



2018 年 01 月 28 日

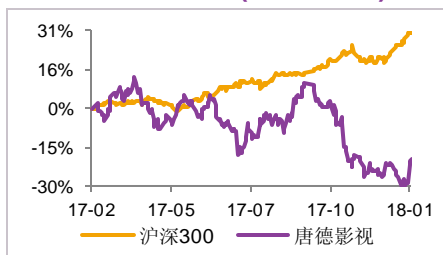
## 买入(首次评级)

当前价: 20.37 元  
目标价: 31.50 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	787.91	1260.6	1575.8	1969.7
(+/-)	46.60	60.00%	25.00%	25.00%
归母净利润	179.12	226.10	502.72	665.33
(+/-)	59.43	26.23%	122.34	32.35%
EPS(元)	0.448	0.565	1.257	1.663
P/E	45.49	36.04	16.21	12.25

资料来源: 联讯证券研究院

## 唐德影视(300426.SZ)

# 【联讯传媒】唐德影视(300426.SZ, 买入) 低估值的细分市场领导者——精品剧制作龙头

### 投资要点

#### ✧ 公司于中国精品剧内容市场地位领先

公司于中国精品剧内容市场地位领先: 公司在精品电视剧制作领域领先, 具备年产十部剧以上的大型影视剧制作生产能力, 市场上已具备口碑效应, 对产业链资源已形成一定凝聚力, 如《武媚娘传奇》和《那年花开月正圆》等。公司的优质头部内容 2018 年将持续上映, 如《东宫》、《蔓蔓青萝》和《那年花开月正圆 2》等, 为 2018 年业绩提供保障。

#### ✧ 董事长近期于二级市场增持, 均价 20.04 元/股

董事长近期于二级市场增持, 均价 20.04 元/股: 董事长吴宏亮先生分别于 11 月 29 日、11 月 30 日和 12 月 4 日分三次通过二级市场增持股票, 总计增持 100 万股 (占总股本的 25%), 增持均价 20.04 元/股。且承诺本次增持期间及增持完成后的六个月内不转让所持公司股份。

#### ✧ 盈利预测与评级

受益于电视剧行业精品剧资源稀缺, 在线视频爆发增长且精品剧网络平台吸金能力不断增强, 公司常年坚持“精品剧”战略顺应市场, “内容+营销+渠道”多轮驱动, 行业龙头地位不断稳固。3. 我们预估公司 2017 年、2018 年和 2019 年归母净利润分别为 2.26 亿、5.03 亿和 6.65 亿, 分别对应每股收益 0.57 元、1.26 元和 1.66 元。首次覆盖给予「买入」的投资评级, 基于 2018 年市盈率 25 倍, 目标价设定为 31.50 元。

#### ✧ 风险提示

电视剧项目低于预期, 政策风险。



## 目 录

一、公司概况：电视剧行业龙头，影视产业链完整 .....	4
（一）公司股份集中， .....	4
（二）公司子公司业务覆盖广，影视产业链完整 .....	5
（三）公司收入快速增长，电视剧行业龙头稳固 .....	6
二、电视剧：在线视频爆发增长，精品剧资源稀缺，利好公司发展 .....	7
（一）电视剧行业：传统电视剧理性回落，在线视频迎来爆发增长 .....	7
1、传统电视剧行业：整体供大于求，但精品剧资源稀缺 .....	7
2、在线视频：在线视频爆发扩大电视剧市场空间，影视剧作头部吸金能力逐渐加强 .....	8
（二）电视剧业务：电视剧制作龙头，坚持“精品剧”制作战略 .....	10
1、公司精品电视剧产量大，优质内容储备丰厚 .....	10
2、电视剧制作团队经验丰富，拥有稀缺演艺人才 .....	11
三、电影：电影市场回暖，“内容制作”+“院线渠道”双轮驱动 .....	12
四、综艺：《中国好声音》解约影响较小，期待公司新综艺 .....	13
五、投资建议 .....	14
六、风险提示 .....	14

## 图表目录

图表 1： 公司主营业务触及全产业链 .....	4
图表 2： 前 10 股东占据 70.15%股份 .....	5
图表 3： 子公司覆盖影视剧制作、剧本开发、电影发行等多项业务 .....	5
图表 4： 公司 2013-2016 主营业务 CAGR 达 35.13% .....	7
图表 5： 3Q17 电视剧业务占比达 92.44% .....	7
图表 6： 公司 2013-2016 归母净利润 CAGR 达 32.4% .....	7
图表 7： 公司毛利率水平受电影业务影响波动较大 .....	7
图表 8： 2016 电视剧部数微历史最低 .....	8
图表 9： 2010-2016 年机构持证数量 .....	8
图表 10： 2003-2016 年电视剧平均集数增加一倍 .....	8
图表 11： 中国视频付费用户规模 2016 年迎来爆发 .....	9
图表 12： 在线用户付费市场规模预计 CAGR 达 89% .....	9
图表 13： 2016 年网络剧点击次数较 2015 增长 2.35 倍 .....	9
图表 14： 2016 年 top10 剧集网播占比达 64% .....	9
图表 15： 电视剧网络版权价格单集破千万 .....	10
图表 16： 公司投资制作的影视剧项目储备逾十部 .....	11
图表 17： 公司影视团队人员覆盖导演、编剧、艺人 .....	11
图表 18： 2017 年中国电影票房逐渐步入稳健 .....	12
图表 19： 公司投资制作的主要电影项目 8 部 .....	13



