

中文传媒(600373)/互联网传媒

《乱世王者》上线一个月表现亮眼，有望引领国内 SLG 手游浪潮

评级：买入(维持)

市场价格：23.23

目标价格：28.5

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qizq.com.cn

分析师：熊亚威

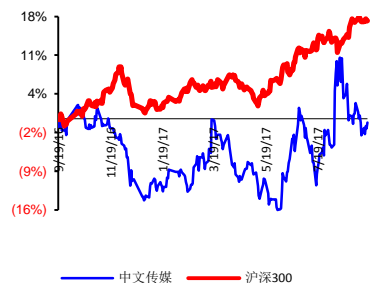
执业证书编号：S0740517090002

电话：

Email: xiongyw@r.qizq.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)	23.23
市值(百万元)	32,010
流通市值(百万元)	29,783

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)跟踪报告：低估值手游出海龙头，游戏新品值得期待
- 2 【中泰传媒】中文传媒(600373)跟踪报告：有望成为传媒混改第一股，智明星通业绩进入快速释放期

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	12,305.8	13,625.4	15,123.6
增长率 yoy%	10.46%	10.12%	-3.68%	10.72%	11.00%
净利润	1057.96	1295.36	1572.93	1858.77	2152.74
增长率 yoy%	30.75%	22.44%	21.43%	18.17%	15.82%
每股收益(元)	0.77	0.94	1.14	1.35	1.56
每股现金流量	0.73	0.00	0.90	1.34	1.57
净资产收益率	10.84%	11.77%	12.67%	13.02%	13.11%
P/E	30.59	21.49	20.25	17.14	14.80
PEG	1.00	0.96	0.95	0.94	0.94
P/B	3.32	2.53	2.57	2.23	1.94
备注：					

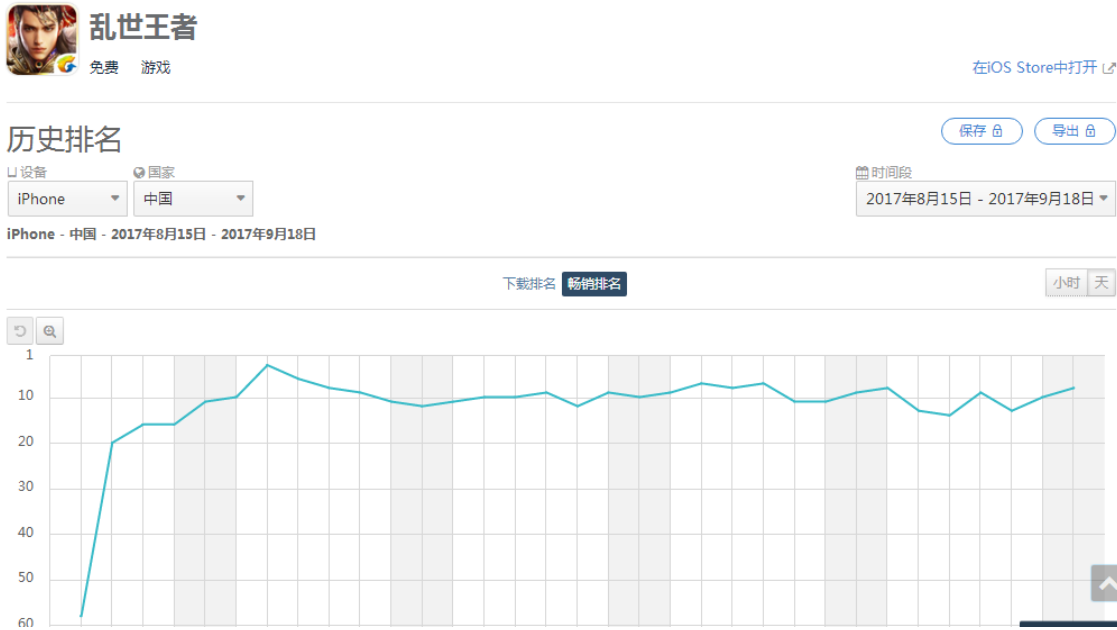
投资要点

- **动态：**《乱世王者》于2017年8月16日上线以来，一直稳居ios畅销榜前列，最高时进入前三，目前稳定在十名左右。
- **《乱世王者》月均流水大概率超3亿，将有效增厚公司业绩。**《乱世王者》上线以来稳居ios畅销榜前列，我们基于三个角度综合判断其月均流水或达3-4.5亿，若保持稳定，2017年(按4.5个月)将为智明星通贡献6750万元-10125万元的经营利润，2018年全年贡献1.8亿元-2.7亿元的经营利润，大幅提升智明星通的利润弹性：
 - **(1) 第三方角度：**根据《乱世王者》目前的市场表现，伽马数据测算其8月流水约为2.6亿元，9月流水预计将突破6亿元。
 - **(2) 经验角度：**根据行业经验，稳定在ios畅销榜前十位置的游戏，通常日流水可达300-500万，而一般国内ios和安卓渠道流水比是3:7，因此《乱世王者》ios与安卓渠道平均月流水或达3-4.5亿元。
 - **(3) 玩家角度：**某玩家月充值500元左右购买道具及VIP，达贵族五(VIP共有15个等级)，战斗力在区里排名2000左右。即一个区至少2000人充值在500以上，假设充值500元是平均数，有3000-4000人充值，目前微信与QQ均超100个区，按200个区算，则月均流水达3-4亿元。
- **老游戏流水稳定，销售费用下降，持续释放利润。**爆款游戏COK进入成熟期，流水稳定、缓慢下滑，上半年月均流水为2.7亿元左右。成本与推广费用大大降低，智明星通上半年净利率大幅提升至15.54%，比去年同期增加8.2个百分点。老游戏COK预计仍是今年游戏业务的主要利润来源。
- **储备IP，进行长线布局。**智明星通从世嘉欧洲购得《Total War: King's Return》的手游改编权，同时联手动视暴雪将对《使命召唤》进行研发，基于这两款大IP的手游有望于2018年上线，或接力COK成为新的自研爆款。
- **研运一体为本，打造手游出海平台。**作为手游出海龙头，公司在海外市场拥有先发优势及竞争壁垒，由研发商向平台发展大势所趋。通过发掘优秀游戏及团队进行投资或合作，利用自身的渠道优势及推广经验帮助企业快速成长，不断丰富自己的游戏品类及生态。
- **传统主业稳健增长，部分品类或超预期。**在纸价上涨的大背景下，公司出版

发行主业 2017 上半年毛利仍实现了同比 4.83% 的增长。我们对图书产业进行了跟踪研究，发现少儿、文学等细分品类市场景气度较高，公司旗下的 21 世纪出版社作为国内最优秀的少儿出版社之一上半年业绩同比增长超 20%，全年有望贡献超 1 亿的净利润。

- **其他看点：**（1）中文传媒纳入 MSCI 新兴市场指数，有望获得国内外机构更多的关注及资金配置。（2）在手现金超 50 亿，在财务成本及并购重组、分红潜力上更具优势；（3）国企改革未来有望取得进展。（4）苹果将取消畅销榜排行，利好主打精品化、洞悉海外用户需求、拥有丰富推广经验及策略的智明星通。
- **盈利预测及投资建议：**我们预测中文传媒 2017-2019 年实现营收分别为 123.06 亿元、136.25 亿元、151.24 元，同比增长-3.68%、10.72%、11.00%；实现归母净利润分别为 15.73 亿元、18.59 亿元、21.53 亿元，同比增长 21.43%、18.17%、15.82%；目标价 28.5 元，维持买入评级。
- **风险提示：**1) 游戏流水不达预期；2) 汇兑损益风险；3) 系统性风险；

图表 1: 《乱世王者》在 IOS 游戏畅销榜的排名情况



来源: APP Annie, 中泰证券研究所

图表 2: 《乱世王者》对智明星通经营利润贡献测算 (单位: 百万元)

《乱世王者》	2017年		2018年				2019年			
	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019
平均月流水	320	330	350	300	300	300	250	250	250	250
季度流水	480	990	1050	900	900	900	750	750	750	750
为智明星通单季贡献经营利润	24	49.5	52.5	45	45	45	37.5	37.5	37.5	37.5
年度贡献	73.5		187.5				150			

来源: 中泰证券研究所

图表 3: 《乱世王者》VIP 购买价格表

贵族等级	贵族经验	价格(元)
1	60	6
2	300	30
3	600	60
4	1000	100
5	3000	300
6	5000	500
7	7000	700
8	10000	1000
9	20000	2000
10	40000	4000
11	60000	6000
12	100000	10000
13	200000	20000
14	300000	30000
15	500000	50000

来源: 4399 游戏网, 中泰证券研究所

图表 4: 中文传媒财务报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	10,503	11,602	12,776	12,306	13,625	15,124	货币资金	3,802	5,723	6,519	10,233	12,025	14,291
增长率	-7.76%	10.5%	10.1%	-3.7%	10.7%	11.0%	应收款项	1,226	2,131	1,567	1,802	1,995	2,214
营业成本	-8,405	-7,459	-7,740	-7,364	-7,909	-8,526	存货	1,132	940	1,022	928	997	1,075
% 销售收入	80.0%	64.3%	60.6%	59.8%	58.0%	56.4%	其他流动资产	2,902	2,726	2,292	2,183	2,319	2,474
毛利	2,098	4,143	5,035	4,942	5,717	6,597	流动资产	9,062	11,520	11,401	15,146	17,336	20,054
% 销售收入	20.0%	35.7%	39.4%	40.2%	42.0%	43.6%	% 总资产	73.1%	65.4%	60.5%	75.4%	77.8%	80.2%
营业税金及附加	-27	-25	-41	-39	-44	-48	长期投资	762	937	2,043	2,043	2,043	2,043
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	1,546	1,569	1,466	1,466	1,466	1,466
营业费用	-312	-1,707	-1,911	-1,327	-1,548	-1,808	% 总资产	12.5%	8.9%	7.8%	7.3%	6.6%	5.9%
% 销售收入	3.0%	14.7%	15.0%	10.8%	11.4%	12.0%	无形资产	995	3,540	3,449	940	940	940
管理费用	-800	-1,155	-1,653	-2,042	-2,313	-2,626	非流动资产	3,342	6,088	7,451	4,942	4,942	4,942
% 销售收入	7.6%	10.0%	12.9%	16.6%	17.0%	17.4%	% 总资产	26.9%	34.6%	39.5%	24.6%	22.2%	19.8%
息税前利润 (EBIT)	960	1,255	1,430	1,534	1,812	2,115	资产总计	12,404	17,607	18,852	20,087	22,278	24,996
% 销售收入	9.1%	10.8%	11.2%	12.5%	13.3%	14.0%	短期借款	735	441	131	0	0	0
财务费用	31	50	68	46	76	90	应付款项	3,898	4,484	4,949	4,794	5,230	5,727
% 销售收入	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.4%	-0.6%	-0.6%	其他流动负债	347	587	848	961	856	925
资产减值损失	-158	-214	-242	0	0	0	流动负债	4,980	5,512	5,927	5,755	6,087	6,652
公允价值变动收益	-5	8	-5	0	0	0	长期贷款	0	0	28	28	28	28
投资收益	45	76	63	60	60	60	其他长期负债	490	1,784	1,688	1,688	1,688	1,688
% 税前利润	4.7%	6.2%	4.6%	3.6%	3.0%	2.6%	负债	5,470	7,296	7,643	7,471	7,803	8,368
营业利润	872	1,175	1,314	1,640	1,949	2,265	普通股股东权益	6,412	9,760	11,005	12,413	14,271	16,424
营业利润率	8.3%	10.1%	10.3%	13.3%	14.3%	15.0%	少数股东权益	522	551	204	204	204	204
营业外收支	80	45	55	50	50	50	负债股东权益合计	12,404	17,607	18,852	20,087	22,278	24,996
税前利润	952	1,220	1,370	1,690	1,999	2,315	比率分析						
利润率	9.1%	10.5%	10.7%	13.7%	14.7%	15.3%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-49	-58	-89	-117	-140	-162	每股指标						
所得税率	5.1%	4.8%	6.5%	6.9%	7.0%	7.0%	每股收益(元)	0.682	0.768	0.940	1.142	1.349	1.562
净利润	903	1,162	1,281	1,573	1,859	2,153	每股净资产(元)	5.408	7.083	7.987	9.008	10.357	11.919
少数股东损益	94	104	-14	0	0	0	每股经营现金流(元)	0.683	0.734	0.000	0.903	1.341	1.565
归属于母公司的净利润	809	1,058	1,295	1,573	1,859	2,153	每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.120	0.000	0.000
净利率	7.7%	9.1%	10.1%	12.8%	13.6%	14.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.62%	10.84%	11.77%	12.67%	13.02%	13.11%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	6.52%	6.01%	6.87%	7.83%	8.34%	8.61%
净利润	903	1,162	0	1,573	1,859	2,153	投入资本收益率	29.44%	24.96%	38.24%	134.54%	149.49%	193.95%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	361	436	0	0	0	0	营业总收入增长率	-7.76%	10.46%	10.12%	-3.68%	10.72%	11.00%
非经营收益	17	-25	0	-107	-109	-109	EBIT增长率	30.91%	30.74%	13.94%	7.24%	18.17%	16.70%
营运资金变动	-471	-561	0	-222	99	113	净利润增长率	26.99%	30.75%	22.44%	21.43%	18.17%	15.82%
经营活动现金净流	810	1,012	0	1,244	1,849	2,157	总资产增长率	4.79%	41.95%	7.07%	6.55%	10.91%	12.20%
资本开支	230	195	0	-2,559	-50	-50	资产管理能力						
投资	-278	-748	0	0	0	0	应收账款周转天数	33.0	45.7	45.2	45.0	45.0	45.0
其他	36	19	0	60	60	60	存货周转天数	38.5	50.7	46.3	46.0	46.0	46.0
投资活动现金净流	-472	-923	0	2,619	110	110	应付账款周转天数	36.0	56.7	65.2	65.0	65.0	65.0
股权募资	6	878	0	0	0	0	固定资产周转天数	43.9	39.9	33.5	32.3	29.2	26.3
债权募资	-404	642	0	-131	0	0	偿债能力						
其他	-300	239	0	-19	-166	-1	净负债/股东权益	-44.53%	-44.56%	-50.66%	-75.47%	-78.17%	-81.67%
筹资活动现金净流	-698	1,759	0	-150	-166	-1	EBIT利息保障倍数	-30.9	-25.1	-21.1	-33.5	-23.8	-23.6
现金净流量	-360	1,847	0	3,714	1,793	2,266	资产负债率	44.10%	41.44%	40.54%	37.19%	35.02%	33.48%

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。