

**投资评级 优于大市 维持**
**股票数据**

10月26日收盘价(元)	10.00
52周股价波动(元)	8.45-21.51
总股本/流通A股(百万股)	1378/1378
总市值/流通市值(百万元)	13779/13779

**相关研究**

 《Q4业绩环比回暖，新业态占比持续提升》  
 2018.03.29

 《业绩维持稳健增长，关注新产品表现》  
 2017.10.27

 《业绩进入稳健释放期，智明星通H1净利同比增长85.17%》  
 2017.08.25

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.2	-8.8	-20.3
相对涨幅(%)	-0.1	-4.2	-10.0

资料来源：海通证券研究所

**分析师：毛云聪**

Tel:(010)58067907

Email:myc11153@htsec.com

证书:S0850518080001

**分析师：郝艳辉**

Tel:(010)58067906

Email:hyh11052@htsec.com

证书:S0850516070004

# 归母净利润稳健增长，推出1.5~6亿元股票回购预案

**投资要点：**

- 前三季度营收同比基本持平，归母净利维持稳健增长。**公司1~9月实现营收89.89亿元(-0.02%)，实现归母净利12.07亿元(+9.6%)，实现扣非归母净利11.52亿元(+8.8%)；其中单Q3实现营收29.81亿元(YOY-0.6%，QOQ-5.6%)，实现归母净利3.55亿元(YOY+15.7%，QOQ-11.5%，扣非QOQ+3.1%)。1~9月公司毛利率、净利率为36.3%和13.5%同比分别降低1.8PCT和提升1.3PCT。1~9月公司销售费用率为5.9%同比下降3.9PCT，下降主要为智明星通核心手游《COK》广告投放持续减少，释放利润。
- 出版营收略降，发行业务维持稳健。**公司1~9月出版业务实现营收19.97亿元(-3.8%)，营业成本同比-3.6%，毛利率20.7%基本稳定；发行业务实现营收26.93亿元(+10.5%)，营业成本同比+9.7%，毛利率37%同比略升。我们认为近年来纸张成本上涨、数字化转型等趋势对传统出版公司带来较大挑战，而国企出版集团充分享受政策壁垒，拥有较强抵御风险的能力，且不断通过降本增效来改善治理结构。公司1~9月经营现金流同比+71%，主要由于教材教辅回款及存款增加。截至9.30公司账上拥有货币资金56.5亿元。
- 游戏业务营收下滑，利润持续释放，大IP新手游值得期待。**公司互联网游戏业务1~9月实现营收25.3亿元(-16%)，我们认为下滑主要由于核心手游COK流水下滑且暂无重点新产品贡献；营业成本和推广营销费用分别为8.9亿元(-21%)和2.3亿元(-62%)，成本和费用持续下降。智明星通核心手游《列王的纷争》当前最新月流水1.68亿元(QOQ-5%)，相比Q1\Q2流水环比下降速率放缓，投放减少使得利润有望持续释放。此外公司后续储备有重点大IP手游《使命召唤》、《Total War》值得期待，二次元方面在海外市场发行的《奇迹暖暖》表现出色，未来还将在海外发行《恋与制作人》等爆款产品。
- 推出1.5~6亿元回购股份预案。**公司计划以集中竞价交易方式回购资金总额不低于1.5亿元、不超过6亿元的股份，回购价格不超过15元，资金来源为自有资金，计划自股东大会通过后6个月内完成。如以回购资金总额上限6亿元、回购价格上限每股15元测算，预计回购股份数量为4000万股，约占公司总股本的2.9%。国企传媒集团推出回购计划，彰显了对未来持续稳定发展的信心和对公司价值的认可。
- 盈利预测。**预计公司2018-2020年实现EPS为1.18元、1.41元和1.64元。参考同行业相关可比公司2018年PE一致预期，我们给予公司2018年10~12倍估值，对应合理价值区间11.8~14.16元，给予优于大市评级。
- 风险提示。**产品上线延期，政策监管超预期，老产品流水快速下降。

