

慈文传媒 (002343)

业绩符合预期，内容制作持续发力，IP 泛娱乐产业布局印证业绩弹性

买入 (维持)

2017 年 4 月 28 日

证券分析师 张良卫

执业资格证书号码: S0600516070001

联系电话: 021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

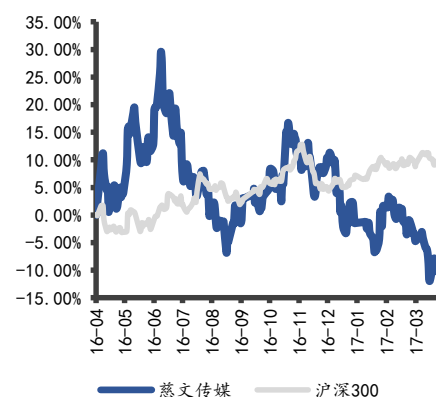
事件: 公司公布 2016 年年报和 2017 年一季度报告, 营业收入 18.26 亿元, 同比增长 113.34%, 实现归属净利润 2.9 亿元, 较上年同期增长 45.63%, 扣非后归属净利 2.79 亿元, 同比增长 50.28%; 2017Q 营收 1.11 亿元, 同比减少 10.88%, 归属净利润 0.28 亿, 同比增长 39.36%。预计 2017 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润在 7500 万至 9500 万, 变动区间在-18.83%至 2.82%之间。

投资要点:

- 业绩超预期，电视剧和游戏驱动力凸显。** 报告期内，公司电视剧业务收入 12.92 亿元，同比增长 73%，《狭路》、《老九门》、《致青春》和《谜砂》等电视剧贡献主要收入，毛利率为 29%，占公司主营业务收入的 70.75%；游戏业务实现收入 4.56 亿元，同比增长 474.75%，毛利率高达 41%。费用方面，公司销售费用同比增长 90.24%，主要由于赞成科技的并表；管理费用同比减少 18.86%；财务费用同比增长 53.23%。整体上来看，公司 16 年业绩基本在预期之内，电视剧和游戏业务发展迅速；净利率 16.65%，17 年一季度净利率增长至 25.98%，整体业绩符合预期。
- IP 与原创并重，内容实力持续验证。** 公司持续推进精品 IP 的培育、开发和转目，目前在册 IP60 余个，包括花千骨、爵迹、左耳、凉生等重量级 IP；在此基础上公司不断推出精品影视剧，16 年 6 部 283 集电视剧取得发行许可证，5 部 253 集电视剧已开机或基本完成摄制，9 部 406 集电视剧在卫视黄金档和互联网首播；17 年电视剧版《凉生》于 1 月杀青，《特工皇妃》预计于暑期档首播，《回到明朝》也将播出，预计将为公司带来可观的收益；公司致力于剧网融合、网台联动，内容实力持续验证。
- 布局“泛娱乐”全产业链，业绩弹性可期。** 公司精准抓住文学、影视、游戏等 IP 运营核心支柱，积极布局“泛娱乐”全产业链，网络大电影、院线电影、游戏和艺人经纪业务全面发展，形成协同效应，提供长期业绩弹性。16 年公司在移动休闲游戏上有所突破，业绩增速瞩目，旗下赞成科技运营的自主研发游戏 42 款，新开发游戏 15 款，同时坚定影游联动战略，依托 IP、影视资源，最大化 IP 价值。
- 投资建议:** 我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 4.55 亿，5.92 亿，7.49 亿；摊薄后 EPS 分别为 1.45 元，1.88 元，2.38 元；对应 PE 为 26,20,16 倍。公司具有丰富 IP 储备，内容制作能力强，全产业链布局逐步完善，业绩持续增长可期，维持买入评级！

风险提示: 影视作品市场反响不达预期；产业竞争激烈化风险。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	38.25
一年最低价/最高价	35.28/45.69
市净率	8.75
流通 A 股市值 (亿)	84.03

基础数据

每股净资产 (元)	4.37
资产负债率	65.78%
总股本 (百万股)	314.51
流通 A 股 (百万股)	219.69

相关研究

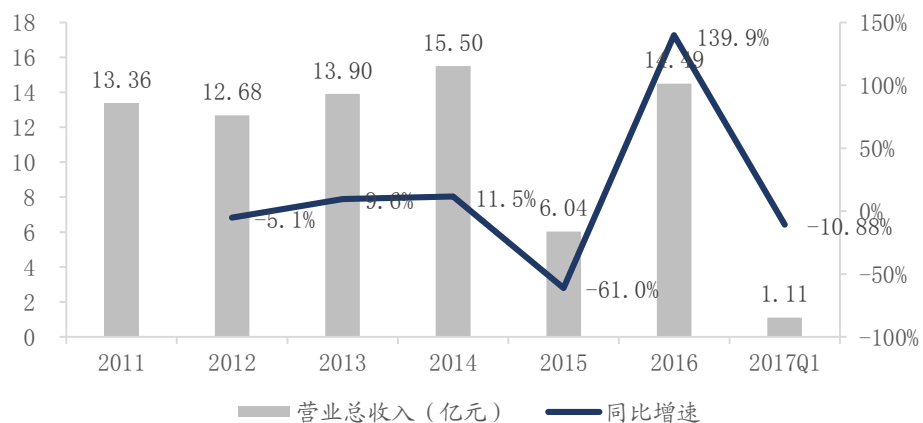
《慈文传媒：不忘初心，老牌而不过时的网生内容龙头》

1. 慈文传媒：业绩超预期，电视剧和游戏驱动力凸显

慈文传媒成立于1999年，是国内首批被授予电视剧制作经营许可证（甲种）的民营影视公司；以电视剧投资、制作及发行为核心业务，以自有IP为核心资源，积极延伸拓展电影、游戏和艺人经纪等相关业务领域，形成了各业务领域良性互动、协同发展的业务体系。

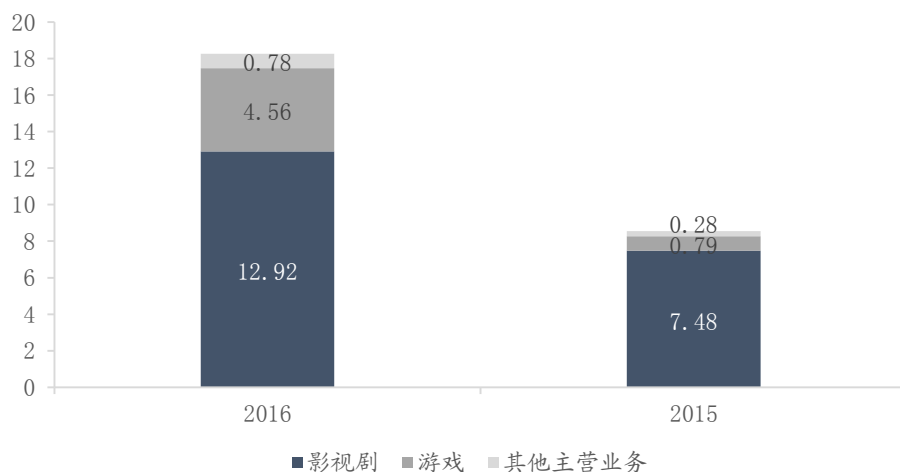
2016年公司实现营业收入18.26亿元，较上年同期增长113.34%，驱动收入增长的主要因素包括电视剧业务的稳定增长和游戏业务的优势巩固。公司全年影视剧业务实现收入12.92亿元，同比增长72.64%，《狭路》、《老九门》、《致青春》和《谜砂》等电视剧贡献主要收入，占公司主营业务收入的70.75%；公司全年游戏业务实现收入4.56亿元，同比增长474.75%，主要来源于公司在移动休闲游戏研发与发行领域的优势，同时公司积极拓展流量运营业务，对扩大利润起到一定作用；此外，2016年公司还积极探索艺人经纪的转型之路，艺人经纪服务实现收入1831万元，同比增长55.39%；信息技术服务实现收入6001万元，同比增长264.09%。

图表 1：公司营收同比变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：公司主营业务收入构成（单位：亿元）

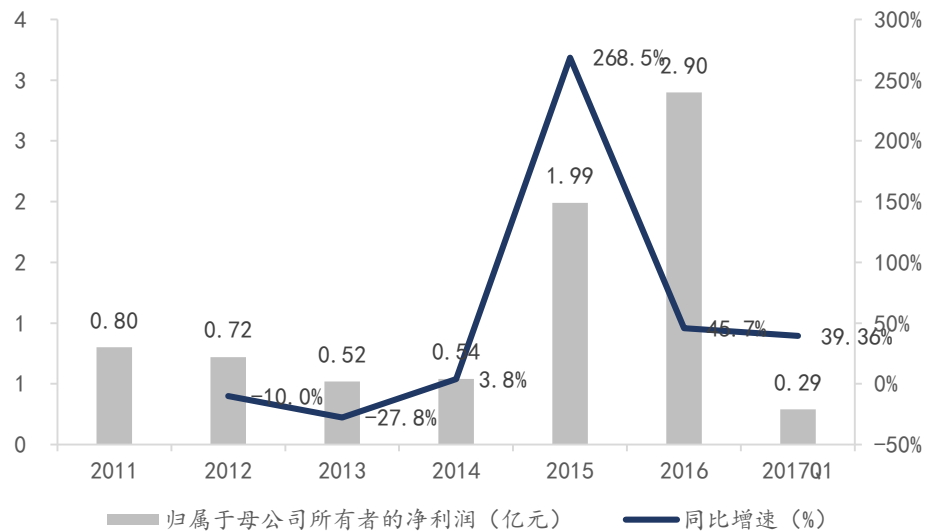


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

费用方面，公司销售费用同比增长 90.24%，主要是由 2015 年 11 月将北京赞成科技公司纳入合并报表范围所致；管理费用同比减少 18.86%，主要是 2015 年重大资产重组支付中介费所致；财务费用同比增长 53.23%，主要因为公司借款增加，相应的利息支出也有所增加。

2016 年公司实现归属净利润 2.9 亿元，较上年同期增长 45.63%，扣非后归属净利 2.79 亿元，同比增长 50.28%，净利率 16.65%；公司 2017 年一季度营收 1.11 亿元，同比减少 10.88%，但净利率增长至 25.98%，归属净利润 0.28 亿，同比增长 39.36%，盈利能力有所提升。

图表 3：公司净利润及增长率（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. IP 与原创并重，内容实力持续验证

慈文具有丰富的 IP 和项目储备，未来盈利具有强支撑，公司前瞻性地购买了大量质量精良、且具备广泛读者基础的网络小说改编权等素材，目前在册 IP60 余个；同时公司积极推动精品 IP 的培育、开发和转化，注重原创内容。

图表 4：公司部分 IP 储备

小说名称	作者	备注
《花千骨》	果果	网络票选最具知名度和影响力的仙侠言情小说第一名，点击破亿，畅销百万册。已由霍建华、赵丽颖联袂主演，湖南卫视播出。
《爵迹》	郭敬明	著名畅销作家郭敬明继《幻城》之后最受欢迎和关注度最高的玄幻小说，畅销 300 万册。
《裹挟》	烟雨江南	网络十年最具知名度和影响力玄幻十佳小说，起点中文网玄幻类最受欢迎和最受读者喜爱第一名，畅销百万。
《死亡通知单》	周浩晖	网络知名悬疑小说，著名悬疑作家周浩晖代表作，畅销 30 万册。已改编网络剧《暗黑者》，网络点击近五亿，位居腾讯网络剧榜首，成为 2014 现象级网络神剧。
《左耳》	饶雪漫	著名青春作家饶雪漫代表作，畅销百万册，影响 86-90 后一代人的青春。同名电影由苏有朋执导，欧豪、杨洋主演，定档 2015 年。
《凉生，我们可不可以不忧伤》	乐小米	知名青春言情作家乐小米代表作，连载八年，成为青春言情现象级作品，五部完结作品畅销 300 万册，数次登上微博热搜榜，《凉生》粉丝百万级别。
《老九门》	南派三叔	南派三叔被称为中国最会讲故事的小说家，激荡想象力剧情的推崇者，著有《盗墓笔记》系列、《大漠苍狼》、《怒江之战》等。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司重点打造网台联动甚至先网后台的精品大剧，通过剧网融合、网台联动等模式持续验证内容实力。2016 年全年公司有 6 部 283 集电视剧取得发行许可证，有 5 部 253 集电视剧已开机或基本完成摄制，有 9 部 406 集电视剧在卫视黄金档和互联网首播。暑期档中，公司表现尤其抢眼，公司出品的《情满雪阳花》、《狭路》、《老九门》、《致青春》和《谜砂》等 5 部电视剧分别在主流卫视和视频网站先后播出，实现了再次领跑电视暑期档。公司与主流平台合作推出的精品网络剧《执念师 2》全网播放量已破 13 亿次。

公司优质内容制作能力将持续支撑业绩增长，2017 年 1 月，电视剧版《凉生》杀青，《特工皇妃》预计于暑期档首播，《回到明朝》也将播出，预计将为公司带来可观的收益。

图表 5：2017 年预计取得发行许可证或开机电视剧

序号	剧名	题材	暂定集数	制作计划	备注
1	左耳	当代都市	40	后期制作中	

2	梦想年华大三线	当代其他	40	后期制作中	
3	回到明朝当王爷	古代传奇	53	后期制作中	
4	凉生，我们可不可以不忧伤	当代都市	80	后期制作中	
5	极速青春（速度）	当代都市	40	后期制作中	
6	爵迹之临界天下	古装玄幻	48	2017年4月开机	
7	沙海	年代传奇	48	拟3季度开机	筹备中（先网后台）
8	步步生莲	古代传奇	50	拟4季度开机	筹备中
9	寻找爱情的邹小姐	当代都市	50	拟4季度开机	筹备中
10	三体	当代科幻	40	拟4季度开机	筹备中
11	天王之路	当代都市	50	拟4季度开机	筹备中

资料来源：公告，东吴证券研究所

图表 6：2017 年预计取得发行许可证或开机网络剧

序号	剧名	暂定集数	开机时间	合作方/播出平台	备注
1	暗黑者 3	25	2016 年 11 月	腾讯视频	拟暑期上线
2	大唐魔盗团	24	拟 2 季度开机	腾讯视频	筹备中
2	少年股神	24	拟 2 季度开机	腾讯视频	筹备中
4	示铃录 2-3	60	拟 2 季度开机	搜狐视频	筹备中
5	残缺的世界	28	拟 3 季度开机	PPTV	筹备中
6	危险的妻子	24	拟 3 季度开机	优酷	筹备中
7	有种爱情叫兄弟	30	拟 4 季度开机	优酷	筹备中
8	风芒纪	48	拟 4 季度开机	乐视	筹备中
9	虐渣	24	拟 4 季度开机	腾讯视频	筹备中
10	兽王	12	拟 4 季度开机	PPTV	筹备中
11	无极乐章	24	拟 4 季度开机	爱奇艺	筹备中

资料来源：公告，东吴证券研究所

3. 布局“泛娱乐”全产业链，业绩弹性可期

公司围绕 IP 全产业链，继续推出精品电视剧和网络剧，拓展游戏及相关业务，打造慈文“品牌+”的泛娱乐平台，取得了良好的经济效益。

公司于 2015 年 10 月 26 日公告以 11 亿元收购国内移动休闲游戏的研发和推广的运营商赞成科技 100% 股权，16 年赞成科技运营的自主研发

游戏 42 款，新开发游戏 15 款，产品覆盖消除类、益智类、棋牌类、捕鱼类、射击类、跑酷类等休闲游戏主流类别。

同时，赞成科技积极发挥在公司整个泛娱乐产业中的协同效应，针对系列精品 IP 强化推进“影游联动”，结合其剧本、拍摄花絮和存量镜头的设计思路，探索开发新的游戏类型——“视频游戏”；开发与影视剧结合的休闲游戏。2017 年，公司将针对精品 IP《特工皇妃》，与旗下赞成科技以及顺网科技、西山居、爱奇艺等游戏研发平台和互联网平台联合推出各类型的同名 IP 游戏，实现 IP 价值最大化。

图表 7: 赞成科技部分游戏产品



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 8: 影游联动图



资料来源：百度图片，东吴证券研究所

此外，公司积极布局网络大电影、院线电影和艺人经纪业务，形成各业务全面发展的优势，带来协同效应，17 年预计将有 10 部网络大电影开机或上线，主要在爱奇艺、腾讯视频两大视频平台上线；此外院线电影暗黑者也将于 4 月开机，多业务协调发展的全产业布局预计将得到进一步巩固。

图表 9: 2017 年预计上线或开机电影

类型	项目名称	开机时间	合作方/播出平台	备注
----	------	------	----------	----

网络大电 影	哀乐女子天团	2017年1月	爱奇艺	筹备中
	回到明朝当王爷番外篇	2017年3月	乐视	筹备中
	女王之域	拟2季度开机	爱奇艺	筹备中
	幸运扫把星	拟2季度开机	腾讯视频	筹备中
	妃监极盗 1-3	拟2季度开机	腾讯视频	筹备中
	容颜	拟2季度开机	腾讯视频	筹备中
	胸毛妹妹	拟3季度开机	爱奇艺	筹备中
	J不可失	拟3季度开机	腾讯视频	筹备中
	棒棒糖	拟3季度开机	腾讯视频	筹备中
	美伦美奂	拟4季度开机	爱奇艺	筹备中
院线电影	暗黑者	当代悬疑	拟4季度开机	筹备中

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 投资建议和盈利预测

我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 4.55 亿, 5.92 亿, 7.49 亿; 摊薄后 EPS 分别为 1.45 元, 1.88 元, 2.38 元; 对应 PE 为 26,20,16 倍。公司具有丰富 IP 储备, 内容制作能力强, 全产业链布局逐步完善, 业绩持续增长可期, 维持买入评级!

图表 10：公司盈利预测

财务摘要 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入 (百万元)	1826.19	2506.67	3144.70	3773.64
同比%	113.34%	37.26%	25.45%	20.00%
净利润 (百万元)	290.11	454.57	592.22	748.92
同比%	45.63%	56.69%	30.28%	26.46%
每股净收益 (元)	0.922	1.445	1.883	2.381

资料来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

公司具有影视作品市场反响不达预期的风险, 影视作品市场的接受程度与观众的主观喜好与价值判断紧密相关, 制作企业很难准确预测作品适销性, 难以确保影视剧作品一定能得到市场的认可; 影视产业的快速发展吸引了大批人才、资本进入, 与此同时, 科技、互联网技术的快速发展使影视作品的制作、传播成本不断下降, 使得影视内容制作商数量剧增, 市场竞争愈发激烈, 公司面临着成本上升及产品无法实现销售、销售价格和收入下降等系统性风险。

财务预测表

资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	2,738.5	2,489.9	3,437.7	3,845.4	营业收入	1,826.2	2,506.7	3,144.7	3,773.6
货币资金	663.0	1,756.4	1,758.2	2,642.7	营业成本	1,212.4	1,746.2	2,209.6	2,625.5
应收和预付款项	1,171.7	704.6	1,650.6	1,173.7	营业税金及附加	6.1	8.4	10.5	12.6
存货	874.8	-	-	-	营业费用	49.3	76.7	94.3	113.2
其他流动资产	28.9	28.9	28.9	28.9	管理费用	57.4	102.3	125.8	150.9
非流动资产	1,069.7	1,017.0	964.3	915.3	财务费用	38.8	60.8	47.9	50.5
长期股权投资	5.9	5.9	5.9	5.9	资产减值损失	84.5	49.1	49.1	49.1
投资性房地产	-	-	-	-	投资收益	1.2	-	-	-
固定资产和在建工程	39.5	-9.6	-58.7	-107.8	其他经营损益	13.3	13.3	13.3	13.3
无形资产和开发支出	1,017.1	1,017.1	1,017.1	1,017.1	营业利润	378.1	463.2	607.5	771.8
其他非流动资产	7.2	3.6	-	-	营业外净收支	13.3	13.3	13.3	13.3
资产总计	3,808.2	3,506.9	4,402.1	4,760.6	利润总额	391.4	476.5	620.8	785.1
流动负债	1,637.3	997.7	1,452.2	1,253.4	所得税	87.3	-	-	-
短期借款	468.0	-	-	-	净利润	304.1	476.5	620.8	785.1
应付和预收款项	1,169.3	997.7	1,452.2	1,253.4	少数股东损益	14.0	22.0	28.6	36.2
长期借款	425.5	425.5	425.5	425.5	归属母公司股东净利润	290.1	454.6	592.2	748.9
其他负债	377.0	377.0	377.0	377.0	EBIT	391.4	486.3	605.8	760.1
负债合计	2,439.8	1,800.2	2,254.7	2,055.9	EBITDA	401.4	489.9	609.4	760.1
股本	441.1	441.1	441.1	441.1					
资本公积	105.4	105.4	105.4	105.4	重要财务与估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
留存收益	798.6	1,114.9	1,526.9	2,048.0	每股收益 (元)	0.9	1.4	1.9	2.4
归属母公司股东权益	1,345.1	1,661.4	2,073.5	2,594.6	每股净资产 (元)	4.3	5.3	6.6	8.2
少数股东权益	23.2	45.2	73.8	110.0	发行在外股份 (百万股)	1,027.1	1,457.0	1,457.0	1,457.0
股东权益合计	1,368.4	1,706.6	2,147.3	2,704.7	ROIC (%)	21.0%	29.5%	152.5%	89.6%
负债和股东权益合计	3,808.2	3,506.9	4,402.1	4,760.6	ROE (%)	21.6%	27.4%	28.6%	28.9%
					毛利率 (%)	33.6%	30.3%	29.7%	30.4%
现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	EBIT Margin (%)	21.4%	19.4%	19.3%	20.1%
经营性现金净流量	140.0	1,696.0	153.6	1,074.0	销售净利率 (%)	16.7%	19.0%	19.7%	20.8%
投资性现金净流量	-252.5	13.3	13.3	13.3	资产负债率 (%)	64.1%	51.3%	51.2%	43.2%
筹资性现金净流量	607.5	-616.0	-165.1	-202.8	收入增长率 (%)	113.3%	37.3%	25.5%	20.0%
现金流量净额	495.5	1,093.4	1.8	884.5	净利润增长率 (%)	50.4%	56.7%	30.3%	26.5%
折旧与摊销	0.1	0.0	0.0	-	P/E	41.5	26.5	20.3	16.1
资本支出	4.0	-	-	-	P/B	8.9	7.2	5.8	4.6
经营营运资本增加	-1.7	-11.6	5.0	-2.7	EV/EBITDA	42.7	31.8	25.7	19.5

资料来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>