



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

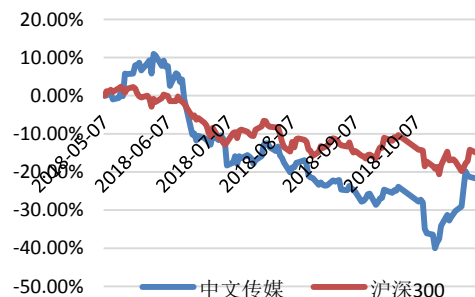
基本数据（截止 2018 年 11 月 6 日）

报告日股价（元）	11.23
12mth A 股价格区间（元）	8.45/21.51
总股本（百万股）	1377.94
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	154.74
每股净资产（元）	9.31

主要股东（2018Q3）

江西省出版集团公司	54.83%
厦门枫沐科技合伙企业(有限合伙)	5.02%
中国证券金融股份有限公司	3.58%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



传统主业稳中有升，关注新游进展

■ 公司动态事项

- 1、公司公布了2018年三季报，Q1-Q3公司实现营收89.88亿元，同比减少0.02%；实现归母净利润12.07亿元，同比增长9.56%。
- 2、公司计划以集中竞价方式回购股份，回购的总金额不低于1.5亿元且不超过6亿元，回购价格为不超过15元/股，回购期限为自股东大会审议通过之日起不超过6个月。

■ 事项点评

Q3 主营业务表现平稳，金融资产减值影响利润增长

公司 Q3 单季度实现营收 29.81 亿元，同比减少 0.60%，环比减少 5.57%；实现归母净利润 3.55 亿元，同比增长 15.65%，环比减少 11.63%。公司营收基本保持平稳，净利润同比增速高于营收主要是因为游戏推广费用大幅降低及汇兑收益较去年有所提升所致。净利润环比降低主要是本季度确认了较多的金融资产减值且投资收益较上一季度减少。

传统业务稳中有升，Q3 收入环比增长明显

根据公司发布的 Q3 主要经营数据，公司传统业务（图书出版、发行）Q3 实现营收 16.27 亿元，同比增长 4.7%，环比增长 16.7%。我们认为，公司传统业务 Q3 收入环比增长主要是秋季教材教辅业务量较大以及新增增值税优惠政策落地后图书出版行业景气度有所回升所致。公司传统业务整体经营情况良好，在图书零售市场的市场占有率稳中有升，全国排名上升至全国第七。

海外游戏代理表现出色，游戏业务收入有望触底回升

互联网游戏业务 Q3 实现收入 7.87 亿元，同比减少 13.0%，环比减少 0.6%。收入同比下滑主要是拳头游戏 Cok 进入成熟期流水自然下滑所致。值得一提的是，本季度公司游戏业务收入的下滑幅度较上一季度收窄了超过 15pct，基本止住了连续下跌的颓势。跌幅收窄一方面是由于 Cok 流水的下滑幅度较上一季度有所减少，另一方面，公司海外游戏代理业务表现出色，《奇迹暖暖》及新代理的《食之契约》均有良好表现。假设 Cok 的流水=收入，则公司除 Cok 以外的游戏业务收入环比增长 12.2%。未来，随着《恋与制作人》等代理游戏、《使命召唤》、《全面战争》等自研强 IP 游戏的陆续上线，公司游戏业务收入有望触底回升。自去年四季度以来，随着 Cok 进入成熟期，公司开始通过大幅削减游戏推广费用以推动游戏业务利润的快速释放。公司游戏业务今年前三季度扣除销售费用的毛利

为 14.14 亿元，同比增长 10.9%，而同期游戏业务收入同比减少 15.82%。三季度，随着《食之契约》等新游上线运营，公司销售费用率有小幅回升，未来游戏业务利润增长的主要驱动力有望从削减费用从新回到收入增长。

回购+海外资金新进十大股东+中金社保增持，公司未来前景被看好

此次公司推出 1.5 亿-6 亿元回购计划，且回购价格上限的 15 元达到公告日收盘价的 150%，较高的回购价格彰显公司管理层对公司未来发展的信心。今年下半年，公司陆续获得了元十大股东的中金公司、社保基金的增持，新加坡政府投资公司 GIC Private Limited、香港中央结算公司（陆股通）也陆续成为公司新的十大股东。公司良好的现金流、稳健的经营、具备一定想象空间的未来发展前景使得公司广受大资金青睐。

■ 盈利预测与估值

我们看好公司传统出版、发行业务的持续稳健发展，互联网游戏业务随着未来新游上线有望触底回升。预计公司 2018-2020 年归属于母公司股东净利润分别为 16.33 亿元、18.36 亿元和 20.43 亿元；EPS 分别为 1.19 元、1.33 元和 1.48 元，对应 PE 为 9.47、8.43 和 7.57 倍，维持“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

新游戏产品推出不及预期；行业竞争加剧；政策风险

■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	13306.05	13641.23	14805.46	16070.12
年增长率	4.15%	2.52%	8.53%	8.54%
归母净利润	1451.74	1633.20	1835.72	2043.07
年增长率	12.13%	12.50%	12.40%	11.30%
每股收益(元)	1.14	1.19	1.33	1.48
PE	9.85	9.47	8.43	7.57

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	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,299.24	6,138.55	6,662.46	7,898.57
应收和预付款项	3,422.12	3,729.17	4,013.29	4,372.04
存货	1,053.51	1,097.63	1,225.21	1,284.59
其他流动资产	2,372.89	2,372.89	2,372.89	2,372.89
流动资产合计	11,147.76	13,338.24	14,273.84	15,928.08
长期股权投资	799.78	2,299.78	2,299.78	2,299.78
投资性房地产	641.07	554.62	468.17	381.72
固定资产和在建工程	1,456.04	1,288.26	1,113.34	935.93
无形资产和开发支出	3,310.97	3,239.76	3,208.56	3,167.35
其他非流动资产	1,213.03	1,196.54	1,180.06	1,180.06
非流动资产合计	7,420.89	8,578.97	8,269.91	7,964.83
资产总计	18,568.65	21,917.21	22,543.75	23,892.92
短期借款	880.32	2,198.25	1,104.01	0.00
应付和预收款项	4,195.33	4,777.99	4,871.24	5,513.07
长期借款	26.52	26.52	26.52	26.52
其他负债	1,073.90	1,073.90	1,073.90	1,073.90
负债合计	6,176.08	8,076.67	7,075.68	6,613.50
股本	1,377.94	1,377.94	1,377.94	1,377.94
资本公积	5,436.08	5,436.08	5,436.08	5,436.08
留存收益	5,379.36	6,819.13	8,437.43	10,238.52
少数股东权益	199.18	207.39	216.62	226.88
股东权益合计	12,392.57	13,840.54	15,468.06	17,279.42
负债和股东权益总计	18,568.65	21,917.21	22,543.75	23,892.92
现金流量表（单位：百万元）				
指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1,581.66	2,399.36	2,002.76	2,681.03
投资活动现金流	(2,519.38)	(1,660.00)	(150.00)	(150.00)
融资活动现金流	571.52	1,099.95	(1,328.86)	(1,294.92)
净现金流	(439.88)	1,839.31	523.90	1,236.11

利润表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	13,306.05	13,641.23	14,805.46	16,070.12
营业成本	8,495.80	8,804.07	9,506.80	10,271.95
营业税金及附加	44.70	45.82	49.73	53.98
营业费用	1,085.06	804.83	888.33	964.21
管理费用	2,022.60	2,182.60	2,368.87	2,571.22
财务费用	17.54	(75.45)	(42.80)	(51.07)
资产减值损失	259.35	100.00	100.00	100.00
投资收益	117.64	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	(12.59)	(60.00)	0.00	0.00
营业利润	1,545.37	1,779.36	1,994.53	2,219.82
营业外收支净额	(46.82)	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,498.55	1,779.36	1,994.53	2,219.82
所得税	46.50	137.95	149.59	166.49
净利润	1,452.05	1,641.41	1,844.94	2,053.34
少数股东损益	0.31	8.21	9.22	10.27
归属母公司股东净利润	1,451.74	1,633.20	1,835.72	2,043.07
财务比率分析				
指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	4.15%	2.52%	8.53%	8.54%
EBIT 增长率	3.15%	30.88%	11.52%	7.81%
净利润增长率	29.01%	17.54%	12.40%	11.30%
毛利率	36.15%	35.46%	35.79%	36.08%
EBIT/总收入	3.15%	30.88%	11.52%	7.81%
净利润率	9.01%	17.54%	12.40%	11.30%
资产负债率	33.26%	36.85%	31.39%	27.68%
流动比率	1.93	1.74	2.14	2.56
净资产收益率 (ROE)	11.45%	11.98%	12.04%	11.98%
存货周转率	8.06	8.02	7.76	8.00
应收账款周转率	7.39	9.07	7.11	8.87

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。