**主要财务数据及预测**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	12775.84	13306.05	13575.92	14353.87	15124.10
(+/-)YoY(%)	10.12%	4.15%	2.03%	5.73%	5.37%
净利润(百万元)	1295.36	1451.74	1632.37	1939.03	2264.43
(+/-)YoY(%)	22.44%	12.07%	12.44%	18.79%	16.78%
全面摊薄EPS(元)	0.94	1.05	1.18	1.41	1.64
毛利率(%)	39.41%	36.15%	36.69%	38.33%	40.01%
净资产收益率(%)	11.77%	11.91%	11.90%	12.46%	12.78%

资料来源：公司年报(2016-2017)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

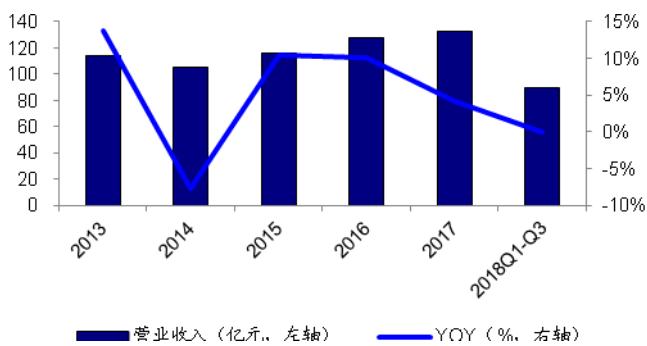
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

**表 1 可比公司盈利预测及估值表**

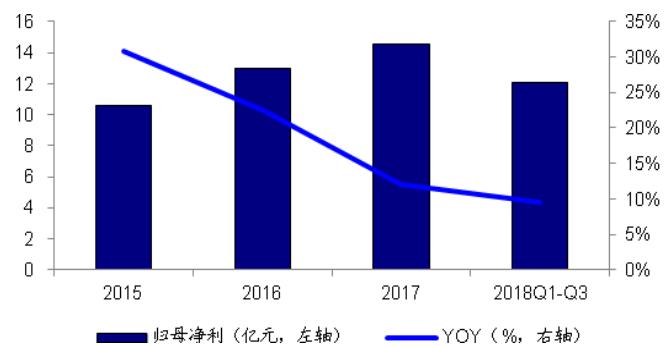
简称	代码	股价(元/股)	每股收益(元)			市盈率(倍)		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
<b>出版发行内容</b>								
中南传媒	601098.SH	11.55	0.75	0.78	0.84	15	15	14
皖新传媒	601801.SH	6.13	0.61	0.65	0.69	10	9	9
城市传媒	600229.SH	6.29	0.53	0.64	0.75	12	10	8
			平均值			12	11	10
<b>游戏内容</b>								
三七互娱	002555.SZ	10.41	0.82	0.98	1.13	13	11	9
完美世界	002624.SZ	23.25	1.40	1.73	2.05	17	13	11
游族网络	002174.SZ	13.92	1.14	1.46	1.72	12	10	8
			平均值			14	11	10

注: 对应为 2018 年 10 月 26 日收盘价, 之前报告可比公司凤凰传媒、骅威文化、天神娱乐由于已没有 WIND 一致预期因此去除, 游戏内容部分增添可比公司完美世界。

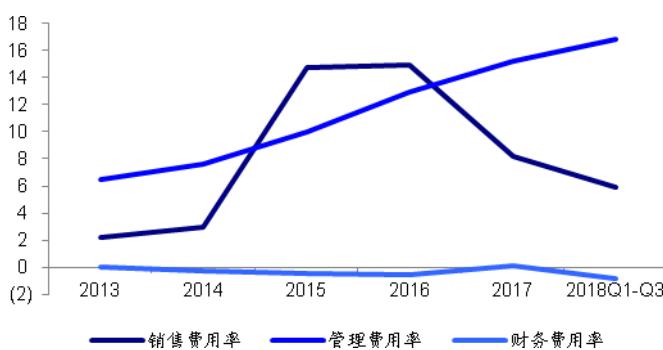
资料来源: 均为 Wind 一致预期, 海通证券研究所

**图 1 2013 年~2018Q1-Q3 公司营业收入与增长率**


资料来源: wind, 海通证券研究所

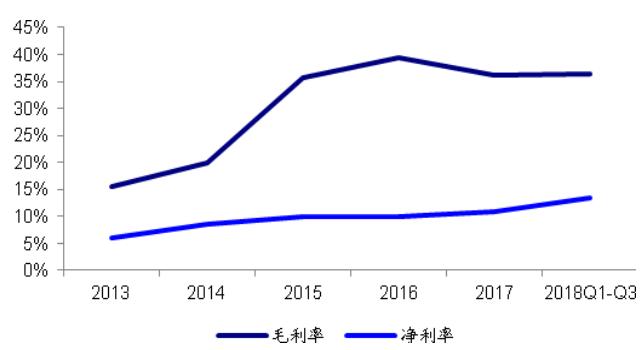
**图 2 2015 年~2018Q1-Q3 公司归母净利润与增长率**


资料来源: wind, 海通证券研究所

**图 3 2013 年~2018Q1-Q3 公司期间费用率 (%)**


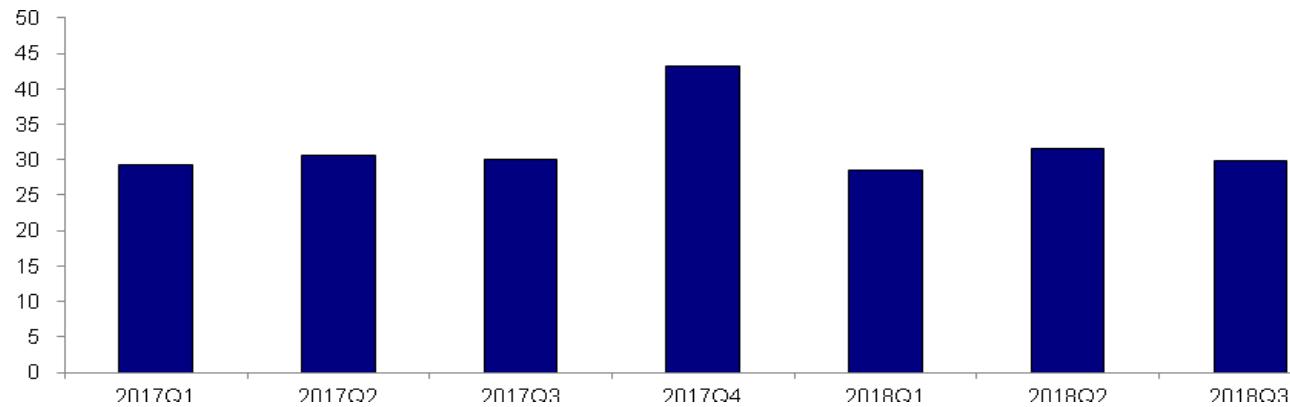
注: 2018Q1-Q3 管理费用中包含研发费用

资料来源: wind, 海通证券研究所

**图 4 2013 年~2018Q1-Q3 年公司毛利率与净利率 (%)**


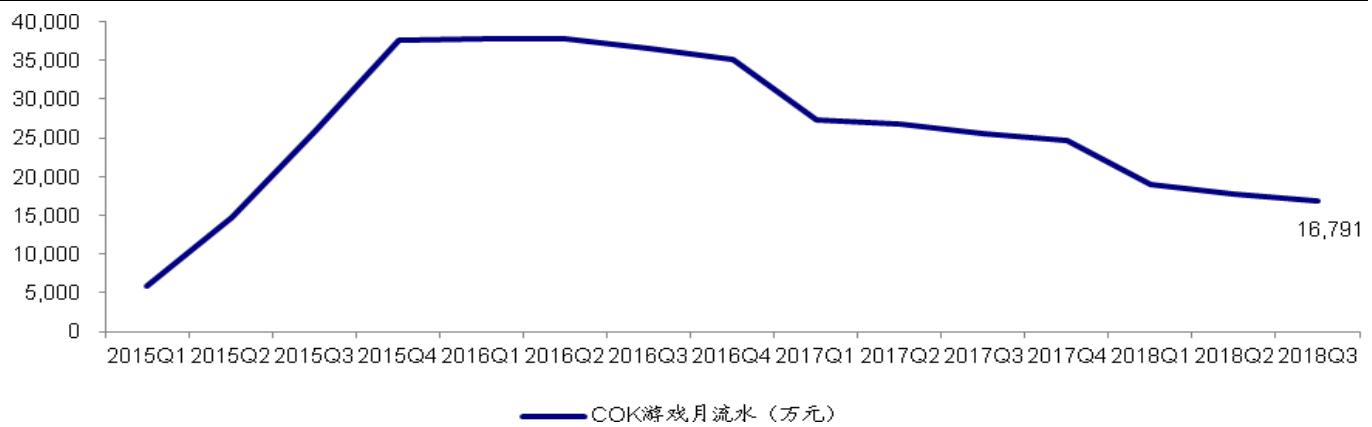
资料来源: wind, 海通证券研究所

图 5 2017Q1~2018Q3 分季度营业收入(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 6 2015Q1~2018Q3 智明星通《列王的纷争》月均流水变化(万元)



资料来源: 公司季度主要经营数据公告, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<strong>每股指标 (元)</strong>					<strong>营业总收入</strong>	<strong>13306.05</strong>	<strong>13575.92</strong>	<strong>14353.87</strong>	<strong>15124.10</strong>
每股收益	1.05	1.18	1.41	1.64	营业成本	8495.80	8594.70	8851.72	9072.74
每股净资产	8.85	9.96	11.29	12.86	毛利率%	36.15%	36.69%	38.33%	40.01%
每股经营现金流	1.09	1.36	1.71	1.69	营业税金及附加	44.70	39.47	45.43	47.55
每股股利	0.075	0.075	0.075	0.075	营业税金率%	0.34%	0.29%	0.32%	0.31%
<strong>价值评估 (倍)</strong>					营业费用	1085.06	1086.07	1205.73	1240.18
P/E	9.49	8.44	7.11	6.09	营业费用率%	8.15%	8.00%	8.40%	8.20%
P/B	1.13	1.00	0.89	0.78	管理费用	2022.60	2240.03	2296.62	2445.06
P/S	1.04	1.01	0.96	0.91	管理费用率%	15.20%	16.50%	16.00%	16.17%
EV/EBITDA	4.86	4.21	2.39	1.20	<strong>EBIT</strong>	<strong>1657.89</strong>	<strong>1615.65</strong>	<strong>1954.38</strong>	<strong>2318.57</strong>
股息率 (%)	<strong>0.75%</strong>	<strong>0.75%</strong>	<strong>0.75%</strong>	<strong>0.75%</strong>	财务费用	17.54	63.56	51.65	56.42
<strong>盈利能力指标 (%)</strong>					财务费用率%	0.13%	0.47%	0.36%	0.37%
毛利率	36.15%	36.69%	38.33%	40.01%	资产减值损失	259.35	0.00	0.00	0.00
净利润率	10.91%	12.03%	13.51%	14.98%	投资收益	117.64	120.00	100.00	100.00
净资产收益率	11.91%	11.90%	12.46%	12.78%	<strong>营业利润</strong>	<strong>1545.37</strong>	<strong>1667.09</strong>	<strong>1992.73</strong>	<strong>2344.14</strong>
资产回报率	7.09%	7.21%	7.79%	8.32%	营业外收支	-46.82	17.91	8.83	-6.70
投资回报率	28.56%	29.03%	38.30%	45.25%	<strong>利润总额</strong>	<strong>1498.55</strong>	<strong>1685.00</strong>	<strong>2001.55</strong>	<strong>2337.45</strong>
<strong>盈利增长 (%)</strong>					<strong>EBITDA</strong>	<strong>1908.30</strong>	<strong>1780.91</strong>	<strong>2181.62</strong>	<strong>2548.60</strong>
营业收入增长率	4.15%	2.03%	5.73%	5.37%	所得税	46.50	52.29	62.11	72.54
EBIT 增长率	15.92%	-2.55%	20.97%	18.63%	有效所得税率%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%
净利润增长率	13.35%	12.44%	18.79%	16.78%	少数股东损益	0.31	0.34	0.41	0.48
<strong>偿债能力指标</strong>					<strong>归属母公司所有者净利润</strong>	<strong>1451.74</strong>	<strong>1632.37</strong>	<strong>1939.03</strong>	<strong>2264.43</strong>
资产负债率	39.5%	38.5%	36.7%	34.1%					
流动比率	1.84	2.03	2.27	2.56					
速动比率	1.50	1.66	1.91	2.20					
现金比率	3.93	5.17	6.69	8.11					
<strong>经营效率指标</strong>									
应收账款周转天数	36.96	41.18	40.45	40.11	<strong>资产负债表 (百万元)</strong>	<strong>2017</strong>	<strong>2018E</strong>	<strong>2019E</strong>	<strong>2020E</strong>
存货周转天数	44.59	47.19	46.02	45.93	货币资金	6117.88	8067.76	10480.90	12720.15
总资产周转率	0.68	0.63	0.60	0.58	应收款项	1435.46	1531.53	1590.63	1661.96
固定资产周转率	10.85	10.48	12.35	14.21	存货	1053.51	1111.17	1115.96	1141.73
					其它流动资产	2296.62	2296.62	2296.62	2296.62
					流动资产合计	12989.80	15167.19	17670.38	20130.19
					长期股权投资	799.78	799.78	799.78	799.78
					固定资产	1363.29	1391.63	1436.07	1551.36
					在建工程	92.75	152.75	162.75	177.75
					无形资产	873.39	877.08	795.54	717.46
					非流动资产合计	7490.86	7462.27	7231.84	7080.91
					<strong>资产总计</strong>	<strong>20480.66</strong>	<strong>22629.46</strong>	<strong>24902.23</strong>	<strong>27211.11</strong>
					短期借款	880.32	880.32	880.32	880.32
					应付账款	1376.04	1417.46	1488.13	1493.70
					预收账款	1869.88	2073.51	2200.26	2251.22
					其它流动负债	21.02	21.02	21.02	21.02
					流动负债合计	7047.00	7483.43	7800.11	7867.42
					长期借款	26.52	26.52	26.52	26.52
					其它长期负债	1014.57	1197.57	1317.57	1397.57
					非流动负债合计	1041.10	1224.10	1344.10	1424.10
					<strong>负债总计</strong>	<strong>8088.09</strong>	<strong>8707.53</strong>	<strong>9144.20</strong>	<strong>9291.52</strong>
					实收资本	1377.94	1377.94	1377.94	1377.94
					普通股股东权益	12193.38	13722.40	15558.09	17719.18
					少数股东权益	199.18	199.53	199.94	200.41
					<strong>负债和所有者权益合计</strong>	<strong>20480.66</strong>	<strong>22629.46</strong>	<strong>24902.23</strong>	<strong>27211.11</strong>
<strong>现金流量表 (百万元)</strong>	<strong>2017</strong>	<strong>2018E</strong>	<strong>2019E</strong>	<strong>2020E</strong>					
净利润	1452.05	1632.71	1939.44	2264.91					
少数股东损益	0.31	0.34	0.41	0.48					
非现金支出	509.76	165.26	227.25	230.03					
非经营收益	-31.93	-44.88	-31.04	-8.40					
营运资金变动	-426.69	124.83	226.62	-153.24					
<strong>经营活动现金流</strong>	<strong>1503.50</strong>	<strong>1878.26</strong>	<strong>2362.67</strong>	<strong>2333.78</strong>					
资产	-163.98	-123.76	2.00	-103.80					
投资	-2279.41	5.00	10.00	18.00					
其他	-75.99	-115.00	-90.00	-82.00					
<strong>投资活动现金流</strong>	<strong>-2519.38</strong>	<strong>-233.76</strong>	<strong>-78.00</strong>	<strong>-167.80</strong>					
债权募资	752.24	183.00	120.00	80.00					
股权募资	3.81	0.00	0.00	0.00					
其他	-184.53	-107.29	-171.13	-170.25					
<strong>融资活动现金流</strong>	<strong>571.52</strong>	<strong>75.71</strong>	<strong>-51.13</strong>	<strong>-90.25</strong>					
<strong>现金净流量</strong>	<strong>-444.36</strong>	<strong>1720.22</strong>	<strong>2233.55</strong>	<strong>2075.73</strong>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 26 日

资料来源：公司年报（2017），海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

毛云聪 互联网及传媒  
郝艳辉 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：顺网科技，蓝色光标，智度股份，视觉中国，迅游科技，完美世界，游族网络，浙数文化，聚力文化，吉比特，中文传媒，三七互娱，宝通科技

### 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：		类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现 为比较标准，报告发布日后的 6 个月内 的公司股价（或行业指数）的涨跌幅 相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上；	
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间；	
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下；	
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。	
A 股市场以海通综指为基准；香港市 场以恒生指数为基准；美国市场以标 普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；	
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；	
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。	

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传递，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。