



全年高增长可期股价超跌凸显机会

——慈文传媒（002343）2018半年报点评

2018年08月27日

推荐/首次

慈文传媒

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031	

事件：

公司于2018年8月26日发布2018半年报：报告期内，公司实现营业收入75,754.17万元，较上年同期增长127.37%；归属上市公司股东净利润19,305.54万元，较上年同期增长153.40%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润18,913.53万元，同比增长192.17%。公司预测2018年1-9月归属于上市公司股东的净利润变动区间24,000-28,000万元，同比增加60.53%-87.29%。

表1:季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	973.50	111.04	222.13	229.06	1103.37	286.29	471.26
增长率（%）	73.19%	-10.88%	-27.02%	-45.94%	13.34%	157.82%	112.15%
毛利率（%）	34.55%	44.88%	37.48%	56.05%	44.01%	19.42%	20.62%
期间费用率（%）	5.08%	31.88%	16.91%	27.44%	8.26%	10.76%	7.66%
营业利润率（%）	20.26%	21.84%	25.85%	30.90%	24.14%	35.89%	28.43%
净利润（百万元）	161.15	28.85	49.37	74.68	258.79	87.28	109.20
增长率（%）	6.15%	42.92%	-31.38%	46.87%	60.59%	202.58%	121.18%
每股盈利（季度，元）	0.327	0.065	0.108	0.166	0.556	0.187	0.176
资产负债率（%）	65.44%	65.78%	65.04%	65.49%	49.84%	47.11%	42.39%
净资产收益率（%）	11.22%	2.07%	3.38%	5.04%	12.34%	3.18%	3.75%
总资产收益率（%）	3.82%	0.71%	1.17%	1.75%	5.33%	1.64%	2.07%

资料来源：Wind, 东兴证券研究所

观点：

2018.H1 业绩符合公司于一季报中披露的预测，报告期内公司业绩表现优异，营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别同比大幅增长，其中扣非净利润增长幅度大于净利润的原因主要是政府补助同期减少了509万元。期间费用方面，销售费用、管理费用、财务费用为932万元、3,356万元、2,402万元，分别同比减少59.10%、增长23.95%、增长4.02%，其中销售费用的大幅下降的主要原因会计政策变动，游戏业务CPC采购流量推广的费用由销售费用转为营业成本，营业成本同比增幅大于营业收入的原因也在于此。

- 影视剧行业，报告期内收入58,877万元，同比大幅增长431.48%。共有三部剧在报告期内确认首轮发行收入，其中《杨凌传》（原名《回到明朝当王爷》）于Q1确认收入，《急速青春》、《爵迹之临界天下》于Q2确认收入，公司已播出的剧中还包括近期大火的《沙海》，预计该剧Q3可以确认收入。公司推出了数部现实题材宣扬社会正能量的大剧如《风暴舞》、《那些年，我们正年轻》，这些作品均受到了权威媒体如

文汇报、新华社的关注与宣传。公司项目储备丰富，除了下半年已经开播的《沙海》、《那些年，我们正年轻》以外《大秦帝国》、《弹痕》、《紫川》等重点项目也在进行当中。前期爆款《楚乔传》开启二轮播映，同时继续海外热播，该剧英文版与西班牙语版已覆盖美洲、澳洲地区，一方面产品的长尾效应得到开发，另一方面，中报中虽未披露海外发行收入，结合 2017 年近 300% 的同比增长，我们认为未来的海外发行收入是值得期待的。

- ◆ 游戏板块，报告期内收入 16,790 万元，同比减少 20.91%，毛利率 31.41%，同比减少值为 11.39%，主要原因还是会计政策的变动。赞成科技于 2017 年完成对赌，今年为对赌期过后第一年，半年报数据来看收入有所下降，但赞成科技大股东于浩洋以 1.1 亿元参与了 2017 年慈文的定增，双方绑定程度较深，我们认为未来游戏板块管理层仍是稳定的，主要风险还是来自于游戏行业内部。

结论：

我们认为，无论是电视剧还是电影，行业已经走进了内容为王的时代。持有《电视剧制作许可证（甲种）》的机构数从 2014 年的 137 家降至 2018 年的 113 家，备案、生产、取证、首播的内容作品数量均明显下降。电影票房也正在向着头部影片集中，TOP10 乃至 TOP5 影片的票房占比由 2014 年的 40%/25% 提升至 2017 年的 60%/46%。以上迹象均表明了行业洗牌的加速，而行业集中度的提升均将长期利好具有稳定生产优秀作品能力的龙头公司。

此外，对于近期的限薪事件，公司作为签署声明的六大制作公司之一，演员薪酬的下降将有利于公司缩减成本，并且调整成本结构，但视频网站同样存在削减采购成本的诉求，因此预计此事件对公司未来报表的影响是同时减小公司的收入与成本，而毛利润与毛利率将得到提升。

