



主业稳定转型坚定，游戏出海龙头团队稳定，现金牛+明星产品多擎齐驱

2018.06.14

强烈推荐

肖明亮(分析师)	叶锐(研究助理)
电话: 020-88832290	020-88836101
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn	yek@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001	A1310117040003

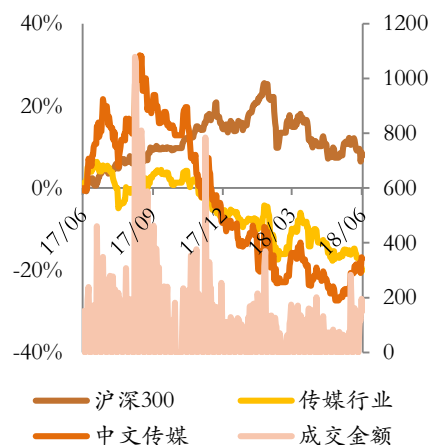
现价:	14.94
目标价:	21.54
股价空间:	44%

投资逻辑:

传媒行业

- **现金牛《COK》流水稳定利润率提升贡献弹性，多款重磅产品 H2 上线驱动成长。**《COK》18 年 Q1 月流水为 1.89 亿元，考虑 SLG 产品具有较长生命周期且产品进入成熟期销售费用大幅减少，全年流水有望维稳利润率提升贡献稳定业绩。多款自研+代理精品游戏驱动后续成长：①研运一体线，公司与暴雪游戏合作的顶级端游 IP 手游《使命召唤》有望在 H2 上线，产品已获暴雪高度认可有望到达下一个《COK》的高度；同时经典端游 IP 手游产品《全面战争》正在做升级调试中，有望于 H2 上线驱动业绩成长。②授权线：公司授权的腾讯研运的 SLG 产品《乱世王者》长期位居 IOS 畅销榜前 5 位，考虑公司授权业务利润率高，分成比例为 5-10%，有望给予稳定业绩贡献。③代理线：公司代理发行的精品游戏包括《奇迹暖暖》（多国畅销榜前十），以及即将于 H2 上线的女性创新玩法游戏《恋与制作人》，同时多款 SLG 老产品流水稳定构建业绩安全垫。
- **上游成本回落图书提价出版主业维持稳定，构建新华发行矩阵 6 大平台完善主业生态。**公司是江西省唯一的文化上市平台，是江西省最大的教材教辅供应商，在 2017 年整体市场销售中位列第七，连续三年进前 10，其中《不一样的卡梅拉》上市以来共计销售 2500 万册成为明星产品。17 年由于纸张成本上升 40%影响公司约 1.5 亿元的利润，后期考虑环保政策影响消化+纸品原材料供应回暖纸张价格有望维稳，同时公司有望通过对下游提价转移风险保持盈利能力。同时公司积极构建书店+在线教育、物流、在线商城等多维度文化教育板块完善主业生态做大做强。
- **智明星通高额现金+股权激励双重绑定，正式挂牌三板完善管理体系。**公司给予智明星通提供高额的现金奖励政策：①董事会特别奖（利润 10%）；②骨干员工绩效奖（利润 15-40%）；③核心管理层奖（超过考核目标部分利润 40%）。同时，公司有望通过实施更广泛的股权激励政策对智明星通管理层做进一步绑定。智明星通正式挂牌新三板，有望不断完善公司管理架构，建立更有效的激励措施稳定核心团队保证公司业绩持续稳定的增长。
- **盈利预测：**我们预计公司 2018-2020 年净利润为 16.9/19.9/22.5 亿元，对应 EPS 为 1.23/1.44/1.64 元/股，对应 PE 为 12/10/9 倍。考虑公司《COK》有望持续贡献稳定利润，多款精品游戏有望于 H2 上线贡献成长，高额奖励政策有望绑定核心团队，出版主业现金牛保持稳定，贸易板块诉讼成功有望冲抵前期减值影响，且 18 年有望通过会计政策修改资产减值影响有望得到消化。结合行业可比公司估值，我们给予公司 18 年 297 亿目标市值，对应仍有 44%的空间。首次覆盖，给予强烈推荐评级。
- **风险提示：**《COK》流水大幅下降；新游戏上线不达预期；纸张成本持续上升。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
中文传媒	14.5	-1.0	-9.5
传媒行业	-3.3	-9.8	-13.6
沪深 300	1.2	-5.3	-6.2

基本资料

总市值(亿元)	218.3
总股本(亿股)	13.8
流通股比例	100.0%
资产负债率	39.5%
大股东	江西省出版集团
大股东持股比例	54.8%



主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	13306.05	14631.25	15977.57	17452.91
同比(%)	4.15%	9.96%	9.20%	9.23%
归属母公司净利润	1451.74	1690.23	1990.12	2253.62
同比(%)	12.07%	16.43%	17.74%	13.24%
毛利率(%)	36.15%	36.63%	37.41%	37.67%
ROE(%)	12.30%	13.01%	13.78%	13.86%
每股收益(元)	1.05	1.23	1.44	1.64
P/E	14.18	12.18	10.34	9.13
P/B	1.68	1.54	1.36	1.21



目录

目录	3
图表目录	4
1. 初识中文传媒	5
1.1 公司介绍：出版发行龙头，发力新业态、投资谋求协同增长	5
1.2 业绩成长稳定，转型坚定成效显著	6
2. 智明星通研运一体深耕海外，立足 SLG 多元产品组合驱动	9
2.1 看行业：海外游戏市场成熟增长稳定，SLG 品类享长生命周期+高付费意愿红利	9
2.1.1 游戏出海龙头，享成熟用户成熟市场成长稳定红利	9
2.1.2 专注 SLG 游戏，享长生命周期+高付费意愿红利	10
2.2 看产品：自主研发+授权运营+出海代理，多业务组合驱动增长	12
2.2.1 自主研发：爆款《COK》稳定贡献流水，2018 多款 IP 新品接力营收	12
2.2.2 授权运营：授权腾讯天美产品模型，分成近为纯利	13
2.2.3 出海代理：代理国内爆款女性向手游，进入女性向游戏黄金赛道	14
2.3 看团队：后对赌时代，强激励政策稳定军心	14
3. 传统主业稳健，图书行情长期看好，出版物类型渠道齐发力	15
3.1 行业层面：纸张成本趋稳定，向下游提价驱动稳定成长	15
3.2 教材教辅增长稳定，一般图书表现亮眼	16
3.3 看渠道：发行稳居第一阵营，新华矩阵+电商标配工程，线上线下融合发展	19
4. 投资逻辑	21
5. 风险提示	22



图表目录

图表 1.	公司业务发展大事件	5
图表 2.	图书出版集团总体经济规模综合评价	5
图表 3.	2017 年中国手游发行商收入 Top10（海外 App Store+Google Play）	5
图表 4.	公司股权结构及主要控股子公司	6
图表 5.	2014-2017 营业总收入与增长情况	6
图表 6.	2014-2017 归母净利润与增长情况	6
图表 7.	2013-2017 公司三项费用率变化情况	7
图表 8.	2013-2017 中文传媒主要业务收入占比	7
图表 9.	中文传媒 2017 主营构成	8
图表 12.	全球游戏市场收入增长	9
图表 17.	2017 年中国 Top100 畅销移动游戏类型分布（ios 平台）	11
图表 18.	智明星通发行多个 SLG 游戏	11
图表 21.	COK 与帝国战争 ARPU	12
图表 22.	《使命召唤》系列销售额（端游）	13
图表 23.	乱世王者上线以来畅销排名一直稳定在前 30	14
图表 24.	《奇迹暖暖》在主要海外市场 App store RPG 畅销榜排行中稳定在前 30	14
图表 25.	智明星通业绩对赌与业绩实现情况	15
图表 26.	2013-2018 纸浆市场价格	15
图表 27.	2005—2015 年单册新书平均定价趋势	16
图表 28.	2017 年整体市场销售出版物市占率排名	16
图表 29.	公司出版业务营业收入及同比增速	17
图表 30.	公司近两年出版业务营收情况	17
图表 33.	百花洲文艺出版社畅销书《摆渡人》	18
图表 36.	总体经济规模综合评价前十的发行集团	19
图表 39.	新华矩阵	20
图表 40.	可比公司估值表	21

1. 初识中文传媒

1.1 公司介绍：出版发行龙头，发力新业态、投资谋求协同增长

传统核心主业+新兴科技业态+资本创新经营，三轮驱动保障业绩。公司于 2010 年上市，初期主营业务涵盖传统出版领域的编、印、发、供全产业链，传统核心主业稳健扎实，是江西唯一的文化上市企业；公司在 2013 年开始发展新兴科技业态，布局互联网游戏、现代物流、物联网技术应用、新媒体、在线教育、数字出版等业务，产业规模逐渐形成并构建公司新的利润增长点。公司于 2014 年收购中国游戏出海龙头智明星通，根据 App Annie 数据，智明星通在 2017 年中国出海全球收入中排名第一，全球排名 23 位；公司传统出版业务与新业态业务形成协同效应，传统 IP 助力影视剧生产、艺术品经营、文化综合体和投融资等新业态业务，2017 年，公司二次进入中国服务业企业 500 强，并连续六届进入财富中国 500 强。

