

2019年03月28日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：朱珠 S0350117070022
021-50479967 zhuz@ghzq.com.cn

图书与游戏并举 静待未来泛教育发力

——天舟文化（300148）动态点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
天舟文化	14.9	1.9	-28.0
沪深300	6.3	24.7	-4.0

市场数据

2019-03-27

当前价格（元）	4.78
52周价格区间（元）	3.53-6.85
总市值（百万）	4038.79
流通市值（百万）	3756.21
总股本（万股）	84493.44
流通股（万股）	78581.78
日均成交额（百万）	123.39
近一月换手（%）	172.53

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

■ **游戏部分**，公司以并购（2.16亿元取得海南奇遇72%股权，2018年6月并表，已实现100%控股）与参投（3.75亿元取得四九游25%股权）方式增强发行能力，加大H5游戏及小程序游戏研发投入；四九游储备多个国漫知名IP，游戏业务补给公司收入，剔除商誉因素公司归母净利润2亿元，同比增加49%。2018年公司以3.75亿元入股四九游，四九游主要从事手游自主运营、渠道分发、H5自主运营等，其手游《葫芦娃》在2017总计收入超过5亿元，月充值流水峰值超过0.6亿元，也是2017年经典国漫IP变现案例，四九游游戏同时储备《大闹天宫》、《黑猫警长》等经典国漫IP，变现可期。

2018年公司营业总收入11.26亿元，同比增加20.28%，其中，游戏收入6.89亿元（同比增加37.2%，占收入61%，主要由于海南奇遇合并报表）。游戏运营产品86款，自研游戏如《卧虎藏龙》《风云天下OL》《风云天下重燃》《塔王之王》，国内《大秦之帝国崛起》月流水峰值超0.3亿元，海外《国战来了》月流水千万级。

利润部分，在2018年游戏政策影响下叠加对并购神奇时代商誉计提减值准备10.36亿元，以及对并购人民今典产生的商誉及投资决胜股份的长期股权投资计提减值准备的约2.5亿元，三项合计12.86亿元带来归母净利润的-10.86亿元，若剔除该影响因素，公司实际取得归母净利润2亿元（同比增加49%）。

■ **图书发行部分**，加快“一带一路”文化走出去战略。人民天舟是首批两家获得对外专项出版企业之一，2018年人民天舟获中国少年儿童新闻出版总社战略参股。2018年公司积极应对教辅新政，开拓省外市场及新的教辅品种，与衡水中学打造的高考教辅产品《衡中同卷》，已销售学校数量达4000多所，惠及高三学生近300万人，销量同比上年度实现稳健增长；人民教育出版社授权合作项目《新课程同步教学设计》，预计2019年下半年推出市场；2018年公图书出版发行收入4.36亿元（同比增加0.7%，占总收入38.8%）

■ **教育出版中公司积极转型教育与科技与服务。** **教育服务方面**，公司旗下拥有湖南天舟大课堂教育科技有限公司、湖南天舟创新智能科技有限公司，天舟创科已与省内外数十所中小学签订协议，提供现代化的人工智能等数字教育服务；**教育出版方面**，公司开始叠加“软服务”，推出数字化教学资源平台、微课程、在线辅导等个性化教育服

务产品；研学游学领域，公司和北京大学、加拿大多伦多公立教育局等一系列国内国际数十家单位深度合作，建立研游学基地。该部分在2019年开始发力，静待其业绩表现。

- 盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予增持评级** 公司通过并购参股方式深耕游戏，同时游戏业务也贡献公司较好营业收入，但移动游戏成本不断提升，公司图书出版发行与移动游戏2018年毛利率分别为31.59%/43.11%（毛利率分别同比下滑2.58个百分点、26.21个百分点），公司在平衡主营业收入下，积极布局教育服务领域，寻找业绩增长新发力点。

