

2020年03月01日

图书出版发行业务稳健增长，游戏业务有望迎来新生机

中文传媒(600373)

►出版和游戏双轮驱动，公司业务稳健增长

公司主营业务包括图书出版发行和游戏业务。出版和发行业务长期保持稳中略有增长态势，一般图书业务颇具看点；游戏业务收入主要依赖智明星通，智明星通老游戏持续贡献稳定流水，使得游戏业务利润长期保持稳定。

►游戏业务有望焕发新生机，带动公司估值修复

公司游戏业务集中于子公司智明星通，智明星通是一家集研发、运营于一体的国际化精品移动网络游戏公司，自研和发行多款精品游戏，是中国游戏出海领域排头兵。

公司新研发的SLG游戏《Gameofsurvival》正在内测阶段，目前内测数据表现良好，未来流水值得期待。该游戏有望成为新爆款，带动游戏业务焕发新生机。

►安全边际高且业绩有弹性，强烈推荐买入

公司出版发行和游戏业务长期稳定增长，尤其游戏业务有望焕发新生机，当前公司估值低安全边际高，未来业务有看点，强烈推荐买入。预计公司2019—2021年分别实现营收115.8亿元、120.7亿元、127.8亿元，同比增长0.58%、4.26%、5.84%；实现归母净利润17.98亿元、20.22亿元、22.52亿元，同比增长11.08%、12.45%、11.35%；对应PE分别为10.71x、9.53x、8.56x，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

新游戏流水不达预期风险、股权激励计划推进不达预期风险。

盈利预测与估值

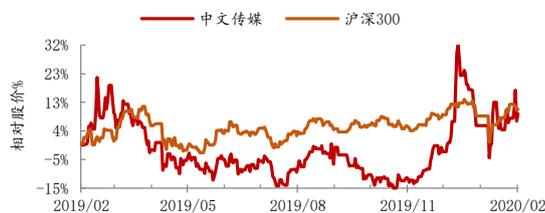
财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13306.05	11512.67	11579.64	12073.48	12778.06
YoY (%)	4.15%	-13.48%	0.58%	4.26%	5.84%
归母净利润(百万元)	1451.74	1619.11	1798.44	2022.35	2251.87
YoY (%)	12.13%	11.53%	11.08%	12.45%	11.35%
毛利率 (%)	36.15%	37.66%	37.27%	38.08%	39.15%
每股收益(元)	1.07	1.19	1.33	1.49	1.66
ROE	11.91%	12.18%	11.90%	11.80%	11.62%
市盈率	13.27	11.90	10.71	9.53	8.56

资料来源：公司年报、华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：首次覆盖
最新收盘价：14.9

股票代码：600373
52周最高价/最低价：17.95/11.59
总市值(亿)：201.90
自由流通市值(亿)：201.90
自由流通股数(百万)：1,355.06



分析师：徐林锋
邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080002

分析师：李婉云
邮箱：liwy1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520010002

联系人：赵琳
邮箱：zhaolin@hx168.com.cn

相关研究

正文目录

1. 公司概况：出版业务稳健发展，游戏业务进入成熟期.....	4
1.1. 公司简介：出版和游戏双轮驱动	4
1.2. 主营业务：传统业务表现优异，新业态优势明显	5
1.3. 财务情况：净利润稳中有升，期间费用率不断改善.....	6
1.4. 子公司拟联合东旭投资收购全通教育	8
2. 智明星通：专注精品化长线运营，关注新游带来增量.....	9
2.1. 公司简介：游戏出海排头兵	9
2.2. 经营情况：自研游戏进入成熟期，收入下滑利润略增.....	10
2.3. 核心竞争力：专注 SLG 类型游戏，持续扩展海外市场.....	11
2.4. 绩效激励绑定核心团队，回购彰显长期发展信心	13
2.5. 关注新游带来的增量	14
3. 发展前景：图书市场稳健发展，游戏出海大有可为	16
3.1. 图书：行业发展势头良好，品类集中度不断提升	16
3.2. 全球游戏市场规模不断提升，移动游戏占据重要地位.....	18
3.3. 策略类游戏获海外用户追捧，美日韩市场占比近七成.....	19
4. 盈利预测及投资建议.....	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1 中文传媒发展历程	4
图 2 中文传媒股权结构	5
图 3 2014-2018 主营业务营业收入构成	5
图 4 2014-2018 主营业务营业收入分产品 (亿元)	5
图 5 2014-2018 各产品毛利率 (%)	6
图 6 2015-2019Q3 营业收入	7
图 7 2015-2019Q3 归属母公司股东的净利润	7
图 8 2015-2019Q3 销售毛利率及销售净利率	7
图 9 2015-2019Q3 期间费用率	7
图 10 2019 上半年主要中国公司与热门中国游戏	9
图 11 2015-2019H1 智明星通营业收入及增速	11
图 12 2015-2019H1 智明星通净利润及增速	11
图 13 2011-2018 主营业务收入结构变化	11
图 14 2015-2019H1 各地区主营业务收入占比	11
图 15 2018 年全球市场移动游戏流水 TOP10	12
图 16 2018 年中国移动游戏市场上市企业移动游戏营收 TOP10	13
图 17 2019 全球移动游戏市场中国企业竞争力 20 强	13
图 18 2010-2019 年中国图书零售市场总规模	16
图 19 2012-2019 年网店与实体店渠道销售情况	16
图 20 2019 年上半年零售渠道整体市场码洋构成	17
图 21 2013-2018 江西省在校人数 (万人) 及增长率	17
图 22 2015-2019E 全球游戏市场规模	18
图 23 2019 年各国游戏市场规模占比	18
图 24 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入	19
图 25 中国自主研发游戏国内外市场对比	19
图 26 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入产品类型分布	19
图 27 中国自主研发游戏国内及海外市场实际销售收入产品类型及收入分布	19
图 28 2019 年中国自主研发游戏海外重点地区收入分布	20
图 29 2019 年海外地区进入过日收入前 100 的中国企业数量与游戏数量	20
表 1 业绩承诺及完成情况 (单位: 万元)	10
表 2 智明星通旗下主要游戏	13
表 3 《智明星通 2017-2020 年经营目标及薪酬考核方案》主要内容	14
表 4 回购方案与实际完成情况	14
表 5 智明星通游戏储备	15
表 6 2018、2019 年文教书细分品类成交额 TOP5	17
表 7 2019 上半年领先出版集团 TOP10	18
表 8 业务营业收入拆分及预测 (单位: 百万元)	21

1. 公司概况：出版业务稳健发展，游戏业务进入成熟期

1.1. 公司简介：出版和游戏双轮驱动

公司于 2002 年在上交所挂牌上市，公司早期主营业务为客车制造、铜材加工等产品的生产与销售。2010 年 12 月公司完成重大资产重组，成为江西省出版集团公司以主营业务整体借壳上市控股的出版传媒上市公司，主营业务涵盖：编辑出版、报刊印刷、发行、物流、影视生产、国际贸易、艺术品经营等。

2014 年，公司收购智明星通 100% 股权，搭建若干发展平台，加快推进传统媒体与新兴媒体的融合。同年，二十一世纪出版社正式组建集团，成为国内第一家内生裂变而成法人实体的少儿出版集团。2015 年 2 月，公司完成对北京智明星通科技有限公司的并购重组，有效注入互联网基因，迈入互联网国际化平台领域。2016 年，公司与腾讯开展合作，对 COK 游戏等进行二次开发以及 IP 运营，进一步拓展游戏产品线。

图 1 中文传媒发展历程



资料来源：公司公告、华西证券研究所

截止 2019 年三季度，公司第一大股东为江西省出版集团公司，持股比例为 54.83%；实际控制人为江西省人民政府。

图 2 中文传媒股权结构



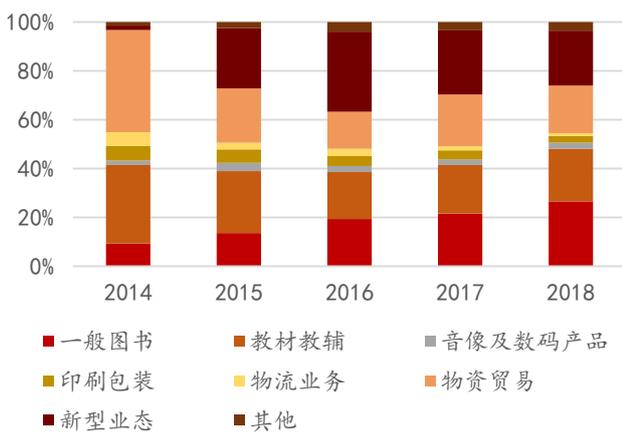
资料来源：wind、华西证券研究所

1.2. 主营业务：传统业务表现优异，新业态优势明显

公司主营业务包括：

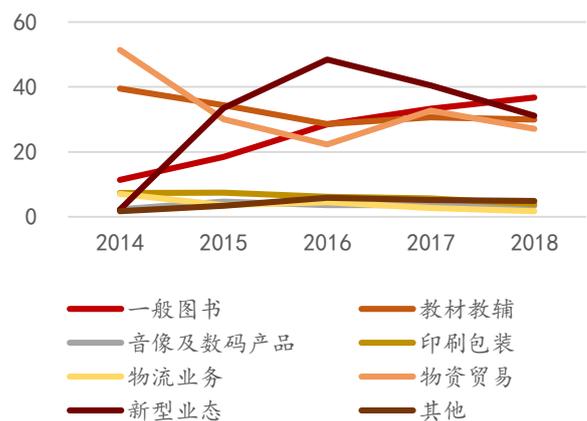
- 1) **出版发行业务**：书刊和音像电子出版物编辑出版、印刷发行、物资供应等；
- 2) **新业态**：新媒体、在线教育、互联网游戏、数字出版、影视剧生产、艺术品经营、文化综合体和投融资等。
- 3) **产业链延伸业务**：国内外贸易和供应链业务、现代物流和物联网技术应用等；

图 3 2014-2018 主营业务营业收入构成



资料来源：wind、华西证券研究所

图 4 2014-2018 主营业务营业收入分产品（亿元）

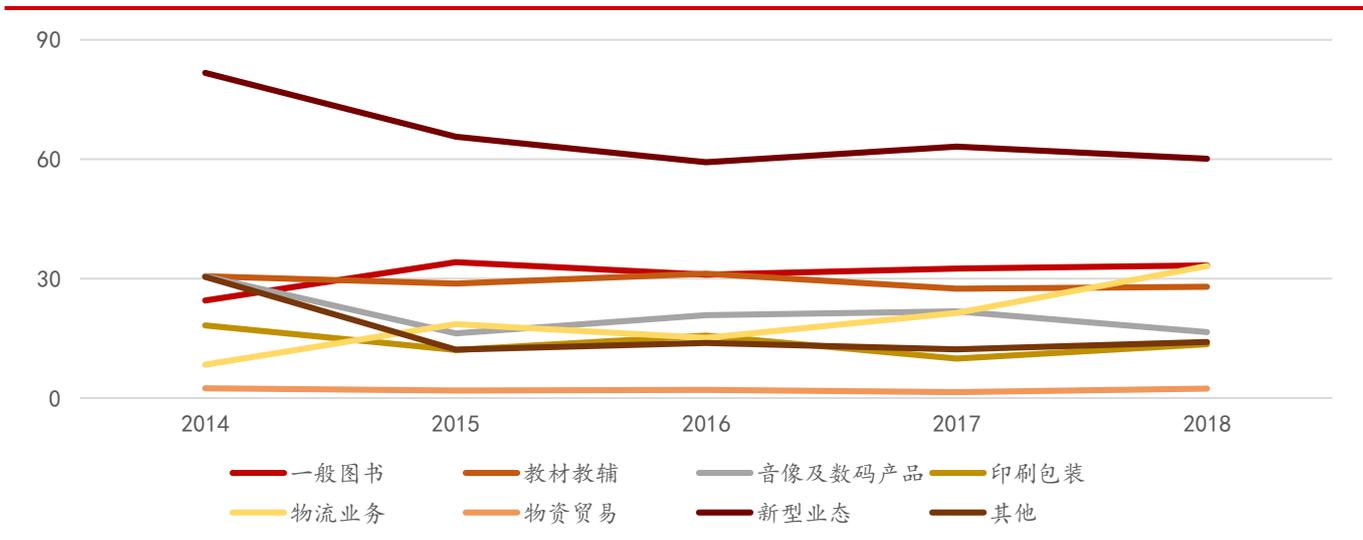


资料来源：wind、华西证券研究所

2018 年公司总收入 115 亿元，其中出版发行、物资贸易和新业态（主要是游戏）占收入比例分别为 66.76%、27.08%和 31.11%。

2018 年公司净利润 16.26 亿元，其中游戏公司智明星通贡献 7.38 亿元净利润，游戏业务贡献利润占 45%左右。

图 5 2014-2018 各产品毛利率 (%)



资料来源：wind、华西证券研究所

出版发行板块是公司收入和利润的重要支撑。近年来，公司出版发行板块业务发展势头良好，营业收入稳步上升。2018 年，公司进一步加大了市场开拓力度，出版发行总收入稳中有增，一般图书和教材教辅的毛利率较上年同比均有所上升。

➤ 公司的主业为教材教辅和一般图书的出版发行业务。

自版教材：中文传媒是国家重要的教材教辅出版基地之一。公司旗下江西美术出版社、二十一世纪出版社及江西科学技术出版社拥有多版本小、初、高各科教材。2018 年公司自版教材教辅分别实现销售码洋和营业收入 15.18 亿元和 7.26 亿元，同比分别上升 12.96%和 1.66%。

一般图书：2018 年公司实现一般图书销售码洋 31.80 亿元，同比增长 8.23%。据北京开卷信息技术有限公司统计，2018 年公司在图书零售市场占有率位列全国第七，地方出版集团第四。

➤ 公司新业态板块收入几乎全部来自游戏子公司智明星通。

智明星通：公司 COK 游戏进入成熟期后流水减少，新业态板块营业收入近几年有所下降，但由于营销费用等相关投入减少，公司整体盈利能力仍保持较大优势。

1.3. 财务情况：净利润稳中有升，期间费用率不断改善

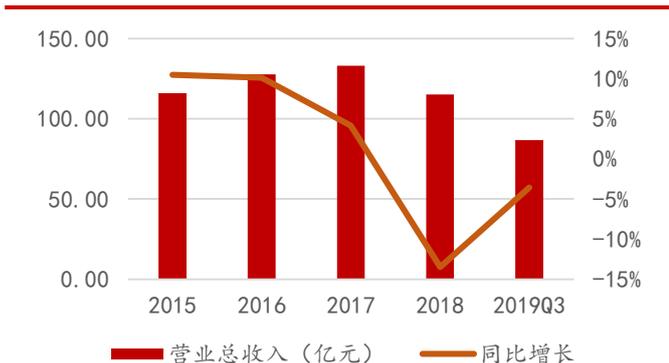
近年来，公司主营业务稳健发展、营收结构持续优化。利润率低的贸易业务的逐渐缩减使公司虽营收增速放缓但净利润仍实现了较快增长。

