

研究所:
 证券分析师: 姚蕾 S0350521080006
 yaol02@ghzq.com.cn
 证券分析师: 方博云 S0350521120002
 fangby@ghzq.com.cn

剧集主业轻装上阵，业务版图有望升级

——慈文传媒(002343)公司专题研究(无评级)

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
慈文传媒	77.0%	-8.5%	21.9%
沪深300	6.1%	6.8%	-10.5%

市场数据

市场数据	2024/03/15
当前价格(元)	7.47
52周价格区间(元)	3.67-11.68
总市值(百万)	3,547.87
流通市值(百万)	3,547.87
总股本(万股)	47,494.97
流通股本(万股)	47,494.97
日均成交额(百万)	340.73
近一月换手(%)	9.22

投资要点:

■ 剧集主业轻装上阵，财务包袱减轻。

(1) 剧集主业壁垒深厚，整体节奏向好。自2000年成立以来，公司坚持精品原创和IP开发并重，丰富剧作题材，提升制作品质，累计出品剧集《神雕侠侣》《射雕英雄传》《花千骨》《老九门》《楚乔传》等100余部。2023年起公司持续推进剧集项目，确认了《光明三杰》《光明王》《鲲鹏击浪》等剧集的发行收入，《紫川之光明王》等已过审，《了不起的我们》于2023年6月杀青，2023年底《正当防卫》《暗潮缉凶》《搭伙》杀青，2024年初《深海1950》开机。

(2) 与腾讯合作开发古龙重点IP。2023年8月，公司与腾讯签署战略合作框架协议，双方将围绕古龙重点武侠IP在影视项目开发、影视衍生内容、文旅消费等领域展开长期的战略合作。公司有较多的经典武侠剧集制作经验，曾制作出品古龙剧集《小鱼儿与花无缺》、金庸剧集《神雕侠侣》。

(3) 财务包袱减轻，应收情况好转。截至2023Q3末，公司应收账款和应收票据的账面价值2.18亿元（较2022年末减少2092万元，自2021年以来维持在5亿元以下），存货4.6亿元（较2022年末减少3.36亿元，较历史高点2021Q1末12.8亿元减少8.2亿元），账上现金（货币资金和交易性金融资产）3.28亿元，无商誉，无长短期借款。

■ 游戏、AR、微短剧等业务有望升级。游戏方面，公司于2023年底与江西高校出版社签订战略合作协议，双方围绕具备影游联动潜力的IP开展游戏出版业务合作。AR方面，2023年9月公司全资子公司与江西省文信一号文化产业发展投资基金等共同投资AR智能眼镜龙头公司Rokid（杭州灵伴），围绕“影游+科技”开拓AR内容生态。微短剧方面，公司于2023年8月起高效推动《武林外史》《多情剑客无情剑》《圆月弯刀》等五部微短剧（均已完成备案）开发与制作。

■ 国资入股，背靠江西省出版传媒集团，资源深厚。2019年控股股东华章投资先后通过受让/二级市场/受让方式增持公司9.95%/5%/5.1%股权（合计持股20.05%），对价分别为13/9.21/13元/股（均价12.06元/股），合计对价11.5亿元，获得当时29.79%表决权。华

章投资为江西省出版集团的全资子公司（江西省政府出资的文化领域国有独资公司），投资版图横跨文旅、科创、进出口等多个领域，资源雄厚。

- **风险提示：**市场竞争加剧，估值中枢下移，监管风险，其他娱乐形态竞争，剧集开发进程及表现不及预期，成本控制不及预期，存货、资产减值风险，信用减值风险，资金不足，业绩不及预期，新业务拓展不及预期，信息披露风险等风险。

1、剧集主业轻装上阵，财务包袱减轻

1.1、剧集主业壁垒深厚，整体节奏向好

慈文传媒于 2000 年成立，是国内第一批被授予电视剧制作经营许可证（甲种）的民营影视公司，2015 年借壳禾欣股份在深交所上市，以剧集投资、制作及发行业务为核心业务，以自有 IP 为核心资源，积极延伸拓展电影、游戏和艺人经纪等相关业务领域。自成立以来，坚定推进精品 IP 开发，出品包括《神雕侠侣》《花千骨》《老九门》《楚乔传》《那年花开月正圆》《锦衣之下》等爆款剧集。2023 年确认《光明三杰》《光明王》《鲲鹏击浪》等剧集收入；2023 年下半年起项目节奏加速，《了不起的我们》2023 年 6 月杀青，2023 年底《正当防卫》《暗潮缉凶》《搭伙》杀青，2024 年初《深海 1950》开机。

图 1：公司历年出品的剧集（不完全统计，累计播放量截至 3 月 13 日）

剧集	首次播出时间	类型	导演	编剧	演员	播出平台	累计播放量（亿）
小鱼儿与花无缺	2005年5月	古装/军旅	王晶、谢毅航、王明军	王晶、古龙等	张卫健、谢霆锋等	哈尔滨电视台影视频道、爱奇艺、腾讯视频	-
神雕侠侣	2006年7月	古装/军旅	于敏	刘毅、金庸等	黄晓明、刘亦菲等	江苏卫视、爱奇艺	7.6
射雕英雄传	2003年2月	冒险/剧情	于敏、王瑞等	张挺、史航等	李亚鹏、周迅、周杰等	浙江影视文化频道	-
花千骨	2015年6月	古装/奇幻/爱情	林玉芬、高林豹等	Fresh果果、江晨舟等	霍建华、赵丽颖等	湖南卫视、爱奇艺	219.7
华胥引	2015年7月	古装/奇幻/爱情	李达超、谭友业、于敏	解嬿嬿、唐七	郑嘉颖、蒋欣等	江西卫视、四川卫视、腾讯视频	12.4
老九门	2016年7月	悬疑	梁胜权、何澍培等	南派三叔等	陈伟霆、赵丽颖等	东方卫视、爱奇艺	125.4
楚乔传	2017年6月	古装/爱情	吴锦源	嘉纹、杨涛等	赵丽颖、林更新等	湖南卫视、爱奇艺、腾讯视频、芒果TV等	491.5
那年花开月正圆	2017年8月	剧情/传奇	丁黑	苏晓苑	孙俪、陈晓等	东方卫视、江苏卫视、腾讯视频	140.9
沙海	2018年7月	都市/悬疑	毛鲲宇、李泽露、邹曦	南派三叔等	吴磊、秦昊等	腾讯视频	63.9
锦衣之下	2019年12月	古装/悬疑	尹涛	胡娜、林雅婷	任嘉伦等	爱奇艺、芒果TV	31.1
三叉戟	2020年5月	悬疑/涉案	刘海波	沈嵘、吕铮	陈建斌、董勇等	江苏卫视、浙江卫视、爱奇艺、优酷等	7.1
山河令	2021年2月	古装/剧情	成志超、马华干等	小初	龚俊、周也等	优酷	-
流光之城	2022年1月	爱情/剧情	金琛、甘露	胡雪、吴若妍	景甜、许魏洲等	腾讯视频	13.9
婚姻的两种猜想	2022年2月	都市/爱情	刘雪松	秦悦、王瀚笛	杨子姗、彭冠英等	湖南卫视、优酷	-

资料来源：公司公告，艺恩，国海证券研究所

图 2：公司储备剧集

剧集	类型	进展	导演	演员	平台	剧集	类型	剧集	类型
了不起的我们	当代都市	已杀青	李轩	关晓彤，于谦	-	花千骨3	古装传奇	青云阶	古代传奇
一江水	当代都市	已过审	刘国权	曹卫宇，李曼	-	天工之城	古装传奇	逆行	应急救援
紫川之光明王	古代传奇	已过审	张萌，卫立洲	杨旭文，刘宇宁	爱奇艺	脱骨香	古代传奇	生死边缘	悬疑刑侦
烽火流金	古代传奇	已杀青	周靖韬	檀健次，陈哲远	腾讯视频	智爱	都市爱情	守护者	刑侦缉毒
时光分岔的夏天	青春悬疑	已杀青	里特·萨马佳恩	蔡正杰，张沐兮	爱奇艺	不二婚约	都市爱情	西部梦想	当代都市
正当防卫	悬疑刑侦	已杀青	杨亚洲	于和伟，吴越	-	公诉玫瑰	当代检察	釜底游鱼	年代谍战
搭伙	都市美食	已杀青	李云亮	高叶，张鲁一	-	超完美关系	当代都市	代号城	国安谍战
暗潮缉凶	都市刑侦	已杀青	谭友业，温伟基	吕隆，陈姝君	-	多情剑客无情剑	古装武侠	南明离火	古装武侠
深海1950	国安谍战	已开机	陈卓	陈建斌，陈若轩	爱奇艺	武林外史	古装武侠	圆月弯刀	古装武侠

资料来源：公司公告，艺恩，公司公众号，豆瓣，国海证券研究所

1.2、与腾讯合作开发古龙重点 IP

2023 年 8 月，公司与腾讯签署战略合作框架协议，双方将围绕古龙重点武侠 IP（《圆月弯刀》《楚留香》《武林外史》《多情剑客无情剑》等）进行泛文娱生态领域全方位、多层次的立体开发，共同打造长、中、短剧相结合的影视制作模式，并在影视项目开发、制作与发行、影视衍生内容、文化旅游及消费场景等领域开展长期稳定的战略合作。古龙武侠小说具有广泛的受众基础、完整的体系世界观，

古龙武侠 IP 改编的经典剧作包括《绝代双骄》《萧十一郎》《小李飞刀》《楚留香》等，收视口碑较好。公司有较多的经典武侠剧集制作经验，曾制作出品古龙剧集《小鱼儿与花无缺》（原著为《绝世双骄》，2005 年，豆瓣评分 7.8 分）、金庸剧集《神雕侠侣》（同名小说改编，2006 年，豆瓣评分 7.8 分），获得良好收视与评价。公司聚焦精品 IP 多方位、多角度、多轮次立体开发，经验丰富。

图 3：金庸/古龙武侠小说改编的经典剧集（不完全统计）

剧名	时间	导演	主演	出品公司	小说	剧集	时间	主演	出品公司
神雕侠侣	1995	李添胜	古天乐、李若彤	香港无线	绝代双骄系列	绝代双骄	1999	林志颖、苏有朋	-
	2006	于敏	黄晓明、刘亦菲	慈文传媒		小鱼儿与花无缺	2005	谢霆锋、张卫健	慈文传媒
倚天屠龙记	2014	李慧珠	陈晓、陈妍希	华夏视听	飞刀系列	绝代双骄	2020	胡一天、陈哲远	爱奇艺、完美、华策
	2001	庄伟建	关启华、黎姿	香港无线		小李飞刀	1999	任泉、焦恩俊	华策
	2003	杨韬	苏有朋、贾静雯	-		飞刀问情	2002	焦恩俊、张延	-
天龙八部	2009	于敏	邓超、安以轩	-	楚留香系列	飞刀又见飞刀	2003	张智霖、林心如	-
	2016	蒋家骏	曾舜晞、陈钰琪	华夏视听、腾讯		飞刀又见飞刀	2016	刘恺威、杨蓉	和力辰光、合一等
	1997	李添胜	黄日华、陈浩民	香港无线		楚留香	2001	任贤齐、黎姿	-
	2003	周晓文	胡军、林志颖	-		楚留香传奇	2007	朱孝天、秋瓷炫	-
射雕英雄传	2013	赖水清	钟汉良、金起范	华策等	楚留香系列	楚留香新传	2013	张智尧、樊少皇	天津文化艺术
	2021	于荣光	杨祐宁、白澍	央视、腾讯、新丽等		陆小凤	2000	林志颖、陶红	合拍剧集
	1983	王天林	黄日华、翁美玲	香港无线		陆小凤之凤舞九天	2001	孙耀威、黎姿	-
	1994	李添胜	张智霖、朱茵	香港无线		陆小凤与花满楼	2013	林峰、张兆龙	西岸传媒
鹿鼎记	2008	于敏	李亚鹏、周迅	慈文传媒	萧十一郎	萧十一郎	2002	关奇隆、朱茵	-
	2008	李国立	胡歌、林依晨	上影集团、唐人等		新萧十一郎	2016	严屹宽、李依晓	东方飞云
	2017	蒋家骏	杨旭文、李一桐	爱奇艺、华策、完美等		大旗英雄传	2007	杜淳、崔林	强视影业
	1977	萧笙	文雪儿、程思俊	香港佳视		武林外史	2001	黄海冰、张璇	-
笑傲江湖	1998	李添胜	陈小春、马浚伟	香港无线	武林外史	武林外史	2001	黄海冰、张璇	-
	2008	于敏	黄晓明、钟汉良	华夏视听		浣花洗剑录	1996	刘松仁、庄静而	ATV
	2014	赖水清	韩栋、魏千翔	华策等		剑啸江湖	1996	刘松仁、庄静而	ATV
飞狐外传	2020	马进	张一山、唐艺昕	央视、新丽等	流星蝴蝶剑	流星蝴蝶剑	2010	陈楚河、陈意涵	华策
	1996	李添胜	吕颂贤、梁艺龄	香港无线		三少爷的剑	2000	何中华、俞飞鸿	海润影视
雪山飞狐	2001	黄健中	李亚鹏、许晴	华夏视听	大人物系列	凡人杨大头	2003	吴京、季芹	华策
	2013	胡意涓	霍建华、袁姗姗	华夏视听、湖南卫视等		天涯明月刀	2012	钟汉良、陈楚河	北京金英马
连城诀	2002	卫翰韬	赵文卓、关咏荷	-	天涯明月刀	天涯明月刀	2012	钟汉良、陈楚河	华策
	2022	连奕名	秦俊杰、梁洁	腾讯、嘉博等		圆月弯刀	1997	古天乐、温碧霞	TVB
雪山飞狐	2007	王晶	聂远、方中信	香港佳艺电视台	七种武器	新圆月弯刀	2012	张智尧、杨雪	海皇文化
	2004	王新民	吴樾、何美钿	大仁合		边城浪子	2010	释小龙、穆婷婷	周易影视
连城诀	2004	王新民	吴樾、何美钿	大仁合	边城浪子	新边城浪子	2016	朱一龙、张馨予	东方飞云

资料来源：猫眼，艺恩，影视独舌公众号，咪咕视频公众号，湖南卫视公众号，各电视剧官方微博，各制作公司官方微博，腾讯视频，创业联合网，中国网，北京广播电视报社公众号，国海证券研究所

1.3、财务包袱减轻，应收情况好转

公司营收主要来自影视剧业务，2019 年以来占比超 90%，影视剧投资制作项目前期投入较大，回款周期较长，对资金需求较高，公司 2022 年和 2023 年账上现金维持在 3 亿元左右，2023Q3 末，账上现金（货币资金和交易性金融资产）3.28 亿元，无商誉，无长短期借款。

2015-2019 年，公司应收账款及应收票据账面价值长期维持在 8 亿元以上；自 2021 年以来维持在 5 亿元以下，2023Q3 末下降至 2.18 亿元，较 2022 年末减少 2091.66 万元；2022 年以来应收账款周转天数维持在 200 天以下，整体情况好转。

2023Q3 末，公司存货 4.6 亿元（较 2022 年末减少 3.36 亿元，较历史高点 2021Q1 末 12.8 亿元减少 8.2 亿元）；2023Q1-Q3 存货周转天数自 2021 年的 1255 天下降至 404 天，周转速度恢复正常。

图 4: 期末应收账款账面价值 (亿元) 及 YOY



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 5: 期末账上现金 (亿元) 及 YOY



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 6: 期末存货 (亿元) 及 YOY



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 7: 存货/应收账款周转天数



资料来源: wind, 国海证券研究所

2、游戏、AR、微短剧等业务有望升级

(1) **游戏:** 公司于 2023 年底与江西高校出版社签订战略合作协议, 双方围绕具备影游联动潜力的 IP 开展游戏出版业务合作。

(2) **AR:** 2023 年 9 月公司全资子公司与江西省文信一号文化产业发展投资基金等共同投资 AR 智能眼镜龙头公司 Rokid (杭州灵伴), 围绕“影游+科技”开拓 AR 内容生态。Rokid 创立于 2014 年, 致力于 AR 眼镜等软硬件产品的研发及以 YodaOS 操作系统为载体的生态构建, 为不同垂直领域的客户提供全栈式解决方案, 其 AI、AR 产品已在全球八十多个国家和地区投入使用; 持续引领 AR 文旅行业发展, 与陕西省文旅厅、山西文旅集团等签署相关战略合作。

(3) 微短剧: 公司于 2023 年 8 月起高效推动《武林外史》《多情剑客无情剑》《圆月弯刀》《楚留香传奇之幽兰诡事》《楚留香传奇之江湖怪谈》五部微短剧(均已完成备案)开发与制作,其中三部微短剧(《圆月弯刀》《楚留香传奇之幽兰诡事》《楚留香传奇之江湖怪谈》)入选《2023 年 12 月全国重点网络微短剧规划备案推荐剧目信息》名单。

图 8: 公司开发的微短剧项目

名称	集数	单集时长	类型	获得备案时间	内容
武林外史	24 集	-	武打	2023 年 10 月	围绕一段武林恩怨展开,其核心理念无爱不江湖,展现了一个风起云涌,情感交织的江湖。
多情剑客无情剑	24 集	-	武打	2023 年 11 月	该剧将保留原著之精粹,从李寻欢的视角展开叙事,带观众走进缤纷多彩的世相百态,引导观众经历一场关于爱情、忠诚和英雄主义的探讨,最终感受到一种积极向上的精神力量。
圆月弯刀	24 集	19 分钟	武打	2023 年 12 月	剧情以武打为主,辅之以男主与女主的爱情线索,有一定的观赏性。表现侠义、善良与宽容,导向适当。
楚留香传奇之幽兰诡事	24 集	19 分钟	武打	2023 年 12 月	以悬疑推理叙事,讲风流侠少成长为侠之大者的故事。人物形象生动丰满,个性鲜明;情节层层推进,起伏波折。展现主人公从自我到大我的生化,导向适当。
楚留香传奇之江湖怪谈	24 集	19 分钟	武打	2023 年 12 月	以悬疑推理叙事,讲风流侠少成长为侠之大者的故事,表达了“借光怪离江湖事,讲人心善恶是与非”的创作主旨,看点较为丰富。

资料来源:江西省广播电视局,备案通公众号,华章投资公众号,国海证券研究所

3、国资入股,背靠江西省出版集团,资源深厚

公司控股股东为华章天地传媒投资控股集团有限公司(简称“华章投资”),截至 2023Q3 末,持有公司 20.05% 股份;创始人马中骏持有 9.15% 股权。华章投资作为江西省出版传媒集团有限公司的全资子公司,实际控制人为江西省委宣传部。华章投资形成了文化产业投资、影视制作、文化金融、基金管理、资产管理、供应链等六大业务板块,投资版图横跨文旅、科创、进出口等多个领域,资源雄厚。

2019 年初,创始人马中骏及其一致行动人将其所持慈文传媒合计 7148 万股股份(对应公司股份比例 15.05%),以 13 元/股的价格分两次转让给华章投资,转让总对价 9.29 亿元。2019 年 5 月,华章投资通过二级市场增持 2375 万股,均价 9.2 元/股,交易总价 2.19 亿元。通过两次股权转让及一次增持,华章投资以 11.48 亿元(均价 12.06 元/股)获得当时公司 20.05% 股权/29.79% 表决权。

图 9：公司股权结构（截至 2023Q3 末）



资料来源：iFind，国海证券研究所

4、风险提示

市场竞争加剧，估值中枢下移，监管风险，其他娱乐形态竞争，剧集开发进程及表现不及预期，成本控制不及预期，存货、资产减值风险，信用减值风险，资金不足，业绩不及预期，新业务拓展不及预期，信息披露风险等风险。

【传媒小组介绍】

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业 9 年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业 6 年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

谭瑞娇，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业 5 年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

【分析师承诺】

姚蕾，方博云，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。