2017 年 08 月 18 日
证券研究报告•专题报告
新 文 化（300336）传媒

买入 （首次）
当前价：16.67 元
目标价：19.43 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

量与质的博弈，深度联手周星驰

投资要点

- **推荐逻辑：**公司从 2015-2016 年开始转变发展思路，由以量取胜向以《轩辕剑之汉之云》、《美人鱼》为头部剧+小剧的方向发展。公司 2017 年 1 月以合计 13.26 亿元收购 PDAL（周星驰公司）51%股权（公司持有 40%，公司控股股东持有 11%），有望借力周星驰 IP 发力电视剧市场。2017 年 6 月 8 日，公司电视剧版《美人鱼》、超级网络剧《西游降魔篇》分别与北京奇艺、爱奇艺签订协议，以合计超 7 亿元的金额被提前锁定。

- **电视剧：借力稀缺 IP 资源，由以量取胜向精品化、网络化发展，多项储备影视项目蓄势待发，2018 年之后业绩有望逐渐放量。**从《美人鱼》电影合作到收购 PDAL51%股权，公司深度联手周星驰，有望获得新电影参投的收益以及现有优质 IP 多维度开发（电视剧、网络剧、综艺节目、游戏、舞台剧、线下体验、VR 影视等）的收益。与此同时，电视剧大剧方面，1）2017 年 8 月 8 日登陆东方卫视周播剧场和爱奇艺的《轩辕剑之汉之云》，2017Q1 仅确认部分收益，预计后续仍将为公司带来可观的收入；2）2017 年 1 月开拍的《许仙》、2017 年 Q2 开拍的《封神榜》业绩有望在 2018-2019 确认；3）《天河传》（仙剑奇侠传 4）预计 2017 下半年开拍，预计 2018-2019 年播出；4）周星驰 IP 大剧《美人鱼》预计 2017 年开拍，《西游降魔篇》也已被爱奇艺提前锁定提上日程。

- **广告：户外 LED 广告业务稳定增长，奠定估值基石，影视综艺植入广告成为增长引擎。**郁金香作为户外 LED 广告的龙头企业，2014-2016 年 6916 万、8604、10813 万元的业绩对赌均完成，2017 年其业绩承诺为 13320 万元，以郁金香为主的公司广告业务稳定增长。公司 2016 年引入影视剧、综艺栏目等广告植入业务，2017Q1 植入广告业务已占郁金香收入的 30%，较 2016 年提升了 16.2 个百分点，预计将成为公司广告业务的增长点。

- **盈利预测与投资建议。**基于 1）公司电视剧业务向精品化转型，拥有大宇资讯 IP、周星驰影视 IP 等，有望获得新电影参投的收益以及现有优质 IP 多维度开发的收益，未来想象空间较大；2）公司广告植入业务大幅增长。我们给予公司 2017 年 30 倍的估值，2017-2019 年 EPS 分别为 0.65 元、0.78 元、0.92 元，对应目标价 19.43 元，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**影视政策突然缩紧，郁金香、达可斯、PDAL 业绩实现或不达承诺，影视剧适销性的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1113.05	1440.85	1839.82	2275.56
增长率	8.47%	29.45%	27.69%	23.68%
归属母公司净利润（百万元）	265.20	348.48	418.45	492.03
增长率	6.86%	31.40%	20.08%	17.59%
每股收益 EPS（元）	0.49	0.65	0.78	0.92
净资产收益率 ROE	9.31%	11.19%	12.09%	12.71%
PE	34	26	21	18
PB	3.18	2.91	2.61	2.33

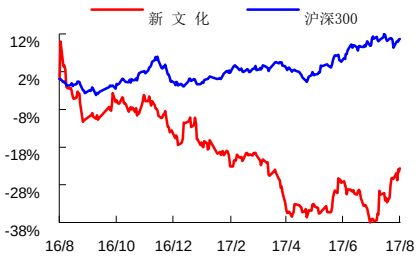
数据来源：Wind，西南证券

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

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.38
流通 A 股(亿股)	4.53
52 周内股价区间(元)	13.65-24.51
总市值(亿元)	90.31
总资产(亿元)	49.91
每股净资产(元)	5.36

相关研究

目 录

1 国内领先的综合性传媒集团 1

2 影视内容：借力明星 IP，期待“量转质”的飞跃 4

2.1 精品剧价格高企，网络剧热度势如破竹 4

2.2 将 IP 进行到底，深度联手周星驰、大宇资讯 7

2.3 进军头部市场初现成效，高价合同带来想象空间 11

3 户外 LED 广告：业务稳健，植入广告开拓新增长极 16

3.1 行业增长平稳，户外媒体刊例花费逆势上涨 16

3.2 行业龙头+植入广告增量，业绩持续向上 17

4 多元化布局，享协同效应 19

5 盈利预测与估值 20

5.1 盈利预测 20

5.2 估值 21

6 风险提示 21

图 目 录

图 1：公司股权结构以及公司架构（截止 2017 年 5 月 4 日）.....1
图 2：公司历史沿革图.....2
图 3：公司营业收入结构（亿元）.....3
图 4：公司毛利结构（亿元）.....3
图 5：公司 2012 年以来归母净利润情况.....3
图 6：公司 2012~2017Q1 毛利率、净利率变化情况.....3
图 7：精品剧的电视台端单集价格.....4
图 8：精品大剧的制作费用情况.....4
图 9：网生内容用户最常用的视频网站付费方式.....4
图 10:《楚乔传》成史上第一部在播剧中播放量破 400 亿的电视剧.....4
图 11：2014-2016 年 IP 剧播放部数和播放量情况.....5
图 12：播放量超 10 亿的网剧中 IP 剧占比.....5
图 13：2014-2016 年网络剧数量、播放量情况.....6
图 14：2013-2016 年以来播放量最高的网络剧.....6
图 15：电视剧的商业模式一览.....6
图 16：2011 年以来，中国在线视频行业市场规模及增速.....7
图 17：2011 年以来在线视频用户付费市场规模情况.....7
图 18：网生内容用户的视频网站付费经历及未付费用户的付费意愿.....7
图 19：视频网站独播网络剧多为付费用户才可观看或提前观看.....7
图 20：大宇资讯旗下单机游戏.....9
图 21：大宇资讯旗下移动游戏.....9
图 22：大宇资讯旗下网页游戏和线上游戏.....9
图 23：大宇资讯旗下热门游戏一览.....9
图 24:《轩辕剑之汉之云》内地剧人气榜排第七（2017/8/16）.....9
图 25:《轩辕剑之汉之云》收视率及排名情况.....9
图 26：公司 2014 年参投周星驰电影《美人鱼》（33.9 亿元票房）.....10
图 27：公司参投周星驰电影《西游伏妖篇》（16.6 亿元票房）.....10
图 28：PDAL 投资价值.....11
图 29：公司参投的《美人鱼》票房口碑情况.....11
图 30：公司影视内容业务营收占总营收情况.....11
图 31：公司影视业务毛利率变化情况.....11
图 32：公司电视剧业务营收与毛利变化情况.....12
图 33：公司电视剧业务毛利率变化情况.....12
图 34：2012 年以来公司取得的发行许可证书情况.....12
图 35：公司年度经营计划中电视剧的部数.....12
图 36：2013 年公司电视剧类型分布.....13
图 37：2016 年公司电视剧类型分布.....13
图 38：2015 年公司与爱奇艺签署的战略协议情况.....13
图 39：2012-2017Q1 各类媒体日到达率及其增长情况（%）.....16

图 40：传统户外媒体广告及全媒体广告刊例花费同比变化情况 16
图 41：2013-2016 年一至四线城市户外媒体广告市场容量情况 17
图 42：户外 LED 广告屏幕巨大、视觉冲击力强、贴合场景 17
图 43：公司总营收及户外 LED 大屏幕广告营收情况 17
图 44：公司广告业务毛利率变化情况 17
图 45：2014-2017 年郁金香业绩对赌及实现情况 18
图 46：2014-2017 年达可斯业绩对赌及实现情况 18
图 47：郁金香收入中植入广告占比变化 18
图 48：《变形金刚 5》 中的植入广告 18

表 目 录

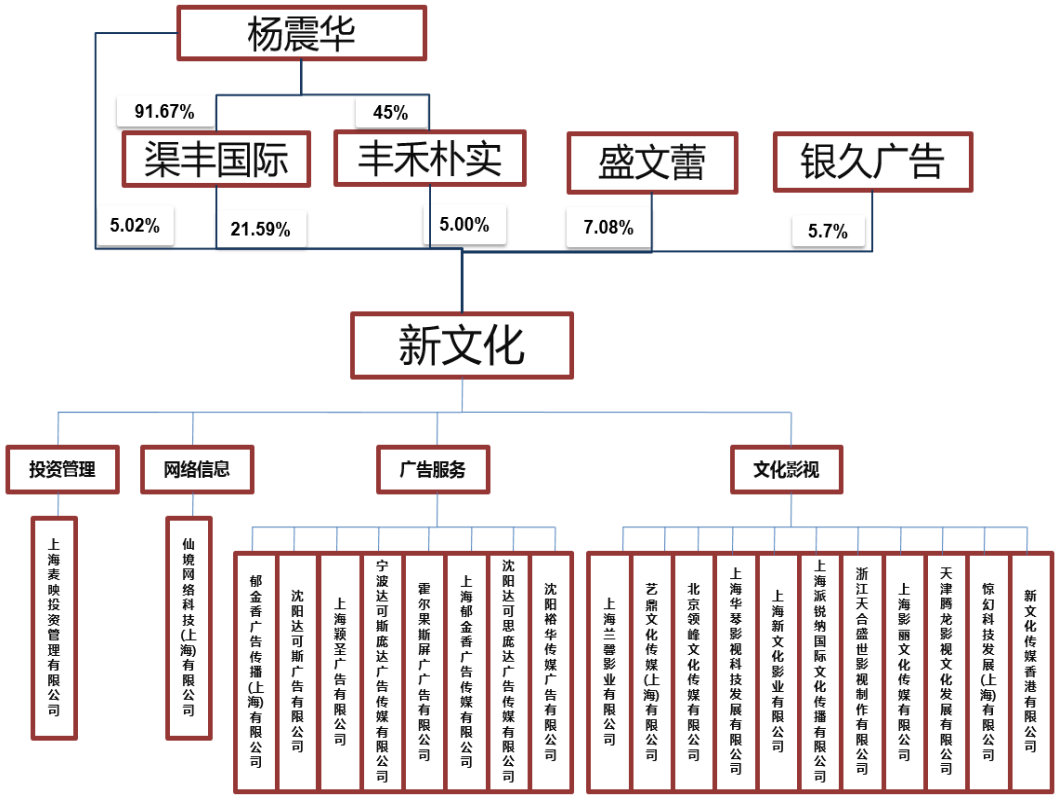
表 1：该员工持股计划金额较高，激励效应明显 2
表 2：热门剧集及相关 IP 情况（截止 2017.7.30） 5
表 3：大宇资讯拥有的 IP 情况（橙色为公司开发计划） 8
表 4：周星驰作为主控/主创人员参与的内地上映电影票房表现（剔除重复上映的电影） 10
表 5：2017 年之后，公司储备的电视剧/网剧项目（橙色为大项目） 14
表 6：公司 2014 年以来参投的部分电影表现情况 15
表 7：2017 年电影项目计划 15
表 8：公司 2017 年储备综艺项目 15
表 9：公司其他重要投资布局（灰色为有出售股权的标的） 19
表 10：分业务收入及毛利率预测 20
表 11：可比公司估值情况 21
附表：财务预测与估值 22

1 国内领先的综合性传媒集团

公司成立于 2004 年 12 月，于 2012 年 7 月登陆深交所创业板。2014 年以前，公司主营业务为影视剧的制作发行。2014 年底，公司收购了户外 LED 媒体广告商郁金香和达可斯，开启了“影视+广告”的双主业格局。

公司股权结构：杨震华为公司实际控制人，截止 2017 年 5 月，其直接持有股份 2700 万股（占总股本比例 5.02%），另持有公司控股股东渠丰国际 91.67%的股份以及丰禾朴实 45.00%的股份。渠丰国际和丰禾朴实分别持有公司股份 1.16 亿股（占比 21.59%）、2688 万股（占比 5%）。其余 5%以上股东有公司副总盛文蕾和郁金香原股东上海银久广告有限公司，分别持有 3808 万股（占比 7.08%）、3063 万股（占比 5.7%）。

图 1：公司股权结构以及公司架构（截止 2017 年 5 月 4 日）

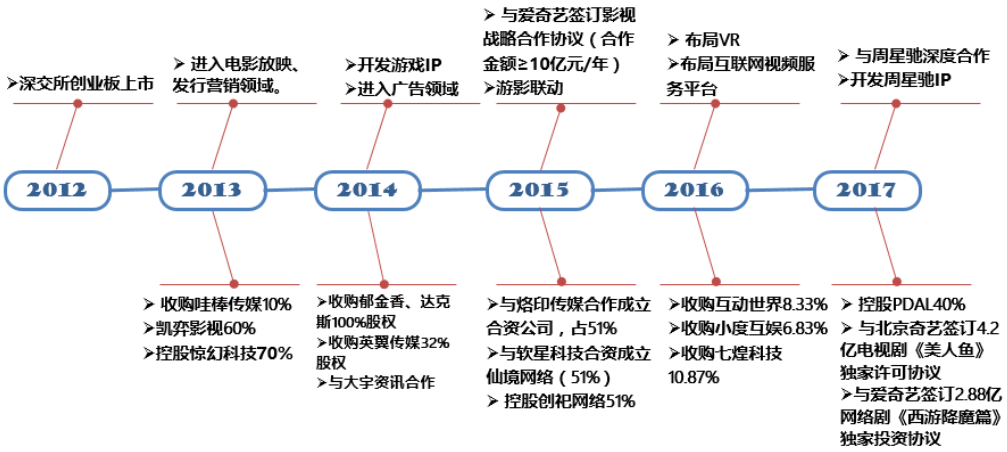


数据来源：公司公告，西南证券整理

并购户外 LED 广告龙头，加码 IP 资源，迈向综合性传媒集团。广告业务方面：公司 2015 年收购郁金香和达可斯后，在国内户外 LED 大屏幕媒体这一细分行业已占据了领先地位，郁金香是户外 LED 大屏幕媒体这一细分行业的先入者和领先者，2015 年被评为“中国五大 LED 大屏媒体公司”。与此同时，公司将继续探索在影视节目中广告的植入。IP 方面：公司 2014 年与台湾大宇资讯战略合作，未来五至十年内将通过策略联盟合作，将大宇资讯出品的网游系列作品制作成多种类型的影视产品及其他表演作品。2017 年初，公司以合计 13.26 亿元收购 PDAL51%的股权（公司持股 40%，公司实控人持有 11%），周星驰持有剩下的 49%，战略投资周星驰的 PDAL，进行《美人鱼》电视剧和综艺节目的主控开发，未来将进一步深

化与周星驰相关电影 IP 的开发合作。通过布局广告业务和加码 IP，公司将由传统影视制作商转变为综合性传媒集团。

图 2：公司历史沿革图



注：其中凯弈影视 30%股权、创祀网络 51%股权、哇棒传媒 3.96%股权、英翼文化部分股权已出售。

数据来源：公司公告，西南证券整理

第二期员工持股计划落地，激励效应促公司持续发展。2017 年 1 月 26 日，公司完成第二期员工持股计划，激励对象为董/监/高级管理人员和其他核心员工。实际通过大宗交易与二级市场购买合计买入 1654 万股（占总股本 3.08%，大宗交易受让渠丰国际 1595 万股、其余二级市场买入），平均价格 17.5 元左右。原方案为覆盖不超过 202 人购买和持有的标的股票数量上限约为 1523 万股（或 2.83%），委托金额为 3 亿元（1.5 亿元来自员工自筹资金，剩下 1.5 亿元来自控股股东渠丰国际提供担保的融资资金，锁定期为 12 个月，存续期为 24 个月），经测算，平均每位董/监/高级管理人员出资额为 338.9 万元，平均每位核心员工出资额等于或超过 61.9 万元，高出资金额或带来强激励效应，有望促进公司长期持续发展。

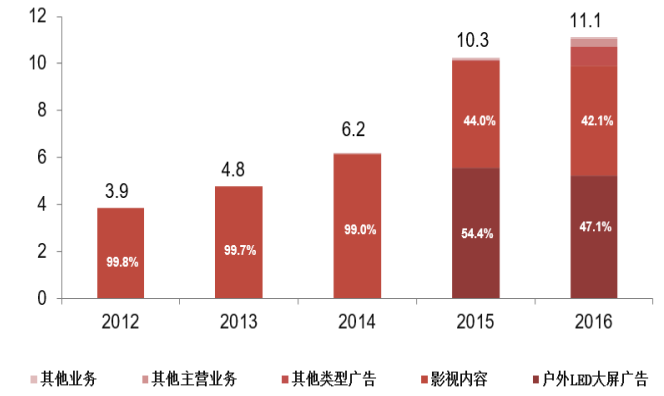
表 1：该员工持股计划金额较高，激励效应明显

职务	人数（人）	出资额（万元）	平均每人出资额（万元）	收益分配基数
董事、监事、高级管理人员	9	3050	338.9	持有人获取自己出资部分收益的100%+融资部分收益按考核指标分配（扣除融资成本）
其他核心员工	≤193	11950	≥61.9	
总计	≤202	15000	≥74.3	

数据来源：公司公告，西南证券整理

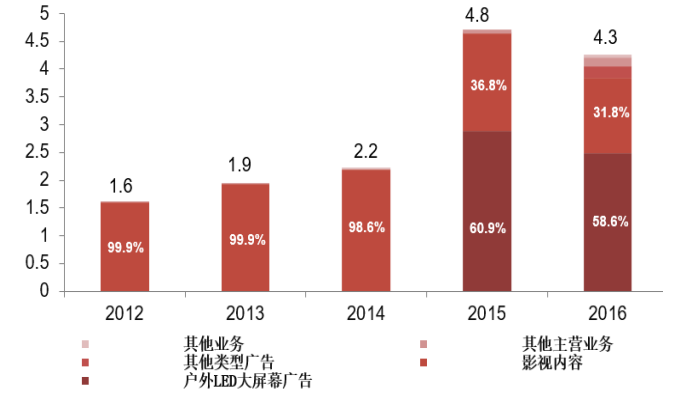
公司主营业务结构：并购郁金香、达可斯后，广告业务占据半壁江山。公司主营业务收入逐年增长，2014 年之前，影视内容基本贡献所有营收，2015 年收购郁金香和达可斯后，广告业务收入成为公司营收的支柱力量之一，2015~2016 年户外 LED 大屏广告占总营收比重分别为 54.4%、47.0%，其他类型广告占比由 2015 年的 0.2%上升到 2016 年的 6.9%。2015-2016 年户外 LED 大屏广告业务占毛利比重分别为 60.9%、58.6%，其他类型广告占毛利比重分别为 0.03%、4.77%，增速明显。但是之后随着电视剧业务向头部市场进军的转型加速，预计影视内容占比将上升。

图 3：公司营业收入结构（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

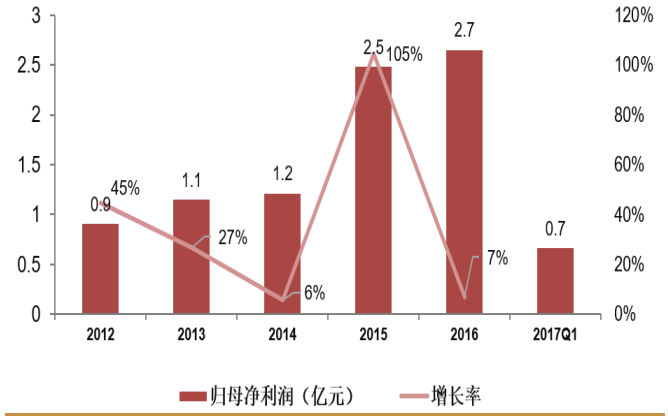
图 4：公司毛利结构（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

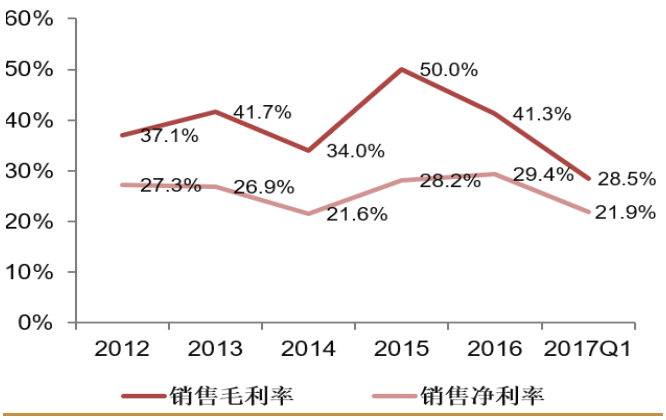
公司业绩状况：并购广告业务后公司净利润大幅增加，电视剧业务精品化或促盈利能力回归较高水平，投资 PDAL 有望大幅增厚业绩。公司 2015 年并购郁金香和达可斯后，归母净利润大幅增加至 2.5 亿元，但其中电视剧业务缺乏增量贡献。2017 年初，公司并购 PDAL 的股权有望在未来进一步增厚公司影视内容方面的业绩，PDAL 在 2016-2019 年承诺净利润分别为 0.68、0.88、1.15 和 1.45 亿元。2017 半年度业绩预告显示，公司 2017H1 归母净利润为 1.39-1.51 亿元，同比增长 20%-30%。毛利率方面，公司广告业务毛利率较高，2015-2016 年分别为 52%和 48%，由于以前电视剧业务走“以量取胜”的战略，单部电视剧收入较低，使得公司综合毛利率走低。预计公司在电视剧业务向精品化转型的同时，公司毛利率或将提升。在广告维稳、影视发力、PDAL 并表的共同促力下，业绩有望上新台阶。

图 5：公司 2012 年以来归母净利润情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司 2012~2017Q1 毛利率、净利率变化情况



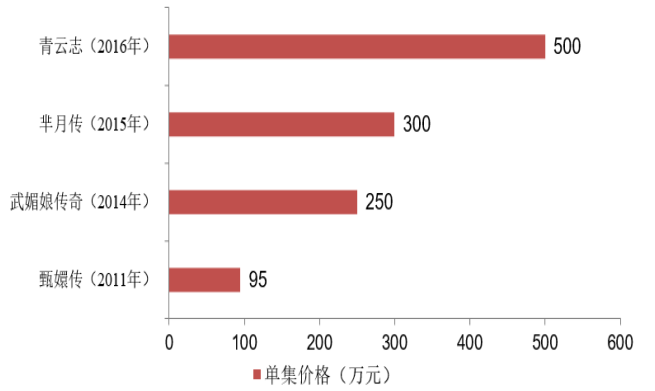
数据来源：wind，西南证券整理

2 影视内容：借力明星 IP，期待“量转质”的飞跃

2.1 精品剧价格高企，网络剧热度势如破竹

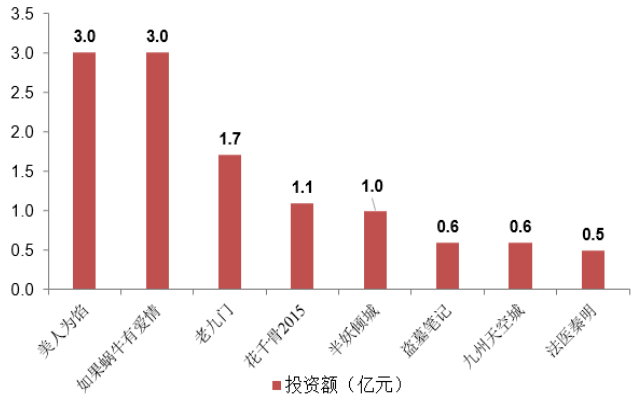
用户跟着内容走促使平台对精品剧采购支出增加，精品剧集中来源于第一梯队。电视台方面对于头部剧的采购支出逐步增加，2011 年《甄嬛传》台端单集价格为 95 万元/集，2016 年《青云志》台端单集价格飙升至 500 万元/集，精品剧的台端采购价格逐年水涨船高。网络视频端，52.6%的付费用户选择单月付费，短期付费的消费习惯与视频平台的低用户粘性促使网络视频端对内容采购的支出竞争性增加。与此同时，精品剧往往伴随着高昂的制作费用，《如果蜗牛有爱情》、《美人为馅》等大剧制作费用高达 3 亿元，高额的投资形成行业壁垒，使得精品剧集中来源于第一梯队，小制作方突围困难，对于积淀深厚的龙头却是高投入高回报的金矿。

图 7：精品剧的电视台端单集价格



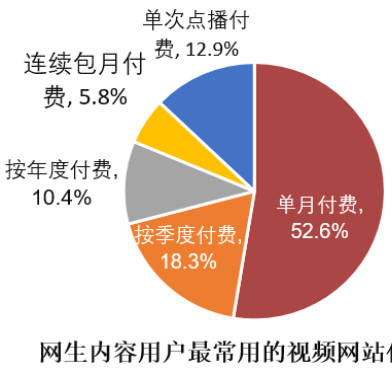
数据来源：新浪娱乐，人民网，西南证券整理

图 8：精品大剧的制作费用情况



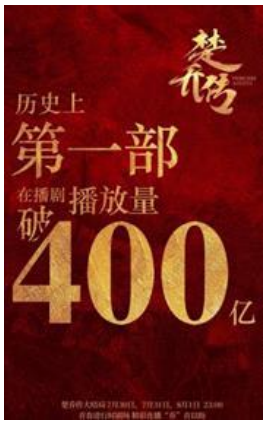
数据来源：娱乐独角兽，西南证券整理

图 9：网生内容用户最常用的视频网站付费方式



数据来源：艺恩数据，西南证券整理

图 10：《楚乔传》成史上第一部在播剧中播放量破 400 亿的电视剧

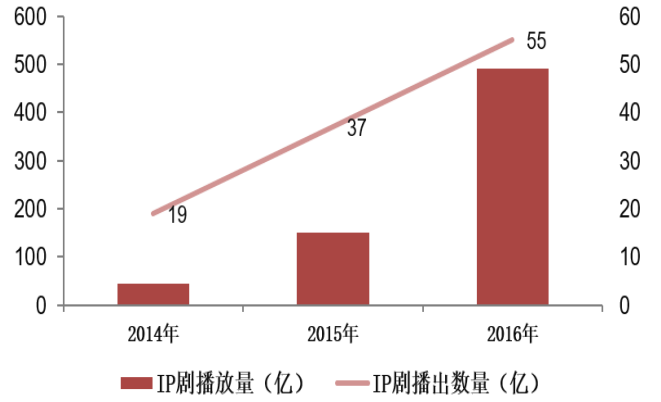


数据来源：《楚乔传》官方微博，西南证券整理

IP 剧引流效应仍强劲，脱颖而出概率高。2017 年以来，收视率破 1%、播放量过亿的电视剧多有 IP 支撑。骨朵传媒数据显示，2016 年，IP 改编剧依旧具有优势，全年 IP 剧播出数量为 55 部，较 2014 年、2015 年相比有大幅度增长。而从播放量角度看，2016 年 IP 改编的网络剧总播放量约为 490 万，较 2014、2015 年相比同样有大幅度增长。2016 年共

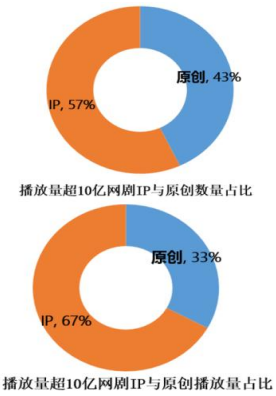
有 23 部播放量超 10 亿网剧，其中 IP 剧数量为 13 部，数量占比 57%，总播放量达 341 亿，播放量占比 67%，优势明显。

图 11：2014-2016 年 IP 剧播放部数和播放量情况



数据来源：骨朵传媒，西南证券整理

图 12：播放量超 10 亿的网剧中 IP 剧占比



数据来源：骨朵传媒，西南证券整理

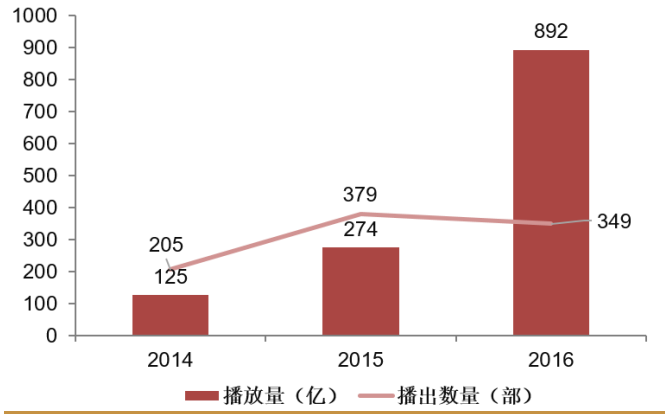
表 2：热门剧集及相关 IP 情况（截止 2017.7.30）

剧作名称	播出时间	平均收视率	网络播放量（亿次）	IP
孤芳不自赏	2017 年 1 月 2 日	1.31%	194.4	同名热门人气小说 IP 改编，小说获《2017 猫片 胡润原创文学 IP 价值榜》第 65 位
三生三世十里桃花（东方卫视）	2017 年 1 月 30 日	1.29%	423.0	由同名小说改编，自 2009 年首次出版以来，八年间热度始终不减：实体书畅销 500 万余册；在线阅读点击数 10 亿次；各种语言版本发行至海外数十个国家及地区；2016 年，继《三生三世十里桃花》漫画版单月发行量破百万之后，英文版小说于 8 月在 100 多个英语国家上市，当月就在 Kindle Edition 畅销榜亚洲文学区取得排名第二名的成绩
三生三世十里桃花（浙江卫视）	2017 年 1 月 30 日	1.04%		
因为遇见你	2017 年 3 月 2 日	1.93%	96.9	——
择天记	2017 年 4 月 17 日	1.12%	289.9	改编自 2014 年 5 月 28 日起连载于创世中文网的东方玄幻类小说，作者是猫腻，2016 年 11 月，《择天记》登 2016 中国泛娱乐指数盛典“中国 IP 价值榜-网络文学榜 top10”。2017 年 7 月 12 日，《2017 猫片 胡润原创文学 IP 价值榜》发布，《择天记》排名第八
欢乐颂 2（浙江卫视）	2017 年 5 月 11 日	1.60%	251.7	《欢乐颂》第一部由同名小说改编
欢乐颂 2（东方卫视）	2017 年 5 月 11 日	1.56%		
楚乔传	2017 年 6 月 5 日	1.78%	411.4	由小说《11 处特工皇妃》改编，该小说是潇湘书院网站 A 级签约作者潇湘冬儿的小说，图书于 2011 年 5 月 1 日在江苏文艺出版社出版发行
夏至未至	2017 年 6 月 11 日	1.01%	88.2	由郭敬明所著同名小说改编
我的前半生（东方卫视）	2017 年 7 月 4 日	1.90%	120.3	由亦舒的同名小说改编
我的前半生（北京卫视）	2017 年 7 月 4 日	1.34%		

数据来源：tvtk.hk，艺恩数据，西南证券整理

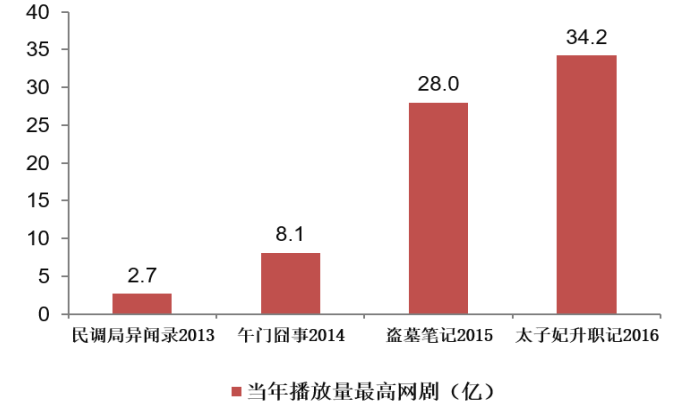
网络剧播放量爆发性增长，网生内容渐精品化，反向供给电视台成趋势。整体来看，网络剧(只在网络平台播出)在数量增长平稳的基础上,播放量从 2014 年的 205 亿增长至 2016 年的 892 亿，2 年 CAGR 达 109%。单部网剧来看，2013 年多平台播放的《民调局异闻录》以 2.7 亿播放量成为当年播放量最高的网剧，2016 年乐视单平台播放的《太子妃升职记》以 34.2 亿成为当年播放量最高的网剧，2017 年优酷视频播放的《热血长安》播放量达 104.5 亿。在播放量迅猛增长的同时，网络平台和专业制作公司并行竞争、各平台方对优质内容的需求等都驱动网生内容向精品化发展。目前随着网络剧制作质量的不断提高，网络剧反向供给电视台的现象越来越多。

图 13：2014-2016 年网络剧数量、播放量情况



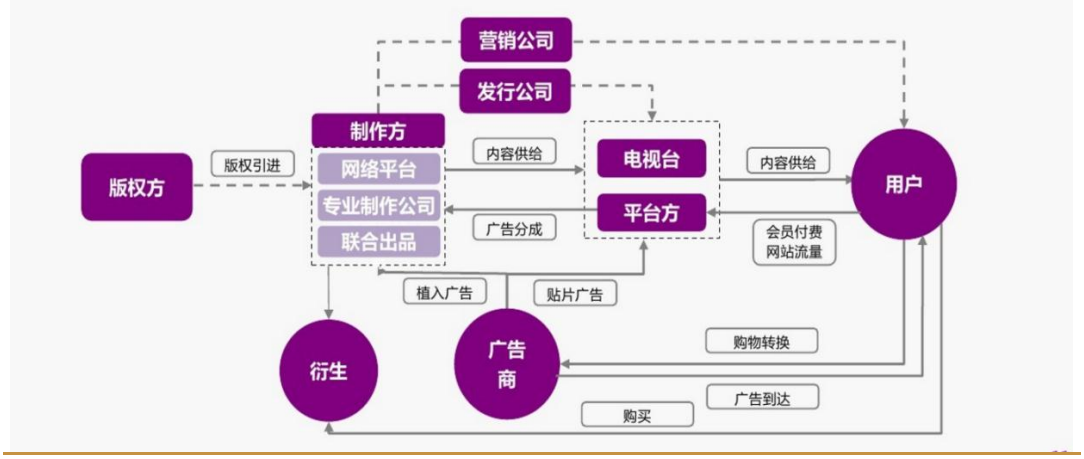
数据来源：骨朵传媒，西南证券整理

图 14：2013-2016 年以来播放量最高的网络剧



数据来源：艺恩数据，西南证券整理

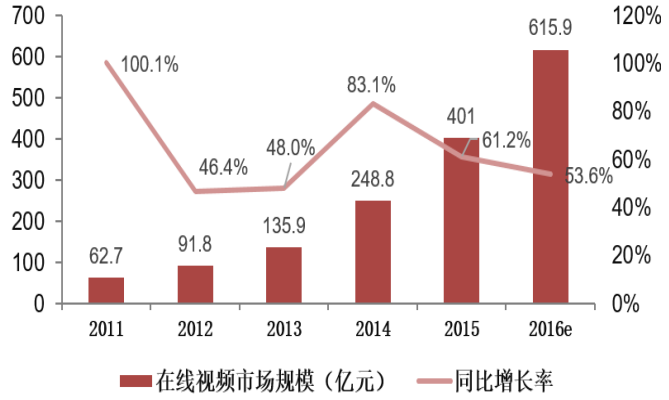
图 15：电视剧的商业模式一览



数据来源：艺恩数据，西南证券整理

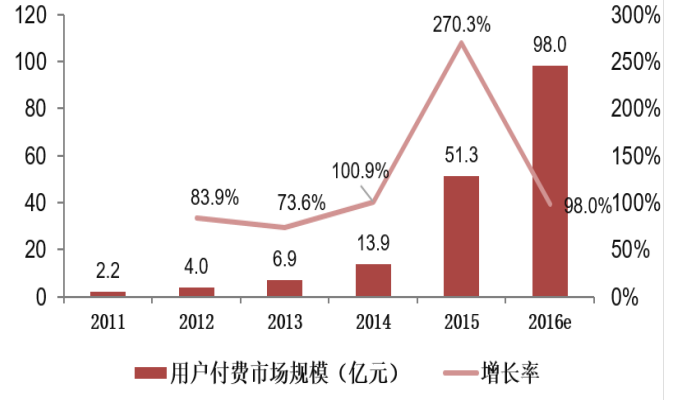
视频付费市场发展迅猛，精品网络剧成付费拉动力。艺恩数据发布的《中国网生内容用户白皮书 2016》数据显示,自 2011 年以来,中国在线视频行业市场规模保持超 40%的增速，2016 年市场规模预计达 616 亿。中国在线视频用户付费市场规模保持 70%以上的增速，经过 2015 年 270%的高速增长后，2016 年仍保持 98%的增速，2016 年市场规模预计达 98 亿元。网生内容成为拉动视频付费用户数量的主要引擎，艺恩数据显示，56.2%的用户曾为网生内容付费，14.8%的用户虽无付费经历但以后有付费的意愿。而目前视频网站的自制剧多为付费提前观看，预计将进一步提升用户付费的意愿。

图 16：2011 年以来，中国在线视频行业市场规模及增速



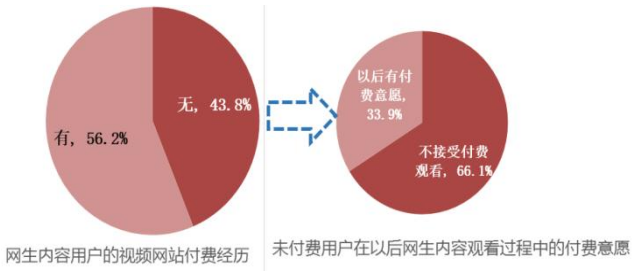
数据来源：艺恩咨询，西南证券整理

图 17：2011 年以来在线视频用户付费市场规模情况



数据来源：艺恩数据，西南证券整理

图 18：网生内容用户的视频网站付费经历及未付费用户的付费意愿



数据来源：艺恩咨询，西南证券整理

图 19：视频网站独播网络剧多为付费用户才可观看或提前观看



数据来源：腾讯视频，西南证券整理

2.2 将 IP 进行到底，深度联手周星驰、大宇资讯

公司紧跟行业风向，在 IP 储备上有非常深厚的资源，这主要依靠两大合作：1）2014 年，合作大宇资讯，获得《仙剑》《轩辕剑》等重磅系列 IP；2）2017 年，与实际控制人一起投资周星驰旗下的 PDAL，参与其《美人鱼》、《西游》系列各种影视开发项目。

2.2.1 大宇资讯：集聚《仙剑奇侠传》《轩辕剑》的超级 IP 蓄水池

2014 年 10 月，公司与台湾大宇资讯、华亿开展以品牌游戏为核心的娱乐产品服务，开发项目包括旗下的明星产品《仙剑奇侠传》、《轩辕剑》、《大富翁》、《明星志愿》等四大系列产品。2015 年 9 月，公司和台湾大宇资讯全资子公司软星科技（游戏开发公司，其总经理为仙剑之父姚壮宪）合资成立仙境网络，二者共同运营具有强大粉丝效应的影游联动业务，使大量的游戏、影视用户互相转化，形成多层次变现，强化公司核心竞争力。

表 3：大宇资讯拥有的 IP 情况（橙色为公司开发计划）

IP 名称	IP 热度	主要作品的影视化表现
仙剑奇侠传	系列首款作品发行于 1995 年 7 月，迄今已发行八款单机角色扮演游戏、一款衍生经营模拟游戏、两款网络游戏和一款网络社交游戏，2013 年 12 月《仙剑奇侠传五前传》获得 2013 年第十届游戏产业年会评选的“2013 年度十大最受欢迎的单机游戏”	2008《仙剑奇侠传》在河北卫视取得独家上星权，开播一周超越往常收视近 130%，创下河北卫视开台以来最高收视率
		2010《仙剑奇侠传三》在江苏卫视首轮上星，平均收视率 1.245%，获第 10 届四川电视节收视贡献奖
		2015 网剧《仙剑客栈》第一季播放量破 4 亿
		2016《仙剑奇侠传三》舞台剧在上海文化广场首演，目前该舞台剧仍在全国演出中
		2016《仙剑云之凡》在湖南卫视钻石独播剧场播出，CSM52 城收视率 0.5%-0.9%
		2016 昆仑万维计划将《仙剑奇侠传》以电影的形式重新搬上荧幕
		公司出品的电视剧《仙剑奇侠传 4》预计 2017 年底开机，2018/2019 播出
轩辕剑	该系列荣获两岸当时无数的游戏奖项，至今为止已发行十二款角色扮演游戏，一款回合制策略游戏，四款网络游戏	2012《轩辕剑之天之痕》在湖南卫视第一周播剧场播出，CSM42 城收视率 1.617%，获得第四届年度最受大学生瞩目古装传奇题材电视剧
		公司出品的 58 集电视剧《轩辕剑之汉之云》2017 年 8 月在东方卫视周播剧场首播，前 6 集 CSM52 城收视率 0.63%-0.74%。
		公司出品的电影《轩辕剑》预计 2018 下半年开机，由江志强先生担任监制（江志强为李安、张艺谋的制片人及海外发行人，曾监制《卧虎藏龙》、《十面埋伏》、《寒战 2》等）
大富翁	1989 年 11 月发行，大富翁 8 获 2007GAME STAR 游戏之星玩家票选最佳单机游戏金奖	**该电影公司拟请陈可辛担任监制，目前处于前期策划阶段（陈可辛曾导演《中国合伙人》、《亲爱的》、《投名状》，曾监制《七月与安生》）**
天使帝国	1993 年 3 月发行，衍生出手机游戏、漫画等各类产品	
明星志愿	1995 年 3 月上市，销售、评价、口碑均凌驾同时期同类型产品	**公司出品的网剧《明星志愿》第一季和第二季分别于 2016 年 12 月和 2017 年 1 月在爱奇艺播出**

数据来源：相关剧目的百度百科，新浪影音娱乐，西南证券整理

台湾大宇资讯自 1988 年创立以来，以自制游戏打开市场，是华人世界最早创立的游戏公司之一，享有极高的知名度。研发了众多经典的游戏产品，包括仙剑奇侠传、仙剑客栈、轩辕剑、大富翁等。

图 20：大宇资讯旗下单机游戏



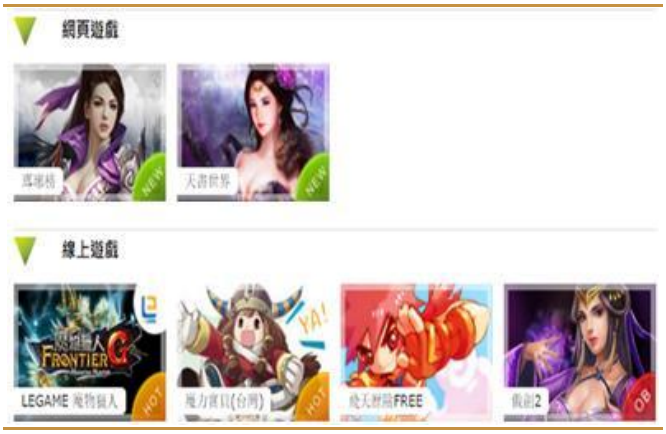
数据来源：大宇资讯公司官网，西南证券整理

图 21：大宇资讯旗下移动游戏



数据来源：大宇资讯公司官网，西南证券整理

图 22：大宇资讯旗下网页游戏和线上游戏



数据来源：大宇资讯公司官网，西南证券整理

图 23：大宇资讯旗下热门游戏一览



数据来源：大宇资讯公司官网，西南证券整理

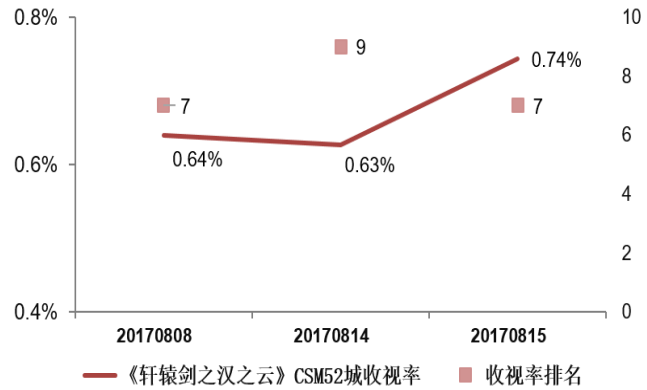
公司出品的《轩辕剑之汉之云》2017 年 8 月 8 日登陆东方卫视周播剧场，该剧是由张云龙、于朦胧、关晓彤、张佳宁等年轻演员领衔主演的 58 集古装玄幻剧，前 6 集 CSM52 城收视率 0.64%-0.74%，截止 8 月 16 日，该剧集全网播放量超 2.5 亿。

图 24：《轩辕剑之汉之云》内地剧人气榜排第七（2017/8/16）



数据来源：百度内地剧人气榜，西南证券整理

图 25：《轩辕剑之汉之云》收视率及排名情况



数据来源：TVTV 收视率排行，西南证券整理

2.2.2 PDAL：“星爷”的 IP 光环

由浅入深，从《美人鱼》电影合作到收购 PDAL51%股权（公司持有 40%，公司控股股东持有 11%），深度联手周星驰。2014 年公司北京分公司首次联手周星驰，参与投资了电影《美人鱼》，该片 2016 年春节档上映取得 33.9 亿元的高票房和猫眼 9.0 评分的好口碑。2014 年公司与周星驰提前达成电影作品：《美人鱼》、《西游降魔篇》、《西游伏妖篇》改编电视剧的合作意向。2017 年 1 月，公司与控股股东以合计 13.26 亿元投资周星驰先生拥有的 PDAL。本次投资完成后，公司持有 PDAL40%的股权，公司控股股东杨震华持有 PDAL11%的股权，周星驰先生持有 PDAL49%的股权。PDAL2015 年净利润仅 34.8 万元，营收仅 117.4 万元，却有 26 亿元的估值，**公司此次并购实则是为了实现与周星驰的深度合作。**

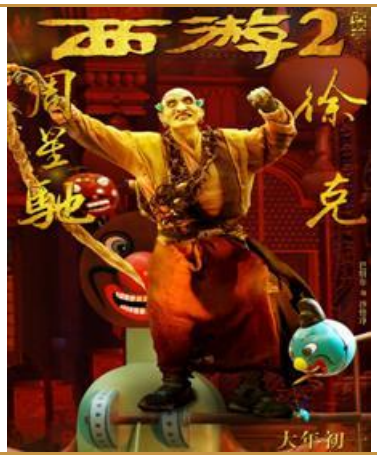
源头活水，周星驰及其团队管理层有望带来优质管理制作经验。周星驰先生持有 PDAL49%的股权，公司预期将获得与周星驰及其制作团队深度合作的机会，有望为公司带来在电影行业有丰富经验的管理制作团队，增强公司在电影领域的实力。

