

## 星美联合 (000892.SZ)

### 产业布局为盾，模式创新为剑

评级：**买入**      前次：**买入**  
 目标价(元)：**22.45**  
 分析师：王晔      分析师：赵坤  
 S0740516060001      S0740516080002  
 021-20315191      010-59013782  
 wangxian@r.qlzq.com.cn      zhaokun@r.qlzq.com.cn  
 2016年8月15日

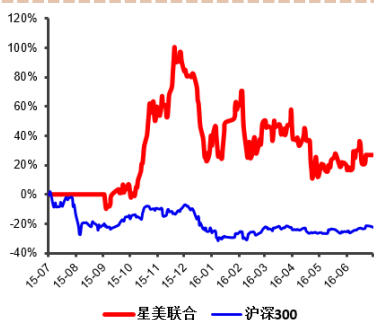
#### 基本状况

总股本(百万股)	414
流通股本(百万股)	307
市价(元)	15.50
市值(百万元)	6415
流通市值(百万元)	4758

#### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	0.00	13.44	785.86	1018.09	1197.56
营业收入增速	-100.0%		5747%	29.55%	17.63%
归属于母公司的净利润	-2.39	1.30	360.00	422.00	491.00
净利润增长率	-287.1%	154.4%	27592%	17.22%	16.35%
摊薄每股收益(元)	-0.01	0.00	0.37	0.43	0.50
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	-2477.59	4635.48	61.11	52.13	44.81
PEG	4.34	42.62	0.00	3.03	2.74
每股净资产(元)	0.01	0.01	4.70	4.99	5.31
每股现金流量	-0.01	0.00	-0.45	0.01	0.04
净资产收益率	-80.39%	30.41%	7.81%	8.62%	9.43%
市净率	5518	3839	4.77	4.49	4.23
总股本(百万股)	413.88	413.88	980.99	980.99	980.99

#### 股价与行业-市场走势对比



备注：市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

##### ■ 核心投资逻辑：

- 产业布局为盾，模式创新为剑：**我们认为行业的核心竞争力在于 IP 在全产业链的商业价值转化，如何转化到最大值，其中包括 拥有 IP/培育 IP，IP 在中游例如 宣发渠道，新产品研发 上的商业化；IP 在下游例如 周边，影游，艺人经纪 等的商业化。同时，公司坚持走精品剧路线，我们认为公司未来估值进一步的提升，在全产业链的进一步深耕细作和走在模式创新前列，是未来公司发展的重要方向。
- 上游集中强势 IP 资源，积极进行深度变现：**公司持有的优质 IP 例如《盗墓笔记》、《诛仙》、《昆仑》、《沧海》等，同时还在不断的挖掘更多优质的 IP 资源，通过未来 3-5 年的消化，能够不断地提升自身的 IP 培育能力，前景可期。
- 中游宣发体系系统化，引领行业模式创新：**公司充分实现了制作，宣发，渠道的一体化，爆款作品连连，践行创新模式，稳固国内卫视周播剧模式，刷新网络剧模式。2014 年在湖南卫视播出的《古剑奇谭》使国内首次奠定稳固周播剧场模式。在湖南卫视的钻石频道试映周播剧模式，通过“精品周播+间隙话题+粉丝互动”等新的运营模式，创造了新的收视记录《古剑奇谭》成功的保证了收视率和网络热度的良性互动。其于 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。

- **下游延伸业务扩张，公司商业化利润可期：**公司于 2015 年一部《古剑奇谭》成功打开了国内的青春偶像市场，以李易峰为代表的国内青春偶像正在席卷整个内地娱乐圈，而国内偶像市场也已经从日韩男团组合成员向国内青春偶像转变，艺人经纪利润贡献显著。同时，通过公司之前研发的游戏作品，以及后续《诛仙青云志》手游的推出，我们也可看到公司通过对影视作品的深入挖掘，能够有效的实现向游戏形式的延伸，做到真正的影游互动，为公司带来可观的现金流和利润，前景可期。
- **盈利预测及投资建议：**基于对文化产业未来增速不断提高的判断，我们认为星美联合成功过会后，将持续发力泛娱乐生态，不断提升其核心 IP 的变现能力。后续随着《昆仑》、《沧海》等经典 IP 的投放，同时维持“精品剧、周播剧、付费剧”等新模式创新，实现电视剧制作向电影、游戏等产业链多层次的转化，以众多艺人为主导，打造青春偶像新格局。**我们预测公司 2016-2018 年实现归属母公司净利润分别为 3.60 亿元、4.22 亿元、4.91 亿元，对应 PE 分别为 61.1X、52.1X、44.8X，增发后总股本 9.8 亿股，短期增发摊薄后目标市值 220 亿，推荐买入。**
- **风险提示：**
  - **文化行业政策趋严，影响整体行业估值预期：**对互联网传媒进行行业规范，出台相应的监管细则，影响整体行业的估值预期。
  - **公司在电影、游戏方面业务不达预期：**公司的原有团队在电视剧制作、发行、宣发等有成熟的运作经验，但是在电影、游戏业务方面仍处于商业模式创新阶段，在未来收入和具体模式创新效果上存在不确定性。
  - **广电总局的监管导向变化，影响仙侠题材作品的投放：**广电总局对于具体的影视制作内容和宣发方向存在政治导向，可能对公司的影视作品投放及宣发力度产生影响，进而对具体收入产生消极影响。

## 内容目录

<b>资本化运作厚积薄发，借壳过会首战告捷</b> .....	- 4 -
积极运作资本化，借壳过会首战告捷.....	- 4 -
公司高管强势入驻，股权结构顺利更迭.....	- 4 -
产业资本众星汇聚，依托强势资本后方.....	- 5 -
<b>产业布局为盾，模式创新为剑</b> .....	- 6 -
上游集中布局强势 IP，积极进行深度变现.....	- 6 -
中游宣发体系系统化，引领行业模式创新.....	- 8 -
下游延伸业务扩张，公司商业化利润可期.....	- 12 -
<b>盈利预测及投资建议</b> .....	- 14 -

## 图表目录

图表 1：星美联合重组股权变更.....	- 4 -
图表 2：公司股权结构.....	- 5 -
图表 3：欢瑞世纪精品 IP 储备.....	- 6 -
图表 4：《诛仙青云志》相关页游.....	- 7 -
图表 5：2014-2015 年中国文化产业相关政策.....	- 8 -
图表 6：国内电视剧主要制作机构.....	- 9 -
图表 7：2013-2015 年欢瑞世纪取得电视剧发行许可证情况.....	- 10 -
图表 8：2014-2015 年各季度国内视频行业付费收入规模.....	- 11 -
图表 9：欢瑞世纪周播剧经典《古剑奇谭》.....	- 11 -
图表 10：欢瑞世纪周播剧经典《诛仙青云志》.....	- 11 -
图表 11：欢瑞世纪近三年电视剧收入统计.....	- 12 -
图表 12：2014-2016 年公司明星艺人李易峰代言成绩总结.....	- 13 -
图表 13：欢瑞世纪业绩增长预测业务拆分.....	- 15 -
图表 14：可比公司估值比较（Wind 一致性预测）.....	- 16 -
图表 15：财务报表预测.....	- 17 -

## 资本化运作厚积薄发，借壳过会首战告捷

### 积极运作资本化，借壳过会首战告捷

- 公司自 2015 年 9 月份通过董事会预案，开始正式推进借壳星美联合。但是自 5 月份市场传出证监会加强对“传媒、游戏、互联网金融”等新兴产业跨界并购重组的监管，公司能否顺利借壳过会就始终处于质疑和被质疑的漩涡之中。
- 公司于 7 月 21 日公司正式收到证监会通知，获得有条件过会，自此欢瑞世纪横跨两年的资本化运作才得以开花结果，首战告捷。当然在监管趋严的大政策环境下，欢瑞世纪能够顺利借壳过会，也证实了公司经营状态的稳健性和未来业务的成长性。

### 公司高管强势入驻，股权结构顺利更迭

- 本次重组主要以发行股份支付，星美联合拟非公开发行股票购买欢瑞世纪影视传媒股份有限公司全体股东所持有的欢瑞世纪 100% 股权；发行价格为 7.66 元/股，发行股份的数量不超过 39,164.49 万股。同时以非公开发行方式募集不超过 15.3 亿元配套资金，募集方分别为欢瑞联合、弘道天华、青宥仟和、青宥瑞禾。该配套资金主要用于未来欢瑞世纪电视剧、电影的投资、特效后期制作中心及补充公司流动资金。
- 在本次交易前，星美联合总股本为 41388 万股，陈援、钟君艳夫妇直接和间接持有上市公司股份合计 14%。在重组完成后，欢瑞世纪实际控制人陈援、钟君艳夫妇直接和间接持有上市公司的股份比例合计约 28.82%，顺利实现对上市公司的实际控制。

图表 1：星美联合重组股权变更

单位：万股

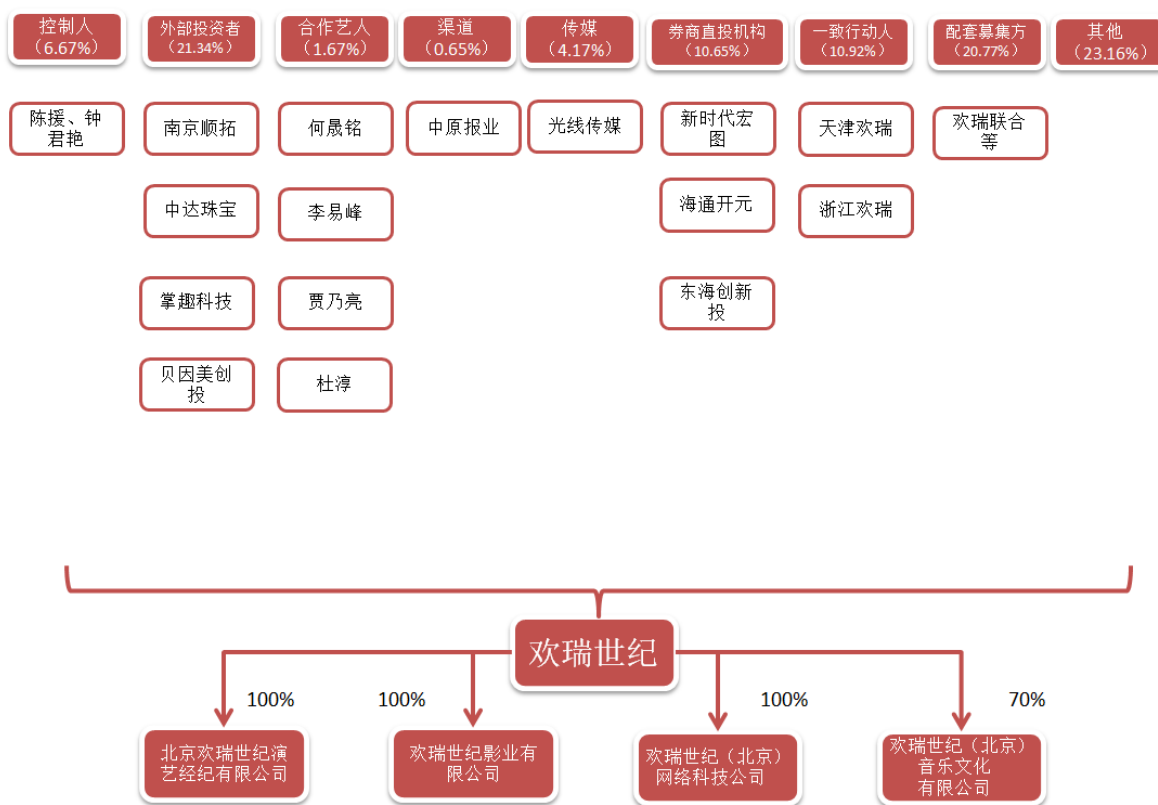
股东名称		本次发行前		本次发行后	
		股份数量	股份比例	股份数量	股份比例
陈援、钟君艳及其一致行动人	陈援	-	-	881.20	0.90%
	钟君艳	-	-	5,663.19	5.77%
	浙江欢瑞	-	-	4,919.06	5.01%
	天津欢瑞	5,793.88	14.00%	5,793.88	5.91%
	陈平	-	-	109.66	0.11%
	钟金章	-	-	234.99	0.24%
	<b>合计</b>	<b>5,793.88</b>	<b>14.00%</b>	<b>17,601.97</b>	<b>17.94%</b>
欢瑞世纪其他股东		-	-	27,356.40	27.89%
其他社会公众股东		32,763.23	79.16%	32,763.23	33.40%
配套募集交易对方	欢瑞联合	-	-	10,665.14	10.87%
	青宥仟和	2,830.58	6.84%	5,124.16	5.22%
	青宥瑞禾	-	-	2,293.58	2.34%
	弘道天华	-	-	2,293.58	2.34%
	<b>合计</b>			<b>20,376.46</b>	<b>20.77%</b>
<b>合计</b>		<b>41,387.69</b>	<b>100%</b>	<b>98,098.05</b>	<b>100.00%</b>

来源：公司公告、中泰证券研究所

产业资本众星汇聚，依托强势资本后方

- 通过对参与本次重组并购的发行对象梳理，可以发现众多文化产业资本云集其中。其中传媒类上市公司掌趣科技、光线传媒持股比例分别为4.67%、4.17%。渠道媒体方中原报业持股为0.65%。券商直投机构新时代宏图、海通开元、东海创新投持股比例分别为4.63%、3.65%、1.83%。总的来看，公司在资本结构上，集合了文化产业链的众多资源，包括游戏、渠道、宣发，以及资本合作伙伴，使得其未来的战略业务布局拥有更强的竞争优势。

图表 2：公司股权结构



来源：公司公告、中泰证券研究所

## 产业布局为盾，模式创新为剑

### 上游集中布局强势 IP，积极进行深度变现

- **传媒影视深耕多年，行业上下游资源丰富：**欢瑞世纪的前身名为三禾影视，注册成立于 2006 年，由陈援和钟君艳夫妇一手打造而成，并在 2010 年至 2012 年之间，完成了五次增资。除了将三禾影视更名之外，增资之后的欢瑞世纪还吸纳了诸多明星股东的捧场。

  - 公司管理层并非行业科班出身，但在公司设立前期与湖南经视文化和于正建立密切的合作关系，可见其对行业的精准判断和深刻认知，同时也不断的积累资源，为后续开始的重点布局埋下伏笔。
  - 公司在同于正合作了《大丫鬟》、《宫锁心玉》、《宫锁珠帘》、《胜女的代价》等一系列电视剧，公司声名鹊起。此后又陆续出品了《古剑奇谭》、《盛夏晚晴天》、《胜女的代价 2》、《画皮 2》、《盗墓笔记》等。
- **重点储备优秀 IP，前瞻布局核心竞品：**公司充分认识到文化产业核心竞争力变迁。传统影视创作主要围绕主题编剧创作展开，特别是电视剧作品有着很强的社会特征和对应性，同时更强调对于演员阵容和导演剧组的选择。在近几年国内版权市场相应规范，成功的疏通了前端 IP 变现的路径，所以无论是资本供给还是市场需求的重心开始向 IP 转移。

  - 公司自成立以来，就开始注重对精品 IP 的挖掘，截止到 2016 年 5 月份，共计储备 IP24 部，其中包括《诛仙》、《昆仑》、《沧海》、《盗墓笔记》、《古剑奇谭》、《投名状》、《血色将至》等多部精品 IP。精品 IP 的潜在变现优势，是基于粉丝经济的潜在拥趸变现，拥有“直接变现”，“高粘性”，“多层次变现”等明显优势。公司在 IP 选择上，拥有明显的前瞻性，在众多 IP 品类中，仙侠题材、历史题材、盗墓题材明显区别于现实生活题材，从变现空间上来说，拥有更强的场景带入效果。同时该类题材的受众清晰，直接对应了青年消费群体，在衍生品和粉丝经济推动中有着更强的引聚优势。

图表 3：欢瑞世纪精品 IP 储备

版权名称	版权类型	使用权利
《大唐后妃传：珍珠传奇》	小说	电视剧改编权
《诛仙》	小说	电影、电视剧改编权、摄制权
《楼兰》	小说	电影、电视剧改编权、摄制权
《谍上谍》	小说	电影、电视剧改编权、摄制权
《十年一品温如言》	网络小说	电影、电视剧改编权、摄制权
《投名状》	电视剧的故事原创版权	电视剧改编权
《失恋阵线联盟》	小说	电影、电视剧改编权、摄制权
《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

《盗情》	文学作品	电影、电视剧改编权、摄制权
《画壁》	电影	电视剧改编权、摄制权
《天子传说之左手印》	剧本	电影摄制权
《当糟糠遇见黑色会》	小说	电影及相关影音图像类型剧本改编权、摄制权
《西风凋碧树》	小说	电影及相关影音图像类型剧本改编权、摄制权
《吉祥纹莲花楼》	小说	电视剧改编权、摄制权
《昆仑》	小说	影视剧改编权、摄制权及游戏改编权
《仓海》	小说	影视剧改编权、摄制权及游戏改编权
《蚀心者》	小说	影视剧改编权、摄制权及衍生品开发权
《盗墓笔记》1-9 册	小说	影视剧改编权、摄制权及游戏改编权
《跨过千年来爱你》	小说	电视剧改编权、摄制权

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 超级 IP 逐步消化，实现多层次变现：**如果说精品 IP 的影视化是 IP 变现的第一步，紧跟其次的游戏、艺人培养等就是 IP 变现的多场景变现。除了合作开发和运营的部分游戏，对《盗墓笔记》等核心 IP，公司坚持自主研发和多元化运营的原则。游戏作为粉丝的场景归属和竞技心态的最佳载体，可以说是精品 IP 变现的最直接途径。而将艺人培养以梯队形式和精品结合，能够帮助公司维持长期竞争力，同时实现粉丝经济的重心转移。

图表 4：《诛仙青云志》相关页游



来源：公司官网、中泰证券研究所

**中游宣发体系系统化，引领行业模式创新**

- 制作、宣发、渠道一体，协同构建高护城河：**根据对国内电视剧主要制作机构的梳理，欢瑞世纪作为未上市民营制作机构，未来的成长性可期。公司与湖南电视台、浙江电视台等一线电视台，以及腾讯视频、爱奇艺、搜狐视频等网络视频平台均有良好的业务合作关系，在渠道端拥有较强的整合能力。未来随着公司加强对制作、宣发、渠道的资源整合，能够进一步协同构建高护城河。

**图表 5：2014-2015 年中国文化产业相关政策**

分类	文件名称	发布时间
政策性文件	《国务院关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》	2014 年 2 月
	《国务院关于加快发展对外文化贸易的意见》	2014 年 3 月
	《国办关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》	2014 年 4 月
	《关于支持电影发展若干经济政策的通知》	2014 年 6 月
	《关于深入推进文化金融合作的意见》	2014 年 3 月
	《关于加快构建现代公共文化服务体系的意见》	2015 年 1 月
	《深入实施国家知识产权战略行动计划（2014-2020 年）》	2015 年 1 月
财税实施细则	《关于继续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业若干税收政策的通知》	2014 年 11 月
	《关于继续实施支持文化企业发展若干税收政策的通知》	2014 年 11 月
	《关于支持文化服务出口等营业税政策的通知》	2014 年 12 月
行业发展政策	《关于大力支持小微文化企业发展的实施意见》	2014 年 7 月
	《关于推动特色文化产业发展的指导意见》	2014 年 8 月
	《关于推动新闻出版业数字化转型升级的指导意见》	2014 年 4 月
	《关于推动互联网上网服务行业转型升级的意见》	2014 年 11 月
	《关于推动网络文学健康发展的指导意见》	2015 年 1 月
	《中华人民共和国电影产业促进法》	2015 年 9 月

来源：新华网、中泰证券研究所

- 宣发体系完善成熟，加持影视制作业务：**根据我们对近几年行业政策的梳理，国家对于文化产业政策的规范化日益明晰。相应的，同时整体产业对资本的引聚效应日益突出，影视传媒行业的资本密集度在提升，商业模式的不断创新等市场化因素也加剧了行业竞争，最终对公司的综合竞争实力要求也在不断提高。同时，精品剧成为了构建公司盈利优势的新核心，当然精品剧的打造对于 IP，宣发，演员阵容，播出模式等都要求很高，公司从古剑奇谭开始，形成了完善成熟的宣发体系，并且不断引领行业模式创新，增强剧目受关注度，进而提升剧目的商业化价值，为未来 IP 的变现能力奠定了强有力的基础。



**图表 6：国内电视剧主要制作机构**

所有制性质	主要类型	明细类型	代表机构
国有制作机构	广电系统内制作机构	电视台内部制作机构	中国电视剧制作中心有限责任公司
		广电集团及下属制作机构	浙江广电集团
			深圳广播电影电视集团深广传媒有限公司
	电影制片厂及下属制作机构	中国电影集团公司	
	广电系统外制作机构	军队系统制作机构	八一电影制片厂
			出版系统制作机构
		中直机构或部委下属制作机构	九州音像出版公司
			华录百纳
		行业协会下属制作机构	公安部金盾影视文化中心
			中国电视艺术家协会影视部
	民营制作机构	已上市民营制作机构	中国电影家协会影视创作中心
			华谊兄弟
华策影视			
上海新文化			
长城影视			
唐德影视			
完美环球			
博纳影业			
未上市民营制作机构		欢瑞世纪	
	海润影视		

来源：公司公告、中泰证券研究所

- ✓ 公司在新产品宣发上，将新影视宣发价值区别于传统宣发的单一目标导向，通过精确营销、营销前置等方式，实现粉丝、品牌、片方的多方式互动和价值变现。比如《古剑奇谭》，《盗墓笔记》等作品通过影片类型和题材，提前锁定重点营销群体，不仅减少了营销成本，还提高了营销效率。
- ✓ 整个行业制作较弱的情况下，公司利用自身系统性的宣发优势，有助于降低风险，反补制作，区别于传统渠道，互联网影视渠道的引入，降低了影视投资项目的风险，并且丰富了收入回报方式。基于此种变化，也放大了 IP 后端变现的深度和广度。根据艺恩网统计，2014 年中国影视网络版权市场交易额达到 95.1 亿元，其同比增速为 32%，深入统计会发现，其中电影网络版权为 19 亿元，复合增长率 58%。
- 整合资源深耕细作，精品剧爆款连连：随着文化行业的竞争加剧，单纯的数量竞争不仅会浪费制作资源，还会为公司品牌带来负面影

响,所以公司在近几年开始整合资源深耕细作。对比公司 2013-2015 年三年的影视剧数据,可以发现从 2014 年开始,公司在数量上开始明显控制,转而打造精品剧,并且爆款连连。

- ✓ 2014 年的《古剑奇谭》在湖南卫视钻石剧场首播后,创造了当时电视收视率及网络点击率双第一,其中网络点击率达到 80 亿次。
- ✓ 新近播出的《诛仙青云志》首播收视 CSM52 城收视率为 1.352,市场份额 7.075%,全国网收视 1.37,市场份额 9.11%,同时段第一,创今年周播剧收视新高,成为前日全国电视剧收视率最高剧集。同时,该剧上线 10 小时,在腾讯视频累计相关视频播放量突破 2 亿,弹幕量超过 45 万;优酷累计相关视频播放量达 2.2 亿。

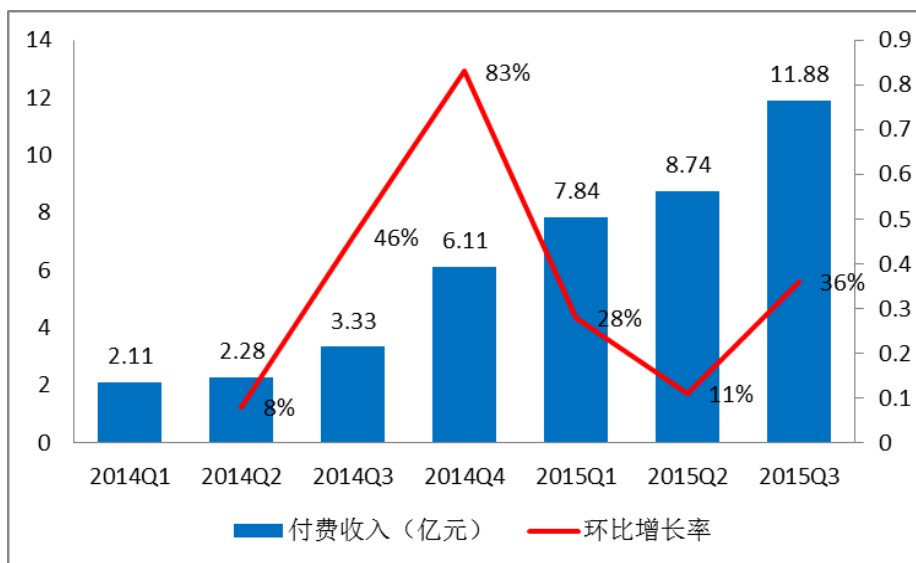
**图表 5: 2013-2015 年欢瑞世纪取得电视剧发行许可证情况**

项目	全国颁发国产电视剧 发行许可证		欢瑞世纪投资制作电视剧取得发行许可证统计			
	部数	集数	部数	占比	集数	占比
2013 年	441	15770	7	1.59%	283	1.79%
2014 年	429	15983	2	0.47%	86	0.54%
2015 年	394	16537	3	0.76%	159	0.96%

来源:公司公告、中泰证券研究所

- **不断践行商业创新,引领行业模式变革:**公司自 2014 年以来不断对影视作品的排播进行创新。一方面,首次在湖南卫视排播周播剧,另一方面,在爱奇艺进行付费点播的模式创新,而最近推出的《诛仙青云志》更是将两种模式强强结合,引领行业模式变革,为公司商业化空间锦上添花。
- **公司基于行业未来点播/会员付费模式兴起的判断,结合政策环境和行业业态的变化:**1、政府不断加强对盗版的打击力度,特别是对网络版权的监管。2、国内网络视频网站经历了几轮洗牌,开始进入了“寡头竞争”的阶段,盈利成为各大视频平台更为关注的重点。随着 2015 年各主流视频网站广告收入增速的放缓,他们开始把注意力转移到会员付费、影游联动、电商互动等方向。率先推进视频付费会成为未来最有可能超越广告收入的稳定业务模式。在未来的业务推进上,公司将不断践行商业创新,引领行业模式变革。

图表 6: 2014-2015 年各季度国内视频行业付费收入规模



来源: 艺恩网、中泰证券研究所

- **稳固周播剧模式:** 欢瑞世纪《古剑奇谭》在湖南卫视的钻石频道试映周播剧模式, 不仅打破了周播必死的怪圈, 也创造了新的收视记录。通过“精品周播+间隙话题+粉丝互动”等新的运营模式, 《古剑奇谭》成功的保证了收视率和网络热度的良性互动。最近在湖南卫视上映的《诛仙青云志》依然沿用周播剧模式, 在斩获当日收视率最高桂冠的同时, 预计单集收入在 600 万左右。

图表 7: 欢瑞世纪周播剧经典《古剑奇谭》



来源: 互联网、中泰证券研究所

图表 8: 欢瑞世纪周播剧经典《诛仙青云志》



来源: 互联网、中泰证券研究所

- **创新网络剧付费:** 网络剧付费对于网络视频平台而言, 将逐渐成为比肩广告收入的新收入来源, 但是, 付费网络剧无论是在 IP 内容, 还是在宣发运营上, 都需要以粉丝粘性为最终目的, 当然对制作公司的整体实力也要求较高。公司在首次践行网络剧付费模式后, 不断的提高影视作品的制作要求, 继续践行网络剧付费模式。

- ✓ 在继 2015 年《盗墓笔记》在爱奇艺的“网络剧付费”创新成功后, 公司的《诛仙青云志》继续践行“网络视频收费模式”, 由腾讯视频全网首播 (VIP 会员付费), 优酷视频播放。根

据该剧上线 10 小时，在腾讯视频累计相关视频播放量突破 2 亿；优酷累计相关视频播放量达 2.2 亿的数据，我们认为《诛仙青云志》会成为公司又一爆款精品剧，未来收入可期。

**图表 9：欢瑞世纪近三年电视剧收入统计**

电视剧名称	集数	首轮收入确认时间	首轮发行销售额 (万元)	首轮发行单集价格 (万元)	二轮及多轮发行确认收入 (万元)	二轮及多轮发行单集价格 (万元)
盗墓笔记	12	2015 年	8526.77	710.56		
爱的阶梯	69	2015 年	9450.00	136.96		
少年神探狄仁杰	40	2015 年	3565.60	89.14	1670.38	41.76
麻雀	50	2015 年	13000.00	260.00		
活色生香	44	2014 年	12232.00	278.00	1954.87	44.43
少年四大名捕	44	2014 年	8958.40	203.60	441.83	10.04
红酒俏佳人	42	2014 年	3152.94	75.07	2370.69	56.44
古剑奇谭	50	2013 年	11500.00	230.00	2421.00	48.42
画皮之真爱无悔	42	2013 年	3968.88	94.50	2546.08	60.62

来源：公司公告、中泰证券研究所

### 下游延伸业务扩张，公司商业化利润可期

- 公司未来在下游延伸业务的扩张，主要包括游戏、经纪人业务、衍生品业务等。近几年随着国内版权保护的加强，同时以互联网商业生态为主要推动力的商业模式创新，使得 IP 拥有了更强的变现价值。根据艺恩网统计，国外 IP 衍生市场收入占到整体收入的 70% 以上，但是国内收入不足 10%，未来的可发展空间巨大。公司围绕着核心 IP，整个影视产业链的多方向延伸价值也开始加速变现。
- 经纪业务持续增长，艺人梯度层次化：2014 年是国内偶像明星商业化的开局之年，对比日韩打造年轻偶像明星的流程化商业运作，国内的偶像明星一直处于相对分散的状态。公司于 2014 年一部《古剑奇谭》成功打开了国内的青春偶像市场，以李易峰为代表的国内青春偶像正在席卷整个内地娱乐圈，而国内偶像市场也已经从日韩男团组合成员向国内青春偶像转变，艺人经纪利润贡献显著。在引领了国内小鲜肉霸屏模式之后，公司目前已签约李易峰、李晨浩、梁婧娴、杨紫、茅子俊、秦俊杰、成毅等知名演员，我们推测未来会逐渐加强梯度层次化，持续推进偶像明星的商业化运作，同时结合粉丝经济的多种商业变现形式，进一步提高艺人经纪业务的利润占比。

**图表 10: 2014-2016 年公司明星艺人李易峰代言成绩总结**

代言分类	代言品牌	代言产品	代言时间	备注说明
国际高端品牌 &知名品牌	TAG Heuer	泰格豪雅瑞士腕表	2015 年	隶属全球最大的奢侈品集团—路威酩轩集团，前代言人陈道明。
	植村秀	绿茶新肌洁颜油系列	2015 年	隶属全球最大的化妆品集团-欧莱雅，全球五百强企业。
	百事	百事可乐	2015 年	百事集团，全球五百强企业
	乐事	乐事薯片	2015 年	隶属百事集团
	腾讯	QQ 浏览器、应用商店	2014 年	全球价值品牌第 21，全球互联网公司十强。
	凌仕	凌仕沐浴露&香氛	2015 年	联合利华全球六大日化品牌之一，全球最大的男士日用香氛品牌，也是最大的男士沐浴露品牌。
	德芙	德芙巧克力	2015 年	德芙是世界最大的休闲食品制造商，跨国食品公司玛氏公司在中国推出的系列产品。
	宝洁	OLAY	2016 年	全球最大的日用消费品公司之一，财富 500 强中第十大最受赞誉的公司。
	De Beers	ForeverMark 钻石品牌	2016 年	出产和营销世界 35%~40%（按价值计算）的钻石
国内中高端 &知名品牌	美特斯邦威	休闲系列服饰	2015 年	中国服装行业百强企业，中国知名品牌，中国最有价值品牌 100 榜 52 位
	OPPO 手机	OPPO R7 拍照手机	2014 年	2014 年中国智能手机市场销售额排行，OPPO 排名第四。
	特步	运动系列服饰	2015 年	中国品牌年度大奖体育用品类 NO.1
	蒙牛	蒙牛真果粒	2015 年	2011 年登亚洲福布斯上市公司 11 强，中国大陆生产牛奶、酸奶喝乳制品的领头企业。
	炫迈	无糖口香糖	2015 年	属于亿滋中国（原卡夫食品中国）糖果品类，在全球一直以大胆创新的市场营销闻名。
	康师傅	康师傅绿茶	2015 年	福布斯亚洲上市公司前 50 强
	蒙牛	蒙牛 go 畅乳酸菌	2016 年	
游戏类	愤怒的小鸟 2	单机游戏	2015 年	是 Rovio Entertainmen Ltd.研发的火爆全球的休闲益智类游戏。
	盗墓笔记手游	盗墓笔记同名手游	2014 年	同名卡牌手游《盗墓笔记》
其他	蘑菇街 APP	电子商务网站	2015 年	中国互联网 100 强
	《蝙蝠侠大战超人》	电影	2016 年	

**备注：**一般的广告代言周期为两年

来源：公司公告、中泰证券研究所

- **影游互动继续加码，下游业务深度推进：**通过公司之前研发的游戏作品，以及后续《诛仙青云志》手游的推出，我们也可看到公司通过对影视作

品的深入挖掘，能够有效的实现向游戏形式的延伸，做到真正的影游互动，为公司带来可观的现金流和利润，前景可期。公司在下半年推出的《盗墓笔记 S》预计月流水 1600 万元，后续逐步增至 2000 万元，在考虑渠道分成、版权分成后，预计月收入至少 530 万。

- 《神墓 OL》根据起点白金作家辰东同名小说《神墓》改编，是国内首款真实时同步 PK 大作。小说自 2006 年在起点连载，风靡网络多年之久，曾在 2007 年百度网络小说搜索风云榜上荣获榜首。
- 基于影游联动的思路，公司在 2016 年拟投入运营的《盗墓笔记 S》和《诛仙青云志》，将和电视播放形成强有力的协同效应。预计《盗墓笔记 S》正常运营后，月流水从 1600 万可增至 2000 万，在考虑渠道分成、版权分成后，预计月收入约 530 万元。

## 盈利预测及投资建议

### ■ 公司核心投资逻辑：

- **产业布局为盾，模式创新为剑：**我们认为行业的核心竞争力在于 IP 在全产业链的商业价值转化，如何转化到最大值，其中包括拥有 IP/ 培育 IP，IP 在中游例如 宣发渠道，新产品研发上的商业化；IP 在下游例如 周边，影游，艺人经纪等的商业化。同时，公司坚持走精品剧路线，我们认为公司未来估值进一步的提升，在全产业链的进一步深耕细作和走在模式创新前列，是未来公司发展的重要方向。
- **上游集中强势 IP 资源，积极进行产业延伸：**公司持有的优质 IP 例如《盗墓笔记》、《诛仙》、《昆仑》、《沧海》等，同时还在不断的挖掘更多优质的 IP 资源，通过未来 3-5 年的消化，能够不断地提升自身的 IP 培育能力，前景可期。
- **中游宣发体系系统化，引领行业模式创新：**公司充分实现了制作，宣发，渠道的一体化，爆款作品连连，践行创新模式，稳固国内卫视周播剧模式，刷新网络剧模式。2014 年在湖南卫视播出的《古剑奇谭》使国内首次奠定稳固周播剧场模式。在湖南卫视的钻石频道试映周播剧模式，通过“精品周播+间隙话题+粉丝互动”等新的运营模式，创造了新的收视记录《古剑奇谭》成功的保证了收视率和网络热度的良性互动。其于 2015 年播出《盗墓笔记》也首次在网络剧上以每集 500 万的价格成为“天价”网络剧。最近在湖南卫视上映的《诛仙青云志》依然沿用周播剧模式，在斩获当日收视率最高桂冠的同时，预计单集收入在 600 万左右。
- **下游延伸业务扩张，公司商业化利润可期：**公司于 2015 年一部《古剑奇谭》成功打开了国内的青春偶像市场，以李易峰为代表的国内青春偶像正在席卷整个内地娱乐圈，而国内偶像市场也已经从日韩男团组合成员向国内青春偶像转变，艺人经纪利润贡献显著。同时，通过公司之前研发的游戏作品，以及后续《诛仙青云志》手游的推出，我们也可看到公司通过对影视作品的深入挖掘，能够有效的实

现向游戏形式的延伸，做到真正的影游互动，为公司带来可观的现金流和利润，前景可期。

**图表 11：欢瑞世纪业绩增长预测业务拆分**

营业收入（万元）	2012A	2013A	2014A	2015Q3	2016E	2017E
电视剧及衍生品	22449.49	16889.27	24387.89	18810.13	66613.50	81114.24
YOY%	—	-24.77%	44.40%	—	—	21.77%
占比	89.23%	89.25%	89.97%	89.71%	84.75%	79.68%
电影及衍生品	2498.01	732.73	15.69	291.43	7372.68	17122.76
YOY%	—	-70.67%	-97.86%	—	—	132.25%
占比	9.93%	3.87%	0.06%	1.39%	9.38%	16.82%
艺人经纪	211.63	1300.89	2569.17	1717.8	1886.40	3563.00
YOY%	—	514.70%	97.49%	—	—	88.88%
占比	0.84%	6.87%	9.48%	8.19%	2.40%	3.50%
其他	—	—	1.3369	148.97	—	—
YOY%	—	—	—	—	—	—
占比	—	—	0.49%	0.71%	—	—
合计	25159.14	11599.49	27106.44	20968.33	78600.00	101800.00
营业成本（万元）						
电视剧及衍生品	10574.38	11422.59	11420.89	9626.82	30248.14	39257.10
YOY%	—	8.02%	-0.01%	—	—	29.78%
占比	89.37%	98.47%	93.82%	96.27%	82.42%	74.07%
电影及衍生品	1257.16	42.96	722.58	190.00	5200.39	10350.90
YOY%	—	-96.58%	1581.98%	—	—	99.04%
占比	10.63%	0.37%	5.94%	1.90%	14.17%	19.53%
艺人经纪	—	133.94	30.15	183.23	1251.47	1908.00
YOY%	—	—	-77.49%	—	—	52.46%
占比	—	1.15%	0.25%	1.83%	2.41%	3.60%
其他	—	—	—	—	—	—
YOY%	—	—	—	—	—	—
占比	—	—	—	—	—	—
合计	11831.55	11599.49	12173.62	1000.05	36700.00	53000.00
毛利率	52.97%	42.27%	56.45%	52.34%	53.30%	47.90%
归属于母公司净利润（万元）	7034.81	2950.52	5113.4	4321.13	36000.00	42200.00

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 基于对文化产业未来增速不断提高的判断，我们认为星美联合成功过会后，将持续发力泛娱乐生态，不断提升其核心 IP 的变现能力。后续随着《昆仑》、《沧海》等经典 IP 的投放，同时维持“精品剧、周播剧、付费剧”等新模式创新，实现电视剧制作向电影、游戏等产业链多层次的转化，以众多艺人为主导，打造青春偶像新格局。**我们预测公司 2016-2018 年实现归属母公司净利润分别为 3.60 亿元、4.22 亿元、4.91 亿元，对应 PE 分别为 61.1X、52.1X、44.8X，增发后总股本 9.8 亿股，短期增发摊薄后目标市值 220 亿，推荐买入。**

**图表 12：可比公司估值比较 (Wind 一致性预测)**

细分行业	证券代码	证券简称	总市值 (百万元)	流通市值 (百万元)	收盘价 (元)	PE (TTM)	PE16E	PE17E	EPS (TTM)	EPS16E	EPS17E	PB
影视传媒	000892.SZ	星美联合	6,253.68	6,253.68	15.11	2,212.38	54.87	45.46	0.01	0.28	0.33	1,394.61
	002343.SZ	慈文传媒	13,209.42	13,209.42	13,209.42	42.00	64.15	42.19	32.91	0.65	1.00	12.21
	601599.SH	鹿港文化	9,308.50	9,308.50	10.41	68.98	42.59	31.51	0.15	0.24	0.33	3.65
	000673.SZ	当代东方	9,107.49	9,107.49	11.48	71.50	38.77	28.27	0.16	0.30	0.41	4.34
	002071.SZ	长城影视	7,166.86	7,166.86	13.64	29.11	27.05	20.71	0.47	0.50	0.66	7.31
	300027.SZ	华谊兄弟	35,030.44	35,030.44	12.58	35.24	30.12	24.33	0.36	0.42	0.52	3.60
	300133.SZ	华策影视	25,710.33	25,710.33	14.72	50.46	38.32	29.61	0.29	0.38	0.50	4.19
	300251.SZ	光线传媒	32,240.36	32,240.36	10.99	52.85	50.46	37.79	0.21	0.22	0.29	4.72
300291.SZ	华录百纳	16,508.95	16,508.95	23.30	58.35	39.50	30.19	0.40	0.59	0.77	4.22	
游戏娱乐	002502.SZ	骅威文化	11,607.69	11,607.69	27.00	80.87	34.80	27.86	0.33	0.78	0.97	3.71
	002174.SZ	游族网络	24,943.68	24,943.68	28.96	47.82	35.61	28.46	0.61	0.81	1.02	11.11
	300315.SZ	掌趣科技	28,041.25	28,041.25	10.12	45.70	31.88	23.20	0.22	0.32	0.44	3.46
	002624.SZ	完美世界	48,614.27	48,614.27	36.98	150.72	48.45	36.65	0.25	0.76	1.01	46.94
营销传媒	002027.SZ	分众传媒	136,207.23	136,207.23	15.59	25.75	30.30	24.83	0.61	0.51	0.63	25.95
	002131.SZ	利欧股份	31,156.68	31,156.68	20.24	109.75	38.50	29.01	0.18	0.53	0.70	5.32
院线渠道	002739.SZ	万达院线	81,636.99	81,636.99	69.52	62.26	42.81	31.91	1.12	1.62	2.18	8.44

来源：公司公告、中泰证券研究所

**■ 风险提示：**

- **文化行业政策趋严，影响整体行业估值预期：**对互联网传媒进行行业规范，出台相应的监管细则，影响整体行业的估值预期。
- **公司在电影、游戏方面业务不达预期：**公司的原有团队在电视剧制作、发行、宣发等有成熟的运作经验，但是在电影、游戏业务方面仍处于商业模式创新阶段，在未来收入和具体模式创新效果上存在不确定性。
- **广电总局的监管导向变化，影响仙侠题材作品的投放：**广电总局对于具体的影视制作内容和宣发方向存在政治导向，可能对公司的影视作品投放及宣发力度产生影响，进而对具体收入产生消极影响。



图表 13: 财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	11	0	13	786	1,018	1,198
增长率	-5.92%	-100.0%	—	5750.0%	29.5%	17.6%
营业成本	-8	0	-7	-367	-530	-631
% 销售收入	76.9%	—	49.3%	46.7%	52.1%	52.7%
毛利	3	0	7	419	488	567
% 销售收入	23.1%	—	50.7%	53.3%	47.9%	47.3%
营业税金及附加	0	0	0	-10	-14	-16
% 销售收入	0.3%	—	0.7%	1.3%	1.4%	1.3%
营业费用	0	0	0	-20	-21	-25
% 销售收入	0.0%	—	0.0%	2.5%	2.1%	2.1%
管理费用	-3	-2	-4	-18	-20	-22
% 销售收入	27.1%	—	27.1%	2.3%	2.0%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	0	-2	3	371	433	504
% 销售收入	-4.2%	—	23.0%	47.2%	42.5%	42.0%
财务费用	0	0	0	-3	-3	-5
% 销售收入	-0.6%	—	0.0%	0.3%	0.3%	0.4%
资产减值损失	0	0	0	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	0	-2	3	368	430	499
营业利润率	-3.6%	—	20.9%	46.9%	42.2%	41.6%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	0	-2	3	368	430	499
利润率	-1.9%	—	21.0%	46.9%	42.2%	41.6%
所得税	0	0	-2	-6	-6	-6
所得税率	—	0.5%	53.8%	1.6%	1.4%	1.2%
净利润	-1	-2	1	362	424	493
少数股东损益	0	0	0	2	2	2
归属于母公司的净利润	-1	-2	1	360	422	491
净利率	-5.6%	—	9.7%	45.8%	41.5%	41.0%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	6	3	2	3,958	3,966	3,993
应收款项	0	0	5	3	5	8
存货	0	0	0	524	657	834
其他流动资产	0	0	1	338	360	464
流动资产	6	3	9	4,823	4,988	5,299
% 总资产	100.0%	100.0%	97.9%	95.0%	92.5%	90.6%
长期投资	0	0	0	219	340	450
固定资产	0	0	0	26	54	86
% 总资产	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%
无形资产	0	0	0	8	10	14
非流动资产	0	0	0	253	404	550
% 总资产	0.0%	0.0%	2.1%	5.0%	7.5%	9.4%
资产总计	6	3	9	5,076	5,392	5,849
短期借款	0	0	0	140	151	230
应付款项	0	0	2	6	8	10
其他流动负债	0	0	3	320	338	454
流动负债	0	0	4	466	497	640
非流动负债	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	0	0	4	466	497	640
普通股股东权益	5	3	4	4,610	4,895	5,209
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	6	3	9	5,076	5,392	5,849

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	-0.001	-0.006	0.003	0.370	0.430	0.500
每股净资产 (元)	0.013	0.007	0.010	4.700	4.990	5.310
每股经营现金流 (元)	-0.002	-0.007	-0.002	-0.450	0.010	0.040
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	-11.51%	-80.39%	30.41%	7.81%	8.62%	9.43%
总资产收益率	-10.61%	-77.54%	14.94%	14.24%	8.10%	8.77%
投入资本收益率	336.09%	3620.38%	64.16%	36.70%	43.01%	50.05%
增长率						
营业总收入增长率	-5.92%	-100.00%	—	5750.04%	29.53%	17.63%
EBIT 增长率	-128.17%	-427.52%	226.08%	12166.66%	16.85%	16.05%
净利润增长率	-145.36%	-287.05%	154.38%	35900.00%	17.22%	16.35%
总资产增长率	-14.12%	-47.04%	182.22%	56300.00%	6.23%	8.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	—	68.6	13.5	12.8	11.5
存货周转天数	0.3	—	—	—	—	—
应付账款周转天数	—	—	6.7	24.2	22.5	20.8
固定资产周转天数	—	—	—	—	—	—
偿债能力						
净负债/股东权益	-107.71%	-102.26%	-48.05%	-60.78%	-75.74%	-83.25%
EBIT 利息保障倍数	7.2	56.8	807.0	—	—	—
资产负债率	7.85%	3.54%	50.87%	9.18%	9.22%	10.94%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	-1	-2	1	360	422	491
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	0	-2	-805	-416	-456
经营活动现金净流	-1	-3	-1	-443	8	37
资本开支	0	0	0	10	0	10
投资	0	0	0	-2	-2	-2
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	0	0	0	-12	-2	-12
股权募资	0	0	0	4,409	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
筹资活动现金净流	0	0	0	4,409	0	0
现金净流量	-1	-3	-1	3,954	6	25

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**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。