

影视业龙头公司，优质片单储备确保持续增长

——北京文化（000802）研究报告

分析师：姚磊

SAC NO: S1150518070002

2019年06月28日

传媒——影视动漫

证券分析师

姚磊

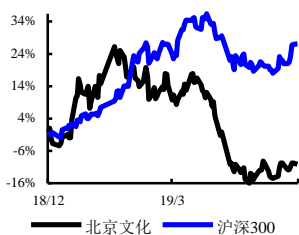
bhzqyao@sina.cn

评级：**增持**

上次评级：**增持**

最新收盘价：**10.18**

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 北京文化是国内影视娱乐业的龙头公司

北京文化是国内影视娱乐行业的龙头公司，2013年后逐步发展成为涵盖电影、电视剧网剧、艺人经纪、综艺、新媒体及旅游文化的全产业链文化集团。

● 电影业务：业内资源一流，表现有望持续亮眼

公司的管理团队深耕影视行业多年，核心高层宋歌、杜扬、娄晓曦、王京花等均在行业内具备丰富的从业经验与业内资源，投资优质项目的眼光独到，项目把控能力强，是公司影视业务的核心竞争力。

● 电视剧业务：综合实力强劲，业绩稳健

公司电视剧业务主要是由子公司世纪伙伴开展，以浙江星河旗下艺人为重要支撑，其中2017年出品的大剧《九州·海上牧云记》表现优异：最高单集播放量5.7亿、最高单日播放量2.4亿。目前公司储备的电视剧、网剧项目充足，已经基本确定立项超过20部，使该业务具备持续稳健的经营能力。

● 艺人经纪业务：签约阵容豪华

公司艺人经纪板块以全方位的艺人经纪为主，旗下拥有众多实力雄厚的艺人：陆毅、郭京飞、柯蓝、李乃文、李念、印小天、朱雨辰、李宗翰等，以及著名导演：沈严、刘海波、郭帆、潘戍午等。公司以独特和敏锐的视角，不断发掘各种娱乐界人才，培养出大批优秀演员，为公司发展注入新鲜血液。

● 盈利预测及投资建议

我们认为公司在制作、宣发、投资和艺人经纪业务方面的绝对实力突出。具体投资逻辑来看，公司的电影业务储备片单阵容强大，有望在未来三年中持续获得受益，此外公司电视剧业务和艺人经纪业务也有望维持稳定。我们首次覆盖公司，给予公司“增持”的投资评级，预计公司2019-2021年EPS分别为0.59、0.66和0.75元/股，建议投资者保持持续关注。

● **风险提示：**市场政策风险，电影市场景气度低迷，电影票房收入不达预期，市场竞争持续加剧，人员流失风险。

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	1321.00	1205.05	1454.95	1657.57	1927.32
(+/-)%	42.57%	-8.78%	20.74%	13.93%	16.27%
息税前利润（EBIT）	426.44	432.25	553.46	614.96	695.76
(+/-)%	61.83%	1.36%	28.04%	11.11%	13.14%
净利润	310.33	325.82	420.26	469.79	537.24
(+/-)%	-40.59%	4.99%	28.99%	11.78%	14.36%
每股收益（元）	0.43	0.46	0.59	0.66	0.75

表：三张表及主要财务指标

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1205	904	757	951	1183	营业收入	1321	1205	1455	1658	1927
应收票据及应收账款	726	826	917	999	1162	营业成本	677	589	713	829	983
预付账款	842	1562	1782	1906	2064	营业税金及附加	4	7	7	7	10
其他应收款	210	282	279	295	343	销售费用	22	6	7	7	8
存货	631	825	781	908	1077	管理费用	192	170	175	199	231
其他流动资产	14	13	13	13	13	研发费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	3629	4411	4529	5073	5842	财务费用	-25	-15	-5	-4	-5
长期股权投资	3	3	3	3	3	资产减值损失	66	45	48	48	48
固定资产合计	39	26	26	26	26	其他收益	4	8	0	0	0
无形资产	42	41	41	41	41	投资收益	3	7	0	0	0
商誉	1588	1588	1588	1588	1588	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期待摊费用	81	41	41	41	41	资产处置收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	63	331	331	331	331	营业利润	393	417	511	571	653
资产总计	5640	6640	6710	7206	7927	营业外收支	4	-1	2	2	2
短期借款	0	50	50	50	50	利润总额	397	416	513	573	655
应付票据及应付账款	254	814	586	568	673	所得税费用	77	92	92	103	118
预收账款	236	283	364	381	424	净利润	320	324	420	470	537
应付职工薪酬	12	5	5	6	7	归母净利润	310	326	420	470	537
应交税费	120	84	102	116	135	少数股东损益	10	-2	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.43	0.46	0.59	0.66	0.75
长期借款	0	0	0	0	0	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
预计负债	0	0	0	0	0	营收增长率	42.57%	-8.78%	20.74%	13.93%	16.27%
负债合计	831	1532	1182	1207	1391	EBIT 增长率	61.83%	1.36%	28.04%	11.11%	13.14%
股东权益	4809	5108	5529	5998	6536	净利润增长率	-40.59%	4.99%	28.99%	11.78%	14.36%
现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	销售毛利率	48.78%	51.09%	51.00%	50.00%	49.00%
净利润	310	326	420	470	537	销售净利率	24.25%	26.90%	28.89%	28.34%	27.87%
折旧与摊销	39	37	0	0	0	ROE	6.48%	6.40%	7.63%	7.86%	8.25%
经营活动现金流净额	-394	90	-147	194	231	ROIC	9.77%	8.12%	9.63%	10.11%	10.77%
投资活动现金流净额	-68	-296	2	2	2	BVPS	6.69	7.11	7.69	8.35	9.10
筹资活动现金流净额	-62	-95	-2	-2	-2	资产负债率	14.74%	23.07%	17.61%	16.76%	17.55%
现金净变动	-524	-301	-147	194	231	PE	33.89	24.32	17.49	15.65	13.69
期初现金余额	1729	1205	904	757	951	PB	2.20	1.56	1.33	1.23	1.13
期末现金余额	1205	904	757	951	1183	EV/EBITDA	20.38	15.06	12.01	10.49	8.94

