

# 东方网络 (002175)

证券研究报告

2017年02月28日

## 渠道内容并进展黑马之姿，IP 资源共振孕育大格局

### 文化转型坚定快速，产业布局初现成效

东方网络前身为广陆数测，2014 年通过并购乾坤时代布局数字电视运营业务，正式进入文化传媒板块。此后，公司以“渠道制胜、内容为王、平台支撑、用户至上”为战略方针，通过内生外延结合方式快速完善文化产业链。2016 年公司业绩快报公告实现营业收入 6 亿元，同比增长 48%，归母净利润 6474 万元，同比增长 21%。

### 渠道 + 内容 + 产业链延伸，打造传媒全生态运营能力

1) 渠道方面，公司构建了覆盖广电网络、三大运营商网络、互联网，以及智能电视、手机等全终端的发行渠道，推出包括“沙发院线”、“超级娱乐家”等产品，累计覆盖用户超过 1 亿；2) 内容方面，子公司水木动画已连续六年排名全国原创动画第一，累计了 15 万分钟高清动画片；同时上市公司 2016 年以来陆续参与《星际迷航 3》等多个影视项目投资制作，参股永旭良辰、设立东方影业，强化自身内容优势；3) 产业链延伸方面，公司积极布局 VR 实体店、主题公园等，打通线上线下；成立泰中传媒、合作昆仑万维，走出丝绸之路、一带一路的文化传播路径，联结海内外。

### 携手影视综艺优秀伙伴，迎接内容渠道双升级

2016 年 11 月，公司公告拟收购华桦文化（海内外电影投资宣发，曾参与《变形金刚 4》《碟中谍 5》等）、元纯传媒（综艺纪录片及网剧制作，代表作东方卫视《今夜百乐门》）和嘉博文化（影视项目开发投资，代表作《一个勺子》）100%股权。三家标的公司能够有效补足东方网络内容制作板块，同时，华桦文化代表的引进海外优质版权业务与公司将重点发力的主题公园等各种 IP 授权业务具备强大的协同力，助推公司建立横跨海内外的文化变现大平台。

### 投资建议

暂不考虑未过会的收购事项，我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 0.65 亿元/2.96 亿元/3.89 亿元，同比增长 21.2%/357.7%/31.3%，对应 PE 分别为 183x/40.0x/30.4x。若考虑华桦、元纯和嘉博业绩（17-18 年承诺净利润总和为 3.32 亿/4.25 亿），公司 17-18 年备考业绩为 6.3 亿元/8.1 亿元，其中华桦文化受益进口片，17 年投资《极限特工 3》《变形金刚 5》，具备极大业绩弹性空间，不排除继续上调盈利预测。

我们认为东方网络通过强势资源整合，从渠道向内容渗透，拟收购标的质地优秀且协同性强，具备成为综合 IP 文化平台潜质。公司当前市值 118 亿，假设收购完成（暂不考虑配套融资）摊薄后市值 140 亿，综合给予 6 个月目标市值 180 亿，目标价 23.88 元，对应摊薄后市值 212 亿，对应收购完成 17 年备考业绩估值为 33.7x，首次给予买入评级。

**风险提示：**并购事项尚待过会，主题公园及 IP 拓展业务不达预期，内容制作监管及竞争风险，渠道覆盖率不达预期

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	242.84	404.31	598.66	1,126.61	1,395.30
增长率(%)	37.40	66.49	48.07	88.19	23.85
EBITDA(百万元)	47.10	111.28	150.66	432.22	532.11
净利润(百万元)	21.74	53.36	64.74	296.29	389.01
增长率(%)	99.97	145.48	21.32	357.66	31.29
EPS(元/股)	0.03	0.07	0.09	0.39	0.52
市盈率(P/E)	544.74	221.90	182.91	39.97	30.44
市净率(P/B)	14.75	13.83	8.02	7.11	6.34
市销率(P/S)	48.76	29.29	19.78	10.51	8.49
EV/EBITDA	79.85	126.01	77.48	26.97	21.28

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	15.71 元
目标价格	23.88 元
上次目标价	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	753.78
流通 A 股股本(百万股)	518.00
A 股总市值(百万元)	11,841.86
流通 A 股市值(百万元)	8,137.72
每股净资产(元)	1.87
资产负债率(%)	45.04
一年内最高/最低(元)	54.80/14.39

### 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

PE-Band (公司报告必备)

东方网络历史 PE Band



资料来源: 贝格数据, 天风证券研究所

PB-Band (公司报告必备)

东方网络历史 PB Band



资料来源: 贝格数据, 天风证券研究所

内容目录

- 1. 公司概况: 快速并购打造文化战舰, 渠道内容全面布局 ..... 5
- 2. 行业分析: 渠道更新与内容迭代下, 文娱市场具备持续增长空间 ..... 10
  - 2.1. 渠道: 多屏互动逐渐成熟, 客厅经济大有可为 ..... 10
    - 2.1.1. 智能电视: 重要家庭流量平台, 未来客厅娱乐中心 ..... 10
    - 2.1.2. 移动视频: 多屏观看习惯养成, 移动端成为网络视频发展重要驱动力 ..... 11
  - 2.2. 内容: 影视综艺仍具空间, 内容质量始终为上 ..... 14
    - 2.2.1. 电影: 16 年国内电影市场进入调整期, 17 年进口片有望成为增长亮点 ..... 14
    - 2.2.2. 电视剧: 网台联动势不可挡, 付费带来头部内容价值提升 ..... 16
    - 2.2.3. 综艺: IP 衍生类节目优势持续, 监管趋严推动原创综艺发展 ..... 18
- 3. 公司分析: “渠道+内容+产业链延伸” 共筑文化大格局 ..... 21
  - 3.1. 渠道制胜, 运营商和终端多样化发展, 构建数字化发行平台 ..... 23
    - 3.1.1. 紧密合作各地广电网络, 开展数字电视运营 ..... 23
    - 3.1.2. 开拓移动互联网手机电视业务, 形成对电视端入口有效补充 ..... 24
    - 3.1.3. 增资国广东方获取互联网电视播控牌照, OTT 业务补足重要环节 ..... 26
    - 3.1.4. 立足多元渠道基础推广沙发院线, 打造中国的“第二院线” ..... 26
    - 3.1.5. 投资泰中传媒, 携手昆仑万维, 拓展海外文化传播渠道 ..... 27
  - 3.2. 内容为王, 影视动画多点布局 ..... 28
    - 3.2.1. 控股水木动画, 获取动画制作及创意设计能力 ..... 28
    - 3.2.2. 通过内生加外延, 强化影视综艺制作能力 ..... 30
      - 3.2.2.1. 华桦文化: 进口片投资闪亮新星, 深度合作好莱坞 ..... 30
      - 3.2.2.2. 元纯传媒: 真人秀制作实力雄厚, 纪录片网络剧成绩不俗 ..... 32
      - 3.2.2.3. 嘉博文化: 创新型全产业链影视公司 ..... 34
  - 3.3. 线下拓展主题公园, 文旅板块后劲可期 ..... 37
- 4. 投资建议 ..... 39

## 图表目录

图 1: 东方网络文化业务布局历史沿革	5
图 2: 东方网络前五大股东 (截至 2016 年 11 月 5 日)	5
图 3: 东方网络参股或控股子公司	6
图 4: 华桦文化、元纯传媒、嘉博文化 100% 股权交易对价及承诺业绩	6
图 5: 2011-2016 年公司营业收入与增速	8
图 6: 2011-2016 年公司归母净利润与增速	8
图 7: 2014-2016 年上半年公司营业收入构成 (绝对值, 亿元)	8
图 8: 2014-2016 年上半年公司营业收入构成 (百分比)	8
图 9: 2011 年-2016 前三季度公司毛利率与净利率	9
图 10: 东方网络 2011-2016 前三季度三项费用率	9
图 11: 中国智能电视销售量以及渗透率	10
图 12: 中国智能电视机保有量	10
图 13: 智能电视产业链	11
图 14: 智能电视硬件不断提升	11
图 15: 用户开始回归客厅	11
图 16: 中国手机网民规模以及占整体网民比例	12
图 17: 2016 年中国移动端网络视频市场活跃用户规模 (单位: 万人)	12
图 18: 2015Q1-2016Q3 中国网络视频广告市场规模	12
图 19: 2015Q1-2016Q3 中国移动视频广告市场规模	13
图 20: 网络视频多屏观看终端占比	13
图 21: 2005-2016 年中国年度电影票房	14
图 22: 2015-2016 年月度票房对比	14
图 23: 2016 年国内上映电影票房区间分布 (共 387 部)	15
图 24: 2016 年国内上映电影国产片和进口片票房情况	15
图 25: 2007-2014 年中国电视剧市场规模 (卫视端)	16
图 26: 2011-2018 年中国在线视频行业市场规模	16
图 27: 2014Q3-2016Q2 中国在线视频行业收入构成	17
图 28: 2014Q3-2016Q2 中国各类在线视频内容有效播放时长份额	17
图 29: 2013-2016 年中国付费视频用户规模	17
图 30: “爱奇艺会员” 百度指数变化趋势	18
图 31: 2016 综艺节目类型	19
图 32: 2016 网络自制综艺节目类型	20
图 33: 东方网络战略架构图	21
图 34: 东方网络旗下乾坤时代 “超级娱乐家电视套餐”	24
图 35: 无忧乐活手机端布局	25
图 36: 无忧乐活大小屏互动	25
图 37: 国广星空合作项目	25
图 38: WCA 直播游戏	25
图 39: 互联网电视七张牌照情况	26

图 40: 沙发院线战略发布 .....	27
图 41: 多部影片登陆沙发院线 .....	27
图 42: 泰中传媒积极响应国家“文化走出去”的号召 .....	27
图 43: 东方网络与昆仑万维战略合作内容 .....	28
图 44: 水木动画业务结构 .....	28
图 45: 水木动画承诺利润及实现情况 .....	29
图 46: 水木动画部分获奖作品 .....	29
图 47: 水木动画部分作品 .....	29
图 48: 水木动画主要客户 .....	29
图 49: 水木动画业务辐射分布 .....	29
图 50: 水木动画早教中心 .....	30
图 51: 水木动画衍生产品 .....	30
图 52: 公司布局影视内容历程 .....	30
图 53: 华桦传媒参与发行的部分电影 .....	31
图 54: 华桦传媒参与发行的部分电影票房（亿元） .....	31
图 55: 元纯传媒制作项目海报 .....	33
图 56: 嘉博文化建立“影视产业联盟+影视创作平台”的架构 .....	35
图 57: 嘉博文化投资的部分电影 .....	36
图 58: 双龙科幻主题公园 .....	38
图 59: 星际科幻谷主题乐园 .....	38
图 60: Action Park 典型项目: Etnaland、Terramitica、TropicalIsland .....	38
表 1: 东方网络 2011-2016 年上半年分业务收入及毛利率拆分 .....	9
表 2: 2017 年有望引进的 30 部国外大片 .....	15
表 3: 头部内容网络版权采购价格不断提高 .....	18
表 4: 2016 卫视综艺收视率排行 TOP10 .....	19
表 5: 2016 卫视综艺节目网络播放量排行 TOP10 .....	19
表 6: 2016 网络自制综艺播放量排行 TOP10 .....	20
表 7: 乾坤时代 7 家合资运营商提供运营服务具体情况 .....	23
表 8: 华桦传媒影视项目汇总 .....	31
表 9: 华桦文化财务状况（单位：万元） .....	32
表 10: 元纯传媒综艺项目列表 .....	33
表 11: 元纯传媒纪录片项目列表 .....	33
表 12: 元纯传媒影视剧项目列表 .....	33
表 13: 元纯传媒财务状况（单位：万元） .....	34
表 14: 嘉博文化制片平台上已经设立的制片公司的情况 .....	35
表 15: 嘉博文化影视项目列表 .....	36
表 16: 嘉博文化财务状况（单位：万元） .....	37
表 17: 嘉博文化筹备的影视剧项目 .....	37
表 18: A 股文化平台型公司估值 .....	39

## 1. 公司概况：快速并购打造文化战舰，渠道内容全面布局

东方网络前身为广陆数测，原主营业务为数显量具量仪的研发、生产与销售。2013年10月公司披露收购中辉乾坤（乾坤时代和东方华尚前身）100%股权预案，2014年7月完成收购，布局数字电视运营服务业务，正式进入文化传媒行业。2015年5月，公司收购水木动画66.67%股权，增加文化内容布局，同年非公开发行股票募集资金5.9亿元投向文化传媒产业，2016年投资国广东方、国广星空、无忧乐活及永旭良辰，设立东方影业，逐步构建起公司文化传媒产业整体生态布局。2016年11月公司披露预案，拟收购华桦文化、元纯传媒、嘉博文化，进一步补足影视剧及综艺内容制作板块。

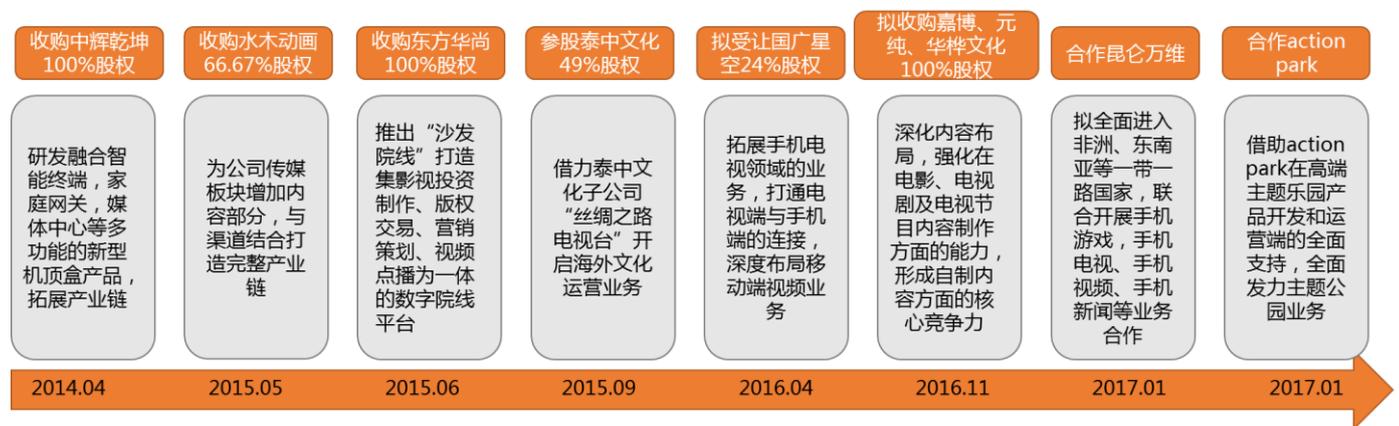
公司在文化传媒板块坚持“渠道制胜、内容为王、平台支撑、用户至上”的品牌战略方针，全面打造文化战舰。

渠道及终端方面，公司业务已涵盖数字电视平台的投资运营、互联网电视和家庭智能娱乐终端业务、手机电视业务，推出包括“沙发院线”、“超级娱乐家”、“超鱼TV”APP等产品，在广电系统、电信系统及移动互联网系统等渠道累计覆盖用户超过1亿。

内容方面，水木动画为国内动画制作及创意设计的领军企业，拟收购的华桦文化、元纯传媒、嘉博文化则在影视剧投资制作、IP储备以及综艺制作方面有较强实力。公司自身也着力强化内容布局，2016年以来陆续参与《星际迷航3：超越星辰》、《生命最后的假期》等多个影视项目的投资制作，并进行国内外电影、电视剧、动漫、游戏版权采购。

同时，公司继续探索其他领域，完善泛娱乐生态布局，合作传媒行业领军企业如昆仑万维、Action Park，参与主题公园、游戏、VR等业务，向“成为国内领先的泛娱乐内容提供商”的既定目标坚定推进。

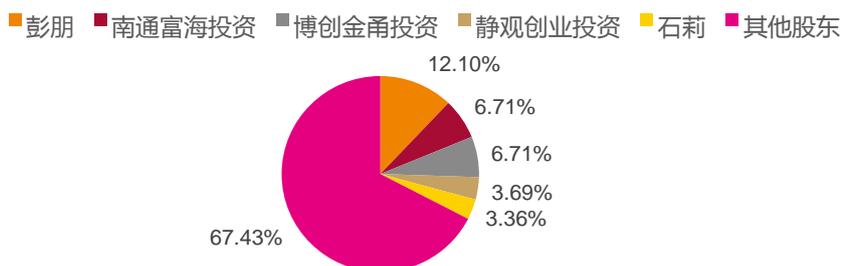
图 1：东方网络文化业务布局历史沿革



资料来源：公司公告、天风证券研究所

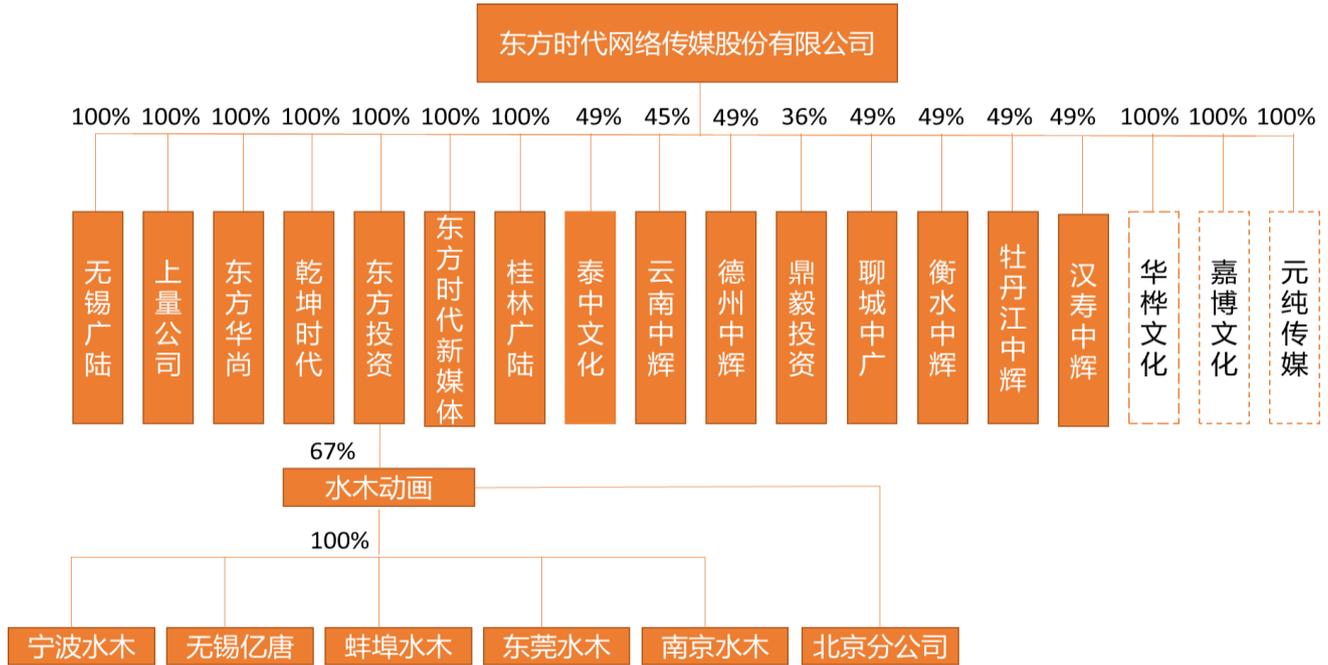
公司实际控制人和控股股东为彭朋先生。截至2016年11月5日，彭朋先生共持有9123.3万股东方网络股份，占公司总股本12.10%。

图 2：东方网络前五大股东（截至2016年11月5日）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：东方网络参股或控股子公司



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2016 年 11 月，东方网络公告拟以发行股份及支付现金相结合方式购买华桦文化、元纯传媒、嘉博文化 100% 股权，交易总价为 35.36 亿元，其中发行股份购买资产的交易金额为 21.9 亿元，支付现金购买资产的交易金额为 13.4 亿元。

图 4：华桦文化、元纯传媒、嘉博文化 100% 股权交易对价及承诺业绩

项目	交易对价 (亿元)	承诺扣非后净利润 (万元)		
		2016年	2017年	2018年
华桦文化	10.915	8,000	10,400	13,000
同比增速			30%	25%
对应PE		13.64	10.50	8.40
元纯传媒	8.151	6,000	7,800	10,000
同比增速			30%	28%
对应PE		13.59	10.45	8.15
嘉博文化	16.29	12,000	15,000	19,500
同比增速			25%	30%
对应PE		13.58	10.86	8.35
合计	35.356	26,000	33,200	42,500
同比增速			28%	28%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

同时，公司拟向不超过 10 名符合条件的特定投资者发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过 20.9 亿元，用于支付本次交易现金对价部分、支付交易相关费用及嘉博文化影视剧投拍项目、华桦文化电影投拍项目、元纯传媒电视节目及影视剧投拍项目等。

表 1：本次交易完成前后东方网络股权结构变化（暂不考虑配套融资影响）

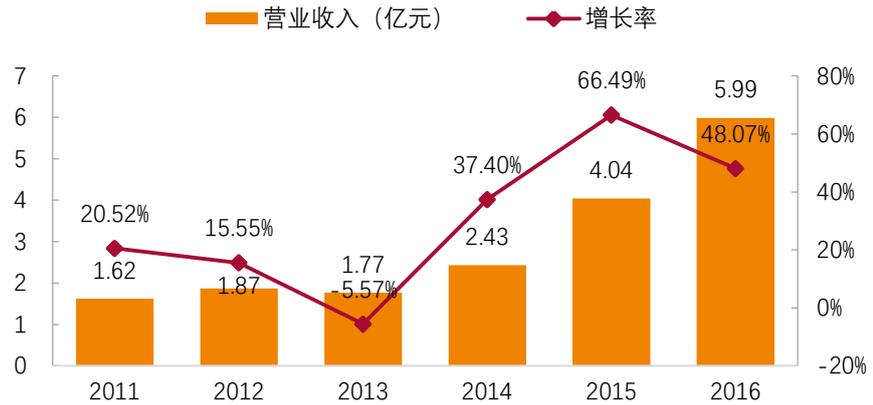
序号	股东名称	本次交易前		本次交易完成后	
		持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
1	彭朋	9123.34	12.10%	9123.34	10.25%
2	博创金甬	5059.25	6.71%	5059.25	5.69%
3	南通富海	5059.25	6.71%	5059.25	5.69%
4	宋宪强	-	0.00%	3539.31	3.98%
5	上海静观	2782.59	3.69%	2782.59	3.13%
6	关晖	-	0.00%	2663.06	2.99%
7	新视界宏富	-	0.00%	2538.82	2.85%
8	石莉	2529.62	3.36%	2529.62	2.84%
9	中国工商银行股份有限公司-汇添富移动互联股票型证券投资基金	2472.79	3.28%	2472.79	2.78%
10	天冶基金-浦发银行-天冶-安福 1 号资产管理计划	2406.30	3.19%	2406.30	2.70%
11	洪长江	2381.32	3.16%	2381.32	2.68%
12	李日会	2233.40	2.96%	2233.40	2.51%
13	中国工商银行股份有限公司-中欧明睿新起点混合型证券投资基金	1641.44	2.18%	1641.44	1.84%
14	周玉容	-	0.00%	1488.21	1.67%
15	上海易晴	-	0.00%	1488.21	1.67%
16	王克非	-	0.00%	525.25	0.59%
17	天津众盈	-	0.00%	505.65	0.57%
18	吴邦	-	0.00%	313.21	0.35%
19	天津联悦	-	0.00%	168.55	0.19%
20	张磊	-	0.00%	125.29	0.14%
21	陈建斌	-	0.00%	62.64	0.07%
22	薛宜昌	-	0.00%	33.71	0.04%
23	王学兵	-	0.00%	31.32	0.04%
24	王为民	-	0.00%	31.32	0.04%
25	柳彬	-	0.00%	31.32	0.04%
26	刘延滨	-	0.00%	31.32	0.04%
27	蒋勤勤	-	0.00%	31.32	0.04%
28	其他社会公众股东	39689	52.65%	39688.52	44.60%
	<b>合计</b>	<b>75378</b>	<b>100.00%</b>	<b>88986.34</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：本次交易募集配套资金部分发行股份采取询价方式定价，最终发行价格将在上市公司取得中国证监会关于本次发行的核准批文后，根据询价结果由公司董事会根据股东大会的授权与本次交易的独立财务顾问(保荐机构)协商确定。由于发行价尚无法确定，本部分计算未考虑配套融资的影响。

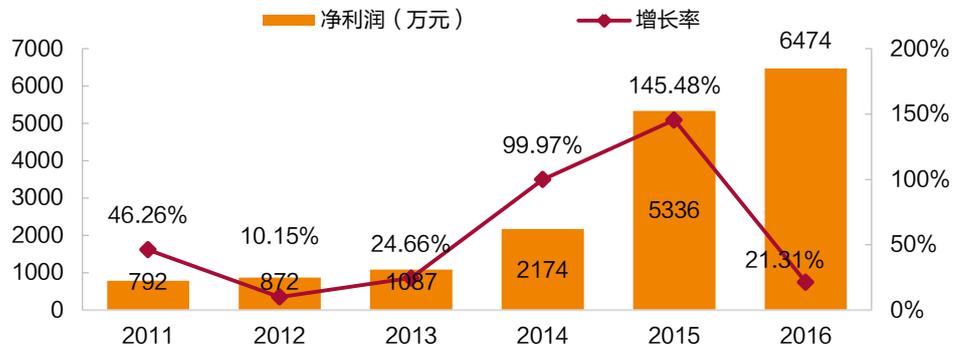
2014 年转型文化产业后，公司业绩获得显著改善。2014 年公司营业收入同比增长 37.40%，归母净利润同比增长 99.97%。2015 年公司归母净利润 5336 万元，同比增长 145.48%。**根据公司公告业绩快报，2016 年公司实现营收 6 亿，同比增长 48.07%，归母净利润为 6474 万元，同比增长 21.31%，**其中公司 2016 年转让电影项目《生命的假期》投资权及新媒体版权获得近 4000 万元的收益，按照原计划应计入 2016 年度，因外汇配额申请事宜导致延期拍摄，根据谨慎性原则出发，预计相关业绩将在 2017 年度体现。

图 5: 2011-2016 年公司营业收入与增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

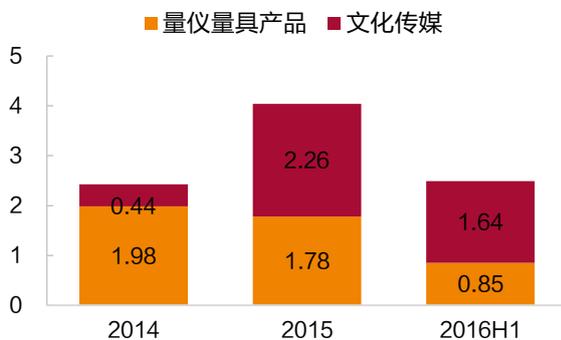
图 6: 2011-2016 年公司归母净利润与增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

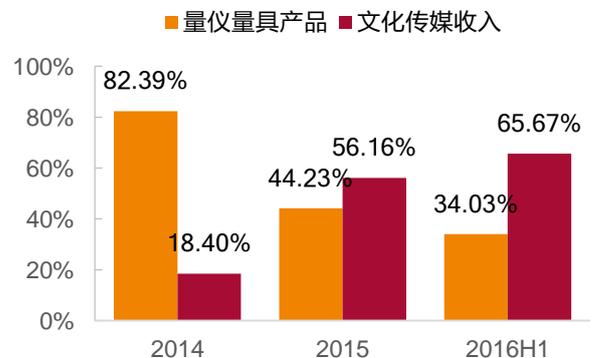
从营收构成看, 传统量仪器具产品营业收入趋于稳定, 文化传媒营业收入及占比持续提升。2015 年公司文化传媒收入为 2.26 亿元, 占总营收比例为 56%; 2016 年上半年, 公司文化传媒收入为 1.64 亿元, 占总营收比例已达 65.67%。

图 7: 2014-2016 年上半年公司营业收入构成 (绝对值, 亿元)



资料来源: Wind 资讯、天风证券研究所

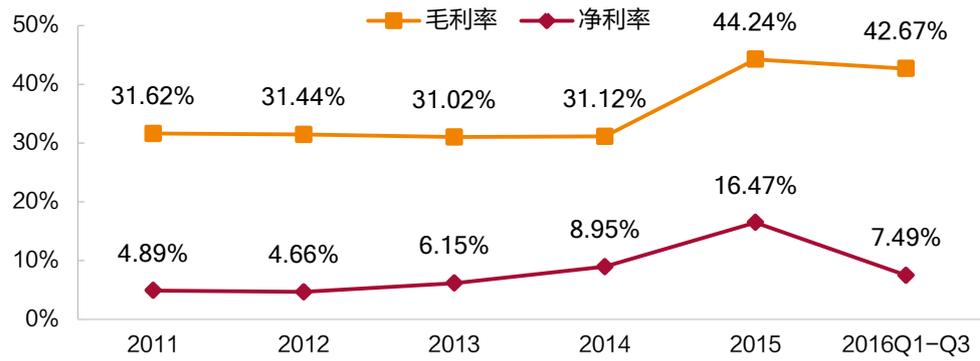
图 8: 2014-2016 年上半年公司营业收入构成 (百分比)



资料来源: Wind 资讯、天风证券研究所

销售毛利率和净利率方面, 传统量仪器具产品毛利率稳定在 31%左右, 净利率较低, 基本在 4.7%-6%的区间。文化传媒业务 2015 年毛利率达到 60%, 将公司整体毛利率提升至 44%左右, 整体净利率水平在 2015 年提升至 16.47%。

图 9：2011 年-2016 前三季度公司毛利率与净利率



资料来源：Wind 资讯、天风证券研究所

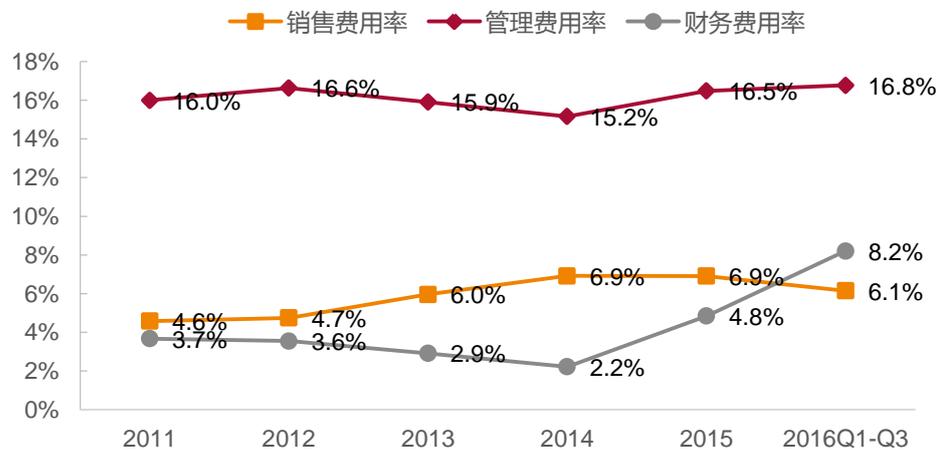
表 1：东方网络 2011-2016 年上半年分业务收入及毛利率拆分

	2011	2012	2013	2014	2015	2016H1
<b>计量器具制造业</b>						
营业收入 (亿元)	1.58	1.82	1.73	1.98	1.78	0.85
同比增速	21.2%	15.1%	-4.8%	13.4%	-10.3%	-10.2%
收入占比	98%	97%	98%	82.4%	44%	34%
毛利率	30.5%	30.3%	30.2%	28.2%	25.4%	27.9%
<b>文化传媒行业</b>						
营业收入 (亿元)				0.44	2.26	1.64
同比增速					410.1%	230.8%
收入占比				18.4%	55.9%	65.7%
毛利率				42.3%	59.1%	51.1%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司三项费用率整体较为稳定。管理费用率 2011 年起稳定在 16% 的水平；销售费用率近三年小幅上升，系新增合并子公司引起销售费用的增加；财务费用率 2015 年起提升较快，主要为银行贷款增加、利息支出增加带来的财务费用上升所致。

