

产能与爆款齐飞，经纪业务高速增长

投资要点

- **事件：**公司公告 2018 半年报，2018 上半年实现营收 21.9 亿元 (+24.9%)，归母净利润 2.9 亿元 (+5.3%)，归母扣非净利润 2.6 亿元 (+16.8%)，业绩符合预期，维持稳定增长。与此同时，受益于公司影视剧质量口碑稳定，2018 上半年毛利率为 31.8%，处于持续提升的通道中。
- **工业化生产能力助力电视剧业务稳定增长，高毛利率的广告业务营收高增长。**分业务来看，公司营收的高增长主要来自：1) 公司是电视剧领域的航母级公司，产能规模稳居全行业第一+项目平均质量高，2018 上半年公司全网剧业务维持 29.6% 的同比增长，达到 18.6 亿元，占营收 85%；2) 广告业务、经纪业务实现爆发式增长，2018 上半年，受益于广告植入和艺人合作的增多，公司广告业务实现营收 4105 万元 (+114.7%)，毛利率持续提升达到 87.2%。经纪业务实现营收 1.3 亿元 (+179.3%)，助力公司实现业绩的稳定增长。
- **全网剧：剧集质量稳定，2018 下半年依旧乐观。**2018 上半年，公司 5 部剧取得发行许可证，6 部剧实现开机，7 部剧实现首播，其中，《谈判官》实现 CSM52 城收视率 1.19%，《老男孩》实现 CSM52 城收视率 1.08%，分别位列 2018 上半年收视率排行榜的第 5 和第 8 名，公司有稳定的爆款产出能力。截至 2018 年 8 月 26 日，《天盛长歌》、《甜蜜暴击》、《老男孩》、《谈判官》实现了在湖南卫视播出，预计 2018 下半年或将有包括陈伟霆、马思纯主演的《橙红年代》、黄轩、佟丽娅主演的《完美关系》、古装神话剧《宸汐缘》以及其他单价收入可观的精品化剧确认收入。
- **制片端变少、演员限价，成本端核心要素保持稳定，公司或能够分享到更多影视剧销售提升的红利。**2018 年 8 月 11 日，爱奇艺、优酷、腾讯视频三家视频网站联合华策影视、慈文传媒、新丽传媒等六大影视制作公司采取切实有效的联合行动，对片酬限价发出联合声明：共同抵制艺人“天价”片酬现象，倡导成本用于制作，投入服务品质，单个演员总片酬不得超过 5000 万，在演员价格合理化的趋势下，公司作为行业龙头，或将分享到更多影视剧销售提升的红利。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.43/0.55/0.67 元，对应的 PE 分别为 21/17/14 倍。公司是电视剧行业的龙头享受一定的估值溢价，给予公司 2019 年 20 倍估值，目标价 11.00 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**影视剧适销性风险、政策监管风险、新业务拓展成效或不及预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	5245.59	6622.63	8253.07	9843.46
增长率	18.01%	26.25%	24.62%	19.27%
归属母公司净利润 (百万元)	634.43	761.64	967.50	1186.14
增长率	32.60%	20.05%	27.03%	22.60%
每股收益 EPS (元)	0.36	0.43	0.55	0.67
净资产收益率 ROE	9.08%	9.67%	11.05%	12.06%
PE	25	21	17	14
PB	2.31	2.05	1.85	1.64

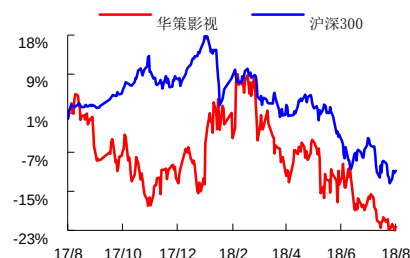
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 杭爱
 电话: 010-57758568
 邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	17.74
流通 A 股(亿股)	12.07
52 周内股价区间(元)	9.11-13.06
总市值(亿元)	161.65
总资产(亿元)	126.82
每股净资产(元)	4.00

