

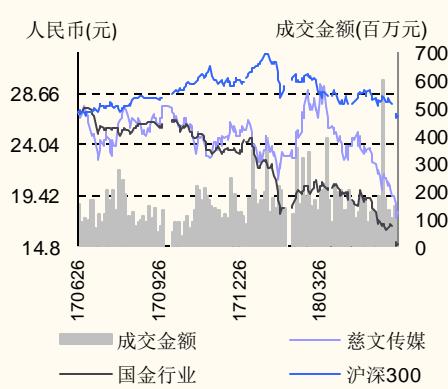
## 消费升级与娱乐研究中心

**慈文传媒(002343.SZ)买入(维持评级)****公司点评**

市场价格(人民币): 17.96元  
 目标价格(人民币): 23.14-23.14元

**市场数据(人民币)**

已上市流通A股(百万股)	325.91
总市值(百万元)	8,530.10
年内股价最高最低(元)	29.47/17.41
沪深300指数	3608.91
中小板综	9455.12

**相关报告**

- 1.《业内顶级剧王，视频付费浪潮的受益者-慈文传媒公司深度研究》，2017.9.14

**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

**低估值的精品剧公司，首次推进国际化合作****公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.922	1.204	1.157	1.318	1.615
每股净资产(元)	3.05	5.66	6.71	7.87	9.34
每股经营性现金流(元)	0.23	0.34	0.67	1.02	1.17
市盈率(倍)	48.97	29.58	15.52	13.63	11.12
净利润增长率(%)	45.63%	40.78%	34.57%	13.90%	22.56%
净资产收益率(%)	21.57%	15.49%	17.59%	17.07%	17.63%
总股本(百万股)	314.51	339.25	474.95	474.95	474.95

来源：公司年报、国金证券研究所

**经营分析**

- **中报业绩预计高增长：**根据公司一季报的披露，中报利润预计在1.7-2亿元，同比增长123.14%-162.52%。我们预计《极速青春》、《爵迹》、《那些年我们正年轻》等多部剧有望在Q2确认收入。其中《爵迹》(根据郭敬明的长篇小说改编)按照之前和爱奇艺的预售合同，预计网络端产生收入约2.688亿元。
- **首次推进国际化合作，创新方式值得期待：**全英文的、中外演员合演的国际化项目《上海1920》，投资400-600万美金一集，计划在今年10月左右开机，预计明年确认收入。这是国内的剧集公司首次和海外进行大制作全英文合拍剧的项目合作，未来将在海外出售，同时在国内网络端尝试C端付费。引领了国内剧集走向海外的新风潮，其探索效果值得期待！
- **项目储备丰富，全年业绩预计高增长：**知名IP项目《沙海》(《盗墓笔记》后传)已于今年1月杀青，由原著作者南派三叔担任总编剧，方芳、白一骢担任制片人，预计今年下半年确认收入。正在拍摄的《风暴舞》，由陈伟霆和古力娜扎主演，是比较创新的信息安全“烧脑剧”，可能成为明年的爆款。此外，《大秦帝国》、《弹痕》、《紫川》等重大项目也在陆续开发中，为未来两三年的业绩做了强有力的支持。
- **暑期档多部大剧将陆续播出，成为股价催化剂：**公司17年的重磅项目《凉生，我们可不可以不忧伤》带来了10.05亿的收入，将由湖南卫视在暑期档播出。此外《爵迹》、《极速青春》、《沙海》等剧都可能在暑期档陆续播出。我们预计上线以后将会出现点击量爆款剧集，成为股价催化剂。

**投资建议**

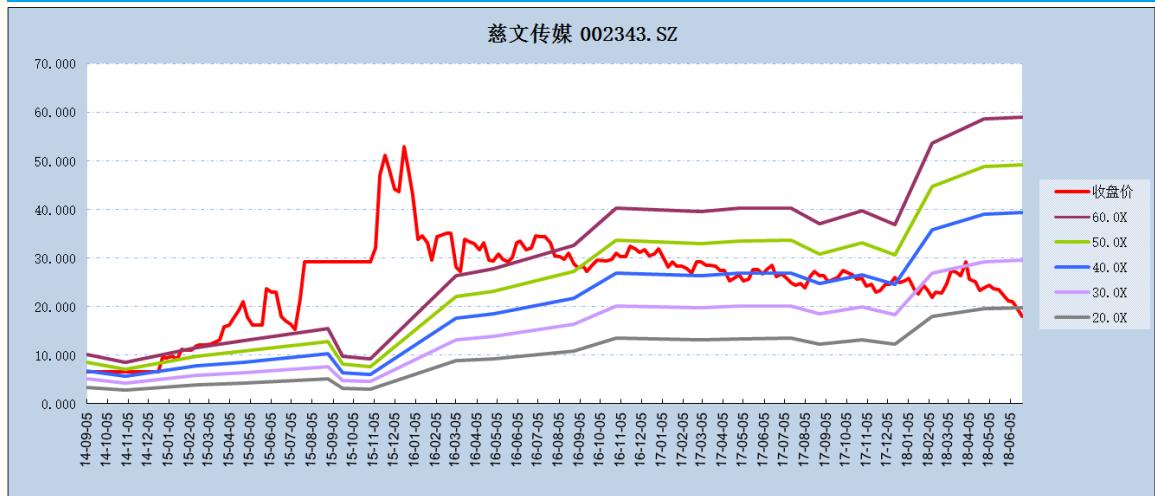
- 我们预计公司2018-2020年的归母净利润分别为5.50、6.26、7.67亿元，对应PE为15.52、13.63、11.12倍。公司最新的PE(TTM)估值为18.26倍，达到上市以来的最低水平(周数据)，具有良好的安全边际。按照18年20倍PE，给予目标价23.14元，维持“买入”评级。

**风险提示**

- 2018年9月14日，将有8844万股定增限售股(三年期)解禁(控股股东5人，一致行动人)，占总股本18.62%；如果影视剧的发行许可证审批进度低于预期可能会影响对收入和业绩的预测；游戏子公司赞成科技17年贡献净利润1.2亿元，业绩承诺17年到期。

- 我们整理了慈文传媒从 14 年 9 月至今的 PE(TTM) 估值，自借壳上市以来，历史上的 PE(TTM) 估值基本都保持在 20 倍以上，最近市场大跌以后，6 月 22 日的 PE(TTM) 估值已跌至 18.26 倍，处于历史最低水平，具有良好的安全边际。

**图表 1：慈文传媒历史 PE(TTM) 估值 (2014 年 9 月 5 日至 2018 年 6 月 22 日的周数据)**



### 附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>856</b>	<b>1,826</b>	<b>1,666</b>	<b>2,390</b>	<b>2,925</b>	<b>3,510</b>
增长率	113.3%	-8.8%	43.5%	22.4%	20.0%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-433</b>	<b>-1,212</b>	<b>-919</b>	<b>-1,471</b>	<b>-1,782</b>	<b>-2,133</b>
%销售收入	50.6%	66.4%	55.1%	61.6%	60.9%	60.8%
<b>毛利</b>	<b>423</b>	<b>614</b>	<b>747</b>	<b>919</b>	<b>1,143</b>	<b>1,377</b>
%销售收入	49.4%	33.6%	44.9%	38.4%	39.1%	39.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-10</b>	<b>-15</b>	<b>-18</b>	<b>-22</b>
%销售收入	0.4%	0.3%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>营业费用</b>	<b>-26</b>	<b>-49</b>	<b>-97</b>	<b>-136</b>	<b>-159</b>	<b>-190</b>
%销售收入	3.0%	2.7%	5.9%	5.7%	5.5%	5.4%
<b>管理费用</b>	<b>-71</b>	<b>-57</b>	<b>-68</b>	<b>-97</b>	<b>-114</b>	<b>-133</b>
%销售收入	8.3%	3.1%	4.1%	4.1%	3.9%	3.8%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>322</b>	<b>501</b>	<b>572</b>	<b>670</b>	<b>852</b>	<b>1,032</b>
%销售收入	37.6%	27.4%	34.3%	28.1%	29.1%	29.4%
<b>财务费用</b>	<b>-25</b>	<b>-39</b>	<b>-62</b>	<b>-87</b>	<b>-105</b>	<b>-126</b>
%销售收入	3.0%	2.1%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%
<b>资产减值损失</b>	<b>-45</b>	<b>-84</b>	<b>-117</b>	<b>-11</b>	<b>-93</b>	<b>-103</b>
公允价值变动收益	0	-1	1	0	0	0
投资收益	0	1	-1	0	0	0
%税前利润	n.a	0.3%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>252</b>	<b>378</b>	<b>419</b>	<b>600</b>	<b>683</b>	<b>836</b>
营业利润率	29.4%	20.7%	25.1%	25.1%	23.3%	23.8%
<b>营业外收支</b>	<b>18</b>	<b>13</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>税前利润</b>	<b>270</b>	<b>391</b>	<b>420</b>	<b>601</b>	<b>684</b>	<b>837</b>
利润率	31.5%	21.4%	25.2%	25.1%	23.4%	23.9%
所得税	-67	-87	-8	-48	-55	-67
所得税率	25.0%	22.3%	1.9%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	202	304	412	553	629	770
少数股东损益	3	14	3	3	3	3
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>199</b>	<b>290</b>	<b>408</b>	<b>550</b>	<b>626</b>	<b>767</b>
净利率	23.3%	15.9%	24.5%	23.0%	21.4%	21.9%

