

投资评级：增持(维持)
中文传媒(600373)
目标价：18.0元
游戏业务利润持续释放，看好“自主研发+出海平台”战略
市场数据 2018-03-20

收盘价(元)	15.86
一年内最低/最高(元)	14.86/26.80
市盈率	15.5
市净率	1.85

基础数据

净资产收益率(%)	9.61
资产负债率(%)	41.9
总股本(亿股)	13.78

最近12月股价走势

联系信息

陶冶	分析师
SAC 证书编号: S016051711002	
taoye@ctsec.com	
汪哲健	联系人
wangzhejian@ctsec.com	

相关报告
事件描述:

公司发布 2017 年度主要经营数据的公告：出版业务实现营业收入 29.11 亿元，同比增加 15.74%，毛利率为 19.62%，同比降低 2.80pct；发行业务实现营收 38.37 亿元，同比增加 8.17%，毛利率为 37.32%，同比增加 1.00pct；游戏业务实现营收 39.50 亿元，同比减少 15.78%，毛利率为 64.28%，同比增加 4.63pct，同时推广营销费用由 2016 年的 15.13 亿下降至 2017 年的 6.87 亿。

投资要点:
● 传统出版发行业务稳定，游戏业务进入利润释放期

根据我们测算，公司 2017 年营业收入同比微降，归母净利润增幅稳健增长。其中，传统的出版发行业务稳定，毛利由 2016 年的 18.53 亿上升至 2017 年的 20.03 亿元，同比增加 8.11%；由于爆款游戏 COK 进入成熟期，成本与推广费用持续走低，叠加智明星通参与流水分成的腾讯游戏《乱世王者》上线后表现强劲，游戏业务利润持续释放，扣除推广费用后的毛利由 2016 年的 12.84 亿上升至 18.52 亿，同比增加 44.17%。此外，公司公布了智明星通的核心游戏产品《列王的纷争》的最新数据，表现良好：2017 年，该款产品的 ARPU 值稳定在 800 元，游戏月流水 2.46 亿元（去年为 3.51 亿元），付费用户数为 32.21 万户（去年为 45.13 万户），月末注册用户为 2.21 亿户。

● 18 年或诞生新爆款接力 COK，“自主研发+出海平台”战略清晰

智明星通拥有《Total War》的手游改编权，并联手动视暴雪进行对《Call of Duty》研发。基于两大世界顶级端游 IP 的手游预计 2018 年上线，届时或接力 COK 增厚公司业绩。战略上，公司采取“自主研发+出海平台”的模式，作为手游出海龙头公司在海外市场拥有先发优势及较高的商业壁垒，并由研发商向出海平台转型：2017 年，公司代理的《奇迹暖暖》、《Last Battleground: Survival》等游戏表现优秀，近期更是代理了爆款手游《恋与制作人》。在未来，预计公司将通过投资优秀游戏开发团队或与之合作，利用渠道优势去最大化游戏产品的流水及生命周期，并不断丰富自身的游戏品类及生态。

● 给予目标价 18.0 元，维持“增持”评级

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.14 元、1.37 元和 1.65 元，维持公司目标价 18.0 元，维持“增持”评级。

● 风险提示

游戏表现不及预期；新游上线不及预期；监管风险；汇兑损益风险。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	11601.62	12775.84	12708.13	15679.29	18639.53
增长率	10.5%	10.1%	-0.5%	23.4%	18.9%
归属母公司股东净利润(百万)	1058.0	1295.4	1576.0	1893.0	2271.0
增长率	30.7%	22.4%	21.7%	20.1%	20.0%
每股收益(元)	0.77	0.94	1.14	1.37	1.65
市盈率(倍)	20.7	16.9	13.9	11.5	9.6

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	11601.62	12775.84	12708.13	15679.29	18639.53	成长性					
减: 营业成本	7,458.8	7,740.5	7,511.8	9,371.5	11,276.9	营业收入增长率	10.5%	10.1%	-0.5%	23.4%	18.9%
营业税费	24.8	41.2	33.5	41.8	53.0	营业利润增长率	34.7%	11.9%	32.0%	19.3%	18.5%
销售费用	1,707.4	1,910.9	1,608.8	1,944.2	2,348.6	净利润增长率	30.7%	22.4%	21.7%	20.1%	20.0%
管理费用	1,155.4	1,653.0	1,715.6	2,177.9	2,544.3	EBITDA 增长率	28.6%	9.6%	33.8%	15.2%	12.6%
财务费用	-49.9	-67.8	-6.3	-45.5	-145.5	EBIT 增长率	33.8%	10.8%	38.6%	17.1%	14.0%
资产减值损失	214.0	241.9	200.0	218.6	220.2	NOPLAT 增长率	34.2%	8.8%	38.6%	17.1%	14.0%
加: 公允价值变动收益	8.2	-4.6	0.0	-1.2	0.8	投资资本增长率	59.8%	-32.3%	65.5%	-38.7%	55.3%
投资和汇兑收益	75.7	63.1	90.0	100.0	110.0	净资产增长率	48.7%	8.7%	35.8%	13.7%	14.0%
营业利润	1,175.0	1,314.5	1,734.7	2,069.5	2,452.8	利润率					
加: 营业外净收支	45.2	55.4	60.1	53.6	56.4	毛利率	35.7%	39.4%	40.9%	40.2%	39.5%
利润总额	1,220.2	1,369.9	1,794.8	2,123.1	2,509.2	营业利润率	10.1%	10.3%	13.6%	13.2%	13.2%
减: 所得税	58.2	88.9	116.7	138.0	163.1	净利润率	9.1%	10.1%	12.4%	12.1%	12.2%
净利润	1058.0	1295.4	1576.0	1893.0	2271.0	EBITDA/营业收入	11.4%	11.4%	15.3%	14.3%	13.5%
						EBIT/营业收入	9.7%	9.8%	13.6%	12.9%	12.4%
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	运营效率					
货币资金	5,722.5	6,519.0	6,322.2	9,674.9	9,646.6	固定资产周转天数	39	33	29	20	14
交易性金融资产	13.7	17.1	17.1	16.0	16.7	流动营业资本周转天数	26	-3	6	9	8
应收帐款	2,019.5	1,403.1	1,758.8	2,349.8	2,488.7	流动资产周转天数	319	323	334	338	338
应收票据	111.7	164.3	142.9	200.5	220.0	应收帐款周转天数	48	48	45	47	47
预付帐款	2,490.7	1,949.8	2,913.3	3,139.7	3,878.1	存货周转天数	32	28	26	28	28
存货	940.1	1,022.3	837.0	1,596.2	1,263.2	总资产周转天数	466	514	575	560	531
其他流动资产	221.3	325.0	191.0	245.8	253.9	投资资本周转天数	131	123	132	108	88
可供出售金融资产	54.9	880.7	3,500.0	3,850.0	4,235.0	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	10.8%	11.8%	10.6%	11.2%	11.8%
长期股权投资	491.5	574.0	574.0	574.0	574.0	ROA	6.6%	6.8%	7.7%	7.3%	8.4%
投资性房地产	390.7	587.9	587.9	587.9	587.9	ROIC	33.0%	22.4%	46.0%	32.5%	60.5%
固定资产	1,258.3	1,090.2	933.8	777.4	621.0	费用率					
在建工程	311.0	375.4	445.4	525.4	615.4	销售费用率	14.7%	15.0%	12.7%	12.4%	12.6%
无形资产	959.5	939.9	878.0	816.1	754.2	管理费用率	10.0%	12.9%	13.5%	13.9%	13.7%
其他非流动资产	2,621.8	3,003.0	2,667.4	2,699.2	2,766.1	财务费用率	-0.4%	-0.5%	0.0%	-0.3%	-0.8%
资产总额	17,607.3	18,851.8	21,768.8	27,052.9	27,920.9	三费/营业收入	24.2%	27.4%	26.1%	26.0%	25.5%
短期债务	441.3	130.6	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	1,748.4	1,942.8	849.2	3,016.9	1,723.4	资产负债率	41.4%	40.5%	30.1%	36.0%	29.3%
应付票据	983.0	877.3	1,399.9	1,248.6	1,856.7	负债权益比	70.8%	68.2%	43.0%	56.3%	41.5%
其他流动负债	2,340.3	2,984.2	2,212.1	3,879.9	3,074.1	流动比率	2.09	1.92	2.73	2.11	2.67
长期借款	-	27.5	768.3	-	-	速动比率	1.92	1.75	2.54	1.92	2.48
其他非流动负债	1,783.5	1,680.3	1,317.9	1,593.9	1,530.7	利息保障倍数	-22.53	-18.40	-276.53	-44.53	-15.86
负债总额	7,296.4	7,642.7	6,547.4	9,739.3	8,185.0	分红指标					
少数股东权益	551.3	204.1	301.0	391.6	464.9	DPS(元)	0.08	0.12	0.17	0.18	0.22
股本	1,377.9	1,377.9	1,377.9	1,377.9	1,377.9	分红比率	10.4%	12.8%	15.1%	12.7%	13.5%
留存收益	8,395.6	9,584.4	13,542.4	15,544.2	17,893.1	股息收益率	0.5%	0.8%	1.1%	1.1%	1.4%
股东权益	10,310.9	11,209.1	15,221.4	17,313.6	19,736.0	业绩和估值指标					
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.77	0.94	1.14	1.37	1.65
净利润	1,162.0	1,281.0	1,576.0	1,893.0	2,271.0	BVPS(元)	7.08	7.99	10.83	12.28	13.99
加: 折旧和摊销	221.6	236.3	218.3	218.3	218.3	PE(X)	20.7	16.9	13.9	11.5	9.6
资产减值准备	214.0	241.9	-	-	-	PB(X)	2.2	2.0	1.5	1.3	1.1
公允价值变动损失	8.2	4.6	0.0	-1.2	0.8	P/FCF	-45.6	8.1	-62.6	6.2	80.0
财务费用	43.7	26.9	-6.3	-45.5	-145.5	P/S	1.9	1.7	1.7	1.4	1.2
投资收益	-75.7	-63.1	-90.0	-100.0	-110.0	EV/EBITDA	13.0	9.9	6.6	3.8	3.2
少数股东损益	104.0	-14.4	102.1	92.1	75.1	CAGR(%)	19.5%	22.3%	22.9%	19.5%	22.3%
营运资金的变动	73.1	256.3	-2,118.2	2,083.8	-2,166.2	PEG	1.1	0.8	0.6	0.6	0.4
经营活动产生现金流量	1,011.8	2,357.4	-318.0	4,140.5	143.4	ROIC/WACC	3.0	2.1	4.2	3.0	5.5
投资活动产生现金流量	-923.0	-1,120.6	-2,599.3	-327.7	-366.5	REP	1.1	2.0	0.5	0.8	0.3
融资活动产生现金流量	1,755.1	-353.9	2,720.5	-460.1	194.7						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露**分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。