

业绩在预告上限，量价提升有望持续助力高增长

买入（维持）

2018 年 08 月 26 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 王建会

021-60199793

wangjianhui@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	5,246	6,779	8,637	10,809
同比（%）	18.0%	29.2%	27.4%	25.1%
归母净利润（百万元）	634	790	1,045	1,362
同比（%）	32.6%	24.6%	32.3%	30.3%
每股收益（元/股）	0.36	0.45	0.59	0.77
P/E（倍）	25.48	20.45	15.46	11.87

投资要点

■ **业绩在预告上限，毛利率持续提升，现金流稳步向好，多部精品头部大剧有望助力公司全年业绩释放。**报告期内，公司实现归母净利润 2.89 亿，同比增长 5.28%，处于业绩预告上限，考虑到 17 年 H1 会计准则的调整，我们认为公司业绩表现亮眼，超市场预期；经营活动产生的现金流量净额-1.94 亿，较上年同期明显好转；毛利率 31.76%，较去年下半年提升 4.42%，持续回升。分业务来看，公司全网剧业务取得发行许可证 5 部，开机 6 部，首播 7 部，《谈判官》、《老男孩》位列上半年卫视黄金档收视率前 10 名；电影业务，参与投资、发行电影项目 4 个，累计票房 9.16 亿元；综艺业务，投资制作、承制上星综艺项目 2 个，分别在浙江卫视、东方卫视播出；经纪业务，新签约艺人 4 名，实现收入 1.27 亿元。后续多部精品大剧有望继续确认收入，包括《橙红年代》、《绝代双骄》等，有望助力全年业绩高增长。

■ **视频平台持续拉动版权费上涨逻辑不改，剧集总量企稳下精品化、集中化趋势明显。**在价的方面，长视频平台付费收入与单用户价值有较大潜力空间，在竞争白热化的态势下内容投入力度持续增加，版权费增长空间仍在，但已过跨越式增长阶段，预计未来 3 年单集价格保持 15%-20% 左右增长，2018、2019、2020 年有望分别出现网台单集 1800 万以上、2200 万以上、2600 万以上的精品头部大剧；在量的方面，总量逐步企稳，未来成本结构有望持续调整，行业规范的大趋势下，预计将加速实现精品化、规范化。

■ **量价齐升+海外版权费提高+广告收入，有望成为未来公司主要看点。**在主业稳步推进的基础上，公司不断练内功，优结构，从多个维度进一步巩固自身的核心竞争力。我们认为未来业绩增长主要来自量价齐升、海外售卖体量增加及广告收入的提升，公司在 16 年开始推进 SIP 战略，产量呈现持续下滑趋势，未来随着公司团队的完善，能力的提高，剧集数量有望得到提升，另外随着这两年国内精品大剧质量的提高以及一些系列剧集的热播，海外销售逐步从韩国、日本、东南亚等延伸到奈飞等主流渠道，预计在未来将形成较大体量；植入和中插广告随着公司头部剧数量的增多，开始形成一定体量，未来弹性较大。

■ **维持“买入”评级。**我们预计公司 2018-2020 年实现营业收入 67.79/86.37/108.09 亿，实现归母净利润 7.90/10.45/13.62 亿，EPS 为 0.45/0.59/0.77 元，对应当前股价 PE 为 20/15/12X，考虑到视频平台内容投入的持续增加以及公司影视龙头地位，看好公司发展前景，给予公司 2019 年 25X 估值，对应目标市值 261 亿，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**项目进度不及预期的风险；视频平台投入不及预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.11
一年最低/最高价	8.84/13.51
市净率(倍)	2.28
流通 A 股市值(百万元)	10929.11

