

天舟文化(300148)深度研究报告

低增长行业的高成长公司

传媒

推荐

首次评级

发布时间：2011 年 8 月 18 日

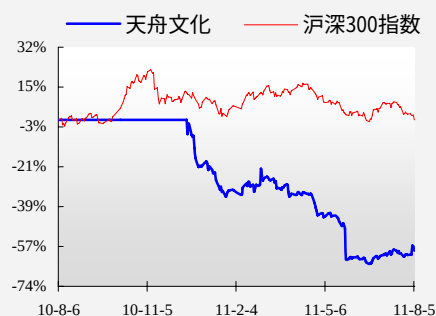
投资要点：

- 公司主要经营青少年读物，业务覆盖产业链上游的内容策划和中下游的图书发行。主要产品分为三大类：教辅类图书、英语学习类图书、少儿类图书；以中小学教辅图书作为未来稳健增长的产品、以英语学习类图书作为带动利润增长的产品、以少儿类图书作为公司跨媒介发展的突破性产品。
- 教材教辅业务迎来快速发展机遇。政府采购向文化领域倾斜：农家书屋+中小学馆配图书=每年 200 亿市场规模；与河北出版集团合作，获得冀版教材全国代理权 新课标出台，有望打造自主知识产权教材。
- 积极拓展新业务向综合性青少年教育商转型。通过少儿图书实现跨媒体发展，向网游、动漫等领域延伸；原创童话社区吸引更多的内容资源，同时扩大读者群并提高读者黏性；复制“巧虎”模式进军低幼教育市场的蓝海。
- 预计 2011-2013 年每股收益分别为：0.44 元、0.62 元、0.83 元，给予 2012 年 30 倍 PE，目标价 18.60 元，首次给予推荐评级。
- 风险及负面影响因素提示：中小學生人数下降教材循环使用数字教辅对纸质教辅的取代幼教产品市场竞争激烈、盗版的风险。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	21,384	62.59	3,083	52.38	0.32		62.7	
2011E	29,937	40.00	4,316	40.0	0.44		35.1	
2012E	41,912	40.00	6,078	40.8	0.62		24.9	
2013E	58,677	40.00	8,134	33.8	0.83		18.6	

走势图



市场数据

2011-8-17

收盘价：	15.44 元
52 周最高价：	35.28 元
52 周最低价：	12.18 元
平均持仓成本：	15.15 元

基本数据

2011Q1

总股本（万股）：	9,750
流通 A 股（万股）：	9,750
每股收益（元）：	0.04
每股净资产（元）：	6.71
每股经营现金流（元）：	-0.35
市净率：	2.99

分析师：吴娜 联系人：耿云

执业证书编号：S0550511020004

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: gengy@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

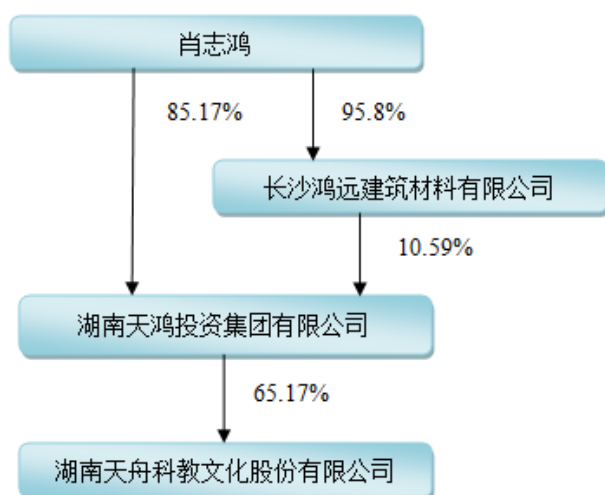
邮 编：200002

一、公司简介

1、管理层持股

公司的实际控制人肖志鸿是公司创始人，拥有近三十年的图书发行行业工作经验；公司总经理赵伟立、副总经理王崇亿均持有公司股份。

图表 1 天舟文化股权结构



资料来源：公司公告、东北证券

2、主营业务

公司主要经营青少年读物，业务覆盖产业链上游的内容策划和中下游的图书发行。

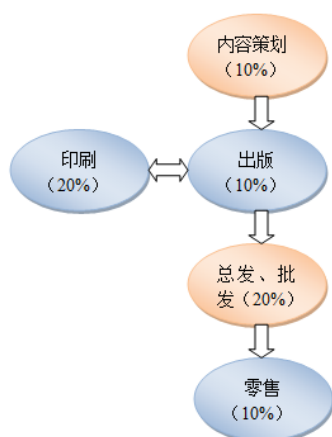
公司的主要产品分为三大类：教辅类图书主要针对小学、初中、高中学生；英语学习类图书针对 3-18 岁少年儿童；少儿类图书主要针对 7-20 岁青少年。公司对产品的定位非常清晰：以中小学教辅图书作为未来稳健增长的产品、以英语学习类图书作为带动利润增长的产品、以少儿类图书作为公司跨媒介发展的突破性产品。

图表 2 天舟文化主要产品

教辅类	中小学教辅系列	小学、初中、高中
英语学习类	“黑乎乎和粉嘟嘟少儿英语”系列	3-7 岁
	“红魔英语”系列	7-18 岁
少儿类	“阅读点亮童年”系列	7-14 岁
	“原创新童话”系列	7-14 岁
	“青春文学”系列	14-20 岁

资料来源：公司公告、东北证券

图表 3 天舟文化经营范围及出版行业产业链分成



注：红色部分是天舟文化经营范围，括号中为出版行业产业链各环节的码洋分成，

合计 90%，其余 10% 为其他。

资料来源：公司公告、东北证券

3、行业地位：全国十大民营图书机构之一

根据 2009 年全国工商联书业分会、中国图书商报联合评定，天舟文化位列“全国十大民营书业实力机构”之一。按照 2009 年的码洋测算，公司占全国图书零售市场（即不包括系统销售及政府采购实现的销售部分）的份额约在 0.1%-0.2%；在湖南省内的市场占有率约在 4%-5%；公司教辅图书在湖南省内的市场占有率约为 10%。

图表 4 全国十大民营书业实力机构

名称	地点	业务区域	业务模式
山东世纪金榜书业有限公司	淄博	全国	教辅策划和发行
志洪教育集团有限公司	北京	全国	基础教育研究、图书策划发行
江西省赣江文化发展有限公司	南昌	全国	大中专教材发行、图书选题出版策划、项目管理咨询、会展服务
山东星火国际传媒集团	济南	全国	图书、培训、远程教育、版权贸易、数字出版
江苏可一出版物发行集团	南京	全国	图书策划与直营连锁销售
北京曲一图书策划有限公司	北京	全国	教育图书策划、组稿、编辑、发行
江苏春雨文化教育传播有限公司	南京	全国	教育图书策划、研发与发行
上海种书实业有限公司	上海	全国	图书策划、图书及办公用品批发、零售
北京九州英才图书有限公司	北京	全国	教育出版物
湖南天舟文化科教股份有限公司	长沙	全国	青少年读物策划、设计、制作与发行

资料来源：公司公告、东北证券

4、近期财务状况

公司近三年来营业收入与净利润持续快速增长，销售毛利率和销售净利率基本维持稳定。2011 年第一季度，公司实现营业收入 3549 万元，同比增长 31.47%；实现净利润 290 万元，同比增长 39.58%。

图表 5 天舟文化近三年主要财务指标变化

	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入增长率	51.59%	43.54%	62.59%
净利润增长率	29.49%	34.93%	53.91%
销售毛利率	39.30%	40.11%	32.76%
期间费用率	15.98%	18.24%	13.30%
销售净利率	16.49%	15.50%	14.67%

