

证券研究报告

公司研究——事项点评

华策影视 (300133.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2020.4.28

王建会 传媒行业分析师

执业编号: S1500519120001

联系电话: (010) 83326755

邮箱: wangjianhui@cindasc.com

相关研究

《2019 年报及 1 季报点评: 行业回暖现金流改善, 精品剧集制作能力构建核心壁垒》2020.4.28
《深度报告: 新渠道新模式, 影视龙头迎来新周期》2020.2.17

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编: 100031

优质内容龙头公司, 后续项目储备丰富

华策影视 (300133.SZ) 2020 年中报点评

2020 年 8 月 11 日

事件: 公司于 2020 年 8 月 8 日发布中报, 实现营业收入 11.14 亿元, 比上年同期增长 20.37%, 实现归母净利润 1.47 亿元, 比上年同期增长 352.77%, 经营活动产生的现金流量净额 1.62 亿元, 比上年同期增长 204.54%。报告期末总资产为 86.09 亿元, 归属于上市公司股东净资产为 54.01 亿元。

点评:

- **上半年剧集行业逐渐恢复正常, 公司收入稳步增长。**公司上半年总收入为 11.14 亿元, 较去年同期增长 20.37%, 其中全网剧销售业务稳定增长, 收入 9.32 亿元 (YOY41.63%), 广告业务收入增加至 5075 万元 (YOY603.54%), 其余业务收入受疫情影响有所下滑。疫情期间剧集制作进度受阻, 公司剧集储备丰富, 收入确认未受较大影响, 公司有 6 部电视剧在各大平台首播, 整体表现较为出色。公司整体毛利率为 34.36%, 剧集毛利率提升至 33.76% (+18.83pct.), 主要由于行业剧集价格趋向稳定, 上游成本降低。公司应收账款回收情况良好, 现金流与利润匹配增加, 2020H1 末公司应收账款余额为 18.86 亿元, 经营性应收项目减少 5.46 亿元, 经营现金净流量为 1.62 亿元, 期末货币资金为 19.11 亿元。
- **公司剧集产能位于行业前列, 后续优质剧集项目储备充足。**公司拥有 36 个创意团队, 影视剧年产能超过 1,000 集, 近年来开机、播出的电视剧数量在电视剧制片公司中持续位列第一。电视剧方面, 后期制作中的电视剧 3 部, 包括《少爷与我的罗曼史》《你是我的城池营垒》《有翡》等, 拍摄中的电视剧 6 部, 包括《镜双城》《长歌行》《亲爱的, 挚爱的》等, 新取得发行许可证的电视剧 3 部。电影方面, 后期制作中的院线电影 8 部, 其中公司主投主控 5 部, 后期制作中的网络电影 2 部。下半年, 公司生产拍摄计划完善, 计划开机 11 部电视剧, 计划上映 4 部院线电影与 9 部网络电影, 计划开机 2 部网络电影。
- **预售剧集收入模式占比增加, 现金流实现前移。**为降低销售风险, 保障资金回流稳定公司逐渐采取预售模式, 剧集和节目开始拍摄后, 即开始与电视台、网络播放平台等沟通推介后签署预售协议, 提前向其出售电视剧播映权或信息网络传播权, 有助于锁定项目风险, 提高现金周转效率。公司 6 月 30 日发布增发预案, 拟筹集资金 22 亿元, 其中 17.34 亿元用于投拍 12 部影视剧项目, 包括《有匪》、《你是我的城池营垒》等, 其中 6 部剧与下游客户签订了《预售协议》, 预售合同金额约为 18.58 亿元。
- **内容渠道出口增多, 公司业务矩阵不断完善。**除影视剧、电影外, 公司业务范围还包括经纪、音乐、综艺等泛娱乐产业, 构建新业务、新商业、新发展空间, 拥有艺人资源、内容优势, 积极尝试短视频业务。音乐业务方面。公司与咪咕音乐

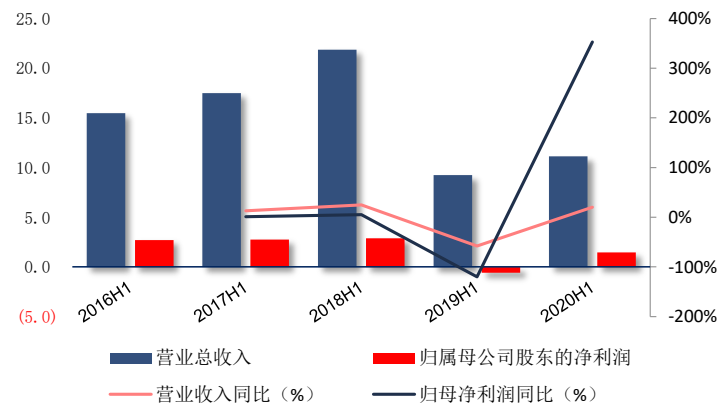
签订合作协议，将在音乐版权、音乐创作等方面展开合作，为影视剧的主题曲、插曲、背景音乐提供资源，动画业务方面，上半年上线播出 2 部低龄化动画片。行业竞争方面，上半年西瓜视频发力长视频业务，芒果 TV 对剧集的重视程度增加，下游内容出口增加，另外疫情更进一步加速了剧集制作公司集中度提升，甲证持有公司数量下降，公司拥有精品内容制作能力有望获得更多市场占有率。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年营业总收入为 52.61 亿元、68.39 亿元、82.07 亿元，归母净利润为 6.50 亿元、8.11 亿元、9.46 亿元，摊薄每股收益分别为 0.37 元、0.46 元、0.54 元。公司项目储备丰富，拥有头部剧集制作能力，看好内容行业长期发展，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**内容审查上线风险，现金流风险，毛利率下降风险

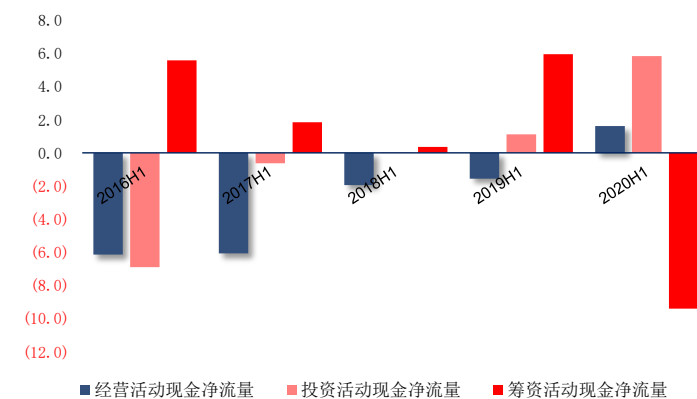
重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	5,797.21	2,630.55	5,261.10	6,839.43	8,207.32
增长率 YoY %	10.52%	-54.62%	100.00%	30.00%	20.00%
归属母公司净利润(百万元)	211.22	-1,467.06	649.80	811.22	946.46
增长率 YoY%	-66.71%	-794.55%	144.29%	24.84%	16.67%
毛利率%	25.92%	18.91%	30.00%	30.00%	30.00%
净资产收益率 ROE%	3.06%	-24.09%	11.67%	12.91%	13.21%
EPS(摊薄)(元)	0.12	-0.84	0.37	0.46	0.54
市盈率 P/E(倍)	65	-9	21	17	14
市净率 P/B(倍)	1.98	2.61	2.33	2.05	1.80

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

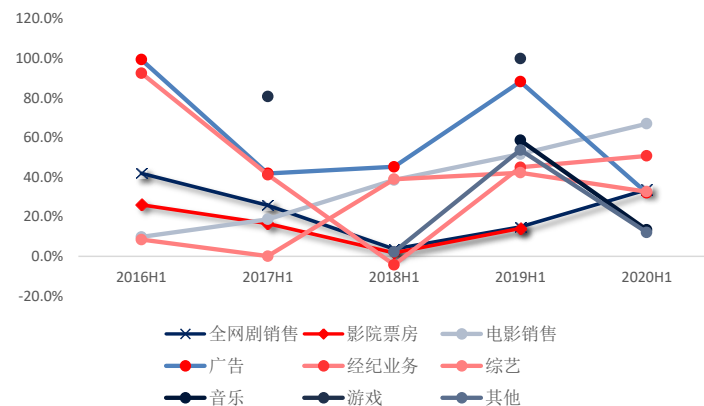
注：股价为 2020 年 8 月 10 日收盘价

图 1: 2016H1-2020H1 营业收入、归母净利润及增速 (单位: 亿元)


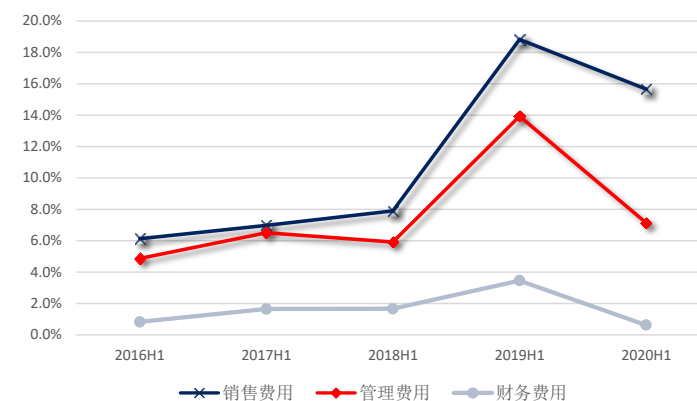
资料来源: 2020 年中报, 信达证券研发中心

图 2: 2016H1-2020H1 现金流量情况 (单位: 亿元)


资料来源: 2020 年中报, 信达证券研发中心

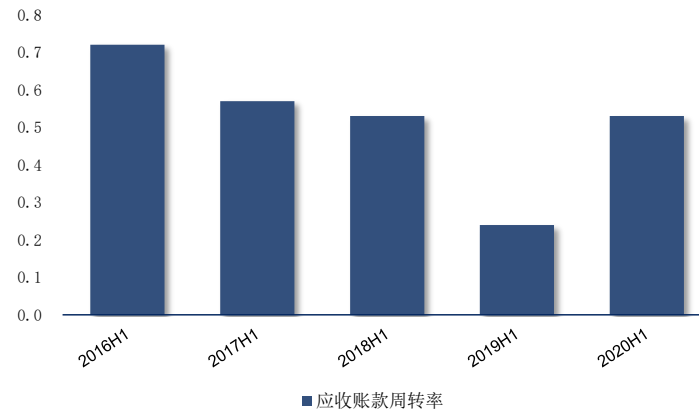
图 3: 2016H1-2020H1 各业务毛利率情况


资料来源: 2020 年中报, 信达证券研发中心

图 4: 2016H1-2020H1 期间费用率情况


资料来源: 2020 年中报, 信达证券研发中心

图 5: 2016H1-2020H1 应收账款周转率



资料来源：2020 年中报，信达证券研发中心

表 1 拍摄中电视剧

剧名	题材	集数(拟)	开机时间
《镜双城》	古代神话	50	2019Q3
《长歌行》	古装传奇	50	2020Q1
《亲爱的，挚爱的》	当代都市	38	2020Q2
《锦心似玉》	古代传奇	45	2020Q2
《八零九零》	当代都市	40	2020Q2
《我和我们在一起》	当代都市	36	2020Q2

资料来源：2020 年中报，信达证券研发中心

表 2 取得发行许可证电视剧

剧名	集数	取证单位
《拾光里的我们》	26	华策影业(天津)有限公司
《以家人之名》	40	华策影业(天津)有限公司
《热血神探》	30	响想时代娱乐文化传媒(北

资料来源：2020 年中报，信达证券研发中心

表 3 后期制作电视剧

剧名	题材	集数(拟)	导演、主演
----	----	-------	-------

《少爷与我的罗曼史》	古装情感	24	导演:戴璐;女一:杨志雯;男一:叶盛佳
《你是我的城池营垒》	都市情感	40	导演:张彤;编剧:秦雯;女一:马思纯;男一:白敬亭
《有翡》	武侠言情	58	导演:李旻、王伊;编剧:吴锦源;女一:赵丽颖;男一:王一博

资料来源: 2020 年中报, 信达证券研发中心

表 4 后期制作电影

电影名称	方式
《寻秦记》	主投、主控宣发
《渊野边》	主投、主控发行
《我要和你在一起》	主投、主控发行
《狗年》	参投
《刺杀小说家》	主投、主控发行
《伊比利亚的派对》	参投
《反贪风暴 5》	参投
《神探大战》	参投, 主控宣发

资料来源: 2020 年中报, 信达证券研发中心

表 5 电视剧生产计划

剧名	题材	集数	计划
《绝密使命》	近代革命	36	计划 2020 年 H2 开机
《向风而行》	当代都市	40	计划 2020 年 H2 开机
《追光者》	当代都市	40	计划 2020 年 H2 开机
《当爱情遇上科学家》	都市爱情	24	计划 2020 年 H2 开机
《遮天》	仙侠	48	计划 2020 年 H2 开机
《表演者》	当代都市	49	计划 2020 年 H2 开机
《我们的新时代》	当代其他	48	计划 2020 年 H2 开机
《势在必行》	当代涉案	40	计划 2020 年 H2 开机
《两不疑》	古装爱情	24	计划 2020 年 H2 开机
《沉睡花园》	当代都市	24	计划 2020 年 H2 开机

《就喜欢你看不惯我又干不掉》 当代都市 32 计划 2020 年 H2 开机
资料来源：2020 年中报，信达证券研发中心

表 6 电影上映计划

电影名称	方式	计划
《我要和你在一起》	主投、主控发行	下半年上映
《狗年》	参投	下半年上映
《反贪风暴 5》	投资并联合发行	下半年上映
《神探大战》	投资并主控发行	下半年上映

资料来源：2020 年中报，信达证券研发中心

表 7 网络电影上映开机计划

电影名称	题材	时间计划
《大圣》	西游	预计 H2 上映
《大铸剑师》	古装传奇	预计 H2 上映
《大冒险王之西域寻龙》	古装玄幻	预计 H2 上映
《秘境古兽》	民国奇幻	预计 H2 上映
《怪兽猎人》	民国悬疑动作	预计 H2 上映
《绝世神掌》	民国喜剧	预计 H2 上映
《天机乱之长安诡将》	武侠喜剧	预计 H2 上映
《看不见的房客》	惊悚悬疑推理	预计 H2 上映
《山羽风云》	悬疑奇幻动作喜剧	预计 H2 上映
《大冒险王之西陵猿宫》	古装玄幻	预计 H2 开机
《封神之仙灭》	古装玄幻	预计 H2 开机

资料来源：2020 年中报，信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9,911.99	8,096.77	11,048.86	13,372.25	15,638.15
货币资金	2,186.69	2,089.62	4,001.89	5,236.02	6,101.93
应收票据	75.71	39.93	79.86	103.82	124.58
应收账款	4,248.27	2,364.88	1,573.10	1,361.08	1,633.30
预付账款	526.24	334.52	577.56	750.83	901.00
存货	2,270.31	2,131.50	3,680.14	4,784.18	5,741.01
其他	604.77	1,136.32	1,136.32	1,136.32	1,136.32
非流动资产	2,960.80	1,771.39	1,789.24	1,779.34	1,763.22
长期股权投资	470.33	264.96	264.96	264.96	264.96
固定资产(合计)	24.12	170.55	174.38	186.56	199.55
无形资产	4.06	3.72	3.48	3.54	3.25
其他	2,462.29	1,332.16	1,346.42	1,324.27	1,295.46
资产总计	12,872.79	9,868.16	12,838.11	15,151.59	17,401.37
流动负债	5,672.54	4,359.99	6,702.84	8,200.55	9,498.57
短期借款	1,920.00	1,602.39	1,602.39	1,602.39	1,602.39
应付票据	93.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,860.51	1,121.55	1,936.40	2,517.32	3,020.79
其他	1,799.02	1,636.06	3,164.05	4,080.84	4,875.40
非流动负债	200.29	205.51	205.51	205.51	205.51
长期借款	199.80	199.84	199.84	199.84	199.84
其他	0.49	5.67	5.67	5.67	5.67
负债合计	5,872.83	4,565.50	6,908.34	8,406.06	9,704.08
少数股东权益	75.99	48.02	51.66	56.21	61.51
归属母公司股东权益	6,923.98	5,254.64	5,878.11	6,689.32	7,635.78
负债和股东权益	12,872.79	9,868.16	12,838.11	15,151.59	17,401.37

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5,797.21	2,630.55	5,261.10	6,839.43	8,207.32
同比(%)	10.52%	-54.62%	100.00%	30.00%	20.00%
归属母公司净利润	211.22	-1,467.06	649.80	811.22	946.46
同比(%)	-66.71%	-794.55%	144.29%	24.84%	16.67%
毛利率(%)	25.92%	18.91%	30.00%	30.00%	30.00%
ROE%	3.06%	-24.09%	11.67%	12.91%	13.21%
EPS(摊薄)(元)	0.12	-0.84	0.37	0.46	0.54
P/E	65	-9	21	17	14
P/B	1.98	2.61	2.33	2.05	1.80
EV/EBITDA	30.35	-11.58	16.46	13.53	11.80

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,797.21	2,630.55	5,261.10	6,839.43	8,207.32
营业成本	4,294.75	2,133.02	3,682.77	4,787.60	5,745.12
营业税金及附加	29.41	7.14	14.28	18.56	22.27
销售费用	517.35	406.27	496.87	645.93	775.11
管理费用	279.31	244.47	225.88	293.65	352.38
研发费用	25.16	22.44	44.88	58.34	70.01
财务费用	72.17	76.84	68.63	43.70	29.13
其他经营损益	282.69	-1,310.09	-90.13	-162.51	-223.72
投资收益	10.43	21.57	21.53	21.53	21.53
公允价值变动损益	74.43	-2,470.20	-72.70	-217.46	-339.88
营业利润	381.22	-1,398.17	766.76	958.24	1,118.67
其他非经营损益	5.18	-3.31	2.00	1.49	1.05
利润总额	386.40	-1,401.48	768.75	959.72	1,119.72
所得税	136.33	73.80	115.31	143.96	167.96
净利润	250.06	-1,475.28	653.44	815.76	951.76
少数股东损益	38.84	-8.22	3.64	4.55	5.31
归属母公司股东净利润	211.22	-1,467.06	649.80	811.22	946.46
EBITDA	508.10	-1,264.97	890.36	1,082.79	1,242.10
EPS(元)	0.12	-0.84	0.37	0.46	0.54

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	301.24	1,246.16	2,045.57	1,345.84	979.02
净利润	250.06	-1,475.28	653.44	815.76	951.76
折旧摊销	24.72	26.57	32.30	31.14	31.75
财务费用	96.98	109.94	89.32	91.93	90.62
投资损失	-11.90	-21.57	-21.53	-21.53	-21.53
营运资金变动	-290.06	1,344.89	1,212.88	245.95	-325.68
其它	231.43	1,261.60	79.16	182.59	252.09
投资活动现金流	116.13	-461.48	-17.65	-19.78	-22.48
资本支出	-22.65	-181.56	-39.18	-41.30	-44.01
长期投资	1,816.90	871.30	21.53	21.53	21.53
其他	-1,678.12	-1,151.21	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	85.86	-876.45	-115.65	-91.93	-90.62
吸收投资	26.51	2.35	0.00	0.00	0.00
借款	368.21	-640.20	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	191.50	147.37	115.65	91.93	90.62
现金流净增加额	503.23	-91.77	1,912.26	1,234.13	865.92

研究团队简介

王建会，复旦大学金融学硕士，3 年卖方研究经验，2019 年 11 月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

王婷，南京大学经济学硕士，2020 年加入信达证券研究开发中心，覆盖网络游戏和整合营销。

王晓羽，上海财经大学金融硕士，2020 年加入信达证券研究开发中心，覆盖游戏与海外互联网。

李盈睿，西南财经大学财务管理硕士，2020 年加入信达证券研发中心，主要覆盖影视、出版板块。。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。