

传统主业成长稳健，智明星通持续释放利润

——中文传媒（600373）季报点评

2018年10月29日

推荐/维持

中文传媒

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031

事件：公司发布2018年三季报，2018Q3实现营收29.81亿元，同比下降0.6%，归母净利润3.55亿元，同比增长15.62%，扣非后净利润3.61亿元，同比增长28.92%。从毛利润来看，公司18Q3毛利润为10.44亿元，同比下降1.03%，毛利率为35.02%，同比下滑0.15pcts。分拆来看，18Q3传统主业（出版发行）毛利润为4.6亿元，同比增长10.48%，环比增长2.43%；游戏业务毛利润为5.01亿元，同比下降9.42%，环比下降1.64%。公司“传统核心主业、新兴科技业态、资本创新经营”利润格局三足鼎立进一步形成。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	2921.13	3070.63	2999.08	4315.21	2850.91	3156.85	2981.14
增长率（%）	-8.12%	5.17%	-3.92%	21.37%	-2.40%	2.81%	-0.60%
毛利率（%）	41.93%	37.30%	35.17%	32.10%	41.78%	32.55%	35.02%
期间费用率（%）	24.81%	26.72%	2.38%	34.96%	24.93%	19.60%	-1.32%
营业利润率（%）	16.34%	11.70%	10.46%	9.16%	16.42%	14.58%	12.94%
净利润（百万元）	475.69	320.73	304.81	350.82	449.42	402.09	363.11
增长率（%）	23.89%	16.96%	-14.91%	33.21%	-05.52%	25.37%	19.13%
每股盈利（季度，元）	0.34	0.23	0.22	0.25	0.33	0.29	0.26
资产负债率（%）	38.95%	37.76%	41.93%	39.49%	41.98%	40.99%	44.48%
净资产收益率（%）	4.08%	2.74%	2.54%	2.83%	3.50%	3.18%	2.78%
总资产收益率（%）	2.49%	1.70%	1.47%	1.71%	2.03%	1.88%	1.55%

观点：

➤ 传统主业稳中有升，收入结构持续优化

据公司披露的第三季度主要经营数据，公司传统主业（出版发行）18Q3实现营收16.27亿元，同比增长4.69%，环比增长16.64%；毛利4.6亿元，同比增长10.48%，环比增长2.43%，毛利率28.3%，同比提升1.49pcts，环比下滑3.93pcts。其中，发行业务增速明显，Q3实现营业收入9.41亿元，同比增长19.6%，环比增长9.81%，毛利3.32亿元，同比增长23.54%，环比下降1.09%，毛利率35.3%。受纸张价格上涨等因素影响，出版业务实现营收6.86亿元，毛利1.28亿元，均低于去年同期水平（较上年同期分别下降10.6%和13.22%），但其环比均实现大幅度提升，分别为27.51%和12.82%。随着《关于调整增值税税率的通知》《关于延续宣传文化增值税优惠政策的通知》等政策性文件的出台，出版行业长期实质利好。

➤ 智明星通营销费用同比下降释放利润，长线布局海外发行业务及游戏IP储备

游戏业务18Q3实现营收7.87亿元，同比下降12.96%，环比下降0.64%，毛利率为63.58%，同比提升2.49pcts，环比下滑0.64pcts。随着主力游戏《COK：列王的纷争》进入成熟期，18Q3游戏推广营销费用9763万元，同比减少47.03%，销售费用率从去年同期20.38%下降至12.4%，同比下降7.98pcts，流水逐渐下滑，18Q3月均充值流水1.68亿元，较去年同期月均流水2.56亿下滑34.37%，环比下降4.99%，仍为公司新媒体板块利润稳定增长的重要保证。

此外，公司一方面扩展海外发行业，智明星通旗下星游科技拟与叠纸科技合作发行二次元爆款《恋与制作人》，此前代理的二次元手游《奇迹暖暖》实现千万级流水的成绩；另一方面公司不断丰富游戏IP储备，进行长线布局，致力于《使命召唤》等知名IP游戏的SLG手游品类开发，力争打造具备长线运营潜力的精品游戏。同时，公司参与腾讯《乱世王者》营收分成也将持续贡献业绩。

➤ 组建企业集团，创新机制改善公司治理结构

根据公告，中文传媒拟以上市公司主体中文天地出版传媒为母公司及核心企业，联合下属22家子公司共同组建企业集团“中文天地出版传媒集团”，此项机制创新将持续改善公司治理结构，全力助推公司未来业务拓展，为股东创造更多价值，持续关注未来相关动态。

结论：

我们认为公司整体业绩增长稳健，资源整合及产业协同优势明显，看好公司成长路径。预计公司2018-2020年营收为143.01亿元、153.46亿元、164.53亿元；实现归母净利润为16.93亿元、19.97亿元、21.4亿元；EPS分别为1.23元、1.45元、1.55元，对应PE分别为8.65倍、7.34倍、6.84倍，维持“推荐”评级。

风险提示：

行业竞争加剧，成本压力上升的风险；转型升级不及预期的风险等

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	11401	12990	13867	15508	16678	营业收入	12776	13306	14301	15346	16453
货币资金	6519	6118	6589	7325	8027	营业成本	7740	8496	9350	10066	10825
应收账款	1259	1435	1550	1783	1872	营业税金及附加	41	45	80	77	82
其他应收款	144	224	241	258	277	营业费用	1911	1085	1144	1151	1234
预付款项	1950	1397	1467	1614	1694	管理费用	1653	2023	1788	1765	1892
存货	1022	1054	1106	1216	1338	财务费用	-68	18	-50	-50	-50
其他流动资产	322	2273	2410	2771	2910	资产减值损失	241.95	259.35	284.90	299.15	314.10
非流动资产合计	7451	7491	7822	8201	8550	公允价值变动收益	-4.64	-12.59	-23.00	-33.00	-43.00
长期股权投资	574	800	959	1103	1268	投资净收益	63.09	117.64	123.90	123.90	129.80
固定资产	1090	1363	1431	1503	1578	营业利润	1314	1545	1806	2129	2242
无形资产	940	873	829	788	748	营业外收入	141.75	45.76	80.00	80.00	80.00
其他非流动资产	476	453	476	500	524	营业外支出	86.36	92.59	85.00	85.00	85.00
资产总计	18852	20481	21689	23709	25228	利润总额	1370	1499	1801	2124	2237
流动负债合计	5935	7047	7405	7728	8091	所得税	89	47	108	127	134
短期借款	131	880	924	952	1000	净利润	1281	1452	1693	1997	2140
应付账款	1357	1376	1446	1557	1624	少数股东损益	-14	0	0	0	0
预收款项	2128	1870	1964	2022	2124	归属母公司净利润	1295	1452	1693	1997	2140
一年内到期的非流	0	701	701	701	701	EBITDA	1401	1737	1812	2136	2241
非流动负债合计	1708	1041	399	399	399	EPS (元)	0.94	1.05	1.23	1.45	1.55
长期借款	28	27	26	26	26	主要财务比率					
应付债券	700	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	7643	8088	7804	8127	8490	成长能力					
少数股东权益	204	199	199	199	199	营业收入增长	10.12%	4.15%	7.48%	7.31%	7.22%
实收资本(或股本)	1378	1378	1378	1378	1378	营业利润增长	11.87%	17.57%	16.85%	17.92%	5.30%
资本公积	5440	5436	5440	5440	5440	归属于母公司净利润	16.60%	17.97%	16.60%	17.97%	7.16%
未分配利润	4015	5256	6492	7949	8848	获利能力					
归属母公司股东权	11005	12193	13686	15383	16539	毛利率(%)	50.07%	36.30%	34.62%	34.41%	34.21%
负债和所有者权	18852	20481	21689	23709	25228	净利率(%)	10.03%	10.91%	11.84%	13.01%	13.01%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
经营活动现金流	2357	1503	1671	1322	2193	偿债能力					
净利润	1281	1452	1693	1997	2140	资产负债率(%)	41%	39%	36%	34%	34%
折旧摊销	154.34	174.25	56.21	56.21	48.58	流动比率	1.92	1.84	1.87	2.01	2.06
财务费用	-68	18	-50	-50	-50	速动比率	1.75	1.69	1.72	1.85	1.90
应收账款减少	0	0	-115	-233	-89	营运能力					
预收帐款增加	0	0	94	59	101	总资产周转率	0.70	0.68	0.68	0.68	0.67
投资活动现金流	-1121	-2519	-690	178	-433	应收账款周转率	8	10	10	9	9
公允价值变动收益	-5	-13	-23	-33	-43	应付账款周转率	9.24	9.74	10.14	10.22	10.34
长期股权投资减少	0	0	-296	-334	-289	每股指标(元)					
投资收益	63	118	124	124	130	每股收益(最新摊薄)	0.94	1.05	1.23	1.45	1.55
筹资活动现金流	-354	572	-509	-810	-658	每股净现金流(最新)	0.64	-0.32	0.34	0.50	0.80
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.99	8.85	9.93	11.16	12.00
长期借款增加	0	0	255	-600	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	11.31	10.12	8.65	7.34	6.84
资本公积增加	4	-4	4	0	0	P/B	1.33	1.20	1.07	0.95	0.89
现金净增加额	883	-445	471	690	1103	EV/EBITDA	6.41	5.84	5.36	4.21	3.72

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。