我们预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 25.2 亿元、31.88 亿元和 38.82 亿元；每股收益分别为 1.21 元、1.57 元和 1.86 元，对应 PE 分别为 10X、8X 和 7X，首次给予公司“推荐”评级。

风险提示：影视剧监管政策趋严；行业竞争加剧；大额限售股将解禁。

表 4:公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2847	4263	5031	6843	8516	营业收入	1826	1666	2520	3188	3882			
货币资金	772	1491	1512	1913	2765	营业成本	1212	919	1491	1882	2332			
应收账款	1107	1474	1880	2600	3030	营业税金及附加	6	10	10	13	16			
其他应收款	2	2	3	4	5	营业费用	49	97	88	112	136			
预付款项	61	48	63	82	105	管理费用	57	68	151	201	245			
存货	875	1181	1496	2155	2506	财务费用	39	62	70	80	90			
其他流动资产	17	49	62	72	83	资产减值损失	84.47	116.78	140.00	160.00	180.00			
非流动资产合	1112	1131	1147	1159	1169	公允价值变动收	-0.81	0.81	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	6	6	6	6	6	投资净收益	1.23	-0.88	10.00	10.00	10.00			
固定资产	39.46	35.27	35.74	35.84	35.77	营业利润	378	419	580	751	894			
无形资产	23	19	19	19	19	营业外收入	13.41	0.86	10.00	10.00	10.00			
其他非流动资	0	0	0	0	0	营业外支出	0.09	0.05	1.00	1.00	1.00			
资产总计	3959	5394	6178	8002	9685	利润总额	391	420	589	760	903			
流动负债合计	1826	2263	2662	3901	4892	所得税	87	8	11	14	17			
短期借款	468	493	275	341	0	净利润	304	412	578	746	886			
应付账款	386	396	551	748	895	少数股东损益	14	3	1	1	1			
预收款项	234	616	1373	2329	3494	归属母公司净利	290	408	577	745	884			
一年内到期的	47	285	0	0	0	EBITDA	444	503	655	836	989			
非流动负债合	765	425	349	349	349	EPS (元)	0.92	1.29	1.21	1.57	1.86			
长期借款	426	347	347	347	347	主要财务								
应付债券	0	0	0	0	0	比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			
负债合计	2591	2688	3010	4250	5240	成长能力								
少数股东权益	23	69	71	72	74	营业收入增长	113.34	-8.79%	51.32%	26.50%	21.76%			
实收资本(或	441	466	475	475	475	营业利润增长	50.20%	10.78%	38.53%	29.51%	18.92%			
资本公积	105	992	992	992	992	归属于母公司净	45.63%	40.78%	41.17%	29.14%	18.73%			
未分配利润	786	1146	1562	2092	2726	获利能力								
归属母公司股	1345	2636	3097	3680	4372	毛利率(%)	33.61%	44.85%	40.86%	40.98%	39.92%			
负债和所有者	3959	5394	6178	8002	9685	净利率(%)	16.65%	24.72%	22.93%	23.40%	22.81%			
现金流					单位:百万元					总资产净利润	7.33%	7.57%	9.33%	9.31%
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	21.57%	15.49%	18.62%	20.23%	20.22%				
经营活动现金	101	161	926	739	1659	偿债能力								
净利润	304	412	578	746	886	资产负债率(%)	65%	50%	49%	53%	54%			
折旧摊销	26.84	22.27	3.53	3.89	4.07	流动比率	1.56	1.88	1.89	1.75	1.74			
财务费用	39	62	70	80	90	速动比率	1.08	1.36	1.33	1.20	1.23			
应收账款减少	-237	-367	-405	-720	-431	营运能力								
预收帐款增加	169	382	756	956	1165	总资产周转率	0.53	0.36	0.44	0.45	0.44			
投资活动现金	-253	-271	-143	-163	-183	应收账款周转率	2	1	2	1	1			
公允价值变动	-1	1	0	0	0	应付账款周转率	6.73	4.26	5.32	4.91	4.72			
长期股权投资	-6	-2	0	0	0	每股指标(元)								
投资收益	1	-1	10	10	10	每股收益(最新摊	0.92	1.29	1.21	1.57	1.86			
筹资活动现金	607	845	-762	-176	-623	每股净现金流(最	1.03	1.58	0.04	0.84	1.79			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	3.05	5.66	6.52	7.75	9.20			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	0	25	9	0	0	P/E	13.95	9.95	10.57	8.18	6.89			
资本公积增加	-6	887	0	0	0	P/B	4.21	2.27	1.97	1.66	1.39			
现金净增加额	456	735	21	401	853	EV/EBITDA	13.13	11.16	7.95	5.82	3.72			

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经金嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看涨：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。