

日期: 2018年3月21日

行业: 传媒



分析师: 滕文飞

Tel: 021-53686151

E-mail: tengwenfei@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120025

研究助理: 胡纯青

Tel: 021-53686150

E-mail: huchunqing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116120003

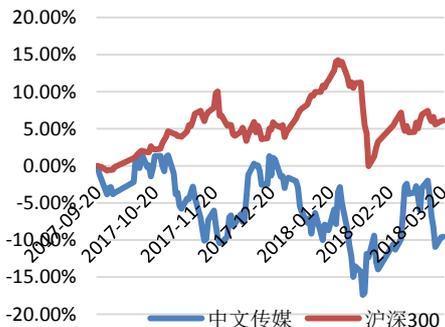
基本数据 (截止 2018 年 3 月 20 日)

报告日股价 (元)	15.86
12mth A 股价格区间 (元)	14.86/26.80
总股本 (百万股)	1377.94
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	223
每股净资产 (元)	8.56

主要股东 (2017Q3)

江西省出版集团公司	54.83%
孝昌枫杰投资中心(有限合伙)	4.87%
中国证券金融股份有限公司	3.41%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



游戏业务收入回升, 海外代理更进一步

■ 公司动态事项

公司公布了2017年全年主要经营数据, 其中出版业务实现收入29.11亿元, 同比增长15.74%; 发行业务实现收入38.37亿元, 同比增长8.17% (未考虑内部抵消); 游戏业务收入39.50亿元, 同比减少15.78%, 游戏推广费用6.87亿元, 同比大幅下降 54.61%。

■ 事项点评

游戏收入环比回升, 海外代理业务发力

公司2017年游戏业务实现收入39.50亿元, 同比减少15.78%。游戏业务成本与营销费用持续减少, 扣除推广营销费用后公司游戏业务实现毛利14.60亿元, 同比增长44.17%, 利润持续释放。公司毛利大幅增加主要得益于COK推广成本大幅下降及《乱世王者》流水分成较为可观。值得注意的是, 公司游戏业务收入在Q4迎来拐点, 2017Q4公司游戏业务实现收入9.41亿元, 环比增长4.10%, 收入止跌回升, 主要原因在于: 1、拳头产品COK流水趋于稳定: COK最近四个季度月平均流水分别为2.73亿、2.62亿、2.32、2.17亿元, 环比分别减少16.89%、4.03%、11.45%、6.47%。作为一款运营时间超过3年的长寿手游, 相对稳定的流水表现反映出游戏用户粘性良好, 持续盈利能力较强; 2、《奇迹暖暖》等海外代理游戏表现出色: 公司于Q2代理了《奇迹暖暖》欧美地区业务, 游戏在美国iOS畅销榜最高排名第10, 已经成为公司游戏业务的重要业绩增长点之一。通过代理《奇迹暖暖》, 公司与国内女性向游戏龙头公司苏州叠纸构建了良好的合作关系, 近期, 公司又取得了该公司研发的爆款游戏《恋与制作人》的海外代理权 (不包括日本、韩国), 随着女性向游戏在世界范围内热度不断升高, 预计公司游戏海外代理业务将持续贡献可观收入。

智明星通业绩考核激励方案出台, 有望提升员工积极性

公司游戏业务由子公司智明星通独立运营, 目前公司已超额完成3年业绩对赌。为保证公司今后业绩的长期稳健发展, 公司出台了业绩考核激励方案。以3.61亿元 (2014-2016年智明星通扣非净利润平均数) 为2017年业绩考核基数, 并在此基础上以CAGR13%作为2018-2020年的业绩考核基数。视当年经营业绩的完成情况, 可计提15%-40%的净利润作为绩效工资, 超额部分可另行计提不超过40%的超额业绩奖励, 作为智明星通核心经营管理层的激励。游戏行业作为人才密集型行业, 员工激励与公司业绩正相关性高。本次激励方案力度较大, 有望有效提升员工积极性。

受益于图书出版市场整体回暖，重点深耕少儿图书市场

公司 2017 年出版、发行业务收入分别增长 15.74%、8.17%，主要受益于图书出版市场整体回暖。公司在业绩弹性较好的少儿图书板块布局较为深入。根据《2017 年中国图书零售市场报告》显示，2017 年图书零售市场整体规模 803.2 亿元，同比增长 14.55%。其中少儿图书所占码洋比重达 24.64%，是市场上最大的细分分类，也是市场增长贡献最大的类别，2017 年图书零售市场的增长有三分之一以上是来自于少儿类图书。公司旗下 21 世纪出版集团是国内最大的少儿类图书出版社之一，码洋占比长期位居少儿类出版社 Top3。不考虑内部抵消，公司出版、发行业务总体毛利同比增长 8.17%，增速略低于收入，主要是由于纸价上涨使得成本端压力较大。

■ 盈利预测与估值

我们认为公司未来存在几大看点：1、COK 稳健运营，持续释放利润；2、《乱世王者》分成可观、海外代理游戏流水持续上涨；3、携手苏州叠纸，共同开拓前景广阔的女性游戏市场；4、新游戏储备丰富，公司拥有《全面战争》、《使命召唤》两款游戏的手游改编权，有望与 SEGA、动视暴雪这两大世界游戏巨头展开深度合作。预计公司 2017、2018、2019 年归属于母公司股东净利润分别为 14.75 亿元、17.23 亿元和 19.55 亿元；EPS 分别为 1.07 元、1.25 元和 1.42 元，对应 PE 为 14.81、12.69 和 11.18 倍，维持“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

新游戏产品推出不及预期；游戏行业竞争加剧；汇率风险

■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

至 12 月 31 日(¥, 百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12775.84	12408.17	13892.83	15079.48
年增长率	10.12%	-2.88%	11.97%	8.54%
归母净利润	1295.36	1475.42	1722.68	1954.75
年增长率	22.44%	13.90%	16.76%	13.47%
每股收益(元)	0.94	1.07	1.25	1.42
PE	16.87	14.81	12.69	11.18

资料来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,519.03	7,043.61	8,324.67	11,187.69
存货	1,022.31	913.81	1,291.51	1,022.69
应收账款及票据	1,567.41	1,765.85	2,255.44	2,109.86
其他	2,291.97	2,773.32	3,148.07	2,860.93
流动资产合计	11,400.72	12,496.59	15,019.68	17,181.16
长期股权投资	574.01	574.01	574.01	574.01
固定资产	1,090.17	1,098.13	1,033.45	886.69
在建工程	375.38	187.69	56.31	0.00
无形资产	939.88	878.00	816.11	754.23
其他	4,471.64	4,438.26	4,419.41	4,419.41
非流动资产合计	7,451.08	7,176.08	6,899.29	6,634.34
资产总计	18,851.80	19,672.67	21,918.97	23,815.50
短期借款	130.59	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	2,820.11	2,785.15	3,193.23	3,260.40
其他	2,984.23	2,743.79	3,069.22	3,183.37
流动负债合计	5,934.92	5,528.95	6,262.46	6,443.77
长期借款和应付债券	727.52	700.00	700.00	700.00
其他	980.25	980.25	980.25	980.25
非流动负债合计	1,707.77	1,680.25	1,680.25	1,680.25
负债合计	7,642.70	7,209.20	7,942.71	8,124.02
少数股东权益	204.05	214.05	224.05	234.05
股东权益合计	11,209.10	12,463.48	13,976.26	15,691.48
负债和股东权益总计	18,851.80	19,672.67	21,918.97	23,815.50

现金流量表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	1,280.99	1,475.42	1,722.68	1,954.75
折旧和摊销	236.34	241.62	257.95	264.95
营运资本变动	256.32	(816.54)	(489.68)	883.94
经营活动现金流	2,357.41	766.95	1,348.97	2,946.05
资本支出	19.59	0.00	0.00	0.00
投资收益	63.09	60.00	60.00	60.00
投资活动现金流	(1,120.64)	60.00	60.00	60.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
负债变化	27.52	(27.52)	0.00	0.00
股息支出	(165.35)	(188.34)	(219.90)	(249.52)
融资活动现金流	(353.87)	(302.37)	(127.91)	(143.03)
净现金流	882.91	524.58	1,281.06	2,863.02

数据来源：WIND 上海证券研究所

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,775.84	12,408.17	13,892.83	15,079.48
营业成本	7,740.47	7,636.74	8,428.98	9,031.72
营业税金及附加	41.25	40.06	44.85	48.68
营业费用	1,910.93	1,222.22	1,417.07	1,583.35
管理费用	1,652.98	1,924.32	2,154.57	2,338.60
财务费用	(67.77)	(83.55)	(91.98)	(107.58)
资产减值损失	241.95	200.00	200.00	200.00
投资收益	63.09	60.00	60.00	60.00
公允价值变动损益	(4.64)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,314.48	1,528.38	1,799.35	2,044.72
营业外收支净额	55.39	60.11	53.55	56.35
利润总额	1,369.87	1,588.49	1,852.90	2,101.07
所得税	88.88	103.06	120.22	136.32
净利润	1,280.99	1,485.42	1,732.68	1,964.75
少数股东损益	(14.37)	10.00	10.00	10.00
归属母公司股东净利润	1,295.36	1,475.42	1,722.68	1,954.75

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	10.12%	-2.88%	11.97%	8.54%
EBITDA 增长率	9.58%	15.89%	16.54%	12.05%
EBIT 增长率	10.81%	15.89%	18.17%	13.46%
净利润增长率	22.44%	13.90%	16.76%	13.47%
毛利率	39.41%	38.45%	39.33%	40.11%
EBITDA/总收入	11.39%	13.59%	14.15%	14.60%
EBIT/总收入	9.76%	11.64%	12.29%	12.85%
净利润率	10.14%	11.89%	12.40%	12.96%
资产负债率	40.54%	36.65%	36.24%	34.11%
流动比率	1.92	2.26	2.40	2.67
速动比率	1.75	2.09	2.19	2.51
总资产回报率 (ROA)	6.80%	7.55%	7.90%	8.25%
净资产收益率 (ROE)	11.77%	12.04%	12.53%	12.65%
EV/营业收入	1.59	1.11	0.90	0.64
EV/EBITDA	13.98	8.14	6.35	4.37
PE	16.87	14.81	12.69	11.18
PB	1.99	1.78	1.59	1.41

分析师承诺

滕文飞、胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。