

幸福蓝海 (300528)

立足江苏的内容龙头

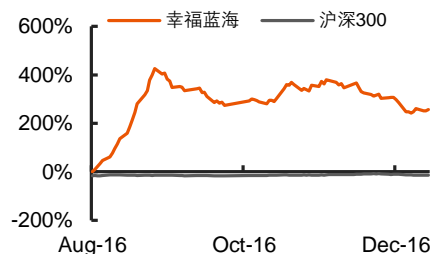
推荐 (首次)

现价: 33.49 元

主要数据

行业	传媒
公司网址	www.omnijoi.com
大股东/持股	江苏广播电视/47.28%
实际控制人/持股	江苏省人民政府/%
总股本(百万股)	311
流通 A 股(百万股)	78
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	103.99
流通 A 股市值(亿元)	26.00
每股净资产(元)	5.82
资产负债率(%)	22.30

行情走势图



证券分析师

林娟 投资咨询资格编号
S1060515020001
021-20667154
LINJUAN156@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **借助区域优势, 大力发展电影和电视剧业务:** 公司主要在江苏省内经营电影和电视剧业务。2015 年公司实现了 14.37 亿元收入、1.14 亿元利润, 分别同比增长 66.35% 和 36.1%。公司目前投资了 59 部电视剧, 借助大股东江苏广电的渠道优势, 每年都有大作推出。江苏作为全国最大的电影票仓之一, 电影业务起步于江苏, 目前江苏地区依然占到放映收入的 62%。公司还拥有幸福蓝海院线公司, 目前市占率达到 3% 左右。
- **借助募投项目, 两大产业持续发力:** 未来公司将借助资本市场, 持续进行影院的扩张, 并对电影产业链上中下游进行延伸。截止 2015 年底, 公司拥有 53 家自有影城, 募投项目拟扩张 34 家, 预计未来还会借助资本市场的力量进行外延拓展。公司过去就有成功的电影投资经验, 曾经主投了叫好又叫座的作品《白日焰火》, 未来公司将借助自己的院线优势, 大力向发行、制片延伸。电视剧领域, 公司拥有类似江苏卫视、中央电视台这样很好的渠道资源, 未来公司会大力探索新媒体渠道, 探索更多的盈利模式。
- **投资建议:** 我们判断 2017 年电影市场将在低基数、丰富的海外大片背景下逐渐转暖, 叠加公司的区位优势、大股东支持以及上市后资本市场助力, 预计公司 16-18 年净利润为 1.28、1.61、2.12 亿, EPS 为 0.41、0.52、0.68 元, 对应的 PE 为 81.1、64.5、49 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 电影行业持续低迷、影院拓展低于预期、发行业务发展低于预期。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	864	1437	1581	1976	2470
YoY(%)	14.9	66.4	10.0	25.0	25.0
净利润(百万元)	82	107	128	161	212
YoY(%)	-28.2	30.4	19.8	25.6	31.7
毛利率(%)	49.3	42.2	44.0	44.0	44.0
净利率(%)	9.5	7.4	8.1	8.2	8.6
ROE(%)	7.0	8.8	4.3	5.2	6.5
EPS(摊薄/元)	0.26	0.34	0.41	0.52	0.68
P/E(倍)	126.7	97.1	81.1	64.5	49.0
P/B(倍)	8.8	8.1	3.3	3.2	3.1

正文目录

一、深耕江苏的电影+电视剧龙头	4
1.1 走精细化路线，专注电影、电视剧两大业务.....	4
1.2 背靠江苏广电，着力省内发展.....	4
二、电视剧、电影两大业务共同发展	5
2.1 电影、电视剧共同发展.....	5
2.2 电影：放映称霸江苏，向发行、制片延伸.....	6
2.3 电视剧：立足正剧，善用渠道优势.....	9
三、投资建议	9
3.1 业务布局.....	9
3.2 投资建议.....	10

