

投资评级 **买入** 维持

估值优势显著，重视后续产品催化

股票数据

6个月内目标价(元)	27.36
06月16日收盘价(元)	21.71
52周股价波动(元)	19.06-24.59
总股本/流通A股(百万股)	1378/1282
总市值/流通市值(百万元)	29708/27641

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	24.6	20.3	16.4
市净率	2.9	2.5	2.3
市销率	2.49	2.28	2.07
EV/EBITDA	15.7	14.0	10.4
分红率(%)	—	—	—

相关研究

- 《业绩维持稳健增长，新业态占比持续提升实现业务结构优化》2017.03.22
- 《16年经营数据保持稳健，智明星通联手动视暴雪共同开发IP手游》2017.03.17
- 《“传统+新业态”业绩稳定增长，智明星通启动改制》2016.10.28

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.7	2.9	-1.7
相对涨幅(%)	1.9	1.7	-3.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:钟奇

Tel:(021)23219962

Email:zq8487@htsec.com

证书:S0850513110001

分析师:郝艳辉

Tel:(010)58067906

Email:hyh11052@htsec.com

证书:S0850516070004

联系人:毛云聪

Tel:(010)58067907

Email:mymc11153@htsec.com

投资要点:

- “传统+游戏”全年稳健增长确定性强，智明星通业绩持续提升。**根据公司公告和季度经营数据公告，公司2017年Q1实现营收29.21亿元(同比-8.12%)，实现归母净利润4.73亿元(+24.13%)。其中公司互联网游戏业务营收为10.66亿元(同比-16.4%)，推广营销费用1.62亿元(同比-75.8%)，营销推广费用率下降至15%。因而Q1公司出现营收略有下滑而归母净利实现稳健增长。从Q2来看，传统业务维持稳定增长，智明星通仍以老产品为主，流水稳定，新产品尚未进入大力推广期，我们判断营销推广费用率相较Q1波动不大，公司H1依旧维持净利稳健增长的局面，Q3之后重点关注新产品上线、推广带来的边际改善。
- 智明星通现有核心产品维持稳健增长，我们判断COK今年月均流水有望稳定在3亿。**智明星通的核心产品COK上线已经接近3年时间，产品进入成熟期，根据公司公告，COKQ1月均流水体量小幅下滑至2.7亿，随着后续广告投放常规化，我们判断COK今年月均流水有望稳定在3亿左右，单月推广费用有望稳定在0.6~1亿区间，净利率同比提升。参考海外市场的SLG策略类游戏生命周期普遍在3年以上，我们对COK未来1~3年的利润释放持乐观态度。此外公司老产品AOWE\MR\AOK\CQO等流水仍维持在千万级别，“爆款+精品产品矩阵”结构依旧稳定。
- 游戏业务后续两大看点：与腾讯合作SLG、新产品推广。**
看点1：子公司智明星通2016年4月与腾讯签订合作协议，约定针对COK游戏引擎再开发和制作一款SLG移动网络游戏。目前该合作产品——《乱世王者》，已开启预约(官网显示已有100万人预约)，预计近期正式上线，该产品是腾讯首款SLG类游戏，由腾讯打造出《王者荣耀》的天美工作室群进行联合研发，腾讯独家代理发行，我们判断该产品爆款概率大，智明星通分成获取纯利润；
 看点2：公司另一款核心SLG产品Total War已于2016年底上线，参考COK上线后9个月才进入美榜TOP10，Total War作为世嘉公司的知名IP，全球影响力强，随着后续营销推广的不断上量，我们判断该产品流水将呈持续上升态势，有望接棒COK成为下一个爆款产品。
- 传统业务增长稳定，国企改革催化不断，公司有望持续受益。**公司上市以来的年均复合增速维持在22%~24%之间，传统出版发行主业基础夯实，每年维持10%左右的增长，为公司提供稳健现金流；2016年公司削减贸易和印刷业务体量，继续排除风险因素，传统业务结构良好。截止Q1公司账上拥有现金及等价物51亿元，未来进行业务布局的弹药储备充足。另外随着国企改革主线的深化，作为江西省唯一一家文化传媒类上市公司，未来有望在股权激励、相关政策优惠等方面持续受益，“传统+新业态”双轮驱动。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11601.62	12775.84	13978.86	15402.85	17160.17
(+/-)YoY(%)	10.46%	10.12%	9.42%	10.19%	11.41%
净利润(百万元)	1057.96	1295.36	1564.55	1935.75	2562.48
(+/-)YoY(%)	30.75%	22.44%	20.78%	23.73%	32.38%
全面摊薄EPS(元)	0.77	0.94	1.14	1.40	1.86
毛利率(%)	35.71%	39.41%	39.89%	40.68%	41.64%
净资产收益率(%)	10.82%	11.83%	12.44%	13.80%	15.44%

资料来源：公司年报(2015-2016)，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

盈利预测: 保守估计公司传统业务增速, 看好智明星通后续产品表现。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.14 元、1.40 元和 1.86 元。再参考同行业中可比公司 2017 年 PE 均值 29 倍, 我们给予公司 2017 年 24 倍估值, 对应目标价 27.36 元。维持买入评级。

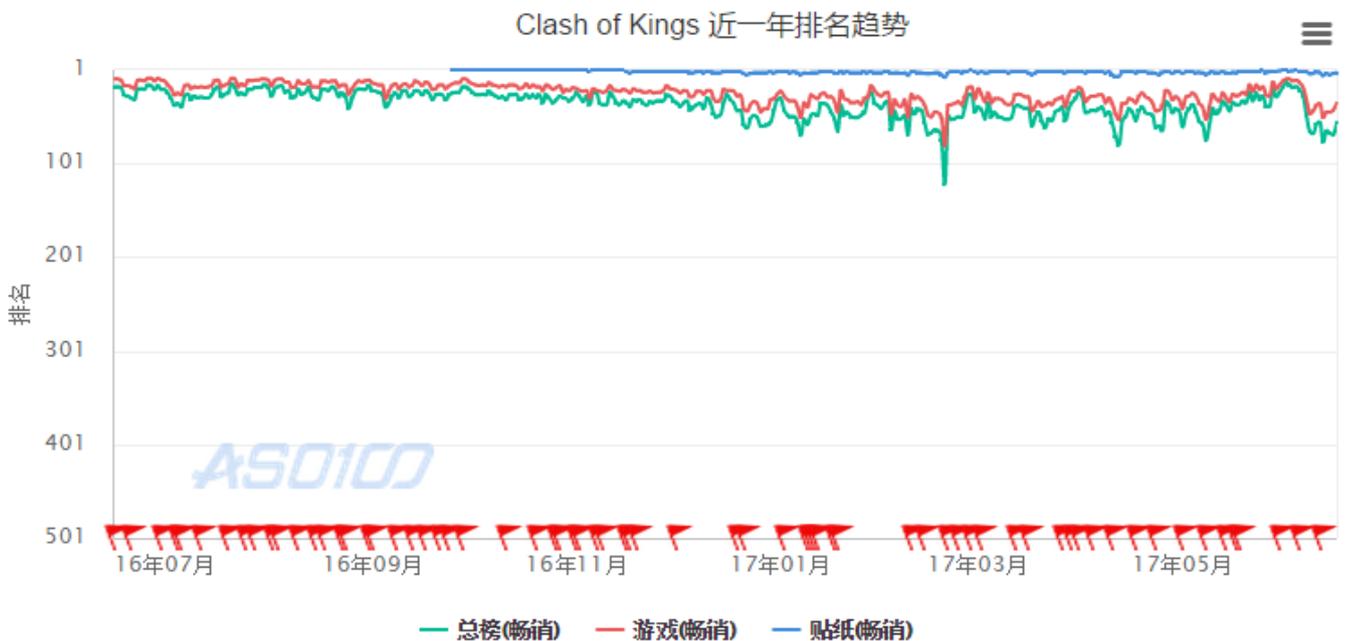
风险提示: 手游产品表现不及预期, 激励缺失人才流失, 海外市场拓展不达预期。

表 1 中文传媒可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)			市盈率 (X)		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
完美世界	002624.SZ	36.25	1.12	1.35	1.67	32	26	21
三七互娱	002555.SZ	25.75	0.83	1.02	1.22	31	26	21
皖新传媒	601801.SH	12.71	0.63	0.72	0.80	19	19	17
浙数文化	600633.SH	18.52	0.52	0.59	0.61	35	30	28
可比公司平均			0.78	0.92	1.08	29	25	22
中文传媒	600373.SH	21.71	1.14	1.40	1.86	19	16	12

注: 股价取自 2017 年 6 月 16 日收盘价, 盈利预测来自 wind 一致预期
资料来源: wind, 海通证券研究所

图 1 智明星通核心产品 COK 在美国 IOS 畅销榜近一年排名情况



资料来源: APP Annie, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

钟奇 互联网及传媒
郝艳辉 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： 电广传媒, 皖新传媒, 宝通科技, 华录百纳, 宋城演艺, 文化长城, 大地传媒, 中南传媒, 光线传媒, 共达电声, 利欧股份, 长方集团, 长城动漫, 华策影视, 游族网络, 中色股份, 天音控股, 文投控股, 唐德影视, 中国电影, 海亮股份, 江特电机, 鹏欣资源, 欢瑞世纪, 龙韵股份, 南山铝业, 万顺股份, 安泰科技, 松发股份, 鹿港文化

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%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。