图表1. 公司业务发展大事件



资料来源：公司公告、广证恒生

图表2. 图书出版集团总体经济规模综合评价

综合排名	集团
1	江苏凤凰出版传媒集团
2	湖南出版投资控股集团有限公司
3	江西省出版集团公司
4	中国教育出版传媒集团有限公司
5	湖北长江出版传媒集团有限公司
6	安徽出版集团有限责任公司
7	浙江出版联合集团有限公司
8	河北出版传媒集团有限责任公司
9	中原出版传媒投资控股集团有限公司
10	中国出版集团公司

资料来源：《2016 年新闻出版产业分析报告》，广证恒生

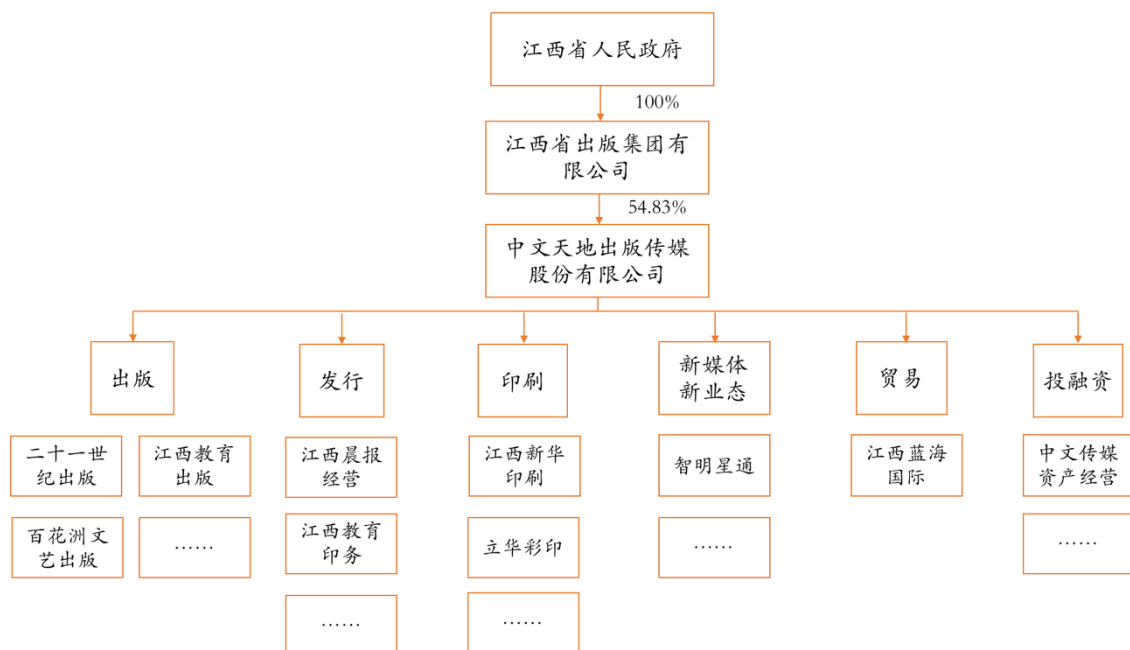
图表3. 2017 年中国手游发行商收入 Top10



资料来源：Sensor Tower、广证恒生 注：（海外 App Store+Google Play）

公司股权结构集中：公司控股股东为江西省出版集团，其直接持股比例为 54.83%。公司的实际控制人为江西省人民政府。公司共拥有 49 家全资和控股子公司，覆盖出版、发行、印刷、新媒体新业态、贸易、投融资六个板块。

图表4. 公司股权结构及主要控股子公司

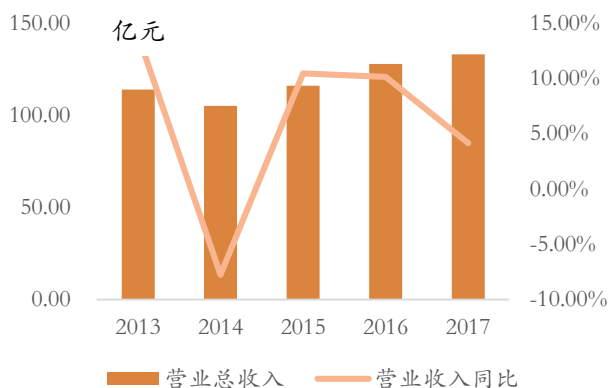


资料来源：公司公告、广证恒生

1.2 业绩成长稳定，转型坚定成效显著

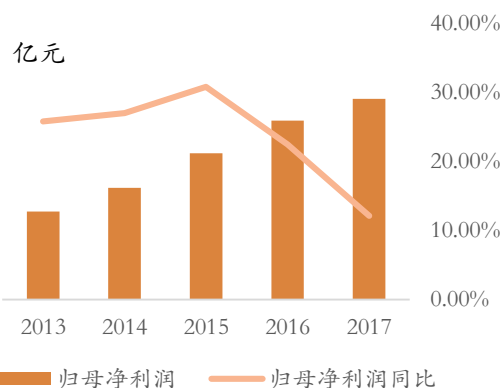
营业收入、归母净利润持续增长。公司 2017 年实现营业收入 133.06 亿元，增长率相比前两年略有回落，但仍保持 4.15% 的增长。2017 年实现归母净利润 14.52 亿，自 2010 年以来连续第 7 年保持正增长，同比增长 12.13%。

图表5. 2014-2017 营业总收入与增长情况



资料来源：Wind，广证恒生

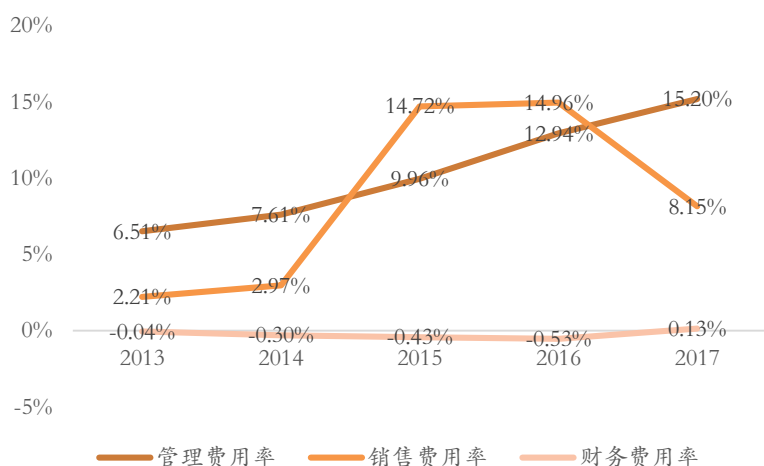
图表6. 2014-2017 归母净利润与增长情况



资料来源：Wind，广证恒生

产品成熟广告投入降低，增强激励管理费用率稳步提升。在三项费用率方面，中文传媒 2017 年销售费用为 10.85 亿，同比下降 43.22%，主要是由于子公司智明星通 COK 逐渐进入成熟期，广告费用减少。2017 年管理费用为 20.22 亿，同比增长 22.26%，管理费用率为 15.20%，近五年来一直保持增长趋势，主要是因为智明星通的研发投入加大以及对用于员工激励的薪酬增多，说明公司越来越重视研发投入和人员激励。财务费用率增长至 0.13%，主要是汇兑损失增加。

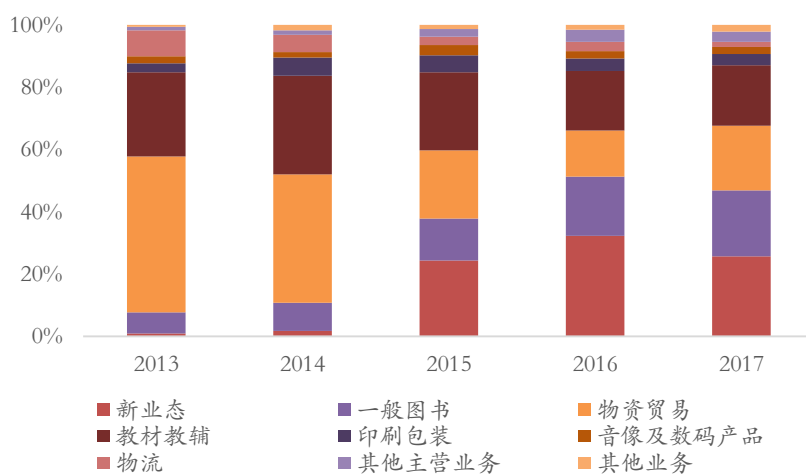
图表7. 2013-2017 公司三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、广证恒生

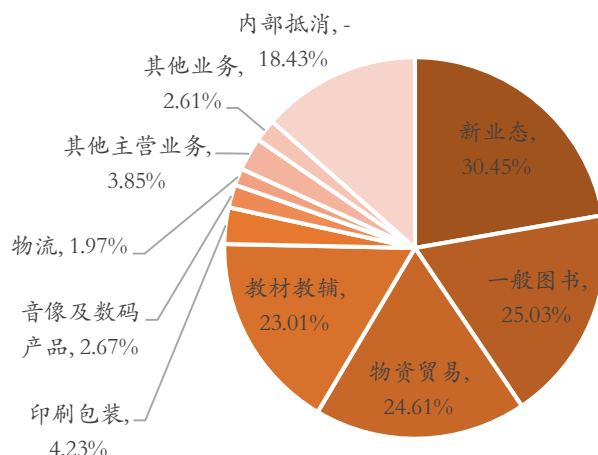
新业态贡献营收 30%，传统业务营收占比收缩：在 133.06 亿元的营业收入中，新业态贡献占比最多，达 30.45%；第二为一般图书贡献 25.03%；物资贸易排名第三贡献 24.61%；教材教辅贡献 23.01%。从 2013-2017 年公司主营业务收入占比变化图可以看出，公司物流贸易等传统业务的营收占比不断减少；新业态、一般图书贡献营收占比逐渐升高，公司产业转型升级效果明显。

图表8. 2013-2017 中文传媒主要业务收入占比



资料来源：Wind、广证恒生

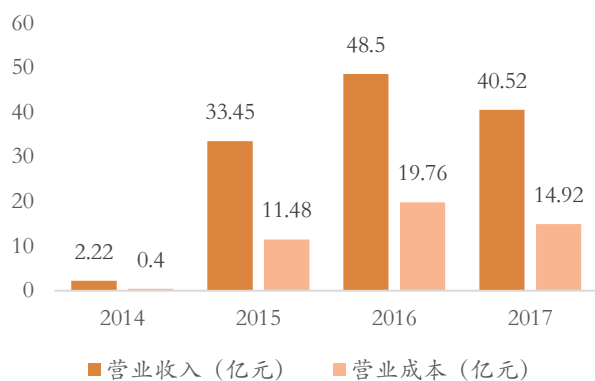
图表9. 中文传媒 2017 主营构成



资料来源：Wind、广证恒生

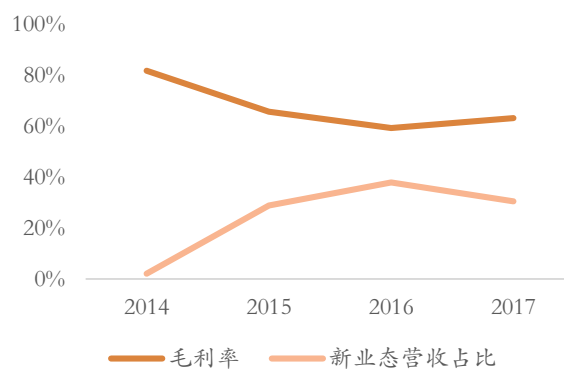
新业态业务毛利率达 63.19%，yoy3.94%，智明星通表现喜人：新业态是指游戏、行云及互联网、影视、艺术品、新媒体等业务。从 2014-2017 新业态数据可以看出，新业态的毛利率较高，营收远超成本。同时，新业态的营业收入占总营收比重总体呈上升趋势，逐渐支撑起中文传媒的营业总收入。新业态毛利率稳定地保持在 60% 以上。新业态的代表智明星通 2017 年实现归母净利润 7.07 亿元，同比增长 19.22%，贡献归母净利润 51.21%；其他业务板块合计实现归母净利润 7.45 亿元，同比增长 6.13%，智明星通的游戏业务已经成为了新的利润增长极。

图表10. 新业态营业收入及营业成本



资料来源：公司年报、广证恒生

图表11. 新业态毛利率变化及总营收占比



资料来源：NewZoo、广证恒生

2. 智明星通研运一体深耕海外，立足 SLG 多元产品

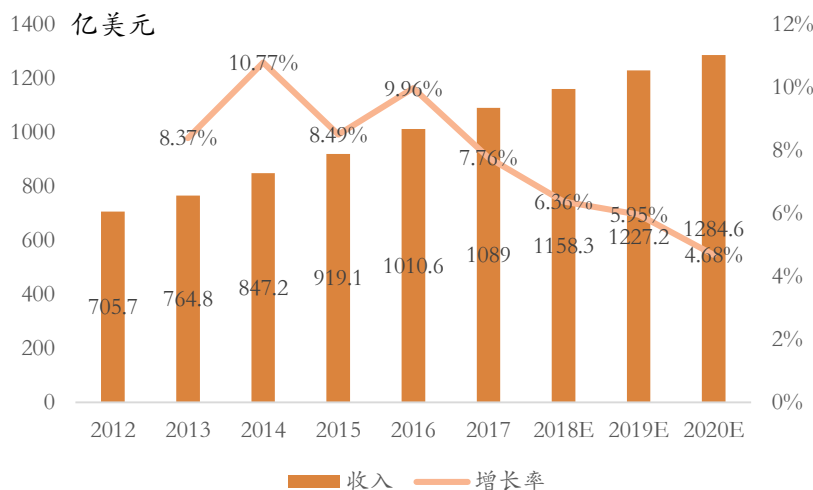
组合驱动

2.1 看行业：海外游戏市场成熟增长稳定，SLG 品类享长生命周期+高付费意愿红利

2.1.1 游戏出海龙头，享成熟用户成熟市场成长稳定红利

未来3年全球游戏市场有近200亿增量：游戏市场体量正在不断增大，根据 Newzoo 的预测，全球游戏收入将从 2017 年 1089 亿美元增长至 2020 年的 1284.6 亿美元。在未来三年内，预计全球游戏市场仍能保持 4% 以上的增长，为公司游戏业务持续提高上升空间。

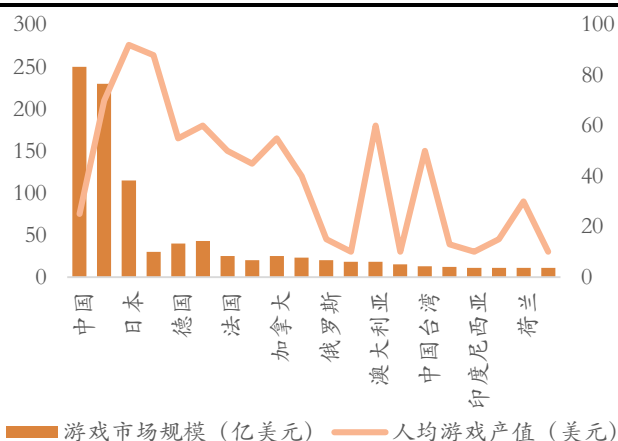
图表12. 全球游戏市场收入增长



资料来源：NewZoo、广证恒生

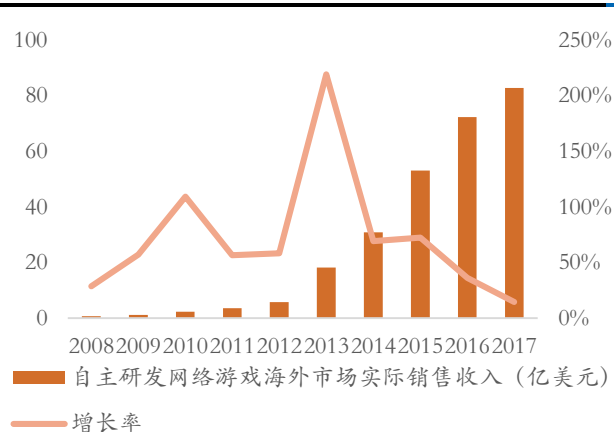
海外市场用户付费意愿高，游戏生命周期长，自研出海市场规模增速高于 14%。从人均游戏产值的角度来说，海外用户的付费习惯要明显优于国内用户，根据 Newzoo 数据，日韩人均游戏产值约为中国的五倍左右，海外游戏市场的人均利润高于国内。此外，相比起国内渠道、流量为王的竞争体系，海外用户更加注重游戏的内容和质量。在全球游戏市场，美、日 2 个地区游戏生命周期最长，分别可以维系平均 17、15 个版本；韩国次之，平均维系 13 个版本；中国最少，平均维系 6 个版本。这就意味着，一个成功的游戏出海后，会获得相对于国内市场更长的收入回报周期，为公司带来长期稳定的收入。根据伽马数据显示，我国自主研发出海成绩不断向好，2017 年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达 82.8 亿美元，同比增长 14.5%。

图表13. 海外成熟市场人均游戏产值远高国内



资料来源: Newzoo、广证恒生

图表14. 海外市场 2017 年收入达 82.8 亿美元



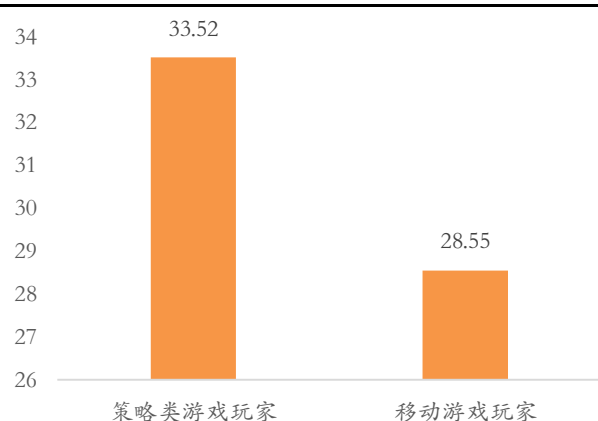
资料来源: 《2017 年中国游戏产业报告》、广证恒生

智明星通覆盖约 150 国家和地区，坐稳出海龙头地位：智明星通的游戏业务主要布局海外，有效地规避了国内游戏市场寡头垄断（腾讯、网易占据 70% 市场）、市场红利消失（中国游戏用户规模增长率逐年降低，2017 年降至 3%）的风险。智明星通依靠手机游戏的产品质量优势、本地化处理技术和优秀的市场推广能力，建立了覆盖北美、亚洲、欧洲、南美约 150 个国家和地区的业务网络。2015 年度、2016 年度、2017 年 1-9 月，公司境外收入比重分别为 95.56%、95.85% 和 93.92%，皆高于 90%。

2.1.2 专注 SLG 游戏，享长生命周期+高付费意愿红利

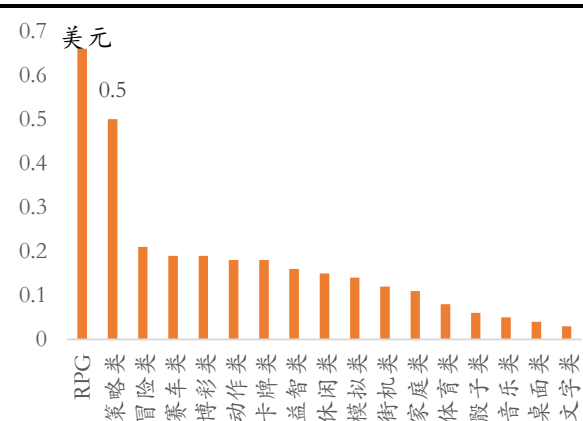
SLG 游戏用户更加忠诚，ARPPU 值远超平均。伽马数据的《策略类移动游戏研究报告》指出策略类移动游戏具有用户活跃度高，用户付费能力强等特点。报告的数据统计显示，在表现用户活跃度的指标上，策略类游戏的日均游戏次数、平均游戏时长在各品类的对比中都处于领先的地位。DataEye 的《2016 年 Q1 SLG 游戏市场报告》中的数据也呈现出相同的观点：在统计区间内，玩家日均游戏次数为 4.92，在各个移动游戏品类的游戏频率中排名最高；游戏时长方面，70% 的策略游戏玩家日均游戏时长大于 30 分钟，总体的平均游戏时长则为 60 分钟。友盟+数据显示，经营策略类游戏用户中有 24.9% 消费处于偏高及以上水平。

图表15. 2016 年游戏玩家平均生命周期 (天)



资料来源: 伽马数据、广证恒生

图表16. 2016 年各类移动游戏 ARPPU 排行榜



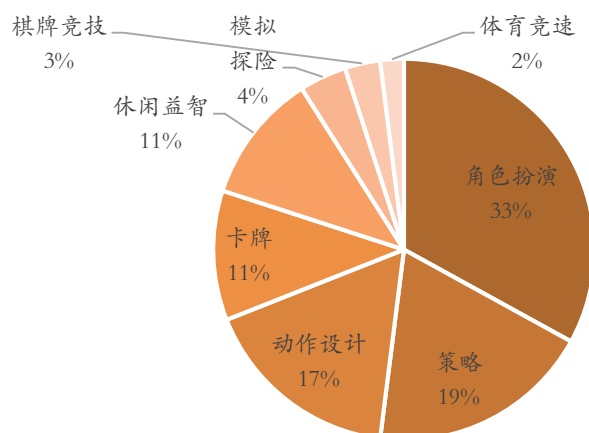
资料来源: SurveyMonkey、广证恒生

SLG 游戏为最畅销游戏品类之一。策略游戏在欧美有比较广泛的受众，不论是 Machine Zone 的典型 SLG 《Game of War》，还是 Supercell 卡通风格的《部落冲突》《海岛奇兵》等都是常年霸占欧美 iOS 畅销榜 Top 10 的代表作。从 Top100 畅销移动游戏类型分布来看，策略类游戏占比 19%，排名第二，是现阶段



段移动游戏行业中获取收入的主要细分市场。

图表17. 2017 年中国 Top100 畅销移动游戏类型分布（ios 平台）



资料来源：Apple Appstore、广证恒生

深耕 SLG 游戏，继续享受 COK 稳定流水+后续 SLG 类游戏收入。SLG 游戏具有研发周期长、前期投入大等特点，目前国内仅有部分大厂有实力进行研发和运营，壁垒较高。智明星通长期深耕 SLG 游戏，在 SLG 游戏研发和发行上都积累了大量的经验，在 SLG 游戏品类中占有优势。

图表18. 智明星通发行多个 SLG 游戏

游戏名称	游戏类型	运营范围	时间	进程	发行方	研发方	游戏IP
战地红警	RPG	全球	2012	已上线	智明星通	智明星通	
悍将三国	SLG	境外	2014	已上线	智明星通	第三方研发	
MR：魔法英雄	SLG	全球	2015	已上线	智明星通	智明星通	
COK：列王的纷争	SLG	全球	2014	已上线	智明星通	智明星通	
AOK：王权争霸	RTS+SLG	全球	2016	已上线	智明星通	智明星通	
AOWE：帝国战争	RPG	全球	2011	已上线	智明星通	智明星通	
列王的纷争：西部大陆	SLG	全球	2017年3月	已上线	智明星通	智明星通	COK续作
乱世王者	SLG	全球	2017年8月	已发布	腾讯	腾讯	
奇迹暖暖：换装女王	RPG	境外	2017年4月	已发布	智明星通	腾讯	
Last Battle Ground: Survival	MOBA	全球	2017年10月	已上线	智明星通	智明星通	
Heros	MOBA	全球	2017年10月	测试	智明星通	智明星通	



Mobile		月					
Total War全面战争	SLG	全球	2018年Q3	测试	智明星通	智明星通&SEGA	全面战争
COD 使命召唤	SLG	全球	2018年10月	测试	智明星通	智明星通&动视暴雪	使命召唤
恋与制作人	RPG	境外	2018下半年		智明星通	苏州叠纸	

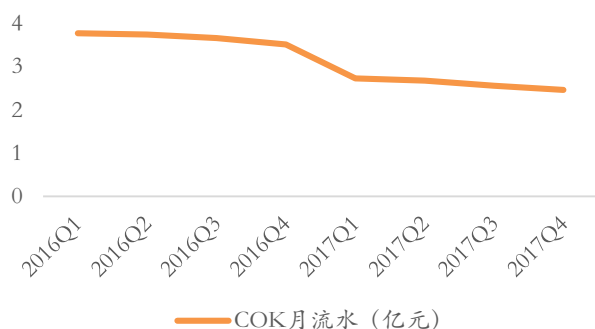
资料来源：公司公告、广证恒生

2.2 看产品：自主研发+授权运营+出海代理，多业务组合驱动增长

2.2.1 自主研发：爆款《COK》稳定贡献流水，2018 多款 IP 新品接力营收

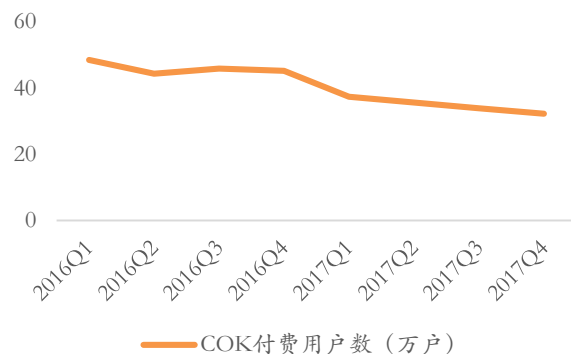
ARPU 与月流水稳定+广告费用降低，《COK》贡献稳定利润：虽然《COK》月流水和付费用户数缓慢下降，但下降速度低于预期。根据 Sensor Tower 统计数据，《COK》2018 年 3 月、4 月在出海手游收入榜上仍排在第 4 位，吸金能力突出。根据公司披露数据，《COK》一季度月均流水 1.89 亿/月。同时，随着《COK》进入成熟期，广告费用降稳定减少，利润率有望提升贡献业绩弹性。

图表19. COK 月充值流水



资料来源：公司公告、广证恒生

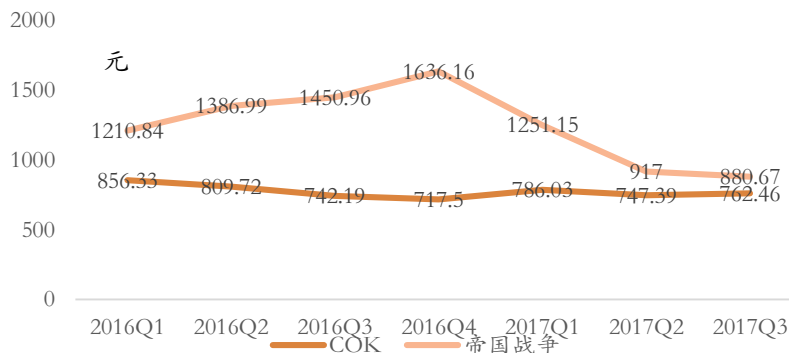
图表20. COK 付费用户数



资料来源：公司公告、广证恒生

《COK》预计至少仍有两年的稳定期：鉴于 SLG 游戏具有用户忠诚度高，付费能力高的特点，参考智明星通 2011 年 12 月发行的另一款爆款 SLG 游戏《帝国战争》，虽然已经进入上线运营的第六年，但仍有大量玩家资深玩家稳定留存，月流水长期稳定在 2,000 万元人民币左右，在用户数量、付费用户数量缓慢下降的情况下仍能维持稳定的收入水平，未呈现明显的衰落趋势，可见《COK》至少还有两年稳定的流水收入。

图表21. COK 与帝国战争 ARPU



资料来源：公司公告、广证恒生



与世界游戏巨头合作，顶级 IP 系列作品《全战》《COD》接力 2018 营收：2016 年 3 月 12 日，智明星通以不低于 900 万美元的价格获得 SEGA EUROPE 旗下《全面战争：王者归来》IP 授权。《全面战争》已经孵化出 12 款系列产品，是知名的世界级 IP，拥有强大的忠实用户基础和变现能力。《全面战争：王者归来》有望于 18 年下半年上线。2017 年 3 月 17 日，智明星通获得海外游戏巨头动视暴雪《Call of Duty：使命召唤》的 IP 授权，有望在 2018 年 10 月上线，智明星通无需支付版权金，游戏研发及推广费用由双方共同承担，游戏流水按照各 50% 比例分成，此次动漫暴雪授权智明星通 IP 是第一次将《使命召唤》手游化的尝试，基于其强大的粉丝基础，有望给公司贡献可观的业绩增量。

图表22. 《使命召唤》系列端游销售额

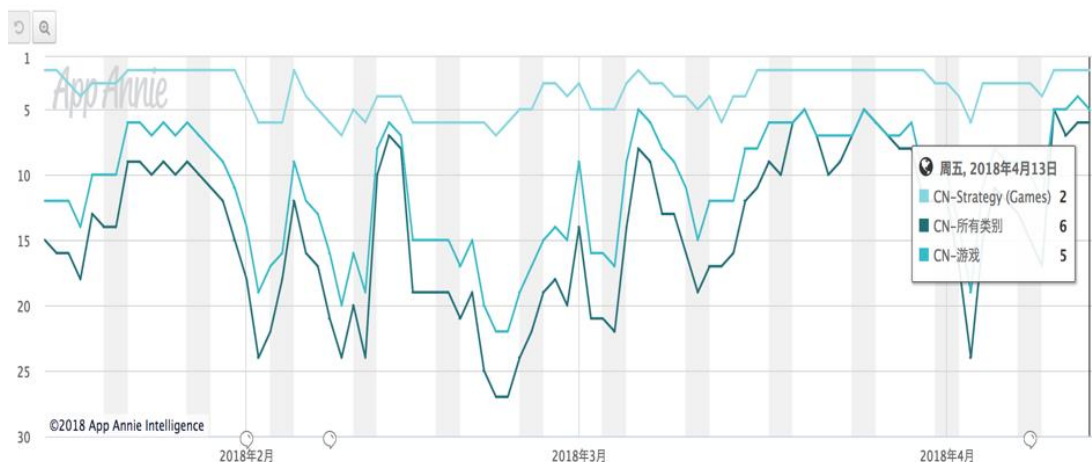
序号	版本	发行时间	售出数量（万套）
1	《使命召唤》	2003年11月	450
2	《使命召唤2》	2005年11月	600
3	《使命召唤3》	2006年11月	730
4	《使命召唤4:现代战争》	2007年11月	1737
5	《使命召唤：战争世界》	2008年11月	1654
6	《使命召唤：现代战争2》	2009年11月	2595
7	《使命召唤：黑色行动》	2010年11月	2927
8	《使命召唤：现代战争3》	2011年11月	3033
9	《使命召唤：黑色行动2》	2012年11月	2467
10	《使命召唤：幽灵》	2013年11月	2600
11	《使命召唤：高级战争》	2014年11月	2000
12	《使命召唤12:黑色行动3》	2015年11月	两个月销售1906万，三天销售额突破5.5亿美元
13	《使命召唤：无限战争》	2016年11月	2016年全球销量榜首，美国首周销量180万美元
14	《使命召唤：二战》	2017年11月	2个月全球销售额超10亿美元

资料来源：公司公告、广证恒生

2.2.2 授权运营：授权腾讯天美产品模型，分成近为纯利

借力腾讯流量+王牌工作室，《乱世王者》流水分成持续走高：公司授权腾讯天美工作室《乱世王者》的产品模型，参与流水分成约 5%~10%。天美工作室推出了腾讯多款现象级产品，如《天天酷跑》、《王者荣耀》等。《乱世王者》已于 2017 年 8 月 16 日正式上线，作为腾讯首款 SLG 游戏，上线一周即位列畅销榜第三。我们预计《乱世王者》月流水在 4 亿元左右，考虑到 SLG 游戏的生命周期较长，其流水峰值一般出现在产品上线的几个月后甚至一年，预计 2018 年《乱世王者》平均流水将持续走高，达到 4~5 亿元。根据 5%~10% 的分成比例，预计《乱世王者》18 年将贡献 2.5~5 亿元净利润。

图表23. 乱世王者上线以来畅销排名一直稳定在前30

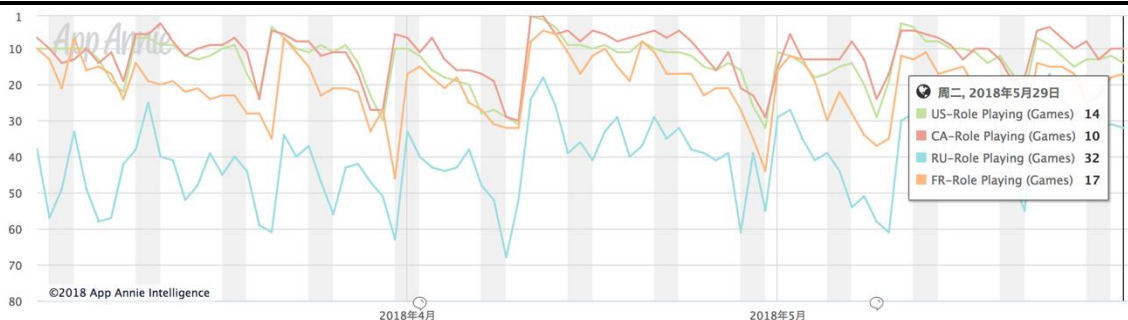


资料来源：Appannie、广证恒生

2.2.3 出海代理：代理国内爆款女性向手游，进入女性向游戏黄金赛道

发力女性向新品类游戏，出海代理挖掘国外市场红利： 垂直细分领域差异化是趋势，女性向游戏市场市场空间广阔。（1）从付费意愿和用户忠诚度看，根据Flurry数据，女性玩家平均比男性玩家多消费31%用于内购；同时在游戏长度上长于男性玩家35%，7天重玩率（针对某款特定游戏）比男性玩家多42%。（2）从玩家比例上看，美国女性玩家比例为62%，海外女性向游戏更加成熟。2017年3月，公司开始代理《奇迹暖暖》，在美国、加拿大等地区维持在IOS游戏畅销榜前30名。经过一段时间的培养，《奇迹暖暖》流水不断增强，根据最新公司调研结果，《奇迹暖暖》4月月流水接近6000万元，公司目标2018年实现1亿元月流水，预计18年贡献8000万元~1亿元净利润。基于《奇迹暖暖》的成功代理经验，2018年2月，公司获得《恋与制作人》在中国大陆、日本等多个国家及地区的7年独家代理运营权，预计最快将会在第三季度上线，预计平均月流水0.5亿元，运营半年后预计将会为公司贡献3亿流水。

图表24. 《奇迹暖暖》在主要海外市场 App store RPG 畅销榜排行中稳定在前30

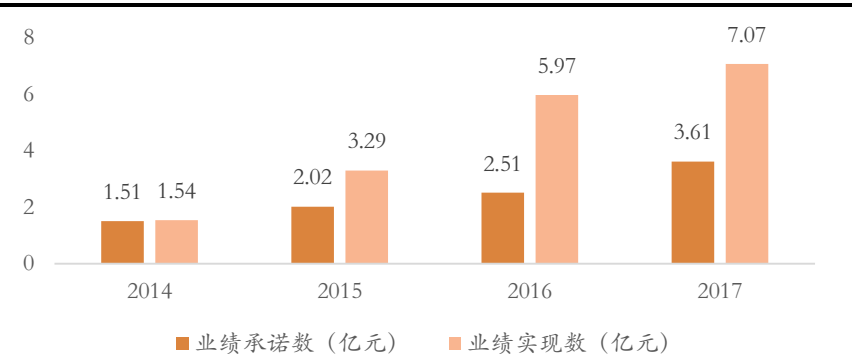


资料来源：Appannie、广证恒生

2.3 看团队：后对赌时代，强激励政策稳定军心

智明星通连续3年大幅超额完成对赌，考核激励并进稳健业绩。 公司收购智明星通100%的股份并与其签订了为期3年的对赌合约，2017年对赌协议到期，外界开始担心智明星通的持续发展能力。公司以智明星通2014-2016年3年归母净利润的平均值3.61亿元作为2017年的业绩考核基数，今年智明星通依旧大幅超额完成了目标任务，全年实现收入39.79亿元，合并层面实现归母净利润7.07亿元，对公司利润净贡献同比增长40.30%。在未来，智明星通2018-2020年业绩考核基数分别为4.08亿元、4.61亿元、5.21亿元（cagr13%）。

图表25. 智明星通业绩对赌与业绩实现情况



资料来源：公司公告、广证恒生

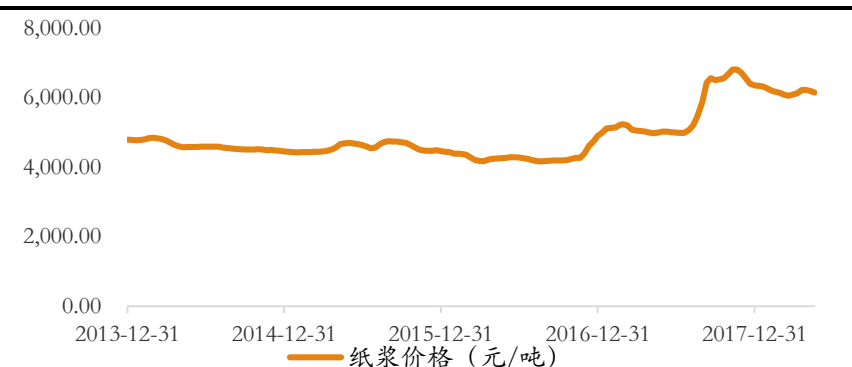
后对赌时代，高额现金奖+股权激励双重绑定。1) 智明星通按照利润总额的 15%-40% 集体绩效工资，用于骨干员工的激励。2) 智明星通还对业绩考核归母净利润指标中超出部分计提不超过 40% 对超额业绩奖励，用于对核心经营管理层的激励。3) 此外，董事会还将进行特别奖励，约占利润总额的 10%。2017 年公司应付职工薪酬达到 10.86 亿元，同比增长 49.1%，主要是用于子公司智明星通计提绩效奖金。强有力的激励政策保证智明星通员工的积极性，保持游戏业务的强势发展。另外，公司有望在中文传媒集团层面及智明星通层面给予核心团队股权激励，同时智明星通将在 2018 年 6 月 15 日正式于全国股转系统挂牌公开转让，有望通过挂牌三板不断梳理公司管理机制，为给予更好的管理以及激励机制做准备。通过强有力的绩效激励和股权激励方案，双重激励可以有效稳定军心绑定核心团队。

3.传统主业稳健，图书行情长期看好，出版物类型渠道齐发力

3.1 行业层面：纸张成本趋稳定，向下游提价驱动稳定成长

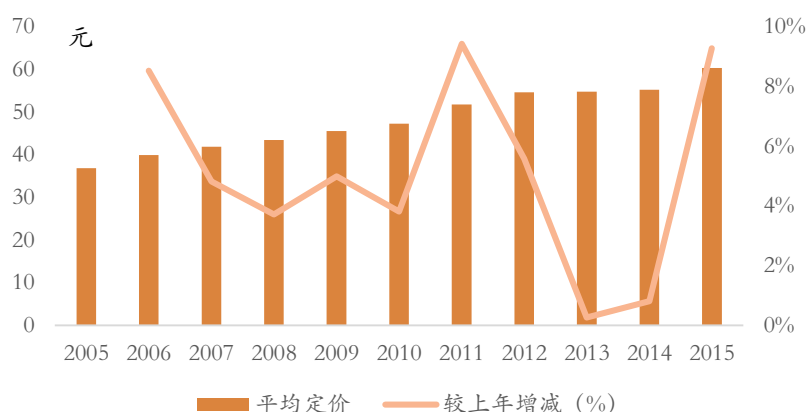
看短期：纸张价格回调+向下游提价，未来图书利润有望释放。受纸张价格大幅上涨影响，从 2016 年开始，传统出版行业营收遭到一定打击，营业收入同比增速不断下滑。根据调研，公司受纸张成本价格影响净利润降低约 1 个亿。但由于环保政策趋于稳定，影响已消化，上游纸浆供应恢复，纸张价格在 2017 年后逐渐趋于平稳，预计在 2018 年整个出版行业营收将会有所回暖。再加上公司拟于 18 年三季度提价应对纸张成本，2018 年纸张成本影响幅度将下降至 5000 万元。

图表26. 2013-2018 纸浆市场价格



资料来源：wind、广证恒生

看长期：图书均价上扬提高图书企业营收；人均图书消费占比上升支撑图书市场增量空间：根据新观察报报道，2005-2015 年我国单册新书定价呈逐年上涨态势，2005 年平均定价为 36.75 元，2015 年平均定价为 60.26 元，涨额约 23 元，年均增幅约 5.1%。结合我国居民物价指数、居民可支配收入不断提升的趋势，我国未来的图书均价有望继续稳定上升，持续支撑公司图书业务营收。图书本质上是文化消费品，取决于居民的可支配收入。根据图书零售码洋等数据测算，目前国内图书消费支出占国民消费性支出的比重为 0.22%，约为美国 20 世纪 70-80 年代的水平。2017 年中国人均 GDP 为 8836 美元，与美国 1975 年人均 GDP 水平相当，参照美国图书消费支出变化趋势，国内的图书消费支出占比还有 7% 的增量空间。

图表27. 2005—2015 年单册新书平均定价趋势


资料来源：新观察、广证恒生

3.2 教材教辅增长稳定，一般图书表现亮眼

公司为出版第一梯队，营业收入有望持续增长：公司的出版社在 2017 年表现良好，旗下出版社总体经济规模综合评价排名不断上升。根据开卷公司数据，中文传媒 2017 年在整体市场销售中出版物占有率排名全国第七，连续第三年跻身排行榜前十。

图表28. 2017 年整体市场销售出版物市占率排名

本期排名	出版单位	码洋占有率	动销品种数	新书品种数	动销品种占有率	动销品种排名	出版效率	销售册数占有率	销售册数排名
1	中国出版集团	6.91%	79674	7544	4.21%	1	1.64	5.32%	1
2	吉林出版集团	3.22%	69685	6461	3.68%	2	0.87	4.24%	2
3	凤凰出版传媒集团有限公司	3.20%	54393	6852	2.87%	3	1.11	3.68%	4
4	中南出版传媒集团股份有限公司	3.13%	29277	3417	1.55%	9	2.03	3.05%	7
5	中国工信出版传媒集团有限责任公司	2.84%	47771	5304	2.52%	5	1.13	2.20%	10
6	长江出版传媒股份有限公司	2.75%	30220	3181	1.60%	8	1.72	3.84%	3
7	中文天地出版传媒股份有限公司	2.60%	24522	3701	1.30%	11	2.01	3.35%	5
8	浙江出版联合集团	2.54%	23177	3241	1.22%	14	2.08	3.29%	6
9	上海世纪出版股份	2.12%	53045	4469	2.80%	4	0.76	1.71%	12

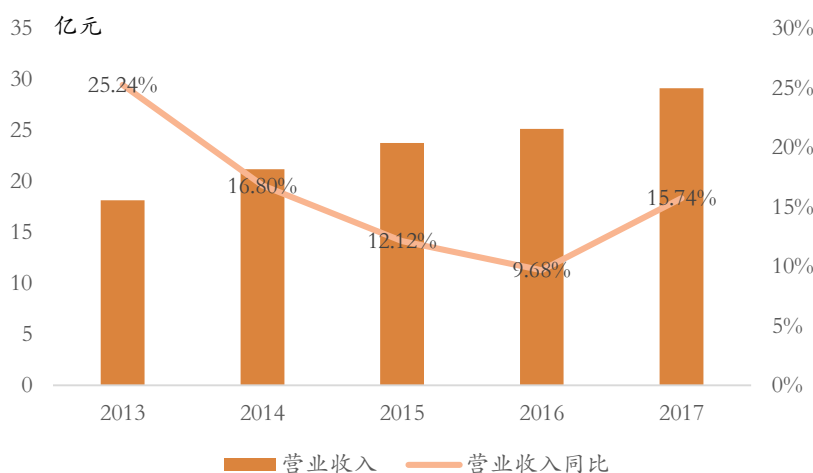


有限公司									
10	时代出版传媒股份 有限公司	1.96%	27179	2524	1.44%	10	1.37	2.21%	9

资料来源：开卷信息、广证恒生

2017 年中文传媒传统主业出版业务实现了 29.11 亿的营业收入，同比增长 15.74%。公司 2017 年出版的图书当中，年销量在 5 万册以上的图书达 287 种，同比增长 47.18%；年销量 10 万册以上的图书有 138 种，同比增长 68.29%。公司近几年出版业务的强势发展受益于前几年“精品出版、精细出版、精准出版”的 10+N 工程。

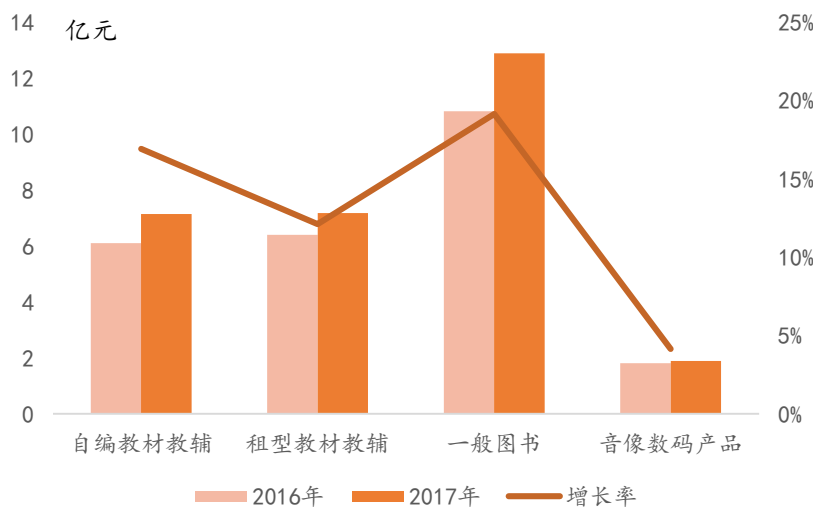
图表29. 公司出版业务营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、广证恒生

公司出版业务结构：中文传媒的出版业务包括自编教材教辅、租型教材教辅、一般图书和音像数码产品。其中一般图书销售量最高，达 15922 万册，且增速达到 19.23%，贡献 12.89 亿元营业收入；自编教材教辅增长率次之，达 13.38%，贡献 7.14 亿元营业收入。一般图书和自编教材教辅支撑起中文传媒出版业务销售量的主要增速，2017 年出版业务实现销售量 10.63% 的增长。

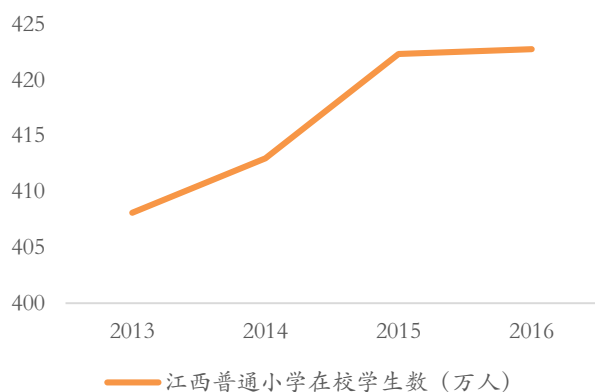
图表30. 公司近两年出版业务营收情况



资料来源：公司公告、广证恒生

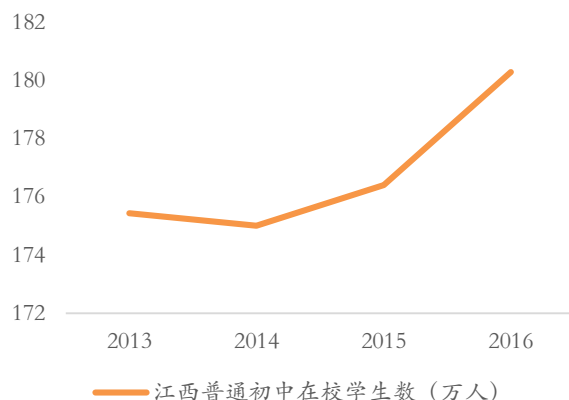
教材市场需求潜力大，公司为江西免费教科书唯一供应方：2017 年，公司把握发展机会，进一步巩固教材经营基础。公司与江西省教育厅签订了三年单一来源教材采购合同，成为免费教科书唯一供应方，合同金额为 20.25 亿元；同时公司取得了人民教育出版社、人民音乐出版社、中国地图出版社、星球地图出版社等 11 家出版社的教材教辅产品在江西省的独家代理权，进一步巩固和扩大教材教辅市场份额。2017 年，由教辅公司总代理的本版教辅实现销售码洋达 10.33 亿元，较 2016 年的 9.89 亿元增加了 0.44 亿元，增长 5%。同时，江西省普通小学和普通初中在校学生数都呈上升趋势，预计未来 3 年内，公司将持续受益于单一来源教材采购合同和教材教辅独家代理权，教材教辅营收进一步提高。除了在本省积极推广本版教辅，公司还不断加强对省外市场的开拓，在河南、山西、湖南、河北等省开拓了新业务，形成教材教辅护城河。

图表31. 江西省普通小学在校学生数



资料来源：国家统计局、广证恒生

图表32. 江西省普通初中在校学生数



资料来源：开卷信息、广证恒生

一般图书表现亮眼，深耕少儿文艺市场：公司旗下专注文艺类出版物的百花洲文艺出版社在 2017 中国图书“海外馆藏影响最广的中文图书排行榜”以 225 种图书在全国近 600 家出版社中强势挺进 30 强，排名第 27 位。其发行的《摆渡人》上市以来累计销量突破 550 万册，成为公司的主打产品。

图表33. 百花洲文艺出版社畅销书《摆渡人》

¥18.00 定价：¥36.00 (5折) 摆渡人（如果命运是一条孤独的路，畅销欧美33个国家，荣获多项图书大奖） ★★★★★ 696755条评论	¥21.40 定价：¥42.80 (5折) 摆渡人2：重返荒原（每一个镌刻着爱的百万畅销心灵治愈小说《摆渡人》） ★★★★★ 29740条评论
---	---

资料来源：当当网、广证恒生

公司旗下专注于少儿类出版物的二十一世纪出版社集团 2016 年市场表现强劲。据开卷数据显示，2016 年二十一世纪出版社集团整体零售市场码洋占有率 1.37%，整体零售市场综合排名第九位，少儿细

分市场综合排名第一，是进入领先出版社前十位当中唯一一家少儿出版社。在少儿细分市场市场占有率5.17%，领先第二位浙少社0.42个百分点。网店销售排名位列全国第七位，少儿类第一。旗下出版作品《不一样的卡梅拉》套书上市以来累计销量突破2,200万册，受到广泛好评，成为出版社的明星产品。

图表34. 2016年领先出版社排名

排名	出版社
1	北京联合出版有限公司
2	中信出版集团股份有限公司
3	机械工业出版社
4	吉林出版集团股份有限公司
5	商务印书馆有限公司
6	外语教学与研究社有限责任公司
7	湖南文艺出版社有限责任公司
8	世界图书出版有限公司
9	二十一世纪出版社有限责任公司
10	人民邮电出版社

资料来源：开卷信息、广证恒生

图表35. 《不一样的卡梅拉》广受好评


¥84.00 定价：¥120.00 (7折)

不一样的卡梅拉绘本（1-12册）

读不一样的卡梅拉，成就与众不同的

★★★★★ 356473条评论

资料来源：当当网、广证恒生

3.3 看渠道：发行稳居第一阵营，新华矩阵+电商标配工程，线上线下融合发展

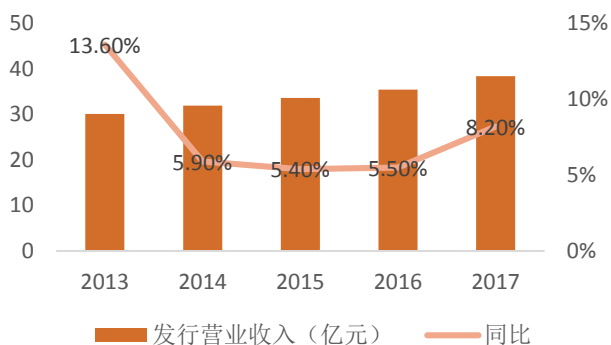
公司发行业务连续四年稳居国内同业前十，毛利率保持增长：江西新华发行集团总体经济规模位列全国第五，经济效益位居全国第三。公司发行业务一直保持稳健增长，2017年公司发行业务实现销售码洋42.96亿元，同比增长13.26%；营业收入达38.37亿元，同比增长8.17%；发行业务毛利率自2013年一直保持增长，2017年达37.32%。

图表36. 总体经济规模综合评价前十的发行集团

综合排名	集团
1	安徽新华发行集团
2	四川新华发行集团
3	湖南省新化书店有限责任公司
4	浙江省新华书店集团有限公司
5	江西新华发行集团有限公司
6	山东新华书店集团有限公司
7	河北新华书店有限责任公司
8	河南新华书店发行集团
9	重庆新华书店集团公司
10	上海新华发行集团有限公司

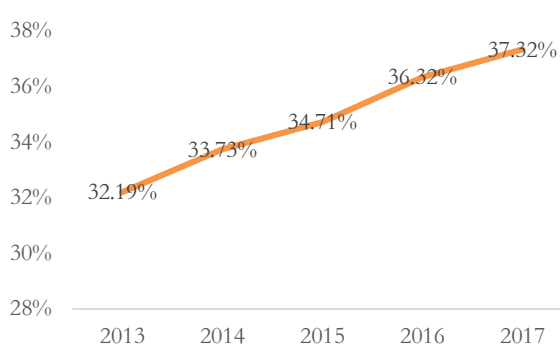
资料来源：《2016年新闻出版产业分析报告》，广证恒生

图表37. 发行营业收入及增速



资料来源：公司年报、广证恒生

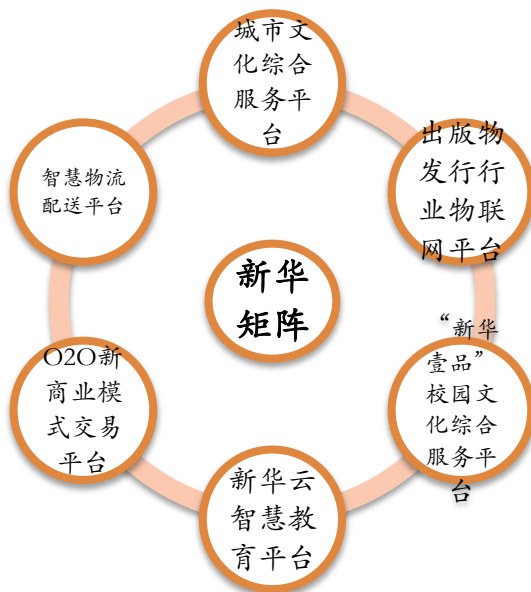
图表38. 发行业务毛利率变化



资料来源：公司年报、广证恒生

新华矩阵+互联网平台，传统产业转型升级成效显著：公司积极布局新华矩阵，进一步发挥发行板块压舱石的作用，重构线下渠道场景，打造“书店+在线教育”，“书店+科技物流”，“书店+院线”，“书店+文化餐饮”等多维度消费情景，持续推动线下渠道流量聚合能力，促进产业升级。其中教育装备业务实现销售收入1.79亿元，较上年同期增长5.19%，毛利润741万元，增长39.81%；文创产品经营中自主研发的“润之墨”书法系列，实现销售码洋1200多万元，较上年增长52%；新华云智慧教育平台通过完善产品体系、推出自研数字教辅、加强市场拓展等举措，落地南昌市等20多个区县，实现销售收入2500万元。

图表39. 新华矩阵



资料来源：公司公告、广证恒生

积极搭建互联网营销平台助力销售：公司通过“电商标配工程”，继续增量销售码洋。在2017年，公司旗下全资图书出版社全年电商销售码洋达7.86亿元，较上年增长38.38%。仅在“双十一”期间，公司旗下出版社全网电商销售码洋就达1.06亿元，同比增长24.41%。开卷信息显示，中文传媒网店码洋占有率在2017年整体市场销售中排名第六，为2.79%。



4.投资逻辑

- **现金牛《COK》流水稳定利润率提升贡献弹性，多款重磅产品 H2 上线驱动成长。**《COK》18 年 Q1 月流水为 1.89 亿元，考虑 SLG 产品具有较长生命周期且产品进入成熟期销售费用大幅减少，全年流水有望维稳利润率提升贡献稳定业绩。多款自研+代理精品游戏驱动后续成长：①研运一体线，公司与暴雪游戏合作的顶级端游 IP 手游《使命召唤》有望在 H2 上线，产品以获暴雪高度认可有望到达下一个《COK》的高度；同时经典端游 IP 手游产品《全面战争》正在做升级调试中，有望于 H2 上线驱动业绩成长。②授权线：公司授权的腾讯研运的 SLG 产品《乱世王者》长期位居 IOS 畅销榜前 5 位，考虑公司授权业务利润率高，授权比例为 5-10%，有望给予稳定业绩贡献。③代理线：公司代理发行的精品游戏包括《奇迹暖暖》（多国畅销榜前十），以及即将于 H2 上线的女性创新玩法游戏《恋与制作人》，同时多款 SLG 老产品流水稳定构建业绩安全垫。
- **上游成本回落图书提价出版主业维持稳定，构建新华发行矩阵 6 大平台完善主业生态。**公司是江西省唯一的文化上市平台，是江西省最大的教材教辅供应商，在 2017 年整体市场销售中位列第七，连续三年进前 10，其中《不一样的卡梅拉》上市以来共计销售 2500 万册成为明星产品。17 年由于纸张成本上升 40%影响公司约 1.5 亿元的利润，后期考虑环保政策影响消化+纸品原材料供应回暖纸张价格有望维稳，同时公司有望通过对下游提价转移风险保持盈利能力。同时公司积极构建书店+在线教育、物流、在线商城等多维度文化教育板块完善主业生态做大做强。
- **智明星通高额现金+股权激励双重绑定，拟挂牌三板完善管理体系。**公司给予智明星通提供高额的现金奖励政策：①董事会特别奖（利润 10%）；②骨干员工绩效奖（利润 15-40%）；③核心管理层奖（超过考核目标部分利润 40%）。同时，公司有望通过实施更广泛的股权激励政策对智明星通管理层做进一步绑定。智明星通正式挂牌新三板，有望不断完善公司管理架构，建立更有效的激励措施稳定核心团队保证公司业绩持续稳定的增长。
- **盈利预测：**我们预计公司 2018-2020 年净利润为 16.9/19.9/22.5 亿元，其中主业 8.1（YOY8%），游戏 8.8（YOY25%），对应 EPS 为 1.23/1.44/1.64 元/股，对应 PE 为 12/10/9 倍。考虑公司《COK》有望持续贡献稳定利润，多款精品游戏有望于 H2 上线贡献成长，高额奖励政策有望绑定核心团队，出版主业现金牛保持稳定，贸易板块诉讼成功有望冲抵前期减值影响，且 18 年有望通过会计政策修改资产减值影响有望得到消化。结合行业可比公司估值，我们给予公司主业 15 倍 PE，游戏 20 倍 PE，18 年 297 亿目标市值，对应仍有 44%的空间。首次覆盖，给予强烈推荐评级。

图表40. 可比公司估值表

股票代码	股票简称	市值	PE (TTM)	PE2018	PE2019
601900	南方传媒	97.11	14.54	13.37	11.58
601098	中南传媒	251.08	17.63	15.64	14.48
601801	皖新传媒	178.03	15.48	13.67	12.80
出版可比公司平均估值				14.23	12.95
002624	完美世界	408.21	31.30	25.24	20.48
002174	游族网络	201.42	28.09	17.44	13.46
002555	三七互娱	403.42	17.79	14.11	11.76
300031	宝通科技	59.12	21.77	17.17	14.18
游戏可比公司平均估值				18.49	14.97

资料来源：Wind，广证恒生



5.风险提示

- 《COK》流水大幅下降；
- 《全面战争》、《使命召唤》、《恋与制作人》未能如期上线；
- 纸张成本继续上升，图书未能如期提价



盈利预测模型：

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	12990	14903	16723	19387	营业收入	13306	14631	15978	17453
现金	6118	9297	10453	12513	营业成本	8496	9271	10000	10879
应收账款	1435	1510	1686	1822	营业税金及附加	45	43	51	55
其它应收款	224	246	269	294	营业费用	1085	1390	1518	1658
预付账款	1397	1525	1645	1789	管理费用	2023	2224	2429	2618
存货	1054	1038	1046	1042	财务费用	18	-27	-57	-80
其他	2762	1286	1624	1927	资产减值损失	259	80	80	80
非流动资产	7491	6894	7124	6860	公允价值变动收益	-13	-3	-7	-7
长期投资	800	687	743	715	投资净收益	118	90	104	97
固定资产	1363	1373	1358	1333	营业利润	1545	1737	2055	2333
无形资产	873	818	733	646	营业外收入	46	90	84	80
其他	4454	4016	4290	4166	营业外支出	93	83	85	87
资产总计	20481	21797	23847	26247	利润总额	1499	1745	2054	2326
流动负债	7047	7163	7519	7988	所得税	47	54	64	72
短期借款	880	900	950	950	净利润	1452	1691	1990	2254
应付账款	1376	1534	1664	1823	少数股东损益	0	0	0	0
其他	4791	4730	4906	5215	归属母公司净利润	1452	1690	1990	2254
非流动负债	1041	1052	1031	1039	EBITDA	1711	1970	2271	2540
长期借款	27	26	25	24	EPS（摊薄）	1.05	1.23	1.44	1.64
其他	1015	1026	1007	1016					
负债合计	8088	8215	8551	9028	主要财务比率				
少数股东权益	199	199	200	200	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	1378	1378	1378	1378	成长能力				
资本公积	5436	5436	5436	5436	营业收入增长率	4.2%	10.0%	9.2%	9.2%
留存收益	5429	6568	8283	10206	营业利润增长率	17.6%	12.4%	18.3%	13.5%
归属母公司股东权益	12243	13382	15097	17020	归属于母公司净利润增长率	12.1%	16.4%	17.7%	13.2%
负债和股东权益	20481	21797	23847	26247	获利能力				
					毛利率	36.2%	36.6%	37.4%	37.7%
现金流量表					净利率	10.9%	11.6%	12.5%	12.9%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	12.3%	13.0%	13.8%	13.9%
经营活动现金流	1411	3897	1573	2207	ROIC	10.0%	11.2%	11.6%	11.6%
净利润	1452	1690	1990	2254	偿债能力				
折旧摊销	250	252	274	294	资产负债率	39.5%	37.7%	35.9%	34.4%
财务费用	18	-27	-57	-80	净负债比率	19.87%	14.11%	15.04%	15.38%
投资损失	-118	-90	-104	-97	流动比率	1.84	2.08	2.22	2.43
营运资金变动	-427	1878	-431	-201	速动比率	1.69	1.94	2.08	2.30
其它	235	195	-99	38	营运能力				
投资活动现金流	-2519	258	-324	-1	总资产周转率	0.68	0.69	0.70	0.70
资本支出	-165	-150	-172	-167	应收账款周转率	9.88	9.93	10.00	9.95
长期投资	2278	387	-273	81	应付账款周转率	6.22	6.37	6.26	6.24
其他	-4632	20	120	86	每股指标（元）				
筹资活动现金流	572	-975	-92	-147	每股收益（最新摊薄）	1.05	1.23	1.44	1.64
短期借款	750	20	50	0	每股经营现金流（最新摊薄）	1.02	2.83	1.14	1.60
长期借款	-1	-1	-1	-1	每股净资产（最新摊薄）	8.89	9.71	10.96	12.35
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积金增加	-4	0	0	0	P/E	14.18	12.18	10.34	9.13
其他	-173	-994	-141	-146	P/B	1.68	1.54	1.36	1.21
现金净增加额	-537	3179	1156	2060	EV/EBITDA	-0.38	6.60	5.27	3.95



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电话：020-88836132, 020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。

元