



投资评级：增持(维持)

中文传媒(600373)

游戏业务利润持续释放，图书出版发行业务稳健

## 市场数据 2018-10-26

收盘价(元)	10.00
一年内最低/最高(元)	8.45/21.51
市盈率	9.0
市净率	1.09

## 基础数据

净资产收益率(%)	12.49
资产负债率(%)	39.5
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

- 《600373-事件点评:17 年业绩稳定增长,持续看好“自主研发+出海平台”战略》  
2018-03-28
- 《600373-事件点评:游戏业务利润持续释放,看好“自主研发+出海平台”战略》  
2018-03-21

## 事件描述:

公司发布 2018 年三季报:前三季度,公司实现营业收入 89.89 亿元,同比减少 0.02%,实现归属于上市公司股东的净利润 12.07 亿元,同比增长 9.58%,实现扣非归母净利润 11.52 亿元,同比增加 8.80%。

## 投资要点:

## ● 单季度归母净利润同增 16%,扣非归母净利润同增 29%

公司单季度业绩改善明显:第三季度,公司实现营业收入 29.81 亿元,同比减少 0.60%,实现归属母公司股东的净利润 3.55 亿元,同比增加 15.65%,实现扣非后归属母公司股东的净利润 3.61 亿元,同比增加 28.92%。

分业务来看,公司传统主业稳中有增:前三季度,出版业务实现营收 19.97 亿元,同比减少 3.81%,毛利率为 20.65% (减少了 0.19pct);发行业务实现营收 26.93 亿元,同比增长 10.50%,毛利率为 36.95% (增长 0.48pct)。另一方面,由于重要游戏 COK 进入成熟期,游戏业务利润持续释放:公司互联网游戏业务 18 年 1-9 月,实现收入 25.32 亿元,同比减少 15.82%,实现毛利 16.47 亿元,同比减少 12.73%,实现扣除推广费用后的毛利 14.14 亿元,同比增长 10.89%。

## ● 传统主业壁垒较高,未来预计稳中有增

传统图书主业壁垒较高,业绩趋向于稳健,未来业绩增长将由市场份额增长(18 年由全国第八上升为全国第七)与业务创新(数字出版、数字产品等)双轮驱动。公司旗下拥有二十一世纪、江西美术、百花洲文艺出版社、江西人民出版社等众多优质出版社和江西新华发行集团(省内教材教辅的主要发行渠道、官方指定一教一辅合作单位)、江西新华新刷集团等 23 家全资和控股子公司,涵盖传统图书领域的编、印、发、供全产业链。

## ● 顶级 IP 新游可期,海外代理发行业务或将受益国内监管态势

公司优质 IP 储备丰富,新游上线或将大幅驱动业绩增长:公司旗下智明星通拥有顶级端游 IP《Total War》的手游改编权,并联手动视暴雪进行对《Call of Duty》研发。公司拥有国内顶尖的海外发行能力,海外发行渠道完善,业务遍布全球。在国内游戏政策监管趋严的背景下,公司海外游戏代理与发行业务将持续受益。

## ● 盈利预测与投资建议

公司传统图书出版发行业务壁垒较高,业绩稳健;COK 为首的核心游戏在进入成熟期后利润持续释放;未来 IP 手游《使命召唤》、《全面战争》有望上线,成为公司新晋增长点。目前,公司动态市盈率仅 9.1 倍、市净率仅 1.1 倍。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.30 元、1.58 元和 1.87 元,维持“买入”评级。

风险提示:成熟游戏加速衰退、新游上线不及预期。

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	12775.84	13306.05	14051.19	15425.39	16826.48
增长率	10.1%	4.2%	5.6%	9.8%	9.1%
归属母公司股东净利润(百万)	1295.4	1451.7	1792.9	2181.1	2570.7
增长率	22.4%	12.1%	23.5%	21.7%	17.9%
每股收益(元)	0.94	1.05	1.30	1.58	1.87
市盈率(倍)	10.6	9.5	7.7	6.3	5.4

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	TRUE	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	12775.84	13306.05	14051.19	15425.39	16826.48	成长性					
减:营业成本	7,740.5	8,495.8	9,009.2	9,720.8	10,563.4	营业收入增长率	10.1%	4.2%	5.6%	9.8%	9.1%
营业税费	41.2	44.7	40.8	48.8	52.9	营业利润增长率	11.9%	17.6%	25.2%	17.4%	19.4%
销售费用	1,910.9	1,085.1	1,112.9	1,286.5	1,460.5	净利润增长率	22.4%	12.1%	23.5%	21.7%	17.9%
管理费用	1,653.0	2,022.6	1,896.9	2,173.4	2,165.6	EBITDA 增长率	9.6%	17.4%	19.5%	12.6%	18.0%
财务费用	-67.8	17.5	-80.1	-159.2	-186.3	EBIT 增长率	10.8%	20.6%	23.4%	13.8%	19.6%
资产减值损失	241.9	259.3	200.0	233.8	231.0	NOPLAT 增长率	8.8%	29.9%	18.7%	13.8%	19.6%
加:公允价值变动收益	-4.6	-12.6	-56.2	9.9	12.1	投资资本增长率	-32.3%	66.6%	-14.6%	-17.1%	29.5%
投资和汇兑收益	63.1	117.6	120.0	140.0	160.0	净资产增长率	8.7%	10.6%	14.5%	12.5%	12.6%
营业利润	1,314.5	1,545.4	1,935.3	2,271.2	2,711.4	利润率					
加:营业外净收支	55.4	-46.8	-35.3	-8.9	-30.3	毛利率	39.4%	36.2%	35.9%	37.0%	37.2%
利润总额	1,369.9	1,498.6	1,900.0	2,262.3	2,681.1	营业利润率	10.3%	11.6%	13.8%	14.7%	16.1%
减:所得税	88.9	46.5	58.9	70.1	83.1	净利率	10.1%	10.9%	12.8%	14.1%	15.3%
净利润	1295.4	1451.7	1792.9	2181.1	2570.7	EBITDA/营业收入	11.4%	12.8%	14.5%	14.9%	16.1%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	9.8%	11.3%	13.2%	13.7%	15.0%
货币资金	6,519.0	6,117.9	7,850.6	10,265.2	10,935.2	运营效率					
交易性金融资产	17.1	99.7	43.5	53.4	65.5	固定资产周转天数	33	33	33	27	22
应收账款	1,403.1	1,659.4	1,935.3	1,941.0	2,194.2	流动营业资本周转天数	-3	5	24	5	10
应收票据	164.3	365.6	15.5	439.8	101.2	流动资产周转天数	323	330	368	374	390
预付账款	1,949.8	1,397.2	3,660.7	1,293.8	3,864.9	应收账款周转天数	48	41	46	45	44
存货	1,022.3	1,053.5	1,276.0	1,175.0	1,483.6	存货周转天数	28	28	30	29	28
其他流动资产	325.0	2,296.6	947.7	1,189.8	1,478.0	总资产周转天数	514	532	559	549	552
可供出售金融资产	880.7	727.0	1,000.0	1,100.0	1,210.0	投资资本周转天数	123	127	139	107	102
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	574.0	799.8	799.8	799.8	799.8	ROE	11.8%	11.9%	12.9%	13.9%	14.5%
投资性房地产	587.9	641.1	641.1	641.1	641.1	ROA	6.8%	7.1%	7.9%	9.2%	9.4%
固定资产	1,090.2	1,363.3	1,229.0	1,094.8	960.5	ROIC	22.4%	43.1%	30.7%	40.9%	59.0%
在建工程	375.4	92.8	162.8	242.8	332.8	费用率					
无形资产	939.9	873.4	822.1	770.8	719.4	销售费用率	15.0%	8.2%	7.9%	8.3%	8.7%
其他非流动资产	3,003.0	2,993.6	2,787.5	2,891.3	2,878.9	管理费用率	12.9%	15.2%	13.5%	14.1%	12.9%
资产总额	18,851.8	20,480.7	23,171.4	23,898.5	27,665.0	财务费用率	-0.5%	0.1%	-0.6%	-1.0%	-1.1%
短期债务	130.6	880.3	-	-	-	三费/营业收入	27.4%	23.5%	20.9%	21.4%	20.4%
应付账款	1,942.8	1,767.1	2,144.7	2,222.3	2,426.0	偿债能力					
应付票据	877.3	558.3	1,584.8	512.3	1,680.0	资产负债率	40.5%	39.5%	38.8%	33.2%	35.1%
其他流动负债	2,984.2	3,841.2	3,760.6	3,804.6	4,290.3	负债权益比	68.2%	65.3%	63.3%	49.7%	54.0%
长期借款	27.5	26.5	-	-	-	流动比率	1.92	1.84	2.10	2.50	2.40
其他非流动负债	1,680.3	1,014.6	1,492.8	1,395.9	1,301.1	速动比率	1.75	1.69	1.93	2.32	2.22
负债总额	7,642.7	8,088.1	8,982.9	7,935.1	9,697.3	利息保障倍数	-18.40	85.74	-23.17	-13.27	-13.56
少数股东权益	204.1	199.2	245.0	255.8	282.5	分红指标					
股本	1,377.9	1,377.9	1,377.9	1,377.9	1,377.9	DPS(元)	0.12	0.40	0.27	0.38	0.51
留存收益	9,584.4	10,865.2	12,565.6	14,329.7	16,307.3	分红比率	12.8%	38.0%	20.4%	23.7%	27.4%
股东权益	11,209.1	12,392.6	14,188.5	15,963.5	17,967.7	股息收益率	1.2%	4.0%	2.7%	3.8%	5.1%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,281.0	1,452.0	1,792.9	2,181.1	2,570.7	EPS(元)	0.94	1.05	1.30	1.58	1.87
加:折旧和摊销	236.3	250.4	185.6	185.6	185.6	BVPS(元)	7.99	8.85	10.12	11.40	12.83
资产减值准备	241.9	259.3	-	-	-	PE(X)	10.6	9.5	7.7	6.3	5.4
公允价值变动损失	4.6	12.6	-56.2	9.9	12.1	PB(X)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
财务费用	26.9	123.8	-80.1	-159.2	-186.3	P/FCF	5.1	-97.9	7.9	4.5	10.2
投资收益	-63.1	-117.6	-120.0	-140.0	-160.0	P/S	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
少数股东损益	-14.4	0.3	48.2	11.1	27.2	EV/EBITDA	4.3	4.4	2.4	1.0	0.5
营运资金的变动	256.3	-1,981.6	945.1	645.1	-1,308.6	CAGR(%)	19.6%	21.4%	16.6%	19.6%	21.4%
经营活动产生现金流量	2,357.4	1,503.2	2,715.5	2,733.6	1,140.8	PEG	0.5	0.4	0.5	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-1,120.6	-2,519.4	-110.7	-59.9	-64.2	ROIC/WACC	2.2	4.1	2.9	3.9	5.7
融资活动产生现金流量	-353.9	571.5	-872.2	-259.1	-406.7	REP	0.8	0.3	0.3	0.1	0.0

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。