

慈文传媒 (002343)

证券研究报告
2017年05月23日

历久弥香，影视内容付费浪潮中的先锋者

慈文传媒制作实力堪为翘楚，把握时代潮流，勇于尝试与创新

慈文传媒是国内老牌民营影视公司，于2014年12月借壳禾欣股份上市。公司形成以马中骏先生为首的核心骨干，敏锐感知市场，在武侠片、谍战片、网生内容与泛娱乐时代均站上产业前沿。

14年起，公司重心向年轻化内容倾斜，缔造了《花千骨》、《老九门》等热门作品。公司注重创新，如《花千骨》验证了影游联动（播出期间，游戏月流水2亿）与衍生网剧（15年播放量全网第二）的可行性，《老九门》衍生的4部网络大电影中有3部进入爱奇艺2016网大分账TOP12。

16年，我国视频付费用户总规模达到7500万，同比增长241%，快速崛起的付费视频市场为内容变现提供增长空间。接下来，公司将尝试纯分账网剧与网大，由B2B模式向2C模式探索，分享付费红利。同时，公司国际化合作亦有望交出成绩单。

精品剧夯实公司业绩，充沛IP储备支撑长线发展

今年，公司出品的《特工皇妃：楚乔传》（6月5日）、《凉生》、《特勤精英》将陆续在湖南卫视播出，具备爆款潜质。根据影视剧拍摄进程判断，今年有望陆续确认《凉生》、《回到明朝当王爷》、《极速青春》等多部剧。目前，公司IP在册60余个，储备的《步步生莲》、《爵迹》、《大唐魔盗团》、《皇后策》、《沙海》、《寻找爱情的邹小姐》、《三体》等有望在17/18年启动制作，为18/19年提供业绩支撑。

定增顺利过会，同时推动债务融资，消除市场对公司资金压力的忧虑

5月23日，其定增顺利过会，拟募集资金9.32亿元（含发行费用）全部投入到影视剧的制作。4月28日，公司公告拟发行小公募债（5亿）与非公开债（10亿）。我们认为，本次定增顺利过会，消除了市场对于公司定增不确定性以及财务费用过快上升的担忧。若后续发行顺利，有利于公司推动项目进程，调整负债结构。公司可视批文推动情况与市场利率情况，动态调整发债规模。定增与发债并进，为资金需求提供更有确定性支撑。

投资建议

公司定增顺利过会，消除市场担忧。《凉生》等大剧使得公司17年业绩有较强的确定性。同时，公司重视纯分账网生内容打造，挖掘C端用户付费蓝海，有望成为新的业绩增长点。由于定增发尚未获得批文，考虑没有增发情况下，公司17~19EPS分别为1.49元、1.98元、2.39元，对应PE为25、19、16，给予公司17年32倍的行业平均市盈率，对应目标价47.68元，中长期看好，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示：项目销售不及预期，人才流失，政策影响

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	856.00	1,826.19	2,284.12	3,224.60	3,904.55
增长率(%)	(46.94)	113.34	25.08	41.18	21.09
EBITDA(百万元)	281.48	426.63	646.21	865.88	1,038.31
净利润(百万元)	199.21	290.11	468.54	622.33	750.50
增长率(%)	267.04	45.63	61.51	32.82	20.59
EPS(元/股)	0.63	0.92	1.49	1.98	2.39
市盈率(P/E)	58.94	40.47	25.06	18.86	15.64
市净率(P/B)	11.06	8.73	6.95	5.08	3.84
市销率(P/S)	13.72	6.43	5.14	3.64	3.01
EV/EBITDA	95.51	33.60	18.76	13.72	11.03

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	37.33元
目标价格	47.68元

基本数据

A股总股本(百万股)	314.51
流通A股股本(百万股)	219.68
A股总市值(百万元)	11,740.66
流通A股市值(百万元)	8,200.80
每股净资产(元)	4.37
资产负债率(%)	65.78
一年内最高/最低(元)	56.10/33.50

作者

文浩	分析师
SAC执业证书编号：S1110516050002	
wenhao@tfzq.com	
张爽	联系人
zhangshuang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 公司概况：老牌影视剧公司锐意进取，互联网思维与精品战略助力站上时代前沿	4
1.1. 历史沿革：启蒙制片人中心制，开创谍战片时代，超前布局 IP 与网生内容	4
1.2. 财务分析：业绩稳健增长，16 年毛利率波动系会计政策所致	6
1.3. 兵马未动粮草先行，定增顺利过会，积极筹备发债，为资金需求保驾护航	8
2. 公司业务解读：精品剧 CP，网生内容先锋探索分账网剧/网大	8
2.1. 受益于付费视频网站崛起提速，慈文传媒承匠心精神打造精品头部剧	8
2.1.1. 付费有望成为视频网站核心收入，头部剧 CP 享价格上涨红利	8
2.1.2. 多年沉淀造就匠心 CP，敏锐捕捉年轻群体需求，联动泛娱乐产业	10
2.2. 网生内容：网剧/网大商业模式走向 2C，慈文传媒战略性布局分账内容	13
2.2.1. 网络剧：制作精品化，分账网剧改变 2B 商业模式	13
2.2.2. 网络大电影：16 年数量井喷，投资门槛提高，分成模式助推内容升级	14
2.2.3. 纯网内容先锋，公司率先切入 2C 端付费市场，将尝试纯分账模式	16
2.3. 游戏：联合顶级游戏 CP，收购赞成科技实现影游联动精细化运作	18
3. 核心竞争力：精英团队奠定成长基石，丰沛 IP 储备为持续性提供保障	19
3.1. 以人才为本，核心团队实力雄厚，海外合作正在推进	19
3.2. 围绕精品 IP 打造产品矩阵，储备丰沛，拥有持续发展能力	19
4. 盈利预测及投资建议	21

图表目录

图 1：慈文传媒历史沿革	4
图 2：慈文传媒控股及参股公司（截至 2016 年 12 月）	5
图 3：慈文传媒 2012 -2017 年 Q1 营业收入及同比增速	6
图 4：慈文传媒 2012 -2017 年 Q1 归母净利润及同比增速	6
图 5：慈文传媒 2012 -2017Q1 毛利率变动	6
图 6：2012~2016 年公司三费率变动情况	7
图 7：2012~2016 年公司三费变动情况	7
图 8：2011-2019 年中国在线视频行业市场规模	9
图 9：2011-2019 中国在线视频行业收入构成	9
图 10：2014-2019 年中国付费视频用户规模	10
图 11：慈文传媒 2012-2016 当年期取得发行许可证的电视剧情况	10
图 12：《花千骨》IP 全方位开发情况	12
图 13：2011-2016 年网络剧播出数量及同比增速	13
图 14：2014-2016 年网络剧播放量及同比增速	13
图 15：爱奇艺网络剧分成规则	14
图 16：2016 年爱奇艺分账网剧排名	14
图 17：2014-2016 年网络大电影上映数量	15

图 18: 2016 年 1-12 月新增网大数量及月度播放量走势	15
图 19: 网络大电影制作不同成本区间数量分布 (不考虑宣发)	15
图 20: 爱奇艺网大分成模式	16
图 21: 慈文传媒影游联动商业模式	18
图 22: 《特工皇妃》IP 运营计划	20
表 1: 慈文传媒借壳上市以及收购赞成科技方案概述	5
表 2: 慈文传媒部分控股或参股公司简介	5
表 3: 慈文传媒 2011-2016 年分业务收入拆分	7
表 4: 公司募集资金投资电视剧及网剧部分项目	8
表 5: 头部内容网络版权采购价格不断提高	9
表 6: 慈文传媒部分电视剧作品获奖或收视情况	11
表 7: 慈文传媒 2015-2016 年播出电视剧	11
表 8: 慈文传媒部分 2017 年将播出或拟开机项目	13
表 9: 2016 年破 20 亿的网络剧	14
表 10: 2016 十家网剧代表公司	14
表 11: 网大主流供应商情况	15
表 12: 爱奇艺 VIP 会员 10 月网络大电影新片分账榜 TOP5	16
表 13: 2016 爱奇艺网大分账 TOP12	17
表 14: 慈文传媒 2017 网剧制作计划	17
表 15: 2017 年预计上线或开机的网络大电影	17
表 16: 慈文传媒及旗下公司负责人履历	19
表 17: 慈文传媒部分小说 IP 储备情况	20
表 18: 可比公司估值	21

1. 公司概况：老牌影视剧公司锐意进取，互联网思维与精品战略助力站上时代前沿

1.1. 历史沿革：启蒙制片人中心制，开创谍战片时代，超前布局 IP 与网生内容

慈文传媒创立于 2001 年 9 月，是国内首批被授予电视剧制作经营许可证(甲种)的民营影视公司。2014 年 12 月起慈文传媒借壳禾欣股份上市，并于 2015 年 8 月完成过户，成功站上资本市场的舞台。增发前，马中骏及其一致行动人持股比例为 26.30%，为上市公司的控股股东及实际控制人。

公司董事长、总经理马中骏先生为国内资深出品人和国家一级编剧，以马中骏先生为中心形成的核心业务团队为慈文植入深厚的影视剧基因。同时，公司紧跟行业发展趋势，率先发掘 IP 联动及互联网机遇，逐步升级为以自有 IP 为核心，以电视剧、网生内容（网络剧，网络大电影）制作发行为主业，电影、游戏、艺人经纪等联动发展的精品内容提供商。

- **武侠片时代的创新者：**慈文传媒创立初期凭借武侠剧跻身行业第一梯队，出品了《神雕侠侣》、《射雕英雄传》、《七剑下天山》、《小鱼儿与花无缺》等一系列耳熟能详的经典武侠剧，《射雕英雄传》等武侠剧开启了制片人中心制的国产电视剧新纪元；
- **谍战片时代的引领者：**2007 年公司以《五号特工组》开启谍战剧时代，后续相继出品《青盲》、《五号特工组 2》、《枪花》等均曾在播出期间获得收视率第一名。同时，公司作品更加多元化，出品包括现实家庭剧《老马家的幸福往事》、名著改编的神话大剧《西游记》、抗日传奇剧《刀客家族的女人》等。
- **泛娱乐与网生内容时代的先行者：**2014 年公司敏锐感知互联网带来的新机遇，通过纯网剧《暗黑者》成为老牌影视剧公司中第一家网剧试水者，《暗黑者》以全年 8.7 亿播放量跻身 2014 年网络剧播放前十；2015 年，加快探索互联网内容与传统内容相结合，推出现象级 IP 剧《花千骨》，以平均收视 2.21%，最高收视 3.89%刷新周播剧收视记录，以年度点击量 200 亿刷新了电视剧网络播放量最高记录。

此外，慈文传媒在 2015 年收购精品休闲游戏、H5 游戏开发商赞成科技 100% 股权，并与顺网科技、爱奇艺等进行合作，布局泛娱乐产业链。2016 年慈文传媒继续围绕自有 IP 展开网台联动、影游联动，出品 IP 剧《老九门》，2017 年则储备有《特工皇妃》、《回到明朝当王爷》和《凉生，我们可不可以不忧伤》等作品。

图 1：慈文传媒历史沿革



资料来源：公司公告，天风证券研究所

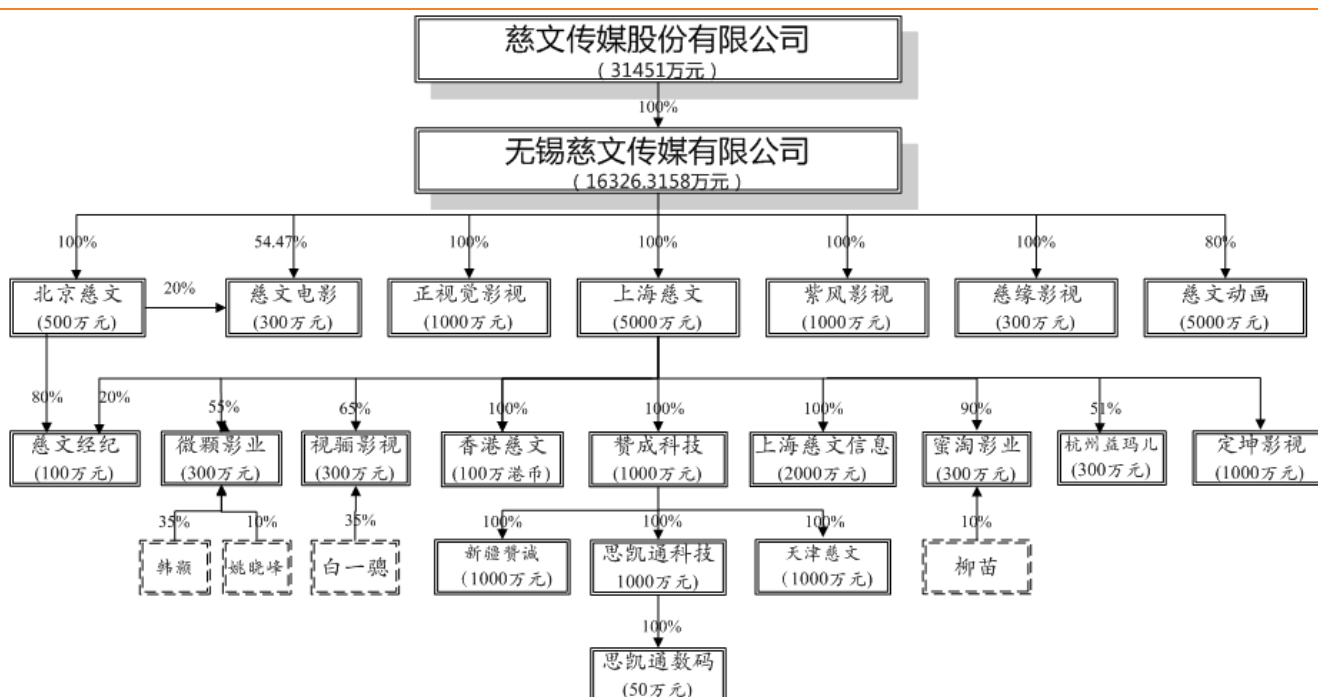
表 1: 慈文传媒借壳上市以及收购赞成科技方案概述

公司	方案简介	交易对价 (亿)	完成过户披露时间
慈文传媒	14 年 12 月, 禾欣股份公告拟置出资产与慈文传媒 100% 股权等值部分置换, 承诺扣非后 15~17 年净利润为: 1.88 亿、2.43 亿、3.02 亿。	20.08	2015 年 8 月
赞成科技	上市公司通过全资孙公司上海慈文以现金方式收购赞成科技 100% 股权, 承诺扣非后 15~17 年净利润为: 0.80 亿、1.10 亿、1.30 亿。	11.00	2015 年 11 月

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

截至 2016 年 12 月, 公司旗下共有控股公司 20 家, 涵盖了电视剧、电影、游戏、动漫等领域。公司注重对观众人群的把握, 在网络平台迅速发展、年轻观众群体崛起的形势下, 设立了子公司视骊影视、蜜淘影业、微颖影业、东阳紫风等, 涵盖网台联动剧、纯网剧、网络大电影及新鲜“玩剧”类型等多题材 IP 打造。

图 2: 慈文传媒控股及参股公司 (截至 2016 年 12 月)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 2: 慈文传媒部分控股或参股公司简介

子公司名称	成立日期	介绍	备注
无锡慈文传媒有限公司	2001.9.		原集团母公司, 后借壳禾欣股份上市
北京慈文影视制作有限公司	2000.9.	《谜砂》、《狭路》、《神雕侠侣》	前身北京潮涌东方影视文化有限公司
上海慈文文化经纪有限公司	2014.2.	旗下艺人马可、张丹峰等	北京慈文下属公司
上海慈文影视传播有限公司	2009.4.	《花干骨》、《蚂蚱》、等	
上海视骊影视制作有限公司	2014.6.	《老九门》、《暗黑者》系列等	上海慈文下属公司
上海蜜淘影业有限公司	2015.4.	《特工皇妃》、《凉生, 我们可不可以不忧伤》等	上海慈文下属公司
上海微颖影业有限公司	2016.1.	《极速青春》、《风芒纪》等	上海慈文下属公司
北京慈文电影发行有限公司	2008.8.	《硬汉》等	
东阳紫风影视制作有限公司	2009.11.	《致青春》、《步步生莲》等	

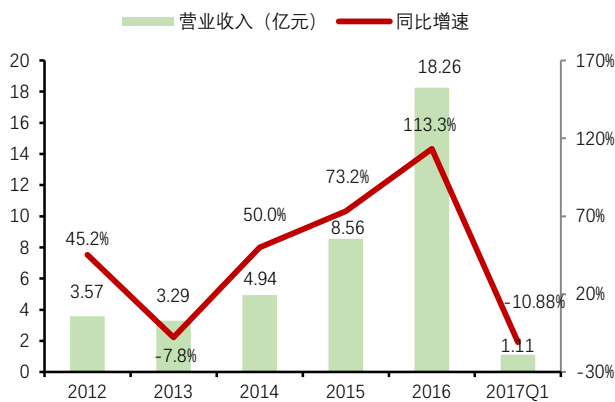
资料来源: 公司公告天风证券研究所

1.2. 财务分析：业绩稳健增长，16 年毛利率波动系会计政策所致

公司 12~16 年营收从 3.57 亿提高到 18.26 亿，归母净利润由 0.76 亿提高到 2.90 亿，营收与净利润均实现较大幅度提高，原因是：

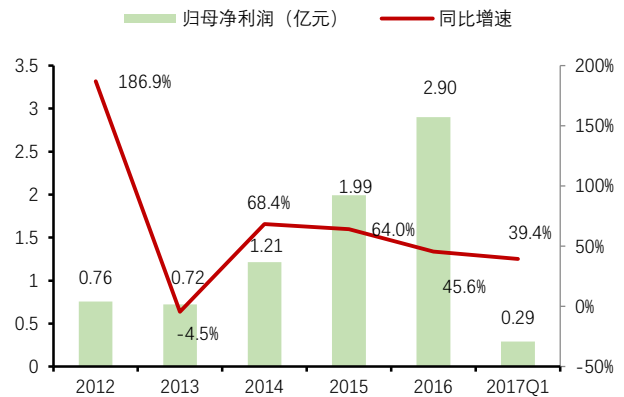
- ① 主营增长，期间慈文传媒影视剧业绩保持稳健增长。如，公司 2014 年影视剧产量规模扩大，同时《花千骨》实现湖南卫视的首轮和爱奇艺的网络销售收入超过 1.68 亿元；受益于渠道特别是新媒体端对精品剧采购价格提升，15 与 16 年公司影视剧收入保持高增速，同比增速达 52%、73%（有会计政策因素）；
- ② 并表因素，15 年公司现金收购赞成科技 100% 股权；
- ③ 会计政策，营改增后因为涉及开票，大多由开票企业确认全额收入，再将合作方收入记入成本，由于 16 年慈文确认的剧目大多投资比例在 55%~65% 之间，采用全额收入确认导致了影视剧营收同比增长 73%，整体营收同比增速达 113.3%。

图 3：慈文传媒 2012 -2017 年 Q1 营业收入及同比增速



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

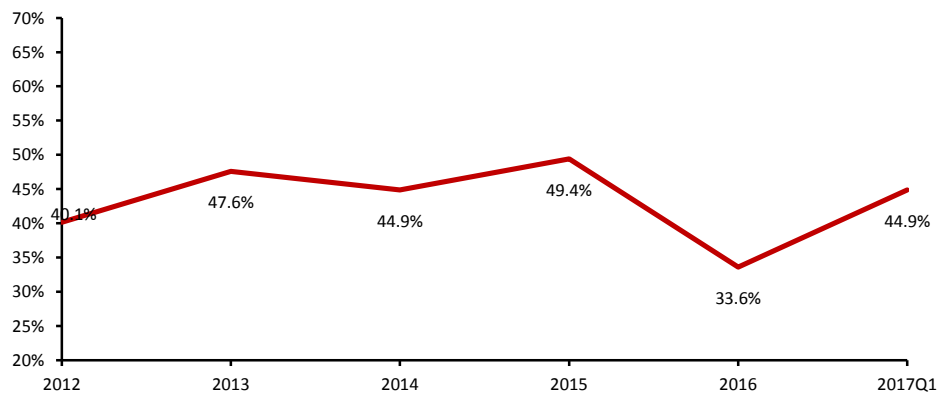
图 4：慈文传媒 2012 -2017 年 Q1 归母净利润及同比增速



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

公司整体销售毛利率在 40% 以上，2016 年毛利率下降至 33.6%，主要由于影视剧业务（受会计政策影响）毛利率较低导致。

图 5：慈文传媒 2012 -2017Q1 毛利率变动



资料来源：wind，天风证券研究所

剔除会计政策的影响，慈文传媒影视剧业务毛利率保持在 45% 左右，其中

- 2012 年影视剧毛利率偏低主要由于当年销售收入占比超 34% 的大剧《西游记》属于魔幻神话题材，拍摄成本和后期制作费用较高，同时为了较快回笼资金，《西游记》在拍摄尚未结束时即进行了预售，预售价格偏低，拉低了毛利率。
- 2016 年，根据公司定增披露的项目详情，公司确认的剧目投资比例均较低，受全额

确认影响较为显著。若公司影视剧营收中归属于公司部分占比为 55%~65%，则对应公司影视剧业务还原后毛利率为 45%~53%。

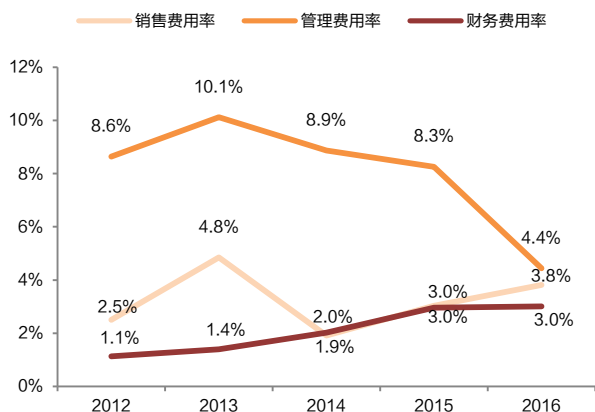
表 3：慈文传媒 2011-2016 年分业务收入拆分

	2012	2013	2014	2015	2016
影视剧					
营业收入 (万元)	35,429	32,189	48,551	74,844	129,208
同比增速		-9.1%	50.8%	54.2%	72.6%
收入占比	99.2%	97.7%	98.2%	87.4%	70.8%
毛利率	39.6%	46.4%	43.9%	48.7%	29.30%
游戏产品					
营业收入 (万元)				7,929	45,572
同比增速				/	474.8%
收入占比				9.3%	25.0%
毛利率				45.1%	40.9%
艺人经纪服务					
营业收入 (万元)	260	719	857	1,178	1,831
同比增速		176.0%	19.3%	37.5%	99.1%
收入占比	0.7%	2.2%	1.7%	1.4%	1.0%
毛利率	100.0%	99.6%	100.0%	100.0%	未披露
信息技术服务					
营业收入 (万元)				1,648	6,001
同比增速				/	99.1%
收入占比				1.9%	3.3%
毛利率				65.7%	未披露
其他业务营收 (万元)	21	31	16	/	6

资料来源：公司公告，天风证券研究所

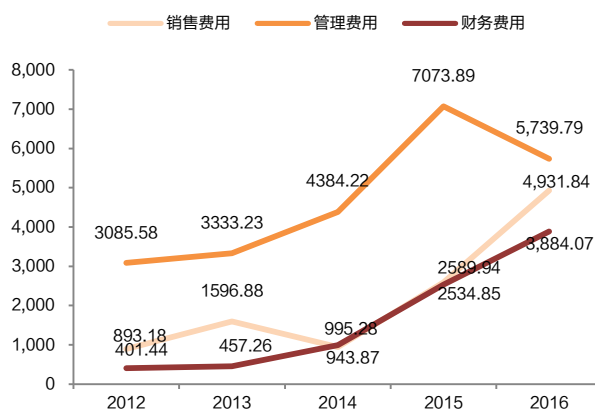
在期间费用方面：①16 年，公司销售费用提升快于营收规模的提升，主要是受发行费用增长与赞成并表所致，销售费用率 3.8%处于较为合理的水平。②财务费用受公司生产规模快速提升，银行贷款显著增长，16 年相较于 15 年其绝对数额有显著提升，由 2589.94 万提升至 3884.07 万。③公司管理费用率 2013 年起呈逐年下降趋势，2016 年度管理费用较 2015 年度减少 18.86%，主要原因系 2015 年重大资产重组支付中介费用所致。

图 6：2012~2016 年公司三费率变动情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：2012~2016 年公司三费变动情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 兵马未动粮草先行，定增顺利过会，积极筹备发债，为资金需求保驾护航

17年2月，公司披露更改后的非公开发行方案，本次非公开发行资金募投电视剧网剧项目共17部，拟募集资金93,170万元（含发行费用）全部投入到电视剧和网剧的制作中。本次发行股票数量不超过24,680,794股，其中公司实际控制人王玫（马中骏一致行动人）认购数量不低于本次发行总量的6.66%（含6.66%），发行价格不低于37.75元/股。2017年5月23日公司非公开发行方案获得证监会审核通过，尚需等待批文，然后正式发行。

表4：公司募集资金投资电视剧及网剧部分项目

序号	影视剧名称	类型	题材
1	老九门	电视剧	古装
2	梦想年华	电视剧	现代
3	致青春	电视剧	现代
4	特工皇妃	电视剧	谍战
5	梦想高飞	电视剧	引进
6	凉生，可不可以不忧伤	电视剧	现代
7	半欢半爱	电视剧	现代
8	寻找爱情的邹小姐	电视剧	现代
9	临界	电视剧	古装
10	回到明朝当王爷	电视剧	古装
11	步步生莲	电视剧	古装
12	岁月忽已暮	电视剧	现代
13	速度	电视剧	现代
14	少年股神	网络剧	网络
15	暗黑者 3	网络剧	网络
16	示铃录 2、3	网络剧	现代

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司17年4月28日公告，董事会审议通过了公开发行公司债券/非公开发行公司债券的相关议案，规模分别为5亿、10亿。本次发行公司债券的募集资金拟用于偿还公司债务、补充流动资金和/或购买资产。本次发行公司债券在获准发行后，分期发行。具体分期安排提请股东大会授权董事会根据市场情况和公司资金需求情况确定。

我们认为，本次定增顺利过会，消除了市场对于公司定增不确定性以及财务费用上升的担忧。若后续发行顺利，有利于公司推动项目进程，调整负债结构。公司可视批文推动情况与市场利率情况，动态调整发债规模。两条腿走路，为资金需求提供更有确定性支撑。

2. 公司业务解读：精品剧 CP，网生内容先锋探索分账网剧/网大

2011年，公司率先于同行业公司，着手搭建起以文学、影视、游戏、动漫为重点的精品IP储备库，而后建立和完善了精品IP矩阵体。慈文传媒现有主营业务包括影视剧业务、游戏业务和艺人经纪业务，其中主要营业收入来源为影视剧业务和游戏业务。

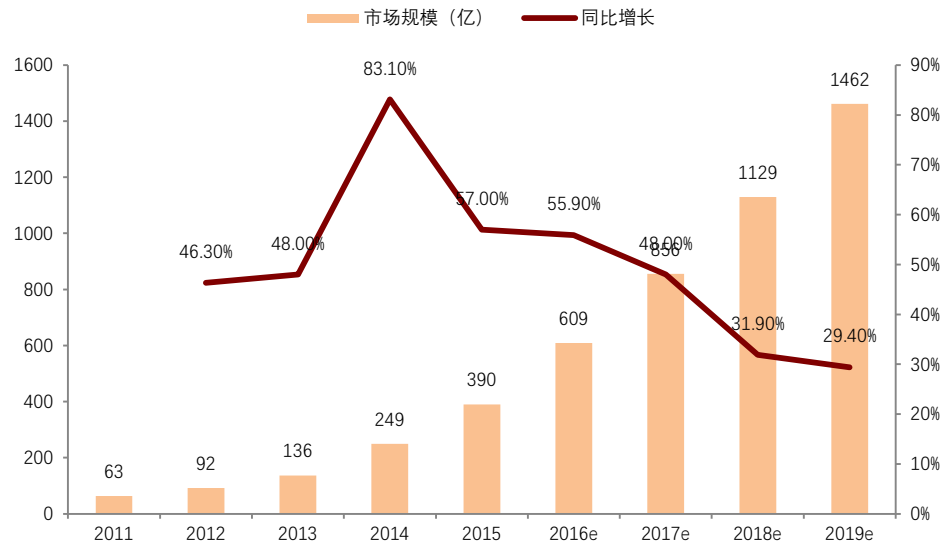
2.1. 受益于付费视频网站崛起提速，慈文传媒承匠心精神打造精品头部剧

2.1.1. 付费有望成为视频网站核心收入，头部剧 CP 享价格上涨红利

视频网站不断分流电视观众，广告客户由传统媒体转向新媒体，加之“一剧两星”政策，传统电视台采购能力下降。另一方面，视频网站快速成长，根据艾瑞咨询预测，2016年我国在线视频行业市场规模预计达到609亿元，2017年则有望达到856亿元。目前我国在线视频行业收入以广告为主，占比超过50%，但随着在线视频在其他商业模式上不断探索，广告收入占比有所降低，用户付费收入占比提升，2014占比仅为5.6%，2019占比

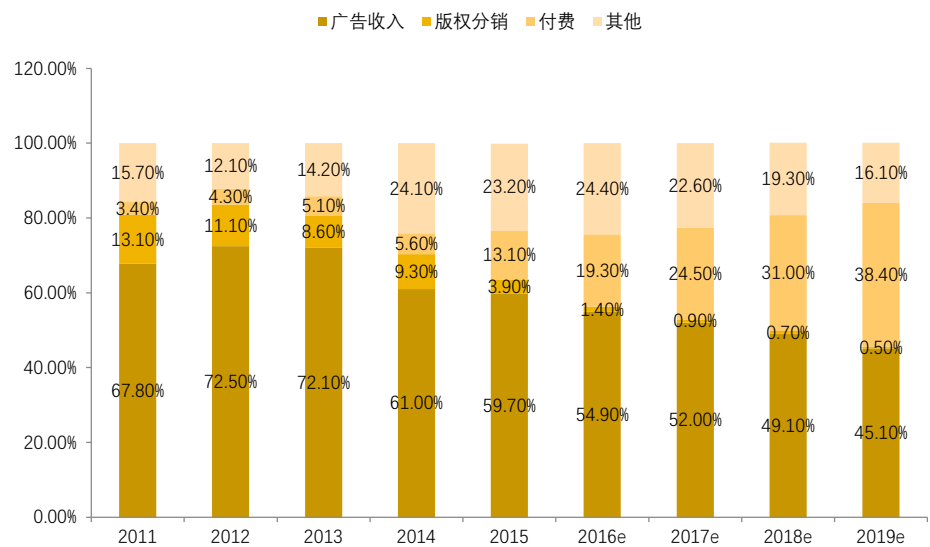
预计将达到 38.4%。

图 8：2011-2019 年中国在线视频行业市场规模



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 9：2011-2019 中国在线视频行业收入构成



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

视频付费用户在 2016 年的爆发性增长为视频网站后续发展提供了巨大的商业空间。根据艺恩咨询数据，截至 2016 年 12 月底，国内视频网站付费用户总规模 7500 万人次，同比增长 241%，预计 2017 年将超 1 亿。从付费视频用户规模的增长路径来看，头部内容是驱动付费视频发展的关键要素。以爱奇艺为例，截至 2016 年 6 月，爱奇艺 VIP 会员突破 2000 万，独家头部内容《盗墓笔记》、《蜀山战纪剑侠传奇》、《太阳的后裔》、《老九门》等推动了爱奇艺 VIP 会员高速增长。逐步成熟的付费会员业务将进一步凸显优质内容价值，网络端版权采购价格一路攀升，网络端单集破 900 万/集的剧目已陆续出现。

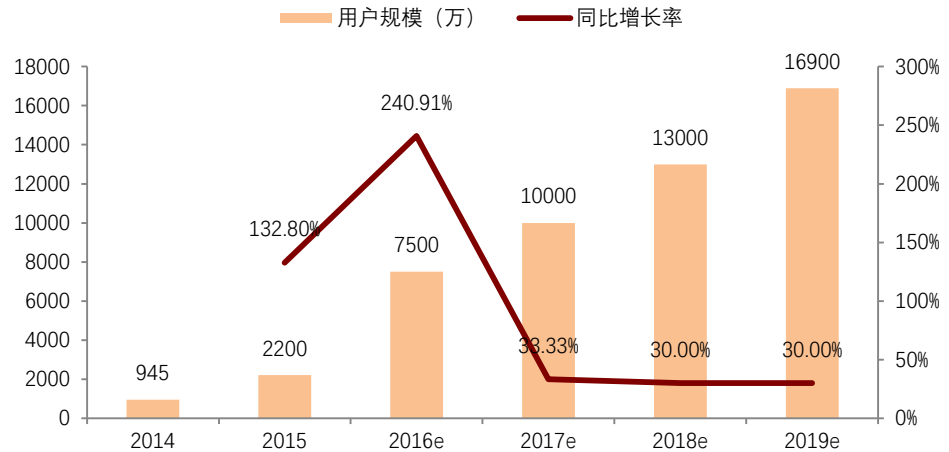
表 5：头部内容网络版权采购价格不断提高

年份	电视剧	网络端采购价格/集
2017	如懿传	900 万元
2017	琅琊榜 2	800 万元
2015	武媚娘传奇	200 万元

2012	甄嬛传	30 万元
2011	步步惊心	70 万元
2011	宫锁珠帘	185 万元
2010	宫	35 万元
2009	美人心计	1 万元
2007	金婚	3000 元
2006	武林外传	1250 元

资料来源：人民网，天风证券研究所

图 10：2014-2019 年中国付费视频用户规模

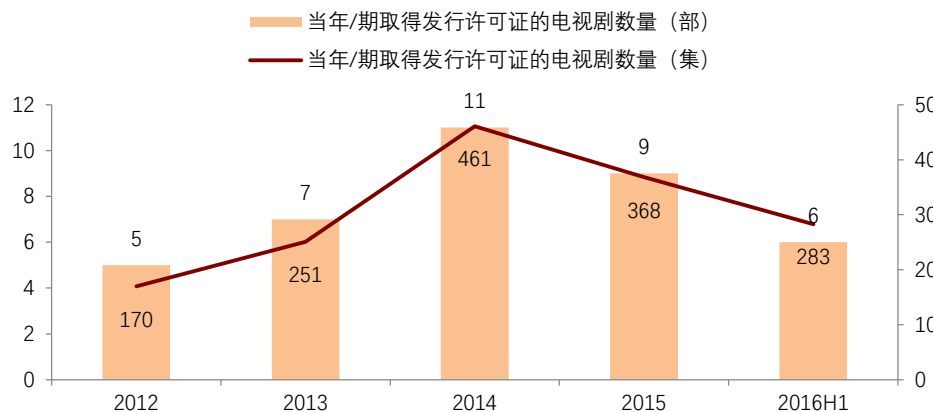


资料来源：艺恩，天风证券研究所

2.1.2. 多年沉淀造就匠心 CP，敏锐捕捉年轻群体需求，联动泛娱乐产业

慈文传媒通过多年积淀，形成较为稳定的精品输出能力。2016 年慈文传媒有 6 部 283 集电视剧取得发行许可证，有 5 部 253 集（暂定）电视剧已开机或基本完成摄制，有 9 部 406 集电视剧在卫视黄金档（《老九门》在东方卫视周播外）和互联网首播，公司电视剧卫视黄金档播出数量和互联网首播数量继续稳定增长。

图 11：慈文传媒 2012-2016 当年期取得发行许可证的电视剧情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

回顾慈文历史，影视剧作品制作精良在收视与口碑形成较好保障。公司成立初期与张纪中等著名导演紧密合作，出品一系列市场影响力颇深的武侠剧，2007 年后以《五号特工组》系列开启谍战剧时代。公司后续作品更趋多元化（如《花千骨》）的同时也能够紧跟主流价值观，反应主流倡导的精神面貌，《老马家的幸福往事》、《剧场》、《谜砂》等均均以精品内容和深度内涵获得观众和行业内好评。

表 6：慈文传媒部分电视剧作品获奖或收视情况

作品名称	获取奖项或收视率情况
《干部》	2003 年度第二十三届“飞天奖”长篇电视剧三等奖
《射雕英雄传》	2003 年度全国城市电视台电视剧收视前十名、二十三届飞天奖优秀剪辑奖、上海电视剧播出收视率排行第三名、2011 年电视剧产业二十年优秀电视剧
《双响炮》	2005 年度北京电视台“优秀收视率”奖
《小鱼儿与花无缺》	2005 年度江苏城市电视台十佳电视剧、重庆电视台 2005 年度电视剧收视榜第二名、2005 年度全国城市电视台电视剧收视前十名
《神雕侠侣》	北京台 2006 年度电视剧优秀收视奖、2006 年度上海新闻娱乐频道收视率排行第三名、2007 年度中国电影电视技术学会高清晰度电视节目优秀制作奖
《老马家的幸福往事》	2010 年北京电视台最佳品质奖、江苏观众最喜爱的十佳电视剧、济南广播电视台最佳收视率奖、2011 年第十七届上海电视节白玉兰最佳导演奖、第 28 届电视剧“飞天奖”长篇电视剧三等奖、上海电视剧排行榜品质榜国产电视剧人文情怀奖、优酷影视指数盛典 2011 年开年盘点-开年大戏“十佳剧集”、2011-2012 年度江苏电视剧奖一等奖、2012 年第九届全国十佳电视制片“优秀电视剧”、2013 年第十二届四川电视节—金熊猫奖国际电视剧评选长篇电视剧入围奖、2014 年被选中作为国家领导人出访越南的礼品
《西游记》	广东南方电视台“金南方 2011 年度最佳视觉效果”奖、2011 年冬搜狐视频电视剧盛典下季度推荐大戏、2012 年度“收视贡献奖”、第 29 届 2011-2012 年度电视剧“飞天奖”荣誉提名、2012 年第九届全国十佳电视制片“优秀电视剧”
《五号特工组》	北京电视台 2007 年度电视剧“优秀收视贡献奖”、2007 年度江苏观众最喜爱的十佳电视剧第二名、东方电影频道 2006-2007 年度收视第二名
《青盲》	2011 年度江苏观众最喜爱的十佳电视剧第二名、上海电视剧排行榜收视贡献奖、搜狐 2011 电视剧互联网盛典第二季度传媒推荐大奖、2011 年度北京电视台影视频道黄金剧场收视贡献二等奖
《再回首》	北京电视台 2011 年度收拾贡献一等奖
《毕有财》	BTV2013 年度最佳收视奖、2014 年第十届全国十佳电视制片—优秀电视剧
《刀客家族的女人》	第十届全国十佳电视制片“优秀电视剧”、“十佳电视剧导演”、“十佳电视剧编剧”、“十佳演员”、BTV2014 年度最佳收视奖、2015 年中美电影节“金天使”奖
《花千骨》	刷新了中国电视剧网络播放量最高记录,年度点击量超 200 亿,成为首部点击量过 200 亿的电视剧;刷新了电视周播剧收视最高记录,平均收视率达 2.213%,全网最高收视率达 3.89%;爱奇艺 2015 年年度剧王、2015 年《综艺》年度电视剧、安徽卫视“2015 年国剧盛典十大影响力电视剧”等
《蚂蚱》	2015 年影视京榜年度最佳收视奖、广东广播电视台第 12 届南方盛典·电视剧收视贡献奖、江苏电视台 2015 年度最佳表现奖电视剧、湖南经视 730 剧场 2015 年度“湖南市场收视贡献奖”
《爷们儿》	江苏省 2014-2015 年度长篇电视剧三等奖
《狭路》	收视率从前十到前三
《老九门》	强势刷新周播剧收视和点击量纪录:含黄金档电视剧收视率统计,全国排名第一;在爱奇艺播放量迅速上升,日播放量最高超 2 亿,45 天突破 60 亿次;百度搜索风云榜电视剧榜、微博热议指数口碑等多个权威榜单冠军
《谜砂》	多次位列同时段全国卫视电视剧的收视冠军

资料来源：公司公告，天风证券研究所

面向互联网大潮带来的极大变革以及年轻观众群体迅速崛起，慈文传媒除保持原有擅长的主流价值观电视剧外，积极将制作方向转至更符合年轻人品味的青春、玄幻题材，并基于精品 IP 进行全方位开发，近两年，《花千骨》、《老九门》等 IP 剧佳绩，标志着公司从老牌电视剧制作公司成功突围。

表 7：慈文传媒 2015-2016 年播出电视剧

序号	剧目名称	首播日期	卫视首播平台	主要互联网播出平台	播出情况
1	《花千骨》	2015-6-9	湖南卫视钻石剧场	爱奇艺	平均收视率 2.213%，全网最高收视率 3.89%，年度点击量超 200 亿
2	《剧场》	2015-6-10	北京卫视、陕西卫	爱奇艺、搜狐、乐视、腾讯视	平均收视率 0.401%

			视	频、PPTV	
3	《爸爸父亲爹》	2015-7-3	浙江卫视、贵州卫视	爱奇艺、乐视、腾讯视频	平均收视 0.575%
4	《华胥引之绝爱之城》	2015-7-9	江西卫视、四川卫视	腾讯视频	
5	《加油吧!实习生》	2015-7-17	江苏卫视	爱奇艺	平均收视率 1.2%，网络播放量达 19.28 亿
6	《裸嫁时代》	2015-8-2	江西卫视	腾讯视频	
7	《我是赵传奇》	2015-12-11	重庆卫视	爱奇艺、优酷、搜狐等	
8	《蚂蚱》	2016-3-20	贵州卫视黄金档	/	最高收视率逼近 0.9%
9	《情满雪阳花》	2016-6-4	江西卫视黄金档	乐视	
10	《狭路》	2016-6-11	山东卫视、黑龙江卫视黄金档	爱奇艺	
11	《老九门》	2016-7-4	东方卫视“心跳 80 分”周播剧场	爱奇艺	平均收视率 1.25%，最高收视率 1.9，网络播放量破 67 亿
12	《致青春》	2016-7-11	东方卫视、安徽卫视黄金档，北京卫视非黄档	优酷	网络点击量破 7 亿
13	《谜砂》	2016-7-31	东方卫视黄金档	乐视	平均收视率 0.95，最高收视率 1.432，
14	《恋爱真美》	2016-11-21	深圳卫视黄金档	PPTV	
15	《爱情珠宝》	2016-11-24	江西卫视黄金档	腾讯	
16	《深宅 1937》	2016-12-03	重庆卫视黄金档		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12:《花千骨》IP 全方位开发情况



资料来源：公司公告，百度搜索，天风证券研究所

面向未来，公司年轻化 IP 作品将持续不断，2017~2018 即将上映作品包括《特工皇妃》、《凉生，我们可不可以不忧伤》、《回到明朝当王爷》等 IP 大剧。大女主题材《特工皇妃》即将登陆今年湖南卫视暑期非黄档，先导片 24 小时突破 2000 万点击，微博主话题阅读量突破 15.9 亿，讨论 696.6 万，大 IP+小鲜花+精良制作具备潜力霸屏暑期非黄档。《凉生，我们可不可以不忧伤》已经进入后期阶段，由马天宇、钟汉良、孙怡主演，作为青春现代小说著名 IP，有望再掀收视热潮。

表 8：慈文传媒部分 2017 年将播出或拟开机项目

序号	剧名	题材	集数	制作计划	旗下制作公司	主演
1	凉生	当代都市	80	2017 年湖南卫视播出	蜜淘影业	马天宇、钟汉良
2	特工皇妃	古装玄幻	52	2017 年湖南卫视播出	蜜淘影业	赵丽颖、林更新、窦骁
3	回到明朝当王爷	古代传奇	53	后期中	东阳紫风	蒋劲夫、袁冰妍、刘芮麟
4	特勤精英	当代军旅	32	2017 年湖南卫视播出		张丹峰、苏青
5	左耳	当代都市	40	后期中		米咪、郑凯、马吟吟
6	极速青春	当代都市	40	2016 年 12 月开机	微颖影业	韩东君、徐璐、丁野、董春辉
7	爵迹之临界天下	古装玄幻	48	2017 年 4 月开机	视骊影视	
8	寻找爱情的邹小姐	当代都市	50	预计 2017 年 Q4 开机	蜜淘影业	
9	步步生莲	古代传奇	05	预计 2017 年 Q4 开机	东阳紫风	
9	脱骨香	悬疑	40	筹备中		
10	黑天鹅	谍战	40	筹备中		
11	岁月忽已暮	当代都市	35	筹备中		
12	天王之路	当代玄幻	50	预计 2017 年 Q4 开机		
13	花千骨 2	古装玄幻	50	筹备中		
14	美国假期	当代都市	40	筹备中		
15	沙海	年代传奇	48	预计 2017 年 Q3 开机	视骊影视	

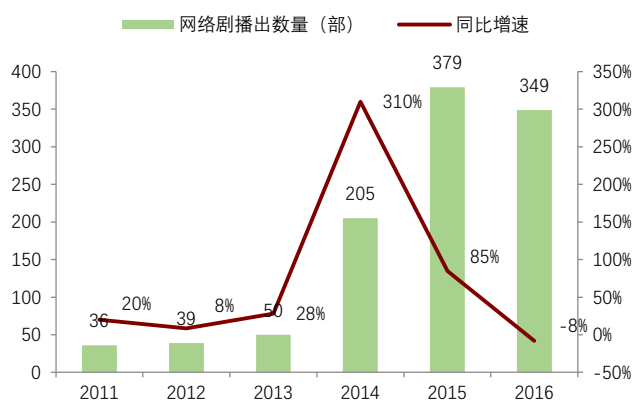
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 网生内容：网剧/网大商业模式走向 2C，慈文传媒战略性布局分账内容

2.2.1. 网络剧：制作精品化，分账网剧改变 2B 商业模式

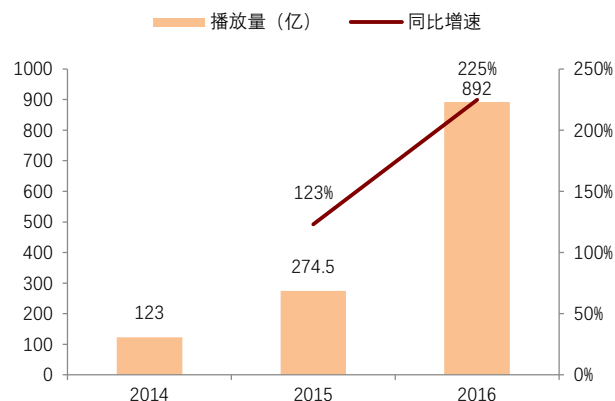
2016 年网络剧市场由数量野蛮生长转向质量提升，骨朵白皮书数据显示，2016 年中国网络剧数量为 349 部、总播放量达 892 亿，相比 2015 年全年 379 部的数量虽略有下降，但总播放量却是 2015 年的近 2.3 倍。就单部网剧而言，2015 年播放量在 10~20 亿之间的有 8 部，超过 20 亿的仅有 1 部，而在 2016 年播放量在 10~20 亿之间的就有 14 部，超 20 亿的有 9 部，其中，慈文传媒旗下超级 IP 剧《老九门》更是高达 115.04 亿，仅凭一部作品就占据全年所有网剧总播放量的约 12.9%。

图 13：2011-2016 年网络剧播出数量及同比增速



资料来源：骨朵，天风证券研究所

图 14：2014-2016 年网络剧播放量及同比增速



资料来源：骨朵，天风证券研究所

头部网络剧播放量优势明显，2016 年 S 网络剧播放量总计 303.67 亿次，占全部网络剧总播放量 34%。从制作趋势上看，网络剧正在向大投入、大制作、IP 方向发展。一方面，慈文传媒、华策影视、正午阳光、新丽传媒等大制作公司纷纷进入网络剧领域，以强劲的制作实力打造高门槛网剧；另一方面，IP 改编网络剧持续升温，2016 年年播放量 TOP9 网络剧中 8 部来自 IP 改编，仅有一部来自原创。

表 9：2016 年破 20 亿的网络剧

剧名	版权	题材	平台	播放量 (亿)
《老九门》	小说	惊悚悬疑	爱奇艺	115.04
《我的奇妙男友》	小说	奇妙幻想	腾讯	27.40
《欢喜密探》	原创	古代言情	优酷	27.37
《最好的我们》	小说	青春校园	爱奇艺	27.34
《余罪》	小说	侦探推理	爱奇艺	21.70
《余罪 2》	小说	侦探推理	爱奇艺	21.55
《极品家丁》	小说	古代言情	优酷	21.43
《如果蜗牛有爱情》	小说	侦探推理	腾讯	20.92
《重生之名流巨星》	小说	都市生活	腾讯	20.92
			合计	303.67

资料来源：骨朵，天风证券研究所

表 10：2016 十家网剧代表公司

公司	出品数量	在播时间跨度	16 年代表作	总播放量
慈文传媒	3	243	老九门	129.99
华策影视	4	312	我的奇妙男友	53
欢瑞世纪	1	35	青云志 2	6.26
万合天宜	3	266	报告老板	10.15
完美建信	1	35	灵魂摆渡 3	9.29
五元文化	3	176	画江湖之不良人	15.05
新丽传媒	2	51	余罪	43
亿奇娱乐	1	78	器灵	3.42
正午阳光	2	106	如果蜗牛有爱情	30.93

资料来源：骨朵，天风证券研究所

网剧 B2B 的商业模式也在向 2C 分账发生改变，2016 年 5 月 6 日爱奇艺宣布了网络剧分成标准，截止 2017 年 4 月，爱奇艺共上线分账网剧 56 部，涉及都市、爱情、喜剧、古装、年代、悬疑、青春、校园、玄幻、科幻等丰富题材，无论在数量还是题材类型上，均在业内处于领先地位，已上线作品中有效点击转化率最高达到 38.94%，优质内容对应高收益。目前为此模式筹拍中的网剧超百部，单季成本均值超千万。

图 15：爱奇艺网络剧分成规则

网剧分账等级	
A级	10元/季
B级	8元/季
C级	6元/季
D级	4元/季

每集单价=每季单价/集数
 合作方分成=VIP有效播放次数X每集单价X50%
 有效播放：单集观看超过6分钟

资料来源：骨朵，天风证券研究所

图 16：2016 年爱奇艺分账网剧排名

2016年爱奇艺付费网剧分账收益排名

第1名	妖出长安
第2名	傻根进城
第3名	命运规则
第4名	天机谜
第5名	我的蠢萌老公
第6名	刀剑缭乱
第7名	追爱
第8名	拾遗居神女应无恙
第9名	超能快递侠
第10名	像小朵一样

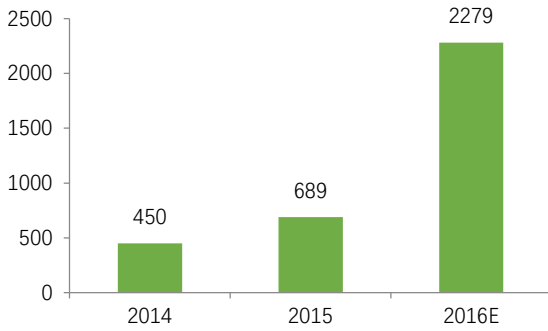
资料来源：爱奇艺，天风证券研究所

2.2.2. 网络大电影：16 年数量井喷，投资门槛提高，分成模式助推内容升级

2014 年起，网大因投入少、制作周期短、回报率高、题材宽泛等特点迅速升温。2014 年全网发行的网大数量为 450 部，2015 年攀升至 689 部，对网大行业来说，2016 年更是狂飙突进，网大产量急剧增长，市场得以快速提振。在作品数量上，从 2015 年的 619 部暴

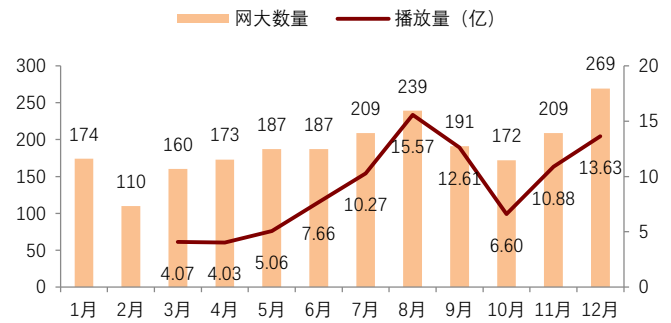
增至 2016 年的 2279 部。

图 17：2014-2016 年网络大电影上映数量



资料来源：骨朵传媒，天风证券研究所

图 18：2016 年 1-12 月新增网大数量及月度播放量走势



资料来源：骨朵传媒，天风证券研究所

网大行业竞争格局尚未形成，主流供应商如新片场、IFG 互联网电影集团和淘梦网起步较早，靠早期积累已有丰富的网大资源；奇树有鱼和七娱乐虽然起步较晚，但是发展势头迅猛，已推出一系列口碑好人气高的网大作品。一线电影公司在 2015 年下半年起进入网大市场，但多为通过旗下新媒体部门进行网大投资制作，如华谊旗下的华谊创星、华策旗下的华策娱乐科技、博纳旗下的艺星博纳等。相较而言，慈文传媒对网大的重视甚高，一是通过 IP 联动进军网大领域，打造了《老九门》番外篇，二是原创内容也在同步研发，慈文传媒原创内容《哀乐女子天团》即将上映。

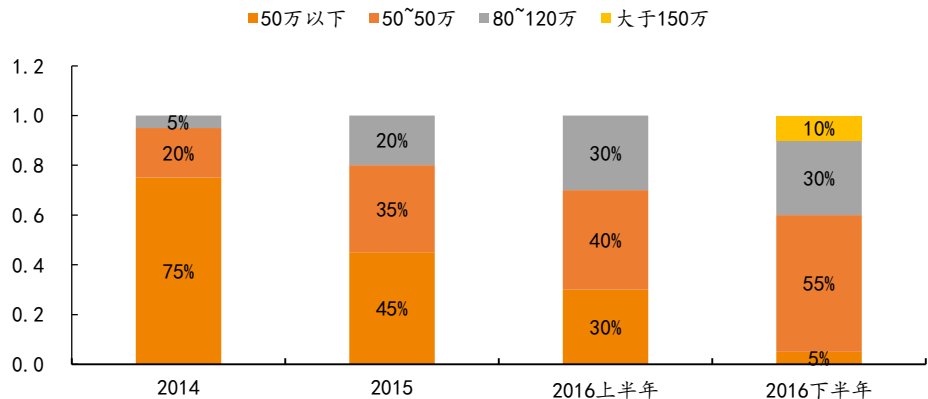
表 11：网大主流供应商情况

公司名称	代表作品	备注
新片场	《错了性别不错爱》、《大风水师》	四大主流供应商中第一家挂牌公司，获阿里巴巴和红杉资本投资
IFG 互联网电影集团	《青春期》、《上位》、《校花驾到》	擅长青春题材，成功推出网大偶像赵奕欢等
淘梦网	《道士出山》系列、《二龙湖浩哥》系列	行业早期进入者，成立了淘梦影业
奇树有鱼	《深宫遗梦》、《阴阳先生 2 末代天师》	起步最晚但发展迅猛，并与中南影业达成战略合作
七娱乐	《超能太监》、《山炮进城》系列	获华谊支持
麦田映画	《大漠孤侠》、《孙悟空七打九尾狐》等	重视原创内容

资料来源：骨朵传媒，天风证券研究所

制作方面，网大制作成本不断提高，2014 年 75%的网大制作成本在 50 万以下，2016 年上半年这一比例则下降到 30%，根据艺恩估计，2016 年下半年 150 万以上高制作成本网大将占比 10%，50 万以下的投资将只有 5%。

图 19：网络大电影制作不同成本区间数量分布（不考虑宣发）



资料来源：艺恩咨询，天风证券研究所

网大共有三方面的收入来源：1、影片中植入广告的收益；2、影片播放平台付费用户的点击量分成和营销分成，以及移动运营商的分成；3、影片贴片广告 CPM 的分成。单纯广告分成无法抵消专业内容制作方的制作成本和平台运营成本，根据艺恩咨询统计，即使一部 1 亿播放量的电影，CPM 约为 10 万，最高为收益 100 万左右，难以达到用户对于电影内容精品化要求，视频网站保底、买断等模式可能导致片方控制成本且失去利润弹性，亦不利于实现内容升级。在视频网站付费会员规模逐渐扩大，付费习惯养成的趋势下，优质影片采用有效点击分成，将有效推动网大内容升级。

爱奇艺网大片方合作模式为按有效付费点击分成，优质网大可获得高分账，如 2016 年 10 月爱奇艺新上线，慈文传媒出品的网大《老九门之二月花开》由《老九门》原班人马打造，并请到电视剧中主演张艺兴加入，在 IP、演员和投入上均属于较高水平，上线 12 天后分账超过 1000 万元。

图 20：爱奇艺网大分成模式

项目类型	分级	每次有效点击分账 (元)	付费期	营销奖励
独播合作	A	2.5元/有效付费点播；	6-12月 (版权独占期： 两个月)	0.5-1元/有效付费点播，分成有效期为影片上线首月； (A级和B级网络电影制片方如果自己进行营销将会得到爱奇艺的营销补贴。)
	B	2元/有效付费点播；		
全网	C	1.5元/有效付费点播；	3-12月 (授权期：2年)	无
	D	0.5元/有效付费点播；		

有效付费点播：付费用户播放单一付费影片超过6分钟的一次或以上的观影行为，计为1次有效付费点播。

资料来源：艺恩咨询，天风证券研究所

表 12：爱奇艺 VIP 会员 10 月网络大电影新片分账榜 TOP5

排名	片名	上线时间	上线天数	独家	分成金额 (万元)
1	老九门之二月开花	2016-10-20	12	是	1,066.25
2	血战铜锣湾 2	2016-10-22	10	是	526.84
3	大赌豪 2 之龙兄虎弟	2016-10-7	25	是	266.96
4	冒牌货	2016-10-12	20	是	109.48
5	特殊嫌疑犯	2016-10-16	16	是	105.44

资料来源：骨朵传媒，天风证券研究所

2.2.3. 纯网内容先锋，公司率先切入 2C 端付费市场，将尝试纯分账模式

慈文传媒在 2014 年通过网剧《暗黑者》成为网生内容领域先行者，并迅速在纯网内容领域脱颖而出，被誉为“网络剧第一标的”。开篇之作《暗黑者》在 2014 年创下了播放量超 4 亿、覆盖独立用户 2100 万的优秀成绩，播出期间排名网络剧榜单首位。此外，《暗黑者》还获得了 2013-2014 年度中国最佳网络剧“紫勋奖”等殊荣。

2015 年，慈文与爱奇艺、腾讯视频和搜狐视频等主流网络平台合作，全年共推出的 3 部网剧《执念师》、《暗黑者 2》和《花千骨 2015》全部进入“2015 年度十大网络剧”榜单。2016 年，《示铃录》于 2 月 25 日在搜狐视频上线；《执念师 2》于 5 月 20 日在搜狐视频和 PPTV 上线，全网播放量已破 13 亿次；《暗黑者 3》于 16 年 11 月份开机，计划 17 年暑期播出。

网络大电影则是公司在网剧业务逐渐成熟的基础上，拓展的又一泛娱乐内容新热点。公司通过与爱奇艺等一线视频平台合作，进入网大领域，提升对单部网大的投资至百万甚至千万级别，力争推出优质作品。并且，公司还计划将 VR 运用其中，聘用专业团队，建立 VR 盈利模式。

与爱奇艺合作的《老九门》番外篇是公司探索网大的成功作品。公司制作了 4 部《老九门》

番外篇网络大电影，分别为《二月花开》、《虎骨梅花》、《恒河杀树》以及《四屠黄葵》，其中 3 部番外篇进入 2016 爱奇艺网大分账 TOP12。

表 13：2016 爱奇艺网大分账 TOP12

排名	名称	上线时间	年度在线天数	分成金额(万)
1	山炮进城 2	2016/3/2	305	1829
2	老九门番外之二月花开	2016/10/20	73	1601
3	四平青年之浩哥大战古惑仔	2016/11/7	55	1321
4	超能太监 2	2016/5/6	182	1299
5	我的极品女神	2016/7/7	178	1268
6	仙班校园	2016/2/6	330	1150
7	盲少爷的小女仆	2016/8/3	151	982
8	血战铜锣湾	2016/10/22	71	960
9	二龙湖浩哥之狂暴之路	2015/8/20	366	952
10	不良女警	2016/1/31	336	930
11	老九门番外之虎骨梅花	2016/11/10	52	9000
12	老九门番外之恒河杀树	2016/11/24	38	831

资料来源：爱奇艺，天风证券研究所

公司在深化推进 IP 泛娱乐开发、主打网台联动头部剧的基础上，将发力 C 端付费模式的网络剧和网络大电影产品，打造出具有代表性的现象级产品，树立行业标杆。公司将与各大视频网站深度合作，深化切入网生内容 C 端付费市场，探索新的盈利增长点。经过前期《老九门》、《暗黑者》、《执念师》、《示铃录》等系列网生产品的市场磨合及经验总结，公司将加大对网生内容的投资力度，探索网剧(尝试更多纯分账项目)、网大的 C 端付费产品，力争在产品模型、播出模式、商业模式、盈利能力等方面树立行业标杆，进一步巩固公司网生内容龙头企业地位。

表 14：慈文传媒 2017 网剧制作计划

序号	剧名	暂定集数	开机时间	合作方/播出平台	备注
1	暗黑者 3	25	2016 年 11 月	腾讯视频	拟暑期上线
2	大唐魔盗团	24	2017 年 5 月	腾讯视频	拍摄中
2	少年股神	24	拟 2 季度开机	腾讯视频	筹备中
4	示铃录 2-3	60	拟 2 季度开机	搜狐视频	筹备中
5	残缺的世界	28	拟 3 季度开机	PPTV	筹备中
6	危险的妻子	24	拟 3 季度开机	优酷	筹备中
7	有种爱情叫兄弟	30	拟 4 季度开机	优酷	筹备中
8	风芒纪	48	拟 4 季度开机	乐视	筹备中
9	虐渣	24	拟 4 季度开机	腾讯视频	筹备中
10	兽王	12	拟 4 季度开机	PPTV	筹备中
11	无极乐章	24	拟 4 季度开机	爱奇艺	筹备中

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 15：2017 年预计上线或开机的网络大电影

序号	项目名称	开机时间	合作方/播出平台	备注
1	哀乐女子天团	2017 年 1 月	爱奇艺	筹备中
2	回到明朝当王爷番外篇	2017 年 3 月	乐视	筹备中
3	女王之域	拟 2 季度开机	爱奇艺	筹备中
4	幸运扫把星	拟 2 季度开机	腾讯视频	筹备中
5	妃监极盗 1-3	拟 2 季度开机	腾讯视频	筹备中
6	容颜	拟 2 季度开机	腾讯视频	筹备中

7	胸毛妹妹	拟 3 季度开机	爱奇艺	筹备中
8	J 不可失	拟 3 季度开机	腾讯视频	筹备中
9	棒棒糖	拟 3 季度开机	腾讯视频	筹备中
10	美伦美奂	拟 4 季度开机	爱奇艺	筹备中

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 游戏：联合顶级游戏 CP，收购赞成科技实现影游联动精细化运作

2017 年，公司将发挥泛娱乐产业的资源协同效应，针对系列精品 IP 强化推进“影游联动”。将针对精品 IP《特工皇妃》，与旗下赞成科技以及顺网科技、西山居、爱奇艺等游戏研发平台和互联网平台联合推出各类型的同名 IP 游戏，实现 IP 价值最大化。

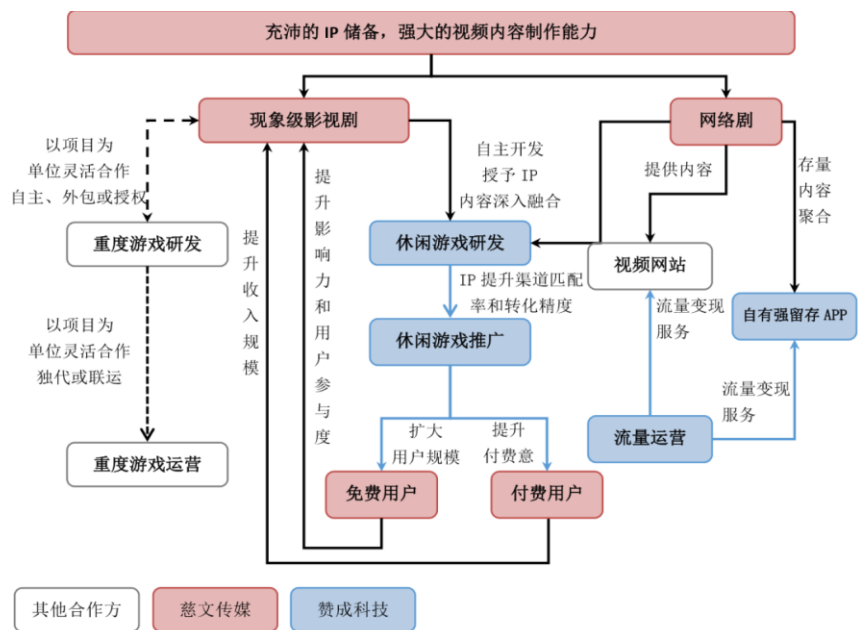
除外部合作强强联合外，2015 年 11 月，慈文传媒以 11 亿元收购赞成科技 100% 股权，通过获取游戏公司资源，完善从 IP 储备开发，到游戏输出兑现的闭合产业链，强化“影游联动”的战略。

赞成科技成立于 2005 年，是国内最早专注于从事移动休闲游戏的研发和推广的移动互联网企业之一。由于游戏业务规模的持续扩大，赞成科技根据产品和渠道特质灵活采用合作分成和流量采购模式进行推广。随着渠道推广经验的持续积累，公司切入流量运营领域，为游戏、阅读、生活服务等领域合作伙伴提供移动数字内容产品的渠道推广服务。

2015 年，赞成科技出品了包括消除类、益智类、棋牌类、捕鱼类、射击类、跑酷类等六大系列逾 20 余款移动休闲游戏产品，与多盟、迅雷、触控等 100 多家国内主流渠道实现合作，整合腾讯广点通、百度等国内主流广告平台进行了大量投放。同时，赞成科技通过自主研发的游戏产品及 SDK 产品不断积累游戏玩家用户，形成了用户营销推广、注册、登录、支付的消费闭环。2017 年，赞成科技将出品 15 款精品休闲游戏、2 款精品 HTML5 游戏及 2 款视频类游戏，同时引进 2-3 款大中型游戏进行外部联合开发或联合运营。在新型社交方面，赞成科技与电信运营商共同打造娱乐自媒体互动社交平台“彩视秀”APP，借助公司的影视剧集视频资源发展短视频应用，进一步推进公司在移动互联网上多维度发展的战略目标。

以收购赞成科技为契机，慈文将进一步实现影游互动的精细化运作，对于受众更为广大，影响覆盖面更广且开发风险相对较小的移动休闲游戏，公司将在版权授权允许的前提下全部交由赞成科技开发。

图 21：慈文传媒影游联动商业模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 核心竞争力：精英团队奠定成长基石，丰沛 IP 储备为持续性提供保障

3.1. 以人才为本，核心团队实力雄厚，海外合作正在推进

慈文传媒董事长兼总经理马中骏先生为国家一级编剧，具备丰富的电视剧制作经验，在马中骏带领下的核心团队，大多从慈文传媒成立之初就跟随公司一同发展和成长，对公司、传媒行业 and 市场需求十分了解，为公司发展提供坚实的人才基础。现公司形成了以马中骏先生为核心，魏丽丽（北京慈文）、原向阳（紫风影视）、白一骢（上海视骊）、柳苗（上海蜜淘）、韩颢（微颢）等共同发展的多个团队。

慈文传媒还一直与业内知名导演、编剧、制片人保持紧密合作，并签约部分契合慈文风格的艺人包括王丽坤、马可、张丹峰、林园等。

同时，公司将积极推进国际化战略，与国际一流影视公司合作拍摄影视剧，追求全球主流市场的认同和份额，提升公司在国际市场上的影响力和竞争力。相关合作项目正在沟通商谈中。

表 16：慈文传媒及旗下公司负责人履历

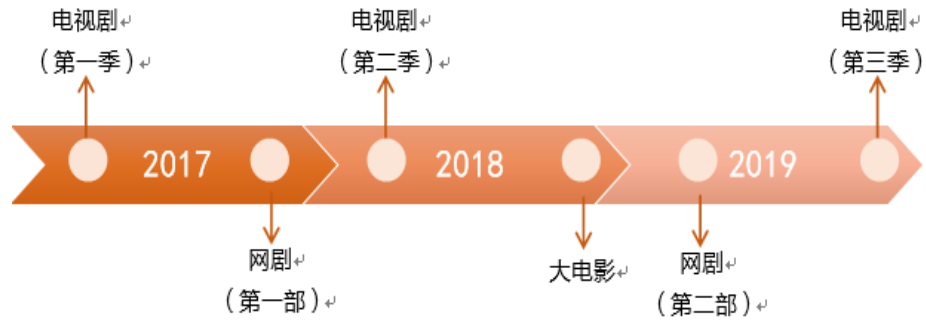
序号	姓名	职务	履历经验
1	马中骏	董事长，总经理	资深出品人和剧作家，中国广播电视学会电视制片委员会副会长，首都广播电视节目制作业协会常务副会长，“中国电视剧产业二十年突出贡献出品人”称号获得者。90 年代初涉足影视制作领域，到目前为止已出品、制作各类影视剧作近百部，从《射雕英雄传》开始与一些著名导演和制片人的合作。此后作品包括《半生缘》，朱德庸著名漫画《双响炮》，《神雕侠侣》和由徐克和张鑫炎导演监制的《七剑下天山》等精品电视剧，2007 年以后推向市场的情节剧《五号特工组》和《战后之战》，开创了特工题材类型片的先河。
2	白一骢	视骊影视总经理	中国内地导演、编剧、制片人。2002 年，与张纪中合作，担任由金庸同名武侠小说改编，《天龙八部》的编剧。2006 年，与戴明宇、孙铎等人共同编剧了武侠电视剧《雪山飞狐》。2015 年 3 月 16 日，担任制片人的悬疑科幻网络剧《执念师》在搜狐视频播出；同年 6 月 12 日，根据南派三叔同名小说改编的网络季播剧《盗墓笔记》在爱奇艺首播，白一骢担任编剧，该剧总播放量超过 28.81 亿，创下网剧播放量记录；同年 8 月 3 日，白一骢担任《暗黑者》系列网络剧第二部的编剧及制片人。2016 年，白一骢加盟悬疑网剧《示铃录》担任制片人；2016 年 7 月 4 日，白一骢再次与南派三叔合作，改编拍摄《老九门》，该剧在东方卫视和爱奇艺同步播出，并在同时段收视率中排名第一。
3	韩颢	微颢影视总经理	著名策划人、制片人、编剧。曾是 CCTV-6 电影频道第一代主播。2013 年，编剧了电影《照片中的谋杀案》，《献给天堂的比赛》，《六扇门》系列。曾参与负责拍摄《陆小凤》系列、《杨门女将》系列。
4	原向阳	东阳紫风总经理	著名制片人。参与制作《宰相刘罗锅》、《铁齿铜牙纪晓岚》、《少年张三丰》、《满汉全席》、《刀客家族的女人》、《新女婿时代》
5	柳苗	蜜淘总经理	著名制片人。主导制作《特工皇妃》，《凉生，我们可不可以不忧伤》，《寻找爱情的邹小姐》

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 围绕精品 IP 打造产品矩阵，储备丰沛，拥有持续发展能力

慈文传媒深谙精品 IP 背后潜在的巨大粉丝经济空间，从 2011 年开始便注重积累 IP 资源；《花千骨》等作品的成功则验证了公司具备基于 IP 的泛娱乐产业链运营能力。公司将持续着力于具备互联网和年轻化特质的 IP 深度开发，2016 年播出的《老九门》已经进行了网台联动剧、番外大电影、游戏的联动开发，2017 年则计划对《特工皇妃》进行全产业链的开发，并制作了“4321”影视矩阵，在 4 年周期中，完成 3 季电视剧、2 季网剧和 1 部电影，构筑完整特工皇妃世界观，打造现象级影响力。

图 22:《特工皇妃》IP 运营计划



资料来源：慈文传媒 2016 年项目发布会，天风证券研究所

IP 储备方面，慈文传媒 IP 储备丰沛，目前在册 IP60 余个。除已开发的《花千骨》《老九门》之外，还有 2017 年将播出的《凉生我们可不可以不忧伤》、《回到明朝当王爷》，以及储备中的《紫川》、《罗布泊之咒》、《寻找爱情的邹小姐》等。

表 17: 慈文传媒部分小说 IP 储备情况

序号	小说名称	作者	备注
1	《花千骨》	果果	网络票选最具知名度和影响力的仙侠言情小说第一名，《花千骨》点击破千万，畅销百万册。IP 改编电视剧于 2015 年播出，并获得 2015 年收视率及网络点击量排行第一名。
2	《紫川》	老猪	起点中文网西方玄幻类最受欢迎和最受读者喜爱第一名，点击千万。
3	《亵渎》	烟雨江南	网络十年最具知名度和影响力玄幻十佳小说,起点中文网玄幻类最受欢迎和最受读者喜爱第一名，点击千万，畅销百万。
4	《罗布泊之咒》	周德东	著名作家周德东悬疑代表作，读者人气最高。
5	《死亡通知单》	周浩晖	网络知名悬疑小说，著名悬疑作家周浩晖代表作，畅销 30 万册。已改编网络剧《暗黑者》，网络点击近五亿，位居腾讯网络剧榜首，成为 2014 现象级网络神剧。
6	《左耳》	饶雪漫	著名青春作家饶雪漫代表作，畅销百万册，影响 86-90 后一代人的青春。IP 改编电视剧 2016 年完成。
7	《凉生,我们可不可以不忧伤》	乐小米	知名青春言情作家乐小米代表作，连载八年，成为青春言情现象级作品，五部完结作品畅销 300 万册，数次登上微博热搜榜，《凉生》粉丝百万级别。IP 改编电视剧将于 2017 年播出。
8	《华音流韶》	步非烟	步非烟用十余年心血打造的大陆新武侠经典，
9	《寻找爱情的邹小姐》	匪我思存	《寻找爱情的邹小姐》是华语最受欢迎言情作家匪我思存出道十年最新力作，一上市即登上各大畅销榜。匪我思存与慈文传媒首度联手，以《寻找爱情的邹小姐》为契机，开启知名作家与影视大咖双线战略合作模式。
10	《怨气撞铃》	尾鱼	人气网络作家尾鱼的现代惊悚悬疑类的言情小说作品。改编网剧《示铃录》已上线。
11	《老九门》	南派三叔	南派三叔被称为中国最会讲故事的小说家，激荡想象力剧情的推崇者，著有《盗墓笔记》系列、《大漠苍狼》、《怒江之战》等，并主持南派小说堂会,策划多部畅销作品。IP 改编剧以及番外网络大电影 2016 年上线。
12	《回到明朝当王爷》	月关	小说发表之后受到读者热捧，成为“穿越历史小说”类型的代表作，2007 年荣登起点年度月票榜榜首，在 2009 年“网络文学十年盘点”中被评为“十大人气作品”。IP 改编剧预计 2017 年完成。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

我们预计 2017-2019 年慈文传媒主要营业收入来源为影视剧和游戏产品。

影视剧方面，根据公司公告以及电视剧拍摄进度，我们预计慈文传媒 2017 年可确认收入的电视剧为《凉生，我们可不可以不忧伤》《回到明朝当王爷》《极速青春》等，其他 IP 剧《爵迹》、《沙海》、《老九门 2》、《脱骨香》、《三体》等将陆续开机为 18 年/19 年提供业绩支撑。2017-2019 年，我们假设所有项目均全额确认收入，17 年投资比例高的主控项目多，18 年投资比例相对 17 年较低的主控项目多，公司影视剧收入预计为 13.94 亿，21.67 亿，27.09 亿。

公司游戏产品收入主要来自孙公司赞成科技，2017-2019 年，公司游戏产品收入预计为 5.91 亿、6.62 亿、7.29 亿。

公司定增顺利过会，消除市场担忧。《凉生》等大剧使得公司 17 年业绩有较强的确定性。同时，公司重视纯分账网生内容打造，挖掘 C 端用户付费蓝海有望成为新的业绩增长点。由于定增发尚未获得批文，考虑没有增发情况下，公司 17~19EPS 分别为 1.49 元、1.98 元、2.39 元，对应 PE 为 25、19、16，给予公司 17 年 32 倍的行业平均市盈率，对应目标价 47.68 元，中长期看好，首次覆盖予以“买入”评级。

表 18：可比公司估值

证券简称	每股收益				市盈率 PE	
	16A	17E	18E	TTM	17E	18E
当代东方	0.22	0.32	0.51	59.94	42.04	26.35
唐德影视	0.45	0.92	1.26	57.84	28.37	20.65
欢瑞世纪	0.62	0.38	0.48	42.71	27.11	21.62
华录百纳	0.52	0.60	0.79	40.42	33.12	25.41
华策影视	0.27	0.39	0.49	37.69	27.98	22.31
北京文化	0.86	0.44	0.53	19.43	33.72	27.80
				平均	32.06	24.02

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	300.25	771.93	799.44	1,451.07	1,952.27
应收账款	873.49	1,109.73	1,370.79	2,131.08	2,109.20
预付账款	19.89	60.98	31.30	105.61	62.23
存货	608.56	874.85	817.90	1,693.55	1,385.40
其他	6.09	29.89	24.58	25.11	29.18
流动资产合计	1,808.28	2,847.38	3,044.01	5,406.42	5,538.28
长期股权投资	0.00	5.89	5.89	5.89	5.89
固定资产	42.17	39.46	37.35	35.25	33.14
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	27.54	23.33	17.64	11.96	6.28
其他	1,016.73	1,043.09	1,042.56	1,042.03	1,041.50
非流动资产合计	1,086.44	1,111.77	1,103.45	1,095.13	1,086.81
资产总计	2,894.72	3,959.15	4,147.46	6,501.55	6,625.08
短期借款	358.30	467.97	689.60	918.01	732.42
应付账款	412.02	935.27	602.15	1,678.85	1,117.57
其他	265.84	422.97	328.43	576.78	439.64
流动负债合计	1,036.16	1,826.21	1,620.18	3,173.64	2,289.63
长期借款	62.50	425.50	452.29	590.86	800.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	725.95	339.08	339.08	339.08	339.08
非流动负债合计	788.45	764.58	791.37	929.94	1,139.08
负债合计	1,824.61	2,590.79	2,411.55	4,103.58	3,428.71
少数股东权益	8.14	23.22	47.88	87.60	135.50
股本	441.13	314.50	314.50	314.50	314.50
资本公积	111.80	105.44	105.44	105.44	105.44
留存收益	621.25	904.99	1,373.54	1,995.87	2,746.37
其他	(112.21)	20.22	(105.44)	(105.44)	(105.44)
股东权益合计	1,070.11	1,368.36	1,735.91	2,397.97	3,196.37
负债和股东权益总	2,894.72	3,959.15	4,147.46	6,501.55	6,625.08

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	202.24	304.14	468.54	622.33	750.50
折旧摊销	4.56	9.97	7.79	7.79	7.79
财务费用	26.03	40.12	69.19	89.84	102.00
投资损失	0.38	(1.23)	(0.50)	(0.55)	(0.61)
营运资金变动	860.56	(795.28)	(604.37)	(383.85)	(326.74)
其它	(1,190.50)	543.42	16.53	41.08	49.71
经营活动现金流	(96.73)	101.15	(42.81)	376.64	582.66
资本支出	(321.78)	395.55	(0.00)	0.00	(0.00)
长期投资	(13.18)	5.89	0.00	0.00	0.00
其他	518.85	(653.98)	16.75	(2.16)	(3.01)
投资活动现金流	183.89	(252.54)	16.75	(2.16)	(3.01)
债权融资	420.80	940.47	1,188.89	1,555.87	1,579.42
股权融资	(333.68)	(45.78)	(194.84)	(89.84)	(102.00)
其他	(4.25)	(287.21)	(940.47)	(1,188.89)	(1,555.87)
筹资活动现金流	82.86	607.49	53.57	277.15	(78.45)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	170.02	456.10	27.51	651.63	501.20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	856.00	1,826.19	2,284.12	3,224.60	3,904.55
营业成本	433.25	1,212.39	1,383.48	2,052.60	2,516.42
营业税金及附加	3.85	6.10	9.71	13.00	15.13
营业费用	25.90	49.32	68.52	99.96	124.95
管理费用	70.74	57.40	91.36	112.86	124.95
财务费用	25.35	38.84	69.19	89.84	102.00
资产减值损失	44.81	84.47	85.00	90.00	95.00
公允价值变动收益	0.00	(0.81)	(8.13)	1.35	1.81
投资净收益	(0.38)	1.23	0.50	0.55	0.61
其他	0.77	(0.83)	15.25	(3.81)	(4.82)
营业利润	251.72	378.08	569.23	768.24	928.52
营业外收入	17.80	13.41	18.00	20.00	22.05
营业外支出	0.00	0.09	0.08	0.08	0.09
利润总额	269.52	391.40	587.15	788.16	950.48
所得税	67.27	87.26	93.94	126.11	152.08
净利润	202.24	304.14	493.20	662.06	798.40
少数股东损益	3.03	14.03	24.66	39.72	47.90
归属于母公司净利润	199.21	290.11	468.54	622.33	750.50
每股收益(元)	0.63	0.92	1.49	1.98	2.39

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-46.94%	113.34%	25.08%	41.18%	21.09%
营业利润	211.96%	50.20%	50.56%	34.96%	20.86%
归属于母公司净利润	267.04%	45.63%	61.51%	32.82%	20.59%
获利能力					
毛利率	49.39%	33.61%	39.43%	36.35%	35.55%
净利率	23.27%	15.89%	20.51%	19.30%	19.22%
ROE	18.76%	21.57%	27.76%	26.94%	24.52%
ROIC	17.03%	27.74%	36.35%	34.78%	35.34%

偿债能力	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产负债率	63.03%	65.44%	58.15%	63.12%	51.75%
净负债率	15.54%	80.65%	50.60%	17.65%	34.31%
流动比率	1.75	1.56	1.88	1.70	2.42
速动比率	1.16	1.08	1.37	1.17	1.81
营运能力					
应收账款周转率	1.58	1.84	1.84	1.84	1.84
存货周转率	2.07	2.46	2.70	2.57	2.54
总资产周转率	0.37	0.53	0.56	0.61	0.59
每股指标(元)					
每股收益	0.63	0.92	1.49	1.98	2.39
每股经营现金流	-0.31	0.32	-0.14	1.20	1.85
每股净资产	3.38	4.28	5.37	7.35	9.73
估值比率					
市盈率	58.94	40.47	25.06	18.86	15.64
市净率	11.06	8.73	6.95	5.08	3.84
EV/EBITDA	95.51	33.60	18.76	13.72	11.03
EV/EBIT	97.03	34.39	18.99	13.84	11.11

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com