

## 欢瑞世纪 (000892.SZ) / 传媒

## 模式创新影响业绩落地, 股东增持彰显管理信心

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 10.86

目标价格: 22.45

分析师: 王琨

执业证书编号: S0740516060001

电话: 021-20315191

Email: wangxian@r.qlzq.com.cn

分析师: 赵坤

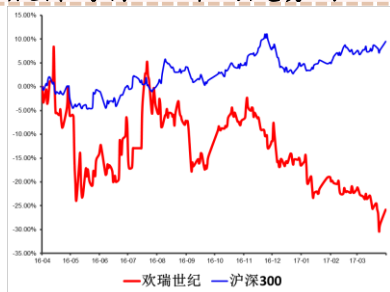
职业证书编号: S0740516080002

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)	10.86
市值(百万元)	10653
流通市值(百万元)	3865

**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	40.20	25.24	21.65	17.61
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28日公布了2017年第一季度报告。2017年第一季度, 公司实现营业收入3111.51万元, 同比增长367.40%; 实现归属于上市公司股东的净利润-2895.84万元, 同比增长139.11%, 扣非后净利润-2894.36万元。(公司合并财务报表中的上年同期比较信息, 均系欢瑞影视对应期间的合并财务报表相关信息)。

**事件点评:**

- **创新排播营销一体化运营, 成本确认影响业绩落地:** 公司于2017年3月1日发布公告, 其下属全资子公司, 欢瑞影视及欢瑞营销共同与北京电视台、京世传媒签订了《北京卫视周播剧场合作协议》。在本次与北京卫视的周播剧合作中, 公司突破了以往的单一性购剧模式, 而是实现了排播和广告营销的一体化运营。最为直接的“内容协同”, 即能够围绕作品、艺人, 实现广告招商、播出的充分联动, 实现电视内容和广告内容的协同互动。相对有效的“运营协同”, 通过对电视排播+广告运营的节奏协同, 实现与网络影视、游戏、艺人的运营一体化。鉴于对模式创新的业务性安排, 公司在第一季度通过欢瑞营销向北京电视台支付其3月份周播剧冠名及特约播映广告服务的广告费用1769万元, 导致成本相对提高, 而综合合同报告期末有新投拍影视剧收入确认的原因导致了最终业绩落地。
- **股东增持彰显管理信心, 延续一体化运营创新模式:** 公司于2017年4月25日发布公告, 公司实际控制人陈援先生、总裁赵积程先生, 自2017年5月2日起六个月内 (敏感期除外), 拟通过深圳证券交易所证券交易系统 (包括但不限于集中竞价和大宗交易等方式) 择机增持本公司股份, 拟增持的股份数区间分别为300-900万股, 100-500万股 (增持资金为自筹取得)。我们认为公司实际控制人及高管的增持, 极大的彰显了其对公司未来经营管理, 及延续一体化运营创新模式的信心。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。

**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。同时不断创新运营一体化模式。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25.24X、21.65X、17.61X, 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。

**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、运营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: 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
<b>每股指标</b>						
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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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。