

打造现象级产品，推进 IP 泛娱乐开发

——慈文传媒 2017 年中报点评

公司点评

◆ 2017 年中报业绩情况：

2017 年 H1，公司实现营业收入 3.33 亿元，同比下降 22.33%，归母净利润 0.76 亿元，同比下降 17.54%。其中，影视剧营业收入 0.79 亿元，同比减少 16.02%；游戏营业收入达到 1.21 亿元，同比减少 17.35%。

◆ 下半年收入可期，毛利率略有增加：

2017H1，公司营业收入和净利润的下降，主要是无新剧首轮销售确认收入和宣传推广费增加所致，影视剧、游戏毛利率分别增加 2.48% 和 2.43%。三季度将确认《决战江桥》、《梦想年华》、《那年花开月正圆》等，四季度确认《凉生》、《回明》等，外加赞成科技业绩，公司全年业绩可达预期。

◆ 精品原创和 IP 转化并重，培育新的盈利增长点

重点打造网台联动的头部剧：公司投资的电视剧有 2 部已取得发行许可证，有 5 部在后期制作中；

《楚乔传》引领周播模式：公司有 5 部电视剧分别先后在卫视和视频网站实现首轮播出，其中，《楚乔传》、《左轮手枪》和《决战江桥》等 3 部电视剧集中在暑期档先后播出；

拓展付费模式网生内容：公司与各大视频网站深度合作，加大对网生内容的投资。现有 1 部网络大电影上线，3 部网大/网络剧在后期制作中；

出资设立合资公司：开发《大秦帝国》系列精品影视剧。

◆ 推进“影游联动”，围绕 IP 全产业链开发

《楚乔传》热播期间，公司与顺网科技、西山居、爱奇艺等游戏研发平台和互联网平台联合推出了多类型的同名 IP 游戏，实现 IP 价值最大化；

旗下赞成科技针对《楚乔传》精品 IP 研发了两款休闲游戏，拟于 9 月进行运营推广。目前运营的自研游戏有 47 款，新开发休闲游戏 9 款，取得网络游戏出版物号的游戏 21 款，正在申请流程中的游戏有 5 款。

◆ 盈利预测与评级：

考虑到目前公司在精品 IP 影视剧的储备和发展，我们看好公司的盈利能力，给予“推荐”评级。

◆ 风险提示：行业竞争风险，政策风险。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	856	1,826	2,381	3,033	3,683
增长率(%)	-46.9	113.3	30.4	27.4	21.4
净利润(百万元)	199.2	290	426	554	672
增长率(%)	267.0	45.6	46.7	30.2	21.2
毛利率(%)	49.4	33.6	39.5	39.2	39.3
净利率(%)	23.3	15.9	17.9	18.3	18.2
ROE(%)	18.9	22.2	25.5	24.9	23.4
EPS(摊薄/元)	0.63	0.92	1.35	1.76	2.14
P/E(倍)	56.80	39.0	26.6	20.4	16.9
P/B(倍)	10.66	8.4	6.5	5.0	3.9

资料来源：新时代证券研究所

推荐（首次评级）

分析师

贾明乐 (执业证书编号：S0280517060001)

021-68866291

jiamingle@xsdzq.cn

联系人

马笑

maxiao@xsdzq.cn

联系人：胡萌萌（实习生）

市场数据 时间 2017.08.24

收盘价(元)： 35.98

总股本(亿股)： 3.15

总市值(亿元)： 113.16

一年最低/最高(元)： 30.98/48.79

近 3 月换手率： 91.74%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	7.75	-13.25	-25.75
绝对	8.49	-3.56	-13.36

相关研报

2017 年上半年，公司抓住消费升级、视频付费市场规模快速增长的发展大势，坚定实施主打网台联动头部剧、拓展付费模式网生内容、深化推进 IP 泛娱乐开发的发展战略，持续打造出具有代表性的现象级产品，加快推进向“IP 泛娱乐产业优质运营商”转型升级的步伐。

图表1 公司投资的电视剧

序号	剧名	题材	暂定集数	生产进度
1	左耳	当代都市	36	已取得发行许可证
2	那年花开月正圆	近代传奇	75	已取得发行许可证
3	那些年，我们正年轻	当代其他	47	后期制作中
4	回到明朝当王爷	古代传奇	53	后期制作中
5	凉生，我们可不可以不忧伤	当代都市	80	后期制作中
6	极速青春	当代都市	40	后期制作中
7	爵迹之临界天下	古装玄幻	48	后期制作中

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

其中，现实题材的精品原创大剧《那些年，我们正年轻》，获得广电总局重点推荐，入选“迎接党的十九大胜利召开参考剧目”，预计将于今年 10 月份播出。国产原创赛车题材大剧《极速青春》，在 6 月份亮相上海电视节期间，由国务院主办的中央直属党报《经济日报》给予了“当之无愧最期待”的高度评价；7 月份，该剧补拍特效镜头，《经济日报》再次发声力挺——《〈极速青春〉“抠”出电影品质》。

图表2 公司已在卫视和视频网站播出的电视剧

序号	剧目名称	集数	首播日期	卫视首播平台	主要互联网播出平台
1	欢喜县令	33	2017-01-08	四川卫视黄金档	乐视
2	欢喜知府	31	2017-01-23	四川卫视黄金档	乐视
3	楚乔传	58	2017-06-05	湖南卫视“青春进行时”周播剧场	爱奇艺、搜狐、腾讯、芒果 TV、优酷、乐视
4	左轮手枪	36	2017-06-20	天津卫视、黑龙江卫视黄金档	乐视
5	决战江桥	38	2017-07-08	天津卫视、黑龙江卫视黄金档	爱奇艺

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

《楚乔传》继《花千骨》、《老九门》之后，再造了暑期档现象级周播大剧。该剧全国网城域收视率数次破 3%，52 城收视率更是连续 9 天破 2%，以 CSM 全国网平均收视 1.97%、CSM52 城平均收视 1.741% 的优异成绩，成为两年来收视第一、历史收视第二的周播剧；8 月 1 日晚 23 点单集起播平均收视率达 1.84%，酷云实时最高收视超 2.33%，市场占有率超 40%；网络平台上，最高日播放量高达 11.4 亿，收官当日全网累计播放量突破 420 亿，成为第一部在播期间突破 400 亿大关的电视剧，并跃居国产剧网播量第一；网络声量，主话题阅读量达 114 亿、相关话题阅读量近 240 亿、总讨论量达 1120 万，连续一个多月雄居微博实时榜各项指标第一、微博话题榜总榜榜首，缔造了全民热议楚乔的“现象级”舆论盛况。

近两年来，受媒体大环境的影响，电视剧爆款崛起于优质平台但已不局限于单一平台，传统收视和网络流量已成共振之势，上星剧目在播期间的视频点击量反映了首播期新媒体热度以及网台联动的深度。同时，头部内容与播放平台之间相互依存、互相成就。截取 2015 年至今周播剧收视榜单 TOP10，通过网台对比发现，《楚乔传》是目前唯一一部实现“台网共赢”的周播剧。《楚乔传》双平台夺冠，不仅树立了“台网融合”的标杆，而且预示着中国周播剧从“花千骨”现象级的 1.0 时代进阶到精品内容、多平台共舞的 2.0 时代。

《楚乔传》的热播，获得多家主流媒体的广泛关注和高度评价。6 月 19 日，《人

民日报》(海外版)发表《偶像的价值回归——评电视剧<楚乔传>》的文章:“在一定程度上,《楚乔传》重新定义着‘古装偶像剧’的‘偶像’二字——‘偶像’并非光鲜亮丽、虚无缥缈的娱乐符号,而是必须艺术地塑造角色和传达艺术价值。”7月19日,中央党报《光明日报》文艺版发表《自强不息的“楚乔精神”》的文章。文章说剧中展现出楚乔自强不息、永不言败的精神,以及追求平等的现代意识,被网友们称为“楚乔精神”。“楚乔精神”对青少年的思想具有非常好的借鉴意义和价值。

图表3 《楚乔传》海报



资料来源:百度,新时代证券研究所

《楚乔传》在海外也广受观众喜爱,全球权威影视数据库IMDB给出了8.4的高分;自其登陆世界最大的视频网站YouTube之后,截至收官收获了2.3亿次观看,超50万网友参与分享,订阅用户快速提升到18.3万,观看时长超过13亿分钟,一度成为YouTube华语热播剧TOP1,主要受众国家和地区覆盖美国、日本、俄罗斯、澳大利亚、加拿大、英国、意大利、东南亚以及中东地区,引爆非华语地区的收看热潮。《中国日报》于8月17日以近整版篇幅报道了《楚乔传》的国际传播。

广电总局中国电影电视评论学会于8月15日在北京主办了电视剧《楚乔传》研讨会。与会专家将《楚乔传》定义为“中国第一部传奇性的古装传记剧”,称赞《楚乔传》中关注人性、女性独立等现代意识的强烈呈现,肯定了该剧的主流价值引导、美学追求以及海外传播等方面所具有的示范和引领意义。

公司与爱奇艺合作,打造的网络大电影《哀乐女子天团》,于6月份取得电影公映许可证。自6月30日在爱奇艺独家上线到目前,豆瓣评分维持在7.0的高分,点击量1,800万,被网友称为“网大中的一股清流”,并在“2017金骨朵网络影视盛典”上,荣获“年度最具品质网络大电影”大奖。

图表4 公司网络大电影/网络剧

序号	剧名	项目类别	集数	生产进度
1	哀乐女子天团	网大	/	已取得电影公映许可证并上线
2	回到明朝当王爷番外篇	网大	/	后期制作中
3	暗黑者3	网络剧	25	后期制作中
4	大唐魔盗团	网络剧	24	后期制作中

资料来源:公司公告,新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1808	2847	4522	5957	6877	营业收入	856	1826	2381	3033	3683
现金	300	772	2080	2650	3218	营业成本	433	1212	1441	1844	2237
应收账款	871	1107	1471	1814	2175	营业税金及附加	4	6	9	11	14
其他应收款	3	2	4	4	6	营业费用	26	49	67	84	103
预付账款	20	61	44	90	73	管理费用	71	57	115	130	165
存货	609	875	889	1368	1370	财务费用	25	39	57	79	83
其他流动资产	6	30	33	31	34	资产减值损失	45	84	115	144	176
非流动资产	1086	1112	1131	1151	1165	公允价值变动收益	0	-1	-0	-0	-1
长期投资	0	6	12	18	24	投资净收益	-0	1	3	2	2
固定资产	42	39	55	72	89	营业利润	252	378	579	742	908
无形资产	28	23	6	-7	-22	营业外收入	18	13	13	14	14
其他非流动资产	1017	1043	1057	1067	1074	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	2895	3959	5653	7108	8042	利润总额	270	391	592	756	921
流动负债	1036	1826	3189	4163	4497	所得税	67	87	137	173	212
短期借款	358	468	2189	2213	2970	净利润	202	304	454	583	709
应付账款	156	386	259	567	435	少数股东损益	3	14	29	29	38
其他流动负债	521	972	741	1384	1092	归属母公司净利润	199	290	426	554	672
非流动负债	788	765	682	600	516	EBITDA	291	435	648	837	1008
长期借款	63	426	343	261	176	EPS (元)	0.63	0.92	1.35	1.76	2.14
其他非流动负债	726	339	339	339	339						
负债合计	1825	2591	3871	4763	5012	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	8	23	52	81	119	成长能力					
股本	441	441	441	441	441	营业收入(%)	(46.9)	113.3	30.4	27.4	21.4
资本公积	112	105	105	105	105	营业利润(%)	212.0	50.2	53.0	28.3	22.3
留存收益	509	800	1222	1757	2404	归属于母公司净利润(%)	267.0	45.6	46.7	30.2	21.2
归属母公司股东权益	1062	1345	1730	2264	2911	获利能力					
负债和股东权益	2895	3959	5653	7108	8042	毛利率(%)	49.4	33.6	39.5	39.2	39.3
						净利率(%)	23.3	15.9	17.9	18.3	18.2
						ROE(%)	18.9	22.2	25.5	24.9	23.4
						ROIC(%)	9.8	12.6	10.5	12.4	11.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	63.0	65.4	68.5	67.0	62.3
						净负债比率(%)	11.3	12.3	30.2	(3.8)	0.5
						流动比率	1.7	1.6	1.4	1.4	1.5
						速动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
						应付账款周转率	2.7	4.5	4.5	4.5	4.5
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.63	0.92	1.35	1.76	2.14
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.15	1.30	-0.79	2.39	0.08
						每股净资产(最新摊薄)	3.38	4.28	5.50	7.20	9.26
						估值比率					
						P/E	56.80	39.01	26.58	20.42	16.85
						P/B	10.66	8.41	6.54	5.00	3.89
						EV/EBITDA	57.47	37.7	25.9	19.3	16.2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

贾明乐，复旦大学金融学硕士、厦门大学软件工程学士，传媒互联网行业四年研究经验。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	李佳璐 销售经理 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>