

**中文传媒(600373)/传媒**
**一般图书业务可圈可点，分红比例持续提升**
**评级：买入(维持)**
**市场价格：**
**分析师：康雅雯**
**执业证书编号：S0740515080001**

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qizq.com.cn

**分析师：熊亚威**
**执业证书编号：S0740517090002**

电话：

Email: xiongyw@r.qizq.com.cn

**基本状况**

|           |           |
|-----------|-----------|
| 总股本(百万股)  | 1,355.06  |
| 流通股本(百万股) | 1,355.06  |
| 市价(元)     | 11.63     |
| 市值(百万元)   | 15,759.39 |
| 流通市值(百万元) | 15,759.39 |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

| 指标        | 2018A   | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-----------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 11,513  | 11,258 | 11,856 | 12,915 | 13,128 |
| 增长率 yoy%  | -13.48% | -2.21% | 5.31%  | 8.94%  | 1.65%  |
| 净利润       | 1,619   | 1,725  | 1,776  | 2,011  | 2,212  |
| 增长率 yoy%  | 11.53%  | 6.57%  | 2.91%  | 13.28% | 9.98%  |
| 每股收益(元)   | 1.19    | 1.27   | 1.31   | 1.48   | 1.63   |
| 每股现金流量    | 1.92    | 1.72   | 1.59   | 1.90   | 1.05   |
| 净资产收益率    | 12.18%  | 12.30% | 11.23% | 11.65% | 11.65% |
| P/E       | 9.73    | 9.13   | 8.88   | 7.83   | 7.12   |
| PEG       | 1.30    | 1.06   | 1.26   | 1.05   | 0.83   |
| P/B       | 1.19    | 1.12   | 1.00   | 0.91   | 0.83   |

备注：

**投资要点**

- **事件 1:** 中文传媒发布 2019 年年度报告，公司全年实现营收 112.58 亿元，同比下降 2.21%；实现归母净利 17.25 亿元，同比增长 6.57%；实现归母扣非净利 15.72 亿元，同比增长 7.47%；实现经营净现金流 23.27 亿元，同比下降 10.71%。Q4 单季营收同比增长 2.7%，归母净利同比增长 9.63%。
- **事件 2:** 公司发布 2020 年第一季度报告，Q1 实现营收 25.25 亿元，同比减少 12.30%；实现归母净利 3.57 亿元，同比减少 28.08%；归母扣非净利 3.52 亿元，同比减少 17.66%。
- **事件 3:** 公司发布 2019 年利润分配方案，向全体股东每 10 股派现金股利人民币 5 元（含税），分红总额为 9.78 亿元，分红率为 56.67%。

**2020 一季报点评：**

- **营收利润双双下滑。**我们认为主要有两方面原因影响：
  - 疫情导致线下书店无法正常营业，学校停课，部分业务受到影响，成本费用增加。
  - 游戏业务继续下滑。公司游戏业务 Q1 收入 4.48 亿元，同比减少 32.20%，毛利 2.70 亿元，同比减少 38.83%。
- **出版发行业务影响相对较小。**公司 Q1 出版业务收入 16.04 亿元，同比增长 2.00%，毛利率 19.71%，比上期减少 1.62pct；发行业务收入 10.24 亿元，同比增长 0.58%，毛利率 39.12%，比上期上升 0.99pct。
- **COK 月均流水同比下滑，环比略微回升。**COKQ1 月均流水 8909.88 万元，同比下降 26.74%，环比上升 7.28%。

**2019 年报点评：**

- **营收利润表现稳健，利润增长得益于研发费用下降及投资收益提升。**公司 2019 年研发费用为 3.9 亿元，相比上年减少 4.4 亿，同比下降幅度超 50%，主要由于智明星通研发费用减少；投资收益为 3.21 亿元，相比上年增加 8978 万元，同比增长近 39%。
- **毛利率下降，费用率下降，净利率提升。**公司 2019 年毛利率为 34.97%，较上期减少 2.69pct；销售费用率 5.29%，减少 0.6pct；管理费用率 11.03%，增加 0.8pct；研发费用率 3.47%，减少 3.77pct；净利率 15.33%，增加 1.26pct。
- **一般图书业务表现可圈可点，主题出版“双效”突出。**教材教辅业务实现营收 30.99 亿元，同比增长 3.38%，毛利率 28.37%，增加 0.44pct，整体稳健；一般图书业务实现营收 41.59 亿元，同比增长 13.08%，毛利率 33.7%，增加 0.31pct。公司围绕新中国成立 70 周年、脱贫攻坚、全面建成小康社会、建党

