

2017年08月08日

证券研究报告·新股分析报告

中广天择(603721) 传媒

合理价格区间

27.3-40.9元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

全媒体优质视频内容提供商， “节目联供网+电视剧联盟”打造者

投资要点

- 自主投资发行与受托制作两条腿走路，视频内容生产兼顾“质”与“量”。**公司视频内容制作以自主投资发行和受托制作两种方式开展，制作各类视频节目共计逾1.2万期，平均每日节目制作量超过6小时。公司以自主投资方式已经累计出品了二十余档日播、周播节目；以自主投资和受托制作方式出品了十余档大型季播类节目。公司制作的多档精品节目取得理想的收视率和广泛的社会影响力，作品在各类评奖中取得的荣誉不胜枚举。
- 以卫视和地面频道为基础，打造“节目联供网+电视剧联盟”。**公司一直与多家卫视频道保持长期、稳定的业务合作关系，同时也积累了丰富的地面频道客户资源。截至2016年，公司的常规节目分别有360家时段销售客户和102家节目销售客户。公司自成立以来努力将节目实现长沙以外的跨地域销售和运营，搭建覆盖全国城市电视台范围的节目联供网和电视剧联盟。目前，节目联供网已经形成了以湖南为起点，连接全国30个省市自治区，北至内蒙古、吉林、南抵海南，西至新疆的全国节目供应网络。
- 体制内地面频道改革实践先锋，国有控股背景作保障。**公司在地面频道这一重要群体中拥有着广泛的影响力和普遍认可的领先地位。电视节目方面，公司以网络化方式运营了多档常规节目，以本地化的节目内容和规模化的成本优势广泛覆盖了27省；电视剧方面，公司为地面频道选取和采购具有优秀收视效果的剧目并结合相关服务，在改善节目播出结构的同时显著提升了收视效果。此外，公司作为一家国有控股的视频内容制作机构，相较民营制作机构，在题材选择、价值导向等方面拥有显著优势。
- 盈利预测与投资建议。**预计2017-2019年EPS分别为0.85元、1.12元、1.38元，归母净利润8517万元、11168万元、13791万元。公司主营业务包括节目销售与制作服务，故选择具有主营业务部分相同的华录百纳和光线传媒作为可比标的，可比标的2017年PE均值为32倍。作为体制内首家改制设立股份公司并开展上市运作的市场化机构，考虑公司的成长性，公司可享受估值溢价；我们预计2017年目标市值为27.3-40.9亿元，公司总股本1亿股，目标价格区间为27.3-40.9元。
- 风险提示：**行业监管风险；市场竞争风险；本次发行摊薄即期回报的风险；节目制作发行失败的风险。

| 指标/年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 452.75 | 470.02 | 603.45 | 757.20 |
| 增长率 | 56.80% | 3.81% | 28.39% | 25.48% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 40.05 | 85.17 | 111.68 | 137.91 |
| 增长率 | 5.14% | 112.64% | 31.13% | 23.49% |
| 每股收益EPS(元) | 0.40 | 0.85 | 1.12 | 1.38 |
| 净资产收益率ROE | 12.03% | 8.42% | 9.94% | 10.93% |
| PE | 0 | 0 | 0 | 0 |
| PB | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

数据来源：Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘言

执业证号：S1250515070002

电话：023-67791663

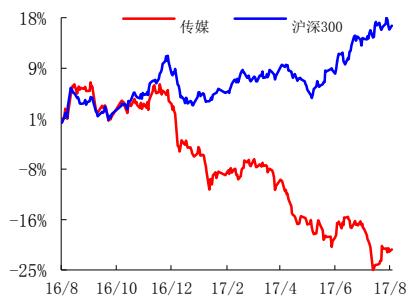
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

联系人：罗亚琨

电话：0755-88604093

邮箱：lyk@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：聚源数据

本次发行情况

| | |
|-----------------------------|-------|
| 发行前总股本(万股) | 7500 |
| 本次发行(万股) | 2500 |
| 发行后总股本(万股) | 10000 |
| 2016年每股收益(摊薄后)(元) | 0.4 |
| 2016年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元) | 0.4 |

主要指标(2016)

| | |
|---------|-------|
| 每股净资产 | 4.44 |
| 毛利率 | 23.54 |
| 流动比率 | 3.59 |
| 速动比率 | 3.22 |
| 应收账款周转率 | 5.76 |
| 资产负债率 | 18.90 |
| 净资产收益率 | 12.80 |

相关研究

目 录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1 公司概况：全媒体优质视频内容提供商 | 1 |
| 2 行业概况：电视节目生产存在供需缺口，收视格局基本确立 | 4 |
| 2.1 视频节目行业特点 | 4 |
| 2.2 电视节目生产存在供需缺口 | 5 |
| 2.3 电视收视格局已基本确立 | 7 |
| 3 视频制作：自主投资发行与受托制作两条腿走路 | 8 |
| 3.1 视频制作业务模式 | 8 |
| 3.2 自主投资发行与受托制作两条腿走路 | 12 |
| 4 电视剧播映权运营：业务初具规模，以收视率打造示范效应 | 14 |
| 4.1 电视剧播映权运营业务模式 | 14 |
| 4.2 业务初具规模，高盈利能力为引擎 | 15 |
| 4.3 以收视率打造示范效应 | 17 |
| 5 专注于视频内容生产，打造“节目联供网+电视剧联盟” | 18 |
| 5.1 视频内容生产兼顾“质”与“量”，优质节目获市场高口碑 | 18 |
| 5.2 以卫视和地面频道为基础，打造“节目联供网+电视剧联盟” | 20 |
| 5.3 体制内地面频道改革实践先锋，国有控股背景作保障 | 23 |
| 6 盈利预测与估值 | 24 |
| 6.1 盈利预测 | 24 |
| 6.2 估值 | 25 |
| 7 风险提示 | 25 |

图 目 录

| | |
|--|----|
| 图 1: 中广天择主要业务产品图示 | 1 |
| 图 2: 公司 2013 年-2016 年营业收入及同比增速 | 2 |
| 图 3: 公司 2013 年-2016 年以来归母净利润及同比增速 | 2 |
| 图 4: 公司 2013 年-2016 年营业收入结构 | 3 |
| 图 5: 公司 2014 年-2016 年按业务分营业收入水平 | 3 |
| 图 6: 2014 年-2016 年视频节目制作相关服务毛利及毛利率 | 3 |
| 图 7: 公司 2014 年-2016 年按业务分营业收入水平 | 3 |
| 图 8: 中广天择股权结构 | 4 |
| 图 9: 视频节目行业的区域性特征 | 5 |
| 图 10: 2006 年-2016 年我国电视节目 (除电视剧) 年度产量 | 6 |
| 图 11: 2008 年-2015 年我国电视节目 (除电视剧) 年播放时长 | 6 |
| 图 12: 2009 年-2014 年全国电视广告收入 | 6 |
| 图 13: 各节目播出总时长占比 | 6 |
| 图 14: 电视频道市场份额对比 | 7 |
| 图 15: 公司视频业务运营模式 | 11 |
| 图 16: 公司 2014 年-2016 年不同生产方式营业收入 | 12 |
| 图 17: 公司 2014 年-2016 年不同生产方式毛利 | 12 |
| 图 18: 电视剧播映权运营服务模式 | 15 |
| 图 19: 2013 年-2016 年电视剧播映权运营合作电视台个数 | 16 |
| 图 20: 公司 2013 年-2016 年不同生产方式毛利 | 16 |
| 图 21: 2014 年-2016 年时段销售客户情况 | 18 |
| 图 22: 2014 年-2016 年时段销售客户情况 (家) | 21 |
| 图 23: 省会优质节目联供网 | 22 |
| 图 24: 市县台优质节目联供网 | 23 |

表 目 录

| | |
|------------------------------------|----|
| 表 1：自主制作与受托制作对比 | 8 |
| 表 2：公司自主投资日播、周播类节目情况 | 8 |
| 表 3：公司自主投资季播类节目情况 | 9 |
| 表 4：公司受托制作季播类节目情况 | 10 |
| 表 5：公司参与制作并提供专业化服务情况 | 10 |
| 表 6：公司承办活动型节目情况 | 11 |
| 表 7：公司自主投资节目获利情况 | 12 |
| 表 8：公司受托制作节目获利情况 | 13 |
| 表 9：公司电视剧播映权运营业务合作情况 | 15 |
| 表 10：2016 年公司的电视剧播映权分单位销售情况 | 16 |
| 表 11：公司视频内容生产团队情况 | 18 |
| 表 12：公司在权威评奖活动中获奖情况 | 19 |
| 表 13：公司优质节目获奖情况 | 20 |
| 表 14：公司全程制作并在卫视频道播出的大型季播节目情况 | 20 |
| 表 15：公司参与制作并在卫视频道播出的大型季播节目情况 | 21 |
| 表 16：公司主要业务预测情况 | 24 |
| 表 17：可比公司估值情况 | 25 |
| 附表：财务预测与估值 | 26 |

1 公司概况：全媒体优质视频内容提供商

中广天择传媒股份有限公司成立于 2007 年 4 月，系长沙广播电视台集团绝对控股的国有文化企业，注册资本 7500 万元。公司的主营业务是电视、互联网和移动互联网视频等内容的制作、发行和营销；电视剧版权运营。2017 年 7 月 11 日，中广天择（股票代码：603721）IPO 发审委通过；2017 年 8 月 7 日，公司公告 IPO 网下配售结果。公司预计发行 2500 万股的人民币普通股（A 股），约募集资金 5.9 亿元。

公司自成立以来始终秉承“专注于优质视频内容生产”的经营理念，投资制作了大量群众喜闻乐见的优质视频节目。公司制作的视频节目主要为日、周播类节目和大型季播节目，涵盖综艺、纪实故事、栏目剧等多种类型。主要制作了《情动八点》、《观点致胜》、《X 档案》等 28 档日播、周播类节目和《星动亚洲》、《冲上云霄》、《火线英雄》、《超级女兵》、《远方的爸爸》、《好爸爸坏爸爸》等 26 档季播节目。此外，公司依托强大的节目制作实力，为客户提供日、周播节目和活动型节目的专业化制作服务。

目前，公司培养出了一支近 350 人的一线精英制作团队，拥有每天生产 6 小时以上优质自有版权视频节目的能力。同时公司已建立涵盖卫星频道、地面频道和网络新媒体三大领域的发行渠道，保证公司制作的视频节目能够实现顺利销售，特别是公司依托多年的行业经验，截止 2015 年 12 月 31 日，已建立并运营了一张覆盖 28 个省 438 家地面频道的地面节目联供网，为公司节目的二次、多次销售创造了广阔的空间。

图 1：中广天择主要业务产品图示



数据来源：公司官网，西南证券整理

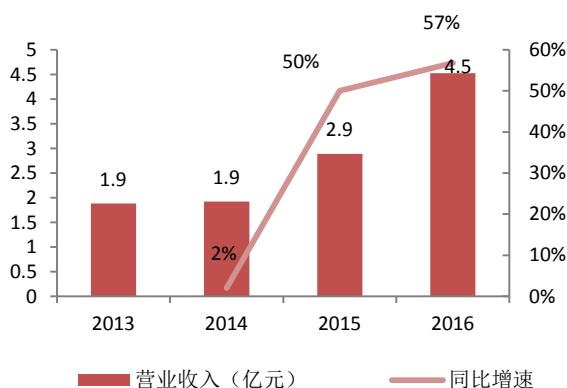
2014 年至 2016 年，公司的营业收入分别为 1.9 亿元、2.9 亿元和 4.5 亿元，同比增长 50.0% 和 56.8%。近三年，公司视频节目制作业务和电视剧播映权运营业务规模不断扩大，营业收入实现了较大幅度的增长。

2014 年至 2016 年，公司实现净利润分别为 3595.0 万元、3809.5 万元、4005.3 万元，同比增长 6.0%、5.1%。公司营收大幅增长前提下，净利润增长幅度相对偏低，原因在于：一方面，《星动亚洲》一、二季单个项目营收金额较大，但毛利偏低；另一方面，由于经营规模扩大期间费用有所上涨；同时公司维持稳健的坏账计提政策，实际计提比例高于行业平均水平。

2017年1-6月，公司实现营业收入1.9亿元，较2016年同期下降了14.9%；实现营业利润4256.7万元，较2016年同期增长3712.8万元，增幅682.6%；实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润3896.9万元，较2016年同期增长3453.7万元，增幅779.3%。

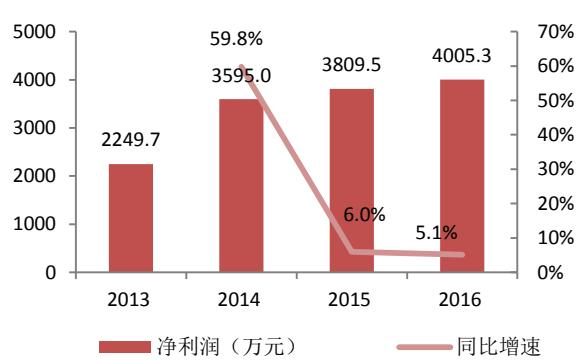
公司上半年营业利润和扣非后净利润同比大幅上升的主要原因有：(1)《星动亚洲(第二季)》的不利因素影响消除后，公司2017年上半年综合毛利率实现回升；(2)电视剧播映权业务的收入较上年同期有较大增长；(3)公司应收账款规模控制较好，回款速度加快，2017年6月末的应收账款余额较2016年末下降了2773.4万元。公司计提坏账准备较去年同期减少730.0万元。

图2：公司2013年-2016年营业收入及同比增速



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图3：公司2013年-2016年以来归母净利润及同比增速



数据来源：招股说明书，西南证券整理

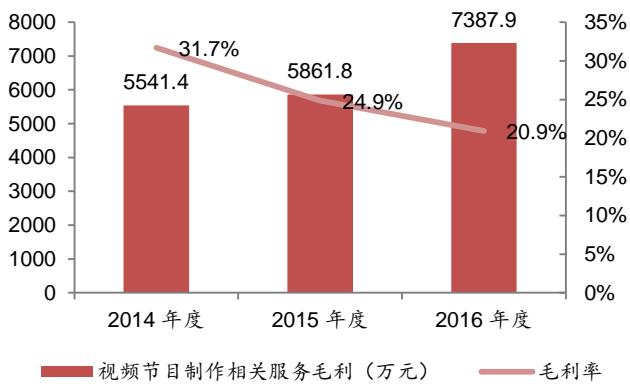
公司主要致力于电视、互联网和移动互联网等视频内容的制作、发行和营销；电视剧播映权运营。公司视频节目制作、发行和营销业务的主要产品为电视节目、新媒体视频节目等视频节目内容，公司通过对视频节目的运营或提供视频制作服务实现收入。公司电视剧播映权运营服务业务主要依托于公司强大的地面频道销售网络，通过对电视剧播映权的运营实现收入。

电视、互联网和移动互联网等视频内容的制作、发行和营销为公司的主要业务，公司视频节目制作收入始终占营业收入主导地位；2014年至2016年公司视频节目制作收入分别为1.75亿元、2.36亿元和3.53亿元，在营业总收入中分别占比91.3%、82.0%和78.1%；实现毛利分别为5541.4万元、5861.8万元和7387.9万元，毛利率分别为31.7%、24.9%和20.9%。

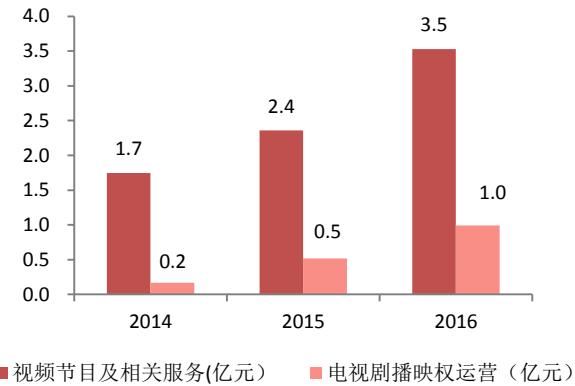
公司从2013年起开展电视剧播映权运营业务，2014年至2016年，公司电视剧播映权运营业务营业收入分别为1667.4万元、5186.4万元和9920.9万元，在营业总收入中分别占比8.7%、18.0%和22.0%；实现毛利分别为760.6万元、2291.5万元和3255.1万元，毛利率分别为45.6%、44.2%和32.8%。

图 4：公司 2013 年-2016 年营业收入结构

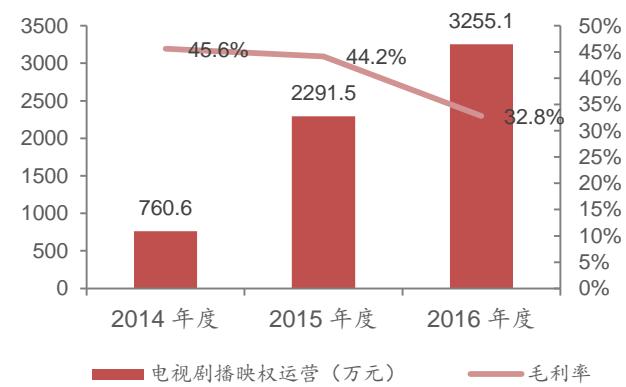

数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 6：2014 年-2016 年视频节目制作相关服务毛利及毛利率


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 5：公司 2014 年-2016 年按业务分营业收入水平


数据来源：招股说明书，西南证券整理

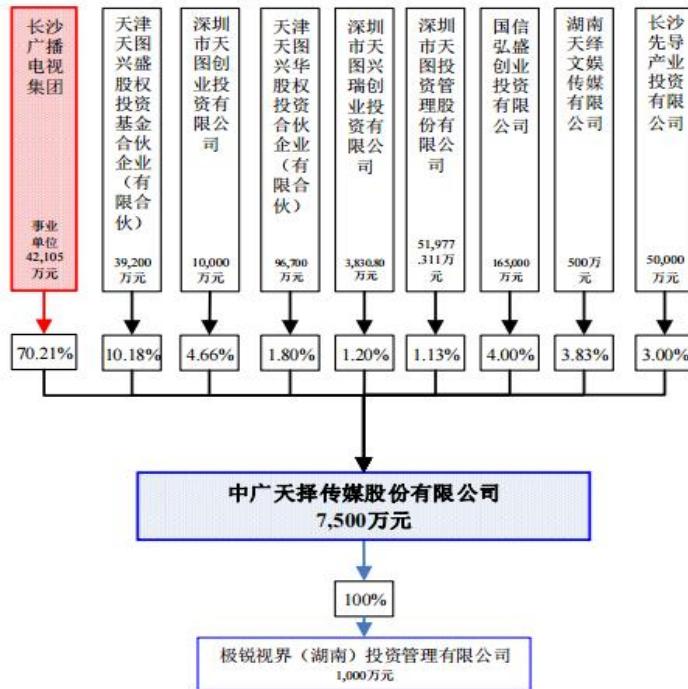
图 7：公司 2014 年-2016 年按业务分营业收入水平


数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司股权结构：

公司的控股股东为长沙市人民政府事业单位法人长沙广电，持有公司 5,265.39 万股股份，占总股本的 70.21%。公司 5 名股东天图兴盛、天图创投、天图兴华、天图兴瑞、天图投资五方约定对中广天择股东大会、董事会审议事项采取一致行动。前述 5 名股东合计持有本公司 1422.45 万股股份，占总股本的比例为 18.97%。

公司拥有 1 家全资子公司极锐视界，系公司为实施募投项目“演播制作中心建设项目”而设立的子公司。截至 2016 年 12 月 31 日，极锐视界总资产 1.5 亿元，净资产 543.6 万元，2016 年实现净利润 -352.7 万元。

图 8：中广天择股权结构


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2 行业概况：电视节目生产存在供需缺口，收视格局基本确立

2.1 视频节目行业特点

2.1.1 特有的经营模式

“轻资产”的运作模式。“轻资产”是视频节目制作公司的共性，不同于工业企业以生产线、厂房等固定资产作为主要生产工具，视频节目生产主要投入制作人员劳务、道具及其他制作耗费等，拍摄制作过程中所需的专用设施、设备、场景等主要根据业务发展的需求自主选择采购或通过租赁方式取得。

制作力量社会化。2009 年国家广电总局下发《关于认真做好广播电视制播分离改革的意见》的通知，进一步提出改变电台电视台单纯的自制自播模式，充分调动社会力量，发展壮大节目内容生产能力，提高规模化、集约化生产水平，在优先保证社会效益的前提下，创作及传播更多具广泛影响力、为老百姓喜闻乐见的、富有正能量的高品质文艺作品。目前，制作力量社会化主要在影视剧、影视动画、体育、科技、娱乐等节目领域进行，社会制作公司在上述类型节目中的份额也在逐步增加。

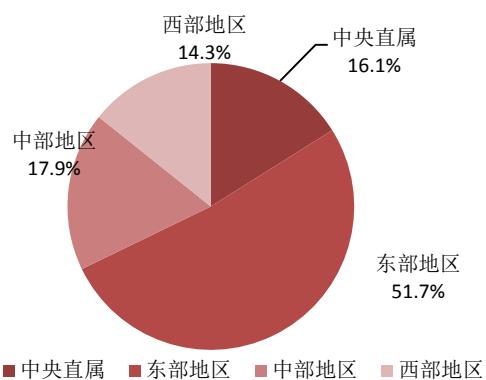
独特的经营模式。(1) 在生产的组织形式上，电视剧以剧组为单位，视资金需求以独家投资摄制或联合投资摄制方式完成；视频节目以节目组为单位，以节目制作模式为蓝本进行生产制作。(2) 销售模式上，视频节目以版权和播映权许可销售、制作服务提供相结合，电视剧销售则主要是电视剧著作权的授权许可使用，客户主要是各级电视台和视频网站等播出

机构。(3) 收益分配方式上，依据摄制模式的不同，收益分配方式也相对灵活，包括按照投资比例分配、按版权地区分配、按版权类型分配及上述分配方式的结合等。

2.1.2 区域性特征

由于电视媒体是视频节目制作机构收入的主要来源，因此电视媒体的强弱及其地域分布决定了视频节目行业收入的地域性特征。电视媒体的收入主要来自于广告收入，经济较发达地区的媒体，广告收入也相对较高。我国电视广告收入的地区分布不均衡，东、中、西部呈明显的阶梯分布。东部发达地区广告收入占比较高，中西部地区广告收入较低。

图 9：视频节目行业的区域性特征



数据来源：《中国广播电影电视发展报告（2015）》，西南证券整理

2.1.3 季节性和周期性特征

在精品电视剧、大型季播节目投资规模不断提升且日益受到播出平台青睐的背景下，受到项目立项和摄制进度等因素的影响，视频节目制作企业的收入在各季度分布不均，但在年度之间较为平稳。

作为文化传媒行业的一部分，视频节目行业的发展与国民经济增长有一定关联，经济增长将有效促进行业的发展；另一方面，在经济相对不景气的阶段，视频节目作为文化消费品，体现出一定的抗周期性特征，其下游需求受到的不利影响会相对宏观经济较小。

2.2 电视节目生产存在供需缺口

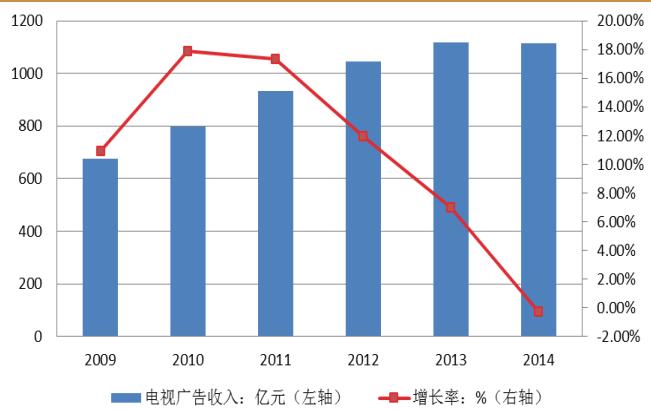
我国电视节目总体产量保持增长趋势，但供需缺口较大。据国家统计局的统计数据，2007年-2015年间，我国电视节目（扣除电视剧）的产量保持在200万小时以上，2012年突破300万小时，复合增长率为4.1%，总体呈现稳步上升的趋势。但自2012年起，我国全年电视节目（扣除电视剧）播出时长基本维持在1000万小时左右；全国电视节目播出时长（扣除电视剧后）与全年电视节目制作时长（扣除电视剧后）的比值基本维持在3倍左右，平均重播率高达67%，电视剧以外的电视节目仍处于相对缺乏的状况。

图 10：2006 年-2016 年我国电视节目（除电视剧）年度产量


数据来源：国家统计局，西南证券整理

广电媒体广告收入持续增长，优质视频内容的需求增大。据国家新闻出版广电总局统计，2009 年-2015 年，全国电视广告总收入由 675.8 亿元增长至 1219.7 亿元，复合增长率为 10.3%，保持持续、快速增长趋势。作为广电媒体主要收入来源的广告收入的快速增长，使得其对于优质内容的采购需求也不断提升。受到我国经济发展整体增速放缓的影响和新媒体快速增长的冲击，2013 年以来广电媒体广告总收入增速有所放缓，竞争环境的变化将进一步提升广电媒体对于优质视频内容的购买需求。

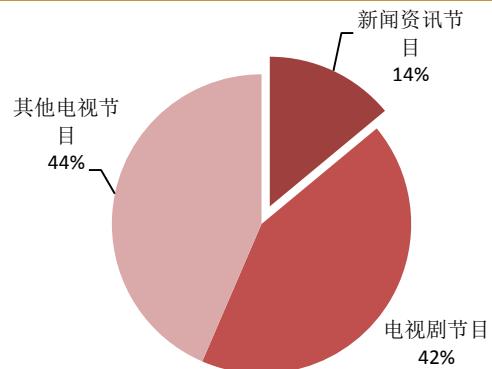
根据《中国广播电影电视发展报告（2015）》的数据显示，2014 年，新闻资讯节目的播出时间占全国节目播出总时长的比例 14.0%，电视剧播出时间占比为 42.5%，其他电视节目的播出时间占比为 43.5%；新闻以外的电视节目播出比重高达 86.0%，精品电视剧、品牌节目越来越成为主流广电媒体提升影响力、实现广告收入的主要载体。

图 12：2009 年-2014 年全国电视广告收入


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 11：2008 年-2015 年我国电视节目（除电视剧）年播放时长


数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 13：各节目播出总时长占比


数据来源：《中国广播电影电视发展报告（2015）》，西南证券整理

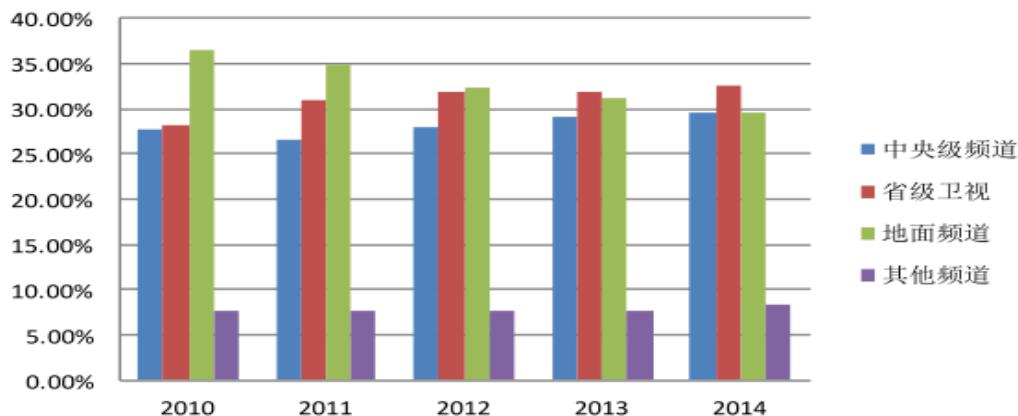
2.3 电视收视格局已基本确立

2015 年，我国电视人口覆盖率 98.8%，是中国覆盖最广泛、最重要的信息传播媒体。经过电视媒体的多年发展，电视频道目前主要包含中央级、省级上星、省级地面、市（县）级和其他频道等五级，总体来看，基本形成中央电视台、省级卫视、地面频道三足鼎立的格局。

中央级频道：2010-2014 年，依托其强大的节目制作能力、广泛的节目覆盖面和在全国及国际新闻节目中的统治性地位，中央台收视份额基本维持在 28% 左右，收视份额基本保持稳定。

省级卫星频道：2010-2014 年，省级卫星频道的收视份额稳步提升，收视份额基本维持在 30% 以上，主要由以下两方面原因决定。一方面，省级卫视通常汇聚了本省优质的视频制作人才和领先的硬件设备，并且具备相对充足的资本支持。尤其是近年来对新闻节目的专业创新、对季播类综艺节目不断加大投入和对优质影视剧内容的充分利用，推动了卫视群体整体竞争力的提升。另一方面，随着省级卫视收视份额的逐步提升，卫视频道的广告价值进一步得到了广告主的认可。强势卫视在收入提升的同时增添了与其他省级卫视拉开差距的资本，从而形成了节目质量、收视率和广告营收相互促进的良性循环。

图 14：电视频道市场份额对比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

地面频道：2010-2013 年，以省级地面频道和市（县）级频道为主体的地面频道，是我国电视媒体格局中的重要组成部分，根据尼尔森公布的网联全媒体广告监测 (AIS) 软件 AQX 数据，2013 年省级地面频道和市级地面频道以刊例价统计，广告费分别与省级卫视的广告费相当，地面频道合计广告费仍占我国广电广告的约 60%。

尽管地面频道作为一个群体仍然占有较大的市场份额，但收视份额逐年递减。由于单个地面频道由于覆盖面相对较小、节目制作能力相对较弱，且受到资金实力的限制无法进行大规模的视频内容采购，因此在竞争中处于弱势，生存空间受到了挤压。根据尼尔森公布的网联全媒体广告监测 (AIS) 软件 AQX 数据，2013 年省级地面频道广告费增长率为 11.7%，市级地面频道广告费增长率为 6.4%，均低于省级卫视 25.8% 的广告费增长率。

3 视频制作：自主投资发行与受托制作两条腿走路

3.1 视频制作业务模式

公司视频制作过程主要包括采购、生产和销售三项流程，各流程拥有不同的经营模式。

采购模式：公司视频节目业务所发生的采购主要包括物资、人员劳务及后期制作服务采购。物资采购主要包括演播厅等拍摄设施、各类拍摄器材与耗材、服装道具等工具。人员劳务服务采购主要有与节目摄制相关的人员劳务，差旅、食宿等外出摄制人员所必须的生活及工作费用支出等。公司制作节目的剪辑及后期特效工作主要由公司内部的专业部门负责，但也存在部分项目需要对外采购后期及特效制作的情况。

生产模式：公司视频节目的生产模式可分为自主制作和受托制作。公司综合考量客户需求、节目模式、创意人员配置、公司资金状况以及节目播出平台等因素后选择合适的生产模式。自主制作和受托制作两种生产模式在出资情况、节目组筹建、版权和收益存在较大差异。此外，公司也为视频节目制作机构、大型活动主办方等客户提供内容创意、策划、摄像、活动型项目的策划制作等视频制作专业化服务。

表 1：自主制作与受托制作对比

| 生产模式 | 出资情况 | 节目组筹建 | 节目组管理 | 发行销售 | 版权及收益 |
|------|-------|-------|-------|------------|---------------------|
| 自主制作 | 出资 | 自主筹建 | 自主管理 | 自主发行 | 享有全部版权收益 |
| 受托制作 | 不参与出资 | 共同筹建 | 共同管理 | 不参与发行或受托发行 | 按投资比例、约定比例等方式获得版权收益 |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

(1) 自主制作：对于日播、周播类和部分季播节目，公司通常采取自主制作的方式进行生产。即公司基于已有的节目模式，通过组建的项目团队自主进行节目的创意和制作，并形成系列视频节目。自主制作模式下，公司作为节目的投资方和制作方，对产出的节目享有完全自主的权利，并拥有节目版权。

公司主要自主投资制作了包括《非常故事汇》、《知音人间》、《X档案》、《见招拆招》、《回家吃饭》等在内的二十余档日播、周播类节目，2014年至2016年制作总期数分别达到3117期、4558期、4624期。

表 2：公司自主投资日播、周播类节目情况

| 序号 | 播出频次 | 节目名称 | 2014 制作期数 | 2015 制作期数 | 2016 年制作期数 | 总制作期数 |
|----|------|-------|-----------|-----------|------------|-------|
| 1 | 日播 | 非常故事汇 | 364 | 365 | 365 | 1094 |
| 2 | 日播 | 知音人间 | 317 | 365 | 365 | 1047 |
| 3 | 日播 | 记者再报告 | 341 | 365 | 365 | 1071 |
| 4 | 日播 | X档案 | 323 | 365 | 365 | 1053 |
| 5 | 日播 | 观点致胜 | 364 | 365 | 365 | 1094 |
| 6 | 日播 | 情动八点 | 331 | 365 | 365 | 1061 |
| 7 | 日播 | 我是传奇 | 272 | 365 | 365 | 1002 |
| 8 | 日播 | 女人故事 | 227 | 365 | 365 | 957 |
| 9 | 日播 | 方圆之间 | 88 | - | - | 88 |

| 序号 | 播出频次 | 节目名称 | 2014 制作期数 | 2015 制作期数 | 2016 年制作期数 | 总制作期数 |
|----|------|---------|-----------|-----------|------------|-------|
| 10 | 日播 | 重案组 | - | - | 64 | 64 |
| 11 | 日播 | 非常幽默 | 360 | 365 | 343 | 1068 |
| 12 | 日播 | 我能跟你回家吗 | 30 | 55 | - | 85 |
| 13 | 日播 | 有话直说 | 100 | 365 | 341 | 806 |
| 14 | 日播 | 影行天下 | - | 225 | 142 | 367 |
| 15 | 日播 | 视点锋汇 | - | 365 | 365 | 730 |
| 16 | 周播 | 宝贝来了 | - | 13 | - | 13 |
| 17 | 周播 | 步步惊奇 | - | 250 | 200 | 450 |
| 18 | 日播 | 远方的爱 | - | - | 5 | 5 |
| 19 | 日播 | 小鬼打分 | - | - | 31 | 31 |
| 20 | 周播 | 见招拆招 | - | - | 8 | 8 |
| 21 | 周播 | 回家吃饭 | - | - | 13 | 13 |
| 22 | 周播 | 谁是真凶 | - | - | 5 | 5 |
| 23 | 周播 | 真相辩辩辩 | - | - | 37 | 37 |
| 24 | 周播 | 真情帮帮帮 | - | - | 36 | 36 |
| 25 | 周播 | 天方晏谈 | - | - | 40 | 40 |
| 26 | 周播 | 宝贝在路上 | - | - | 56 | 56 |
| 27 | 周播 | 幽默大玩家 | - | - | 18 | 18 |
| | 合计 | | 3117 | 4558 | 4624 | 12299 |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司主要自主投资制作了包括《火线英雄》、《创业大本营（第六季）》、《星动亚洲》等 6 档大型季播综艺节目，并成功登陆安徽卫视、江苏卫视和长沙电视台新闻频道。

表 3：公司自主投资季播类节目情况

| 年度 | 节目名称 | 节目类型 | 播出平台 |
|--------|--------------|------|-----------|
| 2014 年 | 《火线英雄》 | 综艺 | 江苏卫视 |
| | 《创业大本营(第六季)》 | 综艺 | 长沙电视台新闻频道 |
| 2015 年 | 《远方的爸爸》 | 综艺 | 江苏卫视 |
| | 《星动亚洲》 | 综艺 | 安徽卫视 |
| 2016 年 | 《星动亚洲》第二季 | 综艺 | 安徽卫视 |
| | 《星星的礼物》 | 综艺 | 安徽卫视 |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

(2) 受托制作:受托制作是指为播出平台或节目制作机构受托制作节目或提供与视频策划、制作相关的专业服务，进而获得相应的制作收入。在电视节目投资规模日益增大、资本需求日益提高的背景下，依托公司强大的创意和执行能力，为了减少公司的资金压力、实现项目资源或资金优势的互补，公司根据节目播出平台的特点和要求研发节目，主导节目的制作工作，并向客户交付视频节目产品。在此生产模式下，公司不参与节目出资仅仅承担节目

的创意和制作。受托制作模式下，合作方根据投资协议来确定各方收益的分配及版权归属情况。通常公司不享有版权或仅享有地面版权。

公司受托制作的节目主要包括受托制作季播节目、参与制作并提供专业化服务、承办活动型节目的视频制作及组织晚会、颁奖礼、开闭幕式等视频节目。其中，主要以季播类节目为主，具体包括《私人定制》、《起航吧，少年》、《说出我世界》等 10 档大型节目。

表 4：公司受托制作季播类节目情况

| 年度 | 节目名称 | 节目类型 | 委托方 |
|--------|---------|------|------------------|
| 2016 年 | 《怒放霸王花》 | 纪实故事 | 四川卫视 |
| | 《说出我世界》 | 综艺 | 江苏卫视 |
| | 《非常驾期》 | 纪实故事 | 安徽卫视 |
| 2015 年 | 冲上云霄 | 纪实故事 | 辽宁卫视 |
| | 等你长大 | 综艺 | 中央电视台少儿频道 |
| 2014 年 | 私人定制 | 综艺 | 北京电视台(卫视频道) |
| | 起航吧，少年 | 综艺 | 中侨思谱(北京)文化传媒有限公司 |
| | 让世界听见 | 综艺 | 贵州电视文化传媒有限公司 |
| | 超级 Q 宝 | 综艺 | 广州市合生元生物制品有限公司 |
| | 奶奶驾到 | 综艺 | 广州木方文化活动策划有限公司 |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司利用自身优势，按照播出平台的要求提供节目创意、制作、后期等专业化服务，或与播出机构共同投资、或专项定制符合播出平台风格的视频节目，双方共担风险、共享利润，为社会制作机构提供巨大发展空间。2012 年以来，公司主要为南昌广电英雄传媒有限责任公司、河北电视台、浙江卫视、东方卫视等 6 大客户提供了多项节目制作服务。

表 5：公司参与制作并提供专业化服务情况

| 序号 | 服务方 | 主要服务内容 |
|----|----------------|---|
| 1 | 南昌广电英雄传媒有限责任公司 | 2012-2014 年间提供节目制作服务 |
| 2 | 河北电视台公共频道 | 2012-2014 年为《第六空间》等节目提供节目制作服务 |
| 3 | 浙江卫视 | 参与《中国梦想秀》、《中国好声音》等节目的制作 |
| 4 | 东方卫视 | 参与《大爱东方》、《中国梦之声》、《中国达人秀》、《顶级厨师》、《梦立方》等节目的制作 |
| 5 | 陕西卫视 | 参与《家有陌生人》节目制作 |
| 6 | 河南卫视 | 参与《梨园春》节目的制作 |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

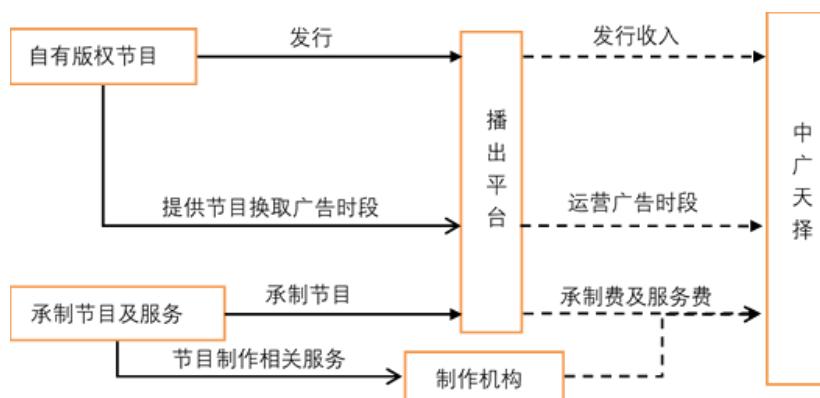
公司在 2014 年至 2016 年间曾多次承办活动型节目的视频制作及组织晚会、颁奖礼、开闭幕式等视频节目。公司活动型节目的制作及相关服务的收入主要包括湖南地区的部分大型活动的开、闭幕式的组织及视频节目制作，客户主要包括长沙市委宣传部、中国中部（湖南）国际农博会等政府采购以及部分企业单位。

表 6：公司承办活动型节目情况

| 年度 | 节目全称 | 合作方或活动主办方 |
|------|----------------------------------|-----------------------------------|
| 2016 | 2016 湖南湘江新区梅溪湖元宵灯会 | 梅溪湖投资（长沙）有限公司 |
| | 长沙首届浏阳河文化艺术节 | 芙蓉区城建投 |
| | 天下非遗聚雨花 | 雨花非遗指挥部 |
| | “醉美古镇·戏唱新康”湖南省青少年戏骨选拔大赛暨新康戏剧季开幕式 | 长沙市望城区高塘岭街道办事处 |
| | 2016 中国湖南（第七届）旅游产业博览会 | 湖南省旅游局 |
| | 《2016 中国中部（湖南）农业博览会》 | 2016 中国中部（湖南）农业博览会组委会 |
| 2015 | 《2015 中国城市春晚》 | 中外名人集团等 |
| | 《2015 中国长沙雕塑艺术节》 | 洋湖公司 |
| | 《2015 中国中部（湖南）农业博览会》 | 红星实业 |
| 2014 | 2014 中国（长沙）国际雕塑文化艺术节 | 洋湖公司 |
| | 2014 梅溪湖国际文化艺术周 | 梅溪湖投资（长沙）有限公司 |
| | 2014 中国中部（湖南）国际农博会开闭幕式 | 红星实业 |
| | 2014 手机博览会 | 中共长沙市委宣传部/长沙市天心区人民政府/长沙市工业和信息化委员会 |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

销售模式：公司的视频节目主要通过三种方式实现收入：其一，将节目播映权有偿许可给电视台、视频网站等节目播出机构，获得发行收入，既包括单个节目的销售、也包括基于时段多个节目的播映权的打包销售，即自主投资发行收入；其二，收取节目播出平台等节目需求方的委托制作费用及相关服务费用，即受托制作收入；其三，用视频节目换取广告时间，再通过运营广告时段实现收入。

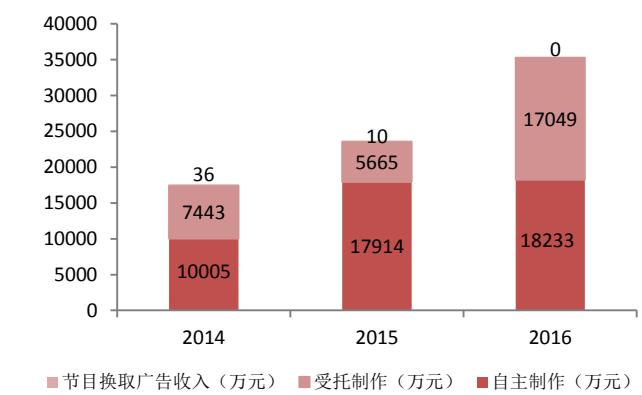
图 15：公司视频业务运营模式


数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.2 自主投资发行与受托制作两条腿走路

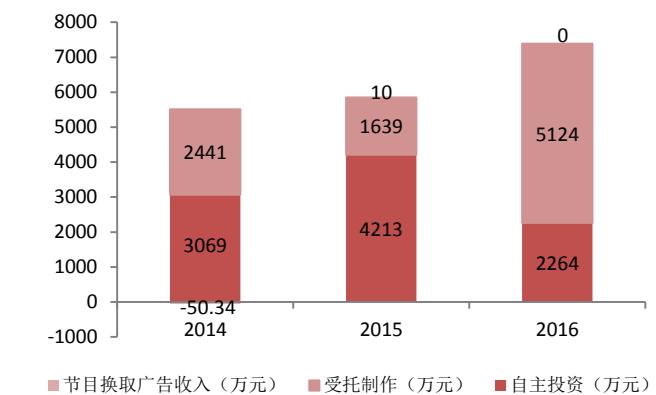
2012 年，公司主要以自主投资发行收入和节目换取广告收入实现方式为主。公司在业务发展之初采取以节目换取广告时段的销售方式，以此降低此类客户合作的门槛，为公司后续销售视频节目、电视剧播映权等业务培育客户。随着公司制作力量的不断加强、公司客户的不断积累以及公司运营战略的调整，2013 年起，公司主要以自主投资发行收入和受托制作收入方式为主。公司自主制作节目营收稳步提升；受托制作节目营收快速增长，毛利率稳定在 30%左右；节目换取广告收入实现的营业收入和净利润逐年减少，2016 年下降至零。

图 16：公司 2014 年-2016 年不同生产方式营业收入



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 17：公司 2014 年-2016 年不同生产方式毛利



数据来源：招股说明书，西南证券整理

2014 年至 2016 年，自主制作生产方式实现营业收入分别为 1.00 亿元、1.79 亿元和 1.82 亿元，实现毛利分别为 3069 万元、4213 万元和 2264 万元，毛利率分别为 30.7%、23.5% 和 12.42%。公司自主投资制作节目收入规模逐年扩张，但因《星动亚洲》和《火线英雄》等部分大型节目运营毛利率较低，拖累公司整体毛利率。

总体来看，自主投资制作的日播和周播节目毛利率基本稳定在 38%左右，自主投资制作的季播节目毛利率差异较大，主要是由于不同的大型季播节目在题材、类型、播出平台等因素方面差异较大。

表 7：公司自主投资项目获利情况

| 年度 | 节目名称 | 收入金额 | 成本金额 | 毛利率 |
|--------|---|---------|---------|--------|
| 2016 年 | 星动亚洲第二季 | 9641.5 | 10347.7 | -7.3% |
| | 情动八点、观点致胜、记者再报告、视点锋汇、知音人间等日、周播类节目 | 8335.6 | 5177.5 | 37.9% |
| | 其他 | 255.6 | 443.6 | -73.5% |
| | 自主投资项目合计 | 18232.7 | 15968.8 | 12.4% |
| 2015 年 | 星动亚洲 | 7359.8 | 6749.5 | 8.3% |
| | "非常故事汇、知音人间、记者再报告、X 档案、观点致胜、我是传奇、女人故事、非常幽默、我能跟你回家吗、有话直说等日、周播类节目 | 8555.4 | 5165.4 | 39.6% |
| | 火线英雄 | 1108.5 | 1118.5 | -0.9% |
| | 远方的爸爸 | 781.9 | 666.6 | 14.8% |
| | 其他 | 108.5 | 1.0 | 99.1% |

| 年度 | 节目名称 | 收入金额 | 成本金额 | 毛利率 |
|--------|---|---------|---------|----------|
| | 自主投资节目合计 | 17914.1 | 13701.0 | 23.5% |
| 2014 年 | 非常故事汇、知音人间、记者再报告、我是传奇、女人故事、方圆之间、X 档案、观点致胜、情动八点、非常幽默、我能跟你回家吗、有话直说等日、周播类节目 | 8775.8 | 5253.1 | 40.1% |
| | 超级女兵 | 662.7 | 386.4 | 41.7% |
| | 火线英雄 | 495.3 | 404.0 | 18.4% |
| | 其他 | 70.8 | 891.8 | -1160.5% |
| | 自主投资节目合计 | 10004.6 | 6935.3 | 30.7% |
| 2013 年 | 非常故事汇、知音人间、记者再报告、X 档案、观点致胜、情动八点、我是传奇、红尘惊奇、女人故事、活色生香每一天、夜栈、方圆之间、洗洗不要睡、重案组、非常幽默等日、周播类节目 | 7819.1 | 4795.7 | 38.7% |
| | 超级女兵 | 1754.7 | 1078.5 | 38.5% |
| | 好爸爸坏爸爸 | 358.5 | 225.2 | 37.2% |
| | 我是站神 | 309.8 | 258.4 | 16.6% |
| | 自主投资节目合计 | 10242.1 | 6357.8 | 37.9% |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

2014 年至 2016 年，受托制作生产方式实现营业收入分别为 0.74 亿元、0.56 亿元和 1.7 亿元，实现毛利分别为 2441 万元、1639 万元和 5124 万元，毛利率分别为 32.8%、28.9% 和 30.0%。公司 2016 年受托制作实现营收大幅增长，受托节目数量和客户数量增长较大，主要是因为公司增加一档大型节目《说出我世界》的制作业务，该档节目收入达 7084.9 万元。受托制作的项目之间的毛利率存在一定差异，主要是因为受托制作的大型节目的项目化特点影响。

表 8：公司受托制作节目获利情况

| 年度 | 节目名称 | 收入金额 | 成本金额 | 毛利率 |
|--------|-------------------|--------|--------|-------|
| 2016 年 | 说出我世界 | 7084.9 | 5492.1 | 22.5% |
| | 怒放霸王花 | 1886.8 | 1786.2 | 5.3% |
| | 2016 长沙首届浏阳河文化艺术节 | 1266.3 | 840.9 | 33.6% |
| | 真情帮帮帮、真相辩辩辩 | 1201.9 | 666.1 | 44.6% |
| | 天方晏谈 | 632.6 | 191.3 | 69.8% |
| | 2016 年中部（湖南）农业博览会 | 518.9 | 279.1 | 46.2% |
| | 颐养乐福企业宣传片及项目宣传片 | 399.1 | 162.1 | 59.4% |
| | 幽默大玩家 | 275.3 | 152.6 | 44.6% |
| | 《冰雪英雄》第二季“全家总动员” | 250.0 | 207.0 | 17.2% |
| | 极客出发 | 246.1 | 128.9 | 47.6% |
| | 城垣之上 | 234.0 | 88.1 | 62.4% |
| | 决战联盟 | 226.4 | 183.9 | 18.8% |
| | 机会来了 | 222.5 | 77.5 | 65.2% |

| 年度 | 节目名称 | 收入金额 | 成本金额 | 毛利率 |
|--------|--------------------|---------|---------|--------|
| 2015 年 | 丛林法则 | 196.2 | 120.7 | 38.5% |
| | 天下非遗聚雨花 | 193.5 | 97.7 | 49.5% |
| | 车神驾到 | 116.7 | 81.9 | 29.9% |
| | 步步惊奇 | 110.9 | 40.5 | 63.5% |
| | 其他 | 1986.9 | 1328.4 | 33.1% |
| | | 17048.8 | 11924.8 | 30.1% |
| | 等你长大 | 1547.2 | 1207.3 | 22.0% |
| | 《冲上云霄》第一季 | 1320.8 | 568.4 | 57.0% |
| | 南昌电视台的频道包装及宣传策划 | 1018.9 | 571.3 | 43.9% |
| | 中国 2015 城市春晚 | 632.1 | 777.4 | -23.0% |
| 2015 年 | 2015 中国中部（湖南）国际农博会 | 481.1 | 300.8 | 37.5% |
| | 2015 中国（长沙）雕塑文化艺术节 | 188.7 | 179.0 | 5.1% |
| | 宝贝来了 | 173.2 | 109.8 | 36.6% |
| | 其他 | 303.0 | 311.9 | -2.9% |
| | 受托制作节目合计 | 5664.8 | 4025.9 | 28.9% |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

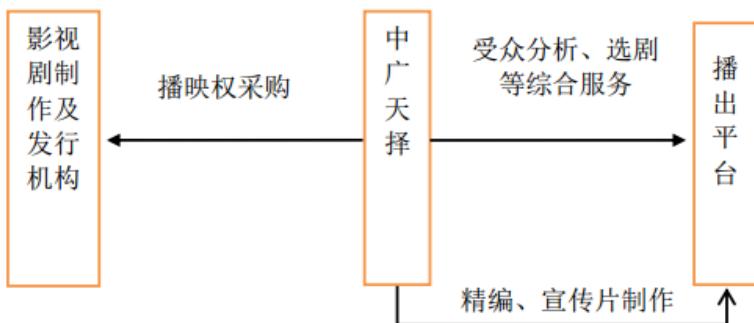
4 电视剧播映权运营：业务初具规模，以收视率打造示范效应

4.1 电视剧播映权运营业务模式

公司从 2013 年起开展电视剧播映权运营业务，主要盈利模式是公司将拥有版权或有权转售播映权的视频节目销售给平台获取收入。

采购模式：公司电视剧播映权运营业务所发生的采购主要包括宽带、存储及传输设备等实物资产，电视剧播映权，后期制作服务等。

服务和销售模式：公司主要与电视台等播出机构签订综合服务协议，以提升播出机构的收视效果为基本目标，由公司基于频道定位和受众分析结果精选电视剧并进行采购，并为播出机构提供电视剧精编、宣传文案策划、短片制作等一系列综合服务。公司一般先与电视台签订框架协议，然后根据电视台的情况进行针对性的采购，由电视台定期根据收视情况按照双方约定的价格支付费用，公司则独立负责对外采购电视剧，电视台负责审片后进行播出。

图 18：电视剧播映权运营服务模式


数据来源：招股说明书，西南证券整理

4.2 业务初具规模，高盈利能力为引擎

2016 年，公司电视剧播映权运营业务合作电视台涵盖市级频道、省级频道、中央级频道和卫视频道四个级别，总数量达到 23 家。其中云南广播电视台为每晚两集连播；其他单位一般为每晚 4 集、5 集连播，每年需播出约 50 部电视剧，每部电视剧的采购金额在几千元至几十万元不等。公司对外采购电视剧播映权主要按照播映地区的不同，支付相应的播映权费用，同一部电视剧播映权在首次采购并播出后，后续可能在相同地区的不同电视台播出。

表 9：公司电视剧播映权运营业务合作情况

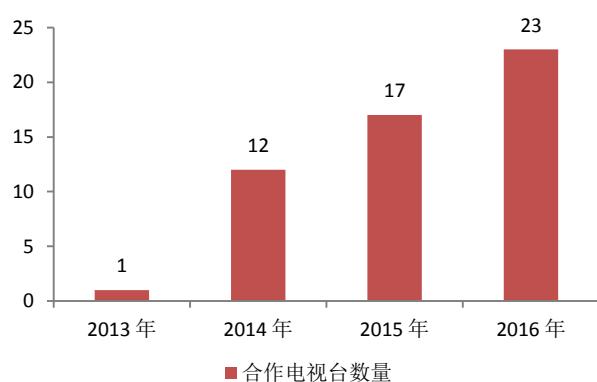
| 频道 | 所在省 | 合作台性质 | 首次签约时间 | 每日供剧集数 |
|-----------------------|-----|-------|------------|-----------|
| 南昌公共频道 | 江西 | 省会频道 | 2014.1.9 | 5 |
| 长春娱乐频道 | 吉林 | 省会频道 | 2014.8.14 | 5 |
| 兰州公共频道 | 甘肃 | 省会频道 | 2014.7.14 | 5 |
| 郑州都市生活频道 | 河南 | 省会频道 | 2014.10.15 | 5 |
| 昆明影视频道 | 云南 | 省会频道 | 2014.7.22 | 5 |
| 云南卫视 | 云南 | 卫视频道 | 2016.8.15 | 卫视黄金档 2 集 |
| 广西公共频道 | 广西 | 省级频道 | 2014.9.17 | 4 |
| 太原影视频道 | 山西 | 省会频道 | 2014.10.8 | 5 |
| 青海都市频道 | 青海 | 省级频道 | 2014.10.17 | 5 |
| 石家庄娱乐频道 | 河北 | 省级频道 | 2014.10.29 | 5 |
| 银川文体频道 | 宁夏 | 省会频道 | 2014.12.24 | 5 |
| 重庆文体娱乐频道 | 重庆 | 省级频道 | 2015.3.11 | 4 |
| 乌鲁木齐旅游娱乐频道 | 新疆 | 省会频道 | 2015.5.30 | 5 |
| 湖北新广影视文化有限公司（湖北县级台联盟） | 湖北 | 市级频道 | 2016.1.1 | 4 |
| 新疆四套 | 新疆 | 省级频道 | 2016.3.29 | 4 |
| 中国教育三套 | 北京 | 中央级频道 | 2016.5.13 | 3 |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

2013年至2016年，公司电视剧播映权运营业务收入分别为113.2万元、1667.4万元、5186.4万元、9920.9万元；毛利率分别为40.89%、45.61%、44.18%和32.81%。公司电视剧播映权运营合作电视台数量从2013年的1家快速增长至2016年的23家；合作电视台数量逐年提升，进一步带动电视剧播映权运营业务收入保持高速增长。

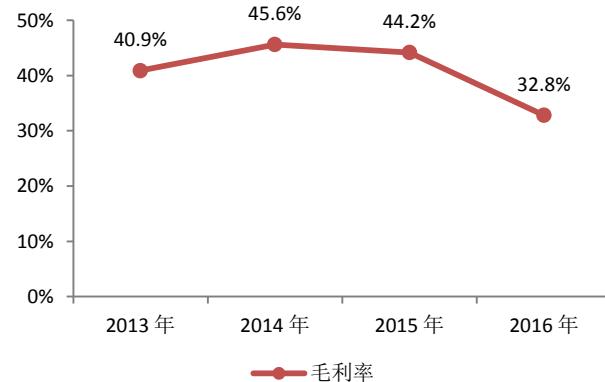
2013年至2015年，公司电视剧播映权运营业务的总体毛利率均稳定在45%左右，不同地方电视台单个项目存在一定差异。2016年，公司在快速发展地面频道客户群体的基础上，成功实现了从地面频道向卫视频道的升级迈进，取得了云南广播电视台的电视剧播映权运营业务，销售收入取得较大幅度的增长，2016年仅四个月的收入达4251.6万元，而其他地方电视台的收入均在千万元以下。

图19：2013年-2016年电视剧播映权运营合作电视台个数



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图20：公司2013年-2016年不同生产方式毛利



数据来源：招股说明书，西南证券整理

2016年8月起，公司开始为云南卫视提供每天19:30-21:00黄金档的电视剧剧场运营，合同期2年。公司负责电视剧播映权采购及整体的编排、宣传、剪辑等工作，云南卫视根据收视率情况按月向公司支付购剧费用。公司为云南卫视采购的电视剧播映权包括电视剧的卫视二轮播出版权，具有采购价格高，毛利率低的特点；2016年云南卫视电视剧播映权业务毛利率仅为18.2%，但由于业务规模较大，该项业务贡献了可观的净利润。

公司为其他的地方电视台采购的电视剧播映权主要为地面播映权，售价较低，毛利率高达40%以上。部分毛利率为100%的项目主要系公司采购的电视剧播映权资源在首次播出时已结转全部成本，进行二次销售时的成本为0。

表10：2016年公司的电视剧播映权分单位销售情况

| 单位名称 | 营业收入（万元） | 营业成本（万元） | | 毛利率 |
|---------|----------|----------|------------|-------|
| | | 外购电视剧 | 分摊的制作费及推广费 | |
| 云南广播电视台 | 4251.6 | 3010.4 | 466.3 | 18.2% |
| 太原广播电视台 | 556.6 | 242.9 | 34.2 | 50.2% |
| 青海广播电视台 | 520.8 | 163.6 | 23.0 | 64.2% |
| 昆明广播电视台 | 509.4 | 243.1 | 34.2 | 45.6% |
| 长春广播电视台 | 509.4 | 229.5 | 32.3 | 48.6% |
| 广西电视台 | 440.6 | 195.1 | 27.5 | 49.5% |

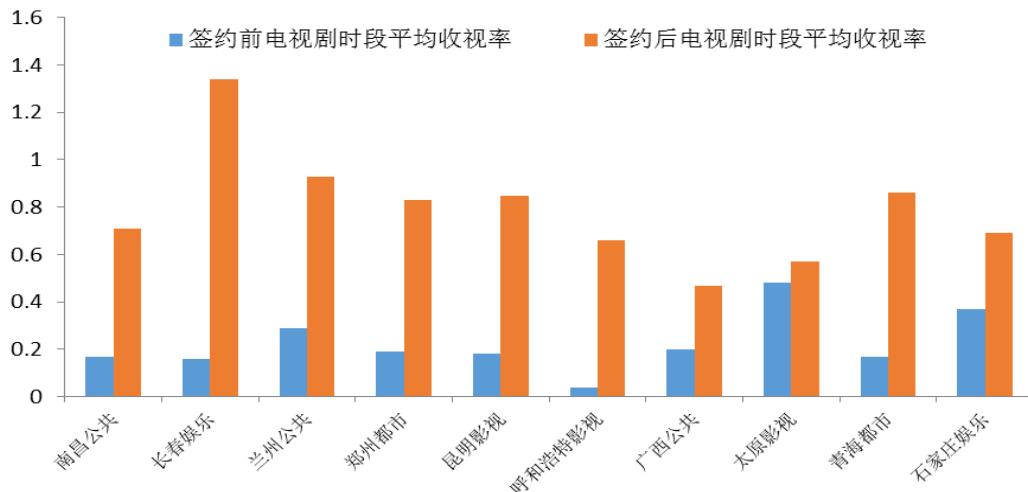
| 单位名称 | 营业收入 (万元) | 营业成本 (万元) | | 毛利率 |
|-----------------|-----------|-----------|------------|--------|
| | | 外购电视剧 | 分摊的制作费及推广费 | |
| 南昌广播电视台发展有限公司 | 417.7 | 247.4 | 34.8 | 32.4% |
| 兰州市广播电视台总台 | 339.6 | 199.1 | 28.0 | 33.1% |
| 新疆电视台 | 339.6 | 125.8 | 17.7 | 57.8% |
| 郑州电视台 | 339.6 | 184.6 | 26.0 | 38.0% |
| 重庆广电渝乐传媒有限责任公司 | 335.0 | 153.6 | 21.6 | 47.7% |
| 银川市广播电视台 | 283.0 | 181.0 | 25.5 | 27.0% |
| 湖北新广影视文化有限公司 | 283.0 | 158.1 | 22.3 | 36.3% |
| 上海雅润文化传媒有限公司 | 272.4 | 181.3 | 25.5 | 24.1% |
| 石家庄广播电视台 | 260.9 | 162.8 | 22.9 | 28.8% |
| 乌鲁木齐电视台 | 220.1 | 127.7 | 18.0 | 33.8% |
| 安阳广播电视台 | 10.6 | - | - | 100.0% |
| 丽江市广播电视台 | 9.7 | - | - | 100.0% |
| 嘉峪关广播电视台 | 7.6 | - | - | 100.0% |
| 迪庆州广播电视台 | 6.2 | - | - | 100.0% |
| 巩义市文化广电新闻出版局 | 3.0 | - | - | 100.0% |
| 平罗县广播电视台 | 2.3 | - | - | 100.0% |
| 开封市祥符区文化广电新闻出版局 | 2.2 | - | - | 100.0% |
| 合计 | 9920.9 | 5805.9 | 859.9 | 32.8% |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

4.3 以收视率打造示范效应

公司依托在地面频道受众分析、节目编排和宣传推广方面的强大实力，利用对用户数据的深度挖掘，公司服务的地面频道实现了收视效果的显著提升。截至 2014 年 12 月 31 日，公司已签约的 10 家“剧盟”业务客户中，经过公司的专业化服务后，其电视剧时段收视率均有不同程度的提升。其中南昌公共频道、长春娱乐频道和兰州公共频道的电视剧时段收视率均位于本省市级频道第一，郑州都市生活频道电视剧时段位列本省市级频道收视率第二，石家庄娱乐频道位列市级频道收视率第三。

由于地面频道的播出范围具有区域性特征，同省的市县级频道播出范围相互独立，因此以省为单位向供应商采购电视剧，重点突破省级或省会频道打造示范效应，并以此为基础有选择性的延伸拓展市、县级地面频道客户的运营策略，使得公司能够大幅提升电视剧播映权的使用效率。

图 21：2014 年-2016 年时段销售客户情况


数据来源：招股说明书，西南证券整理

5 专注于视频内容生产，打造“节目联供网+电视剧联盟”

5.1 视频内容生产兼顾“质”与“量”，优质节目获市场高口碑

5.1.1 资深制作团队为视频节目制作生产效率护航

公司拥有一支三百余人、平均年龄仅 31 岁，平均从业经验超过 8 年的专业制作团队，制作人员占总员工的比例超过 70%。该团队由 44 名平均从业年限超过 10 年的资深制作人领军，成为公司作为一家体制内领先的节目制作机构稳定的出品能力和体制内领先创新能力的基石。

表 11：公司视频内容生产团队情况

| 类别 | 职责 | 人数 | 平均年龄（年） | 平均从业年限（年） |
|-------------|--------|-----|---------|-----------|
| 制作人（或节目负责人） | | 44 | 34 | 10.5 |
| 节目制作人员 | 节目制作人员 | 273 | 30 | 7.1 |
| | 制片人员 | 10 | 31 | 8.2 |
| 技术支撑人员 | 摄像人员 | 39 | 31 | 8.8 |
| | 后期制作人员 | 21 | 32 | 6.5 |
| | 美工人员 | 25 | 30 | 7.5 |
| 合计 | | 368 | 31 | 8.1 |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

在上述资深制作团队的保障下，公司视频节目制作生产效率得到保障。公司制作各类视频节目共计逾 1.2 万期，平均每日节目制作量超过 6 小时。具体而言，一方面，公司以自主投资方式已经累计出品了二十余档日播、周播节目；另一方面，公司分别以自主投资和受托制作方式出品了十余档大型季播类节目。除日播、周播节目和大型季播节目的创制外，公司

还累计为超过 30 家视频节目播出机构、制作机构或其他节目需求方提供了专业化的视频制作服务。

5.1.2 公司因制作能力屡获殊荣，优质节目获市场高口碑

作为国内电视节目制作行业的领军企业，公司节目制作能力多次受到市场认可，在权威评奖中屡获殊荣；如 2016 年，公司在“TV 地标（2016）”中国电视媒体综合实力大型调研成果中荣获国家新闻出版广电总局、中国广播影视杂志社联合颁发的“年度优秀节目制作机构”。

表 12：公司在权威评奖活动中获奖情况

| 日期 | 荣誉 |
|-------------|---|
| 2012 年 6 月 | 公司入选湖南文化企业三十强暨湖南影视类文化企业四强。 |
| 2012 年 11 月 | 由国家广电总局和《中国广播影视》主办的（2012）全国电视节目综合实力大型调研成果发布会在北京举行，公司斩获“年度最佳节目制作机构”大奖。 |
| 2013 年 12 月 | 公司荣获国家新闻出版广电总局和《中国广播影视》颁发的“年度最具原创力节目制作机构”。 |
| 2014 年 11 月 | 公司凭借优秀的原创内容、领先的版权经营理念在中国版权年会上荣获了“2014 年中国版权最具影响力企业”奖。同月，在由联合国发展计划署和新华社《瞭望东方周刊》主办的“中国城市未来发展论坛”上公司荣获“2014 中国最具文化软实力品牌”荣誉称号。 |
| 2014 年 12 月 | 公司荣获国家新闻出版广电总局和《中国广播影视》颁发的“年度最具影响力版权运营机构”。 |
| 2016 年 4 月 | 公司荣获中国广播电视台媒体融合发展年会组委会、中国广播电视台产业联盟颁发的“2015-2016 年度融合创新最佳电视节目制作机构”。 |
| 2016 年 8 月 | 公司荣获传媒中国年度盛典论坛组委会、中国广播电视台产业联盟等单位联合颁发的“2016 传媒中国十大品牌影响力节目制作机构”。 |
| 2016 年 12 月 | 公司在“TV 地标（2016）”中国电视媒体综合实力大型调研成果中荣获国家新闻出版广电总局、中国广播影视杂志社联合颁发的“年度优秀节目制作机构”。 |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司致力于打造成为全媒体优质视频内容提供商，团队具备丰富的节目制作经验和先发优势，在节目制作领域自成一格，以独特的节目制作能力获得了各大卫视的青睐。包括与中央电视台合作的《朗读者》、与江苏卫视合作的《说出我世界》、与山东卫视合作的《火线英雄》、与安徽卫视合作的《星动亚洲》，以及《超级女声》、《冲上云霄》、《等你长大》、《远方的爸爸》、《怒放霸王花》等 30 档大型节目，并陆续在 16 家卫视频道播出，收获了良好社会效益的同时，也创造了不错的经济效益。

公司的优质节目取得了较高的社会关注度和良好的口碑，中央电视台综合频道《朗读者》：节目话题接连获得新浪微博疯狂综艺榜单第一名、双端微博话题综艺榜第一名、双端微博话题榜单第一名；豆瓣网对节目评出 8.6 分的高分；江苏卫视《说出我世界》节目平均收视破 1%，最高收视达到 1.47%，最高排名同时段第一，长期位列晚间全时段前三位。公司制作的多档精品节目获得了理想的收视率和广泛的社会影响力，作品在各类评奖中取得的荣誉不胜枚举。

表 13：公司优质节目获奖情况

| 节目名称 | 所获奖项 | 领奖单位/活动 |
|---------|--|--|
| 《士兵突击》 | 2012 全国 18 档优秀卫视节目之一 | 国家广电总局 |
| | 2012 年全国广播电视台创新创优栏目 | 国家广电总局 |
| 《花样年华》 | 2012 全国 18 档优秀卫视节目之一 | 国家广电总局 |
| 《大爱东方》 | 2012 全国 18 档优秀卫视节目之一 | 国家广电总局 |
| 《观点致胜》 | 2012 年度城市台电视栏目六强 | 国家广电总局和《中国广播影视》 |
| 《知音人间》 | 2012 年度地面频道品牌栏目 | 国家广电总局和《中国广播影视》 |
| 《情动八点》 | 第 23 届中国电视“星光奖” | 国家新闻出版广电总局 |
| | 全国地面频道 20 强栏目 | 第三届《综艺》年度节目评选 |
| | 2014 年全国电视民生影响力 10 强品牌栏目 | 中国广播电视台协会 |
| 《烈火雄心》 | 第八届《综艺》年度节目颁奖盛典“年度上星频道节目” | 国家新闻出版广电总局主管、中国广播电视台出版社主办的《综艺报》 |
| | 2013-2014 年度两岸四地创新广播电视台真人秀栏目四小龙 | 亚洲广播电影电视协会、台湾中华广播电视台商业同业公会、澳门电影电视传媒协会等 |
| 《超级女兵》 | 2013-2014 年度两岸四地最具创新力广播电视台栏目 | 亚洲广播电影电视协会、台湾中华广播电视台商业同业公会、澳门电影电视传媒协会等 |
| 《X 档案》 | 全国原创栏目 40 强 | 中国传媒大学《媒介》杂志 |
| 《星动亚洲》 | 2015-2016 年度融合创新十大影响力（上星）广播电视台栏目 | 中国广播电视台媒体融合发展年会组委会、中国广播电视台产业联盟 |
| 《说出我世界》 | 在“TV 地标（2016）”中国电视媒体综合实力大型调研成果中荣获“年度制作机构优秀节目（电视类）” | 国家新闻出版广电总局中国广播影视杂志社 |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

5.2 以卫视和地面频道为基础，打造“节目联供网+电视剧联盟”

(1) 以卫视和地面频道为基础

公司已建立涵盖卫视频道和地面频道的双重发行渠道，保证公司制作的视频节目能够顺利实现销售。一方面，公司与卫视频道保持长期、稳定的业务合作关系，保证公司出品的大季播节目可以顺利实现发行；另一方面，公司地面频道客户资源积累丰富，截至 2016 年，公司的常规节目分别有 360 家时段销售客户和 102 家节目销售客户，整体保持持续增长态势。

卫视频道：公司以提供视频节目制作服务建立卫视销售渠道，通过自主投资制作或受托制作等方式出品了多档大型季播节目，分别在主流卫视播出，获得了良好的市场反响。

表 14：公司全程制作并在卫视频道播出的大型季播节目情况

| 播出平台 | 视频节目 | 播出时间 |
|-----------|----------|--------|
| 四川卫视 | 《怒放霸王花》 | 2016 年 |
| 云南卫视 | 《起航吧，少年》 | 2016 年 |
| 中央电视台少儿频道 | 《等你长大》 | 2015 年 |

| 播出平台 | 视频节目 | 播出时间 |
|------|-----------|--------|
| 江苏卫视 | 《超级女兵》 | 2014 年 |
| | 《火线英雄》 | 2014 年 |
| | 《远方的爸爸》 | 2015 年 |
| | 《说出我世界》 | 2016 年 |
| 安徽卫视 | 《星动亚洲》第二季 | 2016 年 |
| | 《星动亚洲》 | 2015 年 |
| | 《星星的礼物》 | 2016 年 |
| | 《非常驾期》 | 2016 年 |
| 北京卫视 | 《私人定制》 | 2014 年 |
| 山东卫视 | 《烈火雄心》 | 2014 年 |
| 辽宁卫视 | 《冲上云霄》 | 2015 年 |
| 贵州卫视 | 《让世界听见》 | 2014 年 |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

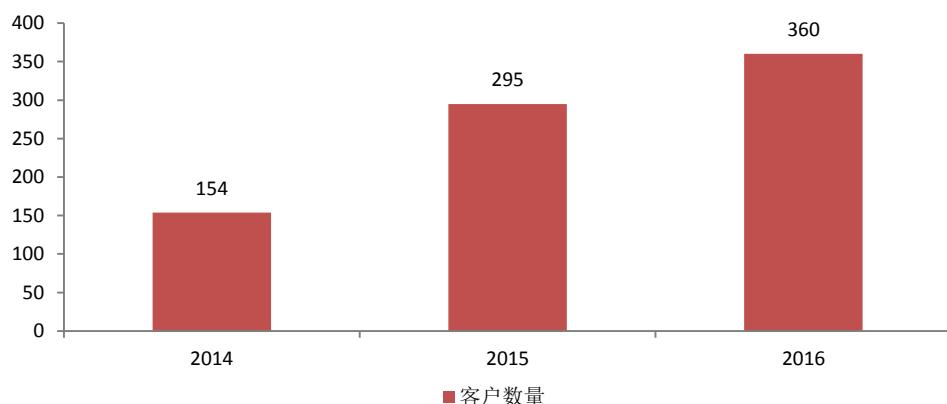
表 15：公司参与制作并在卫视频道播出的大型季播节目情况

| 播出平台 | 视频节目 | 播出时间 |
|------|-----------|--------|
| 江苏卫视 | 《花样年华第二季》 | 2014 年 |
| 天津卫视 | 《百万粉丝》 | 2014 年 |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

地面频道：公司的日播和周播类节目的播映权分销，主要对象为地面频道，主要包括两种销售方式，其一直接节目销售，公司直接销售常规节目播映权的客户数量保持稳定。其二以时段为基础实现播映权的销售。随着公司视频节目客户的持续积累、节目制作能力的持续提升以及视频内容储备的不断丰富，针对地面电视台单个频道制作能力相对不足，节目编排水平相对较弱的现实情况，公司为地面频道客户提供了以时段为基础的播映权销售方式。公司 2014 年至 2016 年时段销售客户的数量保持快速提升，分别为 154、295 和 360 家，合作客户覆盖区域持续扩大。

图 22：2014 年-2016 年时段销售客户情况（家）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

(2) 建立“节目联供网+电视剧联盟”

“节目联供网”：公司自成立以来努力将节目实现长沙以外的跨地域销售和运营，搭建覆盖全国城市电视台范围的节目联供网，针对地面电视台单个频道制作能力相对不足，节目编排水平相对较弱的现实情况，公司为地面频道客户提供了以时段为基础的播映权销售方式，覆盖时段销售客户数量达360个。公司拥有大量的自有版权节目可供联供网播出，为全国超过400家电视台提供优质电视剧和节目，节目联供网以湖南为起点，连接全国30个省市自治区，北至内蒙古、吉林、南抵海南，西至新疆，形成全国覆盖的节目供应网络。

“电视剧联盟”：公司 2013 年开始打造“电视剧联盟”，凭借多年来公司自身产品的内
容质量、制作技术、运营经验的持续提升，行业内口碑的日益树立，“电视剧联盟”覆盖的
地面频道数量不断增加，毛利率也稳步提高。公司通过自建电视剧营销团队，重点突破省级
地面、省会频道开展电视剧播映权运营业务，打造地面频道电视剧联盟。未来三年，在现有
“电视剧联盟”的基础上，公司将适时开展外购电视节目的版权运营业务“节目购”，打造
以地面频道为基础，涵盖卫视、互联网和移动互联网领域的视频内容交易平台。

图 23：省会优质节目联供网



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 24: 市县台优质节目联供网



数据来源：公司官网，西南证券整理

5.3 体制内地面频道改革实践先锋，国有控股背景作保障

公司一直专注于地面频道的视频内容制作和运营，在地面频道这一重要群体中拥有着广泛的影响力和普遍认可的领先地位。**在电视节目方面**，针对地面频道收视覆盖范围相对集中、单台投入和制作实力难以与卫星频道全面抗衡的现实情况，公司以网络化方式运营了多档常规节目，以本地化的节目内容和规模化的成本优势实现了广泛覆盖 27 省；**在电视剧方面**，公司为地面频道选取和采购具有优秀收视效果的剧目并结合相关服务，在改善节目播出结构的同时显著提升了收视效果。

此外，作为全国地面频道改革先锋和体制内首家改制设立股份公司并开展上市运作的市场化机构，公司的发展模式和竞争实力得到了中宣部、国家新闻出版广电总局的高度认可，产生了显著的示范效应。公司在地面频道这一主要客户群体中产生广泛的影响力和市场号召力，使得公司具备割开原有的利益链，创造出联网合作的基础条件。

作为一家国有控股的视频内容制作机构，公司在面对卫视频道、地面频道和互联网视频网站等视频播出机构时，相较民营电视节目制作机构，在题材选择、价值导向等方面有较大的优势。公司在董事会下设立了节目编审委员会，主要负责对公司的项目整体质量进行严格把关，重点把控主要项目选题立项和节目交片审核，确保公司的视频节目运作方向正确。在视频节目投资规模日益提升的背景下，这也有利于提升大型季播节目制作项目的前瞻性，大大降低可能面临的运营风险。

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

公司的主营业务是电视、互联网和移动互联网视频等内容的制作、发行和营销；电视剧版权运营。公司的主要业务收入主要可以拆分为自主投资、受托制作、电视剧版权运营和其他业务四个部分。

假设 1：公司按照招股说明书前期约定 2017 年-2019 年不再经营《星动亚洲》，公司自主投资视频节目制作业务将保持稳定开展。该部分业务收入将在 2016 年剔除《星动亚洲第二季》收入的基础上稳步增长，预计增速为 15%。对应 2016 年实际营业收入，预计实际增长速度为 -45.81%、15% 和 15%。预计 2017 年至 2019 年自主投资营收分别为 9880.3 万元、11362.4 万元和 13066.7 万元。

2014 年至 2016 年公司自主投资部分业务收入毛利率分别为 30.68%、23.52% 和 12.42%，剔除《星动亚洲》第一季和第二季的影响后，毛利率大幅提升，分别为 30.68%、33.08% 和 34.57%。由于 2017 年后公司不再经营《星动亚洲》项目，同时叠加规模经济的影响，我们预计公司 2017 年至 2019 年自主投资毛利率将提高至 40%。

假设 2：公司 2017 年将继续制作项目金额较大的《说出我世界》第二季，2017 年-2019 年公司受托制作业务将保持稳定发展，后续经营规模持续扩大。我们预计公司营收增速为 30%，营业收入依次为 22163.4 万元、28812.4 万元、37456.2 万元。公司 2014 年至 2016 年平均毛利率为 31.1%，我们预计 2017 年至 2019 年毛利率约为 35%。

假设 3：公司与云南电视台（云南卫视）签订的电视剧播映权运营业务协议是可持续的，并将促进公司电视剧版权运营的快速增长。我们预计 2017 年至 2019 年电视剧版权运营营收增速分别为 50%、35% 和 25%。由于与云南卫视签订的业务毛利率仅为 18.2%，明显低于公司其他同类业务毛利率；且该项合作协议带来的营业收入在电视剧版权运营的营收中占比将大幅提升。2016 年公司电视剧版权运营毛利率为 32.8%，未来将在此基础上略微下降，预计 2017 年至 2019 年毛利率将保持 25%。

假设 4：公司其他业务收入为部分闲置车辆及设备的对外租赁收入及会务收入，未来其他业务内容保持不变，收入维持小幅增长。我们预计 2017 年-2019 年其他业务营收增速为 5%，营收分别为 76.8 万元、80.6 万元和 84.6 万元；2016 年其他业务毛利率为 17.28%，预计未来三年毛利率将维持 20%。

表 16：公司主要业务预测情况

| 单位：万元 | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------|-----|--------|--------|-------|-------|
| 自主投资 | 收入 | 18233 | 9880 | 11362 | 13067 |
| | YOY | 1.8% | -45.8% | 15.0% | 15.0% |
| | 毛利率 | 12.4% | 40.0% | 40.0% | 40.0% |
| 受托制作 | 收入 | 17049 | 22163 | 28812 | 37456 |
| | YOY | 201.0% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| | 毛利率 | 30.1% | 35.0% | 35.0% | 35.0% |

| 单位: 万元 | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|-----|--------|-------|-------|-------|
| 电视剧播映权运营 | 收入 | 9921 | 14881 | 20090 | 25112 |
| | YOY | 91.3% | 50.0% | 35.0% | 25.0% |
| | 毛利率 | 32.8% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 其他业务 | 收入 | 73 | 77 | 81 | 85 |
| | YOY | -26.6% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| | 毛利率 | 17.3% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 合计 | 收入 | 45275 | 47002 | 60345 | 75720 |
| | YOY | 56.8% | 3.8% | 28.4% | 25.5% |
| | 毛利率 | 23.5% | 35.4% | 34.0% | 33.8% |

数据来源: Wind, 西南证券

6.2 估值

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.85 元、1.12 元、1.38 元，归母净利润 8517 万元、11168 万元、13791 万元。公司主营业务包括节目销售与制作服务，故选择具有主营业务部分相同的华录百纳和光线传媒作为可比标的，可比标的 2017 年 PE 均值为 32 倍。作为体制内首家改制设立股份公司并开展上市运作的市场化机构，考虑公司的成长性，公司可享受估值溢价；我们预计 2017 年目标市值为 27.3-40.9 亿元，公司总股本 1 亿股，目标价格区间为 27.3-40.9 元。

表 17：可比公司估值情况

| 证券代码 | 证券名称 | 最新收盘价 (元) | EPS (元) | | | PE | | |
|-----------|------|--------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2017E | 2018E | 2019E | 2017E | 2018E | 2019E |
| 300291.SZ | 华录百纳 | 19.92 | 0.60 | 0.79 | 1.08 | 32.95 | 25.28 | 18.42 |
| 300251.SZ | 光线传媒 | 71.21 | 0.30 | 0.36 | 0.42 | 30.13 | 24.90 | 21.67 |
| 均值 | | | | | | 31.54 | 25.09 | 20.05 |

数据来源: Wind, 西南证券整理

7 风险提示

行业监管风险：视频节目行业的监管政策贯穿于公司业务的整个生产流程中，国家对行业市场准入、制作许可、内容审查、发行播出等环节均制定了严格的监管措施，对公司业务的正常开展构成较为重要的影响。

市场竞争风险：行业下游市场广大，市场竞争日益加剧，视频制作成本存在着持续上升的风险。

节目制作发行失败的风险：公司存在因市场环境变化、政策变化、客户需求变化等因素的影响，节目发行失败或节目收益未达到预期的投资风险。

本次发行摊薄即期回报的风险：行业环境和公司发生重大变化时，不能排除本次发行导致即期回报被摊薄情况发生变化的风险。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 现金流量表 (百万元) | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 452.75 | 470.02 | 603.45 | 757.20 | 净利润 | 40.05 | 85.17 | 111.68 | 137.91 |
| 营业成本 | 346.20 | 315.57 | 406.77 | 510.88 | 折旧与摊销 | 25.70 | 22.03 | 22.03 | 22.03 |
| 营业税金及附加 | 2.22 | 2.21 | 2.88 | 3.59 | 财务费用 | -0.08 | -1.44 | -2.80 | -3.19 |
| 销售费用 | 19.27 | 23.62 | 28.78 | 36.76 | 资产减值损失 | 14.32 | 8.00 | 8.00 | 8.00 |
| 管理费用 | 39.79 | 44.92 | 56.12 | 71.07 | 经营营运资本变动 | -9.83 | -16.61 | -31.08 | -36.46 |
| 财务费用 | -0.08 | -1.44 | -2.80 | -3.19 | 其他 | -73.73 | -8.00 | -8.00 | -8.00 |
| 资产减值损失 | 14.32 | 8.00 | 8.00 | 8.00 | 经营活动现金流净额 | -3.57 | 89.15 | 99.83 | 120.30 |
| 投资收益 | 0.82 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | 11.17 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 24.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | 35.54 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 31.86 | 77.14 | 103.71 | 130.09 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 8.54 | 8.16 | 8.25 | 8.27 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 40.40 | 85.30 | 111.96 | 138.35 | 股权融资 | 0.00 | 594.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 0.35 | 0.13 | 0.28 | 0.44 | 支付股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 40.05 | 85.17 | 111.68 | 137.91 | 其他 | -0.05 | 1.44 | 2.80 | 3.19 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | -0.05 | 595.44 | 2.80 | 3.19 |
| 归属母公司股东净利润 | 40.05 | 85.17 | 111.68 | 137.91 | 现金流量净额 | 31.92 | 684.59 | 102.64 | 123.48 |
| 资产负债表 (百万元) | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 财务分析指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 79.87 | 764.47 | 867.10 | 990.59 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 147.03 | 122.24 | 162.89 | 207.70 | 销售收入增长率 | 56.80% | 3.81% | 28.39% | 25.48% |
| 存货 | 26.01 | 41.14 | 48.26 | 58.91 | 营业利润增长率 | 8.09% | 142.16% | 34.44% | 25.44% |
| 其他流动资产 | 0.76 | 33.77 | 35.26 | 40.47 | 净利润增长率 | 5.14% | 112.64% | 31.13% | 23.49% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 3.15% | 70.05% | 25.78% | 21.15% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 24.35 | 10.30 | -3.74 | -17.78 | 毛利率 | 23.54% | 32.86% | 32.59% | 32.53% |
| 无形资产和开发支出 | 99.10 | 95.82 | 92.55 | 89.28 | 三费率 | 13.03% | 14.28% | 13.60% | 13.82% |
| 其他非流动资产 | 33.32 | 28.60 | 23.89 | 19.17 | 净利润率 | 8.85% | 18.12% | 18.51% | 18.21% |
| 资产总计 | 410.43 | 1096.34 | 1226.22 | 1388.33 | ROE | 12.03% | 8.42% | 9.94% | 10.93% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 9.76% | 7.77% | 9.11% | 9.93% |
| 应付和预收款项 | 66.20 | 72.23 | 89.28 | 111.91 | ROIC | 10.63% | 24.99% | 31.73% | 36.19% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 12.69% | 20.79% | 20.37% | 19.67% |
| 其他负债 | 11.37 | 12.08 | 13.23 | 14.80 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 77.57 | 84.31 | 102.51 | 126.70 | 总资产周转率 | 1.19 | 0.62 | 0.52 | 0.58 |
| 股本 | 75.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 固定资产周转率 | 15.21 | 27.13 | 183.80 | -70.38 |
| 资本公积 | 137.57 | 706.57 | 706.57 | 706.57 | 应收账款周转率 | 5.76 | 4.61 | 5.39 | 5.24 |
| 留存收益 | 120.29 | 205.46 | 317.14 | 455.05 | 存货周转率 | 11.29 | 9.40 | 9.10 | 9.53 |
| 归属母公司股东权益 | 332.86 | 1012.03 | 1123.71 | 1261.62 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 90.23% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 332.86 | 1012.03 | 1123.71 | 1261.62 | 资产负债率 | 18.90% | 7.69% | 8.36% | 9.13% |
| 负债和股东权益合计 | 410.43 | 1096.34 | 1226.22 | 1388.33 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 业绩和估值指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 流动比率 | 3.59 | 12.41 | 11.64 | 10.83 |
| EBITDA | 57.48 | 97.74 | 122.94 | 148.93 | 速动比率 | 3.22 | 11.88 | 11.13 | 10.33 |
| PE | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 股利支付率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| PB | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股指标 | | | | |
| PS | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 0.40 | 0.85 | 1.12 | 1.38 |
| EV/EBITDA | -1.41 | -7.83 | -7.06 | -6.66 | 每股净资产 | 3.33 | 10.12 | 11.24 | 12.62 |
| 股息率 | - | - | - | - | 每股经营现金 | -0.04 | 0.89 | 1.00 | 1.20 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|---------|---------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 郎珈艺 | 机构销售 | 021-68416921 | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 欧阳倩威 | 机构销售 | 021-68416206 | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 赵佳 | 地区销售副总监 | 010-57631179 | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 刘宁 | 机构销售 | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn |
| | 王湘杰 | 机构销售 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 熊亮 | 机构销售 | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn |
| | 刘雨阳 | 机构销售 | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫(广州) | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |