

青雨传媒(832698)
专注精品电视剧，力争进入一线阵营
基本数据

2016年6月8日	
收盘价(元)	13.02
总股本(亿股)	1.04
流通股本(万股)	4987
总市值(亿元)	13.54
每股净资产(元)	2.50
PB(倍)	5.2

财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	186.13	176.18	273.08	355.00	426.00
净利润(百万元)	40.70	46.43	80.03	106.61	129.51
净利润增长率	78%	14%	72%	33%	21%
毛利率	49.2%	48.3%	48.0%	48.0%	48.0%
净利率	18.8%	21.9%	26.4%	29.3%	30.0%
EPS(元)	0.83	0.45	0.77	1.03	1.25

专注于精品电视剧创作。青雨传媒主要从事电视剧的投资、制作及发行业务，专注于精品电视剧的创作，在国内电视剧行业具有较高的品牌知名度和市场地位。《潜伏》、《借枪》等均取得优异的收视率，并获得多个奖项。

行业竞争激烈，优势公司将成市场主体。电视剧制作行业内制作经营机构众多，主要制作机构的电视剧产量占比不高，行业集中度比较低。未来行业资源将进一步集中，能够不断推出大制作精品、并保证产能的制作公司，会逐渐成为市场主体。

经验丰富的创作与管理团队。公司与姜伟、林黎胜、余淳等创作人才签署了战略合作协议，这些人才均在影视剧行业具有较高知名度，创作了一批有影响力的作品。公司经营管理团队在各自文艺领域从业多年，有很深的造诣。董事长张静与总经理张宏震分别负责电视剧发行与制作业务，成功制作并发行了多部优秀电视剧。

两部新作开机拍摄。2015年，《猎场》、《如果可以这样爱》两部作品开机，目前已经获得较大的社会关注度及反响，有望在2016、2017年确认收入。

盈利预测

预测公司2016~2017年归属于上市公司股东的净利润分别为0.80亿元、1.07亿元，每股收益分别为0.77元、1.09元，2016年6月8日收盘价对应于公司2016、2017年动态市盈率分别为16.9倍、12.7倍。

风险提示

市场竞争加剧风险，政策监管风险，客户集中度较高风险。

研究员 王静

wangjing@wtneeq.com

010-85715117



目 录

专注于精品电视剧创作	1
行业竞争日趋激烈，成功关键在于不断推出优质剧	2
市场定位明确，产品认可度高	4
收入规模有所波动，力争进入一线阵营	6
盈利预测	8

图表目录

图表 1 青雨传媒主要电视剧作品.....	1
图表 2 2006-2016 年全国电视剧申报和同意公示数量	2
图表 3 2017-2014 年全国电视剧播出集数	2
图表 4 国内主要电视剧制作机构.....	3
图表 5 公司创作团队主要成员.....	5
图表 6 青雨传媒主要可比公司利润率.....	6
图表 7 相关公司战略定位与布局.....	6
图表 8 2013-2015 年青雨传媒收入、利润及增长情况	6
图表 9 2015 年青雨传媒客户销售比重.....	7
图表 10 2013-2015 年青雨传媒费用率和利润率情况	7
图表 11 青雨传媒 2015 年电视剧制作发行情况	8
图表 12 青雨传媒业绩预测.....	8

■ 专注于精品电视剧创作

青雨传媒主要从事电视剧的投资、制作及发行业务，专注于精品电视剧的创作，在国内电视剧行业具有较高的品牌知名度和市场地位。

公司电视剧业务通过采购剧本，独家拍摄为主、联合拍摄为辅，联合电视台等投资方投资拍摄电视剧。拍摄完成后，与电视台签订播放许可，获取发行收入和现金流，或通过出售版权给新媒体、音像制作商等形式获取版权转让收入和现金流。

图表 1 青雨传媒主要电视剧作品

作品名称	剧照	集数	获取方式
《潜伏》		30 集	投拍方式获得
《柳叶刀》		24 集	投拍方式获得
《借枪》		30 集	投拍方式获得
《不要和陌生人说话》		23 集	受让获得

