

# 精品大剧与王牌综艺双持，制作实力与综合布局共振

## 买入(首次)

盈利及估值重要数据	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	787.91	1639.35	2102.61	2697.59
(+/-)(%)	46.60%	108.06%	28.26%	28.30%
净利润(百万元)	179.12	361.51	484.68	629.23
(+/-)(%)	59.43	101.83%	34.07%	29.82%
EPS(元)	0.45	0.90	1.21	1.57
P/E	54.0	26.5	19.7	15.2

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

### 投资要点

■ **IP 大剧《赢天下》未播先火，精品电视剧制作实力有望再获验证。**公司拥有范冰冰、赵薇等大牌影星，具备精品内容制作能力，《武媚娘传奇》获 2015 年收视冠军，累计网络播放量超过 13 亿；公司储备了大量优质 IP，包括改编自热门小说的《蔓蔓青萝》和《东宫》以及改编自《源氏物语》的《源氏问花录》，与中文在线签订战略合作协议，具备 IP 优势，电视剧业务长期发展空间可期。2017 年范冰冰主演的 IP 大剧《赢天下》未播已火，网络播出权卖出了 4.8 亿元，单集要价 800 万元左右，有望成影视剧爆款，带来火爆观影热潮，催化短期业绩。

### ■ 携手 Talpa 力发综艺业务，17 年好声音有望贡献突破性业绩。

唐德与 Talpa 签订合作意向，计划成立子公司制作基于 Talpa 节目模板的中文电视节目，此抓住了优质版权资源并快速提升综艺开发运营能力，强势进军综艺领域；同时“中国好声音”版权最终归属唐德，公司获得未来四年内打造 5-8 季《中国好声音》的权利，并且独占相关知识产权使用许可，公司预期将显著受益于这一收视率峰值破 7 广告收入达 20 亿的王牌综艺节目。

■ **“电视剧+电影+综艺+艺人经济”全产业链布局，产业协同将在长期发挥效应。**公司作为优质内容提供商，多年来稳健布局传媒全产业链，以精品电视剧为基，成功打造自身品牌，并拓展电影、院线、艺人经纪等板块，形成从人才团队、内容制作到放映渠道的产业协同，随着视频付费市场的爆发，公司将凭借全产业链实力显著受益于内容制作的风口，长期来看业绩弹性巨大。

### 投资建议

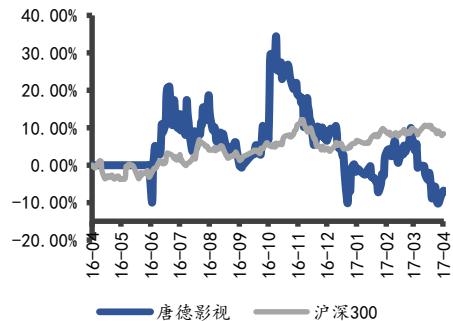
我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 3.62 亿、4.85 亿、6.29 亿，摊薄后 EPS 分别为 0.90、1.21、1.57，对应当前股价 PE 分别为 27、20、15。精品制作能力突出，手握“好声音”强 IP，看好公司长期发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。

### ■ 风险提示

观众对电视剧的追捧未达预期的风险；好声音受综艺市场激烈竞争影响，收入不达预期的风险。

首席证券分析师 张良卫  
 执业资格证书号码: S0860514040001  
 zhanglw@dwzq.com.cn  
 021-60199740

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	24.00
一年最低价/最高价	22.12/29.28
市净率(倍)	9.27
流通 A 股市值(亿元)	36.36

### 基础数据

每股净资产(元)	2.61
资产负债率(%)	61.72%
总股本(亿股)	4
流通 A 股(亿股)	1.50

### 相关研究

## 1. 唐德影视：明星股东加成内容制作，深度布局拓展全产业链

### 1.1. 投资并购动作频频，深度布局影视全产业

公司 15 年登陆深圳创业板，在产业链内动作频频，通过收购或设立子公司进行业务布局的拓展和完善，至 2016 年，公司纳入合并范围的子公司共 23 个，同比增加 10 个。

**图表 1 公司子公司简介（部分）**

公司名称	主营业务	代表作品
北京唐德国际文化传媒有限公司	影视项目（电视剧、电视栏目）投资、管理、策划、制作及营销	《武媚娘传奇》、《结婚为什么》、《拥抱星星的月亮》、《天伦》、《政委》等
北京唐德凤凰演艺经纪有限公司	艺人经纪	
龙源盛世影视广告有限公司	投资与制作国内外影视以及广告作品	三得利乌龙茶广告、三得利黑乌龙茶广告、索尼运动摄像机广告
上海鼎石影业有限公司	国产电影宣发及进口影片协助推广	《秋之白华》、《萧红》、《十二生肖》、《天台爱情》等
上海翊刻闪耀影视制作有限公司	影视后期制作	《三少爷的剑》、《七月与安生》、《夏洛特烦恼》等
北京唐德国际电影文化有限公司	国内外胶片电影、数字电影的投资、制作与宣发	《大兵小将》、《十二生肖》、《萧红》、《心花路放》等
上海唐德影院管理有限公司	院线的投资、建设、运营、管理等	
上海悠闲影视传媒有限公司	影视剧本产业化开发及编剧相关工作	《重案六组 3&4》、《外乡人》、《永不消逝的电波》等

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.2. 明星股东加成，优质内容制作具备核心动力

公司控股股东吴宏亮持 592 万股，持股份额为 37.04%，是公司的董事长和总经理，吴宏亮 1993 年 6 月毕业于北京电影学院电影制片专业，曾任北京电影制片厂制片经理、北京横店北影影视投资咨询有限公司总经理助理、中国电影集团公司电视节目制作中心主任助理和世纪英雄电影投资有限公司常务副总经理，具有深厚的专业背景和演艺圈经验和人脉。

公司前十大股东主要为公司高管，赵健、李钊、张哲和王大庆均为公司的副总经理，管理层的持股为公司提供了长期发展的动力。公司第十大股东著名影星李冰冰持有 1.61% 的股份，并且公司有知名艺人赵薇、张丰毅，知名导演霍建起等名人股东，公司与明星利益的捆绑使公司具备了影视娱乐布局的最重要资源，在根源上取得了先机。

**图表 2 唐德影视十大控股股东**

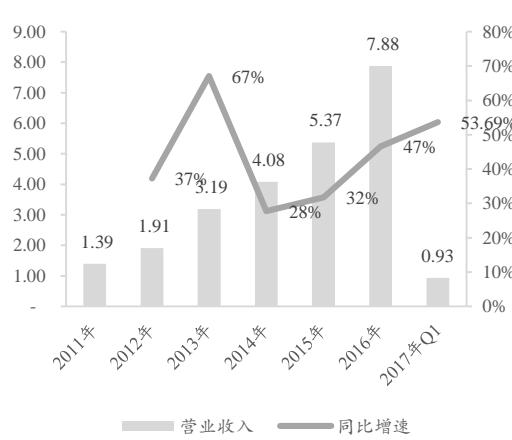
排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	吴宏亮	148,167,590	37.04
2	赵健	32,021,980	8.01
3	北京睿石成长创业投资中心(有限合伙)	27,000,180	6.75
4	李钊	24,487,400	6.12
5	刘朝晨	9,421,225	2.36
6	北京翔乐科技有限公司	8,347,403	2.09
7	张哲	7,534,585	1.88
8	王大庆	7,534,585	1.88
9	北京鼎石源泉投资咨询中心(有限合伙)	6,900,170	1.73
10	范冰冰	6,449,605	1.61
	合计	277,864,723	69.47

资料来源: wind, 东吴证券研究所

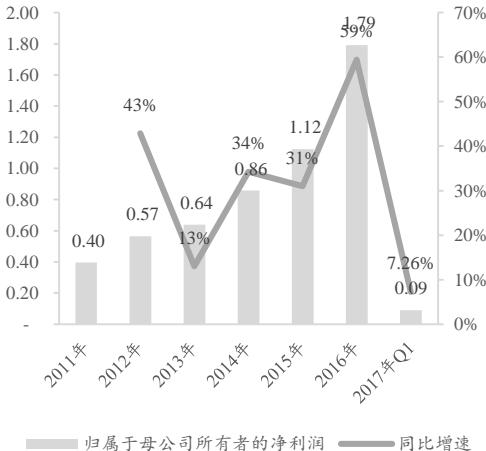
### 1.3. 业绩保持稳定增速, 电视剧业务居于核心地位

近年来, 唐德影视业绩保持较快的持续增长, 2016 年实现归属利润 1.79 亿元, 较上年同期增长 59.43%, 利润增速显著提高; 17 年一季度公司营业收入 0.93 亿元, 同比增长 53.69%, 实现归属利润 0.09 亿元, 同比增长 7.26%, 基本符合预期, 为全年业绩奠定基础。

图表 3 唐德影视营业收入及趋势(亿元)



图表 4 唐德影视净利润及趋势(亿元)



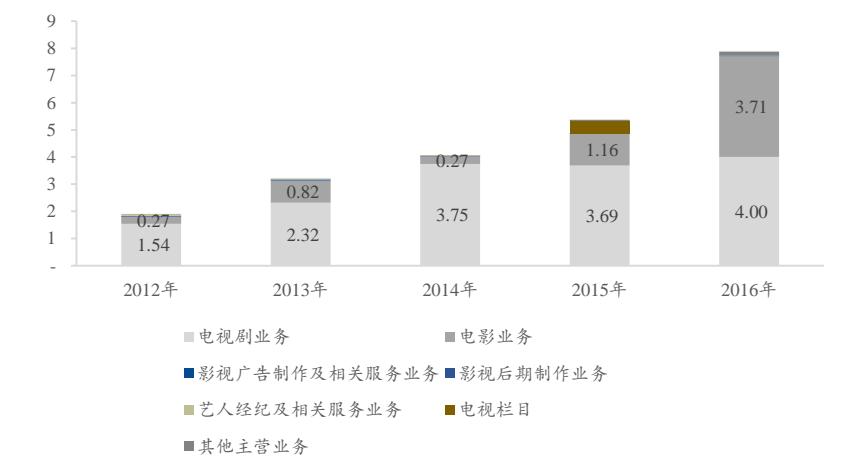
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

公司电视剧业务收入占营业总收入的比重最大, 在 2015 至 2016 年年分别贡献了 69% 和 50.78% 的营收, 和 80.51% 和 50.78% 的毛利, 占比的降低主要由于电影等其他业务的崛起, 但电视剧业务的核心地位仍然不受影响, 电视剧业务在近几年毛利率较为稳定, 2016 年毛利率 62.38%, 较 2015 年增长了 20%, 盈利能力显著提高。

2016 年电影业务营收占比 47.10%，但毛利率波动较大，符合电影行业不确定性大的特性；电视栏目业务正处于起步期 2015 年贡献营收 9%，贡献利润 7.69%，毛利率 32%，16 年并未产生业绩。

图表 5 唐德影视各业务营收结构（亿元）



资料来源：wind，东吴证券研究所

## 2. 电视剧行业风生水起，公司具备核心实力

### 2.1. 双渠道推高剧集收入，优质内容空间仍在

网络平台的对电视剧独播权的抢购推高了电视剧的价格，《如懿传》网络独家版权价格被腾讯视频以 900 万/集拿下，同时东方和江苏两家卫视分别出价 300 万/集，如此算来，该剧单集的版权已经达到 1500 万元一集，按照 90 集的体量来看，《如懿传》现在已经获得 13.5 亿元的资金。

随着新媒体购买影视剧信息网络传播权逐渐回归理性，影视剧信息网络传播权的价格进一步分化，非精品剧的价格迅速回落，而优质内容的需求和价格依然坚挺。

图表 6 部分电视剧网络版权价格

时间	电视剧	网络版权价格(万/集)
2017	《如懿传》	900
2017	《琅琊榜 2》	800
2015	《武媚娘传奇》	200
2013	《新编辑部的故事》	120
2012	《甄嬛传》	30

资料来源：律茶娱乐法，东吴证券研究所

强 IP 和大卡司并不等于爆款，打造现象级产品仍需精心制作的优质内容。近年 IP 改编大热，2015 年 IP 改编剧达 37 部，同比增速接近 100%，2016 年增速有所下滑，但仍接近 50%，达到了 55 部，但同时 IP 剧口碑一路走低；大卡司同样受到了市场的质疑，刘恺威主演的《周末父母》于 2017 年 2 月 13 日在湖南卫视播出，平均收视率未破 1，在多平台同步播出，至今累计播放量仅 17.1 亿。我们认为大制作无法与优质内容画上等

号，影视剧仍处于精品多爆款少的状态。

图表 7：部分 IP 改编剧成本与评分

IP 改编剧	单集成本 (万元)	豆瓣评分
老九门	350	5.6
幻城	532	3.0
盗墓笔记	500	3.9
鬼吹灯之精绝古城	500	8.2

资料来源：豆瓣，东吴证券研究所

图表 8：部分大卡司电视剧收视率及播放量

电视剧	主演	收视率	累计播放量 (亿)
守护丽人	李小璐	0.765	90
漂亮的李慧珍	迪丽热巴	0.451	81.5
遇见爱情的利先生	陈晓	0.6	33.5
周末父母	刘恺威	0.742	17.1

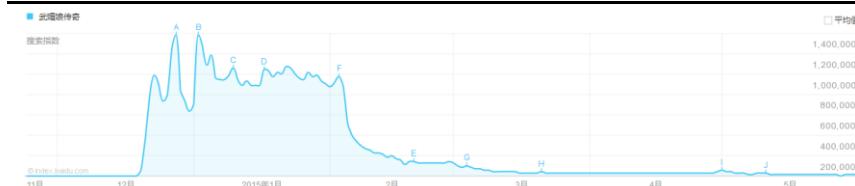
资料来源：豆瓣，东吴证券研究所

## 2.2. 精品剧未播先火，制作实力彰显竞争优势

### 2.2.1. 优质大作引燃热度，凸显爆款制造实力

公司在电视剧制作上具有丰富的经验，曾制做过《武媚娘传奇》等优质作品，该剧由高翊浚执导，范冰冰、张丰毅、李治廷、张钧甯、张庭、周海媚、李李仁、李解等人主演，阵容强大。该剧单集成本 300 万，在播出之前就亮点十足，引起热议。

图表 9：《武媚娘传奇》引起热议



资料来源：百度指数，东吴证券研究所

《武媚娘传奇》跨越 2014 年、2015 年在湖南卫视首播，播出期间话题阅读量达到 33.4 亿，开播首日全国网收视 2.14，在总计 41 天的播出期里，平均收视达到 3.1，而大结局之夜更是创下了 5.08 的收视神话，获 2015 年收视冠军，创多项记录，成为“现象级”作品；同时《武媚娘传奇》在网络渠道同步播出，网络点击量在 2015 年 3 月已达 134 亿。

图表 10：《武媚娘传奇》获得 2015 年收视冠军

排名	名称	频道	收视率 (%)	市场份额 (%)
1	武媚娘传奇	湖南卫视	3.06	8.139

2	芈月传	上海东方卫视	2.677	6.884
3	芈月传	北京卫视	2.614	6.72
4	锦绣缘华丽冒险	湖南卫视	1.993	5.554

资料来源: tvtv.hk, 东吴证券研究所

图表 11: 截至 2016 年点击量 TOP5

名称	点击量
青云志	25,470,061,315
芈月传	23,994,682,184
花千骨	20,988,597,089
锦绣未央	18,975,994,375
欢乐颂	18,319,091,548

资料来源: vlinkage, 东吴证券研究所

《武媚娘传奇》在 2014 年贡献的销售收入为 2.68 亿元, 占当年公司总营收的 71.51%, 其中包括湖南广电独家首轮卫星电视播映权的 2 亿元合同金额、乐视网的网络独家版权合同金额 7800 万元、台湾中天电视在台湾播放该剧的合同额 1255 万元等。受益于精品大剧的盈利能力, 唐德电视剧业务毛利率 42.47% 高于行业内其他公司, 例如新文化的 40.39%、鹿港文化的 38.89% 以及华策的 36.92%。

### 2.2.2. 艺人+IP 双持, 内容制作实力可持续

人才团队是精品内容制作的基石, 也是公司的一大竞争优势, 公司拥有范冰冰、王学圻、赵薇、张丰毅和巍子等知名签约巨星, 且在股权上有着深度的绑定, 借助大牌影星的粉丝效应公司作品具有广泛的观众基础, 并且公司自成立以来就高度重视人才队伍建设工作, 坚持内部人才建设、培养以及外部人才合作并重的人才发展战略, 在制片人、导演、监制、编剧、演员、发行人才等方面, 形成了丰富的人才储备。

图表 12: 公司人才团队

	姓名	代表作	奖项
演员	范冰冰	《还珠格格》、《手机》、《心中有鬼》、《苹果》、《观音山》、《二次曝光》、《我不是潘金莲》等	大众电影百花奖、台湾电影金马奖、华鼎奖得主
	赵薇	《还珠格格》、《情深深雨蒙蒙》、《京华烟云》、《情人结》、《花木兰》、《画皮》、《亲爱的》等	中国电影华表奖、大众电影百花奖、香港电影金像奖、中国电视金鹰奖、长春电影节金鹿奖得主
	王学圻	《相伴永远》、《梅兰芳》、《十月围城》、《天地英雄》、《日照重庆》等	中国电影金鸡奖、台湾电影金马奖、长春电影节金鹿奖得主
	张丰毅	《骆驼祥子》、《霸王别姬》、《和平年代》、《历史的天空》、《人民的名义》等	中国电视剧飞天奖、中国戏剧梅花奖

导演	霍建起	《赢家》、《那山那人那狗》、《情人结》、《暖》	国家有突出贡献电影艺术家
	滕文骥	《致命的一击》、《关怀》、《春天的狂想》、《北京深秋的故事》、《日出日落》、《棋王》	中国电影华表奖得主、中国电影金鸡奖
编剧	盛和煜	《走向共和》、《汉武帝》、《夜宴》、《赤壁》、《恰同学少年》、《血色湘西》、《乾隆王朝》等	五个一工程奖、文华奖、曹禺戏剧文学奖得主
	柳桦	《冯子材》、《洪湖赤卫队》、《敌后武工队》、《秋收起义》	电影频道电影百合奖、五个一工程奖得主
	余飞	《永不消逝的电波》、《重案六组》	中国电视剧飞天奖、五个一工程奖得主

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

公司具备丰富的 IP 储备和作品储备，2016 年下半年计划投资制作的电视剧包括匪我所思创作小说《东宫》和桩桩创作小说《蔓蔓青萝》改编的同名电视剧，以及《源氏物语》改编的《源氏问花录》。目前上述电视剧目前已陆续开机，预计将于 2017 年至 18 年陆续杀青播出。

**图表 13：2016 年下半年投资 IP 剧**

名称	角色	拍摄进度	拟聘请主要演职人员	IP 来源
《源氏问花录》	执行制片方	已开机	导演：高翊浚、编剧：朱甄、李培瑄、王文静、姚林	日本长篇小说《源氏物语》
《蔓蔓青萝》	非执行制片方	筹备中	导演：高翊浚、编剧：史赫然等、主演：姚笛等	桩桩小说
《东宫》	执行制片方	剧本创作中	导演：高翊浚、编剧：余飞	匪我思存小说

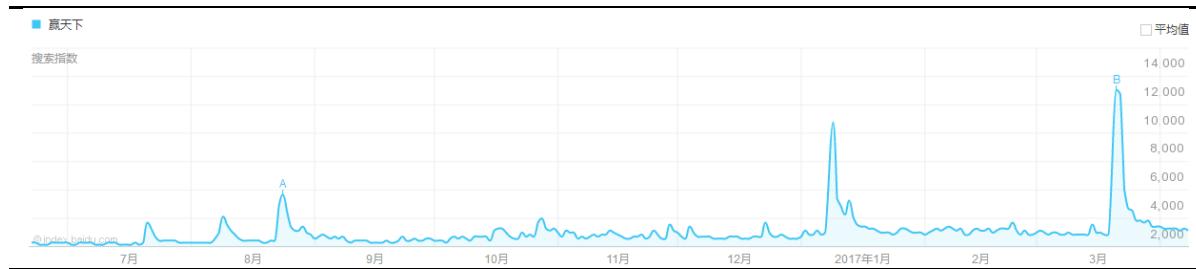
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2016 年 8 月 23 日公司与中文在线签订战略合作协议，双方确立影视项目战略合作关系，就合作作品共同开发影视项目，包括但不限于电影、电视剧、网络剧、网络电影、电视栏目等一切现有及未来出现之影视作品形式及相关衍生品等商务开发，公司的 IP 资源具有可持续性。

### 2.2.3. 储备大剧催化短期业绩，好剧不断支撑长期业绩

继《裸婚之后》、《武媚娘传奇》等精品大剧之后，范冰冰主演的 IP 大剧《赢天下》未播已火，自 2016 年下半年开始，随着海报、剧照的曝光，热度持续酝酿，并已形成数波高潮，造势已完成。

**图表 14：《赢天下》未播先火**



资料来源：百度指数，东吴证券研究所

目前《赢天下》尚未杀青，唐德影视与天猫技术签署了《电视剧信息网络传播权采购协议》，天猫技术取得的该剧独家信息网络传播权、署名权，天猫技术应向公司支付信息网络传播权授权费用，单集 800 万元，以暂定集数 60 集计算总费用 4.8 亿元，授权期限为该剧首次在任一授权网络平台以会员付费模式首播之日起十年，《赢天下》预计将在 2017 年为公司带来巨大的业绩催化。

就长期看，公司具有持续的电视剧制作能力，目前公司担任执行制片方的电视剧《谍战计中计》、《战时我们正年少》以及参投的《蔓蔓青萝》正在后期制作阶段，17 年也有《东宫》等 10 部电视剧计划启动，长期业绩可期。

**图表 15：2017 年计划拍摄、投资的电视剧项目**

序号	名称	预计集数	题材类型	制作进度	启动时间
1	《爹妈一箩筐》	30	当代都市	前期筹备	2017 年 2 季度
2	《东宫》	40	古代传奇	前期筹备	2017 年 2 季度
3	《奇点》	10	都市奇幻	前期筹备	2017 年 2 季度
4	《与子偕臧》	40	民国偶像	前期筹备	2017 年 3 季度
5	《我们住在一起》	40	当代都市	前期筹备	2017 年 3 季度
6	《生铁开花》	30	现代其它	前期筹备	2017 年 3 季度
7	《孩子来了》	30	当代都市	剧本修改	2017 年 4 季度
8	《新市委书记》	40	社会现实	剧本修改	2017 年 4 季度
9	《超自然大英雄》	12	都市奇幻	剧本修改	2017 年 4 季度
10	《最初的相遇，最后的别离》	30	都市情感	剧本修改	2017 年 4 季度

资料来源：百度指数，东吴证券研究所

### 3. 网综卫综乘风起，优质版权助力综艺业务起步

#### 3.1. 渠道界限模糊，优质内容影响力放大

近年来综艺的渠道界限模糊，反向输出电视台的案例不断，例如优酷土豆的《晓说》在浙江卫视和东方卫视热播等，我们认为视频网站和传统电视台的受众结构实现互补，拓宽了节目的收视人群，网台联动，实现双赢，综艺的市场空间得到有效的扩展。

**图表 16：网综反哺卫视（部分）**

节目名称	制作方	播出电视台
《晓说》	优酷土豆	浙江卫视/东方卫视
《侣行》	优酷土豆	CCTV-1
《歌手是谁》	优酷土豆	北京卫视
《爱上超模》	爱奇艺	湖北卫视
《十周嫁出去》	乐视网	安徽卫视
《偶滴歌神啊》	爱奇艺	深圳卫视
《我去上学啦》	爱奇艺	浙江卫视 (同步)
《对口型大作战》	搜狐视频	深圳卫视 (同步)
《偶滴歌神啊 2》	爱奇艺	深圳卫视

资料来源：网络，东吴证券研究所

综艺的品牌影响力不断扩大，“综 n 代”趋势明显，加大投入打造爆款 IP，利用“现象级”维持综艺热度成为行业追求目标和惯例，例如爱奇艺《奇葩说》出到第四季、腾讯视频继《拜托了冰箱》推出了《拜托了衣橱》试图打造“拜托了”系列，续作是性价比最高的开发方式，形成强 IP 的节目具有更高的品牌价值，能够吸引更多的广告资源。

图表 17：综 n 代梳理（部分）

播放平台	网络综艺	播出季数
爱奇艺	奔跑吧卡路里	2
	偶滴歌神啊	3
	爱上超模	3
	奇葩说	4
乐视视频	十周嫁出去	2
	就好这一口	3
	谢谢你纽约	2
芒果 TV	明星大侦探	2
搜狐视频	隐秘而伟大	3

资料来源：网络，东吴证券研究所

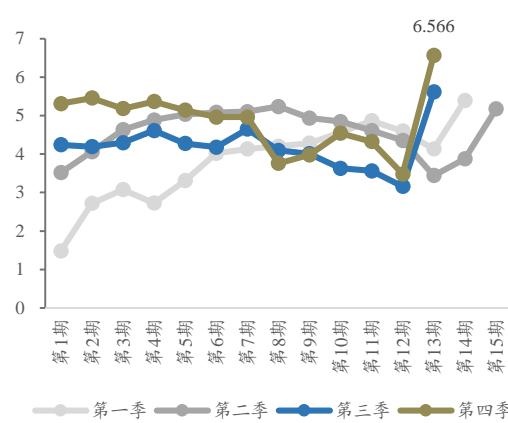
### 3.2. 好声音版权落定，携手 Talpa 发力综艺业务

公司从 2015 年开始切入综艺，2016 年 1 月与 Talpa 签订合作协议，计划成立子公司制作基于 Talpa 节目模板的中文电视节目，共同在中国开发和运营 Talpa 拥有近 200 个电视综艺节目版权。唐德借此抓住了优质版权资源并快速提升综艺开发运营能力，强势进军综艺领域。

“中国好声音”版权之争落定，唐德获得未来四年内打造 5-8 季《中国好声音》的权利，《中国好声音》是收视率峰值破 7 的王牌综艺节目，具有超强的盈利能力，第四季 60 秒的广告卖出了 3 千万，冠名收入达 4 亿，广告收入达 20 亿，并且具有音乐版权和艺人资源用以多重变现。唐德版《中国好声音》将于 2017 年拟采用“省级卫视+网络播映”的方式开播，以此为切入点拓展综艺行业具有较低的风险，我们预计

2017 年综艺业务营收有望达到 2 亿，假设综艺业务的毛利率基本不变，毛利可达 6000 万，业绩弹性高。

图表 18: 《中国好声音》收视率



资料来源: tvtv.hk, 东吴证券研究所

图表 19: 《中国好声音》重量级导师



资料来源: 腾讯新闻, 东吴证券研究所

图表 20: 《中国好声音》前四季收入

	冠名费	60 秒钻石广告位	广告收入
第一季	6000 万	-	3 亿
第二季	2 亿	380 万	10 亿
第三季	2.5 亿	1070 万	13 亿
第四季	4 亿	3000 万	20 亿

资料来源: 腾讯新闻, 广告买卖网, 东吴证券研究所

## 4. 电影+院线+艺人经纪, 深度布局全产业链

### 4.1. 海外片协助发行切入, 电影制作佳作已出

在电影板块, 海外电影的协助发行是公司的一大业务, 公司与中国电影股份有限公司及华夏电影发行有限责任公司进行深度合作, 并与全国主流电影院线建立了良好的合作关系, 逐渐形成了一套成熟的电影发行模式, 公司 2015 年发行的《饥饿游戏 3: 嘲笑鸟 (上) (下)》共取得 3.68 亿票房。

以电影发行切入, 公司积累电影行业资源, 将优质电视剧制作能力延续至电影板块, 积极开拓电影业务, 公司曾作为执行制片方制作了《萧红》、《绝地逃亡》等电影, 其中《绝地逃亡》收获 8.89 亿票房。

成功作品彰显了公司的优质内容制作实力, 并且电影业务正处于拓展阶段, 17 年公司计划开拍或投资《刀风》、《幽灵列车》等 5 部电影, 均计划于 17 年三四季度启动, 计划协助推广《玩命直播》等 5 部电影; 电影行业具有的波动特性意味着“现象级”电影带来的影响力和票房收入将是远超预期的。

图表 21: 公司 17 年计划开拍、投资的电影

序号	名称	题材类型	拍摄进度	启动时间
1	《刀风》	悬疑犯罪	前期筹备	2017 年 3 季度
2	《披着人皮的大象》	悬疑犯罪	剧本修改	2017 年 4 季度
3	《幽灵列车》	悬疑科幻	剧本修改	2017 年 4 季度
4	《重返巴格达》	战争动作	前期筹备	2017 年 4 季度
5	《岛上书店》	都市情感	前期筹备	2017 年 4 季度

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 22：公司 17 年计划协助推广电影

序号	名称	题材类型	出品方	计划上映时间
1	《玩命直播》	动作冒险	Lionsgate Inc.	2017 年 1 季度
2	《天空之眼》	战争惊悚	Moonlighting Films South Africa, Raindog Films, eOne Productions	2017 年 1 季度
3	《当怪兽来敲门》	剧情奇幻	Lionsgate Inc.	2017 年 2 季度
4	《小马宝莉》	动画电影	Lionsgate Inc.	2017 年 3 季度
5	《美国刺客》	悬疑动作	Lionsgate Inc.	2017 年 4 季度

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4.2. 设立控股子公司，试水院线管理业务

2016 年 4 月，公司与赵军合资成立上海唐德影院管理有限公司，占股 51%，赵军是中国电影资深发行人，曾任华夏电影公司常务副总经理，广东省电影公司总经理，珠江影业传媒股份有限公司董事长，珠江电影集团董事副总经理，中影南方电影新干线总经理，中国电影发行放映协会副会长，从业 37 年，其所主导的广东市场连续 13 年票房全国排名第一。

2016 年 10 月 1 日，MC 唐德电影公园郴州店试营业，总面积超过 5000 平方米，拥有 8 个豪华影厅，其中 1 号厅为杜比全景声巨幕影厅，其他影厅也具备了最先进的激光放映等优势，可同时容纳 1500 人观影。我们认为院线管理业务处于起步阶段，有望成为全产业链布局增长点。

图表 23：唐德影院管理有限公司董事长赵军



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 24：MC 唐德电影公园



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

### 4.3. 签约培养小鲜肉，艺人经纪为内容制作奠基

公司凭借较强的电视剧制作业务能力和品牌号召力，吸引演艺人才加入，2011 年开始公司与范冰冰、赵薇、王学圻、巍子等著名演员建立了在电视剧范围内的独家代理关系；公司目前签约艺人 28 人，形象气质和才艺均佳，旗下艺人参与出演公司投拍的影视剧作品，能力和知名度得到快速提升，推动艺人经纪业务的发展。

我们认为艺人经纪业务为公司影视业务提供了人才基础，是全产业链布局发展的动力源头。

图表 25：公司部分签约艺人

姓名	性别	身高	体重	毕业院校	参演作品
张彤	女	166	52	中央戏剧学院	电视剧：《蔓蔓青萝》《结婚为什么》《武媚娘传奇》《恋家有方》《至尊红颜》《玫瑰炒肉丝》《宫锁心玉》《大丫鬟》《美人心计》《胭脂雪》《神医侠侣》《拥抱星星的月亮》《江南京华梦》《281 封信》《长江一号》《三十里铺》《老男孩》《梦回唐朝》《恩恩桥》《幸福满楼》《大英雄郑成功》《幸福保卫战》《沉默》《永远的母亲》《欢喜婆婆俏媳妇》
管乐	女	168	48	北京舞蹈学院	电视剧：《赢天下》、《左手劈刀》、《新婚公寓》、《冯子材》、《金戈铁马》、《假如生活欺骗了你》、《油菜花香》、《大丈夫》、《虎妈猫爸》、《执着的追踪》、《师傅》、《常回家看看》、《我们光荣的日子》、《峰火平型关》、《故梦》、《血色蔷薇》 电影：《催眠大师》、《徽洲情缘》、《和饭店》、《密令》时尚及活动：《好好学习吧》、《听你说》、《一锤定音》、《美丽俏佳人》、《时尚美妆》、《健康朋友圈》、《是真的吗》、《男神女神》
屠育玮	男	183	76	北京电影学院	电视剧：《计中计》、《一路繁花相送》、《护国大将军》、《非常 90 后》、《香山奇缘》、《极品男女》、《新警事之危险旅程》、《东海客栈》、《芙蓉诀》、《诱惑》、《斥候之剑》、《一代枭雄》、《决杀》、《踏破硝烟》、《狐影》、《致青春》 电影：《腊月雪》、《封门鬼影》、《尉迟恭》、《美丽村官》《蜡笔和小新的故事》、《白云山传奇》、《80 后的故事》、《七宗罪之绑票风云》、《北大荒》、《黄土沟的娃》
朱赞锦	男	175	63	北京师范大学	电视剧：《蔓蔓青萝》、《海上嫁女记》、《半妖倾城》、《云巅之上》

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测

我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 3.62 亿、4.85 亿、6.29 亿，摊薄后 EPS 分别为 0.90、1.21、1.57，对应当前股价 PE 分别为 27、20、15。精品制作能力突出，手握“好声音”强 IP，看好公司长期发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

观众对电视剧的追捧有未达预期的风险，《赢天下》等电视剧无法成为新的现象级作品；好声音受综艺市场激烈竞争影响，无法造成前作类似的空间影响，带来收入不达预期的风险；电影拍摄、投资和协助推广业务受电影市场影响，带来作品票房不达预期的风险。

资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>2,092.6</b>	<b>3,890.0</b>	<b>3,306.8</b>	<b>5,939.1</b>	<b>营业收入</b>	<b>787.9</b>	<b>1,639.3</b>	<b>2,102.6</b>	<b>2,697.6</b>
货币资金	357.3	16.4	21.0	27.0	营业成本	457.6	862.1	1,101.7	1,421.3
应收和预付款项	869.7	1,957.1	1,665.2	2,988.4	营业税金及附加	2.4	5.0	6.4	8.2
存货	833.0	1,884.0	1,588.0	2,891.1	营业费用	33.3	45.6	54.1	77.9
其他流动资产	32.6	32.6	32.6	32.6	管理费用	65.9	107.5	139.2	152.8
<b>非流动资产</b>	<b>431.3</b>	<b>431.3</b>	<b>431.3</b>	<b>431.3</b>	<b>财务费用</b>	<b>48.6</b>	<b>149.7</b>	<b>171.8</b>	<b>220.4</b>
长期股权投资	8.9	8.9	8.9	8.9	资产减值损失	21.4	—	—	—
投资性房地产	—	—	—	—	投资收益	1.9	—	—	—
固定资产和在建工程	7.5	7.5	7.5	7.5	其他经营损益	18.4	—	—	—
无形资产和开发支出	406.7	406.7	406.7	406.7	<b>营业利润</b>	<b>160.7</b>	<b>469.4</b>	<b>629.3</b>	<b>817.0</b>
其他非流动资产	8.3	8.3	8.3	8.3	<b>营业外净收支</b>	<b>18.4</b>	—	—	—
<b>资产总计</b>	<b>2,523.9</b>	<b>4,321.3</b>	<b>3,738.2</b>	<b>6,370.4</b>	<b>利润总额</b>	<b>179.1</b>	<b>469.4</b>	<b>629.3</b>	<b>817.0</b>
<b>流动负债</b>	<b>887.6</b>	<b>2,343.3</b>	<b>1,301.9</b>	<b>3,339.4</b>	所得税	4.7	117.3	157.3	204.2
短期借款	469.3	1,731.3	664.4	2,444.4	净利润	174.4	352.0	472.0	612.7
应付和预收款项	418.3	612.0	637.6	895.0	少数股东损益	—4.7	—9.5	—12.7	—16.5
长期借款	234.9	234.9	234.9	234.9	<b>归属母公司股东净利润</b>	179.1	361.5	484.7	629.2
其他负债	346.4	346.4	346.4	346.4	EBIT	199.5	537.1	706.0	912.5
<b>负债合计</b>	<b>1,468.9</b>	<b>2,924.6</b>	<b>1,883.2</b>	<b>3,920.7</b>	EBITDA	201.6	537.1	706.0	912.5
股本	400.0	400.0	400.0	400.0					
资本公积	110.1	110.1	110.1	110.1	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
留存收益	524.8	876.0	1,346.9	1,958.2	每股收益(元)	0.45	0.91	1.22	1.57
归属母公司股东权益	1,034.9	1,386.1	1,857.0	2,468.3	每股净资产(元)	2.59	3.45	4.60	6.10
少数股东权益	20.1	10.7	—2.0	—18.5	发行在外股份(百万股)	1,027.1	1,457.0	1,457.0	1,457.0
<b>股东权益合计</b>	<b>1,055.0</b>	<b>1,396.8</b>	<b>1,854.9</b>	<b>2,449.8</b>	ROIC (%)	20.4%	28.7%	15.8%	24.9%
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2,523.9</b>	<b>4,321.3</b>	<b>3,738.2</b>	<b>6,370.4</b>	ROE (%)	17.3%	26.1%	26.1%	25.5%
					毛利率(%)	41.9%	47.4%	47.6%	47.3%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT Margin (%)	25.3%	32.8%	33.6%	33.8%
经营性现金净流量	—146.2	—1,524.8	1,162.1	—1,660.6	销售净利率(%)	22.1%	21.5%	22.4%	22.7%
投资性现金净流量	—177.3	—	—	—	资产负债率(%)	58.2%	67.7%	50.4%	61.5%
筹资性现金净流量	381.2	1,184.0	—1,157.5	1,666.6	收入增长率(%)	46.6%	108.1%	28.3%	28.3%
<b>现金流量净额</b>	<b>58.1</b>	<b>—340.9</b>	<b>4.6</b>	<b>5.9</b>	净利润增长率(%)	55.4%	101.8%	34.1%	29.8%
折旧与摊销	0.0	—	—	—	P/E	54.0	26.8	20.0	15.4
资本支出	—1.5	—	—	—	P/B	9.4	7.0	5.2	3.9
经营营运资本增加	3.9	19.5	—6.1	23.7	EV/EBITDA	49.8	21.7	15.0	13.5

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

**免责声明**

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**东吴证券投资评级标准:****行业投资评级:**

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

**公司投资评级:**

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>