



2017 年 10 月 19 日

买入(上调)

当前价: 6.31 元

目标价: 8.80 元

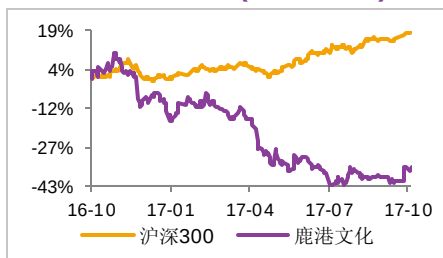
分析师: 陈净娴

执业编号: S0300516090001

电话: +86-021-51782239

邮箱: chenzhengxian@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	3588.8	4320.9	5120.3	5949.8
(+/-)	51.44%	20.40%	18.50%	16.20%
归母净利润	178.68	260.41	352.67	421.77
(+/-)	50.58%	45.74%	35.43%	19.59%
EPS(元)	0.200	0.291	0.394	0.472
P/E	31.55	21.68	16.02	13.37

资料来源: 联讯证券研究院

鹿港文化(601599.SH)

【联讯传媒】鹿港文化(601599.SH, 买入)深度报告: 世纪长龙业绩已然触底, 天意影视为重要引擎

投资要点

✧ 天意影视精品剧不断, 成公司业绩增长有效保障

凭借着由资深影视制片人、著名导演、著名编剧和营销专家组成的核心创作团队, 天意影视精品剧制作实力雄厚。目前公司以一年制作、发行两到三部电视剧(150集)、两部网剧的速度, 保持稳定的运营和强势推进的势头。2017年公司的主要作品包括《美好生活》、《花开如梦》, 并且于2018年年初开拍《曹操》。《花开如梦》、《美好生活》于今年下半年确认收入, 预计盈利约1亿元;《曹操》将于明年发行, 该剧80集, 卫视版权预计600万一集, 视频网站版权费预计约为1,500万一集。多部精品剧将有力保障公司今明两年的业绩增长。

✧ 设立鹿港互联, 加码网络剧开发, 超级IP《摸金玦》有望提升明年业绩

在我国近年网络剧爆发的背景下, 为更好地制作、发行互联网影视剧, 公司于2015年7月出资1亿元投资设立全资子公司鹿港互联, 并于2016年3月投资7亿元加码网剧开发。目前, 公司顺利完成网络剧《墨客行》的拍摄和后期制作, 预计下半年能出售, 按20集, 200万一集计算, 预计将为贡献4000万-收入。此外, 公司正在全力筹备《摸金玦》开发和制作,《摸金玦》是《鬼吹灯》系列的姊妹篇, IP效应较强, 预计明年发行, 将为公司提供业绩提供保障。

✧ 积极拓展海外市场, 公司纺织业务营收增速稳定

近年来, 我国纺织整体发展形势平稳。在此背景下, 公司通过拓宽产品线和拓展海外市场, 使得公司纺织业务营收实现稳定增长, 预估纺织业务按年录得10%左右的增长。

✧ 投资建议

我们将投资评级由「增持」上修至「买入」, 基于公司业绩即将进入上行区间, 理由为(1)世纪长龙1H17为业绩低点(亏损593万), 预估2H17盈利为大概率事件;(2)天意影视2017年业绩依靠《美好生活》和《花开如梦》有保障, 2018年大剧《曹操》为业绩大年。我们预计公司2017年、2018年和2019年营业收入分别为43.2亿, 51.2亿, 59.5亿, 归属于母公司净利润分别为2.6亿, 3.5亿, 4.2亿, 每股收益分别为0.29元, 0.39元, 0.47元。我们给予纺织业务以及股权投资业务10X的PE, 给予影视业务30X倍估值, 加权平均后整体给予22.6X估值, 对应2018年目标价8.80元。

✧ 风险提示

纺织行业竞争加剧以及汇率变化风险。网络剧市场不及预期。



目 录

一、投资摘要	4
(一) 投资评级与估值	4
(二) 关键假设点	4
(三) 有别于大众的识别	4
(四) 股价表现催化剂	5
(五) 核心假设风险	5
二、公司概况	6
(一) 历史沿革：传统纺织业务起家，逐步转型“纺织+影视”双主业	6
(二) 股权结构：多次发行股份收购影视资产后，股权较为分散	6
(三) 经营业绩：传统纺织业务贡献稳定营收，加码影视业务拓展收入渠道	7
三、影视行业：电影市场平稳发展，网络剧呈爆发增长态势	8
(一) 电影市场经过 16 年后触底后，17 年回暖迹象明显	8
1、电影票房趋于平稳，长期仍有空间	8
2、银幕数仍然高速增长，但因票房增速下降致银幕单产有所下滑	9
(二) 电视剧：精品头部剧效应明显，IP 改编热度不减	10
1、电视剧发行总量较高，但精品剧依旧稀缺	10
2、IP 改编剧粉丝效应明显，热度不减	10
3、“台网联动”助力电视剧产业发展	11
(三) 网剧：视频平台助力网剧爆发增长	12
1、优质精品剧成网络流量保障	13
2、专业影视人涉足网剧，精品化进程加快	13
3、BAT 介入下，视频平台助力网剧发展	14
四、传统纺织业务稳定增长，转型影视改善业务结构	15
(一) 天意影视：十年专注精品影视剧，电视剧制作实力雄厚	15
1、《花开如梦》、《美好生活》两部精品剧助力天意影视完成 17 年业绩对赌	15
2、7 亿投资打造鸿篇巨制《曹操》，确保天意影视 19 年业绩增长	16
(二) 世纪长龙：立足精品剧，拓展电影发行	17
(三) 投资 1 亿设立鹿港互联，进军网络剧市场	18
(四) 纺织业务平稳发展，贡献稳定营收	18
五、投资建议	19
六、风险提示	19

图表目录

图表 1：历史大事件一览	6
图表 2：实际控制人持股占比 13.30%，整体股权结构较为分散	6
图表 3：营收增长较为稳定，年均复合收益率 16.5%	7
图表 4：16 年影视收入占比 33.9%，双主营结构初步建立	7
图表 5：1H17 由于财务费用增加，导致销售毛利率有所下滑	7
图表 6：17 年 1-9 月票房同比增长 16.5%，票房回暖迹象回暖	8



图表 7: 2016 年中国人均观影次数 1.73 次, 距北美 3.8 次仍有较大差距.....	9
图表 8: 2016 年中国银幕总数超过 4 万块	10
图表 9: 2016 年银幕单产有所下滑	10
图表 10: 2010-2016 年中国电视剧总集数稳定在 15,000 集.....	10
图表 11: 2015、2016 年 IP 改编剧迅猛增长.....	11
图表 12: 2017 年影视作品台网联动情况.....	11
图表 13: 2016 年网络剧数量同比增长 60.6%.....	12
图表 14: 2016 年网剧播放量同比增长 225.5%.....	12
图表 15: 2015、2016 年网络剧 TOP50 播放量对比.....	13
图表 16: 专业影视人涉足网剧, 网络精品化进程加快.....	14
图表 17: 2016 年各视频网站 TOP5 网络剧播放量.....	14
图表 18: 《花开如梦》海报	16
图表 19: 《美好生活》剧照	16
图表 20: 《曹操》海报	16
图表 21: 2017 精品剧价格一览.....	17
图表 22: 1H17 世纪长龙小幅亏损, 预计下半年将有所回升.....	18
图表 23: 公司网络剧拍摄计划.....	18
图表 24: 估值表.....	19
附录: 公司财务预测表 (百万元)	20



一、投资摘要

(1) **天意影视精品剧不断，成公司业绩增长有效保障。**凭借着由资深影视制片人、著名导演、著名编剧和营销专家组成的核心创作团队，天意影视精品剧制作实力雄厚。目前公司以一年制作、发行两到三部电视剧（150集）、两部网剧的速度，保持稳定的运营和强势推进的势头。2017年公司的主要作品包括《美好生活》、《花开如梦》，并且于2018年年初开拍《曹操》。《花开如梦》、《美好生活》于今年下半年确认收入，预计盈利约1亿元；《曹操》将于明年发行，该剧80集，卫视版权预计600万一集，视频网站版权费预计约为1,500万一集。多部精品剧将有力保障公司今明两年的业绩增长。

(2) **设立鹿港互联，加码网络剧开发，超级IP《摸金玦》有望提升明年业绩。**在我国近年网络剧爆发的背景下，为更好地制作、发行互联网影视剧，公司于2015年7月出资1亿元投资设立全资子公司鹿港互联，并于2016年3月投资7亿元加码网剧开发。目前，公司顺利完成网络剧《墨客行》的拍摄和后期制作，预计下半年能出售，按20集，200万一集计算，预计将为贡献4000万-收入。此外，公司正在全力筹备《摸金玦》开发和制作，《摸金玦》是《鬼吹灯》系列的姊妹篇，IP效应-，预计明年发行，将为公司提供业绩提供保障。

(3) **积极拓展海外市场，公司纺织业务营收增速稳定。**近年来，我国纺织整体发展形势平稳。在此背景下，公司通过拓宽产品线和拓展海外市场，使得公司纺织业务营收实现稳定增长，预估纺织业务按年录得10%左右的增长。

(一) 投资评级与估值

我们将投资评级由「增持」上修至「买入」，基于公司业绩即将进入上行区间，理由为(1)世纪长龙1H17为业绩低点（亏损593万），预估2H17盈利为大概率事件；(2)天意影视2017年业绩依靠《美好生活》和《花开如梦》有保障，2018年大剧《曹操》为业绩大年。我们预计公司2017年、2018年和2019年营业收入分别为43.2亿，51.2亿，59.5亿，归属于母公司净利润分别为2.6亿，3.5亿，4.2亿，每股收益分别为0.29元，0.39元，0.47元。我们给予纺织业务以及股权投资业务10X的PE，给予影视业务30X倍估值，加权平均后整体给予22.6X估值，对应2018年目标价8.80元。

(二) 关键假设点

(1) 传统纺织业务稳定增长；(2) 电影市场回暖；(3) 电视剧内容制作持续精品化。

(三) 有别于大众的认识

有别于市场对于纺织业务的增速的担忧，我们认为公司通过积极拓展海外市场，纺织业务营收增长较为稳定；此外，有别于市场对于电视剧市场竞争加剧的预期，公司的子公司天意影视具有多年精品剧制作经验，精品剧收入表现良好。



（四）股价表现催化剂

今明年天意影视的《花开如梦》、《美好生活》、《曹操》等多部精品剧以及《摸金玦》等网剧持续推出，有效确保公司盈利稳定增长为公司股价催化剂。

（五）核心假设风险

- （1）未来中国电影票房表现；
- （2）纺织行业增速不及预期；
- （3）公司电视剧制作情况。



二、公司概况

（一）历史沿革：传统纺织业务起家，逐步转型“纺织+影视”双主业

公司成立于 2002 年，成立初期的主营业务是各类精纺、半精纺纱线以及高档精纺呢绒面料生产与销售。在国内纺织行业增速放缓的背景下，2014 年公司收购世纪长龙 100% 股权，开始向影视领域转型。世纪长龙专门从事影视剧的策划、制作与发行，未来主要往电影。2015 年公司收购天意影视 51% 股权，进一步增强了影视业务制作及发行能力，提升了公司在影视领域的竞争力。此外，公司还出资 1 亿元成立鹿港互联网影视公司，并投入 9 亿元开发互联网影视剧项目，将互联网影视作为未来的发展重点。随着公司在影视领域的不断转型，公司也得以实现“纺织+影视”双主业并行的业务结构。

图表1：历史大事件一览

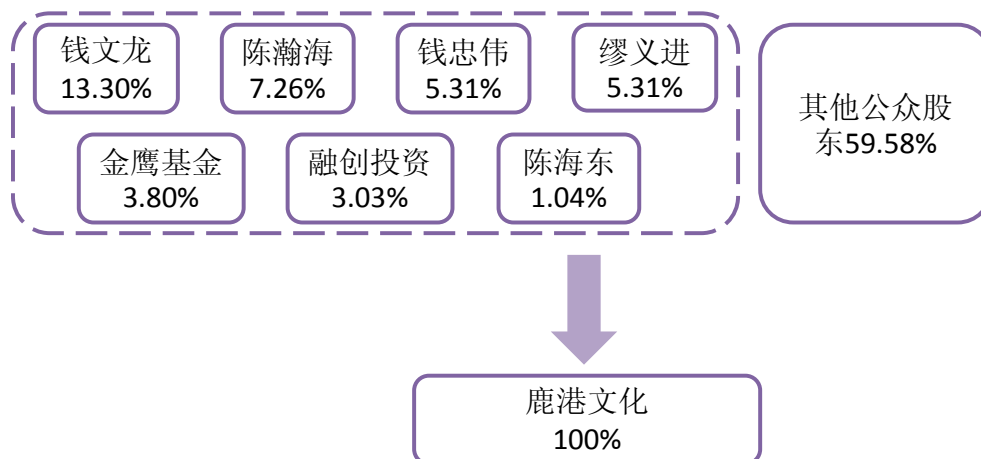
年份	重要事件
2002 年 2 月	公司前身鹿港毛纺织品有限公司成立，注册资本为 4,584 万元
2008 年 5 月	整体变更为股份公司，总股本为 1.59 亿元
2014 年 5 月	4.7 亿元的价格收购世纪长龙 100% 的股权，向影视行业转型
2015 年 7 月	为更好的实施制作和发行互联网影视剧，出资 1 亿元人民币投资设立鹿港互联网影视（北京）有限公司，
2015 年 7 月	21732 万元收购天意影视 51% 股权，加码影视业务
2015 年 11 月	非公开发行股份，募资 10 亿投资互联网影视剧项目
2016 年 7 月	以现金出资 5,000 万元设立全资子公司江苏鹿港文化产业投资有限公司，用于影视文化板块业务的投资。

资料来源：联讯证券，公司公告

（二）股权结构：多次发行股份收购影视资产后，股权较为分散

公司的实际控制人为董事长钱文龙，钱文龙先生历任公司前身张家港市毛纺厂车间主任、副厂长、江苏鹿港毛纺集团有限公司董事长兼总经理等职务。由于公司多次发行股份收购影视资产后，股权被稀释，占比仅为 13.3%。14 年发行股份收购世纪长龙后，原世纪长龙大股东陈翰海拥有公司 7.26% 股权，为公司第二大股东。前十大股东股权占比仅为 40%，股权较为分散。

图表2：实际控制人持股占比 13.30% 整体股权结构较为分散

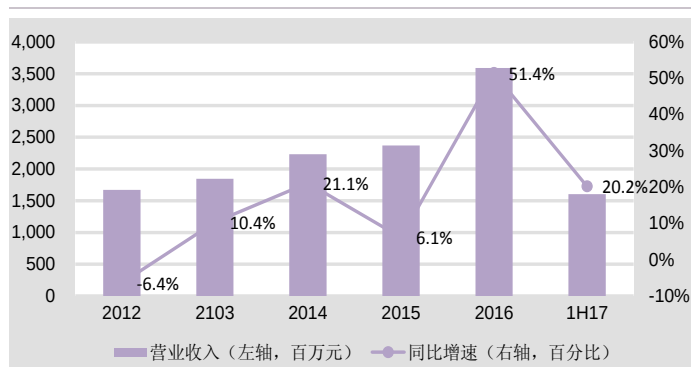


资料来源：联讯证券，公司公告注：金鹰基金 3.80% 为旗下三支基金合计持股占比

（三）经营业绩：传统纺织业务贡献稳定营收，加码影视业务拓展收入渠道

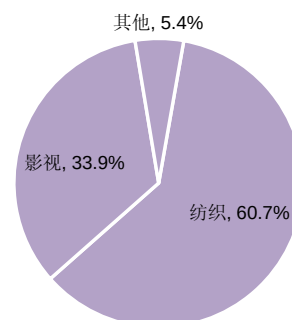
收入方面，传统纺织业务历年营收增长稳定，也是公司的主要收入来源，随着 14 年公司发行股份收购世纪长龙 100% 股权，15 年 7 月公司又收购天意影视 51% 的股权后，公司业务结构发生改变。15 年世纪长龙全年、天意影视 8-12 月份的收入实现并表后，公司增加了影视业务收入，收入占比 9.51%。16 年由于天意影视实现全年并表，影视收入实现 12.17 亿元，占比进一步提升，达到 33.9%，意味着公司“纺织+影视”双主营业务的格局初步建立。

图表3： 营收增长较为稳定，年均复合收益率 16.5%



资料来源：联讯证券，公司公告

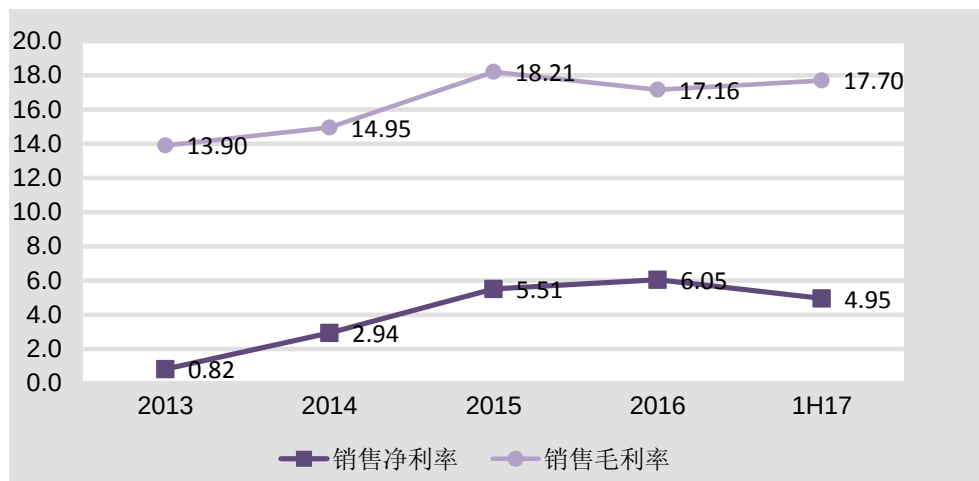
图表4： 16 年影视收入占比 33.9%，双主营结构初步建立



资料来源：联讯证券，公司公告

盈利能力方面，公司 16 年销售毛利率、净利率分别为 17.16%、6.05%，1H17 销售毛利率提升至 20.64%，但是由于财务费用的增加，导致 1H17 的销售净利率下滑至 4.95%；16 年公司电视剧业务的销售毛利率为 32.26%，而对比纺织业务的毛利率仅为 18% 左右，随着公司进一步加码影视剧业务，影视业务的收入占比逐步提升，预计将有效提升公司的盈利能力。

图表5： 1H17 由于财务费用增加，导致销售毛利率有所下滑



资料来源：联讯证券，wind

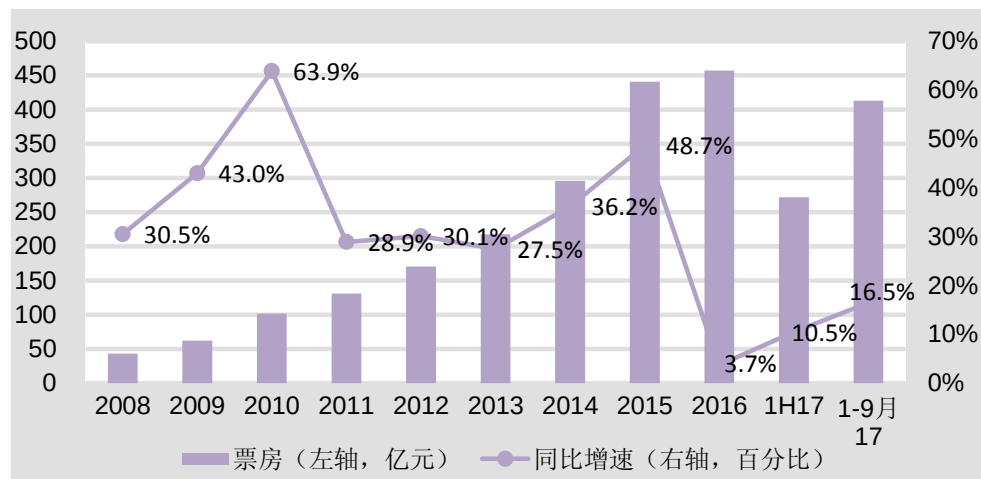
三、影视行业：电影市场平稳发展，网络剧呈爆发增长态势

（一）电影市场经过 16 年后触底后，17 年回暖迹象明显

1、电影票房趋于平稳，长期仍有空间

近年来，得益于国民经济的持续快速增长以及国家对文化产业的支持，整体电影文化与产业环境持续改善。作为文化娱乐市场重要组成部分的电影市场已连续多年实现电影票房的快速增长。根据国家新闻出版广电总局电影局数据统计，最近五年全国电影总票房总体呈现快速上升的趋势，自 2012 年起的 170.7 亿元增长至 2016 年的 457.1 亿元，最近五年复合增长率为 28.36%。其中 2014 年，全国电影产业总收入达到 363.7 亿元，同比增长 31.5%。其中票房收入 296.4 亿元，同比增长 36.2%；2015 年，全国电影票房收入 440.7 亿元，同比增长 48.7%，电影票房近两年实现持续、高速增长。2016 年，全国电影票房在“第三方”票补减少、“电影制作小年”、银幕增速过快等因素的影响下，整体增速放缓，全年票房达到 457.12 亿元，增速为 3.73%，在扣除票补等因素后，预计 2016 年全年电影票房市场的内生增长率仍在两位数以上。2017 年上半年，中国票房达到 271.77 亿元，同期增长 10.51%，下半年，由于《战狼 2》极受市场热捧，使得暑期档票房同比 37%，预计 17 年全年票房增速有望达到 15%-18%。

图表6： 17 年 1-9 月票房同比增长 16.5%，票房回暖迹象回暖



资料来源：联讯证券，wind

从观影人次方面来看，我国票房从中长期来看依然有较大的提升空间。2016 年中国的人均观影频次在 1 次左右（城镇人口在 2 次左右），相比于北美 3.8 次一年，还有很大的提升空间。随着中国经济的发展，大众对娱乐需求的增加，同时优质内容供给能源源不断吸引观众进电影院观影，中国年均观影频次和观影人次在未来均会增加。另一方面，供给端提升需要一定时间，而需求端需要供给端提升来提升需求，由此，未来电影票房将进入平稳增长大周期。

图表 7： 2016 年中国人均观影次数 1.73 次，距北美 3.8 次仍有较大差距



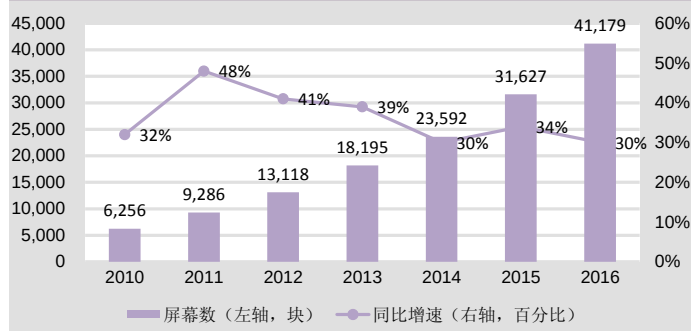
资料来源：联讯证券，wind

2、银幕数仍然高速增长，但因票房增速下降致银幕单产有所下滑

近年来，随着电影市场高速增长，院线银幕数高速增长。2016 年全国新增影院 1,612 家，新增银幕 9,552 块。中国银幕总数为 41,179 块（影院数超过 7,600 家），超过北美市场（约 3.9 万块），同比增长 26.8%，成为世界上电影银幕最多的国家。然而，票房增长速度跟不上银幕增长速度，使得平均银幕产出下滑，影院利润降低。2016 年银幕的增长率为 26.8%，远高于票房的增长率 3.7%，但平均银幕产出从 2015 年的 136 万元下滑到 2016 年的 111 万元。

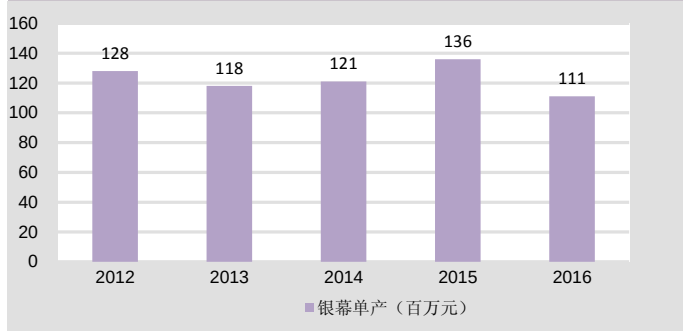


图表8： 2016 年中国银幕总数超过 4 万块



资料来源：联讯证券，wind

图表9： 2016 年银幕单产有所下滑



资料来源：联讯证券，智研咨询

（二）电视剧：精品头部剧效应明显，IP 改编热度不减

电视剧产业主要是指以电视剧为中心延伸出来的，包括创作、融资、制作、经营、播出、数据调查和衍生产品开发等各个环节的产业化运行体系。电视剧对于提升电视台收视率、拉动广告创收的作用十分显著。国内现有获得电视剧生产甲级许可证机构一百三十余家，获得乙级许可证机构近 3000 家，电视剧制片业规模稳居世界第一。

1、电视剧发行总量较高，但精品剧依旧稀缺

2013 年以来，我国电视剧发行集数稳定在 15,000 集上下，电视剧发行总量仍然稳定在较高位置。虽然国内电视剧年产量较高，但精品电视剧仍然具有很强稀缺性，2011-2016 年卫视频道收视率 1%以上的电视剧仅为 349 部，占 2011-2016 年获得发行许可证的电视剧总数约 14%，高收视率的精品电视剧占比较小。此外，由于包括电视台、互联网视频媒体在内的下游渠道之间的竞争日益白热化，对优质内容的获取成为渠道竞争的主要手段，因此近年来精品内容价格逐步攀升。受益于市场的追捧，精品电视剧单集价格超过 100 万已经是常态，优秀的精品电视剧甚至能够获得单集千万以上的价格。

图表10： 2010-2016 年中国电视剧总集数稳定在 15,000 集



资料来源：联讯证券，智研咨询

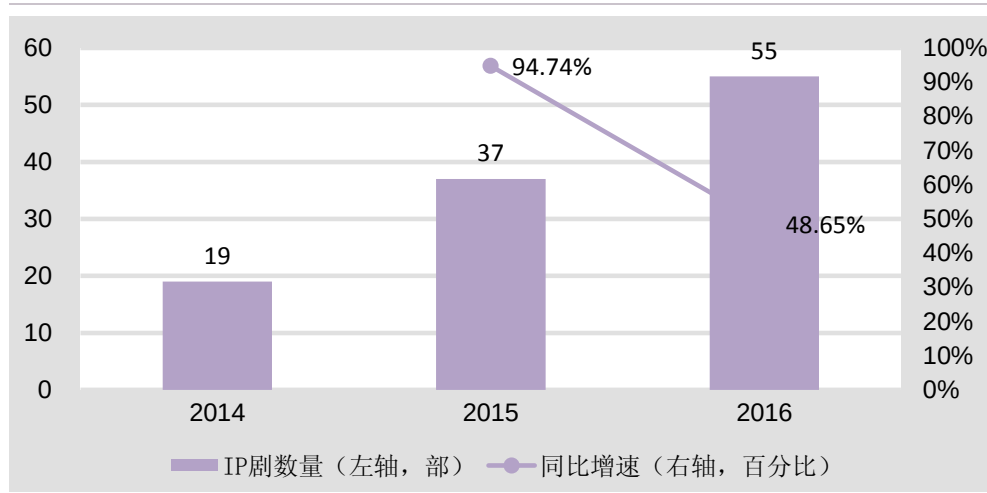
2、IP 改编剧粉丝效应明显，热度不减

随着近年 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。2017 年 IP 剧依然热度不减，开年就有两部 IP 剧开播，一部是改编自沧溟水的小说《大唐后妃传之珍珠传奇》的《大唐荣耀》；一部是根据唐七公子同名小说改编的《三生三世十里桃花》，目前这两部 IP 剧都取得了不错的手势效率。IP 剧本身具有一定的受众基础，且已经过市场检验，影视化后具有天然的受众和市场优势。

图表11： 2015、2016 年 IP 改编剧迅猛增长



资料来源：联讯证券，智研咨询

3、“台网联动”助力电视剧产业发展

随着多屏时代的到来，台网联合的热潮正不断驱策着视频网站与电视台在内容资源上的融合与互动。优酷、爱奇艺、搜狐视频等主流视频网站也都与各大电视台展开了合作，“台网联动”的进程也正在由内容播出，深入到共同制作、推广等多个环节。“台网联动”是视频网站与电视台进行优势互补、品牌价值提升的最佳途径，现在“台网联动”的外延已从双平台共推电视剧，发展至联手制作、播出综艺节目，而二者的合作深度也正从节目的联合推广，逐渐向策划、营销、招商等纵深环节迈进，助力我国电视剧产业的发展。

图表12： 2017 年影视作品台网联动情况

作品	播出平台
凉生，我们可不可以不忧伤	湖南卫视、PPTV
特工皇妃楚乔传	湖南卫视、爱奇艺、搜狐
特勤精英	湖南卫视、芒果 TV
军师联盟	江苏卫视、北京卫视、优酷
放弃我，抓紧我	湖南卫视、爱奇艺
夏至未至	湖南卫视、爱奇艺、搜狐



作品	播出平台
上古情歌	东方卫视、腾讯
深夜食堂	北京卫视、浙江卫视、爱奇艺
角力之城	北京卫视、PPTV
孤芳不自赏	湖南卫视、乐视
将军在上	江苏卫视、芒果 TV
我们的少年时代	湖南卫视、爱奇艺、乐视、PPTV
如果可以这样爱	湖南卫视、芒果 TV
人间至味是清欢	湖南卫视、芒果 TV
那年花开月正圆	东方卫视、江苏卫视、腾讯卫视
如懿传	东方卫视、江苏卫视、腾讯视频、优酷
醉玲珑	东方卫视、优酷、PPTV
琅琊榜 2	北京卫视、爱奇艺
国家行动	央视、乐视

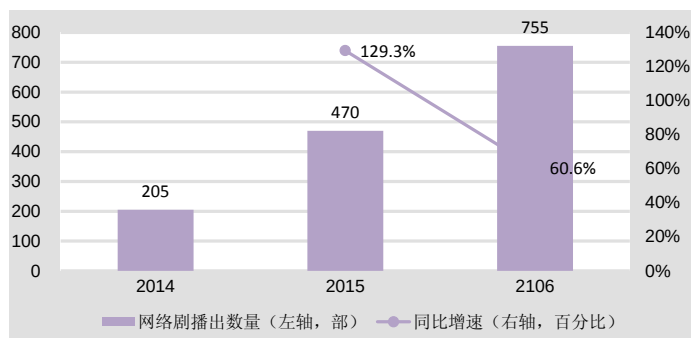
资料来源：联讯证券，艺恩

（三）网剧：视频平台助力网剧爆发增长

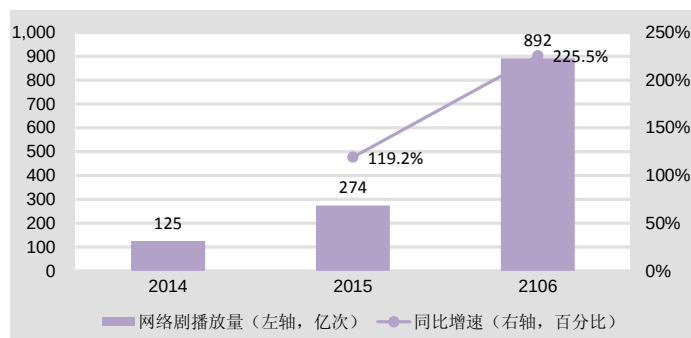
由于观剧习惯的互联网化、“一剧两星”政策的限制、IP 热潮的兴起、新媒体的迅速发展等因素的影响，2014 年以来网生内容市场快速增长，网络剧“爆款”频现，影响力提升显著大有赶超电视剧之势。2008 至 2016 年间，网络剧的年产量始终保持稳步增长，尤其是 2014 年网络剧产量爆发式增长至 205 部，2015 年则超过电视剧产量。2016 年增速虽然不及 2015 年，但也同样实现了 60.6%高增速。

图表13： 2016 年网络剧数量同比增长 60.6%

图表14： 2016 年网剧播放量同比增长 225.5%



资料来源：联讯证券，艺恩

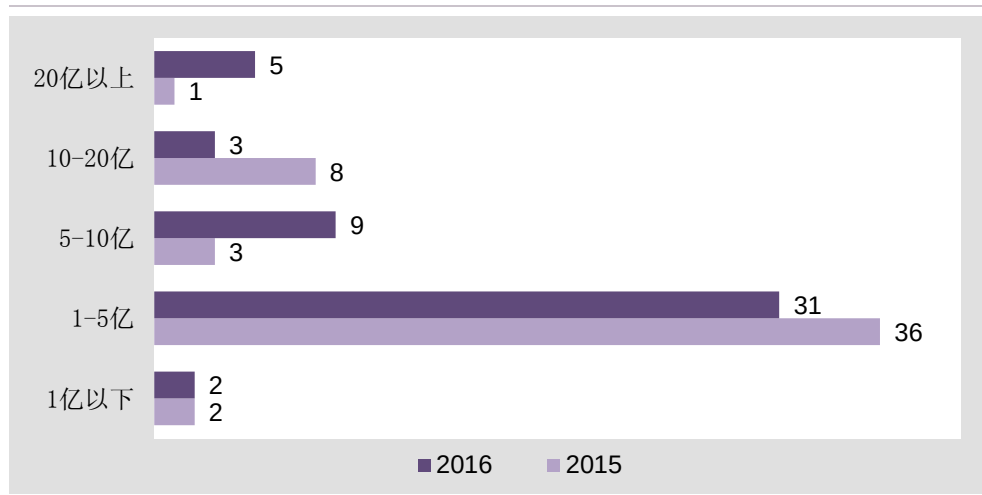


资料来源：联讯证券，艺恩

1、优质精品剧成网络流量保障

在经历了 2014 年和 2015 年的野蛮生长后，网络剧市场在 2016 年进入成熟期，由原先的“博量”发展转为“品质”发展。相较 2015 年网络剧数量超过 100% 的增速，2016 年的增速明显放缓，但优秀头部网络剧播放量只增不减。2016 年上线网络剧 Top50 播放总流量为 380 亿，较 2015 年增长 78%，流量增长势头强劲。其中播放量在 20 亿以上的网络剧为 5 部，占比 10%，较去年上涨 8%，且 2016 年排名第一的《老九门》的播放量比 2015 年排在首位的《盗墓笔记》的累计播放量高出 60 亿，5-10 亿播放量级的上线部数较 2015 年增长 10%，其他段位上线部数有所下降或持平，网络剧市场进入强者越强的头部精品竞争时代。

图表15： 2015、2016 年网络剧 TOP50 播放量对比



资料来源：联讯证券，艺恩

2、专业影视人涉足网剧，精品化进程加快

2014-2016 年，网剧市场正逐步走上质变的转型升级之路，其制作班底逐渐由小团队制作向正规军入场，精品化进程明显加快。以 2014-2016 全年十大网络剧为例，越来越多的精英团队涌入网剧市场。2014 年，慈文传媒、欢瑞世纪初探网剧市场，2015 年，慈文、欢瑞、正午阳光、山影、SMG 尚世营业、唐人频造网剧爆款，到 2016 年，再添新丽、上影寰亚等劲旅。

随着传统影视巨头、知名编剧和导演等加入网剧市场，2016 年网剧市场呈现出强劲势头。由爱奇艺、慈文传媒、南派三叔、白一骢联手打造的《老九门》成首部流量破百亿网剧；



由爱奇艺、新丽传媒、天神娱乐联手打造的《余罪》成功打造“反类型罪案剧”，引爆全网；由腾讯视频、正午阳光、侯鸿亮联手打造的《如果蜗牛有爱情》、《鬼吹灯之精绝古城》。预计未来，在众多专业人士的加入背景下，网剧精品化进程会明显加快。

图表16：专业影视人涉足网剧，网络精品化进程加快

2014 年十大网络剧		2015 年十大网络剧		2016 年十大网络剧	
剧名	出品方	剧名	出品方	剧名	出品方
屌丝男士 3	搜狐视频	盗墓笔记	爱奇艺、欢瑞世纪	老九门	爱奇艺、慈文传媒
匆匆那年	搜狐视频	花千骨 2015	爱奇艺、慈文传媒	余罪	爱奇艺、新丽传媒、天神娱乐
谢文东 3	天虹世纪	暗黑者 2	腾讯视频、慈文传媒	太子妃升职记	乐津影视
万万没想到 2	优酷、万和天意	屌丝男士 4	搜狐视频	最好的我们	爱奇艺
灵魂摆渡	爱奇艺	执念师	PPTV、搜狐视频	重生之名流巨星	企鹅影业
暗黑者 1	腾讯视频、慈文传媒	无心法师	搜狐视频、唐人影视	半妖倾城	芒果 TV、东阳欢娱
微时代	腾讯视频、欢瑞世纪	校花的贴身高手	爱奇艺、世像文化	美人为馅	爱奇艺
怪咖啡	腾讯视频	灵魂摆渡 2	爱奇艺	九州天空城	企鹅影业、上影寰亚
废柴兄弟	爱奇艺	他来了，请闭眼	搜狐视频、SMG 尚世影业、正午阳光	如果蜗牛有爱情	企鹅影业、正午阳光
STB 超级教师	乐视网	纳妾记	PPTV	法医秦明	搜狐视频

资料来源：联讯证券，艺恩

3、BAT 介入下，视频平台助力网剧发展

近年来，由于 BAT 介入视频网站领域，拥有了巨头资金的支持，头部网剧的制作也愈加精良。2016 年各大平台在播放量和网剧质量均大幅提升，BAT 投资的三大视频平台爱奇艺、腾讯视频、优酷土豆表现最为突出，分别拥有 4、3、2 部播放量超过 20 亿的大剧，乐视与搜狐视频紧随其后，也各有一部播放量超 10 亿的优质网剧。这些播放量超 10 亿的网剧都是由视频网站与内容公司合作自制产出，利用视频网站的互联网基因以及强大的渠道能力，例如爱奇艺自制的《老九门》，就收获了超 100 亿的播放量，占爱奇艺总播放量的一半以上。由于 BAT 的资金支持，使得网剧发展速度迅猛提升。

图表17：2016 年各视频网站 TOP5 网络剧播放量



爱奇艺			腾讯视频		优酷土豆		搜狐视频	
排名	剧名	播放量 (亿)	剧名	播放量 (亿)	剧名	播放量 (亿)	剧名	播放量 (亿)
1	老九门	115.0	我的奇妙男友	27.4	欢喜密探	27.4	法医秦明	14.8
2	最好的我们	27.3	如果蜗牛有爱情	20.9	极品家丁	21.4	亲爱的公主病	6.0
3	余罪	21.7	重生之名流巨星	20.9	终极一班 4	19.6	刺客列传	4.1
4	余罪 2	21.6	怒江之战	19.0	飞刀又见飞刀	15.4	器灵	3.4
5	美人为馅	9.7	九州天空城	18.4	十宗罪	13.5	贴身校花	2.6

资料来源：联讯证券，艺恩

四、传统纺织业务稳定增长，转型影视改善业务结构

公司原主营业务为纺织业务，为应对纺织行业市场增速下滑的风险，公司于 14 年开始尝试转型影视领域，前后收购世纪长龙 100%以及天意影视 51%的股权，并于 15 年 7 月成立鹿港互联，拓展网络剧制作、发行。随着公司在影视领域的稳步推进，目前公司已经形成“纺织+影视”双主营的格局。

（一）天意影视：十年专注精品影视剧，电视剧制作实力雄厚

天意影视成立于 2007，是专门从事影视剧策划、制作与发行的影视制作公司。前身是华谊兄弟天意影视，由华谊兄弟和制作人吴毅、导演康洪雷联合创立。随着华谊兄弟的“去电视剧化”，2015 年，华谊兄弟彻底退出了天意影视的股份，由吴毅等之前的管理层实际控制了天意影视。同年 6 月，鹿港文化以 1.51 亿元的股权对价、6336 万元的增资对价获得天意影视 51%的股权。同时，天意影视做出了三年的业绩承诺，即 2015 年、2016 年、2017 年经审计净利润不低于 2500 万元、5500 万元、8500 万元。

凭借着由资深影视制片人、著名导演、著名编剧和营销专家组成的核心创作团队，公司精品剧制作实力雄厚，曾经制作过一批具有影响力的电视剧作品，包括《士兵突击》、《我的团长我的团》、《王大花的革命生涯》等。目前公司以一年制作、发行两到三部电视剧（150 集）、两部网剧的速度，保持稳定的运营和强势推进的势头。2017 年公司的主要作品包括《美好生活》、《花开如梦》，并且于 2018 年年初将开拍《曹操》。

1、《花开如梦》、《美好生活》两部精品剧助力天意影视完成 17 年业绩对赌

17 年两部精品剧皆由知名演员张嘉译领衔主演。《花开如梦》是由刘惠宁执导，张嘉译、董洁、王琳、张鲁一等主演的年代爱情剧，总共 35 集。该剧于今年确认收入，实现盈利约 2800 万。《美好生活》是由刘进执导，张嘉译、李小冉、牛莉、宋丹丹等知名演员主演的都市情感剧，该剧 40 集。该剧也于 17 年确认收入，一集价格 800 万，实现收入 3.2 亿元，扣除成本以及发行费用，该剧实现盈利约 7500 万元。总体而言，两部精品剧将



助力公司 17 年实现净利润约 1 亿元。

图表18: 《花开如梦》海报



资料来源: 联讯证券, 网络图片

图表19: 《美好生活》剧照

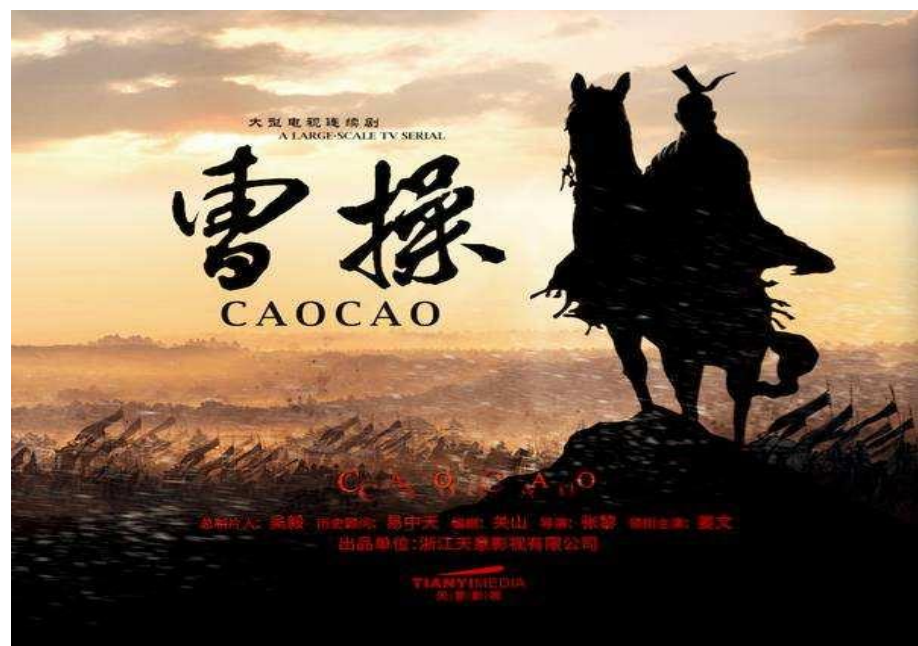


资料来源: 联讯证券, 网络图片

2、7 亿投资打造鸿篇巨制《曹操》，确保天意影视 19 年业绩增长

公司计划《曹操》将于明年年初开拍，预计明年 6-8 月份拍摄完成。近年来，随着观众对电视剧质量的要求提高，精品头部剧成为稀缺资源，价格也逐渐提高。天意影视作为国内顶尖的电视剧制作公司，也愈加精品剧开发。公司新剧《曹操》已经筹备了七、八年的时间，投资成本高达 7 亿，由著名演员姜文领衔主演，易中天担任历史顾问，知名编剧关山执笔，著名导演张黎执导，投资规模和主创阵容为国内电视剧最高水平，受到市场追捧。该剧卫视版权预计 600 万一集，视频网站版权费预计约为 1500 万一集，以 80 集算，将有力确保天意影视 19 年业绩增长。

图表20: 《曹操》海报



资料来源: 联讯证券, 网络图片



图表21: 2017 精品剧价格一览

电视剧	集数	卫视版权价格 (万/集)	网络平台版权价格 (万/集)
《如懿传》	90	600	900
《琅琊榜 2》	50	-	800
《孤芳不自赏》	62	-	1000
《赢天下》	60	-	800
《择天记》	40	-	750
《军师联盟》	80	-	600
《凉生，我们可不可以不忧伤》	80	480	-
《楚乔传》	68	380	-
《我的前半生》	43	-	620

资料来源: 联讯证券, 网络数据整理

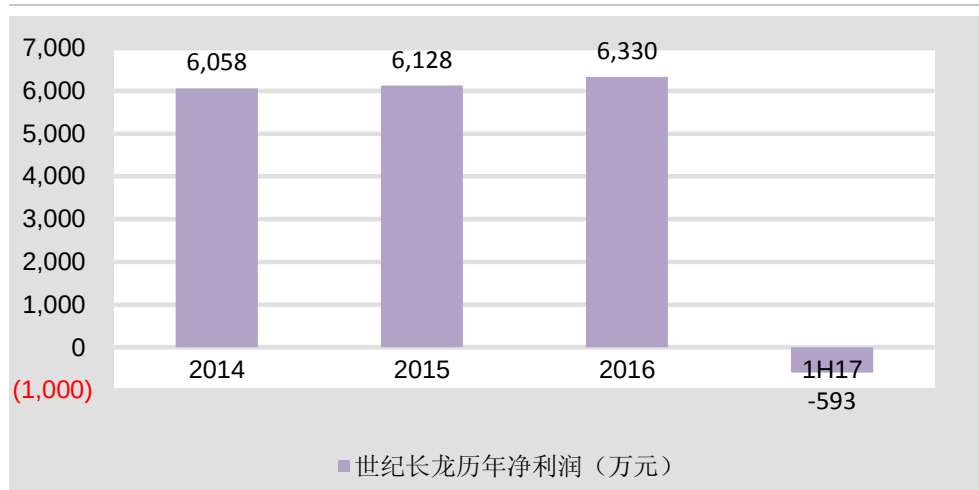
(二) 世纪长龙: 立足精品剧, 拓展电影发行

世纪长龙创立于 1997 年, 同样也是专门从事影视剧策划、制作与发行的影视制作公司。其中电视剧业务是世纪长龙的支柱性业务, 经过 20 年的积累, 在该领域, 世纪长龙拥有业内丰富的资源、经验, 一流的制作、宣发能力, 先后出品了《产科男医生》、《再见老婆大人》、《天涯赤子心》、《天涯女人心》、《彭德怀元帅》等多部系列优质项目。其中《彭德怀元帅》2016 年在央视一套黄金时间热播, 全剧平均收视率 1.76%, 单集最高收视率 2.37%, 创下央视一套黄金档剧场 2016 年以来的最好成绩。

2014 年, 世纪长龙被鹿港文化收购后, 为谋求高速发展, 开始进入电影发行领域。14 年投资了青春类电影《闺蜜》, 票房超 2 亿; 15 年投资的动画电影《大圣归来》取得 9.56 亿元的票房佳绩, 为国产动漫最高票房; 16 年由世纪长龙总发行的电影《盗墓笔记》, 票房超过 10 亿元, 在全类型影片中位居第一。由于近年来公司电影发行业务发展良好, 14、15、16 年公司业绩表现良好。17 年上半年由于公司初次涉水“P 片”, 买断发行的电影《守护者: 世纪战元》, 但最终由于票房不佳, 造成一定亏损。下半年, 随着公司大-参投的电影《狂兽》、《心理罪》的上映, 预计公司业绩将有所提升。



图表22: 1H17 世纪长龙小幅亏损, 预计下半年将有所回升



资料来源: 联讯证券, 公司公告

(三) 投资 1 亿设立鹿港互联, 进军网络剧市场

在我国近年网络剧爆发的背景下, 为更好地制作、发行互联网影视剧, 公司于 2015 年 7 月出资 1 亿元投资设立全资子公司鹿港互联, 并由子公司天意影视的董事长吴毅先生出任鹿港互联董事长。2016 年 3 月, 公司再次完成定增, 共募集资金 10 亿元, 其中 7 亿元将加码互联网影视剧项目。

