

# 捷成股份 (300182)

## 贯穿数字文化传媒产业链，有望塑造行业新格局

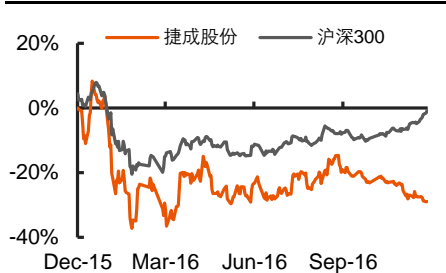
### 强烈推荐 (维持)

现价: 10.89 元

#### 主要数据

行业	计算机
公司网址	www.jetsen.com.cn
大股东/持股	徐子泉/37.14%
实际控制人/持股	徐子泉/37.14%
总股本(百万股)	2,562
流通 A 股(百万股)	987
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	279.05
流通 A 股市值(亿元)	107.53
每股净资产(元)	3.63
资产负债率(%)	22

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《捷成股份\*300182\*技术、内容双轮驱动，公司业务持续快速增长》 2016-10-28
- 《捷成股份\*300182\*进一步收购世纪元股权，加强影视剧制作业务》 2016-10-11

#### 证券分析师

**张冰** 投资咨询资格编号  
S1060515120001  
010-56800144  
ZHANGBING660@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**闫磊** 一般从业资格编号  
S1060115070011  
010-56800140  
YANLEI511@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 平安观点:

■ **卓越的投资能力为公司持续成长提供了重要的必要条件:**近年来，公司不断通过对外投资和并购向影视业务进军，先后投资或收购了八家影视内容制作及影视版权运营公司，实现了向“技术+内容”双轮驱动的数字文化传媒集团的转型。经验分析表明，卓越的投资能力不仅使公司市值在上市后的五年中实现了约 8 倍的增长，在高速增长中公司历年的 ROE 水平基本位于 15% 以上，优于 A 股整体的股权收益表现，而且为公司未来成长为行业巨头提供了不可或缺的基础。

■ **公司音视频技术业务具有高壁垒且仍有增长空间:**技术壁垒、长期经营中所形成的信誉以及行业在产业链的优势地位使得音视频技术市场形成寡头竞争结构，这为公司音视频技术业务构筑起相当宽阔的护城河，确保公司自上市以来始终在音视频技术业务上保持盈利。

由于近年来广电行业景气度下降，相比公司主要竞争对手中科大洋、新奥特与索尼数码，仅公司音视频业务收入呈现趋势性增长，但近期也显露增速下滑迹象。然而，中长期来看，尽管有线网络的数字化整改已接近尾声，但有线网络双向网覆盖率和高清化覆盖率分别仅为 57.1% 和 28.8%，其进一步改造的需求仍将为公司音视频业务创造一定增长空间。另外，三网融合将推动广电传统媒体与新媒体实现融合，将为公司音视频业务提供广阔的发展空间，预计市场规模在未来数年将呈现加速增长态势。

■ **公司积极布局媒体云与沉浸影音体验技术前沿:**在全媒体融合的大背景下，电视台的云化是广电行业的一个重要趋势。当前，公司已成功推出一系列媒体云产品，成为少数具有云平台建设能力的音视频技术服务商，同时也收购了细分市场领先企业新奥特云视 20% 股权。基于公司媒体云业务规模仍较小，预计将在未来数年呈现数倍乃至十余倍的指数式增长，并成为公司增量收入的重要来源。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1234	2211	3326	4841	6853
YoY(%)	32.0	79.2	50.4	45.6	41.6
净利润(百万元)	263	533	1033	1579	2262
YoY(%)	30.9	102.8	93.9	52.8	43.3
毛利率(%)	42.2	36.7	41.3	42.6	42.9
净利率(%)	21.3	24.1	31.1	32.6	33.0
ROE(%)	15.3	12.4	10.0	13.7	16.9
EPS(摊薄/元)	0.10	0.21	0.40	0.62	0.88
P/E(倍)	106.2	52.4	27.0	17.7	12.3
P/B(倍)	16.5	6.5	2.6	2.4	2.1

在影音体验相关技术方面，公司正在加大对虚拟工厂（公司 VR/AR 业务）以及 Auro-3D 沉浸声系统的技术研发和市场推广，并已部分实现了产品化，公司还分别收购了拥有世界领先的动作捕捉和 VR 技术的世优科技 25% 股权以及全球领先的沉浸声音频技术公司 AURO TECHNOLOGIES 20% 股权。由于 VR/AR 及沉浸声技术将更加符合人们的感官体验，便于操作且更加灵活，加上该项业务刚处于起步阶段，仅有微小的营收规模，预计后续将实现爆发性增长。

- **打造精品的理念促使公司影视制作业务长期向好：**显著的协同作用和公司上市前所拥有的影视投资制作经验是公司介入“内容”业务的内在逻辑。从长期看，作为新兴经济体，中国人均收入增速在中长期仍将维持较高水平，以互联网和电影银幕为代表的影视媒体渠道持续扩张，不断在潜在用户群体中渗透，二者共同驱动国内影视需求稳定增长。当前，国内影视市场呈现整体供过于求、但优质内容稀缺的结构性失衡，故而前期过热的影视市场短期回调对公司业务产生影响有限，“内容为王”的行业本质决定着公司“精品、原创、正能量”的影视制作业务长期向好，公司或将在 2-3 年内步入影视行业一线阵营。
- **华视网聚已迅速成长为数字版权运营领域的绝对龙头：**公司版权运营业务以旗下全资子公司华视网聚为经营实体，版权运营可通过多渠道多轮分销实现影视内容价值最大化是其存在和发展的内在商业逻辑。华视网聚版权运营业务的主要特色在于，根据差异化需求对所采购数字版权资源进行重新整合和运营推广后再分销给下游媒体。一方面，近几年版权保护力度的不断加强、新媒体对影视版权需求的短期集中释放，促使数字版权运营市场快速发展，并形成以华视网聚、盛世骄阳、佳韵社、五岸传播等为主要参与者的寡头竞争结构，且由于影视版权价格近年大幅上涨，后来者难以进入市场；另一方面，较早布局影视版权业务的先动优势和公司参股以来的大力支持帮助华视网聚迅速成长为数字版权运营市场的绝对龙头。业绩方面，华视网聚 2016H1 销售净利率高达近 50%，不仅将大概率完成今明两年业绩承诺，且 2015 年 7.95 亿元的营收和 2.68 亿元的净利润规模超过其余几家主要竞争对手之和。
- **“华视专区”模式助华视网聚打通 C 端业务：**尽管华视网聚致力于开展 B2B 影视内容版权贸易，并未直接介入 C 端业务，但其与视频网站、OTT TV 牌照方、智能终端厂商等合作建立了标注华视 Logo 的影视专区，以“保底+分成”或单纯分成模式分享用户付费点播收入。首先，该模式使华视网聚品牌直接触及 C 端用户，建立 C 端用户忠诚度；其次，该模式以近乎于零的边际成本迅速占领市场，扩大合作关系和收入规模。实质上，该模式使得华视网聚能够以合作媒体作为渠道间接的打通 C 端业务，贯穿数字版权运营的 B2B2C 全产业链。更进一步的，以集团整体产业链看，公司实际上已借此对“音视频技术+影视制作+版权运营+C 端影视专区”的数字文化传媒全产业链实现覆盖。
- **公司有望以版权运营业务为突破口塑造产业链格局：**对比美国电影行业市场结构、演化历史以及中国电影行业格局的当前趋势，以“内容制作—数字版权运营—下游媒体”为产业链主要环节的数字文化传媒产业或将迎来整合，趋向上、下游一体化。基于华视网聚版权运营业务的地位类似电影产业链中发行子行业并同样呈现高市场集中度特征，公司有望以版权运营业务作为突破口对格局尚未确定的数字文化传媒产业进行整合，并最终实现打造数字文化传媒巨头的战略目标。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2016-2018 年公司净利润分别为 10.33 亿、15.79 亿和 22.62 亿，对应 EPS 分别为 0.40 元、0.62 元、0.88 元，对应 11 月 29 日收盘价的 PE 分别约为 27、17.7、12.3 倍。考虑到公司具有卓越的投资能力，各项业务当前平稳发展且具有良好的发展前景，故而继续维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**音视频技术解决方案市场增速放缓，竞争加剧；影视内容市场近期过热，短期或有所回调；业务整合及并购整合风险。

# 正文目录

<b>一、卓越的投资能力助公司在高速增长中实现转型</b> .....	6
1.1 公司通过持续的投资并购快速切入“内容”业务领域 .....	6
1.2 卓越的投资能力是快速增长和成功转型的关键 .....	8
<b>二、音视频技术业务具有护城河且仍具增长空间</b> .....	10
2.1 音视频技术业务的高壁垒和行业特征为公司构筑护城河 .....	10
2.2 有线网络的进一步改造仍将为音视频技术业务提供一定成长空间 .....	12
2.3 三网融合是音视频技术业务增长的巨大推动力 .....	14
2.4 顺应行业发展趋势，布局媒体云与沉浸影音体验技术前沿 .....	17
<b>三、打造精品的理念促使公司影视制作业务长期向好</b> .....	21
3.1 协同作用和影视业务经验是公司介入“内容”业务的内在逻辑 .....	21
3.2 收入增长与媒体渠道扩张促使国内影视需求长期增长 .....	22
3.3 优质作品的稀缺性决定着公司聚焦精品的影视制作业务前景可观 .....	24
<b>四、版权运营业务有望成为公司塑造行业格局的突破口</b> .....	26
4.1 华视网聚数字版权运营业务是公司的新亮点 .....	26
4.2 产业环境与商业逻辑共同推动数字版权运营市场兴起 .....	28
4.3 先动优势与公司支持促使华视网聚迅速成长为绝对的行业龙头 .....	32
4.4 “华视专区”——非 C 端业务，却胜似 C 端业务 .....	34
4.5 公司有望以数字版权业务为突破口塑造产业链格局 .....	36
<b>五、盈利预测与投资建议</b> .....	39
<b>六、风险提示</b> .....	40

## 图表目录

图表 1	目前公司旗下合计拥有 8 家“内容”板块控股/参股公司	6
图表 2	公司“内容”板块投资收益不断增加	7
图表 3	通过并购将“内容”业务营收并入报表	7
图表 4	公司影视制作业务营收已步入二线阵营	7
图表 5	公司“内容”板块业务规模占比迅猛增长	7
图表 6	近两年对业务分类的调整表明公司已基本完成向“技术+内容”的转型	8
图表 7	公司自上市以来不断发起投资并购和相关资产整合活动	8
图表 8	持续的投资并购帮助 Apple 成长为全球市值最高公司	9
图表 9	公司市值自上市初的 37 亿增至近 300 亿	9
图表 10	公司 ROE 水平始终高于 A 股整体	9
图表 11	公司营收增速基本保持在 30%以上	10
图表 12	公司归母净利润始终维持 30%以上增速	10
图表 13	公司的音视频解决方案业务覆盖电视台后期制作和播出各环节	10
图表 14	音视频业务产业链上游供应商竞争充分、下游需求广泛	11
图表 15	国内广播电视后期制作市场呈现寡头竞争格局	12
图表 16	2012 年以来广播电视广告收入及全国公共财政支出增速均大幅下降	12
图表 17	主要对手中仅公司音视频业务呈趋势性增长	13
图表 18	近期公司音视频业务盈利状况显露下滑迹象	13
图表 19	有线网络的数字化整改已接近尾声	13
图表 20	有线网络的双向网改造正处于半途	13
图表 21	有线网络高清化改造迅速推进且空间巨大	14
图表 22	全国固定宽带视频平均下载速度增长迅速	14
图表 23	IPTV 与 OTT TV 用户数量迅猛增长	14
图表 24	PC 端及移动端互联网视频用户规模巨大	14
图表 25	Comcast 通过三网合一向用户提供电视、电话及宽带网络服务	15
图表 26	中国三网融合提出十余年来进展缓慢	15
图表 27	广电系统与电信系统的内外部利益博弈是三网融合推进的主要阻碍	16
图表 28	关于广电系三网融合推进路径的大胆猜想	16
图表 29	全媒体融合将推动广播电视后期制作市场持续增长	17
图表 30	近年中国云计算市场规模高速增长	18
图表 31	公司当前已推出一系列媒体云产品	18
图表 32	公司的媒体云解决方案可支撑电视台“采、编、播、管、存”等各项业务	18
图表 33	媒体云平台建设是一项具有明显技术壁垒的复杂系统工程	19
图表 34	VR/AR 技术正在逐步趋于成熟并有望 5-10 年成为主流技术	20
图表 35	VR/AR 更加符合人类的自然感官体验	20
图表 36	中国 VR 市场规模未来数年维持高速增长	20

图表 37	公司“技术”板块与“内容”板块之间具有显著的协同作用	21
图表 38	美国经验显示娱乐支出随收入增长而爆发	22
图表 39	中国近年文化消费占收入份额基本保持稳定	22
图表 40	中国互联网普及率过半但仍具增长空间	23
图表 41	全国银幕数量 2010 年起呈现爆发式增长	23
图表 42	数字电视用户付费意愿持续提升	23
图表 43	网络视频用户付费意愿急速上升	23
图表 44	居民观影需求自 2014 年下半年爆发放量后迅速回调	23
图表 45	新剧供大于求且电视台播放能力基本饱和	24
图表 46	国产电影上映率持续上升但超三成仍未上映	24
图表 47	豆瓣评分显示国内影视内容整体质量仍然堪忧	24
图表 48	公司旗下影视业务实体投资制作了一系列优质影视作品	25
图表 49	公司 2016 第四季度共有 6 部影视作品将开播或上映	26
图表 50	华视网聚通过版权采购、运营、分销帮助产业链上下游实现价值增值	27
图表 51	华视网聚独具特色的版权价值评估体系对采购版权定价至关重要	27
图表 52	华视网聚以良好的财务表现兑现了 2014 年公司参股以来的业绩承诺	28
图表 53	近年来监管部门对网络盗版活动进行了频繁的整治	28
图表 54	版权保护趋严带动电影版权市场高速增长	29
图表 55	国内电视剧版权交易规模已接近 200 亿	29
图表 56	主流视频网站版权支出急速增长	29
图表 57	网络版权“剧王”售价屡创新高	29
图表 58	国内影视内容数字版权市场呈现寡头竞争态势	30
图表 59	中美电影投资回收渠道存在显著差异	31
图表 60	2014 年美国电影版权后续运营收入远高于中国	31
图表 61	华视网聚影视版权储备数量及质量在与主要竞争对手的比较中脱颖而出	32
图表 62	华视网聚与产业链上下游大量优质企业形成了稳定的合作关系	32
图表 63	电视剧制作行业始终处于高度分散状态	33
图表 64	竞争者进入使电影制作行业集中度迅速下降	33
图表 65	华视网聚的下游媒体客户范围广泛且竞争激烈	34
图表 66	华视网聚已成为数字版权运营领域中当之无愧的领军者	34
图表 67	华视网聚与有线电视、网络视频、OTT TV 等下游媒体合作开展“专区”业务	35
图表 68	“华视专区”通过互利共赢的合作模式间接触及 C 端用户	35
图表 69	公司通过持续的投资和并购实际已打通数字文化传媒全产业链	36
图表 70	美国电影行业形成以六大制作发行巨头、三大院线巨头的寡头结构	37
图表 71	2016 年国内院线巨头相继发起并购活动整合标的院线	37
图表 72	各路势力纷纷介入国内电影产业的链垂直整合进程中	38
图表 73	数字文化传媒产业链可划分“内容制作—数字版权运营—下游媒体”三大环节	39



## 一、卓越的投资能力助公司在高速成长中实现转型

### 1.1 公司通过持续的投资并购快速切入“内容”业务领域

公司是国内音视频技术解决方案的龙头企业，自成立以来始终致力于建立音视频生态圈的跨网跨屏信息技术创新和数字内容增值服务。自 2013 年末起，公司不断通过对外投资和并购向影视内容板块业务进军，先后投资设立、参股或并购了广西影捷、华视网聚、星纪元、瑞吉祥、中视精彩、百年中视、中喜合力及宏禧聚信。其中，2015 年，公司全资收购瑞吉祥和中视精彩，将影视制作业务并入表内；2016 年，公司进一步收购星纪元与华视网聚股权，分别将两者影视制作业务和版权运营业务纳入旗下。

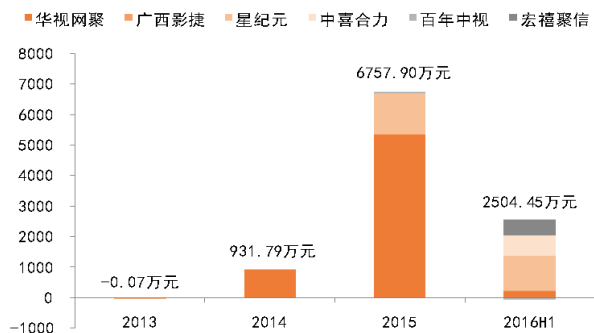
图表1 目前公司旗下合计拥有 8 家“内容”板块控股/参股公司

公司名称	业务性质	关联性质	股权比例	主营业务
华视网聚	版权分销	全资子公司	100%	视频版权数字分销及运营
瑞吉祥	影视传媒	全资子公司	100%	音视频内容制作和发行
中视精彩	影视传媒	全资子公司	100%	音视频内容制作和发行
星纪元	影视传媒	控股子公司	90%	影视内容策划、制作和发行
广西影捷	影视传媒	联营企业	49%	策划、代理、制作、发行影视内容
中喜合力	文化传媒	联营企业	30%	电视栏目制作
宏禧聚信	文化传媒	联营企业	30%	品牌内容整合营销与媒体投放
百年中视	影视传媒	合营企业	50%	影视投资、制作和运营

