

华策影视（300133.SZ）深度报告：行业供给端收缩，剧集业务有望迎来快速发展期

2022 年 6 月 17 日

强烈推荐/首次

华策影视

公司报告

华策影视是国内剧集市场市占率领先的影视制作公司。公司成立于 2005 年，于 2010 年登陆深交所创业板。公司作为电视剧制作领域龙头企业，以影视内容为核心，并布局艺人经纪、电影、广告、版权经营、动画等业务。根据弗若斯特沙利文测算，2020 年国内剧集授权市场规模 418 亿元，有超过 2.3 万家剧集制作公司，其中华策影视的电视剧收入 34.2 亿元，市占率约 8.2%，处于行业领先地位。

具备精品剧制作能力，出品多部豆瓣高分作品。近几年，公司紧跟宏观导向，主旋律与现实主义题材成为转型发展重点，并取得不错成果，其中《觉醒年代》《加油，你是最棒的》《外交风云》等作品入选国家广播电视总局第二批百部规划重点选题名单，《平凡的荣耀》《你是我的城池营垒》等现代题材剧取得豆瓣 7 分以上评分。

以版权剧模式售卖，凸显公司议价权。尽管过去几年，长视频平台对于影视内容公司的话语权逐步增强，并推出分账剧及定制剧等新模式。其中，长视频平台倾向于头部作品采取版权剧模式，腰部作品采取分账模式；定制剧单集价格由长视频平台决定，对于剧集制作公司而言，毛利率相对低于版权剧与分账剧。作为行业龙头，公司具有制作能力突出及规模化制作等优势，主要作品与长视频平台依旧是采取版权剧模式结算，体现公司对长视频平台具有一定议价权。

影视制作行业供给端持续收缩。2019 年至今，影视行业进入新的发展阶段，国家相关部门重点治理影视行业“偷逃税”“阴阳合同”“天价片酬”“艺人失德”等问题，以及剧集内容的合规审查、价值导向等均处于强监管阶段。在此过程中，影视行业处于出清阶段，2021-2023 年度国内持有《电视剧制作许可证（甲种）》机构为 41 家，相比 2019-2021 年度 73 家，2017 年度 113 家，大幅减少。

在影视制作供给端收缩的现状下，公司储备剧集项目数量充足、题材丰富、部分剧集演员阵容强大，公司出品的影视作品有望出现价格上涨、销售周期缩短、销售剧集数量增加的新局面。

（1）根据公司年报披露及豆瓣数据梳理，2021 年公司开机剧集作品 13 部，合计 427 集，截至 2022 年 5 月底，已经上线 4 部，余下 9 部作品有望今年上线；2022 年公司计划制作 13 部作品，合计 490 集；2021 年及 2022 年（计划）制作的 26 部中，有 15 部剧集的首播平台已经确定。

（2）部分新开机剧集作品卡司阵容强大，包括献礼剧《我们这十年》、古代传奇剧《长街长》、田园治愈剧《去有风的地方》、都市青春剧《一路朝阳》。

投资建议：华策影视作为剧集制作行业龙头，具备优质剧集制作能力以及规模化制作能力。目前影视行业进入新发展阶段，公司剧集业务有望迎来快速发展期。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 4.96 亿元，6.84 亿元和 9.09 亿元，对应现有股价 PE 分别为 17X，12X 和 9X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：（1）疫情反复影响公司影视项目制作进度；（2）影视行业强监管政策超预期；（3）长视频平台减少内容采购预算。

公司简介：

华策影视成立于 2005 年，于 2010 年登陆深交所创业板。公司作为电视剧制作领域龙头企业，以影视内容为核心，并布局艺人经纪、电影、广告、版权经营、动画等业务。

资料来源：公司官网

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

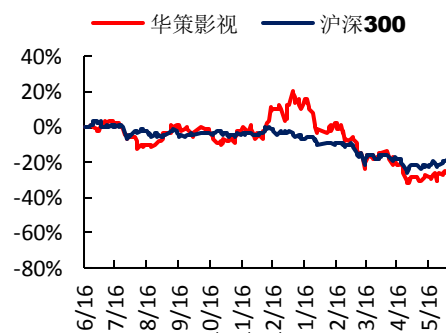
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	3.97-7.80
总市值（亿元）	84
流通市值（亿元）	72
总股本/流通 A 股（亿股）	19.01/0
流通 B 股/H 股（亿股）	0/0
52 周日均换手率	1.84%

52 周股价走势图



资料来源：iFinD、东兴证券研究所

分析师：石伟晶

010-66554067

shi_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518080001

分析师：辛迪

010-66554013

xindi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070008

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,732.28	3,806.93	3,703.66	4,709.64	5,643.30
增长率（%）	41.88%	2.00%	-2.71%	27.16%	19.82%
归母净利润（百万元）	399.19	400.39	495.62	683.66	909.31
增长率（%）	-127.21%	0.30%	23.78%	37.94%	33.01%
净资产收益率（%）	7.19%	6.03%	7.00%	8.88%	10.68%
每股收益(元)	0.23	0.22	0.26	0.36	0.48
PE	19.30	20.18	17.03	12.35	9.28
PB	1.40	1.27	1.19	1.10	0.99

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 市占率领先，具备精品剧制作能力	3
2. 以版权剧模式售卖，凸显公司议价权	4
3. 持甲种许可证机构数量大幅减少，剧集售卖有望量价齐升	7
4. 投资建议	10
5. 风险提示	10
相关报告汇总	12

插图目录

图 1：2019-2021 年国内剧集授权市场规模	3
图 2：2019-2021 年华策影视剧集收入及市占率	3
图 3：华策影视出品的部分豆瓣高分影视作品	4
图 4：按剧集售卖结算模式划分，2016-2025E 国内不同类型网剧发行数量	5
图 5：2019-2021 年华策影视剧集业务收入及前五大剧集作品收入（亿元）	6
图 6：2019-2021 年华策影视剧集平均单集收入及前五大剧集作品平均单集收入（万元）	6
图 7：2019-2021 年华策影视出品剧集在四大平台首播数量	6
图 8：2019-2021 年备案公示剧集部数及四大长视频平台播出剧集数量	7
图 9：国内电视剧制作许可证（甲种）机构数量	7
图 10：2019-2020 年华策影视开机剧集的制作播放周期	8
图 11：2019-2022 年华策影视开机剧集部数及首播剧集部数	8
图 12：影视剧项目运营流程	8
图 13：公司计划开机制作的部分剧集作品海报	10

表格目录

表 1：不同类型剧集的单集售卖价格	5
表 2：公司 2021 年开机剧集上线进展及 2022 年计划制作剧集	9

1. 市占率领先，具备精品剧制作能力

华策影视是国内剧集市场市占率领先的影视制作公司。公司成立于 2005 年，于 2010 年登陆深交所创业板。公司作为电视剧制作领域龙头企业，以影视内容为核心，并布局艺人经纪、电影、广告、版权经营、动画等业务。根据弗若斯特沙利文测算，2020 年国内剧集授权市场规模 418 亿元，有超过 2.3 万家剧集制作公司，其中华策影视的电视剧收入 34.2 亿元，市占率约 8.2%，处于行业领先地位。

图 1：2019-2021 年国内剧集授权市场规模

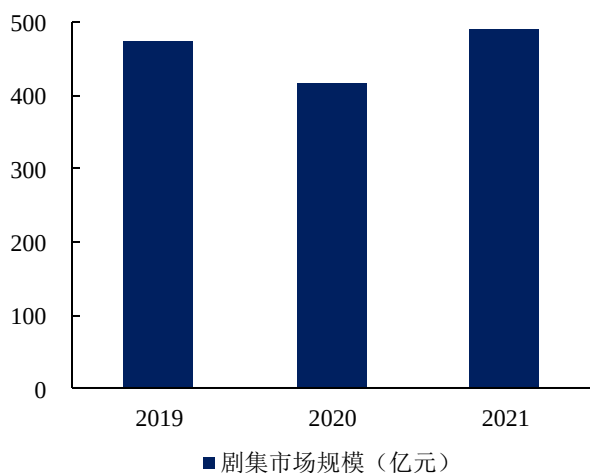
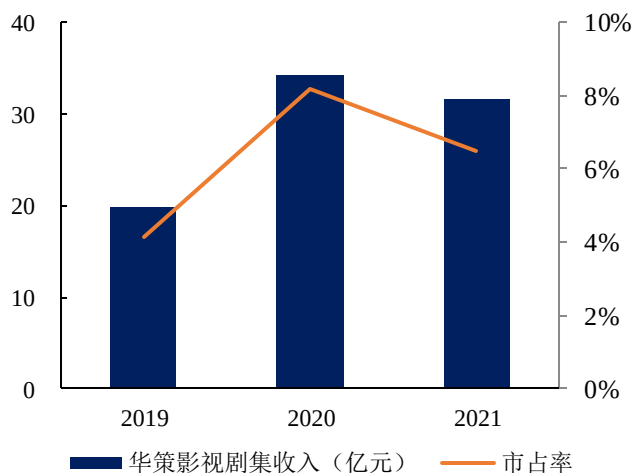


图 2：2019-2021 年华策影视剧集收入及市占率



资料来源：弗若斯特沙利文（稻草熊娱乐招股书），东兴证券研究所

资料来源：华策影视年报，东兴证券研究所

具备精品剧制作能力，出品多部豆瓣高分作品。2019 年至今，影视行业进入新的发展阶段，国家相关部门重点治理影视行业“偷逃税”“阴阳合同”“天价片酬”“艺人失德”等问题，以及剧集内容的合规审查、价值导向等均处于强监管阶段。因此公司紧跟宏观导向，主旋律与现实主义题材成为转型发展重点，并取得不错成果，其中《觉醒年代》《加油，你是最棒的》《外交风云》等作品入选国家广播电视总局第二批百部规划重点选题名单，《平凡的荣耀》《你是我的城池营垒》等现代题材剧取得豆瓣 7 分以上良好评分。

图 3：华策影视出品的部分豆瓣高分影视作品



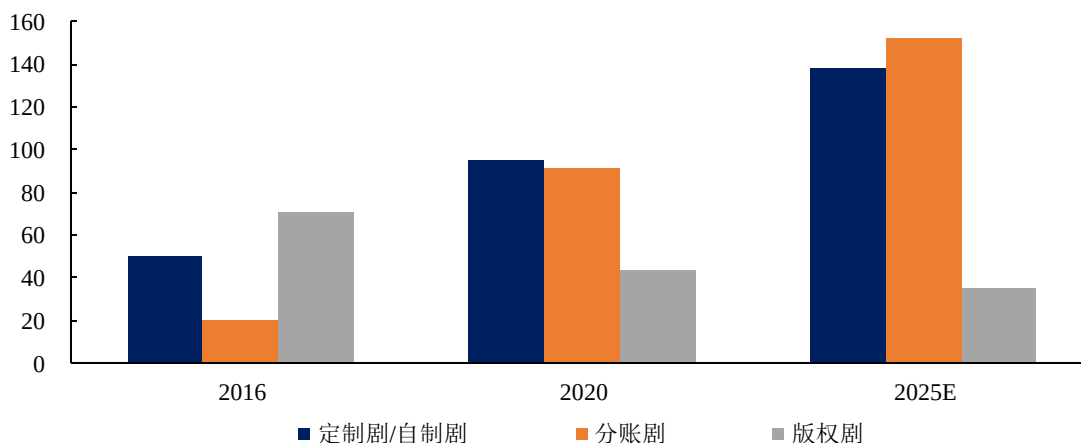
资料来源：豆瓣，东兴证券研究所整理

2. 以版权剧模式售卖，凸显公司议价权

据第三方研究机构预测，分账剧与定制剧将成为国内长视频平台与剧集制作公司主要售卖结算模式。根据弗若斯特沙利文预测，长视频平台分账剧数目由 2016 年的 20 部迅增长至 2020 年的 91 部，复合年增长率为 46.1%，2020 年分账剧的数目占网剧总数的 39.6%；随着长视频平台的渠道控制能力增强，定制网剧数目也将迅速增加，由 2020 年的 95 部增至 2025 年的 138 部，2020 年至 2025 年复合年增长率为 7.8%。

注：根据剧集制作公司与平台渠道售卖结算模式划分，剧集可以分为分账剧、定制网剧和版权剧。（1）定制网剧/自制剧：定制网剧/自制剧至网络视频平台向网剧制作公司购买制作服务的网剧，制作公司有权收取网络视频平台应付的固定制作费用，而网络视频平台在开发及制作阶段发挥主导角色；（2）分账剧：网络视频平台以收益分成形式应付许可费的网剧，有关费用根据网络视频平台发布的收益分成政策所规定的计算器制，取决于有效观看次数及观看时长，而网剧制片公司在开发及制作阶段保持高度控制权；（3）版权剧：网络视频平台以固定费用形式应付许可费的网剧，网剧制作人及发行商在开发及制作阶段保持高度控制权。

图 4：按剧集售卖结算模式划分，2016-2025E 国内不同类型网剧发行数量



资料来源：弗若斯特沙利文（《耐看娱乐招股书》），东兴证券研究所

分账剧与定制剧模式流行的本质在于长视频平台渠道能力增强。具体原因：1）当下长视频平台调整剧集采购策略，倾向于头部作品采取版权剧模式，腰尾部作品采取分账模式，因此版权剧的单集价格高于分账剧；2）定制剧单集价格由长视频平台决定，对于剧集制作公司而言，毛利率相对低于版权剧与分账剧，有利于平台控制内容成本；3）对于部分版权剧，长视频平台基于新增及续订会员情况，与剧集制作公司分成会员收入。

表 1：不同类型剧集的单集售卖价格

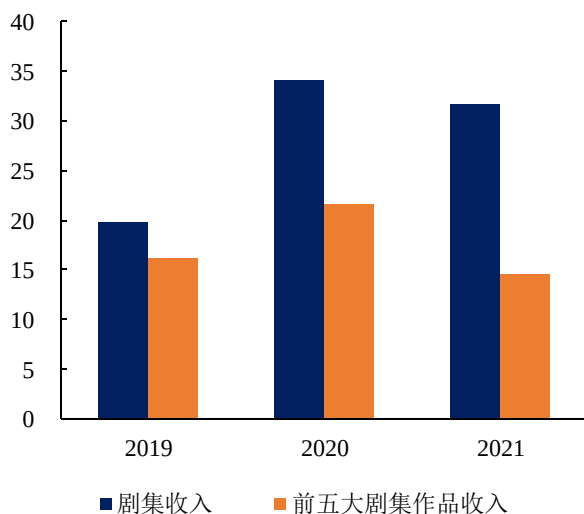
剧集类型	采购渠道	单集价格
版权剧	网络视频平台	首轮播映授权费：200 万元/集-800 万元/集
	电视台	首轮播映授权费：80 万元/集-400 万元/集
	电视台	二次播映授权费：5 万元/集-60 万元/集
定制剧	网络视频平台	预先固定费用：50 万元/集-500 万元/集

资料来源：弗若斯特沙利文（《柠萌影业招股书》），东兴证券研究所

作为剧集制作行业龙头，以版权剧模式售卖，凸显公司议价权。尽管过去几年，长视频平台对于影视内容公司的话语权逐步增强，并推出分账剧及定制剧等新模式。但由于制作能力突出及规模化制作的剧集内容公司较为稀缺，因此，相关头部影视制作公司依旧具有议价权，主要作品与长视频平台依旧是采取版权剧模式结算。