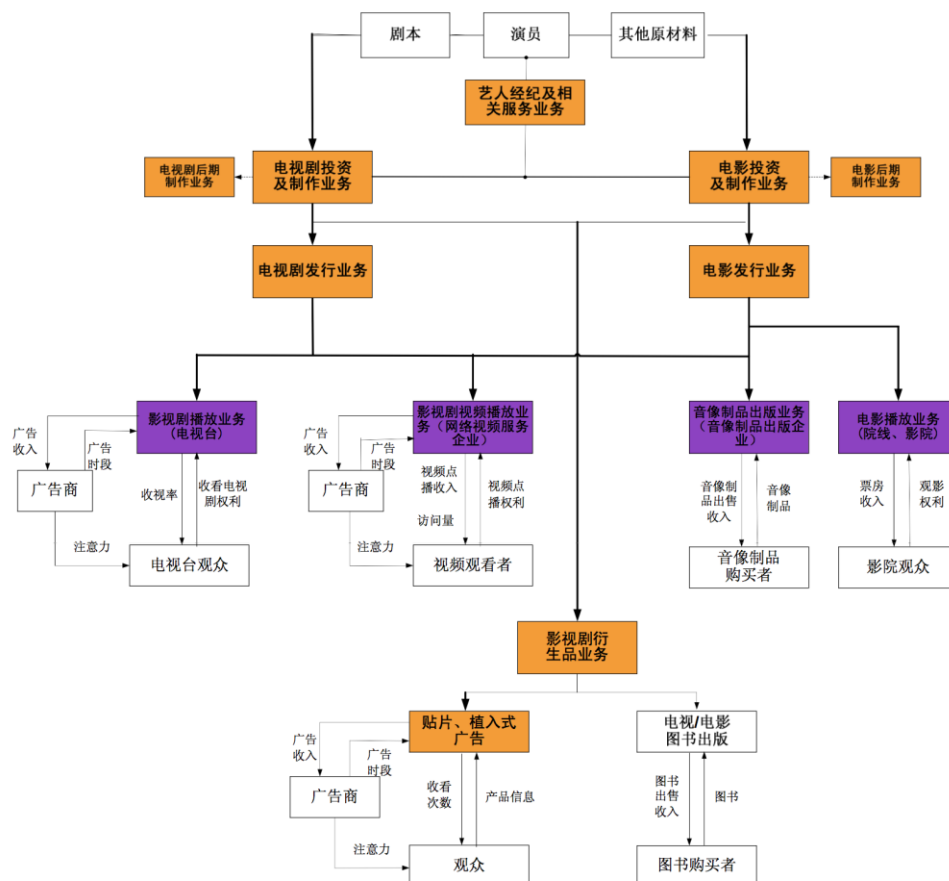
图表 20: 电影绝地逃亡海报 .....	13
图表 21: MC 唐德电影公园 .....	13
图表 22: 2011-2015 综艺市场趋于稳定 .....	14
附录: 公司财务预测表 (百万元) .....	15



## 一、公司概况：电视剧行业龙头，影视产业链完整

公司成立于 2006 年 10 月 30 日，注册资本为 6000 万元，于 2015 年 2 月 17 日在深交所创业板上市。公司目前业务链涵盖艺人经纪及相关服务，电视剧投资、制作（提供电视剧后期制作服务）和发行，电影投资、制作（提供电影后期制作服务）和发行，影视广告制作及相关服务和电影院线经营管理业务，相对于行业内其他企业形成了较为完整的业务布局。

图表1： 公司主营业务触及全产业链



资料来源：联讯证券，招股说明书

注：橙色的部分为 公司主要从事的业务

### （一）公司股份集中

截止 2018 年 1 月，公司的控股股东及实际控制人为吴宏亮，持股数量为 149,925,840 股，占公司总股本的 37.48%。公司前十大股东持股数量总计为 280,610,370，占总股本 70.15%。公司还引入编剧盛和煜、齐星、余飞、柳桦，知名导演霍建起、滕文骥，知名演员范冰冰、赵薇、张丰毅、巍子等演艺人才作为公司的直接或间接股东，使其与公司利益趋于一致。



图表2： 前 10 股东占据 70.15%股份

排名	股东名称	股东性质	持股比例（%）	持股数量（股）
1	吴宏亮	境内自然人	37.48%	149,925,840
2	赵健	境内自然人	8.01%	32,021,980
3	北京睿石成长创业投资中心(有限合伙)	境内非国有法人	6.75%	27,000,180
4	李钊	境内自然人	6.12%	24,487,400
5	刘朝晨	境内自然人	2.39%	9,568,625
6	北京翔乐科技有限公司	境内非国有法人	2.30%	9,187,400
7	张哲	境内自然人	1.88%	7,534,585
8	王大庆	境内自然人	1.88%	7,534,585
9	北京鼎石源泉投资咨询中心(有限合伙)	境内非国有法人	1.73%	6,900,170
10	范冰冰	境内自然人	1.61%	6,449,605
11	其他		29.85%	119,389,630

资料来源：联讯证券，公司公告

## （二）公司子公司业务覆盖广，影视产业链完整

公司多年来布局传媒全产业链，旗下子公司业务包括国内影视作品、综艺节目的制作与投资，国内影视作品剧本开发，海外影视作品投资，广告制作，艺人经纪，院线，影视器材租赁，私募基金管理等，形成了以影视剧制作发行为核心、影视相关其他业务环节共同推进的一体化产业链，打造出“内容+营销+渠道”多轮驱动模式。

公司持续以与业内专业人才成立合资公司的方式深化已有合作伙伴合作关系，仅 2017 年上半年公司对外投资 8 项，吸引合作伙伴，集聚和整合业内资源，各业务板块的协同效应极大降低了公司的生产成本、提升整体经营效率，进一步提高了盈利水平，巩固公司在国内电视剧行业中的领先优势，提升自身竞争力。

图表3： 子公司覆盖影视剧制作、剧本开发、电影发行等多项业务

	公司名称	主营业务	主要作品
影视剧制作和发行	北京唐德国际文化传媒有限公司	影视项目（电视剧、电视栏目）的投资、管理、策划、制作以及营销	《心术》、《武媚娘传奇》、《敌后英雄》、《胭脂雪》等
	上海愚人文化传媒有限公司	影视项目（电视剧、电影）的策划、投资、制作与发行	-
	上海咖飞影视文化传媒有限公司	影视剧项目（电影，电视剧，综艺）的策划，投资，管理，制作，发行	-
	浙江佳路影视文化有限公司	影视项目制作	《计中计》
	北京唐德国际电影文化有限公司	国内外胶片电影、数字电影的投资、制作与宣发	《萧红》、《绝地逃亡》、《秋之白华》、《十二生肖》、《大兵小将》
	北京邦视文化传媒有限公司	电视综艺、互联网视频、广告运营以及国际模式合作研发	《筑梦中国·C 计划》《木偶传奇》、《未见倾心》、《口型大师》
	上海万磁文化传媒有限公司	综艺节目制作	2011-2016 北京台春节晚会等
剧本开发	上海悠闲影视传媒有限公司	影视剧本产业化开发以及与编剧相关的其它各类工作	《永不消失的电波》、《重案六组 3&4》、《外乡人》等
	上海星河传说影视文化有限公司	影视剧策划与文学创作，影视剧推广营销及宣发	《开机》、《匹夫有泽》、《阿那亚恋情》
海外	上海鼎石影业有限公司	国产电影的发行以及进口影片协助推广，电	《饥饿游戏 1》、《饥饿游戏 3:嘲笑鸟(上)》、



	公司名称	主营业务	主要作品
影视		视剧的摄制及发行工作。	《模仿游戏》等
作品	唐德国际娱乐有限公司	电视剧、综艺和电影的海外发行	《步步惊心：丽》、《樱桃小丸子》真人版
开发			台剧
广告	北京龙源盛世影视广告有限公司	国内外广告片、宣传片、纪录片、微电影的拍摄与制作	三得乌龙茶、小松挖掘机、索尼运动摄像机
制作	深圳新悦文化传媒有限公司	影视广告营销、衍生品开发等	-
后期	上海翎刻闪耀影视制作有限公司	影视后期制作	《三少爷的剑》、《七月与安生》、《夏洛特烦恼》、《喜欢你》等
制作	北京声动唐德影视科技有限公司	电影、电视、广告、电视专题节目画面及声音制作	《媳妇的美好时代》、《疯狂的石头》、《夜宴》、《东风雨》等
艺人	北京唐德凤凰演艺经纪有限公司	艺人经纪	-
经纪			
院线	上海唐德影院管理有限公司	院线的投资、建设、运营、管理等	MC 唐德电影公园
管理			
影视	上海优绩影视器材有限公司	影视器材租赁	《七月与安生》、《战狼2》、《捍凶者》、《建军大业》等
器材			
租赁			
私募	唐德元素影视基金管理有限公司	私募影视基金的资产管理机构	-
基金			

资料来源：联讯证券，公司官网

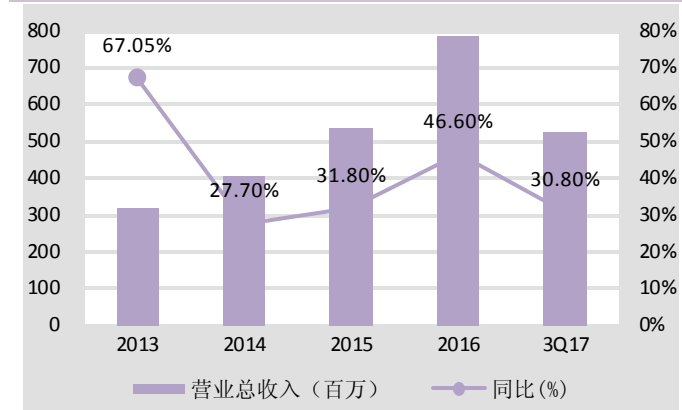
### （三）公司收入快速增长，电视剧行业龙头稳固

公司自 2013 年以来，2017 年度前三季度实现营业收入 5.29 亿元，同比增长 30.80%。2013-2016 年主营业务年复合增长率达 35.13%。分产品看，电视剧业务占比例最高，2017 上半年度电视剧业务占比最高达 92.44%。2015 年和 2016 年电视剧收入占比降低，分别为 68.7%和 50.8%，主要原因是 2015 年和 2016 年公司电影以及电视栏目收入提高。2015 年公司电影业务收入 1.16 亿元，主要是公司协助推广电影《饥饿游戏 3：嘲笑鸟(上)》、《饥饿游戏 3：嘲笑鸟(下)》、《模仿游戏》的上映，共计实现受托协助发行收入 9543.1 万元；除此之外公司 2015 年战略性进入电视栏目市场，参与投资电视栏目《挑战者联盟》，实现收入 4574.8 万元。2016 年电影业务实现收入 3.71 亿元，主要来源于电影《绝地逃亡》发行收入、电影《大唐玄奘》承制业务收入以及《名侦探柯南：纯黑的恶梦》、《模仿游戏》协助推广收入。



