

科技发展推动影视版权库与XR、AIGC技术结合

捷成股份（300182.SZ）深度报告






评级：买入-A（维持）

分析师：倪爽 S0910523020003

- ◆ 捷成股份拥有海量独家影视版权库，处于行业绝对龙头地位。
- ◆ 近年随着版权保护的加强，以及综合视频平台、中短视频平台、运营商、硬件厂商等更多下游客户加大对长视频的采购与精细化运营，对应版权价格持续上涨。但仍与北美等版权保护完善地区有着巨大的市场差距。
- ◆ 今年起电影市场将显著回暖，上映电影数量与票房都有明显提升，利于公司加大采购，提升收入利润。去年与腾讯签署的18亿合同，将为公司带来大量现金流，可支撑后续采购与收入的快速增长。
- ◆ AIGC技术快速发展，公司与华为盘古合作开发视频领域AIGC应用，或将公司业务延伸至短视频制作、授权领域，通过与自有影视库结合，将带来下游客户、业务模式、收入及利润的巨大变化，或成为未来新的增长点。
- ◆ AIGC与VR/AR技术快速发展，数字人与虚拟场景的需求急速扩大。子公司世优科技是相关技术领先的行业龙头，后续随着苹果MR产品的推出，公司收入利润有望加速增长。
- ◆ 风险提示：影视行业相关政策变化的风险；电影市场回暖不及预期的风险；下游市场出现巨大变化风险；AIGC与VR/AR技术发展不及预期的风险等。

◆ 投资建议：我们维持盈利预测，预计公司2023-25年归母净利润净利润为7.24亿、9.85亿与11.49亿，2023年与2024年利润增速分别为39%和36%。根据7月31日收盘价5.65元计算，对应三年PE为21倍、15倍与13倍。由于盈利预测未计算对世优科技（虚拟人业务）持股比例提升的可能性，及与华为合作AIGC短视频业务的发展，我们认为后续业绩大概率存在超预期增长的可能，但实际情况仍需观察。维持“买入-A”评级。

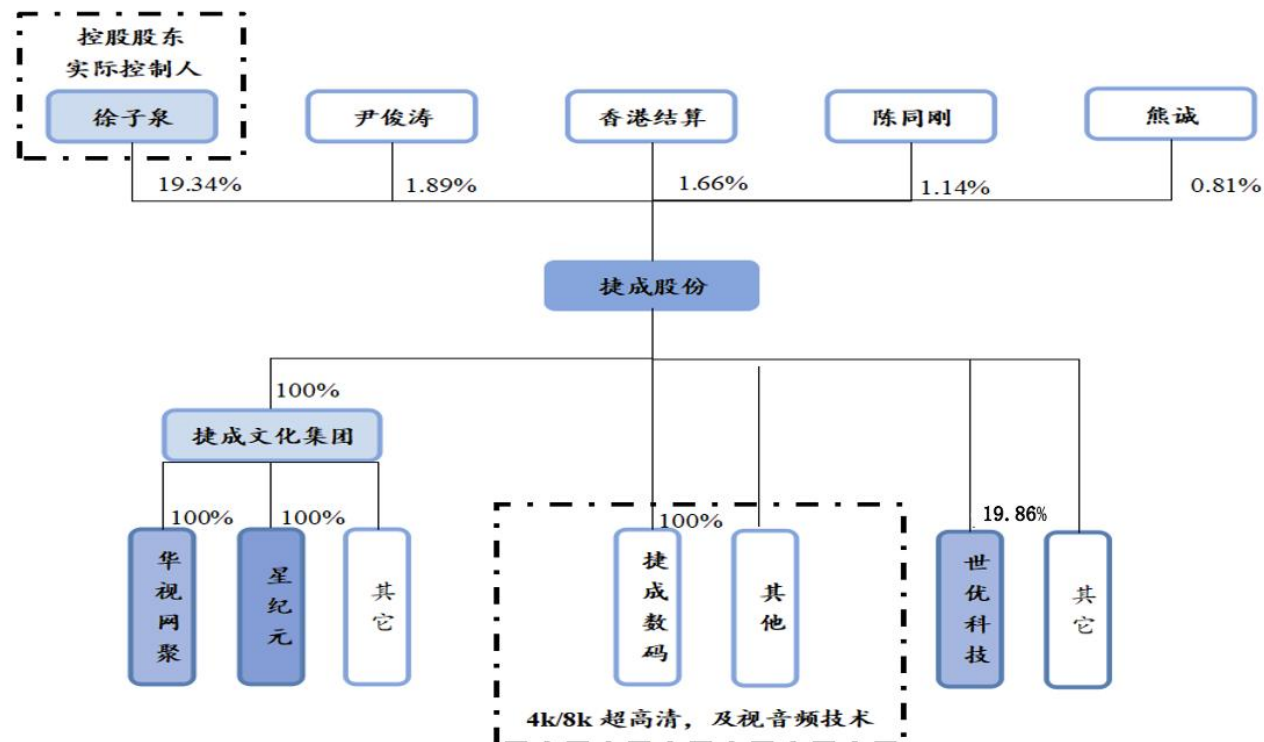
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,727	3,907	4,212	4,712	5,512
YoY (%)	17.1	4.8	7.8	11.9	17.0
净利润(百万元)	431	521	724	985	1,149
YoY (%)	134.8	20.7	39.0	36.1	16.6
毛利率 (%)	23.0	31.8	32.4	34.0	29.9
EPS (摊薄/元)	0.16	0.20	0.27	0.37	0.44
ROE (%)	6.6	7.1	8.9	10.8	11.2
P/E (倍)	34.5	28.6	20.6	15.1	13.0
P/B (倍)	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5
净利率 (%)	11.6	13.3	17.2	20.9	20.8

-  01 公司业务概况
-  02 长/短视频行业分析
-  03 虚拟人行业分析
-  04 盈利预测与评级
-  05 风险提示

1.1 背景介绍

- ◆ 北京捷成世纪科技股份有限公司于2006年成立，于2011年2月22日在中国A股创业板上市。公司在“做具有国际创新技术的数字文化产业集团”既定战略下，业务聚焦新媒体版权运营及发行，以“内容版权运营”为战略核心，秉承“多轮次-多渠道-多场景-多模式-多年限”业务变现核心经营理念，构建以“版权”为核心产业链，打造捷成文化品牌。
- ◆ 上市公司推进4K/8K超高清、AR/VR/AI，数字人元宇宙等高新数字技术相关业务，形成主业突出业务盈利生态。未来公司将围绕数字经济发展方向，基于平台、业界资源开展相关业务，构建集数字文化、数字技术于一体数字文化产业集团。

股权结构



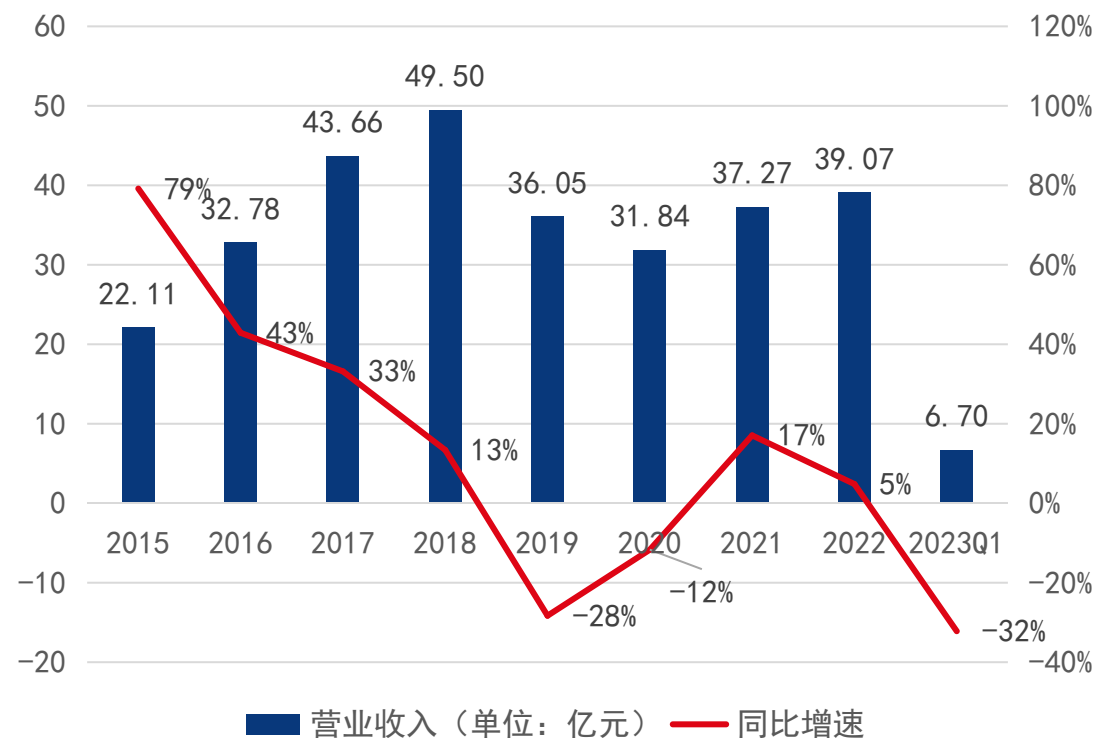
产业板块



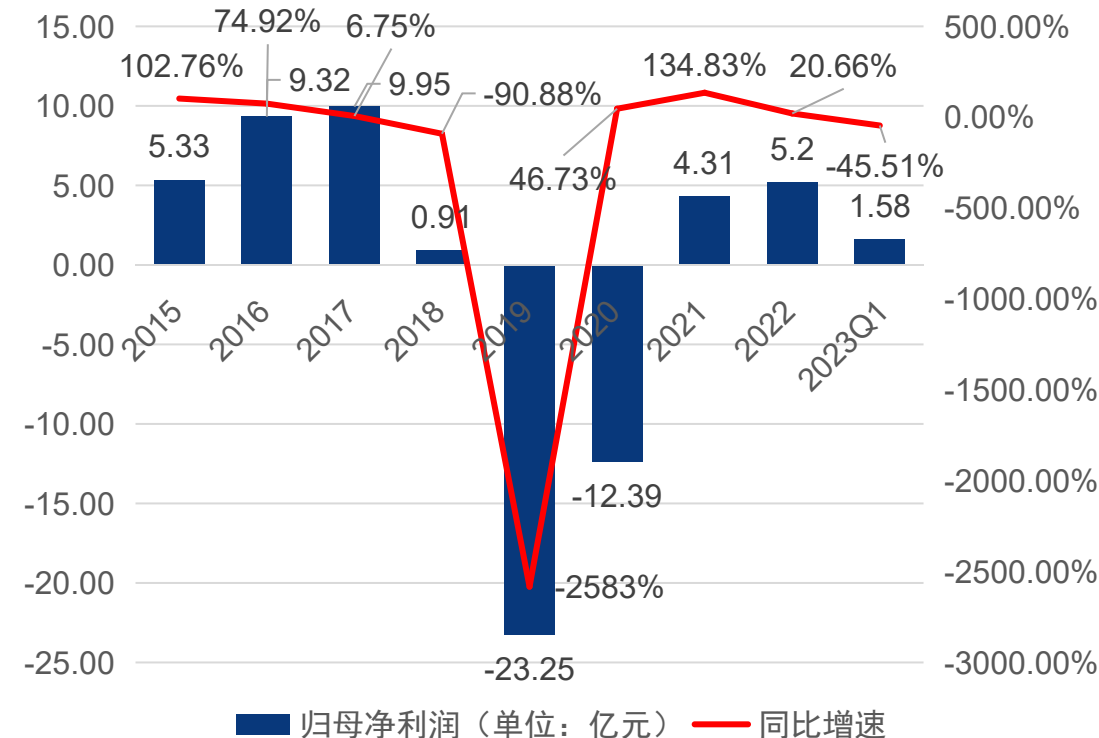
1.2 财务数据

- ◆ 上市公司15、16年收购华视网聚、世优科技，及包括三家影视内容制作公司在内多家标的。2018年政策变化使得影视行业监管加强，行业发生实质性变化，对应业务收入利润快速下滑。
- ◆ 2018-2020年三年，受上述因素影响，上市公司计提了对应影视内容公司的商誉、存货、坏账等。2021年剥离了包括教育与部分不盈利的音视频技术业务。2023年Q1由于去年同期受到与腾讯签约18亿影响业绩基数一次性过高，同比下降，但归母净利润较2021年Q1仍有62.2%的大幅增长。

营业总收入



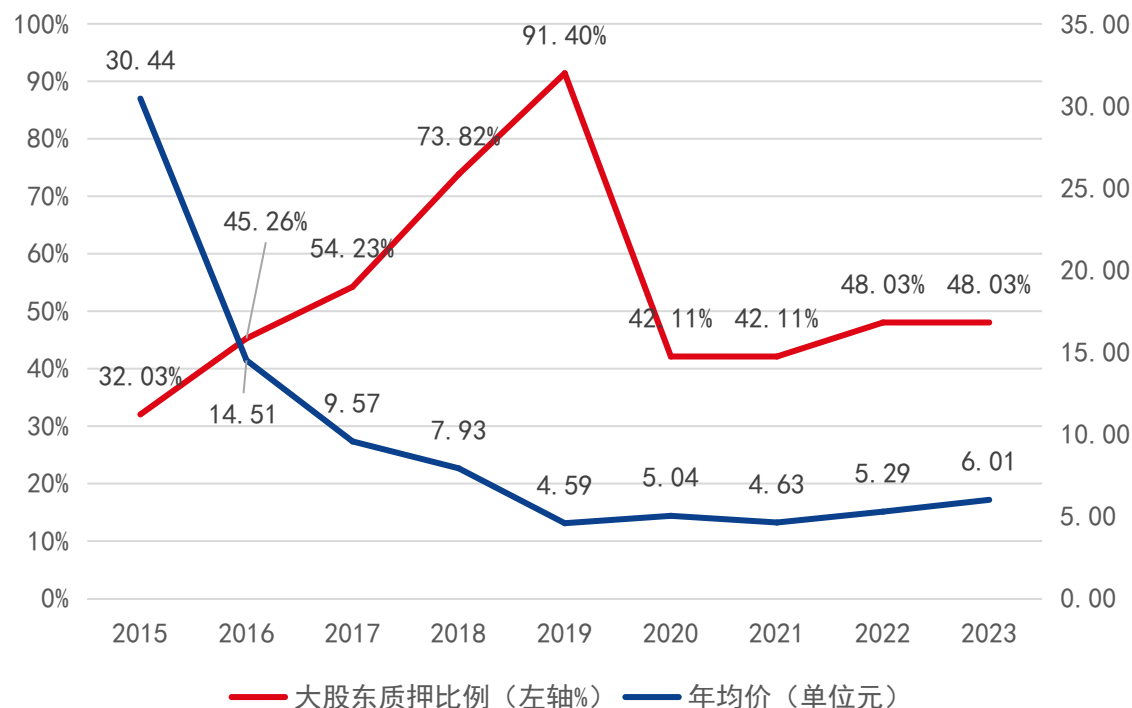
归属母公司净利润



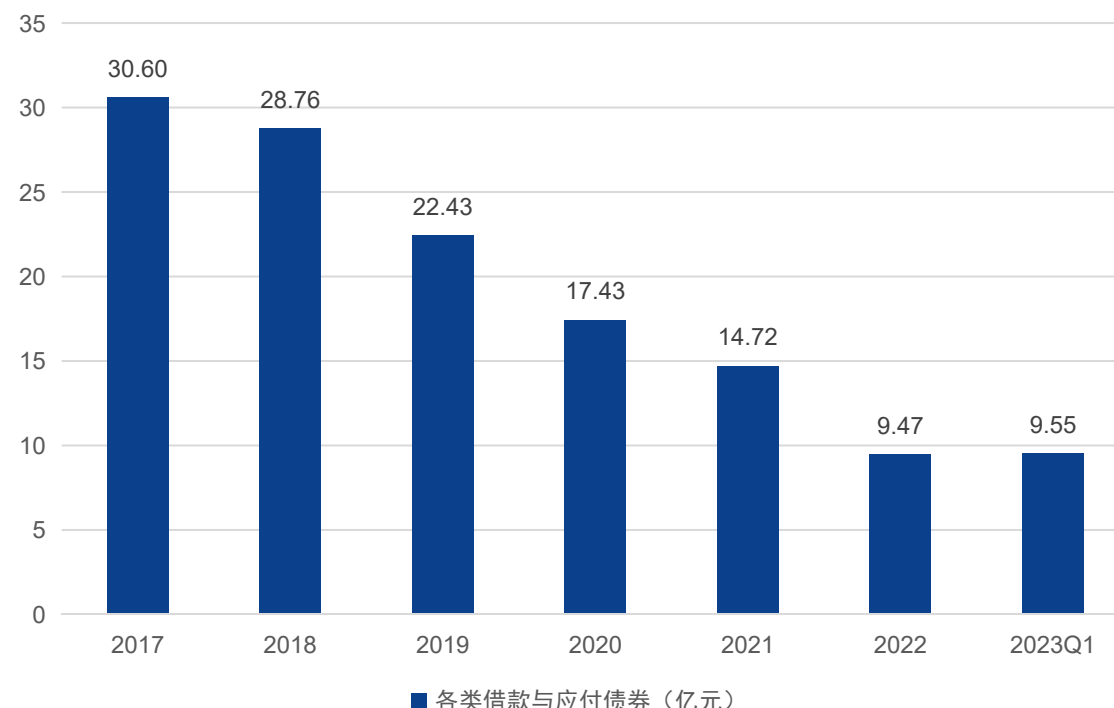
1.2 财务数据

- ◆ 2018年起公司股价出现回撤同时民营企业融资政策发生变化，致使大股东质押率增加。目前大股东质押率已稳定在48.03%，消除了潜在风险。
- ◆ 同期，受政策变化影响，公司面临银行抽贷、断贷的情况，对公司正常经营现金流产生不利影响。至2022年公司各类银行长短期贷款与应付债券余额较2017年减少20亿以上，资金大量流出。由于版权分销业务现金流良好，使公司降低了经营与债务风险，但业务增长受到影响放缓。目前公司资金风险已完全解除，现金流充裕。

大股东质押比例与年均价（2015年至2023年6月30日）



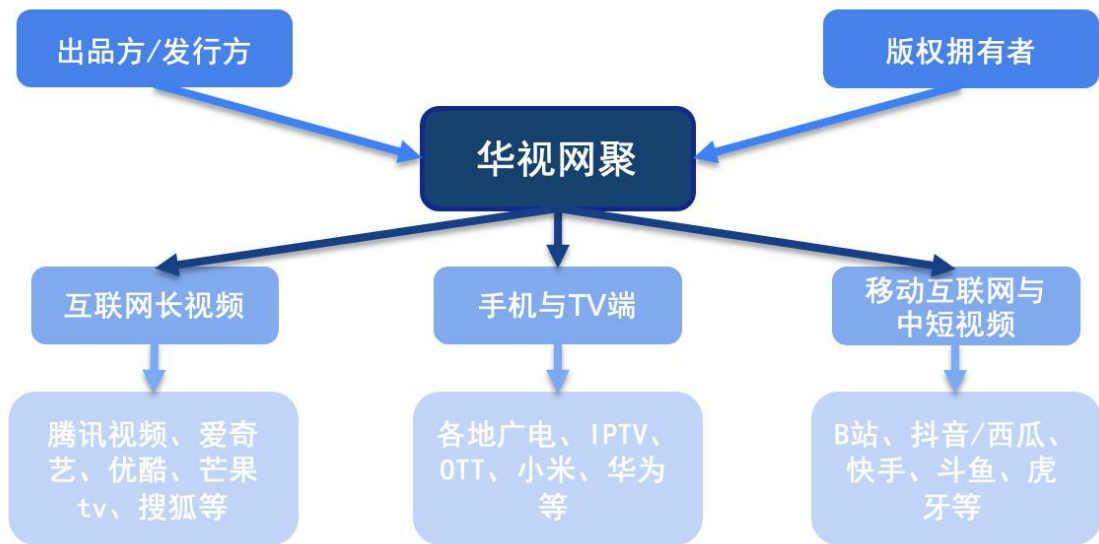
近年借款与应付债券



1.3 主要业务概述

- ◆ **目前主要业务:** 数字文化(新媒体版权运营、影视内容制作与发行)、数字技术(音视频 技术解决方案、虚拟技术解决方案)。
 - **数字文化:** 数字文化领域主要业务实施平台, 旗下全资控股包括**华视网聚**、**星纪元**等主要子公司, 业务范围涵盖版权运营、产业服务、广告策划、影视投资、栏目制作等产业链集群。
 - **数字技术:** 公司产品线覆盖全面, 音视频技术解决方案在国内广电行业、新闻出版行业、新媒体行业等得到推广和应用, 围绕5G应用场景下4K/8K制播技术系统、媒体资产管理系统及融媒体平台。公司旗下子公司**世优科技**作为虚拟体验技术解决方案服务商, 为政府企业、品牌、明星、名人及每一个人打造元宇宙分身(数字人), 构建数字人元宇宙, 提供数字人全栈技术服务, 推出数字人四大产品体系。

