

2020年06月10日

慈文传媒 (002343.SZ)

影视剧内容制作龙头再出发，积极探索分账剧及短视频内容

■慈文传媒是制作团队稳定的优质影视公司。公司设立视骊影视、蜜淘影业、微颖影业等行业一线影视团队，具备强劲的影视IP开发实力，曾制作出品《花千骨》、《老九门》、《楚乔传》等爆款剧集，奠定行业领军地位；当前有《盗墓笔记重启》、《风暴舞》等剧待上线，《天涯客》、《紫川》、《脱骨香》等待拍IP资源储备；凭借持续量产头部精品内容巩固内容市场领先优势。2019年实现营业收入11.71亿，净利润1.57亿，净利润扭亏为盈。

■实控人变更为国资，强化组织架构与资金实力。2019年，公司实控人变更为江西省出版集团，新股东在组织架构、管理体制、团队建设、品牌建设、激励机制、资源协同以及资金配套等多方面进行了规划及调整，保留核心制作团队人员，改善项目落地节奏。

■本次调研，我们认为公司2020年有望在分账模式和线上业务探索上超预期：

1、影视内容制作行业经过多轮调整后，已有部分入局者出清，行业集中度进一步提升。根据广电总局及天眼查数据，2019年全国电视剧甲级制作机构数量下滑30%，2020年至今影视公司注销数量超过5000家，头部公司陆续接到中小公司的项目转单。同时面对强势存量下游方，慈文传媒通过以下三点，一定程度保证了业务基本盘的稳定性：1) 建立原创及IP矩阵体系，坚持打造头部精品内容。基于广电总局对剧集长度限制新规，公司需拓展项目、丰富IP矩阵，为影视制作及挖掘后续衍生价值提供内容保障。以影视内容开发运营为核心，走精品化、品牌化发展之路。2) 承接定制剧以缓解现金流压力、保证稳定项目产出。2020年，IP《天涯客》转向与平台合作定制模式。3) 注重营销前置的销售模式，保证电视剧的发行。在剧本选取、创作、改编过程中，与目标平台及时沟通交流，根据广电总局对电视剧类型比例要求制定拍摄计划。

2、业务发展新契机，有望突破盈利天花板：1) 对C端付费产品的加大投资力度。C端付费产品发展迅猛，2020年行业内出现单部剧集的分账票房破亿，制片单位成本回收加速，ToC的分账模式具备高增长潜力。2) 携手短视频平台，促进长短视频融合。启用年轻团队开发短视频内容，布局中长剧集和微综艺；3) 切入MCN领域。以艺人经纪

公司快报

证券研究报告

聚氨酯

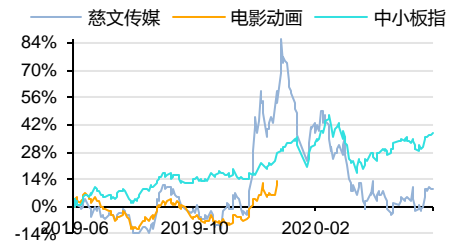
投资评级 买入-A
维持评级

股价 (2020-06-09) 8.73元

交易数据

总市值(百万元)	4,146.31
流通市值(百万元)	4,126.01
总股本(百万股)	474.95
流通股本(百万股)	472.62
12个月价格区间	6.87/14.84元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.16	-16.12	-31.51
绝对收益	4.3	-13.99	8.85

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

李雪雯

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519090005
lixw3@essence.com.cn

相关报告

业务为基础，业务向网红经济、直播带货领域延伸。

■**投资建议：**实控人变更为江西省出版集团后业务陆续恢复，保留原有核心制作团队外，新股东提供资金支持、加强项目确认节奏可预测性。目前来自视频平台的定制剧项目一定程度保证了业务基本盘的稳定性。公司仍在探索与抖音、快手等新流量平台的业务合作模式；后续切入分账剧市场，盈利能力有望进一步提升。我们预计 2020-2022 年公司将实现归母净利润为 1.98 亿、2.24 亿、2.78 亿，对应 EPS 为 0.42 元、0.47 元、0.59 元。作为头部影视制作公司具备估值溢价，我们给予“买入-A”评级。

■**风险提示：**项目开机时间不确定性、内容制作能力平稳过渡至 MCN 内容的不确定性等。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,435.0	1,171.4	1,757.1	2,284.3	2,741.1
净利润	-1,094.3	164.7	198.4	224.3	278.1
每股收益(元)	-2.30	0.35	0.42	0.47	0.59
每股净资产(元)	3.11	3.45	3.59	4.05	4.63

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	-3.8	25.2	20.9	18.5	14.9
市净率(倍)	2.8	2.5	2.4	2.2	1.9
净利润率	-76.3%	14.1%	11.3%	9.8%	10.1%
净资产收益率	-74.1%	10.0%	11.6%	11.7%	12.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%
ROIC	-46.4%	11.2%	12.1%	12.6%	12.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,435.0	1,171.4	1,757.1	2,284.3	2,741.1	成长性					
减:营业成本	1,289.5	892.6	1,230.0	1,644.7	1,973.6	营业收入增长率	-13.8%	-18.4%	50.0%	30.0%	20.0%
营业税费	9.0	0.5	7.6	8.4	7.7	营业利润增长率	-352.6%	-116.4%	26.6%	12.7%	21.8%
销售费用	233.4	66.0	144.9	161.0	191.2	净利润增长率	-1908.7	-107.4%	27.5%	58.1%	54.7%
管理费用	74.2	70.3	89.3	146.6	159.8	EBITDA 增长率	-1010.2	-138.6%	-48.9%	24.3%	33.2%
财务费用	37.8	21.7	14.4	25.8	57.4	EBIT 增长率	-2370.1	-130.1%	-58.6%	36.1%	44.9%
资产减值损失	854.0	-0.8	50.0	50.0	50.0	NOPLAT 增长率	-1067.1	-110.4%	3.2%	36.2%	46.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-17.6%	-3.2%	5.5%	-3.0%	7.5%
投资和汇兑收益	-0.9	0.1	-0.6	0.6	1.0	净资产增长率	-18.5%	2.3%	15.7%	1.8%	4.6%
营业利润	-1,058.1	174.0	220.4	248.3	302.4	利润率					
加:营业外净收支	-10.0	1.4	-2.6	-3.7	-1.7	毛利率	38.5%	46.6%	42.6%	42.6%	43.9%
利润总额	-1,068.1	175.4	217.8	244.6	300.7	营业利润率	-62.4%	3.0%	4.5%	6.7%	8.9%
减:所得税	32.1	18.6	21.8	24.5	30.1	净利润率	-57.4%	4.4%	5.3%	7.4%	10.3%
净利润	-1,094.3	164.7	198.4	224.3	278.1	EBITDA/营业收入	-45.8%	18.4%	8.8%	9.7%	11.6%
						EBIT/营业收入	-48.9%	15.3%	6.0%	7.2%	9.4%
资产负债表						运营效率					
货币资金	634.0	322.7	140.6	182.7	219.3	固定资产周转天数	39	39	34	25	19
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	132	132	138	138	140
应收账款	1,254.0	890.4	2,205.5	1,978.5	2,977.5	流动资产周转天数	348	312	286	266	260
应收票据	17.8	203.8	65.3	153.3	174.9	应收帐款周转天数	103	88	91	94	91
预付帐款	62.5	51.6	84.8	93.2	135.1	存货周转天数	116	115	113	115	115
存货	968.3	877.6	1,571.7	1,567.8	2,358.6	总资产周转天数	954	854	788	701	640
其他流动资产	59.4	43.6	50.8	51.3	48.6	投资资本周转天数	584	541	513	458	421
可供出售金融资产	2.5	-	1.7	1.4	1.0	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	-41.6%	3.0%	3.3%	5.0%	7.4%
长期股权投资	4.8	4.9	4.9	4.9	4.9	ROA	-25.3%	1.7%	2.1%	3.5%	5.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	-31.2%	3.9%	4.2%	5.4%	8.1%
固定资产	33.1	30.3	27.6	24.8	22.1	费用率					
在建工程	-	-	-	-	-	销售费用率	22.5%	17.5%	19.5%	19.8%	19.0%
无形资产	9.8	5.6	3.1	0.5	-	管理费用率	15.7%	13.9%	17.3%	15.6%	15.6%
其他非流动资产	204.2	192.4	196.1	194.1	191.7	财务费用率	4.2%	3.0%	1.5%	0.5%	0.4%
资产总额	3,250.4	2,623.1	4,351.9	4,252.6	6,133.7	三费/营业收入	42.4%	34.4%	38.3%	35.9%	35.0%
短期债务	431.1	346.4	235.3	296.9	368.2	偿债能力					
应付帐款	505.8	366.5	1,216.2	911.9	1,294.5	资产负债率	40.2%	34.4%	26.8%	23.9%	24.1%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	67.2%	52.5%	36.7%	31.4%	31.8%
其他流动负债	642.5	220.3	1,122.4	614.2	1,193.6	流动比率	1.05	1.06	1.50	1.70	1.86
长期借款	136.7	-	-	452.3	1,033.1	速动比率	0.70	0.62	0.93	0.88	1.11
其他非流动负债	2.9	2.0	27.8	10.9	13.6	利息保障倍数	-11.77	5.15	4.05	14.62	21.73
负债总额	1,719.0	935.2	2,601.7	2,286.1	3,902.9	分红指标					
少数股东权益	55.3	47.4	45.0	40.9	33.6	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	601.6	601.6	474.9	474.9	474.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	875.3	1,040.0	1,230.3	1,450.6	1,722.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,531.4	1,687.9	1,750.2	1,966.4	2,230.7						
						现金流量表					
净利润	-1,100.3	156.8	198.4	224.3	278.1						
加:折旧和摊销	12.0	8.2	5.3	5.3	3.3	业绩和估值指标					
资产减值准备	854.0	-52.0	-	-	-	EPS(元)	-1.20	0.09	0.11	0.18	0.28
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	BVPS(元)	2.89	2.97	3.46	3.53	3.73
财务费用	42.3	24.5	14.4	25.8	57.4	PE(X)	-5.6	76.6	60.1	38.0	24.6
投资损失	0.9	-0.1	0.6	-0.6	-1.0	PB(X)	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8
少数股东损益	-6.0	-7.9	-2.4	-4.2	-7.4	P/FCF	-12.4	-30.8	-12.7	70.1	55.3
营运资金的变动	-24.1	78.5	-223.3	-661.7	-875.9	P/S	3.2	3.4	3.2	2.8	2.5
经营活动产生现金流量	-101.7	223.4	-7.0	-411.0	-545.6	EV/EBITDA	-6.1	26.8	34.1	26.7	20.1
投资活动产生现金流量	-325.4	-130.4	-2.2	0.8	1.4	CAGR(%)	-150.9%	47.2%	25.0%	-150.9%	47.2%
融资活动产生现金流量	-510.7	-324.5	-172.9	452.3	580.7	PEG	0.0	1.6	2.4	-0.3	0.5
						ROIC/WACC	-3.1	0.4	0.4	0.5	0.8
						REP	-0.6	8.6	5.0	3.9	2.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

焦娟、李雪雯声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111
范洪群		深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
黎欢		深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
聂欣		深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
巢莫雯		深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
杨萍		深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
黄秋琪		深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034