资料来源：公司公告、东北证券

二、青少年教育市场空间巨大

1、行业增速 10%左右

我国图书出版行业整体增长较为缓慢，但青少年图书增速较快，过去五年保持了 10% 左右的年均复合增长率。

图表 6 2005-2009 年青少年图书零售市场同比增长率与全国图书零售市场对比

青少年图书零售市场同比增长率与全国图书零售市场对比表			
时间	青少年图书市场销售码洋（亿元）	青少年图书市场同比增长率（%）	整体零售市场同比增长率（%）
2009 年	104.45	7.63	4.21
2008 年	97.04	8.94	4.44
2007 年	89.08	13.92	11.18
2006 年	78.19	10.35	10.52
2005 年	70.86	9.04	7.34

数据来源：开卷信息全国图书零售市场读者调查报告

资料来源：公司公告、东北证券

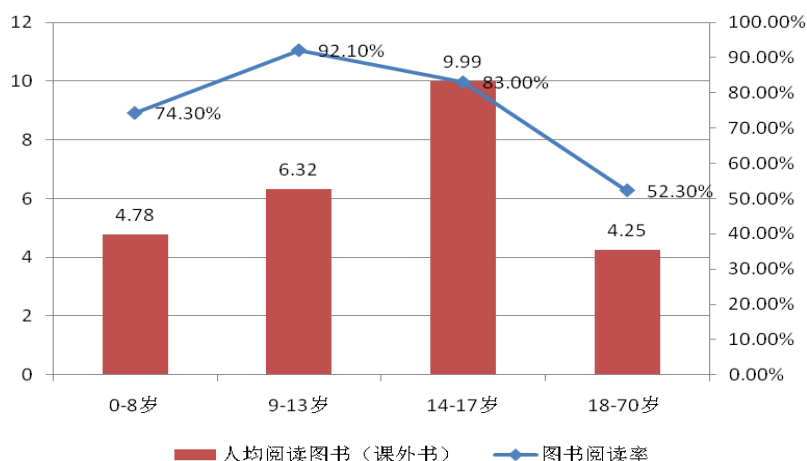
2、市场空间大

青少年图书一直是图书市场规模最大的细分市场之一。我国 18 岁以下未成年人图书阅读率远高于成年人。根据我国“第八次全国国民阅读调查”的结果，2010 年我国 18 岁以上成年的图书阅读率和人均阅读量均远低于 18 岁以下未成年人。

18~70 周岁国民人均阅读图书 4.25 本，比 2009 年的 3.88 本增加了 0.37 本；图书阅

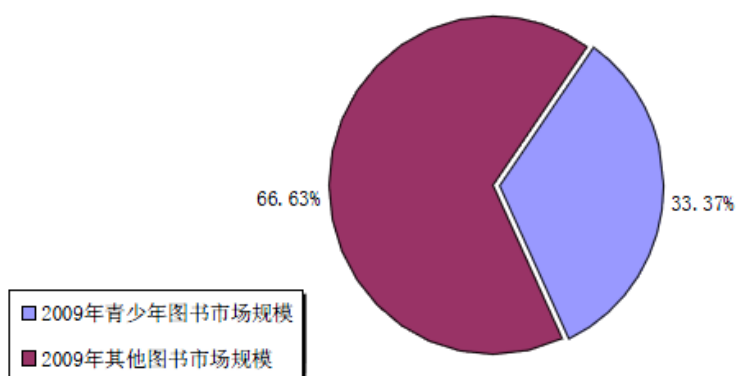
读率为 52.3%，比 2009 年的 50.1%增加了 2.2 个百分点。0 岁~17 周岁未成年人的图书阅读率为 82.7%，比 2009 年的 79.0%增加了 3.7 个百分点；其中 9 周岁~13 周岁未成年人图书阅读率最高，为 92.1%，14 周岁~17 周岁为 83.0%，0 岁~8 周岁为 74.3%。就阅读量来说，2010 年我国 14 周岁~17 周岁未成年人课外书的阅读量最大，为 9.99 本。其次为 9 周岁~13 周岁未成年人，课外书阅读量为 6.32 本。0 岁~8 周岁阅读量为 4.78 本。3 个年龄段未成年人的图书阅读量均超过了成年人年图书阅读量的平均值。

图表 7 我国青少年阅读率远高于成年人



资料来源：中国新闻出版研究院全国国民阅读调查课题组“第八次全国国民阅读调查”

图表 8 2009 年我国青少年图书市场规模占比



数据来源：开卷信息全国图书零售市场观测数据

资料来源：公司公告、东北证券

预计未来五年我国青少年图书市场仍能保持 10%左右的年均增长。

图表 9 2011-2014 年我国青少年图书市场预测

单位：亿元

时间	整体图书零售市场 销售码洋预测	青少年图书市场 销售码洋预测	教育类图书市场 销售码洋预测	少儿类图书市场 销售码洋预测
2014年	449.31	167.86	91.11	76.20
2013年	417.97	152.67	84.49	66.48
2012年	388.82	138.85	78.36	58.01
2011年	361.70	126.28	72.67	50.61
2010年	336.47	114.85	67.40	44.16
年均增长率	7.50%	9.95%	7.83%	14.61%

资料来源：公司公告、东北证券

3、市场集中度仍然很低

中国图书市场的基本割裂为两个层次：国有出版集团依托区域垄断占据较高市场份额，但市场化经营程度较低，异地扩张受区域垄断限制很难实现；民营图书制作机构普遍规模较小，整体市场占有率较低，但市场化程度很高，在全国市场拓展中更为灵活也更有优势。根据 2009 年的数据，前五名出版集团销售码洋占有率之和仅为 14.47%，市场仍未形成有绝对控制力的领先者。

图表 10 2009 年全国零售图书市场销售排名

排名	出版集团	地点	业务区域	码洋占有率 (%)
1	中国出版集团	北京	全国	6.52
2	吉林出版集团	长春	全国	3.91
3	凤凰出版传媒集团有限公司	南京	全国	2.70
4	中国国际出版集团	北京	全国	2.68
5	北京出版集团	北京	全国	2.36
6	上海世纪出版股份有限公司	上海	全国	2.25
7	湖北长江出版集团	武汉	全国	1.59
8	辽宁出版集团	沈阳	全国	1.57
9	中国科学出版集团	北京	全国	1.56
10	陕西出版集团有限责任公司	西安	全国	1.55
--	前10名出版集团合计	--	--	26.69

数据来源：开卷信息 2009 年全国零售图书市场销售数据

资料来源：公司公告、东北证券

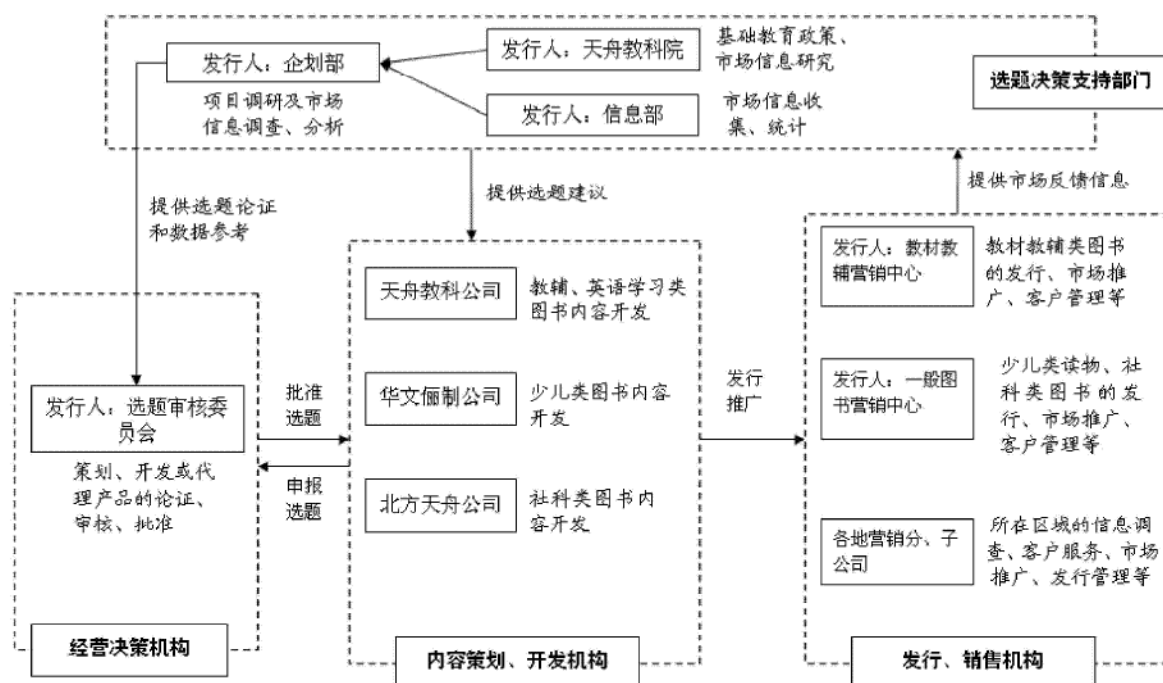
三、核心竞争优势

1、市场化导向的一体化运营模式

出版发行行业传统生产运营模式：作者——出版社——印刷——新华书店发行；出版和发行各自独立经营，上游内容创作与下游市场需求脱节。

天舟文化的模式：“策、产、销”一体化：通过市场调研发掘符合市场需求的题材；制定内容开发计划；根据开发计划组织创作开发；出版后由营销人员进行市场推广；营销网络随时监控销售数据，收集市场反馈信息，开始新一轮的市场调研和内容策划。

图表 11 天舟文化图书生产销售流程



资料来源：公司招股书。

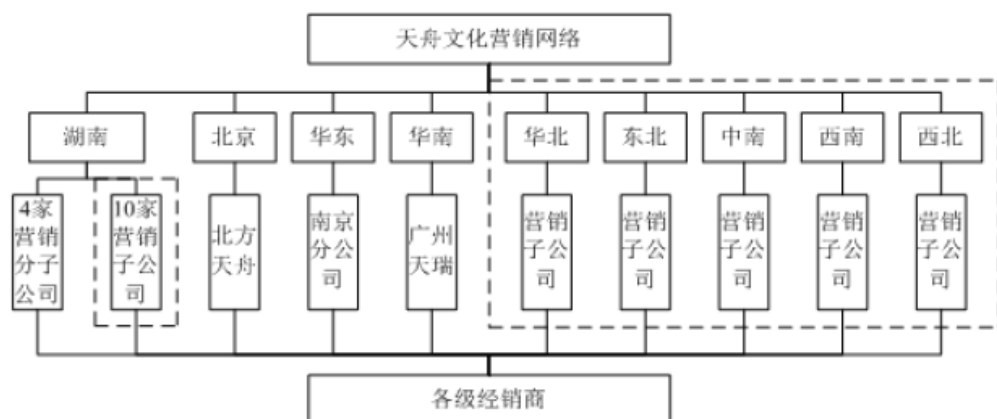
2、渠道优势

中小学教辅市场竞争激烈，产品同质化现象较为严重，销售渠道是公司在激烈的市场竞争中脱颖而出核心竞争力之一。

(1) 战略布局清晰

公司在营销网络建设方面有着清晰的战略布局：做深做透省内市场、开拓全国重点市场。目前，公司已经与全国 300 多家区域经销商建立了长期、稳定的合作关系，公司策划发行的图书已经进入了全国 28 个省市自治区。未来几年，公司还计划在湖南省内各地建立 10 家营销子公司，并在中南、西北、华北、西南和东北等各大区域各新建一家营销子公司。

图表 12 天舟文化营销网络布局



注:虚线框内为拟建项目

资料来源：公司公告、东北证券

(2) 扁平化营销提高渠道掌控能力

公司通常在各省/地级市选择 1-2 家经销商，各经销商负责公司图书在本地区的销售，并直接向其零售终端供货，终端销售商的选择和具体销售则由经销商负责。公司对经销商有严格的选择标准和管理体系，从而能最终实现经销商与公司共同发展，保证经销商与公司合作的稳定性，从而最终建立起牢固高效的销售网络。

公司选择经销商的主要考查内容包括：

- 当地的门店数量下游终端销售渠道的数量及稳定性；
- 主要销售的图书品种及销量；
- 主要合作的同行业；
- 资金流转速度；

公司对经销商的管理方式主要包括：

- 每年与经销商签订年度《图书销售合同》，合同中总约定各经销商的业务目标、发货折扣，公司根据经销商的订单发货，并向其收取一定比例的保证金；
- 公司提前将图书新产品的上市计划通知经销商，并邀请其共同制定市场推广方案；
- 公司根据经销商的回款率、差错率、实际销量及终端广告推介情况，定期对经销商进行评级；
- 公司根据评级情况每年调整对经销商的信用额度和折扣；
- 营销人员负责对辖区内的经销商进行回款催收。

四、关键驱动因素分析

1、未来三年，教材教辅仍是拉动业绩增长的主要引擎

(1) 有望进入教材市场

我国中小学教材经历了历次改革，从“一纲一本”到“一纲多本”，截至 2009 年 11 月，全国中小学教材审定委员会已经审查通过了义务教育阶段 22 个学科共 167 种教材，普通高中 16 个学科共 67 种教材，供全国各地中小學生選用。（资料来源：教育部基础教育课程教材发展中心主任朱慕菊在“60 周年，中国教材建设之路高层论坛”上的发言。）

今年，教育部基教二司将正式颁布修订完成后的义务教育课程方案和各学科课程标准，全面启动义务教育阶段教材修订送审工作。明年将开始中小学教材的新一轮选用。天舟文化已经与河北出版传媒集团公司进行合作，合资成立了北舟文化传媒有限公司，并获取了冀版教材教辅在全国市场（河北省区域除外）的营销推广权。冀版教材目前拥有 20 个品种的新课标教材，基本覆盖所有学科。公司拥有较强的市场开拓能力，此次新课标送审、选用，为公司代理冀版教材进一步打开全国市场创造了绝好机遇。公司也将借次机会进一步开发并推广自主知识产权中小学教材，全面打开教材市场。

(2) 政府采购向文化领域倾斜

近年来政府采购逐渐开始向文化教育领域倾斜。对公司来说，主要的机会来自农家书屋和中小学馆配图书。农家书屋市场启动较早，公司近两年来都有所斩获，中小学馆配图书市场有望于今年全面启动。由于公司图书版权资源多集中在青少年读物，因此中小学馆配图书政策对公司业绩拉动将更为明显。

农家书屋：每年约 64 亿元市场

2007 年开始国家在全国范围内实施“农家书屋”工程，目前已经在全国建设了约 51.4 万家农家书屋，2012 年还将有 12.6 万家农家书屋进行建设，涉及一般图书销售码洋近 63 亿元。此外，自 2013 年开始，全国 64 万家农家书屋每年将进行 20% 的品种更新，由此每年也将产生约 64 亿元销售码洋的市场空间。

中小学馆配图书：2011-2015 年约 800 亿元市场空间

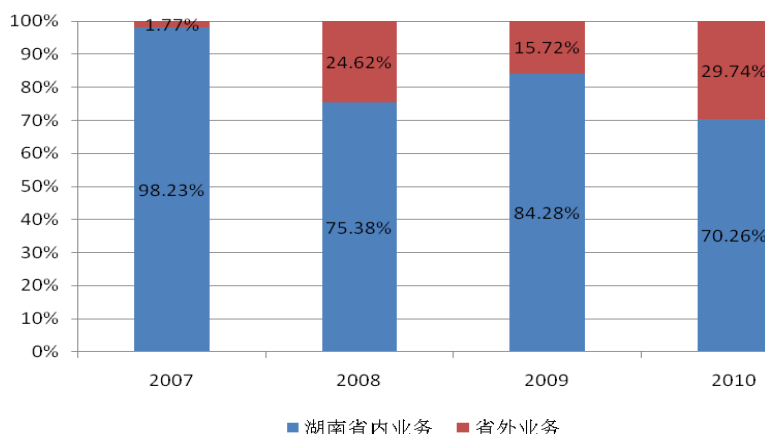
教育部 2011 年开始在全国范围内完善义务教育均衡发展保障机制，均衡配置教师、设备、图书、校舍等公共资源，根据教育部 2009 年的统计数据，全国共有小学 280184 所、初中 56167 所，预计仅义务教育阶段各学校设备、图书采购国家和地方拨款将达到 800 亿元的规模。

(3) 继续向全国市场扩张

公司在营销网络建设上的基本战略布局是“做深做透省内市场、开拓全国重点市场”。公司自 2009 年起结合英语学习类和少儿类图书开发需求，开始向湖南省外拓展营销网络。目前公司已经与全国 300 多家区域经销商建立了长期、稳定的合作关系，未来几年，公司还将在中南、西北、华北、西南和东北等各大区域建立营销子公司，进一步打开全国

市场。基于教辅图书地域性较强的特点，公司主要借助于与知名教育研究机构合作推广省外教辅市场。目前公司与人民教育出版社和湖北黄冈教育科学研究院等知名教育机构建立了合作关系，借助合作方的教育资源的市场影响力开拓全国市场。随着全国市场的拓展，公司湖南省外业务营业收入占比不断提高，公司对湖南省内市场的单一依赖程度将不断降低。

图表 13 天舟文化湖南省外业务营业收入占比不断提高



资料来源：公司公告、东北证券

2、通过少儿图书寻求跨媒介发展，打造综合性的青少年教育企业

(1) 跨媒体合作，广开内容来源且提升内容价值

公司将少儿图书定位为跨媒介发展的突破性产品：一方面将已经受到市场认可的青少年阅读产品通过新型的载体和表现形式向市场进行推广；另一方面通过提供内容的方式，积极促进以图书为主题进行那个影视改编拍摄、动漫和游戏产品等多媒体开发；此外，公司也为定位符合的网络游戏、动漫等开发配套的线下图书等产品。

图表 14 天舟文化主要跨媒体合作项目

合作方	合作项目	合作产品
《喜羊羊和灰太狼》 原创核心团队	开心宝贝	故事书、绘本、漫画书、 游戏书等
腾讯	洛克王国	根据网游改编的故事书、 攻略、图鉴等
华谊兄弟	老夫子之小水虎传 奇	漫画书
奥飞动漫	火力少年王	漫画书、图鉴

资料来源：公司公告、东北证券

(2) 原创童话网络社区：读者即为作者

公司即将上线针对 9-14 岁青少年的原创童话社区网站，读者即为作者，既丰富内容资源又增加读者黏性。青少年作者往往比成年作者更了解同龄人真实的需求。公司计划通过童话网络社区的建立，挖掘自己的青少年作者资源，同时又通过这个网络社区平台第一时间推广自己的作品。

(3) 巧虎模式开拓低幼教市场蓝海

中国拥有广阔的幼教市场。

根据统计局的数据，中国目前 0-7 岁幼儿约有 1.8 亿；每年新出生人口 2000 多万，其中城市人口就有 600 多万。庞大的基数、稳定的增长与更新，奠定了学龄前儿童教育市场坚实的客基础。这庞大的 客群体中有一亿多学龄前儿童（1-6 岁）；并在每年以 2000 至 3000 万的速度增长。若以大中城市每个婴儿月平均用于早教产品的费用为 150 元，那么 全国学龄前儿童教育总的市场空间约为 500 亿。

巧虎的盈利模式

巧虎由日本最大的教育集团 Benesse Corporation（倍乐生株式会社）和中国福利会合作发行。主要产品包括《乐智小天地》、《巧虎开心成长》两部分，产品范围涉及书、读本、父母用书、DVD 影像教材和玩具等。受众人群主要是 0-7 岁孩子，再根据 7 个不同年龄段制作相对产品。

图表 15 巧虎的主要产品系列



资料来源：巧虎官网、东北证券

图表 16 巧虎主要产品价格

2011年3月商品起订购宝宝、幼幼、快乐、成长价格一览表					
定价	18个月	15个月	12个月	6个月	
68元/月	78元/月	78元/月	78元/月	83元/月	
总费用 = 商品价格 + 配送费用 + 货到付款手续费					
配送地区	订购方式	商品价格	配送费用	货到付款手续费	付款时总费用
上海 北京	18个月	78元×18个月	8元×18个月	10元 一次付清 不用每月付	1558元
	15个月	78元×15个月	8元×15个月		1300元
	12个月	78元×12个月	8元×12个月		1042元
	6个月	83元×6个月	8元×6个月		556元
安徽 浙江 江苏	18个月	78元×18个月	13元×18个月		1648元
	15个月	78元×15个月	13元×15个月		1375元
	12个月	78元×12个月	13元×12个月		1102元
	6个月	83元×6个月	13元×6个月		586元
其他 仅限中国 大陆地区	18个月	78元×18个月	16元×18个月		1702元
	15个月	78元×15个月	16元×15个月		1420元
	12个月	78元×12个月	16元×12个月		1138元
	6个月	83元×6个月	16元×6个月		604元

2011年3月商品起订购学习版价格一览表					
学习版商品价格	定价：88元/月		彩虹版商品价格	定价：109元/月	
优惠价	半年订购 83元/月 一年订购 78元/月		优惠价	半年订购 104元/月 一年订购 99元/月	
总费用 = 学习版商品价格 + 彩虹版商品价格 + 配送费用 + 货到付款手续费					
配送地区	订购方式	学习版商品价格	彩虹版商品价格	配送费用	货到付款手续费 付款时总费用
上海 北京	18个月	78元×6个月	99元×12个月	8元×18个月	1810元
	15个月	78元×6个月	99元×9个月	8元×15个月	1489元
	12个月	78元×6个月	99元×6个月	8元×12个月	1168元
	6个月	83元×6个月		8元×6个月	556元
安徽 浙江 江苏	18个月	78元×6个月	99元×12个月	13元×18个月	1900元
	15个月	78元×6个月	99元×9个月	13元×15个月	1564元
	12个月	78元×6个月	99元×6个月	13元×12个月	1228元
	6个月	83元×6个月		13元×6个月	586元
其他 仅限中国 大陆地区	18个月	78元×6个月	99元×12个月	16元×18个月	1954元
	15个月	78元×6个月	99元×9个月	16元×15个月	1609元
	12个月	78元×6个月	99元×6个月	16元×12个月	1264元
	6个月	83元×6个月		16元×6个月	604元

资料来源：巧虎官网、东北证券

天舟文化以配套齐全切入市场

目前国内市场上低幼教育产品市场空间巨大，同时产品种类繁多，但市场份额较为领先的多为国外品牌或合资品牌，完全根据中国市场开发的产品并不多。另一方面，配套产品较少，许多产品种类并不齐全，以书、光碟为主，周边产品不多，而书和光碟非常容易被盗版。公司计划通过动画、图书等作品打造自己的品牌代言角色并围绕该角色系统性地设计全套低幼儿教育产品，包括玩具、布艺图书、文具等。目前相关动画已经在制作过程中，预计春节有望上映与观众见面。

五、风险及不利因素

中小學生人數下降；
教材循環使用；
數字教輔對紙質教輔的取代；
幼教產品市場競爭激烈、盜版的風險。

六、盈利预测及投资建议

預計公司未來三年有望保持 40% 以上的年均複合增長率，2011-2013 年每股收益分別為：0.44 元、0.62 元、0.83 元。給予 2012 年 30 倍 PE，目標價 18.60 元。首次給予推薦評級。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归我公司所有。