2018 年 08 月 28 日
证券研究报告•2018 年半年报点评
天舟文化（300148）传媒

增持（首次）
当前价：4.63 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

游戏+教育信息化协同发展

投资要点

- **事件：**天舟文化发布 2018 年半年报，公司上半年实现营业收入约 4 亿，同比增长 11.66%；实现归母净利润 1.36 亿，同比增长 24.05%；扣除非经常性损益以后，公司实现净利润 8034 万，同比下滑 22%，导致净利润和扣非净利润出现较大差异的原因是因为前期购买的股权获得公允价值溢价所致，该项贡献了 5100 万利润。

- **游戏业务整体平稳。**上半年，公司游戏业务实现营业收入 2.94 亿，较 2017 年同期 2.34 亿的水平有明显的提高；但是，2018 年上半年游戏业务的毛利率为 48.41%，因为游戏联运规模扩大以及游戏行业整体增速下滑，导致公司毛利率较 2017 年同期 77%的毛利率出现了大幅度的下滑。具体来看，公司上半年运营的游戏有 58 款，其中自研的《忘仙》《卧虎藏龙 2》《大秦帝国崛起》《风云天下 OL》等作品获得了良好的市场口碑及不错的流水；下半年，公司储备的项目包括《拔剑吧少年》、《前方高能 H5》、《乱世纷争》、《三国王者》等有望推出，届时将进一步带动公司流水规模增长。另一方面，公司陆续投资海南奇遇和四九游，进一步补充在游戏行业的各个环节，扩张游戏业务版图。

- **教育探索获新进展。**天舟文化正在逐步推进传统业务向现代化教育业务的转型，今年上半年，公司旗下天舟创客已经和省内近十所中小学签订协议，提供现代化的数字教育服务；另一方面，公司在传统教育出版业务上，开始叠加“软服务”，包括推出了微课程，在线辅导等个性化服务；游学领域，公司和北京大学、加拿大多伦多公立教育局、美国哈佛大学等一系列国内国际数十家单位深度合作，建立研游学基地，开展了多条研游学线路并投入运营。

- **盈利预测与投资建议。**预计天舟文化 2018-2020 年 EPS 分别为 0.24 元、0.25 元、0.28 元，对应的 PE 分别为 19 倍、18 倍、16 倍。考虑到公司下半年储备的游戏有望上线、信息化教育产品也有望在未来取得突破并快速提升该业务的毛利率，首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示：**游戏审批进度不及预期的风险；纸张价格进一步快速上涨的风险；公司游戏项目进度不及预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	936.02	1106.51	1294.08	1482.15
增长率	20.01%	18.21%	16.95%	14.53%
归属母公司净利润（百万元）	134.02	202.39	213.60	240.10
增长率	-44.98%	51.02%	5.54%	12.41%
每股收益 EPS（元）	0.16	0.24	0.25	0.28
净资产收益率 ROE	3.22%	4.63%	4.66%	4.98%
PE	29	19	18	16
PB	0.92	0.87	0.83	0.79

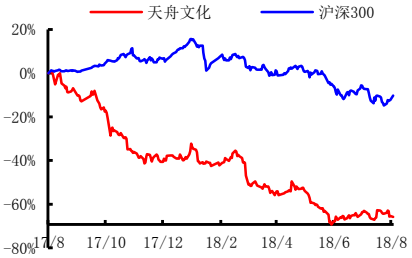
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘言
执业证号：S1250515070002
电话：023-67791663
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

联系人：杭爱
电话：010-57758568
邮箱：ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.45
流通 A 股(亿股)	8.01
52 周内股价区间(元)	4.06-13.31
总市值(亿元)	39.12
总资产(亿元)	47.77
每股净资产(元)	5.00

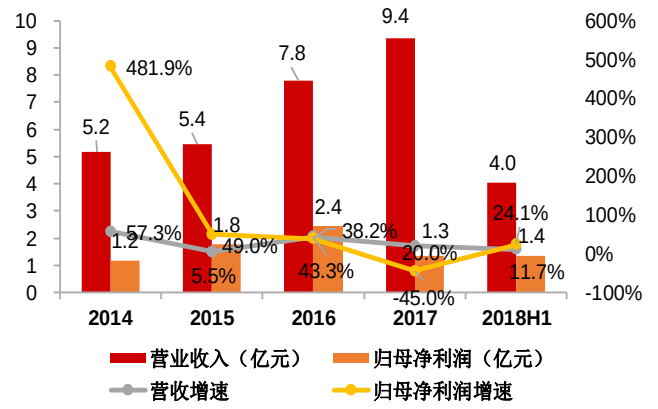
相关研究

1 移动网络游戏业务驱动公司营收及毛利上涨

移动网络游戏业务驱动下，营业收入稳定增长。公司 2014 年并购移动互联网游戏公司神奇时代、投资日本游戏企业，2016 年并购游爱网络及今典科教传媒，上述举措下公司一步步从出版发行企业向文化产业集团转型，主营业务转为图书出版业务及移动网络游戏业务，2018H1 公司完成转型，同时开始积极教育资源及服务。2014 年以来移动网络游戏业务不断驱动公司业绩上升，其中 2014 年因神奇时代并表，营收及归母净利润增速大幅提升，2018H1 公司实现营收 4 亿元，同比增长 11.7%，实现归母净利润 1.4 亿元，同比增长 24.1%。

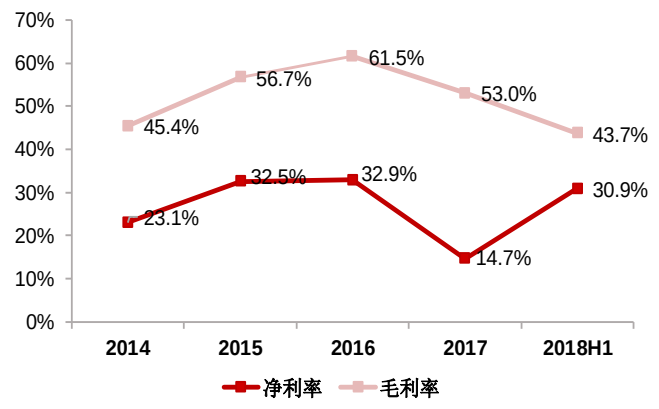
代理游戏成本较高使得营业成本增速超营业收入，导致毛利率下滑。转型以来，移动网络游戏高毛利率带动下，2014-2016 年公司毛利率整体上升，2017-2018H1 因代理游戏《青云诀》成本较高，拉低毛利率，2018H1 毛利率为 43.7%。同因移动网络游戏利润驱动原因，公司 2014-2016 年净利率提升。因神奇时代新游戏产品上线推迟，净利润同比下降，同时神奇时代及今典科教计提商誉减值，加之政策影响下图书出版发行业务利润下降，引致 2017 年净利率下降，仅 14.7%。2018H1 因游戏业务增长，净利率回升至 30.9%。

图 1：天舟文化营收、归母净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

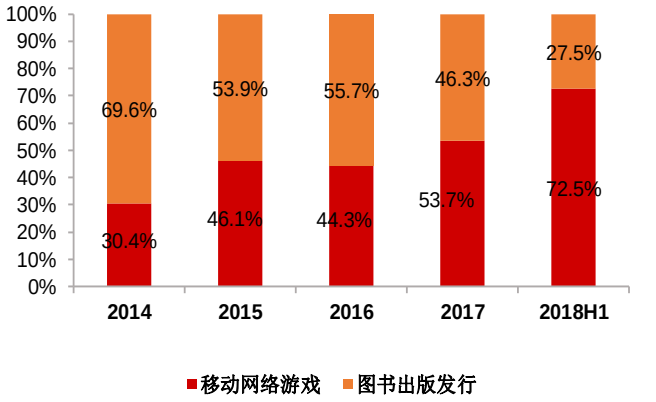
图 2：天舟文化历年毛利率、净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

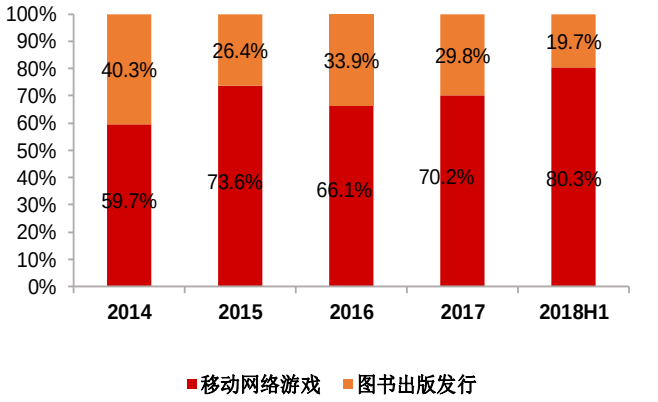
移动网络游戏业务后来居上，营收占比逐年上升，贡献主要毛利。2014 年转型以来，移动网络游戏业务营收占比逐年上升，2018 年移动网络游戏业务营收占比上升至 72.5%。移动网络游戏业务营收上涨且毛利率较高，2014-2016 年间移动网络游戏毛利率维持在 90%左右，2017 年后因代理《青云诀》移动网络游戏业务毛利率有所下降；同时图书行业整体毛利率下降，公司图书出版业务毛利率逐年下降。游戏业务毛利上升加之出版发行毛利下降，移动网络游戏业务成为公司毛利的主要来源，2018H1 移动网络游戏毛利润占比为 80.3%，图书出版业务毛利润占比为 19.7%。

图 3：天舟文化营收构成情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：天舟文化毛利构成情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 上半年游戏业务持续增长，开拓教育创新领域

公司上半年围绕游戏、教育、文化布局。**游戏板块**，公司一方面借助自研能力内生增长，上半年推出《至尊大主宰》、《塔防西游记》等自研游戏，往期自研游戏《忘仙》、《大秦之帝国崛起》等持续发力，一方面外延合并游戏运营公司海南奇遇、投资四九游以增强发行能力，增强研运一体化布局。截止 2018H1，公司运营游戏 58 款，2018 年以来新增运营游戏 31 款，其中《青云诀》单款游戏营收占比超游戏营收 30%。上半年公司新增软件著作权 176 项，新增游爱网络游戏版号 3 项，新增域名 4 项。

表 1：2018H1 新增游戏版号

序号	游戏名称	取得时间	出版许可文号
1	一恋永恒	2018 年 2 月 26 日	新广出审[2018]1226 号
2	帝王崛起	2018 年 3 月 15 日	新广出审[2018]1754 号
3	塔防镇魂师	2018 年 3 月 15 日	新广出审[2018]1755 号

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司目前在研移动游戏有《拔剑吧少年》、《仙境归来》、《爆兵英雄 H5》、《霸王吃鸡》《前方高能 H5》、《无敌小拳拳》（暂定名）等；在研手游产品有《三国王者》、《乱世纷争》（暂定名）；储备 IP 有《大主宰》、《仙剑客栈》、《精灵》、《寻秦记》。

教育及文化板块，子公司天舟创客教育针对中小学主营 3D 打印、开源硬件等智能领域培训，目前已与省内近十所中小学达成合作，2018 年暑假接待学生突破 3000 人；优化升级教育产品，推出微课、在线辅导等定制服务；报告期公司设立湖南天舟梦享者国际教育发展有限公司，拓展研学游学业务，已与北京大学、加拿大多伦多公立教育局、美国哈佛大学等学校建立合作；报告期设立湖南天舟心理咨询服务有限公司，打造心理健康品牌化服务，提供心理健康服务商业方案；同时加快文化产业国际化布局，目前已出版《习近平思想基本问题解读》《屠呦呦传》等图书外语版，设立并计划拓展海外机构布局。

3 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：假设纸张价格涨幅不超过 15%；

假设 2：出版和游戏行业的政策不发生重大改变；

假设 3：游戏版号审批能够在第四季度全面推进。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2017A	2018E	2019E	2020E
移动游戏	收入	5.03	6.60	8.25	9.91
	增速	45.3%	31.4%	25.0%	20.0%
	毛利率	69.3%	45.0%	45.0%	45.0%
出版发行	收入	4.34	4.46	4.68	4.92
	增速	-0.2%	2.9%	5.0%	5.0%
	毛利率	34.2%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	9.36	11.06	12.94	14.82
	增速	20.0%	18.2%	16.9%	14.6%
	毛利率	53.0%	39.0%	39.6%	40.0%

数据来源：Wind，西南证券

预计天舟文化 2018-2020 年 EPS 分别为 0.24 元、0.25 元、0.28 元，对应的 PE 分别为 19 倍、18 倍、16 倍。考虑到公司下半年储备的游戏有望上线、信息化教育产品也有望在未来取得突破并快速提升该业务的毛利率，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：可比公司估值对比

可比公司	市值（亿元）	最新收盘价（元）	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
昆仑万维	179.36	15.57	1.16	1.39	1.66	13.42	11.23	9.36
游族网络	145.62	16.39	1.21	1.56	1.91	13.59	10.52	8.59
三七互娱	247.97	11.67	0.90	1.07	1.27	12.98	10.91	9.18
中文传媒	152.95	11.10	1.22	1.43	1.63	9.07	7.75	6.79
读者传媒	33.29	5.78	0.15	0.22	0.24	38.71	26.85	23.61
新华文轩	90.52	8.93	0.72	0.76	0.84	12.35	11.70	10.59
均值	-	-	-	-	-	16.69	13.16	11.35

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	936.02	1106.51	1294.08	1482.15
营业成本	439.53	642.48	740.74	839.42
营业税金及附加	5.51	5.45	6.70	7.73
销售费用	64.74	79.78	81.79	92.04
管理费用	214.22	193.52	236.58	276.62
财务费用	-14.79	0.78	1.40	1.33
资产减值损失	105.97	0.00	0.00	0.00
投资收益	45.03	61.00	35.00	30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	174.32	245.50	261.87	295.01
其他非经营损益	0.05	9.00	7.79	6.89
利润总额	174.37	254.50	269.66	301.90
所得税	36.83	46.78	50.45	55.48
净利润	137.54	207.72	219.21	246.42
少数股东损益	3.52	5.32	5.62	6.31
归属母公司股东净利润	134.02	202.39	213.60	240.10

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	137.54	207.72	219.21	246.42
折旧与摊销	23.03	21.80	21.80	21.80
财务费用	-14.79	0.78	1.40	1.33
资产减值损失	105.97	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-155.43	226.66	33.61	3.08
其他	115.03	-58.80	-35.57	-30.08
经营活动现金流净额	211.34	398.16	240.46	242.55
资本支出	-35.15	0.00	0.00	0.00
其他	-147.83	68.10	35.00	30.00
投资活动现金流净额	-182.99	68.10	35.00	30.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	-0.68	0.00	0.00	0.00
支付股利	-29.25	0.00	0.00	0.00
其他	-272.31	-0.50	-1.40	-1.33
筹资活动现金流净额	-302.24	-0.50	-1.40	-1.33
现金流量净额	-274.40	465.76	274.06	271.22

资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	985.04	1450.81	1724.86	1996.08
应收和预付款项	391.98	419.82	505.85	587.07
存货	36.92	53.36	62.35	71.29
其他流动资产	8.68	9.73	11.58	13.19
长期股权投资	255.91	255.91	255.91	255.91
投资性房地产	7.10	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	51.71	43.51	35.32	27.13
无形资产和开发支出	2697.22	2683.84	2670.45	2657.07
其他非流动资产	339.19	338.96	338.74	338.51
资产总计	4773.76	5255.94	5605.07	5946.25
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	354.80	511.67	590.65	668.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	144.54	261.85	312.79	329.50
负债合计	499.34	773.52	903.43	998.20
股本	844.93	844.93	844.93	844.93
资本公积	2898.50	2898.50	2898.50	2898.50
留存收益	702.33	904.72	1118.31	1358.42
归属母公司股东权益	4174.90	4377.57	4591.17	4831.27
少数股东权益	99.52	104.85	110.46	116.78
股东权益合计	4274.42	4482.42	4701.63	4948.05
负债和股东权益合计	4773.76	5255.94	5605.07	5946.25

财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
销售收入增长率	20.01%	18.21%	16.95%	14.53%
营业利润增长率	-38.45%	40.83%	6.67%	12.66%
净利润增长率	-46.37%	51.02%	5.54%	12.41%
EBITDA 增长率	-37.01%	46.85%	6.34%	11.60%
获利能力				
毛利率	53.04%	41.94%	42.76%	43.36%
三费率	28.22%	24.77%	24.71%	24.96%
净利率	14.69%	18.77%	16.94%	16.63%
ROE	3.22%	4.63%	4.66%	4.98%
ROA	2.88%	3.95%	3.91%	4.14%
ROIC	4.57%	7.54%	8.45%	9.63%
EBITDA/销售收入	19.50%	24.23%	22.03%	21.47%
营运能力				
总资产周转率	0.19	0.22	0.24	0.26
固定资产周转率	17.10	23.24	32.83	47.46
应收账款周转率	3.79	3.74	3.73	3.69
存货周转率	13.31	13.43	12.07	11.99
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.70%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	10.46%	14.72%	16.12%	16.79%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.99	2.58	2.62	2.74
速动比率	2.92	2.51	2.55	2.67
股利支付率	21.82%	0.00%	0.00%	0.00%
每股指标				
每股收益	0.16	0.24	0.25	0.28
每股净资产	5.06	5.31	5.56	5.86
每股经营现金	0.25	0.47	0.28	0.29
每股股利	0.03	0.00	0.00	0.00

业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	182.56	268.09	285.07	318.14
PE	29.19	19.33	18.32	16.29
PB	0.92	0.87	0.83	0.79
PS	4.18	3.54	3.02	2.64
EV/EBITDA	14.07	7.92	6.49	4.96
股息率	0.75%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn