精品剧龙头佳作频出，走向“内容+渠道”平台化

公司深度

◆公司简介：

欢瑞世纪为国内稀缺的在台播剧与网络剧领域均有高收视高流量代表作的精品剧龙头，已出品《盗墓笔记》、《古剑奇谭》、《活色生香》、《青云志》等头部剧。2013-2016 年公司净利润年复合增速达 112%。

◆行业分析：

中国联通、中国移动推出“无限”流量套餐，“大宽带＋高质量视频业务”正在成为运营商竞争的焦点；全球市场迎接科技业带来娱乐新变革，国内视频行业加速发展与创新空间随之打开，产品升级向美剧看齐。网络剧产品升级时代，品牌龙头公司先发优势明显。

◆公司分析：

1、代表作突出、品牌认知度高、渠道资源优质：2011 年以来，公司每年均有头部剧代表作，在互联网主流收视群体中市场号召力强；在下游渠道中品牌认知度高、资源优质；主要播出平台为湖南卫视、浙江卫视、江苏卫视、北京卫视等一线卫视以及腾讯视频、爱奇艺视频平台。

2、资源整合、造星能力领先业内，加速股权整合资源：公司对制作、主创资源的整合能力突出，先后与于正工作室、华斌工作室等知名团队深度合作；造星能力能力领先，捧红杨幂、李易峰、陈伟霆、杨洋等一线明星。公司上市后加速股权整合资源，已与张涵予、郝晓楠等达成深度合作。

3、聚焦精品、打通渠道，走向“内容+渠道”平台化：2017 年预计出品大剧含《大唐荣耀》、《诛仙 2》、《盗墓笔记 2、3》、《天下长安》、《天乩之白蛇传说》等，均具备头部剧潜力。近期公司取得北京卫视周播剧场运营权，并在腾讯视频拥有欢瑞专区，将推动内容、渠道及营销的统一运营和深度结合，一体化打造稳定的制作播出体系、艺人培养体系。

◆投资建议：**2015 年国内电视剧版权总收入规模 222 亿，已经高于国产电影制片环节 115 亿收入，由于电视剧“B-B”收益分配使得头部作品的影响力与实际收入之间存在错配；随着视频付费用户与收入规模化，高流量剧制作方分成收益空间将打开。**预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.29、0.38、0.50 元，对应 PE 分别为 44、33、25 倍；该预测尚未充分考虑付费分成收益空间；给予 2 年复合 PEG 为 1 的估值，目标价为 18.81 元。

◆风险提示：电视台收入下滑，观众口味变化，制作波动性等。

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	0	13	855	1,119	1,535
营业收入增长率	-100.00%	0.00%	6263.59%	30.88%	37.19%
净利润（百万元）	-2	1	282	375	493
净利润增长率	287.05%	-154.38%	21586.8%	32.96%	31.36%
EPS（元）（摊薄）	0.00	0.00	0.29	0.38	0.50
ROE（归属母公司）（摊薄）	-80.39%	30.41%	8.58%	7.34%	8.98%
P/E	-4,258	7,831	44	33	25

买入（维持）

当前价/目标价：12.51/18.81 元

目标期限：6 个月

分析师

王铮 (执业证书编号：S0930514070006)

021-22169115

zhengwang@ebscn.com

联系人

侯帅楠

021-22169168

houshn@ebscn.com

市场数据

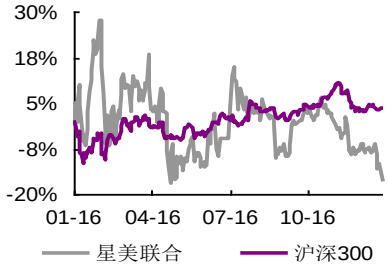
总股本(亿股)： 9.81

总市值(亿元)：137.04

一年最低/最高(元)：12.02/18.00

近 3 月换手率：20.80%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.30	-11.43	-33.20
绝对	-0.47	-7.81	-24.45

相关研报

视频为王，“剧变”时代——大数据透析电视剧产业变革 ……2017-03-19

投资要件

关键假设

1.根据公司公告，2017 年《诛仙 2》、《盗墓笔记 2、3》将发行并确认收入；根据媒体报道及公司备案公告，《天下长安》、《天乩之白蛇传说》均已开机拍摄，年内有望实现发行。我们假设以上四部剧集销售价格如下：

图表：2017 年欢瑞世纪主要剧集销售预测

剧名	诛仙 2	盗墓笔记 2、3	天下长安	天乩之白蛇传说
单集价格（万）	700	1100	800	350
预估集数	40	24	40	40
销售收入（万）	26400	28000	32000	14000

资料来源：光大证券研究所整理

2.预测 2018 年公司电视剧销售收入维持 30%增长。

3.预测电视剧毛利率维持 50%水平。

4.考虑到公司与北京卫视的渠道合作，2018 年其他业务收入预测 1.5 亿元，毛利率假设 60%。

我们区别于市场的观点

1. 欢瑞世纪为国内稀缺的在台播剧与网络剧领域均有高收视高流量代表作的精品剧龙头。

2. 看好公司在优质台播剧与网络剧的支撑下，拓展“卫视+视频”渠道，立足于已有的娱乐营销与艺人经纪优势，逐步走向平台化发展的前景。

3. 2017 年出品项目《大唐荣耀》、《诛仙 2》、《盗墓笔记 2、3》、《天下长安》、《天乩之白蛇传说》中，头部剧占比领先业内。

4. 精品剧龙头作品的影响力与实际收入之间存在错配；未来随着视频付费用户与收入规模化，高流量剧制作方收益空间将打开，网络剧龙头的盈利空间也将高于电影龙头票房盈利。

股价上涨的催化因素

行业催化剂：1.移动视频广告与付费收入加速爆发。2.全球范围视频内容商业模式创新出现。

公司催化剂：1.2017 年出品头部剧网络流量创新高。2.与北京卫视、腾讯视频合作收益超预期。

估值和目标价格

预测 2016-2018 年公司 EPS 分别为 0.29、0.38、0.50 元，当前股价对应 PE 分别为 44、33、25 倍；该预测尚未充分考虑付费分成收益空间；给予 2 年复合 PEG 为 1 的估值，目标价为 18.81 元。

风险提示：观众口味变化，内容制作波动性较大，电视台收入下滑，与渠道新合作模式市场开拓风险等。

目 录

1、 欢瑞世纪：精品剧制作龙头，商业嗅觉敏锐 6
1.1、 着眼年轻观众市场，商业嗅觉敏锐电视剧佳作频出 6
1.2、 2013-2016 年净利润年复合增速高达 112% 6
2、 行业：视频收入将加速爆发，网络剧迎再升级 7
2.1、 2015 年以来移动视频主流化，视频收入加速爆发 7
2.2、 电视台需求饱和，网络剧产能扩张趋主流化 9
2.2.1、 电视剧产能稳定，2/3 新剧当年进入卫视首播 9
2.2.2、 视频平台电视剧流量爆发，网络剧年产量达 350 部 9
2.3、 电视剧价格：新媒体交易高增长，优质剧享溢价 10
2.3.1、 2015 年电视剧版权收入 222 亿，视频渠道交易额高增长 10
2.3.2、 渠道集中度高、流量高度分化，优质剧享价格结构性上涨 11
2.4、 品牌制作团队稀缺，网络剧龙头公司先发优势突出 14
2.4.1、 电视台高收视剧制作格局分散，但品牌龙头公司稀缺 14
2.4.2、 头部网络剧多由视频平台联手知名制作团队出品 15
2.4.3、 制作成本不断上升，品牌精品剧团队奠定网络剧先发优势 16
2.5、 “视频为王”时代到来，网络剧面临再升级 18
2.5.1、 “无限流量+科技颠覆”推动“视频为王”时代到来 18
2.5.2、 国内网络剧面临再升级，电影电视创作要素交叉流动 19
3、 公司：综合优势突出，“内容+渠道”平台化 19
3.1、 代表作突出，品牌认知度高，渠道资源优质 19
3.2、 资源整合、造星能力领先业内，加速股权整合资源 21
3.2.1、 资源整合能力突出，上市后加速利用股权整合行业资源 21
3.2.2、 造星能力领先，捧红杨幂、李易峰、杨洋成为一线明星 23
3.3、 发展战略：聚焦精品，打通渠道，走向平台化发展 24
3.3.1、 聚焦精品剧，市场号召力领先，2017 优质项目储备充分 24
3.3.2、 立足营销与经纪优势，拓展卫视实现“内容+渠道”一体化 26
3.3.3、 引领大剧商业模式创新，拥有“腾讯专区”走向平台化 26
4、 盈利预测 27
4.1、 业绩成长性 27
4.2、 盈利假设 27
4.3、 盈利预测 28
5、 估值水平与投资评级 28
5.1、 相对估值 28
5.2、 绝对估值 29
5.3、 估值结论与投资评级 30
5.4、 股价驱动因素 30
6、 风险分析 30

图表目录

图表 1：欢瑞世纪近年热播剧题材 6
图表 2：欢瑞世纪收入结构趋势 6
图表 3：欢瑞世纪毛利结构趋势 6
图表 4：欢瑞世纪净利润趋势 7
图表 5：欢瑞世纪控股公司概况 7
图表 6：各移动 app 活跃用户数趋势（万人） 8
图表 7：在线视频广告规模趋势（亿元） 8
图表 8：我国网络视频平台付费用户规模和增速 8
图表 9：在线视频收入结构趋势 8
图表 10：在线视频市场收入规模趋势 8
图表 11：取得发行许可证电视剧部数趋势 9
图表 12：取得发行许可证电视剧集数趋势 9
图表 13：当年播出新剧数量趋势 9
图表 14：当年播出新剧占比 9
图表 15：网络自制剧年产量趋势 10
图表 16：2015 年电视剧网络点击量结构 10
图表 17：网络剧总流量趋势 10
图表 18：三大视频平台内容成本高速增长（亿元） 10
图表 19：主流视频网站版权支出与自制投入（亿，%） 10
图表 20：电视剧版权交易主要模式 11
图表 21：电视台渠道电视剧交易额趋势 11
图表 22：新媒体平台电视剧交易额趋势 11
图表 23：全国广电电视广告收入趋势 12
图表 25：央视及省卫视播出电视剧收视阶梯分布 12
图表 26：2015 中国网络视频行业主要品牌渗透情况(%) 13
图表 27：2016 年 Q2 中国网络视频广告市场份额(%) 13
图表 28：2015 年中国网络视频行业市场份额和付费用户比例 13
图表 29：付费意愿集中于想看的内容而非更丰富的资源 14
图表 30：2015-16 年网络自制剧流量区间分布 14
图表 31：2011-2016 年收视率 1.5 以上的电视剧播出平台和制作方 14
图表 32：2014-2016 年 TOP10 网络剧制作出品方 16
图表 33：2015 年部分 IP 价格 16
图表 34：部分精品剧制作成本（亿） 17
图表 35：龙头制作公司网络剧制作能力不凡 17
图表 36：已播网络剧及对应上市公司 17
图表 37：国内视频业创新跟随国际趋势 19

图表 38：代表电视剧收视率情况： 19
图表 39：公司投拍精品电视剧网络点击率 20
图表 40：公司投拍电视剧播出平台 20
图表 41：公司历年前五名客户情况 21
图表 42：欢瑞世纪与知名工作室深度合作 21
图表 43：公司投拍剧合作主创人员情况 22
图表 44：《古剑奇谭》播出期间李易峰霸占艺人新媒体指数第一 23
图表 45：《活色生香》播出期间唐嫣、李易峰、陈伟霆受高度关注 24
图表 46：《少年四大名捕》、《盗墓笔记》播出期间杨洋霸占艺人指数第一 24
图表 47：公司所持有的优质版权情况 25
图表 48：欢瑞世纪与北京电视台战略合作，将放大营销与经纪优势 26
图表 49： 欢瑞世纪推动商业模式转变 26
图表 50：欢瑞世纪与腾讯签大剧战略合作协议 27
图表 51：欢瑞已拍网络剧概况 27
图表 52：2017 年欢瑞世纪主要剧集销售预测 27
图 53：可比公司的估值比较 29
敏感性分析 29
估值结果汇总 30

1、欢瑞世纪：精品剧制作龙头，商业嗅觉敏锐

1.1、着眼年轻观众市场，商业嗅觉敏锐电视剧佳作频出

欢瑞世纪主营业务为影视剧的制作发行、艺人经纪、游戏及影视周边衍生业务。公司经过多年的专业化发展，已具备较强的影视剧投资、制作、发行能力，主要通过优质 IP 的开发及运作，实现电视剧单剧较高的销售收入。

欢瑞世纪商业嗅觉敏锐，着眼于年轻观众的市场，以青春、活力、时尚为定位，擅长拍摄古装、玄幻、偶像剧集；剧作注重角色、情节以及服道化，拥有精美的画面，强大的演员阵容，以“品质是最好的表达”为核心理念，策划、制作了大量引领当今年轻人鉴赏力和审美情趣的优秀剧目。

公司已出品《宫锁心玉（宫 1）》、《宫锁珠帘（宫 2）》、《胜女的代价（1、2）》、《古剑奇谭》、《活色生香》、《盗墓笔记》、《麻雀》、《青云志》等热播影视剧，且拥有《盗墓笔记》、《楼兰》、《十年一品温如言》、《昆仑》、《天乩》、《天下长安》等 20 余项 IP 版权储备。

图表 1：欢瑞世纪近年热播剧题材

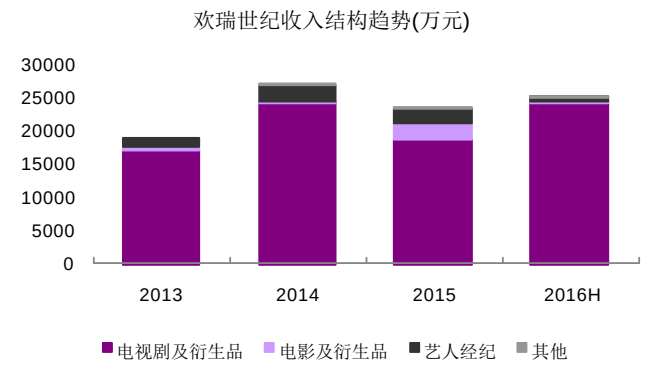
年度	精品电视剧	题材
2011 年	《宫锁心玉》	古装、宫廷、穿越
2012 年	《宫锁珠帘》	古代、宫廷、爱情
2012 年	《胜女的代价》	时尚都市言情偶像剧
2013 年	《盛夏晚晴天》	都市商战悬爱剧
2013 年	《胜女的时代》	当代、都市、爱情、偶像
2014 年	《少年四大名捕》	古装武侠剧
2014 年	《古剑奇谭》	古装、仙侠、玄幻、爱情
2015 年	《活色生香》	民国、爱情
2016 年	《青云志》	古装、仙侠、玄幻
2017 年	《大唐荣耀》	古装、传奇

资料来源：光大证券研究所整理

1.2、2013-2016 年净利润年复合增速高达 112%

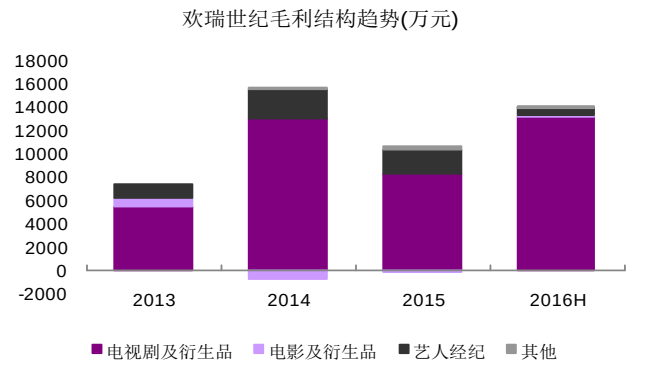
公司收入与毛利约 90%来自电视剧及衍生品销售，2015 年由于一次性变现多个 IP 权益出现单年权益、授权收入与毛利高企。公司在电视剧主业外积极拓展电影、游戏等产业环节，但短期内业务结构仍以电视剧为主。

图表 2：欢瑞世纪收入结构趋势



资料来源：公司公告

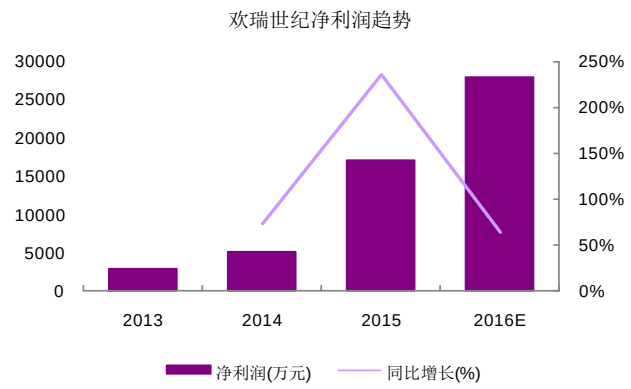
图表 3：欢瑞世纪毛利结构趋势



资料来源：公司公告

2013-2016 年公司精品剧业务高速成长，持续出品高影响力作品，净利润从 2950 万增长至 2.8 亿，增长近 10 倍，年复合增长率达 111.72%。

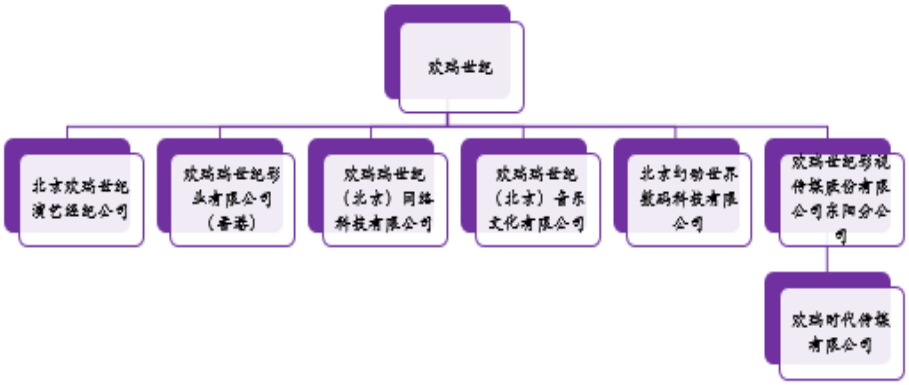
图表 4：欢瑞世纪净利润趋势



资料来源：公司公告

欢瑞世纪下属有七家子公司，两家孙公司，一家分公司，一家办事处，其中包括 2017 年新设立子公司北京幻动世界数码科技有限公司，以及与张涵予联手设立控股孙公司欢瑞时代传媒有限公司；涵盖演艺经纪、电影、游戏、音乐等业务领域，未来在电视剧之外公司产业链拓展空间较大。

图表 5：欢瑞世纪控股公司概况



资料来源：公司公告

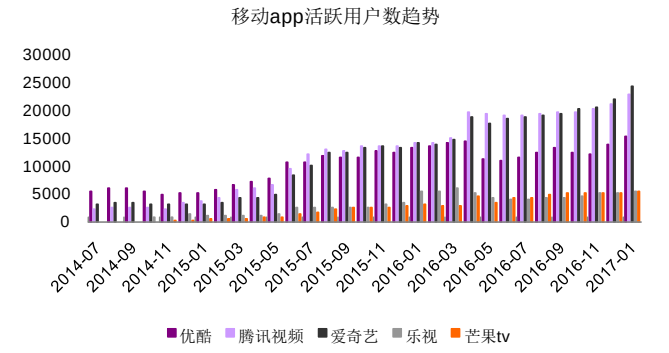
2、行业：视频收入将加速爆发，网络剧迎再升级

2.1、2015 年以来移动视频主流化，视频收入加速爆发

移动视频在用户习惯持续培养后，在 2015 年以后逐渐成为最为主流的收视选择。截至 2017 年 1 月，爱奇艺、腾讯视频、优酷、乐视、芒果 TV 五个移动 app 月活跃用户数在 5000 万以上，每月活跃用户总数过 7 亿，并且以爱奇艺与腾讯视频为首，活跃用户数仍保持较快增长。

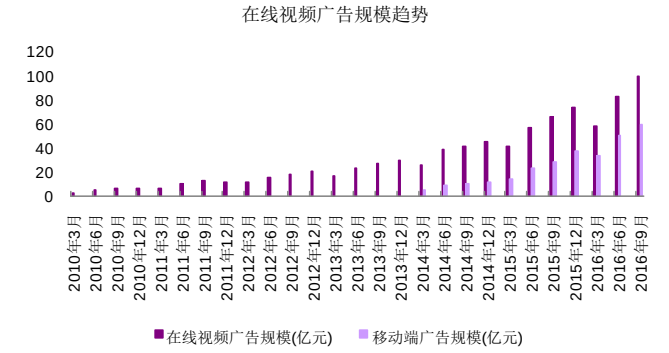
2015 年国内电视广告收入为 1147 亿元，而在线视频广告规模达到 239 亿元，其中移动视频广告规模 105 亿元；2016 年在线视频广告收入预计超 360 亿元。由于在线视频活跃用户量在 2015 年以后步入快速规模化、主流化，在线视频广告市场将迎来加速规模化主流化。

图表 6：各移动 app 活跃用户数趋势（万人）



资料来源：wind

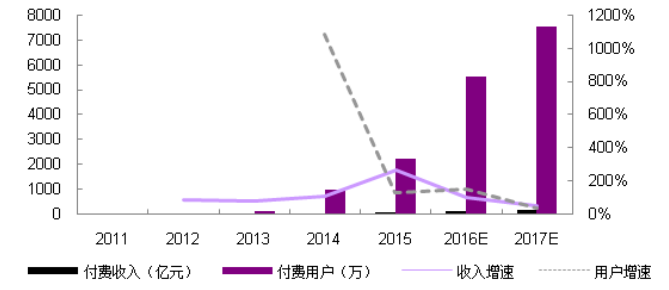
图表 7：在线视频广告规模趋势（亿元）



资料来源：艾瑞

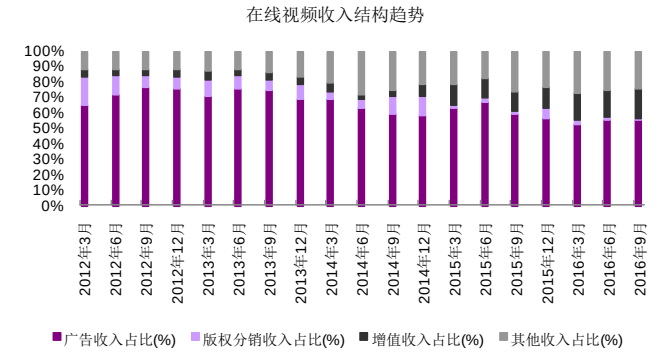
2015 年以来由于网络自制内容的快速发展，视频付费用户已初步爆发，付费增值收入占比持续提升。根据 Strategy Analystics 统计，2016 年美国人的家庭视频支出可达 190.9 亿美元。视频付费空间打开将拉动新的变革。

图表 8：我国网络视频平台付费用户规模和增速



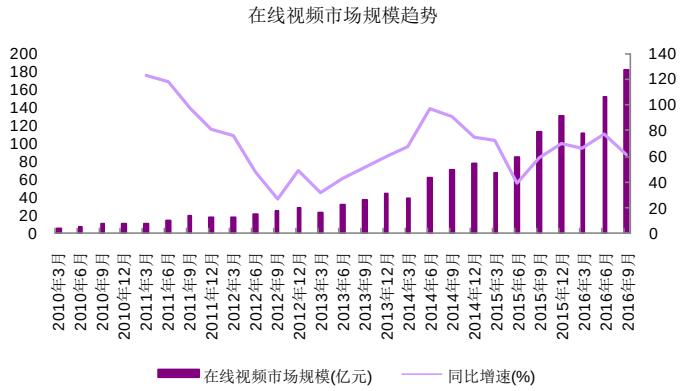
资料来源：艺恩、艾瑞

图表 9：在线视频收入结构趋势



资料来源：艾瑞

图表 10：在线视频市场收入规模趋势



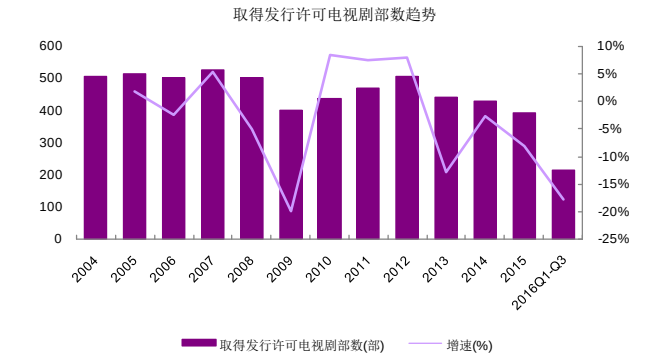
资料来源：工信部

2.2、电视台需求饱和，网络剧产能扩张趋主流化

2.2.1、电视剧产能稳定，2/3 新剧当年进入卫视首播

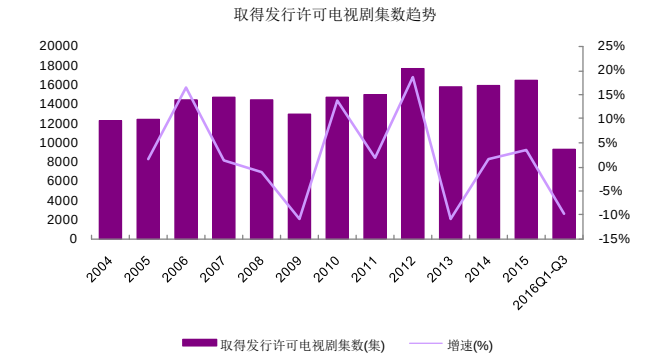
近年来我国电视剧年产量在 400 部左右，2013 年以来每年发行部数有所紧缩，但发行集数仍稳中有升，说明电视剧产能走向高集数大项目扩张而不是项目总数量的增长。

图表 11：取得发行许可证电视剧部数趋势



资料来源：广电总局

图表 12：取得发行许可证电视剧集数趋势

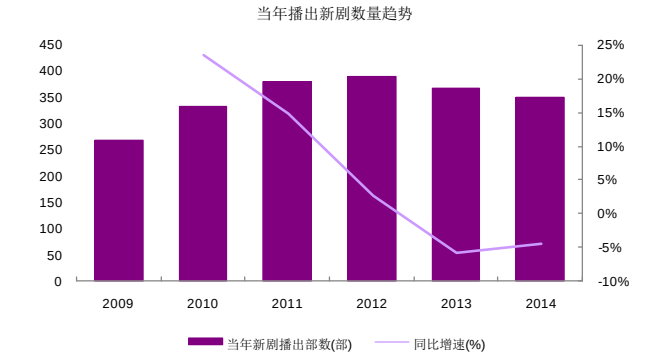


资料来源：广电总局

根据CSM统计，2012年以来80城市全天时段每年播出的新剧数量呈现不断减少的趋势，从播出近400部当年新剧，逐步减少到350部左右；说明电视台每年的电视剧播出容量已经饱和，无法依靠数量无法突破渠道壁垒。

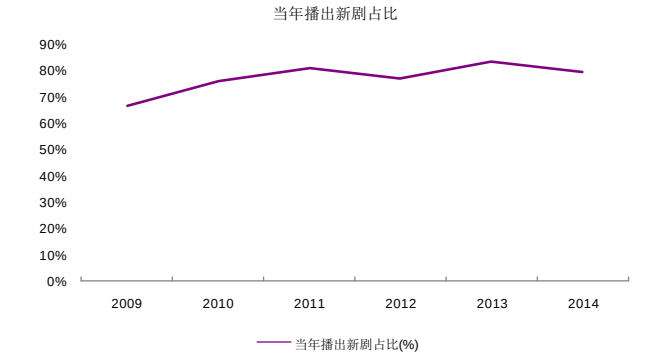
2015年开始“一剧两星”政策实施，旨在消化电视剧产能压力。实际效果为2015年晚间19:00-21:00时段，卫视共播出内地剧447部（2014年502部），新剧播出238部，首播新剧比率是53.2%（2014年50.4%），二轮剧比率是46.8%（2014年49.6%），卫视的首播新剧比率确实有所上升，但相对于2014年249部新剧播出量仍少了11部。

图表 13：当年播出新剧数量趋势



资料来源：CSM，注：80 城市统计数据

图表 14：当年播出新剧占比

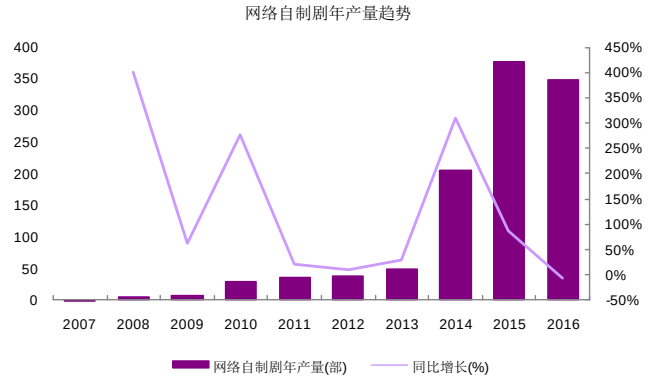


资料来源：CSM

2.2.2、视频平台电视剧流量爆发，网络剧年产量达 350 部

根据骨朵传媒统计，2015 年国内共有 262 部版权剧进入互联网视频平台播出，意味着卫视首播新剧基本上均进入网络视频平台播出渠道。网络剧出品数量在 2015 年以后井喷，目前网络剧年产量已达 350 部左右。

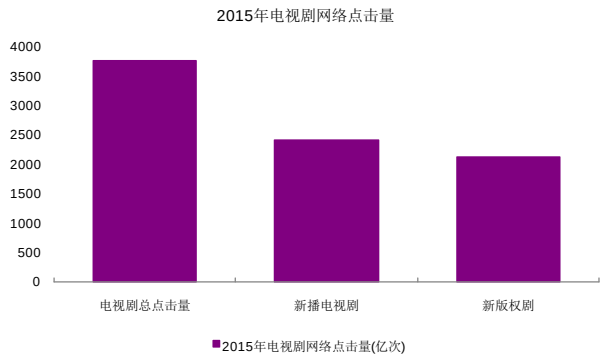
图表 15：网络自制剧年产量趋势



资料来源：骨朵传媒

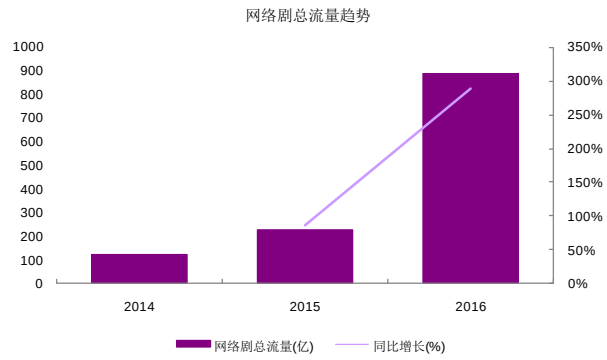
2015 年电视剧网络点击量高达 3771.82 亿次，其中新版权剧点击量达 2136.84 亿次，占当年新剧的 88.6%；版权剧仍为吸引用户的主要内容。网络剧总流量也从 2014 年 123 亿攀升至 2016 年 892 亿。随着视频广告与付费潜力将迎来加速释放，视频平台加大版权与自制内容支出的趋势将持续。

图表 16：2015 年电视剧网络点击量结构



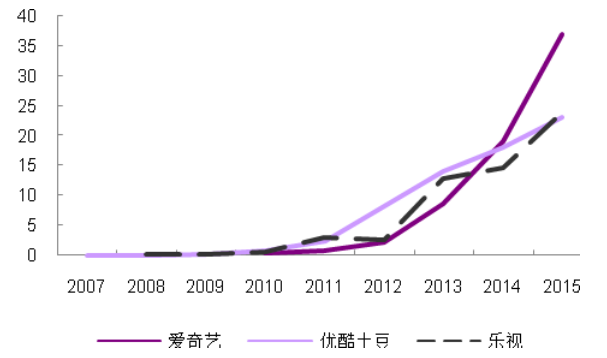
资料来源：美兰德

图表 17：网络剧总流量趋势



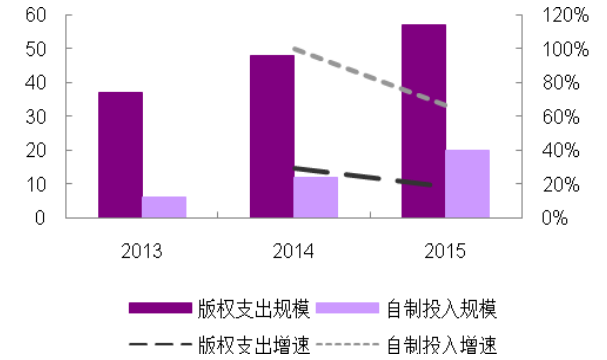
资料来源：骨朵传媒

图表 18：三大视频平台内容成本高速增长（亿元）



资料来源：各公司年报

图表 19：主流视频网站版权支出与自制投入（亿，%）



资料来源：企鹅智库

2.3、电视剧价格：新媒体交易高增长，优质剧享溢价

2.3.1、2015 年电视剧版权收入 222 亿，视频渠道交易额高增长

目前国内电视剧主要收入来自版权交易，主要有直销、联合购买、分销以及网台合作等交易模式。联合购买指电视台以及多个视频网站共同购买某

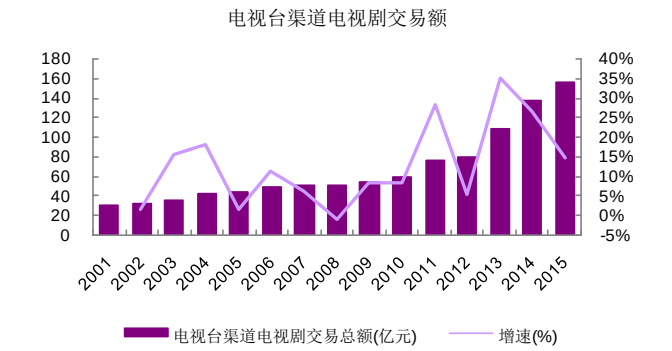
部剧版权；分销指某个视频网站购买电视剧版权后再分销给其他平台；网台合作是近年兴起的传统电视台、制作机构、视频网站围绕内容生产制作、播出、广告推广等进行深度合作的版权交易模式。随着在线视频及内容运营商业模式持续探索，电视剧产业上下游未来将在版权以外的广告植入、付费收入、衍生开发等领域产生更多交易。

图表 20：电视剧版权交易主要模式

资料来源：光大证券研究所整理

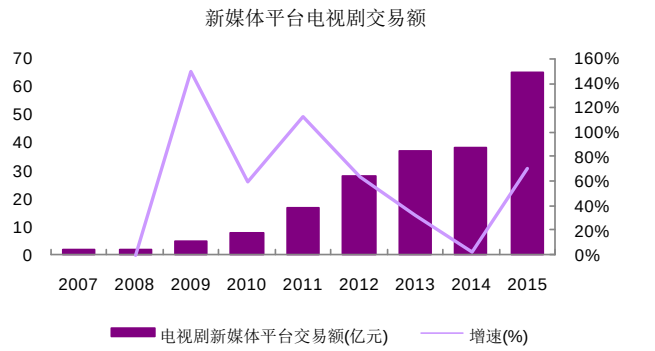
根据广电总局及国家版权局统计，2015 年电视剧版权交易额约 222 亿元，其中电视台渠道交易 157 亿元，新媒体渠道交易 65 亿元。由于电视台广告收入已经稳定，新媒体渠道电视剧交易额的快速增长，成为拉动 2013-2015 年电视剧总交易额维持年均 20%以上增速的主要因素。

图表 21：电视台渠道电视剧交易额趋势



资料来源：广电总局、国家版权局

图表 22：新媒体平台电视剧交易额趋势



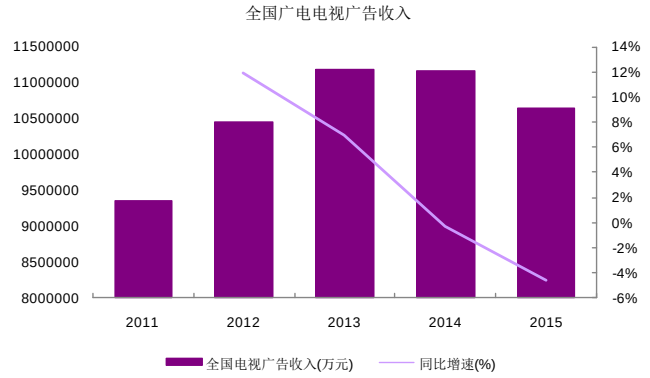
资料来源：广电总局、国家版权局

2.3.2、渠道集中度高、流量高度分化，优质剧享价格结构性上涨

1、电视台渠道仅有几大龙头广电集团购剧预算具增长潜力。

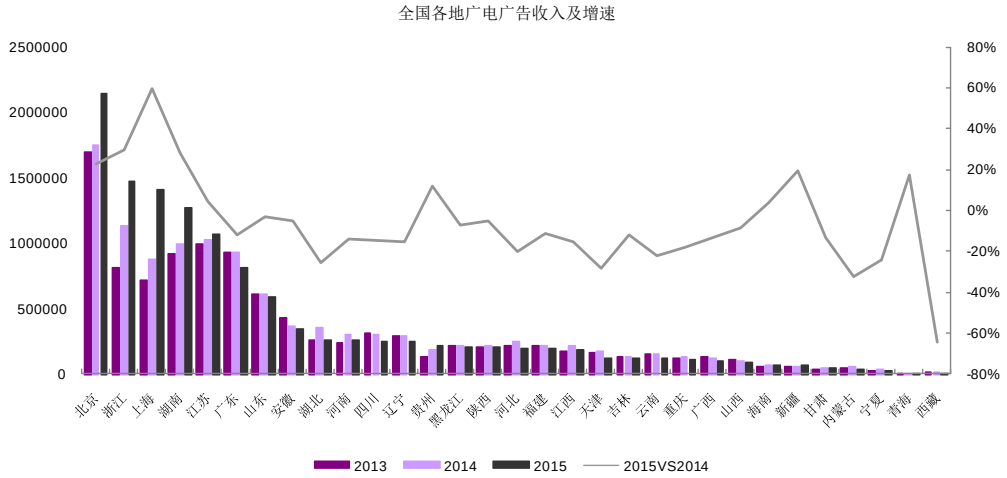
受移动视频崛起冲击，2015 年以来国内广电电视广告收入已趋于下滑。分地区而言，除了北京、浙江、上海、湖南、江苏五省或直辖市在 2015 年仍维持广告收入正增长，其余地区普遍下滑。电视剧在电视台渠道的销售，仅有几大龙头广电集团仍具备增加预算的购买力。

图表 23：全国广电电视广告收入趋势



资料来源：国家统计局

图表 24：全国各地广电广告收入规模及增速（万，%）

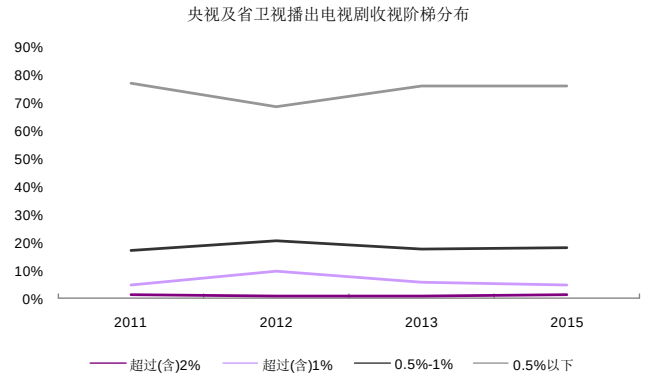


资料来源：国家统计局

2、上星卫视近年收视率在 1%以上剧目年均 40 部以下。

尽管央视及卫视每年可容纳 500 部左右电视剧播出量，收视率则始终呈现“宝塔型”阶梯分布。从 2011 年开始，卫视每年平均收视率在 2%以上的优质剧占比仅 1%，总数量不超过 10 部，收视率在 1%（含 2%以上）以上剧目总数不超过 40 部；收视率不足 0.5%的剧目占比则始终高达 75%以上。

图表 25：央视及省卫视播出电视剧收视阶梯分布



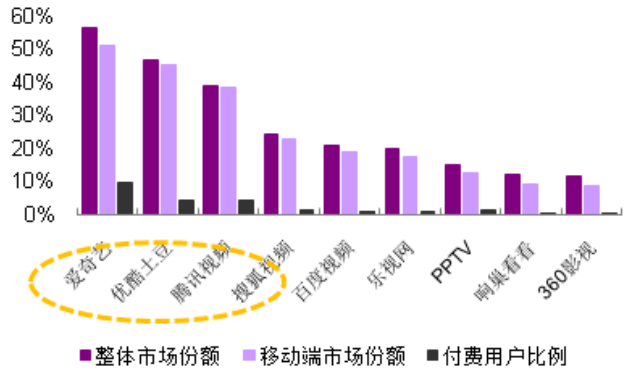
资料来源：骨朵传媒

3、六大平台精品剧购买预算提升潜力最大。

我国网络视频平台经过多年发展集中格局已经形成，爱奇艺、腾讯视频、优酷土豆在渗透率、广告市场份额均处于行业领先地位。当网络视频进入付费时代，TOP3 平台的付费用户渗透率也明显领先。前文图表 16 所跟踪的移动视频 APP 月度活跃用户数也显示了三大平台的突出优势。

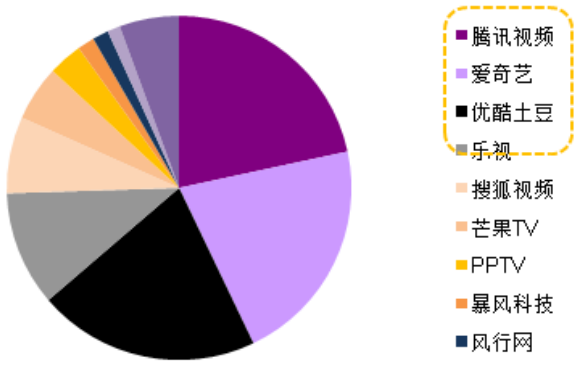
预计三大平台加上第二梯队的乐视、搜狐视频、芒果 TV 六家平台精品剧购买预算提升潜力最大。

图表 26：2015 中国网络视频行业主要品牌渗透情况(%)



资料来源：CNNIC

图表 27：2016 年 Q2 中国网络视频广告市场份额(%)



资料来源：易观智库

图表 28：2015 年中国网络视频行业市场份额和付费用户比例

	整体市场份额	移动端市场份额	付费用户比例
爱奇艺	56%	51%	10%
优酷土豆	47%	45%	4%
腾讯视频	39%	39%	4%
搜狐视频	25%	23%	1%
百度视频	21%	19%	1%
乐视网	20%	17%	1%
PPTV	15%	13%	1%
响巢看看	12%	9%	1%
360 影视	12%	9%	0%

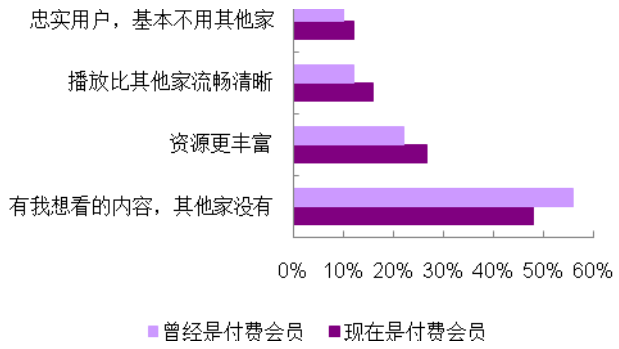
资料来源：CNNIC

4、10%头部内容贡献 85%流量。

在视频网站以流量及拉动付费率的导向中，少数头部内容贡献绝大多数收益的特征更加明显。**企鹅智库调查显示，影响用户付费的主要因素在于内容与其喜好的匹配程度，而非内容丰富度；而据艺恩统计，视频网站出品的自制剧中，TOP10%的剧目的播放流量占比高达 85%。少量头部内容贡献多数流量，拉动大量付费增长的马太效应非常显著。**

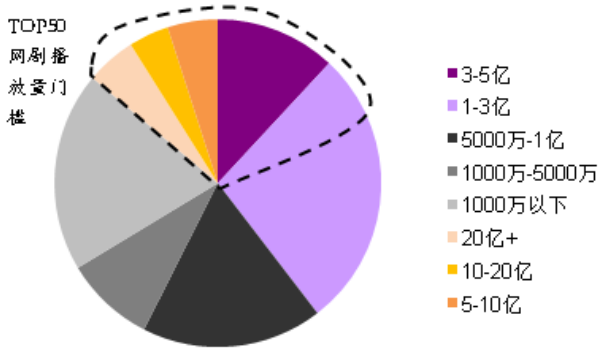
电视与视频渠道平台集中度趋高，而高收视与高流量头部剧稀缺；头部剧将享有价格结构性上涨，具备溢价空间，且受益于未来的付费分成模式；低收视剧集价格提升空间有限。

图表 29：付费意愿集中于想看的内容而非更丰富的资源



资料来源：企鹅智库 2015 调查

图表 30：2015-16 年网络自制剧流量区间分布



资料来源：艺恩

2.4、品牌制作团队稀缺，网络剧龙头公司先发优势突出

2.4.1、电视台高收视剧制作格局分散，但品牌龙头公司稀缺

我们统计 2011-2016 年卫视频道收视率 1.5 以上的电视剧，制作方格局总体较分散，其中能够持续出品高收视率精品剧的公司仅有完美影视(7 部)、华策及克顿（5 部）、于正工作室（4 部）、欢瑞世纪（3 部）、华录百纳（3 部）、花儿影视（2 部）、上海唐人（2 部）等。

图表 31：2011-2016 年收视率 1.5 以上的电视剧播出平台和制作方

序号	电视剧	年份	收视率(%)	播出平台	制作方
1	芈月传	2015	5.5	北京卫视/东方卫视	**东阳市花儿影视、儒意欣欣影业、星格拉影视**
2	樱桃	2012	4.83	山东/辽宁/黑龙江吉林卫视	黑龙江电视台
3	武媚娘传奇	2015	4.4	湖南卫视/浙江卫视	唐德影视、范冰冰工作室、《读者》集团、恒大影视、中影股份
4	金太狼的幸福生活	2012	4.29	河南/江苏/安徽/东方卫视	**华录百纳**
5	正者无敌	2012	3.98	浙江/天津/北京/东方卫视	中联华盟文化
6	北京青年	2012	3.82	浙江/天津/东方/北京卫视	**北京鑫宝源、完美影视**
7	心术	2012	3.68	浙江/安徽/天津/东方卫视	上海上影英皇
8	乡村爱情小夜曲	2012	3.54	山东/黑龙江/辽宁/北京卫视	本山传媒
9	回家的诱惑	2011	3.43	湖南卫视	上海展杰文化
10	穆桂英挂帅	2012	3.28	山东/安徽/天津/河南	兄弟时代影视
11	飞虎神鹰	2012	3.25	山东/云南/四川/黑龙江	北京奥克赛影视
12	甄嬛传	2012	2.8	安徽卫视、东方卫视	北京电视艺术中心
13	宫锁心玉	2012	2.5	湖南卫视	湖南经视文化、东阳欢娱
14	宫锁珠帘	2011	2.427	湖南卫视	**湖南经视、欢瑞世纪、于正工作室**
15	乡村爱情交响曲	2011	2.13	北京卫视	中央电视台文艺中心影视部
16	战旗	2012	2.128	江苏卫视	**上海剧酷文化**
17	花千骨	2015	2.123	湖南卫视	慈文影视
18	百万新娘之爱无悔	2013	2.119	湖南卫视	**华策影视、浙江崇远、上海展杰**
19	咱们结婚吧	2013	2.081	湖南卫视	**完美蓬瑞影视、华录百纳影视**
20	天使的诱惑	2011	2.07	湖南卫视	韩剧引进
21	亲爱的翻译官	2016	2.048	湖南卫视	剧芯文化、乐视网、嘉行传媒
22	与狼共舞	2012	1.994	江苏卫视	江苏艺星影视
23	锦绣缘华丽冒险	2015	1.994	湖南卫视	上海泓霆影业、黄晓明工作室

24	陆贞传奇	2013	1.944	湖南卫视	**完美影视，希世纪，东阳欢娱，于正工作室**
25	因为爱情有奇缘	2014	1.938	湖南卫视	上海华萍影视
26	活色生香	2015	1.89	湖南卫视	**欢瑞世纪**
27	麻辣女兵	2012	1.823	湖南卫视	**完美影视**
28	特种兵之火凤凰	2013	1.807	江苏卫视	中央电视台、北京小马奔腾
29	神犬小七	2015	1.765	湖南卫视	**完美影视**
30	倾世皇妃	2011	1.75	湖南卫视	湖南广播电视台等
31	伪善者	2015	1.716	湖南卫视	山东影视、东阳正午阳光
32	麻雀	2016	1.714	湖南卫视	**千乘影视、欢瑞世纪、多美数娱**
33	爱情真善美	2011	1.71	安徽卫视	**上海辛迪加**
34	深宫谍影	2012	1.706	湖南卫视	东阳拉风影视
35	妻子的谎言	2015	1.695	湖南卫视	**浙江金溪影视、华策影视**
36	旋风少女	2015	1.68	湖南卫视	芒果影视、上海观达影视
37	解密	2016	1.648	湖南卫视	**华策影视、宁波广播电视集团**
38	宫锁连城	2014	1.64	湖南卫视	东阳星瑞
39	璀璨人生	2013	1.627	湖南卫视	上海好剧影视、上海宜辰工作室
40	轩辕剑之天之痕	2012	1.617	湖南卫视	**上海唐人**
41	天天有喜	2013	1.611	湖南卫视	拉风传媒
42	天真遇到现实	2013	1.598	江苏卫视	**SMG 尚世影业、华录百纳、东阳腾客**
43	花非花雾非雾	2013	1.593	湖南卫视	上海创翊、湖南广电、合一网络
44	笑傲江湖	2013	1.59	湖南卫视	**于正工作室、华夏视听、完美影视、湖南广电**
45	新亮剑	2011	1.58	浙江卫视	浙江广播电视集团等
46	夫妻那些事	2012	1.564	湖南卫视	华谊兄弟、湖南电视台
47	女人的颜色	2012	1.56	江苏卫视	浙江好风影视
48	隋唐英雄	2012	1.557	湖南卫视	长城影视
49	偏偏喜欢你	2015	1.557	湖南卫视	浙江梦幻星生园
50	加油/幸福妈妈	2012	1.551	湖南卫视	广东东升影视
51	山河恋美人无泪	2012	1.546	江苏卫视	**东阳星瑞影视、于正工作室**
52	红高粱	2014	1.542	山东卫视	山东卫视、青岛凤凰影视、花儿影视
53	新还珠格格	2011	1.54	湖南卫视	上海创翊
54	红高粱	2014	1.526	北京卫视	**山东卫视、青岛凤凰影视、花儿影视**
55	因为爱情有多美	2013	1.522	湖南卫视	上海三好文
56	步步惊心	2011	1.52	湖南卫视	**上海唐人**
57	搭错车	2015	1.501	山东卫视	山东卫视、凤仪传媒、凤凰传奇、东阳福添
58	幸福爱人	2014	1.5	湖南卫视	广东东升影视
59	勇敢的心	2014	1.5	山东卫视	**世纪伙伴、完美建信、完美影视**

资料来源：CSM

2.4.2、头部网络剧多由视频平台联手知名制作团队出品

2014-2016 年，网剧市场正逐步走上质变的转型升级之路，其制作班底逐渐由小团队制作向正规军入场，精品化进程明显加快。以 2014-2016 全年十大网络剧为例，越来越多的精英团队涌入网剧市场。2014 年，慈文、欢瑞初探网剧市场；2015 年网络剧掀起热潮之后，爱奇艺、腾讯视频两大龙头重金投入，主要采取与电视剧业界知名制作团队合作的模式，打造了多部精品“爆款”剧。2015 年，慈文、欢瑞、正午阳光、山影、SMG 尚世营业、唐人频造网剧爆款，到 2016 年，再添新丽、上影寰亚劲军，郭靖宇、白一

骢、小吉祥天、尹琪、侯鸿亮、唐丽君、蔡艺侬、于正等人成为 top10 网剧的幕后“网红”。

近两年网络剧虽然产量井喷，但高投入头部剧主要由几大视频龙头联手知名制作团队合作出品，其中欢瑞世纪、慈文传媒、完美影视、正午阳光等制作方在头部剧制作领域份额领先。

图表 32：2014-2016 年 TOP10 网络剧制作出品方

2014 年		2015 年		2016 年	
剧名	出品方	剧名	出品方	剧名	出品方
屌丝男士 3	搜狐视频	盗墓笔记	爱奇艺、欢瑞世纪	老九门	爱奇艺、慈文传媒、南派投资、国奥影业、乐道互娱
匆匆那年	搜狐视频	花千骨 2015	爱奇艺、慈文传媒、视骊影视	余罪	爱奇艺、新丽传媒、天神娱乐
谢文东 3	迅雷、乐享云星	暗黑者 2	腾讯视频、慈文传媒	太子妃升职记	乐视网
万万没想到 2	优酷、万合天宜	屌丝男士 4	搜狐视频	最好的我们	爱奇艺
灵魂摆渡	爱奇艺、完美建信	执念师	PPTV、搜狐视频、视骊影视	重生之名流巨星	企鹅影业、新派系文化传媒
暗黑者 1	腾讯、慈文传媒	无心法师	搜狐视频、唐人	半妖倾城	芒果 TV、东阳欢娱
微时代	腾讯视频、欢瑞世纪、浙江悦视	校花的贴身高手	爱奇艺、世像文化、沃影传媒	美人为馅	爱奇艺
怪咖啡	腾讯视频、喜天影视	灵魂摆渡 2	爱奇艺、完美建信	九州天空城	企鹅影业、上影寰亚
废柴兄弟	爱奇艺、金品源	他来了，请闭眼	搜狐视频、山东影视、尚世影业、正午阳光	如果蜗牛有爱情	企鹅影业、正午阳光
STB 超级教师	乐视网	纳妾记	聚力传媒、东阳华海	法医秦明	搜狐视频、博集天卷

资料来源：骨朵传媒，光大证券研究所整理

2.4.3、制作成本不断上升，品牌精品剧团队奠定网络剧先发优势

伴随各大视频平台联合专业制作公司纷纷发力网剧，网剧的资金投入已趋于高企。据行业统计，2014 年，网剧单集成本不足 10 万；2015 年，单集成本 500 万的第一部网剧《盗墓笔记》诞生；至 2016 年，单集成本在 300 万-500 万的网剧已经是市场常态。根据艺恩智库统计，2016 年总成本在 5000 万左右的网剧有 4 部；总成本在 1 亿左右的网剧有 3 部。

在精品大剧制作成本不断上升，下游视频与电视台收视集中度提升，类型化生产优势强化的背景下，品牌精品剧制作团队已奠定持续出品大作的先发优势。

1.随着 IP 版权水涨船高，中小制作公司出品 IP 剧成本上升压力较大；且网络视频龙头倾向于与传统 IP 剧出品公司合作，如腾讯影视与欢瑞、慈文、唐人等公司合作最为密切。

图表 33：2015 年部分 IP 价格

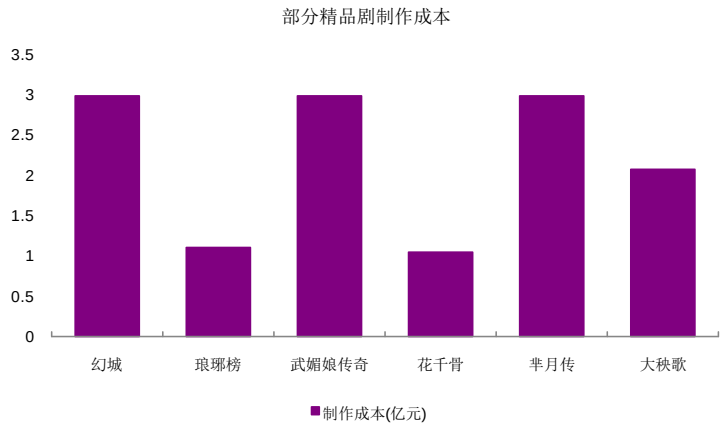
类型	IP	2015 年改编授权价格(元)
网络文学	莽荒记	50,000,000

网络文学	不败王座	8,100,000
网络文学	天火大道	13,400,000
网络文学	傲世九重天	9,700,000
网络文学	绝世武神	10,900,000

资料来源：光大证券研究所整理

2.网络头部剧成本纷纷进入“亿元俱乐部”，使得视频平台合作对象主要集中于有优质代表作的知名制作团队。

图表 34：部分精品剧制作成本（亿）



资料来源：光大证券研究所整理

3.龙头制作团队在积累了多年的制作经验以后，在类型化生产、建立特定领域的竞争优势上已形成先发优势。

图表 35：龙头制作公司网络剧制作能力不凡

	产量（部）	时长（分钟）	总播放量（亿）	平均评分	播放量/时长
慈文传媒	6	8779	11764	5.5	1.3
欢娱影视	3	636	635	4.6	1.0
唐人影视	1	900	1208	8.3	1.3
欢瑞世纪	2	2340	4329	4.5	1.9
柠檬影业	1	1890	8000	6.5	4.2
乐漾影视	1	925	36	7.3	

资料来源：新传智库，截至 2016.9，不包括已下线剧目

图表 36：已播网络剧及对应上市公司

类型	剧目	对应内容上市公司
网络剧	老九门、示铃录、暗黑者、花千骨、执念师、灭罪师	慈文传媒
网络剧	余罪	天神娱乐（合润传媒）
网络剧	盗墓笔记	欢瑞世纪
网络剧	灵魂摆渡 3	完美环球（完美影视）
网络剧	假如我有超能力	东方网络（元纯传媒）
网络剧	我的其妙男友、怒江之战	华策影视
网络剧	太子妃升职记、睡在我上铺的兄弟	乐视网（乐视影业、乐漾影视）
网络剧	无心法师	唐人影视-新三板
网络大电影	道士出山、道士出山 2、校园风骚是之舞动青	华谊兄弟（七娱乐、

	春；捕快血之刃、激斗魂之篮球	华谊创星）
网络大电影	中国超自然事件、大破阵、拔剑吧少年	中南文化（奇树有鱼-主做宣发）

资料来源：光大证券研究所整理

2.5、“视频为王”时代到来，网络剧面临再升级

2.5.1、“无限流量+科技颠覆”推动“视频为王”时代到来

1、“无限流量”来临，5G 引领新一轮网络提速，视频产业迎新机遇。

2017 年 2 月 12 日，美国的四大无线运营商之一 Verizon 宣布，将重新推出不限流量的数据套餐计划；2 月 26 日，中国联通对外发布全新“冰激凌系列”套餐，为去合约化的全国畅游语音、流量不限量套餐；2 月 27 日，媒体称中国移动将推出“阿波罗”的 4G 套餐，包含 40GB 全国流量；中国电信则在全国范围内推出“0 月租”套餐，发展低端消费人群入网 4G。

近期华为总裁徐文伟表示，从全球范围看“视频为王”时代即将来临，视频将成为全球电信运营商未来的基础业务，垂直行业的数字化将为运营商带来万亿美元的市场空间。

随着运营商开始百兆光纤宽带大提速以及新一代移动通信网络的大规模部署，视频业务发展迎来新机遇。未来视频流量将占据整个网络流量中的大部分，“大宽带＋高质量视频业务”正在成为运营商竞争的焦点。根据华为的预测，全联接世界正在加速到来，到 2025 年全球的联接数将达 1000 亿，85%的企业将应用上云，所有企业将会联接云服务；从趋势看，娱乐视频、通信视频和行业视频产业未来将加速发展。

2017 年 3 月 10 日，彭博社发表文章称，5G 时代来临，WiFi 或将退出历史舞台，指出当前美国主要移动运营商均提供无限数据流量服务，消费者无需再开启 WiFi 网络来避免昂贵的流量费，这将可能促使 WiFi 退出历史舞台；而这并非 WiFi 的唯一威胁，一些新技术如 5G 的出现也让 WiFi 的前景变得暗淡无光。

2、全球市场迎接科技业带来娱乐新变革，国内视频产业创新空间随之打开。

今年以来，Facebook 弱化了视频直播形式开始强调平台上的高质量长视频内容，且挖角前 MTV 高管建立原创内容生态系统，并推出面向智能电视的 APP，集合了 Facebook 上的所有视频以及 Facebook 根据用户兴趣推荐的视频；2 月 24 日，Facebook 推出广告分成，与其合作的视频内容提供商可以分到 55%的广告营收，对于点播视频内容提供商来说，还可以自由选择在视频的什么位置插播广告。

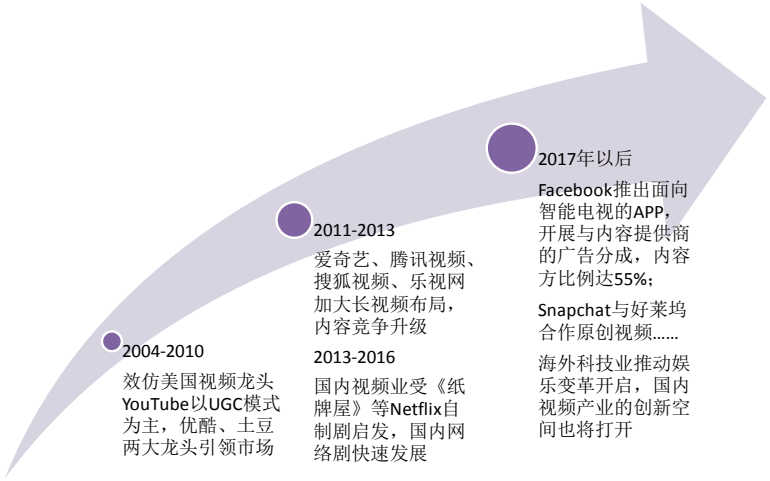
此外，Netflix 则宣布今年要花 60 亿美元做 1000 小时原创内容，以进一步拓展全球用户；苹果也在今年春季推出两部电视剧，涉足内容创作，并频繁会见好莱坞的知名电视和电影制片人，酝酿大手笔内容布局。

长期以来 Google、Facebook、苹果等科技巨头致力于进军娱乐内容领域，然而由于好莱坞百年沉淀，制作发行资源与渠道牢牢掌握在六大为代表的传统娱乐集团手中，进展甚微。然而近两年，在**社交媒体已渗透全球用户的日常生活，新科技不断突破娱乐体验，商业模式迎接创新颠覆的背景下，全球科技巨头抢占娱乐市场的优势日趋显著。**比如社交媒体已经成为好莱坞影视选角制作和宣传营销的最得力工具；VR 视频、VR 直播正在带来全新的娱乐体验；Netflix 与 Amazon 大力整合独立电影制片方且在收视服务上推陈

出新，直接挑战传统电视网收视地位；**好莱坞传统娱乐龙头对于科技公司的态度从对抗走向合作，全球市场将迎接科技业带来的娱乐新变革。**

2010 年之前，美国视频领域龙头公司为 YouTube，以 UGC 内容主导了产业；我国视频行业效仿国外格局，两大龙头为 UGC 模式为主的优酷与土豆。2013 年，Netflix 在成为美国主流视频公司之后，推出自制剧《纸牌屋》，国内各大视频平台也受启发迎来自制剧投资热潮。随着美国视频娱乐领域创新加速，国内视频产业的创新空间也将进一步打开。

图表 37：国内视频业创新跟随国际趋势



资料来源：光大证券研究所整理

2.5.2、国内网络剧面临再升级，电影电视创作要素交叉流动

2017 年 2 月，易凯资本 CEO 王冉发布长文《中国娱乐产业今天面临的最大机会》，提出"未来三到五年，最大最主流最成气候的商业机会也只有一个，那就是用电影的商业模式做精品网剧。"

金牌制作人侯鸿亮也表示，电视剧季播或是以后主流，向美剧、英剧学习形成品牌、扩大商业利益；爱奇艺 CEO 龚宇则表示，未来网剧的投入将进一步提升，作品品质必须达到电影质感；这个变化也许就在一两年内发生。

在全球巨头都在加速发力视频生态的背景下，2017 年将是全球视频行业共同步入产品与商业模式创新升级的重要一年。由于电影主创具备将剧集深度化、分众化的创作力；预计未来 1-2 年，国内电影电视剧创作要素也将走向交叉流动，推动网络剧行业再升级。

3、公司：综合优势突出，"内容+渠道"平台化

3.1、代表作突出，品牌认知度高，渠道资源优质

我们在第二章中分析到，欢瑞世纪为国内稀缺的在台播剧与网络剧领域均有高收视高流量代表作的精品剧龙头，且公司对目标观众定位精准：以学生及年轻白领为主，主打青春偶像剧。

图表 38：代表电视剧收视率情况：

年度	精品电视剧	收视率
2011 年	《宫锁心玉》	CSM25、CSM27、CSM35 收视率均为同时段第一，2011 年全国收视率排名第二，收视率破了 2，高达 2.5
2012 年	《宫锁珠帘》	平均收视率 2.4 全国同时段收视第一，2012 年全国收视率第一

2012 年	《胜女的代价》	该剧全集 44 城平均收视 1.47，在 2012 年破 1.2 的电视剧排行榜上排名第九
2013 年	《盛夏晚晴天》	全集 CSM45 城平均收视率 0.991
2013 年	《胜女的时代》	平均收视率 0.5
2014 年	《少年四大名捕》	全国网收视率 0.82，同时段排名第一
2014 年	《古剑奇谭》	全国网平均收视率 1.64，同时段一直排名第一，市场收视份额排名第一，艺人新媒体指数李易峰、杨幂连续霸占榜单多天，创下多个纪录。
2015 年	《活色生香》	全国网收视率 3.43，打破电视剧十年首播记录
2016 年	《青云志》	全国网平均收视率 0.58
2017 年	《大唐荣耀》	北京卫视 CSM52 城平均收视率 0.586，安徽卫视 CSM52 城平均收视率 0.486

资料来源：光大证券研究所整理

图表 39：公司投拍精品电视剧网络点击率

年份	类型	名称	集数	点击量
2014 年	电视剧	《古剑奇谭》	52	96 亿
2015 年	电视剧	《活色生香》	42	38 亿
2015 年	电视剧	《少年四大名捕》	48	51 亿
2015 年	网络剧	《盗墓笔记》	12	27 亿
2016 年	电视剧	《青云志Ⅰ》	55	250 亿
2017 年	电视剧	《大唐荣耀Ⅰ》	60	52 亿

资料来源：光大证券研究所整理

由于公司作品在互联网主流收视群体中有较强的市场影响力，因此无论在电视台还是视频平台领域均有较高品牌认知度，渠道资源优质。

公司已投资制作完成并取得发行许可证的电视剧 26 部，有 21 部播出平台为湖南卫视、浙江卫视、江苏卫视、北京卫视、央视等一线平台；主要客户中面向腾讯视频、爱奇艺的销售占比较高。

图表 40：公司投拍电视剧播出平台

序号	播出年份	电视剧	播出平台	在线播出平台
1	2009 年	《玫瑰江湖》	江西卫视	PPTV
2	2010 年	《大丫鬟》	浙江卫视	爱奇艺、芒果 TV、优酷
3	2011 年	《宫锁心玉》	湖南卫视	芒果 TV、乐视
4	2011 年	《被遗弃的秘密》	湖南卫视	搜狐
5	2012 年	《宫锁珠帘》	湖南卫视	乐视、腾讯视频
6	2012 年	《胜女的代价》	湖南卫视	爱奇艺、芒果 TV
7	2012 年	《弹孔》	CCTV1	迅雷看看、优酷、土豆、央视网
8	2012 年	《王的女人》	浙江卫视	爱奇艺、优酷、乐视
9	2012 年	《倾城雪》	浙江卫视，陕西卫视	爱奇艺
10	2013 年	《画皮之真爱无悔》	CCTV8	乐视、腾讯视频
11	2013 年	《桐柏英雄》	CCTV8	爱奇艺、芒果 TV、优酷
12	2013 年	《盛夏晚晴天》	江苏卫视、湖北卫视	爱奇艺、芒果 TV、乐视
13	2013 年	《胜女的时代》	湖南卫视	爱奇艺、乐视网
14	2014 年	《红酒俏佳人》	四川卫视	腾讯
15	2014 年	《少年四大名捕》	湖南卫视	爱奇艺、搜狐、乐视、芒果 TV、腾讯、风行、暴风、PPTV
16	2014 年	《古剑奇谭》	湖南卫视	腾讯、乐视、搜狐、暴风
17	2014 年	《秀丽江山之长歌	江苏卫视	爱奇艺、腾讯视频、

		行》		乐视、搜狐视频
18	2015 年	《少年神探狄仁杰》	CCTV8	央视网、优酷、土豆、乐视、搜狐、爱奇艺、腾讯、PPTV
19	2015 年	《活色生香》	湖南卫视、江西卫视、黑龙江卫视、CCTV8	芒果 TV、乐视、爱奇艺、搜狐、腾讯
20	2015 年	《爱的阶梯》	江苏卫视	腾讯
21	2016 年	《一念向北》	CCTV8	腾讯视频、CNTV
22	2016 年	《青云志》	湖南卫视	芒果 TV、腾讯视频、优酷、土豆
23	2017 年	《大唐荣耀》	北京卫视、安徽卫视	腾讯

资料来源：光大证券研究所整理

图表 41：公司历年前五名客户情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
公司前 5 大客户	湖南广播电视集团	湖南广播电视集团	千乘影视股份有限公司	深圳市腾讯计算机系统有限公句
	中央电视台电视剧频道	深圳市腾讯计算机系统有限公司	麦颂影视投资有限公司	湖南广播电视集团
	深圳市腾讯计算机系统有限公司	乐视网信息技术有限公司	江苏省广播电视集团公司	中央电视台电视剧频道
	星皓娱乐有限公司	浙江天意影视有限公司	北京爱奇艺科技有限公司	北京光线传媒股份有限公司
	天光地影	HSCFILIMSLIMITED	湖北广播电视台	霍尔果斯和力辰光影视制作有限公司
销售收入/营收	72.90%	74.13%	62.12%	93.90%

资料来源：公司公告

3.2、资源整合、造星能力领先业内，加速股权整合资源

3.2.1、资源整合能力突出，上市后加速利用股权整合行业资源

1、资源整合能力突出，与知名制作团队形成深度合作关系。

公司在电视剧业界有较强的资源整合能力，与业内知名制作团队、工作室形成深度合作关系，2009-2012 年与于正工作室密切合作，2014 年之后与华斌工作室合作后佳作频出，《古剑奇谭》、《活色生香》均成为当年明星剧目。

图表 42：欢瑞世纪与知名工作室深度合作

序号	播出年份	电视剧	合作工作室
1	2009年	《玫瑰江湖》	于正工作室
2	2010年	《大丫鬟》	于正工作室
3	2011年	《宫锁心玉》	于正工作室
4	2011年	《被遗弃的秘密》	于正工作室
5	2012年	《宫锁珠帘》	于正工作室
6	2012年	《胜女的代价》	明道工作室
7	2012年	《王的女人》	于正工作室
8	2012年	《倾城雪》	于正工作室
9	2013年	《画皮之真爱无悔》	林心如工作室

10	2013年	《盛夏晚晴天》	刘恺威工作室
11	2013年	《胜女的时代》	明道工作室
12	2014年	《少年四大名捕》	华斌工作室
13	2014年	《古剑奇谭》	华斌工作室
14	2014年	《秀丽江山之长歌行》	林心如工作室
15	2015年	《少年神探狄仁杰》	林心如工作室
16	2015年	《活色生香》	华斌工作室
17	2016年	《一念向北》	刘恺威工作室
18	2016年	《青云志》	华斌工作室
19	2017年	《大唐荣耀》	唐嫣工作室

资料来源：公司公告

2、聚集优质主创，保证作品质量。

欢瑞世纪凭借较强的影视剧制作能力和良好的机制，先后与知名编剧邵思涵、逐风、白一骢签署了合作协议，此外签订劳动聘用合同的专职编剧还有：张辉、潘婧、陈群飞等。同时，公司与北京师范大学国际写作中心建立了长期剧本合作关系。

图表 43：公司投拍剧合作主创人员情况

电视剧	导演	编剧	主演
《玫瑰江湖》	袁英明、林玉芬、王少杰	于正	钟汉良、霍思燕、孙菲菲、何晟铭、陈键锋
《大丫鬟》	何澍培 周家文	李亚玲	马雅舒、陈思诚、吴卓羲、米雪
《宫锁心玉》	李慧珠、黄俊文	于正	杨幂、冯绍峰、何晟铭、佟丽娅
《被遗弃的秘密》	袁英明、胡儲玺	沈芷凝	蒋梦婕、甘婷婷、何晟铭、罗晋、乔振宇
《宫锁珠帘》	李慧珠、邓伟恩	于正	杜淳、何晟铭、袁姗姗、舒畅、张嘉倪、杨蓉、白冰、孙菲菲、陈晓
《胜女的代价》	张博昱	何昕明、陈炘怡、李庭瑜、施佩岐、黄莞婷、庄世鸿	陈乔恩、张翰、高以翔、张檬、蒋怡、白雪、杜若溪
《弹孔》	郑方南	王成刚	郭涛、薛佳凝、郭广平、侯勇、王劲松、关亚军、程愫
《王的女人》	成志超、胡儲玺	于正	陈乔恩、明道、罗晋、袁姗姗、陈晓、金莎
《倾城雪》	李慧珠、邓伟恩	李顺慈	，杜淳、董洁、张嘉倪、何晟铭
《画皮之真爱无悔》	林峰、梁辛全	邵思涵	刘恺威、白冰、颖儿
《桐柏英雄》	桑华、祝东宁、白杨	柳建伟、刘晓波、周英程	何晟铭、张逗逗、金晨
《盛夏晚晴天》	麦贯之	陈宝华、郭宝贤	杨幂、刘恺威、吴建飞、樊少皇
《胜女的时代》	张博昱		张翰、郑爽、江语晨、孙骁骁
《红酒俏佳人》	张孝正	王然	胡杏儿、邱泽、李晟、茅子俊
《少年四大名捕》	梁胜权、黄俊文	杨林彦、王璋	张翰、杨洋、何晟铭、陈伟霆、茅子俊、张钧甯
《古剑奇谭》	梁胜权、黄俊文	邵思涵、逐风	杨幂、李易峰、郑爽，马天宇、乔振宇、钟欣潼、陈伟霆、张智尧
《秀丽江山之长歌行》	林峰、陈权	邵思涵、顾雪柔、李雁倩、王小泉	，林心如、袁弘、李佳航、王媛可、于波、关智斌
《少年神探狄仁杰》	林峰	周炳坤、袁源、陈斯远	黄宗泽、戚薇、马天宇、孙骁骁、林心如、袁弘
《活色生香》	何澍培、成志超	李亚玲	唐嫣、李易峰、舒畅、陈伟霆、黄明、李溪芮、张智尧

《爱的阶梯》	罗灿然		张睿、张檬、霍政谚、迪丽热巴
《一念向北》	麦贯之	徐闰	刘恺威、张俪
《盗墓笔记》	郑保瑞、罗永昌	白一骢	李易峰、唐嫣、杨洋、刘天佐、张智尧、魏巍、郑佩佩、孙耀琦
《麻雀》	金琛、周远舟	海飞	李易峰、周冬雨、张鲁一、张若昀、阚清子、王劲松
《青云志》	朱锐斌、刘国辉、周远舟、朱少杰	邵潇逸、张少微	李易峰、赵丽颖、杨紫、成毅、秦俊杰、茅子俊
《大唐荣耀》	刘国楠、尹涛	刘芳、李惠敏	景甜、任嘉伦、舒畅、秦俊杰、万茜

资料来源：公司公告

3、近期与张涵予、郝晓楠、姚兴江设立公司，上市后加速利用股权整合资源。

2017 年 3 月，公司与张涵予先生、郝晓楠女士、姚兴江先生共同投资设立控股子公司欢瑞时代影视传媒有限公司。张涵予先生是中国影视界具备广泛影响力的资深演员，郝晓楠女士为苏有朋、林更新等明星的经纪人，姚兴江为知申传媒董事长。公司完成借壳上市后加速利用股权整合行业资源，开拓未来的版图。

3.2.2、造星能力领先，捧红杨幂、李易峰、杨洋成为一线明星

欢瑞世纪洞察观众，挖掘艺人潜力捧红新人能力突出；杨幂、冯绍峰、袁姗姗、李易峰、陈伟霆、杨洋、任嘉伦均因参演公司电视剧成为炙手可热的明星。

《宫 1》播出后，杨幂首次登上了福布斯中国名人榜，获“白玉兰”奖“最具人气女演员”奖；男演员冯绍峰跻身一线，获得东方影视盛典电视剧年度最具人气价值男演员称号。《古剑奇谭》于 2014 年暑期收视火爆，李易峰因《古剑奇谭》男一号“百里屠苏”迅速蹿红，在后来的《活色生香》、《盗墓笔记》中备受瞩目。陈伟霆在《古剑奇谭》中凭借“大师兄”一角吸粉不少，更在后续的《活色生香》中令不少观众路转粉。

图表 44:《古剑奇谭》播出期间李易峰霸占艺人新媒体指数第一

艺人新媒体指数 VLinkage — Vlink月度榜单 2014年7月

名次	艺人	地区	新媒体指数
1	李易峰	大陆	9.458
2	杨幂	大陆	9.242
3	张翰	大陆	8.847
4	赵丽颖	大陆	8.808
5	佟丽娅	大陆	8.594
6	刘诗诗	大陆	8.536
7	钟汉良	香港	8.525
8	邓超	大陆	8.467
9	乔振宇	大陆	8.454
10	唐嫣	大陆	8.399
11	郑爽	大陆	8.357
12	董洁	大陆	8.216
13	杨烁	大陆	8.183
14	马天宇	大陆	8.157
15	言承旭	台湾	8.115
16	钟欣桐	香港	8.090
17	戚薇	大陆	8.087
18	陈伟霆	香港	8.018
19	金秀贤	韩国	7.998
20	刘涛	大陆	7.997

艺人新媒体指数 VLinkage — Vlink月度榜单 2014年8月

名次	艺人	地区	新媒体指数
1	李易峰	大陆	9.552
2	杨幂	大陆	9.183
3	吴秀波	大陆	8.744
4	马天宇	大陆	8.673
5	戚薇	大陆	8.652
6	陈伟霆	香港	8.603
7	张翰	大陆	8.536
8	赵丽颖	大陆	8.439
9	佟丽娅	大陆	8.346
10	郑爽	大陆	8.277
11	陈赫	大陆	8.269
12	乔振宇	大陆	8.232
13	姚晨	大陆	8.060
14	刘诗诗	大陆	8.040
15	钟欣桐	香港	8.033
16	唐嫣	大陆	7.999
17	张智尧	台湾	7.967
18	陈紫函	大陆	7.964
19	金秀贤	韩国	7.892
20	张檬	大陆	7.885

寻艺 | 艺人新媒体指数 — 月度榜单 2014年9月

排名	演员	地区	性别	生日	指数
1	李易峰	大陆	男	1987/5/4	9.3725
2	杨幂	大陆	女	1986/9/12	8.9999
3	陈伟霆	香港	男	1985/11/21	8.6209
4	马天宇	大陆	男	1986/7/12	8.5672
5	吴秀波	大陆	男	1968/9/5	8.3352
6	林峰	香港	男	1979/12/8	8.2790
7	乔振宇	大陆	男	1978/11/1	8.1264
8	余诗曼	香港	女	1975/5/28	8.0573
9	陈紫函	大陆	女	1975/4/2	7.9091
10	张翰	大陆	男	1984/10/6	7.9059
11	张若昀	大陆	男	1988/8/24	7.8998
12	钟欣桐	香港	女	1981/1/21	7.8740
13	赵丽颖	大陆	女	1987/10/16	7.8736
14	戚薇	大陆	女	1986/10/26	7.8474
15	刘诗诗	大陆	女	1987/3/10	7.8371
16	郑爽	大陆	女	1991/8/22	7.8341
17	杨志刚	大陆	男	1978/11/14	7.8267
18	王珞丹	大陆	女	1984/1/30	7.8146
19	张智尧	台湾	男	1975/5/8	7.7899
20	唐嫣	大陆	女	1983/12/6	7.7684

资料来源：Vlinkage

《活色生香》2015 年 2 月 4 日首播，播出期间主角唐嫣、李易峰、陈伟霆等艺人新媒体指数靠前。

图表 45：《活色生香》播出期间唐嫣、李易峰、陈伟霆受高度关注

寻艺 | 艺人新媒体指数

月度榜单 2015年2月

排名	演员	地区	性别	指数
1	唐嫣	大陆	女	9.2584
2	李易峰	大陆	男	9.1306
3	钟汉良	香港	男	9.0536
4	刘恺威	香港	男	8.9001
5	陈赫	大陆	男	8.8637
6	范冰冰	大陆	女	8.8196
7	陈伟霆	香港	男	8.5472
8	陆毅	大陆	男	8.2799
9	李晨	大陆	男	8.2694
10	陈妍希	台湾	女	8.2603
11	陈晓	大陆	男	8.2240
12	杨幂	大陆	女	8.1392
13	池昌旭	韩国	男	8.1331
14	张子萱	大陆	女	8.1220
15	舒畅	大陆	女	8.0642
16	李钟硕	韩国	男	8.0590
17	杨蓉	大陆	女	8.0532
18	张馨予	大陆	女	8.0470
19	白百何	大陆	女	8.0447
20	张钧甯	台湾	女	7.8127

寻艺 | 艺人新媒体指数

月度榜单 2015年3月

排名	演员	地区	性别	指数
1	唐嫣	大陆	女	8.957
2	李易峰	大陆	男	8.828
3	陈乔恩	台湾	女	8.737
4	黄晓明	大陆	男	8.676
5	钟汉良	香港	男	8.585
6	陈伟霆	香港	男	8.532
7	刘恺威	香港	男	8.389
8	佟丽娅	大陆	女	8.347
9	乔任梁	大陆	男	8.294
10	范冰冰	大陆	女	8.274
11	陈键锋	香港	男	8.168
12	张翰	大陆	男	8.052
13	陈赫	大陆	男	8.007
14	马天宇	大陆	男	7.960
15	杨幂	大陆	女	7.959
16	陈晓	大陆	男	7.939
17	李晨	大陆	男	7.907
18	井柏然	大陆	男	7.889
19	张萌	大陆	女	7.832
20	陈妍希	台湾	女	7.745

资料来源：Vlinkage

《少年四大名捕》于 2015 年 3 月下旬开播，播出期间杨洋关注度持续提升，张翰、陈伟霆艺人指数也排名靠前；2015 年 6 月《盗墓笔记》推出，主演杨洋、李易峰登顶艺人新媒体排行榜。杨洋在《少年四大名捕》中表现可圈可点，更因《盗墓笔记》中小哥张起灵获得关注。

图表 46：《少年四大名捕》、《盗墓笔记》播出期间杨洋霸占艺人指数第一

寻艺 | 艺人新媒体指数

月度榜单 2015年5月

排名	演员	地区	性别	指数
1	杨洋	大陆	男	8.94
2	赵薇	大陆	女	8.8
3	张翰	大陆	男	8.57
4	陈伟霆	香港	男	8.42
5	佟大为	大陆	男	8.3
6	唐嫣	大陆	女	8.27
7	范冰冰	大陆	女	8.12
8	李易峰	大陆	男	8.1
9	钟汉良	香港	男	8.1
10	张钧甯	台湾	女	8.09
11	何晟铭	大陆	男	8.01
12	贾青	大陆	女	7.99
13	刘涛	大陆	女	7.99
14	任天野	大陆	男	7.99
15	李晨	大陆	男	7.99
16	杨幂	大陆	女	7.97
17	董洁	大陆	女	7.91
18	徐洪浩	大陆	男	7.91
19	郑恺	大陆	男	7.85
20	郑爽	大陆	女	7.85

寻艺 | 艺人新媒体指数

月度榜单 2015年6月

排名	演员	地区	性别	指数
1	杨洋	大陆	男	9.098
2	李易峰	大陆	男	8.853
3	刘恺威	香港	男	8.781
4	赵丽颖	大陆	女	8.753
5	唐嫣	大陆	女	8.627
6	赵薇	大陆	女	8.483
7	郑爽	大陆	女	8.397
8	霍建华	台湾	男	8.341
9	范冰冰	大陆	女	8.199
10	陈乔恩	台湾	女	8.155
11	张翰	大陆	男	8.142
12	钟汉良	香港	男	8.104
13	陈伟霆	香港	男	8.057
14	杨幂	大陆	女	7.972
15	王丽坤	大陆	女	7.945
16	马可	大陆	男	7.938
17	蒋欣	大陆	女	7.888
18	张钧甯	台湾	女	7.885
19	贾乃亮	大陆	男	7.852
20	李晨	大陆	男	7.810

资料来源：Vlinkage

3.3、发展战略：聚焦精品，打通渠道，走向平台化发展

3.3.1、聚焦精品剧，市场号召力领先，2017 优质项目储备充分

从 2014 年开始，欢瑞顺应“一剧两星”、互联网对卫视广告的分流两大行业趋势，压缩一般题材电视剧的投资制作聚焦精品，围绕优质 IP 和艺人资源，打造高影响力大剧并提升单集产出，近两年出品作品在台播剧及网络剧领域均拥有一线的市场号召力。目前公司仍储备有二十多个优质 IP，

2017 年预计出品的电视剧含《大唐荣耀》、《诛仙 2》、《盗墓笔记 2、3》、《天下长安》、《天乩之白蛇传说》等，精品项目储备充分。

图表 47：公司所持有的优质版权情况

序号	版权名称	版权类型	使用权利	授权类型	取得时间	有效期
1	《大唐后妃传:珍珠传奇》	小说	电视剧、衍生游戏改编权	独占	2010 年 6 月 1 日	十年
2	《诛仙》	小说	电影、电视剧改编权摄制权	独占	2011 年 2 月 28 日	至 2017 年 7 月 31 日
3	《楼兰》	小说	电影、电视剧、游戏改编权摄制权	独占	2011 年 9 月 16 日	十年
4	《谍上谍》	小说	电影、电视剧改编权摄制权	独占	2011 年 11 月 1 日	永久
5	《十年一品温如言》	网络小说	电影、电视剧改编权、网络剧摄制权	独占	2016 年 9 月 1 日	五年
6	《投名状》	电视的故事原创版权	电视剧版权	独占	2011 年 12 月 6 日	永久
7	《失恋阵线联盟》	小说	电影、电视剧专有改编权、摄制权	独占	2012 年 2 月 9 日	五年
8	《豪门游戏 2：邪少的贴心冷秘》	网络小说	电影、电视剧改编权摄制权	非独占	2012 年 3 月 1 日	五年
9	《盗情》	文学作品	电影、电视剧改编权摄制权	独占	2012 年 4 月 1 日	五年
10	《画壁》	电影	电视改编摄制权	独占	2012 年 5 月 10 日	五年
11	《天子传说之左手印》	剧本	电影摄制权	独占	2011 年 3 月 30 日	永久
12	《当糠遇见黑色会》	小说	电影及相关影音图像类型剧本改编权、摄制权	独占	2011 年 12 月 5 日	五年
13	《西风凋碧树》	小说	电影、电视改编权、衍生产品开发权、摄制权	非独占	2012 年（于 2012 年 7 月 21 日签署）	五年
14	《吉祥纹莲花楼》	小说	电视改编权、摄制权	独占	2012 年 10 月 1 日	五年
15	《昆仑》、《沧海》	小说	影视剧改编权摄制权及游戏改编权	独占	2012 年 11 月 1 日	八年
16	《蚀心者》	小说	影视剧改编权摄制权及游戏改编权	独占	2013 年 5 月 1 日	十年
17	《盗墓笔记》1-9 册	小说	电视改编摄制权及游戏改编权	非独占	电视剧 2013 年 5 月 27 日/游戏 2014 年 1 月 7 日	电视剧：六年（达到约定后可顺延 4 年）/游戏：七年
18	《跨过千年来爱你》	小说	电视改编权摄制权	独占	2013 年 4 月 2 日	五年
19	《琉璃美人煞》	小说	电视剧、电影、网络剧等改编权摄制权等及游戏改编权	独占	2013 年 11 月 28 日	八年
20	《古剑奇谭：琴心剑魄》	小说	电影改编权摄制权及衍生品(游戏类产品及衍生品开发权除外）的开发授权	独占	2014 年 1 月 10 日	至 2019 年 1 月 9 日
21	《画地为牢》	小说	电视改编权摄制权及对该作品衍生品开发权	独占	2015 年 11 月 19 日	十年
22	《血色将至》	电视剧剧本	全部著作权	独占	2015 年 8 月	永久
23	《长恨宫》	小说	影视剧改编权摄制权及游戏改编权等	独占	2016 年 5 月 1 日	九年
24	《血色翡翠城》	小说	影视剧改编权摄制权、游戏改编权及对该作品衍生品开发权	独占	2016 年 5 月 11 日	五年
25	5 套《霹雳布袋戏》	剧本	电视剧、网络剧、电影改编权摄制权、游戏改编权	独占	2016 年 7 月 1 日	七年
26	《周瑜传》	剧本	全部著作权	独占	2016 年 7 月 16 日	永久
27	《枭臣》	小说	影视作品改编权摄制权及后续作品进行影视改编等	独占	2016 年 8 月 25 日	改编权至 2025.11.29 后续作品改编授权至 2031.3.20

相关权利

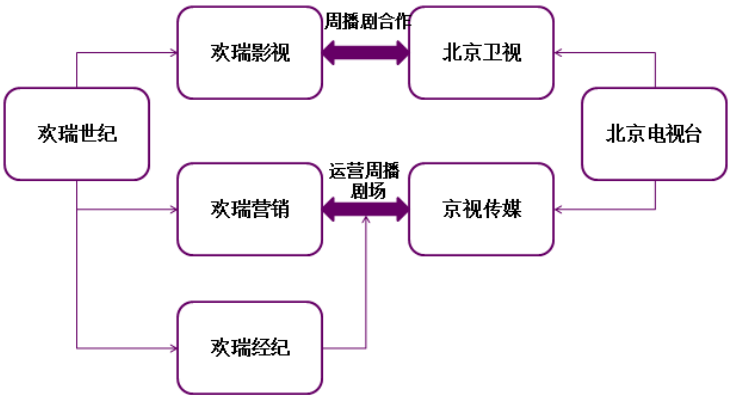
资料来源：公司公告

3.3.2、立足营销与经纪优势，拓展卫视实现“内容+渠道”一体化

2017 年 3 月，欢瑞世纪旗下欢瑞影视与欢瑞营销与北京卫视达成合作协议，欢瑞影视提供 5 部电视剧供北京卫视播出，北京电视台向欢瑞影视支付播映许可费，双方共同经营周播剧场的广告招商。**通过该合作，公司将推动内容、渠道及营销的统一运营和深度结合，一体化并且打造稳定的制作播出体系，且有助于更好地推动公司艺人培养体系的发展。**

欢瑞营销长于娱乐营销，已有将多款电视剧打造成为“现象级”的成功案例。以《古剑奇谭》为例，公司利用社交媒体强力宣传，主演以及相关话题不断出现于微博热搜榜，并制作多款风格不同的预告片，跟随播出节点向粉丝持续投放新主题，包括《后会无期》、《小时代》等主题版本。公司擅长采用电影宣传的手段全方位开发精品剧价值；公司擅长采用电影宣传的手段全方位开发精品剧价值，如在地铁大量投放《大唐荣耀》精美海报，并引导观众自发对电视剧进行安利和宣传，全剧在腾讯视频上点击量突破 54 亿。

图表 48：欢瑞世纪与北京电视台战略合作，将放大营销与经纪优势



资料来源：光大证券研究所整理

3.3.3、引领大剧商业模式创新，拥有“腾讯专区”走向平台化

公司对精品大剧商业模式变革的探索走在行业前列。从《古剑奇谭》开创周播剧、到《盗墓笔记》推动互联网收费模式潮流，到如今腾讯视频专区的主打，欢瑞世纪借与视频顶级平台腾讯的合作，实现了从单纯的影视制作方到新媒体合作方的转变升级。

图表 49： 欢瑞世纪推动商业模式转变

资料来源：光大证券研究所整理

2016 年 8 月，欢瑞世纪与腾讯签大剧战略合作协议，推出“欢瑞付费打包”项目；公司优质网络剧走向“B-C”收益分成模式，且拥有稳定的新

媒体渠道，在新媒体领域实现“内容+渠道”的一体化拓展；该协议具体内容如下：

图表 50：欢瑞世纪与腾讯签大剧战略合作协议

项目	内容
合作时间	2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日
合作部数	每年合作拍摄 8 部电视剧或网络剧
合作集数	每年投资拍摄总集数不低于 256 集
各自权益	欢瑞世纪拥有影视剧的一切知识产权以及全部完整著作权以及其他权利，上海腾讯享有投资收益权及署名权
采购价格	每集采购价格分三挡，≥250.00 万元、≥350.00 万元、≥750.00 万元
播放	腾讯视频平台首页面欢瑞影视专区
会员收益	共享项目影视剧会员收益

资料来源：公司公告

2015 年以来公司已拍网剧有《微时代》和推动互联网视频付费的《盗墓笔记Ⅰ》，《盗墓笔记》反响热烈，网络播放量超 27 亿，成为现象级的付费网络剧。**在优质台播剧与网络剧的支撑下，公司拓展“卫视+视频”渠道，立足于已有的娱乐营销与艺人经纪优势，逐步走向平台化发展。**

图表 51：欢瑞已拍网络剧概况

剧名	导演	演员	播出平台
《微时代》	刘一志	杨幂、余文乐	腾讯视频
《盗墓笔记Ⅰ》	郑保瑞	李易峰、杨洋	爱奇艺

资料来源：公司公告

4、盈利预测

4.1、业绩成长性

欢瑞世纪的业绩成长性将体现在：

1. 精品大剧的价值进一步提升；
2. 公司头部网络剧尝试付费分成后带来的收益弹性；
3. 公司向卫视与新媒体专区延伸的渠道运营带来的收益；
4. 公司平台化发展后，营销、艺人经纪等业务价值进一步释放，基于精品大剧的 IP 泛娱乐化收益。

4.2、盈利假设

1.根据公司公告，2017 年《诛仙 2》、《盗墓笔记 2、3》将发行并确认收入；根据媒体报道及公司备案公告，《天下长安》、《天乩之白蛇传说》均已开机拍摄，年内有望实现发行。我们假设以上四部剧集销售价格如下：

图表 52：2017 年欢瑞世纪主要剧集销售预测

剧名	诛仙 2	盗墓笔记 2、3	天下长安	天乩之白蛇传说
单集价格（万）	700	1100	800	350
预估集数	40	24	40	40
销售收入（万）	26400	28000	32000	14000

资料来源：光大证券研究所整理

2.预测 2018 年公司电视剧销售收入维持 30%增长。

3.预测电视剧毛利率维持 50%水平。

4.考虑到公司与北京卫视的渠道合作，2018 年其他业务收入预测 1.5 亿元，毛利率假设 60%。

图 53：欢瑞世纪盈利预测假设

盈利预测表 (单位：百万元)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	**200.91**	**294.20**	**474.38**	**855.00**	**1,119.00**	**1,535.20**
营业收入	200.91	294.20	474.38	855.00	1,119.00	1,535.20
电视剧及衍生品	168.89	243.88	185.56	700.00	1,004.00	1,305.20
电影及衍生品	7.33	0.16	24.80	35.00	35.00	50.00
艺人经纪	13.01	25.69	23.09	20.00	30.00	30.00
其他业务	11.68	24.48	240.92	100.00	50.00	150.00
二、营业总成本	**182.06**	**238.24**	**278.22**	**524.10**	**691.29**	**964.99**
营业成本	115.99	128.14	199.13	389.25	535.75	751.60
电视剧及衍生品	114.23	114.21	102.65	350.00	502.00	652.60
电影及衍生品	0.43	7.23	26.63	26.25	26.25	37.50
艺人经纪	1.34	0.30	1.85	1.00	1.50	1.50
其他业务	0.00	6.40	68.00	12.00	6.00	60.00
毛利率	***42.27%***	***56.45%***	***58.02%***	***54.47%***	***52.12%***	***51.04%***
电视剧及衍生品	*32.37%*	*53.17%*	*44.68%*	*50.00%*	*50.00%*	*50.00%*
电影及衍生品	*94.14%*	*-4505.35%*	*-7.36%*	*25.00%*	*25.00%*	*25.00%*
艺人经纪	*89.70%*	*98.83%*	*92.01%*	*95.00%*	*95.00%*	*95.00%*
其他业务	*100.00%*	*73.85%*	*71.78%*	*88.00%*	*88.00%*	*60.00%*

资料来源：光大证券研究所

4.3、盈利预测

预测 2016-2018 年公司 EPS 分别为 0.29、0.38、0.50 元；当前股价对应 PE 分别为 44、33、25 倍。该盈利预测尚未充分考虑公司在卫视及腾讯专区新媒体渠道分成模式收益的释放。

5、估值水平与投资评级

5.1、相对估值

电视剧板块，各公司 2017 年 PE 平均值 33 倍。从成长性分化角度，由于电视台购买力趋于平稳，高流量剧未来走向分成模式带来的收益空间将改写电视剧原有“B-B”分配模式下的传统价值体系，电视剧公司间的成长性分化将逐渐显现；2016 年各公司的 PEG 已有分化之势。

就行业空间而言，2015 年国内电视剧版权总收入规模 222 亿，已经高于国产电影制片环节总票房（2016 年国产片票房 267 亿，剔除影院与院线方，制片方票房收入规模 267*0.43=115 亿），由于电视剧“B-B”收益分配使得精品龙头公司作品的影响力与实际收入之间存在错配；未来随着视频付费用户与收入规模化，高流量剧制作方收益空间将打开。2016 年美国家庭视频支出近 200 亿美元，为电影市场 110 亿美元规模的 2 倍。国内视频付费习惯培育后，分成模式带来龙头制作公司的盈利空间也将高于电影公司的票房盈利。

欢瑞世纪作为国内稀缺的在台播剧与网络剧领域均有高收视高流量代表作的精品剧龙头，目前 2017 年 PE 比 2015-2017 年 2 年复合增速的 PEG 为 0.67，我们给予 PEG 为 1 的估值，目标价为 18.81 元。

图 54：可比公司的估值比较

公司名称	收盘价	EPS			PE			2017PEG	市值
	2017/03/21	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2 年复合增速	亿元
欢瑞世纪	12.64	0.17	0.29	0.38	74.35	43.59	33.26	0.67	124.00
慈文传媒	39.15	0.62	0.93	1.34	63.15	42.10	29.22	0.62	123.13
华策影视	11.60	0.29	0.27	0.30	40.00	42.96	38.67	22.62	202.61
华录百纳	20.82	0.38	0.51	0.64	54.79	40.82	32.66	1.11	169.15
骅威文化	12.14	0.14	0.37	0.46	86.71	32.81	26.25	0.32	104.38
唐德影视	27.40	0.29	0.44	0.77	94.48	62.27	35.58	0.57	109.60
新文化	17.42	0.47	0.49	0.54	37.06	35.55	32.32	4.56	93.64
长城影视	12.80	0.44	0.49	0.56	29.09	26.12	22.72	1.73	67.26
皇氏集团	13.74	0.23	0.34	0.44	59.74	40.41	31.09	0.80	115.09
鹿港文化	8.49	0.15	0.24	0.31	56.60	35.38	27.21	0.62	75.91
当代东方	13.53	0.18	0.23	0.35	75.17	58.83	39.22	1.02	107.34
光线传媒	9.59	0.14	0.25	0.29	68.50	38.36	33.36	0.77	281.33
华谊兄弟	10.30	0.38	0.29	0.29	27.11	35.52	35.52	(2.81)	286.93

资料来源：wind，光大证券研究所预测

5.2、绝对估值

根据绝对估值，欢瑞世纪合理价值区间为 13-21 元。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	0.50%
β(βlevered)	0.77
Rm-Rf	5.00%
Ke(levered)	4.36%
税率	21.00%
Kd	0.00%
Ve	4,503.1
Vd	0.0
目标资本结构	0.00%
WACC	4.36%

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
3.36%	41.02	50.41	66.71	101.89	234.13
3.86%	33.24	39.04	47.96	63.43	96.83
4.36%	27.79	31.67	37.18	45.65	60.33
4.86%	23.77	26.50	30.18	35.41	43.45
5.36%	20.69	22.68	25.27	28.77	33.74

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间			敏感度分析区间
FCFE	13	4	—	101	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	13	7	—	77	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	21	12	—	120	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

5.3、估值结论与投资评级

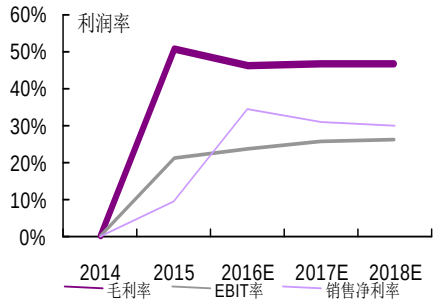
综合相对估值与绝对估值结果，我们重点参考相对估值结论，给予欢瑞世纪目标价为 18.81 元，维持“买入”评级。

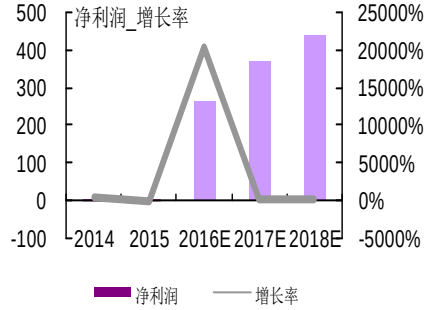
5.4、股价驱动因素

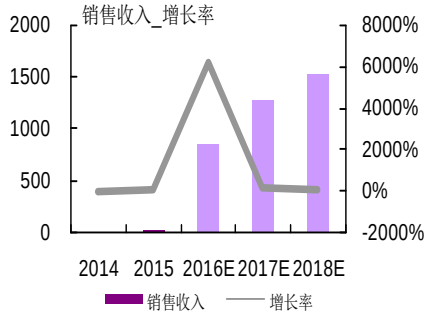
1. 移动视频广告与付费收入加速爆发。
2. 全球范围视频内容商业模式创新出现。
3. 公司 2017 年头部剧网络流量创新高。
4. 公司与北京卫视、腾讯视频合作收益超预期。

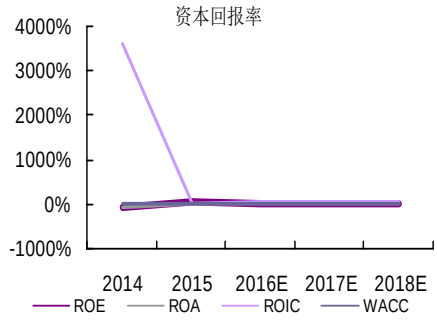
6、风险分析

观众口味变化，内容制作波动性较大，电视台收入下滑，与渠道新合作模式市场开拓风险等。









利润表（百万元）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**0**	**13**	**855**	**1,119**	**1,535**
营业成本	0	7	389	530	744
折旧和摊销	0	0	1	4	6
营业税费	0	0	3	4	6
销售费用	0	0	68	90	123
管理费用	2	4	47	62	84
财务费用	0	0	-11	-29	-37
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	**-2**	**3**	**340**	**457**	**605**
利润总额	-2	3	357	475	623
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	**-2.39**	**1.30**	**281.98**	**374.92**	**492.50**

资产负债表（百万元）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总资产	**3**	**9**	**3,442**	**5,314**	**5,774**
流动资产	3	9	3,393	5,219	5,655
货币资金	3	2	2,974	4,666	4,894
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	0	5	281	368	505
应收票据	0	0	17	22	31
其他应收款	0	0	11	13	17
存货	0	0	78	106	149
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	0	0	39	77	99
无形资产	0	0	0	0	0
总负债	**0**	**4**	**155**	**207**	**288**
无息负债	0	4	155	207	288
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	**3**	**4**	**3,286**	**5,107**	**5,487**
股本	414	414	806	981	981
公积金	89	89	2,725	4,117	4,167
未分配利润	-500	-498	-245	8	339
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表（百万元）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	**-3**	**-1**	**11**	**268**	**333**
净利润	-2	1	282	375	493
折旧摊销	0	0	1	4	6
净营运资金增加	-1	4	387	121	191
其他	1	-6	-659	-233	-355
投资活动产生现金流	**0**	**0**	**-50**	**-50**	**-30**
净资本支出	0	0	-50	-50	-30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	0	0	0	0
融资活动现金流	**0**	**0**	**3,011**	**1,475**	**-76**
股本变化	0	0	392	175	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	0	4	151	52	80
净现金流	**-3**	**-1**	**2,972**	**1,692**	**228**

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	-100.00%	0.00%	6263.59%	30.88%	37.19%
净利润增长率	287.05%	-154.38%	21586.80%	32.96%	31.36%
EBITDAEBITDA 增长率	427.52%	-215.01%	11640.74%	30.47%	33.27%
EBITEBIT 增长率	427.52%	-215.01%	11598.10%	29.83%	33.07%
估值指标					
PE	-4,258	7,831	44	33	25
PB	3,423	2,381	3	2	2
EV/EBITDA	-2,137	1,859	22	18	13
EV/EBIT	-2,137	1,859	22	18	14
EV/NOPLAT	-2,148	-	28	23	17
EV/Sales	-	389	9	7	5
EV/IC	-77,772	1,235	17	13	9
盈利能力（%）					
毛利率	0.00%	50.73%	54.47%	52.12%	51.04%
EBITDA 率	-	20.95%	38.65%	38.52%	37.42%
EBIT 率	-	20.95%	38.50%	38.20%	37.05%
税前净利润率	-	20.95%	41.75%	42.41%	40.61%
税后净利润率（归属母公司）	-	9.68%	32.98%	33.50%	32.08%
ROA	-77.54%	14.94%	8.19%	7.06%	8.53%
ROE（归属母公司）（摊薄）	-80.39%	30.41%	8.58%	7.34%	8.98%
经营性 ROIC	3620.38%	-	59.05%	55.52%	54.59%
偿债能力					
流动比率	28.21	1.93	21.85	25.17	19.65
速动比率	28.21	1.93	21.35	24.66	19.14
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS（摊薄）	0.00	0.00	0.29	0.38	0.50
每股红利	0.00	0.00	0.11	0.11	0.15
每股经营现金流	0.00	0.00	0.01	0.27	0.34
每股自由现金流(FCFF)	0.00	-	-0.20	0.18	0.25
每股净资产	0.00	0.01	4.08	5.21	5.59
每股销售收入	0.00	0.02	1.06	1.14	1.56

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王铮，武汉大学理学学士，中国科学院研究生院理学硕士。曾任国金证券研究所传媒行业分析师、中信证券研究部传媒行业高级分析师。2011 年中国证券业金牛奖 TMT 第 4 名团队成员；2013 年 11 月获得汤森路透 StarMine 全球卖方分析师评选可选消费行业“最佳选股奖”第 2 名。2013 年 12 月获得东方财富十佳分析师奖项——全市场第四。2015 年 12 月获得东方财富十佳分析师奖项——全市场第三。2016 年 7 月获得 “天眼”中国最佳证券分析师传媒行业第三名。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称"本公司"）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称"光大证券研究所"）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixy1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com