2018年公司对并购的神奇时代、人民今典产生的商誉计提准备11.55亿元，2019年后商誉影响业绩的因子减弱，公司轻装前行。全资子公司海南奇遇（业绩备考）预计净利润2018年度不低于3000万元，其后每个年度目标公司的净利润增长率不低于25%，即2019-2020年度不低于3750万元、4687.5万元。我们预计公司2019-2021年归母净利润为2.16亿元/2.42亿元/2.73亿元，对应eps分别为0.26元/0.29元/0.32元，最新PE分别为18.7/16.7/14.8倍，首次覆盖，给予增持评级，静待公司新业务教育科技与服务带来业绩弹性。

- 风险提示：**投资并购整合风险；业绩不及预期的风险；商誉减值风险；人才引进和流失风险；教育政策风险；知识产权侵权或被侵权风险；游戏内容同质化的风险；技术风险；宏观经济波动的风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	1126	1199	1224	1250
增长率(%)	20.3%	6.5%	2.1%	2.2%
归母净利润（百万元）	(1086)	216	242	273
增长率(%)	-910.1%	-	12%	13.0%
摊薄每股收益（元）	-1.28	0.26	0.29	0.32
ROE(%)	-34.3%	14.8%	15.6%	17.1%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：天舟文化盈利预测表

证券代码:	300148.SZ		股价:	4.78	投资评级:	增持	日期:	2019-03-27	
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					每股指标				
ROE	-34%	15%	16%	17%	EPS	-1.28	0.26	0.29	0.32
毛利率	39%	37.3%	35.5%	34.9%	BVPS	3.63	2.93	2.82	2.70
期间费率	15%	26.8%	26.6%	26.5%	估值				
销售净利率	-96%	18.0%	19.7%	21.8%	P/E	-3.7	18.71	16.72	14.79
成长能力					P/B	1.3	1.6	1.7	1.8
收入增长率	20%	7%	2%	2%	P/S	3.6	3.6	3.4	3.3
利润增长率	-910%	-	12%	13%					
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
总资产周转率	0.30	0.30	0.32	0.33	营业收入	1126	1199	1224	1250
应收账款周转率	3.47	3.19	3.07	3.01	营业成本	691	752	789	814
存货周转率					营业税金及附加	3	10	10	5
偿债能力					销售费用	69	51	52	53
资产负债率	17%	16%	17%	18%	管理费用	104	80	85	90
流动比	1.91	3.02	2.97	2.89	财务费用	(7)	(3)	(4)	(5)
速动比	1.84	2.92	2.87	2.78	其他费用/(-收入)	(1205)	45	66	87
					营业利润	(1070)	261	278	305
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业外净收支	(5)	(3)	(1)	6
现金及现金等价物	572	848	811	804	利润总额	(1074)	258	277	311
应收款项	325	376	399	415	所得税费用	13	42	35	38
存货净额	38	48	55	63	净利润	(1088)	216	242	273
其他流动资产	122	150	160	170	少数股东损益	(2)	0	0	0
流动资产合计	1057	1580	1603	1645	归属于母公司净利润	(1086)	216	242	273
固定资产	53	55	61	78					
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
无形资产及其他	100	100	90	80	经营活动现金流	146	115	236	289
长期股权投资	545	550	560	565	净利润	(1088)	216	242	273
资产总计	3810	3947	3869	3807	少数股东权益	(2)	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	28	18	19	20
应付款项	335	346	367	380	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	38	40	45	50	营运资金变动	1208	(119)	(24)	(4)
其他流动负债	182	138	127	139	投资活动现金流	(503)	42	73	74
流动负债合计	554	524	539	569	资本支出	(2)	(20)	(25)	(37)
长期借款及应付债券	12	14	15	16	长期投资	(289)	(5)	(10)	(5)
其他长期负债	81	85	90	96	其他	(213)	67	108	116
长期负债合计	93	99	105	112	筹资活动现金流	(14)	14	(15)	1
负债合计	647	623	644	681	债务融资	12	2	1	1
股本	845	845	845	845	权益融资	1	0	0	0
股东权益	3163	3324	3225	3126	其它	(26)	11	(16)	0
负债和股东权益总计	3810	3947	3869	3807	现金净增加额	(371)	170	294	364

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【传媒与互联网组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

朱珠，会计学学士、商科硕士，拥有实业及资产管理从业经历，目前主要负责文化传媒、互联网行业研究

【分析师承诺】

代鹏举，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：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；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。