2018 年，公司实现营业收入 115 亿元，同比减少 13.5%，主要系物资贸易及新业态业务收入下降所致。2018 年公司实现归母净利润 16.19 亿元，同比增长 11.53%；扣非后归母净利润 14.63 亿元，同比增长 7.47%。其中，智明星通合并层面归母净利润 7.38 亿元，对公司利润净贡献同比增长 4.45%。

2019 年上半年，公司实现营业收入 59.43 亿元，总体规模保持稳定。其中，公司传统核心主业的出版板块实现营业收入 14.52 亿元，同比增长 10.79%；发行板块实现营业收入 19.98 亿元，同比增长 14.02%。实现归属于上市公司股东的净利润 8.96 亿元，同比增长 5.11%。

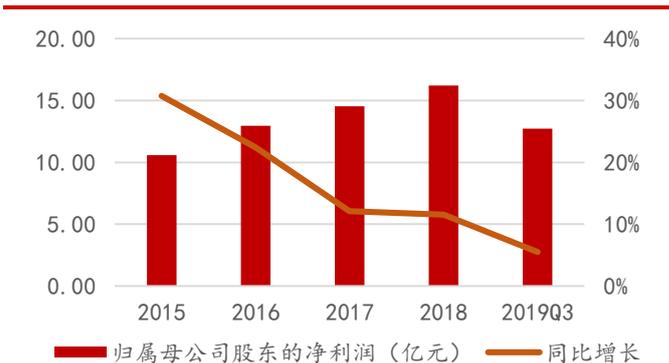
智明星通在主打产品《COK：列王的纷争》进入成熟期收入下滑的情况下，借助 COK 五周年在全球范围大规模开展系列推广和纪念活动，保持该游戏的曝光率和热度，进一步激发玩家热情。子公司代理发行的二次元游戏《恋与制作人》上半年已顺利上线且市场表现不俗，此外《MR：魔法英雄》《奇迹暖暖》均进入稳定回收期，上半年净利润保持了稳中有升。

图 6 2015-2019Q3 营业收入



资料来源：wind、华西证券研究所

图 7 2015-2019Q3 归属母公司股东的净利润

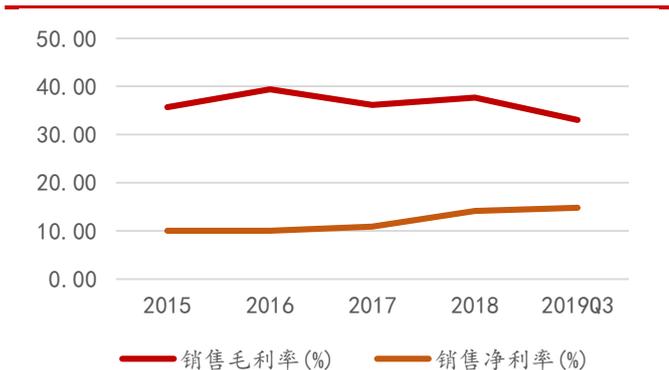


资料来源：wind、华西证券研究所

近年来，公司毛利率较为平稳，保持在 35%左右，主要得益于公司毛利率较高的新业态板块。公司净利率稳步上升，盈利能力持续增强。

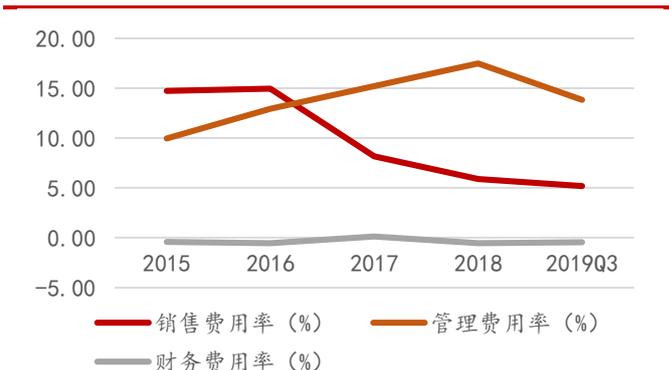
期间费用方面，公司三项期间费用率逐步改善。销售费用率不断下降主要系子公司智明星通 COK 游戏进入成熟期后广告推广投入减少所致。

图 8 2015-2019Q3 销售毛利率及销售净利率



资料来源：wind、华西证券研究所

图 9 2015-2019Q3 期间费用率



资料来源：wind、华西证券研究所

1.4. 子公司拟联合东旭投资收购全通教育

2020年2月27日，公司发布公告，收到全资子公司江西中文传媒蓝海国际投资有限公司（以下简称“蓝海国投”）报告，蓝海国投、江西东旭投资集团有限公司（以下简称“东投集团”）与陈炽昌、林小雅、全鼎资本管理有限公司（以下简称“全鼎资本”）及中山峰汇资本管理有限公司（以下简称“峰汇资本”）于2020年2月27日共同签署《股份转让框架协议》，约定投资方通过协议转让的方式受让陈炽昌、林小雅、全鼎资本、峰汇资本（以下合称为“转让方”）持有的全通教育集团（广东）股份有限公司（以下简称为“全通教育”，系深圳证券交易所上市公司，股票代码为300359）部分股份，首次股份转让比例将不超过全通教育总股本的6.8911%。后续若转让方有意向继续将所持有全通教育的股份转让给投资方，股份转让比例累计将不超过全通教育总股本的18.50%。首次股份转让签署正式协议的同时，转让方将持有全通教育不超过总股本16.6089%的表决权委托给投资方，以使得投资方取得全通教育的控制权。

公司江西省出版集团公司控股的上市公司，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，全省教材教辅最主要的发行渠道。东投集团是一家立足教育文化产业的多元投资机构，旗下拥有江西金太阳教育研究有限公司、东投教育文化发展有限公司等多个教育企业。而全通教育多年来持续深耕教育信息化建设。我们认为，未来三方有望深化在教育领域的合作，进一步打通教育产业链，实现优势互补。

2. 智明星通：专注精品化长线运营，关注新游带来增量

2.1. 公司简介：游戏出海排头兵

智明星通是一家专注于海外市场的互联网综合平台企业，其以免费安全软件和导航网站为切入点，通过搭建游戏运营发行平台（337.com）和电商服务平台（行云）实现流量变现，将游戏产品作为利润的重要突破点，打造了面向海外市场的“流量入口-发行平台-游戏与应用产品”的闭环互联网产品生态系统。

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。公司位居 2018ios&Google 中国游戏海外收入榜第 5 名，在 AppAnnie 发布的 2018 年全球热门发行商 52 强中排名 34，位列“2018 年 BrandZ 中国出海品牌 50 强”第五名。2018 年 6 月 15 日，公司股票在全国中小企业股份转让系统正式挂牌。在 AppAnnie 发布的《2019 年上半年中国移动游戏出海榜单》的海外用户支出排行榜单中，智明星通排名第八位，旗下游戏《列王的战争》排名第十一位。

图 10 2019 上半年主要中国公司与热门中国游戏

排名	公司	热门游戏	排名	App	公司	类别
1	FunPlus	《Guns of Glory》	1	《绝地求生》	腾讯	动作
2	网易	《荒野行动》	2	《王国纪元》	IGG	策略
3	IGG	《王国纪元》	3	《荒野行动》	网易	冒险
4	腾讯	《绝地求生》	4	《Guns of Glory》	FunPlus	策略
5	莉莉丝游戏	《万国觉醒》	5	《黑道风云》	友塔游戏	策略
6	友塔游戏	《黑道风云》	6	《万国觉醒》	莉莉丝游戏	策略
7	龙创悦动	《Last Shelter: Survival》	7	《阿瓦隆之王：龙之战役》	FunPlus	策略
8	智明星通	《列王的纷争》	8	《Last Shelter: Survival》	龙创悦动	策略
9	创酷互动	《Be The King》	9	《Be The King》	创酷互动	角色扮演
10	DH Games	《Idle Heroes》	10	《Idle Heroes》	DH Games	角色扮演
11	Moonton	《Mobile Legends: Bang bang》	11	《列王的纷争》	智明星通	策略
12	三七互娱	《The Epoch of Eternity》	12	《Mobile Legends: Bang bang》	Moonton	动作
13	紫龙游戏	《Langrisser》	13	《苏丹的游戏》	梦加网络	角色扮演
14	Onemt	《Revenge of Sultans》	14	《Shin Sangokushi》	Black Beard Game	策略
15	梦加网络	《苏丹的游戏》	15	《Langrisser》	GameBeans	角色扮演

资料来源：AppAnnie、华西证券研究所

2015 年 1 月，中文传媒通过支付股份对价 16.5 亿元及现金对价 10.1 亿元收购智明星通 100% 股权。智明星通承诺 2014-2016 年实现扣非后归母净利润分别不低于人民币 15101 万元、20205 万元和 25100 万元。收购完成后，子公司业绩表现良好，实现的净利润远超承诺数。

表 1 业绩承诺及完成情况 (单位: 万元)

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度
承诺数	15, 101. 00	20, 205. 00	25, 100. 00
实现数	15, 405. 42	32, 895. 11	59, 658. 81
差异	304. 42	12, 690. 11	34, 558. 81
超额完成率 (%)	102. 02%	162. 81%	237. 68%

资料来源: 公司公告、华西证券研究所

智明星通是一家集研发、运营于一体的国际化精品移动网络游戏公司, 目前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。目前公司主营业务包括:

- 1) **游戏服务:** 公司目前游戏运营模式主要分为自主运营、代理运营以及授权运营。公司将自行研发以及代理的网络以及移动端游戏, 在自有或其他的社交网络平台以及移动平台上运行, 并通过上述平台向游戏玩家提供相关服务。
- 2) **互联网产品服务:** 互联网产品服务收入主要来源于网站搜索结果及展示内容中广告部分的点击。
- 3) **其他业务:** 公司对外提供互联网技术服务; 授权其他游戏开发商利用游戏源代码进行再次开发; 对外提供咨询服务。

2.2. 经营情况: 自研游戏进入成熟期, 收入下滑利润略增

智明星通贡献主要业绩的自研游戏已进入成熟期, 且公司长期未上新爆款游戏, 导致公司近几年营业收入持续走低。根据游戏生命周期情况, 公司调整广告投放, 导致销售费用减少, 从而净利润有所提升。2019 年上半年, 公司实现营业收入 12.8 亿元, 同比下降 27.04%; 实现的归属挂牌公司股东的净利润为 4.1 亿元, 同比下降 0.07%。总体来看公司主要经营数据良好。

图 11 2015-2019H1 智明星通营业收入及增速



资料来源: wind、华西证券研究所

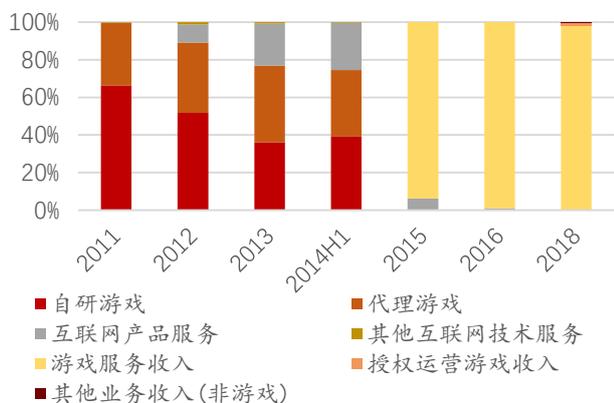
图 12 2015-2019H1 智明星通净利润及增速



资料来源: wind、华西证券研究所

从主营业务收入结构变化来看, 2011-2014 年, 主营业务收入主要由自研游戏、代理游戏及互联网产品服务。从 2015 年起, 公司主营业务收入几乎全部来自游戏服务业务, 其中《列王的纷争》《魔法英雄》《女王的纷争》《帝国战争》四款游戏贡献了公司 85%以上的总收入, 是公司收入的主要来源。从各地区主营业务收入占比来看, 公司 90%以上的营业收入来自于中国港澳台地区及海外地区。

图 13 2011-2018 主营业务收入结构变化



资料来源: wind、华西证券研究所

图 14 2015-2019H1 各地区主营业务收入占比



资料来源: wind、华西证券研究所

2.3. 核心竞争力: 专注 SLG 类型游戏, 持续扩展海外市场

自研游戏方面, 公司专注于高客户粘性、长生命周期的 SLG 类型游戏。2018 年, 公司全球主打游戏《ClashofKings》(《列王的纷争》), 月均流水人民币 1.60 亿元, 该款游戏自 2014 年 7 月在 GooglePlay 上线起, 已运营超过五年。此外, 由公司授权腾讯基于《列王的纷争》进行再开发和制作的一款游戏《乱世王者》在伽马数据 (CNG) 与 Newzoo 联合发布 2018 全球最赚钱的手游 TOP10 中排名第九位。

图 15 2018 年全球市场移动游戏流水 TOP10



资料来源：伽马数据、华西证券研究所

代理游戏方面，公司持续看好细分市场，凭借完善的海外发行渠道，表现亮眼。公司在境外代理运营的多人互动换装养成手游《LoveNikki》（《奇迹暖暖》），自2017Q2 上线以来，上榜欧美主要国家角色扮演类游戏榜单，深受女性玩家喜爱。此外，该游戏还与芭比娃娃达成联动合作，并于2019年3月推出芭比套装。2018Q3 公司上线代理运营的游戏《FoodFantasy》（《食之契约》）因在泰国和印度尼西亚的卓越表现，入选“GooglePlay2018 年度大赏”最佳创新力游戏。超现实恋爱经营手游《恋与制作人》于2019年5月正式全球发行运营，由公司香港全资孙公司星游科技作为该款手游在中国大陆、中国港澳台、日韩以外的所有国家和地区的独家代理商和运营商。

表 2 智明星通旗下主要游戏

游戏名称	上线时间	游戏类型	运营模式	业绩表现
《列王的纷争》	2014 年 7 月	策略类	自研	2019Q3 月流水 1.2 亿元，2018 年业务收入 16.29 亿元。
《帝国战争》	2011 年 12 月	策略类	自研	2018 年业务收入 0.65 亿元。
《女王的纷争》	2016 年 2 月	策略类	自研	2018 年业务收入 0.87 亿元。
《乱世王者》	2017 年 8 月	策略类	自研	2018 年全球最赚钱的手游 TOP10 中排名第九位
《战地红警》	2012 年 10 月	策略类	自研	2014H1 月充值金额约 600 万元。
《世界争霸》	2012 年 10 月	策略类	自研	2014H1 月充值规模约 300 万元。
《开心农场》	2009 年 9 月	模拟经营类	自研	截至 2014H1，最高月充值金额超过 1600 万元。
《奇迹暖暖》	2015 年 5 月	角色扮演类	代理	2018 年业务收入 3.58 亿元。
《食之契约》	2017 年 12 月	冒险类、经营类	代理	“GooglePlay2018 年度大赏”最佳创新力游戏
《恋与制作人》	2017 年 12 月	角色扮演类	代理	上线首月安装量突破 700 万，DAU 累计超 200 万，首月流水达 2-3 亿元。
《魔法英雄》	2015 年 4 月	策略类	代理	2018 年业务收入 1.49 亿元。

资料来源：公司公告、华西证券研究所

在艾瑞咨询发布的《2019 年中国移动游戏行业研究报告》中，智明星通在“2018 年中国移动游戏市场上市企业移动游戏营收 TOP10”中排名第四。在伽马数据和 Newzoo 联合发布的《2019 全球移动游戏市场中国企业竞争力报告》中，智明星通入选“全球移动游戏市场中国企业竞争力 20 强”。

图 16 2018 年中国移动游戏市场上市企业移动游戏营收 TOP10

排名	上市公司	代表产品	移动游戏营收 (亿元)	涨幅
1	腾讯游戏	王者荣耀、和平精英	778.00	19.67%
2	网易游戏	楚留香、明日之后、荒野行动	285.23	5.70%
3	三七互娱	斩月屠龙、我的帝国H5	55.81	69.65%
4	智明星通	帝国战争、列王的纷争	30.65	-21.00%
5	昆仑万维	境·界-魂之觉醒、死神、艾尔战记	29.88	-3.08%
6	Bilibili	命运-冠位指定、碧蓝航线	29.37	42.67%
7	完美世界	完美世界手游、火炬之光	27.11	-23.77%
8	游族网络	女神联盟2手游、刀剑乱舞	25.68	17.86%
9	掌趣科技	奇迹MU：觉醒、大掌门2	18.72	13.23%
10	信义网络	蓝月传奇、传奇盛世	17.62	46.32%

资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究所

图 17 2019 全球移动游戏市场中国企业竞争力 20 强

排名	企业	排名	企业
1	腾讯游戏	11	紫龙游戏
2	网易游戏	12	莉莉丝
3	三七互娱	13	哔哩哔哩
4	世纪华通	14	中手游
5	完美世界	15	创梦天地
6	米哈游	16	巨人网络
7	IGG	17	游族网络
8	多益网络	18	掌趣科技
9	乐元素	19	玩友时代
10	中文传媒 (智明星通)	20	叠纸网络

资料来源：伽马数据、华西证券研究所

2.4. 绩效激励绑定核心团队，回购彰显长期发展信心

2016 年，智明星通顺利完成业绩对赌。2017 年 2 月，公司审议通过了《智明星通 2017-2022 年经营目标及薪酬考核方案》，对 2017 年至 2020 年的经营目标进行了确

定，并制定了绩效激励方案。员工绩效工资最高可达利润总额的 40%，超额业绩奖励最多可计提 40%。薪酬激励体系充分调动了智明星通核心经营管理团队的积极性，对人才具有非常强的吸引力。同时，中文传媒只负责总量控制，具体奖励金额分配主要由智明星通核心管理人员决定，具有较强的灵活性。

表 3 《智明星通 2017-2020 年经营目标及薪酬考核方案》主要内容

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。
智明星通薪酬构成	基薪和绩效工资	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。
	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。

资料来源：公司公告、华西证券研究所

2019 年 3 月，由于外部市场因素的影响，公司股价出现较大波动，中文传媒拟以自有资金回购公司股份，以推进公司股价与内在价值相匹配。此次股份回购彰显了公司对未来持续稳定发展的信心和对公司价值的认可。

公司本次回购价格拟为不超过每股 15.00 元的价格回购股票，回购资金总额不低于人民币 3 亿元且不超过人民币 6 亿元，拟回购股份数量为 4,000.00 万股，约占公司总股本的 2.90%。截至 2019 年 11 月 12 日，公司完成本次股份回购，累计回购股份数量为 22,876,306 股，占公司目前总股本的 1.66%，支付总金额为 3 亿元，达到回购方案计划金额下限。

表 4 回购方案与实际完成情况

回购用途	拟回购数量（股）	占公司总股本的比例	拟回购资金总额
减少注册资本	40000000	2.9%	6 亿元
	实际回购数量（股）	占公司总股本的比例	实际回购资金总额
	22876306	1.66%	3 亿元

资料来源：公司公告、华西证券研究所

2.5. 关注新游带来的增量

公司注重新产品的研发，目前将七成资源投入到新产品的研发中。公司一直坚持打 IP 引进策略，拥有多款游戏储备。公司于 2016 年购买了《全面战争：王者归来》版权；2017 年获得动视暴雪《使命召唤》IP 授权，目前该游戏已开启二轮测试。除这两款游戏外，目前公司也在积极洽谈国外优质 IP，落实精品化运营策略。

公司头部游戏《列王的纷争》续作《ClashofKings2: RiseofDragons》已经上线测试，COK3 也在筹备过程中。公司新研发的 SLG 游戏《Gameofsurvival》正在内测阶

段，目前内测数据表现良好，未来流水值得期待。同时，公司引进休闲类游戏开发人才，研发了休闲类游戏《妙趣》，该产品非重度付费游戏，旨在促进用户引流。

表 5 智明星通游戏储备

游戏名称	游戏类型	进度	IP 来源	IP 引进时间
《COD:使命召唤》	SLG	截至 2019 年 4 月已开启二轮测试	动视暴雪	2017 年
《全面战争：王者归来》 (《TotalWar》)	SLG	调整测试中	-	2016 年
《GameofSurvival》	SLG	目前处于内测阶段	-	-
《ClashofKings2: RiseofDragons》	SLG	已进行线上测试	-	-
《妙趣》	休闲类	小游戏已上线	-	-

资料来源：公司公告、华西证券研究所

3. 发展前景：图书市场稳健发展，游戏出海大有可为

3.1. 图书：行业发展势头良好，品类集中度不断提升

整体来看，我国图书零售市场增长趋势保持稳健。2019 年中国图书零售市场码洋规模达 1122 亿元，同比上升 14.4%，依然保持较高增速。

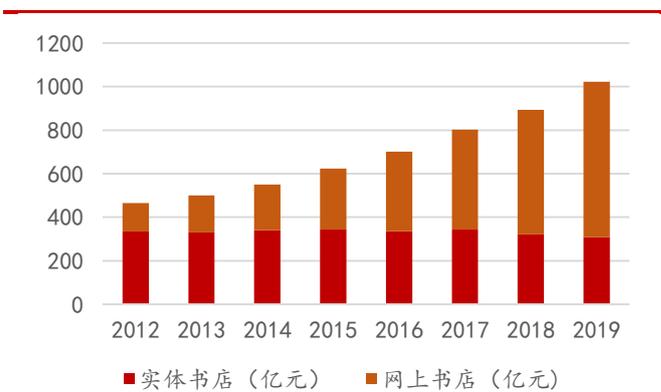
随着中国互联网的快速发展和人们消费习惯的改变，我国图书线上销售渠道从 2008 年开始崛起，随后一直呈现快速增长的发展态势。尽管近几年来线上网店零售市场增速有所放缓，但继续保持较高速度增长。2019 年网上书店码洋规模达 715 亿元，同比增长 24.9%，和 2018 年增速相比，小幅微增；实体店规模达 308 亿元，同比下降 4.24%，继续呈现负增长。

图 18 2010-2019 年中国图书零售市场总规模



资料来源：北京开卷、华西证券研究所

图 19 2012-2019 年网店与实体店渠道销售情况



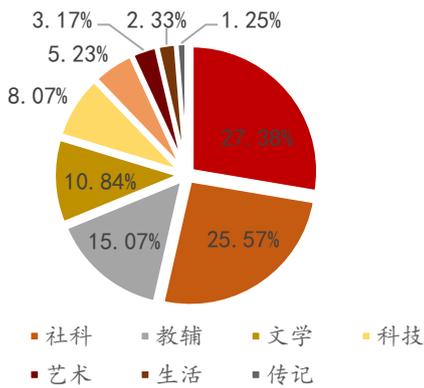
资料来源：北京开卷、华西证券研究所

从码洋占比来看，少儿、社科、教辅、文学四类图书占比均超过 10%，总占比超过 78%，是图书市场了最主要的细分品类。2019 上半年少儿、社科、教辅码洋占比分别上升 1.22%、0.89%和 0.26%，图书市场品类集中度不断提升。

由于我国实行的二胎政策的推行，教育程度较高且有一定经济基础的家长将成童书购买的主要生力军，并将进一步推动少儿图书市场的繁荣和发展。从江西省学龄人口数量来看，近几年江西省在校生数目保持稳定增长，在校师生对于教辅图书的需求将继续推动教辅图书行业的发展。

根据京东大数据，2018 和 2019 年文教书细分品类成交额前五名均为中小学课外读物、大学教材、工程类考试、高考及高中通用。新高考改革背景下，“大语文”强调以素养为导向，要求学生兼具知识能力与思维审美。中小学语文教育随之发生变革，中小学课外读物作为文教书第一大品类，2019 年成交额同比增速将近 50%。高考读物、中考读物、初中各年级读物成交额也保持较高速增长。

图 20 2019 年上半年零售渠道整体市场码洋构成



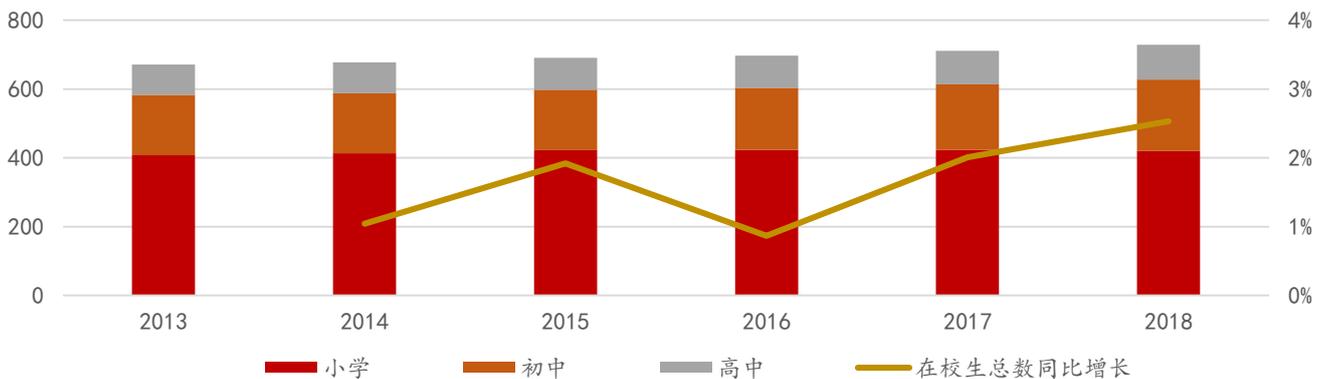
资料来源：北京开卷、华西证券研究所

表 6 2018、2019 年文教书细分品类成交额 TOP5

	2018 年	2019 年
NO. 1	中小学课外读物	中小学课外读物
NO. 2	大学教材	大学教材
NO. 3	工程类考试	工程类考试
NO. 4	高考	高考
NO. 5	高中通用	高中通用

资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究所

图 21 2013-2018 江西省在校人数（万人）及增长率



资料来源：江西省统计局、华西证券研究所

从出版集团排名来看，中国出版集团位居第一，且位次保持稳定，码洋占有率达到 7.28%，远超其他出版集团。吉林出版集团和凤凰传媒位列二三位，码洋占有率超 3%。中文传媒保持上升态势，码洋占有率 2.65%。新华文轩排名第 7，较 2018 年上升 6 个位次，是上升最快的上市出版集团。

表 7 2019 上半年领先出版集团 TOP10

排名	排名变化	出版单位	零售码洋占有率	动销品种数	品种占有率	码洋占有率
1	—	中国出版集团	7.28%	75823	4.54%	5.97%
2	↑3	吉林出版集团	3.71%	55798	3.34%	—
3	↑1	凤凰出版传媒集团有限公司	3.19%	51914	3.11%	4.63%
4	↓1	中南出版传媒集团股份有限公司	2.81%	26718	1.60%	3.76%
5	↑2	中文天地出版传媒集团股份有限公司	2.65%	25186	1.51%	2.73%
6	—	中国工信传媒集团有限公司	2.48%	40297	2.41%	1.85%
7	↑6	新华文轩出版传媒股份有限公司	2.19%	16497	0.99%	2.93%
8	↓6	中国国际出版集团	2.13%	21843	1.31%	1.47%
9	—	长江出版传媒股份有限公司	2.07%	29126	1.74%	2.98%
10	↓2	浙江出版联合集团	2.02%	23887	1.43%	2.85%

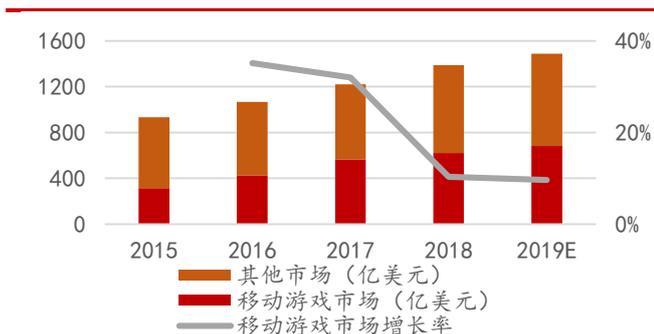
资料来源：北京开卷、华西证券研究所

3.2. 全球游戏市场规模不断提升，移动游戏占据重要地位

伽马数据发布的《2019 中国游戏产业年度报告》显示，2019 年全球游戏市场规模将达到 1488 亿美元，同比增长 7.2%。其中，移动游戏市场占比在 40%左右且份额不断提升。2019 年移动游戏市场收入预计达到 681.6 亿美元，同比增长 9.7%。

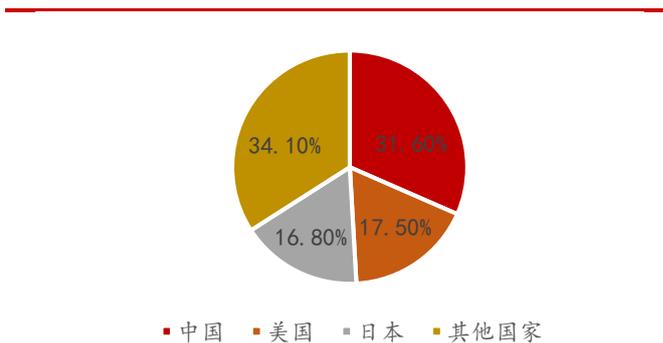
从各国占据的市场规模来看，中国内地移动游戏市场规模排名世界第一，达 215.7 亿美元，全球占比 31.6%。美国移动游戏市场规模为 119.6 亿美元，全球占比 17.5%。日本移动游戏市场规模为 114.8 亿美元，全球占比 16.8%。随着互联网的不断发展、5G 技术的推广以及移动智能设备的普及，未来移动游戏市场在全球范围内仍具有较高的拓展空间。

图 22 2015-2019E 全球游戏市场规模



资料来源：Newzoo、华西证券研究所

图 23 2019 年各国游戏市场规模占比



资料来源：Newzoo、华西证券研究所

2019 年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达 115.9 亿美元，增长率 21.0%。海外市场收入增长率由 2015 年的超高速增长有所放缓，增长趋于稳定。中国

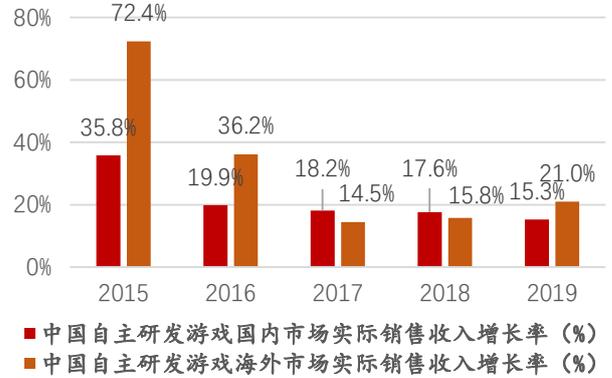
游戏企业通过积极的海外拓展，打造精品原创游戏的战略，凭借差异化的产品定位与优秀的游戏品质，成功塑造了一批优秀中国游戏品牌。2017年，网易游戏旗下手游《阴阳师》进军日本市场，一度位于日本 AppSore 榜首；《荒野行动》全球下载量突破1亿次，在美国、加拿大、泰国等 AppSore 游戏免费榜中位于前三名；桐木科技旗下手游《无尽对决》是东南亚最受欢迎的 MOBA 手游之一，累计获得近3亿下载量。

图 24 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入



资料来源：中国音数协游戏工委、华西证券研究所

图 25 中国自主研发游戏国内外市场对比

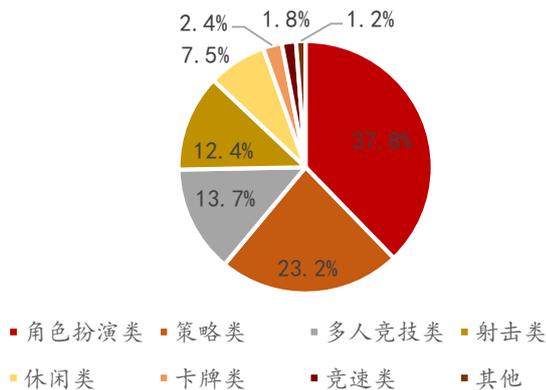


资料来源：中国音数协游戏工委、华西证券研究所

3.3. 策略类游戏获海外用户追捧，美日韩市场占比近七成

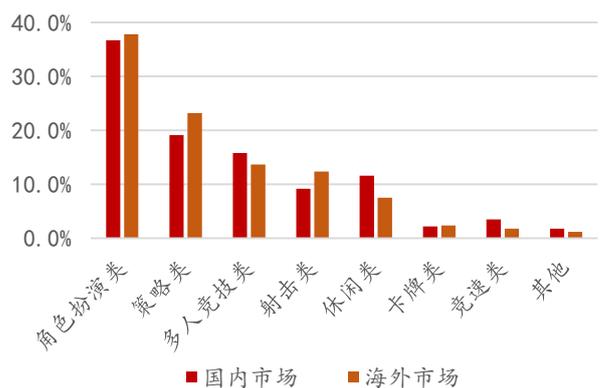
2019年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入产品类型分布中，角色扮演类游戏的收入占比达到37.8%，策略类游戏收入占比达到23.2%，多人竞技(MOBA)类游戏收入占比为13.7%。三类游戏合计占比达到74.7%。

图 26 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入产品类型分布



资料来源：中国音数协游戏工委、华西证券研究所

图 27 中国自主研发游戏国内及海外市场实际销售收入产品类型及收入分布



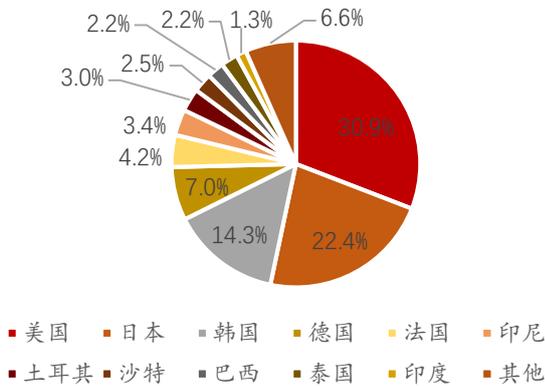
资料来源：中国音数协游戏工委、华西证券研究所

在国内与海外收入市场份额对比中，策略类游戏海外收入占比超国内4%，是企业出海的重要选择品类。伽马数据发布的2018年海外流水TOP10中，《王国纪元》

《火枪纪元》《列王的战争》等五款游戏均为策略类游戏。同时，其他品类游戏也正在开拓海外市场。例如射击类游戏《刺激战场》在欧美登顶上百个地区下载榜和进入畅销榜前列；多人竞技类游戏《王者荣耀》和《无尽对决》长期处在东南亚各地区的畅销榜前三；战棋类游戏《梦幻模拟战》和放置游戏《剑与远征》等产品均在海外市场获得成功。

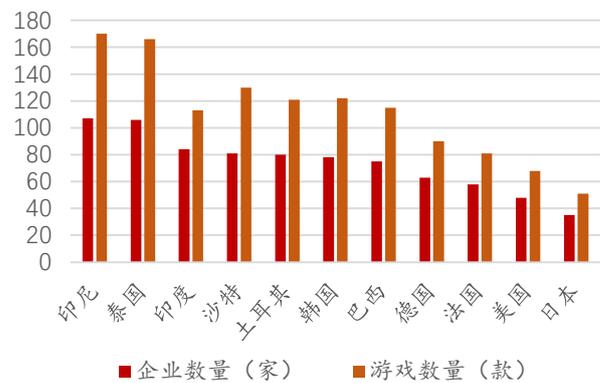
2019年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入地区分布中，美国市场占30.9%，日本市场占22.4%，韩国市场占14.3%，三个地区合计占比近七成。美日韩三国已经成为中国游戏企业出海的重要市场。以韩国市场为例，移动游戏畅销榜TOP100中，有30款游戏来自中国公司；在日本市场，《荒野行动》上线近两年依然保持在苹果应用商城（iOS）畅销榜TOP5；美国E3电子娱乐展览会上，网易旗下大型3D国战争网游《战意》、网元圣唐旗下RPG单机游戏《神舞幻想》《古剑奇谭》；完美世界旗下《非常英雄》以及玩友时代《精灵食肆》海外版、蜗牛《太极熊猫》、西山居《神之遗迹》、余香科技《潮爆三国》、寻龙网络《派克帝国》等多款游戏产品崭露头角。

图 28 2019 年中国自主研发游戏海外重点地区收入分布



资料来源：中国音数协游戏工委、华西证券研究所

图 29 2019 年海外地区进入过日收入前 100 的中国企业数量与游戏数量



资料来源：中国音数协游戏工委、华西证券研究所

2019年，超过150款中国游戏进入过印尼和泰国当地苹果应用商城（iOS）日收入榜前100，超过100款中国游戏进入过印度、沙特、土耳其等国日收入榜前100。在美国，有48家中国企业的68款游戏曾进入日收入前100名榜单，数量远少于印尼、泰国、印度等国家，但美国地区贡献了中国30.9%的海外自研游戏收入，营收份额远超其余国家。这在一定程度上反映出欧美国家游戏用户较高的付费意愿与消费能力，以及欧美国家游戏市场较激烈的竞争局面。

4. 盈利预测及投资建议

假设公司各项业务稳步推进，我们预计：

- 1) 一般图书和教材教辅业务将保持稳健增长，2019-2021 年将分别实现营收 70 亿元、72.99 亿元、76.02 亿元，同比增长 4.86%、4.27%、4.15%。
- 2) 新业态受益于智明星通老游戏的持续发力及新游戏的逐步推出，2019-2021 年将分别实现营收 28 亿元、29.4 亿元、21.34 亿元，同比增长-5%、2%、5%。
- 3) 不考虑内部抵消因素，音响及数码产品、印刷包装、物流等其他业务 2019-2021 年分别实现营收 48 亿元、50.11 亿元和 52.78 亿元。

我们预计，2019-2021 年公司将分别实现营收 115.8 亿元、120.73 亿元和 127.78 亿元，同比增长 0.6%、4.3%和 5.8%，实现归母净利润 17.98 亿元、20.22 亿元、22.52 亿元，同比增长 11.08%、12.45%、11.35%；对应 PE 分别为 10.71x、9.53x、8.56x。考虑公司作图书出版及发行业务将稳步发展，同时游戏业务持续受益于游戏出海，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8 业务营业收入拆分及预测（单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一般图书	1839	2848	3330	3678	3,972	4,210	4,421
同比增速 (%)		54.9%	16.9%	10.4%	8.0%	6.0%	5.0%
教材教辅	3438	2856	3062	2998	3,028	3,089	3,181
同比增速 (%)		-16.9%	7.2%	-2.1%	1.0%	2.0%	3.0%
新业态	3345	4850	4052	3111	2,800	2,940	3,234
同比增速 (%)		45.0%	-16.5%	-23.2%	-10.0%	5.0%	10.0%
其他业务	5097	4461	5315	4527	4805	5012	5278
同比增速 (%)		-12.5%	19.1%	-14.8%	6.1%	4.3%	5.3%

资料来源：公司年报、华西证券研究所

5. 风险提示

新产品流水不及预期风险：出海游戏产品头部效应显著，新游戏的情节、玩法设计或推广不合当地玩家喜好则可能导致流水不及预期。

股权激励计划推进不达预期风险：公司推出股权激励计划以绑定智明星通核心团队，若计划推进不及预期，有可能导致核心团队人员流失。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	11512.67	11579.64	12073.48	12778.06	净利润	1626.25	1816.61	2042.78	2274.61
YoY (%)	-13.48%	0.58%	4.26%	5.84%	折旧和摊销	213.37	0.00	0.00	0.00
营业成本	7176.51	7263.39	7475.67	7774.94	营运资金变动	767.97	-1845.39	0.00	0.00
营业税金及附加	48.09	40.53	42.26	44.72	经营活动现金流	2605.77	-218.79	1852.78	2084.61
销售费用	678.29	636.88	664.04	715.57	资本开支	-282.13	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	1177.57	1215.86	1267.72	1341.70	投资	-2357.02	0.00	0.00	0.00
财务费用	-60.53	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	-2458.55	190.00	190.00	190.00
资产减值损失	168.69	0.00	0.00	0.00	股权募资	7.52	0.00	0.00	0.00
投资收益	230.79	200.00	200.00	200.00	债务募资	1797.43	0.00	0.00	0.00
营业利润	1764.92	1940.30	2179.39	2424.45	筹资活动现金流	1191.20	-475.96	0.00	0.00
营业外收支	-44.14	-20.00	-20.00	-20.00	现金净流量	1338.42	-504.74	2042.78	2274.61
利润总额	1720.78	1920.30	2159.39	2404.45	主要财务指标				
所得税	94.53	103.70	116.61	129.84	成长能力 (%)				
净利润	1626.25	1816.61	2042.78	2274.61	营业收入增长率	-13.48%	0.58%	4.26%	5.84%
归属于母公司净利润	1619.11	1798.44	2022.35	2251.87	净利润增长率	11.53%	11.08%	12.45%	11.35%
YoY (%)	11.53%	11.08%	12.45%	11.35%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.19	1.33	1.49	1.66	毛利率	37.66%	37.27%	38.08%	39.15%
资产负债表 (百万元)					净利率	14.13%	15.69%	16.92%	17.80%
货币资金	7477.40	6972.65	9015.44	11290.05	总资产收益率 ROA	6.82%	9.55%	9.68%	9.72%
预付款项	1647.79	0.00	0.00	0.00	净资产收益率 ROE	12.18%	11.90%	11.80%	11.62%
存货	1312.10	0.00	0.00	0.00	偿债能力 (%)				
其他流动资产	5791.01	4370.08	4370.08	4370.08	流动比率	1.85	4.48	5.29	6.19
流动资产合计	16228.30	11342.74	13385.52	15660.13	速动比率	1.52	4.48	5.29	6.19
长期股权投资	944.22	944.22	944.22	944.22	现金比率	0.85	2.76	3.56	4.46
固定资产	1374.94	1374.94	1374.94	1374.94	资产负债率	43.12%	18.60%	16.78%	15.13%
无形资产	925.23	925.23	925.23	925.23	经营效率 (%)				
非流动资产合计	7497.23	7497.23	7497.23	7497.23	总资产周转率	0.52	0.54	0.61	0.58
资产合计	23725.53	18839.96	20882.75	23157.36	每股指标 (元)				
短期借款	1503.00	1503.00	1503.00	1503.00	每股收益	1.19	1.33	1.49	1.66
应付账款及票据	1877.63	0.00	0.00	0.00	每股净资产	9.81	11.15	12.64	14.31
其他流动负债	5375.11	1026.52	1026.52	1026.52	每股经营现金流	1.92	-0.16	1.37	1.54
流动负债合计	8755.74	2529.52	2529.52	2529.52	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	1474.98	974.98	974.98	974.98	PE	11.90	10.71	9.53	8.56
非流动负债合计	1474.98	974.98	974.98	974.98	PB	1.33	1.22	1.08	0.95
负债合计	10230.72	3504.50	3504.50	3504.50					
股本	1377.94	1377.94	1377.94	1377.94					
少数股东权益	205.33	223.50	243.93	266.67					
股东权益合计	13494.81	15335.46	17378.25	19652.86					
负债和股东权益合计	23725.53	18839.96	20882.75	23157.36					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

11111111111

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，7年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

李婉云：传媒行业分析师。2019年12月加盟华西证券，3年从业经验。西南财经大学硕士，山东大学学士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。