资料来源：公司公告、平安证券研究所

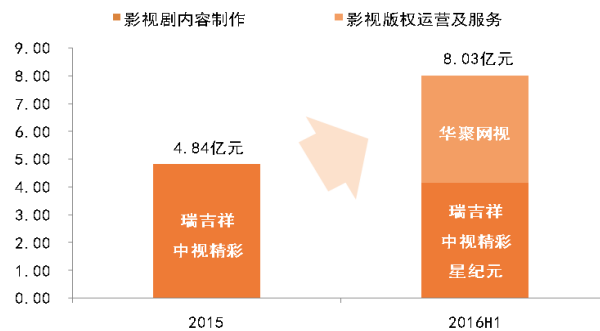
伴随着不断的投资和并购，公司“内容”板块相关的投资收益和营收均实现了高速增长。公司投资设立及参股“内容”相关联合/合营公司的投资收益迅速增至 2015 年的 6700 余万元，且在 2016 年并表星纪元及华视网聚后，仍达到 2500 余万元；自 2015 年将影视制作业务纳入公司报表，当年影视制作业务营收便达到 4.84 亿元，在 2016 年进一步收购星纪元和华视网聚后，上半年“内容”板块营收已达到 8.03 亿元。

图表2 公司“内容”板块投资收益不断增加



资料来源：公司公告、平安证券研究所

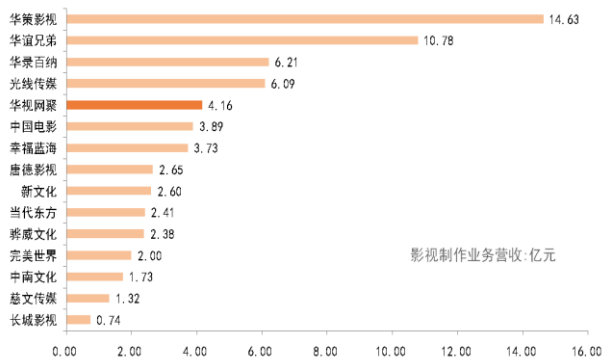
图表3 通过并购将“内容”业务营收并入报表



资料来源：WIND、平安证券研究所

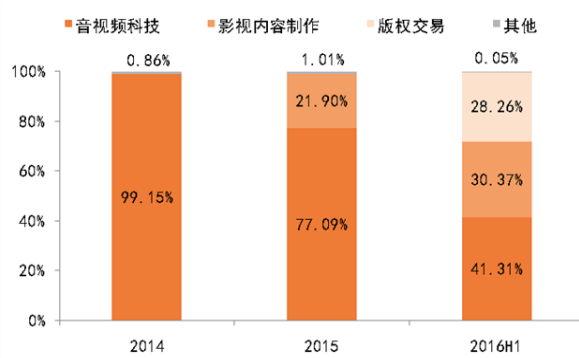
随着公司对“内容”板块业务的投资并购的快速推进，相应收入已于2016年上半年达到公司总营收的近六成，影视制作业务和版权运营业务分别占据约三成的营收份额，与音视频技术业务并驾齐驱，共同构成公司的三大主业。更值得关注的是，通过与当前A股传媒板块上市公司进行横向比较，2016年上半年公司影视制作业务规模已进居二线，影视制作营收体量与中国电影、幸福蓝海等相当，仅次于华策影视、华谊影视等一线影视公司。预计公司将进一步扩大影视制作业务规模，并存在进一步并购1-2家相关公司的可能性。

图表4 公司影视制作业务营收已步入二线阵营



资料来源：WIND、平安证券研究所

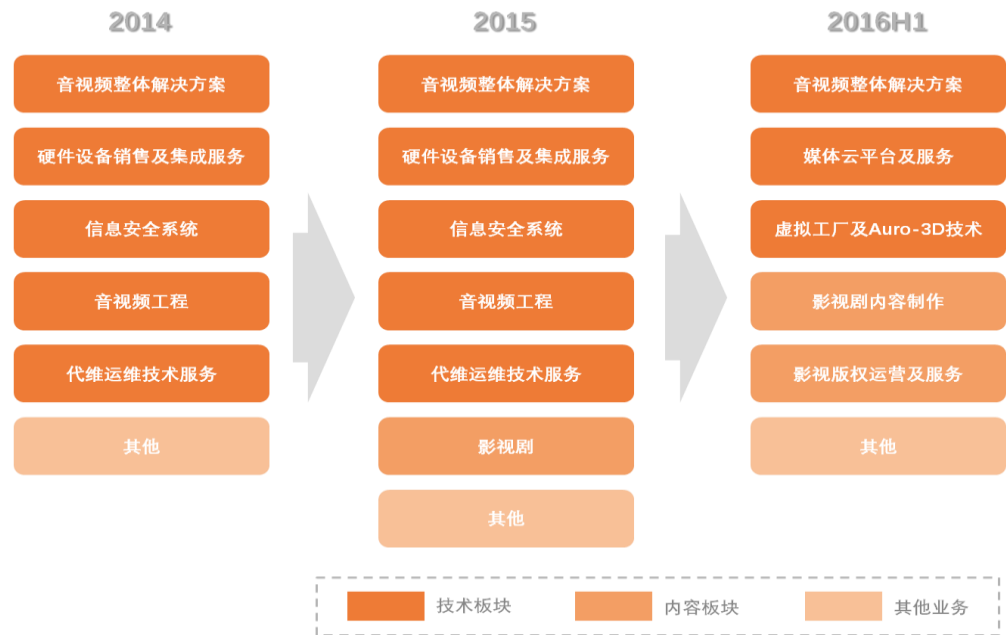
图表5 公司“内容”板块业务规模占比迅猛增长



资料来源：WIND、平安证券研究所

立足于音视频技术，公司以“内容与技术双轮驱动，做具有国际创新技术的数字文化传媒巨头”作为指导战略。随着“内容”板块业务的不断扩张和布局的基本完成，公司已成功转型为具备音视频生态圈跨网跨屏全价值链服务和运营能力的数字文化传媒集团，形成“技术+内容”双轮驱动的主营业务体系。为了更加清晰的反映业务结构的调整，更好的适配公司未来业务发展的方向，公司在近两年来连续调整业务分类，在公布财报中将公司业务重新划分为“音视频整体解决方案、媒体云平台及服务、虚拟工厂及Auro-3D技术、影视剧内容制作、影视版权运营及服务、其他”六大类别。

图表6 近两年对业务分类的调整表明公司已基本完成向“技术+内容”的转型

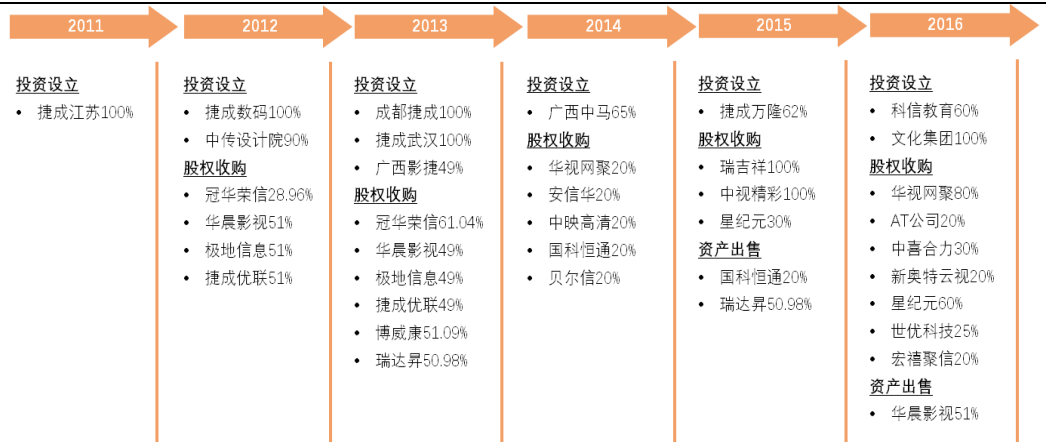


资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 1.2 卓越的投资能力是快速增长和成功转型的关键

自 2011 年上市以来，公司频繁的发起对外投资并购和资产整合活动，在一定程度上可将公司理解为一个通过资本运作整合旗下业务的投融资平台。一方面，通过持续外延扩张，公司在“技术”领域形成了音视频系统、3G/4G 传输、信息安全、云服务为核心的业务体系，并通过内部研发和参股 AURO TECHNOLOGIES NV、世优科技介入沉浸声与 VR/AR 领域，实现了对音视频技术前沿的布局；在“内容”领域，形成由影视制作、版权运营、内容投放营销构成的业务体系，近期还将相关子公司股权划归至新设的捷成世纪文化产业集团有限公司旗下，实现“内容”板块资源的整合。另一方面，公司具备根据战略焦点及时调整业务方向的能力——如在 2014 年，公司介入智慧城市、舞台 LED 等业务，但 2015 年起因聚焦“技术+内容”战略便果断开始剥离部分业务。

图表7 公司自上市以来不断发起投资并购和相关资产整合活动

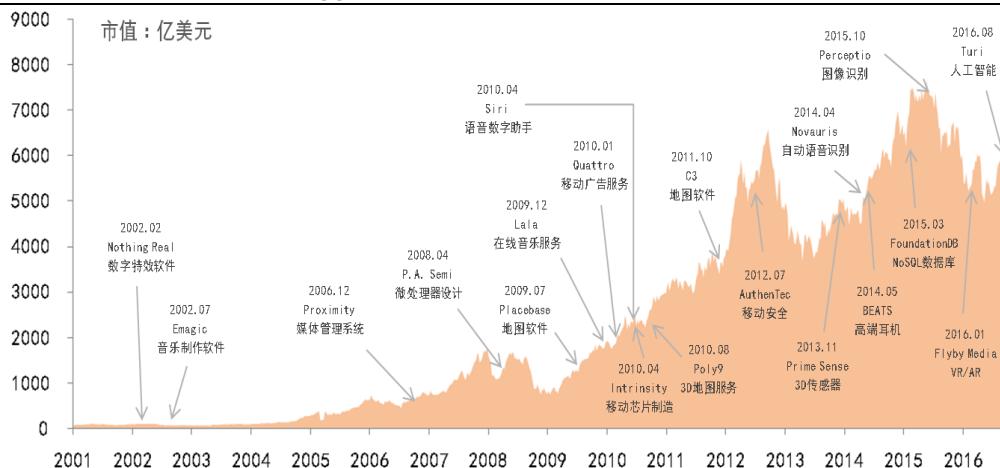


资料来源：公司公告、平安证券研究所



在企业成长的过程中，仅凭内生性增长难以支撑企业成长为行业巨头。当企业成长到一定规模，行业趋于成熟，持续变迁的竞争环境要求企业必须不断调整活动的范围、内容和结构，而投资和并购活动是企业迅速实现此类调整、胜过竞争对手的最为有效手段，是成长为行业巨头的的一个必要过程。通过外延式投资并购，企业可以获得成长所需的一系列必备要素，包括：获得关键的技术、人员、渠道或资质；进入或整合产业链上下游，提高运作效率；横向扩张实现规模经济，提高议价能力；进入新市场，拓展业务范围，实现适度多元化；通过并购竞争对手减少竞争压力等。例如，除了自身卓越的战略眼光、技术研发和产品设计能力以外，Apple 出众的投资能力和所实施的一系列重要的投资并购是其成长为全球市值最大公司的最为重要的推动力之一。

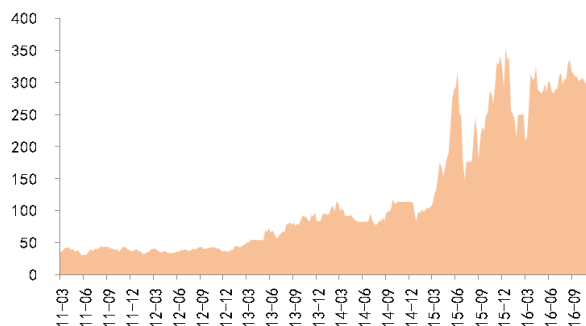
图表8 持续的投资并购帮助 Apple 成长为全球市值最高公司



资料来源：WIND、互联网公开资料、平安证券研究所

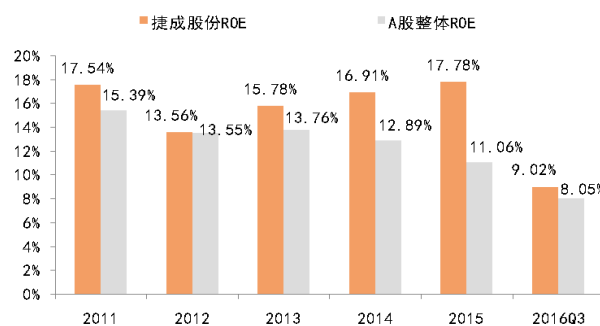
与 Apple 发展的历程类似，持续的投资和并购不仅帮助公司构建起完整的技术和业务体系，助公司成功的实现向“技术+内容”双轮驱动的数字文化传媒集团企业的转型，而且促使公司市值自上市初始的 37 亿元增至近 300 亿元，五年左右的时间实现了约 8 倍的增长，这在 2013 年起加大对外投资并购力度后尤其明显。受益于出众的投资能力，公司的资本收益水平在高速增长过程中并未下降，ROE 指标基本维持在 15%以上，始终显著的高于 A 股整体收益率水平。事实上，公司 ROE 水平自 2013 年起持续提高，自 2012 年的 13.56%增至 2015 年的 17.78%，与 A 股整体不断下降的 ROE 水平形成鲜明对比。

图表9 公司市值自上市初的 37 亿增至近 300 亿



资料来源：WIND、平安证券研究所

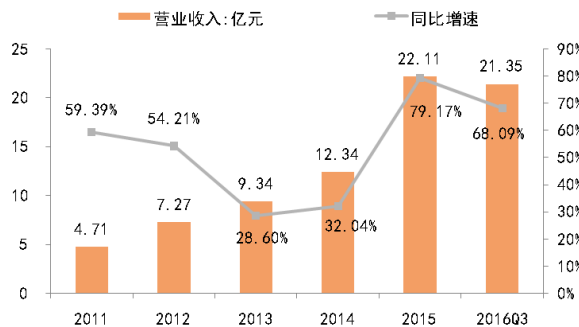
图表10 公司 ROE 水平始终高于 A 股整体



资料来源：WIND、平安证券研究所

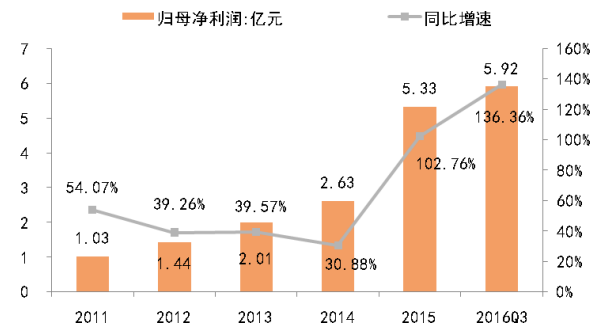
受业务内生增长和外延扩张共同驱动，公司营收及归母净利润增速始终维持在高水平。其中，公司营收自 2011 年起基本保持在 30% 以上增速，近年来由于“内容”板块业务发起的重大并购，2015 及 2016Q3 同比增速更是达到了 79.17%、68.09%；相应的，公司归母净利润自上市以来始终保持在 30% 以上，且由于影视制作与版权运营业务毛利率水平高于传统音视频技术业务，2015 及 2016Q3 的归母净利润增速达到 102.76%、136.36%，明显高于营收增速。

图表11 公司营收增速基本保持在 30% 以上



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表12 公司归母净利润始终维持 30% 以上增速



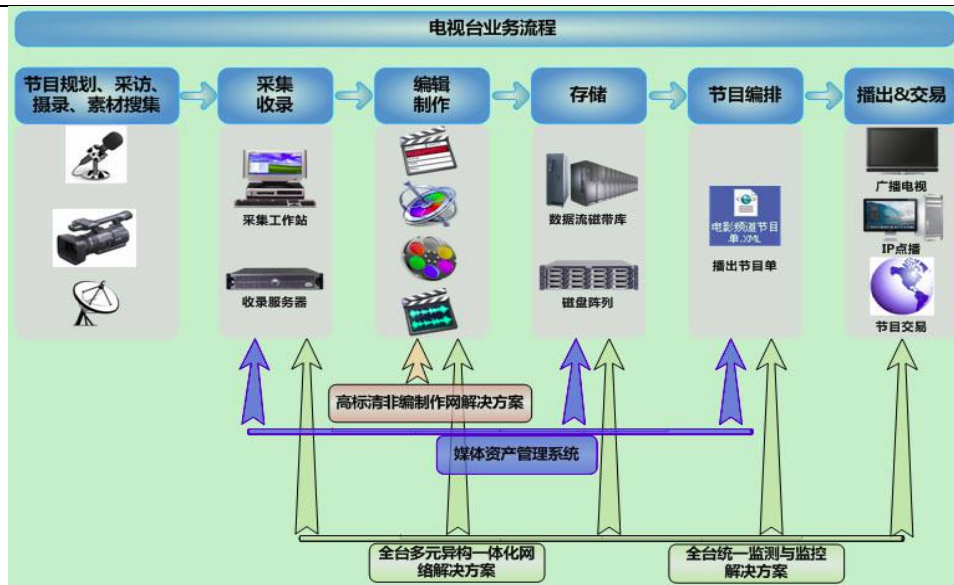
资料来源：WIND、平安证券研究所

## 二、音视频技术业务具有护城河且仍具增长空间

### 2.1 音视频技术业务的高壁垒和行业特征为公司构筑护城河

公司传统的音视频技术业务以全台网解决方案、媒资管理系统、高标清非编解决方案、全台统一监测与监控解决方案为主，从广电业务流程来看，公司音视频技术业务覆盖了包括采集收录、编辑制作、存储、节目编排、播出交易等在内的整个后期制作和播出环节。得益于全面的服务能力，公司的“一站式”整体解决方案具有显著的竞争优势，深受 CCTV 等广电系客户青睐。

图表13 公司的音视频解决方案业务覆盖电视台后期制作和播出各环节

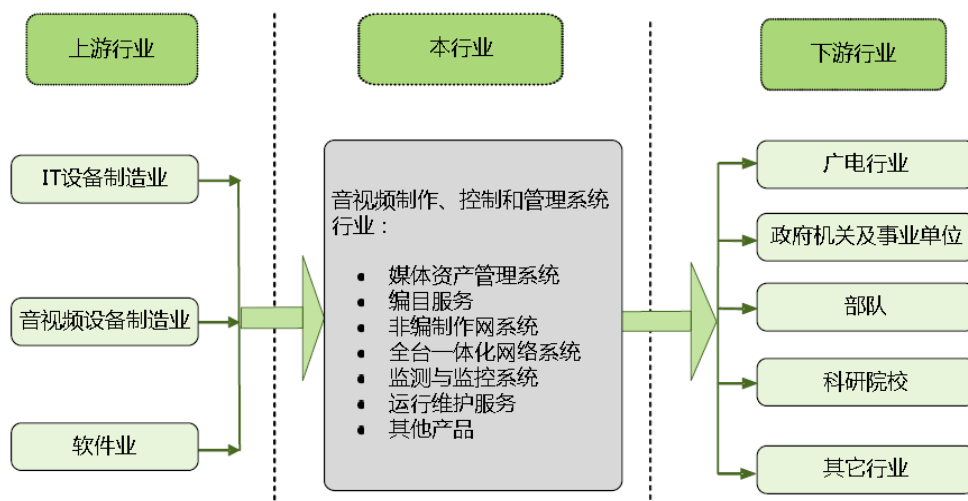


资料来源：公司公告、平安证券研究所

音视频技术业务特性决定了其具有高壁垒，这为公司技术业务构筑了护城河。首先，公司音视频技术业务具有一定技术壁垒，不仅需要对广电行业形成深入理解，还需具备先进的技术服务能力，对于非编制作业务尤其是如此，一般企业难以介入。其次，公司主要客户群体为广电、政府、部队等，此类客户需要高质、安全、可靠的服务，要求服务商具备良好的信誉和丰富的经验，一般需要具有过往业绩支撑方能获得客户的信任和青睐，新竞争者难以进入。

以产业链的角度看，音视频解决方案的行业特性也决定着此类业务占据着优势地位。公司音视频技术业务的上游供应商主要是软硬件厂商，主要为 IT 设备制造、音视频设备制造和软件企业，包括 IBM、DELL、CISCO、Apple、华为、索尼、松下、Microsoft、Oracle 等等。其中，硬件设备制造业的发展时间长，竞争较为充分，随着技术的进一步成熟，设备价格长期呈下降趋势；所采用软件则主要由几家国际大型软件开发商提供，尽管品牌相对集中，但供应充足，价格亦呈下降趋势。总体上，公司上游行业属于竞争充分的市场，没有区域性、季节性限制，有利于公司业务的开展。下游行业方面，公司客户范围广泛，主要集中在广电行业、部队、互联网科技公司、科研院校、政府机关和事业单位，对音视频需求广泛且较为稳定，给予了公司足够的话语权。自上市以来，公司便已与上下游行业已建立了长期、稳定的合作关系，并在产业链中占据优势地位。

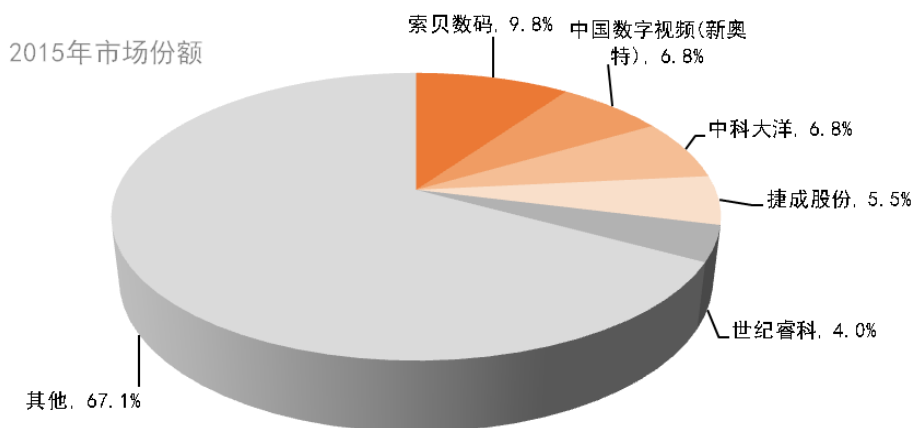
图表14 音视频业务产业链上游供应商竞争充分、下游需求广泛



资料来源：公司公告、平安证券研究所

由于技术特性与产业链结构决定了音视频技术业务具有明显的行业壁垒，该市场呈现寡头竞争的格局。仅以 2015 年末包括公司全台网及监测与监控系统的广播电视后期制作市场为例，国内该市场的主要竞争对手包括索贝数码、新奥特（以中国数字视频为实体在香港上市）、中科大洋、捷成股份与世纪睿科，上述市占率最高的前五家公司合计达到 32.9%。如计入门槛更高的全台网及监测与监控系统等业务，则包括公司在内的上述几家的市占率之和更高，且因公司近年来业务发展态势优于竞争对手，占有更大的市场份额。综上，公司音视频技术业务仍具有明显的护城河，公司在行业中的优势也使得该项业务具备了一定安全边际，故而自上市以来，公司音视频技术业务始终保持盈利，未曾发生亏损。

图表15 国内广播电视后期制作市场呈现寡头竞争格局



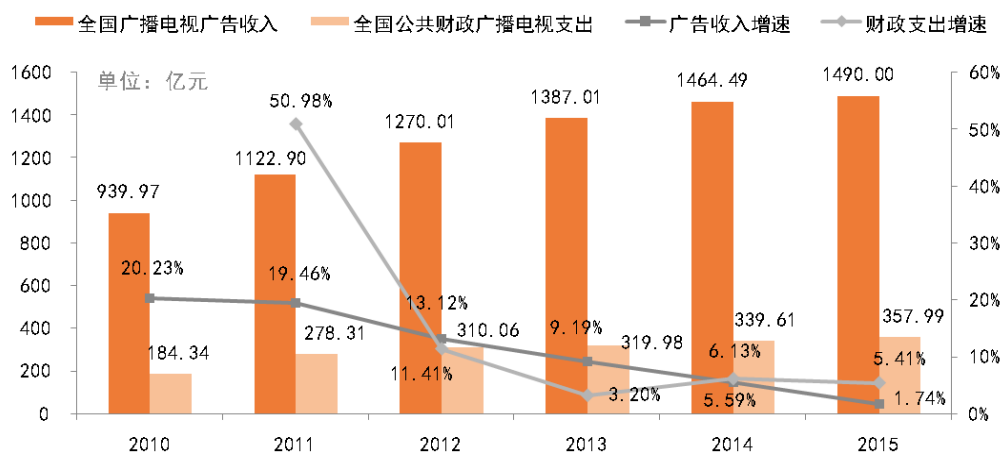
资料来源：Frost & Sullivan、平安证券研究所

## 2.2 有线网络的进一步改造仍将为音视频技术业务提供一定成长空间

对于音视频技术业务，广电行业客户始终是公司最为重要的客户群体。在2014年之前，广电行业营收在公司总营收中占据着绝对优势，尽管2015年因公司并入影视制作业务以及广电行业外企业客户增加使得广电行业客户营收份额下降，但仍是公司音视频技术业务的主要驱动力。

以需求端来看，近年来广电行业景气度有所下降。一方面，在线视频等新媒体的崛起对传统广电形成了剧烈的冲击，广播电视广告收入增速在2012年后显著放缓，2015年已几近停滞；另一方面，全国公共财政中的广播电视支出增速也自2012年起大幅下滑。由于广电系统的音视频系统建设和改造支出主要来自上述两者，加之受到始于2014年广电系统反腐影响，央视及省级卫视多名高级职员遭到调查或拘留间接对行业需求形成负面影响，近年音视频技术业务需求趋于疲弱。

图表16 2012年以来广播电视广告收入及全国公共财政支出增速均大幅下降

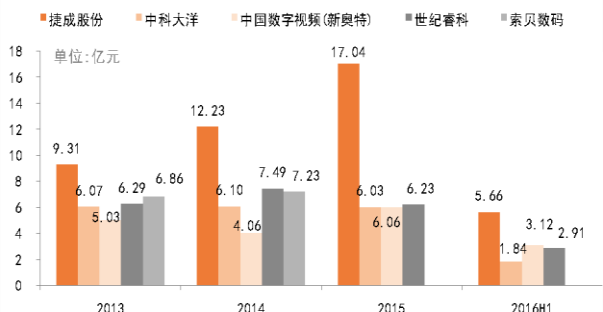


资料来源：广电蓝皮书、WIND、平安证券研究所

上述因素影响反映到市场表现中，可以观察到自2013年以来，公司在音视频技术领域的主要竞争对手中科大洋、新奥特、世纪睿科、索贝数码的营收水平均未呈现显著的趋势性增长，基本呈波动状

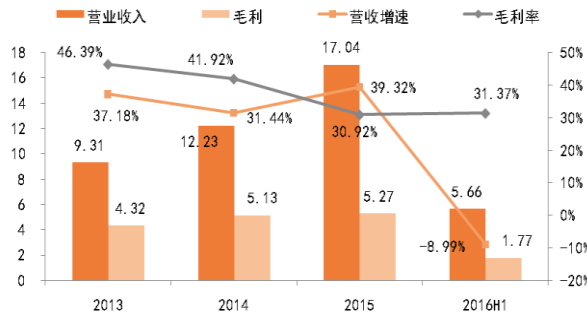
态，仅公司音视频技术业务得益于产品创新和客户群体扩张呈现持续增长。但由于前述原因导致广电行业景气度下降，公司音视频技术业务增速在高速增长后于 2016H1 呈现下滑的迹象——音视频技术业务营收在 2016H1 呈现负增长，毛利率自 2015 年亦由 40% 以上的水平跌至 30% 左右。

图表17 主要对手中仅公司音视频业务呈趋势性增长



资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

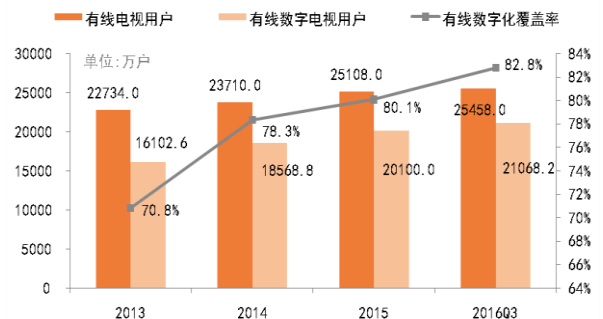
图表18 近期公司音视频业务盈利增速显露下滑迹象



资料来源：公司公告、平安证券研究所

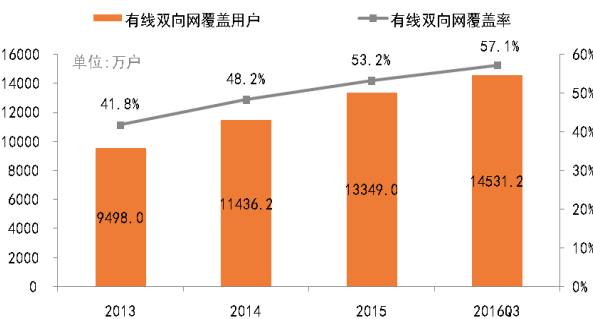
然而，从中长期看，有线网络的进一步改造仍将为音视频技术业务提供一定的增长空间。具体的，截至 2016Q3，全国有线数字电视用户已达到近 2.55 亿，对应有线网络数字化覆盖率为 82.8%，有线数字化进程已接近尾声，后续增长空间十分有限；而以有线双向网覆盖用户数量来看，今年第三季度仅为 1.45 亿，对应覆盖率为 57.1%，说明有线网络双向化改造正处于半山腰，预计后续双向网的进一步渗透将为相关音视频技术业务提供一定增长空间。

图表19 有线网络的数字化整改已接近尾声



资料来源：格兰研究、平安证券研究所

图表20 有线网络的双向网改造正处于半途

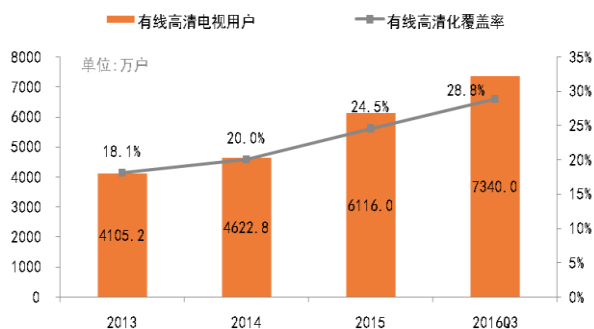


资料来源：格兰研究、平安证券研究所

有线网络的高清化改造方面，近年来推进迅速。截至 2016Q3，全国有线高清电视用户数量为 7340 万户，覆盖率为 28.8%，尚未达到三成。有线网络的竞争对手方面，在近几年政府的大力推动下，FTTX 的建设促使全国固定网络带宽大幅提高。截至 2016Q2，全国固定宽带视频平均下载速度已达到 8.13Mbit/s，相比 2013 年末 1.81Mbit/s 提高了近 3.5 倍，故而以当前的平均带宽来看，如采用压缩比最高的 H.264 编码，已足以支撑 720p 的 HDTV 视频，并可以勉强支撑 1080p 的 Full HDTV 视频。但广电有线网络的同轴电缆可达到 10-30Mbit/s 以上的下载速率，可轻松支持高清视频的播放。这也就是说，在高清电视/视频的技术层面上，广电网络较电信宽带仍具有一定的优势，只要广电系推广力度和策略得当，仍能在高清电视/视频的竞争中取得一定的优势。加之当前有线高清化覆盖尚有至少 40% 的潜在增长空间（保守假定有线高清化覆盖率达到 70% 饱和），尽管存在不确定性，但高清化需求仍为公司相关音视频技术业务增长提供了相当宽阔的潜在空间。

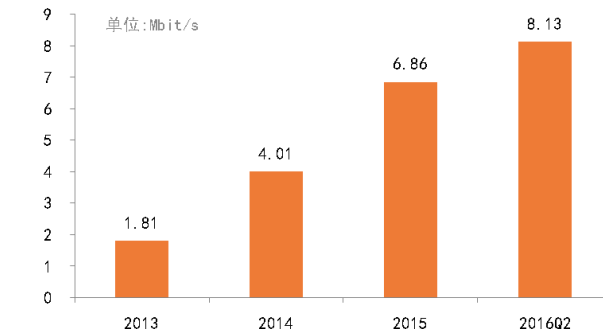


图表21 有线网络高清化改造迅速推进且空间巨大



资料来源：格兰研究、平安证券研究所

图表22 全国固定宽带视频平均下载速度增长迅速

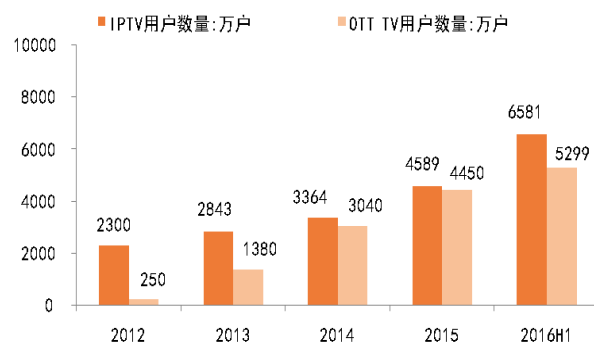


资料来源：中国宽带速率状况报告、平安证券研究所

### 2.3 三网融合是音视频技术业务增长的巨大推动力

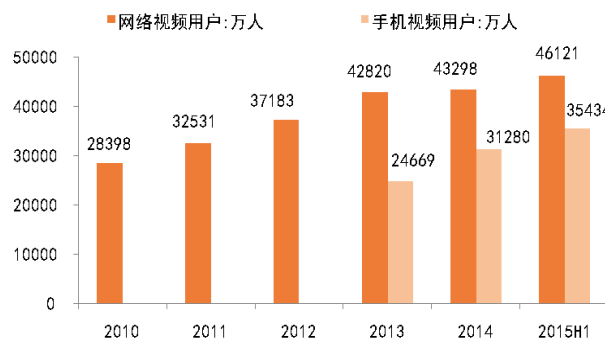
近年来，新媒体发展迅速，当前已形成巨大的用户规模。截至 2016H1，全国 IPTV 用户已增至 6581 万户，OTT TV 用户达到 5299 万户，相比 2012 年均发生了呈倍的增长。网络视频方面，2015H1 数据显示，全国网络视频用户已达到 4.6 亿，其中手机视频用户达到 3.5 亿人，占网络视频总用户的 76.8%。给定如此巨大的潜在用户规模，如三网融合能够顺利推进，传统广电媒体与新媒体实现融合，广电系或将焕发新的活力，如大胆一点想象，未来甚至可转型为中国的 Comcast，成为与移动、电信、联通相抗衡的第四大电信运营商。

图表23 IPTV 与 OTT TV 用户数量迅猛增长



资料来源：工信部，格兰研究、平安证券研究所

图表24 PC 端及移动端互联网视频用户规模巨大



资料来源：易观智库、平安证券研究所

Comcast 总部位于美国宾夕法尼亚州的费城，是一家全球性的大众传媒集团企业，是美国最大的有线电视公司和家庭互联网服务商、第二大付费电视服务商以及第三大的家用电话服务公司，其服务遍布于美国 40 余个州及地区。Comcast 创立于 1963 年，并于 1972 年在 Nasdaq 上市，初始主要提供区域性的有线电视服务。上世纪 80 年代以来，Comcast 通过持续的并购迅速向全国扩张，经营范围也从有线电视拓展至互联网服务、电话服务、体育竞技、动画制作等多元化领域。如今，Comcast 已实现了三网合一，为客户提供电视、电话及宽带网络服务。如对照 Comcast，若三网融合在广电系统内顺利推进，广电系有望基于现有技术和业务，在远期重整、组建为覆盖有线网、电信网及互联网的全国性网络运营公司。

图表25 Comcast 通过三网合一向用户提供电视、电话及宽带网络服务



资料来源：格兰研究、平安证券研究所

然而，回到中国三网融合问题，从其推进的历史来看，可谓一波多折。自 1998 年三网融合问题提及至今已有近 18 年，自初始遭到反对到写入十一五规划，始终缺少实质性进展，直至 2010 年国务院推动试点城市后，方在试点区域得到了落实。随着 2014 年定位于整合全国有线电视网络的中国广电成立及 2015 年《三网融合推广方案》的推出，三网融合呈现加速迹象，近期工信部向中国广电颁发“基础电信业务经营许可证”可能预示着近期会有实质性进展。

图表26 中国三网融合提出十余年来进展缓慢



资料来源：政策文件、平安证券研究所

之所以三网融合推进艰难，原因主要在于广电系统与电信系统之间存在的利益博弈，而并非技术问题。此外，广电系统内各省市之间长期存在的网络割据问题是广电系自身实现三网融合的一个关键

的内部阻碍。由于难以形成合力，分散的网络难以与经营统一的全国性网络的三大电信运营商进行平等的竞争。

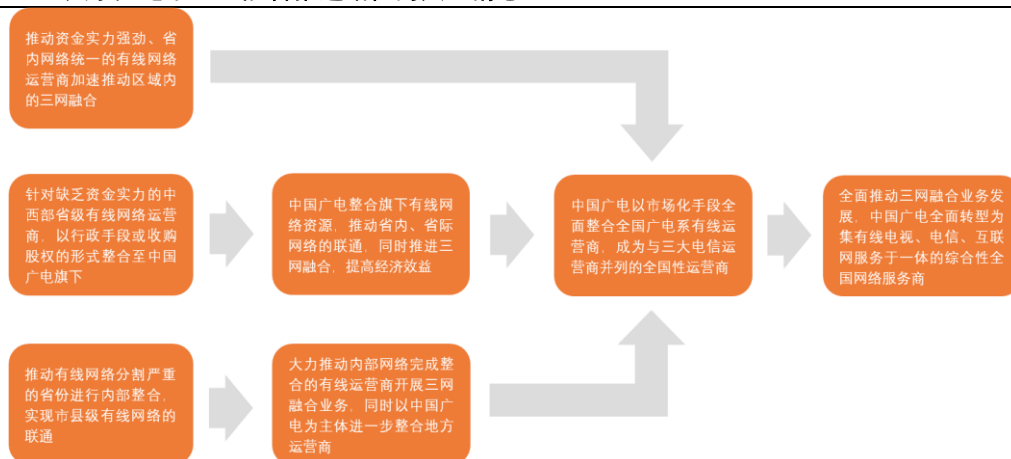
**图表27 广电系统与电信系统的内外部利益博弈是三网融合推进的主要阻碍**

比较维度	广电系统	电信系统
主管部门	广电总局	工信部
外部博弈	以内容播控权限制电信系统对广电业务的渗透	借骨干网络接入限制广电系统发展电信和互联网业务
内部博弈	各省之间网络割据，部分省内网络之间亦分割严重，难以形成合力	三大运营商各自经营一张全国性网络，不存在区域分割
优势	垄断内容领域，网络下行速率具有技术优势	电信和宽带网络形成垄断，市场化运营能力强，资金充裕
劣势	行政色彩浓重，体制僵化，网络和服务差，资金不足	缺少内容播控权力，当前部分区域网络带宽仍难以支持高清业务

资料来源：格兰研究、平安证券研究所

我们认为，尽管广电系掌控内容播控平台给予其巨大的优势，但由于广电系企业普遍存在行政色彩浓重、服务意识差、资金不足等问题，如放开三网融合市场，短期难以在市场竞争中与三大运营商抗衡，因此在部门利益博弈依然存在的情形下，在未来数年中三网融合仍仅能缓慢的推进。而且，与 Comcast 通过并购实现三网合一与业务扩张的路径不同，中国广电系实现三网融合最大的阻碍在于区域间的网络分割，故而以中国广电为实体对全国有线网络进行逐步整合是更为现实的路径。如政府未给予大量资金或行政力量的大力支持，广电系三网融合也仅能缓慢推进。

**图表28 关于广电系三网融合推进路径的大胆猜想**

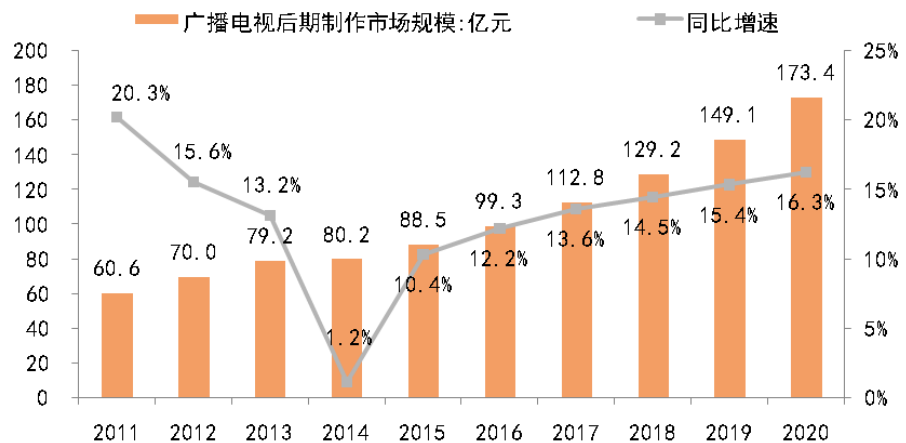


资料来源：平安证券研究所

尽管广电系的三网融合难以迅速推进，但全媒体融合的远景仍将为公司音视频技术业务发展开启新的广阔空间。原因在于，一是广电行业客户仍是公司最大的客户群体，其成功转型和收入增长将直接为公司音视频技术业务带来稳定的需求；二是在技术层面，三网融合推动广电网络扩展为集电信、有线电视、互联网为一体的综合网络，传统媒体与新媒体的融合将产生技术升级需求，同时全媒体融合所衍生的集广播、电讯、社交网络与一体的多元化渠道将扩大客户群体，内容亦随之丰富，带来音视频处理能力扩容需求和技术改进需求。

我们预计，在未来可预测的数年中，三网融合仍将缓慢推进，但相比此前将有所加速并取得更多实质性进展，远期的具体进度仍需进一步观察。但无论路径如何，三网融合终将实现。受全媒体融合驱动，虽然面向广电的音视频技术服务行业难以再现爆发式的增长，但仍将在未来数年保持稳定的增速。根据 Frost & Sullivan 预测，国内广播电视后期制作市场规模将在 2016-2020 年逐步加速，同比增速自 12.2% 逐年增至 16.3%，体量将自 99.3 亿元增至 173.4 亿元。由于全媒体融合将促使广电现有全台网和安全监控系统进行技术革新，预计相关市场规模也将保持增长，但具体增速可能取决于三网融合的推进速度。

图表29 全媒体融合将推动广播电视后期制作市场持续增长



资料来源: Frost & Sullivan、平安证券研究所

公司层面，由于公司与广电客户始终保持着良好的关系，音视频技术始终处于业内领先，加之近年来公司的广电行业外客户业务拓展顺利，预计公司音视频技术业务仍将保持一定增速。且因公司是行业龙头，优势明显，增速将高于行业整体水平。

## 2.4 顺应行业发展趋势，布局媒体云与沉浸影音体验技术前沿

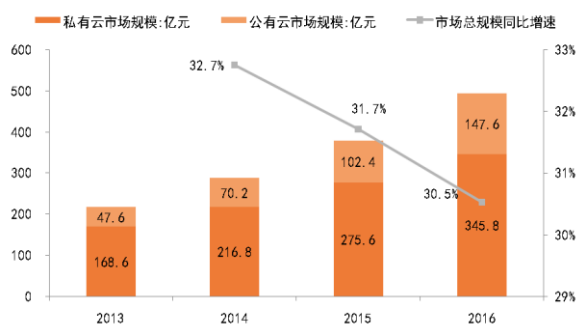
随着技术的持续进步，影视制作方、媒体、用户等对音视频技术的需求也越来越高。针对此趋势，公司近年加强了对媒体云技术、VR/AR 和沉浸声技术的投入和推广力度，通过内部研发和对外投资等方式布局技术前沿，并已在经济效益方面有所斩获。

随着互联网技术应用使得数据量爆发式的增长以及分布式计算技术的不断成熟，正如公路、电网、供水等设施对于传统经济的基础性支持作用，云计算正在逐步成为互联网的新型基础设施，并正处于高速增长阶段。对于公司音视频技术业务，在全媒体融合的大背景下，“一云多屏”已成为趋势。相比传统的电视传播，全媒体融合要求电视、电脑、手机、PAD 等终端之间实现交互联动，大量用户随时随地的、访问多种不同内容的需求对传统广电音视频系统的制作、存储、管理、播放能力均提出了更高的要求。由于基于分布式计算的云技术具有强大的动态延展性、灵活性和开放性，可低

成本的支撑全媒体环境下对广电音视频系统的技术要求，故而我们认为云计算将是下一阶段广电音视频系统的一个重要发展方向。

从行业角度来看，以阿里云、腾讯云、乐视云、百度云、金山云等为代表的互联网企业已介入了网络视听相关的云业务；在广电音视频系统领域，公司的主要竞争对手也已相继介入云平台业务。其中，索贝数码与华为合作推出了国内首个混合全媒体云，与阿里共同构建提供 SaaS 和 PaaS 服务的媒体云平台；新奥特设立云业务公司新奥特云视，联手阿里云、华通云数据打造全媒体云计算平台“OnAir”，允许电视频道在电脑网站、手机 APP、电视机全终端流畅播放，同时实现大数据的收集整理及运营。事实上，公司于 2014 年便开始了对应用于广电业务云化的云计算技术进行研发，当前已成功推出一系列媒体云产品，成为少数具有云平台建设能力的音视频技术服务商；此外，通过收购细分市场领先企业新奥特云视 20% 股权，公司与其形成战略联盟，进一步加强云业务实力。

图表30 近年中国云计算市场规模高速增长



资料来源：中国信息通信研究院、平安证券研究所

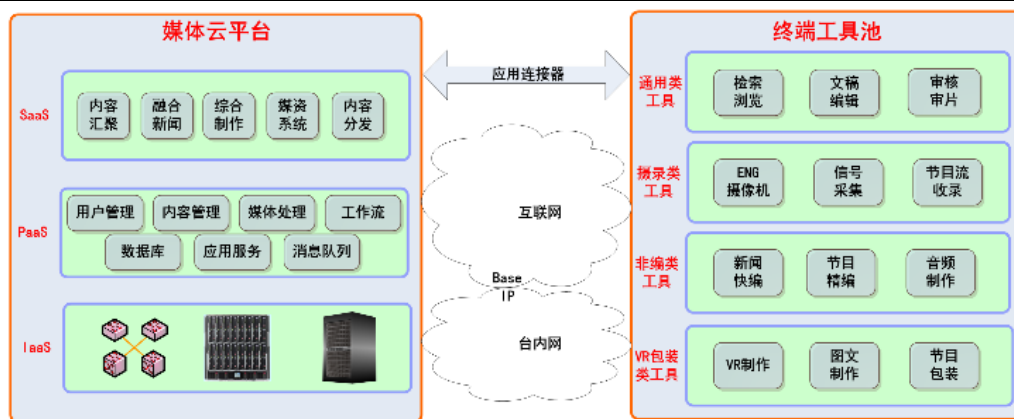
图表31 公司当前已推出一系列媒体云产品



资料来源：公司公告、平安证券研究所

基于在广电客户市场中的绝对优势，我们认为电视台的云化是公司媒体云业务的主要增长点。电视台的云化是指基于云计算构建电视台技术体系，支撑电视台“采、编、播、管、存”等生产和管理业务。与传统电视台相比，云电视台具有弹性服务、广域生产、业务敏捷等特点，可显著提高节目生产效率，减少资源闲置状况。

图表32 公司的媒体云解决方案可支撑电视台“采、编、播、管、存”等各项业务

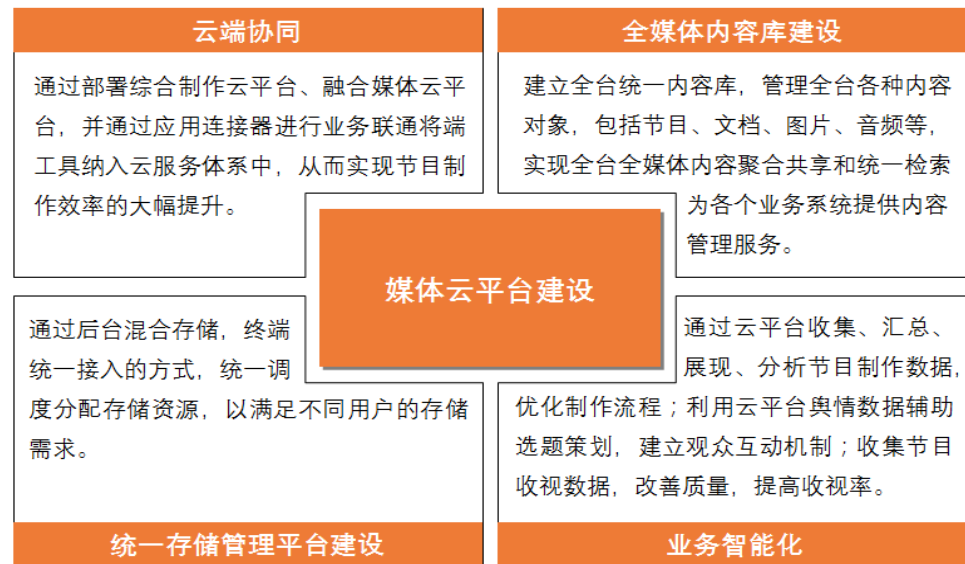


资料来源：公司官网、平安证券研究所

具体的，电视台的云化作为一项复杂的系统工程，需要通过云端协同、全媒体内容库建设、统一存储管理平台建设、业务智能化等几个方面来完成，具有显著的技术壁垒。



图表33 媒体云平台建设是一项具有明显技术壁垒的复杂系统工程



资料来源：公司官网、平安证券研究所

经过不懈的研发，公司现已具备同时为广播电台、电视台、有线网络公司、新闻出版、新媒体等客户提供一站式全媒体云技术解决方案的技术能力。具体业绩方面，截至 2016 三季报发布，公司基于全程云服务的融合媒体平台解决方案曾先后中标并实施了广电总局、CCTV、中央人民广播电台、江苏广电集团、浙江广电集团、上海文化广播影视集团、湖南电视台、吉林电视台、大连电视台、北京广电传媒等多个项目，中标中央电视台的首个综合云制作平台项目及私有云项目等等。基于公司媒体云业务规模仍较小（2016H1 财报披露营收 2587 万元），且全媒体融合背景下电视台运营及影视制作过程云化趋势明显，预计公司媒体云平台业务将在未来数年呈现数倍乃至十余倍的指数增长，将成为公司增量收入的重要来源。

在影音体验相关技术方面，公司正在加大对 VR/AR 以及沉浸声系统的技术研发和市场推广，并以参股形式投资了拥有世界领先的动作捕捉和 VR 技术的世优科技以及全球领先的沉浸声音频技术公司 AURO TECHNOLOGIES NV，分别获得了 25%和 20%的股权。根据 Gartner 今年 7 月发布的 2016 年度新兴技术成熟度曲线，VR 和 AR 技术正分别处于复苏期和幻灭期，预计 5-10 年内将进入成熟期，成为主流技术。

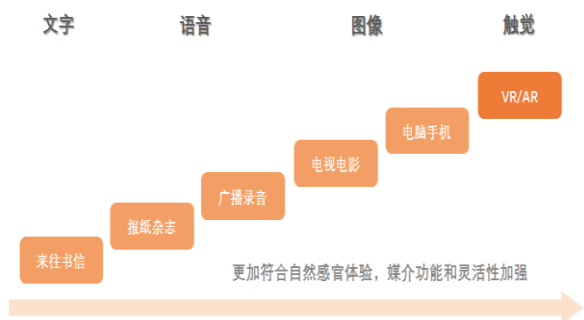
图表34 VR/AR 技术正在逐步趋于成熟并有望 5-10 年成为主流技术



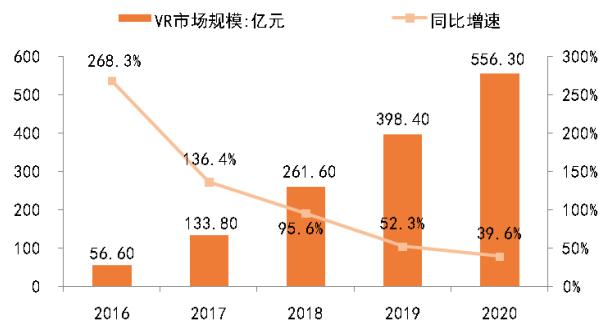
资料来源: Gartner、平安证券研究所

如以 Marshall McLuhan 的媒介理论来看待媒介，则书信、广播、电视、电脑、手机、PAD 等均是人体感官的延伸。在媒介的演化过程中，可以观察到媒介从最初的传递文字信息逐步向传播更加感性的声音、图像发展，所传递信息不仅更加符合人的感官直觉，而且媒介的灵活性不断提高，更加便于使用。对于 VR/AR，或利用计算机生成动态虚拟环境使用户沉浸其中，或将实时的文本、图像、声音等与真实世界的对象相关联，并利用手势识别或手掌识别或触屏来进行反馈，这一方面更加符合人类天然的感官体验，给予用户更加真实、宽广的视野，另一方面操作也更加简单，并能提供更加丰富的潜在功能。以媒介延伸论的角度来看，我们认为 VR/AR 将更加符合人们的感官需求，随着技术成熟有望替代现有大部分媒介成为主流传播工具。而沉浸声系统由于给予人们更加真实的听觉体验，这不仅会受到用户青睐，而且如与 VR/AR 技术相结合将有效加强用户对虚拟环境的整体视听体验。基于上述原因，2015 年中国 VR/AR 市场已呈现爆发式增长，且预计将在未来数年继续维持高速增长态势。同时，我们也看好沉浸声技术的市场前景。

图表35 VR/AR 更加符合人类的自然感官体验



图表36 中国 VR 市场规模未来数年维持高速增长



资料来源：平安证券研究所

资料来源：iiMedia Research、平安证券研究所

2016年，公司的虚拟工厂（VR/AR）和Auro-3D沉浸声技术产品已相继投放市场，已实现产品化。VR/AR方面，公司的“虚拟工厂—AR/VR快速制作系统”获得了BIRTV2016产品奖；公司虚拟工厂产品与世优科技的VR/AR技术引擎相结合，成功获得了CCTV欧洲杯转播虚拟场景服务项目；公司AR产品助力央视网推出五集虚拟短视频《大路说长征》，并应用于CCTV5《豪门盛宴》直播节目；在消费端，公司参股的世优科技开发的儿童教育VR产品神笔优优获得了良好的口碑。

Auro-3D沉浸声方面，公司Auro-3D音频系统与世优科技VR/AR产品结合，已形成三维视频VR搭配三维沉浸音效的解决方案并实现商用；公司参股的AURO TECHNOLOGIES NV宣布与保时捷合作，为新一代Panamera配备全新研发的高端3D环绕声音响系统。

总体上，公司VR/AR业务仍主要以制作端业务为主，但预计后续会逐步加强消费端的产品研发和市场推广力度；公司Auro-3D沉浸声技术易于向智能手机、车载设备等终端推广，相信不久将迅速渗透到潜在终端的应用市场中。基于公司VR/AR和Auro-3D沉浸声业务刚处于起步阶段，2016H1营收仅为320万元，预计后续将实现爆发性增长。

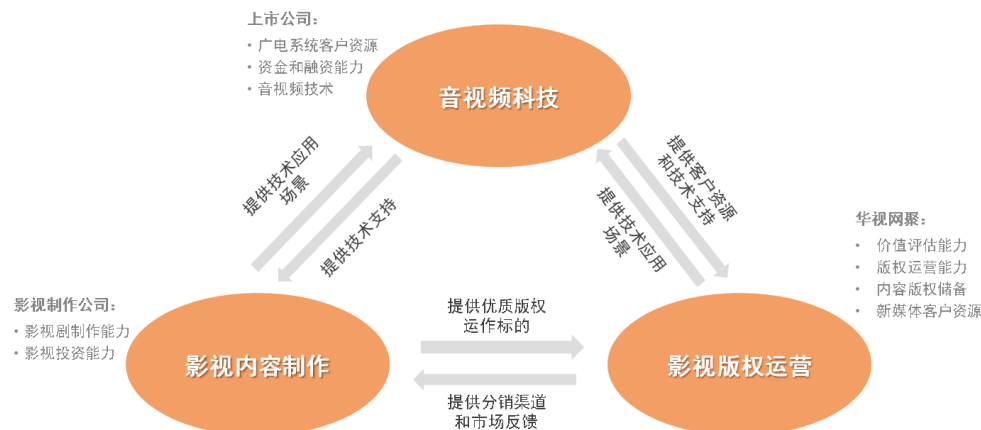
### 三、 打造精品的理念促使公司影视制作业务长期向好

#### 3.1 协同作用和影视业务经验是公司介入“内容”业务的内在逻辑

公司介入“内容”业务有其合理的内在逻辑。经验方面，公司具有开展影视投资制作业务的历史，并有优秀作品出品。在2011年上市之前，公司业务囊括音视频技术和影视投资制作两条线，公司曾投资制作了如《硝烟战火一百年》、《科学家的故事》等优质纪录片和专题片，并参与制作了CCTV电影频道成立之初播放的前八个电视电影，随后因监管部门对拟上市公司“主业突出”的IPO要求而剥离了影视业务。

更为重要的是，公司重新介入“内容”业务是协同作用驱动下产业链的自然延伸。首先，从产业链中，音视频技术是音视频制作和播出的基础性支撑，但影视内容才是最终目标，故而公司基于音视频技术介入影视制作和版权运营，是公司业务沿产业链的延伸和升级。其次，公司“技术”业务与“内容”业务具有显著的协同作用——公司先进的音视频技术有助于低成本的达到良好的影视制作效果，版权运营业务为影视制作业务提供了一个由自身控制的发行渠道，音视频技术业务与影视制作业务又可间接为版权运营业务带来更多的客户。我们认为，由“音视频技术+影视制作+版权运营”所构成的独特商业模式是支撑公司未来发展的最大看点，其协同作用有望促使公司成长为业界巨头。

图表37 公司“技术”板块与“内容”板块之间具有显著的协同作用



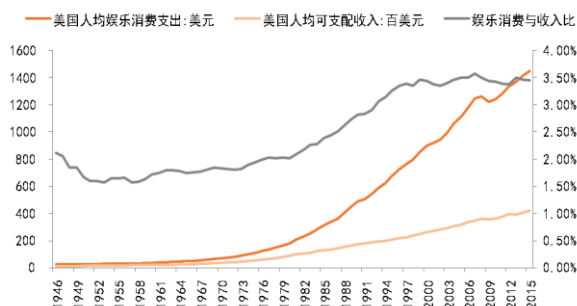
资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 3.2 收入增长与媒体渠道扩张促使国内影视需求长期增长

经验上，影视行业的需求主要由收入增长和媒体渠道扩张所驱动。具体的，当人均收入增长超过一定阈值后，消费者基本衣食需求将得到满足，转而对文化娱乐等精神层次消费产生更多的需求，恩格尔系数趋于下降，文化娱乐支出的比重趋于上升。美国经验显示，娱乐消费支出占可支配收入的份额呈现 Logistic 曲线形态。在 20 世纪 70 年代之前，美国人均娱乐消费支出在可支配收入中的占比基本处于 2% 以下，仅略有提升，娱乐消费需求与可支配收入基本保持同比例变动；到 70 年代初，美国人均收入达到约 5000 美元（人均可支配收入近 4000 美元）时，娱乐消费需求随之爆发，其支出增速超过人均可支配收入，并持续攀升至 90 年代末期达到近 3.5% 后再次趋于稳定。

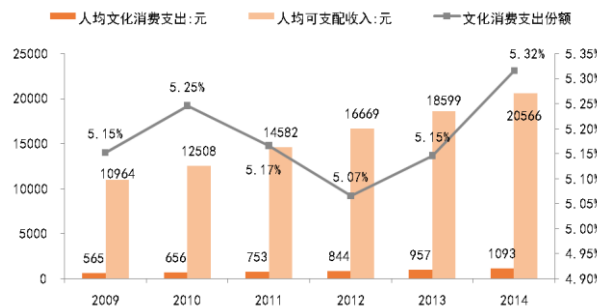
以中国情况来看，人均 GDP 已于 2015 年达到了近 8000 美元（但以可比价格水平衡量，仍远低于美国上世纪 70 年代初的 5000 美元），尽管近年来城乡居民的人均文娱消费支出有显著提升，但与人均可支配收入数额相比，两者比例基本保持在 5.15% 左右，未发生明显的变化，仅 2012 年以来有微小上升。因此，以全国范围来看，我们判断中国的人均收入水平尚未达到文化娱乐的需求爆发点，在未来一段时间内，宽口径的文娱消费仍将可与可支配收入水平保持同比例增长。

图表38 美国经验显示娱乐支出随收入增长而爆发



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表39 中国近年文化消费占收入份额基本保持稳定

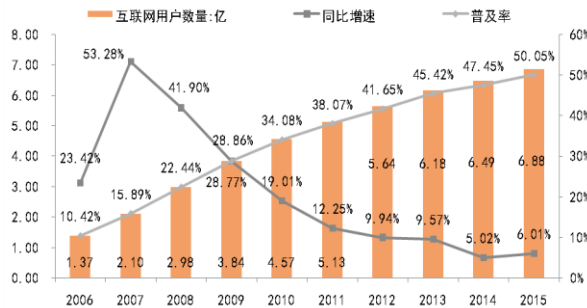


资料来源：文化蓝皮书、WIND、平安证券研究所

媒体渠道扩张能够使影视内容以更加多样化的途径及方式触及更多的消费者，是影视需求的另一驱动力。以全国情况来看，互联网和电影银幕是近年来增长最为快速的重要媒介。其中，互联网用户数量在 2006-2010 年基本保持着 20% 以上的高增速，2011 年后明显放缓但仍未饱和；截至 2015 年，

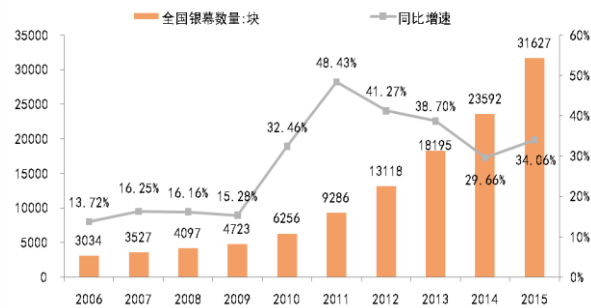
中国互联网用户数量已达到近 7 亿,渗透率已超过 50%,预计后续仍将以 5%-10%的增速稳步提升。另一方面,全国银幕自 2010 年起呈现爆发式增长,其数量自 2009 年的 4723 块迅速增至 2015 年的 31627 块,6 年累计增幅高达 5.7 倍,各年增速基本保持在 30%以上。

图表40 中国互联网普及率过半但仍具增长空间



资料来源: CNNIC、WIND、平安证券研究所

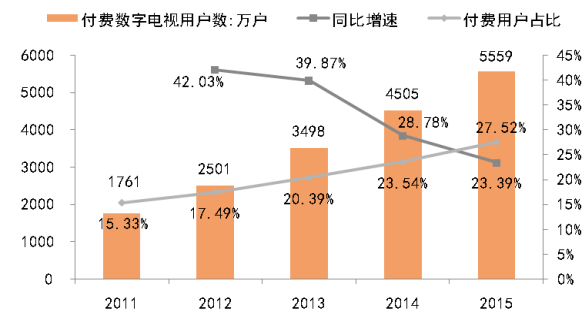
图表41 全国银幕数量 2010 年起呈现爆发式增长



资料来源: 广电蓝皮书、平安证券研究所

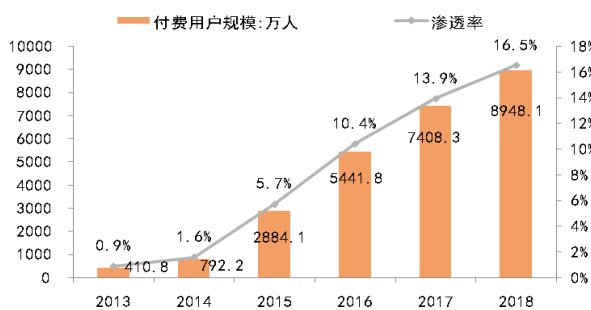
在收入增长和媒体渠道扩张的共同驱动下,国内影视需求在近年得以快速释放。以数字电视和网络视频观察,尽管数字电视用户数量增长空间有限、网络视频用户数量已基本难现高增速,但二者用户的付费意愿却在持续快速提升。其中,数字电视付费用户占比由 2011 年的 15.33%迅速增至 2015 年 27.52%,网络视频付费用户渗透率自 2013 年的仅 0.9%快速增至 2015 年的 5.7%,预计 2018 年网络视频付费用户占比将进一步提升至 16.5%。

图表42 数字电视用户付费意愿持续提升



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表43 网络视频用户付费意愿急速上升

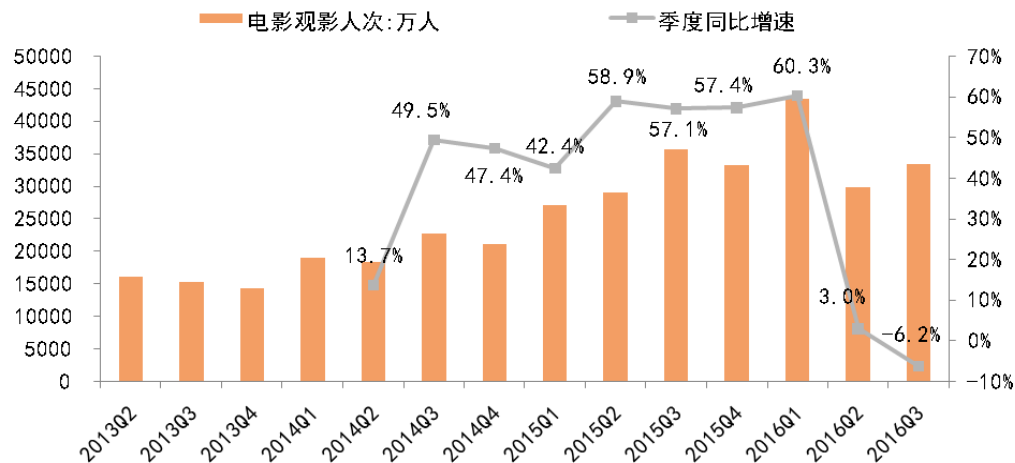


资料来源: 艾瑞咨询、平安证券研究所

电影需求方面,自 2014Q3 起,全国电影观影人次爆发式增长,直至 2016Q1,各季度观影人次同比增幅始终保持在 40%以上。一方面,人均收入增长和电影银幕数量大幅增加是电影需求增长的根本驱动力;另一方面,2014Q3-2016Q1 观影人次的暴增主要得益于由大众点评、猫眼电影等在线售票 App 发起的补贴大战,甚至诱使许多已多年未进入影院的消费者因低票价参与体验,但短期扰动激发的需求集中释放毕竟难以持续,故而 2016Q2 起观影人次大幅回落。然而,对比 2014 与 2016 第二、第三季度的观影人次,补贴大战过后的观影需求仍明显大于 2014 年同期,预示着观影需求仍在持续增长。我们认为,收入增长与媒体渠道扩张才是影视需求增长的根本驱动力,考虑到中国人均收入仍将继续保持中高速增长,互联网对家庭用户的渗透将持续,在相当长的时间内,影视需求仍将随之稳定增长。

图表44 居民观影需求自 2014 年下半年爆发放量后迅速回调



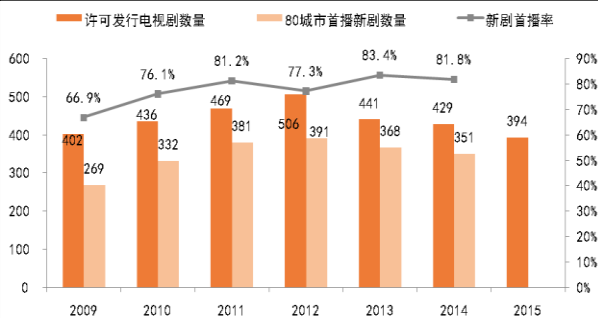


资料来源: WIND、平安证券研究所

### 3.3 优质作品的稀缺性决定着公司聚焦精品的影视制作业务前景可观

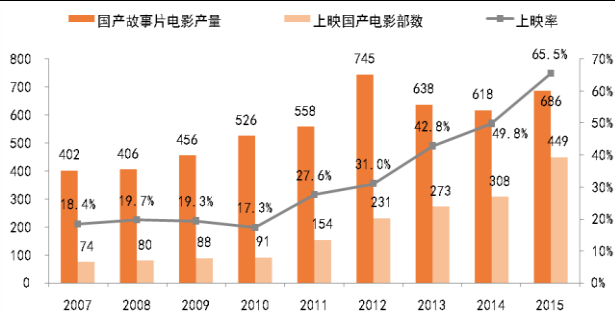
居民收入增长与媒体渠道扩张共同决定着国内影视需求的长期增长前景,但从短期来看,当前国内影视内容市场供给明显大于需求。电视剧方面,全国获得许可发行的电视剧数量自2009年以来基本维持在400部以上,仅2015年下降为394部,显著大于国内电视台的播放能力;若以80城市电视台的首播新剧来看,自2011年起新剧覆盖率便已攀升至超80%,此后基本保持在此水平,表明电视台的新剧播放能力已趋于饱和。电影方面,尽管国产电影上映率自2010年前不到20%已升至2015年的65.5%,但给定600余部的年产量,每年仍有200余部无法上映。

图表45 新剧供大于求且电视台播放能力基本饱和



资料来源: CSM、WIND、平安证券研究所

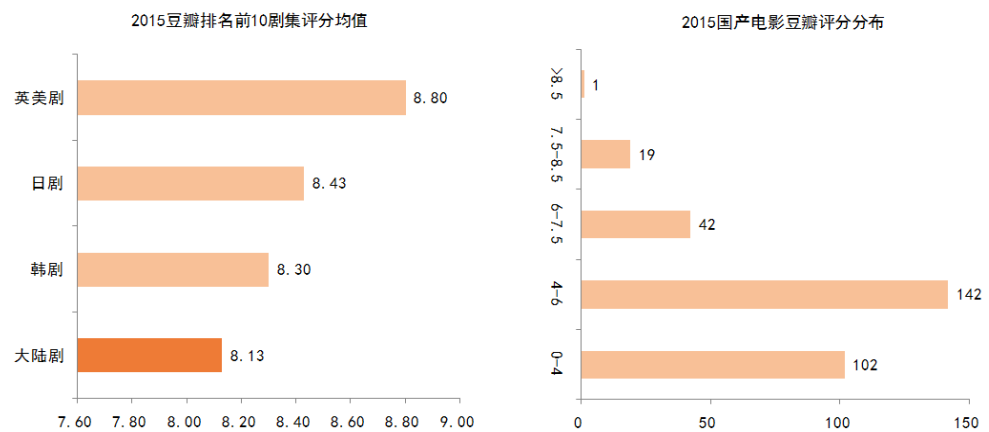
图表46 国产电影上映率持续上升但三成仍未上映



资料来源: CSM、WIND、平安证券研究所

相比数量上供过于求的矛盾,国内影片的更大问题在于——虽然经过多年的大力投入,但影片的质量改善有限,甚至有所下降,优质国产影视内容严重稀缺。以评价标准严格的豆瓣电影评分为例,2015年豆瓣排名前十的大陆电视剧集评分均值为8.13,低于韩剧、日剧和英美剧,排名最后,顶级剧集差距尚且如此,一般剧集则差距更大;电影评分方面,如以豆瓣评分6分作为中等质量作品的分界线,则306个样本中达到中等以上质量的影视数目仅有62部,占比仅为20%,而7.5分以上的作品仅20部,可谓寥寥无几,占比仅6.5%。

图表47 豆瓣评分显示国内影视内容整体质量仍然堪忧



资料来源：豆瓣电影、平安证券研究所

公司秉承“精品、原创、正能量”的理念，以创作优质作品为目标，相比制作量，公司更加关注产出作品的质量。当前，公司影视制作业务囊括电视剧、电影、综艺节目、网络大电影等多种形式，但业务核心主要聚焦在电视剧制作上，电影则以投资为主。由于公司投资制作的作品的主题一般偏向正面，尤其擅长军旅战争题材的投资制作，因此在当前广电总局对内容审查趋严的趋势下，相关的政策风险和审查风险较小。此外，公司影视制作业务的另一大特点是注重成本控制，通常公司在制作或投资一部影视作品前，会搜集市场信息并组织业内专家团队对拟制作或投资作品的市场价值和投资风险进行全面的评估，故而公司影视作品基本均能实现盈利。由于制作精良，公司影视作品通常在 CCTV、省级卫视、各大院线以及爱奇艺、腾讯视频等大型视频网站播出，其收视情况和票房业绩一般均有良好表现。

目前，公司旗下影视制作业务实体有全资子公司瑞吉祥、中视精彩，控股子公司星纪元，联营企业广西影捷、中喜合力，合营企业百年中视。作为公司参股或控股的旗下业务实体，上述公司均以“精品、原创、正能量”的理念开展影视制作业务，形成了相当数量的优质代表影视作品，受到了市场的普遍认可。

图表48 公司旗下影视业务实体投资制作了一系列优质影视作品

公司名称	代表影视作品	承诺净利润（亿元）
广西影捷	《暗战危城》、《芙蓉锦》、《鸳鸯佩》	
百年中视	《猎天狼》、《第一纵队》	
瑞吉祥	《十月围城》、《大汉天子》、《转角遇到爱》、《六扇门》	2014年-2017年： 0.90；1.17；1.52；1.98
中视精彩	《天仙配》、《孔雀东南飞》、《当兵的人》、《愚公移山》	2014年-2017年： 0.66；0.92；1.20；1.60
星纪元	《我的特一营》、《特警力量》、《嫂子嫂子》、《云水怒》	2016年-2018年： 1.40；1.82；2.37

中喜合力 综艺栏目《挑战者联盟》、《勇敢的心》、《妈妈听我说》 2016年-2019年：  
0.95；同比增速不低于 25%

资料来源：公司公告、各公司官网、平安证券研究所

尽管近两年影视市场过热有所回调，市场供大于求、优质内容稀缺的结构性失衡有所加剧，但因公司始终坚持对内容质量的把控，因此行业增速放缓对公司业务影响有限，所投资制作的优质影视作品依然获得了市场青睐。根据公司 2016Q3 季报，年初至三季度末，包括《好想好想爱上你》、《三八线》、《那年青春我们正好》、《六扇门》、《硬骨头》、《女怕嫁错郎》等电视剧作品在 CCTV、北京卫视、东方卫视、辽宁卫视、腾讯视频等热播，电影《所以·和黑粉结婚了》、《陆垚知马俐》、《谎言西西里》、《我们的十年》等在各大院线上线。

截至公司 2016Q3 财报发布，公司第四季度尚有 3 部电视剧、2 部电影计划于年内播出或上映，并已有 1 部综艺节目于 10 月在吉林卫视开播。以上影视作品的发行和播出将为公司第四季度影视制作业务营收规模形成支撑，但对比 2016H1 财报披露的拟播出计划，《兄弟们开火》、《铁血计划》、《铁血淞沪》、《29+1》等部分影视作品的播出/上映时间被延后，原因可能是公司影视制作业务依然受市场热度短期回落牵连，但预计此类短期扰动影响有限。中长期看，给定国内市场优质作品稀缺的现状以及影视市场“内容为王”的行业本质，我们看好公司“精品、原创、正能量”内容的长期前景和影视制作业务明年的表现，考虑到内生性增长和继续并购同业公司的可能性，预计公司将在 2-3 年内步入行业一线阵营。

图表49 公司 2016 第四季度共有 6 部影视作品拟开播或上映

影视名称	类型	拟播出/上映时间	进度（季报披露）
《女子特战队》	电视剧	2016 年底	发行中
《九九》	电视剧	2016 下半年	发行中
《奶爸当家》	电视剧	2016 下半年	发行中
《临时演员》	电影	2016 下半年	后期制作
《冰封侠 2》	电影	2016 四季度	完成制作
《谁给我答案》	综艺	2016 年 10 月	已开播

资料来源：公司公告、平安证券研究所

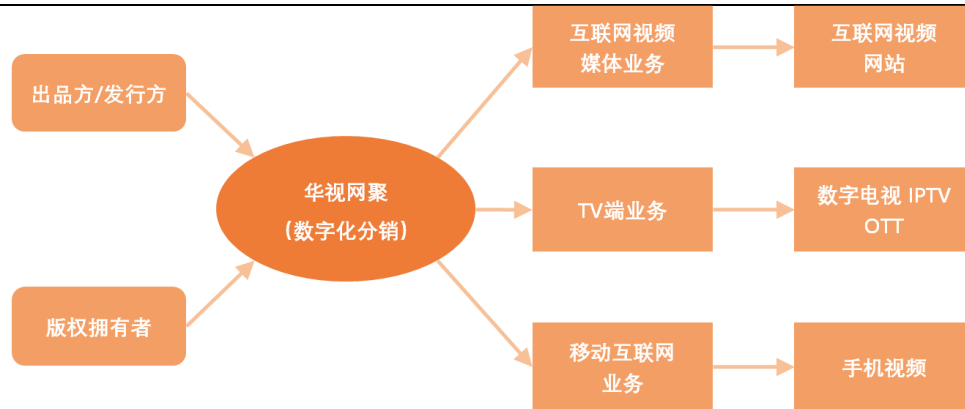
## 四、 版权运营业务有望成为公司塑造行业格局的突破口

### 4.1 华视网聚数字版权运营业务是公司的新亮点

华视网聚是公司旗下最为重要的全资子公司之一。公司于 2014 年 3 月通过增资入股获得华视网聚 20% 股权，并于今年 3 月收购其另外 80% 股权将其并入报表。华视网聚专注于影视数字版权的运营

和分销，是公司版权运营业务的唯一经营实体。与单纯的“采购—分销”的数字版权分销模式不同，华视网聚的商业模式以“版权资源结构化控制”为主要特色，即根据差异化需求对采购的版权资源进行重新整合和运营推广后，再分销给下游数字媒体。在版权运营业务中，产业链上游为影视作品制作方和发行方，下游为数字媒体，华视网聚则作为连接产业链上游版权供给和下游差异化需求的中间平台，为整条产业链提供价值增值服务，优化影视数字版权供需的匹配状况。

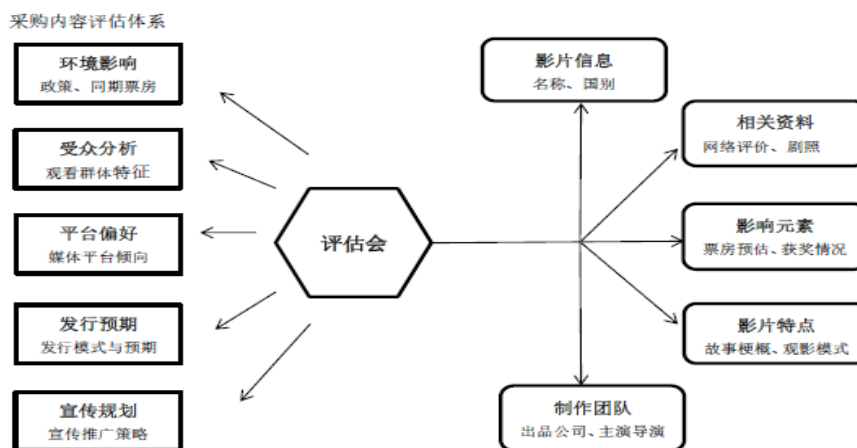
图表50 华视网聚通过版权采购、运营、分销帮助产业链上下游实现价值增值



资料来源：公司公告、平安证券研究所

在华视网聚版权运营的业务环节中，用以匹配版权采购成本与潜在分销收入的版权价值评估体系颇具特色。在华视网聚的版权价值评估体系中，不仅纳入了对内容主题、主创团队等影视作品本身的相关信息的评价，而且还包括对上游制作出品动态和下游媒体排播预算计划等市场信息的前瞻性分析，系统的构建了数十个指标用于对版权进行评估定价。通过对影视作品和市场动态进行综合评定，华视网聚更可能将采购成本锁定在适宜水平，对采购版权内容标的做出合理选择。

图表51 华视网聚独具特色的版权价值评估体系对采购版权定价至关重要

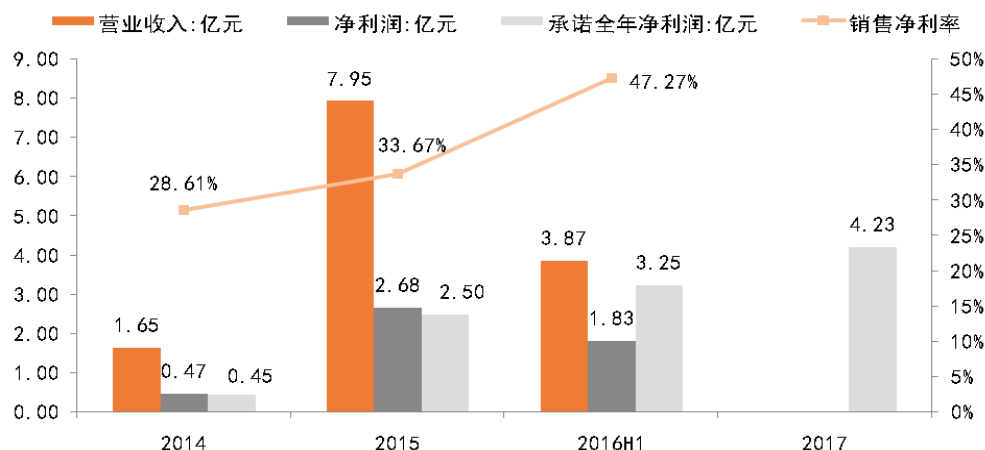


资料来源：公司公告、平安证券研究所

独特的商业模式和卓越的经营能力促使华视网聚自 2014 年以来始终保持良好的财务表现。华视网聚强劲的盈利能力不仅表现在营收和净利润的高增速上，也在近三年持续提升的高销售净利率中得以证实。绝对数值来看，根据公司 2016H1 财报披露数据，自 2016 年 3 月 2 日并入公司报表，华视网聚为公司贡献 3.87 亿元营收和 1.83 亿元净利润，分别占公司并表营收和净利润的 28.26%和 43.53%，已成为公司最重要的盈利来源之一。

截至 2016H1，华视网聚已完成 3.25 亿元全年承诺净利润的 56.2%，以此计算，全年净利润增速仅需达到 21.46% 便可兑现业绩承诺，故而连续三年完成对赌承诺基本无忧。我们判断，在当前各类媒体蓬勃发展、竞争激烈的时代中“内容为王”，主流视频网站仍需维持高额的内容支出以粘住用户，三网融合的实质性进展将促使传统广电媒体与新媒体融合，加强对数字版权内容的需求。在这样的大环境下，给定 2017 年 4.23 亿元的盈利目标相比 2016 年业绩承诺增加 30%，目标增幅与今年业绩承诺相同，预计华视网聚明年业绩达标仍是大概率事件。

图表52 华视网聚以良好的财务表现兑现了 2014 年公司参股以来的业绩承诺



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 4.2 产业环境与商业逻辑共同推动数字版权运营市场兴起

版权保护力度加强、新媒体崛起和版权价值实现的内在商业逻辑共同构成了版权运营市场兴起的驱动力。政策环境方面，近年来的版权保护的力度不断加强，文化部、广电总局等相关部门不断出台打击盗版、保护版权的相关政策，并相继实施了一系列严厉的版权市场整治活动。通过持续数年的整治，当前主流视频网站中绝大部分影视内容已为正版。

图表53 近年来监管部门对网络盗版活动进行了频繁的整治

年度	重要政策或行动

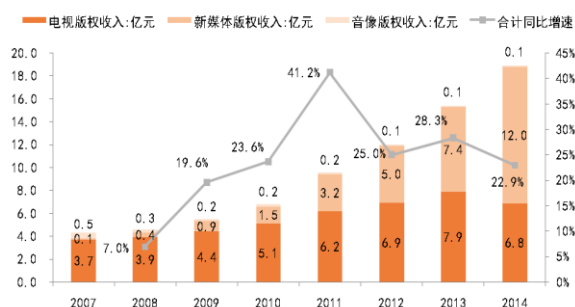


2009	广电总局关停“BT 中国联盟”等 BT 网站
2010	土豆、酷 6、优酷、PPS 等在线视频网站被纳入监管名单，限期开展自查自纠，删除盗版影视作品
2013	百度视频、快播等 P2P 视频网站遭举报，随后多部影视剧下架
2014	关闭人人影视、射手网等多家字幕组网站
2015	发布《关于规范网盘服务版权秩序的通知》，要求网盘服务商主动屏蔽、移除侵权作品
2016	开展“电影市场秩序专项治理活动”，整治盗录盗播

资料来源：政策文件、公司网站、平安证券研究所

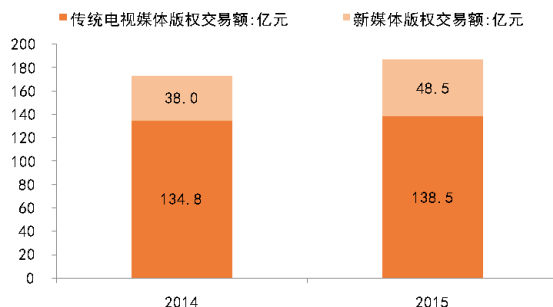
随着版权保护力度的不断加强，影视内容的版权价值和相应的市场规模随之持续提升，尤其是网络视频等新媒体的发展带动影视版权市场高速增长。反映到电影市场上，2009 年以来国内电影版权收入基本保持在 20% 以上的增速，结构上看，主要由因盗版整治而加大正版采购的新媒体所驱动；在电视剧版权市场中，2015 年交易规模高达 187 亿元，相比 2014 年增加 14.2 亿元，其中 10.5 亿元新增交易额由新媒体版权交易产生。

图表54 版权保护趋严带动电影版权市场高速增长



资料来源：艺恩咨询、平安证券研究所

图表55 国内电视剧版权交易规模已接近 200 亿

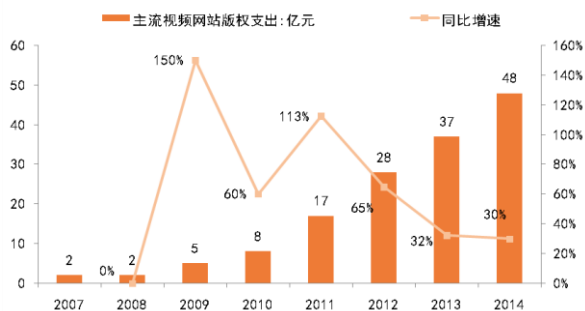


资料来源：中国电视剧产业调查报告、平安证券研究所

新媒体中，迅速崛起的网络视频对影视版权需求的贡献尤其明显。作为影视内容版权的重要需求方，主流视频网站对影视作品的版权购买支出自 2009 年以来呈现持续高速增长态势，支出总额自 2008 年的 2 亿元大幅增至 2014 年的 48 亿元，CAGR 高达近 70%。受此影响，影视版权价格也迅速上升。根据腾讯娱乐白皮书，2011 年尚无单集网络版权售卖价超过百万的电视剧集，但随后三年则分别达到 3 部、5 部及 12 部，且“剧王”价格不断刷新。尽管 2015 年“一剧两星”政策使卫视单集版权价格增速近乎停滞，但大剧的网络版权价格却飙升至 300-350 万/集，超过了卫视版权的售价。电影新媒体版权价格方面，2008 年冯小刚执导的《非诚勿扰》尚不到 100 万，但在 2014 年底，成龙主演的《天将雄师》则飙升至 3000 余万，2015 年《捉妖记》更是超过了 5000 万。

图表56 主流视频网站版权支出急速增长

图表57 网络版权“剧王”售价屡创新高



资料来源: 艺恩咨询、平安证券研究所



资料来源: 2014腾讯娱乐白皮书、平安证券研究所

新媒体对影视版权需求的集中释放带动数字版权市场快速膨胀,但由于需求短期内迅速爆发,多数潜在竞争者未能及时进入,市场在一定程度上呈现出蓝海特征。当前,国内影视内容的数字版权运营/分销市场的参与者数量有限,形成以华视网聚、盛世骄阳、佳韵社、五岸传播等为主要竞争者的寡头市场。

图表58 国内影视内容数字版权市场呈现寡头竞争态势

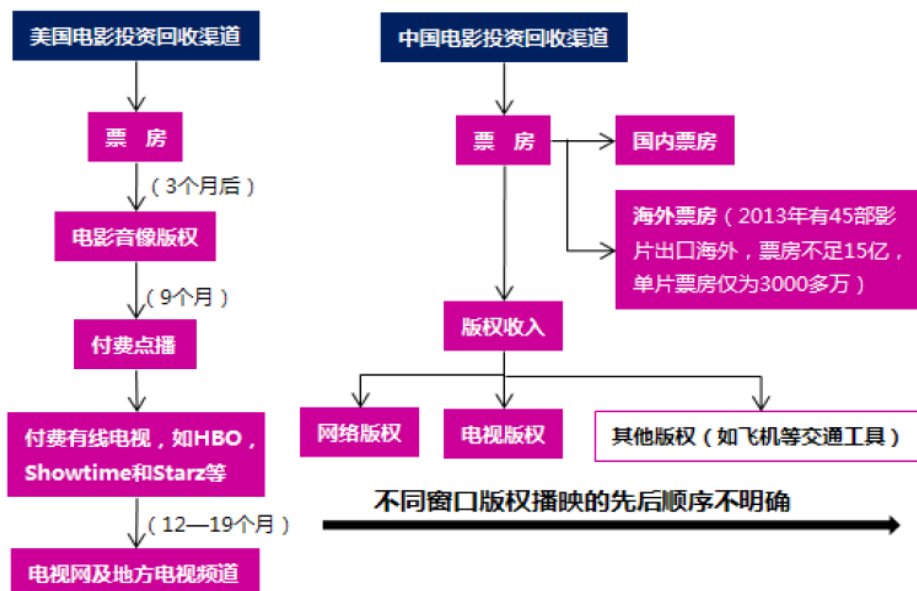


资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

更深层次上,版权运营/分销市场存在和发展的根本驱动力在于行业的内在逻辑。一方面,以IPTV、OTT TV、网络视频为代表的新媒体对C端用户的粘性高度依赖于视频的质量、数量以及内容的不断更新,影视作品作为最为重要的内容对于绝大多数视频平台就至关重要,从而也产生了对版权运营/分销服务的内在需求;另一方面,设置影视版权的目的在于为相应内容寻求最大价值的实现,在这个意义上,版权运营可以帮助影视作品借多样化的媒体渠道实现多轮分销,从而最大化影视作品的价值,而非仅依靠单调的传统媒体渠道进行一次性或次数极其有限的放映回收投资。

以美国电影业为例，电影投资的回收渠道以票房作为火车头，通常在影院上映 2-3 个月后，陆续开放其他电影放映窗口，通过后续版权的运营，以网络版权、电视版权和音像版权回收投资。而且，一般影院票房收入越高，所拉动的后续窗口版权开发价值越大。相比而言，中国目前的电影投资基本依靠影院票房收入进行回收，后续版权运营相关的网络版权收入、电视版权收入和音像版权收入依然非常有限。

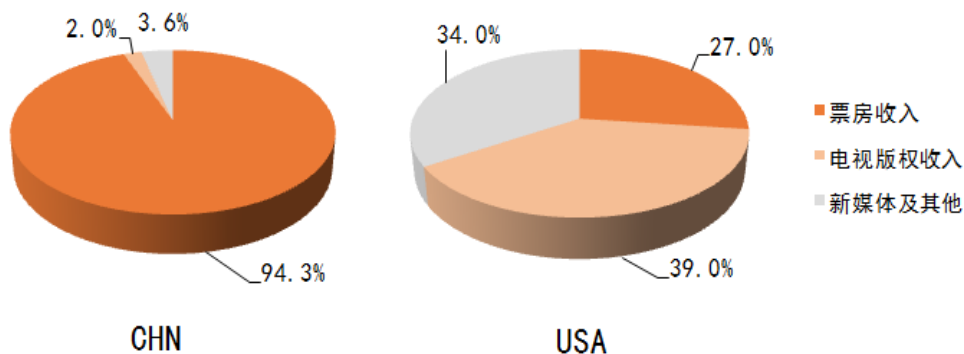
图表59 中美电影投资回收渠道存在显著差异



资料来源：艺恩咨询、平安证券研究所

仅以 2014 年中美电影投资制作相关收入结构来看，美国电影的票房收入仅为 27%，而电视剧版权收入、新媒体及其它渠道收入则分别达到 39%和 34%，均明显高于票房收入；而中国与此则大不相同，电影收入来源的 94.3%为票房收入，电视版权、新媒体版权等渠道的收入之和尚低于 6%。如我们把美国电影收入结构作为中国电影行业未来的发展趋势，版权运营市场的发展也就有助于扩张后续放映窗口相关的电视版权和新媒体版权收入，通过后续版权的运营更加充分的释放电影版权的价值。这样，不仅限于电影，对于更加宽泛含义的影视作品而言，后续版权运营服务一方面可以满足包括新媒体在内的多样化媒体对内容的（个性化）需求，另一方面也可通过多渠道、多轮次的分销最大化版权价值，因此是影视内容经营行业的一个重要发展方向。

图表60 2014年美国电影版权后续运营收入远高于中国



资料来源：艺恩咨询、平安证券研究所

### 4.3 先动优势与公司支持促使华视网聚迅速成长为绝对的行业龙头

追溯华视网聚（即华视网聚（常州））的历史沿革，华视网聚成立于 2013 年 12 月，由华视网聚（北京）、北京星光同浩国际传媒、天津华创传媒三家公司通过业务重组而成立，新公司收购了华视网聚（北京）和天津华创传媒拥有的全部影视作品著作权的网络传播权。其中，华视网聚（北京）成立于 2010 年 1 月，天津华创传媒成立于 2012 年 6 月，因此华视网聚所拥有的影视版权实际上自 2010 年便已开始储备积累，故而具备了天然的先动优势。而 2014 年 3 月公司参股华视网聚后，公司又为其提供了融资担保等支持，助其以资金优势进一步加强优质版权采购活动。

行业属性来看，版权运营业务最为重要竞争力在于版权储备的质量和数量，华视网聚天然的先动优势和上市公司为其提供的融资支持协助其在早期便建立起了这种核心竞争力。进一步的，由于近期影视版权价格大幅上涨，版权运营业务事实上已具备了一定程度的类重资产特性，故而我们认为，除了少数资金雄厚的潜在巨头外，后来者进入市场或进行追赶的窗口已基本关闭。

图表61 华视网聚影视版权储备数量及质量在与主要竞争对手的比较中脱颖而出

公司名称	影视版权储备量	备注
华视网聚	电影 4000 部，覆盖国内院线电影 50%；国内电视剧 20000 集，海外电视剧 1.5 万集，占国内市场份额 28%；动漫 25 万分钟，高清动漫 10 万分钟，占国内市场份额 42%	数量大，质量最高
盛世骄阳	海内外影视剧超过 35000 集（部）	数量可观，质量尚可
佳韵社	电视剧 632 部，18378 集；电影 1792 部；动漫 237 部，91604 分钟；纪录片 46 部，99164 分钟；综艺 54 部，31111 分钟；百科 5 部，5250 分钟	数量相对偏小，内容质量一般
五岸传播	电视片库约 100 万盘，80 多万小时；数字化电视内容约 27.9 万小时，超 240 万条；数字化广播节目约 19 万小时，100 多万条。	数量巨大，但储备内容商业属性弱

资料来源：各公司官网及公司公告、平安证券研究所

一方面，华视网聚的海量优质版权内容吸引了包括互联网视频、TV 端媒体、移动互联网媒体在内的大量产业链下游客户；另一方面，广阔覆盖的下游媒体渠道又促使中影、万达、华谊、华策等产业链上游影视制作和发行方与华视网聚进一步形成坚固的伙伴关系。同时，公司的参股进一步加强了华视网聚与广电系企业的纽带，为其在 TV 端媒体拓展业务提供了更加坚实的根基。基于当前 TV 端业务收入占比仅约两成，预计广电系三网融合继续推进将为 TV 端业务创造增长空间。

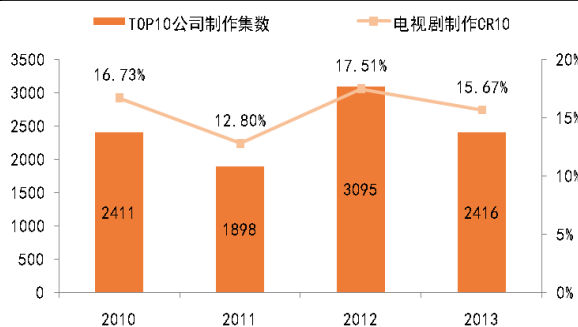
图表62 华视网聚与产业链上下游大量优质企业形成了稳定的合作关系

上游供应商	中影、万达、华谊、星美、小马奔腾、华录百纳、华策、上影、锦绣时代等	
下游媒体	互联网视频媒体	门户网站 优酷土豆、56、酷6等
		客户端网站 PPTV、迅雷、暴风、风行、PPS等
		垂直视频网站 奇艺、乐视、央视等
	TV端媒体	有线电视 北京歌华、天津市网、广州市网等
		IPTV 爱上电视、华数、优朋普乐、百视通等
		OTT及智能终端 未来电视、百视通、花束、华为终端等
移动互联网媒体	视频牌照方 央广视讯、国视通讯、人民视讯等	
	运营商 中国移动、中国电信、中国联通	

资料来源：公司公告、平安证券研究所

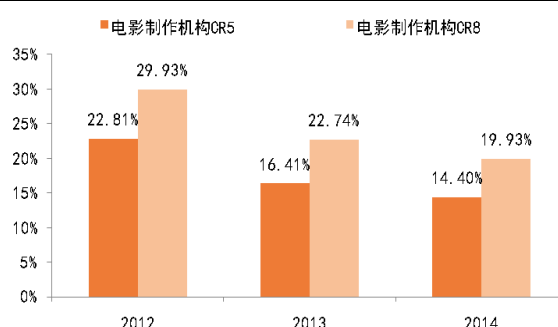
华视网聚不仅与产业链上下游形成了稳定的合作关系，而且上下游分散的竞争结构给予了处于产业链中游的版权运营平台相当的话语权，使得华视网聚处于产业链优势地位，进而展现出卓越的盈利能力（销售净利率自2014年28.61%上升至2016H1的47.27%）。在产业链上游，电视剧制作行业极度分散，CR10始终徘徊在15%左右；电影制作行业的集中度稍高，但因近年来竞争者大量涌入集中度迅速下降，2014年CR5及CR8已分别降至14.40%和19.93%，显著低于2012年。故而，尽管影视内容间存在着一定的差异，但由于影视制作行业集中度低，华视网聚也就在版权采购方面获得了较强的议价能力。

图表63 电视剧制作行业始终处于高度分散状态



资料来源：艺恩咨询、平安证券研究所

图表64 竞争者进入使电影制作行业集中度迅速下降



资料来源：艺恩咨询、平安证券研究所

在产业链下游，广播电视台、有线运营商、IPTV、OTT TV、在线视频、移动端视频等均是影视版权的潜在需求方。其中，广播电视台、移动端视频的数量众多，低市场集中度自然意味着竞争激烈；尽管有线运营商、IPTV、在线视频的市场集中度高或具有区域垄断特征，但也需与同类媒体及其他媒体之间开展竞争；OTT TV全国仅有7家牌照商，但合作方众多，因此竞争充分。这样，产业链下游广阔的市场和各类媒体间的激烈竞争使得华视网聚具有的充分的版权分销定价权。



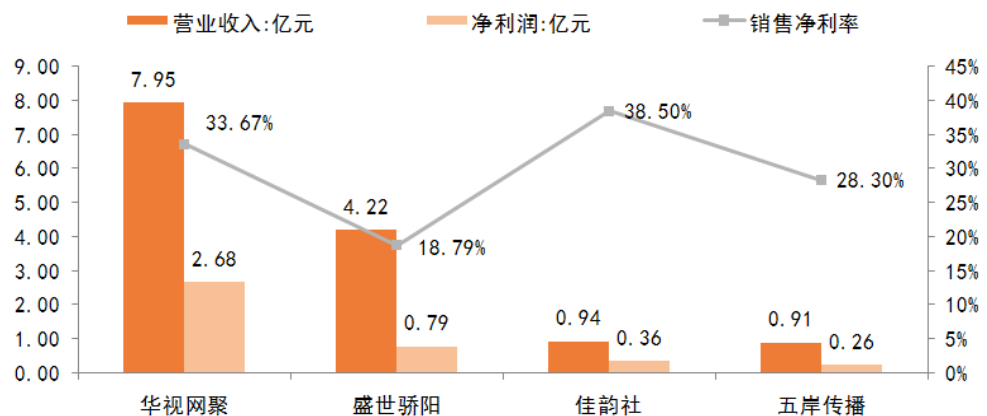
图表65 华视网聚的下游媒体客户范围广泛且竞争激烈

媒体类型	市场竞争者数量
广播电视台	共计 150 余家，3000 多个频道
有线运营商	东方明珠、歌华有线、天威视讯等数十家
IPTV	移动、联通、电信三大运营商
OTT TV	CNTV、百视通等 7 家牌照商，小米、乐视、芒果 TV 等
在线视频	30 家左右在线视频网站，流量集中度高
移动端视频	移动运营商与大量移动端视频 app

资料来源：公司网站、平安证券研究所

得益于海量的优质版权资源、与产业链上下游良好的合作关系以及产业链中的优势地位所衍生的议价能力，华视网聚迅速成长为行业当之无愧的领军者。仅以 2015 年的财务数据观察，华视网聚营收和净利润分别达到 7.95 亿元和 2.68 亿元，而跟随其后的盛世骄阳营收仅为 4.22 亿元，仅为华视网聚的 53%，18.79% 的销售净利率更是远低于华视网聚的 33.67%，佳韵社和五岸传播营收规模更是不及 1 亿元，与华视网聚相差遥远。我们认为，由于近年版权价格大幅上涨以及当前上下游合作关系已趋于固化，拥有大量优质片源的版权运营商可利用版权分销所产生现金流继续加大采购巩固地位，行业呈现强者恒强的马太效应；另一方面，因自身经营网络视频业务且市占率高，BAT 等互联网巨头开展此类业务的中立性存疑，且由于缺少版权运营经验，也难以顺利介入。故而，如无颠覆性的技术或政策冲击，华视网聚将在相当长的时间内保持业界领先地位。

图表66 华视网聚已成为数字版权运营领域中当之无愧的领军者



注：五岸传播营收及销售净利率以2015H1净利润占2015全年净利润比值估算而得

资料来源：各上市母公司或独立上市公司公告、平安证券研究所

#### 4.4 “华视专区”——非 C 端业务，却胜似 C 端业务

当前，华视网聚致力于开展 B2B 的影视内容版权贸易，未建立直接面向客户的播出媒体，介入 2C 业务。原因主要在于，如华视网聚自建播出媒体将与下游视频网站等客户形成直接的竞争，降低版权运营平台的独立性，影响下游媒体客户的信心，进而阻碍业务发展。

尽管未直接介入 C 端业务，但华视网聚版权运营业务的一大特色是与下游媒体合作建立“华视专区”间接为影视消费者提供内容服务。截至 2015 年 6 月，华视网聚与搜狐视频、暴风影音、7 家 OTT TV 牌照方、1 家智能终端厂商合作建立了影视专区。在与视频网站的合作中，华视网聚通过“保底+分成”的模式获得收入；在与 OTT TV 的合作中，华视网聚通过按约定比例分成的模式分享用户付费点播收入。

图表67 华视网聚与有线电视、网络视频、OTT TV 等下游媒体合作开展“专区”业务

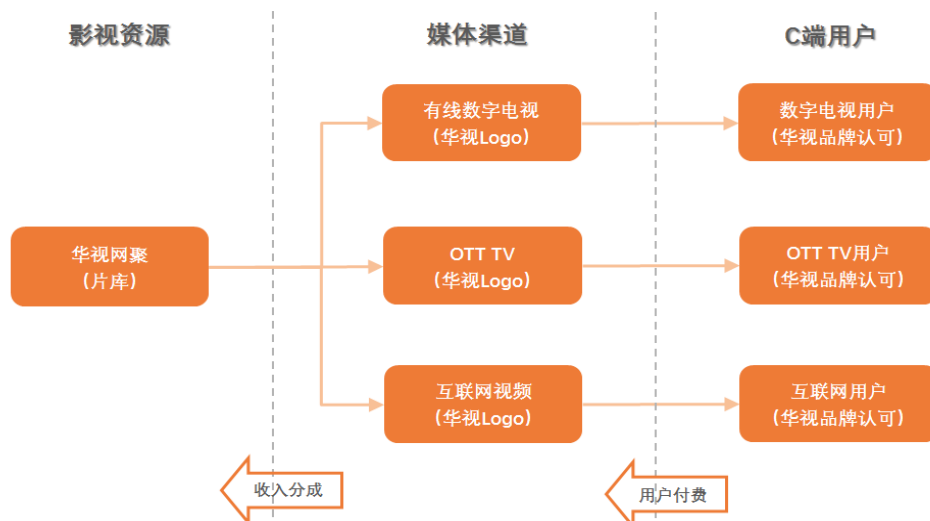


资料来源：公司公告、平安证券研究所

我们认为，“华视专区”的实质在于，在不影响版权运营平台独立性的前提下，间接向 C 端用户提供影视视频服务，实际上帮助公司打通了 2C 业务渠道。在影视专区模式中，华视网聚以片库等形式为合作媒体提供影视内容资源，合作媒体则发挥联结影视内容与 C 端用户的传播渠道的作用。

在我们看来，“华视专区”是一种实现互利共赢的商业模式，有利于巩固与下游媒体的互补性，强化长期稳定的合作关系。对于华视网聚，一是通过在合作建立的影视专区标注华视 LOGO，使得华视网聚的品牌深入人心，建立起 C 端用户的忠诚度；二是通过与下游媒体合作立即获得优质传播渠道而无需自建，以近乎于 0 的边际成本迅速占领市场，增加营收。对于合作媒体而言，无论是完全分成模式还是“保底+分成”模式，均可以降低一次性买断版权的资金需求，使其能以低成本获得所需内容，并通过收益分享模式降低了经营风险。

图表68 “华视专区”通过互利共赢的合作模式间接触及 C 端用户

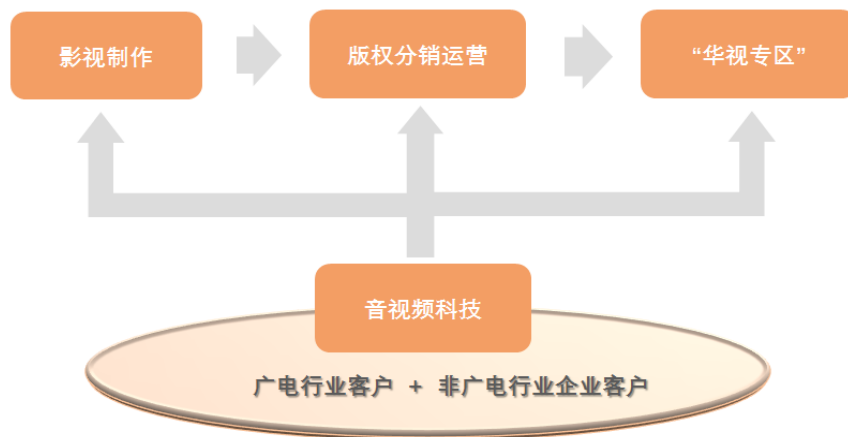


资料来源：公司网站，平安证券研究所

#### 4.5 公司有望以数字版权业务为突破口塑造产业链格局

通过近三年的投资和并购，公司已成功转型为囊括音视频技术、影视制作、版权运营的数字文化传媒集团，尤其对华视网聚版权运营业务的并购帮助公司成功建立起贯穿内容制作至 C 端视频服务的数字文化传媒的全产业链。对比美国电影行业的发展历史以及中国电影行业的当前趋势，我们认为中国数字文化传媒行业下一阶段或将趋于横向集中度提高和纵向产业链一体化整合，公司有望以版权运营业务为突破口塑造数字文化传媒行业新格局。

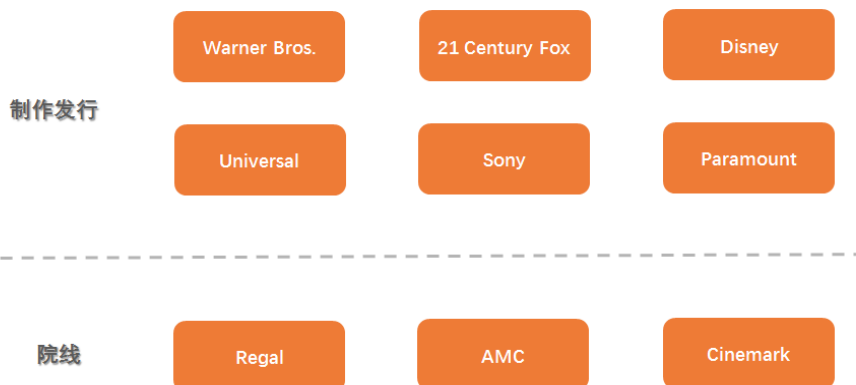
图表69 公司通过持续的投资和并购实际已打通数字文化传媒全产业链



资料来源：公司网站，平安证券研究所

纵观美国电影行业的发展历史，与大多数具有规模经济的产业相同，自 1893 年爱迪生发明电影视镜并创建“囚车”摄影场以来，电影逐步成为今日大众娱乐的一种重要形式。随着观影人数的增加和技术进步，由需求扩张和成本降低驱动的规模经济促使电影行业不断发生横向并购和沿产业链的纵向整合。时至今日，美国形成以六大制作发行巨头、三大院线巨头主导的产业结构，市场高度集中。之所以美国电影制作发行与院线未发生进一步纵向整合，主要是因 1948 年“派拉蒙判决”对制作发行方垂直控制院线施加了严格的限制，若非如此，或许今日美国电影产业链是另一番景象。

图表70 美国电影行业形成以六大制作发行巨头、三大院线巨头的寡头结构



资料来源：艺恩咨询，平安证券研究所

类似于美国电影的发展历程，尽管当前中国电影产业正处于群雄混战的阶段，但横向的整合集聚和纵向的产业链一体化的迹象已开始显露，或将成为主流趋势。如在集中度相对较低的院线市场（2014 年影院数量 CR10 为 43.39%、银幕数量 CR10 为 56.94%，且分布相对平均），近期加速了横向合并的进程，万达院线、阿里影业、中影等院线巨头相继发起针对院线的并购活动。

图表71 2016 年国内院线巨头相继发起并购活动整合标的院线

月份	部分并购案例
2 月	万达院线收购大连奥纳影城
2 月	万达院线收购广东厚品和赤峰北斗星
5 月	阿里影业投资大地影院，持股 4.76%

月份	部分并购案例
5月	当代东方收购华彩天地 51%股权，获得后者控股的上海弘歌院线
8月	阿里投资杭州星际，持股 80%
9月	完美世界收购金典院线
10月	中影收购大连华臣影业 70%股份

资料来源：艺恩咨询、平安证券研究所

在产业链垂直方向，制作发行公司、院线公司、在线票务公司、互联网公司等各类势力在近几年纷纷沿不同的整合方向介入到电影产业的纵向整合过程中。预计随着产业链整合的深入推进，未来中国电影市场将呈现以全产业链巨头为主导的寡头竞争结构。

**图表72 各路势力纷纷介入国内电影产业的链垂直整合进程中**

产业环节	代表公司	整合方向	具体行动
制作发行	华谊	自上而下	2010年在重庆开设首家影院后，相继在北京、重庆、武汉、铜陵、咸宁等一二线城市布局影院业务
院线	万达	自下而上	在万达影院线基础上，2009年成立万达影视，最早以发行为主，之后逐步与其他影视公司合作，投资制作影片
在线票务	微影	通过票务入口逐步渗透	通过IP开发、投资出品、移动营销、互联网发行等方式，深度参与到整个产业链中
互联网	阿里	外部介入	先后收购文化中国 60%股份更名为阿里影业，参与华谊兄弟和光线传媒定增，入股在线票务猫眼电影

资料来源：艺恩咨询、平安证券研究所

我们认为，数字文化传媒产业与电影产业类似，其产业链可划分为“内容制作—数字版权运营—下游媒体”三大基本环节。其中，内容制作包括电影、电视剧、动画、综艺、网络大电影的制作；数字版权运营（即华视网聚主营业务）的地位类似于电影产业链中发行；下游媒体可类比电影产业链的院线，主要以IPTV、OTT TV、网络视频等新媒体为主，但也包括传统的数字电视。由于具有类似的产业链结构，我们相信数字文化传媒产业也将在行业规律的驱动下趋于整合，并最终呈现产业链上下游一体化的特征。



图表73 数字文化传媒产业链可划分“内容制作—数字版权运营—下游媒体”三大环节



资料来源：艺恩咨询、平安证券研究所

长远来看，我们认为公司或可能以华视网聚版权运营业务为突破口整合数字文化出传媒产业链，塑造行业格局，借此实现打造数字文化传媒巨头的战略目标。原因在于：

第一，当前国内数字文化传媒行业格局尚未定型，公司在音视频技术和版权运营两个领域拥有寡头地位，具有塑造行业格局的潜在能力；

第二，从世界经验看，除好莱坞六大制片公司不依赖第三方版权市场进行销售，其他所有视频内容均通过第三方版权分发进入视频点播市场，这意味着华视网聚版权运营业务对于联结上下游产业链不可或缺，具有巨大的潜在影响力；

第三，华视网聚所在数字版权市场与电影发行市场结构类似，均呈现高集中度特征，且电影行业发展至今，发行方地位持续增强的事实或预示着数字版权运营方也将持续保持优势地位；

第四，公司对音视频技术的深入理解以及长期积累的广电系客户资源将为影视业务提供有力的支持，为公司持续发展奠定牢固的根基，竞争对手难以复制。

实现路径方面，我们预计公司将进一步加强对华视网聚版权运营业务的支持力度，继续采用“华视专区”等创新模式扩大市场占有率，强化版权运营业务的优势地位并利用其对产业上下游格局施加影响，同时带动公司影视制作及音视频技术业务增长，最终引领数字文化传媒产业的发展方向。

## 五、 盈利预测与投资建议

基于公司各项业务平稳发展，短期扰动因素影响有限，我们维持此前的盈利预测，预计 2016-2018 公司净利润分别为 10.33 亿、15.79 亿和 22.62 亿，对应 EPS 分别为 0.40 元、0.62 元、0.88 元，对应 11 月 29 日收盘价的 PE 分别约为 27、17.7、12.3 倍。

我们认为，公司具有卓越的投资能力，投资能力是公司成功转型为集音视频技术、影视制作、版权运营于一体的数字传媒文化集团的关键因素之一，并认为投资能力为公司成长为行业巨头提供了一个必要的基础。我们同时看好公司各项业务的发展前景，相信三网融合将为公司音视频技术业务创造巨大的增长空间，尤其媒体云将成为未来广电音视频技术系统的发展方向，虚拟工厂和 Auro-3D 沉浸声作为先进的新兴音视频技术富有广阔的想象空间；内容板块方面，公司优质影视的制作能力给予公司明显的优势，有望在 2-3 年内进入国内影视行业的一线阵营；公司将继续在数字版权运营

市场维持领军地位，并将随新媒体发展和全媒体融合进一步扩张市场规模。我们认为公司“技术+内容”的全产业链商业模式为竞争对手难以复制，故而继续维持“强烈推荐”评级。

## 六、 风险提示

我们认为，公司未来面临的主要风险如下：

- 1) 受三网融合推进不畅、下游广电行业因互联网冲击收入增速放缓、行业新进入竞争对手增多影响，导致音视频技术解决方案市场增速放缓，竞争加剧；
- 2) 由于近年新进入者大量涌入影视制作行业、电影票房因票价补贴集中释放以及视频网站烧钱购买影视版权，导致影视市场短期过热，近期市场回调可能对公司业务造成短期影响；
- 3) 近两年公司频繁进行对外投资，参股或并购了大量企业股权，故而存在与此相关的业务整合和集团旗下企业整合的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	3178	8287	8658	10630
现金	989	5531	4252	4911
应收账款	1180	1744	2512	3513
其他应收款	151	181	302	381
预付账款	331	325	630	722
存货	495	478	905	1043
其他流动资产	33	28	57	60
<b>非流动资产</b>	2843	4114	5097	6072
长期投资	669	1225	1816	2475
固定资产	169	274	455	763
无形资产	62	72	84	91
其他非流动资产	1943	2542	2742	2743
<b>资产总计</b>	6021	12401	13755	16702
<b>流动负债</b>	1568	1601	1882	2975
短期借款	1005	1005	1005	1958
应付账款	90	219	221	398
其他流动负债	473	378	656	618
<b>非流动负债</b>	118	113	106	99
长期借款	38	32	26	19
其他非流动负债	80	80	80	80
<b>负债合计</b>	1687	1714	1988	3073
少数股东权益	36	69	99	134
股本	1417	2562	2562	2562
资本公积	1807	6076	6076	6076
留存收益	1074	1820	2992	4659
<b>归属母公司股东权益</b>	4298	10618	11668	13494
<b>负债和股东权益</b>	6021	12401	13755	16702

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	126	439	107	1026
净利润	536	1066	1609	2297
折旧摊销	27	45	80	140
财务费用	27	-5	-51	-10
投资损失	-83	-125	-161	-227
营运资金变动	-420	-543	-1370	-1174
其他经营现金流	39	-0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-608	-1191	-902	-887
资本支出	73	715	392	316
长期投资	-283	-556	-435	-659
其他投资现金流	-819	-1032	-945	-1231
<b>筹资活动现金流</b>	866	5295	-483	-433
短期借款	664	0	0	0
长期借款	38	-6	-7	-7
普通股增加	946	1146	0	0
资本公积增加	1197	4269	0	0
其他筹资现金流	-1980	-114	-477	-426
<b>现金净增加额</b>	384	4542	-1279	-294

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	2211	3326	4841	6853
营业成本	1399	1952	2777	3913
营业税金及附加	16	20	27	39
营业费用	75	113	165	233
管理费用	188	268	387	489
财务费用	27	-5	-51	-10
资产减值损失	38	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	83	125	161	227
<b>营业利润</b>	550	1103	1697	2415
营业外收入	42	49	59	79
营业外支出	2	2	1	1
<b>利润总额</b>	591	1151	1755	2493
所得税	54	85	146	196
<b>净利润</b>	536	1066	1609	2297
少数股东损益	3	32	30	35
<b>归属母公司净利润</b>	533	1033	1579	2262
EBITDA	651	1160	1750	2586
EPS (元)	0.21	0.40	0.62	0.88

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	79.2	50.4	45.6	41.6
营业利润(%)	118.3	100.5	53.8	42.4
归属于母公司净利润(%)	102.8	93.9	52.8	43.3
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	36.7	41.3	42.6	42.9
净利率(%)	24.1	31.1	32.6	33.0
ROE(%)	12.4	10.0	13.7	16.9
ROIC(%)	10.5	8.8	12.0	14.5
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	28.0	13.8	14.5	18.4
净负债比率(%)	1.2	-42.0	-27.3	-21.5
流动比率	2.0	5.2	4.6	3.6
速动比率	1.7	4.9	4.1	3.2
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	2.3	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	12.6	12.6	12.6	12.6
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.40	0.62	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.09	0.17	0.04	0.40
每股净资产(最新摊薄)	1.68	4.14	4.55	5.27
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	52.4	27.0	17.7	12.3
P/B	6.5	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	43.1	20.3	14.2	9.7

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2016 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：( 0755 ) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033