

评级: 买入(维持)

市场价格: 15.86

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师: 熊亚威

执业证书编号: S0740517090002

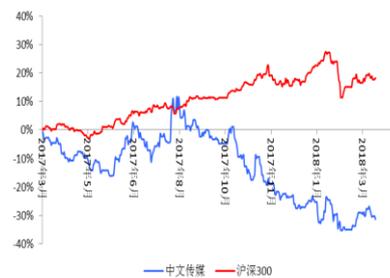
电话:

Email: xiongyw@r.qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|-----------|
| 总股本(百万股) | 1,377.94 |
| 流通股本(百万股) | 1,377.94 |
| 市价(元) | 15.86 |
| 市值(百万元) | 21,854.13 |
| 流通市值(百万元) | 21,854.13 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 【中泰传媒】中文传媒 (600373) 跟踪报告: 代理《恋与制作人》, 手游出海平台打造再进一步
- 2 【中泰传媒】中文传媒 (600373) 经营数据点评: 传统主业平稳, 期待后续《乱世王者》对业绩贡献
- 3 【中泰传媒】中文传媒 (600373) 中报点评: 归母扣非净利大幅增长, 《乱世王者》有望带来向上弹性

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 11,601.62 | 12,775.84 | 12,214.0 | 12,911.9 | 15,413.2 |
| 增长率 yoy% | 10.46% | 10.12% | -4.40% | 5.71% | 19.37% |
| 净利润 | 1057.96 | 1295.36 | 1476.88 | 1682.00 | 1968.93 |
| 增长率 yoy% | 30.75% | 22.44% | 14.01% | 13.89% | 17.06% |
| 每股收益(元) | 0.77 | 0.94 | 1.07 | 1.22 | 1.43 |
| 每股现金流量 | 0.73 | 1.71 | 0.83 | 1.18 | 1.49 |
| 净资产收益率 | 10.84% | 11.77% | 11.99% | 12.02% | 12.33% |
| P/E | 30.59 | 21.49 | 14.80 | 12.99 | 11.10 |
| PEG | 1.00 | 0.96 | 1.06 | 0.94 | 0.65 |
| P/B | 3.32 | 2.53 | 1.77 | 1.56 | 1.37 |

备注:

投资要点

- **事件:** 中文传媒发布 2017 年度主要经营数据, 其中出版业务 2017 年实现营收 29.11 亿元, 同比增长 15.74%, Q4 单季同比增长 20.34%; 发行业务实现营收 38.37 亿元, 同比增长 8.17%, Q4 单季同比增长 17.69%; 游戏业务 2017 年实现营收 39.5 亿元, 同比减少 15.78%, Q4 环比增长 1.4%, 全年推广营销费用 6.87 亿元, 同比下降 54.6%。
- **出版业务: 营收增长超预期, 毛利率下滑。**
 - **营收: 单季呈现加速增长态势。** 2017 年整体增速为 20.34%, 分季度看 Q1-Q4 同比增速分别为 8.82%、13.73%、19.27%、20.34%, 我们认为这与一般图书市场景气度上行趋势一致, 少儿类图书表现尤为突出, 中文传媒旗下 21 世纪出版社是少儿类图书排名前三的出版社。
 - **毛利: 同比微增, 受纸价影响毛利率下滑。** 2017 年毛利同比仅增长 1.3%, Q1-Q4 同比增速分别为 -3.22%、8.34%、-10.53%、17.03%, 毛利率下滑使得毛利增长未匹配营收增长, 毛利率从 Q1 的 22.86% 下滑至 Q4 的 16.61%, 纸价上涨给出版业务带来较大压力。
- **发行业务: Q4 发力, 毛利增速创近两年新高。** 2017 年营收同比增长 8.17%, 毛利同比增长 11.17%, 其中 Q4 营收同比增长 17.69%, 毛利同比增长 23.05%。毛利率稳中有升, 2017 年相比 2016 年增加 1pct。
- **游戏业务: 销售费用大幅下降, 营收 Q4 回暖, 利润有望持续释放。**
 - **销售费用: 大幅下降。** 2017 年全年推广营销费用 6.87 亿元, 同比下降 54.6%, 费用率从 2016 年的 31.93% 下降至 2017 年的 17.39%, 其中 Q4 费用下降较多, Q4 销售费用仅 7542 万元, 费用率仅 8.01%。
 - **营收: Q4 回暖, 源于新游戏贡献。** 2017 年 Q4 营收 9.4 亿元, 环比增长 4.10%, 这是自 2016 年 Q4 以来首次出现环比正增长。为了方便说明, 我们假设游戏流水等于营收, COK2017 年月均流水 2.46 亿, 其中 Q4 月均流水 2.27 亿元, 相比 Q3 的 2.32 下降并不明显, 展现出了较强的生命力。其他游戏 Q4 的月均流水为 8709 万, 环比 Q3 增长 25.80%, 成为 Q4 营收回暖的重要驱动力, 其中乱世王者、奇迹暖暖贡献较大。
 - **利润: 有望持续释放。** 2017 年毛利减去推广费用的值为 18.52 亿元, 同比

增长 38.96%，若管理费用率相对稳定，智明星通利润有望持续释放。

- **研运一体为本，手游出海平台打造再进一步。**作为手游出海龙头，公司在海外市场拥有先发优势及竞争壁垒，由研发商向平台发展大势所趋。通过发掘发掘优秀游戏及团队进行投资或合作，利用自身的渠道优势及推广经验帮助企业快速成长，不断丰富自己的游戏品类及生态。2017 年以来，公司手游海外代理发行业务明显提速，其中代理的《奇迹暖暖》《Last Battleground: Survival》等游戏表现亮眼，代理《恋与制作人》将进一步丰富代理游戏矩阵。
- **储备 IP，进行长线布局，2018 年或将诞生自研爆款接力 COK。**智明星通从世嘉欧洲购得《Total War: King's Return》的手游改编权，同时联手动视暴雪将对《使命召唤》进行研发，基于这两款大 IP 的手游有望于 2018 年上线，或接力 COK 成为新的自研爆款。
- **团队军心稳定，活力有望进一步释放。**“后对赌时代”公司与智明管理层签订新一轮考核与激励协议。智明星通的薪酬奖励在行业内极具吸引力，同时中文传媒努力打造文化国企改革样板，积极推进智明星通新三板挂牌，未来有望实现员工持股。
- **其他看点：**（1）中文传媒纳入 MSCI 新兴市场指数，有望获得国内外机构更多的关注及资金配置。（2）在手现金超 50 亿，在财务成本及并购重组、分红潜力上更具优势；（3）国企改革未来有望取得进展。
- **盈利预测及投资建议：**我们预测中文传媒 2017-2019 年实现营收分别为 122.14 亿元、129.12 亿元、154.13 元，同比增长-4.40%、5.71%、19.37%；实现归母净利润分别为 14.77 亿元、16.82 亿元、19.69 亿元，同比增长 14.01%、13.89%、17.06%。维持买入评级。
- **风险提示：**1) 游戏流水不达预期；2) 新游戏开发进度不达预期；3) 汇兑损益风险；4) 系统性风险；

图表 1: 中文传媒财务报表预测

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|-------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业总收入 | 10,503 | 11,602 | 12,776 | 12,214 | 12,912 | 15,413 | 货币资金 | 3,802 | 5,723 | 6,519 | 10,135 | 11,701 | 13,871 |
| 增长率 | -7.76% | 10.5% | 10.1% | -4.4% | 5.7% | 19.4% | 应收款项 | 1,226 | 2,131 | 1,567 | 1,788 | 1,891 | 2,257 |
| 营业成本 | -8,405 | -7,459 | -7,740 | -7,396 | -7,698 | -8,738 | 存货 | 1,132 | 940 | 1,022 | 932 | 970 | 1,101 |
| %销售收入 | 80.0% | 64.3% | 60.6% | 60.6% | 59.6% | 56.7% | 其他流动资产 | 2,902 | 2,726 | 2,292 | 2,191 | 2,267 | 2,527 |
| 毛利 | 2,098 | 4,143 | 5,035 | 4,818 | 5,214 | 6,675 | 流动资产 | 9,062 | 11,520 | 11,401 | 15,046 | 16,829 | 19,755 |
| %销售收入 | 20.0% | 35.7% | 39.4% | 39.4% | 40.4% | 43.3% | %总资产 | 73.1% | 65.4% | 60.5% | 75.3% | 77.3% | 80.0% |
| 营业税金及附加 | -27 | -25 | -41 | -39 | -41 | -49 | 长期投资 | 762 | 937 | 2,043 | 2,043 | 2,043 | 2,043 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 固定资产 | 1,546 | 1,569 | 1,466 | 1,466 | 1,466 | 1,466 |
| 营业费用 | -312 | -1,707 | -1,911 | -1,256 | -1,369 | -1,947 | %总资产 | 12.5% | 8.9% | 7.8% | 7.3% | 6.7% | 5.9% |
| %销售收入 | 3.0% | 14.7% | 15.0% | 10.3% | 10.6% | 12.6% | 无形资产 | 995 | 3,540 | 3,449 | 940 | 940 | 940 |
| 管理费用 | -800 | -1,155 | -1,653 | -2,092 | -2,180 | -2,759 | 非流动资产 | 3,342 | 6,088 | 7,451 | 4,942 | 4,942 | 4,942 |
| %销售收入 | 7.6% | 10.0% | 12.9% | 17.1% | 16.9% | 17.9% | %总资产 | 26.9% | 34.6% | 39.5% | 24.7% | 22.7% | 20.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 960 | 1,255 | 1,430 | 1,431 | 1,623 | 1,920 | 资产总计 | 12,404 | 17,607 | 18,852 | 19,988 | 21,771 | 24,697 |
| %销售收入 | 9.1% | 10.8% | 11.2% | 11.7% | 12.6% | 12.5% | 短期借款 | 735 | 441 | 131 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 31 | 50 | 68 | 46 | 75 | 87 | 应付款项 | 3,898 | 4,484 | 4,949 | 4,788 | 5,021 | 5,863 |
| %销售收入 | -0.3% | -0.4% | -0.5% | -0.4% | -0.6% | -0.6% | 其他流动负债 | 347 | 588 | 856 | 972 | 840 | 955 |
| 资产减值损失 | -158 | -214 | -242 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 4,980 | 5,513 | 5,935 | 5,760 | 5,860 | 6,818 |
| 公允价值变动收益 | -5 | 8 | -5 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 投资收益 | 45 | 76 | 63 | 60 | 60 | 60 | 其他长期负债 | 490 | 1,783 | 1,680 | 1,680 | 1,680 | 1,680 |
| %税前利润 | 4.7% | 6.2% | 4.6% | 3.8% | 3.3% | 2.8% | 负债 | 5,470 | 7,296 | 7,643 | 7,467 | 7,568 | 8,525 |
| 营业利润 | 872 | 1,175 | 1,314 | 1,536 | 1,759 | 2,067 | 普通股股东权益 | 6,412 | 9,760 | 11,005 | 12,317 | 13,999 | 15,968 |
| 营业利润率 | 8.3% | 10.1% | 10.3% | 12.6% | 13.6% | 13.4% | 少数股东权益 | 522 | 551 | 204 | 204 | 204 | 204 |
| 营业外收支 | 80 | 45 | 55 | 50 | 50 | 50 | 负债股东权益合计 | 12,404 | 17,607 | 18,852 | 19,988 | 21,771 | 24,697 |
| 税前利润 | 952 | 1,220 | 1,370 | 1,586 | 1,809 | 2,117 | | | | | | | |
| 利润率 | 9.1% | 10.5% | 10.7% | 13.0% | 14.0% | 13.7% | 比率分析 | | | | | | |
| 所得税 | -49 | -58 | -89 | -109 | -127 | -148 | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 所得税率 | 5.1% | 4.8% | 6.5% | 6.9% | 7.0% | 7.0% | 每股指标 | | | | | | |
| 净利润 | 903 | 1,162 | 1,281 | 1,477 | 1,682 | 1,969 | 每股收益 (元) | 0.682 | 0.768 | 0.940 | 1.072 | 1.221 | 1.429 |
| 少数股东损益 | 94 | 104 | -14 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 (元) | 5.408 | 7.083 | 7.987 | 8.938 | 10.159 | 11.588 |
| 归属于母公司的净利润 | 809 | 1,058 | 1,295 | 1,477 | 1,682 | 1,969 | 每股经营现金净流 (元) | 0.683 | 0.734 | 1.711 | 0.832 | 1.178 | 1.495 |
| 净利率 | 7.7% | 9.1% | 10.1% | 12.1% | 13.0% | 12.8% | 每股股利 (元) | 0.000 | 0.000 | 0.120 | 0.120 | 0.000 | 0.000 |
| | | | | | | | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 12.62% | 10.84% | 11.77% | 11.99% | 12.02% | 12.33% |
| 净利润 | 903 | 1,162 | 1,281 | 1,477 | 1,682 | 1,969 | 总资产收益率 | 6.52% | 6.01% | 6.87% | 7.39% | 7.73% | 7.97% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投入资本收益率 | 29.44% | 24.96% | 38.24% | 125.26% | 128.10% | 182.51% |
| 非现金支出 | 361 | 436 | 478 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | | |
| 非经营收益 | 17 | -25 | -43 | -107 | -109 | -109 | 营业总收入增长率 | -7.76% | 10.46% | 10.12% | -4.40% | 5.71% | 19.37% |
| 营运资金变动 | -471 | -561 | 641 | -224 | 50 | 200 | EBIT增长率 | 30.91% | 30.74% | 13.94% | 0.03% | 13.46% | 18.28% |
| 经营活动现金净流 | 810 | 1,012 | 2,357 | 1,146 | 1,623 | 2,060 | 净利润增长率 | 26.99% | 30.75% | 22.44% | 14.01% | 13.89% | 17.06% |
| 资本开支 | 230 | 195 | 281 | -2,559 | -50 | -50 | 总资产增长率 | 4.79% | 41.95% | 7.07% | 6.03% | 8.92% | 13.44% |
| 投资 | -278 | -748 | -807 | 0 | 0 | 0 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 其他 | 36 | 19 | -33 | 60 | 60 | 60 | 应收账款周转天数 | 33.0 | 45.7 | 45.2 | 45.0 | 45.0 | 45.0 |
| 投资活动现金净流 | -472 | -923 | -1,121 | 2,619 | 110 | 110 | 存货周转天数 | 38.5 | 50.7 | 46.3 | 46.0 | 46.0 | 46.0 |
| 股权募资 | 6 | 878 | 3 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转天数 | 36.0 | 56.7 | 65.2 | 65.0 | 65.0 | 65.0 |
| 债权募资 | -404 | 642 | -287 | -131 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 43.9 | 39.9 | 33.5 | 32.6 | 30.8 | 25.8 |
| 其他 | -300 | 239 | -38 | -19 | -166 | -1 | 偿债能力 | | | | | | |
| 筹资活动现金净流 | -698 | 1,759 | -322 | -150 | -166 | -1 | 净负债/股东权益 | -44.53% | -44.56% | -50.66% | -75.27% | -77.39% | -81.38% |
| 现金净流量 | -360 | 1,847 | 915 | 3,616 | 1,567 | 2,169 | EBIT利息保障倍数 | -30.9 | -25.1 | -21.1 | -31.3 | -21.5 | -22.0 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 44.10% | 41.44% | 40.54% | 37.36% | 34.76% | 34.52% |

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。