基础数据

每股净资产(元)	3.99
资产负债率(%)	43.44
总股本(百万股)	1774.45
流通 A 股(百万股)	1199.68

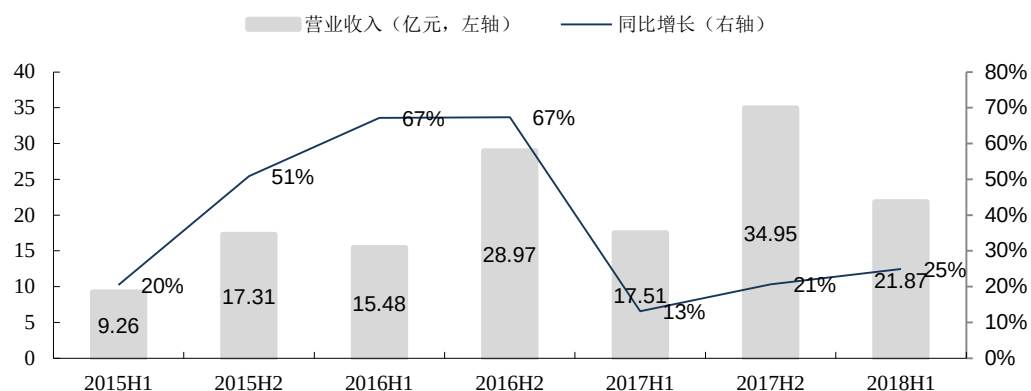
相关研究

- 1、《华策影视 (300133)：行业迎来新时代，阵痛锻造真龙头》2018-06-22
- 2、《精品剧集进度在预期之内，静待业绩释放》2018-04-23
- 3、《三季度业绩在预期之内，四季度有望进入收获期》2017-10-30

财务方面：

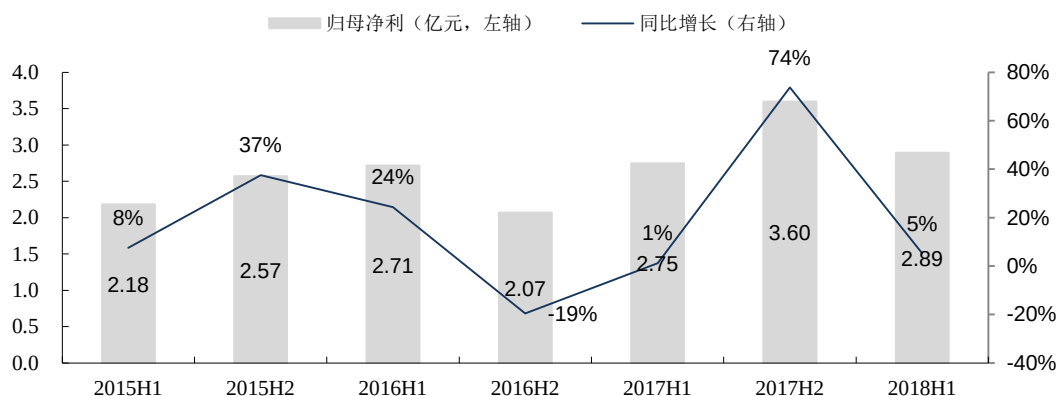
18 年公司上半年实现营业收入 21.87 亿元，同比增长 24.89%，归母净利润 2.89 亿元，同比增长 5.28%，扣非归母净利 2.63 亿元，同比增长 16.81%，经营活动产生的现金流量净额-1.94 亿，较上年同期明显好转，毛利率水平 31.76%，较去年下半年提升 4.42pct，持续回升。

图 1：公司 2015H1-2018H1 营收情况



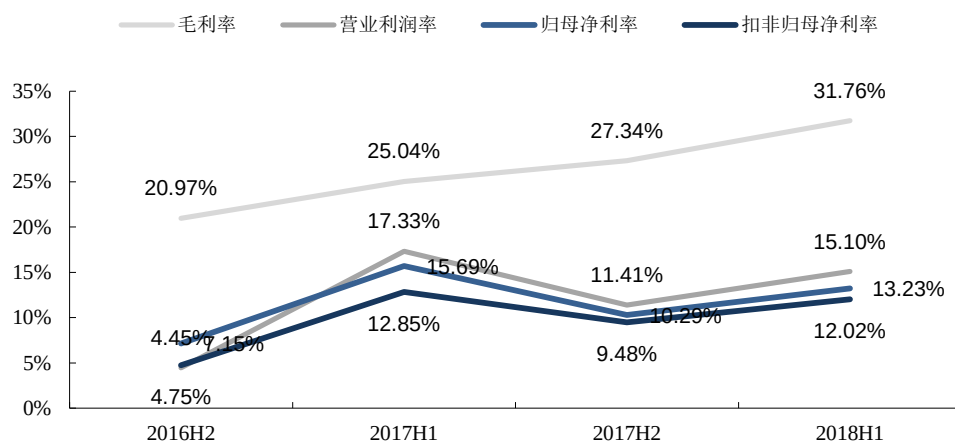
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：公司 2015H1-2018H1 业绩情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

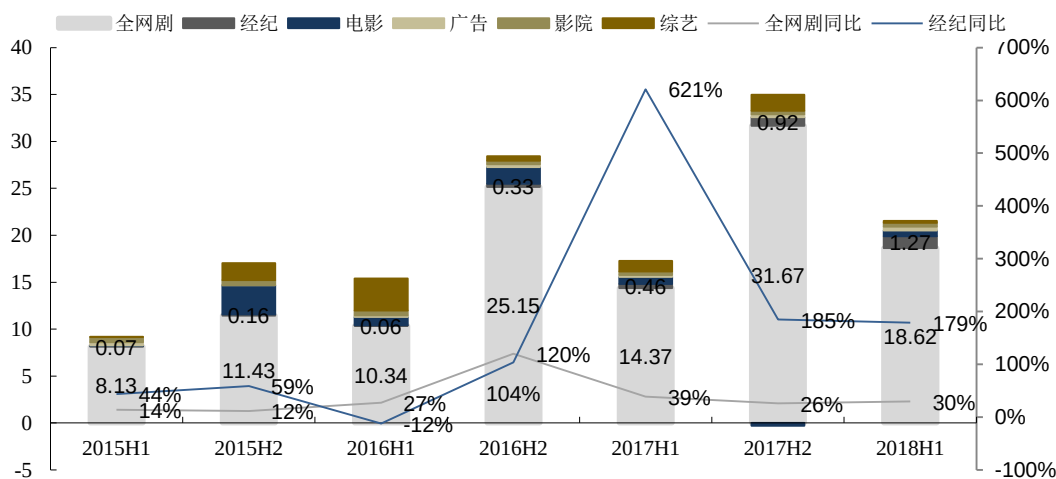
图 3：公司 2016H2-2018H1 毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分产品来看，公司聚焦于全网剧业务与经纪业务发展，全网剧实现销售收入 18.62 亿，同比增长 30%，全网剧销售收入占比达到 85%；经纪业务实现收入 1.27 亿，同比增长 179%，收入占比达到 5.8%；此外，广告业务增长强劲，实现收入 0.41 亿元，同比增长 115%，收入占比达到 1.9%。

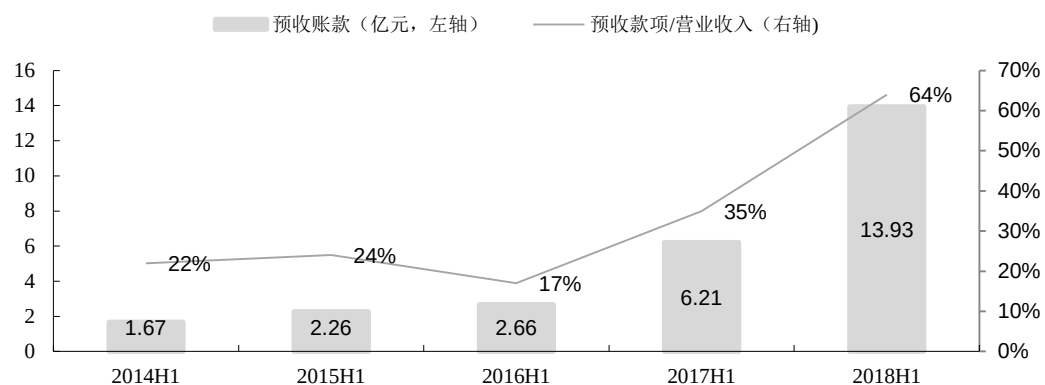
图 4：公司 2015H1-2018H1 分业务情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

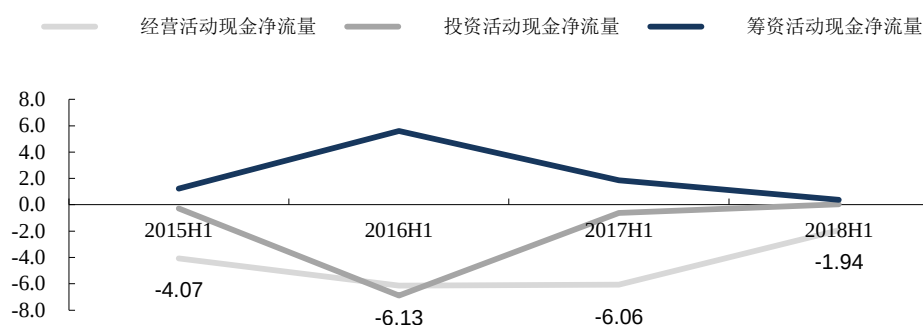
2018H1 公司应收账款 42.28 亿，较 18 年初 40.25 亿平稳增长 5%，18H1 预收账款 13.93 亿，同比增长 124%，占收入比例达到 64%，公司预收款项占营收比例从 14H1 的 22%提升至 18H1 的 64%，体现了公司产业链地位有所提升和良好的议价能力。存货方面，18H1 公司存货 24.6 亿元，较年初减少 7%，周转率有所提升；现金流方面，18H1 公司经营活动现金流-1.94 亿，同比增长 68%，现金流情况稳步向好；负债率方面，18H1 公司资产负债率 43%，有息资产负债率 18%，负债率实现稳中略降。

图 5：公司 2014H1-2018H1 预收账款变化情况



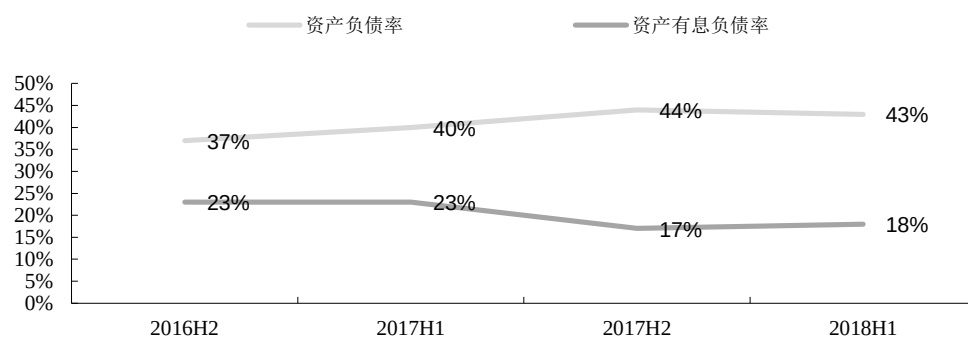
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：公司 2015H1-2018H1 现金流变化情况(亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：公司 2016H2-2018H1 资产负债率变化情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

业务项目层面

具体业务来看，全网剧业务层面，18 年上半年公司取证 5 部，开机 6 部，首播 7 部，题材涵盖校园、都市、职场、励志、武侠、悬疑等，并实现首播全网剧作品，其中《谈判官》、《老男孩》位列上半年卫视黄金档收视率前 10 名；电影业务层面，18 年上半年公司参与投资、发行电影项目 4 个，实现累计票房 9.16 亿元；综艺业务层面，18 年上半年公司投资制作、承制上星综艺项目 2 个，分别在浙江卫视、东方卫视播出；经纪业务层面，18H1 公司新签约艺人 4 名，实现收入 1.27 亿元。18 年下半年，将有 9 部公司参与的电影项目计划上映，包括《反贪风暴 3》、《魔女》、《名侦探柯南：零之执行人》等。

表 1：2018H1 公司全网剧首播情况

序号	剧名	首播时间	集数	卫视首播平台	互联网播出平台
1	《初遇在光年之外》	2018/1/31	38	—	优酷
2	《谈判官》	2018/2/4	43	湖南卫视	芒果 TV、爱奇艺、腾讯、优酷、搜狐
3	《老男孩》	2018/3/4	48	湖南卫视	爱奇艺
4	《梦想合伙人》	2018/3/12	27	—	爱奇艺
5	《雷霆战警》	2018/4/9	40	—	腾讯
6	《玄门大师》	2018/5/21	46	—	爱奇艺
7	《为了你，我愿意热爱整个世界》	2018/6/18	48	—	爱奇艺
8	《最亲爱的你》	2018/7/13	26	—	优酷
9	《甜蜜暴击》	2018/7/23	37	湖南卫视	芒果 TV、爱奇艺、腾讯、优酷
10	《天盛长歌》	2018/8/14	70	湖南卫视	芒果 TV、爱奇艺

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：2018H2 公司计划生产全网剧情况

序号	剧名	题材	集数	时间计划
1	《我的莫格利男孩》	当代都市	50	计划 2018H2 开机
2	《一代军师》	古装权谋	70	计划 2018H2 开机
3	《你是我的城池营垒》	都市爱情	40	计划 2018H2 开机
4	《就喜欢你看不惯我的样子》	当代科幻	36	计划 2018H2 开机
5	《加油，你是最棒的》	青春励志	45	计划 2018H2 开机
6	《灰太狼，来了》	当代都市	36	计划 2018H2 开机
7	《新东游记》	古代神话	48	计划 2018H2 开机
8	《资深少女的初恋》	都市爱情	40	计划 2018H2 开机
9	《拾光里的我们》	都市爱情	24	计划 2018H2 开机
10	《八千里路云和月》	古装历史	50	计划 2018H2 开机
11	《带电的你》	青春都市	24	计划 2018H2 开机
12	《探幽录》	古装悬疑	24	计划 2018H2 开机

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

风险提示

项目进度不达预期风险：影视剧项目制作进度容易受到剧本、演员档期等方面的影响，单个项目的进度不确定性较大，进度有不达预期的风险；

视频平台内容投入不及预期风险：我们对于视频平台的内容投入加强的预期是建立在长视频领域的竞争持续增强的假设，未来如果竞争放缓，视频平台有可能减少内容方面的采购。

华策影视三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	9,241	8,662	11,860	12,955	营业收入	5,246	6,779	8,637	10,809
现金	1,666	1,874	2,281	3,157	减:营业成本	3,852	4,916	6,173	7,613
应收账款	4,025	2,281	4,116	3,090	营业税金及附加	21	34	40	47
存货	2,645	3,053	4,102	4,722	营业费用	328	505	654	771
其他流动资产	905	1,454	1,361	1,987	管理费用	282	411	466	576
非流动资产	3,298	3,239	3,161	3,070	财务费用	96	53	157	295
长期股权投资	669	579	487	391	资产减值损失	53	0	0	0
固定资产	29	56	74	86	加:投资净收益	33	22	25	27
在建工程	2	11	17	20	其他收益	-1	-1	-2	-1
无形资产	2	2	2	2	营业利润	702	882	1,171	1,532
其他非流动资产	2,598	2,591	2,581	2,571	加:营业外净收支	2	86	83	67
资产总计	12,539	11,901	15,021	16,025	利润总额	704	968	1,254	1,600
流动负债	5,140	3,819	5,931	5,493	减:所得税费用	68	154	180	208
短期借款	930	930	930	930	少数股东损益	1	24	28	29
应付账款	1,384	1,581	2,142	2,450	归属母公司净利润	634	790	1,045	1,362
其他流动负债	2,827	1,308	2,859	2,114	EBIT	736	983	1,358	1,809
非流动负债	392	322	246	166	EBITDA	763	1,000	1,381	1,838
长期借款	391	321	245	166					
其他非流动负债	1	1	1	1					
负债合计	5,532	4,141	6,177	5,660	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	106	129	160	193	每股收益(元)	0.36	0.45	0.59	0.77
					每股净资产(元)	3.89	4.30	4.85	5.58
归属母公司股东权益	6,901	7,631	8,685	10,173	发行在外股份(百万股)	1770	1774	1774	1774
负债和股东权益	12,539	11,901	15,021	16,025	ROIC(%)	7.4%	9.2%	7.1%	8.2%
					ROE(%)	9.1%	10.5%	12.3%	13.8%
					毛利率(%)	26.6%	27.5%	28.5%	29.6%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	12.1%	11.7%	12.1%	12.6%
经营活动现金流	706	999	535	1,003	资产负债率(%)	44.1%	34.8%	59.2%	57.6%
投资活动现金流	-205	64	78	87	收入增长率(%)	18.0%	29.2%	27.4%	25.1%
筹资活动现金流	-316	-854	-206	-215	净利润增长率(%)	32.6%	24.6%	32.3%	30.3%
现金净增加额	185	208	407	876	P/E	25.48	20.45	15.46	11.87
折旧和摊销	27	17	23	29	P/B	2.34	2.12	1.88	1.63
资本开支	12	30	14	5	EV/EBITDA	21.87	15.75	11.14	7.97
营运资本变动	-63	136	-680	-657					

数据来源: 贝格数据, 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:

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。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>