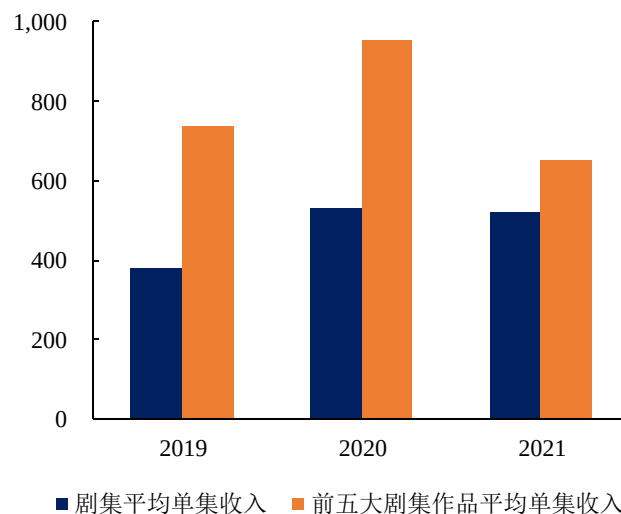
（1）华策公司出品的头部作品与腰部作品均能卖出较高价格。2020-2021年，华策影视剧集前五大剧集作品平均单集收入分别为952万元/652万元；所有剧集的平均单集收入分别为533万元/521万元。

图 5：2019-2021 年华策影视剧集业务收入及前五大剧集作品收入（亿元）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

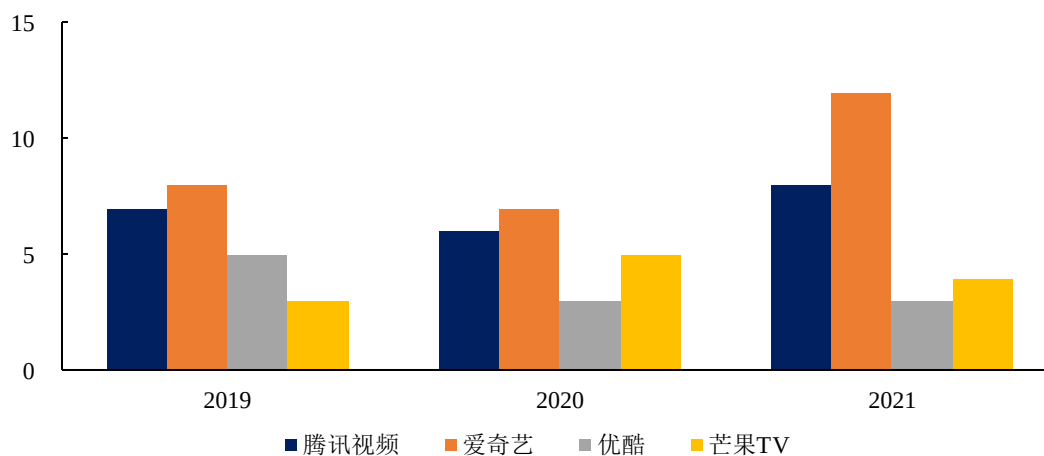
图 6：2019-2021 年华策影视剧集平均单集收入及前五大剧集作品平均单集收入（万元）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

(2) 四大长视频平台对华策公司出品剧集作品具有一定依赖性。2019-2021年，腾讯视频采购华策剧集数量分别为7部/6部/8部；爱奇艺采购剧集数量分别为8部/7部/12部。

图 7：2019-2021 华策影视出品剧集在四大平台首播数量



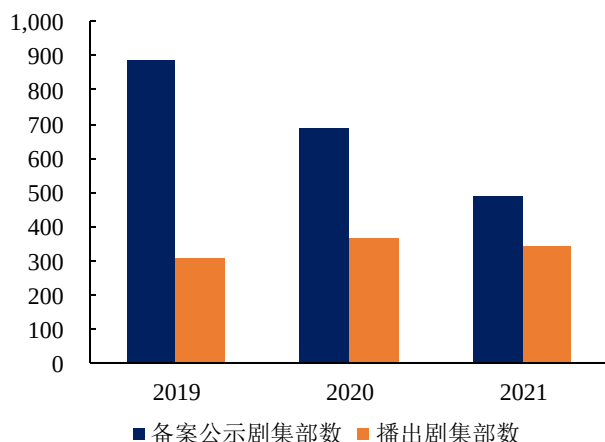
资料来源：公司年报，东兴证券研究所（注：部分剧集同步在多个平台播放）

3. 持甲种许可证机构数量大幅减少，剧集售卖有望量价齐升

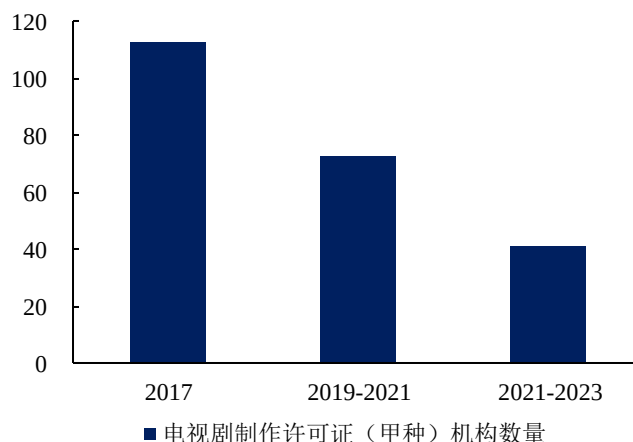
长视频平台采购需求相对稳定，剧集制作端优质影视公司持续减少。2021年国内四大长视频平台上线新剧约345部，相比2020年369部略有下降；供给端，根据国家新闻出版总局公告，2021-2023年度国内持有《电视剧制作许可证（甲种）》机构为41家，相比2019-2021年度73家，2017年度113家，大幅减少。持有《电视剧制作许可证（甲种）》机构的优势在于无需在每部剧集制作开始之前申请相关的单独制作许可证；而《电视剧制作许可证（乙种）》仅限于该证所标明的剧目使用，有效期限不超过180日。

注：电视剧制作许可分为两类：《电视剧制作许可证（甲种）》及《电视剧制作许可证（乙种）》。《电视剧制作许可证（乙种）》由省级或以上广播电视行政部门核发，仅限于该证所标明的剧目使用，有效期限不超过180日。申请人在连续两年内制作完成6部以上单本剧或3部以上连续剧（3集以上/部）的，可按程序向国家广电总局申请《电视剧制作许可证（甲种）》资格，有效期为2年，且有效期届满前，对持证机构制作的所有电视剧均有效。广播电视播出机构不得播放未取得许可证的机构制作的和未取得发行许可的电视剧。

图8：2019-2021年备案公示剧集部数及四大长视频平台播出 图9：国内电视剧制作许可证（甲种）机构数量
剧集数量



资料来源：《2021年腾讯娱乐白皮书》，东兴证券研究所



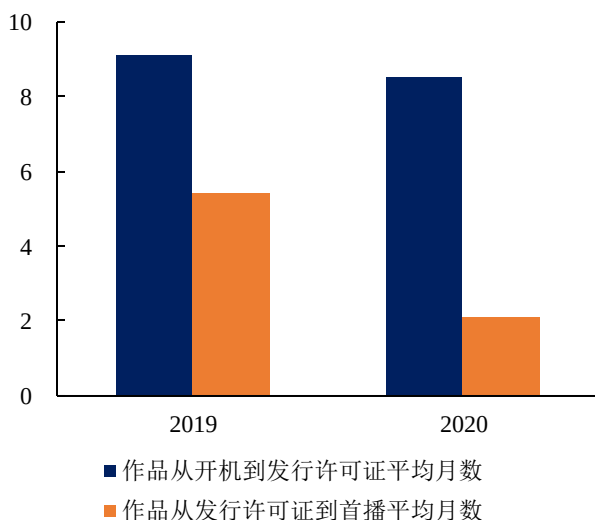
资料来源：国家新闻出版总局，东兴证券研究所

华策影视作为持有《电视剧制作许可证（甲种）》的公司之一，受益于行业供给端收缩。具体体现为：

（1）华策影视剧集作品的制作播放周期显著缩短。根据年报披露，2019-2020年，华策影视剧集从开机到获取发行许可证平均月数分别为9.1个月、8.5个月，其中2020年受疫情影响；华策影视剧集从获取发行许可证到首播平均月数分别为5.4个月、2.1个月。

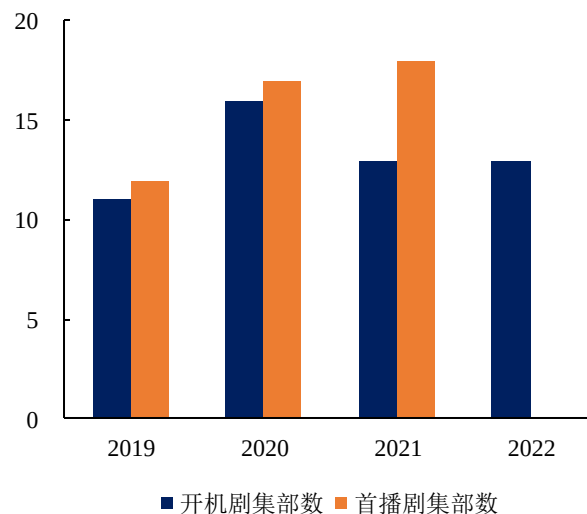
（2）2020-2021年华策影视首播剧集数量超过开机剧集数量。2019-2021年，华策影视开机剧集数量分别为11部、16部、13部；首播剧集数量分别为12部、16部、18部。

图 10：2019-2020 年华策影视开机剧集的制作播放周期



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

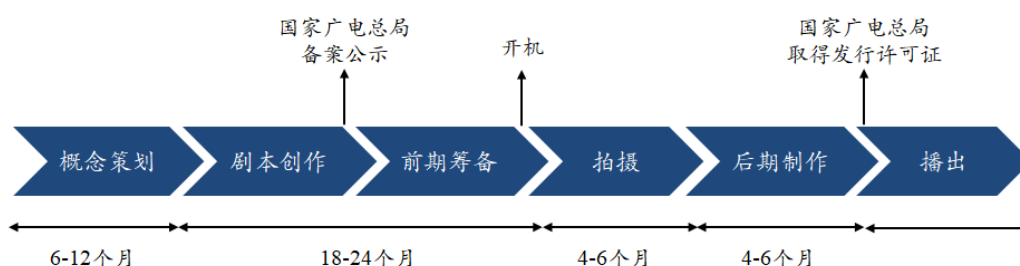
图 11：2019-2022 年华策影视开机剧集部数及首播剧集部数



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

注：影视剧项目运营流程包括：概念策划（包括IP 开发或评估及购买高潜力IP）、剧本创作、前期筹备（选角、制作团队、剧本审查、外景勘察及布景）、开机拍摄、后期制作、发行播出。一般而言，从开机拍摄到完成后期制作的周期约8-12 个月。

图 12：影视剧项目运营流程



资料来源：东兴证券研究所

在影视制作供给端收缩的现状下，公司储备剧集项目数量充足、题材丰富、部分剧集演员阵容强大，公司出品的影视作品有望出现价格上涨、销售周期缩短、销售剧集数量增加的新局面。

（1）根据公司年报披露及豆瓣数据梳理，2021 年公司开机剧集作品 13 部，合计 427 集，截至 2022 年 5 月底，已经上线 4 部，余下 9 部作品有望今年上线；2022 年公司计划制作 13 部作品，合计 490 集；2021 年及 2022 年（计划）制作的 26 部中，有 15 部剧集的首播平台已经确定。

表 2：公司 2021 年开机剧集上线进展及 2022 年计划制作剧集

开机时间	剧名	集数(拟)	题材	主要演员	项目进展	首播平台(拟)
2021-02-16	《与君初相识》	21	古代神话	主演：迪丽热巴/任嘉	已上线	优酷
2021-02-16	《恰似故人归》	22	古代神话	主演：迪丽热巴/任嘉	已上线	优酷
2021-04-12	《沉睡花园》	16	当代都市	主演：龚俊/乔欣	已上线	湖南卫视、芒果 TV
2021-05-15	《春闺梦里人》	40	古代传奇	主演：丁禹兮/彭小苒	后期制作	腾讯视频
2021-06-06	《凭栏一片风云起》	40	近代传奇	主演：胡一天/章若楠	已上线	湖南卫视、腾讯视频和芒果 TV
2021-06-10	《夏末初见》	40	当代都市	主演：黄奕/明道	待上线	-
2021-06-28	《两个人的小森林》	36	当代都市	主演：虞书欣/张彬彬	后期制作	优酷
2021-07-05	《追光者》	40	当代都市	主演：罗云熙/吴倩	待上线	爱奇艺,腾讯视频
2021-07-26	《天官赐福》	38	古代神话	主演：翟潇闻/张凌赫	2022 年 1 月杀青	-
2021-08-14	《向风而行》	40	当代都市	主演：王凯/谭松韵	后期制作	爱奇艺
2021-8-31	《我是刑警》	40	当代涉案	主演：于和伟/胡明	2022 年 1 月杀青	爱奇艺
2021-10-22	《我可能遇到了救星》	24	当代都市	主演：曾舜晞/梁洁	后期制作	优酷
2021-12-28	《三分野》	30	当代都市	主演：张彬彬/吴倩	预计 2022 年播出	腾讯视频
2022 年 Q2	《请和这样的我恋爱吧》	40	当代都市	主演：胡一天/梁洁	预计 2022 年播出	爱奇艺
2022 年 Q2	《我们这十年》	40	重大献礼	主演:赵丽颖/乔任梁	预计 2022 年播出	-
2022 年 Q2	《长街长》	40	古代传奇	主演：杨颖/陈晓	预计 2023 年播出	腾讯视频
2022 年 Q2	《去有风的地方》	40	田园治愈	主演：刘亦菲/李现	预计 2023 年播出	湖南卫视、芒果 TV
2022 年 Q3	《都是好时光》	40	当代都市	主演：吴倩	预计 2023 年播出	-
2022 年 Q3	《一路朝阳》	36	都市青春	主演：倪妮	预计 2023 年播出	-
2022 年 Q3	《我们的翻译官》	30	当代都市	-	-	-
2022 年 Q3	《你是迟来的欢喜》	36	都市爱情	-	-	-
2022 年 Q4	《我就喜欢她那样的》	36	当代都市	-	-	-
2022 年 Q4	《随云》	40	古代传奇	-	-	-
2022 年 Q4	《吴越归宗》	40	历史正剧	-	-	-
2022 年 Q4	《明天是个好天气》	36	家庭爱情	-	-	-
2022 年 Q4	《七夜雪》	36	古代传奇	-	-	-

资料来源：公司年报，豆瓣，东兴证券研究所整理

(2) 部分新开机剧集作品卡司阵容强大，包括赵丽颖/乔任梁主演的献礼剧《我们这十年》、杨颖/陈晓主演的古代传奇剧《长街长》、刘亦菲/李现主演的田园治愈剧《去有风的地方》、马思纯/倪妮主演的都市青春剧《一路朝阳》。

图 13：公司计划开机制作的部分剧集作品海报



《我们这十年》
题材：重大献礼
主演：赵丽颖/乔任梁等



《长街长》
题材：古代传奇
主演：杨颖/陈晓等



《去有风的地方》
题材：田园治愈
主演：刘亦菲/李现等



《一路朝阳》
题材：都市青春
主演：马思纯/倪妮等

资料来源：豆瓣，东兴证券研究所

4. 投资建议

华策影视作为剧集制作行业龙头，具备优质剧集制作能力以及规模化制作能力。目前影视行业进入新发展阶段，公司剧集业务有望迎来快速发展期。我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为4.96亿元，6.84亿元和9.09亿元，对应现有股价PE分别为17X，12X和9X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

(1) 疫情反复影响公司影视项目制作进度；(2) 影视行业强监管政策超预期；(3) 长视频平台减少内容采购预算。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表					单位：百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	6626	7159	7431	8142	9454	营业收入	3732	3807	3704	4710	5643				
货币资金	2054	3173	3634	3901	4515	营业成本	2734	2936	2689	3324	3841				
应收账款	1280	734	812	1032	1237	营业税金及附加	5	8	7	9	11				
其他应收款	168	42	41	52	63	营业费用	331	358	333	424	508				
预付款项	286	255	208	149	81	管理费用	164	200	185	235	282				
存货	2626	1890	2157	2403	2930	财务费用	7	-59	-66	-75	-72				
其他流动资产	134	131	131	131	131	研发费用	10	10	11	14	17				
非流动资产合计	1665	1591	1611	1617	1626	资产减值损失	34.35	20.05	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	216	188	188	188	188	公允价值变动收益	25.22	10.86	11.00	11.00	11.00				
固定资产	69	61	54	49	48	投资净收益	-39.09	-22.58	-22.58	-22.58	-22.58				
无形资产	4	4	13	20	26	加：其他收益	80.77	98.50	100.00	100.00	100.00				
其他非流动资产	0	5	5	5	5	营业利润	516	433	632	867	1144				
资产总计	8290	8750	9041	9760	11080	营业外收入	2.76	73.76	0.00	0.30	5.50				
流动负债合计	2694	1925	1761	1854	2346	营业外支出	2.87	2.82	0.00	0.00	0.00				
短期借款	301	78	0	0	416	利润总额	516	504	632	867	1149				
应付账款	700	436	394	487	563	所得税	123	91	126	173	230				
预收款项	61	18	18	18	18	净利润	394	413	506	694	919				
一年内到期的非流动负债	0	19	19	19	19	少数股东损益	-5	13	10	10	10				
非流动负债合计	9	85	10	10	10	归属母公司净利润	399	400	496	684	909				
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E				
负债合计	2702	2011	1771	1864	2356	成长能力									
少数股东权益	37	102	112	122	132	营业收入增长	41.88%	2.00%	-2.71%	27.16%	19.82%				
实收资本（或股本）	1756	1901	1901	1901	1901	营业利润增长	-136.9	-16.13%	45.94%	37.14%	31.94%				
资本公积	2965	3523	3523	3523	3523	归属于母公司净利润增长	-127.2	0.30%	23.78%	37.94%	33.01%				
未分配利润	1234	1464	1885	2466	3239	获利能力									
归属母公司股东权益合计	5551	6636	7082	7698	8516	毛利率(%)	26.76%	22.87%	27.40%	29.43%	31.93%				
负债和所有者权益	8290	8750	8966	9684	11005	净利率(%)	10.55%	10.85%	13.65%	14.73%	16.29%				
现金流量表					单位：百万元	总资产净利润(%)	4.82%	4.58%	5.48%	7.00%	8.21%				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	7.19%	6.03%	7.00%	8.88%	10.68%				
经营活动现金流	869	1409	116	298	261	偿债能力									
净利润	394	413	506	694	919	资产负债率(%)	33%	23%	20%	19%	21%				
折旧摊销	26.00	40.16	22.20	20.53	23.35	流动比率	2.46	3.72	4.22	4.39	4.03				
财务费用	7	-59	-66	-75	-72	速动比率	1.48	2.74	2.99	3.10	2.78				
应收帐款减少	1085	546	-78	-220	-205	营运能力									
预收帐款增加	-1357	-44	0	0	0	总资产周转率	0.41	0.45	0.42	0.51	0.55				
投资活动现金流	869	-808	407	-39	-44	应收账款周转率	2	4	5	5	5				
公允价值变动收益	25	11	11	11	11	应付账款周转率	4.10	6.70	8.93	10.70	10.76				
长期投资减少	0	0	-21	0	0	每股指标(元)									
投资收益	-39	-23	-23	-23	-23	每股收益(最新摊薄)	0.23	0.22	0.26	0.36	0.48				
筹资活动现金流	-1578	458	-62	7	397	每股净现金流(最新摊薄)	-0.03	0.56	0.24	0.14	0.32				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.16	3.49	3.73	4.05	4.48				
长期借款增加	-200	0	0	0	0	估值比率									
普通股增加	0	145	0	0	0	P/E	19.30	20.18	17.03	12.35	9.28				
资本公积增加	0	558	0	0	0	P/B	1.40	1.27	1.19	1.10	0.99				
现金净增加额	160	1059	461	267	614	EV/EBITDA	11.27	13.24	8.32	5.64	3.99				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	快手 616 购物节专题：品牌自播增长迅速，“快品牌”发展良好	2021-06-04
行业深度报告	传媒互联网 2022 年中期策略报告：对比 7 大赛道，下半年首推本地生活	2021-05-25
公司深度报告	途虎养车：线上线下一体化平台，汽车服务市场新龙头	2022-03-01
公司深度报告	喜马拉雅：IoT 助力流量稳定增长，三轮驱动变现效率加速提升	2022-02-28
公司深度报告	美团系列研究之 1-三维度提升外卖履约效率，降低骑手依赖度	2021-02-19
公司普通报告	中概互联网复盘系列报告之 4-声网 2021 年复盘：“双减政策”影响短期增速，中长期成长性无虞	2021-01-21
公司普通报告	中概互联网复盘系列报告之 3-腾讯控股 2021 年复盘：股价韧性强于市，强监管无碍微信价值	2021-01-18
公司普通报告	中概互联网复盘系列报告之 2-拼多多 2021 年复盘：GMV 增长遭遇挑战，但长期增长模式有望转变	2022-01-13
公司普通报告	中概互联网复盘系列报告之 1-快手 2021 年复盘：危机洗礼后，组织效率提升	2022-01-12
公司深度报告	腾讯控股 2004 年-2022 年复盘：当下股价处于第 5 次震荡期，微信与腾讯云奠定未来成长价值	2022-03-18
公司普通报告	腾讯 2022 年微信公开课点评：微信生态日益丰满，搜一搜为最大看点	2022-01-14
公司普通报告	腾讯控股：分红事件有望成为公司市场预期转好拐点	2021-12-26
行业深度报告	腾讯系列研究之 7-腾讯专题：微信的本质价值是分发	2021-12-21
行业深度报告	腾讯系列研究之 6- 腾讯专题：2018—2019，为何错过短视频？	2021-11-11
行业深度报告	腾讯系列研究之 5-社交网络专题：抖音、快手是社区还是社交网络？	2021-09-13
行业深度报告	腾讯系列研究之 4-金融科技行业报告：蚂蚁集团支付业务三个维度领先腾讯财付通	2020-09-14
行业深度报告	腾讯系列研究之 3-短视频行业报告：视频号为何能迅速突破“快抖”封锁	2020-08-25
公司深度报告	腾讯系列研究之 2-腾讯控股：微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
行业深度报告	腾讯系列研究之 1：微信小程序：下一个十年，下一个入口，进入万物互联时代	2018-04-15
行业深度报告	传媒系列报告之 26-小红书：优质 UGC 电商生态，内容、用户、变现多维提升	2021-08-20
行业深度报告	传媒系列报告之 25-数字营销产业：中小厂商如何突围？出海与技术创新是关键	2021-08-04
行业深度报告	传媒系列报告之 24-数字音频产业商业模式之辨：流量、会员、版权	2021-07-15
行业深度报告	传媒系列报告之 23-快手达人播，抖音品牌播，共击十万亿增量市场	2021-05-09
行业深度报告	传媒系列报告之 22-长视频行业：TVB 兴衰 50 年对国内长视频平台的启示	2021-04-02
行业深度报告	传媒系列报告之 21-游戏行业：短视频买量渠道崛起，游戏研发商乘势而上	2021-02-04
公司深度报告	传媒系列报告之 20-快手科技：格局确立，电商冲锋	2021-01-21
公司深度报告	传媒系列报告之 19-快手科技：社交筑垒，百亿冲锋	2020-12-19
公司深度报告	传媒系列报告之 18-分众传媒：新模式，新估值	2020-10-29
公司深度报告	传媒系列报告之 17-芒果超媒如何进化？	2020-10-20
行业深度报告	传媒系列报告之 16-金融科技行业报告：蚂蚁集团支付业务三个维度领先腾讯财付通	2020-09-14

行业深度报告	传媒系列报告之 15-短视频行业报告：视频号为何能迅速突破“快抖”封锁	2020-08-25
公司深度报告	传媒系列报告之 14-字节跳动：征途是星辰大海，坚守全球化愿景	2020-08-07
公司深度报告	传媒系列报告之 13-中国出版：百年商务印书馆价值几何	2020-07-27
公司深度报告	传媒系列报告之 12-爱奇艺：中国奈飞，盈利不难	2020-07-20
公司深度报告	传媒系列报告之 11-掌阅科技：卡位长音频赛道，稀缺性助推估值	2020-07-02
公司深度报告	传媒系列报告之 10-腾讯控股：微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
公司深度报告	传媒系列报告之 9-网易游戏：520 产品发布会展现年轻化战略	2020-06-03
行业深度报告	传媒系列报告之 8-网红经济商业模式合集：模式创新驱动 MCN 提升变现规模与效率	2020-05-26
公司深度报告	传媒系列报告之 7-分众传媒：主营走出最难时刻，竞争格局压制估值	2020-05-17
行业深度报告	传媒系列报告之 6-网红经济：渐具马太效应，平台占据优势	2020-05-10
行业深度报告	传媒系列报告之 5-出版产业：互联网催生新业态，新业态带来新活力	2020-05-08
公司深度报告	传媒系列报告之 4-掌阅科技：精细化运营内容与流量，打造第二增长曲线	2020-04-25
行业深度报告	传媒系列报告之 3-中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
公司深度报告	传媒系列报告之 2-光线传媒：艺术科技结合体，估值对标皮克斯	2019-12-13
行业深度报告	传媒系列报告之 1-电视游戏行业深度报告：旧娱乐，新风尚，大市场	2019-11-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：石伟晶

传媒与互联网行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。6 年证券从业经验，2018 年加入东兴证券研究所。2019 年新浪金麒麟传媒行业新锐分析师。以腾讯为核心跟踪内容互联网行业发展趋势，覆盖社区社交、网游、短视频、长视频、直播、音乐及有声书等内容赛道；以美团为核心跟踪生活服务互联网发展趋势，覆盖餐饮外卖、旅游住宿、汽车服务等生活服务赛道。

分析师：辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019 年加入东兴证券研究所。以腾讯为研究核心，跟踪腾讯各块业务进展及竞争对手情况，覆盖网络社区、短视频、长视频、数字阅读等行业；以美团为核心跟踪生活服务互联网发展趋势，覆盖餐饮外卖、旅游住宿等生活服务赛道。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526