图表目录

图表 1	幸福蓝海的业务结构	4
图表 2	幸福蓝海的股权结构	4
图表 3	公司电影放映主要集中在江苏地区	5
图表 4	幸福蓝海收入及其增速	6
图表 5	幸福蓝海净利润及其增速	6
图表 6	公司收入结构	6
图表 7	公司电影业务结构	7
图表 8	幸福蓝海院线公司的影院数	7
图表 9	幸福蓝海院线公司的票房和增速（单位：亿元）	8
图表 10	幸福蓝海制作的优秀电影《白日焰火》	8
图表 11	幸福蓝海制作的优秀电影《让子弹飞》	8
图表 12	幸福蓝海制作的优秀电视剧《我是特种兵》	9
图表 13	幸福蓝海制作的优秀电视剧《中国式关系》	9
图表 14	公司募投项目（单位：万元）	9
图表 15	公司拟开发的电影、电视剧业务	10

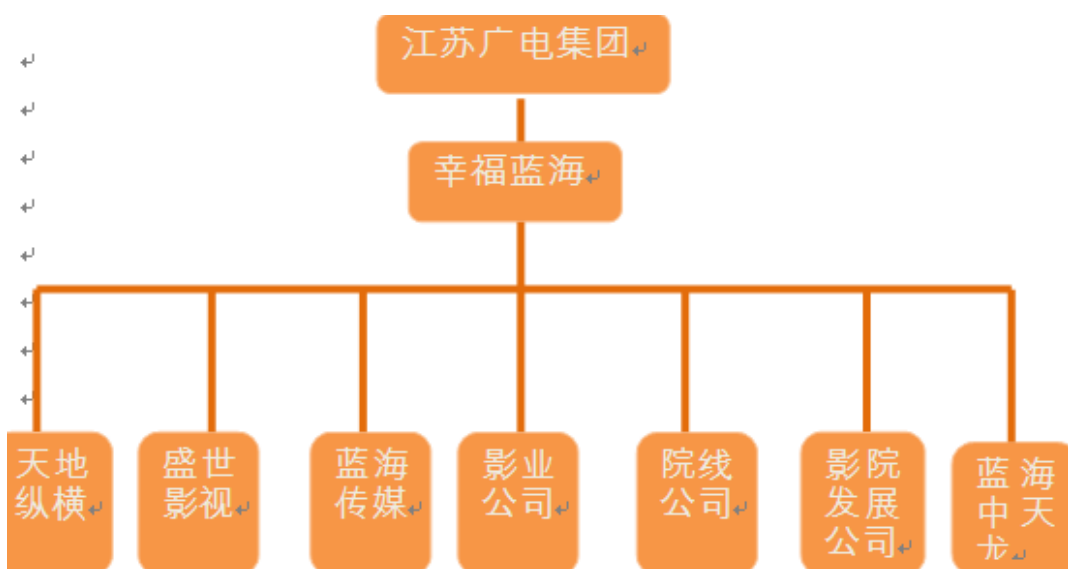
一、深耕江苏的电影+电视剧龙头

1.1 走精细化路线，专注电影、电视剧两大业务

2005年，江苏广电出资200万元设立幸福蓝海的前身，成立初期公司主要经营广告代理业务。2007年江苏广电以其所持影视剧制作业务相关资产对公司增资，公司全面转型为电视剧业务及电影业务，其后，公司又把握市场发展机遇，大力发展影城经营与院线业务。2016年8月8日公司在深交所创业板成功上市。

幸福蓝海旗下共有5家全资子公司（天地纵横、盛世影视、蓝海传媒、影业公司与影院发展公司）、2家控股子公司（院线公司与蓝海中天龙）。其中，天地纵横、盛世影视、蓝海传媒及蓝海中天龙主营电视剧业务；影业公司、院线公司、影院发展公司主营电影业务。

