

浙数文化（600633）

公司研究/简评报告

10 亿现金收购天天爱，布局棋牌游戏增厚利

—浙数文化（600633）收购深圳天天爱事件点评

简评报告/传媒互联网行业

2017 年 07 月 07 日

一、事件概述

2016 年 7 月 5 日，公司全资子公司杭州边锋网络技术有限公司拟以自有资金现金方式出资人民币 10 亿元收购深圳市天天爱科技有限公司 100% 股权。标的股权评估基准日（2017 年 4 月 30 日）按收益法评估的价值为 11.23 亿元，增值 110,379.34 万元，增值率 5,780.36%。交易各方经友好协商确定标的资产的交易价格为 10 亿元。

二、分析与判断

➤ **10 亿收购棋牌公司天天爱，三年承诺业绩累计 5 亿，提升公司未来三年业绩**
 游戏玩家以购买钻石的模式在深圳天天爱运营的网络游戏平台中进行消费，模式分为房卡和金币卡两种。深圳天天爱 2017 年 1-4 月营业收入 3522.38 万元，净利润 1922.72 万元，毛利率 91.98%，处于业内较高水平。深圳天天爱被并购后的承诺净利润数为：2017 年、2018 年、2019 年经审计的净利润分别不低于人民币 12,500 万元、人民币 16,300 万元、人民币 21,200 万元。如深圳天天爱在利润承诺期内某年度实际净利润数低于承诺净利润数，则交易各方根据协议约定，以实际净利润数和承诺净利润数比值的一定倍数调减当年度杭州边锋应支付收购价款的金额。结合深圳天天爱自身实力以及与公司业务的协同性，对公司 2017 年盈利水平起到较大支撑和改善作用。

➤ **公司聚焦数字娱乐和大数据产业，互联网转型取得阶段性成果**
 2017 年初公司出售 21 家子公司给其控股股东，明确表示未来将聚焦更具发展潜力和盈利能力的数字娱乐及大数据板块。2017 年开始，休闲游戏行业竞争逐渐激烈，竞技化、移动化趋势明显，在注重内生价值提升的同时，公司子公司杭州边锋也急需加快拓展市场份额，继续保持领先优势。深圳天天爱与杭州边锋主业相近，在渠道推广方面具有丰富经验，在江苏、广西、河南、安徽、甘肃等多省份已形成较为领先的市场份额。本次收购将有利于整合双方优势资源，发挥协同效应，有效提升公司市场竞争能力。

➤ **棋牌游戏市场空间巨大，政策逐渐规范利于行业长久发展**

根据伽马数据，截止 2017 年 6 月中国棋牌用户约为 2.58 亿，其中 85% 的地方核心用户接触线上棋牌的时长在一年或以上；中国地方特色棋牌用户 PC 端渗透率 80%，移动端渗透率高达 91.1%；59.6% 的中国地方特色棋牌游戏用户为棋牌游戏付费。政策方面，2016 年广电总局《关于移动游戏出版服务管理的通知》的新规落地后，国产网络游戏在上网运营之日起 30 日内，应当按规定向国务院文化行政部门履行备案手续。政策对棋牌游戏监管逐渐严格，利于棋牌行业长久健康发展。

三、盈利预测与投资建议

不考虑本次收购，预计公司 2017-2019 年净利润 4.61 亿元、6.87 亿元和 9.46 亿元。考虑本次收购，17/18/19 年的备考业绩分别为 5.86 亿元、8.50 亿元和 11.58 亿元，对应备考 EPS 为 0.45 元、0.65 元和 0.89 元，当前股价对应的 PE 分别为 43X、30X 和 22X。我们认为此次收购深圳天天爱会给公司本年的营收和利润产生较大的

谨慎推荐

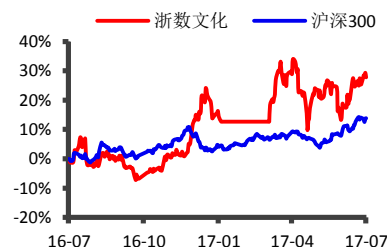
维持评级

合理估值：20—22 元

交易数据 2017-7-6

收盘价（元）	19.93
近 12 个月最高/最低（元）	14.37/21.10
总股本（亿股）	13.02
流通股本（亿股）	11.88
流通股比例（%）	91.24
总市值（亿元）	233
流通市值（亿元）	255

该股与沪深 300 走势比较



分析师：胡琛

执业证号：S0100513070016

电话：(8610) 85127645

邮箱：huchen_yjs@mszq.com

研究助理：史家欢

执业证号：S0100115100035

电话：(8621) 60876719

邮箱：shijiahuan@mszq.com

相关研究

1.《浙报传媒（600633）事件点评：全面实现产业变革，构建领先数字文化集团》.20170227

2.《浙报传媒（600633）公司点评：业绩增长符合预期，打造领先数字文化集团》.20170317

改善作用。考虑公司目前估值较为合理，未来 12 个月合理估值 20~22 元，给予“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

1、宏观经济下行；2、企业转型速度不及预期；3、系统性风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3549.93	1794.00	2481.81	3384.82
增长率（%）	2.67%	-49.46%	38.34%	36.39%
归属母公司股东净利润（百万元）	611.63	460.51	687.19	946.39
增长率（%）	0.22%	-24.71%	49.22%	37.72%
每股收益（元）	0.51	0.35	0.53	0.73
毛利率（%）	34.47%	48.77%	58.67%	60.49%
净资产收益率 ROE（%）	13.35%	9.94%	12.92%	15.11%
每股净资产（元）	5.90	5.14	5.91	6.96
PE	40.19	53.38	35.77	25.97
PB	3.20	3.67	3.20	2.71

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	3,550	1,794	2,482	3,385
营业成本	2,326	919	1,026	1,337
营业税金及附加	32	18	25	34
销售费用	351	215	298	406
管理费用	529	95	154	250
EBIT	876	691	1,033	1,427
财务费用	(42)	(0)	(6)	(11)
资产减值损失	30	0	0	0
投资收益	592	300	250	300
营业利润	918	691	1,039	1,438
营业外收支	172	87	120	164
利润总额	1,025	666	994	1,368
所得税	65	42	63	86
净利润	612	461	687	946
归属于母公司净利润	612	461	687	946
EBITDA	950.18	800.69	1141.22	1532.30

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,160	3,421	4,187	5,241
应收账款及票据	415	284	488	777
预付款项	92	96	100	105
存货	53	21	23	30
其他流动资产	167	(161)	(32)	136
流动资产合计	2,887	3,661	4,766	6,289
长期股权投资	560	0	0	0
固定资产	499	437	416	382
无形资产	535	500	466	435
非流动资产合计	6,433	4,010	3,922	3,837
资产合计	9,320	7,671	8,688	10,126
短期借款	250	242	232	219
应付账款及票据	401	135	151	197
其他流动负债	203	203	203	203
流动负债合计	1,623	969	992	1,062
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	6	6
非流动负债合计	20	6	6	6
负债合计	1,642	974	998	1,067
股本	1,302	1,302	1,302	1,302
少数股东权益	1,203	1,409	1,715	2,137
股东权益合计	7,677	6,696	7,690	9,058
负债和股东权益合计	9,320	7,671	8,688	10,126

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	2.67%	-49.46%	38.34%	36.39%
EBIT 增长率	-4.33%	-21.15%	49.66%	38.06%
净利润增长率	0.22%	-24.71%	49.22%	37.72%
盈利能力				
毛利率	34.5%	48.8%	58.7%	60.5%
净利率	17.2%	25.7%	27.7%	28.0%
总资产收益率 ROA	11.0%	8.7%	11.4%	13.5%
净资产收益率 ROE	13.4%	9.9%	12.9%	15.1%
偿债能力				
流动比率	1.78	3.78	4.80	5.92
速动比率	1.75	3.76	4.78	5.90
现金比率	1.75	3.76	4.78	5.90
资产负债率	17.6%	12.7%	11.5%	10.5%
经营效率				
应收账款周转天数	30.95	56.95	53.63	64.89
存货周转天数	5.42	7.38	3.20	2.85
总资产周转率	0.41	0.21	0.30	0.36
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.35	0.53	0.73
每股净资产	5.90	5.14	5.91	6.96
每股经营现金流	0.29	0.46	0.42	0.60
每股股利	0	0	0	0
估值分析				
PE	40.19	53.38	35.77	25.97
PB	3.20	3.67	3.20	2.71
EV/EBITDA	23.17	28.33	19.47	14.08
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,025	461	687	946
折旧和摊销	121	110	108	106
营运资金变动	(67)	120	(305)	(388)
经营活动现金流	382.18	595.65	540.34	774.89
资本开支	78.92	(524.66)	20.10	20.10
投资	303.27	1,120.31	520.24	754.79
投资活动现金流	(427.95)	2,223.17	229.90	279.90
股权募资	(60.10)	(20.10)	(20.10)	(10.10)
债务募资	(367.85)	2,243.27	250.00	290.00
筹资活动现金流	1,215.17	(1,469.92)	(4.10)	(1.47)
现金净流量	2,248.74	2,039.62	1,256.04	1,717.35

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

胡琛，传媒互联网组长，对外经济与贸易大学金融学硕士，2011年7月加入民生证券至今，具有多年传媒互联网行业研究经验。

史家欢，传媒行业研究助理，金融硕士，专注于影视娱乐传媒，毕业于复旦大学经济学院，2015年7月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。