

东方网络

构建“三位一体”大传媒版图，打造东方文娱新星

首次覆盖

投资亮点

首次覆盖东方网络公司（002175）给予推荐评级，目标价 22.95 元，对应 2017 年并备考 EPS 43.68X。理由如下：

公司目前业务涵盖数字电视平台运营、互联网电视及家庭娱乐终端、影视制作和发行、主题旅游公园等。随着三网融合深入推进，用户付费市场日益成熟，公司借力资本外延与内生并举，有望成为国内领先的综合性新媒体娱乐巨人。

- ▶ **立足家庭娱乐市场，覆盖海量客厅用户。**公司在全国范围内与有线电视/电信/互联网渠道合作，核心产品“沙发院线”覆盖用户超 2,000 万户。联手有线电视运营商推出“超级娱乐家”，采用硬件捆绑内容的销售模式，加速终端用户放量。同时入股互联网电视牌照商广东东方，通过其播控平台完善公司数字化内容发行平台，巩固竞争壁垒。
- ▶ **自制投资双管齐下，以优质 IP 及内容反哺渠道扩张。**公司旗下水木动画是国内最大的动画外包承接商之一。同时拟收购嘉博文化、华桦文化、元纯传媒三家在影视/电视节目的制作、投资发行等方面具备深厚的积淀和领先的市场地位的优质标的，有望大大丰富公司 IP 储备，强化内容制作能力。
- ▶ **积极开拓线下业务，打通全产业链经营。**公司依托现有 IP 资源和业务运营能力，积极开发包括主题公园、虚拟现实应用在内的各类线下业务，目前已经在三亚、贵州等地初步落地。公司线下渠道的开发采用轻资产式的授权联运模式，风险小见效快，有望成为未来重要的收入增长来源。

我们与市场的最大不同？我们认为公司“影视内容+渠道运营+线下衍生”产业链三位一体式的布局独具优势，联动协同效应显著，未来有望复制 Netflix 的发展模式，成长空间广阔。

潜在催化剂：并购顺利通过，渠道用户规模快速增长。

盈利预测与估值

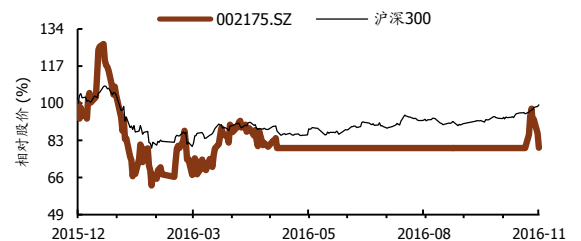
预计公司 16~18 年 EPS 分别为 0.17/0.27/0.36 元，CAGR 为 46%。若并购方案顺利通过，则 16~18 年备考 EPS 为 0.38/0.53/0.60 元。按照 2017 年并购并表后情形，参照可比公司估值，同时基于公司独特竞争优势给予 20% 估值溢价，给予 17 年 43.68 倍 P/E，对应 232 亿元目标市值，目标价 22.95 元/股，首次覆盖给予推荐评级。

风险

并购交易进展不达预期、渠道建设放缓、业绩承诺实现不达预期。

首次覆盖推荐

股票代码	002175.SZ
评级	* 推荐
最新收盘价	人民币 17.73
目标价	人民币 22.95
52 周最高价/最低价	人民币 29.42~13.61
总市值(亿)	人民币 134
30 日均成交额(百万)	人民币 1,908.43
发行股数(百万)	754
其中：自由流通股(%)	69
30 日均成交量(百万股)	94.65
主营行业	传媒



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	243	404	878	1,299
增速	37.4%	66.5%	117.0%	48.0%
归属母公司净利润	22	53	126	200
增速	100.0%	145.5%	136.6%	58.8%
每股净利润	0.03	0.07	0.17	0.27
每股净资产	1.07	1.14	2.06	2.29
每股股利	0.00	0.10	0.03	0.05
每股经营现金流	0.04	-0.01	0.80	0.84
市盈率	614.8	250.4	105.8	66.7
市净率	16.6	15.6	8.6	7.7
EV/EBITDA	209.8	99.9	32.1	21.6
股息收益率	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%
平均总资产收益率	2.4%	3.4%	4.9%	5.6%
平均净资产收益率	3.3%	6.4%	10.5%	12.2%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

孟玮

分析师

wei.meng@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080515080003

SFC CE Ref: BHP638

张雪晴

联系人

xueqing.zhang@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080116010008



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表				
营业收入	243	404	878	1,299
营业成本	167	225	512	774
营业税金及附加	2	2	5	7
营业费用	17	28	64	97
管理费用	37	67	145	217
财务费用	5	20	36	35
其他	0	0	0	0
营业利润	11	57	116	168
营业外收支	14	16	29	53
利润总额	25	73	145	220
所得税	3	6	13	20
少数股东损益	0	13	6	0
归属母公司净利润	22	53	126	200
EBITDA	64	138	421	646
资产负债表				
货币资金	231	220	424	60
应收账款及票据	106	201	374	553
预付款项	11	120	253	382
存货	87	206	253	382
其他流动资产	87	83	92	100
流动资产合计	521	829	1,394	1,476
固定资产及在建工程	221	337	574	935
无形资产及其他长期资产	303	724	1,006	1,211
非流动资产合计	593	1,159	1,797	2,456
资产合计	1,119	1,995	3,198	3,938
短期借款	150	220	243	171
应付账款及票据	84	375	745	1,125
其他流动负债	15	22	219	331
流动负债合计	249	617	1,206	1,627
长期借款和应付债券	50	372	300	450
非流动负债合计	67	474	402	552
负债合计	316	1,092	1,609	2,180
股东权益合计	803	856	1,550	1,725
少数股东权益	0	47	40	34
负债及股东权益合计	1,119	1,995	3,198	3,938
现金流量表				
净利润	22	53	126	200
折旧和摊销	33	59	246	391
营运资本变动	29	-10	599	630
其他	-22	-155	205	47
经营活动现金流	29	-10	599	630
投资活动现金流入	257	6	20	43
投资活动现金流出	425	377	884	1,049
投资活动现金流	-86	-371	-865	-1,006
股权融资	58	0	591	0
银行借款	110	392	-49	78
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	144	370	470	12
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0
现金净增加额	87	-11	204	-364

资料来源：公司数据，中金公司研究部

主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	37.4%	66.5%	117.0%	48.0%
营业利润	45.9%	405.3%	105.2%	44.0%
EBITDA	98.1%	117.1%	205.2%	53.5%
净利润	100.0%	145.5%	136.6%	58.8%
盈利能力				
毛利率	31.1%	44.2%	41.6%	40.4%
营业利润率	4.6%	14.0%	13.3%	12.9%
EBITDA 利润率	26.2%	34.1%	48.0%	49.7%
净利润率	9.0%	13.2%	14.4%	15.4%
偿债能力				
流动比率	2.09	1.34	1.16	0.91
速动比率	1.75	1.01	0.95	0.67
现金比率	0.93	0.36	0.35	0.04
资产负债率	28.3%	54.7%	50.3%	55.3%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	6.4%
回报率分析				
总资产收益率	2.4%	3.4%	4.9%	5.6%
净资产收益率	3.3%	6.4%	10.5%	12.2%
每股指标				
每股净利润 (元)	0.03	0.07	0.17	0.27
每股净资产 (元)	1.07	1.14	2.06	2.29
每股股利 (元)	0.00	0.10	0.03	0.05
每股经营现金流 (元)	0.04	-0.01	0.80	0.84
估值分析				
市盈率	614.8	250.4	105.8	66.7
市净率	16.6	15.6	8.6	7.7
EV/EBITDA	209.8	99.9	32.1	21.6
股息收益率	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%

公司简介

东方时代网络传媒股份有限公司是具备上游影视内容制作及投资能力，集有线电视网络、电信网络、互联网三大渠道，拥有“沙发院线”电影数字发行平台和“超级娱乐家”电视套餐等业务的综合性文化传媒企业。2013 年起，公司通过并购重组、投资及建立产业基金等方式，控股中辉华尚、水木动画等优质文化传媒品牌及企业。2016 年 11 月，公司拟收购嘉博文化、华桦文化、元纯传媒，进一步强化内容端的制作能力，形成“影视内容+渠道运营+线下衍生”产业链三位一体式大传媒生态布局。



目录

一、公司简介: 以渠道为基布局大传媒生态.....	5
二、行业分析: 娱乐消费景气上行, 客厅经济潜力广阔.....	9
(一) 经济结构升级, 影视娱乐消费进入高速增长期.....	9
(二) 客厅经济方兴未艾, 有望孕育中国版 Netflix.....	12
三、公司分析: “内容+渠道+线下衍生”三位一体, 打造东方文娱新星.....	15
(一) 渠道: 立足三网融合, 构建全新影视内容发行与运营平台.....	15
(二) 内容: 以 IP 为核心, 打通内容制作全产业链.....	19
(三) 线下衍生: 多元化开发 IP 价值.....	23
四、盈利预测与估值.....	25
(一) 盈利预测.....	25
(二) 基于拟并购标的顺利并表的情景假设分析.....	28
(三) 估值建议.....	30
(四) 风险提示.....	32

图表

图表 1: 公司文化传媒业务发展历史.....	5
图表 2: 公司构建传媒大生态.....	6
图表 3: 本次交易完成后 (配套融资前) 公司股权结构.....	7
图表 4: 2013~2016 年前三季度营业收入及归属母公司净利润.....	7
图表 5: 2013~2016 年上半年收入构成 (绝对值).....	8
图表 6: 2013~2016 年上半年收入构成 (百分比).....	8
图表 7: 2013~2016 年前三季度毛利润及综合毛利率.....	8
图表 8: 2013~2016 年上半年各业务毛利率.....	8
图表 9: 中国电影票房快速增长.....	9
图表 10: 口红效应-中国 GDP 增速与电影票房增速比较.....	9
图表 11: 中国与海外国家人均观影次数比较.....	9
图表 12: 美国电影发行窗口期.....	10
图表 13: 中美电影产业结构比较.....	10
图表 14: 2007~2015 年中国电视剧行业产量概况.....	11
图表 15: 2007~2016 持有电视剧行业许可证机构数变化情况.....	11
图表 16: 2010~2014 年每年首播新剧数量.....	12
图表 17: Netflix 成长之路.....	13
图表 18: Netflix 主营构成.....	13
图表 19: Netflix 流媒体订阅用户数量.....	14
图表 20: 东方网络渠道、内容、线下衍生三足鼎立业务架构.....	15
图表 21: 东方网络与广电合资运营模式.....	16
图表 22: 东方网络与广电已开展合作区域 (截至 2015 年 12 月).....	16
图表 23: 乾坤时代与运营商的合作方向.....	17
图表 24: 互联网电视七张牌照情况.....	18
图表 25: 东方网络多元化渠道布局一览.....	18
图表 26: 水木动画代表动画作品一览.....	19
图表 27: 水木动画的根基.....	20
图表 28: 三家拟收购标的交易概况.....	20



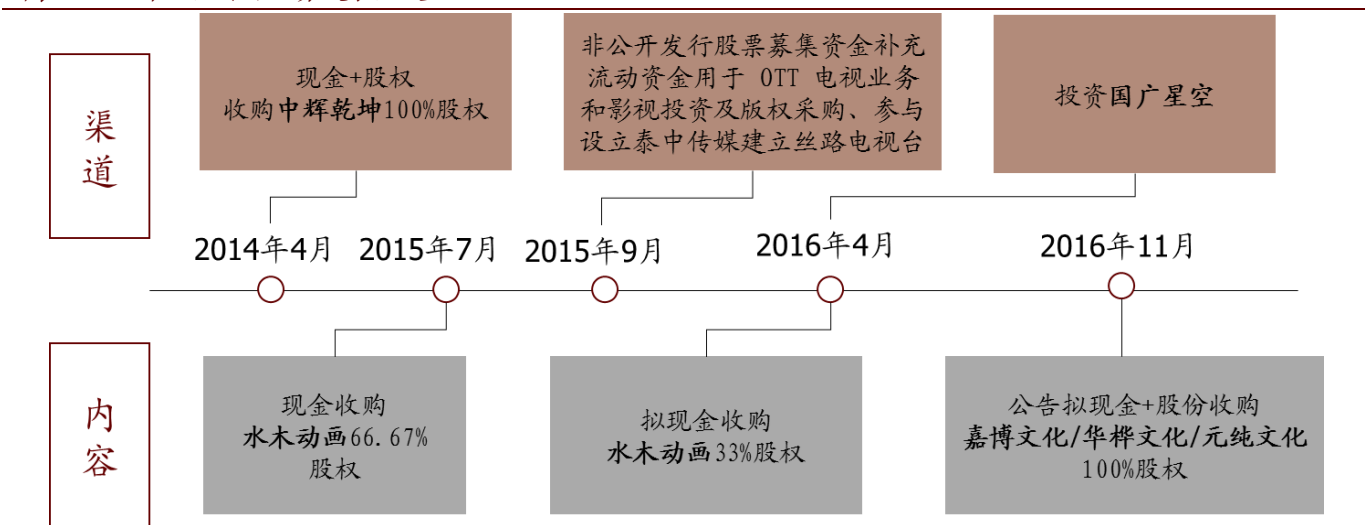
图表 29: 嘉博文化参与投资和制作的影视作品	21
图表 30: 嘉博文化 2014~2018 年利润及承诺利润情况	21
图表 31: 华桦文化参与投资、宣发及版权运营的影视作品	22
图表 32: 华桦文化 2014~2018 年利润及承诺利润情况	22
图表 33: 元纯传媒参与投资、宣发及版权运营的影视作品	23
图表 34: 元纯传媒 2014~2018 年利润及承诺利润情况	23
图表 35: 收入分类预测表	26
图表 36: 核心财务数据表	27
图表 37: 三家标的 2016 年上半年业绩承诺完成情况	28
图表 38: 三家标的业绩预测	29
图表 39: 并表情景假设分析	30
图表 40: 量仪量具业务子公司 2015 年财务状况	30
图表 41: 可比公司估值表 (更新至 2016/11/27)	31
图表 42: P/B band	31
图表 43: P/E band	31



一、公司简介：以渠道为基布局大传媒生态

公司于 2014 年收购乾坤时代正式进入文化传媒行业，近年不断加快在有线电视、电信网络及互联网的多元渠道布局，并分别于 2015 年和 2016 年收购水木动画，投资国广东方、国广星空、无忧乐活及永旭良辰，设立东方影业，加强公司文化传媒内容产业板块布局。2016 年，公告拟收购嘉博文化、华桦文化、元纯传媒三家影视内容制作公司，进一步强化内容端的制作能力。同时，公司线下创意项目陆续上线，探索线下渠道 IP (Intellectual Property, 知识产品) 多元化开发价值。目前公司已形成渠道、内容、线下衍生的大传媒生态初步格局。

图表 1：公司文化传媒业务发展历史



资料来源：中金公司研究部

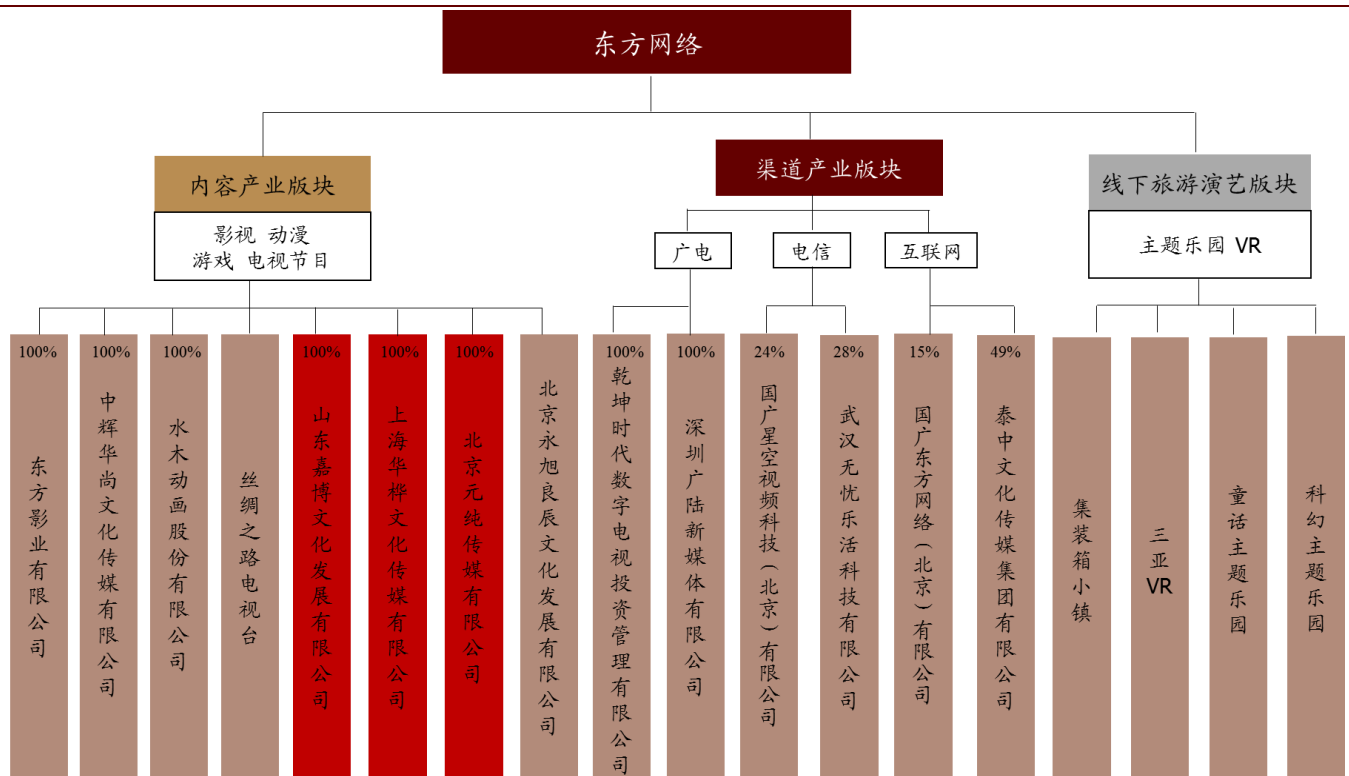
进入文化传媒行业以来，公司围绕影视产业链，逐步加码多元化渠道、强化影视内容制作能力、探索线下衍生多元开发，进行了一体化布局。

- **渠道：**近两年来，公司通过大力发展“沙发院线”、推广“超级娱乐家”品牌、推出“超鱼 TV” App 新产品等方式，加快在有线电视、电信网络及互联网的多元渠道布局。其中，“沙发院线”是基于全国有线电视网络、运营商及互联网电视和移动智能终端平台，用户通过数字电视机顶盒、OTT 互联网电视、IPTV、手机客户端 App，可以观看国内外的最新电影，“沙发院线”以此获得点播收入和版权分销收入。目前沙发院线已经在江苏、四川、重庆、陕西、广西、深圳、新疆、辽宁、浙江、黑龙江、海南等多个省、市级有线电视运营商平台落地，与中国电信、中国移动等运营商就 IPTV 及手机无线增值业务开展深度合作，并在华数 TV、银河互联网电视、CIBN 互联网电视、ICNTV 互联网电视完成业务上线，累计覆盖 5,000 万用户。“超级娱乐家”以内容加硬件的方式，通过与各地有线电视网络运营商合作，为用户提供家庭娱乐需求的全方位解决方案。“超级娱乐家”电视捆绑东方网络全部自有内容，包括电影院线、动漫教育、游戏等，同时捆绑有线电视网络运营商的宽带、付费节目等用户需求度较高的服务、内容。以赠送电视的形式，保证用户至少在网五年，通过五年对节目内容的持续运营获得丰厚收益。2015 年公司与创维等四大厂商和六个省份渠道运营商达成协议，全年累计销量超过 8 万套，数字内容覆盖用户 1,200 万户；2016 年底计划发展 22 万用户。



- **内容：**2015 年公司收购水木动画 66.67% 股权，今年 4 月公告拟收购剩余 33.3%。水木动画在动画承接、外包平台、文化创意休闲业务等方面领先，目前是国内最大的外包动画承接公司之一。2016 年，公司投资国广东方、国广星空、无忧乐活及永旭良辰，设立东方影业，加强公司文化传媒影视内容产业板块的布局。2016 年 11 月，公司公告拟收购嘉博文化、华桦文化、元纯传媒，这三家标的公司在影视投资、制作、发行以及电视节目的制作等方面具备深厚的积淀和领先的市场地位，通过对标的公司的收购和整合，公司有望将进一步强化内容端的制作能力、完善文化传媒全产业链布局。
- **线下衍生：**公司依托旗下丰富的 IP 资源和业务运营能力，积极开发包括主题公园、旅游景区开发、虚拟现实（VR，Virtual Reality）实体体验店在内的各类线下渠道。公司基于水木动画内容打造儿童休闲主题乐园，规划在上海、无锡、常州、温州、成都等地打造不同主题的主题乐园。常州项目已经签订合同，项目总占地 500 亩，预计 2016 年开园，未来三年争取打造 10 个国际创意一流的儿童休闲主题乐园。2015 年公司还与三亚市旅游发展委员会签订《三亚旅游虚拟现实合作开发框架合作协议》，将为三亚旅游搭建 VR 体感综合系统；与贵州政府达成合作，2016 年将合作开发科幻主题公园、大数据及 VR 产业应用等项目，另外正在与成都、无锡、合肥等地进行项目合作接洽。

图表 2：公司构建传媒大生态

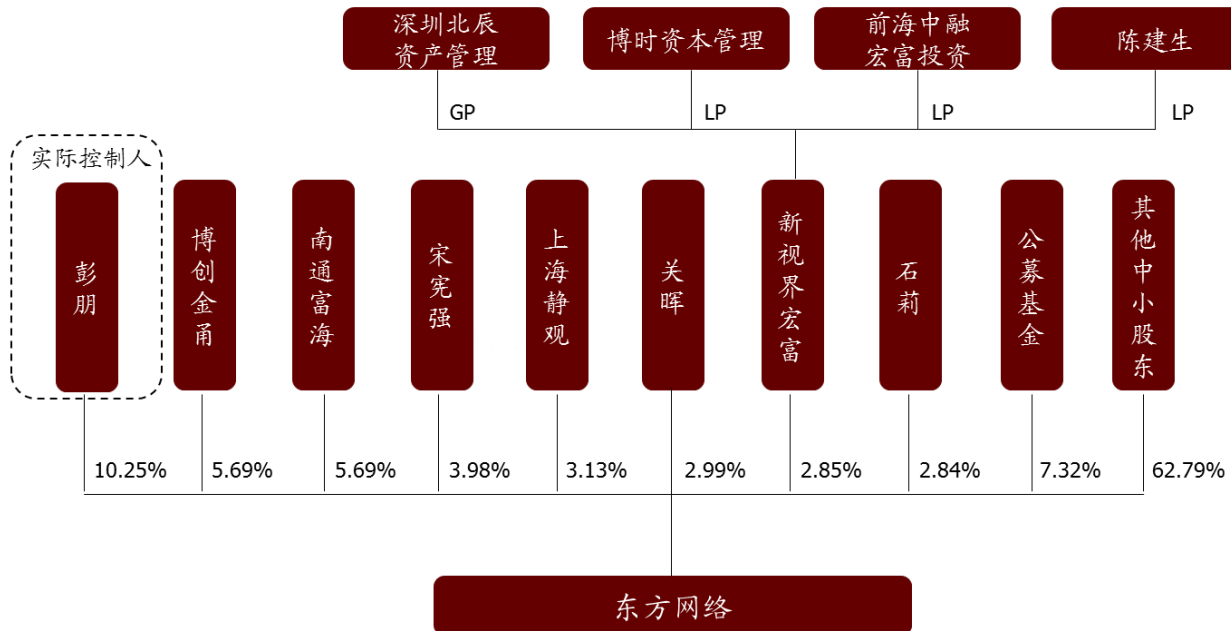


资料来源：公司公告，中金公司研究部



公司经过多次的并购后, 股权结构较为分散。目前控股股东及实际控制人为彭朋, 本次交易前, 彭朋持有公司股份 91,223,383 股, 占公司总股本比例为 12.10%, 本次交易完成后, 不考虑配套募集资金发行股份的影响, 彭朋持有公司股份数额不变, 持股比例将变更为 10.25%。

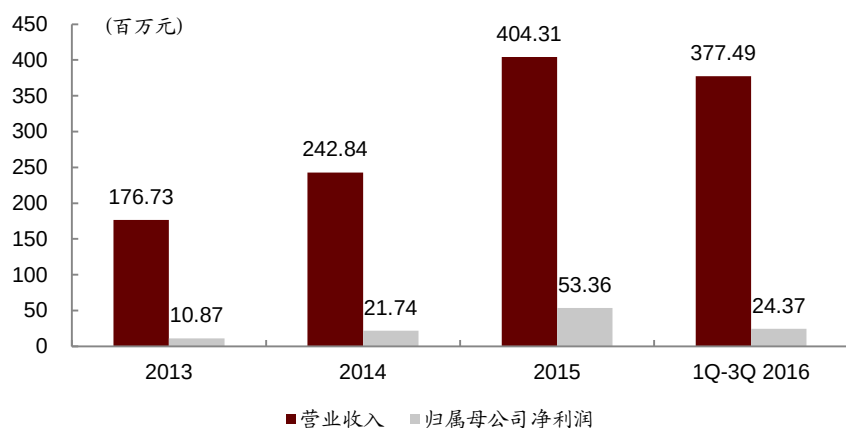
图表 3: 本次交易完成后 (配套融资前) 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

自 2014 年通过收购乾坤时代进入文化传媒行业以来, 公司收入及净利润维持高速增长。2013 至 2015 年, 公司营业收入分别为 1.77 亿元、2.43 亿元和 4.04 亿元, 同比增长-5.57%、37.40%、66.49%; 实现归母净利润分别为 1,087 万元、2,174 万元、5,336 万元, 同比增长 24.66%、99.97%、145.48%。今年前三季度实现营业收入 3.77 亿元, 同比增长 63.52%, 实现归母净利润 2,437 万元, 同比增长 28.35%。自 2014 年由制造业转型至文化传媒业以来, 公司收入水平和盈利能力持续提高, 业绩维持高增速。

图表 4: 2013~2016 年前三季度营业收入及归属母公司净利润

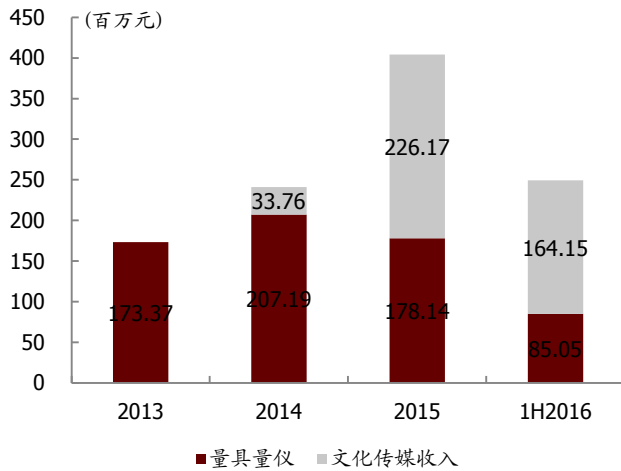


资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



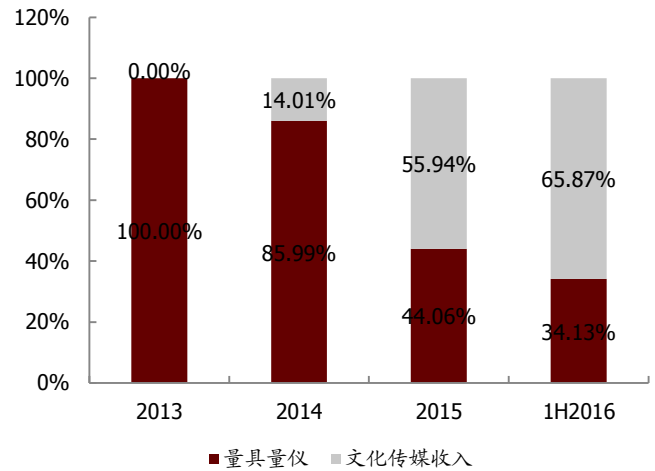
文化传媒板块高速增长, 收入比重不断加大, 传统业务保持平稳。2015 年, 文化传媒业务实现收入 2.26 亿元, 占比 55.94%, 为公司主要收入来源。量具量仪占比下降为 44.06%。今年上半年, 文化传媒收入达到 1.64 亿元, 占比上升至 65.87%。随着内生业绩成长以及更多收购公司并表, 公司文化传媒业务占比有望进一步提升。

图表 5: 2013~2016 年上半年收入构成 (绝对值)



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

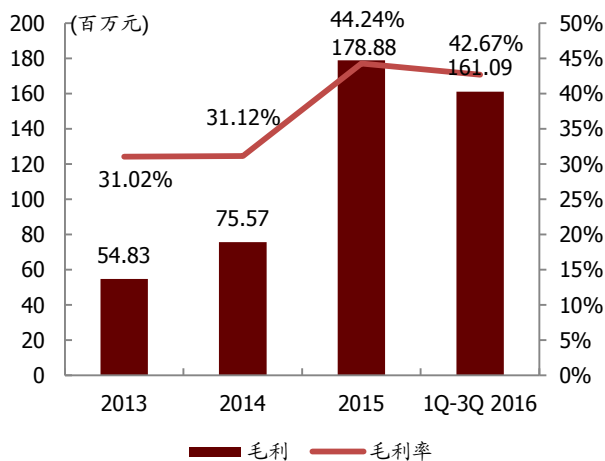
图表 6: 2013~2016 年上半年收入构成 (百分比)



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

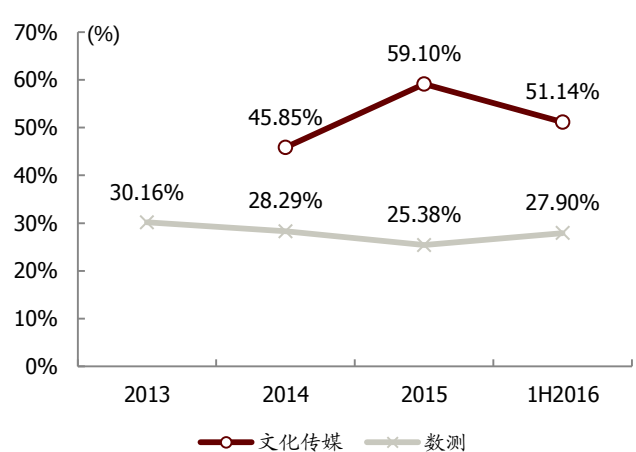
转型后毛利率水平显著提升, 盈利能力改善。公司 2013~2015 年分别实现毛利 5,483 万元、7,557 万元、1.79 亿元, 从 2014 年转型后, 由于文化传媒业务毛利率相对较高, 公司整体毛利水平显著提升, 2015 年毛利率为 44.24%, 相比 2013 年增加 13.22ppt。

图表 7: 2013~2016 年前三季度毛利润及综合毛利率



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 8: 2013~2016 年上半年各业务毛利率



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



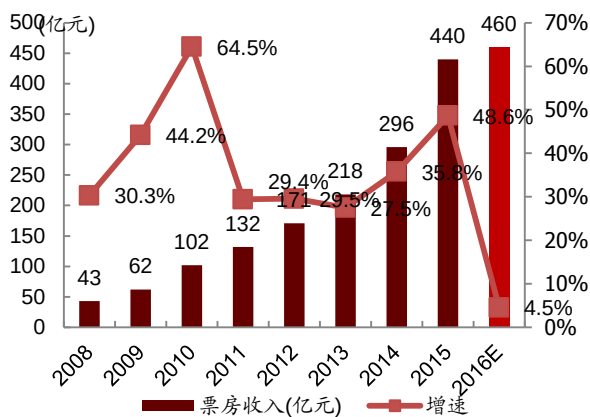
二、行业分析：娱乐消费景气上行，客厅经济潜力广阔

(一) 经济结构升级，影视娱乐消费进入高速增长期

1. 观影需求旺盛，以付费点播为代表的后电影市场潜力巨大

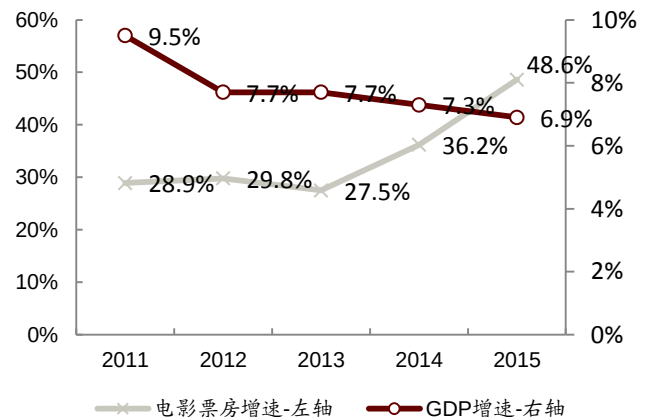
随着我国消费结构的进一步优化带来文化产业消费力量的释放，2015年电影业票房收入突破440亿元，环比去年增长48.6%。2007~2015年，我国电影票房收入年均复合增长率为38.23%。我国经济在进入增长速度放缓、结构转型阶段后，以电影、电视剧为代表的传媒娱乐行业“逆境上扬”，体现出了明显“口红效应”：上世纪二三十年代的经济危机中，美国几乎所有行业都衰退了，好莱坞的电影却逆境腾飞，给观众带来慰藉和希望。在我国当前经济转型形势下，中国电影行业也在借“口红效应”逆境上扬，行业正面临着绝佳的发展机遇。

图表9：中国电影票房快速增长



资料来源：艺恩咨询，中金公司研究部

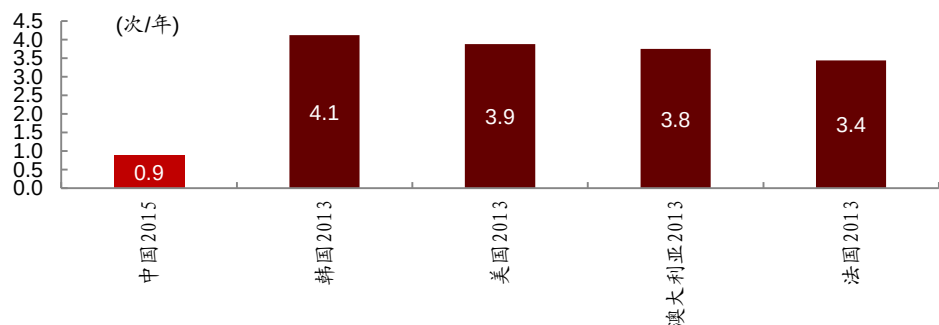
图表10：口红效应-中国GDP增速与电影票房增速比较



资料来源：国家统计局，艺恩咨询，中金公司研究部

观影人次增长迅速，人均观影次数仍有很大提升空间。2015年，我国年度观影人次首次突破10亿，达到12.56亿人次，同比增长57.8%（2014年度为8.3亿人次）。按14亿国内人口计，全年观影率达到0.9次/年/人。与2013年人均观影次数前四的国家相比：韩国人均年观影的4.1次、美国人均年观影3.9次，我国人均观影次数提升空间还很大。

图表11：中国与海外国家人均观影次数比较



资料来源：Screen Digest，艺恩咨询，中金公司研究部



与此同时,我国电影市场结构失衡亟待优化,以付费点播为代表的后电影市场潜力巨大。以美国电影市场为例,经过多年的发展,形成了成熟的多轮次回收机制。电影一般在影院上映2~3个月,会陆续开放其他播放窗口,如音像版权、付费点播等,而且每个窗口的版权价格较为稳定。电影版权采购中的“窗口期”(即影院放映后到电视、网络播放的间隔时间)为每一阶段创收提供了保障,从而实现电影收益的最大化。通常而言,一部普通电影上映后的国内票房收入,只占整体收入的10%左右,包括DVD、蓝光光碟和新媒体视频点播在内的家庭娱乐收入占比可达30%以上。

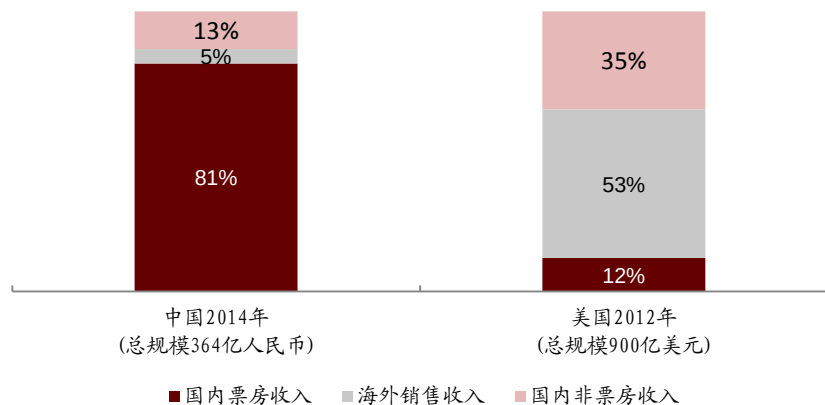
相较而言,由于“窗口期”回收机制不成熟,我国后电影市场开发十分有限。由于几乎没有“窗口期”保护,现有版权收入结构并不完善。对比中美两国电影产业结构可以发现,2014年中国电影产业总规模364亿元人民币(~60亿美元),主要来自于国内票房收入,占比81%;2012年美国电影产业总规模为900亿元,其中国内票房收入仅占12%,电视授权、付费电视、PPV/VOD点播和DVD等后电影市场收入占比35%。可以说,中国电影产业的后电影市场尚处于起步阶段,未来发展空间广阔。

图表 12: 美国电影发行窗口期

发行阶段	开始时间	大约时长	说明
电影院线	放映日起	3~6个月	电影院线最先上映,约放映3~6个月
家庭娱乐(DVD)	公映后3~6个月	1~3个月	电影院线公映结束后,发行DVD
视频点播	公映后3~6个月	3~4个月	DVD发行后1~2个月,可以通过电视网一次付费点播,或网上付费观看
付费电视(首轮)	公映后9~12个月	16~18个月	公映后9~12个月
公共电视	付费电视首次上线结束后	之后	基本可以免费/包月观看,电视台仍需支付版权费

资料来源:《好莱坞模式——美国电影产业研究》,中金公司研究部

图表 13: 中美电影产业结构比较



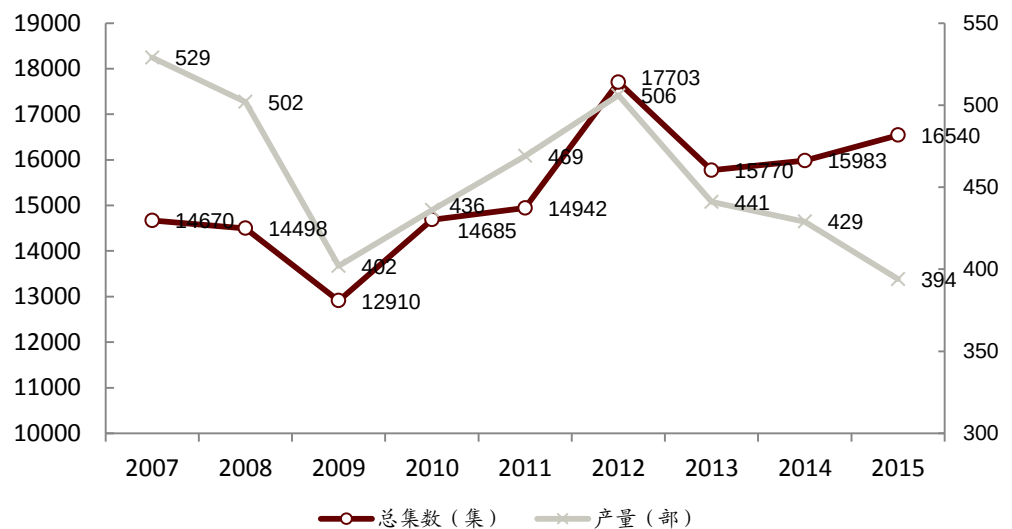
资料来源:艺恩咨询,中金公司研究部

2. 电视剧产量稳步增长,精品内容供不应求

近年来,国产电视剧产量大体上呈现稳步增长的趋势。在经历了2008~2009年的小幅下滑后,电视剧产量自2010年开始快速提升,外部资本大量涌入电视剧行业。到2012年我国电视剧产量达到近年来的顶峰,年产17,703集连续剧。2013~2015年,连续剧产量稳步提升,2015年,全国生产完成并获得《国产电视剧发行许可证》的剧目为总计394部,年产连续剧总计16,540集。



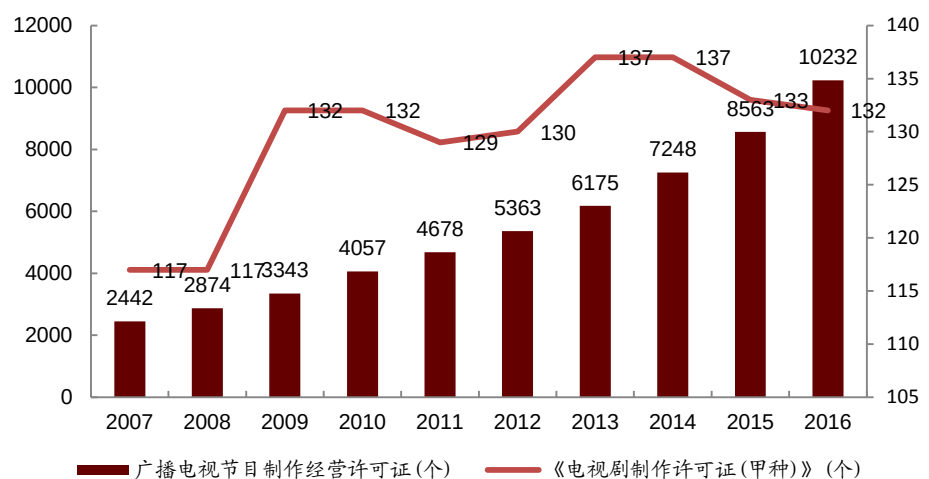
图表 14: 2007~2015 年中国电视剧行业产量概况



资料来源: 国家新闻出版广电总局, 中金公司研究部

从结构看, 电视剧行业内企业数量众多, 市场集中度较低。近年来持有《广播电视节目制作经营许可证》的机构数明显增长, 截至目前, 持有该证的机构数已达 10,232 家。就《电视剧制作许可证(甲种)》而言, 2016 年, 持有《电视剧制作许可证(甲种)》的机构总计 132 家, 近年来持证单位数量相对稳定, 较为稀缺。同时, 目前绝大多数的电视剧制作机构每年可以播出的电视剧在 1 至 2 部之间, 市场上有能力发行超过 4 部电视剧的制作机构占比较低。2011~2015 年, 每年发行 1 部电视剧的制作机构占比在持续上升, 发行 4 部及以上电视剧的制作机构占比在持续下降, 市场整体集中度在不断降低。在激烈的市场竞争中, 拥有稀缺许可证资质, 并且拥有较高电视剧制作能力的制作机构会产生规模化效应, 形成竞争壁垒。行业内的优质制作公司将陆续通过 IPO、并购等方式对接资本市场进行整合、扩展, 提高自身竞争实力, 行业内并购加速, 行业集中度有望提升。

图表 15: 2007~2016 持有电视剧行业许可证机构数变化情况

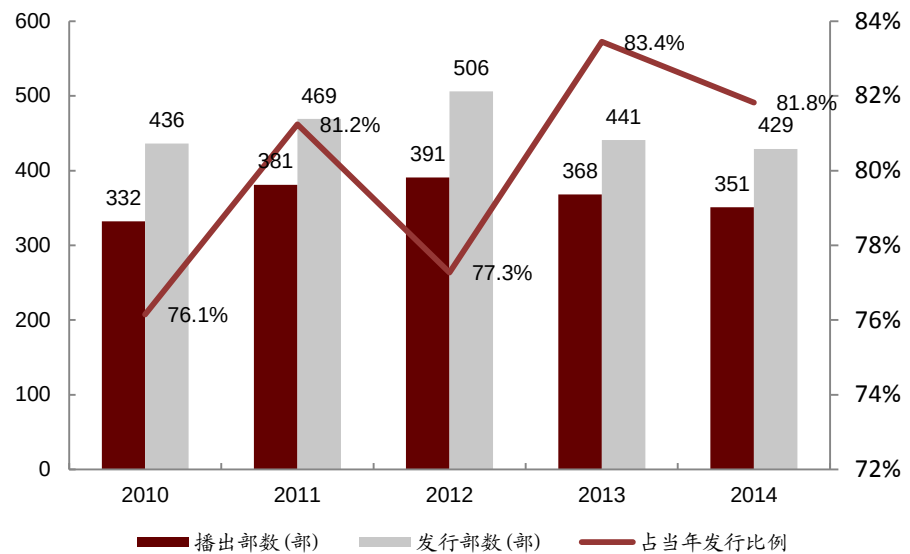


资料来源: 国家新闻出版广电总局, 中金公司研究部

在整体竞争充分、供大于求的背景下, 精品电视剧内容供不应求。从 2010~2014 年每年首轮发行与播出的电视剧比重来看, 大约会有 20% 的新发行剧目无法及时播放。尽管电视剧供给充分, 但精品剧数量却一直不能满足市场需求。在视频网站争抢版权以及“一剧两星”政策等因素推动下, 精品剧商业价值爆发, 版权交易不断攀升。以网络版权为例, 一线电视剧的售价从 2 年前的 100~200 万/集增长到 500~800 万/集, 涨幅惊人。



图表 16: 2010~2014 年每年首播新剧数量



资料来源: 国家新闻出版广电总局, 中金公司研究部

(二) 客厅经济方兴未艾, 有望孕育中国版 Netflix

如前所述, 影视内容消费会经历多次轮的发行和变现。以电影为例, 院线收入只占内容总体商业价值的一部分。随着电视终端的网络化、智能化, 客厅的娱乐消费功能愈突出, 家庭用户付费有望成为内容消费的主力模式。

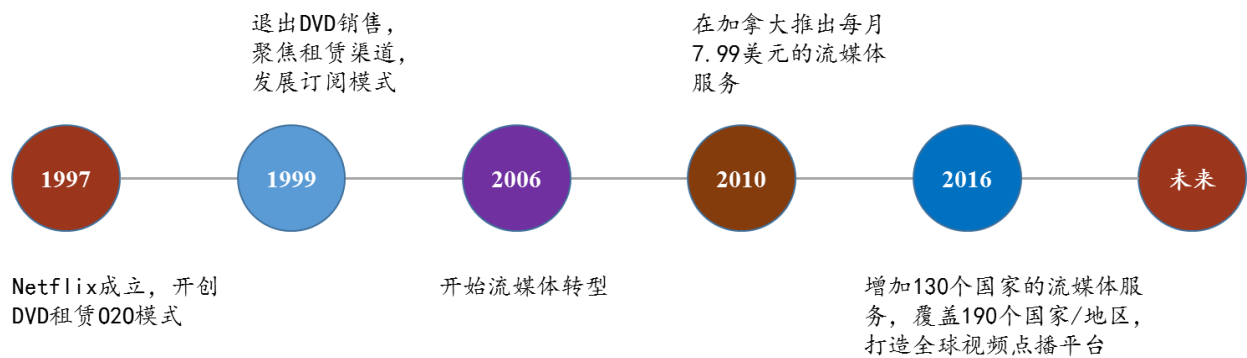
电视终端及传输网络环境的改善, 为客厅经济的崛起奠定了必要条件。终端方面, 截止 2015 年第二季度, 我国智能电视的市场渗透率达到了 85%, 上半年智能电视的激活率达到 80%, 每天有约 2,500 万的活跃用户。网络方面, 根据工信部“宽带中国”战略规划, 到 2020 年, 我国宽带网络全面覆盖城乡, 固定宽带家庭普及率达 70%, 发达城市家庭用户可用带宽可达 1G。这一基本要求足以支撑电视终端开展丰富多样的富媒体业务。据奥维数据显示, 未来 5~10 年, 我国客厅经济的潜在市场承载力或过万亿。

美国客厅经济的发展走在了中国前面。这源于美国高度发达的传媒业态和严苛的版权保护环境。进入互联网时代, **Netflix 公司迅速崛起, 其打造的网络渠道+内容制作于一体的商业模式, 堪称全球流媒体平台成功之典范。**

Netflix 是一家成立于 1997 年的美国公司, 最早从事 DVD 在线租赁业务, 而后相继推出 DVD 订阅服务并转型流媒体服务提供商。目前, Netflix 已经成为全球互联网视频领域的领导者之一, 在全球超过 130 个国家提供互联网流媒体播放, 并在美国和加拿大提供定制 DVD 和蓝光光碟在线出租。流媒体播放业务是 Netflix 现在主要业务, 用户通过包月订阅, 能够在带有 Netflix 应用程序的联网设备观看影视内容, 如电脑、游戏机、高清电视、机顶盒、家庭影院系统、手机或平板等。



图表 17: Netflix 成长之路

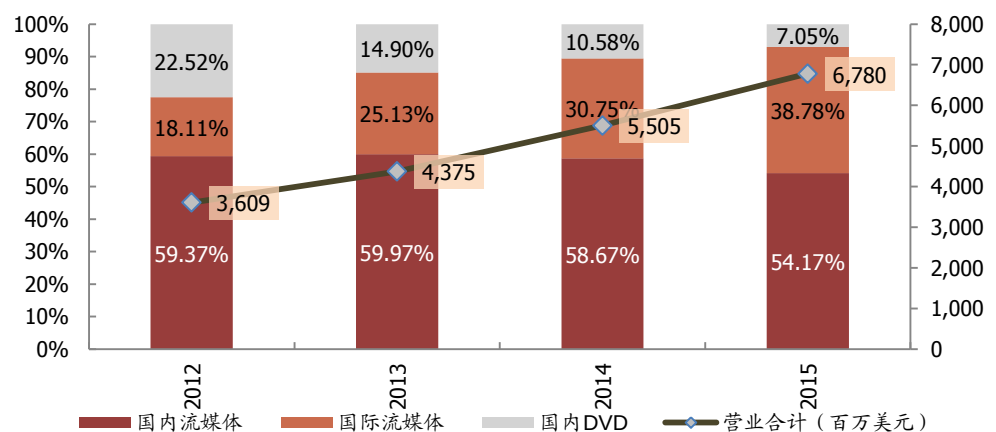


资料来源：公开资料，中金公司研究部

2006 年，Netflix 从租赁模式转向视频内容输出，聚焦流媒体。2006 年，Netflix 的订阅用户接近千万，市场上 DVD 租赁和销售总收入已达到 270 亿美元的极限，其传统业务模式碰到了天花板。在互联网宽带的腾飞和 YouTube 的兴起下，公司决定投身流媒体业务：Netflix 首先在不增加现有会员额外费用的基础上，免费提供流媒体服务。公司通过购买版权价格较低的老电影和电视节目，并运用推荐系统向会员推送，不仅没有产生很大的额外成本，还通过流媒体服务具备差异化优势。

Netflix 采取对会员按月/按年收费的模式，会员可以使用单一账号，在 PC 端、电视端、移动端等多终端访问；Netflix 的会员可以免费观看所有影片，平台无广告，用户体验好；同时，Netflix 具备高度智能化的推荐体系，通过对用户的搜索等精准画像，形成精确的影片推荐。Netflix 通过完善流媒体服务的体验，成为了全球最大的流媒体服务商：Netflix 2015 年度，来自国内和国际流媒体的营收为 61.34 亿美元，占营收总额 92.95%。

图表 18: Netflix 主营构成

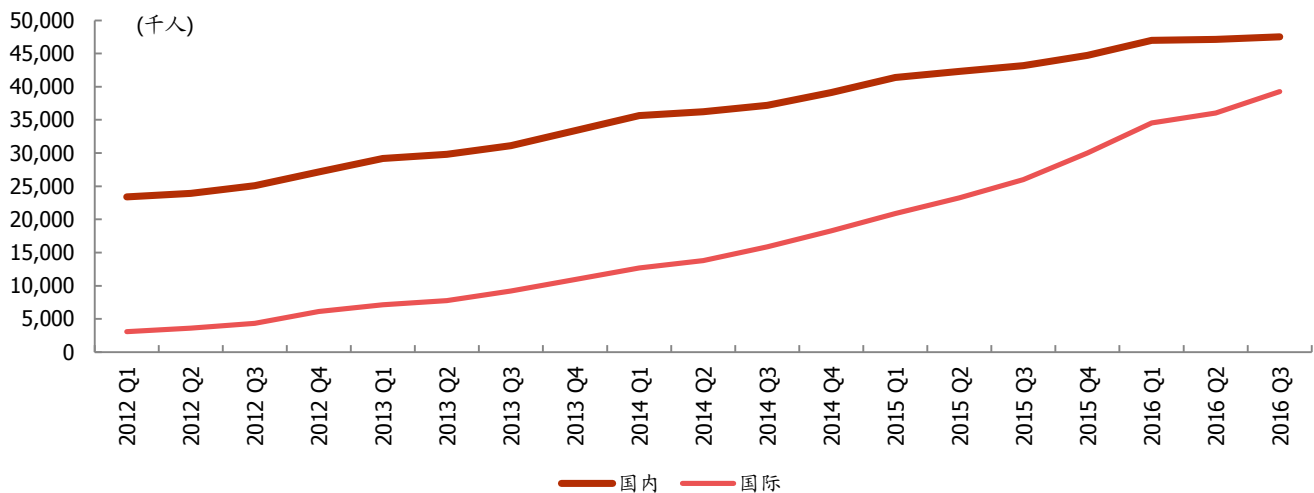


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

Netflix 是全球最大的流媒体内容播出平台。截止 2016 年第三季度，Netflix 海外流媒体订阅用户数量从 2012 年初的 306 万户增至 3.9 亿户，美国本土市场流媒体订阅用户数量从 2012 年初的 2.3 亿户增至 4.8 亿户。在转型流媒体的 7 年之间，Netflix 赢得了 8 亿多用户，背后内容的建设十分关键。



图表 19: Netflix 流媒体订阅用户数量



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

Netflix 非常重视原创内容, 并成功打造了《纸牌屋》系列为代表的自制剧, 但公司并未满足于自制剧, 公司目前正在向高成本电影领域延伸, 未来有望成为重要的电影融资渠道。独立电影通常通过“预售发行版权”将版权按国家分售给当地的发行商来为项目融资, 但在 Netflix 的全球视频点播平台上, 独立电影可以将发行版权直接预售给 Netflix, 并最终实现全球发行。因此, Netflix 绕过了传统的发行渠道, 正在打造基于自身全球视频点播平台的全新商业模式和电影融资、发行的生态圈, 这将为公司未来全球业务的发展注入源源不断的优质自制内容, 保障了持续经营和竞争的能力。在 2015 年年报中, Netflix 表示, 2016 年将推出 600 小时的原创节目, 相比 2015 年的 450 小时大有提升。

从 Netflix 的成长之路可以看出, 客厅经济是孕育巨头的沃土。Netflix 基于渠道+内容于一体的发展模式, 对于我国电视付费市场的从业企业极具借鉴意义。我们相信, 随着我国家庭电视付费市场的成熟, 也必将出现中国版的 Netflix。

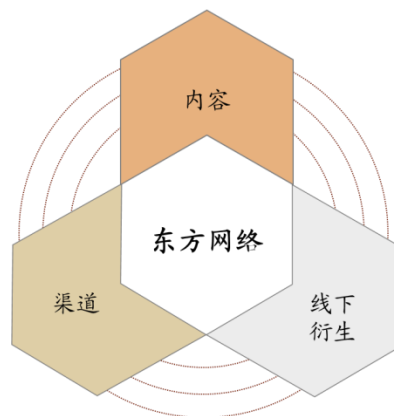


三、公司分析：“内容+渠道+线下衍生”三位一体，打造东方文娱新星

东方网络制定了“渠道制胜、内容为王、平台支撑、用户至上”的发展战略。公司基于全国有线电视网络、电信网络、互联网建设渠道，以终端用户为中心强化入口，同时围绕产业链一体化布局，打造集前端系统、网络建设、运营平台、智能终端、内容运营于一体的全产业链服务的新媒体公司。

在业务结构上，公司主要围绕渠道、内容、线下衍生三大业务板块，构建三足鼎立的业务架构。在渠道方面，公司抢占有线电视网络、电信网络、互联网三大渠道，通过大力发展“沙发院线”、推广“超级娱乐家”品牌、推出“超鱼 TV” App 新产品等方式强化渠道入口优势；在内容方面，公司先前投资水木动画、设立东方影业，此次拟收购嘉博文化、华桦文化、元纯传媒三家影视内容制作公司，以精品内容带动生态布局平稳迅速发展；在线下衍生方面，公司充分认识到基于线下的衍生品/实体店授权开发是 IP 全产业链经营的重要一环，通过轻资产式的授权+联合运营模式在多地开设 VR 实体店、主题公园等。

图表 20：东方网络渠道、内容、线下衍生三足鼎立业务架构



资料来源：公司公告，中金公司研究部

我们认为公司的核心优势在于全产业链布局、外延能力强劲。公司自 2014 年转型以来，围绕渠道-内容-线下衍生进行产业链布局，形成了较为稀缺的文化传媒一体化布局，符合长期产业发展趋势，多元化享受行业增长红利。公司转型以来除自身业务发展外，也通过外延等合理资本运作加快建设，聚集业内初具成就的优质资源，助力公司业务发展。

（一）渠道：立足三网融合，构建全新影视内容发行与运营平台

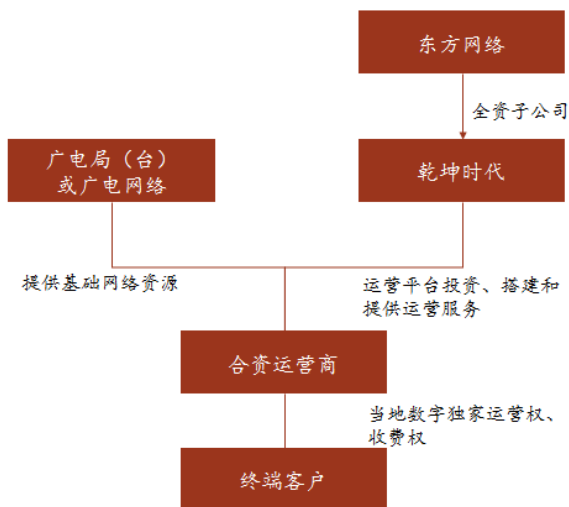
近两年来，公司通过大力发展“沙发院线”、推广“超级娱乐家”品牌、推出“超鱼 TV” App 新产品等方式，不断加快有线电视网络、电信网络及互联网的渠道布局。

1. 有线电视渠道

东方网络通过子公司乾坤时代与有线电视网络合作成立合资运营商的模式，在全国推广“沙发院线”的落地入网。公司已经与全国各地多家省、市、县广电部门合作成立了合资公司，积极致力于中国数字电视业务的发展，覆盖用户 1,100 万。目前，公司已在黑龙江、北京、江苏、湖北、广东、云南等 21 个省市开展合作，跨区域经营取得较大进展。未来，沙发院线将实现更多省的有线电视网络及电信网络的电视用户覆盖，预计 2016 年底覆盖超过 5,000 万家庭，有望成为中国最大的家庭院线电影数字发行平台。公司除了与目前参与投资及业务合作的 10 余家省、地市级广电运营商继续战略合作外，正进一步积极拓展新的渠道合作商，提高公司业务版图的覆盖范围。



图表 21：东方网络与广电合资运营模式



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 22：东方网络与广电已开展合作区域（截至 2015 年 12 月）



资料来源：公司资料，中金公司研究部

“超级娱乐家”模式创新，推动广电用户加速发展。2015 年 6 月，东方网络联合深圳天威视讯、海信集团，推出“超级娱乐家庭电视”。超级娱乐家庭电视采用“订节目、送电视”的方式，颠覆传统电视销售模式，将电视销售转换为内容运营，使电视生产厂家、有线电视网络和消费者都受益，同时可以快速拓展东方网络自身的“沙发院线”业务，是典型的 PPP 模式。公司后续已与创维、TCL、飞利浦等厂商达成战略合作协议，各电视厂商将提供最新智能电视产品及其销售、宣传、售后服务渠道，大力配合“超级娱乐家”项目营销。通过这种模式，2015 年套餐全年累计销量超过 8 万套，数字内容覆盖用户 1,200 万户；2016 年底计划发展至 22 万套。

2. 电信渠道

随着移动互联网、手机智能终端的发展，以及国家“宽带中国”政策的落实，电信运营商渠道在文化内容及平台运营中的作用越来越大。东方网络高度重视电信渠道，不断推出相关产品及服务，创新与电信运营商的合作模式，在电信运营商渠道积极推进“沙发院线”项目在 IPTV、手机端和 OTT 终端的落地运营。目前，公司的电信渠道合作对象包括：中国电信、中国联通、中国移动及其他虚拟运营商。沙发院线在电信运营商渠道已在中国电信天翼视讯、中国电信手机报、中国移动咪咕视讯平台上线，进入中国电信视频基地；完成浙江地区 IPTV 上线工作，2015 年底完成覆盖 1,000 万用户。在 OTT 业务整体运营方面，未来 3~5 年，公司将达成与其他 5~8 个省的运营合作，计划达到千万户以 OTT 业务的用户覆盖及百万户以上 OTT 业务的长期办理与订购，形成 OTT 机顶盒、智能电视、移动终端、家庭娱乐终端等多种类终端形式多点推进的业态。互联网电视业务方面，公司目前已经与互联网视频牌照方银河互联及芒果 TV 进行业务对接上线，预计近期实现覆盖全国 500 万互联网电视用户。

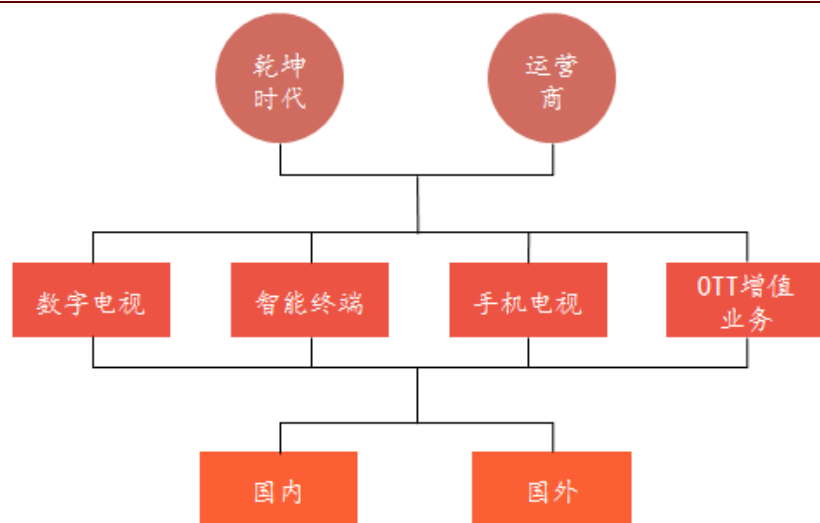
增资无忧乐活，布局手机电视入口。公司 2016 年 3 月 28 日公告，与新视界投资共同增资无忧乐活 3,000 万元，其中东方网络以自有资金出资 1,650 万元，持有增资后 28% 股权，对价约 5,900 万元。无忧乐活成立于 2016 年 2 月，大股东熊亮是云图 TV 的相关负责人，无忧乐活是云图 TV 的落地运营商主体，以技术服务为基础，与各个电视台建立业务合作关系。云图 TV 目前有 5,000 万用户、千万级月活，是手机端领先的直播 App。东方网络通过增资无忧乐活，掌握手机电视入口，加强用户获取能力。无忧乐活成立时间较短，2016~2018 年承诺净利润总和约为 2,500 万元。无忧乐活通过和东方网络形成资源合作、发挥协同，抢占移动端用户流量入口。



受让国广星空股权，强化手机电视布局。公司 2016 年 4 月 28 日公告，由子公司东方投资以银行贷款 3,240 万元受让国广控股持有的国广星空 24% 股权。国广星空主营业务为手机电视开发运营，主要产品 App “手机电视”累计下载量 1.7 亿次，日活用户规模达 200 万人，两项指标均为同类第一。通过此次收购，公司在移动端获取用户的能力得到增强，有助于公司推进“手机视频生活圈”建设，形成集内容产品与用户管理运维为一体的完整业务链。目前国广星空仍处于前期投入阶段，2015 年营收 2,086.95 万元，净亏损 2,565.39 万元，公司看好其所在行业的未来发展和双方优势互补后的经营表现，面向未来落子布局。

投资+运营模式，与电信运营商共同发展互联网电视。东方网络采取投资+运营的模式，与运营商共同发展互联网电视服务，通过内容及终端服务运营、分成，获得长期收益。公司投资搭建平台、推进终端覆盖，可为合作伙伴节约成本并控制发展风险。后期采取共同经营，共享运营收益的方式，共同进行视频点播、游戏运营、广告运营、家庭应用服务运营、本地化服务运营等，实现多元化的盈利模式，获取持续的运营收益。

图表 23：乾坤时代与运营商的合作方向



资料来源：公司资料，中金公司研究部

3. 互联网渠道

在互联网渠道方面，公司积极开展沙发院线以及互联网电视业务同互联网视频网站的合作。公司已经完成了与银河互联的基本业务对接，后续预计进一步和 OTT 多方开展合作。

携手搜狐视频，打造在线家庭影院。2016 年 1 月 14 日，沙发院线与搜狐视频双方共同宣布“沙发院线专区”业务在飞狐影视 OTT 平台正式上线，将东方网络的优质内容在飞狐影视 OTT 平台上通过点播专区的形式呈现。在飞狐影视沙发院线专区，借助互联网平台传输通道，用户只需利用家庭智能电视或 OTT 盒子即可享受高清电影点播服务，实现“影院的消费形式，家庭的消费环境”。除了单片点播之外，该业务同时支持会员点播和用券免费看，以满足用户的多样化需求。这既不同于互联网视频网站的即点即看，同时又区别于传统电视频道的被动收视。

以增资扩股方式投资国广东方，获互联网电视牌照许可。2016 年 4 月 24 日，公司公告拟以银行贷款 1.969 亿元向国广东方网络（北京）有限公司增资，享有增资后 15% 股权。国广东方拥有中国国际广播电台独家授权的互联网电视集成业务牌照，是全国仅有的七家互联网电视牌照方之一，目前以 CIBN 互联网电视为核心业务，目前用户规模超过 2,000 万人，手机电视用户 1.9 亿，截止 2015 年底其覆盖智能 TV 端、移动端和 PC 端的视频内容累计时长超过 1,000 万小时，日更新 300 小时，涵盖点播、直播转播和轮播三大特色业务线，内容囊括海内外主流综艺、电视剧、电影和自制内容等，其中仅电影即超 5,000 部，位居全网第一，覆盖 80% 院线新片。产业布局方面国广东方目前在内容端与包括苏宁易购、京东、腾讯、优酷土豆等 50 余家合作伙伴达成战略合作，同时垂直市场业务已



覆盖全国 25 个省份。2015 年下半年国广东方开始研发自主品牌智能电视“CAN TV”，虽然由于前期高额的研发、硬件和市场推广等成本导致 2015 年度至 2016 年一季度的连续业绩亏损，但随着产品逐渐成熟和公司丰富的运营经验，未来盈利预期有望大幅改观。

图表 24：互联网电视七张牌照情况

牌照商	集成平台播出呼号	内容平台播出呼号	运营主体
央视国际	中国互联网电视	中国网络电视台-互联网电视	未来电视有限公司
百视通	BBTV 网视通	东方网络电视	百事通新媒体股份有限公司
杭州华数	华夏互联网电视	华数互联网电视	华数传媒网络有限公司
南方传媒	互联八方	云视听	广东南广影视互动技术有限公司
湖南电视台	和丰互联网电视	芒果 TV	快乐阳光互动娱乐传媒有限公司
中国国际广播电台	环球网视	CIBN 互联网电视	国广东方网络（北京）公司
中央人民广播电台	中央银河互联网电视	央广 TV	央广新媒体文化传媒（北京）有限公司

资料来源：广电总局，中金公司研究部

4. 海外及其他渠道

东方网络积极响应国家“一带一路”发展战略在文化产业上的投射，采取“走出去”的战略，参股投资了泰中文化传媒集团有线公司，并通过泰中传媒的平台，从事泰国丝绸之路电视台的投资、建设和运营，积极在东南亚区域与运营商合作拓展互联网电视服务，进行影视、动漫、游戏等文化内容输出和智能电视终端的投资运营。目前，丝绸之路电视台（SRTV）通过泰星五号卫星全天候 24 小时地播出，实现对 26 个国家的 2,000 多万用户的覆盖。这为东方网络产业布局和发展新兴媒体业务拓展了海外渠道，同时增加公司业务营收。

公司还积极开拓新农村智慧社区、豪华家庭影院、动漫主题公园、高铁院线、天空院线等新渠道。新农村智慧社区，旨在让新农村享有城市的文化生活，开辟农村新市场；豪华家庭影院则为用户提供超级体验、超级品质、超级内容服务，包括影视、游戏、教育、虚拟现实等；动漫主题公园志在打造高科技主题公园为特色的动漫主题公园，其中重要一项为虚拟现实（VR）技术，目前，东方网络与三亚政府拟开发的三亚虚拟现实旅游场景就是虚拟现实技术的应用。东方网络计划通过开拓以上几个新渠道，实现对公司未来渠道的新突破。

图表 25：东方网络多元化渠道布局一览

有线电视渠道	电信网络渠道	互联网渠道	海外渠道	其他新渠道
江苏、重庆等 21 省市，1,100 万家庭覆盖； 2016 年内覆盖 5,000 万家庭。	中国电信视频基地、浙江地区 IPTV 上线、对接银河互联及芒果 TV； 增资无忧生活，对接云图 TV，覆盖 5,000 万用户和千万级月活用户； 受让国广星空股权，旗下 App“手机电视”累计下载 1.7 亿人次，日活用户 200 万人，均为同类第一； 3~5 年达成 5~8 个省的运营合作，实现千万用户覆盖。	2016 年 1 月 14 日，沙发院线与互联网视频网站搜狐视频双方共同宣布“沙发院线专区”业务在飞狐影视 OTT 平台正式上线； 以增资扩股方式投资国广东方，获得互联网电视集成业务牌照。	丝绸之路电视台 SRTV，目前已实现覆盖 26 个国家、2,000 万用户。	新农村智慧社区； 豪华家庭影院； 动漫主题公园； 高铁院线； 天空院线。

资料来源：公司公告，中金公司研究部



(二) 内容：以 IP 为核心，打通内容制作全产业链

东方网络通过自身业务发展和外延式并购，初步实现了影视内容领域的布局。

在本次重组前，公司通过影视文化产业相关的投资及制作业务加强内容端的建设，引进了《解救吾先生》、《捉妖记》、《从天儿降》等多部优秀的影视作品版权，并独家采购和分销了《太平轮》、《一个勺子》、《再次出发》、《万万没想到》等电影版权。公司还通过东方华尚成立工作室、设立东方影业子公司等方式参与了诸如《安重根》、《最美的地方遇见你》、《因为爱情》、《生命最后的假期》等影视作品的制作。

在 2015 年，公司收购水木动画 66.67% 股权布局动画影视内容。水木动画拥有国内规模最大，技术最专业的动画制作团队以及国内最丰富的动漫制作素材库，原创动画连续六年排名全国第一，是国内最大的外包动画承接公司之一。水木动画已累计了 15 万分钟高清动画片，内容涵盖科学、国学、文学、教育等领域。

2016 年 11 月，公司公告最新并购重组方案，拟以发行股份及支付现金相结合方式购买嘉博文化、华桦文化、元纯传媒 100% 的股权，本次交易总价为 35.36 亿元；同时募集 20.9 亿元，用于支付本次交易现金对价部分、支付交易相关费用及嘉博文化影视剧投拍项目、华桦文化电影投拍项目、元纯传媒电视节目及影视剧投拍项目等。通过本次交易，公司将进一步完善其在文化传媒领域的产业布局，加速其在内容端的拓展。

1. 制作与投资并举，奠定内容板块基础

2015 年 5 月，公司收购了中国最大的动漫制作企业之一——水木动画有限公司。水木动画是上市公司文化传媒战略布局中的重要组成部分。收购完成后，公司拥有独立的动画制作公司，水木动画拥有的动画版权资源，特别是与教育相关的版权资源，将置入到公司现有的数字电视高清节目、沙发院线、OTT 电视和智能娱乐终端等业务中，并进一步加强公司全年龄阶段受众覆盖的战略规划。

图表 26：水木动画代表动画作品一览

年份	作品	所获荣誉
2009	《中华五千年》	国家文化出口重点项目
2009	《水木宝宝看世界》	国家优秀原创动画片
2010	《皮影戏寓言故事》	第一批国家优秀动画片
2010	《快快乐乐城》	第一批国家优秀动画片
2014	《唐诗精选》	“金手指奖”优秀动漫产品奖
2015	《珠城漫游记》	“金喜鹊奖”优秀动漫产品奖

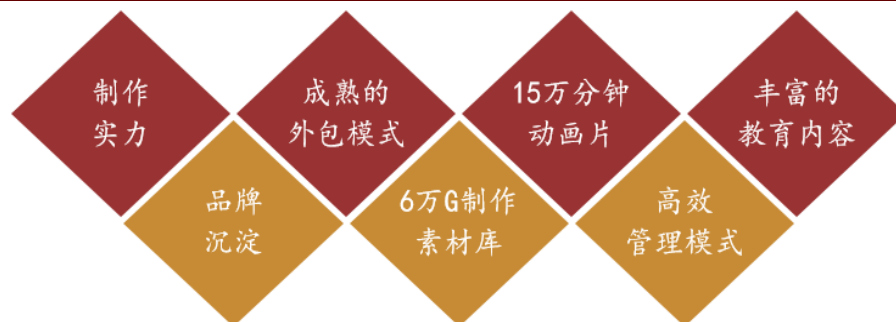
资料来源：公司网站，公司公告，中金公司研究部

水木动画系中国动漫制作的领军者，其原创动画制作时长连续 6 年居于国内首位，是拥有版权时长最长的动画创作公司。主营动画创作、动画承接制作和动漫衍生品的研发、设计和销售，提供企业宣传片、教育动画、影视动画、动画广告、卡通品牌、衍生品制作、建筑动画、仿真动画和网页动画等制作服务。水木动画创作的动画片在全国 23 个省份、200 余家省市电视台以及海外华人电视台发行播映，与 IPTV、芒果 TV 互联网平台、孔子学院数字书苑等多类型新媒体平台开展合作，具有广泛的市场影响力和良好的品牌认知度。

水木动画原创 8 年，累计拥有 15 万分钟高清知识动画版权(含国学、科学、文学、教学)。2015 年完成近 3 万分钟自主知识产权的知识型动画片，累计版权 17 万分钟。水木动画原创内容基本都适合教学所用，具有突出的教育内容特点。目前，公司已经研发了幼儿园教学资源库、早教教学资源库以及社区教学资源库，并开始进入市场。水木动画两万套教学动画视频已经授权了 50 家早教中心，教学资源包也销售给了 70 个幼儿园，并在 10 个社区进行试点。



图表 27：水木动画的根基



资料来源：公司公告，中金公司研究部

水木动画未来将继续发挥其在动画制作上的优势，发展方向主要为如下三方面：一是高创意动画片；二是全息影像与 VR 动漫内容开发；三是动画电影与手机动画。目前，水木动画已经接受三亚市委托，制作三亚旅游全息与 VR 内容。2016 年，水木将拍摄 3D 动画电影《寒武纪大冒险》。

同时，水木动画充分利用了其服务基础，打造在线交易平台“91 外包网”。中国动漫设计、App、工业 4.0 设计、虚拟店铺装修、游戏、课件等交易额规模在 1,000 亿以上，未来具有巨大潜力。目前，水木的在线交易平台已经开发完毕，并承接了巨人网络等知名公司的委托交易。

同时，公司以对外投资和业务合作的形式，进一步提升内容竞争力。公司在 2015 年非公开发行股票募集资金补充流动资金，投向文化传媒产业，加强在终端、内容和渠道运营方面的建设。在影视内容版权采购及分销业务领域，公司主要通过东方华尚开展业务，引进了《解救吾先生》、《捉妖记》、《从天儿降》等多部优秀的影视作品版权，并独家采购和分销了《太平轮》、《一个勺子》、《再次出发》、《万万没想到》等电影版权。通过影视内容版权的采购和销售，公司一方面强化了自身的影视内容资源优势，另一方面也与多家业内公司形成了密切的业务合作关系。公司也尝试将业务链条向影视制作领域延伸，2016 年以来陆续参与了《安重根》、《星际迷航 3：超越星辰》、《生命最后的假期》等多个影视项目的投资制作。此外，公司还投资参股了永旭良辰、出资 1 亿元投资新设子公司东方影业。永旭良辰自成立以来致力于高品质原创影视剧内容的开发与制作，自成立以来先后投资或制作了包括《建党伟业》、《滚蛋吧！肿瘤君》、《十二公民》、《我的战争》及《笔仙》系列等多部影视作品。永旭良辰长期发展目标是成为国内集策划、投资、制作与发行为一体的全产业链影视文化企业和独立制作品牌。

2. 外延并购补强内容板块，三大优质标的一次收入囊中

公司于 2016 年 11 月公告，拟以发行股份及支付现金相结合的方式购买嘉博文化、华桦文化、元纯传媒 100% 的股权，本次交易总价为 35.36 亿元。嘉博文化是一家主要从事影视开发、制作、投资的影视企业，华桦文化是一家主要从事境内外影片的投资、宣发以及版权运营等业务的电影公司，元纯传媒是一家覆盖内容创意、节目制作、商务运营全流程的制片管理公司。本次拟收购的标的公司均处于文化传媒产业链的上游，有助于丰富公司在电影、电视剧及电视节目的影视内容储备。拟合公司在渠道端近年来积累的优势，进一步贯彻“内容+渠道”的协同发展，实现内容端与渠道端的相互促进，巩固公司在行业内的领先地位。

图表 28：三家拟收购标的交易概况

公司名称	交易方式	收购对价	收购股本	业绩承诺（万元）			收购估值倍数
				2016 年	2017 年	2018 年	
嘉博文化	现金+股权	16.29 亿元	100%	12,000	15,000	19,500	13.58
华桦文化	现金+股权	10.92 亿元	100%	8,000	10,400	13,000	13.65
元纯传媒	现金+股权	8.15 亿元	100%	6,000	7,800	10,000	13.58

资料来源：公司公告，中金公司研究部



1) 嘉博文化：影视产业联盟+影视创作平台

嘉博文化是一家主要从事影视开发、制作、投资的影视企业。通过创建“影视产业联盟+影视创作平台”的双向业务合作模式，打造了从IP开发、影视制作、投资、宣传及发行等全过程完整的影视制作产业链，并通过整合将资本与资源融入到影视创作的每一个环节中，建立了模式化、标准化的现代影视作品开发模式。

嘉博文化拥有经验丰富的管理创作团队和高效运营机制。经过多年的经验积累和多项目的运作，嘉博文化已与多名优秀导演、编剧、制作人形成了紧密的长期业务合作关系，如嘉博文化的艺术总监王为民导演的作品《狼图腾》、嘉博文化合作制片人刘延滨制片的电视剧《乡村爱情系列》、嘉博文化合作导演陈建斌导演的电影《一个勺子》等，而该等导演、编剧、制作人亦将公司视为最主要的合作伙伴，嘉博文化通过与艺人工作室等形式签署合作框架协议，进一步提升了个人利益与公司利益的一致性。同时，嘉博文化通过影视作品开发平台的搭建，将导演、制片人从繁冗的制片行政后台工作中解放出来，使其能够专注于影片的制作并在最大限度上释放其艺术创作能力，更有利于经典佳片的产生。

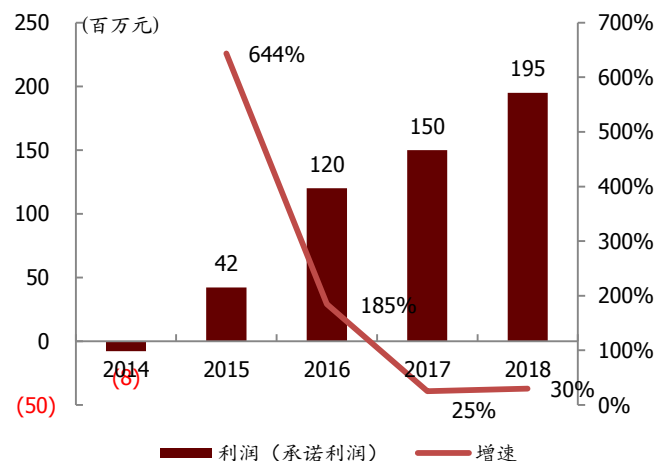
自成立以来，嘉博文化主要投资、拍摄的影片包括《一个勺子》、《老男孩之猛龙过江》、《小时代3：刺金时代》、《小时代4：灵魂尽头》、《致青春·原来你还在这里》、《夏有乔木·雅望天堂》、《长江图》及电视剧《爹妈满院》、《骄阳似我》等。其中，影片《一个勺子》获得第51届金马奖五项提名两项大奖及第30届金鸡奖三项提名一项大奖，《长江图》获得第66届柏林国际电影节银熊奖，《老男孩之猛龙过江》、《小时代3：刺金时代》、《小时代4：灵魂尽头》、《致青春·原来你还在这里》、《夏有乔木·雅望天堂》等影片均具有一定的市场影响力，并取得良好的投资收益。

图表 29：嘉博文化参与投资和制作的影视作品



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 30：嘉博文化 2014~2018 年利润及承诺利润情况



资料来源：公司公告，中金公司研究部

嘉博文化高度重视 IP 资源的储备与开发。嘉博文化通过投资、开发储备了大量的影视 IP 资源，如文学作品《你若安好便是晴天》、《盛宴》等；系列影视作品 IP 如《夏有乔木》、《乌玛卡琳·音》等。未来，嘉博文化将利用“影视产业联盟+影视创作平台”的业务模式开发该等 IP 并发展影视作品的制作及版权运营业务。

业务高速增长，增强公司整体盈利能力。嘉博文化成立于 2013 年 5 月，2014 年度，嘉博文化处于业务发展前期的项目投入及制作阶段，无营业收入。2015 年开始实现收入，当年实现收入 1.39 亿元，净利润为 4215 万元，净利率达到 30.2%，根据嘉博文化给出的未来三年业绩承诺，2016-2018 年嘉博文化将实现净利润分别为 1.2 亿、1.5 亿、1.95 亿元，净利润增速分别为 185%、25%、30%，并入报表后公司收入规模及净利润水平会有明显提升。



2) 华桦文化：境内外资源优势+资源变现能力

华桦文化是一家主要从事境内外影片投资、宣发以及版权运营等业务的电影公司。华桦文化自成立以来，逐步建立并保持与派拉蒙影业、索尼影业等国际顶尖影视公司紧密的合作关系。

华桦文化具有丰富的境内、外资源优势和强大的资源变现能力。华桦文化通过多年为派拉蒙、索尼影业、哥伦比亚影业、梦工厂动画等好莱坞知名制片公司精品影片的进口、境内宣发及上映提供全方位、高质量的策划方案及服务，华桦文化在好莱坞电影业内积累了丰富的业务资源和较高的商业信誉，成为少数可以直接对接和参与好莱坞大制作影片投资及全球分账的境内电影公司。常年开展国际电影业务使得华桦文化积累了丰富的海外电影业务相关资源。行业内部方面，华桦文化与诸多国际知名的制片人、导演、演员等均保持着良好的业务合作关系，与 EA、VIACOM 等国际知名的传媒业及娱乐业公司也多有合作。

华桦文化核心团队具备较强的专业能力和优秀的执行能力。目前，我国电影市场中涉足进口影片引入业务的公司并不多见，而具备进口影片版权采购能力的公司则更为少见。华桦文化拥有一只专业的运作团队，确保其能够开展大量国内外专业影视业务。此外，华桦文化还具备一支经验丰富的宣发团队，能够通过准确的市场定位以及强大的推广、布局能力承揽各类影片的宣发工作。华桦文化的专业团队为其开展各类国际业务提供了强有力的支持，并能够为其日后推动各类其他业务奠定良好的基础，使其在诸多国内电影公司无法触及的领域保持行业领先优势。

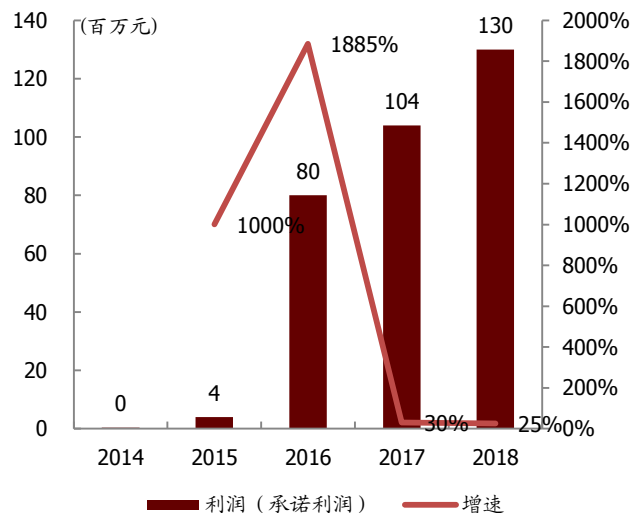
华桦文化已为多家境外知名电影公司的大制作影片提供了适应我国电影市场的宣发服务并参与了部分影片的投资。华桦文化参与宣传的《变形金刚 4：绝迹重生》、《碟中谍 5：神秘国度》、《007：幽灵党》等多部境外引进片均取得了优秀的票房成绩，其中《变形金刚 4：绝迹重生》以 19.79 亿元的票房收入取得了 2014 年度国内电影市场的票房冠军。同时，华桦文化为美国电影市场（American Film Market, AFM）官方认证买家，凭借其国际电影版权交易的丰富经验，购买了多部优秀境外影片的国内版权（买断片），如《海洋之歌》、《奎迪》等。

图表 31：华桦文化参与投资、宣发及版权运营的影视作品



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 32：华桦文化 2014~2018 年利润及承诺利润情况



资料来源：公司公告，中金公司研究部

经营规模快速扩张，增厚公司利润空间。2014~2015 年，华桦文化营业收入为 886.40 万元、1,641.12 万元，而 2016 年 1~6 月份实现营业收入 3,784.85 万元，已经超过 2015 年全年营业收入的金额，经营规模扩张较快。根据华桦文化业绩承诺，2016~2018 年华桦文化将实现利润 8,000 万、1.04 亿元、1.3 亿元，增速分别为 1,885%、30%、25%，维持高速增长，并表后将显著增厚公司利润空间。



3) 元纯传媒：国内领先的电视节目提供商和运营商

元纯传媒是一家覆盖内容创意、节目制作、商务运营全流程的制片管理公司。目前主要业务包括综艺节目、纪录片、网络影视剧等产品的创意策划、开发制作及整合营销。

元纯传媒拥有清晰的商业运作模式。目前，元纯传媒已建立起一套完整而清晰的商业运作模式，业务链条涵盖内容的创意策划和模式开发、节目的制作和发行、商业化整体运营等产业链各环节，已形成一个完整的闭环生态体系，且体系内各环节都配备有充足的团队资源并体现出较强的业务执行力。经过多年发展，元纯传媒已逐步由一家单纯的电视节目内容制作公司过渡成为涉及电视节目策划、投资、制作、发行、商务运营全产业链和网络影视内容创新业态的制片管理公司。

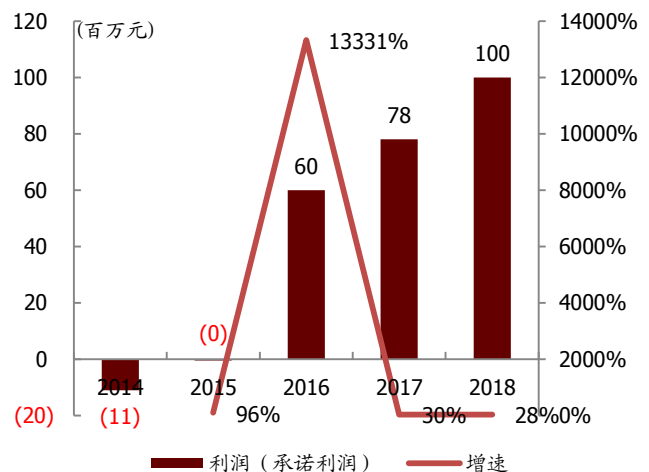
元纯传媒业务基础坚实，品牌效应显著。元纯传媒自成立以来，坚持内容制作的精品策略，并把内容驱动收益的经营理念作为企业长期发展的根本。在综艺节目、纪录片等领域陆续推出了多款兼具价值内涵、独创性、观赏性和娱乐性的节目，受到了业内的普遍认可和观众的高度好评。《造梦者》、《人生第一次》、《花样男团》、《今夜百乐门》、《发现·中国》等综艺节目和纪录片的电视台收视率、网络播放量、所获奖项等优异成绩也侧面印证了元纯传媒策略的实践与品牌的成长。品牌效应的形成，可以反向促进元纯传媒制作的节目在公众中的认可度的提高，进而提升客户对元纯传媒未来产品的需求，使元纯传媒业务得以快速健康发展，为元纯传媒未来成长提供了坚实的业务基础。

图表 33：元纯传媒参与投资、宣发及版权运营的影视作品



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 34：元纯传媒 2014~2018 年利润及承诺利润情况



资料来源：公司公告，中金公司研究部

营业收入持续上升，显著提升公司业绩。2014~2016 年上半年公司营业收入金额分别为 6,766.38 万元、17,919.63 万元和 3,381.13 万元。2016 年 1~9 月实现归母净利润 2071.35 万元，根据公司业绩承诺，2016~2018 年，公司将实现利润 6,000 万、7,800 万、1 亿元，将显著提升公司业绩。

(三) 线下衍生：多元化开发 IP 价值

基于线下的衍生/实体店授权开发是 IP 全产业链经营的重要一环。公司依托旗下丰富的 IP 资源和业务运营能力，积极开发包括主题公园、虚拟现实应用在内的各类线下业务，目前已经在三亚、贵州等地初步落地。公司线下渠道的开发采用轻资产式的授权联运模式，风险小见效快，有望成为未来重要的收入增长来源。



投资童话主题乐园、集装箱小镇等创意项目，陆续签约上线。公司以水木动画为主体，借助其丰富的动画内容资源和电视台广告资源，进行了更多基于其内容的投资和尝试。水木动画联合清华建筑设计院康宁瀚中国中心打造中国本土第一的儿童主题休闲度假王国，目前已经签约常州集装箱创意小镇主题公园并正在落地中，与贵阳市政府合作的东方科幻谷项目正在积极建设中，并将陆续打造“VR 主题公园”、“环球童话城”等项目，已经与成都、青岛、武汉、三亚、无锡等城市洽谈合作。

VR 科技结合三亚旅游发展，探索 VR 线下应用新模式。2015 年 12 月 9 日，公司控股子公司水木动画与三亚市旅游发展委员会签订了《三亚旅游虚拟现实（VR）合作开发框架合作协议》，将虚拟现实（VR）技术与三亚的旅游资源进行深度对接，水木动画负责拍摄 VR 影片与搭建三亚旅游 VR 体感综合系统，让游客体验到 VR 科技与三亚美景的结合。一方面，与三亚旅游发展委的深度合作证明了水木动画作为东方网络 VR 团队一员的实力；另一方面，水木动画有望以三亚为 VR 工程样板，进一步在全国开拓 VR 业务，和国内一线旅游城市和大数据产业发达城市进行对接，将 VR 技术与当地旅游及重点产业结合，打造国内 VR 产业化新标杆。



四、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

我们对于公司 2016~2018 年的盈利预测做如下假设:

从收入结构来看, 公司未来收入由量仪器量具业务和文化传媒业务两部分构成, 其中文化传媒业务逐渐成为公司收入和利润的主要来源。

- ▶ **量仪器量具业务:** 目前该业务维持正常经营。综合考虑国内经济增速下滑、制造业景气度下滑以及公司发展战略转型的影响, 我们预计 2016~2018 年量仪器量具业务收入分别为 1.57/1.43/1.33 亿元, 分别同比下滑 12%/9%/7%。
- ▶ **文化传媒业务:** 该业务是公司未来发展的重心。收入主要由网络运营服务收入以及动画等内容收入构成, 其中网络运营服务收入主要来自于公司全资子公司乾坤时代及东方华尚, 而动画业务的主体为水木动画。
 - **乾坤时代:** 乾坤时代于 2014 年 4 月起并表, 乾坤时代的“超级娱乐家”智能电视业务以内容加硬件的方式, 通过与各地有线电视网络运营商合作, 为用户提供家庭娱乐需求的全方位解决方案。以独特的合作销售模式提高用户粘性, 确保用户至少五年的在网时间, 通过对节目内容的持续运营获得丰厚收益。我们预计 2016~2018 年乾坤时代的收入分别为 3.21/5.92/5.73 亿元, 分别同比上涨 302%/84%/40%, 主要由于运营规模扩大导致用户增量上升以及存量用户产生的持续内容收入所致。
 - **东方华尚:** 2014 年 7 月 30 日, 乾坤时代将其持有东方华尚 100% 的股权转让给公司, 东方华尚的核心业务为“沙发院线”, 目前沙发院线已经在江苏、四川、重庆、陕西、广西、深圳、新疆、辽宁、浙江、黑龙江、海南等多个省、市级有线电视运营商平台落地, 累计覆盖 5,000 万用户。受落地用户的高速增长及版权分发收入的稳定上升, 我们预计 2016~2018 年东方华尚将实现收入 3.53/5.30/7.20 亿元。因此公司网络运营服务收入板块 2016~2018 年将预计将实现收入 6.43/10.63/14.66 亿元, 同比增长 252.8%/65.4%/38.0%, 营收大幅增长。
 - **水木动画:** 水木动画于 2015 年 7 月并表, 水木动画拥有国内规模最大, 技术最专业的动画制作团队以及国内最丰富的动漫制作素材库, 是国内最大的外包动画承接公司之一。考虑到水木动画在内容制作方面的优势、对线下渠道的大力布局以及动画企业受到国家政策和地方政府的鼓励和扶持, 我们预计水木动画 2016~2018 年将实现收入 7,820/9,384/11,261 万元, 同比分别增长 78%/20%/20%。

不考虑潜在未完成的交易并表的情况下, 我们预计公司 2016~2018 年收入分别为 8.78/12.99/17.12 亿元。

预计公司 2016~2018 年毛利率保持平稳, 分别为 41.6%/40.4%/41.3%。其中传统数显量仪器量具业务由于募项目即将完成, 毛利率下降压力减小, 预计将维持在 25.4%。公司文化传媒业务的毛利率水平则较高。预计未来三年, 其运营服务业务毛利率将小幅下降, 分别为 45.2%/42.3%/42.7%。动画等内容业务毛利率随着业务协同发展将逐步提高, 预计分别为 50.0%/52.5%/55%。文化传媒业务整体毛利率未来三年分别为 45.2%/42.3%/41.7%。

公司销售费用率和管理费用率小幅提升。由于公司量仪器量具业务以及文化传媒业务规模进一步扩张, 预计 2016~2018 年销售费用率逐年小幅提升, 分别为 7.25%/7.50%/7.75%; 管理费用率也逐年提升, 分别为 16.49%/16.74%/16.99%。



图表 35: 收入分类预测表

(百万元)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
量仪器具业务						
量仪器具						
营业收入	173	207	178	157	143	133
增长率	-5%	20%	-14%	-12%	-9%	-7%
毛利率	30%	28%	25%	25%	25%	25%
文化传媒业务						
网络运营服务收入						
营业收入		34	182	643	1063	1466
增长率			439%	253%	65%	38%
毛利率		50%	N/A	45%	41%	42%
动画等内容						
营业收入		0	44	78	94	113
增长率				78%	20%	20%
毛利率				50%	53%	55%
主营收入	177	243	404	878	1,299	1,712
增长率	-5.6%	37.4%	66.5%	117.0%	48.0%	31.8%
综合毛利率	31%	31%	44%	42%	40%	41%

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部



图表 36: 核心财务数据表

单位 (人民币百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
损益表					
营业收入	243	404	878	1,299	1,712
毛利	74	177	360	518	698
营业费用	-17	-28	-64	-97	-133
管理费用	-37	-67	-145	-217	-291
财务费用	-5	-20	-36	-35	-48
营业利润	11	57	116	168	226
税前利润	25	73	145	220	298
所得税	-3	-6	-13	-20	-27
净利润	22	53	126	200	271
现金流量表					
经营活动现金流净额	29	-10	599	630	939
投资活动现金流净额	-86	-371	-865	-1,006	-1,131
融资活动现金流净额	144	370	470	12	162
货币资金增加额	87	-11	204	-364	-29
资产负债表					
流动资产	521	829	1,394	1,476	1,716
固定资产	221	337	574	935	1,371
流动负债	249	617	1,206	1,627	2,078
长期负债	67	474	402	552	802
股东权益	803	856	1,550	1,725	1,956
总资产	1,119	1,995	3,198	3,938	4,870
财务指标					
主营业务利润率	30.3%	43.7%	41.1%	39.9%	40.8%
息税前利润率	12.4%	19.6%	19.9%	19.7%	20.2%
净利润率	9.0%	13.2%	14.4%	15.4%	15.8%
净资产收益率	2.7%	6.2%	8.1%	11.6%	13.8%
总资产收益率	1.9%	2.7%	3.9%	5.1%	5.6%
总资产负债率	28.3%	54.7%	50.3%	55.3%	59.2%
净资产负债率	2.1%	47.5%	9.9%	34.5%	44.7%
流动比率	2.1	1.3	1.2	0.9	0.8
速动比率	1.7	1.0	0.9	0.7	0.6
应收帐款周转期	154.2	176.0	150.0	150.0	120.0
存货周转期	189.4	333.4	180.0	180.0	180.0
分红比例	0.0%	43.2%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部预测



(二) 基于拟并购标的顺利并表的情景假设分析

公司 2016 年 11 月 4 日公告重大资产重组草案, 拟收购嘉博文化、华桦文化、元纯传媒各 100% 股权。此次重组尚需提交股东大会审议以及报中国证监会核准。我们基于并购标的得以顺利并表的情景假设, 作出如下分析 (该方案尚存在因审核无法通过而取消收购的风险)。

1. 对赌业绩拆分

在本次交易中, 三家标的公司在影视投资、制作、发行以及电视节目的制作等方面具备深厚的积淀和领先的市场地位, 通过对标的公司的收购和整合, 公司将进一步强化内容端的制作能力、完善文化传媒全产业链布局、提升公司的核心竞争力, 符合公司战略目标实现途径。

标的的下半年收入集中确认, 业绩承诺可实现度高。嘉博文化、华桦文化、元纯传媒 2016 年承诺利润分别为 12,000/8,000/6,000 万元, 今年上半年已实现利润分别为 650/2,130/579 万元, 业绩承诺完成率分别为 5%/27%/10%, 由于影视制作项目确认集中在四季度, 所以三家公司收入、利润将集中于下半年确认, 预计可完成业绩承诺。

图表 37: 三家标的 2016 年上半年业绩承诺完成情况

(百万元)	嘉博文化	华桦文化	元纯传媒
2016 年业绩承诺	120	80	60
2016 年上半年净利润	7	21	6
业绩承诺完成率	5.4%	26.6%	9.6%

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

从各标的的具体情况来看, 嘉博文化 2016 年上半年实现收入较少, 仅完成业绩承诺 5%, 但是考虑到嘉博文化电视剧、电影已签订合同及其他电视剧的发行计划, 预计电影《夏有乔木雅望天堂》将实现票房分账和信息网络传播权转让收入合计 1.45 亿元, 电视剧《最美不过初相见》版权转让产生收入 3,170 万元, 电影《天狐令》整体项目转让产生收入 3,600 万元, 电视剧《夏有乔木雅望天堂》版权转让实现收入 7,075 万元, 结合其他网络剧、电影、电视剧的收入情况, 预计下半年将实现 3.16 亿元。公司 2016 年业绩完成可能性高。

华桦文化上半年实现业绩承诺利润比例为 27%, 主要为《星际迷航 3: 超越星辰》、《谜一样的双眼》、《BUS657》项目收益权转让收入、《青春合伙人》票房分账收入以及《淘宝女孩》剧本著作权转让收入。公司 7~9 月份于《间谍同盟》项目权益转让以及《极限特工 3·终极回归》项目部分权益转让产生收入 4,733 万元, 10~12 月公司影片将集中上映或转移权益, 确认收入, 包括《星际迷航 3: 超越星辰》、《极限特工 3·终极回归》、《侠探杰克 2·永不回头》、《魔法老师》、《海洋之歌》、《奎迪》、《追击》、《奥德赛》、《钢铁骑士》等众多影片, 预计公司 2016 年业绩完成可能性高。

元纯传媒今年上半年实现净利润为 529.42 万元, 仅占业绩承诺利润的 10%, 主要为综艺节目《花样男团》第 1~2 期取得广告收入、纪录片《发现·中国》版权许可收入、网络剧《假如我有超能力》信息网络传播权许可收入。2016 年下半年元纯传媒制作的《花样男团》、《星厨集结号》、《今夜百乐门》、《天籁之战》等热门综艺节目陆续推出, 将持续为公司带来丰厚回报, 预期全年元纯传媒将实现利润承诺 6,000 万元。

2017~2018 年, 嘉博文化、华桦文化和元纯传媒的承诺业绩分别为 15,000/19,500 万元、10,400/13,000 万元和 7,800/10,000 万元。其中, 嘉博文化此前多部影片获奖和良好的票房业绩为公司树立了精品化的形象, 形成了自身核心竞争力。公司多部电影、电视剧已经开始筹拍, 如《乌玛卡珊·音》、《功夫辫子》、《血色浪漫》、《栀子花开》, 将在 2017~2018 年陆续上映, 并且公司还积累了充足的 IP 资源储备, 如文学作品《你若安好便是晴天》、《盛宴》等; 系列影视作品 IP 如《夏有乔木》、《乌玛卡珊·音》等。再考虑到行业整体增速, 承诺实现可能性高。



华桦文化在未来两年拥有大量的项目储备，目前已经完成了十余部影片的剧本备案工作，还储备了《御厨后裔》、《极品飞车》、《怪兽卡车》等多部剧本、游戏 IP。此外华桦文化拥有一支专业的团队，使其在诸多国内电影公司无法触及的领域保持行业领先优势，加之电影行业的整体快速成长，业绩承诺实现得到保障。

元纯传媒目前已开发或储备了如《造梦者》、《红色电波》、《星厨集结号》、《冰雪 2018》等多个热门的季播综艺或特定题材综艺 IP，《假如我有超能力》、《北大差生》、《与骷髅对话的人》、《第一次》三部曲等多个网络影视剧 IP，预计将于未来三至五年内陆续在各主流卫视或在线视频网站平台播出，此外，由于综艺节目行业以及网络剧行业的快速发展，元纯传媒新业务的迅速扩张和市场地位的不断提升，预计元纯传媒未来盈利能力将持续增强，为公司完成业绩承诺奠定基础。

2. 情景假设分析

我们利用全年模拟合并进行情景假设分析，嘉博文化、华桦文化以及元纯传媒营收净利润并表将增厚公司业绩。

我们预测嘉博文化 2016~2018 年营收分别为 3.60/5.32/6.33 亿元，同增 259%/148%/119%，净利润 1.20/1.50/1.95 亿元；华桦文化 2016~2018 年营收分别为 1.70/5.62/7.10 亿元，同增 1037%/330%/126%，净利润 0.80/1.04/1.30 亿元；元纯传媒 2016~2018 年营收分别为 2.53/3.96/5.21 亿元，同增 141%/156%/132%，净利润 0.60/0.78/1.00 亿元。

图表 38：三家标的业绩预测

(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
嘉博文化				
营业收入	139	360	532	633
毛利率	29.9%	41.0%	40.0%	42.0%
净利润	42	120	150	195
业绩承诺		120	150	195
华桦文化				
营业收入	16	170	562	710
毛利率	32.8%	57.0%	26.0%	26.0%
净利润	4	80	104	130
业绩承诺		80	104	130
元纯传媒				
营业收入	179	253	396	521
毛利率	1.1%	31.0%	32.0%	29.0%
净利润	0	60	78	100
业绩承诺		60	78	100

资料来源：公司公告，中金公司研究部

因此，在顺利完成并购的情景假设下，我们预测公司 2016~2018 年营收分别为 16.61/27.89/32.02 亿元，净利润 3.86/5.32/6.03 亿元，较不考虑并购影响的情形分别增长 89.3%/114.7%/87.1%，205.9%/165.6%/122.6%。对应考虑配套募集资金增发后的股本 1012,587,968 股，全面摊薄 EPS 分别为 0.38/0.53/0.60 元。



图表 39: 并表情景假设分析

不考虑该事项			
(百万元)	2016E	2017E	2018E
营业收入	878	1299	1712
净利润	126	200	271
全面摊薄每股收益 (元)	0.17	0.27	0.36
考虑该事项(全年模拟合并)			
(百万元)	2016E	2017E	2018E
营业收入	1661	2789	3202
净利润	386	532	603
全面摊薄每股收益 (元)	0.38	0.53	0.60
影响			
	2016E	2017E	2018E
营业收入	89.3%	114.7%	87.1%
净利润	205.9%	165.6%	122.6%
全面摊薄每股收益	127.7%	97.7%	65.7%

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

(三) 估值建议

分业务线看, 公司量仪量具业务维持正常经营, 未来发展空间有限。旗下桂林广陆数测、无锡广陆数测与上海量具刃具厂三家子公司, 2015 年底净资产合计 9,582 万元, 净利润为亏损; 2016 年 1~6 月, 量仪量具业务实现净利 304 万元, 仍处于盈亏平衡线, 未明显好转。考虑到公司的核心业务已完全转至文化传媒方向, 因而不排除未来剥离出售量仪量具业务的可能性。基于谨慎原则, 我们在估值测算中暂不考量量仪量具业务的贡献。

图表 40: 量仪量具业务子公司 2015 年财务状况

(万元)	营收	净利润	净资产
桂林广陆	1,584.75	-186.27	2,813.73
无锡广陆	1,993.29	-9.30	3,420.23
上海量具	2,086.57	-570.17	3,347.88
合计	5664.61	-765.74	9581.84

资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

对于文化传媒业务, 我们采用相对估值法。参考传媒可比公司。我们认为公司“影视内容+渠道运营+线下衍生”产业链三位一体式的布局独具优势, 联动协同效应显著, 未来有望复制 Netflix 的发展模式, 成长空间广阔。因而给予 20% 估值溢价, 给予 2017 年 43.68 倍 P/E, 2017 年模拟并表备考净利润 5.32 亿元, 对应 232.38 亿元目标市值, 对应增发后 10.13 亿股本, 目标价 22.95 元/股。



图表 41: 可比公司估值表 (更新至 2016/11/27)

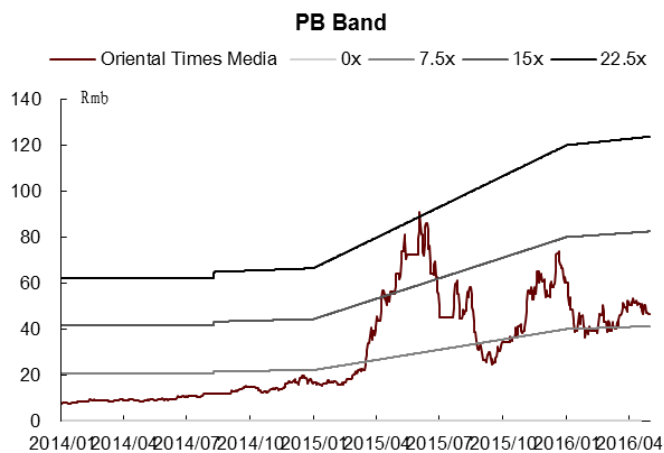
公司	股票代码	股价 2016/11/27	中金评级	EPS			P/E		
				15A	16E	17E	15A	16E	17E
华策影视	300133.SZ	13.46	推荐	0.48	0.34	0.46	28.0	39.6	29.3
奥飞娱乐	002292.SZ	26.96	推荐	0.39	0.54	0.65	69.1	49.9	41.5
光线传媒	300251.SZ	11.20	推荐	0.28	0.22	0.29	40.0	50.9	38.6
皇氏集团	002329.SZ	15.59	推荐	0.23	0.38	0.54	67.8	41.0	28.9
上海电影	601595.SH	45.51	推荐	0.69	0.65	0.82	66.0	70.0	55.5
完美世界	002624.SZ	33.42	推荐	0.59	0.86	1.11	56.6	38.9	30.1
文投控股	600715.SH	22.61		0.32	0.35	0.46	70.7	64.8	48.7
华录百纳	300291.SZ	23.19		0.38	0.48	0.64	61.5	48.8	36.3
万达院线	002739.SZ	66.16		1.07	1.39	1.91	61.8	47.6	34.6
慈文传媒	002343.SZ	45.11		0.76	0.93	1.26	59.4	48.7	35.7
骅威文化	002502.SZ	14.08		0.35	0.38	0.48	40.2	37.4	29.3
新文化	300336.SZ	20.97		0.47	0.60	0.74	44.6	35.0	28.4
平均值							55.5	47.7	36.4

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

注: 粉色标志的为中金覆盖公司, 采用中金盈利预测; 其他公司尚不在中金覆盖范围, 采用万得平均盈利预测

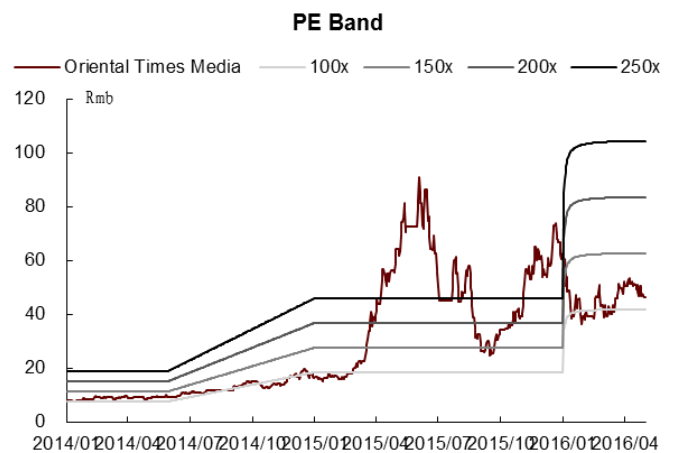
同时需要提示, 公司本次并购方案仍需提交股东大会审议以及证监会审核, 存在因无法通过而取消的风险。但是考虑到外延并购是公司的既定发展战略。即使并购交易失败, 公司独特的内生竞争优势以及持续的并购预期仍将对目标市值构成合理支撑。

图表 42: P/B band



资料来源: 万得资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 43: P/E band



资料来源: 万得资讯, 公司数据, 中金公司研究部



（四）风险提示

并购交易进展不达预期。目前公司对于嘉博文化、华桦文化、元纯传媒三家标的公司的收购事项尚需证监会审批通过，具有不确定性。年初以来，证监会对于影视传媒类并购重组的监管趋严，可能导致本次并购交易有被暂停、中止或取消的风险。

渠道用户增长放缓。目前公司新用户拓展依赖于渠道建设，尽管目前公司依托乾坤时代原有数字电视运营业务，在广电、电信、移动互联网等渠道建设上都取得了长足的进步，但若行业发生监管环境发生变化，或者竞争加剧的不利变化，可能导致未来用户增长不及预期。

业绩承诺实现不达预期。业绩承诺为标的公司管理层基于行业未来的发展前景、标的公司目前的运营能力做出的综合判断，最终能否实现取决于行业的发展趋势及各标的公司的实际经营状况等各种因素。存在未来标的公司经营业绩无法达到预期，导致商誉减损，并对上市公司的整体经营业绩产生影响的风险。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

