

行业迎来新时代，阵痛锻造真龙头 买入（维持）

2018 年 06 月 21 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 王建国

021-60199793

wangjianhui@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	5,246	6,779	8,637	10,809
同比（%）	18.0%	29.2%	27.4%	25.1%
净利润（百万元）	634	790	1,045	1,362
同比（%）	32.6%	24.6%	32.3%	30.3%
每股收益（元/股）	0.36	0.45	0.59	0.77
P/E（倍）	28.50	22.80	17.39	13.32

投资要点

■ **财务两大边际改善：毛利润企稳、现金流扭负为正。**华策影视股权结构稳定，管理权稳定；近年来公司营业收入保持高速增长，2013 年至 2017 年营收复合增速高达 54.51%。在财务经营指标方面，出现了两大改善；1、在成本结构逐步改善，海外售卖规模扩张等助力下，公司毛利率指标有望持续扭转下滑趋势；2、公司 2017 年经营活动现金净流量自 2015 年以来首次转正，主要源于预收账款的增加以及回款周期的缩短，预计未来在网络端版权费占比的持续提高，预收账款的持续增加的驱动下，现金流压力将大幅减轻。

■ **视频平台持续拉动版权费上涨逻辑不改，剧集总量企稳下精品化、集中化趋势明显。**在价的方面，长视频平台付费收入与单用户价值有较大潜力空间，在竞争白热化的态势下内容投入力度持续增加，版权费增长空间仍在，但已过跨越式增长阶段，预计未来 3 年单集价格保持 15%-20%左右增长，2018、2019、2020 年有望分别出现网台单集 1800 万以上、2200 万以上、2600 万以上的精品头部大剧；在量的方面，总量逐步企稳，未来成本结构有望持续调整，行业规范的大趋势下，预计将加速实现精品化、规范化。

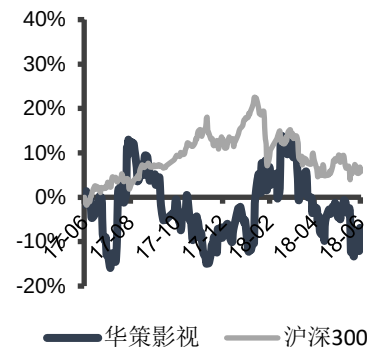
■ **公司层面：巩固全网剧龙头优势地位，实现 SIP+X 的跨越式推进。**2017 年公司共开机全网剧 15 部 681 集，取得发行许可证的全网剧共 13 部 560 集，网络播放量 1519 亿，流量市场份额占比超过 20%，精品剧爆款剧占比高，量价齐升逻辑助力公司龙头地位持续稳固；另外内容中插、植入广告在减轻制剧成本端压力的情况下，有望持续贡献业绩增量，海外版权售卖已逐步迈入海外主流渠道，未来弹性较大，IP 多元。

盈利预测与投资评级：

我们预计公司 2018-2020 年实现营业收入 67.79/86.37/108.09 亿，实现归母净利润 7.90/10.45/13.62 亿，EPS 为 0.45/0.59/0.77 元，对应当前股价 PE 为 23/17/13X，考虑到视频平台内容投入的持续增加以及公司影视龙头地位，看好公司发展前景，给予公司 2019 年 25X 估值，对应目标市值 261 亿，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**项目进度不及预期的风险；视频平台投入不及预期的风险；

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.26
一年最低/最高价	9.47/13.52
市净率(倍)	2.61
流通 A 股市值(百万元)	12517.02

基础数据

每股净资产(元)	3.92
资产负债率(%)	43.91
总股本(百万股)	1769.70
流通 A 股(百万股)	1219.98

相关研究

- 1、《精品剧集进度在预期之内，静待业绩释放》2018-04-23
- 2、《三季度业绩在预期之内，四季度有望进入收获期》2017-10-30
- 3、《业绩基本符合预期，“SIP+X”战略持续推进》2017-07-27

内容目录

1. 财务方面两大边际改善：毛利润企稳、现金流扭负为正	5
1.1. 实际控制人持股比例高，管理权稳定	5
1.2. 财务方面：毛利率稳中有升，现金流由负转正	5
2. 行业层面：视频平台持续拉动版权费上涨逻辑不改，剧集总量企稳下精品化、集中化趋势明显.....	8
2.1. 价格角度：未来 3-5 年内头部剧版权价格有望保持稳定增长.....	8
2.2. 量的角度：影视剧总量有望企稳，行业规范化有望加速精品化、集中化趋势....	14
3. 公司层面：巩固全网剧龙头优势地位，实现 SIP+X 的跨越式推进	20
3.1. 依托规模化龙头平台，持续打造头部爆款	20
3.2. 持续推进海外发行业务，引领华流出海.....	25
3.3. 创新内容营销模式，扩大利润增长空间.....	28
3.4. 链接“X”种跨界合作，加速打造泛娱乐生态	30
4. 盈利预测	31
5. 风险提示	32

图表目录

图 1: 实际控制人产权关系图	5
图 2: 2013-2017 年营业收入及增速	6
图 3: 2013-2017 年公司分业务营业收入	6
图 4: 公司 2013-2017 年毛利率及净利率情况	7
图 5: 公司 2015-2017 年各业务毛利率对比	7
图 6: 公司 2013-2017 年现金净流量变化 (单位: 亿元)	7
图 7: 2013-2018Q1 预收账款变动 (单位: 百万元)	8
图 8: 公司 2017 年预收账款构成	8
图 9: 奈飞付费渗透率	9
图 10: 国内主要视频网站付费渗透率	9
图 11: 国内主要视频网站会员收费标准	9
图 12: Netflix 会员收费标准 (人民币)	9
图 13: 付费会员收入增速的测算	10
图 14: 2015-2017 年日活和月活的对比	10
图 15: 国内主要视频网站付费渗透率	10
图 16: 爱奇艺 2015-2018Q1 营收、亏损情况 (亿元)	11
图 17: 爱奇艺 2015-2018Q1 成本结构	12
图 18: 爱奇艺募集资金投向及用途	12
图 19: 部分 APP 的 DAU/MAU 比较	13
图 20: 全网剧带动的会员数量增长 (单位: 万人)	13
图 21: 部分头部剧集电视版权价格 (单位: 万元)	14
图 22: 部分头部剧集网络版权价格一览 (单位: 万元)	14
图 23: 获得发行许可的电视剧部数和集数走势	14
图 24: 中美在线视频用户规模 (单位: 亿人) 及渗透率对比	15
图 25: 中国网络视频使用率	15
图 26: 全网剧部数、播放量及增速	15
图 27: 《如懿传》周迅剧照	16
图 28: 《凰权》陈坤、倪妮剧照	16
图 29: 《琅琊榜》剧照	17
图 30: 《白夜追凶》剧照	17
图 31: 2012-2017 年精品电视剧制作成本	17
图 32: 2013-2016 年获得发行许可证的电视剧部数和集数走势	18
图 33: 2015-2017 年电视剧网络播放量 TOP20 各制作公司部数(由内至外)	19
图 34: 2015-2017 年电视剧网络播放量 TOP20 各制作公司播放量占比(由内至外)	19
图 35: 2001-2016 年代表美剧制作成本 (单位: 万美元)	19
图 36: 美国制作成本结构	20
图 37: 中国制作成本结构	20
图 38: 公司组织结构示意图	21
图 39: 克顿传媒旗下子公司和工作室	22
图 40: 华策大剧流量市场份额占比	22
图 41: 2017 剧集网络播放量 TOP15 剧目 (单位: 亿次)	22

图 42: 华策 2017 开播大剧盘点	23
图 43: 2018 华策热度 Top5 剧集	24
图 44: 2018 年华策推出的影视剧一览	24
图 45: 公司海外营业收入 (单位: 亿元)	26
图 46: 华策主要出海影视作品表现	26
图 47: 文心华策国际影视交流中心架构	28
图 48: 中国影视产业国际合作试验区亮相	28
图 49: 《三生三世十里桃花》植入“桃花醉”酒	29
图 50: 公司广告收入 (亿元) 及毛利率	29
图 51: 华策奥美娱乐营销坊成立	30
图 52: 公司重要战略投资情况	30
图 53: 全球衍生品收入 TOP 10 电影 (单位: 美元)	31
图 54: 《赛车总动员》和《冰雪奇缘》周边	31
图 55: 可比公司估值对比	32

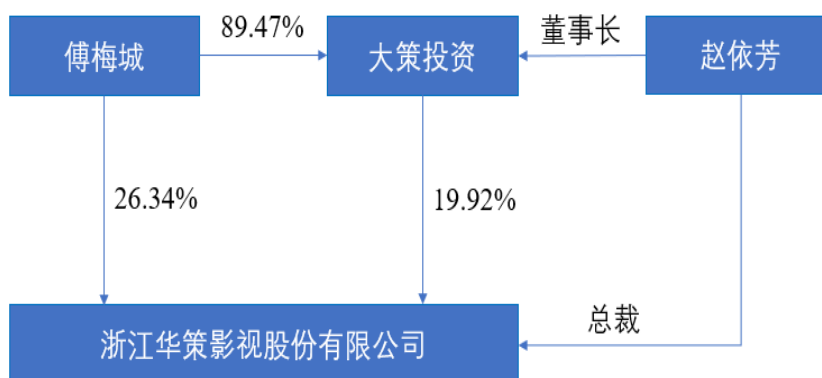
1. 财务方面两大边际改善：毛利润企稳、现金流扭负为正

1.1. 实际控制人持股比例高，管理权稳定

浙江华策影视有限公司创立于 2005 年 10 月，2009 年变更为股份制公司，2010 年 10 月 26 日于深圳证券交易所创业板上市，2013 年收购克顿传媒，成为国内第一大电视剧制作方。公司围绕 SIP 战略和 SIP+X 战略，以影视剧制作和发行为核心，拓展综艺节目制作、艺人经纪、内容营销、游戏授权等业务，不断进行产业升级，巩固其国内领先的综合性娱乐内容运营商地位。同时公司积极参与国际交流与合作，推动文化出海，致力于实现互联网时代全球一流的综合娱乐传媒集团这一长期战略目标。

华策影视股权结构稳定，管理权稳定。公司实际控制人为傅梅城和赵依芳夫妇，均有丰富的影视娱乐企业管理和经营经验，傅梅城为公司董事长，也是公司的创始人，直接持有公司股权 26.34%，并通过杭州大策投资有限公司间接持有公司股权 17.82%，赵依芳为大策投资董事长，同时也担任公司总经理。

图 1：实际控制人产权关系图



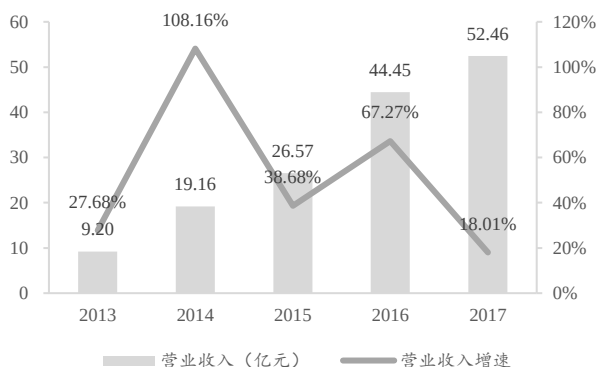
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 财务方面：毛利率稳中有升，现金流由负转正

近年来公司营业收入保持高速增长，2013 年至 2017 年营业收入的复合增速高达到 54.51%，其中 2017 年营业收入体量高达 52.46 亿元，分业务方面，剧集业务收入仍然是营业收入的最主要构成部分，2013 年至 2017 年复合增速高达 53.19%，2017 年公司成功推出不同题材的多部爆款作品，《三生三世十里桃花》、《楚乔传》等头部全网剧流量口碑双丰收，进一步提高了公司在全网剧市场的份额。此外，公司也积极发展艺人经纪和电影两大板块，其中依托于爆款剧集，艺人经纪实现了突破性的增长，我们认为未来公司剧集业务的增长仍是公司业绩增速主要驱动力，随着公司爆款剧集数量的增长，体系

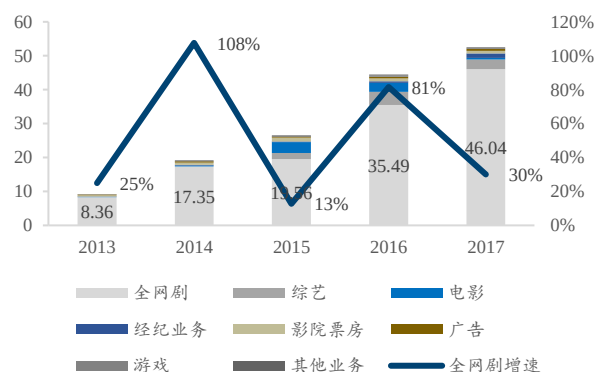
的完善，艺人经纪业务和广告收入两方面将持续为公司贡献业绩弹性。

图 2：2013-2017 年营业收入及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

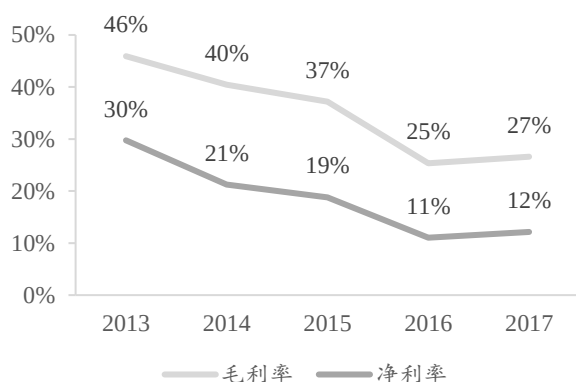
图 3：2013-2017 年公司分业务营业收入



数据来源：wind，东吴证券研究所

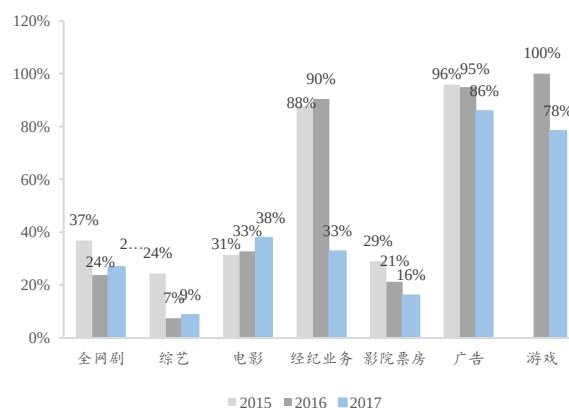
毛利率下滑趋势扭转，预计未来有望实现稳中有升。近年来公司毛利率和净利率明显呈下降趋势，主要是主营业务中占比最大的全网剧销售业务毛利率下降所致，我们认为主要基于以下三个原因：1、行业层面的原因，剧集版权费上涨的同时，成本端也呈现大幅上涨，尤其是演员成本，头部演员成本的增长幅度要大于版权费的增幅；2、公司层面的原因，合作出品的全网剧数量增加，根据会计准则发行方将发行收入全额计入营业收入，并将合作方的分成计入成本，一定程度上造成了毛利率下降，另外毛利率在2016年下滑较为明显的一个重要原因也是剧集的网络视频版权费在15、16年呈现了跨越式的增长，公司16年确认的爆款剧集如《三生三世，十里桃花》提前进行了预售。2017年扭转了毛利率持续下滑的趋势，实现了稳中有升的态势，我们认为在未来3年内毛利率有望实现稳中有增的态势，原因如下：1、从渠道视频端分析（第二章中详细论述），单集版权费价格有望持续保持20%左右提升，演员成本在强监管、持续规范化以及爆款剧对于演员依赖度降低的情况下再保持高增长的可能性不大，成本的增加更多的将集中在制作层面上，制作成本相对来说有较大的可控性；2、公司一方面已度过剧集精品化的阵痛期，一方面在整体剧集数量增多以及团队成熟的情况下，对于剧集的主控比例有望持续增加；3、行业规范化有望加速行业出清，头部剧集有望持续向龙头公司集中，品牌效应和规模效应逐渐显著，增加公司的溢价能力；4、海外收入体量的增加及中插、植入广告收入的增长，目前海外版权售卖逐渐开始走向海外主流渠道，随着国内制剧质量的提升，价格也有望进一步的提升，海外售卖的提升对于剧集来说是增量部分；另外中插和植入广告的数量和价格都在不断提升，也将一定程度上减轻剧集制作成本的压力，提升公司毛利率。

图 4：公司 2013-2017 年毛利率及净利率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

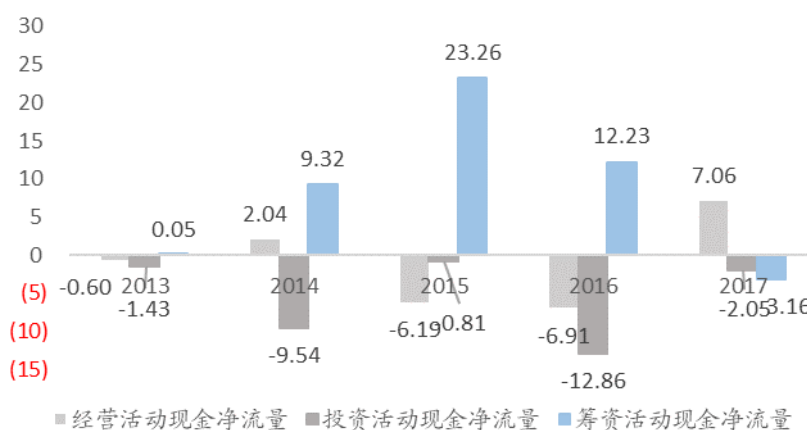
图 5：公司 2015-2017 年各业务毛利率对比



数据来源：wind，东吴证券研究所

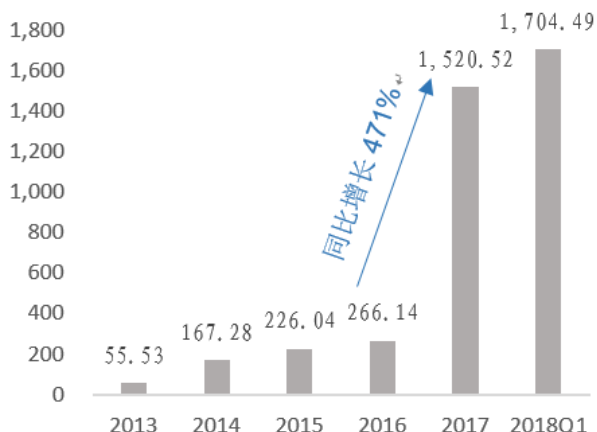
项目现金流压力减轻，预收账款助力经营活动现金净流量由负转正。公司 2017 年经营活动现金净流量大幅提升，自 2015 年以来首次转正，达到 7.06 亿元。经营活动现金净流量的增长主要来源于预收账款的大幅增加，2017 年预收账款达到 15.21 亿，同比增长 471%，2018 年 Q1 已经达到 17.04 亿，其中 2017 年预收账款 72.15% 来自影视剧预收款，预收账款中还有 22.7% 来自预收制片款，体现了公司的品牌效应和行业地位，经营活动现金净流量的增加也缓解了公司制片过程中的财务压力。我们认为未来随着网络版权费的逐步提升，公司的品牌效应和行业地位的稳固，回款周期将大幅缩短，现金流压力也将大幅减轻，整体有助于公司项目数量提升及项目进度。

图 6：公司 2013-2017 年现金净流量变化（单位：亿元）



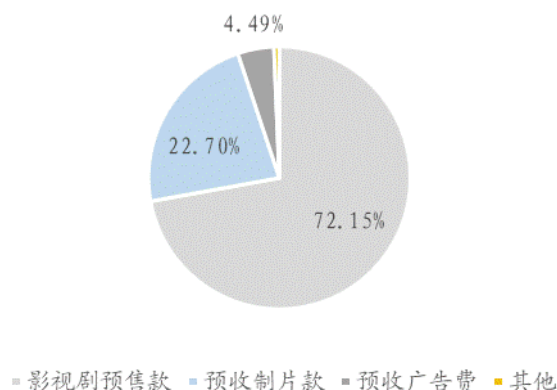
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 7：2013-2018Q1 预收账款变动（单位：百万元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 8：公司 2017 年预收账款构成



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 行业层面：视频平台持续拉动版权费上涨逻辑不改，剧集总量企稳下精品化、集中化趋势明显

2.1. 价格角度：未来 3-5 年内头部剧版权价格有望保持稳定增长

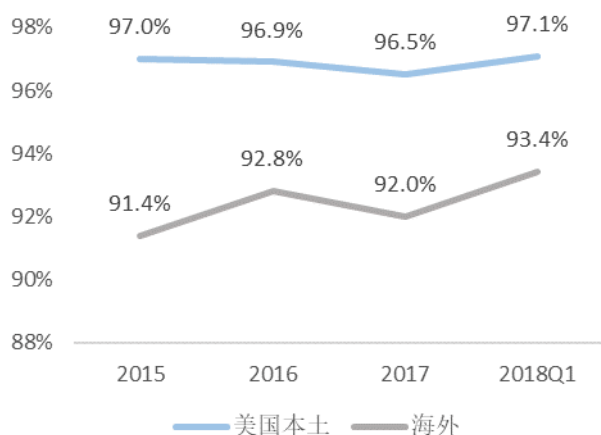
首先我们以爱奇艺为例，对比美国奈飞，探讨付费收入及广告收入体量空间

$$\text{会员收入} = \text{付费会员} \times \text{单用户 ARPU} = \text{付费渗透率} \times \text{月活} \times \text{单用户 ARPU}$$

付费渗透率（付费会员/月活）：爱奇艺会员收入在 2017 年达到了 65 亿，同比 16 年增长了 74%，主要驱动来自于付费会员的增长，17 年会员数量达到 5080 万，同比 16 年增速 68%，18 年 1 季度环比持续保持高增长，会员数量达到 6130 万，会员收入已是视频平台营收增加主要驱动力。2017 年主要视频平台爱奇艺付费渗透率约为 11%，腾讯付费渗透率约为 12%，对比奈飞，我国视频平台付费渗透率仍处于较低位置，尚有很大潜力，考虑到我国视频平台收入结构与奈飞的模式有所不同以及目前视频平台的三分天下的竞争格局，我们预计未来三年内爱奇艺付费渗透率有望达到 25% 左右。

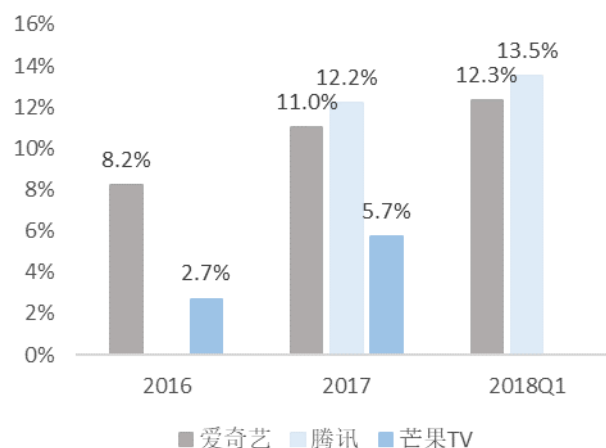
ARPU：均按照当年年底的付费会员数来计算，2015 年-2017 年爱奇艺 ARPU 分别为 93.1 元、124.6 元及 128.7 元，相比较奈飞 120 美元左右每年的单用户会员价格还有很大空间，我们认为视频的会员收入的增长经过两个阶段，1、付费渗透率的提高；2、付费会员价格的提升，且两个阶段并不冲突而是有所交叉，考虑到一方面目前视频平台仍处于付费渗透率快速提升的阶段，短期看提升会员价格的诉求不强，另一方面付费会员结构逐步发生的变化，月度会员比例下降，连续包月和年度会员比例持续提升，我们预计单用户 ARPU 稳中有升。

图 9：奈飞付费渗透率



数据来源：奈飞公司公告，东吴证券研究所

图 10：国内主要视频网站付费渗透率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：国内主要视频网站会员收费标准

在线视频平台	月度 VIP	年度 VIP	连续包月
腾讯视频	20	198	15
爱奇艺（安卓）	19.8	198	15
爱奇艺（苹果）	25	218	19
优酷	20	198	15
芒果 TV	15	150	11

数据来源：视频网站官方网站，东吴证券研究所

图 12：Netflix 会员收费标准（人民币）

地区	包月价格（第一个月免费试用）		
	基本	标准	高级
美国	50.0973	68.9073	87.7173
日本	37.96	55.48	84.68
台湾	57.78	70.62	83.46

数据来源：Netflix 官方网站，东吴证券研究所

假设 1：考虑到目前视频平台 MAU 接近饱和，线上渠道下沉红利趋尽，预计爱奇艺 2018-2020 年 MAU 增速为 5%、5%、5%；

假设 2：2018-2020 年付费渗透率为 16%、21%、26%；

假设 3：2018-2020 年 ARPU 增速为 5%、5%、5%；

综上：我们认为对比海外付费会员渗透率及付费 ARPU，付费会员收入仍有广阔的空间，根据 QuestMobile 数据 2018 年 Q1 爱奇艺月活达 4.9 亿，预计 2018-2020 年付费会员收入增速为 66%、44%、37%。

图 13：付费会员收入增速的测算

时间	2017	2018E	2019E	2020E
付费会员（万人）	5080	8000	11025	14333
ARPU（元）	128.7	135.1	141.9	149.0
付费收入（亿元）	65	108	156	214
同比增速	74%	66%	44%	37%

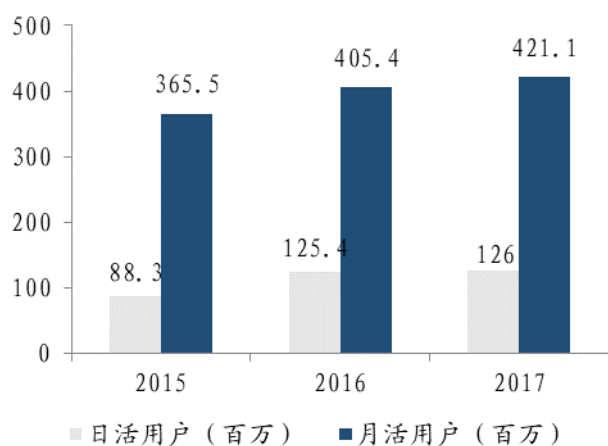
数据来源：东吴证券研究所测算整理

$$\text{广告收入} = \text{单用户价值} * \text{MAU}$$

考虑到视频平台目前 MAU 接近饱和，线上渠道下沉红利趋尽，推动广告收入增长的主要驱动力更多的来自于单用户价值的提升。

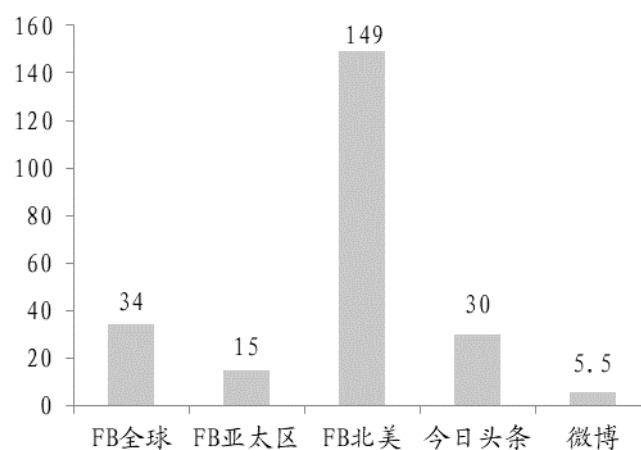
单用户价值：爱奇艺 2015-2017 年广告收入分别为 34.0 亿、56.5 亿、81.6 亿，根据公司 2015 年-2017 年的月活数据计算（以每年年底），2015-2017 年单用户广告价值分别为 9.3 元、13.94 元和 19.37 元，同比持续实现大幅提升；对比目前 FACEBOOK 全球单季度单用户价值约 34 元、今日头条单季度单用户价值约 30 元等，爱奇艺单季度用户价值不足 5 元，仍有较大的提升潜力空间，考虑到线上渠道红利趋尽，线上流量价值有望持续提升，我们预计在线视频平台单用户价值提升在未来 3-5 年仍是促进广告收入增加的主要驱动力，广告收入有望持续保持高增长。

图 14：2015-2017 年日活和月活的对比



数据来源：QuestMobile，东吴证券研究所

图 15：国内主要视频网站付费渗透率



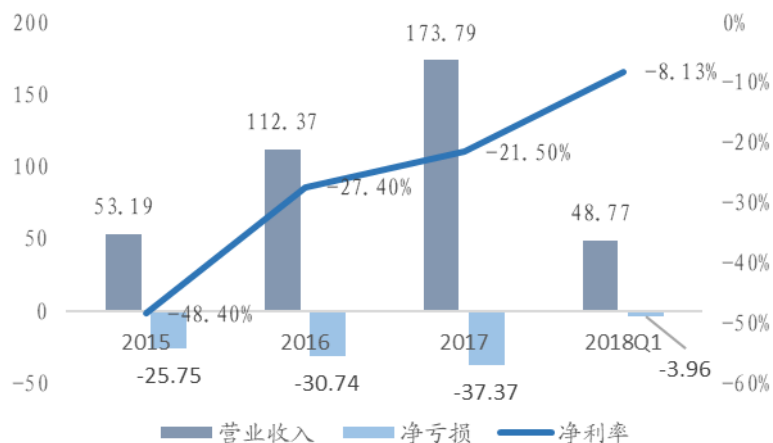
数据来源：Facebook、微博等公司公告，东吴证券研究所

其次我们有如下三个结论:

- 1、视频平台竞争仍处于白热化阶段,除了内部三家长视频平台的激烈竞争外,还会面临短视频等领域的冲击,内容投入力度持续加强,盈利期短期内难以实现;
- 2、视频平台已度过第一个提高 MAU 的阶段,目前处于第二个阶段,提高 DAU、用户时长以及付费渗透率阶段,相比较付费会员数量,我们认为更重要的是前两者,前两者最有效的内容就是剧集,我们预计 18 年上半年综艺火爆仍不改头部剧集投入力度加强逻辑;
- 3、相比较自制综艺,考虑到制作周期、团队、成本等多方面因素,头部精品大剧视频平台很难实现真正自制,未来可能增加定制、买断等比例;

视频平台利润亏损收窄,内容投入力度持续加强。以三大视频网站之一的爱奇艺为例,2015-2018 年 Q1 公司营收高速增长,2016 年营收增速为 111.26%,2017 年为 54.6%,亏损率逐步收窄,从 2015 年-48.40%到 2018 年 Q1 的-8.13%,主要源于宽带成本及费用的降低。

图 16: 爱奇艺 2015-2018Q1 营收、亏损情况 (亿元)

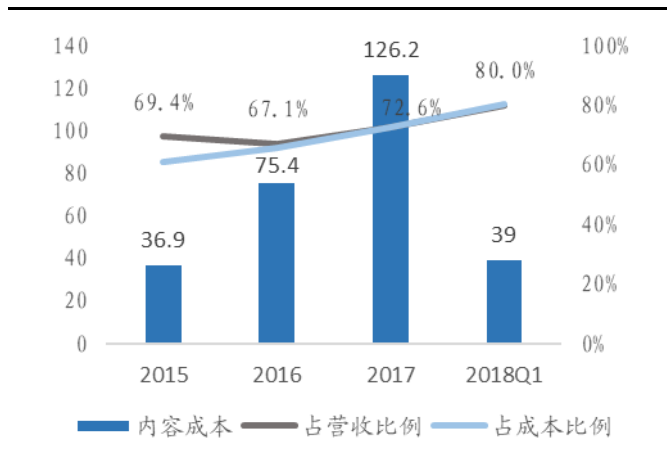


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2015-2017 年,爱奇艺内容成本从 36.9 亿增长至 126.2 亿,同比增速分别为 104.1% 和 52%,2017 年内容成本增长 50.76 亿元,其中版权内容成本增加 36.34 亿元,占比达到 71.6%,2018 年 Q1 内容投入成本占营业收入比例进一步增加,占到 80.0%,另外根据爱奇艺招股说明书披露,其 50% 的募集资金将会用于扩大及增强公司的内容产品,其中扩展非原创内容占据内容投入的一半,即总额的 25%,爱奇艺上市以来的首份财报显示视频平台对于内容的重视程度,我们预计未来长视频领域除了内部三家视频平台的激烈

竞争以外，还有来自于外部短视频等领域的冲击，预计各大视频平台对内容的持续投入会持续增强，内容成本占营业收入比例在未来3年内将维持在70%以上，视频平台盈利期短期内仍难看到，从优质头部内容拉动DAU、用户时长、会员数量→促进视频平台营收大幅增长→增加头部内容投入→CP商创造更多优质头部内容的良性循环依然成立。

图 17：爱奇艺 2015-2018Q1 成本结构



数据来源：爱奇艺招股说明书，东吴证券研究所

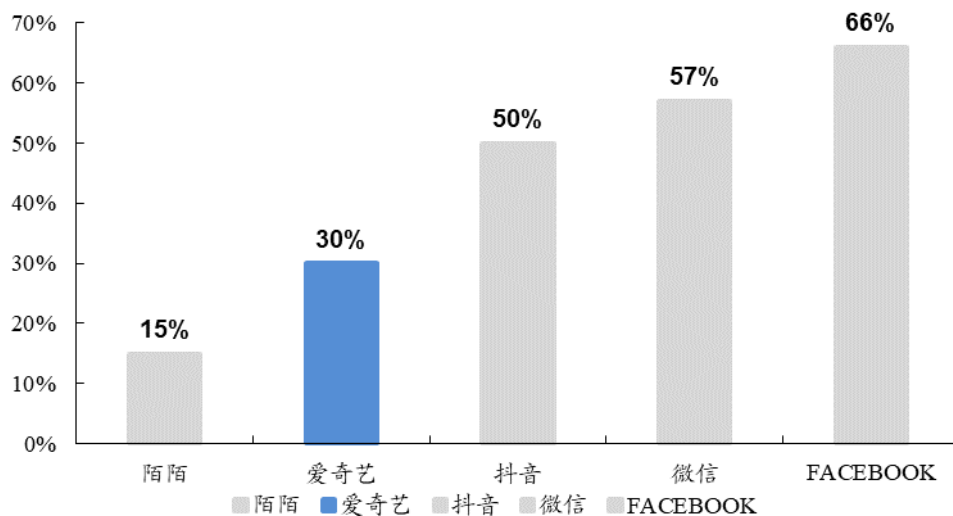
图 18：爱奇艺募集资金投向及用途

投入比例	用途
50%	用于扩大及增强公司内容产品
25%	用于原创内容制作
25%	用于扩展非原创内容
10%	用于加强技术
40%	用于营运资金及其他一般企业用途

数据来源：爱奇艺招股说明书，东吴证券研究所

长视频 DAU/MAU、付费渗透率仍处较低位置，剧集仍是提高 DAU/MAU、用户时长、付费渗透率有效内容。我们通过对爱奇艺和陌陌、抖音、微信、FACEBOOK 的 DAU/MAU 可以发现，相较于短视频、社交类的 50%以上，这一指标处于较低位置，尚有较大潜力空间，这一指标提升我们认为也是提高长视频单用户价值和付费会员渗透率的有效方式之一，剧集由于播放、集数、以及针对人群等方面的原因，相比于综艺、动漫等对于用户的粘性、DAU 的提高、用户时长的维持提高均是最有效方式，另外精品头部大剧也在很大程度上提升了付费会员数量，若用户想要看的剧集需要付费才能观看，或者付费能够比一般用户提前观看，用户为观看该头部作品而付费的意愿会很强烈，而且电视剧的剧情连续性使得其在吸引用户上比其他类型的节目更具有粘性，付费的持续性会更强，如爱奇艺推出的《盗墓笔记》18 天内使会员增长了 430 万，腾讯推出的《诛仙青云志》一个月内使会员增长了 500 万。

图 19：部分 APP 的 DAU/MAU 比较



数据来源：艺恩，东吴证券研究所

图 20：全网剧带动的会员数量增长（单位：万人）

剧名	播出平台	播出时间	截止时间	会员增长
太子妃升职记	乐视	2015/12/13	2016/1/16	220
盗墓笔记	爱奇艺	2015/6/12	2015/6/30	430
蜀山战纪	爱奇艺	2015/9/22	上线一小时	80
太阳的后裔	爱奇艺	2016/2/24	2016/4/15	300
诛仙青云志	腾讯视频	2016/7/31	2016/8/31	500

数据来源：艺恩，东吴证券研究所

相比于自制综艺，考虑到制作周期、团队、成本等多方面因素，头部精品大剧视频平台很难实现真正自制。2018 年上半年出现一定程度上的剧荒，视频平台自制网络综艺持续保持火爆趋势，爱奇艺推出《偶像练习生》、《热血劲舞团》等，腾讯视频近期推出的《创造 101》，播放点击量和广告招商不断创纪录，全民 PICK 的方式也在很大程度上提高了付费会员的数量，针对视频平台能否效仿实现自制网络综艺的道路实现精品头部大剧的担忧，考虑到在制作周期上，自制综艺的制作周期约 5 个月左右，头部大剧的制作周期要在 18 个月左右，在制作成本上，精品网络综艺的成本预计在 1-2 亿，头部大剧的成本目前预计是网络综艺的 5 倍以上，在制作团队上，剧集对于团队的要求更高，我们认为相比较自制综艺，头部精品大剧视频平台很难实现真正自制，未来可能增加定制、买断等比例。

综上所述：版权费增长空间仍在，但已过跨越式增长阶段，预计未来3年单集价格保持15%-20%左右增长，2018、2019、2020年有望分别出现网台单集1800万以上、2200万以上、2600万以上的精品头部大剧。

图 21：部分头部剧集电视版权价格（单位：万元）

剧名	首播时间	电视版权价格
甄嬛传	2011	95
武媚娘传奇	2014	250, 110 (1.5 轮)
芈月传	2015	300
幻城	2016	230+
青云志	2016	500
楚乔传	2017	495
赢天下	2017	800
凉生，我们可不可以不忧伤	2018	480
如懿传	2018	600

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 22：部分头部剧集网络版权价格一览（单位：万元）

剧名	首播时间	网络版权价格
甄嬛传	2011	26
宫锁珠帘	2012	160
武媚娘传奇	2014	200
芈月传	2015	300
盗墓笔记	2015	500
幻城	2016	400
赢天下	2017	800
琅琊榜 2	2017	800
凉生，我们可不可以不忧伤	2018	1000
如懿传	2018	900

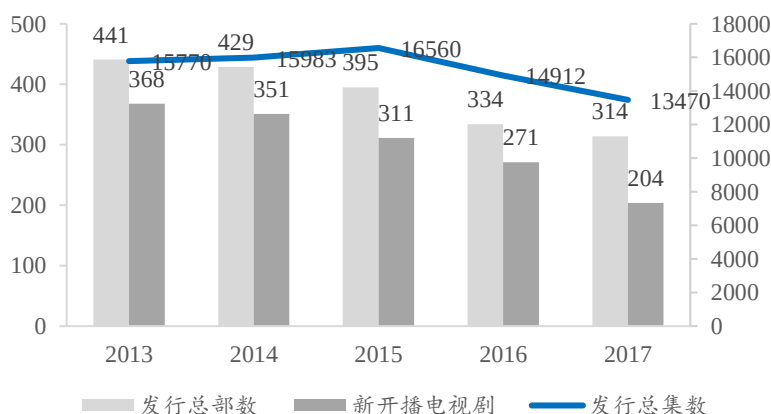
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 量的角度：影视剧总量有望企稳，行业规范化有望加速精品化、集中化趋势

网台渠道容量有限，总量有望企稳

电视台渠道容量饱和，发行规模缩紧。电视剧市场经过多年发展，市场规模在2015年左右到达了顶峰，加之广电总局对发行电视剧内容监管的加强，国内获得发行许可的电视剧部数和集数出现了下降的趋势，每年发行的电视剧数目和开播的电视剧数目差距扩大，另外部分综艺节目的火爆使各大卫视的黄金档纷纷为之让路，2016年卫视黄金档和周播档的电视剧容量已经下降到187部，供给大于需求，传统电视剧市场发展呈现饱和状态。

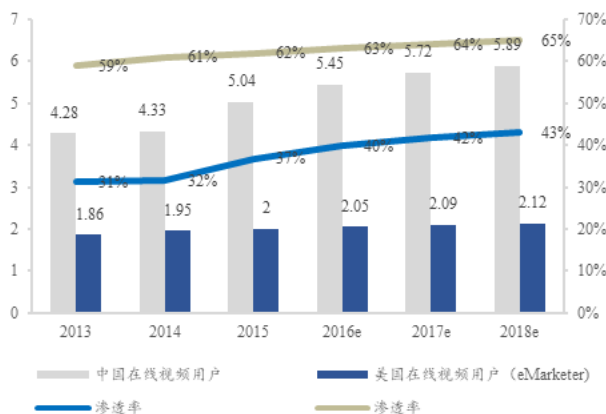
图 23：获得发行许可的电视剧部数和集数走势



数据来源：广电总局，艺恩，东吴证券研究所

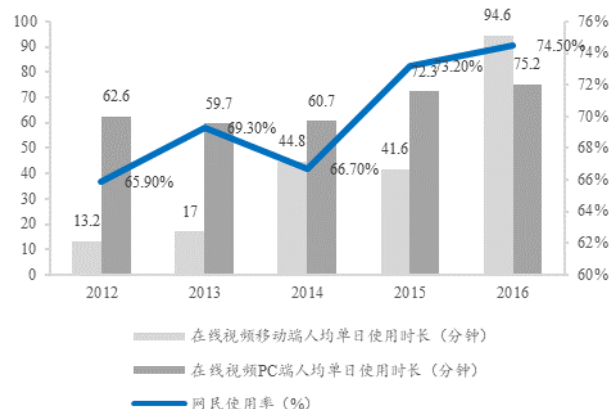
在线视频平台崛起，全网剧市场飞速发展后增速放缓。随着网络和智能手机的普及，在线观看也逐渐变成了更多人的看电视剧的选择，从数据上看，中国在线视频用户规模逐渐扩大，渗透率在稳步上升，2017 年已超过 40，国内在线视频 PC 端人均单日使用时长渐趋稳定，移动端使用时长近几年呈现了爆发性的增长，手机 APP 播放逐渐成为观看电视剧的重要渠道，与电视台不同，在线视频网站上线的剧集数量不会受限于档期时长，提供了承载量更大的播放平台，全网剧的发展为影视行业市场规模打开了新的增长空间。

图 24：中美在线视频用户规模（单位：亿人）及渗透率对比



数据来源：Questmobile, CNNIC, 东吴证券研究所

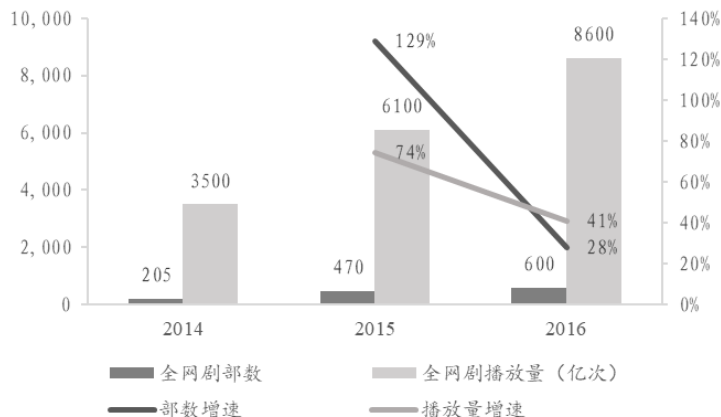
图 25：中国网络视频使用率



数据来源：艺恩，东吴证券研究所

但考虑到用户观看时长以及在线视频网站推广容量的限制，预计未来数量上的增速将会放缓。近三年全网剧市场处于飞速成长的时期，全网剧数量猛增，2013 年仅仅只有 50 部，2016 年已增长至 600，全网剧的播放量也呈现了高增长的状态，但是增速已经明显放缓，全网剧部数增速已从 2015 年的 129% 下降至 2016 年的 28%。“内容为王”的市场背景下，视频网站已不再追求数量上的优势，而是更注重剧集品质，未来网剧总量将趋于稳定。

