

出版基本盘稳，游戏持续出海龙头优势，未来业绩弹性提升

——中文传媒首次覆盖报告

公司深度研究

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

姚轩杰(分析师)

010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010001

● 深耕 SLG 游戏坚持精品研运，智明星通“游戏出海”龙头地位稳固

智明星通专注 SLG 策略类游戏的研发，始终坚持精品化的研发和运营路线，绝大部分游戏生命周期都在 2 年以上，重点游戏能持续 4 年以上，如明星产品《COK 列王的纷争》，其月流水峰值为 3.9 亿元，目前仍在 1.5 亿元左右。公司实力强劲，海外游戏发行收入位列行业前五，龙头地位稳固。2019 年，智明星通将有自研的《COD: 使命召唤》和独家代理发行的二次元爆款游戏《恋与制作人》上线，有望延续《COK》和《奇迹暖暖》的月流水记录，为公司业绩增速回升提供保障。

● 版号门槛抬升致出海更甚，叠加海外流量红利仍盛，持续利好头部公司业绩释放

2018 年中国游戏市场规模为 2144.4 亿元，同比增 5.3% 增速降档。未来监管加强版号获取门槛提升，游戏出海成为更大的行业趋势；同时，东南亚、印度、非洲等市场的流量红利还在释放期，在内外利好叠加的背景下，智明星通这类具有强大海外发行优势的龙头公司将继续巩固自身地位，并获得更多没有出海能力的中小公司委托海外发行的市场，业绩红利将持续释放。中文传媒传统的出版发行业务多年来保持稳健增长，是国内出版行业的第一梯队，是公司发展的基本盘和强大后盾。为保障智明星通管理团队稳定，公司在智明星通业绩对赌结束后又出台了 2017-2020 年新的业绩激励计划，对超过业绩考核的部分继续给予核心管理团队不超过 40% 的业绩奖励。

● 看好游戏研运龙头竞争优势及公司稳健基本盘，给予“强烈推荐”评级

我们预测中文传媒 2018-2020 年实现营收分别为 134.43 亿元、148.61 亿元、162.20 亿元，同比增长 1.03%、10.55%、9.14%；实现归母净利润分别为 15.96 亿元、18.75 亿元、20.99 亿元，同比增长 9.94%、17.55%、11.86%；对应 2018-2020 年 EPS 分别为 1.16 元、1.36 元、1.52 元。我们看好智明星通作为精品游戏研运龙头和海外发行的强大优势，以及中文传媒出版发行业务稳健的基本盘，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：游戏流水不达预期；市场竞争加剧；政策性风险。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	12776	13,306	13,443	14,861	16,220
增长率(%)	10.1	4.2	1.0	10.6	9.1
净利润(百万元)	1295.4	1,452	1,596	1,875	2,099
增长率(%)	22.4	12.1	9.9	17.5	11.9
毛利率(%)	39.4	36.2	34.1	35.9	37.1
净利率(%)	10.1	10.9	11.9	12.6	12.9
ROE(%)	11.4	11.7	11.9	12.5	12.6
EPS(摊薄/元)	0.94	1.05	1.16	1.36	1.52
P/E(倍)	14.29	12.7	11.6	9.9	8.8
P/B(倍)	1.68	1.5	1.4	1.3	1.1

强烈推荐(首次评级)

市场数据 时间 2019.03.04

收盘价(元):	14.18
一年最低/最高(元):	8.45/17.2
总股本(亿股):	13.78
总市值(亿元):	195.39
流通股本(亿股):	13.78
流通市值(亿元):	195.39
近 3 月换手率:	35.57%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.12	-2.95	-4.82
绝对	10.35	15.23	-12.22

相关报告

《传统业务稳定增长，《乱世王者》业绩值得期待》2017-08-25

《腾讯《乱世王者》即将上线，智明星通将持续受益》2017-07-25

目 录

1、 智明星通：始终坚持“游戏出海”的精品策略游戏龙头	5
1.1、 长期深耕 SLG 策略类游戏，市场竞争优势明显	5
1.2、 坚持“少而精”原则，多款游戏进畅销榜前列	7
1.2.1、 自研游戏	7
1.2.2、 代理发行游戏	13
1.2.3、 其他游戏	16
1.3、 新游戏储备继续深耕 SLG，布局女性向、二次元等细分市场	17
2、 智明星通业绩持续高成长，6 年间累计增 50 倍	19
2.1、 受益于手游行业迅猛发展，公司净利润 6 年复合增长率 75%以上	19
2.2、 公司近 5 年来毛利率保持在 60%以上，净利率持续走高	21
2.3、 研发与销售费用占比出现逆转，加大研发成重心	22
2.4、 应收账款账龄集中在 1 年内，回款情况良好	24
3、 行业增速降档集中度提升，精品研发运营龙头受益	25
3.1、 行业增速放缓，存量时代来临	25
3.2、 细分市场：手游增速放缓端游企稳页游持续萎缩	26
3.3、 版号调控监管趋严，行业“马太效应”强化	29
3.4、 游戏出海仍在红利期，龙头公司受益明显	30
3.5、 女性向、二次元、MMO 是新游戏开发的重点细分市场	32
4、 智明星通业绩激励制度给力，管理层稳定性无忧	35
4.1、 3 年对赌超预期完成，新激励机制已推出	35
4.2、 智明星通管理团队稳定性无忧	36
5、 传统出版发行业务发展稳健，综合市场排名前五	37
5.1、 中文传媒基本情况介绍	37
5.2、 出版业务：优质出版社聚集，综合市场排名第七	38
5.3、 发行业务：经济规模排第四，多元化拓展降低教材教辅依赖	40
5.4、 财务分析：业绩持续稳健增长，新业态占比不断提升	41
5.5、 财务分析：毛利率持续回升，三费率稳中有降	43
6、 盈利预测及投资建议	43
6.1、 盈利预测	43
6.2、 风险提示	45
附：财务预测摘要	46

图表目录

图 1： 2018 年出口收入前 50 移动游戏中各类型游戏收入占比	5
图 2： 2018 年出口收入前 50 移动游戏中各类型游戏数量	5
图 3： 2018 年收入前 100 移动游戏中各类游戏数量占比	5
图 4： 各类型游戏日均次数及时长监测情况	6
图 5： 各类型移动游戏 ARPDau 排行榜（美元）	6
图 6： 列王的纷争游戏画面	8
图 7： 《列王的纷争》付费用户数	8
图 8： 《列王的纷争》ARPU 值	8
图 9： 《列王的纷争》月流水变化情况	8
图 10： COK 与帝国战争的月活跃用户比较	9

图 11: COK 与帝国战争的付费用户数比较.....	9
图 12: COK 与帝国战争的 ARPU 值比较.....	10
图 13: 帝国战争游戏画面.....	10
图 14: 帝国战争的月活跃用户.....	11
图 15: 帝国战争的付费用户数.....	11
图 16: 帝国战争的月流水.....	11
图 17: 帝国战争的 ARPU 值.....	11
图 18: 帝国战争 2015-2017Q3 收入占比.....	12
图 19: 《女王的纷争》游戏画面.....	12
图 20: 《女王的纷争》收入及占比.....	13
图 21: 《魔法英雄》游戏画面.....	13
图 22: 《魔法英雄》的月流水.....	14
图 23: 《魔法英雄》的月活跃用户.....	14
图 24: 《魔法英雄》的付费用户数.....	14
图 25: 《魔法英雄》的 ARPU 值.....	14
图 26: 《魔法英雄》2015-2017Q3 的收入占比.....	15
图 27: 《奇迹暖暖》游戏画面.....	15
图 28: 《乱世王者》稳居 IOS 游戏收入榜前 10.....	16
图 29: 《使命召唤》系列 12-15 宣传海报.....	17
图 30: 2012-2018H1 智明星通收入及增长率.....	19
图 31: 公司 2012-2018H1 归母净利润及增长率.....	20
图 32: 智明星通 2014-2018H1 毛利率及增长率.....	21
图 33: 智明星通 2014-2018H1 净利率及增长率.....	21
图 34: 2015-2018H1 智明星通三费率情况.....	22
图 35: 智明星通 2015-2018H1 销售费用、销售费用率及增长率.....	22
图 36: 智明星通 2015-2018H1 研发费用及研发费用率情况.....	23
图 37: 智明星通 2015-2018H1 财务费用.....	23
图 38: 中国游戏市场规模及增速.....	25
图 39: 中国游戏用户和移动游戏用户规模及增速.....	25
图 40: 2018 年各细分游戏占比.....	26
图 41: 中国移动游戏销售收入及增速.....	26
图 42: 中国客户端游戏市场销售收入及增速.....	27
图 43: 中国客户端游戏用户规模及增速.....	28
图 44: 中国网页游戏用户规模及增速.....	28
图 45: 中国网页游戏市场销售收入及增速.....	28
图 46: 2016-2018 年国产游戏版号获取情况.....	30
图 47: 头部游戏集中度提升.....	30
图 48: 女性用户消费规模（亿元）.....	32
图 49: 女性用户规模（亿人）.....	32
图 50: 2018 年女性用户消费前 50 移动游戏各类型收入占比.....	33
图 51: 中国二次元移动游戏市场实际销售收入.....	34
图 52: 二次元用户人数.....	34
图 53: 智明星通发展历程.....	36
图 54: 中文传媒业务格局.....	37
图 55: 2013-2018 年纸浆市场价格.....	39
图 56: 中文传媒出版业务收入及增速.....	39
图 57: 公司近两年出版业务各板块经营情况（亿元）.....	39

图 58: 公司发行业务营业收入及增速.....	41
图 59: 公司发行业务毛利率.....	41
图 60: 公司教材教辅及图书发行量 (万册)	41
图 61: 公司教材教辅及图书发行收入 (万元)	41
图 62: 2012-2017 年中文传媒收入及增速.....	41
图 63: 2012-2017 年中文传媒净利润及增速.....	41
图 64: 中文传媒 2017 年主营业务构成情况.....	42
图 65: 2013-2017 年中文传媒主要业务收入占比.....	42
图 66: 公司综合毛利率及净利率.....	43
图 67: 公司主要业务毛利率.....	43
图 68: 2013-2017 公司三项费用率变化情况.....	43
表 1: 智明星通研发与发行的 SLG 游戏.....	7
表 2: 智明星通储备的游戏 IP	17
表 3: 北美地区 2015-2017 游戏销量排行.....	18
表 4: 智明星通营业收入构成情况 (单位: 元)	19
表 5: 公司主营业务收入占比情况 (单位: 元)	20
表 6: 智明星通 2015-2017 年应收账款余额账龄 (单位: 元)	24
表 7: 智明星通与同行业坏账计提比例情况对比.....	24
表 8: 近一年来游戏监管政策一览.....	29
表 9: 2018H1 全球游戏市场增长情况 (Google Pay&IOS)	31
表 10: 2018H1 中国游戏公司海外游戏下载及收入增长 (Google Pay&IOS)	31
表 11: 2018 年三季度中国游戏发行商出海收入榜单	32
表 12: 苹果 IOS 中国区游戏畅销榜 TOP10	34
表 13: 智明星通业绩承诺完成情况.....	35
表 14: 图书出版集团总经济规模综合评价前十名	38
表 15: 2017 年整体市场销售出版物市占率排名	38
表 16: 公司各优秀出版社的行业排名情况.....	40
表 17: 总体经济规模综合评价前十的发行集团	40
表 18: 公司收入与净利润预测.....	44

1、智明星通：始终坚持“游戏出海”的精品策略游戏龙头

1.1、长期深耕 SLG 策略类游戏，市场竞争优势明显

智明星通成立于 2008 年，是一家集研发、运营于一体的国际化精品移动网络游戏公司，主要从事移动网络游戏研发和运营业务，主要业务收入来源于海外。2015-2017 年，公司境外收入比重分别为 95.56%、95.85%、92.96%。公司自主研发并运营了《开心农场》、《帝国战争》、《列王的纷争》、《女王的纷争》等一系列全球发行的移动游戏，并代理运营了《魔法英雄》、《奇迹暖暖》等精品移动游戏。

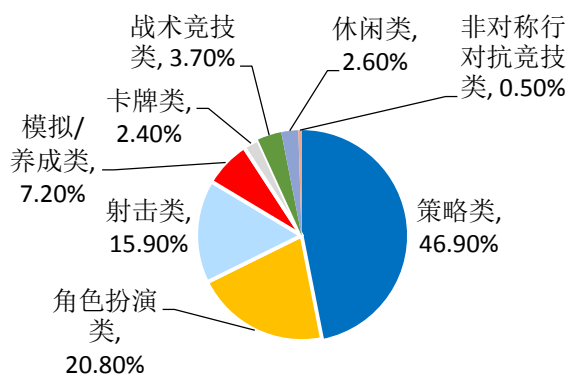
智明星通凭借集中力量研发、代理精品游戏并进行全球发行的策略，成为了 App Annie 评选的全球 2016 年度运营商 52 强中的第 15 名，2017 年中国游戏公司出海全球收入十大公司中的第 1 名，也被 Google Play 评为顶级开发者。

智明星通专注 SLG 策略类游戏的研发，始终坚持高质量、精品化的研发路线，推出的产品深受玩家喜欢，明星产品为《COK 列王的纷争》。

SLG 游戏是最畅销游戏品类之一。策略类移动游戏一般是指战争类策略游戏，在一种战争状况下，用户扮演一位统治者，来管理国家、击败敌人。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 Top10 的代表作。

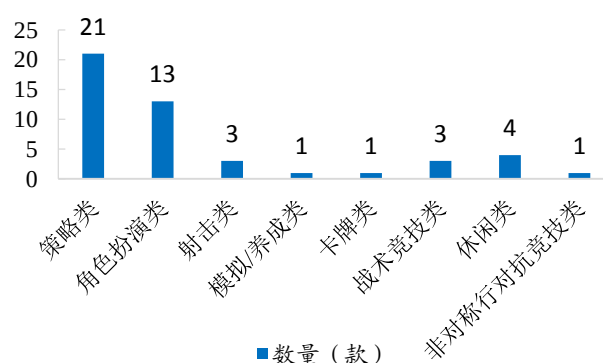
从中国音数协游戏工委和伽马数据联合发布的《2018 年中国游戏产业报告》数据显示，2018 年中国游戏出口收入前 50 的移动游戏中，策略类游戏收入排名第一，占比达到 46.9%，角色扮演类游戏、射击类游戏收入占比分别为 20.8%、15.9%；出口收入前 50 的移动游戏中，策略类游戏达 21 款，角色扮演类游戏为 13 款。

图1： 2018 年出口收入前 50 移动游戏中各类型游戏收入占比



资料来源：中国音数协游戏工委、伽马数据、新时代证券研究所

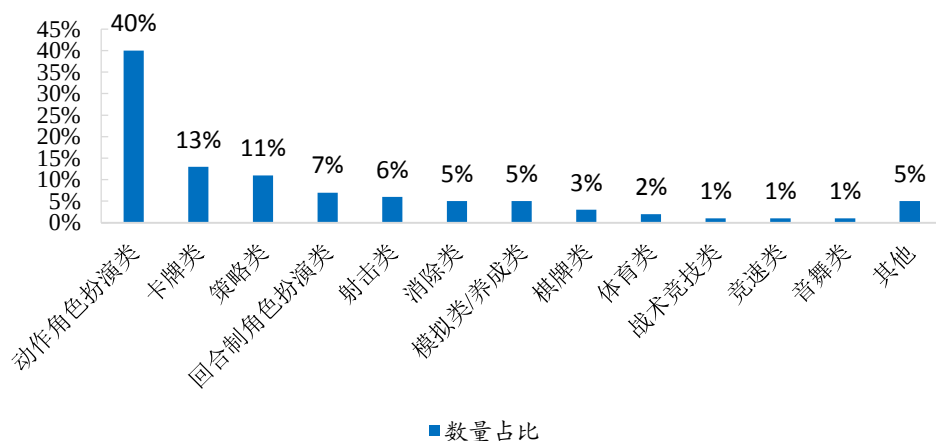
图2： 2018 年出口收入前 50 移动游戏中各类型游戏数量



资料来源：中国音数协游戏工委、伽马数据、新时代证券研究所

在国内市场，策略类游戏也是长期位居榜单前三，受众基础雄厚。《2018 年中国游戏产业报告》数据显示，2018 年收入前 100 名移动游戏中，动作角色扮演类游戏数量占比最高，达到 40%；卡牌类游戏数量占比为 13%；策略类游戏数量占比为 11%，位列第三。由于卡牌类游戏容易触及聚众赌博的法律红线受到监管层严厉监管，策略类游戏有望持续提升份额。

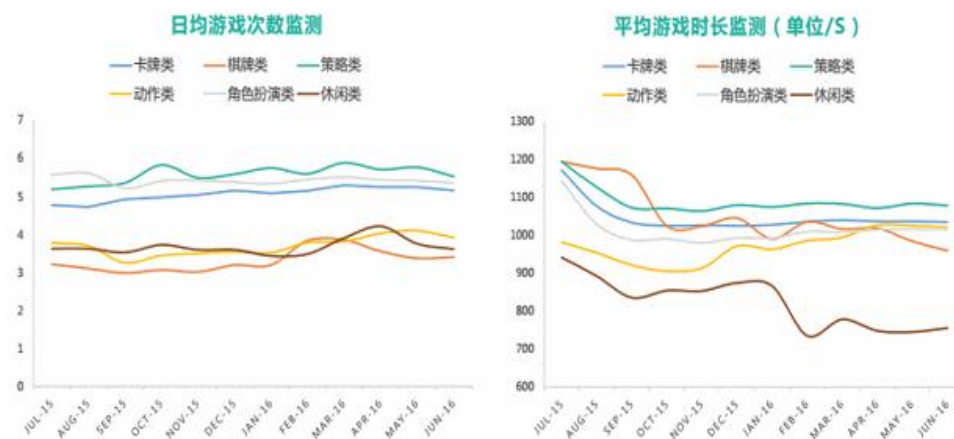
图3： 2018 年收入前 100 移动游戏中各类游戏数量占比



资料来源：中国音数协游戏工委、伽马数据、新时代证券研究所

SLG 游戏用户活跃度更高，ARPU 值远超游戏行业平均水平。伽马数据发布的《2016 年中国策略类移动游戏全球发展报告》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。在表现用户活跃度的指标上，策略类移动游戏均处于领先地位，如日均游戏次数超过 5 次、平均游戏时长大于 30 分钟。

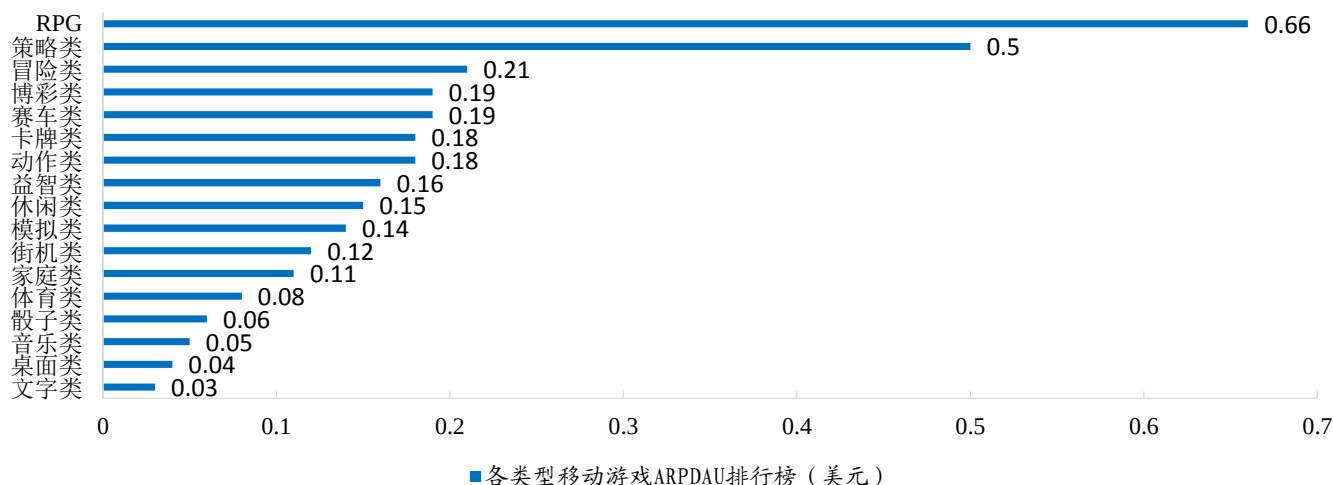
图4：各类型游戏日均次数及时长监测情况



资料来源：伽马数据，TalkingData，新时代证券研究所

在付费方面，策略类移动游戏也展现出了强大的吸金能力。SurveyMonkey 公布的数据显示，2016 年各类移动游戏 ARPDau 排行榜中，策略类游戏日活跃用户平均付费金额排名第二。

图5：各类型移动游戏 ARPDau 排行榜（美元）



资料来源: SurveyMonkey, 新时代证券研究所

智明星通深耕 SLG 游戏，具有明显竞争优势。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企业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开发经验、人才优势、市场资源，在 SLG 游戏品类中占有明显优势，在国内同行业中稳居前五名。

表1: 智明星通研发与发行的 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
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	SLG	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
乱世王者	SLG	全球	2017 年 8 月	已上线	腾讯	腾讯
奇迹暖暖: 换装女王	RPG	境外	2017 年 4 月	已上线	智明星通	苏州叠纸

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

1.2、坚持“少而精”原则，多款游戏进畅销榜前列

智明星通自研和代理的游戏坚持“少而精”的原则，绝大部分游戏的生命周期都在 2 年以上，重点游戏的生命周期都能持续 4 年以上。而市场上一般的游戏生命周期在 6 个月至 1 年时间。相较而言，智明星通的游戏研发运营实力强劲，精品化的研发能力、强大的运营优势最终带来其游戏长生命周期，从而源源不断释放收入和业绩红利。

1.2.1、自研游戏

(1) 《列王的纷争》

《列王的纷争》(《COK》) 是公司自主研发的大型多人在线即时策略类游戏，作为公司主打游戏在全球运营。玩家在游戏中扮演一名欧洲中世纪的领主，通过收集资源来建造城堡、训练士兵，参与游戏中的战斗征程，并同来自全球的玩家进行对战。

图6: 列王的纷争游戏画面



《列王的纷争》游戏画面

资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

该款游戏于2014年7月在Google Play上线，于2014年12月在App Store上线，其后又陆续在Facebook、Amazon、小米、One-Store等平台上线。

优秀的游戏品质配合丰富的运营手段使该款游戏在2014年上线后即获得游戏玩家的高度认可，在全球主要国家均取得了较好的市场反响，在美国、日本、欧盟等高度成熟的游戏市场进入了排行榜的前列，其在IOS最高时有115个国家游戏畅销榜排名第一，142个国家排名前十，成为近年来在海外市场表现最为出色的中国游戏，《列王的纷争》也是唯一能够在美国、日本、德国等移动游戏的重要市场均长期稳定在App Store、Google Play排名前列的中国游戏。

《列王的纷争》至今已经运营4年以上了，其月流水峰值在2016年一季度达到3.9亿元，到2018年三季度仍保持在1.5亿元左右，位列IOS畅销榜的前30-40名之间，这体现了其游戏的高品质、生命周期持久和收入红利。2015年、2016年、2017年Q3，《列王的纷争》取得的收入分别为23.32亿元、37.04亿元、30.84亿元，分别占智明星通主营业务收入的74.62%、78.17%、77.5%。

图7: 《列王的纷争》付费用户数

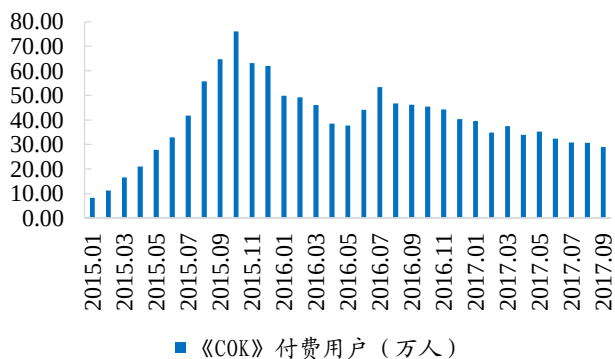
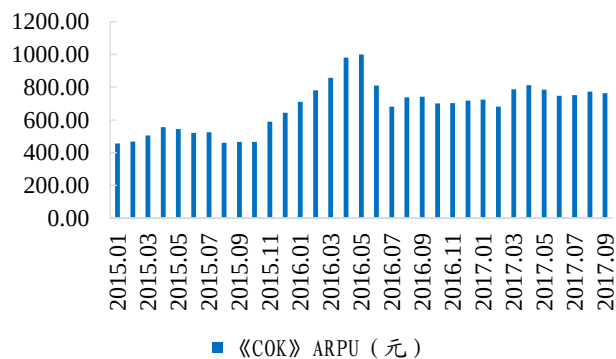


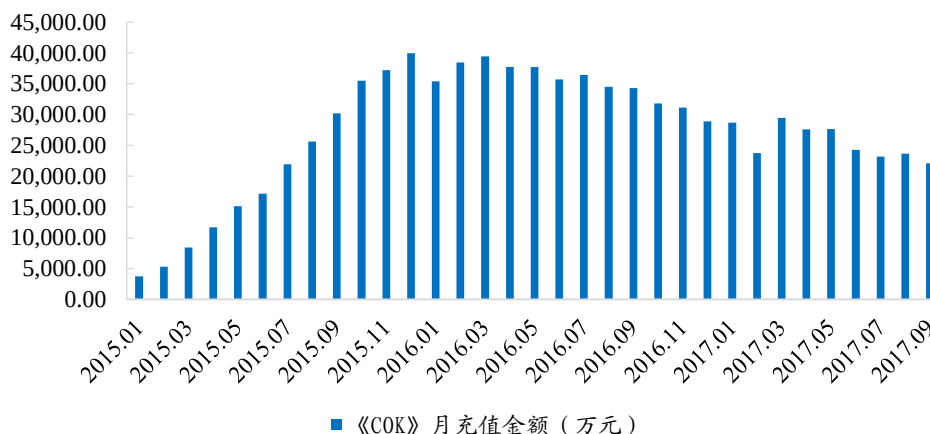
图8: 《列王的纷争》ARPU值



资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

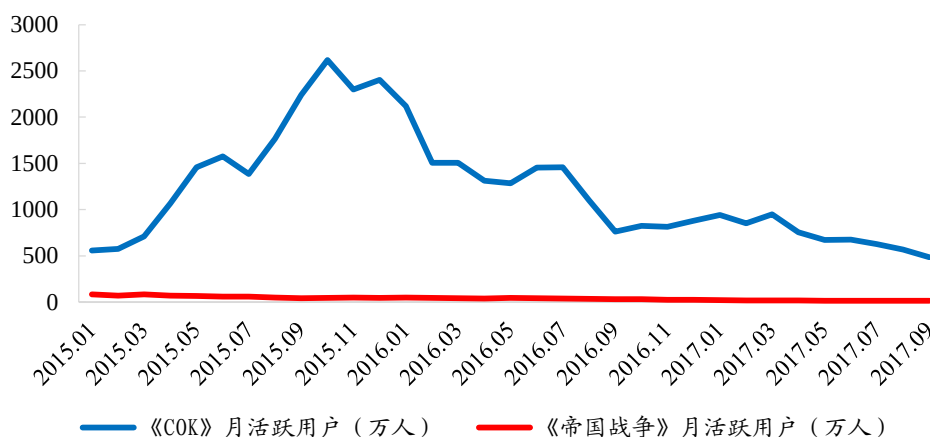
图9: 《列王的纷争》月流水变化情况



资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

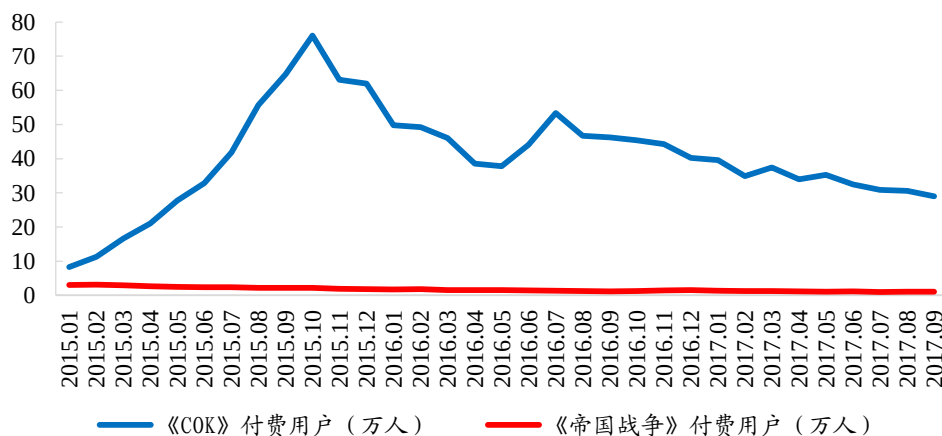
尽管《COK: 列王的纷争》月流水进入下滑趋势，但我们认为，其至少还有2-3年的稳定运营期。主要依据是：参考智明星通2011年12月自研和发行的另一款SLG游戏《帝国战争》，虽然上线运营已超过6年，但其月活跃用户数量、付费用户数量、ARPU值已经处于稳定状态，月流水保持在1000万元左右，这说明资深玩家留存情况止跌企稳。这也是SLG游戏的一个特点，用户忠诚度高、付费能力强。现阶段的COK游戏，活跃用户数、付费用户数还处在下降通道，但降幅在不断缩窄，且ARPU值已经有企稳迹象。COK目前的月流水在1.5亿左右，付费用户达到24万人，都远高于帝国战争的1000万月流水和1万人的付费用户数，因此，COK的稳定运营周期还将至少持续2-3年是可预期的。

图10: COK与帝国战争的月活跃用户比较



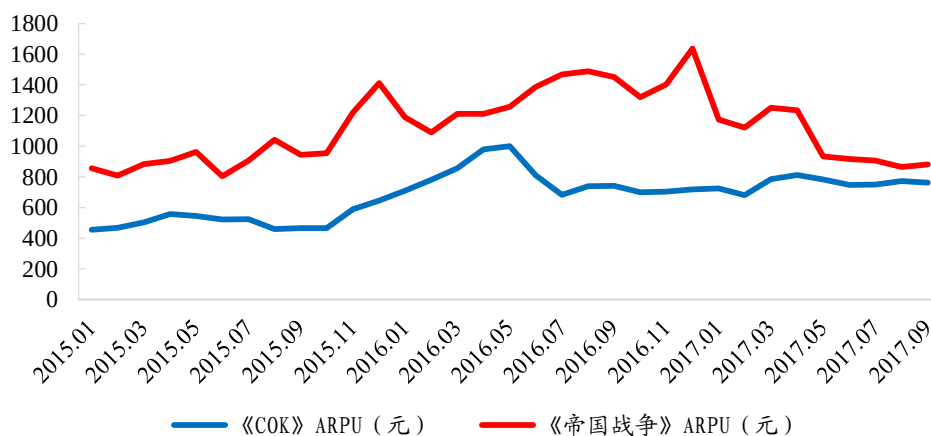
资料来源：明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

图11: COK与帝国战争的付费用户数比较



资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

图12: COK 与帝国战争的 ARPU 值比较



资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

(2) 《帝国战争》

《帝国战争》是公司自主研发的古希腊题材策略经营类移动网络游戏。该款游戏自2011年12月上线,通过自主运营模式在Google Play和App Store平台发布,主要运营涵盖美国、加拿大、德国、俄罗斯、澳大利亚、中国台湾等国家和地区。

图13: 帝国战争游戏画面

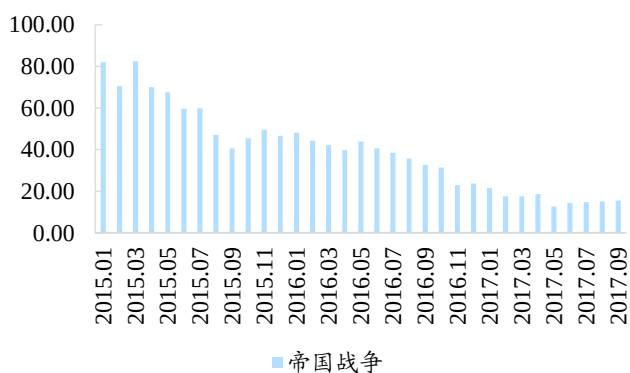


《帝国战争》游戏画面

资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

截至 2017 年三季度，游戏自上线以来已取得了超过 7 亿元的收入，是《列王的纷争》上线之前智明星通的明星产品。该款游戏已进入上线运营的第 6 年，留存玩家主要为游戏的资深玩家，月流水稳定在 1000 万元左右。2015 年、2016 年、2017Q3，《帝国战争》的收入分别为 2.52 亿元、1.99 亿元、1.81 亿元，占同期智明星通主营业务收入的 8.06%、4.2%、6.1%。

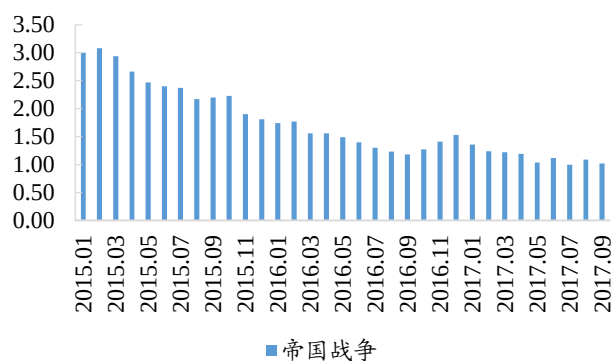
图14： 帝国战争的月活跃用户



资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

图16： 帝国战争的月流水

图15： 帝国战争的付费用户数

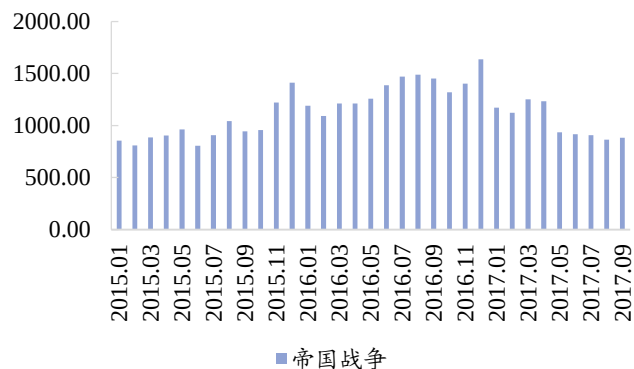


资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

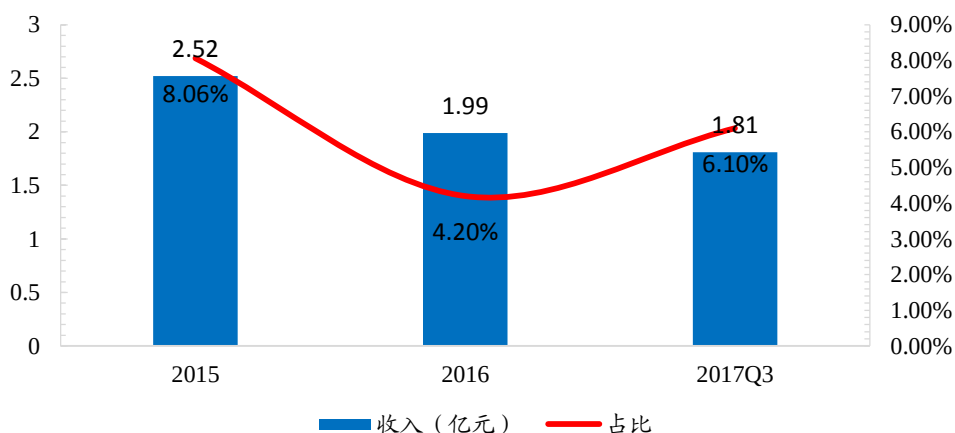
图17： 帝国战争的 ARPU 值



资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所



资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

图18： 帝国战争 2015-2017Q3 收入占比

资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

(3) 《女王的纷争》(Clash of Queens)

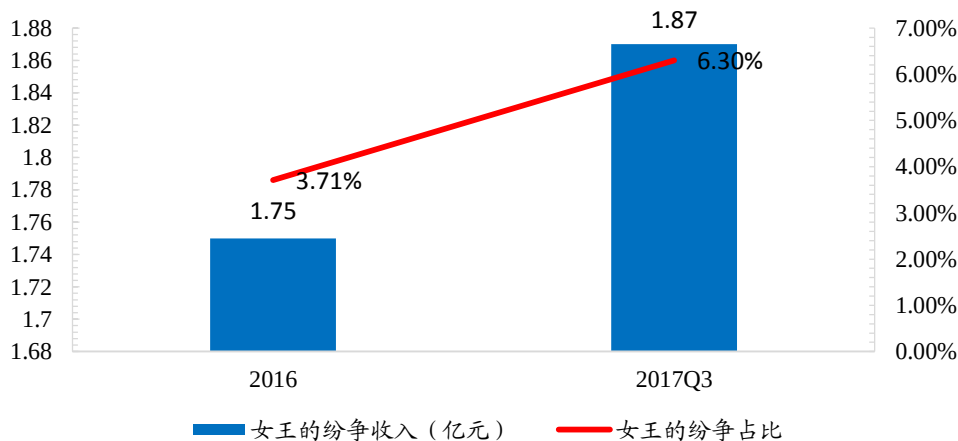
《女王的纷争》是智明星通于2016年研发并上线运营的策略类游戏，开发团队为《列王的纷争》原班人马。该游戏主要针对女性玩家，游戏特征与《列王的纷争》类似，游戏画风唯美，简单易上手，颇受女性玩家的喜爱。该款游戏于2014年11月在Google Play平台上线，于2016年2月在App Store上线，在美国、俄罗斯等国家均已进入策略类游戏的榜单前100和前50。

