

传统业务稳定增长，《乱世王者》业绩值得期待

——中文传媒 2017 年中报点评

半年报点评

◆2017 年中报业绩情况：

2017 年 H1，公司营业收入 59.92 亿元，同比下跌 1.76%，归母净利润 7.95 亿元，同比增长 25.26%；其中海外收入 21.3 亿，占总收入的 35.54%。业绩影响因素主要系智明星通销售费用下降 6.9 亿元拉动净利润增长。

◆平面媒体业务：发展良好，利润贡献稳定，保持较强的市场竞争力

2017 年 H1，公司传统主业实现收入 29.59 亿元，同比增长 4.99%，实现毛利 9.04 亿元，同比增长 4.83%。其中，出版板块实现营业收入 13.09 亿元，同比增长 11.09%；发行板块实现营业收入 16.51 亿元，同比增长 0.61%。出版方面，新增出版物 1754 种，获得义务教育相关教材在江西的独家代理权，推进多项工程活动。发行方面，推进六大服务平台，推动产业转型升级。新媒体方面，打造“互联网+教育”和数字平台建设，上半年，新媒体公司实现收入同比增长 18.9%，发展势头良好。

◆游戏业务：智明星通团队稳定，原游戏流水稳定，《乱世王者》业绩可期

2017 年 H1，智明星通实现收入 21.07 亿元，收入同比降幅 13.31%，合并报表实现净利润 3.27 亿元，合并报表净利润同比增加 1.50 亿元，增幅 85.17%。上半年，智明星通营销费用率仅为 20.3%，同比下降 25.97%，带动游戏净利润 3.27 亿元，同比增长 85.17%。8 月 16 日，《乱世王者》上线，市场表现亮眼排进 IOS 畅销榜前三稳定前十，公司将参与分成，有望持续受益；此外，《列王的纷争》月均流水稳定在 2.68 亿，《女王的纷争》《AOWE》《MR》月流水均超千万；《全面战争》预计下半年海外全面推广；已获授权，明年将与动视暴雪合作开发手游《Call of Duty》。智明星通团队已确定新一轮薪酬考核和激励机制，核心管理团队稳定，员工积极性高。

◆盈利预测及评级：

预测 2017 年-2019 年 EPS 分别为 1.17 元、1.46 元、1.66 元，对应估值 19 倍、15 倍、13 倍。我们认为公司传统业务稳步增长，智明星通现有游戏流水稳定，看好后续 IP 游戏发展潜力，维持“推荐”评级。

◆风险提示：《乱世王者》业绩不及预期，原游戏流水大幅下滑。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11602	12,776	14,083	15,642	17,193
增长率(%)	10.5	10.1	10.2	11.1	9.9
净利润(百万元)	1058.0	1,295	1,616	2,005	2,283
增长率(%)	30.7	22.4	24.8	24.1	13.9
毛利率(%)	35.7	39.4	40.2	41.8	41.9
净利率(%)	9.1	10.1	11.5	12.8	13.3
ROE(%)	11.3	11.4	13.2	14.1	13.9
EPS(摊薄/元)	0.77	0.94	1.17	1.46	1.66
P/E(倍)	29.01	23.7	19.0	15.3	13.4
P/B(倍)	3.14	2.8	2.5	2.1	1.9

资料来源：新时代证券研究所

推荐（维持评级）

分析师

贾明乐 (执业证书编号：S0280517060001)

021-68866291

jiamingle@xsdzq.cn

联系人

马笑

maxiao@xsdzq.cn

市场数据

时间 2017.08.24

收盘价(元)：23.32

总股本(亿股)：13.78

总市值(亿元)：321.34

一年最低/最高(元)：19.06/26.8

近 3 月换手率：60.11%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	6.72	9.22	-9.64
绝对	6.48	18.28	2.52

相关研报

腾讯《乱世王者》即将上线，智明星通将持续受益

2017-07-26

《乱世王者》已于8月16日上线,《乱世王者》的内部评级和《王者荣耀》都为6星产品。腾讯游戏对6星产品标准为优品质、强IP、高留存等,表明《乱世王者》产品的高水准。《乱世王者》对比以前SLG游戏有以下特点,精美画质,三国题材,多元的泛IP化+RPG卡牌玩法,融入直播和AR等创新游戏体验,打通社交网络关系。我们预计《乱世王者》的日均流水在1,000-1,500万之间,预计月流水3-4.5亿。《乱世王者》将为上市公司带来较大的业绩预期。《乱世王者》上线一周排进IOS畅销榜前三,目前稳定在前十左右。

图表1 《乱世王者》中国ios畅销榜排名情况(2017年8月15日-8月25日)



资料来源: APP Annie, 新时代证券研究所

《乱世王者》营销力度空前,邀请杨幂代言,各路明星网红站台,邀请张召忠、肖骁、胡渐彪、五五开、冯提莫等红人开展明星赛,持续吸引流量。此前,国内SLG游戏《列王的纷争》、《王国纪元》、《率土之滨》等都未曾在国内排到畅销榜TOP3,《乱世王者》的高品质和持续营销使其达到了国产SLG手游的“新高度”。

图表2 《乱世王者》明星赛

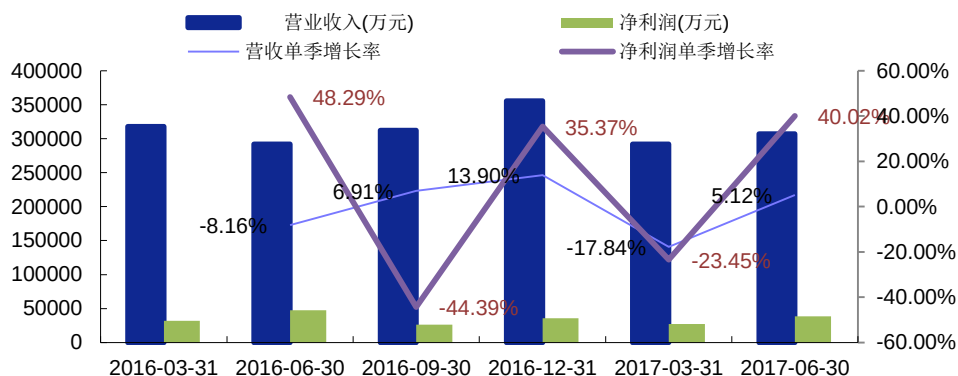


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图表3 《乱世王者》邀请杨幂代言

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

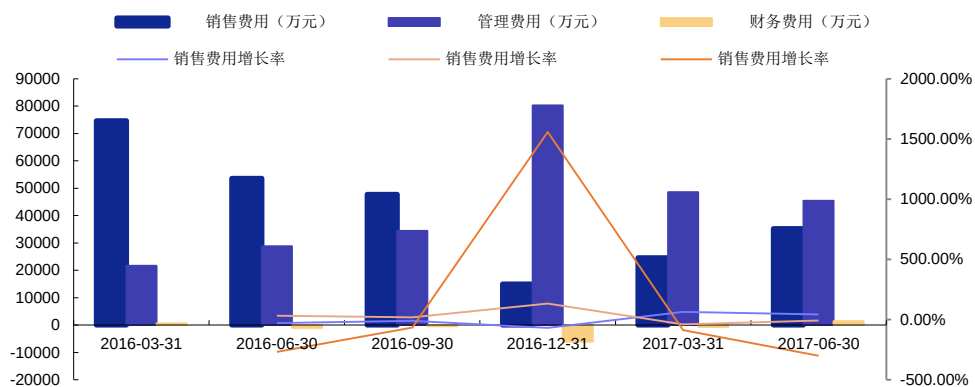
2017 年 H1，公司营业收入 59.92 亿元，同比下跌 1.76%，归母净利润 7.95 亿元，同比增长 25.26%。单季度来看，公司 2017 年内 Q2 营收 30.71 亿，同比上季度增长 5.12%；净利润 3.84 亿，同比上季度增长 40.02%。

图表4 公司 2016 年-2017 年上半年单季度营收与利润情况

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2017 年 Q2，销售费用、管理费用和财务费用共计 8.2 亿，上年同期 7.25 亿；其中，销售费用 3.52 亿，较上个季度增长 43.03%，较 2016 年 Q2 下跌 34.39%；管理费用 4.54 亿，较上个季度下降 6.44%，较 2016 年 Q2 增长 57.52%；财务费用 0.14 亿，较上个季度下降 300.56%，较 2016 年 Q2 下降 240.19%。

图表5 公司 2016 年-2017 年上半年单季度三费变化情况



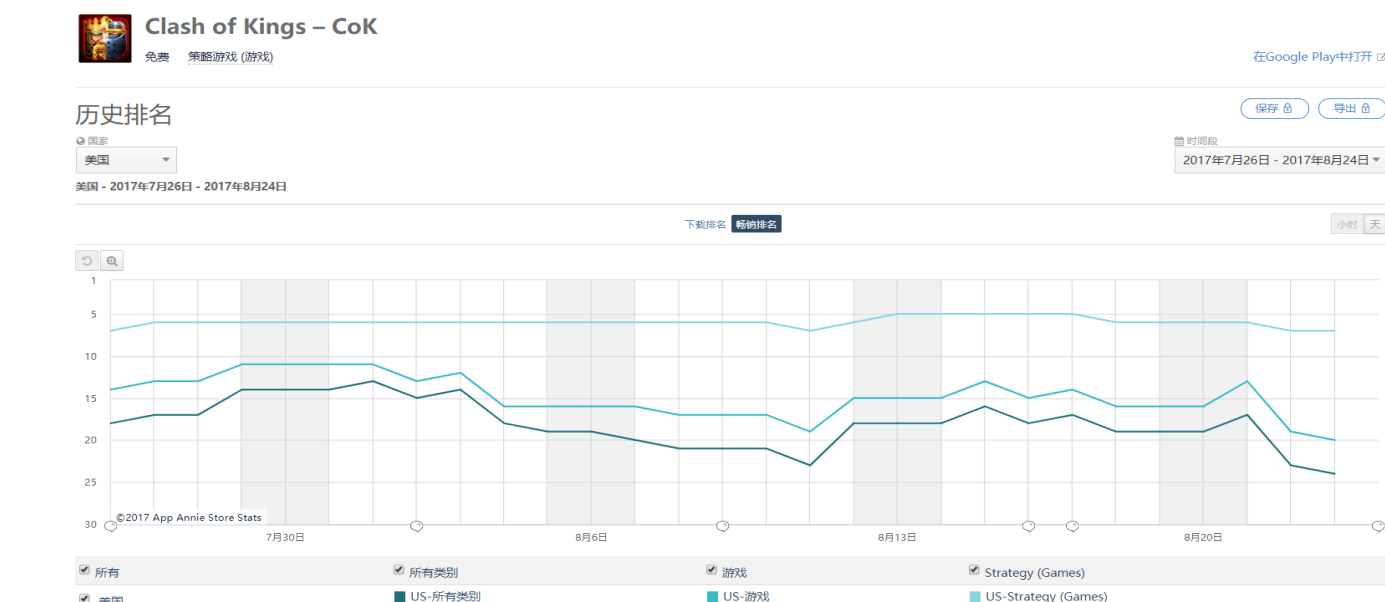
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图表6 智明星通 2016 年-2017 年上半年经营数据情况

指标类别	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
游戏业务累计收入 (亿)	12.76	24.04	35.9	46.9	10.66	21.04
累计营业成本 (亿)	4.79	9.66	14.46	18.92	3.97	7.7
毛利率 (%)	0.62	0.6	0.6	0.6	0.63	0.63
累计推广费用 (亿)	6.7	11.13	15.03	15.13	1.62	4.27

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图表7 《乱世王者》ios 畅销榜排名情况 (2017 年 7 月 26 日-8 月 24 日)



资料来源：APP Annie，新时代证券研究所

图表8 COK2016 年-2017 年上半年经营数据情况

指标类别	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
COK 累计流水 (亿)	11.3	22.4	33	42.1	8.2	16.1
单季平均月流水 (亿)	3.77	3.7	3.51	3.06	2.73	2.62
月活 (万)	1711	1531	1389	1252	915	
ARPU 值 (万)	8.00%	9.00%	8.00%	8.00%	7.00%	8.00%
付费用户数 (万)	48.3	44.2	45.7	45.1	37.3	35.6
月末总注册用户 (万)	14068	16026	17550	18508	19820	20901

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	11520	11401	13051	15365	17750	营业收入	11602	12776	14083	15642	17193
现金	5723	6519	6140	9319	9627	营业成本	7459	7740	8427	9104	9986
应收账款	1908	1259	2232	1646	2616	营业税金及附加	25	41	38	46	48
其他应收款	112	144	138	175	169	营业费用	1707	1911	2095	2331	2561
预付账款	2491	1950	2945	2492	3484	管理费用	1155	1653	1682	1920	2092
存货	940	1022	1114	1194	1338	财务费用	-50	-68	-96	-140	-199
其他流动资产	347	506	482	540	516	资产减值损失	214	242	264	295	323
非流动资产	6088	7451	7542	7638	7709	公允价值变动收益	8	-5	-1	-0	-1
长期投资	492	574	674	774	872	投资净收益	76	63	64	66	65
固定资产	1258	1090	1173	1247	1294	营业利润	1175	1314	1736	2152	2445
无形资产	959	940	897	840	787	营业外收入	122	142	138	136	138
其他非流动资产	3378	4847	4799	4778	4756	营业外支出	77	86	86	82	83
资产总计	17607	18852	20593	23003	25459	利润总额	1220	1370	1792	2206	2500
流动负债	5513	5935	6302	6941	7348	所得税	58	89	106	135	151
短期借款	441	131	131	131	131	净利润	1162	1281	1686	2071	2349
应付账款	1407	1357	1652	1599	1967	少数股东损益	104	-14	70	66	66
其他流动负债	3665	4447	4519	5212	5250	归属母公司净利润	1058	1295	1616	2005	2283
非流动负债	1783	1708	1561	1415	1266	EBITDA	1343	1467	1857	2227	2489
长期借款	700	728	581	435	286	EPS (元)	0.77	0.94	1.17	1.46	1.66
其他非流动负债	1083	980	980	980	980	主要财务比率					
负债合计	7296	7643	7863	8356	8614	成长能力					
少数股东权益	551	204	274	340	406	营业收入(%)	10.5	10.1	10.2	11.1	9.9
股本	1378	1378	1378	1378	1378	营业利润(%)	34.7	11.9	32.1	23.9	13.6
资本公积	5436	5440	5440	5440	5440	归属于母公司净利润(%)	30.7	22.4	24.8	24.1	13.9
留存收益	2959	4145	5603	7410	9453	获利能力					
归属母公司股东权益	9760	11005	12456	14307	16440	毛利率(%)	35.7	39.4	40.2	41.8	41.9
负债和股东权益	17607	18852	20593	23003	25459	净利率(%)	9.1	10.1	11.5	12.8	13.3
现金流量表(百万元)						ROE(%)	11.3	11.4	13.2	14.1	13.9
经营活动现金流	1012	2357	-57	3598	670	ROIC(%)	9.0	9.0	10.8	11.7	11.7
净利润	1162	1281	1686	2071	2349	偿债能力					
折旧摊销	222	236	225	229	253	资产负债率(%)	41.4	40.5	38.2	36.3	33.8
财务费用	-50	-68	-96	-140	-199	净负债比率(%)	-44.4	(50.5)	(41.5)	(58.8)	-53.8
投资损失	-76	-63	-64	-66	-65	流动比率	2.1	1.9	2.1	2.2	2.4
营运资金变动	-561	641	-1808	1504	-1670	速动比率	1.9	1.7	1.9	2.0	2.2
其他经营现金流	315	330	1	0	1	营运能力					
投资活动现金流	-923	-1121	-252	-260	-260	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	201	281	-9	-3	-28	应收账款周转率	8.0	8.1	8.1	8.1	8.1
长期投资	-1	-807	-100	-99	-98	应付账款周转率	6.4	5.6	5.6	5.6	5.6
其他投资现金流	-723	-1646	-361	-362	-386	每股指标(元)					
筹资活动现金流	1755	-354	-70	-159	-101	每股收益(最新摊薄)	0.77	0.94	1.17	1.46	1.66
短期借款	-294	-311	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	2.20	-0.04	2.61	0.49
长期借款	700	28	-147	-146	(149)	每股净资产(最新摊薄)	7.08	7.99	9.04	10.38	11.93
普通股增加	192	0	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	2318	4	0	0	0	P/E	29.01	23.69	18.99	15.31	13.44
其他筹资现金流	-1161	-74	76	-13	48	P/B	3.14	2.79	2.46	2.14	1.87
现金净增加额	1847	915	-379	3179	309	EV/EBITDA	20.56	17.8	14.3	10.5	9.2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

贾明乐，复旦大学金融学硕士、厦门大学软件工程学士，传媒互联网行业四年研究经验。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	李佳璐 销售经理 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>