

投资评级 优于大市 维持

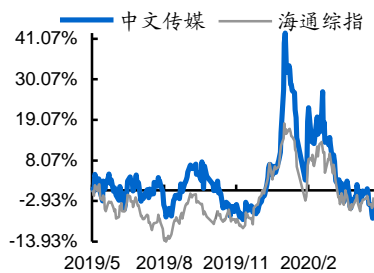
传统出版发行稳健增长, 新业态有望迎来新产品拐点

股票数据

04月30日收盘价(元)	12.01
52周股价波动(元)	11.42-18.81
总股本/流通A股(百万股)	1355/1355
总市值/流通市值(百万元)	16274/16274

相关研究

《传统出版业务稳健增长, 关注智明星通业务后续改善》2019.08.31

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.1	-15.5	-16.4
相对涨幅(%)	-9.6	-14.8	-14.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 毛云聪

Tel: (010)58067907

Email: myc11153@htsec.com

证书: S0850518080001

分析师: 郝艳辉

Tel: (010)58067906

Email: hyh11052@htsec.com

证书: S0850516070004

分析师: 孙小雯

Tel: (021)23154120

Email: sxw10268@htsec.com

证书: S0850517080001

分析师: 陈星光

Tel: (021)23219104

Email: cxg11774@htsec.com

证书: S0850519070002

投资要点:

- 事件:** 公司2019年实现营收112.58亿元(YOY-2.21%), 实现归母净利17.25亿元(YOY+6.57%); 19年公司净利率为15.38%, 同比增长1.25个百分点, 盈利能力进一步加强; 实现经营活动产生的净现金流量为23.27亿元, 经营质量持续优化; 公司2020Q1实现营收25.25亿元(YOY-12.30%), 实现归母净利3.57亿元(YOY-28.08%)。
- 出版发行板块稳中有进, 收入和利润持续增长。** 出版和发行作为公司经营主业, 一般图书和教材教辅的毛利率较上年同比均有所上升。19年公司出版业务收入30.34亿元(YOY+5.81%), 毛利率19.90%(YOY+0.24pct); 发行业务收入45.20亿元(YOY+9.12%), 毛利率38.40%(YOY+0.81pct)。截至19年10月底公司在全国同行业图书零售整体排名同比上升一位, 位居全国第五。出版结构也进一步优化, 19年共出版图书、电子音像产品15344种, 重印率达64.49%; 数字版权签约品种达1967种, 签约率50.27%。全年实现版权输出338种。
- 新业态方面智明星通老产品流水有所下滑, 后续新产品值得期待。** 智明星通19年实现营收20.98亿元, 合并层面净利润6.03亿元。相关费用支出控制较好, 整体盈利能力保持较大优势。公司旗下核心产品《列王的纷争》获“2019年度中国十大最受海外欢迎游戏”, 19年该游戏月均流水达1.1亿元(VS18年月均1.6亿元), 我们认为核心产品流水下降且暂无重点新游戏上线导致19年及20Q1公司收入出现下滑。新产品方面, 储备的末日题材SLG类新品《Game of Survival》将于2020年择期正式上线, 新业态有望迎来业绩拐点。
- 转型升级不断推进, 电商销售再上台阶。** 公司19年电商销售码洋占有率排名居全国第五, 同比上升二位, 码洋超16.37亿元, 码洋占有率为2.71%; 实体店销售码洋占有率居全国第七, 同比上升三位; 监控码洋超过2.92亿元, 码洋占有率为2.59%, 同比上升0.35%。此外公司积极进行有声读物内容建设和IP运营, 已上线546种拥有自主知识产权的高品质有声书。
- 盈利预测:** 1) 我们预计公司20~22年EPS分别为1.32元、1.58元和1.76元。参考同行业可比公司20年PE, 给予公司20年13~16倍PE, 对应价值区间17.16~21.12元; 2) 我们预计公司20~22年SPS分别为8.83元、9.71元和10.6元, 参考同行业可比公司20年PS, 给予公司20年1.9~2.4倍PS, 对应价值区间16.78~21.19元。综合考虑, 我们给予公司20年合理价值区间16.78~21.19元, 维持优于大市评级。
- 风险提示:** 手游新品表现不及预期, 老产品流水快速下滑, 海外市场风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11513	11258	11961	13151	14367
(+/-)YoY(%)	-13.5%	-2.2%	6.2%	10.0%	9.2%
净利润(百万元)	1619	1725	1792	2142	2386
(+/-)YoY(%)	11.5%	6.6%	3.8%	19.6%	11.4%
全面摊薄EPS(元)	1.19	1.27	1.32	1.58	1.76
毛利率(%)	37.7%	35.0%	36.3%	37.1%	37.6%
净资产收益率(%)	12.2%	12.3%	11.6%	12.6%	12.7%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司盈利预测及估值表

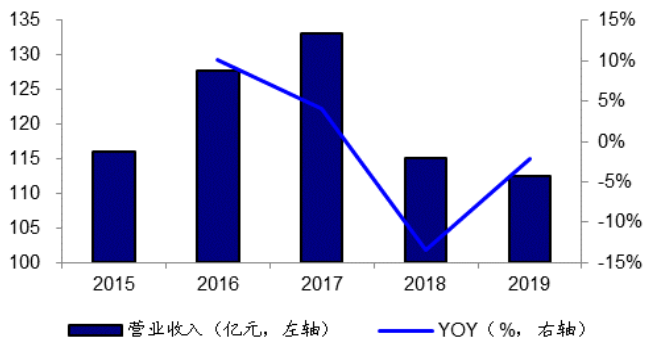
简称	代码	最新收盘价 (元)	每股收益(元)			市盈率(倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
出版发行内容								
中南传媒	601098.SH	10.93	0.74	0.83	0.91	15	13	12
凤凰传媒	601928.SH	6.53	0.62	0.67	—	11	10	—
新华文轩	601811.SH	11.28	1.00	1.19	1.41	11	9	8
			平均值			12	11	7
游戏内容								
三七互娱	002555.SZ	36.16	1.30	1.54	1.79	28	24	20
完美世界	002624.SZ	47.29	1.83	2.16	2.51	26	22	19
游族网络	002174.SZ	18.60	1.44	1.72	1.53	13	11	12
			平均值			22	19	17

注: 对应为 2020 年 4 月 30 日收盘价, 由于出版原可比公司皖新传媒、城市传媒已无最新盈利预测, 将其更改为凤凰传媒、新华文轩(下同)
 资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

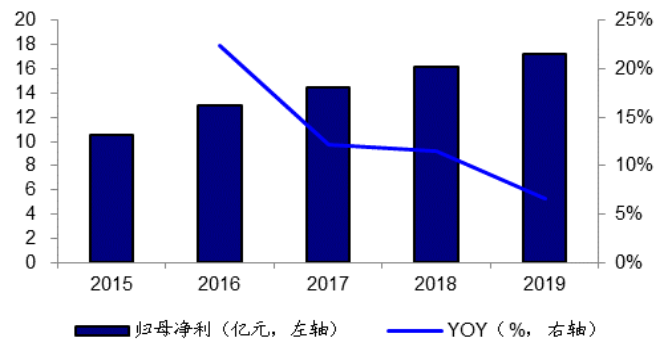
表 2 可比公司 SPS 及估值表

简称	代码	股价(元/股)	每股销售额(元)			市销率(倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
出版发行内容								
中南传媒	601098.SH	10.93	5.99	6.52	7.22	1.83	1.68	1.51
凤凰传媒	601928.SH	6.53	5.16	5.42	—	1.27	1.21	—
新华文轩	601811.SH	11.28	7.75	8.56	9.56	1.46	1.32	1.18
			平均值			1.52	1.40	1.35
游戏内容								
三七互娱	002555.SZ	36.16	7.87	9.36	10.94	4.59	3.86	3.31
完美世界	002624.SZ	47.29	7.88	9.10	10.53	6.00	5.20	4.49
游族网络	002174.SZ	18.60	5.69	6.74	6.39	3.27	2.76	2.91
			平均值			4.62	3.94	3.57

