

投资评级 优于大市 维持

影视版权主业突出发展态势良好，注重新技术布局

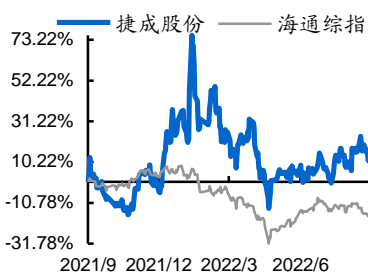
股票数据

09月05日收盘价(元)	5.32
52周股价波动(元)	3.94-8.72
总股本/流通A股(百万股)	2575/2094
总市值/流通市值(百万元)	13699/11141

相关研究

《2021年业绩扭亏为盈，主业聚焦“版权运营”》2022.05.13
 《业务聚焦“内容版权运营”，虚拟技术等领域领先投资布局》2022.01.05

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.6	2.7	7.5
相对涨幅(%)	4.0	13.3	9.3

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:

- 公司业务开展受疫情一定影响，整体经营稳健。**2022H1，公司总营收 17.2 亿元(同比-7.5%)，综合毛利率 39.7%(同比+11.9pct)，归母净利 4 亿元(同比+32.1%)，扣非归母净利 3.8 亿元(同比+54.9%)，归母净利率 23.5%(同比+7pct)，经营活动产生的现金流净额 14.1 亿元(同比+36.6%)。2022H1，公司销售费用率保持不变；管理费用率 9.5%(同比+4.7pct)，主要分摊的限制性股票费用增加；研发费用率同比-0.3pct；财务费用率同比-0.6pct，主要公司贷款规模减少；所得税费用-1497.6 万元(同比-172.3%)，主要系递延所得税费用增加。2022Q1 和 Q2，公司营收分别为 9.9 亿元和 7.3 亿元，同比+33.4%和-34.5%；归母净利 2.9 亿元和 1.1 亿元，同比+197.6%和-45.3%。
- 影视版权业务主业突出，发展态势良好。**2022H1，公司影视版权运营及服务业务收入 17 亿元(同比+1.7%)，毛利率 39.8%(同比+47.1pct)，净利润 4.9 亿元(同比+55.1%)，净利率 28.7%(同比+9.9pct)；影视剧内容制作业务和音视频技术业务收入分别为 1491 万元和 748 万元，同比分别下滑 81.4%和 93.1%。公司新媒体版权运营业务，拥有腾讯、优酷、爱奇艺、芒果等视频端、中国移动、中国电信、中国联通等运营商以及华为、小米等硬件提供商等优质客户，同时抖音、快手、B 站、虎牙等短视频平台、直播平台的加入，加大片库的发行力度，增强片库的变现能力，2022 年 2 月与腾讯签订为期 6 年总金额 18 亿元影视节目授权合同并收取 9 亿元预收款；同时，进一步强化新业务模式的探索，与合作伙伴深入进行联合运营合作，共享多元收益；此外，公司积极试水数字发行模式，面向包括互联网、无线、数字电视/IPTV/OTT 等全媒体终端实现内容数字发行，打造家庭客厅影院。影视内容制作与发行方面，聚焦精品，截至 2022 中报，公司存货中前四名影视剧作品均在发行中，分别为《最灿烂的我们》(金额 1.2 亿元)、《伪装者：深海》(金额 7500 万元)、《越活越来劲 2》(金额 4573 万元)和《最美不过初相见》(金额 3337 万元)，另外《奇楼仙侠传》正在筹备中。
- 持续做好公司 4K/8K、VR、AR、虚拟人等技术升级及布局。**公司持有世优科技 24.38%股份，为第二大股东，世优科技拥有全类数字人产品体系，同时在虚拟场景、影视动画虚拟内容制作、VR/AR 以及元宇宙内容制作等多个场景方面都有相匹配的专利技术和解决方案。2022H1，公司针对世优科技长期股权投资权益法下确认的投资收益为 193.6 万元，已超去年全年收益水平。
- 盈利预测与估值。**公司分项收入假设如下：1) 影视版权运营及服务：我们认为，公司不断深挖现有 B 端客户需求与合作，积极拓展新发行渠道，同时探索 C 端联合运营多元模式，预计 2022-2024 年公司影视版权运营及服务业务收入同比增速分别为 20%、15%和 12%。2) 影视内容制作业务：我们根据

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3184	3727	3964	4553	5094
(+/-)YoY(%)	-11.7%	17.1%	6.4%	14.8%	11.9%
净利润(百万元)	-1239	431	700	805	900
(+/-)YoY(%)	46.7%	134.8%	62.3%	14.9%	11.9%
全面摊薄 EPS(元)	-0.48	0.17	0.27	0.31	0.35
毛利率(%)	22.7%	23.0%	31.7%	30.3%	29.4%
净资产收益率(%)	-20.0%	6.5%	9.5%	9.8%	9.9%

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

影视项目进度和存货判断, 预计 2022-2024 年公司影视内容制作业务收入同比分别-55%、+5%和+3%。3) 音视频整体解决方案业务: 我们认为, 随着疫情管控常态化发展, 有利于公司该项业务逐步恢复, 预计 2022-2024 年公司音视频整体解决方案业务收入同比分别-70%、+40%和+30%。我们预计公司 2022-2024 年对应全面摊薄 EPS 分别为每股 0.27、0.31 元和 0.35 元。参考可比公司 2022 年 21 倍 PE 估值, 我们给予公司 2022 年 25-30 倍 PE 估值, 对应合理价值区间 6.75 -8.10 元/股, “优于大市”评级。

- **风险提示。** 公司版权采购价格上涨, 星纪元商誉减值计提风险。

表 1 我们对公司分项主营业务收入预计 (万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
影视版权运营及服务	308753.07	370503.69	426079.24	477208.75
YOY (%)	28.45%	20.00%	15.00%	12.00%
音视频整体解决方案	18789.15	5636.75	7891.44	10258.88
YOY (%)	-63.41%	-70.00%	40.00%	30.00%
影视内容制作	45124.56	20306.05	21321.36	21961.00
YOY (%)	78.08%	-55.00%	5.00%	3.00%
营业收入	372722.48	396446.49	455292.04	509428.62
YOY (%)	17.07%	6.37%	14.84%	11.89%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	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	92	4.00	4.59	5.57	23	20	16
300413.SZ	芒果超媒	515	21.14	23.63	27.83	24	22	18
均值							21	17

资料来源: wind (2022 年 9 月 5 日市值), 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	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	3727	3964	4553	5094
每股收益	0.17	0.27	0.31	0.35	营业成本	2871	2708	3175	3595
每股净资产	2.59	2.86	3.17	3.52	毛利率%	23.0%	31.7%	30.3%	29.4%
每股经营现金流	0.70	0.96	0.94	1.02	营业税金及附加	9	10	11	13
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	111	111	123	138
P/E	31.75	19.57	17.02	15.22	营业费用率%	3.0%	2.8%	2.7%	2.7%
P/B	2.05	1.86	1.68	1.51	管理费用	220	238	273	306
P/S	3.69	3.46	3.01	2.69	管理费用率%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
EV/EBITDA	6.53	5.92	5.14	4.48	EBIT	442	796	892	979
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	136	33	15	-2
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	3.7%	0.8%	0.3%	0.0%
毛利率	23.0%	31.7%	30.3%	29.4%	资产减值损失	-33	-20	-20	-20
净利润率	11.6%	17.7%	17.7%	17.7%	投资收益	154	4	9	15
净资产收益率	6.5%	9.5%	9.8%	9.9%	营业利润	425	787	904	1011
资产回报率	4.2%	6.5%	6.8%	7.0%	营业外收支	-3	-2	-2	-2
投资回报率	6.0%	8.6%	9.0%	9.1%	利润总额	422	785	902	1009
盈利增长 (%)					EBITDA	2652	2301	2496	2682
营业收入增长率	17.1%	6.4%	14.8%	11.9%	所得税	-31	63	72	81
EBIT 增长率	143.9%	80.0%	12.0%	9.7%	有效所得税率%	-7.5%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润增长率	134.8%	62.3%	14.9%	11.9%	少数股东损益	22	22	25	28
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	431	700	805	900
资产负债率	32.9%	30.2%	28.9%	27.4%					
流动比率	0.75	1.00	1.25	1.48	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.57	0.83	1.06	1.27	货币资金	195	1036	1644	2256
现金比率	0.06	0.32	0.49	0.65	应收账款及应收票据	1137	1190	1397	1579
经营效率指标					存货	339	277	328	374
应收账款周转天数	94.92	100.00	100.00	100.00	其它流动资产	815	724	825	918
存货周转天数	43.07	40.00	40.00	40.00	流动资产合计	2486	3227	4195	5126
总资产周转率	0.37	0.37	0.39	0.40	长期股权投资	1272	1272	1272	1272
固定资产周转率	273.29	368.48	521.06	669.04	固定资产	14	11	9	8
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	2012	1912	1912	2012
					非流动资产合计	7679	7576	7574	7673
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	10165	10803	11769	12800
净利润	431	700	805	900	短期借款	826	626	426	226
少数股东损益	22	22	25	28	应付票据及应付账款	815	779	913	1034
非现金支出	2320	1595	1674	1763	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-81	34	19	3	其它流动负债	1668	1828	2029	2211
营运资金变动	-893	133	-93	-77	流动负债合计	3309	3232	3369	3471
经营活动现金流	1799	2484	2430	2617	长期借款	0	0	0	0
资产	-1303	-1404	-1604	-1804	其它长期负债	34	34	34	34
投资	-78	0	0	0	非流动负债合计	34	34	34	34
其他	-91	4	9	15	负债总计	3343	3266	3403	3506
投资活动现金流	-1472	-1400	-1595	-1789	实收资本	2582	2575	2575	2575
债权募资	-369	-200	-200	-200	归属于母公司所有者权益	6673	7366	8171	9071
股权募资	51	-7	0	0	少数股东权益	149	171	195	223
其他	-97	-36	-26	-16	负债和所有者权益合计	10165	10803	11769	12800
融资活动现金流	-415	-243	-226	-216					
现金净流量	-88	841	609	612					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 05 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

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。