图表1 幸福蓝海的业务结构



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

1.2 背靠江苏广电，着力省内发展

公司大股东是江苏广电集团，直接持股47.28%，并通过广电创投间接持股5.25%，大股东江苏广电作为江苏省内最大的文化企业，拥有江苏卫视等一线卫视渠道，并投资了大量省内文化资产。

图表2 幸福蓝海的股权结构

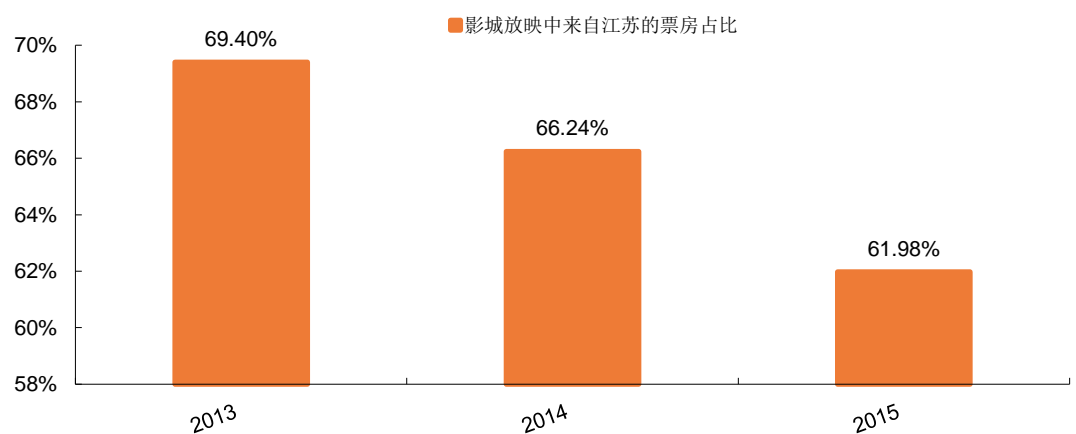
排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	江苏省广播电视集团有限公司	47.28
2	天津力天融金投资有限公司	7.50
3	江苏广电创业投资有限公司	5.25

4	江苏紫金文化产业发展基金	3.07
5	全国社会保障基金理事会转持二户	2.48
6	深圳市珠峰基石股权投资合伙企业	2.25
7	吴秀波	1.50
8	凯鹏华盈(天津)股权投资基金合伙企业	0.85
9	上海鼎和国际经济贸易有限公司	0.75
10	上海国和现代服务业股权投资基金合伙企业	0.73
	合 计	71.66

资料来源：招股说明书、平安证券研究所

除了电视剧拥有兄弟公司优质的播放渠道外，公司的电影放映目前也主要集中在江苏地区，2015年江苏地区的票房占公司自有影城票房的62%。

图表3 公司电影放映主要集中在江苏地区



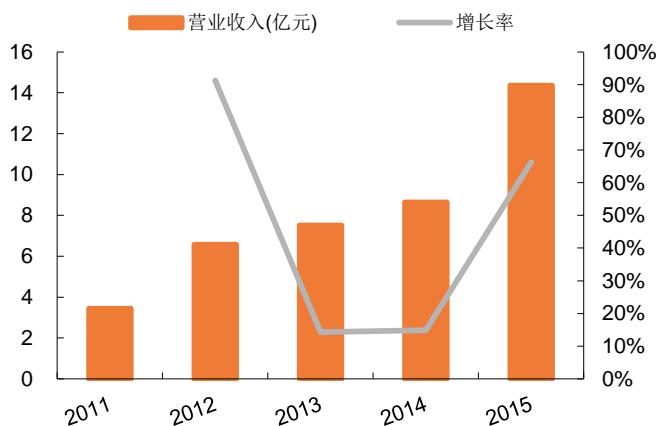
资料来源：招股说明书、平安证券研究所

二、电视剧、电影两大业务共同发展

2.1 电影、电视剧共同发展

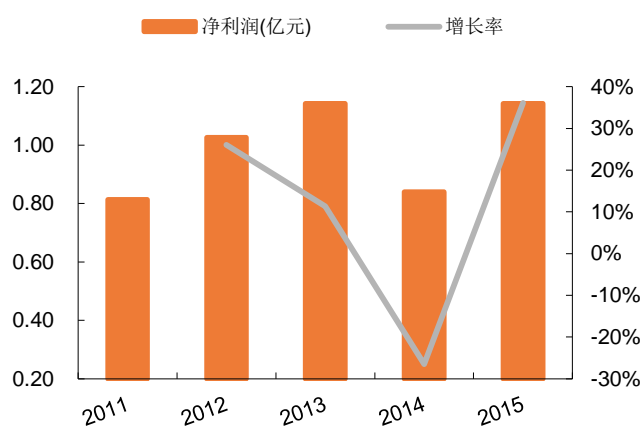
公司2015年收入、净利润分别为14.37亿、1.14亿，分别同比增长66.35%、36.1%。从结构上看，电视剧、电影分别占收入的20.92%、74.20%，以及毛利的13.46%、75.34%。

图表4 幸福蓝海收入及其增速



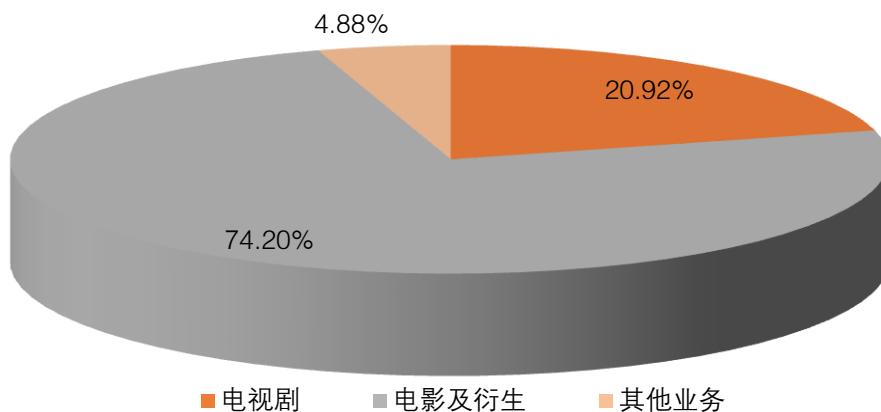
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 幸福蓝海净利润及其增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 公司收入结构

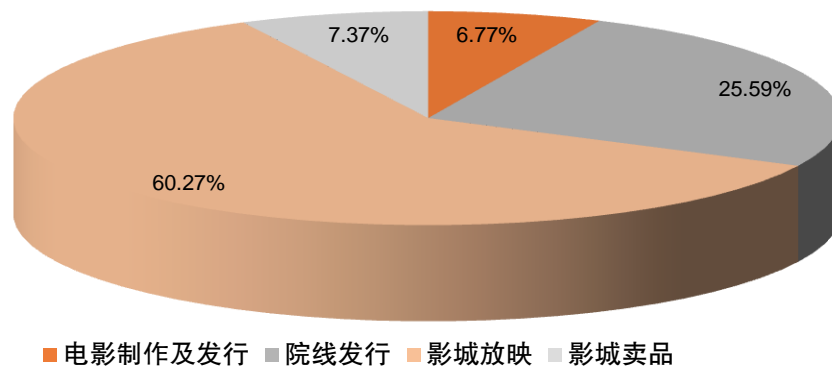


资料来源：招股说明书、平安证券研究所

2.2 电影：放映称霸江苏，向发行、制片延伸

目前，幸福蓝海的电影业务主要集中在影城经营和电影院线，2015年，影城放映和院线发行分别占公司电影收入的60%和25.6%，未来公司计划大力拓展发行业务，并向制片衍生，打造全产业链模式，这样既能拓展业务发展空间，又可以减少业绩波动。

图表7 公司电影业务结构

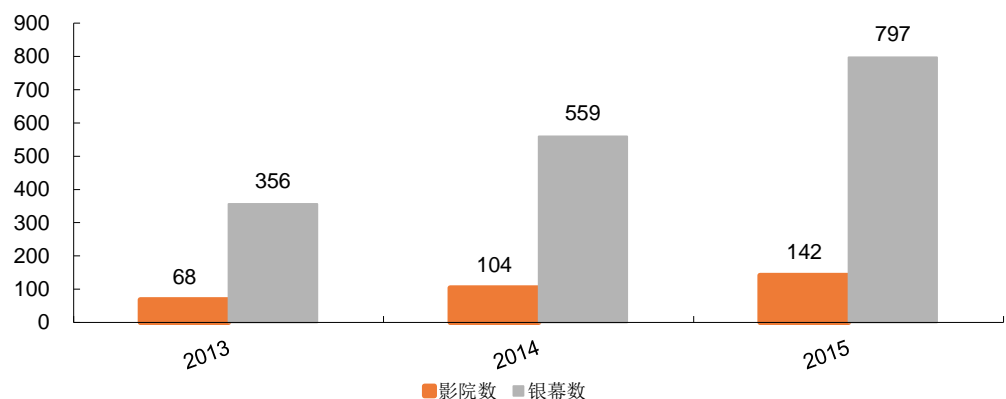


资料来源：招股说明书、平安证券研究所

公司围绕“深耕江苏省内，着眼沿江沿海”的战略布局进行影城拓展，截止 15 年底在江苏、北京、上海、广东、四川、湖北、陕西、天津、黑龙江等近二十个省市一共布局了 53 家自有影院，并成为江苏省内市场份额最大的影院公司。2015 年公司自有影城单屏产出 194.4 万元，远高于全国平均 144.1 万元。

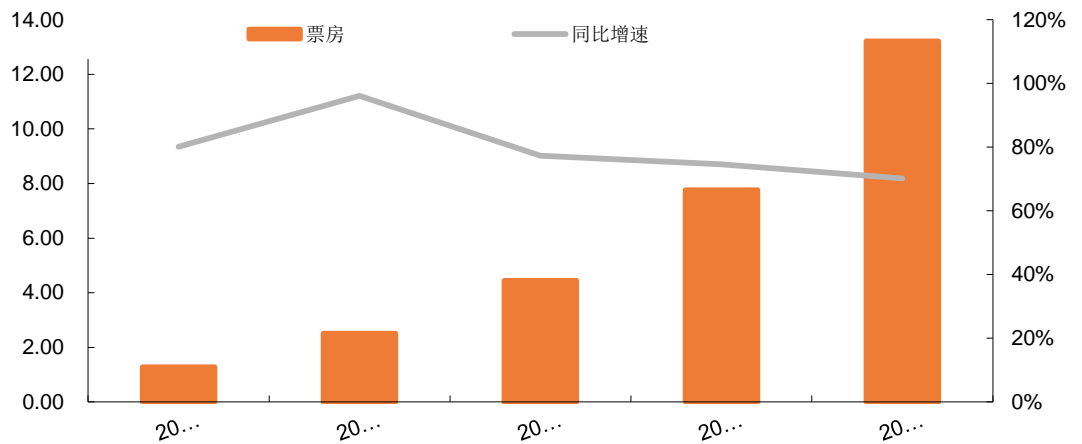
公司旗下院线幸福蓝海院线是国内首批电影院线，也是江苏地区最大的本土院线，截至 2015 年末，公司运营的幸福蓝海院线影城共计 142 家，包括 53 家控股影城、2 家参股影城和 87 家加盟影城。2015 年公司院线总票房 13.22 亿元，排名全国第十，在江苏地区票房排名和占有率第一。预计 16 年底，幸福蓝海院线公司将会拥有近 200 家影城，未来市场份额有望从 3%提升到 5%。

图表8 幸福蓝海院线公司的影院数（单位：个）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表9 幸福蓝海院线公司的票房和增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

传统的院线公司以票房扣点为主要收入，随着扣点率下降，院线公司逐渐利用自己的屏幕优势，向电影发行转型。幸福蓝海院线公司目前正大力发展其发行业务，目前和上海联和院线、浙江时代院线、河南奥斯卡院线、四川太平洋院线联合发起成立四海院线联盟合力拓展发行业务。这五大院线公司共有超过 700 家影院，近 4000 块银幕，占全国市场份额 20%。

公司 2012 年进军电影制作执行制片业务，先后参与投资《让子弹飞》《武侠》《鸿门宴》《亲密敌人》《血滴子》《白发魔女之明月天国》《一步之遥》《栀子花开》《命中注定》《一切都好》等多部影片，首部主投的电影《白日焰火》获得第 64 届柏林电影节“最佳影片金熊奖”和“最佳男演员银熊奖”，国内上映后总票房过亿元。未来有望借助发行优势，进一步拓展制片业务。

图表10 幸福蓝海制作的优秀电影《白日焰火》



资料来源：百度知道、平安证券研究所

图表11 幸福蓝海制作的优秀电影《让子弹飞》



资料来源：爱奇艺、平安证券研究所

2.3 电视剧：立足正剧，善用渠道优势

公司电视剧涉猎类型广泛，精品不断涌出，截止到 2015 年底，公司共投资制作 59 部电视剧，其中拥有《人间正道是沧桑》、《中国式关系》等大剧，还拥有“无懈可击”系列（《无懈可击之美女如云》、《无懈可击之高手如云》、“特种兵”系列（《特种兵之火凤凰》等），2017 年还将出品《最后一张签证》、《繁星四月》。

公司的控股股东江苏广电拥有影视剧播出平台及宣传资源，旗下的江苏卫视更是四大一线卫视之一，有强大的采购能力。公司原有的电视剧业务即从江苏广电剥离出来，因此大部分优秀的作品都有机会在江苏卫视平台播放。

图表12 幸福蓝海制作的优秀电视剧《我是特种兵》



资料来源：百度百科、平安证券研究所

图表13 幸福蓝海制作的优秀电视剧《中国式关系》



资料来源：百度百科、平安证券研究所

三、投资建议

3.1 业务布局

公司的募投项目聚焦电视剧和电影两大板块，坚持“渠道为先，内容为王”的重要战略。在电视剧领域，未来会进一步发挥平台优势，每年投资 8-12 部 300-500 集电视剧作品，同时积极探索互联网新媒体的新需求。

电影领域，公司一方面会通过自建、并购、加盟等多手段提升影城终端的市场规模，力争实现全国份额 5%-10%；另一方面大力发展发行和制片业务，实现电影上下游产业联动，每年投资 5-10 部电影。

图表14 公司募投项目（单位：万元）

募集资金投向	总投资金额	募集资金投额	项目实施周期
补充影视剧业务营运资金项目	36200	8926.16	三年

影城投资项目	73625.3	35704.63	四年
合计	109825.3	44630.79	-

资料来源：招股说明书、平安证券研究所

具体来看，公司计划投资 4 部电视剧、3 部电影和 34 家影城项目，包括电视剧《最后一张签证》、《寻找邓颖超》、《尚宫》、《那样明亮》；电影《两个人的海岛》、《好久不见》、《分开旅行》等。

图表15 公司拟开发的电影、电视剧业务

电视剧	电影
最后一张签证	两个人的海岛
寻找邓颖超	好久不见
尚宫	分开旅行
那样明亮	-

资料来源：平安证券研究所

3.2 投资建议

首先，2017 年是海外大片年，已预定档的海外大片包括《速度与激情 8》、《变形金刚 5》、《星球大战 8》等热门影片，我们判断 17 年中国电影市场有望回暖，增速恢复到 30%。

其次，幸福蓝海拥有江苏省的区位优势以及大股东的支持，再叠加上市之后的资本市场助力，我们预计公司 16-18 年净利润为 1.28、1.61、2.12 亿，EPS 为 0.41、0.52、0.68 元，对应的 PE 为 81.1、64.5、49 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1225	3780	4090	4519
现金	346	2728	2724	2878
应收账款	397	350	584	583
其他应收款	3	6	5	9
预付账款	199	194	298	317
存货	266	472	450	703
其他流动资产	279	502	480	733
非流动资产	592	709	705	548
长期投资	29	29	29	29
固定资产	303	310	346	313
无形资产	1	3	4	18
其他非流动资产	259	366	326	187
资产总计	1817	4488	4795	5067
流动负债	484	712	898	1010
短期借款	0	180	180	180
应付账款	179	165	265	273
其他流动负债	305	367	453	557
非流动负债	29	630	630	630
长期借款	20	620	620	620
其他非流动负债	9	10	10	10
负债合计	513	1342	1528	1640
少数股东权益	17	24	33	44
股本	233	311	311	311
资本公积	554	2222	2222	2222
留存收益	500	590	703	851
归属母公司股东权益	1286	3122	3235	3383
负债和股东权益	1817	4488	4795	5067

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	384	49	122	279
净利润	114	128	161	212
折旧摊销	95	52	73	91
财务费用	3	5	13	12
投资损失	-7	-5	-10	-10
营运资金变动	153	-138	-123	-37
其他经营现金流	26	7	8	11
投资活动现金流	-196	-150	-65	-50
资本支出	-0	-55	-75	-60
长期投资	-2	-100	0	0
其他投资现金流	-194	5	10	10
筹资活动现金流	-66	2483	-61	-75
短期借款	-80	180	0	0
长期借款	20	600	0	0
普通股增加	0	78	0	0
资本公积增加	-0	1668	0	0
其他筹资现金流	-6	-43	-61	-75
现金净增加额	121	2382	-4	154

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1437	1581	1976	2470
营业成本	831	885	1107	1383
营业税金及附加	38	41	51	64
营业费用	315	348	435	543
管理费用	96	126	158	198
财务费用	1	5	13	12
资产减值损失	60	60	60	60
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	5	10	10
营业利润	104	120	162	220
营业外收入	19	25	20	20
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	122	144	181	239
所得税	8	9	12	16
净利润	114	135	170	223
少数股东损益	7	7	8	11
归属母公司净利润	107	128	161	212
EBITDA	152	177	248	323
EPS (元)	0.34	0.41	0.52	0.68

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入(%)	66.4	10.0	25.0	25.0
营业利润(%)	66.3	16.2	34.9	35.4
归属于母公司净利润(%)	30.4	19.8	25.6	31.7
获利能力				
毛利率(%)	42.2	44.0	44.0	44.0
净利率(%)	7.4	8.1	8.2	8.6
ROE(%)	8.8	4.3	5.2	6.5
ROIC(%)	10.6	14.5	15.8	18.5
偿债能力				
资产负债率(%)	28.2	29.9	31.9	32.4
净负债比率(%)	9.1	4.7	-66.9	-58.2
流动比率	2.53	5.31	4.56	4.48
速动比率	1.98	4.64	4.05	3.78
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.50	0.43	0.50
应收账款周转率	3.8	4.2	4.2	4.2
应付账款周转率	10.2	9.2	9.2	9.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.41	0.52	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	0.16	0.39	0.90
每股净资产(最新摊薄)	4.14	10.05	10.42	10.90
估值比率				
P/E	97.1	81.1	64.5	49.0
P/B	8.1	3.3	3.2	3.1
EV/EBITDA	0.0	47.0	33.6	25.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033