



东兴证券
DONGXING SECURITIES

数字创意产业持续赋能，业绩增长符合预期

——恒信东方（300081）季报点评

2018年11月06日

推荐/维持

恒信东方

财报点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com

010-66554031

事件：公司发布2018年三季报，18Q3公司实现营业收入1.74亿元，同比增长84.84%，毛利润7279万元，同比增长78.28%，归母净利润1837万元，同比增长5.73%，扣非归母净利润2025万元，同比增长43.24%，业绩增长符合预期。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	78.41	119.17	98.99	134.1	158.72	161.6	178.56
增长率（%）	-4.57%	-5.69%	25.25%	-0.92%	96.75%	39.41%	84.84%
毛利率（%）	42.86%	43.71%	43.40%	35.75%	33.29%	39.86%	41.86%
期间费用率（%）	53.74%	31.23%	25.12%	34.79%	20.16%	30.14%	20.93%
营业利润率（%）	-12.24%	68.76%	27.04%	15.29%	100.21%	14.70%	17.86%
净利润（百万元）	-9.45	69.51	15.56	17.60	149.51	37.74	20.07
增长率（%）	09.57%	564.02%	-349.42%	122.78%	-1681.79%	-45.70%	28.97%
每股盈利（季度，元）	-0.02	0.13	0.03	0.03	0.28	0.07	0.03
资产负债率（%）	4.69%	3.94%	3.74%	4.11%	8.01%	6.89%	10.66%
净资产收益率（%）	-0.44%	3.18%	0.73%	0.78%	6.19%	1.55%	0.82%
总资产收益率（%）	-0.42%	3.06%	0.70%	0.75%	5.70%	1.44%	0.73%

观点:

➤ 公司整体业绩节节攀升, 毛利率相对平稳, 销售费用率同比下滑

报告期内, 公司营收逐季提升, 18Q3实现营收1.74亿元, 同比增长84.84%, 环比增长4.72%, 毛利润7279万元, 同比增长78.28%, 环比增长1.42%, 毛利率41.86%, 较去年同期与18Q2分别小幅下降1.54pct和1.36pct, 基本呈现平稳态势; 公司实现营业利润3106万元, 同比增长22.13%, 归母净利润1837万元, 同比增长5.73%, 扣非归母净利润2025万元, 同比增长43.24%, 整体业绩呈节节攀升趋势。此外, 三费共计4096万元, 同比上升35.09%, 其中, 销售费用1776万元, 较去年同期减少4.44%, 销售费用率10.22%, 同比下降9.54%, 反映出公司当前施行的持续收缩移动信息产品销售与服务业务的发展战略。公司前三季度非经常性损益对净利润的影响在1.02亿左右, 主要为公司收购安徽赛达剩余股权产生的投资收益所致, 该投资收益对2018Q1的净利润影响显著, 但对Q2以及Q3的净利润影响不大。

➤ 内容+科技持续赋能, 数字创意产业协同效应凸显

公司相继于2016年和2017年分别收购东方梦幻及新西兰紫水鸟影像以来, 逐渐从移动信息产品销售与服务业务成长为覆盖上游IP资源+中游内容生产+下游市场渠道全产业链的三大核心业务体系。目前, 公司CG/VR视觉特效业务及基于公司技术优势布局的线下场馆运营持续扩展, 同时储备并引进多部儿童IP, 布局儿童IP内容制作、渠道发行、衍生品授权、线下主题乐园运营的全产业链, “技术+内容”孵化完善。日前, 东方梦幻与新西兰紫水鸟影像有限公司合拍的52集动画片《KIDDETS》(中文名称《太空学院》)已于2018年9月相继在澳大利亚与新西兰电视台播出, 同月取得国家广播电视总局核发的动画片发行许可证, 预计2018年四季度在国内播出, 而《太空学院》品牌授权、室内乐园、场馆、玩具、手游、电视机等均在开展或研发中, CG/VR内容生产及儿童产业链开发运营板块联动发展, 预计将持续为未来业绩赋能。

➤ 收购侠义文化, 金庸武侠IP创意精品有望成为公司新的业绩增长点

报告期内, 公司通过收购并增资侠义文化获得其51%股权方式, 实现对杭州侠义文化的控股, 并投资开发侠义文化已经取得的金庸武侠作品《神雕侠侣》的动画电影改编授权、《神雕侠侣》的动画电视剧改编授权以及“射雕三部曲”(《射雕英雄传》、《神雕侠侣》、《倚天屠龙记》)室内体验馆和主题餐饮产品以及用于主题展销的衍生产品的相关商业授权。此项收购有助于形成公司与侠义文化的金庸武侠IP资源形成上下游协同效应, 在为侠义文化提供CG内容创制与CV体验开发支撑的同时, 促进金庸武侠IP的精品化发展战略。鉴于金庸武侠作品享有经典IP的市场引领地位, 具有庞大的受众市场, 公司在此基础上基于自身在CG数字影像内容创意制作的优势而推出的各类精品内容, 预期市场价值较高, 未来将具有较强的盈利能力, 从而将增加公司新的业绩增长点。

结论:

我们认为公司整体业绩增长迅速, 资源整合及产业协同优势明显, 看好公司成长路径。预计公司2018-2020年营收为9.31亿元、14.92亿元、18.77亿元; 实现归母净利润为2.31亿元、3.39亿元、4.58亿元; EPS分别为0.44元、0.64元、0.86元, 对应PE分别为24倍、17倍、12倍, 维持“推荐”评级。

风险提示：

LBE 业务不及预期、儿童产业链业务不及预期；

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产合计	529	1644	2050	2273	2680	营业收入	410	431	931	1492	1877
货币资金	292	1241	1325	1309	1572	营业成本	203	245	532	798	1022
应收账款	56	111	175	138	93	营业税金及附加	4	3	5	7	9
其他应收款	43	98	213	341	429	营业费用	96	70	134	185	214
预付款项	59	49	68	96	90	管理费用	108	81	142	197	234
存货	74	137	234	321	408	财务费用	0	-5	-5	-4	-9
其他流动资产	4	7	35	67	88	资产减值损失	6.93	7.04	6.00	6.20	7.70
非流动资产合计	750	717	669	802	514	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	291	287	302	453	203	投资净收益	11.44	85.55	131.89	70.00	80.00
固定资产	40	36	73	70	67	营业利润	3	113	250	372	479
无形资产	53	40	39	38	23	营业外收入	9.69	0.85	10.00	15.00	4.00
其他非流动资产	22	0	55	22	21	营业外支出	0.81	4.98	2.00	0.14	0.14
资产总计	1279	2362	2719	3075	3194	利润总额	12	109	258	387	483
流动负债合计	119	97	169	217	256	所得税	8	16	37	55	69
短期借款	50	30	43	32	64	净利润	4	93	221	331	451
应付账款	6	34	82	123	108	少数股东损益	-12	-1	-10	-8	-7
预收款项	8	5	16	32	53	归属母公司净利润	16	94	231	339	458
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	23	143	249	372	487
非流动负债合计	1	0	0	0	-160	EPS (元)	0.04	0.19	0.44	0.64	0.86
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	121	97	169	217	96	成长能力					
少数股东权益	23	8	-2	-10	-17	营业收入增长	-13.63	5.00%	116.18	60.26%	25.80%
实收资本(或股本)	444	531	531	531	531	营业利润增长	-170.86	3517.6	121.16	48.85%	28.91%
资本公积	575	1520	1601	1601	1601	归属于母公司净利润	145.31	46.96%	145.31	46.96%	34.97%
未分配利润	104	191	374	652	848	获利能力					
归属母公司股东权	1135	2256	2551	2867	3115	毛利率(%)	50.07%	40.99%	42.87%	46.51%	45.55%
负债和所有者权	1279	2362	2719	3075	3194	净利率(%)	0.85%	21.65%	23.73%	22.21%	24.03%
现金流量表						总资产净利润(%)	1.24%	3.99%	8.49%	11.04%	14.34%
单位:百万元						ROE(%)	1.39%	4.17%	9.05%	11.84%	14.71%
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		偿债能力					
经营活动现金流	3	-83	-267	-172	250	资产负债率(%)	9%	4%	6%	7%	3%
净利润	4	93	221	331	451	资产周转率(%)	4.43	16.93	12.11	10.46	10.48
折旧摊销	19.57	35.47	3.83	3.83	17.04	流动比率	3.80	15.52	10.73	8.98	8.88
财务费用	0	-5	-5	-4	-9	营运能力					
应收账款减少	0	0	-64	36	46	总资产周转率	0.36	0.24	0.37	0.52	0.60
预收帐款增加	0	0	10	16	21	应收账款周转率	9	5	7	10	16
投资活动现金流	-285	-57	-191	621	403	应付账款周转率	52.72	21.75	16.07	14.51	16.22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	-18	-170	269	每股收益(最新摊薄)	0.04	0.19	0.44	0.64	0.86
投资收益	11	86	132	70	80	每股净现金流(最新)	-0.41	1.73	-0.16	-0.25	2.01
筹资活动现金流	98	1059	375	-579	415	每股净资产(最新摊)	2.56	4.25	4.81	5.40	5.87
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	255	-600	0	P/E	297.75	56.11	24.36	16.58	12.28
普通股增加	310	87	0	0	0	P/B	4.15	2.49	2.20	1.96	1.81
资本公积增加	36	946	81	0	0	EV/EBITDA	198.03	30.82	17.47	11.70	8.45
现金净增加额	-184	919	-83	-130	1068						

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。