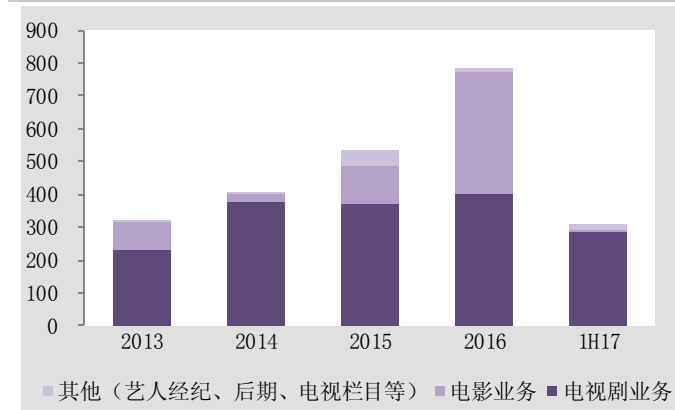


图表4: 公司 2013-2016 主营业务 CAGR 达 35.13%



资料来源: 联讯证券, wind

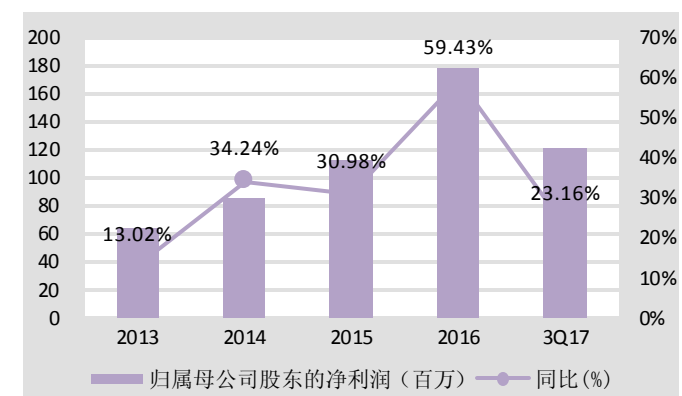
图表5: 3Q17 电视剧业务占比达 92.44%



资料来源: 联讯证券, wind

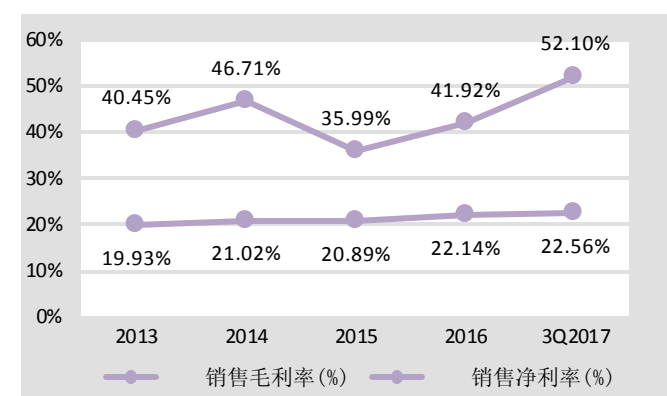
公司自 2013 以来的盈利水平也实现高速增长, 根据公司发布的业绩预告公告, 2017 年公司实现归属于上市公司净利润 2 亿到 2.5 亿, 比上年同期增长: 11.66%-39.57%。2013-2016 年归母净利润年复合增长率达 32.4%。公司 2017 年度业绩主要来源于《巴清传》、《那年花开月正圆》、《计中计》、《亲爱的, 好久不见》、《急诊科医生》等多部电视剧作品。公司毛利率水平在 2015 年和 2016 年下降, 主要原因是公司的电影业务毛利率波动较大, 2015 年和 2016 年的电影业务毛利率分别为 17.7%和 20.5%, 毛利率水平较低。而公司净利率一直维持稳定且保持小幅增长。

图表6: 公司 2013-2016 归母净利润 CAGR 达 32.4%



资料来源: 联讯证券, wind

图表7: 公司毛利率水平受电影业务影响波动较大



资料来源: 联讯证券, wind

## 二、电视剧: 在线视频爆发增长, 精品剧资源稀缺, 利好公司发展

### (一) 电视剧行业: 传统电视剧理性回落, 在线视频迎来爆发增长

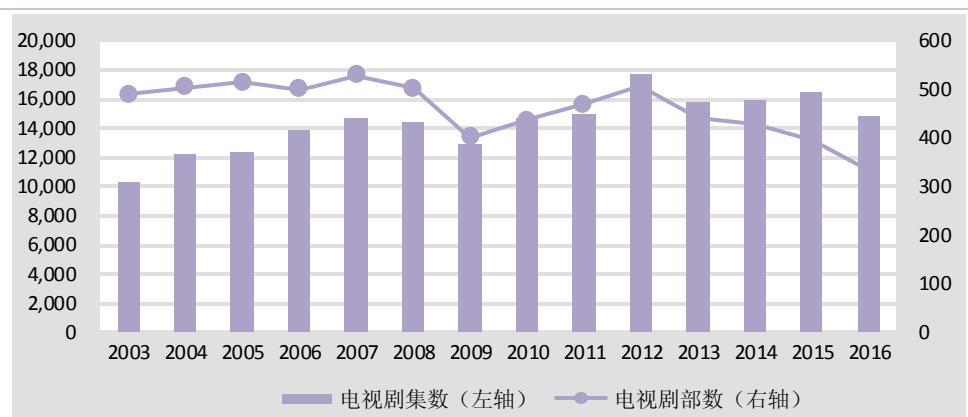
#### 1、传统电视剧行业: 整体供大于求, 但精品剧资源稀缺

电视剧市场整体供大于求, 传统电视剧部数不断减少。根据国家新闻出版广电总局公告, 持有 2016 年度《广播电视节目制作经营许可证》的机构有 10232 家, 较 2015 年度增加 1669 家, 但持有《电视剧制作许可证 (甲种)》的机构仅 132 家, 与 2015 年度的 133 家基本持平; 但近年来受到“一剧两星”政策影响, 传统电视剧开机量下降, 导致电视剧产量下降。2016 年中国取得发行许可证的国产电视剧共计 334 部 14912 集, 电视剧



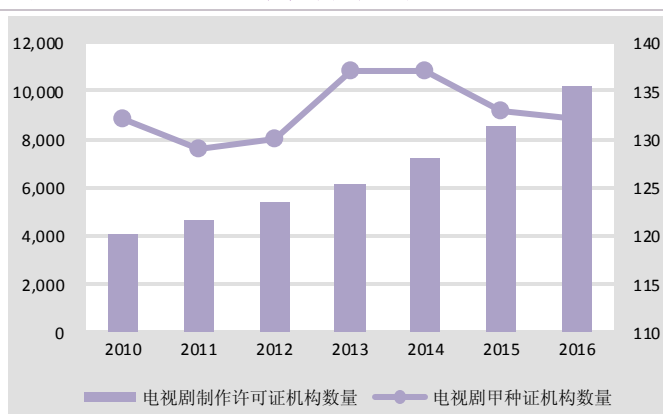
部数是 2003 年以来最低。因此电视剧单部集数不断提高，从 2003 年平均 23.23 集/部升至 2016 年的平均 44.56 集/部。

图表8： 2016 电视剧部数微历史最低



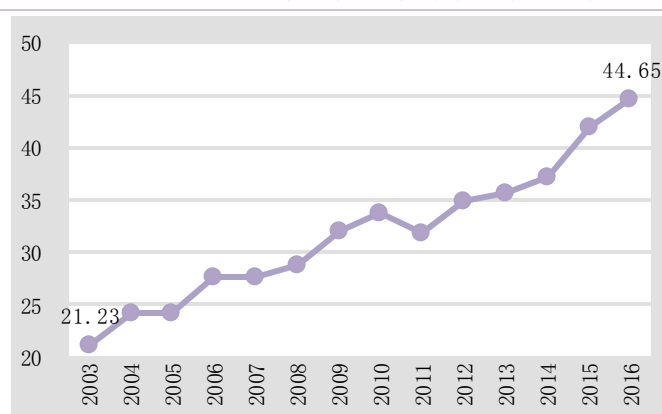
资料来源：联讯证券

图表9： 2010-2016 年机构持证数量



资料来源：联讯证券

图表10： 2003-2016 年电视剧平均集数增加一倍



资料来源：联讯证券

优质尤其是“现象级”作品仍属于稀缺资源。2017 年，《楚乔传》、《三生三世十里桃花》、《那年花开月正圆》等“爆款”作品不断涌现，现实主义题材剧《人民的名义》、《我的前半生》也获得了高的口碑和话题。根据《2017 腾讯娱乐白皮书》，截至 2017 年 11 月 30 日，2017 年省级卫视黄金档和周播剧场共播出 132 部电视剧，较 2016 年减少 55 部，较 2015 年减少 81 部。其中 22 部平均收视率破 1，2 部收视率破 2，《人民的名义》破 3。收视率破 1 电视剧占比为 18.94%，比 2016 年高出 3.4pct。市场对于大制作精品剧的渴求愈发强烈。精品剧不仅对观众的吸引力比较大，其吸引周期也较长，二线卫视通常会选择购买精品剧的二轮播出权吸引观众，促使了精品剧收入的进一步提升。未来，随着市场竞争的加剧以及观众欣赏层次的不断提高，电视剧行业由规模快速扩张向品质提升整体转型的步伐将进一步加快，有能力持续制作优质电视剧的企业将逐渐成为市场主导。

## 2、在线视频：在线视频爆发扩大电视剧市场空间，影视剧作头部吸金能力逐渐加强

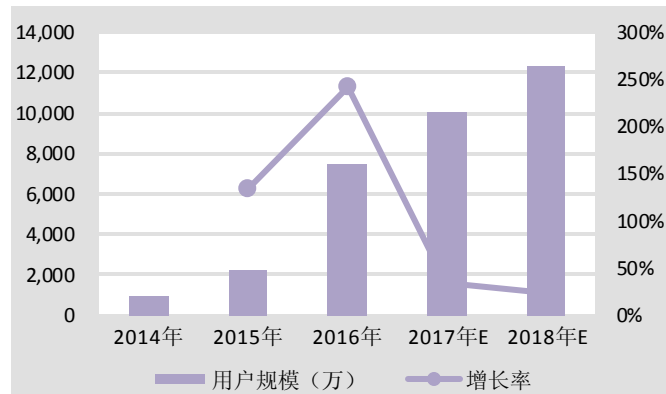
随着在线视频的快速发展，互联网端成为影视剧十分重要的播出平台以及营收手段。根据中国互联网信息中心(CNNIC)统计，截至 2017 年 6 月，我国网民规模达到 7.51 亿，半年共计新增网民 1992 万人，半年增长率为 2.7%。互联网普及率为 54.3%，较 2016 年底提升 1.1 个百分点。中国网络视频用户数量达 5.65 亿户，网络视频用户使用率 75.2%；手机视频用户数量达 5.25 亿户，手机网络视频使用率 72.6%。根据艺恩咨询《消费升级





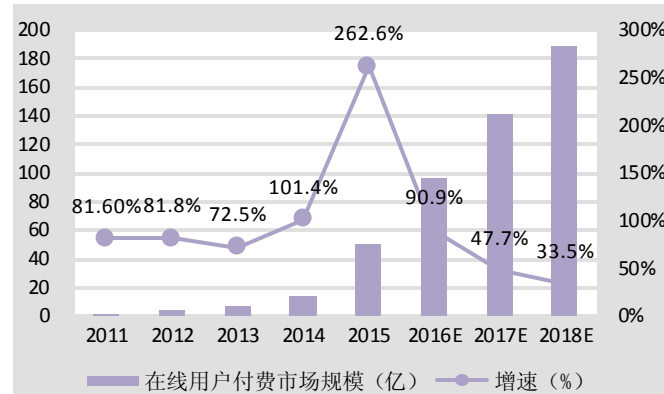
时代下的影视内容行业趋势洞察》报告，截至 2016 年 12 月，国内视频网站付费用户规模达到 7500 万，较 2015 年的 2200 万增长 241%；根据智研咨询数据预计，2017 年中国在线用户付费市场规模约为 142.1 亿元，同比增长 47.7%。截至 2016 年 12 月付费用户数量仅占同期中国网络视频用户的 13.76%，随着视频网络行业付费模式日趋成熟，在线用户付费市场规模仍有较大增长空间。

图表11： 中国视频付费用户规模 2016 年迎来爆发



资料来源：联讯证券，艺恩咨询

图表12： 在线用户付费市场规模预计 CAGR 达 89%

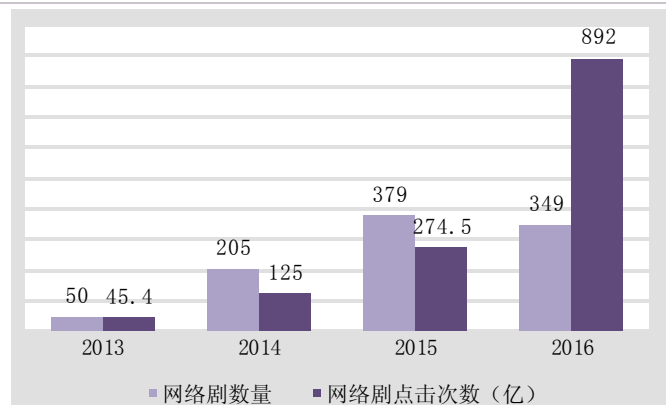


资料来源：联讯证券，智研咨询

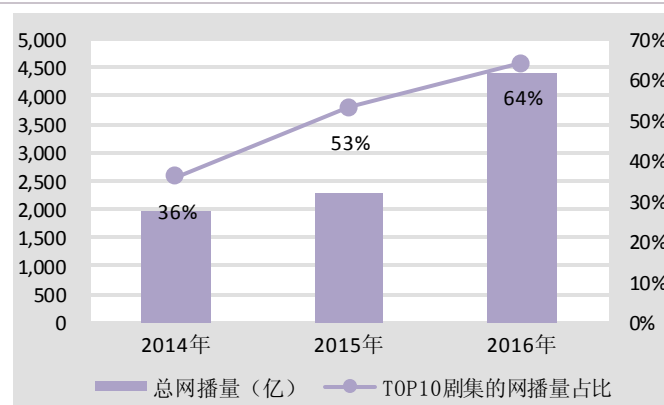
在线视频行业扩张伴随着网生内容的快速发展，进一步拓展了电视剧市场空间。根据智研咨询平台数据，2015 年全国备案上线的网络剧达 805 部，比 2014 年增长了 7 倍多；而截至 2016 年 12 月 31 日，全国备案上线的网络剧已达 4558 部，在“一剧两星”政策影响下网络剧使得电视剧市场空间容量增大。从网络剧播放情况来看，2016 年网络剧全年点击次数达 892 亿次，较 2015 年的 274.5 亿增长了 3.25 倍，网络剧的快速发展导致视频网站作为电视剧播出平台身份尤为重要，影响力与日俱增，电视台与视频网站之间的竞争进一步加剧，越来越多的电视剧选择“网台同播”、“先网后台”的播出形式。2017 年共有 9 部电视剧实现了“先网后台”，其中包括《外科风云》和《军师联盟》两部大剧。

产量与网播量攀升的同时，头部内容在总网播量中的占比亦显著增加。根据艺恩咨询数据显示，剧集市场精品化趋势与二八效应愈加凸显，网络播放剧集中 TOP10 剧集的播放量占比不断提升，2016 年 TOP10 剧集的播放量占比达 64%，高出 2014 年 28pct，精品尤其是“现象级”电视剧对视频网站付费用户数量的拉动作用明显。

图表13： 2016 年网络剧点击次数较 2015 增长 2.35 倍



图表14： 2016 年 top10 剧集网播占比达 64%





资料来源：联讯证券，智研咨询

资料来源：联讯证券，艺恩咨询

精品剧带动收视率和点击播放量增加，从而提升平台和内容的广告价值，促进综合收益的增加。近年来，头部剧的版权价格大幅上涨，精品剧的网络播放权价格已经超过了卫视播出权价格，2017 年《凉生，我们可不可以不忧伤》网络版权费高达 1000 万/集，《如懿传》的网络版权售价 900 万元/集，两家卫视的播出权共计 600 万元/集。根据公司公告，公司制作的电视剧《赢天下》已经以单集 800 万元授权于天猫技术，现暂定为 60 集，总计 4.8 亿元，其中唐德影视持有 70% 的投资份额，将从中获得至少 3.36 亿元收入。

图表15： 电视剧网络版权价格单集破千万

时间	电视剧	网络播出权价格（万/集）
2017	《凉生，我们可不可以不忧伤》	1000
2017	《如懿传》	900
2017	《琅琊榜 2》	800
2017	《巴清传》	800
2017	《孤芳不自赏》	700
2017	《择天记》	600
2014	《武媚娘传奇》	95
2013	《新编辑部的故事》	120
2012	《甄嬛传》	30
2011	《步步惊心》	70
2011	《宫 2》	185
2010	《宫》	35
2009	《美人心计》	1
2007	《金婚》	0.3
2006	《武林外传》	0.125
2006	《士兵突击》	0.3

资料来源：联讯证券，智研咨询

## （二）电视剧业务：电视剧制作龙头，坚持“精品剧”制作战略

### 1、公司精品电视剧产量大，优质内容储备丰厚

公司精品剧制作能力强，且优质作品产量逐渐增加。公司电视剧代表作《雪狼》、《永不消逝的电波》、《心术》、《武媚娘传奇》、《那年花开月正圆》、《急诊科医生》等具有良好的收视率和话题量。其中《武媚娘传奇》以每集 250 万元将独家首轮卫视播映权销售于湖南卫视，并在首播期间以平均收视率 3.12%，平均市场份额 8.24% 获得年度收视冠军，并且在播出期间话题阅读量达到 33.4 亿，网络点击量破百亿成为现象级作品，并因此奠定公司电视剧龙头地位。电视剧《巴清传》采用“网台同步播出”，目前已经以单集 800 万元授权给天猫技术，同时在江苏卫视和东方卫视播出，授权许可费均为 2.325 亿，合计 4.65 亿。创建之初公司年产电视剧两部到现在年产剧能力扩大到十部以上，还拥有电视剧《东宫》、《蔓蔓青萝》、《正阳门下 2》、《阿那亚恋情》、《与子偕臧》等项目储备。



图表16： 公司投资制作的影视剧项目储备逾十部

作品名称	题材	暂定集数	角色	进度
《巴清传》	古代传奇	70	执行制片方	已杀青
《东宫》	古代传奇	40	执行制片方	已杀青
《战时我们正年少》	近代革命	48	执行制片方	后期制作中
《蔓蔓青萝》	古代传奇	55	非执行制片方	发行中
《正阳门下 2》	当代都市	45	非执行制片方	后期制作中
《老漂》	当代都市	36	非执行制片方	后期制作中
《一见不倾心》	当代都市	45	非执行制片方	后期制作中
《因法之名》	当代其它	46	非执行制片方	后期制作中
《爹妈一箩筐》	当代都市	30		前期筹备
《奇点》	都市奇幻	10		前期筹备
《与子偕臧》	民国偶像	40		前期筹备
《北部湾人家》	当代都市	40		前期筹备
《阿那亚恋情》	都市情感	40		前期筹备

资料来源：联讯证券，公司公告

## 2、电视剧制作团队经验丰富，拥有稀缺演艺人才

电视剧制作中导演、编剧和艺人时是精品剧制作的主要竞争力，公司不仅有知名编剧盛和煜、齐星、余飞、柳桦等提供剧本创作，2016年8月，公司与中文在线签署了《影视战略合作协议》，对可改编为影视的小说具有15天独家甄选权；同时公司与业内大量优秀演艺人员签署合作协议，并引入知名演员范冰冰、赵薇、张丰毅、巍子等演艺人才作为公司的直接或间接股东，使其与公司利益趋于一致。公司管理团队也是选拔于北京电影学院等专业影视类院校，具备丰富的影视行业经验、影视企业管理经验和人脉资源，熟悉整个影视产业链运作，为公司稳定发展打下基石。

图表17： 公司影视团队人员覆盖导演、编剧、艺人

	姓名	代表作	合作作品
编 剧	盛和煜	《走向共和》《汉武帝》《夜宴》《赤壁》《恰同学少年》《乾隆王朝》等	电视剧《广州十三行》
	齐星	电视剧《师傅》《光荣大地》等担任编剧和导演；电影《押解的故事》担任导演	电视剧《师傅》《光荣大地》、《铁甲舰上的男人们》
	余飞	电视剧《永不消逝的电波》《重案六组 3&4》	《永不消逝的电波》《重案六组 3&4》
	柳桦	电视剧《新敌后武工队》《神枪手》《拯救女兵司徒慧》电影《虎头要塞之电流》	电视剧《神枪手》
	娟子	《浪漫向左，婚姻往右》、《金太郎的幸福生活》	《阿那亚之恋》
导 演	霍建起	电影《赢家》《那山·那人·那狗》《蓝色爱情》等	电影《秋之白华》《萧红》
	滕文骥	《致命的一击》《关怀》《春天的狂想》、《北京深秋的故事》	电视剧《武媚娘传奇》《金大班》《胭脂雪》电影《绝地逃亡》
	丁黑	《玉观音》《大秦帝国第二部》《大秦帝国第三部》	-
	马 宁	《牵手》《台湾往事》等	-
	许宏宇	《夏洛特烦恼》《七月与安生》《亲爱的》等	《三少爷的剑》、《绝地逃亡》
	苏万聪	《创世纪》《冲上云霄》《施公奇案》《洪武三十二》	-



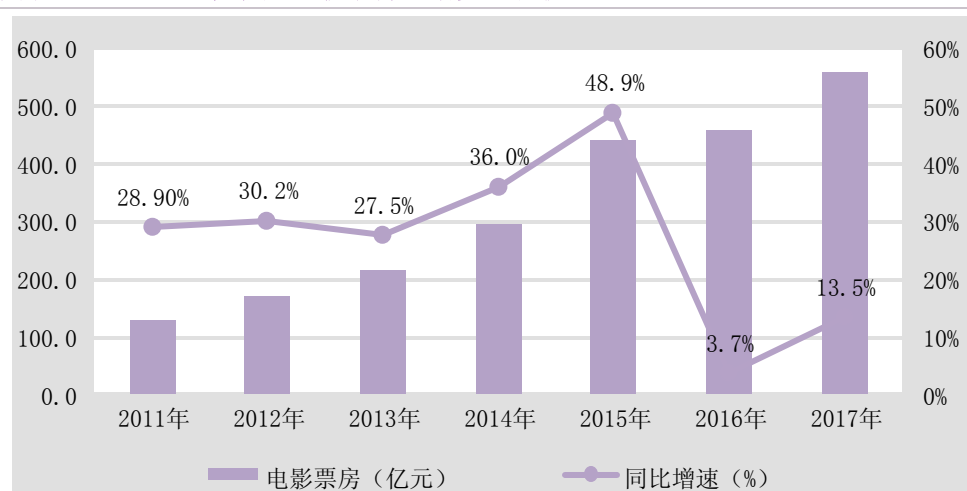
	姓名	代表作	合作作品
知名艺人	范冰冰	电视剧《还珠格格》《金大班》《胭脂雪》；电影《观音山》《苹果》《手机》等	电视剧《武媚娘传奇》《金大班》《胭脂雪》电影《绝地逃亡》
	赵薇	电视剧《还珠格格》《情深雨濛濛》；电影《花木兰》《赤壁》《画皮》	电视剧《车神》
	张丰毅	电视剧《历史的天空》《和平年代》；电影《骆驼祥子》电视剧《武媚娘传奇》《赤壁》《霸王别姬》	电视剧《武媚娘传奇》
	王学圻	电视剧《军人机密》电影《十月围城》《梅兰芳》等	电视剧《金大班》、《彼岸 1945》
	巍子	电视剧《铁梨花》《DA 师》电影《蒋筑英》《征服者》	电视剧《光荣大地》《计中计》

资料来源：联讯证券，公司官网

### 三、电影：电影市场回暖，“内容制作”+“院线渠道”双轮驱动

根据新闻出版广电总局电影局数据，截至 2017 年 12 月 31 日全国总票房达到 559 亿元，同比增长 22.3%，剔除服务费后，票房总计 518.58 亿元，同比增长 13.45%。全国生产电影故事片 798 部、动画电影 32 部、科教电影 68 部、纪录电影 44 部、特种电影 28 部，总计 970 部；国产电影海外票房和销售收入 42.53 亿元，同比增长 11.19%；中国电影票房在经历了 2014—2015 年的高速增长和 2016 年增速仅为 4% 的“冷静期”后，2017 年的增幅，标志着中国电影市场将步入稳健。

图表 18： 2017 年中国电影票房逐渐步入稳健



资料来源：联讯证券，艺恩数据，新华社

公司稳固业内电视剧顶尖水平的同时开始拓展电影业务。2015 年之前，公司电影业务主要为协助推广发行，投资参股，以非执行制片方身份参与电影制作，先后协助推广发行了《饥饿游戏》、《饥饿游戏：星火燎原》、《饥饿游戏 3：嘲笑鸟》、《模仿游戏》等电影取得较好收益。2016 年初步尝试独立制作发行的中外合拍电影《绝地逃亡》最终票房 8.89 亿，位列 2016 年度票房排行榜第 12 位，公司也获得 3.07 亿收入。2017 年参投的《三生三世十里桃花》票房收入达到了 5.35 亿。公司计划上映的影片还有《非常同伙》、《刀风》等，还有协助推广 Lionsgate Inc 出品的电影《小马宝莉》《美国刺客》等。





图表19： 公司投资制作的主要电影项目 8 部

作品名称	题材	拍摄进程	启动时间
《非常同伙》	喜剧爱情	后期制作中	拍摄完成
《刀风》	悬疑犯罪	前期筹备	2017 年 3 季度
《披着人皮的大象》	悬疑犯罪	剧本修改	2017 年 4 季度
《幽灵列车》	悬疑科幻	剧本修改	2017 年 4 季度
《重返巴格达》	战争动作	前期筹备	2017 年 4 季度
《岛上书店》	都市情感	前期筹备	2017 年 4 季度
《小马宝莉》	动画电影		2017 年 3 季度
《美国刺客》	悬疑动作		2017 年 4 季度

资料来源：联讯证券，公司公告

公司同时布局影院、拓展渠道资源，以“管理输出+参与投资”的模式布局电影院线市场，建设具有唐德特色的精品电影院线，打造“唐德电影公园”品牌影院。目前公司在院线业务上仍处于发展的初期阶段，预计将成为公司新利润增长点。

图表20： 电影绝地逃亡海报



资料来源：联讯证券，互联网

图表21： MC 唐德电影公园



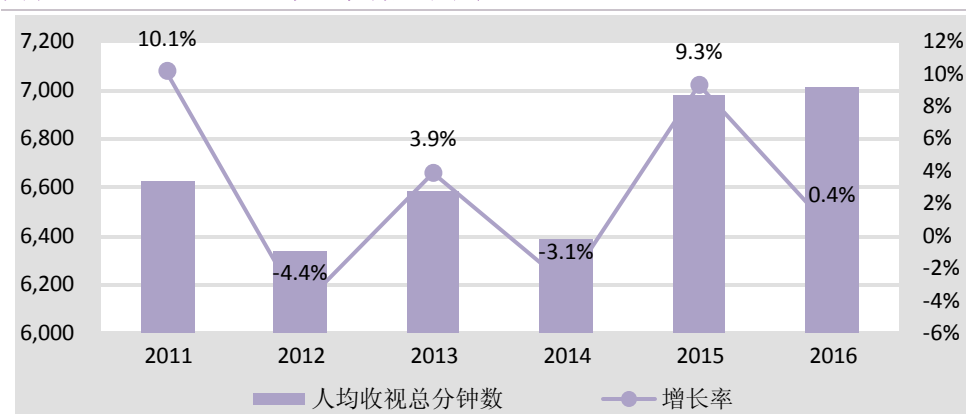
资料来源：联讯证券，大众点评

#### 四、综艺：《中国好声音》解约影响较小，期待公司新综艺

受“一剧两星”政策的连带影响，2015 年的综艺市场呈现“井喷”状态。根据 CSM 调查，2015 年所有调查城市观众全年人均综艺节目总收视时长为 6980 分钟，较 2014 年有 9.3% 的增长，2016 年与 2015 年总收视时长基本持平，综艺市场区域稳定。电视栏目方面，公司 2015 年切入综艺领域后投资的《挑战者联盟》第一、二季均为当年卫视季播平均收视率前十名。2018 年，公司收到 Talpa 的解约通知函，公司已对 Talpa 对唐德影视停止授权《中国好声音》项目计提坏账准备，预计 2017 年公司业绩受其影响较小。公司在 2018 年继续重点推进《未见倾心》、《公益 C 计划》、《Dance Dance Dance》的策划、制作和运营工作。



图表22: 2011-2015 综艺市场趋于稳定



资料来源: 联讯证券, CSM

## 五、投资建议

受益于电视剧行业精品剧资源稀缺, 在线视频爆发增长且精品剧网络平台吸金能力不断增强, 公司常年坚持“精品剧”战略顺应市场, “内容+营销+渠道”多轮驱动, 行业龙头地位不断稳固。我们预估公司 2017 年、2018 年和 2019 年归母净利润分别为 2.26 亿、5.03 亿和 6.65 亿, 分别对应每股收益 0.57 元、1.26 元和 1.66 元。首次覆盖给予「买入」的投资评级, 基于 2018 年市盈率 40 倍, 目标价设定为 31.50 元。

## 六、风险提示

电视剧项目低于预期, 政策风险。





## 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	357	13	22	20	经营性现金净流量	(146)	(284)	516	(235)
应收和预付款项	870	1,308	1,401	1,970	投资性现金净流量	(177)	0	0	0
存货	833	1,180	1,289	1,737	筹资性现金净流量	381	(60)	(506)	233
其他流动资产	33	33	33	33	现金流量净额	58	(345)	9	(2)
长期股权投资	9	9	9	9					
投资性房地产	0	0	0	0					
固定资产和在建工程	7	(184)	(213)	(234)					
无形资产和开发支出	407	366	325	284					
其他非流动资产	8	8	8	8					
资产总计	2,524	2,732	2,874	3,827					
短期借款	469	455	0	288					
应付和预收款项	418	433	566	617					
长期借款	235	235	235	235					
其他负债	346	346	346	346					
负债合计	1,469	1,469	1,147	1,487					
股本	400	400	400	400					
资本公积	110	110	110	110					
留存收益	525	739	1,215	1,846	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
归属母公司股东权益	1,035	1,249	1,726	2,356	收益率				
少数股东权益	20	14	1	(16)	毛利率	42%	47%	48%	49%
股东权益合计	1,055	1,263	1,727	2,340	三费/销售收入	19%	11%	9%	8%
负债和股东权益合计	2,524	2,732	2,874	3,827	EBIT/销售收入	25%	23%	38%	41%
					EBITDA/销售收入	26%	27%	41%	43%
					销售净利率	22%	17%	31%	33%
					资产获利率				
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	17%	18%	29%	28%
营业收入	788	1,261	1,576	1,970	ROA	8%	11%	21%	21%
减：营业成本	458	668	819	1,005	ROIC	20%	18%	26%	34%
营业税金及附加	2	4	5	6	增长率				
营业费用	33	38	47	39	销售收入增长率	47%	60%	25%	25%
管理费用	66	48	55	69	EBIT 增长率	24%	47%	105%	35%
财务费用	49	54	45	41	EBITDA 增长率	24%	66%	92%	33%
资产减值损失	21	190	28	20	净利润增长率	55%	26%	122%	32%
加：投资收益	2	0	0	0	总资产增长率	73%	8%	5%	33%
公允价值变动损益	0	0	0	0	股东权益增长率	19%	21%	38%	37%
其他经营损益	0	0	0	0	经营营运资本增长率	46%	62%	4%	46%
营业利润	161	259	576	790	资本结构				
加：其他非经营损益	18	0	0	0	资产负债率	58%	54%	40%	39%
利润总额	179	259	576	790	流动比率	216%	261%	424%	381%
减：所得税	5	39	86	142	速动比率	127%	136%	220%	202%
净利润	174	220	490	648	资产管理效率				
减：少数股东损益	(5)	(6)	(13)	(17)	总资产周转率	0.31	0.46	0.55	0.51
归属母公司股东净利润	179	226	503	665	固定资产周转率	105.49	-6.86	-7.39	-8.40
					应收账款周转率	1.86	1.12	1.95	1.23
					存货周转率	0.55	0.57	0.64	0.58

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	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@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](http://www.lxsec.com)