



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

新渠道新模式，影视龙头迎来新周期

—— 华策影视（300133.SZ）深度报告

2020年2月18日

王建会 传媒行业分析师

新渠道新模式，影视龙头迎来新周期

2020年2月18日

本期内容提要：

◆ **受行业整体调整影响，2019年公司业绩承压，2020年毛利率和现金流情况有望触底回升。**由于销售影视剧规模下降，公司2019Q3公司实现营业收入13.1亿元，同比下降63.4%。受影视行业竞争加剧叠加演员成本不断提高影响，电视剧毛利率从2011年开始持续下跌，2020年有望止跌回升，主要原因有三点：1)下游视频平台商业模式更加稳固，公司与平台的定制剧、预售剧比例增加，毛利率可提前锁定；2)头条系、芒果等平台发力长视频剧集业务，渠道多元化有望提高公司议价能力；3)爱奇艺、腾讯视频等平台的付费点播模式让影视制作公司B2B2C模式成为可能，分成收入有望提高毛利率。此外，2020Q1由于疫情影响行业拍摄进度，公司有望加速完成去库存，实现现金流量的好转。

◆ **视频平台拉动版权费上涨，影视行业剧集总量企稳下精品剧呈头部集中趋势。**我们从价格和量的角度分析影视剧行业，1)价格角度：以爱奇艺为例分析，我们认为从“优质头部内容拉动会员数量增长—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—头部内容版权费的价格继续上升”的良性循环依然成立，未来版权费有较大的增长空间。2)量的角度：2019年，国产古装剧遭到限制，影视剧备案数量下滑，行业持续去产能，市场呈现精品化趋势。华策影视坚持SIP+X战略，作为影视行业龙头持续打造精品，坚持内容为王战略。

◆ **公司积极调整业务模式，积极出海的同时拓宽渠道方，把握新平台进入的渠道红利。**行业调整下，公司把握“内容精品化、产业平台化、华流出海”三大战略。以SIP为核心，运用其大数据分析能力和经验丰富的内容制作团队，建立一条电视剧工业化生产流程，打造众多头部作品。同时，公司积极组织搭建剧集出海平台，引领国剧出海潮流。随着海外出口渠道的成熟，公司海外收入逐年升高。2018年公司海外出口影视剧超过10000小时，覆盖全球180多个国家和地区。此外，公司把握新平台进入的渠道红利，与短视频合作积极布局新业务模式，增加版权、宣发等短视频合作业务，有望强化剧集宣发。如2019年大火的《亲爱的，热爱的》的抖音官方账号成功吸引了293.2万粉丝，获赞2935.9万，在腾讯视频上累计播放达75.4亿次。

◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2019-2021年营业收入分别达到37.68、62.18、83.94亿元，同比增长-35%、65%、35%，归属母公司股东的净利润分别为-12.92、6.34、8.63亿元，同比增长-711.67%、49.07%、36.16%，2019-2021年摊薄EPS分别达到-0.74元、0.36元和0.49元，对应2020年2月17日收盘价(9.72元/股)的动态PE分别为-13倍、27倍和20倍，我们认为随着视频平台对于内容投入尤其是精品内容的投入不断增大以及剧集行业集中化趋势下，公司发展前景良好，首次覆盖给予“买入”评级。

◆ **股价催化剂：**影视剧行业头部效应凸显，精品剧向头部内容制作公司集中，头部影视剧公司业

证券研究报告

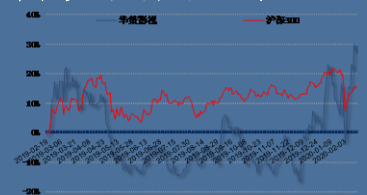
公司研究——深度研究

华策影视 (300133.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

华策影视相对沪深300表现



资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司主要数据 (2020.2.17)

收盘价(元)	9.72
52周内股价波动区间(元)	5.91-9.72
最近一月涨跌幅(%)	25.74
总股本(亿股)	18
流通A股比例(%)	77.78
总市值(亿元)	163

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

王建会 传媒行业分析师
执业编号：S1500519120001
联系电话：(010) 83326755
邮箱：wangjianhui@cindasc.com

相关研究

《短视频行业深度研究(1)——从抖音爆发探究私域流量变现的可能边界》2020.2

绩和估值有望得到双提升。

◆ **风险因素：**项目进度不达预期风险、视频平台内容投入不及预期风险、商誉减值风险。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	5,245.59	5,797.21	3,768.19	6,217.51	8,393.63
增长率 YoY %	18.01%	10.52%	-35.00%	65.00%	35.00%
归属母公司净利润(百万元)	634.43	211.22	-1,291.98	633.76	862.95
增长率 YoY%	32.60%	-66.71%	-711.67%	-149.05%	36.16%
毛利率%	26.57%	25.92%	20.00%	30.00%	30.00%
净资产收益率 ROE%	9.56%	3.06%	-20.58%	10.65%	12.89%
EPS(摊薄)(元)	0.36	0.12	-0.73	0.36	0.49
市盈率 P/E(倍)	27	82	-13	27	20
市净率 P/B(倍)	2.50	2.49	3.06	2.75	2.42

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2020 年 2 月 17 日收盘价

目 录

公司分析：现金流有望重回健康，剧集毛利率有望提高	1
视频平台拉动版权费上涨，总量企稳下精品剧呈头部集中趋势	5
（一）价格角度：未来几年视频平台将持续拉动版权费上涨	5
（二）量的角度：2019 影视剧集数量减少，市场呈现精品化趋势	7
公司业务：积极调整业务模式，新渠道进入利好内容方	10
（一）依托工业化平台，打造精品化内容矩阵	10
（二）积极组织搭建剧集出海平台，引领国剧出海潮流	15
（三）顺应行业发展调整公司业务，把握新平台进入的渠道红利资源	16
盈利预测、估值与投资评级	20
（一）假设条件	20
（二）公司估值及评级	错误！未定义书签。
风险因素	21

表 目 录

表 1：各大视频网站会员价格基本企稳	6
表 2：奈飞各地区会员收费标准（人民币）	6
表 3：公司 2020 年剧集片单（不完整统计）	12
表 4：公司 2019 年已播剧集	13
表 5：公司八大事业群	14
表 6：国内热播剧 YouTube 播放量情况（截至 2019 年 4 月 28 日）	15
表 7：西瓜视频内容库概况	17
表 8：抖音官方账号（华策影视制作剧集）情况	18
表 9：盈利预测各项费用率假设	20
表 10：华策影视可比公司估值情况	21

