

投资评级 优于大市 维持

20Q4 业绩迎来拐点，主业稳健增长，关注智明星通重点新产品表现

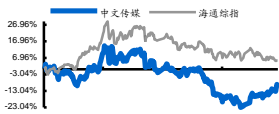
股票数据

04月02日收盘价(元)	10.67
52周股价波动(元)	9.08-13.77
总股本/流通A股(百万股)	1355/1355
总市值/流通市值(百万元)	14459/14459

相关研究

《传统出版发行稳健增长，新业态有望迎来新产品拐点》2020.05.06

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.0	12.4	5.8
相对涨幅(%)	10.5	18.6	6.7

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

联系人:康百川

Tel:(021)23212208

Email:kbc13683@htsec.com

投资要点:

- **业绩拐点显现，2020年股息率达5.1%**。公司2020年实现营收103.40亿元(YOY-8.2%)，实现归母净利润18.06亿元(YOY+4.6%)；2020年净利率为17.7%，同比增长2.32pct，盈利能力进一步加强；实现经营活动产生的净现金流量为27.7亿元，经营质量持续优化；20Q4实现营收30.38亿元(YOY+17.2%，QOQ+29.0%)，实现归母净利润5.40亿元(YOY+19.4%，QOQ+32.8%)，业绩拐点逐步显现，公司预计2021年全年实现营业总收入102-112亿元，营业成本60-72亿元。2020年拟每10股派发现金红利5.5元，分红比例达41.28%，以4月2日收盘价计算，股息率达到5.2%。
- **出版、发行业务稳健增长，营收结构进一步优化**。2020年公司出版业务和发行业务分别收入33.80亿元(YOY+11.40%)和49.97亿元(YOY+10.56%)，核心主业持续增长。公司持续加大一般图书市场开拓力度，营收较上年同比大幅增长，利润率较低的贸易收入规模进一步压缩，占合并抵销前的主业总收入比例降至14.36%，营收结构逐步优化。
- **持续布局新业态，转型升级取得积极成效**。公司大力发展有声阅读、知识服务、游戏等新业态，多个产品入选2020年全国有声读物精品出版工程。子公司智明星通游戏业务2020年实现营收17.42亿元，归母净利润5.38亿元，同比均有所下降，但由于控制相关费用支出，公司整体盈利能力仍保持较大优势。新产品方面，丧尸题材SLG游戏《The Walking Dead: Survivors》计划于21H1全球上线，新业态有望迎来业绩拐点。
- **电商销售加大市场开拓力度，零售市场再上台阶**。2020年公司在全国图书零售市场整体排名中同比上升2位，位居全国第3。零售市场码洋超20亿元，码洋占有率为3.09%，连续六年整体排名进入全国图书零售市场前10。公司电商销售码洋占有率排名也位居全国第3，同比上升2位，码洋超18亿元，码洋占有率为3.13%。
- **盈利预测**。公司货币资金及交易性金融资产合计132.8亿元，以4月2日收盘价计算市值为144.6亿元。我们预计公司2021-2023年EPS为1.43元、1.64元和1.83元。参考可比公司，1)我们给予公司2021年12-15倍动态PE，对应合理价值区间17.2~21.5元；2)我们给予公司2021年2~2.4倍动态PS，对应合理价值区间为16.1~19.3元；综上我们给予公司2021年合理价值区间17.2~19.3元，维持优于大市评级。
- **风险提示**。手游延期及表现不及预期，老产品流水快速下滑，海外市场风险。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11258	10340	10889	11623	12479
(+/-)YoY(%)	-2.2%	-8.2%	5.3%	6.7%	7.4%
净利润(百万元)	1725	1806	1944	2223	2484
(+/-)YoY(%)	6.6%	4.6%	7.7%	14.3%	11.8%
全面摊薄EPS(元)	1.27	1.33	1.43	1.64	1.83
毛利率(%)	35.0%	38.6%	39.4%	39.6%	39.6%
净资产收益率(%)	12.3%	11.9%	11.4%	11.5%	11.4%

资料来源：公司年报(2019-2020)，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

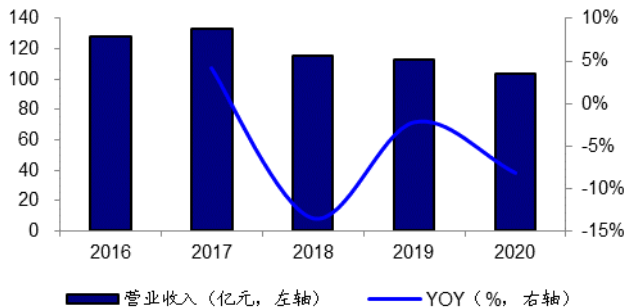
简称	代码	最新收盘价 (元)	每股收益(元)			市盈率(倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
出版发行内容								
中南传媒	601098.SH	10.19	0.78	0.81	0.89	8	13	11
凤凰传媒	601928.SH	6.53	0.53	0.61	0.63	12	11	10
中信出版	300788.SZ	43.60	1.38	1.78	2.11	29	24	21
			平均值			16	16	14
游戏内容								
三七互娱	002555.SZ	22.26	1.36	1.46	1.73	24	15	13
完美世界	002624.SZ	19.88	1.24	1.42	1.68	22	14	12
游族网络	002174.SZ	12.08	0.96	1.04	1.29	16	12	9
			平均值			21	14	11

注: 对应为 2021 年 4 月 2 日收盘价, 由于出版原可比公司新华文轩已无最新盈利预测, 将其更改为中信出版(下同)
资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

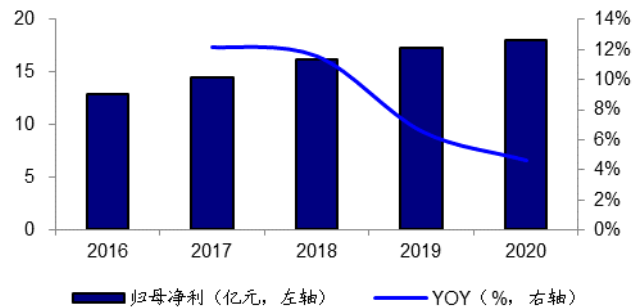
表 2 可比公司 SPS 及估值表

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	10.19	5.83	6.38	6.96	1.75	1.60	1.46
凤凰传媒	601928.SH	6.53	4.92	5.42	5.82	1.33	1.21	1.12
中信出版	300788.SZ	43.60	9.95	11.81	13.72	4.38	3.69	3.18
			平均值			2.49	2.16	1.92
游戏内容								
三七互娱	002555.SZ	22.26	6.49	8.44	9.97	3.43	2.64	2.23
完美世界	002624.SZ	19.88	5.33	6.43	7.44	3.73	3.09	2.67
游族网络	002174.SZ	12.08	5.32	5.92	6.37	2.27	2.04	1.90
			平均值			3.14	2.59	2.27

注: 对应为 2021 年 4 月 2 日收盘价
资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

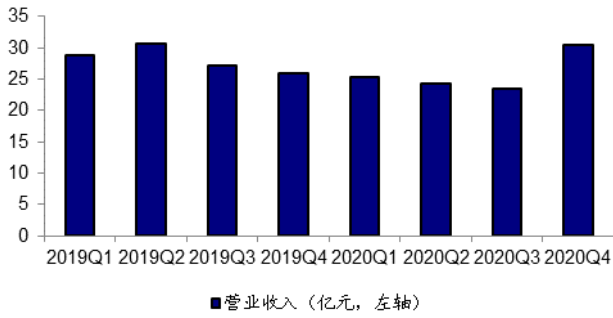
图 1 2016-2020 年公司营业收入与增长率


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 2 2016-2020 年公司归母净利润与增长率


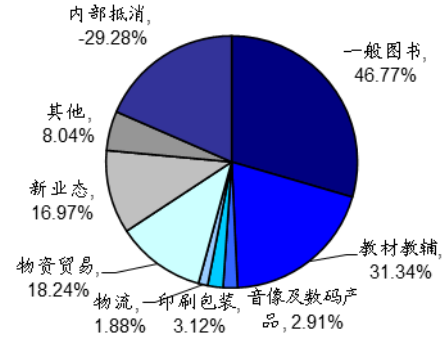
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 2019-2020 分季度营业收入情况 (亿元)



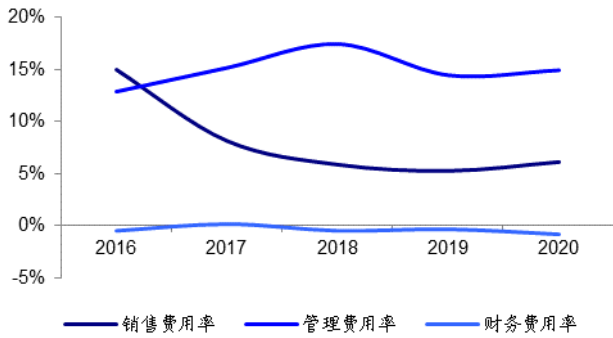
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 2020 年公司主要收入构成 (%)



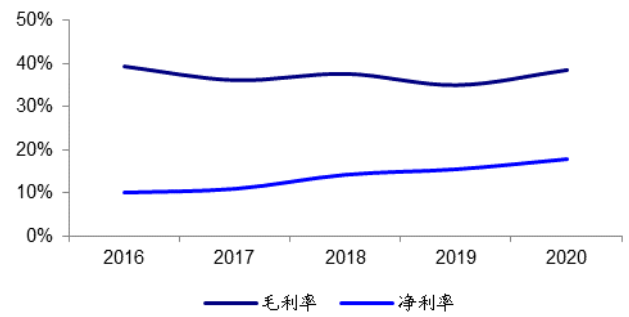
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 2016-2020 年公司三大费用率变化情况 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 2016-2020 年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	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	10340	10889	11623	12479
每股收益	1.33	1.43	1.64	1.83	营业成本	6352	6602	7022	7531
每股净资产	11.19	12.62	14.26	16.10	毛利率%	38.6%	39.4%	39.6%	39.6%
每股经营现金流	2.04	1.29	1.80	2.00	营业税金及附加	42	44	47	51
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	635	871	930	998
P/E	7.93	7.37	6.44	5.77	营业费用率%	6.1%	8.0%	8.0%	8.0%
P/B	0.94	0.84	0.74	0.66	管理费用	1340	1198	1220	1248
P/S	1.39	1.32	1.23	1.15	管理费用率%	13.0%	11.0%	10.5%	10.0%
EV/EBITDA	1.89	1.48	0.39	-0.65	EBIT	1762	1807	2032	2301
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-91	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	38.6%	39.4%	39.6%	39.6%	资产减值损失	-53	-1	0	-1
净利润率	17.5%	17.9%	19.1%	19.9%	投资收益	225	163	227	229
净资产收益率	11.9%	11.4%	11.5%	11.4%	营业利润	2072	2047	2341	2620
资产回报率	7.4%	7.4%	7.7%	7.8%	营业外收支	-155	0	0	0
投资回报率	9.6%	9.0%	9.1%	9.2%	利润总额	1917	2047	2341	2620
盈利增长 (%)					EBITDA	1996	2144	2263	2544
营业收入增长率	-8.2%	5.3%	6.7%	7.4%	所得税	87	87	97	111
EBIT 增长率	6.0%	2.5%	12.4%	13.3%	有效所得税率%	4.5%	4.2%	4.1%	4.2%
净利润增长率	4.6%	7.7%	14.3%	11.8%	少数股东损益	25	17	21	24
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1806	1944	2223	2484
资产负债率	36.9%	33.9%	32.1%	30.5%					
流动比率	2.45	2.72	2.93	3.13	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	2.18	2.39	2.61	2.80	货币资金	11973	13016	15303	17833
现金比率	1.79	1.98	2.21	2.41	应收账款及应收票据	854	1018	1067	1133
经营效率指标					存货	1118	1133	1201	1296
应收帐款周转天数	24.99	26.21	25.84	25.82	其它流动资产	2450	2740	2765	2848
存货周转天数	64.26	62.65	62.44	62.81	流动资产合计	16396	17907	20337	23110
总资产周转率	0.42	0.42	0.40	0.39	长期股权投资	1612	1612	1612	1612
固定资产周转率	7.66	6.96	6.99	7.02	固定资产	1351	1565	1663	1779
					在建工程	190	234	269	306
					无形资产	866	1010	1075	1156
					非流动资产合计	7974	8317	8477	8669
					资产总计	24370	26224	28814	31778
					短期借款	210	0	0	0
					应付票据及应付账款	1721	1703	1816	1962
					预收账款	0	1108	973	946
					其它流动负债	4762	3776	4142	4480
					流动负债合计	6693	6586	6932	7388
					长期借款	860	860	860	860
					其它长期负债	1449	1449	1449	1449
					非流动负债合计	2309	2309	2309	2309
					负债总计	9002	8895	9241	9697
					实收资本	1355	1355	1355	1355
					归属于母公司所有者权益	15159	17103	19326	21810
					少数股东权益	210	227	247	272
					负债和所有者权益合计	24370	26224	28814	31778
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E					
净利润	1806	1944	2223	2484					
少数股东损益	25	17	21	24					
非现金支出	376	338	232	243					
非经营收益	-120	-181	-244	-248					
营运资金变动	683	-365	204	212					
经营活动现金流	2770	1753	2435	2716					
资产	-152	-664	-373	-416					
投资	-2485	0	0	0					
其他	156	163	227	229					
投资活动现金流	-2481	-501	-147	-187					
债权募资	8578	-210	0	0					
股权募资	0	0	0	0					
其他	-8794	0	0	0					
融资活动现金流	-215	-210	0	0					
现金净流量	49	1042	2288	2529					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 02 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2020), 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: 芒果超媒,顺网科技,光线传媒,引力传媒,掌阅科技,平治信息,完美世界,华策影视,世纪华通,中南传媒,值得买,电魂网络,皖新传媒,星辉娱乐,豆神教育,天下秀,分众传媒,游族网络,浙数文化,腾讯控股,中信出版,乐享互动,中文传媒,掌趣科技,恺英网络,姚记科技,昆仑万维,中国电影,吉比特,微盟集团

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。