资产负债表（人民币百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>货币资金</b>	<b>300</b>	<b>772</b>	<b>1,491</b>	<b>1,600</b>	<b>1,720</b>	<b>1,860</b>
<b>应收款项</b>	<b>876</b>	<b>1,111</b>	<b>1,492</b>	<b>1,980</b>	<b>2,292</b>	<b>2,669</b>
<b>存货</b>	<b>609</b>	<b>875</b>	<b>1,181</b>	<b>1,652</b>	<b>2,002</b>	<b>2,396</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>23</b>	<b>90</b>	<b>98</b>	<b>158</b>	<b>184</b>	<b>213</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,808</b>	<b>2,847</b>	<b>4,263</b>	<b>5,390</b>	<b>6,198</b>	<b>7,138</b>
%总资产	62.5%	71.9%	79.0%	81.3%	83.2%	84.9%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
<b>固定资产</b>	<b>42</b>	<b>39</b>	<b>35</b>	<b>38</b>	<b>41</b>	<b>43</b>
%总资产	1.5%	1.0%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
<b>无形资产</b>	<b>1,021</b>	<b>1,024</b>	<b>1,021</b>	<b>1,123</b>	<b>1,126</b>	<b>1,128</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,086</b>	<b>1,112</b>	<b>1,131</b>	<b>1,238</b>	<b>1,253</b>	<b>1,267</b>
%总资产	37.5%	28.1%	21.0%	18.7%	16.8%	15.1%
<b>资产总计</b>	<b>2,895</b>	<b>3,959</b>	<b>5,394</b>	<b>6,628</b>	<b>7,451</b>	<b>8,406</b>
<b>短期借款</b>	<b>358</b>	<b>515</b>	<b>778</b>	<b>795</b>	<b>583</b>	<b>305</b>
<b>应付款项</b>	<b>477</b>	<b>1,169</b>	<b>1,406</b>	<b>2,084</b>	<b>2,531</b>	<b>3,032</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>201</b>	<b>142</b>	<b>78</b>	<b>110</b>	<b>135</b>	<b>162</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,036</b>	<b>1,826</b>	<b>2,263</b>	<b>2,989</b>	<b>3,250</b>	<b>3,499</b>
<b>长期贷款</b>	<b>63</b>	<b>426</b>	<b>347</b>	<b>353</b>	<b>359</b>	<b>366</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>726</b>	<b>339</b>	<b>78</b>	<b>89</b>	<b>100</b>	<b>111</b>
<b>负债</b>	<b>1,825</b>	<b>2,591</b>	<b>2,688</b>	<b>3,431</b>	<b>3,709</b>	<b>3,976</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,062</b>	<b>1,345</b>	<b>2,636</b>	<b>3,125</b>	<b>3,667</b>	<b>4,351</b>
少数股东权益	8	23	69	73	76	79
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,895</b>	<b>3,959</b>	<b>5,394</b>	<b>6,628</b>	<b>7,451</b>	<b>8,406</b>

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.633	0.922	1.204	1.157	1.318	1.615
每股净资产	2.407	3.049	5.659	6.708	7.872	9.339
每股经营现金净流	-0.220	0.229	0.342	0.674	1.015	1.165
每股股利	0.180	0.180	0.180	0.130	0.180	0.180

回报率

净资产收益率	18.76%	21.57%	15.49%	17.59%	17.07%	17.63%
总资产收益率	6.88%	7.33%	7.57%	8.29%	8.40%	9.13%
投入资本收益率	16.12%	16.81%	14.62%	14.17%	16.70%	18.59%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-46.94%	113.34%	-8.79%	43.47%	22.40%	20.00%
EBIT增长率	302.45%	55.46%	14.10%	17.28%	27.02%	21.20%
净利润增长率	267.04%	45.63%	40.78%	34.57%	13.90%	22.56%
总资产增长率	65.70%	36.77%	36.23%	22.90%	12.42%	12.80%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	230.5	197.7	282.9	300.0	295.0	295.0
存货周转天数	348.3	223.3	408.6	410.0	410.0	410.0
应付账款周转天数	135.5	81.7	155.5	156.0	156.0	156.0
固定资产周转天数	18.0	7.9	7.7	5.8	5.1	4.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	11.26%	11.43%	-13.53%	-14.14%	-20.77%	-26.83%
EBIT利息保障倍数	12.7	12.9	9.3	7.7	8.1	8.2
资产负债率	63.03%	65.44%	49.84%	51.76%	49.77%	47.31%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 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	0	0	0	0	18
增持	0	0	0	0	14
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.44</b>

来源：贝格数据

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-09-14	<b>买入</b>	35.68	42.93~42.93

来源：国金证券研究所

### 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



### 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的邀请。

证券研究报告是用于服务专业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。

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的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业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