



分析师：滕文飞

Tel: 021-53686151

E-mail: tengwenfei@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120025

研究助理：胡纯青

Tel: 021-53686150

E-mail: huchunqing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116120003

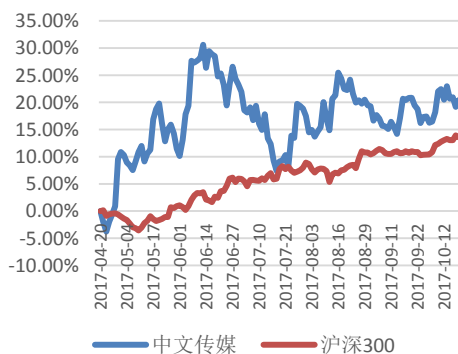
基本数据（截止 2017 年 10 月 19 日）

报告日股价（元）	21.72
12mth A 股价格区间（元）	18.95/26.80
总股本（百万股）	1377.94
无限售 A 股/总股本	93.00%
流通市值（亿元）	278.34
每股净资产（元）	8.35

主要股东（2017H1）

江西省出版集团公司	54.83%
孝昌枫杰投资中心(有限合伙)	4.87%
中国证券金融股份有限公司	3.66%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



费用下降持续释放利润，游戏代理业务有所进展

■ 公司动态事项

公司公布了2017年Q1-Q3主要经营数据，其中出版业务实现收入20.76亿元，同比增长13.98%；发行业务实现收入24.37亿元，同比增长3.37%（未考虑内部抵消）；游戏业务收入30.08亿元，同比减少16.21%，游戏推广费用4.27亿元，同比大幅下降71.59%。

■ 事项点评

游戏成本及推广费用减少，利润持续释放

公司Q1-Q3季度游戏业务实现收入30.08亿元，同比减少16.21%，游戏业务成本与营销费用持续减少，尤其是营销费用减少幅度较大，带动公司游戏业务利润得到大幅释放。扣除推广营销费用后公司游戏业务实现毛利14.60亿元，较去年同期大幅增长127.47%。减少推广费用以释放利润是游戏进入稳定运营周期后的常见策略，公司在大幅缩小营销费用后仍能保证收入减少幅度较小体现了COK具备良好的用户黏性及长线运营潜力。

COK 流水小幅减少，代理《奇迹暖暖》运营渐入正轨

公司拳头产品COK最近四个季度月平均流水分别为3.36亿、2.73亿、2.62亿、2.32亿元，环比分别减少16.89%、4.03%、11.45%。COK月流水持续减少且速度较Q2环比有所加快主要是因为：1、COK上线已经超过3年，已经进入稳定运营期，流水小幅减少属正常现象；2、竞品游戏广告投放力度仍然较大，对COK用户及流水产生一定冲击：COK的主要用户群体为欧美玩家，以美国区为例，根据Sensor Tower公布的9月份Facebook广告投放Top30，同属SLG类型、玩法比较接近的竞品游戏IGG《王国纪元》成为Facebook上广告投放量第七大的应用，在游戏类软件中排名第二，而COK未上榜；3、公司相对有限的营销费用向新游《奇迹暖暖》倾斜：公司取得了经典换装游戏《奇迹暖暖》在欧美地区的代理权，游戏于Q2上线，近期于Facebook等主要互联网广告平台上的广告投放量均大于COK（8月排名35）。公司的海外游戏代理业务卓有成效，《奇迹暖暖》在欧美地区流水呈明显上升态势，并在近期成功跻身美国区iOS畅销榜Top50，预计未来将对公司业绩贡献可观增量。

近期受益《乱世王者》月流水数亿，长期看好大IP长线布局

根据伽马数据测算，《乱世王者》8月上线后，半月即达到约2.6亿元流水，游戏目前维持在iOS畅销榜Top10，月流水有望达到3-4

亿元水平。公司参与《乱世王者》分成，将在一定程度上增厚公司业绩。正所谓慢工出细活，公司储备有《全面战争》、《使命召唤》两款重点游戏 IP，其中《全面战争》已经优化测试数月。在游戏市场整体进入存量博弈的现在，公司对游戏精雕细琢的态度以及丰富的海外市场运营经验，有望助力公司打造新的爆款产品，延续 COK 在海外的辉煌业绩。

传统出版业务收入有所回暖，毛利较稳定

Q1-Q3 公司出版业务收入同比增长 13.98%，毛利率小幅下滑 3.62%，毛利率下滑主要是由于上游纸张价格上涨所致；发行业务收入同比增长 2.48%，毛利率增长 0.56%。若不考虑内部抵消，公司传统业务收入同比增长 8%，毛利同比增长 2.27%，维持稳健增长态势。

■ 盈利预测与估值

我们认为公司存在几大看点：1、COK 稳健运营，持续释放利润；2、持续受益《乱世王者》分成、海外代理游戏流水上升；3、新游戏储备丰富。预计公司 2017、2018、2019 年归属于母公司股东净利润分别为 15.87 亿元、18.94 亿元和 21.24 亿元；EPS 分别为 1.15 元、1.37 元和 1.54 元，对应 PE 为 18.86、15.80 和 14.09 倍，维持“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

新游戏产品推出不及预期；游戏行业竞争加剧；汇率风险

■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12775.84	12776.96	14533.03	15840.63
年增长率	10.12%	0.01%	13.74%	9.00%
归母净利润	1295.36	1586.83	1893.91	2123.66
年增长率	22.44%	22.50%	19.35%	12.13%
每股收益（元）	0.94	1.15	1.37	1.54
PE	23.10	18.86	15.80	14.09

资料来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,519.03	7,121.42	8,603.80	11,550.99
存货	1,022.31	940.72	1,249.84	1,077.30
应收账款及票据	1,567.41	1,823.22	2,383.37	2,202.26
其他	2,291.97	2,834.21	3,052.13	2,986.65
流动资产合计	11,400.72	12,719.56	15,289.14	17,817.21
长期股权投资	574.01	574.01	574.01	574.01
固定资产	1,090.17	1,098.13	1,033.45	886.69
在建工程	375.38	187.69	56.31	0.00
无形资产	939.88	878.00	816.11	754.23
其他	4,471.64	4,438.26	4,419.41	4,419.41
非流动资产合计	7,451.08	7,176.08	6,899.29	6,634.34
资产总计	18,851.80	19,895.65	22,188.43	24,451.55
短期借款	130.59	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	2,820.11	2,854.92	3,083.45	3,406.28
其他	2,984.23	2,799.81	3,201.90	3,279.62
流动负债合计	5,934.92	5,654.73	6,285.36	6,685.90
长期借款和应付债券	727.52	700.00	700.00	700.00
其他	980.25	980.25	980.25	980.25
非流动负债合计	1,707.77	1,680.25	1,680.25	1,680.25
负债合计	7,642.70	7,334.98	7,965.61	8,366.15
少数股东权益	204.05	214.05	224.05	234.05
股东权益合计	11,209.10	12,560.67	14,222.82	16,085.39
负债和股东权益总计	18,851.80	19,895.65	22,188.43	24,451.55

现金流量表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	1,280.99	1,586.83	1,893.91	2,123.66
折旧和摊销	236.34	241.62	257.95	264.95
营运资本变动	256.32	(835.92)	(437.73)	820.76
经营活动现金流	2,357.41	858.69	1,570.80	3,049.36
资本支出	19.59	0.00	0.00	0.00
投资收益	63.09	60.00	60.00	60.00
投资活动现金流	(1,120.64)	60.00	60.00	60.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
负债变化	27.52	(27.52)	0.00	0.00
股息支出	(165.35)	(202.56)	(241.76)	(271.08)
融资活动现金流	(353.87)	(316.30)	(148.42)	(162.17)
净现金流	882.91	602.39	1,482.38	2,947.19

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,775.84	12,776.96	14,533.03	15,840.63
营业成本	7,740.47	7,742.88	8,372.56	9,082.24
营业税金及附加	41.25	41.25	46.92	51.14
营业费用	1,910.93	1,307.64	1,830.56	1,995.26
管理费用	1,652.98	1,981.52	2,253.85	2,456.64
财务费用	(67.77)	(83.84)	(93.32)	(110.00)
资产减值损失	241.95	200.00	200.00	200.00
投资收益	63.09	60.00	60.00	60.00
公允价值变动损益	(4.64)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,314.48	1,647.52	1,982.45	2,225.35
营业外收支净额	55.39	60.11	53.55	56.35
利润总额	1,369.87	1,707.63	2,036.01	2,281.70
所得税	88.88	110.79	132.10	148.04
净利润	1,280.99	1,596.83	1,903.91	2,133.66
少数股东损益	(14.37)	10.00	10.00	10.00
归属母公司股东净利润	1,295.36	1,586.83	1,893.91	2,123.66

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	10.12%	0.01%	13.74%	9.00%
EBITDA 增长率	9.58%	24.06%	18.93%	10.86%
EBIT 增长率	10.81%	25.42%	20.81%	11.97%
净利润增长率	22.44%	22.50%	19.35%	12.13%

毛利率	39.41%	39.40%	42.39%	42.66%
EBITDA/总收入	11.39%	14.13%	14.77%	15.03%
EBIT/总收入	9.76%	12.24%	13.00%	13.35%
净利润率	10.14%	12.42%	13.03%	13.41%
资产负债率	40.54%	36.87%	35.90%	34.22%
流动比率	1.92	2.25	2.43	2.66
速动比率	1.75	2.08	2.23	2.50
总资产回报率 (ROA)	6.80%	8.03%	8.58%	8.73%
净资产收益率 (ROE)	11.77%	12.85%	13.53%	13.40%

EV/营业收入	1.59	1.70	1.39	1.09
EV/EBITDA	13.98	12.03	9.44	7.28
PE	23.10	18.86	15.80	14.09
PB	2.72	2.42	2.14	1.89

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师承诺

滕文飞、胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。