

中文传媒 (600373)

游戏净利率提升，期待新产品走向成熟 买入（首次）

2017 年 3 月 22 日

事件：公司公布 2016 年年报，实现营业收入 127.76 亿元，同比增长 10.12%，实现归属于母公司股东的净利润 12.95 亿元，较上年同期增长 22.44%。公司预计 2017 年全年实现营收 130-140 亿元，营业成本 78-85 亿元。

投资要点：

■ **游戏流水维持高位，营销费用占比大幅降低，但研发费用有提升，整体净利率呈上升趋势。**智明星通全年实现收入 47.4 亿元，同比增长 51.9%，净利润 5.9 亿，同比增长 83%。2016 年《COK:列王的纷争》月平均流水超过 3.5 亿元，相比 2015 年的 2.1 亿元增速幅明显，月活跃用户超过 1,250 万，虽相比 2015 年的 1,555 万有所下降，但一方面付费用户数为 45 万，相比 2015 年的 40 万有较大幅度提升，另一方面 ARPU 值达 0.08 万元，相比 2015 年的 0.05 万元也增长明显，显示核心玩家在沉淀，游戏运营逐渐成熟。费用方面，智明星通营销费用得以控制，2016 年为 19.1 亿元，同比增速仅为 12%，管理费用有明显增长，全年达到 16.5 亿元，同比增长 43%，主要来自研发费用出现较大幅度提升，全年技术研发投入 6.13 亿元，相比上年同期 2.55 亿增幅明显，同时计提绩效工资所致。整体来看，公司游戏业务毛利率整体保持平稳，但游戏运营成熟后，净利率水平已开始改善，2016 年达到 12.5%，相比 2015 年提升 2 个百分点。

■ **出版业务符合预期，物资贸易业务继续收缩，坏账部分收回增厚利润。**出版业务实现营业收入 25.16 亿元，同比增长 9.68%；发行业务实现收入 35.47 亿元，同比增长 7.95%，出版发行业务毛利率整体保持文中略升；公司贸易规模进一步压缩，全年收入降至 22.31 亿元，同比下降 25.88%；收入权重降至 15.10%。同时，公司收回浙江宏磊控股 3.2 亿欠款，转回坏账准备金额 7,911 万元，增厚业绩。

■ **期待游戏业务净利率继续提升及新产品走向成熟。**《COK:列王的纷争》运营逐渐成熟，未来净利率水平有望进一步提升。同时公司自主研发与发行的游戏《COQ:女王的纷争》和《AOK:帝国时代》已上线，市场表现不俗；向世嘉购买了 TOTAL WAR《全面战争：国王归来》的全球 IP 开发权，进行游戏开发以及 IP 运营；代理全球首款卡牌策略类网游《MR:魔法英雄》等，均是未来值得期待的产品线。

■ **首次覆盖给予“买入”评级。**我们认为随着《列王的纷争》产品逐渐成熟，公司净利率应仍有上升空间，新产品上线及持续对研发投入的重视将为公司业绩增长带来持续性。我们预计公司 2017/2018 年 eps 分别为 1.21 元、1.54 元，对应当前股价 PE 为 19、15 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**新产品推广不及预期，游戏行业增长不及预期

证券分析师 张良卫

执业资格证书号码：S0600516070001

联系电话：021-60199740

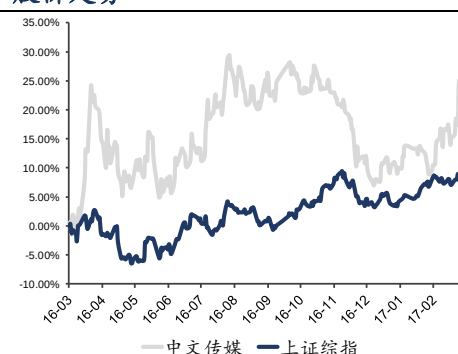
zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 周良玖

联系电话：021-60199740

zhoulj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	23.09
一年最低价/最高价	18.26/24.59
市净率	2.99
流通 A 股市值(亿)	296

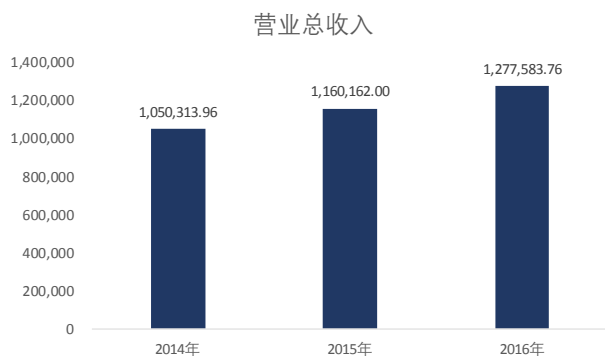
基础数据

每股净资产（元）	7.99
资产负债率	40.54
总股本（百万股）	1,378
流通 A 股（百万股）	1,282

相关研究

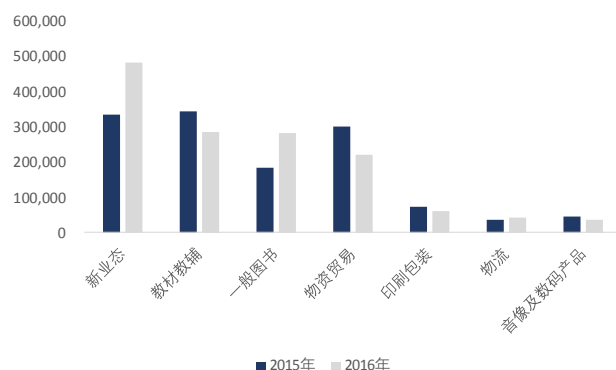
公司 2016 年关键运营指标如下:

图表 1: 公司过去三年收入情况 (万元)



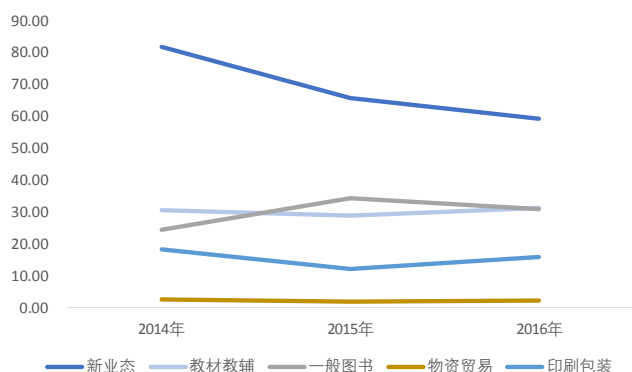
资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 2: 2015/2016 年公司细分业务收入情况 (万元)



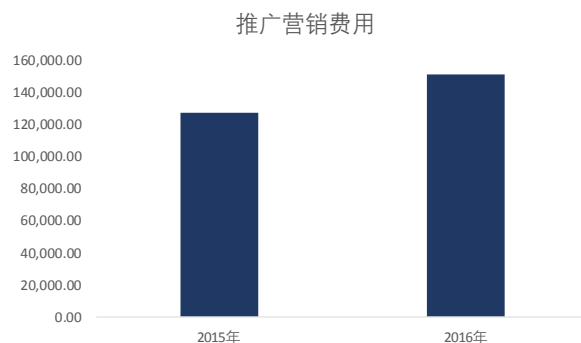
资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 3: 2014 年-2016 年公司细分业务毛利率情况



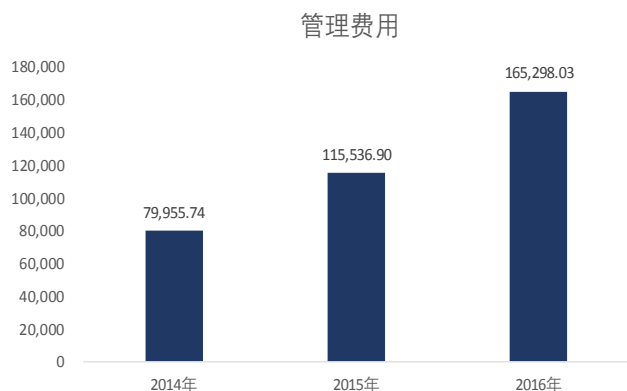
资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 4: 公司过去两年游戏业务营销费用 (万元)



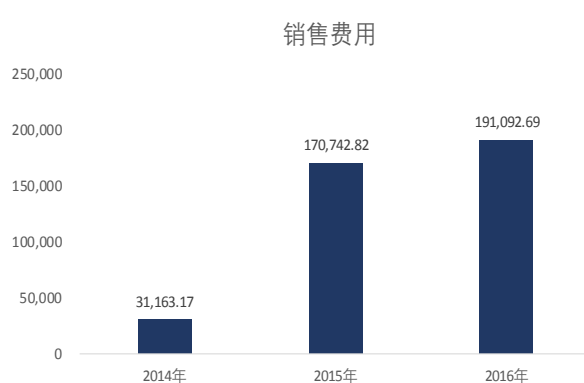
资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 5: 管理费用情况 (万元)



资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 6: 营销费用情况 (万元)



资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 7: 公司管理费用具体情况 (单位: 元)

项目	本期发生额	上期发生额
薪酬	570,189,196.15	492,223,719.51
租赁费	72,567,009.34	43,040,716.63
修理费	18,456,931.31	16,063,165.66
折旧及摊销费	110,925,197.53	112,392,251.08
办公费	69,579,300.98	59,425,516.35
业务招待费	35,604,761.44	36,292,950.49
税费	11,937,206.85	47,479,852.33
技术研发费	613,611,400.13	255,536,079.69
超额奖励款	89,322,388.82	
其他	60,786,917.26	92,914,729.79
合计	1,652,980,309.81	1,155,368,981.53

资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 8: 公司过去两年游戏业务运营数据

《列王的纷争》	月末总注册 用户 (万户)	月新增注册 (万户)	月活跃用户 (万户)	付费用户 数 (万户)	游戏月流水 (充值-万元)	ARPU (万元)
2016 年	18,508.21	603.41	1,251.77	45.13	35,112.03	0.08
2015 年	11,267.28	885.49	1,555.06	40.09	20,973.26	0.05

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

财务预测表

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12776	13462	14744	16082	货币资金	6519	7833	9630	11731
营业成本	7740	8095	8587	9185	交易性金融资产	17	17	17	17
毛利	5035	5366	6157	6896	应收账款	1403	1476	1616	1763
%营业收入	39.4%	39.9%	41.8%	42.9%	存货	1022	1059	1123	1201
营业税金及附加	41	43	48	52	预付账款	1950	2037	2160	2311
%营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	325	342	374	408
销售费用	1911	2019	2212	2412	流动资产合计	11401	12939	15113	17641
%营业收入	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	可供出售金融资产	881	881	881	881
管理费用	1653	1737	1902	2075	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	长期股权投资	574	629	717	828
财务费用	-68	1	2	2	投资性房地产	588	588	588	588
%营业收入	-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产合计	901	961	1013	1064
资产减值损失	242	0	0	0	无形资产	940	893	848	806
公允价值变动收益	-5	0	0	0	商誉	2457	2457	2457	2457
投资收益	63	5	8	12	递延所得税资产	17	0	0	0
营业利润	1314	1639	2090	2475	其他非流动资产	1093	1093	1093	1093
%营业收入	10.3%	12.2%	14.2%	15.4%	资产总计	18852	20440	22710	25358
营业外收支	55	50	50	50	短期贷款	131	0	0	0
利润总额	1370	1689	2140	2525	应付款项	2235	2336	2478	2650
%营业收入	10.7%	12.5%	14.5%	15.7%	预收账款	2128	2248	2462	2686
所得税费用	89	110	139	164	应付职工薪酬	728	765	811	868
净利润	1281	1580	2001	2361	应交税费	86	102	124	143
归属于母公司所有者的净利润	1295.4	1596.5	2022.1	2385.9	其他流动负债	627	661	709	763
少数股东损益	-14	-17	-21	-25	流动负债合计	5935	6112	6584	7110
EPS (元/股)	0.99	1.21	1.54	1.81	长期借款	28	28	28	28
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2016A	2017E	2018E	2019E	递延所得税负债	10	0	0	0
经营活动现金流净额	2357	1731	2151	2505	其他非流动负债	1671	1671	1671	1671
取得投资收益收回现金	61	0	0	0	负债合计	7643	7811	8282	8808
长期股权投资	0	-50	-80	-100	归属于母公司所有者权益	11005	12442	14262	16409
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	204	187	166	141
固定资产投资	-281	-145	-157	-171	股东权益	11209	12629	14428	16550
其他	-840	0	0	0	负债及股东权益	18852	20440	22710	25358
投资活动现金流净额	-1121	-195	-237	-271	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.985	1.214	1.538	1.815
股权融资	3	0	0	0	BVPS	8.37	9.46	10.85	12.48
银行贷款增加(减少)	-287	-131	0	0	PE	23.43	19.01	15.01	12.72
筹资成本	188	-92	-116	-133	PEG	1.04	0.84	0.66	0.56
其他	-257	0	0	0	PB	2.76	2.44	2.13	1.85
筹资活动现金流净额	-354	-223	-116	-133	EV/EBITDA	16.49	13.23	9.63	7.37
现金净流量	883	1314	1797	2101	ROE	11.8%	12.8%	14.2%	14.5%

资料来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

