

证券研究报告—深度报告

传媒

影视娱乐

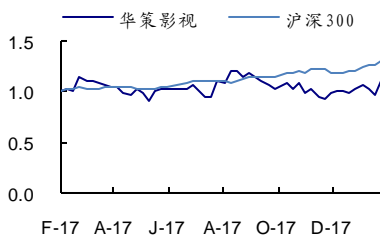
华策影视(300133)

买入

合理估值: 14.20 元 昨收盘: 11.78 元 (维持评级)

2018年02月01日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,770/1,220
总市值/流通(百万元)	21,378/14,737
上证综指/深圳成指	3,488/11,279
12个月最高/最低(元)	13.56/8.99

相关研究报告:

《华策影视-300133-2017年三季报点评: 业绩符合预期, 全网剧龙头 Q4 将迎收获期》——2017-10-31
 《华策影视-300133-2017年半年报点评: 业绩符合预期, 头部内容有望带动下半年业绩高速增长》——2017-07-30
 《华策影视-300133-2015年年报点评: 业绩稳定增长, 加速升级 SIP+X 战略》——2016-04-01
 《华策影视-300133-2013年半年报点评: 下半年业绩将更快增长》——2013-08-22

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160
 E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002
 联系人: 侯帅楠
 电话: 021-60875168
 E-MAIL: houshuainan@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

进击中的全网剧龙头

● 公司概况: 全网剧龙头转型升级, 逐渐步入收获期

1) **全网剧龙头转型升级:** 公司成立于05年, 13年即位列民营制作机构第3位, 14年收购克顿强强联合奠定龙头地位; 15年起向内容头部化(SIP战略)、生产体系工业化、电影/综艺/衍生业务多元化战略升级。2) **转型升级落地生花, 迎业绩收获期:** 目前公司已成为“量+质”的绝对龙头, 近三年影视剧年均产量近1000集, 17年头部剧市占率30%, 与同业可比公司的优势逐步拉开。受SIP战略前期成本投入与收入错配影响, 15-16年业绩增速有所下滑, 预计17年起头部内容陆续落地将步入业绩收获期。

● 业务: 以全网剧业务为核心, 多元拓展盈利增长点

1) **全网剧:** 公司全网剧业务收入占比80%左右, 公司深耕多类型影视剧目, 能够灵活应对市场变化, 预计18年“古装”题材收紧趋势下将主打现实题材, 重点剧目包括《创业时代》《橙红年代》《凰权》等。2) **电影:** 公司电影业务以“发行+制作”并重, 18年电影参投片单较2016-17年显著增加, 预计2018年有望上映春节档《祖宗十九代》、热片续作《反贪风暴3》等。3) **综艺:** 预计公司未来大型综艺节目续集、网综、电商合作项目将持续稳步开发。4) **衍生业务:** 目前布局领域主要包括游戏、互联网消费、旅游(实景娱乐)、VR等, 未来有望充分放大“可品牌化”头部内容的商业价值。

● 空间: 头部内容价值空间大, 工业化体系深化优势

1) **头部内容价值包含“价格”和“衍生价值”两个层次, 成长空间大。价格: 头部剧价格未见顶, CP方格局生变:** 17头部剧播放量同比增速高达168%/整体剧集播放量同比20%, 头部对渠道流量聚集效应难以替代, 价格提升空间较大; 近年来头部内容向少数优势公司集中, 华策深度受益。**衍生价值: “可品牌化”头部内容的丰厚衍生价值待耕:** 海外基于内容的品牌衍生收入基本是一次变现收入的2倍以上; 国内头部题材扩展, “可品牌化”基础凸显, 华策拥有多款系列性、可品牌化内容基础, 未来衍生变现潜力较大。2) **华策工业化体系打造造血能力, 市场地位有望不断优化。**

● 盈利预测与估值建议

预测公司2017-19年EPS分别为0.36/0.47/0.64元, 对应PE分别为32.9/24.8/18.4倍。公司头部化转型下价格空间打开、工业化体系下持续造血能力强, 市场地位不断优化; 长期来看, “可品牌化”内容衍生价值探索有望打开成长天花板。维持“买入”评级。

● 风险提示: 全网剧表现不及预期、商业模式拓展不及预期、政策风险等。

盈利预测和财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,445	5,637	7,397	9,815
(+/-%)	67.3%	26.8%	31.2%	32.7%
净利润(百万元)	478	634.31	838.99	1132.68
(+/-%)	0.6%	32.6%	32.3%	35.0%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.36	0.47	0.64
EBIT Margin	13.2%	13.0%	13.0%	13.3%
净资产收益率(ROE)	7.5%	9.2%	11.2%	13.6%
市盈率(PE)	43.0	32.9	24.8	18.4
EV/EBITDA	40.8	35.0	28.6	22.8
市净率(PB)	3.23	3.04	2.78	2.50

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

盈利预测与投资建议

华策影视是影视剧市场“量+质”绝对龙头，近三年影视剧年均产量近 1000 集，2017 年头部剧市占率 30%，与同业可比公司的优势逐步拉开。

1) 行业来看，一方面，由于年排播剧集数量有限、网络渠道对版权剧竞争集中于高流量头部剧目，电视剧行业成长性将主要存在于头部剧价格空间上；另一方面，行业集中度仍处较低状态，但伴随头部内容与普通内容价格的分化，市场规模将持续向少数优势公司集中。

2) 公司来看，一方面公司高头部剧占有率及头部化的结构转型使得公司成为剧集价格提升的最大受益者；另一方面，公司率先打造工业化的生产体系，精细化分工、扁平化管理与激励制度并行，拥有持续的优质剧本造血能力，整体剧集市占率、头部内容市占率均有向上空间，受益于行业集中提升。长期逻辑来看，基于公司众多“可品牌化”头部内容，同时积极布局电影、综艺及 IP 衍生品牌业务，成长天花板不断打开。

我们预测公司 2017-19 年收入分别为 56.3/73.9/98.1 亿元，同比增速分别为 26.8%/31.2%/32.7%；预测公司 2017-19 年净利润 6.3/8.3/11.3 亿元，同比增速分别为 32.6%/32.3%/35.0%；预测公司 2017-19 年 EPS 分别为 0.36/0.47/0.64 元，对应 PE 分别为 32.9/24.8/18.4 倍。公司为电视剧行业绝对龙头，头部化转型下价格空间打开、工业化体系下持续造血能力强，市场地位不断优化；长期来看，“可品牌化”内容衍生价值探索有望打开成长天花板。维持“买入”评级。

与市场预期的差异之处

1) 市场普遍认为“慈文产‘质’”“华策产‘量’”。我们认为华策影视已成为高质量头部剧的龙头，2015-17 年分别产出全网 TOP10 播放量的头部剧 1 部、2 部、3 部，处于行业绝对领先地位；同时公司工业化生产体系具备优质创意的持续造血能力；公司内容生产结构化成功转型在市场上仍存预期差。

2) 市场普遍认为民营电视剧制作发行市场集中度较低，但就市场格局变化未形成一致预期。我们认为电视剧市场具有很强的市场集中度提升趋势，一方面是头部剧与一般剧集价格拉大，头部内容制作参与门槛提高，马太效应逐步凸显；另一方面，电视剧行业市场容纳量逐步缩减，“作坊式”低产出制作机构、发行能力较弱的机构逐步被挤出市场，市场规模向优势公司集中。因此我们认为华策影视作为“工业化”剧集生产先锋、头部剧领先者、发行能力强者，在行业格局变化中具备显著优势。

3) 市场普遍未考虑头部电视剧 IP 的“品牌化”衍生价值。我们认为伴随近年来头部剧集类型由家庭、爱情类向仙侠、古装奇幻、类型化现实题材等多元扩展，内容品牌化基础凸显，国外经验来看，内容衍生变现价值通常达到一次变现价值的 2-3 倍，华策拥有众多“可品牌化”IP，长期来看具备巨大的衍生变现空间。

股价变化的催化因素

短期催化剂：公司 18 年重点剧目收视、网播表现优异。长期催化剂：基于公司头部 IP 及消费、游戏、实景娱乐生态布局的“品牌化”衍生变现开启。

风险提示：全网剧表现不及预期、商业模式拓展不及预期、政策风险等。

内容目录

投资摘要.....	2
估值与投资建议.....	6
投资建议：合理估值 14.1-16.0 元，“买入”评级.....	8
公司概况：全网剧龙头转型升级，逐渐步入收获期.....	9
1、龙头之路：迈进头部化、工业化、多元化新时期.....	9
2、财务分析：积蓄实力，业绩收获期将至.....	12
3、持股集中，股权激励绑定核心团队一致利益.....	15
业务：以全网剧业务为核心，多元拓展盈利增长点.....	16
1、全网剧：“量+质”绝对龙头，引领华流出海.....	16
2、电影：“发行+制作”双轮驱动，18 年参投片单扩容.....	23
3、综艺：爆款综艺续集、网综、电商合作项目并进.....	23
4、衍生业务：充分发挥“可品牌化”内容的商业价值.....	24
空间：头部内容价值空间大，工业化体系深化优势.....	25
1、头部内容价值包含“价格”和“衍生价值”两个层次.....	25
2、价格：头部剧价格未见顶，CP 方格局生变.....	25
3、衍生价值：“可品牌化”头部内容的丰厚衍生价值待耕.....	29
4、工业化体系打造造血能力，华策市场地位有望不断优化.....	30
盈利预测与投资建议.....	35
附表：财务预测与估值.....	37
国信证券投资评级.....	38
分析师承诺.....	38
风险提示.....	38
证券投资咨询业务的说明.....	38

图表目录

图 1: 华策影视上市以来 PE Band.....	8
图 2: 华策影视发展历程	9
图 3: 克顿传媒发展历程	10
图 4: 华策纵向“SIP+X”生态圈布局版图.....	12
图 5: 2010-2017Q3 公司营收及增速 (亿元)	12
图 6: 2010-2017Q3 公司归母净利润及增速 (亿元)	12
图 7: 2010-2017Q3 公司毛利率及净利率 (亿元)	13
图 8: 2010-2017H1 公司期间费用率变化.....	13
图 9: 公司主要业务营收占比变化	13
图 10: 公司主要业务毛利率变化	13
图 11: 影视剧行业公司应收账款周转率对比.....	13
图 12: 影视剧行业公司应收账款 1 年起账龄占比对比.....	14
图 13: 公司应收账款周转率超行业均值.....	14
图 14: 公司应收账款 1 年期账龄占比超行业均值.....	14
图 15: 公司经营性现金流及存货对比	14
图 16: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图	15
图 17: 2010-2016 主要公司电视剧发行许可证集数变化.....	16
图 18: 2013-2016 主要公司电视剧发行许可证集数占比.....	16
图 19: 公司全部首播剧平均收视率变化.....	18
图 20: 公司全部首播剧平均网播量变化.....	18
图 21: 我国电视剧出口金额变化.....	20
图 22: 华策电视剧出口金额变化	20
图 23: 头部内容的两层价值	25
图 24: 2014-2017 年网络剧播放量及增速	26
图 25: 2013-2017 年 TOP10 电视剧播放量及增速	26
图 26: TOP5 版权剧和网络自制剧播放量对比.....	26
图 27: 2016-17 年三大视频平台付费用户数变化	27
图 28: 信息流广告与视频贴片广告 CPM 对比	27
图 29: 视频网站收入规模保持高速增长	27
图 30: 视频网站内容成本/收入占比逐年提升.....	27
图 31: 2018 年五大卫视招商重点剧目 A 股上市公司参与度.....	28
图 32: 2016 年迪士尼收入及营业利润分布	29
图 33: 2016 年日本动画衍生销售占产业收入 13%.....	29
图 34: 影视剧高播放量奠定广泛衍生变现的粉丝基础.....	29
图 35: 工业化体系的两层含义	30
图 36: 2010-2016 全国广播电视制作经营许可证机构数.....	31
图 37: 2010-2016 电视剧发行许可证部数	31
图 38: 2010-2016 主要公司电视剧发行许可证集数变化.....	31
图 39: 2013-2016 主要公司头部剧数量	31
图 40: 大数据在华策影视剧开发中的全流程应用	32

图 41: 华策克顿五大剧集评估优化系统.....	32
图 42: 华策影视 2016 年存货周转率领先.....	33
图 43: 公司 2015-17H1 电视台发行渠道变化.....	34
图 44: 公司与主流视频平台均保持合作关系.....	34
图 45: 华策八大事业群架构.....	34
图 46: 华策五大职能中心架构.....	35
表 1: 公司盈利预测假设条件.....	6
表 2: FCFF 估值敏感性分析: 增长率 (纵轴) 与 WACC (横轴).....	6
表 3: 电视剧板块可比公司估值.....	7
表 4: 传媒各子版块可比龙头估值.....	7
表 5: 2013 年获得国产电视剧发行许可证集数 TOP10 机构.....	9
表 6: 2015-2017 年华策影视出品头部剧优势渐显.....	11
表 7: 华策横向内容业务扩展版图.....	11
表 8: 公司前十大股东情况 (2017 三季度).....	15
表 9: 2017 年华策影视第二期股权激励计划.....	16
表 10: 华策影视 2010-2016 取得发行许可证、开机、首播电视剧部数、集数.....	17
表 11: 2015-2017 年华策影视出品头部剧优势渐显.....	17
表 12: 2017 全网播放量 TOP10 剧目一览.....	17
表 13: 华策影视 2015-2017H1 首播电视剧收视率情况.....	18
表 14: 华策影视 2015-2017H1 首播电视剧网播情况.....	19
表 15: 华策电视剧出海主要片单.....	20
表 16: 华策影视 2018 年预计能够取得收入的剧目一览 (部分).....	21
表 17: 华策影视 IP 储备情况.....	22
表 18: 华策影视电影储备项目.....	23
表 19: 华策影视 2015-2016 年播出综艺情况 (亿次).....	24
表 20: 华策影视衍生业务布局详情.....	24
表 21: 2013-2017 年网络播放量 TOP10 电视剧 CP 方.....	28
表 22: 三大视频平台重点剧目中 A 股影视剧公司参与度.....	28
表 23: 2013-2017 年网络播放量 TOP10 电视剧品牌化基础.....	30
表 24: 华策重点工作室及代表作品.....	33
表 25: 电视剧板块可比公司估值.....	35
表 26: 传媒各子版块可比龙头估值.....	36

估值与投资建议

我们采用绝对和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值法：11.7-16.0 元

2017 年整体电视剧版权交易市场规模达到 450 亿元，同比增速为 20%；我们预计 2018-20 年电视剧版权交易市场规模增速维持 15-20% 之间。由于排播限制，电视剧版权交易数量基本维稳在 300-350 部之间，因此行业规模增长将主要体现在为单集售价的提升。2017 年头部电视剧 TOP10 播放量同比增速高达 168%，该增速远超网络自制剧 83% 的同比增速和整体剧集网络播放量 20% 的同比增速；头部版权剧对渠道流量聚集效应自制剧难以替代，从网播增速看需求依然领先，未来仍将是视频网站版权购买争夺的焦点，因此头部剧价格提升空间较普通剧空间大，是行业整体单集价格提升的主要驱动。

受益于头部化转型及剧集市场价格整体提升，我们预计公司 2017-19 年电视剧平均价格增速为 15-20%；受益于公司“工业化体系”下电视剧产能扩张，我们预计公司 2017-19 年电视剧发行许可集数市占率稳步提升。

按照行业和公司的成长思路，我们预期公司在 2017~2019 年收入增速分别为 26.8%/31.2%/32.7%，预计毛利率在稳中有升，管理费用率、销售费用率保持稳定。

表 1: 公司盈利预测假设条件

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入增长率	108.16%	38.68%	67.27%	26.83%	31.20%	32.70%
营业成本/营业收入	59.57%	62.80%	74.66%	74.68%	74.72%	74.43%
管理费用/营业收入	8.76%	5.66%	4.44%	4.50%	4.50%	4.50%
销售费用/销售收入	6.92%	9.34%	7.26%	7.40%	7.40%	7.40%
营业税及附加/营业收入	0.61%	0.57%	0.39%	0.40%	0.40%	0.40%
所得税税率	22.13%	19.73%	12.16%	12.16%	12.16%	12.16%
股利分配比率	11.88%	17.36%	24.17%	24.17%	24.17%	24.17%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所测算

基于以上主要假设，采用 FCFF 绝对估值方法，得到公司的合理估值区间为 11.7~16.0 元。

表 2: FCFF 估值敏感性分析: 增长率 (纵轴) 与 WACC (横轴)

	7.7%	8.2%	8.65%	9.2%	9.7%
3.5%	21.55	18.81	16.62	14.83	13.34
3.0%	19.57	17.28	15.41	13.85	12.54
2.5%	17.97	16.01	14.39	13.03	11.86
2.0%	16.65	14.96	13.53	12.32	11.27
1.5%	15.55	14.06	12.79	11.70	10.75
1.0%	14.61	13.28	12.14	11.15	10.29
0.5%	13.80	12.61	11.58	10.67	9.88

资料来源:国信证券经济研究所预测

相对估值法：14.1 元

1、选取电视剧板块公司横向比较：华策影视估值水平高于同业，我们认为这主要基于华策影视相较于同业上市公司基本上优势非常突出：

1) “内容型”公司的风险角度：公司电视剧年产集数 1000 集以上，是同业公司 5 倍左右，能够有效抵御“内容型”公司的单项目投资波动风险，可以给予一定的

估值溢价;

2) 成长角度: 目前电视剧制作发行行业的成长性主要体现在头部内容价格空间上, 公司电视剧内容持续由腰部内容向头部内容结构化转型, 成长空间打开; 目前头部内容市占率在 30%, 且逐年提升, 工业化生产之下公司优质资源聚集力、发行能力有望保证头部内容持续产出, 而大多数影视制作公司并不具备工业化基础;

3) 长期空间来看: 公司近几年“可品牌化”内容储备丰富, 同时积极布局衍生消费、实景娱乐、游戏产业链延伸环节, 海外经验来看, 影视内容衍生收入可达到原生收入的 2-3 倍, 公司未来基于多个内容品牌的衍生收入潜力打开想象空间。

表 3: 电视剧板块可比公司估值

公司	市值 (亿元)	股价 (元)		EPS				PE		2018	2016-19年	
		2018-1-30	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	PEG	CAGR
华策影视	207	11.50	0.27	0.36	0.47	0.64	43	33	25	18	0.75	33%
慈文传媒	116	34.35	0.86	1.28	1.65	2.04	40	27	21	17	0.62	34%
唐德影视	81	20.08	0.45	0.77	1.21	1.57	45	26	17	13	0.32	52%
新文化	66	12.22	0.49	0.64	0.78	0.88	25	19	16	14	0.72	22%

资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理 (注: 以上公司仅做列示, 不做推荐)

2、选取传媒子版块可比龙头比较: 华策影视是电视剧板块绝对龙头, 从行业性质来看, A 股电影、游戏、图书公司、广告均为“内容型”公司; 从市场格局来看, 其所处行业均处于资源向龙头公司剧集、龙头市占率逐步提升的阶段。我们认为可以横向与电影、游戏、大众图书、广告 4 个子版块龙头估值进行比较, 确认合理估值区间。

华策影视 2018 年动态 PE/PEG 均处于可比龙头公司估值的低位, 可比公司的 2018 年动态 PE 均值为 30 倍, PEG 均值为 1.18; 考虑同为影视板块的龙头光线传媒 2018 年 36 倍的动态 PE, 我们认为公司相对估值法下合理估值为 30-36 倍, 对应股价为 14.1-16.9 元。

表 4: 传媒各子版块可比龙头估值

公司	市值 (亿元)	股价 (元)		EPS				PE		2018	2016-19年	
		2018-1-30	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	PEG	CAGR
华策影视	207	11.78	0.27	0.36	0.47	0.64	43	33	25	18	0.75	33%
分众传媒	1,820	15.06	0.36	0.47	0.54	0.64	41	32	28	24	1.35	21%
万达电影	611	52.04	1.16	1.40	1.72	2.13	45	37	30	24	1.36	22%
三七互娱	450	20.95	0.50	0.78	0.99	1.20	42	27	21	17	0.62	34%
光线传媒	392	13.30	0.25	0.29	0.37	0.45	53	45	36	29	1.70	21%
新经典	84	64.88	1.13	1.67	2.18	2.79	58	39	30	23	0.85	35%

资料来源: Wind 一致预期、国信证券经济研究所整理 (注: 以上公司仅做列示, 不做推荐)

3、纵向历史估值来看: 估值处于历史底部, 股价性价比凸显。自公司 2010 年上市以来, 公司 TTM-PE 中值为 51 倍, 最大值为 116, 最小值为 30 倍。当前公司 TTM-PE 估值 40 倍, 估值处于公司历史估值底部, 性价比凸显。

图 1: 华策影视上市以来 PE Band



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 合理估值 14.1-16.0 元, “买入”评级

综合绝对估值和相对估值, 我们认为公司股票合理价格在 14.1-16.0 元, 相对于 1 月 30 日收盘价有 19%-35% 左右的上涨空间, 给予“买入”评级。

公司概况：全网剧龙头转型升级，逐渐步入收获期

1、龙头之路：迈进头部化、工业化、多元化新时期

公司成立于 2005 年，经历 12 年发展，产能上从剧集年产量由不足 100 集发展至 1000 集规模，质量上自 2015 年启动 SIP 战略成效显著，2016-17 年网播量 TOP10 剧目中公司分别占据 2 部、3 部；公司已成为电视剧市场“量+质”绝对龙头，同时积极布局电影、综艺及基于头部内容的品牌衍生业务，成长空间不断打开。

图 2：华策影视发展历程



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

1) 第一阶段：2005-2013 内生发展，崭露头角

公司成立于 2005 年，成立之初公司年产剧集数不足 100 集，且剧集题材较为单一，主要为家庭、剧情、谍战等年代剧；在具有丰富行业经验的赵依芳女士带领下，公司策划、制作、发行能力不断提升，题材逐渐扩展至古装、青春偶像。公司制作的《中国往事》、《倾城之恋》、《万卷楼》、《新包青天》等作品先后荣获“金鹰奖”、“飞天奖”、“五个一工程奖”、韩国国际电视节“最高奖”等多个国内国际电视剧最高奖项。截至 2013 年公司剧集制作已位列民营制作机构第 3 位，年产量达到 450 集左右；公司发行实力雄厚，电视剧成功发行率达 100%。

表 5：2013 年获得国产电视剧发行许可证集数 TOP10 机构

排名	制作机构	集数
1	长城影视股份有限公司	496
2	海润影视制作有限公司	472
3	浙江华策影视股份有限公司	447
4	中央电视台	340
5	湖南广播电视台	299
6	天津电视台	292
7	欢瑞世纪	283
8	山东电影电视剧制作中心	279
9	上海尚世影业有限公司	270
10	上海新文化传媒	242

资料来源：欢瑞世纪招股说明书

2) 第二阶段：2013-2015 与克顿强强联合，奠定龙头地位

公司 2014 年并购克顿传媒，一方面深化大数据在 IP 评估、影视制片、渠道合作等内容生产、发行全流程的支持作用，助力精准打造影视爆款；另一方面奠定公司在电视剧制作市场绝对龙头地位，2015 年华策影视获得发行许可证集数达到 1141 集，剧集类型也由公司传统擅长的家庭现实题材扩充至青春偶像、古装偶像等多元化题材。

克顿传媒成立于 2003 年，成立之初主营电视媒介经营管理咨询服务业务；2005-2008 年相继成立剧酷文化及辛迪加影视，并从 2009 年起涉足影视剧制作和发行领域，迅速发展成为国内领先的电视剧制作机构之一，家庭偶像剧起步，曾出品《娘家的故事》系列、《夏家三千金》（均为同时段收视第一）等热播剧，2012 年起克顿传媒逐渐转型青春喜剧类作品，曾出品《胜女的代价》《璀璨人生》《爱情公寓 4》《杉杉来了》系列等精品青春剧。

图 3：克顿传媒发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

3) 第三阶段：2015 至今全面开启头部化、工业化、多元化战略

头部化：公司于 2015 年全面开启 SIP（头部化）战略，已进入集中落地阶段。2015-17 年公司进入年度网播量 TOP10 的剧目分别为 1 部、2 部、3 部。2017 年，华策出品的首播剧中，《楚乔传》《三生三世十里桃花》总点击量均超过 400 亿次，居新媒体电视剧点击量排行榜前两位；《孤芳不自赏》网络总点击量近 200 亿；此外《夏至未至》总点击量超过 100 亿次，获 6 月份黄金档开播电视剧酷云关注度冠军。2018 年头部剧热度持续，公司即将上映的头部 IP 剧目包括《创业时代》《凤权》等。

表 6: 2015-2017 年华策影视出品头部剧优势渐显

年份	进入网播 TOP10 剧目	播放量(亿)	收视率	网播平台	电视台	制片方	主演	导演
2017	楚乔传	466.0	1.74%	优酷/爱奇艺/搜狐/乐视/腾讯/芒果	湖南卫视	克顿传媒、慈文传媒	赵丽颖、林更新	吴锦源
	三生三世十里桃花	449.8	1.29%	爱奇艺/搜狐/乐视/腾讯	东方卫视、浙江卫视	华策影视	杨幂、赵又廷	林玉芬
	孤芳不自赏	191.5	1.31%	乐视	湖南卫视	克顿传媒/乐视	钟汉良/杨颖	鞠觉亮
2016	锦绣未央	227.8	1.28%	优酷/爱奇艺/腾讯	北京卫视、东方卫视	克顿传媒	唐嫣/罗晋	李慧珠
	微微一笑很倾城	164.4	0.97%	优酷	东方卫视、江苏卫视	剧酷文化	郑爽/杨洋	林玉芬
2015	何以笙箫默	82.6	1.23%	优酷/爱奇艺/搜狐/乐视/腾讯	江苏卫视、东方卫视	乐视影业	钟汉良/唐嫣	刘俊杰
2014	无	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：艺恩、tv.tv.hk，国信证券经济研究所整理

工业化：公司已从精细化分工、扁平化标准管理角度打造工业化的内容生产体系，在产量、质量上均具备较强稳定性。1) **精细化分工角度**，华策已打造从剧本创意，到多团队制作中心，再到发行体系三大环节全面工业化分工。同时克顿核心大数据分析技术贯穿公司业务各个环节，通过数据挖掘、研发评估、制作标准支持，助力优质、畅销内容选材。2) **从标准化管理角度**，公司构建了“八大事业群+五大职能中心”，扁平化管理加之“事业合伙人”制作保证核心团队共同利益，不断激励优秀作品持续产出，从平台层面提升标准化管理效率。

多元化：公司一方面涉足电影、综艺等内容业务，并参股多家影视剧制作发行公司，**横向丰富内容业务形态**；另一方面以成熟内容为“核心品牌”构建多元消费圈，链接游戏、VR、动漫、电商、体育、时尚、旅游等领域，**纵向拟深化内容变现**。

表 7: 华策横向内容业务扩展版图

年份	投资标的	股权比例	业务
2012	湖南潇湘全球国际影城有限公司	40%	影院投资
2013	天视卫星传媒股份有限公司	5%	电视剧、专题、综艺、动画片等节目制作、发行
	环球金典(北京)文化有限公司	18%	音乐剧
	新天地新远影城有限公司	10%	影院经营管理
	海宁国华策影视译制有限公司	50%	影视译制
	海宁华娱新传媒文化传播有限公司	100%	影视制作、发行
	响想时代娱乐文化传媒(北京)有限公司	90%	电影业务
2014	上海高格影视制作有限公司	18%	影视制作、发行
2015	南京时间海影视文化传播有限公司	10%	影视制作、发行
	上海乐在其中影视传播有限公司	20%	影视制作出品、海外版权引进
	天津筋斗云影视文化传媒有限公司	10%	电视剧、专题、综艺、动画等节目制作、发行
2016	中版昆仑传媒有限公司	7%	版权经营
	上海喜天影视文化有限公司	5%	艺人经纪、影视制作
	苏州亿动非凡网络科技有限公司	10%	影视动漫制作
	北京自由酷鲸影业有限公司	20%	影视剧制作和影视发行
	北京鲜漫创意有限公司	10%	影视动漫制作
	荡麦影业(天津)有限公司	20%	电影制作
2017	霍尔果斯橄欖影业有限公司	100%	影视剧制作发行
	华策影业(上海)有限公司	100%	影视剧制作发行

霍尔果斯瞰心晴娱乐文化有限公司	100%	影视剧制作发行
霍尔果斯星之影视文化传播有限公司	100%	艺人经纪
上海克顿娱乐有限公司	100%	影视剧制作发行

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：华策纵向“SIP+X”生态圈布局版图

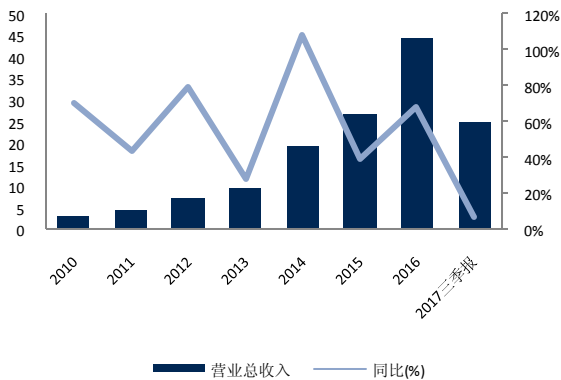
互联网消费	文化旅游	游戏	VR	体育
<ul style="list-style-type: none"> • 2011 蓝橙网络 • 2016 小红唇 • 2016 淘宝电影 • 2016 连享商务 	<ul style="list-style-type: none"> • 2016 景域文化 • 2017 景域旅游 • 2017 西溪影视国际小镇文化投资基金 	<ul style="list-style-type: none"> • 2013 掌动科技 • 2016 乐为数码 • 2017 乐米信息 	<ul style="list-style-type: none"> • 2016 magic leap (间接投资) • 2016 兰亭数字 • 2016 目力远方 • 2016 热波科技 	<ul style="list-style-type: none"> • 2016 翼翔冰雪

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2、财务分析：积蓄实力，业绩收获期将至

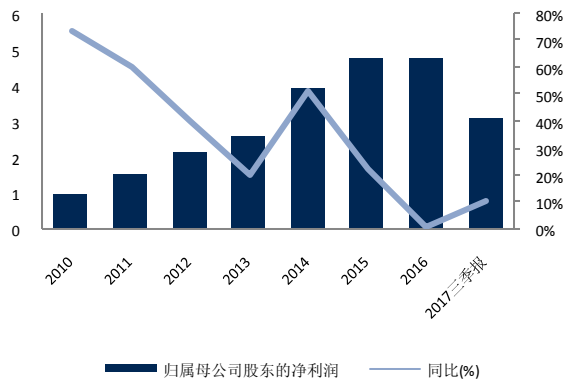
2010-2016 年公司业绩保持高速增长，营收复合增速达 58.3%，归母净利润复合增速达 30.7%。2017Q3 公司收入为 24.97 亿元，同比增长 6.04%，增速放缓的主要原因系大项目尚未确认收入，公司预告 2017 年归母净利润同比增长 23.31%-44.21% (中值 33%)，年内《创业时代》、《悲伤逆流成河》、《时间都知道》、《甜蜜暴击》、《谈判官》、《老男孩》、《独孤皇后》、《上古情歌》将确认收入。2015-16 年公司净利润增速回落，原因系公司开启 SIP 计划，前期全网剧、电影、综艺节目及 SIP 版权采购等生产性投资大幅增加。

图 5：2010-2017Q3 公司营收及增速（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

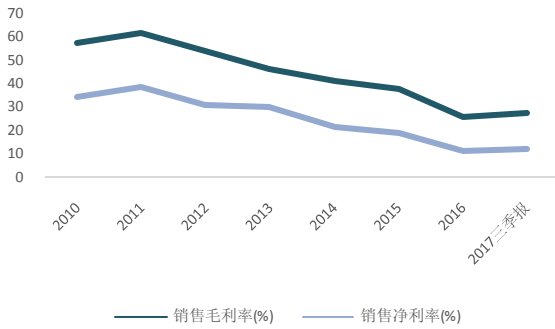
图 6：2010-2017Q3 公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

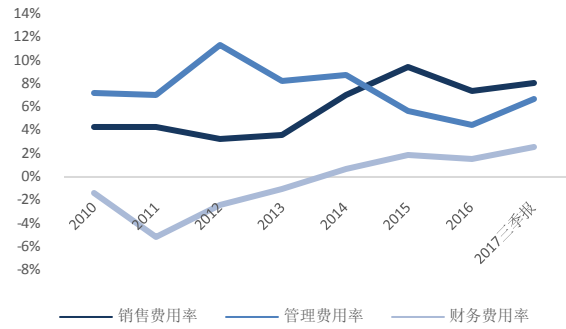
毛利率短期下降，费用率稳定。公司近年毛利率整体呈下降趋势，原因主要两个方面：1) 影视剧投资日渐提升，公司合拍剧目比例增加，合拍剧的会计处理准则导致毛利率有所下降。2) 公司 2015 年开启 SIP 计划，前期对资源投入较大，同时从规避风险的角度，前期试水阶段剧目引入占比较高，使得 16 年毛利率下降较为显著。伴随公司 SIP 战略逐渐成熟，我们预计公司后续重点项目自身投资比例将逐渐提升，毛利率有望呈企稳回升态势。三费方面，近三年公司三费费用率维稳，2014-15 年销售费用率显著提升主要系克顿传媒并表所致。

图 7: 2010-2017Q3 公司毛利率及净利率 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

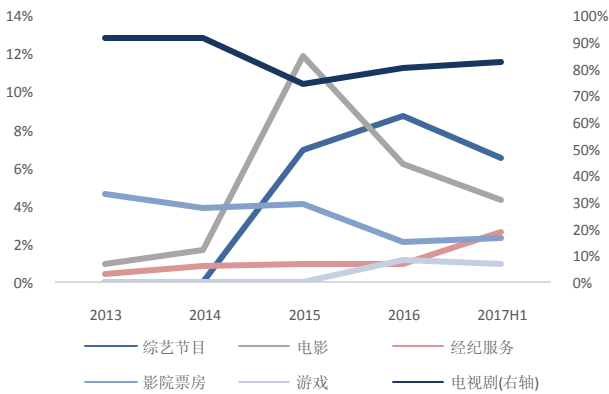
图 8: 2010-2017H1 公司期间费用率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

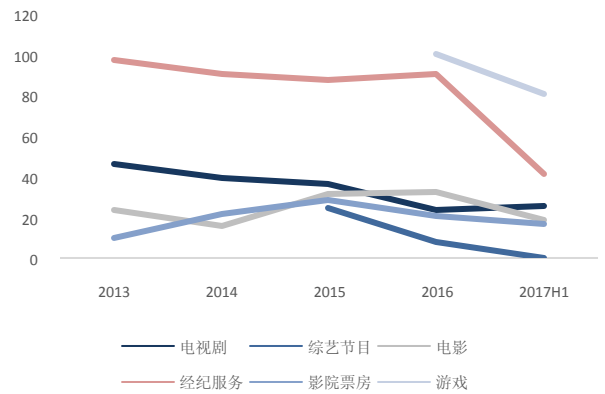
分业务来看, 公司电视剧业务收入占比基本维持 80% 以上, 近年来公司开发系列性综艺《我们十七岁》《我是大歌神》《跨界冰雪王》等, 参投影片《小时代 3》《微微一笑已倾城》《反弹风暴 2》等影片, 助力综艺、电影业务成为新的收入增长点。同时艺人经纪、影院经营、植入广告多元化发展, 游戏衍生业务 16 年初具规模 (主要是向参投公司的游戏版权授权收入)。

图 9: 公司主要业务营收占比变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 公司主要业务毛利率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

应收账款方面, 受益于强于同业的发行能力, 公司应收账款周转率、1 年期应收账款占比均高于行业均值。对西藏乐视的应收账款方面, 公司已于 2017 年第三季度就未播剧和西藏乐视完成解约, 因未播出剧目形成的对西藏乐视的应收账款风险消除。

图 11: 影视剧行业公司应收账款周转率对比

公司	2015	2016	2017 三季报
华策影视	1.72	1.84	0.85
慈文传媒	1.58	1.85	0.54
欢瑞世纪	1.22	1.94	0.67
唐德影视	1.49	1.91	0.90
新丽传媒	1.21	1.32	
新文化	1.47	1.26	0.98
均值	1.45	1.69	0.79

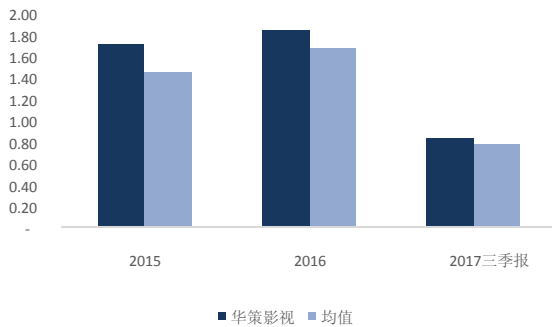
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 12: 影视剧行业公司应收账款 1 年起账龄占比对比

公司	2015	2016	2017H1
华策影视	81.86	67.37	80.96
慈文传媒	70.32	62.31	60.66
欢瑞世纪	85.69	71.42	74.61
唐德影视	79.23	72.24	64.81
新文化	60.94	51.71	58.17
均值	75.61	65.01	67.84

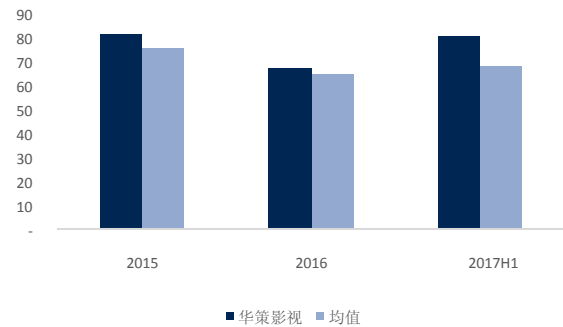
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 13: 公司应收账款周转率超行业均值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

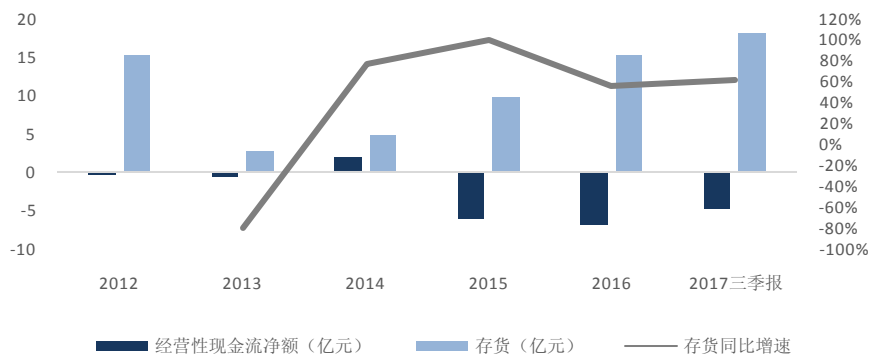
图 14: 公司应收账款 1 年期账龄占比超行业均值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

经营性现金流方面，由于影视类投资公司从前期投资到后期剧目出品发行获得收入，周期通常在 1-2 年之间，公司 2015 年起同样由于 SIP 战略开启，进入资源投入高速扩张期，公司 2015-16 年现金流量下降明显，但同时存货增长显著，长期利于公司战略实现。公司 2017 年经营性现金流净额显著缩减，同时存货增长迅速，经历了 2015-16 年前期资源布局，公司头部剧+工业化扩产能战略已渐入佳境，而 2017 年三季度末存货大幅增长 50%，依据存货转化销售收入周期性，我们预计公司 2018-2019 年将持续进入业绩集中收获期。

图 15: 公司经营性现金流及存货对比

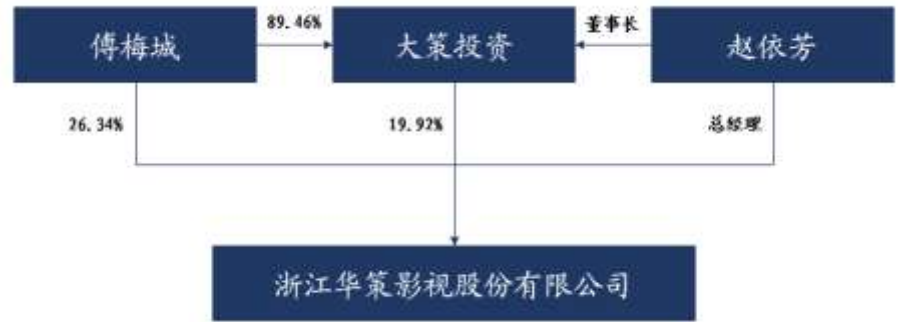


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3、持股集中，股权激励绑定核心团队一致利益

实际控制人持股集中度高，公司战略行动力高。公司实际控制人为傅梅城和赵依芳夫妇，傅梅城直接持有公司 26.34%的股权，杭州大策投资有限公司持有公司 19.92%的股权，傅梅城通过持有大策投资 89.46%的股权间接持有公司 17.82%的股权。

图 16: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 8: 公司前十大股东情况（2017 三季度）

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	傅梅城	26.34%
2	杭州大策投资有限公司	19.92%
3	吴涛	6.11%
4	北京鼎鹿中原科技有限公司	4.94%
5	上海朱雀珠玉赤投资中心（有限合伙）	1.73%
6	汇添富基金-招商银行-汇添富-华策影视-成长共享 20 号资产管理计划	1.57%
7	泰康人寿保险有限责任公司-分红-个人分红 -019L-FH002 深	1.15%
8	建投华文投资有限责任公司	0.99%
9	中国证券金融股份有限公司	0.77%
10	BILL & MELINDA GATES FOUNDATION TRUST	0.67%
	合计	64.19%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

股权激励主要面向中层管理团队，绑定中层管理、核心骨干一致利益。2017 年 5 月，公司公布了第二期股权激励计划，向激励对象授予权益总计 4000 万份（约占总股本的 2.29%），授予股票期权 1145 万份，行权价格为 10.07 元；授予公司限制性股票 2855 万份，授予价格为 5.04 元。本次激励对象共计 338 人，覆盖主要针对中层管理人员及核心技术骨干，同时高管也少量参与，绑定股东与管理层一致利益，彰显对公司未来发展的信心；同时，公司股权激励计划考核净利润 2016-19 年三年业绩复合增速为 28%。

表 9: 2017 年华策影视第二期股权激励计划

2017 年	第二期股权激励计划
激励工具	限制性股票+股票期权
激励来源	定向增发
激励额度	4000 万份, 占总股本的 2.29%, 其中: 限制性股票 2855.47 万份, 占总股本 1.64% 股票期权 1144.53 万份, 占总股本 0.66%。
激励对象	授予人数 338 人 (占公司总人数 28.3%); 高管 3 人, 中层管理人员、核心技术骨干 335 人
时间安排	1 年锁定期, 3 年行权期
行权安排	40%, 30%, 30%
行权价格	限制性股票原定 5.04 元/股, 7 月调整为 5.01 元/股 股票期权原定 10.07 元/股, 7 月调整为 10.04 元/股
公司考核条件	第一个行权期 2017 年净利润不低于 6.5 亿元, 或营业收入不低于 52 亿元; 第二个行权期 2018 年净利润不低于 7.8 亿元, 或营业收入不低于 65 亿元; 第三个行权期 2019 年净利润不低于 10 亿元, 或营业收入不低于 75 亿元。
个人考核条件	个人考核结果影响行权或解锁价格

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

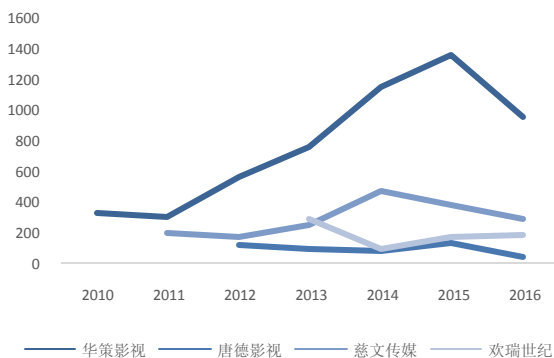
业务: 以全网剧业务为核心, 多元拓展盈利增长点

1、全网剧: “量+质”绝对龙头, 引领华流出海

1) 量: 年均产量领先, 有效抵御“项目制”波动性

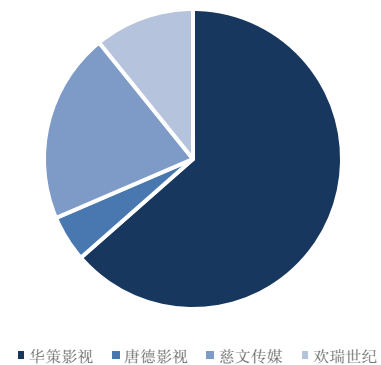
公司电视剧业务年取得发行许可证集数遥遥领先。公司电视剧产量稳居行业龙头, 电视剧开机集数远超主要民营竞争对手, 公司近三年取得发行许可证的电视剧集数在 1000 集左右, 而慈文传媒、欢瑞世纪、唐德影视电视剧发行集数均在 100-400 集之间, 且波动性较大。

图 17: 2010-2016 主要公司电视剧发行许可证集数变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 18: 2013-2016 主要公司电视剧发行许可证集数占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 10: 华策影视 2010-2016 取得发行许可证、开机、首播电视剧部数、集数

年份	全国发行许可证部数	全国发行许可证集数	华策取得发行许可证部数	部数占比	华策取得发行许可证集数	集数占比	华策开机部数	开机集数	华策首播部数
2010 年	436	14685	9	2%	320	2%	16	-	-
2011 年	469	14942	9	2%	292	2%	18	652	-
2012 年	506	17703	12	2%	552	3%	17	711	-
2013 年	441	15770	17	4%	746	5%	12	518	-
2014 年	429	15983	28	7%	1141	7%	28	1105	22
2015 年	394	16537	32	8%	1352	8%	24	1013	14
2016 年	334	14912	20	6%	949	6%	15	690	25

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：2010-2012 年报无开机数据，以制作及制作完成部数和集数代替

2) 质：头部剧占比 30%，全部剧目首播数据快速攀升

公司于 2015 年全面开启 SIP（头部化）战略，已进入集中落地阶段。2015-17 年公司进入年度网播量 TOP10 的剧目分别为 1 部、2 部、3 部。2017 年，华策出品的首播剧中，《楚乔传》《三生三世十里桃花》总点击量均超过 400 亿次，居新媒体电视剧点击量排行榜前两位；《孤芳不自赏》网络总点击量近 200 亿；此外《夏至未至》总点击量超过 100 亿次，获 6 月份黄金档开播电视剧酷云关注度冠军。2018 年头部剧热度持续，公司即将上映的头部 IP 剧目包括《创业时代》《凰权》等。

表 11: 2015-2017 年华策影视出品头部剧优势渐显

年份	进入网播 TOP10 剧目	播放量(亿)	收视率	网播平台	电视台	制片方	主演	导演
2017	楚乔传	466.0	1.74%	优酷/爱奇艺/搜狐/乐视/腾讯/芒果	湖南卫视	克顿传媒、慈文传媒	赵丽颖、林更新	吴锦源
	三生三世十里桃花	449.8	1.29%	爱奇艺/搜狐/乐视/腾讯	东方卫视、浙江卫视	华策影视	杨幂、赵又廷	林玉芬
	孤芳不自赏	191.5	1.31%	乐视	湖南卫视	克顿传媒/乐视	钟汉良/杨颖	鞠觉亮
2016	锦绣未央	227.8	1.28%	优酷/爱奇艺/腾讯	北京卫视、东方卫视	克顿传媒	唐嫣/罗晋	李慧珠
	微微一笑很倾城	164.4	0.97%	优酷	东方卫视、江苏卫视	剧酷文化	郑爽/杨洋	林玉芬
2015	何以笙箫默	82.6	1.23%	优酷/爱奇艺/搜狐/乐视/腾讯	江苏卫视、东方卫视	剧酷传播、乐视影业	钟汉良 / 唐嫣	刘俊杰
2014	无	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：艺恩、tv.hk，国信证券经济研究所整理

表 12: 2017 全网播放量 TOP10 剧目一览

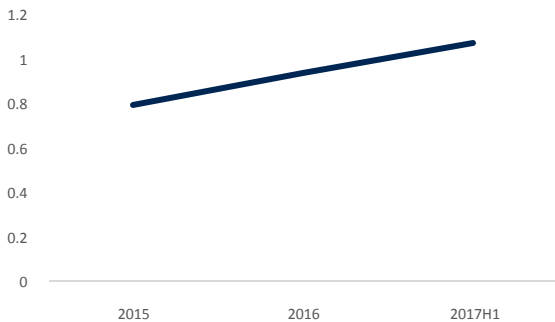
2017 电视剧播放量总榜								
剧集名称	播放量(亿)	电视台	网播平台	制片方	主演	导演		
1 楚乔传	466	湖南卫视	优酷/爱奇艺/搜狐/乐视/腾讯/芒果	克顿传媒、慈文传媒	赵丽颖、林更新	吴锦源		
2 三生三世十里桃花	449.8	东方卫视、浙江卫视	爱奇艺/搜狐/乐视/腾讯	华策影视	杨幂、赵又廷	林玉芬		
3 人民的名义	368.5	湖南卫视	优酷/爱奇艺/搜狐/腾讯/芒果	弘道影业	陆毅、张丰毅	李路		
4 择天记	293.7	湖南卫视	优酷/爱奇艺/搜狐/乐视/腾讯/芒果	柠萌影业	鹿晗/娜扎	钟澍佳		
5 欢乐颂 2	255.6	东方卫视、浙江卫视	爱奇艺/搜狐/乐视/腾讯	正午阳光	刘涛/蒋欣	简川		

6	猎场	218.1	湖南卫视	乐视视频、芒果 TV、优酷、爱奇艺、PP 视频	青雨传媒	胡歌, 菅纫姿	誅姜伟
7	孤芳不自赏	191.5	湖南卫视	乐视	克顿传媒乐视	钟汉良/杨颖	鞠觉亮
8	我的前半生	157.8	东方卫视、北京卫视	优酷/爱奇艺/腾讯	上海文广	靳东/马伊琍	沈严
9	那年花开月正圆	127.7	东方卫视、江苏卫视	腾讯	华视娱乐	孙俪/陈晓	丁黑
10	醉玲珑	112	东方卫视	优酷/爱奇艺/腾讯	新派系传媒	刘诗诗/陈伟霆	林玉芬
播放量总计		2640.7	华策播放量占比		42%	华策部数占比 30%	

资料来源：艺恩、国信证券经济研究所整理

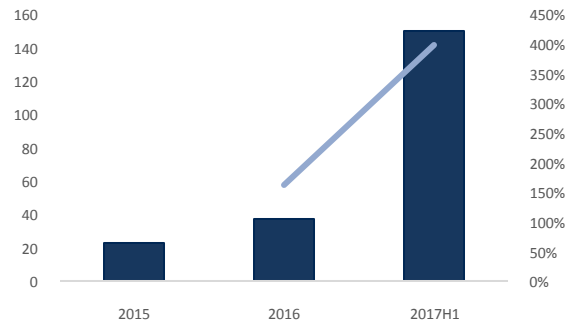
此外，公司全部首播剧目平均收视率/播放量也迅速攀升。2015 年，公司首播电视剧为 14 部，平均收视率为 0.56，其中《妻子的谎言》收视达 1.69，居公司该年度收视率冠军。2016 年，公司首播电视剧 25 部，平均收视率为 0.93，其中《亲爱的翻译官》收视率高达 2.05，居公司该年度收视率第一。2017H1，公司首播电视剧为 9 部，平均收视率达 1.07，其中《楚乔传》收视率达 1.74，居公司年度收视率冠军。网播量方面，公司 2015/2016/2017H1 出品的电视剧平均网播量分别为 23.2 亿/37.5 亿/148.7 亿次，2016/2017H1 公司全部首播剧目平均播放量增长迅速分别高达 162%/397%。

图 19: 公司全部首播剧平均收视率变化



资料来源：tviv, 国信证券经济研究所整理

图 20: 公司全部首播剧平均网播量变化



资料来源：艺恩智库, 国信证券经济研究所整理

表 13: 华策影视 2015-2017H1 首播电视剧收视率情况

2015 年					
剧名	收视率	剧名	收视率	剧名	收视率
《何以笙箫默》	1.23	《孙老倔的幸福》		《二胎时代》	
《医馆笑传》	0.57	《烽火英雄传》		《最佳前男友》	0.51
《封神英雄 2》		《闪亮茗天》		《明若晓溪》(合拍)	0.61
《妻子的谎言》	1.69	《火线英雄》		《我的女儿瑞英》(引进)	0.36
《极品新娘》		《淑女涩男》	0.56		
2015 年平均收视率: 0.79					
2016 年					
剧名	收视率	剧名	收视率	剧名	收视率
《新婚公寓》	0.70	《我的奇妙男友》	-	《微微一笑很倾城》	0.91

《潜行者》	-	《柠檬初上》	1.01	《医馆笑传 2》	-
《乌鸦嘴妙女郎》	0.01	《爱的追踪》（《赎罪门》）	-	《怒火英雄》	0.68
《爱人的谎言》	0.82	《亲爱的翻译官》	2.05	《且行且珍惜》	-
《好运来临》	0.90	《幸福又见彩虹》	-	《定制幸福》	-
《最美是你》	1.04	《怒江之战》	-	《极品家丁》	-
《碧血书香梦》	-	《解密》	1.59	《锦绣未央》	1.48
《我是杜拉拉》	1.11	《海棠依旧》	-	《闺蜜嫁到》	0.37
《追婚记》	0.33				
2016年平均收视率: 0.93					
2017H1					
剧名	收视率	剧名	收视率	剧名	收视率
《孤芳不自赏》	1.314	《周末父母》	0.88	《夏至未至》	1.055
《射雕英雄传》	-	《我女朋友的男朋友》	-	《上古情歌》	0.636
《三生三世十里桃花》	1.04	《一粒红尘》	0.834	《楚乔传》	1.741
2017H1 平均收视率: 1.07					

资料来源: tv tv, 国信证券经济研究所整理

表 14: 华策影视 2015-2017H1 首播电视剧网播情况

2015年					
剧名	网播量(亿次)	剧名	网播量(亿次)	剧名	网播量(亿次)
《何以笙箫默》	103.9	《孙老倔的幸福》	1.5	《二胎时代》	5.4
《医馆笑传》	19	《烽火英雄传》	0.35	《最佳前男友》	29.8
《封神英雄 2》	41.4	《闪亮茗天》	18.3	《明若晓溪》(合拍)	14.5
《妻子的谎言》	51.9	《火线英雄》	1.8	《我的女儿瑞英》	-
《极品新娘》	8.1	《淑女涩男》	5.6		
2015年平均网播量(亿次): 23.2					
2016年					
剧名	网播量(亿次)	剧名	网播量(亿次)	剧名	网播量(亿次)
《新婚公寓》	4.0	《我的奇妙男友》	29.6	《微微一笑很倾城》	224.9
《潜行者》	3.2	《柠檬初上》	25.4	《医馆笑传 2》	7.0
《乌鸦嘴妙女郎》	-	《爱的追踪》	3.2	《怒火英雄》	15.0
《爱人的谎言》	21.0	《亲爱的翻译官》	107.9	《且行且珍惜》	9.7
《好运来临》	3.4	《幸福又见彩虹》	2.6	《定制幸福》	7.3
《最美是你》	5.0	《怒江之战》	22.6	《极品家丁》	33.7
《碧血书香梦》	11.3	《解密》	66.9	《锦绣未央》	261.3
《我是杜拉拉》	19.0	《海棠依旧》	2.8	《闺蜜嫁到》	7.7
《追婚记》	4.7				
2016年平均网播量(亿次): 37.5					
2017H1					
剧名	网播量(亿次)	剧名	网播量(亿次)	剧名	网播量(亿次)
《孤芳不自赏》	192.7	《周末父母》	29.9	《夏至未至》	92.2
《射雕英雄传》	47.0	《我女朋友的男朋友》(第一季)	1.1	《上古情歌》	19.4

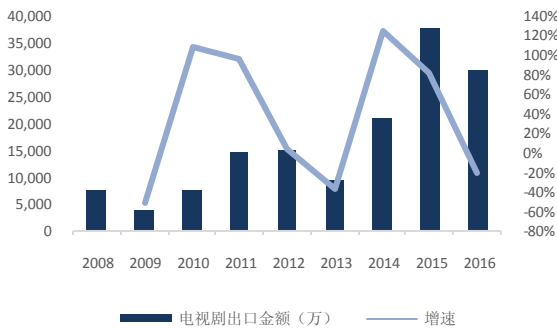
《三生三世十里桃花》	458.5	《一粒红尘》	27.7	《楚乔传》	469.6
2017H1 平均网播量 (亿次): 148.7					

资料来源: 公司公告、艺恩智库, 国信证券经济研究所整理

3) 影视剧出海先行者, 出海内容头部化

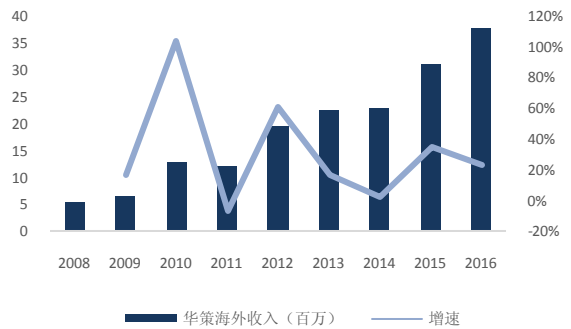
公司深耕影视剧出海 12 年, 是中国影视内容出海引领者。2005 年, 华策试水电视剧出海业务, 积极拓展海外渠道布局, 精选华语优质电影对外输出, 加强影视节目从华语地区向非华语地区的传播覆盖, 加快“华剧场”的海外频道落地。2011 年, 公司将超过 2000 个小时的影视节目远销世界 70 多个国家和地区, 居全国民营企业第一位。2012 年, 公司实施双语剧制作计划, 推出《大汉贤后卫子夫》等双语剧, 进军欧美等主流市场。2013 年, 公司设立影视译制基地主体公司——海宁国广华策影视译制有限公司, 通过影视节目译制, 将海外优质内容作品引进国内。目前, 公司累计海外出口超过 1 万小时、版权影视内容授权发行至 180 多个国家和地区; 公司不仅能承揽本公司的译制工作, 也可为其提供优质的译制服务, 整合、引进全球内容资源, 引领中国内容产业的升级。公司电视剧出海收入稳步增长, 近三年公司海外收入复合增速 20%, 2016 年公司电视剧出口市场份额占有率达到 13%, 在国内影视剧公司出海处绝对领先地位。

图 21: 我国电视剧出口金额变化



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 22: 华策电视剧出口金额变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司连续推出全球爆款, 精品化、头部化趋势显著。近几年, 公司出海的电视剧成绩斐然, 《三生三世十里桃花》、《锦绣未央》、《微微一笑很倾城》等在美国视频网站 Dramafever 播放时, 全部位居该网站点击量的前五名。2015 年, 《何以笙箫默》获第 36 届班夫国际洛基奖最佳剧情类电视剧提名, 成为唯一一部中国独立出品获得此提名的电视剧; 2016 年, 《解密》在国外网站获得 9.5 分的高评分, 并被网友自发翻译成德语、英语、西班牙语、法语、印尼语、波兰语、匈牙利语、葡萄牙语等, 海外平台总点击量达 400 万次, 《亲爱的翻译官》被各国粉丝自发翻译成 23 种语言的字幕, 掀起了全球粉丝讨论的热潮; 2017 年初, 《三生三世十里桃花》入选戛纳论坛全球最受欢迎剧目, 成为亚洲电视剧的潮流代表。

表 15: 华策电视剧出海主要片单

时间	电视剧
2012 年	《大汉贤后卫子夫》
2013 年	《幸福的面条》、《天龙八部》、《王者天下》

2014年	《天涯明月刀》、《天龙八部》、《封神英雄榜》
2015年	《何以笙箫默》
2016年	《解密》、《海棠依旧》、《亲爱的翻译官》、《锦绣未央》、《微微一笑很倾城》、《我的奇妙男友》
2017年	《三生三世十里桃花》、《传奇大亨》、《孤芳不自赏》、《楚乔传》、《新射雕英雄传》

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

4) 18年片单聚焦现实题材，IP储备、主创人才丰富

公司深耕多类型影视剧目，能够灵活应对市场变化；18年“古装”题材收紧趋势下，预计公司将主打现实题材。公司擅长的剧目类型包括家庭剧、谍战剧（华策杭州事业部）、青春偶像/古装偶像（华策上海事业部）、现实题材（华策北京事业部）。预计公司2018年即将取得收入的剧目集中在现实题材类，重点剧目包括《创业时代》《橙红年代》等；古装题材预计仅上线精制作头部剧《凰权》，另外武侠题材《绝代双骄》值得期待。

表 16: 华策影视 2018 年预计能够取得收入的剧目一览（部分）

剧目	题材	参与方	主演	集数	IP	备注	
1	《绝代双骄》	古装武侠	完美世界影视、 华策影视 、完美建信影视	吴磊、王俊凯、张雪迎	50	著名武侠小说家古龙的小说	-
2	《凰权》	古装传奇	辛迪加影视 、东申影业、好麦文化、中文在线、新影联文化	陈坤、倪妮	50	著名古风作家天下归元的小说	预计 17-18 年各确认一部分收入
3	《甜蜜暴击》	青春校园	金溪影视 、芒果 TV	-	40	韩国校园漫画《狂野少女》	预计 17-18 年各确认一部分收入
4	《我的奇妙男友 2》	青春偶像	华策影视	mike, 虞书欣, 李歌洋	28	畅销实力派女作家水阡墨作品	网络剧
5	《我只喜欢你》	当代都市	华策影视	-	24	根据乔一同名小说《我不喜欢这世界，我只喜欢你》改编	网络剧
6	《加油，你是最棒的》	当代都市	-	-	25	自由极光高美誉度长篇小说	网络剧
7	《红绿灯》	当代都市	-	-	50	根据以色列的同名剧集改编一部温情喜剧，又名《生活信号灯》	-
8	《蜜汁炖鱿鱼》	当代都市	剧酷文化	胡一天、吴倩	50	根据作家墨宝非宝在晋江文学城连载的一部苏甜爱情小说改编	-
9	《盛唐幻夜》	当代都市	华策影视 、北京自由酷鲸影业（制作）	吴倩、郑业成、张雨剑、董琦	50	《盛唐幻夜》是根据影视剧本改编的同名小说 2016 年便在咪咕阅读独家连载更新，截止开机前，小说阅读量已高达 260 万	-
10	《真实的人类》	当代都市	-	-	30	根据英国同名科幻悬疑小说改编	网络剧
11	《创业时代》	当代都市	华策影视	-	50	知名商战小说家付瑶原著	-
12	《老男孩》	当代都市	上海好剧影视	刘烨、林依晨 领衔主演	45	-	预计 17-18 年各确认一部分收入
13	《为了你我愿意热爱整个世界》	当代都市	新天地工作室	罗晋、郑爽	48	著名作家唐家三少自传体小说	预计 17-18 年各确认一部分收入
14	《橙红年代》	当代都市	宽厚文化	陈伟霆、马思纯 领衔	50	改编自骁骑校的同名小说	-
15	《悲伤逆流成河》	当代都市	辛迪加影视	马天宇、郑爽、朱颜曼滋、周澄奥	52	-	预计 17-18 年各确认一部分收入

资料来源：公司公告、艺恩智库、百度百科，国信证券经济研究所整理

头部 IP 储备多元化，主创人才体系成熟。一方面，公司重点储备 IP 涵盖唐家

三少处女座《光之子》、起点中文网历史架空类总推荐榜排名第一的作品《一代军师》、起点网 A 级作品《宸宫》、江南出道名作《此间的少年》等多类型重磅内容；另一方面，公司重视培养年轻主创人才，拥有行业领先的体系化的创意头部资源生态，源源不断为公司未来剧目产出创意及内容。

表 17：华策影视 IP 储备情况

名称	作者	备注
《寻秦记》	黄易	武侠宗师黄易代表作，TVB 版同名剧成为穿越剧鼻祖，影史经典。
《独步天下》	李歆	《今古传奇·言情版》最具有人气历史爱情小说，腾讯网作家杯第二届原创大赛第四期冠军。腾讯原创网点击便达一亿多点击量，至今屹立总榜第二的位置，被誉为“清穿”三座大山之一。
《白龙秘馆》	千夜 Knight	《白龙秘馆》以古风灵异物语的形式，借各种灵异器物引发的故事，写人性、写感情、写悲欢离合，文风清新温婉。
《创业时代》	付遥	付遥继商战小说《输赢》后的又一长篇新作，而《输赢》作为中国第一本商战小说，曾创下近百万册的销售记录。
《长歌行》	夏达	少女漫画家夏达代表作，曾获 2015 年中国漫画大奖，有妖气总点击量超过 8 亿次。
《光之子》	唐家三少	唐家三少处女作，也是他得一览群山的扛鼎之作，连载于起点中文网，出版销量超过 50 万册。
《一代军师》	随波逐流	网络超高人气顶级历史军事类 IP，起点中文网历史架空类总推荐榜排名第一。
《龙血战神》	风青阳	东西方奇幻世界观结合的顶级 IP，首发 17k 小说网，点击量过亿，目前还在持续更新中。
《密室困游鱼 蟹汁炖鱿鱼》	墨宝非宝	横跨中国电竞发展十年，言情+梦想，拥有吸引年轻人最燃最热血的青春热血小说，首发晋江文学网。
《武器大师》	独悠	掌阅金牌人气巅峰作家独悠最新力作，蝉联数月月票榜冠军，多方打造影游联动。
《世间只得一个你》	蓝白色	继匪我思存、桐华后最值得期待的影视作家，收视冠军《恋恋不忘》原著作者浪漫都市虐心新作。
《断龙台》、《邪兵谱》	纳兰元初	黄泉引路人系列。小说内容新颖，想象大胆，涉及面广，追捧者众。豆瓣评分 8.1。
《就喜欢你看不惯我又干不掉我的样子》	白茶	白茶，卡通网红“吾皇”及“巴扎黑”的创作者，当下最受欢迎的绘本作者。2009、2010《科幻世界》银河奖最佳美术作品奖得主，2009 星云奖最佳美术作品奖得主。本书为其首部绘本作品，故事幽默暖心，文字风趣有爱，画风兼具插画及国画之美，可品读，可收藏。销量过 20 万册。
《盛唐幻夜》	缪娟	《家奴穆乐》，讲述了叶远安、穆乐、赵澜之、明慧郡主等人在破案过程中斗智斗勇的故事。
《宸宫》	沐菲	作者为起点中文网女生频道的白金作者，《宸宫》、《帝锦》等作品塑造了一种混合宫廷阴谋、悬疑和复仇等多种元素架空历史爱情的小说形态。起点网 A 级作品。
《搜神记》	树下野狐	作者被誉为“本土奇幻扛旗人”，《搜神记》系列是近年来最著名、最畅销的网络奇幻经典之一。
《蛮荒记》	树下野狐	树下野狐创作的东方玄幻“蛮荒三部曲”系列的第二部，也是《搜神记》的续集。
《且试天下》	倾冷月	作者为历史言情类小说的领军人物，倚该作一举成名，横扫晋江、红袖、起点、四月天、连城等知名文学网站。
《月上重火》	君子以泽	晋江原创网当家花旦超人气巨著，2009 至 2011 年晋江言情小说人气冠军，2011 年台湾华语图书销量探花，风靡海峡两岸。
《一厘米的阳光》	墨宝非宝	“暖心作家”墨宝非宝所著的都市言情小说，以极具画面感的唯美文字和细腻的情感描写为粉丝称道。
《此间的少年》	江南	江南出道名作，超百万册销量，获 2009 年“网络文学十年盘点”十佳优秀作品。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2、电影：“发行+制作”双轮驱动，18年参投片单扩容

公司于2008年涉足电影业务，并相继获得《A面B面》、《人鱼帝国》等电影的拍摄许可证，此后逐步加大投入，并与郭敬明、王岳伦、汪远等新生代导演展开合作。2015年，公司成立了专业性电影投资、制作和发行公司——华策影业，并与上海高格影视、韩国NEW进行了战略投资合作，开启“发行+制作”并行模式。由公司联合出品的电影《重返20岁》、《小时代4》、《我的少女时代》票房均突破3亿元。通过多部题材各异的中外电影发行，公司影业宣发团队的专业能力已获业内广泛认可。

17年实现电影票房39亿元，18年片单扩容、值得期待。公司2017年度上映影片11部，其中公司参投3部（《绣春刀·修罗战场》等）、主控发行1部（《非凡任务》）、联合发行7部（《异星觉醒》等），累计票房超过39亿元。公司自2015年着力布局电影业务以来，坚持“发行+制作”并重，公司2018年电影参投片单较2016-17年显著增加，即将上映影片包括春节档《祖宗十九代》、热片续作《反贪风暴3》等，基于电影业务与公司核心电视剧业务存在较大协同性，我们预计公司电影业务未来有望持续稳健发展，持续带来业绩弹性。

表 18：华策影视电影储备项目

名称	参与方式	预计进度	主创人员
《祖宗十九代》	参投/主控/宣发	2018-2-16	导演：郭德纲；主演：岳云鹏、吴京、吴秀波、井柏然、林志玲、王宝强
《最长的一枪》	投资	2018年上映	导演：徐顺利；编剧：邱欣宇；主演：王志文、余男、李立群
《转弯之后》	投资	2018年上映	监制：魏德圣；导演：黄千殷；主演：颜卓灵、张庭瑚、钟楚曦
《切小金家的旅馆》	投资/发行	2018年上映	监制：王童、叶如芬；导演：林冠慧；主演：张庭瑚、李淳、罗家英、朱咪咪
《地球最后的夜晚》	投资/宣发	2018年上映	导演：毕赣；主演：汤唯、张艾嘉、黄觉
《巧虎与大飞船》	投资/发行	2018年上映	-
《反贪风暴3》	投资/主控/发行	2018年上映	导演：林德禄；监制：黄百鸣；主演：古天乐、张智霖、郑嘉颖
《魔女的童话》	投资/宣发	2018年上映	制片：刘映浩；监制：陈正道
《我爱喵星人》	参投+主控/发行	2018年上映	导演：朴熙坤；编剧：宋微寒；主演：吴世勋、吴倩、宋威龙、李昕亮
《翻译官》	投资/发行	预计2018年开机	自由酷鲸制作

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3、综艺：爆款综艺续集、网综、电商合作项目并进

“全球合伙人联盟+网台联动”战略效果显著，成功推出多款大型优质综艺节目。2014年，华策涉足综艺领域，自2015年开始，公司加码综艺领域布局，逐步由承制模式向主控加广告模式转变，成功推出《挑战者联盟》（范冰冰、李晨、吴亦凡等）、《为你而歌》（凤凰传奇、阿宝、阿牛、曹格等）、《中华好民歌》（李光羲、胡宝善等）、《谁是大歌神》（林俊杰、萧敬腾、张靓颖、任贤齐、林志炫等）等爆款综艺节目，体现出公司在综艺领域独到的眼光和强劲的制作实力。其中，《挑战者联盟》第一、二季分别创下了17.5亿及30.4亿的播放量，《谁是大歌神》创下了9亿的播放量。

公司2017年度投资\制作《我们十七岁》、《跨界冰雪王》、《生活相对论》3部

综艺节目上星播出，同时策划并制作“2016 腾讯应用宝互联盛典——星 APP 之夜”、“2017 天猫双 11 晚会”。我们预计公司未来综艺节目续集、网综、电商合作项目将持续稳步开发，持续带来业绩增长点。

表 19: 华策影视 2015-2016 年播出综艺情况 (亿次)

综艺名称	播出卫视	年份	类型	参演明星	播放量	网络平台
《挑战者联盟》	浙江卫视	2015 年	大型职业挑战真人秀	范冰冰、李晨、吴亦凡、林更新、大鹏、陈汉典	17.5	爱奇艺、优酷、乐视、腾讯、搜狐
《为你而歌》	山东卫视	2015 年	大型原创公益体验音乐采风节目	凤凰传奇、阿宝、阿牛、曹格、李艺彤	0.02	爱奇艺、齐鲁网、PPTV
《一票难求》第二季	江苏卫视	2015 年	电影脱口秀节目	窦文涛、马薇薇、沈凌、萨顶顶	0.04	爱奇艺、优酷
《中华好民歌》第一季、第二季	河北卫视	2015 年	中国首档大型音乐代际沟通类节目	李光羲、胡宝善、王向荣、王浩实	-	爱奇艺、搜狐、优酷、PPTV、腾讯
《谁是大歌神》	浙江卫视	2016 年	大型经典音乐推理节目，中国首档 VR 综艺节目，前四期平均收视率 1.3	林俊杰、萧敬腾、谭咏麟、张靓颖、张宇、任贤齐、林志炫	9.0	乐视
《挑战者联盟》第二季	浙江卫视	2016 年	大型原创职业体验真人秀节目	范冰冰、李晨、陈学冬、薛之谦、谢依霖	30.4	腾讯、乐视、爱奇艺、搜狐

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

4、衍生业务：充分发挥“可品牌化”内容的商业价值

公司发展衍生业务，旨在基于头部内容优势，充分放大“可品牌化”内容的商业价值。公司自 2011 年开始构建衍生业务矩阵，2016 年集中参股游戏、互联网消费、VR、实景项目，2017 年公司加码游戏（乐米信息 10% 股权）、旅游（景域旅游 51% 股权）等生态布局。我们认为，全内容矩阵已构建成型，在海量的内容和持续的爆款产品基础上，基于强大的 IP 资源和开发能力，链接游戏、VR、动漫、电商、体育、时尚、旅游等领域，未来有望发挥内容的延展性、连接性。目前公司衍生业务布局领域主要包括游戏、互联网消费、旅游（实景娱乐）、VR 等。

表 20: 华策影视衍生业务布局详情

年份	投资标的	股权比例	业务
2011	上海蓝橙网络科技有限公司	18%	互联网的消费品公司
2013	杭州掌动科技有限公司	14%	手游开发
2016	上海连享商务咨询有限公司	8%	互联网的咖啡 O2O 平台
2016	上海景域文化传播股份有限公司	4%	国内领先的自助游 O2O 一站式服务生态圈公司
2016	北京兰亭数字科技有限公司	7%	AR/VR 数字多媒体产品制作公司
2016	北京翼翔冰雪时尚文化有限公司	10%	冰雪运动高端服务平台
2016	目力远方（天津）科技有限责任公司	10%	VR 影视内容制作以及相关技术开发
2016	杭州晨熹多媒体科技有限公司	0%	旗下拥有互联网售票平台“淘宝电影”
2016	热波（北京）网络科技有限公司	9%	为虚拟现实视频制作出品、虚拟现实内容分发与运营
2016	PV ML LLC	63%	间接投资美国增强现实公司 magic leap
2016	广州乐为数码科技有限公司	12%	网络游戏的开发和运营

2016	XiaoHongChun INC.	35%	视频电商平台和美妆达人社区
2017	苏州乐米信息科技股份有限公司	10%	移动休闲游戏全产业链一体化服务公司
2017	浙江华策景域旅游文化传媒有限公司	51%	旅游项目开发

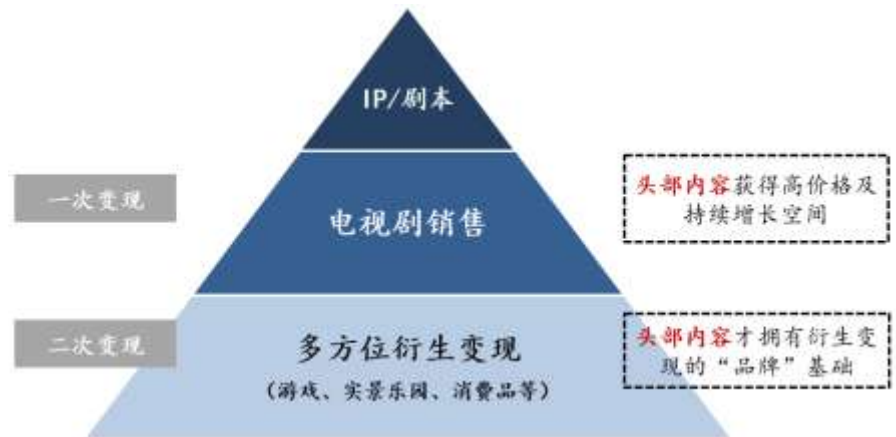
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

空间：头部内容价值空间大，工业化体系深化优势

1、头部内容价值包含“价格”和“衍生价值”两个层次

头部剧内容变现主要分为两个层次——**剧集出售价格+内容衍生价值**。1) 剧集出售价格是一次性的变现，目前电视剧销售模式依然以“2B”为主，通常由内容CP方与渠道方（电视台、视频网站）协商而定，优质的头部内容能够获得远超平均水平的出售价格，且由于需求空间大，头部剧价格上升空间高。2) 内容衍生价值是头部内容的多方位的变现，但仅对内容要求非常高，仅具备高市场影响力、已具备品牌效应的内容具备多方位衍生变现的基础。

图 23：头部内容的两层价值



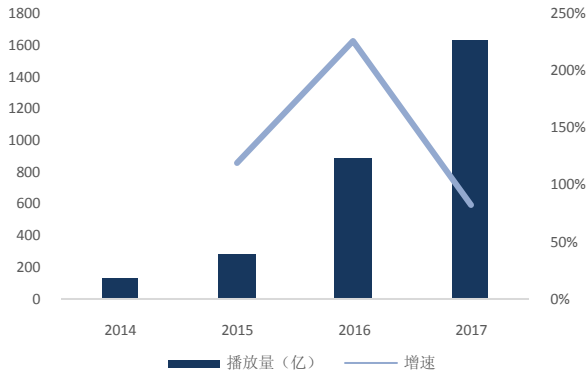
资料来源：国信证券经济研究所整理

2、价格：头部剧价格未见顶，CP方格局生变

1) 用户需求旺盛、渠道预算充足，头部剧价格向上空间大

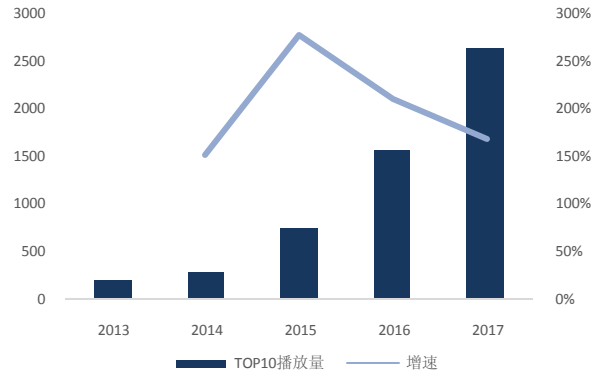
头部电视剧需求增速超网络剧，其流量聚拢效应依然为渠道争夺焦点。优质头部电视剧内容供给及网络剧精品化转型促进之下，头部电视剧、网络剧播放量的增长依然势如破竹。2017年电视剧全网整体播放量增速为20%；网络自制剧的播放量为1631亿，同比增速达到82.9%；值得注意的是，2017年头部电视剧TOP10播放量同比增速也高达168%，该增速远超网络自制剧82.9%的同比增速。头部版权剧对渠道流量聚集效应自制剧难以替代，从网播增速看需求依然领先，未来仍将是视频网站版权购买争夺的焦点。

图 24: 2014-2017 年网络剧播放量及增速



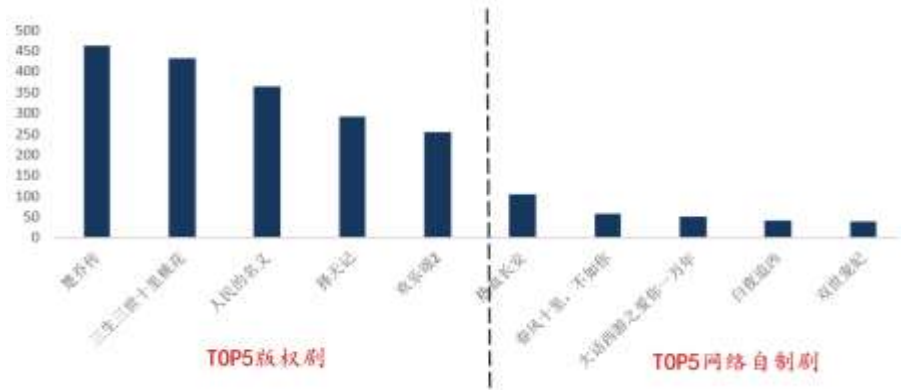
资料来源: 骨朵传媒, 国信证券经济研究所整理

图 25: 2013-2017 年 TOP10 电视剧播放量及增速



资料来源: 艺恩智库, 国信证券经济研究所整理

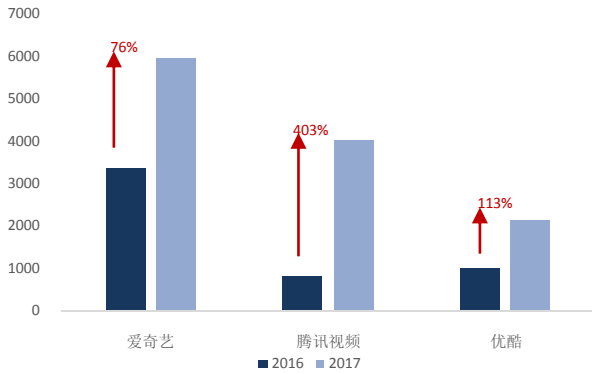
图 26: TOP5 版权剧和网络自制剧播放量对比



资料来源: 艺恩智库, 国信证券经济研究所整理

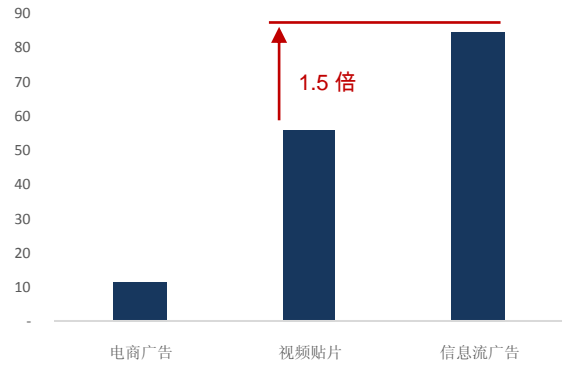
付费收入崛起、拓展短视频信息流广告变现, 平台购剧预算未见顶。一方面, 2017 年头部视频网站付费用户数持续快速增长, 截至 2017 年 8 月爱奇艺、腾讯、优酷付费用户数较 2016 年分别同比增长 76%、403%、113%; 2016 年视频网站付费市场规模达到 100 亿, 不断提升视频网站资本实力。另一方面, 视频网站巨头纷纷推出短视频栏目, 从商业模式上来看长视频网站推出短视频栏目是对用户碎片时间的再次深耕以及粘性绑定, 同时基于短视频的信息流广告成为平台收入重要补充。资本实力夯实下各大巨头均不断加大内容端投入, 抢占优秀资源: 视频网站整体内容投入成本占营收比重从 2012 年的 22% 上升至 2016 年的 60%。

图 27: 2016-17 年三大视频平台付费用户数变化



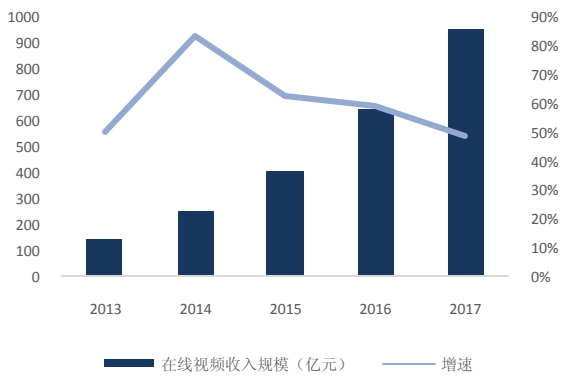
资料来源: 美兰德, 国信证券经济研究所整理
注: 2017 年数据截至 2017 年 8 月

图 28: 信息流广告与视频贴片广告 CPM 对比



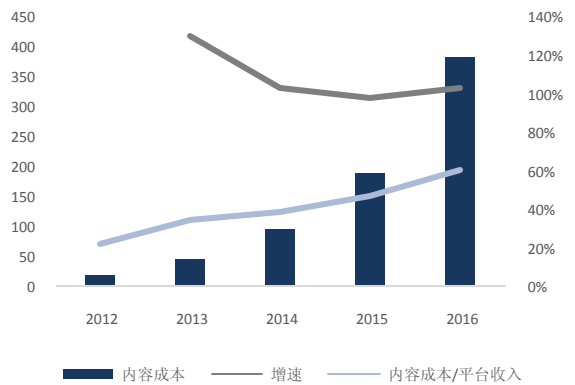
资料来源: 艾瑞、国信证券经济研究所整理

图 29: 视频网站收入规模保持高速增长



资料来源: 艾瑞, 国信证券经济研究所整理

图 30: 视频网站内容成本/收入占比逐年提升



资料来源: 艾瑞, 国信证券经济研究所整理

2) 头部剧市场格局生变, 华策深度受益

近年来头部电视剧市场格局主要发生两个变化: 1) 头部内容向少数优势公司集中: 2013-15 年 TOP10 电视剧在主要民营制片公司中的分布较为分散, 而 2016-17 年头部电视剧基本已集中于华策影视、慈文传媒两家上市 CP 方及正午阳光、柠萌影业两家非上市 CP 方, 其中华策影视头部剧市占率提升显著, 2017 年 TOP10 电视剧中已揽获 3 部, 主导头部剧市场; 我们认为主要受核心要素价格提升、头部剧投资高升影响。2) 电视台参与度降低, 2013-15 年电视台参与的 TOP10 电视剧制作环节分别有 7 部/4 部/2 部, 2016-17 年电视台已退出头部剧市场。

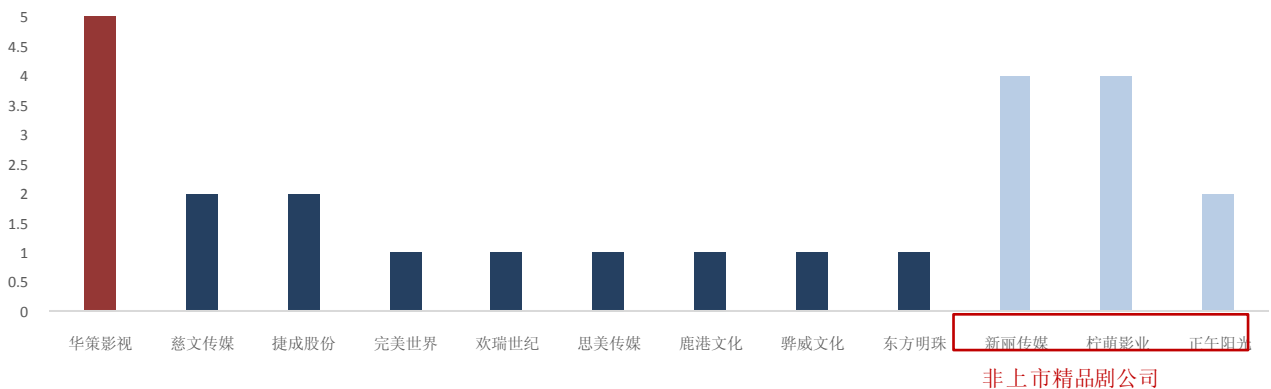
表 21: 2013-2017 年网络播放量 TOP10 电视剧 CP 方

主要参与 CP	2013	2014	2015	2016	2017	
上市 CP 方	华策影视	1	×	1	2	3
	慈文传媒	×	1	1	1	1
	完美世界	1	1	×	×	×
	骅威文化	1	×	×	×	×
	当代东方	1	×	×	×	×
	欢瑞世纪	×	1	×	2	×
	华录百纳	1	×	×	×	×
	光线传媒	1	1	×	×	×
非上市 CP 方	新丽传媒	×	1	1	×	×
	耀客传媒	×	1	1	1	×
	正午阳光	×	×	×	1	1
	柠萌影业	×	×	×	1	1
渠道 CP 方	电视台相关	7	4	2	×	×
	视频网站相关	1	×	1	1	1

资料来源: 艺恩智库, 国信证券经济研究所整理

展望 2018 年, 无论是五大卫视重点招商剧目还是三大视频平台已发布的重磅剧集片单来看, 华策影视在头部剧市场依然保持较大优势: 1) 2018 年五大卫视招商的重点剧目中, A 股精品剧制作公司出品剧目共 15 部, 其中华策影视占据 5 部, 头部剧市场领先优势依然明显。2) 从近期优酷“秋集会”、腾讯视频“V 视界大会”、爱奇艺“iJOY 悦享会”三大视频网站重磅推出的 181 部影视剧(包括自制剧)来看, A 股影视剧公司华策影视、完美世界、慈文传媒、唐德影视分别参与 8 部、6 部、4 部、2 部和 1 部。

图 31: 2018 年五大卫视招商重点剧目 A 股上市公司参与度



资料来源: 前景广告, 国信证券经济研究所整理

表 22: 三大视频平台重点剧目中 A 股影视剧公司参与度

参与数量	4 部	3 部	2 部	1 部
优酷	完美世界	嘉行传媒(新三板)	唐德影视、华策影视	正午阳光(非上市)
腾讯	-	华策影视、柠萌影业(非上市)、正午阳光(非上市)	慈文影视	-
爱奇艺	-	华策影视、新文化	慈文传媒、完美世界、正午阳光	-

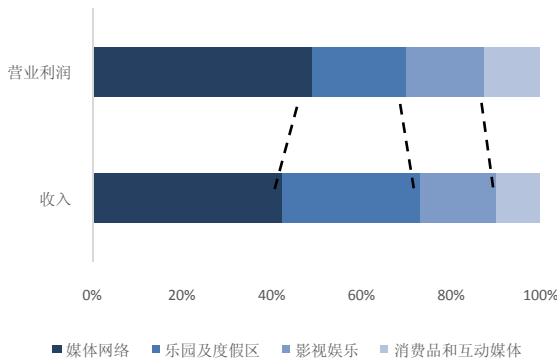
(非上市)

资料来源：爱奇艺、优酷、腾讯视频发布会，国信证券经济研究所整理

3、衍生价值：“可品牌化”头部内容的丰厚衍生价值待耕

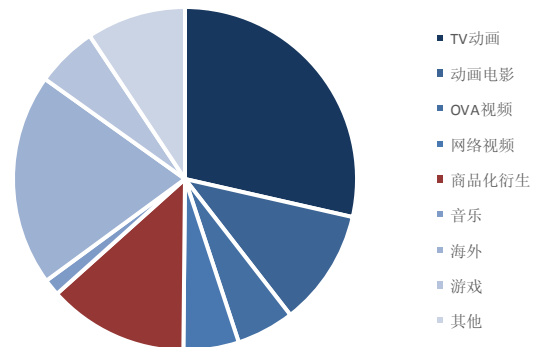
海外头部IP衍生价值挖掘充分，品牌衍生收入基本是一次变现收入的2倍以上。以迪士尼为例，迪士尼一次变现的电影娱乐业务的营收占比仅为17%，二次变现的主题公园、消费品和互动娱乐衍生收入占比达到41%，是一次变现收入的2.4倍；再以日本动画市场为例，日本动画产业链中，商品化衍生收入占比13%，也是TV动画、动画电影等一次变现收入的2.6倍。

图 32：2016 年迪士尼收入及营业利润分布



资料来源：百度财报，国信证券经济研究所整理

图 33：2016 年日本动画衍生销售占产业收入 13%



资料来源：艾瑞，国信证券经济研究所整理

头部影视剧是优质IP变现的起点，也奠定了品牌衍生二次变现的粉丝基础。一方面，国内头部电视剧播放量不断突破天花板，具备变现基础和空间：目前头部电视剧网播量的基础边界已高至100亿以上，在7亿视频人口中奠定广泛影响力和号召力。另一方面，国产剧精品化下，头部内容题材愈发丰富、衍生开发价值逐渐凸显：2013-14年间国内头部剧题材局限于家庭、爱情题材，**2016年以来头部剧题材向仙侠、古装奇幻、类型化现实题材扩展，内容品牌化基础凸显**；例如电视剧《花千骨》“糖宝”形象同款玩偶月销量近万件；《三生三世十里桃花》电视剧高热度促进“三生”定制版毛绒玩具未上线预售破3万个，定制款充电宝月销超5万件，同时独家授权泸州老窖“桃花醉”也销量火爆。

图 34：影视剧高播放量奠定广泛衍生变现的粉丝基础



资料来源：国信证券经济研究所整理

表 23: 2013-2017 年网络播放量 TOP10 电视剧品牌化基础

播放排名	2013	品牌化基础	2014	品牌化基础	2015	品牌化基础	2016	品牌化基础	2017	品牌化基础
1	我是特种兵	一般	古剑奇谭	良好	半月传	一般	青云志	良好	楚乔传	良好
2	咱们结婚吧	一般	红高粱	一般	琅琊榜	良好	锦绣未央	一般	三生三世十里桃花	良好
3	小爸爸	一般	因为爱情有奇迹	一般	花千骨	良好	欢乐颂	一般	人民的名义	一般
4	璀璨人生	一般	勇敢的心	一般	何以笙箫默	一般	微微一笑很倾城	一般	择天记	良好
5	精忠岳飞	一般	离婚律师	一般	大秧歌	一般	幻城	良好	欢乐颂 2	一般
6	最美的时光	一般	一仆二主	一般	克拉恋人	一般	好先生	一般	猎场	一般
7	龙门镖局	一般	使徒行者	一般	虎妈猫爸	一般	麻雀	一般	孤芳不自赏	良好
8	花非花雾非雾	一般	宫锁连城	一般	千金女贼	一般	老九门	良好	我的前半生	一般
9	甄嬛传	一般	乡村爱情圆舞曲	一般	特警力量	一般	武神赵子龙	一般	那年花开月正圆	良好
10	终极一班 3	一般	刀客家族的女人	一般	北上广不相信眼泪	一般	半月传	一般	醉玲珑	良好

资料来源：艺恩智库，国信证券经济研究所整理

华策拥有多款系列性、可品牌化内容基础，衍生变现潜力较大。一方面，公司已通过市场“检验”的可品牌化内容丰富，系列性续集持续开发有望持续引爆内容衍生价值，例如《三生三世十里桃花》、《锦绣未央》等；另一方面，工业化生产体系下公司拥有头部可品牌化内容产出的持续性和稳定性。结合公司“SIP+X”战略中前瞻布局的游戏、互联网消费、旅游等多重衍生渠道，核心 IP 的衍生收入有望打开公司长期成长空间。

4、工业化体系打造造血能力，华策市场地位有望不断优化

1) 我们认为工业化体系包含两层含义：一方面是体现在影视作品生产过程的精细化分工，另一方面是标准化管理。精细化分工形成量产的基础，标准化管理在公司层面保证剧集质量。

图 35: 工业化体系的两层含义

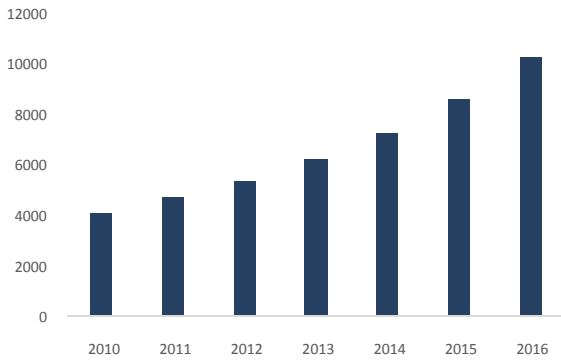


资料来源：国信证券经济研究所整理

2) 行业内绝大多数公司仍处“作坊式”生产阶段，华策工业化稀缺性凸显

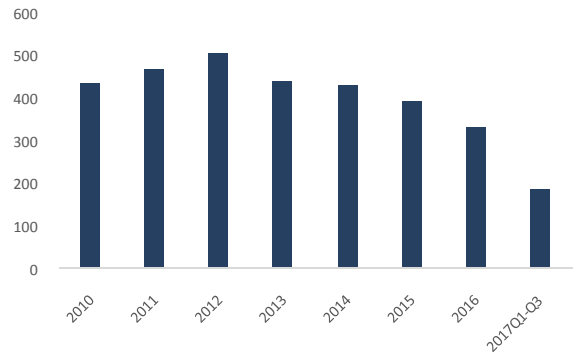
与工业化对应的是“作坊式”小规模生产，我国电视剧年备案数量在 400 部左右，且逐年下滑；但是拥有电视剧制作许可的机构多达过万家，且数量逐年上升，市场较为分散。绝大多数制作 CP 均不具备“工业化”基础，即在生产环节上不拥有多环节细致分工，而较小规模的经营也并不具备标准化管理的条件；因此造成的结果是大多数影视剧 CP 方电视剧年产量波动性较大、头部内容生产稳定性差。

图 36: 2010-2016 全国广播电视制作经营许可证机构数



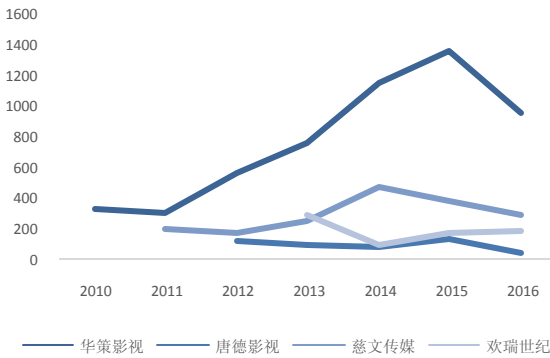
资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

图 37: 2010-2016 电视剧发行许可证部数



资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

图 38: 2010-2016 主要公司电视剧发行许可证集数变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 39: 2013-2016 主要公司头部剧数量

	2013	2014	2015	2016	2017
华策影视	1	×	1	2	3
慈文传媒	×	1	1	1	1
完美世界	1	1	×	×	×
骅威文化	1	×	×	×	×
当代东方	1	×	×	×	×
欢瑞世纪	×	1	×	2	×
华录百纳	1	×	×	×	×
光线传媒	1	1	×	×	×

资料来源：艺恩智库，国信证券经济研究所整理

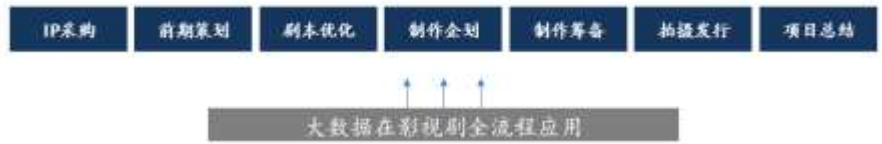
3) 预计行业集中度将逐步提升，华策工业化体系绑定长期优势

我们预计电视剧制作发行行业集中度将持续提升：一方面是头部剧与一般剧集价格拉大，头部内容制作参与门槛提高，马太效应逐步凸显；另一方面，电视剧行业市场容纳量逐步缩减，“作坊式”低产出制作机构、发行能力较弱的机构逐步被挤出市场，市场规模向优势公司集中。

华策影视从精细化分工、扁平化标准管理角度打造工业化的内容生产体系，在产量、质量上均具备较强稳定性；在整体剧集市占率、头部内容市占率均有向上空间，受益于行业集中提升。

第一方面，从精细化分工角度，华策已打造从剧本创意，到多团队制作中心，再到发行体系三大环节全面工业化分工。同时克顿核心大数据分析技术贯穿公司业务各个环节，通过数据挖掘、研发评估、制作标准支持，助力优质、畅销内容选材。

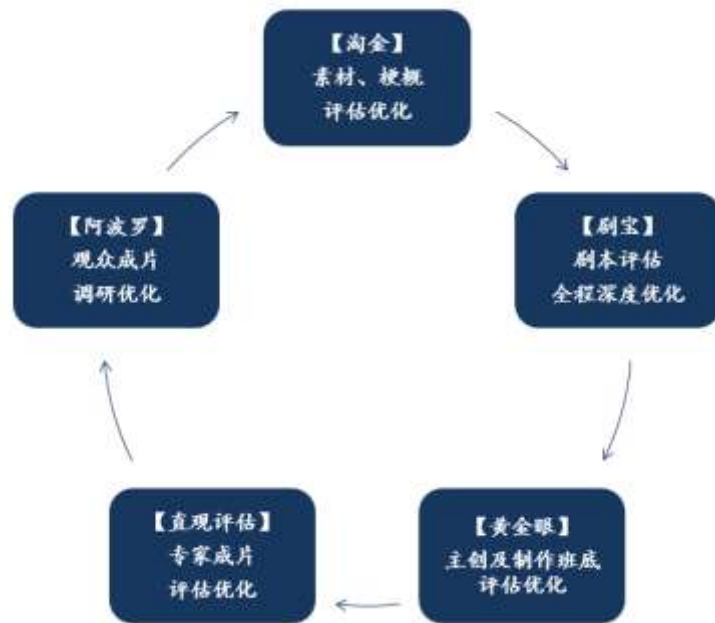
图 40: 大数据在华策影视剧开发中的全流程应用



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 剧本创意环节**，第一层次：公司通过不断聚拢行业编剧资源（拥有 90% 国内有播出记录的主创人员数据）、培养人才（通过育才基金、“华策克顿大学体系”、电影学院、国际合作等方式完善前端的人才教育培训体系），形成源源不断的剧本创意生产力量。第二层次：公司克顿大数据构筑剧本筛选核心优势，五大评估优化系统从普通观众到专家对电视剧项目的制作班底、分集梗概、剧本及成片，进行全方位评估优化研究。目前，剧本专业评估人员超过 70 人，自 2010 年 1 月至今，各评估系统完成电视剧评估 2500 部，年评估剧本超过 500 部，成片超过 350 部，经黄金眼、淘金、剧宝、阿波罗、直观五大系统的联合推荐成功率达 86%。

图 41: 华策克顿五大剧集评估优化系统



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- 生产制作环节**：公司已培养出近三十多个优质工作室，规模居行业第一。三十余个核心工作室构成公司头部剧高水准制作、呈现的核心力量，同时多团队同时开机、要素充分流通、优化配置，不断提升公司制作产能与效率。公司旗下主要工作室包括：杭州事业群下的金溪影视、华策影视等，以及克顿传媒旗下的剧酷文化、辛迪加影视、好剧影视、剧芯文化、克顿影视、好故事影视、宽厚文化传播、大剧传媒 8 家子公司，以及蓝鲸灵工作室、新天地工作室、一石工作室、微幕行天工作室、茄子影视工作室、

米乐工作室、北极星工作室、沐玛工作室、剧将工作室等 9 家工作室等。

表 24: 华策重点工作室及代表作品

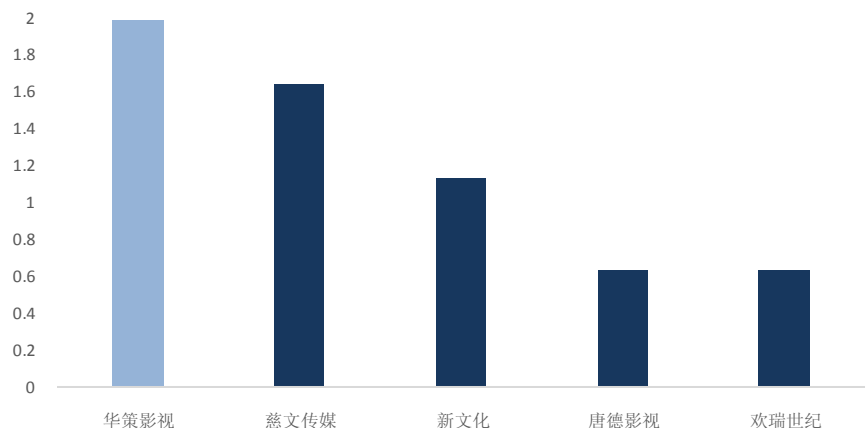
事业群	大型工作室	主要作品	设立时间
杭州事业群	浙江金溪影视	《妻子的谎言》《爱人的谎言》《恋人的谎言》	-
	霍尔果斯华策影视	《美味奇缘》《盛唐幻夜》	-
上海事业群	剧酷传播	《杉杉来了》《何以笙箫默》《微微一笑很倾城》《上古情歌》《三生三世十里桃花》	2005
	辛迪加影视	《夏家三千金》《爱情公寓3》《夏至未至》	2008
	好剧影视	《璀璨人生》《老男孩》	2010
	克顿影视	《千金归来》	2012
	剧芯文化	《亲爱的翻译官》《周末父母》《一粒红尘》	2010
	好故事影视	《通天》《若爱只是擦肩而过》《时间都知道》	2012
	宽厚文化	《橙红年代》《庶女攻略》《极品女仙》	2014
	一石工作室	电影《你在干嘛》	2014
	微幕行天工作室	2015 年《校花攻略》登录优酷视频	2014
	蓝鲸灵工作室	《孤芳不自赏》	2016
	新天地工作室	《何以笙箫默》《微微一笑很倾城》《为了你我愿意热爱整个世界》《网游之近战法师》《光之子》	2016
	茄子影视工作室	《我叫白小飞》	2016
	张谦工作室	《幸福像花儿一样》《士兵突击》《相爱十年》等	2014
殊盛工作室	《一米阳光》《玉碎》《江湖兄弟》	2014	

资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

注：红色标识剧目为尚未首播的剧目

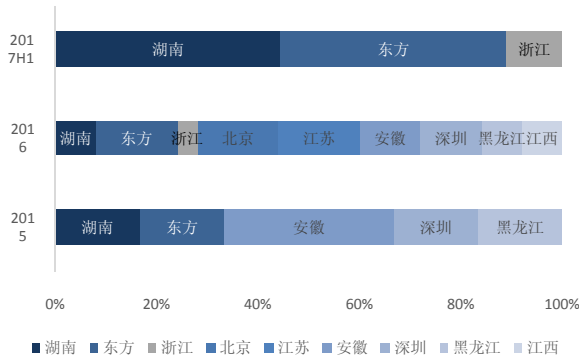
- 发行环节：公司传统优势环节，不断向头部电视渠道、网络渠道布局。**公司实际控制人、总经理赵依芳女士是国内第一批民营从事影视剧制作发行业务重要人物，目前赵依芳女士不仅是公司制作、发行、核心技术团队的组建者和领导人，仍担任还任浙江省直民营企业家协会副会长、浙江广播电影电视产业协会常务理事、浙江广播电影电视影视动漫专业委员会主任、中国电视剧产业制作协会副会长等社会职务，社会影响力较大。较强的发行能力影响下，公司存货周转率远远领先于行业水平。同时，公司发行团队不断适应市场最新变化，电视台渠道上 2017 年向“湖南”“东方”两大卫视集中明显，而网络渠道上也与主流网络视频平台建立了良好的合作关系，其中与爱奇艺成立“华策爱奇艺影视”，深化内容-渠道更为流畅的产业协作。

图 42: 华策影视 2016 年存货周转率领先



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 43: 公司 2015-17H1 电视台发行渠道变化



资料来源: 艺恩智库, 国信证券经济研究所整理

图 44: 公司与主流视频平台均保持合作关系



资料来源: 各平台官网, 国信证券经济研究所整理

第二方面, 从标准化管理角度, 公司构建了“八大事业群+五大职能中心”, 扁平化管理加之“事业合伙人”制作保证核心团队共同利益, 不断激励优秀作品持续产出, 从平台层面提升标准化管理效率。

公司 2015 年初步完成八大事业群和五大职能中心的建立, 八大事业群之间、八大事业群与五大职能中心之间将秉承共同创建、协同共振的原则, 共同实现公司的多业务联动爆发。2016 年, 在波士顿咨询的配合下, 公司通过多种形式的激励和文化建设提升凝聚力, 深化“事业合伙人”计划。扁平化管理、“事业合伙人”制度以及公司近期股权激励计划构建了公司团队凝聚力, 深化“事业合伙人”计划; 而五大职能中心协同管理影视剧项目从 IP 采购/剧本筛选, 到制作管理、发行体系, 乃至未来衍生业务联动的一整套标准化运营流程, 规范运作成为企业快速发展的保障。

图 45: 华策八大事业群架构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 46: 华策五大职能中心架构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议

核心假设:

公司主营业务收入主要来自电视剧、电影及综艺三大板块，其中电视剧业务收入占比均值在 80%左右，为公司核心业务。

1) 电视剧业务:

2017 年整体电视剧版权交易市场规模达到 450 亿元，同比增速为 20%；我们预计 2018-20 年电视剧版权交易市场规模增速维持 15-20%之间，由于排播限制，电视剧版权交易数量基本维稳在 300-350 部之间，因此行业规模增长将主要体现为单集售价的提升。

受益于头部化转型及剧集市场价格整体提升，我们预计公司 2017-19 年电视剧平均价格增速为 15-20%；受益于公司电视剧产能扩张，我们预计公司 2017-19 年电视剧发行许可集数市占率稳步提升；综合预计公司电视剧业务 2017-19 年收入增速 30%-35%。

2) 综艺业务: 公司系列型综艺《跨界冰雪王》《谁是大歌神》等续集稳步开发及对网综领域、电商合作项目不断探索，预计公司综艺业务维持稳速增长。

3) 电影业务: 公司 2018 年电影主投片单较 2016-17 年显著增加，基于电影业务与公司核心电视剧业务存在较大协同性，公司不断强化“制作+发行”以及批片发行业务，我们预计公司电影业务未来三年有望保持 20-30%收入增速，稳健发展。

综上，我们预测公司 2017-19 年收入分别为 56.3/73.9/98.1 亿元，同比增速分别为 26.8%/31.2%/32.7%；预测公司 2017-19 年净利润 6.3/8.3/11.3 亿元，同比增速分别为 32.6%/32.3%/35.0%；预测公司 2017-19 年 EPS 分别为 0.36/0.47/0.64 元，对应 PE 分别为 32.9/24.8/18.4 倍。公司为电视剧行业绝对龙头，头部化转型下价格空间打开、工业化体系下持续造血能力强，市场地位不断优化；长期来看，“可品牌化”内容衍生价值探索有望打开成长天花板。维持“买入”评级。

表 25: 电视剧板块可比公司估值

公司	市值 (亿元)	股价(元) 2018-1-30	EPS				PE				2018	2016-19年
			2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	PEG	CAGR
华策影视	207	11.78	0.27	0.36	0.47	0.64	43	33	25	18	0.75	33%
慈文传媒	116	34.35	0.86	1.28	1.65	2.04	40	27	21	17	0.62	34%
唐德影视	81	20.08	0.45	0.77	1.21	1.57	45	26	17	13	0.32	52%
新文化	66	12.22	0.49	0.64	0.78	0.88	25	19	16	14	0.72	22%

资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理(注:以上公司仅做列示,不做推荐)

表 26: 传媒各子版块可比龙头估值

公司	市值 (亿元)	股价(元)		EPS			PE		2018		2016-19年	
		2018-1-30	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	PEG	CAGR
华策影视	207	11.78	0.27	0.36	0.47	0.64	43	33	25	18	0.75	33%
分众传媒	1,820	15.06	0.36	0.47	0.54	0.64	41	32	28	24	1.35	21%
万达电影	611	52.04	1.16	1.40	1.72	2.13	45	37	30	24	1.36	22%
三七互娱	450	20.95	0.50	0.78	0.99	1.20	42	27	21	17	0.62	34%
光线传媒	392	13.30	0.25	0.29	0.37	0.45	53	45	36	29	1.70	21%
新经典	84	64.88	1.13	1.67	2.18	2.79	58	39	30	23	0.85	35%

资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理(注:以上公司仅做列示,不做推荐)

风险分析

全网剧表现不及预期、商业模式拓展不及预期、政策风险等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1530	1955	2152	2193	营业收入	4445	5637	7397	9815
应收款项	3092	3861	5066	6723	营业成本	3319	4210	5527	7305
存货净额	1819	2312	3037	4016	营业税金及附加	17	23	30	39
其他流动资产	572	676	888	1178	销售费用	323	417	547	726
流动资产合计	7016	8808	11146	14113	管理费用	198	254	333	442
固定资产	38	21	3	(16)	财务费用	63	57	33	30
无形资产及其他	3	3	3	3	投资收益	27	30	30	30
投资性房地产	2568	2568	2568	2568	资产减值及公允价值变动	(92)	(64)	(75)	(77)
长期股权投资	757	877	997	1117	其他收入	0	0	0	0
资产总计	10384	12278	14718	17785	营业利润	461	643	882	1225
短期借款及交易性金融负债	1196	500	500	500	营业外净收支	98	98	98	98
应付款项	939	1156	1534	2048	利润总额	559	741	980	1323
其他流动负债	566	2445	3853	5523	所得税费用	68	90	119	161
流动负债合计	2701	4101	5887	8071	少数股东损益	12	16	22	29
长期借款及应付债券	1171	1171	1171	1171	归属于母公司净利润	478	634	839	1133
其他长期负债	4	5	7	8					
长期负债合计	1175	1177	1178	1180	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3877	5278	7065	9251	净利润	478	634	839	1133
少数股东权益	129	141	158	180	资产减值准备	25	(42)	(53)	(55)
股东权益	6378	6859	7495	8354	折旧摊销	12	13	14	16
负债和股东权益总计	10384	12278	14718	17785	公允价值变动损失	92	64	75	77
					财务费用	63	57	33	30
					营运资本变动	(1989)	688	(406)	(795)
					其它	(16)	54	69	77
					经营活动现金流	(1398)	1412	538	453
					资本开支	60	(18)	(18)	(18)
					其它投资现金流	1	(0)	0	0
					投资活动现金流	(456)	(139)	(138)	(138)
					权益性融资	83	0	0	0
					负债净变化	802	0	0	0
					支付股利、利息	(116)	(153)	(203)	(274)
					其它融资现金流	(314)	(696)	0	0
					融资活动现金流	1142	(849)	(203)	(274)
					现金净变动	(711)	425	197	41
					货币资金的期初余额	2242	1530	1955	2152
					货币资金的期末余额	1530	1955	2152	2193
					企业自由现金流	(1401)	1328	433	347
					权益自由现金流	(912)	583	404	320

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.27	0.36	0.47	0.64
每股红利	0.07	0.09	0.11	0.15
每股净资产	3.65	3.88	4.24	4.72
ROIC	7%	8%	11%	14%
ROE	8%	9%	11%	14%
毛利率	25%	25%	25%	26%
EBIT Margin	13%	13%	13%	13%
EBITDA Margin	13%	13%	13%	13%
收入增长	67%	27%	31%	33%
净利润增长率	1%	33%	32%	35%
资产负债率	39%	44%	49%	53%
息率	0.6%	0.7%	1.0%	1.3%
P/E	43.0	32.9	24.8	18.4
P/B	3.2	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	40.8	35.0	28.6	22.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyt@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuhen@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyang10@guosen.com.cn		