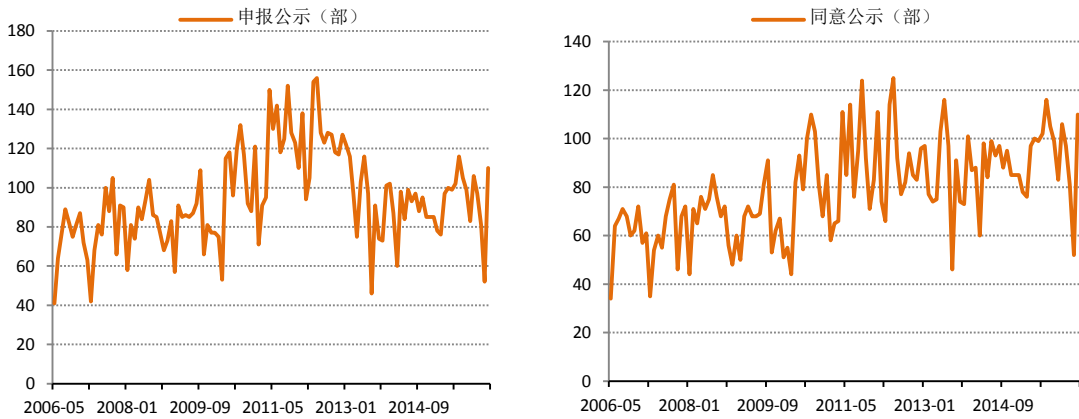
资料来源：公开转让说明书

公司客户类型主要包括：电视台、广告公司、代理发行公司、网络平台、影视公司等。

■ 行业竞争日趋激烈，成功关键在于不断推出优质剧

● 全国电视剧产量和播出量进入平稳阶段

图表 2 2006-2016 年全国电视剧申报和同意公示数量

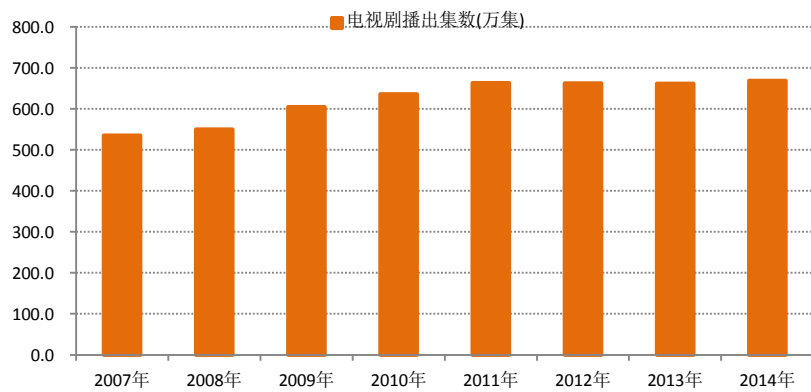


数据来源: choice

2006-2013 年，全国电视剧申报公示部数总体呈上升趋势，2012 年后没有明显趋势性变化；电视剧同意公示部数与之一致，2012 年后基本平稳。

根据国家广电总局公布，2014 年，全国电视剧产量总体平稳，作品质量不断提升，全年全国共计生产完成并获准发行剧目 429 部 15983 集。题材比例为：现实题材剧目 243 部 8335 集，历史题材剧目 178 部 7383 集，重大题材 8 部 265 集。

图表 3 2007-2014 年全国电视剧播出集数



数据来源: choice

电视剧播出集数经过持续上升后已基本平稳，2011 年后，电视剧播出集数变化不大，电视剧产量和播出量都已进入平稳阶段。

● 行业市场竞争日趋激烈，集中度不高

随着文化体制改革的不断深入以及制播分离政策的实施，行业准入门槛降低，越来越多的民营影视制片公司大量涌现，市场竞争日趋激烈。目前，电视剧行业企业数量众多，根据国家广电总局公布的数据，持有 2014 年度《广播电

视节目制作经营许可证》的机构有 7248 家，持有 2014 年度《电视剧制作许可证（甲种）》的机构有 137 家。

国内实力较强的电视剧制作主要包括中央电视台下属电视剧制作机构、华谊兄弟传媒股份有限公司、浙江华策影视股份有限公司、海润影视制作有限公司、北京华录百纳影视股份有限公司、上海新文化传媒集团股份有限公司等。

图表 4 国内主要电视剧制作机构

机构	简介	市占率（2013 年）	代表作品
中央电视台下属电视剧制作机构	隶属于国家广电总局，国内最具实力的电视剧制作机构之一。	按部数统计 1.81%，按集数统计 1.54%。	《红楼梦》 《三国演义》
华谊兄弟	首批创业板上市公司，业务涵盖电影、电视剧、艺人经纪服务、音乐和影院投资，国内最具实力的民营影视制作企业之一。	按部数统计 2.27%。	《我的团长我的团》 《士兵突击》
华策影视	创业板上市公司，国内民营影视制作企业。	按部数统计 3.85%，按集数统计 4.73%。	《中国往事》 《倾城之恋》
海润影视	最早成立、生产规模最大、专业化程度最高的民营影视制作机构之一。	按部数统计 3.17%，按集数统计 2.99%。	《亮剑》 《永不瞑目》
华录百纳	华录集团有限公司控制的电视剧制作企业，中直单位制作机构中少数市场化运作的电视剧制作企业之一。	按部数统计 1.36%。	《黎明之前》 《永不磨灭的番号》
新文化	创业板上市公司，国内民营影视制作企业。	按部数统计 2.49%，按集数统计 2.73%。	《亮剑-铁血军魂》 《杀狼花》

资料来源：公开转让说明书

电视剧制作行业内制作经营机构众多，主要制作机构的电视剧产量占全国总产量比重不高，行业集中度比较低。行业内具有规模优势且专注于影视剧产业链布局的公司，在行业中树立了较强的影响力。

● 新媒体兴起为行业提供全新平台

近年来，随着视频网站之间竞争、整合，以及网络视频行业市场规模不断增长，视频网站已经成为电视剧的重要采购方。同时，随着第一阵营视频网站广告每年超过 40% 的增长，在精品大剧的版权价格上，网络超过电视台已无悬念，视频网站对电视台的分流越来越明显，已经成为电视剧行业一个重要的销售渠道。另一方面，相对于电视台而言，视频网站通常缺乏电视剧的制作能力，因此更加依赖于对电视剧的采购，因此视频网站与精品电视剧制作机构之间有天然的依赖性与合作性。

● 国外引进剧冲击国内市场

目前国内电视剧市场发展迅速，但是国产电视剧在制作水平上与国际水平存在一定的差距。虽然国产剧由于政策保护具备播出时段和播出时间上的优势，但部分引进剧即便在非黄金时段播出，也取得了良好的收视效果，对国产电视

剧造成一定冲击。

特别是随着互联网的发展，其他国家的影视剧产品会源源不断地在互联网上分占越来越多的华人受众，这必然给国产电视剧的制作质量、营销战略等方面带来挑战。

● 成功关键在于能够不断推出优质剧

电视剧制作行业收入来源于电视版权的销售，制作企业把电视剧版权通过预售、多轮次销售等形式直接销售给电视台、新媒体公司等，并根据电视剧的质量、制作成本、电视台的需求等因素与电视台协商确定销售价格。

电视剧制作行业虽然存在资金及准入壁垒，但其产品面向大众，媒体机构对于电视剧产品的定价更多依赖电视剧的质量以及企业已往电视剧形成的大众口碑。所以，电视剧制作企业成功的关键在于能够不断推出优质电视剧。

未来，行业资源将会进一步集中，那些能够不断推出大制作精品，并保证产能的制作公司，会逐渐成为市场主体。优秀的制作团队、导演、编剧等，会成为市场稀缺资源，价值更加凸显。

■ 市场定位明确，产品认可度高

● 明确的市场定位和经营战略

公司的市场定位为精品电视剧的投资、制作和发行。在电视剧行业整体供过于求、精品电视剧供不应求的背景下，不盲目增加电视剧产量以获得市场份额，而更侧重于提高单部电视剧所产生的价值。

在投资模式上，公司一直坚持独家拍摄为主、联合拍摄（担任执行制片方）为辅的投资模式。在独家拍摄模式下，公司把有限的资金资源集中用于投资制作少数市场风险较低、发行销售前景看好的电视剧，较采用联合投资模式投资制作更多电视剧而言，风险更为可控，公司实现的经济收益更高。

精品电视剧使公司在发行销售过程中与电视台及新媒体公司的议价能力较强，不仅绝大部分实现了在全国多个强势卫视频道黄金时段播出，而且每部剧的发行销售价格水平平均位居同期同类型电视剧的前列，从而积累了良好的市场品牌效应。

● 电视剧市场认可度较高

公司坚持精品电视剧的发展战略，能够精准把握市场需求，投拍的电视剧受到市场的广泛欢迎，能够获得较高的发行价格。《潜伏》、《借枪》等均取得优异的收视率，《潜伏》获得了全国第十一届精神文明建设“五个一工程”奖、“飞天奖”长篇电视剧一等奖，并入选喜迎建党 90 周年中宣部推荐的“40 部主旋律电视剧”名单，《借枪》入选广电总局《2011 年度中国优秀电视剧选集》。

公司拍摄电视剧，始终坚持“一线导演、一线编剧、一线演员”原则，且始终能够准确把握行业内发展动态，2015，公司投拍的电视剧《猎场》、《如果可以这样爱》在正式播出之前已经获得较大的社会关注度及反响。

● **稳定、经验丰富的创作团队**

为实现持续稳定发展，公司与姜伟、林黎胜、余淳、周一民、郑大圣等创作人才签署了战略合作协议，这些创作人才均在影视剧行业具有较高知名度，创作了一批有影响力的作品。

图表 5 公司创作团队主要成员

姓名	职务	擅长题材	代表作	荣誉
李鹏	作家	近代革命 古代历史 当代都市	长篇小说： 《迷人草》、《借枪》、 《深谋》； 小说集：《潜伏》、 《刺客》、《藤花香》	中国作家协会全国委员会委员 天津市作家协会文学院专业作家 中国作家大红鹰文学奖 中国作家百丽小说奖
姜伟	编剧 导演	近代革命 当代都市 当代涉案	编剧作品： 《不要和陌生人说话》、 《潜伏》； 导演作品： 《绝对控制》、《沉默的 证人》、《借枪》	中国电视剧产业二十年突出贡献人物 第二十七届“飞天奖”最佳编剧奖 第十五届“白玉兰奖”最佳编剧 第二十五届“金鹰奖”最佳编剧奖
林黎胜	编剧 导演	近代革命 近代传奇 当代都市	编剧作品： 《天下无贼》、《柳叶刀》 《借枪》； 导演作品： 《消失的村庄》、《婚巢》	第 17 届“白玉兰奖”电视剧最佳编剧 第 1 届“首尔国际电视节”最佳编剧提名 台北第 42 届“金马奖”最佳改编剧本奖
余淳	导演	当代都市	《深度较量》 《老牛家的战争》 《李春天的春天》 《金太狼的幸福生活》	东京国际电视剧节特别奖 北京电视台 2009 年影视盛典最佳都市题材电视剧奖
周一民	编剧	当代都市	《杨守敬与吕贝卡》、 《浪漫的事》 《红梅花开》 《给点阳光就灿烂》	作品《杨守敬与吕贝卡》获得 2000 年 “华表奖”最佳电视电影和“金鸡奖” 提名

资料来源：公开转让说明书

这些创作人才均处于艺术创作的黄金时期，并且大部分能够胜任多重创作角色，具备整体把握电视剧创作艺术的能力，为公司未来创作更多精品电视剧奠定了坚实的基础。

● **专注、专业的经营管理团队**

公司经营管理团队在各自的文化艺术领域从业多年，有很深的造诣，构建了公司雄厚的艺术积淀。

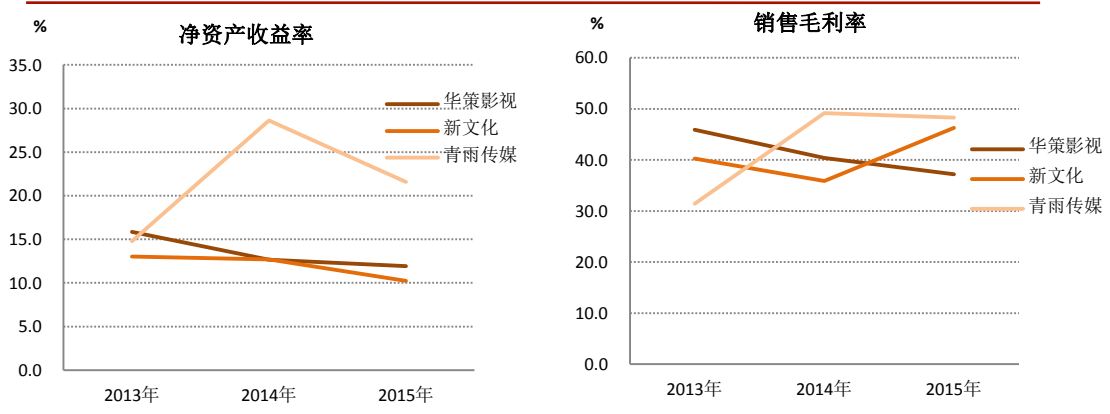
董事长张静统筹负责公司电视剧的发行业务，总经理张宏震主要负责公司电视剧的制作业务，两人共同打造品牌，成功制作并发行了多部优秀电视剧。

董事姜伟，从 1997 年起开始担任编剧、导演等职务，创作了一系列具有社会影响力的作品。有多年任教经历和丰富的导演实践经验，具备扎实深厚的艺术工作能力。

监事李鹏，笔名龙一，中国作家协会全国委员会委员，天津市作家协会文学院专业作家，先后创作了十余部优秀小说作品，其中《潜伏》、《借枪》等作品经改编已拍摄成为电视剧，受到业内一致认可。

● 盈利水平相对较高

图表 6 青雨传媒主要可比公司利润率



数据来源: choice

和行业内主要竞争对手相比,青雨传媒收入规模偏小,从盈利能力看,公司利润率和其它公司基本相当甚至稍高。

图表 7 相关公司战略定位与布局

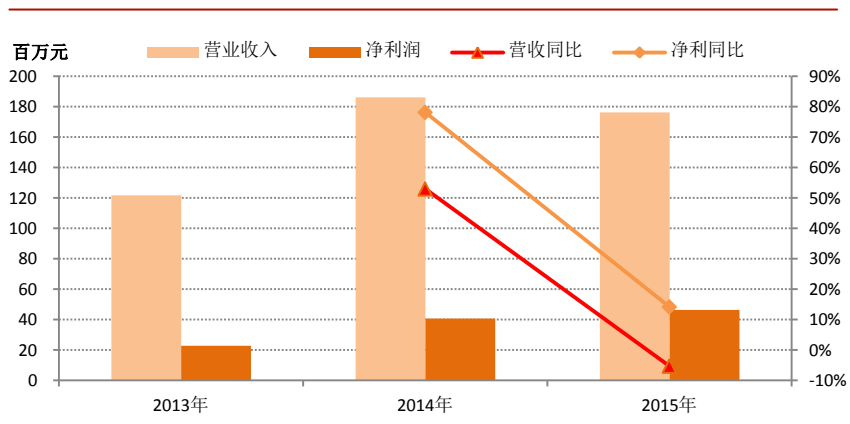
企业名称	战略布局
华策影视	通过“全新内容”、“全新产业”、“全新组织”、“全新超越”、“全新华策”五个“全新”战略向着全球一流综合娱乐传媒集团跨越式进击,实现从“影视公司”向“传媒娱乐公司”的彻底转型。
新文化	推动“内容+渠道+技术”战略落地,通过多种方式的产业链整合,迈向综合性传媒集团,使公司在收入来源、市场影响力及产业链布局上实现全面变革。

资料来源:各公司年报

■ 收入规模有所波动,力争进入一线阵营

● 净利润持续增长,营业收入出现波动

图表 8 2013-2015 年青雨传媒收入、利润及增长情况

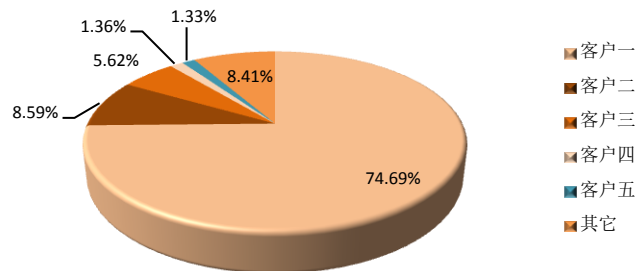


数据来源: choice

公司主营业务收入包括电视剧版权收入和广告收入两类，电视剧版权收入是公司收入的主要来源。

2015年，青雨传媒营业收入有所下滑，净利润继续增长。全年实现营业收入1.76亿元，同比下滑5.34%，收入构成中，电视剧销售收入略有下降，广告费收入由上年的564万元转为0；全年实现净利润4643万元，同比增长14.12%，主要由于收到的政府补助增加。

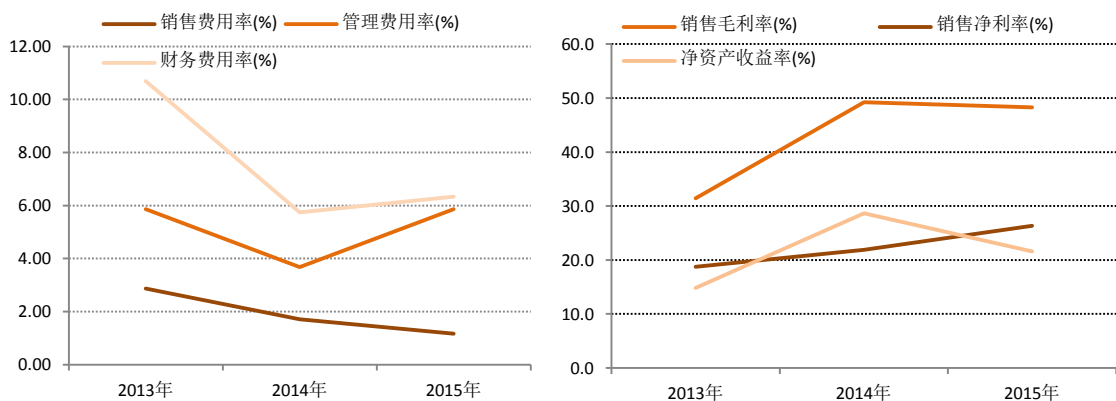
图表 9 2015年青雨传媒客户销售比重



数据来源: choice

公司2014年五大客户销售收入占总营业收入的比例为55.38%，2015年上升至91.59%，并且第一大客户占比74.69%，客户集中度较高可能对公司议价能力有一定的影响，如果部分前五大客户降低对公司产品的采购，将会对公司的利润水平会造成不利影响。

图表 10 2013-2015年青雨传媒费用率和利润率情况



数据来源: choice

公司近两年销售毛利率在49%左右，2015年，营业外收入的大幅增加使公司在收入下降的同时实现净利润同比增长，销售净利率呈现显著上升。

2015年，公司在全国股份转让系统挂牌，同时向六家券商进行定向增发，融资5071.60万元，净资产大幅增加，增幅高于净利润增速，使净资产收益率出现明显下降。

● 2015 年两部作品开机

图表 11 青雨传媒 2015 年电视剧制作发行情况

作品名称	演职团队	题材	进程
《猎场》	导演：姜伟 主演：胡歌、菅纫姿、万茜、祖峰、陈龙、孙红雷、张嘉译	职场	已开机，2015 年 12 月取得发行许可证
《如果可以这样爱》	导演：王雷 主演：佟大为、刘诗诗、保剑锋	都市	已开机
《代号》	导演：郑大圣 主演：乔任梁、祖峰领	谍战	已取得发行许可证
《热血》	-	-	播出

资料来源：公司年报

《猎场》、《如果可以这样爱》两部作品开机，目前已经获得较大的社会关注度及反响，有望在 2016、2017 年确认收入。

● 力争进入国内综合性传媒集团一线阵营

未来，公司将在保证每部作品产品质量的前提下，适度扩大产能；通过与强势卫视频道达成战略合作关系，联合制作定制剧，减轻公司资金压力；与植入广告客户开展业务合作，在不降低精品电视剧水准的前提下，在剧情中植入广告，为公司带来新的盈利渠道；运用资本的力量助力公司早日进入国内综合性传媒集团一线阵营。

■ 盈利预测

根据对行业状况及公司情况的分析，对公司进行盈利预测，预测公司 2016~2017 年归属于上市公司股东的净利润分别为 0.80 亿元、1.07 亿元，每股收益分别为 0.77 元、1.09 元，2016 年 6 月 8 日收盘价对应于公司 2016、2017 年动态市盈率分别为 16.9 倍、12.7 倍。

图表 12 青雨传媒业绩预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	186.13	176.18	273.08	355.00	426.00
净利润(百万元)	40.70	46.43	80.03	106.61	129.51
净利润增长率	78%	14%	72%	33%	21%
毛利率	49.2%	48.3%	48.0%	48.0%	48.0%
净利率	18.8%	21.9%	26.4%	29.3%	30.0%
EPS(元)	0.83	0.45	0.77	1.03	1.25

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我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,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

北京梧桐理想资本管理有限公司

公司地址:北京市朝阳区东四环中路41号7层

电 话:010-85715117

传 真:010-85714717

电子邮件:wtlx@wtneeq.com