图 26：全网剧部数、播放量及增速



数据来源：艺恩咨询，东吴证券研究所

剧集整体精品化趋势明显

电影演员“回流”小荧幕，电视剧演员阵容增强。2017年以来，大量长期活跃在大荧幕的电影演员回归电视荧幕，频频接拍电视剧集，如姜文参演大剧《曹操》；周迅出演《如懿传》；倪妮、陈坤分别担任《凰权》的男女主角；章子怡也将接拍演艺生涯的第一部电视剧《帝王业》。这次电影演员的集体“回流”，一方面是因为电视剧制作周期更短、报酬更高，“性价比”高，另一方面也是因为相较于国产电影增速放缓，电视剧行业发展迅速，爆款频出，电影演员长期在大荧幕中表演，演技经受考验，出演电视剧有助于提高整体质量的提高。

图 27:《如懿传》周迅剧照



数据来源：搜狐，东吴证券研究所

图 28:《凰权·弈天下》陈坤、倪妮剧照



数据来源：搜狐，东吴证券研究所

大 IP 大制作频出，剧集整体水平上升。相比起直接编剧制作的影视作品，精品 IP 本身就有较高的知名度和庞大的粉丝群，改编为影视作品后对原 IP 的关注会带动影视作品的热度，有更好的观众基础，带动流量的起点要高于一般的影视作品，《甄嬛传》、《琅琊榜》、《三生三世十里桃花》等大 IP 剧都获得成功，精品 IP 引入剧集，为剧集情节质量提供保障，且电影演员的“回流”会带动其他电影行业工作人员参与电视剧制作，整体提高电视剧制作水平，随着电视剧市场迅速发展，观众审美与行业标准也在不断提高，粗制滥造的“雷剧”不再能得到关注，更多的“良心剧”进入观众视线。另外电视剧行业制作成本也大幅上升，投资过亿的“大剧”频出，带动电视剧行业整体制作水平上升。网剧经过迅速发展，也从“出奇制胜”走向精品化，《河神》、《白夜追凶》等精品网剧均获得良好口碑。

图 29:《琅琊榜》剧照



数据来源：凤凰网，东吴证券研究所

图 30:《白夜追凶》剧照



数据来源：搜狐，东吴证券研究所

制作成本快速增加提高门槛，精品剧集向头部制作公司集中

单集成本与集数均提升，精品剧制作总成本已达 3-5 亿。2012 年国产剧收视冠军《甄嬛传》(76 集)制作总成本为 7000 万，2017 年同样题材、同样规格的《如懿传》(99 集)，制作成本已达 3 亿以上，2015 年 3 亿投资的《武媚娘传奇》将电视剧成本提升到新高度，此后成本不断攀升，头部电视剧制作成本由 2012 年的单集 100 万左右上升至 2017 年的单集 600 万左右，5 年间上升了 6 倍。除单集成本上升外，头部电视剧的集数也在明显增加，2013 年获得发行许可的电视剧单部平均集数为 36 集，2016 年平均集数为 45 集，2017 年头部剧大多为 50-70 集。据此估算，一部精品剧集的总成本在 3-5 亿。

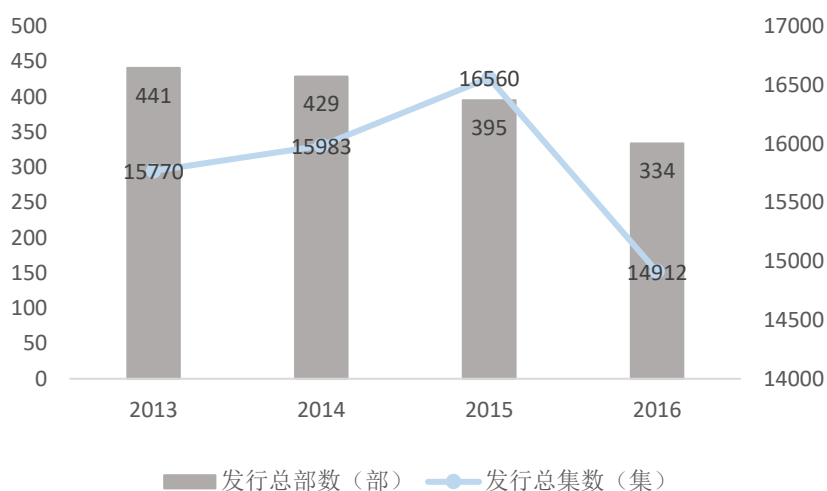
图 31: 2012-2017 年精品电视剧制作成本

年份	剧目名称	主要出品公司	单集成本	集数	总成本
2012	甄嬛传	北京电视艺术中心	90 万	76	7000 万
2013	咱们结婚吧	华录百纳、完美蓬瑞等	140 万	50	7000 万
2014	离婚律师	耀客传媒	280 万	46	1.3 亿
2015	花千骨	慈文传媒	180 万	58	1.05 亿
2015	琅琊榜	正午阳光	200 万	54	1.1 亿
2015	武媚娘传奇	唐德影视	300 万	96	3 亿
2015	芈月传	东阳花儿、儒意欣欣等	370 万	81	3 亿
2016	青云志	欢瑞世纪	500 万	55	2.8 亿
2016	幻城	耀客传媒	580 万	62	3.6 亿
2016	孤芳不自赏	华策影视	800 万	62	5 亿
2017	楚乔传	华策影视	300 万	67	2 亿

2017	择天记	柠萌影业	710 万	56	4 亿
2017	那年花开月正圆	华视娱乐	540 万	74	4 亿
2017	如懿传	新丽传媒	300 万	99	3 亿
2017	巴清传	唐德影视	700 万	72	5 亿
2017	三生三世十里桃花	华策影视	600 万	58	3 亿

数据来源：电视剧鹰眼，公司公告，东吴证券研究所

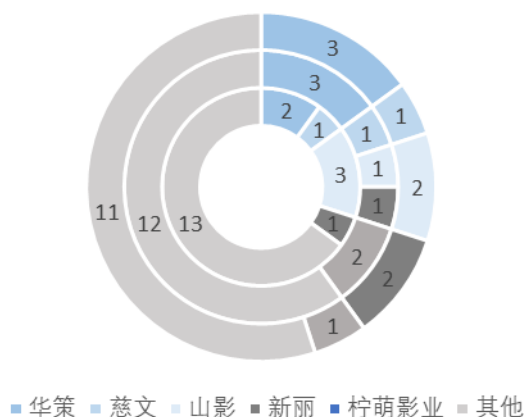
图 32：2013-2016 年获得发行许可证的电视剧部数和集数走势



数据来源：艺恩咨询，东吴证券研究所

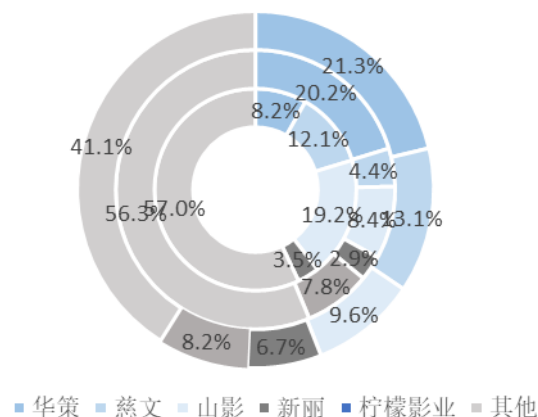
行业龙头占领产业金字塔，精品剧集中于头部制作公司。精品剧的高制作成本提高了制作公司的准入门槛，规模大、资金充足的头部制作公司才更有能力制作精品剧。目前国内制作公司呈现“一超多强”的局面，华策影视 2017 年 16 部大剧共产生网络播放量 1519 亿，占比全年大剧总流量 21.4%，居于市场首位，占领产业金字塔。慈文传媒、山东影视、柠萌影业、新丽传媒等均为实力较强的头部制作公司，具备一定的资金和规模。2015-2017 年网络播放量 TOP20 的电视剧中，华策、慈文、山影、柠萌和新丽，五家头部制作公司共出品 7、8、9 部，出品剧集播放量占 TOP20 播放量比例分别为 43.0%、43.7%和 58.9%。2016 年以来精品剧集像头部制作公司的集中速度加快，集中趋势明显。

图 33: 2015-2017 年电视剧网络播放量 TOP20 各制作公司部数(由内至外)



数据来源: Vlinkage, 东吴证券研究所

图 34: 2015-2017 年电视剧网络播放量 TOP20 各制作公司播放量占比(由内至外)



数据来源: 艺恩, 东吴证券研究所

对比美国：国产精品剧单集成本仍有上升空间、成本结构需调整助力集中度提升

国产精品剧单集成本仅为美国十分之一，上升空间很大。由于商业模式不同，中国主流电视剧制播分离、美国制播结合，因此中国电视剧集数多，而美国电视剧每季集数较少，因此对比两国的单集成本更有意义。新世纪以来，美国电视剧产业一直坚持以高投入保证内容质量，制作精品剧集，如 2010 年由 HBO 出品的《太平洋战争》，是美国电视史上投入最大的电视剧，总投资达到 2.23 亿美元，单集成本高达 2230 万美元，目前顶级美剧的成本在 1000-2000 万美元/集，我国单集成本仅为美国的十分之一，上升空间很大。另外因美剧制作成本更为高昂，产业集中度也更高，精品剧集几乎全部来自六大传媒集团下的制作公司与电视台，市占率达到 90%，中国影视行业的集中度有进一步提升的空间。

图 35: 2001-2016 年代表美剧制作成本（单位：万美元）

播出时间	名称	单季集数	单集成本	首播平台
2001	兄弟连	10	1250	HBO
2003	老友记 10	18	1000	NBC
2004	欢乐一家亲 11	24	520	NBC
2005	罗马	12	1000	HBO
2009	傲骨贤妻	23	200	CBS
2010	大西洋帝国	11	1800	HBO
2010	太平洋战争	10	2230	HBO
2011	史前新纪元	13	2000	FOX
2013	纸牌屋 1	13	400	Netflix

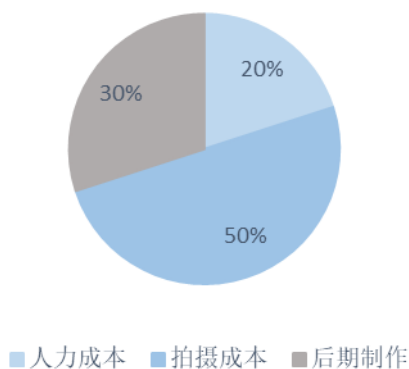
2014	马可·波罗	10	900	Netflix
2014	广告狂人 7	14	700	AMC
2015	王冠	10	1300	Netflix
2016	少年嘻哈梦	12	1000	Netflix
2016	权力的游戏 6	10	1000	HBO

数据来源：Wikipedia 等网站，东吴证券研究所

对比成本结构，中国人力成本过高，未来拍摄与后期成本将提升。美剧投资较大保证内容质量，成本多用于拍摄及后期制作，随着观众审美提高，美剧的制作成本更多用于拍摄阶段及后期制作阶段，主要包括服装道具、场景搭建和剪辑、特效等，演员、编剧等人力成本约占总成本的 20%，拍摄成本占比 50%左右，后期制作成本占比 30%左右。

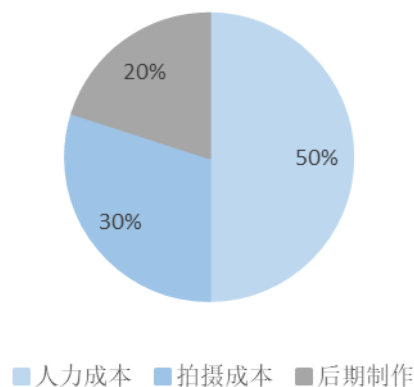
而中国目前人力成本过高，主要是演员片酬过高，占总成本比例达到 50%左右，演员片酬很大程度上挤压了拍摄及后期制作的经费，导致目前国产剧存在“抠图”、“5 毛特效”等现象，严重影响影片质量。目前，行业规范化趋势已显，腾讯视频、优酷、爱奇艺三家视频网站也联名发出倡议，公开抵制演员过高片酬等不良风气，演员成本端的压力有望得到缓解，可以预期，未来中国影视行业发展更加成熟，成本结构将会发生调整，更多的资金将用于拍摄阶段及后期制作阶段以提高影片质量，行业规划化，结构成本的调整也将促使行业走向精品化、集中化。

图 36：美国制作成本结构



数据来源：艺恩，东吴证券研究所

图 37：中国制作成本结构



数据来源：艺恩，东吴证券研究所

3. 公司层面：巩固全网剧龙头优势地位，实现 SIP+X 的跨越式推进

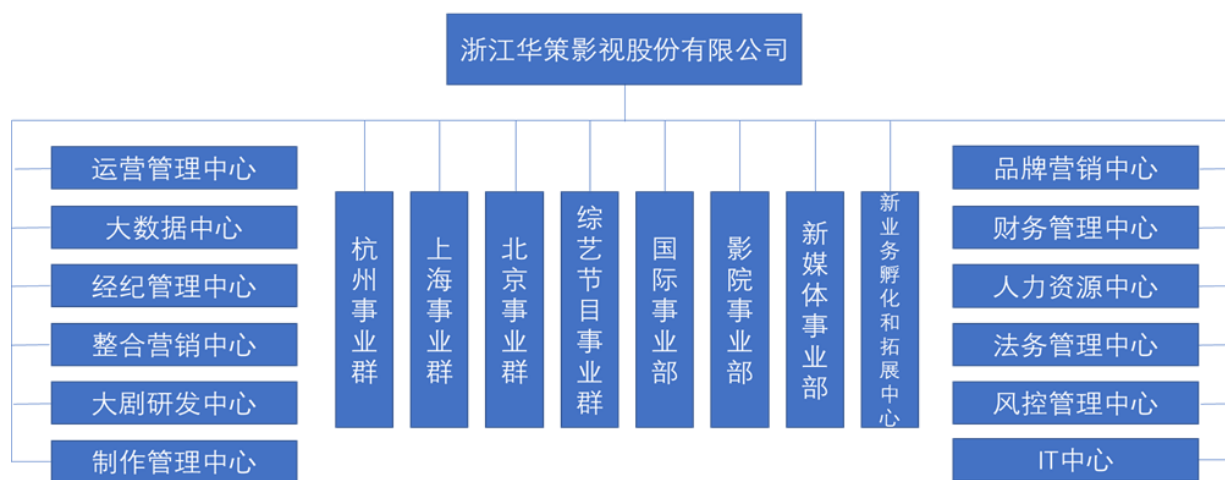
3.1. 依托规模化龙头平台，持续打造头部爆款

依托平台化体系，出品剧集规模居行业之首。公司作为影视制作行业规模最

大的公司，随着影视行业的发展趋势调整其组织结构，建立了从 IP 采购、前期策划、剧本优化、制作企划、制作筹备、拍摄发行管理、项目总结一整套工业化的制作、发行体系，全流程广泛应用大数据等高科技手段，通过数据挖掘、研发评估、制片管理支持，聚焦面向互联网时代的头部作品。

目前公司旗下有设立八大事业群和十二大中心，各个部分协同合作，将进一步发挥公司在人才、组织、工业化流程体系等方面的优势，提升综合运营水平。其中上海事业群主要由公司在 2013 年收购的中国最大的电视剧研究、策划、制作和发行集团之一克顿传媒及旗下子公司及工作室构成，也是公司打造头部大剧的基地，克顿传媒的 9 个子公司以及 9 家工作室构成了强大的影视制作阵容，员工超过 400 人，多制作团队可以同时开机，另外公司在业内具有良好的品牌形象和美誉度，有能力整合业界顶尖创作力量，与国内众多顶级编剧、导演、演员有过合作并建立了长期稳定的合作关系，并通过育才基金、“华策克顿大学体系”、电影学院、国际合作等方式为公司培养出更多优秀人才，影视制作人才资源丰富，2017 年公司共开机全网剧 15 部 681 集，取得发行许可证的全网剧共 13 部 560 集，影视剧生产能力居行业首位。

图 38: 公司组织结构示意图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

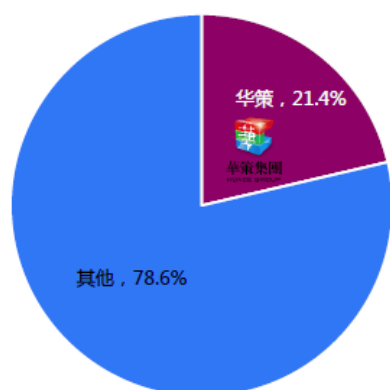
图 39: 克顿传媒旗下子公司和工作室



数据来源: 克顿传媒官网, 东吴证券研究所

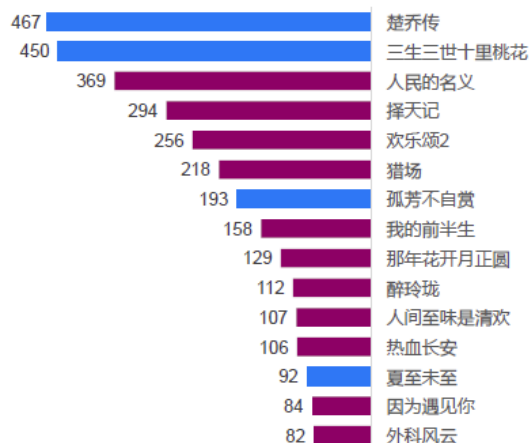
头部作品流量爆款频出, 品牌效应明显, 近年来华策头部作品爆款频出, 尤其在网络播放量上有优异的表现, 2017 年公司共出品 16 部大剧, 其中半数播放量超过 30 亿, 头部剧占比高, 《楚乔传》、《三生三世十里桃花》、《孤芳不自赏》进入互联网播出平台 2017 年度播放量前十名, 《三生三世十里桃花》、《楚乔传》刷新网络播放量历史记录, 《致我们单纯的小美好》、《柒个我》进入 2017 年度纯网剧点击播放前 10 名。根据艺恩咨询统计, 2017 年华策出品共计网络播放量 1519 亿, 流量市场份额占比超过 20%, 2017 年的头部作品的强势市场表现进一步提高了公司的口碑和品牌效应, 拉大了与其他同业公司的差距, 市场将把华策出品打上头部爆款的标签, 带动公司制作的影视剧版权价格的提高, 预计 2018 年公司将会出现版权价格高达 1600 万以上的作品。

图 40: 华策大剧流量市场份额占比



数据来源: 艺恩, 东吴证券研究所

图 41: 2017 剧集网络播放量 TOP15 剧目 (单位: 亿次)



数据来源: 艺恩, 东吴证券研究所

图 42：华策 2017 开播大剧盘点

序号	剧名	首播时间	集数	卫视首播平台	互联网播出平台	播放量（亿）
1	《孤芳不自赏》	2017/1/2	62	湖南卫视	乐视视频	192.7
2	《射雕英雄传》	2017/1/9	60	东方卫视	爱奇艺	47
3	《三生三世十里桃花》	2017/1/30	58	东方卫视、浙江卫视	优酷、腾讯、乐视视频、搜狐、PPTV、爱奇艺	449.7
4	《周末父母》	2017/2/12	32	湖南卫视	PPTV、爱奇艺、腾讯、乐视、搜狐、优酷	28.5
5	《我女朋友的男朋友》第一季	2017/5/25	16	—	腾讯	1
6	《楚乔传》	2017/6/5	67	湖南卫视	爱奇艺、优酷、腾讯	466.9
7	《夏至未至》	2017/6/11	48	湖南卫视	爱奇艺	92.1
8	《一粒红尘》	2017/6/11	38	东方卫视	乐视视频	27.7
9	《上古情歌》	2017/6/12	54	东方周播	腾讯	18.9
10	《我女朋友的男朋友》第二季	2017/08/7	15	—	腾讯	0.4
11	《盲约》	2017/9/10	48	湖南卫视	乐视视频	41.6
12	《美味奇缘》	2017/9/11	56	湖南卫视	腾讯、芒果 TV、优酷、乐视、爱奇艺	74.3
13	《传奇大亨》	2017/10/9	42	浙江卫视	腾讯、爱奇艺、优酷	22.7
14	《致我们单纯的小美好》	2017/11/9	24	—	腾讯	30.9
15	《柒个我》	2017/12/13	34	—	腾讯	21.2

数据来源：公司公告，艺恩，东吴证券研究所

IP 项目储备丰富，量价有望齐升，助推业绩增长。2018 年公司已上线的两部大剧《老男孩》和《谈判官》第一季度播放量分别为 40 亿和 122 亿，口碑与流量双高，另外罗晋和郑爽主演的《为了你我愿意热爱整个世界》早在拍摄期间已经通过剧透在微博得到广泛关注，目前已定档爱奇艺，有望引爆暑期档。

公司为提高内容质量，推动内容精品化，打造更多的高口碑高流量的爆款作品，加大了对内容成本的投资，深度挖掘市场上的精品 IP 资源，扩大 IP 储备。目前公司精品 IP 项目储备丰富，《锦绣长歌》、《爱情公寓 5》、《鹿鼎记》等，行业规范化有望进一步加速精品化、集中化趋势，量价齐升逻辑有望兑现，助推业绩增长。

图 43: 2018 华策热度 Top5 剧集



数据来源：艺恩，东吴证券研究所

图 44: 2018 年华策推出的影视剧一览

序号	剧名	题材	集数	时间计划
全网剧				
1	《绝代双骄》	古装武侠	50	2 月已开机
2	《我只喜欢你》	青春校园	36	3 月已开机
3	《蜜汁炖鱿鱼》	都市爱情	42	4 月已开机
4	《平凡的荣耀》	成长剧	40	计划 2018H1 开机
5	《完美芯机人》	科幻悬疑动作剧	24	计划 2018 H1 开机
6	《危机之战》	当代剧	48	计划 2018 H1 开机
7	《宸汐缘》	古装玄幻	60	计划 2018 H1 开机
8	《就喜欢你看不惯我又干不掉我的样子》	当代科幻	36	计划 2018 H1 开机
9	《加油，你是最棒的》	青春偶像	45	计划 2018H2 开机
10	《灰太狼来了》	当代奇幻	30	计划 2018H2 开机
11	《我的脸它总在变》	都市言情、奇幻	36	计划 2018H2 开机
12	《不正经情深》	当代情感	30	计划 2018H2 开机
13	《外交风云》	重大革命历史	待定	计划 2018H2 开机
14	《厨子与将军》	近代革命	50	计划 2018H2 开机
15	《雪山飞狐》	古装武侠	50	计划 2018H2 开机
16	《鹿鼎记》	古装武侠	50	计划 2018H2 开机
17	《双重心律》	当代都市	45	计划 2018H2 开机
18	《暖暖》	现代剧	24	计划 2018H2 开机
19	《锦绣长歌》	古装权谋	63	计划 2018H2 开机
20	《爱情公寓 5》	现代剧	30	计划 2018H2 开机
纯网剧、网大				
1	《聂隐娘之长安鬼将》	玄幻喜剧	网大	4 月已开机
2	《三小无猜》	当代都市	25	计划 2018H1 开机
3	《拾光里的我们》	都市爱情	24	计划 2018H2 开机
4	《良辰美锦》	古装爱情	24	计划 2018H2 开机
5	《我的女友会放电》	当代都市	30	计划 2018H2 开机

6	《不可复制》	当代科幻	48	计划 2018H2 开机
7	《镜》	古装剧	60	计划 2018H2 开机

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.2. 持续推进海外发行业务，引领华流出海

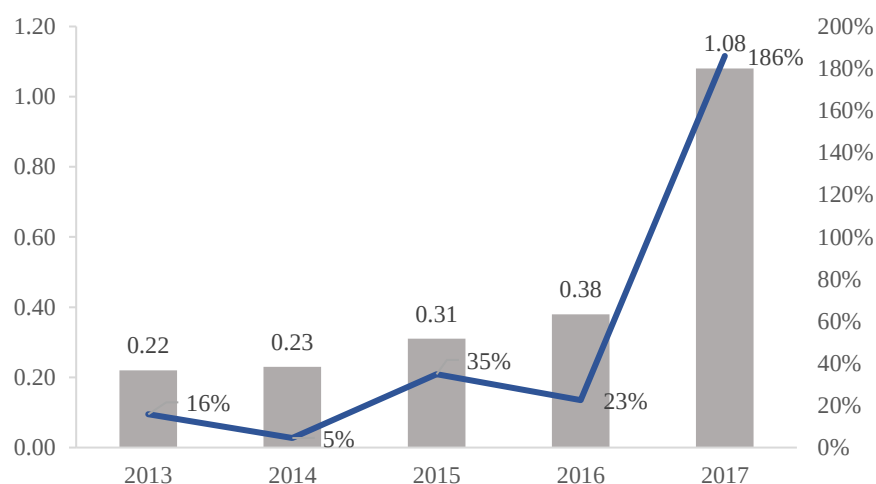
积极拓展海外渠道，加强国际交流与合作。公司非常重视海外市场，积极拓展海外渠道布局，推动华语影视出海，2013 年公司在香港设立子公司华策影视国际传媒有限公司，在海外开展全球华语联播项目，与 10 余家海外媒体共同建设覆盖 30 个以上国家和地区的华语节目播出平台，在美国全球性著名播放平台 SimulTV 和 YouTube 开设“华策频道”，继续推动“华剧场”的海外频道在全球更多地区上线，目前“华剧场”授权范围已涵盖传统媒体、网络电视、视频网站及酒店、航线点播平台等，进一步扩大海外渠道的渗透范围和深度，更好的将影视作品传播到海外。

公司成立影视译制基地公司，自主完成华语影视翻译工作，华语影视出海至关重要是影视节目的译制，于 2012 年已经开始双语剧制作计划，最早推出了《大汉贤后卫子夫》等双语剧。另外公司还专门成立了海宁国广华策影视译制有限公司作为影视译制基地，旗下拥有八支专业的翻译团队，不仅可以完成本公司电视剧出海的影视翻译工作，也可以为其他公司提供优质的译制服务。

同时，公司广泛参与国际交流与合作，构筑国际文化产业交流平台，全球娱乐合伙人版图不断扩张，通过建立全球娱乐合伙人联盟，与华纳、索尼、福克斯、ITV 等国际顶级传媒集团开展深度的业务战略合作；举办中美电影创意研讨论坛，与美国艺术中心设计学院达成合作；参加第三届中俄媒体论坛，并与俄罗斯领先的独立广播公司 CTC 传媒以及俄罗斯最大的私人传媒集团之一的国家传媒集团 (NMG) 达成战略合作，进一步加深国际交流与合作，增强华策影视在全球范围内的影响力。

出海影视成绩亮眼，国际影响力持续提升。近年来公司在影视出海方面表现亮眼，国产影视出海市场占有率接近 20%，2017 年的海外业务发展迅速，营业收入高达 1.08 亿元，同比增长 186%。截止 2017 上半年公司累计将 1 万多小时的中国影视作品授权发行至全球 180 多个国家和地区，海外营业收入总体呈增长趋势，2017 上半年海外销售签约额已过亿，公司出品的《我的奇妙男友》在海内外同步播出，在 Viki 和 DramaFever 的亚洲剧集点击排行榜上，播放量仅次于热门韩剧《太阳的后裔》；《三生三世十里桃花》在法国戛纳节入选全球最受欢迎电视剧集榜单；《解密》成为以市场化方式走向国际的主旋律题材剧，在美国卫视播出，荣获中美电影节“优秀电视剧金天使奖”；《何以笙箫默》成为迄今唯一一部进驻 Netflix 的华语时装电视剧；《亲爱的翻译官》、《锦绣未央》、《微微一笑很倾城》等剧在海外平台点击居前，广受追捧。2017 戛纳电视节上，公司总裁赵依芳女士荣获戛纳电视节荣誉勋章，成为首位获此奖项的中国影视传媒人，成为全球娱乐市场对中国电视剧产业重视和认可程度升级的一个标志性事件，进一步证明了华策影视在国内推动华流出海的领先地位。

图 45：公司海外营业收入（单位：亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 46：华策主要出海影视作品表现

剧名	播出时间	海外播出平台	成绩
	2015	Netflix	成为迄今唯一一部进驻 Netflix 的华语时装电视剧
	2016	Viki, DramaFever	在 Viki 和 DramaFever 的亚洲剧集点击排行榜上，播放量仅次于韩剧《太阳的后裔》
	2016	DramaFever	海外平台上线首周进入点击量前三
	2016	美国卫视 GETV	在海外则获得了高达 9.4 的评分；荣获中美电影节“优秀电视剧金天使奖”

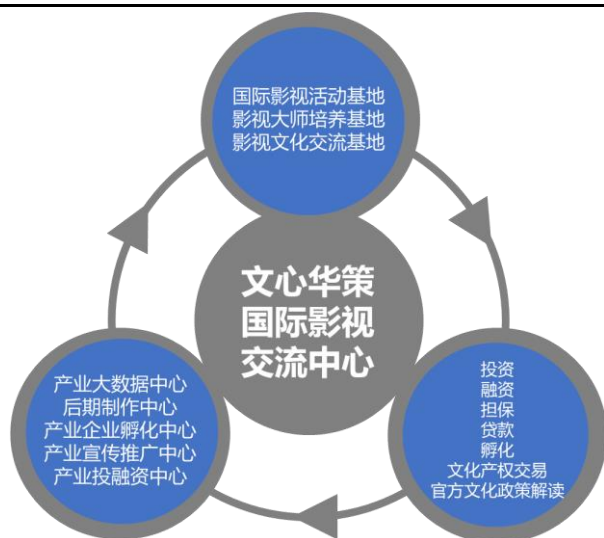
	2016	DramaFever	开播 72 小时播放量达 436 万,点击量排名前五
	2016	DramaFever	点击量排名前五,广受追捧
	2017	DramaFever	播出时与热门韩剧《鬼怪》撞期,但点击量超过《鬼怪》; 2017 入选法国戛纳节全球最受欢迎电视剧集榜单

数据来源：公司年报，公司官网，东吴证券研究所

携手文心空间和国内同业，打造国际影视合作新平台。公司携手北京市最大国有文化企业文投集团旗下的文创园运营品牌文心空间，共同打造文心华策国际影视交流中心，即中国影视产业国际合作实验区北京中心，战略布局三大基地、五大中心，搭建七大增值服务平台。此外，与其他国内行业龙头华谊兄弟、爱奇艺、大唐辉煌等十家中国影视文化企业共同成立中国电视剧（网络剧）出口联盟，入驻中国影视产业国际合作试验区杭州总部，着力建设影视创意创作平台、国际影视交流平台、国际影视人才培养平台、影视传播交易平台、影视产业投融资及配套服务平台、影视译制推广平台等六大平台。出口联盟的总产值占中国影视产业的 15% 以上，行业龙头企业在出海业务上改变单打独斗的模式，进行抱团合作，将带来叠加效应、增量效应、聚合效应，大大提升文化产品出口的规模、品牌、专业性和议价能力，进一步提高我国影视剧的海外售价，打开海外业务营业收入的增长空间。

2018 年 3 月 19 日，在香港国际影视展和由华策影视集团举办的“华策之夜”上，中国影视产业国际合作实验区杭州总部与北京中心重磅亮相，实验区杭州总部与北京中心将共享资源，还将充分发挥文心空间与华策集团突出的文化产业聚集能力、品牌影响力和资源整合力，通过市场化的方式打造中国影视“梦工厂”和中外文化互相了解、交流、学习的国际影视合作新平台，进一步推动公司海外发行业务的发展。

图 47：文心华策国际影视交流中心架构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 48：中国影视产业国际合作试验区亮相



数据来源：搜狐，东吴证券研究所

3.3. 创新内容营销模式，扩大利润增长空间

品牌植入反响火爆，广告收入持续增长。内容营销作为优质内容变现的重要途径，也是近年来公司发展的重点战略之一。影视作品的内容营销主要形式有广告植入、角标广告、创可贴和中插广告等，适合的广告与内容融合可以更加使广告受众面更加精确，增强广告的宣传效果，提高品牌的好感度，另一方面，广告也是制作方一大重要的收入来源，且广告的毛利率保持在 80% 以上，可以帮助制作方降低制作成本，同时增加业绩弹性，是公司未来提升利润率指标的重点发展业务之一。

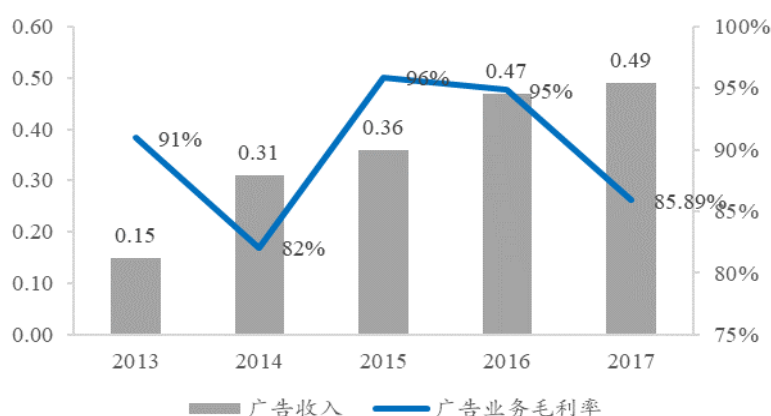
2016 年公司出品的《微微一笑很倾城》与《倩女幽魂》手游进行深度合作，整部剧都以“新倩女幽魂”这个网游为故事线索，逐步演绎主人公的爱情之路，游戏中也推出了对应影视主人公的角色，粉丝们通过电视剧就已经对这款游戏非常熟悉，游戏的热度也随着影视作品不断提高，排名从 300 之外飙升至免费榜第 4、畅销榜第 9。2017 年《三生三世十里桃花》与酒品品牌泸州老窖展开合作，在剧集开播前研制新产品“桃花醉”，定位年轻女性市场，与影视作品的剧情发展密切结合，主人公饮酒的画面多次在剧中出现，让观众印象深刻，电视剧的大获成功也使泸州老窖的“桃花醉”系列广受欢迎，款款脱销。

图 49:《三生三世十里桃花》植入“桃花醉”酒



数据来源：搜狐，东吴证券研究所

图 50: 公司广告收入（亿元）及毛利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

合作奥美，创造现品牌娱乐营销新模式。在一般的影视作品生产过程中，品牌植入的创意主导方主要是广告代理公司，影视公司通常被动接受品牌植入需求，这可能导致品牌植入与剧情不匹配等问题，一定程度上影响了影视内容制作公司的口碑。公司作为影视公司的龙头，开启了娱乐与营销融合的先河，2018年4月2日，华策影视与国际知名营销公司奥美签订战略合作协议，将成立“华策奥美娱乐营销坊”，奥美在娱乐营销领域深耕多年，通过全球网络支持为众多国内外知名品牌提供整合营销策略与创意服务业，两者的合作将是优势内容资源和精准传播策略的强强联合，在新的高度实现娱乐整合营销。

通过此次合作，公司希望未来让营销参与到内容的早期创作，进一步融入作品，让内容与营销更完美的融合，有利于提升内容的口碑，也可以更好的掌控营销策略和影视播出的节奏，同时增强品牌和影视项目本身的宣传效果，另一方面，华策作为精品剧的制作方，为了进一步提高作品的质量，前期投入成本也会越来越高，植入广告的收入也

将为公司分摊前期高额投入的压力，提高营业收入规模。

图 51：华策奥美娱乐营销坊成立



数据来源：腾讯娱乐，东吴证券研究所

3.4. 链接“X”种跨界合作，加速打造泛娱乐生态

公司作为众多超级 IP 的拥有者，提出 SIP+X 战略，积极探索 IP 内容与其他领域的多种结合方式，拓展内容衍生品的范围，实现优质内容的多元化变现。

目前，华策通过战略投资的方式，已经在 VR、旅游、时尚消费等领域进行布局，战略投资在线旅游企业驴妈妈母公司景域文化，共同构建基于泛娱乐生活的影视旅游新业务合作模式；直接投资 VR 内容制作一线公司兰亭数字和热波科技，间接投资美国 AR 科技公司 Magic Leap，探索全新内容形态与全新商业模式创新，驱动内容形式的创新升级；投资翼翔冰雪，提供冰雪运动高端服务，业务扩展至体育行业；投资中国第一达人视频电商平台和最活跃的美妆达人社区，进入时尚消费领域，在双方掌握的超级 IP、内容流量、互动平台和市场渠道基础上，进行品牌的协同开发运营，打造高品质、高毛利属性的消费品牌，进一步完善内容衍生品的运营链条。

图 52：公司重要战略投资情况

年份	投资公司名称	投资业务	投资金额（万元）	持股比例
2017	苏州乐米信息科技股份有限公司	移动游戏开发及发行	3999.9996	10%
2016	上海景域文化传播股份有限公司	在线旅游业务	25,000.00	4.09%
2016	北京兰亭数字科技有限公司	虚拟现实、增强现实数字多媒体产品制作	1,470.00	7.00%
2016	热波（北京）网络科技有限责任公司	虚拟现实视频制作出品、虚拟现实内容分发与运营	640	8.60%
2016	北京翼翔冰雪时尚文化有限公司	冰雪运动高端服务平台	300	10.00%
2016	PV ML LLC	特殊目的公司，用于投资世界知名的增强现实公司 Magic Leap	2,288.43	62.50%

2016	XiaoHongChun INC.	视频电商平台和美妆达人社区	43,048.55	35.03%
2016	苏州亿动非凡网络科技有限公司	时尚娱乐和社交游戏的研发和发行	2,000.00	10.00%
2016	广州乐为数码科技有限公司	网络游戏开发和运营	2,000.00	12.50%
2016	浙江华策景域旅游文化传媒有限公司	旅游影视内容双向植入营销业务	510	51.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

伴随着我国影视内容的快速发展，超级 IP 带动的衍生品市场将是一个大金库，也是打开优质内容变现更大空间的一个重要方向。对比海外市场，韩国的文化产业出口每增加 100 美元，就能带动 412 美元的商品出口，随着韩剧走向世界，和剧集相关的服装、饰品、食品等也在世界范围内引起热潮；美国影视行业的衍生品市场非常成熟，好莱坞的电影票房仅占 30%-40%，赛车总动员系列的衍生收入高达电影票房收入的 10 倍，《冰雪奇缘》中仅仅主角 Elsa 公主的裙子就卖出 300 万条，收入高达 4.5 亿美元，上映后三年，每年的衍生品收入的增速仍高达 10 亿美元。国内的衍生品市场目前还处于起步阶段，未来有很大的发展潜力，在 SIP+X 的战略布局下，公司未来的衍生品形式不仅仅局限于周边商品，还有市场前景广阔的在线旅游和 VR、AR 领域，这样的泛娱乐生态圈能够更好的打开华策拥有的超级 IP 的变现空间，进一步提高公司未来的盈利能力和发展能力。

图 53：全球衍生品收入 TOP 10 电影（单位：美元）

排名	电影名称	衍生收入	部数	全球总票房
1	星球大战	320 亿	10	64.9 亿
2	赛车总动员	100 亿	2	10.2 亿
3	玩具总动员	90 亿	3	19.7 亿
4	哈利波特	70 亿	8	78 亿
5	冰雪奇缘	53 亿	1	12.8 亿
6	变形金刚	30 亿	4	37.7 亿
7	蜘蛛侠	13 亿	5	39.6 亿
8	复仇者联盟	10 亿	2	29.2 亿
9	忍者神龟	9 亿	4	10.6 亿
10	蝙蝠侠	4.9 亿	7	37.2 亿

数据来源：艺恩，东吴证券研究所

图 54：《赛车总动员》和《冰雪奇缘》周边



数据来源：搜狐，东吴证券研究所

4. 盈利预测

假设 1: 根据视频平台付费会员收入及广告收入空间, 以及白热化竞争态势下对于内容的投入力度的增强, 版权费价格在未来 3 年有持续上涨空间, 另一方面考虑到行业持续规范化, 结构成本有望持续调整的情况下, 精品剧有望实现持续向头部集中趋势, 我们预计 2018-2020 年营业收入增速为 29.2%、27.4%、25.1%;

假设 2: 毛利率在成本结构调整等的带动下出现小幅回升的趋势, 我们预计这种趋势在未来三年内有望持续维持;

我们预计公司 2018-2020 年实现营业收入 67.79/86.37/108.09 亿, 实现归母净利润 7.90/10.45/13.62 亿, EPS 为 0.45/0.59/0.77 元, 对应当前股价 PE 为 23/17/13X。

我们选取电影内容制作龙头的光线传媒、游戏内容龙头兼具影视内容制作的完美世界、阅读内容细分领域标的平治信息以及同是电视制作领域精品制作公司的慈文传媒作为可比公司, 考虑一方面整理内容版权处于估值低位, 后续有望估值持续修复, 另一方面视频平台内容投入的不断增大以及剧集行业有望加速集中的趋势, 看好公司发展前景, 给予公司 19 年 25X 估值, 对应目标市值 261 亿, 给予“买入”评级。

图 55: 可比公司估值对比

可比公司	目前股价	EPS		PE	
		2018E	2019E	2018E	2019E
光线传媒	9.20	0.77	0.41	12	22
慈文传媒	26.26	1.64	2.02	16	13
平治信息	56.00	1.52	2.08	37	27
完美世界	18.54	1.54	1.91	21	17
行业平均				22	20

数据来源: 表中预测均为 WIND 一致预测, 东吴证券研究所

5. 风险提示

项目进度不达预期风险: 影视剧项目制作进度容易受到剧本、演员档期等方面的影响, 单个项目的进度不确定性较大, 进度有不达预期的风险;

视频平台内容投入不及预期风险: 我们对于视频平台的内容投入加强的预期是建立在长视频领域的竞争持续增强的假设, 未来如果竞争放缓, 视频平台有可能减少内容方面的采购。

华策影视三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	9,241	8,657	18,284	20,693	营业收入	5,246	6,779	8,637	10,809
现金	1,666	1,869	8,705	10,894	减:营业成本	3,852	4,916	6,173	7,613
应收账款	4,025	2,281	4,116	3,090	营业税金及附加	21	34	40	47
存货	2,645	3,053	4,102	4,722	营业费用	328	505	654	771
其他流动资产	905	1,454	1,361	1,987	管理费用	282	411	466	576
非流动资产	3,298	3,239	3,161	3,070	财务费用	96	53	157	296
长期股权投资	669	579	487	391	资产减值损失	53	0	0	0
固定资产	29	56	74	86	加:投资净收益	33	22	25	27
在建工程	2	11	17	20	其他收益	-1	-1	-2	-1
无形资产	2	2	2	2	营业利润	702	882	1,171	1,532
其他非流动资产	2,598	2,591	2,581	2,571	加:营业外净收支	2	86	83	67
资产总计	12,539	11,896	21,445	23,762	利润总额	704	968	1,254	1,599
流动负债	5,140	3,819	12,446	13,520	减:所得税费用	68	154	180	208
短期借款	930	930	7,445	8,957	少数股东损益	1	24	28	29
应付账款	1,384	1,581	2,142	2,450	归属母公司净利润	634	790	1,045	1,362
其他流动负债	2,827	1,308	2,859	2,114	EBIT	736	983	1,358	1,809
非流动负债	392	322	246	166	EBITDA	763	1,000	1,381	1,838
长期借款	391	321	245	166					
其他非流动负债	1	1	1	1					
负债合计	5,532	4,141	12,692	13,686					
少数股东权益	106	129	158	186					
归属母公司股东权益	6,901	7,626	8,596	9,890					
负债和股东权益	12,539	11,896	21,445	23,762					
现金流量表 (百万 元)					重要财务与估值指 标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	706	999	549	1,033	每股收益(元)	0.36	0.45	0.59	0.77
投资活动现金流	-205	64	78	87	每股净资产(元)	3.90	4.31	4.86	5.59
筹资活动现金流	-316	-859	-307	-443	发行在外股份(百万 股)	1770	1770	1770	1770
现金净增加额	185	204	320	678	ROIC(%)	7.4%	9.2%	7.1%	8.2%
折旧和摊销	27	17	23	29	ROE(%)	9.1%	10.5%	12.3%	13.8%
资本开支	12	30	14	5					
营运资本变动	-63	136	-680	-657	毛利率(%)	26.6%	27.5%	28.5%	29.6%
					销售净利率(%)	12.1%	11.7%	12.1%	12.6%
					资产负债率(%)	44.1%	34.8%	59.2%	57.6%
					收入增长率(%)	18.0%	29.2%	27.4%	25.1%
					净利润增长率(%)	32.6%	24.6%	32.3%	30.3%
					P/E	28.50	22.80	17.39	13.32
					P/B	2.63	2.38	2.11	1.84
					EV/EBITDA	25.36	18.42	13.07	9.42

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

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

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

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

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>