

**投资评级 优于大市 维持**

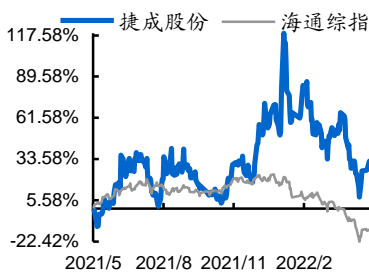
# 2021 年业绩扭亏为盈，主业聚焦“版权运营”

**股票数据**

05月12日收盘价(元)	5.00
52周股价波动(元)	3.20-8.72
总股本/流通A股(百万股)	2575/2073
总市值/流通市值(百万元)	12875/10367

**相关研究**

《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 (%)	-9.1	-10.7	-29.1
相对涨幅 (%)	-3.8	-2.6	-15.1

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:cxcg11774@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:**

- 2021 年业绩实现扭亏为盈，主业聚焦。**2021 年，公司总营收 37.27 亿元 (同比+17.07%)，综合毛利率 23% (同比+0.3pct)；归母净利 4.31 亿元 (同比+134.83%)，扣非归母净利 2.6 亿元 (同比+120.67%)，实现扭亏为盈，归母净利率 11.6%；经营活动产生的现金流净额 17.99 亿元 (同比-1.55%)。
- “以新媒体版权运营及发行业务”为战略核心。**公司新媒体版权运营业务主要由子公司华视网聚完成，已积累 5 万余小时的影视、动漫、节目版权内容。2021 年，公司在新媒体上线多部优质院线电影，包括《拆弹专家 2》、《送你一朵小红花》、《刺杀小说家》、《人潮汹涌》、《唐人街探案 3》、《我的姐姐》、《哥斯拉大战金刚》、《悬崖之上》、《你的婚礼》、《中国医生》、《怒火重案》等；引进华纳经典作品《老友记》、《猫和老鼠》等；储备国内头部少儿内容《喜羊羊系列》、《猪猪侠系列》、《钶龙战记系列》、《奥飞 Q 宠》等。在发行方面，公司新媒体版权面向广电、互联网新媒体、运营商等媒体渠道进行数字化发行，同时拓展国内知名手机厂商 OPPO 和 VIVO 作为内容战略合作伙伴，夯实发行矩阵，并且在海外平台建立自运营团队。2021 年，公司新媒体版权运营及发行业务收入 30.88 亿元 (同比+28.45%)，毛利率 24.1% (同比-4.2pct)，实现净利润 5.33 亿元 (同比+18.22%)。2022 年，华视网聚控股子公司新疆华秀与腾讯签订为期 6 年总金额 18 亿元新媒体版权播映合同。
- 影视内容制作业务收缩，聚焦精品谨慎投资。**2021 年，公司影视内容制作业务收入 4.51 亿元 (同比+78.08%)，占总收入比重 12.1%，毛利率 9.1%。2021 年重点确认《王牌部队》(3.5 亿元，爱奇艺定制剧)、《爱上特种兵》(6529 万元，参投，爱奇艺平台播出)、《暗战危城》(1471 万元)、《替嫁公主》(545 万元)、《仙剑奇侠传一》(340 万元) 等影视作品收入。目前，公司多部影视作品正在发行或筹备拍摄中，包括《最灿烂的我们》(主投)、《伪装者深海》(主投)、《越活越来劲 2》、《最美不过初相见》、《奇楼仙侠传》。
- 强化技术储备，布局 4K/8K 超高清、VR、AR、虚拟数字人等高新视频业务。**公司音视频整体解决方案业务受新冠疫情影响，2021 年收入 1.88 亿元 (同比-63.4%)，毛利率 36.9%。2021 年，公司储备超高清网络制作管理系统、超高清业务平台系统、超高清监控系统以及超高清新闻联播系统等平台，将抓住广电超高清产业发展的机遇，做好公司超高清产业相关技术及解决方案的升级。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。2021 年，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 192 万元。

**主要财务数据及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3184	3727	4218	4794	5338
(+/-)YoY(%)	-11.7%	17.1%	13.2%	13.6%	11.3%
净利润(百万元)	-1239	431	699	804	897
(+/-)YoY(%)	46.7%	134.8%	62.0%	15.0%	11.6%
全面摊薄 EPS(元)	-0.48	0.17	0.27	0.31	0.35
毛利率(%)	22.7%	23.0%	30.7%	29.6%	28.8%
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

**盈利预测与估值。**2022Q1, 公司总营收 9.88 亿元 (同比+33.44%), 归母净利 2.9 亿元 (同比+197.62%), 扣非归母净利 2.8 亿元 (同比+744.16%)。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, 另一方面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: 我们认为, 公司整体影视内容制作业务规模稳定, 注重精品, 强调资金回收, 预计 2022-2024 年公司影视内容制作业务收入同比分别-30%、0%和 0%。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增速分别为 5%、10%和 15%。

我们预计公司 2022-2024 年总营收分别为 42.18 亿元、47.94 亿元和 53.38 亿元, 同比分别增长 13.2%、13.6%和 11.3%; 归母净利分别为 7 亿元、8.04 亿元和 8.97 亿元, 同比分别增长 62%、15%和 11.6%; 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 22 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 -8.1 元/股, “优于大市”评级。

**风险提示。**公司版权采购成本提升。

表 1 我们对公司分项主营业务收入预计 (万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>影视版权运营及服务</b>	<b>308753.07</b>	<b>370503.69</b>	<b>426079.24</b>	<b>477208.75</b>
YOY (%)	28.45%	20.00%	15.00%	12.00%
<b>音视频整体解决方案</b>	<b>18789.15</b>	<b>19728.61</b>	<b>21701.47</b>	<b>24956.69</b>
YOY (%)	-63.41%	5.00%	10.00%	15.00%
<b>影视内容制作</b>	<b>45124.56</b>	<b>31587.19</b>	<b>31587.19</b>	<b>31587.19</b>
YOY (%)	78.08%	-30.00%	0.00%	0.00%
<b>营业收入</b>	<b>372722.48</b>	<b>421819.49</b>	<b>479367.91</b>	<b>533752.64</b>
YOY (%)	17.07%	13.17%	13.64%	11.35%

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 (亿元)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
300133.SZ	华策影视	82	4.00	4.54	5.43	20	18	15
300413.SZ	芒果超媒	654	21.14	25.23	29.95	31	26	22
	均值					22	18	

注: 收盘价为 2022 年 5 月 12 日价格, EPS 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 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>3727</b>	<b>4218</b>	<b>4794</b>	<b>5338</b>
每股收益	0.17	0.27	0.31	0.35	营业成本	2871	2923	3376	3799
每股净资产	2.59	2.86	3.17	3.52	毛利率%	23.0%	30.7%	29.6%	28.8%
每股经营现金流	0.70	0.97	0.94	1.01	营业税金及附加	9	11	12	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%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	111	118	129	144
P/E	29.84	18.42	16.02	14.36	营业费用率%	3.0%	2.8%	2.7%	2.7%
P/B	1.93	1.75	1.58	1.42	管理费用	220	253	288	320
P/S	3.46	3.05	2.69	2.41	管理费用率%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
EV/EBITDA	6.53	5.52	4.77	4.14	EBIT	442	812	911	997
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	136	33	15	-2
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	3.7%	0.8%	0.3%	0.0%
毛利率	23.0%	30.7%	29.6%	28.8%	资产减值损失	-33	-20	-20	-20
净利润率	11.6%	16.6%	16.8%	16.8%	投资收益	154	4	10	16
净资产收益率	6.5%	9.5%	9.8%	9.9%	<b>营业利润</b>	<b>425</b>	<b>803</b>	<b>923</b>	<b>1029</b>
资产回报率	4.2%	6.4%	6.7%	6.9%	营业外收支	-3	-2	-2	-2
投资回报率	6.0%	8.6%	9.0%	9.1%	<b>利润总额</b>	<b>422</b>	<b>801</b>	<b>921</b>	<b>1027</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	2652	2317	2515	2700
营业收入增长率	17.1%	13.2%	13.6%	11.3%	所得税	-31	80	92	103
EBIT 增长率	143.9%	83.6%	12.1%	9.5%	有效所得税率%	-7.5%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润增长率	134.8%	62.0%	15.0%	11.6%	少数股东损益	22	22	25	28
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>431</b>	<b>699</b>	<b>804</b>	<b>897</b>
资产负债率	32.9%	31.2%	29.8%	28.2%					
流动比率	0.75	1.00	1.23	1.46	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	0.57	0.83	1.04	1.25	货币资金	195	1040	1646	2254
现金比率	0.06	0.31	0.47	0.62	应收账款及应收票据	1137	1271	1473	1656
<b>经营效率指标</b>					存货	339	300	350	396
应收账款周转天数	94.92	100.00	100.00	100.00	其它流动资产	815	769	868	960
存货周转天数	43.07	40.00	40.00	40.00	流动资产合计	2486	3380	4337	5267
总资产周转率	0.37	0.38	0.40	0.41	长期股权投资	1272	1272	1272	1272
固定资产周转率	273.29	392.06	548.61	700.98	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
					<b>资产总计</b>	<b>10165</b>	<b>10957</b>	<b>11911</b>	<b>12941</b>
					短期借款	826	626	426	226
					应付票据及应付账款	815	841	971	1093
					预收账款	0	0	0	0
					其它流动负债	1668	1920	2116	2299
					流动负债合计	3309	3387	3513	3618
					长期借款	0	0	0	0
					其它长期负债	34	34	34	34
					非流动负债合计	34	34	34	34
					<b>负债总计</b>	<b>3343</b>	<b>3421</b>	<b>3547</b>	<b>3652</b>
					实收资本	2582	2575	2575	2575
					归属于母公司所有者权益	6673	7365	8169	9065
					少数股东权益	149	170	195	223
					<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>10165</b>	<b>10957</b>	<b>11911</b>	<b>12941</b>
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>					
净利润	431	699	804	897					
少数股东损益	22	22	25	28					
非现金支出	2320	1595	1674	1763					
非经营收益	-81	34	19	2					
营运资金变动	-893	138	-95	-77					
<b>经营活动现金流</b>	<b>1799</b>	<b>2488</b>	<b>2426</b>	<b>2613</b>					
资产	-1303	-1404	-1604	-1804					
投资	-78	0	0	0					
其他	-91	4	10	16					
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1472</b>	<b>-1400</b>	<b>-1594</b>	<b>-1788</b>					
债权募资	-369	-200	-200	-200					
股权募资	51	-7	0	0					
其他	-97	-36	-26	-16					
<b>融资活动现金流</b>	<b>-415</b>	<b>-243</b>	<b>-226</b>	<b>-216</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-88</b>	<b>845</b>	<b>606</b>	<b>609</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 12 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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。