

中文传媒(600373)

军心稳固，产品朝多元化结构迈进 买入(维持)

2017 年 08 月 25 日

证券分析师 张良卫

执业证书编号: S0600516070001

021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

事件: 公司公布了 2017 年半年报, 中报业绩符合预期, 上半年实现收入 59.92 亿元, 同比下降 1.76%; 归母净利润 7.95 亿元, 同比增长 25.26%; 扣非归母净利润 7.79 亿元, 同比增长 45.62%。其中游戏业务(智明星通)实现收入 21.07 亿元, 同比下降 13.31%, 合并报表层面实现净利润 3.27 亿元, 同比增加 1.50 亿元, 同比增长 85.17%。

投资要点:

■ **中报业绩符合预期, 游戏业务进入利润回收期:** 公司中报业绩符合预期, 上半年实现收入 59.92 亿元, 同比下降 1.76%; 归母净利润 7.95 亿元, 同比增长 25.26%。整体利润增长主要来自于游戏业务的贡献, 智明星通主打产品《COK》进入利润回收期, 在月流水维持相对高位(2.78 亿元)的同时, 智明星通在 2017 上半年营销费用率仅为 20.30%, 同比下降了 25.97 个百分点, 带动游戏业务净利润同比大幅增长 85.17%, 达到 3.27 亿元。考虑 SLG 产品的长生命周期, 对标 SuperCell、MZ 的 SLG 产品, 我们预计《COK》的成熟将带来利润的持续释放。

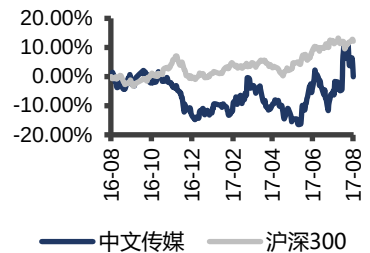
■ **《乱世王者》强势上线引领国内 SLG 热潮, 自研+参投+代理有望摆脱单一产品依赖:** 腾讯的首款重磅 SLG《乱世王者》于 8 月 16 日强势上线, 仅用 7 天就登上 iOS 畅销榜第三, 目前仍然处在畅销榜前十。公司授权数值体系与引擎, 将获得一定比例的流水分成。《乱世王者》作为腾讯首款重磅 SLG 产品, 推广力度十足, 且 SLG 产品的长生命周期有望为公司带来长时间的持续利润贡献; 另外, 公司在自研、参投与代理上频频发力, 目前主要自研产品包括《COQ》、《AOWE》、《Total War》等, 代理产品包括《MR 魔法英雄》与《奇迹暖暖》, 整体表现稳定, 超过 5 款产品月流水在千万以上, 且仍然处在上升周期。受益于授权流水分成与自研、代理新产品的贡献, 游戏业务正朝着多元化结构迈进, 未来有望摆脱公司对单一产品的依赖。

■ **传统主业继续担当蓄水池作用, 新一轮激励贯彻落实, 团队军心稳固:** 公司上半年传统核心主业实现收入 29.59 亿元, 同比增长 4.99%, 实现毛利 9.04 亿元, 同比增长 4.83%, 继续保持经营优势, 担当蓄水池作用; 同时在维持团队稳定性上, 公司已设立新一轮激励协议, 智明星通的核心团队与高管将在新的经营考核目标下稳步前行, 从上半年公司财报中的技术研发费用看, 我们预计激励协议已贯彻落实, 对于团队的稳定性将起到积极正面作用, 看好长远发展。

■ **投资建议:** 公司中报业绩符合预期, 主打产品进入利润回收期带动利润高增长, 受益于授权流水分成与新产品贡献, 公司产品结构朝多元化迈进, 同时我们预计新一轮激励已贯彻落实, 团队军心稳固。我们预计公司 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 1.15/1.45/1.71 元, 对应当前股价 PE 为 20/16/14 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 现有产品流水下滑过快, 新产品上线表现不及预期, 传统业务出现明显下滑, 推广营销费用上涨迅速。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.32
一年最低/最高价	18.95/26.80
市净率(倍)	8.21
流通 A 股市值(百万元)	29,898

基础数据

每股净资产(元)	2.79
资产负债率(%)	37.76
总股本(百万股)	1378
流通 A 股(百万股)	1282

相关研究

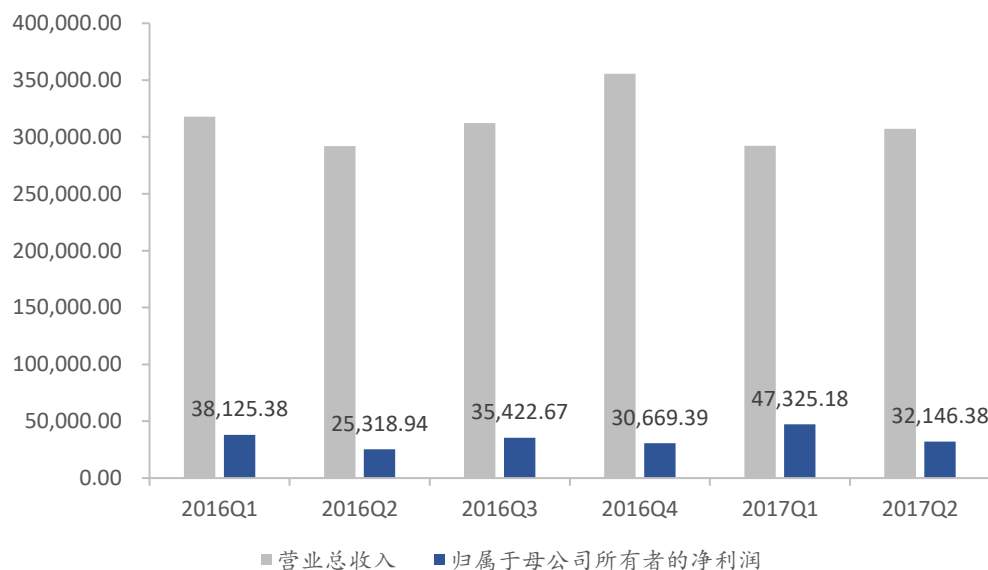
1. 中文传媒: 游戏产品成熟推动业绩释放, 看好新产品的业绩叠加效应 -20170426
2. 中文传媒: 游戏净利率提升, 期待新产品走向成熟 -20170322

1. 中报业绩符合预期，游戏业务进入利润回收期

公司中报业绩符合预期，上半年实现收入 59.92 亿元，同比下降 1.76%；归母净利润 7.95 亿元，同比增长 25.26%；扣非归母净利润 7.79 亿元，同比增长 45.62%。

从季度数据来看，2017Q2 营收 30.71 亿元，环比增长 5.12%，归母净利润 3.21 亿元，环比下降 32.07%，利润的环比下降主要源于智明星通的营销费用环比增加 1.04 亿元，进而导致游戏业务 Q2 利润环比出现回落。

图表 1：2016Q1-2017Q2 营收与归母净利润季度变化（单位：万元）

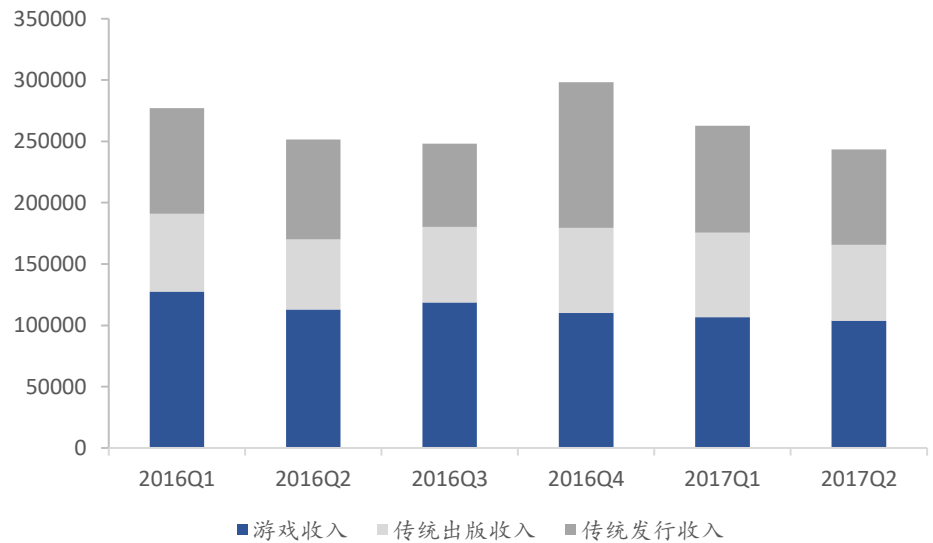


资料来源：Wind，东吴证券研究所

分业务来看，2017 年上半年出版业务实现收入 13.09 亿元，同比增长 11.09%；发行业务实现收入 16.51 亿元，同比增长 0.61%；游戏业务（智明星通）实现收入 21.07 亿元，收入同比下降 13.31%，合并报表层面实现净利润 3.27 亿元，而合并报表层面净利润同比增加 1.50 亿元，同比增长 85.17%。

整体而言，传统业务与游戏业务季度营收稳定，《COK》全球流水虽然较峰值出现一定下滑，但流水表现仍然优异，在推广费用的下降的前提下，带来游戏业务利润的大幅增长。考虑 SLG 产品的长生命周期，对标 SuperCell、MZ 的 SLG 产品，我们预计《COK》的成熟将带来利润的持续释放。

图表 2：2016Q1-2017Q2 季度收入构成（按业务分，单位：万元）

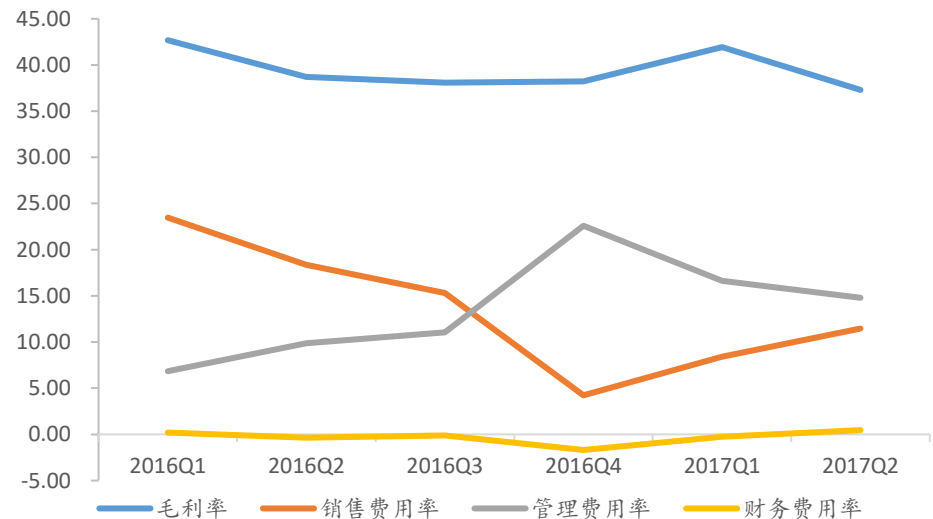


资料来源：Wind，东吴证券研究所

公司的期间费用率发生较为明显的变化，其中：

1. 管理费用率 2017 年上半年同比上升，主要源于公司分季度确认了智明星通的技术研发费用；
2. 销售费用率 2017 年上半年同比下降，主要源于智明星通《COK》处于成熟的利润回收期，营销费用大幅下降所致。

