

慈文传媒（002343）公司深度报告

慈文传媒：不忘初心，老牌而不过时的网生内容龙头 买入（首次）

2016 年 8 月 25 日

首席证券分析师 张良卫

执业资格证书号码：S0860514040001
zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 唐思思

执业资格证书号码：S1220116020111
tangss@dwzq.com.cn

盈利及估值重要数据	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入（百万元）	856.0	1,474.1	1,842.3	2,042.3
(+/-) (%)	-46.9%	72.21%	24.97%	10.86%
净利润（百万元）	251.7	344.70	480.62	561.88
(+/-) (%)	211.96%	73.03%	39.43%	16.91%
EPS（元）	0.63	1.10	1.53	1.79
P/E	66.62	38.50	27.62	23.62

投资要点

■ **公司 2016 上半年业绩突出，电视剧及网络剧收视表现优异。**公司报告期内重点打造网台联动乃至先网后台的精品大剧，引领周播模式，为一线平台推出周播大剧。2016 年上半年公司实现营业收入 4.29 亿元，较上年同期增长 2330.53%；实现归母净利润 9,239.42 万元，较上年同期大幅扭亏为盈。

■ **公司内容实力持续验证，IP 变现能力可期。**公司拥有充沛的 IP 储备，不断推出精品影视剧，具备打造兼具内容和流量运营能力的新型娱乐传媒集团的基础。围绕 IP 储备，公司在互联网内容和传统内容互相融合及互联网独立内容提供上做加法，推进剧网融合、网台联动，推进影视剧深度产业化发展，孵化和培育 IP 品牌。

■ **布局“泛娱乐”全产业链，网大+VR+“美剧”成亮点。**公司充分将自身在影视剧制作领域里的积淀优势转化为高品质、高收益、高活跃度的产能优势，精准抓住文学、影视、游戏等 IP 运营核心支柱。2015 年公司布局移动休闲游戏产业，抢占了泛娱乐产业竞争的制高点。同时公司结合 VR 技术，积极拓展网络大电影业务，并准备与中美合拍标准美剧，逐步切入泛娱乐产业。

■ **战略升级，公司开启“世界级娱乐企业”的星辰大海。**公司深耕各大内容业务板块，整合各类渠道资源，推动各产业模块的协同发展，打造慈文“品牌+”的泛娱乐平台。2016 年，公司将通过“价值新塑”、“全球流转”、“社群分享”、“自我革新”形成内容精品化、市场国际化、运营社群化、管理现代化的“四轮驱动”效应，加快成为新世代的世界级娱乐企业的步伐。

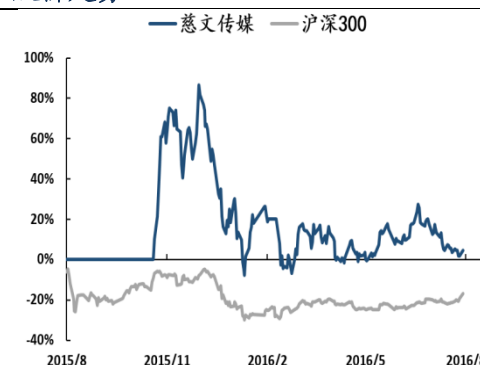
投资建议

考虑到公司“泛娱乐”全产业链开发和强大的 IP 变现能力，我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 3.45 亿，4.81 亿，5.62 亿，若考虑定增后 3.5 亿总股本，摊薄后 EPS 分别为 0.98、1.37、1.60。采取可比公司估值法，予以 17 年目标 PE40X，对应目标市值 192.4 亿，若考虑定增后 3.5 亿总股本，对应目标价 54.97 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

行业政策变动；电视剧制作进度不达预期；市场竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	42.20
一年最低价/最高价	8.10/77.01
市净率（倍）	10.12
流通 A 股市值（亿元）	62.05

基础数据

每股净资产（元）	3.38
资本负债率（%）	63.03%
总股本（百万股）	314.51
流通 A 股（百万股）	147.04

相关研究

目录

1. 1H16 中报点评	4
1.1 2016 年上半年业务回顾	4
1.2 财务分析	4
1.3 业绩预告解读与 2016 年下半年展望	5
2. 回顾历史脉络，老牌而不过时的中国一线影视品牌	6
2.1 影视线，经典作品不断呈现	7
2.2 治理线，汇聚国内顶级人才	9
2.3 资本线，逐步布局泛娱乐产业	11
3. 四点看公司稳健经营，长远发展具备坚实基础	12
3.1 头部剧目重估，网络剧推行分成	12
3.2 聚集业内优势资源，具备丰富的影视剧创作生产经验	13
3.3 丰富的 IP&项目储备，未来盈利具备强支撑	14
3.4 产业前瞻性，看准 IP 与网络剧后，布局网络大电影	15
3.4.1 网络大电影行业将成为下一个风口	15
3.4.2 慈文网络大电影——联动顶级 IP+VR 尝试+新变现形式	18
4. “泛娱乐”全产业链开发，具备强大的 IP 变现能力	19
4.1 泛娱乐布局持续推动，并购赞成科技为第一步	19
4.2 公司长期发展新亮点：网大+VR+“美剧”	22

图表目录

图表 1:《老九门》多款数据印证爆款.....	4
图表 2: 1H16 年公司主营业务收入分业务构成.....	5
图表 3: 2016 年电视剧生产进度.....	6
图表 4: 2012-2016H1 年营业收入及净利润.....	7
图表 5: 2015 年主营业务收入分业务构成.....	7
图表 6: 2011-2014 年公司收入按播映渠道分析.....	7
图表 7: 武侠片代表作品.....	8
图表 8: 谍战片代表作品.....	8
图表 9: 网络剧代表作.....	8
图表 10: 公司部分过往经典剧目.....	9
图表 11: 公司控股子公司一览.....	10
图表 12: 公司与实际控制人之间的产权图.....	11
图表 13: 历年电视剧网络版权价格一览表.....	12
图表 14: 爱奇艺网络剧分账方式.....	12
图表 15: 公司签约合作部分编剧.....	13
图表 16: 白一骢代表作品.....	13
图表 17: 公司质量控制体系.....	14
图表 18: 公司部分 IP 储备.....	14
图表 19: 网络大电影标准.....	15
图表 20: 2014-2016 年 7 月网络大电影数量.....	16
图表 21: 2016 年 4-7 月独播&多平台网大播放量.....	16
图表 22: 2015 年各类型网络大电影票房占比.....	17
图表 23: 2015 年网络大电影的投资成本比例.....	17
图表 24: 2014-2016 年网络大电影市场规模.....	18
图表 25: 各平台合作方式.....	18
图表 26:《老九门番外》拍摄场景图.....	19
图表 27: 2015-2017 年赞成科技承诺净利润.....	20
图表 28: 影游联动图.....	20
图表 29: 2013-2015 年赞成科技净利润.....	21
图表 30: 赞成科技部分游戏产品.....	21
图表 31: IP 变现方式.....	22
图表 32: 2016 年网络大电影预计上线或开机项目.....	22
图表 33: 公司募投项目情况(万元).....	23

1. 1H16 中报点评

报告期内，公司各项业务发展良好，实现营业收入 4.29 亿元，较上年同期增长 2330.53%；实现归母净利润 9,239.42 万元，较上年同期大幅扭亏为盈。驱动收入变化的主要因素是电视剧发行收入增长较大及赞成科技等子公司业绩纳入公司合并范围。

1.1 2016 年上半年业务回顾

电视剧业务：公司上半年有 6 部电视剧在主流卫视和视频网站先后开播，其中《情满雪阳花》、《狭路》、《老九门》、《致青春》和《谜砂》等 5 部电视剧集中在暑期档先后播出。

热门电视剧《老九门》，开播以来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；上线 45 天突破 60 亿次；同时揽下百度搜索风云榜电视榜、微博热议指数口碑、潮流热搜等多个权威榜单冠军之位。

图表 1:《老九门》多款数据印证爆款



资料来源：互联网，东吴证券研究所

网络剧业务：公司在报告期内还与主流互联网平台合作，继续推出网络剧。《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，截至报告披露日，全网播放量已破 10 亿次。

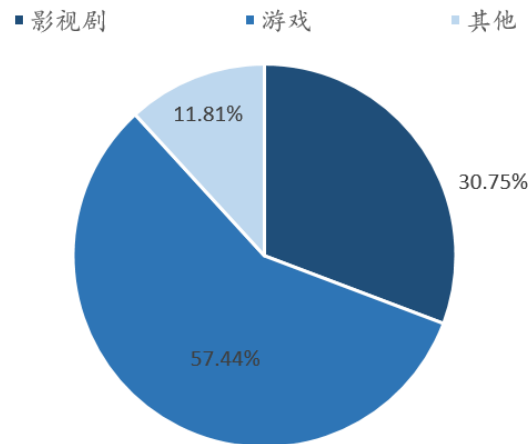
游戏业务：报告期内陆续推出了多款精品休闲游戏和 HTML5 游戏；1 款 AR/VR 精品游戏进入策划阶段；面向中国联通、中国移动和中国电信三大运营商，开发了“彩视秀”来电视频，并已投入运营。

1.2 财务分析

报告期内，公司各项业务发展良好，实现营业收入 4.29 亿元，较上年同期增长 2330.53%，其中影视剧收入为 1.32 亿元，占比 30.75%，游

戏收入为 2.46 亿元，占比 57.44%；实现归母净利润 9,239.42 万元，较上年同期大幅扭亏为盈。

图表 2：1H16 年公司主营业务收入分业务构成



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

影视剧业务：《老九门》由于周播制，从母带交付确认收入原则看，《老九门》母带交付完成会是在 9 月或 10 月，故上半年收入并未包含老九门收入。我们推断确认的剧是由《致青春》和一些较小项目构成。

同时，从行业角度看，网络剧项目可能营收和成本处于对等状态，使得整体毛利润率较低，我们估计公司纯电视剧项目毛利润依旧维持在 40%~50% 水平。

游戏业务：毛利润接近 1 亿元，符合市场预期。

1.3 业绩预告解读与 2016 年下半年展望

公司预告 Q3 业绩在 1.250 亿~1.475 亿间。从逻辑判断，赞成科技净利润实现在全年相对较为平均，三季度业绩预期应在 3000 万左右，若单纯考虑 1H16 业绩加上赞成，公司业绩应在 1.1~1.2 亿左右（考虑运营成本），故我们判断，公司盈利预测较为保守，应也未考虑《老九门》收入。

除了上述已经播出并取得优异成绩的电视剧以及其他主营业务以外，慈文传媒目前还有 2 部剧拿到发行许可证；4 部大剧已经拍摄完毕，目前正在紧张的后期制作中；2 部大戏紧张拍摄中，分别是《特工皇妃楚乔传》以及《回到明朝当王爷之杨凌传》。

图表 3: 2016 年电视剧生产进度

剧名	题材	集数	生产进度
萌夫木子李	当代都市	40	已取得发行许可证
有一种爱叫放手 (家年华)	当代都市	42	已取得发行许可证
左耳	当代都市	40	后期制作中
梦想年华大三线	当代其他	40	后期制作中
特勤精英	当代军旅	32	后期制作中
惊蛰	抗战谍战	40	后期制作中
特工皇妃	古装玄幻	52	拍摄中
回到明朝当王爷	古代传奇	50	拍摄中

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

我们预期下半年业绩构成为：

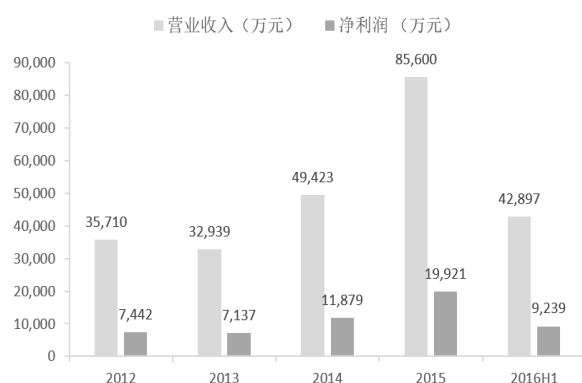
- 1) 《老九门》相关收入（电视剧首轮、二轮、网大等）、《左耳》、《特勤精英》、《梦想年华大三线》、《特工皇妃》（五月开拍）等一轮项目
- 2) 以及去年未能发行完成的一轮剧和多轮剧。
- 3) 赞成科技带来的游戏收益。

2. 回顾历史脉络，老牌而不过时的中国一线影视品牌

公司成立于 1999 年，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：以电视剧投资、制作及发行为核心业务，以自有 IP 为核心资源，积极延伸拓展电影、游戏和艺人经纪等相关业务领域，形成了各业务领域良性互动、协同发展的业务体系。

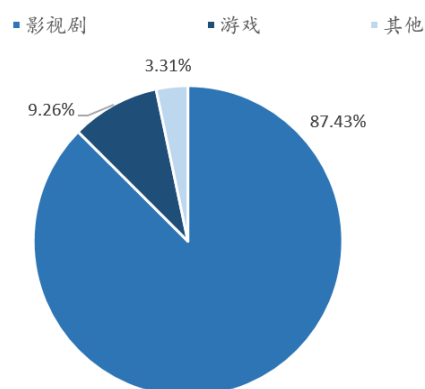
近年营收净利快速增长，网络播映收入占比大。2015 年，公司实现营业收入 8.56 亿元，较 2014 年增长 73.20%，实现净利润 1.99 亿元，较 2014 年增长 63.99%。其中影视剧业务实现收入 7.48 亿元，占比达 87.43%。

图表 4: 2012-2016H1 年营业收入及净利润



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

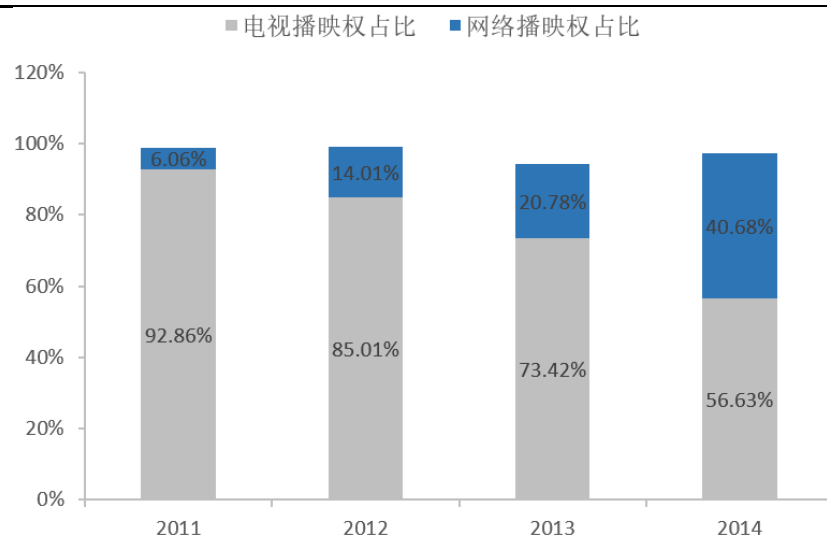
图表 5: 2015 年主营业务收入分业务构成



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司来源于网络播映权的收入呈快速增长态势, 愈发成为影视剧收入的重要组成部分。2015 年网络播映权占收入比重达 40.68%, 较上年增长 19.9%。

图表 6: 2011-2014 年公司收入按播映渠道分析



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.1 影视线, 经典作品不断呈现

从 2003 年至 2015 年期间, 慈文传媒生产的影视作品在国内各大电视台均位居收视排行榜的前列, 出品了《西游记》、《神雕侠侣》、《射雕英雄传》、《七剑下天山》、《小鱼儿与花无缺》、《花千骨》、《刀客家族的女人》等多部优秀影视作品。

慈文产品特点分下面几个时期:

武侠片时期: 中国电视剧对民营开放后, 公司与张纪中合作铸造了一批经典影视, 其中包括《神雕侠侣》、《射雕英雄传》等代表作品。

图表 7: 武侠片代表作品



资料来源：慈文官网，东吴证券研究所

谍战片时期：作为谍战剧的“先驱”，2009 年公司出品的第一部谍战剧《五号特工组》，曾创下当年的收视纪录。随后陆续出品的《青盲》、《五号特工组 2》两部谍战剧也同样屡创收视记录。

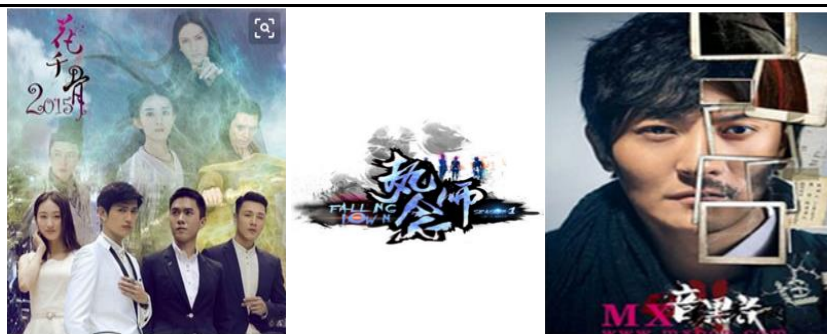
图表 8: 谍战片代表作品



资料来源：慈文官网，东吴证券研究所

网生内容时期：2014 年，公司开启网络剧业务，设立单独的团队专门经营网络剧。其中《暗黑者》《执念师》等网络剧，在腾讯、PPTV、爱奇艺等主流平台播出后，获得了“网络粉丝”的广泛认可。2015 年公司出品的 3 部网络剧均荣登“2015 年度十大网络剧”榜单。

图表 9: 网络剧代表作



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2015 年，加码影视年轻人喜欢的网台联动剧。公司出品的《花千骨》在湖南卫视独播和爱奇艺网络独播，收视率超过 2%，创造了“花千骨”现象。

- 电视剧《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；
- 长尾效应惠及番外篇网络剧《花千骨 2015》，截至 2015 年 12 月 14 日，该剧年度总播放量达 15.38 亿，位居“2015 年度十大网络剧”第二名；
- 刷新了由影视剧带动衍生产业收入最高纪录，同步上线的同名游戏连续 3 个月每月流水 2 亿元左右；
- 年度微博阅读量最高，微博连续 3 个月在首页不掉榜，最终突破 90 亿。

2016 年，华流出海，公司国际视野初现。公司与爱奇艺等一线互联网平台合作，积极拓展网络大电影业务，进军网络大电影市场。且公司积极与美国合作伙伴谈判中美合拍标准美剧，重金打造精品。

图表 10：公司部分过往经典剧目

名称	版权情况	发行许可证编号	名称	版权情况	发行许可证编号
西游记	100%	(沪)剧审字(2011)第 019 号	刀客家族的女人	60%	(京)剧审字(2013)第 069 号
菩提树下	70%	(川)剧审字(2011)第 003 号	华胥引之绝爱之城	70%	(津)剧审字(2013)第 009 号
毕有财	100%	(苏)剧审字(2011)第 019 号	剧场	30%	(沪)剧审字(2013)第 048 号
再回首	100%	(沪)剧审字(2011)第 014 号	尖刀出鞘	100%	(广剧)剧审字(2013)第 063 号
非缘勿扰	44.4%	(苏)剧审字(2012)第 022 号	猎虎	20%	(京)剧审字(2014)第 004 号
背影	50%	(广剧)剧审字(2012)第 06 号	因为爱	30%	(云)剧审字(2014)第 002 号
血色玫瑰	30%	(浙)剧审字(2012)第 043 号	爸爸父亲爹	90%	(沪)剧审字(2014)第 032 号
枪花	100%	(沪)剧审字(2013)第 003 号	欢喜县令	50%	(浙)剧审字(2014)第 035 号
代号“九月犬”	30%	(浙)剧审字(2013)第 031 号	花千骨	100%	(沪)剧审字(2014)第 048 号
亲爱的	50%	(浙)剧审字(2013)第 032 号	狭路	80%	(京)剧审字(2014)第 082 号

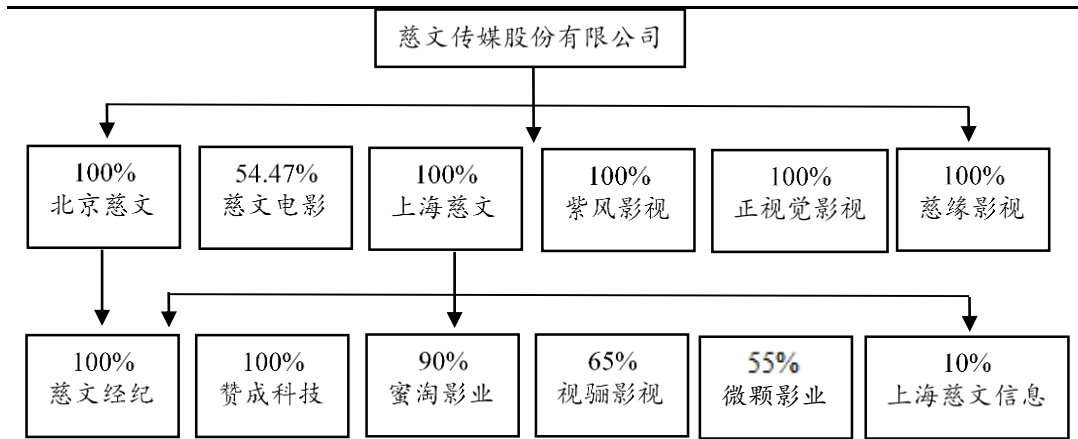
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2 治理线，汇聚国内顶级人才

集团化架构：2015 年公司全面进行组织架构改革，具有互联网基因

的新型集团化构架已初步建成。形成了浙江、江苏、上海、北京、香港等多点联动，影视、网娱、游戏、国际等泛娱乐全产业链整合共进的创新驱动效应。

图表 11: 公司控股子公司一览



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

接连设立子公司，股权激励具备可复制性。上海慈文 2014 年 6 月设立的子公司上海视骊，由白一骢出任 CEO，并持有 35% 的股权，另外 65% 的股权归慈文所有。2016 年慈文设立的子公司微颢影视，上海慈文控股 55%，韩颢持股 35%，姚晓峰持股 10%。

团队构成：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。

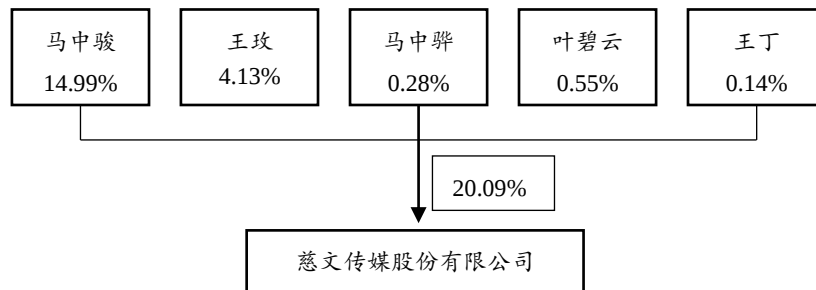
公司董事长、总经理马中骏是国家一级编剧，曾就职于中国文联音像出版社。90 年代中期，马中骏“跳出体制”，投入制作人队伍之中，先后制作《傻阿甘》、《新闻小姐》、《射雕英雄传》、《神雕侠侣》、《少林武王》等在电视市场上收视率极高的剧目。

- 获得 2016 金骨朵网络影视颁奖盛典网络影视行业杰出贡献奖；
- 获得“中国电视剧产业二十年突出贡献出品人”称号；
- 被《剧情指南》授予“2015 年中国最具影响力的电视剧出品人”称号；
- 荣获第六届中国创意产业年度大奖—中国创意产业领军人物奖；
- 荣获第九届全国十佳电视制片表彰大会—中国电视剧产业二十年突出贡献出品人。

视骊、蜜淘、微颢都是年轻团队，团队风格明显。其中蜜淘影业是一支由柳苗女士参股并担任总经理的年轻团队，拥有大 IP，在影视业务布局上侧重于女性题材。微颢影业，则由韩颢女士参股并担任总经理，目前已经签约姚晓峰等导演，该团队更互联网化、电影化，大量资源精力投入到网络大电影上。

股权结构：公司实际控制人为马中骏及其一致行动人，合计直接持有慈文传媒 20.09%的股权。

图表 12：公司与实际控制人之间的产权图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

为提升公司持续盈利能力，打造互联网时代新型娱乐传媒集团，公司于 2016 年 2 月 27 日发布非公开发行 A 股股票预案，公司拟募集资金总额不超过 150,000 万元。本次非公开发行股票的发行对象为包括公司实际控制人王玫在内的不超过 10 名特定对象。除王玫外，其他特定对象包括证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者、合格境外机构投资者及其他符合法律法规规定的法人、自然人或其他合格投资者等。

按照本次非公开发行数量上限 3,539.4053 万股和王玫认购数量下限发行总量的 6.66% 计算，本次非公开发行完成后，马中骏及其一致行动人的持股比例变更为 18.73%，仍为公司实际控制人。（如考虑马中骏及其一致行动人因上述 2015 年发行人重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易而将受让的 1,953.8596 万股，则本次发行完成后及前述受让股份过户完成后，马中骏及其一致行动人的持股比例将变更为 24.31%。）。但公司非公开发行股票尚需取得公司股东大会批准和中国证监会核准，目前定增方案还处于预案阶段。

2.3 资本线，逐步布局泛娱乐产业

2015 年，慈文传媒借壳上市。禾欣股份将拥有的除现金以外的全部资产和负债作为拟置出资产与慈文传媒董事长马中骏等 37 名交易对方所持慈文传媒 100% 股权的等值部分进行置换，交易金额为 24.07 亿元。交易完成后，公司实际控制人变更为马中骏及其一致行动人。

在借壳交易中，慈文战略引入顺网科技。顺网科技以 1.08 亿元参与慈文增资，交易完成后持有公司股权 2.52% 股权。顺网科技在网吧渠道拥有海量用户资源和游戏业务领域的布局，与慈文在渠道和内容方面具有较强的优势互补性。目前正在《暗黑者》等剧目中提现出了协同（《暗黑者》有顺网女团 LUNAR 制作的特别番外篇）。

收购手机游戏公司赞成科技 100% 的股权。2015 年 10 月公司公告称

拟通过全资子公司上海慈文以现金方式收购赞成科技 100% 股权，交易价格为 11 亿元。交易完成后，赞成科技成为上海慈文的全资子公司，并成为公司的全资三级子公司。

3. 四点看公司稳健经营，长远发展具备坚实基础

3.1 头部剧目重估，网络剧推行分成

顶级版权意味着顶级投入驱动中国影视工业化水准向前迈进。随着 IP、版权、制作费的大幅度涨价，精品剧实现了极速重估。内容正在成为泛娱乐的关键入口。产业格局和空间由单纯的版权，变为了价值链更长的衍生市场与后市场，投资广度更深，周期更长。

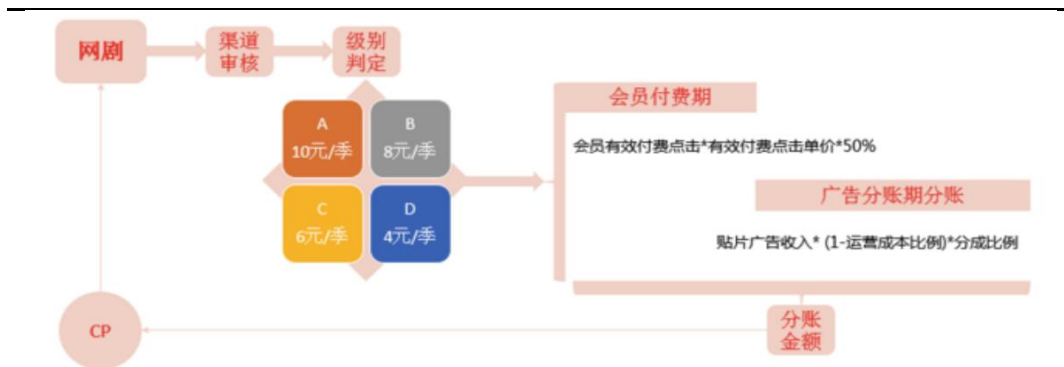
图表 13: 历年电视剧网络版权价格一览表

时间（年）	电视剧	网络版权价格（万/集）
2017	《如懿传》	900
2017	《琅琊榜 2》	800
2015	《武媚娘传奇》	200
2013	《新编辑部的故事》	120
2011	《步步惊心》	70+
2011	《宫 2》	185

资料来源：互联网，东吴证券研究所

网络剧推行“版权费+分成”模式。优质项目会获得分成，同时分成还会为其带来收入弹性，所以“版权费+分成”的模式，适用于顶级内容。爱奇艺设计的网络剧分账模式规定总分账金额包括会员付费期分账金额和广告分账期分账金额，剧集按 ABCD 分级定价。其中会员收费期分账金额等于会员有效付费点击（单集观看超过六分钟）乘以有效付费点击单价，得出数额的一半。广告分账期分账金额则是贴片广告收入*（1-运营成本比例）*分成比例。

图表 14: 爱奇艺网络剧分账方式



资料来源：爱奇艺，东吴证券研究所

3.2 聚集业内优势资源，具备丰富的影视剧创作生产经验

公司依托行业地位及品牌影响力，聚集行业内优势资源。与景旭枫、张崇达、贾鸿源、饶俊等知名编剧团队建立了长期稳定的战略合作关系，为公司提供优质的原创剧本，确保丰富稳定的剧本来源。

图表 15：公司签约合作部分编剧

知名编剧	代表作
景旭枫	《雪豹》、《青盲》、《五号特工组》、《天眼》等
张崇达	《五号特工组 3》、《莽林红杉》
贾鸿源	《街上流行红裙子》、《祖国的儿子》等
饶俊	《花千骨》、《妻子的秘密》等

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

紫风影视 CEO 原向阳曾打造出一批家喻户晓的电视剧佳作如《宰相刘罗锅》《铁齿铜牙纪晓岚》《少年张三丰》，取得了广泛的社会影响力。上海视骊 CEO 白一骢则被誉为“网剧一哥”，被中国传媒大学、骨朵传媒授予“2014 年网络剧杰出贡献奖”。

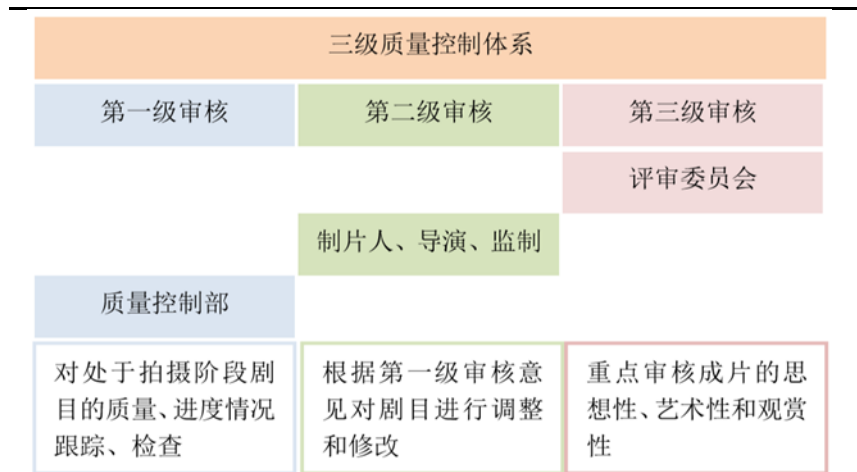
图表 16：白一骢代表作品



资料来源：百度百科，东吴证券研究所

实力的持续性保障：一方面，公司以影视大数据分析系统提供的数据为支撑，创建剧本评估体系。另一方面，为确保所制作的影视剧有品质保障，公司建立了由“内部专家为主及外部专家为辅”的质量控制体系，从题材方向、剧本选择、立项审查、拍摄制作、后期精修、内部审核等各主要环节全流程进行控制。

图表 17: 公司质量控制体系



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3 丰富的 IP&项目储备，未来盈利具备强支撑

“IP+原创”双轮驱动，变现源头充沛。公司前瞻性的购买了大量质量精良、且具备广泛的读者基础的网络小说改编权等素材，目前在册 IP60 余个。

图表 18: 公司部分 IP 储备

小说名称	作者	备注
《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，点击破亿，畅销百万册。已由霍建华、赵丽颖联袂主演，湖南卫视播出。
《爵迹》	郭敬明	著名畅销作家郭敬明继《幻城》之后最受欢迎和关注度最高的玄幻小说，畅销 300 万册。
《衰读》	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，畅销百万。
《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。
《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。
《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。同名电影由苏有朋执导，欧豪、杨洋主演，定档 2015 年。
《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。
《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。

《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，上市即登上各大畅销榜，十场巡回签售见证强大的市场影响力和超高人气。
《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。
《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。
《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”。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.4 产业前瞻性，看准 IP 与网络剧后，布局网络大电影

3.4.1 网络大电影行业将成为下一个风口

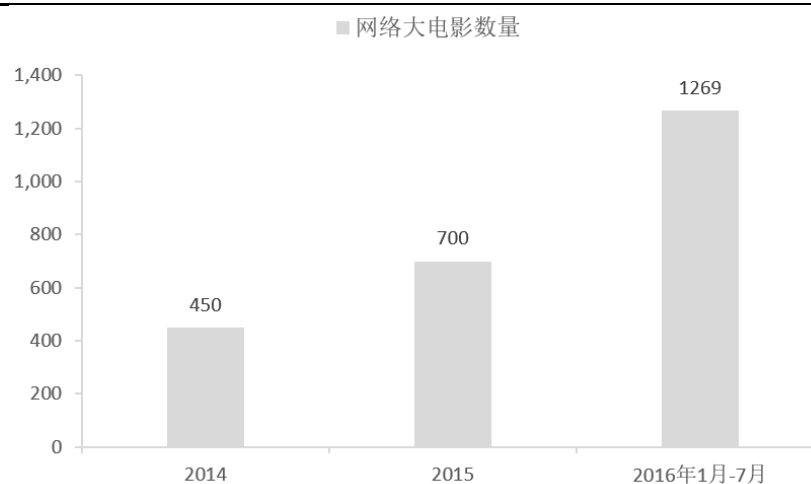
网络大电影是指：投资规模小，时长超过 60 分钟，没有特别大的造景，制作、拍摄周期相对短的电影，又称为“微电影+”。

图表 19：网络大电影标准

类别	条件
制作成本	在 30 万-300 万；明年开始成本可能会普遍追涨到 60-100 万之间
点播结账	全网 1.5 元，独家 2 元，最高 3.5 元
收益方式	买断和分账
时长	60 分钟-90 分钟
制作周期	一个月左右。拍摄周期一般十天左右
播出平台	各大视频网站，分全网和独家

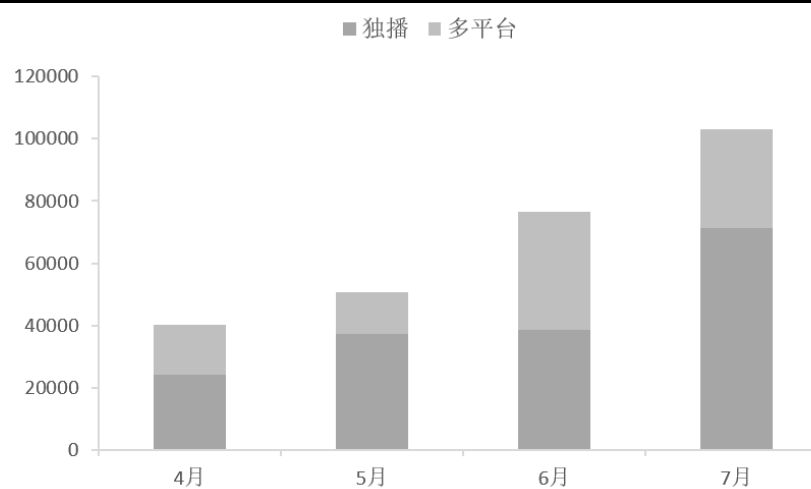
资料来源：互联网，东吴证券研究所

2014 年起，网络大电影产业迅速发展。2015 年网络大电影产量达 700 部，并出现单片票房达千万元的网络大电影。截至 2016 年 7 月网络大电影达到 1269 部，是 2015 年网大总数部的 1.8 倍。

图表 20: 2014-2016 年 7 月网络大电影数量

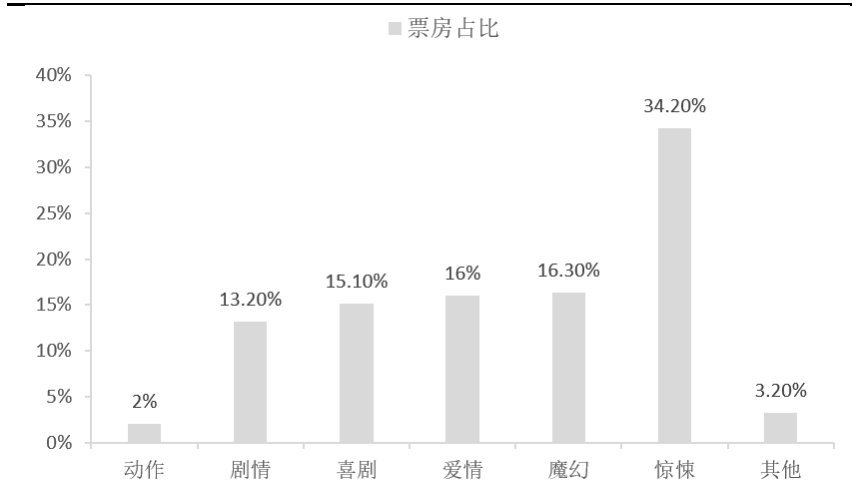
资料来源：爱奇艺，骨朵影视，东吴证券研究所

近期网大播放量涨幅明显，独播网大播放量和多平台网大播放量差距进一步加大。2016 年 7 月播放量突破 10 位数，环比 6 月 76591 万增长 34.8%。同时网大独播平台播放量一直上升，多平台播放量下滑，7 月独播网大播放量较 6 月平台涨幅 124.6%，增幅明显。

图表 21: 2016 年 4-7 月独播&多平台网大播放量

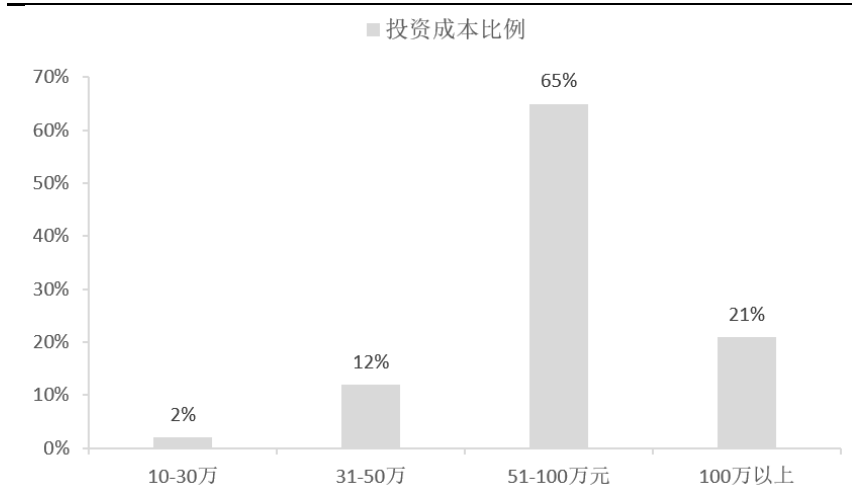
资料来源：骨朵影视，东吴证券研究所

目前网络大电影的观众以 19-29 岁为主，而在众多题材中，相较其他类型，惊悚题材网络大电影的数量和票房相对较高。

图表 22： 2015 年各类型网络大电影票房占比

资料来源：影视工业网，东吴证券研究所

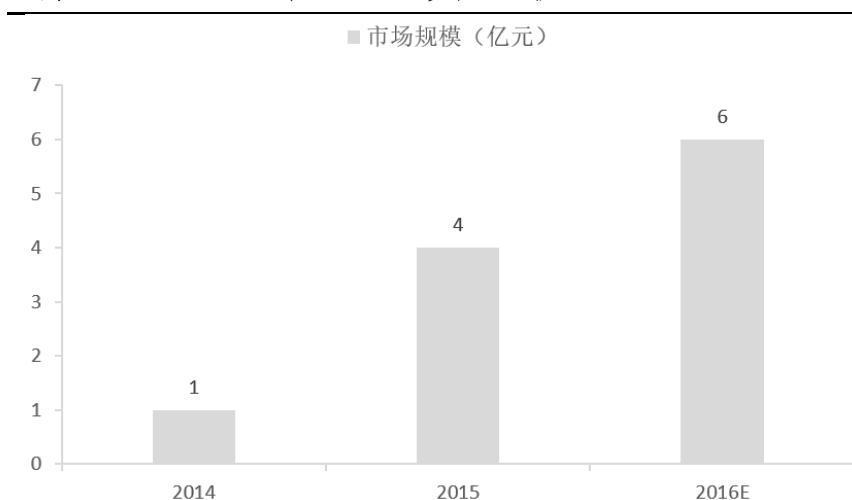
制作成本：2014 年网络大电影制作成本普遍在 50 万以下，2015 年主要在 51-100 万之间，并且制作成本在一百万左右的比例占到 21%，预计 2016 年网络大电影制作成本会持续增加。

图表 23： 2015 年网络大电影的投资成本比例

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

市场规模：2015 年随着 50 万元以上成本作品占比大幅提高，50%以上片方能回本的情况下，预计网大市场规模在 3.5 亿左右。2016 年网大制作成本朝着百万提升，爱奇艺预计 2016 年市场规模在 6 亿左右。

图表 24: 2014-2016 年网络大电影市场规模



资料来源：爱奇艺，东吴证券研究所

在分成模式上，包含广告和付费分成两个基本模式。以爱奇艺为例，观看 6 分钟以上算一次有效点播。有效点播一次，如果是非独家播出的，分账 1.5 元，如果是独家播出的，分账 2 元。付费观看期 1 个月至 6 个月不等，看具体合同签约情况，付费期采用会员付费分成模式；付费期结束后为免费观看，其分账模式为广告分成。

图表 25: 各平台合作方式

	爱奇艺		搜狐		乐视		腾讯		
	独家合作	非独家合作	独家合作	非独家合作	独家合作	非独家合作	百部计划	常规独播合作	非独播合作
合作模式	分成		保底+分成	分成	分成		买断	分成	分成
分成模式	A类2.5元 B类2元	C类1.5元 D类0.5元	2元	0.5-1元	2.5元	1元	保底+分成	3元	2.5元
营销补贴/ (资源补 贴)	0.5-1元 (影片上线 首月)	无	0.5-1元	无	0.5-1元	无	N/A		
付费期	6个月	3个月	6个月	要求和全网统 一	根据影片评 级而定	A级B级: 6个 月 C级: 3个月		6个月	3个月

资料来源：骨朵网络影视，东吴证券研究所

目前爱奇艺视频网站一家独大，基本覆盖 80% 以上市场份额。2015 年网大新片为 612 部，2016 年上半年，爱奇艺网络大电影放映数量已经超过 500 部，其中票房分账超过 5000 万元。

网络大电影具有低制作、短周期、零门槛、高收益的优势，未来预计电影网络收费市场将大于院线票房，在中国网络院线会形成类似于美国 DVD 市场一样的大市场，网络付费市场会大于电影的院线票房。

3.4.2 慈文网络大电影——联动顶级 IP+VR 尝试+新变现形式

借助互联网的优势，结合年轻用户的喜好和消费能力，以低频、低廉、低制作、多产出为主要特点的网络大电影或将成为资本市场的新风

口。慈文传媒本部、视骊、微颢均开展网大业务，分别侧重于外部合作（NOW TV）、顶级 IP 联动、原创内容三个维度。

慈文利用网大日渐成熟商业模式，将精品内容进行互联网 2C 变现，将获得业绩弹性。目前公司已与爱奇艺（战略合作对象，每年十部网络大电影）、腾讯、搜狐、优酷土豆、百视通、乐视网等建立了基于网络大电影等多方面的合作。

近期开机的老九门番外篇《二月红》由张艺兴主演，这是网络大电影第一次启用一线明星，播出意义在于：1）拉长老九门生命周期 2）成为网大绝对标杆。

图表 26:《老九门番外》拍摄场景图



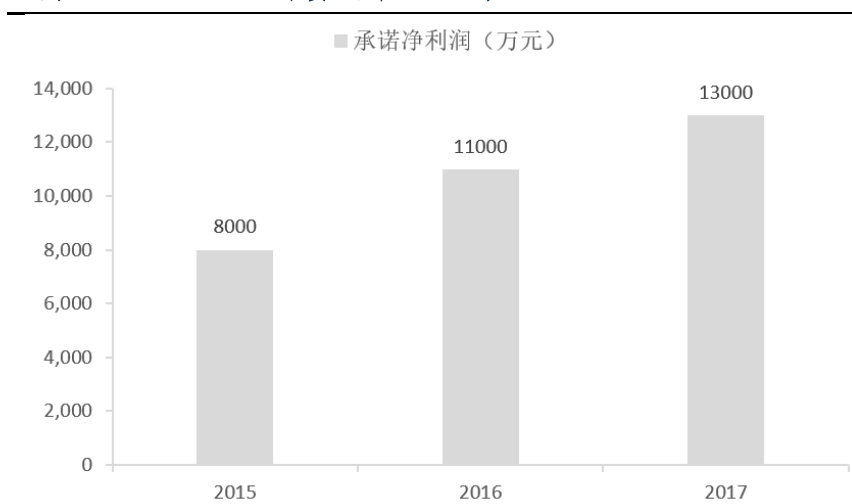
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4. “泛娱乐”全产业链开发，具备强大的 IP 变现能力

4.1 泛娱乐布局持续推动，并购赞成科技为第一步

强化“影游联动”的战略地位，抢占泛娱乐产业竞争的制高点。公司于 2015 年 10 月 26 日公告以 11 亿元收购国内移动休闲游戏的研发和推广的运营商赞成科技 100% 股权。

图表 27: 2015-2017 年赞成科技承诺净利润



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司将结合赞成科技流量运营、流量变现能力, 在互联网视角下打造具备慈文特色的新型视频内容产品及其延伸体系。在游戏行业中, 优质的 IP 能在产品上线初期导入大量用户, 也更容易被游戏平台推荐。在导量方面, 影游 IP 表现更佳, 热门影视剧的上映能够将同名或同类相关游戏迅速推上排行榜。

图表 28: 影游联动图



资料来源: 互联网, 东吴证券研究所

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。2015 年净利润快速增长, 达 8630.49 万元, 同比增长 170.9%。

图表 29: 2013-2015 年赞成科技净利润



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

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 100 款移动休闲游戏产品。目前，公司研发或出品并在线上运营的游戏近 20 款，游戏均通过接入中国联通、中国移动或中国电信开展运营。

公司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，已与包括多盟、亿玛、迅雷、触控、掌盟、安沃、有米等在内的 100 多家国内主流渠道实现合作。

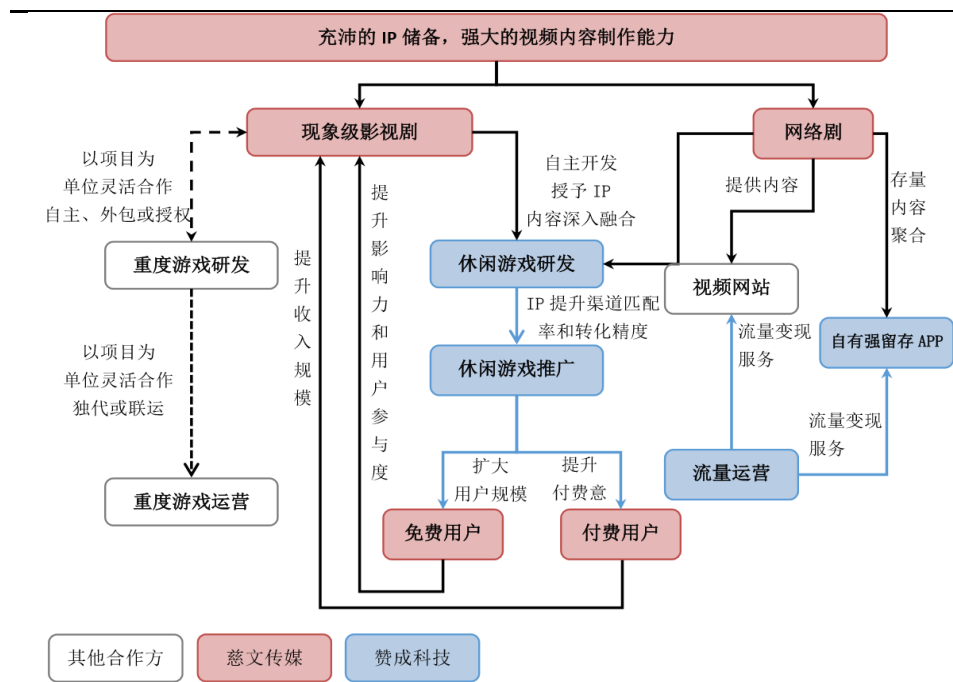
图表 30: 赞成科技部分游戏产品



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

赞成科技推出彩视秀，全新粉丝经济变现模式。赞成科技 16 年计划开发 25 款休闲游戏，5 款 H5 游戏，1 款 AR/VR 游戏，一个交互平台，同时在如《致青春》，《左耳》等 IP 上进行开发，在此基础上赞成推出彩视秀，以“视频彩铃”形式聚合慈文优质产品，与粉丝经济深度结合。

图表 31: IP 变现方式



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2 公司长期发展新亮点：网大+VR+“美剧”

2016 年，公司将继续推进精品 IP 的培育、开发和转化，持续加深和视频运营商合作，着力搭建“内容+营销+渠道”的商业闭环，在内容制作的商业模式上进行突破性创新，为一线平台推出周播大剧。

慈文传媒作为投入资源最多的网大龙头公司，基于先发优势，有望成为网络大电影行业标杆。同时公司拟将 VR 运用于网络大电影，由专业团队制作 VR 的网络大电影，建立 VR 的赢利模式。公司将寻求顶级技术厂商合作，选择最适合 VR 体验感的题材，软件与硬件完美结合，打造最佳效果。

图表 32: 2016 年网络大电影预计上线或开机项目

序号	项目名称	题材	制作计划	备注
1	《老九门番外》3 部	年代传奇	2016 年 6 月开机	筹备中
2	《怨气撞铃》4 部	当代奇幻	拟 2-3 季度开机	筹备中
3	《千年女王》	当代情感	拟 2 季度开机	筹备中
4	《千年女王 2》	当代情感	拟 3 季度开机	筹备中
5	《千年女王 3》	当代情感	拟 4 季度开机	筹备中

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

根据慈文传媒微信公众号提示，公司目前正与美国合作伙伴谈判中美合拍标准美剧。预计造价 300~500 万美金一集，重金打造精品，邀请实力顶级演员。力求华流出征美国，在美国主流媒体播出，向全世界黄金时间播出。

附录:

图表 33: 公司募投项目情况 (万元)

序号	影视剧名称	暂定集数	单集投资额	投资总额	投资比例	投资额	项目实施进展	主要演员	合作方
1	老九门	48	250	12,000	55%	6,600	2016 年 3 月杀青	陈伟霆、张艺兴、赵丽颖	南派投资联合摄制
2	梦想年华	40	150	6,000	70%	4,200	2016 年 3 月杀青	杨烁、炼素梅、苏青等	浙江艺能传媒联合摄制
3	致青春	40	175	7,000	55%	3,850	2016 年 4 月杀青	杨文军、张丹峰、马可、陈瑶、杨玏	华视影视、尚视影业联合摄制
4	特工皇妃	52	385	20,000	60%	1,2000	计划 2016 年上半年开拍	赵丽颖、林更新等	辛迪加影视联合摄制
5	万家灯火	40	120	4,800	35%	1,680	剧本已定, 主创人员选拔中	主创人员选拔中	上海金禾影视联合摄制
6	梦想高飞	24	200	4,800	100%	4,800	剧本评估中	未定	独立摄制
7	凉生, 可不可以不忧伤	70	171	12,000	100%	12,0000	计划 2016 年 3 季度开拍	未定	独立摄制
8	半欢半爱	40	150	6,000	100%	6,000	剧本评估中	未定	独立摄制
9	黑天鹅	46	326	15,000	70%	10,500	剧本评估中	未定	拟与播出平台联合摄制
10	花千骨 2	50	400	20,000	100%	20,000	计划 2016 年 4 季度开拍	未定	独立摄制
11	寻找爱情的邹小姐	50	200	10,000	70%	7000	计划 2016 年 3 季度开拍	未定	联合摄制
12	临界	40	300	12,000	50%	6,000	计划 2016 年 3 季度开拍	未定	拟与小说作者和播出平台联

合摄制								
13	罗布泊之咒	40	250	10,000	100%	10,000	剧本已定，主创选拔中	未定 独立摄制
14	脱骨香	50	300	15,000	70%	10,500	改编自 fresh 果果的同名小说，剧本已定，主创选拔中	未定 拟与播出平台联合摄制
15	回到明朝当王爷	50	200	10,000	56%	5,600	改编自月关的同名小说，计划 2016 年下半年开拍	未定 拟与播出平台联合摄制
16	步步生莲	50	200	10,000	90%	9,000	计划 2016 年 4 季度开拍	未定 拟与小说作者联合摄制
17	岁月忽已暮	40	175	7,000	60%	4,200	计划 2016 年 3 季度开拍	未定 拟与播出平台联合摄制
18	速度	30	300	9,000	70%	6,300	计划 2016 年下半年开拍	未定 拟与播出平台联合摄制
19	护卫武士	30	300	9,000	70%	6,300	剧本评估中	未定 拟与播出平台联合摄制
20	虐渣	30	300	9,000	70%	6,300	剧本评估中	未定 拟与播出平台联合摄制
21	少年股神	24	104	2,500	100%	2,500	改编自紫金陈的同名小说	未定 独立摄制
22	暗黑者 3	60	83	5,000	30%	1,500	计划 2016 年 4 季度开拍	未定 与腾讯视频联合摄制
23	示铃录 2、3	60	90	5,400	30%	1,620	预计 2016 年 4 季度开拍	未定 与搜狐视频联合摄制

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

慈文传媒三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,808.3	2,024.2	2,303.9	2,531.0	营业收入	856.0	1474.1	1842.3	2042.3
现金	300.3	525.1	689.3	836.10	营业成本	433.3	764.1	942.3	1,012.3
应收款项	870.7	879.3	910.8	960.80	营业税金及附加	3.9	6.6	8.3	9.2
存货	608.6	617	690.7	714.7	营业费用	25.9	44.2	55.3	61.3
其他	28.7	2.8	13.1	19.4	管理费用	70.7	123.8	132.6	165.4
非流动资产	1,086.4	1,076.5	1,066.3	1,055.5	财务费用	25.3	54.8	39.9	20.0
长期股权投资	0	0	0	0	投资净收益	-0.4	11.2	9.5	6.8
固定资产	42.2	37.4	33.2	29.5	其他	469.4	654.4	767.3	469.4
无形资产	27.5	22.5	16.5	9.5	营业利润	251.7	467.8	644.5	748.4
其他	1016.7	1016.5	1016.6	1016.5	营业外净收支	17.8	7.5	9.1	11.4
资产总计	2,894.7	3,100.6	3,370.2	3,586.5	利润总额	269.5	475.3	653.6	759.8
流动负债	1,036.2	1,283.8	1,334.0	1,330.0	所得税费用	67.3	118.6	163.2	189.7
短期借款	358.3	498.0	365.0	289.0	少数股东损益	3.0	11.9	9.8	8.3
应付账款	156.4	229.2	282.7	303.7	归属母公司净利润	199.2	344.7	480.6	561.9
其他	521.5	698.5	850.7	725.7	EBIT	322	535.3	703.8	794.1
非流动负债	788.4	488.4	195.4	185.4	EBITDA	326.7	545.1	714.0	804.9
长期借款	62.5	62.5	62.5	62.5	重要财务与估值指				
其他	726	325.9	132.9	122.9	标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	1,824.6	1,772.3	1,529.5	1,515.5	每股收益(元)	0.63	1.10	1.53	1.79
少数股东权益	8.1	20.1	29.9	38.2	每股净资产(元)	2.43	4.17	5.76	7.60
归属母公司股东权益	1,062.0	1,308.3	1,810.8	2,032.9	发行在外股份(百				
负债和股东权益总计	2,894.7	3,100.6	3,370.2	3,586.5	万股)	441.0	314.5	314.5	314.5
					ROIC(%)	14.10%	6.6%	8.6%	9.4%
					ROE(%)	18.9%	27.2%	27.1%	23.8%
					毛利率(%)	49.4%	48.2%	48.9%	50.4%
现金流量表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	EBIT Margin(%)	302.4%	66.1%	31.5%	12.8%
经营活动现金流	-96.7	334.7	445.0	624.3	销售净利率(%)	23.6%	24.2%	26.6%	27.9%
投资活动现金流	183.9	-22.9	-27.9	-31.5	资产负债率(%)	63.0%	58.6%	49.1%	39.9%
筹资活动现金流	82.9	13	-133	-76	收入增长率(%)	-46.9%	72.21%	24.97%	10.86%
现金净增加额	170.1	-226.5	83.2	375.5	净利润增长率(%)	267.0%	73.02%	39.44%	16.90%
折旧和摊销	5	9.0	9.2	9.7	P/E	66.62	38.50	27.62	23.62
资本开支	-0.5	-23	-28	-32	P/B	17.40	10.12	7.32	6.50
营运资本变动	-372.5	335.1	396.0	59.0	EV/EBITDA	12.34	11.55	9.40	9.23
企业自由现金流	-364.7	324.9	284.2	516.7					

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>