

投资评级 优于大市 维持

内容开发与科技相结合,提升产能龙头优势扩大

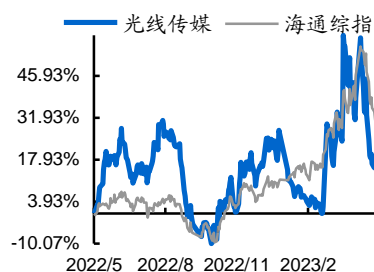
股票数据

05月25日收盘价(元)	8.17
52周股价波动(元)	6.47-12.14
总股本/流通A股(百万股)	2934/2787
总市值/流通市值(百万元)	23968/22772

相关研究

《重点动画电影《深海》预计年内上映,多类影视剧项目持续推进》2022.09.05

《主业经营稳健,2022年多部重点影片上映计划》2022.05.01

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-22.9	-12.9	6.5
相对涨幅(%)	-20.0	-8.5	11.7

资料来源:海通证券研究所

分析师:毛云聪

Tel:(010)58067907

Email:myc11153@haitong.com

证书:S0850518080001

分析师:孙小雯

Tel:(021)23154120

Email:sxw10268@haitong.com

证书:S0850517080001

分析师:陈星光

Tel:(021)23219104

Email:cxg11774@haitong.com

证书:S0850519070002

分析师:康百川

Tel:(021)23212208

Email:kbc13683@haitong.com

证书:S0850523030003

联系人:崔冰睿

Tel:(021)23219774

Email:cbr14043@haitong.com

投资要点:

- 受疫情影响,公司2022年业绩下滑。**受疫情影响,2022年公司总营收7.5亿元(同比-35%),归母净利-7.1亿元(同比-129%),扣非归母净利-7.9亿元(同比-77%),资产减值损失计提7.2亿元,主要是对部分长期股权投资计提减值损失;剔除减值准备后,公司归母净利润超过2800万元。2022年,公司上映影片6部,其中5部主投,电影收入5.9亿元(同比-35%),毛利率13%(同比-23pct);电视剧收入36万元(同比-100%),毛利率97%;经纪收入1.6亿元(同比+10%),毛利率41%(同比-10pct)。
- 2023Q1盈利高增长。**2023Q1,公司总营收4.1亿元(同比-6.4%),主要参与影片包括《深海》、《满江红》、《交换人生》、《中国乒乓之绝地反击》;归母净利1.2亿元(同比+63%),扣非归母净利1.18亿元(同比+175%)。我们认为,收入下滑主要系23Q1参与影片票房、参与形式和比例较22Q1不同;归母净利增长主要系23Q1投资收益高增长,其中联营企业收益为5782万元。
- 2023年,公司有望将内容和科技充分结合,提升产能,龙头优势持续扩大。**我们认为,1)内部部署对AI技术的探索式实践,寻求与内容创作的结合点,未来动画电影产能有望逐步释放:《茶啊二中》将于7月14日上映,《大雨》计划2023年上映,同时多部动画电影推进中,《哪吒之魔童闹海》、《小倩》计划2024年上映。2)真人电影业务:青春爱情电影《这么多年》将于4月28日上映;家暴题材电影《我经过风暴》将于5月26日上映;奇幻喜剧电影《透明侠侣》将于6月30日上映;此外,张艺谋导演反腐、警匪题材电影《坚如磐石》、五百导演扫黑题材电影《扫黑·拨云见日》、蒋勤勤和吴磊主演的剧情电影《草木人间》、青春喜剧电影《她的小梨涡》、犯罪动作电影《本色》(原名《新秩序》)等预计2023年上映。3)电视剧业务:《大理寺少卿游》、《拂玉鞍》已拍摄完成,预计2023年播出。4)实景娱乐:2023年,预计扬州影视基地一期将交付并投入生产运营。
- 盈利预测与估值。**我们预计:1)电影业务:23-25年全国电影净票房同比增速分别为65%、15%和12%,分别为450亿元、517.5亿元和579.6亿元,假设行业服务费分别为10%、10.1%和10.2%,则全国电影总票房分别为495亿元、569.8亿元和638.7亿元。我们假设23-25年国产片票房占比分别为80%、75%和70%;公司电影票房占国产片比重分别为23%、25%和30%,则公司23-25年电影票房收入分别为16.4亿元、21.4亿元和26.8亿元。2)电视剧业务:我们预计《大理寺少卿游》、《拂玉鞍》有望在2023年实现收入确认,预计23-25年公司电视剧收入同比增速分别为40000%和5%和5%。3)艺人经纪及其他业务:我们预计23-25年同比增速分别为15%。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1168	755	1969	2501	3087
(+/-)YoY(%)	0.7%	-35.3%	160.8%	27.0%	23.4%
净利润(百万元)	-312	-713	741	1055	1322
(+/-)YoY(%)	-207.1%	-128.7%	203.9%	42.5%	25.3%
全面摊薄EPS(元)	-0.11	-0.24	0.25	0.36	0.45
毛利率(%)	38.3%	19.1%	40.6%	44.8%	44.9%
净资产收益率(%)	-3.3%	-8.6%	8.2%	10.4%	11.5%

资料来源:公司年报(2021-2022),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

- 我们预计公司 23-25 年全面摊薄 EPS 分别为 0.25、0.36 和 0.45 元/股。采用 PE 估值，参考可比公司 2023 年 27 倍 PE 估值，我们给予公司 2023 年 30-35 倍 PE 估值，对应合理价值区间 7.50-8.75 元/股；采用 PB 估值，我们预计公司 23-25 年全面摊薄 BPS 分别为 3.08、3.46、3.93 元/股，参考可比公司 2023 年平均 3.36 倍 PB，给予公司 2023 年 3.5-4.0 倍 PB 估值，对应合理价值区间 10.78-12.32 元/股。出于审慎性原则，我们结合 PE 和 PB 两种估值法，分别采用两者下限均值和上限均值，认为公司合理价值区间为 9.14 元/股-10.54 元/股，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：公司影视项目开展进度不及预期。

表 1 我们对公司分项主营业务收入预计 (万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
电影业务	59310.73	163944.00	213662.81	268262.06
YOY (%)	-35.1%	79.3%	30.3%	25.6%
电视剧业务	35.90	14395.90	15115.70	15871.48
YOY (%)	-99.7%	40000.0%	5.0%	5.0%
艺人经纪业务	16144.31	18565.96	21350.85	24553.48
YOY (%)	10.2%	15.0%	15.0%	15.0%
总营收	75490.93	196905.86	250129.36	308687.02
YOY (%)	-35.3%	160.8%	27.0%	23.4%

资料来源：wind，海通证券研究所

表 2 我们对公司分项主营业务毛利率预计 (%)

	2022	2023E	2024E	2025E
电影业务	13.1%	40.0%	45.0%	45.0%
电视剧业务	97.1%	35.0%	35.0%	35.0%
艺人经纪业务	40.9%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：wind，海通证券研究所

表 3 可比公司估值表-PE 估值

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
603103.SH	横店影视	102	-3.17	2.96	3.76	-32	34	27
300133.SZ	华策影视	130	4.03	5.27	6.46	32	25	20
300413.SZ	芒果超媒	534	18.25	23.46	27.86	29	23	19
600977.SH	中国电影	259	-2.15	9.23	11.35	-120	28	23
均值							27	22

资料来源：wind (2023 年 05 月 25 日收盘价)，盈利预测来自 wind 一致预期，海通证券研究所

表 4 可比公司估值表-PB 估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元/股)	BPS (元/股)			PB (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
603103.SH	横店影视	16.07	1.85	2.33	2.97	8.68	6.90	5.41
300133.SZ	华策影视	6.85	3.61	3.90	4.22	1.90	1.75	1.62
300413.SZ	芒果超媒	28.55	10.08	11.15	12.60	2.83	2.56	2.27
600977.SH	中国电影	13.87	5.79	6.26	6.77	2.39	2.22	2.05
均值							3.36	2.84

资料来源：wind (2023 年 05 月 25 日收盘价)，盈利预测来自 wind 一致预期，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	755	1969	2501	3087
每股收益	-0.24	0.25	0.36	0.45	营业成本	611	1170	1380	1701
每股净资产	2.82	3.08	3.46	3.93	毛利率%	19.1%	40.6%	44.8%	44.9%
每股经营现金流	0.00	0.24	0.22	0.27	营业税金及附加	2	2	3	3
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	6	8	10	12
P/E	-33.62	32.35	22.71	18.13	营业费用率%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%
P/B	2.90	2.65	2.36	2.08	管理费用	93	98	125	154
P/S	31.75	12.17	9.58	7.76	管理费用率%	12.3%	5.0%	5.0%	5.0%
EV/EBITDA	-672.71	26.53	17.90	13.62	EBIT	-60	798	1139	1424
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-25	-44	-60	-79
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-3.3%	-2.2%	-2.4%	-2.5%
毛利率	19.1%	40.6%	44.8%	44.9%	资产减值损失	-719	-50	-50	-50
净利润率	-94.4%	37.6%	42.2%	42.8%	投资收益	-67	138	175	216
净资产收益率	-8.6%	8.2%	10.4%	11.5%	营业利润	-728	842	1199	1502
资产回报率	-7.9%	7.4%	9.4%	10.4%	营业外收支	3	0	0	0
投资回报率	-0.7%	7.7%	9.8%	10.8%	利润总额	-725	842	1199	1502
盈利增长 (%)					EBITDA	-35	802	1143	1428
营业收入增长率	-35.3%	160.8%	27.0%	23.4%	所得税	-1	101	144	180
EBIT 增长率	-114.9%	1434.7%	42.7%	25.0%	有效所得税率%	0.1%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	-128.7%	203.9%	42.5%	25.3%	少数股东损益	-11	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-713	741	1055	1322
资产负债率	8.9%	9.4%	9.1%	8.9%					
流动比率	5.68	5.90	6.76	7.53	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	3.60	4.43	5.18	5.81	货币资金	1949	2781	3607	4610
现金比率	3.01	3.56	4.21	4.78	应收账款及应收票据	199	412	528	657
经营效率指标					存货	1192	962	1134	1398
应收账款周转天数	96.15	80.00	80.00	80.00	其它流动资产	341	451	519	607
存货周转天数	712.55	300.00	300.00	300.00	流动资产合计	3681	4606	5789	7272
总资产周转率	0.08	0.20	0.22	0.24	长期股权投资	3843	3843	3843	3843
固定资产周转率	33.41	93.79	129.51	175.85	固定资产	23	21	19	18
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	1	1	1	0
					非流动资产合计	5387	5385	5383	5381
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	9068	9991	11172	12653
净利润	-713	741	1055	1322	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-11	0	0	0	应付票据及应付账款	152	256	302	373
非现金支出	766	74	74	75	预收账款	3	2	5	9
非经营收益	55	-134	-172	-213	其它流动负债	493	522	549	583
营运资金变动	-104	20	-301	-392	流动负债合计	648	780	856	965
经营活动现金流	-7	701	657	792	长期借款	12	12	12	12
资产	-3	-2	-2	-2	其它长期负债	143	143	143	143
投资	1519	0	0	0	非流动负债合计	155	155	155	155
其他	46	138	175	216	负债总计	804	936	1012	1121
投资活动现金流	1562	136	173	214	实收资本	2934	2934	2934	2934
债权募资	32	0	0	0	归属于母公司所有者权益	8258	9049	10154	11526
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	6	6	6	5
其他	-752	-4	-4	-4	负债和所有者权益合计	9068	9991	11172	12653
融资活动现金流	-720	-4	-4	-4					
现金净流量	839	833	826	1002					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 25 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 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
 康百川 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, 光线传媒, 掌阅科技, 完美世界, 华策影视, 中南传媒, 欢瑞世纪, 值得买, 风语筑, 电魂网络, 云音乐, 梦网科技, 捷成股份, 皖新传媒, 阜博集团, 三人行, 乐享集团, 易点天下, 分众传媒, 浙数文化, 腾讯控股, 中信出版, 恺英网络, 姚记科技, 昆仑万维, 百奥家庭互动, 盛天网络, 吉比特

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。