

传播与文化行业研究 买入 (维持评级)

行业点评

姜姝

分析师 SAC 执业编号: S1130517110003
(8621)61038213
jiangshu@gjzq.com.cn

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

阅文集团拟 155 亿元收购新丽传媒，利好影视剧板块

事件

8月13日晚，阅文集团发布公告，拟以不超过155亿元收购新丽传媒100%股权。其中腾讯持有的股份收购对价为52.9亿元（成本为49亿元），全部以股份支付，剩余管理层持有的股份收购对价为102.1亿元，一半现金一半股份支付。新丽传媒2018-2020年参考纯利分别为5、7、9亿元，若达不到参考纯利，收购对价可以对应调整。

评论

新丽传媒是优质的影视剧制作公司：2015-2017年，新丽传媒播出了十部电视剧以及一部网剧，出品了《我的前半生》、《白鹿原》、《风筝》、《女医明妃传》、《余罪》以及未播出的《如懿传》等顶尖大剧，在电影行业参与了9部电影，包括《悟空传》、《情圣》、《羞羞的铁拳》、《夏洛特烦恼》等，同时参与推广及发行电影，是电影界的新兴黑马。

溢价收购彰显了互联网公司对于影视制作上游的战略重视，A股对应标的有望价值重估：今年3月11日，光线传媒发布公告，腾讯以33.17亿元收购光线传媒持有的新丽传媒的股份(占比27.64%)，当时新丽传媒的总估值为120亿元，时隔5个月，收购总估值达到155亿元，增幅达到29.2%。从2017年的静态PE来看，新丽传媒为41.2倍，影视剧行业的龙头公司华策影视为26.2倍，其他A股以电视剧为主业的影视公司估值不超过20倍；从总市值看，龙头公司华策影视8月13日的市值为166亿元，仅比新丽传媒估值溢价7%左右，而17年的收入约是其3倍，净利润约是其1.7倍。这次出现了并购估值超过A股已上市公司估值的情况，我们认为，阅文集团拥有的头部IP与优质内容公司新丽传媒战略协同意义极大，可以帮助其自有IP在自我掌控的情况下更直接的变现成优质的影视剧内容，溢价收购一方面反映了未来的协同效应，一方面反映了互联网巨头对于优质稀缺性内容公司价值的充分认可。我们认为对照新丽传媒的估值，A股优质的影视剧精品公司处于低估状态，利好整个影视剧板块以及相应个股的反弹。

在全产业链布局上对阅文集团形成重大利好。阅文集团拥有众多网文的头部IP，但是由于之前缺乏影视剧制作能力，在IP的变现上以授权为主，同时近些年开始参与影视剧投资，但都是以小比例参投为主，对影视剧的把控能力不足。此次全资收购一旦完成，会帮助IP的源头在内容变现上利用新丽传媒的优质制作能力出品更多优质的影视作品，同时在影视以及游戏、衍生品等IP联动上具有更多话语权，为阅文集团未来的利润弹性打开充分的空间。

投资建议

港股建议重点关注阅文集团，A股重点推荐华策影视和慈文传媒。华策影视是优质影视剧公司的行业龙头(收入、利润、产能等均为行业第一)，8月14日湖南卫视即将播出其出品的精品大剧《天盛长歌》。慈文传媒是优质精品剧公司，曾出品《花千骨》、《老九门》、《楚乔传》等爆款剧，预计今年播出《凉生，我们可不可以不忧伤》等大剧，目前估值较低。

风险提示

影视剧行业受到政策监管影响较大，如果发行许可证不能按时审批，会影响上市公司的收入利润确认。电视剧为主业的公司由于应收账款账期较长，应收账款占比较高，普遍具有现金流情况不太好的情况，在资金面紧张的前提下需密切关注其现金流情况。

图表 1: 新丽传媒参与出品的部分电影

电影名称	票房 (亿)	上映时间
西虹市首富	23.59	2018/7/27
羞羞的铁拳	22.13	2017/9/30
悟空传	6.96	2017/7/13
情圣	6.57	2016/12/30
妖猫传	5.30	2017/12/22
火锅英雄	3.69	2016/4/1

来源: 公司官网, 猫眼。统计时间截止到 2018.8.12.

图表 2: 新丽传媒出品的部分电视剧&网络剧

电视剧/网络剧名称	累计播放量 (亿次)	上线时间
我的前半生	168.5	2017/7/5
白鹿原	83	2017/4/17
女医明妃传	81.2	2016/2/14
剃刀边缘	48	2017/3/21
小丈夫	44.6	2016/5/2
余罪 第一季 (网络剧)	21.9	2016/5/23
余罪 第二季 (网络剧)	21.8	2016/6/12
风筝	19.7	2017/12/18

来源: 公司官网, 艺恩。统计时间截止到 2018.8.12.

图表 3: 影视剧公司收入、利润与估值比较

公司名称	市值 (亿元)	2017 年			
		收入 (亿元)	净利润 (亿元)	PS(静态)	PE(静态)
华策影视	166	52.46	6.34	3.16	26.15
新丽传媒	155	16.70	3.77	9.28	41.15
慈文传媒	61	16.66	4.08	3.66	14.94
骅威文化	50	7.27	3.65	6.82	13.58
唐德影视	37	11.80	1.93	3.11	19.07
新文化	40	12.33	2.46	3.24	16.23
鹿港文化	35	41.11	2.93	0.86	12.04

来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所。注: 新丽传媒收入数据来自光线传媒公告, 净利润数据来自阅文集团公告。市值采用 8 月 13 日收盘价计算。

风险提示

影视剧行业受到政策监管影响较大, 如果发行许可证不能按时审批, 会影响上市公司的收入利润确认。电视剧为主业的公司由于应收账款账期较长, 应收账款占比较高, 普遍具有现金流情况不太好的情况, 在资金面紧张的前提下需密切关注其现金流情况。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH