

2019年10月25日

证券研究报告·2019年三季度点评

华策影视(300133)传媒

当前价: 6.51元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

多部剧集相继开机, 业务步入正轨

投资要点

- **业绩总结:** 公司公告 2019 年三季度业绩, 2019 前三季度实现营收 13.1 亿元 (-63%), 实现归母净利润 2424 万元 (-93%), 其中 Q3 单季实现营收 3.8 亿元 (-72%), 实现归母净利润 8251 万元, 同比增加 24%, 实现归母扣非净利润 3658 万元 (-10%), 公司业绩受影视行业影响出现调整。与此同时, 公司 19Q3 货币资金期末数为 33.9 亿元较期初数增加 55%, 为后续开机项目做储备, 公司业务逐步走向正轨。
- **影视行业处于调整期, 叠加电视剧排播的影响, 公司业绩出现波动。** 1) 当前影视行业仍处于调整期, 由于项目投入与项目出售时间错配的影响, 高点投入低点出售导致公司业绩承压。2) 市场因素影响使得公司电视剧发行和排播周期变长, 影响了电视剧的发行进度, 公司业绩在可预期范围内出现波动。
- **迎难而上, 积极变革, 打造主旋律影视剧, 项目开机正常化。** 1) 在鼓励现实主义的政策导向下, 公司对内积极变革, 调整产品开发方向, 《外交风云》9 月 19 日在北京卫视、广东卫视实现首播, 《觉醒年代》预计 11 月在北京卫视首播, 重大革命《绝境铸剑》处于后期制作阶段。2) 公司项目开机逐渐正常化, 赵丽颖、王一博的古装传奇剧《有翡》、谭松韵的家庭温情剧《以家人之名》均在 9 月中旬开机, 都市情感剧《拾光里的我们》10 月初开机, 白敬亭、马思纯的军旅爱情剧《你是我的城池堡垒》10 月中旬开机, 都市暖剧《暖暖, 请多指教》10 月底杀青等, 公司项目推进步入正轨。
- **影视行业开始回暖, 公司作为头部剧集制造商有望受益。** 行业政策方面, 创作题材上, 现实主义导向明显, 各项监管政策靴子落地(补税、明星电视剧&综艺限薪、网络剧监管)。2019 年 9 月, 全国电视剧制作备案公示数量为 73 部, 是 2019 年 3 月份以来的较高水平, 影视行业开始回暖, 公司作为头部剧集制造商有望受益。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.11/0.23/0.26 元, 对应 PE 分别为 57/28/25 倍, 公司是影视行业龙头, 且此前公告拟发行不超 18 亿元用于影视剧制作项目, 加码 2020 年影视作品。考虑到当前影视行业仍处于调整时期, 仍然有不确定性, 建议积极关注。
- **风险提示:** 影视行业政策收紧风险; 项目进展不及预期风险; 内容反响不及预期风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5797.21	3122.51	4053.19	4704.66
增长率	10.52%	-46.14%	29.81%	16.07%
归属母公司净利润(百万元)	211.22	201.02	402.96	452.55
增长率	-66.71%	-4.83%	100.46%	12.31%
每股收益 EPS(元)	0.12	0.11	0.23	0.26
净资产收益率 ROE	3.57%	2.86%	5.51%	6.03%
PE	54	57	28	25
PB	1.65	1.54	1.47	1.41

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

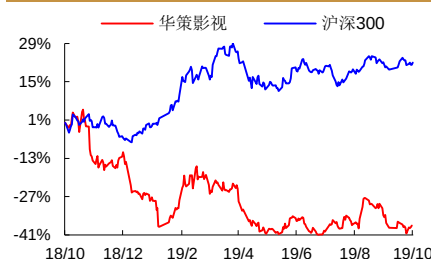
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 张闻宇

电话: 021-58351917

邮箱: zwy@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)	17.56
流通 A 股(亿股)	13.81
52 周内股价区间(元)	6.15-10.95
总市值(亿元)	114.29
总资产(亿元)	131.71
每股净资产(元)	3.96

相关研究

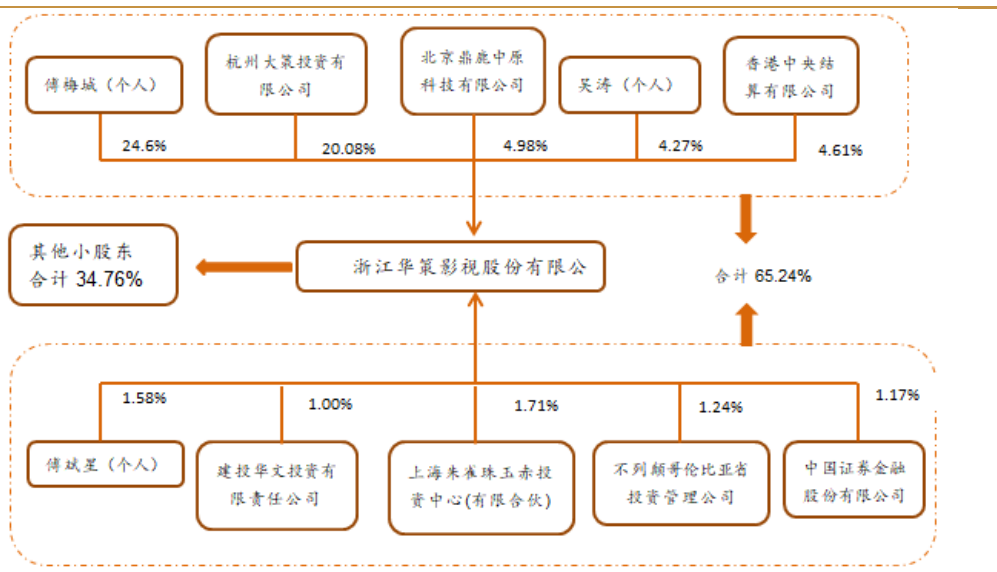
1. 华策影视(300133): 质与量的双龙头, 业绩稳步增长 (2018-10-30)

1 影视行业龙头，坚守内容精品化

华策影视成立于 2005 年，2010 年登陆创业板，2013 年并购全国第二大影视公司上海克顿传媒成为行业领先企业，专注打造电视剧、电影、综艺三大精品内容。公司坚持“内容精品化、产业平台化、华流出海”三大战略，坚持内容为王，打造更多思想精深、艺术精湛、制作精良的影视内容作品，打造中国影视内容行业领军企业。

公司实际控制人为傅梅城、赵依芳夫妇，傅梅城直接持有公司 24.6%的股权，赵依芳担任公司董事、总裁，未持有公司股份。公司实控人之女傅斌星持有公司 1.58%的股权，现任公司副总裁。公司第五大股东为克顿传媒的创始人吴涛，持有公司 4.27%的股权，**公司股权结构较为稳定。**

图 1：华策影视股权结构（截至 2019 年三季度报）

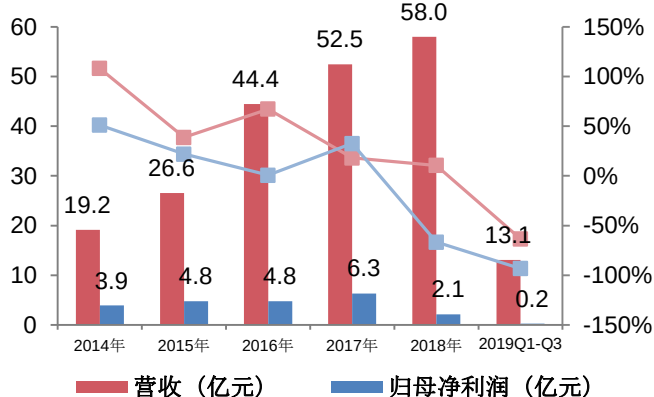


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 受行业影响业绩出现波动，聚焦 2020 年影视作品

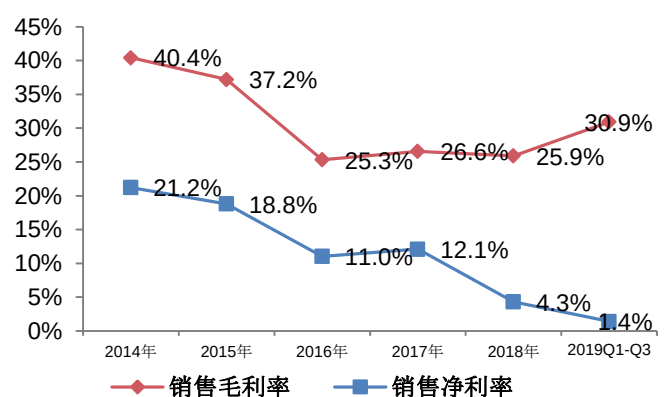
2018 下半年年以来，受行业整体景气度的影响，公司业绩出现下滑，2019 前三季度公司业绩仍处于调整中，预计 2020 年或将改善。2018 下半年至今，受影视行业政策收紧、影视剧排播等外部因素的影响，公司电视剧项目的开机、排播等出现不及预期的情况，业绩出现波动。2019 前三季度，公司实现营收 13.1 亿元，同比下降 63%，实现归母净利润 2424 万元，同比下降 93%。受高毛利率的经纪服务和电影业务的拉动，公司毛利率提升至 30.9%。

图 2：公司 14 年以来业绩：18 年以来出现波动



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 14 年以来盈利水平：毛利率保持稳定

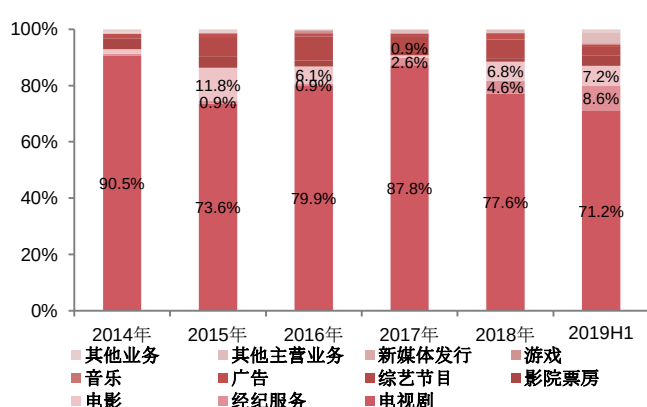


数据来源：公司公告，西南证券整理

电视剧业务仍是公司主要营收来源，经纪服务、电影业务绝对值下降，占比提升。2019 前三季度，公司主要确认的电视剧项目包括《下一站是幸福》、《加油，你是最棒的》、《我的莫格利男孩》、《亲爱的，热爱的》等；主要确认的电影项目包括：《地球最后的夜晚》、《战斗民族养成记》、《如影随心》、《名侦探柯南：绀青之拳》等；主要确认收入的综艺节目包括：《2019 央视春晚无人机舞台秀》、《2019 中超开幕式》。

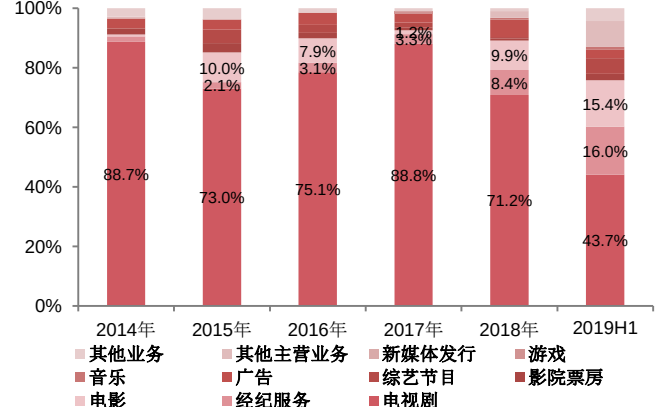
2019 上半年，公司电视剧实现营收 6.6 亿元，同比下降 65%，占公司营收的 71%，仍是公司营收的主要来源，经纪服务、电影业务实现毛利 0.4、0.3 亿元，分别同比下降 24%、2%，但占比有所提升。

图 4：公司 14 年以来营收构成：电视剧仍是营收主要来源



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 14 年毛利构成情况：经纪服务和电影毛利占比突出



数据来源：公司公告，西南证券整理

2019 前三季度，公司共播出 10 个全网剧，《亲爱的，热爱的》领跑暑期档。包括：《外交风云》、《我的莫格利男孩》、《加油，你是最棒的》、《时间都知道》、《宸汐缘》、《亲爱的，热爱的》、《流淌的美好时光》、《我只喜欢你》、《我的奇妙男友 2 之恋恋不忘》、《独孤皇后》，其中《亲爱的，热爱的》在 2019 年 7 月取得 84.9 的播映指数（艺恩数据），成为 2019 年 7 月播映指数排名第二的剧集。

公司 19Q3 货币资金期末数为 33.9 亿元较期初数增加 55%，为后续开机项目做储备。2019 下半年，公司多部作品实现开机，包括赵丽颖、王一博的古代传奇剧《有翡》，谭松韵的家庭温情剧《以家人之名》，都市情感剧《拾光里的我们》，白敬亭、马思纯的军旅爱情剧《你是我的城池堡垒》等，公司项目推进步入正轨。

3 盈利预测与估值

关键假设：

公司的主要业务为电视剧业务，以及围绕电视剧业务开展的广告和经纪等业务。

电视剧业务：公司电视剧制作能力突出，预计 2020 年保持一贯的高产出能力，且包括《有翡》等在内的剧集具备爆款剧品相，毛利率维持在 19% 左右。

电影业务：2019 年，公司了加强对网络大电影新业务模式的探索开发，公司电影业务在 2019 前三季度确认收入项目 6 个：《地球最后的夜晚》、《战斗民族养成记》、《巧虎与大飞船历险记》、《如影随心》、《朝花夕誓——于离别之朝束起约定之花》、《名侦探柯南：绀青之拳》。2019 下半年，公司参投了《我和我的祖国》，截至 2019 年 10 月底，该片票房已超 28 亿元。与此同时，公司另有《狗年》、《寻秦记》、《伊比利亚的派对》、《刺杀小说家》等电影储备，预计公司电影业务后续仍将稳步发展。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
电视剧	收入	4498.4	1,799.4	2,519.1	3,023.0
	增速	-2.3%	-60.0%	40.0%	20.0%
	毛利率	23.8%	15.0%	19.0%	19.0%
经纪服务	收入	266.2	173.0	224.9	247.4
	增速	92.5%	-35.0%	30.0%	10.0%
	毛利率	47.4%	40.0%	45.0%	45.0%
电影	收入	396.3	475.6	523.2	575.5
	增速	767.1%	20.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	37.6%	55.0%	50.0%	50.0%
影院票房	收入	74.5	62.6	62.6	62.6
	增速	-3.0%	-16.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	16.1%	14.0%	14.0%	14.0%
综艺节目	收入	383.4	498.5	598.2	658.0
	增速	35.6%	30.0%	20.0%	10.0%
	毛利率	1.5%	40.0%	20.0%	20.0%
广告/音乐/游戏	收入	141.7	34.5	37.2	40.1
	增速	125%	-76%	8%	8%
	毛利率	68.1%	74.7%	75.1%	75.5%
其他主营业务	收入	56.6	84.9	93.4	102.7
	增速	9.0%	50.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	60.4%	50.0%	50.0%	50.0%
其他业务	收入	16.0	19.2	21.1	23.2
	增速	10.5%	20.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	97.1%	98.0%	98.0%	98.0%

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
内部抵消	收入	-36.0	-25.2	-26.4	-27.8
	增速	16.5%	-30.0%	5.0%	5.0%
	毛利率				
合计	收入	5797.2	3,122.5	4,053.2	4,704.7
	增速	10.5%	-46.1%	29.8%	16.1%
	毛利率	25.9%	28.6%	26.2%	25.8%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.11/0.23/0.26 元，对应 PE 分别为 56/28/25 倍。我们选取 A 股上市公司中与影视制作相关的公司进行对比，2020 年行业平均估值水平为 24 倍，公司是影视行业龙头，且此前公告拟发行不超 18 亿元用于影视剧制作项目，加码 2020 年影视作品。考虑到当前影视行业仍处于调整时期，仍然有不确定性，建议积极关注。

表 2：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002343.SZ	慈文传媒	7.61	0.41	0.57	--	18.44	13.39	--
300251.SZ	光线传媒	8.75	0.37	0.35	0.4	23.79	25.06	21.81
300413.SZ	芒果超媒	27.98	0.67	0.86	1.01	41.63	32.67	27.82
均值			0.48	0.59	0.71	27.95	23.71	24.82

