

## 游戏+出版双管齐下，新游提供业绩弹性

### 投资要点

- 公司是国内领先的全产业链出版传媒公司。公司是由江西省人民政府实际控制的传媒企业，主营传统出版发行、互联网游戏业务，是国内领先的全产业链布局的出版传媒公司，兼具稳定性和成长性。
- 智明星通是研运一体优质厂商，引领游戏出海潮流。公司全资子公司——智明星通系国内领先的研运一体游戏厂商，深耕海外游戏市场，具有较强竞争壁垒。
- 1) 管理层具备深厚行业积淀。公司管理层从事游戏行业多年，对行业有深厚理解和前瞻布局。
- 2) 具备卓越的研发运营能力。公司研发实力出众，研发费用新三板领先。自主研发的COK上线多年仍有2.3亿注册用户、1.6亿月流水，是行业里程碑巨作。
- 3) 深谙海外游戏市场，是重要的出海厂商。公司在海外市场取得了优秀成绩，长期位列《中国企业出海收入排行榜》前10，是重要的游戏出海参与者。
- 紧握SLG大旗，新游大热可期。智明星通以SLG游戏见长，绝大多数游戏作品为该品类。SLG游戏具有用户黏性高、付费意愿强、生命周期长等特点，公司在长期SLG游戏的研发运营过程中积累了丰富的经验、人才储备和渠道资源，业内具备一定领先优势。

公司拥有COD(《使命召唤》)、《全面战争：王者归来》等顶级IP资源，对应游戏作品有望于2019年上线。参考COK历史经验，我们认为新游戏作品有望带动公司业绩快速发展。

- 1) COD(《使命召唤》)：智明星通与动视暴雪约定共同承担游戏的研发与推广费用，对渠道后流水进行5:5分成。该系列游戏是全球顶尖IP，2009-2017年该系列游戏销量始终位居美国年度最畅销游戏第一(仅2013位居第二)。
- 2) 《全面战争：王者归来》：该IP为智明星通于2016年3月斥资900万美元由SEGA Europe Limited购入。《全面战争》系列是世嘉著名的畅销游戏系列，在其最畅销系列游戏中排名第三位，共计销售2200万份。
- 盈利预测与投资建议。预计2019-2021年EPS分别为1.29元、1.48元、1.67元。通过分部估值，我们估算公司2019年对应市值为274亿元，对应股价为19.92元/股，相当于15倍估值，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：行业政策变动的风险，市场竞争加剧的风险，新游延期上线的风险，核心人才流失的风险。

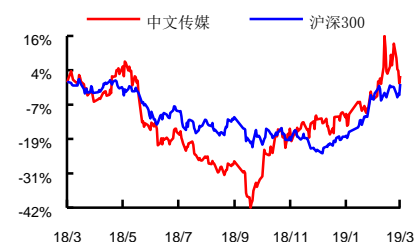
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11512.67	12082.99	13364.87	14265.56
增长率	-13.48%	4.95%	10.61%	6.74%
归属母公司净利润(百万元)	1619.11	1773.76	2039.81	2303.20
增长率	11.53%	9.55%	15.00%	12.91%
每股收益EPS(元)	1.18	1.29	1.48	1.67
净资产收益率ROE	12.05%	11.90%	12.29%	12.45%
PE	13	12	10	9
PB	1.57	1.42	1.27	1.14

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
 执业证号: S1250515070002  
 电话: 023-67791663  
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn  
 联系人: 杭爱  
 电话: 010-57758568  
 邮箱: ha@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	13.78
流通A股(亿股)	13.78
52周内股价区间(元)	8.6-17.18
总市值(亿元)	209.31
总资产(亿元)	237.26
每股净资产(元)	9.64

### 相关研究

## 目 录

1 公司概况：全产业链的出版传媒公司 .....	1
2 游戏业务：老产品增速放缓，新产品前景可期.....	3
2.1 智明星通：研运一体的优质游戏厂商 .....	3
2.2 游戏业务：紧握 SLG 大旗，新游大热可期 .....	5
3 传统业务：巩固发展格局，保持稳健增长 .....	9
4 盈利预测与估值 .....	11
4.1 盈利预测 .....	11
4.2 相对估值 .....	11
5 风险提示 .....	12

## 图 目 录

图 1: 公司业务范围一览 .....	1
图 2: 公司股权结构一览 .....	1
图 3: 公司营收及增速情况 .....	2
图 4: 公司归母净利润及增速情况 .....	2
图 5: 2018 年公司营收情况 .....	2
图 6: 2018 年公司毛利占比情况 .....	2
图 7: 智明星通发展历程 .....	3
图 8: COK 游戏画面 .....	6
图 9: 使命召唤是全球知名 IP .....	7

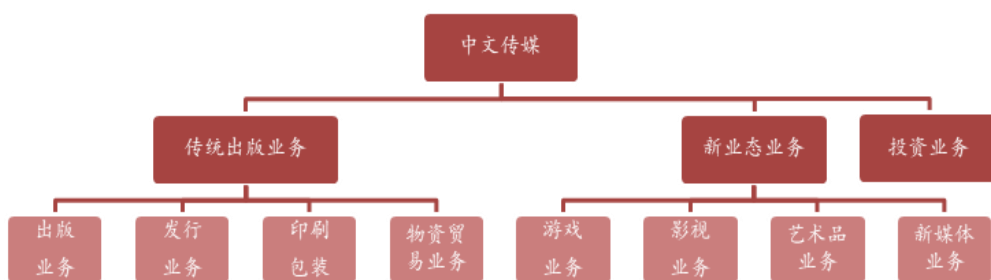
## 表 目 录

表 1: 智明星通超额完成业绩对赌 .....	3
表 2: 智明星通研发费用一览 .....	4
表 3: 中国 App 发行商出海收入排行榜 .....	4
表 4: 智明星通擅长 SLG 作品的研发发行 .....	5
表 5: COK 核心数据一览 .....	6
表 6: 使命召唤 9 年 8 夺美国游戏销量冠军 .....	7
表 7: 世嘉旗下 IP 累计销量一览 .....	8
表 8: 出版业务业绩一览 .....	9
表 9: 总体经济规模排名前 10 的发行集团 .....	9
表 10: 发行业务业绩一览 .....	10
表 11: 分业务收入及毛利率 .....	11
表 12: 可比公司相对估值 .....	11
表 13: 可比公司相对估值 .....	12
表 14: 公司整体估值 .....	12
附表: 财务预测与估值 .....	13

## 1 公司概况：全产业链的出版传媒公司

中文天地出版传媒集团股份有限公司位于江西省南昌市，是一家由江西省人民政府实际控制的传媒企业，2010 年借壳鑫新股份上市。目前主营业务为书刊和音像电子出版物编辑出版、印刷发行和互联网游戏制作与发行，是一家具有多介质、平台化、全产业链特征的大型出版传媒公司。

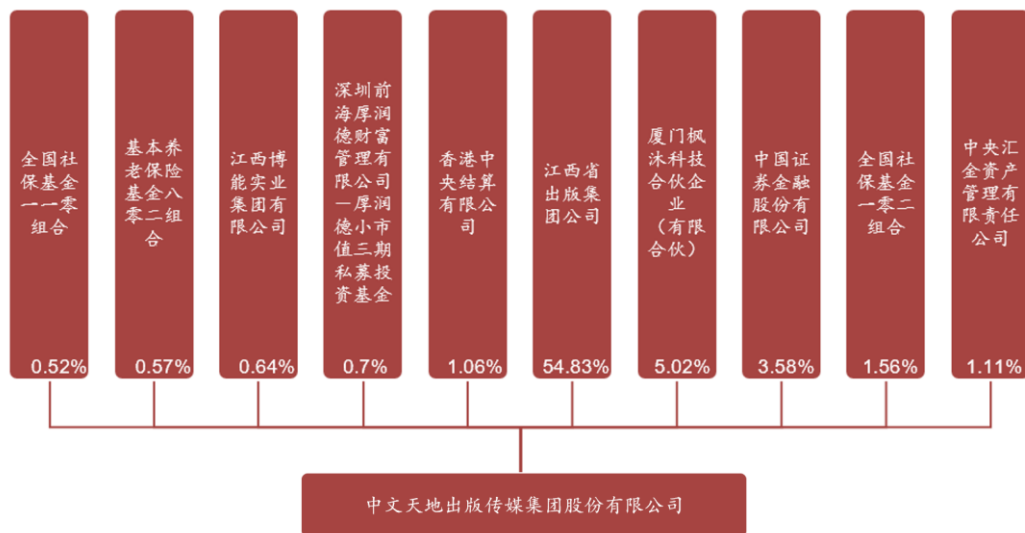
图 1：公司业务范围一览



数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司股权结构：**公司实际控制人为江西省人民政府，通过江西省出版集团公司持有公司 54.83% 的股份，为公司的控股股东。原智明星通的创始团队通过厦门枫沐科技合伙企业持股 5.02%，其他重要股东多为机构投资人。总的来说，公司股权较为集中，资金实力雄厚，能保障业务经营的自主权。

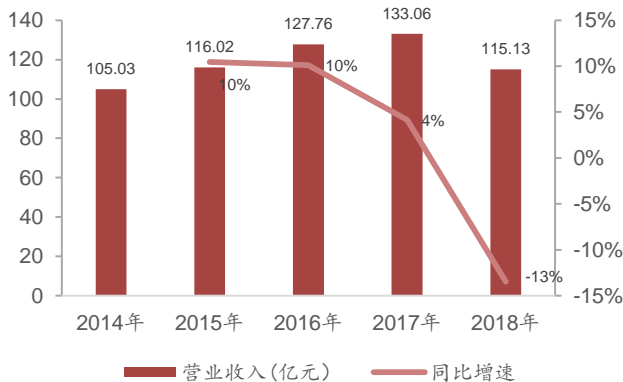
图 2：公司股权结构一览



数据来源：公司公告，西南证券整理

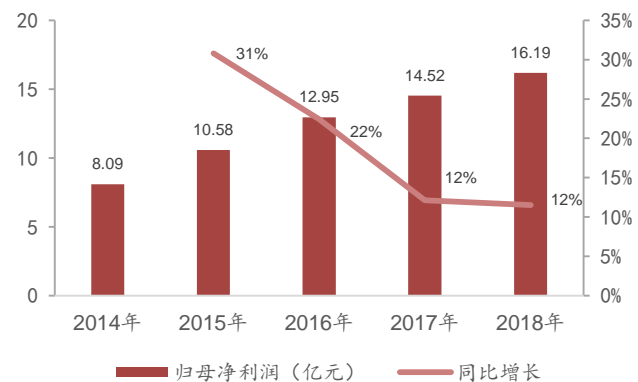
**公司业绩情况：**公司是一家集内容生产能力、渠道发行能力和创新研发能力为一体的大型出版传媒公司，近年业绩保持较为平稳健康的增长。2018 年，公司实现营业收入 115 亿元，较上年同比减少 13.5%，实现净利润 16.2 亿元，较 2017 年同比增长 11.5%，实现扣非后归母净利润 14.6 亿元，同比增长 7.5%。

图 3：公司营收及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

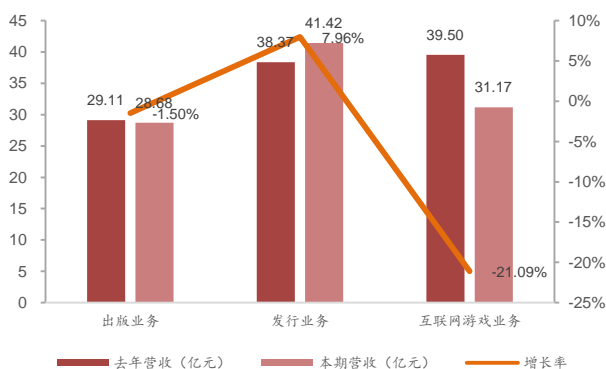
图 4：公司归母净利润及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

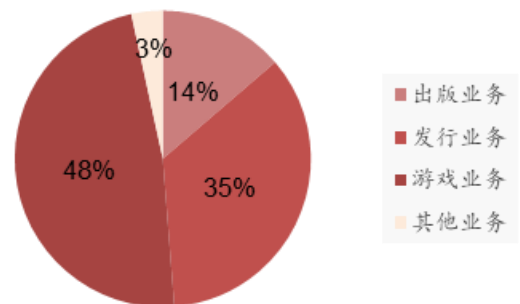
**公司主营业务结构：**公司主营业务为图书的出版发行和网络游戏的制作发行，其中网络游戏的制作发行为公司发展的重点业务。2018 年，公司的发行业务收入占公司总营收比重有所上升，由 2017 年的 28.8% 上升至 36.0%，出版业务及互联网游戏业务营收占比均有所下滑，2018 年分别为 24.9% 和 27.1%。出版业务和发行业务的毛利率水平保持平稳有进，游戏业务的毛利率由 2017 年的 64.3% 下降至 63.1%，仍保持较高的毛利率水平，是公司最大的利润来源。

图 5：2018 年公司营收情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2018 年公司毛利占比情况



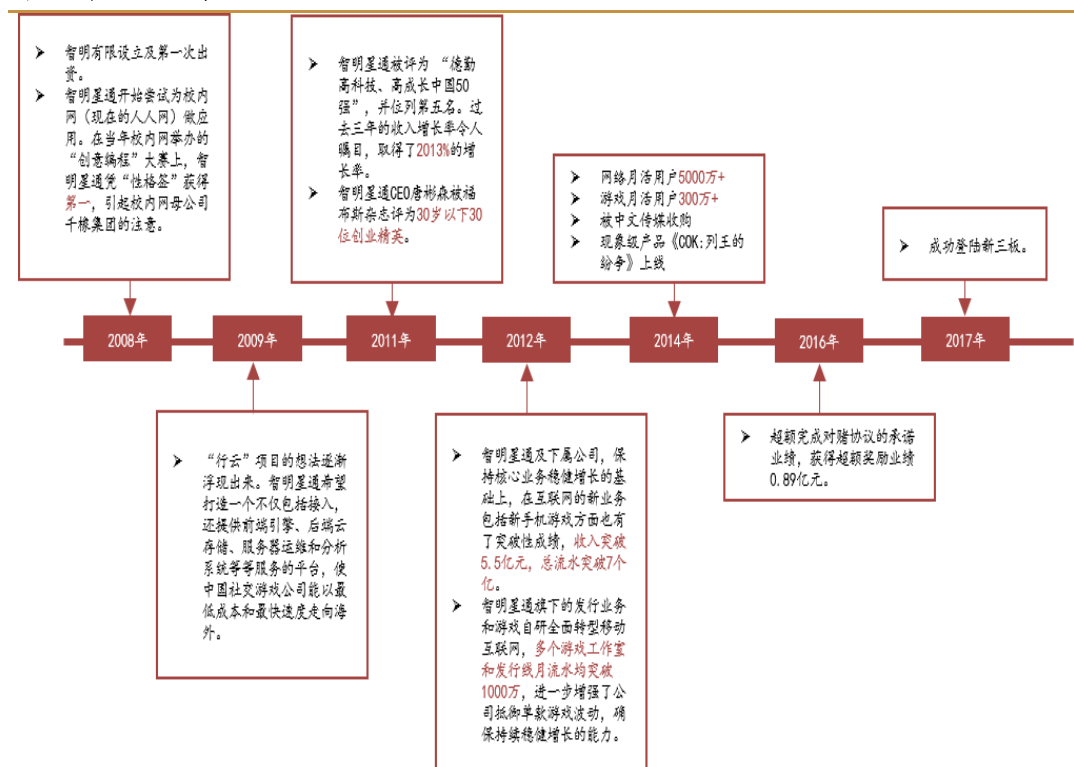
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 游戏业务：老产品增速放缓，新产品前景可期

