

投资评级 优于大市 维持

多部影视项目开机拍摄, 加快泛娱乐产业开发

股票数据

09月15日收盘价(元)	8.98
52周股价波动(元)	7.03-14.84
总股本/流通A股(百万股)	475/471
总市值/流通市值(百万元)	4265/4233

相关研究

《引入国有控股股东, 主业转型升级蓄势待发》2020.05.08

《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

《中报业绩表现平淡, 期待精品头部剧大放异彩》2017.08.26

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.0	-9.9	-0.9
相对涨幅(%)	3.3	-8.8	-19.4

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:

- **中报盈利下滑, 受疫情影响剧集生产发行及播出计划打乱。**公司2020年中报营收5966.2万元, 同比下滑92.79%; 归母净利亏损621.2万元, 同比下滑107.31%; 经营活动产生的现金流量净额2024.38万元, 同比下滑74.85%。
- **多部影视项目实现开机拍摄, 积极拓展综艺内容。**报告期, 公司第一大主营影视业务实现收入5406.09万元, 同比下滑93.07%, 主要系受疫情影响, 公司影视业务在5月份之前基本陷入停顿。自5月份疫情基本稳定以来, 公司有《三叉戟》、《重启之极海听雷(第一季)》、《胜算》等剧集上线播出, 口碑及市场热度表现优异。同时先后有《疫战》、《一片冰心在玉壶》、《天涯客》、《杀破狼》、《婚姻的两种猜想》、《爸爸来了》等影视项目实现开机拍摄。截至中报, 公司已取得发行许可证电视剧1部(《一江水》), 2部已完成制作, 4部在后期制作中, 4部拍摄中, 我们认为这些项目均都大概率能在今年满足收入确认条件; 另有电视剧《生命缘》、《苍穹以北》积极筹备中。
- 同时报告期内, 继与东方卫视联合打造年度爆款综艺节目《中国梦之声·我们的歌》之后, 公司与东方卫视再度携手推出大型综艺节目《舞者》, 自5月23日开始于每周六晚上20:30在东方卫视及腾讯视频、爱奇艺、优酷播出, 至8月8日播出第12期, 节目收官, 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。
- 报告期, 游戏及渠道推广业务收入390.84万元, 同比下滑91.47%, 公司旗下赞成科技基于中国移动、中国联通等运营商资源, 持续对游戏、视频、阅读、音乐、动漫等产品线进行运营及代理, 同时加快视频彩铃业务的落地。艺人经纪服务业务收入169.26万元, 同比增长218.56%。
- **盈利预测与估值:** 公司依托国有控股股东, 积极进行组织架构改革, 初步建成新型集团架构, 我们认为这将有效加强风控、财务管理, 同时获得资金等各方面资源支持; 同时公司通过长短视频、游戏、动漫、直播、周边衍生品、创意广告、内容电商等多元化产品, 充分释放IP的价值空间, 实现“内容创作-内容运营-内容价值实现”的良性循环, 加快从影视内容提供商到以IP为核心的泛娱乐产业优质运营商的升级。我们预计公司2020-2022年全面摊薄EPS分别为0.37元、0.50元和0.61元。参考可比公司2020年平均64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9.25元/股-11.1元/股, 维持优于大市评级。
- **风险提示:** 影视项目开发进度不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1435	1171	1186	1556	1880
(+/-)YoY(%)	-13.8%	-18.4%	1.3%	31.1%	20.8%
净利润(百万元)	-1094	165	176	237	289
(+/-)YoY(%)	-367.9%	115.1%	6.9%	34.5%	22.1%
全面摊薄EPS(元)	-2.30	0.35	0.37	0.50	0.61
毛利率(%)	10.1%	23.8%	31.3%	31.4%	31.9%
净资产收益率(%)	-74.1%	10.0%	9.7%	11.5%	12.3%

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

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	113276	147259	176711
YOY	-9.91%	0.13%	30%	20%
游戏产品及渠道推广	3344.3	2675.44	2942.98	3237.28
YOY	-81.14%	-20%	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	146	-14.67	5.09	6.43	-	29	23
300251	光线传媒	472	9.48	5.35	11.06	50	88	43
300413	芒果超媒	1,186	11.56	15.87	19.40	103	75	61
均值							64	42

注: 收盘价为 2020 年 09 月 15 日价格, 归母净利润为 wind 一致预期

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	1186	1556	1880
每股收益	0.35	0.37	0.50	0.61	营业成本	893	815	1067	1281
每股净资产	3.45	3.82	4.32	4.93	毛利率%	23.8%	31.3%	31.4%	31.9%
每股经营现金流	0.47	0.84	-0.50	-0.09	营业税金及附加	1	4	3	5
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	74	95	115
P/E	25.89	24.22	18.01	14.75	营业费用率%	5.6%	6.2%	6.1%	6.1%
P/B	2.60	2.35	2.08	1.82	管理费用	70	65	90	113
P/S	4.61	4.55	3.47	2.87	管理费用率%	6.0%	5.5%	5.8%	6.0%
EV/EBITDA	49.98	22.44	18.11	15.01	EBIT	140	226	297	363
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	22	14	15	19
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.9%	1.2%	1.0%	1.0%
毛利率	23.8%	31.3%	31.4%	31.9%	资产减值损失	-1	-29	-36	-44
净利润率	14.1%	14.8%	15.2%	15.4%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	10.0%	9.7%	11.5%	12.3%	营业利润	174	188	252	309
资产回报率	6.3%	5.9%	7.1%	7.6%	营业外收支	1	2	2	2
投资回报率	5.9%	8.3%	9.9%	11.0%	利润总额	175	190	253	310
盈利增长 (%)					EBITDA	148	229	298	364
营业收入增长率	-18.4%	1.3%	31.1%	20.8%	所得税	19	19	25	31
EBIT 增长率	179.9%	61.2%	31.6%	22.2%	有效所得税率%	10.6%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润增长率	115.1%	6.9%	34.5%	22.1%	少数股东损益	-8	-5	-9	-10
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	165	176	237	289
资产负债率	35.7%	38.0%	37.9%	37.5%					
流动比率	2.56	2.44	2.47	2.52	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.57	1.75	1.64	1.63	货币资金	323	858	602	539
现金比率	0.35	0.75	0.47	0.38	应收账款及应收票据	1090	1073	1421	1712
经营效率指标					存货	878	738	994	1182
应收账款周转天数	276.25	286.32	282.96	284.08	其它流动资产	99	104	119	136
存货周转天数	358.90	330.63	340.05	336.91	流动资产合计	2390	2774	3136	3568
总资产周转率	0.45	0.40	0.46	0.50	长期股权投资	5	5	5	5
固定资产周转率	38.66	44.34	67.13	95.91	固定资产	30	27	23	20
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	6	2	1	1
					非流动资产合计	233	226	222	218
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	2623	3000	3358	3786
净利润	165	176	237	289	短期借款	346	500	500	500
少数股东损益	-8	-5	-9	-10	应付票据及应付账款	349	290	393	466
非现金支出	-44	32	37	45	预收账款	90	175	193	248
非经营收益	36	20	24	24	其它流动负债	147	173	183	204
营运资金变动	74	176	-524	-390	流动负债合计	933	1139	1269	1418
经营活动现金流	223	398	-236	-42	长期借款	0	0	0	0
资产	0	5	5	5	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	1141	1271	1420
投资活动现金流	-130	5	5	5	实收资本	602	602	602	602
债权募资	506	154	0	0	归属于母公司所有者权益	1641	1817	2053	2342
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	47	42	33	23
其他	-831	-21	-25	-25	负债和所有者权益合计	2623	3000	3358	3786
融资活动现金流	-324	132	-25	-25					
现金净流量	-231	535	-256	-63					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 15 日; (2) 以上各表均为简表
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: 光线传媒,平治信息,掌阅科技,芒果超媒,顺网科技,中南传媒,完美世界,华策影视,世纪华通,豆神教育,星辉娱乐,中信出版,浙数文化,游族网络,吉比特,掌趣科技,昆仑万维,中国电影,新媒股份,金科文化,姚记科技,中文传媒,北京文化,新经典,阿里巴巴-SW,三七互娱,当代文体,慈文传媒,猫眼娱乐,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;	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。