



2017年08月03日

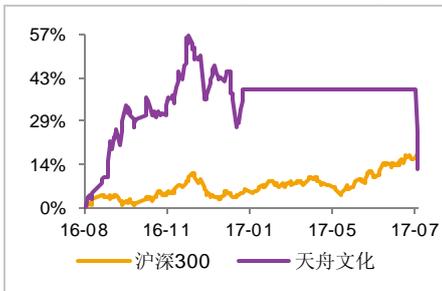
无评级

当前价：12.61 元  
目标价：不适用

分析师：陈净娴

执业编号：S0300516090001  
电话：+86-021-51782239  
邮箱：chenzhengxian@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	779.94	1208.91	1511.13	1783.14
(+/-)	43.30%	55.00%	25.00%	18.00%
归母净利润	243.57	412.34	502.60	593.29
(+/-)	38.22%	69.29%	21.89%	18.04%
EPS(元)	0.288	0.488	0.595	0.702
P/E	43.74	25.84	21.20	17.96

资料来源：联讯证券研究院

天舟文化(300148.SZ)

# 【联讯传媒】天舟文化(300148.SZ, 未评级) 公司点评：并购初见科技打造手游全产业链

投资要点

◇ 事件

近期，公司发布公告，拟以非公开发行股票及支付现金的方式购买游戏发行公司北京初见科技有限公司剩余 73.00% 股权，使其成为公司的全资子公司，交易价格为 11.78 亿元。初见科技承诺 2017 至 2019 年实现净利润分别不低于 1.4 亿、1.7 亿、2.1 亿元。

◇ 点评

并购“初见科技”创新赢利点，构建手游全产业链：作为传统传媒公司，2014 年并购神奇时代，公司进军手游业务，2016 年并购游爱网络推进手游全类型覆盖，天舟文化 2016 年手游业务实现营收 3.46 亿元，较 2015 年上涨 37.66%，占营业收入比重达到 44.33%。此次并购初见科技获取优质分发渠道后，公司完成构建手游全产业链框架。本次交易，公司将以现金方式支付 21,809.65 万元，以股份方式支付 95,990.34 万元。初见科技成立于 2014 年 5 月，以游戏发行为核心业务，相继运营了《作妖记》《乱轰三国志》《圣剑契约》等多款游戏。通过自建及控股研发团队、储备大 IP 资源，拓展自研产品种类，发展成为集 IP 储备、研发、发行、运营于一体的综合性游戏企业。2016 年初见科技共实现营业收入 1.82 亿元，同比增长 831.09%，实现净利润 7195.1 万元；2017 年前 4 个月实现营业收入 7202.22 万元，净利润 3040.6 万元。初见科技承诺 2017 至 2019 年实现净利润分别不低于 1.4 亿、1.7 亿、2.1 亿元。

游戏研发稳步推进，多款游戏上线强健流水：暑期档游戏产业将迎来销售高峰期，游爱网络预计将有多款游戏产品陆续推出并正式上线运营。公司具有强大研发能力，储备大量优质 IP，截至 2016 年，公司共拥有游戏版号 23 项，其中包括游爱网络游戏版号 18 项，神奇时代游戏版号 5 项。2016 年，公司新增 78 项游戏软件著作权。截至 2016 年，神奇时代运营的《忘仙》和《卧虎藏龙》分别取得营收 1.13 亿元和 0.91 亿元，合计营收占公司游戏板块营收的 59%。《风云天下 OL》、《非神勿扰》和《蜀山天下》最高月充值流水超过 3000 万元。

◇ 投资建议

公司搭建手游全产业链框架，具有强大研发能力。2016 年公司图书出版占营收 55%，但由于 2017 年教育政策限制教辅市场规模，且 2017 年公司与教育部门合作的多项数字化教育项目因可行性原因未能如期进行，相关营收可能会下降。

◇ 风险提示

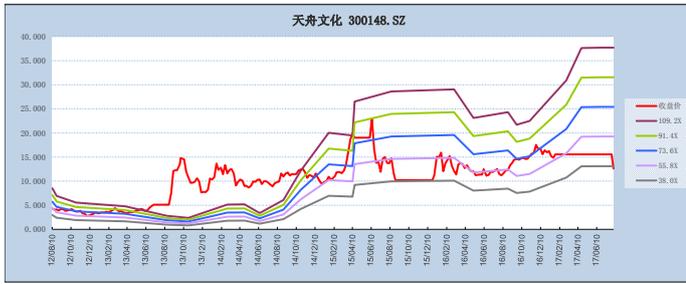
游戏产品同质化；研发进度或流水不及预期。



## 风险提示

游戏产品同质化；研发进度或流水不及预期。

图表 1: PE 区间



资料来源：联讯证券，Wind

图表 2: PB 区间



资料来源：联讯证券，Wind



## 附录：公司财务预测表

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,420	1,860	2,346	2,961	经营性现金净流量	304	414	456	578
应收和预付款项	264	148	368	241	投资性现金净流量	(657)	17	17	17
存货	23	82	52	107	筹资性现金净流量	1,099	9	13	19
其他流动资产	5	5	5	5	现金流量净额	746	439	486	615
长期股权投资	173	173	173	173					
投资性房地产	4	3	3	2					
固定资产和在建工程	58	49	40	31	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
无形资产和开发支出	2,803	2,789	2,776	2,763	收益率				
其他非流动资产	131	131	131	131	毛利率	61%	61%	60%	60%
资产总计	4,879	5,239	5,894	6,412	三费/销售收入	22%	20%	20%	19%
短期借款	0	0	0	0	EBIT/销售收入	38%	39%	38%	38%
应付和预收款项	425	379	538	472	EBITDA/销售收入	40%	41%	40%	39%
长期借款	0	0	0	0	销售净利率	33%	36%	35%	35%
其他负债	17	17	17	17	资产获利率				
负债合计	442	396	555	489	ROE	6%	9%	10%	10%
股本	650	650	650	650	ROA	6%	9%	10%	11%
资本公积	3,094	3,094	3,094	3,094	ROIC	17%	13%	16%	19%
留存收益	598	982	1,450	2,003	增长率				
归属母公司股东权益	4,342	4,726	5,195	5,748	销售收入增长率	43%	55%	25%	18%
少数股东权益	95	117	144	175	EBIT 增长率	39%	61%	21%	17%
股东权益合计	4,437	4,843	5,338	5,923	EBITDA 增长率	41%	61%	20%	17%
负债和股东权益合计	4,879	5,239	5,893	6,412	净利润增长率	45%	69%	22%	18%
					总资产增长率	137%	7%	12%	9%
					股东权益增长率	125%	9%	10%	11%
					经营营运资本增长率	-1520%	-5%	25%	-5%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	资本结构				
营业收入	780	1,209	1,511	1,783	资产负债率	9%	8%	9%	8%
减: 营业成本	300	471	604	713	流动比率	398%	546%	510%	695%
营业税金及附加	4	5	7	8	速动比率	392%	523%	500%	671%
营业费用	64	97	118	139	资产管理效率				
管理费用	119	181	227	267	总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
财务费用	(8)	(37)	(47)	(60)	固定资产周转率	13.5	24.8	38.0	57.9
资产减值损失	18	0	0	0	应收账款周转率	3.6	16.0	5.2	12.5
加: 投资收益	(0)	0	0	0					
公允价值变动损益	0	0	0	0					
其他经营损益	0	0	0	0	业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业利润	283	491	603	715	EBIT	594.21	723.66	976.33	1311.22
加: 其他非经营损益	20	20	20	20	EBITDA	615.97	756.30	1008.96	1320.85
利润总额	303	511	623	735	NOPLAT	445.60	456.83	646.33	897.50
减: 所得税	46	77	93	110	净利润	478.47	478.74	669.75	911.59
净利润	256	434	529	625	EPS	0.274	0.274	0.383	0.522
减: 少数股东损益	13	22	27	31	BPS	3.652	3.903	4.255	4.733
归属母公司股东净利润	244	412	503	593	PE	41.91	41.88	29.94	22.00
					PEG	1.75	N/A	N/A	N/A
					PB	3.14	2.94	2.70	2.43
					PS	4.51	3.82	3.21	2.68

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，负责传媒互联网领域的研究，之前曾任职于凯基证券和川财证券研究所。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 买入：相对大盘涨幅大于 10%；
- 增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
- 持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
- 减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
- 中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)