

欢瑞世纪 (000892)

掌握核心生产要素，艺人经纪助推影视业务起飞

——公司首次覆盖报告

陈筱 (分析师)

021-38675863

chenxiao@gtjas.com

证书编号 S0880515040003

本报告导读：

公司通过丰富的 IP 和核心艺人储备实现了影视内容核心生产要素的掌控，同时不断深化优质内容制作能力，实现艺人经纪和影视的显著协同。

投资要点：

- **首次覆盖，目标价 5.81 元，增持评级。**公司作为一线内容制作公司，通过对核心艺人资源的绑定实现了影视内容和艺人经纪业务的显著协同，预计 2018-2020 年 EPS 为 0.46/0.55/0.65 元，目标价 5.81 元，首次覆盖，给予增持评级。
- **聚合头部内容团队，优质影视内容频出。**公司管理层具备丰富的内容制作经验，同时与白一骢等外部知名导演建立了紧密合作关系，准确把握市场趋势，将目标观众定位为年轻群体，学生与白领为主，青春偶像剧制作经验丰富。
- **扩展内容题材品类，打造 IP 产业链运营基础。**在青春偶像剧的基础上，公司不断拓展题材品类，将剧集题材扩展到历史正剧、主旋律与悬疑领域，先后出品了《青云志》《盗墓笔记》等优质内容。此外，公司凭借敏锐的市场洞察力储备了一大批优质 IP，为后续以影视内容为核心的 IP 全产业链运营打下坚实基础。
- **造星能力突出，艺人经纪与内容制作实现显著协同。**公司善于挖掘、培养新人，依靠出品剧集的话题热度与上佳品质，成功捧红了李易峰等数位一线偶像艺人，同时公司出品剧集多采用与公司签署合作协议或演艺经纪代理协议的艺人，降低制作成本的同时也能提高演员与剧本匹配度，形成“以剧造星，以星辅剧”的业务闭环，实现了显著的协同效应。
- **风险提示：**政策监管风险、市场竞争风险及股票质押风险

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	739	1,567	1,363	1,575	1,888
(+/-)%	56%	112%	-13%	16%	20%
经营利润 (EBIT)	295	454	569	613	727
(+/-)%	49%	54%	25%	8%	19%
净利润 (归母)	265	422	450	540	634
(+/-)%	55%	59%	7%	20%	17%
每股净收益 (元)	0.27	0.43	0.46	0.55	0.65
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	40.0%	29.0%	41.8%	38.9%	38.5%
净资产收益率 (%)	9.8%	13.5%	12.6%	13.1%	13.4%
投入资本回报率 (%)	23.5%	20.7%	28.4%	31.5%	37.5%
EV/EBITDA	40.42	14.78	5.38	4.04	2.53
市盈率	51.74	18.08	10.37	8.64	7.36
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

首次覆盖

评级：增持

目标价格：5.81

当前价格：4.54

2019.02.17

交易数据

52 周内股价区间 (元)	3.38-8.25
总市值 (百万元)	4,454
总股本/流通 A 股 (百万股)	981/538
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	55%
日均成交量 (百万股)	5.44
日均成交值 (百万元)	26.81

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,293
每股净资产	3.36
市净率	1.4
净负债率	-14.05%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	-0.03	0.01
Q2	-0.01	0.04
Q3	0.02	0.13
Q4	0.45	0.28
全年	0.43	0.46

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-9%	-13%	-42%
相对指数	-17%	-15%	-20%

模型更新时间: 2019.02.16

股票研究

社会服务

传播文化业

欢瑞世纪 (000892)
首次覆盖
评级: 增持

目标价格: 5.81

当前价格: 4.54

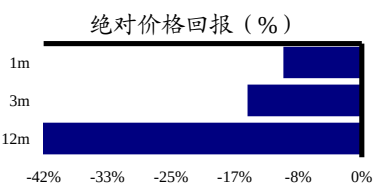
2019.02.16

公司网址

公司简介

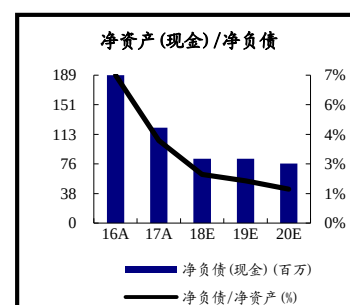
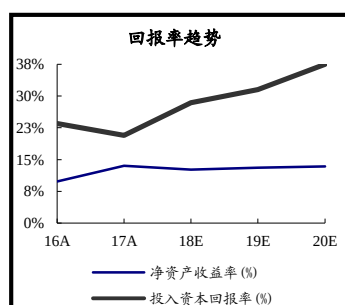
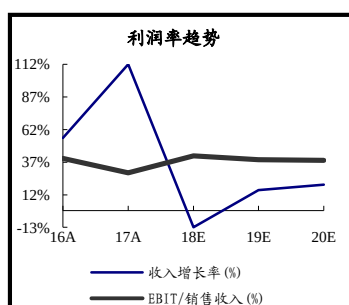
公司是一家致力于电影电视剧投资、制作、发行以及相关产业发展的公司。

“品质是最好的表达”一直是公司制作的原则。


 52 周价格范围 3.38-8.25
 市值 (百万) 4,454

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业收入	739	1,567	1,363	1,575	1,888
营业成本	282	869	537	685	822
税金及附加	5	12	10	12	14
销售费用	116	181	186	198	247
管理费用	41	52	61	68	77
EBIT	295	454	569	613	727
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资收益	0	40	20	25	20
财务费用	11	9	-22	-39	-53
营业利润	268	453	533	635	746
所得税	25	36	79	95	112
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	265	422	450	540	634
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,776	1,256	1,961	2,553	3,192
其他流动资产	1,436	2,734	2,319	2,466	2,800
长期投资	0	25	26	27	28
固定资产合计	39	37	35	33	31
无形资产及其他资产	34	52	30	31	31
资产合计	3,285	4,105	4,372	5,111	6,082
流动负债	487	984	701	900	1,237
非流动负债	100	0	100	100	100
股东权益	2,698	3,121	3,571	4,111	4,745
投入资本(IC)	1,147	2,018	1,705	1,652	1,648
现金流量表					
NOPLAT	270	418	484	521	618
折旧与摊销	6	6	3	3	3
流动资金增量	195	868	-291	-52	-4
资本支出	-9	-14	17	-1	-1
自由现金流	461	1,278	213	470	616
经营现金流	41	-432	735	575	626
投资现金流	-8	-278	36	23	18
融资现金流	1,618	-81	-66	-5	-5
现金流净增加额	1,650	-792	705	593	638
财务指标					
成长性					
收入增长率	55.7%	112.2%	-13.0%	15.5%	19.9%
EBIT 增长率	48.8%	53.8%	25.3%	7.6%	18.7%
净利润增长率	54.7%	59.2%	6.7%	20.0%	17.4%
利润率					
毛利率	61.9%	44.6%	60.6%	56.5%	56.5%
EBIT 率	40.0%	29.0%	41.8%	38.9%	38.5%
归母净利润率	35.9%	26.9%	33.0%	34.3%	33.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	9.8%	13.5%	12.6%	13.1%	13.4%
总资产收益率(ROA)	8.1%	10.3%	10.3%	10.6%	10.4%
投入资本回报率(ROIC)	23.5%	20.7%	28.4%	31.5%	37.5%
运营能力					
存货周转天数	531	251	391	321	356
应收账款周转天数	346	290	400	370	320
总资产周转天数	1,137	861	1,135	1,099	1,082
净利润现金含量	15.3%	-102.4%	163.2%	106.4%	98.6%
资本支出/收入	1.3%	0.9%	-1.2%	0.1%	0.1%
偿债能力					
资产负债率	17.9%	24.0%	18.3%	19.6%	22.0%
净负债率	7.0%	3.9%	2.3%	2.0%	1.6%
估值比率					
PE	51.74	18.08	10.37	8.64	7.36
PB	5.08	2.45	1.31	1.14	0.98
EV/EBITDA	40.42	14.78	5.38	4.04	2.53
P/S	6.02	2.84	3.26	2.82	2.35
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



目录

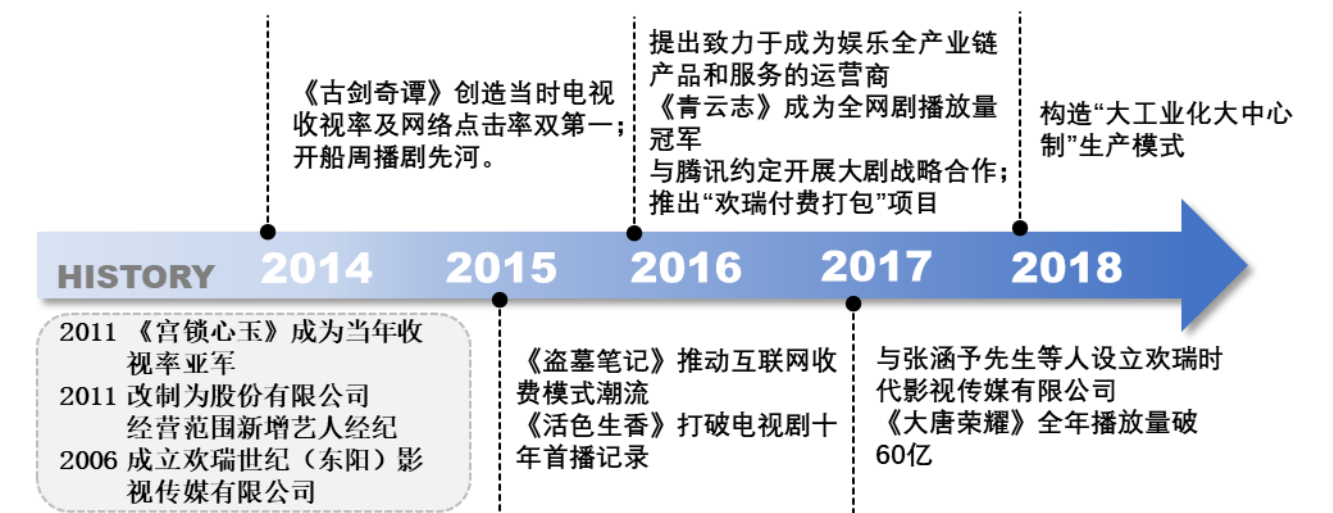
1. 掌控艺人和 IP 核心要素的一线影视公司	4
1.1. 历史沿革	4
1.2. 股份绑定众多艺人资源	4
1.3. 财务持续向好, 核心业务快速成长	5
2. 制作能力与艺人经纪协同打造核心竞争力	7
2.1. 电视剧制作能力突出	7
2.1.1. 剧集制作班底实力强劲	7
2.1.2. 出品剧集特色突出, 质量过硬	9
2.1.3. 建设以 IP 为核心娱乐全产业链业务体系	11
2.2. 艺人经纪发挥协同效应	13
2.2.1. 造星能力突出, 旗下艺人收视率号召力强	13
2.2.2. 形成“以剧造星, 以星辅剧”的业务闭环。	14
3. 估值吸引力凸显	15
3.1. 核心假设	15
3.1.1. 公司 2018-2020 年营收预测	15
3.1.2. 期间费用率预测	16
3.2. 盈利预测	16
3.3. 可比公司估值	17
3.3.1. PE 估值方法	17
3.4. 绝对估值法	17
4. 风险提示	18
4.1. 市场竞争风险	18
4.2. 政策风险	18
4.3. 股票质押风险	18

1. 掌控艺人和 IP 核心要素的一线影视公司

1.1. 历史沿革

头部民营内容制作公司。欢瑞世纪联合股份有限公司注册成立于 2006 年，2016 年通过借壳上市登陆深交所。经过多年的发展，公司业务扩展至电视剧制作、艺人经纪、电影制作等，成为以 IP 和艺人等生产要素为核心，以优质影视内容为产品的国内一流影视内容供应商，先后出品了《活色生香》《古剑奇谭》《盗墓笔记》《青云志》等优质内容，旗下签约艺人 40 余位，其中包括了李易峰、杨紫、任嘉伦等国内一线知名艺人。

图 1：公司逐步发展为中国影视内容行业领军企业。

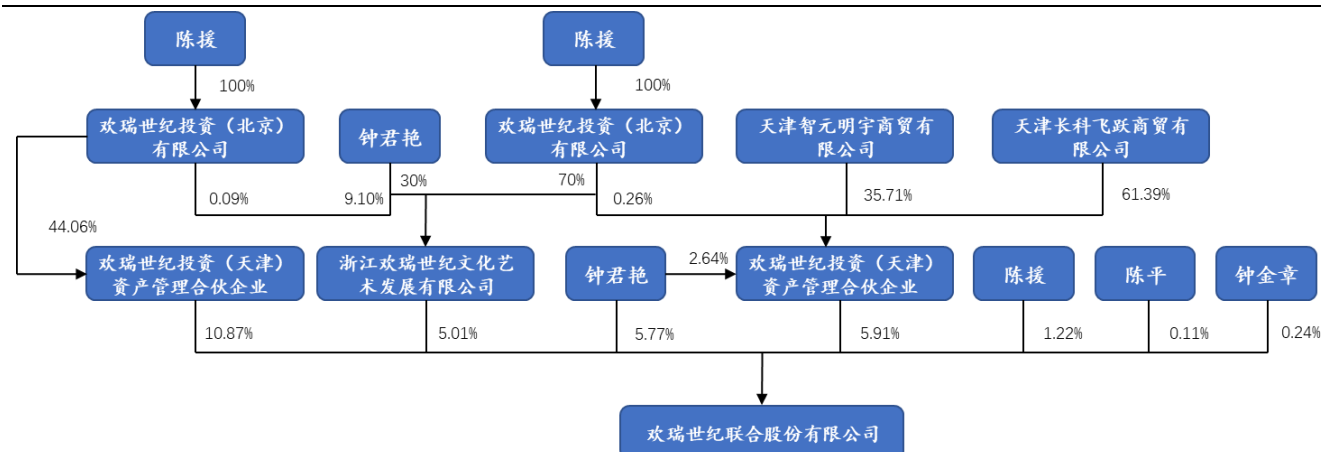


资料来源：公司年报，国泰君安证券研究

1.2. 股份绑定众多艺人资源

公司股权结构稳定，艺人入股深入绑定资源。公司实际控制人为公司创始人钟君艳和陈援夫妇。钟君艳女士与其一致行动人共同持有公司股份 29.54%。此外，公司授予李易峰、何晟铭、贾乃亮等多名合作艺人限售股份，深度绑定艺人资源。