华视网聚业务模式



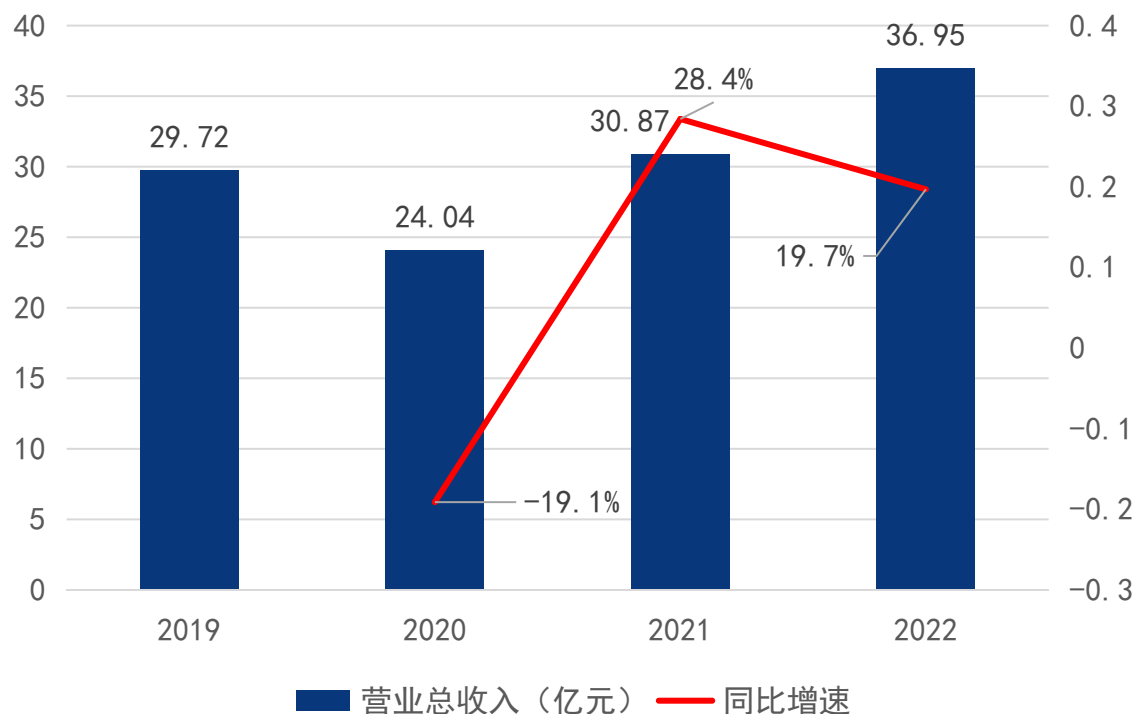
世优科技产品介绍



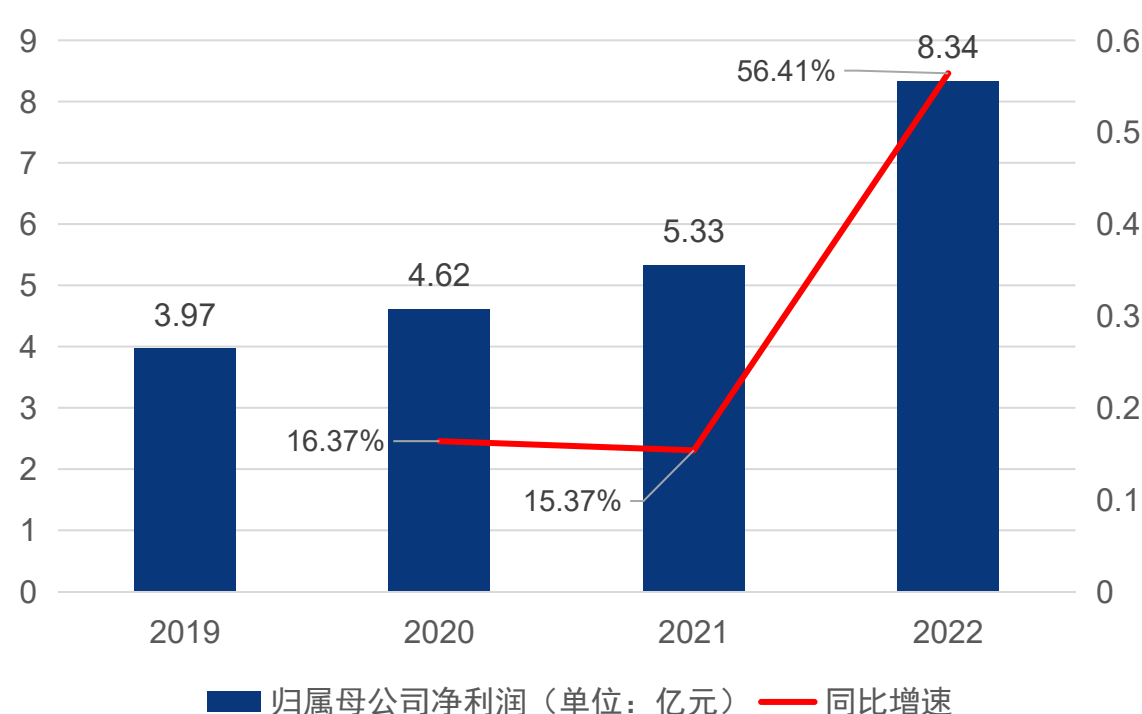
1.4 数字文化业务：新媒体版权运营

- ◆ 2022年公司新媒体版权运营及发行业务实现营业收入36.95亿元，同比增长19.7%；实现净利润8.34亿元，较上年同期同比增长56.41%，势头良好。收入占上市公司总收入的94.57%，毛利占比96.49%。
- ◆ 公司目前新媒体版权运营业务由子公司**华视网聚**来完成。2014年初，公司参股华视网聚，持股比例20%；于2015年完成100%控股。收购后，华视网聚获得资金与下游客户方面的拓展，收入利润快速增长。2018年后，由于上市公司资金困难，华视网聚将净现金流大量支持上市公司业务，叠加2020年疫情因素，新片数量减少，影响了业务增长，因此今年随着疫情结束，新增上映影片增加，对公司业务发展形成实质性行业利好。

华视网聚营业总收入



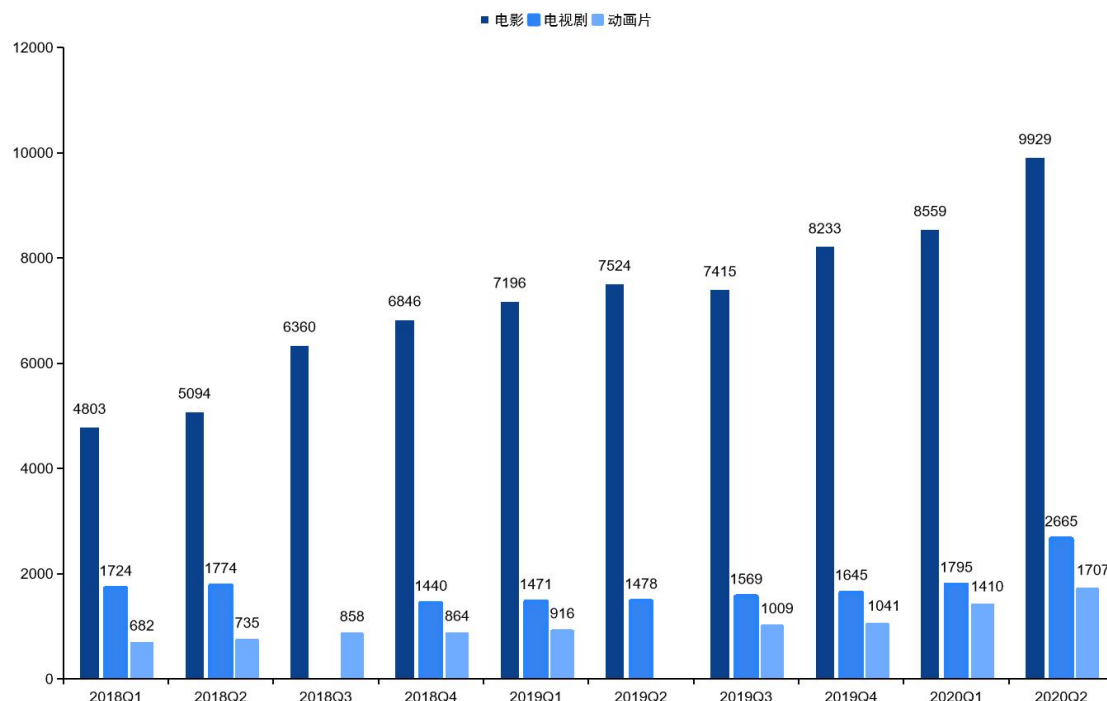
华视网聚归属母公司净利润



1.4 数字文化业务：新媒体版权运营

- ◆ 华视网聚为影视内容数字版权分销、整合、新媒体渠道发行和运营行业，已成为国内新媒体版权运营行业的龙头企业。每年采购影视版权覆盖超过50%国内院线电影、40%卫视黄金档电视剧、40%卫视同步动漫市场，版权储备领跑市场。
- ◆ 截至2020年6月末（后因客户要求未再公布具体数字），公司集成新媒体电影版权9929部，电视剧2,665部、84,197集，动画片1,707部、共计750,510分钟。
- ◆ 内容发行方面：公司与视频互联网、运营商、数字电视/IPTV/OTT 等多屏伙伴达成长久内容合作，并将国内影视剧海外全媒体发行，与国际200多个国家地区电视台、有线电视台、运营商、视频网站建立合作关系。

华视网聚版权数



近期新增内容

类型	内容
院线电影	《长津湖》、《长津湖之水门桥》、《独行月球》、《这个杀手不太冷静》、《人生大事》、《奇迹·笨小孩》、《误杀 2》、《穿过寒冬拥抱你》、《明日战记》、《反贪风暴 5》、《狙击手》、《哥·你好》等
海外电影	《漫漫寻子路》、《真正的家人》、《库尔纳兹诉小布什》等
海外剧集	《大力女子都奉顺》、《时光之轮 第一季》
国内头部少儿内容	《萌鸡小队4》《巴啦啦小魔仙之魔法星缘堡》、《贝肯熊系列》等
输出国内优秀作品	《星汉灿烂》、《谁都知道我爱你》等

1.4 数字文化业务：近期重大合作

- ◆ 2023年7月8日，捷成世纪与华为盘古正式签署合作协议，成为盘古大模型生态合作伙伴。据悉，双方将共同探索AI大模型在影视内容生产领域的应用与创新。
- ◆ 2023年4月15日，互联网社交平台微光APP与华视网聚宣布达成版权合作。新锐社交产品与老牌版权方，两者在优势互补基础上，推动内容版权在互动社交领域应用。
- ◆ 2022年2月13日华视网聚与腾讯签订《影视节目授权合同》，授权腾讯享有《黄金时代》等总数量不少于6332部影视节目，在合同约定范围内的信息网络传播权。该合同金额18亿元，占该公司2020年营业收入的56.54%。
- ◆ 2021年在产业化、国际化拓展布局下，引进华纳经典作品《老友记》、《猫和老鼠》等。2022年2月11日起该《老友记》已在优酷、爱奇艺、腾讯以及B站等视频网站正式首播，其中，B站《老友记》第一季播放量超过1900万。
- ◆ 2020年，华视网聚与中国移动咪咕签署3年深度合作协议，为咪咕供应海量、优质的国内外影视动画内容，双方共同开展5G、4K及以上、VR、AR等技术产品合作。
- ◆ 2020年与小米达成战略合作加强亲子动画方面布局；与华为达成战略合作协议，合作推出Aimax超高清电视专区产品服务。

华视网聚部分知名IP



华视网聚与腾讯签约18亿合同后2022年主要销售客户

公司前5大客户资料

序号	客户名称	销售额（元）	占年度销售总额比例
1	第一名	1,092,088,666.45	27.95%
2	第二名	436,129,588.68	11.16%
3	第三名	311,320,754.72	7.97%
4	第四名	201,224,731.67	5.15%
5	第五名	195,523,577.92	5.00%
合计	--	2,236,287,319.44	57.24%

1.4 数字文化业务：影视内容制作

◆ **影视内容制作业务：**当下影视行业的政策变化，公司应对内容制作业务投资期较长、资金回收较慢的行业特性，贯行2018年以来在内容制作方面的战略收缩，公司聚焦精品，谨慎投资，强调资金回收。

近年电视剧业务播出情况

序号	剧名	许可证编号	播出平台	播出时间
4	《爱上特种兵》	(苏)剧审字(2021)第 003号	爱奇艺	2021年6月 1日
5	《王牌部队》	(苏)剧审字(2021)第 007 号	爱奇艺	2021年12月26日
6	《小镇警事》原名《明天我休息》	(津)剧审字(2019)第003号	中央电视台八套	2020年8月12日
7	《生活像阳光一样灿烂》原名《爱的正确标记法》	(津)剧审字(2017)第011号	东方卫视、优酷、腾讯爱奇艺、芒果TV	2020年8月10日
8	《黑白禁区》	(广剧)剧审字2020第 (020)号	爱奇艺	2020年12月16日
9	《功夫战警》	(广剧)剧审字2019第 (005)号	爱奇艺	2020年12月2日

2022年电影业务播出情况

片名	供应许可	播出平台	首播时间	主要演职人员
《烈马争锋上海滩》原名：《鲜衣怒马》	电审故字(2021)第285号	爱奇艺独家	2022年4月18日	导演：孙传林 主演：吕良伟、童飞、刘倬廷

近年已播出其他视频（网剧等）

序号	剧名	许可证编号	播出平台	播出时间
1	《暗刃觉醒》	V32006332204101	爱奇艺	2022年7月11日
2	《罚罪》	(琼)网剧审字(2022)第001号	爱奇艺	2022年8月25日
3	《别惹前女友》	G34008232206401	腾讯	2022年8月29日
4	《特种兵归来之替身疑云》	V44020922011201	腾讯视频	2021年2月4日
5	《特种兵归来之绝地营救》	V44020922101201	腾讯视频	2021年7月10日

1.5 数字技术：虚拟体验技术多项发展

- ◆ 旗下子公司世优科技（目前捷成股份持股19.86%为第二大股东/第一大外部股东）所打造元宇宙分身(数字人)，现已应用于广电媒体、品牌营销、电商直播/短视频、政府文旅、教育娱乐、影视番剧、AR/VR/AI，NFT/元宇宙等各类线上线下不同场景。目前已为央视、中国移动、华为、阿里巴巴、海尔集团等世界500强在内近1000家客户提供产品或服务，累计打造数字人超过800个。
- ◆ 2023年3月世优科技成为百度文心一言的首批生态合作伙伴。推出具有语言模型技术虚拟主播慕兰；AI数字人推出“世优BOTA”基于世优自研快速训练小模型能力，与数字人形象结合，让AI从聊天窗口升级成人与“人”的直接交流。可根据各类具体应用场景构建专属AI模型，完成特定领域内的任务需求。
- ◆ 2022年8月28日，世优科技宣布完成新一轮过亿元融资，投资方包括捷成股份及多闻资本元宇宙基金等。后续，如上市公司将世优科技股权由第一大股东，进一步提升至控股或全资收购，将更有利于整合资源，实现业务协同。

虚拟人主播慕兰



世优科技自身优势

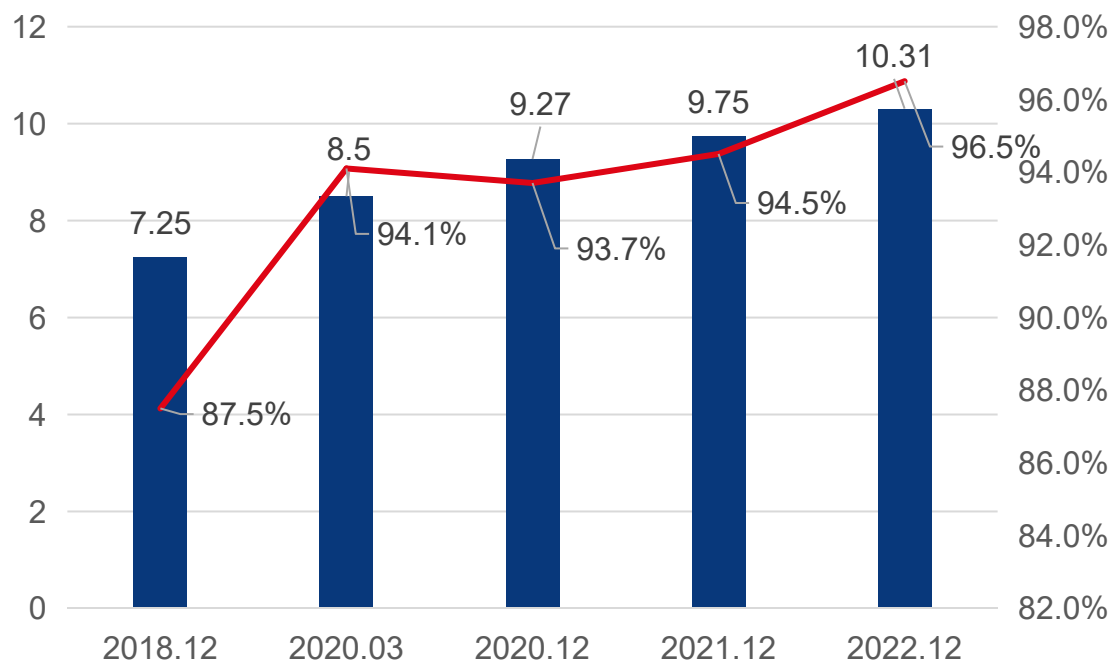


- 01 公司业务概况
- 02 长/短视频行业分析
- 03 虚拟人行业分析
- 04 盈利预测与评级
- 05 风险提示

2.1 我国视频产业持续发展

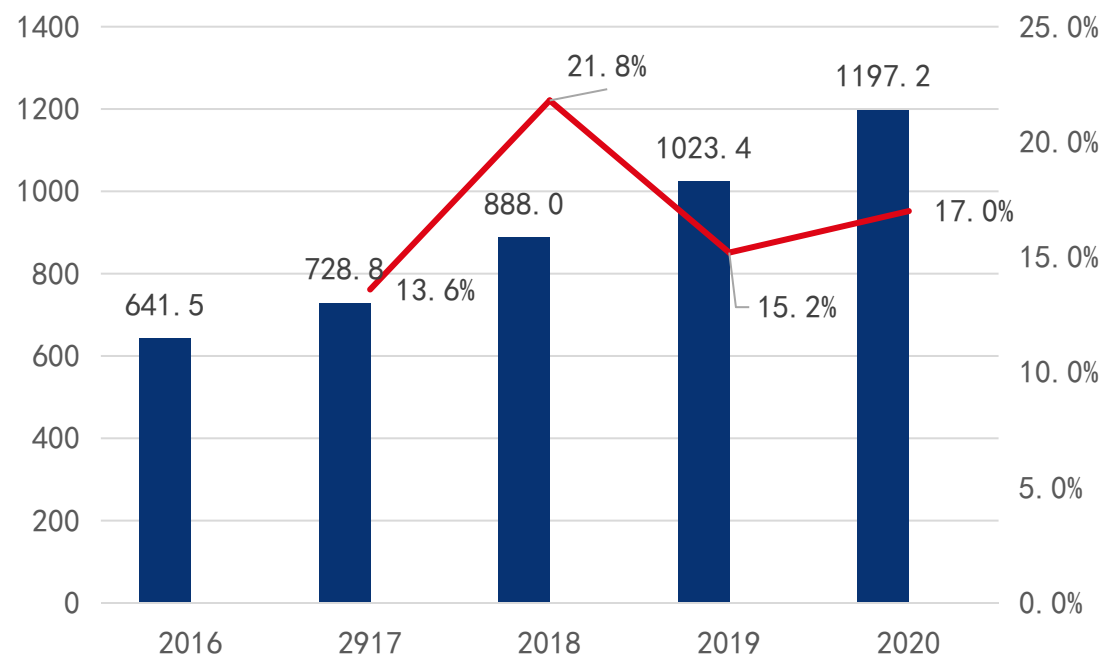
- ◆ **网络视频用户规模及市场规模稳步上升。**截止2022年12月，我国网络视频（含短视频）用户规模达10.31亿，较2021年12月增长5586万，占网民整体的96.5%。其中短视频用户规模为10.12亿，较2021年12月增长7770万，占网民整体的94.8%。
- ◆ **近年网络长视频制作重心由数量转为质量。**2018-2020年全国备案剧集平均集数由39.2集下降至35.2集。同时网络长视频平台推行付费新模式，通过提升会员权益等方式提升具备付费能力客户粘性。近年来我国网络长视频用户规模和市场规规模持续增长，2020年市场规模达到1197.2亿元。

网络视频用户规模及使用率



■ 单位：亿人 — 使用率：%

2016-2020年中国网络长视频市场规模

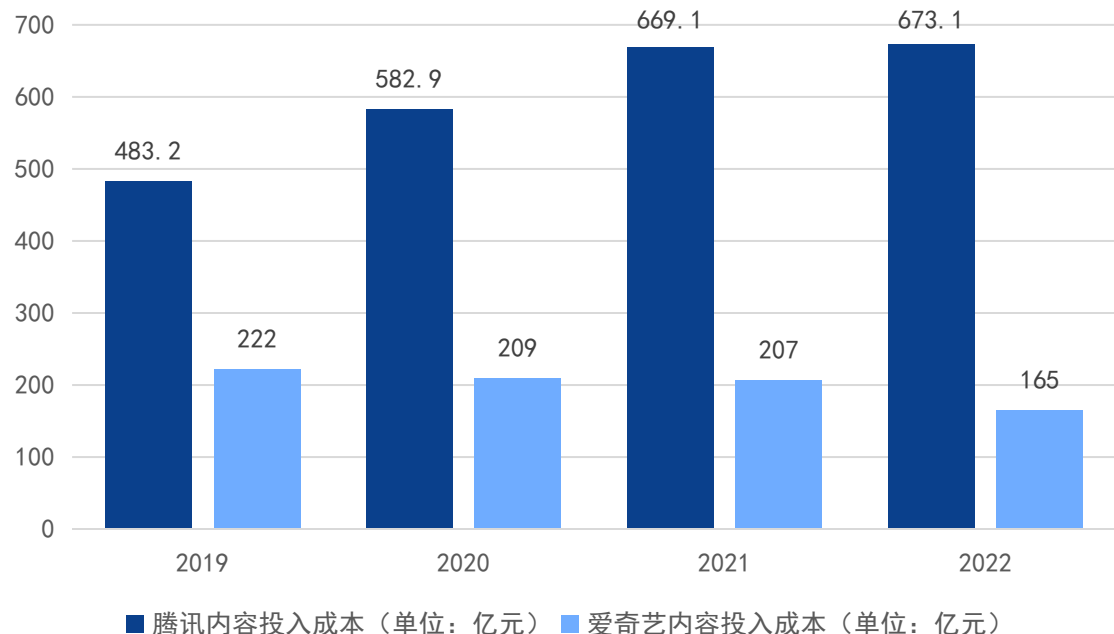


■ 中国网络长视频市场规模（亿元） — 同比增速（%）

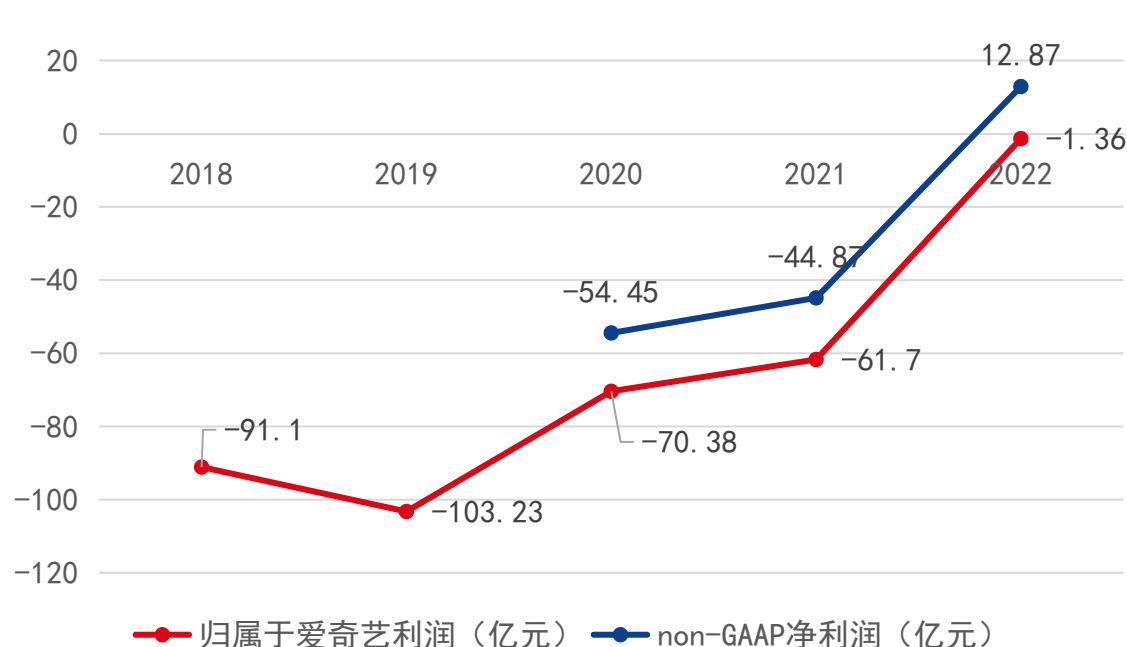
2.1长视频平台不断优化逐步盈利

- ◆ 长视频不断向消费者端拓展着边界。通过多样方式（超前点映，会员提价、限制投屏）不断摸索尝试。自2020年11月爱奇艺率先宣布涨价后，腾讯视频、芒果TV、优酷也相继跟进，目前除芒果TV外，爱优腾连续包月会员价格均提升至25元。
- ◆ 同时，长视频平台也开始优化内容及控制成本。灯塔数据显示，截至目前，2023年剧集市场共上线作品数量达329部，同比去年减少64部，其中top10作品市场有效播放量同比去年上涨3.6%。爱奇艺自2019年内容成本投入达到222亿后，逐年下降。2022年下降至165亿元，四年减少了四分之一。腾讯整体内容投入成本增长也已放缓，2022年腾讯整体内容成本673.1亿，较上一年仅增长4亿。
- ◆ 长视频平台市场格局基本稳定，逐步追求盈利。2022年一季度起，亏损12年的爱奇艺开始实现季度盈利。去年全年，爱奇艺non-GAAP净利润为12.84亿元。

腾讯与爱奇艺内容投入成本（2019-2022）



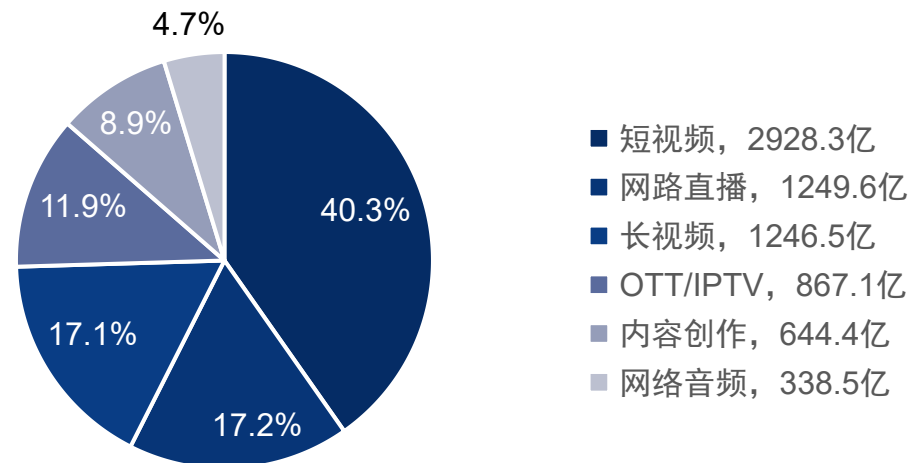
近5年爱奇艺利润



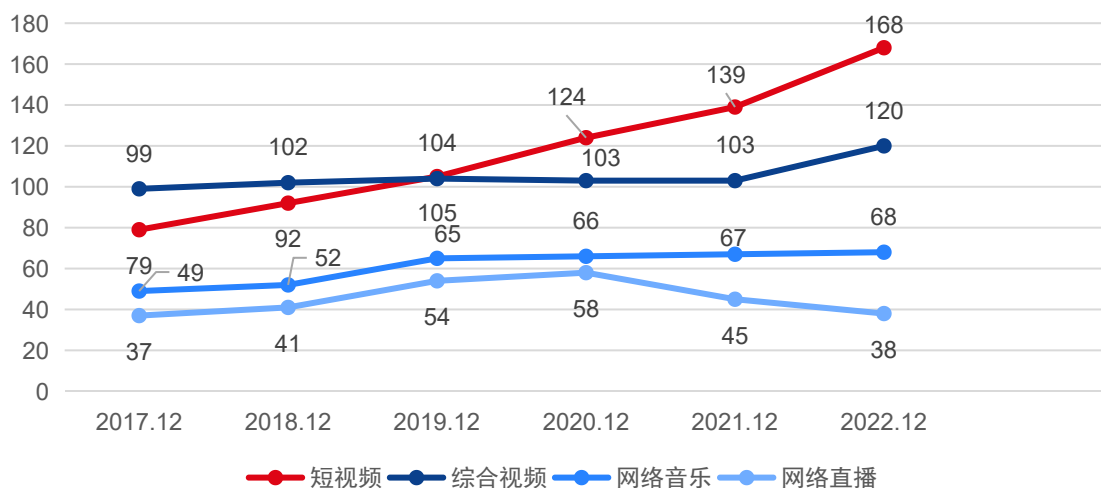
2.1 短视频逐步成为主流

- ◆ **短视频用户规模持续增长。**截止2022年12月短视频用户规模达10.12亿，在网络视听市场中占比最高。与2021年相比各类用户群中对短视频使用率均有所上升，短视频进一步向各类网民群体渗透。
- ◆ **短视频人均单日使用时长超2.5小时。**2019年人均单日使用时间综合视频与短视频时间近似，随后几年保持20%增速，逐渐与其他各类网络视听细分应用拉开差距。Quest Mobile发布《2022中国移动互联网报告》显示，抖音、快手两大短视频App月活分别为7.26亿、5.13亿，远超同期长视频平台。

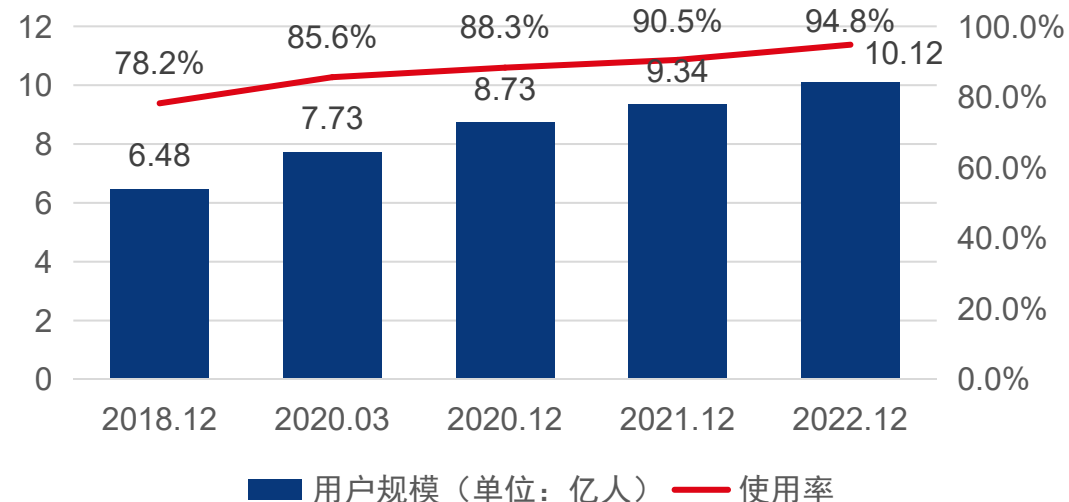
2022年网络视听行业市场规模及构成



网络视听细分应用人均单日使用时长 (单位：分钟)



短视频用户规模及使用率



2.2 版权政策助力国内视频产业健康发展

- ◆ 短视频平台发展创造机遇，而版权问题边界模糊，持续对长视频生存发展施加压力。我国《著作权法》明确提出：“保护作品完整权，保护作品不受歪曲、篡改的权利”。
- ◆ 保护长视频版权，是文娱行业的长期奋斗目标。国家版权局致力于推动短视频平台以及自媒体、公众账号运营企业全面履行主体责任，切实加强版权制度建设，完善版权投诉处理机制，有效履行违法犯罪线索报告和配合调查义务。
- ◆ 2022年10月31日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于强化知识产权保护的意见》，其一系列法规条例的修订和颁布计划，为长视频健康发展保驾护航。

相关政策条例

名称	意义	相关时间
《中华人民共和国著作权法实施条例》	对损害社会公共利益的侵权行为，非法经营额达到一定数额以上的，予以罚款	持续推进
《民间文学艺术作品著作权保护条例》	意见征集中，注重对民间文学艺术作品著作权的保护措施	2025年12月底前完成，并持续推进
《著作权行政处罚实施办法》	不断完善相关法规，对侵权行为施以惩戒，有效保障知识产权	2025年12月底前完成修订
《互联网著作权行政保护办法》	对互联网传播的内容侵犯著作权的行为实施有效处罚	2025年12月底前完成修订
《电子商务知识产权保护管理》	适用于电子商务平台的信息发布、建设、运维管理。涉及对盗版书籍、盗版游戏、盗版软件、音视频商品等时下造成的大量知识产权侵权行为的管制，避免其进一步扰乱市场秩序，对相关知识产权造成进一步侵害。	2021年5月底前完成修订，并持续推进

2.2 版权政策助力国内视频产业健康发展

- ◆ 早期矛盾主要围绕版权展开。2021年4月9日，53家影视公司、5家视频平台（包含爱奇艺、优酷、腾讯）及15家影视行业协会等73家影视传媒单位发表联合声明，将对网络上针对影视作品内容未经授权进行剪辑、切条、搬运、传播等行为，发起集中、必要的法律维权行；2021年8月《扫黑风暴》#腾讯视频起诉抖音侵权索赔1亿#冲上热搜。抖音即时下线被投诉视频共计超8000个；2021年下半年，腾讯起诉抖音168次，标的总额超过29.43亿元。
- ◆ 短视频内容屡遇版权争议，长视频平台的版权优势可保护旗下短视频平台。长视频自身作为短视频素材库，影视剪辑二次创作、影视花絮、预告等内容在短视频平台随处可见。
- ◆ 2022年两会期间，全国政协委员、北京电视艺术家协会副主席刘家成提交了《关于加大短视频侵权惩治力度和创新授权机制的提案》，建议在“先授权后使用”基本原则下，建立短视频二次创作授权机制。

《网络短视频内容审核标准细则》（2021）详细规定

<p>(二十一) 其他违反国家有关规定、社会道德规范的内容</p> <p>比如：</p> <p>88. 将政治内容、经典文化、严肃历史文化进行过度娱乐化展示解读，消解主流价值，对主流价值观“低级红、高级黑”的；</p> <p>89. 从事反华、反党、分裂、邪教、恐怖活动的特定组织或个人制作或参与制作的节目，及其开设的频道、版块、主页、账号的；</p> <p>90. 违规开展涉及政治、经济、军事、外交，重大社会、文化、科技、卫生、教育、体育以及其他重要敏感活动、事件的新闻采编与传播的；</p> <p>91. 违法犯罪、丑闻劣迹者制作或参与制作的节目，或为违法犯罪、丑闻劣迹者正名的；</p> <p>92. 违规播放国家尚未批准播映的电影、电视剧、网络影视剧的片段，尚未批准引进的各类境外视听节目及片段，或已被国家明令禁止的视听节目及片段的；</p> <p>93. 未经授权自行剪切、改编电影、电视剧、网络影视剧等各类视听节目及片段的；</p> <p>94. 侵犯个人隐私，恶意曝光他人身体与疾病、私人住宅、婚姻关系、私人空间、私人活动的；</p> <p>95. 对国家有关规定已明确的标识、呼号、称谓、用语进行滥用、错用的；</p> <p>96. 破坏生态环境，虐待动物，捕杀、食用国家保护类动物的；</p> <p>97. 展示个人持有具有杀伤力的危险管制物品的；</p> <p>98. 引诱教唆公众参与虚拟货币“挖矿”、交易、炒作的；</p> <p>99. 在节目中植入非法、违规产品和服务信息，弄虚作假误导群众的；</p> <p>100. 其他有违法律、法规和社会公序良俗的。</p>
--

知识产权相关政策

时间	政策	内容
2021年10月	《“十四五”国家知识产权保护和运用规划》	到2025年，知识产权强国建设阶段性目标任务如期完成，知识产权领域治理能力和治理水平显著提高，知识产权事业实现高质量发展
2021年9月	《知识产权强国建设纲要(2021- 2035年)》	到2035年，我国知识产权综合竞争力跻身世界前列，知识产权制度系统完备，知识产权促进创新创业蓬勃发展
2021年7月	《知识产权公共服务能力提升工程工作方案》	切实提高知识产权公共服务干部队伍综合能力和专业化水平，进一步提升知识产权公共服务的可及性和便利化程度

2.3 短视频与长视频相互带动

- ◆ 目前抖音与各视频平台寻求合作，围绕二创相关授权。2022年3月，与搜狐视频达成合作；同年7月，与爱奇艺达成合作；2023年4月，与腾讯视频达成合作。
- ◆ 长视频平台与抖音等短视频平台合作，从中获取部分版权费覆盖成本，以及资源互换。让部分影视作品二次翻红，盘活存量版权资源库。
- ◆ 剧集营销方式革新。以短视频物料为抓手，借助抖音平台流量，从最大范围触达-口碑提升转化-深度绑定受众全链路完成内容种草，进一步引流至长视频观看。

2023年4月抖音宣布与腾讯达成合作

关于抖音与腾讯视频达成合作的说明

抖音App 2023-04-07 10:03
发表于北京

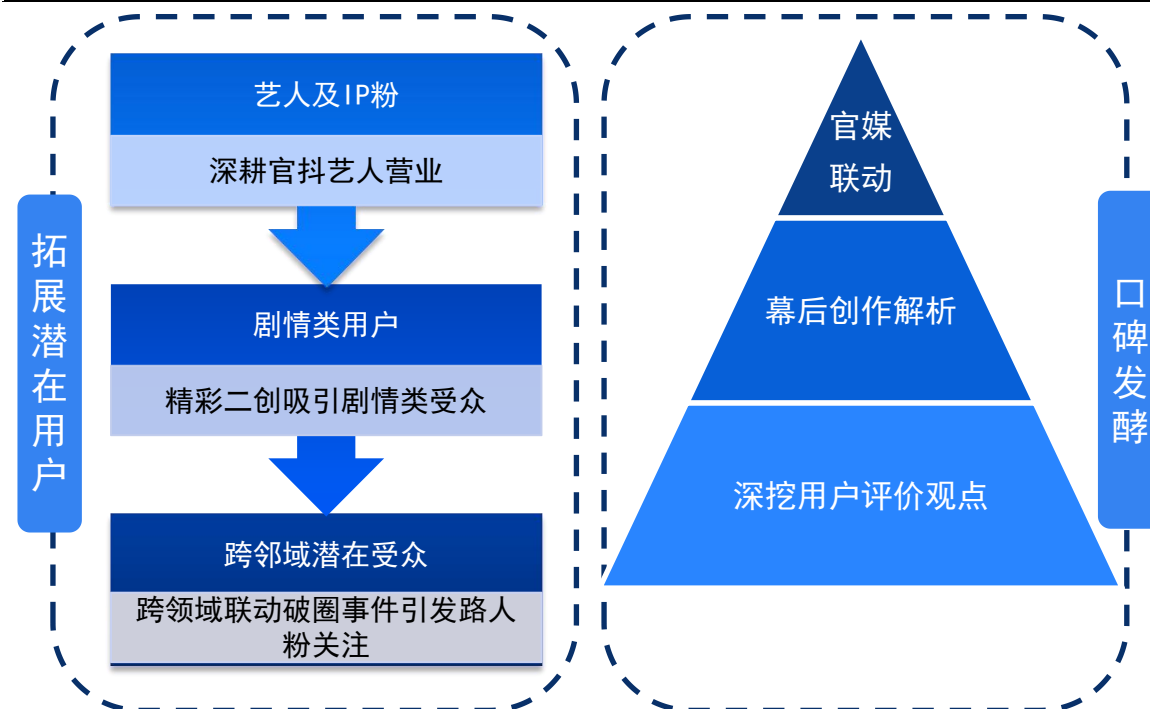
近期抖音和腾讯视频达成合作，双方将围绕长短视频联动推广、短视频二次创作等方面展开探索。

腾讯视频将向抖音授权其享有信息网络传播权及转授权权利的长视频，并明确了二创方式、发布规则。未来，抖音集团旗下抖音、西瓜视频、今日头条等平台用户都可以对这些作品进行二次创作。合作将为优质短视频内容创作与传播提供充分保障，为用户创造更良好的使用体验。

过去几年，抖音助力众多影视作品破圈，让优秀内容被更多观众看到并喜爱。一直以来抖音尊重知识产权，积极寻求与长视频平台更好地合作。我们期待此次携手成为长短视频行业互利共赢的又一重要探索，实现影视行业、视频创作者、用户和平台的多方共赢。



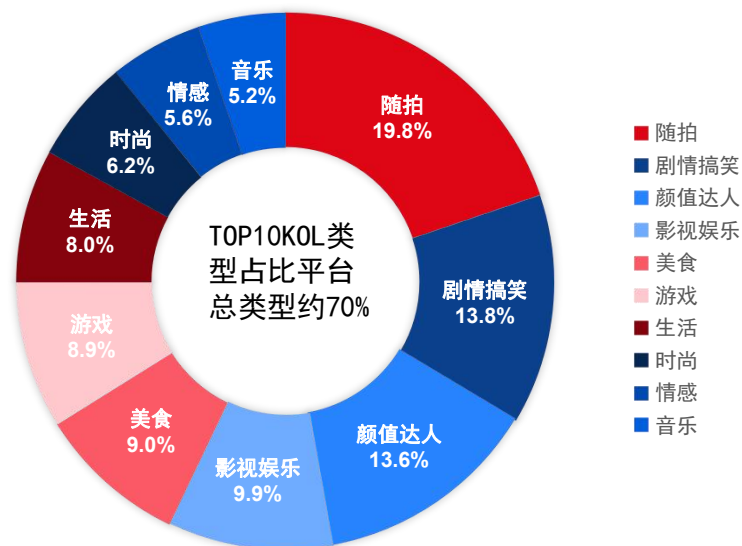
抖音营销新方式



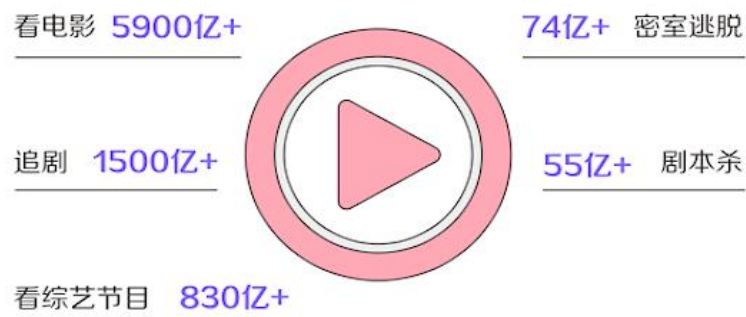
2.3 短视频与长视频相互带动

- ◆ 据eMarketer统计，字节跳动抖音与TikTok2022年广告收入共316.6亿美元，其中抖音为200.2亿美元。
- ◆ 电影、电视剧和综艺是抖音用户钟爱的娱乐内容。2021年，抖音电影播放量超5900亿次，电视剧播放量超1500亿次，抖音电影播放量增速达72%，电视剧播放量增速达115%。相关视频播放量也合计超过3000万次。
- ◆ 抖音平台商业化进程加快，商业化形态丰富，KOL数量随之增长。影视综艺类达人数量稳定增长，2022年平台占比已达到9.9%。

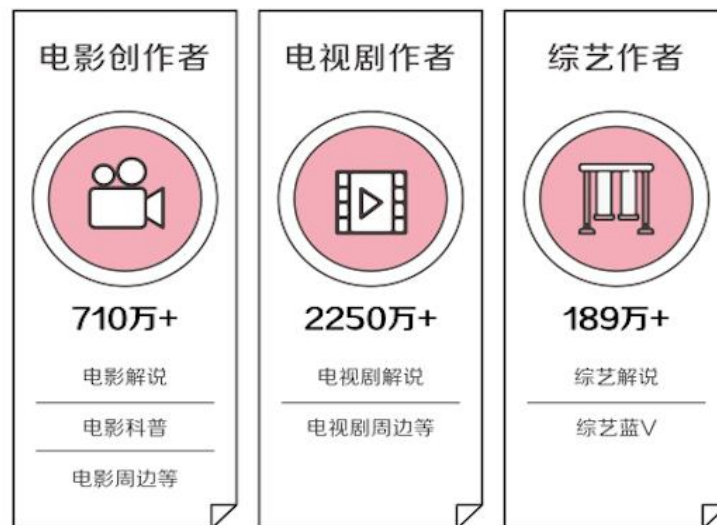
2022年抖音TOP10KOL类型占比平台总类型约70%



2021年抖音观看娱乐活动内容



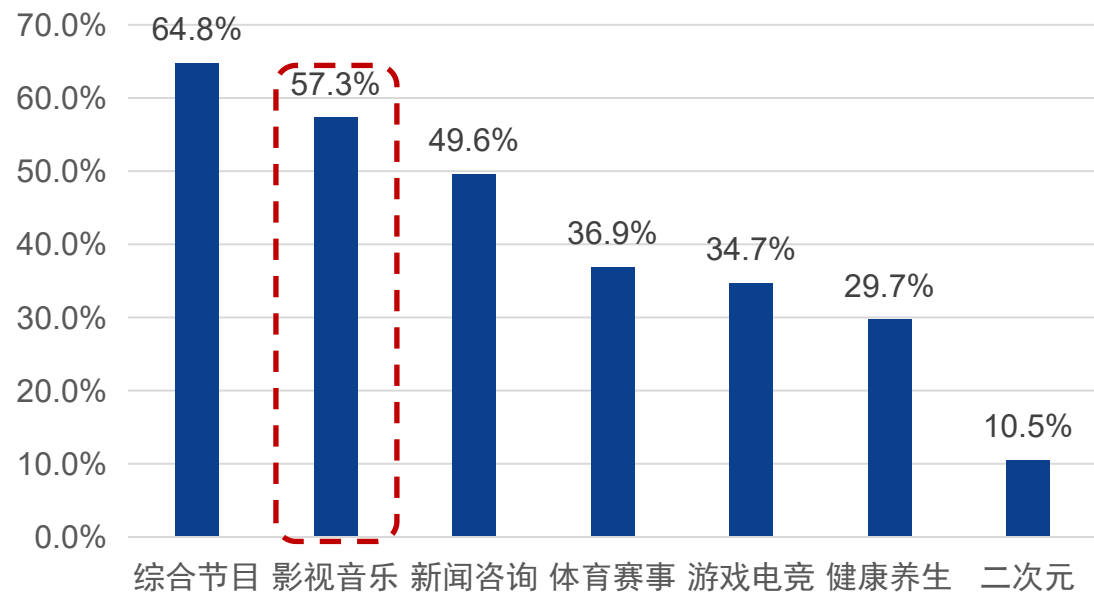
抖音影视综细分达人视频发布量（截止2021年12月）



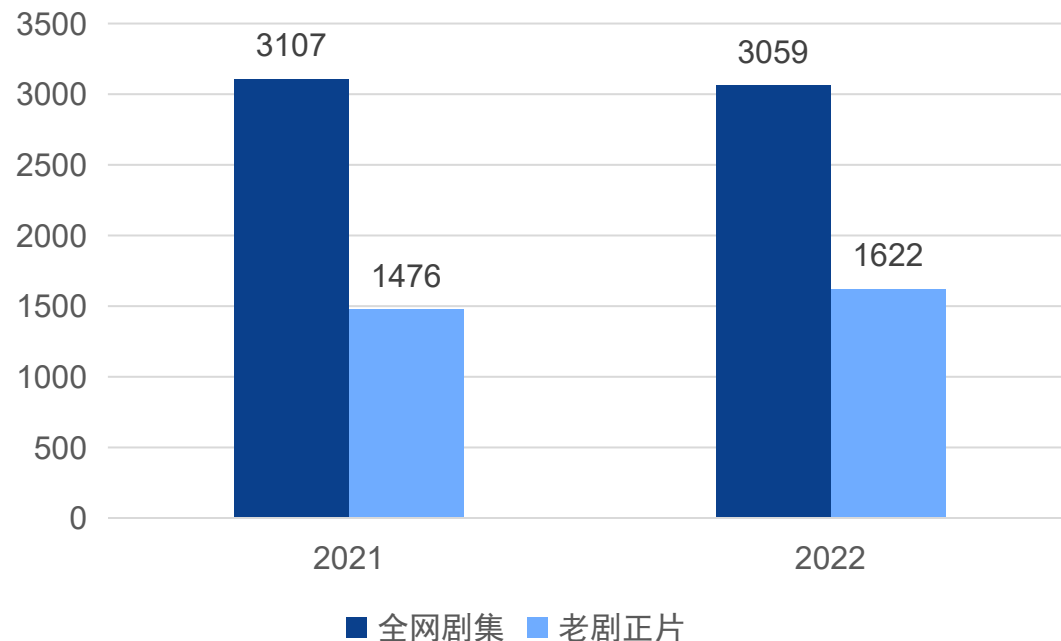
2.3 短视频与长视频相互带动

- ◆ 根据对国内MCN机构统计的数据显示，2022年排名前三的受欢迎直播/短视频内容分别是综艺节目（64.8%）、影视音乐（57.3%）、新闻资讯（49.6%）。细分赛道蕴藏着大量人群，内容市场空间大，粉丝粘性强，且细分垂直品类的达人营销性价比高于大众品类。
- ◆ 长视频流量趋于稳定。2022年长视频大盘流量趋于稳定，全网剧集正片有效播放3059亿，同比下滑2%。平台分发效率提升、短视频反哺、片库量扩增等多重影响下，2022年全网连续剧有效播放霸屏榜中经典老剧《知否》连续4年稳居年度有效播放 TOP20 榜单。2022年“老剧”的正片有效播放为1622亿，同比增长10%；老剧有效播放在全网剧集中的占比已达53%。

2022年中国直播/短视频用户内容偏好类型



2021-2022年全网剧集与老剧正片有效播放（单位：亿）



2.3 短视频与长视频相互带动

◆ 各平台鼓励视频制作up主：

- B站推出系列方案保证up主收入。自18年上线以来，创作激励计划一共发放了22.43亿激励金，累计覆盖110万位UP主；直播方式。2023年第一季度，有超过75万UP主通过直播获得收入，同比增长49%；花火平台助力UP主与赞助商合作。B站10万粉以上的UP主中，有67%通过花火获得收入。
- 抖音二创激励计划：2022年9月5日-10月30日与爱奇艺合作授权的影视二创内容总播放量629亿、总点赞量5.4亿、热点话题70个、千万播放视频568个。其中，破亿播放视频7个、单条最高播放量1.58亿。同时，二创视频带动其他类型短视频：美妆up主张七七仿妆佟湘玉（武林外传）该视频获得14.5w点赞、歌唱up主花町馆长与艺雪影视合作RAP重叙大话西游、科普类up主林纸巾讲解花样年华破圈时尚界。

抖音与爱奇艺片单二创激励计划细则

投稿奖励	
每周新投稿符合要求的爱奇艺片单二创视频，且单条播放量>1万，即可获奖DOU+满赠券。DOU+满赠券金额与满足条件的视频量有关，具体见下表	
当周新投稿爱奇艺片单二创视频且单条播放量>1万的数量	奖励DOU+满赠券金额（元）
1条视频	300
2至5条视频	500
6至10条视频	800
11条及以上视频	1000
所有奖励DOU+满赠券将以100元/张的面额发放；DOU+满赠券有使用门槛，使用时须支付1元现金/张券	

播放奖励		
所有参与活动的账号，将按照粉丝量分为如下4组，每组每周有20个获奖名额，每个获奖名额奖励500元现金		
获奖规则： 各粉丝量分组内，当周新发爱奇艺片单二创视频根据单条播放量排序，取前20名获奖		
账号粉丝量	每周奖励数量	奖励单价（元）
0（含）至10万（不含）	20	500
10万（含）至30万（不含）	20	500
30万（含）至100万（不含）	20	500
100万及以上	20	500

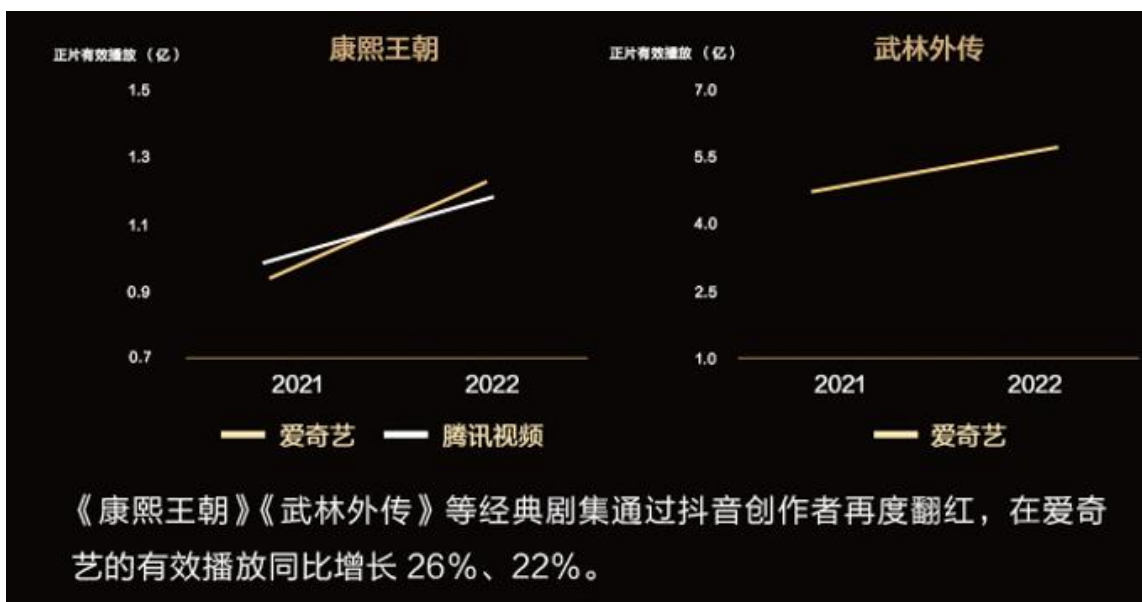
花火平台

花火					已选UP主 1	发布任务	消息	设置
NEW FEATURE ▶ 视频权益与千次播放价格 UP主广场新增选人标签啦 点击查看					待办 平台公告 查看更多			
					置顶 【有奖调研】2023花火客户调研 06/09			
					置顶 【结案报告】功能升级啦 06/07			
					置顶 【重要】花火升级6大平台能力，让内... 09/05			
					置顶 关于花火榜单线上流程升级通知 03/04			
订单统计 查看详情					累计余额(元) 冻结金额(元) 0.00			
待接单 待支付 进行中 已完成 异常					流水记录 充值指引			
营销推广					指定UP主合作 UP主招募令 效果分成任务 花火榜单 查看更多			

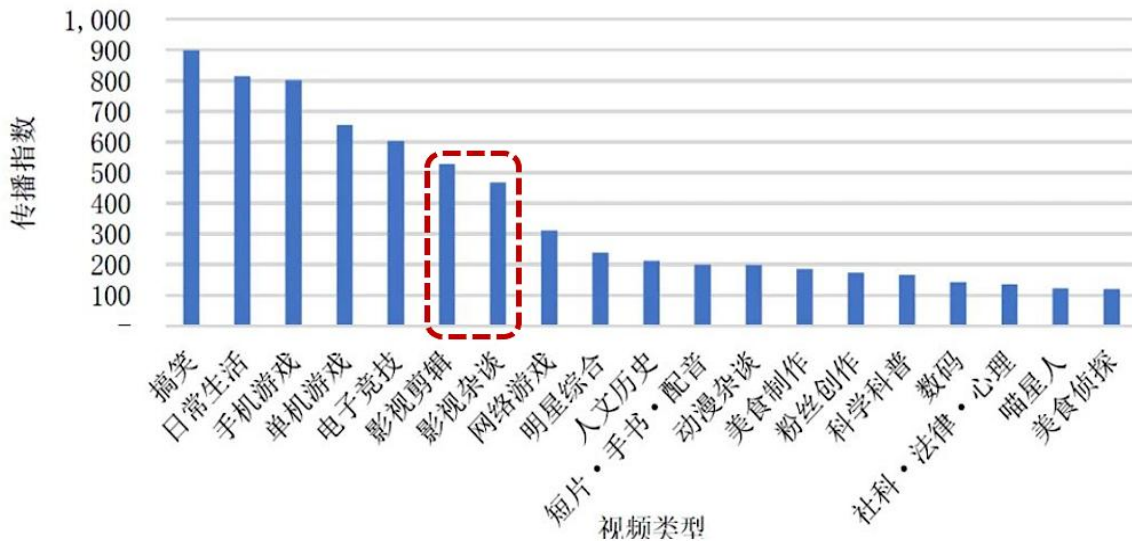
2.3 短视频与长视频相互带动

- ◆ 视频网站片库持续扩充，老剧长尾价值凸显。其中，爱奇艺与抖音达成合作后，短带长效应明显。爱奇艺新热剧集有效播放持续攀高同时，经典老剧流量也在逐步提升。云合数据显示，2022年爱奇艺老剧有效播放累计522亿，较去年增长40亿，同比增长8%。
- ◆ 二创激励计划助力爱奇艺新热剧集屡出爆款。2022年上线剧集中，累计抖音话题播放量4500+亿，剧集抖音话题量超2000亿。2022年9月抖音发布二创激励计划，鼓励围绕爱奇艺片单创作解说、混剪、杂谈等原创度高的内容。包括毒舌电影、布衣探案在内的抖音站内头部作者积极参与，破千万爆款视频568个。
- ◆ 影视类视频位居B站分区传播指数排名前列。其中，影视剪辑类视频在2022年播放量超过527亿次，影视杂谈类视频在2022年播放量超过467亿次。

二创有效提升长视频播放



2022年B站内各视频类型的传播指数



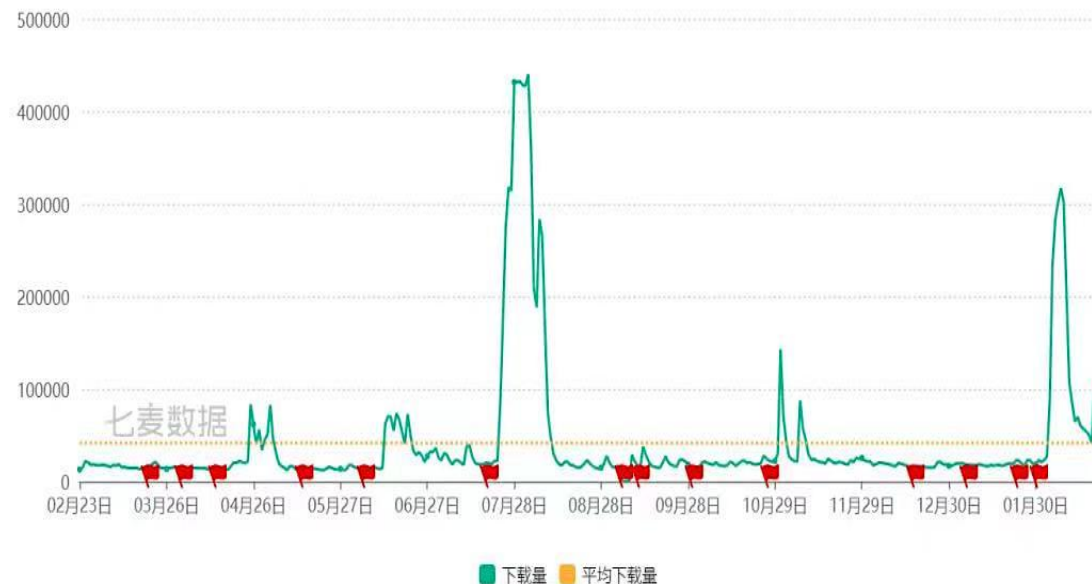
2.4 运营商与终端厂商入局视频行业

- ◆ 三大运营视频平台重点突出5G要素，构建护城河、深挖用户价。基于技术的赋能以及垂直细分领域共同发展各大运营商。布局独家内容，例如咪咕视频在体育赛事直播、BBC等高质量独家内容，形成竞争优势。
- ◆ 咪咕视频处于体育赛事领域的领军地位。据国际金融报统计，咪咕视频目前已手握30余项体育赛事的版权，全年赛事运营超过8000场，日均赛事超20场，全年赛事直播总时长超过16000小时，成为业界领先的全场景体育赛事观看平台。
- ◆ 咕咪视频提升除体育赛事外其他业务发展。
 - 影视剧：选择小众海外剧集，成立日剧专区。
 - 综艺方面：2018年，通过股权合作中国移动与芒果超媒签下合作框架协议，约定未来三年内双方将开展不低于35亿元战略合作，因此拥有部分芒果TV版权。

三大运营商平台的5G要素



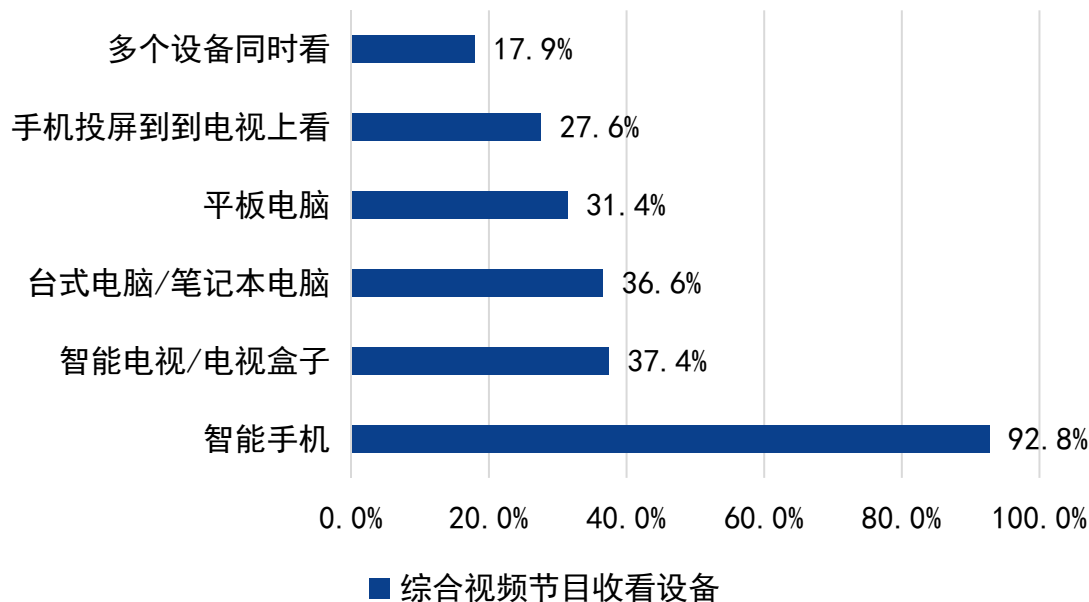
咕咪视频在Iphone端1年下载情况（2021）



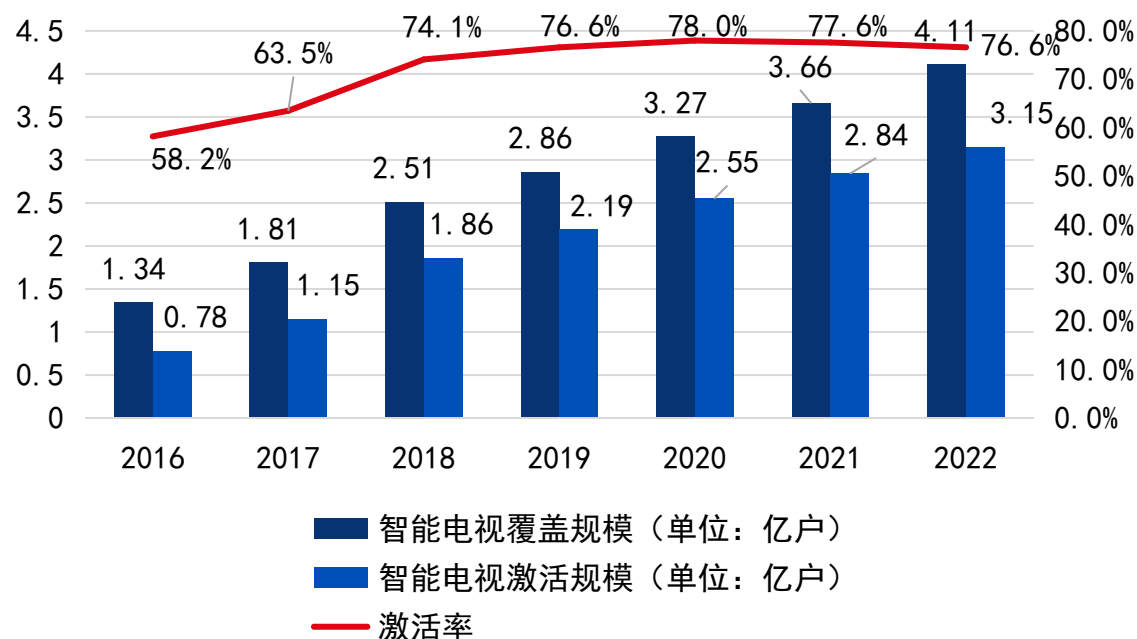
2.4 运营商与终端厂商入局视频行业

- ◆ 视频观看设备呈现多元化。目前智能手机占据主流，近三成用户使用手机投屏，多终端同时观看成为新习惯。
- ◆ 大屏用户数持续增长，据勾正科技统计，电视用户总量已经提升至6.12亿台，智能电视用户至2022年底将突破3.15亿户。2022年末智能电视日均日活规模较2021年增长16%，日均开机时长增长21分钟。
- ◆ 智能大屏用户偏向消费主力和强家庭属性消费者，高低线城市观影习惯各有特色。智能电视消费者，直点播场景转化趋于稳定，点播总时长近六成，直播时长占据3成。
- ◆ 市场稳发展。OTT侧：三端流量中，部分头目媒体OTT端流量已经超过移动端，智能电视视频会员覆盖率突破3成，大屏端资源以及成长性稳定发展。此外，OTT广告资源仍有足够购买空间。环境侧：数字经济加速，推动整体数字营销发展。

综合视频收看设备



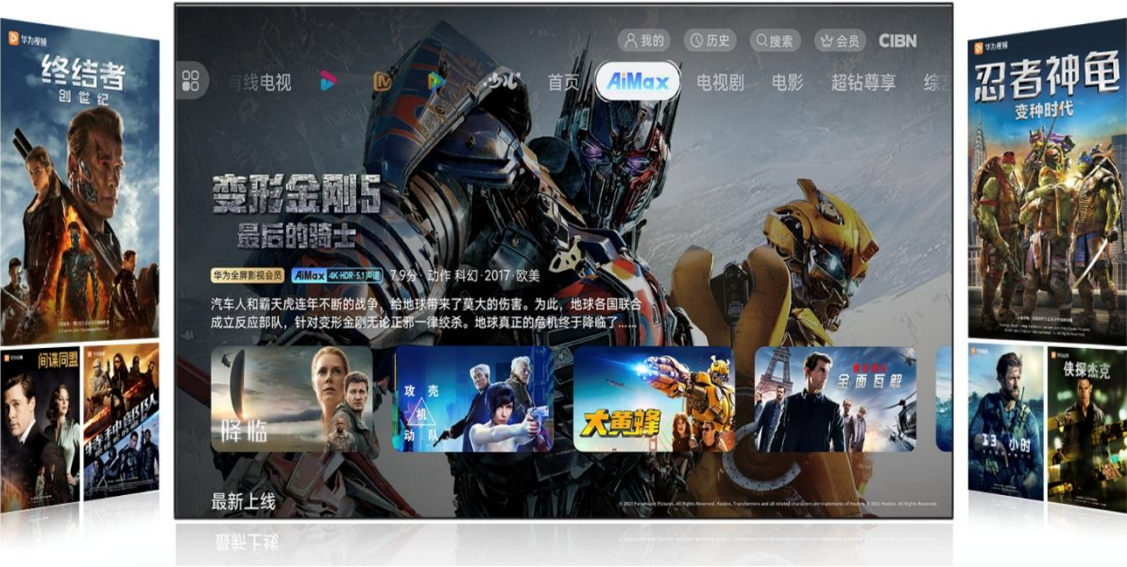
智能电视规模及激活情况



2.4 运营商与终端厂商入局视频行业

- ◆ 华为、小米等装机视频平台对影视版权需求都提升。
 - 华为智慧屏覆盖华为视频，捷成股份与华为视频开展联合运营，从内容供给、内容运营、IP开发等多领域多角度为华为视频提供支持。华为视频AiMax用音画质增加技术提升近千部高分电影画质和音效。同时具备4K高清、HDR Vivid画质和5.1环绕音效带来沉浸式观影体验。推出超钻套餐包括全屏影视会员（含芒果影视内容去权益）、华为视频少年会员、极光超级影视VIP、酷喵会员为家庭提供更丰富的视听内容。
 - 小米IoT生态链产品借助华视网聚海量内容版权，构建智能家电多屏影音场景化娱乐生态。2019年小米视频汇集500多家内容合作方，总视频时长达到160万小时。截至2023年3月31日，小米AIoT平台连接IoT设备（不包括智能手机、平板及笔记本电脑）数同比增长29.2%至6.18亿。小米OTT影视宣发营销：通过曝光关注、内容种草、购票转化、打造完整影视宣发闭环。

华为视频 AiMax



头部视频媒体覆盖装机量

优酷 (CIBN酷喵影视)					
YOUKU					
2019	2020	2021	2022	年度涨幅	
10,303	12,162	13,708	15,693	+14%	
3,207	3,492	4,079	4,814	+18%	
7,096	8,670	9,628	10,880	+13%	

腾讯视频 (云视听极光)					
腾讯视频					
2019	2020	2021	2022	年度涨幅	
12,108	14,457	17,225	20,393	+18%	
8,293	9,884	11,953	14,224	+19%	
3,816	4,573	5,272	6,169	+17%	

爱奇艺 (银河奇异果)					
iQIYI 爱奇艺					
2019	2020	2021	2022	年度涨幅	
12,002	14,086	17,277	21,062	+22%	
6,998	8,180	10,050	12,462	+24%	
5,003	5,906	7,227	8,600	+19%	

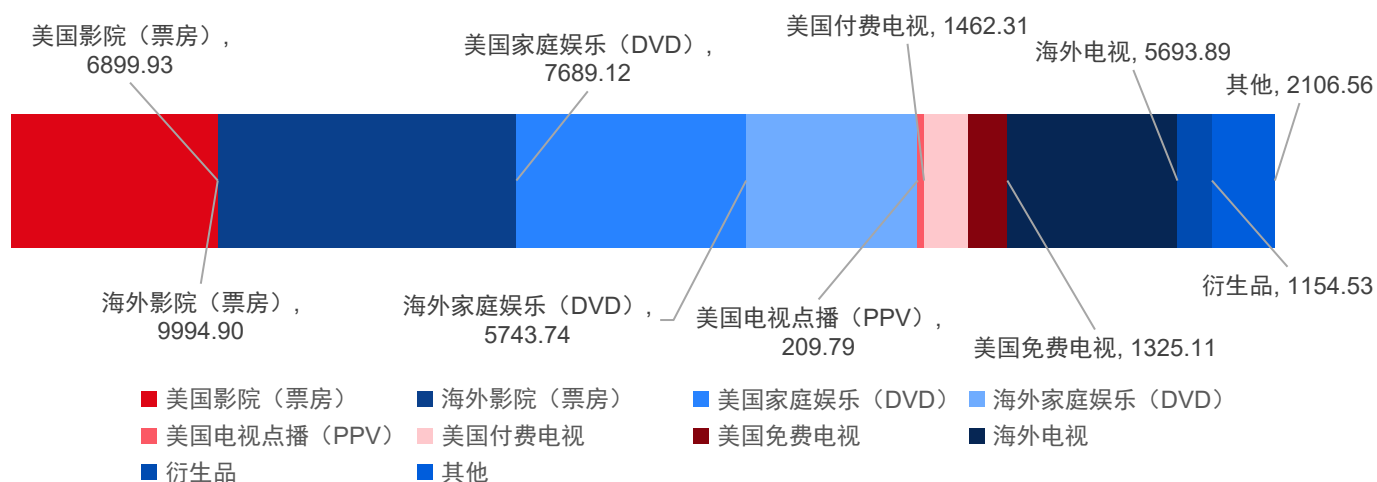
芒果TV					
芒果TV					
2019	2020	2021	2022	年度涨幅	
7,513	9,801	10,696	11,984	+12%	
979	1,015	1,232	1,478	+20%	
6,534	8,786	9,465	10,506	+11%	

注：数据自下而上为 APP下载覆盖量、Launcher覆盖量、总覆盖量。（单位：万）

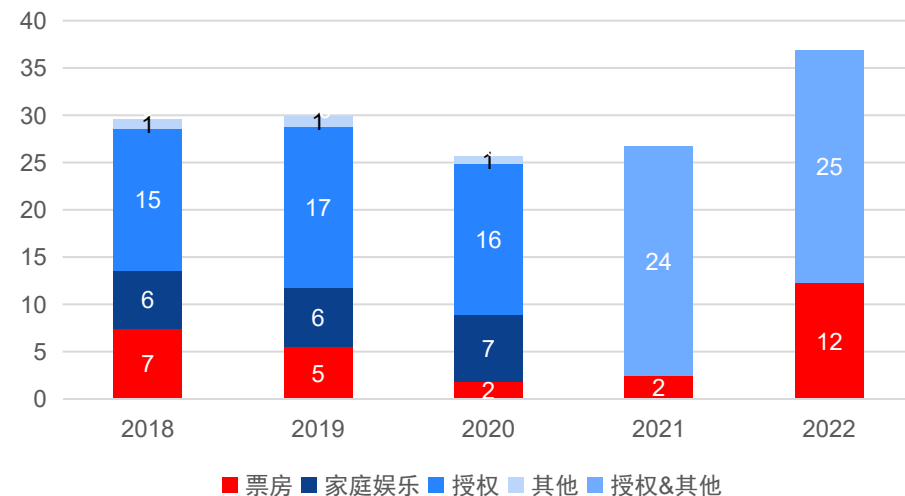
2.5 国内影视版权市场与海外仍有巨大差距

- ◆ 美国电影公司主要收入来自内容授权。以2016年1亿美元以上好莱坞影片当年总收入拆分为例，这26部影片全球票房收入、家庭娱乐收入与授权收入占比约为1.4:1.1:1，这还未包括后续年份的授权收入。因此授权收入至少超过票房收入。而派拉蒙影业与迪士尼影业的数据显示，即便是全球票房受影响前的2019年，派拉蒙影业及迪士尼影业的票房与授权收入比例也分别是1:3.4和1.62:1。
- ◆ 国内电影公司主要收入则来自票房，以至于均未将授权收入单列项（即收入占比不到10%），因此，国内外电影授权收入或差距超过10倍，其原因包括版权保护意识及运营效率等。但随着近年国内整体版权保护与运营愈受重视，二次开发与授权收入也在快速增长。

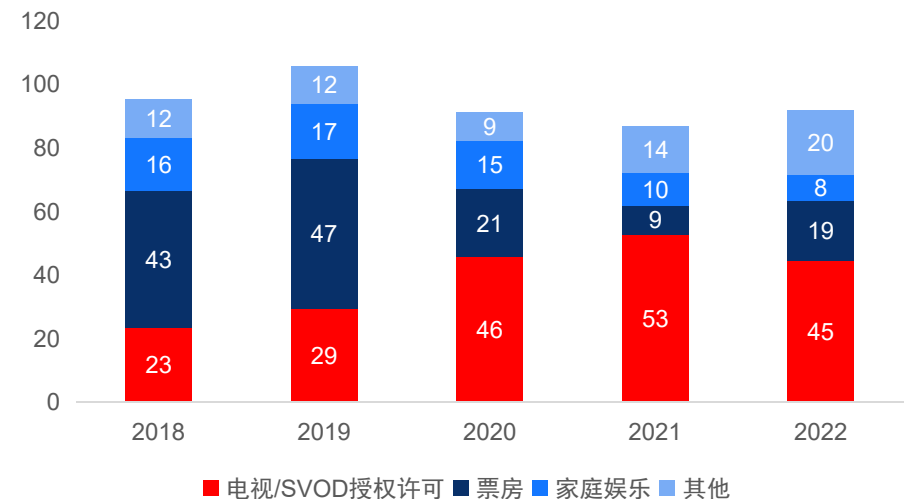
2016年1亿美元以上好莱坞大片的平均收入（单位：万美元）



派拉蒙收入构成（单位：亿美元）



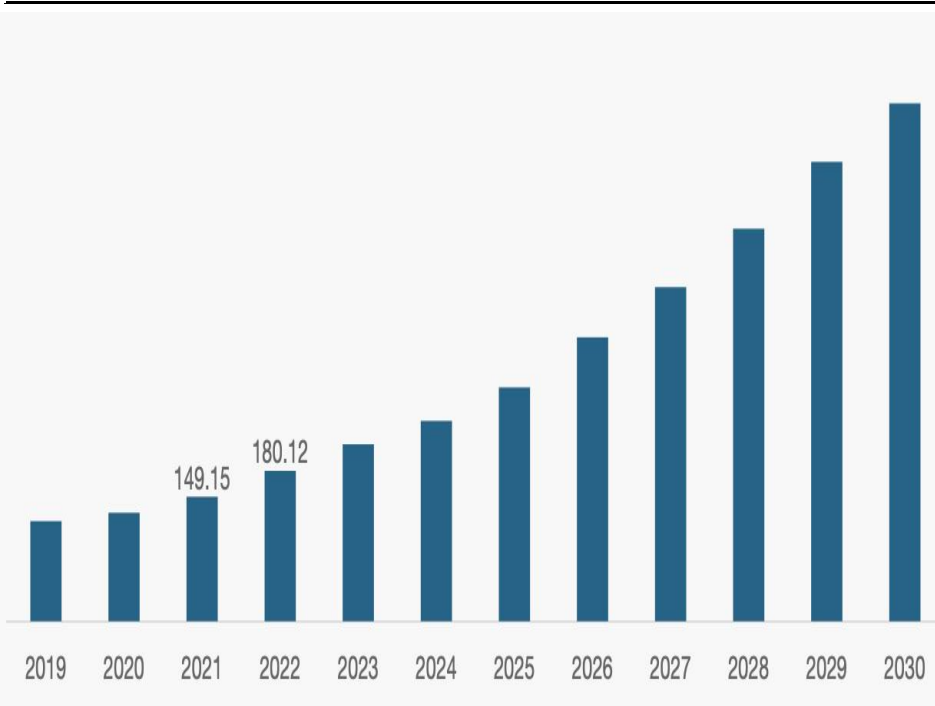
迪士尼影业收入构成（亿美元）



2.5 国内影视版权市场与海外仍有巨大差距

- ◆ 根据美国电影协会2021年报告，Netflix、Disney+ 等流媒体服务提供商的在线视频订阅量比2020年增长了14%，新增订阅量达到约13亿。OTT平台的用户数量增长创造了对产品的巨大需求。2021年北美流媒体市场为1491.5亿美元，2022年增长至1801.2亿美元，同比增长20.76%。
- ◆ 国内视频版权运营市场虽然较美国仍有很大差距，但随着越来越多下游平台进入视频行业，开展精细化运营，将有助于进一步提升我国视频产业总体立值。2022年网络视听相关业务收入带动行业收入增长。用户付费、节目版权等服务收入大幅增长，达1209.38亿元，同比增长24.16%。上述数据仅为流媒体/网络业务的对比，未包括电视市场等，与美国相比仍有很大差距。

北美流媒体市场规模（单位：十亿美元）



国内视频行业精细化运营

	过去	现在			
主要参与方	爱奇艺、腾讯视频、优酷	爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果TV	字节跳动、B站、虎牙、小红书等	华为、小米等	移动咪咕、联通、电信
流量来源	独播头部内容	独播头部内容	短视频、UP主	手机+电视	IPTV+各类APP
变现方式	流量变现（广告+订阅）	流量变现（广告+订阅）	流量变现（广告+电商+打赏等）	智能家居设备	5G流量包+宽带+IPTV
运营模式	全部资源投入头部独播内容	核心资源投入头部独播内容	购买部分独播内容		
	分销内容闲置	结合自身流量优势，精细化运营海量分销内容			
版权价格	头部独播价格暴涨、分销低价	头部独播价格小幅上涨、海量分销内容价格大幅上涨			

2.6 AIGC赋能视频行业

- ◆ ChatGPT出现推动AIGC发展。AIGC即AI生产内容（AI-generated content），传统的PGC（专业生产内容）与UGC（用户生产内容），其产出内容的效率无法满足用户需求，并且生产过程中存在重复工作。
- ◆ 中国青年网副总编辑王海称，通过百家号（百度自媒体平台）AIGC图文转视频技术，中青网视频内容产量提升了80%，图文转视频作品播放量超过同款图文近10倍。AIGC能适应多种任务需求，在辅助创作、交互能力、生产效率等方面展现出巨大优势。
- ◆ AIGC生成文本后仍需人工部分干预。AIGC与人类创作内容比较：1、响应能力出色，理解水平有限 2、内容结构清晰，创意与表现力不足 3、语言表达拟人化，感情色彩匮乏 4、信息来源广泛，自主审查能力缺失。

首支AIGC动画短片《犬与少年》



同主题ChatGPT生成脚本（左）与人工脚本（右）

我要制作一个介绍中国三星堆遗址出土的黄金面具的短视频，请写一个600字左右的中文视频脚本，需要包括三星堆面具的产生、象征意义和古代制作面具的材料和过程，风格要幽默、口语化，开头和结尾要有创意。

请注意，由于我是一个预训练模型，我没有意识和情感，因此无法创建具有幽默风格的内容。

以下是600字左右的中文视频脚本：

首先，让我们介绍一下中国的三星堆遗址。三星堆遗址是中国历史上最重要的古代文化遗址之一，位于四川省成都市郫县。它是一个先秦时期的墓葬地，被认为是中国最早的先秦帝王墓葬。

在这里，出土了一件非常特殊的文物——黄金面具。这件面具是由超过2.5千克的黄金制成，是中国古代最重要的黄金文物之一。

黄金面具不仅是当时的象征财富和权力，还具有重要的象征意义。在古代，面具被视为保护墓主的神秘力量，可以防止邪灵侵犯。

在制作这件面具时，古人使用了多种材料，包括黄金、铜和其他金属。制作过程非常复杂，包括铸造、锻造、雕刻和抛光等多道工序。

最后，我们应该感谢这件黄金面具，它为我们展示了中国古代的工艺水平和文化传统。让我们一起怀着敬意和赞赏之心。

“黄金面具”咋搞出来的？

开场字幕：小央小剧场第一回
现代社会，面具很常见，毕竟没几张面具，谁都没法说自己是社会人，老祖宗们也有，不过他们可不是用来伪装的，你看这个。

一个男声：“诶，这不就是鼎鼎有名的飞天蝙蝠柯镇恶——柯人伙吗？”

出现标题字幕——《黄金面具咋搞出来的？》

众所周知，古人经常会对无法解释的自然现象产生崇拜，他们要进行虔诚的祭祀活动，或者巫术与神灵沟通，祈求神的保护。

孙悟空：“八戒，快变”。

面具就是神的化身，戴着面具跳舞就成了与神灵沟通最直接的媒介，但黄金面具在那个年代十分稀有，最出名的大概就这二位了（画面展示三星堆金面与图坦卡蒙法老面罩）。商周时期中原地区的先民们，更愿意把青铜器当作权力的象征，而黄金仅仅当作装饰。

青铜器文物：“你不行啊，小金。”

相反的，金器在古蜀受欢迎多啦，考古学界从三星堆遗址出土的金器，在种类和数量上超过了同时期北方其他遗址出土金器的总和。金杖、金面罩都象征着最高的权力，也就有了“中原有九鼎，古蜀有金杖”的说法。

青铜器文物：“外，看你长相，不是本地人吧？”

黄金面具：“呵呵，你怕不是没见过四川神。”

黄金大多以自然金的状态存在，但是所有的自然金都是不纯的，还包含了大约10%的银和1%的铜。黄金的熔点是1063℃，纯铜是1083℃，而青铜由于混合了锡、铅等其他金属，熔点比纯铜要低，所以在青铜冶炼技术高度发达的商代，软化个黄金也是没啥大问题的。

古人制作金面具的时候，先将金皮锤成金箔，再将金箔按照不同青铜人像的轮廓进行捶打，然后剔除双眉、双眼的部分，再经过捶打、磨拭，最后用生漆混合石灰做粘合剂，将金箔贴在青铜人像的表面，一张非常服帖的黄金面罩就做好啦。

黄金面具：“嘿嘿，两位，你们看我这面膜贴得咋样？”

青铜人面像：“可以给我一个一键三连吗？”

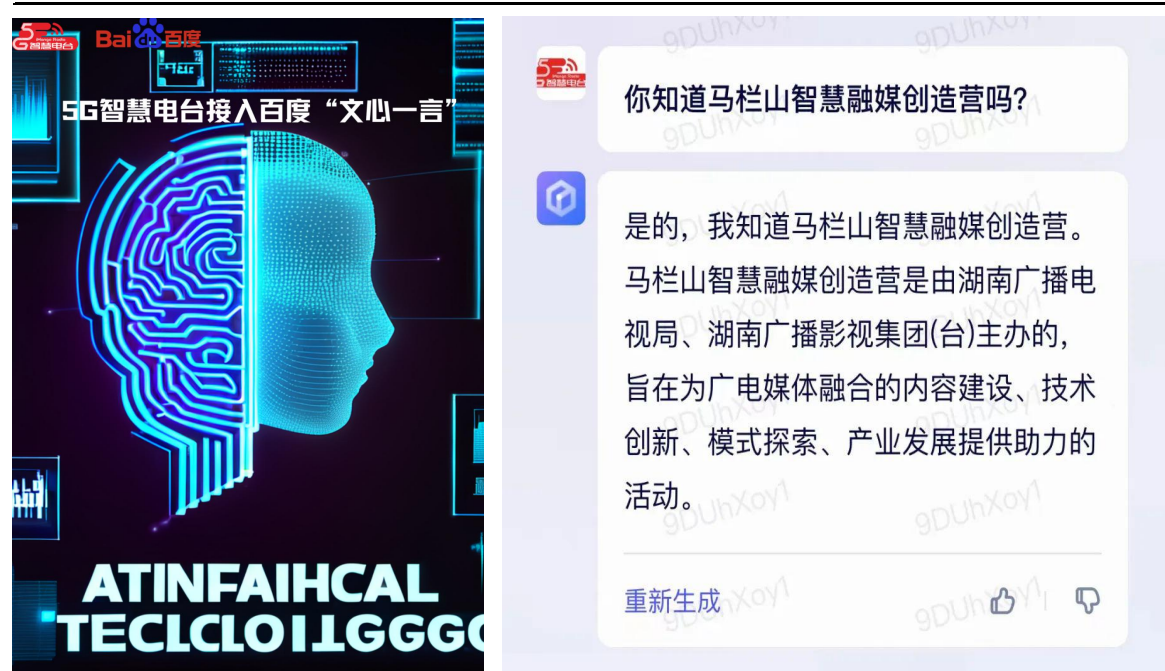
2.6 AIGC赋能视频行业

- ◆ **爱奇艺尝试用AIGC 带动内容分发。**2022年中，爱奇艺尝试利用大语言模型（LLM）理解长视频内的故事逻辑。更好地提取故事情节，并进行自动化的二创和剪辑，辅助爱奇艺的宣推工作。具体在用户端，当用户开启个性化推荐首页后，片库中的海量内容会重新根据用户的喜好而呈现千人千面简介、推荐词和预告等。**在AI生产短视频上，爱奇艺能做到用AI去理解视频中的对象和故事，并将其进行提取和机器自动化二创，将长视频变为短视频，而不是简单的拆条。**
- ◆ **湖南广电面向未来布局视听新业态，将新技术的触角延伸至创新发展的各领域。自主研发的AIGC视频自动拆条技术，提高视频的转化率和吸引力，极大提升短视频制作能力，日产可突破6000条。5G智慧电台运用AIGC技术，5分钟生成一家电台，实现音频内容分发创新，已签约全国946家电台。**

爱奇艺虚拟拍摄现场



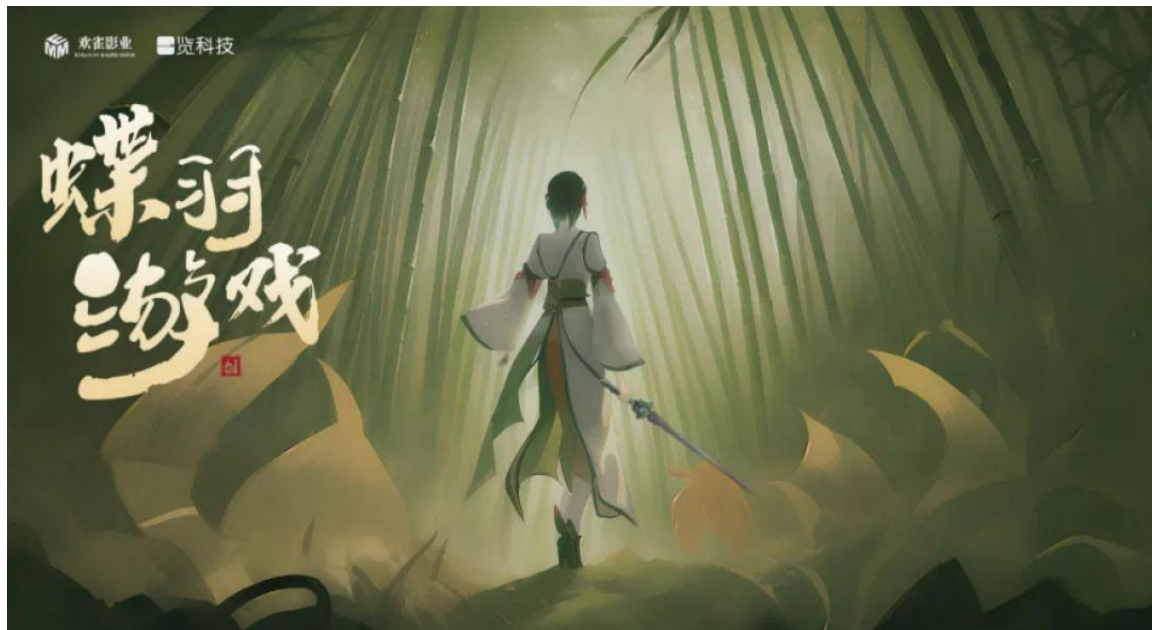
5G智慧电台接入百度“文心一言”



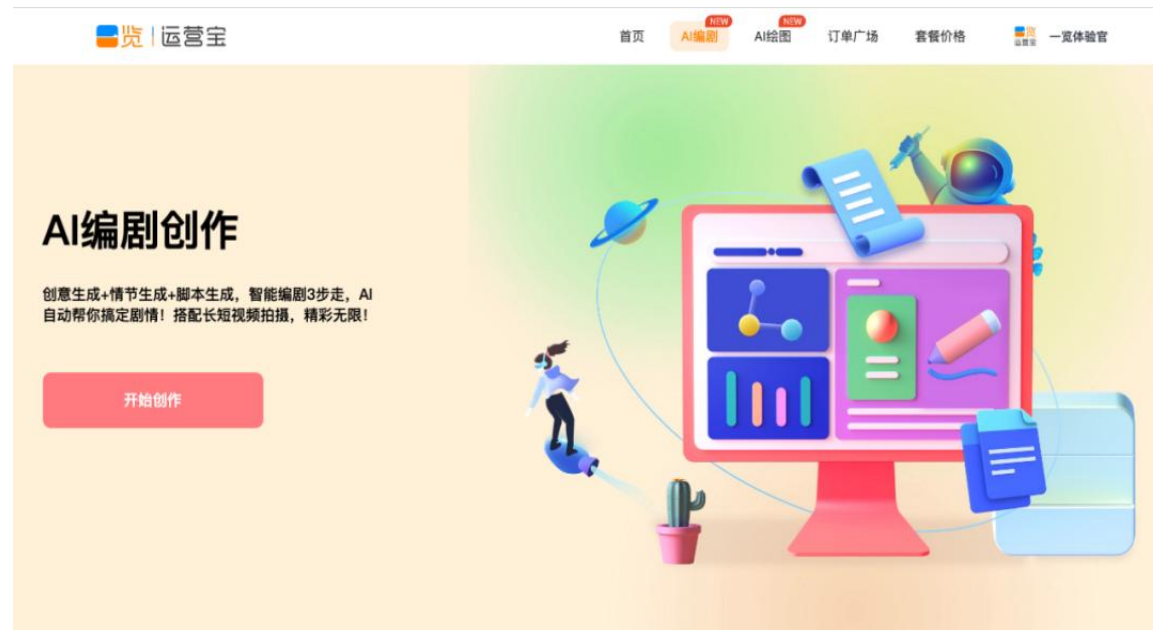
2.6 AIGC赋能视频行业






- ◆ **AI参与剧本创作作品准备正式开机。**知名编剧徐婷执笔创作的古装悬疑谍谋短剧《蝶羽游戏》。运用一览运营宝中“AI 编剧”进行辅助创作，通过“创意-情节-脚本”三步生成脚本。输入简单提示或既有内容，“AI 编剧”即可自动生成对应结果，并能持续无限生成，编剧仅需在众多结果中挑选最优、最喜欢的方案。该剧运用“AI 绘图”自动生成首张概念海报。
- ◆ **AIGC技术在SaaS行业中具有广泛应用前景，正在改变现有SaaS生态。**一览运营宝为定位“从创作到变现的一站式视频工具”，最初在线存储平台，注重于存储视频的创作素材，以及视频的播放、分享、批注等功能。如今由RGC（机器生产视频）转向AIGC，文本创意可自动生成，让创作者可以快速生成内容并提高效率。

AI生成的《蝶羽游戏》概念海报



“一览运营宝”界面截图

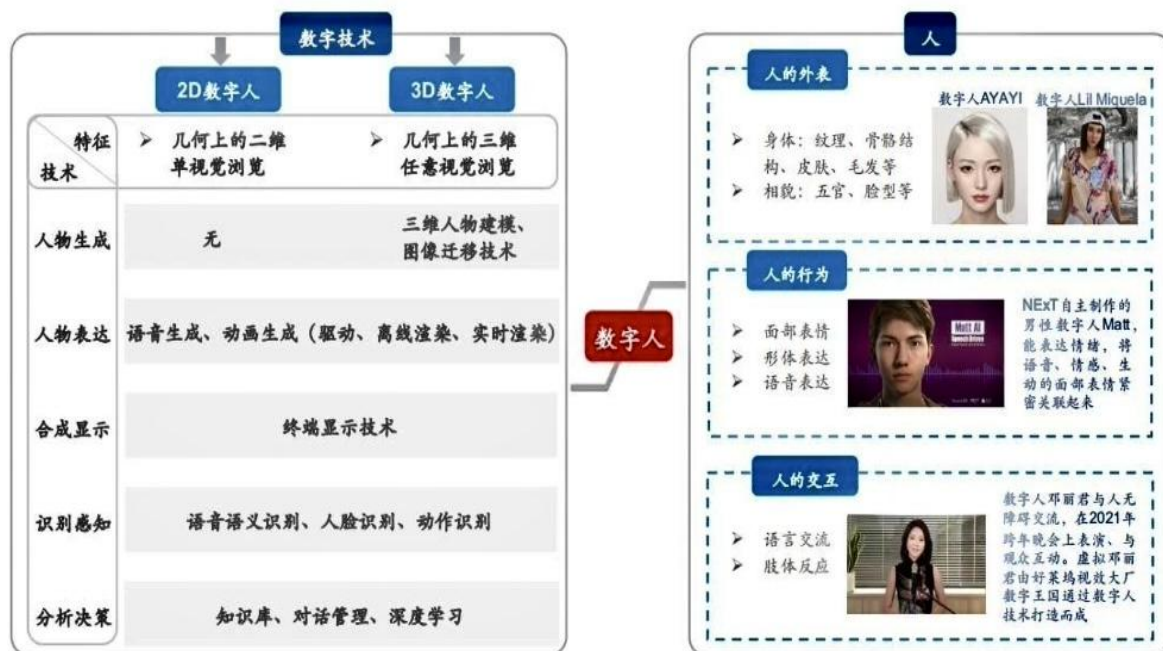


-  01 公司业务概况
-  02 长/短视频行业分析
-  03 虚拟人行业分析
-  04 盈利预测与评级
-  05 风险提示

3.1 虚拟人介绍

- ◆ 虚拟数字人是通过聚合科技创造存在于**虚拟世界**，具有类“人”特质（外貌特征、人类表演能力、人物交互能力等）的**数字形象**。
- ◆ 虚拟人两大核心技术：
 - **交互技术**：通过扫描、建模、动画设计等技术，在元宇宙中制造虚拟人物，并在人机共生社会环境下提供超现实交互方式。通过XR (VR/AR/MR)、全息投影等技术，使虚拟人脱离虚拟空间，实现与现实场景无缝对接。
 - **人工智能**：作为虚拟人驱动之一，是虚拟人对外界感知并作出反馈核心要素，也是学习与掌握技能关键所在。

数字人的组成



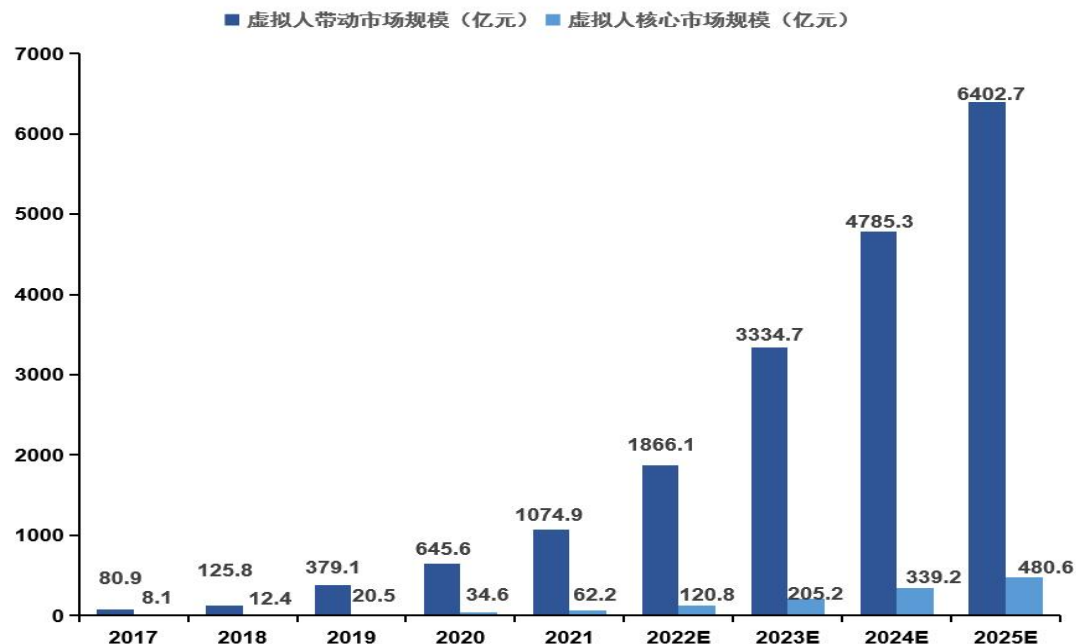
核心技术



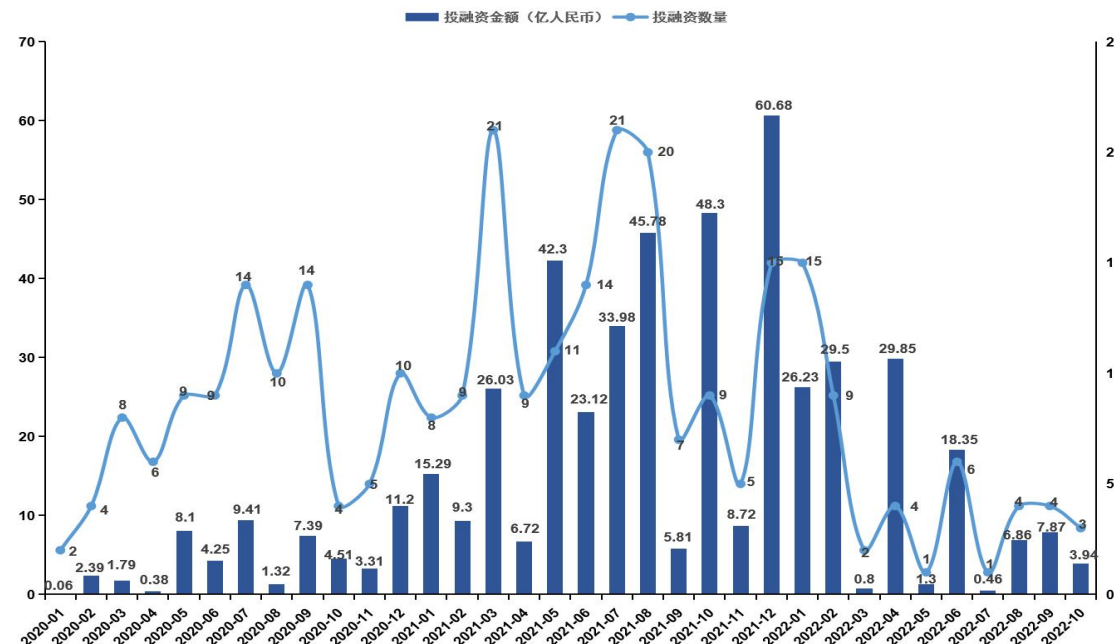
3.2 市场规模发展

- ◆ 艾媒咨询数据显示，虚拟人产业保持稳定增长态势。2021年，中国虚拟人带动产业市场规模和核心市场规模分别为1074.9亿元和62.2亿元，预计2025年分别达到6402.7亿元和480.6亿元。
- ◆ 虚拟人领域投融资案例发展：2021年较前几年单笔融资额度和融资总金额逐步攀升，在政策推动下2022年保持去年资本高涨热度。
 - 2020年全年涉及虚拟人领域的投融资案例95起，总金额约54.11亿元。
 - 2021年涉及投融资案例149起，总金额约326.03亿元。
 - 截至2022年10月，虚拟人领域投融资案例49起，总金额约124.96亿元。

2017-2025年中国虚拟人核心市场和带动市场规模及预测



2020-2022年全球虚拟人投融资数据



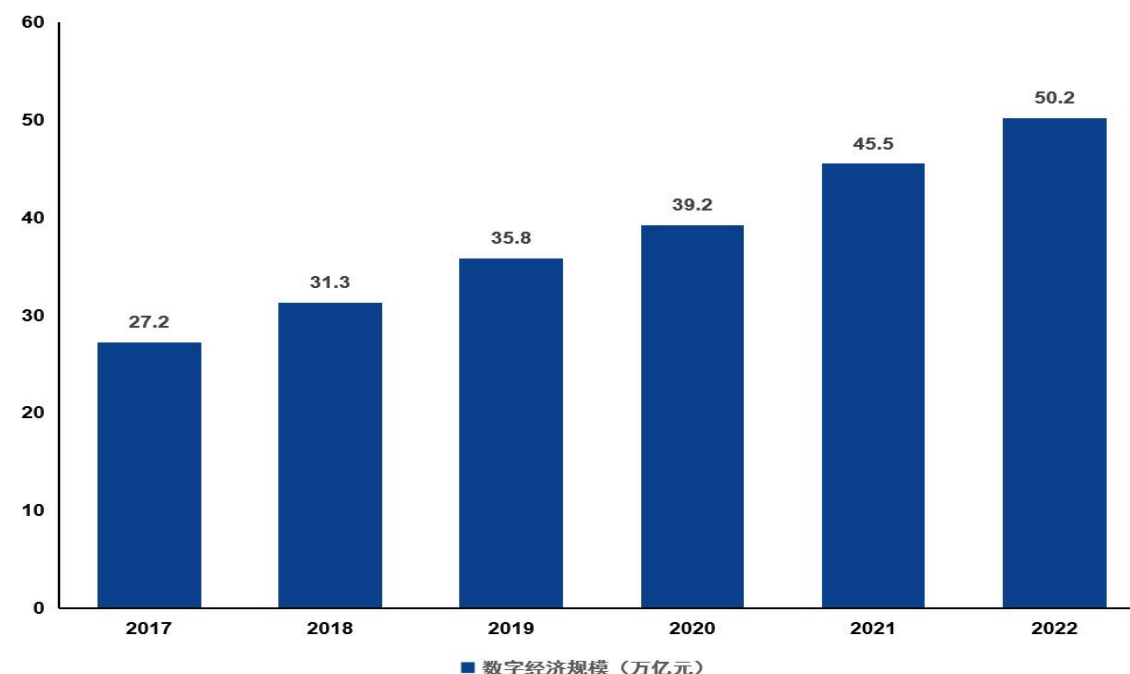
3.3 经济政策双驱动

- ◆ 虚拟人行业与元宇宙、人工智能、虚拟现实等产业息息相关。近年国家相继推出政策为促进中国各行业数字化转型，加强数字中国建设整体布局，鼓励数字人等相关技术发展。2022年我国数字经济规模达50.2万亿元，总量稳居世界第二，同比名义增长10.3%，占国内生产总值比重提升至41.5%。
- ◆ 《“十四五”数字经济发展规划》中，将“虚拟现实和增强现实”列入数字经济重点产业。以此为契机工业和信息化部、教育部、文化和旅游部、国家广播电视总局、国家体育总局等五部门联合发布《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026年）》旨在促进虚拟现实在经济社会重要行业领域实现规模化应用。目标到2026年，三维化、虚实融合沉浸影音关键技术重点突破，新一代适人化虚拟现实终端产品不断丰富，产业生态进一步完善。

虚拟人相关国家政策

发布时间	政策文件	相关内容
2022年11月	《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022-2026年）》	到2026年虚实融合关键技术突破，形成有较强国际竞争力企业和产业集群
2022年11月	《互联网信息服务深度合成管理规定》	《规定》涉及关于深度合成服务提供者和技术支持者管理规范
2022年8月	《关于支持建设新一代人工智能示范应用场景的通知》	充分发挥人工智能赋能经济社会发展的作用
2022年5月	《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》	到“十四五”时期末，基本建成文化数字化基础设施和服务平台
2022年4月	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	加快虚拟现实、增强现实、可穿戴等技术标准预研。
2022年01月	《“十四五”数字经济发展规划》	推动智能计算中心发展，打造智能算力、通用算法开发平台

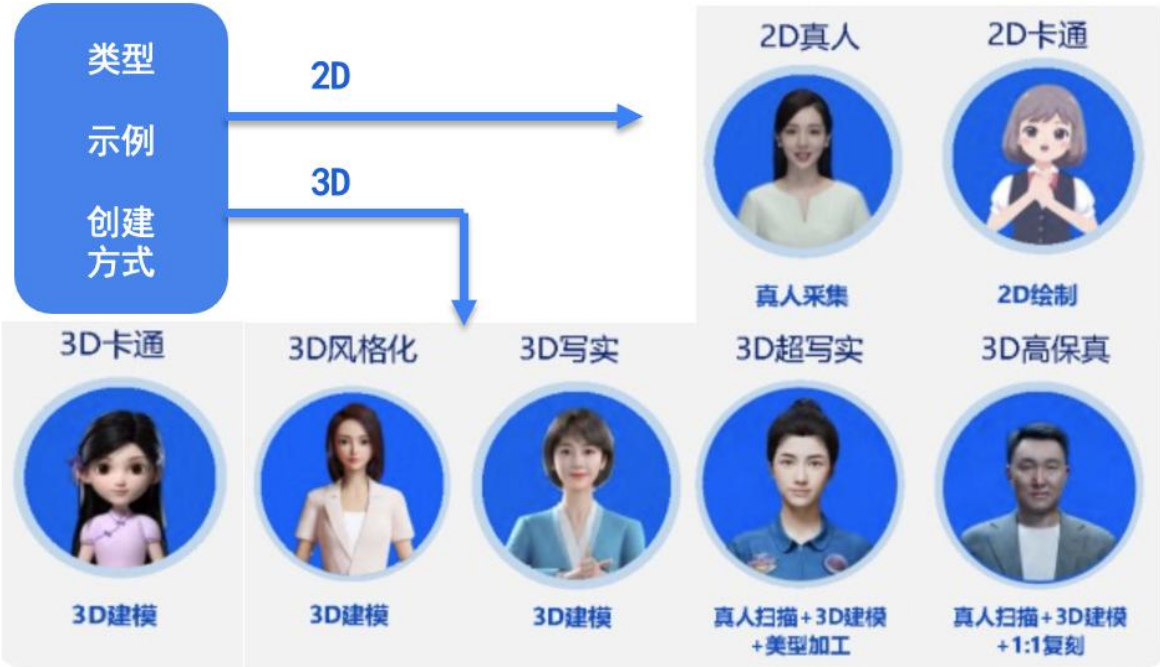
2017年-2022年我国数字经济发展情况



3.4 虚拟人分类

- ◆ 按不同维度划分：
- **人物图形资源：**2D和3D两大类。依据具体特征细分为2D真人、2D卡通、3D卡通、3D风格化、3D写实、3D超写实、3D高保真等多种类型。
 - **驱动：**真人驱动和AI驱动。**真人驱动**，通过真人来驱动数字人，根据音视频监控系统实现与用户实时交互；**AI驱动**，通过智能系统读取并解析识别外界输入信息，根据接收内容生成相应的语音与动作。
 - **商业和功能：**内容/P型、功能服务型。在产品定位、应用行业、核心价值、竞争力等方面存在显著差异。

图形资源分类展示



图形资源分类展示

产品分类	内容/IP型	功能服务型	虚拟分身 (Avatar)
制作方式	PGC为主	PGC为主	UGC为主
产品定位	偶像，用于娱乐、科教等	数字员工，提供拟人化服务	在虚拟空间中的身份代理
代表应用	虚拟偶像、数字航天员、品牌代言人	虚拟主播、数字客服、数字专家	游戏身份如VRChat、虚拟演唱会观众
应用行业	电影、电视、综艺、科普纪录片等	金融、文旅、零售、直播	游戏、VR应用
核心价值	虚拟IP/偶像身份的具象化	人工作的增强和辅助，降低企业成本提供自动化、智能化和标准化服务	虚拟空间中的交互入口，推动虚拟内容生产
核心竞争力	形象的艺术性、IP的打造和运营能力	智能交互能力	沉浸化、实时化、体验感

3.5 主流虚拟人

柳夜熙（CG技术结合）



创壹科技旗下抖音虚拟美妆达人。2021年10月31日，柳夜熙发布了第一条视频，并以此视频登上热搜，获赞量达到300多万，一周涨粉超430万，成为虚拟人赛道的“现象级”IP。

世优BOTA（AI虚拟人）



世优科技推出的最新AI数字人现象级产品，将提升数字人智慧化服务垂直产业能力，降低企业AI模型训练难度和成本。

CodeMiko虚拟主播（中之人）



2017年CodeMiko角色出现在游戏流媒体平台Twitch。韩裔美国女孩两万美金购置虚拟主播所需设备，从零开始营造CodeMiko形象，一年时间粉丝数增长至70万。

言犀虚拟主播（数字分身）



京东云推出言犀虚拟主播结合AIGC技术可提供7*24小时无人直播、接近真人商品介绍推荐、营销抽奖活动基础上，支持实时回复观众弹幕，实现灵动互动，直播话术AI智能写稿。

3.6 虚拟人产业链

虚拟人产业链格局

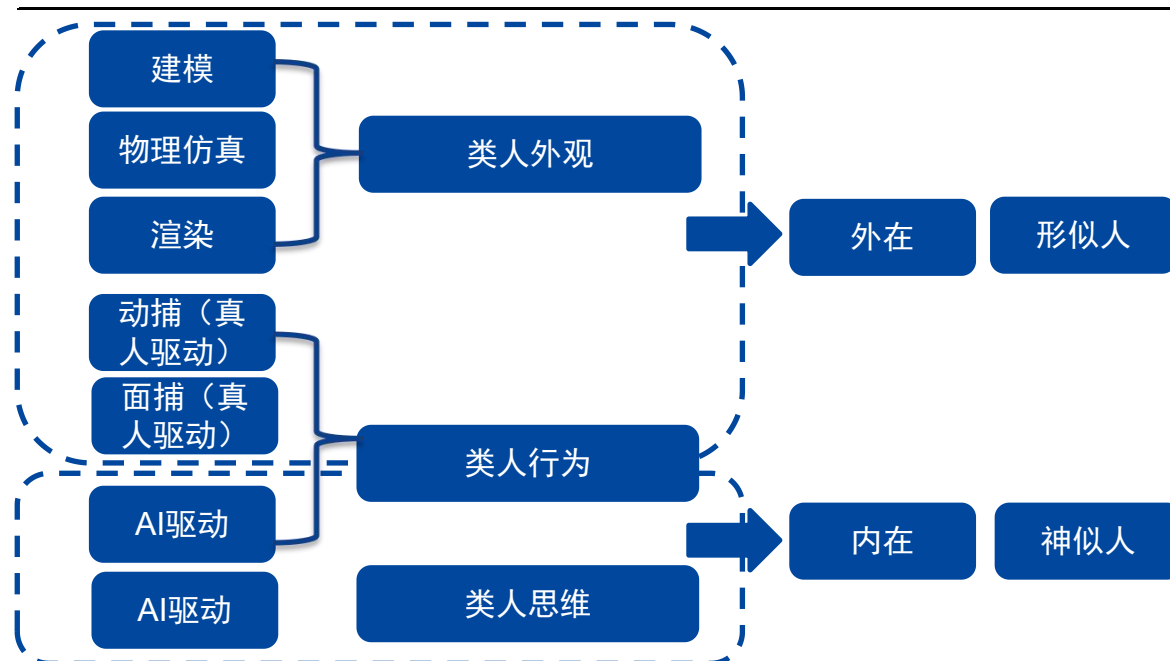


- ◆ 上游为技术提供方是发展基石。主要涉及高精度建模、采样技术开发，实时动画渲染、引擎迭代，人工智能算力升级、算法开发。
- ◆ 中游为平台方是技术场景开拓者。主要包含虚拟人IP孵化设计、技术运维、运营等全链条。围绕两个核心问题：1、上游众多技术企业，需完成技术融合 2、面向下游虚拟人内容运营者，需降低虚拟人技术使用门槛。
- ◆ 下游为运营方是虚拟人内容生态构建者与商业模式探寻者。主要涉及虚拟人内容生态创作与IP运营。产业链下游是元宇宙技术与传统行业交汇最为密集的场景，虚拟人技术与各个行业相互融合，下游成为产业融合前线。

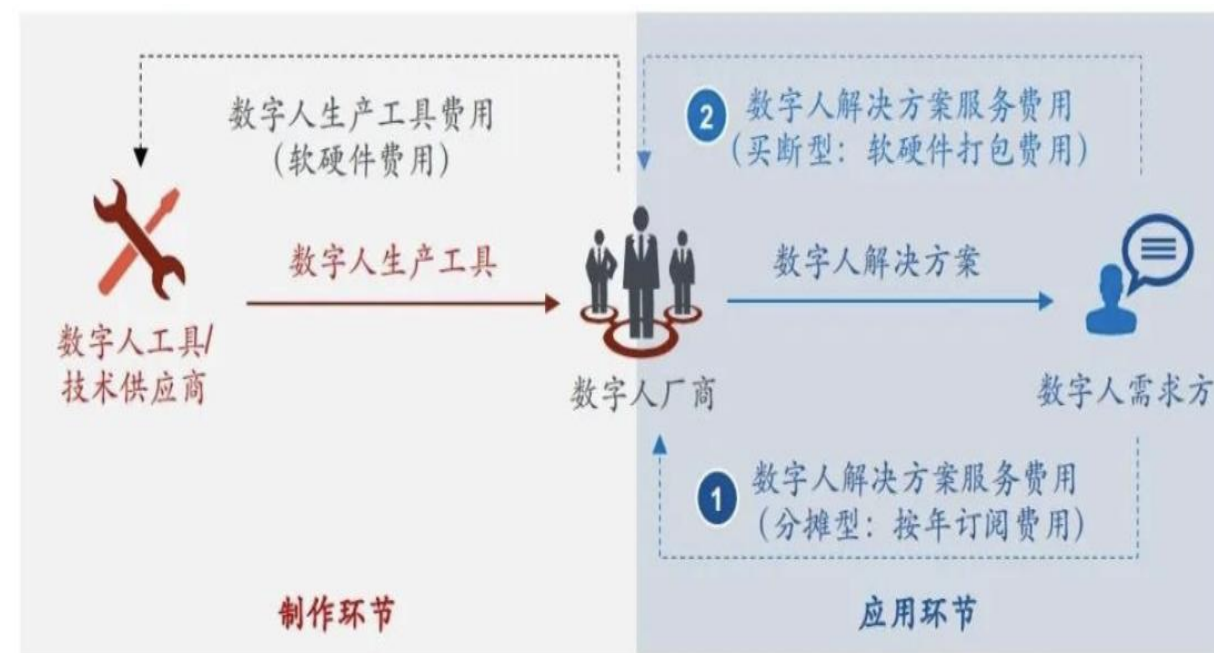
3.7 制作流程及商业模式

- ◆ **技术发展是数字人第一推动力。**数字人是多技术综合产物，数字人近年发展来源于CG(ComputerGraphics，利用计算机进行视觉设计和生产)语音识别、图像识别、动捕等相关技术共同成熟。当前AIGC提升了虚拟人对外界反馈内容质量。
- ◆ 数字人具有以下三方面特征：
 - 类人外观，具有人的相貌、性别和性格等人物特征。
 - 类人行为，具有语言、面部表情和肢体动作的能力。
 - 类人思想，具有识别外界环境，与人交流互动的能力。
- ◆ 数字人产业链中商业模式以**软硬件打包付费，与订阅服务模式为主**。收费依据主要取决于数字人外形精细化程度、模型训练程度、应用部署范围、平台服务市场。

数字人制作通用框架



数字人整体商业模式（总览）



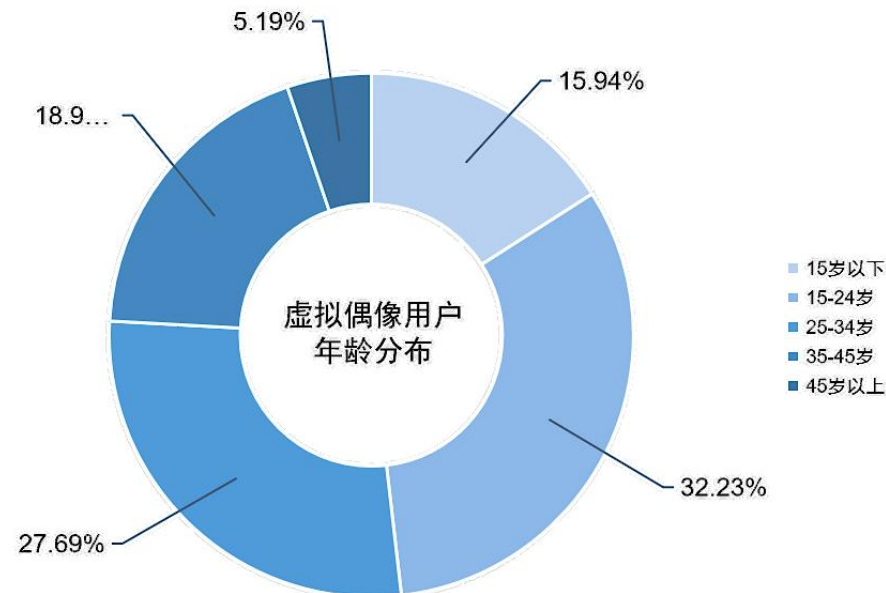
3.8 应用场景分类：IP类身份虚拟人

- ◆ 根据虚拟人的应用场景划分为两大类：**IP类身份虚拟人**和**服务型虚拟人**。分别面向C端市场、B端和G端市场。
- ◆ **IP类身份虚拟人**：指通过虚拟人的外观特征、内容运营等方式，打造专属IP形象或社会身份，为虚拟人在C端市场最主要存在形式。
 - 15-34岁人群是虚拟人主要受众群体，占虚拟偶像用户总数60%，年轻用户相较中老年用户对于虚拟人有更高接受力。随着年龄层级提升，经济能力增强，推动对虚拟人内容消费市场购买力，25岁以上用户人均消费金额，高于25岁以下用户3-4倍。

IP类身份虚拟人表现形式



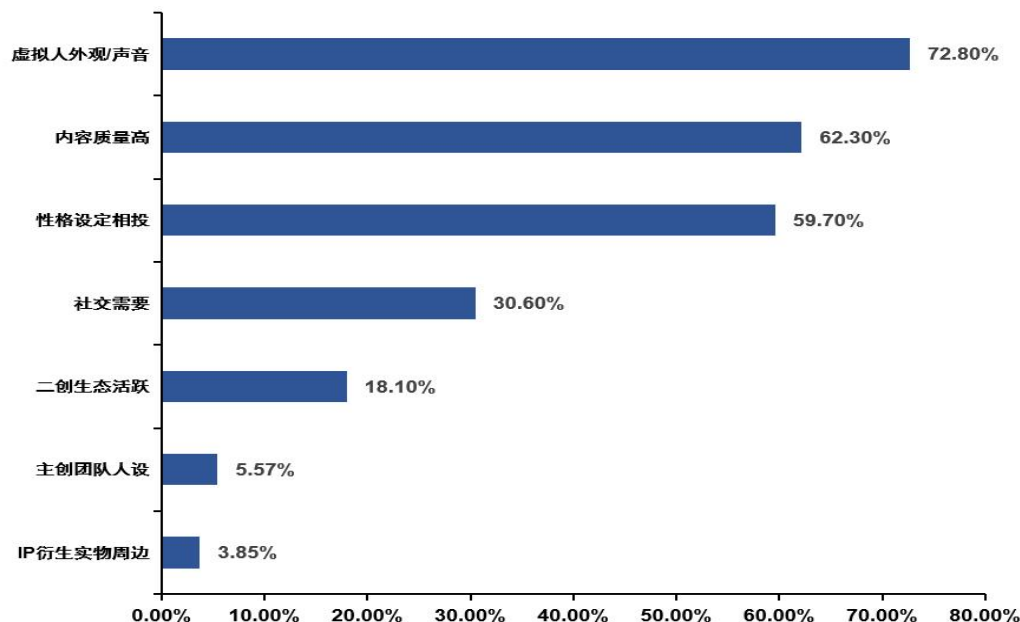
用户年龄分布图（2022）



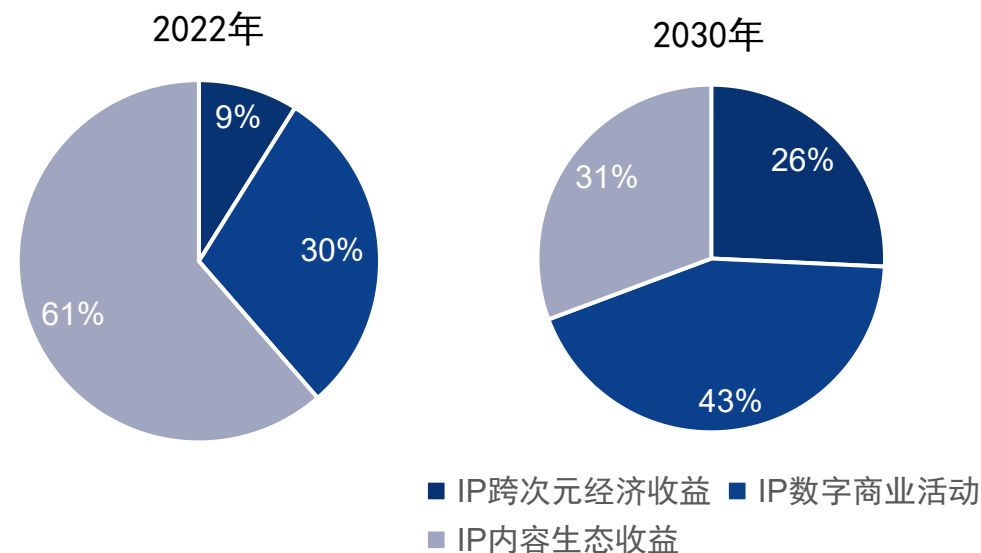
3.8 应用场景分类：IP类身份虚拟人

- ◆ 虚拟人的外观形象为打造虚拟人的基本要素，其内容生成质量、人机交互体验等技术逐渐形成壁垒。PGC内容拉动流量；UGC内容提高用户活性与粘性，是数字内容生态构建的重要构建模式。
 - 用户成为虚拟偶像粉丝三大要素分别是虚拟人形象、内容质量和性格设定，其人群占比分别是72.8%、62.3%和59.7%。
 - 30.6%用户关注虚拟偶像是因社交需求，虚拟偶像成为年轻人流行趋势之一。
 - 18.1%受访者表示，活跃二次创作会成为其选择虚拟偶像原因之一。
- ◆ 目前虚拟人内容市场结构，其营收主要来自于内容收益、直播打赏，以及IP植入等模式；预计2030年，基于IP衍生商业模式有望逐步走向成熟，将全面打破虚拟人生态边界，实现与现实产业间的“跨次元”联动。

成为虚拟人IP 粉丝的因素



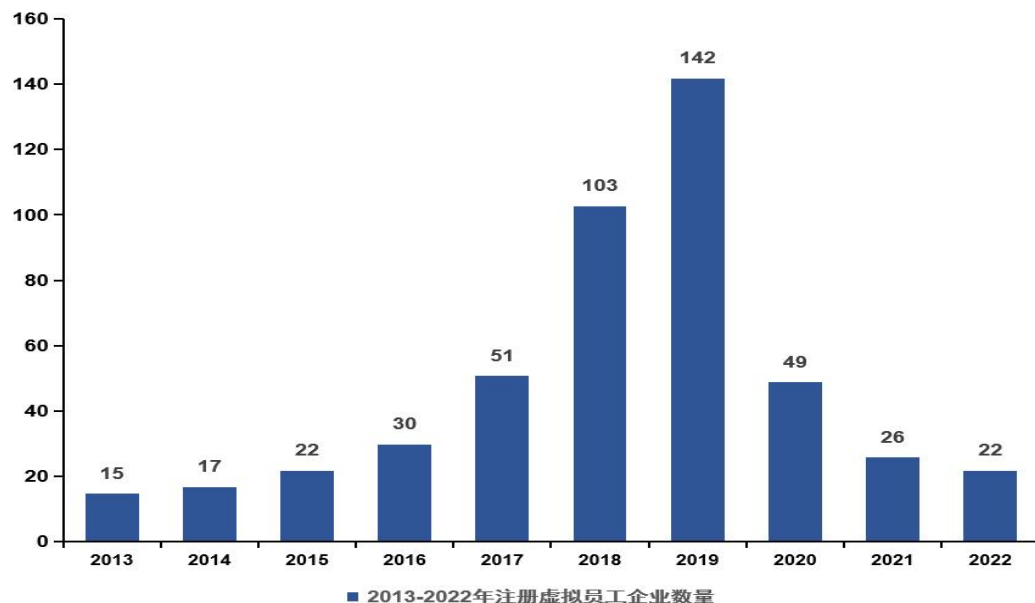
虚拟人IP市场结构



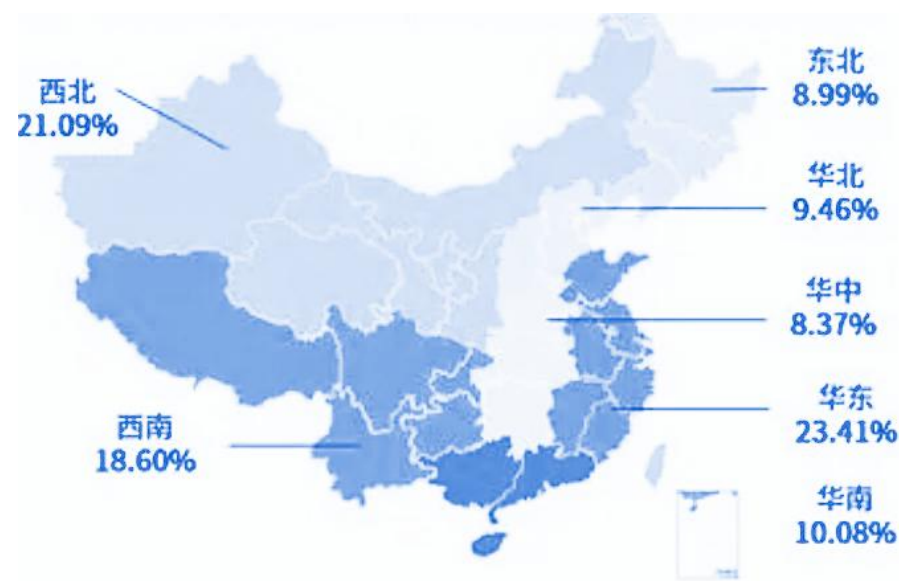
3.8 应用场景：服务型虚拟人

- ◆ 服务型虚拟人指智能软件机器人形象化，机器人流程自动化（Robotic Process Automation, RPA）为核心。RPA综合运用大数据、人工智能、云计算等技术。
- ◆ 服务型虚拟人包括数字员工、虚拟员工、虚拟业务员等。
 - 虚拟员工在银行保险业运用广泛，通过“AI+RPA+数据+机器人”技术,减少重复性工作。虚拟员工替代传统员工执行繁琐任务，降低错误率和提高工作效率，为企业客户群体提供高效、智能服务，帮助企业节省成本及提高竞争力。
- ◆ AI、RPA技术在企业广泛应用，预计虚拟员工未来将成为企业降本增效主要方式之一，为数字经济发展注入动力。中国注册虚拟员工企业数量在2013年至2019年呈现逐步增长态势，于2019年达到顶峰142家新注册企业。

2013-2022年中国注册虚拟员工企业数量



2022年中国虚拟员工企业分布



3.8 应用场景：服务型虚拟人

◆ 服务型虚拟人在人机交互与人工智能深度相互结合，功能化特质显现：虚拟主播、数字员工、智能主持人等新业务。目前，国内各大相关公司均已开始虚拟人相关的布局和变现，预期在娱乐、电商、教育、文旅等诸多行业应用将逐步落地。

◆ 演变趋势：

- **载体多样**：逐渐产业化与多样载体相结合，构造虚拟人与现实世界人机交互触点。预计从多方面缓解劳动力问题，推动社会生产效率的全面提升。
- **产业融合**：核心技术与产业生产需求有机集合，推动虚拟人产业纵深发展，将成为数字价值生产主体。
- **技术升级**：基于算力、算法、数据处理能力迭代，推动产业标准化进程，实现工具型虚拟人技术从少数行业向更多行业复用，提升虚拟人产业作用广度。

10+行业场景首发落地



一站式数字虚拟人云服务应用平台



- 01 公司业务概况
- 02 长/短视频行业分析
- 03 虚拟人行业分析
- 04 盈利预测与评级
- 05 风险提示

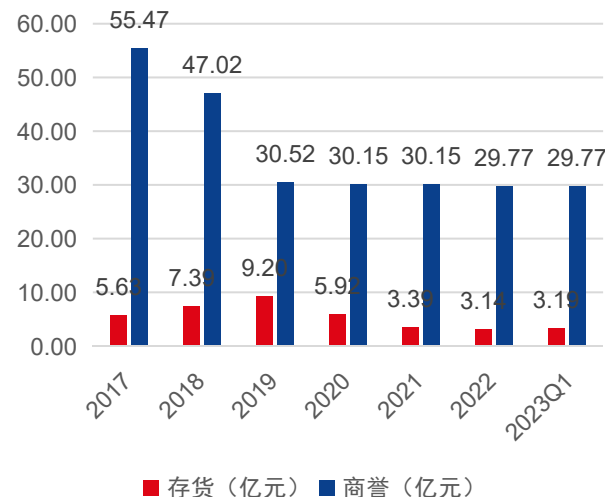
4.1 捷成股份重要财务数据分析

- ◆ 公司在15、16年并购了三家影视内容制作公司，在2018年之前为公司贡献了丰厚的收入与利润，并参与主投了包括《战狼2》、《红海行动》等在内的多部优秀影片。但由于18年以来政策的巨大变化，影视内容行业遇到了很大的困难，对应子公司业绩下滑，公司已于2020年彻底进行了对应的商誉、存货与坏账减值，并于2021年完成了剥离。现有商誉由公司核心业务华视网聚构成，不存在风险。
- ◆ 根据2021年报问询函显示，由于公司剥离了大量亏损业务，2021年公司员工总数减少458人，同比减少53.57%；而华视网聚增加25人，共计271人，占总员工数的55.88%。

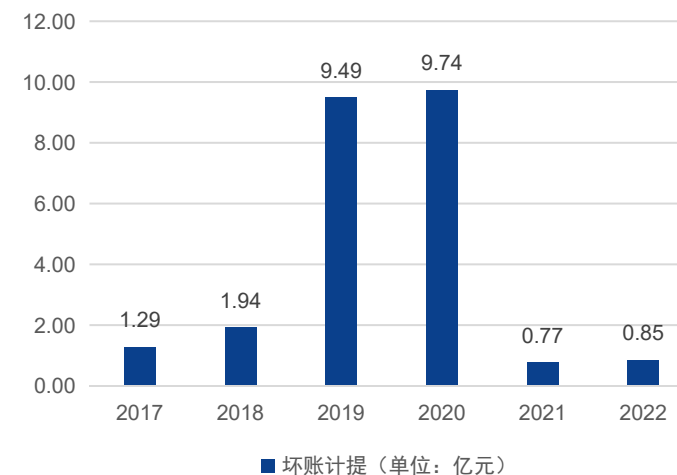
近期子公司股权变更

子公司	原值（单位：亿）	减值比例（%）	余值（单位：亿）
捷成优联	0.08	100	0.00
极地信息	0.09	100	0.00
冠华荣信	0.44	100	0.00
中视精彩	7.52	100	0.00
瑞吉祥	10.16	100	0.00
星纪元	7.89	95.06	0.47
广视天下	0.09	0	0.09
华视网聚	29.28	0	29.28

存货与商誉变化



近年坏账计提



近期子公司股权变更

子公司	收购时间	剥离时间	当前持有股份	主营业务
江苏睿创	设立	2021年1月	29.37%	在线教育
世奇影业	设立	2021年11月	0	影视制作与发行
极地信息	2012年	2021年11月	0	音视频技术
冠华荣信	2013年	2021年11月	0	音视频技术
中视精彩	2015年	2021年11月	0	影视制作与发行
瑞吉祥	2015年	2021年11月	0	影视制作与发行
星纪元	2015年	-	100%	影视制作与发行
世优科技	2015年	-	19.88%	数字人与元宇宙
华视网聚	2016年	-	100%	影视版权运营
广视天下	2019年	-	100%	影视制作与发行

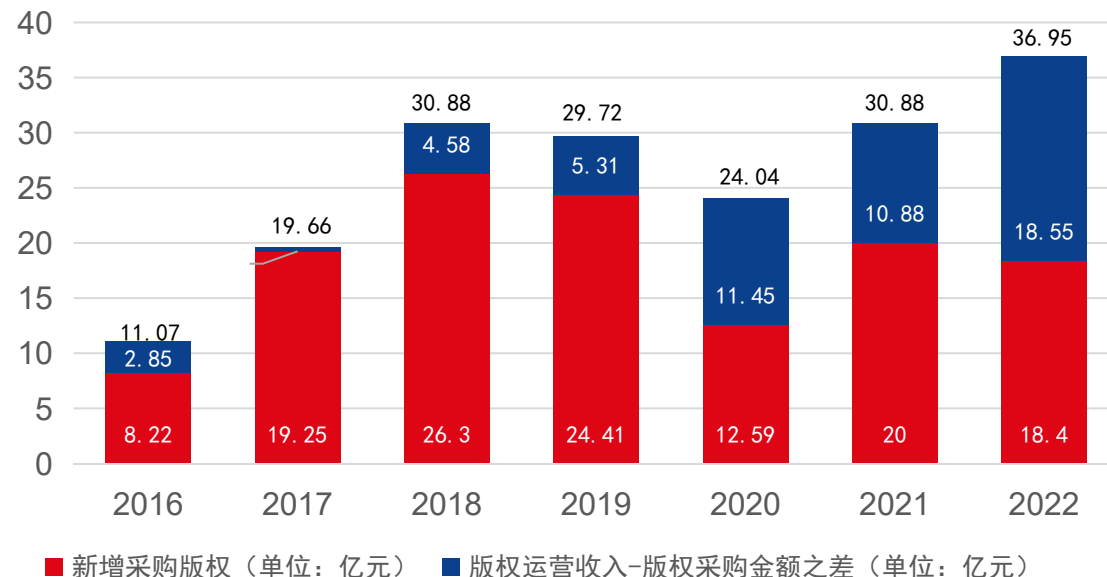
4.2 版权分销运营逻辑与盈利预测

- ◆ 版权分销行业，在经营行为上近似于融资租赁，但由于新版权首轮之后价格会快速下降，达到较低的稳态后再上涨，因此真实运营模式与融资租赁大相径庭，持续经营必须满足：下游客户足够多、拥有海量版权库、首轮销售回本等条件。2016年华视网聚被捷成股份全资收购，依托上市公司原有业务，快速获取了大量广电客户，从此上述商业逻辑全面跑通。
- ◆ 华视网聚长期拥有良好的经营现金流，2022-23年收获腾讯合同18亿现金，资金充裕。由于版权采购与分销是滚动采购、滚动出售的模式，因此每年实际采购规模远超存量现金规模，根据2022年应收账款周转天数91.44天计算，仅腾讯合同的18亿现金或可支撑50-70亿新增版权。
- ◆ 由于存在首轮销售回本的版权运营逻辑，在不考虑跨期及特殊情况的前提下，可以认为每年版权运营收入的构成中，新购版权产生的收入近似于新购版权的资产价值（价格）；而总收入与新购版权的差，近似于往年采购积累的片库所产生的收入，可以显著看到，经过多年积累与提价，公司片库产生的收入在快速增加。

华视网聚版权无形资产摊销方法

版权预计使用寿命	各年摊销比例（%）				
	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
1年以内（含1年）	100				
1-2年	50	50			
2-3年	50	30	20		
3-4年	50	30	10	10	
4年以上	50	20	10	10	10

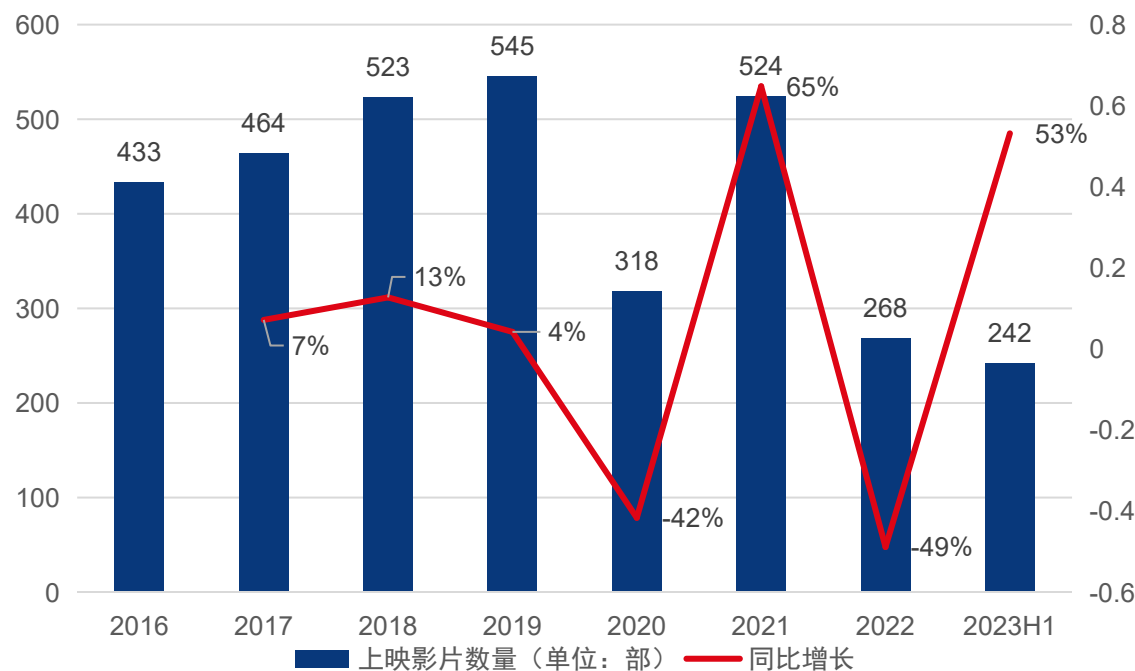
华视网聚收入与采购差额呈上升态势



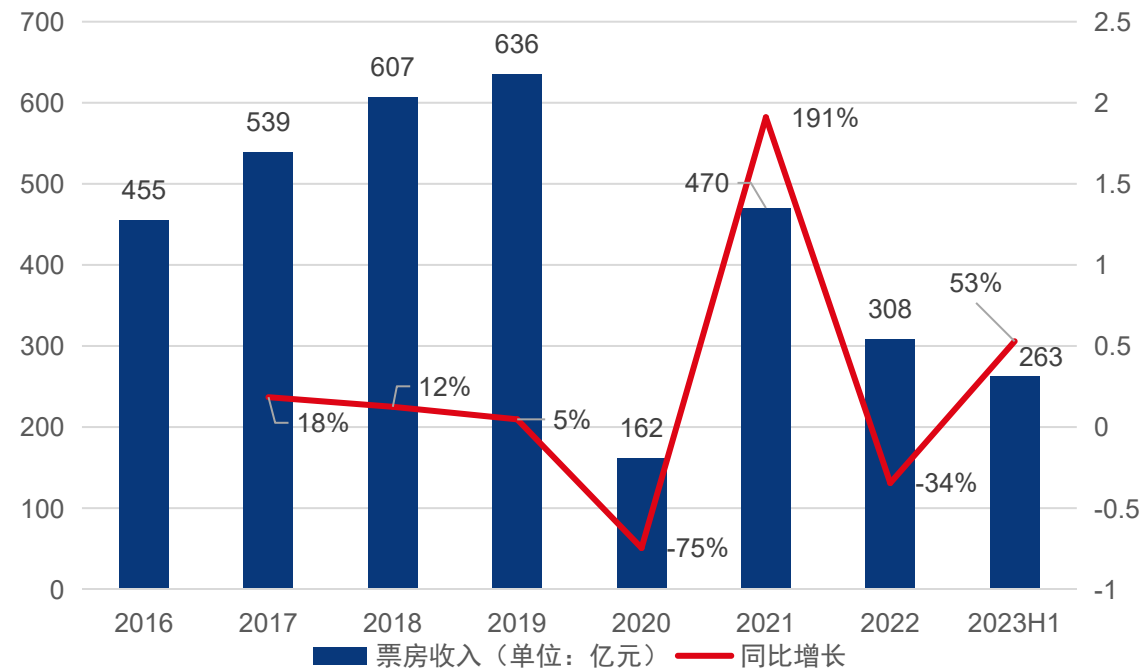
4.2 版权分销运营逻辑与盈利预测

- ◆ 公司在电影版权采购与分销市场占有率极高，每年新增采购以当期下线（上映）的电影为主，但2020年起，全球线下电影市场受到重大冲击，影片拍摄制作与上映数量均大幅下滑。直接导致公司过去三年新增采购版权规模减少，对收入利润产生了直接的影响。
- ◆ 今年起，电影市场显著回暖，截至上半年，票房收入达到263亿元，上映影片数量242部，均同比增长53%。供给的增加将直接利好公司新增版权采购规模扩大，进而推动版权分销业务收入增长。因此，假设今年新增采购量恢复至2019年的24亿，结合公司50%、20%、10%、10%、10%的版权摊销规则，不考虑跨期与特殊情况的背景下，新增采购将会直接产生12亿毛利，比去年增加3亿，大幅带动利润的增长。

上映影片数量



票房收入



4.3 盈利预测与估值

- 过去几年，公司大幅剥离了盈利较低与风险较高的音视频技术业务及影视内容制作业务，后续预计该业务将维持在当前水平。
- 目前与腾讯的18亿合同，只确认了部分收入，今年上映电影数量增多，电影市场显著恢复，加之腾讯合同的付款陆续到账，公司可在未来持续增加采购，扩张收入与利润。出于审慎性原则，影视版权运营业务的收入增长，仅考虑电影市场回暖带来的采购量稳定增长，未考虑腾讯合同带来大量资金后采购量与收入的爆发情况。
- 根据公司股权激励要求，2022、23年归母净利润为7亿与9亿（扣除股权激励费用），2022年全年对应股权激励费用约1.8亿，因此2022年合并报表归母利润5.2亿，完成股权激励行权要求。假设2023年完成9亿股权激励目标，最终归母净利润约为7.2亿。
- 短视频行业快速发展，公司独家拥有的影视内容的信息网络传播权，包括影视二创的对应权利。近日公司与华为盘古合作共同探索AI大模型在影视内容领域的应用创新。后续随着AIGC技术的发展，公司有望将业务拓展至短视频内容生成、授权等领域，通过与自有版权库结合，或产生直接面对2C市场的新业务模式，推动收入利润快速增长，重估公司海量版权库价值。盈利预测未考虑该部分业务。
- 由于AIGC的快速发展，叠加苹果MR的推出，虚拟人与虚拟场景市场规模快速增长，需求极大。子公司世优科技的相关技术能力与业绩均处于行业绝对领先地位，目前收入利润均处于快速增长期。后续上市公司或存在增持提升对世优科技的控股比例的可能，盈利预测未考虑此情况。

分业务收入预测情况（单位：百万元）

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
音视频整体解决方案	收入	513.47	187.89	110.85	110.85	110.85	110.85
	YoY	17.95%	-63.41%	-41.00%	0	0	0
	毛利率	12.79%	36.91%	34.25%	34.25%	34.25%	34.25%
影视剧内容制作	收入	253.39	451.25	101.12	101.12	101.12	101.12
	YoY	32.50%	78.08%	-77.59%	0	0	0
	毛利率	-10.38%	9.06%	5.63%	5.63%	5.63%	5.63%
影视版权运营及服务	收入	2403.72	3087.53	3695.17	4000.00	4500.00	5300.00
	YoY	-19.11%	28.45%	19.68%	8.24%	12.5%	17.78%
	毛利率	27.82%	24.14%	32.44%	33.05%	34.67%	30.30%
合计	收入	3,183.82	3,727.22	3,907.15	4,211.98	4,711.98	5,511.98
	YoY	-11.69%	17.07%	4.83%	7.80%	11.87%	16.98%
	毛利率	22.71%	22.96%	31.79%	32.42%	34.04%	29.93%

4.4 可比公司估值

- ◆ A股上市公司中缺少主业及与公司主业结构近似的标的。因此围绕公司数字文化(新媒体版权运营、影视内容制作与发行)与数字技术(音视频技术解决方案、虚拟技术解决方案)两块业务,选取主业为影视内容制作,同时有部分收入来自新媒体版权运营的华策影视;以及主业为广告营销,同时虚拟人业务发展较快的天娱数科;另考虑到公司目前正在与华为盘古联合开发影视AIGC技术,未来或可与公司海量影视版权库结合,因此选取拥有海量图片版权库并与AIGC有效结合的视觉中国三家作为比较公司。
- ◆ 对比可看出,公司以版权分销运营业务为主、影视内容生产为辅,但估值仍低于影视内容生产为主、版权运营为辅的对比公司。而对应虚拟技术及数字人业务、AIGC技术与版权库结合业务方面时,估值显著低于可比公司。可见,公司估值目前处于行业较低水平,或被低估。






可比公司估值

证券代码	可比公司	EPS				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300133. SZ	华策影视	0. 21	0. 28	0. 34	0. 38	25. 16	24. 66	20. 10	17. 90
002354. SZ	天娱数科	-0. 17	0. 04	0. 07	0. 11	-	169. 38	87. 75	57. 56
000681. SZ	视觉中国	0. 14	0. 24	0. 29	0. 33	86. 88	73. 54	59. 54	53. 44
平均值						56. 02	89. 19	55. 80	42. 97
300182. SZ	捷成股份	0. 20	0. 27	0. 37	0. 44	28. 62	20. 59	15. 13	12. 97

4.5 财务数据与估值

◆ 投资建议：我们维持盈利预测，预计公司2023-25年归母净利润净利润为7.24亿、9.85亿与11.49亿，2023年与2024年利润增速分别为39%和36%。根据7月31日收盘价5.65元计算，对应三年PE为21倍、15倍与13倍。由于盈利预测未计算对世优科技（虚拟人业务）持股比例提升的可能性，及与华为合作AIGC短视频业务的发展，我们认为后续业绩大概率存在超预期增长的可能，但实际情况仍需观察。维持“买入-A”评级。

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,727	3,907	4,212	4,712	5,512
YoY(%)	17.1	4.8	7.8	11.9	17.0
净利润(百万元)	431	521	724	985	1,149
YoY(%)	134.8	20.7	39.0	36.1	16.6
毛利率(%)	23.0	31.8	32.4	34.0	29.9
EPS(摊薄/元)	0.16	0.20	0.27	0.37	0.44
ROE(%)	6.6	7.1	8.9	10.8	11.2
P/E(倍)	34.5	28.6	20.6	15.1	13.0
P/B(倍)	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5
净利率(%)	11.6	13.3	17.2	20.9	20.8

-  01 公司业务概况
-  02 长/短视频行业分析
-  03 虚拟人行业分析
-  04 盈利预测与评级
-  05 风险提示

◆ 影视行业相关政策变化的风险

考虑到2018年开始影视行业相关政策管理趋严，对影视内容生产播出数量、版权价格等均产生了较大影响，因此相关行业政策的变化，可能对公司收入产生影响。

◆ 电影市场回暖不及预期的风险

2020年后，由于影院观影等无法正常进行，影片拍摄与上映数量大幅下降，致使公司可采购影视版权的数量不足，影响了收入的增长。今年电影市场已有显著恢复，但实际上映影片数量与总体票房情况，仍会对公司采购版权的数量与价格产生较大影响，进而影响收入。

◆ 下游市场与客户出现巨大变化的风险

公司当前主营业务为影视版权分销与运营，下游客户主要系各大长/短视频平台、广电系统、运营商与IPTV、头部手机与电视硬件厂商等，客户数量较为稳定。因此，下游客户因经营问题或同业并购等原因而减少，会对公司业务产生较大不利影响。

◆ AIGC与VR/AR技术发展不及预期的风险

AIGC与VR/AR技术发展不及预期将延缓公司新业务的潜在增长速度。

财务报表预测与估值数据汇总

捷成股份（300182）股价（2023-07-31）：5.65元

投资评级：买入-A

资产负债表(单位：百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2486	2251	3867	4957	8339
现金	195	84	965	1633	3134
应收票据及应收账款	1137	1178	1528	1907	2934
预付账款	265	308	361	488	709
存货	339	314	383	379	568
其他流动资产	551	367	629	550	994
非流动资产	7679	7795	7706	7607	7485
长期投资	1272	1386	1406	1446	1506
固定资产	14	18	14	10	7
无形资产	2012	1849	1745	1610	1432
其他非流动资产	4382	4542	4541	4540	4540
资产总计	10165	10047	11573	12564	15824
流动负债	3309	2548	3350	3355	5465
短期借款	826	693	752	693	693
应付票据及应付账款	815	598	1039	989	2047
其他流动负债	1668	1257	1559	1673	2726
非流动负债	34	114	114	114	114
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	34	114	114	114	114
负债合计	3343	2662	3464	3469	5579
少数股东权益	149	1	1	2	4
股本	2582	2643	2643	2643	2643
资本公积	4570	4776	4776	4776	4776
留存收益	-393	127	852	1837	2987
归属母公司股东权益	6673	7384	8107	9092	10241
负债和股东权益	10165	10047	11573	12564	15824

利润表(单位：百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3727	3907	4212	4712	5512
营业成本	2871	2665	2846	3108	3862
营业税金及附加	9	10	10	12	14
营业费用	111	105	105	108	116
管理费用	220	356	358	316	182
研发费用	24	12	13	14	17
财务费用	136	80	72	72	77
资产减值损失	-110	-236	-34	-38	-39
公允价值变动收益	1	-2	0	0	0
投资净收益	154	67	20	40	60
营业利润	425	531	805	1095	1277
营业外收入	4	6	0	0	0
营业外支出	7	1	0	0	0
利润总额	422	536	805	1095	1277
所得税	-31	10	80	110	128
净利润	453	526	724	986	1150
少数股东损益	22	5	1	1	1
归属母公司净利润	431	521	724	985	1149
EBITDA	2675	3219	3387	4409	5640

财务报表预测与估值数据汇总

捷成股份（300182）股价（2023-07-31）：5.65元

投资评级：买入-A

现金流量表(单位：百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1799	2754	3296	3902	5682
净利润	453	526	724	986	1150
折旧摊销	2210	2644	2511	3242	4286
财务费用	136	80	72	72	77
投资损失	-154	-67	-20	-40	-60
营运资金变动	-897	-807	9	-357	229
其他经营现金流	52	379	0	0	0
投资活动现金流	-1472	-2339	-2402	-3103	-4104
筹资活动现金流	-415	-517	-73	-72	-77
每股指标（元）					
每股收益 （最新摊薄）	0.16	0.20	0.27	0.37	0.44
每股经营现金流（最新摊薄）	0.68	1.04	1.25	1.48	2.15
每股净资产 （最新摊薄）	2.53	2.80	3.07	3.45	3.88

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入（%）	17.1	4.8	7.8	11.9	17.0
营业利润（%）	134.2	24.9	51.7	36.1	16.6
归属于母公司净利润（%）	134.8	20.7	39.0	36.1	16.6
获利能力					
毛利率（%）	23.0	31.8	32.4	34.0	29.9
净利率（%）	11.6	13.3	17.2	20.9	20.8
ROE（%）	6.6	7.1	8.9	10.8	11.2
ROIC（%）	6.4	6.9	8.8	10.6	11.0
偿债能力					
资产负债率（%）	32.9	26.5	29.9	27.6	35.3
流动比率	0.8	0.9	1.2	1.5	1.5
速动比率	0.5	0.6	0.9	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	2.8	3.4	3.1	2.7	2.3
应付账款周转率	3.1	3.8	3.5	3.1	2.5
估值比率					
P/E	34.5	28.6	20.6	15.1	13.0
P/B	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	6.0	4.9	4.4	3.2	2.2

倪爽，华金证券研究所传媒行业首席分析师，2023年2月加入华金证券。曾任太平洋证券传媒互联网行业首席分析师。

16年证券投资分析从业经验，12年文化传媒&互联网行业研究经验，专于行业逻辑、知识产权、内容产业与元宇宙方向研究。

2020年，获得“金麒麟”传媒最佳行业分析师（协会颁发资质的评价机构新浪举办）；2018年，因三次获金融界“慧眼识券商”行业分析师擂台（文化传媒）前三名，作为全市场内传媒行业唯一多次上榜分析师，获得金融界“屡获殊荣明星分析师”荣誉。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上。

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动。

分析师声明

倪爽声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。

在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址:

上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场30层

北京市朝阳区建国路108号横琴人寿大厦17层

深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦10楼05单元

电话: 021-20655588

网址: www.huajinsc.cn