



Research and
Development Center

剧集储备充足，AI 驱动影视全链路环节

— 华策影视（300133.SZ）首次覆盖报告

2024 年 06 月 07 日

传媒互联网及海外行业分析师 冯翠婷

S1500522010001

fengcuiting@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
首次覆盖报告
华策影视 (300133.SZ)
投资评级 买入
上次评级


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	6.45
52 周内股价	3.88-11.05
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	-15%
总股本 (亿股)	19.01
流通 A 股比例 (%)	85.65%
总市值 (亿元)	122.6

资料来源: iFind, 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

剧集储备充足, AI 驱动影视全链路环节

2024 年 06 月 07 日

报告内容摘要:

◆国内电视剧领军企业, 剧集储备订单充足, 多元化布局短剧、影视出海等赛道。内容为王、产业为基、华流出海、科技驱动”的长期战略下, 华策影视在产能端、内容质量端、多元化业务布局端皆有累积优势。2023 年完成预售电视剧签约 19.81 亿元, 累计预售 37.98 亿元, 为长期业绩打下坚实基础。2023 年, 公司开机制作的主控电影项目 4 个, 预计 2024 年上映的电影项目 6 个。同时, 在短剧赛道上, 2024 年, 公司拟开机制作《留住时间的人》《我的归途有风 2》等精品短剧, 并加大短剧方向的资本投入力度, 长期投入、多元化布局彰显公司较强的行业实力。

◆自研“有风”大模型获得大模型备案, AI 已深度融合公司诸多环节。5 月 15 日, 根据“网信北京”公布的信息, 华策影视自研的“有风”大模型已按国家七部委联合发布的《生成式人工智能服务管理暂行办法》, 通过国家生成式人工智能服务名单备案。华策影视基于“有风”大模型开发的影视剧本智能创作辅助系统, 已经可以达到“3 分钟完成一部 IP 作品的初筛评估, 30 分钟完成百万字作品内容精确评估”的使用效果。基于该大模型衍生出的 AI 小说筛选、内容评估等工具已经得到了公司生产板块包括电视剧、电影、短剧等制作团队的广泛应用。

◆影视版权内容数据可用于多模态大模型训练, 有望受益于 AI+视频长期技术。在 AI 语料的整理和应用方面, 华策影视拥有五万小时的影视版权内容, 几万小时的影视现场拍摄原始素材, 以及大量影视剧本、IP 评估报告、宣发材料等文字类素材。这些高价值的 AI 语料不仅支持了华策自研的大模型训练, 还将在未来成为人工智能行业进行文生视频等能力训练时所需的高价值数据资产。

◆盈利预测与投资评级: 华策影视作为国内电视剧集制作头部公司, 在逐步提升产能、保障内容质量的同时, 多元化发展, 诸如海外影视版权市场、国内外短剧市场皆有布局。同时, 随着生成式 AI 对影视行业的重塑, 华策影视目前在 AI 运用中做到了行业领先, 诸如剧本创作审核、宣传海报的生成修改、影视大模型的备案以及包括后续多模态大模型训练推理用到的视频数据、版权数据等, 华策均有技术和人员储备, 我们看好华策影视在主营保持稳健运营基础上, AI 对各业务环节效率、成本端的提升。我们预计, 华策影视 2024-2026 年营业收入分别为 24.71/27.4/29.37 亿元, 同比 +9%/10.9%/7.2%; 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 4.208/4.71/5.095 亿元, 同比+10.1%/11.9%/8.2%, 截至 2024 年 6 月 7 日, 对应 PE 分别为 29.14/26.03/24.07x, 首次覆盖, 给予“买入评级”。

◆风险因素: 电视剧拍摄、上线进度不及预期; 电影市场恢复不及预期

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2,475	2,267	2,471	2,740	2,937
增长率 YoY%	-35.0%	-8.4%	9.0%	10.9%	7.2%
归母净利润(百万元)	403	382	421	471	509
增长率 YoY%	0.6%	-5.1%	10.1%	11.9%	8.2%
毛利率%	33.67%	28.50%	31.76%	31.95%	31.97%
净资产收益率 ROE%	5.9%	5.4%	5.7%	6.0%	6.1%
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.20	0.22	0.25	0.27
市盈率 P/E(倍)	25.38	29.35	29.14	26.03	24.07
市净率 P/B(倍)	1.48	1.58	1.65	1.56	1.48

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; (截至 2024.06.07)

目录

投资聚焦	5
一、公司概况：多年深耕影视行业，奠定行业领军地位	6
二、行业概况：电视剧市场精益求精，短剧市场蓬勃发展	10
三、业务拆分：传统业务引领行业发展，新兴版权拓展出海赛道	17
四、AI 深度赋能华策影视诸多环节，有风大模型通过国家备案	22
五、盈利预测	26
六、风险因素	28

表目录

表 1: 2023 年度景气指数 TOP30 剧集	12
表 2: 部分参与微短剧出品的头部公司	15
表 3: 2023 年华策电视剧开机项目	18
表 4: 2024 年华策电视剧计划开机项目	18
表 5: 华策影业 2023 年度开机电影	20
表 6: 华策影业 2024 年度电影开机计划	20
表 7: 华策影业 2024 年度电影上映计划	20
表 8: 华策影业 AI 布局	23
表 9: 华策影视盈利预测拆分	27
表 10: 可比公司估值情况（截至 2024 年 6 月 5 日）	27

图目录

图 1: 华策影视发展历程	6
图 2: 华策影视股权架构图（截至 2024 年一季度）	7
图 3: 2019-2023 年公司营业收入（单位：万元）	8
图 4: 2019-2023 年公司归母净利润（单位：万元）	8
图 5: 2019-2023 年公司期间费用率（%）	9
图 6: 2019-2023 年公司毛利率和归母净利率（%）	9
图 7: 2019-2023 年公司经营活动产生的现金流量净额（万元）	10
图 8: 2020-2023Q1-3 全国生产完成并获得许可证剧集总数	11
图 9: 2023 腾讯视频各个赛道精良作品（古装、都市、科幻、悬疑）	13
图 10: 2023 各平台版权剧、定制剧、分账剧、自制剧数量	14
图 11: 目前主要微短剧变现形式	16
图 12: 中文在线短剧出海平台 Reelshort 近一年收入流水表现趋势（美元）	16
图 13: 《承欢记》《去有风的地方》电视剧海报	17
图 14: 华策电视剧制作+版权业务营业收入及毛利率（单位：万）	19
图 15: 华策电影销售业务营业收入及毛利率（单位：万）	19
图 16: 华策影院票房营业收入及毛利率（单位：万）	21
图 17: 华策集团 LED 数字虚拟摄影棚	23
图 18: 华策集团成立 AIGC 应用研究院发布会	24
图 19: 《刺杀小说家》电影海报	25
图 20: 华策影视版权素材库“华策元视界”	26

投资聚焦

内容精品化、多元化贯穿公司长期发展战略。华策影视作为国内电视剧目内容制作头部公司，在坚持主业稳健发展基础上，在 2023 年完成了预售电视剧签约 19.81 亿元，累计预售 37.98 亿元，保障了业绩稳步增长。电影侧，2023 年公司开机制作的主控电影项目 4 个，预计 2024 年上映的电影项目 6 个，储备较为深厚。此外，公司积极布局影视内容出海、短剧赛道布局、影视+文旅等多重发展路径，为公司长期成长空间注入活力。

创新为先，积极融合生成式 AI 进入影视制作发行等全流程环节。公司自研有风大模型，目前已经通过国家生成式人工智能服务名单备案，华策影视基于“有风”大模型开发的影视剧本智能创作辅助系统，剧本评估筛选的效率得到较大提升此外，在 AI 语料的整理和应用方面，华策影视拥有五万小时的影视版权内容，几万小时的影视现场拍摄原始素材，未来有望用于多模态大模型的训练之中。

一、公司概况：多年深耕影视行业，奠定行业领军地位

浙江华策影视（300133.SZ）有限公司成立于2005年，并于2010年10月26日在深圳证券交易所创业板上市，成为国内规模最大的以影视内容创作为核心的华语影视集团上市公司。在“内容为王、产业为基、华流出海、科技驱动”的长期战略下，公司已构建起以电视剧、电影内容为核心，战略发展动画、音乐、艺人经纪、版权运营、国际新媒体、整合营销、影城等细分领域业务的全产业生态体系。

华策影视坚持“内容为王”，先后出品《国家命运》《外交风云》《三生三世十里桃花》《亲爱的，热爱的》《爱情公寓》《平凡的荣耀》《以家人之名》《下一站是幸福》等一批精品剧、主投及参投《万里归途》《刺杀小说家》《我和我的祖国》《刺客聂隐娘》《听风者》《大唐玄奘》等多部经典影片，多部作品获全国精神文明建设“五个一工程”奖、飞天奖、金鹰奖、法国戛纳电影金棕榈奖等国内国际重要奖项。2023年公司八部精品好剧在央视、各大卫视和视频平台热播，《去有风的地方》成为全年现象级作品。