注: 对应为 2020 年 4 月 30 日收盘价
 资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

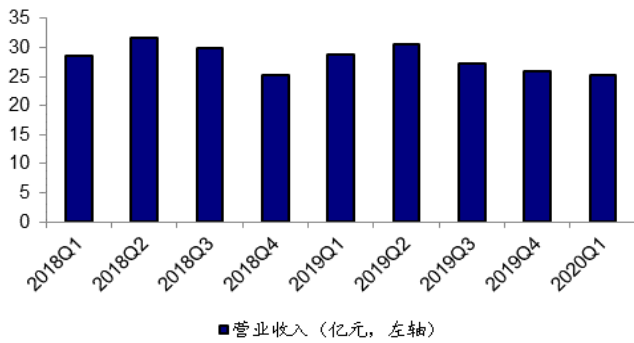
图 1 2015~2019 年公司营业收入与增长率


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 2 2015~2019 年公司归母净利润与增长率


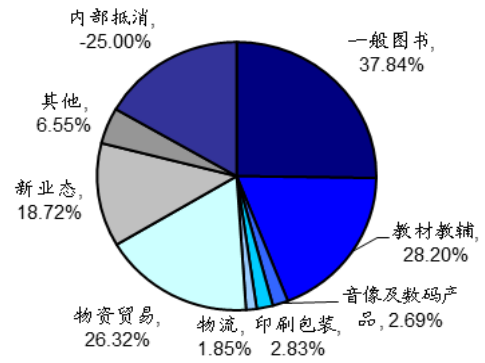
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 2018~2020Q1 分季度营业收入情况 (亿元)



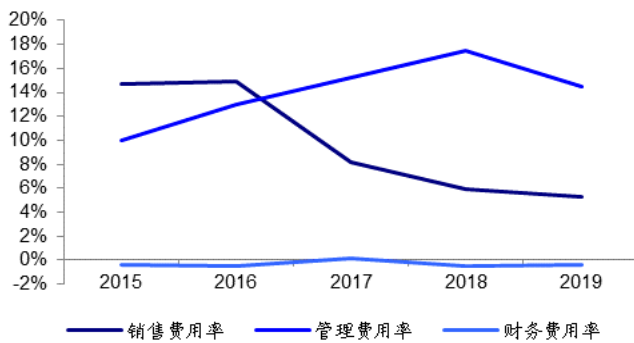
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 公司 2019 年主要收入构成



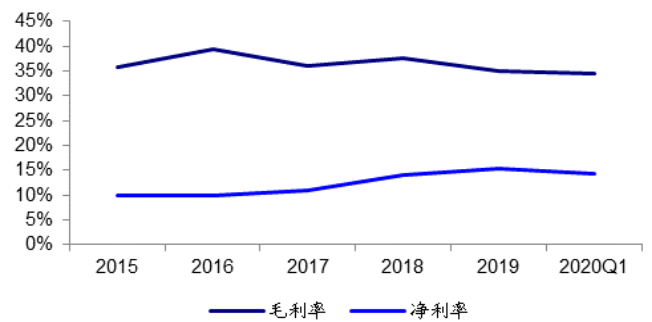
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 2015~2019 公司三大费用率变化情况 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 管理费用率中包含研发费用计算

图6 2015~2020Q1 公司毛利率与净利率变化情况 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	11258	11961	13151	14367
每股收益	1.27	1.32	1.58	1.76	营业成本	7321	7618	8274	8959
每股净资产	10.35	11.38	12.59	13.91	毛利率%	35.0%	36.3%	37.1%	37.6%
每股经营现金流	1.72	2.32	2.01	1.57	营业税金及附加	46	49	54	59
每股股利	0.00	0.30	0.37	0.44	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	596	813	828	929
P/E	9.43	9.08	7.60	6.82	营业费用率%	5.3%	6.8%	6.3%	6.5%
P/B	1.16	1.06	0.95	0.86	管理费用	1242	1287	1427	1555
P/S	1.45	1.36	1.24	1.13	管理费用率%	11.0%	10.8%	10.9%	10.8%
EV/EBITDA	5.99	3.46	1.82	0.99	EBIT	1663	1628	2002	2227
股息率%	0.0%	2.5%	3.1%	3.7%	财务费用	-42	-45	-80	-111
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.4%	-0.4%	-0.6%	-0.8%
毛利率	35.0%	36.3%	37.1%	37.6%	资产减值损失	62	2	0	0
净利润率	15.3%	15.0%	16.3%	16.6%	投资收益	321	200	150	150
净资产收益率	12.3%	11.6%	12.6%	12.7%	营业利润	1909	1872	2231	2487
资产回报率	7.6%	7.3%	8.0%	8.4%	营业外收支	-122	0	0	0
投资回报率	31.2%	42.3%	63.8%	67.2%	利润总额	1787	1872	2231	2487
盈利增长 (%)					EBITDA	1905	1842	2218	2442
营业收入增长率	-2.2%	6.2%	10.0%	9.2%	所得税	56	73	82	93
EBIT 增长率	4.0%	-2.1%	23.0%	11.2%	有效所得税率%	3.1%	3.9%	3.7%	3.7%
净利润增长率	6.6%	3.8%	19.6%	11.4%	少数股东损益	6	7	8	9
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1725	1792	2142	2386
资产负债率	37.6%	35.9%	35.6%	32.9%					
流动比率	2.3	2.2	2.3	2.5	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.9	1.8	1.9	2.2	货币资金	9003	10574	12698	14127
现金比率	1.4	1.4	1.5	1.7	应收账款及应收票据	1181	1282	1451	1558
经营效率指标					存货	1167	1142	1315	1412
应收账款周转天数	38.4	39.1	40.3	39.6	其它流动资产	3814	3950	4136	4274
存货周转天数	61.8	54.7	58.0	57.5	流动资产合计	15166	16948	19599	21370
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	长期股权投资	1163	1161	1163	1163
固定资产周转率	8.2	9.2	11.3	14.0	固定资产	1374	1236	1096	956
					在建工程	161	189	212	237
					无形资产	898	825	741	662
					非流动资产合计	7648	7463	7265	7070
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	22814	24411	26863	28441
净利润	1725	1792	2142	2386	短期借款	970	670	470	270
少数股东损益	6	7	8	9	应付票据及应付账款	1732	1758	2001	2140
非现金支出	438	216	216	215	预收账款	2220	2321	2614	2829
非经营收益	-177	-151	-116	-128	其它流动负债	1705	3077	3543	3171
营运资金变动	334	1287	476	-360	流动负债合计	6627	7826	8628	8411
经营活动现金流	2327	3150	2726	2122	长期借款	0	0	0	0
资产	-329	-30	-16	-21	其它长期负债	1949	949	949	949
投资	1259	0	-2	0	非流动负债合计	1949	949	949	949
其他	199	200	150	150	负债总计	8576	8775	9577	9360
投资活动现金流	1129	170	132	129	实收资本	1355	1355	1355	1355
债权募资	-1060	-1300	-200	-200	普通股股东权益	14032	15423	17065	18851
股权募资	15	0	0	0	少数股东权益	207	213	221	230
其他	-1131	-449	-534	-622	负债和所有者权益合计	22814	24411	26863	28441
融资活动现金流	-2176	-1749	-734	-822					
现金净流量	1280	1571	2124	1429					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 30 日

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

毛云聪 互联网及传媒
郝艳辉 互联网及传媒
孙小雯 互联网及传媒
陈星光 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 当代明诚,光线传媒,平治信息,芒果超媒,顺网科技,中南传媒,城市传媒,完美世界,华策影视,星辉娱乐,中信出版,浙数文化,游族网络,立思辰,吉比特,掌趣科技,中国电影,新媒股份,金科文化,中文传媒,昆仑万维,北京文化,新经典,三七互娱,慈文传媒,宝通科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。