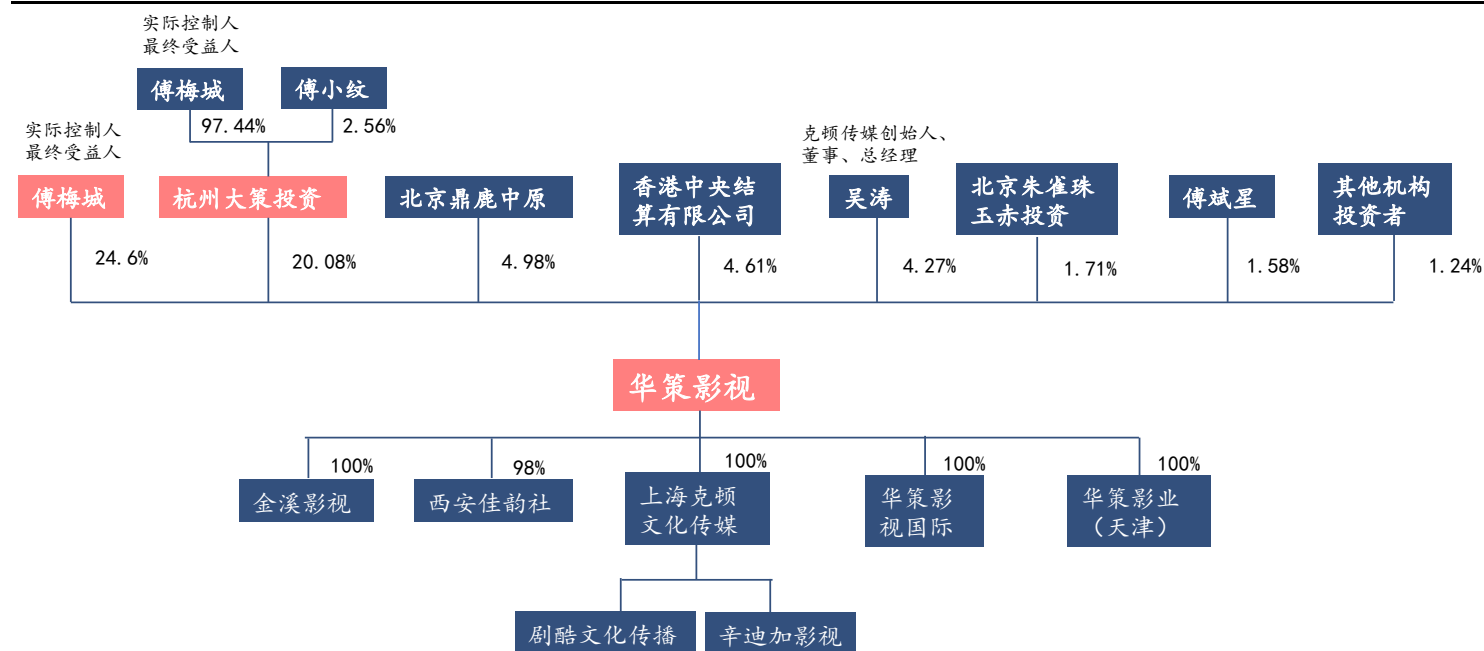
图 目 录

图 1：公司股权结构及组织情况（截至 2020 年 2 月 15 日）	1
图 2：公司 2010-2019Q1-3 总收入（亿元）及增速情况	2
图 3：公司 2010-2019Q1-3 收入构成情况	2
图 4：公司 2010-2019H1 毛利率情况	2
图 5：2010-2019Q1-3 期间费用率情况	2
图 6：2010-2019H1 经营性应收应付项目变化情况（亿元）（现金流量表口径）	3
图 7：2010-2019H1 存货变化情况（亿元）（现金流量表口径）	3
图 8：2010-2019H1 公司净利润和经营活动净流量情况（亿元）	4
图 9：2015-2018 年爱奇艺会员收入（亿元）	5
图 10：爱奇艺付费渗透率逐渐上升	5
图 11：爱奇艺单用户广告价值有望保持高速增长	6
图 12：爱奇艺单用户价值仍有较大的增长空间	6
图 13：2017-2019 年全国国产电视剧发行数量题材分布	7
图 14：2007-2019 年电视剧制作备案公示部数	8
图 15：2007-2019 年电视剧制作备案公示集数（集）	8
图 16：2017-2019 年上线剧集和网络剧数量变化	9
图 17：2017-2019 年 IP 剧数量与走势	9
图 18：2019 年 TOP30 电视剧&网络剧 IP 改编占比	9
图 19：克顿传媒整体运营体系	11
图 20：2010-2019 年华策影视取得发行许可的电视剧数量（部）	12
图 21：2018 年电视剧行业公司发行许可证数量对比（部）	12
图 22：2018 年调整后的组织架构图	14
图 23：2010-2018 年公司海外收入（亿元）及增长率	16
图 24：字节系与公司的合作示例	18
图 25：2016-2021E 短视频市场规模及增速（亿元）	18
图 26：2019.1-2020.1 短视频 DAU（亿）	18

财务分析：现金流有望重回健康，剧集毛利率有望提高

华策影视主要从事影视剧投资、制作、发行等业务，在 2010 年 10 月 26 日于深交所创业板上市，公司创始人为傅梅城及杭州大策投资，其中杭州大策为董事长傅梅城的控股公司，目前实际控制人为傅梅城、赵依芳夫妇，傅梅城先生任公司董事长，赵依芳女士任总经理，公司控制权稳定，多年来未曾变更，截至 2020 年 2 月 15 日，傅梅城先生直接持股 24.6%，通过杭州大策投资间接持股 20.08%，共计持股 44.68%，公司管理层经验丰富，总经理赵依芳女士有影视行业 30 多年从业经验，公司为老牌影视制作公司，行业底蕴深厚。

图 1：公司股权结构及组织情况（截至 2020 年 2 月 15 日）

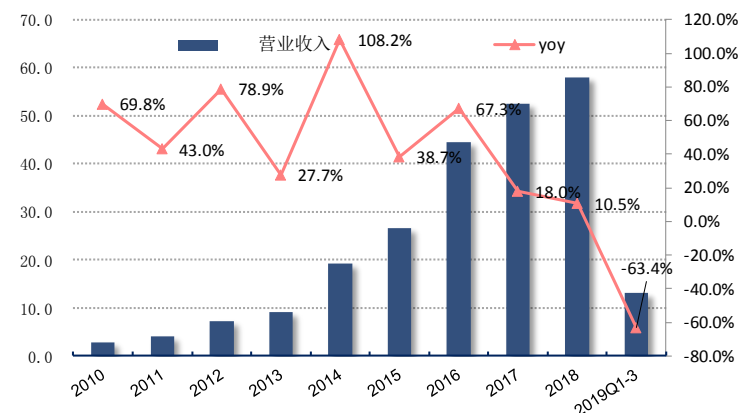


资料来源：企查查，信达证券研发中心

公司业务扩张同时伴随收入的不断提高，从 2010 年到 2018 年公司收入实现 65.1% 的复合增长率，2018 年收入为 57.97 亿元，同比提高 10.5%，但随着前几年影视行业面临总产能过剩、上游演员成本过高、税务政策调整、平台限价、现金流紧张等一系列的问题，公司收入增速逐渐放缓，2019 年前三季度公司实现收入 13.10 亿元，同比下降 63.4%，主要原因是公司销售影视剧规模下降。公司收入来源包括全网剧销售、电影票房与电影销售收入、综艺、经济业务、游戏、广告、音乐及其他收入，基本涵盖影视行业所有变现业务，主要收入为剧集的销售业务，2018 年销售收入占比为 77.6%，其余占比较大的业务

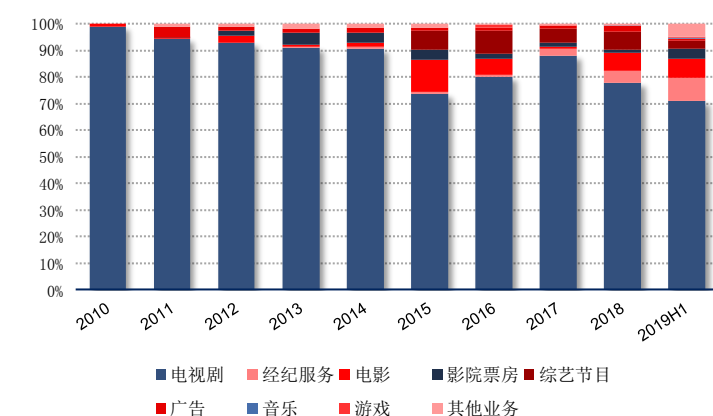
为电影销售（2018 年占比 6.84%）、综艺（2018 年占比 6.61%）、经纪业务（2018 年占比 4.59%），另外公司有少量海外业务，主要为影视剧出海收入，2018 年实现海外收入 0.92 亿元，公司为 Netflix 等海外平台华语影视剧主要供应商，出口了《天盛长歌》等多部影视剧作。

图 2：公司 2010-2019Q1-3 总收入（亿元）及增速情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：公司 2010-2019Q1-3 收入构成情况



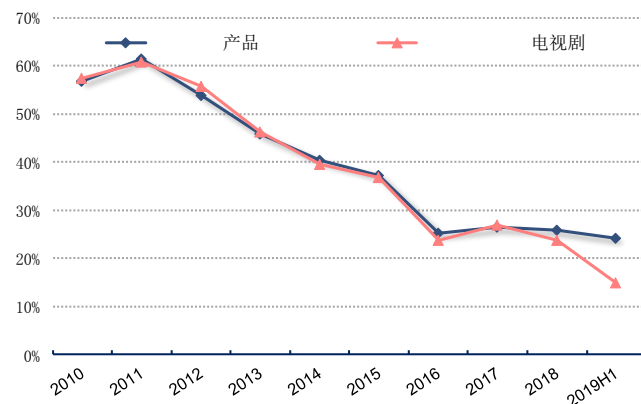
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

受行业竞争加剧影响，公司毛利率持续走低，2020 年有望止跌回升。由于影视行业竞争加剧、下游商业模式的变化叠加演员成本的不断提高，电视剧毛利率从 2011 年开始持续下跌，在下游渠道商业模式、上游演员成本逐渐稳定的情况下，公司从 2016 年开始毛利率稳定在 20%-30%之间，而 2018、2019 年毛利率达到新低则是由于受行业税收波动、演员限薪、平台限价影响，下游剧集版权采买价格小幅下跌，但由于影视剧制作周期较长，成本与收入错位导致毛利率降低。但这一情况在 2020 年有望结束，1、下游视频平台商业模式更加稳固，公司与平台的定制剧、预售剧比例增加，毛利率可提前锁定，2、下游可选择渠道增加，头条系、芒果等平台发力长视频剧集业务，有望提高公司议价能力，3、下游商业模式创新有望提高需求空间，爱奇艺、腾讯视频等平台的付费点播模式让影视制作公司 B2B2C 模式成为可能，分成收入有望提高毛利率。

期间费用率基本维持稳定。2019 前三季度期间费用率上升主要由于收入下降所致，而费用呈现刚性。

图 4：公司 2010-2019H1 毛利率情况

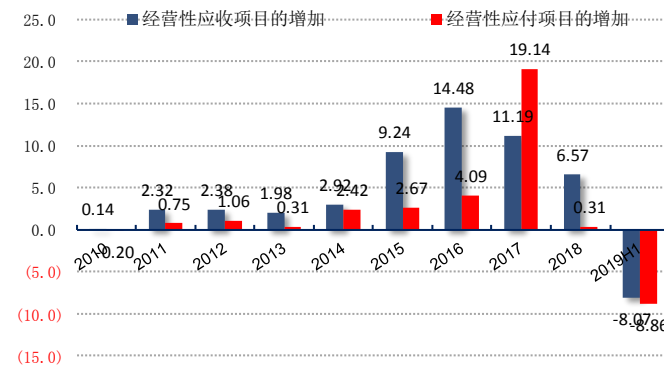
图 5：2010-2019Q1-3 期间费用率情况



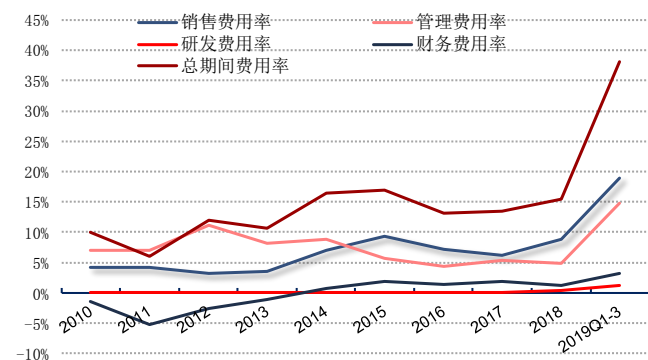
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

预售剧定制剧增多, 现金流量有望改善。公司在 2015-2016 年现金流开始恶化, 主要表现在经营性应收的大幅增加, 同时经营净现金流量出现大额负数, 与净利润不匹配, 2017-2018 年经营性应收和应付同时增加, 公司现金流量获得小幅改善, 2019 年之后公司立项剧集中预售剧和定制剧增多, 可实现现金流的前置, 缩短收款周期。从存货情况看, 2017 年存货增长数量达到历年之最, 公司在 2018 年开始去库存, 2020 年一季度由于疫情影响行业拍摄进度被迫拖延, 公司有望加速完成去库存进度, 实现现金流的好转。

图 6: 2010-2019H1 经营性应收应付项目变化情况 (亿元) (现金流量表口径)

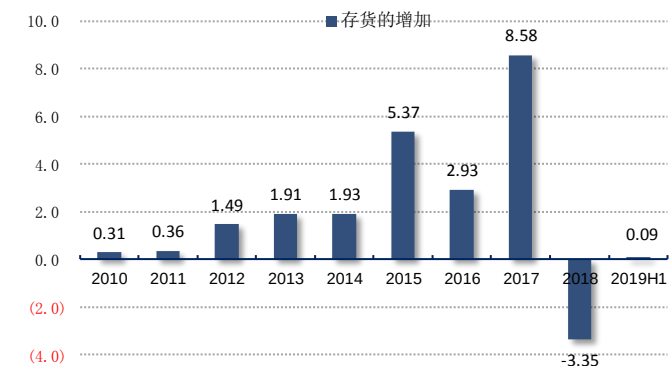


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



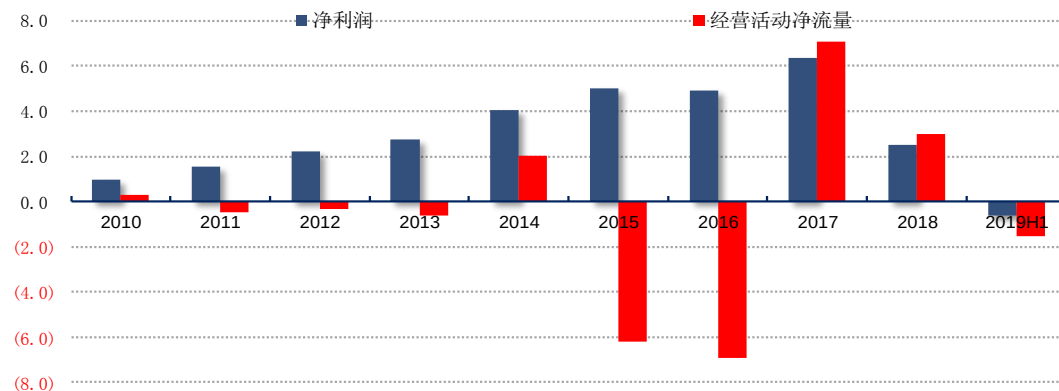
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 7: 2010-2019H1 存货变化情况 (亿元) (现金流量表口径)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 8: 2010-2019H1 公司净利润和经营活动净流量情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

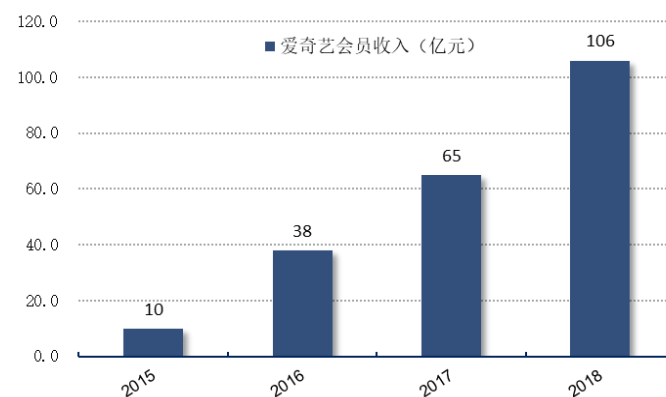
2019 年将计提减值, 以后年度估值风险将降低。根据 2019 年公司业绩预告, 公司将计提商誉减值准备约 8.4 亿元, 计提长期股权投资减值准备约 1.8 亿元, 计提存货减值准备约 1.3 亿元, 总计减值约 11.5 亿, 2019 年将亏损约 12.95 亿元至 12.90 亿元, 去掉减值影响亏损约 1.45 亿元至 1.4 亿元, 亏损主要由于 2019 年度内公司持续去库存导致销售规模降低所致, 我们预计随着 2020 年公司现金流恢复正常, 项目立项数逐渐增加, 渠道合作模式逐渐成熟并趋于多样化, 公司 2020 年业绩有望企稳回升, 开始新的业务周期。

视频平台拉动版权费上涨，总量企稳下精品剧呈头部集中趋势

（一）价格角度：未来几年视频平台将持续拉动版权费上涨

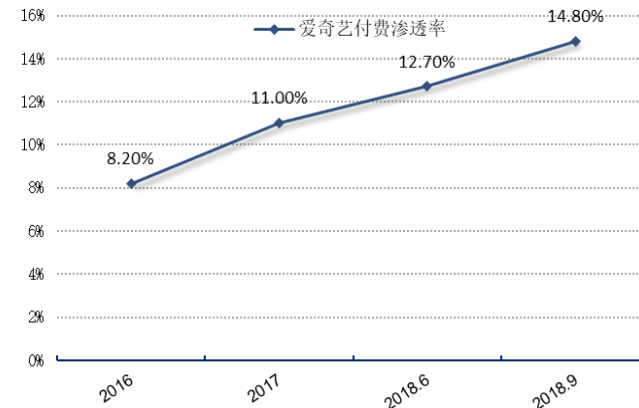
付费渗透率与 ARPU 的增长将持续推动会员收入的增长。会员收入 = 付费会员 * 单用户 ARPU = 付费渗透率 * 月活 * 单用户 ARPU。首先以爱奇艺为例，探讨付费收入的体量空间。从付费渗透率上来看，爱奇艺会员收入在 2017 年达到了 65 亿，同比 16 年增长了 74%，主要驱动来自于付费会员的增长，17 年会员数量达到 5080 万，同比 16 年增速 68%。而到了 18 年爱奇艺会员收入已达 106 亿元人民币，而爱奇艺总营收达 250 亿元人民币，由此可见 18 年爱奇艺会员收入已占总收入的半壁江山。2017 年主要视频平台爱奇艺付费渗透率约为 11%，腾讯付费渗透率约为 12%，2018 年爱奇艺与腾讯的付费渗透率达到 15% 左右。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，我们预计未来爱奇艺付费渗透率有望达到 25% 左右。

图 9：2015-2018 年爱奇艺会员收入（亿元）



资料来源：爱奇艺公告，信达证券研发中心

图 10：爱奇艺付费渗透率逐渐上升



资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

而从 ARPU 的角度上来看，均按照当年年底的付费会员数来计算，2015 年-2018 年爱奇艺 ARPU 分别为 93.1 元、124.6 元、128.7 元、及 121.2 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的距离。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，预计未来几年爱奇艺单用户 ARPU 将维持在 5% 左右。综上所述：由于付费会员数已经突破 1 亿，且增长势头较猛，我们估计 2020 年付费会员数将达 1.4 亿，我们预计会员

收入在 2020 年将达到 214 亿元。

表 1: 各大视频网站会员价格基本企稳

各大网络在线视频	月度 VIP	年度 VIP	连续包月
腾讯视频	20	198	15
爱奇艺	19.8	198	15
优酷	20	198	15
芒果 TV	15	150	11

资料来源: 各大视频官网, 信达证券研发中心

表 2: 奈飞各地区会员收费标准 (人民币)

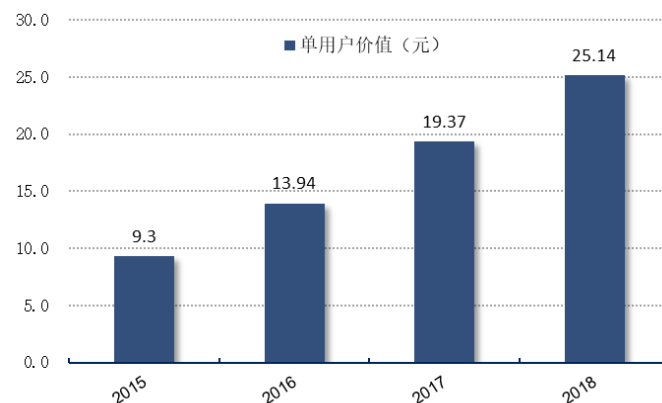
地区	包月价格 (第一个月免费使用)		
	基本	标准	高级
美国	50	68	87
日本	38	55	84
台湾地区	58	71	84

资料来源: 奈飞官网, 信达证券研发中心

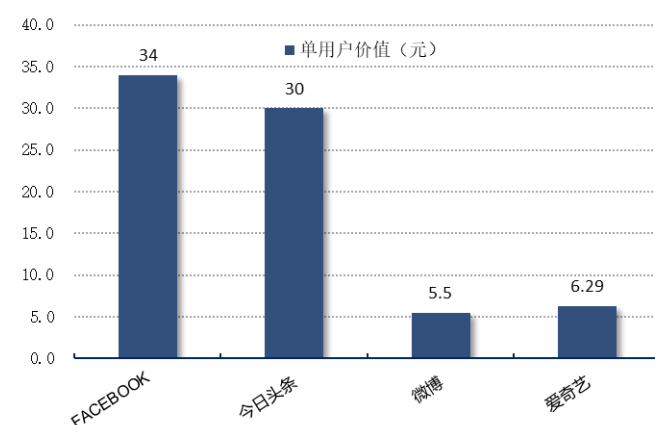
而从广告收入上来看 (广告收入=单用户价值*MAU) 考虑到视频平台目前 MAU 接近饱和, 线上渠道下沉红利趋尽, 推动广告收入增长的主要驱动力更多的来自于单用户价值的提升。爱奇艺 2015-2018 年广告收入分别为 34.0 亿、56.5 亿、81.6 亿、93 亿, 根据爱奇艺 2015 年-2018 年的月活数据计算 (以每年年底), 2015-2018 年单用户广告价值分别为 9.3 元、13.94 元、19.37 元以及 25.14 元, 同比持续实现大幅提升; 对比目前 FACEBOOK 全球单季度单用户价值约 34 元、今日头条单季度单用户价值约 30 元等, 爱奇艺单季度用户价值不足 7 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。综上所述: 爱奇艺的会员付费收入与广告收入均有较大的体量空间。

图 11: 爱奇艺单用户广告价值仍有望保持高速增长

图 12: 爱奇艺单用户价值仍有较大的增长空间



资料来源：爱奇艺公告，信达证券研发中心



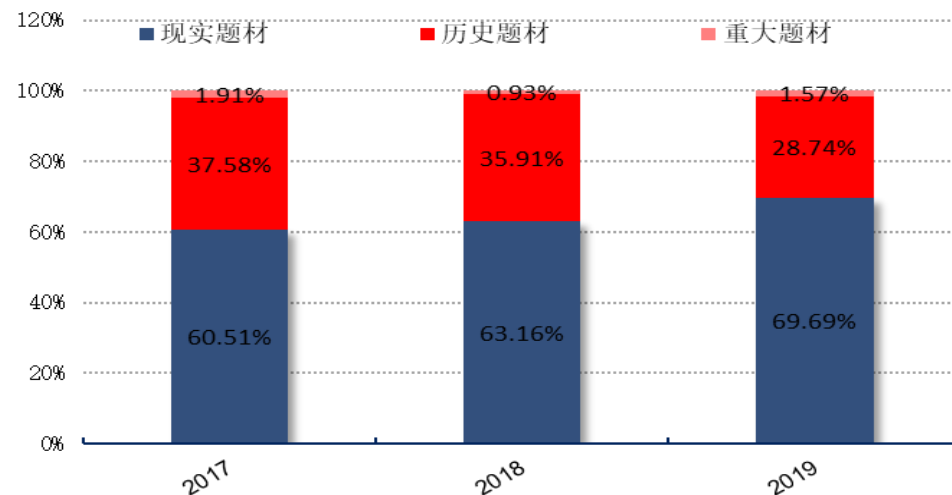
资料来源：爱奇艺公告，信达证券研发中心

由于优质的头部精品大剧是拉动会员收入增长的主要内容，优质的头部精品大剧版权费仍有增长空间。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。而 2019 年第三季度，爱奇艺内容成本为人民币 62 亿元(8.705 亿美元)，同比增幅 3%可见内容成本仍在保持增长。综上所述：从优质头部内容拉动会员数量增长→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→头部内容版权费的价格继续上升的良性循环依然成立，我们认为版权费有较大的增长空间。

（二）量的角度：2019 影视剧集数量减少，市场呈现精品化趋势

国产古装剧遭到限制，现当代剧集占比提升。从 2017 年开始，广电总局关于限制古装剧播出的计划提上日程，主要限制了各大卫视的古装剧播出占比。2019 年广电总局“限古令”升级，3 月至 6 月禁播所有古装题材网剧，电视剧，受影响的古装剧超过几十部以上。华策影视出品的古装剧《独孤皇后》也受到影响，尽管正在播出，仍然可以播完，但不能宣传，必须从各平台推荐页面移除。在广电总局政策引导下，2017 年以来历史题材电视剧发行部数占比持续下降，由 2017 年的 37.58%，逐年下降到 2019 年的 28.74%。此外，2019 年为改革开放 40 周年和新中国建国 70 周年，现实题材电视剧开始在小银幕走向主流。

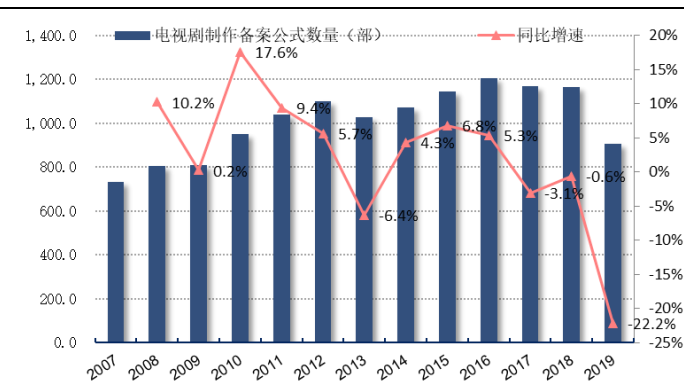
图 13：2017-2019 全国国产电视剧发行数量题材分布



资料来源：广电总局，信达证券研发中心

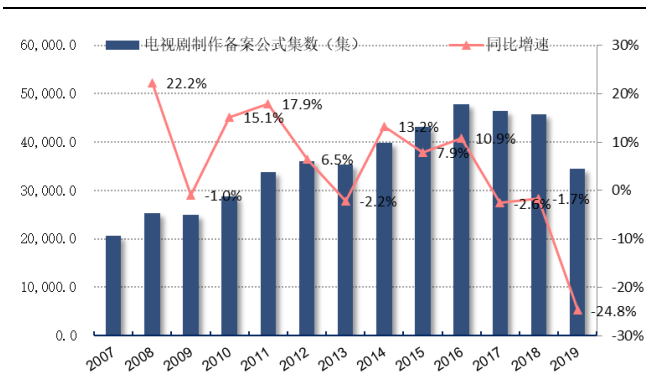
影视剧备案数量下滑，行业持续去产能。尽管下半年“限古令”逐渐解除，这一政策对全年电视剧备案数量产生重大影响，再加上供过于求的国产电视剧市场产能出清，2019年在行业调整下，前三季度的电视剧制作备案部数同比下滑27%；前三季度电视剧制作备案公示集数同比下滑30%。

图 14：2007-2019 年电视剧制作备案公示部数



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 15：2007-2019 年电视剧制作备案公示集数 (集)

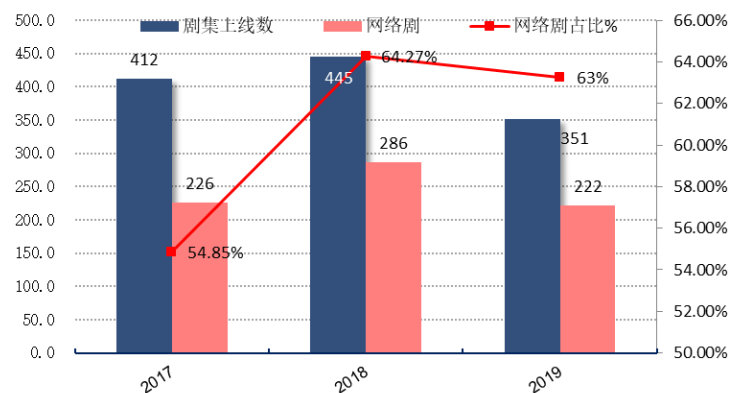


资料来源：Wind，信达证券研发中心

上线剧集总量下滑，其中网络剧占据主流。随着视频网站的崛起，在线观看成为电视剧播出的主渠道，网络剧也成为主力剧

集类型。根据 2018 和 2019 年剧集上线的数量来看，2019 年的 351 部比 2018 年的 445 部下降了 21%。截至 12 月，2019 年播出上线剧集为 351 部，其中网络剧共 222 部，占总数的 63%，成为大剧市场的主力。

图 16: 2017-2019 年上线剧集和网络剧数量变化

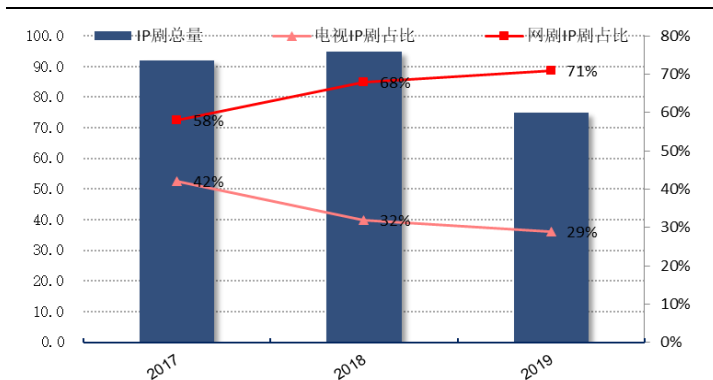


资料来源：艺恩，信达证券研发中心

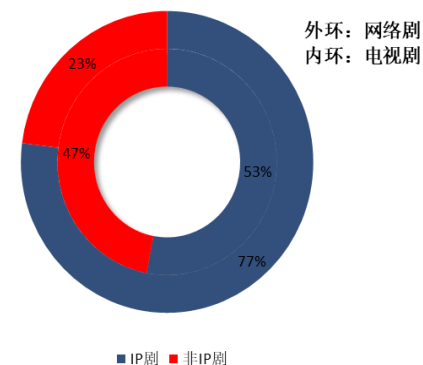
IP 剧数量下降，但仍占据过半头部剧集，品质剧集引领市场。2017 年至 2019 年 IP 改编电视剧于电视剧总量的占比逐年下降，IP 改编网络剧则逐年上升，超过七成的 IP 改编剧在 2019 年通过线上渠道播出。大 IP 自带知名度和粉丝基础，精品 IP 剧改编自然会吸引更大的观众群体。高品质，精心制作的大 IP 剧更是在 2019 年口碑，播放量双丰收。《亲爱的，热爱的》、《都挺好》、《小欢喜》是最受欢迎的 IP 改编电视剧；而《陈情令》、《长安十二时辰》和《庆余年》是最受欢迎的 IP 改编网络剧。市场对精品剧集需求增加，“流量”款失灵。

图 17: 2017-2019 年 IP 剧数量与走势

图 18: 2019 年 TOP30 电视剧&网络剧 IP 改编占比



资料来源：艺恩，信达证券研发中心



资料来源：艺恩，信达证券研发中心

积极调整业务模式，渠道多元化利好内容方

（一）依托工业化平台，打造精品化内容矩阵

在行业调整趋势下，公司把握“内容精品化、产业平台化、华流出海”三大战略。以 SIP 为核心，运用其大数据分析能力和经验丰富的内容制作团队，建立一条电视剧工业化生产流程，打造众多头部作品。同时调整其组织架构，整合设立八大事业群，十二大职能中心，打造影视、教育、科技、游戏、广告、综艺等产业新生态。

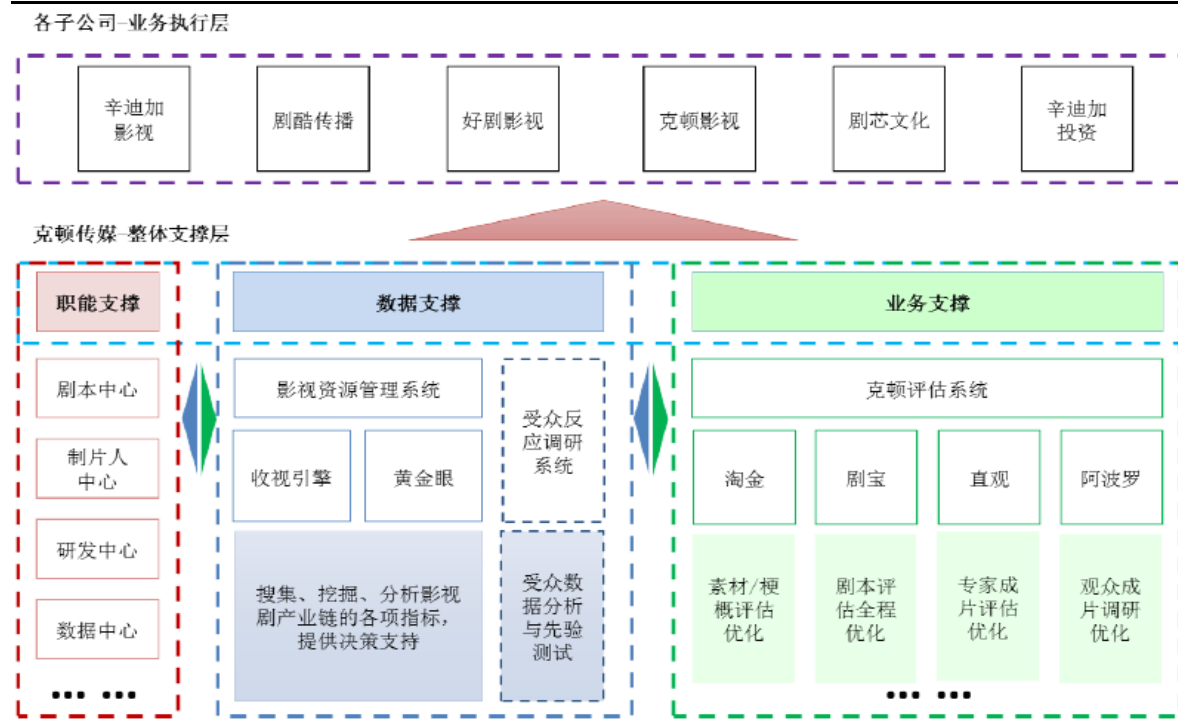
1、工业化生产体系是影视内容质量的保障

公司依托平台优势，建立了由 IP 储备，到影视剧制作再到发行的一整套工业化生产流程，**大数据分析技术贯穿于影视剧从立项到发行的全过程**。克顿传媒是国内影视行业“大数据”开发和应用的先行者，拥有行业领先的影视行业数据库，独立研发了“影视资源管理系统”，“受众反应调研系统”、“克顿评估系统”等数据分析系统。大数据分析工具的运用，可以在内容创意、版权收集评估、影视制片、艺人经纪、渠道合作等方面为公司提供体系化服务支持。

- ✓ 影视资源管理系统：通过数据跟踪并分析研究影视剧产业链的各种核心资源，结合数据分析、数据挖掘和市场调研判断，为公司提供数据支持和决策依据。
- ✓ 克顿评估系统：研发中心“淘金”、“剧宝”、“直观”、“阿波罗”等部门可利用此系统对素材梗概、剧本、成片进行全方位的评估及深度优化，可帮助业务部门作出剧目的购买决策和为公司出品的影视剧提供品质保障。

- ✓ 受众反应调研系统：基于快速更新的影视剧相关的海量数据，运用收视引擎、大数据算法等方式深度分析用户观剧习惯和偏好，优化影视投资，进一步提高作品的精品率和风险可控程度。

图 19：克顿传媒整体运营体系



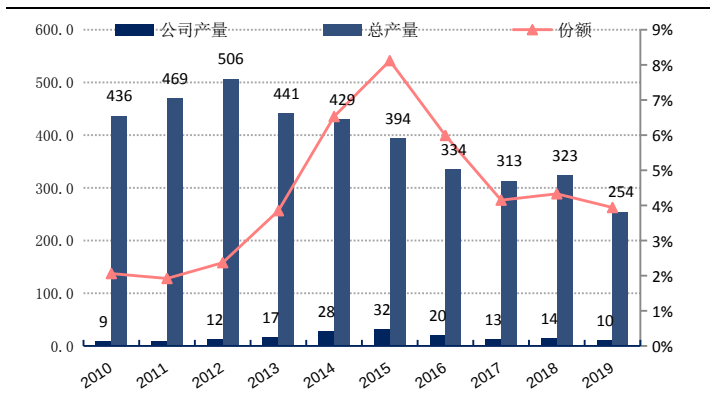
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

在人才培养方面，公司利用平台优势，吸引影视行业的优秀人才加入，通过多种方式完善前端的人才教育培训体系，培育选拔影视专业人才。公司与浙江新闻出版广电总局、浙江人力资源和社会保障厅、杭州市文创办共同实施设立华策育才基金，每年选派一批影视产业人才前往美国、英国、香港等地进行学习，推进人才团队建设；设立“华策克顿大学”，构建了“内训、外训、分享”相结合的专业培养体系，还通过员工持股计划和企业文化建设提升凝聚力。

2、剧集产出质与量并重，处于行业领先地位

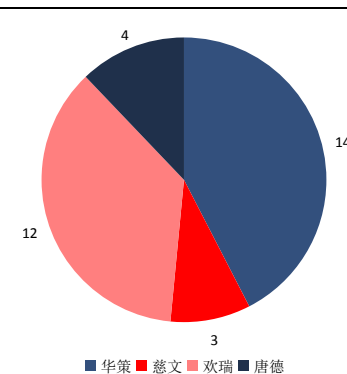
在内容产出上，剧集产能规模稳居全行业第一。公司全网剧年产能达 1,000 集以上，2018 年公司全年取得发行许可证数为 10 部 374 集，2011 年至 2015 年，公司每年取得发行许可证的剧集数量由每年 9 部快速增长至 32 部，4 年间增长了 3.6 倍。

图 20:2010-2019 年华策影视取得发行许可的电视剧数量（部）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 21:2018 年电视剧行业公司发行许可证数量对比（部）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司并于 2015 年推进 SIP 发展战略，聚焦头部精品内容，2019 年，针对大环境的变化，又推出了“主旋律引领，头部精品主打的策略”，主旋律剧集《外交风云》、入选《中国影视蓝皮书》，在 CCTV-1 黄金档播出。题材研发紧跟宏观导向，现实主义题材占比上升，《创业时代》、《奔腾岁月》、《橙红年代》、《老男孩》等剧集均取得不错反响。

公司目前项目储备丰富，2020 年有多部剧目开播并取得不错反响。2020 年年初开播《下一站幸福》《绝代双骄》等剧集，多次出现在微博热搜榜之上，目前按照公司公布片单，2020 年还有 7 部待播剧集，7 部剧集为《平凡的荣耀》《完美关系》《你好，安怡》《南歌》《以家人之名》《拾光里的我们》以及还在制作中的《有翡》。

表 3: 公司 2020 年剧集片单（不完整统计）

项目	开机时间	出品公司	平台	主创团队
爱情公寓 5		华策克顿旗下辛迪加	爱奇艺	
平凡的荣耀	2018 年 6 月 4 日	华策克顿旗下的剧酷文化	优酷	吕行执导，赵又廷、白敬亭、乔欣、魏大勋领衔主演
完美关系	2018 年 5 月 21 日	华策金溪影视	湖南卫视金鹰剧场、芒果 TV、腾讯视频、爱奇艺、优酷同步更播。	安建执导，黄轩、佟丽娅领衔主演
你好，安怡	2018 年 7 月 30 日	华策克顿集团		马天宇、戚薇领衔主演
南歌	2019 年 3 月 15 日	克顿影视	腾讯视频、爱奇艺	邓伟恩、李慧珠联合执导，李沁、秦昊主演

下一站幸福	2018 年 9 月 3 日	华策影业	湖南卫视金鹰独播剧场、芒果 TV	丁梓光执导，宋茜、宋威龙领衔主演
以家人之名	2019 年 9 月 16 日	华策影业、张新成工作室、北京幸韵文化联合出品		谭松韵、宋威龙领衔主演
拾光里的我们	2019 年 10 月 7 日	华策影业、企鹅影视联合出品	企鹅影视的定制剧	唐晓天、孙千领衔主演
有翡	2019 年 9 月 16 日	华策克顿旗下好故事影业	湖南卫视金鹰独播、腾讯视频独播的可能性较大	吴锦源执导，赵丽颖、王一博领衔主演

资料来源：“剧sir 看剧”企鹅号，信达证券研发中心

表 4：公司 2019 年已播剧集

剧名	主演	类型	出品番位	豆瓣评分
《独孤皇后》	陈乔恩、陈晓	女性古装	主番	3.8
《我的奇妙男友 2 之恋恋不忘》	Mike、虞书欣	浪漫爱情	主番	6.8
《我只喜欢你》	吴倩、张雨剑	青春偶像	主番	7.5
《亲爱的，热爱的》	李现、杨紫	青春励志	剧酷传播主番	6.6
《流淌的美好时光》	马天宇、郑爽	都市情感	辛迪加主番	3.5
《时间都知道》	唐嫣、窦骁	都市情感	好故事主番	5.2
《宸汐缘》	张震、倪妮	武侠仙侠	剧酷传播主番	8.3
《加油，你是最棒的》	邓伦、马思纯	都是情感	主番	7.3
《我的莫格利男孩》	杨紫、马天宇	都是情感	辛迪加主番	5.8
《外交风云》	唐国强、孙维民	重大革命	主番	8

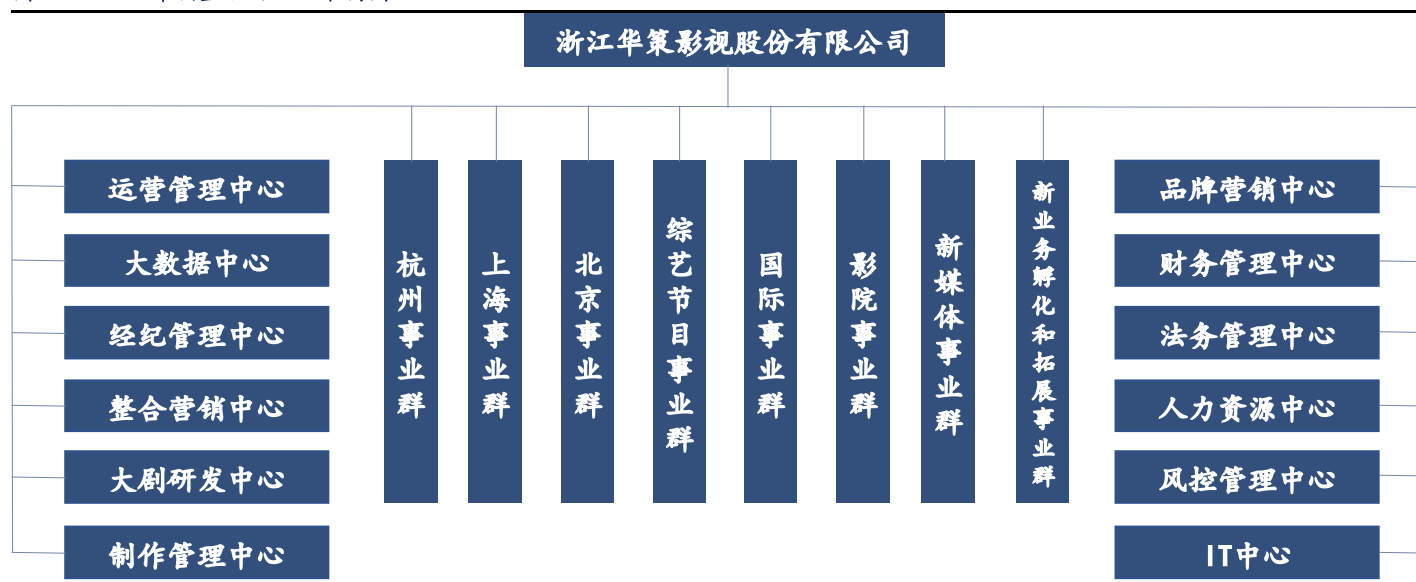
资料来源：犀牛娱乐，信达证券研发中心

3、设立八大事业群运营各业务板块，探索多元变现空间

顺应行业发展趋势，主动进行业务改革及组织架构调整。为应对行业变化，公司自 2010 年上市以来，在 2015 年和 2018 年调整其组织架构。2015 年顺应互联网发展潮流，公司由基于电视台渠道的传统电视剧产品，转型打造基于互联网用户需求和渠道的全网剧和 SIP 产品。杭州事业群迅速转变运营方式，实现企划营销一体化，专注项目研发，制片人向产品经理转变，围绕 SIP 战略逐步向高投入高产出的产品和互联网渠道倾斜。北京事业群放弃前期研判的长尾项目，积极储备 SIP 资源和源头，进行 SIP 剧的全方面开发。与顶级编剧、策划、顾问等研发创作人员深入合作，努力产出行业精品内容。上海事业群则继续发挥竞争优势，积极储备业内顶级 SIP 资源，全方位开发 SIP 剧。2018 年 2 月，整合原有八大事业群，原两大国际事业群整合为国际事业部制，新设新业务孵化和拓展中心。杭州、北京、上海三大内容制作事业群分别负责 IP 定位、SIP 储备和优质创作人的深入合作、IP 多维度开发。此外，公司还将原有的影视大数据、财务管理、业务拓展与协同、战略投资管理、

综合支持五大职能中心拓展为十二大职能中心，全面配合核心业务的发展，有望提升公司的综合运营水平。

图 22：2018 年调整后的组织架构图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 5：公司八大事业群

事业群	职能
杭州事业群	以华策早期影视基地和团队为主体，主要包括浙江金溪影视有限公司、霍尔果斯华策影视有限公司等早期成立的电视剧公司。实现企划营销一体化，专注项目研发，同时实现制片人向产品经理的转变，制作内容围绕 SIP 战略向高投入产出的产品和互联网渠道转型
北京事业群	以出品行业标杆型精品内容为目标。积极储备 SIP 资源和源头，进行 SIP 剧的全方面开发。与顶级编剧、策划、顾问等研发创作人员深入合作，努力产出行业精品内容。
上海事业群	以克顿传媒为主体，克顿传媒旗下拥有 9 家子公司及 9 个工作室。其制作的电视剧类型涵盖青春喜剧、古装传奇、家庭偶像、热血英雄等多种类型
综艺节目事业群	综艺制作策划，由综艺节目金牌制作人杜昉负责
国际事业部	海外版权销售等业务
影院事业部	积极布局电影市场
新媒体事业部	推进“华剧场”等海外自有平台和渠道的建设，致力发展偶像养成和粉丝经济

新业务孵化和拓展中心 拓展传统影视文化行业与其他产业对接新业务模式，参与时尚、旅游、短视频等多个业务领域，探索内容的多元化变现
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

（二）积极组织搭建剧集出海平台，引领国剧出海潮流

国剧出海仍是一片蓝海，视频平台和影视公司均在积极助推。国内三大视频平台均有面向海外的内容分销案例，比如优酷自制剧《白夜追凶》《反黑》、爱奇艺自制剧《河神》《无证之罪》、腾讯视频独播剧《如果蜗牛有爱情》《致我们单纯的小美好》在 Netflix 上播出，本山传媒出品《乡村爱情 11》曾发布海外版海报引发微博热议，正午阳光《琅琊榜》在海外播出，华策在 2005 年成立国际部，《三生三世十里桃花》等多部剧集相继出海。

近年国产剧出海市场规模不断提高，剧集内容以感情剧、古装剧、悬疑剧为主，现代剧出海趋势逐渐走强。2019 年有多部剧集出海并取得关注，都市言情剧《亲爱的，热爱的》在 Viki、MyDramaList 等视频网站取得较高播放量，《长安十二时辰》在美国亚马逊、马来西亚 Astro、新加坡 Starhub 等多家视频网站上付费播出，《新倚天屠龙记》《陈情令》在韩国引发热议，我国剧集出海呈现向上趋势。在地域上，亚洲地区更能接受现代伦理剧和古装历史剧，《父母爱情》《媳妇的美好时代》《金太狼的幸福生活》《咱们结婚吧》《奋斗》《杜拉拉升职记》等剧集在“一带一路”国家收到热烈追捧，欧美地区对悬疑类接受程度更高，比如《白夜追凶》《无证之罪》等剧集。

表 6：国内热播剧 YouTube 播放量情况（截至 2019 年 4 月 28 日）

剧名	年份	YouTube 总播放量（万）	集数	集均播放量（万）
微微一笑很倾城	2016 年	36595	30	1219.83
三生三世十里桃花	2017 年	30207	58	520.81
杉杉来了	2014 年	20244	33	613.45
楚乔传	2017 年	16292	55	296.22
延禧攻略	2018 年	13713	70	195.9
甄嬛传	2011 年	11011	76	144.88
香蜜沉沉烬如霜	2018 年	9052	63	143.68
致我们单纯的小美好	2017 年	6715	23	291.96
花千骨	2015 年	6435	50	128.7

资料来源：自媒体“烹小鲜”，信达证券研发中心

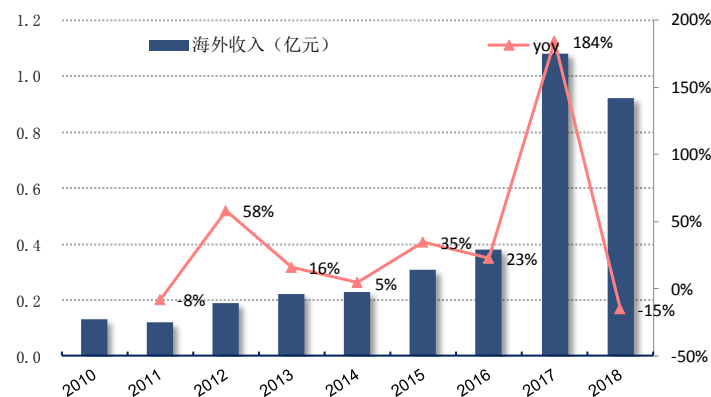
在渠道建设方面，公司是剧集出海的先行者，积极整合行业力量成立影视剧出口联盟。公司在 2005 年成立了国际发行部，开始积极探索出海之路，在 2013 年启动“华剧场”建设，目前“华剧场”授权范围已涵盖传统媒体、网络电视、视频网站及酒店、航线点播平台等，同时为解决中国影视公司出口单点作战问题，公司联合行业 500 多家影视剧公司成立“中国电视剧出

口联盟”，联盟企业的影视出口额占据全国总量的 30-50%（据自媒体“传媒内参”数据），影视企业抱团出海有望提高国剧影响力，抬高海外发行价格。

在出口市场方面，公司将出口重心从东南亚向欧美市场转移。公司一开始主要选择文化相近的东南亚地区，随着国内影视剧行业的逐渐成熟，公司把“华流出海”的重心转移到了欧美市场，2017 年公司与华纳兄弟达成战略合作协议，在其旗下专注亚洲剧集的流媒体平台 DramaFever 先后上线了《我的奇妙男友》《亲爱的翻译官》以及《柒个我》等剧集，取得了优异的播放成绩。目前公司在欧美市场的合作伙伴有美国的华纳、索尼、福克斯，英国的 ITV、BBC，俄罗斯独立广播公司 CTC 传媒、俄罗斯国家传媒集团 NMG 等国际顶级传媒集团，合作视频平台包括 Youtube、Viki 等，并自主创立包括“一带一路”沿线国家和地区在内的面向全球的华语影视联播体。

在出口内容方面，公司多年蝉联出口收入冠军。随着海外出口渠道的成熟，公司海外收入逐年升高，影响力逐渐扩大，2018 年公司海外出口影视剧超过 10000 小时，覆盖全球 180 多个国家和地区，《天盛长歌》成为被 Netflix 以“Netflix Original Series”（Netflix 原创剧集）最高级别采购的中国古装大剧，被翻译成十几种语言播出。

图 23：2010-2018 公司海外收入（亿元）及增长率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

（三）顺应行业发展调整公司业务，把握新平台进入的渠道红利资源

长视频迎来新的玩家入场。2020 年春节头条系西瓜视频花费 6.3 亿买入《囍妈》版权，免费播放，绝佳营销使西瓜视频连续春节 7 天位于七麦数据娱乐免费榜单首位，之前西瓜视频在长视频早有布局，内容主要是一些较老剧集为主，先后购买了《家有仙妻》、《铁齿铜牙纪晓岚》、《家有儿女》、《黑冰》等剧集，并拿下了《亮剑》、《重案六组》、《德古拉》等经典剧集的独播

权，这次出手展示了头条系希望进入长视频领域的决心，除了外购内容库，短视频平台推出微短剧，这是短视频向长视频进发的过渡性产品，如微视的《有戏男女》，抖音的《不过是分手》、《七舅脑爷》、《霸王别急眼》等。

表 7：西瓜视频内容库概况

	名称	类型	播放量（亿次）	豆瓣评分
联合出品	唐人街探案 3（预告片）	电影	未上映	-
	我和我的祖国	电影	-	7.8
内容库	铁齿铜牙纪晓岚	电视剧	26.2（共四季）	8.2
	家有儿女	电视剧	7.6	8.8
	黑冰	电视剧	0.74	7.9
	囡妈	电影	三日总播放量超 6 亿，观影人次超 1.8 亿	5.9
	亮剑	电视剧	13.8	9.3
独播	重案六组	电视剧	17.3（共四季）	8.5
	德古拉	电视剧	-	7.1

资料来源：西瓜视频，信达证券研发中心

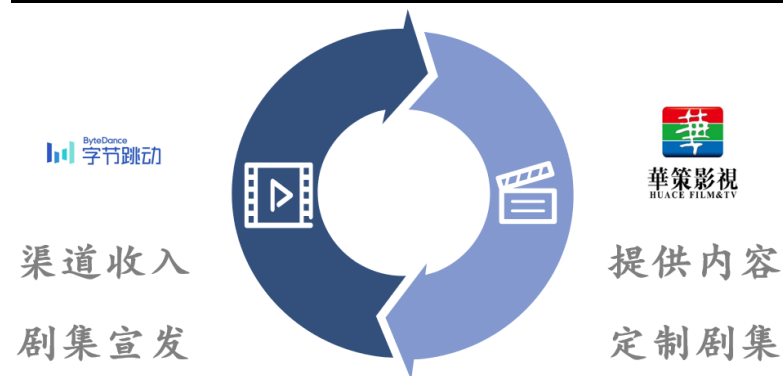
公司作为头部内容商有望受益于渠道增多红利。目前公司有六大分发渠道，传统的爱腾优加新渠道芒果、B 站、头条系西瓜视频等，芒果在 2019 年开始布局剧集业务，平台需求有望增加，头条系西瓜视频发力，公司与华为、咪咕视频也有业务往来，定制剧的业务模式让公司剧集开发与平台的关系更加密切，渠道是制作公司重要的业务资源，在影视剧制作头部集中的趋势下，公司有望受益于渠道增加红利。

公司也在积极布局新业务模式，增加版权、宣发等短视频合作业务。公司依据短视频的特性尝试将节目创意和模式方面的优势转化为面向 C 端用户具备传播性的定制化产品，例如与京东合作开展的 IP 创新系列栏目《极客特勤局》、《疯狂电器城》，针对微信生态的微信小程序业务，针对手机观剧特点的竖屏微剧先后推出。**与短视频合作有望合作共赢，短视频需要公司的专业化内容，短视频平台竞争推动 UGC 向 PGC 转变，内容精品化是未来的趋势。**2019 年公司与西瓜视频展开了业务上的合作，公司向西瓜视频填充基础的内容库，可裁剪成短视频，吸引用户观看。

与短视频合作有望强化剧集宣发。短视频平台是剧集宣发的重要一环，2020 年 1 月抖音平台的 MAU、DAU 分别达到了 6 亿和 4 亿，庞大的活跃用户基数、全民的互动性叠加快速的内容迭代周期使其成为了剧集宣发的天然场所，对于正在热映的剧集，抖音利用剧集本身的话题、素材、BGM 等作为创作元素，明星、网红、KOL 等真实、立体化的形象对其进行创造加工，并通过与粉丝社群的互动，以病毒式营销方法带动大量的用户参与其中，激发观众强烈的兴趣实现变现。抖音里粉丝数和获赞数高的剧集账号往往有着较高的播放量，例如 2019 年大火的《亲爱的热爱的》的抖音官方账号成功吸引了 293.2 万粉丝，获赞 2935.9 万，在腾讯视频上累计播放达 75.35 亿次，其中主演李现在播出期间开通抖音号，5 分钟内迅速吸粉超 100 万。

另一种针对热播剧和经典剧集的宣传模式是 up 主将剧集较长的时间通过剪辑压缩成一段 5 至 10 分钟的短视频，将内容高度精炼并通过算法实现精准推送，既满足了人们对碎片化时间的充分利用，又可以将一部分用户引流至长视频平台实现价值变现，该模式有助于挖掘中长尾作品的商业价值。

图 24: 字节系与公司的合作示例



资料来源: 抖音 APP, 信达证券研发中心

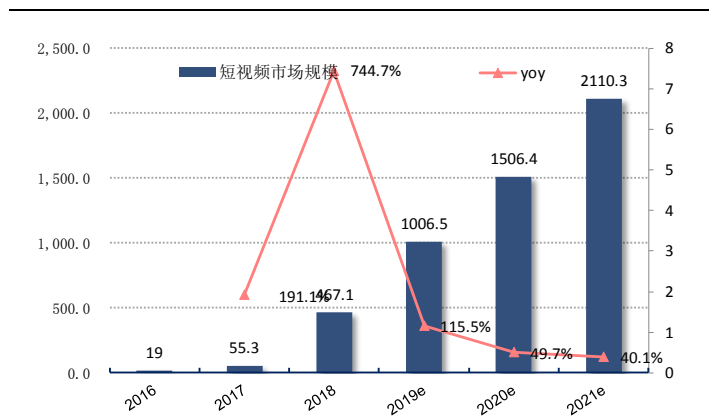
表 8: 抖音官方账号 (华策影视制作剧集) 情况

	抖音粉丝数 (万)	抖音获赞 (万)	播放量 (亿次)
爱情公寓 5	332.9	5652.6	-
外交风云	31.1	723.8	3.78
下一站是幸福	150	3083.7	26.89
我的奇妙男友 2	4.2	91.5	15.58
我只喜欢你	12.6	359.2	16.29
亲爱的, 热爱的	293.1	2935.9	75.35
宸汐缘	27.7	731.3	-
时间都知道	1.1	21.3	10.39
加油, 你是最棒的	18.7	893.5	7.73

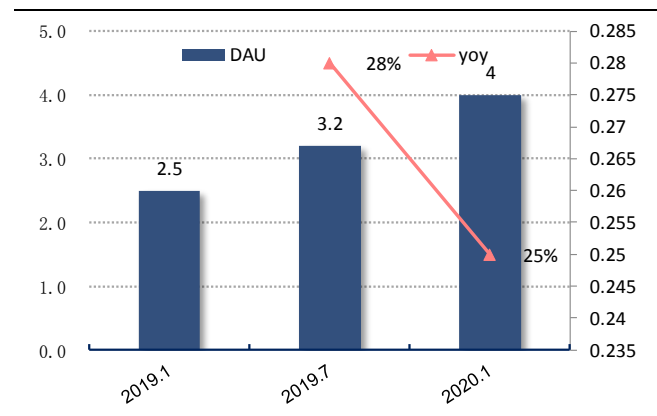
资料来源: 抖音 APP, 信达证券研发中心

图 25: 2016-2021E 短视频市场规模及增速 (亿元)

图 26: 2019.1-2020.1 短视频 DAU (亿)



资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心



资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

（一）假设条件

假设一：2019 年公司销售影视剧规模下降，主营业务收入的下降将导致 2019 年营业收入的下滑。但随着影视剧行业头部效应凸显，精品剧向头部内容制作公司集中，考虑公司 2019 年业绩的低基数影响，我们预计公司 2019-2021 年收入增速为-35%，65%，35%。

假设二：1、下游视频平台商业模式更加稳固，公司与平台的定制剧、预售剧比例增加，毛利率可提前锁定，2、下游可选择渠道增加，头条系、芒果等平台发力长视频剧集业务，有望提高公司议价能力，3、下游商业模式创新有望提高需求空间，爱奇艺、腾讯视频等平台的付费点播模式让影视制作公司 B2B2C 模式成为可能，分成收入有望提高毛利率。我们假设公司 2020 年营业成本率下降到 70%，销售费用率和管理费用率分别下降到 8.5%、7%。

表 9：盈利预测各项费用率假设

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业成本率	74.08%	80.00%	70.00%	70.00%
营业税金及附加率	0.51%	1.00%	0.50%	0.50%
销售费用率	8.92%	19.00%	8.5%	8.5%
管理费用率	4.82%	15.00%	7.00%	6.50%
研发费用率	0.43%	1.00%	0.50%	0.50%

资料来源：华策影视公告，信达证券研发中心测算

根据以上假设条件，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别达到 37.68、62.18、83.94 亿元，同比增速-35%、65%、35%，归属母公司股东的净利润分别为-12.92、6.34、8.63 亿元，同比增速-711.67%、49.07%、36.16%，2019-2021 年摊薄 EPS 分别达到-0.74 元、0.36 元和 0.49 元，对应 2020 年 2 月 17 日收盘价（9.72 元/股）的动态 PE 分别为-13 倍、27 倍和 20 倍。我们认为随着视频平台对于内容投入尤其是精品内容的投入不断增大以及剧集行业集中化趋势下，公司发展前景良好，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10: 华策影视可比公司估值情况 (截至 2020.2.17)

证券代码	证券简称	最新收盘价 (元)	EPS				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300251.SZ	光线传媒	11.06	0.47	0.38	0.36	0.42	16.23	29.78	32.03	27.24
002343.SZ	慈文传媒	11.10	-2.3	0.41	0.57	0.67	-3.91	28.86	20.95	17.68
002878.SZ	元隆雅图	42.23	0.72	1.01	1.37	1.83	35.38	41.62	30.84	23.12
002624.SZ	完美世界	49.74	1.3	1.49	1.89	2.17	21.46	34.33	26.8	23.37
平均								33.65	27.66	22.85

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 可比公司估值来自 Wind 一致预期

风险因素

- 1、项目进度不达预期风险;
- 2、视频平台内容投入不及预期风险;
- 3、商誉减值风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	9,240.73	9,911.99	7,197.08	9,031.23	11,166.30
货币资金	1,665.52	2,186.69	1,818.79	955.01	475.07
应收票据	19.25	75.71	49.21	81.20	109.62
应收账款	4,024.87	4,248.27	2,761.37	4,556.27	6,150.96
预付账款	443.31	526.24	369.37	533.28	719.93
存货	2,645.50	2,270.31	1,593.56	2,300.71	3,105.95
其他	442.29	604.77	604.77	604.77	604.77
非流动资产	3,298.18	2,960.80	3,139.56	3,143.97	3,149.68
长期股权投资	668.59	470.33	470.33	470.33	470.33
固定资产(合计)	28.74	24.12	26.01	31.14	36.87
无形资产	1.66	4.06	5.81	7.30	9.08
其他	2,599.19	2,462.29	2,637.41	2,635.20	2,633.40
资产总计	12,538.91	12,872.79	10,336.64	12,175.20	14,315.98
流动负债	5,140.41	5,672.54	4,692.55	5,781.07	6,900.46
短期借款	930.00	1,920.00	1,920.00	1,920.00	1,920.00
应付票据	42.00	93.00	65.28	94.25	127.23
应付账款	1,383.56	1,860.51	1,305.92	1,885.42	2,545.32
其他	2,784.84	1,799.02	1,401.35	1,881.40	2,307.91
非流动负债	391.66	200.29	200.29	200.29	200.29
长期借款	390.90	199.80	199.80	199.80	199.80
其他	0.77	0.49	0.49	0.49	0.49
负债合计	5,532.07	5,872.83	4,892.83	5,981.36	7,100.75
少数股东权益	105.54	75.99	-161.59	-45.09	113.55
归属母公司股东权益	6,901.30	6,923.98	5,605.39	6,238.94	7,101.67
负债和股东权益	12,538.91	12,872.79	10,336.64	12,175.20	14,315.98

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,245.59	5,797.21	3,768.19	6,217.51	8,393.63
同比(%)	18.01%	10.52%	-35.00%	65.00%	35.00%
归属母公司净利润	634.43	211.22	-1,291.98	633.55	862.73
同比(%)	32.60%	-66.71%	-711.67%	49.07%	36.18%
毛利率(%)	26.57%	25.92%	20.00%	30.00%	30.00%
ROE%	9.56%	3.06%	-20.62%	10.70%	12.93%
EPS(摊薄)(元)	0.36	0.12	-0.74	0.36	0.49
P/E	27	81	-13	27	20
P/B	2.47	2.46	3.04	2.74	2.40
EV/EBITDA	23.57	38.72	-11.54	19.65	14.86

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,245.59	5,797.21	3,768.19	6,217.51	8,393.63
营业成本	3,851.68	4,294.75	3,014.55	4,352.25	5,875.54
营业税金及附加	21.24	29.41	37.68	31.09	41.97
销售费用	327.57	517.35	715.96	528.49	713.46
管理费用	282.24	279.31	565.23	435.23	545.59
研发费用	0.00	25.16	37.68	31.09	41.97
财务费用	96.23	72.17	76.84	84.54	95.48
减值损失合计	52.78	282.69	1,243.53	0.00	0.00
投资净收益	32.59	10.43	23.46	22.16	18.68
其他	55.86	74.43	65.47	69.94	67.71
营业利润	702.30	381.22	-1,834.35	846.93	1,166.02
营业外收支	1.64	5.18	34.87	35.48	35.60
利润总额	703.94	386.40	-1,799.48	882.41	1,201.62
所得税	68.02	136.33	-269.92	132.36	180.24
净利润	635.91	250.06	-1,529.56	750.05	1,021.38
少数股东损益	1.48	38.84	-237.58	116.50	158.64
归属母公司净利润	634.43	211.22	-1,291.98	633.55	862.73
EBITDA	817.80	508.10	-1,690.08	992.70	1,312.83
EPS(当年)(元)	0.36	0.12	-0.74	0.36	0.49

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	706.32	301.24	-251.34	-771.18	-381.65
净利润	635.91	250.06	-1,529.56	750.05	1,021.38
折旧摊销	26.53	24.72	10.83	11.56	12.56
财务费用	87.34	96.98	98.58	98.73	98.65
投资损失	-32.59	-11.90	-23.46	-22.16	-18.68
营运资金变动	-63.40	-290.06	201.88	-1,609.41	-1,495.62
其它	52.52	231.43	990.39	0.05	0.06
投资活动现金流	-204.72	116.13	8.61	6.14	0.36
资本支出	-11.60	-22.65	-14.85	-16.02	-18.32
长期投资	275.95	1,816.90	23.46	22.16	18.68
其他	-469.08	-1,678.12	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-316.32	85.86	-125.17	-98.73	-98.65
吸收投资	118.11	26.51	0.00	0.00	0.00
借款	-275.68	368.21	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	168.17	191.50	125.17	98.73	98.65
现金流净增加额	185.28	503.23	-367.91	-863.78	-479.94

研究团队简介

王建会，复旦大学金融学硕士，3 年卖方研究经验，2019 年 11 月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

王婷，南京大学经济学硕士，2020 年加入信达证券研究开发中心，覆盖网络游戏和整合营销。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。