

天舟文化(300148)/文化传媒

游戏并购加码,完善全产业链布局

评级: 增持(维持)

市场价格: 12.56

目标价格: 14.1

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

联系人: 熊亚威

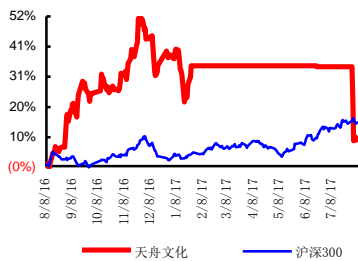
电话:

Email: xiongyw@r.qlzq.com.cn

基本状况

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股)  | 845    |
| 流通股本(百万股) | 647    |
| 市价(元)     | 12.56  |
| 市值(百万元)   | 10,612 |
| 流通市值(百万元) | 8,130  |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 【中泰传媒】天舟文化(300148) 年报点评: 转型升级成效显著, 游戏贡献大部分利润
- 2 【中泰传媒】天舟文化(300148) 点评报告: 业绩预计高增长, 收购并表贡献大
- 3 【中泰传媒】天舟文化(300148) 三季报点评: 单季营收同比大增, 游爱网络实现并表

公司盈利预测及估值

| 指标        | 2015A  | 2016A  | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-----------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 544.28 | 779.94 | 1,336.03 | 1,467.31 | 1,569.92 |
| 增长率 yoy%  | 5.53%  | 43.30% | 71.30%   | 9.83%    | 6.99%    |
| 净利润       | 176.22 | 243.57 | 398.10   | 458.58   | 505.33   |
| 增长率 yoy%  | 49.01% | 38.22% | 63.44%   | 15.19%   | 10.19%   |
| 每股收益(元)   | 0.42   | 0.37   | 0.47     | 0.54     | 0.60     |
| 每股现金流量    | 0.51   | 0.47   | -0.07    | 0.49     | 0.55     |
| 净资产收益率    | 9.14%  | 5.61%  | 8.47%    | 8.89%    | 8.92%    |
| P/E       | 42.18  | 33.52  | 26.66    | 23.14    | 21.00    |
| PEG       | 0.86   | 0.88   | 0.42     | 1.52     | 2.06     |
| P/B       | 3.85   | 1.88   | 2.26     | 2.06     | 1.87     |

备注:

投资要点

- **事件:** 天舟文化发布 2017 年半年度报告, 上半年实现营业收入 3.63 亿元, 同比增长 51.75%; 实现归母净利润 1.10 亿元, 同比增长 52.40%; 实现扣非后归母净利润 1.03 亿元, 同比增长 44.82%。其中, 图书业务实现营收 1.29 亿元, 同比减少 11.32%; 游戏业务实现营收 2.34 亿元, 同比增长 149.03%。
- **业绩高增长, 主要由于收购公司并表。** 公司营收及利润均实现高增长, 主要由于并购广州游爱网络技术有限公司和人民今典科教传媒有限公司合并新增所致。其中游爱网络 100% 股权自 2016 年 9 月 1 日起纳入合并范围, 人民今典 51% 股权自 2016 年 6 月 1 日起纳入合并范围, 因此去年同期的整体营收及利润基数较小。
- **游戏业务贡献大部分营收与净利。** 从营收来看, 游戏业务占比从去年同期的 39% 增加至今年上半年的 65%, 从净利润角度来看, 2017 年上半年神奇时代与游爱网络净利润分别为 4326.27 万元与 6311.75 万元, 成为天舟文化最重要的利润来源。
- **游戏业务持续增长, 下半年预计多款新游上线值得期待。**
  - 公司在 ARPG、SLG 类型、卡牌类型移动网络游戏领域中具有较强的研发和运营能力。 截至报告期末, 公司运营游戏产品共 31 款, 其中自主研发并运营的《忘仙》、《卧虎藏龙》、《五虎将》、《帝国时代》等多款游戏保持较好的持续盈利能力。最新上线运营的《风云天下 OL》续作之《风云天下重燃》, 该款游戏月均充值流水在千万元左右, 市场反应良好。
  - 公司加大了产品储备和 IP 储备的投入, 公司研发储备的《卧虎藏龙贰》《至尊大主宰》、《大秦之帝国崛起》、《全民星座》、《封神妲己传》、《塔防西游记》等近 10 款游戏将陆续于下半年上线运营。其中, 由阿里游戏独家代理发行的动作武侠 3D 手游《卧虎藏龙贰》将于 8 月 16 日开启不删档测试。此外公司还储备了仙剑客栈、东离剑游纪、恋光明、百炼成神、天行轶事、精灵等十多项热门 IP 资源, 目前已有部分 IP 资源的游戏已处于研发和上线阶段。
- **游戏并购加码, 完善游戏全产业链布局。** 2017 年 6 月, 公司收购初见科技实际控制人方小奇所持初见科技 12% 股权, 并拟以非公开发行股票及支付现金的方式收购初见科技剩余 73% 股权, 若收购完成, 公司将持有初见科技 100% 股权, 公司手游发行实力将大大增强, 与原有优质研发能力实现良好协同和资源优势互补, 实现公司从游戏的研发、发行到运营的全产业链布局, 创造新的业绩增长点, 加速进入国内手游第一方阵。
- **聚焦教育、泛娱乐、文化三大板块, 加速产业转型升级, 对外投资与并购重组是重要手段。**
  - (1) 教育板块, 公司控股人民今典, 参股“O2O 线上教育平台”决胜股份, 设立子公司中南天舟和天舟大课堂。

(2) 泛娱乐板块，收购神奇时代与游爱网络，并投资初见科技、银河数娱等公司，目前公司正积极推进初见科技剩余股权收购，并与另一家拟收购公司进行洽谈。

(3) 文化板块，公司与人民出版社共同设立人民天舟成为国内首批两家对外专项出版企业之一，加快推进国际化布局。

- **盈利预测及投资建议：**暂不考虑初见科技剩余股权收购的情况下，我们预测天舟文化 2017-2019 年实现收入分别为 13.36 亿元、14.67 亿元、15.69 亿元，同比增长 71.30%、9.83%、6.99%；实现归母净利润 3.98 亿元、4.59 亿元、5.05 亿元，同比增长 63.44%、15.19%、10.19%，对应 2017-2019 年 EPS 分别为 0.47 元、0.54 元、0.60 元。目标价 14.1 元，维持增持评级。
- **风险提示：**1) 游戏流水不达预期；2) 公司转型发展不达预期；3) 公司后续整合不达预期；4) 市场竞争加剧；5) 市场整体风险偏好下行。

图表 1: 天舟文化财务报表预测

## 损益表 (人民币百万元)

|              | 2014       | 2015       | 2016       | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
|--------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业总收入</b> | <b>516</b> | <b>544</b> | <b>780</b> | <b>1,336</b> | <b>1,467</b> | <b>1,570</b> |
| 增长率          | 57.27%     | 5.5%       | 43.3%      | 71.3%        | 9.8%         | 7.0%         |
| 营业成本         | -281       | -236       | -300       | -549         | -593         | -615         |
| %销售收入        | 54.6%      | 43.3%      | 38.5%      | 41.1%        | 40.4%        | 39.2%        |
| 毛利           | 234        | 309        | 480        | 787          | 875          | 955          |
| %销售收入        | 45.4%      | 56.7%      | 61.5%      | 58.9%        | 59.6%        | 60.8%        |
| 营业税金及附加      | -1         | -2         | -4         | -6           | -7           | -7           |
| %销售收入        | 0.2%       | 0.3%       | 0.5%       | 0.5%         | 0.5%         | 0.5%         |
| 营业费用         | -44        | -42        | -64        | -131         | -132         | -141         |
| %销售收入        | 8.5%       | 7.7%       | 8.2%       | 9.8%         | 9.0%         | 9.0%         |
| 管理费用         | -53        | -74        | -119       | -207         | -224         | -240         |
| %销售收入        | 10.2%      | 13.7%      | 15.3%      | 15.5%        | 15.3%        | 15.3%        |
| 息税前利润 (EBIT) | 137        | 191        | 293        | 443          | 512          | 567          |
| %销售收入        | 26.5%      | 35.0%      | 37.6%      | 33.2%        | 34.9%        | 36.1%        |
| 财务费用         | 5          | 8          | 8          | 0            | 0            | 0            |
| %销售收入        | -1.0%      | -1.4%      | -1.0%      | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 资产减值损失       | -8         | -18        | -18        | 0            | 0            | 0            |
| 公允价值变动收益     | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| 投资收益         | 2          | 26         | 0          | 8            | 8            | 8            |
| %税前利润        | 1.2%       | 11.8%      | —          | 1.7%         | 1.5%         | 1.3%         |
| 营业利润         | 136        | 207        | 283        | 451          | 520          | 575          |
| 营业利润率        | 26.3%      | 38.0%      | 36.3%      | 33.8%        | 35.4%        | 36.6%        |
| 营业外收支        | 8          | 15         | 20         | 20           | 20           | 20           |
| 税前利润         | 144        | 221        | 303        | 471          | 540          | 595          |
| 利润率          | 27.8%      | 40.7%      | 38.8%      | 35.3%        | 36.8%        | 37.9%        |
| 所得税          | -25        | -44        | -46        | -73          | -81          | -89          |
| 所得税率         | 17.1%      | 20.0%      | 15.3%      | 15.5%        | 15.0%        | 15.0%        |
| 净利润          | 119        | 177        | 256        | 398          | 459          | 505          |
| 少数股东损益       | 1          | 1          | 13         | 0            | 0            | 0            |
| 归属于母公司的净利润   | 118        | 176        | 244        | 398          | 459          | 505          |
| 净利率          | 22.9%      | 32.4%      | 31.2%      | 29.8%        | 31.3%        | 32.2%        |

## 现金流量表 (人民币百万元)

|          | 2014 | 2015 | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润      | 119  | 177  | 256   | 398   | 459   | 505   |
| 少数股东损益   | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出    | 14   | 25   | 32    | 9     | 9     | 9     |
| 非经营收益    | -2   | -25  | -1    | -28   | -28   | -28   |
| 营运资金变动   | 43   | 38   | 16    | -442  | -28   | -22   |
| 经营活动现金净流 | 175  | 215  | 304   | -63   | 412   | 464   |
| 资本开支     | 4    | 24   | 2     | -20   | -20   | -20   |
| 投资       | -194 | -83  | -657  | 0     | 0     | 0     |
| 其他       | 2    | 2    | 1     | 8     | 8     | 8     |
| 投资活动现金净流 | -197 | -105 | -657  | 28    | 28    | 28    |
| 股权募资     | 226  | 0    | 1,121 | 0     | 0     | 0     |
| 债权募资     | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他       | -8   | -12  | -22   | 0     | -38   | 0     |
| 筹资活动现金净流 | 218  | -12  | 1,099 | 0     | -38   | 0     |
| 现金净流量    | 196  | 98   | 746   | -35   | 402   | 492   |

## 资产负债表 (人民币百万元)

|                 | 2014         | 2015         | 2016         | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金            | 496          | 498          | 1,483        | 1,448        | 1,850        | 2,342        |
| 应收款项            | 71           | 62           | 250          | 384          | 422          | 451          |
| 存货              | 40           | 21           | 23           | 75           | 81           | 84           |
| 其他流动资产          | 221          | 44           | 20           | 61           | 65           | 68           |
| 流动资产            | 828          | 625          | 1,776        | 1,969        | 2,418        | 2,945        |
| %总资产            | 40.9%        | 30.0%        | 35.9%        | 38.4%        | 43.4%        | 48.4%        |
| 长期投资            | 27           | 250          | 306          | 306          | 306          | 306          |
| 固定资产            | 44           | 61           | 58           | 52           | 46           | 40           |
| %总资产            | 2.1%         | 2.9%         | 1.2%         | 1.0%         | 0.8%         | 0.7%         |
| 无形资产            | 1,126        | 1,125        | 2,803        | 2,800        | 2,797        | 2,794        |
| 非流动资产           | 1,199        | 1,461        | 3,169        | 3,160        | 3,151        | 3,143        |
| %总资产            | 59.1%        | 70.0%        | 64.1%        | 61.6%        | 56.6%        | 51.6%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>2,027</b> | <b>2,086</b> | <b>4,945</b> | <b>5,129</b> | <b>5,570</b> | <b>6,088</b> |
| 短期借款            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付款项            | 237          | 123          | 425          | 249          | 267          | 279          |
| 其他流动负债          | 15           | 23           | 61           | 62           | 25           | 27           |
| 流动负债            | 253          | 146          | 486          | 310          | 293          | 306          |
| 长期贷款            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期负债          | 0            | 1            | 22           | 22           | 22           | 22           |
| <b>负债</b>       | <b>253</b>   | <b>147</b>   | <b>508</b>   | <b>332</b>   | <b>314</b>   | <b>327</b>   |
| 普通股股东权益         | 1,765        | 1,929        | 4,342        | 4,702        | 5,160        | 5,666        |
| 少数股东权益          | 10           | 10           | 95           | 95           | 95           | 95           |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>2,027</b> | <b>2,086</b> | <b>4,945</b> | <b>5,129</b> | <b>5,570</b> | <b>6,088</b> |

## 比率分析

|               | 2014    | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益 (元)      | 0.336   | 0.417   | 0.375   | 0.471   | 0.543   | 0.598   |
| 每股净资产 (元)     | 5.014   | 4.567   | 6.680   | 5.565   | 6.107   | 6.705   |
| 每股经营现金净流 (元)  | 0.496   | 0.508   | 0.468   | -0.075  | 0.487   | 0.549   |
| 每股股利 (元)      | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.045   | 0.000   | 0.000   |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率        | 6.70%   | 9.14%   | 5.61%   | 8.47%   | 8.89%   | 8.92%   |
| 总资产收益率        | 5.83%   | 8.45%   | 4.93%   | 7.76%   | 8.23%   | 8.30%   |
| 投入资本收益率       | 9.07%   | 12.79%  | 9.37%   | 12.29%  | 14.01%  | 15.45%  |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 营业总收入增长率      | 57.27%  | 5.53%   | 43.30%  | 71.30%  | 9.83%   | 6.99%   |
| EBIT增长率       | 657.97% | 39.17%  | 53.87%  | 51.14%  | 15.43%  | 10.75%  |
| 净利润增长率        | 481.86% | 49.01%  | 38.22%  | 63.44%  | 15.19%  | 10.19%  |
| 总资产增长率        | 219.07% | 2.90%   | 137.07% | 3.71%   | 8.60%   | 9.31%   |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 37.7    | 39.5    | 64.0    | 80.0    | 80.0    | 80.0    |
| 存货周转天数        | 65.0    | 47.6    | 26.8    | 50.0    | 50.0    | 50.0    |
| 应付账款周转天数      | 109.9   | 157.9   | 193.4   | 60.0    | 60.0    | 60.0    |
| 固定资产周转天数      | 28.9    | 35.0    | 27.7    | 15.0    | 12.2    | 10.1    |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | -27.95% | -25.67% | -33.43% | -30.19% | -35.20% | -40.66% |
| EBIT利息保障倍数    | -25.7   | -25.1   | -36.6   | —       | —       | —       |
| 资产负债率         | 12.46%  | 7.03%   | 10.27%  | 6.47%   | 5.64%   | 5.38%   |

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。