



中文传媒(600373.SH)

# 【粤开传媒公司深度】中文传媒 (600373.SH) 移动游戏出海领导者

2020 年 01 月 13 日

投资要点

## 增持(首次评级)

当前价: 16.6 元

目标价: 元

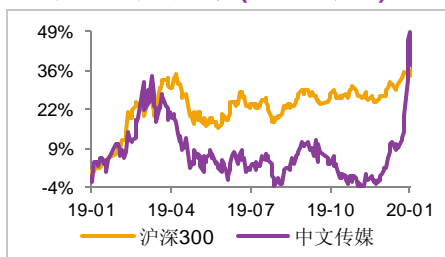
分析师: 陈净娴

执业编号: S0300516090001

电话: 021-5178.2317

邮箱: chenzhengxian@yqzq.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	11,513	11,444	13,556	14,627
(+/-)	-13%	-1%	18%	8%
归母净利润	1,533	1,637	1,858	2,073
(+/-)	10%	7%	14%	12%
EPS(元)	1.13	1.21	1.37	1.53
P/E	14.7	13.7	12.1	10.9

资料来源: 粤开证券研究院

### 全球移动游戏前景广阔

预估全球移动游戏市场容量将在 2022 年达到 954 亿美元, 对应 2019 年至 2022 年复合增长率达到 11.67%, 而同期非移动游戏复合增长率仅有 6.40%。东南亚和拉美地区移动游戏市场广阔, 北美和欧洲市场趋近成熟。全球移动游戏前景广阔, 为游戏发展的主要驱动力。

### 中国手游出海还有发展空间

2018 年中国移动游戏出海市场规模已经达到 421.2 亿人民币, 预计到 2022 年, 移动游戏出海市场将会达到 798.4 亿人民币。中国移动游戏公司出海市场营收占比约为 25%, 近五年来此比例稳定中有增加, 预计到 2022 年将占比 28% 左右。在全球 Top1000 游戏发行商来源国家分布 (按用户支出, 不含中国大陆市场) 中, 中国发行商仅次于美国和日本发行商, 占比达到 16%, 还有很大发展空间。

### 中文传媒旗下智明星通为手游出海领导者

中文传媒为江西省出版集团控股企业, 是江西文化传媒领军者与中国游戏出海领导者, 主营业务包括出版发行、物流贸易等传统主业以及游戏、新媒体、物联网、投融资、在线教育等新型业态。截至 1H19, 中文传媒在全国同行中整体排名与去年同期相比上升 2 位, 位居全国第 5 位; 在文化企业 30 强出版发行类集团中, 市场占有率排名第四。公司旗下游戏公司智明星通在 App Annie 发布的 2019 年上半年主要中国公司 (按海外游戏用户支出排名) 中排名第 8。其中《列王的纷争》为智明星通自研自发产品, 于 2014 年 7 月全球上线。自上线以来, 游戏表现持续优异。

### 投资建议

我们给予中文传媒「买入」的投资评级: 基于中文传媒 (1) 传统出版业务表现稳定; (2) 手游出海领导者, 储备强劲 IP。我们预估公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 114 亿元、136 亿元和 146 亿元, 同比增速分别为 -1%、18% 和 8%; 归母净利润分别为 16.37 亿元、18.58 亿元和 20.73 亿元, 同比增速分别为 7%、14% 和 12%。目前股价对应 2020 年 PE12.1 倍。

### 风险提示

游戏研发进程或产品流水不如预期。



## 目 录

投资案件 .....	4
投资评级与估值 .....	4
关键假设点 .....	4
有别于大众的认识 .....	4
股价表现催化 .....	4
核心风险提示 .....	4
一、行业分析 .....	5
（一）全球移动游戏前景广阔 .....	5
（二）中国移动游戏出海发展空间较大 .....	9
（三）中国移动游戏出海产业链 .....	11
二、公司概况 .....	12
（一）公司简介 .....	12
（二）公司游戏业务商业模式 .....	14

## 图表目录

图表 1: 2022 年全球游戏行业市场容量将增长至 1,960 亿美元 .....	5
图表 2: 预计 2022 年移动游戏占据全球游戏市场容量的 49% .....	5
图表 3: 全球移动游戏 2019 年至 2022 年复合增长率达到 11.67% .....	5
图表 4: 2018 年亚太地区游戏市场容量为 714 亿美元, 占比为 52% .....	6
图表 5: 亚太地区游戏市场同比增速为 16.8%, 拉美地区同比增速为 13.5%, 均超过全球增速 .....	6
图表 6: 2018 年亚太地区移动游戏用户最多 .....	6
图表 7: 各地区基础设施普及度和游戏渗透率不同 .....	6
图表 8: 东南亚国家获客成本较低 .....	6
图表 9: 拉美和东南亚国家智能手机普及率低(韩国为全球最高) .....	7
图表 10: 东南亚国家获客成本较低 .....	7
图表 11: 2018 年成熟市场国家更偏好本土发行商, 新兴市场国家更偏好外来游戏产品 .....	7
图表 12: 美国玩家偏好消除、博彩、SLG 类移动游戏 .....	8
图表 13: 美国明星移动游戏霸榜明显, 发行商集中 .....	8
图表 14: 美国本土发行商市场份额优势明显 .....	8
图表 15: 美国五大本土发行商 .....	8
图表 16: 印度玩家游戏种类分散 .....	8
图表 17: 印度畅销手游霸榜明显 .....	8
图表 18: 印度偏好海外游戏 .....	9
图表 19: 印度五大本土发行商 .....	9
图表 20: 2018 年中国移动游戏出海市场规模已达 421.2 亿人民币 .....	9
图表 21: 中国移动游戏公司出海市场营收占比到 2022 年将占比 28%左右 .....	9



图表 22: 中国出海游戏有着不错的市场占有率表现 .....	10
图表 23: 中国发行商全球占比仅次于美国和日本 .....	10
图表 24: 1H19 中国移动游戏出海收入前十名 .....	10
图表 25: 2019 年 10 月中国移动游戏海外流水 TOP10 .....	10
图表 26: 中国出海游戏以策略、角色扮演、射击类为主 .....	11
图表 27: 中国出海游戏无 IP 者占 80% .....	11
图表 28: 移动游戏出海产业链 .....	12
图表 29: 公司发展历程 .....	13
图表 30: 中文传媒前十大股东 .....	13
图表 31: 1H19 公司营业收入构成情况 .....	14
图表 32: 出版、物资贸易和新业态是公司主要业绩来源 .....	14
图表 33: 智明星通商业模式示意图 .....	14
图表 34: 智明星通旗下自主研发游戏和代理运营游戏一览 .....	15
图表 35: 在美国 iOS 市场始终位列 SLG 游戏畅销 Top50 .....	16
图表 36: 1H19 排在中国出海游戏海外收入第十一位 .....	16
图表 37: 《列王的纷争》已进入成熟期, 各项指标回落 .....	16
图表 38: 公司储备两款优秀游戏 .....	17
图表 39: 《使命召唤》系列为海外知名 IP .....	17
图表 40: 智明星通研发投入较为稳定 .....	18
图表 41: 智明星通研发投入处于业内前列 .....	18
图表 42: 智明星通业绩激励方案确保经营业绩持续增长 .....	18
图表 43: 智明星通员工薪酬领先同行业 .....	19
图表 44: 中文传媒 3Q19 营业收入同比下降 3.59% .....	19
图表 45: 中文传媒 3Q19 净利润同比增长 5.77% .....	19
图表 46: 并表后公司净利率和毛利率大幅上升 .....	20
图表 47: 公司三项费用率逐渐下降 .....	20
图表 48: 中文传媒游戏推广营销费用降低 .....	20
图表 49: 智明星通营收降低 .....	20
图表 50: 智明星通海外营收同业领先 .....	20
附录: 公司财务预测表(百万元) .....	22



## 投资案件

### 投资评级与估值

我们给予中文传媒「买入」的投资评级：基于中文传媒（1）传统出版业务表现稳定；（2）手游出海领导者，储备强劲 IP。我们预估公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 114 亿元、136 亿元和 146 亿元，同比增速分别为-1%、18%和 8%；归母净利润分别为 16.37 亿元、18.58 亿元和 20.73 亿元，同比增速分别为 7%、14%和 12%。目前股价对应 2020 年 PE12.1 倍。

### 关键假设点

中文传媒业务线主要分为传统业务（出版和发行业务、物资贸易业务）和新业态，我们按照业务进行拆分及预测：

- （1）传统业务是公司的核心业务之一，鉴于公司旗下出版社表现优异，我们预计该业务收入增速将呈现稳定上升趋势，未来三年增速分别为-0.6%，1.9%，2.0%。
- （2）新业态（游戏）业务是公司核心业务之一，是公司业绩主要增长点，《列王的纷争》五周年庆典数据回暖，公司还有储备全球优秀 IP《使命召唤》系列，因此我们预计未来三年该业务的增速分别为 20%，30%，15%。
- （3）我们给予中文传媒「买入」的投资评级：基于中文传媒（1）传统出版业务表现稳定；（2）手游出海领导者，储备强劲 IP。我们预估公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 114 亿元、136 亿元和 146 亿元，同比增速分别为-1%、18%和 8%；归母净利润分别为 16.37 亿元、18.58 亿元和 20.73 亿元，同比增速分别为 7%、14%和 12%。目前股价对应 2020 年 PE12.1 倍。

### 有别于大众的认识

对移动游戏的海外分发进行了较为详尽的产出，认为海外分发渠道议价能力较强，研发运营一体化为国内游戏出海厂商发展趋势。

### 股价表现催化

《列王的纷争》数据回暖，新品上市并流水超出预期。

### 核心风险提示

游戏产品流水不及预期。

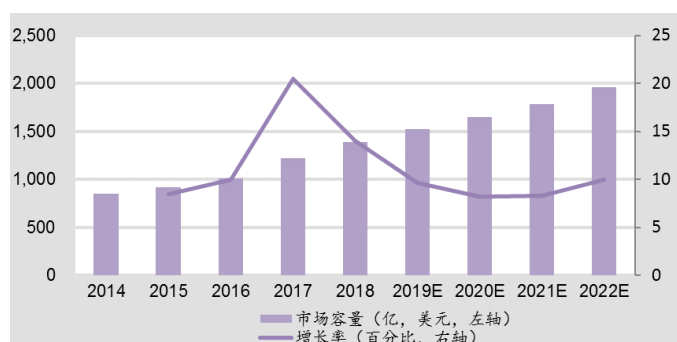


## 一、行业分析

### (一) 全球移动游戏前景广阔

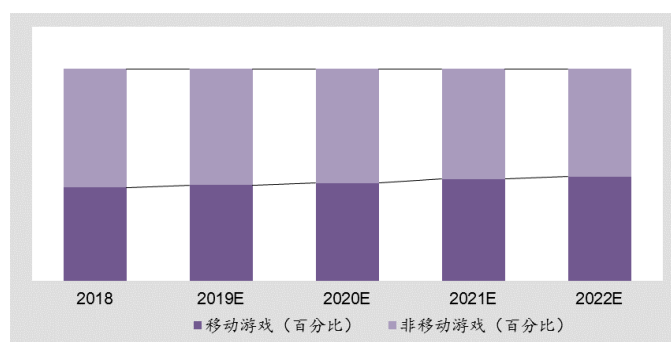
Newzoo 数据显示,2018 年全球游戏行业市场容量为 1,378 亿美元,并预估至 2022 年全球游戏行业市场容量将增长至 1,960 亿美元,预估 2019 年至 2022 年复合增长率约为 9%。2018 年,移动游戏占据全球游戏市场容量的 44%,预计 2022 年其比例将达到 49%,呈逐年递增趋势。预估全球移动游戏市场容量将在 2022 年达到 954 亿美元,对应 2019 年至 2022 年复合增长率达到约 12%,而同期非移动游戏复合增长率仅有 6% 左右。全球移动游戏前景广阔,为游戏发展的主要驱动力。

图表1: 2022 年全球游戏行业市场容量将增长至 1,960 亿美元



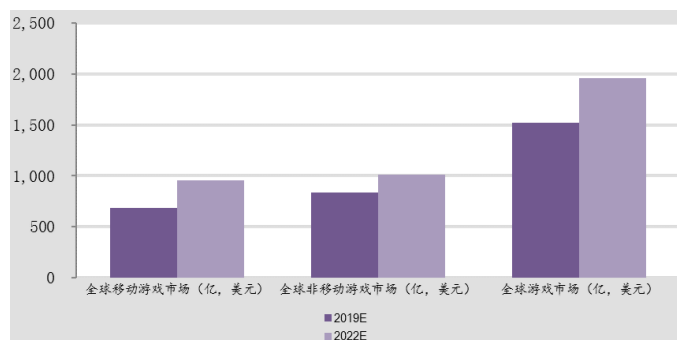
资料来源: Newzoo, 粤开证券研究院

图表2: 预计 2022 年移动游戏占据全球游戏市场容量的 49%



资料来源: Newzoo, 粤开证券研究院

图表3: 全球移动游戏 2019 年至 2022 年复合增长率达到 11.67%

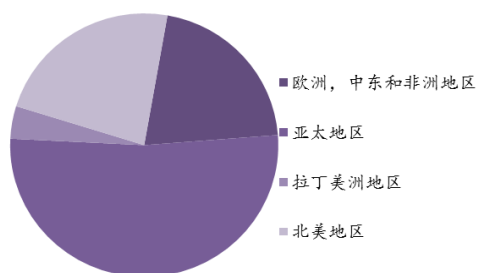


资料来源: Newzoo, 粤开证券研究院

全球拆分地区来看,2018 年亚太地区游戏市场容量为 714 亿美元,占比为 52%,同比增速为 17%,超过全球合计同比增速 13%,为增速最快的地区;亚太移动游戏玩家也是全球最多,用户规模达到 11.92 亿人。就增速而言,拉美地区也不容小觑,增速为 14%,仅次于亚太地区,同样超过全球增速。相对而言,北美和欧洲地区则为较为成熟的市场,市场容量大且增速慢,增速均小于 10%。

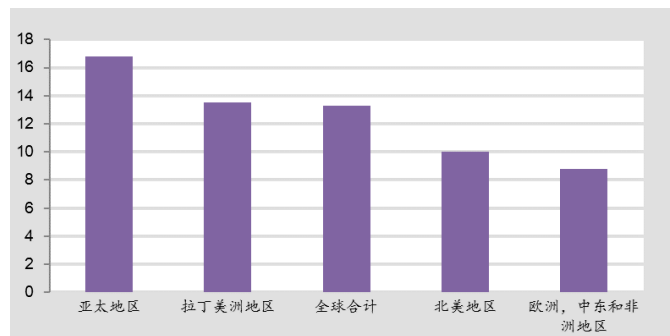


图表4： 2018 年亚太地区游戏市场容量为 714 亿美元，占比为 52%



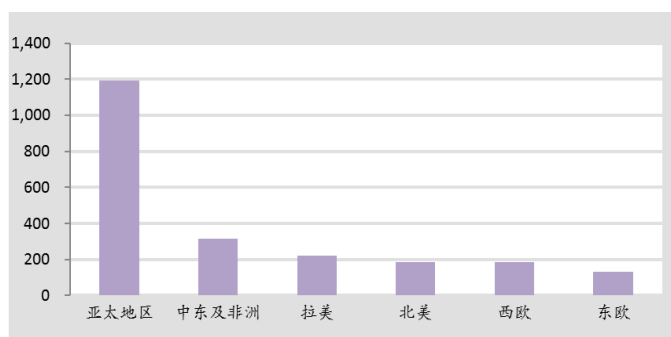
资料来源: Newzoo, 粤开证券研究院

图表5： 亚太地区游戏市场同比增速为 16.8%，拉美地区同比增速为 13.5%，均超过全球增速



资料来源: Newzoo, 粤开证券研究院

图表6： 2018 年亚太地区移动游戏用户最多



资料来源: Newzoo, 粤开证券研究院

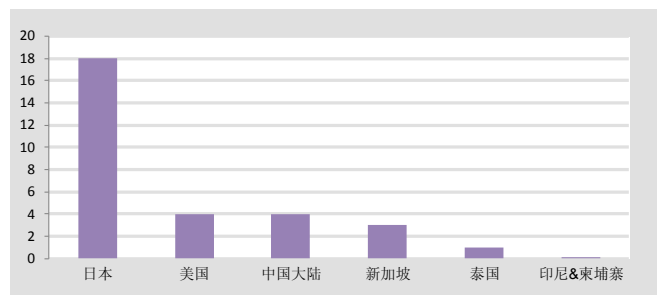
东南亚和拉美地区移动游戏市场广阔,北美和欧洲市场趋近成熟。根据 Teebik 分析,亚太地区的市场容量由中国、日本和韩国支撑,而高增长多为印度、东南亚等新兴市场带动,东南亚手游市场规模复合年增长率逼近 50%。其获客成本较低、互联网和移动电子设备(手机、平板等)渗透率不高,随着基础设施发展,移动游戏大有可为。拉丁美洲移动游戏市场的高增长率同样是因为其目前安装成本全球最低、智能手机普及度低。中东及非洲地区移动游戏的显著特征是游戏玩家付费值较高,如 PUBG mobile 手游阿联酋用户的 RPD(平均每下载付费额)为 6 美元,是全球平均 1.8 美元的 3 倍多。北美、西欧和东欧则为基础设施完善、技术发达的国家,移动游戏市场较为成熟。

图表7： 各地区基础设施普及度和游戏渗透率不同

地区	互联网渗透率 (互联网用户 占总人口比 例)	游戏渗透率(游戏 用户占互联网用户 比例)	游戏收入前列国家
亚太地区	50.38%	63.96%	中国(365亿美元)、日本(190亿美元)、韩国(62亿美元)、澳大利亚(19亿美元)、印度(15亿美元)等
北美地区	84.20%	64.05%	美国(369亿美元)、加拿大(28亿美元)
拉美地区	66.27%	58.03%	墨西哥(18亿美元)、巴西(16亿美元)、阿根廷(4.95亿美元)等
中东及非洲地区	37.48%	54.66%	土耳其(8.26亿美元)、沙特阿拉伯(7.58亿美元)、伊朗(4.58亿美元)等
东欧地区	77.62%	56.86%	俄罗斯(18亿美元)、波兰(5.96亿美元)等
西欧地区	88.85%	59.14%	德国(27亿美元)、英国(56亿美元)、法国(41亿美元)等

资料来源: Newzoo, 粤开证券研究院

图表8： 东南亚国家获客成本较低

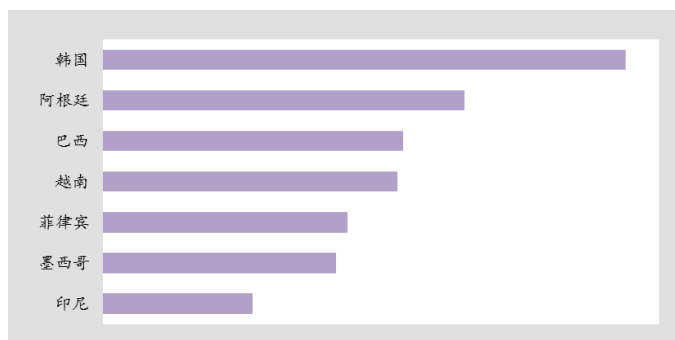


资料来源: Newzoo, 粤开证券研究院



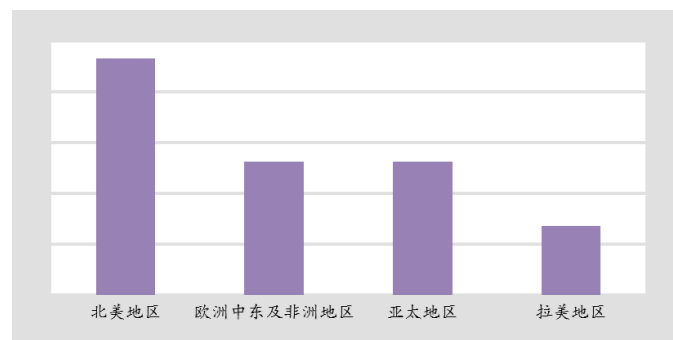


图表9： 拉美和东南亚国家智能手机普及率低（韩国为全球最高）



资料来源：Newzoo，粤开证券研究院

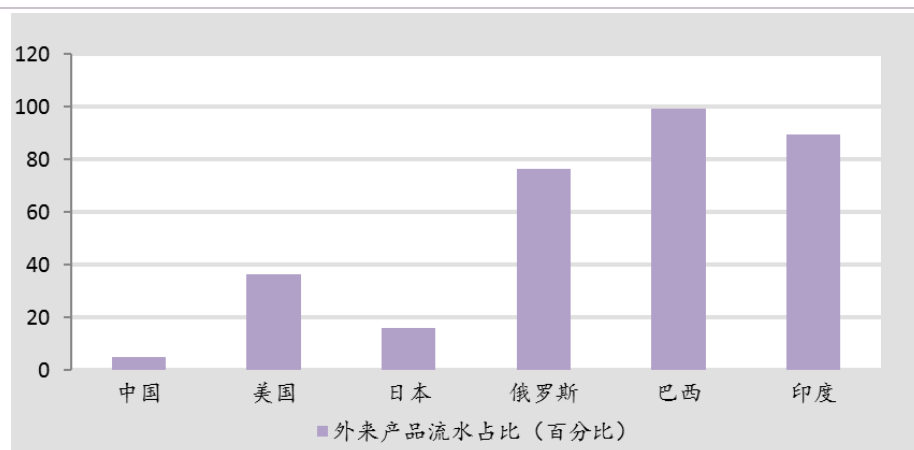
图表10： 东南亚国家获客成本较低



资料来源：Newzoo，粤开证券研究院

全球主要移动游戏国家市场竞争格局不同。以美国、中日韩等为代表的移动游戏成熟市场国家和以印度、巴西为代表的移动游戏新兴市场国家在市场份额方面出现明显差异：在全球主要移动游戏国家中，中国、美国和日本的外来游戏产品流水占比较低，最高的美国也只有 36%，这些国家更偏爱本土发行商；而俄罗斯、印度和巴西则更依赖外来游戏产品，巴西的外来产品流水占比接近 100%。

图表11： 2018 年成熟市场国家更偏好本土发行商，新兴市场国家更偏好外来游戏产品

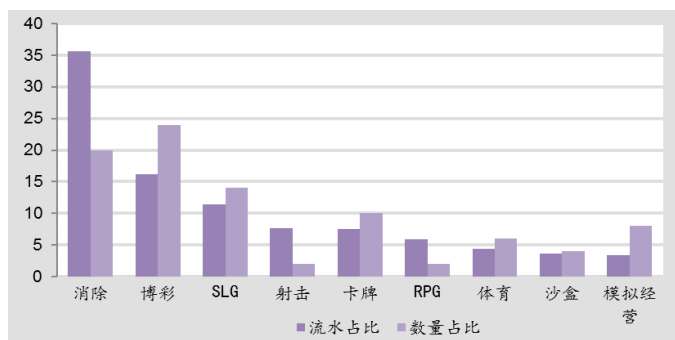


资料来源：伽马数据，粤开证券研究院

作为移动游戏成熟市场国家代表，美国明星产品霸榜，本土发行垄断。在移动游戏种类上，美国玩家更偏好消除、博彩和策略类游戏（SLG），这三类游戏无论是数量还是收入都大幅领先；全美 GooglePlay 和 iOS 畅销手游 Top10 中，《糖果粉碎传奇》、《糖果苏打传奇》、《Pokemon GO》、《皇室战争》和《部落冲突》等 2017 年在榜的明星游戏 2018 年依然在榜。美国移动游戏发行商市场格局稳定，市场集中度高。从手游畅销榜 Top10 发行商可见，头部移动游戏基本被 Activision Blizzard、Supercell、MZ、Niantic、Giant Interactive 等发行商垄断。在美国流水 Top100 移动游戏中，有 37%的游戏发行商是美国本土发行商，占据市场最大份额。根据 APP Annie 报告，美国游戏发行商在 2018 年全球排名前 52 游戏发行商中占据 16 席，最高排名第三（Activision Blizzard），美国本土游戏发行实力可见一斑。因此海外游戏如要在美国发行，同当地发行商的合作显得尤为必要。



图12: 美国玩家偏好消除、博彩、SLG 类移动游戏



资料来源: Newzoo, 粤开证券研究院

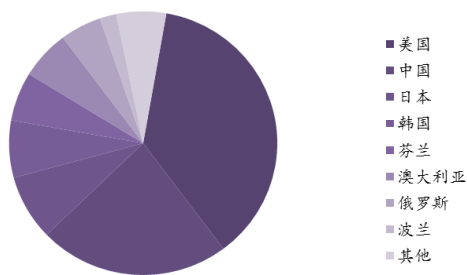
图13: 美国明星移动游戏霸榜明显, 发行商集中

美国Google Play&iOS畅销手游TOP10			
2017		2018	
产品	发行商	产品	发行商
《糖果粉碎传奇》	Activision Blizzard	《糖果粉碎传奇》	Activision Blizzard
《皇室战争》	Supercell	《Fortnite》	Epic Games
《战争游戏: 火力时代》	MZ	《Pokemon GO》	Niantic
《部落冲突》	Supercell	《Slotomania》	Giant Interactive
《雷霆天下》	MZ	《部落冲突》	Supercell
《糖果粉碎传奇》	Activision Blizzard	《糖果粉碎传奇》	Activision Blizzard
《Pokemon GO》	Niantic	《ROBLOX》	Roblox
《Slotomania》	Giant Interactive	《Toon Blast》	Peak Games
《漫威格斗: 冠军之争》	Netmarble	《最终幻想15: 新帝国》	MZ
《梦幻花园》	Playrix	《皇室战争》	Supercell

资料来源: Newzoo, 粤开证券研究院

图14: 美国本土发行商市场份额优势明显

2019年美国移动游戏流水top100发行商市场结构占比(百分比)



资料来源: Newzoo, 粤开证券研究院

图15: 美国五大本土发行商

发行商	主营业务	游戏类型	游戏代表
Activision Blizzard	互动游戏和娱乐	策略类, 动作类, 角色扮演类等	Call of Duty, Destiny, Skylanders, Blizzard Entertainment开发的 World of Warcraft, StarCraft, Diablo, Hearthstone, Heroes of Warcraft, 以及King公司的 Candy Crush Saga, Pet Rescue Saga 和 Farm Heroes Saga.
Electronic Arts	各种电子游戏的开发、出版以及销售业务	动作类、角色扮演类、赛车类、格斗类游戏	《模拟人生》系列、《疯狂橄榄球》等
Machine Zone	免费增值模式游戏开发	策略类游戏	Game of War - Fire Age
Caesars Entertainment Corporation	移动游戏以及拥有和经营超过50个赌场和酒店, 以及七个不同品牌的高尔夫球场	博彩类游戏为主	Slotomania, Caesars Casino, Bingo Blitz, House of Fun, World Series of Poker, Vegas Downtown Slots等
Zynga	社交视频游戏运营	博彩, 消除, 策略类游戏	FarmVille 2, Texas HoldEm Poker (现在名为 Zynga Poker) 和 ChefVille

资料来源: Newzoo, 粤开证券研究院

印度作为新兴市场国家代表, 游戏题材类型分散, 倾向海外游戏。2018 年印度市场流水 Top50 游戏类型中, 消除类游戏在数量和流水上优势明显, 而其余棋牌类、SLG、休闲益智类、射击类游戏题材类型市场份额占比差距并不大。印度玩家喜爱的游戏类型目前还比较分散, 游戏玩家的行为习惯并未完全成型或成熟。2018 年手游畅销榜中, 头部手游霸榜明显。游戏发行商则主要为美国、中国、英国发行商和部分本土博彩类游戏发行商。2017 年印度 Google Play 畅销榜上, 美国发行商占据 28% 的份额, 中国占据 19% 的份额, 两者占据近 50% 的印度手游市场。2018 年全球游戏发行商前 52 名无一为印度游戏发行商, 本土发行实力较弱。印度这种正处于成型期的移动游戏市场高速发展, 潜力巨大, 亟待开发。

图16: 印度玩家游戏种类分散

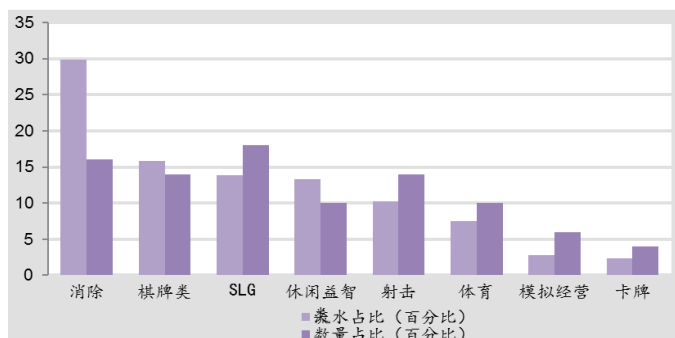


图17: 印度畅销手游霸榜明显

印度Google Play&iOS畅销手游TOP10			
2017		2018	
产品	发行商	产品	发行商
《Teen Patti》	Octro	《Teen Patti》	Octro
《8 Ball pool》	Miniclip	《Coin Master》	Moonactive
《部落冲突》	Supercell	《8 Ball pool》	Miniclip
《Teen Patti: Gold》	Moonfrong	《Teen Patti: Gold》	Moonfrong
《糖果粉碎传奇》	Activision Blizzard	《PUBG MOBILE》	腾讯
《列王的纷争》	智明星通	《糖果粉碎传奇》	Activision Blizzard
《Ultimate Teen Patti》	Octro	《部落冲突》	Supercell
《Zynga Poker》	Zynga	《Ultimate Teen Patti》	Octro
《皇室战争》	Supercell	《王国纪元》	IGG
《漫威冠军: 格斗之争》	Netmarble	《Zynga Poker》	Zynga

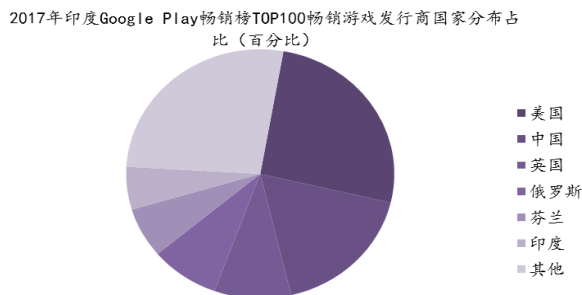




资料来源: Newzoo, 粤开证券研究院

资料来源: Newzoo, 粤开证券研究院

图表18: 印度偏好海外游戏



资料来源: Newzoo, 粤开证券研究院

图表19: 印度五大本土发行商

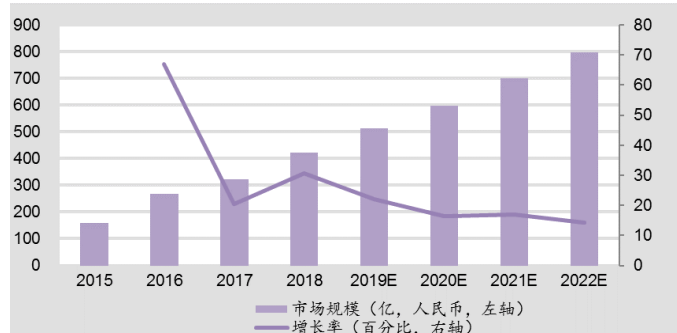
发行商	主营业务	游戏类	游戏代表
Octro	印度最大, 发展最快的移动游戏公司, 该公司是首先开发了第一个移动IP语音基础设施, 之后便开始创建移动游戏平台。	博彩类	Teen Patti, Indian Rummy 和 Tambola
99Games	印度领先的游戏开发商和发行商, 为全球及印度消费者带来国际标准游戏。	博彩类	Star Chef, Dhoom:3 The Game等18款游戏
Red Monster Games	印度首屈一指的移动社交游戏公司	博彩类	Real Teen Patti
Games2win	印度领先的网络游戏公司	休闲类	Parking Frenzy 和 Power Cricket T20
Reliance Games	是印度的国际性手机游戏开发商和发行商	动作类	Pacific Rim, Real Steel, Real Steel WRB, Total Recall和Drone Shadow Strike

资料来源: Newzoo, 粤开证券研究院

## (二) 中国移动游戏出海发展空间较大

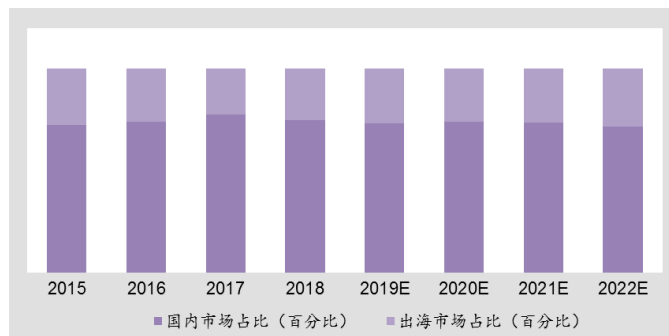
2018 年中国移动游戏出海市场规模已经达到 421.2 亿人民币, 预计到 2022 年, 移动游戏出海市场将会达到 798.4 亿人民币。中国移动游戏公司出海市场营收占比约为 25%, 近五年来此比例稳定中有增加, 预计到 2022 年将占比 28%左右。

图表20: 2018 年中国移动游戏出海市场规模已达 421.2 亿人民币



资料来源: 艾瑞咨询, 粤开证券研究院

图表21: 中国移动游戏公司出海市场营收占比到 2022 年将占比 28%左右

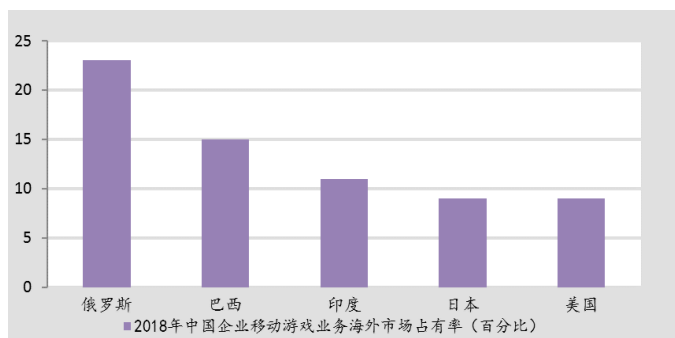


资料来源: 艾瑞咨询, 粤开证券研究院

在全球主要移动游戏国家, 中国出海游戏有着不错的市场占有率表现。2018 年, 中国企业移动游戏业务海外占有率在成熟市场国家(美国、日本等)为 9%左右, 在新兴市场国家(如俄罗斯、印度等)最高达 23%。在全球 Top1000 游戏发行商来源国家分布(按用户支出, 不含中国大陆市场)中, 中国发行商仅次于日本(30%)和美国发行商(21%), 占比达到 16%, 还有很大赶超空间。



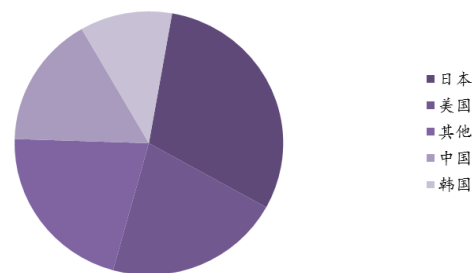
图表22: 中国出海游戏有着不错的市场占有率表现



资料来源: 伽马数据, 粤开证券研究院

图表23: 中国发行商全球占比仅次于美国和日本

2018年全球top1000游戏发行商来源国家分布占比 (百分比)



资料来源: APP Annie, 粤开证券研究院

1H19, FunPlus 凭借移动游戏《Guns of Glory》成为中国发行商出海收入第一名, 出海游戏老牌巨头网易、腾讯和智明星通则分列第 2、4、8 位。根据伽马数据测算, 2019 年 10 月中国移动游戏海外流水 Top10 中, 动视暴雪和腾讯游戏共同研发的《Call of Duty: Mobile》成为收入第一的出海游戏, Top10 榜单中策略类游戏 (SLG) 和无 IP 类游戏占比最多。

图表24: 1H19 中国移动游戏出海收入前十名

排名	公司	热门游戏
1	FunPlus	《Guns of Glory》
2	网易	《荒野行动》
3	IGG	《王国纪元》
4	腾讯	《绝地求生》
5	莉莉丝游戏	《万国觉醒》
6	友塔游戏	《黑道风云》
7	龙创悦动	《last shelter: survival》
8	智明星通	《列王的纷争》
9	创酷互动	《be the king》
10	DH Games	《idle heros》

资料来源: APP Annie, 粤开证券研究院

图表25: 2019 年 10 月中国移动游戏海外流水 TOP10

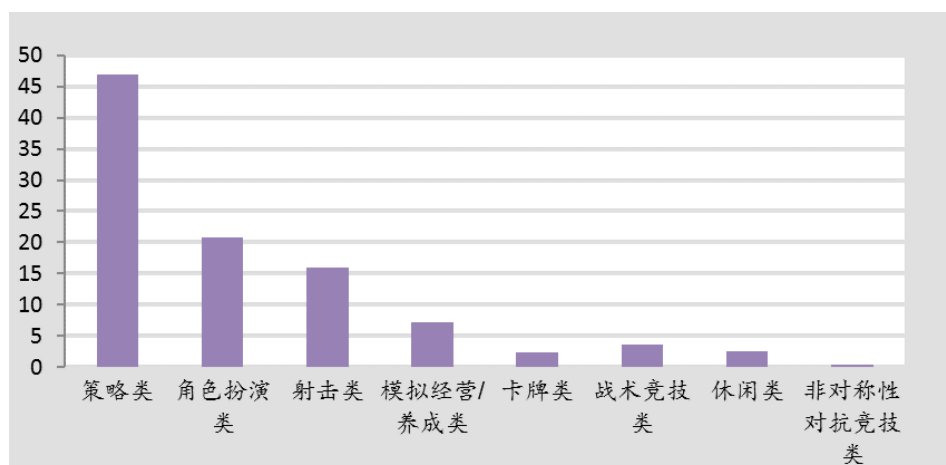
排名	名称	研发商	游戏类型	IP类型
1	Call of Duty: Mobile	动视暴雪&腾讯游戏	射击类	单机
2	万国觉醒	成都乐狗	策略类	无
3	PUBG MOBILE	腾讯游戏	射击类	端游
4	荒野行动	网易游戏	射击类	无
5	黑道风云	友塔网络	策略类	无
6	火枪纪元	FunPlus	策略类	无
7	王国纪元	IGG	策略类	无
8	AFK Arena	莉莉丝游戏	放置类	无
9	守望黎明	龙创悦动	策略类	无
10	阿瓦隆之王	FunPlus	策略类	无

资料来源: 伽马数据, 粤开证券研究院

策略游戏为出口手游的营收高地。出口移动游戏多集中在策略、角色扮演和射击等类型以及战争、魔幻等题材上, IGG《王国纪元》、智明星通《列王的纷争》、腾讯游戏《PUBG MOBILE》均为策略类或射击类典型代表。据统计, 2018 年中国移动游戏海外收入 Top50 的移动游戏玩法类型分布 (按照流水统计) 中, SLG 类别占比高达 46.9%, 其次是角色扮演类游戏, 占比 20.8%, 排名第三的射击类游戏占比 15.9%。经过多年的出海市场探索, 已经验证了这类游戏更容易突破欧美日韩等巨头市场, 同时也更容易全球范围内扩张产品布局。而这类产品也拥有更长的生命周期和营收能力, 未来仍将是移动游戏出口的重要阵地。



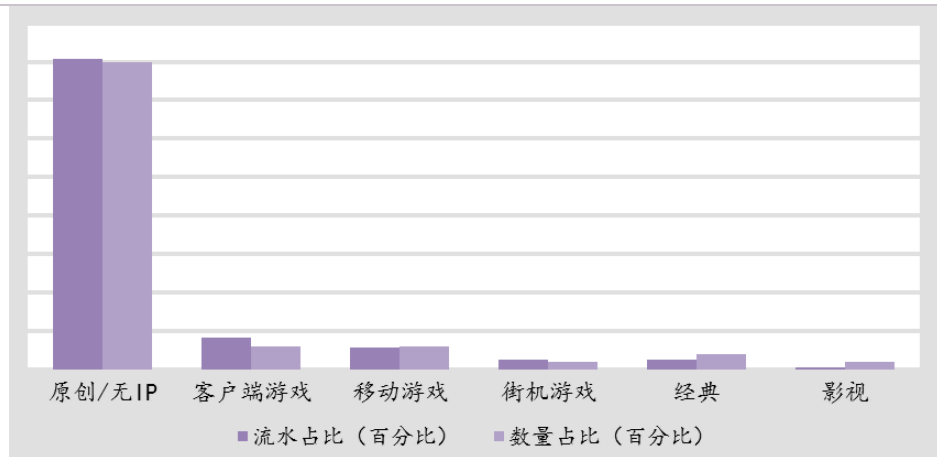
图表26： 中国出海游戏以策略、角色扮演、射击类为主



资料来源：伽马数据，粤开证券研究院

强 IP 具有充分引爆性，但国内出口游戏无 IP 者达到 80%。2019 年 10 月，动视暴雪和腾讯游戏共同研发的《Call of Duty:Mobile》成为收入第一的出海游戏，就是建立在《Call of Duty》系列在欧美有强大玩家基础上。但 2018 年中国移动游戏海外收入 Top50 的移动游戏 IP 类型分布中，无 IP 或原创故事的移动游戏无论是在数量还是流水上都占比高达 80%。国内手游产品绝大多数为基于三国、西游、网文等历史类或仙侠奇幻类题材，地域特征非常明显，导致全球性 IP 较少。因此中国游戏出海要想依靠 IP，必须同国外市场已有成熟 IP 进行合作或打造全球化 IP。

图表27： 中国出海游戏无 IP 者占 80%



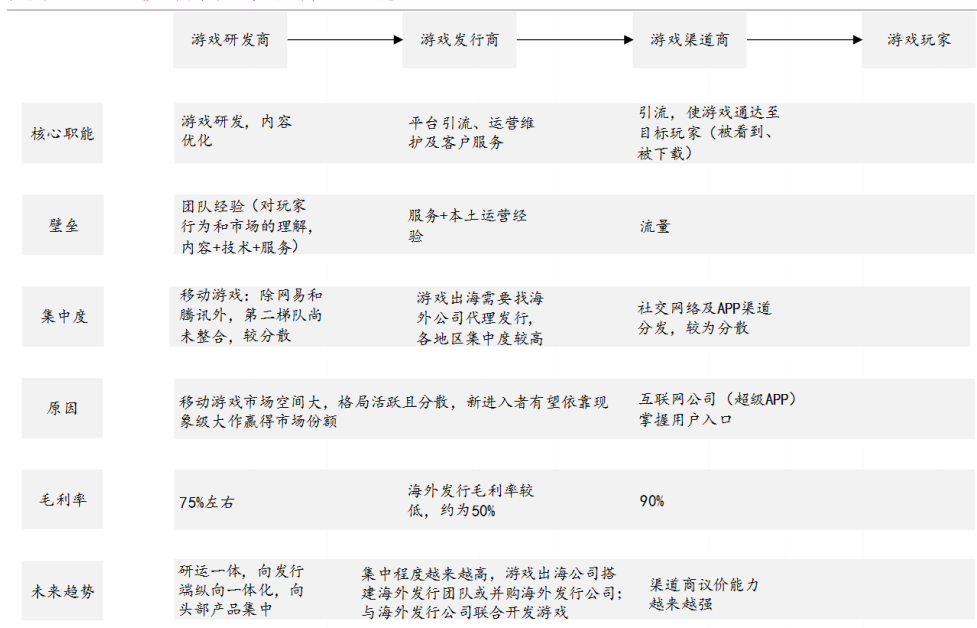
资料来源：伽马数据，粤开证券研究院

### (三) 中国移动游戏出海产业链

移动游戏产业链主要包括上游的游戏研发商、中游的游戏发行商、下游的渠道推广商等。在移动游戏产业链中，渠道商占据明显优势。从收入分配比例上，海外游戏渠道商抽取 30%流水分成。剩余 70%由研发商与发行商按照协议分配。由于海外的分发渠道较为集中，基本被苹果 Apple Store 与 Google Play 两家应用商店垄断，且分成比例为 30%，因此独立发行商较弱势。移动游戏厂商专注于游戏研发与推广运营，研运一体化是我国移动游戏出海公司未来的发展路径。



图表28： 移动游戏出海产业链



资料来源：粤开证券研究院

## 二、公司概况

### （一）公司简介

公司为江西省出版集团控股企业，是江西文化传媒领军者与中国游戏出海领导者，主营业务包括出版发行、物流贸易等传统主业以及游戏、新媒体、物联网、投融资、在线教育等新型业态。截至 1H19，中文传媒在全国同行中整体排名与去年同期相比上升 2 位，位居全国第 5 位；在文化企业 30 强出版发行类集团中，市场占有率排名第四。公司旗下游戏公司智明星通在 App Annie 发布的 2019 年上半年主要中国公司（按海外游戏用户支出排名）中排名第 8。

公司于 2010 年 12 月 21 日完成资产重组，江西省出版集团公司以主营业务整体借壳鑫新股份上市，成为控股的文化传媒全产业链公司，并随后更名为中文传媒，初期主营业务包括图书编辑出版、报刊传媒、印刷发行、物资供应等传统出版业务。2013 年通过投资艺术公司、出版发行公司新华联合及印刷公司立华彩印增强传统业务的竞争力；2014 年 4 月开启以股权+现金的形式并购中国游戏出海领导者智明星通，开始发力新型业态；组建二十一世纪出版社，并购新媒体公司都完善了公司的业务发展。公司在注重内生增长的同时，注重加强业内合作，与腾讯签署合作协议共同开发 SLG 游戏市场；与全球最大游戏开发和发行商动视暴雪达成合作，获得超级 IP《使命召唤》的手游开发授权，为后期业绩提供了保障。2017 年初，智明星通顺利完成业绩对赌，并于 2018 年 6 月登陆新三板。此外，公司依然大力布局互联网出版和版权交易平台，不断丰富在线教育产品、VR/AR 知识服务产品等。公司现已覆盖图书教材、物流发行等传统出版主业及游戏、在线教育、大数据和投融资等新业态业务，是一家具有多介质、平台化、全产业链特点的大型出版传媒公司。



图29： 公司发展历程

时间	事件	说明
2010年12月	借壳上市	江西省出版集团与鑫新股份完成资产过户，以主营业务整体借壳上市，成为控股的文化传媒公司，主营业务为图书编辑出版、报刊传媒、印刷发行、物资供应等传统出版业务
2011年2月	子公司增资	为了扶持全资子公司的经营业务发展，增强其竞争力，公司根据其业务经营和资金需求情况，决定对江西出版印刷物资有限公司、江西科学技术出版社有限责任公司、江西蓝海国际贸易有限公司实施增资。
2011年4月	公司更名	江西鑫新实业股份有限公司正式更名为中文天地传媒股份有限公司。
2013年3月	投资艺术公司	蓝海国投增资嘉诚中泰及艺融民生（均为艺术类公司）分别持股20%、40%，此举有利于公司经营业务转型与发展，优化产业结构，培育新的利润增长点。
2013年	投资参股新华联合	公司旗下江西新华发行集团有限公司已与中国出版传媒、中国科技出版传媒、江苏凤凰出版传媒共同投资重组新华联合，持股35%，有利于全力打造跨地区、跨产业的中国出版物发行平台、信息交换平台、物流配送平台，构建全国性大中盘。
2013年8月	投资立华彩印	新华印刷集团参与立华彩印的增资扩股，占51%，有利于进一步加快新华印刷集团的产业快速转型升级，优化产业结构，做强做优印刷板块。
2014年4月	计划并购智明星通	计划以股权+现金的形式，约26.6亿元的价格并购智明星通股权。
2014年11月	组建二十一世纪出版社	获得国家新闻出版广电总局批准，同意组建二十一世纪出版社，专注于青少年类型，致力于打造成青少年文化创意产业核心增长极和国际知名、国内一流的青少年阅读推广和全方位文化服务传播体系和运营平台的现代出版传媒集团。
2014年1月-2015年1月	并购新媒体公司	公司成立江西新媒体出版有限公司，并购江西中文传媒手机台有限公司、北京百分在线信息技术有限公司、福州思迈网络技术有限公司等公司，开发数字出版和精准化营销。
2016年4月	与韩国中小出版协会签署合作协议	公司与韩国中小出版协会签订《战略合作协议框架》，有利于公司打开国际市场，扩大品牌影响力。
2016年4月	与腾讯签署合作协议	全资子公司智明星通于2016年4月20日与腾讯签订了《策略类移动游戏制作与运营协议》授权腾讯在协议约定的许可期限和许可区域内对智明星通自主研发的移动游戏COK的SLG游戏引擎进行再开发和制作游戏作品，以共同开发SLG游戏市场。
2016年8月	转让艺融民生股权	由于艺术品拍卖市场的持续低迷，为了确保国有资产的保值增值，更好的保护公司股东利益，公司全资子公司蓝海国投拟公开挂牌方式转让艺融民生40%股权。
2016年11月	智明星通申请挂牌	为了进一步完善智明星通法人治理结构，提高经营管理水平，增强企业的核心竞争力，有利于智明星通未来发展战略和经营目标的实现。
2017年3月	与动视暴雪合作开发手游	控股子公司智明星通近日与全球最大的游戏开发和发行商动视暴雪签订了合作协议。根据协议，智明星通将以《Call of Duty: 使命召唤》IP为背景，与动视暴雪联合开发并发行一款手机游戏。
2017年8月	《乱世王者》上线	与腾讯合作开发的《乱世王者》开启了全平台不删档开服，上线次日，便出现在App Store免费榜第五名，此款游戏将增厚公司业绩。
2017年初	智明星通完成业绩对赌	智明星通连续三年超额完成业绩对赌，与董事会签订新一轮为期四年的协议
2018年4月	智明星通挂牌新三板	股转系统同意智明星通挂牌新三板，6月登陆新三板。
2018年8月	布局互联网出版和版权交易平台	公司推出全球首款垂直于出版领域的国际化社交和版权交易平台“Publishing1st出版圈”。该平台将互联网与传统出版模式相融合，实现点对面的交流，让来自不同国家的版贸人员、编辑人员、图书营销人员、版权代理机构、图书作者等版权贸易和出版交流合作各方可以通过这一产品直接进行无障碍对接，高效推动版权交易和国际出版交流合作的达成。

资料来源：粤开证券研究院

截至19Q3，公司实际控制人为江西省人民政府，江西省出版集团公司为公司的第一大股东，持股比例为54.83%。前十大股东共持股70.73%，持股结构较为集中。

图30： 中文传媒前十大股东

股东名称	持股比例 (%)	说明	股本性质
江西省出版集团公司	54.83	国有法人，出版集团为公司的控股股东	A股流通股
香港中央结算有限公司(陆股通)	4.10		A股流通股
中国证券金融股份有限公司	3.58		A股流通股
厦门枫沐科技合伙企业(有限合伙)	2.24	厦门枫沐科技合伙企业(有限合伙)与谢贤林是一致行动人	A股流通股
中文天地出版传媒集团股份有限公司回购专用证券账户	1.31		A股流通股
中央汇金资产管理有限责任公司	1.11		A股流通股
谢贤林	0.98		A股流通股
全国社保基金一零二组合	0.97		A股流通股
唐彬森	0.93		A股流通股
周雨	0.68		A股流通股
合计	70.73		

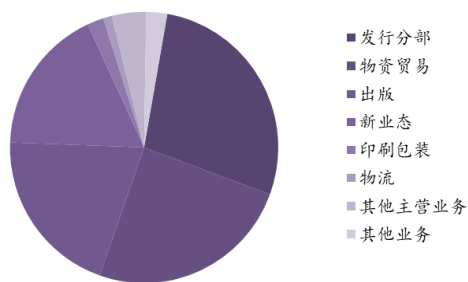
资料来源：粤开证券研究院

公司1H19营业收入59.43亿元，同比下降1%；归属母公司股东净利润8.96亿元，同比增长5%；物资贸易收入逐渐减少，收入占比反弹回30%；印刷包装收入占比逐年下降为2%；出版业务和发行分部收入较为平稳，1H19收入占比为58%；新业态（游戏）占比逐渐扩大，1H19收入占比回落为27%。出版、物资贸易和新业态（游戏）是公司业绩主要来源。



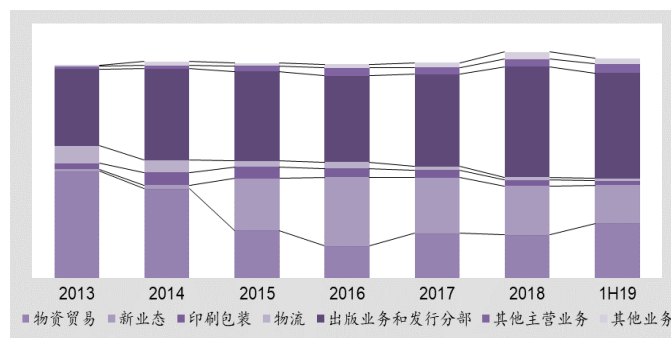


图表31: 1H19 公司营业收入构成情况



资料来源: 艾瑞咨询, 粤开证券研究院

图表32: 出版、物资贸易和新业态是公司主要业绩来源

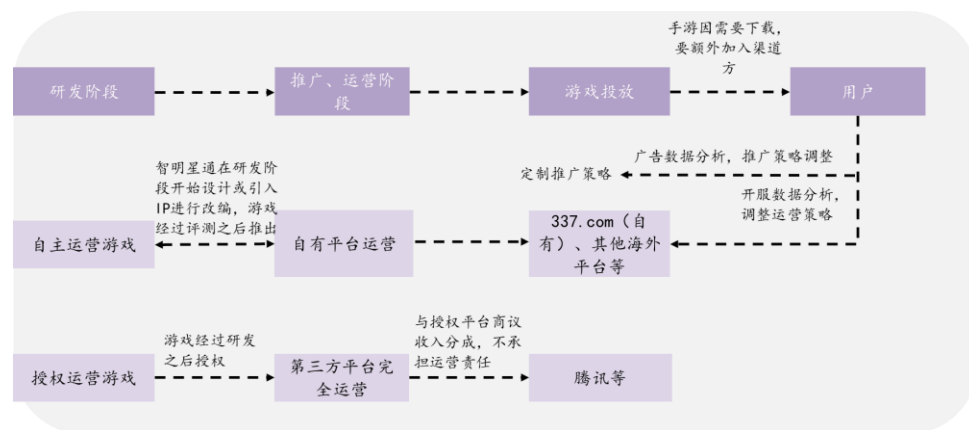


资料来源: 艾瑞咨询, 粤开证券研究院

## (二) 公司游戏业务商业模式

智明星通为中文传媒控股子公司, 是中文传媒新业态业务的主要营收来源, 专注出海移动游戏的研发和运营。目前的主要商业模式为, 智明星通团队从研发端开始覆盖游戏策划、系统设计、代码编写、美术制作等主要环节或引入成熟 IP 进行适应移动游戏的改变, 利用自有平台 (337.com) 或借助第三方发行平台 (如 App Store、Google Play 等海外平台) 进行游戏分发, 进入运营期后, 结合运营反馈的数据不断优化游戏, 持续改善玩家体验。此外, 公司还拥有授权运营业务模式, 即将特定范围的游戏运营责任授权第三方游戏运营商 (如腾讯) 运营, 参与收入分成。在授权运营过程中, 公司在该特定范围内仅提供版本支持与技术帮助, 第三方游戏运营商需负责客户服务等主要运营责任, 公司不承担主要运营责任。

图表33: 智明星通商业模式示意图



资料来源: 粤开证券研究院



图表34： 智明星通旗下自主研发游戏和代理运营游戏一览

游戏名称	游戏类型	游戏端	上线时间	运营范围	发行类型	表现
战地红警 (BA)	RPG	移动游戏、网页游戏	2012年	全球	自研自发	N. A.
悍将三国	SLG	移动游戏	2014年	境外	代理发行	N. A.
世界争霸	SLG	移动游戏	2012年	国内	自研自发	N. A.
弹弹堂	射击类	网页游戏	2011年	国外	代理发行	N. A.
开心农场	模拟经营类	移动游戏、网页游戏	2013年	全球	自研自发	N. A.
列王的纷争 (COK)	SLG	移动游戏、网页游戏	2014年7月	全球	自研自发	截至4Q18, 月流水1.6亿元
帝国战争 (AOWE)	SLG	移动游戏	2011年12月	全球	自研自发	截至3Q17, 游戏取得超过7亿元收入, 月流水稳定在1000万元左右
女王的纷争 (COQ)	SLG	移动游戏	2016年2月	全球	自研自发	截至3Q17, 月流水保持在1000-1300万元之间
王权争霸 (AOK)	SLG	移动游戏	2016年	全球	自研自发	N. A.
魔法英雄 (MR)	SLG	移动游戏	2015年4月	全球	代理发行	截至3Q17, 月流水在2000万元左右
列王的纷争：西部大陆	SLG	移动游戏	2017年3月	全球	自研自发	N. A.
全面战争：王者归来	SLG	移动游戏	2017年	全球	自研自发	N. A.
奇迹暖暖	RPG	移动游戏	2017年4月	除亚洲外	代理发行	进入欧美28国家的iOS畅销榜前一百, 月流水达五千万级别
乱世王者	SLG	移动游戏	2017年8月	全球	对外授权	截止到 2018 年 11 月分成月流水约2000万元
恋与制作人Mr Love: Queen's Choice	RPG	移动游戏	2019年5月	中国大陆、港澳台、日韩以外的其他所有国家和地区	代理发行	带来较为满意的营收和利润

资料来源：粤开证券研究院

### (三) 公司核心竞争力：移动游戏出海领导者

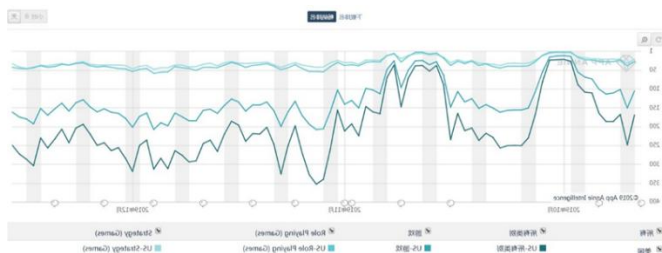
#### 1、海外发行、代理经验丰富

智明星通采取自主研发+代理精品的模式，进行海外业务的拓展，主营业务遍布全球主要的国家地区。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，并于海外代理运营了《魔法英雄》、《弹弹堂》、《恋与制作人》等精品移动游戏，两类产品流水收入可观。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，长期位列 APP Annie 中国游戏出海发行商前十，为中国移动游戏出海领导者。

其中，《列王的纷争 (COK)》一直以来为智明星通的头部产品，流水表现稳定。《列王的纷争》为公司自研自发产品，于 2014 年 7 月全球上线。自上线以来，游戏表现持续优异。2015 年 3 月进入美国 Google Play 收入榜 Top 10，iOS 收入榜最高曾达到第 19 名；2016 年，其在中国、印度和越南的 APP Store 排行榜分列第三位、第四位、第四位，深受游戏爱好者喜爱。在日本、英国、美国和巴西畅销榜排名则位于 25 位上下；2017 年，收入约占智明星通的 76%，为主要业绩贡献者；2018 年，月流水保持在 1.6 亿元；截至 2019 年，该游戏曾在 117 个国家/地区的 iOS 游戏畅销榜单排名第一，近九十天内在美国 iOS 市场始终位列 SLG 游戏畅销 Top50。2019 年上半年，《列王的纷争》在所有中国出海移动游戏中，位列海外用户收入第十一名。《列王的纷争》游戏成功的关键在于：(1) 游戏生态交给玩家，游戏无主线任务，有推荐的支线任务，做支线任务与否，不影响玩家战力的提升；(2) 友善的社区生态，鼓励互帮互助，放大成就感；(3) 野性的大世界生态：丛林法则，直击人性，可以互相攻击获得相应的奖励；(4) 数字具象化的体验，付费后的优势将直接带给玩家。



图35: 在美国 iOS 市场始终位列 SLG 游戏畅销 Top50



资料来源: APPAnnie, 粤开证券研究院

(数据日期为 2019 年 9 月 21 日 - 2019 年 12 月 19 日)

图36: 1H19 排在中国出海游戏海外收入第十一位

2019年上半年热门中国游戏(按海外游戏用户支出排名)			
排名	APP	公司	类别
1	《绝地求生》	腾讯	动作
2	《王国纪元》	IGG	策略
3	《荒野行动》	网易	冒险
4	《Guns of Glory》	FunPlus	策略
5	《黑道风云》	友塔游戏	策略
6	《万国觉醒》	莉莉丝游戏	策略
7	《阿瓦隆之王: 龙之战役》	FunPlus	策略
8	《last shelter: survival》	龙创悦动	策略
9	《be the king》	创酷互动	角色扮演
10	《idle heroes》	DH Games	角色扮演
11	《列王的纷争》	智明星通	策略
12	《mobile legends: bang bang》	Moonton	动作
13	《苏丹的游戏》	梦加网络	角色扮演
14	《shin sangokushi》	Black Beard Game	策略
15	《langrisser》	Gamebeans	角色扮演

资料来源: APPAnnie, 粤开证券研究院

《列王的纷争》等头部出海移动游戏已经进入成熟期。根据公司提供的数据, 在 2016、2017 年的高峰期后, 《列王的纷争》付费用户数量、平均月流水和 ARPU 值慢慢回落, 2019 年前三季度月均流水为 1.19 亿元, 其中 3Q 单季为 1.12 亿元, 环比 Q2 下滑 9%, 数值已近于稳定。因此目前公司相应减少在此类成熟产品上的推广投入, 部分推广资源将转移投入到 2019 年上半年上线的自研和代理新游戏中, 净利润依然保持稳定。

图37: 《列王的纷争》已进入成熟期, 各项指标回落

时间	月末总注册用户 (万, 左轴)	付费用户数 (万)	平均月流水 (万, 人民币, 左轴)	ARPU (十, 人民 币, 右轴)
1Q15	2,278	17	5,815	50
2Q15	4,627	33	14,653	50
3Q15	7,612	65	25,892	50
4Q15	11,267	62	37,533	60
1Q16	14,068	48	37,735	80
2Q16	16,026	44	37,391	90
3Q16	17,550	46	36,616	80
4Q16	18,508	45	35,112	80
1Q17	19,820	37	27,294	70
2Q17	20,901	36	26,764	80
3Q17	21,639	34	25,584	80
4Q17	22,132	32	24,614	80
1Q18	22,305	27	18,919	70
2Q18	22,464	25	17,672	70
3Q18	22,621	24	16,791	70
4Q18	22,752	23	16,011	70

资料来源: 粤开证券研究院



## 2、储备强劲 IP

公司储备两款强劲 IP 游戏：《Clash of Kings 2: Rise of Dragons》和《使命召唤：全球行动》，均已进入开发测试阶段，未来流水收入可期。

图表38： 公司储备两款优秀游戏

游戏名称	游戏类型	预计上线时间	研发类型	游戏端类型	原IP类型	IP来源
Clash of Kings 2: Rise of Dragons	SLG	待定，已上线测试	自研自发	移动游戏	无	无
使命召唤：全球行动	SLG	待定，已开启二轮测试	自研自发	移动游戏	端游	动视暴雪

资料来源：粤开证券研究院

《Clash of Kings 2: Rise of Dragons》为公司明星游戏《列王的纷争(COK)》续作，在前作的基础上融合了 SLG、二次元、养成等多种元素，拥有 Q 版画风和女性向游戏元素，比之前作将更加吸引女性玩家的目光。在前作广泛的玩家基础和优秀的游戏口碑下，预计上线后将延续《列王的纷争》系列的优异表现。鉴于游戏目前已上线测试，我们预估游戏将于 2020 年上半年正式发行，参考前作保守预估月流水为两亿元人民币左右。

公司牵手动视暴雪，获得《使命召唤》研发权。动视暴雪将《使命召唤(Call of Duty)》的版权交给智明星通，动视暴雪是全球头部、美国第一大游戏开发和发行商，世界第一个第三方游戏发行商。《使命召唤系列》是其拥有的数十年家喻户晓的知名品牌，自 2009 年来，九次夺得北美游戏销售榜冠军。双方将基于此款 IP 联合开发运营一款手机游戏，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，游戏流水共同分成，合作时间是从新游全球上线后 3 年的时间（可自动延续 1 年）。此次合作，有利于双方优势互补，也确保未来两年公司拥有全球性 IP 二次开发的权利，并获得收益。鉴于本作已开启二轮测试，我们预估游戏将于 2020 年上半年正式发行。参考 2019 年 10 月腾讯和动视暴雪合作的《Call of Duty: Mobile》上线后 11 月下载量为 2100 万次，蝉联出海手游下载量榜首且位列同期全球手游下载量第 4 名，本作流水可期。

图表39： 《使命召唤》系列为海外知名 IP

年份	北美年度游戏销售收入冠军
2009	《使命召唤：现代战争2》
2010	《使命召唤：黑色行动》
2011	《使命召唤：现代战争3》
2012	《使命召唤：黑色行动2》
2013	《侠盗猎车手》
2014	《使命召唤：高级战争》
2015	《使命召唤：黑色行动3》
2016	《使命召唤：无限战争》
2017	《使命召唤：二战》
2018	《荒野大镖客：救赎2》
2019	《使命召唤：现代战争4》

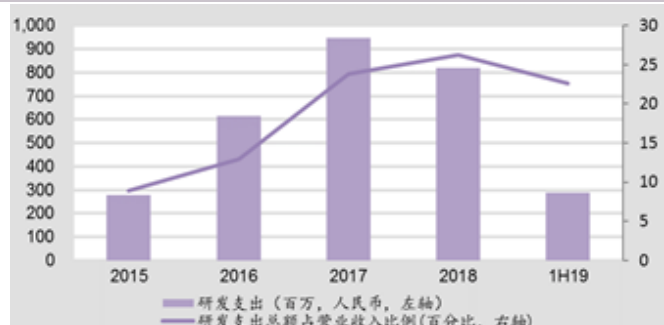
资料来源：粤开证券研究院

## 3、稳定运营的保证：研发投入和业绩激励

智明星通研发人员从初始的 200 人增加到 1H19 的 398 人，研发人员众多，1H19 技术人员占全部员工的 75%；在研发费用的投入上也较为稳定，1H19 研发支出占营业收入的 23%。研发的稳定投入保证了公司游戏技术和产品的稳定运营和领先发行。与同业对比，2018 年全年智明星通的研发投入占营收比例也是最大的，高达 26%，比第二名完美世界高出八个个百分点左右，其研发投入处于业内前列。

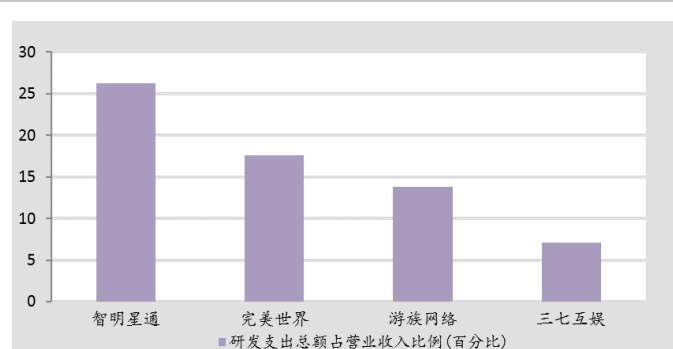


图表40: 智明星通研发投入较为稳定



资料来源: APP Annie, 粤开证券研究院

图表41: 智明星通研发投入处于业内前列



资料来源: APP Annie, 粤开证券研究院

除稳定的研发投入保证公司收入外, 业绩激励和有竞争力的的员工薪酬也稳定了智明星通核心管理团队。2017 年智明星通完成业绩对赌, 母公司中文传媒通过了《智明星通 2017-2020 年经营目标及薪酬考核方案》, 以 40% 的丰厚超额业绩奖励稳定了公司的核心团队, 并充分调动团队积极性, 确保经营业绩在接下来的一年内依然持续稳定增长。智明星通员工薪酬在同行业内具有强竞争力, 其人均年薪达到 155 万元, 是其余公司的近 4 倍到 5 倍; 因此, 智明星通的人均创收和人均创利分别为 501 万元和 124 万元, 遥遥领先其他公司。

图表42: 智明星通业绩激励方案确保经营业绩持续增长

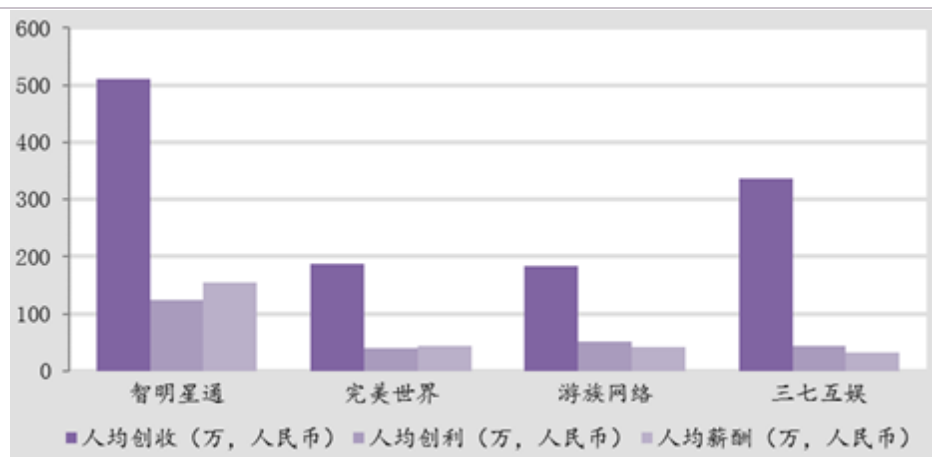
主要内容	说明
业绩考核基数	按智明星通2014-2016三年实际经营业绩(扣非后归母净利润)的平均数确定2017年业绩考核基数(3.61亿元), 在2017年业绩考核基数的基础上按照年均复合增长率不低于13%确定2018-2020年业绩考核基数。
基薪和绩效工资	为了智明星通长期稳健发展, 保持智明星通《年度薪酬管理及绩效考核制度》基本稳定, 视智明星通年度经营目标完成情况, 可按利润总额(计提绩效工资之前)的15-40%(含40%)计提绩效工资【其中10%调整为董事会特别奖励, 若智明星通2017-2020年计提董事会特别奖励后其当年扣非后归母净利润仍超过6亿元, 方可计提并用于奖励有突出贡献员工以及核心骨干员工等合理用途, 具体视智明星通经营目标完成情况以及成员稳定情况在后续年度经董事会审议后予以合理发放。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董事会审议后予以合理发放】。
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。

资料来源: 粤开证券研究院





图表43： 智明星通员工薪酬领先同行业

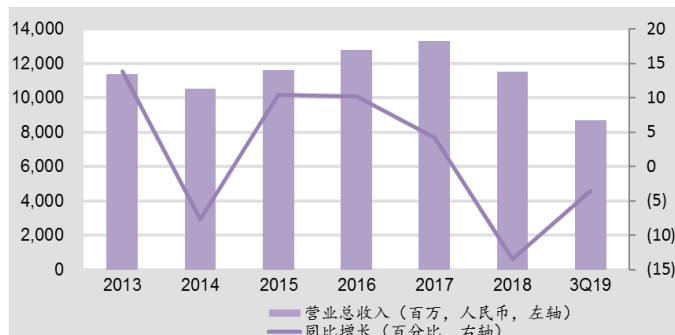


资料来源：粤开证券研究院

#### (四) 公司财务状况：游戏业务费用降低，净利润保持增长

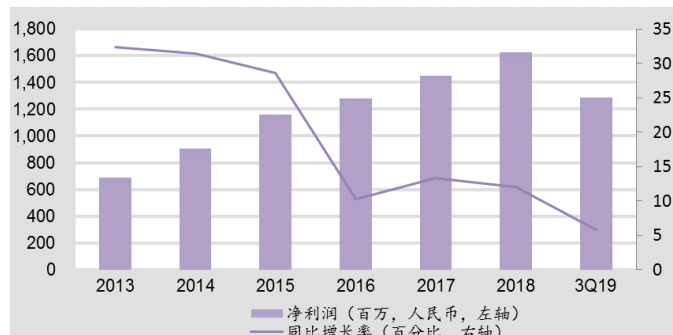
自 2010 年借壳上市以来，中文传媒逐步开启传统出版主业+新兴业态的并行发展，公司的营收和净利润取得快速增长。2013-2018 年营业收入年复合增长率为 15%，主要系公司并购以毛利率较高的游戏为主业的智明星通，优化公司资产结构，提升盈利能力。3Q19 营业收入同比下降 4%，净利润同比增长 6%，主要系公司短期内游戏产品成熟后销售推广费用大幅下降，使得游戏产品利润释放更加明显。

图表44： 中文传媒 3Q19 营业收入同比下降 3.59%



资料来源：公司公告，粤开证券研究院

图表45： 中文传媒 3Q19 净利润同比增长 5.77%

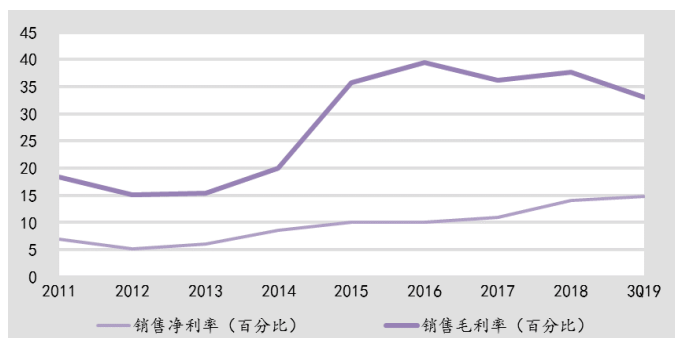


资料来源：公司公告，粤开证券研究院

公司毛利率从 2014 年之前不足 20%增长到 3Q19 的 33%，净利率从 2014 年前的 9%增长到 3Q19 的 15%，增长接近 1.6 倍，主要系毛利率及净利率较高的新业态（游戏为主）体量的快速增长。自并表智明星通后，公司的三项费用率也大幅度提高，从 2014 年的 10%提升至 2017 年的 27%。原因是子公司智明星通在 2014、2015 两年期间费用率均在 50%以上，主要是游戏出海销售费用偏高。但自 2017 年来，由于多款海外游戏产品均已成熟，智明星通期间费用率降低，公司三项费用率也从 2017 年的峰值回落到 13 个百分点，3Q19 只有 14%。其中，财务费用较为平稳，下降幅度最大的是销售费用率和管理费用率。

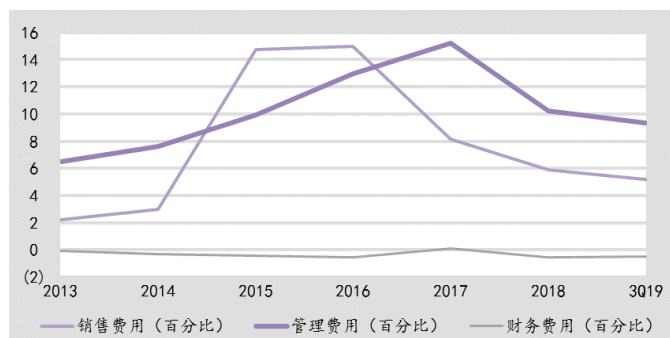


图表46： 并表后公司净利率和毛利率大幅上升



资料来源：公司公告，粤开证券研究院

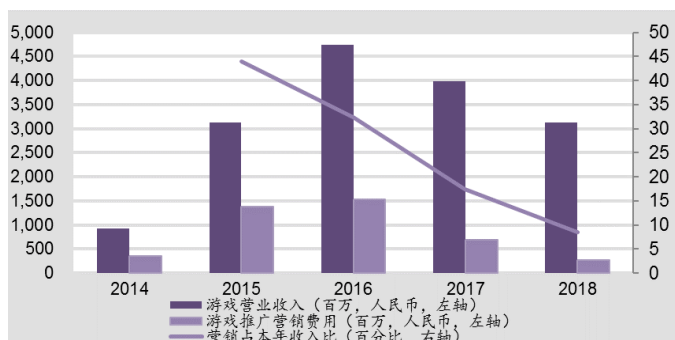
图表47： 公司三项费用率逐渐下降



资料来源：公司公告，粤开证券研究院

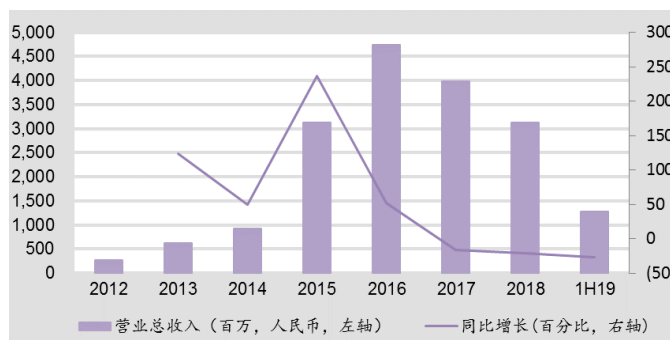
公司互联网游戏收入全部来自于智明星通营业收入，由于头部游戏进入成熟期，智明星通营业收入在三年的高速发展后，于 2017、2018、1H19 连续同比下降。游戏业务推广营销费用和互联网游戏收入呈现相同趋势，在 2015 年占智明星通营业收入 44%，随后持续下降，在 2018 年仅占 9%。1H19 智明星通营收的近 90%来自于海外，为 11.42 亿元，大幅领先同行业上市公司，可见其游戏出海领导者地位依旧。

图表48： 中文传媒游戏推广营销费用降低



资料来源：公司公告，粤开证券研究院

图表49： 智明星通营收降低



资料来源：公司公告，粤开证券研究院

图表50： 智明星通海外营收同业领先

公司	1H19海外营收 (百万, 人民币)	营收占比 (百分比)
智明星通	1,142.31	89.34
游族网络	1,009.49	58.36
昆仑万维	771.82	43.76
完美世界	502.21	13.74
三七互娱	497.44	8.19

资料来源：公司公告，粤开证券研究院

### 三、财务假设及盈利预估

中文传媒业务线主要分为传统业务（出版和发行业务、物资贸易业务）和新业态，我们按照业务进行拆分及预测：

- (1) 传统业务是公司的核心业务之一，鉴于公司旗下出版社表现优异，我们预计该业务收入增速将呈现稳定上升趋势，未来三年增速分别为-0.6%，1.9%，2.0%



(2) 新业态（游戏）业务是公司核心业务之一，是公司业绩主要增长点，《列王的纷争》五周年庆典数据回暖，公司还有储备全球优秀 IP《使命召唤》系列，因此我们预计未来三年该业务的增速分别为 20%，30%，15%。

我们给予中文传媒「买入」的投资评级：基于中文传媒（1）传统出版业务表现稳定；（2）手游出海领导者，储备强劲 IP。我们预估公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 114 亿元、136 亿元和 146 亿元，同比增速分别为-1%、18%和 8%；归母净利润分别为 16.37 亿元、18.58 亿元和 20.73 亿元，同比增速分别为 7%、14%和 12%。目前股价对应 2020 年 PE12.1 倍。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	14,413.59	13,640.09	18,047.87	18,502.08	经营活动现金流	2,573.67	1,008.50	3,101.49	1,376.20
现金	5687.92	4937.06	7804.29	8951.05	净利润	1540.06	1644.24	1866.91	2082.90
应收和预付账款	3043.49	3649.86	4225.32	4298.06	折旧摊销	213.37	466.40	466.40	441.46
存货	1312.10	683.10	1648.18	882.89	资产减值损失	168.69	0.00	0.00	0.00
其他	4370.08	4370.08	4370.08	4370.08	利息费用	51.37	-50.83	-114.54	-159.70
非流动资产	7,434.20	6,967.80	6,501.41	6,059.95	存货减少	-259.06	629.01	-965.08	765.29
长期投资	944.22	944.22	944.22	944.22	其它	-16.98	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,374.94	1,288.68	1,057.22	825.75	投资活动现金流	-2458.55	0.00	0.00	0.00
无形资产	925.23	800.34	675.45	550.56	资本支出				
其他	452.88	452.88	452.88	452.88	长期投资				
资产总计	21,847.79	20,607.89	24,549.27	24,562.03	其他				
流动负债	7,496.63	4,919.69	7,342.95	5,661.95	筹资活动现金流	1,191.20	-1,759.36	-234.25	-229.45
短期借款	1,503.00	0.00	0.00	0.00	短期借款		-1,503.00	-0.00	-0.00
应付账款	1,877.63	2,070.84	2,542.72	2,466.23	长期借款		0.00	0.00	0.00
其他	1,026.52	1,026.52	1,026.52	1,026.52	其他				
非流动负债	856.35	856.35	856.35	856.35	现金净增加额	1,342.26	-750.86	2,867.24	1,146.75
长期借款	500.00	500.00	500.00	500.00					
其他	354.41	354.41	354.41	354.41	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	8,352.98	5,776.03	8,199.29	6,518.30	成长能力				
少数股东权益	205.33	212.96	221.62	231.28	营业收入	-13.48%	-0.60%	18.46%	7.90%
归属母公司股东权益	13,289.48	14,618.90	16,128.36	17,812.45	归属母公司净利润	9.80%	6.76%	13.54%	11.57%
负债和股东权益	21,847.79	20,607.89	24,549.27	24,562.03					
					获利能力				
利润表	2018	2019E	2020E	2021E	毛利率	37.66%	35.66%	36.54%	36.14%
营业收入	11512.67	11443.60	13556.09	14627.02	净利率	13.38%	14.37%	13.77%	14.24%
营业成本	7176.51	7362.80	8603.00	9340.30	ROE	11.53%	11.20%	11.52%	11.64%
营业税金及附加	48.09	47.80	56.63	61.10	ROIC	19.33%	17.12%	17.87%	22.73%
营业费用	678.29	721.00	1135.20	1112.00	偿债能力				
管理费用	1177.57	1170.51	1386.58	1496.12	资产负债率	38.23%	28.03%	33.40%	26.54%
财务费用	-60.53	-50.83	-114.54	-159.70	流动比率	1.92	2.77	2.46	3.27
资产减值损失	168.69	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.17	1.75	1.64	2.35
公允价值变动收益	168.69	0.00	0.00	0.00	营运能力				
投资净收益	230.79	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.53	0.56	0.55	0.60
营业利润	1668.09	2192.32	2489.22	2777.19	固定资产周转率	8.37	8.88	12.82	17.71
利润总额	1623.95	2192.32	2489.22	2777.19	应收账款周转率	9.69	6.54	7.83	7.23
所得税	83.89	548.08	622.30	694.30	存货周转率	5.47	10.78	5.22	10.58
净利润	1540.06	1644.24	1866.91	2082.90					
少数股东损益	7.14	7.63	8.66	9.66					
归属母公司净利润	1532.92	1636.61	1858.26	2073.23					
EBITDA	1808.89	2607.89	2841.08	3058.95					
EPS（元）	1.131	1.208	1.371	1.530					

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



## 分析师简介

陈净娴，2016 年加入粤开证券，现任传媒互联网组长。证书编号：S0300516090001。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@y kzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@y kzq.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。





## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)