

投资评级 优于大市 首次覆盖

慈文传媒：国资控股影视剧龙头，2020年影视主业高增长可期

股票数据

03月25日收盘价(元)	8.80
52周股价波动(元)	6.61-14.84
总股本/流通A股(百万股)	475/402
总市值/流通市值(百万元)	4180/3541

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-18.3	-19.6	-21.4
相对涨幅(%)	-8.6	-12.5	-14.6

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:cxcg11774@htsec.com

证书:S0850519070002

投资要点:

- 优质影视剧制作龙头，国企控股安全边际强。**公司主营为精品影视剧制作，2015年借壳A股上市，2019年，公司实控人变更为江西省政府，成为地方性国有企业。当前新管理层已搭建完成，国资控股增强经营安全边际，原实控人马中骏先生仍担任首席内容官，制作团队稳定。**2019年公司业绩预告归母净利润预计1.6亿元至2.1亿元，实现扭亏为盈。**
- 我们认为，疫情造成的影视剧项目进度延期仅为短期一次性影响，影视行业积极向好的主要逻辑点在于：**
 - 1) 供给侧出清，资源向龙头集中。**2019年，持有《电视剧制作许可证(甲种)》机构由2018年的113家减少至73家，降幅高达35%，行业出清加速精品化发展，资源有望向头部公司进一步倾斜。
 - 2) 长视频需求端旺盛。**影视主要视频网站内容采购金额持续稳增，观看需求旺盛；
 - 3) 新增短视频分发变现渠道。**短视频平台向长视频领域扩张(例：《囧妈》2020年1月25日在西瓜视频等短视频平台线上首映)，能够为优质内容增添新的变现渠道，同时有望带动“微短剧”等内容创新。
- 公司商誉减值完成轻装上阵，2020年“质控+放量”成为主要经营战略目标。**我们认为，公司2018年计提商誉减值8.66亿元，财务层面看已经度过最艰难时刻，2020年将以影视内容开发运营为核心，全面提升影视剧制作数量和做好题材转型，在做好头部影视剧内容开发同时，协同开展艺人经纪、综艺及游戏等相关业务，积极打造慈文“品牌+”的泛娱乐平台，公司业绩有望持续向好。
- 盈利预测与估值。**我们预计2019-2021年公司的营收分别为21.63亿元、29.36亿元和33.68亿元，同比增长50.7%、35.8%和14.7%；归母净利润分别为1.61亿元、2.19亿元和2.85亿元，同比增长114.7%、36.3%和30.1%；对应全面摊薄EPS分别为0.34元/股、0.46元/股和0.60元/股。
- 我们参考影视行业可比公司2020年平均26倍PE估值，考虑慈文传媒作为影视剧行业龙头标的，给予慈文传媒2020年25-30倍PE估值，对应合理价值区间11.5元/股-13.8元/股，给予优于大市评级。**
- 风险提示：**受到疫情影响影视剧开机、制作周期延长风险，影视剧播出效果不及预期，应收账款坏账计提风险，存货减值风险。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1666	1435	2163	2936	3368
(+/-)YoY(%)	-8.8%	-13.8%	50.7%	35.8%	14.7%
净利润(百万元)	408	-1094	161	219	285
(+/-)YoY(%)	40.8%	-367.9%	114.7%	36.3%	30.1%
全面摊薄EPS(元)	0.86	-2.30	0.34	0.46	0.60
毛利率(%)	44.9%	10.1%	21.6%	22.6%	23.0%
净资产收益率(%)	15.5%	-74.1%	9.8%	11.8%	13.3%

资料来源：公司年报(2017-2018)，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

目 录

1. 公司简介：影视行业龙头，地方国资控股.....	5
2. 所在影视行业：供给端出清，需求端旺盛.....	6
3. 公司主营业务分析.....	7
3.1 影视剧业务：第一大主营，聚焦精品头部.....	7
3.2 游戏业务：前期版号停发影响延续，期待业务转型.....	9
4. 公司重点财务指标分析.....	10
4.1 营业收入：2019年中报收入稳增，影视剧业务向好.....	10
4.2 毛利率：综合毛利率改善明显，影视业务回归健康发展.....	10
4.3 归母净利：有望改善，盈利可期.....	11
4.4 应收账款同比改善，资金状况向好.....	11
5. 盈利预测与估值分析.....	12
6. 风险提示.....	13
财务报表分析和预测.....	14

图目录

图 1	公司发展历程简介.....	5
图 2	截至 2019 年三季报公司十大流通股东情况.....	6
图 3	2015-2019 前三季度影视板块营业收入及同比增速.....	6
图 4	2015-2019 前三季度影视板块净利润及同比增速.....	6
图 5	2010-2019 年甲级制作公司数量（家）.....	7
图 6	2015-2018 主要视频网站内容成本支出（亿元）.....	7
图 7	2016-2018 主要视频网站内容成本支出同比增速（%）.....	7
图 8	2015-2019H1 公司分项主营业务收入（百万元）.....	8
图 9	2015-2019H1 公司分项主营收入占总营收比例（%）.....	8
图 10	2015-2018 公司与华策影视全网剧平均售价（万元/集）.....	8
图 11	2015-2019H1 公司与华策影视影视剧毛利率对比（%）.....	8
图 12	2015-2019H1 公司游戏业务收入及同比增速.....	10
图 13	2015-2019H1 公司总营收和各主营业务收入.....	10
图 14	2016-2019H1 公司总营收和各主营业务收入增速.....	10
图 15	2016-2019H1 公司综合毛利率、影视业务毛利率、游戏业务毛利率情况.....	11
图 16	2015- 2019 前三季度公司归母净利润及同比增速.....	11
图 17	2015-2019 前三季度公司归母净利润率情况.....	11
图 18	2017-2019 前三季度公司应收账款及其占总资产比例.....	12
图 19	2017-2019 前三季度公司经营活动现金流净额情况.....	12

表目录

表 1	公司近年获奖电视作品列表.....	5
表 2	公司头部精品剧目网播量及排名情况.....	8
表 3	公司主要影视制作团队.....	9
表 4	截至 2019 年中报已上线播出电视剧情况.....	9
表 5	公司影视剧项目进展情况.....	9
表 6	公司分项业务收入与总营收预测（百万元）.....	12
表 7	可比公司估值表.....	13

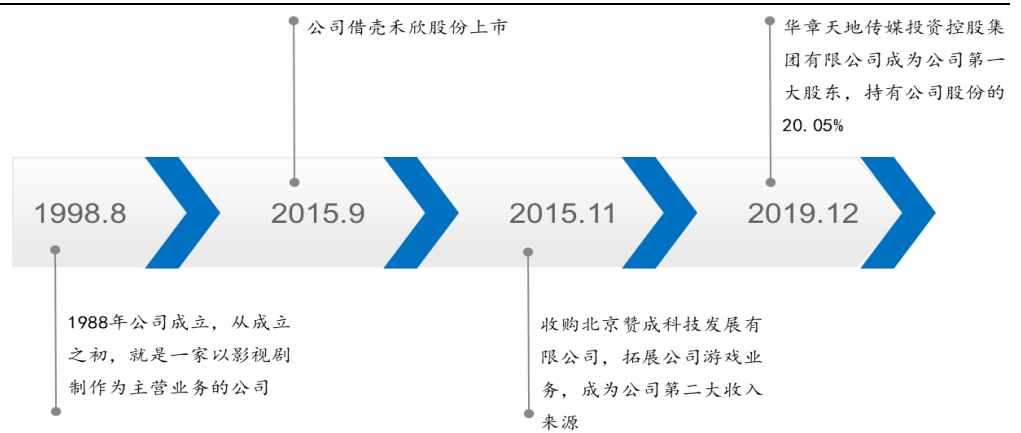
1. 公司简介：影视行业龙头，地方国资控股

慈文传媒成立于 1998 年,主营从事影视剧投资与制作。2015 年 9 月借壳禾欣股份,上市成功。同年 11 月,以 11 亿元现金收购北京赞成科技发展有限公司 100% 股份,赞成科技主要从事游戏研发运营,与慈文传媒第一大主营影视剧业务相结合,实现影游良好互动。

2018 年影视行业发展遇冷,整体市场表现不佳,主营影视剧业务开展受阻;此外国家对文化娱乐行业监管政策收紧,游戏版号暂停审批,游戏新产品无法上线运营,公司影视和游戏业务均表现不佳,子公司赞成科技 2018 年计提 8.66 亿元大额商誉减值。

2019 年 2 月,公司实控权协议转让;截至 2019 年 12 月,华章天地传媒投资控股集团有限公司持股 20.05%,为公司第一大股东,实际控制人变更为江西省政府,慈文传媒成为地方性国有企业。原实控人马中骏先生仍担任公司首席内容官,公司主营业务团队未发生较大改变。

图1 公司发展历程简介

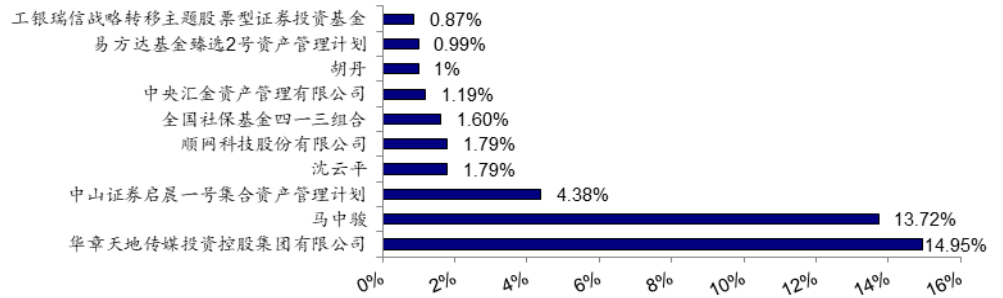


资料来源:企查查、公司 2015 年年度报告、Wind 等,海通证券研究所

表 1 公司近年获奖电视作品列表

时间	电视剧作品	获奖情况
2011	老马家的幸福往事	2010 年北京电视台最佳品质奖 2011 第 28 届电视剧“飞天奖”三等奖
2012	西游记	2012 年十佳电视制片优秀电视剧奖 广东南方电视台“金南方 2011 年度最佳视觉效果”奖
2015	花千骨	第十一届全国电视制片业十佳优秀电视剧 中国最具影响力的电视剧
2016	老九门	2017 电视剧品质盛典年度周播剧 2016 年中国最具产业影响力网络剧 2016 年度“鹰眼匠心榜”最佳匠心制作
2017	楚乔传	2017 微博电视剧影响力盛典年度剧王 2017 金橡树奖优秀电视剧奖

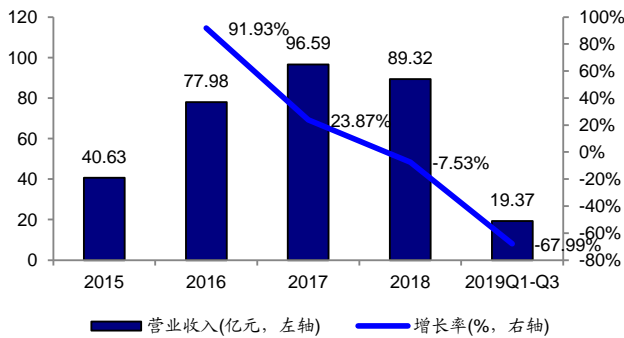
资料来源:公司 2016、2017 年报、百度百科,海通证券研究所

图2 截至 2019 年三季度公司十大流通股东情况


资料来源：公司 2019 年三季度报，海通证券研究所

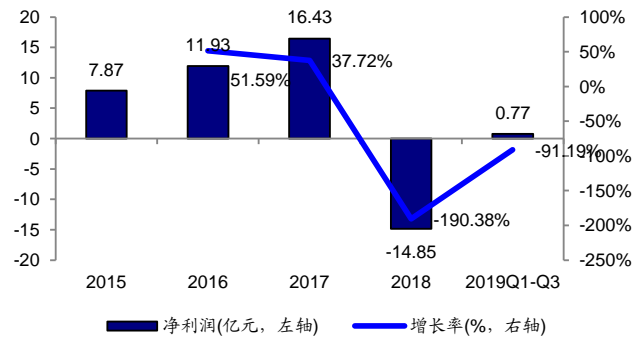
2. 所在影视行业：供给端出清，需求端旺盛

2018 年，影视行业发展遇冷，整体市场表现不佳。在政策调控和市场竞争的双重驱动下，加速了内容供给侧的改革，去产能效果显著，制作方不断洗牌，制作理念从“以量取胜”转向“以质取胜”。我们以慈文传媒、华策影视、欢瑞世纪和唐德影视四家影视行业代表性公司作为样本，发现四家公司 2018 年合计营业收入为 89.32 亿元，同比下降 7.53%；合计归母净利润首次出现亏损，经营业绩整体回调明显，并且影响延续至 2019 年三季度报。

图3 2015-2019 前三季度影视板块营业收入及同比增速


资料来源：Wind，海通证券研究所

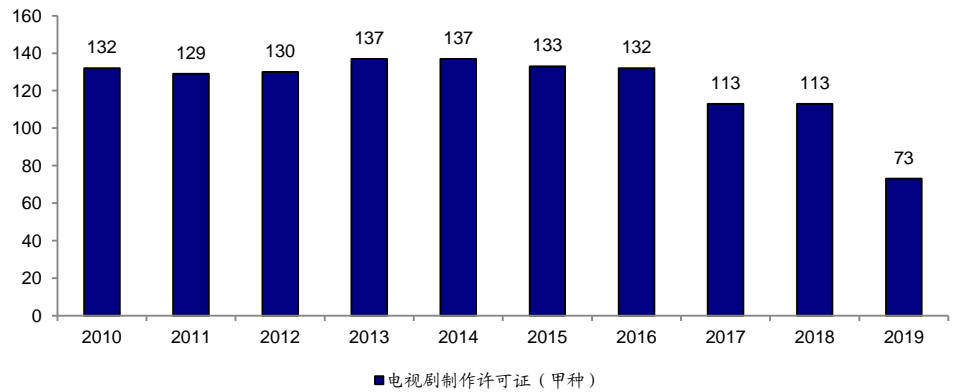
备注：取值公司为：慈文传媒、华策影视、欢瑞世纪、唐德影视

图4 2015-2019 前三季度影视板块净利润及同比增速


资料来源：Wind，海通证券研究所

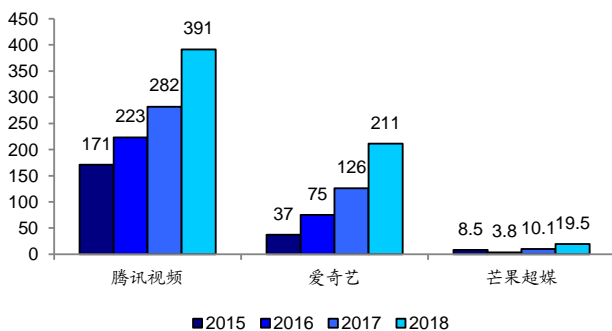
备注：取值公司为：慈文传媒、华策影视、欢瑞世纪、唐德影视

行业集中度提升，电视剧成本售价错配情况有望好转。内容行业经过一轮洗牌，龙头公司的集中度有望得到提升，目前持有甲证的电视剧制作的机构从 2018 年的 113 家到 2019 年的 73 家，降幅高达 35%，优质资源有望进一步向龙头公司倾斜。我们认为，疫情造成部分影视剧项目延期仅是短期一次性影响，影视剧成本售价错配期（使得一些项目盈利能力变差甚至亏损）已结束，影视公司盈利水平将随着新项目的推出有望得到有效提升。

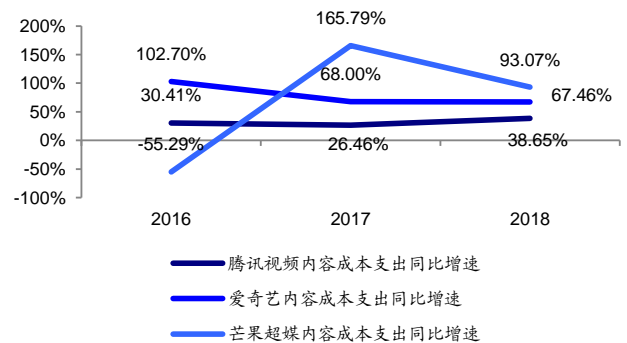
图5 2010-2019年甲级制作公司数量(家)


资料来源: 广电总局官网, 海通证券研究所

内容分发渠道多样, 内容创新可期。主流视频网站内容采购支出不断增加, 2018年腾讯视频内容投入391亿元, 同比增长38.65%; 爱奇艺内容投入211亿元, 同比增长67.46%; 芒果超媒内容投入19.5亿元, 同比增长93.1%。我们预计旺盛的需求, 叠加5G带动超高清视频的加速发展以及短视频的崛起, 都将进一步推进内容的资本支出和创新。

图6 2015-2018主要视频网站内容成本支出(亿元)


资料来源: 腾讯控股2016、2018年报、爱奇艺招股说明书、2018年报、快乐购: 发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书、芒果超媒2018年报, 海通证券研究所

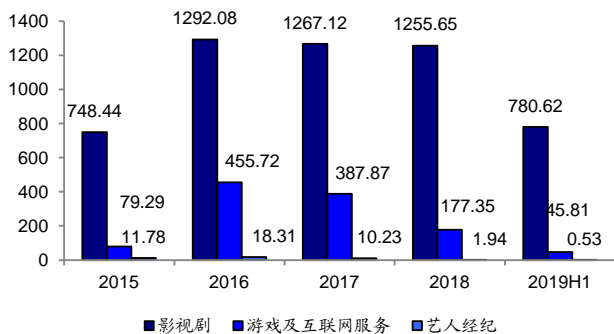
图7 2016-2018主要视频网站内容成本支出同比增速(%)


资料来源: 腾讯控股2016、2018年报、爱奇艺招股说明书、2018年报、快乐购: 发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书、芒果超媒2018年报, 海通证券研究所

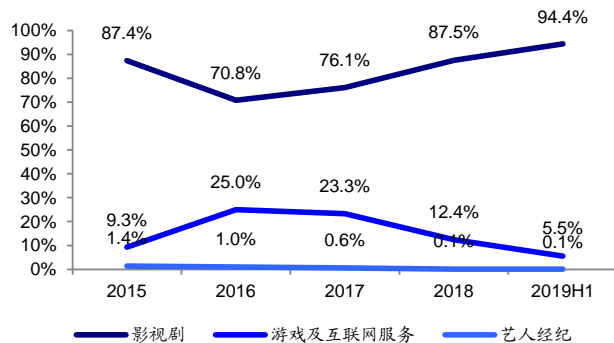
3. 公司主营业务分析

3.1 影视剧业务: 第一大主营, 聚焦精品头部

影视剧业务为慈文传媒第一大主营, 2019H1影视剧业务收入7.8亿元, 同比增长32.58%, 占主营业务收入的94.4%。

图8 2015-2019H1 公司分项主营业务收入 (百万元)


资料来源: 公司 2015-2018 年报、2019 半年报, 海通证券研究所

图9 2015-2019H1 公司分项主营收入占总营收比例 (%)


资料来源: 公司 2015-2018 年报、2019 半年报, 海通证券研究所

聚焦头部精品, 影视项目价格及业务毛利率优势明显。慈文传媒主打头部精品剧, 曾推出《花千骨》《楚乔传》《老九门》等头部精品剧集, 影视项目售价及业务毛利率类比其他行业中主营业务相近的华策影视, 竞争性优势突出。

表 2 公司头部精品剧目网播量及排名情况

影视剧名称	主要制作子公司	播出时间	网播量 (亿次)	当年网播量排名
花千骨	上海慈文	2015 年	201	1
老九门	视骊制作	2016 年	114	7
楚乔传	蜜淘影业	2017 年	458	1

资料来源: 腾讯电视剧白皮书, 公司官网, 海通证券研究所

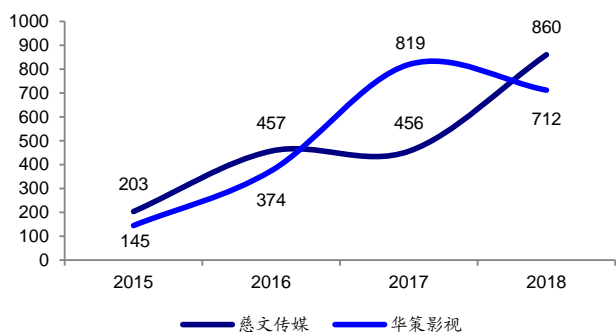
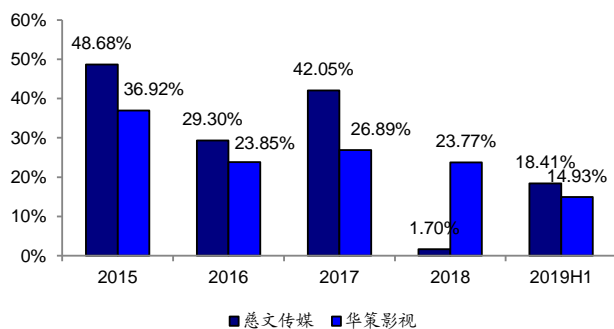
图10 2015-2018 公司与华策影视全网剧平均售价 (万元/集)

 资料来源: 慈文传媒、华策影视 2015-2018 年报, 海通证券研究所
 备注: 平均售价=影视剧业务收入/当年取得发行许可证影视剧集数

图11 2015-2019H1 公司与华策影视影视剧毛利率对比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

制作团队科班出身, 项目储备丰富, 题材类型多样拓展。马中骏先生担任公司首席内容官, 作为业内资深出品人和剧作家, 90 年代开始涉足影视制作, 至今已出品、制作各类影视近百部, 擅长寻找 IP, 具有丰富的电视剧制作经验。此外, 公司采用设立子公司形式, 深度绑定“网剧一哥”白一骢、柳苗、韩灏为主要管理人员的专业影视剧制作团队。

截至 2019 年中报, 公司 2019 年已上线播出 4 部网络剧和 4 部网络电影, 多部影视剧筹备中。从公司 2019 年中报及投资者活动关系记录公告所披露的项目计划看, 类型上包括有网台剧、网络剧及网络电影等多种形式; 题材上, 公司积极拓展现实主义题材作品, 如《婚姻的两种猜想》、《空港》、《一江水》等, 此外还有《脱骨香》、《杀破狼》、《密使一号》、《弹痕》等军旅、航天题材的多部剧目均在筹备当中。我们认为公司股权变更后, 拥有国资背书, 更有利于公司影视业务扎实稳定推进。

表 3 公司主要影视制作团队

公司名称	成立时间	CEO/总经理	持股比例	代表作
北京慈文	2000.9	马中骏	13.72%	《小鱼儿与花无缺》《神雕侠侣》《谜砂》
慈文电影	2008.8	叶碧云	/	《特勤精英》《秋喜》
上海慈文	2009.4	马中骏	13.72%	《花千骨》《蚂蚱》
东阳紫风	2009.11	原向阳	/	《再回首》《致青春》
视骊制作	2014.6	白一聪	35.00%	《老九门》《暗黑者》《沙海》
蜜淘影业	2015.4	柳苗	10.00%	《特工皇妃楚乔传》《凉生，我们可不可以不忧伤》
微颢影业	2016.1	韩灏	35.00%	《极速青春》《龙城武士》

资料来源：企查查，公司官网，海通证券研究所

表 4 截至 2019 年中报已上线播出电视剧情况

影视剧名称	项目类型	首播日期	播出平台
大唐魔盗团	网络剧, 24 集	2019-02-20	腾讯视频
等等啊, 我的青春	网络剧, 24 集	2019-03-19	优酷
暗黑者 3	网络剧, 24 集	2019-03-28	腾讯视频
特勤精英之生死救援	网络电影	2019-04-06	腾讯视频
特勤精英之逃出生天	网络电影	2019-04-13	腾讯视频
谁动了我的运气	网络电影	2019-05-14	腾讯视频
爵迹之临界天下	网络剧, 48 集	2019-05-27	爱奇艺
恰好遇见你	网络电影	2019-07-14	腾讯视频

资料来源：公司 2019 年中报，海通证券研究所

表 5 公司影视剧项目进展情况

影视剧名称	项目类型	生产进度	合作方/播出平台
乘风少年	网台剧	拍摄中	咪咕视讯
一江水	网台剧	拍摄中	重庆星光书影文化传媒
三叉戟	网台剧	拍摄中	天马映像影业
光荣时代	网台剧	后期制作中	天马映像影业
盗墓笔记重启之极海听雷	网络剧	后期制作中	优酷
时空迷失 2018	网络剧	已完成制作	优酷
鼠王	网络电影	后期制作中	爱奇艺
大地震	网络电影	后期制作中	爱奇艺
麒麟幻镇	网络电影	后期制作中	爱奇艺
风暴舞之破局者	网络电影	后期制作中	爱奇艺

资料来源：公司 2019 年中报、慈文传媒 2019 年 12 月 6 日投资者关系活动记录表等，海通证券研究所

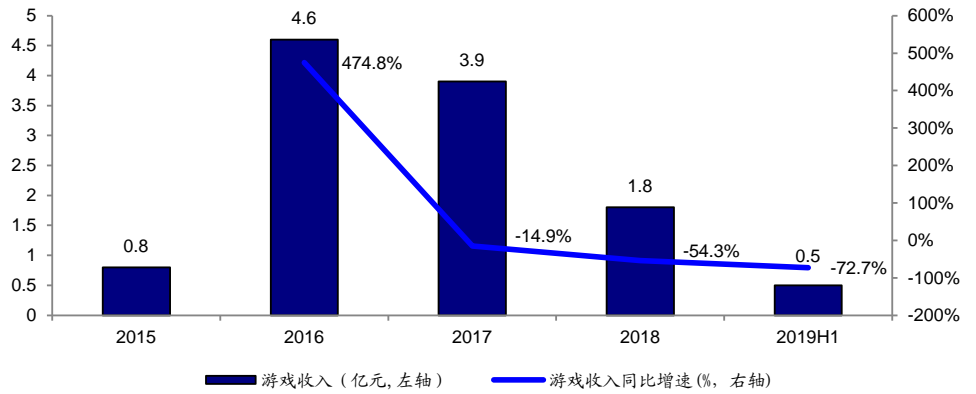
3.2 游戏业务：前期版号停发影响延续，期待业务转型

收购赞成科技，并表游戏业务。2015 年 11 月，公司以 11 亿元收购赞成科技 100% 股权，2015-2017 年对赌扣非归母净利润分别为 8000 万元、1.1 亿元和 1.3 亿元。标的主营休闲移动游戏开发运营，赞成科技的收购进一步完善公司从 IP 储备开发，到游戏输出兑现的闭环产业链，强化“影游联动”的多元化战略。

2018 年受游戏版号暂停发放影响，赞成科技多款新游戏无法按计划上线运营，导致其游戏收入大幅下滑，当期计提 8.66 亿元商誉减值。公司游戏业务受到版号限制等政策层面影响延续，2019 年上半年公司游戏业务收入 0.5 亿元，同比下滑 72.7%。

随着游戏版号的有序放开，我们预计公司游戏业务开展将逐渐恢复；此外，赞成科技积极调整发展战略，在保持一定的自研游戏开发的同时，努力提升流量运营能力，加强网游运营体系建设，与移动运营商开展合作，期待推动休闲游戏积累的大量流量资源逐步变现，培育新的盈利增长点。

图12 2015-2019H1 公司游戏业务收入及同比增速



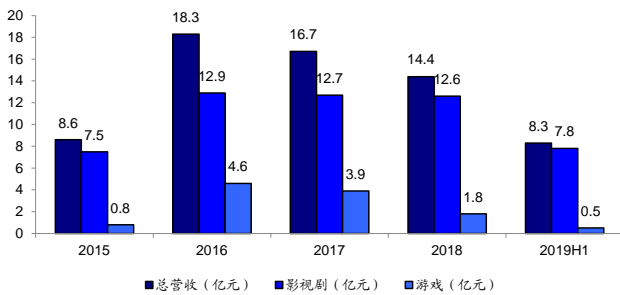
资料来源：公司 2015-2018 年报、2019 半年报，海通证券研究所

4. 公司重点财务指标分析

4.1 营业收入：2019 年中报收入稳增，影视剧业务向好

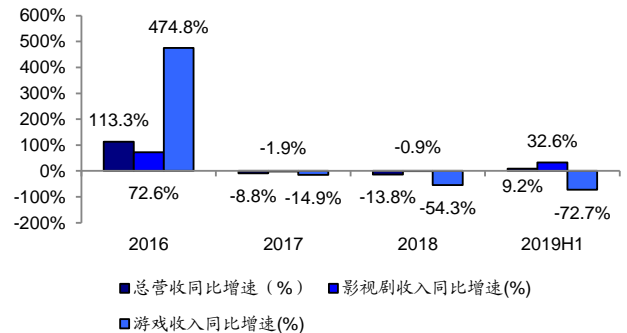
2019 上半年公司总营收 8.3 亿元，影视剧收入 7.8 亿元，游戏业务收入 0.5 亿元；同比增速分别为 9.2%，32.6%和-72.7%，主营影视剧业务回归，收入增幅明显；游戏业务仍表现不佳，但因其占总营收比例较小，因此并未对公司总体营收造成较大负面影响。

图13 2015-2019H1 公司总营收和各主营业务收入



资料来源：公司 2015-2018 年报、2019 半年报，海通证券研究所

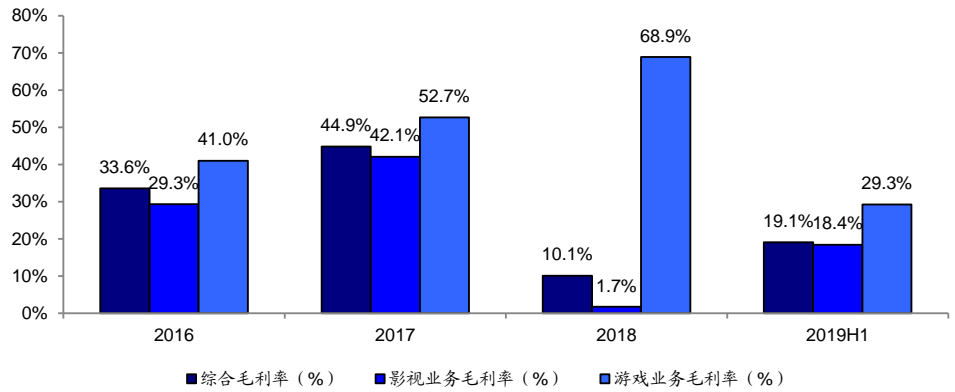
图14 2016-2019H1 公司总营收和各主营业务收入增速



资料来源：公司 2016-2018 年报、2019 半年报，海通证券研究所

4.2 毛利率：综合毛利率改善明显，影视业务回归健康发展

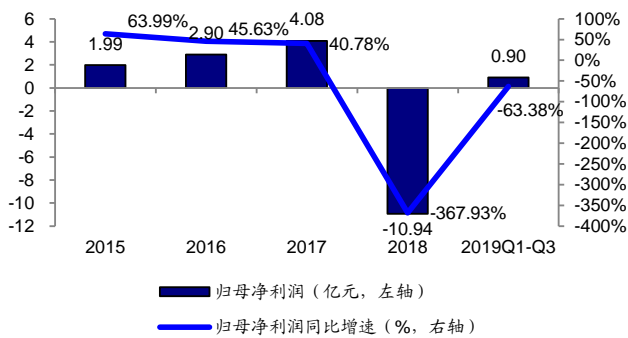
公司在经历 2018 年业务整顿后，综合毛利率和影视剧业务毛利率分别从 2018 年的 10.1%和 1.7%，回升到 2019 年上半年的 19.1%和 18.4%，毛利率改善明显。我们认为，公司的影视剧项目经历前期成本售价错配调整后，影视剧业务毛利率及综合毛利率将逐步回归健康水平。

图15 2016-2019H1 公司综合毛利率、影视业务毛利率、游戏业务毛利率情况


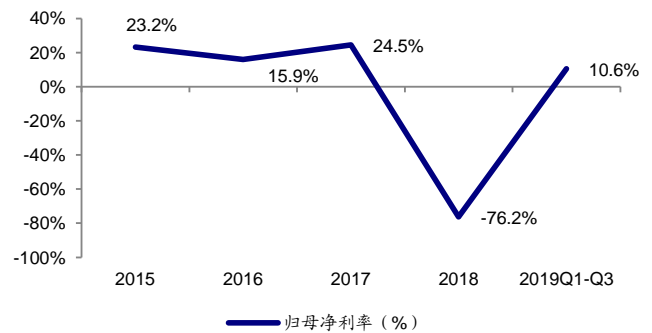
资料来源：公司 2016-2018 年报、2019 半年报、Wind、海通证券研究所

4.3 归母净利润：有望改善，盈利可期

2019 年前三季度，公司归母净利润为 0.9 亿元，同比下滑 63.38%，主要系销售费用中发行宣传费同比高增加以及 2018 年同期 1.4 亿元资产减值冲回所致；归母净利率为 10.6%。随着影视业务的有效开展，我们认为，公司盈利能力有望持续改善。

图16 2015-2019 前三季度公司归母净利润及同比增速


资料来源：Wind、海通证券研究所

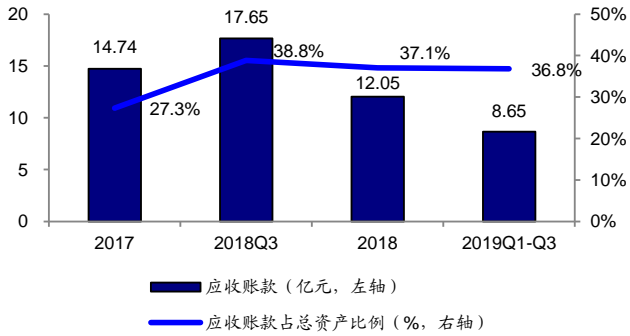
图17 2015-2019 前三季度公司归母净利率情况


资料来源：Wind、海通证券研究所

4.4 应收账款同比改善，资金状况向好

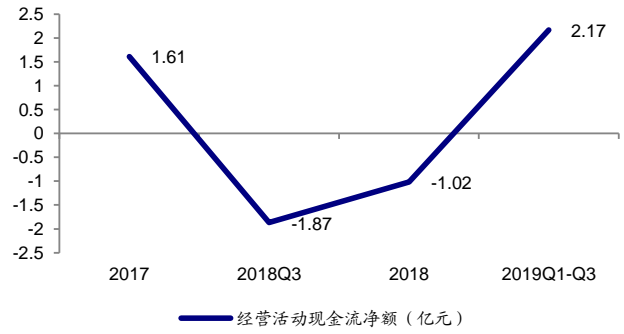
截止 2019 年三季报，慈文传媒应收账款为 8.65 亿元，占总资产比例 36.8%，较 2018 年同期 17.65 亿元的应收账款额，下降 9 亿元，占总资产比重下降 2 个百分点。2019 年前三季度公司经营活动现金流净额 2.17 亿元，较 2018 年同期-1.87 亿元经营性现金流净额改善明显。我们认为，2019 年公司积极采用加大回款力度，盘活资本等多种方式，财务质量提升初见成效。

图18 2017-2019 前三季度公司应收账款及其占总资产比例



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 2017-2019 前三季度公司经营活动现金流净额情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 盈利预测与估值分析

我们认为疫情对公司影视剧业务开展影响有限且较为短期,公司 2020 年影视剧业务全面回归,题材转型,“质与量”同时抓,业绩可期,项目进展较为顺利,不改中长期坚定看好的推荐逻辑。

对公司分项业务收入,我们预测如下:

1) 影视剧业务未来几年仍为公司第一大主营,考虑行业回暖和公司后续影视项目储备情况,我们预计该业务收入 2019-2021 年同比增速分别为 65%、37%、和 15%

2) 游戏业务方面,考虑到赞成科技游戏用户的流失情况、未来年度游戏的研发计划、行业政策影响延续等因素,我们预计赞成科技 2019 年收入仍将大幅下滑,2020 年及以后年度营收将逐渐缓慢增长,预计 2019-2021 年的营收增长率分别为 -50%、5% 和 5%。

3) 艺人经纪业务伴随着影视剧业务的有序开展以及公司多样衍生内容的积极开发有望实现较高增长,我们预计 2019-2021 年同比增速分别为 30%、30%和 30%。

我们预计 2019-2021 年公司的营收分别为 21.63 亿元、29.36 亿元和 33.68 亿元,同比增长 50.7%、35.8%和 14.7%; 归母净利润分别为 1.61 亿元、2.19 亿元和 2.85 亿元,同比增长 114.7%、36.3%和 30.1%; 对应全面摊薄 EPS 分别为 0.34 元/股、0.46 元/股和 0.60 元/股。我们参考影视行业可比公司 2020 年平均 26 倍 PE 估值,考虑慈文传媒作为影视剧行业龙头标的,给予慈文传媒 2020 年 25-30 倍 PE 估值,对应合理价值区间 11.5 元/股-13.8 元/股,给予优于大市评级。

表 6 公司分项业务收入与总营收预测 (百万元)

	2018	2019E	2020E	2021E
影视剧	1255.65	2071.8	2840	3266
YOY	-0.91%	65%	37%	15%
游戏产品及渠道推广	177.35	88.7	93.1	97.8
YOY	-54.28%	-50%	5%	5%
艺人经纪	1.94	2.52	3.28	4.26
YOY	-81.04%	30%	30%	30%
其他	1.94	0.04	0.04	0.04
总营收	1435.03	2163.1	2936.4	3368.1
YOY	-13.8%	50.7%	35.8%	14.7%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 7 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)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
300133	华策影视	138	2.11	-13	5.1	65	-11	26
300251	光线传媒	296	13.73	9.5	10.1	22	31	29
000802	北京文化	75	3.26	-20.4	3.4	23	-4	22
均值								26

注：收盘价为 2020 年 3 月 25 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

6. 风险提示

受到疫情影响影视剧开机、制作周期延长风险，影视剧播出效果不及预期，应收账款坏账计提风险，存货减值风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	1435	2163	2936	3368
每股收益	-2.30	0.34	0.46	0.60	营业成本	1289	1696	2273	2592
每股净资产	3.11	3.45	3.91	4.51	毛利率%	10.1%	21.6%	22.6%	23.0%
每股经营现金流	-0.21	-0.82	-1.14	0.01	营业税金及附加	9	12	18	20
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	233	117	176	202
P/E	-4.50	30.64	22.49	17.28	营业费用率%	16.3%	5.4%	6.0%	6.0%
P/B	3.34	3.01	2.65	2.30	管理费用	74	80	117	135
P/S	4.35	2.88	2.12	1.85	管理费用率%	5.2%	3.7%	4.0%	4.0%
EV/EBITDA	-33.92	31.03	24.38	20.63	EBIT	-175	252	344	409
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	38	14	34	52
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.6%	0.6%	1.2%	1.5%
毛利率	10.1%	21.6%	22.6%	23.0%	资产减值损失	854	54	59	31
净利润率	-76.3%	7.4%	7.5%	8.5%	投资收益	-1	0	0	0
净资产收益率	-74.1%	9.8%	11.8%	13.3%	营业利润	-1058	184	250	326
资产回报率	-33.7%	3.7%	3.8%	4.3%	营业外收支	-10	0	0	0
投资回报率	-11.0%	10.0%	10.0%	10.7%	利润总额	-1068	184	250	326
盈利增长 (%)					EBITDA	-163	252	344	409
营业收入增长率	-13.8%	50.7%	35.8%	14.7%	所得税	32	22	30	39
EBIT 增长率	-130.7%	243.5%	36.8%	18.9%	有效所得税率%	—	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	-367.9%	114.7%	36.3%	30.1%	少数股东损益	-6	1	1	2
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-1094	161	219	285
资产负债率	52.9%	60.8%	66.8%	67.1%					
流动比率	1.9	1.6	1.5	1.5	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.2	1.0	0.9	0.9	货币资金	634	400	600	800
现金比率	0.4	0.2	0.2	0.2	应收账款及应收票据	1223	1925	2668	3039
经营效率指标					存货	968	1575	2039	2353
应收账款周转天数	345.0	324.9	331.6	329.4	其它流动资产	171	171	213	233
存货周转天数	304.3	339.0	327.4	331.3	流动资产合计	2996	4071	5520	6426
总资产周转率	0.3	0.6	0.6	0.5	长期股权投资	5	5	5	5
固定资产周转率	42.0	65.4	88.7	101.8	固定资产	33	33	33	33
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	10	10	10	10
					非流动资产合计	254	254	254	254
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	3250	4326	5774	6680
净利润	-1094	161	219	285	短期借款	431	607	1388	1643
少数股东损益	-6	1	1	2	应付票据及应付账款	368	576	739	856
非现金支出	866	54	59	31	预收账款	415	684	902	1044
非经营收益	36	20	38	58	其它流动负债	365	625	691	796
营运资金变动	96	-627	-861	-373	流动负债合计	1579	2492	3720	4339
经营活动现金流	-102	-391	-542	3	长期借款	137	137	137	137
资产	-5	0	0	0	其它长期负债	3	3	3	3
投资	-321	0	0	0	非流动负债合计	140	140	140	140
其他	0	0	0	0	负债总计	1719	2632	3860	4479
投资活动现金流	-325	0	0	0	实收资本	602	602	602	602
债权募资	-377	176	781	255	普通股股东权益	1476	1638	1857	2142
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	55	56	58	59
其他	-134	-19	-38	-58	负债和所有者权益合计	3250	4326	5774	6680
融资活动现金流	-511	157	742	197					
现金净流量	-938	-234	200	200					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 25 日

资料来源: 公司年报 (2018), 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,顺网科技,平治信息,芒果超媒,城市传媒,完美世界,华策影视,中南传媒,横店影视,星辉娱乐,浙数文化,分众传媒,游族网络,中信出版,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,三七互娱,阿里巴巴-SW,新经典,万达电影,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。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
李凡 lf12596@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
 蒋磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 联系人
 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 联系人
 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 房青(021)23219692 fangq@htsec.com
 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 于成龙 ycl12224@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com
 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com
 联系人
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
 联系人
 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com
 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
 联系人
 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
 周丹 zd12213@htsec.com
 联系人
 吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxx12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
 联系人
 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com
 联系人
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒昭 zhx10170@htsec.com
 联系人
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 解巍巍 xww12276@htsec.com
 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com
 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 许樱之 xy11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com