数据来源：wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5797.21	3122.51	4053.19	4704.66	净利润	250.06	214.07	434.63	500.83
营业成本	4294.75	2230.40	2992.07	3490.72	折旧与摊销	24.72	8.59	8.59	8.59
营业税金及附加	29.41	14.77	19.64	22.62	财务费用	72.17	62.45	40.53	28.23
销售费用	517.35	343.48	243.19	282.28	资产减值损失	282.69	0.00	0.00	0.00
管理费用	279.31	202.96	194.55	225.82	经营营运资本变动	-205.97	1879.57	-729.75	-494.77
财务费用	72.17	62.45	40.53	28.23	其他	-122.44	-36.10	-56.25	1.74
资产减值损失	282.69	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	301.24	2128.59	-302.25	44.62
投资收益	10.43	20.00	20.00	20.00	资本支出	14.81	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.21	-0.67	-0.56	-0.54	其他	101.31	19.33	19.44	19.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	116.13	19.33	19.44	19.46
营业利润	381.22	287.77	582.65	674.46	短期借款	990.00	-1920.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.18	4.45	4.69	4.61	长期借款	-191.10	0.00	0.00	0.00
利润总额	386.40	292.22	587.34	679.07	股权融资	41.61	0.00	0.00	0.00
所得税	136.33	78.15	152.71	178.24	支付股利	-65.43	-42.24	-40.20	-80.59
净利润	250.06	214.07	434.63	500.83	其他	-689.21	-67.44	-40.53	-28.23
少数股东损益	38.84	13.05	31.67	48.27	筹资活动现金流净额	85.86	-2029.68	-80.74	-108.82
归属母公司股东净利润	211.22	201.02	402.96	452.55	现金流量净额	503.23	118.23	-363.55	-44.74
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2186.69	2304.93	1941.37	1896.63	成长能力				
应收和预付款项	5046.12	2679.10	3519.48	4076.06	销售收入增长率	10.52%	-46.14%	29.81%	16.07%
存货	2270.31	1169.10	1618.40	1867.25	营业利润增长率	-45.72%	-24.51%	102.47%	15.76%
其他流动资产	408.86	220.22	285.86	331.81	净利润增长率	-60.68%	-14.39%	103.03%	15.23%
长期股权投资	470.33	470.33	470.33	470.33	EBITDA 增长率	-42.05%	-24.95%	76.07%	12.58%
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	24.12	20.23	16.34	12.44	毛利率	25.92%	28.57%	26.18%	25.80%
无形资产和开发支出	1324.07	1323.73	1323.38	1323.03	三费率	14.99%	19.50%	11.80%	11.40%
其他非流动资产	1142.27	1137.92	1133.58	1129.23	净利率	4.31%	6.86%	10.72%	10.65%
资产总计	12872.79	9325.56	10308.74	11106.78	ROE	3.57%	2.86%	5.51%	6.03%
短期借款	1920.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.94%	2.30%	4.22%	4.51%
应付和预收款项	3211.38	1523.52	2073.09	2425.24	ROIC	4.77%	4.94%	10.12%	9.87%
长期借款	199.80	199.80	199.80	199.80	EBITDA/销售收入	8.25%	11.49%	15.59%	15.12%
其他负债	541.64	115.24	154.42	180.08	营运能力				
负债合计	5872.83	1838.56	2427.31	2805.12	总资产周转率	0.46	0.28	0.41	0.44
股本	1773.21	1755.60	1755.60	1755.60	固定资产周转率	219.34	140.80	221.69	326.95
资本公积	3008.54	3026.14	3026.14	3026.14	应收账款周转率	1.40	0.96	1.54	1.46
留存收益	2593.33	2752.11	3114.87	3486.83	存货周转率	1.72	1.26	2.12	1.99
归属母公司股东权益	6923.98	7397.97	7760.72	8132.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.81%	—	—	—
少数股东权益	75.99	89.04	120.71	168.98	资本结构				
股东权益合计	6999.96	7487.00	7881.43	8301.66	资产负债率	45.62%	19.72%	23.55%	25.26%
负债和股东权益合计	12872.79	9325.56	10308.74	11106.78	带息债务/总负债	36.10%	10.87%	8.23%	7.12%
					流动比率	1.75	3.89	3.31	3.14
					速动比率	1.35	3.18	2.58	2.42
					股利支付率	30.98%	21.01%	9.98%	17.81%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	478.11	358.81	631.77	711.27	每股收益	0.12	0.11	0.23	0.26
PE	54.11	56.86	28.36	25.26	每股净资产	3.94	4.21	4.42	4.63
PB	1.65	1.54	1.47	1.41	每股经营现金	0.17	1.21	-0.17	0.03
PS	1.97	3.66	2.82	2.43	每股股利	0.04	0.02	0.02	0.05
EV/EBITDA	22.38	22.92	13.59	12.14					
股息率	0.57%	0.37%	0.35%	0.71%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn