

Huanxi Media Group Limited (1003 HK)

Pioneering film innovation, Huanxi Media focuses on both content and platform

Outperform (Initiation)

25 June 2024

Research Analyst
Ruibin Chen

(852) 3982 3212

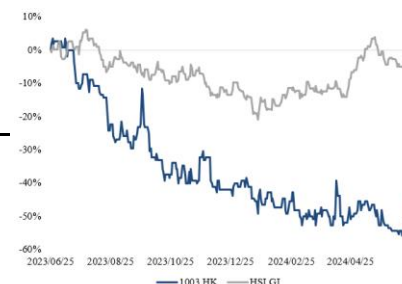
chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2023A	2024E	2025E	2026E
Revenue (HKD mn)	1,332.79	817.40	901.51	968.68
Growth (YoY %)	9678.39	-38.67	10.29	7.45
Net profit (HKD mn)	159.14	122.94	178.18	192.99
Growth (YoY %)	171.74	-22.75	44.94	8.31
EPS (HKD)	0.04	0.03	0.05	0.05
P/E (X)	14.02	17.25	11.90	10.99

Investment Thesis

- Huanxi Media is an innovative film content investment, production, and online video platform company, co-founded in 2015 by former Alibaba Pictures Chairman Dong Ping, along with renowned directors Ning Hao, Xu Zheng, and Xiang Shaokun. The company went public through a backdoor listing on the Hong Kong Stock Exchange under “21 Holdings.” The company pioneered a new equity structure, establishing collaborations with several directors and aligning the long-term interests of shareholder directors with the company. Simultaneously, it has been actively expanding its online video platform, curating high-quality films and TV programs from both domestic and international sources for its users.
- **Huanxi Media binds top directors and creative teams to consistently produce quality content.** Huanxi Media firmly believes that “content is king” in the film industry, with outstanding directors and creative teams being central to artistic and commercial success. Since 2016, the company has brought in renowned directors such as Chen Kaige, Wong Kar-wai, Gu Changwei, Zhang Yibai, and Zhang Yimou as shareholders and partners through targeted equity offerings. Emulating DreamWorks in the U.S., Huanxi Media’s innovative equity structure ties the long-term interests of these shareholder directors to the company’s future. Unlike profit-sharing agreements, the “director-partner system”, which combines salary and shares, reduces the pressure on directors to perform beyond their creative roles. By becoming shareholders, directors’ fortunes are more closely aligned with the company’s, motivating them to consistently produce high-quality content.
- **Huanxi Media develops an online video platform to create a Chinese Netflix.** In Nov 2016, Huanxi Media signed a collaboration agreement with PCCW, which would design and develop its upcoming online video platform. Concurrently, the company made a \$2 million strategic investment in the UK video-on-demand platform MUBI, gaining access to MUBI’s information and technology. In 2017, Huanxi Media’s online video platform “Huanxi Premier” began beta testing, officially launching in March 2019 alongside the film “Crazy Alien.” As a platform combining subscription and pay-per-view models, Huanxi Premier spans PC, mobile, and TV, adhering to a “simple, luxurious, ad-free” operation philosophy to curate top-quality domestic and international films for internet users.
- **Expanding partnerships to gain more traffic and channel support.** In 2018, Huanxi Media received an investment of HKD 953 million from Maoyan Entertainment, which acquired a 15% stake in the company. Maoyan gained investment and exclusive distribution rights for Huanxi Media’s film projects and integrated “Huanxi Premier” into its website and app, utilizing its traffic to promote Huanxi Media’s online video platform business. In 2020, Huanxi Media partnered with ByteDance, establishing independent entrances for “Huanxi Premier” on platforms such as Toutiao and Xigua Video to attract users. In the same year, Huanxi Media received an investment of HKD 513 million from Bilibili, which acquired a 9.9% stake and agreed to set up dedicated sections for “Huanxi Premier” on its platform.
- **Earnings Forecast & Rating:** We forecast its revenue to be HKD817/902/969mn for 2024-2026, -38.7%/+10.3%/+7.5% yoy, with net profit of HKD123/178/193mn, -22.8%/+44.9%/+8.3% yoy. Given the company’s strong film reserves and product portfolio, we initiate coverage with an “Outperform” rating.
- **Risks:** Underperformance in film box office, slower-than-expected AI development.

Price Performance



Market Data

Closing price (HKD)	0.580
52-week Range (HKD)	0.48/1.24
P/B (X)	1.46
Market Cap (HKD mn)	2,120.75

Basic Data

BVPS (HKD)	0.398
Liabilities/assets (%)	34.94
Total Issued Shares (mn)	3,656.47
Shares outstanding (mn)	3,656.47

Related reports

欢喜传媒 (1003.HK)

影视创新先锋，内容与平台并重
增持 (首次)

2024年6月25日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

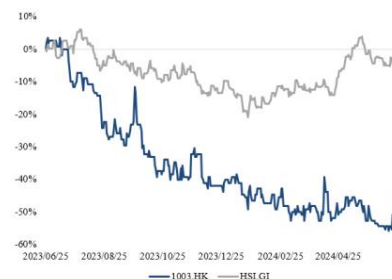
chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万港元)	1,332.79	817.40	901.51	968.68
同比 (%)	9678.39	-38.67	10.29	7.45
归母净利润 (百万港元)	159.14	122.94	178.18	192.99
同比 (%)	171.74	-22.75	44.94	8.31
每股收益-最新股本摊薄 (港元/股)	0.04	0.03	0.05	0.05
P/E (现价&最新股本摊薄)	14.02	17.25	11.90	10.99

投资要点

- 欢喜传媒是一家创新性影视内容投资、制作及在线视频播放平台公司，由阿里影业前主席董平与宁浩、徐峥、项绍琨于2015年联合创办，并通过借壳“21控股”在香港联交所上市。公司开创了新的股权结构，与多位导演建立深度合作、将股东导演与公司的长远利益紧密结合，同时积极布局在线视频播放平台，为用户甄选海内外优质影视节目。
- “内容为王”，公司绑定头部导演及创作团队、持续输出优质内容。公司坚信“内容为王”是影视业的成功关键，而杰出的导演及创作团队则是决定艺术造诣与商业价值的核心。因此公司2016年起通过定向增发股权的方式引入了陈可辛、王家卫、顾长卫、张一白和张艺谋等多名导演作为公司股东和合伙人。效仿美国梦工厂，欢喜传媒以创新的股权结构，将股东导演与公司长远利益紧密结合。与对赌协议相比，通过薪酬+股份模式绑定的“导演合伙人制”，可以一定程度减轻导演在创作之外的业绩压力；同时，导演成为公司股东后，其利益将与公司命运捆绑得更紧密，驱动导演持续创作优质内容。
- 布局在线视频播放平台，打造中国的Netflix。2016年11月，公司和电讯盈科签订合作协议，电讯盈科将为欢喜即将建立的在线视频平台提供设计及开发服务；同时，欢喜传媒向英国在线视频点播平台MUBI做出200万美元的战略投资，获得MUBI的信息及技术授权。2017年，公司旗下在线视频播放平台“欢喜首映”内测上线，并于2019年3月随电影《疯狂的外星人》上线试运营。作为会员制与收费点播相结合的精选电影平台，欢喜首映覆盖PC、移动、电视三大终端，秉承“简约、轻奢、无广告”的运营理念，为互联网用户甄选海内外优质影视节目。
- 积极拓展合作伙伴，获得更多流量和渠道支持。2018年，欢喜传媒获猫眼娱乐注资9.53亿港元、认购其15%股份，猫眼娱乐将获得欢喜传媒影视剧项目的投资权、及独家宣发权，并在其网站及APP内为“欢喜首映”提供服务入口、利用其流量资源推广欢喜传媒的在线视频播放平台业务。2020年，公司与字节跳动达成合作，在今日头条、西瓜视频等平台内为“欢喜首映”平台设立独立入口进行导流。同年，欢喜传媒获哔哩哔哩注资5.13亿港元、认购其9.9%股份，哔哩哔哩将在其平台内为“欢喜首映”设立专区。
- 盈利预测与投资评级：我们看好公司“内容为王”的策略，在“导演合伙人制度”下优质内容推出速度不断加快；同时，继续发展“欢喜首映”在线视频平台，通过优化内容生态，汇聚全球影视佳作，同时融入集团投资出品的优质电影，并与各大互联网娱乐企业深度合作，吸引更广泛的用户群。我们预计，2024-2026年公司收入将同比-38.7%/+10.3%/+7.5%至8.2/9.0/9.7亿港元，归母净利润同比-22.8%/+44.9%/+8.3%至1.2/1.8/1.9亿港元，我们看好公司的影片储备和产品布局，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：电影票房表现不及预期，AI技术发展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	0.580
一年最低/最高价	0.48/1.24
市净率(倍)	1.46
港股流通市值(百万港元)	2,120.75

基础数据

每股净资产(港元)	0.398
资本负债率(%)	34.94
总股本(百万股)	3,656.47
流通股本(百万股)	3,656.47

相关研究

内容目录

1. 内容为王，开创影视行业新模式	5
2. 电影行业快速复苏，AI 助力降本增效.....	10
3. 影片储备丰富，积极布局在线视频播放平台	13
4. 盈利预测与投资建议	15
5. 风险提示	15

图表目录

图 1:	公司收入及毛利率情况 (百万港元, %)	9
图 2:	公司费用率情况	9
图 3:	公司净利润和净利润率情况 (百万港元, %)	10
图 4:	2023 年中国电影市场强复苏	10
图 5:	Dramatron 可根据用户输入的一句话故事梗概, 自动生成完整的电影剧本	11
图 6:	电影《传说》运用 AI 重现 27 岁的成龙形象	12
图 7:	《学爸》和《满江红》宣传海报	13
图 8:	欢喜首映网页版	14
表 1:	公司发展历程	5
表 2:	7 位股东导演 (Shareholder Directors) 代表作及与公司合作内容	5
表 3:	签约导演代表作及与公司合作内容	7
表 4:	股本结构	8
表 5:	管理层履历	8
表 6:	影视行业综合音频、视频、文本, 是生成式 AI 的优质落地场景	11
表 7:	可比公司估值表	15

1. 内容为王，开创影视行业新模式

欢喜传媒是一家创新性影视内容投资、制作及在线视频播放平台公司，由阿里影业前主席董平与宁浩、徐峥、项绍琨于 2015 年联合创办，并通过借壳“21 控股”在香港联交所上市。公司开创了新的股权结构，与多位导演建立深度合作、将股东导演与公司长远利益紧密结合，同时积极布局在线视频播放平台，为用户甄选海内外优质影视节目。

表1: 公司发展历程

时间	事件
2015	阿里影业前主席董平与宁浩、徐峥、项绍琨等创办欢喜传媒，并通过收购港股公司“21 控股”借壳上市。
2016	通过定向增发股份，引入王家卫、陈可辛、顾长卫、张一白四位股东导演。
2017	旗下新媒体播放平台“欢喜首映”上线。
2018	与张艺谋导演签订合作协议，张艺谋将为欢喜传媒执导三部影视剧，欢喜传媒则提供 5% 股权和 1 亿元项目基金。同年，欢喜传媒获猫眼娱乐注资 9.53 亿港元、认购其 15% 股份，猫眼娱乐将获得欢喜传媒影视剧项目的投资权及独家宣发权，并在其网站及 APP 内为“欢喜首映”提供服务入口、利用其流量资源推广欢喜传媒的在线视频播放平台业务。
2020	与字节跳动达成合作，欢喜传媒授权原春节档电影《囧妈》在字节跳动旗下平台与欢喜首映上免费播出，字节跳动将最少支付 6.3 亿元作为代价；同时，字节跳动在今日头条、西瓜视频等平台内为“欢喜首映”平台设立独立入口进行导流。同年，获哔哩哔哩注资 5.13 亿港元、认购其 9.9% 股份，哔哩哔哩将在其平台内为“欢喜首映”设立专区。
2021	与黄渤及瀚纳影视签约，合作投资及开发影视项目。

数据来源：公司公告，公司官网，Wikipedia，东吴证券（香港）

“内容为王”，公司绑定头部导演及创作团队、持续输出优质内容。公司坚信“内容为王”是影视业的成功关键，而杰出的导演及创作团队则是决定艺术造诣与商业价值的核心。因此公司 2016 年起通过定向增发股权的方式引入了陈可辛、王家卫、顾长卫、张一白和张艺谋等多名导演作为公司股东和合伙人。效仿美国梦工厂，欢喜传媒以创新的股权结构，将股东导演与公司长远利益紧密结合。与对赌协议相比，通过薪酬+股份模式绑定的“导演合伙人制”，可以一定程度减轻导演在创作之外的业绩压力；同时，导演成为公司股东后，其利益将与公司命运捆绑得更紧密，驱动导演持续创作优质内容。

表2: 7 位股东导演（Shareholder Directors）代表作及与公司合作内容

导演	代表作	合作内容
宁浩		合作期内，将为集团每 3 年导演 1~2 部电影作品； 集团独家投资、宁浩执导的电影《疯狂的外星人》已于 2019 年年初一上映，取得第三方 28 亿人民币保底发行金额，并于 2019 年为集团带来 7 亿人民币收入； 集团独家投资、宁浩执导及刘德华主演的电影《红毯先生》，已于 2024 年第一季度上映；

徐峥



合作期内，将为集团每3年导演1~2部电影作品；
《囧》系列电影之《囧妈》于2020年大年初一透过网络平台上映；

陈可辛



合作期内，集团将拥有至少2部由陈可辛执导/共同执导的电影的投资权，最高投资总额为每部作品投资总额的60%；
集团将享有优先于他人购买陈可辛作品的全球独家新媒体发行许可之权利；
对集团已投资的制作，集团将获授予拟定电影之独家新媒体平台互联网发行权；
集团出品、陈可辛执导及章子怡主演的电影《酱园弄》将于2024年上映；

王家卫



合作期内，集团获得王家卫联合导演和监制的两季共18集中文网络系列影视剧的独家投资权，首季共12集；
集团亦有权邀请王家卫额外制作一部主要由集团投资的电影/网络系列影视剧；
集团拥有发行、转授及透过新媒体平台向全球观众播放此网络系列影视剧的独家权限，年期达10年；
王家卫即将开始监制和联合导演12集网络系列影视剧《天堂旅馆》；

张晓陵
(张一白)



合作期内，集团享有优先于他人投资至少两部张晓陵作品之权利，投资额不少于每部作品投资总额之55%；
集团享有优先购买至少2部张晓陵作品之全球独家新媒体发行许可之权利；
集团享有对张晓陵执导（或联合执导）的两季网络系列影视剧之独家投资权；
集团获授张晓陵执导（或联合执导）的两季网络系列影视剧之全球独家新媒体发行权；
张晓陵执导的网剧《风犬少年的天空》已于2020年上映；

顾长卫



合作期内，集团享有顾长卫执导（或联合执导）的两季网络系列影视剧之独家投资权；
集团获授顾长卫网络系列影视剧之全球独家新媒体发行权；
集团享有优先投资顾长卫电影作品之权利；每一部电影作品之具体投资额将由本公司与之协议；
集团享有购买至少2部顾长卫电影作品的全球独家新媒体发行许可之权利和享有投资其他作品之参与权；

张艺谋



合作期内，集团将有权**独家投资张艺谋执导的3部网络系列影视剧**，题材将由集团与之协定；
 对一部张艺谋执导的网络系列影视剧的独家投资权可替换为**对其执导之不受现有与第三方合约限制的电影之优先投资权**，于合作期内之投资额不少于该电影投资总额的**60%**；
 集团将获授张艺谋网络系列影视剧之所有有形及无形资产以及其衍生权利及相关权利；
 集团出品、张艺谋执导的电影《一秒钟》已于2020年上映；
 集团出品、张艺谋执导的电影《满江红》已于2023年大年初一上映；

数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券（香港）

签约知名导演，不断贡献精品内容。除股东导演外，公司还签约了黄渤、陈大明、贾樟柯、王小帅和王文俊等知名导演，在锁定优质作品的同时，以固定导演薪酬及部分奖励的方式避免了定向增发对现有股东权益的稀释。公司以原创为基础、精品为目标，携手华语顶尖导演、持续制作优质原创内容；近年来已推出了《学爸》、《满江红》、《夺冠》、《我和我的家乡》等广受好评的作品，在为观众带来休闲娱乐享受的同时，也为公司的票房收益提供可靠的保障。

表3: 签约导演代表作及与公司合作内容

导演	代表作	合作内容
黄渤	《一出好戏》	合作期内，合作投资及开发优质的影视项目； 集团投资及黄渤主演的电影《学爸》已于2023年上映；
陈大明	《鸡犬不宁》 《我知女人心》 《我为谁狂》	合作期内，集团享有 优先于他人投资至少三部陈大明作品之权利 ； 集团获得陈大明执导(或联合执导)的 两季网络系列影视剧之独家投资权 ； 陈大明每部电影及网络系列影视剧制作之付款(例如开发资金、电影导演费及主创人员费用)将分别协议； 陈大明执导的电影《以父亲之名》将于2024年上映；
贾樟柯	《小武》《站台》《三峡好人》 《山河故人》《江湖儿女》	合作期内，获得由贾樟柯执导之 最少三部新电影作品的独家或优先投资权 ； 集团可获得上述新电影作品的 优先发行权及新媒体独家 ；
王小帅	《青红》	合作期内，集团获得由王小帅 执导或监制之两部影视作品（包括电影及网络系列影视剧）的优先投资 ； 集团将享有其新作品的 优先投资权和全球优先发行权 ； 集团将享有其新作品在全球各新媒体平台 独家发行权及转售权 ； 集团投资、王小帅监制的电影《上山》将于2024年上映；
王文俊 (文雋)	《阳光灿烂的日子》 《风云之雄霸天下》 《古惑仔》系列 《人在囧途》《告别紫禁城》	集团享有 优先于他人投资至少四部王文俊作品之权利 ；

数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券（香港）

股本结构：公司年报显示，董平、宁浩、徐峥为欢喜传媒的一致行动人及实际控制人，三人共同持有公司40.32%的股份；此外，哔哩哔哩持股9.48%，Fidelity持股5.77%，猫眼娱乐持股5.70%，陈可辛、王家卫、顾长卫、张一白和张艺谋等股东导演分别持股2.05%~4.10%。

表4: 股本结构

名称	描述	持股数量/亿股	持股比例
董平、宁浩、徐峥	一致行动人及实际控制人	14.743	40.32%
哔哩哔哩	战略投资者	3.466	9.48%
FMR LLC.	财务投资者	2.110	5.77%
猫眼娱乐	战略投资者	2.084	5.70%
张艺谋	股东导演	1.500	4.10%
陈可辛	股东导演	1.445	3.95%
张一白	股东导演	1.400	3.83%
王家卫	股东导演	1.000	2.73%
顾长卫	股东导演	0.750	2.05%

数据来源: 公司年报, 公司公告, 东吴证券(香港)

创始人及管理层: 主要创始人董平不仅在电影制作及投资方面有丰富的经验, 同时也十分擅长资本运作, 此前已通过借壳上市的方式打造了华亿新媒体和文化中国(如今的华谊腾讯娱乐和阿里影业)两家港股上市公司, 并成功实现退出。在三次打造影视公司的过程中, 董平一直秉承以导演为中心的理念, 从早期北京华亿影视时期的冯小刚、姜文、李安, 到文化中国阶段与周星驰的深度绑定, 再到欢喜传媒时期阵容更为庞大的导演合伙人阵容, 董平始终沿用这种理念并使其不断成熟壮大。

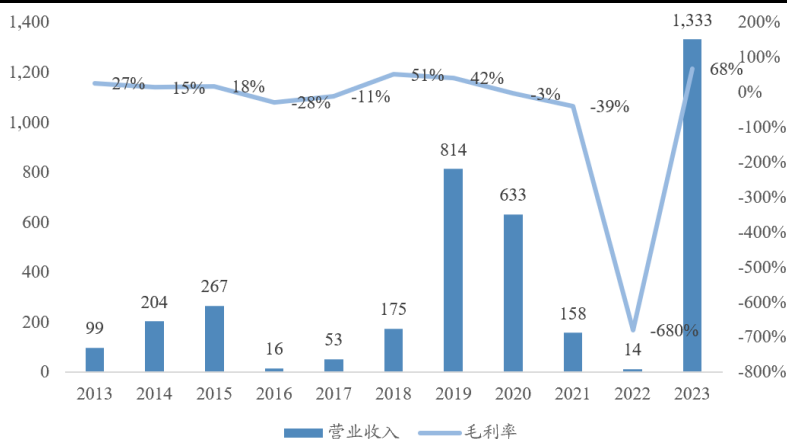
表5: 管理层履历

姓名	职位	背景
董平	执行董事, 董事会主席	在投资及经营华语媒体、广告、卫星电视、电影制作及传媒方面具备广泛经验、知识及脉络, 获得海内外影视节 50 余座奖杯, 曾任阿里影业主席; 投资监制了多部国际知名电影作品, 包括《学爸》、《满江红》、《夺冠》、《我不是药神》、《让子弹飞》、《卧虎藏龙》、《鬼子来了》等。
项绍琨	执行董事, 首席执行官	作为资深的并购律师, 曾任威嘉国际律师事务所合伙人并掌管中国业务, 及英国高伟绅律师事务所上海代表处合伙人; 在媒体企业的策划, 管理, 运营, 投资, 及交易具有丰富经验。
宁浩	非执行董事	知名电影导演及编剧, 凭借独特个人风格享誉国际。其首部执导电影《香火》获得第四届东京银座电影节大奖及第二十八届香港国际电影节金奖(亚洲数码录像), 其执导的小成本电影《疯狂的石头》获得台湾金马奖最佳原著剧本奖, 《无人区》荣获第十四届华语电影传媒大奖百家传媒年度致敬电影。
徐峥	非执行董事	知名演员、导演、编剧及监制, 于 2000 年凭借电视剧《春光灿烂猪八戒》晋身为全国明星, 此后主演众多电影《爱情呼叫转移》、《爱情呼叫转移 2》、《人在囧途》、《无人区》、《心花路放》及《港囧》。2012 年自编自导自演兼监制的公路喜剧《人再囧途之泰囧》和 2014 年制作并主演惊悚悬疑电影《催眠大师》都创造了票房神话, 并于 2018 年凭借《我不是药神》荣获台湾金马奖最佳男主角。
李旻	非执行董事	2014 年 11 月起担任哔哩哔哩的首席运营官, 并自 2015 年 1 月起担任哔哩哔哩的董事会副主席。负责哔哩哔哩的平台运营, 销售和商务合作, 内容生态系统合作伙伴关系, 以及战略规划和投资。

数据来源: 公司年报, 东吴证券(香港)

营收收入及毛利率：公司 2021/2022/2023 年收入分别为 1.58/0.14/13.33 亿元，对应同比-75%/-91%/+9678%，毛利率为-39%/-680%/68%。2022 年收入减少主要因国内影院的营业率受到疫情的不利影响，公司推迟投资的多部重磅电影在院线上映。2023 年公司收入大幅增加主要是因为年内整体票房收益较理想，其中《满江红》总票房 45.4 亿元，不仅登顶春节档票房榜，也成为中国影史悬疑片票房冠军并位列 2023 年总票房榜第一。

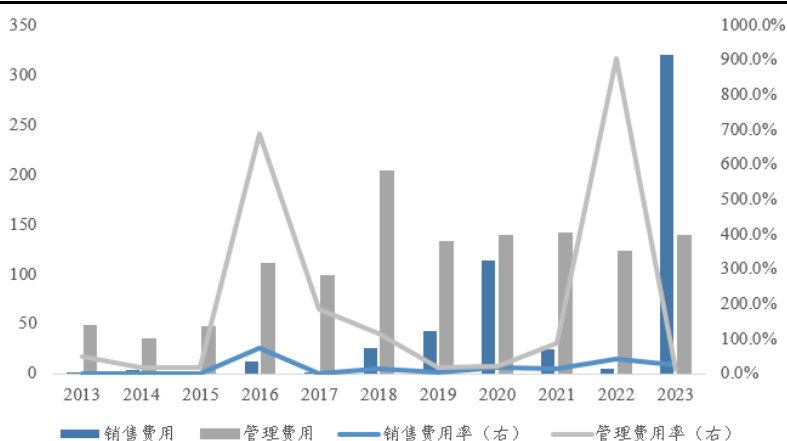
图1：公司收入及毛利率情况（百万港元，%）



数据来源：iFinD，东吴证券（香港）

销售及管理费用率：2021/2022/2023 年公司销售费用为 0.25/0.06/3.19 亿元，对应销售费用率为 15.5%/40.9%/24.0%；管理费用为 1.41/1.23/1.38 亿元，对应管理费用率为 88.8%/904.8%/10.4%。整体来看，销售费用绝对值随电影宣发及票房收入波动变化较大，而销售费用率整体波动较小（20%~40%）；对比来看，管理费用绝对值较为刚性（每年约 1 亿元），导致票房收入不理想时管理费用率非常高。

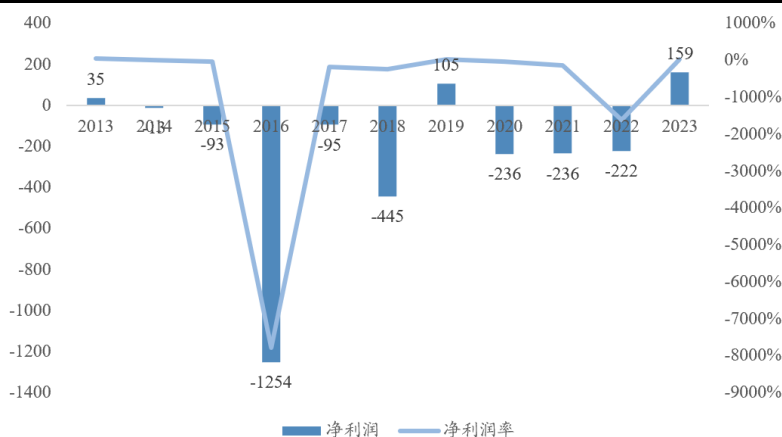
图2：公司费用率情况



数据来源：iFinD，东吴证券（香港）

净利润及净利润率：2021/2022/2023 年公司归母净利润分别为-2.36/-2.22/1.59 亿元，对应净利润率为-149%/-1627%/12%。2022 年净亏损减少主要由于“欢喜首映”在线视频平台的内容成本相关摊销开支及推广费用减少，且因电影发行活动减少导致销售及分销成本减少；2023 年扭亏为盈主要由于年内整体票房收益较为理想。

图3: 公司净利润和净利润率情况 (百万港元, %)

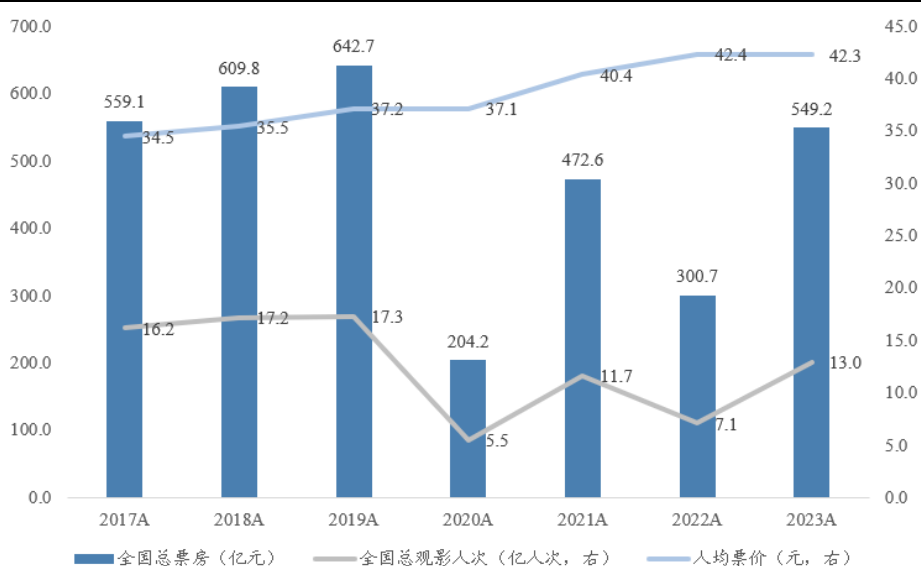


数据来源: iFinD, 东吴证券 (香港)

2. 电影行业快速复苏, AI 助力降本增效

2023 年电影大盘显著修复, 2024 年电影大盘有望延续增长趋势。2023 年中国电影市场表现出较强的复苏势头, 全国电影总票房达 549 亿元 (含服务费), 较 2022/2021 年增长 83%/16%, 恢复至 2019 年的 86%; 观影人次达 13.0 亿人, 较 2022/2021 年增长 83%/11%, 恢复至 2019 年的 75%; 人均票价为 42.3 元, 与 2022 年基本持平, 较 2021/2019 年增长 5%/14%。尽管 2023 年总票房没有达到 2018 和 2019 年 600 亿+的水平, 但放眼全球电影市场, 中国电影市场票房恢复相对更加迅速。2024 年伊始, 两大电影档期——元旦和春节——均表现亮眼, 元旦档票房超过 15 亿元, 春节档更是突破 80 亿元, 创下历史新高。我们认为优质内容将继续激发市场需求, 进而推动电影行业继续恢复。

图4: 2023 年中国电影市场强复苏



数据来源: 证券之星, 东吴证券 (香港)

影视行业综合音频、视频、文本，是生成式 AI 的优质落地场景。生成式 AI 对传统影视行业的赋能体现在降本增效及拓展创意思路上：传统影视行业依赖人力及时间，通常一部影片的制作周期通常以年为单位，且拍摄、后期等团队规模庞大。以《独行月球》为例，金刚鼠幻想大草原一个镜头，后期制作长达 11 个月。生成式 AI 技术的应用未来有望降低创作成本，提高剧本创作、特效制作、后期剪辑效率；减轻艺人塌房对影片的风险。AI 生成内容基于大量数据及语料，将开拓剧本创意、后期剪辑思路，提供更多创意来源。

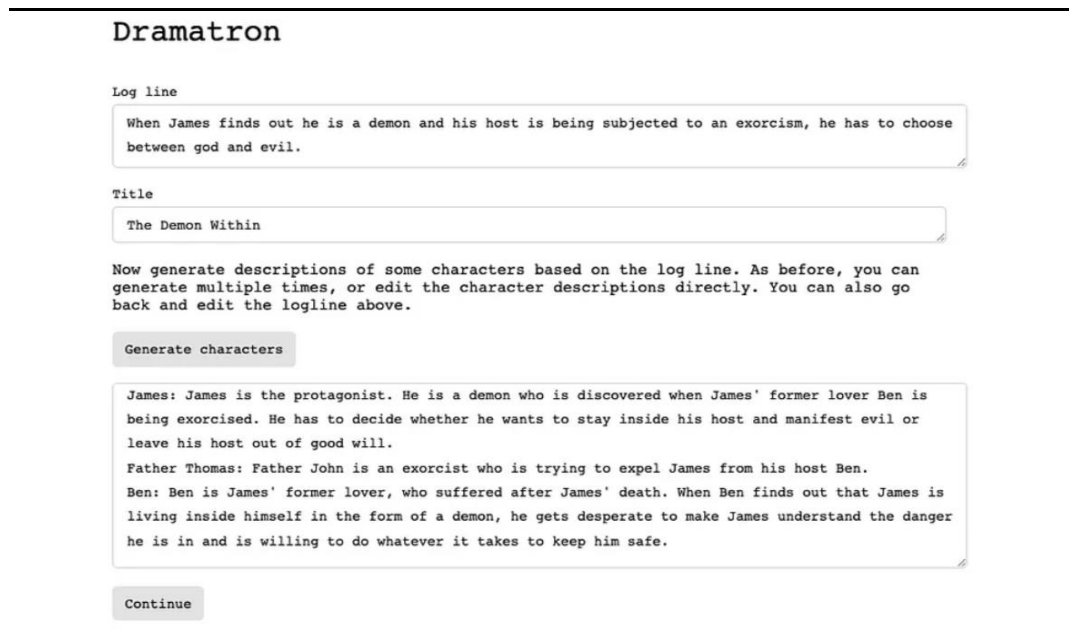
表6：影视行业综合音频、视频、文本，是生成式 AI 的优质落地场景

场景	作用
文本	AI 赋能剧本创作，高效、低成本产出剧本
音频	1) AI 生成音乐，有望实现批量化、低成本的音乐生成； 2) AI 匹配音效，帮助图、视频自动匹配合适音效
视频	1) 角色：数字形象复活，演员年轻化等； 2) 特效：根据文本及视频生成特效等； 3) 剪辑：自动抓取素材，协助剪辑预告片等

数据来源：信通院，东吴证券（香港）

剧本创作：生成式 AI 驱动剧本创作降本增效。生成式 AI 可以降低内容创作门槛，提供低成本、高效率的剧本创作模式。例如 Deep Mind 发布的 AI 写作模型 Dramatron，能够通过剧本纲要、关键词等生成基础剧本。应用生成式 AI 创作剧本的主要优势包括：
1) 成本更低：专业剧本创作依赖优质编剧团队实现剧本生产，剧本生成效率有限，成本较高。基于生成式 AI，剧本创作的成本有望显著降低，开拓创作者思维。
2) 剧本创作门槛更低：即使是毫无写作基础的用户也能借助生成式 AI 工具，画出高质量的作品。
3) 文字生成效率更高。

图5：Dramatron 可根据用户输入的一句话故事梗概，自动生成完整的电影剧本



数据来源：Medium，东吴证券（香港）

角色形象：虚实相生，拓展影视角色创作空间。通过 AI 学习演员表演、声音相关资料，可实现：1) 已故艺人的人脸、数字形象复活；2) 塌房艺人的 AI 换脸；3) 同一演员的年轻-中年-老年演绎。例如《传说》中不仅使用 AI 技术塑造诸如冰川神庙、荒沙大漠等宏大场景，还运用 AI 重现了 27 岁的成龙形象。而生成式 AI 对角色形象的赋能，为影视公司选角提供价值及想象力边界：1) 重现传统影视无法实现的名演员演出；2) 中年演员重回年轻风采、形象统一，同时避免承担多演员片酬；3) 规避影视作品的演员风险，减少损失。

图6：电影《传说》运用 AI 重现 27 岁的成龙形象



数据来源：《传说》，东吴证券（香港）

模型搭建：更智能，更快速的场&物塑造方式。生成式 AI 作为更智能、更快速的场景及物品建模方式，可实现文字转 3D 建模及 2D 图片转 3D 建模功能。传统 3D 建模依赖人力及时间，AI 生成速度更快，消耗人力更少，未来有望将 AI 生成的模型应用到影视场景中，以提升影视制作效率。例如英伟达推出的 AI 工具 Magic3D，可基于文本描述自动生成 3D 模型，未来有望延伸至场景搭建中；而通过 Midjourney-AI 绘画创作的贴图素材，可为场景/物品模型进行贴图。

文生视频工具快速发展，助力影视行业降本增效。2024 年 2 月，OPENAI 发布首个视频生成模型 Sora，最高可生成一分钟的高清视频，能够生成具有多个角色、包含特定运动的复杂场景，表现出突破性的语义理解能力、复杂场景理解能力和一致性等，表现效果远好于此前发布的视频模型，打开了视频大模型的时代。同年 5 月，谷歌发布视频生成模型 Veo，可理解自然语言和专业的拍摄术语，例如缩时录像、空拍等等，创造出符合真实世界的物理原理影片，同时可提供连贯且一致性高的影像。Veo 可产生出不同视觉风格的 1080p 分辨率影片，影片长度可以超过一分钟。随着 AI 技术逐渐成熟，AI 视频持续出圈。今年 2 月，AI 动画片《千秋诗颂》在 CCTV-1 播出；3 月，一部“完全由 AI 制作的开创性长篇电影”在洛杉矶首映。我们认为，AI 等新技术不仅在重塑影视内容的生产和消费方式，且在不断拓宽影视艺术的表现边界，将为全行业降本增效。

3. 影片储备丰富，积极布局在线视频播放平台

市场需求回暖，《满江红》登顶 2023 年度总票房榜。2023 年，公司抓住市场需求回暖的机遇，在防疫政策放开后的首个黄金档期，推出了由集团投资及主控出品的电影《满江红》，累计总票房 45.4 亿元，在春节档票房榜登顶，也成为中国影史悬疑片票房冠军及位列中国 2023 年度总票房榜第一名。同时，公司在暑期档推出黄渤监制及主演，苏亮编剧及执导的《学爸》，并于第四季度，推出了以张桂梅校长办学经历为蓝本的《我本是高山》，分别收获票房 6.14 亿元和 0.91 亿元。

图7：《学爸》和《满江红》宣传海报

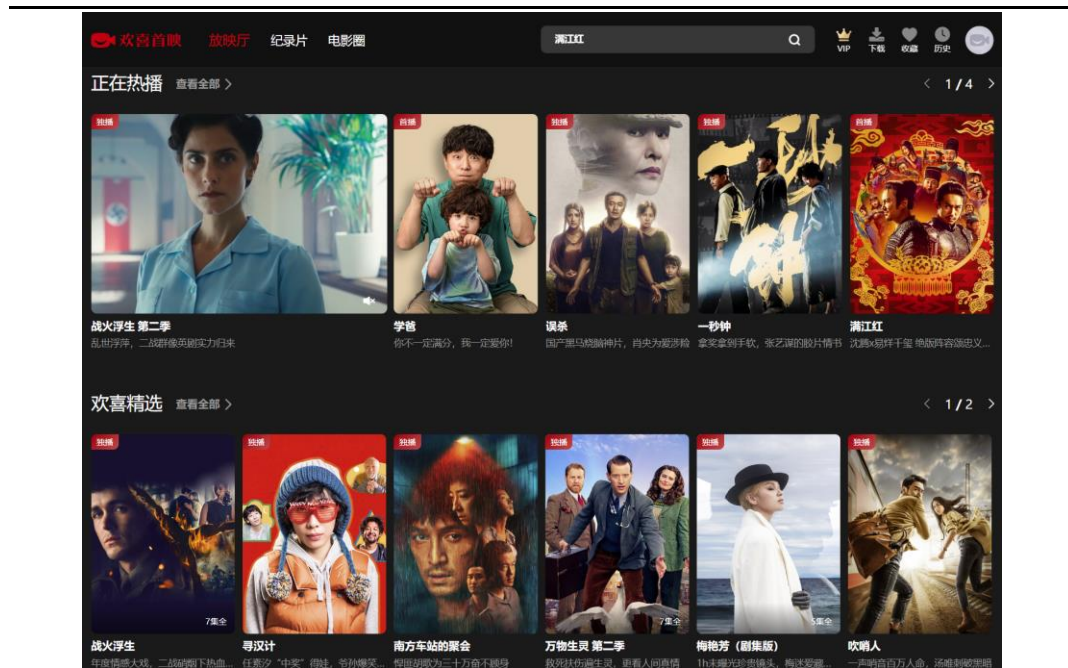


数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

影片储备丰富，优质内容推出节奏加快。2024 年 3 月，公司已经安排由宁浩执导、刘德华主演的黑色荒诞喜剧《红毯先生》上映，收获票房 9422 万；并计划于今年上映多部电影，包括由陈可辛执导、章子怡及雷佳音主演的《酱园弄》，陈可辛执导、胡歌与 Vincent Cassel 及郝蕾等主演的《独自·上场》，以及由陈佩斯编剧及执导的《戏台》。此外，公司电影储备丰富，已投资顾长卫执导、葛优及王俊凯主演的《刺猬》，陈大明执导、张涵予主演的《以父亲之名》，李阳执导、张若昀及钟楚曦主演的《从 21 世纪安全撤离》，以及程耳执导、王一博及王传君主演的奇幻爱情故事《人鱼》等电影。公司正积极筹备已投资电影的制作及上映工作；同时，《满江红》大获成功后，公司正筹划与张艺谋导演再次合作，努力打造另一部现象级电影作品。我们认为，公司将继续坚持“内容为王”的策略，拓展与华语顶尖导演合作，加快推出优质内容的步伐。

布局在线视频播放平台，打造中国的 Netflix。2016 年 11 年，公司和电讯盈科签订合作协议，电讯盈科将为欢喜即将建立的在线视频平台提供设计及开发服务；同时，欢喜传媒向英国在线视频点播平台 MUBI 做出 200 万美元的战略投资，获得 MUBI 的信息及技术授权。2017 年，公司旗下在线视频播放平台“欢喜首映”内测上线，并于 2019 年 3 月随电影《疯狂的外星人》上线试运营。作为会员制与收费点播相结合的精选电影平台，欢喜首映覆盖 PC、移动、电视三大终端，秉承“简约、轻奢、无广告”的运营理念，为互联网用户甄选海内外优质影视节目。

图8：欢喜首映网页版



数据来源：欢喜首映，东吴证券（香港）

积极拓展合作伙伴，获得更多流量和渠道支持。2018 年，欢喜传媒获猫眼娱乐注资 9.53 亿港元、认购其 15% 股份，猫眼娱乐将获得欢喜传媒影视剧项目的投资权、及独家宣发权，并在其网站及 APP 内为“欢喜首映”提供服务入口、利用其流量资源推广欢喜传媒的在线视频播放平台业务。2019 年，欢喜传媒与 CCTV6 旗下的电影新媒体平台 1905 电影网达成战略合作，在 1905 电影网手机客户端共同建立“欢喜首映”联合运营专区，发展联合会员。同年，百视通电视终端接入欢喜首映平台影视作品，欢喜首映就此打通在线视频与电视媒介，实现更广的渠道覆盖，为各端用户提供精选内容服务。2020 年 1 月，公司与字节跳动达成合作，欢喜传媒授权原春节档电影《囧妈》在字节跳动旗下平台与欢喜首映上免费播出，字节跳动将最少支付 6.3 亿元作为代价；同时，字节跳动在今日头条、西瓜视频等平台内为“欢喜首映”平台设立独立入口进行导流。同年，欢喜传媒获哔哩哔哩注资 5.13 亿港元、认购其 9.9% 股份，哔哩哔哩将在其平台内为“欢喜首映”设立专区。此后，公司与华为视频、小米视频、芒果 TV、极米投影仪、创维电视、海信电视、TCL 电视、康佳电视等达成战略合作，获得更多渠道支持。我们认为，公司正与各大互联网和娱乐企业深度合作，将吸引更多广泛的用户群。

4. 盈利预测与投资建议

整体来看，我们看好公司“内容为王”的策略，在“导演合伙人制度”下优质内容推出速度不断加快；同时，继续发展“欢喜首映”在线视频平台，通过优化内容生态，汇聚全球影视佳作，同时融入集团投资出品的优质电影，并与各大互联网娱乐企业深度合作，吸引更广泛的用户群。我们预计，2024-2026 年公司收入将同比-38.7%/+10.3%/+7.5%至 8.2/9.0/9.7 亿港元，归母净利润同比-22.8%/+44.9%/+8.3%至 1.2/1.8/1.9 亿港元，我们看好公司的影片储备和产品布局，首次覆盖给予“增持”评级。

表7: 可比公司估值表

	每股盈利/元			净利润同比增速/%			P/E		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
光线传媒	0.36	0.41	0.47	154.8	13.5	13.6	23.6	20.8	18.3
万达电影	0.65	0.78	0.91	55.8	19.9	16.4	19.1	15.9	13.7
上海电影	0.52	0.75	0.94	85.0	42.6	26.0	37.5	26.3	20.9
博纳影业	0.21	0.35	0.42	153.0	65.4	19.8	23.9	15.1	13.0
中国儒意	0.09	0.13	0.17	64.7	42.2	32.2	21.0	14.7	11.2
柠檬影视	0.72	0.9	1.03	20.8	25.0	15.4	8.5	6.8	5.9
阿里影业	0.03	0.03	0.04	199.2	18.9	19.6	13.9	11.7	9.8
欢喜传媒	0.03	0.05	0.05	-22.8	44.9	8.3	17.3	11.9	11.0

数据来源：iFinD，东吴证券（香港）预测；除欢喜首映外其他公司均为 iFinD 一致预期。

5. 风险提示

电影票房表现不及预期：电影票房取决于影片的内容质量、市场营销策略、以及观众口味变化等多种因素，并且可能受到国内外电影市场竞争加剧、在线视频平台分流等因素的挑战。

AI 技术发展不及预期：将 AI 技术应用于内容创作和影片制作的进展速度可能不如预期那样迅速。AI 技术在影视制作中的应用可能面临技术难题、高昂的研发成本以及人才短缺等问题。

欢喜传媒 (1003.HK) 三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)					利润表 (百万港元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,513	1,710	2,006	2,309	销售收入	1,333	817	902	969
现金	310	82	592	879	销售成本	427	450	478	484
应收账款	25	134	148	159	其他营业费用	0	0	0	0
存货	1,040	616	655	663	销售费用	319	106	99	126
其他流动资产	138	878	612	607	管理费用	138	131	135	155
非流动资产	722	669	617	565	财务费用	1	0	-1	-2
长期股权投资	0	0	0	0	其他经营损益	0	0	0	0
固定资产	2	1	1	1	投资收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
无形资产	312	260	208	156	营业利润	448	131	190	206
其他非流动资产	408	408	408	408	其他非经营损益	-236	0	0	0
资产总计	2,234	2,379	2,623	2,873	税前利润	212	131	190	206
流动负债	777	793	859	916	所得税	53	8	12	13
短期借款	0	13	0	0	净利润	159	123	178	193
应付账款	110	318	338	342	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	667	462	521	574	归母净利润	159	123	178	193
非流动负债	4	9	9	9	EBITDA	516	183	242	256
长期借款	0	6	6	6					
其他非流动负债	4	4	4	4	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	781	803	868	926	每股收益(港元)	0.04	0.03	0.05	0.05
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(港元)	0.40	0.43	0.48	0.53
归属母公司股东权益	1,454	1,577	1,755	1,948	每股经营现金流	0.10	-0.07	0.14	0.08
负债和股东权益	2,234	2,379	2,623	2,873	ROIC(%)	28.57	9.61	11.13	15.16
					ROE(%)	10.95	7.80	10.15	9.91
现金流量表 (百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E	毛利率(%)	68.00	45.00	47.00	50.00
经营活动现金流	364	-248	523	285	销售净利率(%)	11.94	15.04	19.76	19.92
投资活动现金流	23	0	0	0	资产负债率(%)	34.94	33.74	33.10	32.22
筹资活动现金流	-128	19	-13	2	收入增长率(%)	9,678.39	-38.67	10.29	7.45
现金净增加额	259	-228	510	288	净利润增长率(%)	171.74	-22.75	44.94	8.31
折旧和摊销	303	52	52	52	P/E	14.02	17.25	11.90	10.99
资本开支	27	0	0	0	P/B	1.53	1.35	1.21	1.09
营运资本变动	-152	371	-284	-36					

数据来源: iFind, 东吴证券(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何

假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响, 东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>