

2017年07月10日

幸福蓝海 (300528.SZ)

公司深度分析

证券研究报告

电影动画

投资评级 **买入-A**

调高评级

6个月目标价: **20.5元**

股价 (2017-07-07) **17.11元**

交易数据

总市值 (百万元)	6,375.32
流通市值 (百万元)	1,593.89
总股本 (百万股)	372.61
流通股本 (百万股)	93.16
12个月价格区间	9.53/50.14元

股价表现

资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.04	-18.68	18.02
绝对收益	2.15	-24.36	

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517020002

wangzx2@essence.com.cn

相关报告

幸福蓝海: 区域院线龙头, 深耕江苏, 辐射全国/焦娟
2017-04-01

区域龙头辐射全国,全产业链布局精品可期

■ **高经营杠杆+票房回暖预期,公司未来业绩具有较高弹性。**公司是江苏省院线龙头,横跨电影及电视剧两大业务,坚持“渠道优先,引导内容”的发展战略。目前公司院线及影院经营业务(包括非票收入)营收占比达到67%,具有较高的经营杠杆。受电影行业波动影响,公司业绩波动较大,16年营收及归母同比增速仅7%、5.1%。17年上半年内地电影票房达到271.37亿,同比增长10.38%,下半年票房回暖已较为确定,票房回暖预期下,公司净利率及净利润增速有望回升。

■ **立足江苏,辐射全国,布局电影全产业链。**渠道下沉趋势明显,三、四线城市有望成为票房增长推动力。公司系江苏院线龙头,17年上半年票房及银幕数占比分别达到15%、23%,领先优势明显。公司立足江苏,理性看待渠道下沉,优先选择处于三、四线城市经济发达地区(人口流入型城市)的影院标的。目前公司与华润置地、雨润中央、大悦城、万象城等国内一流地产商开展战略合作,影城项目分布在江苏、北京、上海、广东、四川、湖北、陕西、天津、黑龙江等近二十个省市。同时公司积极引进及开发先进技术,打造国内一流影城,未来有望成为全国院线龙头。

■ **坚持渠道引导内容战略,布局精品内容制作。**电影方面,公司借助院线渠道优势,自下而上延伸电影产业链,布局电影制作及发行,目前以跟投为主积累电影制作经验,厚积薄发下未来公司电影制作业务有望充分受益于渠道优势扩大;电视剧方面,公司背靠江苏广电,资源禀赋优势明显,坚持“稳健+精品化”理念参与电视剧投资与制作,守正出奇,未来有望打造电视剧爆款。

■ **投资建议:**公司立足江苏,辐射全国。区域龙头向全国龙头发展预期下,公司具备较高经营杠杆,受益于票房回暖,未来业绩具有较高弹性,净利率及净利润增速有望回升。我们预计公司17/18/19年净利润分别为1.52亿、1.83亿、2.19亿,对应每股收益分别为0.41元、0.49元、0.59元。参考同类可比公司及次新股公司估值,给予2017年50X估值,对应6个月目标价20.50元,调高为“买入-A评级”。

■ **风险提示:**政策监管趋严、电影票房增速不及预期、新建影城培育不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,437.3	1,538.1	1,724.5	2,020.6	2,463.5
净利润	107.1	112.5	152.0	183.1	219.0

每股收益(元)	0.29	0.30	0.41	0.49	0.59
每股净资产(元)	3.45	4.95	5.53	6.02	6.61

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	59.5	56.7	41.9	34.8	29.1
市净率(倍)	5.0	3.5	3.1	2.8	2.6
净利润率	7.4%	7.3%	8.8%	9.1%	8.9%
净资产收益率	8.3%	6.1%	7.4%	8.2%	8.9%
股息收益率	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	10.6%	9.4%	19.9%	12.0%	35.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 区域院线龙头，横跨电影及电视剧两大业务	5
1.1. 高经营杠杆+票房回暖预期，公司未来业绩具有较高弹性	6
1.2. 主营业务横跨电影及电视剧两大业务板块	7
2. 影院并购整合加速，精品剧仍为稀缺资源	8
2.1. 17年票房回暖迹象明显	8
2.2. 院线集中度有待提升，影院并购整合趋势明显	9
2.3. 银幕数快速增长，技术推动影院升级	10
2.4. 精品电视剧供不应求，网台联动成为大趋势	11
3. 渠道引导内容，布局电影全产业链	13
3.1. 全产业链发展，放大协同效应	13
3.2. 区域龙头向全国龙头发展	14
3.2.1. 渠道下沉属行业发展趋势	14
3.2.2. 立足江苏，辐射全国	14
3.2.3. 院线扩张产生较高经营杠杆	17
3.2.4. 成立四海发行联盟，整合五大院线资源	18
3.3. 引进及开发先进技术，打造国内一流院线	19
4. 立足渠道优势，布局精品内容制作	20
4.1. 电影：跟投为主积累经验，厚积薄发下受益于渠道优势扩大	20
4.2. 电视剧：具备资源禀赋优势，守正出奇有望打造爆款	21
4.2.1. 背靠江苏广电，资源优势明显	21
4.2.2. 引入业内战略投资者	22
4.2.3. 守正出奇，坚持制作精品剧	23
5. 盈利预测	26
6. 风险提示	26

图表目录

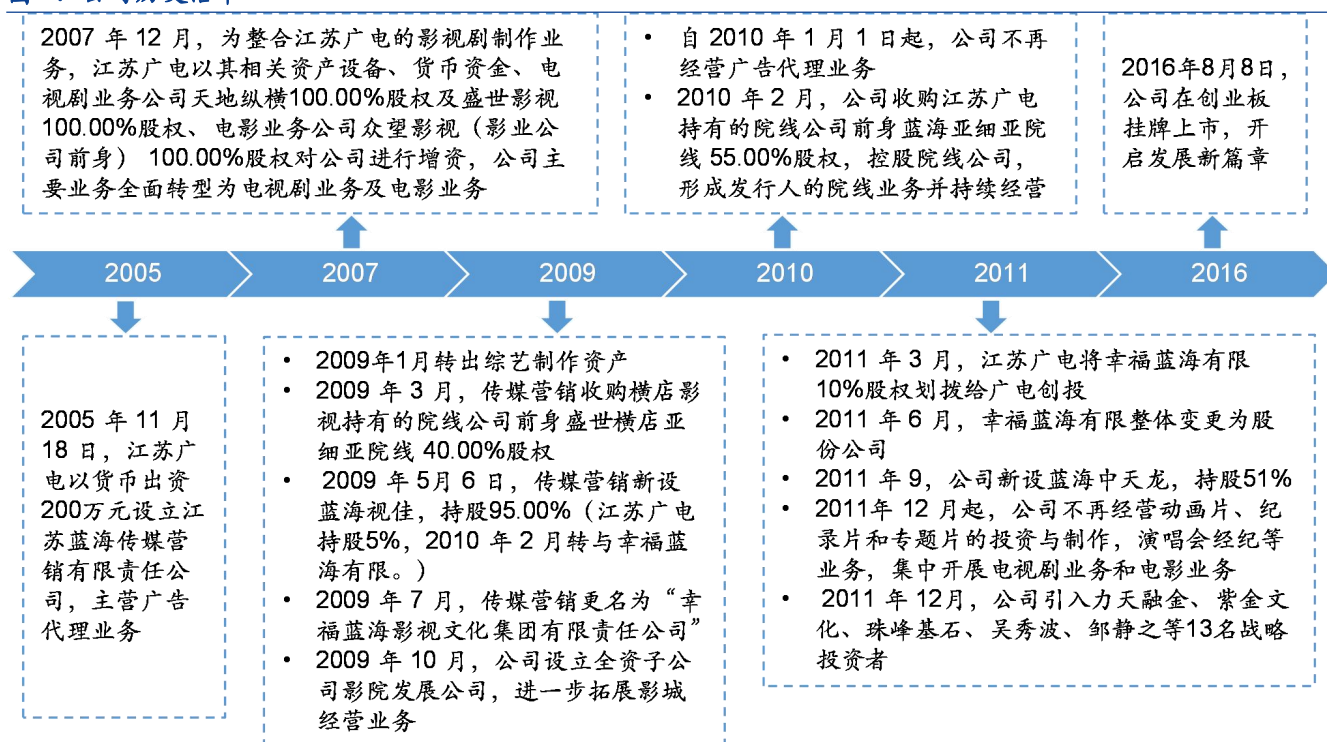
图 1: 公司历史沿革	5
图 2: 公司股权结构图	6
图 3: 2011-2017Q1 公司营业收入及增速	6
图 4: 2011-2017Q1 公司归母净利润及增速	6
图 5: 2011-2016 年公司期间费用率	7
图 6: 2011-2016 年公司净利率及毛利率	7
图 7: 公司电视剧及电影业务承载主体	7
图 8: 2012-2016 年公司各业务营业收入	8
图 9: 2012-2016 年公司各业务毛利率	8
图 10: 2009-2016 年中国票房收入及增速	8
图 11: 2009-2016 年中国城市院线观影人次规模变化	8
图 12: 三、四、五线城市票房增速超过一、二线城市	9
图 13: 三、四、五线城市观影人次增速超过一、二线城市	9
图 14: 2009-2016 年中国影院数量高速增长	11
图 15: 2009-2016 年中国银幕数量持续增长	11

