

中国儒意 (0136.HK) 首次覆盖

买入(首次评级)

优质制片能力为核，流媒体、游戏打开长期 IP 变现空间

当前价格： 2.40 港元
 目标价格： 3.28 港元

投资要点：

- 国内头部影视制作发行公司+流媒体平台，上下游一体化布局。公司集制片、发行、播映一体化布局，儒意影业自2007年成立至今有15年发展历程，成功出品一系列精品影视文化作品，为行业内头部影视制作公司，作品定位兼顾思想深度和大众审美，通过影视作品讲好中国故事，传播中华文化，代表作品包括电视剧《琅琊榜1》《北平无战事》、电影《你好，李焕英》《送你一朵小红花》等。公司旗下的流媒体平台南瓜电影定位垂直纯付费订阅制，成立于2015年，通过分析用户的观影行为智能化推荐内容，实现内容生产定制化，主要收入包括版权运营、会员收入。
- 游戏业务新布局，中长期携手大股东腾讯探索影游联动空间。2022年1月，公司与腾讯签署协议，获得腾讯为公司游戏产品提供的技术和渠道推广支持，运营方为儒意子公司深圳景秀。5.26首款手游《乱世逐鹿》上线，上线后流水表现超预期，根据公司公告，不到2个月即实现流水破亿，实现良好开局。预计7月26日上线手游《传奇天下》，此前测试阶段表现良好。公司以运营方式切入游戏业务，通过游戏良好的现金流将反哺影视主业，在影视IP持续积累、游戏运营经验丰富后，探索影游联动的确定性将增加，此举亦有助于延伸IP的生命周期。
- 影视流媒体业务上，公司始终强调制片人中心制、重视剧本环节，相应地有较好的成本把控能力。生产要素上，好剧本在儒意有更高权重，过程中积淀的制片人能力是公司的核心无形资产，随着融资持续推进+游戏现金流补充，有望通过资本杠杆放大优秀制片人的管理杠杆，提升影视产能。
- 盈利预测与投资建议：预计中国儒意营业收入在2023~2024年CAGR为24%；对应归母净利润CAGR为30%。我们按照SOTP法给予中国儒意2022年264.29亿元人民币估值，以7月23日人民币兑港币汇率1:1.1627计算，对应目标价3.28港元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：监管政策不确定性；疫情反复，内容上线节奏推迟；游戏版号发放不及预期，或疫情影响游戏开发测试进展。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	9354.7/9354.7
总市值/流通市值 (亿 HKD)	224.51/224.51
每股净资产 (元)	0.61
资产负债率 (%)	47.09
一年内最高/最低 (港元)	5.09/1.59

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈泽敏
 执业证书编号: S0210522050002
 邮箱:

相关报告

单位/百万	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2319	4400	5423	6751
(+/-) (%)	840%	90%	23%	24%
净利润	1175	1141	1488	1923
(+/-) (%)	9677%	-3%	30%	29%
EPS	0.13	0.12	0.16	0.21
P/E	23.18	19.67	15.09	11.68

数据来源：公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设

假设 1：内容及线上流媒体业务为中国儒意的核心业务板块，南瓜电影业务预计 2022~2024 年收入增速为 61%/31%/36%。儒意影业内容制作业务预计 2022~2024 年儒意影业收入增速为 40%/20%/15%。

假设 2：（新业务）游戏业务：预计 2022 年游戏收入 10 亿元，2023~2024 年游戏业务增速分别为 20%/25%。

我们区别于市场的观点

1) 流媒体平台以广告作为核心收入来源之一，坚持无广告模式的奈飞亦开始松动，为什么我们认为公司选择的无广告模式是更可持续的商业模式？

- **广告模式的弊端：**短视频更适合广告土壤，长视频中综艺更适合广告，影、剧插入广告影响体验是其一，更重要的是避免流量、广告主带来的对制作的影响（流量艺人带来的成本端压力、风险，在影视制作中其他决定剧作质量的要素投入不足），且广告主对于长视频广告投入预算已处于下降通道。

- **一体化模式的优势：**充分捕捉用户需求反哺制作，对于制作方而言，拥有自有平台可不受平台控制（排期进而影响收视、价格）；对于平台方而言，拥有自家制作班底，可充分控制剧目质量及成本预算。

2) 国内影视行业的盈利模式被认为相对不佳，公司又有何不一样的特点？

- **其他公司不会/难以走该路径——基因（初值）不同，路径不同：**儒意是制作而非互联网出身，始终秉承精品化制作思维，与其他起始侧重流量的长视频平台相比有不同的基因和发展路径。

- **制作人中心制，项目 ROI 高：**“制片人中心制”保证项目流程、质量、预算全部自主可控，在创作上公司更关注对故事本身的创作，优质剧本也更容易吸引到优质的导演和演员参与。

股价上涨的催化因素

新游上线，流水表现超预期；新电影定档，票房表现超预期；疫情稳定，线下观影回暖。

估值和目标价

我们按照分部估值法，给予中国儒意 2022 年 264.29 亿元人民币估值，以 7 月 23 日人民币兑港币汇率 1:1.1627 计算，对应目标价 3.28 港元。

投资风险

监管政策不确定性；疫情反复，内容上线节奏推迟；游戏版号发放不及预期，或疫情影响游戏开发测试进展。

正文目录

一、	打造垂直一体化流媒体平台，流媒体业务打开长期增长空间	5
1.1	全面科技转型，收购儒意影业进军流媒体市场	5
1.2	恒腾网络资本变动，更名中国儒意稳定发展路径	6
1.3	爆款电影助力业绩增长，对赌协议亮眼开局	9
二、	影视制片领域积累深厚护城河，布局游戏拓展 IP 变现渠道	9
2.1	儒意影业：制片人为核心，优质团队控制成本保障高 ROI	9
2.1.1	IP 端：版权丰富，注重文学性	9
2.1.2	制作端：长期践行制片人中心制，可控成本下保证品控	10
2.2	南瓜电影：定位垂直流媒体赛道，专注布局优质影视内容	12
2.2.1	发展主线：始于小众题材作品，零广告+丰富影视资源保证用户增长	12
2.2.2	发展模式：自制+聚焦剧集电影+无广告	14
2.2.3	后续看点：内容付费习惯养成，ARPPU 值上升空间广阔	16
2.3	携手腾讯入局游戏，中长期展望影游联动	18
2.3.1	从代理起步试水游戏业务，开局表现亮眼	19
2.3.2	中长期看，通过影游联动充分发挥 IP 价值	20
三、	盈利预测与估值	21
3.1	盈利预测	21
3.2	估值与投资建议	22
四、	风险提示	24

图表目录

图表 1:	恒腾网络完成收购事项后的股权结构	5
图表 2:	儒意影业同比公司内容业务范围及市值对比	6
图表 3:	儒意影业参与出品的作品（部分）	6
图表 4:	恒大集团减持恒腾网络过程	7
图表 5:	中国儒意（0136.HK）资本历程	7
图表 6:	中国儒意股权结构	8
图表 7:	中国儒意现任管理层介绍	8
图表 8:	18-21 年儒意影业与南瓜电影净利润与 22-23 年对赌要求净利润（亿元）	9
图表 9:	2018-2021 年儒意影业与南瓜电影营业收入及变动	9
图表 10:	儒意影业的制片人代表及合作过的导演代表	10
图表 11:	儒意影业近年出品的优质电影和电视剧	11
图表 12:	2021 年南瓜电影累计注册用户数变化	13
图表 13:	2021 年南瓜电影累计付费会员数变化	13
图表 14:	南瓜电影推荐界面	13

图表 15: 南瓜电影与优爱腾首页内容分类	14
图表 16: 2021 年上新连续剧集均 30 天有效播放排行榜	15
图表 17: 1Q20-4Q21 短视频与长视频行业月人均使用时长对比 (小时)	16
图表 18: 2018-2021 年南瓜电影及各大视频平台付费用户数 (亿)	17
图表 19: 2017-2021 年中国网络视听付费用户规模.....	18
图表 20: 南瓜电影与各视频平台会员价格对比 (元)	18
图表 21: 《乱世逐鹿》上线后 iOS 畅销榜排名	19
图表 22: 2017-2021 年 Netflix 营收和 YoY	20
图表 23: 2017-2021 年 Netflix 订阅用户数和 YoY	20
图表 24: 《庆余年手游》上线后在 iOS 畅销榜排名	21
图表 25: 中国儒意业绩拆分 (亿元)	22
图表 26: 中国儒意可比公司估值一览.....	23
图表 27: 财务预测摘要	25

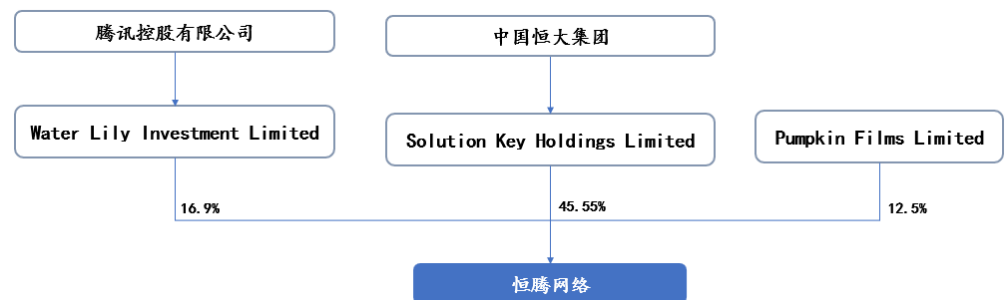
一、 打造垂直一体化流媒体平台，流媒体业务打开长期增长空间

国内老牌影视公司，制片、发行、播映一体化布局，并于 22 年新入游戏业务。中国儒意（0136.HK）的前身是马斯葛集团，在 2015 年被恒大集团和腾讯控股收购后更名为恒腾网络，进军互联网社区服务，主营业务为互联网家居和互联网材料。恒腾网络在 2020 年收购儒意影业及南瓜电影后，重点布局影视流媒体，依靠儒意影业高质量的影视制作能力，为南瓜电影提供优质的内容支持。在 2021 年正式完成对儒意影业和南瓜电影的收购后，恒腾网络业绩迅速提升，实现营收 23.18 亿元，同比增长 907.38%；其中内容制作及线上流媒体业务贡献 22.15 亿元，流媒体业务转型已初步取得成效。公司于 2022 年 1 月与腾讯签署游戏技术合作协议，未来希望通过影游联动，发挥公司丰富的精品内容储备优势，进一步提升 IP 资源的变现能力。同年 2 月，公司正式更名为中国儒意，标志着公司进入内容制作+流媒体平台+游戏业务协同发展的新阶段。

1.1 全面科技转型，收购儒意影业进军流媒体市场

恒大与腾讯收购马斯葛后，再次收购儒意影业进一步拓展内容制造及流媒体业务。马斯葛集团主要从事投资及买卖证券、制造和销售相机配件以及生产太阳能多晶硅业务。2015 年，马斯葛与恒大全资子公司 Solution Key Holdings Limited、腾讯全资子公司 Water Lily Investment Limited 签署新股认购协议，向恒大与腾讯出售相当于扩大后股本 75% 的新股，发行价为每股 0.0061 港元，涉及总金额约 7.5 亿港元。认购协议完成后，恒大与腾讯分别持有马斯葛 55% 和 20% 股权。同年，马斯葛集团更名为恒腾网络并且开展互联网社区服务，主营业务为互联网家居及互联网材料业务。**2021 年初，恒腾网络完成收购南瓜电影与儒意影业，意图打造出中国版 Netflix。**

图表 1：恒腾网络完成收购事项后的股权结构



数据来源：公司公告、华福证券研究所

注：截至 2021 年 1 月 20 日

儒意影业专注电影、电视剧领域，近年来佳作频出，多部爆款电影口碑双收。儒意影业成立于 2007 年，主要从事广播电视节目及电影制作和运营。作为一间独立的全产业链制片公司，儒意影业拥有自己的研发及制作团队，是既可以做电影又可以做电视剧的双产品制片公司，相较于行业内的其他制片公司，儒意影业是为数不多的内容形式只专注于电影和电视剧的公司。凭借富有创意的剧本内容、精准的市场定位、

工业化制作流程以及独特的制片人管理制度，成功出品一系列精品影视文化作品，迅速成为行业内头部影视制作公司。2021年，儒意影业作为《你好，李焕英》的主要出品方和最大保底发行方而被大众知晓，然而此前儒意影业已参与出品多部优秀的影视剧作品，代表作有：电影《你好，李焕英》《送你一朵小红花》《老男孩猛龙过江》《缝纫机乐队》《动物世界》《致我们终将逝去的青春》等；电视剧《北平无战事》《琅琊榜》《芈月传》等。

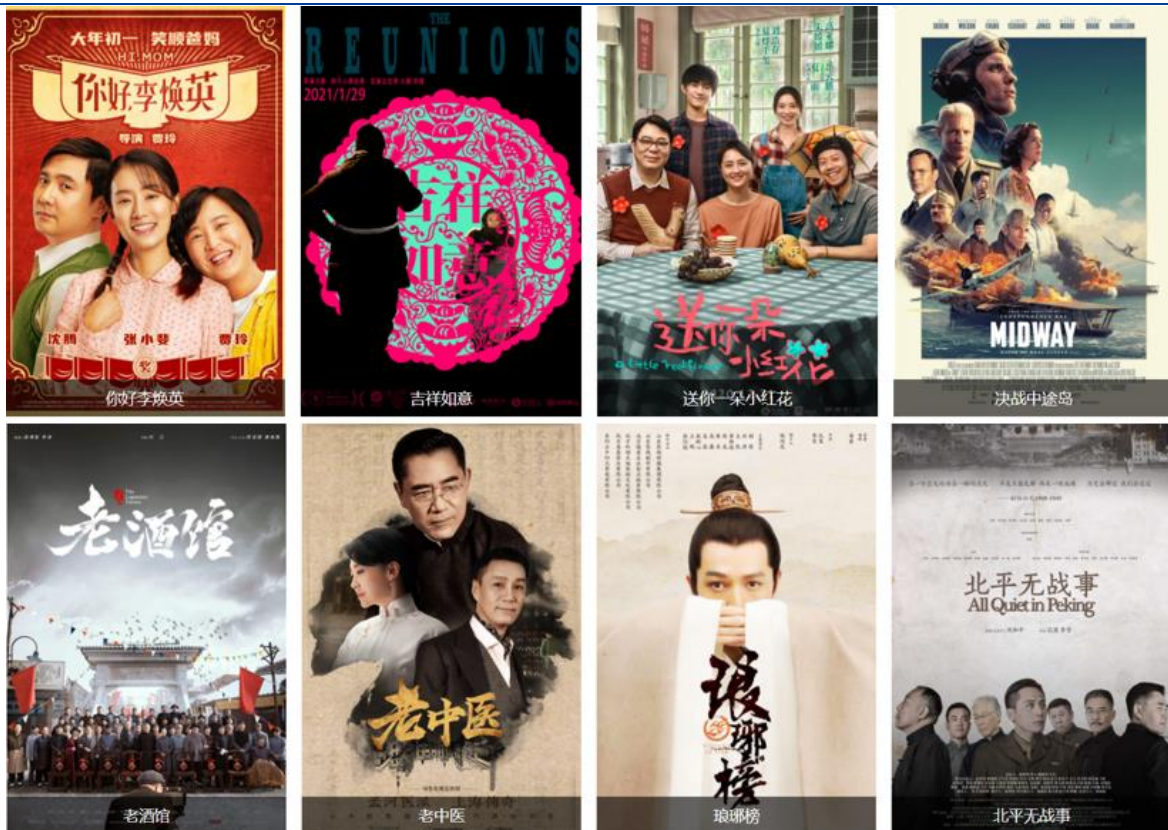
图表 2：儒意影业同比公司内容业务范围及市值对比

公司	内容制作范围	市值（亿元人民币）
光线传媒	电影、电视剧、网剧、动漫、音乐	249
中国电影	电影、剧集、动画、网络电影、网剧	214
中国儒意	电影、电视剧	193
阿里影业	电影、电视剧、综艺	158
华策影视	电影、电视剧、网络电影、动画、音乐、短视频	87
华谊兄弟	电影、电视剧、网剧	76
猫眼娱乐	电影	70
欢喜传媒	电影、电视剧	40
北京文化	电影、电视剧、网剧	31

数据来源：公司公告、华福证券研究所

注：截至 2022 年 7 月 22 日收盘，市值币种均统一为人民币。

图表 3：儒意影业参与出品的作品（部分）



数据来源：公司官网、华福证券研究所

1.2 恒腾网络资本变动，更名中国儒意稳定发展路径

恒大因债务原因逐步清仓，管理层、腾讯增持。恒腾网络在 2020 年收购儒意影业与南瓜电影后进军流媒体行业，在 2021 年，恒大集团因债务危机不得不减持恒腾网络直至清仓，套现超过百亿港元。**1) 2021 年 6 月：**恒大将其持有的 8% 恒腾网络股份以 44.33 亿港元转让给 CEO 柯利明。**2) 2021 年 8 月：**恒大向腾讯及第三方分别转让恒腾网络 7%、4% 股份，转让价格分别为 20.69 亿港元、11.82 亿港元。**3) 2021 年 11 月初：**恒大持续减持恒腾网络 3.3 亿股，套现 7.17 亿港元。**4) 2021 年 11 月 17 日：**恒大将其持有的恒腾网络 18% 股权全部清仓出售，共套现 21.28 亿港元。恒大清仓后，恒腾网络股价从 18 日起连涨 4 日，最高达 148%，市值净增 179 亿港元。

图表 4：恒大集团减持恒腾网络过程

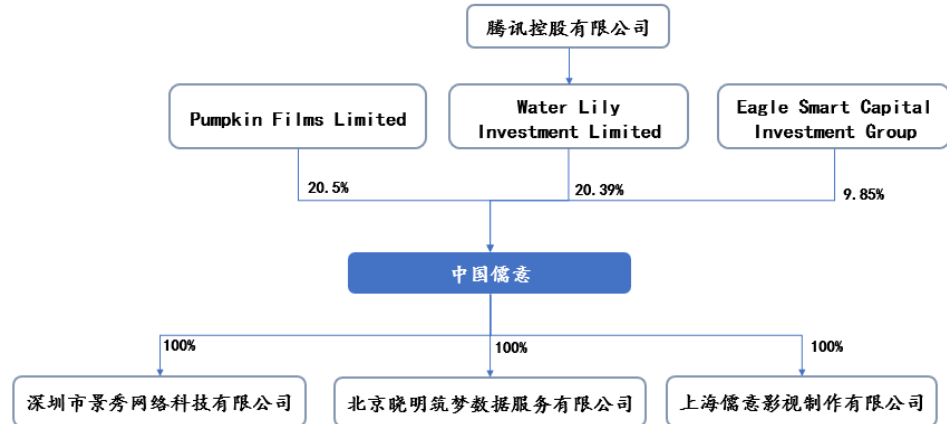
时间	出售对象	减持股份数量 (亿股)	价格 (港元/股)	总金额 (亿港元)	上一交易日 收盘价	较上一交易日 折价/溢价
2021/6/20	柯利明	7.39	6.00	44.33	6.12	-1.96%
2021/7/30	腾讯子公司 Water Lily Investment Limited	6.46	3.20	20.69	3.42	-6.43%
2021/7/30	独立第三方	3.69	3.20	11.82	3.42	-6.43%
2021/11/4	减持	1.50	2.29	3.44	2.34	-2.04%
2021/11/5	减持	1.80	2.07	3.73	2.03	2.21%
2021/11/17	联合资源投资控股有限 公司	16.62	1.28	21.28	1.59	-19.50%

数据来源：Wind、公司公告、华福证券研究所

腾讯不断增持，彰显股东信心。2022 年 1 月，恒腾网络在第二大股东腾讯的支持下，进军游戏业务，获得腾讯为公司游戏产品提供的技术和渠道推广支持。随后，腾讯通过子公司 Water Lily 与恒腾网络签订股份认购协议，以 1.6 亿港元的价格认购 6400 万股份，认购后腾讯的股份增至 20.13%。此次认购价为每股 2.5 港元，较认购日收盘价 2.29 港元溢价约 9.17%。22 年 2 月，恒腾网络更名为中国儒意，踏上影视剧内容制作、流媒体视频平台与游戏业务协同发展的新路径。22 年 7 月，公司再次向腾讯 (Water Lily)、阳光人寿、中国汉地增发股份，募资 23.4 亿港元。本次增发后，腾讯成为公司第一大股东，占股 19.8%，公司 CEO 柯总占股 18.33%。

图表 5：中国儒意 (0136.HK) 资本历程


数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 6：中国儒意股权结构


数据来源：Wind、华福证券研究所

注：截至 2022 年 3 月 31 日

柯利明出任中国儒意 CEO，带领行业经验丰富的管理层团队持续输出优质内容。柯利明作为儒意影业及南瓜电影的行政总裁，是国内少数具备金融投资的职业经验和高学历海归背景的影视剧制作人。柯利明曾以投资者及制作人身份带领并投资《你好，李焕英》、《送你一朵小红花》、《老男孩猛龙过江》等电影以及《老中医》、《琅琊榜》、《芈月传》等电视剧，均表现亮眼广受好评。恒大逐步转让股份过程中，柯利明彼时成为第一大股东，并在 2021 年 8 月出任公司的执行董事及董事长。

图表 7：中国儒意现任管理层介绍

姓名	职务	履历
柯利明	董事会主席、执行董事	同时担任儒意影业以及南瓜电影的行政总裁，曾经在对冲基金管理公司任高级分析师，毕业于澳大利亚格里菲斯大学。曾以投资者及制作人身份带领及投资《你好李焕英》、《送你一朵小红花》、《动物世界》、《缝纫机乐队》、《致青春·原来你还在这里》、《致我们终将逝去的青春》、《老男孩猛龙过江》等电影以及《老中医》、《老酒馆》、《爱情的边疆》、《北平无战事》、《琅琊榜》、《芈月传》、《咱们相爱吧》等电视剧。
万超	执行董事	二零一零年加入腾讯，现担任腾讯云副总裁，负责腾讯云智慧建筑的管理工作。一九八八年毕业于江西工学院，持有工业与民用建筑结构学士学位，在建筑领域有超过 30 年的丰富管理经验。
陈曦	执行董事	现任儒意影业总裁，具备多年投资经验并为电影业界资深制片人，毕业于中央戏剧学院表演系表演专业。曾作为制片人投资制作多个成功电影，代表作品有《人再囧途之泰囧》、《煎饼侠》、《唐人街探案一》、《缝纫机乐队》、《动物世界》、《送你一朵小红花》、《吉祥如意》、《你好，李焕英》。
张强	执行董事	著名影视制片人，现任南瓜电影的首席内容官。毕业于北京大学中文系，后获得北京电影学院电影美学硕士学位；曾任北京紫禁城信都电视文化有限公司董事长兼总经理，北京电视台副总编辑，中国电影股份有限公司董事副总经理，阿里巴巴影业集团有限公司的执行董事及行政总裁，在中国影视传媒行业拥有逾 25 年经验。代表作为《中国合伙人》、《致我们终将逝去的青春》、《狼图腾》等电影。

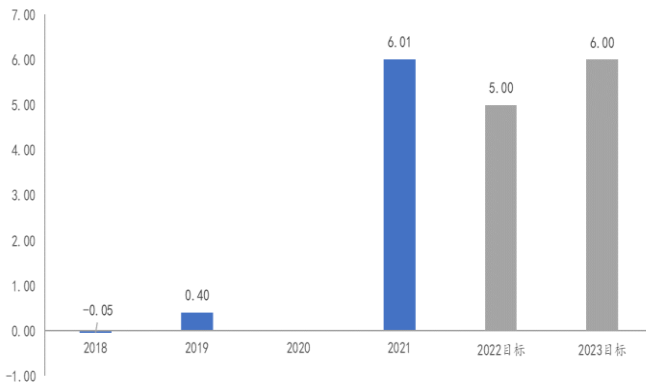
数据来源：公司公告、华福证券研究所

1.3 爆款电影助力业绩增长，对赌协议亮眼开局

商定3年15亿净利润对赌目标，管理层利益绑定。2020年10月27日，恒腾网络全资子公司力涛控股通过配发及发行代价股份、认股权证支付方式以72亿港元全资收购儒意影业和南瓜电影，并且与柯利明和南瓜电影签署了3年的对赌协议。根据协议，公司2021-2023年将分三批发行约183.43亿股认股权证，每批约为61.14亿股。如果儒意影业和南瓜电影三年中净利润分别达到4亿元、5亿元、6亿元，或三年合计净利润达15亿元，柯利明将被允许以0.096港元/股的行权价格（10股并1股前）分三年行使部分或全部认股权证。

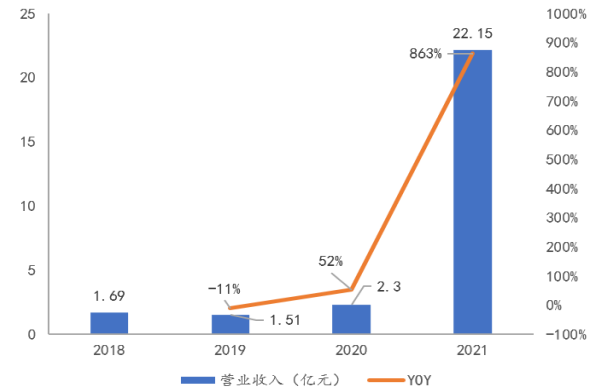
21年业绩对赌目标达成，未来两年前景向好。2021年，儒意影业牵头出品了《你好，李焕英》、《送你一朵小红花》、《吉祥如意》、《拆弹专家2》等多部电影以及二轮发行《霞光》、《大宋宫词》两部电视剧。其中《你好，李焕英》累计票房超54亿，于2021年位列中国电影票房第2名，并打破中国电影史最快破50亿票房记录。凭借多部口碑与票房俱佳的影视作品，中国儒意2021年内容制造及线上流媒体业务净利润为6亿元以上，实现对赌协议的业绩目标。2022年儒意影业开拍多部影视剧，作品储备丰富，即将上映《保你平安》、《热烈》等电影；主旋律、正能量的电视剧《情满九道弯》入选“北京市文化精品工程重点项目”。儒意影业未来的项目储备充足，有望撑起影视制作业务的营收。

图表 8：18-21 年儒意影业与南瓜电影净利润与 22-23 年对赌要求净利润（亿元）



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 9：2018-2021 年儒意影业与南瓜电影营业收入及变动



数据来源：公司公告、华福证券研究所

二、 影视制片领域积累深厚护城河，布局游戏拓展 IP 变现渠道

2.1 儒意影业：制片人为核心，优质团队控制成本保障高 ROI

2.1.1 IP 端：版权丰富，注重文学性

内容是影视作品的核心。1) 从趋势上，观众更乐意为好内容而付费；2) 好的剧本，也更容易吸引到优质的导演和演员参与。儒意在文学作品上储备丰富，并拥有一支经验丰富、稳定的编辑团队。影视制作涉及多个环节，对于公司而言，更多的精力用在上游的文学、剧本环节，不涉足艺人经纪——儒意影业定位为一家文化公司，致力于打造符合当代观众观影心理及新时代美学结构的剧本，努力将文学中的真实叙事完美呈现给观众。公司集中投入内容研发，利用高品质剧本吸引优秀制作团队及演员

出演，以慢节奏打造出精品内容。在儒意体系中的图书出版公司为打造爆款剧本提供了坚实基础，可以持续发现好的作者和文学作品。儒意图书旗下拥有诸多耳熟能详的版权著作，例如《三生三世十里桃花》《小时代》《匆匆那年》《琅琊榜》等。根据同名小说改编的《琅琊榜》一经推出便大受好评，一度成为各大视频平台电视剧爆款。

2.1.2 制作端：长期践行制片人中心制，可控成本下保证品控

制片人中心制，工业化制作流程保证成本可控。近年来各种行业新规的出台以及观众对作品质量的要求不断提高，以内容为核心的制片人中心制迎来更好的市场环境。2022年4月，中国广播电视社会组织联合会发布《电视剧网络剧摄制组生产运行规范（试行）》并被国家广电总局转发，《规范》明文指出剧组实行制片人中心制，进一步促进行业正规化、标准化建设。制片人中心制在国外成熟的市场由来已久，各大美国的制片公司例如迪士尼、华纳兄弟、派拉蒙等均使用制片人中心制。**儒意影业是国内较早实施制片人中心制的企业之一**，儒意的制片人担当整个项目的总负责人，拥有各自的专业团队。在挖掘优质的内容后，以内容为主匹配合适的导演演员，从源头上保证优质项目的工业化制作流程。制片人根据剧本对演员进行选取，会进行多方面的调研和考量，这点在降低成本的同时也更好的保证了作品的口碑。

核心团队稳定性强，善用新人传承团队理念。儒意影业的主要制片人拥有多年的从业经验，既可以做电影也可以做电视剧，出品多部优质影视作品，对观众的需求和题材拥有着精准的把握能力。公司的初创成员拥有着相同的理念，团队稳定性强，成立16年以来核心成员均未流失。依靠成熟的制片经验，公司积极培养新制片人，让新人进入剧组学习工业化的制作流程，人在事中练，练习过程中积累的制片人为团队的传承打下基础，进一步增强团队的稳定性。**在导演合作方面，儒意热衷于挖掘新人导演。**儒意影业利用开放的签约模式而非深度绑定来吸引有潜力的新人导演，合作过的新人导演有大鹏、贾玲、韩延、肖央、陈思诚等，且大部分都是他们导演的处女作。公司依靠专业性强的制作团队和对内容的精准把控，与新人导演共同出品了多部成功的作品，例如《你好，李焕英》《吉祥如意》《唐人街探案》等，验证了导演并非决定作品成功的唯一因素。

图表 10：儒意影业的制片人代表及合作过的导演代表

影视制片人代表	代表作品
柯利明	《你好，李焕英》、《送你一朵小红花》、《动物世界》、《缝纫机乐队》、《致青春·原来你还在这里》、《致我们终将逝去的青春》、《老男孩猛龙过江》、《老中医》、《老酒馆》、《爱情的边疆》、《北平无战事》、《琅琊榜》、《半月传》、《咱们相爱吧》
陈祉希	《假装情侣》、《边境风云》、《人再囧途之泰囧》、《煎饼侠》、《唐人街探案》
张强	《中国合伙人》、《致我们终将逝去的青春》、《狼图腾》
导演代表	合作代表作品
贾玲	《你好，李焕英》
大鹏	《保你平安》、《热烈》、《吉祥如意》、《吉祥》、《缝纫机乐队》
韩延	《送你一朵小红花》、《动物世界》
肖央	《天气预爆》、《老男孩猛龙过江》
陈思诚	《唐人街探案》

数据来源：公司公告、猫眼专业版、华福证券研究所

团队出品多部高品质影视佳作，验证其制作实力。自成立以来，儒意影业制作团队先后投资制作了上百部影视作品，且多次获得飞天奖、金鹰奖、白玉兰奖等奖项。近年来备受好评的代表作有《你好，李焕英》、《送你一朵小红花》、《唐人街探案》等电影和《琅琊榜》、《北平无战事》、《芈月传》等电视剧。其中《你好，李焕英》上线仅 57 天后票房破 54 亿，成为内地影史喜剧片票房冠军；《琅琊榜》截至 2022 年 5 月累计播放量超 200 亿。凭借制作团队对观众喜好的精准把握，南瓜电影的优质片库资源将得到有效的保障。

图表 11：儒意影业近年出品的优质电影和电视剧

电影名称	上映年份	导演	累计票房	豆瓣评分	获得成就
《你好，李焕英》	2021	贾玲	54.13 亿	7.7	内地影史喜剧片票房冠军、第 16 届长春电影节金鹿奖最佳青年导演处女作、第 24 届上海国际电影节电影频道传媒大奖最受传媒关注新人导演
《吉祥如意》	2021	大鹏	1357 万	7.7	
《送你一朵小红花》	2020	韩延	14.32 亿	7.2	内地影史元旦档票房冠军
《决战中途岛》	2019	罗兰·艾默里奇	2.94 亿	7.5	
《天气预爆》	2018	肖央	1.23 亿	3.8	
《动物世界》	2018	韩延	5.09 亿	7.2	
《缝纫机乐队》	2017	大鹏	4.59 亿	6.6	
《三生三世十里桃花》	2017	赵小丁、安东尼·拉默里纳拉	5.35 亿	4.0	
《情圣》	2016	宋晓飞	6.57 亿	6.0	第 4 届横店影视文荣奖电影突出贡献奖
《夏有乔木 雅望天堂》	2016	赵真奎	1.56 亿	4.7	
《致青春·原来你还在这里》	2016	周拓如	3.36 亿	4.2	
《小时代 4：灵魂尽头》	2015	郭敬明	4.84 亿	4.9	
《唐人街探案》	2015	陈思诚	8.23 亿	7.7	第 23 届北京大学生电影节最佳编剧奖、第 16 届华语电影传媒大奖最受瞩目电影
《小时代 3：刺金时代》	2014	郭敬明	5.2 亿	4.7	
《老男孩猛龙过江》	2014	肖央	2.08 亿	5.7	第 17 届上海国际电影节最受传媒关注新人导演
电视剧名称	播出年份	集数	累计播放量	豆瓣评分	获得成就
《霞光》	2021	44	3.4 亿	—	
《大宋宫词》	2021	45	7.4 亿	3.7	
《老酒馆》	2019	46	16.2 亿	7.1	第 32 届中国电视剧飞天奖历史题材优秀电视剧大奖
《爱情的边疆》	2018	54	5.6 亿	6.7	
《琅琊榜》	2015	54	200.8 亿	9.4	第 19 届华鼎奖中国百强电视剧第一名、第 30 届中国电视剧飞天奖历史题材优秀电视剧大奖

《芈月传》	2015	81	278.4 亿	6	第 22 届上海电视节白玉兰奖最佳中国电视剧、第 28 届中国电视金鹰奖优秀电视剧、第 3 届横店影视文荣奖最佳电视剧
《北平无战事》	2014	53	11.7 亿	8.9	第 17 届华鼎奖全国观众最喜爱的电视剧作品、第 21 届上海电视节白玉兰奖最佳中国电视剧、第 28 届中国电视金鹰奖优秀电视剧、第 30 届中国电视剧飞天奖重大革命历史题材优秀电视剧大奖

数据来源：猫眼专业版、骨朵影视、艺恩数据、华福证券研究所

注：统计截至 2022 年 7 月 1 日

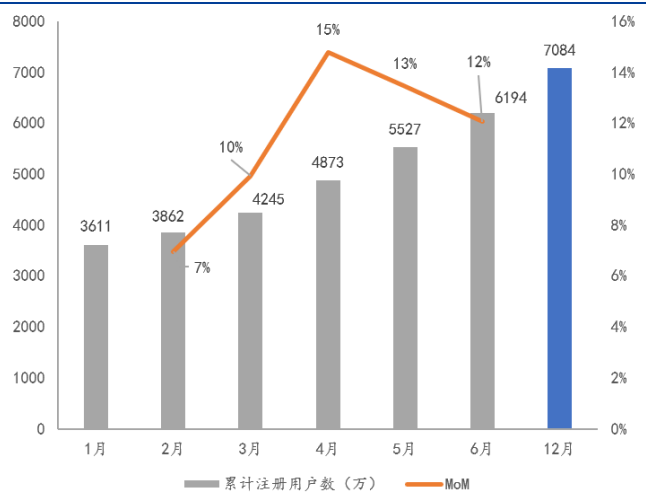
2.2 南瓜电影：定位垂流媒体赛道，专注布局优质影视内容

2.2.1 发展主线：始于小众题材作品，零广告+丰富影视资源保证用户增长

初期聚焦惊悚悬疑片，优质外剧打造良好口碑。南瓜电影是中国儒意旗下垂直纯付费订阅制的流媒体平台，通过大数据分析与儒意影业高品质原创内容能力相结合，以中华优秀传统文化为创作源泉，为用户提供最优质的内容和极致的观影体验。南瓜电影平台成立于 2015 年初，初始的定位是“国内唯一正版暗黑专题电影视频 APP”，聚焦惊悚、悬疑、动作、黑帮等题材的影视内容，同时引入不少优质欧美剧，包括《清道夫》、《X 档案》《九号密室》《紧急救援》等。在被中国儒意收购前，凭借小众的惊悚悬疑题材和大量优质的正版欧美剧版权，仅靠口碑引流，付费用户已达到 432 万的规模。

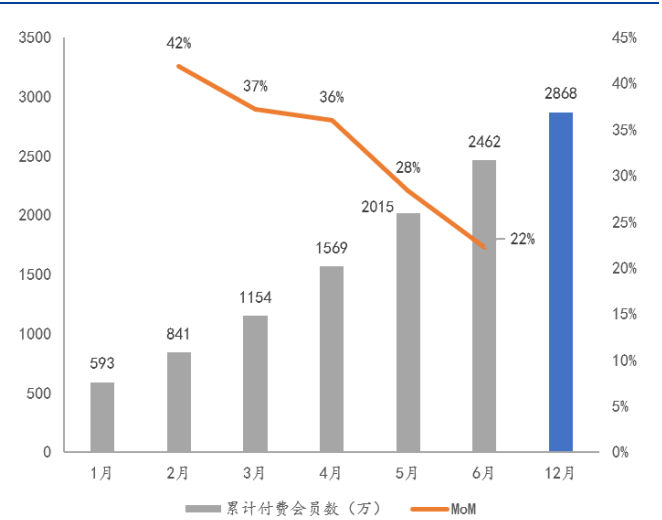
内容破圈+资源引流，会员用户增长翻倍。南瓜电影早期聚焦惊悚类题材电影，通过内容凝聚了大量用户，为了突破类型片固有局限，同时扩大用户群里的受众，南瓜电影逐步开始走向大众，布局喜剧、浪漫、幻想等多个题材，同时推出青少年模式智能化推荐适合未成年人观看的内容，以更广泛的内容品类吸引各类用户群体。中国儒意在收购南瓜电影后，利用儒意影业优质的制作能整合海量影视 IP 为南瓜提供丰富的片库资源，并且投入资金进行大力扶持与推广。截至 2021 年 12 月底，南瓜电影累计注册会员数达 7084 万人，同比增长 101%；累计付费订阅用户数达 2868 万，同比增长 472%。2021 年 12 月，南瓜电影用户平均观影时长达 61 分钟。

图表 12: 2021 年南瓜电影累计注册用户数变化



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 13: 2021 年南瓜电影累计付费会员数变化



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

用户行为数据化, 坚持无广告保障用户体验。与大多国内视频平台采用的“免费+广告+付费”会员模式不同, 南瓜电影采用纯付费、无广告的订阅模式。南瓜电影对每部线上影片均设置了多维度标签体系, 通过后台计算机语言解构海量消费者的信息, 使用大量用户数据分析, 提升推荐准确性, 同时还能推荐冷门但可能受用户喜爱的影片以发挥影片的长尾价值。南瓜电影的“放映厅”板块也有助于分析用户喜好, 通过让用户实时观看同一部电影, 增加用户间交流, 实现线上“云观影”的需求, 同时也能根据每个放映厅的热度分析更受用户喜爱的影视剧品种。

图表 14: 南瓜电影推荐界面



数据来源: 南瓜电影 APP、华福证券研究所

择优选择外购版权+腾讯内容授权, 丰富平台影视资源。南瓜电影与国内主流版

权方以及包括好莱坞五大在内的全球上千家知名独立制片公司等国际版权方合作,开展国际优秀影视剧的引进与发行,拓展了南瓜电影收入来源。1) 公司已与好莱坞等全球 143 家知名独立制片公司建立稳定的合作关系,通过精准的用户分析,针对性地采购受用户欢迎的优质内容。2) 版权团队积极参加世界各地电影节,挖掘新晋电影作品进行提前采买。3) 与腾讯合作,获取独家授权: 2021 年 4 月,南瓜电影与腾讯签订合作协议,公司将获得腾讯独家版权的海量视频作品授权,依托腾讯的产业链生态及储备的丰富影视资源和阅文集团的小说 IP,南瓜电影将获得更多不同种类的优质影视作品以及独家版权,同时也有助于提高南瓜电影的知名度,从而提升行业的市场影响力。截至 2021 年底,南瓜电影总片量达 12000+部,其中电影 10600+部,电视剧 1600+部。

2.2.2 发展模式: 自制+聚焦剧集电影+无广告

南瓜电影定位垂直的流媒体赛道,专注布局电影和电视剧内容。行业中头部流媒体平台优爱腾在内容形式上的选择大而全,除了电影和电视剧外,在综艺、体育、动漫、少儿等领域均有所涉及。相比于电影和电视剧,各大平台大量投入综艺制作,试图通过爆款综艺实现广告及会员收入的双增长。南瓜电影在内容形式的采买和制作上与各大平台发力点不同,以儒意影业强大的制作能力为前提,全力布局且集中投入**电影和电视剧内容**。在长视频行业中,优爱腾等大而全的平台前期扩大了长视频用户数量,培养了观众的付费习惯,在多种品类内容的不断探索下挖掘用户喜好,为行业发展打下基础。**南瓜电影作为国内为数不多的只聚焦于电影和电视剧的垂类平台,能够通过优质的作品和独播资源抓住观众需求脱颖而出。**

图表 15: 南瓜电影与优爱腾首页内容分类

平台	首页内容分类
优酷视频	电视剧、电影、综艺、动漫、纪录片、游戏、体育、学堂、娱乐、文化、直播、音乐、科技、汽车、时尚、母婴、生活、公益、电竞、新知
爱奇艺	电视剧、电影、云影院、综艺、儿童、动漫、游戏、纪录片、体育、知识、直播、小说、漫画、风云榜、新片、公益、VR、随刻热点、娱乐、音乐、搞笑、军事、汽车、资讯、生活、母婴、健康、科技
腾讯视频	电视剧、电影、综艺、动漫、少儿、纪录片、音乐、NBA、娱乐、体育、生活、活动、知识、游戏、艺术、新闻、云游戏、学堂、时尚、科技、汽车、WWE、育儿、房产、直播、网页游戏、演唱会、星座
南瓜电影	电影、剧集

数据来源: 优酷视频官网、爱奇艺官网、腾讯视频官网、南瓜视频 APP、华福证券研究所

自制剧正值风口,布局自制有望拉动会员增长。优爱腾在经历版权的激烈竞争后,开始在自制剧中投入资本,试图通过差异化内容吸引用户群体。2015 年起,爱奇艺自制剧《盗墓笔记》首创会员付费抢先看的排播模式,各大平台纷纷效仿。2020 年爱奇艺推出的“迷雾剧场”,《隐秘的角落》豆瓣评分一度高达 9.1,再次点燃观众对自制剧的喜爱。根据云和数据,2021 年上新连续剧集均 30 天有效播放 TOP20 中,自制剧占 16 部,证明观众对自制剧的热情并未消退。南瓜电影背靠儒意影业,拥有丰富的剧本储备以及经验丰富的制片团队,有望利用较低成本的自制内容提高用户付费率,而爆款的独播自制剧也能推动会员增长,同时增强品牌口碑,提高在行业中的

竞争力。

图表 16：2021 年上新连续剧集均 30 天有效播放排行榜

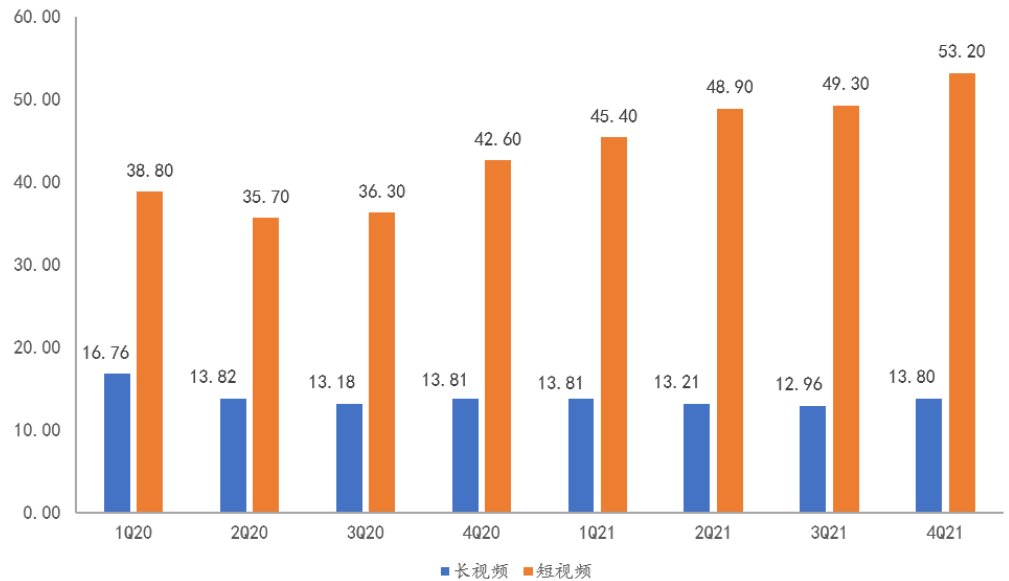
排名	剧集名称	集均 30 天有效播放 (万次)	上线时间	题材	自制剧/版权剧	播放平台
1	赘婿	10,700	2021/2/14	喜剧	自制剧	爱奇艺
2	扫黑风暴	8806	2021/8/9	悬疑	自制剧	腾讯视频
3	你是我的荣耀	6091	2021/7/26	都市	自制剧	腾讯视频
4	司藤	6033	2021/3/8	悬疑	自制剧	爱奇艺/腾讯视频/ 优酷
5	爱上特种兵	5297	2021/6/1	军旅	自制剧	爱奇艺
6	你是我的城池营垒	4931	2021/3/11	都市	版权剧	爱奇艺/腾讯视频/ 优酷
7	斗罗大陆	4835	2021/2/5	玄幻	自制剧	腾讯视频
8	突围	4558	2021/10/21	都市	版权剧	爱奇艺/腾讯视频/ 优酷
9	云南虫谷	4372	2021/8/30	悬疑	自制剧	腾讯视频
10	一生一世	4356	2021/9/6	都市	自制剧	爱奇艺
11	锦心似玉	3838	2021/2/26	剧情	自制剧	腾讯视频
12	小舍得	3701	2021/4/11	都市	自制剧	爱奇艺
13	周生如故	3696	2021/8/18	剧情	自制剧	爱奇艺
14	斛珠夫人	3473	2021/11/10	玄幻	自制剧	腾讯视频
15	你微笑时很美	3432	2021/6/23	都市	自制剧	腾讯视频/优酷
16	山海情	3312	2021/1/12	农村	版权剧	爱奇艺/腾讯视频/ 优酷
17	当家主母	3111	2021/11/8	传奇	自制剧	爱奇艺/腾讯视频/ 优酷
18	叛逆者	3109	2021/6/7	谍战	自制剧	爱奇艺
19	我是真的爱你	3058	2021/7/19	都市	版权剧	爱奇艺/腾讯视频
20	嘉南传	2964	2021/10/17	剧情	自制剧	爱奇艺/腾讯视频

数据来源：云合数据、百度百科、华福证券研究所

注：统计截至 2021 年 12 月 31 日

无广告模式脱离广告商及流量控制，保障内容质量。头部长视频的主营业务收入除了会员收入外，还包括广告收入，以广告为营收导向对内容的品质影响较大，且广告收入正被短视频平台分流。根据 QuestMobile，截至 2021 年 12 月底，短视频行业的月人均使用时长达 53.2 小时，超过长视频平台的 13.8 小时近 4 倍。当前广告商更倾向于用户时长更长、广告位更多且投放更加灵活的短视频平台。对于长视频平台而言，为了提高广告收入的确定性，增加广告位和广告时长，需要以高片酬邀请流量明星担任主角，同时增加剧集甚至内容注水，在拉高制作成本的同时也影响了内容质量的稳定性。作为纯付费无广告的视频平台，南瓜电影不会受到广告商及流量明星的控制，在成本可控的基础上，对内容制作有很大的自主权，更好的保证了优质作品的产出。

图表 17: 1Q20-4Q21 短视频与长视频行业月人均使用时长对比 (小时)



数据来源: QuestMobile、华福证券研究所

以制片方切入流媒体平台，独特路径难以复刻。现有的主流长视频平台大多是以互联网平台或电视台出身，营业收入依靠广告为主，路径依赖难以改弦易辙。**1) 互联网平台出身的优爱腾**：不论是用户上传内容为主的优酷，还是以购买版权内容为主的爱奇艺和腾讯视频，早期以做大流量为目的，通过广告实现流量模式的变现。**2) 电视台出身的芒果TV**：湖南广电早期的收入以广告招商为主，随后以综艺类节目巩固广告招商的竞争力，芒果TV延续了湖南广电的综艺优势，广告收入占总营收超35%。随着时代更替，长视频行业进入内容为王的存量竞争时代，用户付费意愿强烈，以优质内容提升存量用户转化率成为行业新格局的胜负关键。**影视剧制片出身的南瓜电影**：南瓜电影背靠儒意影业，拥有丰富的制作经验、成熟专业的制片人团队、以及储备丰富的内容资源，切入流媒体平台时以内容为主，能够复刻奈飞的无广告模式，拥有错位竞争的优势。

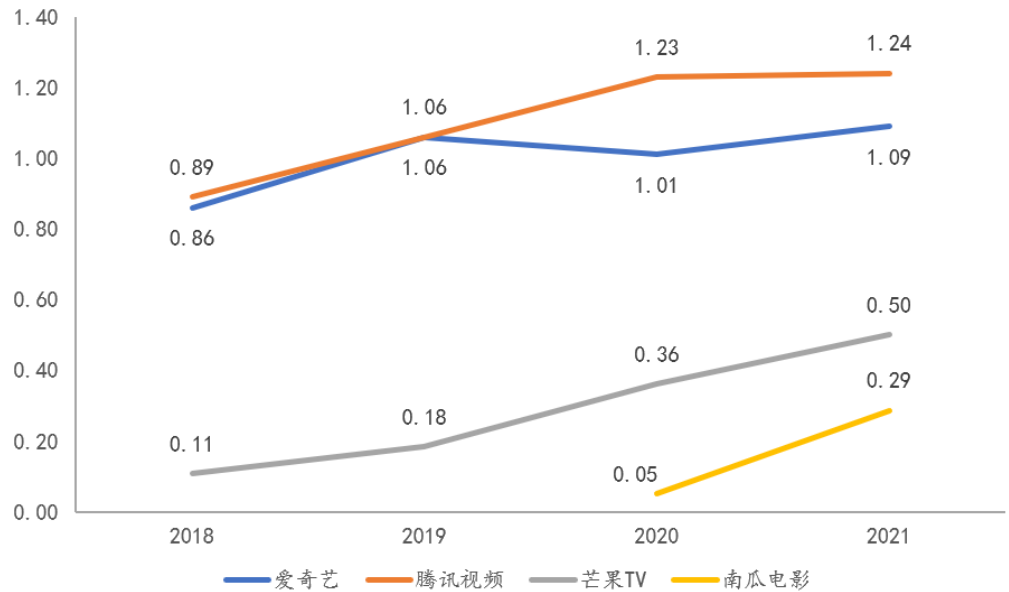
市场基础已然培育，南瓜电影恰逢其时。南瓜电影并不是首个探索中国版“奈飞模式”的公司。2014年12月，光线传媒与奇虎360共同投资成立北京先看网络科技有限公司，意在整合公司的优质电影版权资源以及奇虎360的影视视频播放平台和流量，尝试以在线收费点播模式建立全国首个网络院线。然而由于用户付费习惯尚未普及，且行业竞争激烈，该业务短期内难以看到盈利的希望，在2015年11月，360转让其持有的全部先看网股权并宣布退出。数年后的今天，用户付费习惯已然形成，此前各大长视频平台推出的超前点播、付费点播等VVIP服务让用户对内容付费习以为常，而长视频平台纷纷提价后也拉高了南瓜电影的会员价格天花板，在良好的市场基础下，南瓜电影具备后发优势。

2.2.3 后续看点：内容付费习惯养成，ARPPU值上升空间广阔

行业付费渗透率低，会员规模未触及天花板。根据QuestMobile，2021年中国在线视频行业月活跃用户规模达8.64亿，按照南瓜电影2021年的累计付费用户数

2868 万人计算，其行业付费渗透率约 3%，对比腾讯视频、爱奇艺的 14%和 12%，付费渗透率较低，会员规模仍然有很大的增长空间。

图表 18：2018-2021 年南瓜电影及各大视频平台付费用户数（亿）

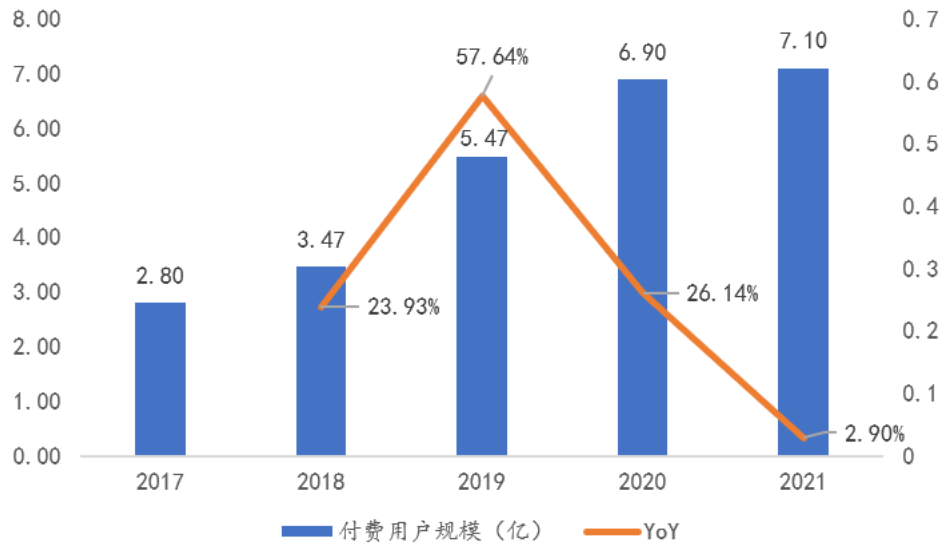


数据来源：公司公告、华福证券研究所

注：爱奇艺数据为不包括试用会员的日均订阅用户数；腾讯视频数据为付费会员数；芒果 TV 数据为有效会员数；南瓜电影数据为累计付费用户数。

观众内容付费意愿强烈，行业提价有望拉动会费增长。近年来随着高质量线上视频平台的逐渐普及，观众对独家优质原创内容付费接受度有所提高。根据国家广电总局发布的《2021 年全国广播电视行业统计公报》，2021 年互联网视频年度付费用户达 7.1 亿，自 2019 年疫情发生后增长近 30%。国内各大流媒体平台超前点播功能的成功也证明了消费者付费习惯正在养成。2020 年起，爱奇艺率先开启会员提价，各大视频平台纷纷跟进，行业性的会员提价趋势基本确立。南瓜电影为了扩大用户规模，选择了低价的会员价格进行新用户促销。会员的订阅价格为 12 元/月、25 元/季、50 元/半年、以及 98 元/年四种会员套餐。目前南瓜的会员费对比各大平台仍处于相对低位，凭借丰富的优质原创内容以及行业性的提价趋势，南瓜会员的价格有望进一步提高上限，从而带动 ARPPU 值进一步上涨。

图表 19：2017-2021 年中国网络视听付费用户规模



数据来源：国家广播电视总局、华福证券研究所

图表 20：南瓜电影与各视频平台会员价格对比（元）

平台	会员类型	报价时间表		连续包月	连续包季	连续包年	1 个月	3 个月	12 个月
爱奇艺	黄金 VIP 会员	2021.12.16	提价前	19	58	218	25	68	248
			提价后	22	63	218	30	78	248
			涨幅	16%	9%	0%	20%	15%	0%
优酷视频	VIP 会员	2022.06.21	提价前	19	53	208	25	68	228
			提价后	25	68	238	30	78	258
			涨幅	32%	28%	14%	20%	15%	13%
腾讯视频	黄金 VIP 会员	2022.4.20	提价前	20	58	218	30	68	253
			提价后	25	68	238	30	78	258
			涨幅	25%	17%	9%	0%	15%	2%
芒果 TV	PC 移动影视会员	2022.01.02	提价前	18	53	208	25	68	228
			提价后	19	58	218	25	68	248
			涨幅	6%	9%	5%	0%	0%	9%
南瓜电影	普通会员			—	24	—	12	25	98
	较同业折价幅度			—	168%	—	140%	202%	158%

数据来源：爱奇艺官微、优酷视频官微、腾讯视频官微、芒果 TV 官微、南瓜电影 APP 华福证券研究所

注：统计截至 2022 年 7 月 1 日；折价幅度=(爱优腾芒果会员价格均值-南瓜电影会员价格)/南瓜电影会员价格

2.3 携手腾讯入局游戏，中长期展望影游联动

儒意选择从运营入手，影游同步开发延伸 IP 生命周期。中国儒意在游戏业务的发展思路分为两个阶段：1) 代理发行及运营：游戏业务为公司新布局的板块，公司通过与各大游戏厂商签署代理协议，并通过与腾讯的合作利用腾讯的技术与渠道优势，进行游戏运营及发行。相比于自研自发，公司当前阶段的渠道逻辑能够有效的降低风险，维持游戏收入的可持续性。

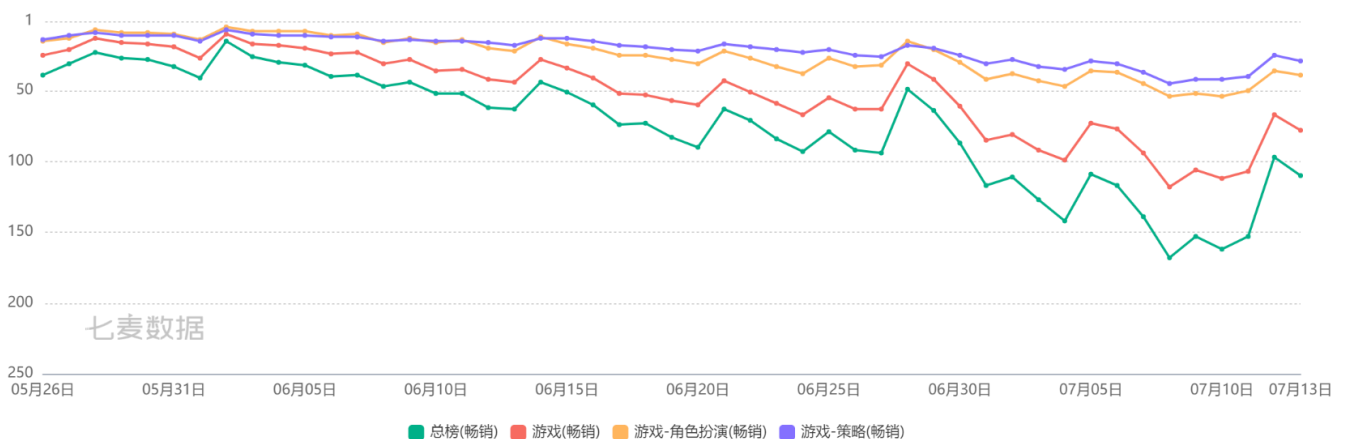
2) 影游联动，同步发行：中国儒意从 IP 源头出发，从 IP 开发阶段便同步影视与游戏的开发，计划未来做到同步发行，能够更好的延伸 IP 的生命周期。

2.3.1 从代理起步试水游戏业务，开局表现亮眼

腾讯助力儒意开启游戏业务。中国儒意一直致力于精品内容的研发和制作，拥有丰富的优质 IP 资源储备。为了提升影视产权的变现能力，公司紧跟 Netflix 的步伐，开始了影游联动的探索之路。由于腾讯集团在游戏产品开发及运营方面有着丰富的经验，公司与大股东腾讯进行合作，在 2022 年 1 月签订《游戏技术合作协议》，依据协议，腾讯将为中国儒意子公司深圳景秀旗下的游戏产品提供两种服务支持：1) 具体技术服务：登录、防沉迷及反外挂机制、未成年人保护等软件开发工具以及支付软件开发工具。2) 渠道推广服务：在腾讯平台（包括但不限于微信、手机 QQ、应用宝）上的渠道推广服务。在腾讯的帮助下，中国儒意将进军游戏行业，进一步拓展娱乐业务范围，丰富业务板块，给用户提供更多元化的内容和体验，从而增加用户粘性以及拓展用户群体。

首款游戏上线表现良好，爆款 IP 新游助力业绩增长。2022 年 5 月 26 日，中国儒意推出与腾讯在游戏领域达成深度合作后的首款游戏《乱世逐鹿》。这款三国策略卡牌手游由北京优乐研发，深圳景秀独家代理发行。该游戏采用 PBR 高效渲染技术构建三国时期宏伟的 3D 大地图，邀请著名历史作家马伯庸担任架构师、国际音乐大师梅林茂担任首席作曲家，给玩家呈现出真实的三国故事及战场。《乱世逐鹿》在上线当日拔得头筹，获得 App Store 免费游戏排行榜第一以及免费总榜第三。根据七麦数据，《乱世逐鹿》截至 6 月底在 App Store 的下载量超 75 万次。据公司 7 月 20 日公告，《乱世逐鹿》推出市场后截至 7 月 19 日，总注册人数已达 134 万，总充值超出 1 亿元。

图表 21：《乱世逐鹿》上线后 iOS 畅销榜排名



数据来源：七麦数据、华福证券研究所

注：统计截至 2022 年 7 月 13 日，仅 iPhone 设备排名。

公司与腾讯合作的另一款游戏《传奇天下》即将在 7 月 26 日上线。该游戏是盛趣游戏使用虚幻 4 引擎自研的一款 3D 锁视角 MMORPG 大型手游，改编自爆款

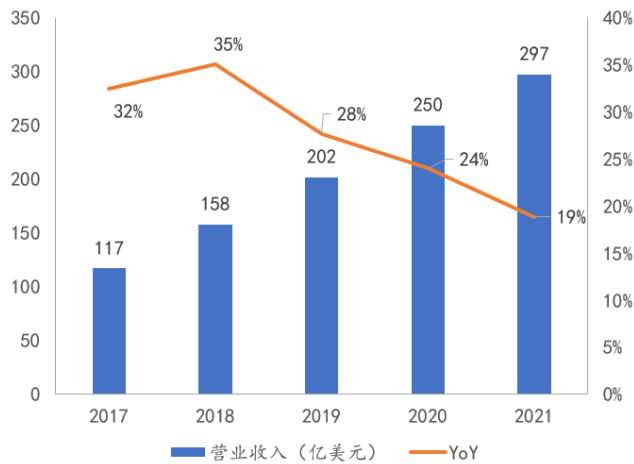
《传奇》IP，延续了传奇系列的传统玩法、特色，在核心玩法之上大幅丰富游戏内容并对画面进行跨世代升级。据 22 年 4 月公司发布的相关公告，预期第三款合作产品为基于北欧神话的经典 MMORPG；2023-2025 年，公司将主要集中于推广上述 3 款合作产品，并在磋商第四、第五款合作产品，后续产品有望成为 2024 年业务管线的一部分。游戏业务有望成为公司新的增长点。

2.3.2 中长期看，通过影游联动充分发挥 IP 价值

影视和游戏均为 IP 的重要内容载体，IP 方也从未放弃对二者的探索。

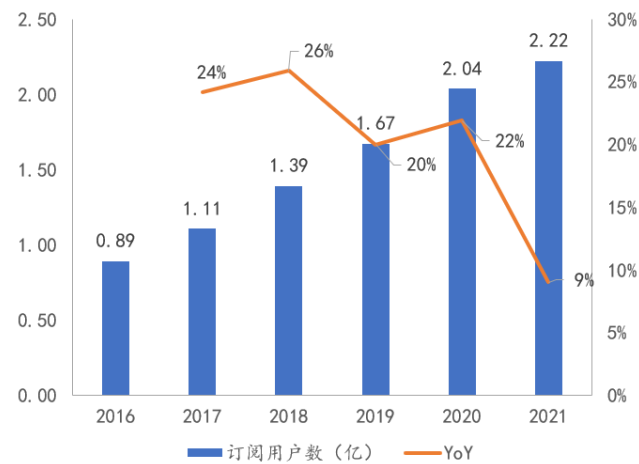
国外探索者如 Netflix，21 年起布局游戏业务。随着几大主流制片厂各自推出流媒体服务平台，流媒体行业的竞争愈发激烈，公司的订阅用户增长遭遇瓶颈，自 2019 年起，连续三年订阅用户数增速下降，导致营业收入增速放缓。为了维持公司的蓬勃发展，Netflix 于 2021 年宣布进军游戏领域，利用自身丰富的内容储备优势，将优质的影视 IP 游戏化。基于自身庞大的用户基础，Netflix 推出游戏平台，向订阅用户提供独家、无广告、无内购的游戏体验，以此增强用户留存度。

图表 22：2017-2021 年 Netflix 营收和 YoY



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 23：2017-2021 年 Netflix 订阅用户数和 YoY



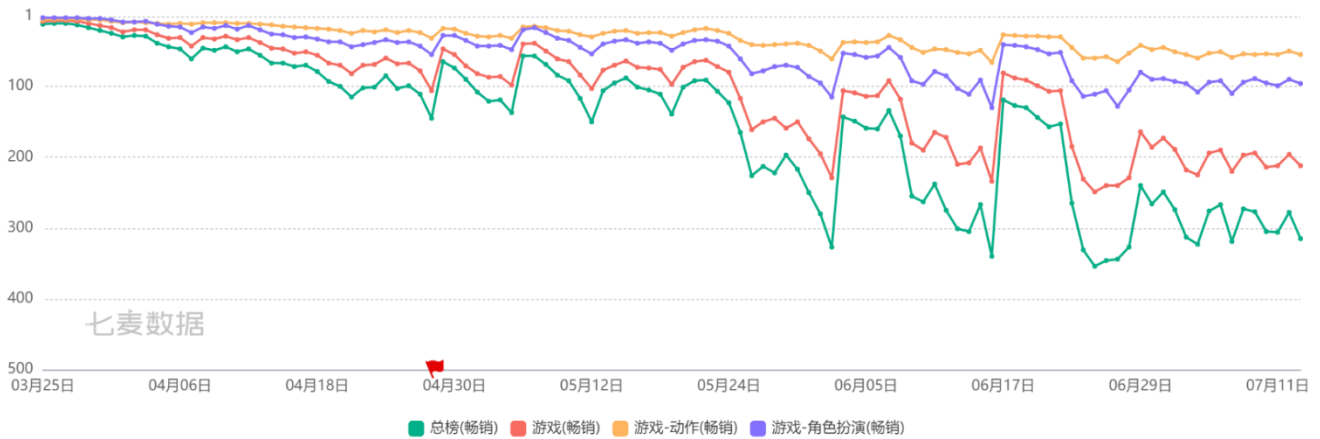
数据来源：公司公告、华福证券研究所

Netflix 先后收购三家初创型游戏公司，发展策略低调务实。Netflix 从 2021 年开始先后收购《Oxenfree》开发商 Night School Studio、《Dungeon Boss》开发商 Boss Fight Entertainment 以及根据顶级 IP《行尸走肉》改编的《行尸走肉：无人之地》手游开发商 Next Games。这些游戏厂商大多拥有成功的影视 IP 游戏改编经验，能够助力 Netflix 更好的挖掘和延展其影视版权的潜在价值，提高 IP 变现能力。根据 SensorTower 平台 6 月提供的数据，由 Netflix 发行的手游目前在 APP Store 和 Google Play 两大商店平台已累计下载超过 1300 万次。

国内公司曾有多次尝试，甚至发展为核心战略，但鲜有成功。为了增加内容变现渠道，实现游戏玩家与观众群体相互转换，国内各大长视频网站以及拥有 IP 优势的内容制造公司均在影游联动中早已进行过尝试。2015 年爱奇艺独家代理的《花千骨》游戏半年流水破 8.5 亿元，成为影游联动的出色代表，但后续却并未出现类似的爆款影游联动作品。影游联动鲜有成功的主要原因有两点：1) 影视公司在游戏中投入不

足，难以产生精品。大部分影视公司在尝试影游联动时仅把游戏作为“影视衍生品”，投入的人力与财务资源并不充足，无法保证宣发力度与游戏质量，即便有优质 IP 进行导流，也无法避免玩家流失严重。2) 影视剧与游戏档期协调困难，热度难以维持。大部分国内已经发行的影游联动作品并未做到同步发行，游戏作品往往在影视剧的热度过去之后才上线。例如《庆余年》游戏比电视剧晚了近半年才发布，下载量远远不及剧集热度，《花千骨》则实现了影游同步发行，同时利用周播模式延长了游戏热度。

图表 24:《庆余年手游》上线后在 iOS 畅销榜排名



数据来源：七麦数据、华福证券研究所

注：统计截至 2022 年 7 月 13 日，仅 iPhone 设备排名。

中长期看，公司探索影游联动具备可行性。游戏被称为第九艺术，在影视基础上多了互动属性，基于扎实的剧本创作、工业化的制片体系，在大股东腾讯技术优势支持下从游戏运营起步积累，后续将进一步从更早期的游戏开发阶段介入，实现影视和游戏的同步开发，丰富 IP 载体。

三、 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

内容及线上流媒体业务：中国儒意的核心业务板块，主要包括南瓜电影收入、儒意影业内容制作收入和游戏收入三项。预计 2022~2024 年该领域收入为 42.90/54.23/67.51 亿元；毛利率分别 41%/42%/42%，具体来看：1) 我们认为，议价能力、规模效应将有助于儒意+南瓜毛利率稳步提升，预计 22-24 年分别 45%/46%/47%；2) 游戏业务考虑到后续如加大渠道买量，流水量级提升的同时毛利率或略有下降，预计 22-24 年毛利率分别 28%/27%/25%。

➢ **南瓜电影业务：**南瓜电影的收入主要来源于南瓜电影的会员收入。考虑到国家加大对影视版权的监管，严厉打击盗版网站，南瓜电影的版权收入将会逐渐增加；随着中国儒意收购南瓜电影后将大力投入资金进行推广与扶持、背靠儒意影业以及与腾讯视频的合作将增加南瓜电影资源片库、长视频行业的提价趋势，南瓜电影会员收入有望持续提升。预计 2022~2024 年南瓜电影收入增速为 61%/31%/36%。

- **儒意影业内容制作业务：**2022 年疫情反复的因素影响影片排播，但据我们调研了解，儒意影业开机情况基本正常，考虑到公司制作团队经验丰富，待上市电影储备充足，陆续融资补充资金后项目开发体量将扩大，**预计 2022~2024 年儒意影业收入增速为 40%/20%/15%。**
- **游戏业务：**中国儒意的游戏业务属于新布局的板块，目前以代理发行为主，依靠腾讯的渠道与技术优势，有望成为公司未来新的增长点，**预计 2022 年游戏收入 10 亿元，2023~2024 年游戏业务增速分别为 20%/25%。**

互联网社区及相关业务和制造及销售配件业务：公司未来将着重布局内容及线上流媒体业务，且成为公司主要营收来源，互联网社区及相关业务和制造及销售配件业务的比重正在逐渐降低。预计在 2022~2024 年公司互联网社区及相关服务业务收入为 0.55/0.56/0.58 亿元，毛利率预计 37%/35%/33%。预计在 2022~2024 年公司制造及销售配件业务收入为 0.55/0.58/0.61 亿元，毛利率预计 28%/27%/26%。

图表 25：中国儒意业绩拆分（亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	23.18	44.00	54.23	67.51
YoY		89.80%	23.26%	24.48%
毛利率		41%	41%	42%
内容制作及线上流媒体业务	22.15	42.90	53.09	66.32
YoY		93.69%	23.75%	24.92%
毛利率	45%	41%	42%	42%
南瓜电影收入	9	14.49	19.00	25.91
YoY		61%	31%	36%
儒意影业内容制作收入	13.15	18.41	22.09	25.41
YoY		40%	20%	15%
游戏收入	0	10	12	15
YoY			20%	25%
互联网社区及相关业务	0.52	0.55	0.56	0.58
YoY		5%	3%	3%
毛利率	41%	37%	35%	33%
制造及销售配件业务	0.51	0.55	0.58	0.61
YoY		8%	5%	5%
毛利率	29%	28%	27%	26%

数据来源：公司财报、公司调研、华福证券研究所

综上，预计中国儒意营业收入在 2022~2024 年分别为 44.00/54.23/67.51 亿元，YoY 分别为 90%/23%/25%，2023-2024 年 CAGR 为 24%；2022-2024 年归母净利润分别为 11.41/14.88/19.23 亿元，YoY 分别-3%/30%/29%，2023-2024 年 CAGR 为 30%。2022 年归母净利润增速低于营收增速，因 2021 年并购影响及借款推算利息收入 7.1 亿一次性影响所致。

3.2 估值与投资建议

考虑到中国儒意内容制作及线上流媒体业务在 2021 年总营收中占比超过 95%，且公司互联网社区及相关业务和制造及销售配件业务比重逐渐降低，我们主要对公司的内容制作及线上流媒体业务进行估值。由于公司今年新增游戏业务，我们将内容制作及线上流媒体业务拆分成三个细分行业，对南瓜电影、儒意影业内容制作以及游戏业务进行分部估值。

1) 南瓜电影板块：由于长视频平台的对标公司爱奇艺和哔哩哔哩仍然处于亏损状态，我们使用 PS 的方法对南瓜电影的会员收入进行估值。我们预计 2022 年中国儒意南瓜电影板块收入为 14.49 亿元，给予 2022 年 2X PS，对应市值 28.98 亿元。

2) 儒意影业内容制作与发行板块：公司作品储备丰富，在上半年的疫情影响下仍有多部作品正常开机，并有望于下半年上线多部相对同业而言更高期待值的影片。我们预计 2022 年公司该板块净利润率 30%，对应净利润为 5.52 亿元，保守给予 2022 年 35X PE，对应市值 193.31 亿元。

3) 游戏板块：游戏业务为公司今年新布局的板块，依靠腾讯的技术支持与渠道优势，公司的游戏业务增长可期。我们预计 2022 年公司的游戏板块净利润 2.8 亿元，尽管公司刚介入游戏业务，但考虑到与腾讯合作、发行业务确定性较高，且游戏板块因政策回暖有估值修复的预期，我们给予与同行业可比公司相当的估值水平，即 2022 年 15X PE，对应市值为 42 亿元。

综上，我们给予中国儒意 2022 年 264.29 亿元人民币估值，以 7 月 23 日人民币兑港币汇率 1:1.1627 计算，对应目标价 3.28 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 26：中国儒意可比公司估值一览

		南瓜电影（版权+会员）				
证券代码	公司名称	市值（亿元）	PS（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E
A 股						
300413.SZ	芒果超媒	579.74	6.97	3.27	2.82	2.48
美股						
IQ.O	爱奇艺	258.21	0.76	0.76	0.73	0.79
BILI.O	哔哩哔哩	679.70	3.31	2.80	2.11	1.71
NFLX.O	奈飞	6,619.24	3.30	2.99	2.68	2.41
	美股均值		2.46	2.18	1.84	1.64
		儒意影业（内容制作与发行）				
证券代码	公司名称	市值（亿元）	PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E
300133.SZ	华策影视	86.69	32.14	19.00	15.58	13.30
002739.SZ	万达电影	269.69	324.75	63.35	22.15	16.75
600977.SH	中国电影	214.14	101.17	55.18	26.56	21.11
	均值		152.69	45.84	21.43	17.06
		游戏业务				
证券代码	公司名称	市值（亿元）	PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E
603444.SH	吉比特	269.48	20.64	16.28	13.94	12.18

002555.SZ	三七互娱	467.97	20.84	14.06	12.29	10.83
300031.SZ	宝通科技	70.74	28.17	13.28	11.03	9.34
	均值		23.22	14.54	12.42	10.78

数据来源：iFinD、华福证券研究所

注：行情日为 2022 年 7 月 22 日；预测取自 iFinD 机构一致预期。

四、 风险提示

1、监管政策不确定性：监管政策趋严将影响公司内容制作数量，若内容审核流程增加也将影响影视剧排播以及南瓜电影片库上新。

2、疫情反复，内容上线节奏推迟：疫情反复影响公司影视剧拍摄与电影排播，从而导致南瓜电影用户增长不及预期以及内容制作收入不及预期的风险。

3、游戏版号发放不及预期，或疫情影响游戏开发测试进展：公司游戏业务主要为代理发行，若游戏版号获批慢于预期或疫情影响游戏研发、测试进展，则会延迟公司游戏上线时间。

图表 27：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,993	9,104	11,163	13,842	营业收入	2,318	4,400	5,423	6,751
现金	1,139	4,837	5,747	7,266	其他收入	1	0	0	0
应收账款及票据	1,061	1,139	1,573	1,802	营业成本	1,286	2,604	3,174	3,929
存货	2	3	2	3	销售费用	248	440	542	608
其他	1,790	3,125	3,841	4,770	管理费用	151	220	244	270
非流动资产	6,627	6,625	6,623	6,621	研发费用	12	22	38	54
固定资产	9	7	5	3	财务费用	-348	177	103	85
无形资产	4,968	4,968	4,968	4,968	除税前溢利	1,315	1,270	1,655	2,139
其他	1,650	1,650	1,650	1,650	所得税	142	127	166	214
资产总计	10,620	15,729	17,786	20,463	净利润	1,174	1,143	1,490	1,925
流动负债	1,725	2,624	3,192	3,944	少数股东损益	-2	1	2	2
短期借款	150	150	150	150	归属母公司净利润	1,175	1,141	1,488	1,923
应付账款及票据	50	98	113	149	EBIT	623	1,114	1,425	1,890
其他	1,525	2,376	2,929	3,645	EBITDA	1,086	1,114	1,425	1,890
非流动负债	3,275	3,275	3,275	3,275	EPS (元)	0.13	0.12	0.16	0.21
长期债务	1,373	1,373	1,373	1,373					
其他	1,902	1,902	1,902	1,902					
负债合计	5,000	5,900	6,467	7,220					
普通股股本	180	1,452	1,452	1,452					
储备	5,462	8,398	9,886	11,808					
归属母公司股东权益	5,613	9,821	11,309	13,232					
少数股东权益	6	8	9	12					
股东权益合计	5,619	9,829	11,319	13,243					
负债和股东权益	10,620	15,729	17,786	20,463					

主要财务比率				
	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	907.38%	89.80%	23.26%	24.48%
归属母公司净利润	9676.57%	-2.88%	30.34%	29.22%
获利能力				
毛利率	44.53%	40.82%	41.48%	41.80%
销售净利率	50.63%	25.98%	27.47%	28.51%
ROE	20.94%	11.62%	13.16%	14.53%
ROIC	7.78%	8.83%	9.99%	11.52%
偿债能力				
资产负债率	47.09%	37.51%	36.36%	35.28%
净负债比率	6.83%	-33.72%	-37.31%	-43.37%
流动比率	2.31	3.47	3.50	3.51
速动比率	1.63	2.63	2.65	2.65
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.33	0.32	0.35
应收账款周转率	4.03	4.00	4.00	4.00
应付账款周转率	43.94	35.00	30.00	30.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.13	0.12	0.16	0.21
每股经营现金流	-0.16	0.03	0.06	0.13
每股净资产	0.61	1.05	1.21	1.41
估值比率				
P/E	23.18	19.67	15.09	11.68
P/B	4.85	2.29	1.99	1.70
EV/EBITDA	25.44	17.18	12.79	8.84

现金流量表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-1,467	296	574	1,184
净利润	1,175	1,141	1,488	1,923
少数股东权益	-2	1	2	2
折旧摊销	463	0	0	0
营运资金变动及其他	-3,105	-847	-916	-740
投资活动现金流	-135	335	335	335
资本支出	-32	2	2	2
其他投资	-103	333	333	333
筹资活动现金流	1,710	3,067	0	0
借款增加	1,523	0	0	0
普通股增加	0	3,067	0	0
已付股利	0	0	0	0
现金净增加额	108	3,698	909	1,520

数据来源：公司财报、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn