

投资评级 优于大市 维持

引入国有控股股东, 主业转型升级蓄势待发

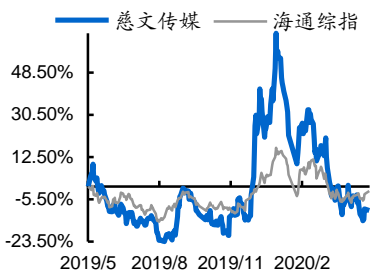
股票数据

05月07日收盘价(元)	8.24
52周股价波动(元)	6.61-14.84
总股本/流通A股(百万股)	475/473
总市值/流通市值(百万元)	3914/3894

相关研究

《慈文传媒: 国资控股影视剧龙头, 2020年影视主业高增长可期》2020.03.26

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.4	-21.5	-26.1
相对涨幅(%)	-6.7	-16.4	-26.7

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郝艳辉

Tel: (010)58067906

Email: hyh11052@htsec.com

证书: S0850516070004

分析师: 毛云聪

Tel: (010)58067907

Email: myc11153@htsec.com

证书: S0850518080001

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

投资要点:

- **2019年归母净利润扭亏为盈。**2019年, 公司实现总营收11.71亿元, 同比下降18.37%; 归母净利1.65亿元, 同比上升115.05%; 扣非归母净利1.61亿元, 同比上升114.67%; 引入新的控股股东江西省出版集团公司全资子公司华章投资, 成为国有控股的混合所有制影视公司。2020年一季度, 公司总营收141.93万元, 同比下滑99.08%; 归母净利-1538.34万元, 同比下降346.15%, 主要系受疫情影响, 可确认收入金额很少所致。
- **调整优化产品结构, 多内容衍生发展。**2019年, 公司影视业务收入11.31亿元, 同比减少9.91%, 占营收比重96.57%, 为公司第一大主营; 毛利率22.75%, 较2018年提升21.05pct; 电视剧《风暴舞》、《光荣时代》、《锦衣之下》和《乘风少年》等确认首轮发行收入。公司游戏业务收入3344.3万元, 同比下滑81.14%; 毛利率52.18%, 较2018年减少16.7pct; 子公司赞成科技在游戏研发和代理运营基础上, 取得中国移动咪咕文化的渠道运营资质, 逐步开展游戏、视频、阅读等多产品线的运营业务, 同时积极布局短视频业务。公司艺人经纪服务业务收入670.73万元, 同比增加245.8%, 已建立年轻化的艺人梯队, 既培养了郭家豪、苗驰、郭品超等已经具备一定知名度的演员, 也有董岩磊、陈宥维、赵茜等新鲜血液的注入。
- **深耕付费模式网生内容, 2020年项目储备丰富。**2020年公司预计完成制作, 取得发行许可证或开机电视剧项目10个, 从内容看主要以现代题材为主; 预计上线或开机的网络剧8部和网络电影5部。考虑到影视剧拍摄周期, 我们预计, 公司拟在3季度前开机的影视剧作品将有较大可能在2020年度做收入确认, 为公司提供较大主营业务业绩保证。同时, 公司将积极开展艺人经纪、综艺、游戏、流量运营等多方面业务, 加快公司转型升级步伐, 从影视内容提供商升级为“泛娱乐产业优质运营商”。
- 我们认为公司2020年“国有控股良好风控把握+财务层面轻装上阵+主营影视剧业务回归”, 坚定看好公司2020年业绩表现。我们预计公司2020-2022年营业收入分别为18.12亿元、23.67亿元和28.52亿元, 同比增速分别为54.7%、30.6%和20.5%; 对应归母净利润分别为1.99亿元、2.31亿元和2.76亿元, 同比增速分别为20.9%、16.2%和19.2%; 对应全面摊薄EPS分别为0.42元、0.49元和0.58元。参考可比公司2020年平均39倍PE估值, 给予慈文传媒2020年25-30倍PE估值, 对应合理价值区间10.5元/股-12.6元/股, 维持优于大市评级。
- 风险提示: 受疫情影响影视项目进度不及预期, 游戏业务持续下滑风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1435	1171	1812	2367	2852
(+/-)YoY(%)	-13.8%	-18.4%	54.7%	30.6%	20.5%
净利润(百万元)	-1094	165	199	231	276
(+/-)YoY(%)	-367.9%	115.1%	20.9%	16.2%	19.2%
全面摊薄EPS(元)	-2.30	0.35	0.42	0.49	0.58
毛利率(%)	10.1%	23.8%	27.2%	26.4%	26.7%
净资产收益率(%)	-74.1%	10.0%	10.8%	11.2%	11.8%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 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 公司主营业务分项收入预测 (万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
影视剧	113126.7	174800	227240	272688
YOY	-9.91%	54.52%	30%	20%
游戏产品及渠道推广	3344.3	3678.73	4046.60	4451.26
YOY	-81.14%	10%	10%	10%
艺人经纪	670.73	2682.92	5365.84	8048.76
YOY	245.79%	300%	100%	50%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
300133	华策影视	135	-14.67	5.34	6.66	-	25	20
300251	光线传媒	308	9.48	8.24	11.52	32	37	27
300413	芒果超媒	834	11.56	15.30	18.45	72	55	45
均值							39	31

 注: 收盘价为 2020 年 5 月 7 日价格, 归母净利润为 wind 一致预期; 原可比公司北京文化无最新 wind 一致预期, 因此将可比公司更换为芒果超媒
 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	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	1171	1812	2367	2852
每股收益	0.35	0.42	0.49	0.58	营业成本	893	1318	1741	2089
每股净资产	3.45	3.87	4.36	4.94	毛利率%	23.8%	27.2%	26.4%	26.7%
每股经营现金流	0.47	-0.67	-1.02	-0.40	营业税金及附加	1	6	5	8
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.0%	0.3%	0.2%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	66	109	142	171
P/E	23.24	19.21	16.54	13.88	营业费用率%	5.6%	6.0%	6.0%	6.0%
P/B	2.33	2.08	1.85	1.63	管理费用	70	100	130	157
P/S	4.14	2.68	2.05	1.70	管理费用率%	6.0%	5.5%	5.5%	5.5%
EV/EBITDA	49.98	19.37	17.05	14.55	EBIT	140	275	344	421
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	22	27	52	72
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.9%	1.5%	2.2%	2.5%
毛利率	23.8%	27.2%	26.4%	26.7%	资产减值损失	-1	-43	-55	-67
净利润率	14.1%	11.0%	9.8%	9.7%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	10.0%	10.8%	11.2%	11.8%	营业利润	174	213	246	294
资产回报率	6.3%	5.4%	4.9%	5.1%	营业外收支	1	2	2	2
投资回报率	5.9%	8.7%	8.6%	9.1%	利润总额	175	215	248	296
盈利增长 (%)					EBITDA	148	275	344	421
营业收入增长率	-18.4%	54.7%	30.6%	20.5%	所得税	19	21	25	30
EBIT 增长率	179.9%	96.1%	25.1%	22.5%	有效所得税率%	10.6%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润增长率	115.1%	20.9%	16.2%	19.2%	少数股东损益	-8	-6	-9	-10
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	165	199	231	276
资产负债率	35.7%	49.3%	55.1%	56.5%					
流动比率	2.56	1.90	1.73	1.70	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.57	1.21	1.06	1.03	货币资金	323	500	500	500
现金比率	0.35	0.27	0.19	0.16	应收账款及应收票据	1090	1639	2161	2596
经营效率指标					存货	878	1194	1622	1929
应收帐款周转天数	276.25	286.32	282.96	284.08	其它流动资产	99	140	165	192
存货周转天数	358.90	330.63	340.05	336.91	流动资产合计	2390	3473	4448	5216
总资产周转率	0.45	0.49	0.51	0.52	长期股权投资	5	5	5	5
固定资产周转率	38.66	59.78	78.10	94.11	固定资产	30	30	30	30
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	6	6	6	6
					非流动资产合计	233	233	233	233
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	2623	3707	4682	5450
净利润	165	199	231	276	短期借款	346	872	1412	1678
少数股东损益	-8	-6	-9	-10	应付票据及应付账款	349	470	641	761
非现金支出	-44	43	55	67	预收账款	90	268	294	377
非经营收益	36	29	56	76	其它流动负债	147	214	229	262
营运资金变动	74	-584	-817	-599	流动负债合计	933	1824	2576	3078
经营活动现金流	223	-320	-484	-190	长期借款	0	0	0	0
资产	0	2	2	2	其它长期负债	2	2	2	2
投资	-130	0	0	0	非流动负债合计	2	2	2	2
其他	0	0	0	0	负债总计	935	1826	2578	3080
投资活动现金流	-130	2	2	2	实收资本	602	602	602	602
债权募资	506	526	539	266	普通股股东权益	1641	1840	2071	2347
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	47	41	33	23
其他	-831	-30	-57	-77	负债和所有者权益合计	2623	3707	4682	5450
融资活动现金流	-324	496	482	189					
现金净流量	-231	177	0	0					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 07 日

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郝艳辉 互联网及传媒
 毛云聪 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： 当代明诚,光线传媒,平治信息,芒果超媒,顺网科技,中南传媒,城市传媒,完美世界,华策影视,星辉娱乐,中信出版,浙数文化,游族网络,立思辰,吉比特,掌趣科技,中国电影,新媒股份,金科文化,中文传媒,昆仑万维,北京文化,新经典,阿里巴巴-SW,三七互娱,慈文传媒,宝通科技

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; 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。	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。
	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。