图表 3：2016Q1-2017Q2 季度毛利率与期间费用率变化（季度营收占比）

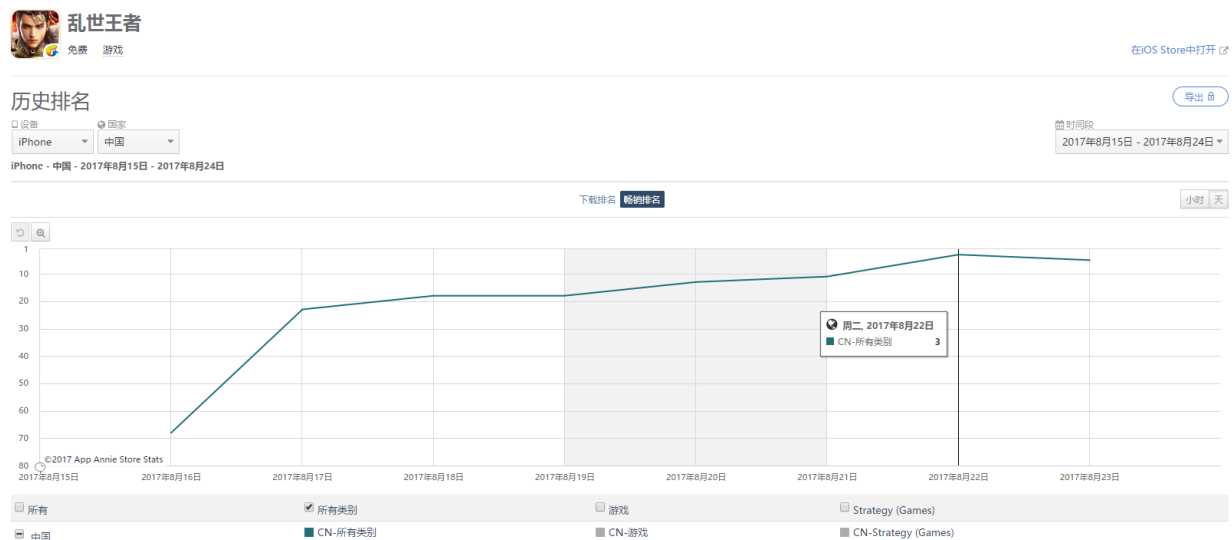


资料来源：Wind，东吴证券研究所

2. 《乱世王者》强势上线引领国内 SLG 热潮，自研+参投+代理有望摆脱单一产品依赖

腾讯的首款重磅 SLG《乱世王者》于 8 月 16 日强势上线，仅用 7 天就登上 iOS 畅销榜第三，目前仍然处在畅销榜前十，公司授权数值体系与引擎，将获得一定比例的流水分成。《乱世王者》作为腾讯首款重磅 SLG 产品，推广力度十足，且 SLG 产品的长生命周期有望为公司带来长时间的持续利润贡献。

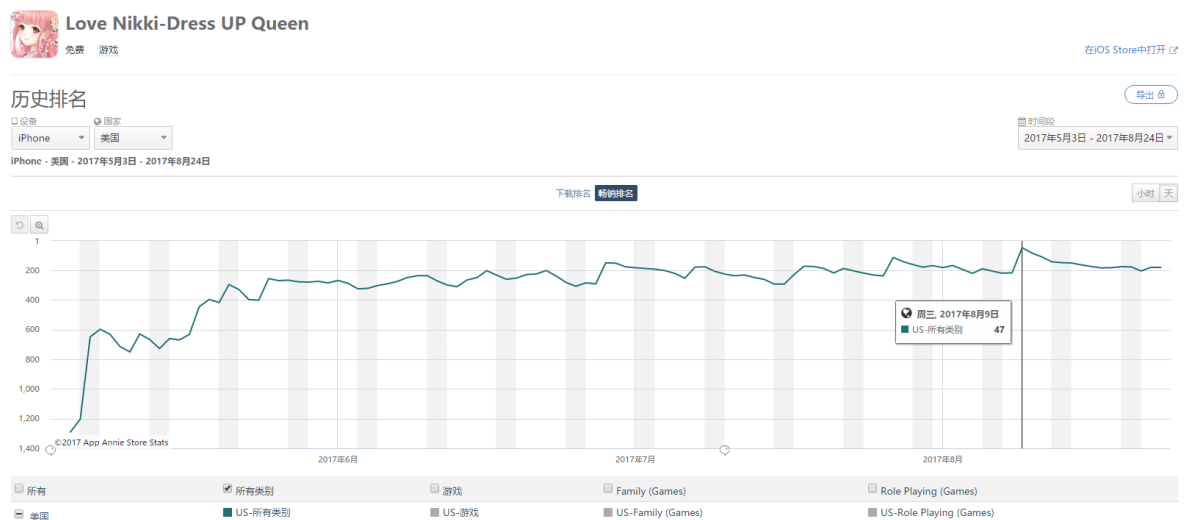
图表 4：手游《乱世王者》中国 iOS 畅销榜综合排名情况（2017 年 8 月 15 日-2017 年 8 月 24 日）



资料来源：App Annie，东吴证券研究所

另外，公司在自研、参投与代理上频频发力，目前主要自研产品包括《COQ》、《AOWE》、《Total War》等，代理产品包括《MR 魔法英雄》与《奇迹暖暖》，整体表现稳定，以《奇迹暖暖》为例，公司代理进行海外发行，在美国 iOS 畅销榜排名持续攀升，近期最高达到前 50 名。目前公司运营产品中超过 5 款产品月流水在千万以上，且大部分仍然处在上升周期。受益于《乱世王者》授权流水分成与自研、代理产品的贡献，公司的游戏业务正朝着多元化结构迈进，未来有望摆脱公司过去对单一产品的依赖。

图表 5：手游《奇迹暖暖》美国 iOS 畅销榜综合排名情况（2017 年 5 月 3 日-2017 年 8 月 24 日）



资料来源：App Annie，东吴证券研究所

3. 传统主业继续担当蓄水池作用，新一轮激励贯彻落实，团队军心稳固

公司上半年传统核心主业实现收入 29.59 亿元，同比增长 4.99%，实现毛利 9.04 亿元，同比增长 4.83%，继续保持经营优势，担当蓄水池作用；同时在维持团队稳定性上，公司已设立新一轮激励协议，智明星通的核心团队与高管将在新的经营考核目标下稳步前行，从上半年公司财报中的技术研发费用看，我们预计激励协议已贯彻落实，对于团队的稳定性将起到积极正面作用，看好长远发展。

4. 投资建议

公司中报业绩符合预期，主打产品进入利润回收期带动利润高增长，受益于授权流水分成与新产品贡献，公司产品结构朝多元化迈进，同时我们预计新一轮激励已贯彻落实，团队军心稳固。我们预计公司 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 1.15/1.45/1.71 元，对应当前股价 PE 为 20/16/14 倍，维持“买入”评级。

图表 6：中文传媒盈利预测

财务摘要（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入（百万元）	12,775.8	12,109.4	13,258.0	14,728.0
同比%	10%	-5%	9%	11%
净利润（百万元）	1,295.4	1,584.3	1,992.9	2,358.8
同比%	22%	22%	26%	18%
每股净收益（元）	0.94	1.15	1.45	1.71

资料来源：Wind，东吴证券研究所 注：股价为 2017 年 8 月 24 日收盘价

5. 风险提示

现有产品流水下滑过快;

新产品上线表现不及预期;

传统业务出现明显下滑;

推广营销费用上涨迅速。

中文传媒三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万 元)	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	9,945.5	10,509.0	14,580.5	16,263.7	营业收入	12,775.8	12,109.4	13,258.0	14,728.0
货币资金	5,067.2	6,174.0	9,179.5	11,046.1	营业成本	7,740.5	7,098.1	7,424.5	8,100.4
应收和预付款项	3,517.2	3,219.1	3,957.2	3,930.2	营业税金及附加	41.2	28.9	31.8	35.3
存货	1,022.3	777.2	1,105.1	948.6	销售费用	1,910.9	1,378.1	1,550.7	1,722.6
其他流动资产	338.7	338.7	338.7	338.7	管理费用	1,653.0	1,949.9	2,192.7	2,435.8
非流动资产	7,433.6	6,950.7	6,460.6	5,992.5	财务费用	-67.8	37.6	43.5	50.8
长期股权投资	574.0	645.2	723.1	809.6	资产减值损失	241.9	101.7	115.6	128.4
投资性房地产	587.9	511.1	434.3	357.4	投资收益	63.1	71.2	77.9	86.5
固定资产和在建工程	1,465.6	1,134.1	788.8	430.7	其他经营损益	55.4	7.9	27.1	30.1
无形资产和开发支出	3,397.0	3,277.3	3,157.6	3,037.9	营业利润	1,314.5	1,659.4	2,057.0	2,430.0
其他非流动资产	1,409.1	1,383.0	1,356.9	1,356.9	营业外净收支	55.4	7.9	27.1	30.1
资产总计	17,379.1	17,459.7	21,041.1	22,256.2	利润总额	1,369.9	1,667.3	2,084.2	2,460.1
流动负债	5,079.1	3,703.0	5,453.2	4,501.4	所得税	88.9	75.8	83.3	92.5
短期借款	130.6	-	-	-	净利润	1,281.0	1,591.5	2,000.8	2,367.6
应付和预收款项	4,948.5	3,703.0	5,453.2	4,501.4	少数股东损益	-14.4	7.2	8.0	8.8
长期借款	727.5	727.5	727.5	727.5	归属母公司股 东净利润	1,295.4	1,584.3	1,992.9	2,358.8
其他负债	363.4	363.4	363.4	363.4	EBIT	1,336.2	1,586.0	1,953.2	2,274.3
负债合计	6,170.0	4,793.9	6,544.1	5,592.3	EBITDA	1,572.5	2,038.4	2,405.6	2,700.6
股本	1,377.9	1,377.9	1,377.9	1,377.9	重要财务与估 值指标				
资本公积	5,439.8	5,439.8	5,439.8	5,439.8	每股收益(元)	0.94	1.15	1.45	1.71
留存收益	4,187.3	5,636.8	7,460.1	9,618.1	每股净资产(元)	7.99	9.04	10.36	11.93
归属母公司股东权益	11,005.0	12,454.6	14,277.8	16,435.9	发行在外股份 (百万股)	1,377.9	1,377.9	1,377.9	1,377.9
少数股东权益	204.1	211.2	219.2	228.0	ROIC(%)	17.5%	24.2%	28.7%	41.0%
股东权益合计	11,209.1	12,665.8	14,497.0	16,663.9	ROE(%)	11.8%	12.7%	14.0%	14.4%
负债和股东权益合计	17,379.1	17,459.7	21,041.1	22,256.2	毛利率(%)	39.4%	41.4%	44.0%	45.0%
现金流量表(百万元)					EBITMargin(%)	10.5%	13.1%	14.7%	15.4%
经营性现金净流量	2,323.3	1,283.4	3,018.1	1,852.5	销售净利率(%)	10.0%	13.1%	15.1%	16.1%
投资性现金净流量	-1,120.6	7.5	26.0	29.0	资产负债率(%)	35.5%	27.4%	31.1%	25.1%
筹资性现金净流量	-353.9	-184.1	-38.6	-14.9	收入增长率(%)	10.1%	-5.2%	9.5%	11.1%
现金流量净额	880.5	1,106.7	3,005.6	1,866.6	净利润增长率 (%)	10.2%	24.2%	25.7%	18.3%
折旧与摊销	2.4	4.5	4.5	4.3	P/E	24.8	20.3	16.1	13.6
资本支出	3.9	-	-	-	P/B	2.9	2.6	2.3	2.0
经营营运资本增加	-13.5	7.0	-6.7	7.8	EV/EBITDA	17.4	12.8	9.6	7.9

数据来源: 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：

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。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>

