

证券研究报告 | 公司深度报告  
TMT及中小盘 | 传媒

# 中文传媒：国资背景深耕出版主业，资本运营探索多元发展

——中文传媒（600373.SH）深度报告

顾 佳

gujia@cmschina.com.cn

S1090513030002

CMS  招商证券

2023年4月11日

# 核心观点

## 摘要：

中文传媒背靠江西省出版集团，是一家以主营业务整体借壳上市的多介质、平台化、全产业链的大型出版传媒公司。公司于2010年12月21日完成重大资产重组，江西省出版集团以主营业务整体借壳鑫新股份上市。2015年，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。公司主要业务包括传统出版业务、产业链延伸业务和新业态业务。公司经营状况稳步向好，扣非后归母净利润保持增长趋势。公司传统主业矩阵优势显著，具备图书出版许可证等众多准入资质，拥有20家全资、控股一级子公司，涵盖传统出版领域的编、印、发、供全产业链。出版发行业务和游戏业务为公司带来稳定现金流，资产结构在同行业中表现较好，且经营性现金流充沛，现金比率较高，偿债能力强，有充足资金支持未来业务发展。公司积极寻找相关标的来加大投资并购力度，帮助公司补短板，强产业链，打开后续成长空间。同时，中文传媒成立数字出版公司，打造中文传媒的数字内容开发平台。公司整合当地滕王阁的区域旅游优势资源，打造“江右文化数字体验馆”，探索数字文旅发展，拓展新业态产业链。

## 核心内容：

**1、全国领先的现代出版传媒企业，出版主业和新兴业态双轮驱动业绩增长。**公司实际控制人为江西省人民政府，江西省出版传媒有限公司持股比例为55.76%。出版发行业务是公司营收和利润的基础，近年来，公司不断挺拔主业，出版发行业务营收稳步增长，公司出版发行业务主要包括教辅教材和一般图书的发行业务，新业态业务主要包括游戏、互联网、艺术品、新媒体等。公司2021年营业收入为107.15亿元，同比增长3.63%，归母净利润为20.43亿元，同比增长13.17%，公司毛利率近年来稳定在35%左右。

**2、传统主业矩阵优势显著，品牌影响力巩固行业地位。**公司拥有图书出版许可证和音像制品出版许可证等众多准入资质，享有文化企业以及科技企业相关税收优惠和扶持政策。同时，公司拥有20家全资、控股一级子公司，涵盖传统出版领域的编、印、发、供全产业链，拥有覆盖江西全省的出版物发行渠道和物流体系，教材教辅业务市场稳定，基础扎实；新兴出版领域的物联网技术、互联网游戏、数字出版等产业已形成一定规模，品牌影响力巩固其行业地位。

## 核心观点

**3、两大优质业务带来稳定现金流，公司价值有望重估。**公司的两大业务出版发行和游戏均属于现金牛业务，为公司带来充沛的现金流量。公司现金及现金等价物余额从上市之初的6.16亿元，增长至2022Q3的134.22亿元，增长了21.8倍，充足的现金将为企业的稳健和高质量发展保驾护航。公司2021年现金及现金等价物为106亿元，位于出版公司之首，在手现金充裕，经营净现金流与营业收入比以及现金比率均较高，偿债能力强，有充足资金支持未来业务发展。

**4、资本运营强产业链，拓宽多元变现渠道。**2022年10月，中文传媒子公司蓝海国际以自有资金认购江西综合公用环保平台洪城环境部分股权，2021年4月，公司使用自有资金参与新华网合营企业新华智云股权转让项目，与公司数字化转型和业态升级高度契合。中文传媒主要围绕销售渠道、数字化建设和职业教育方面，积极寻找相关标的来加大投资并购力度，有助于公司补短板，强产业链，打开后续成长空间。

**5、推动数字内容产业化，构建数字化、全媒体出版转型新格局。**中文传媒成立数字出版公司，依托其强大的品牌影响力和丰富的内容资源，打造中文传媒的数字内容开发平台。公司整合当地滕王阁的区域旅游优势资源，打造“江右文化数字体验馆”，探索数字文旅发展，拓展新业态产业链。

**盈利预测：**结合公司发展情况及外部环境判断，我们预计公司2022-2024年营业收入分别为108.56/112.54/115.82亿元，同比增速分别为1%/4%/3%。实现归属母公司所有者净利润分别为18.31亿/19.57/20.45亿元，同比增速分别为-10%/7%/5%，对应PE分别为9/9/8倍。

**风险提示：**行业竞争加剧风险、新游戏上线效果不及预期、老游戏衰退高于预期的风险、投资项目不及预期的风险

# 一、全国领先的现代出版传媒企业，出版主业和新业态双轮驱动业绩增长

1.1 全国领先的现代出版传媒上市企业

1.2 股权集中，国资背景优势明显

1.3 业务分析：出版发行主业稳健经营，多元业务协同增效

1.4 智明星通：专注海外游戏研发与运行，深耕SLG市场

1.5 财务分析：营收和扣非后归母净利润稳步增长，现金储备丰厚

## 1.1 公司简介：全国领先的现代出版传媒上市企业

中文传媒背靠江西省出版集团，是一家以主营业务整体借壳上市的多介质、平台化、全产业链的大型出版传媒公司。公司于2010年12月21日完成重大资产重组，江西省出版集团以主营业务整体借壳鑫新股份上市。2015年，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；2018年，子公司智明星通超额完成三年业绩对赌，在新三板挂牌上市。

**出版主业稳健发展，并购业务带动产业链布局。**公司主要业务包括 1) 传统出版业务：书报刊电子音像编辑出版、印刷发行、物资供应等。2) 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。3) 新业态业务：新媒体、在线教育、互联网游戏、数字出版、艺术品经营、文化综合体和投融资等新业态业务。公司在原有出版主业上不断外延并购，先后投资过艺术公司、出版发行公司新华联合，不断挺拔出版主业，同时2015年并购互联网游戏公司智明星通，开启新业态发展。