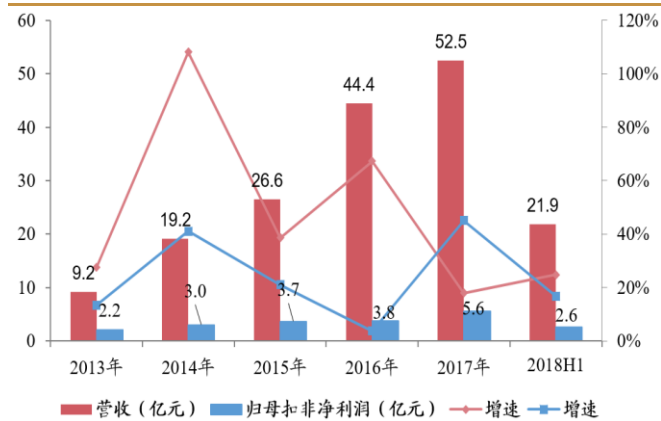
相关研究

1. 华策影视 (300133): 腹有佳作气自华，影视白马有良策 (2017-10-30)

1 营收稳定增长，盈利能力持续提升

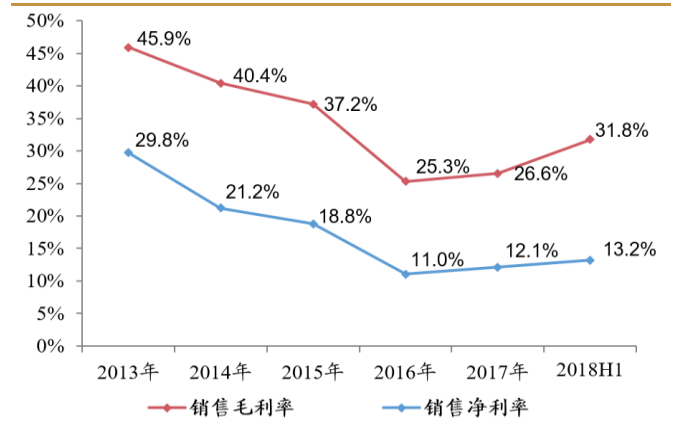
受益于稳定的电视剧质量，公司营收如期增长，毛利率稳步回升。2018 上半年，公司实现营收 21.9 亿元，同比提升 24.9%，扣非归母净利润实现 2.6 亿元，同比提升 16.8%，在整体行业较弱的情况下，公司实现稳定增长。毛利率方面，受益于公司长期以来稳定的高质量作品的表现，市场的信任度逐年提升，2016 年以来，公司毛利率稳步提升，到 2018 上半年，毛利率已提升至 31.8%。

图 1：华策影视 2013 年以来营收、归母扣非净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

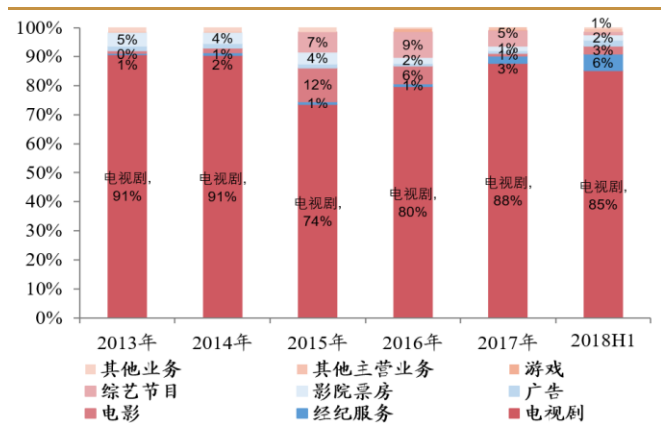
图 2：华策影视历年毛利率、净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

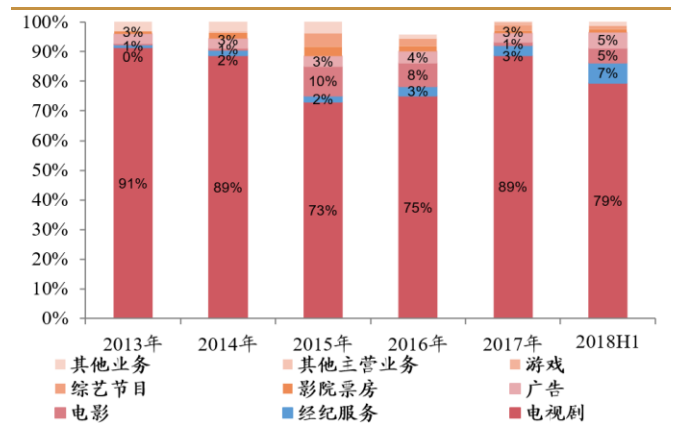
电视剧仍是公司创收的主要来源。2016 年以来，公司电视剧业务营收占比保持在 80% 以上的水平，毛利占比保持在 75% 以上水平，电视剧业务依旧是公司最重要的业务，是公司估值的基石。公司采取工业化的电视剧制作方式，实现多部电视剧、多题材覆盖，来平滑电视剧行业的项目制风险，保持公司电视剧业务营收的稳定。

图 3：华策影视 2013 年以来营收构成情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：华策影视 2013 年以来毛利构成情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 上半年作品表现依旧突出，爆款产出能力稳定

2018 年以来，公司电视剧产能+精品剧制作能力依旧突出。产能方面，2018 上半年，公司首播全网剧作品，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。电影方面，公司参与投资发行电影项目 4 个，包括联合推广的《勇敢者游戏》（内地票房 4.9 亿元）、联合发行的《南极之恋》（票房 2.3 亿元）、参投+主控宣发的《祖宗十九代》（票房 1.7 亿元）、联合推广的《玛丽与魔女之花》（票房 2062 万元）。综艺方面，上半年，公司制作的《异口同声》、《青春同学会》2 部综艺分别实现在浙江卫视和东方卫视播出。**质量方面**，2018 上半年公司首播播出的 7 部电视剧中，《谈判官》、《老男孩》分别位列上半年收视率排名第五位和第八位，截至 2018 年 8 月 26 日，暑期档播出的《甜蜜暴击》实现 73.6 亿的网播量，公司爆款制作能力依旧突出。

表 1：2018 年以来，公司播出电视剧表现情况：多部头部剧+精品剧，公司电视剧质量保持稳定

序号	剧名	首播时间	集数	卫视平台	在线视频平台	收视率/网播量	播出表现
1	《初遇在光年之外》	2018/1/31	38	—	优酷	10.6 亿	
2	《谈判官》	2018/2/4	43	湖南卫视	芒果 TV、爱奇艺、腾讯、优酷、搜狐	1.19%/129 亿	2018 上半年收视率排名第 5
3	《老男孩》	2018/3/4	48	湖南卫视	爱奇艺	1.08%/47.8 亿	2018 上半年收视率排名第 8
4	《梦想合伙人》	2018/3/12	27	—	爱奇艺	1.0 亿	
5	《雷霆战警》	2018/4/9	40	—	腾讯	3.0 亿	
6	《玄门大师》	2018/5/21	46	—	爱奇艺	9.9 亿	
7	《为了你，我愿意热爱整个世界》	2018/6/18	48	—	爱奇艺	19.4 亿	
8	《最亲爱的你》	2018/7/13	26	—	优酷	6.5 亿	
9	《甜蜜暴击》	2018/7/23	37	湖南卫视	芒果 TV、爱奇艺、腾讯、优酷	0.88%/73.6 亿	暑期档网播量领先
10	《天盛长歌》	2018/8/14	70	湖南卫视	芒果 TV、爱奇艺	0.45%/5.8 亿	

数据来源：公司公告，西南证券整理（网播量、csm52 城收视率为截至 2018 年 8 月 26 日）

公司剧集储备丰富，电视剧产能依旧强劲。2018 下半年以来，公司剧集储备的质与量有保证，剧集的题材覆盖依旧全面。在“质”方面，根据公司已披露的数据来看，8 部已经开拍的电视剧均有优质导演+明星的加持，包括曾执导过《花千骨》的林玉芬、执导过《雪花那个飘》的安建等，以及胡一天、杨紫、黄轩、佟丽娅、倪妮、赵又廷、戚薇等当红明星。在数量方面，2018 上半年，开机未播的剧有 8 部，下半年计划开机的剧有 12 部。剧集题材覆盖方面，公司待播的剧集题材包括当代都市、青春、古代神话、古装爱情、武侠、科幻悬疑等。**电影方面**，预计 2018 下半年公司参与、待上映的电影有 9 部，包括公司主控投资、主控宣发的，由古天乐、张智霖等主演的《反贪风暴 3》，以及公司主控投资、主控宣发的，汤唯、黄觉主演的《地球最后的夜晚》等。

表 2：2018 下半年之后，公司电视剧项目储备情况

序号	剧名	题材	集数	进展/开机计划	备注
1	《绝代双骄》	古装武侠	50	后期制作中	主演：胡一天、陈哲远
2	《我只喜欢你》	青春校园	36	后期制作中	主演：吴倩、张雨剑
3	《蜜汁炖鱿鱼》	都市爱情	42	后期制作中	主演：杨紫、李现
4	《完美关系》	都市职场	50	拍摄中	主演：黄轩、佟丽娅
5	《宸汐缘》	古代神话	60	拍摄中	主演：张震、倪妮
6	《平凡的荣耀》	成长剧	42	拍摄中	主演：赵又廷、白敬亭、乔欣
7	《资深少女的初恋》	都市爱情	40	拍摄中	主演：宋茜、宋威龙
8	《完美芯机人》	科幻悬疑动作	30	拍摄中	主演：马天宇、戚薇
9	《我的英格利男孩》	当代都市	50	计划 2018H2 开机	-
10	《一代军师》	古装权谋	70	计划 2018H2 开机	-
11	《你是我的城池营垒》	都市爱情	40	计划 2018H2 开机	-
12	《就喜欢你看不惯我的样子》	当代科幻	36	计划 2018H2 开机	-
13	《加油，你是最棒的》	青春励志	45	计划 2018H2 开机	-
14	《灰太狼，来了》	当代都市	36	计划 2018H2 开机	-
15	《新东游记》	古代神话	48	计划 2018H2 开机	-
16	《拾光里的我们》	都市爱情	24	计划 2018H2 开机	-
17	《八千里路云和月》	古装历史	50	计划 2018H2 开机	-
18	《带电的你》	青春都市	24	计划 2018H2 开机	-
19	《探幽录》	古装悬疑	24	计划 2018H2 开机	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：2018 下半年公司参与的电影上映计划

序号	电影名称	参与方式	上映计划
1	《反贪风暴 3》	主控投资、主控宣发	计划 2018H2 上映
2	《魔女》	主控投资、主控宣发	计划 2018H2 上映
3	《最长 1 枪》	参投	计划 2018H2 上映
4	《战斗民族养成记》	参投、主控宣发	计划 2018H2 上映
5	《切小金家的旅馆》	参投、主控大陆宣发	计划 2018H2 上映
6	《地球最后的夜晚》	主控投资、主控宣发	计划 2018H2 上映
7	《我爱喵星人》	主控投资、主控宣发	计划 2018H2 上映
8	《朝花夕誓——于离别之朝束起约定之花》	批片	计划 2018H2 上映
9	《名侦探柯南：零之执行人》	批片	计划 2018H2 上映

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 盈利预测

关键假设：

公司电视剧制作能力突出，预计 2018 下半年之后播出+投拍的电视剧为 20 部，保持一贯的高产出能力，且包括《完美关系》、《宸汐缘》等在内的部分剧集具备爆款剧品相，毛利率维持在 28%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
电视剧	收入	4603.54	5,754.43	7,193.03	8,631.64
	增速	29.71%	25.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	26.89%	28.00%	27.00%	29.00%
电影	收入	45.71	63.99	76.79	84.47
	增速	-83.13%	40.00%	20.00%	10.00%
	毛利率	37.86%	33.00%	33.00%	33.00%
综艺节目	收入	282.70	367.51	477.76	573.31
	增速	-26.58%	30.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	8.69%	10.00%	13.00%	15.00%
影院票房	收入	76.87	80.71	84.74	88.98
	增速	-14.70%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	16.01%	16.00%	16.00%	16.00%
广告	收入	48.80	68.32	88.82	106.58
	增速	3.83%	40.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	85.89%	88.00%	88.00%	88.00%
经纪业务	收入	138.30	221.28	265.54	292.09
	增速	255.91%	60.00%	20.00%	10.00%
	毛利率	32.76%	90.00%	90.00%	90.00%
其他主营业务	收入	51.94	51.94	51.94	51.94
	增速	1510.33%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	2.10%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务	收入	14.45	14.45	14.45	14.45
	增速	7.63%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	98.23%	100.00%	100.00%	100.00%
内部抵消	收入	-30.87			
	增速				
	毛利率				
合计	收入	5,245.59	6,622.63	8,253.07	9,843.46
	增速	18.01%	26.25%	24.62%	19.27%
	毛利率	11.70%	29.69%	28.90%	30.61%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5245.59	6622.63	8253.07	9843.46	净利润	635.91	761.64	967.50	1186.14
营业成本	3851.68	4656.49	5867.96	6830.67	折旧与摊销	26.53	21.58	22.27	22.89
营业税金及附加	21.24	26.51	33.16	39.50	财务费用	96.23	85.35	126.95	157.71
销售费用	327.57	529.81	577.72	787.48	资产减值损失	52.78	100.00	100.00	100.00
管理费用	282.24	397.36	456.39	590.61	经营营运资本变动	-159.83	-1581.11	-1202.81	-1277.73
财务费用	96.23	85.35	126.95	157.71	其他	54.70	-153.28	-96.03	-97.51
资产减值损失	52.78	100.00	100.00	100.00	经营活动现金流净额	706.32	-765.83	-82.13	91.50
投资收益	32.59	40.00	0.00	0.00	资本支出	7.33	-3.00	-3.00	-3.00
公允价值变动损益	-0.94	-1.53	-1.34	-1.34	其他	-212.05	38.47	-1.34	-1.34
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-204.72	35.47	-4.34	-4.34
营业利润	702.30	865.57	1089.55	1336.16	短期借款	85.00	1781.84	785.95	653.61
其他非经营损益	1.64	1.64	1.64	1.64	长期借款	-780.35	0.00	0.00	0.00
利润总额	703.94	867.22	1091.19	1337.80	股权融资	144.68	4.75	0.00	0.00
所得税	68.02	105.58	123.69	151.66	支付股利	-52.40	-69.48	-83.41	-105.95
净利润	635.91	761.64	967.50	1186.14	其他	286.75	-665.48	-126.95	-157.71
少数股东损益	1.48	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-316.32	1051.63	575.60	389.95
归属母公司股东净利润	634.43	761.64	967.50	1186.14	现金流量净额	185.28	321.27	489.13	477.12
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1665.52	1986.79	2475.92	2953.04	成长能力				
应收和预付款项	4582.54	5620.89	6992.55	8372.33	销售收入增长率	18.01%	26.25%	24.62%	19.27%
存货	2645.50	3164.63	3881.55	4596.80	营业利润增长率	52.33%	23.25%	25.88%	22.63%
其他流动资产	347.17	260.38	362.78	453.93	净利润增长率	29.55%	19.77%	27.03%	22.60%
长期股权投资	668.59	668.59	668.59	668.59	EBITDA 增长率	51.23%	17.87%	27.38%	22.44%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	30.38	16.09	1.11	-14.50	毛利率	26.57%	29.69%	28.90%	30.61%
无形资产和开发支出	1331.07	1330.66	1330.25	1329.84	三费率	13.46%	15.29%	14.07%	15.60%
其他非流动资产	1268.14	1264.26	1260.39	1256.51	净利率	12.12%	11.50%	11.72%	12.05%
资产总计	12538.91	14312.29	16973.14	19616.53	ROE	9.08%	9.67%	11.05%	12.06%
短期借款	930.00	2711.84	3497.79	4151.41	ROA	5.07%	5.32%	5.70%	6.05%
应付和预收款项	3184.66	3033.69	3948.47	4787.26	ROIC	10.44%	10.33%	10.87%	11.39%
长期借款	390.90	390.90	390.90	390.90	EBITDA/销售收入	15.73%	14.68%	15.01%	15.41%
其他负债	1026.51	301.36	377.38	448.18	营运能力				
负债合计	5532.07	6437.78	8214.54	9777.74	总资产周转率	0.46	0.49	0.53	0.54
股本	1769.70	1774.45	1774.45	1774.45	固定资产周转率	163.60	301.01	1034.12	-1404.93
资本公积	2970.44	2970.44	2970.44	2970.44	应收账款周转率	1.52	1.50	1.53	1.50
留存收益	2447.54	3139.70	4023.79	5103.98	存货周转率	1.71	1.59	1.66	1.60
归属母公司股东权益	6901.30	7768.97	8653.06	9733.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.29%	—	—	—
少数股东权益	105.54	105.54	105.54	105.54	资本结构				
股东权益合计	7006.84	7874.51	8758.60	9838.79	资产负债率	44.12%	44.98%	48.40%	49.84%
负债和股东权益合计	12538.91	14312.29	16973.14	19616.53	带息债务/总负债	23.88%	48.20%	47.34%	46.46%
					流动比率	1.80	1.82	1.75	1.74
					速动比率	1.28	1.30	1.26	1.25
					股利支付率	8.26%	9.12%	8.62%	8.93%
					每股指标				
					每股收益	0.36	0.43	0.55	0.67
					每股净资产	3.95	4.44	4.94	5.54
					每股经营现金	0.40	-0.43	-0.05	0.05
					每股股利	0.03	0.04	0.05	0.06
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	825.06	972.50	1238.77	1516.76					
PE	25.48	21.22	16.71	13.63					
PB	2.31	2.05	1.85	1.64					
PS	3.08	2.44	1.96	1.64					
EV/EBITDA	18.54	16.51	13.20	10.90					
股息率	0.32%	0.43%	0.52%	0.66%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	021-68416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn