

慈文传媒 (002343.SZ) 传媒行业

评级：买入首次评级

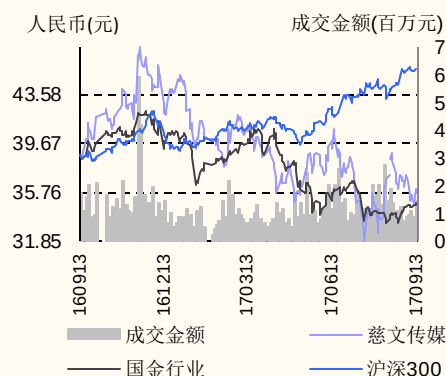
公司深度研究

市场价格 (人民币): 35.68 元
 目标价格 (人民币): 42.93-42.93 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	231.52
总市值(百万元)	11,221.72
年内股价最高最低(元)	47.35/31.85
沪深 300 指数	3842.61
深证成指	11091.49



业内顶级剧王，视频付费浪潮的受益者

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.633	0.922	1.422	1.622	1.984
每股净资产(元)	2.41	3.05	4.06	5.31	6.84
每股经营性现金流(元)	-0.22	0.23	1.94	-0.72	-0.36
市盈率(倍)	95.83	48.97	25.10	22.00	17.99
行业优化市盈率(倍)	28.82	28.82	28.82	28.82	28.82
净利润增长率(%)	267.04%	45.63%	54.11%	23.04%	22.34%
净资产收益率(%)	18.76%	21.57%	24.95%	23.49%	22.32%
总股本(百万股)	314.51	314.51	314.51	339.25	339.25

来源：公司年报、国金证券研究所

注：2017年8月，公司经证监会核准批复，拟通过询价方式非公开发行股份募集资金，发行底价为37.66元/股，发行股份合计不超过2474万股，募集资金总额为9.32亿元，目前该事项正在进行中。

投资逻辑

- **影视内容龙头公司，定增过会增强信心：**公司系国内首批被授予电视剧制作许可证（甲种）的影视公司。经过十余年的发展，公司影视作品类型也逐渐走向多元化，影响力也不断增强。2017年上半年公司收入3.33亿，同比下滑22.3%，归母净利润0.76亿，同比回落17.5%，主要是因为公司影视剧集中于下半年确认收入。此外，公司非公开发行股票申请于今年8月获得证监会核准，资金充足有利于公司电视剧扩充产能，为公司发展奠定信心。
- **视频付费催生精品剧内容，量价齐升利好影视剧龙头：**我国视频付费市场快速发展，预计2020年中国付费视频用户将增长到2.5亿，市场规模增长至600亿元。视频网站的商业模式也开始从传统的流量主导转变为了内容主导，催生出一大批优质影视内容。视频网站加大内容采购的力度，头部剧的流量效应愈发显著，单集售价仍将保持上涨，量价齐升利好国内优质影视剧公司。
- **业内顶级剧王，制作能力突出：**公司是业内顶级影视制作公司。公司2016年剔除游戏后影视收入13.7亿，同比大幅增长76.4%，毛利率由于影视剧投资模式的变化则有所回落。公司每年都有精品剧产出，《花千骨》、《老九门》、《楚乔传》等精品大剧都在业内获得了良好的口碑以及极高的点击量和收视率，其中2015年播出的《花千骨》收视率破3，创造了中国周播剧最高收视纪录，网络总播放量突破200亿，成为行业现象。2017年播出的《楚乔传》收视率和播放量持续走高，成为两年来收视第一、历史收视第二的周播剧。《凉生，我们可不可以不忧伤》根据公司2016年11月12日公告以及2017年8月9日公告推算该剧网络单集售价约1000万元，国内顶级价格，总售价约11.8亿元，预计Q4确认收入。
- **IP储备丰富，编剧实力筑核心竞争力：**长期以来公司储备IP丰富，《三体》原作小说是国内科幻界的代表作品，其他重磅IP包括《寻找爱情的邹小姐》、《脱骨香》、《步步生莲》、《紫川》等，以上影视剧项目预计最近两年启动，有效增厚未来业绩。近年来品质越来越成为影视剧成功的关键，慈文传媒拥有过硬的编剧实力以及编剧团队，保证了公司影视剧的精品质量。

姜姝

联系人
 (8621)60935531
 jiangshu@gjzq.com.cn

裴培

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

投资建议及估值

- 我们预测 2017-2019 年，公司预计总营业收入分别为 24.13、30.16 和 36.19 亿元，预计归母净利润分别为 4.47、5.50 和 6.73 亿元；按照最新摊薄后股本（2018-2019 年按照定增后股本摊薄计算）计算，2017-2019 年对应 EPS 分别为 1.42、1.62 和 1.98 元，对应 PE 分别为 25、22 和 18 倍。
- 我们选取 A 股影视上市公司按照 Wind 一致盈利预期对 2017 年的 PE 进行了比较，慈文传媒的估值相对较低。我们按照 18 年的 EPS 给予 26.5XPE 估值，目标价 42.93 元，首次覆盖评级为“买入”。

风险提示

- 赞成科技业绩承诺明年到期，电视剧收入确认进度可能不及预期。
- 政策因素：网络剧政策趋严。

内容目录

1. 影视内容龙头公司，定增过会增强信心.....	5
1.1 公司概况	5
1.2 定增情况	6
2. 行业分析：视频付费催生精品剧内容，量价齐升利好影视剧龙头	6
2.1 电视剧行业规模趋于稳定，集中度低	6
2.2 视频付费仍在红利期，内容主导取代流量主导	7
2.2 量价齐升：视频网站加大内容投入，精品剧价格水涨船高	8
3. 公司分析	10
3.1 财务分析：公司业绩稳步提升，经营现金流良好	10
3.2 业内顶级剧王，制作能力突出	11
3.4 专注移动休闲游戏，赞成科技发展良好	13
4. 公司亮点	14
4.1 IP 储备丰富，未来大作不断	14
4.2 编剧实力筑核心竞争力，开放合作带来双赢	14
盈利预测与估值	15
风险提示	16

图表目录

图表 1：公司历史沿革	5
图表 2：公司股权结构	5
图表 3：公司主要高管背景	5
图表 4：公司主要控股公司介绍	6
图表 5：公司募集资金投资项目情况（万元）	6
图表 6：2004 年-2016 年国内电视剧发行集数	7
图表 7：华策、慈文、新丽电视剧发行集数市占率变化	7
图表 8：2011-2017e 年中国视频付费市场规模	7
图表 9：2013-2017e 年中国视频付费市场用户规模（万）	7
图表 10：2016 年国内外视频付费市场概况（万）	8
图表 11：2016 年国内外视频付费市场用户渗透率比较	8
图表 12：2011-2017 中国在线视频行业收入结构（%）	8
图表 13：2011-2016 年 HBO 订阅收入占比情况	8
图表 14：2013-2016 全网剧及网站自制剧部数（部）	9
图表 15：2013-2016 视频网站内容采购投入（亿）	9
图表 16：近年来精品剧网络端价格不断上涨	9
图表 17：2016 年与 2017 年前 8 月播放量 TOP10 网络自制剧对比（亿次）	10
图表 18：2016 年与 2017 年前 8 月播放量 TOP10 网台剧对比（亿次）	10
图表 19：2012-2017H1 公司盈利情况（亿元）	10

图表 20: 2012-2017H1 公司收入结构 (亿元)	10
图表 21: 公司 2017H1 收入结构以及毛利情况	11
图表 22: 2012-2017H1 公司毛利率及净利率变化.....	11
图表 23: 行业内影视公司经营性现金流 (亿) 对比.....	11
图表 24: 2012-2017H1 公司剔除赞成科技后的盈收情况 (亿)	12
图表 25: 公司 2014~2016 年影视剧项目收益分析.....	12
图表 26: 公司网络大电影代表作品情况.....	13
图表 27: 爱奇艺网大分成模式.....	13
图表 28: 公司股权结构及控股公司.....	14
图表 29: 2013-2017H1 赞成科技盈利情况 (亿)	14
图表 30: 公司未来主要精品影视剧.....	14
图表 31: 慈文编剧团队概况.....	15
图表 32: 2017 年主要业务分项收入预测.....	15
图表 33: A 股主要影视公司估值比较	15

1. 影视内容龙头公司，定增过会增强信心

1.1 公司概况

- **发展历史：**公司成立于 2000 年，系国内首批被授予电视剧制作许可证（甲种）的民营影视公司。早期公司作品主要以《小鱼儿与花无缺》等古装武侠剧为主，之后公司逐渐提高产能，产品类型也逐渐走向多元化。2013 年公司抓住时代机遇，率先开始独立制作网生内容，《暗黑者》、《执念师》等精品网络剧为公司创造了良好的口碑，2015 年公司制作的全网剧《花千骨》更是成为行业现象级的作品。此外，公司于 2015 年完成借壳上市，承诺 15~17 年扣非净利润不低于 1.88/2.43/3.02 亿元。经过十余年的发展，公司目前以自有 IP 为核心资源，以电视剧投资制作为核心业务，积极延伸拓展电影、游戏和艺人经纪等相关业务领域，致力于从传统影视娱乐内容提供商升级为 IP 泛娱乐产业优质运营商。

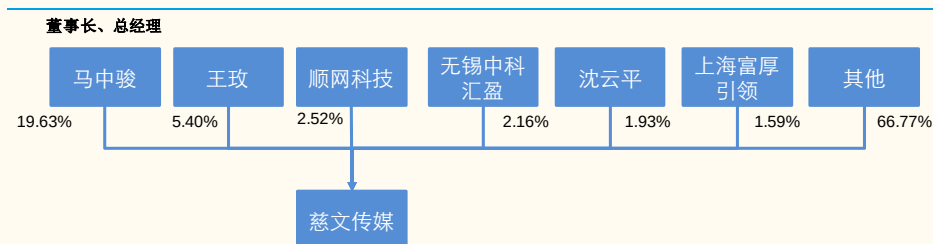
图表 1：公司历史沿革



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

- **股权结构及高管情况：**公司第一大股东为公司创始人马中骏先生。公司管理层拥有较为丰富的传媒影视行业的从业经验，对于公司在影视传媒行业的发展奠定了坚实的基础。

图表 2：公司股权结构



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

图表 3：公司主要高管背景

高管姓名	职务	主要经历
马中骏	董事长、总经理	资深出品人和剧作家，中国广播电视学会电视制片委员会副会长，曾任中国青年艺术剧院一级编剧以及中国文联音像出版社常务副社长，影视行业从业经验极为丰富。曾任中华网中国区产品以及市场总监，曾任北京华星国讯科技以及北京思凯通科技 CEO，目前为北京赞成科技总裁，主管公司游戏业务。
李华	董事、副总经理	广播电视专业毕业，曾任成都日报首席记者、成都市电影电视家协会副主席以及成都市文艺评论家协会秘书长，目前担任公司品牌发展中心总监。
赵斌	副总经理	

来源：公司公告，国金证券研究所

- **控股子公司与参股公司分析：**公司旗下控股公司分布产业链各环节，涉及影视制作、艺人经纪、游戏研发等业务。其中以蜜淘影业、视骊影视、微颖影业为代表的年轻团队制作实力雄厚，紧跟时代潮流，为公司带来了一批优质的影视剧内容。

图表 4：公司主要控股公司介绍

公司	控股比例	高管介绍	代表作品
蜜淘影业	90%	CEO 柳苗，业内资深制片人以及发行人	作品题材偏向于言情类，代表作品：《楚乔传》等，拟播出《凉生，我们可不可以不忧伤》
视骊影视	65%	CEO 白一骢被誉为“网剧一哥”，业内资深制片人以及编剧	以网络剧制作见长，代表作品：《执念师》、《示铃录》、《老九门》等，拍摄中或拟拍摄《沙海》、《爵迹》、《三体》等
微颖影业	55%	CEO 韩颖，业内资深制片人	重视影视 IP 开发，提出“玩剧社”的概念，代表作品：《极速青春》，拟拍摄《弹痕》

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

1.2 定增情况

- 公司非公开发行股票申请于今年 8 月获得证监会核准，本次定增募集资金总额不超过 93170 万元（含发行费用），发行底价为 37.66 元/股，募集资金主要用于电视剧以及网络剧的投资制作项目。此外，公司 4 月发出公告，拟通过公开发行以及非公开发行的方式分别募集总额不超过 5 亿以及 10 亿的公司债。资金充足有利于公司电视剧扩充产能拍摄新项目。

图表 5：公司募集资金投资项目情况（万元）

项目名称	电视剧及网络剧制作项目		
	电视剧	网络剧	合计
项目投资	13 部	4 部	17 部
项目总投资额	212500	12900	225400
公司投资额	158805	5620	164425
募集资金拟投入额	87550	5620	93170
项目时间	2016 年 3 月至 2018 年 12 月		

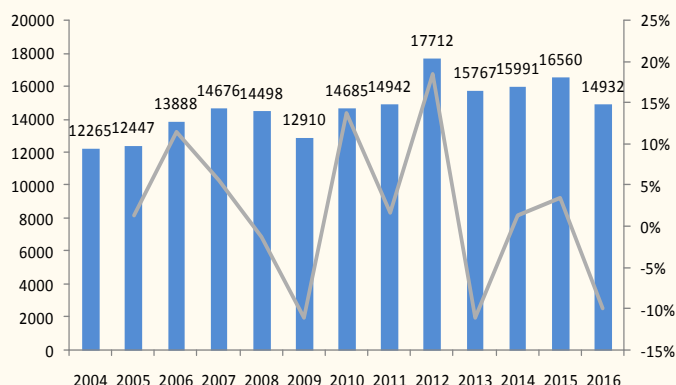
来源：公司公告，国金证券研究所

2. 行业分析：视频付费催生精品剧内容，量价齐升利好影视剧龙头

2.1 电视剧行业规模趋于稳定，集中度低

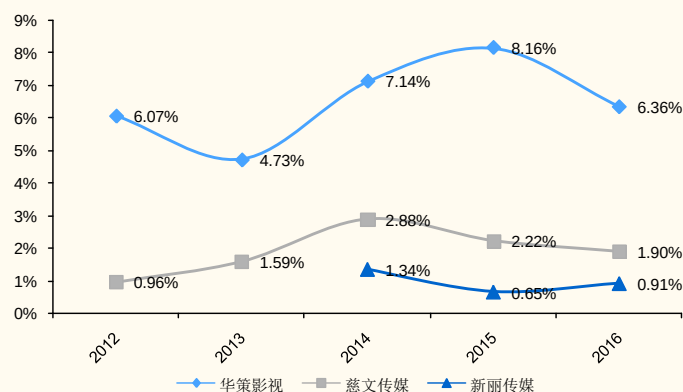
- 根据广电总局数据，国内电视剧发行集数在过去十三年内逐渐增加，随着观众对于电视剧的要求越来越高，电视剧精品时代来临，电视剧每年的发行数量有所减少，2016 年国内电视剧发行集数达到 14932 集，同比回落 9.8%。从行业集中度上来看，行业竞争格局非常分散，按照每年发行集数行业占比数据，影视公司的市占率均未超过 10%。

图表 6：2004 年-2016 年国内电视剧发行集数



来源：广电总局，国金证券研究所

图表 7：华策、慈文、新丽电视剧发行集数市占率变化

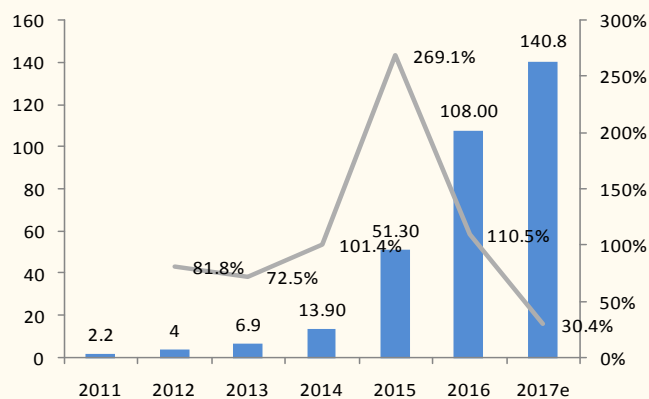


来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 视频付费仍在红利期，内容主导取代流量主导

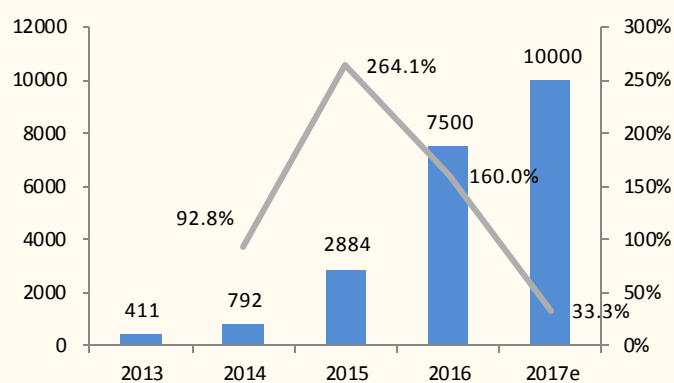
- 我国视频付费市场规模仍未到天花板。根据艾瑞咨询以及艺恩网的数据，2017 年我国视频付费市场规模将达到 140 亿，视频付费用户将达到 1 亿左右，而根据易凯报告，2020 年中国付费视频用户将增长到 2.5 亿，市场规模也将增长至 600 亿元。从用户角度来看，2020 年我国城镇人口将达到 8.83 亿，预计长期来看一个城镇家庭会有一个视频付费用户，则未来视频付费用户数将达到 2.94 亿。在与国外各市场对比之后也可以发现，我国视频用户在总人口中的渗透率仍处于较低的水平，仅为 5.43%，相比欧美发达市场仍有较大的空间。

图表 8：2011-2017e 年中国视频付费市场规模



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表 9：2013-2017e 年中国视频付费市场用户规模 (万)



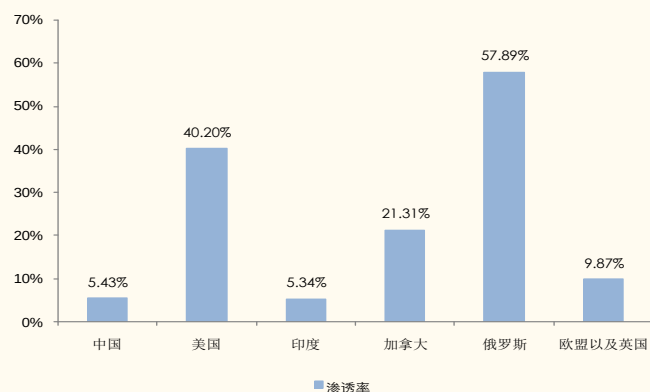
来源：艾瑞咨询，艺恩网，国金证券研究所

图表 10：2016 年国内外视频付费市场概况（万）



来源：艺恩咨询，国金证券研究所

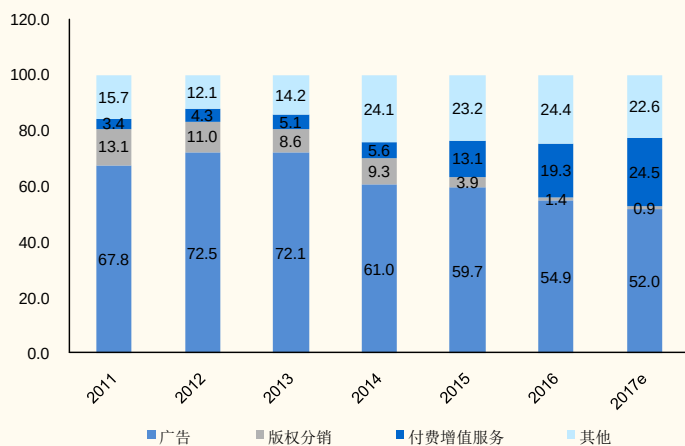
图表 11：2016 年国内外视频付费市场用户渗透率比较



来源：艺恩咨询，国金证券研究所

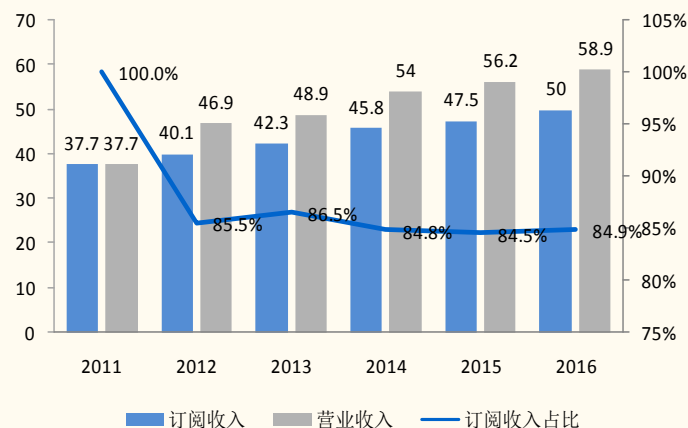
- **视频网站核心商业模式转变催生优质内容。**过去在线视频网站的收入主要来自流量广告的收入，在视频付费的趋势下，视频网站的商业模式也从传统的流量导向转变为内容导向，通过核心优质内容来吸引用户进行付费增值服务。根据艺恩咨询数据，2017 年我国在线视频行业收入的 24.5% 将来自于付费增值服务。对比美国付费电视频道 HBO，几乎不靠广告带来收入，而是通过产出《权力的游戏》、《兄弟连》等优质内容来吸引用户，其用户订阅收入占平台收入的 80% 以上。未来我国视频付费收入占比进一步提升，也将催生出一大批优质内容。

图表 12：2011-2017 中国在线视频行业收入结构（%）



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表 13：2011-2016 年 HBO 订阅收入占比情况

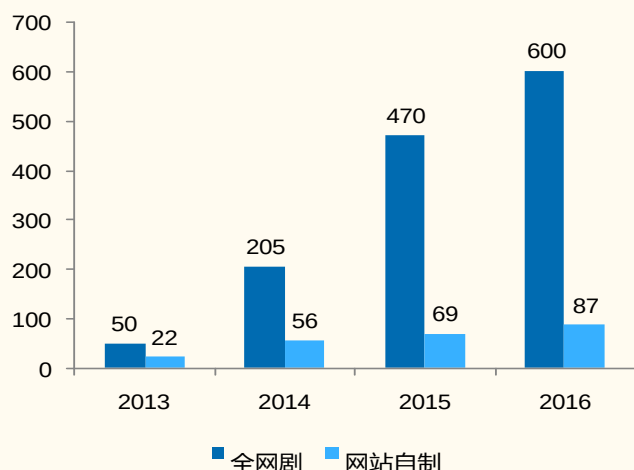


来源：公司财报，国金证券研究所

2.2 量价齐升：视频网站加大内容投入，精品剧价格水涨船高

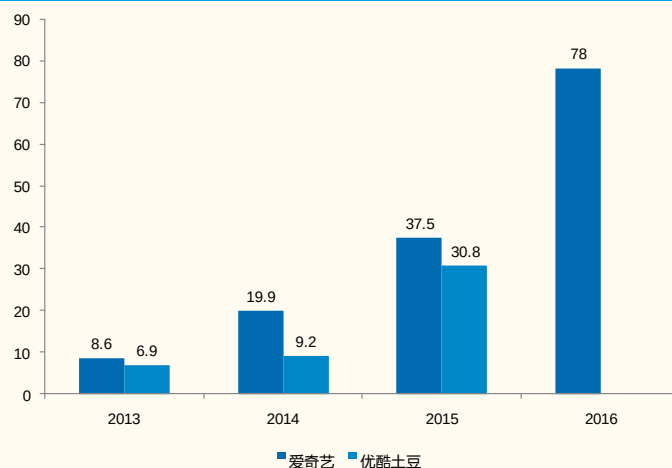
- **视频网站加大内容投入。**由于核心商业模式发生了变化，视频平台对于内容的需求逐渐提升，各大平台纷纷加大了对内容的采购力度。2013-2016 年，爱奇艺的内容成本投入从 8.6 亿元人民币上涨到 78 亿元，YOY 高 110%。优酷的内容成本投入也从 6.9 亿上升至 100 亿（预测值），远超带宽成本，成本占比高达 69%。从采购的电视剧数量上来看，2016 年全网剧数量达到 600 部，同比增长 27.7%。

图表 14：2013-2016 全网剧及网站自制剧部数（部）



来源：艺恩咨询，国金证券研究所

图表 15：2013-2016 视频网站内容采购投入（亿）



来源：公司年报，国金证券研究所

- **精品剧价格上涨，未来仍有空间。** 优质精品内容成为网站的核心支撑点，精品剧的价格也在不断走高。自《甄嬛传》以来，到现在《凉生》、《赢天下》等剧，单集售价已经从十万级别增长到了千万级别。一方面，过去两年网台剧的头部剧的流量趋势愈加显著，对比 2016 年前八月与 2017 年前八月的网台剧以及网络剧播放量，都可以看到 2017 年榜单的头部剧流量的增加也会导致剧集价格的上涨；另一方面从长期来看，未来视频付费规模将达到 600 亿元，在每年剧集产能有限的情况下，剧集的价格上涨仍有空间，精品剧的品质也会不断提升。而且对比美剧的单集投资千万美元的投资成本，国产剧的成本和价格仍有上涨空间。

图表 16：近年来精品剧网络端价格不断上涨

电视剧	公告/新闻时间	网络端单集售价（万）	出品方
新《三国》	2010年	30（新闻）	中国传媒大学电视制作中心
《甄嬛传》	2012年4月	26	北京电视艺术中心、上海尚世等
《宫锁珠帘》	2011年8月	160	经视文化、欢瑞世纪等
《花千骨》	2014年	180（新闻）	慈文传媒等
《芈月传》	2015年初	300（新闻）	花儿影视、儒意欣欣等
《琅琊榜2》	2016年3月	800	正午阳光、爱奇艺等
《如懿传》	2016年3月	900	新丽传媒等
《迷航昆仑墟》	2016年6月	1000	银润传媒等
《赢天下》	2016年10月	800	唐德影视等
《凉生，我们可不可以不忧伤》	2017年8月	1000	慈文传媒等

来源：公司公告，网络公开资料整理，国金证券研究所

图表 17: 2016 年与 2017 年前 8 月播放量 TOP10 网台自制剧对比 (亿次)

排名	2016年1~8月榜单		2017年1~8月榜单	
	网络剧	播放量 (亿)	网络剧	播放量 (亿)
1	太子妃升职记	32.4	热血长安	104.1
2	最好的我们	25.4	双世宠妃	38.5
3	余罪第一季	20.9	春风十里不如你	36.4
4	余罪第二季	20.1	鬼吹灯之精绝古城	34.5
5	重生之名流巨星	19.5	鬼吹灯之黄皮子坟	23.8
6	终极一班4	18.4	终极三国2017	19.5
7	半妖倾城	16.6	镇魂街	16.2
8	盗墓笔记	10.3	乡村爱情进行曲 (上)	15.7
9	终极游侠	9.4	河神	15.6
10	十宗罪	8.4	鲜肉老师	13.7

来源: 艺恩智库, 国金证券研究所

图表 18: 2016 年与 2017 年前 8 月播放量 TOP10 网台剧对比 (亿次)

排名	2016年1~8月榜单		2017年1~8月榜单	
	网台剧	播放量 (亿)	网台剧	播放量 (亿)
1	欢乐颂	169.7	楚乔传	452.1
2	好先生	129.8	三生三世十里桃花	419
3	武神赵子龙	107.9	人民的名义	357.8
4	半月传	102.6	择天记	290.3
5	亲爱的翻译官	96.1	欢乐颂2	251.1
6	老九门	76.2	孤芳不自赏	193.2
7	幻城	65.7	我的前半生	148.1
8	女医明妃传	61.8	因为遇见你	98.9
9	山海经之赤影传说	61.1	夏至未至	88.9
10	青云志	61.1	漂亮的李慧珍	85.6

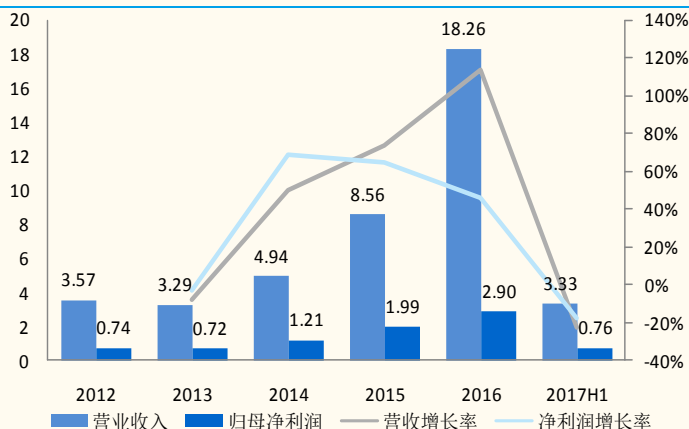
来源: 艺恩智库, 国金证券研究所

3. 公司分析

3.1 财务分析: 公司业绩稳步提升, 经营现金流良好

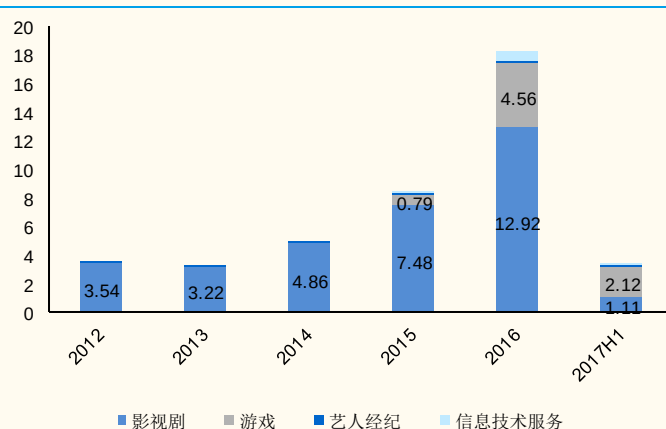
- 公司业绩稳步提升, 积极发展影视剧业务。近五年公司业绩稳步提升, 2012 至 2016 年公司收入复合增长率达到 50.4%, 净利润复合增长率为 40.7%。2016 年公司营业收入 18.3 亿, 同比增长 113.3%, 归母净利润达 2.9 亿, 同比增长 45.6%。从收入结构上看, 公司主要收入来源仍是影视剧业务, 2016 年占比 70.8%, 并有持续的增长, 同比增长 72.6%。公司 2015 年收购游戏公司赞成科技, 丰富了公司业务, 为公司带来了可观的现金流。
- 半年报情况: 2017 年上半年公司收入 3.33 亿, 同比下滑 22.3%, 归母净利润 0.76 亿, 同比回落 17.5%, 主要原因是公司主要影视项目收入集中在下半年确认, 我们预计公司全年业绩仍将保持较快增长。从收入结构上看, 游戏业务收入 2.12 亿, 占比 63.7%, 影视剧收入 1.11 亿, 占比 33.3%。
- 前三季度业绩预计: 公司预计 2017Q3 归属母公司的净利润变动范围在 1.46 亿至 1.6 亿之间, 对应同比增长 0.02%至 9.61%。公司投资的《那些年, 我们正年轻》、《决战江桥》、《那年花开月正圆》等电视剧, 预计在三季度确认收入。

图表 19: 2012-2017H1 公司盈利情况 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 20: 2012-2017H1 公司收入结构 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

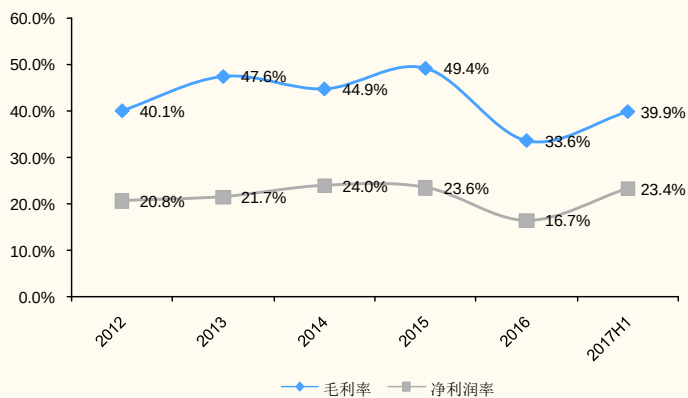
图表 21：公司 2017H1 收入结构以及毛利情况

收入项目	收入 (亿)	占比	同比增长	毛利率	毛利率同比变化
影视剧业务	1.11	33.3%	-16.0%	28.82%	2.48%
游戏业务	2.12	63.7%	-13.8%	42.90%	2.43%
艺人经纪业务	0.10	2.97%	61.9%		
信息技术服务业务	0.0019	0.06%	-99.56%		

来源：公司公告，国金证券研究所

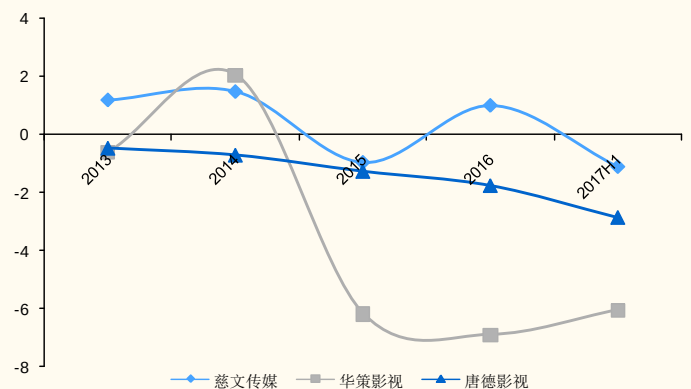
- 会计政策改变导致毛利率下滑，游戏业务维稳公司现金流。由于影视剧行业精品剧投资不断加大，联营项目出现愈发增多，诸如慈文影视、华策影视等影视剧公司在 2016 年开始采用全额法确认收入，联营方的分成收入作为成本，导致公司影视剧业务的毛利率以及净利率走低。另一方面，由于在 2015 年公司收购了现金流充足的游戏业务，改善了影视公司普遍的现金流问题，有利于公司进一步拓展业务。

图表 22：2012-2017H1 公司毛利率及净利率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：行业内影视公司经营性现金流 (亿) 对比

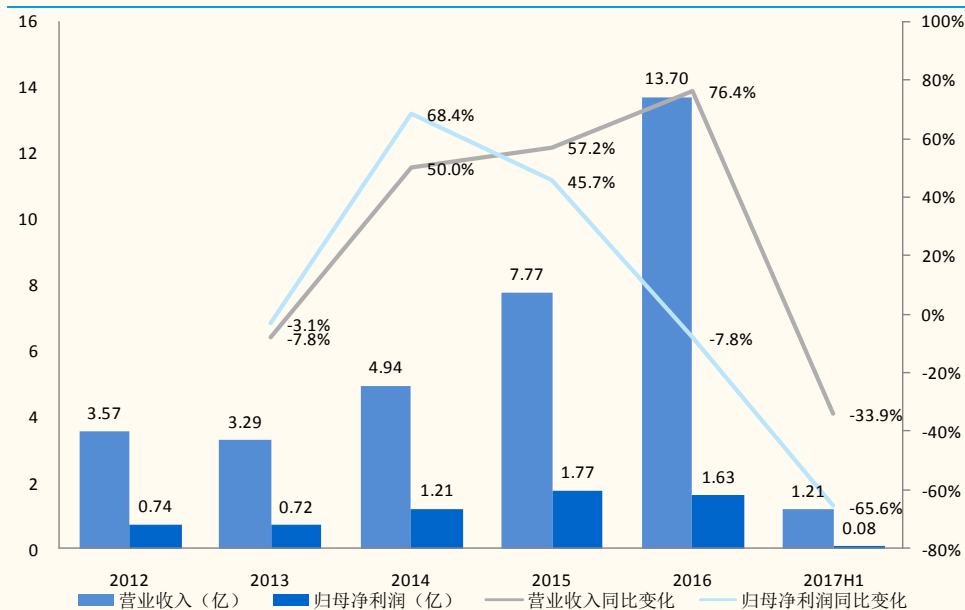


来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 业内顶级剧王，制作能力突出

- 公司影视剧业务表现不俗。为了更加细致地分析公司的影视剧业务，我们将公司子公司主营游戏业务的赞成科技的业绩剔除。剔除后，公司 2016 年影视收入 13.7 亿，同比大幅增长 76.4%；由于 2016 年公司很多电视剧与合作方开放了投资份额，毛利率有所下滑。2017H1 公司剔除游戏后收入 1.21 亿，净利润 0.08 亿，同比有一定程度的下滑，主要是由于公司 2017 年主要影视剧均在下半年确认，所以公司上半年利润主要由赞成科技贡献。

图表 24：2012-2017H1 公司剔除赞成科技后的盈收情况（亿）



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

- **公司是业内顶级剧王，影视制作经验丰富。**公司每年都有精品剧产出，制作实力优秀，《花千骨》、《老九门》、《楚乔传》等精品大剧都在业内获得了良好的口碑以及极高的点击量，其中 2015 年播出的《花千骨》收视率破 3，创造了中国周播剧最高收视纪录，网络总播放量更是突破 200 亿，成为行业现象。2017 年播出的《楚乔传》收视率和播放量持续走高，成为两年来收视第一、历史收视第二的周播剧。此外，近期公司公告 S 级大剧现代都市剧（我们猜测是《凉生，我们可不可以不忧伤》），其网络单价约 1000 万（PPTV）+ 台 480 万（湖南卫视）（湖南卫视售价公告于 2016 年 11 月 12 日发布，PPTV 售价公告于 2017 年 8 月 9 日发布），属于网台电视剧顶级价格，80 集的总售价约 11.8 亿元，预计 Q4 确认收入。未来顶级精品剧的价格上涨，对于公司将有极大的受益。

图表 25：公司 2014~2016 年影视剧项目收益分析

收入确认时间	影视剧	播放平台及售价 (万/集)	集数	收入 (万)	毛利率	毛利润 (万)
2014年主要电视剧	花千骨	爱奇艺/湖南卫视 290	58	16811	54.2%	9111.6
2014影视剧总计				48551	43.89%	21309
2015影视剧总计	谜砂等			74844	48.68%	36434
	楚乔传	爱奇艺/搜狐/湖南卫视 862	68	58623		
	老九门	爱奇艺/东方卫视 486	48	23316		
2016年主要电视剧	特勤精英	湖南卫视 368	40	14717		
	致青春	优酷土豆 243	45	10947		
	恋爱真美	乐视/PPTV/深圳 71	37	2616		
2016影视剧总计				129208	29.30%	37858

来源：公司公告，国金证券研究所

- **网络大电影业务行业领先。**公司是最早一批触网的影视剧公司，在 2016 年公司率先布局网络大电影并取得了不俗的成绩。2016 年公司《老九门之

二月花开》等 4 部番外网络大电影接档电视剧热播，单部网大的播放量超 8000 万，平台分账收入达千万级别，位列爱奇艺分账榜单前列。2017 年公司将继续与主流视频网站合作推出十余部网络大电影，包括已经上线表现优异的《哀乐女子天团》以及《回到明朝当王爷番外篇》等精品大电影。目前网络大电影盈利模式主要分为内容分成以及营销分成，根据有效点击量确认收入。公司在网络大电影进行了前瞻性布局，网络大电影处于快速发展期，未来一旦市场做大具有明显的先发优势。

图表 26：公司网络大电影代表作品情况

网络大电影	上线时间	播放量 (万)	爱奇艺分账 收入(万)	相关排名情况
老九门番外之二月 花开	2016年10月20日	8205.2	1601.5	爱奇艺2016年全年 榜单位列第2
老九门番外之虎骨 梅花	2016年11月10日	3470.3	900.3	爱奇艺2016年全年 榜单位列第11
老九门番外之恒河 杀树	2016年11月24日	3588.8	830.8	爱奇艺2016年全年 榜单位列第12
老九门番外之四屠 黄葵	2016年12月08日	-	-	-
哀乐女子天团	2017年06月60日	-	262.4	爱奇艺7月榜单位列 第6

来源：爱奇艺，国金证券研究所，备注：《哀乐女子天团》为 7 月单月数据。

图表 27：爱奇艺网大分成模式

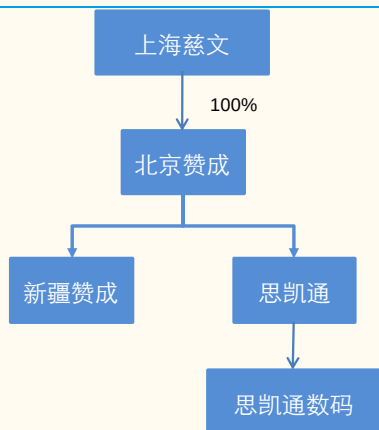


来源：爱奇艺，国金证券研究所

3.4 专注移动休闲游戏，赞成科技发展良好

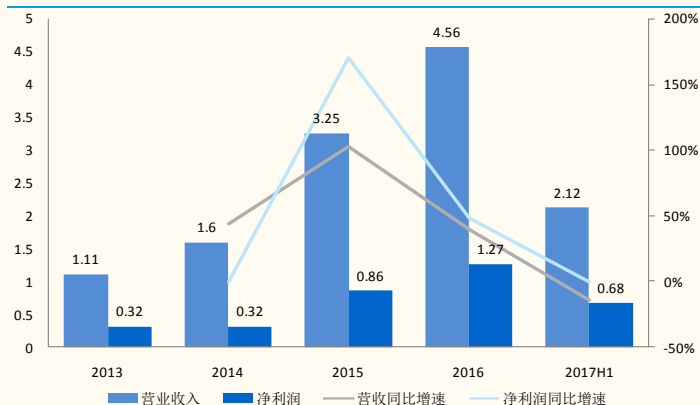
- 慈文于 2015 年 11 月斥资 11 亿完成对游戏公司赞成科技的全资收购，2015~2017 年公司承诺净利润不低于 8000/11000/13000 万元，2015-2016 年实际净利润为 8630/12731 万元，均超额完成业绩承诺。公司目前发展良好，是国内最早从事移动休闲游戏研发和推广的企业之一，出品了《糖果消消》、《口袋灵龙》等 6 大系列逾 100 款移动休闲游戏产品，驱动公司收入利润持续增长，改善了母公司慈文传媒的现金流情况。公司旗下包括新疆赞成以及思凯通两家子公司，2017H1 赞成科技上半年收入 2.12 亿，净利润 0.68 亿，预计全年公司能够完成业绩承诺。

图表 28：公司股权结构及控股公司



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：2013-2017H1 赞成科技盈利情况（亿）



来源：公司公告，国金证券研究所

4. 公司亮点

4.1 IP 储备丰富，未来大作不断

- 长期以来公司储备 IP 丰富，未来重磅 IP 精品剧类型丰富值得期待。《凉生，我们可不可以不忧伤》原作豆瓣评分 7.5，五部畅销 300 万册，在青春言情类小说中具有巨大的影响力；《三体》原作小说是国内科幻界的代表作品，而且目前业内科幻电视剧题材极其稀缺，《三体》的制作也是对公司优秀制作能力的肯定。此外，公司还囊括了《大秦帝国》、《紫川》等重磅文学 IP。《大秦帝国》是近十年最畅销长篇历史小说之一，豆瓣评分高达 9.1 分；《紫川》位列《2017 胡润原创文学 IP 价值榜》发布第 19 位，豆瓣评分 8.7 也代表了其优秀的品质。

图表 30：公司未来主要精品影视剧

确认收入时间	影视剧	IP 情况	导演、编剧、演员阵容	影视剧情况
2017 年	凉生，我们可不可以不忧伤	豆瓣 7.5 分，乐小米所著，文笔细腻，触动人心，多处桥段成网络经典语录，五部畅销 300 万册	刘俊杰执导，钟汉良、马天宇主演	后期制作中
	极速青春	非 IP 作品，赛车类题材在市场上实属稀缺	甘露执导，韩东君、徐璐主演	后期制作中
	回到明朝当王爷之杨凌传	原作网络点击率超过 5 千万次，被誉为“穿越架空第一奇书”，起点中文网月关作品	徐进良导演，蒋劲夫、袁冰妍、柳岩主演	后期制作中
2018 年及以后	爵迹之临界天下	郭敬明十年出道纪念作品，首印达到两百万册，缔造全国印量最新纪录	导演马华干，编剧郭敬明、白一骢	后期制作中
	三体	刘慈欣著作，获 2015 年雨果奖，中国科幻界神作	杨文军执导	拟 2017 年 Q4 开机
	沙海	作家南派三叔所著，《盗墓笔记》后传的小说作品	白一骢编剧，吴磊主演	拟 2017 年 Q3 开机
	脱骨香	作者 fresh 果果为人气小说《花千骨》小说作者	未定	未定
	寻找爱情的邹小姐	华语最热门的言情小说作者匪我思存十年之作	未定	拟 2017 年 Q4 开机
	步步生莲	作者月关，胡润原创文学 IP 价值榜中《步步生莲》位列 39 位	姚晓峰执导，黄轩（拟定）、赵丽颖（拟定）主演	拟 2017 年 Q4 开机

来源：公司公告，百度百科，国金证券研究所

4.2 编剧实力筑核心竞争力，开放合作带来双赢

- 公司编剧团队实力过硬：近年来，影视剧的热度渐渐由明星主导转变为剧本质量主导。以今年热播的影视剧《人民的名义》为例，虽无流量鲜肉明

星出演，单凭过硬的剧本以及老戏骨的出色表演，成为今年影视剧行业的焦点。我们认为，剧情质量越来越成为影视剧成功的关键。慈文传媒自创始之初，就拥有过硬的编剧实力，董事长马中骏先生是业内资深剧作家，公司旗下也不乏“网剧一哥”的编剧白一骢这样的剧作人才。公司过硬的剧作能力保证了公司影视剧的精品质量。

图表 31：慈文编剧团队概况

编剧	荣誉	代表作品
马中骏	资深出品人与剧作家、 国家一级编剧	话剧：《屋外有热流》、《街上流行红裙子》等 电影：《沙滩》等
白一骢	爱奇艺 2016 年度最佳网 剧制作人、网剧一哥	传统剧：《天龙八部》、《雪山飞狐》等 网剧：《执念师》、《暗黑者》、《老九门》等

来源：百度百科，国金证券研究所

- **公司开放合作实现多赢：**公司与湖南卫视拥有良好的合作关系，公司与湖南卫视的合作有助于提升网络剧售价。此外，公司与各大视频网站深度合作，加大对网生内容的投资力度，拓展 C 端付费视频市场。截止 2017 年上半年，公司《哀乐女子天团》网络大电影已经上线，《回到明朝当王爷番外篇》、《暗黑者 3》、《大唐魔盗团》已经进入后期制作中。

盈利预测与估值

- 我们预测 2017-2019 年，公司预计总营业收入分别为 24.13 亿元、30.16 亿元和 36.19 亿元，预计归母净利润分别为 4.47 亿元、5.50 亿元和 6.73 亿元；按照最新摊薄后股本（2018-2019 年按照定增后股本摊薄计算）计算，2017-2019 年对应 EPS 分别为 1.42 元、1.62 元和 1.98 元。

图表 32：2017 年主要业务分项收入预测

项目	金额（万元）	毛利率	毛利润（万）
影视剧	196,752	42.4%	83,423
游戏	36,760	41.0%	15,072
其他	7,800	52.1%	4,063
总计	241,312	43.1%	102,558

来源：国金证券研究所

- 我们选取 A 股影视上市公司按照 Wind 一致盈利预期对 2017 年的 PE 进行了比较，慈文传媒的估值相对较低。考虑到公司拥有过硬的影视制作能力，未来影视项目值得期待，我们按照 18 年的 EPS 给予 26.5XPE 估值，目标价 42.32 元，首次覆盖评级为“买入”。

图表 33：A 股主要影视公司估值比较

市盈率 PE			
证券代码	证券简称	TTM	2017E
300133.SZ	华策影视	44.23	34.10
300426.SZ	唐德影视	56.43	26.35
300336.SZ	新文化	27.28	23.45
002343.SZ	慈文传媒	40.97	23.27

来源：wind，国金证券研究所注：PE（TTM）以 2017 年 9 月 13 日收盘价计算，2017 年 PE 来自 wind 一致预测

风险提示

- 赞成科技业绩承诺明年到期，电视剧收入确认进度可能不及预期。。
- 政策因素：网络剧政策趋严。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,613	856	1,826	2,413	3,016	3,619
增长率		-46.9%	113.3%	32.1%	25.0%	20.0%
主营业务成本	-1,304	-433	-1,212	-1,387	-1,779	-2,135
%销售收入	80.8%	50.6%	66.4%	57.5%	59.0%	59.0%
毛利	309	423	614	1,025	1,237	1,484
%销售收入	19.2%	49.4%	33.6%	42.5%	41.0%	41.0%
营业税金及附加	-8	-4	-6	-8	-11	-13
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-67	-26	-49	-72	-90	-109
%销售收入	4.1%	3.0%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-154	-71	-57	-133	-166	-199
%销售收入	9.6%	8.3%	3.1%	5.5%	5.5%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	80	322	501	812	970	1,164
%销售收入	5.0%	37.6%	27.4%	33.7%	32.2%	32.2%
财务费用	1	-25	-39	-23	-5	-7
%销售收入	-0.1%	3.0%	2.1%	1.0%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-18	-45	-84	-143	-163	-172
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	18	0	1	5	5	5
%税前利润	21.3%	n.a	0.3%	0.8%	0.6%	0.5%
营业利润	81	252	378	651	806	989
营业利润率	5.0%	29.4%	20.7%	27.0%	26.7%	27.3%
营业外收支	2	18	13	15	15	15
税前利润	83	270	391	666	821	1,004
利润率	5.1%	31.5%	21.4%	27.6%	27.2%	27.7%
所得税	-14	-67	-87	-148	-183	-224
所得税率	16.8%	25.0%	22.3%	22.3%	22.3%	22.3%
净利润	69	202	304	517	638	780
少数股东损益	15	3	14	70	88	107
归属于母公司的净利润	54	199	290	447	550	673
净利率	3.4%	23.3%	15.9%	18.5%	18.2%	18.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	69	202	304	517	638	780
少数股东损益	15	3	14	70	88	107
非现金支出	89	49	94	149	170	179
非经营收益	-18	24	19	26	9	9
营运资金变动	10	-373	-316	162	-1,137	-1,126
经营活动现金净流	149	-97	101	855	-320	-157
资本开支	-69	0	-9	-1	9	8
投资	-77	184	-244	-1	0	0
其他	16	0	0	5	5	5
投资活动现金净流	-130	184	-253	3	14	13
股权募资	0	0	1	0	0	0
债权募资	-10	157	670	-345	100	200
其他	-84	-74	-63	-45	-29	-29
筹资活动现金净流	-94	83	608	-390	71	171
现金净流量	-75	170	456	468	-236	27

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	175	300	772	1,240	1,004	1,031
应收账款	306	876	1,111	929	2,024	3,180
存货	218	609	875	950	1,219	1,463
其他流动资产	369	23	90	172	211	247
流动资产	1,068	1,808	2,847	3,291	4,458	5,920
%总资产	61.1%	62.5%	71.9%	74.7%	80.0%	84.2%
长期投资	15	0	6	10	10	10
固定资产	591	42	39	34	29	23
%总资产	33.9%	1.5%	1.0%	0.8%	0.5%	0.3%
无形资产	65	1,021	1,024	1,030	1,035	1,040
非流动资产	679	1,086	1,112	1,114	1,114	1,114
%总资产	38.9%	37.5%	28.1%	25.3%	20.0%	15.8%
资产总计	1,747	2,895	3,959	4,405	5,572	7,033
短期借款	16	358	515	100	100	100
应付款项	321	477	1,169	1,342	1,710	2,051
其他流动负债	15	201	142	244	305	444
流动负债	352	1,036	1,826	1,686	2,115	2,596
长期贷款	0	63	426	426	426	426
其他长期负债	5	726	339	409	509	709
负债	356	1,825	2,591	2,520	3,049	3,730
普通股股东权益	1,195	1,062	1,345	1,792	2,342	3,015
少数股东权益	195	8	23	93	181	288
负债股东权益合计	1,747	2,895	3,959	4,405	5,572	7,033

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.274	0.633	0.922	1.422	1.622	1.984
每股净资产	6.033	2.407	3.049	4.063	5.310	6.836
每股经营现金净流	0.751	-0.220	0.229	1.938	-0.725	-0.357
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.54%	18.76%	21.57%	24.95%	23.49%	22.32%
总资产收益率	3.11%	6.88%	7.33%	10.15%	9.87%	9.57%
投入资本收益率	4.74%	16.12%	16.81%	26.09%	24.65%	23.57%
增长率						
主营业务收入增长率	10.58%	-46.94%	113.34%	32.12%	25.00%	20.00%
EBIT 增长率	5.68%	302.45%	55.46%	62.07%	19.43%	20.00%
净利润增长率	3.73%	267.04%	45.63%	54.11%	23.04%	22.34%
总资产增长率	-3.50%	65.70%	36.77%	11.27%	26.50%	26.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.9	230.5	197.7	160.0	280.0	367.0
存货周转天数	65.1	348.3	223.3	250.0	250.0	250.0
应付账款周转天数	48.9	135.5	81.7	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	129.9	18.0	7.9	5.1	3.5	2.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.43%	11.26%	11.43%	-38.53%	-19.45%	-15.66%
EBIT 利息保障倍数	-85.0	12.7	12.9	35.3	188.7	157.1
资产负债率	20.40%	63.03%	65.44%	57.20%	54.71%	53.03%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	16	22	22	22
增持	1	9	14	14	14
中性	0	1	3	3	3
减持	0	1	1	1	1
评分	1.33	1.52	1.58	1.58	1.58

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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。

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。

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，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

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 7BD