### 2.1 智明星通：研运一体的优质游戏厂商

北京智明星通科技股份有限公司成立于 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，以及以导航网站为核心的互联网产品服务。公司自 2008 年创立以来，主营业务遍布全球主要的国家地区，旗下的游戏业务拥有大量的忠实用户。依托持续增长的海外流量，智明星通自主研发并运营了《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。

图 7：智明星通发展历程



数据来源：西南证券

业绩表现出色，超额完成对赌。2014年6月，中文传媒通过非公开发行+现金支付的方式以26.6亿元对价全资收购智明星通。交易完成后，智明星通业绩表现出色，屡屡超额完成业绩对赌，成为上市公司主要利润贡献主体。

表 1：智明星通超额完成业绩对赌

	业绩承诺数（亿元）	业绩实现数（亿元）
2014 年	1.51	1.54
2015 年	2.02	3.29
2016 年	2.51	5.97
2017 年	3.61	6.60

数据来源：公司公告，西南证券整理

我们认为，公司是国内领先的研运一体的游戏厂商，具备较高竞争壁垒。

- 1) 管理层卓越，具备丰富从业经验。**智明星通管理层均为深耕行业多年的老游戏人，历经行业变迁，对行业发展动态有前瞻认识和布局，具备多年游戏公司管理经验，是公司未来发展的重要人才支撑。

**唐彬森**，公司董事。自智明有限设立以来，唐彬森先生主导了开心农场、行云平台、v9.com、22find.com、《列王的纷争》等的开发和运营，同时，唐彬森先生作为公司 CEO 主导和负责公司的业务发展和经营决策。

**谢贤林**，公司董事。负责 Elex 虚拟场景开发引擎的需求分析以及系统测试管理，打造了 337.com、V9.com、开心农场、行云平台等，致力于公司业务发展、统筹公司各项事务。

**高志勇**，公司监事，主要负责游戏研发和团队管理相关工作，先后研发完成了《战警》、《女王的纷争》等游戏。

- 2) 研发实力优异，不断出品优质精品。**智明星通自成立以来，不断推出爆款游戏，研发实力得到了业界普遍赞誉。公司拥有研发人员 420 名，占员工总数的 84%；2015-2017Q3 研发费用分别为 2.8 亿、6.1 亿和 6.5 亿元，是新三板研发投入最高的公司。

表 2：智明星通研发费用一览

期间	研发费用（万元）	营业收入（万元）	研发费用占比
2015 年	27938	312454	8.9%
2016 年	61329	473846	12.9%
2017 年前三季度	65679	298610	22.0%

数据来源：公司公告，西南证券整理

- 3) 海外表现良好，享游戏出海行业红利。**智明星通拥有完善的海外发行渠道，业务遍布全球 60 余个国家和地区，90% 以上收入来自海外，研运一体竞争优势明显，长期占据中国企业出海收入排行榜前 10 位置。

表 3：中国 App 发行商出海收入排行榜

2018 年 11 月		2018 年 12 月		2019 年 1 月		2019 年 2 月	
排名	厂商	排名	厂商	排名	厂商	排名	厂商
1	网易	1	FunPlus	1	FunPlus	1	FunPlus
2	FunPlus	2	网易	2	网易	2	IGG
3	IGG	3	IGG	3	IGG	3	网易
4	友塔游戏	4	腾讯	4	腾讯	4	腾讯
5	腾讯	5	智明星通	5	友塔游戏	5	友塔游戏
6	智明星通	6	友塔游戏	6	智明星通	6	莉莉丝游戏
7	龙创悦动	7	龙创悦动	7	莉莉丝游戏	7	龙创悦动
8	莉莉丝游戏	8	莉莉丝游戏	8	龙创悦动	8	智明星通
9	创酷互动	9	创酷互动	9	创酷互动	9	卓杭网络
10	卓杭网络	10	卓杭网络	10	卓杭网络	10	创酷互动

数据来源：App Annie，西南证券整理



## 2.2 游戏业务：紧握 SLG 大旗，新游大热可期

SLG 游戏，即 Simulation Game 策略游戏，其特点是允许玩家自由控制、管理和使用游戏中的人或事物，通过多种手段来对抗敌人或达到游戏所要求的目标。根据《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%；出口收入前 50 的移动游戏中，策略类游戏达 21 款，SLG 游戏是重要的游戏类型之一。

- **用户黏性高。**根据猎豹全球智库、App Insight 联合发布的《全球 APP 发展报告》，SLG 游戏的用户更愿意专注于玩一款游戏，其用户符合深度沉迷者的画像。虽然，该类游戏的用户的人均安装 App 数只有 1.2 个，但平均每周的开启次数达到 17 次，大量的游戏体验被集中在了极少数优质策略游戏身上。
- **付费意愿强。**根据 App Annie《2018 中国移动游戏出海报告》显示，SLG 游戏是国产手游出海主力，在手游出海收入榜 Top 10 的占比达到了一半，而且大多数都是头部位置，前五名有 4 款都是 SLG 类游戏，排名第一的《王国纪元》、第三的《火枪纪元》、第四的《阿瓦隆之王》和第五名《列王的纷争》都属于这个品类。
- **生命周期长。**SLG 游戏的付费模式倾向于培养用户的长期行为习惯，因此具有较高于行业平均水平的生命周期。根据 DataEye 数据，策略类游戏的平均生命周期为 33.5 天，比移动游戏整体 28.6 天的平均生命周期高 17%，质量过硬、运营较好的 SLG 游戏可运作数年之久。

深耕 SLG 游戏多年，智明星通拥有领先优势。相比于低成本、低运营、低维护的休闲类游戏，SLG 游戏具有成本高、周期长、技术门槛高等特点，国内仅有部分游戏大厂具备研发、运营实力。智明星通以 SLG 游戏起家，其自研产品 COK（《列王的纷争》）在游戏史上也具有里程碑意义。在长期的 SLG 研发、运营过程中，智明星通积累了丰富的项目经验、人才资源、渠道资源，在该领域具有先行优势。

表 4：智明星通擅长 SLG 作品的研发发行

游戏名称	游戏类型	运营范围	时间	进程	发行方	研发方
AOWE：帝国战争	SLG	全球	2011	已上线	智明星通	智明星通
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
COK：列王的纷争	SLG	全球	2014	已上线	智明星通	智明星通
MR：魔法英雄	SLG	全球	2015	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
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
COQ：女王的纷争	SLG	全球	2017 年 3 月	已上线	智明星通	智明星通
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

数据来源：公司公告，西南证券整理

**COK：里程碑作品，持续贡献业绩。**COK（《列王的纷争》）是一款由智明星通开发的大型多人角色扮演类 SLG 策略类游戏，于 2014 年 7 月 1 日在全球上线，迅速在全球范围内成为爆款产品，被 Facebook 评为 2015 年年度最佳游戏。



图 8: COK 游戏画面



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

游戏背景设定在欧洲中世纪, 玩家需要建造城堡, 收集资源, 训练士兵并与其他用户进行对战。游戏支持多人同时游戏, 具备社交元素, 联盟成员组队发起战争人数的最大值为 100 人; 游戏同时还还原了真实的战争场景, 玩家需要如真实战斗一般考虑兵种分配、战略部署、行军速度、部队负重等情况。

《列王的纷争》属于重度策略类游戏, 需要玩家在游戏中投入大量时间经营城堡、训练士兵。购买虚拟道具能够迅速地获得原本需较长游戏时间方可取得的资源, 显著提升自身的战斗力。该设计理念能够有效促使玩家购买游戏中的虚拟道具, 增加游戏的付费用户数量和每付费用户平均收入水平。根据 AppAnnie 发布的 Google Play 的十年发展报告, COK 进入了 Google Play 十年总收入排行榜前十。2018 年末, COK 总注册用户数 2.28 亿, 付费用户数达 23.32 万, 月流水达 1.6 亿元。ARPU 为 700 元。

表 5: COK 核心数据一览

游戏名称	月末总注册用户 (万户)	付费用户数 (万户)	游戏月流水 (充值金额-万元)	ARPU (万元)
2015Q1	2278	16.66	8401	0.05
2015H1	4627	32.87	17134	0.05
2015Q3	7612	64.68	30160	0.05
2015	11267	61.96	39934	0.06
2016Q1	14068	48.34	37735	0.08
2016H1	16026	44.23	37391	0.09
2016Q3	17550	45.74	36616	0.08
2016	18508	45.13	35112	0.08
2017Q1	19820	37.31	27294	0.07
2017H1	20901	35.59	26764	0.08
2017Q3	21639	33.78	25584	0.08
2017	22132	32.21	24614	0.08
2018Q1	22305	27.46	18919	0.07
2018H1	22464	25.32	17672	0.07

游戏名称	月末总注册用户 (万户)	付费用户数 (万户)	游戏月流水 (充值金额-万元)	ARPU (万元)
2018Q3	22621	24.3	16791	0.07
2018	22752	23.32	16011	0.07

数据来源：公司公告，西南证券整理

新游戏备受市场期待，有望延续 COK 神话。在后 COK 时期，公司积极布局全球大 IP，继续深挖 SLG 题材，拿下 COD (《使命召唤》)、《全面战争：王者归来》等版权；并积极向女性向等细分领域突破。

- **COD (《使命召唤》)**: 2017 年 3 月，智明星通与动视暴雪签订合作协议，拿下《Call of Duty: 使命召唤》这一极受市场欢迎 IP 的手游研发和发行权。双方共同承担游戏的研发与推广费用，对渠道后流水进行 5:5 分成，合作时长为新游戏上线后 3 年，可自动续期 1 年。

图 9：使命召唤是全球知名 IP



数据来源：公司官网，西南证券整理

《使命召唤》系列游戏始终在美国市场处于领先地位。自 2009 年至 2017 年，《使命召唤》系列游戏的实体和数字版的完整销售数据始终位居美国年度最畅销游戏的第一，仅有 2013 年次于《GTA5》。

表 6：使命召唤 9 年 8 夺美国游戏销量冠军

年度	销量冠军
2017	Call of Duty: WWII
2016	Call of Duty: Infinite Warfare
2015	Call of Duty: Black Ops III
2014	Call of Duty: Advanced Warfare
2013	Grand Theft Auto V
2012	Call of Duty: Black Ops II
2011	Call of Duty: Modern warfare 3
2010	Call of Duty: Black Ops
2009	Call of Duty: Modern warfare 2

数据来源：NPD，西南证券整理

2018 年 10 月 12 日发售的《使命召唤 15: 黑色行动 4》(Call of Duty: Black Ops 4) 创下了动视历史上的首发日销量新纪录，打破了之前由《使命召唤 14: 二战》创下的销量纪录，这也是动视有史以来规模最大的一次数字游戏发行。该款游戏同时还打破了 PlayStation Store 和 Xbox One 游戏商店的首日数字销量的全球纪录。

- **《全面战争-王者归来》**: 2016 年 3 月，智明星通斥资 900 万美元向 SEGA Europe Limited(世嘉欧洲有限公司)购入 TOTAL WAR™: KING'S RETURN(《全面战争·王者归来》) IP。《全面战争》系列是世嘉著名的畅销游戏系列，在其最畅销系列游戏中排名第三位，共计销售 2200 万份。

**表 7: 世嘉旗下 IP 累计销量一览**

IP 类型	游戏名称	IP 首次启用年份	累计销量
收购 IP	真女神转生	1987	1240 万
	女神异闻录	1996	930 万
	全面战争	2000	2200 万
	足球经理	2005	1810 万
	世界树迷宫	2007	190 万
自有 IP	梦幻之星	1987	500 万
	ALADDIN	1989	57 万
	索尼克	1991	8 亿
	魔法气泡	1991	2700 万
	Beast King	2001	49 万
	如龙	2005	1100 万
	锁链战记	2013	1500 万

数据来源: 世嘉, 西南证券整理

- **《恋与制作人》**: 是由苏州叠纸网络科技有限公司开发的一款在线恋爱游戏，预计 2019 年上线。游戏基于抽卡养成的玩法，加入了约会、触摸、温馨小屋、等恋爱互动情景，包括羁绊系统、约会系统、拍摄系统等创意模式，以现代都市为舞台，融入超现实主义元素，玩家以女主角的身份负责经营一家影视制作公司，历经各种离奇事件，邂逅四个不同类型的男主角，并与他们培养感情。

上述作品预计 2019 年上线，考虑到其巨大的 IP 价值、庞大的拥趸规模，我们认为将延续 COK 的火热成绩，成为推动智明星通、上市公司业绩快速增长的推动力。

### 3 传统业务：巩固发展格局，保持稳健增长

中文传媒是中国文化传媒产业的领军者，公司拥有 22 家全资和控股子公司，旗下涵盖传统出版领域的编、印、发、供全产业链，拥有覆盖江西全省的出版物发行渠道和物流体系，连续十届入选“中国文化企业 30 强”，总体经济规模位居全国第二。根据开卷信息发布的《全球背景下的中国图书零售市场》报告，中文传媒进入出版机构市占率排行榜前十。

**出版业务：**主要包括一般图书、报纸、期刊、电子出版物、音像制品、数字出版物、教材、教辅的编辑出版。公司处于国内出版行业第一梯队，连续多年进入出版物市占率前十排行榜。2018 年，出版业务实现销量 4.2 亿册，同比增加 1.8%，销售码洋 60 亿元，同比增加 0.9%，营业收入 28.7 亿元，同比减少 1.5%。

表 8：出版业务业绩一览

产品	销售量(亿册)			销售码洋(亿元)			营业收入(亿元)		
	上年	本期	增长率	上年	本期	增长率	上年	本期	增长率
自编教材教辅	1.09	1.24	13.91%	13.44	15.18	12.95%	7.15	7.26	1.66%
租型教材教辅	1.05	0.78	-25.39%	13.14	9.54	-27.36%	7.18	5.38	-25.03%
一般图书	1.59	1.77	11.22%	29.39	31.80	8.23%	12.90	14.07	9.07%
音像数码产品	0.39	0.41	2.88%	3.51	3.48	-0.90%	1.89	1.96	3.81%
小计	4.12	4.20	1.83%	59.47	60.00	0.89%	29.11	28.68	-1.50%

数据来源：公司公告，西南证券整理

- 教材教辅方面，公司取得了人民教育出版社、人民音乐出版社、星球地图出版社等出版社的教材教辅产品在江西省的独家代理权。此外，国家统编道德与法治、语文、历史教材在义务教育阶段二、八年级开始全面使用，并交由公司代理。
- 二十一世纪出版社集团位居全国同类出版社第一位，并在全国少儿图书市场占有率排第一。公司《一百个孩子的中国梦》等 7 种出版物获得第四届中国出版政府奖图书奖提名奖、2018 年（总第十五届）向全国青少年推荐百种优秀出版物、2018 年 6 月“中国好书”、2018 年度国家出版基金等。出版板块实现一般图书销售码洋 31.8 亿元，同比上年增长 8.2%。公司在市场占比最大、增速最快的少儿图书领域具有显著优势，是公司传统业务最核心的竞争力。

**发行业务：**主要包括教材教辅发行和一般图书、报刊等发行业务、电子产品销售、教育服务、物流配送、文化综合体运营等业务。2018 年，江西新华发行集团在同业经济规模排行中由第五位进位到第四位，连续两年获全国新华书店社会效益考核优秀单位，连续两届入选“江西省影响力文化企业十强”。

表 9：总体经济规模排名前 10 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

综合排名	集团
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
9	上海新华发行集团有限公司
10	重庆新华书店集团公司

数据来源：新闻出版产业分析报告，西南证券整理

**表 10：发行业务业绩一览**

	销售量(亿册)			销售码洋 (亿元)			营业收入 (亿元)		
	上年	本期	增长率	上年	本期	增长率	上年	本期	增长率
教材教辅	2.02	2.32	14.54%	18.22	18.72	2.72%	16.29	17.33	6.38%
一般图书	1.46	1.85	26.95%	23.05	25.11	8.92%	20.40	22.71	11.30%
音像数码产品	0.03	0.03	-8.75%	1.68	1.50	-10.87%	1.67	1.38	-17.27%
小计	3.51	4.20	19.50%	42.96	45.33	5.52%	38.37	41.42	7.96%

数据来源：公司公告，西南证券整理

2018 年，公司发行版块拥有发行网点 293 家，全年实现教材教辅销售码洋 18.7 亿元，销售收入 17.3 亿元；一般图书销售码洋 25 亿元，销售收入 22.7 亿元。

公司是国内领先的出版发行集团，竞争力领先。

- **公司拥有极具竞争力的出版品牌。**中文传媒旗下共拥有 9 家出版社，25 种报刊，其中江西人民出版社、江西美术出版社和二十一世纪出版社为全国百佳出版社。二十一世纪出版社集团、红星电子音像出版社综合经济效益位列全国同类出版社第一，江西美术出版社位列第二。
- **立足发行优势，拓展新型销售方式。**江西新华发行集团经济规模排名第四，经济效益排名第三，是全国唯一一家连续四届蝉联中国出版政府奖的发行企业。在此基础上，公司积极探索新型销售方式：1) 改造重点地级市文化综合体，聚合图书销售、电影院线多元业态，打造一站式文化综合服务平台；2) 建设井冈山红色书店等特色书店，渠道下沉，范围延伸；3) 推广全民阅读，全国同行业首次在地铁站布局自助售书机，发挥 24 小时书店作用。
- **多业务协同互动，IP 运营渐入佳境。**公司自主原创的“海昏侯”、“瓷上世界”、“大中华寻宝记”等 IP 及畅销书正加紧推进影视动漫、游戏、文创等多领域的开发运营。其中，《大中华寻宝记》动画片央视首播，收视率排全国同时段动漫节目第一；电视剧《热血军旗》荣获飞天奖和“金鹰奖”；《列王的纷争》图书文学改编权成功授权海外，三年内将出版 8 种英文版图书。



## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：假设 COD、全面战争等新游于 2019 年下半年上线，带动新业态营收规模快速提升；

假设 2：新游上线使公司销售费用、管理费用快速提升，其占比分别增至 8%、14.5% 左右。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 11：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
新业态	收入	3111.2	3733.4	4853.5	5581.5
	增速	-23.2%	20.0%	30.0%	15.0%
	毛利率	60.2%	57.0%	56.0%	56.0%
传统业务	收入	8401.5	8349.5	8511.4	8684.1
	增速	-9.2%	-0.6%	1.9%	2.0%
	毛利率	29.3%	29.5%	30.1%	30.7%
合计	收入	11512.7	12083.0	13364.9	14265.6
	增速	-13.5%	5.0%	10.6%	6.7%
	毛利率	37.7%	38.0%	39.5%	40.6%

数据来源：Wind，西南证券

### 4.2 相对估值

由于公司业务板块分属不同行业，我们采用分部估值法进行预测。

#### 1) 游戏板块

我们选取游族网络、三七互娱、完美世界作为可比公司，2019 年 PE 均值为 17.57 倍，我们给予公司游戏板块 17 倍估值。

表 12：可比公司相对估值

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002174.SZ	游族网络	23.80	—	1.36	1.64	16.23	17.45	14.55
002555.SZ	三七互娱	13.90	—	0.88	1.01	19.14	15.79	13.75
002624.SZ	完美世界	31.92	—	1.64	1.93	21.51	19.48	16.58
中值						19.14	17.45	14.55
均值						18.96	17.57	14.96

数据来源：Wind 一致性预测，西南证券整理（数据截至 2019.3.31）

## 2) 传统板块

我们选取中南传媒、凤凰传媒、新华文轩作为传统业务可比公司，2019 年 PE 均值为 13.83 倍，我们给予公司影视板块 14 倍估值。

表 13：可比公司相对估值

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
601098.SH	中南传媒	12.87	—	0.75	0.81	18.14	17.07	15.97
601928.SH	凤凰传媒	8.56	0.46	0.56	0.61	15.24	13.93	12.77
600757.SH	长江传媒	7.27	0.51	0.60	0.69	12.15	10.48	9.40
中值						15.24	13.93	12.77
均值						15.18	13.83	12.71

数据来源：Wind 一致性预测，西南证券整理（数据截至 2019.3.31）

表 14：公司整体估值

板块分类	2019 预计毛利润（百万元）	2019 预计净利润（百万元）	PE	市值（百万元）
游戏板块	2128.1	870.8	17	14804.3
传统板块	2463.9	903.0	14	12641.4
合计				27445.7

数据来源：西南证券（此处将游戏板块毛利润近似为新业态毛利润）

通过分业务测算，我们估算公司 2019 年对应市值为 274 亿元，公司总股本为 13.78 亿股，对应股价为 19.92 元/股，相当于 15 倍估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5 风险提示

行业政策变动的风险，市场竞争加剧的风险，新游延期上线的风险，核心人才流失的风险。



附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11512.67	12082.99	13364.87	14265.56	净利润	1626.25	1781.59	2048.81	2313.36
营业成本	7176.51	7491.05	8083.40	8473.91	折旧与摊销	213.37	154.76	154.76	154.76
营业税金及附加	48.09	50.47	55.83	59.59	财务费用	-60.53	-34.12	-31.23	-40.49
销售费用	678.29	942.47	1136.01	1212.57	资产减值损失	168.69	140.00	120.00	120.00
管理费用	1177.57	1752.03	1937.91	2068.51	经营营运资本变动	26.71	-239.42	-249.66	-105.77
财务费用	-60.53	-34.12	-31.23	-40.49	其他	631.27	-205.10	-338.35	-186.33
资产减值损失	168.69	140.00	120.00	120.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2605.77</b>	<b>1597.71</b>	<b>1704.32</b>	<b>2255.53</b>
投资收益	230.79	200.00	170.00	140.00	资本支出	-29.19	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-53.69	-39.99	-44.56	-43.04	其他	-2429.37	160.01	125.44	96.96
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2458.55</b>	<b>160.01</b>	<b>125.44</b>	<b>96.96</b>
<b>营业利润</b>	<b>1764.92</b>	<b>1901.09</b>	<b>2188.39</b>	<b>2468.44</b>	短期借款	622.68	-1503.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-44.14	-28.45	-36.74	-35.21	长期借款	-26.52	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1720.78</b>	<b>1872.64</b>	<b>2151.65</b>	<b>2433.23</b>	股权融资	2.48	0.00	0.00	0.00
所得税	94.53	91.06	102.84	119.86	支付股利	0.00	-323.82	-354.75	-407.96
净利润	1626.25	1781.59	2048.81	2313.36	其他	592.56	31.64	31.23	40.49
少数股东损益	7.14	7.83	9.00	10.16	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1191.20</b>	<b>-1795.19</b>	<b>-323.52</b>	<b>-367.47</b>
归属母公司股东净利润	1619.11	1773.76	2039.81	2303.20	<b>现金流量净额</b>	<b>1374.36</b>	<b>-37.46</b>	<b>1506.24</b>	<b>1985.03</b>
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	7477.40	7439.93	8946.17	10931.19	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3043.49	3149.01	3487.20	3650.20	销售收入增长率	-13.48%	4.95%	10.61%	6.74%
存货	1312.10	1274.70	1475.91	1516.67	营业利润增长率	14.21%	7.72%	15.11%	12.80%
其他流动资产	4395.31	4610.78	5095.07	5435.36	净利润增长率	12.00%	9.55%	15.00%	12.91%
长期股权投资	944.22	944.22	944.22	944.22	EBITDA 增长率	5.76%	5.42%	14.35%	11.71%
投资性房地产	604.84	604.84	604.84	604.84	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1520.15	1458.28	1396.41	1334.53	毛利率	37.66%	38.00%	39.52%	40.60%
无形资产和开发支出	3362.80	3274.90	3187.01	3099.11	三费率	15.59%	22.02%	22.77%	22.72%
其他非流动资产	1065.22	1060.23	1055.24	1050.25	净利率	14.13%	14.74%	15.33%	16.22%
<b>资产总计</b>	<b>23725.53</b>	<b>23816.89</b>	<b>26192.07</b>	<b>28566.38</b>	ROE	12.05%	11.90%	12.29%	12.45%
短期借款	1503.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.85%	7.48%	7.82%	8.10%
应付和预收款项	5581.31	5648.29	6193.64	6573.05	ROIC	24.76%	26.86%	30.21%	33.13%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.66%	16.73%	17.30%	18.10%
其他负债	3146.41	3191.98	3327.75	3417.26	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>10230.72</b>	<b>8840.27</b>	<b>9521.39</b>	<b>9990.30</b>	总资产周转率	0.52	0.51	0.53	0.52
股本	1377.94	1377.94	1377.94	1377.94	固定资产周转率	8.41	8.99	10.42	11.69
资本公积	5438.56	5438.56	5438.56	5438.56	应收账款周转率	9.74	11.79	11.42	11.40
留存收益	6497.02	7946.96	9632.02	11527.26	存货周转率	5.56	5.59	5.68	5.60
归属母公司股东权益	13289.48	14763.46	16448.52	18343.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.74%	—	—	—
少数股东权益	205.33	213.16	222.16	232.32	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>13494.81</b>	<b>14976.62</b>	<b>16670.67</b>	<b>18576.08</b>	资产负债率	43.12%	37.12%	36.35%	34.97%
负债和股东权益合计	23725.53	23816.89	26192.07	28566.38	带息债务/总负债	19.58%	5.66%	5.25%	5.00%
					流动比率	1.85	2.24	2.36	2.53
					速动比率	1.70	2.06	2.18	2.35
					股利支付率	0.00%	18.26%	17.39%	17.71%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.18	1.29	1.48	1.67
					每股净资产	9.64	10.71	11.94	13.31
					每股经营现金	1.89	1.16	1.24	1.64
					每股股利	0.00	0.24	0.26	0.30
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1917.76	2021.73	2311.92	2582.70					
PE	12.93	11.80	10.26	9.09					
PB	1.57	1.42	1.27	1.14					
PS	1.82	1.73	1.57	1.47					
EV/EBITDA	6.58	5.51	4.16	2.96					
股息率	0.00%	1.55%	1.69%	1.95%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn