中文传媒(600373)/文化传媒 游戏业绩持续释放，未来强化三足鼎立利润格局

评级：买入(维持)

市场价格：21.97

目标价格：30

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email：kangyw@r.qlzq.com.cn

联系人：熊亚威

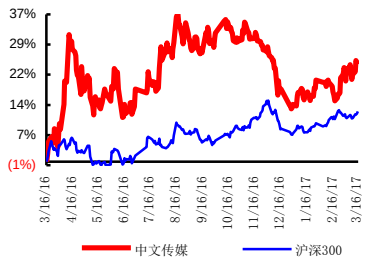
电话：

Email：xiongyw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,378
流通股本(百万股)	1,282
市价(元)	21.97
市值(百万元)	30,273
流通市值(百万元)	28,167

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 【中泰传媒】中文传媒（600373）点评报告：智明星通拟申请新三板挂牌，国企改革再进一步

2 【中泰传媒】中文传媒（600373）点评报告：智明星通股改获批，国企改革顺利推进

3 【中泰传媒】中文传媒（600373）点评报告：三季度经营数据出炉，游戏业务营销费用占比显著下降

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	11,601.62	12,775.84	13,719.7	15,062.4	16,179.6
增长率 yoy%	10.46%	10.12%	7.39%	9.79%	7.42%
净利润	1057.96	1295.36	1574.99	1848.86	2079.26
增长率 yoy%	30.75%	22.44%	21.59%	17.39%	12.46%
每股收益（元）	0.77	0.94	1.14	1.34	1.51
每股现金流量	0.73	0.00	0.99	1.33	1.48
净资产收益率	10.84%	11.77%	12.69%	12.96%	12.72%
P/E	30.59	21.49	20.20	17.21	15.30
PEG	1.00	0.96	0.94	0.99	1.23
P/B	3.32	2.53	2.56	2.23	1.95

备注：eps 按 2016 年每 10 股派 1.2 元现金股利的分配议案摊薄后测算

投资要点

- **事件：**中文传媒发布 2016 年年度报告，公司实现营业收入 127.76 亿元，同比增长 10.12%，实现归母净利润 12.95 亿元，同比增长 22.44%。其中，子公司智明星通实现营业收入 47.38 亿元，同比增长 51.65%；实现归母净利润 5.93 亿元，同比增长 83.47%，扣除补计管理层超额奖励后对公司净贡献 5.04 亿元，比上年同期 3.23 亿元增长 56.04%。其他主业归母净利润 7.92 亿元，同比增长 7.76%。

- **回顾 2016：传统业务稳健，游戏业务亮眼，公司经营多点开花**

- **传统主业稳定，盈利结构更趋优化。**公司传统主业实现稳定增长，其中出版业务营收同比增长 9.68%，发行业务营收同比增长 7.95%，智明星通外的其他主业归母净利润同比增长 7.76%。智明星通营收占比达 37.1%，利润占比 38.9%，未来智明星通利润贡献有望进一步提升。

- **游戏业务表现亮眼，营销费用率大幅下降，净利率提升。**智明星通 2016 年营收及利润实现高速增长，营销费用率大幅下滑，由 2015 年的 43.93%下降至 32.26%，净利率由 10.9%提升至 12.4%。分季度来看，4 季度营销费用环比下降 97.49%，仅有 981 万元，主要由于王牌游戏《COK》进入稳定期，费用大幅下滑的情况下依然保持了相对稳定的流水。2016 年，COK 月均流水 3.5 亿，保持稳定。月活跃用户 1251.77 万户，付费用户 45.13 万户。

- **加速转型升级，夯实增长基础，各业务百花齐放。**公司在数字阅读，文化综合服务平台，数字教育平台，物联网，智慧物流，投资等多领域取得了显著成效。公司严控风险，共计提 2.4 亿资产减值损失，夯实增长基础。

- **展望 2017：稳定军心，智明星通业绩持续释放**

- **强化三足鼎立利润格局，在线教育和物联网技术商用是利润增长点。**中文传媒将强化“传统核心主业、新兴科技业态、资本创新经营”的三足鼎立利润格局，预计 2017 年，公司全年实现营业总收入 130-140 亿元

- **“后对赌时代”新一轮考核与激励稳定军心，打造“精品游戏+研运平台+投资业务”业态格局。**智明星通管理团队已与董事会签订了新一轮为期四年的经营考核目标，并建立了相应的薪酬分配和激励约束机制。目前智明星通核心管理团队稳定且充满信心，公司未来有望不断完善 IP 储备，我们预测每年将推出 2-3 款精品游戏，利润持续释放。

- **新游戏接力，营销费用继续下降，业绩有望持续释放。**智明星通未来重要利润增长点：（1）COK：流水稳定，营销费用持续下降；（2）COQ：有较高提升空间，2017 年有望进入中国市场；（3）Total War：以 900 万美元向世嘉欧洲购买的全球知名 IP，已于 2016 年 12 月 27 日上线；（4）授权腾讯开发的游戏：分成直接算作净利润；（5）与动视暴雪联合开发的大 IP《使命召唤》。

- **盈利预测及投资建议：**我们预测中文传媒 2017-2019 年实现收入分别为 137.18 亿元、150.62 亿元、161.80 亿元，同比增长 7.39%、9.79%、7.42%；实现归母净利润 15.75 亿元、18.49 亿元、20.79 亿元，同比增长 21.59%、17.39%、15.30%，对应年 EPS 分别为 1.14 元、1.34 元和 1.51 元，目标价 30 元。维持买入评级。

- **风险提示：**1）游戏流水不达预期；2）转型不达预期；3）系统性风险；

图表1：智明星通收入及利润测算（单位：百万元）

智明星通	2015	2016	2017e	2018e	2019e
营业收入	3124.54	4690.34	5710.00	6696.00	7464.00
净利润	340.44	593.00	776.77	940.29	1062.93

来源：中泰证券研究所

图表2：智明星通游戏流水测算（单位：百万元）

时间	2017	2018	2019
总流水	5710	6696	7464
《Age of Warring Empire》	108	60	48
平均月流水	9	5	4
《Clash of Kings》	3480	2940	2400
平均月流水	290	245	200
《Magic Rush》	456	456	420
平均月流水	38	38	35
《Clash of Queens》	720	660	600
平均月流水	60	55	50
AOK	276	240	216
平均月流水	23	20	18
《TOTAL WAR: KING’S RETURN》	490	1800	2160
平均月流水	70	150	180
授权腾讯游戏分成	60	180	240
平均月流水	10	15	20
COD		180	1200
平均月流水		30	100
其他游戏	120	180	180
平均月流水	10	15	15

来源：中泰证券研究所

图表3：中文传媒财务报表预测

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**10,503**	**11,602**	**12,776**	**13,720**	**15,062**	**16,180**
增长率	-7.76%	10.5%	10.1%	7.4%	9.8%	7.4%
营业成本	-8,405	-7,459	-7,740	-8,078	-8,665	-9,167
%销售收入	*80.0%*	*64.3%*	*60.6%*	*58.9%*	*57.5%*	*56.7%*
毛利	2,098	4,143	5,035	5,642	6,398	7,012
%销售收入	*20.0%*	*35.7%*	*39.4%*	*41.1%*	*42.5%*	*43.3%*
营业税金及附加	-27	-25	-41	-44	-48	-52
%销售收入	*0.3%*	*0.2%*	*0.3%*	*0.3%*	*0.3%*	*0.3%*
营业费用	-312	-1,707	-1,911	-2,359	-2,687	-2,930
%销售收入	*3.0%*	*14.7%*	*15.0%*	*17.2%*	*17.8%*	*18.1%*
管理费用	-800	-1,155	-1,653	-1,715	-1,883	-2,022
%销售收入	*7.6%*	*10.0%*	*12.9%*	*12.5%*	*12.5%*	*12.5%*
息税前利润（EBIT）	960	1,255	1,430	1,524	1,780	2,008
%销售收入	*9.1%*	*10.8%*	*11.2%*	*11.1%*	*11.8%*	*12.4%*
财务费用	31	50	68	46	77	91
%销售收入	*-0.3%*	*-0.4%*	*-0.5%*	*-0.3%*	*-0.5%*	*-0.6%*
资产减值损失	-158	-214	-242	0	0	0
公允价值变动收益	-5	8	-5	0	0	0
投资收益	45	76	63	65	70	75
%税前利润	*4.7%*	*6.2%*	*4.6%*	*3.9%*	*3.5%*	*3.4%*
营业利润	872	1,175	1,314	1,634	1,927	2,174
营业利润率	*8.3%*	*10.1%*	*10.3%*	*11.9%*	*12.8%*	*13.4%*
营业外收支	80	45	55	50	50	50
税前利润	**952**	**1,220**	**1,370**	**1,684**	**1,977**	**2,224**
利润率	*9.1%*	*10.5%*	*10.7%*	*12.3%*	*13.1%*	*13.7%*
所得税	-49	-58	-89	-109	-129	-145
所得税率	*5.1%*	*4.8%*	*6.5%*	*6.5%*	*6.5%*	*6.5%*
净利润	903	1,162	1,281	1,575	1,849	2,079
少数股东损益	94	104	-14	0	0	0
归属于母公司的净利润	**809**	**1,058**	**1,295**	**1,575**	**1,849**	**2,079**
净利率	*7.7%*	*9.1%*	*10.1%*	*11.5%*	*12.3%*	*12.9%*

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	903	1,162	0	1,575	1,849	2,079
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	361	436	0	0	0	0
非经营收益	17	-25	0	-112	-119	-124
营运资金变动	-471	-561	0	-99	103	85
经营活动现金净流	**810**	**1,012**	**0**	**1,365**	**1,832**	**2,040**
资本开支	230	195	0	-2,559	-50	-50
投资	-278	-748	0	0	0	0
其他	36	19	0	65	70	75
投资活动现金净流	**-472**	**-923**	**0**	**2,624**	**120**	**125**
股权募资	6	878	0	0	0	0
债权募资	-404	642	0	-131	0	0
其他	-300	239	0	-19	-166	-1
筹资活动现金净流	**-698**	**1,759**	**0**	**-150**	**-166**	**-1**
现金净流量	**-360**	**1,847**	**0**	**3,839**	**1,786**	**2,164**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,802	5,723	6,519	10,358	12,144	14,308
应收款项	1,226	2,131	1,567	2,009	2,206	2,369
存货	1,132	940	1,022	1,018	1,092	1,155
其他流动资产	2,902	2,726	2,292	2,362	2,508	2,634
流动资产	9,062	11,520	11,401	15,747	17,950	20,467
%总资产	*73.1%*	*65.4%*	*60.5%*	*76.1%*	*78.4%*	*80.6%*
长期投资	762	937	2,043	2,043	2,043	2,043
固定资产	1,546	1,569	1,466	1,466	1,466	1,466
%总资产	*12.5%*	*8.9%*	*7.8%*	*7.1%*	*6.4%*	*5.8%*
无形资产	995	3,540	3,449	940	940	940
非流动资产	3,342	6,088	7,451	4,942	4,942	4,942
%总资产	*26.9%*	*34.6%*	*39.5%*	*23.9%*	*21.6%*	*19.4%*
资产总计	**12,404**	**17,607**	**18,852**	**20,688**	**22,892**	**25,408**
短期借款	735	441	131	0	0	0
应付款项	3,898	4,484	4,949	5,316	5,771	6,153
其他流动负债	347	587	848	1,038	937	992
流动负债	4,980	5,512	5,927	6,354	6,708	7,146
长期贷款	0	0	28	28	28	28
其他长期负债	490	1,784	1,688	1,688	1,688	1,688
负债	**5,470**	**7,296**	**7,643**	**8,070**	**8,424**	**8,861**
普通股股东权益	6,412	9,760	11,005	12,415	14,264	16,343
少数股东权益	522	551	204	204	204	204
负债股东权益合计	**12,404**	**17,607**	**18,852**	**20,688**	**22,892**	**25,408**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.682	0.768	0.940	1.143	1.342	1.509
每股净资产(元)	5.408	7.083	7.987	9.010	10.351	11.860
每股经营现金净流(元)	0.683	0.734	0.000	0.990	1.330	1.480
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.120	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.62%	10.84%	11.77%	12.69%	12.96%	12.72%
总资产收益率	6.52%	6.01%	6.87%	7.61%	8.08%	8.18%
投入资本收益率	29.44%	24.96%	38.24%	151.91%	166.35%	205.03%
增长率						
营业总收入增长率	-7.76%	10.46%	10.12%	7.39%	9.79%	7.42%
EBIT增长率	30.91%	30.74%	13.94%	6.54%	16.83%	12.81%
净利润增长率	26.99%	30.75%	22.44%	21.59%	17.39%	12.46%
总资产增长率	4.79%	41.95%	7.07%	9.74%	10.65%	10.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	33.0	45.7	45.2	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	38.5	50.7	46.3	46.0	46.0	46.0
应付账款周转天数	36.0	56.7	65.2	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	43.9	39.9	33.5	29.0	26.4	24.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.53%	-44.56%	-50.66%	-76.46%	-79.03%	-82.18%
EBIT利息保障倍数	-30.9	-25.1	-21.1	-33.3	-23.1	-22.2
资产负债率	44.10%	41.44%	40.54%	39.01%	36.80%	34.88%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。