申万宏源研究 SWS RESEARCH

传媒

2019 年 03 月 27 日

北京文化 (000802)

——新一线影视龙头公司，IP 化平台型可持续增长

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：	2019 年 03 月 26 日
收盘价（元）	12.79
一年内最高/最低（元）	17.18/9.02
市净率	1.8
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	4958
上证指数/深证成指	2997.10/9513.00

注："息率"以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2018 年 12 月 31 日
每股净资产（元）	7.11
资产负债率%	23.07
总股本/流通 A 股(百万）	716/388
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《BATTJ 的第三次产业浪潮——2019 年智能传媒&AI 互联网行业投资策略》2018/11/20

证券分析师
周建华 A0230517010001
zhoujh@swsresearch.com
汪澄 A0230518070008
wangcheng@swsresearch.com

联系人
汪澄
(8621)23297818×010-66500570
wangcheng@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **《流浪地球》、《战狼 2》等票房冠军作品验证爆品可持续，推动公司晋升影视内容新一线龙头。** 公司先后参与《战狼 2》、《芳华》、《我不是药神》、《无名之辈》、《流浪地球》等票房冠军级作品/现象级电影，证实公司可持续的爆品能力。公司自 2014-2018 年以来参与近 25 部电影投资、发行，其中 5 部电影票房位列当年国产电影票房前 10 名。我们预计春节档票房冠军《流浪地球》最终票房约在 47 亿左右，给公司带来 3 亿元至 3.5 亿元毛利收益。在《流浪地球》之外，公司 2019 年将有近 10 部电影上映，以及 7-9 个电视剧项目，业绩可持续有望超预期。

- **能力互补团队+投委会决策机制+全流程把控+立体化宣发，极大改善项目性内容公司业绩连续性问题。** 国内传统影视公司一般只在电影、电视或综艺三大领域中的某个领域具备优势，难以三个领域同步均衡发展，核心原因是这些公司一般只依靠某个核心创始人/家族，能力有短板。相比之下，北京文化具备鲜明竞争优势：（1）核心业务团队成员宋歌、杜扬、娄晓曦、王京花等均分别在电影、全网剧、综艺经纪等领域工作多年，内容判断、投资、项目把控能力极佳；（2）投委会形式对于项目投资进行决策，具备严格的收益测算标准，避免人情偏好对决策的影响，以及利益输送行为；（3）《我不是药神》、《流浪地球》及后续《热带往事》、《特警队》等项目均采取与股东关联方基金合作投资形式，加强与其他制片方的利益绑定；（4）全流程把控主投项目，宣发能力突出，具备打造爆款作品的经验，最大限度提升项目成功率。

- **投资 13 亿打造《封神》三部曲，预计公司未来成为 SIP 驱动的全产业链平台级公司。** 2016-2018 年，国内电影市场进入平稳增长期，年票房复合增长率 8%，但国产电影 2018 年实现 26%增速，观众观影品味与好莱坞市场拉开差距，利好国产大片龙头北京文化。在好莱坞市场，漫威《复仇者联盟》、《钢铁侠》、《雷神》、《美国队长》、《银河护卫队》等超级英雄系列，以及《指环王》等科幻系列，均取得了巨大的票房成功。北京文化拟投资不超过 13 亿拍摄《封神》三部曲，于 2020 年至 2022 年暑期公映，驱动爆品业绩。借助《封神》这一 SIP，全面布局主题乐园、酒店、网剧、综艺等全产业链，建立产业链基础上的立体化开发与立体营销体系，使公司成为具有大 IP 驱动的好莱坞级平台型公司。

- **首次覆盖给予"买入"评级。** 我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入 16.99 亿/20.42 亿/23.34 亿元，实现归母净利润 4.88 亿/5.69 亿/6.60 亿元，对应净利润增速为 50.0%/16.6%/15.8%，对应 EPS 为 0.68/0.80/0.92 元/股。给予公司 2019 年 24 倍目标 PE，对应目标市值为 117 亿元，具备 28%空间，给予"买入"评级。

- **风险提示：** 未来主投主控作品票房不达预期的风险；电视剧项目销售不达预期的风险；影视行业政策监管风险；公司治理风险。

财务数据及盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,321	1,205	1,699	2,042	2,334
同比增长率（%）	42.57	-8.78	41.00	20.20	14.30
净利润（百万元）	310	326	488	569	660
同比增长率（%）	-40.60	4.99	50.00	16.60	15.80
每股收益（元/股）	0.43	0.46	0.68	0.80	0.92
毛利率（%）	48.8	51.1	50.6	48.0	47.5
ROE（%）	6.5	6.4	8.8	9.3	9.7
市盈率	30	28	19	16	14

注："市盈率"是指目前股价除以各年业绩；"净资产收益率"是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

预测公司 2019-2021 年实现营业收入 16.99 亿/20.42 亿/23.34 亿元 ,实现归母净利润 4.88 亿/5.69 亿/6.60 亿元，对应 EPS 为 0.68/0.80/0.92 元。给予公司 2019 年 24 倍目标 PE，目标市值为 117 亿元，给予“买入”评级。

关键假设点

2019-2021 年公司电影业务收入增速 54%/25%/20%，2019 年毛利率 47%，2020-2021 年毛利率 43%；2019-2021 年电视剧网剧收入增速 44%/20%/11%，毛利率维持在 48%；2019-2021 年艺人经纪收入年增速 5%，旅游业务收入小幅下降。

有别于大众的认识

市场可能认为公司属项目制影视投资公司，业绩稳定性差，我们认为公司持续经营能力优于影视行业水平，持续经营能力强。核心团队稳定性好，过往作品证明影视投资眼光独到，业内资源及项目全流程把控能力突出。

市场可能担忧国内票房增速放缓的挑战。我们认为电影市场竞争格局在变化中，头部影片市占率提升，影片质量成为票房的核心驱动力，传统大牌演员、导演票房号召力下降。北京文化等聚焦新一代电影人，重视作品质量的新影视龙头竞争力将得以凸显。

股价表现的催化剂

投资发行电影作品票房超预期；后续业绩持续兑现

核心假设风险

未来主投主控作品票房不达预期的风险；电视剧项目销售不达预期的风险；影视行业政策监管风险；公司治理风险。

目录

1. “电影+电视剧+综艺经纪”三驾马车均衡发展 5

1.1 旅游行业起家，2013 年底全面转型影视行业 5
1.2 影视经纪业务快速增长，48%以上毛利率远高于同行..... 6
1.3 引进富德生命人寿股权均衡，高比例股权绑定核心管理层 7

2. 影视行业泡沫出清，利好爆品内容公司 8

2.1 国产电影快速增长，极大拓展公司成长空间..... 8
2.2 优质团队+内容成影业驱动力，IP 系列化增加业绩确定性 9

3. 新一线娱乐龙头公司，IP 平台化提高业绩稳定性 11

3.1 管理层深耕影视多年，精通电影全网剧经纪行业运作.....11
3.2 项目运营能力突出，专业宣发为作品护航 14
3.3 电视剧领域与外界深度合作，持续产出现象级作品 14
3.4 与阿里影业战略合作，互联网营销能力杰出..... 17

4. 可持续的爆品票房是未来 3 年股价连续催化剂 17

4.1 《流浪地球》领跑，2019 年预计 10 部电影上映 17
4.2 未来四年《封神》三部曲逐步落地，全产业链平台化布局 20

5．盈利预测与估值.....21

5.1 盈利预测：预计 2019 年净利润增速 50%..... 21
5.2 相对估值法给予目标市值 117 亿元..... 23

图表目录

图 1：2018 年营收同比减少 8.8% 6
图 2：2018 年扣非归母净利润增长 3.3% 6
图 3：电影及电视剧营收合计占比超 85%（单位：百万元） 7
图 4：公司毛利率及扣非净利润率 7
图 5：我国电影总票房持续上涨 8
图 6：我国观影人次增加 8
图 7：历年国产电影与进口电影票房比较 9
图 8：2018 年票房过 10 亿影片高达 17 部 9
图 9：世纪伙伴核心成员 15
图 10：《流浪地球》宣传海报 18
图 11：《特警队》宣传海报 18

表 1：主要并购事件 5
表 2：公司前十大股东（2018 年年报） 7
表 3：2018 年票房过 10 亿电影 10
表 4：2018 年国产电影票房前十制作精良 10
表 5：2018 年国产电影系列电影票房表现 11
表 6：公司董事会及高管多为影视行业资深人士 12
表 7：北京文化已上映电影 13
表 8：世纪伙伴核心成员 15
表 9：世纪伙伴历史已拍摄电视剧 16
表 10：2019 年北京文化预计上映电影 17
表 11：2019 年及之后拍摄电视 19
表 12：西游记 IP 系列电影票房表现 21
表 13：主营业务收入成本预测（单位：百万元） 22
表 14：影视内容行业估值表 23

1. “电影+电视剧+综艺经纪”三驾马车均衡发展

1.1 旅游行业起家，2013 年底全面转型影视行业

主营影视综艺内容投资及艺人经纪。公司全名北京京西文化旅游股份有限公司，1998 年在深交所上市（原证券简称“京西旅游”），主要业务为以北京市潭柘寺、戒台寺、灵山、妙峰山“两山两寺”核心景区为主的旅游业。2013 年底至 2016 年 4 月，公司相继收购摩天轮、世纪伙伴、浙江星河三家影视投资制作公司，以及影院经营公司艾美影投。2016 年起，公司将影院业务实施委托经营，不在作为主要业务。当前，公司主营业务包括电影、电视剧的投资制作发行业务，艺人经纪业务，以及原旅游业务。

表 1：主要并购事件

时间	事件	被收购公司简介
2013.12	以 1.5 亿收购北京光景瑞星文化传媒有限责任公司(后更名为北京摩天轮文化传媒有限公司）	摩天轮成立于 2010 年，原控股股东及实际控制人为宋歌。公司历史年度的主营业务为引进电影《红鹰侠》，自 2013 年，公司开始拍摄及投资电影，拍摄的首部电影《同桌的妳》获得了 4.56 亿的总票房。
2014.04	以 335 万元收购艾美（北京）影院投资有限公司	以经营影院为主
2016.04	以 13.5 亿收购北京世纪伙伴文化传媒股份有限公司	世纪伙伴由娄晓曦于 2006 年创建成立，原控股股东及实际控制人为娄晓曦，以制作精品电视剧出品制作为主业。
2016.04	以 7.5 亿收购浙江星河文化经纪有限公司	浙江星河由经纪行业内经纪人王京花于 2012 年创立，主业务是为影视演艺人才提供专业化的经纪代理服务以及企业项目服务。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

电影板块：公司于 2013 年 12 月收购北京摩天轮，涉足电影领域，目前业务包括电影投资、制作及发行。其中发行主要靠收取发行代理费，一般为实际发行收入的一定比例，制作和投资分别按实际发行收入扣除发行成本及代理费后的出资比例获得收入。公司 2014-2018 年分别参与 2/5/5/5/8 部电影的投资及发行，其中包括 2014 年国产片票房亚军《心花路放》、2017 年国产票票房冠军《战狼 2》、2018 年暑期档票房冠军《我不是药神》等、2019 年春节档票房冠军《流浪地球》等。

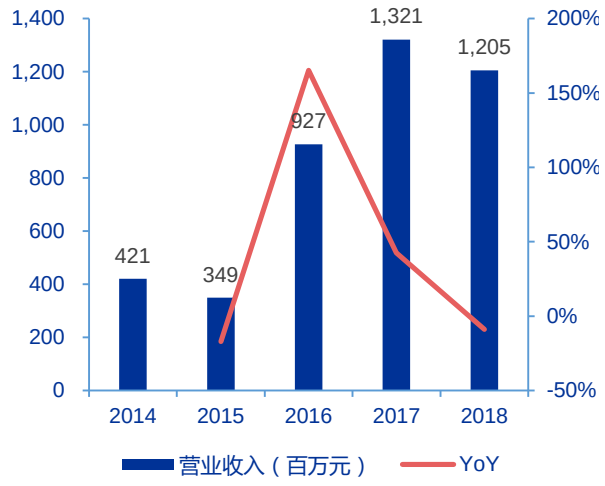
电视剧板块：公司 2016 年以 13.5 亿收购世纪伙伴，世纪伙伴原实际控制人为电视剧投资人娄晓曦，主营精品电视剧制作，自创立以来已出品多部精品电视剧，包括《红娘子》、《风雨唐人街》、《四十九日• 祭》、《勇敢的心》、《九州•海上牧云记》等，2012 年、2013 年、2014 年、2015 年、2016 年、2017 年分别出品了 103、30、264、114、76、75 集电视剧。

艺人经纪板块：公司 2016 年以 7.5 亿收购浙江星河，开展艺人经纪业务。浙江星河由“金牌经纪人”王京花创立，旗下签约白百何、陆毅、梅婷等众多知名艺人，同时培养新兴年轻艺人。

1.2 影视经纪业务快速增长，48%以上毛利率远高于同行

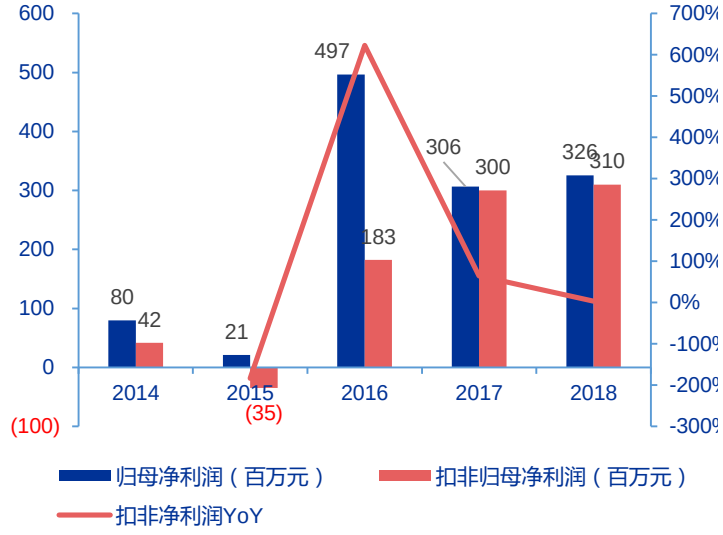
2016 年后公司影视板块逐步成型，营收及净利润快速增长。公司 2013 年年末开始转型影视行业，2016 年完成对于世纪伙伴和瀚天星河的收购，完成影视行业转型布局，营收、净利润较 2015 年及之前大规模增长。公司 2017 年实现营收 13.21 亿元，同比增长 42.6%；扣非归母净利润 3 亿元，同比增长 64.4%（公司 2016 年计提处置龙泉宾馆产生的 3.6 亿元非经常性损益）。2018 年公司停止综艺节目投资业务，全年实现营收 12.05 亿元，同比减少 8.8%，实现归母净利润 3.1 亿元，同比增长 3.3%。

图 1：2018 年营收同比减少 8.8%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：2018 年扣非归母净利润增长 3.3%

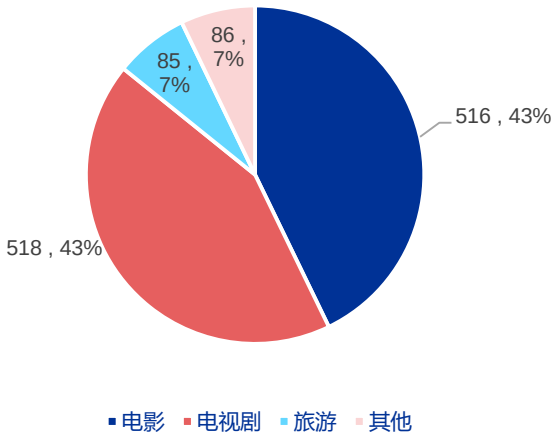


资料来源：公司公告，申万宏源研究

头部影片带动，2018 年电影及电视剧投资业务占总营收八成以上。公司影视投资业务规模持续扩大。在 2017 年《战狼 2》、2018 年《我不是药神》等头部影片的带动下，公司 2017/2018 年电影板块实现营收 5.13 亿/5.16 亿元，较 2016 年 1.53 亿元大幅提升，营收占比由 17%提升至 43%；2017/2018 年电视剧网剧业务实现营收 4.85 亿/5.18 亿元，2018 年营收占比为 43%；艺人经纪业务受部分艺人合约到期影响，2018 实现营收 0.76 亿元，同比减少 45%；原旅游业务 2018 年经营情况稳定，后续潭柘寺、戒台寺经营管理权将交还门头沟区旅游委，旅游板块将从景区运营向与影视业务深度结合的文化旅游方向尝试。

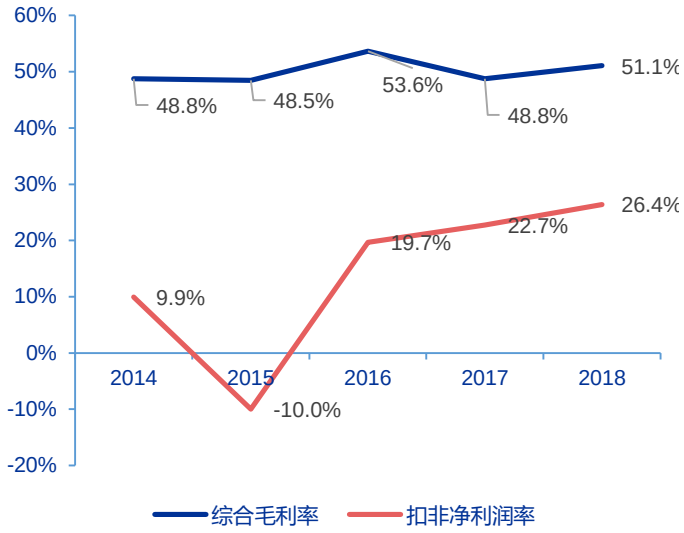
毛利率 48%以上，显著高于同行，净利润率逐步提升。2015 年-2018 年公司综合毛利率分别为 48.5%/ 53.6%/ 48.8%/51.1%，高于光线传媒、华谊兄弟、华策影视等同业公司平均 40%左右的毛利率水平，主要原因是公司主投主控影视作品效益良好。公司管理费用及销售费用主要为人员工资和业务费用，和项目收益无直接比例关系，在营收高增的情况下，费用率呈下行趋势，盈利能力持续提升。

图 3：电影及电视剧营收合计占比超 85%（单位：百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：公司毛利率及扣非净利润率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 引进富德生命人寿股权均衡，高比例股权绑定核心管理层

2016 年 4 月北京文化向富德生命人寿、西藏金宝藏、西藏九达、石河子无极、新疆嘉梦、西藏金桔、北京北清、宁波大有共计 8 名特定投资者以每股 8.92 元非公开发行共计 324,459,895 股股票，占总股本的 45.5%。其中富德生命人寿持股占总股本 15.27%，强大的股东背景为北京文化布局影视及经纪行业、稳步快速发展提供了强有力的支持。

影视公司的核心资产是公司核心人才，西藏金宝藏和新疆嘉梦的控股股东和实际控制人娄晓曦、西藏金桔的控股股东和实际控制人王京花分别持有公司 12.5%和 4.32%的股份，两者作为公司的主要股东与公司的利益高度一致，更有利于子公司世纪伙伴和浙江星河的发展。

截至 2018 年三季报，原控股股东中国华力控股集团有限公司持股仅占总股本 15.74 %，仍然为公司的第一大股东，中国华力控股的实际控制人为丁明山，丁明山的全资子公司海南佳利特实业投资有限公司持有华力控股 53.79%的股权。华力控股以房地产起家，如今发展成为集地产、医疗、文化旅游、产业投资、贸易于一体的公司。由于华力控股依其持有的股份所享有的表决权不足以对股东会、股东大会的决议产生重大影响，所以目前北京文化无控股股东。

表 2：公司前十大股东（2018 年年报）

排名	股东名称	法定代表人	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	中国华力控股集团有限公司	丁明山	113,841,309	15.9	A 股流通股
2	富德生命人寿保险股份有限公司	方力	111,649,909	15.6	限售流通 A 股

3	西藏金宝藏文化传媒有限公司	娄晓曦	52,816,457	7.38	限售流通 A 股
4	西藏九达投资管理有限公司	肖勇	47,516,300	6.64	限售流通 A 股
5	石河子无极股权投资合伙企业(有限合伙)	王辉	38,085,201	5.32	限售流通 A 股
6	新疆嘉梦股权投资合伙企业(有限合伙)	娄晓曦	37,990,695	5.31	限售流通 A 股
7	西藏金桔文化传播有限公司	王京花	31,390,123	4.38	限售流通 A 股
8	全国社保基金一零四组合		18,009,920	2.52	A 股流通股
9	沈奇辉		14,435,822	2.02	A 股流通股
10	陕西省国际信托股份有限公司-陕国投·聚宝盆 98 号证券投资集合资金信托计划		13,402,942	1.87	A 股流通股
	合　　计		479,138,678	66.94	

资料来源：公司公告、申万宏源研究

2. 影视行业泡沫出清，利好爆品内容公司

2.1 国产电影快速增长，极大拓展公司成长空间

2019 年春节档票房在高基数下实现小幅增长。根据艺恩数据初步统计，2019 年春节档（正月初一至正月初六）全国实现总票房（含服务费）57.8 亿元，同比增长 0.8%，扣除服务费后总票房 54.4 亿元，同比增长 0.2%，观影人次 1.29 亿人次，同比下降 10.7%。其中正月初一全国总票房达 14.4 亿元（含服务费），刷新 2018 正月初一 12.8 亿元的票房表现，创中国电影史单日最高票房纪录。公司参与投资出品及发行的《流浪地球》克服首日排片仅占 13%的不利局面，凭借影片口碑及后续宣发逆袭，占据春节档 31.5%市场份额，且单日票房份额占比持续提升，自大年初五后已占据 50%以上。

2018 年国内电影市场票房增长 8.1%，表现平稳。2018 年国内电影市场总票房 610 亿元，同比增 8.7%；扣除电商服务费后为 566 亿元，同比增长 8.1%，略低于 2017 年 15%的增速。2016-2018 三年复合增速为 8.7%，整体增速区域平稳，但仍明显高于北美等成熟市场 2%-3%的年票房增速。

图 5：我国电影总票房持续上涨

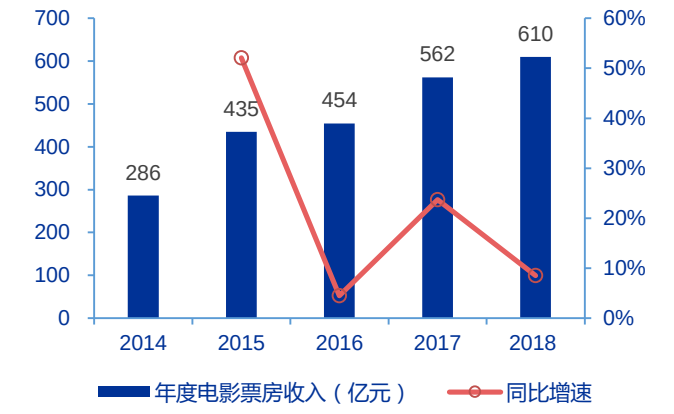
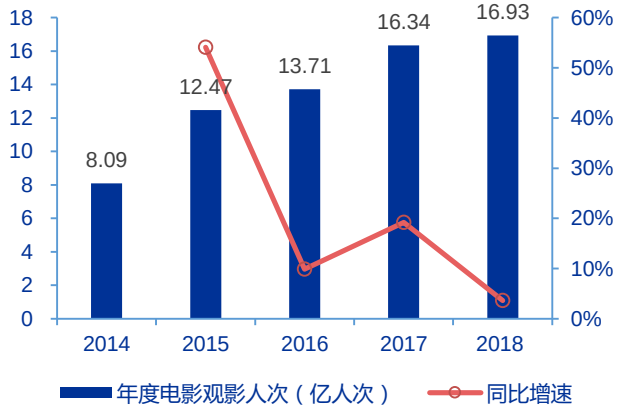


图 6：我国观影人次增加

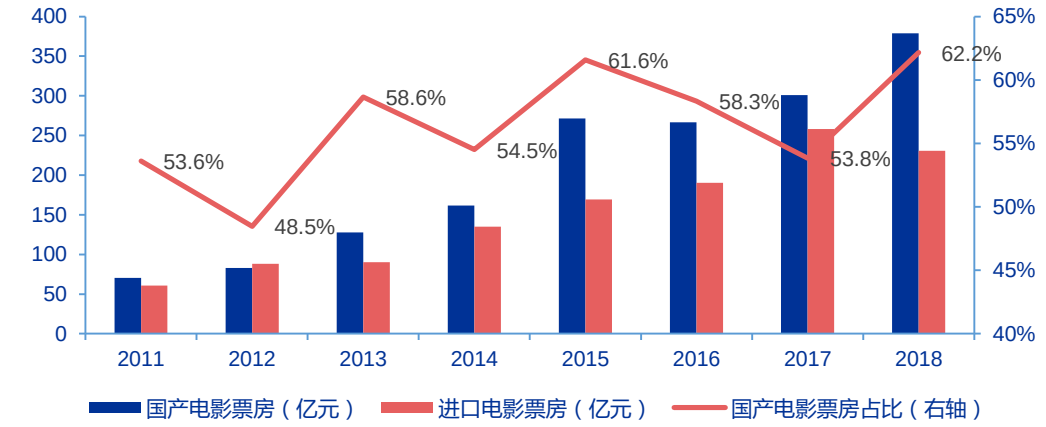


资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

国产电影成为国内票房增长的主要驱动力。在 2018 年上映众多好莱坞电影如《复仇者联盟 3》、《毒液》、《海王》、《头号玩家》、《碟中谍 6：全面瓦解》的情况下，国产电影表现仍明显好于进口电影。全年国产电影总票房为 378.97 亿元，同比增长 25.89%，市场占比为 62.15%，相比 2017 年提高了 8.3 个百分点，近十年来的最高。2018 全年排行前四的电影《红海行动》、《唐人街探案 2》、《我不是药神》、《西虹市首富》均为国产电影，累计票房 126.96 亿元，累计贡献 2018 年全年总票房的 21.4%。

图 7：历年国产电影与进口电影票房比较

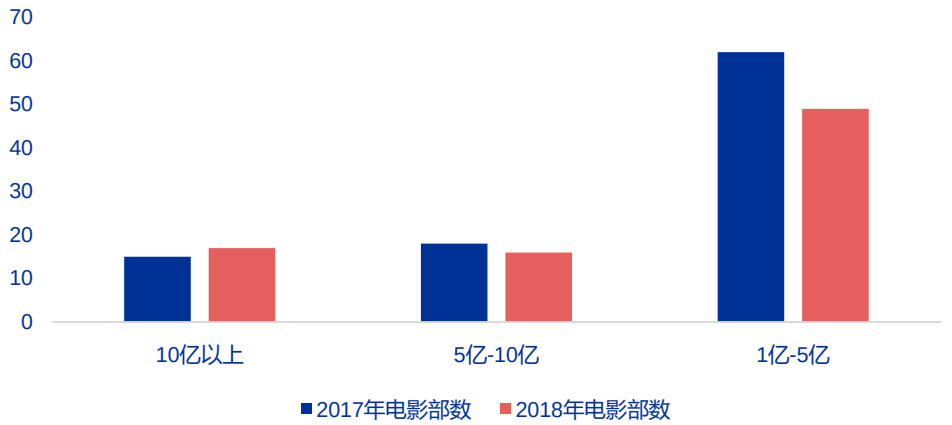


资料来源：艺恩智库，申万宏源研究

2.2 优质团队+内容成影业驱动力，IP 系列化增加业绩确定性

行业马太效应强化，票房过 10 亿电影高达 17 部，其中有 9 部国产电影。2018 年上映的电影市场集中度较 2016 年有所提高，行业马太效应进一步强化。2018 年票房在 10 亿以上的头部电影高达 17 部（2017 年 15 部）。票房在 5 亿至 10 亿之间、1 亿至 5 亿之间的电影数为 16 部、49 部，相较于 2017 的 18 部和 62 部有所下降。

图 8：2018 年票房过 10 亿影片高达 17 部



资料来源：猫眼专业版，申万宏源研究

表 3：2018 年票房过 10 亿电影

排名	上映时间	电影名	总票房（亿元）	票房占全年票房比重(%)	类型	国家及地区
1	2018/2/16	红海行动	36.51	6.15	动作	中国/中国香港
2	2018/2/16	唐人街探案 2	33.98	5.72	喜剧	中国
3	2018/7/5	我不是药神	30.97	5.21	剧情	中国
4	2018/7/27	西虹市首富	25.47	4.29	喜剧	中国
5	2018/5/11	复仇者联盟 3：无限战争	23.91	4.02	动作	美国
6	2018/2/16	捉妖记 2	22.37	3.77	喜剧	中国香港/中国
7	2018/11/9	毒液：致命守护者	18.69	3.15	动作	美国
8	2018/12/7	海王	17.2	2.9	动作	美国
9	2018/6/15	侏罗纪世界 2	16.96	2.85	动作	美国
10	2017/12/29	前任 3：再见前任	16.47	2.77	喜剧	中国
11	2018/3/30	头号玩家	13.97	2.35	科幻	美国
12	2018/4/28	后来的我们	13.62	2.29	爱情	中国
13	2018/8/10	一出好戏	13.51	2.27	喜剧	中国
14	2018/9/30	无双	12.73	2.14	动作	中国/中国香港
15	2018/8/31	碟中谍 6：全面瓦解	12.42	2.09	动作	美国
16	2018/8/10	巨齿鲨	10.49	1.77	动作	美国
17	2018/4/13	狂暴巨兽	10.04	1.69	动作	美国

资料来源：中国票房、申万宏源研究

观众品味升级，精品电影取胜。随着我国电影行业的发展，观众的品味不断升级。2018 年票房前 10 的电影猫眼评分均在分以上，其中黑马电影《我不是药神》、《红海行动》、《前任 3：再见前任》、《无名之辈》等评分均达到 9 分以上，其中《我不是药神》评分高达 9.6 分。中国电影观众的口味发生变化，对于优秀影片的辨别、鉴赏能力在提高。以往的“粉丝效应”造就的高票房已经不可复制。

表 4：2018 年国产电影票房前十制作精良

电影名	总票房（亿元）	猫眼评分	豆瓣评分
红海行动	36.51	9.4	8.3
唐人街探案 2	33.98	9	6.7
我不是药神	30.97	9.6	9
西虹市首富	25.47	9.2	6.6
捉妖记 2	22.37	8.1	5
前任 3：再见前任	16.47	9.2	5.5
后来的我们	13.62	8.3	5.9
一出好戏	13.51	8.3	7.1
无双	12.73	8.9	8.1
超时空同居	9	8.7	6.9

资料来源：猫眼电影、豆瓣、申万宏源研究

系列电影成行业趋势。《战狼》系列两部电影分别获得了 5.45 亿、56.82 亿的票房，总票房高达 62.3 亿；《人在囧途》系列三部电影分别获得了 3800 万元、12.67 亿、16.14 亿的票房；《澳门风云》系列三部电影分别获得了 5.24 亿、9.68 亿、11.16 亿的票房；《前任》系列三部电影分别获得了 1.29 亿、2.51 亿、15.08 亿的票房；《画皮》系列两部电影分别获得了 2.32 亿、7.02 亿的票房。可以看出，系列电影一般是第一部票房不错的情况下继续拍后续电影，在原有粉丝和历史高口碑的基础上，后续电影的票房会显著提升。

表 5：2018 年国产电影系列电影票房表现

电影	部数	总票房（亿元）
《战狼》系列	2	62.3
《捉妖记》系列	2	46.75
《唐人街探案》系列	2	42.2
《人在囧途》系列	3	29.2
《澳门风云》系列	3	26.1
《前任》系列	3	18.9
《小时代》系列	4	17.9
《北京遇上西雅图》系列	2	12.4
《叶问》系列	3	10.8
《杀破狼》系列	2	10.8
《画皮》系列	2	9.3
《狄仁杰》系列	2	8.9
《非诚勿扰》系列	2	7.1
《窃听风云》系列	3	6.7
《大话西游》系列	3	5.5
《志明与春娇》系列	3	2.5

资料来源：猫眼电影、申万宏源研究

3. 新一线娱乐龙头公司，IP 平台化提高业绩稳定性

3.1 管理层深耕影视多年，精通电影全网剧经纪行业运作

核心领导团队深耕影视行业，业内资源丰富，一体化服务锁定头部项目。影视内容公司核心竞争力在于其团队成员的专业能力和业界资源。公司核心业务团队成员宋歌、杜扬、娄晓曦、王京花等均在业界工作多年，对于项目把控能力强。其中董事长兼总裁宋歌曾任北京完美时空文化传播有限公司董事长、万达影视传媒有限公司总经理。与宋歌长期搭档的资深电影人杜扬曾担任华谊兄弟宣传总监、星光国际影视总经理、完美时空总经理、万达影视副总经理等职务，对于电影开发、制作到宣发、营销均有涉猎。娄晓曦为知名电视

制作人，曾在华谊兄弟任职。王京花自 1991 年开始涉足经纪行业，曾担任李冰冰、任泉、胡军、范冰冰、白百何等知名演员经纪人，在行业内具有广大影响力。

表 6：公司董事会及高管多为影视行业资深人士

姓名	职务	任职日期	曾经任职
宋歌	董事长,总裁	2015/6/30	曾任北京完美时空董事长,万达影视总经理，现任北京太合麦田音乐董事、北京文化副董事长、工夫影业(宁波)董事
娄晓曦	副董事长,董事	2016/3/29	2006 年至今任北京世纪伙伴文化董事长兼总经理，2014.07—至今西藏金宝藏文化传媒有限公司董事长兼总经理
陶蓉	副董事长,董事	2016/3/29	曾任传奇梦想(北京)文化传媒有限公司董事长
丁江勇	董事	2011/6/8	曾任同仁医疗产业集团有限公司董事长,北京文化董事长，现任中国华力控股董事、北京文化副董事长
杜扬	副总裁	2014/8/14	曾任太合影视投资有限公司副总裁、北京完美时空总经理、万达影视副总经理、华谊兄弟宣传总监,现任北京摩天轮总经理、北京文化副总裁
彭佳疃	董事	2015/9/22	曾任北京世纪伙伴财务总监
邸晓峰	董事	-	曾任北京法律事务中心律师
李华宾	董事	-	曾任柳州（新艺堡）演艺吧创始人，柳州时尚音乐餐厅（爱德森）创始人
褚建国	董事	-	曾任四通集团财务部主任会计、审计部主任审计，北京中洲会计师事务所主任会计师助理
陈晨	副总裁,董事会秘书	2012/12/6	曾任北京文化董事长助理
杜扬	副总裁	2014/8/14	曾任太合影视投资有限公司副总裁、北京完美时空总经理、万达影视副总经理、华谊兄弟宣传总监,现任北京摩天轮总经理、北京文化副总裁
邓勇	副总裁	2015/6/30	曾任北京文化总裁
彭佳疃	副总裁	2015/8/31	曾任北京世纪伙伴财务总监
于晓萍	财务总监	2009/10/16	曾任北京龙泉宾馆财务总监、北京文化审计部经理
刘伟	党委书记	2008/8/15	曾任北京龙泉宾馆有限公司董事长、北京文化董事长

资料来源：公司公告、申万宏源研究

顾问、导演、编剧、制作人、艺人全面覆盖，形成完整项目运作储备。公司与上海爱美影视文化传媒有限公司、陈国富的工夫影业股份有限公司、北京聚合影联文化传媒有限公司签署合作协议，共同投资合作影视项目。目前，公司构建了以陈国富、刘震云、严歌苓为核心的顾问团队，以丁晟、孙皓、张黎、乌尔善、徐皓峰、吴京为核心的导演团队，以刘震云、刘伽茵、严歌苓、舒心为核心的编剧团队，以胡晓峰、边晓军、胡凡为核心的制作人团队，以白百何、陆毅、梅婷等为核心的艺人团队，全面整合和布局影视人才资源，形成完善的生产链条。

内部投委会机制加关联方投资绑定，提升项目成功率。公司主投主控及参投的电影项目以商业片为主，前期对于收益由严格测算，并采取投委会形式对于项目投资进行决策，成员包括宋歌、娄晓曦、王京花、杜扬等核心成员，避免个人情怀和爱好造成亏损。2017

年后，公司《我不是药神》、《流浪地球》、《热带往事》、《特警队》等项目均采取与股东关联方基金合作投资形式，加强与项目制片方的绑定。

历史上公司先后参与《战狼 2》、《芳华》、《我不是药神》、《无名之辈》、《流浪地球》等作品质量上乘，票房表现出色。公司自 2014 年以来参与电影投资、发行，截至 2018 年末先后参与投资、发行已上映电影 25 部， 共 5 部电影票房位列当年国产电影票房前 10 名，其中《心花路放》与《战狼 2》公司采取票房保底形式参与影片发行，影片最终 11.7 亿及 56.8 亿的票房成绩远高于 5 亿及 8 亿元的保底票房。

表 7：北京文化已上映电影

发行时间	电影	总票房（百万元）	合作方式	主要演职人员
2014.04.25	《同桌的你》	456	投资	导演：郭帆 编剧：高晓松 演员：周冬雨、林更新
2014.09.30	《心花路放》	1170	保底发行	导演：宁浩 演员：黄渤、徐峥、袁泉
2015.01.16	《第七子：降魔之战》	172	制作	导演：谢尔盖•波德罗夫 演员：本•巴恩斯、杰夫•布里吉斯
2015.06.19	《少年班》	50.69	投资	导演：肖洋 演员：孙红雷、周冬雨
2015.08.06	《桂宝之爆笑闯宇宙》	64.28	制作、出品、发行	导演：王云飞 演员：王云飞 宝木中阳
2015.08.20	《恋爱中的城市》	53.65	联合出品	导演：文牧野 演员：杨幂、江疏影
2015.09.30	《解救吾先生》	196	制作	导演：丁昇 演员：刘德华、刘烨
2016.01.15	《极限挑战之皇家宝藏》	126	联合出品	导演：任静、严敏 主演：黄渤、孙红雷、黄磊、罗志祥、王迅、张艺兴、赵丽颖
2016.04.22	《我的新野蛮女友》	34.2	联合出品	导演：赵根植 编剧：李载允 主演：车太贤、宋茜
2016.07.22	《刺猬小子之天生我刺》	8.23	联合出品	导演：黄建明 编剧：黄建明、吴晓宇 监制：丁晟
2016.11.18	《我不是潘金莲》	483	出品、联合发行	导演：冯小刚 编剧：刘震云 主演：郭涛、大鹏、范冰冰、张嘉译
2016.12.23	《铁道飞虎》	699	制作	导演：丁晟 主演：成龙、黄子韬
2017.04.01	《有完没完》	34.97	制作	导演：王啸坤 编剧：杨曼珠 演员：范伟、贾静雯、林更新、薛之谦
2017.07.27	《战狼 2》	5682	保底发行	导演：吴京 演员：吴京、卢靖姗
2017.11.21	《不成问题的问题》	7.6	投资	导演：梅峰 演员：范伟、张超、王瀚邦、殷桃、史依弘
2017.12.15	《芳华》	1422	投资、宣发	导演：冯小刚 主演：黄轩、苗苗、钟楚曦
2017.12.29	《二代妖精之今生有幸》	282	投资、保底发行	导演：肖洋 监制：陈国富 演员：冯绍峰、刘亦菲
2018.01.18	《英雄本色 2018》	63.07	投资、宣发	导演：丁晟 主演：王凯、马天宇、王大陆
2018.02.02	《南极之恋》	234.48	投资	导演/编剧：吴有音 主演：赵又廷、杨子姗 监制：关锦鹏
2018.04.05	《猫与桃花源》	21.63	宣发	导演：王微制片人：于洲
2018.04.20	《脱单告急》	35.02	投资、宣发	导演：柯孟融 监制：陈正道主演：董子健、钟楚

				曦、春夏
2018.07.05	《我不是药神》	3075	投资、宣发	导演：文牧野 监制：宁浩 主演：徐峥
2018.08.17	《美食大冒险之英雄烩》	4.9	投资、宣发	导演：孙海鹏
2018.11.16	《无名之辈》	721	投资、宣发	导演：饶晓志 主演：陈建斌、任素汐、章宇、潘斌龙

资料来源：公司公告，猫眼专业版，申万宏源研究

3.2 项目运营能力突出，专业宣发为作品护航

全流程把控项目，特别是宣发能力，使公司可以长期与一线影视团队合作。公司长期与吴京、陈国富、乌尔善、宁浩、徐峥、丁晟等一线导演、演员保持紧密合作，除了核心团队人脉及资源优势外，也在于公司全流程把控项目的能力，能帮助合作方最大限度取得成功。公司于 2016 年 1 月成立电影事业部，分为制作中心、营销中心、发行中心，负责制片资源对接、营销策略把控、发行排片和阵地活动等项目全流程。

专业化营销团队放大影片口碑效应。公司营销团队并不简单采取博眼球的宣传策略，重视影片与观众的情感联结，促进影片口碑的发酵，使得公司作品实现“叫好又叫座”的双赢。以《我不是药神》为例，公司在 2018 年 5 月的试映期间采集上千个样本，确定以喜剧笑点打头阵，在临近上映期间，利用影片“笑泪与共”的特点进行后续宣发。在《无名之辈》的宣发中，公司同样以“伟大的无名之辈”等主题触动与观众的情感联结，实现小成本影片的逆袭。

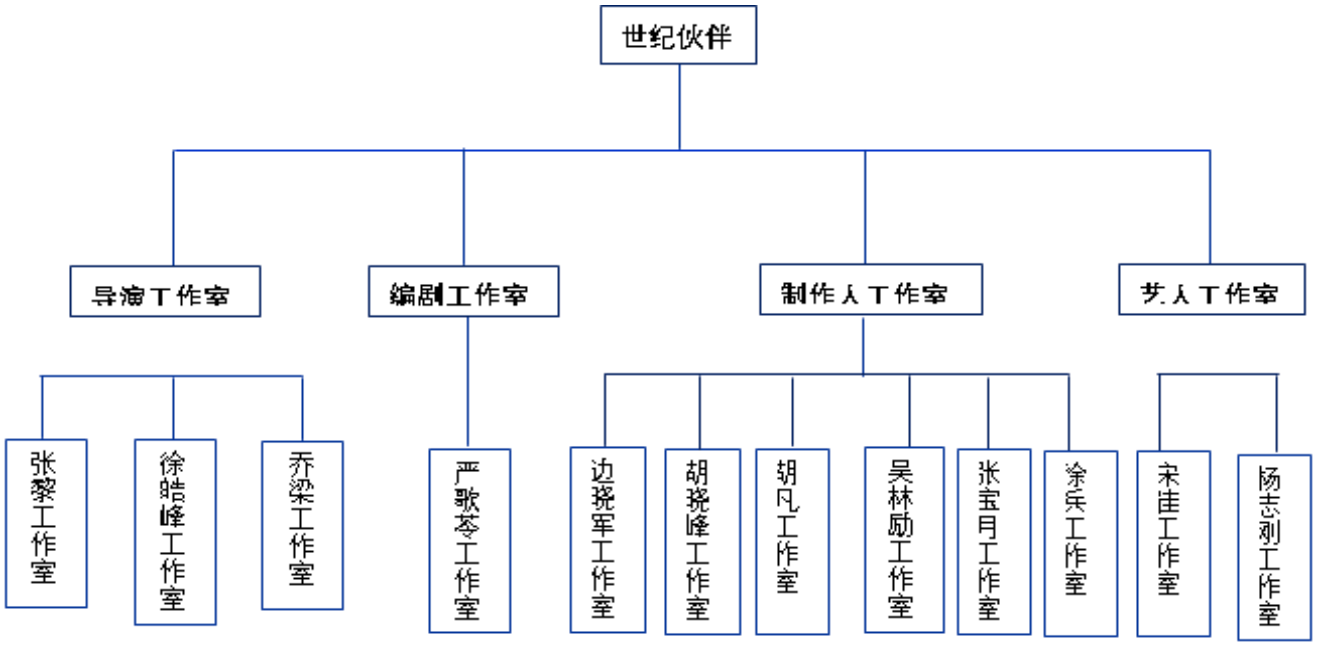
《流浪地球》的成功进一步印证公司团队项目运营能力。公司从投资立项到宣发全流程参与，多因素造就了作品的成功：（1）敏锐的市场洞察力，在选题上看重具有创新色彩，体现时代精神的潜力作品；（2）知人善用，持续与业内有才华的新锐导演、制片人合作，《流浪地球》导演郭帆及制品龚格尔均与公司有合作关系；（3）专业化营销团队助力，公司在传统物料团队外，使用外部的传统媒体、新媒体、口碑三支执行团队，确保营销策略细节执行，帮助影片克服排片劣势，借助口碑逆袭；（4）资源整合能力，公司在后期引入 20 余个联合出品方，覆盖院线、宣发平台等行业上下游全产业链利益相关方，保障影片发行所需的资源支持。

3.3 电视剧领域与外界深度合作，持续产出现象级作品

在电视剧领域，子公司世纪伙伴及浙江星河核心成员均签订独家服务协议，规定对于核心人员工作室创作的任何影视作品，公司具有优先于其他任意方的投资选择权，且投资比例均应由公司自行确定。世纪伙伴设立后以多元经营方式与众多导演、媒体、制作团队等建立了良好的合作与信任关系，形成了优秀的合作团队，包括以张黎、徐皓峰、乔梁为核心的导演工作室，以严歌苓为核心的编剧团队，以边晓军、胡晓峰、胡凡等为核心的制作人工作室，以宋佳、杨志刚为核心的艺人工作室。浙江星河核心人员王京花、张银丽、

贾园波与公司签订为期 6 年的独家服务协议，自 2014 年 8 月 1 日开始，即约定不与其他任何公司、组织或个人签署任何服务协议。

图 9：世纪伙伴核心成员



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 8：世纪伙伴核心成员

角色	工作室	代表作品
导演	张黎工作室	《走向共和》、《军人机密》、《大明王朝 1566》、《中国往事》、《人间正道是沧桑》、《圣天门口》、《四十九日•祭》、《一声叹息》、《大腕》
	徐皓峰工作室	《道士下山》、《大日坛城》、《箭士柳白猿》、《倭寇的踪迹》、《一代宗师》
	乔梁工作室	《新上门女婿》、《娘要嫁人》、《飞》、《我自己的德意志》、《贞贞》
编剧	严歌苓工作室	《梅兰芳》、《金陵十三钗》、《四十九日•祭》、《风雨唐人街》、《幸福来敲门》、《娘要嫁人》、《天浴》、
制作人	边晓军工作室	《过把瘾》、《宰相刘罗锅》、《中国机长》、《铁齿铜牙纪晓岚》、《党员马大姐》、《倚天屠龙记》、《刁蛮公主》、《勇敢的心》、《四十九日•祭》、《伙伴夫妻》
	胡晓峰工作室	《活着》、《摇啊摇，摇到外婆桥》、《我的父亲母亲》、《一个都不能少》、《我和爸爸》、《夜宴》、《赤壁（上）》、《唐山大地震》、《一九四二》、《私人定制》
	胡凡工作室	《丑女无敌》、《孔子春秋》、《九年》、《四十九日•祭》、《辛亥革命》
	吴林励工作室	《小房东》、《斗牛》、《谁动了我的幸福》、《外乡人》
	张宝月工作室	《火线三兄弟》、《厨子戏子痞子》
	徐兵工作室	《重案六组》系列、《小兵张嘎》、《一米阳光》、《新上海滩》
艺人	宋佳工作室	《闯关东》、《小儿难养》、《悬崖》、《四十九日•祭》、《好奇害死猫》、《赤壁（上）》、《萧红》
	杨志刚工作室	《铁梨花》、《将•军》、《红娘子》、《勇敢的心》

资料来源：公司公告、申万宏源研究

陈国富曾任华谊兄弟影业公司电影总监制，2012 年创办工夫影业股份有限公司，金牌监制人，两岸三地华语电影最成功的整合者与开拓者、中国台湾导演、编剧和制片人，其代表作品有《可可西里》、《天下无贼》、《风声》、《非诚勿扰》、《唐山大地震》、《狄仁杰之通天帝国》、《狄仁杰之神都龙王》、《鬼吹灯之寻龙诀》等。刘震云为中国人民大学文学院教授、第八届茅盾文学奖得主，其代表作品包括《一地鸡毛》、《一九四二》、《我不是潘金莲》、《一句顶一万句》、《手机》等。世纪伙伴 2012 年、2013 年、2014 年、2015 年、2016 年、2017 年分别出品了 103、30、264、114、76、75 集电视剧。2017 年实现营业收入 4.48 亿元，净利润 1.50 亿元。2018 年投拍的大剧《倩女幽魂》《大宋宫词》，将于 2019 年上映，值得重点关注。

表 9：世纪伙伴历史已拍摄电视剧

播出时间	剧目名称	集数	主创团队	与世纪伙伴的合作成员	播出平台
2011	《将军》	39	制片人：边晓军 编剧：郭靖宇 导演：郭靖宇、柏杉 主演：杨志刚、黄海波	边晓军、杨志刚	山东卫视、江西卫视、黑龙江卫视、云南卫视
2012	《风雨唐人街》	26	原著：严歌苓 编剧：吕红、康桥 导演：周力 主演：寇世勋	严歌苓	中央电视台第八套
2012	《红娘子》	45	制片人 边晓军 编剧 郭靖宇 导演 郭靖宇 主演：杨志刚、王珞丹	边晓军、杨志刚	江苏卫视
2012	《顾乐家的幸福生活》	32	制片人：边晓军 编剧：李青 导演：扈强 主演：张国强、姜宏波	边晓军	江西卫视
2013	《冰酒窝》	30	编剧：师傅萌、张安阳 导演：聂军 主演：刘佳、谭俊彦	世纪伙伴合作拍摄	
2014	《外姓兄弟》	30	编剧：刘国权 导演：刘国权 主演：范明、倪大红	世纪伙伴合作拍摄	中央电视台第八套
2014	《红色》	48	制片人：朱文玖 执行制片人：边晓军 编剧：徐兵 导演：杨磊 主演：张鲁一、陶虹	徐兵、张宝月	北京卫视、山东卫视、湖北卫视、重庆卫视
2014	《四十九日·祭》	42	制片人：边晓军、胡凡 编剧：严歌苓 导演：张黎 主演：张嘉译、宋佳	边晓军、严歌苓、张黎、胡凡、宋佳	湖南卫视
2014	《勇敢的心》	76	制片人 边晓军 编剧 郭靖宇 导演 郭靖宇 主演：杨志刚、于毅	边晓军、杨志刚	江苏卫视、北京卫视、山东卫视、天津卫视
2014	《良心》	33	制片人：吴琳莉、朱文玖 编剧：陈燕民 导演：陈燕民	吴林励、张宝月	
2014	《谈判冤家》	35	制片人：吴琳莉 编剧：金子、任增超、侯颖 导演：杨磊 主演：陈数、王雷	吴林励	东方卫视
2015	《伙伴夫妻》	31	制片人：边晓军、朱文玖 编剧：凯文、橙子 导演：赵晨阳 主演：姜武、颜丙燕	边晓军、张宝月	黑龙江卫视
2015	《神机妙算刘伯温》	45	编剧： 金子、任增超、侯颖 导演： 韩刚	世纪伙伴合作拍摄	北京卫视
2015	《少帅》	48	导演： 张黎 制片人：边晓军、胡凡 编剧：江奇涛	边晓军、张黎、胡凡、宋佳	北京卫视、东方卫视
2016	《我的岳父会武	40	导演：俞钟 主演：宋丹丹、倪大红	世纪伙伴合作	东方卫视、北京卫视、

	术》			拍摄	爱奇艺、搜狐、优酷
2016	《穿越谜团》	36	导演：沈严 编剧：俞白眉 主演：袁弘、张歆艺	世纪伙伴合作拍摄	爱奇艺
2017	《九州·海上牧云记》	75	原著：今何在 导演：曹盾 主演：黄轩、窦骁、周一围	世纪伙伴合作拍摄	爱奇艺、腾讯、优酷

资料来源：公司公告、申万宏源研究

3.4 与阿里影业战略合作，互联网营销能力杰出

2017 年 8 月 25 日，公司与阿里影业结成战略合作伙伴。未来将在电影的投资、制作、宣发、衍生品、影游互动等领域深度合作，联手打造中国电影产业的新基础设施。黑马电影《战狼 2》的成功是促成北京文化与阿里影业战略合作的主要原因，北京文化是《战狼 2》的联合出品方和发行方，阿里影业旗下的淘票票是《战狼 2》的独家互联网联合发行平台，淘票票出票占比达到 40%。

阿里影业及淘票票具有强大互联网基因的线上营销平台及娱乐入口。淘票票 2017 年宣发、联合发行项目累计票房超 100 亿。截至目前为止，2017 年中国票房排名前 10 的国产电影中，有 7 部是由淘票票联合出品或联合发行。上半年两部票房黑马《一条狗的使命》、《摔跤吧！爸爸》，淘票票都是深度参与。而淘票票的线上营销能力也得到行业认可，不仅提高影片宣发效率，还将大量资源合理地投放在用户端，帮助影片取得更高票房，帮助影院提高上座率。

与阿里影业建立战略合作关系将会在大数据分析、用户分层与定位、阿里营销矩阵、内容定制、票务营销、地面联动这六方面极大助力北京文化，帮助北京文化打通线上线下的全产业链合作，使得北京文化成为超级制作和超级营销的有效结合体。

4. 可持续的爆品票房是未来 3 年股价连续催化剂

4.1 《流浪地球》领跑，2019 年预计 10 部电影上映

预计公司 2019 年将有近 10 部部电影上映。在已经上映的《流浪地球》之外，公司 2019 年年内预计还有 9 部作品上映，包括悬疑罪案题材的《你是凶手》、《热带往事》，军旅题材的《特警队》，武侠动作题材的《诗眼倦天涯》，以及文艺现实题材的《成长在明天》、《妈阁是座城》、《跳舞吧大象》、《被光抓走的人》等，涉及李少红、林育贤、丁晟、徐浩峰等知名导演，严歌苓等知名编剧，以及王千源、宋佳、冯远征、贾乃亮、凌潇肃、陈坤、周迅、白百何等知名演员。

表 10：2019 年北京文化预计上映电影

电影	合作方式	主要演职人员	公司投资金额（万元）
主控			

《流浪地球》	投资、宣发	导演：郭帆 编剧: 刘慈欣、龚格尔	10,750
非主控			
《被光抓走的人》	投资、宣发	导演：董润年 主演：黄渤、王珞丹	
《你是凶手》	投资、宣发	导演：王昱 主演：宋佳、王千源、冯远征、李九霄	1,560
《全民直播》	投资、宣发	导演：胡茄 主演：张子贤	-
《妈阁是座城》	投资	导演：李少红 编剧：严歌苓 主演：白百合、姜武、耿乐、曾志伟、刘嘉玲等	
《跳舞吧！大象》	投资、宣发	导演：林育贤 编剧：陈舒	
《诗眼倦天涯》	投资	导演/编剧：徐浩峰主演：陈坤、周迅、 宋佳等	
《特警队》	投资、宣发	导演：丁晟	不超过 11,250
《热带往事》	投资、宣发	导演：温士培；监制：宁浩；主演：彭于晏等	2,400
《成长在明天》	投资、宣发	导演/编剧：叶京	-

资料来源：公司公告、申万宏源研究

主投主控影片《流浪地球》票房突破 40 亿，带动公司业绩增长。截至 2019 年 2 月 17 日，2019 年春节档票房冠军《流浪地球》已突破 37 亿元，预计最终票房将突破 40 亿元。作为影片主要投资方 ,公司投资额达 1.075 亿元 ,我们预计其制片权益占比为 20%-25%左右，同时享有发行权益。根据公司 2 月 12 日公告，在《流浪地球》累计票房约为 20 亿元的情况下，公司来源于该影片的收益约为 7300 万至 8300 万。我们预计若最终票房在 45 亿以上，公司来自于该电影的收益（按照毛利计算）将在 3 亿至 3.5 亿之间。

图 10：《流浪地球》宣传海报

图 11：《特警队》宣传海报



资料来源：公司官网，申万宏源研究



资料来源：公司官网，申万宏源研究

转型年轻化 IP，电视剧项目储备丰富。公司转型初期已有成效，2018 年公司完成重点作品《倩女幽魂》的发行，当前电视剧/网剧项目储备近 20 部，预计 2019 年将有 3-5 部电视剧/网剧发行，数量较 2017-2018 年有所提升。

表 11：2019 年及之后拍摄电视

电视剧	（计划）开拍时间	（预计）发行档期	许可资质取得情况	合作方式	主要演职人员	项目进度
《人皇纪》	待定	待定		投资	原著：黄埔奇	筹备中
《大收藏家》	待定	待定		投资	原著：小石浪	筹备中
《逆袭者》	待定	待定		投资	原著：罗晓	筹备中
《神盾的荣耀》	待定	待定		投资	刑侦顾问：李昌钰 文学顾问：阿城 总策划：刘伽茵、刘海英 青年导演团队	筹备中
《欢喜猎人》	2016.12	2019	取得发行许可证	投资、发行	导演：沈煜杰；主演：包贝尔、贾玲、包文婧	发行中
《模范生》	2018.11	待定	正在办理拍摄许可证	投资	编剧：夏添工作室 剧本顾问：蒋雨航	筹备中
《澳门故事》	2018	2019	正在办理拍摄许可证	投资	原著：严歌苓 监制：李少红	筹备中
《洪武风云》	待定	待定	正在办理拍摄许可证	投资	编剧：夏添工作室 剧本顾问：蒋雨航	筹备中

《燃情父子》	待定	待定	正在办理拍摄许可证	投资	导演/编剧：刘伽茵	剧本创作中
《大宋宫词》	2018.06	待定	取得拍摄许可证	投资	编剧：张永琛及其团队 导演：李少红 主演：刘涛、周渝民等	后期制作中
《江山不悔》	2018	2019	正在办理拍摄许可证	投资	总导演：张黎 编剧：刘伽茵	筹备中
《羽传说》	待定	待定	正在办理拍摄许可证	投资	总监制：张黎	筹备中
《天涯明月刀》	2018	待定	正在办理拍摄许可证	投资	总导演：张黎 编剧：钱雁秋、刘伽茵	筹备中
《谢家皇后》	待定	待定	正在办理拍摄许可证	投资	原著：越人歌 编剧：墨舞碧歌	筹备中
《无忧之地》	2018	2019	取得拍摄许可证	投资	导演：孙恺凯；主演：刘恩尚、杨皓宇、王莫涵	拍摄中
《大明皇妃孙若微传》	2017.12	待定	取得拍摄许可证	投资、策划服务	监制：张黎 制片人：姚昱竹 戴津 导演：张挺 主演：汤唯、朱亚文	后期制作

资料来源：公司公告、申万宏源研究

4.2 未来四年《封神》三部曲逐步落地，全产业链平台化布局

投资 13 亿元开发《封神》三部曲。2017 年 3 月 17 日，北京文化与东阳长生天影视制作有限公司、世纪长生天影视制作有限公司签订协议，共同投资开发《封神》三部影片。其中东阳长生天和世纪长生天负责三部影片剧本的开发、拍摄及后期制作工作，北京文化负责三部影片的宣传及发行工作。北京文化拟投资不高于 13 亿元于《封神》三部曲，投资比例不高于 70%且不低于 20%。《封神》三部曲开发期为 2014 年 6 月-2016 年 12 月，筹备期为 2017 年 1 月-2018 年 6 月，拍摄期为 2018 年 7 月-2019 年 6 月，《封神一》暂定 2020 年暑期公映，《封神二》暂定 2021 年暑期公映，《封神三》暂定 2022 年暑期公映。

《封神》系列取材于古典小说，为华语电影中少见的奇幻史诗题材。《封神》以中国著名明代古典神魔小说《封神演义》为 IP 制作的电影。《封神演义》是明代许仲琳（一说为陆西星）所著的神魔小说，主要以姜子牙辅佐周室（周文王、周武王）讨伐商纣的历史为背景，描写了玉虚宫元始天尊为代表的阐教、碧游宫通天教主为代表截教诸仙斗智斗勇、破阵斩将封神的故事，从女娲降香开书，到周武王姬发封列国诸侯结束，以篇幅巨大、幻想之奇特而闻名于世，具备影视改编的基础。

参考西游系列 IP 在国内的影视开发，封神 IP 具备开发潜力。近年来，以《西游记》为 IP 催生出大量的高票房、好口碑的电影，如郭子健和周星驰导演的《西游降魔篇》、郑

保瑞导演的《西游记之大闹天宫》和《西游记之孙悟空三打白骨精》、徐克导演的《西游伏魔篇》、郭子健导演的《悟空传》等，均获得了 5 亿以上的票房。2015 年 7 月 10 日由田晓鹏导演的 3D 动画电影《西游记之大圣归来》票房高达 9.56 亿，成功刷新了国内动画电影票房榜单。封神 IP 的知名度略逊于西游记，但其东方文化背景，奇幻冒险、超级英雄等现代商业电影元素，具备良好的受众基础。

表 12：西游记 IP 系列电影票房表现

上映时间	电影名	总票房（亿元）	主要演职人员
2013.02.10	西游降魔篇	12.47	导演：郭子健、周星驰 演员：黄渤、舒淇
2014.01.31	西游记之大闹天宫	10.45	导演：郑保瑞 演员：甄子丹、周润发、郭富城
2014.10.24	大话西游之大圣娶亲	1.77	导演：刘镇伟 演员：周星驰、朱茵、莫文蔚
2015.07.10	西游记之大圣归来	9.56	导演：田晓鹏 演员：张磊、林子杰
2016.02.08	西游记之孙悟空三打白骨精	12.01	导演：郑保瑞 演员：郭富城、巩俐、冯绍峰
2016.09.14	大话西游 3	3.65	导演：刘镇伟 演员：韩庚、唐嫣、吴京
2017.01.28	西游伏妖篇	16.56	导演：徐克 演员：吴亦凡、林更新、姚晨、林允、包贝尔
2017.07.13	悟空传	6.96	导演：郭子健 演员：彭于晏、倪妮、余文乐

资料来源：猫眼电影、申万宏源研究

以乌尔善导演为核心的运营团队对于玄幻题材有丰富运作经验。东阳长生天和世纪长生天具有以乌尔善导演为核心的运营团队，对东方玄幻题材电影有丰富的创作经验，其代表作品《刀剑笑》、《画皮 2》、《鬼吹灯之寻龙诀》等，其中《画皮 2》和《鬼吹灯之寻龙诀》的票房分别高达 7.02 亿和 16.79 亿，取得了辉煌的市场成绩。

借助封神试水 IP 全产业链开发。在好莱坞市场，漫威《复仇者联盟》、《钢铁侠》、《雷神》、《美国队长》、《银河护卫队》等超级英雄系列，以及《指环王》等科幻系列，均取得了巨大的票房成功。北京文化希望通过拍摄《封神》三部曲打造《封神》这一 SIP，全面布局主题乐园、酒店、网剧、综艺等全产业链，建立产业链基础上的立体化开发与立体营销体系。

5．盈利预测与估值

5.1 盈利预测：预计 2019 年净利润增速 50%

（1）电影业务：对于电影业务，短期我们将对于公司业绩影响较大的项目（如 2018 年《我不是药神》、2019 年《流浪地球》等）的营收及成本进行单独估算，其他项目采取成本总额估算，并以固定收益率计算项目收入。中长期我们按照固定比率估计电影业务营收增速。

2019 年，我们预计《流浪地球》及《特警队》两部主要影片共实现营收约 6.2 亿元，成本为 2.6 亿元（其中预计《流浪地球》产生营收 4.8 亿，成本 1.48 亿元），其他项目总

投资成本约 1.59 亿元，按 10%收益率计算收入为 1.75 亿元。2020 至 2021 年，我们预计在《封神》等作品带动下，电影业务营收增速为 25%/20%，预计毛利率为 43%。

根据上述假设，2019-2021 年公司电影业务收入增速 54%/25%/20%，对应板块收入为 7.95 亿、9.94 亿、11.92 亿元，毛利率分别为 47%/43%/43%。

（2）电视业务：预计公司 2019 年有 7-9 部电视剧项目，预计可确认收入的权益集数超过 200 集，较 2018 年大幅度增加。2020-2021 年电视剧项目尚未完全确定，考虑到行业电视剧单集价格下降趋势，保守起见我们预计公司 2020-2021 年电视剧营收增速略放缓。预计公司 2019-2021 年电视剧及网络剧收入增速 44%/20%/11%，对应板块收入为 7.48 亿、8.96 亿、9.92 亿，毛利率稳定在 48%。

（3）艺人经纪业务：公司艺人经纪业务整体发展稳定。假设 2019-2021 年收入增速 5%，对应板块业务收入分别为 0.80 亿、0.84 亿、0.88 亿元，毛利率稳定维持在 80%。

（4）旅游业务：公司原旅游主业规模持续缩减，假设 2019-2021 年旅游业务营收年增速为-10%，对应板块业务收入为 0.77 亿、0.69 亿、0.62 亿元，毛利率为 80%。

表 13：主营业务收入成本预测（单位：百万元）

	2018	2019E	2020E	2021E
总计				
营业收入	1205	1699	2042	2334
YOY	-9%	41%	20%	14%
毛利率	51%	51%	48%	48%
1.电影业务				
收入	516	795	994	1192
YOY	0%	54%	25%	20%
毛利率	42%	47%	43%	43%
2.电视业务				
收入	518	748	896	992
YOY	7%	44%	20%	11%
毛利率	48%	48%	48%	48%
3.艺人经纪业务				
收入	76	80	84	88
YOY	-45%	5%	5%	5%
毛利率	82%	80%	80%	80%
4.旅游业务				
收入	85	77	69	62
YOY	-5%	-10%	-10%	-10%
毛利率	92%	80%	80%	80%

资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司营业费用主要为管理费用，以人员工资、公务费用及租金折旧等固定费用为主，与项目利润没有直接对应比例关系，我们假定公司 2018 年至 2021 年管理费用及销售费用年增速为 12%。对应管理费用为 1.91 亿、2.14 亿、2.40 亿。

综上，我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入 16.99 亿/20.42 亿/23.34 亿元，实现归母净利润 4.88 亿/5.69 亿/6.60 亿元，对应净利润增速为 50.0%/16.6%/15.8%，对应 EPS 为 0.68/0.80/0.92 元/股。

5.2 相对估值法给予目标市值 117 亿元

我们选取 A 股市值较高、主营业务涉及电影及电视剧投资的 3 家影视内容龙头公司作为可比公司，根据万得一致预测净利润，可比公司 2019 年预测 PE 均值为 19 倍，其中估值最高的光线传媒为 24 倍。

表 14：影视内容行业估值表

代码	简称	总市值（亿）	股价（元）	EPS（元/股）			PE		
		2019/3/26	2019/3/26	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
300251.SZ	光线传媒	250	8.52	0.48	0.36	0.43	18	24	20
300133.SZ	华策影视	137	7.73	0.12	0.53	0.64	64	15	12
300027.SZ	华谊兄弟	149	5.32	-0.35	0.30	0.35		18	15
	平均值						41	19	16
000802.SZ	北京文化	92	12.79	0.46	0.68	0.79	28	19	16

资料来源：Wind（光线传媒，华策影视，华谊兄弟 2019-2020 年净利润采用万得一致预测），申万宏源研究

在上述三家可比公司中，光线传媒 2019-2020 年万得一致预测 PE 倍数高于华策影视及华谊兄弟，主要原因是（1）光线传媒影视内容主业表现较好，2018 年《一出好戏》等剧票房表现超出预期，体现公司较强的内容制作能力，同期华谊兄弟《狄仁杰之四大天王》、《云南虫谷》等主要影片票房未达预期。华策影视电视剧项目受行业监管影响较大。（2）光线传媒参股线上票务平台猫眼娱乐，产业链布局优于同业公司。

我们认为北京文化合理 PE 倍数应当不低于影视行业龙头光线传媒，并略高于影视行业平均水平，主要原因在于：

（1）公司影视内容投资核心主业竞争力领先：公司长期受益电影市场由明星和营销驱动向内容质量驱动的转型趋势，电影业务 2016-2018 三年营收复合增速高达 58%，显著高于期间中国电影票房 8%的年复合增速，也高于电影行业龙头光线传媒、华谊兄弟同期 7%和 5%的营收复合增速。2016-2018 年电影业务毛利率分别为 32%/40%/42%，呈上升趋势。主要原因是公司核心团队项目把控能力强，《战狼 2》、《我不是药神》、《无名之辈》等作品收益超出预期，是公司相对同业的突出优势。

（2）2019 年业绩确定性强：公司春节档作品《流浪地球》票房已超过 46 亿元，我们预计该片将为公司带来约 4.8 亿的制片和发行分账收入，毛利贡献约 3.3 亿元。而光线传媒、华谊兄弟、华策影视等同业公司多数主要项目未上映，业绩波动的风险高于北京文化。

（3）后续成长空间大：我们预计北京文化 2019-2021 年公司电影业务营收 CAGR 达 32%，除已上映《流浪地球》之外，后续“封神三部曲”系列将是国内电影中少有的大制作魔幻题材作品，公司将有望从影视内容投资公司，进一步成长为具有 IP 孵化能力和立体化开发能力的影视娱乐公司，业务拓展空间大。

给予“买入”评级。我们认为公司目标 PE 倍数不应低于行业龙头光线传媒，因此给予公司 2019 年目标 PE 24 倍，对应目标市值为 117 亿元，对应目标价 16.4 元，对应当前股价有 28%上涨空间。

财务摘要

合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,321	1,205	1,699	2,042	2,334
营业总成本	935	802	1,071	1,316	1,491
营业成本	677	589	839	1,063	1,226
营业税金及附加	4	7	10	12	14
销售费用	22	6	7	7	8
管理费用	192	170	191	214	239
财务费用	-25	-15	-15	-23	-29
资产减值损失	66	45	39	42	33
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	3	7	5	10	10
营业利润	393	417	633	737	854
营业外收支	4	-1	0	0	0
利润总额	397	416	633	737	854
所得税	77	92	144	167	194
净利润	320	324	488	569	660
少数股东损益	10	-2	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	310	326	488	569	660

资料来源：申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,629	4,411	5,267	6,209	7,228
现金及等价物	1,205	904	1,297	1,669	2,298
应收款项	1,778	2,670	2,808	3,081	3,258
存货净额	631	825	1,150	1,447	1,660
其他流动资产	14	13	13	13	13
长期投资	110	110	110	110	110
固定资产	40	31	52	70	86
无形资产及其他资产	1,862	2,088	2,126	2,126	2,126
资产总计	5,640	6,640	7,556	8,516	9,550
流动负债	714	1,528	1,956	2,346	2,721
短期借款	25	50	50	17	22
应付款项	622	1,185	1,688	2,138	2,465
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	117	4	4	4	4
负债合计	831	1,532	1,959	2,350	2,725
股本	726	716	716	716	716
资本公积	3,162	3,176	3,176	3,176	3,176
盈余公积	49	83	135	196	266
未分配利润	851	1,113	1,550	2,059	2,649
少数股东权益	21	20	20	20	20
股东权益	4,809	5,108	5,596	6,166	6,826
负债和股东权益合计	5,640	6,640	7,556	8,516	9,550

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	320	324	488	569	660
加：折旧摊销减值	104	82	5	49	42
财务费用	0	0	-15	-23	-29
非经营损失	-29	-7	-5	-10	-10

营运资本变动	-801	-312	0	-163	-95
其它	0	0	-76	-25	42
经营活动现金流	-394	90	398	398	610
资本开支	-6	8	25	25	25
其它投资现金流	-14	-263	5	10	10
投资活动现金流	-68	-296	-20	-15	-15
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	50	0	-33	6
支付股利、利息	58	30	-15	-23	-29
其它融资现金流	-4	-115	0	0	0
融资活动现金流	-62	-95	15	-11	35
净现金流	-524	-301	393	372	629

资料来源：申万宏源研究

重要财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)					
每股收益	0.43	0.46	0.68	0.80	0.92
每股经营现金流	-0.55	0.13	0.56	0.56	0.85
每股红利					
每股净资产	6.69	7.11	7.79	8.59	9.51
关键运营指标(%)					
ROIC	7.7	7.0	11.1	12.3	13.8
ROE	6.5	6.4	8.8	9.3	9.7
毛利率	48.8	51.1	50.6	48.0	47.5
EBITDA Margin	30.2	35.2	34.1	34.8	35.3
EBIT Margin	27.3	32.2	36.1	34.5	34.9
收入同比增长	42.6	-8.8	41.0	20.2	14.3
净利润同比增长	-38.4	6.4	50.0	16.6	15.8
资产负债率	14.7	23.1	25.9	27.6	28.5
净资产周转率	0.28	0.24	0.30	0.33	0.34
总资产周转率	0.23	0.18	0.22	0.24	0.24
有效税率	19.7	22.5	23.0	23.0	23.0
股息率					
估值指标(倍)					
P/E	29.1	27.7	18.5	15.9	13.7
P/B	1.9	1.8	1.6	1.5	1.3
EV/Sale	6.0	6.8	4.5	3.6	2.9
EV/EBITDA	20.0	19.3	13.3	10.3	8.2

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。