图 2：公司股权结构稳定



资料来源：公司年报，国泰君安证券研究

表 1：以资本方式深入绑定艺人资源

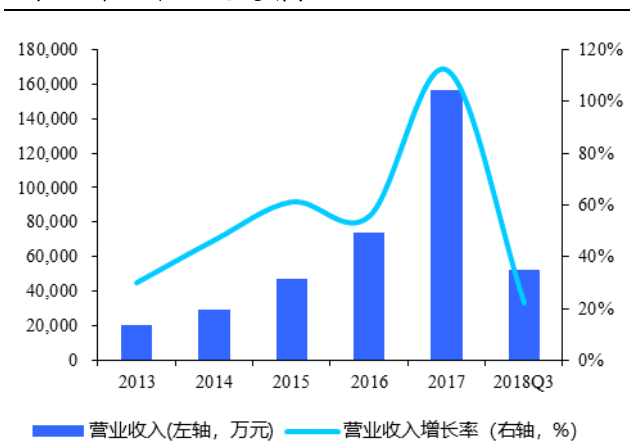
艺人股东	所持限售股股数 (万股)
何晟铭	97.92
杜淳	39.17
孙耀琦	19.58
李易峰	19.58
贾乃亮	19.58
姜鸿	11.75

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

1.3. 财务持续向好，核心业务快速成长

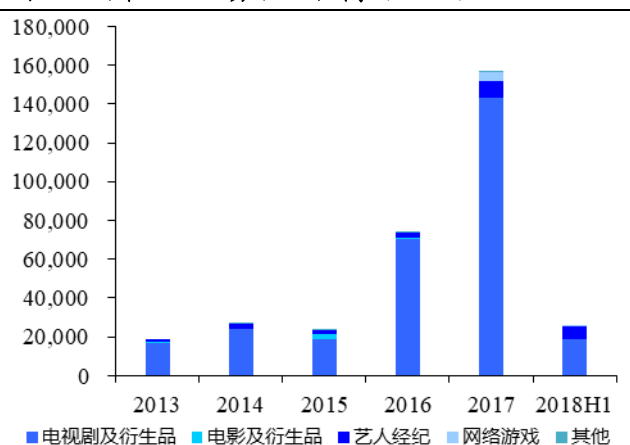
营业收入整体增长，核心业务持续发展。2013-2017 年公司业绩一直保持较高增长，2017 年营业收入同比增速高达 112.20%。2018 年 Q3 确认营业收入 5.27 亿元，同比增长 22.08%，归母净利润 1.73 亿元，较上年同期增长 1.93 亿元，同比实现扭亏为盈。公司约 90%的营业收入来源于电视剧及衍生品制作，该核心业务 2013-2017 年高速增长成长，复合增速达 70.58%，2018 上半年，电视剧业务贡献 1.87 亿营收。艺人经纪则是公司另一大优势业务，2018 年上半年公司艺人经纪业务创造营业收入 8968.53 万元，同比增长 530.53%。

图 3：营业收入稳定增长



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 4：剧集核心业务占比较高 (亿元)

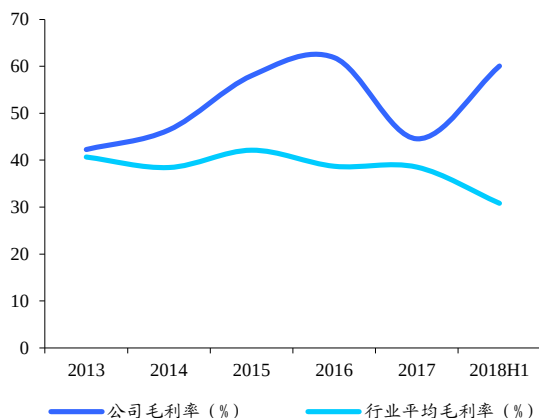


数据来源：wind，国泰君安证券研究

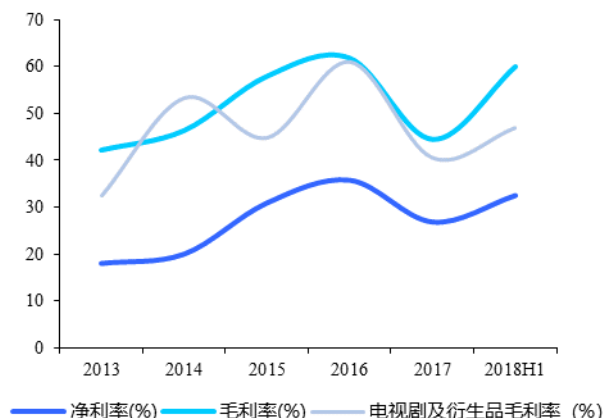
毛利率高于行业平均，整体呈上升趋势。横向来看，公司盈利能力较强，2013-2018H1 年毛利率始终高于电视剧制作行业平均，2018 年 H1 行业平均毛利率为 30.82%，不及欢瑞世纪毛利率的 50%。纵向而言，有别于行业整体毛利率下滑趋势，近年来公司实现了毛利率和净利率总体稳步增长，2018Q3 公司实现毛利率为 66.07%，同比增加 76.75 个百分点，实现扭亏为盈。（上年同期剔除周播剧场广告成本约 2.14 亿元的影响因素后，公司毛利率约为 60.87%，与 2018H1 基本持平）。

图 5：公司毛利率高于行业平均

图 6：公司毛利率与净利率稳步增长



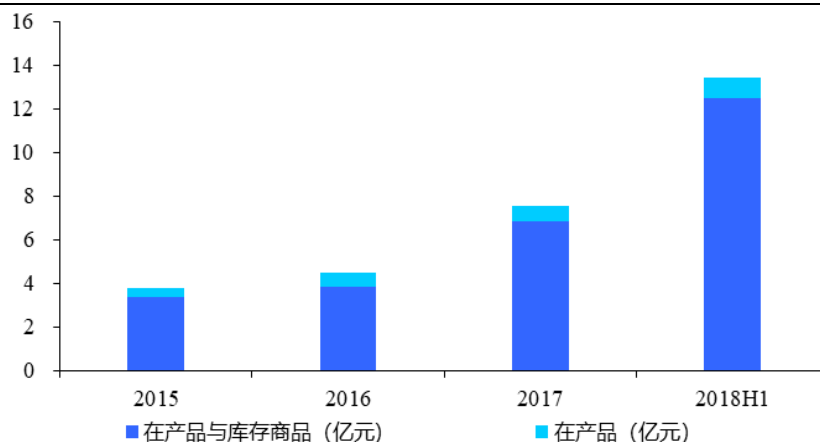
数据来源: wind, 国泰君安证券研究



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

存货账面价值增长迅速, 剧目储备丰富。2015-2018H1, 公司存货账面价值呈上升趋势, 复合年增长率达 65.67%, 2018Q3 存货金额达 14.78 亿元, 同比增长 49.03%。在产品 and 产成品, 即在拍剧和成品剧, 是公司存货的主要构成部分, 占比维持在 90% 左右, 体现出公司丰富的剧集储备。根据 2018 年半年报披露情况, 公司目前主要的大剧储备包括《江山永乐》、《盗墓笔记 2》、《天目危机》等。此外, 公司存货周转率总体低于行业平均水平, 或与公司长期推行的精品剧理念和注重项目储备策略相关。

图 7: 在拍剧与成品剧增长迅速

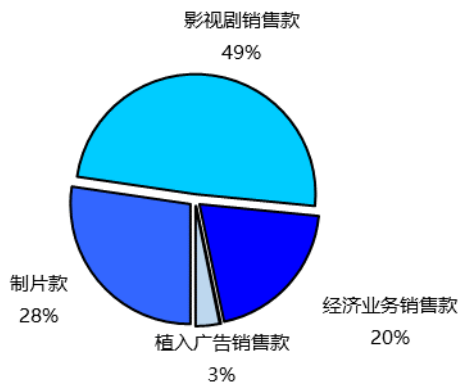


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

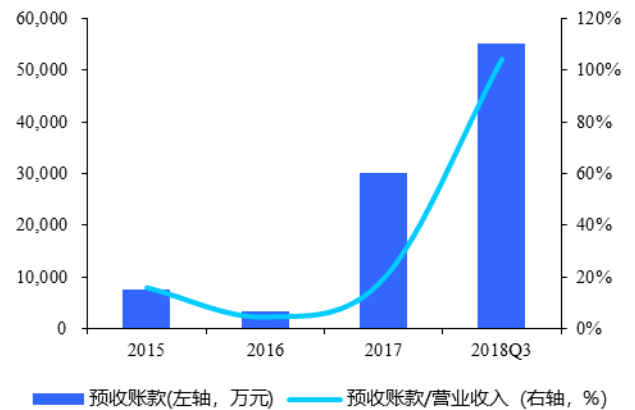
预收账款金额大幅上升, 未来业绩表现有所保障。公司的预收账款主要由影视剧销售款与制片款组成, 2018H1 影视剧销售款和制片款分别占公司预收账款 49% 和 28%。此外, 经纪业务预收款也为公司创造了一定比例的预收款。受益于出品剧集受渠道端认可, 公司溢价能力增强, 预收账款自 2017 年起大幅上涨, 2017 年和 2018H1 分别达到 3.02 和 5.50 亿元, 同比增长 828% 和 149.31%。因为渠道端一般提前半年到一年预购影视剧, 所以公司目前较高的预收账款可为 2019 年良好的营收表现打下基础。

图 8: 2018H1 预收账款以影视剧销售款和制片款为主

图 9: 预收账款金额大幅上升



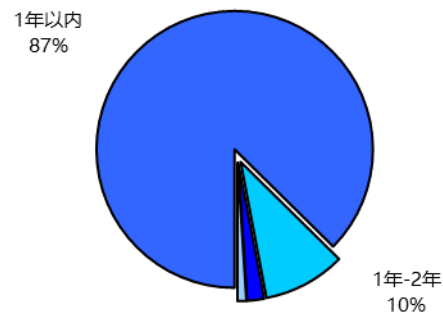
数据来源: wind, 国泰君安证券研究



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

应收账款账龄合理。虽然公司应收账款周转率近年来呈下降趋势,但应收账款账龄主要集中在一年以内,2年以上账龄的应收账款占比较小,坏账风险小。截止18年9月末,公司应收账款18.29亿,绝对额同比增加6.24%,其中1年以内的应收账款占77.54%,应收账款质量较高。

图 10: 应收账款账龄结构合理



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2. 制作能力与艺人经纪协同打造核心竞争力

2.1. 电视剧制作能力突出

2.1.1. 剧集制作班底实力强劲

管理层影视剧制片管理能力突出。公司内部拥有具备丰富制片管理经验的管理层。总经理钟君艳女士在影视剧行业从业多年,担任过《盗墓笔记》、《大唐荣耀》等知名电视剧的制片人;董事崔屹平曾任中央电视台总编室节目组、新闻部新闻联播组编辑、中央电视台总编室副主任、中国国际电视总公司总经理助理、中演电视台海外传播中心副主任;副总经理姜磊曾任华谊兄弟时代文化经纪有限公司经纪总监、宣传总监,具有丰富的影视剧宣传经验。管理层对于影视剧各生产要素的充分了解为公司提升影视剧作品的适销性提供保证。

表 2: 公司内部拥有具备丰富制片管理经验的管理层。

姓名	职位	从业经验
钟君艳	董事、总经理	从业 13 年，著名制片人
江星光	董事	著名策划人
崔屹平	董事	曾任中央电视台总编室节目组、新闻部新闻联播组编辑、中央电视台总编室副主任、中国国际电视总公司总经理助理、中演电视台海外传播中心副主任
姜磊	副总经理	曾任华谊兄弟时代文化经纪有限公司经纪总监、宣传总监
邓细兵	艺人总监	《古剑奇谭》、《青云志》导演

数据来源:国泰君安证券研究

外部人才资源整合能力突出。公司凭借较强的影视剧制作能力和良好的机制，与多名著名外部编剧建立了长期稳定的合作关系，白一聪分别在 2015 年、2016 年与公司合作了《盗墓笔记》、《听雪楼》两部大剧，邵思涵也于 2012-2015 年接连参与了公司出品的《画皮之真爱无悔》、《古剑奇谭》、《青云志》三部古装玄幻剧集的编剧工作。同时，北京师范大学国际写作中心与公司也建立了长期合作关系，为公司在剧本写作方面提供全面支持。此外，公司还与多名导演进行长期合作，刘国楠、何澍培等优秀电视剧导演均与公司合作了多部剧集。**优质的主创团队为出品高品质剧集奠定基础。**

表 3: 公司与多名外部编剧建立了稳定合作关系

姓名	合作剧目	合作时间
董哲	天下长安、江山纪	2017
李晶凌	青云志、吉祥纹莲花楼	2017
温豪杰	昆仑	2016
张晓芸、王宇民	宝石猎人	2016
海飞	麻雀	2016
韩佩珍	天乩之白蛇传说	2016
雁邱	周瑜传	2016
刘芳	大唐荣耀、封神之天启、琉璃美人煞	2015、2016
白一聪	盗墓笔记、听雪楼	2014
邵思涵	画皮之真爱无悔、古剑奇谭、青云志	2012、2013、2015
李亚玲	大丫鬟、活色生香	2009、2013
郭宝贤	盛夏晚晴天、一念向北	2012、2013

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 4: 公司与优质导演开展深入合作

姓名	合作剧目	合作时间
连奕名	天下长安	2017
韩晓军	青云志 III	2017
尹涛	天乩之白蛇传说	2017
付宁	秋蝉	2017
刘国楠	大唐荣耀、封神之天启	2017、2016
李昂	秋蝉	2017

尹涛	大唐荣耀	2016
朱锐斌	青云志	2015
周远舟	麻雀、青云志	2015
刘国辉	青云志	2015
金琛	麻雀	2015
郑保瑞	盗墓笔记	2014
罗永昌	盗墓笔记	2014
梁胜权	少年四大名捕、古剑奇谭	2013
黄俊文	少年四大名捕、古剑奇谭	2013
麦贯之	盛夏晚晴天、一念向北	2012、2013
张博昱	胜女的代价、胜女的代价 II	2011、2012
何澍培	大丫鬟、活色生香	2009、2014

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.1.2. 出品剧集特色突出，质量过硬

聚焦精品剧，市场反响热烈，实现较高单集收入。在电视剧市场竞争马太效应加剧，少量头部剧贡献市场绝大多数流量的行业背景下，公司自2014年开始，将投资制作重点回归到围绕优质IP和艺人资源，做大投入、高品质的剧集。一方面，精品剧理念提升了剧集的制作质量，奠定了公司在影视制作领域的行业地位。欢瑞出品的多部剧集都引起市场热烈反响，《古剑奇谭》创造了2014年电视收视率及网络点击率的双第一，网络点击率达80.8亿次；《青云志》凭借全网累计约259.06亿次的播放量问鼎2016年电视剧播放量排行榜榜首；荣膺2016年电视剧播放量冠军。另一方面，制作精品剧有助于撬动更高的单集产出，在保证产量适中的情况下，为公司创造更多的收入。《盗墓笔记》单集合同收入突破700万元，《青云志》单集收入超过500万。

表 5：欢瑞出品精品剧集市场反应良好。

时间	剧目	市场反应
2011	宫锁心玉	平均收视率 2.50，刷新升级卫视播出电视剧最高收视率
2012	宫锁珠帘	平均收视率 2.427，全国同时段收视第一，2012 年电视剧收视率冠军
	胜女的代价	平均收视率 1.47，位列 2012 年电视剧收视率榜第 16 名
2013	盛夏晚晴天	平均收视率 1.001
2014	少年四大名捕	全国网平均收视率 0.82，全国同时段收视第一
	古剑奇谭	2014 年电视收视率及网络点击率的双第一，网络点击率达 80.8 亿次
	盗墓笔记	上线 22 小时播放量破亿，单年全网播放量达 27.5 亿，位列网络剧播放量榜榜首
2015	活色生香	开播全网收视率达 3.43，一举打破了近十年电视剧开播的首播纪录，成为第一个首播破 3 的电视剧
2016	青云志	全网播放量近 260 亿，成为 2016 年电视剧播

		放量第一名
	麻雀	平均收视率 1.82 夺得 37 天收视冠军，播出期间网络总播放量突破 110 亿，成为全网史上首部播放量破百亿的谍战剧
2018	天乩之白蛇传说	上线一周播放量破 7.5 亿

数据来源：国泰君安证券研究

表 6：制作精品剧有助于撬动更高的单集产出

播出时间	剧目	单集收入（万元）
2014	古剑奇谭	279
2015	活色生香	320
2016	盗墓笔记	700
2016	青云志	500
2016	大唐荣耀	474
2018	天乩之白蛇传说	573
待播	天下长安	810

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

定位精准，青春偶像剧制作经验丰富。作为互联网用户中的活跃分子，年轻群体也是在线视频服务的主要使用者，有较高的文娱消费倾向，是公司影视剧及游戏业务领域的潜在用户。公司准确把握市场趋势，将目标观众定位为年轻群体，学生与白领为主，在题材选择上以青春偶像剧为主。同时，在青春偶像剧领域，公司还以制作古装偶像剧见长。公司 2011-2018 年已播出剧集中，古装偶像剧集占比过半，从 2011 年现象级的“穿越剧”《宫锁心玉》到 2017 年热度极高的《大唐荣耀》，公司积累了丰富的青春偶像剧制作经验。

表 7：公司以制作古装偶像剧见长

时间	剧目	主演
2011	宫锁心玉	杨幂、冯绍峰
2012	宫锁珠帘	杜淳、袁姗姗
	倾城雪	杜淳、董洁
2013	画皮之真爱无悔	刘恺威、白冰、颖儿
2014	少年四大名捕	张翰、杨洋、何晟铭、陈伟霆
	古剑奇谭	杨幂、李易峰、马天宇、乔振宇
2015	少年神探狄仁杰	黄宗泽、戚薇
2016	青云志	李易峰、赵丽颖
	大唐荣耀 I	任嘉伦、景甜
	秀丽江山长歌行	林心如、袁弘
2017	大唐荣耀 II	任嘉伦、景甜
2018	天乩之白蛇传说	任嘉伦、杨紫

数据来源：国泰君安证券研究

精品剧储备丰富，涉足历史正剧与悬疑题材。从公司目前的待播剧和储备项目来看，公司在发挥自身偶像剧制作优势的基础上，剧集题材扩展到历史正剧、主旋律与悬疑领域。欢瑞世纪目前正在制作的影视剧项目

分别有《江山永乐》、《盗墓笔记 2》、《听雪楼》、《天目危机》、《隐秘而伟大》5 部剧。拟筹备的则有《鬼吹灯》《警察学院》《不说再见》等 6 部剧集。另外，公司还有《锦衣之下》、《秋蝉》、《天下长安》、《我在北京等你》等剧待播。这些剧集当中，《锦衣之下》、《听雪楼》属于公司擅长的古装偶像剧，《天下长安》《江山永乐》均属于历史正剧，《秋蝉》《隐秘而伟大》则带有鲜明的主旋律色彩，《警察学院》《不说再见》等剧则属于现代刑侦悬疑剧，三大题材都是当下观众的热衷类型。此外，公司亦开始尝试“年青偶像+实力戏骨”的演员搭配，以照顾不同观众需求，提升剧集质感。《江山永乐》由冯绍峰和陈宝国领衔主演，《天下长安》则由张涵予与秦俊杰共同主演。

表 8：公司精品项目储备丰富

剧名	题材	主演	制作状态
天下长安	古装历史	张涵予、秦俊杰、李雪健	待播
我在北京等你	爱情创业	李易峰、江疏影	待播
秋蝉	谍战	任嘉伦、李曼、刘欢	待播
锦衣之下	古代传奇	任嘉伦、谭松韵	待播
天枢之契约行者	民国传奇	陈翔、江铠同	待播
听雪楼	古装武侠	秦俊杰、袁冰妍	制作中
盗墓笔记 2	悬疑冒险	侯明昊、成毅、李曼	制作中
江山永乐	古装历史	冯绍峰、陈宝国、颖儿	制作中
天目危机	当代科幻	张睿、张孝全、苗侨伟	制作中
隐秘而伟大	年代	李易峰、金晨、王泷正	制作中
不说再见	都市刑侦	任嘉伦、张钧甯	制作中
请不要为所欲为	警匪	周峻纬、习雪	制作中
鬼吹灯	探险悬疑	待定	筹备中
警察学院	青春警匪情感	待定	筹备中
盗墓笔记之云顶天宫	悬疑奇幻冒险	待定	筹备中
琉璃美人煞	古装仙侠	待定	筹备中

数据来源：国泰君安证券研究

2.1.3. 建设以 IP 为核心娱乐全产业链业务体系

手握优质 IP，未来剧集具备较好的票房和收视率基础。近年来，公司重点加强版权孵化工作，逐步形成了完善的剧本发展体系，为公司持续出品优质内容、持续盈利提供有力帮助。一方面，公司凭借敏锐的市场洞察力，通过内部版权推荐、外部委托创意筛选等方式，选择具备影视剧改变潜质的优质版权进行采购、孵化、应用；另一方面，通过 IP 原创、委托创造的方式，打造有影响力的原创 IP，形成公司专有的 IP 资产。公司目前拥有《盗墓笔记》、《十年一品温如言》、《画地为牢》等热门 IP 的影视剧、游戏改编权。

表 9：公司拥有多部热门 IP 的改编权

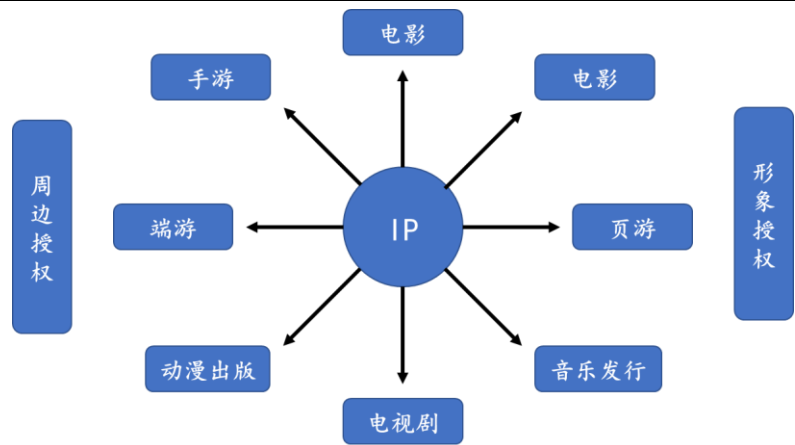
序号	版权名称	版权类型	使用权利
1	《盗墓笔记》	小说	影视剧、游戏改编权
2	《昆仑》	小说	影视剧、游戏改编权
3	《沧海》	小说	影视剧、游戏改编权

4	《卿云歌》	小说	影视剧、游戏改编权
5	《琉璃美人煞》	小说	影视剧、游戏改编权
6	《血色翡翠城》	小说	影视剧、游戏改编权
7	《十年一品温如言》	小说	影视剧、游戏改编权
8	《吉祥纹莲花楼》	小说	影视剧、游戏改编权
9	《枭臣》	小说	影视剧、游戏改编权
10	《长恨宫》	小说	影视剧、游戏改编权
11	《蚀心者》	小说	影视剧、游戏改编权
12	《西游之玄奘成魔》	小说	影视剧、游戏改编权
13	《蝮蛇行动》	小说	影视剧、游戏改编权
14	《永不瞑目》	小说	影视剧、游戏改编权
15	《叫我特种兵》	小说	影视剧、游戏改编权
16	《轩辕决》	小说	影视剧、游戏改编权
17	《灵猫侦探》	小说	影视剧、游戏改编权
18	《都市风水师》	小说	影视剧、游戏改编权
19	《镜花缘传奇》	小说	影视剧、游戏改编权
20	《未亡日》	小说	影视剧、游戏改编权
21	《跨过千年来爱你》	小说	影视剧、游戏改编权
22	《捍卫者》	小说	影视剧、游戏改编权
23	《楼兰》	小说	影视剧、游戏改编权
24	《谍上谍》	小说	影视剧、游戏改编权
25	《心机》	小说	影视剧、游戏改编权
26	《画地为牢》	小说	影视剧、游戏改编权
27	《战衡阳》	小说	影视剧、游戏改编权
28	《血色将至》	剧本	影视剧、游戏改编权
29	《天子传说之左手印》	剧本	影视剧、游戏改编权
30	《周瑜传》	剧本	影视剧、游戏改编权
31	《摄谷魂》	小说	影视剧改编权
32	《南风知我意》	小说	影视剧改编权

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

完善 IP 运营全产业链。公司致力于精品 IP 的全产业链开发，打造 IP 授权+专业研发+联合运营的影游一体商业模式，充分挖掘 IP 价值。公司于 2013 年设立网络科技有限公司，着重推动影游联动项目，依托出品剧集的高关注度，集中游戏行业各家公司的优质资源，最大化实现 IP 价值和自身收益。目前，《活色生香》、《青云志》、《大唐荣耀》、《天乩之白蛇传说》等知名 IP 同名手游均已上线；2017 年，网络游戏业务为公司创造了 4489 万元营业收入。

图 11：公司致力于精品 IP 的全产业链开发



数据来源：公司公告, 国泰君安证券研究

图 12 《青云志》电视剧同名手游于 2016 年上线



数据来源：游戏官网

图 13: 《大唐荣耀》电视剧同名手游于 2017 年上线



数据来源：游戏官网

2.2. 艺人经纪发挥协同效应

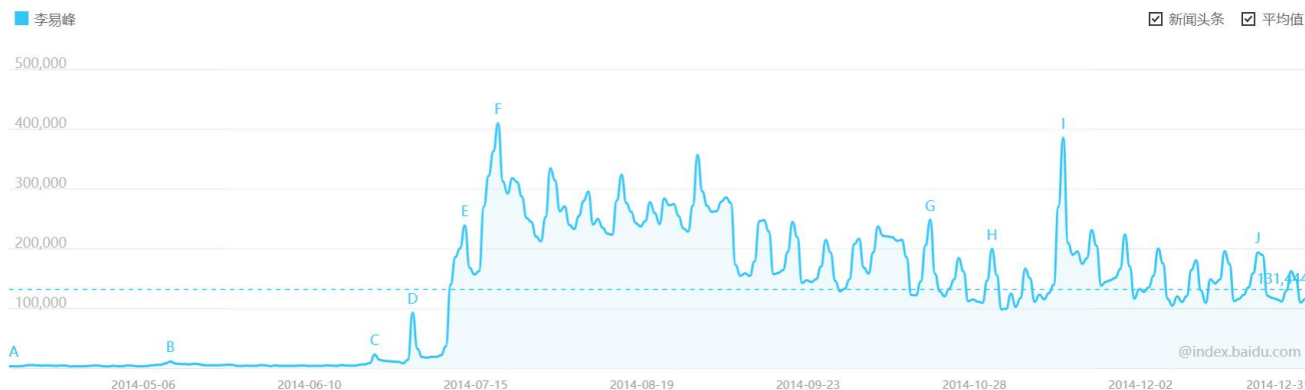
2.2.1. 造星能力突出，旗下艺人收视率号召力强

公司拥有成熟的艺人培养体系，签约众多当红明星。作为公司出品剧集的主要类型，青春偶像剧受关注度高，而年轻态的受众人群倾向通过互联网进行再传播。公司善于挖掘、培养新人，依靠出品剧集的话题热度与上佳品质，成功捧红了数位一线偶像艺人。《宫锁心玉》播出后，男女主演杨幂和冯绍峰一炮而红，跻身一线演员。杨幂首次登上福布斯中国名人榜，获得了第 17 届上海电视节白玉兰奖“观众票选最具人气女演员奖”。《古剑奇谭》在将杨幂的事业推向另一高峰后，也成功让李易峰成为新晋偶像，位列“四大流量小生”。截止 2018 年底，公司共签约艺人 40 余名，包括李易峰、杨紫、任嘉伦、秦俊杰等知名演员。在《青云志》、《天乩之白蛇传说》、《香蜜沉沉烬如霜》等大热剧播出后，杨紫以精湛的演技赢得众多观众青睐，而任嘉伦则凭借《大唐荣耀》中“广平王”一角成为准一线男星，收割粉丝众多。

图 14: 李易峰在《古剑奇谭》2014 年 7 月播出后知名度迅速攀升。

搜索指数

2014-04-01 ~ 2014-12-31 | 自定义 | PC+移动 | 全国



资料来源：百度指数

表 10: 公司艺人资源丰富

合作方式	知名艺人	代表作品
签署演艺经纪代理协议	李易峰	《古剑奇谭》、《活色生香》、《青云志》、《动物世界》
	杨紫	《战长沙》、《青云志》、《欢乐颂》、《香蜜沉沉烬如霜》
	任嘉伦	《大唐荣耀》、《天乩之白蛇传说》、《秋蝉》（待播）
	秦俊杰	《大唐荣耀》、《青云志》、《天下长安》（待播）
	茅子俊	《大唐荣耀》、《龙珠传奇》、《天乩之白蛇传说》、《少年四大名捕》
	韩栋	《步步惊心》、《柜中美人》、《醉玲珑》、《天下长安》（待播）
	刘欢	《军师联盟》、《离婚律师》、《小爸爸》
	张睿	《新还珠格格》、《花非花雾非雾》、《独步天下》、《隋唐英雄》
	王劲松	《大唐荣耀》、《军师联盟》、《军师联盟》、《琅琊榜》
	何中华	《古剑奇谭 2》、《青云志》、《天乩之白蛇传说》
	张博宇	《急诊科医生》、《鬼吹灯之牧野诡事》、《天下长安》（待播）
	何杜鹃	《半月传》、《外科风云》、《天乩之白蛇传说》
艺人入股	刘学义	《天乩之白蛇传说》、《青云志》、《龙珠传奇》
	何晟铭	《宫锁心玉》、《少年四大名捕》、《美人如画》
	杜淳	《走西口》、《大汉情缘之云中歌》、《北京青年》
	孙耀琦	《新还珠格格》、《隋唐英雄》、
	贾乃亮	《产科男医生》、《最美的时光》、《何所冬暖，何所夏凉》
合作开设子公司	姜鸿	《杨门虎将》、《新洛神》、《封神英雄榜》
	张涵予	《集结号》、《风声》、《智取威虎山》、《天下长安》

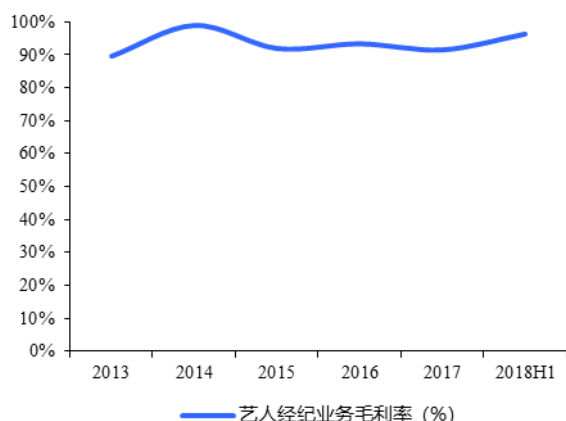
数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

2.2.2. 形成“以剧造星，以星辅剧”的业务闭环。

艺人经纪业务协同效应显著。一方面，艺人经纪业务毛利率在 90%以上，能够持续为公司创造利润。伴随杨紫、任嘉伦、秦俊杰等艺人热度持续飙升，公司艺人经纪业务也进入爆发期，2017 年艺人经纪业务为公司贡献营业收入 8968.53 亿元，同比增长 240.83%。另一方面，公司进入上游艺人经纪及相关服务行业，获取演员资源，从而掌握产业链上游的稀缺资源，以此构建“以剧造星、以星辅剧”的业务闭环。公司出品剧集多采用与公司签署合作协议或演艺经纪代理协议的艺人，降低制作成本的同时也能提高演员与剧本匹配度。《古剑奇谭》、《少年四大名捕》、《大唐

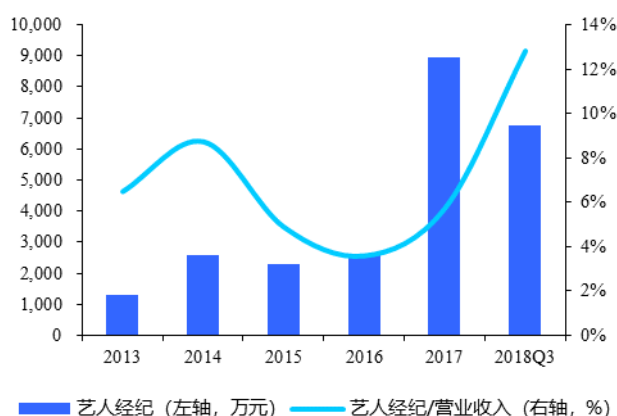
荣耀》、《天乩之白蛇传说》都是采用公司当时旗下艺人大获成功的典型。

图 15: 艺人经纪业务毛利率在 90% 以上



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 16: 公司艺人经纪业务也进入爆发期



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 11: 出品剧集多采用与公司签署合作协议或演艺经纪代理协议的艺人

时间	剧目	主演
2011	宫锁心玉	杨幂、冯绍峰、何晟铭、佟丽娅
2012	宫锁珠帘	杜淳、袁姗姗、杨幂
	倾城雪	杜淳、董洁
2013	画皮之真爱无悔	刘恺威、白冰、颖儿
2014	少年四大名捕	张翰、杨洋、何晟铭、陈伟霆
	古剑奇谭	杨幂、李易峰、马天宇、乔振宇
2015	活色生香	李易峰、陈伟霆、唐嫣、舒畅
	爱的阶梯	张檬、张睿、霍政谚
2016	青云志	李易峰、赵丽颖、秦俊杰、茅子俊
	大唐荣耀 I	任嘉伦、景甜、秦俊杰、茅子俊
2017	大唐荣耀 II	任嘉伦、景甜、秦俊杰、茅子俊
	天使的幸福	明道、刘诗诗
2018	天乩之白蛇传说	任嘉伦、杨紫、刘学义、茅子俊、李曼、何杜娟
待播	天下长安	张涵予、秦俊杰、李雪健、舒畅、韩栋、王俊松、何中华
	锦衣之下	任嘉伦、谭松韵、韩栋
	听雪楼	秦俊杰、袁冰妍、韩承羽
	秋蝉	任嘉伦、李曼、刘欢、何杜娟、菅纫姿、刘学义、王劲松

注: 加粗艺人是与公司签署合作协议或演艺经纪代理协议的艺人

数据来源: 国泰君安证券研究

3. 估值吸引力凸显

3.1. 核心假设

3.1.1. 公司 2018-2020 年营收预测

影视内容制作业务：公司新开机拍摄影视剧（含非执行制片剧）8 部约 358 集，2018 年成片影视剧（含非执行制片剧）共 4 部 224 集，同时在手 IP 资源丰富，后续储备项目众多，预计 2018-2020 年影视内容制作业务同比变动-18%/15%/20%，毛利率因售价及生产模式变动而有所下降。

艺人经纪业务：公司在手艺人丰富，考虑到公司影视内容业务与艺人经纪业务有较强协同效应，预计 2018-2020 年公司艺人经纪业务增长 100%/20%/20%，毛利率保持在 95%左右的水平。

3.1.2. 期间费用率预测

考虑到公司业务平稳发展，预计公司费用率基本保持稳定，略有下降

3.2. 盈利预测

根据我们的核心假设，公司 2018-2020 年可实现的收入分别为 13.63 亿元、15.75 亿元和 18.88 亿元，分别同比增长了-13.0%/15.5%/19.9%，实现归属母公司的净利润分别为 4.5 亿元、5.4 亿元和 6.34 亿元，分别同比增长了 6.7%/20.0%/17.4%，对应 EPS 分别为 0.46/0.55/0.65 元。

表 12：预测利润表（百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	474	739	1,567	1,363	1,575	1,888
增长率	—	55.7%	112.2%	-13.0%	15.5%	19.9%
营业成本	199	282	869	537	685	822
%销售收入	42.0%	38.1%	55.4%	39.4%	43.5%	43.5%
毛利	275	457	698	827	890	1,066
%销售收入	58.0%	61.9%	44.6%	60.6%	56.5%	56.5%
税金及附加	2	5	12	10	12	14
%销售收入	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	44	116	181	186	198	247
%销售收入	9.3%	15.7%	11.5%	13.6%	12.6%	13.1%
管理费用	31	41	52	61	68	77
%销售收入	6.5%	5.6%	3.3%	4.5%	4.3%	4.1%
研发费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	5	11	9	-22	-39	-53
%销售收入	1.1%	1.5%	0.6%	-1.6%	-2.5%	-2.8%
息税前利润（EBIT）	199	295	454	569	613	727
%销售收入	41.9%	40.0%	29.0%	41.8%	38.9%	38.5%
资产减值损失	-3	15	43	86	49	63
信用减值损失	0	0	0	0	0	0
其他收益	0	0	8	7	8	9
投资收益	0	0	40	20	25	20
%税前利润	0.0%	0.0%	8.8%	3.8%	3.9%	2.7%
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0

公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0
资产处置收益	0	-1	0	0	0	0
营业利润	196	268	453	533	635	746
营业利润率	41.4%	36.3%	28.9%	39.1%	40.3%	39.5%
营业外收支	22	22	5	-3	0	0
税前利润	218	290	458	530	635	746
利润率	46.1%	39.3%	29.2%	38.8%	40.3%	39.5%
所得税	47	25	36	79	95	112
所得税率	21.6%	8.6%	7.9%	15.0%	15.0%	15.0%
合并报表的净利润	171	265	422	450	540	634
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	171	265	422	450	540	634
净利率	36.1%	35.9%	26.9%	33.0%	34.3%	33.6%

数据来源：国泰君安证券研究

3.3. 可比公司估值

3.3.1. PE 估值方法

我们选取华策影视、新文化、捷成股份、慈文传媒、华谊兄弟与公司进行可比公司 PE 估值比较。根据可比公司估值，2018~2020 年，公司同行业可比公司平均估值分别为 14.70/10.86/9.03 倍 PE，公司对应估值水平为 9.89/8.24/7.02 倍 PE，公司 2019-2020 年估值具有一定的吸引力，给予公司 2019 年行业平均估值 10.86 倍 PE，对应公司估值为 5.98 元。

表 13: 可比公司 PE 估值比较 (截止到 2019 年 2 月 15 日收盘价)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股) (wind 一致预期)			PE		
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
300133.SZ	华策影视	6.82	120.94	0.43	0.54	0.66	16.03	12.56	10.29
300336.SZ	新文化	4.54	36.61	0.28	0.32	0.40	15.97	14.08	11.43
300182.SZ	捷成股份	4.21	108.41	0.53	0.72	0.86	7.97	5.86	4.89
002343.SZ	慈文传媒	8.55	40.61	0.78	1.23	1.46	10.90	6.97	5.85
300027.SZ	华谊兄弟	4.72	131.92	0.21	0.32	0.37	22.64	14.84	12.69
行业均值							14.70	10.86	9.03
000892.SZ	欢瑞世纪	4.54	44.54	0.46	0.55	0.65	9.89	8.24	7.02

数据来源：wind，国泰君安证券研究

3.4. 绝对估值法

我们采取 DCF 绝对估值法对公司进行估值。在绝对估值法的条件下，公司股票估值为 5.81 元。我们绝对估值法的假设如下：

图 17: FCFF/WACC 模型核心假设

资产贴现率Ka

行业Beta	1.15
无风险利率Rf	2.30%
风险溢价	7.85%
资产贴现率Ka	11.33%

加权平均资本成本WACC

债务比率D/(E+D)	15.27%
权益比率E/(E+D)	84.73%
WACC	12.70%

股票贴现率Ke

股本总额	980.98
股价	4.53
股本价值Ve	4,443.84
债务总额Vd	800.75
债务利率Kd	6.00%
实际税率Tc	15.00%

股票Beta	1.50
股票贴现率Ke	14.08%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

综合相对估值与绝对估值两种方法,我们认为,公司持续拓展艺人和IP等影视核心生产要素储备,同时建立涵盖剧本-制片-发行-商务-艺人经纪等在内的全流程管控体系,在影视内容受众群体对质量要求不断提升的背景下通过多元化内容制作和核心生产要素的绑定实现自身优质内容制作能力和艺人经纪业务的协同。基于以上理由,我们首次覆盖欢瑞世纪,首次给予公司目标价 5.81 元,首次给予增持评级。

4. 风险提示

4.1. 市场竞争风险

公司所处行业市场化程度较高,公司如果无法在激烈的市场竞争中维持自身核心竞争力,持续掌握影视行业核心生产要素,则面临下游渠道视频网站议价能力持续提升带来的毛利率下滑风险。

4.2. 政策风险

公司所处影视内容制作行业受相关监管部门政策影响较大,若监管政策发生重大变化而公司未能及时调整相关业务,则存在因监管政策变化导致业务下滑的风险。

4.3. 股票质押风险

公司控股股东股票质押数量较多,若公司后续因市场因素等股价下跌较多,则面临因质押比较高带来的市场风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		