目前, 公司顺利完成网络剧《墨客行》的拍摄和后期制作, 目前已与相关视频网站达成采购意向, 预计下半年能出售, 按 20 集, 200 万一集计算, 预计将为贡献 4000 万收入。此外, 公司正在全力筹备《摸金玦》开发和制作, 《摸金玦》是《鬼吹灯》系列的姊妹篇, IP 效应明显, 预计明年发行, 将为公司提供业绩提供保障。

图表23: 公司网络剧拍摄计划

作品	预计制作发行时间
墨客行	已经制作完成, 待发行
摸金玦	今年 10 月开拍, 明年发行
武林一条街	明年开拍
头条星闻	明年开拍

资料来源: 联讯证券, 公司公告

(四) 纺织业务平稳发展, 贡献稳定营收

近年来, 随着我国纺织业产业结构的不断调整以及全球纺织分工体系调整和贸易体系变革, 促使国内纺织企业更积极拓展海外市场, 我国纺织整体发展形势平稳。工信部制定并印发《纺织工业发展规划 (2016-2020 年)》指出, “十三五” 期间, 规模以上纺织企业工业增加值年均增速保持在 6%-7%, 纺织品服装出口占全球市场份额保持基本稳定,



纺织工业增长方式从规模速度型向质量效益型转变。

在此背景下，公司一方面通过技术研发，积极拓展产品线；另一方面，通过与国际品牌运营商的接轨，拓展海外市场，使得公司纺织业务实现稳定增长。产品线方面，公司有从单一仿羊绒腈纶纱线发展为“鹿港牌”精纺纱线、半精纺纱花捻及粗纺等各类纱线。销售网络方面，公司积极拓展海外市场，目前公司拥有包括 ZARA（西班牙）、GAP（美国）、H&M（瑞典）、M&S（英国）、NEXT（英国）、Anntaylor（美国）、优衣库等国际国内知名品牌的运营商，产品销往日本、美国、意大利、法国、英国、德国、香港、台湾等二十多个国家和地区。

五、投资建议

公司主营业务为纺织和影视，纺织业务在公司技术创新及积极拓展海外市场的带动下，收入保持稳定增长。影视业务方面，公司在布局精品影视剧、拓展电影发行的同时，加快开发网络剧，有望成为公司盈利新增长点。我们预计公司 2017 年、2018 年、2019 年营业收入分别为 43.2 亿，51.2 亿，59.5 亿，归属于母公司净利润分别为 2.6 亿，3.5 亿，4.2 亿，每股收益分别为 0.29 元，0.39 元，0.47 元，对应 PE 分别为 21.60X，15.95X，13.33X。由于公司的不同业务类别相差较大，因此我们对每项业务参考可比公司分别给予估值，给予纺织业务以及股权投资业务 10X 的 PE，给予影视业务 30X 倍估值，加权平均后整体给予 22.6X 估值，对应 2018 年目标价 8.80 元，投资评级由「增持」上修至「买入」。

图表24： 估值表

业务	2018 预测盈利 (万元)	PE	对应目标股价 (元)
纺织	10,000	10X	-
股权投资	3,000	10X	-
影视	22,000	30X	-
合计	35,000	22.6X	8.8 元

资料来源：联讯证券，公司公告

六、风险提示

纺织行业竞争加剧以及汇率变化风险。网络剧市场不及预期。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	484.77	1014.09	437.88	1721.70	经营性现金净流量	-304.15	1219.49	-536.69	1331.18
应收和预付款项	1234.94	527.10	1557.74	864.32	投资性现金净流量	-471.71	31.94	40.94	42.94
存货	1043.61	1411.50	1473.13	1874.72	筹资性现金净流量	1017.77	-722.11	-80.47	-90.29
其他流动资产	307.21	307.21	307.21	307.21	现金流量净额	249.93	529.32	-576.22	1283.83
长期股权投资	46.45	46.45	46.45	46.45					
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00					
固定资产和在建工程	981.67	818.79	655.91	493.03					
无形资产和开发支出	493.43	485.18	476.94	468.70					
其他非流动资产	390.18	362.03	333.87	333.87					
资产总计	4982.27	4972.36	5289.13	6110.01					
短期借款	648.70	0.00	0.00	0.00					
应付和预收款项	978.64	1368.22	1347.46	1764.70					
长期借款	104.27	104.27	104.27	104.27					
其他负债	454.11	454.11	454.11	454.11					
负债合计	2185.72	1926.59	1905.84	2323.08					
股本	894.92	894.92	894.92	894.92					
资本公积	1266.98	1266.98	1266.98	1266.98					
留存收益	505.14	698.50	960.38	1273.56	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
归属母公司股东权益	2667.03	2860.39	3122.27	3435.45	收益率				
少数股东权益	129.52	185.38	261.01	351.47	毛利率	17.16%	17.50%	18.20%	18.30%
股东权益合计	2796.55	3045.77	3383.29	3786.93	三费/销售收入	9.70%	7.96%	7.39%	7.09%
负债和股东权益合计	4982.27	4972.36	5289.13	6110.01	EBIT/销售收入	8.90%	9.71%	10.73%	10.97%
					EBITDA/销售收入	12.11%	14.04%	14.38%	13.64%
					销售净利率	6.05%	7.32%	8.36%	8.61%
					资产获利率				
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE	6.70%	9.10%	11.30%	12.28%
营业收入	3588.83	4320.95	5120.33	5949.82	ROA	6.41%	8.44%	10.39%	10.68%
减：营业成本	2973.03	3564.79	4188.43	4861.01	ROIC	11.74%	11.20%	21.96%	17.52%
营业税金及附加	17.34	20.87	24.73	28.74	增长率				
营业费用	118.59	138.27	158.73	178.49	销售收入增长率	51.44%	20.40%	18.50%	16.20%
管理费用	172.68	199.63	230.41	261.79	EBIT 增长率	49.49%	31.39%	30.90%	18.79%
财务费用	56.91	5.93	-10.84	-18.29	EBITDA 增长率	33.31%	39.62%	21.38%	10.20%
资产减值损失	24.99	12.36	12.36	12.36	净利润增长率	66.06%	45.74%	35.43%	19.59%
加：投资收益	26.99	25.00	34.00	36.00	总资产增长率	45.97%	-0.20%	6.37%	15.52%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股东权益增长率	70.94%	7.25%	9.16%	10.03%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	经营营运资本增长率	89.12%	-60.75%	240.19%	-44.14%
营业利润	252.29	404.10	550.50	661.72	资本结构				
加：其他非经营损益	8.38	9.25	9.25	9.25	资产负债率	43.87%	38.75%	36.03%	38.02%
利润总额	260.67	413.35	559.75	670.97	流动比率	1.48	1.79	2.10	2.15
减：所得税	43.67	97.09	131.44	158.74	速动比率	0.83	0.85	1.11	1.17
净利润	217.01	316.26	428.31	512.22	资产管理效率				
减：少数股东损益	38.32	55.85	75.64	90.46	总资产周转率	0.72	0.87	0.97	0.97
归属母公司股东净利润	178.68	260.41	352.67	421.77	固定资产周转率	3.88	5.28	7.81	12.07
					应收账款周转率	4.50	7.40	4.86	7.01
					存货周转率	2.85	2.53	2.84	2.59

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，负责传媒互联网领域的研究，之前曾任职于凯基证券和川财证券研究所。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com