图 26：公司 2014 年参投周星驰电影《美人鱼》（33.9 亿元票房）



数据来源：《美人鱼》官微，西南证券整理

图 27：公司参投周星驰电影《西游伏妖篇》（16.6 亿元票房）



数据来源：《西游伏妖篇》官微，西南证券整理

表 4：周星驰作为主控/主创人员参与的内地上映电影票房表现（剔除重复上映的电影）

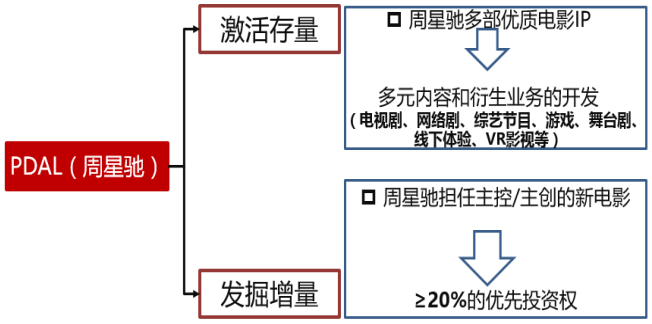
电影名称	时间	周星驰担任职务	票房（豆瓣评分）	票房排名
《功夫》	2004.12.23	导演、导演	1.6 亿元（7.9）	2004 年内地电影票房**第一**
《长江七号》	2008.1.30	导演、演员、编剧	2.03 亿元（6.3）	2008 年内地电影票房**第四**
《西游·降魔篇》	2014.10.24	导演、编剧	12.47 亿元（7.1）	2013 年内地电影票房**第一**
《美人鱼》	2016.2.8	导演、编剧、总制片人、监制、出品人	33.92 亿元（6.8）	2016 年内地电影票房**第一**
《西游伏妖篇》	2017.1.28	编剧、监制	16.56 亿元（5.6）	2017 年内地电影票房**第四**（截止 2017 年 8 月 16 日）

数据来源：电影票房，西南证券整理

潜力巨大，PDAL 多项顶级 IP 开发带来巨大想象空间。激活存量：通过收购 PDAL 股权，公司深度联手周星驰，继续加强包括《西游》和《美人鱼》两大系列在内的电影业务合作，以及周星驰多部优质电影 IP 多元内容和衍生业务的开发。**发掘增量：**并购 PDAL 的协议中规定，除 PDAL 书面放弃外，凡由周星驰担任主控人员或主创人员（包括但不限于导演、

编剧、制片人、监制）的电影、电视类作品，PDAL 及其子公司享有不低于投资总额 20%的优先投资权。以 2017Q1 为例，公司 2017Q1 取得营业利润 6613.8 万元，其中对联营企业和合营企业的投资收益（主要是参股企业 PDAL 的电影《西游伏妖篇》收益）达 5459.9 万元，周星驰电影票房号召力强大。**公司有望获得新电影参投的收益以及现有优质 IP 多维度开发（电视剧、网络剧、综艺节目、游戏、舞台剧、线下体验、VR 影视等）的收益。**

图 28：PDAL 投资价值



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：公司参投的《美人鱼》票房口碑情况

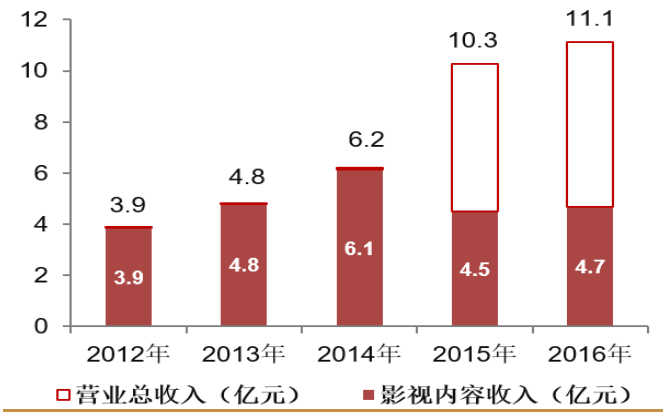


数据来源：猫眼电影，西南证券整理

2.3 进军头部市场初现成效，高价合同带来想象空间

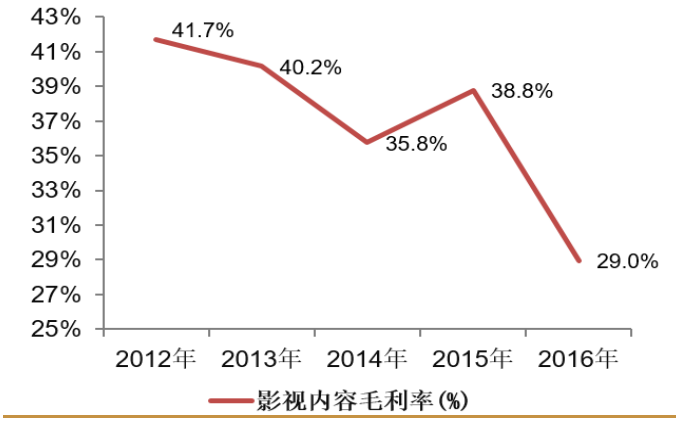
公司影视内容实现的营收从 2012 年的 3.9 亿元增长到 2016 年的 4.7 亿元，在 2014 年影视内容营收达到 6.1 亿元的峰值。毛利方面，公司影视内容的毛利从 2012 年的 1.6 亿元下降到 2016 年的 1.4 亿元，在 2014 年影视内容毛利达到 2.2 亿元峰值。公司影视内容收入规模、毛利和毛利率均逐年走低。**这主要是因为公司影视内容业绩主要依靠电视剧业务贡献，但是 2015~2016 年电视剧业务处在由传统普通剧向头部精品剧转型的过程，产出较少，目前新制作团队搭建完成，预计 2017 年及以后营收以及毛利率都会显著提升。**

图 30：公司影视内容业务营收占总营收情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 31：公司影视业务毛利率变化情况

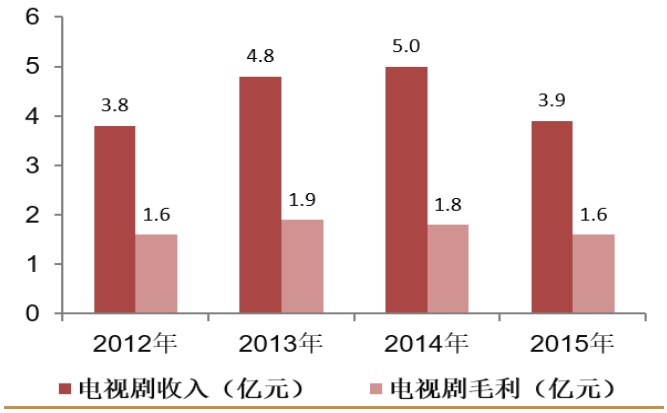


数据来源：wind，西南证券整理

2.3.1 电视剧：由以量取胜向“头部剧+小剧”发展，题材年轻化

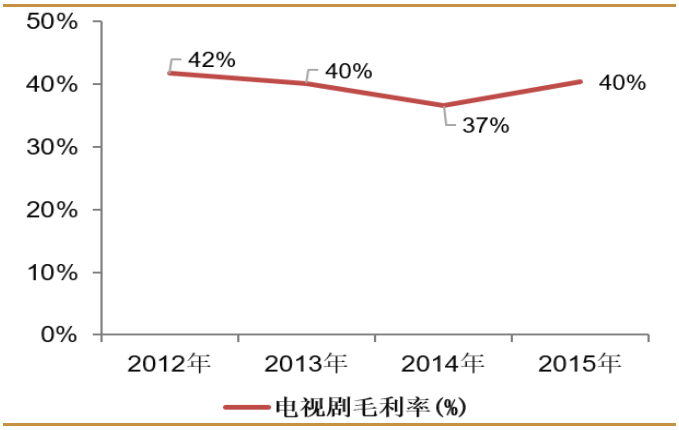
公司电视剧业务方面，2012 年电视剧营业收入 3.8 亿元，毛利 1.6 亿元，毛利率 42%，此时电视剧是公司的主要收入。2015 年，公司电视剧收入为 3.9 亿元，毛利 1.6 亿元，毛利率为 40%。电视剧的毛利率先降后升。

图 32：公司电视剧业务营收与毛利变化情况



数据来源：wind，西南证券整理

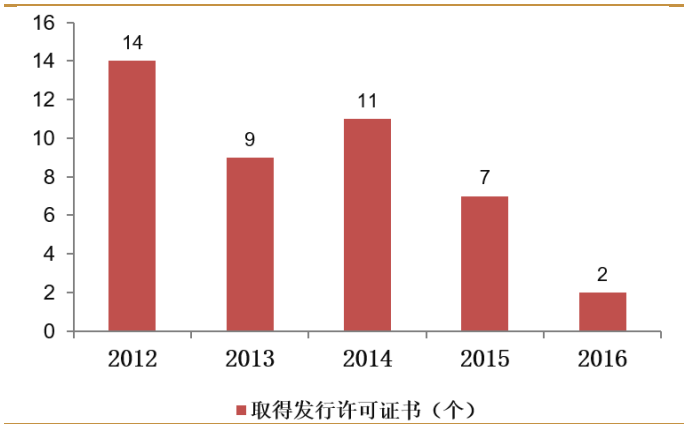
图 33：公司电视剧业务毛利率变化情况



数据来源：wind，西南证券整理

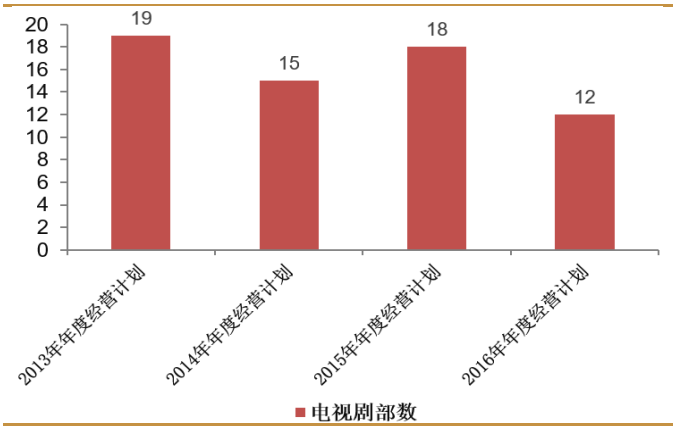
公司 2012 年取得的发行许可证共 14 个。2013 年度经营计划中有 19 个电视剧项目在列。2015-2016 年公司开始转型，2016 年公司取得的发行许可证共 2 个，相比 2012 年减少了 86%，年度经营计划中有 12 个电视剧项目在列，相比于 2013 年减少了 37%。公司从 2015-2016 年开始转变发展思路，由以量取胜向以《轩辕剑之汉之云》、《美人鱼》为头部剧+《亮剑续集》、《设计师》、《异兽志》（网剧）等小剧的方向发展。公司的电视剧类型也由 2012 年的以近代革命题材的“老剧”为主转向以当代都市、当代科幻为主的“新剧”。

图 34：2012 年以来公司取得的发行许可证书情况



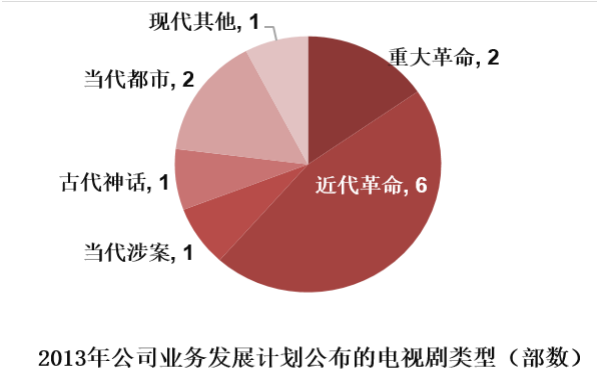
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 35：公司年度经营计划中电视剧的部数



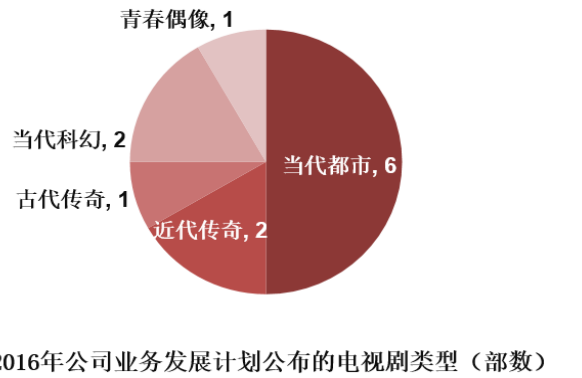
数据来源：猫眼电影，西南证券整理

图 36：2013 年公司电视剧类型分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：2016 年公司电视剧类型分布

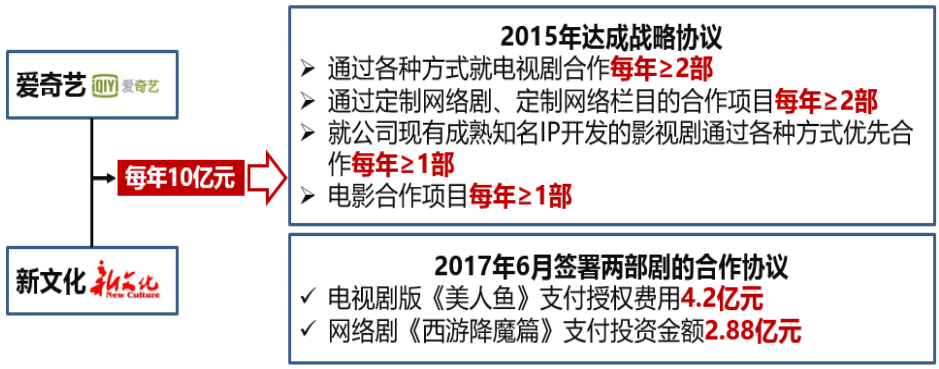


数据来源：公司公告，西南证券整理

与爱奇艺签署的战略协议初显成效，《美人鱼》、《西游降魔篇》剧集已被爱奇艺、北京奇异以超 7 亿元的价格提前锁定。2015 年 8 月 31 日，公司与爱奇艺签订战略合作协议，协议规定，在合作的至少 5 年时间内，双方拟定每年合作的电视剧、网络剧、电影、游戏及其衍生产品等项目产品的总市场规模合计目标 10 亿元，其中每年通过各种方式就电视剧合作不少于 2 部，每年通过定制网络剧、定制网络栏目的合作项目不少于 2 部，就公司现有的成熟知名 IP 开发的影视剧，每年通过各种方式优先合作不少于 1 部。电影方面，双方同意每年电影合作项目不少于 1 部。

2017 年 6 月 8 日，公司与北京奇艺签订电视剧版《美人鱼》独家使用许可协议，北京奇异支付授权费用 4.2 亿元，按照 50 集算，单集网络价格在 840 万元；与爱奇艺签订超级网络剧《西游降魔篇》独家投资协议，爱奇艺支付 2.88 亿元的投资金额，公司负责拍摄制作。超 7 亿元的提前锁定凸显对超级 IP 和公司精品剧制作能力的认可度。

图 38：2015 年公司与爱奇艺签署的战略协议情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

多项储备影视项目蓄势待发，2018 年之后业绩有望逐渐放量。公司已储备多个优质电视剧、电影项目，其中电视剧大剧的收入有望促公司 2018-2019 年业绩爆发。

- **电视剧大剧方面**，1）2017 年 8 月 8 日即将登陆东方卫视周播剧场和爱奇艺的《轩辕剑之汉之云》，制作款达 7000 万元，2017Q1 仅确认了部分收益，预计后续仍将

为公司带来可观的收入；2）2017 年 1 月开拍的《许仙》、2017 年 Q2 开拍的《封神榜》的业绩有望在 2018-2019 确认；3）《天河传》（仙剑奇侠传 4）将于 2017 下半年开拍，预计 2018-2019 年播出；4）周星驰 IP 大剧《美人鱼》预计 2017 年开拍，《西游降魔篇》也已被爱奇艺提前锁定提上日程。公司电视剧大剧的收入有望在 2018-2019 年迎来爆发。

- **电视剧小剧方面**，2017 上半年开拍的《亲爱的设计师》、《亮剑之雷霆战将》和网剧《异兽志》有望陆续确认收入。

表 5：2017 年之后，公司储备的电视剧/网剧项目（橙色为大项目）

剧作名称	集数	主创人员及演员	进度	IP
《轩辕剑之汉之云》	58	导演：潘文杰 主演：于朦胧、关晓彤	2017 年 8 月 8 日东方卫视周播剧场+爱奇艺播出	改编自华人游戏中最强 IP 之一，该 IP 也是大宇资讯旗下经典华人原创、25 年历史、极具气场、拥有庞大粉丝群的超级大 IP
《美人鱼》	50		预计 2017 年开拍	2016 年电影《美人鱼》取得 33.9 亿元票房
《天河传》 （原名：仙剑奇侠传 4）	50		2017 年下半年开拍	单机游戏《仙剑奇侠传》从 1995 年到现在，已经过了二十余年，仙剑数代传承，更有两部大热的影视剧广为传播
《封神传》 （原名：新封神榜）	50		预计 2017 年 2 季度开拍	市场上已有多部封神榜题材的影视作品，为广大观众所熟知
电视剧《许仙》 （天乩之白蛇传说）	50	导演：尹涛、刘国辉 主演：杨紫、任嘉伦	2017 年 1 月在横店开机	《新白娘子传奇》是中国近几十年重播次数最多的港台电视剧之一，从 92 年诞生起，它就成为了暑假最热门的电视剧。在 2013 年的暑假期间，单单一个四川卫视，就已经重播了三次。
《亮剑之雷霆战将》	50	导演：金沙 主演：张云龙、高伟光、吴昕	2017 年 2 月开拍	《亮剑》IP 延伸而来，电视剧老版《亮剑》和新版《亮剑》播放量分别达到了 10 亿和 52 亿，此为青春版的《亮剑》
《亲爱的设计师》 （原名：男神的契约）	40	导演：罗灿然 主演：蒋毅、张佳宁	2017 年 3 月在苏州开机	
网剧《异兽志》	24	导演：岳晓卿 主演：李宗霖	已杀青	根据顾歌的同名小说改编，作者被成为“中国青春玄幻小说首席作者”

数据来源：公司公告，凤凰网，西南证券整理

2.3.2 电影、综艺：电影参投为主，综艺转向主控

电影方面，公司 2014 年度经营计划中共 13 部电影，其中，《一生一世》等 8 部电影上映，共计斩获近 3 亿的票房。2015 年度经营计划中共 17 部电影，其中，公司参与投资、发行的 8 部电影已上映，包括《有种你爱我》、《解救吾先生》等影片共取得近 3 亿元票房。2016 年度公司电影业务获得突破性发展，参与投资、出品的电影项目《美人鱼》、《绝地逃亡》、《同城邂逅》、《寻找心中的你》等 4 部电影先后上映，总票房突破 40 亿。

表 6：公司 2014 年以来参投的部分电影表现情况

电影名称	上映时间	票房（豆瓣评分）	主要演员
《西游伏妖篇》	2017 年 1 月 28 日	16.56 亿元（5.6）	吴亦凡、林更新、姚晨
《绝地逃亡》	2016 年 7 月 21 日	8.89 亿元（5.5）	成龙、范冰冰
《美人鱼》	2016 年 2 月 8 日	33.92 亿元（6.8）	邓超、张雨绮、罗志祥
《解救吾先生》	2015 年 9 月 30 日	1.96 亿元（7.8）	刘德华、刘烨
《有种你爱我》	2015 年 2 月 6 日	6766.8 万元（4.7）	郑凯、江一燕
《男人不可以穷》	2014 年 12 月 24 日	1364.7 万元（6.0）	黄宗泽、陈伟霆
《一生一世》	2014 年 9 月 5 日	2.28 亿元（5.1）	谢霆锋、高圆圆
《我的播音系女友》	2014 年 5 月 20 日	1277.2 万元（6.9）	汪东城、戚薇

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 7：2017 年电影项目计划

电影名称	主创人员及演员	制作进度	项目进度	备注	相关 IP
《萤火奇兵》	导演：邓伟锋	制作完成	2017 年 2 月 5 日已上映	动画电影	
《轩辕剑》	**监制：江志强**（李安、张艺谋的制片人及海外发行人，曾监制《卧虎藏龙》《十面埋伏》《寒战 2》等）	前期策划	预计 2018 下半年开机未确定上映时间	总投资将达 5 亿	由大宇资讯制作发行的系列游戏《轩辕剑》改编
《大富翁》	**监制：陈可辛**（曾导演《中国合伙人》《亲爱的》《投名状》曾监制《七月与安生》）	前期策划	未确定上映时间		由 PC 端游戏《大富翁》改编
《沙家浜》	全明星阵容，与中影股份合拍	前期策划	未确定上映时间		红色经典，前身是沪剧《芦荡火种》

数据来源：公司公告，网易新闻，中国日报，西南证券整理

综艺方面，公司于 2015 年成立综艺事业部，2017 年之前，综艺以投资为主，2016 年投资项目有《二胎时代》、《花漾梦工厂》、《我们战斗吧》、《熟悉的味道》等；2017 年，公司把更多精力放在自制上，正在积极筹备源于电影《美人鱼》所开发的综艺节目《寻找美人鱼》，该综艺节目预计下半年播出。

表 8：公司 2017 年储备综艺项目

综艺名称	播出平台	播出或预计播出日期	备注
《二胎时代》	北京卫视	2016 年 1 月 1 日周五晚 21:08 黄金时间开始播出，4 月 6 日正式收官	参投；北京卫视播出的二胎综艺节目，该综艺 CSM52 城收视率区间为 0.599%-1.133%，收视排名为第 5 名到第 11 名。
《花漾梦工厂》	山东卫视	2016 年 2 月 21 日周日 21:20 黄金时间开始播出，5 月 8 日完结	参投；山东卫视播出的大型才艺真人秀，该综艺 CSM50 城平均收视率为 0.846%，平均收视排名为第 6 名。
《熟悉的味道》	浙江卫视	2016 年 6 月 18 日周日晚 22:00 开始播出，8 月 20 日收官	参投，浙江卫视播出的大型明星美食传情感恩真人秀，该综艺 CSM52 城平均收视率为 1.232%，平均收视排名为第 5 名到第 6 名之间。
《我们战斗吧》	江苏卫视	2016 年 7 月 15 日周五晚 22:00 开	参投；江苏卫视播出的大片式户外真人秀节目，该综艺 CSM52

综艺名称	播出平台	播出或预计播出日期	备注
		始播出，9 月 30 日收官	城平均收视率为 0.953%，平均收视排名为第 5 名。
《星厨驾到 4》（鲜厨当道）	江苏卫视	2017 年 5 月 10 日周三 22:00 开始播出	参投；江苏卫视播出的周间美食综艺节目；该综艺 7 月 19 日的一期收视率 0.601%，居当日综艺收视率第一；7 月 26 日一期的收视率 0.498%，居当日综艺收视率第四。
《寻找美人鱼》	未确定	2017 年下半年	2016 年电影《美人鱼》取得 33.9 亿元票房
《大冒险》	未确定	2017 年下半年	

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 户外 LED 广告：业务稳健，植入广告开拓新增长极

3.1 行业增长平稳，户外媒体刊例花费逆势上涨

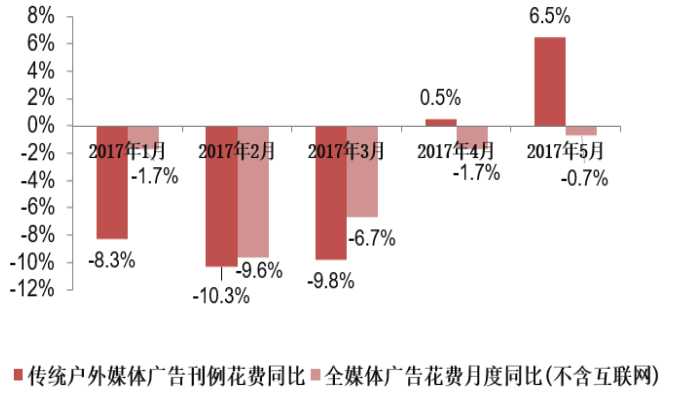
《CTR-CNRS 中国城市居民调查 2012-2017 年 Q1》数据显示，2012-2017Q1，电视、报纸、广播、杂志的媒体日到达率均呈现不同程度的下滑，传统媒体中的户外媒体则逆势上升。2017Q1，户外媒体日到达率为 87.8%，高出互联网媒体 11.1 个百分点，稳居所有媒体日到达率榜首，且仍保持着增长的趋势。与此同时，从 4 月开始，传统户外媒体广告刊例花费逆势上扬，2017 年 5 月，在全媒体（不含互联网）广告花费同比下降 0.7%的背景下，传统户外媒体广告刊例花费同比增速达 6.5%，且三四线城市仍有扩容空间。户外媒体作为场景媒体，以其屏幕巨大、视觉冲击力强、到达率高、贴合场景等特点，成为不可替代的重要媒体形式。

图 39：2012-2017Q1 各类媒体日到达率及其增长情况（%）



数据来源：CTR，西南证券整理

图 40：传统户外媒体广告及全媒体广告刊例花费同比变化情况



数据来源：CTR，西南证券整理

图 41：2013-2016 年一至四线城市户外媒体广告市场容量情况



数据来源：CTR，西南证券整理

图 42：户外 LED 广告屏幕巨大、视觉冲击力强、贴合场景

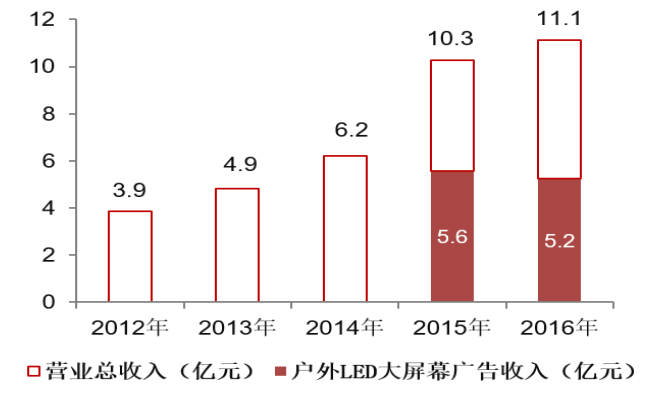


数据来源：百度图片，西南证券整理

3.2 行业龙头+植入广告增量，业绩持续向上

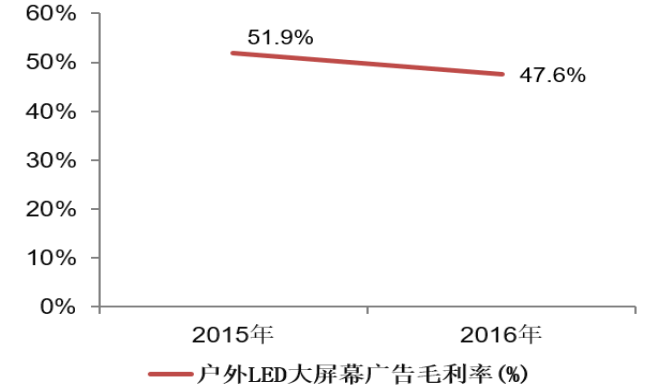
公司 2014 年底分别以 12 亿元、3 亿元作价收购户外 LED 媒体广告运营商郁金香与达可斯，2015-2016 年公司户外 LED 大屏幕广告业务占营收的 54%和 47%，成为公司营收的主要贡献力量。与此同时，公司户外 LED 大屏幕广告业务的毛利率相较于电视剧而言处于较高的水平，2015 年为 51.9%，2016 年为 47.6%。

图 43：公司总营收及户外 LED 大屏幕广告营收情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 44：公司广告业务毛利率变化情况



数据来源：wind，西南证券整理

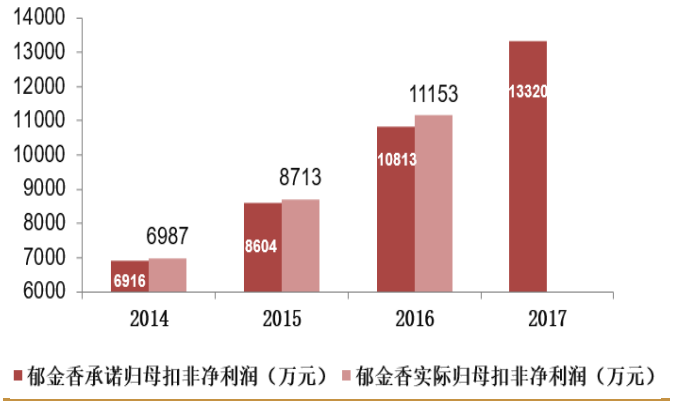
公司广告发布业务覆盖全国，主要客户集中于国际、国内知名企业，因此积累了丰富的广告客户资源，客户行业分布广泛，主要包括汽车、金融保险、酒类、化妆品、快消品、奢侈品等，此外还有中高端品牌。广告代理公司以大型广告公司为主。

其中，郁金香是户外 LED 大屏幕媒体这一细分行业的先入者和领先者，广告行业最核心竞争力是优质媒体资源，目前郁金香媒体覆盖领域广且大部分位于核心商圈，例如上海的东方商厦、北京的京信大厦等均是受到客户追捧的优质屏幕。与此同时，郁金香媒体的网络化布局程度日趋深入，增加了流媒体直播技术的全面推广，LED 大屏直播陆续吸引了 Papi 酱、陌陌、小红书等直播类客户的投放，未来此技术的推广将为公司带来业务增量。公司还不断在城市商业中心重要位置新增新的优质屏幕资源，并通过公司较强的运营能力有效降低

代理资源成本，公司目前正逐步向二三线城市商圈的优质点位进行拓展。**郁金香 2014~2017 年承诺归母扣非净利润分别为 6919 万元、8604 万元、10813 万元、13320 万元，目前 2014~2016 年均完成承诺数额并有所超出。**

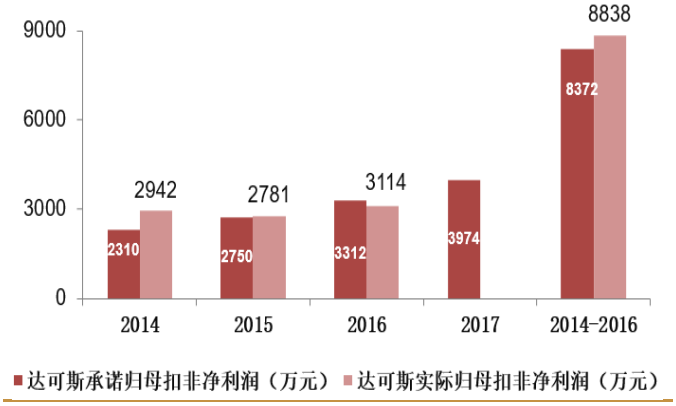
达可斯系东北地区领先的户外 LED 大屏幕媒体运营商，目前主要从事沈阳地区户外自有 LED 屏幕的广告代理发布业务，在沈阳地区 LED 大屏幕媒体市场具备领先的区域化竞争优势，占有较高的市场份额。达可斯以沈阳核心商圈户外自有 LED 屏幕为核心媒体资源，逐步拓展东北三省的屏幕代理业务并整合更多优质资源，不断扩大媒介资源网络，逐步建立区域化媒体网络优势。**达可斯 2014~2017 年承诺归母扣非净利润分别为 2310 万元、2750 万元、3312 万元、3974 万元， 2014~2016 年其累计实际归母扣非净利润 8837.6 万元，比承诺数高出 465.6 万元。**

图 45：2014-2017 年郁金香业绩对赌及实现情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 46：2014-2017 年达可斯业绩对赌及实现情况

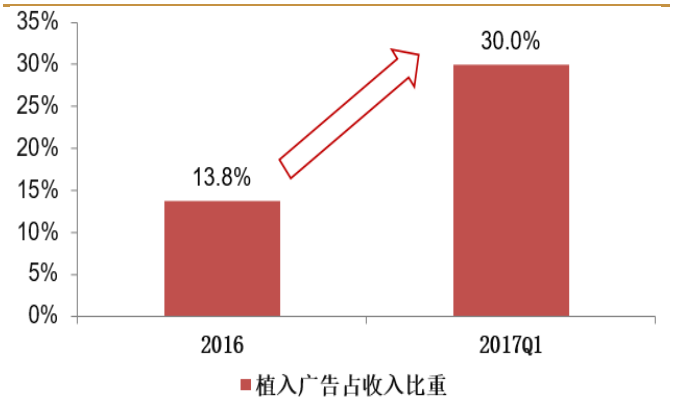


数据来源：公司公告，西南证券整理

协同效应显现，影视综艺中植入广告提供增量。公司 2016 年引入影视剧、综艺栏目等广告植入业务，2017 年，公司户外广告业务将继续深度挖掘集团影视板块的资源，取得相关影视剧、综艺节目等其他广告渠道的广告代理权，依托 LED 大屏资源的内容宣发平台和植入广告服务，实现新文化内容与 LED 大屏协同增长。

2017Q1，郁金香植入广告业务已占其收入的 30%，远高于 2016 年 13.8%的占比，公司 2017 年半年度业绩预告显示，公司持续加强内容与渠道的协同性，2017H1 植入广告业务的进一步提升是 2017 上半年公司归母净利润同比增长 20%-30%的原因之一。

图 47：郁金香收入中植入广告占比变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 48：《变形金刚 5》 中的植入广告



数据来源：百度图片，西南证券整理

4 多元化布局，享协同效应

公司 2013 年投资兰馨影业和凯羿影视，探索影视产业的多元化经营。2015 年，公司与软星科技（大宇资讯全资子公司）共同出资设立仙境网络，公司持有仙境网络 51%股权，积极打造影游联动的商业模式，全面优化业务结构。2016 年，公司投资电竞行业内容制作龙头企业七煌科技，进一步完善公司业务布局和各业务之间的协同性。目前，部分投资已经卖出并取得不错投资收益。

2016 年底，公司投资小度互娱，小度互娱成立于 2016 年 4 月，是由百度旗下百度视频业务分拆而独立出来的，小度互娱致力于打造中国互联网 PGC(专业生产内容)分发第一平台。独立运营后，小度互娱将直接拥有百度视频的海量用户规模及所有核心技术，专注于 PGC 内容分发平台建设和 PGC 内容投资基金运营，同时继续向网民提供全网视频搜索服务。公司通过投资小度互娱，布局互联网视频服务平台，促进内容制作和盈利模式创新变革和影游联动业务发展。

表 9：公司其他重要投资布局（灰色为有出售股权的标的）

并购/投资标的	首次披露日	交易总价值（万元）	标的情况	备注
小度互娱 6.83%股权	2016-11	10239	独立运营后，小度互娱将直接拥有百度视频的海量用户规模及所有核心技术，专注于 PGC 内容分发平台建设和 PGC 内容投资基金运营，同时，小度互娱会提供相应视频搜索服务。	1）布局互联网视频服务平台，集团“内容+渠道”布局更进一步；2）促进内容制作和盈利模式创新变革；3）促进影游联动业务发展。
七煌科技 10.87%股权	2016-05	5000	七煌科技是中国电竞行业内容制作龙头企业，主要业务包括教育培训、艺人经纪、赛事及节目制作、赛事运营等。七煌科技创立了国内首家主播及选手培训体系，拥有国内多名顶级主播，具备持续的精品赛事及节目内容制作能力，已成为电竞产业中唯一集产学研为一体的内容供应商。	进一步完善公司业务布局和各业务之间的协同性，并提高了公司的盈利能力。
仙境网络 51%股权	2015-10	102	软星科技长期致力于游戏开发，并且由初期电脑单机游戏开发至目前成功转型为移动互联网游戏开发。软星科技除拥有以总经理姚壮宪为核心的领导团队外，还有包括游戏产品开发所需的美术、策划、程序、测试等专业人员组成的研究开发业务团队。	公司与软星科技（大宇资讯全资子公司）共同出资设立，公司持有仙境网络 51%股权。
创祀网络 51%股权	2015-05	1475		2016 年出售 51%股权，交易金额 750 万元
与烙印传媒成立合资公司	2015-3	510	烙印文化是一家多个国外模式版权公司在中国业务的合作伙伴公司。其合作的版权公司覆盖媒体、娱乐、体育等领域，包括媒体领域全球知名的荷兰 Talpa 公司和 Alda 公司，英国的 Zodiak 公司等。	进一步拓展综艺栏目市场；为公司拓展新的利润增长点；扩大整合优质内容版权的规模。
英翼文化 32%股权	2014-12	3000		2016 年 9 月出售 15%股权，交易金额 5550 万元；2017 年 5 月出售 6.44%股权，交易金额 4800 万元
凯羿影视 60%股权	2013-11	600	凯羿影视成立于 2010 年，拥有国家广播电影电视总局核发的《摄制电影许可证》，该公司专注于电影投资制作、宣传、发行，品牌电影定制，影视产品营销等，拥有雄厚的媒体资源，与国内众多电视台、院线公司、海外影视机构建立了良好的合作伙伴关系。	2016 年出售 30%股权，交易金额 300 万元

并购/投资标的	首次披露日	交易总价值（万元）	标的情况	备注
哇棒传媒10%股权	2013-11	1000	哇棒传媒作为国内较早推出移动广告平台的公司，无论从基础技术架构、用户数据挖掘到全案策划能力，再到垄断资源都有相当深厚的积累，是国内领先的移动广告平台开发商和运营商。	2016 年 7 月出售 3.96%股权，出售金额 3851.27 万元
兰馨影院60%股权	2013-08	1200	兰馨影院注册经营地位于浦东陆家嘴商业中心，浦东新区作为改革先行地区，拥有良好的发展文化产业的土壤和政策环境，有望获得当地政府政策的培育扶持。本次投资双方增资的资金主要用于兰馨影院结构性改造，改造后的兰馨影院将拥有多个不同功能的电影放映厅及戏剧表演厅，是新文化探索影视产业多元化经营的重要战略布局。	

数据来源：wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

公司的主要业务是广告（户外 LED 大屏幕广告）和影视内容（电视剧、电影）。公司的主要业务可拆分为户外 LED 大屏幕广告、影视内容、其他类型广告等。

假设 1：户外 LED 大屏幕广告业务：假设公司户外 LED 大屏幕广告业务与户外广告行业同步发展，预计 2017-2019 年将维持 5%的增速，且 2017 年郁金香承诺归母扣非净利润为 1.332 亿元，达可斯承诺归母扣非净利润为 3974 万元。毛利率维持 47%。

假设 2：影视内容业务：公司 2015-2016 年电视剧业务向精品化转型，在流量向头部大剧集中的市场趋势下，加上考虑到公司 2017 年有《轩辕剑汉之云》以及 PDAL 并表带来增量（且 PDAL2016-2019 年承诺净利润分别为 6800、8840、11492、14468 万元），预计 2017 年公司影视内容业务的增速将达 50%，2018-2019 年增速分别为 40%、30%，毛利率 40%左右。

表 10：分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
户外 LED 大屏幕广告	收入	524.1	550.3	577.8	606.7
	增速	-6.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	47.6%	47.6%	47.6%	47.6%
影视内容	收入	468.2	702.3	983.2	1278.2
	增速	3.8%	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	29.0%	40.0%	40.0%	40.0%
其他类型广告	收入	77.1	123.3	191.1	286.6
	增速	4018.2%	60.0%	55.0%	50.0%
	毛利率	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%
其他主营业务	收入	33.80	54.1	75.7	90.9
	增速	436.2%	60.0%	40.0%	20.0%
	毛利率	46.1%	46.1%	46.1%	46.1%

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
其他业务	收入	9.9	10.9	12.0	13.2
	增速	11.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	51.9%	51.9%	51.9%	51.9%
合计	收入	1113.0	1440.9	1839.8	2275.6
	增速	8.5%	29.5%	27.7%	23.7%
	毛利率	38.3%	42.1%	41.3%	40.6%

数据来源：wind、西南证券

5.2 估值

我们选取 A 股上市公司中主业为影视剧制作、营销的传媒公司进行对比，2017 年/2018 年行业平均估值水平为 31 倍/25 倍。基于 1）公司电视剧业务向精品化转型，拥有大宇资讯 IP、周星驰影视 IP 等，有望获得新电影参投的收益以及现有优质 IP 多维度开发的收益，未来想象空间较大；2）公司广告植入业务大幅增长。我们给予公司 2017 年 30 倍的估值，2017-2019 年 EPS 分别为 0.65 元、0.78 元、0.92 元，对应目标价 19.43 元，“买入”评级。

表 11：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	0.63	0.84	1.08	31.67	31.67	31.67
002343.SZ	慈文传媒	38.44	1.34	1.71	2.09	28.79	22.42	18.36
000892.SZ	欢瑞世纪	8.33	0.38	0.48	0.60	21.78	17.36	13.71
000802.SZ	北京文化	18.29	0.47	0.55	0.64	31.37	25.85	21.99
300133.SZ	华策影视	12.88	0.36	0.44	0.52	35.69	29.28	24.58
000673.SZ	当代东方	13.53	0.32	0.51	0.65	42.04	26.35	20.85
300426.SZ	唐德影视	24.80	0.92	1.27	1.75	27.20	19.61	14.26
均值						31.22	24.65	20.77

数据来源：wind，西南证券整理

6 风险提示

影视政策突然缩紧。国家新闻广电总局对影视行业的监督、管理较为严格，虽然我们认为目前行业政策对头部剧影响不大，但仍然不排除未来监管强度进一步缩紧的可能性。

郁金香、达可斯、PDAL 业绩实现或不达承诺。2017 年是郁金香、达可斯对赌期的最后一年，尽管郁金香超额完成 2014-2016 年承诺净利润，达可斯完成 2014-2015 年承诺净利润，但仍不能排除 2017 年或之后业绩低于预期的可能。PDAL2016-2019 年承诺净利润分别为 6800、8840、11492、14468 万元，同样也不能排除业绩低于预期的可能。

影视剧适销性的风险。影视剧的好坏判断主要基于消费者的主观体验和独立判断，并且会随社会环境变化而变化，尽管公司拥有优质 IP 资源，依然难以确保公司主观判断与广大消费者主观判断完全一致，因此，市场需求具有一定的未知性，影视剧的投资回报存在一定的不确定性。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1113.05	1440.85	1839.82	2275.56
营业成本	686.92	834.81	1079.88	1351.07
营业税金及附加	18.23	18.77	23.88	30.83
销售费用	73.12	88.24	114.93	142.44
管理费用	57.01	69.12	90.86	112.01
财务费用	33.84	53.01	52.47	52.97
资产减值损失	-3.68	3.00	3.00	3.00
投资收益	71.91	60.00	50.00	40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	319.52	433.90	524.80	623.24
其他非经营损益	32.64	28.22	30.36	29.44
利润总额	352.16	462.12	555.15	652.68
所得税	88.62	115.82	139.32	163.72
净利润	263.54	346.30	415.83	488.96
少数股东损益	-1.66	-2.18	-2.62	-3.08
归属母公司股东净利润	265.20	348.48	418.45	492.03

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	263.54	346.30	415.83	488.96
折旧与摊销	43.98	16.09	16.09	16.09
财务费用	33.84	53.01	52.47	52.97
资产减值损失	-3.68	3.00	3.00	3.00
经营营运资本变动	77.96	-408.90	-511.68	-535.12
	30.97	-63.00	-53.00	-43.00
经营活动现金流净额	446.61	-53.49	-77.29	-17.11
资本支出	26.53	0.00	0.00	0.00
其他	-259.60	60.00	50.00	40.00
投资活动现金流净额	-233.07	60.00	50.00	40.00
短期借款	-100.95	29.29	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-53.75	-53.04	-69.70	-83.69
其他	482.98	-83.48	-52.47	-52.97
筹资活动现金流净额	328.27	-107.23	-122.16	-136.66
现金流量净额	550.05	-100.72	-149.46	-113.77

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1283.40	1182.68	1033.23	919.46
应收和预付款项	960.92	1427.78	1817.47	2216.24
存货	608.25	739.21	956.21	1196.34
其他流动资产	8.61	11.14	14.23	17.60
长期股权投资	7.69	7.69	7.69	7.69
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	118.69	105.46	92.23	79.00
无形资产和开发支出	983.88	983.82	983.76	983.70
其他非流动资产	473.98	471.18	468.38	465.58
资产总计	4445.43	4928.97	5373.20	5885.61
短期借款	370.71	400.00	400.00	400.00
应付和预收款项	205.25	390.91	479.38	575.88
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1037.99	1043.79	1053.41	1064.06
负债合计	1613.96	1834.70	1932.80	2039.94
股本	537.55	537.55	537.55	537.55
资本公积	1490.45	1490.45	1490.45	1490.45
留存收益	759.04	1054.48	1403.23	1811.58
归属母公司股东权益	2817.50	3082.48	3431.23	3839.58
少数股东权益	13.97	11.79	9.17	6.09
股东权益合计	2831.47	3094.27	3440.40	3845.67
负债和股东权益合计	4445.43	4928.97	5373.20	5885.61

财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	8.47%	29.45%	27.69%	23.68%
营业利润增长率	1.29%	35.80%	20.95%	18.76%
净利润增长率	6.15%	31.40%	20.08%	17.59%
EBITDA 增长率	9.72%	26.59%	17.96%	16.68%
获利能力				
毛利率	38.28%	42.06%	41.31%	40.63%
三费率	14.73%	14.60%	14.04%	13.51%
净利率	23.68%	24.03%	22.60%	21.49%
ROE	9.31%	11.19%	12.09%	12.71%
ROA	5.93%	7.03%	7.74%	8.31%
ROIC	10.14%	13.11%	13.24%	13.27%
EBITDA/销售收入	35.70%	34.91%	32.25%	30.42%
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.31	0.36	0.40
固定资产周转率	8.77	12.86	18.61	26.58
应收账款周转率	1.26	1.59	1.48	1.47
存货周转率	1.13	1.24	1.27	1.26
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	130.84%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	36.31%	37.22%	35.97%	34.66%
带息债务/总负债	84.48%	75.91%	72.06%	68.27%
流动比率	4.75	4.08	4.15	4.23
速动比率	3.74	3.18	3.11	3.06
股利支付率	20.27%	15.22%	16.66%	17.01%
每股指标				
每股收益	0.49	0.65	0.78	0.92
每股净资产	5.24	5.73	6.38	7.14
每股经营现金	0.83	-0.10	-0.14	-0.03
每股股利	0.10	0.10	0.13	0.16

业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	397.34	503.01	593.36	692.30
PE	33.79	25.71	21.41	18.21
PB	3.18	2.91	2.61	2.33
PS	8.05	6.22	4.87	3.94
EV/EBITDA	21.63	17.35	14.96	12.98
股息率	0.60%	0.59%	0.78%	0.93%

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	机构销售	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