

全网剧强者恒强 其他业务惊喜不断

——华策影视（300133）2018 半年报点评

2018 年 08 月 27 日

推荐/首次

华策影视

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 24 日晚发布 2018 半年报：报告期内，公司实现营业总收入为 21.87 亿元，比上年同期增长 24.89%；归属于上市公司股东的净利润为 2.89 亿元，比上年同期增长 5.28%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 2.63 亿元，比上年同期增长 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 31.76%，较去年下半年提升 4.42%。

公司发布中期利润分配预案：以 1,769,704,221 为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.37 元(含税)，送红股 0 股（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 0 股。

表 1:季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	2089.95	444.97	1306.25	746.11	2748.27	593.57	1593.57
增长率（%）	58.25%	-11.67%	25.06%	-7.52%	31.50%	33.39%	22.00%
毛利率（%）	22.26%	28.75%	23.78%	31.95%	26.09%	36.03%	30.17%
期间费用率（%）	10.48%	29.46%	10.26%	21.80%	10.13%	33.14%	9.89%
营业利润率（%）	8.11%	34.94%	11.34%	6.88%	12.64%	3.01%	19.61%
净利润（百万元）	198.94	147.04	127.15	28.72	333.00	35.29	253.63
增长率（%）	-25.81%	18.09%	-20.46%	281.40%	67.39%	-76.00%	99.47%
每股盈利（季度，元）	0.114	0.082	0.075	0.019	0.184	0.020	0.143
资产负债率（%）	37.33%	39.44%	40.34%	43.28%	44.12%	43.91%	43.44%
净资产收益率（%）	3.11%	2.20%	1.96%	0.49%	4.74%	0.51%	3.56%
总资产收益率（%）	1.93%	1.35%	1.18%	0.29%	2.67%	0.29%	2.01%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 2:主要财务数据同比变动情况

	本报告期	上年同期	同比增减	变动原因
营业收入	218,713.97	175,121.52	24.89%	主要系公司本期销售规模扩大所致；
营业成本	149,256.96	131,269.80	13.70%	主要系公司本期销售规模扩大，相应结转成本较上年同期增加所致；
销售费用	17,273.89	12,211.18	41.46%	主要系公司电影宣传推广费用增加、职工薪酬增加所致；
管理费用	14,517.96	11,399.86	27.35%	主要系公司股份支付费用增加、职工薪酬增加所致；

财务费用	3,645.39	2,894.54	25.94%	主要系利息收入减少所致；
所得税费用	5,546.90	5,216.62	6.33%	主要系公司本期利润较上年同期增加所致；
经营活动产生的现金流量净额	-19,412.84	-60,586.39	-67.96%	主要系公司本期影视剧采购较上年同期减少，整体经营活动现金净流量负值较上年同期减少所致；
投资活动产生的现金流量净额	408.82	-6,249.85	-106.54%	主要系公司上年同期有对外投资，本期除银行理财外无其他对外投资所致；
筹资活动产生的现金流量净额	3,708.61	18,562.21	-80.02%	主要系公司本期银行借款净增加额减少、偿还关联方借款和分配股利所致；
现金及现金等价物净增加额	-15,295.41	-48,274.03	-68.32%	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

观点：

2018.H1 业绩符合我们的预期，收入持续高速增长，其中 Q2 营收 15.92 亿元，同比增长 22%。公司业绩向来存在季度的波动性，Q2、Q4 业绩显著好于 Q1、Q3，这主要是受公司头部剧的播放档期的影响。2018.1H 毛利率为 31.76% (YOY+5.19%)，主要是由于报告期内广告、经纪业务的快速增长导致，期间费用率 16.2% (YOY+2.74%)，主要是管理、销售费用比例的提高，其原因已于上表中列示。

◆ **全网剧强者恒强。**报告期内，全网剧销售收入 18.62 亿元，同比增长 29.6%，占总营收比重 85.14%，毛利率 29.62%，较去年提高了 3.79%。上半年公司首播全网剧作品，取证 5 部，开机 6 部，首播 7 部，无论是产量还是首播量均雄踞行业第一，剧作题材涵盖校园、都市、职场、励志、武侠、悬疑等。上映作品中，《谈判官》、《老男孩》位列上半年卫视黄金档收视率前 10 名，证明了公司作为龙头打造精品的实力。公司已经形成了工业化的制作体系，无论是前期 IP 采购研发、制片管理还是后期业务协同均做到了自主可控，降低内容作品生产风险，提高内容作品精品率。公司在 1-8 月均有作品上映，保持无缝排挡，根据披露的项目进展情况，公司未来业绩也是有保证的。

表 3:上半年内开拍剧进展情况

序号	剧名	题材	集数	进展情况	备注
1	绝代双骄	古装武侠	50	后期制作中	导演：邹集城、刘方；主演：胡一天、陈哲远
2	我只喜欢你	青春校园	36	后期制作中	导演：王之；主演：吴倩、张雨剑
3	蜜汁炖鱿鱼	都市爱情	42	后期制作中	导演：瞿友宁；主演：杨紫、李现
4	完美关系	都市职场	50	拍摄中	导演：安建；主演：黄轩、佟丽娅
5	宸汐缘	古代神话	60	拍摄中	导演：林玉芬；主演：张震、倪妮
6	平凡的荣耀	成长剧	42	拍摄中	导演：吕行；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	导演：丁梓光；主演：宋茜、宋威龙
8	完美芯机人	科幻悬疑动作	30	拍摄中	导演：陈焯；主演：马天宇、戚薇

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

◆ **其他板块惊喜不断。**1) 电影业务独具慧眼，其中影院业务收入 4,083 万元，同比增长 3.86%，毛利率也维持稳定，制作与发行业务收入 6,187 万元，同比下降 16.39%，毛利率提升显著，达到 57.36%，相比上年同期提高了 38.59%。公司上半年参与投资、发行电影项目 4 个，下半年还有 9 部公司参与发行与投资

的电影等待上映, 其中《地球最后的夜晚》与《我爱喵星人》为公司主控投资与宣发, 票房表现值得期待。

2) 广告、经纪业务表现亮眼, 其中广告业务营收 4,104 万元, 毛利率 87.21%, 同比分别提升了 114.68%、45.25%; 经纪业务营收 1.27 亿元, 同比提高了 179.25%, 毛利率 37.01%, 同比下降 4.26%。公司以头部内容为引领, 拉动其他业务全面发展, 在精品剧高流量导入的作用下, 广告、经纪业务受益明显, 未来有望对公司对公司业绩形成重要支撑。

公司发布年中利润分配预案, 每 10 股派发现金红利 0.37 元 (含税), 现金分红 6547.9 万元, 现金分红比例达到 22.5%, 虽然股息率并不高, 但是表明了公司对股东回报的重视以及公司良好的现金流状态。

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 69.3 亿元、79.78 亿元和 99.68 亿元; 每股收益分别为 0.42 元、0.51 元和 0.64 元, 对应 PE 分别为 22X、18X 和 14X, 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。

表 4:公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	7016	9241	10393	13125	16664	营业收入	4445	5246	6430	7978	9968
货币资金	1530	1666	1929	2393	3695	营业成本	3319	3852	4792	5876	7364
应收账款	2874	4025	4546	5881	7197	营业税金及附加	17	21	26	32	40
其他应收款	168	95	117	145	181	营业费用	323	328	257	399	498
预付款项	513	443	443	443	443	管理费用	198	282	386	503	628
存货	1819	2645	2959	3832	4675	财务费用	63	96	110	125	140
其他流动资产	56	347	365	388	418	资产减值损失	90.20	52.78	60.00	60.00	60.00
非流动资产合	3368	3298	3252	3277	3300	公允价值变动收	-1.54	-0.94	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	757	669	700	720	740	投资净收益	27.36	32.59	10.00	10.00	10.00
固定资产	35.39	28.74	29.79	30.48	31.00	营业利润	461	702	810	994	1248
无形资产	3	2	2	2	2	营业外收入	104.09	5.87	10.00	10.00	10.00
其他非流动资	20	20	0	0	0	营业外支出	6.31	4.23	1.00	1.00	1.00
资产总计	10384	12539	13646	16402	19964	利润总额	559	704	819	1003	1257
流动负债合计	2701	5140	5559	7654	10368	所得税	68	68	79	97	121
短期借款	845	930	562	208	0	净利润	491	636	740	906	1136
应付账款	939	1384	1518	1971	2402	少数股东损益	12	1	1	1	1
预收款项	266	1521	3128	5122	7615	归属母公司净利	478	634	738	904	1134
一年内到期的	351	751	0	0	0	EBITDA	538	810	924	1123	1393
非流动负债合	1175	392	407	392	392	EPS（元）	0.27	0.36	0.42	0.51	0.64
长期借款	1171	391	391	391	391	主要财务 比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	3877	5532	5966	8046	10759	成长能力					
少数股东权益	129	106	107	108	110	营业收入增长	67.27%	18.01%	22.58%	24.07%	24.95%
实收资本（或	1747	1770	1774	1774	1774	营业利润增长	-3.17%	52.33%	15.30%	22.70%	25.63%
资本公积	2849	2970	2970	2970	2970	归属于母公司净	0.63%	32.60%	16.35%	22.50%	25.44%
未分配利润	1786	2337	2762	3281	3933	获利能力					
归属母公司股	6378	6901	7744	8419	9266	毛利率(%)	25.34%	26.57%	25.48%	26.35%	26.13%
负债和所有者	10384	12539	13646	16402	19964	净利率(%)	11.04%	12.12%	11.50%	11.35%	11.39%
现金流	单位:百万元					总资产净利润	4.61%	5.06%	5.41%	5.51%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	7.50%	9.19%	9.53%	10.74%	12.24%
经营活动现金	-691	706	1649	1270	2021	偿债能力					
净利润	491	636	740	906	1136	资产负债率(%)	37%	44%	44%	49%	54%
折旧摊销	14.44	11.81	2.95	3.31	3.49	流动比率	2.60	1.80	1.87	1.71	1.61
财务费用	63	96	110	125	140	速动比率	1.92	1.28	1.34	1.21	1.16
应收账款减少	-928	-1151	-521	-1335	-1317	营运能力					
预收帐款增加	40	1254	1608	1994	2492	总资产周转率	0.48	0.46	0.49	0.53	0.55
投资活动现金	-1286	-205	-74	-83	-83	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动	-2	-1	0	0	0	应付账款周转率	5.91	4.52	4.43	4.57	4.56
长期股权投资	-1248	84	-31	-20	-20	每股指标（元）					
投资收益	27	33	10	10	10	每股收益(最新抑	0.27	0.36	0.42	0.51	0.64
筹资活动现金	1223	-316	-1311	-722	-636	每股净现金流(最	-0.43	0.10	0.15	0.26	0.73
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	3.65	3.90	4.36	4.74	5.22
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	656	23	5	0	0	P/E	33.81	25.36	21.95	17.92	14.28
资本公积增加	-641	122	0	0	0	P/B	2.50	2.34	2.09	1.92	1.75
现金净增加额	-753	185	264	464	1302	EV/EBITDA	31.18	20.44	16.48	12.83	9.26

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。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 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，需注明出处为东兴证券研究所，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：

看好：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。