华策影视坚持产业为基，布局“影视+”产业项目，涵盖新媒体、艺人经纪、音乐、整合营销、影城等生态业务。华策集团基于深厚的内容版权储备，在2015年就完成了“SIP+X”的战略升级，即以“超级IP”内容矩阵链接“X”种行业生态，打造IP产业链。其中IP授权业务方面，华策已将“发力布局产业链下游领域、开辟衍生品新业务”作为新晋战略目标，目前实现了衍生品IP类型的全面覆盖，不仅包括电视剧、电影等板块的自有IP，还包括通过投资、引进、合作开发等方式储备动画业务板块IP版权库。“影视+”方面，以华策集团多年前就开始探索“影视+文旅”的发展路径为例，用热播影视剧带动了文旅经济振兴。

华策影视坚持华流出海，在国际业务领域精耕细作二十余年，已发展成为最有影响力的华语影视品牌之一和世界认识中国文化的重要窗口。华策九次荣获全国文化企业30强、八届获评全国文化出口重点企业，拥有首批全国文化出口基地。华策影视深耕国际内容发行市场，海外发行覆盖全球200多个国家和地区，实现“一带一路”沿线主要国家、G20和金砖国家全覆盖。并且与海内外主流媒体强强联合，共建全球播映“华剧场”平台。截至目前，华策已与Netflix、YouTube、Dailymotion、Viki VOD、Summil等近20个国际新媒体平台建立了“电视中国剧场”华策频道或华策专区，海外粉丝总数超过2000万。

（二）华策影视发展历程：深耕行业，奠定行业领军地位，积极寻求转型

图 1：华策影视发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

早期阶段：2005 - 2013 年，电视剧产能逐渐提升，位居国内头部水平

根据招股说明书，2009 年度全国完成并获得国产电视剧和合拍电视剧发行许可证的剧目共 414 部 13,294 集，华策影视作为制作单位制作发行国产和合拍电视剧 6 部 249 集，市场份额按集数和部数均位于民营制作机构的第二位，公司合拍剧市场份额按集数和部数均位于民营制作机构的第一位，制作能力突出。2009 年，《中国往事》获得被媒体誉为电视“奥斯卡”奖的韩国首尔国际电视节最高奖项“最高电视剧大奖”，这是中国电视剧首次荣获此项殊荣。

中期阶段：2014 - 2018 年，制定“SIP”战略，规模化内容矩阵，全球化布局

2014 年收购克顿传媒，进一步优化数据分析系统，拓展服务支持能力。2015 年公司顺应在线视频平台崛起趋势，制定“SIP”战略，向互联网和年轻化转型，围绕超级 IP 打造产品矩阵。基于核心产品进行坚决转型，果断放弃基于电视台渠道需求的传统电视剧产品，在业内率先提出全网剧（互联网+电视网）、超级 IP 剧产品矩阵概念。

转型阶段：2019 至今，顺应影视行业调整趋势，深度融合生成式 AI 发展

2019 年度，文化影视行业仍处于行业调整周期，影视剧制作周期长、前期投入成本高导致公司部分项目利润空间受到较大影响，同时疫情也扰动行业内容制作节奏。公司积极响应行业发展趋势，在内容作品开发方面，推出数部歌颂新时代的精品头部内容，其中《外交风云》、《觉醒年代》等影视剧入选了广电总局第二批百部规划重点选题名单，影视剧题材顺利转型。2023 年，国内外各项 AI、MR 技术快速迭代发展，逐步开始对影视行业带来实质性影响。在内容生产效率提升方面，AI 技术开始在剧本生成、剧本评估、分镜头脚本等环节尝试使用；在优化营销方面，AI 生成营销文案、广告和海报开始广泛应用。

（三）股权结构 & 对外投资

根据公司公告披露，截至 2024 年 5 月，公司创始人傅梅城为公司第一大股东，通过直接和间接方式合计持股 34.99%。公司于 2022 年上半年完成董事会和经营管理层的换届，吸收更专业化、国际化的年轻力量加入核心团队，并对公司现有组织架构进行升级。现任董事长及实际控制人赵依芳女士为公司创始人傅梅城先生妻子，还担任多个社会职务，与电影电视行业联系紧密；傅斌星持股 0.82%，目前已经在海外影视行业相关专业深造毕业，年轻化、专业化、国际化的领导将带领公司更好执行“内容为王、产业为基、华流出海”的发展战略。

图 2：华策影视股权架构图（截至 2024 年一季度）

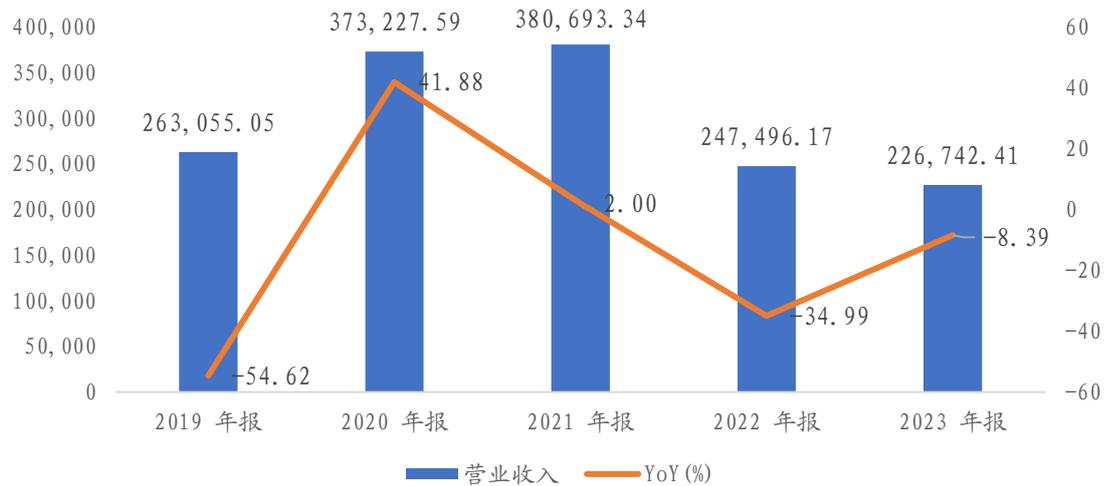


资料来源：iFind，信达证券研发中心

(四) 财务情况

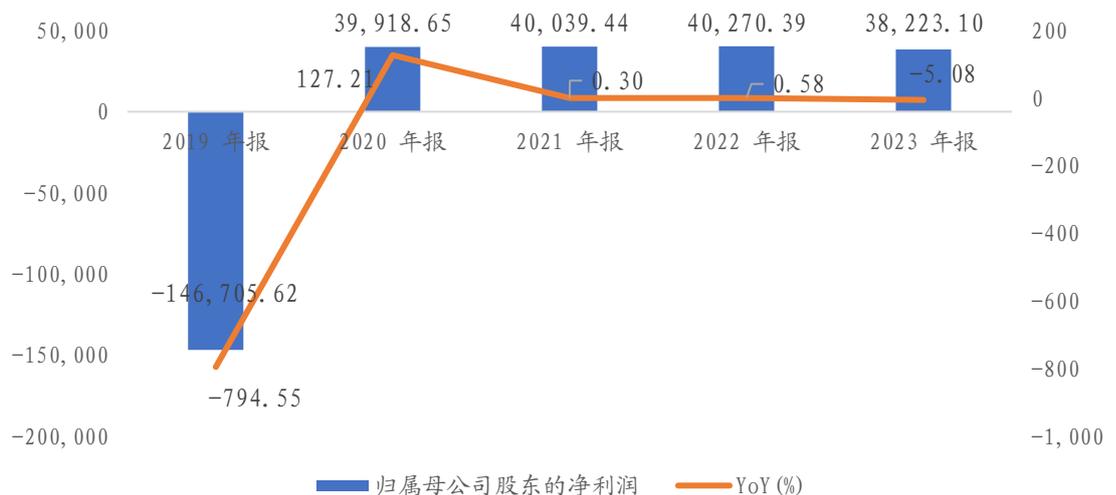
2019 年受行业深度调整影响，公司部分项目前期成本投入较大，但上线播出阶段价格相对理性，2019 年营收同比下滑 54.62%。公司积极调整市场策略，快速消化高成本项目并聚焦头部主旋律内容，整体内容制作业务迎来改善，公司近五年收入 CAGR-2.9%。2020 年营收 YoY+41.88%，2021 年保持营收正增长 2.00%，2022 年营收 YoY-34.99%。2023 年总营收 22.67 亿元，同比-8.39%；实现归母净利润 3.82 亿元，同比-5.08%；

图 3：2019-2023 年公司营业收入（单位：万元）

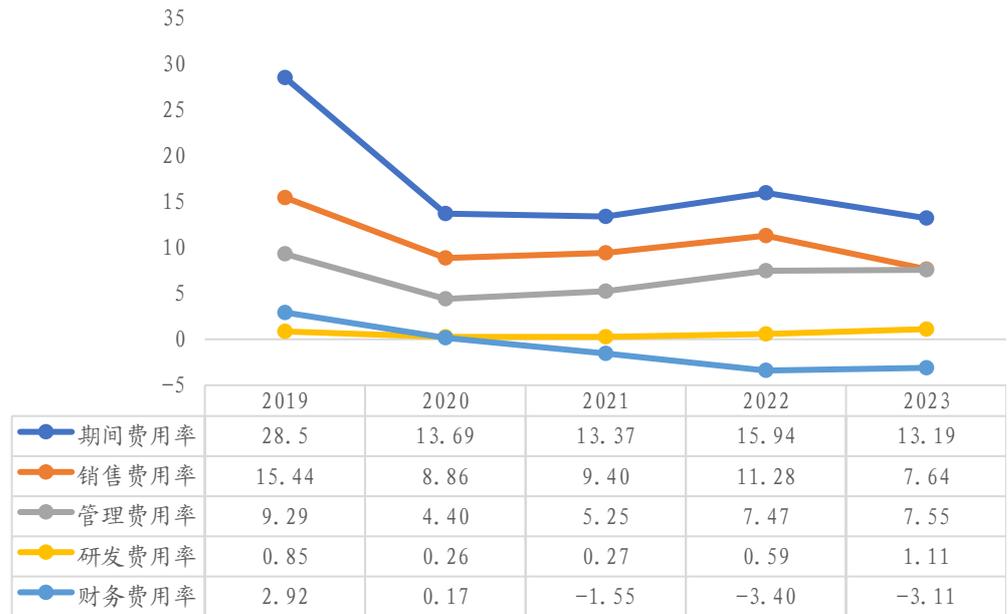


资料来源：iFind，信达证券研发中心

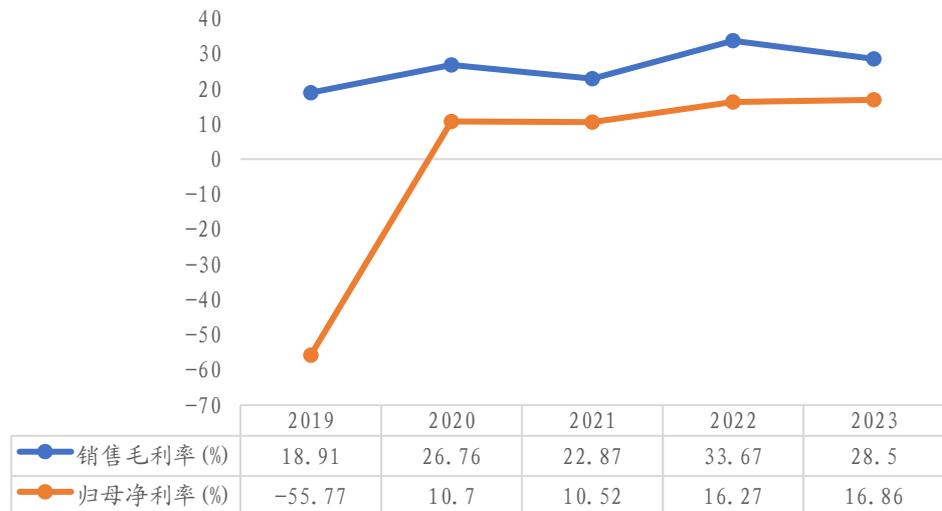
图 4：2019-2023 年公司归母净利润（单位：万元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 5：2019-2023 年公司期间费用率（%）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

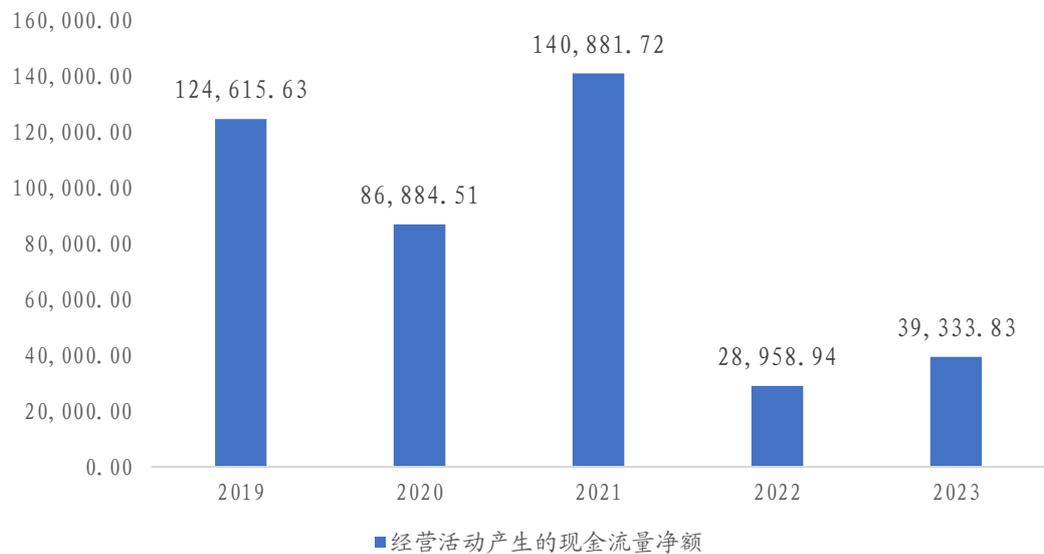
图 6：2019-2023 年公司毛利率和归母净利率（%）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

毛利率平稳增长，费用率呈现收窄趋势。受市场调整影响，2019 年公司影视剧项目利润端受到挤压，毛利率下滑至 18.91%。随后公司积极调整策略，2020 年以来盈利水平显著修复，2021 年到 2022 年公司整体业务毛利率稳步增长，2023 年毛利率达到 28.50%，实现归母净利率 16.86%。公司费用率整体呈现收窄趋势，2020 年到 2021 年水平基本持平，2022

费用率较高。2023 年销售费用率同比下滑 3.64pct 至 7.64%，管理费用率同比上升 0.8pct 至 7.55%。

图 7：2019-2023 公司经营活动产生的现金流量净额（万元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

盈利水平恢复常态，经营活动现金流净额持续为正。2020 年以来公司盈利水平持续修复，2022 年归母净利率为 16.27%，同比提升 5.75pct，已恢复至 19 年以前的水平。经营活动产生的现金流量净额连续 5 年为正，公司整体回款能力较强，经营情况稳健，为后续高质量发展提供了充沛的保障。

二、行业概况：电视剧市场精益求精，短剧市场蓬勃发展

2022 年 4 月，国家广电总局出台《电视剧网络剧摄制组生产运行规范（试行）》，进一步推动了行业正规化、标准化建设，加强了对电视剧网络剧制作监督和运作规范管理，促进了电视剧网络剧创作生产的高质量发展。同时，部分长视频平台通过提高内容质量、优化成本结构以及科技赋能等手段实现盈利，商业模式更趋成熟。全行业产业链结构已经得到优化，行业良性发展的趋势已经形成。

影视剧行业商业模式：早期电视剧拍摄完毕并取得发行许可证后，即形成了可售电视剧产品，公司与各电视台签订电视剧播放许可合同，将电视剧播放权出售给电视台，公司获得发行收入。同时，公司将电视剧音像制品的版权转让给音像公司，取得相应的版权转让收入，以及通过网络点播、IPTV、手机电视、移动电视、网络视频平台等授权方式取得新媒体播放权收入；同时，目前也已形成了平台定制剧集的模式。影片摄制完成并取得公映许可证后，即形成了可售电影产品，公司与国内院线达成发行放映合作协议，取得票房分账收入。公司通

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 10

过向电视台出售影片的电视播放权、向海外影片代理商转让版权以及向音像制品发行商出售电影音像制品版权等方式获得相应的收入。

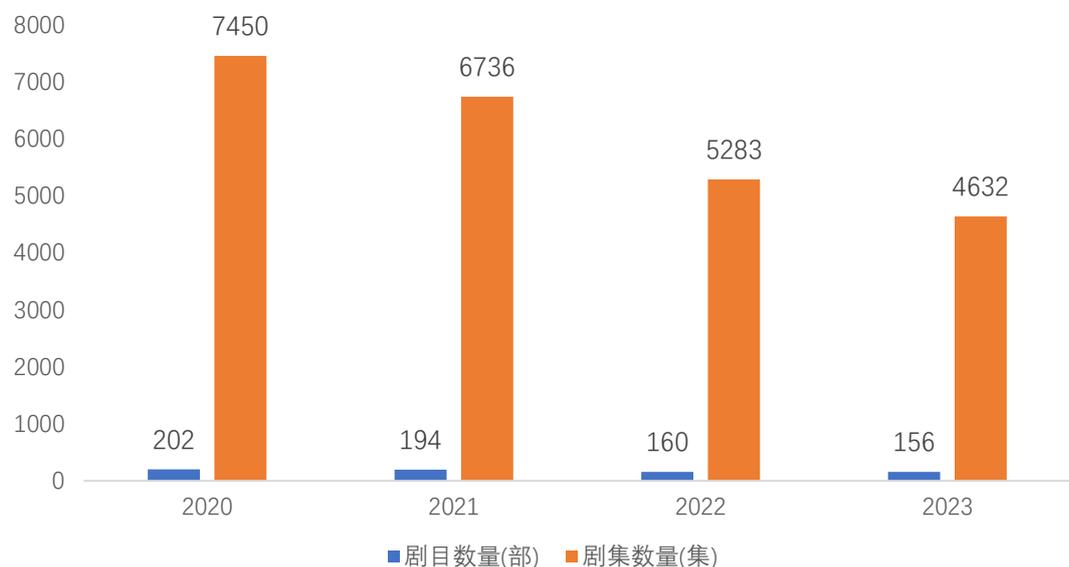
根据艺恩咨询《2022年大剧年度市场研究报告》，2022年上线剧集301部，较2021年减少18部。但剧集市场整体热度回暖，电视剧播映指数同比提升15.9%，网络剧平均播映指数同比上涨20.7%。剧集整体质量有了明显提升。以短剧为代表的创新业态取得长足进步，并开始步入内容升级阶段。未来，电视剧、短剧将互相补充，相互成就，良性发展，共同促进IP的打造、开发和变现。

（一）电视剧市场概况

近年来监管细则逐步落实，规范影视行业健康发展。随着国家前些年对影视行业诸多问题的监管，例如天价片酬、阴阳合同、偷税漏税等问题进行了专项治理，行业规范程度逐渐加深。

《“十四五”中国电视剧发展规划》亦强调加强传播正能量，内容创作围绕主旋律。2020年受疫情影响，各大影视公司剧集拍摄进度延缓，叠加行业深度调整影响，电视剧行业供给数量持续收缩。据国家广电总局统计，2021年我国电视剧备案数量为498部，同比下滑27.62%，17-21年CAGR-16%。近两年发行审查端节奏趋稳，2021年合计194部电视剧取得发行许可证，同比下滑4%，降幅同比收窄17pct。

图 8：2020-2023Q1-3 全国生产完成并获得许可证剧集总数



资料来源：国家广电总局，中国日报网，北京商报，信达证券研发中心

精品化方向发展，各大平台各有所长。根据德塔文 2023-2024 剧集市场白皮书，近三年来，剧集市场持续展现出“质量提升，数量减少”的趋势。2023年，剧集总上线数量为336部，

平均景气指数达到了 0.934。尽管相较于往年上线数量略有下降，但播出剧集的平均景气指数呈现出上升趋势，这预示着长剧市场整体正向着精品化方向发展。

四大平台 2023 年共播出 373 部次剧 (含联播重复统计)。爱奇艺在播出总部次数、独播数量两者均排第一，且在 2023 年播出量不减反增。腾讯视频、芒果 TV 在 2023 年播出数量持平中略有收缩，更具有全面精品化意识。四大平台的单剧平均景气指数呈现腾讯视频(1.104)>芒果 TV (0.994)>爱奇艺 (0.927)>优酷 (0.892) 的结果。

表 1: 2023 年度景气指数 TOP30 剧集

剧名	景气	播出平台	第一出品公司
狂飙	2.716	CCTV8/爱奇艺	中央电视台
长相思	2.557	腾讯	腾讯视频
长月烬明	2.539	优酷	优酷
莲花楼	2.516	爱奇艺	爱奇艺
一念关山	2.352	爱奇艺	柠萌影业
宁安如梦	2.295	爱奇艺	爱奇艺
三体	2.276	CCTV8/腾讯咪咕/视频	中央电视台
去有风的地方	2.139	湖南卫视/芒果TV/咪咕视频	华策影视
好事成双	2.134	CCTV8/腾讯	中央电视台
以爱为营	2.124	湖南卫视/芒果TV/咪咕视频	芒果TV
漫长的季节	2.122	腾讯	腾讯视频
玉骨遥	2.098	腾讯	腾讯视频
偷偷藏不住	2.054	优酷	哇唧唧哇
云之羽	2.046	爱奇艺	爱奇艺
向风而行	1.982	CCTV8/腾讯/爱奇艺	中央电视台
我的人间烟火	1.966	湖南卫视/芒果TV/咪咕视频	芒果TV
新闻女王	1.964	优酷	优酷
长风渡	1.961	爱奇艺	爱奇艺
人生之路	1.947	CCTV1/爱奇艺	中央电视台
鸣龙少年	1.907	CCTV8/优酷	中央电视台
梦中的那片海	1.905	CCTV8/腾讯	中央电视台
他是谁	1.889	CCTV8/优酷	中央电视台
星落凝成糖	1.886	江苏卫视/浙江卫视/优酷	完美世界
问心	1.884	CCTV8/腾讯	中央电视台
为有暗香来	1.846	优酷	欢娱影视
神隐	1.82	腾讯/芒果TV	西嘻影业
安乐传	1.815	优酷	优酷
异人之下	1.804	优酷	腾讯动漫
欢颜	1.785	腾讯	腾讯视频
少年歌行	1.78	优酷	优酷

资料来源: 德塔文影视观察, 信达证券研发中心

腾讯视频：由“财大气粗”转“精雕细琢”，爆剧迭出

根据德塔文 2023-2024 剧集市场白皮书，腾讯视频 23 年凭多部精品成功扭转“S+级制作华而不实”的过往印象，在多个赛道取得长足进展，科幻、古装、都市、悬疑表现尤为突出。古偶赛道《长相思》，都市剧《好事成双》表现亮眼，《三体》《漫长的季节》等剧，制作精良、IP 名气加持，得以一鸣惊人。X 剧场、板凳单元等类型剧场也获得认可，悬疑、喜剧赛道都有作品持续输出。腾讯视频创新成效令人瞩目，我们预计 2024 年会继续精品化之路。

图 9：2023 腾讯视频各个赛道精良作品（古装、都市、科幻、悬疑）



资料来源：腾讯视频，信达证券研发中心

爱奇艺：剧王《狂飙》主扛，头尾分化，受众放宽

根据德塔文 2023-2024 剧集市场白皮书，爱奇艺 2023 年的优势领域在古装、军旅、悬疑，但有着明显的播出效果头尾分化之势。既有年度剧王《狂飙》出尽风头，也有较多无效播剧拉低平均分，创新动能仍有提升空间。从《人世间》到《狂飙》，爱奇艺的爆款多在现实主义领域。但相比起过往以迷雾剧场为代表的男性向、强情节内容输出，2023 年后爱奇艺加强了对女性市场、强情感的关注。《莲花楼》、《一念关山》、《宁安如梦》等古装剧景气表现佳，拓宽其收视底盘的性别。

优酷：“求新”卷王，投身细分赛道，抓牢分众口味

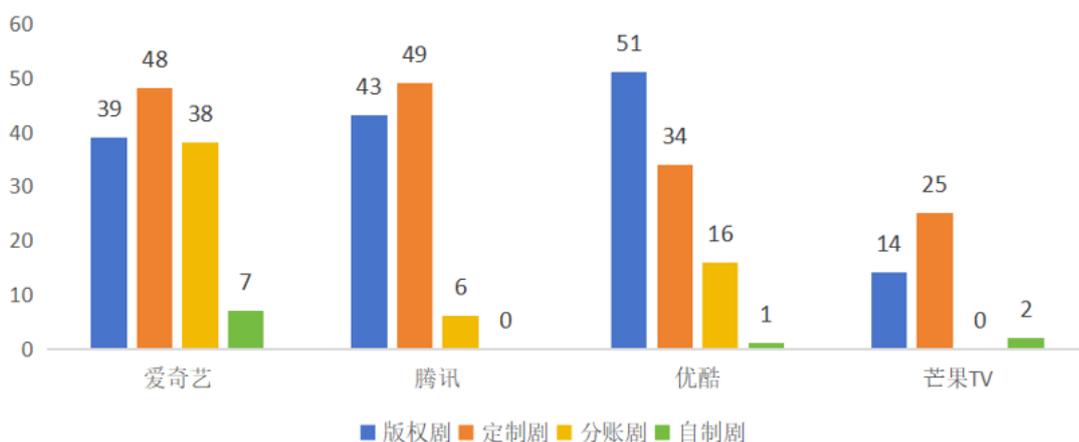
根据德塔文 2023-2024 剧集市场白皮书，优酷 2023 年的优势领域在古装、青春。因在购买版权剧上实力稍弱，优酷更加专注定制剧、分账剧的发展。选题往往避战“大而全”的路线，专攻细分赛道极致审美，这令优酷十分注重项目的内容创新与审美引领。《长月烬明》融合了敦煌元素，《异人之下》对动漫高度还原；《当我飞奔向你》成为全年最热分账剧；《少年歌行》以小博大打开新的系列化开发之路。虽然避战了一些领域，但在青春等细分赛道上，优酷做出了优良口碑。

芒果：口碑精品与“黑红”并存，拿捏情绪价值

根据德塔文 2023-2024 剧集市场白皮书，相比于其在头部综艺上的投入，芒果 TV 在剧集上整体投入偏少，专注在主流类型市场如都市、古装上，尤其在都市剧领域，其注重流量价值的同时，既偏好口碑佳作，也不妨“黑红”出圈。既有《去有风的地方》作为“都市田园治愈剧”带火云南旅游，《装腔启示录》成为年轻社畜嘴替，也有《以爱为营》、《我的人间烟火》靠吐槽成为社交货币。然而无论是治愈还是玩梗，芒果 TV 的都市剧都给观众提供了情绪价值。在古装领域，芒果 TV 持续偏好小成本制作，《我有一个朋友》作为小成本武侠喜剧收获广大好评。

爱优腾三大平台对内容高度把控，在各平台最热的 TOP5 剧集中，优酷、爱奇艺为 100% 定制剧，腾讯视频为 80% 定制剧，唯有芒果 TV 为部分定制/自制+版权购买。我们认为，随着平台把控下的定制作品获得市场验证，未来版权剧的生存空间可能进一步被压缩。分账剧在爱奇艺与优酷更受到重视，在“市场”去腰部化“的导向下，未来分账模式或将进一步发展。

图 10：2023 各平台版权剧、定制剧、分账剧、自制剧数量



资料来源：德塔文影视观察，信达证券研发中心

（二）短剧市场

过去几年，微短剧市场迅猛发展，短剧的各种消费方式日趋多样。各大平台通过不同策略积极争夺市场份额。2022 年 12 月 6 日，国家广播电视总局印发《关于推动短剧创作繁荣发展的意见》的通知，详细论述了关于支持短剧行业健康稳健发展的各类指导意见，将短剧定义为“通常采用单集时长 15-30 分钟的系列剧、集数在 6 集内的系列单元剧、20 集以内的连续剧、周播剧等多种形式，具有篇幅短小、内容精炼、情节紧凑等特点，与中长剧集、微短剧、短视频等优势互补。”我们认为，微短剧作为影视类作品拓展领域的主要表现形式之一，更接近于当下“短、平、快”的移动互联网传输模式，即“单集时长短、制作成本平、制作周期短”的特点。

1. 短剧市场三大特点

流量爆发，挤压长视频平台

在 2020 年前后，短视频流量到达爆发节点。根据快手短剧生态大会上数据，截至 2023 年年底，快手星芒短剧上线总量近千部，播放量破亿作品达 326 部，破 3 亿作品有 68 部，破 10 亿超爆款项目有 4 部；受众规模方面，2023 年快手短剧日均 DAU（日活用户数量）达 2.7 亿，每日观看 10 集以上的重度微短剧用户数达 9400 万，同比增长 52.6%；创作者生态方面，截至 2023 年年底，快手平台上短剧创作者规模已超 10 万。

内容量不断丰富，流量壁垒难以攻破

短视频内容量日趋丰富，且没有明显季节变动趋势。长视频平台的用户规模变化一般与内容上线节点或者爆款内容出现的时间相关，有高热度剧集或者综艺播出更易拉升月活。但短视频的上新和热点不是脉冲式而是持续性的，这种特性使短视频没有档期属性，壁垒更为稳固。

使用时长占据头名，多维度占据流量

根据中国网络视听节目服务协会发布的《2020 中国网络视听发展研究报告》，2020 年 6 月短视频人均单日使用时长达到 110 分钟，超过即时通讯成为最重度使用的网络视听应用，且在 2020 年 6 月用户规模在网络视听应用中占比达到 29%，领先综合视频和网络直播等应用类型。在全网维度来看，短视频在 2021 年 6 月成为全网使用时长最长的应用类型，时长占比超过即时通讯，接近 26%，并在后续时间进一步压缩长视频的使用时长。

2. 多方发力，助力短剧市场蓬勃发展

2019 年是微短剧的变革年，爱奇艺、优酷、芒果 TV 等长视频平台先后出台微短剧扶持计划或者分账合作说明，在当年的 8 月和 9 月，快手和抖音也相继开始微短剧的探索。会加强创作规划引导，继续打造精品力作。这一系列的举措有望引导行业步入正轨。

表 2：部分参与微短剧出品的头部公司

平台方	版权方	制作方	MCN	宣传方
爱奇艺	番茄小说	他城影业	神狼文化	世禾娱乐
优酷	七猫小说	开心麻花	古麦嘉禾	凡酷文化
腾讯视频	咪咕	冬漫社	麦芽传媒	君屹影视
芒果TV	快看漫画	有意司	银色大地	小小红花
哔哩哔哩	中文在线	柠萌影业		
抖音	喜马拉雅	大唐之星		
快手		煎饼果仔 (UGC)		
河马剧场				
九州剧场				
Reelshort				

资料来源：德塔文影视观察，信达证券研发中心

国家广电总局也适时推荐，助力精品微短剧深入人心。在 2024 年新春档精品微短剧推介会上，有 16 部微短剧获得重点推介，其中大多数短剧由头部制片方出品，包括华策影视出品的《我的归途有风》、《刺杀小说家之少女反击战》，北京精彩（百纳千成）出品的《超越吧！阿娟》、《观复猫》，湖南快乐阳光（芒果超媒）出品的《一梦枕星河》，完美世界出品的《大过年的别过了》等。短剧的精品化趋势将在 2024 年如火如荼地展开，在已实现按集/剧付费和广告收入等较为成熟的商业模式下，精品微短剧数量的增加所带来的质量迭代有望拓展新的盈利模式，也为剧集制作公司提供新的机遇。

图 11：目前主要微短剧变现形式（平台代币充值、剧情广告植入、广告解锁剧集、平台充值会员）



资料来源：抖音 APP，河马剧场 APP、信达证券研发中心

3. 短剧出海市场广阔，中文在线旗下短剧出海平台 Reelshort 表现较为突出

根据 SensorTower 数据，Reelshort 过往一年下载量达到了 3624 万次，累计收入规模 9060 亿美金，且近半年流水表现较为稳健，侧面验证了海外市场对于短剧这种新媒体形式的接纳度较好，海外用户对短剧所包含的题材，如吸血鬼、婚恋、家庭、爱情等短剧题材的认可度较高。

图 12：中文在线短剧出海平台 Reelshort 近一年收入流水表现趋势(美元)(实线为收入、虚线为下载量)



资料来源：SensorTower，信达证券研发中心

三、业务拆分：传统业务引领行业发展，新兴版权拓展出海赛道

（一）电视剧：内容储备丰富、质量双线并行

公司电视剧项目创新题材、深化立意、强化品质。2022年，基于影视剧项目开发进度的不确定因素增多，公司全年实现首播电视剧10部331集，开机5部196集，取证11部356集。《外交风云》《绝密使命》以及联合出品的《觉醒年代》在全国近三年优秀作品的激烈竞争中突围，获得全国“五个一工程”优秀作品奖，且三部作品同时斩获“飞天奖”和“金鹰奖”，实现中国电视艺术领域最高荣誉大满贯。《我们这十年》在全国四家卫视、五家新媒体平台同步播出，创近年电视剧首播平台数量之最，国家广电总局举办研讨会并在年末多次表彰。

2023年，华策合计首播电视剧5部，分别为《去有风的地方》、《三分野》、《春闺梦里人》、《春日暖阳》、《恩爱两不疑》。内容储备丰富，开机节奏持续恢复，实现新签约预售（含流程中）电视剧项目6部，累计预售达15部，另研发储备思想性、艺术性、商业性俱佳作品30余部。《承欢记》讲述出角色们在都市喧嚣中的亲情沉淀，传递包容而又温暖的家庭哲学。自开播以来，其收视表现和社交媒体上的热度持续上升，该剧在腾讯视频站内热度值破30519，创腾讯视频都市剧站内热度值历史最高记录。电视剧《去有风的地方》热播，云南大理成为旅游热门城市。根据华策影视官网，2023年1—12月大理白族自治州累计接待游客9530.34万人次，同比增长67.39%。一部剧带“火”一座城，不少游客慕名前来，感受当地的风土人情；当地也不断提升服务品质，让游客拥有更好的文旅体验。

图 13: 《承欢记》《去有风的地方》电视剧海报



资料来源：华策官方微博、信达证券研发中心

表 3：2023 年华策电视剧开机项目

开机项目	题材	开机时间	播出时间
鲲鹏击浪	重大历史	2023/4/20	2023/12/18
锦绣安宁	古代传奇	2023/5/13	
承欢记	当代都市	2023/6/18	2024/4/9
前途无量	职场励志	2023/11/28	
七夜雪	古代传奇	2023/12/21	
国色芳华	古代传奇	2024/1/2	

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

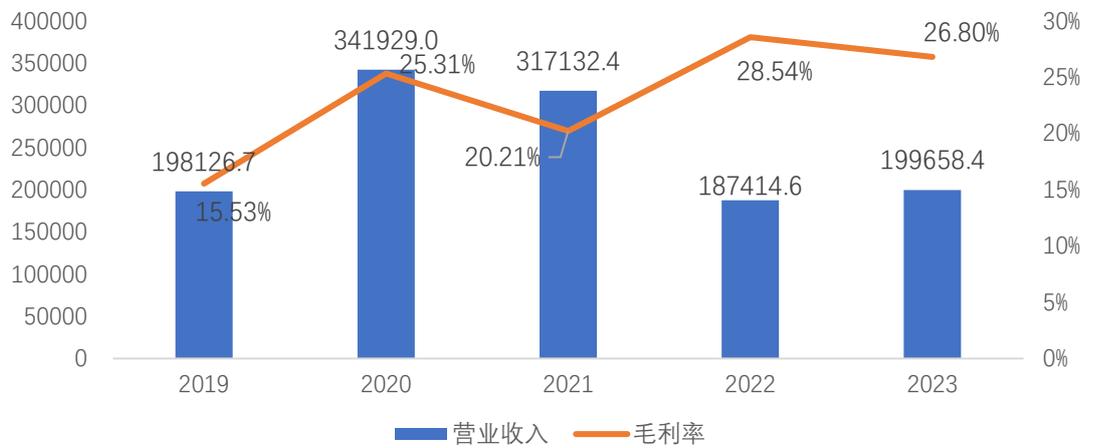
表 4：2024 年华策电视剧计划开机项目

名称	题材	集数（拟）	时间计划
国色芳华	古装传奇	40	2024 年 Q1 已开机
势在必行	当代刑侦	30	2024 年 Q2
极限刑诉	当代检察	30	2024 年 Q2
都是好时光	都市情感	40	2024 年 Q2
太平年	重大历史	40	2024 年 Q2
想把你和时间藏起来	当代都市	32	2024 年 Q3
我们的河山	近代革命	30	2024 年 Q3
家业	古代传奇	40	2024 年 Q3
花常好月长圆人长久	当代都市	36	2024 年 Q4
战争和人	革命历史	60	2024 年 Q4
都是好时光	都市情感	40	2024 年 Q2
太平年	重大历史	40	2024 年 Q2
想把你和时间藏起来	当代都市	32	2024 年 Q3
我们的河山	近代革命	30	2024 年 Q3
家业	古代传奇	40	2024 年 Q3
花常好月长圆人长久	当代都市	36	2024 年 Q4
战争和人	革命历史	60	2024 年 Q4

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

电视剧业务中分为电视剧制作发行和版权发行，2023 年制作发行业务收入 15.9 亿元，占比营收 70.1%；版权发行业务收入 4.07 亿元，占比 17.95%。

图 14：华策电视剧制作+版权业务营业收入及毛利率（单位：万）

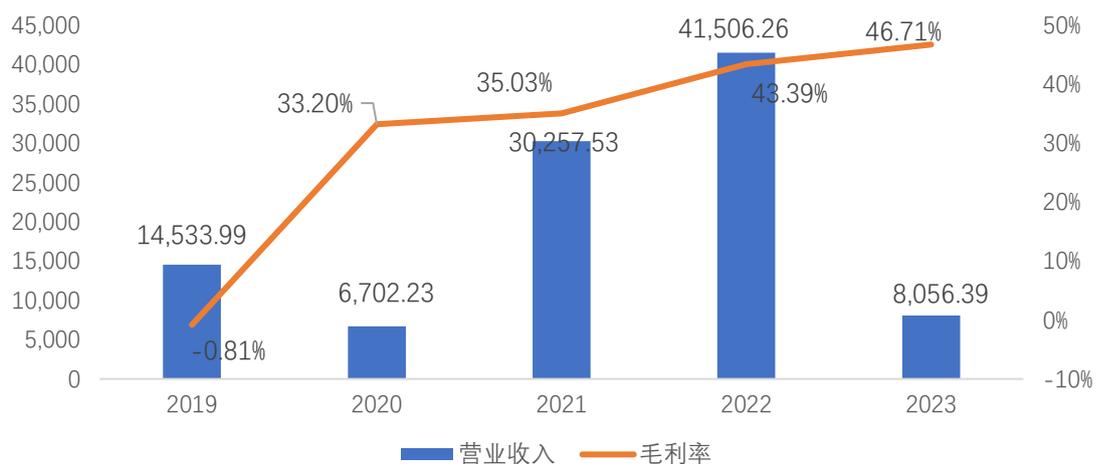


资料来源：iFind、信达证券研发中心

（二）电影：参投爆款电影制作发行

公司电影业务厚积薄发，持续打造出工业化电影标杆作品仰赖于电影工业各个环节精细、高效配合，公司主投主控的电影项目《万里归途》短短几个月内完成拍摄、后期、取证和上映，累计票房收入达 15.93 亿元，获国庆档票房冠军，第 16 届亚洲电影大奖三项提名；《反贪风暴 5》获内地影史元旦档犯罪片票房和总场次冠军；文艺片《如果有一天我将会离开你》入围北京电影节天坛奖主竞赛、乌迪内远东电影节主竞赛；2023 年春节档参投的电影《流浪地球 2》、《熊出没·伴我“熊芯”》获得春节档票房亚军、季军，累计票房超 56.11 亿元。

图 15：华策电影销售业务营业收入及毛利率（单位：万）



资料来源：iFind、信达证券研发中心

表 5: 华策影业 2023 年度开机电影

名称	类型	参与方式	时间计划
误判	律政	主控	2023 年 Q3
守阙者	警匪	参投并联合发行	2023 年 Q3
亲爱的妈妈	家庭亲情	主控	2023 年 Q4
我认识我妈妈	剧情	参投并联合发行	2023 年 Q4

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 6: 华策影业 2024 年度电影开机计划

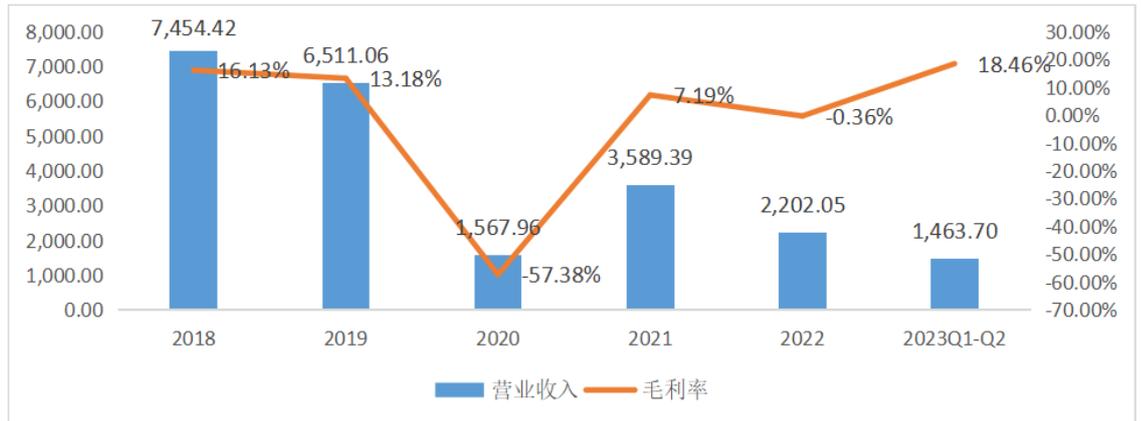
名称	参与方式	时间计划
狂野时代	主控	2024 年 Q1 已开机
刺杀小说家 2	主控	2024 年 H2

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 7: 华策影业 2024 年度电影上映计划

名称	参与方式	时间计划
我的朋友安德烈	主控	2024 年 H2
亲爱的妈妈	主控	2024 年 H2
误判	主控	2024 年 H2
我认识我妈妈	参投并联合发行	2024 年 H2
寻秦记	主控	2024 年 H2
守阙者	参投	2024 年 H2

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 16：华策影院票房营业收入及毛利率（单位：万）


资料来源：iFind、信达证券研发中心

（三）版权业务

电视剧业务始终为华策的主要业务收入，其中电视剧版权业务也持续发展。科技版权子公司业绩持续增长，打造了完整的版权运营管理平台：已拥有 574 个在存 IP，包括 33 部电影、34 部网络电影、248 部电视剧，版权数量合计约 3 万小时。在版权管理上建立了可确权可持续售卖的资产管理系统，包含 IP 数据库、影视版权库、游戏 & 音乐版权库及其他衍生产品库，建立起了涵盖众多标签的版权检索体系。在版权运营上形成了版权到期预警、挖掘沉没版权、全版权开发运营、版权保护与维权等智能运营体系。未来将进一步嫁接合作伙伴的科技赋能，充分发挥影视数据资产价值。公司提升科技数字增长中心为一级部门，聚焦提升主业运营效率与价值的创造，不断建设与升级版权、数字资产管理等系统，以科技与数据赋能。2023 年公司版权发行业务收入 4.07 亿元，同比+19.33%，占比 17.95%。

版权业务上，公司 2023 年完成对森联公司的收购，在新媒体运营、新技术探索等领域不断拓展创新业态；影视版权数量升至 5 万小时，持续推进科技化、智能化的短视频和镜头制作。森联影视为国内领先的影视剧版权运营企业，其经营管理团队拥有十余年从业经验，与公司现有版权运营团队形成了良好的优势互补，拥有包括《白鹿原》《水浒传》《人间正道是沧桑》《山楂树之恋》《我们的法兰西岁月》《武林外史》《新海岩三部曲》等 2 万多小时的经典片库。本次收购后，公司拥有的影视剧版权数量从 3 万多小时提升至超 5 万小时，森联影视的版权数据信息将完整接入公司的版权管理系统和数字资产管理平台，实现数字化、平台化管理。公司依托上述数字资产进一步完善版权管理系统、数字资产系统和发行交易系统，实现影视剧版权的持续、高效变现；通过对影视剧中镜头的筛选、提取、整理和标注，进一步形成文本、图片、音频、视频等素材，探索建立适用于影视行业的垂类模型。

（四）出海业务：首倡华流出海，拓展全球合作

华策影视国际业务近三年表现亮眼。国际业务的发展也进一步提升了影视版权营销能力。华策代理芒果 TV 电视剧海外发行，并拓展了国际新媒体运营业务，Youtube 平台粉丝数突破 1500 万，三大 SNS 平台（Facebook、Twitter、Instagram）粉丝数突破 1700 万，实现分成收入超 400 万美元。动画业务通过国内外合作开发，正逐步打造形成了六个 IP 系列，包括《挑战大魔王》《快递特工队》《怪兽遥控器》《小恐龙可可奈》《小老鼠雷迪克》《一品芝麻狐》。公司 2022 年上映动画电影 2 部，《小马宝莉：新世代》、《名侦探柯南：万圣节的新娘》，动画剧集 2 部，《快递特工队》、《小老鼠雷迪克》第三季。内容新业务从 0 到 1 探索了元宇宙数字藏品、视频彩铃等具有高潜力的业务方向，为公司后续深化 IP 变现途径积累了经验。

四、AI 深度赋能华策影视诸多环节，有风大模型通过国家备案

华策自研“有风”大模型通过国家备案。5 月 15 日，根据“网信北京”公布的信息，华策影视自研的“有风”大模型已按国家七部委联合发布的《生成式人工智能服务管理暂行办法》，通过国家生成式人工智能服务名单备案。华策影视成为了 A 股第一家拥有通过国家“生成式人工智能服务备案”自研大模型的影视公司。华策影视基于“有风”大模型开发的影视剧本智能创作辅助系统，已经可以达到“3 分钟完成一部 IP 作品的初筛评估，30 分钟完成百万字作品内容精确评估”的使用效果。基于该大模型衍生出的 AI 小说筛选、内容评估等工具已经得到了公司生产板块包括电视剧、电影、短剧等制作团队的广泛应用。同时，在“有风”大模型的支持下，华策影视还开发了多种有广泛应用场景的大模型 AI 工具，例如 AI 多语种翻译工具、影视内容提取评估工具等。此外，华策还在生成式 AI 视频等领域开始了前期布局。

在 AI 语料的整理和应用方面，华策影视拥有五万小时的影视版权内容，几万小时的影视现场拍摄原始素材，以及大量影视剧本、IP 评估报告、宣发材料等文字类素材。这些高价值的 AI 语料不仅支持了华策自研的大模型训练，还将在未来成为人工智能行业进行文生视频等能力训练时所需的高价值数据资产。

2023 年，是公司在影视与科技融合上大踏步前进的一年。公司提升科数中心为一级部门、成立 AIGC 应用研究院，围绕数字化变革和人工智能在大视听领域不断深入研究、探索、实践。公司积极引入 AI 研发和应用人才，优化了人员结构，加大了研发投入，在影视领域快速推出了自研垂直模型；系统梳理了自有行业数据，构建垂直数据能力体系；在公司内部形成“全员知 AI、会 AI、用 AI”的创新氛围，成为当前影视公司 AIGC 学习和应用的领跑者。2023 年，公司研发人员较上年增长 21.21%，研发投入 2,509.32 万元，较上年增长 70.84%，增长部分主要用于 AI 人才引进、设备采购和相关人工智能项目的研发投入。

表 8: 华策影业 AI 布局

“影视+AI” 能力构建	人才集聚
<ul style="list-style-type: none"> ● 拥有超 5 万小时正版影视版权库和 150 万分钟高清/超高清的原始拍摄素材 ● 自研“有风”行业垂直模型 ● 已经上线“AIGC 多语种智能翻译 workflow” ● 已经上线“AI 视频分析检索功能” ● 正在内测“AI 剧照”、“多语种有声配音”、“AI 适配动画”等功能 ● 正在不断累积 3D 数字资产库建设 	<ul style="list-style-type: none"> ● 联合工作团队 ● 华策克顿大学内训和育才基金青年人才留学计划 ● 大股东影视职业教育体系

资料来源：华策影视 2023 年年报、信达证券研发中心

未来，华策影业计划一方面做精“有风”垂直模型，聚焦评估这一关键环节，提高评估精准度，全面覆盖古偶、青偶、现代都市、悬疑等细分领域，并为小说改编、剧本优化提供合理化建议；另一方面把垂直应用作为根本目标，不断寻找创意垂类最好的软件/插件，做好推广应用，在具体项目中打磨升级已开发的智能系统，实现开发时间缩短、高质量创意数量增加、国际化头部项目能力提升的目标。2021 年，华策影视和松江创投携手设立长三角 G60 科创走廊影视产业投资基金，首先布局参投了长三角国际影视中心。2022 年 3 月，华策集团首个 LED 数字虚拟摄影棚已正式对外开放运营，这也是国内最先进的虚拟摄影棚之一。

图 17: 华策集团 LED 数字虚拟摄影棚


资料来源：华策影视公众号、信达证券研发中心

2023 年以来，华策影视科技升级脚步进一步加快。年初，华策大数据中心被调整为一级战略部门，更名为“科技数字增长中心”，由董事长、总裁亲自带队，以科技化数字化赋能产品创新，在技术与内容融合中找到内容新价值。2023 年 3 月，华策宣布全面接入百度文心一言，将和包括百度在内的战略合作伙伴一起，共同将 AIGC 技术应用于内容创意、内容制作、内容宣发等影视生产全环节。4 月，华策影视与中国移动咪咕公司举办“全 IP 联动，共创元宇宙生态”战略合作签约仪式，双方将充分利用内容、渠道优势，结合 5G、AI、虚拟拍摄等科技应用，在元宇宙场景应用、全版权、音视频彩铃、内容生产和内容聚合等方面开展战略合作，通过 5G+科技赋能，探索全场景消费体验，结成“科技内容生态共同体”。

图 18：华策集团成立 AIGC 应用研究院发布会



资料来源：华策影业公众号、信达证券研发中心

（一）设立 AIGC 应用研究院，全面赋能内容制作

AIGC 应用研究院由总裁傅斌星兼任院长，沈雄担任专职副院长，内设 4 个部门，包含人工智能专家、AI 人机共创复合型人才、影视数据专家等 20 余位优秀专职人才，采购了包括英伟达 A100 服务器在内的专用设备，并设立了专项研发和投资资金。AIGC 应用研究院的设立，是公司全面推进 AIGC 产业布局，以 AIGC 技术为核心驱动力量，在影视创意、制作、传播的全链条实现企业核心能力提升和商业模式创新，加快新技术在行业应用落地，实现企业高质量发展的重要一环。立足于华策影视多年发展积累的数据优势、人才优势和 IP 优势，研究院将着力训练三个大模型：

文本大模型：结合集团多年积累的优质数据，在小说、剧本高效评估，顶级编剧创作辅助、支持主创高效产出优质内容，以及具有优质内容交互能力的影视数字人应用等各个方面，形成工具层面有力支持

图文大模型：以服务影视行业生成场景图、美术造型、服装等各类设计图为目标，组织专门

团队，并与行业专家联合进行垂类模型训练，最终大幅提效降本

3D 资产大模型：依托现有数字素材，生成更多高品质、可应用于拍摄的场景资源，以及满足 B 端、C 端不同需求的新的内容资源。

AIGC 应用研究院将围绕满足三个应用场景展开——在拍摄前，以文本大模型为基础，开发“小说、剧本高效评估系统”和“顶级编剧的编剧助手系统”；在拍摄中，以长三角国际影视中心为基地，建设集团数字化创作和项目管理系统、国际先进高清视听技术、虚拟拍摄技术及智能生成数字拍摄资源等融合、集成的综合系统；在拍摄后，围绕 AIGC 智能化营销与传播的需求发展数字人等，增强与粉丝的互动交流，增强优质内容的口碑传播。

（二）设立 AIGC 专项基金，推动全行业模式更新

AIGC 专项基金将关注基于影视行业的垂类大模型公司、影视行业 AI 应用企业、影视 AI 技术平台和团队等。华策影视 AIGC 研究院也将由该基金专项投资设立。华策集团总裁傅斌星表示，AIGC 应用研究院不只是华策克顿集团的，也是面向整个行业的，华策集团作为龙头企业，有责任推动整个行业走出“科技驱动”的新模式。

（三）数字技术推动影视产业转型升级

科技驱动已经成为华策集团的“标准”动作，并已经对精品制作的头部内容生产，带来了诸多助力和利好。诸如大投入高科技特效电影《刺杀小说家》的诞生。以互联网科技驱动，组织机构上，华策影视集团也已经有了新的变革。过去，华策的大数据中心一直被定位成职能部门，2023 年初，该部门的级别调整为一级战略部门，更名为“科技数字增长中心”，由董事长、总裁亲自带队。集团总裁傅斌星在 2023 华策集团全员工作会议上提出，要以科技化数字化赋能产品创新，在技术与内容融合中找到内容新价值。

图 19：《刺杀小说家》电影海报



资料来源：东方财富网、信达证券研发中心

数字技术在推动影视产业转型升级、引领影视新业态方面正发挥越来越重要作用，面对产业内跨界竞争，面对各平台的科技、数字基因优势，华策选择迎头赶上。集团科技数字增长中心与其它战略部门紧密协作，接触行业最优秀的人才，在技术驱动内容发展方向保持高密度、高质量的信息输入，为集团决策提供支持。科技战略先行，已经为华策集团领先一步直接催生出现实成果。华策影视的版权素材库“华策元视界”，通过将影视剧片段剪辑成短视频素材进行出售，业已形成国内头部的数字影视版权分发平台，可提供海量素材和数字内容资产运营服务。而未来，影视剧中的场景通过 AI 处理后还可作为背景素材进行开发，影视版权素材潜力巨大。在国内，目前华策集团已全面接入百度文心一言，将和包括百度在内的战略合作伙伴一起，共同将 AIGC 技术应用于内容创意、内容制作、内容宣发等影视生产全链路。还有之江实验室、当虹科技等国内科技前沿伙伴的合作，也在密切接触中。在国际上，华策影视集团也多方物色频繁接触科技前沿合作对象，力求突出重点，将 AIGC 运用到生产制作层面，实现生产效率的提升。

图 20：华策影视版权素材库“华策元视界”



资料来源：东方财富网、信达证券研发中心

可以预见，生成式 AI 将可能导致行业一般性产品的产能爆发式增长，但头部作品却会更加稀缺，领先优势更加明显。集聚了头部创意人才的龙头企业，更有可能在善其事的过程中善用 AI “利其器”，让领先身位更加明显。尤其是在影视作品摄制环节，一方面，愈加进步的数字人、虚拟拍摄、实时合成等技术，将大大降低对真人、实景拍摄的需求，从而降低拍摄成本，提高生产效率；另一方面，智能分镜、智能剪辑、智能语音合成等技术将进一步加快拍摄和制作的速度，原本需要数月进行的后期制作也许只要几天就能完成。

五、盈利预测

我们预计，华策影视 2024-2026 年营业收入分别达到 24.7/27.4/29.4 亿元，其中电视剧业务预计分别达到 20.1/21.9/23.4 亿元，假设基础逻辑来自于华策每年能确认收入的电视剧剧集数量和单集售价情况。电影业务收入来自于公司每年参与的电影制作、参投数量等。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 26

表 9: 华策影视盈利预测拆分

营业收入(万元)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
电视剧	317,132	187,415	199,658	200,883	218,515	234,367
电影	30,258	41,506	8,056	26,912	35,882	39,470
经纪服务	17,021	15,781	11,611	11,611	11,611	11,611
广告	5,410	2,174	3,233	3,545	3,959	4,262
音乐	1,828	1,549	2,186	2,397	2,677	2,882
影院票房	3,589	2,202	3,055	3,227	3,394	3,616
内部抵销	-4,061	-6,243	-4,943	-5,386	-5,972	-6,402
其他业务	9,516	3,113	3,887	3,887	3,887	3,887
营业总收入	380,693	247,496	226,742	247,075	273,953	293,692

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

华策影视作为国内电视剧集制作头部公司,在逐步提升产能、保障内容质量的同时,多元化发展,诸如海外影视版权市场、国内外短剧市场皆有布局。同时,随着生成式 AI 对影视行业的重塑,华策影视目前在 AI 运用中做到了行业领先,诸如剧本创作审核、宣传海报的生成修改、影视大模型的备案以及包括后续多模态大模型训练推理用到的视频数据、版权数据等,华策均有技术和人员储备,我们看好华策影视在主营业务保持稳健运营基础上, AI 对各业务环节效率、成本端的提升。我们预计,华策影视 2024-2026 年营业收入分别为 24.71/27.4/29.37 亿元,同比+9%/10.9%/7.2%;预计 2024-2026 年归母净利润分别为 4.208/4.71/5.095 亿元,同比+10.1%/11.9%/8.2%,截至 2024 年 6 月 7 日,对应 PE 分别为 29.14/26.03/24.07x,首次覆盖,给予“买入评级”。

表 10: 可比公司估值情况 (截至 2024 年 6 月 7 日)

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE 估值			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
中国电影	600977.SH	207.98	2.63	7.11	8.16	9.09	79.08	29.25	25.49	22.88
光线传媒	300251.SZ	263.44	4.18	10.65	12.09	13.74	63.02	24.74	21.79	19.17
芒果超媒	300413.SZ	417.36	35.56	20.57	22.91	25.23	11.74	20.29	18.22	16.54
慈文传媒	002343.SZ	26.12	0.28	0.72	0.93	1.09	93.29	36.28	28.09	23.97
上海电影	601595.SH	105.82	1.27	2.35	3.35	4.22	83.32	45.03	31.59	25.08
平均							66.09	31.12	25.03	21.53
华策影视	300133.SZ	122.62	3.82	4.208	4.71	5.095	32.10	29.14	26.03	24.07

资料来源: iFind, 信达证券研发中心 (来自于 iFind 一致预测)

六、风险因素

电视剧拍摄、上线进度不及预期：公司目前已储备丰富的剧集项目，拍摄进度若受到非经常性因素影响，有可能影响上线日期，进一步影响剧集收入确认周期；

电影市场恢复不及预期风险：2023年电影市场大盘恢复趋势较好，2024年存在电影上映后票房不及预期风险；

资产负债表		单位：百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	7,842	8,173	8,687	9,345	9,986	
货币资金	3,173	2,642	2,836	3,186	3,468	
应收票据	121	132	20	22	27	
应收账款	734	1,080	812	846	938	
预付账款	123.20	224.54	233.53	258.20	276.73	
存货	1,890	1,901	1,718	1,830	2,074	
其他	1,197	2,050	2,762	2,777	2,809	
非流动资产	1,754	1,706	1,676	1,645	1,615	
长期股权投资	479	159	159	159	159	
固定资产	58	62	57	53	49	
无形资产	6	7	7	7	6	
其他	1,211	1,478	1,452	1,427	1,401	
资产总计	9,596	9,879	10,363	10,991	11,602	
流动负债	2,534	2,458	2,562	2,763	2,912	
短期借款	551	711	761	791	811	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	615	426	443	490	525	
其他	95	70	73	80	86	
非流动负债	67	244	229	215	200	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	67	244	229	215	200	
负债合计	2,601	2,702	2,792	2,978	3,112	
少数股东权益	129	134	150	167	185	
归属母公司股东权益	6,866	7,043	7,422	7,846	8,304	
权益						
负债和股东权益	9,596	9,879	10,363	10,991	11,602	
重要财务指标		单位：百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	2,475	2,267	2,471	2,740	2,937	
同比(%)	-35.0%	-8.4%	9.0%	10.9%	7.2%	
归属母公司净利润	403	382	421	471	509	
同比(%)	0.6%	-5.1%	10.1%	11.9%	8.2%	
毛利率(%)	33.67%	28.50%	31.76%	31.95%	31.97%	
ROE(%)	5.9%	5.4%	5.7%	6.0%	6.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.20	0.22	0.25	0.27	
P/E	25.38	29.35	29.14	26.03	24.07	
P/B	1.48	1.58	1.65	1.56	1.48	

利润表		单位：百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	2,475	2,267	2,471	2,740	2,937	
营业成本	1,642	1,621	1,686	1,864	1,998	
营业税金及附加	6	7	6	7	7	
销售费用	279	173	185	205	220	
管理费用	185	171	185	197	206	
研发费用	15	25	25	27	29	
财务费用	-84	-70	-58	-57	-60	
减值损失合计	-9	-17	-18	-20	-22	
投资净收益	22	1	12	14	15	
公允价值变动收益	22	36	0	0	0	
营业利润	515	448	513	574	621	
营业外收支	1	1	0	0	0	
利润总额	516	449	513	574	621	
所得税	100	52	77	86	93	
净利润	416	397	436	488	528	
少数股东损益	13	15	15	17	18	
归属母公司净利润	403	382	421	471	509	
EBITDA	421	369	501	563	608	
EPS(当年)(元)	0.21	0.20	0.22	0.25	0.27	
现金流量表		单位：百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	290	393	389	345	423	
净利润	416	397	436	488	528	
折旧摊销	34	30	40	40	40	
营运资金变动	-203	-16	-128	-225	-189	
其它	43	-18	40	42	44	
投资活动现金流	-1,297	-605	3	4	5	
资本支出	-2	-10	-1	-1	-1	
投资变动	-1,351	-969	-5	-5	-5	
其他	56	374	9	10	11	
筹资活动现金流	434	112	-41	-68	-82	
银行借款	800	900	50	30	20	
股权融资	37	17	0	0	0	
其他	-403	-805	-91	-98	-102	
现金净增加额	-574	-99	350	282	346	
期初现金余额	3,069	2,495	2,396	2,746	3,028	
期末现金余额	2,495	2,396	2,746	3,028	3,374	

信达传媒互联网及海外研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队联席首席分析师。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业 3 年，创业 5 年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有 5 年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围 2021 年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021 年 21 世纪金牌分析师第四名，2021 年金麒麟奖第五名，2021 年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。美国康涅狄格大学金融硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业 2 年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业 3 年，覆盖传媒互联网赛道。2023 年加入信达证券研发中心，目前主要专注于美股研究以及结合海外映射对 A 股、港股的覆盖。

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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。