欢瑞世纪（000892.SZ）/传媒　　超额完成业绩承诺，娱乐产业创新起航

评级：买入（维持）

市场价格：12.24

目标价格：22.45

分析师：王晛

执业证书编号：S0740516060001

电话：021-20315191

Email：wangxian@r.qlzq.com.cn

分析师：赵坤

职业证书编号：S0740516080002

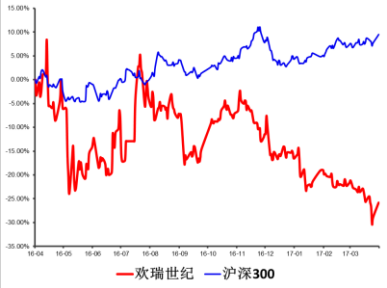
电话：010-59013782

Email：zhaokun@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	981
流通股本(百万股)	356
市价(元)	12.24
市值(百万元)	12007
流通市值(百万元)	4357

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 【中泰中小盘】星美联合（000892.SZ）：产业布局为盾，模式创新为剑

2 【中泰中小盘】欢瑞世纪（000892.SZ）点评：公司正式更名，高弹性业务架构业绩变现

3 【中泰中小盘】星美联合（000892.SZ）点评：娱乐转型完美收官，业绩预增超预期

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	13.44	739	1018	1355	1697
增长率 yoy%	-	5396.9%	37.8%	33.1%	25.2%
净利润	1	265	422	492	605
增长率 yoy%	154.38%	20284.00	59.23%	16.56%	22.97%
每股收益（元）	0.003	0.270	0.430	0.502	0.617
每股现金流量	-0.002	0.040	0.008	0.039	0.105
净资产收益率	30.41%	9.82%	16.91%	16.96%	21.26%
P/E	4080	45.33	28.47	24.38	19.84
PEG	-	-	0.48	1.47	0.86
P/B	1184	4.45	4.81	4.14	4.22

备注：2016 年同比基数为上市公司重组前星美联合历史数据

投资要点

■ **事件概述：**

公司于 2017 年 4 月 6 日晚间公布了 2016 年年度报告。2016 年公司实现营业收入 7.39 亿元，同比增长 55.69%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.65 亿元，同比增长 54.74%，扣非后净利润 2.54 亿元。按照重组时业绩承诺，2016 年公司实现的合并报表中归母净利润和扣非后净利润将分别不低于 2.41 亿元和 2.23 亿元，实际完成率分别为 111.84%和 113.99%。**（上市公司披露同比基数为欢瑞世纪 2015 年数据）**

■ **事件点评：**

➢ **资产重组完美收官，超额完成业绩承诺：**公司自 2015 年 1 月份起历时近两年时间，于 2016 年 11 月 8 日获得了监管机构的正式批复。同时公司于 2017 年 2 月 14 日正式更名。随着公司重大资产重组尘埃落地，代表着以文化娱乐为业务核心的欢瑞世纪正式登陆资本市场。根据公司 2016 年年报披露，2016 年实现归母净利润 2.65 亿，扣非净利润 2.54 亿，对比重组业绩承诺，分别实现完成率 111.84%和 113.99%，超额完成了业绩承诺，进一步的证明了公司以影视剧制作发行、艺人经纪、游戏及衍生业务等娱乐产业的核心创新模式，并且正式奠定了未来的品牌化竞争力。

➢ **延续一体化运营模式，娱乐产业创新起航：**在上市之后，公司在延续一体化运营的基础上，实现了多项业务创新的布局。公司的原有精品 IP 挖掘培育、渠道资源整合、艺人经纪业务的高弹性业务架构已经整装待发，同时未来将以多元化合作的方式，引聚行业资源，以点带面，实现商业价值的最大化。

- **精品 IP 挖掘培育：**公司同时持有众多优质 IP，如《盗墓笔记》、诛仙昆仑沧海等，并且在不断的挖掘更多优质 IP，通过未来 3-5 年的消化，能够不断地提升自身 IP 培育能力。2016 年新增了《霹雳》布袋戏系列（5 部）、《长恨宫》、《枭臣》、《血色翡翠城》、《战衡阳》、《永不瞑目》和《周瑜传》等版权储备。

- **渠道资源优化整合：**公司于 2016 年 10 月份同腾讯企鹅影业文化传播有限公司签订的《投资摄制协议》，自 2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日，欢瑞世纪与上海腾讯每年合作拍摄 8 部电视剧或网络剧，每年投资拍摄总集数不低于 256 集。同时，公司与北京电视台就 2017 年北京卫视频道的周播剧场运营进行合作，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。**就整体来看，公司通过精品 IP 的变现，在不断的实现渠道资源的优化整合，目前合作方既包括一线卫视（湖南卫视、北京卫视、安徽卫视），有包括大型网络视频平台（爱奇艺、腾讯视频），未来仍存在进一步优化整合的空间。**

- **模式创新不断深入：**基于精品 IP 和渠道资源，公司一直致力于践行新的行业盈利模式，从 2014 年在湖南卫视播出的《古剑奇谭》在国内首次奠定稳固周播剧场模式。2015 年播出《盗墓笔记》也首次在网络上以每集 500 万的价格成为“天价”网络剧。2016 年播出的《诛仙青云志》在巩固周播剧模式的基础上，实现了湖南卫视和腾讯

视频的双平台播映模式创新，在首播一周就斩获了了网络单集 3 亿次播放量。而**最近公司同北京卫视的周播剧合作，突破了以往的单一性购剧模式，实现了排播和广告营销的一体化运营。**

- **艺人经纪业务持续发力：**公司在在引领了国内小鲜肉霸屏模式之后，公司已签约李易峰、郝泽嘉、梁婧娴、杨紫、茅子俊、秦俊杰、应昊茗等知名演员。而新近公司公告拟成立的“欢瑞时代影视传媒”，则是通过绑定优质艺人，以投资共赢模式，实现从电视制作向影视制作的跨越，深入整合艺人、制作、宣发等优势资源。

- **娱乐业务多元化延伸：**公司在 2016 年 9 月份通过欢瑞网络实现了《青云志》电视剧同名手游的公测上线，实现了影游互动战略的推进，在游戏方向上，公司将继续以精品 IP 为基础，实现从影视流量向游戏流量的转化。而公司新近拟设立的“幻动数码”主要布局影视产业的特效制作。从行业细分结构上来看，目前国内的影视特效制作水平相对较低，虽然受到近几年下游奇、玄、科三幻作品爆发的需求推动，处在爆发前夜。但是目前高质量影视特效制作仍有国外团队（美日韩）垄断。而欢瑞世纪在奇幻古装影视的多年制作经验，成为了切入该业务板块的核心优势，同时在未来也能够形成营收平衡的供需一体化，同时根据自身在电影行业的多年投资经验，依托电视剧投资的核心优势，通过加大投资实现双驱动发展。

■ **投资建议：**

我们认为公司未来将依托“核心 IP”+“强渠道资源”，充分实现制作，宣发，渠道的“一体化”，“高弹性”业务架构，提高业绩变现能力。以对外投资为起点，实现对影视特效制作的弯道切入，并且加强对影视行业资源，特别是电影方向的渗透整合，以知名艺人为文化符号的起点，带动最终的文化产品规模化。同时不断创新营运一体化模式。预测公司 2017-2019 年实现归属母公司净利润分别为 4.22 亿元、4.92 亿元、6.05 亿元，当前股价对应 PE 分别为 28.47X、24.48X、19.74X，对应 EPS 分别为 0.43 元、0.50 元、0.62 元。目标市值 220 亿，对应 2017 年 53 倍 PE，维持“买入”评级。

- **行业估值水平对比：**目前公司所处影视传媒行业 PE（TTM）平均值为 **51.37X**，行业中值水平为 **46.50X**，Wind 一致预测行业 PE（2017）平均值为 **43.47X**,行业中值水平为 **42.82X**。

- **公司差异性竞争优势：**

1、纯正影视制作标的的上市元年：公司作为国内民营电视制作机构仅存的两家未上市公司之一，相较同类型外延式扩张企业，拥有多年深耕影视剧行业的成熟经验和渠道资源，2017 年作为其上市元年，资本通道的扩张，将成为其在传统影视业务和娱乐衍生业务方向上爆发的最强助力。

2、营运模式创新的核心差异性：对比同类型公司，传统对标的业绩支撑和估值溢价主要来自于“强 IP”和“强制作”，近两年开始向“强宣发”倾斜。而欢瑞世纪在自身的精品 IP 储备基础上，一直在努力推行影视剧排播及运营模式的创新，践行从“资本消耗”的传统模式向“资本协同”的新兴模式转变。无论是新近的同北京卫视合作的“排播+营销”一体化运营，还是同张涵予的投资绑定式合作，均属此列，我们看好欢瑞世纪在影视细分方向上差异化创新和商业模式唯一性。

■ **风险提示事件：1、公司的产业链拓展尚存不确定性；2、相关作品的收入确认周期存在不确定性；3、市场的系统性风险。**

图表 1：可比公司估值比较（Wind 一致性预测）

所属行业	证券代码	证券简称	流通市值亿元	总市值亿元	市盈率PE(TTM)	预测PE(2017)	预测PE(2018)	预测每股收益(2017)	预测每股收益(2018)
影视传媒	002175.SZ	东方网络	123.47	123.47	190.72	56.88	41.46	0.29	0.40
	000681.SZ	视觉中国	128.42	128.42	67.42	49.97	37.13	0.37	0.49
	600576.SH	万家文化	85.15	85.15	99.53	63.25	48.46	0.21	0.28
	002143.SZ	印纪传媒	389.81	389.81	50.52	57.32	46.51	0.61	0.76
	300426.SZ	唐德影视	101.24	101.24	58.05	51.09	27.31	0.50	0.93
	300251.SZ	光线传媒	274.00	274.00	37.21	37.42	30.52	0.25	0.31
	600715.SH	文投控股	370.23	370.23	61.59	52.92	41.82	0.42	0.54
	603444.SH	吉比特	211.50	211.50	36.13	28.80	24.63	10.32	12.06
	000892.SZ	欢瑞世纪	118.11	118.11	44.56	36.80	29.64	0.33	0.41
	002247.SZ	帝龙文化	135.83	135.83	34.04	31.87	22.23	0.50	0.72
	601595.SH	上海电影	132.48	132.48	59.09	56.71	44.67	0.63	0.79
	002425.SZ	凯撒文化	92.72	92.72	57.24	45.45	25.51	0.40	0.71
	000802.SZ	北京文化	134.36	134.36	25.72	41.79	34.37	0.44	0.54
	600136.SH	当代明诚	81.80	81.80	66.95	37.95	30.66	0.44	0.55
	002343.SZ	慈文传媒	122.34	122.34	41.76	42.49	28.95	0.92	1.34
	002354.SZ	天神娱乐	201.22	201.22	36.80	20.01	16.11	3.44	4.28
	002445.SZ	中南文化	128.05	128.05	50.97	43.43	26.13	0.36	0.60
	000835.SZ	长城动漫	34.44	34.44	-40.93	74.80	46.97	0.14	0.22
	300291.SZ	华录百纳	162.25	162.25	43.35	43.16	32.27	0.46	0.62
	002555.SZ	三七互娱	430.09	430.09	40.19	25.56	20.98	0.81	0.98
	300336.SZ	新文化	89.77	89.77	33.85	23.24	19.35	0.72	0.86
	300027.SZ	华谊兄弟	275.50	275.50	34.09	24.65	21.36	0.40	0.46
	300133.SZ	华策影视	193.88	193.88	40.38	29.85	23.81	0.37	0.47
	002071.SZ	长城影视	63.68	63.68	24.53	24.50	19.30	0.49	0.63
	600977.SH	中国电影	452.37	452.37	50.80	45.98	33.86	0.53	0.72
	002739.SZ	万达院线	661.95	661.95	48.44	33.91	26.13	1.66	2.16
	300528.SZ	幸福蓝海	84.71	84.71	75.30	50.82	41.10	0.54	0.66
	600634.SH	富控互动	120.90	120.90	70.17	86.67	71.33	0.24	0.29

来源：Wind、中泰证券研究所

图表 2：财务报表预测

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**0**	**13**	**739**	**1,018**	**1,355**	**1,697**
增长率	—	—	*5396.9%*	*37.8%*	*33.1%*	*25.2%*
营业成本	0	-7	-282	-430	-660	-830
% 销售收入	—	*49.3%*	*38.1%*	*42.2%*	*48.7%*	*48.9%*
毛利	0	7	457	588	695	867
% 销售收入	—	*50.7%*	*61.9%*	*57.8%*	*51.3%*	*51.1%*
营业税金及附加	0	0	-5	-14	-16	-18
% 销售收入	—	*0.7%*	*0.6%*	*1.4%*	*1.2%*	*1.1%*
营业费用	0	0	-116	-101	-140	-180
% 销售收入	—	*0.0%*	*15.7%*	*9.9%*	*10.3%*	*10.6%*
管理费用	-2	-4	-41	-35	-26	-38
% 销售收入	—	*27.1%*	*5.6%*	*3.4%*	*1.9%*	*2.2%*
息税前利润（EBIT）	-2	3	295	438	513	631
% 销售收入	—	*23.0%*	*40.0%*	*43.0%*	*37.9%*	*37.2%*
财务费用	0	0	-11	-10	-15	-20
% 销售收入	—	*0.0%*	*1.5%*	*1.0%*	*1.1%*	*1.2%*
资产减值损失	0	0	-15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	-2	3	269	428	498	611
营业利润率	—	*20.9%*	*36.5%*	*42.0%*	*36.8%*	*36.0%*
营业外收支	0	0	21	0	0	0
税前利润	**-2**	**3**	**290**	**428**	**498**	**611**
利润率	—	*21.0%*	*39.3%*	*42.0%*	*36.8%*	*36.0%*
所得税	0	-2	-25	-6	-6	-6
所得税率	*0.5%*	*53.8%*	*8.6%*	*1.4%*	*1.2%*	*1.0%*
净利润	-2	1	265	422	492	605
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**-2**	**1**	**265**	**422**	**492**	**605**
净利率	—	*9.7%*	*35.9%*	*41.5%*	*36.3%*	*35.7%*

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-2	1	265	422	492	605
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	0	2	2	2
非经营收益	0	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	-2	-224	-416	-456	-504
经营活动现金净流	**-3**	**-1**	**41**	**8**	**38**	**103**
资本开支	0	0	9	0	10	50
投资	0	0	1	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	**0**	**0**	**-8**	**0**	**-10**	**-50**
股权募资	0	0	1,499	0	0	0
债权募资	0	0	117	-89	143	94
其他	0	0	1	0	0	0
筹资活动现金净流	**0**	**0**	**1,617**	**-89**	**143**	**94**
现金净流量	**-3**	**-1**	**1,650**	**-81**	**171**	**147**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3	2	1,776	1,569	1,740	1,914
应收款项	0	5	944	5	8	20
存货	0	0	445	655	832	944
其他流动资产	0	1	47	360	464	212
流动资产	3	9	3,212	2,589	3,044	3,090
% 总资产	*100.0%*	*97.9%*	*97.8%*	*86.5%*	*84.7%*	*85.0%*
长期投资	0	0	30	340	450	420
固定资产	0	0	39	54	86	103
% 总资产	*0.0%*	*0.0%*	*1.2%*	*1.8%*	*2.4%*	*2.8%*
无形资产	0	0	4	10	14	20
非流动资产	0	0	73	404	550	543
% 总资产	*0.0%*	*2.1%*	*2.2%*	*13.5%*	*15.3%*	*15.0%*
资产总计	**3**	**9**	**3,285**	**2,993**	**3,594**	**3,633**
短期借款	0	0	130	151	230	280
应付款项	0	2	123	8	10	25
其他流动负债	0	3	233	338	454	550
流动负债	0	4	486	497	694	788
长期贷款	0	0	100	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	**0**	**4**	**586**	**497**	**694**	**788**
普通股股东权益	3	4	2,699	2,496	2,900	2,845
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**3**	**9**	**3,285**	**2,993**	**3,594**	**3,633**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	-0.006	0.003	0.620	0.430	0.502	0.617
每股净资产(元)	0.007	0.010	2.750	2.545	2.956	2.900
每股经营现金净流(元)	-0.007	-0.002	0.040	0.008	0.039	0.105
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-80.39%	30.41%	9.82%	16.91%	16.96%	21.26%
总资产收益率	-77.54%	14.94%	47.53%	14.10%	13.69%	16.65%
投入资本收益率	3620.38%	64.16%	18.08%	16.91%	16.96%	21.26%
增长率						
营业总收入增长率	-100.00%	—	5396.90%	37.85%	33.09%	25.24%
EBIT增长率	-427.52%	226.08%	9566.67%	47.58%	16.33%	22.69%
净利润增长率	-287.05%	154.38%	20284.00%	59.23%	16.56%	22.97%
总资产增长率	-47.04%	182.22%	36400.00%	-8.88%	20.08%	1.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	—	68.6	185.9	2.1	208.5	121.2
存货周转天数	—	—	569.0	1.9	1.8	1.9
应付账款周转天数	—	6.7	13.7	15.5	150.6	97.0
固定资产周转天数	—	—	18.8	22.0	19.4	18.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-102.26%	-48.05%	-0.01%	—	—	—
EBIT利息保障倍数	56.8	807.0	29.0	—	—	—
资产负债率	3.54%	50.87%	17.86%	16.60%	19.31%	21.69%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。