

首次覆盖
 投资评级 优于大市

平台化稳健发展, 加快内容创新和剧集数量提升

股票数据

8月15日收盘价(港元)	1.80
52周股价波动(港元)	1.80-6.50
总股本/流通股(百万股)	697
总市值/流通市值(百万港元)	1254/1254

相关研究

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-35.94	-30.77	-57.65
相对涨幅(%)	-19.09	-27.85	-31.75

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 毛云聪

Tel: (010)58067907

Email: myc11153@htsec.com

证书: S0850518080001

分析师: 孙小雯

Tel: (021)23154120

Email: sxw10268@htsec.com

证书: S0850517080001

分析师: 陈星光

Tel: (021)23219104

Email: cxg11774@htsec.com

证书: S0850519070002

联系人: 康百川

Tel: (021)23212208

Email: kbc13683@htsec.com

联系人: 崔冰睿

Tel: (021)23219774

Email: cbr14043@htsec.com

投资要点:

- 公司为优质影视剧集提供商, 加强“大中台”服务能力, 提升制片管理和资源整合能力。**2021年, 公司营收17亿元(同比+78.8%); 归母净利润1.69亿元(同比+818.3%), 综合毛利率30.3%(同比+3pct); 销售费用率13.3%(同比+4.8pct), 管理费用率3.3%(同比-3.1pct), 归母净利率9.9%(同比+8pct)。2021年, 公司贸易应收账款及应收票据额为8.03亿元(同比+82.2%), 经营活动现金流净额为-6亿元。同时, 公司于2021年11月完成诺华视创出售。
- 开发系列化、品牌化剧集, 播映剧集数量提升。**2021年, 公司播映15部剧集(同比提升6部), 实现收入11.1亿元(同比+77.1%), 占总收入65%(同比-0.6pct); 毛利4.82亿元(同比+164%); 毛利率43.6%(同比+14.4pct), 主要系善用平台整合能力, 剧集制作成本下降。2021年, 公司主要版权剧包括《我的砍价女王》(20210903首播, 东方卫视、优酷、爱奇艺、腾讯视频)、《前行者》(20211022首播, 北京卫视、爱奇艺、腾讯视频)。截至2021年底, 公司持有原创及改编IP数量53个。2022年, 公司版权剧《追爱家族》已于2022年3月27日首播(江苏卫视、腾讯视频、爱奇艺), 《斗贼》、《乘风踏浪》、《我的助理六十岁》、《我的女友是解药》、《今日宜加油》、《浮图缘》、《白日梦我》等多部自制剧正在制作中。
- 定制剧业务开展稳定, 探索内容创新。**2021年, 公司定制剧业务收入5.4亿元(同比+92.8%), 占总收入31.7%(同比+2.3pct), 毛利0.29亿元; 毛利率5.3%(同比-15.7pct), 主要系《灵域》为玄幻题材剧集, 特效制作成本较高。2021年, 公司交付三部定制剧集, 与2020年数量相同, 主要为《灵域》(20210109首播, 爱奇艺平台)、《一起深呼吸》(20210323首播, 爱奇艺、腾讯视频平台)和《公子倾城》(20210916首播, 爱奇艺平台)。2022年, 合作爱奇艺、腾讯视频多部定制剧制作中如《清君》、《月歌行》、《夏花》等。
- 盈利预测与估值。**收入假设: 1) 剧集播映权许可: 我们认为公司版权剧筹备数量丰富, 预计2022-2024年版权剧确认收入集数为110集、150集和200集, 剧集播映权许可业务(含买断剧)收入预计为10.7亿元、12.5亿元和15.5亿元; 2) 定制剧: 我们认为定制剧确认收入集数较为稳定, 预计2022-2024年为100集、110集和120集, 对应定制剧业务收入预计为5亿元、5.5亿元和6亿元。我们预计公司归母净利分别为1.60亿元、1.99亿元和2.28亿元, 同比分别-5.4%、+24%和+14.8%, 对应EPS分别为0.23元、0.29元、0.33元。参考可比公司2022年19倍PE估值, 我们给与公司10-12倍PE估值, 按照“1元=1.1625港元”汇率, 对应合理价值区间为2.67-3.21港元/股, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**公司剧集项目进度不及预期, 应收账款坏账计提风险。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	952	1703	1590	1820	2170
(+/-)YoY(%)	24.5%	78.7%	-6.6%	14.5%	19.2%
净利润(百万元)	18	169	160	199	228
(+/-)YoY(%)	-63.2%	818.3%	-5.4%	24.0%	14.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.03	0.24	0.23	0.29	0.33
毛利率(%)	27.3%	30.3%	28.1%	27.1%	26.6%
净资产收益率(%)	8.2%	9.5%	8.3%	9.3%	9.7%

 资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 我们对公司分项主营业务收入及毛利率预计

	2021	2022E	2023E	2024E
剧集播映权许可 (千元)	1107249	1070000	1250000	1550000
YOY (%)	77.1%	-3.4%	16.8%	24.0%
定制 (千元)	540188	500000	550000	600000
YOY (%)	92.8%	-7.4%	10.0%	9.1%
其他 (千元)	55627	20000	20000	20000
YOY (%)	18.1%	-64.0%	-	-
总收入 (千元)	1703064	1590000	1820000	2170000
YOY (%)	78.8%	-6.6%	14.5%	19.2%
剧集播映权许可毛利率 (%)	43.6%	34.2%	32.4%	31.0%
定制业务毛利率 (%)	5.28%	15.0%	15.0%	15.0%
综合毛利率 (%)	30.3%	28.1%	27.1%	26.6%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司 PE 估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
300133.SZ	华策影视	89	4.00	4.58	5.56	22	19	16
000892.SZ	欢瑞世纪	34	-3.34	1.82	2.61	-10	18	13
均值							19	14

注: 收盘价为 2022 年 8 月 15 日价格, 归母净利润为 wind 一致预期

资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万港元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (港元)					营业收入	1703	1590	1820	2170
每股收益	0.24	0.23	0.29	0.33	营业成本	1187	1143	1327	1593
每股净资产	2.55	2.78	3.06	3.39	毛利率%	30.3%	28.1%	27.1%	26.6%
每股经营现金流	-0.86	0.29	0.15	0.17	营业费用	227	191	182	217
价值评估 (倍)					营业费用率%	13.3%	12.0%	10.0%	10.0%
P/E	24.63	7.83	6.31	5.50	管理费用	57	56	64	76
P/B	2.35	0.65	0.59	0.53	管理费用率%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%
EV/EBITDA	17.29	5.05	3.61	2.70	研发费用	0	0	0	0
盈利能力指标 (%)					研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	30.31%	28.09%	27.09%	26.59%	EBIT	232	200	247	284
净利润率	9.95%	10.08%	10.93%	10.52%	财务费用	13	10	6	3
净资产收益率	9.54%	8.28%	9.32%	9.66%	财务费用率%	0.8%	0.6%	0.3%	0.1%
资产回报率	5.96%	5.69%	6.38%	6.75%	除税前溢利	246	214	265	304
投资回报率	7.79%	6.79%	7.69%	8.07%	EBITDA	240	201	249	286
盈利增长 (%)					所得税	77	53	66	76
营业收入增长率	78.83%	-6.64%	14.47%	19.23%	有效所得税率%	31.2%	25.0%	25.0%	25.0%
EBIT 增长率	108.58%	-13.82%	23.56%	14.86%	归属母公司所有者净利润	169	160	199	228
净利润增长率	818.33%	-5.36%	24.05%	14.75%	资产负债表 (百万港元)	2021	2022E	2023E	2024E
偿债能力指标					货币资金	303	516	634	762
资产负债率	37.57%	31.32%	31.53%	30.10%	应收款项	803	469	744	702
流动比率	2.54	3.06	3.05	3.21	存货	1100	1187	1025	1099
速动比率	1.42	1.59	1.88	1.98	其它流动资产	484	492	559	661
经营效率指标 (%)					流动资产合计	2690	2664	2962	3224
应收帐款周转率	2.74	2.50	3.00	3.00	固定资产	3	4	4	5
应付账款周转率	4.79	4.50	4.50	4.50	无形资产	131	131	131	131
总资产周转率	0.72	0.56	0.61	0.67	其他	17	17	17	17
现金流量表 (百万港元)	2021	2022E	2023E	2024E	非流动资产合计	151	152	152	153
净利润	169	160	199	228	资产总计	2841	2815	3114	3377
少数股东权益	0	0	0	0	短期借款	278	278	278	278
折旧摊销	7	1	1	2	应付账款	257	251	338	370
营运资金变动	-776	38	-95	-115	其它流动负债	522	342	355	358
经营活动现金流	-599	200	105	115	流动负债合计	1057	872	972	1006
资本开支	-2	-2	-2	-2	长期借款	0	0	0	0
其他投资	-94	31	31	31	其它长期负债	10	10	10	10
投资活动现金流	-95	29	29	29	非流动负债合计	10	10	10	10
借款增加	119	0	0	0	负债总计	1067	882	982	1016
普通股增加	889	0	0	0	普通股股本	0	0	0	0
其他	-106	-16	-16	-16	储备	1790	1950	2149	2377
融资活动现金流	902	-16	-16	-16	归属母公司股东权益	1773	1934	2132	2360
现金净流量	207	213	118	128	负债和所有者权益合计	2841	2815	3114	3377

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 15 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

毛云聪 互联网及传媒
 孙小雯 互联网及传媒
 陈星光 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 蓝色光标, 芒果超媒, 中文在线, 顺网科技, 光线传媒, 掌阅科技, 完美世界, 华策影视, 世纪华通, 中南传媒, 欢瑞世纪, 智度股份, 视觉中国, 值得买, 风语筑, 电魂网络, 捷成股份, 皖新传媒, 天下秀, 三人行, 乐享集团, 分众传媒, 浙数文化, 腾讯控股, 中信出版, 华立科技, 恺英网络, 姚记科技, 昆仑万维, 百奥家庭互动, 华扬联众

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下, 本公司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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。