图 10：东方网络 2011-2016 前三季度三项费用率



资料来源：Wind 资讯、天风证券研究所

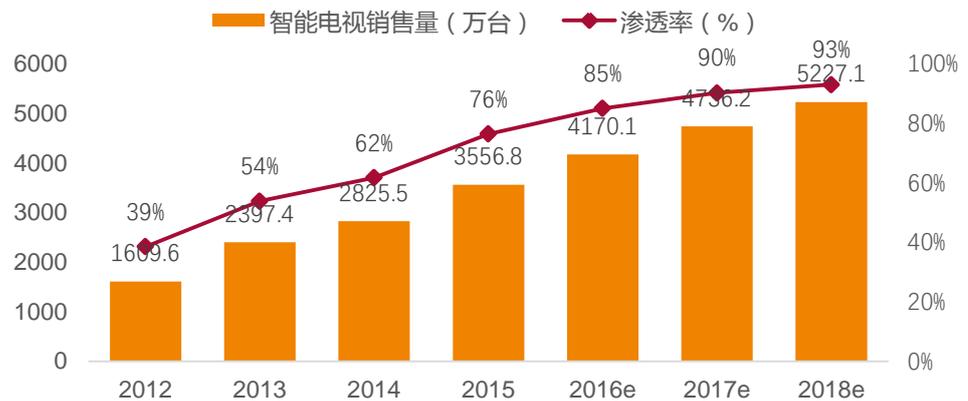
## 2. 行业分析：渠道更新与内容迭代下，文娱市场具备持续增长空间

### 2.1. 渠道：多屏互动逐渐成熟，客厅经济大有可为

#### 2.1.1. 智能电视：重要家庭流量平台，未来客厅娱乐中心

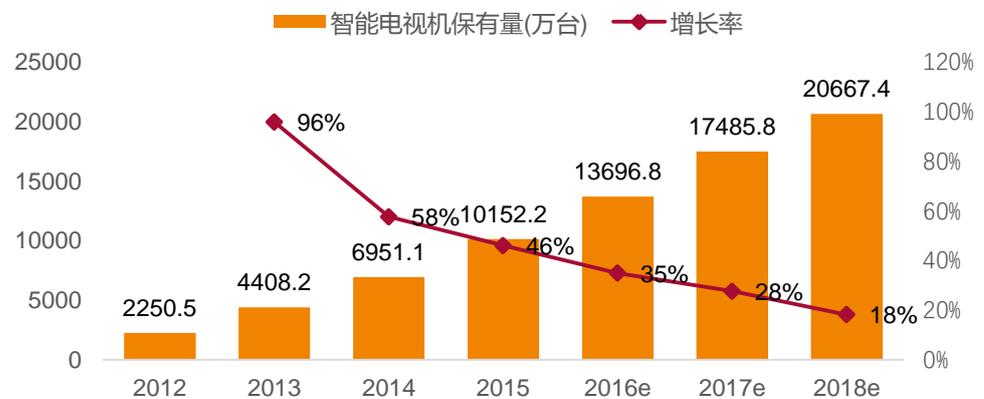
电视智能化几年前还是方向，现阶段已广泛普及。根据艾瑞咨询数据，2016年中国智能电视渗透率预计达到85%，2017年预计达到90%。智能电视设备的普及，为互联网电视整体生态的发展奠定坚实的基础。

图 11：中国智能电视销售量以及渗透率



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 12：中国智能电视机保有量



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

智能电视的整体产业链呈现出两头大中间小的“哑铃式”结构，产业链上游内容端集中了大量的内容提供商，内容提供商汇集了多家内容生产商和制造商的内容资源，从而为互联网电视提供丰富的内容资源。产业链下游输出终端集中了大量的电视、机顶盒及无屏电视等产品。产业链的中间环节由于受行业监管政策的影响，只集中了数量有限的七家集播控牌照商。

图 13：智能电视产业链



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

互联网高速发展后，电视端由互动性较弱的传统电视升级，用户在智能电视上可通过互联网获取视听内容，自主选择时间内容，从而带来用户向电视端逐渐回归。

同时伴随着硬件设施提升和功能扩容，智能电视通过大屏优势成为客厅娱乐中心，一方面用户有通过大屏享受广电及互联网内容的需求，另一方面，互联网电视不断加入电视游戏、大屏购物、大屏直播等新模式，吸引用户开始客厅娱乐的尝试。

图 14：智能电视硬件不断提升



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 15：用户开始回归客厅



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

### 2.1.2. 移动视频：多屏观看习惯养成，移动端成为网络视频发展重要驱动力

截止 2016 年 12 月，我国手机网民规模达到 6.95 亿，较 2015 年底增加 7550 万，网民中使用手机上网人群的占比由 2015 年的 90.1%提升至 95.1%，提升 5 个百分点，网民手机上网比例在高基数基础上进一步攀升。

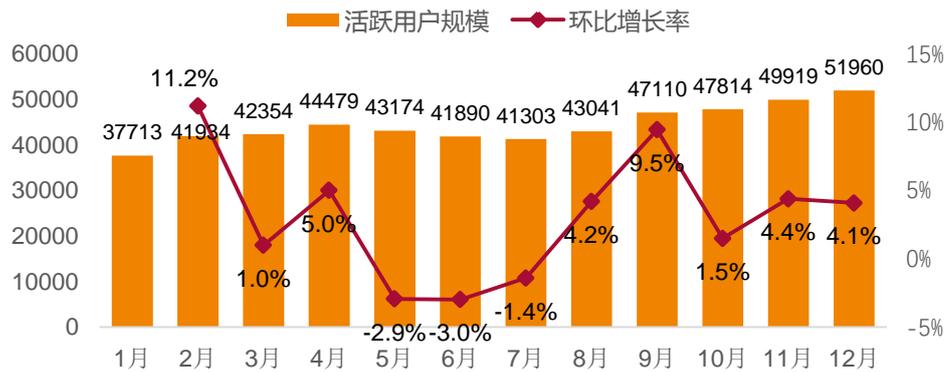
图 16：中国手机网民规模以及占整体网民比例



资料来源：CNNIC，天风证券研究所

截止 2016 年 12 月，我国移动端综合视频活跃用户规模达到 5.20 亿人，较年初增加 1.42 亿人，增长幅度达到 37.8%。

图 17：2016 年中国移动端网络视频市场活跃用户规模（单位：万人）



资料来源：易观、天风证券研究所

2016 年前 3 季度我国网络视频运营商市场总规模为 255.5 亿元，同比增长 49.1%；移动视频广告市场规模达 137.1 亿元，同比增长 74.0%。从移动市场规模占比看，从 2015 年 1 季度至 2016 年 3 季度，移动市场规模持续平稳增长，规模占比达 55.9%。

图 18：2015Q1-2016Q3 中国网络视频广告市场规模



资料来源：易观智库，天风证券研究所

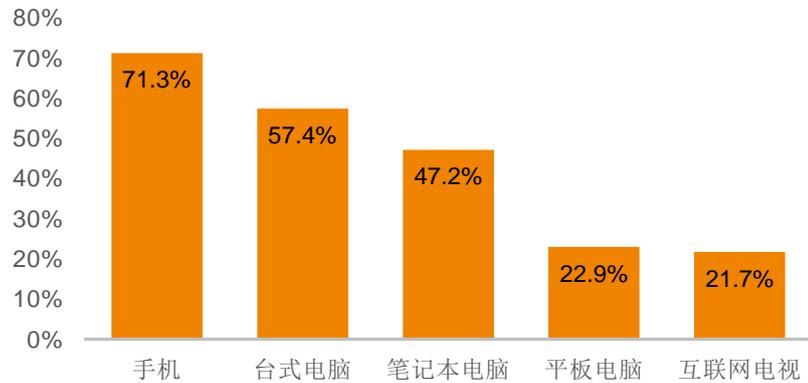
图 19：2015Q1-2016Q3 中国移动视频广告市场规模



资料来源：易观智库，天风证券研究所

从用户角度，多屏观看的行为已比较普遍，手机是最重要的网络视频观看终端。我国移动端网络视频的主流用户是 80 后、90 后。30 岁及以下移动综合视频用户占比超过 70%，其中 24 岁及以下的用户达到 37.4%。

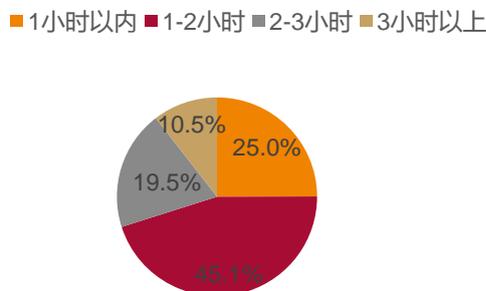
图 20：网络视频多屏观看终端占比



注：Q：最近半年使用哪些设备观看网络视频内容

资料来源：易观、天风证券研究所

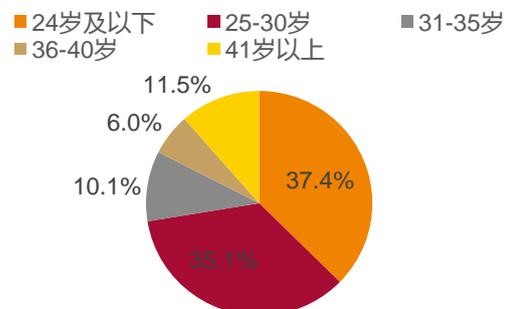
图 26：用户观看网络视频时长分布



注：Q：最近半年平均每天会花费多长时间观看网络视频

资料来源：易观、天风证券研究所

图 27：中国移动综合视频用户年龄分布



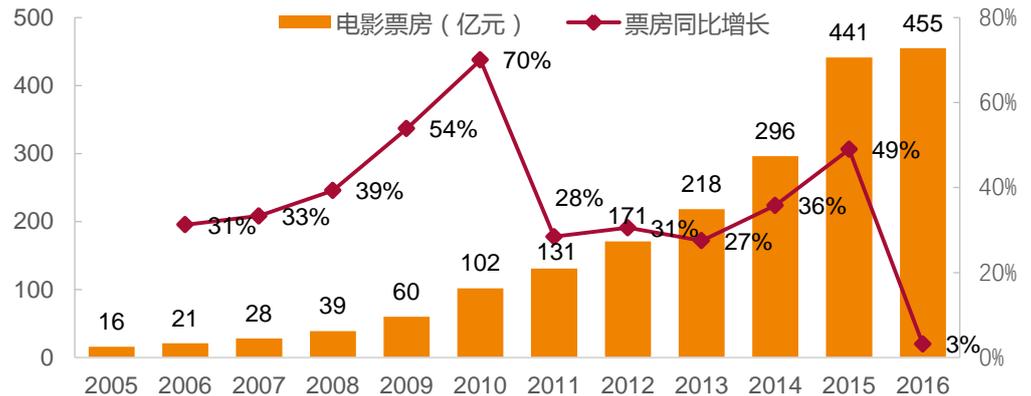
资料来源：易观、天风证券研究所

## 2.2. 内容：影视综艺仍具空间，内容质量始终为上

### 2.2.1. 电影：16 年国内电影市场进入调整期，17 年进口片有望成为增长亮点

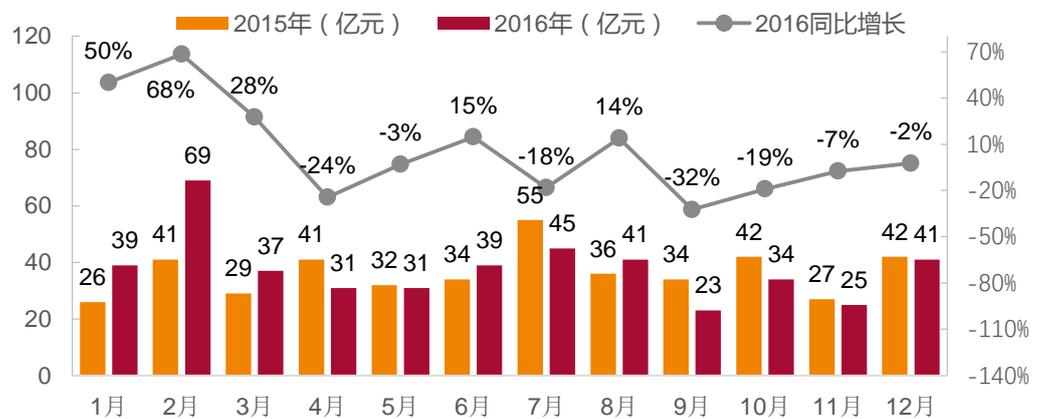
中国电影票房近十年间整体保持高速增长，其中 2005-2015 年 11 年间 CARG 达 28%，特别是 2015 年票房在 2014 年票房 296 亿元高基数的情况下依然能达到 49% 的增长，主要受益于社会资本的进入、电影内容质量的提升、影院的高速建设以及观影人次的增加。2016 年全年票房 455 亿，同比增长 3%，中国电影市场进入调整期。2016 年票房增速放缓的主要原因包括影片质量不佳、票补减少、打击票房造假、院线电影窗口期缩短等因素，其中影片质量不佳是核心原因。

图 21：2005-2016 年中国年度电影票房



资料来源：艺恩咨询，天风证券研究所

图 22：2015-2016 年月度票房对比

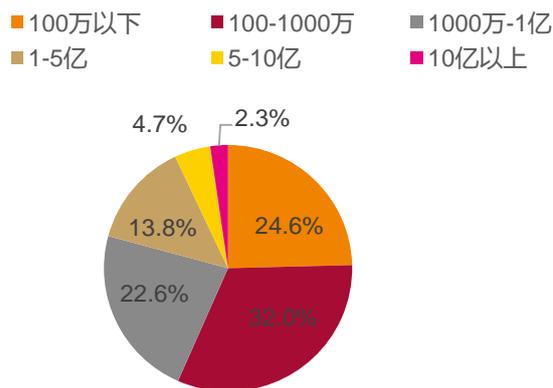


资料来源：艺恩咨询，天风证券研究所

在电影票房区间分布方面，2016 年高票房电影比例较低。在上映的 387 部电影中，10 亿以上票房的电影仅 9 部 (占 2.3%)，单以《美人鱼》一部影片 33.89 亿票房就占 1-10 月份票房的 9.5%，5-10 亿票房电影数量仅占 4.7%，1-5 亿票房电影数量占 13.8%，超过 1 亿的电影占上映电影比例约为 20.8%，约 24.6% 的电影票房在 100 万以下。

从国产片、进口片票房占比来看，进口片上映数量远低于国产片，但在 2016 年上半年进口片票房 116.2 亿元，占总票房的 47%，国产片票房 129.38 亿元，占总体票房的 53%，仅略高于进口片占比，若以往年数据来看，一般进口片票房占比约 40% 左右，2016 年进口片票房 47% 票房占比也反映出国产电影质量强差人意。

图 23：2016 年国内上映电影票房区间分布（共 387 部）



资料来源：电影票房数据库，天风证券研究所

图 24：2016 年国内上映电影国产片和进口片票房情况



资料来源：360 娱乐，天风证券研究所

**进口片已经是国内电影市场不可或缺的重要力量，进口限额的放开有望促进国内电影票房回暖：**1) 2016 年上半年，国产电影表现不如预期，进口电影票房占比从往年的 40%左右提升至 47%，单片票房表现好于国产电影；2) 2016 年进口分账片数量提升至 39 部，虽然部分分账片属于“文化交流项目”，但部数已打破 12 年以来保持不变的 34 部进口分账片限额。2016 年 10 月 13 日，广电总局领导在长春电影节讲话时表示“2018 年可能有更多的外国影片进入中国电影市场”，反映进口片数量有逐步放开的趋势。3) 2012 年中美签订的《谅解备忘录》将于 2017 年重新签订，进口片限额有望进一步放开。

表 2：2017 年有望引进的 30 部国外大片

影片名称	上映时间
极限特工三：终极回归	内地 2 月 10 日
爱乐之城	内地 2 月 14 日
生化危机 6：终章	内地 2 月 17 日
乐高大电影：蝙蝠侠	北美 2 月 10 日
金刚狼三：殊死一战	北美 3 月 3 日
金刚：骷髅岛	北美 3 月 3 日
美女与野兽	北美 3 月 17 日
异星觉醒	北美 3 月 24 日
超凡战队	北美 3 月 24 日
攻壳机动队	北美 3 月 31 日
蓝精灵 3：失落的村庄	北美 4 月 7 日
速度与激情 8	北美 4 月 14 日
银河护卫队 2	北美 5 月 5 日
异性：契约	北美 5 月 19 日
加勒比海盗 5	北美 5 月 26 日
海滩游侠	北美 5 月 26 日
神奇女侠	北美 6 月 2 日
赛车总动员 3	北美 6 月 16 日
变形金刚 5	北美 6 月 16 日
神偷奶爸 3	北美 6 月 30 日
蜘蛛侠：英雄归来	北美 7 月 7 日
猩球崛起 3：终极之战	北美 7 月 14 日
敦克尔克	北美 7 月 21 日
星际特工：千星之城	北美 7 月 21 日
Emoji 大电影	北美 8 月 4 日

王牌特工 2: 黄金圈	北美 10月6日
银翼杀手 2049	北美 10月6日
雷神 3: 诸神的黄昏	北美 11月3日
正义联盟	北美 11月17日
星球大战 8	北美 12月15日

资料来源: 娱票儿 App, 天风证券研究所

### 2.2.2. 电视剧: 网台联动势不可挡, 付费带来头部内容价值提升

受限于“一剧两星”政策, 卫视渠道采购能力下降, 同时新媒体不断分流电视观众, 卫星端电视剧市场规模从 2014 年起增速放缓。

图 25: 2007-2014 年中国电视剧市场规模 (卫视端)

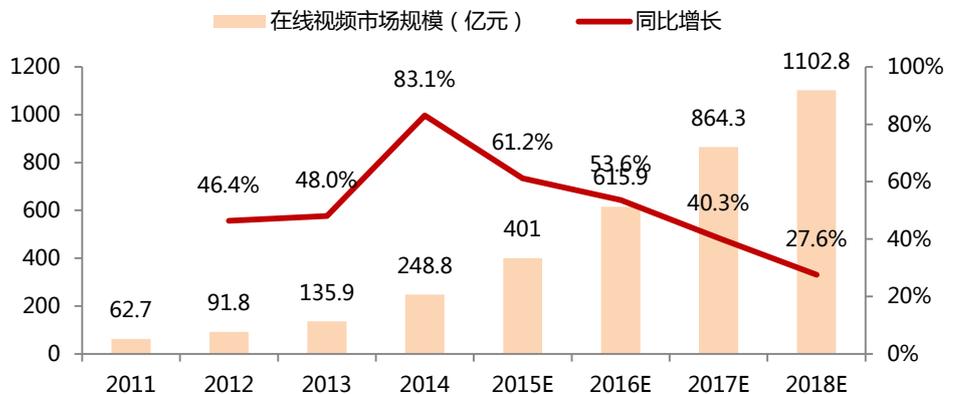


注: 2014 年电视剧市场规模无准确统计, 基本与 2013 年持平

资料来源: 艺恩咨询, 天风证券研究所

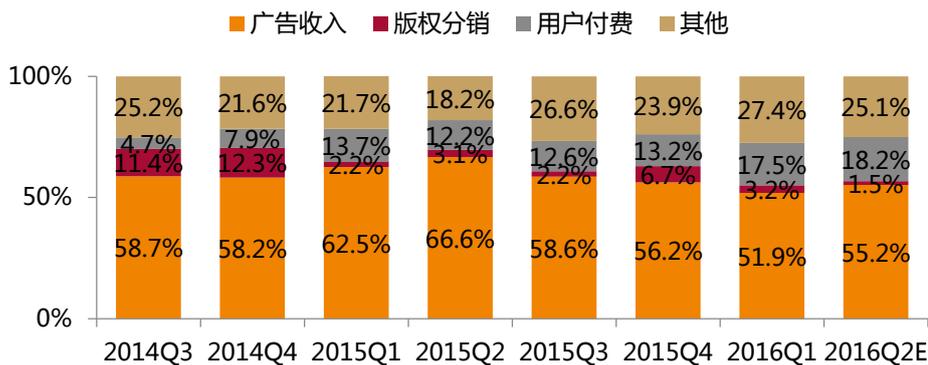
另一方面, 视频网站快速成长。根据艾瑞咨询预测, 2016 年我国在线视频行业市场规模预计达到 616 亿元, 2017 年则有望达到 864 亿元。目前我国在线视频行业收入以广告为主, 占比超过 50%, 但随着在线视频在其他商业模式上不断探索, 广告收入占比有所降低, 用户付费收入占比提升, 2014Q3 占比仅为 4.7%, 2016Q2 占比预计将达到 18.2%。在线视频内容播放类型上, 电视剧为最主要的收看类型, 有效播放时长份额超过一半。

图 26: 2011-2018 年中国在线视频行业市场规模



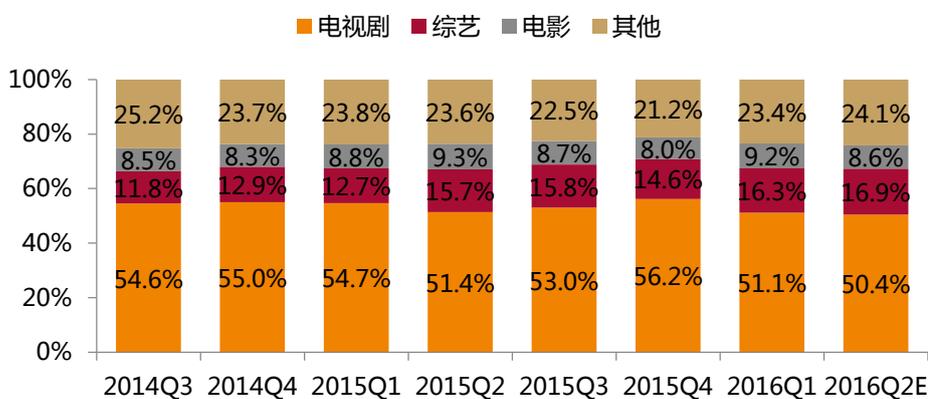
资料来源: 艾瑞咨询, 天风证券研究所

图 27：2014Q3-2016Q2 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

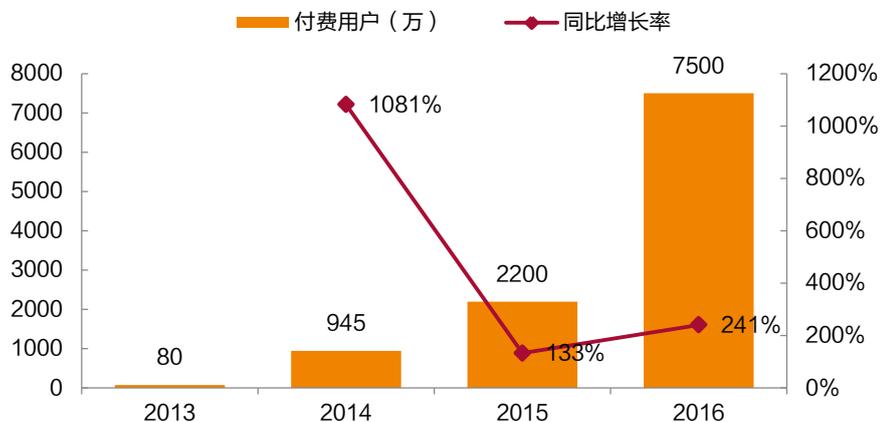
图 28：2014Q3-2016Q2 中国各类在线视频内容有效播放时长份额



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。

图 29：2013-2016 年中国付费视频用户规模



资料来源：艺恩咨询，天风证券研究所

注：数据估算为有效付费会员，不包含各类渠道赠送会员

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。

图 30：“爱奇艺会员”百度指数变化趋势



资料来源：百度指数，天风证券研究所

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 500 万/集，甚至网台共 1000 万/集的剧目已陆续出现。

表 3：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

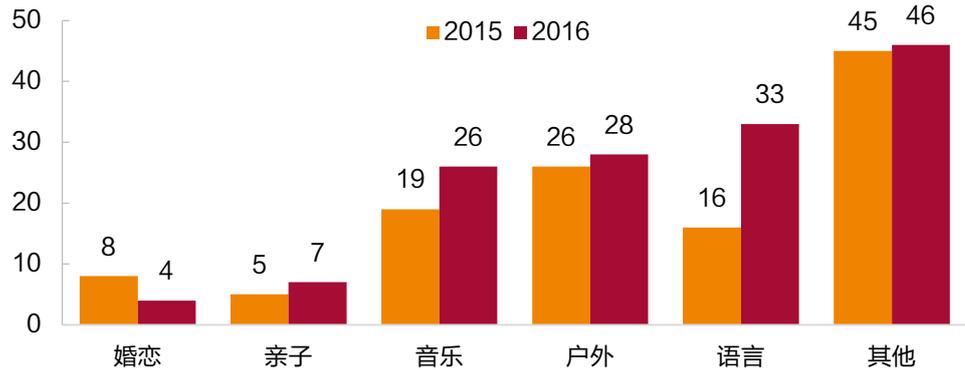
资料来源：人民网，天风证券研究所

### 2.2.3. 综艺：IP 衍生类节目优势持续，监管趋严推动原创综艺发展

2016 年我国综艺产业依旧保持较高的增长态势，据《2016 腾讯娱乐白皮书》统计，2016 年推出综艺节目共计 263 档，同比增长 22.3%；其中电视综艺节目 144 档，同比增长 21.0%，网络综艺节目 111 档，同比增长 15.6%。

从卫视综艺节目的题材类型来看，户外节目在经历 2015 年的大爆发后增速放缓，推出 28 档，同比增长 8%；音乐类节目稳定增长，推出 26 档，同比增长 37%；语言类节目则大放异彩，推出 33 档，同比增长 106%，发展势头十分强劲。

图 31：2016 综艺节目类型



资料来源：2016 腾讯娱乐白皮书、天风证券研究所

平均收视率破 1%的综艺节目达到 37 档，收视率排名前十的综艺节目中，“综 N 代”节目依旧强势霸屏，占据 8 席位置。浙江卫视推出的新兴节目《王牌对王牌》、《喜剧总动员》凭借良好的表现，在与一众老牌综艺节目中的 PK 中分别排名第四名和第八名，前 10 名中语言类节目由 2015 年的 1 档增长至 2016 年的 3 档。

排名前十的综艺节目依旧被一线卫视承包，其中浙江卫视 5 档，占比 50%，东方卫视 3 档，湖南卫视 1 档，江苏卫视 1 档。相比 2015 湖南卫视占据 3 席的态势，湖南卫视的收视地位被削弱。

表 4：2016 卫视综艺收视率排行 TOP10

排名	节目名称	平均收视率 (%)	类型	平台	去年排名
1	奔跑吧，兄弟 4	3.59	户外	浙江卫视	1
2	中国新歌声	2.84	音乐	浙江卫视	2
3	欢乐喜剧人 2	2.65	语言	东方卫视	19
4	王牌对王牌	2.43	其他	浙江卫视	新增
5	极限挑战 2	2.19	户外	东方卫视	8
6	最强大脑 3	2.13	其他	江苏卫视	10
7	我是歌手 4	2.07	音乐	湖南卫视	4
8	喜剧总动员	2.01	语言	浙江卫视	新增
9	笑傲江湖 3	1.90	语言	东方卫视	6
10	挑战者联盟 2	1.84	户外	浙江卫视	9

资料来源：2016 腾讯娱乐白皮书、天风证券研究所

网络播放量超 20 亿的卫视综艺节目为 9 档，相比去年增加 3 档。卫视收视率高的综艺节目网络播放量上同样具备优势。

表 5：2016 卫视综艺节目网络播放量排行 TOP10

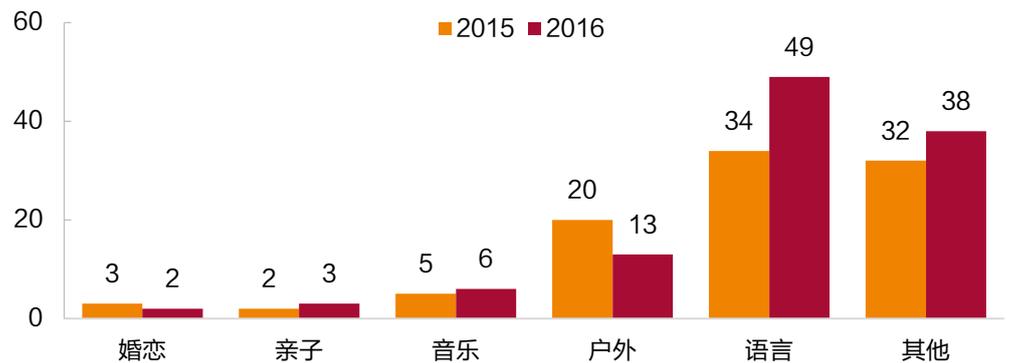
排名	节目名称	平台及类型	播放量 (亿)
1	奔跑吧，兄弟 4	浙江卫视，户外类	55.47
2	中国新歌声	浙江卫视，音乐类	49.75
3	挑战者联盟 2	浙江卫视，户外类	30.83
4	喜剧总动员	浙江卫视，语言类	29.21
5	极限挑战 2	东方卫视，户外类	24.97
6	全员加速中 2	湖南卫视，户外类	24.8
7	笑傲江湖 3	东方卫视，语言类	20.42

8	二十四小时	浙江卫视, 户外类	20.27
9	快乐大本营	湖南卫视, 其他	20.12
10	真正男子汉 2	湖南卫视, 户外类	19.43

资料来源: 2016 腾讯娱乐白皮书、天风证券研究所

2015 年网络综艺节目数量同比增速 104%，2016 年网络综艺节目数量继续发力，共计上线 111 档，同比增长 15.6%。网综继续蓬勃发展主要在于，一方面前期网络综艺的走红吸引着资本继续流入网络综艺市场；另一方面随着对电视综艺管制的加强，网络视频成为受限综艺节目的输出端口。语言类节目因其较低制作成本以及话题自由度等优势，从网络综艺产生之时就受到制作人的青睐，2016 年语言类网络综艺节目更是达到 49 档，占网络综艺节目总量的 44.1%，撑起网络综艺的半边天。

图 32: 2016 网络自制综艺节目类型



资料来源: 2016 腾讯娱乐白皮书、天风证券研究所

2016 年网络播放量超 10 亿的节目共 10 档，超 5 亿的节目共 17 档。受制于广电总局的“限童令”，《爸爸去哪儿 4》和《妈妈是超人》输出到视频网站，在网综播放量排行中分别排名第一名和第九名。在制作平台方面，相比去年腾讯、优酷和爱奇艺三足鼎立的竞争格局，2016 年芒果 TV 共有 4 档自制综艺挤入 TOP10 排行榜，发展势头迅猛。

表 6: 2016 网络自制综艺播放量排行 TOP10

排名	节目名称	播放量 (亿)	平台
1	爸爸去哪儿 4	20.61	芒果 TV、优酷
2	火星情报局 1	10.47	优酷
3	明星大侦探	8.9	芒果 TV
4	暴走法条君	8.04	优酷
5	约吧大明星	7.94	腾讯视频
6	黄金单身汉	7.64	芒果 TV
7	偶滴歌神啊 3	7.07	爱奇艺
8	作战吧偶像	6.81	腾讯视频
9	妈妈是超人	6.72	芒果 TV
10	拜托了冰箱 2	6.3	腾讯视频

资料来源: 2016 腾讯娱乐白皮书、天风证券研究所

综艺节目火热的同时政策管制愈发严格。2016 年 4 月，国家广电总局在《关于进一步加强电视上星综合频道节目管理的通知》中重申“严格控制未成年人参与真人秀节目”的立场。

2016 年 6 月国家广电总局推出《关于大力推动广播电视节目自主创新工作的通知》，政策限制境外版权模式节目的播出，政策规定，上星频道每年在黄金时段播出的境外版权模式节目不得超过两档，每年只能引进一档新的境外模式节目，且第一年不能在黄金时段播出。

2016 年 12 月广电总局推出《关于进一步加强网络原创视听节目规划建设和管理的通知》，对

重点网络原创节目实行备案登记制，实现了与电视监管标准的统一。这一规定的出台将进一步规范网络综艺市场，网络综艺将告别“野蛮生长”状态。

综艺监管政策趋严对于涉及“限童令”以及海外版权综艺有一定影响，但也助推了国内原创综艺发展，为本土综艺公司成长创造出了良好的契机。

### 3. 公司分析：“渠道+内容+产业链延伸”共筑文化大格局

东方网络在传统量具业务稳定发展的同时，全力推进文化产业发展，通过整合并购，不断强化“内容+渠道+终端+运营”全产业链生态系统的核心竞争力，具备打通线上线下，整合泛娱乐产业链上下游的大格局。

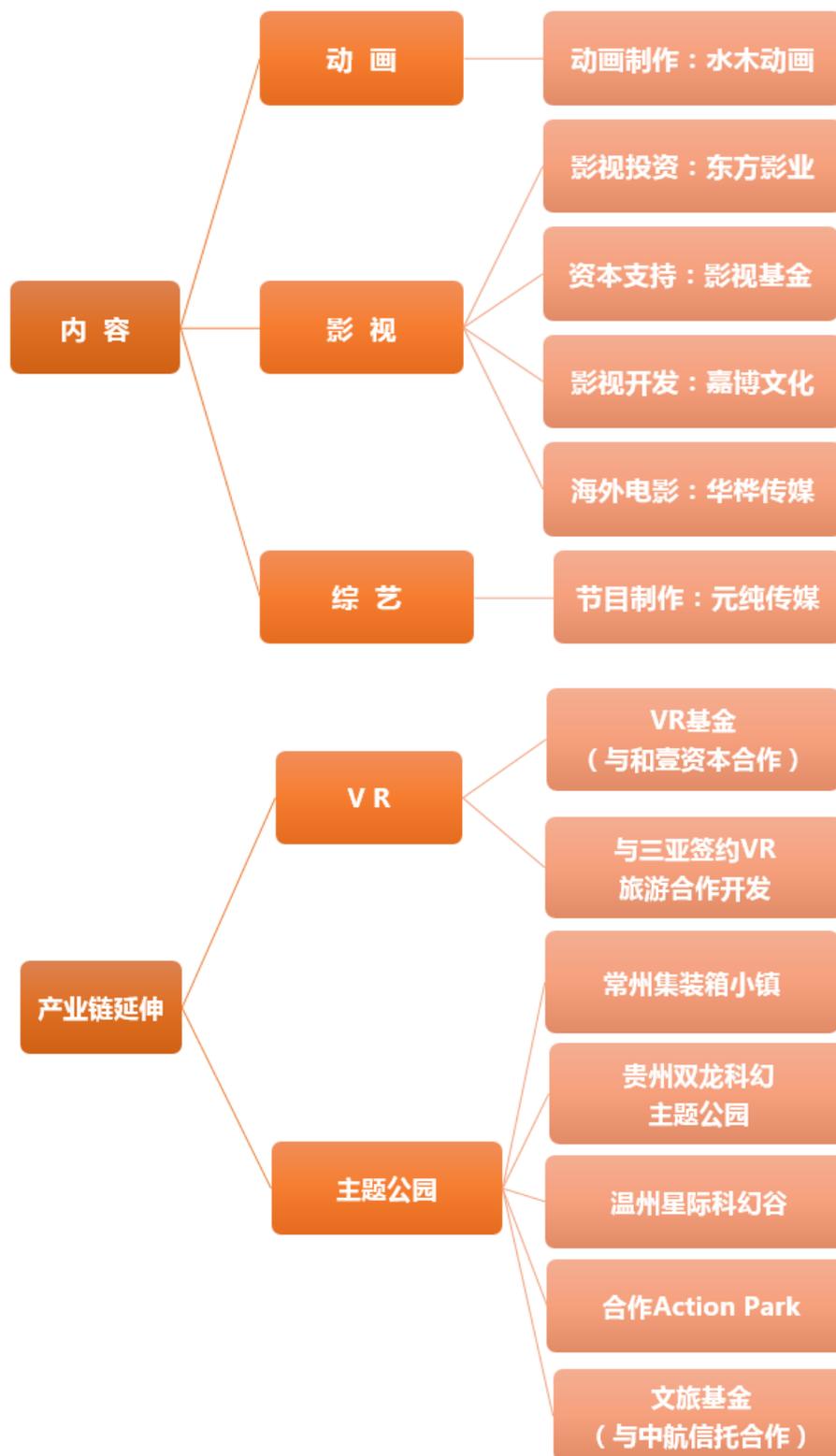
1) 在渠道方面，公司在运营商渠道和终端具备多样化的竞争优势。运营商渠道上，包括广电、电信、移动、联通均已实现数字化发行的布局；终端上，电视、手机、平板电脑、VR 头戴设备均可实现公司发行内容的观看。

2) 在内容方面，公司通过并购水木动画以及拟并购嘉博文化、华桦文化和元纯传媒不断夯实内容端，并在上市公司层面积极推进国内外电影、电视剧、动漫、游戏版权采购，向上游影视制作产业、虚拟现实等新产业延伸，打造差异化的独家新媒体内容。

3) 在产业链延伸方面，公司在战略上重视线上线下打通，通过文化创意设计以及 VR 等探索主题公园业务，而从板块协同上，公司文旅业务也能够与原有的影视、动漫制作、数字发行业务形成业务板块间的良性互动。

图 33：东方网络战略架构图





资料来源：天风证券研究所根据公司公告整理

### 3.1. 渠道制胜，运营商和终端多样化发展，构建数字化发行平台

#### 3.1.1. 紧密合作各地广电网络，开展数字电视运营

##### 1) 收购乾坤时代，迈开数字电视运营平台第一步

2013年6月公司披露2.5亿收购中辉乾坤（乾坤时代和东方华尚前身）100%股权方案，2014年7月完成收购。乾坤时代通过注入资金与各地省、市、县广电部门成立数字电视运营合资公司，作为合资运营商搭建数字电视运营平台、提供运营服务，并向其收取运营服务费。广电局（台）或广电网络公司作为合资公司控股股东，为合资运营商提供基础网络资源和独家经营权，合资运营商则作为业务开展平台和收费载体，直接面向终端用户开展业务并收取基本收视费和增值业务费。

2005年开始，乾坤时代在全国范围内寻求需要投资和合作的运营商，设立合资运营商提供运营服务。目前，公司已经先后投资参与完成了哈尔滨、牡丹江、德州、聊城、云南、汉寿等11个省、市的有线、无线数字化整体转换，目前拥有近百万数字电视用户，覆盖数字电视用户近千万户。

表 7：乾坤时代 7 家合资运营商提供运营服务具体情况

序号	合资运营商	合作方	运营服务期限
1	聊城中广	聊城市广电信息网络有限公司	2005年6月-2026年6月
2	德州中辉	德州广电有线电视传输有限公司	2005年12月-2026年12月
3	哈尔滨有线	哈尔滨元申广电网络有限公司、深圳市同洲电子股份有限公司	2006年1月-2026年1月
4	牡丹江中辉	牡丹江新闻传媒集团有限公司	2009年11月-2039年11月
5	汉寿中辉	汉寿县广播电视台	2005年9月-2030年8月
6	云南中辉	云南广播电视信息传输网络股份有限公司、云南华屹投资开发有限公司、云南省广播电视局广播影视产业发展中心	2005年12月-2030年12月
7	衡水中辉	衡水广播电视台	2007年2月-2033年2月

资料来源：公司公告，天风证券研究所

##### 2) 捆绑终端，“超级娱乐家电视套餐”探索广电业务新业态

子公司乾坤时代的“超级娱乐家电视套餐”是公司联合广电运营商和电视厂商推出的以超级动漫、超级院线、超级游戏为主的内容+硬件捆绑套餐业务。

“超级娱乐家电视”捆绑公司全部自有内容，包括电影院线、动漫、教育、游戏等，形成“超级娱乐家APK”平台，同时捆绑有线电视网络运营商的宽带、付费节目等用户需求度较高的服务、内容，通过此种合作销售模式提高用户粘性，确保用户至少五年的在网时间，通过对节目内容的持续运营获得丰厚收益。

2016年以来“超级娱乐家电视套餐”已完成九个省全面覆盖销售，与各地广电运营商及家电企业完成1463个销售服务网点的进驻，其中包括家电卖场、传统家电营销中心、乡镇代理商、运营商营业厅等。

公司已与创维、TCL、飞利浦等厂商达成战略合作协议，各电视厂商将提供最新智能电视产品及其销售、宣传、售后服务渠道，大力配合“超级娱乐家”项目营销。通过这种模式，2015年套餐全年累计销量超过8万套，数字内容覆盖用户1200万户，2016年底计划发展至22万套。

图 34：东方网络旗下乾坤时代 “超级娱乐家电视套餐”

订节目 送电视				
超级娱乐家套餐	节目套餐	套餐价格	赠送	
超级娱乐家套餐 C1	<ul style="list-style-type: none"> <li>超级院线(2年)</li> <li>节目回看(2年)</li> <li>视频点播(2年)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>超级动画(2年)</li> <li>频道回放(2年)</li> </ul>	<p>2299元 (含288元收视费)</p>	创维42寸2K电视
超级娱乐家套餐 C2	<ul style="list-style-type: none"> <li>超级院线(2年)</li> <li>节目回看(2年)</li> <li>视频点播(2年)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>超级动画(2年)</li> <li>频道回放(2年)</li> <li>- 1.2M宽带(1年)</li> </ul>	<p>2599元 (含288元收视费)</p>	
超级娱乐家套餐 C3	<ul style="list-style-type: none"> <li>超级院线(2年)</li> <li>节目回看(2年)</li> <li>视频点播(2年)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>超级动画(2年)</li> <li>频道回放(2年)</li> </ul>	<p>2899元 (含288元收视费)</p>	创维49寸2K智能电视
超级娱乐家套餐 C4	<ul style="list-style-type: none"> <li>超级院线(2年)</li> <li>节目回看(2年)</li> <li>视频点播(2年)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>超级动画(2年)</li> <li>频道回放(2年)</li> <li>- 20M宽带(1年)</li> </ul>	<p>3099元 (含288元收视费)</p>	
超级娱乐家套餐 C5	<ul style="list-style-type: none"> <li>超级院线(2年)</li> <li>节目回看(2年)</li> <li>视频点播(2年)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>超级动画(2年)</li> <li>频道回放(2年)</li> </ul>	<p>3699元 (含288元收视费)</p>	创维50寸4K智能电视
超级娱乐家套餐 C6	<ul style="list-style-type: none"> <li>超级院线(2年)</li> <li>节目回看(2年)</li> <li>视频点播(2年)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>超级动画(2年)</li> <li>频道回放(2年)</li> <li>- 20M宽带(2年)</li> </ul>	<p>4499元 (含288元收视费)</p>	
套餐详情	节目亮点	套餐详情	节目亮点	
超级院线	超出数十万小时电影视频资源, 30%来自于欧美院线大片50%国内院线(港台)大片。	超级动画	拥有超过15万分钟的原地规划内容资源, 包含大量易学易懂, 寓教于乐的动画教育片。	
频道回放	七天所有节目全程收录, 错过新闻? 错过追剧? 选中播出时间即刻让“时光倒流”, 随时躺着就是这么任性!	节目回看	最新、最火、最好看的栏目、精彩瞬间随时看, 热点节目任你选。	
视频点播	定制化的视频点播服务, 海量影剧任意点, 好戏等你来发现。	高速宽带	用有线宽带, 看清世界, 享缤纷互动!	

资料来源：河南有线，天风证券研究所

### 3.1.2. 开拓移动互联网手机电视业务，形成对电视端入口有效补充

公司一直积极致力于开拓移动互联网手机电视业务，与三大运营商开展深度合作，并通过投资武汉无忧乐活、国广星空等深化手机电视布局。

#### 1) 增资武汉无忧乐活，抢占手机移动端入口

2016年3月,公司出资1650万元与新视界共同增资武汉无忧乐活,增资完成后公司持股28%。无忧乐活成立于2008年,在熊亮带领下的经营团队具备专业的手机端app开发运营能力与管理经验,同时拥有丰富的客户资源,在建立与各个电视台合作关系方面有着独到的优势,曾经运营的产品在同类产品的下载用户总数和日活跃用户数均名列前茅。无忧乐活是云图TV的落地运营商主体,以技术服务为基础,与各个电视台建立业务合作关系。云图TV目前有5000万用户、千万级月活,是手机端领先的直播App。

东方网络通过增资无忧乐活,掌握手机电视入口,加强用户获取能力,迅速提升公司手机移动端用户数量。

图 35：无忧乐活手机端布局



资料来源：无忧乐活官网，天风证券研究所

图 36：无忧乐活大小屏互动



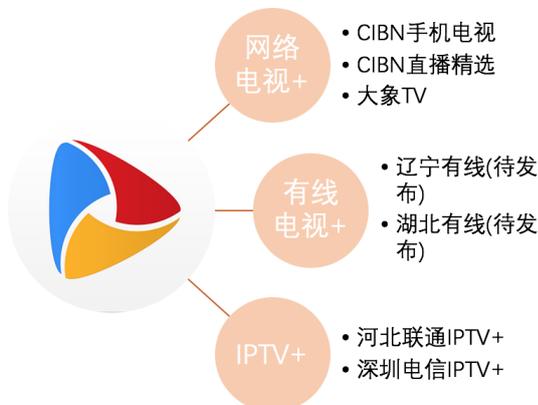
资料来源：无忧乐活官网，天风证券研究所

## 2) 受让国广星空 24%股权，获取手机电视内容与运营完整业务链

2016 年 4 月公司以 3240 万元受让国广星空 24%的股权，国广星空的主营业务是手机电视开发与运营，目前主要产品为手机 App “手机电视”。该产品从上线至今全球累计下载量已达到 1.7 亿次，日活用户数量达到 200 万人，累计下载用户数和日活跃用户数均为同类产品第一。国广星空业务收入主要来自“手机电视”内的导流业务与广告业务。

国广星空拥有丰富的手机电视运营经验，主要产品处于行业龙头地位，打造的手机电视集成播控平台，将建立集内容、平台、服务于一体的“手机视频生活圈”，以及集手机电视内容产品与用户管理与运营维护在内的完整业务链。同时，国广星空拥有丰富资源，2015 年国广星空与 WCA（世界电子竞技大赛）达成媒体合作，向 1.3 亿用户直播精彩游戏赛事。

图 37：国广星空合作项目



资料来源：国广星空官网，天风证券研究所

图 38：WCA 直播游戏



资料来源：国广星空官网，天风证券研究所

### 3.1.3. 增资国广东方获取互联网电视播控牌照，OTT 业务补足重要环节

在 OTT 业务运营方面，公司将通过广电运营商及电信运营商渠道，定制生产、销售包括 OTT 机顶盒、智能电视机、智能娱乐终端在内的众多硬件终端产品。同时，通过这些硬件终端及广电、电信渠道运营商 OTT 业务平台，开展视频点播、同步院线点播、游戏、动漫、教育、医疗、本地化服务等众多 OTT 业务运营。

2016 年 4 月，东方网络子公司东方投资以 1.97 亿元增资国广东方，增资后占有 15% 的股权。国广东方拥有中国国际广播电台独家授权的互联网电视集成业务牌照，是全国七家互联网电视牌照方之一。CIBN 互联网电视是目前国广东方的核心业务，目前 CIBN 互联网电视的用户规模超过 2000 万，手机电视用户 1.9 亿。截至 2015 年底，视频内容累计时长超过 1000 万小时，日更新 300 小时，覆盖智能 TV 端、移动端和 PC 端。

互联网电视集成业务牌照在全国只有 7 张，具有稀缺性，公司与国广东方进行资源共享与合作，一方面借助其 CIBN 全牌照优势拓展 OTT 业务，另一方面也可与国广东方开展的“CIBN 微视听”等国内主流的互联网电视产品形成合力，通过业务协同、引流等方式进一步挖掘产业链价值。

图 39：互联网电视七张牌照情况

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

资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

### 3.1.4. 立足多元渠道基础推广沙发院线，打造中国的“第二院线”

东方网络全资子公司东方华尚的核心业务“沙发院线”是一款电视终端视频内容聚合类产品，基于全国有线电视网络、电信运营商网络、互联网电视平台、移动互联网等渠道，进行院线电影准同步播出。2015 年 6 月，华尚举办了“沙发院线”品牌战略联盟发布会，并于 11 月推出“沙发院线”手机 APP。

在内容上，公司已通过影视投资和版权购买的方式，与好莱坞影视公司和国内外知名片商合作，如环球影业、合一影业、腾讯、爱奇艺、优酷、乐视等，为“沙发院线”建立自己的版权内容库，目前已采购数千部电影和数万分钟的动画内容。“沙发院线”拥有 70% 国内外年度新片正版版权，院线上线 2-4 周内准同步上线。

在渠道拓展上，“沙发院线”充分利用公司优势，实现多渠道并进。截至 2016 年 6 月，“沙发院线”全国有线数字电视渠道合作覆盖 3500 万家庭用户；电信运营商渠道已与中国电信和中国移动进行合作并完成业务上线，同时与三大运营商就 IPTV 及手机无线增值业务开展了深度合作；互联网电视渠道已与七大牌照商中的华数 TV、银河互联网电视、CIBN 互联网电视、CNTV 互联网电视完成业务上线，累计覆盖 5000 万用户。

图 40：沙发院线战略发布



资料来源：沙发院线官网，天风证券研究所

图 41：多部影片登陆沙发院线



资料来源：沙发院线官网，天风证券研究所

2016 年 1 月沙发院线与搜狐视频双方共同宣布“沙发院线专区”业务在飞狐影视 OTT 平台正式上线，将东方网络的优质内容在飞狐影视 OTT 平台上通过点播专区的形式呈现，在飞狐影视沙发院线专区，借助互联网平台传输通道，用户只需利用家庭智能电视或 OTT 盒子即可享受高清电影点播服务，实现“影院的消费形式，家庭的消费环境”。

### 3.1.5. 投资泰中传媒，携手昆仑万维，拓展海外文化传播渠道

#### 1) 入股泰中传媒，走出文化传媒产业布局向海外延展第一步

2015 年 5 月，公司公告出资 2450 万泰铢(约合人民币 453 万)投资参股泰中传媒 49%股权，泰中传媒主要经营广播电视节目制作与播出以及版权交易、互联网信息服务、教育投资与培训等业务。公司投资泰中传媒旨在响应国家“一带一路”宏观发展战略，依托国家发展东盟经济圈的战略部署，率先进入东南亚文化传媒产业市场，公司对外提供的中国影视作品进行泰语化，并通过当地广电运营商网播出，切实践行“文化走出去”战略。

泰中传媒旗下的全资子公司——丝绸之路电视台已于 2016 年 3 月在泰国曼谷开播，丝绸之路电视台(SRTV)通过泰星五号卫星全天候 24 小时地播出，实现对 26 个国家的 2000 多万用户的覆盖。“丝绸之路电视台”独立制作的节目计划将包括《一路见闻》、《丝路采风》、《名人访谈》、《泰好吃》、《泰好玩》等，以及《新丝路剧场》、《新院线》、《亚洲音乐榜单》等。

图 42：泰中传媒积极响应国家“文化走出去”的号召



资料来源：东方网络公司官网，天风证券研究所

## 2) 携手昆仑万维，共进 “一带一路”

2016 年 12 月，公司与昆仑万维签署战略合作协议，双方拟全面进入非洲、东南亚等一带一路国家，联合开展手机游戏、手机电视、手机视频、手机新闻等业务合作，力争在 3 年内覆盖 5 亿的一带一路国家的用户；同时拟在好莱坞电影的投资和发行、手机电视、OTT 电视方面进行全面合作；在影视游戏方面进行改编合作；并通过海外网络媒体进行深度合作。

与昆仑万维的合作将充分发挥东方网络的影视作品开发能力强，IP 储备深厚，手机电视、互联网电视的运营经验丰富等优势；同时，合作更能加速公司现有业务的海外延展。通过借力昆仑万维的互联网行业资源，为公司后期业务开展提供更强的创新价值。

图 43：东方网络与昆仑万维战略合作内容

合作方向	具体内容
全面进入非洲、东南亚等一带一路国家	联合开展手机游戏，手机电视、手机视频、手机新闻等业务合作，力争在3年内覆盖5亿的一带一路国家的用户；充分利用Opera在这些国家的品牌影响力、用户规模优势和乙方的版权优势；
深度合作好莱坞电影	共同寻求优质的电影项目，合作方式包括但不限于投资、制作、招商、发行等，逐步拓展双方的合作内容和层面；
通过互联网平台积极拓展多媒体业务	围绕手机电视、OTT电视开展全方位合作，全力打造高质量内容的新媒体平台；
游戏研发、发行	围绕影视IP，结合实际开发情况和市场情况，双方共同进行游戏开发合作，持续打造大型精品游戏项目；
海外网络媒体方面	集合应用平台、规模用户等优质资源于一体，以独特的媒介环境优势在海外公关传媒领域占据优势地位，成为行业先导；
在本协议有效期内，双方须向对方提供优先投资认购权。	

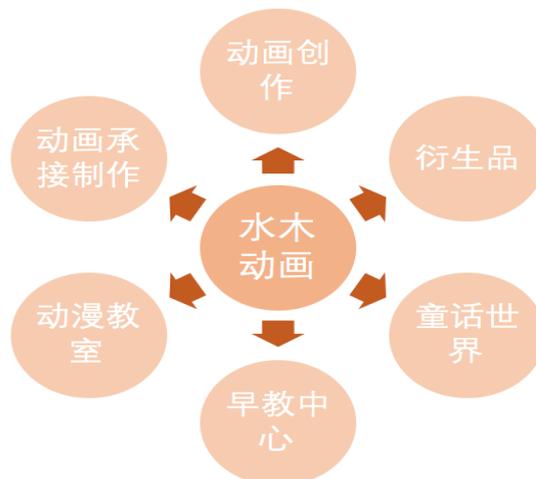
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 3.2. 内容为王，影视动画多点布局

### 3.2.1. 控股水木动画，获取动画制作及创意设计能力

2015 年 5 月公司以自有资金 3.2 亿收购国内最大的原创动画制作公司水木动画 66.67% 股权，水木动画拥有动画创作、动画承接制作和衍生品三大业务板块，搭建了动画及创意外包制作交易平台，在动画创作和动画承接制作的基础上，进行早教商品、早教室和动漫教室等教育主题、休闲创意主题乐园等多种衍生品的开发。

图 44：水木动画业务结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 45：水木动画承诺利润及实现情况

年份	承诺净利润	实际净利润	完成比例
2015	4000万元	4956万元	123.90%
2016	4400万元		
2017	5280万元		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

在动画制作方面，水木动画年产量约占全国的九分之一，公司已连续六年排名全国原创动画第一，已累计了 15 万分钟高清动画片，内容涵盖科学、国学、文学、教育等领域。目前公司正在打造一部动画电影与系列动画微电影，预计未来三年将打造 10 部动画电影和微电影。

水木动画创作的动画片在全国 23 个省份、200 余家省市电视台以及海外华人电视台发行播映，多次获得国家动画大奖，与 IPTV、芒果 TV 互联网平台、孔子学院数字书苑等多类型新媒体平台开展合作，具有广泛的市场影响力和良好的品牌认知度。

图 46：水木动画部分获奖作品

时间	作品名称	所获奖项
2008	《大唐西游记》	亚洲最佳制作奖、中国最佳制作奖
2009	《中华五千年》	国家文化出口重点项目
2009	《十万个为什么》、《宝宝看世界》	国家优秀原创动画片
2010	《快快乐乐城》、《皮影戏寓言故事》	2010年第一批国家优秀动画片
2011	《汉字总动员》	国家十二五重点出版计划

资料来源：水木动画官网，天风证券研究所

图 47：水木动画部分作品



资料来源：水木动画官网，天风证券研究所

在动画承接方面，水木动画目前是国内最大的外包动画承接公司之一，每年承接 350 个订单左右，其中 70% 的客户为大型知名企业、政府等，如国家环保部、交通出版社、中国体育彩票中心等，子公司业务覆盖上海、北京、江苏等多个省市。水木动画 2015 年着手打造文化创意一站式服务外包平台——“就要外包”网，为动漫制作、创意设计、APP 开发、工业 5.0 设计的客户提供一站式管家式服务模式。目前平台已经开发完成，正在内测，力争到 2017 年将其打造成为国内最大的动漫制作服务外包平台。

图 48：水木动画主要客户



资料来源：水木动画官网，天风证券研究所

图 49：水木动画业务辐射分布



资料来源：水木动画官网，天风证券研究所

水木动画的原创动画适合教学所用，可以寓教于乐。目前，公司已经研发了幼儿园教学资源库、早教教学资源库以及社区教学资源库，并开始进入市场。水木动画两万集教学动画视频已经授权了 50 家早教中心，教学资源包也销售至 70 个幼儿园，并在 10 个社区进行试点，衍生产品也初具市场规模。

图 50：水木动画早教中心



资料来源：水木动画官网，天风证券研究所

图 51：水木动画衍生产品



资料来源：水木动画官网，天风证券研究所

在动漫业务基础上，水木动画依托与地方政府合作的模式，着力推进主题公园建设与 VR 技术的商业化，先后与三亚市旅游发展委员会合作开发 VR 体感综合系统、在常州合作开发集装箱小镇项目、在贵州合作开发科幻主题公园等项目。

### 3.2.2. 通过内生加外延，强化影视综艺制作能力

公司在影视内容端持续加大投入力度，通过内生及外延方式，强势进入影视投资/IP 开发上游。公司采取“参股并购”、“签约工作室”及“电影节模式”相结合的方式积极进入内容及影视投资市场，2015 年，子公司东方华尚启动了“220 影视投资计划”（10 部主投、30 部参投、180 部版权引进），将以投资入股形式操盘顶尖电影公司，以签约工作室模式投资开发电影项目，以联合出品的模式主控 IP 及衍生网剧大电影，并结合海内外电影节与沙龙院线的国内资源联合开发电影多条业务线齐头并进。2016 年 5 月，公司成立东方影业，从事影视投资业务；2016 年 11 月，公司拟收购嘉博文化、华桦文化、元纯传媒 100% 股权，丰富内容及 IP 储备，提升自制内容生产能力。

图 52：公司布局影视内容历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 3.2.2.1. 华桦文化：进口片投资闪亮新星，深度合作好莱坞

华桦文化是通过成功整合中国电影行业多个电影制作、营销及发行公司的优势资源而成立的全产业链综合性娱乐传媒企业。公司曾参与制作、营销、发行数十部知名作品，为国内外片方提供先进宣发服务，如《变形金刚 4:绝迹重生》、《碟中谍 5: 神秘国度》、《007:幽灵党》、《孔子》、《岁月神偷》等影片，取得不俗的票房战绩，特别是《云图》、《变形金刚 4:绝迹重生》的国内票房更是超越北美。

图 53：华桦传媒参与发行的部分电影



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 54：华桦传媒参与发行的部分电影票房（亿元）

电影名称	票房（亿元）
《变形金刚4:绝迹重生》	19.78
《碟中谍 5: 神秘国度》	8.7
《007:幽灵党》	5.42
《忍者神龟：变种时代》	3.88
《马达加斯加企鹅》	2.5
《云图》	1.7
《孔子》	1
《花木兰》	0.81

资料来源：艺恩票房，天风证券研究所

具体业务方面，华桦文化目前主要从事境内外影片的投资及宣发业务，电影投资业务的影片主要分为全球分账片、买断片及国产电影三类。

全球分账片上，华桦文化目前为派拉蒙影业在中国地区的主要合作者之一，可参与派拉蒙影业各类影片的投资及全球票房及相关衍生权益的收益，已合作影片包括科幻大片《星际迷航：超越星辰》等。2016年12月华桦传媒与派拉蒙就《变形金刚5：最后的骑士》达成了投资合作意向，打破以往与好莱坞合作拍摄的模式，中国不仅仅是提供资金、演员和市场，而是首次深入到题材开发、技术互补、人才交流等诸多方面，共同展开了互联互通、合作共赢的新篇章。

买断片上，华桦文化为美国电影市场（AFM）官方认证买家，购买了多部优秀境外影片的国内版权（买断片），如奥斯卡提名的动画长片《海洋之歌》、获奥斯卡提名及金球奖最佳男配角奖的《奎迪》等。

国产电影投资业务上，华桦文化近些年已成功参与了《梦想合伙人》《东北往事之破马张飞》等电影项目。

表 8：华桦传媒影视项目汇总

电影类型

全球分账片	电影名称	国内上映时间	境外发行/制片公司	参与方式
	星际迷航 3: 超越星辰《Star Trek Beyond》	2016 年 9 月	派拉蒙影业	投资 10%，全球分账
	侠探杰克 2 永不回头 《Jack Reacher:Never Go Back》	2016 年 10 月	派拉蒙影业	投资 15%，全球分账
进口买断片	电影名称	国内（或预计）上映时间	参与方式	
	海洋之歌《Song of the Sea》	2016 年 8 月	投资、参与引进	
	谜一样的双眼《The Secret In Their Eyes》	2016 年第四季度	投资、参与引进	
	巴士 657《BUS 657》	2016 年第四季度	投资、参与引进	
	钢铁骑士《Max Steel》	2016 年 11 月	投资、参与引进	
	魔法老师《Absolutely Anything》	2016 年 9 月 9 日	投资、参与引进	
	奎迪《Creed》	2016 年第四季度	投资、参与引进	
国产影片投资	电影名称	上映时间	演职人员	参与方式
	梦想合伙人	2016 年 4 月	导演：张太维 主演：姚晨、唐嫣等	投资 5%
	死亡之谜	2015 年 2 月	导演：黄正杰 主演：温兆伦、黄征等	投资 50%
	东北往事之破马张飞	2017 年	导演：郭大雷 主演：贾乃亮、曾志伟等	投资 8.50%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

除投资外，华桦文化主要为进口影片提供宣发服务。截至目前，华桦文化已成功为《变形金刚4 绝迹重生》、《碟中谍5：神秘国度》、《007：幽灵党》等多部境外影片提供了宣发服务。

同时，华桦文化还积极开展版权运营业务，通过创作及外购的方式储备了大量 IP 资源。通过适当孵化与运营，华桦文化既可以将 IP 自行开发为影视作品，也可将 IP 溢价转让提前实现收益。除常规的影视 IP 运营外，华桦文化目前还在与美国电子艺界（Electronic Arts）等游戏、动漫公司进行合作，双方将共同开发极品飞车等多个游戏及动画相关的 IP 项目。

华桦文化 2015 营业收入为 1641 万元，同比增长 85%；净利润 403 万元，同比增长 1000%，15 年影视收入主要来自《死亡之谜》、《海洋之歌》等影片，宣发收入主要来自《青春合伙人》、《海绵宝宝》及《碟中谍 5》。2016 年上半年影视投资制作和版权运营收入持续高速增长，拉动净利润快速增长，2016 年上半年公司净利润为 2130 万元。

结合华桦文化有 IP 影片的开发情况及预计影片制作、发行计划可以估计，在公司传统的宣发服务稳步增长的态势下，较高回报的影视投资制作和零成本的版权运营将持续为公司带来丰厚的营业收入，公司 2016-2018 年度承诺扣非后归母净利润分别为 8000 万元、1.04 亿元和 1.3 亿元。

表 9：华桦文化财务状况（单位：万元）

	2014	2015	2016H1	2016e	2017e	2018e
<b>营业收入</b>	<b>886</b>	<b>1641</b>	<b>3785</b>	<b>17148</b>	<b>56171</b>	<b>71107</b>
其中：影视投资制作		659	3473	14268	45177	56406
宣发服务	886	793	47	2568	10287	13758
版权运营		189	264		707.55	943
<b>营业成本</b>	<b>582</b>	<b>554</b>	<b>1291</b>	<b>6913</b>	<b>41387</b>	<b>52414</b>
其中：影视投资制作		416	1241	5052	33989	42508
宣发服务	582	138	50	1842	7397	9906
版权运营						
<b>净利润</b>	<b>37</b>	<b>403</b>	<b>2130</b>	<b>8000</b>	<b>10400</b>	<b>13000</b>

资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 3.2.2.2. 元纯传媒：真人秀制作实力雄厚，纪录片网络剧成绩不俗

元纯传媒成立于 2008 年，是国内领先的电视节目及网络影视内容提供商和运营商，覆盖内容创意、节目制作、商务运营全流程。目前元纯传媒的主要业务包括综艺节目、纪录片、网络影视剧等产品的创意策划、开发制作及整合营销。

元纯传媒在综艺节目、纪录片等领域陆续推出了多款兼具价值内涵、独创性、观赏性和娱乐性的节目，受到了业内的普遍认可和观众的高度好评。元纯制作综艺包括儿童成长类真人秀《人生第一次》、集结姜文、刘嘉玲、姚晨、洪晃作为造梦导师的大型季播创意表演类真人秀《造梦者》、明星户外旅行美食真人秀《星厨集结号》、明星旅行纪实节目《花样男团》；纪录片作品包括高清电视纪录片《青春之歌》系列、《2009 大阅兵》、《中国大地震》等，获得国内和国际认可。

图 55：元纯传媒制作项目海报



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 10：元纯传媒综艺项目列表

综艺节目	节目名称	首次播出时间	首次播出平台	合作方式
1	《今夜百乐门》	2016 年	东方卫视	合作运营模式
2	《天籁之战》	2016 年	东方卫视	合作运营模式
3	《花样男团》	2016 年	东方卫视	合作运营模式
4	《星厨集结号》	2016 年	东南卫视、天津卫视	独立制作模式
5	《造梦者》	2015 年	北京卫视	合作运营模式
6	《案藏玄机》	2014 年	北京卫视	受托制作模式
7	《人生第一次》	2013 年	浙江卫视	受托制作模式
8	《军情会客厅》	2013 年	四川卫视	受托制作模式
9	《发现》		黑龙江卫视	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 11：元纯传媒纪录片项目列表

纪录片	节目名称	首次播出时间	首次播出平台
1	《发现·中国》	2009 年	美国五洲电视台、上海纪实频道
2	《新视界》《史料未及》	2010 年	北京科教频道、上海人文艺术频道等全国 187 个省市电视台
3	《魔界》	2010 年	北京科教频道、上海人文艺术频道等全国 187 个省市电视台
4	《市井传奇》	2010 年	北京科教频道、上海人文艺术频道等全国 187 个省市电视台

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 12：元纯传媒影视剧项目列表

网络电视剧	作品名称	类型	播出平台
1	《假如我有超能力》	网络剧	爱奇艺
2	《第一次》系列	网络大电影	优酷土豆

资料来源：公司公告，天风证券研究所

元纯传媒后续 IP 储备丰富。目前已开发或储备了如《造梦者》、《红色电波》、《星厨集结号》、《冰雪 2018》等多个热门的季播综艺或特定题材综艺 IP，《假如我有超能力》、《北大差生》、《与骷髅对话的人》、《第一次》三部曲等多个网络影视剧 IP，预计将于未来三至五年内陆续在各主流卫视或在线视频网站平台播出。

元纯传媒 2015 年营业收入为 1.79 亿元，同比增长 165%，收益大幅增长主要受益于由纪录片业务转型综艺业务。2015 年元纯传媒成功推出综艺节目《造梦者》，取得良好的市场反响和收益后继续推出《花样男团》、《今夜百乐门》等热门综艺，业绩持续改善。2016 年上半年，综艺业务、纪录片业务及网剧业务三大板块齐头并进助推公司扭亏为盈，实现净利润 529 万元。未来公司仍将大力发展综艺业务，元纯传媒 2016-2018 年度承诺扣非后归母净利润分别为 6000 万元、7800 万元和 1 亿元。

表 13：元纯传媒财务状况（单位：万元）

	2014	2015	2016H1	2016e	2017e	2018e
<b>营业收入</b>	<b>6766</b>	<b>17920</b>	<b>3381</b>	<b>25370</b>	<b>39501</b>	<b>52289</b>
其中：综艺节目		17434	1321	22148	37256	36431
广告	6337	261	18			
纪录片	372	25	1214			
短片制作	57	200	73	386	386	386
网剧			755	1604	1858	15472
<b>营业成本</b>	<b>5968</b>	<b>15433</b>	<b>1614</b>	<b>16177</b>	<b>27007</b>	<b>37015</b>
其中：综艺节目		15074	1091	14895	25338	26431
广告	5732	255	19			
纪录片	212	4				
短片制作	24	101	14	207	207	207
网剧			489	1055	1,462.26	10377
<b>净利润</b>	<b>-1120</b>	<b>-53</b>	<b>529</b>	<b>6000</b>	<b>7800</b>	<b>10000</b>

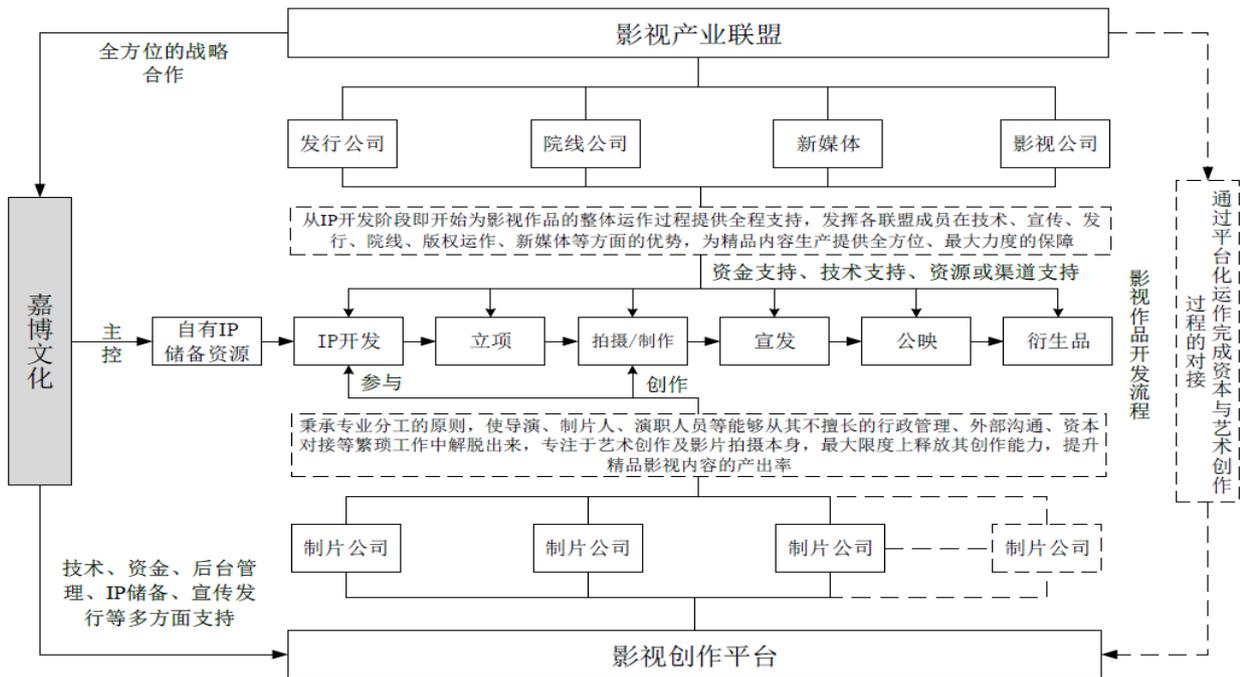
资料来源：公司公告、天风证券研究所 注：网剧部分营业收入、营业成本预测指网剧及电视剧对应的营业收入及营业成本

### 3.2.2.3. 嘉博文化：创新型全产业链影视公司

嘉博文化成立于 2013 年，主要从事影视开发制作和投资，通过创建“影视产业联盟+影视创作平台”的双向业务合作模式，打造了从 IP 开发、影视制作、投资、宣传及发行等全过程完整的影视制作产业链。

公司主要业务包括影视业务和版权运营业务。影视业务产品包括电影、电视剧、网络剧和电视节目；版权运营为嘉博通过孵化、运作储备的版权 IP 获取溢价收益的服务。

图 56：嘉博文化建立“影视产业联盟+影视创作平台”的架构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

影视产业联盟是以嘉博文化为核心平台构建的投资者和资源者联合体。相关投资方与嘉博文化进行多项目全面投资和合作，嘉博文化通过整合资源，将各联盟成员享有的资源优势通过嘉博文化渗透到 IP 开发、立项、拍摄、宣发整个影视产业链当中，实现优势互补。

影视创作平台则集合了嘉博与业内知名的制片人、导演等共同成立的制片公司，嘉博进行前期 IP 开发选定影视剧制作项目，然后委托给平台内或第三方制片公司进行拍摄和制作，嘉博对平台内的制片公司提供技术、资金、人力资源、后台管理、宣传等多方面支持。

表 14：嘉博文化制片平台上已经设立的制片公司的情况

序号	制片人	制片公司	主要导演/制片作品
1	陈建斌	霍尔果斯业余时间影视传媒有限公司	《一个勺子》
2	柳彬	霍尔果斯晟途文化传媒有限公司	《金婚》、《AA 制生活》、《裸婚时代》
3	刘延滨	霍尔果斯大圣万合影视传媒有限公司	《乡村爱情系列》、《大村官》、《傻儿传奇》
4	王为民	霍尔果斯磐磐影业有限公司	《狼图腾》、《我愿意》、《孔子》、《蒙古王》
5	王学兵	霍尔果斯安普影视传媒有限公司	《坚定的锡兵》
6	许晴	霍尔果斯天晴影视文化传媒有限公司	《路转黑转粉》(尚未公映)
7	叶庭浒	霍尔果斯门章之子影视传媒有限公司	央视 2015 春晚开场短片《新春序曲》、微电影《不跟随》、《梦使者》、《凡事不平凡》、《典藏的故事》等

资料来源：公司公告，天风证券研究所

嘉博文化成立以来已经运作多个影视剧项目，积累了丰富经验，公司投资电影作品包括《一个勺子》《老男孩之猛龙过江》《小时代 3：刺金时代》《致青春原来你还在这里》《夏有乔木雅望天堂》等，其中《一个勺子》(由陈建斌导演、编剧，并与蒋勤勤、王学兵和金世佳领衔主演的喜剧电影)在第 51 届台湾金马奖颁奖礼上大放异彩，入围 5 项提名并最终斩获最佳新

导演和最佳男主角两项大奖；电视剧作品有《骄阳似我》等。

图 57：嘉博文化投资的部分电影



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 15：嘉博文化影视项目列表

名称	上映时间	演职人员	参与方式
<b>已完成电影</b>			
1 夏有乔木 雅望天堂	2016 年 8 月	导演：赵真奎 主演：吴亦凡、韩庚、卢杉	主控投资 100%
2 一个勺子	2015 年 11 月	导演：陈建斌 主演：陈建斌、王学兵、蒋勤勤	制作、主控投资 100%
3 致青春·原来你还在这里	2016 年 7 月	导演：周拓如 主演：吴亦凡、刘亦菲等	出品方
4 小时代 4：灵魂尽头	2015 年 7 月	导演：郭敬明 主演：杨幂、郭采洁、陈学冬等	投资 10%
5 小时代 3：刺金时代	2014 年 7 月	导演：郭敬明 主演：杨幂、柯震东、郭采洁等	投资 10%
6 老男孩之猛龙过江	2014 年 7 月	导演：肖央 主演：肖央、王太利	投资 1%
7 探灵档案	2014 年 3 月	导演：彭发 主演：马浴柯、吴昕、潘粤明等	投资 18%
8 长江图	2016 年 9 月	导演：杨超 主演：秦昊、辛芷蕾、邬立朋等	投资 10%
<b>已完成电视剧</b>			
1 骄阳似我	2014 年 7 月	浙江卫视	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

嘉博文化 2014 年度净利润-775 万元，2015 年公司在电影、电视片及版权运营方面表现良好，净利润达到 4215 万元，扭亏为盈，影视投资制作收入主要为《一个勺子》、《探灵档案》投资收益权等收入，版权运营收入来自《强者》和《爹妈满院》信息网络传播权转让收入。2016 上半年公司着力发展电影和电视业务，作品包括《致青春·原来你还在这里》和《谁解女人心》，净利润为 650 万元。

嘉博文化已储备有《乌玛卡喇音》《功夫辫子》等 6 个电影项目，《栀子花开》《越活越来劲》2 个电视剧项目以及包括电影版权、电视剧版权、剧本版权及小说版权等 48 项 IP 资源，后续发展具备坚实基础。公司承诺 2016-2018 年度扣非后归母净利润分别为 1.2 亿元、1.5 亿元和 1.95 亿元。

表 16: 嘉博文化财务状况 (单位: 万元)

	2014	2015	2016H1	2016e	2017e	2018e
<b>营业收入</b>		13937	4415	35974	53183	63340
其中: 电影片		7280	2528			
电视片		4770	1887			
版权运营		1887				
<b>营业成本</b>		7091	2366	19803	32173	36797
其中: 电影片		3756	1233			
电视片		3268	1132			
版权运营		68				
<b>净利润</b>	-775	4215	650	12000	15000	19500

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

表 17: 嘉博文化筹备的影视剧项目

项目	名称	进度	预计公映年度
<b>筹备的电影项目</b>			
1	乌玛卡喇·音	已取得《摄制电影许可证》	2018 年度
2	功夫辫子	已取得《摄制电影许可证》	2018 年度
3	钢铁苍穹: 方舟	已取得《摄制电影许可证》	2018 年度
4	沧波舟	已取得《摄制电影许可证》	2019 年度
5	亮剑	剧本已创作完成	2017 年度
6	血色浪漫	剧本已创作完成	2018 年度
<b>筹备的电视剧/网剧</b>			
1	栀子花开	已取得广电总局备案	2017 年度
2	越活越来劲	已取得广电总局备案	2017 年度

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

### 3.3. 线下拓展主题公园, 文旅板块后劲可期

在线上渠道全面铺开以及内容端储备逐渐丰富的基础上, 公司将加强线下渠道建设, 包括影院、VR 实体店、主题公园等实体渠道, 深度挖掘 IP 综合开发的潜力。其中, 公司通过旗下水木动画的创意设计、VR 应用的深厚实力以及对外合作等方式在主题公园方面布局丰富, 2017 年公司将进一步开展文旅主题公园及 IP 衍生品的建设和运营, 未来有望打造新的业务亮点。

水木动画是中国动漫 VR 应用的先行者和特色主题乐园设计的领军者, 公司通过水木动画已参与多个主题公园建设项目:

- 1) 2015 年 9 月, 水木动画与常州市天宁区政府签约共同打造集装箱小镇, 项目拟建设 5 馆 4 场 3 园 2 店 1 中心 1 基地 1 俱乐部 1 影院, 总占地 582 亩, 预计未来每年将吸引 300 万人次以上的游客。
- 2) 2015 年 12 月, 水木动画与三亚旅游发展委员签订《三亚旅游虚拟现实 (VR) 合作开发框架协议》, 将虚拟现实 (VR) 技术与三亚的旅游资源进行深度对接, 水木动画拍摄 VR 影片与负责搭建三亚旅游 VR 体感综合系统, 为游客带来 VR 科技与三亚美景完美结合的震撼体验。
- 3) 2016 年 2 月, 水木动画与贵州联合投资建设“双龙科幻主题公园”, 项目一期占地面积约 500 亩, 建筑面积约 4 万平米, 主要建设以 VR 技术为核心的大型科幻主题公园; 项目二期占地 1500 亩, 将建设以科幻应用与研发为一体的数字娱乐产业聚集区。

图 58：双龙科幻主题公园



资料来源：东方科技谷官网，天风证券研究所

4) 2016 年 9 月，水木动画与浙江温州市平阳政府和平阳旅投合作投资 1 亿元建设“星际科幻谷主题乐园”项目。星际科幻谷集 VR 游戏基地、VR 电影院、VR 过山车、VR 外星人基地、机器人乐园等为一体，为游客提供全方位高科技娱乐体验；项目用地面积约 1260 亩，计划总投资约 15 亿元，主题乐园建设内容包括主题场馆、酒店、户外游乐设施、环境景观、停车场等配套设施。

图 59：星际科幻谷主题乐园



资料来源：温州日报，天风证券研究所

东方网络在上市公司层面也积极布局主题公园建设，2017 年 1 月，公司与中航信托签署“中航东方文化影视旅游基金”合作协议，与 Action Park 亚太集团签订战略合作协议，筹建成立大规模的文旅产业基金，整合国际内容与 IP 资源，布局、规划主题公园，为内容产品提供线下变现方式。

Action Park 亚太集团是国内少数提供主题娱乐全产业链服务的合作公司，业务版块和范围可以覆盖从项目前期数据分析、主题策划、各专业版块设计和施工、设备提供直至长期运营管理的全产业链服务。Action Park 亚太集团母公司，欧洲 Action Park 集团源自西班牙，在主题乐园行业有超过 30 年历史，是欧洲第一大主题娱乐及水娱乐公司，在全球超过 40 个国家和地区策划、设计、建设的项目超过 300 个，代表项目包括荣获 Tripadvisor 最佳乐园奖的意大利 Etnaland，以地中海沿岸历史文明为创造灵感的西班牙 Terramitica，欧洲最大室内热带雨林水上项目德国的 Tropicalland（热带岛屿）等。

图 60：Action Park 典型项目：Etnaland、Terramitica、Tropicalland



资料来源：维基百科，天风证券研究所

## 4. 投资建议

东方网络在文化传媒板块布局完整，构建了覆盖广电网络、三大运营商网络、互联网，以及智能电视、手机等全终端的发行渠道，布局丰富的原创动画和国内外影视综艺内容资源，参与主题公园、VR 等产业，具备打通 IP 开发、内容制作、发行以及衍生环节，联通海内外资源的文化产业格局。

公司现有业务方面，乾坤时代和东方华尚为代表的线上渠道通过与各地广电以及运营商紧密合作获取用户，并随着公司内容布局完善不断充实产品版权库，预计稳健增长。控股公司水木动画在动画制作外，参与的主题公园项目（常州集装箱小镇、贵州双龙科幻主题公园、温州星际科幻谷）有望在 2017 年陆续投入至运营，将为水木带来新的业绩增长点。

新增业务方面，公司已在 IP 版权、主题公园方面积极运作，根据公司公告，2017 年将开展文旅主题公园及 IP 衍生品的建设和运营，文旅板块有望在 2017 年成为业绩贡献主力军。同时公司拟收购的华桦文化、元纯传媒和嘉博文化均有优质 IP 储备，同时，华桦文化代表的引进海外优质版权业务与公司将重点发力的主题公园等各种 IP 授权业务具备强大的协同力，助推公司建立横跨海内外的文化变现大平台。

暂不考虑未过会的收购事项，我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 0.65 亿元/2.96 亿元/3.89 亿元，同比增长 21.2%/357.7%/31.3%，对应 PE 分别为 183x/40.0x/30.4x。2017 年业绩增长驱动力主要来自水木动画参与主题公园预期陆续投入运营、上市公司层面预计新增文旅板块业绩贡献，以及原 2016 年转让电影项目《生命的假期》投资权及新媒体版权近 4000 万元收益，因延期拍摄等事宜，预计相关业绩 2017 年度体现。

若考虑拟收购三家标的业绩，嘉博文化、华桦文化和元纯传媒 2017-2018 年承诺净利润总和为 3.32 亿元/4.25 亿元，公司 2017-2018 年备考业绩分别为 6.3 亿元/8.1 亿元。其中华桦文化受益于优质进口片，17 年投资《极限特工 3》《变形金刚 5》，具备极大业绩弹性空间，有望实现业绩持续超预期，不排除继续上调盈利预测。

我们认为东方网络通过强势资源整合，从渠道向内容渗透，拟收购标的质地优秀且协同性强，具备成为综合 IP 文化平台潜质。截至 2017 年 2 月 27 日收盘，公司总股本 7.54 亿股，市值 118 亿，假设收购过会（暂不考虑配套融资）摊薄后股本 8.9 亿股，摊薄后市值 140 亿，综合给予 6 个月目标市值 180 亿，目标价 23.88 元，对应摊薄后市值 212 亿，对应假设收购完成后 17 年备考业绩估值为 33.7x，首次给予公司买入评级。

表 18：A 股部分文化平台型公司估值

证券代码	证券简称	收盘价(元)			2016EPS	2017EPS	2018EPS	2016PE	2017PE	2018PE
		(截至 2017 年 2 月 28 日)								
000802.SZ	北京文化	18.00	0.35	0.44	0.53	50.79	41.21	33.73		
600715.SH	文投控股	22.93	0.33	0.44	0.55	68.49	52.56	41.78		
002292.SZ	奥飞娱乐	21.99	0.47	0.59	0.71	47.15	37.02	30.90		
002739.SZ	万达院线	55.95	1.34	1.83	2.40	41.77	30.50	23.33		

资料来源：wind，天风证券研究所 注：2016-2018EPS 来自 wind 一致预期平均值

**风险提示：**并购事项尚待过会，主题公园及 IP 拓展业务不达预期，内容制作监管及竞争风险，渠道覆盖率不达预期

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	200.66	287.74	815.90	1,126.61	1,116.24
应收账款	104.77	202.64	258.68	532.19	447.30
预付账款	10.53	119.97	40.54	96.67	111.69
存货	86.79	205.91	182.76	336.32	311.93
其他	118.17	12.90	142.76	97.02	118.42
<b>流动资产合计</b>	<b>520.93</b>	<b>829.17</b>	<b>1,440.65</b>	<b>2,188.82</b>	<b>2,105.57</b>
长期股权投资	68.47	97.52	97.52	97.52	97.52
固定资产	141.91	146.37	139.27	132.17	125.08
在建工程	79.36	191.13	191.13	191.13	191.13
无形资产	76.65	146.01	128.23	110.46	92.68
其他	231.71	584.72	545.01	506.70	468.33
<b>非流动资产合计</b>	<b>598.09</b>	<b>1,165.74</b>	<b>1,101.16</b>	<b>1,037.98</b>	<b>974.74</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,119.02</b>	<b>1,994.91</b>	<b>2,541.80</b>	<b>3,226.79</b>	<b>3,080.31</b>
短期借款	150.00	171.00	0.00	168.41	394.74
应付账款	69.84	94.16	86.48	188.49	159.35
其他	28.92	352.16	124.63	256.17	315.60
<b>流动负债合计</b>	<b>248.75</b>	<b>617.32</b>	<b>211.11</b>	<b>613.06</b>	<b>869.69</b>
长期借款	50.00	372.00	748.72	809.01	169.54
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.47	102.43	41.01	53.64	65.69
<b>非流动负债合计</b>	<b>67.47</b>	<b>474.43</b>	<b>789.73</b>	<b>862.65</b>	<b>235.23</b>
<b>负债合计</b>	<b>316.23</b>	<b>1,091.76</b>	<b>1,000.84</b>	<b>1,475.72</b>	<b>1,104.92</b>
少数股东权益	0.01	47.00	64.66	85.70	108.69
股本	144.10	230.57	753.78	753.78	753.78
资本公积	562.75	476.29	543.60	543.60	543.60
留存收益	658.68	625.58	722.52	911.60	1,112.92
其他	(562.75)	(476.29)	(543.60)	(543.60)	(543.60)
<b>股东权益合计</b>	<b>802.79</b>	<b>903.15</b>	<b>1,540.96</b>	<b>1,751.08</b>	<b>1,975.39</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,119.02</b>	<b>1,994.91</b>	<b>2,541.80</b>	<b>3,226.79</b>	<b>3,080.31</b>

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	21.75	66.61	64.74	296.29	389.01
折旧摊销	33.35	58.82	24.87	24.87	24.87
财务费用	8.67	21.72	39.39	51.21	45.38
投资损失	(12.53)	(5.80)	(6.22)	(6.22)	(6.22)
营运资金变动	38.07	39.05	(307.58)	(158.41)	146.33
其它	(60.21)	(190.74)	18.59	21.39	23.51
<b>经营活动现金流</b>	<b>29.10</b>	<b>(10.34)</b>	<b>(166.21)</b>	<b>229.13</b>	<b>622.89</b>
资本支出	264.53	411.35	61.42	(12.63)	(12.05)
长期投资	68.47	29.05	0.00	0.00	0.00
其他	(418.86)	(811.28)	(55.20)	18.85	18.27
<b>投资活动现金流</b>	<b>(85.85)</b>	<b>(370.88)</b>	<b>6.22</b>	<b>6.22</b>	<b>6.22</b>
债权融资	200.00	592.00	765.06	999.20	593.32
股权融资	259.30	(19.58)	551.13	(51.21)	(45.38)
其他	(315.76)	(202.18)	(628.04)	(872.63)	(1,187.41)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>143.55</b>	<b>370.24</b>	<b>688.15</b>	<b>75.36</b>	<b>(639.48)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>86.80</b>	<b>(10.99)</b>	<b>528.16</b>	<b>310.71</b>	<b>(10.37)</b>

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>242.84</b>	<b>404.31</b>	<b>598.66</b>	<b>1,126.61</b>	<b>1,395.30</b>
营业成本	167.27	225.43	330.72	449.80	553.58
营业税金及附加	1.96	2.33	3.59	6.76	8.37
营业费用	16.79	27.92	40.71	75.48	90.69
管理费用	36.82	66.66	100.57	189.27	237.20
财务费用	5.40	19.58	39.39	51.21	45.38
资产减值损失	3.37	5.65	3.49	4.17	4.44
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	12.53	5.80	6.22	6.22	6.22
其他	(25.06)	(11.60)	(12.44)	(12.44)	(12.44)
<b>营业利润</b>	<b>23.76</b>	<b>62.53</b>	<b>86.40</b>	<b>356.13</b>	<b>461.85</b>
营业外收入	2.87	10.97	12.50	18.75	24.38
营业外支出	1.82	0.72	0.87	1.14	0.91
<b>利润总额</b>	<b>24.80</b>	<b>72.78</b>	<b>98.03</b>	<b>373.74</b>	<b>485.32</b>
所得税	3.06	6.17	14.71	56.06	72.80
<b>净利润</b>	<b>21.75</b>	<b>66.61</b>	<b>83.33</b>	<b>317.68</b>	<b>412.52</b>
少数股东损益	0.01	13.24	18.59	21.39	23.51
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>21.74</b>	<b>53.36</b>	<b>64.74</b>	<b>296.29</b>	<b>389.01</b>
每股收益(元)	0.03	0.07	0.09	0.39	0.52

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	37.40%	66.49%	48.07%	88.19%	23.85%
营业利润	106.45%	163.19%	38.17%	312.19%	29.69%
归属于母公司净利润	99.97%	145.48%	21.32%	357.66%	31.29%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.12%	44.24%	44.76%	60.07%	60.33%
净利率	8.95%	13.20%	10.81%	26.30%	27.88%
ROE	2.71%	6.23%	4.39%	17.79%	20.84%
ROIC	5.11%	11.05%	10.85%	26.48%	29.14%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	28.26%	54.73%	39.38%	45.73%	35.87%
净负债率	-8.45%	-9.35%	13.76%	-33.13%	-32.91%
流动比率	2.09	1.34	6.82	3.57	2.42
速动比率	1.75	1.01	5.96	3.02	2.06
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.70	2.63	2.60	2.85	2.85
存货周转率	2.94	2.76	3.08	4.34	4.30
总资产周转率	0.27	0.26	0.26	0.39	0.44
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.03	0.07	0.09	0.39	0.52
每股经营现金流	0.04	-0.01	-0.22	0.30	0.83
每股净资产	1.07	1.14	1.96	2.21	2.48
<b>估值比率</b>					
市盈率	544.74	221.90	182.91	39.97	30.44
市净率	14.75	13.83	8.02	7.11	6.34
EV/EBITDA	79.85	126.01	77.48	26.97	21.28
EV/EBIT	129.01	170.78	92.80	28.61	22.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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