

持续生产爆款能力强，今年多款精品剧贡献业绩

2018 年 6 月 02 日

强烈推荐

(首次覆盖)

电话: 020-88831179
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001

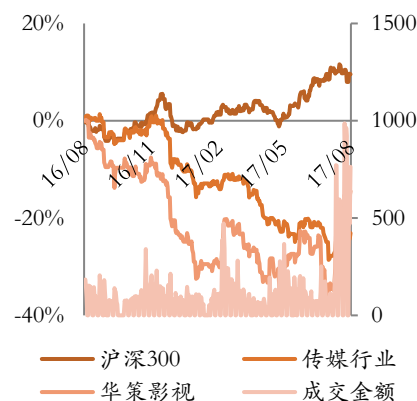
现价: 10.20
目标价: 13.5
股价空间: 32%

传媒行业

投资要点

- **视频网站对头部内容的需求增加，头部剧价格未达天花板**从下游视频网站来看，2017 年一季度用户收入同比维持了 241% 的高增长，已成为视频网站业绩的主要增长点。根据测算，中国视频网站仍有 435 亿付费用户收入空间，正处于付费用户规模高速增长的增长市场。所以付费用户是三大视频网站争夺的高地。凭借较好的影响力和导流能力，头部剧成为视频网站争夺用户的主要内容形态。从供需格局来看，头部剧价格仍有较大的上涨空间：需求方面，2017 年三大视频网站采购的精品剧同比增长 50%，需求增加影响下今年精品剧价格较去年再度上涨 200%。我们认为，视频网站对独立制作公司有较强的依赖，支撑了头部剧价格未来的上行空间，继而利好精品内容公司业绩的增长。
- **公司长期投资机会来自于其持续生产精品内容的能力**公司从大数据和 SIP 战略两方面布局提升其持续生产精品内容的能力。公司大数据中心主要从立项、拍摄制作到发行销售全程利用数据为每个项目做数据支持和品质监控。我们认为，大数据中心能有效避免了规模化生产、人员流动等因素导致的品质下降的问题。同时，公司在 IP 布局上具有先发优势，从 2013 年开始网罗各大著名文学 IP，为公司 SIP 战略奠定坚实基础。从播放量 TOP50 的影视剧文学 IP 占有率统计中，16 年有文学 IP 的影视剧同比增长 100%。我们认为，IP 的优先布局有利于公司从源头构筑头部内容进入壁垒。
- **公司短期投资机会来自于其精品剧储备丰富、股权激励计划实施。**17 年上半年网台头部剧市场中有三部剧进入了卫视黄金档收视率和网络点击总量前 10，头部剧市场份额高达 30%，成为头部剧市场中的龙头。预计公司下半年将确认 13 部剧，包括 7 部头部剧，将为公司贡献丰厚的利润。同时，为了绑定各个事业群的优秀人才，公司实行了股权激励计划，共 181 人获授 1144 万股，共占总股本 0.655%。行权条件分别是 2017 年业绩不低于 6.5 亿，2018 年业绩不低于 7.8 亿，2019 年业绩不低于 10 亿。我们认为，丰富的精品剧储备和较高的股权激励计划考核基数有望为公司未来三年的业绩稳定增长奠定基础。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 7.95、10.56、12.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.45/0.60/0.70 元，对应当前股价 23、17、14 倍 PE。给予公司 2017 年 30 倍 PE，目标价 13.5 元/股；首次覆盖，给予强烈推荐评级。
- **风险提示：**影视剧业绩确认不达预期；应收款项坏账减值风险；存货减值风险。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
华策影视	28.9	22.3	19.5
传媒行业	2.5	-3.1	-12.1
沪深 300	0.0	8.5	7.7

基本资料

总市值 (亿元)	225
总股本 (亿股)	17.5
流通股比例	68.0
资产负债率	37.3
大股东	傅梅城
大股东持股比例	26.7

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5245.59	6605.57	8236.99	10323.30
同比(%)	18.01%	25.93%	24.70%	25.33%
归属母公司净利润	634.43	795.97	1056.34	1239.81
同比(%)	32.60%	25.46%	32.71%	17.37%
毛利率(%)	26.57%	31.99%	32.69%	32.30%
ROE(%)	9.39%	10.59%	12.66%	13.67%
每股收益(元)	0.36	0.45	0.60	0.70
P/E	28.45	22.68	17.09	14.56
P/B	2.55	2.28	2.11	1.92
EV/EBITDA	6.92	17.86	10.12	8.35

目录

1. 公司业务概述	3
2. 长期投资机会：公司享受视频网站竞争红利，具有长期生产优质剧能力	5
2.1 视频网站竞争激烈，头部价格有继续上涨空间	5
2.2 视频网站对优质剧需求增加，利好有制作能力的公司	8
2.3 公司有持续产生爆款的能力，以大数据为核心	11
2.3.1 公司大数据中心三大维度保障规模化生产爆款	11
2.3.2 公司在 IP 布局上具有先发优势，“SIP”战略符合潮流	12
3. 短期投资机会：公司的产量储备丰富，持续贡献利润	14
3.1 公司行业龙头地位稳固，今明两年影视剧储备丰富	15
3.2 加码股权激励，紧抓机遇高速增长	18
4. 盈利预测与估值	20
5. 风险提示	20

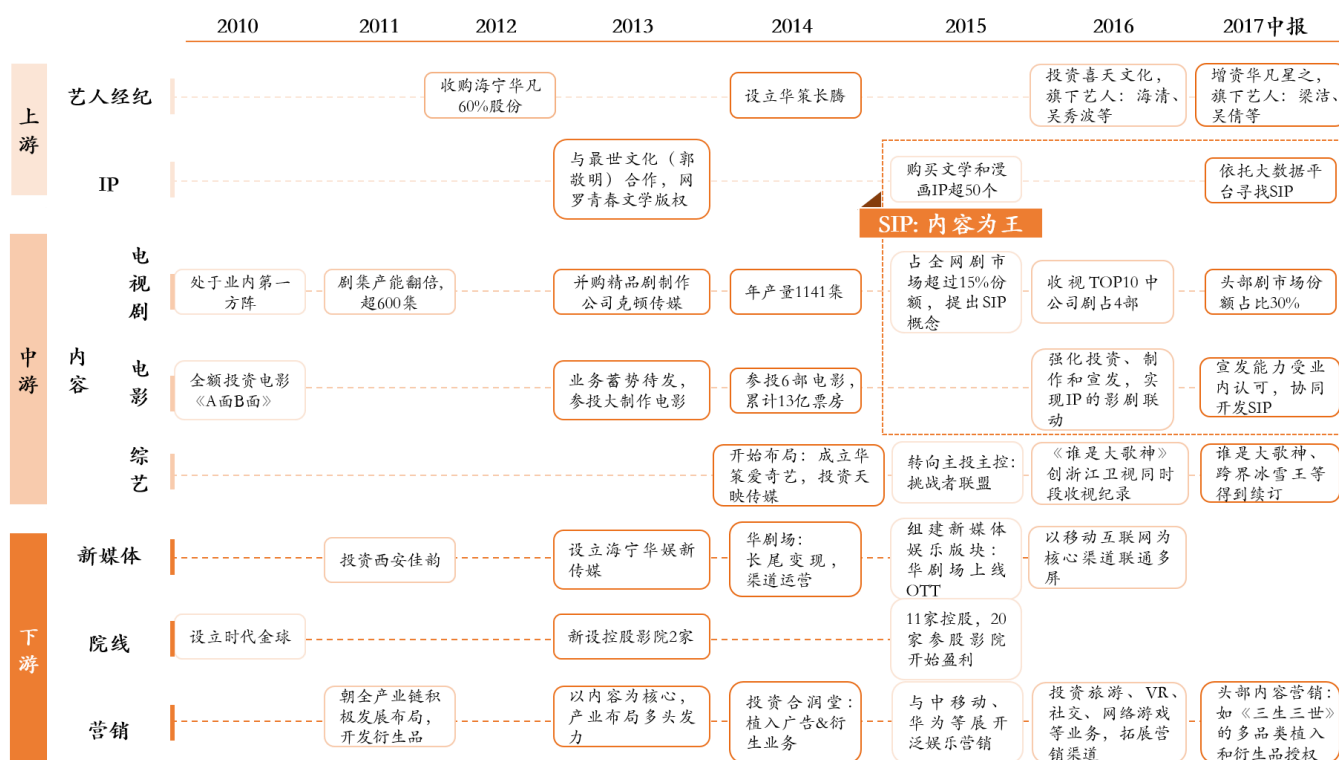
图表目录

图表 1 华策 2010-2017H1 业务发展情况.....	3
图表 2 华策主营业务收入占比.....	3
图表 3 华策设立子公司进行各类型影视剧全方位布局.....	4
图表 4 公司股权结构构成.....	5
图表 5 2010-2017 视频网站广告市场规模图	6
图表 6 网络视频收入结构.....	6
图表 7 2016-2017Q1 美国 TOP2 视频网站付费用户渗透率	6
图表 8 2016-2017Q1 中国付费用户渗透率.....	6
图表 9 2014-2017Q1 各类内容点击量占比.....	7
图表 10 2017Q1 各类内容点击量占比.....	7
图表 11 2016TOP10 视频网站市场份额	7
图表 12 三大视频网站精品剧数量.....	7
图表 13 2017 部分电视剧网络版权价格.....	8
图表 14 视频网站 2017 战略.....	8
图表 15 2015-2017H1 网络剧播放量、播出量.....	9
图表 16 2016-2017 视频网站自制剧数量	9
图表 17 《热血长安》与《青云志》对比.....	10
图表 18 2017 年播放量 TOP20 网络剧	10
图表 19 华策大数据部门职能分工.....	11
图表 20 克顿大数据应用平台	12
图表 21 2012-2017 头部剧播放量	12
图表 22 2015-2017 电视剧文学 IP 改编占比.....	13
图表 23 公司部分 SIP 储备.....	13
图表 24 17 年 H1 网台头部剧播放量.....	15
图表 25 2006-2016 公司剧集产量	15
图表 26 影视剧生产行业龙头公司经营情况.....	16
图表 27 2018 年预计确认收入影视剧项目	16
图表 28 华策影视八大事业群.....	18
图表 29 公司股权激励计划.....	19

1. 公司业务概述

公司自上而下全产业链布局 公司从 2012 年开始布局艺人经纪业务，2016 年投资喜天文化，旗下有著名艺人资源吴秀波、海清等，子公司华凡星之通过一系列小成本网剧打造了流量小花梁洁、吴倩。**艺人经纪业务的发展不仅有利于减少公司影视剧制作成本，而且还能增加经纪业务收入。**在中游内容端，公司分别布局了电视剧、电影、综艺。电视剧制作一直是公司的主要收入来源，收入占比高达 70%。自 2011 年开始，产能高达 600 集，13 年收购精品剧制作公司克顿传媒，增强了公司的制作能力和对流行文化的把控能力。15 年开始实行 SIP 战略，通过“大 IP+大制作”迅速提升头部内容市占率，成为头部剧市场龙头。在下游渠道端，公司迅速对院线、衍生品开发、品牌营销和华剧场 OTT 播放展开布局。**我们认为，公司从产业上中下游的提前布局奠定了公司围绕 SIP 战略多层次开发的基础，是公司业务的核心竞争力。**

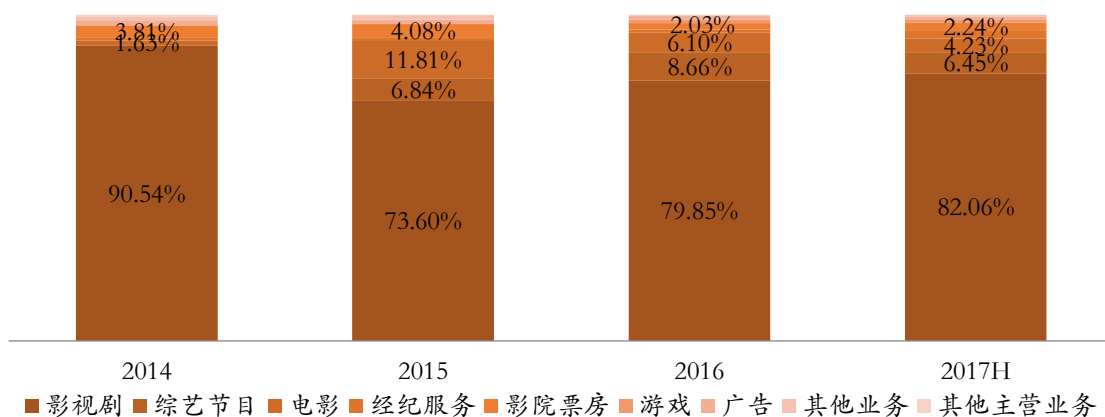
图表 1 华策 2010-2017H 业务发展情况



资料来源：公司公告、广证恒生

公司以影视制作业务为主，占比 70% 以上 公司影视剧业务占比最高，连续四年占比 70% 以上，17 年由于视频网站对精品剧需求加大，公司迅速调整业务结构提升产能。同时在综艺节目和电影上维持稳定的产量，围绕公司 SIP 战略多维度布局。

图表 2 华策主营业务收入占比



资料来源：Wind、广证恒生

多类型布局，内生增长强劲 公司通过参控股、设立子公司的方式把专注于爱情、励志、奇幻、家庭偶像、战争、新生代潮流和动作等影视剧类型都进行了全方位布局。17 年克顿传媒出品的《三生三世十里桃花》在网络端突破 400 亿播放量记录，成为 17 年最火大剧之一。同时，每个月保证有一到两部精品剧上映，证明了公司持续产生爆款的能力。

图表 3 华策设立子公司进行各类型影视剧全方位布局

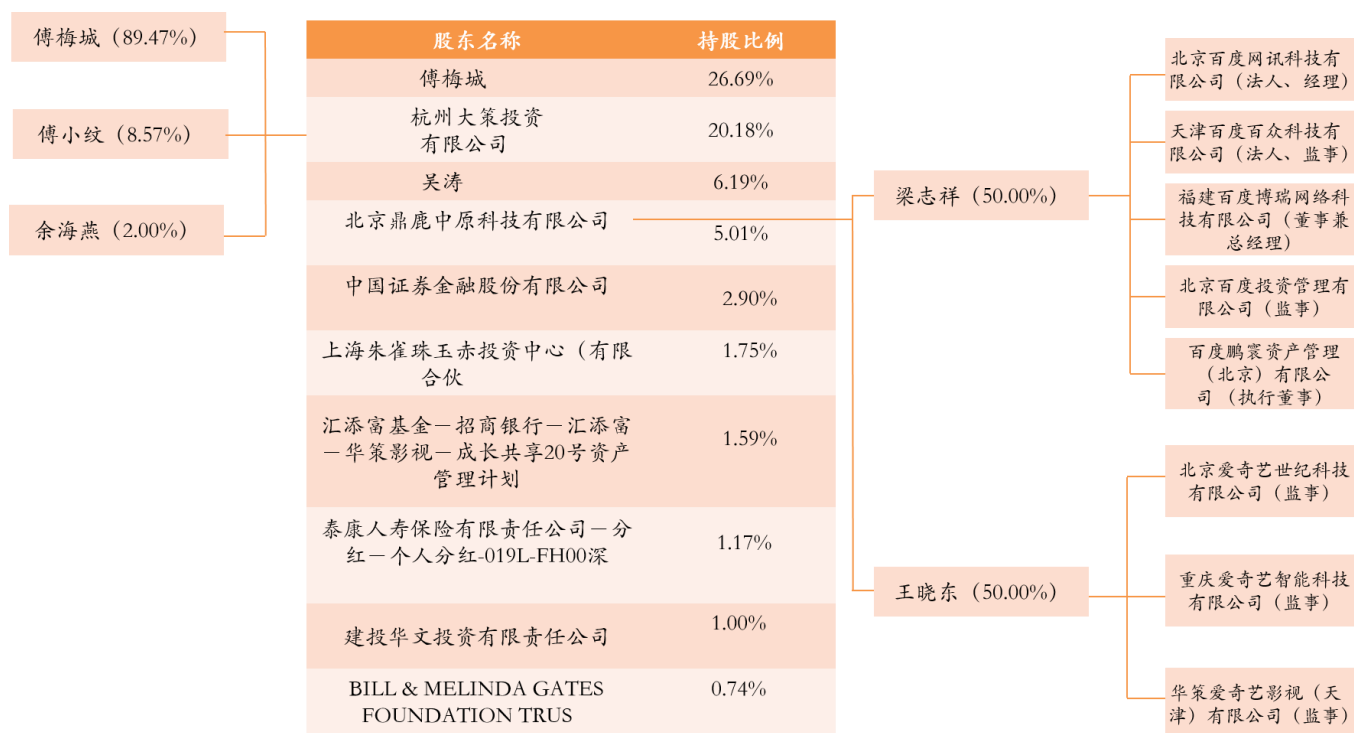


资料来源：公司官网、广证恒生

百度资金入股公司，公司与渠道利益绑定紧密 百度副总裁梁志祥和爱奇艺 CFO 王晓东通过北京鼎鹿中原科技公司在 2015 年 11 月通过定增持有公司 5464 万股，同时，在 2016 年增持至 8743 万股，占总股本 5.01%。我

们认为，百度系资金入股彰显了下游视频网站渠道与公司利益绑定明确，同时也说明具有精品制作能力的公司对于渠道的重要性。

图表 4 公司股权结构构成

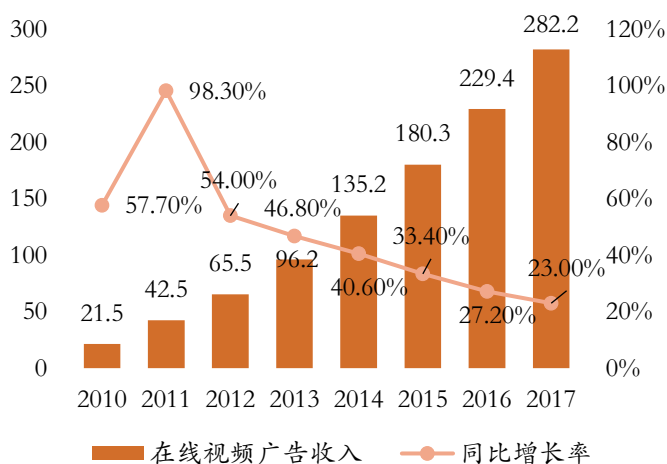


资料来源：公司公告、天眼查、广证恒生

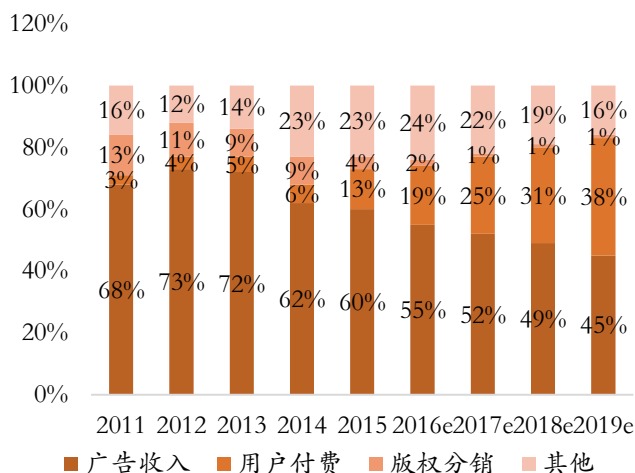
2. 长期投资机会：公司享受视频网站竞争红利，具有长期生产优质剧能力

2.1 视频网站竞争激烈，头部价格有继续上涨空间

视频网站收入来源多样化，用户付费成为主要增长点 从视频网站的收入来源分析，广告收入占比最大，16 年高达 55%，用户付费收入在快速提升，16 年占比 19%，版权分销随着独播剧的增加占比减少，16 年占比 1%。与卫视收入来源相比，视频网站收入更加多样化。随着网络广告市场规模整体下滑，视频网站开始发力用户付费收入。

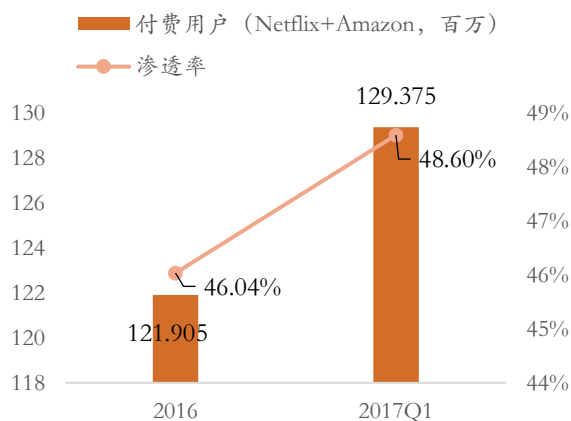
图表 5 2010-2017 视频网站广告市场规模图


资料来源：艺恩网、广证恒生

图表 6 网络视频收入结构


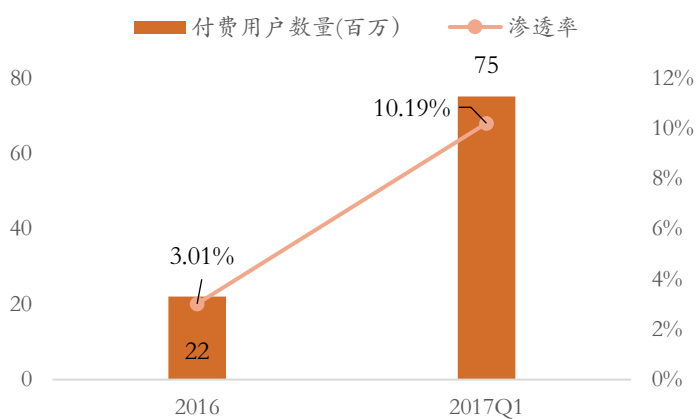
资料来源：艺恩网、广证恒生

中国视频付费用户仍有 435 亿空间 16 年至 17 年美国的付费用户渗透率稳定在 49% 左右，而中国的付费用户渗透率只有 10%。如果按照美国渗透率来测算未来我国付费用户数规模，那么有望达到 3.6 亿人，16 年我国付费用户数是 7500 万，仍有 2.9 亿用户的空间。三大网站年费在 200 元/年，保守估计人均 ARPU 值在 150 元，那么视频网站付费用户收入仍有 435 亿空间。所以现阶段，中国的视频网站用户付费市场处于付费用户规模高速增长的增量市场。我们认为，由于各大视频网站商业模式相似，尤其是一线视频网站的市场格局未定，所以视频网站的流量争夺战将愈演愈烈。

图表 7 2016-2017Q1 美国 TOP2 视频网站付费用户渗透率


资料来源：Bloomberg、Statista、广证恒生

注：以美国流业务排行前二的公司 Netflix 和 Amazon 的付费用户数/互联网用户数作为对比

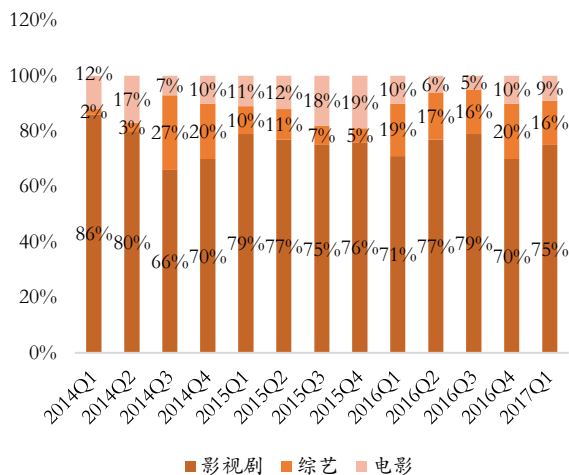
图表 8 2016-2017Q1 中国付费用户渗透率


资料来源：艺恩网、CNNIC、广证恒生

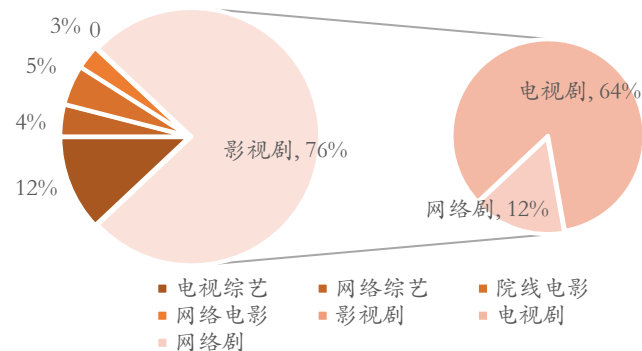
影视剧在各类内容中点击量最多，是视频网站获取流量的主要方式 15 年至今，用户付费对视频网站收入贡

献占比增长了3倍。随着视频网站对提高用户付费收入需求的增加，精品内容端需求也在不断增加。从14年到17年Q1的季度视频网站各类内容点击数据发现，影视剧的点击占比一直是综艺及电影点击占比的3倍以上。而在17年Q1视频网站影视剧分类占比来看，电视剧点击量是网络剧点击量的5倍，主要通过网台联播的方式去扩大受众群体提高影响力和参与度。

图表 9 2014-2017Q1 各类内容点击量占比



图表 10 2017Q1 各类内容点击量占比

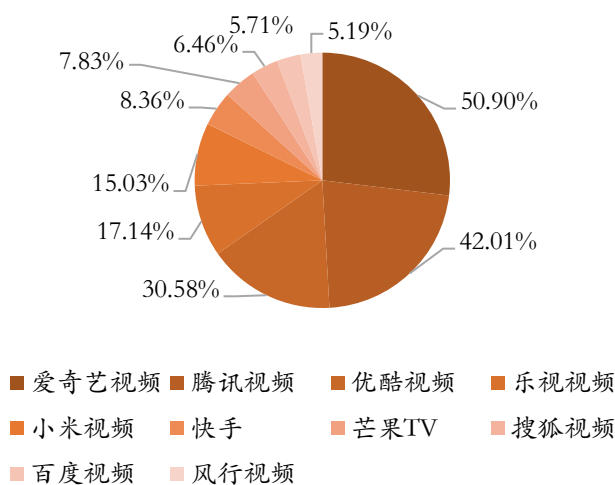


资料来源：艺恩网、广证恒生

资料来源：艺恩网、广证恒生

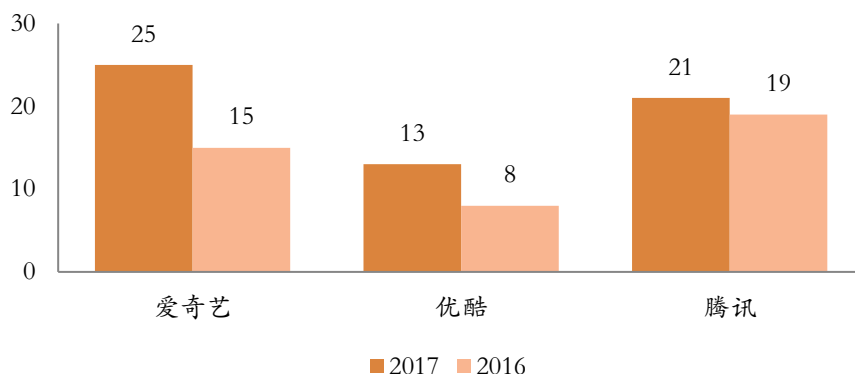
三大视频网站竞争激烈，优质内容拥有话语权 爱奇艺（50%）、腾讯（42%）和优酷（31%）在视频网站市场份额占比相差不大。三方为了抢占更多的流量和行业话语权，在精品电视剧上进行大量的投入。17年三大主流视频网站的精品剧数量同比增长接近50%，而网络端价格同比增长200%。相比16至17年卫视端影视剧售价不变，网络端售价上涨趋势十分明显。我们认为，随着视频网站流量之争愈演愈烈，头部内容制作商话语权增强，拥有绝对议价权。

图表 11 2016TOP10 视频网站市场份额



资料来源：艺恩网、广证恒生

图表 12 三大视频网站精品剧数量



资料来源：互联网、广证恒生（注：把 Q2 播放量超过 10 亿的定义为精品剧。）

图表 13 2017 部分电视剧网络版权价格

电视剧	集数	成本	播出时间	网络版权价		
				播出平台	单集价格	总售价
如懿传	90	3 亿	2017	腾讯视频	900 万	8.1 亿
赢天下	60	5 亿	2017	优酷土豆	800 万	4.8 亿
琅琊榜 2	30	-	2017	-	800 万	2.4 亿
诛仙青云志	50	2.8 亿	2016 年 7 月	-	-	-
幻城	60	3 亿+	2016 年 7 月	腾讯、爱奇艺、优酷、 搜狐、PPTV	单集 400 万 (五家各 80 万)	2.4 亿
芈月传	81	2 亿+	2015 年 11 月	乐视网、腾讯视频	300 万	2.43 亿
琅琊榜	54	1.1 亿	2015 年 9 月	-	-	8000 万

资料来源：互联网、广证恒生

2.2 视频网站对优质剧需求增加，利好有制作能力的公司

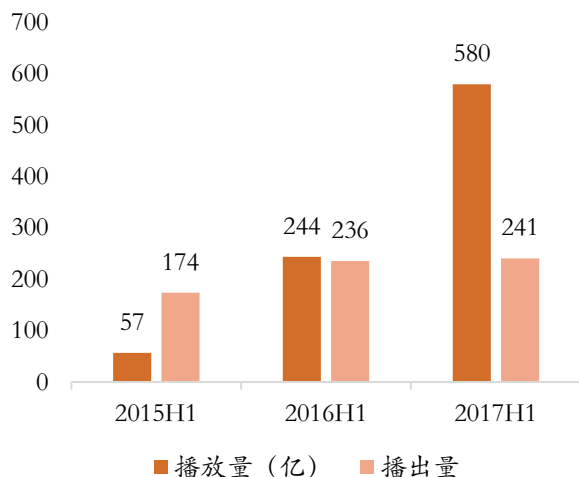
视频网站作为内容传播平台，优质内容是核心竞争力。由于头部剧供不应求，为了提高视频平台内容的核心竞争力并保证会员留存率和平台 DAU，视频网站针对自身网站定位和客户群体差异性定制优质网络剧。从三大视频网站定位分析，爱奇艺主要以热门 IP 改编为主、优土以 3+X 为战略定位年轻观众、女性观众和网生大，而腾讯主要通过企鹅影业发力自制剧，以古装和现代言情为主。17 年视频网站自制网络剧共 134 部，同比增长 57.6%。17 年上半年在播剧比去年同期在播剧减少 3 部，但总播放量大幅提升，达到 580 亿，同比增长 146%。

图表 14 视频网站 2017 战略

爱奇艺	热门IP改编是战略要点 2017年版权剧37部，自制剧28部	古装传奇、现代言情
优酷土豆	3+X战略：X聚焦网生代 3代表欢乐喜剧、热血青春、纯美绝恋	古装传奇为主、现代言情为辅
搜狐	自制剧业界标杆 将加大对网生人群的影响	古装传奇为主、现代言情为辅
腾讯	试图从自制剧方面开辟新领域 2017年自制剧多达34部	古装传奇、现代言情
乐视	2017年关注点仍在爆款独播剧上 32部网剧中18部为独播剧	古装传奇与现代言情为主
芒果TV	2017年关注点仍在爆款独播剧上 32部网剧中18部为独播剧	集中于古装传奇与现代言情

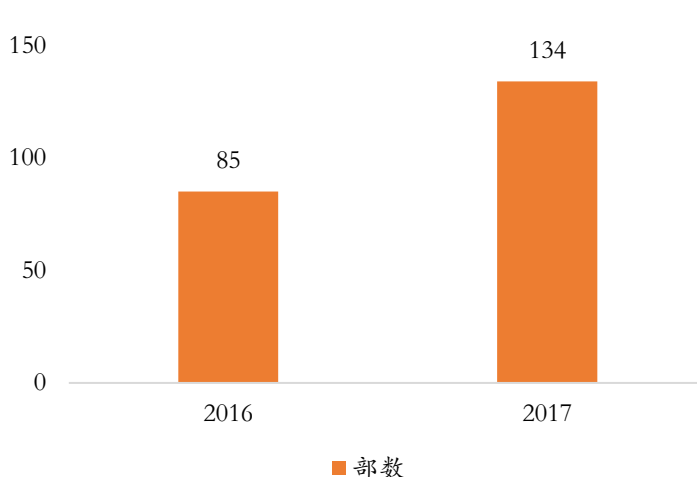
资料来源：互联网、广证恒生

图表 15 2015-2017H1 网络剧播放量、播出量



资料来源：骨朵传媒、广证恒生

图表 16 2016-2017 视频网站自制剧数量



资料来源：骨朵传媒、广证恒生

上市公司将受益于定制剧需求上升 在 17 年上半年网络播放量 TOP20 的网络剧中，视频网站携手影视剧制作上市公司制作的网剧占比高达 55%。视频网站迅速走向产业上游，优土携手当代东方、世纪华通制作的《热血长安》单平台独播达到 104 亿。相比同样是播放量破百亿多平台播放的《青云志》拥有流量明星赵丽颖和陈伟霆，《热血长安》采用不知名演员，成本大大减少。我们认为，随着自制网络剧产量激增，影视剧制作公司不仅受益于视频网站版权剧购买带来的高收入，同时也受益于与网站联合出品带来的低成本高收益网络剧的流行。

图表 17 《热血长安》与《青云志》对比



资料来源：百度百科、广证恒生

图表 18 2017 年播放量 TOP20 网络剧

网络剧名	播放量 (万次)	涉及公司	播放网站
热血长安	1,042,567	阿里影业、当代东方、世纪华通、优酷土豆、嗨乐娱乐	优酷
乡村爱情进行曲（上）	153,993	企鹅影业、本山传媒	腾讯视频
鲜肉老师	131,838	万合天宜、优酷土豆	优酷
我与你的光年距离	113,760	蓝港互动	乐视视频
恶魔少爷别吻我	102,090	芭乐传媒	腾讯视频
恶魔少爷别吻我第二季	98,134	芭乐传媒	腾讯视频
乡村爱情进行曲（下）	94,201	企鹅影业、本山传媒	腾讯视频
寒武纪	86,460	阿里影业	优酷
校花前传之很纯很暧昧	81,647	优酷、世像传媒	优酷
别那么骄傲 2	79,541	芒果娱乐	优酷
寻找前世之旅	79,065	中汇影视、爱奇艺	爱奇艺
我的狐仙老婆第一季	61,693	优酷、世像传媒	优酷
昆仑阙之前世今生	52,401	大晟文化	腾讯视频
学院传说之三生三世桃花缘	50,531	乐视视频、奥飞娱乐、有妖气、	乐视视频
寻找前世之旅 2	49,502	中汇影视、爱奇艺	爱奇艺
秘果	40,980	台基股份	爱奇艺
卧底	37,526	火像影视、爱奇艺	爱奇艺
花间提壶方大厨第一季	35,331	华谊兄弟	爱奇艺、小米
废柴兄弟 5	34,588	爱奇艺	爱奇艺
终极三国 2017	33,377	可米传媒	优酷

资料来源：互联网、广证恒生(注：标红色为上市公司)

2.3 公司有持续产生爆款的能力，以大数据为核心

2.3.1 公司大数据中心三大维度保障规模化生产爆款

大数据中心是公司的长期核心竞争力 公司通过大数据应用平台（包括影视资源管理系统、克顿评估系统、受众反应调研系统三大系统）为影视剧的立项、拍摄及后期制作、发行销售三大维度提供数据和技术支持，有利于减少了人为因素对优质影视剧的影响，保障了公司持续生产爆款的能力。

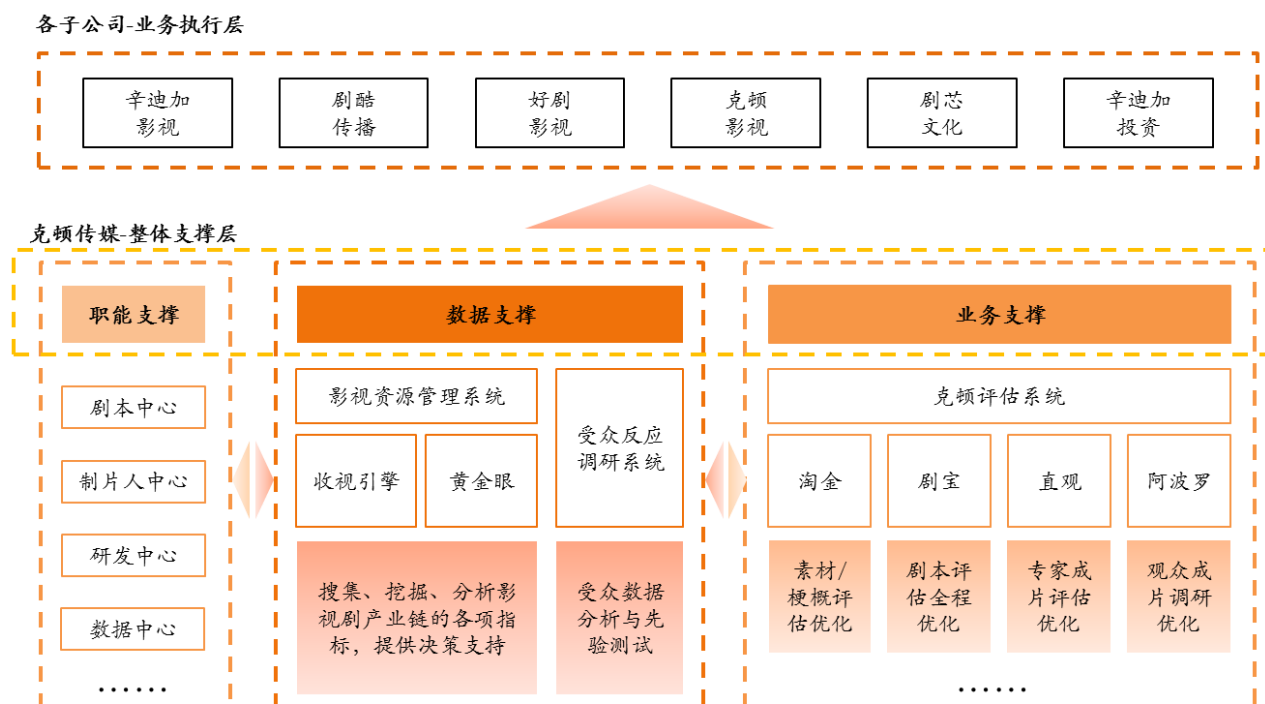
影视资源管理系统为立项提供数据支持公司的影视资源管理系统是大数据中心的核心，以收视引擎和黄金眼两个影视数据分析软件为基础，通过数据资源跟踪分析研究影视剧产业链各种核心资源，如剧本类型、演员、导演、出品公司、受众喜好和广告主等，建立完善内容产品的受众定位、策划制作、渠道选择等环节的精准化运作体系，严格从影视剧的研发立项到发行销售的各个环节进行数据支持和品质把控。

克顿评估系统为拍摄及后期制作提供技术支持公司研发中心设立了克顿评估系统，包括了“淘金”、“剧宝”、“直观”、“阿波罗”四大影视剧评估和优化小组。分别负责从素材评估优化、剧本评估全程优化、专家成片评估优化和观众成片调研优化全过程。这个系统有利于专业化、规范化地提高精品率，为公司规模化生产精品内容奠定基础。

受众反应系统为发行销售提供观众数据参考受众反应系统本质是基于网络的社会调研系统，主要功能是为影视剧做概念测试、市场测试和播前测试等先验测试。可以帮助公司有效降低项目的投资风险，同时为制作和发行都提供更多数据参考。

我们认为，公司的三大数据平台从立项、拍摄制作到发行销售全程利用数据为每个作品做数据支持和品质监控，有效避免了规模化生产、人员流动等因素导致的品质下降的问题。

图表 19 华策大数据部门职能分工



资料来源：公司公告

图表 20 克顿大数据应用平台



资料来源：公司公告

2.3.2 公司在 IP 布局上具有先发优势，“SIP”战略符合潮流

从公司历史发展来看，公司在 IP 布局具有先发优势。公司 2010 年从单一的影视剧制作公司发展成在电影院线、综艺、艺人经纪、内容营销、游戏、新媒体等全产业链布局的泛娱乐集团。奠定公司 2015 年始围绕“SIP”进行多维度产品矩阵开发战略的基础。

2013 年公司和著名作家郭敬明合作成立最世文化，深度绑定其文学 IP 资源；2015 年开始提出“SIP+X”计划，各大领域围绕超级 IP 实行多层次开发，实现 To B 端、To C 端的内容制作、营销和衍生品运营。我们认为，公司丰富的 IP 储备是持续生成头部内容的重要资源。

图表 21 2012-2017 公司生产的头部剧播放量

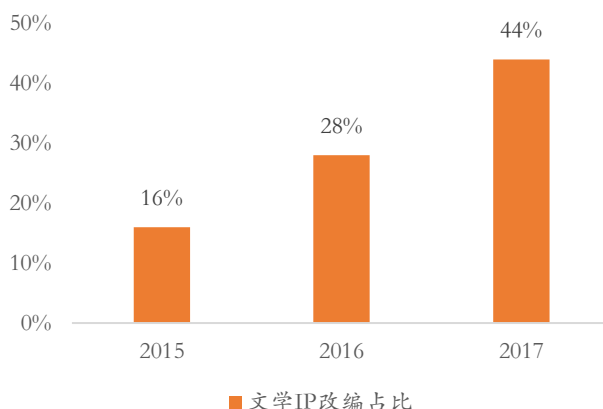
年份	剧名	收视率%	网络播放量（亿次）	备注
2012	天涯明月刀	湖南卫视同期第一	6.09	改编自古龙同名武侠小说《天涯明月刀》
2012	薛平贵与王宝钏	江西卫视同期第一	10.56	改编自同名民间传说《薛宝贵与王宝钏》
2013	百万新娘之真爱无悔	2.119%	10.81	改编自台湾金牌连续剧《长男的媳妇》
2013	隋唐英雄	1.812%	11.58	改编自同名小说《隋唐英雄》
2014	卫子夫	1.318%	6.88	本剧参照《史记》、《汉书》的相关记载，以卫子夫为视觉讲述汉武帝第二任皇后卫子夫的人生经历。
2014	爱情公寓 4	1.213	58.49	都市爱情爆笑喜剧《爱情公寓》系列的第四部

2015	何以笙箫默	1.230%	102.1	改编自顾漫同名小说《何以笙箫默》
2015	妻子的谎言	1.695%	50.70	改编自韩国国民电视剧《我的女儿素英》
2015	家和万事兴	1.312%	44.80	分为上下部《家和万事兴之兄弟姐妹》与《家和万事兴之花好月圆》
2016	亲爱的翻译官	2.048%	98.70	改编自缪娟的小说《翻译官》
2016	解密	1.648%	65.82	改编自麦家的同名小说《解密》
2016	锦绣未央	1.483%	226.9	改编自秦简同名小说《锦绣未央》
2017	楚乔传	1.494%	442.6	改编潇湘冬儿小说《11 处特工皇妃》
2017	孤芳不自赏	1.314%	188.4	改编自风弄同名小说《孤芳不自赏》
2017	三生三世十里桃花	1.288%	428.3	改编自同名小说《三生三世十里桃花》

资料来源：公司公告、CSM52、艺恩数据、广证恒生

SIP 战略符合内容制作发展潮流 从 2015 到 2016 年的小说 IP 改编影视剧在播放量 TOP50 占比 16%，16 年占比翻一番，上升到 28%。同时，2017 年前五大省级卫视备播 IP 项目中，文学 IP 改编占比高达 44%。IP 凭借其影响范围广，吸引流量能力强深受播放渠道认可。公司自 2015 年始，开启 SIP 战略，全面网罗优质 IP 作品和作者，累计 IP 储备超过 50 个。我们认为，公司的“SIP 计划”有利于公司从源头构筑头部内容进入壁垒。

图表 22 2015-2017 电视剧文学 IP 改编占比



资料来源：百度百科、广证恒生

图表 23 公司部分 SIP 储备

作品	作家	类型	备注
此间的少年	江南	青春/励志	江南出道名作，逾百万册销量，获 2009 年网络文学十年盘点“十佳优秀作品”。
寻秦记	黄易	神怪/奇幻	武侠宗师黄易代表作，TVB 版同名剧成为影视经典。
独步天下	李歆	爱情	晋江文学网首发总点击数：2232928 总书评数：881 被收藏数：2490 文章积分：26,713,194
白龙秘馆	千夜 Knight	神怪/奇幻	晋江文学网首发总点击数：49461 总书评数：11 被收藏数：79 文章积分：2,271,917
创业时代	付瑶	爱情	著名商战小说家付瑶全新力作

长歌行	夏达	抗战/谍战/军旅	少女漫画家夏达代表作，有妖气漫画网总点击量11.03亿次
光之子	唐家三少	神怪/奇幻	唐家三少处女作，首发起点中文网。首发总点击量13,429,900 总推荐 471.400
一代军师	随波逐流	抗战/谍战/军旅	首发起点中文网，历史架空总类推荐榜第一，首发总点击量 29,373,100 总推荐 5,774.400 次
龙血战神	风青阳	神怪/奇幻	首发 17k 小说网，点击人数 486,139.171，目前仍在连载中
密室困游鱼/蜜汁炖鱿鱼	墨宝非宝	爱情	晋江文学网络首发总点击数：8983534 总书评数：16799 被收藏数：13219 文章积分：262,465,344
武器大师	独悠	神怪/奇幻	掌阅巅峰人气作家最新力作，蝉联数月月票榜冠军
世间只得一个你	蓝白色	爱情	收视冠军《恋恋不忘》作者新作 晋江网网络首发总点击数：1687319 总书评数：6312 被收藏数：6942 文章积分：106,175,984
断龙台、邪兵谱	纳兰元初	神怪/奇幻	黄泉引路人系列，豆瓣评分 8.1
就喜欢你看不惯我又干不掉我的样子	白茶	青春/励志	本书为卡通网红“吾皇”和“巴扎黑”创作者白茶的首本绘本作品，销量超过 20 万册
盛唐幻夜	缪娟	爱情	网络人气作家缪娟的人气作品
宸宫	沐菲	爱情	起点中文网首发，首发点击量：2,615,900 总推荐 80,500
搜神记、荒蛮记	树下野狐	神怪/奇幻	搜神记网络首发点击量：11406822，是近来 最畅销的网络经典
且试天下	倾冷月	爱情	作者成名之作，凭借此作一举成为历史言情小说领军人物，横扫各大知名网络文学网站。晋江文学网络首发总点击数：15158048 总书评数：33691 被收藏数：12426 文章积分：293,216,224
月上重火	君子以泽	爱情	晋江原创网超人气花旦人气巨著，2009—2011 年晋江言情小说人气冠军；2011 年台湾华语畅销作品榜探花，风靡海峡两岸。 晋江文学网络首发总点击数：8883838 总书评数：124486 被收藏数：20454 文章积分：790,723,520
一厘米的阳光	墨宝非宝	爱情	晋江文学网络首发总点击数：4850745 总书评数：15216 被收藏数：12340 文章积分：278,981,088

资料来源：公司公告、互联网、广证恒生

3. 短期投资机会：公司的产量储备丰富，持续贡献利润

3.1 公司行业龙头地位稳固，今明两年影视剧储备丰富

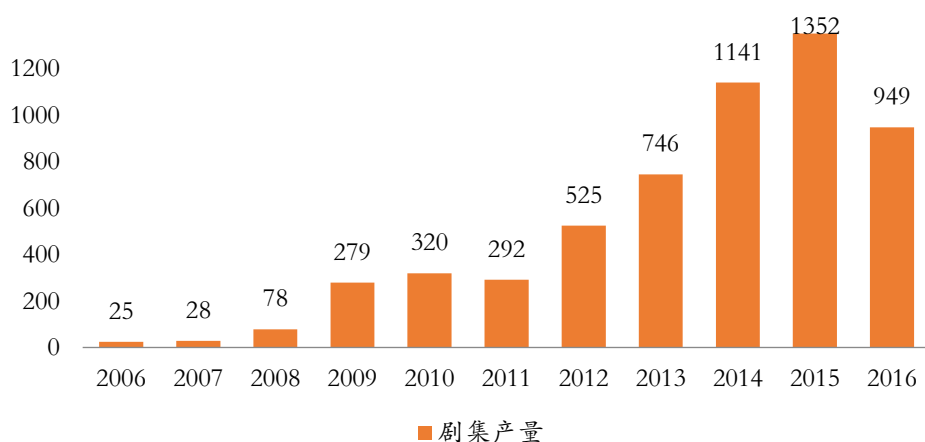
公司在头部剧市场确立龙头地位，今明两年项目储备丰富 自 2014 年始，公司影视剧制作产量一直稳定在 1000 集左右。2015-2016 年，公司影视剧产量在四大影视剧制作上市公司产量占比维持在 60%，确立了公司的行业龙头地位。同时，公司自 15 年开始不断提升在头部剧市场上的占比。17 年上半年网台头部剧市场中有三部剧进入了卫视黄金档收视率和网络点击总量前 10，头部剧市场份额占比 30%。我们认为，随着公司头部剧的市场份额稳步提升，头部剧产量提升将会持续贡献业绩。

图表 24 17 年 H1 网台头部剧播放量

序号	剧名	收视率%	网络播放量 (亿次)	出品公司
1	人民的名义	3.661%	311.1	最高人民检察院影视中心、中共江苏省委宣传部、中央军委后期保障部金盾影视中心等
2	因为遇见你	1.930%	88.2	上海观达影视
3	欢乐颂 2	1.614%	253.6	东阳正午阳光、山东影视制作等
4	放弃我抓紧我	1.525%	92.1	梦幻星生园
5	楚乔传	1.494%	442.6	华策影视旗下上海辛迪加影视、慈文传媒旗下蜜淘影业
6	孤芳不自赏	1.314%	188.4	华策影视旗下克顿传媒、派乐影视传媒、乐视视频、花花草草工作室
7	三生三世十里桃花	1.288%	428.3	华策影视旗下剧酷文化、海宁嘉行天下、上海三味火
8	守护丽人	1.229%	80.9	紫骏影视
9	我的前半生	1.121%	142.0	新丽电视文化投资有限公司
10	择天记	1.119%	288.3	腾讯影业、企鹅影业、柠萌影业、芒果 TV、阅文集团

资料来源：公司公告，广证恒生

图表 25 2006-2016 公司剧集产量



资料来源：公司公告、国家新闻出版广电总局、广证恒生

图表 26 影视剧生产行业龙头公司经营情况

上市公司	2015 年	2016 年
华策影视	1352	949
慈文传媒	283	368
唐德影视	159	87
欢瑞世纪	187	159
合计	1981	1563
华策占比	68.2%	60.7%

资料来源：公司年报、广证恒生

预计公司今年确认 20 部剧，为公司贡献主要利润。公司今年储备了 20 部精品剧，其中有 6 部头部剧将于下半年逐步播出，有望为公司贡献丰厚的利润。同时，影视剧从开机拍摄到取得《电视剧发行许可证》至少需要一年，预计明年有 22 部影视剧能确认收入。我们认为，公司凭借着其优异的影视剧制作能力和强大的大数据系统有望继续提升公司的精品剧产量和市占率，最大化享受下游渠道流量之争下的竞争红利。

图表 27 2018 年预计确认收入影视剧项目

剧名	题材	时间计划	备注	IP	工作室
《凰权》	古装传奇	5 月开机	导演：沈严、刘海波；主演：陈坤、倪妮	潇湘书院连载热门小说	辛迪加影视
《甜蜜暴击》	青春校园	6 月开机	导演：柯翰辰；主演：鹿晗、关晓彤		浙江金溪影业、芒果 TV 联合出品
《海归男管家》	当代都市	2017Q3			
《蜜汁炖鱿鱼》	当代都市	2017Q3		言情作家墨宝非宝同名小说	上海剧酷文化
《我亲爱的女朋友》	当代都市	2017Q3			
《赢之新生》	当代都市	2017Q3		韩国 tvN 获奖电视剧《未生》	克顿影视、CJE&M 联合出品
《在遗忘的时光里重逢》	当代都市	2017Q3		红袖添香网站网络言情小说	
《全民突击》	都市	2017Q3		腾讯出品枪战类手游	腾讯影业、华策影业联合出品
《宅基 D2》	爱情喜剧	2017Q3			
《剑网三之四海流云》	古装武侠	2017Q3	导演：秦榛，主演：陈思宇、马春瑞、黄靖翔	网游《剑侠情缘网络版叁》	次元影业、华策影视联合出品
《极品家丁 2》	古装喜剧	2017Q3		起点网历史穿越小说	克顿旗下剧芯文化领衔出品
《从你的全世界路过》	都市情感	2017Q4		作者张嘉佳同名小说，已有同名电影播放	华策影视

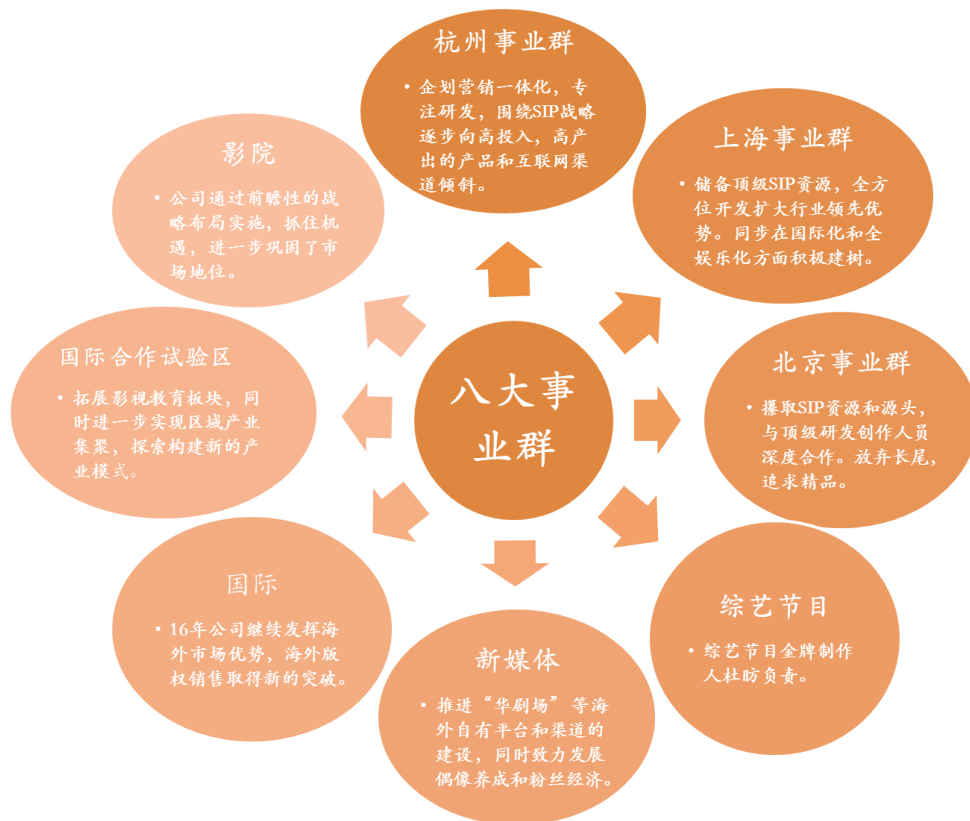
《红绿灯》	当代都市	2017Q4		改编自以色列同名剧集	克顿传媒
《网游之近战法师》	当代游戏	2017Q4		起点网网游小说	克顿传媒旗下新天地工作室
《长歌行》	古代传奇	2017Q4		漫画家夏达同名漫画	华策影视
《默言花事》	古装传奇	2017Q4		起点女生网连载小说	克顿旗下宽厚文化出品
《孤芳不自赏之禳命天子》	古装传奇	2017Q4	主演：刘恺威，宋茜	晋江网网络女强小说，第一部已播	华策克顿传媒
《暖暖》	当代都市	2017Q4		热门换装手游《奇迹暖暖》	克顿影视
《绝代双骄》	古装武侠	2017Q4	导演：郭靖宇	古龙同名小说	华策影视
《云过天空你过心》	当代都市	2017Q3		言情小说作家沐清雨同名小说	华策旗下克顿传媒联合剧酷传播制作
《加油，你是最胖的》	当代都市	2017Q3		作家自由极光同名小说	
《悲伤逆流成河》	当代都市	2017Q3	主演：马天宇、郑爽	郭敬明同名小说	辛迪加影视
《橙红年代》	当代都市	2017.8	导演：刘新；主演：陈伟霆、马思纯	骁骑校长连载长篇网络小说，点击过亿	金盾影视文化中心、英皇（北京）影视文化传媒有限公司、中文在线、嘉映影业（嘉美春天）联合制作；华策旗下宽厚文化出品
《我的奇妙男友2》	青春偶像	2017Q3	导演：丁梓光		华策影视
《健身D日记》	当代都市	2017Q4		改编自席滢的同名漫画	
《我只喜欢你》（我不喜欢这世界我只喜欢你）	当代都市	2017Q4		乔一所著同名网络小说	华策影视出品
《镜·双城》	古代神话	2017.7			剧酷传播出品
《盛唐幻夜》	古代传奇	2017.3	导演：周晓鹏；主演：郑业成、吴倩	缪娟编剧	华策影视、霍尔果斯华策影视、霍尔果斯橄榄影业、自由酷鲸影业出品

资料来源：公司公告、广证恒生

3.2 加码股权激励，紧抓机遇高速增长

公司三大主要业务管理架构明晰，17 年加码股权激励 公司四大主要业务划分为八大事业群，4 个与内容制作相关的事业群，2 个国际事业群，1 个新媒体事业群。内容制作板块分工明确，由北京事业群负责 SIP 储备和优质创作人的深入合作，杭州和上海事业群负责 IP 定位和多维度开发，综艺节目事业群由金牌制作人杜昉掌舵。

图表 28 华策影视八大事业群



资料来源：公司公告、广证恒生

为了绑定各个事业群的优秀人才，公司实行了股权激励计划。股权激励计划包括两部分：股票期权激励计划和限制性股票激励计划。股票期权激励计划人数共 181 人获受 1144 万股，共占总股本 0.655%，行权价格 10.07 元/股。限制性股票激励计划人数共 224 人获受 2375.47 万股，共占总股本 1.360%，行权价格 5.04 元/股。行权条件分别是 2017 年业绩不低于 6.5 亿或营收不低于 52 亿；2018 年业绩不低于 7.8 亿或营收不低于 65 亿，2019 年业绩不低于 10 亿或营收不低于 75 亿。我们认为，随着扁平化管理模式和员工股权激励计划双管齐下，较高的考核基数有望为公司未来三年的业绩稳定增长奠定基础。

图表 29 公司股权激励计划

股权激励	姓名	职务	获授的股票期权数量 (万份)	占授予股票期权总数的比例	占目前股本总额的比例
	中层管理人员、核心技术(业务)骨干(共计 181 人)		1,144.53	100%	0.66%
	合计		1,145.53	100%	0.66%
限制性股票激励	姓名	职务	获授的股票期权数量 (万份)	占授予股票期权总数的比例	占目前股本总额的比例
	金骞	董事	200	7.004%	0.115%
	王玲莉	财务总监	82	2.872%	0.047%
	高远	副总裁、董事会秘书	78	2.732%	0.045%
	中层管理人员、核心技术(业务)骨干(共计 181 人)		2,015.47	70.583%	1.154%
	预留		480	16.810%	0.275%
	合计		2855.47	100%	1.635%
考核指标	行权期		业绩考核目标		
	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		

资料来源：公司公告，广证恒生

4. 盈利预测与估值

总结我们的投资逻辑如下：

- ① 公司长期投资机会来自于其持续生产精品内容的能力。公司从大数据和 SIP 战略两方面布局提升其持续生产精品内容的能力。公司大数据中心主要从立项、拍摄制作到发行销售全程利用数据为每个项目做数据支持和品质监控。我们认为，公司的大数据布局能有利于减少了人为因素对优质影视剧的影响，保障了公司持续生产爆款的能力。同时，公司在 IP 布局上具有先发优势，从 2013 年开始网罗各大著名文学 IP，为公司 SIP 战略奠定坚实基础。公司的 IP 布局有利于从源头构筑头部内容进入壁垒。
- ② 公司短期投资机会来自于其精品剧储备丰富、股权激励计划实施。17 年网台头部剧市场中有三部剧进入了卫视黄金档收视率和网络点击总量前 10，头部剧市场份额高达 30%，成为头部剧市场中的龙头。公司今年有望确认多部精品剧，其中包括 6 部头部剧，将为公司贡献丰厚的业绩。同时，为了绑定各个事业群的优秀人才，公司实行了股权激励计划，共 181 人获授 1144 万股，共占总股本 0.655%。行权条件分别是 2017 年业绩不低于 6.5 亿，2018 年业绩不低于 7.8 亿，2019 年业绩不低于 10 亿。我们认为，丰富的精品剧储备和较高的股权激励计划考核基数有望为公司未来三年的业绩稳定增长奠定基础。

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 7.95、10.56、12.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.45/0.60/0.70 元，对应当前股价 23、17、14 倍 PE。给予公司 2017 年 30 倍 PE，目标价 13.5 元/股；首次覆盖，给予强烈推荐评级。

5. 风险提示

风险提示：

- 影视剧业绩确认不达预期；
- 应收款项坏账减值风险；
- 存货减值风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7016	8039	9931	11866	营业收入	4445	6149	7850	9724
现金	1530	1522	1745	1579	营业成本	3319	4449	5730	7070
应收账款	2874	3736	4857	6314	营业税金及附加	17	17	17	17
其它应收款	168	200	260	338	营业费用	323	480	528	580
预付账款	513	325	374	404	管理费用	198	380	418	460
存货	1819	2182	2619	3143	财务费用	63	116	160	255
其他	112	75	75	87	资产减值损失	90	-1	0	0
非流动资产	3368	2415	2565	2740	公允价值变动收益	-2	-1	-2	-1
长期投资	757	412	470	547	投资净收益	27	27	27	27
固定资产	35	26	15	4	营业利润	461	734	1021	1368
无形资产	3	4	5	6	营业外收入	104	100	100	100
其他	2572	1972	2075	2184	营业外支出	6	5	5	5
资产总计	10384	10454	12496	14606	利润总额	559	829	1116	1463
流动负债	2701	1906	3599	5048	所得税	68	108	145	190
短期借款	845	558	2143	3494	净利润	491	721	971	1272
应付账款	939	627	710	759	少数股东损益	12	18	18	16
其他	917	720	746	795	归属母公司净利润	478	704	953	1256
非流动负债	1175	1289	1384	1483	EBITDA	666	942	1271	1710
长期借款	1171	1271	1371	1471	EPS（摊薄）	0.27	0.40	0.55	0.72
其他	4	18	13	11					
负债合计	3877	3195	4984	6531	主要财务比率				
少数股东权益	129	147	165	181	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	1747	1747	1747	1747	成长能力				
资本公积	2849	2849	2208	1568	营业收入增长率	67.3%	38.3%	27.7%	23.9%
留存收益	1866	2517	3392	4580	营业利润增长率	-3.2%	59.3%	39.1%	33.9%
归属母公司股东权益	6461	7113	7347	7894	归属于母公司净利润增长率	0.6%	47.1%	35.4%	31.8%
负债和股东权益	10384	10454	12496	14606	获利能力				
					毛利率	25.3%	27.6%	27.0%	27.3%
现金流量表					净利率	11.0%	11.7%	12.4%	13.1%
单位:百万元					ROE	7.7%	10.2%	12.9%	16.1%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	ROIC	6.4%	8.8%	9.8%	11.2%
经营活动现金流	-666	-448	-456	-513	偿债能力				
净利润	491	704	953	1256	资产负债率	37.3%	30.6%	39.9%	44.7%
折旧摊销	22	16	16	17	净负债比率	61.05%	62.89%	74.65%	79.80%
财务费用	63	116	160	255	流动比率	2.60	4.22	2.76	2.35
投资损失	-27	-27	-27	-27	速动比率	1.92	3.07	2.03	1.73
营运资金变动	-1332	-1394	-1563	-2030	营运能力				
其它	118	136	4	16	总资产周转率	0.48	0.59	0.68	0.72
投资活动现金流	-1286	931	-140	-175	应收账款周转率	1.84	1.86	1.83	1.74
资本支出	-22	3	5	4	应付账款周转率	4.41	5.68	8.57	9.62
长期投资	1268	853	-152	-183	每股指标（元）				
其他	-2532	75	7	3	每股收益（最新摊薄）	0.27	0.40	0.55	0.72
筹资活动现金流	1223	-492	820	523	每股经营现金流（最新摊薄）	-0.38	-0.26	-0.26	-0.29
短期借款	205	-287	1584	1352	每股净资产（最新摊薄）	3.70	4.07	4.21	4.52
长期借款	802	100	100	100	估值比率				
普通股增加	656	0	0	0	P/E	47.13	32.04	23.66	17.95
资本公积金增加	-641	0	-640	-640	P/B	3.49	3.17	3.07	2.86
其他	201	-305	-224	-288	EV/EBITDA	14.19	24.66	19.45	15.43
现金净增加额	-728	-9	223	-166					

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。