



股票投资评级

天舟文化(300148.SZ)

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价（元）	5.03
总股本/流通股本（亿股）	8.35 / 7.75
总市值/流通市值（亿元）	42 / 39
52周内最高/最低价	7.15 / 2.89
资产负债率(%)	24.0%
市盈率	-12.90
第一大股东	湖南天鸿投资集团有限公司
持股比例(%)	11.8%

研究所

分析师:王晓萱
SAC 登记编号:S1340522080005
Email:wangxiaoxuan@cnpsec.com
研究助理:李盈睿
SAC 登记编号:S1340123020021
Email:liyingrui@cnpsec.com

持续优化资产结构，探索图书、游戏双主业新支点

● 事件

2023年4月公司发布2022年度及2023年一季度报告，2022年公司实现营业收入6.06亿元，同比增长19.86%；归母净利润-3.29亿，同比减亏51.45%。2023年一季度公司实现营业收入0.53亿元，同比下降28.48%；归母净利润-0.04亿元，同比减亏30.61%。

● 点评

图书出版发行业务带动22年营收增长，持续优化资产结构。受益于教育读本等项目落地，公司图书出版发行业务于2022年实现营业收入4.26亿元，同比增长51.27%，带动公司整体营收同比增长19.86%。毛利率方面，受毛利率较低的图书出版发行业务收入显著提升以及毛利率较高的游戏业务表现疲软影响，22年公司综合毛利率同比下降8.34pct至31.26%；23Q1同比小幅微增3.68pct，基本保持稳定。费用方面，22年公司销售费同比小幅增长1.1pct至0.52亿元，相对稳定；管理费用同比减少51.67pct至0.83亿，主要系21年股权激励费用带来的高基数所致；研发费用同比下降50.28pct至0.40亿元，主要系公司优化研发团队，研发人员数量大幅下降所致；23Q1研发费用进一步下降40.47%，管理和销售费用基本稳定。公司归母净利润亏损连年收窄，2022年公司持续处置低效投资项目，回笼资金，并将剩余2.15亿商誉一次性计提完毕，为公司下一阶段轻松上阵、释放业绩增长活力奠定良好基础。

守正创新，教育出版板块重点项目迎来新突破。2022年公司加大产品开发和市场开拓力度，随着子公司人民今典的教育读本、《习近平新时代中国特色社会主义思想学生读本(大学)》等项目落地，教育出版业务迎来高速收入增长。截至2022年末，公司已积累图书著作权299项，教育读本进入各省学生用书目录，预计随着未来产品项目更加丰富，公司图书出版发行业务有望收获进一步增长。

在研游戏新品蓄势待发，积极探索新兴品类赛道。游戏业务方面，公司坚持研运一体，《王者纷争》《风云天下OL》《忘仙》《塔王之王》等多款存量自研产品呈现长周期特征，流水和盈利能力稳健；新品储备方面，公司有《塔王之王2》、《代号：SS》两款在研产品，其中《塔王之王2》已取得版号。同时，在擅长领域之外，公司积极培育融合玩法游戏、泛女性向游戏等新赛道，旗下基金管理公司天舟创投投资的长沙麓卓互动通过布局音舞类虚拟社交游戏，拓展海外游戏市场新增量。总体而言，目前公司游戏业务板块战略规划清晰，且有望在商誉减值影响消弭后表现出积极的复苏态势。

● 盈利预测

结合公司游戏新品储备、及图书业务稳健增长等情况，我们预计公司2023-2025年有望实现营业收入7.37/8.69/10.06亿元，归母净利

润 0.33/0.43/0.53 亿元，对应 EPS 为 0.04/0.05/0.06 元，根据 2023 年 5 月 19 日收盘价，分别对应 127/98/79 倍 PE。首次覆盖，给予“增持”评级。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	606	737	869	1006
增长率(%)	19.86	21.65	17.86	15.77
EBITDA (百万元)	-28.11	45.80	59.04	69.59
归属母公司净利润 (百万元)	-329.30	33.16	42.79	52.97
增长率(%)	51.45	110.07	29.05	23.78
EPS(元/股)	-0.39	0.04	0.05	0.06
市盈率 (P/E)	—	126.72	98.19	79.33
市净率 (P/B)	3.87	3.76	3.62	3.46
EV/EBITDA	-95.30	87.06	64.50	56.79

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

● 风险提示：

游戏上线节奏不及预期的风险；教育产品拓展不及预期的风险；市场竞争风险；行业政策风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表									
营业收入	606	737	869	1006	盈利能力	营业收入	19.9%	21.7%	17.9%
营业成本	416	483	549	617		营业利润	57.5%	112.2%	32.5%
税金及附加	1	1	2	2		归属于母公司净利润	51.4%	110.1%	29.0%
销售费用	52	74	100	131	偿债能力				23.8%
管理费用	83	103	122	141		毛利率	31.3%	34.4%	36.8%
研发费用	40	49	57	66		净利率	-54.4%	4.5%	4.9%
财务费用	-1	-5	-3	-5		ROE	-30.4%	3.0%	3.7%
资产减值损失	-238	0	0	0		ROIC	-4.8%	2.2%	2.9%
营业利润	-294	36	47	60	营运能力				3.4%
营业外收入	0	0	0	0		资产负债率	24.0%	25.3%	26.4%
营业外支出	1	1	1	1		流动比率	3.31	3.07	2.92
利润总额	-295	35	47	59		存货周转率	60.29	60.97	63.28
所得税	10	2	4	6		总资产周转率	0.34	0.45	0.51
净利润	-305	33	43	53					0.56
归母净利润	-329	33	43	53	每股指标(元)				
每股收益(元)	-0.39	0.04	0.05	0.06	每股收益	-0.39	0.04	0.05	0.06
资产负债表									
货币资金	476	312	491	347	每股净资产	1.30	1.34	1.39	1.45
交易性金融资产	143	143	143	143	估值比率				
应收票据及应收账款	55	129	88	163	PE	—	126.72	98.19	79.33
预付款项	33	39	44	49	PB	3.87	3.76	3.62	3.46
存货	11	13	14	17					
流动资产合计	936	992	1057	1136	现金流量表				
固定资产	248	275	302	329	净利润	-305	33	43	53
在建工程	0	0	0	0	折旧和摊销	33	15	15	15
无形资产	126	116	106	96	营运资本变动	62	-179	153	-180
非流动资产合计	659	676	694	711	其他	320	1	1	1
资产总计	1595	1669	1751	1847	经营活动现金流净额	111	-131	212	-111
短期借款	0	0	0	0	资本开支	-11	-33	-33	-33
应付票据及应付账款	200	230	258	290	其他	-53	0	0	0
其他流动负债	82	93	104	115	投资活动现金流净额	-64	-33	-33	-33
流动负债合计	282	323	362	405	股权融资	2	0	0	0
其他	100	100	100	100	债务融资	-5	0	0	0
非流动负债合计	100	100	100	100	其他	-28	0	0	0
负债合计	382	422	462	505	筹资活动现金流净额	-31	0	0	0
股本	835	835	835	835	现金及现金等价物净增加额	20	-163	179	-144
资本公积金	2800	2800	2800	2800					
未分配利润	-2291	-2263	-2227	-2182					
少数股东权益	128	128	128	128					
其他	-259	-254	-248	-240					
所有者权益合计	1213	1246	1289	1342					
负债和所有者权益总计	1595	1669	1751	1847					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内相对市场表现，即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

电话：18717767929
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

电话：15800181922
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048