图：中文传媒发展历程



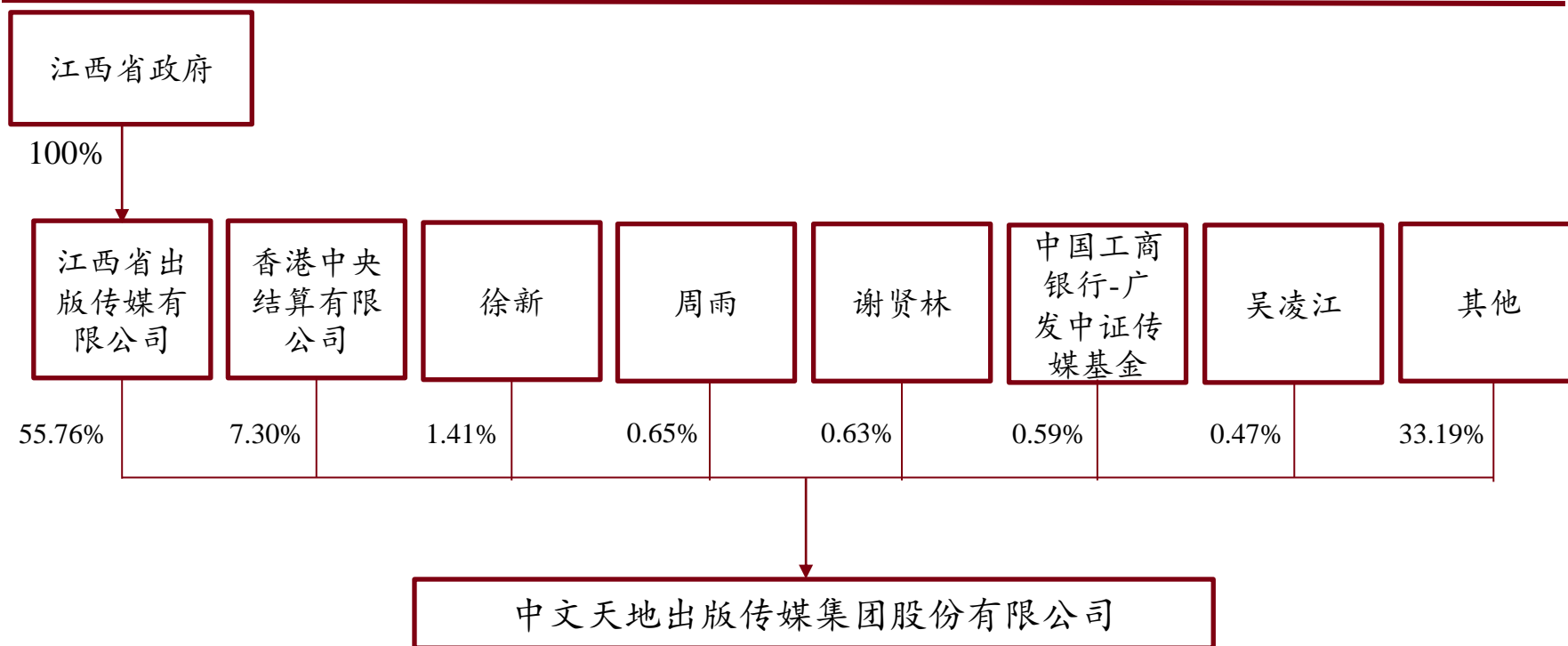
资料来源：公司官网，招商证券

## 1.2 股权结构：股权集中，国资背景优势明显

**股权集中，实际控制人为江西省人民政府，国资背景优势明显。**截至2022Q3，公司实际控制人为江西省人民政府，江西省出版传媒有限公司为公司第一大股东，持股比例为55.76%。前十大股东共持股67.97%，股权结构较为集中，国资背景优势明显。

**智明星通为中文传媒子公司。**中文传媒持股智明星通99.1%，智明星通主要业务为自研游戏业务，以投资业务和代理游戏业务为补充，初步实现了多元化的业务发展结构。成立至今陆续推出多款代表产品，包括《Happy Farm》、《Clash Of Kings》、《The Walking Dead: Survivors》等。其中《Clash Of Kings》迄今为止用户总数1亿+，曾在全球50多个国家和地区游戏收入排名前五。

图：中文传媒股权架构



资料来源：同花顺，招商证券

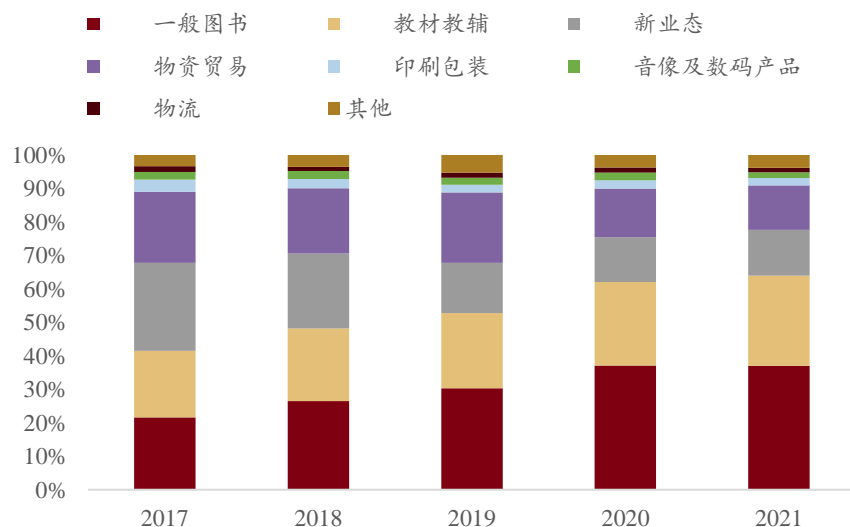
## 1.3 业务分析：出版发行主业稳健经营，多元业务协同增效

公司主营业务为：1) 出版发行业务 2) 新业态业务 3) 产业链延伸业务

**出版发行业务：**出版发行业务是公司营收和利润的基础，近年来，公司不断挺拔主业，出版发行业务营收稳步增长，公司出版发行业务主要包括教辅教材和一般图书的发行业务。

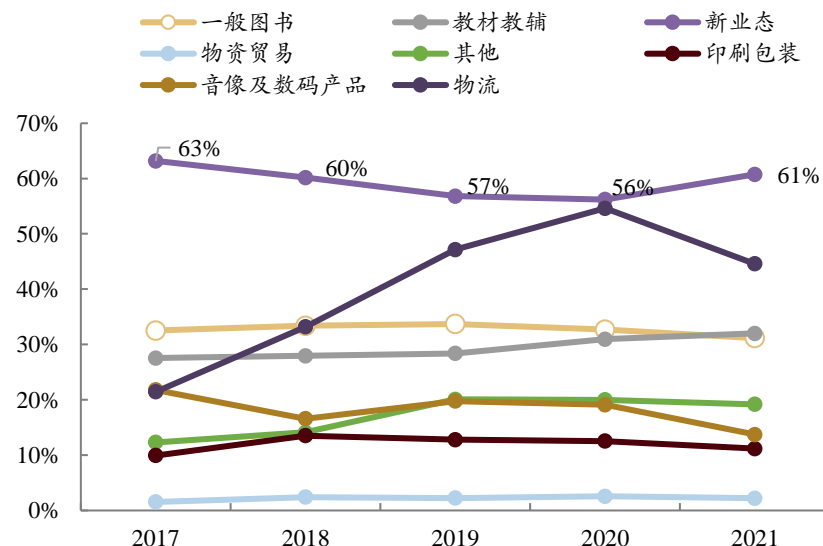
- **一般图书：**一般图书业务为公司主要收入贡献者，在2019/2020/2021分别实现营收41.6/48.4/50.2亿元，营收占比分别为36.9%/46.8%/46.8%。根据开卷监测数据，2021年公司在综合零售市场实洋占有率为3.0%，位居全国第3；电商实洋占有率均位居全国第4。公司已连续七年整体排名进入全国图书零售市场TOP10，连续三年位居前五位。
- **教辅教材：**公司享有教材发行业务资质，教材教辅业务市场稳定，基础扎实，在江西形成了良好的经营环境和资源禀赋，在2019/2020/2021分别实现营收31.0/32.4/36.7亿元，营收占比分别为27.5%/31.3%/34.2%。2021年，发行板块教材教辅销售码洋22.53亿元，同比上年增长13.5%。

图：2017-2021主营业务营业收入构成



资料来源：公司公告，招商证券

图：2017-2021主营业务分业务毛利率



资料来源：公司公告，招商证券

## 1.3 业务分析：出版发行主业稳健经营，多元业务协同增效

**新业态业务：**公司新业态业务由游戏、互联网、艺术品、新媒体等业务构成，在2019/2020/2021分别实现营收20.6/17.5/18.5亿元，营收占比分别为18.3%/17.0%/17.3%。游戏业务致力于自主研发及运营移动网络游戏，代理运营第三方研发的游戏，主要收入来自于海外市场；艺术品业务涵盖艺术品经营、文创产品的开发及制作、艺术培训以及文化会展活动的策划承展；新媒体业务包括数字出版、在线教育、电子书以及相关新媒体业务的拓展等。公司新业态板块收入大部分来自游戏子公司智明星通。

- **智明星通：**智明星通继续围绕产品创新、游戏自研、代理发行、投资并购等，加大产品研发及推广力度。通过成熟的海外发行渠道，深度挖掘精品游戏价值，形成精品产业链，构建核心竞争力。
- **新媒体、数字出版：**公司组建了江西红星传媒集团有限公司、江西中文传媒数字出版有限公司等作为公司向新媒体和数字出版转型升级的重要平台，拓展了智慧教育云平台、“新华云”、“云向学”、“嘟嘟科教”等项目，探索优质IP运营和VR/AR产业布局。

图：《Class of Kings》宣传主页



资料来源：智明星通官网，招商证券

图：公司积极进军新媒体、数字出版领域



资料来源：江西新华云教育官网，招商证券

## 1.4 智明星通：专注海外游戏研发与运行，深耕SLG市场

**智明星通：**智明星通Elex成立于2008年，是专注于全球市场的移动游戏开发商及运营商。2018年，智明星通完成新三板挂牌，进一步完善公司法人治理。公司以SLG策略游戏为核心，根据市场动向优化现有游戏，并自主研发或代理运营优秀的新游戏，在保持自身传统优势的基础上不断创新，满足市场的多元化需求。智明星通自主研发并运营了《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。智明星通凭借集中力量研发、代理精品游戏并进行全球发行的策略，成为data.ai评选的2023年2月中国游戏厂商出海收入排行榜30强中的第20名。

图：智明星通游戏产品

游戏名称	运营范围	游戏类型	研发模式	运营模式
列王的纷争 (clash of kings)	全球	移动游戏/网页游戏	自主研发	自主运营/授权运营
行尸走肉：幸存者(The walking dead:survivors)	境外	移动游戏	自主研发	自主运营
帝国战争 (age of warring empire)	全球	移动游戏	自主研发	自主运营
女王的纷争 (clash of queens)	全球	移动游戏	自主研发	自主运营
王权争霸 (age of kings)	全球	移动游戏	自主研发	自主运营
列王的纷争：西部大陆 (COK of the west)	全球	移动游戏	自主研发	自主运营
战地红警 (battle alert)	全球	移动游戏/网页游戏	自主研发	自主运营/授权运营
魔法英雄 (magic rush)	全球	移动游戏	第三方研发	授权运营
奇迹暖暖 (love nikki)	境外	移动游戏	第三方研发	授权运营
恋与制作人	全球	移动游戏	第三方研发	授权运营
食之契约	全球	移动游戏	第三方研发	授权运营

资料来源：智明星通公司公告，招商证券

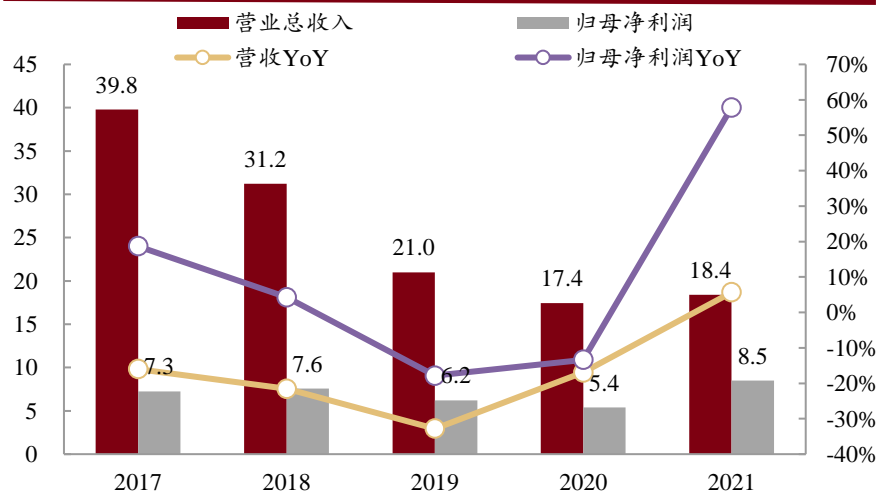
## 1.4 智明星通：海外业务占比高，新游上线有望改善营收

**移动游戏进入成熟期，新游戏上线有望改善营收。**

2022H1智明星通实现营业收入7.75亿元，同比下降1.40%，主要是由于上线游戏较少，游戏充值流水下降所致。智明星通针对现有游戏，通过更迭新玩法，持续优化游戏多维度数据，配合发行节奏，进一步提升游戏的成长性和稳定性。公司以策略游戏为核心，除了根据市场动向优化现有游戏，还自主研发或代理运营优秀的新游戏，目前尚有多款在研项目，将根据项目进度择期启动上线测试工作，带动公司营收改善。

**海外业务占比高，先发优势抢占海外蓝海市场。**智明星通90%以上的营业收入来自于中国港澳台地区及海外地区。目前，海外优秀SLG渗透率有待提升，智明星通作为国内手游出海先驱者，具备成熟的当地运营经验，先发优势明显。

图：2017年-2021智明星通营收及归母净利润



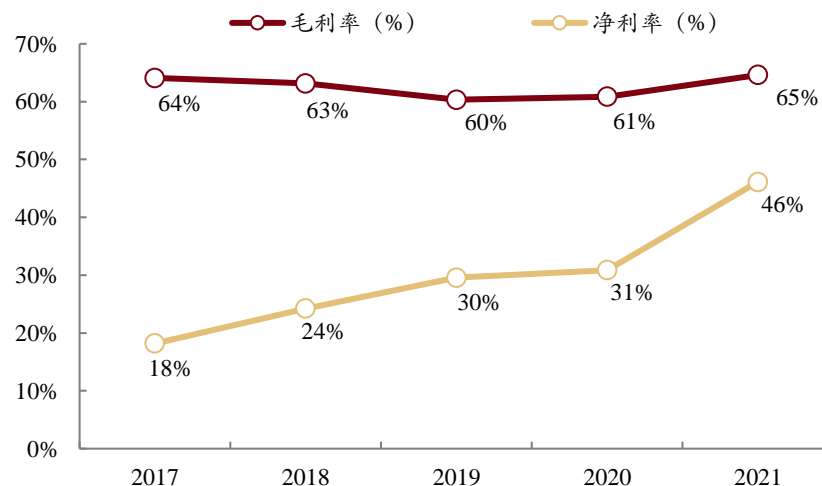
资料来源：公司公告，招商证券

图：智明星通海外营收同业领先

公司	2022H1海外营收 (亿元人民币)	海外营收占比 (%)
智明星通	7.12	92%
游族网络	6.15	60%
昆仑万维	16.68	74%
完美世界	2.73	7%
三七互娱	30.33	37%

资料来源：公司公告，招商证券

图：2017年-2021智明星通利润率情况



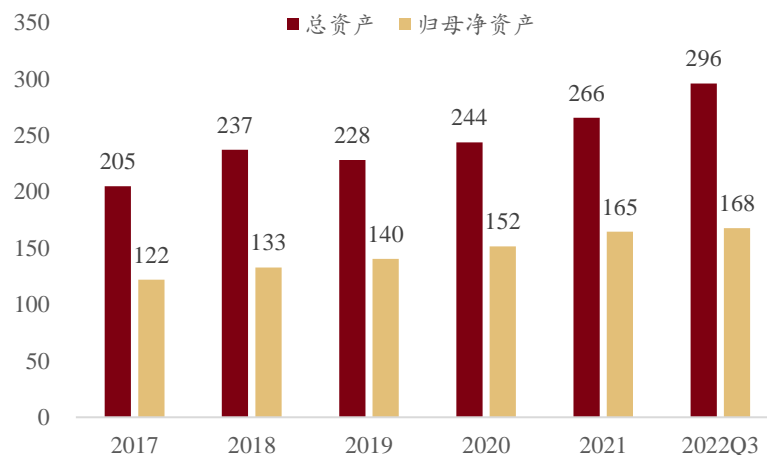
资料来源：公司公告，招商证券

## 1.5 财务分析：营收和扣非后归母净利润稳步增长

公司经营情况稳步向好。

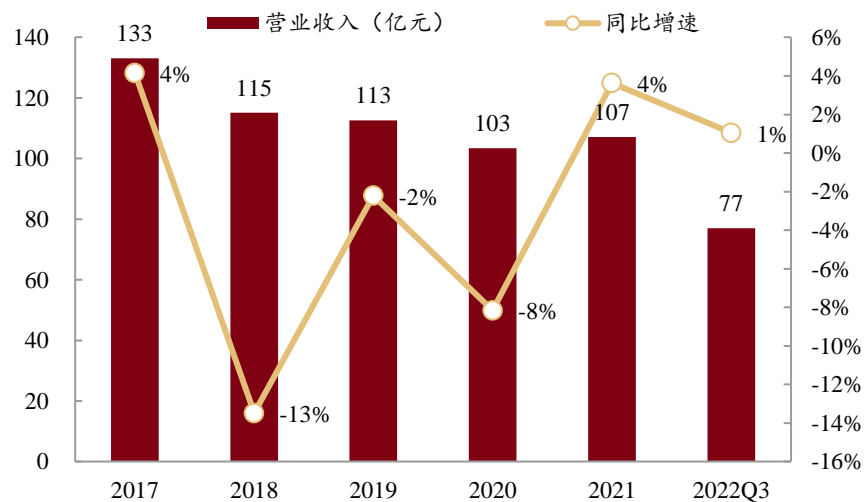
- **营业收入**：从上市之初的31.31亿元，增长至2021年的107.15亿元，CAGR为11.83%，2022Q3同比增长1.05%；
- **归母净利润**：从上市之初的3.53亿元，增长至2021年的20.43亿元，CAGR为17.32%，2022Q3同比下降29.14%，主要由于2021年子公司智明星通的联营企业北京创新壹舟投资中心(有限合伙)处置 Moonton Holdings Limited 股权产生非经常性收益，造成上期基数过大，扣非后归母净利润同比增长22.14%；
- **总资产**：由上市之初的50.91亿元增长至2021年的265.67亿元，CAGR为16.21%，2022Q3达到295.93亿元，较年初增长11.39%；归母净资产由上市之初的34.08亿元，增长至2021年的164.53亿元，CAGR为15.39%，2022Q3达到167.66亿元，较年初增长1.09%。

图：2017-2022Q3公司总资产及归母净资产（亿）



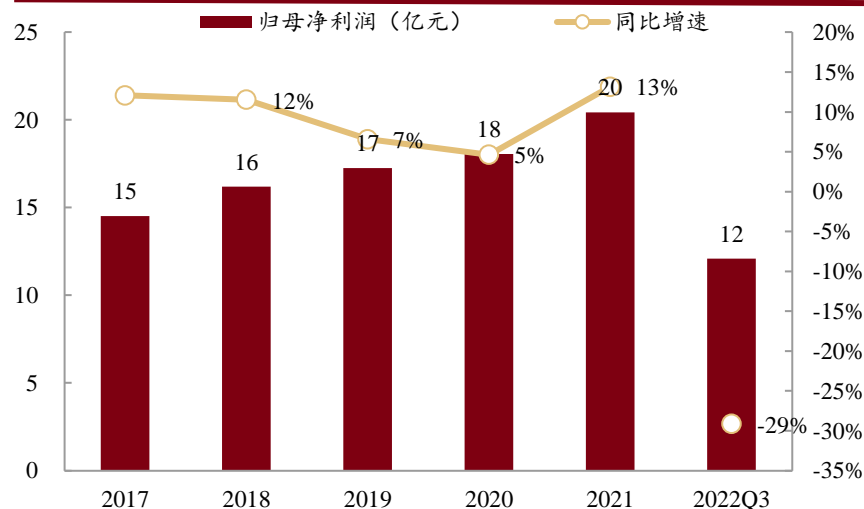
资料来源：同花顺，招商证券

图：2017-2022Q3公司营业收入及同比增速



资料来源：同花顺，招商证券

图：2017-2022Q3扣非后归母净利润及同比增速



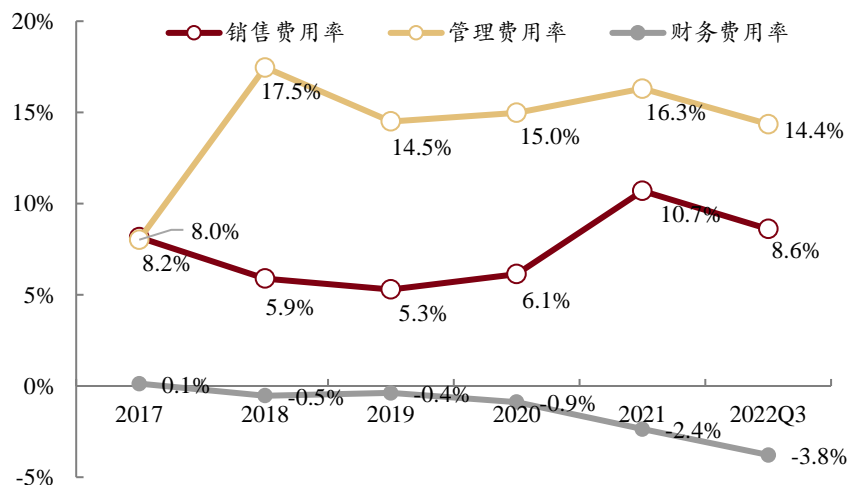
资料来源：同花顺，招商证券

## 1.5 财务分析：费用控制良好，现金储备丰厚

**公司费用端控制良好。**公司不断优化费用管理，管理费用率自2018年17.5%降到2022年三季度14.4%；销售费用率因为受到海外新游宣发的影响，近两年有所提升；财务费用方面近年来利息收入增加大于支出。

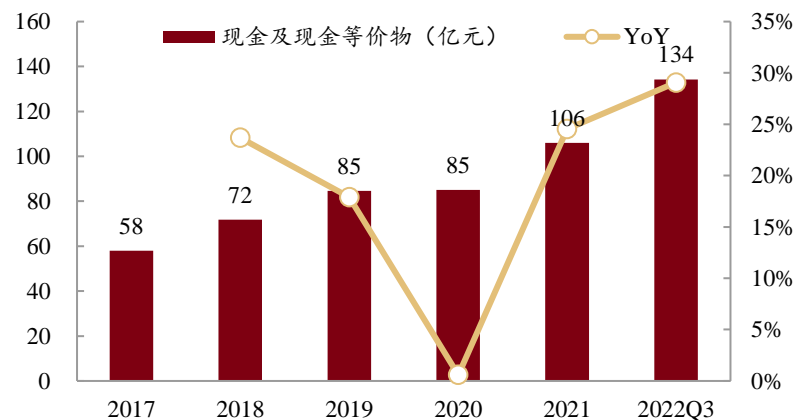
**公司盈利能力基本保持稳定。**公司毛利率几年来维持稳定，保持在35%左右，主要得益于毛利较高的新业态板块。净利率呈上升趋势，2021年公司净利率达19.1%，是由于子公司智明星通的联营企业北京创新壹舟投资中心处置股权产生非经常性收益，2022Q3公司净利率回落至15.8%。

图：2017-2022Q3公司费用率表现



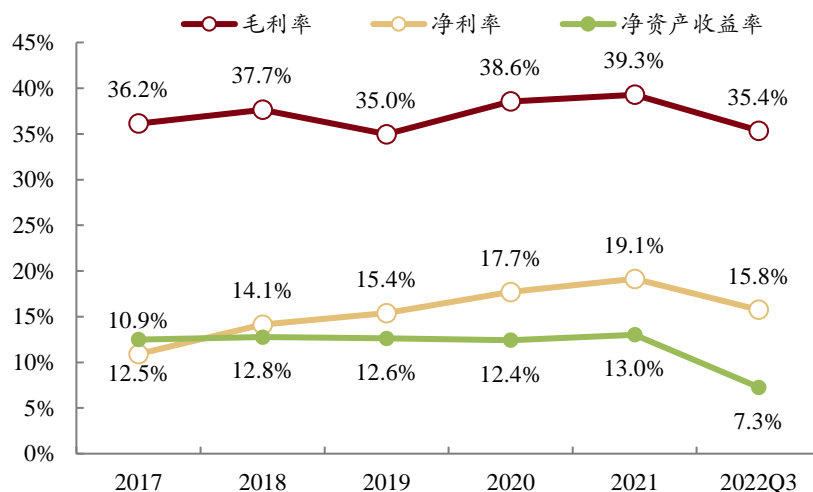
资料来源：同花顺，招商证券

图：2017-2022Q3公司期末现金及现金等价物



资料来源：同花顺，招商证券

图：2017-2022Q3公司盈利能力表现



资料来源：同花顺，招商证券

## 1.6 股价复盘

2020-2022年公司股价承压，2022年12月央企价值重估带动后续上涨。2018-2019年，公司子公司智明星通超额完成业绩对赌后登陆新三板，叠加市场情绪复苏，带动公司股价上涨。2020-2022上半年，疫情对渠道端产生冲击，外加双减政策影响教辅业务，公司股价下行，跑输沪深300指数。2022年11月，国企估值重估事件因素驱动中字头国企普涨，公司作为低估值国企受益。

图：2018-2022公司股价驱动因素复盘（与业绩对照）



资料来源：同花顺，招商证券

## 二、出版发行：资质审核严格，市场格局稳定

2.1 资质审核严格，国有属性较强

2.2 图书出版定价总金额稳中有升，量价齐升推动图书终端销售额超千亿

2.3 一般图书零售市场短暂承压，线上销售渠道增速较快

2.4 教辅类码洋比重大，发展势头良好

## 2.1 资质审核严格，国有属性较强

图书出版与发行资质审核较为严格，我国以国有企业为主。《出版管理条例》规定出版物印刷、发行等文化类企业国有资本必须控股51%以上，各地方政府将旗下出版集团和发行集团打包成为区域性国有出版集团来进行上市融资。地方出版集团具备牌照优势和股权优势，在区域内有较高的地位。

图：我国区域性上市国有出版发行集团信息（2021年）

证券代码	证券名称	主要市场	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	净利率	毛利率
601928.SH	凤凰传媒	江苏	125.17	24.82	19.8%	37.2%
601921.SH	浙版传媒	浙江	113.95	13.20	11.6%	27.2%
601098.SH	中南传媒	湖南	113.31	16.37	14.4%	44.1%
601019.SH	山东出版	山东	108.91	15.25	14.0%	37.3%
600373.SH	中文传媒	江西	107.15	20.50	19.1%	39.3%
601811.SH	新华文轩	四川	104.60	13.03	12.5%	36.5%
601801.SH	皖新传媒	安徽	101.12	6.61	6.5%	20.2%
000719.SZ	中原传媒	河南	92.61	9.79	10.6%	35.8%
600551.SH	时代出版	安徽	78.94	3.61	4.6%	10.5%
601900.SH	南方传媒	广东	75.98	8.23	10.8%	28.6%
600757.SH	长江传媒	湖北	60.23	7.00	11.6%	35.0%
601999.SH	出版传媒	辽宁	28.69	1.07	3.7%	18.5%
600229.SH	城市传媒	山东	24.15	2.78	11.5%	33.7%
605577.SH	龙版传媒	黑龙江	17.91	4.43	24.7%	44.2%
603230.SH	内蒙新华	内蒙古	15.92	2.29	14.4%	38.9%
600825.SH	新华传媒	上海	12.84	0.33	2.6%	32.5%
603999.SH	读者传媒	甘肃	12.22	0.83	6.8%	16.8%

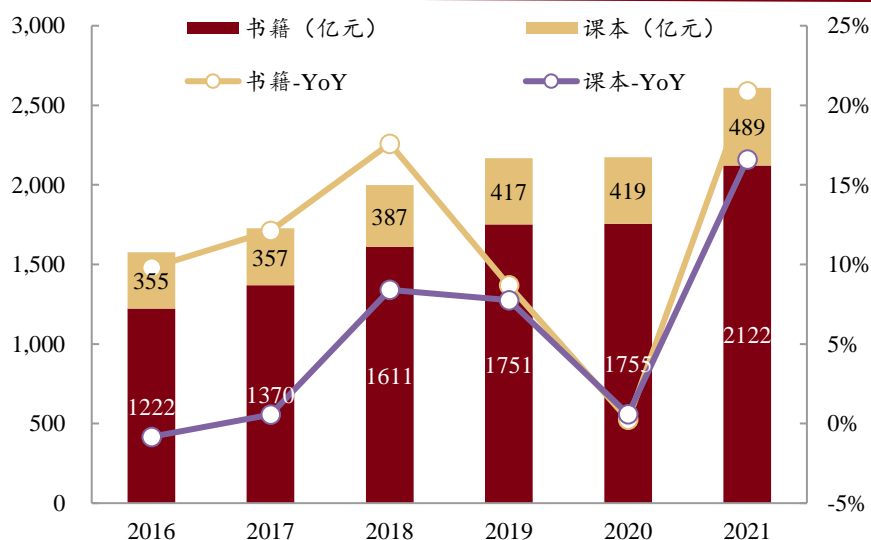
资料来源：同花顺，招商证券

## 2.2 图书出版定价总金额稳中有升，量价齐升推动图书终端销售额超千亿

**图书出版定价总金额稳中有升。**根据国家新闻出版署的数据，2021年书籍/课本的图书出版定价（码洋）总金额为2122/489亿元，分别同比+21%/+17%，2017-2021年CAGR分别为9.14%/6.50%，均保持较高增速。

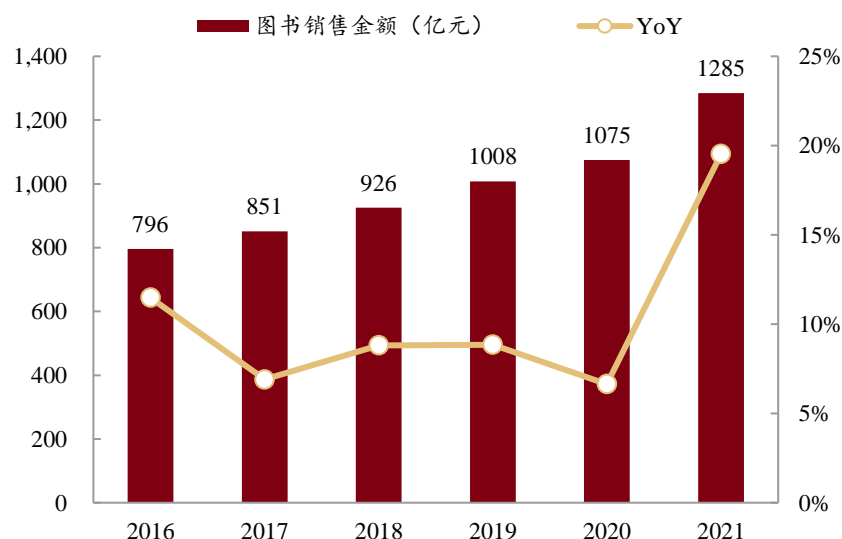
**量价齐升推动图书终端销售额超千亿。**根据国家新闻出版署的数据，2021年我国图书销售金额达1285亿元，同比增长20%，随着疫情稳定，我国图书市场逐步恢复。2017-2021年图书销售金额CAGR为8.59%。对图书销售金额进行量价拆分后，2021年我国图书销售数量为91.1亿册（YoY+11.2%），图书平均零售单价为14.1元（YoY+7.5%），数量端及价格端共同提升推动图书终端销售额增长。

图：全国图书（主要为书籍和课本）出版定价总金额



资料来源：国家新闻出版署，招商证券

图：全国图书销售金额



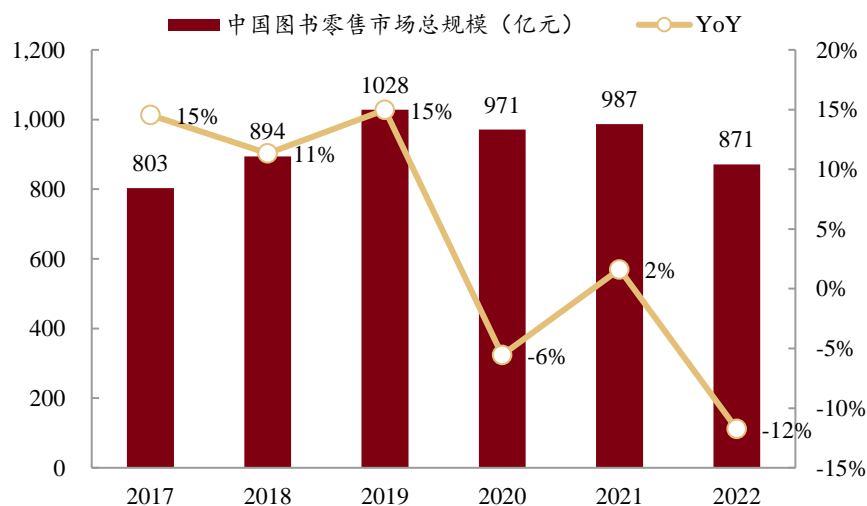
资料来源：国家新闻出版署，招商证券

## 2.3 一般图书零售市场短暂承压，线上销售渠道增速较快

**一般图书零售市场短暂承压。**中国图书零售市场（只考虑To C零售渠道，不包括教材教辅的集中发行）在2017-2019年之间保持着10%以上的增速，2020年受疫情因素影响首次出现负增长，2022年中国一般图书零售市场码洋为871亿，较2021年同比下降11.8%，主要是由于疫情、大厂裁员、居民收入下降等影响因素，一定程度上抑制了大众消费的意愿。但随着二十大报告对新时代出版工作指明方向，实体书店转型升级深入以及政府扩大对书店的扶持政策，一般图书市场有望在疫情后回暖。

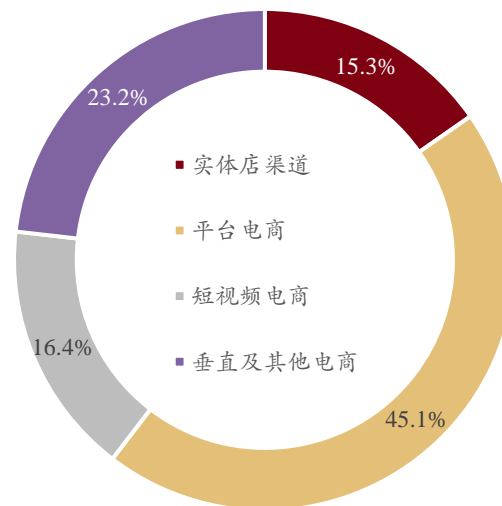
**短视频电商码洋占比赶超实体店渠道零售占比。**线上图书销售模式从最早的自营电商到现在的平台电商、短视频电商，目前短视频电商作为新兴电商，更加吸引用户的注意力，从零售图书码洋规模占比看，平台电商码洋规模占比最高，超过40%，短视频电商零售码洋占比赶超实体店零售渠道的占比。

图：2017-2022年中国一般图书零售市场总规模



资料来源：北京开卷，招商证券

图：2022年整体图书零售市场渠道结构



资料来源：北京开卷，招商证券

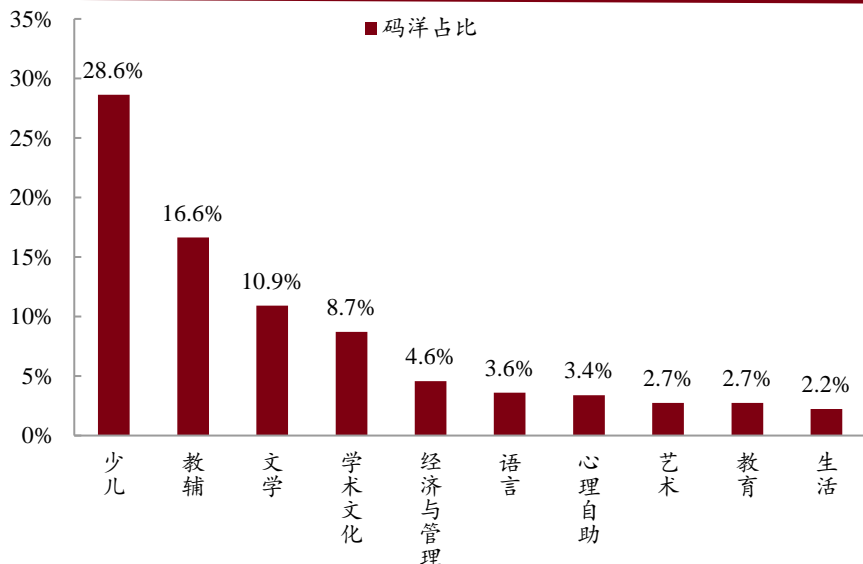
## 2.4 教辅类码洋比重大，发展势头良好

**教辅类码洋占比较高，发展势头良好。**从2022年各类图书的码洋构成来看，少儿类是码洋比重最大的类别，教辅类码洋比重位居第二，占比为16.6%。随着三孩政策的落地以及父母对教育重视程度进一步提升，少儿图书以及教材教辅需求有望持续释放。

**教材教辅为刚需市场，受宏观经济和政策影响较小。**教辅教材的核心目标群体为中小學生，相对于一般图书，教辅教材需求较为刚性，受到宏观经济和政策的影响较小，在我国使用高考选拔人才的制度模式下，预计教材教辅需求会保持旺盛。同时，教材教辅价格受到国家政策的限制，定价权未市场化，整个教材教辅市场取决于在校学生人数等因素。

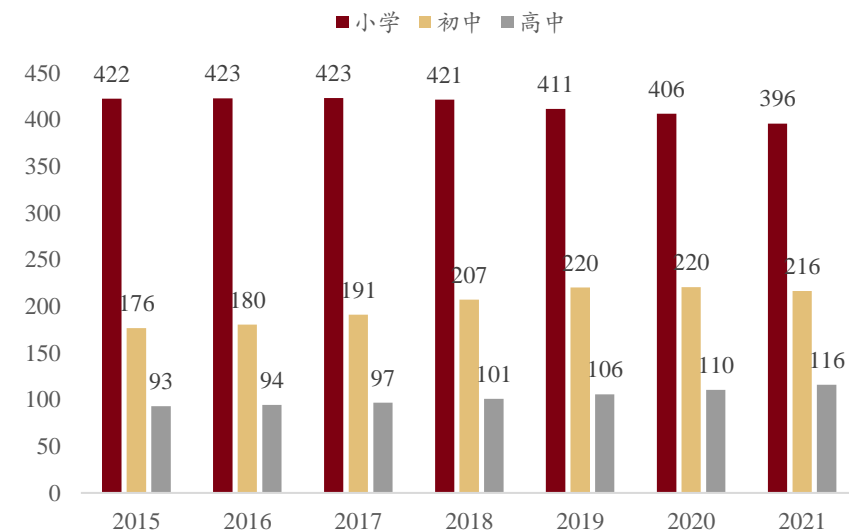
➤ **江西省在校学生人数：**自2015年开始，伴随着学龄儿童数量的减少，江西省小学在校人数逐步减少，初中阶段在校生数量基本保持稳定，高中在校生数量稳步增长。

图：2022年码洋占比前十图书类型



资料来源：北京开卷，招商证券

图：2017-2021年江西省在校人数（万人）



资料来源：江西省教育厅，招商证券

## 三、传统主业矩阵优势显著，资本运营探索多元发展

3.1 传统主业矩阵优势显著，品牌影响力巩固行业地位

3.2 优质业务带来稳定现金流，公司价值有望重估

3.3 资本运营强产业链，拓宽多元变现渠道

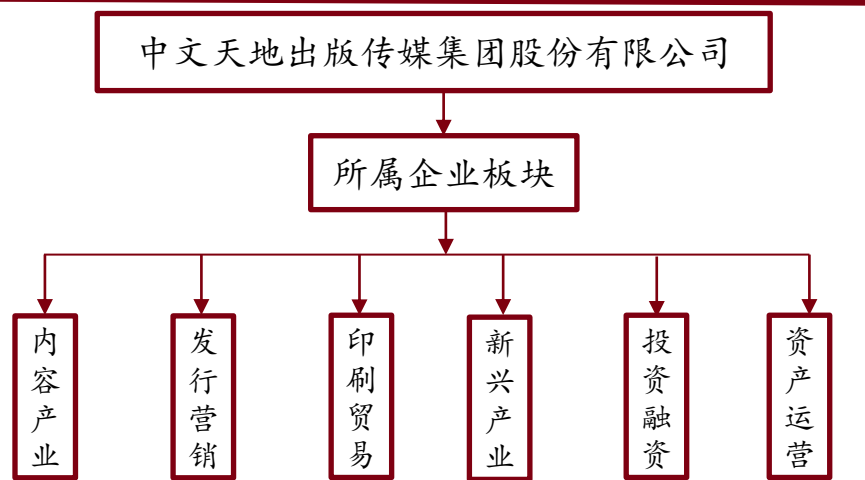
3.4 推动数字内容产业化，构建数字化、全媒体出版转型新格局

## 3.1 传统主业矩阵优势显著，品牌影响力巩固行业地位

**公司具备多行业特许资质，传统主业矩阵优势显著。**公司拥有图书出版许可证、音像制品出版许可证、电子出版物出版许可证、互联网新闻信息服务许可证等众多准入资质，享有文化企业以及科技企业相关税收优惠和扶持政策。同时，公司拥有20家全资、控股一级子公司，涵盖传统出版领域的编、印、发、供全产业链，拥有覆盖江西全省的出版物发行渠道和物流体系，教材教辅业务市场稳定，基础扎实；新兴出版领域的物联网技术、互联网游戏、数字出版等产业已形成一定规模；公司艺术品经营、文化综合体和投融资、保险经纪等新业态业务与传统出版业务形成有效协同。

**公司具备品牌规模优势，行业地位持续巩固。**据开卷数据统计，2021年，公司在全国图书零售市场排名再度攀升三个位次，整体排名位居全国第三。实洋品种效率为1.96，位居全国出版集团第一；电商销售实洋占有率位居全国第四，同比上升两位。至此，公司已连续七年排名进入全国图书零售市场TOP10，连续三年位居前五。

图：公司组织结构图



资料来源：公司官网，招商证券

图：公司获2021年最具市场影响力出版商前三名



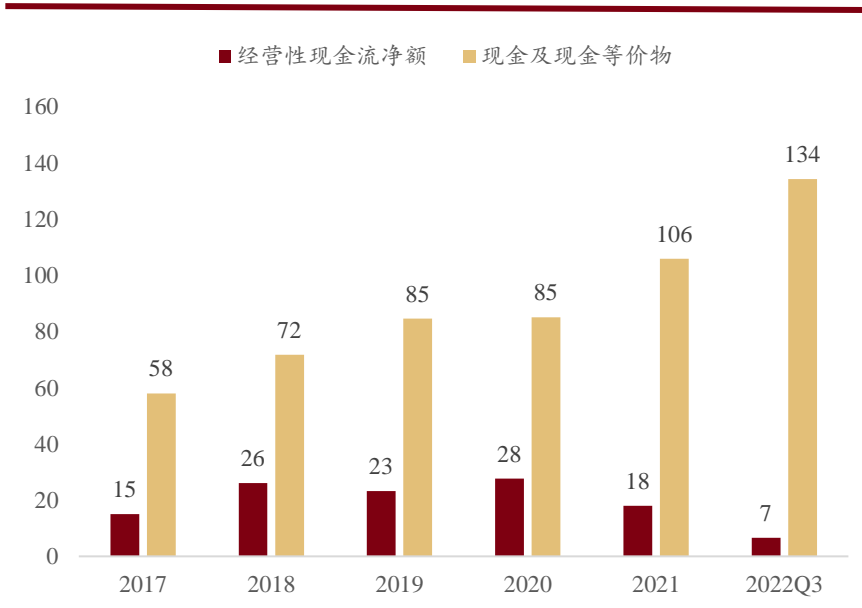
资料来源：北京开卷，招商证券

## 3.2 优质业务带来稳定现金流，公司价值有望重估

**公司在手现金充裕，经营性现金流充沛。**公司的两大业务出版发行和游戏，均属于现金牛业务，为公司带来充沛的现金流量。公司现金及现金等价物余额从上市之初的6.16亿元，增长至2022Q3的134.22亿元，增长了21.8倍，充足的现金将为企业的稳健和高质量发展保驾护航。

**公司的现金储备情况在同行业中表现较好。**公司2021年现金及现金等价物为106亿元，位于出版公司之首，远高于传媒行业均值14.1亿元、出版发行行业市值前10大公司均值40.8亿元和游戏行业市值前10大公司均值20.8亿元，在手现金充裕。公司经营净现金流与营业收入比以及现金比率均较高，偿债能力强，有充足资金支持未来业务发展。

图：公司经营净现金流量净额和现金储备（亿元）



资料来源：同花顺，招商证券

图：中文传媒在手现金及现金流状况与行业对比

公司/行业	现金及现金等价物 (亿元)	经营净现金流/营收 (%)	现金比率(%)
中文传媒	106.0	16.8%	169.2%
游戏前10大公司均值	20.8	27.1%	156.1%
出版发行前10大公司均值	40.8	16.1%	135.6%
传媒行业均值	14.1	14.5%	140.6%

资料来源：同花顺，招商证券，以申万行业分类

### 3.3 资本运营强产业链，拓宽多元变现渠道

**加大投资并购力度，拓宽多元变现渠道。**2022年10月，中文传媒子公司蓝海国际以自有资金认购江西综合公用环保平台洪城环境部分股权，有助于其获得洪城环境部分增值收益；2021年4月，公司使用自有资金参与新华网合营企业新华智云股权转让项目，与公司数字化转型和业态升级高度契合。2020年10月，公司联合收购全通教育部分股权，全通教育在智慧校园、职业教育和信息化建设等方面都有充分的优势，有助于和公司出版主业形成互动和协同。中文传媒主要围绕销售渠道、数字化建设和职业教育方面，积极寻找相关标的来加大投资并购力度，有助于公司补短板，强产业链，打开后续成长空间。

图：公司资本运作具体情况

最新公告日	交易买方	交易卖方	交易金额 (万元)	交易简介
2023-03-14	江西中文传媒蓝海国际投资有限公司	--	3000	蓝海国投拟认购深圳致远资本或基金管理人发起的致远前沿产业5号基金
2022-10-28	江西中文传媒蓝海国际投资有限公司等	--	36820	中文传媒收购洪城环境部分股权
2021-04-09	中文天地出版传媒集团股份有限公司	新华网股份有限公司	15000	中文传媒收购新华智云科技有限公司6%股权
2020-10-31	南昌经济技术开发区中文旭顺企业管理合伙企业	陈炽昌, 林小雅, 全鼎资本管理有限公司, 中山峰汇资本管理有限公司	34957	全通教育集团(广东)股份有限公司6.89%股权
2016-03-12	北京智明星通科技有限公司	世嘉欧洲有限公司	900	《全面战争：王者归来》IP
2015-01-24	中文天地出版传媒股份有限公司	唐彬森, 谢贤林, 周雨等	266000	北京智明星通科技有限公司100%股权
2014-03-28	江西出版集团蓝海国际投资有限公司	嘉诚中泰文化艺术投资管理 有限公司, 原媛, 蒋伟, 梦小诗 等14个自然人股东	20000	增资后北京艺融民生艺术投资管理有限公司40%股权
2014-03-28	江西新华印刷集团有限公司	宝利华投资香港有限公司	0	增资后立华彩印(昆山)有限公司51%的股权

资料来源：同花顺，招商证券

### 3.4 推动数字内容产业化，构建数字化、全媒体出版转型新格局

**成立数字出版公司，推动数字内容产业化。**公司前身是江西人民出版社，成立于1950年，储备大量数字信息和IP资源。公司于2020年成立一级子公司“江西中文传媒数字出版公司”，依托中文传媒强大的品牌影响力和丰富的内容资源，打造中文传媒的数字内容开发平台。公司继续与中国移动、中国联通等企业在电子阅读方面保持深度合作，同时与当当、掌阅、阅文等数字阅读平台持续开展电子书业务，完善图书和数字资源收集和数字化加工，2022年上半年已完成数字资源加工1500本，入库视频彩铃产品200个、视频产品108种。

**探索数字文旅发展，拓展新业态产业链。**公司整合当地滕王阁的区域旅游优势资源，打造“江右文化数字体验馆”，利用人工智能、短视频、虚拟现实、增强现实、全息投影、交互科技等前沿科技，整合开发江右文化资源，建设线上和线下互通（简称O2O）共享的两大平台，通过建设江右文化大数据平台，赋能线下实体展馆，并根据参观者喜好精准推送文化产品以数字化的方式深入挖掘赣鄱文化的深厚底蕴，用互联网技术发展成果促进江右文化传播和文旅融合。该项目将为公司探索数字文旅、壮大新业态、拓展产业链提供全新发展路径。

图：“赣鄱书云”数据库



资料来源：中文数字出版官网，招商证券

图：“数字江右”文化数字体验馆



资料来源：数字江右公众号，以申万行业分类，招商证券

## 四、盈利预测及估值

## 4.1 盈利预测及估值

**盈利预测：**公司出版发行与新业态双轮驱动，出版发行主业整体表现平稳，2021年保持增长，2022年有望维持增长势头。公司主业一般图书和教材教辅区域优势明显，有望带动公司业绩继续增长。我们预测公司2022-2024年营业收入分别为108.56/112.54/115.82亿元，同比增速分别为1%/4%/3%。实现归属母公司所有者净利润分别为18.31亿/19.57/20.45亿元，同比增速分别为-10%/7%/5%，对应PE分别为9/9/8倍。

表：盈利预测及分业务营收预测

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	10715	10856	11254	11582	一般图书	5019	5120	5273	5431
同比增长	4%	1%	4%	3%	同比增长	4%	2%	3%	3%
营业总成本（百万元）	6504	6906	6941	7187	教材教辅	3665	3848	4079	4283
同比增长	2%	6%	1%	4%	同比增长	13%	5%	6%	5%
归母净利润(百万元)	2043	1831	1957	2045	新业态	1850	1800	1898	1955
同比增长	13%	-10%	7%	5%	同比增长	5%	-3%	5%	3%
每股收益(元)	1.51	1.35	1.44	1.51	物资贸易	1811	1829	1848	1866
P/E(倍)	8	9	9	8	同比增长	-4%	1%	1%	1%
P/B(倍)	1.0	1.0	0.9	0.8	印刷包装	296	299	305	308
					同比增长	-8%	1%	2%	1%
					音像及数码产品	236	238	243	248
					同比增长	-22%	1%	2%	2%
					物流	181	182	184	186
					同比增长	-7%	1%	1%	1%
					内部抵销	-3144	-3270	-3401	-3537
					同比增长	4%	4%	4%	4%
					其他	801	809	825	842
					同比增长	-4%	1%	2%	2%

资料来源：同花顺，招商证券

## 五、风险提示

## 5 风险提示

### (1) 行业竞争加剧风险

“双减”政策影响还在持续，传统K-12教辅市场需求大幅萎缩，整个学科教育培训领域都在进行深度的产业调整，寻求新出路。

### (2) 新游戏上线效果不及预期的风险

海外发行的游戏产品头部效应显著，新游戏的情节、玩法设计或本地化运营不符合当地玩家喜好可能影响游戏流水，导致公司新业态收入下滑。

### (3) 老游戏衰退高于预期的风险

公司主力发行的游戏已经运营多年，或面临用户活跃度下降、运营推广效率下降、充值流水不足的情况，导致公司现金流入减少。

### (4) 投资项目不及预期的风险

公司通过自有资金购买银行理财产品，通过基金运营管理参与项目投资等，存在投资项目回报不及预期的风险。

## 附：财务预测表

仅供内部参考，请勿外传

## 资产负债表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	17682	17514	19317	21285
现金	13212	12935	14685	16544
交易性投资	1341	1341	1341	1341
应收票据	168	170	176	181
应收款项	757	748	775	798
其它应收款	123	125	129	133
存货	1225	1292	1298	1344
其他	856	904	912	944
<b>非流动资产</b>	8885	8479	8115	7789
长期股权投资	2123	2123	2123	2123
固定资产	1270	1195	1129	1070
无形资产商誉	3223	2900	2610	2349
其他	2270	2260	2253	2247
<b>资产总计</b>	<b>26567</b>	<b>25992</b>	<b>27432</b>	<b>29074</b>
<b>流动负债</b>	8601	7111	7136	7313
短期借款	380	0	0	0
应付账款	2269	2409	2421	2507
预收账款	1756	1864	1873	1940
其他	4196	2838	2841	2866
<b>长期负债</b>	1268	1268	1268	1268
长期借款	214	214	214	214
其他	1054	1054	1054	1054
<b>负债合计</b>	<b>9870</b>	<b>8379</b>	<b>8404</b>	<b>8582</b>
股本	1355	1355	1355	1355
资本公积金	5158	5158	5158	5158
留存收益	9941	10850	12258	13716
少数股东权益	244	250	257	264
归属于母公司所有者权益	16453	17363	18771	20229
<b>负债及权益合计</b>	<b>26567</b>	<b>25992</b>	<b>27432</b>	<b>29074</b>
<b>现金流量表</b>				
单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1804	1792	1699	1865
净利润	2050	1837	1964	2052
折旧摊销	238	478	435	397
财务费用	181	(350)	(320)	(300)
投资收益	(1127)	(351)	(351)	(351)
营运资金变动	441	179	(28)	67
其它	21	(1)	(0)	0
<b>投资活动现金流</b>	1138	281	281	281
资本支出	(137)	(70)	(70)	(70)
其他投资	1275	351	351	351
<b>筹资活动现金流</b>	(849)	(2351)	(229)	(287)
借款变动	143	(1779)	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	(4)	0	0	0
股利分配	(745)	(921)	(549)	(587)
其他	(243)	350	320	300
<b>现金净增加额</b>	2094	(278)	1751	1859

## 利润表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	10715	10856	11254	11582
营业成本	6504	6906	6941	7187
营业税金及附加	46	47	48	50
营业费用	1146	651	788	753
管理费用	1508	1466	1519	1564
研发费用	238	242	250	258
财务费用	(252)	(350)	(320)	(300)
资产减值损失	(296)	(250)	(250)	(200)
公允价值变动收益	(19)	(19)	(19)	(19)
其他收益	50	50	50	50
投资收益	1127	320	320	320
<b>营业利润</b>	2386	1996	2129	2222
营业外收入	28	28	28	28
营业外支出	108	108	108	108
<b>利润总额</b>	2306	1917	2050	2143
所得税	256	80	87	91
少数股东损益	7	6	7	7
<b>归属于母公司净利润</b>	2043	1831	1957	2045

## 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>				
营业总收入	4%	1%	4%	3%
营业利润	15%	-16%	7%	4%
归母净利润	13%	-10%	7%	5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	39.3%	36.4%	38.3%	37.9%
净利率	19.1%	16.9%	17.4%	17.7%
ROE	12.9%	10.8%	10.8%	10.5%
ROIC	9.4%	8.6%	9.3%	9.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	37.1%	32.2%	30.6%	29.5%
净负债比率	7.5%	0.8%	0.8%	0.7%
流动比率	2.1	2.5	2.7	2.9
速动比率	1.9	2.3	2.5	2.7
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	5.6	5.5	5.4	5.4
应收账款周转率	12.0	11.8	12.0	12.0
应付账款周转率	3.3	3.0	2.9	2.9
<b>每股资料(元)</b>				
EPS	1.51	1.35	1.44	1.51
每股经营净现金	1.33	1.32	1.25	1.38
每股净资产	12.14	12.81	13.85	14.93
每股股利	0.68	0.41	0.43	0.45
<b>估值比率</b>				
PE	8.4	9.4	8.8	8.4
PB	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.6	6.0	5.7	5.5

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**顾佳：**招商证券研发中心传媒行业首席分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016年新财富第四名，金牛奖第二名。2017年新财富第五名。2018年水晶球第三名，第一财经第二名。2019年新财富第三名，水晶球第四名。2020年新财富第四名。2021年新财富第四名，水晶球第四名。

# 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

## 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

## 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。





**感谢您宝贵的时间**  
**Thank You**