100 周年等重大选题，并结合江西特色，出版了一大批弘扬主流价值、“双效”突出的优秀作品。

- **电商销售再上新台阶。**据开卷数据，公司 2019 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%。
- **老游戏继续下滑，期待新游戏发力。**
  - 公司游戏业务全年营收 20.94 亿元，同比下降 32.79%，智明星通净利润 6.03 亿元，同比下降 20.22%。核心游戏 COK 全年贡献流水 13.18 亿元，占整体游戏收入的 62.92%。月均流水 1.1 亿元，同比下降 31.39%。其中 Q4 下降较为明显，月均流水为 8305.61 万元，环比下降 25.76%。
  - 末日题材 SLG 类新品《Game of Survival》于年底开启测试，将于 2020 年择期正式上线，有望为公司游戏业务带来营收与利润提升。代理发行业务持续看好细分市场，《奇迹暖暖》与芭比及初音未来进行 IP 联动合作，表现优异。
- **分红比例持续提升。**公司从 2016 年以来不断提升分红比例，2019 年拟分红总额为 9.78 亿元，分红率为 56.67%，2016-2018 年分红率分别为 12.76%、37.97%、42.55%。
- **盈利预测及投资建议：**我们预测中文传媒 2020-2022 年实现营收分别为 118.56 亿元、129.15 亿元、131.28 亿元，同比增长 5.31%、8.94%、1.65%；实现归母净利润分别为 17.76 亿元、20.11 亿元、22.12 亿元，同比增长 2.91%、13.28%、9.98%；对应 EPS 分别为 1.31 元、1.48 元、1.63 元。维持买入评级。
- **风险提示：**1) 游戏流水不达预期；2) 新游戏开发进度不达预期；3) 汇兑损益风险；4) 系统性风险；

**图表 1: 中文传媒财务报表预测 (百万元)**

| 利润表         | 2018     | 2019     | 2020E    | 2021E    | 2022E    | 财务指标        | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 11,512.7 | 11,258.2 | 11,855.6 | 12,915.1 | 13,128.4 | 成长性         |        |        |        |        |        |
| 减: 营业成本     | 7,176.5  | 7,321.1  | 7,707.3  | 8,369.4  | 8,302.1  | 营业收入增长率     | -13.5% | -2.2%  | 5.3%   | 8.9%   | 1.7%   |
| 营业税费        | 48.1     | 46.4     | 48.8     | 53.2     | 54.1     | 营业利润增长率     | 14.2%  | 8.2%   | -1.6%  | 13.9%  | 9.6%   |
| 销售费用        | 678.3    | 595.6    | 722.1    | 826.6    | 868.9    | 净利润增长率      | 11.5%  | 6.6%   | 2.9%   | 13.3%  | 10.0%  |
| 管理费用        | 1,177.6  | 1,241.9  | 1,600.5  | 1,660.6  | 1,731.6  | EBITDA增长率   | 54.4%  | 1.2%   | -17.5% | 12.3%  | 7.8%   |
| 财务费用        | -60.5    | -42.5    | -38.3    | -30.9    | -43.1    | EBIT增长率     | 62.3%  | 0.3%   | -24.8% | 14.6%  | 9.1%   |
| 资产减值损失      | 168.7    | -61.5    | 140.0    | 100.0    | 120.0    | NOPLAT增长率   | 6.4%   | 12.3%  | -1.4%  | 14.6%  | 9.1%   |
| 加: 公允价值变动收益 | -53.7    | 11.8     | -        | -        | -        | 投资资本增长率     | 8.1%   | -68.1% | -31.0% | -57.2% | 81.6%  |
| 投资和汇兑收益     | 230.8    | 320.6    | 203.5    | 203.5    | 250.0    | 净资产增长率      | 8.9%   | 5.5%   | 12.5%  | 9.2%   | 9.9%   |
| 营业利润        | 1,764.9  | 1,909.2  | 1,878.6  | 2,139.8  | 2,344.8  | 利润率         |        |        |        |        |        |
| 加: 营业外净收支   | -44.1    | -121.9   | -39.4    | -56.3    | -53.5    | 毛利率         | 37.7%  | 35.0%  | 35.0%  | 35.2%  | 36.8%  |
| 利润总额        | 1,720.8  | 1,787.3  | 1,839.2  | 2,083.5  | 2,291.3  | 营业利润率       | 15.3%  | 17.0%  | 15.8%  | 16.6%  | 17.9%  |
| 减: 所得税      | 94.5     | 55.9     | 57.5     | 65.2     | 71.7     | 净利率         | 14.1%  | 15.3%  | 15.0%  | 15.6%  | 16.8%  |
| 净利润         | 1,619.1  | 1,725.5  | 1,775.7  | 2,011.5  | 2,212.1  | EBITDA/营业收入 | 22.9%  | 23.7%  | 18.6%  | 19.2%  | 20.3%  |
| 资产负债表       | 2018     | 2019     | 2020E    | 2021E    | 2022E    | EBIT/营业收入   | 21.2%  | 21.7%  | 15.5%  | 16.3%  | 17.5%  |
| 货币资金        | 7,477.4  | 9,003.0  | 9,480.7  | 11,767.7 | 13,041.9 | 运营效率        |        |        |        |        |        |
| 交易性金融资产     | 45.8     | 2,034.7  | 2,034.7  | 2,034.7  | 2,034.7  | 固定资产周转天数    | 43     | 22     | -4     | -12    | -20    |
| 应收账款        | 1,136.9  | 814.6    | 1,652.7  | 810.5    | 1,807.5  | 流动营业资本周转天数  | 44     | -1     | -50    | -55    | -47    |
| 应收票据        | 258.8    | 366.8    | 284.1    | 429.3    | 293.7    | 流动资产周转天数    | 457    | 502    | 489    | 495    | 537    |
| 预付账款        | 1,647.8  | 1,437.7  | 1,821.5  | 1,711.7  | 1,796.1  | 应收账款周转天数    | 44     | 31     | 37     | 34     | 36     |
| 存货          | 1,312.1  | 1,167.3  | 1,408.1  | 1,407.5  | 1,376.1  | 存货周转天数      | 37     | 40     | 39     | 39     | 38     |
| 其他流动资产      | 4,349.5  | 341.9    | 341.9    | 341.9    | 341.9    | 总资产周转天数     | 691    | 744    | 715    | 691    | 718    |
| 可供出售金融资产    | 479.4    | -        | -        | -        | -        | 投资资本周转天数    | 191    | 134    | 52     | 28     | 23     |
| 持有至到期投资     | 20.0     | -        | 6.7      | 8.9      | 5.2      | 投资回报率       |        |        |        |        |        |
| 长期股权投资      | 944.2    | 1,162.8  | 1,162.8  | 1,162.8  | 1,162.8  | ROE         | 12.2%  | 12.3%  | 11.2%  | 11.6%  | 11.7%  |
| 投资性房地产      | 604.8    | 567.5    | 560.7    | 533.9    | 510.2    | ROA         | 6.9%   | 7.6%   | 7.3%   | 8.0%   | 8.2%   |
| 固定资产        | 1,374.9  | -        | -288.2   | -576.4   | -864.6   | ROIC        | 27.5%  | 28.6%  | 88.2%  | 146.4% | 373.6% |
| 在建工程        | 145.2    | -        | -        | -        | -        | 费用率         |        |        |        |        |        |
| 无形资产        | 925.2    | 898.0    | 795.5    | 690.7    | 585.8    | 销售费用率       | 5.9%   | 5.3%   | 6.1%   | 6.4%   | 6.6%   |
| 其他非流动资产     | 3,003.4  | 5,020.2  | 5,002.5  | 4,984.8  | 4,976.6  | 管理费用率       | 10.2%  | 11.0%  | 13.5%  | 12.9%  | 13.2%  |
| 资产总额        | 23,725.5 | 22,814.3 | 24,263.6 | 25,307.8 | 27,067.9 | 财务费用率       | -0.5%  | -0.4%  | -0.3%  | -0.2%  | -0.3%  |
| 短期债务        | 1,503.0  | 970.0    | 22.7     | -        | -        | 三费/营业收入     | 15.6%  | 15.9%  | 19.3%  | 19.0%  | 19.5%  |
| 应付账款        | 2,075.0  | 1,387.7  | 2,498.1  | 2,038.6  | 2,082.4  | 偿债能力        |        |        |        |        |        |
| 应付票据        | 405.2    | 344.3    | 567.7    | 355.9    | 593.4    | 资产负债率       | 43.1%  | 37.6%  | 34.0%  | 30.9%  | 29.0%  |
| 其他流动负债      | 4,772.5  | 3,925.0  | 4,206.0  | 4,475.1  | 4,228.0  | 负债权益比       | 75.8%  | 60.2%  | 51.5%  | 44.7%  | 40.9%  |
| 长期借款        | -        | -        | -        | -        | -        | 流动比率        | 1.85   | 2.29   | 2.33   | 2.69   | 3.00   |
| 其他非流动负债     | 1,475.0  | 1,949.1  | 949.1    | 949.1    | 949.1    | 速动比率        | 1.70   | 2.11   | 2.14   | 2.49   | 2.80   |
| 负债总额        | 10,230.7 | 8,576.1  | 8,243.6  | 7,818.7  | 7,852.8  | 利息保障倍数      | -40.32 | -57.61 | -48.03 | -68.14 | -53.45 |
| 少数股东权益      | 205.3    | 206.7    | 212.8    | 219.6    | 227.1    | 分红指标        |        |        |        |        |        |
| 股本          | 1,377.9  | 1,355.1  | 1,355.1  | 1,355.1  | 1,355.1  | DPS(元)      | 0.50   | 0.50   | -      | 0.41   | 0.36   |
| 留存收益        | 11,935.6 | 12,676.5 | 14,452.1 | 15,914.4 | 17,632.9 | 分红比率        | 42.3%  | 39.7%  | 0.0%   | 27.3%  | 22.3%  |
| 股东权益        | 13,494.8 | 14,238.2 | 16,019.9 | 17,489.1 | 19,215.1 | 股息收益率       | 4.3%   | 4.3%   | 0.0%   | 3.5%   | 3.1%   |
| 现金流量表       | 2018     | 2019     | 2020E    | 2021E    | 2022E    | 业绩和估值指标     | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 净利润         | 1,626.3  | 1,731.4  | 1,775.7  | 2,011.5  | 2,212.1  | EPS(元)      | 1.19   | 1.27   | 1.31   | 1.48   | 1.63   |
| 加: 折旧和摊销    | 213.4    | 241.9    | 363.5    | 365.8    | 365.8    | BVPS(元)     | 9.81   | 10.35  | 11.67  | 12.74  | 14.01  |
| 资产减值准备      | 168.7    | 196.4    | -        | -        | -        | PE(X)       | 9.7    | 9.1    | 8.9    | 7.8    | 7.1    |
| 公允价值变动损失    | 53.7     | -11.8    | -        | -        | -        | PB(X)       | 1.2    | 1.1    | 1.0    | 0.9    | 0.8    |
| 财务费用        | 51.4     | 156.5    | -38.3    | -30.9    | -43.1    | P/FCF       | 10.0   | 2.6    | 34.7   | 5.7    | 9.1    |
| 投资收益        | -230.8   | -320.6   | -203.5   | -203.5   | -250.0   | P/S         | 1.4    | 1.4    | 1.3    | 1.2    | 1.2    |
| 少数股东损益      | 7.1      | 5.9      | 6.0      | 6.9      | 7.5      | EV/EBITDA   | 4.2    | 2.4    | 0.6    | -0.4   | -0.8   |
| 营运资金的变动     | -328.6   | 1,740.3  | 252.5    | 422.9    | -872.2   | CAGR(%)     | 7.5%   | 8.6%   | 7.1%   | 7.5%   | 8.6%   |
| 经营活动产生现金    | 2,605.8  | 2,326.7  | 2,155.9  | 2,572.6  | 1,420.3  | PEG         | 1.3    | 1.1    | 1.3    | 1.0    | 0.8    |
| 投资活动产生现金    | -2,458.6 | 1,129.2  | 230.9    | 255.3    | 304.6    | ROIC/WACC   | 2.6    | 2.7    | 8.4    | 14.0   | 35.6   |
| 融资活动产生现金    | 1,191.2  | -2,175.5 | -1,909.0 | -540.9   | -450.6   | REP         | 0.7    | 1.2    | 0.1    | -0.1   | -0.1   |

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

|  | 评级 | 说明                                 |
|--|----|------------------------------------|
| 股票评级   | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|  | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|  | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|  | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级   | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|  | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|  | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 |    |                                    |

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。