

2020年08月29日

慈文传媒 (002343.SZ)

疫情短期影响结束，后续项目资源丰富

事件：

公司发布2020年半年度报告：2020年上半年公司实现营业收入0.60亿元，同比下降92.79%；归母净利润-0.06亿元，同比下降107.3%。

点评：

短期业绩承压：

- 受疫情影响，公司剧集的生产、发行及播出计划均被打乱，影视业务在5月份之前基本陷入停顿。2020H1公司实现营收0.60亿元，同比下降92.79%；实现归母净利润-0.06亿元，同比下降107.30%。其中2020Q2公司实现营收0.58亿元，同比下降92.80%；实现归母净利润0.09亿元，同比下降88.35%。
- 2020H1公司影视业务毛利率为82.90% (+64.49pct)，毛利率大幅上升主要由于上半年确认的收入大部分为存量剧的多轮发行收入；2020H1公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为16.01% (+11.00pct)、35.74% (+32.35pct)、9.33% (+7.54pct)。

■多部剧集获高热度和高口碑，多元题材项目储备丰富。据公司中报，自5月份以来，公司陆续上线了3部114集的剧集，剧集的口碑及热度市场表现优异：《三叉戟》豆瓣评分开局8.1，收视始终位于黄金档电视剧收视率前列，大结局当晚收视率高达2.04%；《重启之极海听雷（第一季）》自开播以来热度和口碑持续走高，爱奇艺热度突破8,800，话题阅读量突破56亿，豆瓣评分8.5；《胜算》获超高的观众粘合度，位列黄金时间段电视剧单频道第一，直播关注度稳居卫视前三，收视率稳定破1。公司项目储备丰富，投拍的影视剧有2部取得发行许可证，2部已完成制作，4部在后期制作中，4部在拍摄中，预期对下半年及明年的收入提供一定支撑。

■坚持内容全产业链发展战略，有效整合内外部资源。继爆款综艺节目《中国梦之声·我们的歌》，公司再度与东方卫视合作，推出大型综艺节目《舞者》，节目12期蝉联CSM59城收视周六同时段前三，总决赛收视率1.55，蝉联微博竞技类综艺TOP1，多家主流媒体给予高度评价。此外，公司旗下的赞成科技，在中国移动、中国联通等运营商资源的基础上，持续推进游戏、视频、阅读、音乐、动漫等多产品线的运营及代理，加速视频彩铃业务的落地。

■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

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 (2020-08-28) **9.12元**

交易数据

总市值(百万元)	4,331.54
流通市值(百万元)	4,298.98
总股本(百万股)	474.95
流通股本(百万股)	471.38
12个月价格区间	7.10/14.84元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.01	-18.19	-29.49
绝对收益	6.92	15.59	27.2

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

慈文传媒：慈文传媒调研：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/焦娟

2020-06-10

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。但 2020 年疫情对公司的经营造成较为严重的冲击，据此我们下调盈利预期，预计 2020-2022 年公司将实现归母净利润为 1.03 亿、1.93 亿、2.17 亿，对应 EPS 为 0.22 元、0.41 元、0.46 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
主营收入	1,435.0	1,171.4	761.4	1,408.6	1,690.4
净利润	-1,094.3	164.7	103.1	193.0	217.0
每股收益(元)	-2.30	0.35	0.22	0.41	0.46
每股净资产(元)	3.11	3.45	3.40	3.80	4.24
盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	-4.0	26.3	42.0	22.4	20.0
市净率(倍)	2.9	2.6	2.7	2.4	2.1
净利润率	-76.3%	14.1%	13.5%	13.7%	12.8%
净资产收益率	-74.1%	10.0%	6.4%	10.7%	10.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
ROIC	-46.4%	11.2%	6.1%	138.3%	8.0%

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	761.4	1,408.6	1,690.4	成长性					
减:营业成本	1,289.5	892.6	533.0	986.0	1,217.1	营业收入增长率	-13.8%	-18.4%	-35.0%	85.0%	20.0%
营业税费	9.0	0.5	3.3	5.2	4.7	营业利润增长率	-352.6%	-116.4%	-33.5%	85.0%	10.3%
销售费用	233.4	66.0	55.2	94.6	110.4	净利润增长率	-367.9%	-115.1%	-37.4%	87.2%	12.4%
管理费用	74.2	70.3	50.1	83.3	95.8	EBITDA 增长率	-319.0%	-114.7%	-16.5%	96.9%	8.7%
财务费用	37.8	21.7	3.5	25.8	27.1	EBIT 增长率	-325.6%	-113.9%	-16.6%	101.2%	9.8%
资产减值损失	854.0	-0.8	-	-	-	NOPLAT 增长率	-322.9%	-116.6%	-38.6%	101.2%	9.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-30.8%	11.7%	-91.1%	1799.2%	-68.8%
投资和汇兑收益	-0.9	0.1	-0.6	0.6	1.0	净资产增长率	-43.4%	10.2%	-1.6%	11.2%	11.2%
营业利润	-1,058.1	174.0	115.8	214.2	236.3	利润率					
加:营业外净收支	-10.0	1.4	-2.6	-3.7	-1.7	毛利率	10.1%	23.8%	30.0%	30.0%	28.0%
利润总额	-1,068.1	175.4	113.2	210.4	234.7	营业利润率	-73.7%	14.9%	15.2%	15.2%	14.0%
减:所得税	32.1	18.6	11.3	21.0	23.5	净利润率	-76.3%	14.1%	13.5%	13.7%	12.8%
净利润	-1,094.3	164.7	103.1	193.0	217.0	EBITDA/营业收入	-70.8%	12.7%	16.4%	17.4%	15.8%
						EBIT/营业收入	-71.5%	12.2%	15.7%	17.0%	15.6%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	9	10	14	7	5
货币资金	634.0	322.7	1,624.3	112.7	1,212.0	流动营业资本周转天数	336	458	379	363	384
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	910	828	1,120	836	772
应收账款	1,254.0	890.4	451.2	2,129.0	927.2	应收账款周转天数	342	329	317	330	325
应收票据	17.8	203.8	28.3	106.5	95.9	存货周转天数	270	284	251	241	258
预付账款	62.5	51.6	7.5	99.2	41.6	总资产周转天数	1,084	903	1,230	895	819
存货	968.3	877.6	183.7	1,698.5	722.8	投资资本周转天数	480	510	451	399	414
其他流动资产	59.4	43.6	50.8	51.3	48.6	投资回报率					
可供出售金融资产	2.5	-	1.7	1.4	1.0	ROE	-74.1%	10.0%	6.4%	10.7%	10.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-33.9%	6.0%	3.9%	4.3%	6.5%
长期股权投资	4.8	4.9	4.9	4.9	4.9	ROIC	-46.4%	11.2%	6.1%	138.3%	8.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	33.1	30.3	27.6	24.8	22.1	销售费用率	16.3%	5.6%	7.2%	6.7%	6.5%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	5.2%	6.0%	6.6%	5.9%	5.7%
无形资产	9.8	5.6	3.1	0.5	-	财务费用率	2.6%	1.9%	0.5%	1.8%	1.6%
其他非流动资产	204.2	192.4	196.1	194.1	191.7	三费/营业收入	24.1%	13.5%	14.3%	14.5%	13.8%
资产总额	3,250.4	2,623.1	2,579.1	4,422.9	3,267.7	偿债能力					
短期债务	431.1	346.4	-	61.1	-	资产负债率	52.9%	35.7%	35.6%	58.2%	37.2%
应付账款	505.8	366.5	319.3	755.1	605.5	负债权益比	112.3%	55.4%	55.3%	139.5%	59.2%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.90	2.56	2.63	2.83	2.54
其他流动负债	642.5	220.3	571.2	668.1	595.8	速动比率	1.28	1.62	2.43	1.68	1.94
长期借款	136.7	-	-	1,080.9	-	利息保障倍数	-27.12	6.60	33.97	9.29	9.72
其他非流动负债	2.9	2.0	27.8	10.9	13.6	分红指标					
负债总额	1,719.0	935.2	918.3	2,576.2	1,214.8	DPS(元)	-	-	0.01	0.01	0.01
少数股东权益	55.3	47.4	46.2	42.6	36.9	分红比率	0.0%	0.0%	5.0%	1.7%	2.2%
股本	601.6	601.6	474.9	474.9	474.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
留存收益	875.3	1,040.0	1,139.7	1,329.2	1,541.1						
股东权益	1,531.4	1,687.9	1,660.8	1,846.8	2,052.9						

现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标					
净利润	-1,100.3	156.8	103.1	193.0	217.0	EPS(元)	-2.30	0.35	0.22	0.41	0.46
加:折旧和摊销	12.0	8.2	5.3	5.3	3.3	BVPS(元)	3.11	3.45	3.40	3.80	4.24
资产减值准备	854.0	-52.0	-	-	-	PE(X)	-4.0	26.3	42.0	22.4	20.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.9	2.6	2.7	2.4	2.1
财务费用	42.3	24.5	3.5	25.8	27.1	P/FCF	-5.6	-13.6	3.0	-2.9	3.9
投资损失	0.9	-0.1	0.6	-0.6	-1.0	P/S	3.0	3.7	5.7	3.1	2.6
少数股东损益	-6.0	-7.9	-1.3	-3.6	-5.8	EV/EBITDA	-5.4	49.6	23.1	22.4	12.2
营运资金的变动	-24.1	78.5	1,585.1	-2,813.4	2,039.1	CAGR(%)	-155.6%	10.4%	-37.2%	-155.6%	10.4%
经营活动产生现金流量	-101.7	223.4	1,696.4	-2,593.4	2,279.6	PEG	0.0	2.5	-1.1	-0.1	1.9
投资活动产生现金流量	-325.4	-130.4	-2.2	0.8	1.4	ROIC/WACC	-4.5	1.1	0.6	13.5	0.8
融资活动产生现金流量	-510.7	-324.5	-392.5	1,080.9	-1,181.7	REP	-0.8	3.9	30.8	0.1	4.5

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	徐逸岑	18019221980	xuyc@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
刘晓萱		010-83321365	liuxx1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	0755-82544825	yangping1@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