

传媒

2017年08月17日

中文传媒 (600373)

——COK 稳健运营释放利润,《乱世王者》上线增厚业绩

报告原因:有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据: 2017年08月16日

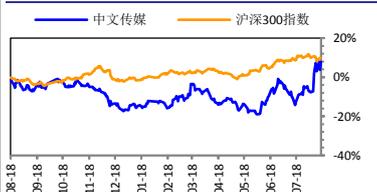
收盘价(元)	25.91
一年内最高/最低(元)	26.8/19.06
市净率	3.1
息率(分红/股价)	0.46
流通A股市值(百万元)	33219
上证指数/深证成指	3246.45 / 10600.78

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2017年03月31日

每股净资产(元)	8.3
资产负债率%	38.95
总股本/流通A股(百万)	1378/1282
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《中文传媒(600373)点评:组建合伙企业,强化绑定智明星通管理团队》 2017/08/08

《中文传媒(600373)点评:归母净利润同比增长 24.13%,智明星通强化新游戏研发及投入》 2017/04/26

证券分析师

周建华 A0230517010001
zhoujh@swsresearch.com

联系人

汪澄
(8621)23297818x010-66500570
wangcheng@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **游戏销售推广费用较去年同期下降 6.9 亿,强运营能力促业绩释放。**公司上半年游戏业务营业收入 21.04 亿,同比下降 12.48%,毛利率达 63.4%,较去年同期上升 3.6 个百分点。游戏推广营销费用 4.27 亿元,销售费用率 20.3%,较去年同期 46.3% 的销售费用率大幅下降。据此计算二季度游戏收入 10.38 亿元,同比下降 8.1%,环比下降 2.7%,整体降幅较一季度收窄,显示 COK 进入成熟期后,公司发挥海外长线运营能力,在削减营销投入的情况下保持业绩,促进利润释放。
- **COK 具备长线运营空间,后续手游产品储备丰富。**COK 上半年月流水 2.68 亿,和我们前期 2.5 亿-2.8 亿的预期相符。历史上公司通过 AOWE 等产品积累了长线运营经验,对标类型相近的 Supercell 部落冲突(COC),上线五年后仍位于主要国家 App 畅销榜前 10,我们预计 COK 未来 2-3 年仍有扩张空间。同时公司 COQ、AOK、AOWE、MR 等老游戏营收保持稳定,海外代理发行《奇迹暖暖》在欧美主流市场排行榜进入前 200 位,处于上升阶段。未来与动视暴雪等欧美大厂进行《使命召唤》等超级 IP 手游改编合作,后 COK 时代带来新增增长点。
- **出版发行主业表现稳健。**上半年出版业务收入增速 11.1%,发行业务收入增速 0.6%,在不考虑合并抵消的前提下,合计毛利 9.05 亿元,同比增长 4.8%,整体符合预期。出版发行主业持续为上市公司提供充裕现金流支持,利好公司利用省内渠道资源优势,孵化在线教育、物联网等项目。
- **组建合资公司,持续绑定智明星通核心团队。**上市公司拟与智明星通核心管理层唐彬森、谢贤林设立合伙企业,为上市公司孵化游戏、教育、物联网等新业态标的,同时拓展智明星通游戏研运发行项目储备。业绩对赌期结束后,双方在资金、业务层面强化绑定,利好智明星通长期发展和上市公司投资项目储备。
- **腾讯《乱世王者》即将上线,流水分成增厚利润。**腾讯首款 SLG 手游《乱世王者》8 月 16 日开启不删档测试,根据腾讯与智明星通前期协议,《乱世王者》基于公司 COK 游戏引擎开发制作,智明星通按照约定比例进行游戏收入抵扣与分成,游戏上线后有望增厚公司利润。
- **维持盈利预测和“增持”评级。**公司海外运营能力持续发挥,COK 未来持续释放利润,《乱世王者》上线后获取联运分成,有望增厚业绩。我们维持 2017-19 年盈利预测,预计公司 2017-19 年归母净利润 15.65 亿/19.61 亿/23.25 亿元,对应 EPS 分别为 1.14/1.42/1.69 元,对应 PE 分别为 23/18/15 倍,在手游板块属于低估值、确定性强的标的,维持“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12,776	2,921	13,074	14,170	15,398
同比增长率(%)	10.12	-8.12	2.33	8.38	8.67
净利润(百万元)	1,295	473	1,565	1,961	2,325
同比增长率(%)	22.44	24.13	20.82	25.30	18.56
每股收益(元/股)	0.94	0.34	1.14	1.42	1.69
毛利率(%)	39.4	41.9	40.1	41.3	41.6
ROE(%)	11.8	4.1	12.6	13.8	14.3
市盈率	28		23	18	15

注:“市盈率”是指目前股价除以各年业绩;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	10,503	11,602	12,776	13,074	14,170	15,398
营业收入同比增长率 (yoy)	-7.76%	10.46%	10.12%	2.33%	8.38%	8.67%
减: 营业成本	8,405	7,459	7,740	7,830	8,311	8,991
毛利率 (%)	19.98%	35.71%	39.41%	40.10%	41.30%	41.60%
减: 营业税金及附加	27	25	41	42	46	50
主营业务利润	2,071	4,118	4,994	5,202	5,813	6,357
主营业务利润率 (%)	19.72%	35.50%	39.09%	39.79%	41.02%	41.28%
减: 销售费用	312	1,707	1,911	1,402	1,563	1,626
减: 管理费用	800	1,155	1,653	2,242	2,332	2,493
减: 财务费用	-31	-50	-68	-108	-147	-221
经营性利润	991	1,305	1,498	1,666	2,065	2,459
经营性利润同比增长率 (yoy)	34.28%	31.68%	14.77%	11.21%	23.95%	19.08%
经营性利润率 (%)	9.44%	11.25%	11.73%	12.74%	14.57%	15.97%
减: 资产减值损失	158	214	242	50	32	35
加: 投资收益及其他	45	76	63	61	82	89
营业利润	872	1,175	1,314	1,677	2,114	2,513
加: 营业外净收入	80	45	55	60	60	60
利润总额	952	1,220	1,370	1,737	2,174	2,573
减: 所得税	49	58	89	162	203	238
净利润	903	1,162	1,281	1,575	1,971	2,335
少数股东损益	94	104	-14	10	10	10
归属于母公司所有者的净利润	809	1,058	1,295	1,565	1,961	2,325
净利润同比增长率 (yoy)	26.99%	30.75%	22.44%	20.82%	25.30%	18.56%
全面摊薄总股本	1,186	1,378	1,378	1,378	1,378	1,378
每股收益 (元)	0.68	0.78	0.94	1.14	1.42	1.69
归属母公司所有者净利润率 (%)	7.70%	9.12%	10.14%	11.97%	13.84%	15.10%
ROE	12.62%	10.84%	11.77%	12.60%	13.80%	14.30%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方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。