

## 业绩符合预期，股份回购彰显未来发展信心

——中文传媒 2018 年三季度报点评

## 核心观点

- 2018 年前三季度，公司共实现营业收入 89.9 亿元，同比下降 0.02%；归母净利润 12.07 亿元，同比增长 9.58%。其中 Q3 单季实现营收 29.8 亿元，同比下滑 0.6%；归母净利润 3.55 亿元，同比增长 15.65%。业绩符合预期。
- 图书发行业务增长提速，推动传统业务营收平稳增长。2018 年前三季度，公司出版发行业务共实现营收 46.9 亿元，同比增长 3.9%；毛利率 30%，同比提升 0.73pct。其中 Q3 单季出版发行业务营收 16.27 亿元，同比增长 4.7%；毛利率 28.28%，同比提升 1.46pct。分业务看，2018 年前三季度出版业务实现营收 19.97 亿元，同比下降 3.8%；毛利率 20.65%，同比下滑 0.19pct；发行业务营收 26.93 亿元，同比增长 10.5%；增速较 2017 年同期提升 7.13pct，是推动传统业务增长的主要原因。
- 推广营销费用减少助推游戏业务利润释放。2018 年前三季度公司互联网游戏业务营收 25.32 亿元，同比下降 15.8%，主要原因在于核心产品《列王的纷争》月充值流水同比下降 34%至 1.68 亿元。同时，前三季度游戏业务推广营销费用 2.32 亿元，占收入的 9.17%，较去年同期下降 11.15%。COK 进入成熟期后广告投入减少，带动公司整体销售费用下降 39.6%至 5.3 亿元，成为利润释放的重要因素。
- 同时，公司公布股份回购预案，拟使用自有资金不低于人民币 1.5 亿元且不超过人民币 6 亿元，以集中竞价交易方式回购社会公众股份，回购价格不超过每股 15 元。我们认为，公司实施股份回购显示出对未来持续稳定发展的信心，有望推动市场对公司价值的认可。此外，前十大股东中，证金公司、社保一零二组合、新加坡政府投资公司 GIC Private Limited 在三季度有所增持，香港中央结算有限公司新进成为公司第十大股东。

## 财务预测与投资建议

- 维持 2018-2020 年 EPS 为 1.17、1.32 和 1.43 元的预计，给予出版业务 13 倍 PE，游戏业务 13 倍 PE，目标价 15.21 元，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 游戏流水不达预期，管理费用大幅上行，管理团队及核心骨干流失风险

## 公司主要财务信息

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	12,776	13,306	13,174	15,625	16,650
同比增长	10.1%	4.2%	-1.0%	18.6%	6.6%
营业利润（百万元）	1,314	1,545	1,659	1,901	2,045
同比增长	11.9%	17.6%	7.3%	14.6%	7.6%
归属母公司净利润（百万元）	1,295	1,452	1,609	1,819	1,970
同比增长	22.4%	12.1%	10.9%	13.0%	8.3%
每股收益（元）	0.94	1.05	1.17	1.32	1.43
毛利率	39.4%	36.2%	34.9%	37.5%	36.8%
净利率	10.1%	10.9%	12.2%	11.6%	11.8%
净资产收益率	12.5%	12.5%	12.7%	13.1%	12.9%
市盈率（倍）	10.6	9.5	8.6	7.6	7.0
市净率（倍）	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。


**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2018 年 10 月 26 日）	10.00 元
目标价格	15.21 元
52 周最高价/最低价	21.19/8.60 元
总股本/流通 A 股（万股）	137,794/137,794
A 股市值（百万元）	13,779
国家/地区	中国
行业	互联网与传媒
报告发布日期	2018 年 10 月 28 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	5.9	-7.2	-20.3	-52.8
相对表现 (%)	4.7	-0.1	-10.0	-32.3
沪深 300 (%)	1.2	-7.1	-10.3	-20.5



资料来源：WIND、东方证券研究所

## 证券分析师 邓文慧

021-63325888-7041

dengwenhui@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517100002

## 联系人

马继愈

021-63325888-6107

majiyu@orientsec.com.cn

## 相关报告

传统业务稳健增长，游戏业务下半年有望改善	2018-08-30
净利润同比略有下滑，关注新品游戏上线规划	2018-04-24
传统主业稳健，游戏业务营收环比增长释放积极信号	2018-04-18
传统主业营收增长提速，2018 年游戏业务有望开启新一轮产品周期	2018-03-28

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 盈利预测与投资建议

预测公司 2018-2020 年归属于母公司股东的净利润分别为 16.09、18.19 和 19.70 亿元，EPS 为 1.17、1.32、1.43 元。其中，智明星通 2018-2020 年 EPS 分别为 0.65、0.82 和 0.95 元，其他主业 EPS 分别为 0.52、0.50、0.48 元。公司业务涵盖出版发行和游戏两大板块，采用分部估值法，给予出版业务 13 倍 PE，游戏业务 13 倍 PE，目标价 15.21 元，维持“买入”评级。

**表 1：游戏业务和传统业务净利润拆分**

		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润 (百万元)	游戏业务	592.64	707.39	888.98	1,133.87	1,306.12
	传统业务	792.00	744.35	720.47	684.73	663.94
	合计	1,384.64	1,451.74	1,609.45	1,818.60	1,970.06
EPS (元)	游戏业务	0.43	0.51	0.65	0.82	0.95
	传统业务	0.58	0.54	0.52	0.50	0.48
	整体	1.01	1.05	1.17	1.32	1.43

资料来源：Wind，东方证券研究所

**表 2：出版业务 A 股可比公司平均估值**

公司	代码	最新价格	每股收益（元）					市盈率		
		2018/10/26	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
出版传媒	601999	4.78	0.29	0.28	0.30	0.30	16	17	16	16
长江传媒	600757	6.03	0.51	0.67	0.76	0.87	12	9	8	7
皖新传媒	601801	6.13	0.56	0.62	0.67	0.72	11	10	9	8
凤凰传媒	601928	6.28	0.46	0.49	0.51	0.53	14	13	12	12
中南传媒	601098	11.55	0.84	0.76	0.80	0.83	14	15	14	14
调整后平均								13	12	11

资料来源：Wind，东方证券研究所

**表 3：游戏业务 A 股可比公司平均估值**

公司	代码	最新价格	每股收益（元）					市盈率			
		2018/10/26	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
昆仑万维	300418	12.17	0.87	1.06	1.29	1.54	14	11	9	8	
三七互娱	002555	10.41	0.76	0.82	0.97	1.15	14	13	11	9	
游族网络	002174	13.92	0.74	1.11	1.40	1.67	19	13	10	8	
完美世界	002624	23.25	1.14	1.41	1.74	2.09	20	16	13	11	
调整后平均								13	10	9	

资料来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	6,519	6,118	6,426	7,621	8,121	营业收入	12,776	13,306	13,174	15,625	16,650
应收账款	1,259	1,435	1,629	1,932	2,058	营业成本	7,740	8,496	8,572	9,772	10,528
预付账款	1,950	1,397	2,074	2,460	2,621	营业税金及附加	41	45	38	45	48
存货	1,022	1,054	1,092	1,245	1,341	营业费用	1,911	1,085	1,033	1,400	1,442
其他	650	2,986	2,756	3,251	3,457	管理费用	1,653	2,023	1,905	2,452	2,711
<b>流动资产合计</b>	<b>11,401</b>	<b>12,990</b>	<b>13,977</b>	<b>16,508</b>	<b>17,599</b>	财务费用	(68)	18	55	78	67
长期股权投资	574	800	800	800	800	资产减值损失	242	259	55	122	(39)
固定资产	1,090	1,363	1,659	1,917	2,143	公允价值变动收益	(5)	(13)	(3)	(3)	(3)
在建工程	375	93	89	87	86	投资净收益	63	118	85	89	97
无形资产	940	873	863	850	836	<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>59</b>
其他	4,472	4,362	4,331	4,329	4,329	<b>营业利润</b>	<b>1,314</b>	<b>1,545</b>	<b>1,659</b>	<b>1,901</b>	<b>2,045</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,451</b>	<b>7,491</b>	<b>7,741</b>	<b>7,983</b>	<b>8,192</b>	营业外收入	142	46	103	84	103
<b>资产总计</b>	<b>18,852</b>	<b>20,481</b>	<b>21,718</b>	<b>24,491</b>	<b>25,792</b>	营业外支出	86	93	100	107	115
短期借款	131	880	2,065	2,580	1,999	<b>利润总额</b>	<b>1,370</b>	<b>1,499</b>	<b>1,661</b>	<b>1,877</b>	<b>2,034</b>
应付账款	1,357	1,376	1,503	1,713	1,846	所得税	89	47	52	58	63
其他	4,447	4,791	4,042	4,753	5,076	<b>净利润</b>	<b>1,281</b>	<b>1,452</b>	<b>1,610</b>	<b>1,819</b>	<b>1,970</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5,935</b>	<b>7,047</b>	<b>7,609</b>	<b>9,046</b>	<b>8,922</b>	少数股东损益	(14)	0	0	0	0
长期借款	28	27	27	27	27	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,295</b>	<b>1,452</b>	<b>1,609</b>	<b>1,819</b>	<b>1,970</b>
应付债券	700	0	0	0	0	每股收益（元）	0.94	1.05	1.17	1.32	1.43
其他	980	1,015	631	631	631	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,708</b>	<b>1,041</b>	<b>658</b>	<b>658</b>	<b>658</b>		<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,643</b>	<b>8,088</b>	<b>8,267</b>	<b>9,704</b>	<b>9,579</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	204	199	200	200	200	营业收入	10.1%	4.2%	-1.0%	18.6%	6.6%
股本	1,378	1,378	1,378	1,378	1,378	营业利润	11.9%	17.6%	7.3%	14.6%	7.6%
资本公积	5,440	5,436	5,436	5,436	5,436	归属于母公司净利润	22.4%	12.1%	10.9%	13.0%	8.3%
留存收益	4,145	5,429	6,487	7,823	9,248	<b>获利能力</b>					
其他	43	(50)	(50)	(50)	(50)	毛利率	39.4%	36.2%	34.9%	37.5%	36.8%
<b>股东权益合计</b>	<b>11,209</b>	<b>12,393</b>	<b>13,451</b>	<b>14,787</b>	<b>16,212</b>	净利率	10.1%	10.9%	12.2%	11.6%	11.8%
<b>负债和股东权益</b>	<b>18,852</b>	<b>20,481</b>	<b>21,718</b>	<b>24,491</b>	<b>25,792</b>	ROE	12.5%	12.5%	12.7%	13.1%	12.9%
<b>现金流量表</b>						ROIC	9.9%	11.6%	11.2%	11.6%	11.5%
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>偿债能力</b>					
净利润	1,281	1,452	1,610	1,819	1,970	资产负债率	40.5%	39.5%	38.1%	39.6%	37.1%
折旧摊销	160	207	201	206	238	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(68)	18	55	78	67	流动比率	1.92	1.84	1.84	1.82	1.97
投资损失	(63)	(118)	(85)	(89)	(97)	速动比率	1.73	1.66	1.66	1.66	1.80
营运资金变动	1,642	(2,404)	(616)	(540)	(98)	<b>营运能力</b>					
其它	(595)	2,348	(315)	125	(36)	应收账款周转率	6.8	8.0	7.0	7.1	6.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,357</b>	<b>1,503</b>	<b>849</b>	<b>1,600</b>	<b>2,045</b>	存货周转率	6.9	7.0	6.6	6.9	7.0
资本支出	37	(15)	(449)	(448)	(448)	总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
长期投资	(1,179)	(189)	(44)	0	0	<b>每股指标（元）</b>					
其他	21	(2,316)	85	82	93	每股收益	0.94	1.05	1.17	1.32	1.43
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,121)</b>	<b>(2,519)</b>	<b>(408)</b>	<b>(366)</b>	<b>(355)</b>	每股经营现金流	1.71	1.09	0.62	1.16	1.49
债权融资	8	16	(711)	7	3	每股净资产	7.99	8.86	9.62	10.59	11.63
股权融资	4	(4)	0	0	0	<b>估值比率</b>					
其他	(366)	559	579	(46)	(1,193)	市盈率	10.6	9.5	8.6	7.6	7.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(354)</b>	<b>572</b>	<b>(132)</b>	<b>(38)</b>	<b>(1,190)</b>	市净率	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9
汇率变动影响	32	(74)	0	0	0	EV/EBITDA	5.5	4.4	4.1	3.6	3.3
<b>现金净增加额</b>	<b>915</b>	<b>(518)</b>	<b>308</b>	<b>1,195</b>	<b>500</b>	EV/EBIT	6.2	5.0	4.5	3.9	3.7

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