目 录

1.公司简介：影视业的龙头公司.....	5
大股东为华力控股，股权绑定核心团队.....	5
2.基本面：电影全产业链覆盖的龙头公司.....	6
2.1 业务构成：以影视剧制作发行为主.....	6
2.2 业绩增速稳定，三费表现优秀，商誉占比低.....	7
3.影视行业分析：稳步增长，优质内容驱动.....	9
3.1 电影行业：2019 上半年表现低于预期.....	9
3.2 电视剧市场：政策调控密集，当代题材成为主导.....	11
4.业务分析：院线业务为基础，制片发行潜力大.....	13
4.1 电影业务：业内资源一流，表现有望持续亮眼.....	13
4.2 电视剧业务：综合实力强劲，业绩稳健.....	16
4.3 艺人经纪业务：签约阵容豪华.....	18
4.4 旅游业务：优化成果十分明显.....	18
5.盈利预测及投资建议.....	19
6.风险提示.....	20

图 目 录

图 1: 北京文化的主要业务由四部分构成	6
图 2: 北京文化 2018 年的业务收入构成	6
图 3: 北京文化 2018 年的各项业务毛利率情况	6
图 4: 北京文化的营收表现稳健	7
图 5: 北京文化的归母净利润同样增长稳健	7
图 6: 北京文化的销售费用率保持稳定	7
图 7: 北京文化的管理费用率持续优化	7
图 8: 北京文化的财务费用情况	8
图 9: 2018 年 1 月-2019 年 5 月国内电影票房收入及增速	9
图 10: 2018 年 1 月-2019 年 5 月国内电影观影人次及增速	9
图 11: 2019 年 Q1 央卫视收视率排名	12
图 12: 世纪伙伴的主要工作室分部	16
图 13: 公司旅游业务经营持续优化	18

表 目 录

表 1: 北京文化前十大股东明细 (截止 2019 年一季报)	5
表 2: 2019 年 1-5 月国内院线 TOP10 排名	10
表 3: 2019 年 6 月上映的主要影片	10
表 4: 2018-19 年电视剧行业主要调控政策梳理	11
表 5: 北京文化的管理层和人才资源在业内竞争力一流	13
表 6: 公司参与的主要电影	14
表 7: 公司 2019 年后的主要片单	14
表 8: 公司 2019 年后的主要电视剧片单	17

1. 公司简介：影视业的龙头公司

北京文化是国内影视娱乐行业的龙头公司，2013年后已由单一的旅游业务发展成为涵盖电影、电视剧网剧、艺人经纪、综艺、新媒体及旅游文化的全产业链文化集团。目前公司的影视文化业务主要有电影、电视剧网剧、艺人经纪、综艺、新媒体等业务板块；原有旅游景区业务以潭柘寺、戒台寺、妙峰山等景区为主，兼营酒店餐饮服务等业务。

大股东为华力控股，股权绑定核心团队

目前华力控股集团是公司的第一大股东，拥有公司 15.90% 的股份，与第二大股东富德生命人寿保险公司 15.60% 的股份相比差距不大。由于华力控股持股所享有的表决权不足以对股东会、股东大会的决议产生影响，所以目前公司无实际控制人。

此外公司股东西藏金宝藏、新疆嘉梦的实际控制人娄晓曦和西藏金桔的实际控制人王京花分别持有公司 12.69% 和 4.38% 的股份。作为公司的重要业务条线负责人，股权深度绑定有助于公司业务的持续开展。

表 1：北京文化前十大股东明细（截止 2019 年一季报）

排名	股东名称	持股数量（万股）	占总股本比例（%）
1	中国华力控股集团有限公司	11384.13	15.90
2	富德生命人寿保险股份有限公司	11164.99	15.60
3	西藏金宝藏文化传媒有限公司	5281.64	7.38
4	西藏九达投资管理有限公司	4751.63	6.64
5	石河子无极股权投资合伙企业	3808.52	5.32
6	新疆嘉梦股权投资合伙企业	3799.06	5.31
7	西藏金桔文化传播有限公司	3139.01	4.38
8	全国社保基金一零四组合	1600.09	2.24
9	全国社保基金一一零组合	752.81	1.05
10	沈奇辉	556.06	0.78
合计		46238.87	64.60