图19： 《女王的纷争》游戏画面**《女王的纷争》游戏画面**

资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

目前,《女王的纷争》月流水保持在 1000-1300 万元之间。2016 年、2017Q3,《女王的纷争》的收入分别为 1.75 亿元、1.87 亿元,占同期智明星通主营业务收入的 3.71%、6.3%。

图20: 《女王的纷争》收入及占比



资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

1.2.2、代理发行游戏

(1)《魔法英雄》(Magic Rush)

《魔法英雄》是由雨之星科技有限公司授权智明星通独家代理运营的一款结合塔防、RPG 与策略元素的策略类游戏。《魔法英雄》于 2015 年 4 月和 2015 年 10 月分别在 Google Play 和 App Store 平台的境外地区上线运营,并于 2016 年 4 月在 App Store 平台的中国大陆地区上线运营。游戏玩家以亚洲玩家为主,在韩国、香港、中国台湾等地区策略类游戏榜单中长期名列前 60。

图21: 《魔法英雄》游戏画面



《魔法英雄》游戏画面

资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

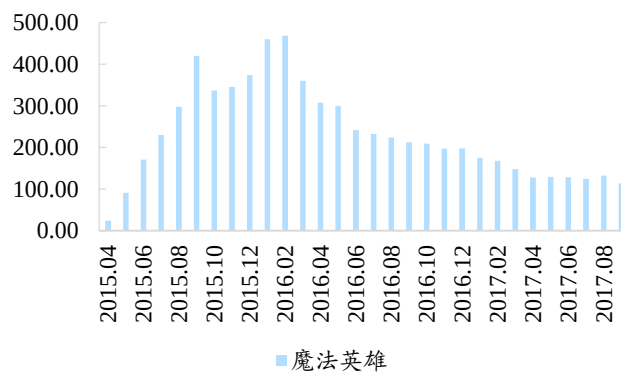
《魔法英雄》月流水在上线一年后达到高点，峰值出现在 2016 年 6 月，为 4800 万元左右。目前，该游戏已经运营 3 年半以上，月流水已逐渐下滑至 2000 万元左右。2015 年、2016 年、2017Q3，《魔法英雄》的收入分别为 1.03 亿元、4.54 亿元、2.28 亿元，占同期智明星通主营业务收入的 3.31%、9.59%、7.69%。

图22: 《魔法英雄》的月流水



资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

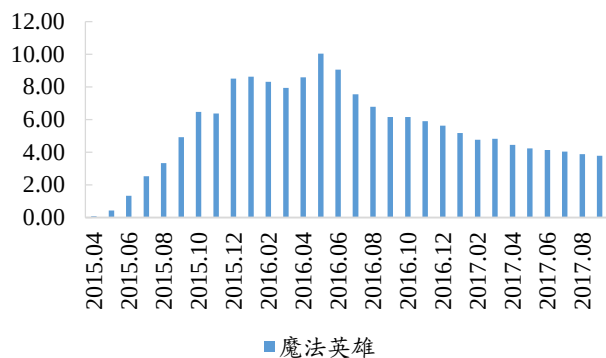
图23: 《魔法英雄》的月活跃用户



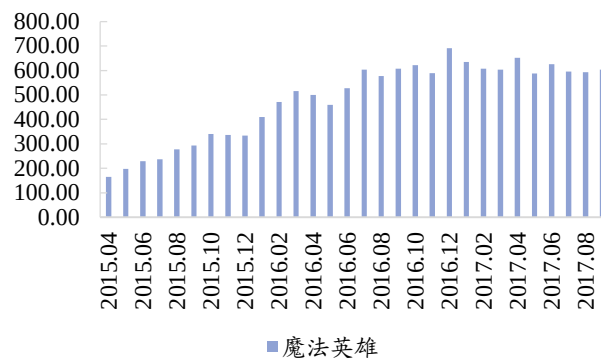
资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

图24: 《魔法英雄》的付费用户数

图25: 《魔法英雄》的 ARPU 值

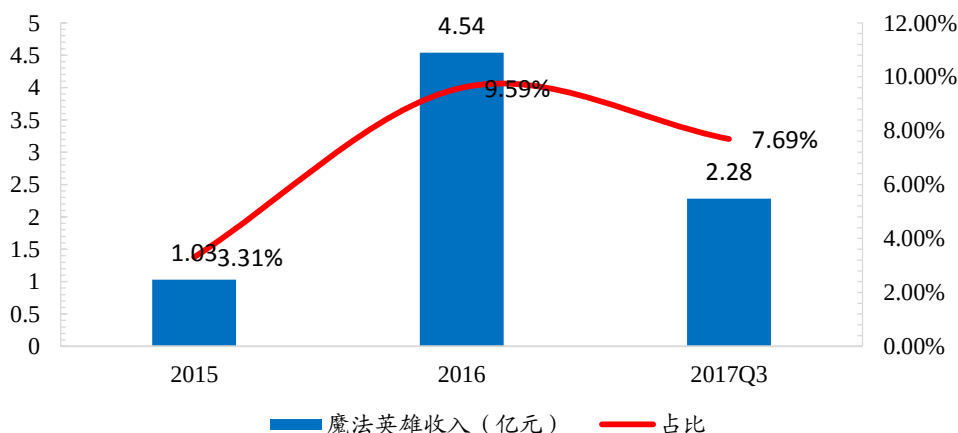


资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所



资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

图26: 《魔法英雄》2015-2017Q3 的收入占比



资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

(2) 《奇迹暖暖》(Love Nikki)

《奇迹暖暖》是由苏州叠纸网络科技有限公司授权智明星通在境外代理运营的一款全新的多人互动换装养成手游，属于女性向二次元风格。《奇迹暖暖》于2017年4月和2017年5月分别在Google Play和App Store平台上线运营(除亚洲外全球国家与地区)，游戏玩家以欧美玩家为主，依靠上万种精美的高品质服饰，首创搭配衣服PK、高级定制服装玩法和小说式的剧情体验，深受女性玩家喜爱。

图27: 《奇迹暖暖》游戏画面



《奇迹暖暖》游戏画面

资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

经过一年多的运营,《奇迹暖暖》进入欧美 28 个国家的 IOS 畅销榜前 100, 在美国市场一度进入前 20。根据 Sensor Tower 监测数据显示, 美国玩家充值意愿是海外玩家中最高的, 为《奇迹暖暖》游戏贡献了 70% 的流水。目前,《奇迹暖暖》月流水已经达到 5000 万元左右。

1.2.3、其他游戏

最值得关注的是《乱世王者》。《乱世王者》是智明星通授权腾讯天美工作室(推出过《王者荣耀》等现象级游戏产品)基于《列王的纷争》进行再开发和制作的一款策略类游戏, 公司享有游戏收入的分成。该游戏于 2017 年 8 月 16 日正式上线, 上线后迅速获得了国内广大策略类游戏玩家的认可。根据 APP Annie 发布的 2018 年 6 月 iOS 中国区游戏收入榜单显示,《乱世王者》位列前 10。

图28: 《乱世王者》稳居 IOS 游戏收入榜前 10



资料来源：APP Annie、新时代证券研究所

智明星通享有《乱世王者》的流水分成比例为 5-10%。根据伽马数据等市场机构的测算, 2018 年《乱世王者》月平均流在 3-4 亿元之间。根据智明星通公开转让书、2017 年财务报告等信息, 智明星通每月从《乱世王者》分到的收益为 2000 万元左右, 2018 年全年预计超过 2 亿元。可以佐证的是, 中文传媒 2017 年年报披露来自腾讯的应收账款为 5833.26 万元, 该笔金额最有可能是《乱世王者》的流水分

成，按照行业平均三个月左右的账期计算，智明星通确实可以每月分到 2000 万元的收益。

1.3、新游戏储备继续深耕 SLG，布局女性向、二次元等细分市场

智明星通自《COK 列王的纷争》大卖之后，就一直在积极布局优质 IP，为长线做准备，继续专注于 SLG，同时布局女性向、二次元等品类。从世嘉欧洲的《Total War: King's Return》（全面战争：王者归来），到动视暴雪的《Call of Duty》（使命召唤），再到叠纸网络的《恋与制作人》等，都彰显了公司对未来产品的长线布局。

表2：智明星通储备的游戏 IP

公告时间	IP 名称	IP 来源	IP 类型	IP 代表作	手游上线时间
2016 年 3 月	《Total War: KING 'S RETURN》（全面战争：王者归来）	世嘉欧洲	电脑游戏、主机游戏	《幕府将军：全面战争》、《罗马：全面战争》	待定
2017 年 3 月	《Call of Duty》（使命召唤）	动视暴雪	电脑游戏、主机游戏	《使命召唤 4：现代战争》、《使命召唤：幽灵》、《使命召唤：黑色行动》	预计 2019 年上半年
2018 年 2 月	《恋与制作人》	叠纸网络	手机游戏	《恋与制作人》国内版	预计 2019 年一季度

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

进入 2019 年，智明星通将有两款重点游戏产品推出，一个是自研的《COD：使命召唤》，一个是独家代理发行的二次元爆款游戏《恋与制作人》。

（1）《COD：使命召唤》

2017 年 3 月智明星通与动视暴雪签订合作协议，将联合对《Call of Duty：使命召唤》IP 进行手机游戏的研发和发行。智明星通不用支付版权金，游戏研发及推广费用由双方共同承担，游戏渠道后流水进行 5:5 分成。合作时间为新游戏全球上线后 3 年时间（可自动续期 1 年）。

《使命召唤》是由暴雪公司于 2003 年最初制作发行的 FPS 游戏系列，该系列已发布正式作品至第 15 部。第 15 部《使命召唤 15：黑色行动 4》于 2018 年 10 月才正式发售。根据 PlayStation 官方公布的 2018 年 PSN 游戏下载排行榜，PS4 平台的《使命召唤 15：黑色行动 4》成为冠军。

图29：《使命召唤》系列 12-15 宣传海报



资料来源：暴雪公司、新时代证券研究所

《使命召唤》系列作品是目前全球最成功的 FPS(第一人称射击)类游戏作品，也是主机历史上销售业绩最高的数字产品。近十年来更是每年都成为北美销量最高的游戏。在 2016 年初累计销量突破 2.5 亿套，预计销售额超 150 亿美元，创造了吉尼斯纪录。

表3：北美地区 2015-2017 游戏销量排行

排名	2015 年	2016 年	2017 年
1	《使命召唤 12: 黑色行动》	《使命召唤 13: 无限战争》	《使命召唤 14: 二战》
2	《Madden NFL 16》	《战地 1》	《星球大战：前线 II》
3	《辐射 4》	《全境封锁》 The Division	《超级马里奥：奥德赛》
4	《星球大战：前线》	《NBA 2K17》	《NBA 2K18》
5	《GTA5》	《Madden NFL 17》	《马里奥赛车 8》
6	《NBA 2K16》	《GTA5》	《Madden NFL 18》
7	《我的世界》	《守望先锋》	《绝地求生：大逃杀》
8	《FIFA 16》	《使命召唤 12: 黑色行动》	《刺客信条：起源》
9	《真人快打 X》	《FIFA 17》	《塞尔达传说：荒野之息》
10	《使命召唤 11: 高级战争》	《Final Fantasy 15》	《GTA5》

资料来源：NPD、新时代证券研究所

根据智明星通游戏发行计划,《COD: 使命召唤》预计 2019 年上半年全球发行。我们认为《使命召唤》有望成为智明星通继《COK: 列王的纷争》之后最值得期待的自研游戏。

一方面,“全球影响力最大的 IP 之一+中国手游出海龙头智明星通+全球最强的游戏研发商之一动视暴雪”这一组合在研发、运营、发行等各环节等具备极强的竞争力,使得游戏成功的概率大大提升;另一方面,由于本次合作没有授权金,采用双方分成的合作模式,使得双方都将在这款游戏上倾注心力,延续《使命召唤》爆

款 IP 的成功。

(2)《恋与制作人》

《恋与制作人》是苏州叠纸网络科技有限公司（《奇迹暖暖》的研发商）专为女性玩家研发的手游。智明星通与苏州叠纸网络科技有限公司合作，先后获得了这两款游戏的海外发行代理权。

其中，《奇迹暖暖》取得了美国游戏畅销榜最高 13 名的成绩，长期排行在欧美角色扮演和家庭游戏中前五名，深受不同年龄层的女性用户的喜爱；而《恋与制作人》自 2017 年 12 月在国内上线后，在 IOS 的游戏畅销榜中保持在前 10 名水平，火爆程度远高于《奇迹暖暖》，已经成为现象级的女性向二次元游戏。根据行业经验，稳定在畅销榜前十位置的游戏，通常月流水可以达到 3 亿元以上。

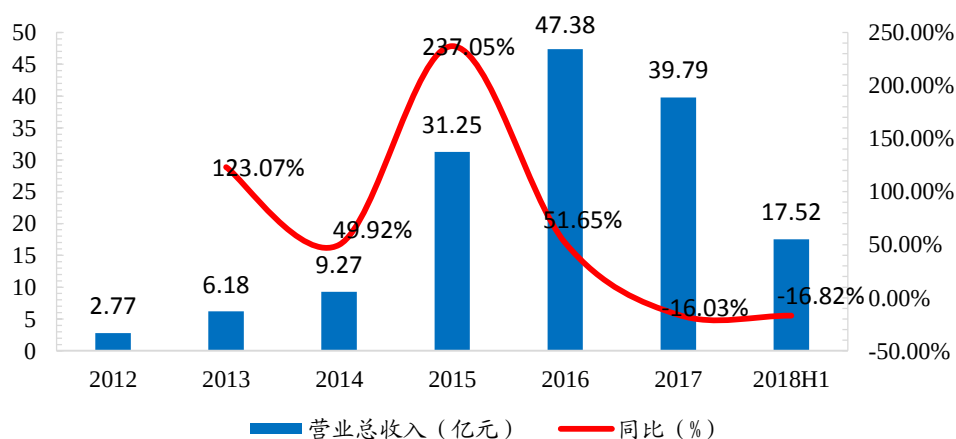
根据智明星通的游戏发行计划，《恋与制作人》海外发行有望于 2019 年一季度进行。从欧美等成熟市场看，根据 Flurry 数据，女性玩家平均比男性玩家在游戏长度上长于男性玩家 35%，7 天重玩率（针对某款特定游戏）比男性玩家多 42%。从玩家比例上看，美国女性玩家比例为 62%，海外女性向游戏更加成熟。基于《奇迹暖暖》的成功代理经验，我们对公司代理《恋与制作人》的成绩抱有信心。

2、智明星通业绩持续高成长，6 年间累计增 50 倍

2.1、受益于手游行业迅猛发展，公司净利润 6 年复合增长率 75%以上

近年来，随着移动游戏行业的迅猛发展，智明星通的游戏业务收入一直稳步持续增长。2012-2017 年，智明星通的营业收入分别为 2.77 亿元、6.18 亿元、9.27 亿元、31.25 亿元、47.38 亿元、39.79 亿元，7 年间复合增长率为 46.33%。2018 年上半年公司营收 17.52 亿元，同比下滑 16.82%。公司营收增速在 2017 年开始出现了负增长，主要是公司 COK 游戏产品生命周期进入稳定期流水下滑所致，但 2018 年后流水下滑幅度收窄。

图30： 2012-2018H1 智明星通收入及增长率



资料来源：wind、新时代证券研究所

智明星通挂牌新三板后披露了营业收入构成情况。公司主营业务一直为游戏业务，且其占营业收入比重始终接近 100.00%。2017 年公司新增的其他业务收入主要为《乱世王者》的收入分成。

表4： 智明星通营业收入构成情况（单位：元）

项目	2017 年		2016 年度		2015 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	3,908,772,474.28	98.28%	4,738,460,222.27	100%	3,124,540,917.04	100%
其他业务收入	70,005,788.12	1.72%				
合计	3,978,778,262.40	100%	4,738,460,222.27	100%	3,124,540,917.04	100%

资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

从主营业务收入来源来看，公司主营业务收入包括游戏服务收入和互联网产品服务收入，游戏服务收入按运营模式划分可分为自主运营游戏收入和授权运营游戏收入。智明星通从成立之初就始终坚持自主运营的发展战略，经过多年的积累，公司自主运营游戏在市场中形成了强大的竞争优势，自主运营游戏收入快速增长，该业务收入占主营业务收入比重从2015年度的90.40%增长至2017年1-9月的97.30%。

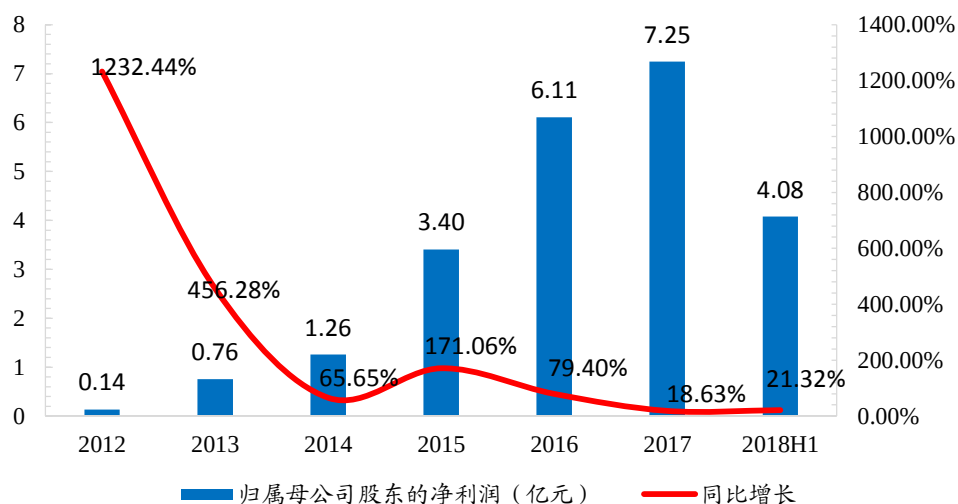
表5：公司主营业务收入占比情况（单位：元）

项目	2017 年 1-9 月		2016 年度		2015 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自主运营游戏收入	2,890,313,050.03	97.3%	4,554,564,287.27	96.12%	2,824,498,927.51	90.4%
授权运营游戏收入	72,936,588.88	2.46%	135,779,550.00	2.87%	102,742,265.86	3.29%
互联网产品服务收入	7,273,418.92	0.24%	48,116,385.00	1.02%	197,299,723.67	6.31%
合计	2,970,523,057.83	100%	4,738,460,222.27	100%	3,124,540,917.04	100%

资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

尽管营收近两年出现下滑，但公司净利润一直保持稳定向上增长。2012-2017年，智明星通归属于母公司所有者的净利润分别为0.14亿元、0.76亿元、1.26亿元、3.40亿元、6.11亿元、7.25亿元，6年间复合增长率为75.71%，累计增长50.7倍。2018年上半年公司归母净利润4.08亿元，同比增长21.32%。2018年以前，公司的利润增长受益于手游行业快速发展的大环境，公司坚持精品化研发运营策略，主打游戏产品生命周期长、且持续稳定在畅销榜前20，从而带来流水收入高速增长；2018年以来，公司主打游戏产品进入成熟期，流水下滑，但公司也大幅减少了广告投放等销售费用，带动公司利润仍处于增长期。

图31：公司 2012-2018H1 归母净利润及增长率

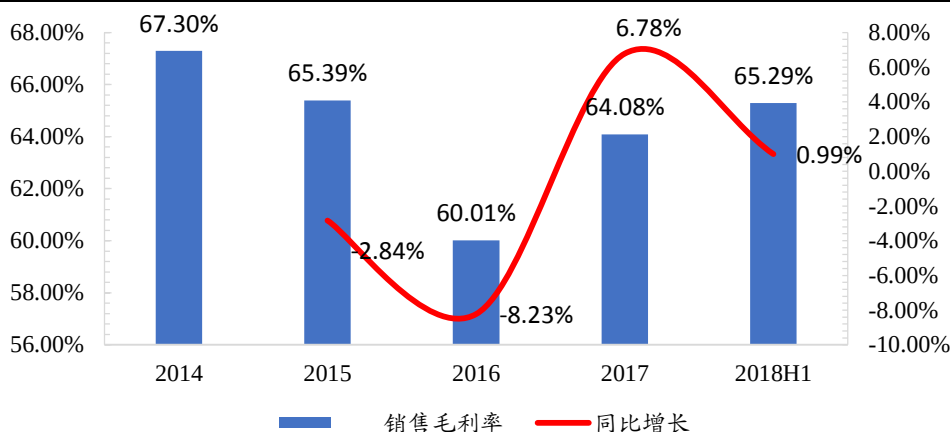


资料来源：wind、新时代证券研究所

2.2、公司近5年来毛利率保持在60%以上，净利率持续走高

近5年来，智明星通的毛利率保持在60%以上的高水平，整体处于稳定状态，净利率在持续走高。2014-2018H1，智明星通毛利率分别为67.30%、65.39%、60.01%、64.08%、65.29%。2016年毛利率有所下降主要是由于代理运营游戏《魔法英雄》收入比重变动导致的。因《魔法英雄》需承担代理运营分成成本，所以该款游戏的毛利率低于《列王的纷争》等自主研发运营游戏。也就是说，公司毛利率变动主要与游戏业务的结构变化有关，如果自研游戏收入占比高，毛利率就会走高；若代理发行游戏收入占比上升，毛利率就会下滑。但总体来看，公司毛利率保持在相对稳定状态。

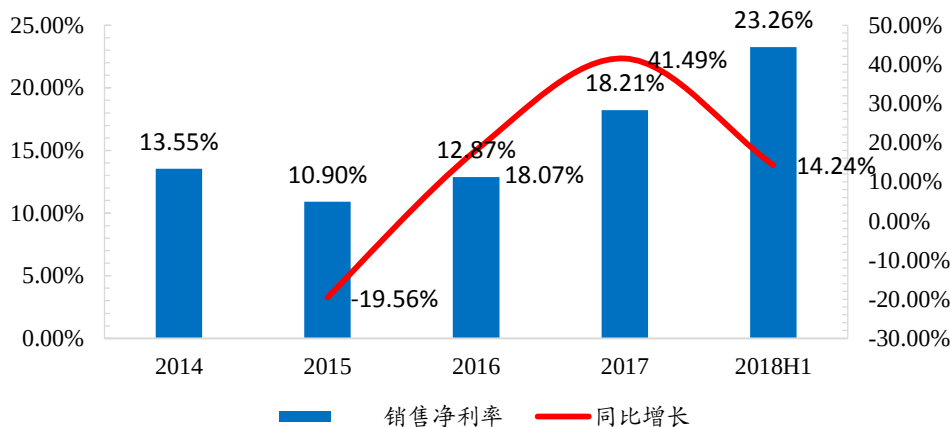
图32：智明星通 2014-2018H1 毛利率及增长率



资料来源：wind、新时代证券研究所

从净利率方面看，2014-2018H1，智明星通净利率分别为13.55%、10.90%、12.87%、18.21%、23.26%。净利率不断走高的主要是公司规模优势上升、三费情况尤其是销售费用下降较快所致。

图33：智明星通 2014-2018H1 净利率及增长率



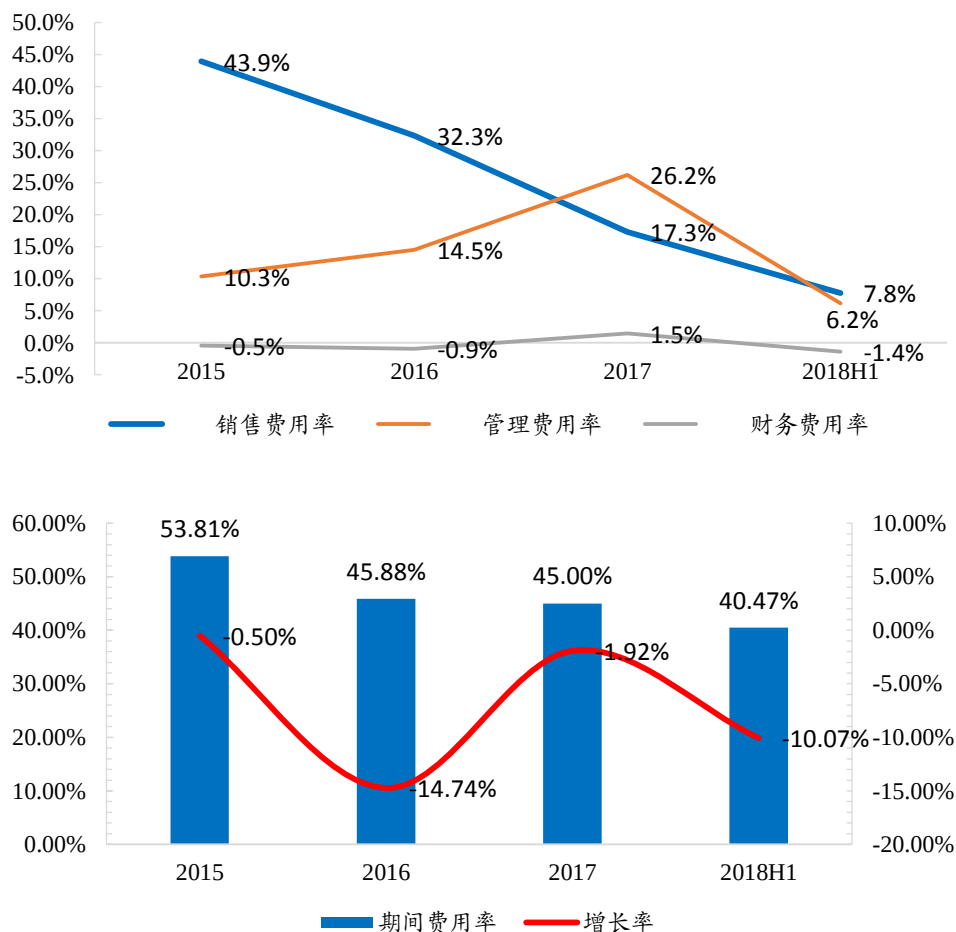
资料来源：wind、新时代证券研究所

我们认为，随着智明星通的游戏业务日趋成熟，游戏的研发费用投入和销售费用投入会继续增长，但公司的规模优势更加明显，因此公司的毛利率和净利率会有波动但总体上会继续保持稳定。

2.3、研发与销售费用占比出现逆转，加大研发成重心

游戏公司的三费支出一般较大，特别是研发费用和销售费用。从智明星通的三费率来看，2015-2018H1，期间费用占当期营业收入比重分别为 53.81%、45.88%、45.00%、40.47%，费用率整体呈现下降趋势。

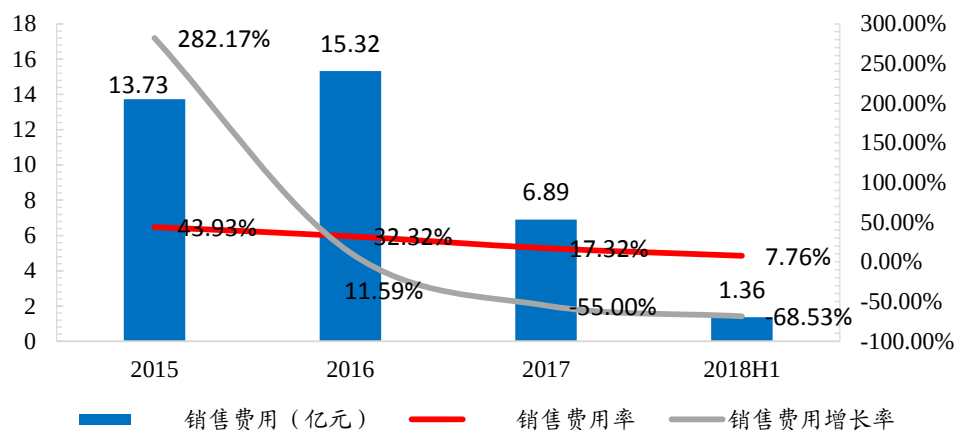
图34： 2015-2018H1 智明星通三费率情况



资料来源：wind、新时代证券研究所

由于游戏上线初期需投放大量广告以快速提高游戏下载量，因此游戏公司的销售费用普遍较高。从销售费用看，2015-2018H1 智明星通的销售费用分别为 13.73 亿元、15.32 亿元、6.89 亿元、1.36 亿元，销售费用率分别为 43.93%、32.32%、17.32%、7.76%；2016-2018H1 销售费用同比增长分别为 11.59%、-55.00%、-68.53%。销售费用出现大幅下降主要是公司游戏产品进入成熟期后广告推广费用大幅减少所致。公司的拳头产品《列王的纷争》进入 2018 年后广告推广费用只保留基础量，因为成熟期的游戏主要是服务核心玩家，再大面积做推广也很难吸引同比例的新用户进来，性价比不高。

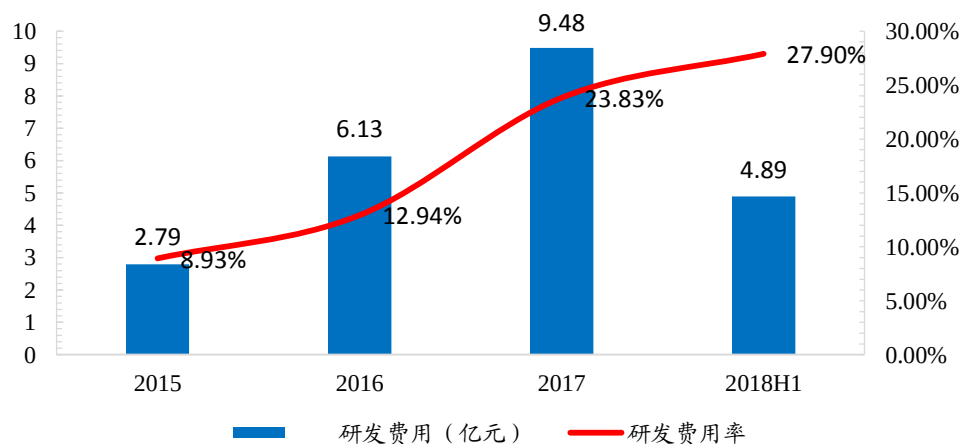
图35： 智明星通 2015-2018H1 销售费用、销售费用率及增长率



资料来源: wind、新时代证券研究所

游戏公司的管理费用最大头的是研发费用,游戏研发支出是游戏研发商最大的支出之一。智明星通拥有 430 多位技术人员,自主研发的《列王的纷争》保持着每周一次的版本更新频率,《女王的纷争》、《王权争霸》等其他策略类移动游戏也保持着至少每月一次的版本更新频率,还有多款储备游戏保持研发状态,因此公司的研发费用一直处于较高水平。2015-2018H1, 智明星通研发费用分别为 2.79 亿元、6.13 亿元、9.48 亿元、4.89 亿元, 占营业收入的比重分别为 8.93%、12.94%、23.82%、27.9%。这表明公司高度重视自主研发,研发投入持续扩大。

图36: 智明星通 2015-2018H1 研发费用及研发费用率情况

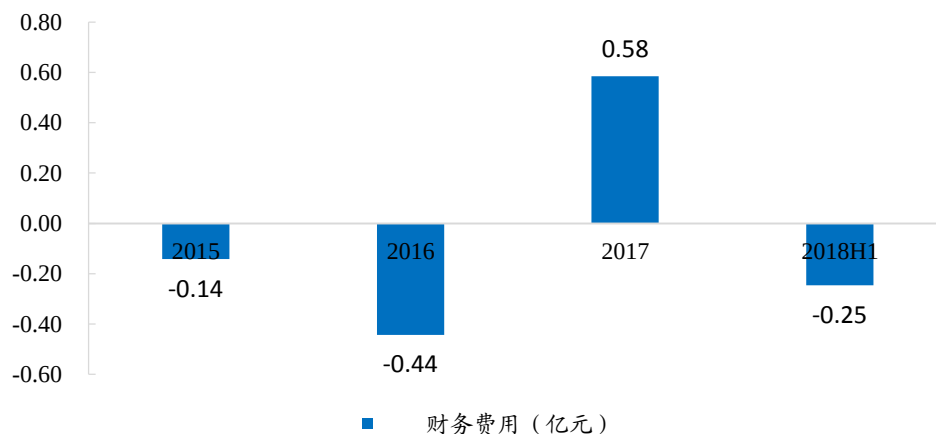


资料来源: wind、新时代证券研究所

财务费用方面,游戏公司流水收入结算周期较短,货币资金增长较快,贷款支出需求较少,因此财务费用一般不高。智明星通主要做海外游戏运营发行,公司持有较多外币金融资产,财务费用主要以汇兑损益为主。

2015-2018H1, 公司财务费用分别为-1420.86 万元、-4436.18 万元、5843.13 万元、-2454.76 万元。2017 年公司财务费用较高,主要是受人民币升值影响产生汇兑损失所致。2017 年公司汇兑损失为 7121.04 万元。

图37: 智明星通 2015-2018H1 财务费用



资料来源: wind、新时代证券研究所

2.4、应收账款账龄集中在 1 年内，回款情况良好

由于游戏产品的流水存在明显的周期性，且支付链条较长，游戏研发和发行公司的应收账款较大，是需要重点关注的财务指标。智明星通的应收账款主要包括两部分：与各大游戏平台的应收账款和与授权运营商结算游戏服务业务的应收账款。

对于前者来说，公司所合作的游戏平台均为在全球范围内具有影响力的互联网公司，包括 Apple Inc.、Google Inc.、Facebook Inc.等，游戏平台通常在账单日后 30 天左右支付，因此应收账款回款状况良好。这也是公司最主要的业务收入来源。

对于后者来说，授权运营商一般在收齐全部游戏平台款项后再根据分成条款向公司支付款项，因此回款时间略长于游戏平台，一般在 1-3 月之间。

根据公司披露的数据，2015-2017 年智明星通应收账款余额账龄的基本均集中在 1 年之内，回款情况良好。

表6: 智明星通 2015-2017 年应收账款余额账龄 (单位: 元)

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	账面金额	占比 (%)	账面金额	占比 (%)	账面金额	占比 (%)
1 年以内	397,948,369.95	98.35	402,639,531.91	99.48	510,792,461.49	99.9
1-2 年	6,597,626.54	1.63	2,066,002.82	0.51	520,163.79	0.1
2-3 年	60,424.98	0.01	26,020.40	0.01	2,121.80	0
3-4 年	25,190.00	0.01	1,071.20	0		
4-5 年	1,071.20	0				
5 年以上						
合计	404,632,682.67	100	404,732,626.33	100	511,314,747.08	100

资料来源: 智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

相比同行业上市公司昆仑万维 (300418)、英雄互娱 (430127)，公司账龄 3 年以内应收款项坏账准备计提比例与同行业公司基本相同，3-5 年的计提比例低于昆仑万维，略高于英雄互娱，这主要基于公司应收账款账龄较短，且回款状况良好，未发生过逾期的优良质地来考虑的。

表7: 智明星通与同行业坏账计提比例情况对比

账龄	智明星通计提比例 (%)	昆仑万维计提比例 (%)	英雄互娱计提比例 (%)
1 年以内	5	5	5

账龄	智明星通计提比例 (%)	昆仑万维计提比例 (%)	英雄互娱计提比例 (%)
1 至 2 年	10	10	10
2 至 3 年	20	20	20
3 至 4 年	50	100	50
4 至 5 年	80	100	70
5 年以上	100	100	100

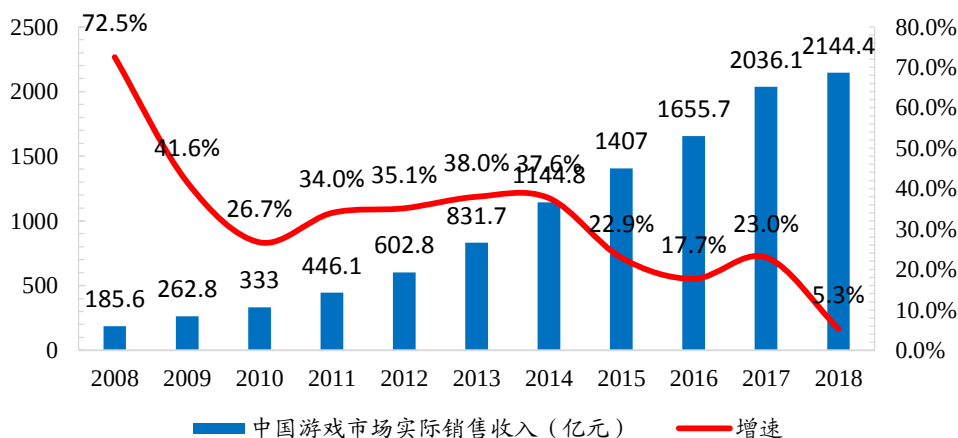
资料来源：智明星通公开转让说明书、新时代证券研究所

3、行业增速降档集中度提升，精品研发运营龙头受益

3.1、行业增速放缓，存量时代来临

根据中国音数协游戏工委与伽马数据联合发布的《2018 年中国游戏产业报告》显示，2018 年中国游戏市场规模达到 2144.4 亿元，同比增长 5.3%，行业增速明显放缓。最直接的原因是 2018 年因机构改革主管部门调整导致游戏版号审批暂停，引发新游戏上线数量锐减，带来游戏公司收入下滑明显。

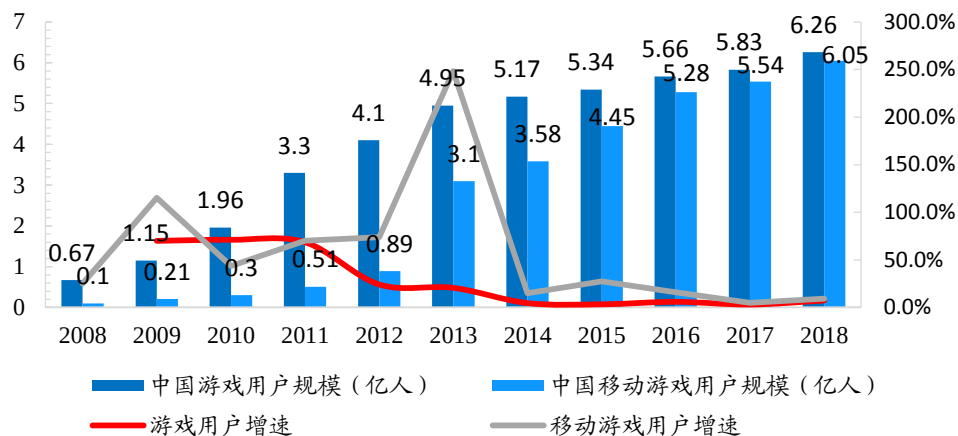
图38： 中国游戏市场规模及增速



资料来源：中国音数协游戏工委、伽马数据、新时代证券研究所

2018 年中国游戏用户规模达到 6.26 亿人，同比增长 7.3%；其中移动游戏的用户规模为 6.05 亿人，同比增长 9.2%。移动游戏用户的渗透率已高达 95%，渗透率比值与移动网民渗透率接近。从中长期角度看，游戏用户数量的增长已接近天花板，这意味着流量红利结束，行业进入存量时代；此外，国家开始实施网络游戏总量调控、游戏监管加强的趋势较为明显，我们认为，游戏行业未来的发展速度将从高速换挡为中低速。

图39： 中国游戏用户和移动游戏用户规模及增速

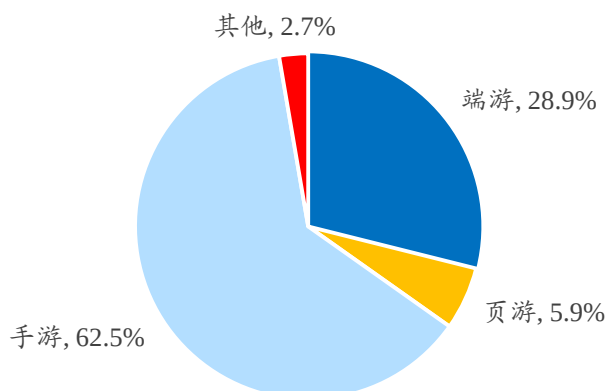


资料来源：中国音数协游戏工委、伽马数据、新时代证券研究所

3.2、细分市场：手游增速放缓端游企稳页游持续萎缩

从细分市场来看，移动游戏是唯一的增长点，端游有企稳迹象，页游持续萎缩。市场结构上，2018年，手游、端游、页游和其他游戏的占比分别为62.5%、28.9%、5.9%、2.7%，我们认为，虽然移动游戏受到版号政策影响，但未来仍是游戏行业最大的增长引擎。

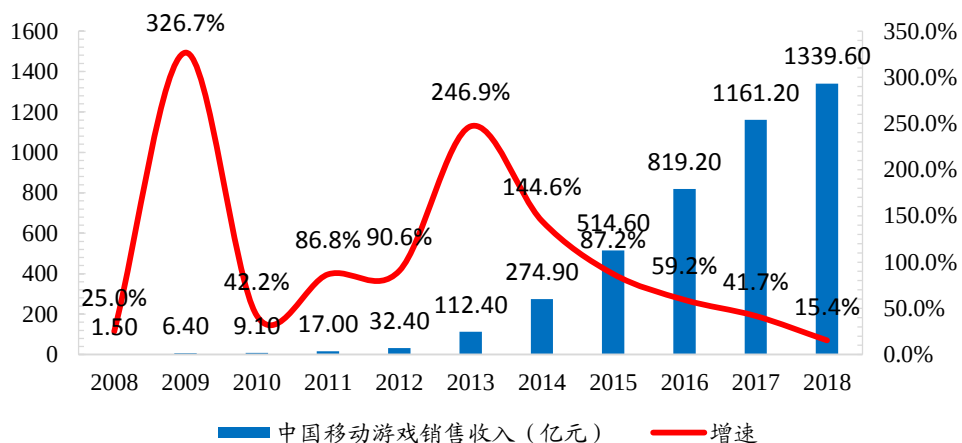
图40： 2018年各细分游戏占比



资料来源：中国音数协游戏工委、伽马数据、新时代证券研究所

《2018年中国游戏产业报告》显示，2018年中国移动游戏市场销售收入为1339.6亿元，同比增长15.4%，增速明显回落。

图41： 中国移动游戏销售收入及增速



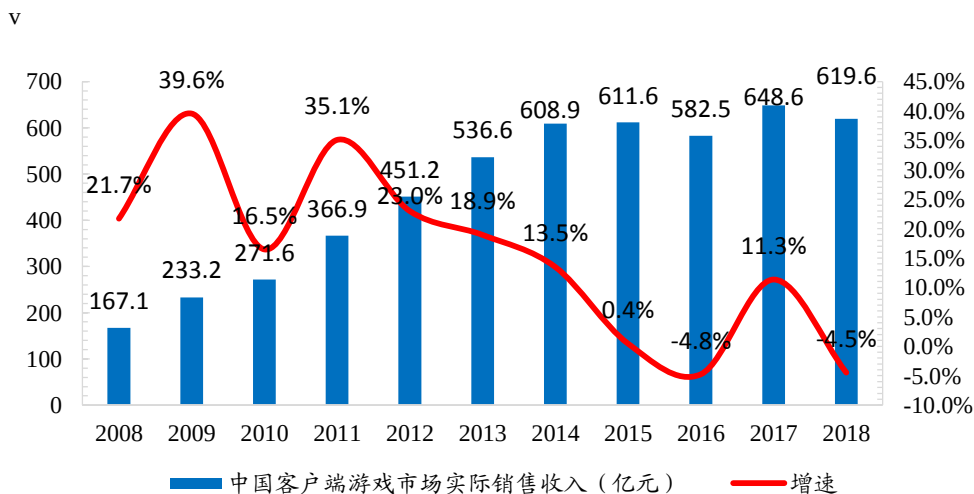
资料来源：《2018 年中国游戏产业报告》、新时代证券研究所

从 ARPU 值角度来看，2018 年中国移动游戏的 ARPU 值 221.42 元，比 2017 年的 209.6 元同比增长 5.6%。目前看，移动游戏的 ARPU 值增速并未超过用户数的增长，这也显示未来在流量红利逐渐消失的背景下，移动游戏的增长需要加强 ARPU 值提升的空间。

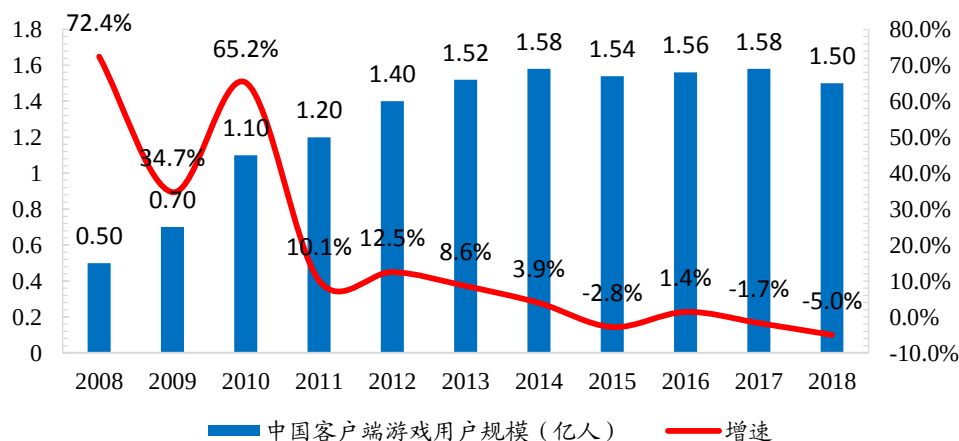
我们认为，2018 年中国移动游戏增速放缓除了版号受限外，也与用户需求改变、产品获取用户难度提升有关。用户需求方面，移动游戏用户数量接近饱和，加上短视频等新型娱乐方式挤占了部分移动游戏时间，移动游戏用户使用时长在移动互联网总使用时长中占比不断下降；产品获取用户难度提升方面，流量价格维持高位，使得游戏推广难度攀升，而且用户对游戏产品的品质体验要求越来越高，一般游戏已经不能满足用户需求了，倒逼游戏厂商走精品化研发路线。

2018 年中国客户端游戏市场销售收入为 619.6 亿元，同比下降 4.5%；占中国游戏市场规模的比例约 28.9%。2018 年中国客户端游戏用户规模为 1.5 亿人，同比下降 5%。从 ARPU 值来看，2018 年中国端游的 ARPU 值为 413.06 元，与 2017 年的 410.51 元同比微增 0.6%。总体来看，端游市场规模和用户数量的降幅相比过去几年已经明显收窄，呈现企稳态势。而且用户 ARPU 值还出现了微升的现象，这说明核心玩家已经趋于稳定，付费率及付费金额有所增强。

图42： 中国客户端游戏市场销售收入及增速

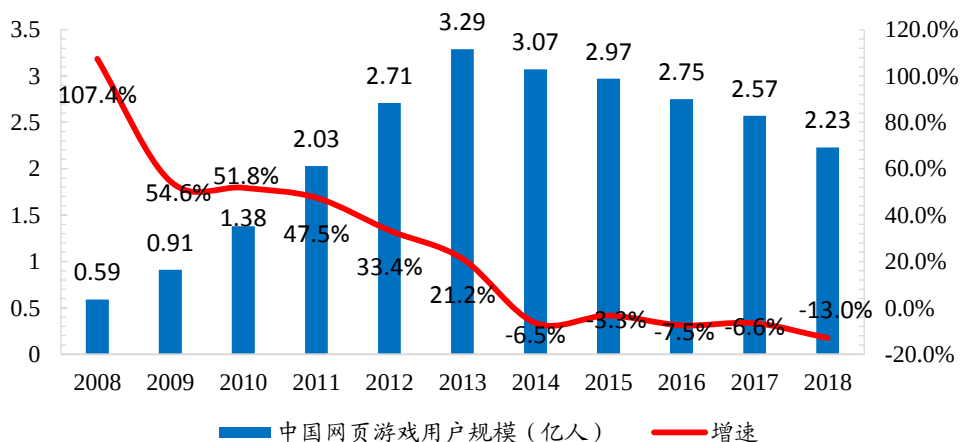


资料来源：《2018 年中国游戏产业报告》、新时代证券研究所

图43: 中国客户端游戏用户规模及增速

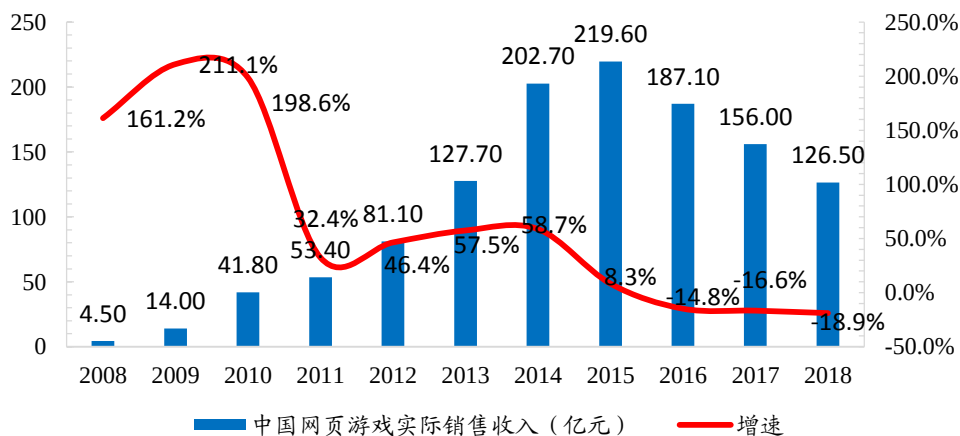
资料来源:《2018年中国游戏产业报告》、新时代证券研究所

2018年中国网页游戏市场销售收入为126.5亿元,同比下降18.9%;占中国游戏市场比例约5.9%。2018年中国网页游戏用户规模为2.23亿人,同比下降13%。从ARPU值角度来看,2018年中国网页游戏的ARPU值为56.73元,比2017年的60.7元下降6.54%。网页游戏在用户持续流失的压力下延续下滑趋势,市场规模已经连续三年出现负增长。

图44: 中国网页游戏用户规模及增速

资料来源:《2018年中国游戏产业报告》、新时代证券研究所

图45: 中国网页游戏市场销售收入及增速



资料来源：《2018 年中国游戏产业报告》、新时代证券研究所

3.3、版号调控监管趋严，行业“马太效应”强化

近一年来，游戏行业监管趋严，相关机构从游戏数量、游戏内容、游戏付费等多方位出台政策规范市场上的游戏产品。2018 年 3 月因机构改革部门调整游戏版号全面暂停；2018 年 8 月教育部等 8 部委出台《综合防控儿童青少年近视实施方案》提出，实施网友总量调控；探索符合国情的适龄提示制度；采取措施限制未成年使用时间。2018 年 12 月，网络游戏道德委员会成立，并对首批 20 款存在道德风险的网络游戏进行了评议。这意味着网络游戏强监管进入常态化水平。

表8：近一年来游戏监管政策一览

时间	政策	机构	内容
2018 年 2 月	关于严格规范网络游戏市场管理的意见	中宣部、中央网信办、工信部、教育部、文化部、公安部、国家工商总局、广电总局	整治规范几类产品：一是用户量大，社会影响力大的头部产品；二是内容低俗，含有暴力色情的产品；三是对未经许可，版号等相关内容不全的产品；四是来自境外，含有法律禁止内容的产品。严格规范网络游戏市场管理。
2018 年 3 月	游戏申报审批重要事项通知	国家新闻出版广电总局	由于机构改革，所有游戏版号发放全面暂停，且并未通知暂停期限。
2018 年 4 月	棋牌类网络游戏管理	文化和旅游部市场司	各平台即日起不得提供德州类游戏的下载，并于 2018 年 6 月 1 日前全面终止德州类游戏的运营。
2018 年 8 月	综合防控儿童青少年近视实施方案	教育部、国家卫生健康委员会、国家体育总局、国家新闻出版署等八部门	实施网络总量调控，控制新增网络游戏商务运营数量；探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。

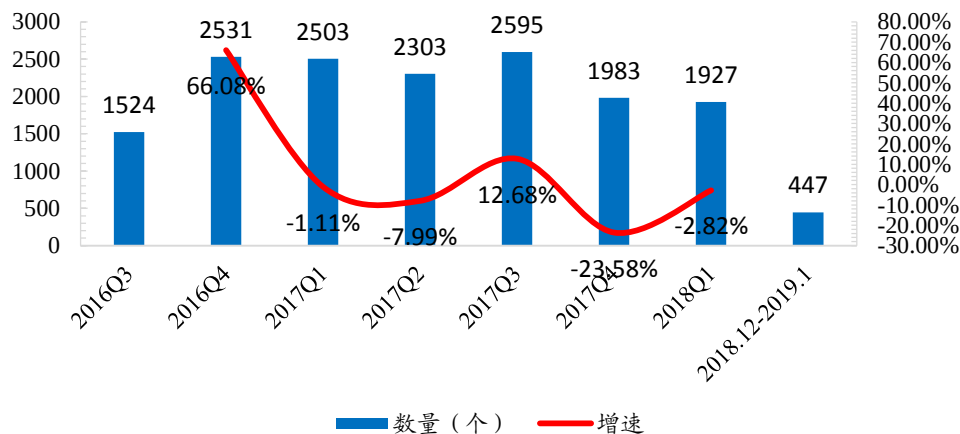
资料来源：各政府网站、新时代证券研究所

通过对欧美、日韩等发达国家的游戏监管政策特别是监管最严的韩国对比研究，可以发现监管趋严会对游戏公司的业绩带来波动风险，行业“马太效应”加剧，龙头公司因具有资金、规模、产品及人才优势而占据更多市场份额，中小公司淘汰概率增加。

具体到国内，游戏版号总量调控，网游道德委员会对内容审核的加强，意味着版号获取门槛提高，以买量和购买程序快速换皮的游戏公司生存空间变窄，而具有精品研发运营能力的游戏公司将会持续受益，也就是说游戏行业开始进入“内容为王”的时代，行业发展向头部产品和头部公司集中，竞争格局变得稳态化。

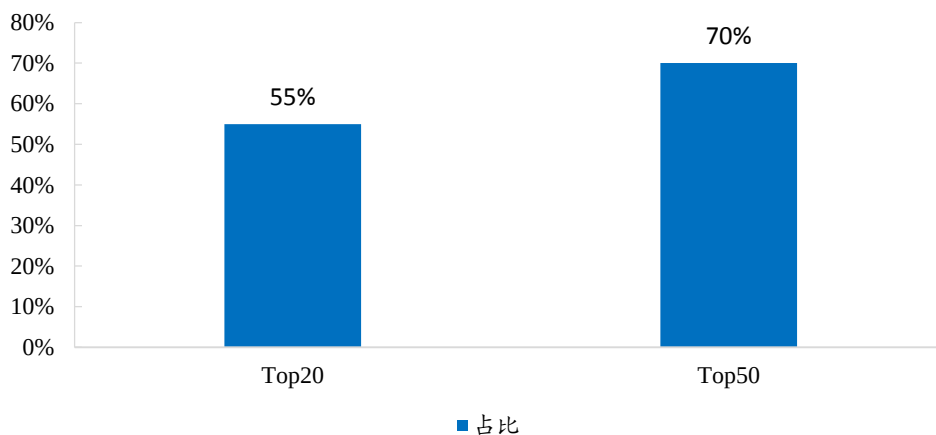
原国家新闻出版广电总局的数据显示，2016、2017 年每年取得版号的游戏数量达到 1 万款，2018 年 Q1 也达到 1927 款，之后暂停；2018 年底至 2019 年 1 月版号审批重启，五批版号总量也就 447 个，数量明显下降。存量时代竞争格局的稳态化也从数据可以体现，按照伽马数据的统计，目前 TOP20 游戏占国内市场份额达到 55%，TOP50 游戏占比达 7 成左右，头部效应显著。

图46： 2016-2018 年国产游戏版号获取情况



资料来源：国家新闻出版广电总局、新时代证券研究所

图47： 头部游戏集中度提升



资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

3.4、游戏出海仍在红利期，龙头公司受益明显

在国内游戏行业进入存量时代的大背景下，腾讯和网易的龙头地位将愈发巩固，中小企业在国内市场将愈发难以弯道超车；同时，行业监管变严、流量红利见顶，国内第二、三梯队的游戏公司的生存环境愈发艰难。而与之形成鲜明对比的是，东南亚、印度、非洲、南美洲、俄罗斯等海外地区都还处在移动游戏增量时代的红利期，大部分的市场规模增速超过 30%；此外，中国移动游戏的品质不断提升获得了欧美、日韩等游戏发达地区越来越多的用户认可，中国移动游戏在欧美、日韩地区的收入增速也迅速扩大。因此，游戏出海成为中国游戏公司越来越重视的战略目标之一。

根据 App Annie 《2018 年上半年中国移动游戏出海报告》的统计,从各地区游戏市场增速来看,游戏下载量前十名的市场当中仅有中国 (-1% YoY) 和泰国 (-2% YoY) 出现了负增长,其他地区的下载量仍处于增长阶段,包括印度、印尼等市场游戏下载量的增速都在 30% 以上;游戏收入前十位的市场当中除了中国 (+2% YoY) 和日本 (+8% YoY) 出现较慢增长之外,其余地区的增速都在 15% 以上,在德国、英国、法国等欧洲地区还出现了增长加速的情况。

从中国游戏公司海外运营情况看,中国游戏的下载量在美国、巴西、俄罗斯、墨西哥、土耳其等地的增速分别达到了 54%、47%、13%、28%、23%;中国游戏公司的收入在美国、韩国、英国和法国市场的增速都超过了 50%,增速分别为 52%、153%、50%、52%。

表9: 2018H1 全球游戏市场增长情况 (Google Pay&IOS)

主要市场 (按下载量排名) 增速				主要市场 (按游戏用户支出排名) 增速			
排名	国家/地区	18H1	17H1	排名	国家/地区	18H1	17H1
1	印度	53%	214%	1	日本	8%	27%
2	美国	5%	-3%	2	美国	19%	22%
3	巴西	19%	16%	3	中国	2%	83%
4	中国	-1%	11%	4	韩国	15%	66%
5	俄罗斯	11%	18%	5	中国台湾	25%	31%
6	印尼	32%	36%	6	德国	40%	25%
7	越南	11%	40%	7	英国	22%	12%
8	墨西哥	6%	4%	8	加拿大	22%	28%
9	土耳其	4%	15%	9	法国	35%	20%
10	泰国	-2%	15%	10	澳大利亚	15%	23%

资料来源: App Annie、新时代证券研究所

表10: 2018H1 中国游戏公司海外游戏下载及收入增长 (Google Pay&IOS)

中国游戏公司海外游戏下载量增速				中国游戏公司海外游戏收入增速			
排名	国家/地区	18H1	17H1	排名	国家/地区	18H1	17H1
1	美国	54%	-11%	1	美国	52%	38%
2	印度	89%	101%	2	日本	34%	98%
3	印尼	77%	13%	3	韩国	153%	-10%
4	巴西	47%	-8%	4	中国台湾	2%	16%
5	越南	52%	22%	5	德国	41%	31%
6	泰国	24%	1%	6	中国香港	11%	27%
7	俄罗斯	13%	2%	7	美国	50%	42%
8	墨西哥	28%	-18%	8	俄罗斯	13%	54%
9	土耳其	23%	2%	9	沙特阿拉伯	20%	58%
10	菲律宾	37%	2%	10	法国	52%	42%

资料来源: App Annie、新时代证券研究所

客观来讲,中国游戏公司出海已经具备竞争优势,国产精品游戏有望持续突破欧美日韩等成熟市场。对于国内厂商而言,一方面出海仍能拿到海外移动互联网增长的流量红利;另外一方面则是因为国内的游戏行业激烈竞争下锻造了公司的强大竞争力,国内厂商的产品和商业化能力不比海外厂商的弱,而国内大厂的出海之路也才刚刚开始,产业格局仍不稳定。

根据 App Annie 公布的 2018 年三季度国内游戏公司出海 Top20 的情况,可以

发现国内大厂如腾讯、网易在海外的根基也并不深，往往其他公司凭借单一大作就能够进入榜单前列，而一款头部作品就能够给公司带来大量的本地化运营经验、发行能力积累等，从而在国内大厂尚未进入之前建立核心竞争力和市场壁垒。

不过，游戏出海的机会红利并不是所有游戏公司都能享受的。上文提到，对于海外的游戏的发行需要较强的本地化运营、发行、渠道把控能力等，这都是小游戏公司难以拥有的，只有龙头公司特别是上市公司才有资金、资源、人才等方面的优势，积累和提升这些能力，从而扩大海外发行的收入，享受此红利。中小游戏公司开发的产品一般会委托具有海外发行能力的龙头公司进行海外发行，目前这种趋势越发明显。

表11: 2018年三季度中国游戏发行商出海收入榜单

排名	7月	排名变化	8月	排名变化	9月	排名变化
1	FunPlus		网易	1	FunPlus	1
2	网易	1	FunPlus	-1	网易	-1
3	IGG	-1	IGG	0	IGG	0
4	智明星通	0	智明星通	0	智明星通	0
5	腾讯	1	腾讯	0	Game168	2
6	龙创悦动	2	龙创悦动	0	腾讯	-1
7	易幻网络	-2	Game168	1	龙创悦动	-1
8	Game168	3	龙腾简合	1	创酷互动	1
9	龙腾简合	3	创酷互动	5	龙腾简合	-1
10	Tap4Fun	0	散爆网络	41	游族网络	5
11	卓杭网络	-4	Tap4Fun	-1	卓杭网络	1
12	昆仑万维	-3	卓杭网络	-1	米哈游	10
13	37互娱	1	百度	28	沐瞳科技	5
14	创酷互动	5	心动网络	12	百度	-1
15	沐瞳科技	-2	游族网络	4	猎豹移动	4
16	盖娅娱乐	10	易幻网络	-9	散爆网络	-6
17	神州泰岳	0	昆仑万维	-5	神州泰岳	3
18	米哈游	0	沐瞳科技	-3	Tap4Fun	-7
19	游族网络	-4	猎豹移动	1	易幻网络	-3
20	猎豹移动	0	神州泰岳	-3	昆仑万维	-3

资料来源: App Annie、新时代证券研究所

3.5、女性向、二次元、MMO是新游戏开发的重点细分市场

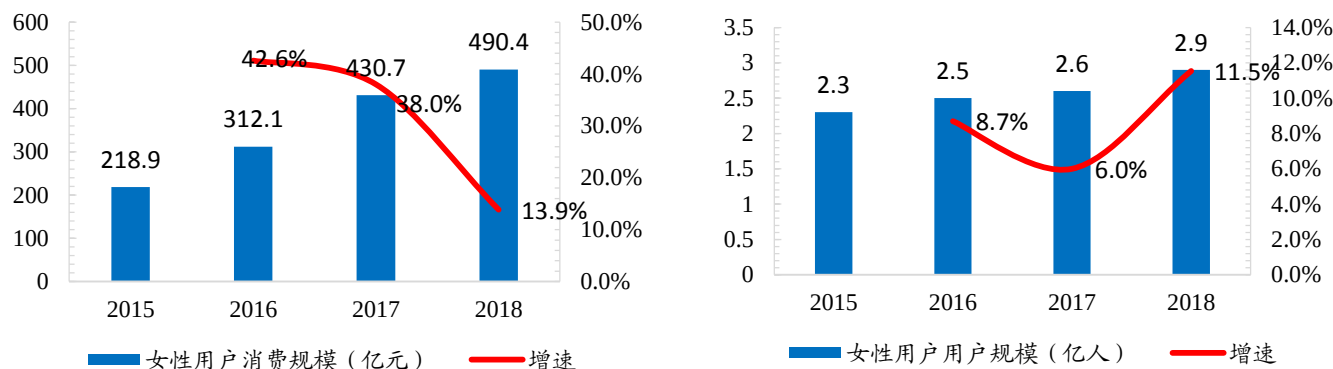
国内移动游戏市场发展已经相对成熟，同质化产品进入红海时代，各大游戏企业逐渐将重点转移到细分领域。我们认为，未来，游戏行业的细分市场发展趋势包括女性向游戏、二次元游戏、MMO重度游戏等领域。

趋势一：女性向游戏

《2018年中国游戏产业报告》显示，2018年中国游戏市场女性用户消费规模为490.4亿元，同比增长13.8%；女性用户规模为2.9亿人，同比增长11.5%。不管是市场规模和用户数量，女性向游戏市场的增速都高于行业水平。

图48: 女性用户消费规模 (亿元)

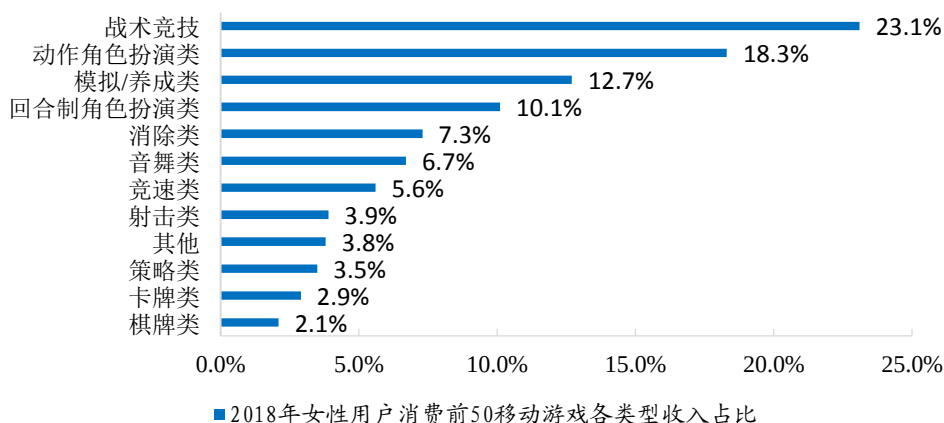
图49: 女性用户规模 (亿人)



资料来源：中国音数协游戏工委、伽马数据、新时代证券研究所

资料来源：中国音数协游戏工委、伽马数据、新时代证券研究所

2018 年女性用户消费前 50 移动游戏中，战术竞技类游戏收入占比最高，达到 23.1%；其次为动作角色扮演类游戏，收入占比达到 18.3%；第三名是模拟及养成类游戏，收入占比为 12.7%。

图50： 2018 年女性用户消费前 50 移动游戏各类型收入占比

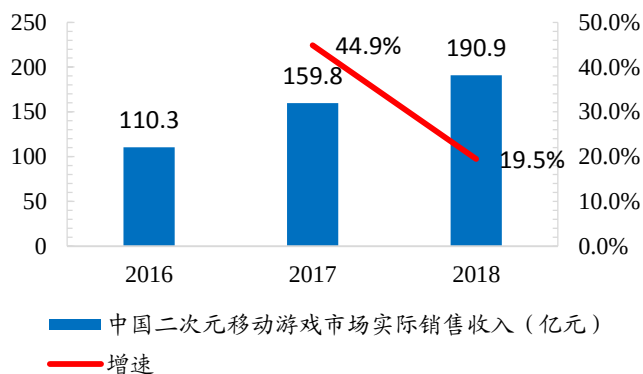
资料来源：中国音数协游戏工委、伽马数据、新时代证券研究所

中国游戏市场进入纵深发展阶段，女性用户正在成为游戏市场越来越重要的消费群体，女性向游戏市场潜力巨大。首先，女性用户规模与其收入贡献不匹配。当前，女性用户已接近总用户规模的一半，但国内游戏行业长期以男性市场为主，没有足够把握女性用户的需求，导致女性用户绝大多数为轻度付费用户，其用户规模与收入贡献不匹配。但随着女性用户游戏需求逐渐向重度化发展，女性用户付费强度有望提升，女性向游戏市场开发前景广阔；其次，专为女性用户开发的游戏产品数目较少。以移动游戏为例，2018 年收入排名前 20 的产品中，女性用户占比超过一半的产品仅一款，这表明市场上主流产品无法完全满足女性用户的需求，不利于女性用户价值的完全释放。但很多企业看到了女性市场的潜力，开发女性游戏产品的意愿正在增强。据伽马数据显示，到 2018 年底涉足女性游戏市场的游戏公司超过了 100 家。其中最具代表性的就是苏州叠纸，该公司开发的女性向游戏《奇迹暖暖》、《恋与制作人》都成为了女性游戏产品的爆款。

趋势二：二次元市场

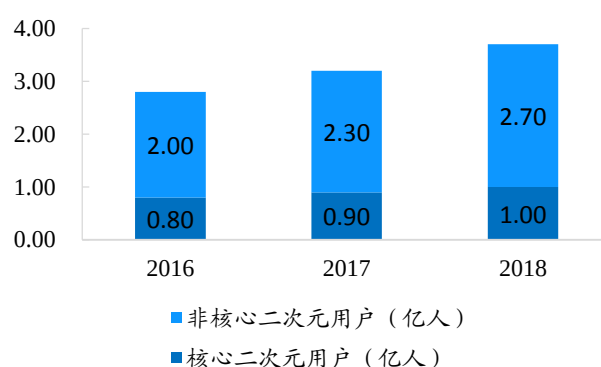
据《2018 年中国游戏产业报告》显示，2018 年中国二次元移动游戏市场实际销售收入达 190.9 亿元，同比增长 19.5%；二次元用户达到 3.7 亿人，同比增长 15.6%，其中核心二次元用户为 1 亿人，同比增长 11.1%，均快于行业水平。

图51: 中国二次元移动游戏市场实际销售收入



资料来源: 中国音数协游戏工委、伽马数据、新时代证券研究所

图52: 二次元用户人数



资料来源: 中国音数协游戏工委、伽马数据、新时代证券研究所

近年来,国内二次元文化发展迅速,用户规模持续增长,对于二次元用户消费市场的发展也起到了促进作用,二次元游戏产品成为各家研发企业重点开发的细分领域,这主要是二次元游戏市场具有较好的独特性:

第一,二次元用户是忠诚度、持续性好的消费群体之一。二次元用户消费意愿高,并且随着年龄的增长,其消费能力越来越强,加之二次元用户忠诚度高、参与度高,提升了这一用户群体的挖掘价值。正是看到这一特点,各大企业都加大了在二次元领域的布局,二次元群体偏好的游戏产品在质量和数量上都得到了提升。

第二,动漫 IP 成为移动游戏市场的主要增量,加速了二次元用户群体的价值释放。动漫 IP 能提高二次元的知名度,促使泛二次元用户和核心二次元用户能够不断相互转化,进一步增强用户粘性。在用户红利消退、移动游戏市场增长下滑的背景下,二次元用户偏好的动漫 IP 改编游戏被视为重要的增长点。

第三,二次元用户偏好的移动游戏正在从最初的轻度游戏转向重度游戏。从当前的二次元用户偏好的游戏类型来看,角色扮演、养成、格斗、模拟经营等类型均有涉及。随着发展趋势的变化,重度游戏越来越受到二次元用户偏好的选择。

趋势三: MMO 游戏

18-35 岁的年轻用户是移动游戏的核心用户,他们对游戏产品的社交性和对抗性要求越来越高,轻度、休闲的手游很难为用户带来实时、沉浸式体验,因此移动游戏重度化趋势越来越明显,MMO、MOBA 等大型重度游戏仍然是行业发展的重要趋势。从近年来的游戏畅销榜可以看出,MMO 和 MOBA 的游戏产品始终稳居榜单前 10。游戏厂商对 MMO、MOBA 等重度游戏的研发力度也在不断加强,该类型游戏的数量也在不断增多。

表12: 苹果 IOS 中国区游戏畅销榜 TOP10

2016 年 1 月	2016 年 11 月	2017 年 8 月	2018 年 11 月
梦幻西游	阴阳师	王者荣耀	王者荣耀
热血传奇	王者荣耀	梦幻西游	梦幻西游
大话西游	梦幻西游	天龙八部手游	明日之后
王者荣耀	倩女幽魂	倩女幽魂	QQ 飞车
全民飞机大战	征途	胡莱三国 2	大话西游
穿越火线:枪战王者	梦幻西游	阴阳师	侍魂:胧月传奇
蜀山战纪之仙剑奇侠传	大话西游	剑侠情缘	倩女幽魂
火影忍者	御龙在天	大话西游	神武 3

2016 年 1 月	2016 年 11 月	2017 年 8 月	2018 年 11 月
拳皇 98 终极之战 OL	问道	热血江湖	天龙八部手游
天天爱消除	火影忍者	暴走地下城	红警 OL

资料来源：易观智库、App Store、新时代证券研究所（注：“粗体”为 MMO 或者 MOBA 类游戏）

4、智明星通业绩激励制度给力，管理层稳定性无忧

4.1、3 年对赌超预期完成，新激励机制已推出

中文传媒于 2015 年 1 月完成对手游出海龙头智明星通的收购，智明星通承诺在 2015-2017 年扣非后净利润分别为 2.02 亿元、2.51 亿元、3.61 亿元，但实际上，智明星通每一年都大幅超额完成业绩承诺，2015-2017 年扣非后归属母公司股东净利润分别为 3.29 亿元、5.97 亿元、6.6 亿元；对中文传媒贡献利润分别为 3.4 亿元、5.04 亿元和 7.07 亿元。

表13： 智明星通业绩承诺完成情况

项目	2014	2015	2016	2017
承诺业绩（亿元）	1.51	2.02	2.51	3.61
扣非归母净利润（亿元）	1.54	3.29	5.97	6.6
对中文传媒的贡献（亿元）		3.4	5.04	7.07

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

智明星通在成为中文传媒 100%子公司后，原智明星通的创始团队通过持股平台（厦门枫沐科技合伙企业）成为中文传媒持股 5%以上的股东，且享受了超额业绩奖励。中文传媒收购智明星通时，各方就智明星通激励约定如下：各方同意业绩承诺期结束后，若智明星通经具有证券业务资格的会计师事务所审计的 2014、2015 和 2016 年度的扣非后归属母公司股东净利润超过约定的承诺金额，则中文传媒同意将超额部分的 40%奖励给业绩承诺人。其中，深圳利通产业投资基金（腾讯系的股权投资公司）获得超额业绩奖励的 15%，剩余的 85%在其他业绩承诺人之间分配，由智明星通创始人唐彬森决定。

一直以来，市场普遍认可智明星通的公司价值，但担忧对赌结束后智明星通管理层的利益绑定问题。

为此，中文传媒 2018 年 2 月发布公告，为充分调动智明星通核心经营管理团队的积极性，确保经营业绩持续稳健增长，中文传媒总经理办公会于 2017 年审议通过了《智明星通 2017-2020 年经营目标及薪酬考核方案》，其主要内容为：

（1）智明星通业绩考核基数。按智明星通 2014-2016 三年实际经营业绩（扣非后归母净利润）的平均数确定 2017 年业绩考核基数（3.61 亿元），在 2017 年业绩考核基数的基础上按照年均复合增长率不低于 13%确定 2018-2020 年业绩考核基数；

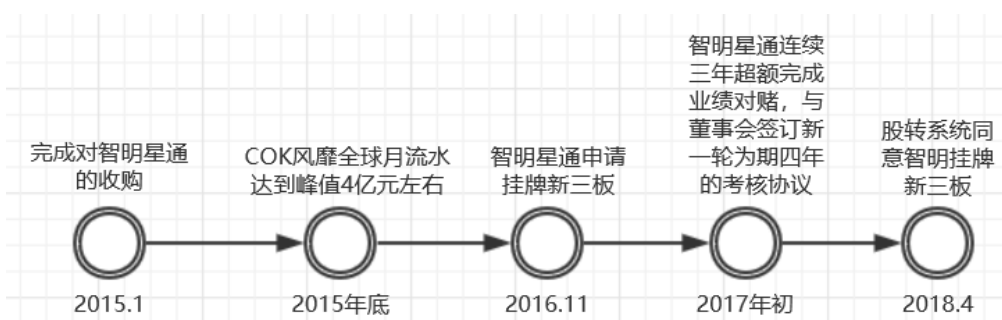
（2）绩效工资计提比例。视智明星通年度经营目标完成情况，可按利润总额（计提绩效工资之前）的 15-40%（含 40%）计提绩效工资，其中 10%调整为董事会特别奖励。若智明星通 2017-2020 年计提董事会特别奖励后其当年扣非后归母净利润仍超过 6 亿元，方可计提绩效工资并用于奖励有突出贡献员工以及核心骨干员工等合理用途。2020 年经营考核期结束后，须保留不少于 1 亿元至下一经营考核期并视业绩实现情况再提交智明星通董事会审议后予以合理发放。智明星通未来如

需调整基薪水平，可在基薪和绩效工资总额范围内调剂，保持薪资总体水平稳定；

(3) 超额业绩奖励。延续 2014-2016 年的奖励比例，智明星通经营业绩超过目标基数，可对其超过部分计提不超过 40%（含 40%）的超额业绩奖励，用以对智明星通核心经营管理层的激励。超额业绩奖励可以每年预发，四年任务汇总考核结算，超发部分将从当年或以后年度奖金中予以扣回，不足部分及时予以补足。

2017 年中文传媒应付职工薪酬达到 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励。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。

图53： 智明星通发展历程



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

智明星通已于 2018 年 6 月登陆新三板，公司将以此获得市场化的定价，优化治理结构，并可能在后续激励机制创新方面取得突破。新三板与港交所合作，为智明星通带来新机遇。2018 年 4 月 21 日，全国中小企业股份转让系统，正式宣布与香港交易所签署合作备忘录，开启新三板+H 股的时代。优质新三板企业有望直接到港股上市。

4.2、智明星通管理团队稳定性无忧

尽管中文传媒为智明星通做了新一期的业绩激励方案，但市场人士仍对智明星通的创始团队持股比例低能否好好做业绩存在疑问。我们认为智明星通管理团队的稳定性是有保障的，主要原因如下：

第一，智明星通创始团队出走再去创立一个体量与智明星通相当的游戏公司非常困难。目前，游戏行业进入存量时代，行业集中度越来越明显，龙头企业的优势还在继续扩大，新游戏公司弯道超车的可能性越来越小。现在的游戏公司竞争拼的是资金、资源和人才综合实力，哪一项有短板都可能败下阵来。智明星通创始团队就算减持套现后再次创业，其资金、资源和人才优势也远不如现在的智明星通，况且现在的产业环境已经远不如 10 年前的高速成长期的时代，创业难度已经呈几何倍数增长。

第二，智明星通现有创始团队放弃目前还在稳健增长的智明星通而去创业或者做投资，缺乏现实基础和逻辑动力。以唐彬森、谢贤林为核心的智明星通创始团队的年龄都接近 40 岁，过了互联网创业的最佳时期，再次创业顾虑会更多，而且失败的风险也不小。而现在的智明星通有成熟的产品体系和公司运营体系，业绩增长依然强劲。两相对比，其创始团队就算减持套现后不去创业，而是“享受退休”或者做投资，其经营收益与事业成就感也远不如还在“蒸蒸日上”的智明星通的管理层岗位上。而且，唐彬森在多次投资者交流会也提到其对游戏事业的热爱和执着，

创业 10 年来一直专注在游戏行业奋斗，一点一滴把智明星通做大做强。因此，其创始团队放弃目前还在稳健增长的智明星通而去创业或者做投资，缺乏现实基础和动力。

第三，中文传媒给予智明星通创始团队的超额业绩奖励十分丰厚。按照约定，中文传媒 2014-2016 年按照每一年承诺业绩的超额部分计提不超过 40% 奖励给核心管理团队。在最新的智明星通业绩激励方案，2017-2020 仍按照每一年目标考核业绩的超额部分计提不超过 40% 奖励给核心管理团队。在这样较为充分的业绩激励制度下，智明星通的创始团队是有强劲动力做好业绩的，毕竟出去创业或者做投资，也未必每一年都能有这么丰厚的“真金白银”落袋。而且，中文传媒充分授权，不干预智明星通的经营，完全由其创始团队主导。因此，不管是从物质激励，还是公司管理的放权上，智明星通创始团队都是最大的受益者之一。

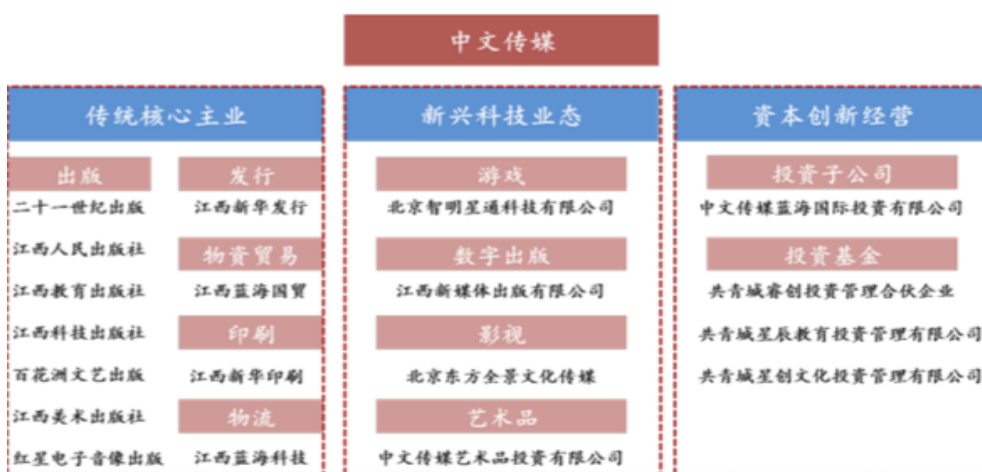
5、传统出版发行业务发展稳健，综合市场排名前五

5.1、中文传媒基本情况介绍

中文传媒是江西省出版集团文化传媒类资产上市平台，是江西唯一的文化上市企业，2010 年借壳鑫新股份实现上市。公司上市后在夯实传统主业的同时，积极通过内部孵化+外延并购拓展新兴业务。2012 年 11 月，公司在原有数字出版公司奇达网络基础上设立江西新媒体出版有限公司，并在 2013 年并购重组北京百分在线，加快数字出版运营和销售渠道的布局；2013 年 3 月，公司增发募集资金投资新华文化城等项目，强化公司出版发行主业核心竞争力；2015 年 1 月，公司完成对智明星通收购，进入全新发展阶段。依托智明星通强大的研运能力及海外发行渠道，公司新业态收入呈现爆发式增长。同时，公司携手智明星通管理层成立新媒体基金，积极布局互联网教育产业。

目前，公司控股股东江西省出版集团直接持股比例为 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，包含二十一世纪出版集团等 9 家出版社，以及江西新华发行集团等优质发行机构，形成以出版发行、物流贸易等为传统主业，与游戏、新媒体出版、影视剧生产等新业态相结合的经营格局。

图54： 中文传媒业务格局



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

公司控股股东在全国出版集团综合排名中名列第二。2017 年，公司二次进入

中国服务业企业 500 强，连续 9 次进入中国文化企业 30 强，并连续六届进入财富中国 500 强。

表14：图书出版集团总经济规模综合评价前十名

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

资料来源：《2017 年新闻出版产业分析报告》、新时代证券研究所

5.2、出版业务：优质出版社聚集，综合市场排名第七

公司为出版行业第一梯队，营业收入持续增长。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。根据北京开卷公司数据，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。

表15：2017 年整体市场销售出版物市场占有率排名

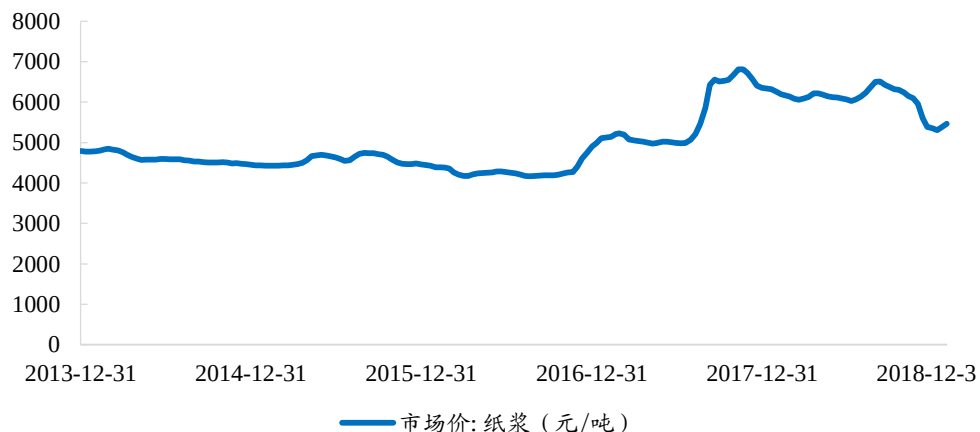
本期排名	出版单位	码洋占有率	动销品种数	新书品种数	动销品种占 有率	动销品种排 名	出版效率	销售册 数占有 率	销售册 数排名
1	中国出版集团	6.91%	79674	7544	4.21%	1	1.64	5.32%	1
2	吉林出版集团	3.22%	69685	6461	3.68%	2	0.87	4.24%	2
3	凤凰出版传媒集团	3.20%	54393	6852	2.87%	3	1.11	3.68%	4
4	中南出版传媒集团	3.13%	29277	3417	1.55%	9	2.03	3.05%	7
5	中国工信出版传媒集团	2.84%	47771	5304	2.52%	5	1.13	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	上海世纪出版股份有限公司	2.12%	53045	4469	2.80%	4	0.76	1.71%	12
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、新时代证券研究所

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%，增速回升，这与纸张价格回落有关。受供给侧改革政策影响，纸张价格自 2016 年起大幅上涨，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

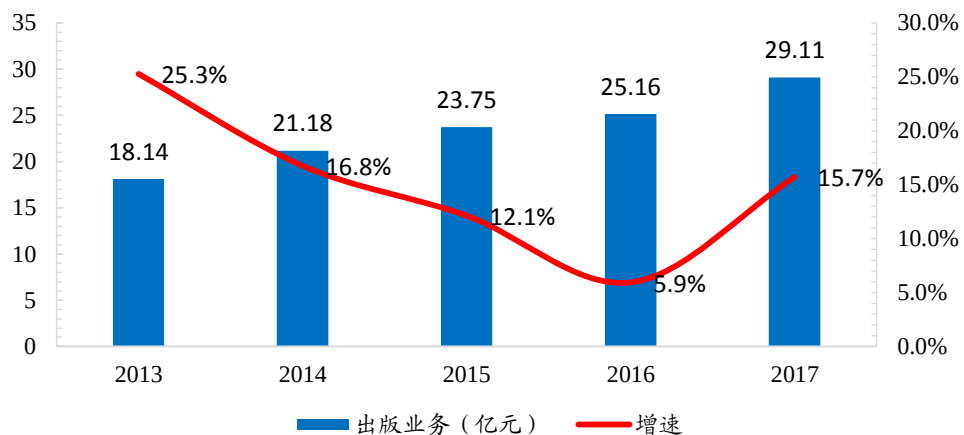
滑。后由于政策趋于稳定，上游纸浆供应恢复，纸张价格在 2017 年后逐渐趋于平稳，2018 年开始出现高位回落现象，再加上出版公司对一般图书纷纷采取提价策略对冲纸张成本上市，因此包括中文传媒在内的出版公司 2018 年营收将会有所回暖。

图55： 2013-2018 年纸浆市场价格



资料来源: wind、新时代证券研究所

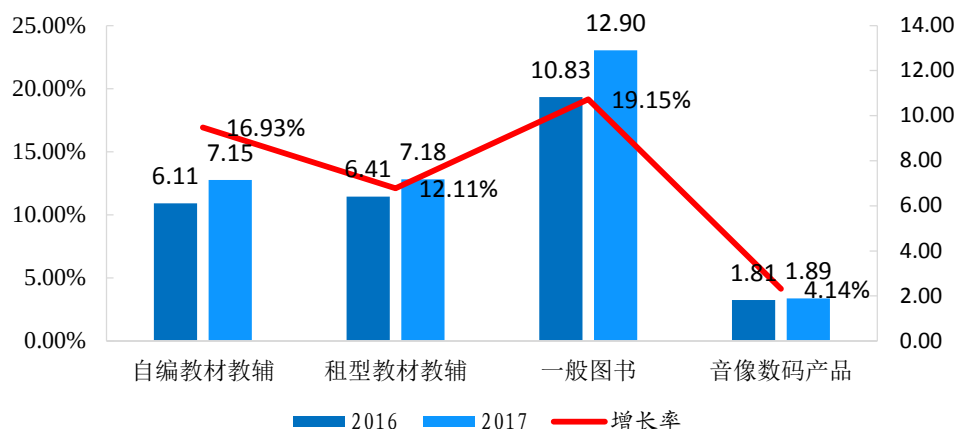
图56： 中文传媒出版业务收入及增速



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

公司出版业务结构主要包括自编教材教辅、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57： 公司近两年出版业务各板块经营情况 (亿元)



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

根据中国新闻出版研究院发布的行业排名显示，公司三家出版社为分类排名前10，其中二十一世纪出版集团在少儿类出版社中排名第1位，江西美术出版社在美术类图书出版单位中排名第2位，百花洲文艺出版社在全国37家文艺类图书出版单位中排名第9位。此外，江西人民出版社和中国和平出版社在全国180家社科类出版社中排名第20位和77位。根据北京开卷公司的统计，近三年来，少儿类和文学类是目前图书市场占比最大、增速最快的细分市场，公司在此类领域拥有的优质出版社，保证了公司传统出版业务的核心竞争力及未来增长。

表16： 公司各优秀出版社的行业排名情况

出版社名称	排名
二十一世纪出版集团	少儿类出版社中排名第1位
江西美术出版社	美术类图书出版单位排名第2位
百花洲文艺出版社	文艺类图书出版单位排名第9位
江西人民出版社	社科类出版社中排名第20位
中国和平出版社	社科类出版社中排名第77位

资料来源：中国新闻出版研究院、新时代证券研究所

5.3、发行业务：经济规模排第四，多元化拓展降低教材教辅依赖

公司旗下江西新华发行集团是省内学校教材教辅的主要发行渠道，在全国发行集团中总体经济规模综合评价排名第四。公司发行业务一直保持稳健增长，2017年公司发行业务实现营业收入达38.37亿元，同比增长8.17%；发行业务毛利率自2013年以来一直保持增长，2017年达37.32%。

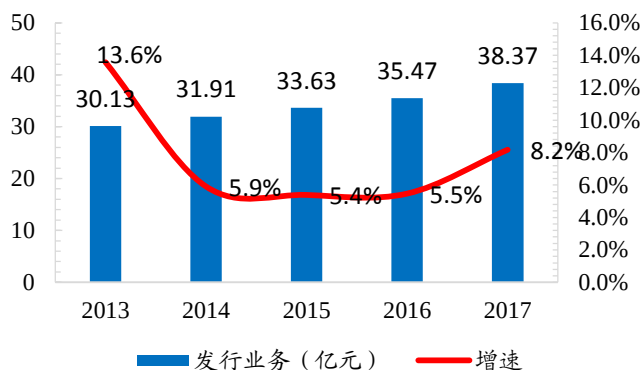
表17： 总体经济规模综合评价前十的发行集团

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	湖南省新华书店有限责任公司
4	江西新华发行集团有限公司
5	山东新华书店集团有限公司
6	浙江省新华书店集团有限公司
7	河南省新华书店发行集团有限公司
8	河北省新华书店有限公司

综合排名	集团
9	上海新华发行集团有限公司
10	重庆新华书店集团公司

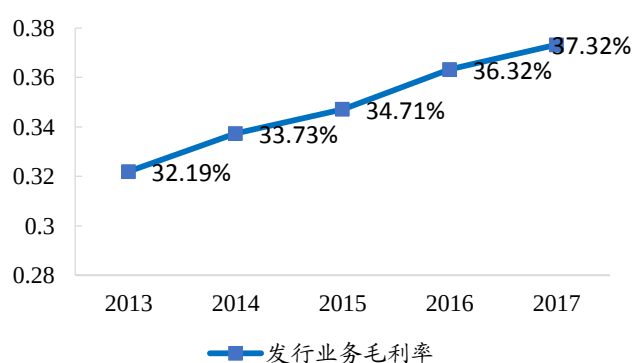
资料来源：《2017 年新闻出版产业分析报告》、新时代证券研究所

图58： 公司发行业务营业收入及增速



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

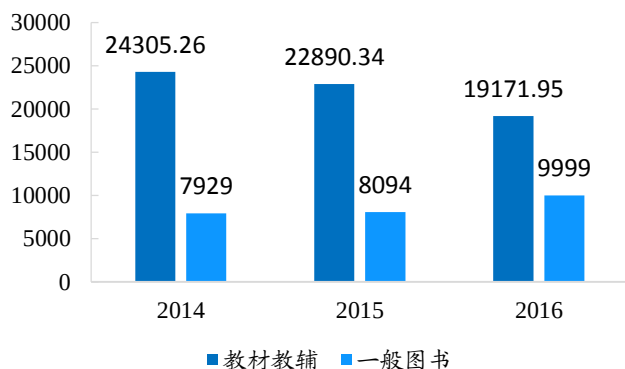
图59： 公司发行业务毛利率



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

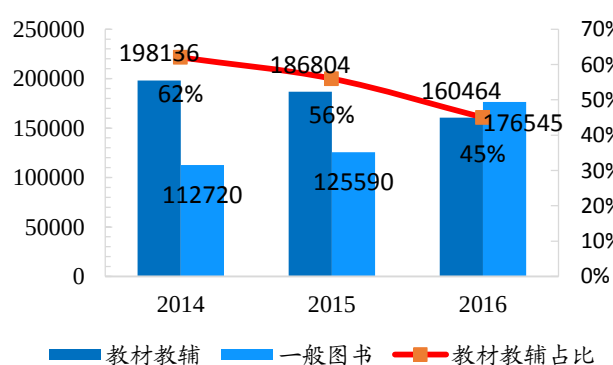
在全国新华书店系统中，教材教辅的发行通常是支撑其销售收入的核心，往往占了绝对比重，利润来源相对单一。但公司将新华书店系统打造成为一般图书发行、智慧物流、文化餐饮等多元业态为一体的发行集团，构建新型“新华矩阵”，使得教材教辅的发行收入占比降低至 50% 以下。在近年教材教辅市场负增长的情形下，一般图书发行及其他业务支撑了公司发行收入的增长，使得发行集团在 2014-2017 年发行业务收入下滑时仍保持了净利润的增长。

图60： 公司教材教辅及图书发行量（万册）



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图61： 公司教材教辅及图书发行收入（万元）



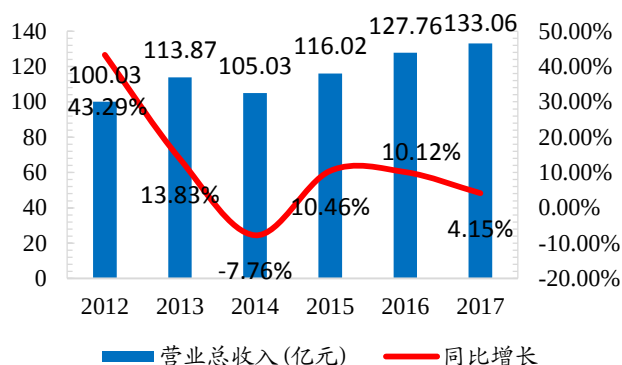
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

5.4、财务分析：业绩持续稳健增长，新业态占比不断提升

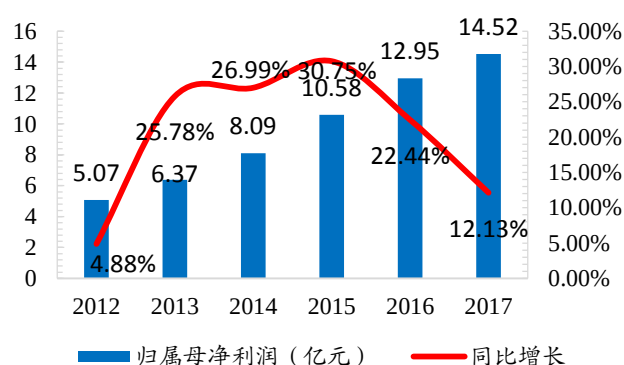
公司 2017 年实现营业收入 133.06 亿元，增长率相比前两年略有回落，但仍保持 4.15% 的增长。2017 年实现归母净利润 14.52 亿，自 2010 年以来连续第 7 年保持正增长，同比增长 12.13%。

图62： 2012-2017 年中文传媒收入及增速

图63： 2012-2017 年中文传媒净利润及增速

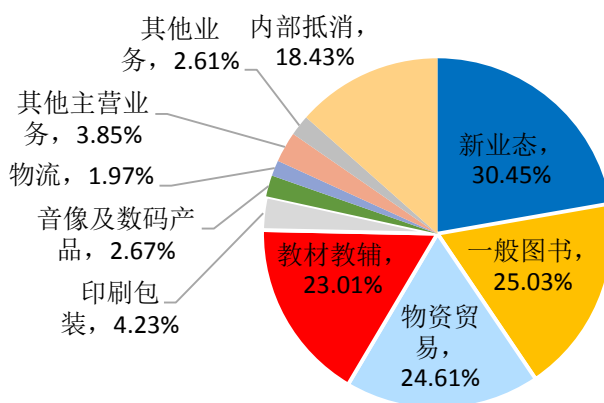


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

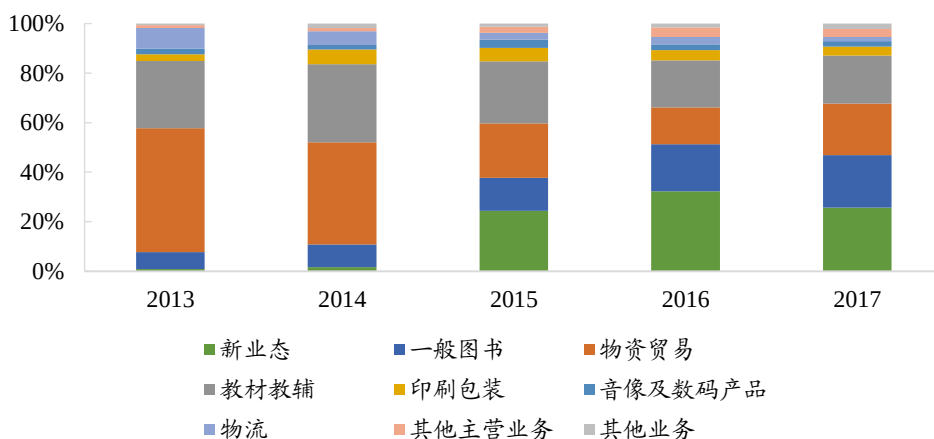


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

在公司 2017 年 133.06 亿元的营业收入中，新业态（主要是游戏）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64： 中文传媒 2017 年主营业务构成情况

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

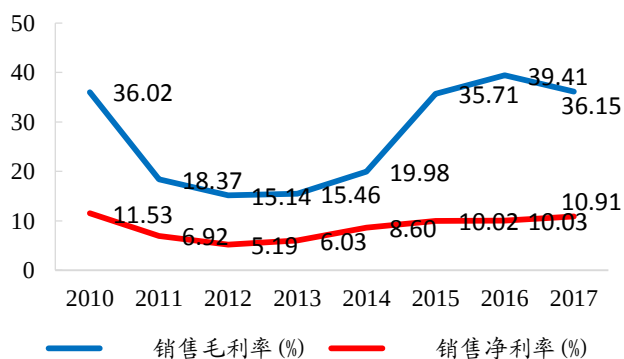
图65： 2013-2017 年中文传媒主要业务收入占比

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

5.5、财务分析：毛利率持续回升，三费率稳中有降

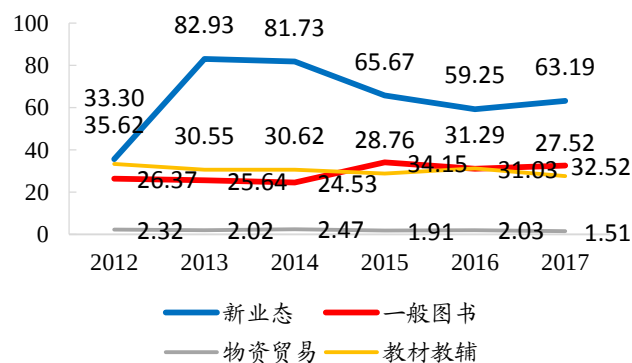
公司传统出版发行主业经营稳定，教辅教材及一般图书毛利率长期维持在约30%的水平，但物资贸易业务的毛利率仅为2%-3%。2013年起公司控制贸易规模，优化业务结构，公司毛利率水平逐渐改善，从此公司毛利率持续回升。2015年起，高毛利率的游戏业务并表使得公司综合毛利率大幅提升。

图66： 公司综合毛利率及净利率



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

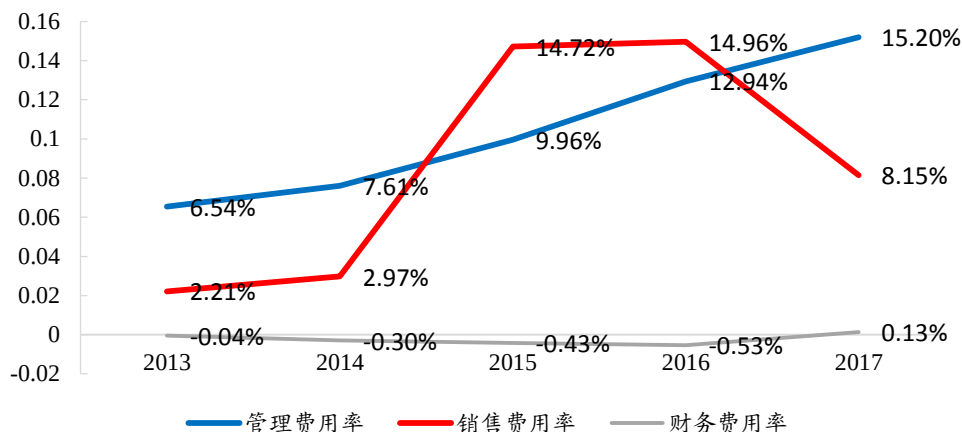
图67： 公司主要业务毛利率



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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游戏逐渐进入成熟期，广告费用减少。2017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。财务费用率增长至0.13%，主要是汇兑损失增加。总的来说，近三年来公司的三费率呈现稳中有降的趋势。2015-2017年公司的三费率分别为24.25%、27.37%和23.48%。

图68： 2013-2017 公司三项费用率变化情况



资料来源：wind、新时代证券研究所

6、盈利预测及投资建议

6.1、盈利预测

我们对公司的盈利预测基于特定财务数据的关键假设基础上，主要有如下几

点:

(1) 智明星通 2018 年因产品流水回落营收下滑 20%左右, 2019 年随着新产品上线营收增速达到 25%左右, 2020 年新游戏流水相对稳定营收增长在 20%左右;

(2) 公司传统出版发行业务保持稳健增长, 2018 年营收增长 10%左右, 2019 年和 2020 年因基数进一步增大营收增速放缓至 7%和 6%;

(3) 智明星通的毛利率保持相对稳定, 在 62%-65%之间。公司出版发行业务毛利率在一般图书占比上升的趋势下也有小幅上涨。

(4) 智明星通销售费用率 2018 年因产品推广投放减少而下滑至 8.6%左右, 2019 年、2020 年因新产品上线销售费用会扩大至 11%、10%;公司出版发行业务销售费用率保持稳定, 与往年相当保持在 4.5%-4.6%左右;

(5) 智明星通管理费用率因研发投入持续扩大而保持高位, 2018-2020 年分别为 26%、23%、25%; 公司出版发行业务管理费用与往年相当, 保持在 10%-11.5%之间。

而这些具体业务数据的假设需要建立在宏观政策与行业环境稳健的基础上, 宏观及行业政策环境的主要假设如下:

游戏行业政策和出版行业政策不发生重大变化;

纸张价格相对稳定;

海外游戏市场相对稳定;

公司与主要海外游戏渠道商的合作关系不出现重大变化;

公司游戏业务管理团队没有重大调整;

我们预测中文传媒 2018-2020 年实现营收分别为 134.43 亿元、148.61 亿元、162.19 亿元, 同比增长 1.03%、10.55%、9.14%;实现归母净利润分别为 15.96 亿元、18.75 亿元、20.99 亿元, 同比增长 9.94%、17.55%、11.86%;对应 2018-2020 年 EPS 分别为 1.16 元、1.36 元、1.52 元。

表18: 公司收入与净利润预测

公司收入预测 (亿元人民币)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入						
游戏业务(智明星通)	31.24	47.38	39.79	31.83	38.84	45.83
出版发行业务	84.78	80.38	93.27	102.60	109.78	116.37
总计	116.02	127.76	133.06	134.43	148.61	162.19
YOY		10.12%	4.15%	1.03%	10.55%	9.14%
毛利率						
游戏业务(智明星通)	65.40%	60.00%	64.09%	62.30%	64.60%	64.60%
出版发行业务	24.77%	27.28%	24.23%	25.40%	25.80%	26.30%
总计	35.71%	39.42%	36.15%	34.14%	35.94%	37.12%
毛利						
游戏业务(智明星通)	20.43	28.43	25.50	19.83	25.09	29.60

公司收入预测 (亿元人民币)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
出版发行业务	21.00	21.93	22.60	26.06	28.32	30.60
总计	41.43	50.36	48.10	45.89	53.41	60.21
归母净利润						
游戏业务(智明星通)	3.4	6.1	7.24	7.97	10.25	12.17
出版发行业务	7.18	6.85	7.277	7.99	8.52	8.82
总计	10.58	12.95	14.517	15.96	18.76	20.99
YOY		22.40%	12.10%	9.94%	17.55%	11.86%

资料来源：中文传媒公告、智明星通公告、新时代证券研究所预测

6.2、风险提示

- 1.游戏流水不达预期。一款游戏是否能够成为爆款，被大众接受和喜爱存在一定的偶然性。公司所承诺的业绩也是建立在游戏产品达到一定的流水基础上，存在不确定性。
- 2.市场竞争加剧。海外游戏市场被公认为蓝海市场，吸引众多的竞争者参与，使竞争加剧。
- 3.政策性风险。传媒行业政策变化可能使公司业务受到影响。
- 4.汇率波动风险。智明星通的主营业务为手游海外发行业务，会受到汇率波动影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	11401	12990	14501	15439	18182	营业收入	12776	13306	13443	14861	16220
现金	6519	6118	7406	7664	10213	营业成本	7740	8496	8854	9520	10199
应收账款	1259	1435	1287	1723	1562	营业税金及附加	41	45	48	51	53
其他应收款	144	224	148	263	185	营业费用	1911	1085	748	921	994
预付账款	1950	1397	1984	1754	2326	管理费用	1653	2023	1936	2046	2379
存货	1022	1054	1110	1216	1276	财务费用	-68	18	-60	11	-29
其他流动资产	506	2762	2566	2818	2620	资产减值损失	242	259	255	342	423
非流动资产	7451	7491	7476	7619	7755	公允价值变动收益	-5	-13	-6	-8	-8
长期投资	574	800	1048	1295	1544	投资净收益	63	118	92	96	98
固定资产	1090	1363	1259	1272	1263	营业利润	1314	1545	1748	2057	2292
无形资产	940	873	768	657	548	营业外收入	142	46	40	50	50
其他非流动资产	4847	4454	4401	4395	4401	营业外支出	86	93	62	82	82
资产总计	18852	20481	21977	23058	25937	利润总额	1370	1499	1726	2025	2260
流动负债	5935	7047	7504	7065	8237	所得税	89	47	129	150	160
短期借款	131	880	880	880	880	净利润	1281	1452	1596	1876	2099
应付账款	1357	1376	1473	1590	1691	少数股东损益	-14	0	0	0	0
其他流动负债	4447	4791	5151	4594	5666	归属母公司净利润	1295	1452	1596	1875	2099
非流动负债	1708	1041	1034	1029	1023	EBITDA	1467	1621	1798	2047	2245
长期借款	728	27	20	14	8	EPS(元)	0.94	1.05	1.16	1.36	1.52
其他非流动负债	980	1015	1015	1015	1015	主要财务比率					
负债合计	7643	8088	8539	8094	9260	成长能力					
少数股东权益	204	199	200	200	200	营业收入(%)	10.1	4.2	1.0	10.6	9.1
股本	1378	1378	1378	1378	1378	营业利润(%)	11.9	17.6	13.1	17.7	11.4
资本公积	5440	5436	5436	5436	5436	归属于母公司净利润(%)	22.4	12.1	9.9	17.5	11.9
留存收益	4145	5429	6627	7991	9496	获利能力					
归属母公司股东权益	11005	12193	13238	14765	16478	毛利率(%)	39.4	36.2	34.1	35.9	37.1
负债和股东权益	18852	20481	21977	23058	25937	净利率(%)	10.1	10.9	11.9	12.6	12.9
现金流量表(百万元)						ROE(%)	11.4	11.7	11.9	12.5	12.6
经营活动现金流	2357	1503	2602	875	3157	ROIC(%)	9.0	9.0	9.6	10.3	10.3
净利润	1281	1452	1596	1876	2099	偿债能力					
折旧摊销	236	250	221	194	199	资产负债率(%)	40.5	39.5	38.9	35.1	35.7
财务费用	-68	18	-60	11	-29	净负债比率(%)	-50.5	(36.4)	(48.4)	(45.2)	-55.9
投资损失	-63	-118	-92	-96	-98	流动比率	1.9	1.8	1.9	2.2	2.2
营运资金变动	641	-427	930	-1119	977	速动比率	1.7	1.7	1.8	2.0	2.1
其他经营现金流	330	328	6	8	8	营运能力					
投资活动现金流	-1121	-2519	-120	-250	-245	总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
资本支出	281	165	-263	-104	-113	应收账款周转率	8.1	9.9	9.9	9.9	9.9
长期投资	-807	-2278	-248	-248	-249	应付账款周转率	5.6	6.2	6.2	6.2	6.2
其他投资现金流	-1646	-4632	-631	-602	-607	每股指标(元)					
筹资活动现金流	-354	572	-1193	-366	-363	每股收益(最新摊薄)	0.94	1.05	1.16	1.36	1.52
短期借款	-311	750	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.20	-0.50	1.89	0.63	2.29
长期借款	28	-701	-7	-6	(6)	每股净资产(最新摊薄)	7.99	8.85	9.61	10.71	11.96
普通股增加	0	0	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	4	-4	0	0	0	P/E	14.29	12.75	11.59	9.87	8.82
其他筹资现金流	-74	527	-1187	-360	-357	P/B	1.68	1.52	1.40	1.25	1.12
现金净增加额	915	-518	1288	259	2549	EV/EBITDA	9.54	9.3	7.3	6.3	4.6

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

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

姚轩杰，传媒行业分析师，2017年加入新时代证券，4年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

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同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

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，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

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 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：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：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>