图 16: 持有《经营许可证》的机构数量 (家)	12
图 17: 持有电视剧甲种证机构数量 (家)	12
图 18: 中国网民规模与互联网普及率	12
图 19: 2015、2016 年周播剧“先网后台”数量	13
图 20: 公司布局电影全产业链	13
图 21: 三、四线城市票房比重逐步上升	14
图 22: 三、四线城市观影人次比重逐步上升	14
图 23: 全国票房 Top5	15
图 24: 全国观影人次 Top5	15
图 25: 2015 年一线城市银幕增速与江苏各大城市对比	15
图 26: 2015 年江苏省银幕数分布	16
图 27: 2015 年江苏票房分布 (亿)	16
图 28: 2013-2017 年上半年公司影城数量及同比	17
图 29: 2013-2017 年上半年公司银幕总数及同比	17
图 30: 幸福蓝海院线票房排名提升	18
图 31: 幸福蓝海院线在城市院线中的票房占比逐渐上升	18
图 32: 公司加入四海发行联盟	19
图 33: 幸福蓝海院线注重技术更新	19
图 34: 幸福蓝海智慧影院总部 NOC 控制中心	20
图 35: 公司首部主投的电影《白日焰火》获得第 64 届柏林电影节“金熊奖”	21
图 36: 著名制作人、艺人吴秀波及著名编剧邹静之	23
图 37: 《繁星四月》CSM524+省级卫视黄金剧场电视剧收视率及排名	26
表 1: 2017 年待上映进口片	9
表 2: 2015 年、2016 年我国城市院线票房排名 top10	10
表 3: 2017 年上半年江苏省十三市幸福蓝海院线市场地位	16
表 4: 公司影城放映收入省份分布情况	17
表 5: 2016 年上半年及 2017 年上半年院线 Top10	18
表 6: 2017 年四海联盟旗下各大院线基本情况	19
表 7: 截至 2016 年 8 月公司电影投资项目一览	21
表 8: 公司隶属于广电系统, 渠道资源丰富	22
表 9: 截至 2016 年 8 月公司出品电视剧	24
表 10: 公司出品部分的电视剧所获荣誉、收视情况	25
表 11: 公司电视剧题材类型多元	25
表 12: 2017 年公司播放电视剧简介	26

1. 区域院线龙头，横跨电影及电视剧两大业务

公司是国内领先的影视内容供应商、集成商及终端服务商，背靠江苏广电，立足江苏渠道优势，着眼全国。公司以“百部精品，千张银幕”为产业目标，形成了横跨电影、电视两大产业，纵贯内容生产、版权经营、发行覆盖、终端建设等多点位的完整产业链，先后获得“全国文化体制改革先进企业”、“全国十佳电视剧制作单位”等荣誉称号。2005年11月，江苏广电设立公司前身江苏蓝海传媒营销有限责任公司，成立之初主营广告代理业务；2007年12月起，公司开始整合影视剧制作业务，并更名为幸福蓝海影视文化集团有限公司，并通过收购院线公司拓展院线业务，设立影院发展公司拓展影城经营业务；2009年起公司逐步剥离综艺制作、广告代理、动画片、纪录片及专题片投资与制作、演唱会经纪业务等，集中资源开展电影及电视剧业务；2016年8月公司成功在创业板挂牌上市。

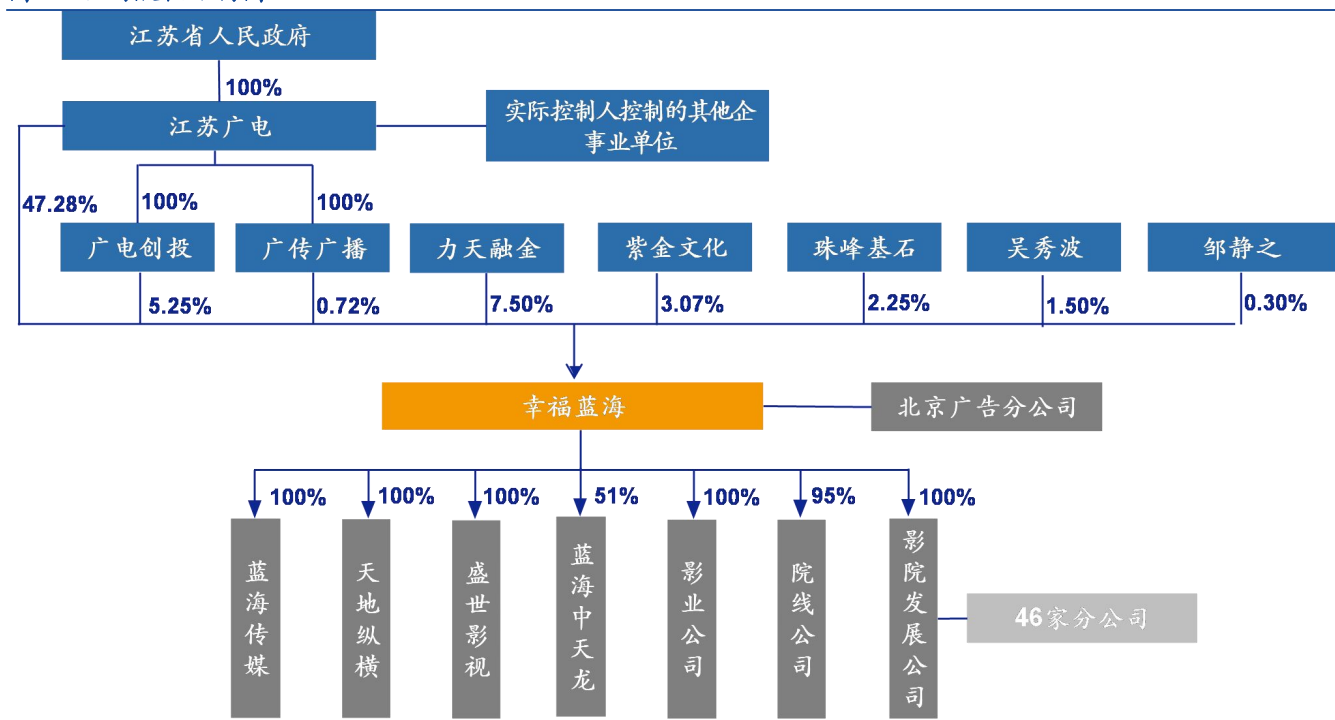
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司控股股东为江苏广电，实际控制人为江苏省人民政府。上市前，江苏广电直接持有公司65.70%的股份，同时通过全资子公司广电创投、广传广播间接持有公司7.3%、1%的股份；上市后，直接持股比例为47.28%，间接持股比例分别为5.25%、0.72%，仍为公司控股股东。江苏广电是江苏省人民政府组建的省级广播电视集团，公司作为其从事电视剧内容生产及电影业务的平台，可依托其丰富的资源开展业务，形成集团内产业链协同效应。

图 2：公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

1.1. 高经营杠杆+票房回暖预期，公司未来业绩具有较高弹性

业绩波动较大，主要系经营杠杆较高及受电影行业波动影响所致，17 年票房回暖预期下，公司业绩增速有望回升。2011-2015 年，公司营收保持增长，年均复合增长率达 42.9%。2014 年净利润增速为负主要系院线及影城经营业务扩张，导致销售费用明显增加，2015 年公司业绩保持较高增长，主要系当年电影票房高速增长所致。2016 年公司实现营收及归母净利润 15.38 亿、1.12 亿，分别同比增长 7%、5.1%，增速明显放缓，主要系 2016 年电影票房增速不及预期所致。2017 年上半年内地电影票房达到 271.37 亿，同比增长 10.38%，票房回暖迹象明显。公司致力打造成全国院线龙头，影城投资力度较大，产生了较高的经营杠杆，票房回暖预期下公司未来业绩具有较高弹性，利润增速有望回升。

图 3：2011-2017Q1 公司营业收入及增速

图 4：2011-2017Q1 公司归母净利润及增速

资料来源：Wind，安信证券研究中心

资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司毛利率保持在 40% 以上，净利率受院线及影城经营业务扩张影响持续下降，但未来有望得到回升。2016 年公司毛利率及净利率分别为 42.88% 及 7.65%，净利率持续下降主要系院

线及影城经营业务扩张，导致销售费用率持续增长（根据公司会计核算政策，与影城经营相关的折旧、装修摊销、房屋租赁费用计入销售费用，且占比超过 90%），因投资影城一般需 2-3 年的培育期，未来投资影城相继成熟后，净利率有望回升。

图 5：2011-2016 年公司期间费用率

图 6：2011-2016 年公司净利率及毛利率

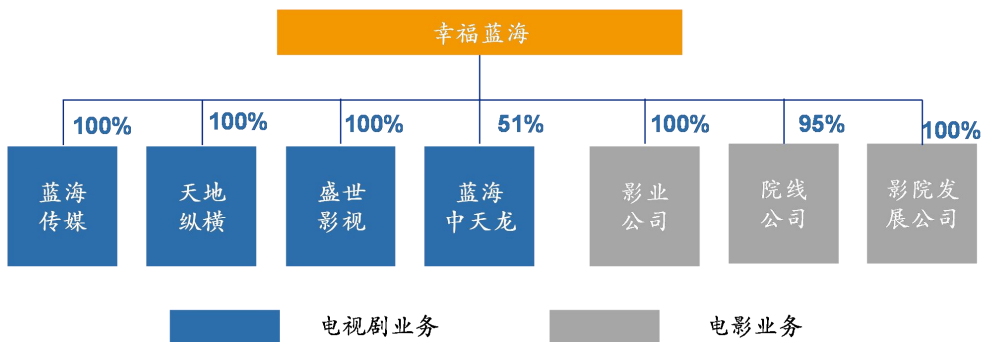
资料来源：Wind，安信证券研究中心

资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.2. 主营业务横跨电影及电视剧两大业务板块

电视剧业务主要涉及电视剧制作及发行，通过公司本部及天地纵横、盛世影视、蓝海传媒及蓝海中天龙展开；电影业务主要涉及电影制作及发行、院线及影城经营业务，其中电影投资、制作及发行业务承载主体为影业公司，院线业务承载主体为院线公司，影城经营业务承载主体为影院发展公司及其下属子公司与分公司。

图 7：公司电视剧及电影业务承载主体



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

公司确立了“渠道优先，引导内容”的发展战略，业务结构由电视剧业务向院线发行及影城放映业务逐步倾斜，电视剧业务占比从 2013 年的 49.53% 下降到 2016 年的 23.45%；院线发行及影城放映业务占比则从 2013 年的 41.50% 上升到 2016 年的 62.11%。分各业务毛利率看，影城卖品收入毛利率较高，达到 70% 以上，公司有计划大力发展，优化业务结构；院线发行及放映收入毛利率基本稳定在 40% 以上；电视剧业务毛利率下降主要因为根据库存商品结转政策，公司电视剧《草帽警察》、《美丽背后》需分别结转库存商品，营业成本增加；电影制作及发行毛利率波动较大，主要系 2014 年公司主投电影《白日焰火》获金熊奖，单片毛利率达 77.31%，目前公司电影投资制作以跟投为主，厚积薄发下未来电影制作及发行业务毛利率有望保持较高水平。

图 8: 2012-2016 年公司各业务营业收入

图 9: 2012-2016 年公司各业务毛利率

资料来源: 安信证券研究中心

资料来源: 安信证券研究中心

2. 影院并购整合加速, 精品剧仍为稀缺资源

2.1. 17 年票房回暖迹象明显

受益于人口红利、技术革新、电影质量提高等积极因素影响, 中国电影市场发展迅速, 票房自 2002 年连续 14 年保持增长, 2008 年至 2015 年的年均复合增长率达 33.6%, 2015 年同比增速达 48.7%, 2016 年内地电影总票房 457 亿, 同比仅增长 3.7%, 主要原因有两点: 1) 2016 年在线票务平台票补减少、国家加大票房造假打击力度、人口红利逐渐消失、2015 年票房基数过大等, 2) 观众更加追求影片品质。2017 年上半年票房回暖迹象明显, 中国内地电影市场实现票房 271.37 亿, 同增 10.38%, 若剔除服务费实现票房 254.56 亿, 同增 3.54%; 观影人次达到 7.79 亿, 同增 7.75%; 放映场次共计 4461 万场, 同增 28.89%, 场均观影人次约 18 人; 网售占比达到 83.66%, 同比提高 13 个百分点。

图 10: 2009-2016 年中国票房收入及增速

图 11: 2009-2016 中国城市院线观影人次规模变化

资料来源: 新传智库, 1905 电影网, 安信证券研究中心

资料来源: 易观智库, 1905 电影网, 安信证券研究中心

观影人次、票价有待提升。根据电影专资办统计数据, 2016 年, 中国内地城市院线观影人次 13.72 亿次, 人均年观影次数接近 1 次, 与北美人均观影次数 3.8 次尚有较大差距, 增长空间仍然较大。2016 年中国内地平均电影票价 33 元人民币(按当前汇率换算, 约 4.8 美元), 比北美低了 3.85 美元(约 26.5 元人民币), 票价仍有待提升。未来, 在观影人次、票价双重因素的带动下, 中国电影票房增长空间仍然很大。

三、四、五线城市爆发市场活力, 成为新增长点。2014-2016 年, 随着一、二线城市竞争日益激烈、影院市场逐渐饱和, 加之三、四、五线城市经济建设加快、人口规模巨大、居民消

费能力逐渐提升等因素，渠道下沉趋势明显，三、四、五线城市逐渐成新增长点。2014-2016年，对比票房同比增速及观影人次同比增速，三、四、五线城市均高于一、二线城市，2016年在一、二线城市票房增速停滞甚至下降的情况下，三、四、五线城市同比增速分别达4.5%、14.7%、20.1%。三、四、五线城市已经成为电影市场新的增长点，未来随着三、四、五线城市影院建设的加快，将带动电影市场进一步增长。

图 12：三、四、五线城市票房增速超过一、二线城市

图 13：三、四、五线城市观影人次增速超过一、二线城市

资料来源：艺恩，安信证券研究中心

资料来源：艺恩，安信证券研究中心

2017 进口片云集，催化作用明显。2017 年上半年，已上映的进口片中，《极限特工：终极回归》、《生化危机：终章》、《金刚狼 3：殊死一战》票房均超 10 亿，《速度与激情 8》上映 9 天票房突破 20 亿，最终票房达到 26.69 亿，成为继《速度与激情 7》、《捉妖记》与《美人鱼》之后，国内第四部票房超过 20 亿元的电影。

表 1：2017 年待上映进口片

电影名称	上映时间 (中国/美国)	出品方	以往相关作品及其成绩
蜘蛛侠：英雄归来	-	索尼	超凡蜘蛛侠 2 (2014) 5.91 亿元当年排名第 12 超凡蜘蛛侠 (2012) 3.12 亿当年排名第 14
猩球崛起：终极之战	2017.7.14 (美国)	福克斯	猩球崛起：黎明之战 (2014) 7.07 亿当年排名第 7 猩球崛起 (2011) 2.08 亿当年排名第 17
敦刻尔克	2017.7.21 (美国)		华纳兄弟
赛车总动员 3：极速挑战	2017.8 (中国)		迪士尼
Emoji 表情大电影	2017.8.4 (美国)	索尼	
王牌特工 2：黄金圈	2017.10.6 (美国)	福克斯	王牌特工：特工学院 (2015) 4.85 亿
银翼杀手 2049	2017.10.6 (美国)		华纳兄弟
雷神 3：诸神的黄昏	2017.11.3 (美国)	迪士尼	雷神 2：黑暗世界 (2013) 3.44 亿元当年排名第 19 雷神 (2011) 9800 万
正义联盟	2017.11.17 (美国)	华纳兄弟	蝙蝠侠大战超人：正义黎明 (2016) 6.19 亿当年排名第 22
星球大战 8：最后的绝地武士	2017.12.15 (美国)	迪士尼	星球大战 7：原力觉醒 (2016) 8.26 亿当年排名第 13

资料来源：艺恩，安信证券研究中心

2.2. 院线集中度有待提升，影院并购整合趋势明显

截至 2016 年，我国共拥有 48 条城市院线数，317 条农村数字院线（含 10 条校园院线），总院线数达 365 条（资料来源：前瞻产业研究院）。城市院线逐渐形成了几大国有院线与民营院线竞争的格局，其中中国院线包括中影星美院线、联和院线等，民营院线包括万达院线、

广州金逸院线等。

院线梯次分明，集中度有待提升。根据艺恩智库数据，截至2016年年底，中国共有48条院线，按票房统计，2016年前四大院线市场份额为36.9%，同比降低0.4个百分点；前十大院线的市场份额为67.4%，同比提高0.8个百分点，其中，万达院线市占率超过10%，位列行业第一，广东大地、上海联合、中影星美、中影南方新干线、中影数字、广州金逸珠江的市占率都在6%-8%左右，形成第二梯队。相比北美前四大院线占比达60%、韩国前三大院线占比达96%、澳洲前两大院线占比达50%的成熟市场，国内市场集中度还有待提高，并购整合趋势仍将继续。

表 2：2015 年、2016 年我国城市院线票房排名 top10

排名	2016 年			2015 年		
	院线	票房 (亿元)	市场份额	院线	票房 (亿元)	市场份额
1	万达院线	60.9	13.4%	万达院线	59.7	13.6%
2	大地院线	36.7	8.1%	中影星美	37.7	8.6%
3	上海联合院线	35.7	7.8%	大地院线	35.3	8.0%
4	中影星美	34.5	7.6%	上海联合院线	31.0	7.1%
5	中影南方新干线	32.4	7.1%	中影南方新干线	29.8	6.8%
6	中影数字院线	29.5	6.5%	广东金逸珠江	28.9	6.6%
7	广东金逸珠江	27.7	6.1%	中影数字院线	21.2	4.8%
8	横店院线	20.7	4.5%	横店院线	19.8	4.5%
9	浙江时代	14.5	3.2%	浙江时代	15.7	3.6%
10	华夏联合	14.4	3.2%	江苏幸福蓝海院线	13.2	3.0%
	前四合计	167.8	36.9%	前四合计	163.6	37.3%
	前十合计	307.0	67.4%	前十合计	292.2	66.6%
	全国合计	455.2	100%	全国合计	438.8	100%

资料来源：艺恩，安信证券研究中心

院线竞争激烈，资本助推并购整合加速。2016年，院线公司上市步伐加快。中国电影、上海电影、幸福蓝海顺利上市；大地院线挂牌新三板，并接收了华谊8000万的股权投资；横店院线的母公司横店影视加入IPO排队，院线公司掌握大量资本，通过新建或并购影院，抢占更大的市场份额，通过整合并购，未来国内院线市场将从充分竞争阶段过渡到规模与品牌竞争阶段，最终形成几家垄断的格局。

2.3. 银幕数快速增长，技术推动影院升级

银幕数跃居全球首位，银幕密度有待提升。2009年以来，我国影院数量、银幕数量持续增长，年复合增长率分别达25.2%、31.1%。2016年我国新增影院1612家、银幕9552块，影院达8051家，银幕总数达41179块超过美国，成为世界上拥有最多电影银幕的国家，2017年上半年银幕数超过45000块。截至2016年底，我国人口为13.8亿人，每100万人拥有银幕数量为29.78块，相较美国124块/百万人而言，差距仍然较大，预计未来几年内，我国银幕数量仍将保持高速增长。

图 14：2009-2016 年中国影院数量高速增长

图 15：2009-2016 年中国银幕数量持续增长

资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

技术革新推动影院升级。2010 年，主打 3D+IMAX 观影效果的《阿凡达》成为全球瞩目的焦点，票房占当年全国总票房的 1%，推动了 3D、IMAX 等电影高新技术在中国电影市场的快速发展，2016 年我国 IMAX 银幕新增 117 块，达 424 块，覆盖了 149 个大中型城市。影视技术的发展成为推动票房增长的重要驱动因素。根据艺恩数据，2015 年国产电影年度票房前 10 位的电影中，有 8 部均是主打高科技特效的影片。随着 3D、IMAX、4D 等放映技术普及，装备新型数字放映设备的第三代影院，将给观众带来独特的观影感受，主打高端影院的公司将获得先发优势。

2.4. 精品电视剧供不应求，网台联动成为大趋势

精品剧尚为稀缺资源，优质内容网台溢价高。2016 年我国电视剧创作生产仍处在投资活跃期，通过备案公示的剧目共计约 1200 部、48000 集，与 2015 年相比，部数与集数都有所增加。根据国家新闻出版广电总局公告，2016 年度持有《广播电视节目制作经营许可证》的机构有 10232 家，较 2015 年度增加 1669 家，但其中优质内容制作机构依旧是少数，持有《电视剧制作许可证（甲种）》的机构仅 132 家，与 2015 年度的 133 家基本持平。根据《2016 腾讯娱乐白皮书》，截至 2016 年 12 月 11 日，2016 年省级卫视黄金档与周播剧场共播出 187 部电视剧，较 2015 年减少 26 部，其中 29 部收视率破 1，仅 1 部收视率破 2，电视剧市场整体供大于求，但同时优质剧尤其是“现象级”作品仍属于稀缺资源，制作成本与销售价格不断走高。未来，随着市场竞争的加剧以及观众欣赏层次的不断提高，电视剧行业由规模快速扩张向品质提升整体转型的步伐将进一步加快，有能力持续制作优质电视剧的企业将逐渐成为市场主导。

图 16: 持有《经营许可证》的机构数量 (家)

图 17: 持有电视剧甲种证机构数量 (家)

资料来源: 广电总局, 安信证券研究中心

资料来源: 豆瓣电影, 安信证券研究中心

网台联动成趋势。根据 CNNIC 统计, 截至 2016 年 12 月, 我国网民规模达 7.31 亿人, 互联网普及率达 53.2%, 视频网站等新媒体作为电视剧播出平台正扮演愈来愈重要的角色, 其影响力与日俱增, 传统电视观众与网络观众进一步交叉融合, 台播剧与网络剧的界限越来越模糊, 网站在主流影视领域的话语权变得越来越重要, 2016 年爱奇艺播出的《老九门》播放量高达 115.7 亿, 顺利实现“网站反哺电视台”, 掀起“先网后台”之风, 2016 年, 周播剧“先网后台”数量增加 5 部至 6 部, 其中《青云志》、《鬼吹灯之精绝古城》等都是深受观众喜欢的热剧。网台联动为大势所趋, 未来联合购片, 联合宣发也将陆续兴起。

图 18: 中国网民规模与互联网普及率

资料来源: CNNIC, 安信证券研究中心

图 19：2015、2016 年周播剧“先网后台”数量



资料来源：电影海报，安信证券研究中心

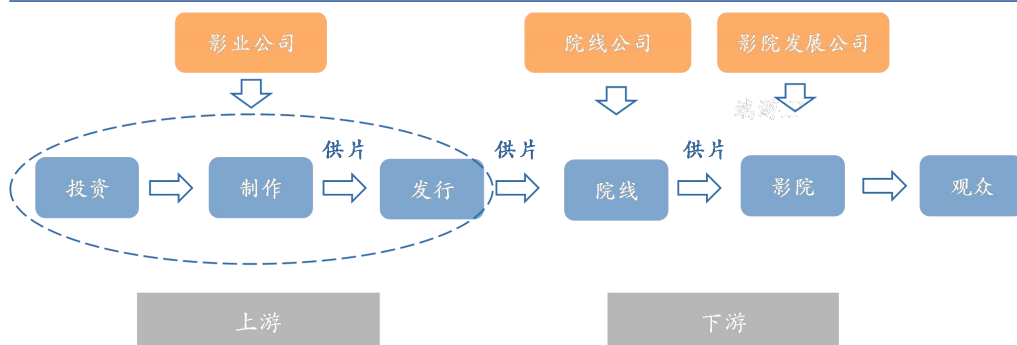
观众付费习惯逐渐养成，助力精品剧打造。根据艺恩咨询《2016 年中国视频行业付费市场研究报告》，截至 2016 年 12 月，国内视频网站付费用户规模达到 7500 万，同比增速达 241%，付费用户的高增长未来仍将持续；截至 2016 年 12 月 11 日，2016 年全网共有 239 部付费电视剧播出，较 2015 年的 36 部大幅增长 563.89%。随着视频网站对年轻观众付费的习惯的培养加快，未来付费模式将更加多元化、普遍化。在付费观看模式下，观众会更加愿意为精品剧买单，话语权增强，将引导制作机构注重打造精品，而且随着付费模式的不断创新，以内容及质量取胜的精品剧发展向好。

3. 渠道引导内容，布局电影全产业链

3.1. 全产业链发展，放大协同效应

公司电影业务包括上游环节的制作及发行、下游环节的院线及影城放映，覆盖电影全产业链。上游电影制作及发行主体为影业公司，于 2009 年起开始从事电影投资、制作及发行，目前处于探索、发展阶段，投资形式以跟投为主；下游院线及影城放映主体为院线公司及影院发展公司，于 2010 年 2 月起从事院线及影城放映业务，公司通过院线公司从事院线经营业务，通过影院发展公司投资建设影城。

图 20：公司布局电影全产业链



资料来源：安信证券研究中心

上游业务电影制作与发行收益波动大，风险较高，下游业务院线及影城经营收益相对稳定，

风险较低，公司布局电影全产业链，主要从三方面获益：1) 获得全产业链收益；2) 有效中和上下游经营风险，减少业绩波动，实现稳健经营；3) 发挥上下游协同效应，提升整体业绩，参照国外发达电影市场经验，院线及影城放映未来有望实现自主排片，公司提前布局全产业链预计可放大协同效应。

3.2. 区域龙头向全国龙头发展

3.2.1. 渠道下沉属行业发展趋势

二线城市票房占比依旧最高，三、四线城市渠道下沉趋势明显。2017年第一季度，二线城市票房及观影人次比重近四成，依旧是全国票房主力，比重逐年下降主要系一、二线城市相对饱和，渠道扩张开始向三、四线城市转移所致。2016年我国银幕共计增加9552块，其中三、四线城市新增3664块，占全国新增总数的38%，渠道下沉趋势愈发明显。供给增加打开需求增长空间，2017年上半年三、四线城市票房及观影人次比重分别达到34.1%、37.9%，且近5年比重稳步上升，在影院建设已经向三、四线城市下沉的趋势下，未来三、四线城市票房有望成为大盘增长推动力。

图 21：三、四线城市票房比重逐步上升

图 22：三、四线城市观影人次比重逐步上升

资料来源：猫眼专业版，安信证券研究中心

资料来源：猫眼专业版，安信证券研究中心

3.2.2. 立足江苏，辐射全国

江苏省市场空间较大，属全国票房重省，渠道下沉趋势下发展前景广阔。江苏经济高速发展带动影视文化消费繁荣，江苏省票房及观影人次近5年稳居全国第二，仅次于广东省。2016年江苏省票房及观影人次分别达到41.86亿、1.35亿，全国占比分别达到9.2%、9.82%。随着北京、上海等成熟市场票房增速趋缓，江苏、浙江等经济发达地区电影消费需求开始发力，主力院线开始布局三、四线城市，其中经济发达地区如江苏省银幕数增速普遍超过北上广深等一线城市，2015年江苏省十三市银幕平均增速达28%，超过一线城市同比增速，其中宿迁同比增速高达60%。

图 23：全国票房 Top5

图 24：全国观影人次 Top5

资料来源：艺恩智库，安信证券研究中心

资料来源：艺恩智库，安信证券研究中心

图 25：2015 年一线城市银幕增速与江苏各大城市对比

资料来源：艺恩智库，安信证券研究中心

公司院线系江苏区域龙头。公司旗下幸福蓝海院线是广电系统内唯一一家电影院线，也是江苏地区最大的本土院线，背靠江苏广电迅速发展成为区域龙头。2015 年江苏总票房、银幕数分别为 41.76 亿、2128 块，公司在江苏省境内实现票房 7.3 亿，拥有银幕数 485 块，在江苏占比分别为 17.47%、22.79%，占据领先优势地位。根据艺恩电影智库统计，2017 年上半年幸福蓝海院线在江苏十三市合计票房达到 4.85 亿，票房占比达 19.1%，在各大院线中排名第一；分城市看，幸福蓝海院线领先优势明显，在苏州、南京、常州、南通等江苏重点票仓城市中排名第一。

图 26: 2015 年江苏省银幕数分布

图 27: 2015 年江苏票房分布 (亿)

资料来源: 艺恩, 安信证券研究中心

资料来源: 艺恩, 安信证券研究中心

表 3: 2017 年上半年江苏省十三市幸福蓝海院线市场地位

城市	幸福蓝海院线票房(亿元)	总票房(亿元)	幸福蓝海院线排名	票房占比
苏州	0.91	5.35	1	17.0%
南京	1.05	4.81	1	21.8%
无锡	0.40	3.19	3	12.7%
常州	0.45	2.04	1	22.0%
南通	0.72	2.05	1	35.1%
盐城	0.24	1.14	1	21.0%
镇江	0.09	0.94	5	9.8%
扬州	0.19	1.20	2	15.4%
徐州	0.22	1.66	2	13.4%
泰州	0.26	0.97	1	26.6%
淮安	0.08	0.86	5	9.8%
宿迁	0.17	0.66	1	26.3%
连云港	0.07	0.50	3	13.3%
合计	4.85	25.37	1	19.1%

资料来源: 艺恩电影智库, 安信证券研究中心

渠道发展围绕江苏灵活布局, 理性看待渠道下沉。因公司旗下院线在江苏占有绝对领先地位, 预计公司将重点布局江苏三、四线城市, 提高江苏省市场份额, 同时立足江苏, 辐射全国。公司确立了“立足江苏、深耕华东、面向全国”的影城发展战略。2013 年以来, 公司源自江苏省的影城放映收入年均复合增速达到 63.95%, 但在影城放映总收入中占比逐年下降, 由 2013 年的 69.4% 降低至 61.98%, 表明公司正稳步推进江苏省外渠道扩张步伐且效果明显。公司理性看待“渠道下沉”, 优先选择地处三、四线城市经济发达地区(人口流入型城市)的影院标的, 同时公司也兼顾开发一线城市相关项目, 在北上广深均有影城投资项目。目前公司与华润置地、雨润中央、大悦城、万象城等国内一流地产商开展战略合作, 影城项目分布在江苏、北京、上海、广东、四川、湖北、陕西、天津、黑龙江等近二十个省市。

表 4：公司影城放映收入省份分布情况

项目	2015 年度		2014 年度		2013 年度	
	影城放映收入 (万元)	占比 (%)	影城放映收入 (万元)	占比 (%)	影城放映收入 (万元)	占比 (%)
江苏	39839.36	61.98	23425.63	66.24	14821.60	69.4
安徽	3599.53	5.6	1749.07	4.95	537.16	2.52
山东	3032.14	4.72	1071.80	3.03	158.52	0.74
陕西	3746.98	5.83	3748.33	10.6	3283.62	15.37
四川	876.28	1.36	897.92	2.54	883.17	4.14
河南	1418.08	2.21	1102.55	3.12	460.49	2.16
湖北	4028.66	6.27	1422.18	4.02	1188.80	5.57
天津	991.49	1.54	567.58	1.6	27.09	0.13
北京	3238.81	5.04	797.05	2.25	-	-
黑龙江	1747.43	2.72	583.60	1.65	-	-
广东	1756.06	2.73	-	-	-	-
合计	64274.83	100	35365.71	100	21357.29	100

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

3.2.3. 院线扩张产生较高经营杠杆

加盟+投资，快速拓展旗下影院，致力打造成全国院线龙头。公司采用投资影城及加盟影城两种方式迅速扩张院线渠道，提高品牌知名度及影响力。2016 年公司旗下影城及银幕数量分别达到 195 家、1130 块，分别同增 37.3%、41.8%，连续三年保持 40% 左右的高速增长。

图 28：2013-2017 年上半年公司影城数量及同比
图 29：2013-2017 年上半年公司银幕总数及同比

资料来源：公司公告，艺恩，安信证券研究中心

资料来源：公司公告，艺恩，安信证券研究中心

幸福蓝海院线排名及市场份额不断提升，至 2017 年上半年，影院数量达到 236 家，银幕数共计 1361 块，在全国 48 条院线中排名第 9 位，城市院线票房占比上升至 3%（资料来源：艺恩）。公司自有影院保持较高营收水平，旗下影院平均票价略低于全国平均，但自有影院单 73 银幕产出达 146.9 万，超过全国平均水平（111 万），且上座率位居全国前列。公司计划 2020 年投资建设影院数量超过 100 家，银幕数超过 1000 块，年均复合增速分别约 18.21%、25.67%。（资料来源：公司公告）

图 30: 幸福蓝海院线票房排名提升

图 31: 幸福蓝海院线在城市院线中的票房占比逐渐上升

资料来源: 艺恩, 安信证券研究中心

资料来源: 艺恩, 安信证券研究中心

表 5: 2016 年上半年及 2017 年上半年院线 Top10

排名	院线名称	2017 上半年		2016 上半年	
		票房 (亿)	院线名称	票房 (亿)	
1	万达院线	36.14	万达院线	32.87	
2	广东大地	23.00	广东大地	19.98	
3	上海联合	21.94	中影星美	18.59	
4	中影数字	19.75	上海联合	17.85	
5	深圳中影	19.58	深圳中影	17.05	
6	中影星美	19.17	中影数字	15.38	
7	广州金逸	14.83	广州金逸	15.18	
8	横店影视	12.02	横店影视	11.38	
9	幸福蓝海	8.77	浙江时代	8.05	
10	华夏联合	8.73	华夏联合	7.81	

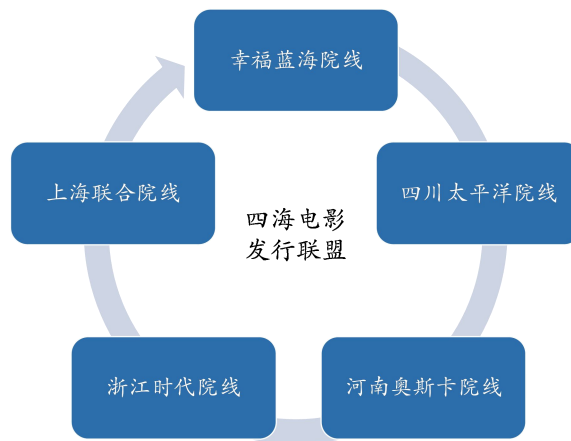
资料来源: 1905 电影数据院, 安信证券研究中心

院线资产存在较高经营杠杆, 影城扩张+票房回暖预期下, 公司业绩有望保持高增长。院线公司投资建设影城存在固定资产折旧费、影城员工工资等具有固定成本/费用性质的支出, 且在影城建立之初这部分费用即开始产生, 而影城培育期一般需 1 年, 达到影院正常盈利水平需 2-3 年, 因此院线资产存在较高经营杠杆。2017 年上半年内地电影票房达到 271.37 亿, 同比增长 10.38%, 全年票房大概率保持 10% 及以上增速, 相比去年 3.73% 的增速票房回暖迹象明显。影院扩张叠加票房回暖, 双重因素确保公司 17 年院线业务营收保持较高增长, 净利润因高经营杠杆将产生更大弹性。

3.2.4. 成立四海发行联盟, 整合五大院线资源

2015 年 6 月 17 日, 江苏幸福蓝海院线与上海联合院线、浙江时代院线、四川太平洋院线、河南奥斯卡院线共同发起成立四海电影发行联盟, 联盟成员将以四海发行联盟作为唯一的发行业务平台, 采用统一的发行及排片策略, 实现宣传、票务及排片资源共享, 优势互补。2017 年上半年, 上海联合院线、幸福蓝海院线、浙江时代院线、四川太平洋院线及河南奥斯卡院线分别排名第 3、第 9、第 11、第 12 及第 15, 全联盟合计拥有 1468 家影院, 114.57 万个座位, 超过 8000 块银幕, 全面覆盖全国票房排名前 50 的票仓城市, 在全国约占 20% 的市场份额。

图 32：公司加入四海发行联盟



资料来源：安信证券研究中心

表 6：2017 年四海联盟旗下各大院线基本情况

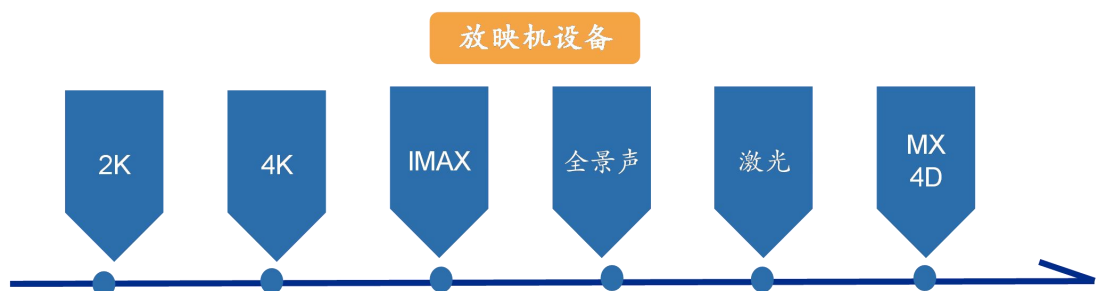
院线	2017 上半年					
	影院数量	座位数 (万个)	量银幕数量 (万块)	票房 (亿)	观影人次 (万人)	场均人次 (人)
上海联和院线	486	43.69	2835	20.64	5903.2	23
江苏幸福蓝海院线	236	18.73	1361	8.17	2602.2	20
浙江时代	262	21.69	1569	7.78	2422.7	18
四川太平洋	242	15.38	1254	7.10	2203.9	20
河南奥斯卡	242	15.07	1210	5.03	1730.9	16
合计	1468	114.57	8229	48.72	14862.9	-
全国占比	-	-	18.3%	18.0%	19.1%	-

资料来源：猫眼专业版，安信证券研究中心

3.3. 引进及开发先进技术，打造国内一流院线

旗下影院技术设备精良，快速提升品牌效应。公司注重打造一流观影体验，首先在全国范围内大规模运用 4K 技术，引进美国 MX4D、加拿大 D-BOX 等顶级 4D 设备，是 IMAX 大中华区第三大合作伙伴，4K 超高清放映机安装率超过 50%，多项技术排名全国第一。2016 年，公司安排了 15 个杜比全景声影厅、2 个 BAPCO 6P 激光影厅、2 个 DTS 临近音影厅、4 个 IMAX 巨幕厅、4 个 MX4D 动感影厅，提升公司院线品牌及口碑效应，强化公司核心竞争力。

图 33：幸福蓝海院线注重技术更新



资料来源：幸福蓝海院线，安信证券研究中心

研发智慧影院系统，全面信息化提高运营效率。公司自主研发的智慧影院系统在国内处于领

先地位，包括云平台数据系统、影院实时运营监控系统、NOC 系统三大子系统，大幅提高了单体影院控制及连锁化经营的全面精细化管理水平。

- 云平台数据系统：包括所有第三方网站（猫眼、淘票等）及公司订单系统的实时数据；
- 影院实时运营监控系统：每天监控 11-12 座影城的实时影像，监控现场客户流量情况、服务情况、运营品质等；
- NOC 系统（技术板块）：公司正在搭建的技术系统，目前只有 4 家影院接入该系统，2017 年将实现影院全面接入，实现所有影院放映系统的实时监测。NOC 系统拥有设备的故障监测（电源、电压、温度、传感器状态等关键指标监测）、放映流程管理、放映影片实时数据等多个功能模块，目前实现了单向监控，未来随着公司对 NOC 系统的持续建设及优化，将实现双向操作，即不仅可监控影院远程运营信息，还能实现对影院的远程操控，预计将有效降低公司人工成本。

图 34：幸福蓝海智慧影院总部 NOC 控制中心



资料来源：幸福蓝海国际影城官方微信，安信证券研究中心

4. 立足渠道优势，布局精品内容制作

4.1. 电影：跟投为主积累经验，厚积薄发下受益于渠道优势扩大

借助院线渠道优势，自下而上延伸电影产业链，坚持“渠道优先、带动内容”的发展战略。公司自 2009 年即开始涉足电影制作投资领域，现阶段主要以跟投为主，积累电影制作经验。公司跟投的多部强档大片表现不俗，其中《让子弹飞》票房近 7 亿，《建国大业》、《建党伟业》、《辛亥革命》、《秋之白华》等主旋律电影均获得全国“五个一工程奖”。（资料来源：中国电影票房）

表 7：截至 2016 年 8 月公司电影投资项目一览

主投电影					
序号	电影	上映时间	导演	主演	票房
1	白日焰火	2014/3/21	刁亦男	廖凡、桂纶镁、王学兵	10270.7
跟投电影					
序号	电影	上映时间	导演	主演	票房
1	一切都好	2016/1/1	张猛	张国立、姚晨、窦骁等	2623.4
2	命中注定	2015/7/24	张皓	汤唯, 廖凡, 苏岩	6793.5
3	三城记	2015/8/27	张婉婷	刘青云, 汤唯, 秦海璐等	1224.1
4	栀子花开 2015	2015/7/10	何灵	李易峰, 张慧雯, 蒋劲夫等	37900.8
5	一步之遥	2014/12/18	姜文	姜文, 葛优, 周韵等	51496.6
6	白发魔女传之明月天国	2014/7/31	张之亮	范冰冰, 黄晓明, 赵文卓等	38915.7
7	杀戒	2013/5/31	竹卿	刘烨, 倪妮	947.8
8	愤怒的小孩	2013/1/29	黄雷	王一鸣, 江珊, 张嘉译等	844.6
9	血滴子	2012/12/20	刘伟强	黄晓明, 阮经天, 李宇春等	7187.2
10	亲密敌人	2011/12/23	徐静蕾	徐静蕾, 黄立行	11041.9
11	鸿门宴传奇	2011/11/29	李仁港	黎明, 张涵予, 刘亦菲等	13972.2
12	秋之白华	2011/6/29	霍建起	董洁, 窦骁	337.2
13	让子弹飞	2010/12/16	姜文	姜文, 周润发, 葛优等	65355.3
14	武侠	2011/7/4	陈可辛	甄子丹, 金城武, 汤唯	17021.6

资料来源：公司公告，艺恩电影智库，安信证券研究中心

公司首部主投电影《白日焰火》(2014) 获柏林电影节“最佳影片金熊奖”、“最佳男演员银熊奖”，内地票房破亿，创下海外获奖华语影片最高票房记录，显示出公司在电影制作方面的巨大潜力。目前公司优先拓展院线渠道，区域院线龙头向全国院线龙头发展预期下，未来公司电影制作业务有望受益于渠道优势扩大。

图 35：公司首部主投的电影《白日焰火》获得第 64 届柏林电影节“金熊奖”



资料来源：百度图片，安信证券研究中心

4.2. 电视剧：具备资源禀赋优势，守正出奇有望打造爆款

4.2.1. 背靠江苏广电，资源优势明显

公司隶属于广电系统，电视剧业务即源自于控股股东江苏广电原电视剧生产单元，与业内知名编剧、制片、导演、演员等各类优秀主创人员建立良好合作关系，拥有丰富电视剧创作资源及创作经验，同时公司在项目研判、影视剧制作及发行、业务运营能力上可充分利用江苏广电影视剧播出平台及宣传资源，具备明显优势。

表 8：公司隶属于广电系统，渠道资源丰富

广电系统内	各电视台、广电集团下属或持股的影视剧制作机构/公司	中国电视剧制作中心有限责任公司 幸福蓝海
	各电影制片厂、集团下属或持股的影视剧制作机构/公司	中影股份 上影股份
广电系统外	非广电系统中央直属机构下属或持股的影视剧制作机构/公司	华录百纳 公安部金盾影视文化中心
	军队下属电视剧制作机构	南京军区政治部电视艺术中心 空军政治部电视艺术中心
	民营企业	华谊兄弟
		华策影视
		上海新文化
		完美环球
		长城影视
		唐德影视
慈文传媒		

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

领导班底实力强劲。公司主要领导在江苏广电担任要职，公司董事长卜宇先生现任江苏广电党委书记、江苏广电总台台长；部分董事系江苏广电掌管电视台栏目、节目生产的主要领导；公司董事兼总经理杨抒先生曾任江苏广电内容产业部副主任。

人才资源丰富。公司电视剧业务源自于江苏广电电视剧单元，与优秀内容创作人员保留了长久稳定的合作关系，且主要管理及销售人员原隶属于江苏广电电视内容制作与采购部门，熟悉行业运作规律，与各大电视台均建立了长期良好的合作关系，公司电视发行、销售能力较强。

选材尺度把握具有丰富经验。公司在电视剧项目选材、研发、制作上沿袭江苏广电内容生产理念、模式及技术，既可契合观众收入需求及品味，也能在电视剧选材上把握政策导向，有效规避政策不确定风险。电视剧与网络剧实行统一监管后，公司选材尺度经验丰富，更理解政策导向，若切入网络剧优势明显。

4.2.2. 引入业内战略投资者

绑定优秀主创人员，为精品剧制作保驾护航。公司引入吴秀波、邹静之等明星入股，二者分别持有公司 1.5%、0.3% 的股份，绑定行业内优秀人才，帮助公司获得优质项目资源，并有利于制作精品影视剧及提升品牌竞争力。吴秀波作为影视剧业内著名的制作人、艺人，已与公司签署《合作协议》，同意在符合其发展规划的前提下优先考虑公司制作的电视剧项目，为公司的电视剧项目提供专业建议，并推荐优秀演艺人才。邹静之作为影视剧业内的著名编剧，有利于公司积极拓展剧本资源。

图 36：著名制作人、艺人吴秀波及著名编剧邹静之



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

4.2.3. 守正出奇，坚持制作精品剧

坚持制作精品剧，打造行业标杆。截至 2016 年 8 月公司共计出品 59 部电视剧，包括 14 部独家投资制作电视剧、13 部主投电视剧及 32 部跟投电视剧；2016 年全年公司共计 5 部 199 集电视剧获得发行许可证，5 部 203 集电视剧在央视及各大卫视首轮播出，其中 3 部电视剧实现央视黄金档首播（《生命中的好日子》、《海棠依旧》、《长征大会师》），2 部电视剧实现一线卫视黄金档首播（《红色通道》、《中国式关系》）。

表 9：截至 2016 年 8 月公司出品电视剧

独家投资				跟投			
序号	剧名	集数	首映时间	序号	剧名	集数	首映时间
1	二胎	33	41856	1	毕业歌	41	2015/8/26
2	满山打鬼子	34	41900	2	妈妈像花儿一样	40	2015/10/5
3	草帽警察	31	42047	3	生命中的好日子	42	2016/3/7
4	新恋爱时代	36	41435	4	坐 88 路车回家	40	2014/12/24
5	皮五传奇	45	41578	5	于无声处	34	2015/4/28
6	断刺	32	40797	6	舰在亚丁湾	36	2014/9/3
7	香草美人	32	40737	7	我是机器人	34	2015/9/17
8	鲁冰花	24	-	8	特种兵之火凤凰	48	2013/10/23
9	朋友一场	28	40479	9	红色通道	40	2014/5/18
10	人活一张脸	35	39976	10	当妈不容易	34	2014/8/28
11	结发夫妻	24	2008 年	11	白云飘飘的年代	31	2015/9/28
12	好想回家	25	2007 年	12	黎明前的抉择	36	2013/11/21
13	明德绣庄	25	2007 年	13	纸婚	30	2014/5/22
14	青城之恋	35	2006 年	14	滚滚红尘	36	2013/3/7
主投				15	精忠岳飞	72	2013/7/4
序号	剧名	集数	首映时间	16	上阵父子兵	28	2013/5/30
1	迫在眉睫	42	2015/7/28	17	孔子春秋	38	2011/7/25
2	雪域雄鹰	38	2015/11/4	18	辣椒与泡菜	26	2012/11/17
3	婚战	30	2014/3/7	19	真爱无敌	30	2011/4/28
4	美丽背后	33	2014/11/17	20	守候我们的幸福	24	2011/3/28
5	长安三怪探	40	2014/3/19	21	完美婚礼	22	2012/8/28
6	我们的法兰西岁月	31	2012/6/26	22	勇者无敌	30	2009/9/13
7	山楂树之恋	35	2012/3/12	23	谁懂女儿心	40	2009/12/21
8	无懈可击之高手如林	30	2011/8/6	24	战地浪漫曲	36	2009/6/29
9	无懈可击之美女如云	36	2010/8/1	25	女公安局长	29	
10	老大的幸福	42	2010/3/4	26	纸醉金迷	42	2008/11/22
11	梦里花落知多少	20	2007/8/22	27	撞车	20	2008/6/18
12	不谈爱情	22	2006 年	28	那些迷人的往事	35	2010/6/23
13	不想回家	22	2006 年 6 月	29	那时花开	25	2007/9/26
				30	霓虹灯下的哨兵	28	2007/4/6
				31	29 天半	22	2006/9/15
				32	欲望旅程	20	2004/1/1

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司在精品剧制作方面具有丰富经验，近几年多部作品荣获国内大奖，获得口碑收视双丰收。代表作如《人间正道是沧桑》、《老大的幸福》、《断剑》、《我们的法兰西岁月》、《精忠岳飞》、《舰在亚丁湾》、《于无声处》等。2016 年公司再度获得“中国十佳电视剧制作单位”荣誉称号。

表 10：公司出品部分的电视剧所获荣誉、收视情况

年份	电视剧	荣誉或收视	播出平台	导演	主演	类型
2009	《人间正道是沧桑》	被国家广电总局誉为当年度“中国最具影响力电视剧”，收获全国“五个一工程奖”、金鹰奖优秀电视剧奖、亚洲电视剧大奖、白玉兰奖、飞天奖等	央视一套和八套	张黎	孙红雷、黄志忠	剧情/战争
2010	《老大的幸福》	引发全国关于“幸福”话题的大讨论，收视率达到 5.41%，为当年多地卫视收视冠军，并获得中国电视“金鹰奖”优秀电视剧奖	央视一套黄金档	李路	范伟、孙宁	情感/喜剧
2011	《断刺》	2011 年度江苏卫视收视率冠军，并获得中国电视“金鹰奖”优秀电视剧奖	江苏卫视	赵浚凯	柳云龙、童蕾	悬疑/军事/谍战
2012	《我们的法兰西岁月》	全国“五个一工程奖”、飞天奖、金鹰奖优秀电视剧奖	央视一套晚间黄金时段	康洪雷	朱亚文、钟秋	大型革命史诗剧
2013	《特种兵之火凤凰》	江苏卫视 2013 年度收视冠军	江苏卫视	刘猛	徐佳、刘晓洁	当代军旅
2015	《于无声处》	第 30 届电视剧“飞天奖”优秀电视剧奖，2016 年入围第 22 届上海电视节最佳中国电视剧、最佳导演、最佳男配角三项提名	央视一套晚间黄金剧场	阎建钢	胡军、左小青	剧情/情感/谍战
2017	《最后一张签证》	口碑较好	江苏卫视、北京卫视	花箐	王雷，陈宝国	剧情
2017	《繁星四月》	收视率表现较好	安徽卫视	黄伟杰	戚薇、吴奇隆	当代都市

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

守正出奇，以主旋律正剧为核，影视作品涵盖各类题材。公司出品电视剧坚持“稳健导向+精品制作”，理性面对大制作大投入，有效降低风险。题材方面，公司立足主旋律正剧，覆盖当代现实、战争、青春偶像等多种题材，其中《我们的法兰西岁月》曾入选 2011 年中宣部推荐的十大主旋律新剧之一。公司主要进行中等规模的电视剧投资，主要基于三点考虑，1) 爆款具有高不确定性，大投资大制作未必会产生爆款，不具有可持续性，风险较大；2) IP 平均质量与版权售价不匹配，公司会参与 IP 剧制作，但不会盲目跟风；3) 定制剧是未来趋势，强化制作能力才是王道。公司坚持精品制作，守正出奇，未来有望出现爆款。

表 11：公司电视剧题材类型多元

类型	代表作	播出平台
重大革命历史题材	《我们的法兰西岁月》	央视
古装历史/传奇	《皮五传奇》、《长安三怪探》	偏好历史、传奇题材的卫视
当代、现实题材	《老大的幸福》、《人活一张脸》、《二胎》、《于无声处》、《草帽警察》、《妈妈像花儿一样》	央视、偏好现实题材的卫视
谍战、战争、军旅	《断刺》、《香草美人》、《雪域雄鹰》、《最后一张签证》	央视、偏好谍战、战争题材的卫视
青春偶像剧	《无懈可击之美女如云》、《无懈可击之高手如林》、《新恋爱时代》、《繁星四月》	偏好都市、时尚题材的卫视，网络媒体

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

17 年多部精品剧上映，以销定产预计电视剧业务将保持稳定。2017 年公司预计上映 4 部电视剧，包括开年大剧《最后一张签证》、《繁星四月》及预计下半年播出的《海上繁花》、主旋律正剧《中国兄弟》。公司坚持以销定产，预计下半年投拍两部当代题材电视剧，保持产量及业绩稳定。

表 12: 2017 年公司播放电视剧简介

电视剧	首播时间	题材	导演	主演
最后一张签证	2017 年 1 月 1 日	剧情	花箐、牛牛	王雷、陈宝国、张静静等
繁星四月	2017 年 4 月 18 日	当代都市	黄伟杰	戚薇、吴奇隆、左航等
海上繁花	3 月杀青, 预计 2017 年下半年首播	当代都市	花箐	窦骁、李沁、张云龙等
中国兄弟	预计 2017 年下半年	主旋律正剧	王飞	谷智鑫、王力可、李雨轩

资料来源: 公司调研, 公司官网, 安信证券研究中心

图 37: 《繁星四月》CSM524+省级卫视黄金剧场电视剧收视率及排名

资料来源: 卫视小露电, 安信证券研究中心

5. 盈利预测

公司立足江苏, 辐射全国。区域龙头向全国龙头发展预期下, 公司具备较高经营杠杆, 受益于票房回暖, 未来业绩具有较高弹性, 净利率及净利润增速有望回升。我们预计公司 17/18/19 年净利润分别为 1.52 亿、1.83 亿、2.19 亿, 对应每股收益分别为 0.41 元、0.49 元、0.59 元。参考同类可比公司及次新股公司估值, 给予 2017 年 50X 估值, 对应 6 个月目标价 20.50 元, 调高为“买入-A 评级”。

6. 风险提示

政策监管趋严、电影票房增速不及预期、新建影城培育不及预期。

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

I 销售联系人

上海联系人	葛娇娇	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034