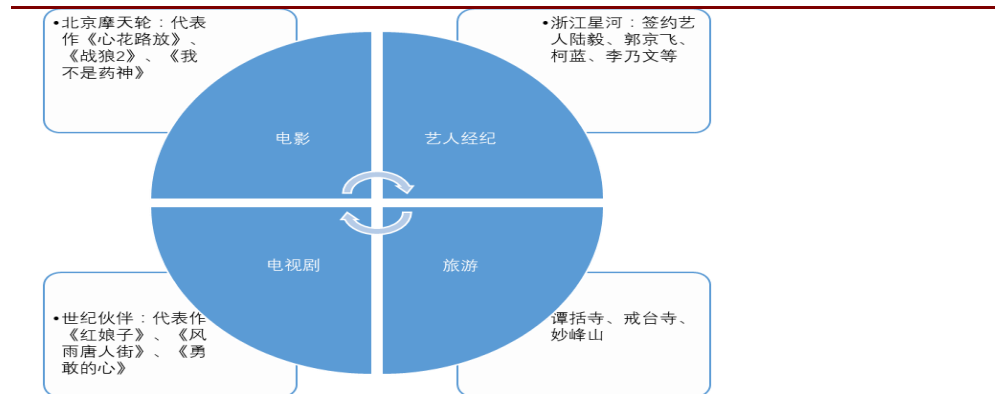
资料来源：wind，渤海证券

2. 基本面：电影全产业链覆盖的龙头公司

2.1 业务构成：以影视剧制作发行为主

北京文化是国内电影行业的优质公司，以影视剧制作发行为主。公司原名京西旅游，主要业务是以北京潭柘寺、戒台寺、灵山、妙峰山核心景区为主的旅游业。2013年后公司相继收购摩天轮、世纪伙伴、浙江星河三家影视公司，形成了目前以电影、电视剧投资制作发行和艺人经纪为主、原旅游业务为辅的业务模式，整体业务实力得到极大的增强。

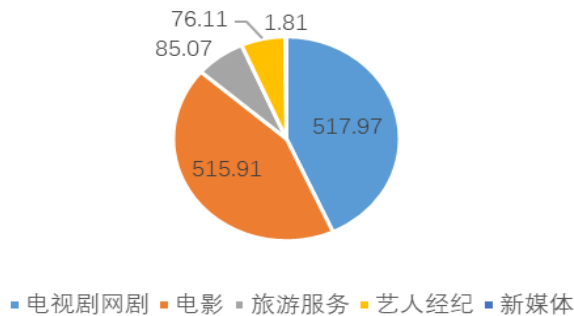
图 1：北京文化的主要业务由四部分构成



资料来源：渤海证券

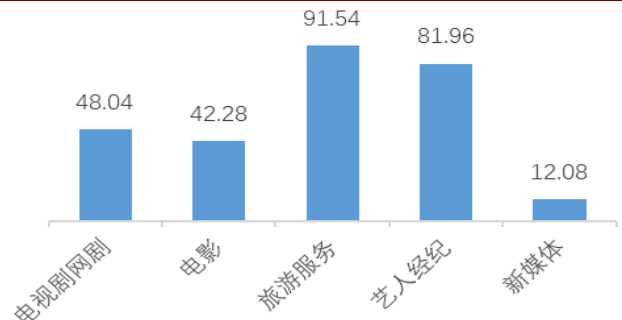
公司以影视剧为主业。从北京文化业务的基本面情况来看，公司营收以产业链中上游的电影和电视剧制片发行业务为主，二者营收合计占到公司总营收的85.79%，毛利率维持在40%-50%的区间；而基数相对较低的旅游服务和艺人经纪业务的毛利率表现亮眼；新媒体业务营收占比最小，对整体业务的影响不大。

图 2：北京文化 2018 年的业务收入构成



资料来源：wind，渤海证券

图 3：北京文化 2018 年的各项业务毛利率情况

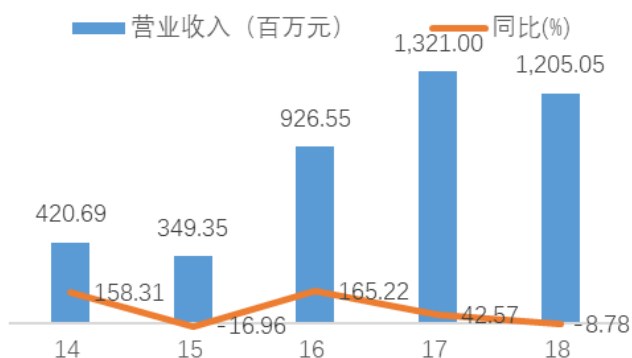


资料来源：wind，渤海证券

2.2 业绩增速稳定，三费表现优秀，商誉占比低

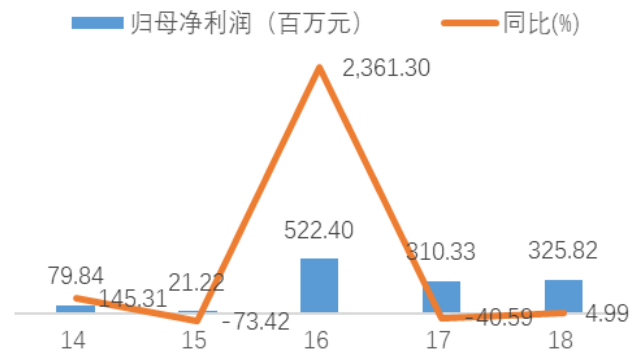
公司业绩增速近三年来表现稳健。公司 2016 年后通过并购世纪伙伴和浙江星河两家公司完成影视业务的转型布局，在营收及净利润方面表现出稳步发展的趋势。在 2018 年影视行业集体低迷的环境下，公司整体实现营收 12.05 亿元，同比减少 8.78%；实现归母净利润 3.25 亿元，同比增长 4.99%，整体的经营呈现出较强的稳定性。

图 4：北京文化的营收表现稳健



资料来源：wind，渤海证券

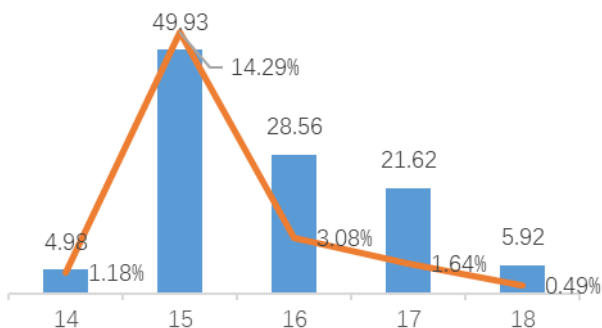
图 5：北京文化的归母净利润同样增长稳健



资料来源：wind，渤海证券

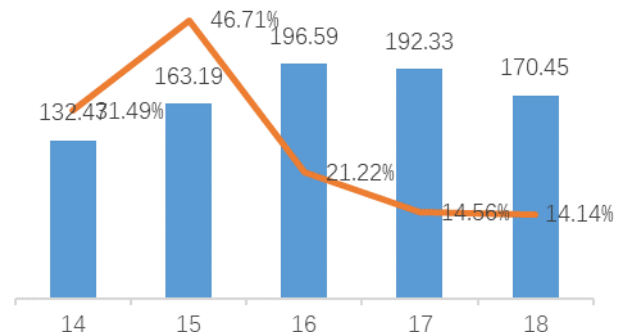
公司的三费情况表现优秀。2014 至今北京文化的销售费用和管理费用表现稳健，其中管理费用率持续降低表明公司的经营效率逐步优化，此外公司的财务费用率表现也很出色，源于公司出色的现金流及丰厚的资金储备水平。

图 6：北京文化的销售费用率保持稳定



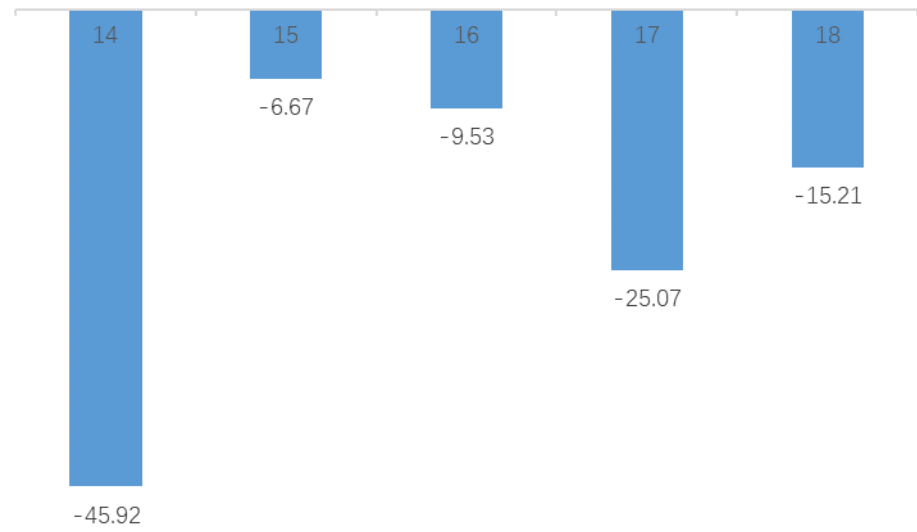
资料来源：wind，渤海证券

图 7：北京文化的管理费用率持续优化



资料来源：wind，渤海证券

图 8: 北京文化的财务费用情况



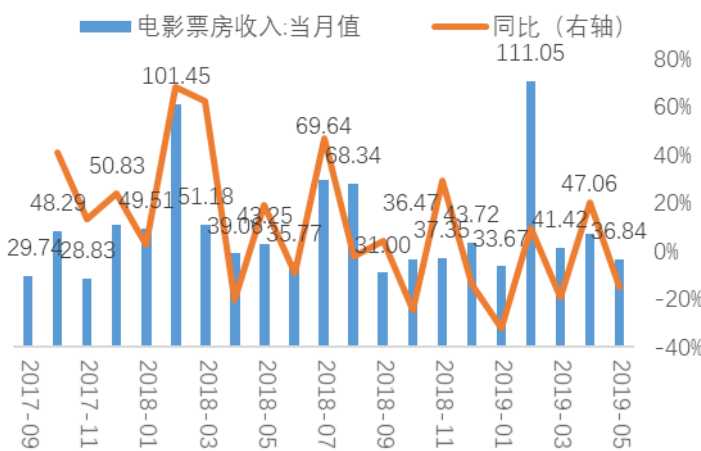
资料来源: wind,渤海证券

3.影视行业分析：稳步增长，优质内容驱动

3.1 电影行业：2019 上半年表现低于预期

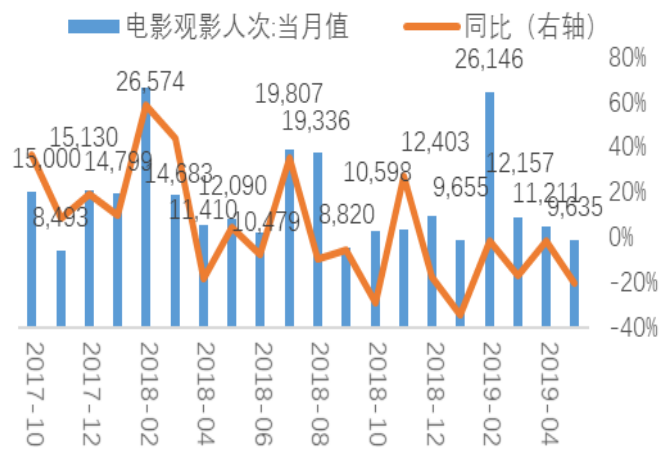
2019 年上半年国内电影票房表现不佳。2019 年 1-5 月国内电影票房收入 270.04 亿元，同比降低 5.06%；观影人次 6.88 亿次，同比减少 13.51%；平均票价 39.25 元，相较于去年同期上涨 2.92 元。

图 9：2018 年 1 月-2019 年 5 月国内电影票房收入及增速



资料来源：wind，渤海证券

图 10：2018 年 1 月-2019 年 5 月国内电影观影人次及增速



资料来源：wind，渤海证券

根据猫眼专业版数据统计，2019 年 1-5 月共上映 202 部影片，票房排名前五影片分别为《流浪地球》(46.54 亿)、《复联 4》(42.38 亿)、《疯狂的外星人》(22.01 亿)、《飞驰人生》(17.16 亿)和《大黄蜂》(11.47 亿)，合计票房贡献 139.56 亿元，占当月票房总收入的 50.58%。

2019 年 1-5 月国内院线数据方面，万达院线票房市占率 14.71%，全国排名第一；广东大地票房市占率 10.10%，全国排名第二；上海联合市占率 8.05%排名第三。院线集中度方面，2019 年 1-5 月国内前五大院线票房占比 47.27%，前十大院线票房占比 69.87%。

表 2: 2019 年 1-5 月国内院线 TOP10 排名

排名	院线名	票房 (亿元)	人次 (万)	场均人次	平均票价
	全国	255.06	7.05 亿	14	36.1
1	万达	37.53	8190.2	19	45.8
2	广东大地	25.78	7193.2	14	35.8
3	上海联合	20.54	5130.8	17	40.0
4	中影南方	19.31	5398.0	14	35.7
5	中影数字	17.43	4946.9	13	35.2
6	中影星美	14.05	3815.5	16	36.8
7	金逸珠江	12.88	3395.6	16	37.9
8	横店影视	11.18	3182.3	14	35.1
9	幸福蓝海	10.01	2694.7	16	37.1
10	华夏联合	9.52	2638.5	13	36.1

资料来源: 猫眼, 渤海证券

2019 年 6 月后已经确定档期的影片整体竞争力很强, 预计上映的进口大片《X 战警: 黑凤凰》、《黑衣人: 全球追缉》、《蜘蛛侠: 英雄远征》和国产片《追龙 2》、《少年的你》具备很好的票房影响力, 有望支撑起 6 月的票房收入水平。2018 年 6 月国内票房收入 35.78 亿元, 票房前三作品分别为: 《侏罗纪世界 2》15.06 亿元, 《超时空同居》2.89 亿元, 《超人总动员 2》2.43 亿元, 合计票房占比 56.8%; 而 2019 年 6 月重点关注影片包括: 《X 战警: 黑凤凰》(6.6 上映)、《追龙 2》(6.6 上映)、《黑衣人: 全球追缉》(6.14 上映)、《蜘蛛侠: 英雄远征》(6.28 上映)。

表 3: 2019 年 6 月上映的主要影片

影片名	影片类型	拟上映时间	国家及地区
X 战警: 黑凤凰	科幻/动作	6.6	美国
黑衣人: 全球追缉	科幻/动作	6.14	美国
千与千寻	动画	6.21	日本
少年的你	爱情/青春	6.27	中国
蜘蛛侠: 英雄远征	科幻/动作	6.28	美国

数据来源: 猫眼, 渤海证券

3.2 电视剧市场：政策调控密集，当代题材成为主导

政策对行业监管持续严格，预计 2019 年全年维持趋势。2018 年是影视行业监管的大年，对于演员纳税和薪酬、内容审查制度和题材把控上均有重要政策推出，对行业的影响较大；2019 年 5 月，习近平总书记主持召开中央全面深化改革委员会第八次会议，强调推进影视业改革，加强行业管理执法，对行业的建设发展指明了方向和趋势。我们预计 2019 年行业仍处于调整过程中，对于政策调控和市场需求的调整将倒逼行业产能持续出清，行业发展将进一步被严格和规范，具有规模优势和经营规范的公司将逐步具备更强的市场竞争力。

表 4：2018-19 年电视剧行业主要调控政策梳理

政策制定方	时间	主要内容
腾讯、优酷、爱奇艺	2018 年 3 月	联合发布了倡议书，称要共同抑制不合理的高片酬现象，杜绝为突出个人指定合作导演、演员擅改剧本、决定番位等，建立劣迹演员名单库
广电总局	2018 年 4 月	戏说历史类非现实类剧集将不受欢迎，另外强调市场价值要服从于社会价值
国家税务总局和江苏省地方税务局	2018 年 6 月	依法对明星税务阴阳合同一事开展调查核实，如发现违反税收法律法规的行为，将严格依法处理
腾讯、优酷、爱奇艺、正午阳光、华策、柠萌影业、慈文、耀客传媒、新丽传媒	2018 年 9 月	将“共同抵制艺人‘天价’片酬现象”，“共同抵制偷逃税、‘阴阳合同’等违法行为”
广电总局	2018 年 11 月	遏制影视圈追星炒星的不良倾向，严格控制综艺节目嘉宾片酬，加大网络剧治理力度
北京市广播电视局	2018 年 11 月	监管对于重点原创网络视听节目做出了新的规定。主要包括网络视听内容审查与电视台内容审查即将并轨，遵循“网上网下一把尺子”；规定了重点原创网络视听节目的备案制度
中央全面深化改革委员会第八次会议	2019 年 5 月	推进影视业改革，要从完善创作生产引导机制、规范影视企业经营行为、健全影视评价体系、发挥各类市场主体作用、加强行业管理执法、加强人才队伍建设等方面统筹推进改革，既抓住当前群众普遍关心、反映强烈的具体问题，又聚焦影视行业标准、从业人员诚信建设等配套性强、影响长远的要害问题，形成管用的长效机制

数据来源：互联网，渤海证券

2019 年电视剧收视率表现平淡，现实题材成为主导。2019 年 Q1 央卫视平台收视率破 1% 的电视剧有 10 部，分别是《老中医》、《知否知否应是绿肥红瘦》、《大江大河》、《刘家媳妇》、《姥姥的饺子馆》、《芝麻胡同》、《逆流而上

的你》、《都挺好》、《只为遇见你》。其中以《都挺好》为代表的现实题材作品依然是荧屏主流，都市情感剧、年代剧表现突出；古装剧在4月后表现持续下滑。

图 11: 2019 年 Q1 央卫视收视率排名

2019第一季度央卫视电视剧收视TOP10					
剧名	播出频道	集数(起)	集数(止)	收视率%	市场份额%
《老中医》	央视综合频道	1	40	1.432	5.173
《知否知否应是绿肥红瘦》	湖南卫视	11	78	1.378	4.965
《大江大河》	北京卫视	40	47	1.371	4.718
《刘家媳妇》	央视电视剧频道	1	39	1.338	4.966
《姥姥的饺子馆》	央视电视剧频道	16	40	1.336	5.045
《芝麻胡同》	北京卫视	1	55	1.333	4.734
《逆流而上的你》	湖南卫视	1	43	1.194	4.32
《都挺好》	浙江卫视		46	1.192	4.269
《都挺好》	江苏卫视	1	46	1.158	4.148
《只为遇见你》	湖南卫视	1	42	1.026	3.937

注:以上数据根据CSM55城整理,时间范围为2019年1月1日至4月2日

数据来源: csm, 渤海证券

下半年电视剧题材仍以当代为主，涉及细分题材更为多样。从 Q2 后各大卫视的排播重点来看，一方面各大平台将献礼剧提上日程；另一方面反腐、涉案、年代、军旅、悬疑类题材剧集不断涌现。献礼剧方面比如《在远方》、《小欢喜》、《新世界》、《惊蛰》、《亮剑之雷霆战将》、《瞄准》等剧作。此外《巨匠》、《少年派》、《完美关系》、《带着爸爸去留学》、《我的真朋友》、《平凡的荣耀》、《尉官正年轻》《人民的财产》等都成为各大卫视平台的重点剧目，接下来必将会有更多反映时代的剧集作品呈现。

4.业务分析：院线业务为基础，制片发行潜力大

4.1 电影业务：业内资源一流，表现有望持续亮眼

北京文化的核心管理团队深耕影视行业多年，具有丰富的业内资源，因此是公司影视业务的核心竞争力。公司核心业务高层宋歌、杜扬、娄晓曦、王京花均在行业内具备丰富的从业经验，投资优质项目的眼光独到，项目把控能力强。其中公司董事长兼总裁宋歌曾担任北京完美时空董事长和万达影视总经理；公司副董事长娄晓曦是国内知名电视制作人，曾经在华谊兄弟任职；公司副总裁杜扬曾经担任华谊兄弟宣传总监、星光国际影视总经理、完美时空总经理；国内知名经纪人王京花自 1991 年涉足国内艺人经纪行业，曾经担任范冰冰、李冰冰、任泉、白百何等知名演员的经纪人，在业内具有强大的号召力。

此外在业务资源方面，公司构建了以陈国富、刘震云、严歌苓为核心的顾问团队，以张黎、乌尔善、徐浩峰、吴京等为核心的导演团队，以刘震云、严歌苓、舒心、刘伽茵为核心的编剧团队，以杜扬、胡晓峰、边晓军、胡凡为核心的制片人团队，以陆毅、郭京飞、柯蓝、李乃文等明星为核心的演员团队，形成了完整的影视剧制片人才资源，在国内具备很强的竞争力。

表 5：北京文化的管理层和人才资源在业内竞争力一流

主要资源	主要代表人员
管理层	董事长兼总裁：宋歌
	副董事长：娄晓曦
	副总裁、董事：杜扬
顾问	陈国富、刘震云、严歌苓
导演	张黎、乌尔善、徐浩峰、吴京、宁浩、丁晟、郭帆、沈严、李非、刘海波等
编剧	刘震云、严歌苓、舒心、刘伽茵等
制片人	杜扬、胡晓峰、边晓军、胡凡等
演员	耿乐、郭京飞、黄志忠、焦俊艳、柯蓝、陆毅、印小天等

数据来源：公司官网，渤海证券

公司历史成绩突出。公司自 2013 年以来开始参与电影的制作、投资与发行业务，截止 2018 年末共先后参与投资、发行已经上映的电影 25 部，其中代表作有《同桌的你》、《心花路放》、《师父》、《我不是潘金莲》、《战狼 2》、《芳华》、《我不是药神》、《无名之辈》、《流浪地球》等头部影片，获得了叫好又叫座的双重丰收。共有 5 部电影票房位列当年国产电影票房 TOP10，显示出

极强的内容判断水平和操盘水准。

表 6: 公司参与的主要电影

上映时间	电影	总票房 (亿元)	合作方式
2014.04	《同桌的你》	4.56	投资
2014.09	《心花路放》	11.70	保底发行
2015.09	《解救吾先生》	1.96	制作
2016.11	《我不是潘金莲》	4.83	出品、联合发行
2016.12	《铁道飞虎》	6.99	制作
2017.07	《战狼 2》	56.82	保底发行
2017.12	《芳华》	14.22	投资、宣发
2018.07	《我不是药神》	30.75	投资、宣发
2019.02	《流浪地球》	46.54	制作、出品、宣发

数据来源: 公司公告, 猫眼, 渤海证券

目前公司已经建立专业影视项目管理流程体系, 实现项目战略规划、IP 孵化和采购、开发规划、立项管理、制片管理等各个环节的流水线化管理。公司于 2016 年 1 月成立电影事业部, 并下设制作中心、营销中心、发行中心, 负责制片资源的对接、营销策略的把控以及发行排片等项目全流程管控。

公司电影项目储备丰富。2019 年公司预计将发行 7 部电影, 其中年初已经上映的《流浪地球》获得了 46.54 亿元的票房收入, 成为国内影史票房排名第二的影片, 成为公司发行业务的经典案例; 此外公司还投资乐乌尔善指导的魔幻史诗电影《封神》三部曲, 第一部预计于 2020 年在国内上映, 第二、三部也将于 2021、2022 年上映, 将持续支持公司的业绩。

表 7: 公司 2019 年后的主要片单

电影	计划开拍时间	预计发行档期	合作方式	主要演职人员	项目进度
《你是凶手》	2016.05	2019	投资、宣发	导演: 王昱 主演: 宋佳、王千源、冯远征	后期制作
《全民直播》	2017.02	2019	投资、宣发	导演: 胡茄 主演: 张子贤	后期制作
《成长在明天》	2018	2019	投资、宣发	导演/编剧: 叶京	后期制作
《跳舞吧! 大象》	2018	2019	投资、宣发	导演: 林育贤 主演: 艾伦	后期制作
《特警队》	2018.09	2019	投资、宣发	导演: 丁晟 主演: 贾乃亮、凌潇肃	后期制作
《被光抓走的人》	2018.12	2019	投资、宣发	导演: 董润年 主演: 黄渤、王珞丹	拍摄中

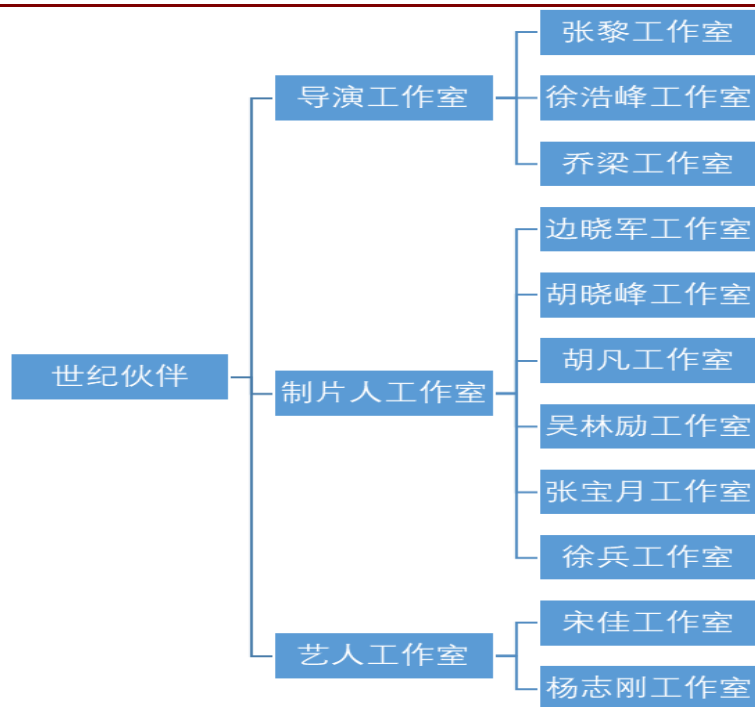
《热带往事》	2018.07	2019	投资、宣发	监制：宁浩 主演：彭于晏、张艾嘉	后期制作
《妈阁是座城》	2017.08	2019	投资	编剧：严歌苓 主演：白百何、吴刚	发行中
《诗眼倦天涯》	2018.05	2019	投资	导演/编剧：徐浩峰 主演：陈坤、周迅、宋佳等	后期制作
《封神》三部曲	2018.09	2020-2022	投资、宣发	导演：乌尔善 编剧：冉平、冉甲男	拍摄中

数据来源：公司公告，渤海证券

4.2 电视剧业务：综合实力强劲，业绩稳健

公司的电视剧业务主要是由子公司世纪伙伴开展，以浙江星河旗下艺人为重要支撑。世纪伙伴管理团队由影视投资人、著名传媒广告人、公司创始人娄晓曦领衔；业内资深影视制作人边晓军作为电视剧制作总监负责电视剧投资制作；旅美作家、编剧严歌苓作为文学顾问提供版权支持及内容把控；著名导演张黎作为影视制作总监根据行业形势，决定影片风格、种类及市场走向；资深电影制作人胡晓峰担当电影制作顾问，负责策划、筹备电影项目；著名栏目策划主持、制片人李霞进行新媒体精品网剧制作、艺人经纪、电视栏目策划及舞台演艺出品等多元化业务拓展。

图 12：世纪伙伴的主要工作室分部



数据来源：公司公告，渤海证券

世纪伙伴过往主要的作品主要包括《谈判冤家》、《伙伴夫妻》、《神机妙算刘伯温》、《四十九日·祭》、《良心》、《红色》、《勇敢的心》、《红娘子》、《云巅之上》、《武动乾坤》等。其中公司 2017 年出品的大剧《九州·海上牧云记》表现优异：最高单集播放量 5.7 亿、最高单日播放量 2.4 亿。目前公司储备的电视剧、网剧项目充足，已经基本确定立项超过 20 部，使公司电视剧业务具备持续的经营能力。

表 8: 公司 2019 年后的主要电视剧片单

作品	计划开拍时间	预计发行档期	合作方式	主要演职人员	项目进度
《江山不悔》	待定	待定	投资	原著: 丁墨 编剧: 关展博、刘伽茵	筹备中
《羽传说》	待定	待定	投资	总监制: 张黎	筹备中
《天涯明月刀》	待定	待定	投资	编剧: 钱雁秋、刘伽茵	筹备中
《爱归来》	2016.03	待定	投资	导演: 王梦继 编剧: 张晓芸	后期制作
《极品一家人》	2016.03	待定	摩登视界投资	导演: 孙皓 编剧: 赵彝、黄苇	发行中
《谢家皇后》	待定	待定	投资	原著: 越人歌 编剧: 墨舞碧歌	筹备中
《欢喜猎人》	2016.12	2019	投资、发行	导演: 沈煜杰 编剧: 包贝尔	发行中
《大明皇妃孙若微传》	2017.12	待定	投资、策划服务	监制: 张黎 主演: 汤唯、朱亚文	后期制作
《我爱你, 这是最好的安排》	2017.09	待定	投资	导演: 陈林海 监制: 董波	发行中

数据来源: 公司公告, 渤海证券

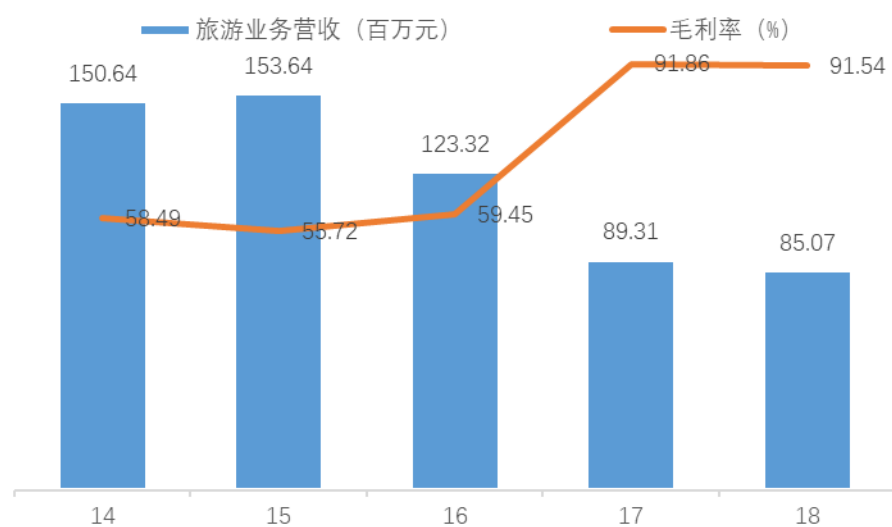
4.3 艺人经纪业务：签约阵容豪华

公司艺人经纪业务以全方位的艺人经纪为主营，目前旗下拥有众多实力雄厚的艺人：陆毅、郭京飞、柯蓝、李乃文、李念、印小天、朱雨辰、李宗翰等，以及著名导演：沈严、刘海波、郭帆、潘戍午。公司以独特和敏锐的视角，不断发掘各种娱乐界人才，培养出大批优秀演员，目前有签约演员、导演、编剧几十人，并且不断有新演员加盟公司，为公司发展注入新鲜血液。未来公司还将打造更具创新力的艺人产业模式，涵盖艺人培养、艺人经纪、商务广告等艺人产业全链条经营模式，并为公司其他板块业务提供强有力的资源支持。

4.4 旅游业务：优化成果十分明显

公司逐步整合旅游业务，平稳运营现有旅游景区。公司转型影视前以潭柘寺、戒台寺、灵山、妙峰山两山两寺核心景区为经营中心，兼营酒店餐饮服务等业务。2016 年公司将灵山景区经营权归还北京市门头沟区旅游发展委员会和北京市门头沟区清水镇政府，并转让灵山景区相关资产；同时出售龙泉宾馆子公司形成投资收益 3.63 亿元；出售京西风光旅行社形成投资收益 23 万元。公司现有的旅游业务以潭柘寺、戒台寺、妙峰山等景区为主，主要提供景区游览服务，包括购买商品、休闲活动、餐饮、导游、咨询、停车管理等诸多服务。其中，潭柘寺和戒台寺已进入过渡经营状态（2016.7.1—2019.5.31）。

图 13：公司旅游业务经营持续优化



数据来源：wind，渤海证券

5.盈利预测及投资建议

基本假设:

- 1、公司的电影业务经营维持稳健，不存在大幅度业务变动与经营风险;
- 2、电视剧业务维持稳定，不存在电视台/视频网站采购风险，政策调控维持稳定;
- 3、电影观众人次保持稳定，电影票价与补贴水平保持稳定;
- 4、公司各条团队稳定，不存在大规模人员流失情况。

投资建议:

我们认为公司在电影产业链的布局完善，在制作、宣发、投资和艺人经纪业务方面的绝对实力突出，几条业务线的协同效应较为明显。具体投资逻辑来看，公司的电影业务储备阵容强大，有望在未来三年中持续获得受益，此外公司电视剧业务和艺人经纪业务也有望维持稳定，为公司持续贡献业绩。因此整体看公司业务持续发展动力足，我们首次覆盖公司，给予公司“增持”的投资评级，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.59、0.66 和 0.75 元/股，建议投资者保持持续关注。

6.风险提示

市场政策风险，电影市场景气度低迷，电影票房收入不达预期，市场竞争持续加剧，人员流失风险

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)
+86 22 2845 1975
张源
+86 22 2383 9067
王磊
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
朱林宁
+86 22 2387 3123

金融工程研究

宋昶
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
孟凡迪
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn