



柠萌影视 (09857.HK)

增持 (首次评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

精品剧集产能扩张稳中求进,发力短剧

打造第二增长曲线

投资逻辑

精品剧集头部制作方: 核心优势为持续稳定产出头部内容。公司14年成立以来深耕版权剧,通过播映权授权、内容营销、剧集IP衍生品等多元变现,发行海内外,截至1H24合计播映长剧23部,21部版权剧,近5年每年播映3-4部。据云合数据,16-23年有效播放市占率TOP20的剧集中,公司每年有1-2部上榜;豆瓣评分7分+的长剧占比近50%,是国内稀缺的稳定产出头部内容的制作方,我们认为主要原因在于行业经验16年+的核心管理团队和内外人才的合作,及成熟的内容制作流程。受益于长剧表现优异,公司能实现剧集100%预售,与平台利益绑定,回款良好。

长剧: 1H24 短期承压, 瞄准精品剧扩产能, 稳中求进。1) 23年底公司将未来3年目标定为从年产200集进阶到年播200集;且坚持精品剧。公司预计1H24净亏损0.5-0.55亿,主要系待播剧集延期播放。根据片单及制作进度,我们预计24年播出120集,《半熟男女》《子夜归》《猎罪图鉴2》有望H2播出,播映集数未显著提升,但滚动开发516集,保障后续1-3年的供给。2) 海外:多部版权剧发行海外,23年海外收入同增89.1%,主要受益于《一念关山》等成功发行。24年片单的70%+将发行海外,《三十而已》泰版已杀青,有望2H24播出,《猎罪图鉴》也将翻拍海外版,我们预计24年海外业务保持高速增长,后续有望随扩产能同步增长。**发力短剧打造第二增长曲线。**微短剧重投流、制作方利润薄+监管常态化,精品化是大趋势;公司立足长剧优势、与平台和品牌方的合作基础,布局To B/C的精品短剧,覆盖海内外,相较仅依赖投流的短剧,盈利更有保障。23年公司推出《二十九》等爆款,当年短剧收入同增12.4倍;24年发力微短剧,虑及其制作周期短、成本低,我们预计当年收入高增,但买量效果提升、利润释放需要过程,短剧发展或影响盈利水平,后续有望逐步兑现利润。

盈利预测、估值和评级

预计24-26年归母净利润1.7/2.4/3.0亿,对应PE 8.2/5.9/4.6X。虑及1H24净亏损,预计全年净利润释放承压,给予24年PE 9.2X,目标价4.32元人民币,港币4.71元。首次覆盖,“增持”评级。

风险提示

剧集制作进度及上线表现不及预期;产能扩张不及预期;人才流失风险;竞争加剧风险;监管风险。

传媒与互联网组

分析师: 陈泽敏 (执业 S1130524020004)

chenzemin@gjzq.com.cn

分析师: 陆意 (执业 S1130522080009)

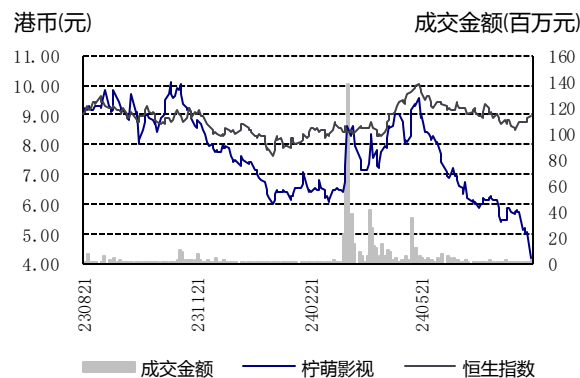
luyi5@gjzq.com.cn

分析师: 马晓婷 (执业 S1130524070006)

maxiaoting@gjzq.com.cn

市价 (港币): 4.210 元

目标价 (港币): 4.71 元



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	951	1,222	1,501	1,905	2,299
营业收入增长率	-23.82%	28.41%	22.83%	26.91%	20.69%
归母净利润(百万元)	-732	214	169	237	301
归母净利润增长率	-1301.77%	129.18%	-20.76%	39.92%	27.17%
摊薄每股收益(元)	-2.03	0.59	0.47	0.66	0.84
每股经营性现金流净额	-0.55	0.98	0.25	0.37	0.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	-30.62%	8.30%	6.29%	8.32%	9.90%
P/E	-8.82	11.60	8.22	5.87	4.62
P/B	2.70	0.96	0.52	0.49	0.46

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、柠萌影视：持续产出精品内容的国产剧头部制作方.....	4
1.1、发展历程：成立至今专注精品剧集，持续推出头部内容.....	4
1.2、围绕长短剧内容多元变现，经营稳健，回款良好.....	4
二、长剧：行业处于存量竞争时期，头部效应凸显.....	8
2.1、行业发展成熟，长视频平台控制采买成本，剧集头部效应进一步凸显.....	8
2.2、竞争优势：长剧制作市场分散，公司是国内稀缺的持续稳定产出头部剧集的制作方.....	9
2.3、增长点：瞄准头部精品剧提高产能，海外发行稳步推进，海外制作布局将初见成效.....	12
三、短剧：行业竞争激烈，打造厂牌“好有本领”制作精品短剧、发力微短剧.....	13
3.1、重投流背景下微短剧制作方利润较薄，行业监管常态化下精品短剧为发展趋势.....	13
3.2、好有本领定位精品短剧，发力微短剧，业务规模有望快速提高，利润逐步兑现可期.....	15
四、盈利预测与投资建议.....	16
4.1、盈利预测.....	16
4.2、投资建议.....	17
五、风险提示.....	17

图表目录

图表 1：公司发展历程：聚焦精品剧集，持续产出头部内容，并立足长剧拓展精品短剧.....	4
图表 2：商业模式：以长短剧内容为核心，通过授权版权播映权、内容营销变现.....	5
图表 3：各业务经营主体明确.....	5
图表 4：收入构成：版权剧集播映权授权收入占比 80%+.....	6
图表 5：23 年短剧、海外业务收入（左轴：百万元）高速增长.....	6
图表 6：营业收入：随当年播映剧集数量、售价波动.....	6
图表 7：盈利：经调整净利率基本在 14%-25%的区间.....	7
图表 8：公司经调整净利率与毛利率同步变动.....	7
图表 9：费用率：销售费率相对稳定，融资成本/营收稳中有降.....	7
图表 10：公司净现比高于可比公司.....	7
图表 11：公司应收账款周转天数（单位：天）少于可比公司.....	8
图表 12：公司存货周转天数（单位：天）少于可比公司.....	8
图表 13：爱奇艺、芒果 TV 采购成本收缩.....	8
图表 14：2021-23 年剧集上线数量（部）逐年下降.....	8
图表 15：2020-23 年全网头部剧集有效播放市占率提高.....	9
图表 16：2020-23 年全网剧集会员内容有效播放提升.....	9



图表 17: 有效播放量 TOP20 剧集所属制作方 (单位: 部) 分散, 持续上榜的制作方较少.....	9
图表 18: 2016-2024 已播放剧集: 持续稳定产出头部内容.....	10
图表 19: 公司制作的剧集覆盖现代、古装, 题材多样, 包括爱情、家庭、医疗、悬疑等.....	10
图表 20: 公司管理层介绍.....	10
图表 21: 公司业务模型清晰.....	11
图表 22: 版权剧集开发流程清晰: 从概念策划到剧集制作完成大约需要 2.5-4 年.....	12
图表 23: 公司片单: 24 年剧集储备丰富, 保障后续 1-3 年的供给.....	12
图表 24: 泰国版《三十而已》海报.....	13
图表 25: 泰国版《猎罪图鉴》海报.....	13
图表 26: 2020-2027 年中国微短剧市场规模及预测: 行业经过爆发式增长期, 现增速放缓.....	14
图表 27: 微短剧产业链各环节成本支出与收入分成情况.....	14
图表 28: 2020-23 年, 微短剧监管规范化.....	14
图表 29: 好有本领已推出多部短剧, 变现方式主要为面向 C 端付费、播映权授权、广告.....	15
图表 30: 柠萌影视收入拆分.....	16
图表 31: 公司毛利率拆分.....	17
图表 32: 公司期间费率预测.....	17
图表 33: 可比公司估值.....	17



一、柠萌影视：持续产出精品内容的国产剧头部制作方

1.1、发展历程：成立至今专注精品剧集，持续推出头部内容

- 公司成立以来聚焦精品剧集制作，并持续布局海外发行、制作，为国产剧头部制作方，现立足长剧拓展短剧，打造第二增长曲线。2014年，上海柠萌成立，主营剧集及相关衍生品投资、制作、发行及运营，15-18年完成A、B、C轮融资，22年上市。成立至23年底，公司制作发行了22部剧集，其中20部为公司担任牵头/独家投资者及执行制片人的版权剧，包括“小”系列（《小别离》、《小欢喜》、《小舍得》）、《三十而已》、《二十不惑》系列，古装《九州缥缈录》《一念关山》、悬疑题材《猎罪图鉴》《胆小鬼》、医疗题材《问心》等，这些内容基本均为当年的头部剧集；同时公司持续开拓海外市场，将制作的剧集发行至海外，23年公司海外收入高增（同比+89.1%），达到0.39亿元。21年成立柠川文化深化内容营销业务，同年成立子公司好有本领，布局精品短剧，23年短剧业务取得突破，好有本领发布多个爆款短剧，其中《二十九》在抖音正片总播放量超8亿次，23年短剧相关业务收入同比增长超12倍。

图表1：公司发展历程：聚焦精品剧集，持续产出头部内容，并立足长剧拓展精品短剧



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

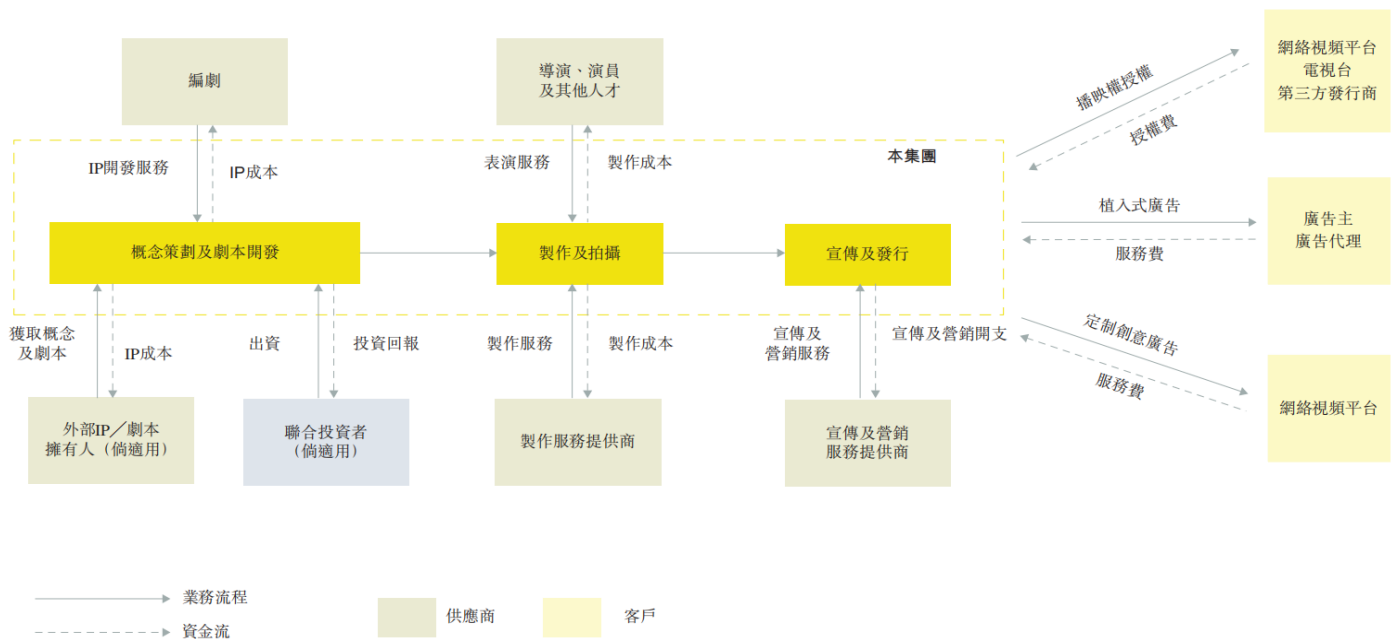
1.2、围绕长短剧内容多元变现，经营稳健，回款良好

- 公司商业化的基础是长剧及短剧内容，主要通过授权版权剧播映权、内容营销变现。其中，内容以版权剧为主，制作环节主要包括前期概念策划及剧本开发，中期的制作及拍摄，及拍摄完成后的宣传及发行，商业化变现方式直观，各业务经营主体明确。
- 1) 长剧相关：通过对外授权播映权，获得相应收入，主要授权给流媒体平台及国内的电视台；同时通过植入式广告等营销方式获得内容营销收入。
- 2) 短剧相关：21年布局，专注精品短剧，目前已覆盖B/C端，通过商务合作、用户付费变现。
- 3) 内容营销业务：除依托公司自身的版权剧集及自有IP、提供一站式的内容营销解决方案外，也积极拓展外部合作机会，获得多个头部剧集的商务代理合约。服务内容涵盖植入式广告、创意定制广告及全面的营销推广活动。
- 4) 海外业务：1H23成立海外业务实体平台“柠萌国际”，聚焦剧集的海外发行、海外原生内容的制作及发行、海外IP相关商业化运营等业务。
- 5) 其他业务：包括开发制作发行电影、作为非执行制片人投资剧集、授权IP



衍生品改编权等。

图表2: 商业模式: 以长短剧内容为核心, 通过授权版权播映权、内容营销变现



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表3: 各业务经营主体明确

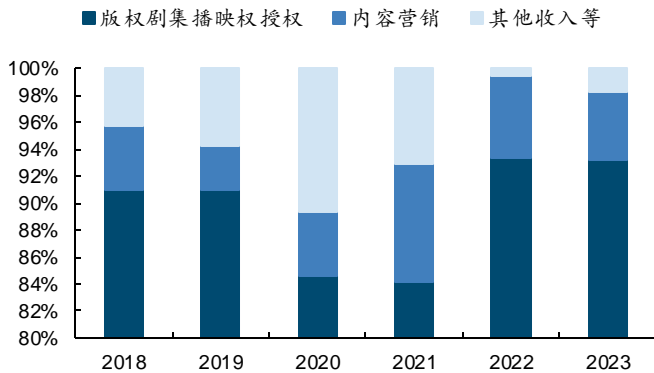
业务	子公司
长剧集版权剧业务	上海柠萌影视传媒股份有限公司 上海柠萌开新影视传媒有限公司 浙江东阳柠萌影视传媒有限公司 上海柠萌悦心影视传媒有限公司 霍尔果斯柠萌影视传媒有限公司
短剧业务	北京好有本领文化传媒有限公司 上海与日俱增文化传媒有限公司
海外业务	Linmon Media International Co., Limited
内容营销业务	上海柠川文化传媒有限公司 杭州无人关机文化传媒有限公司
其他业务	杭州吉荣文化传媒有限公司

来源: 公司招股书, 公司公告, 国金证券研究所

- 版权剧播映权授权贡献主要收入, 业绩波动与当年播映内容直接相关, 23 年短剧、海外业务增长明显, 24 年上半年业绩短期承压。
 - 1) 公司 80%以上收入来自版权剧播映授权, 23 年该业务收入占比 93.1%, 版权剧播映授权费=集均售价*集数, 因而业绩与当年交付/播映的剧集售价、集数直接相关。2019-23 年, 公司每年有 3-4 部版权剧播映, 2019、23 年收入增长明显, 19 年主要系《九州缥缈录》集均售价较高, 据招股书, 每集授权费 1796.2 万元, 23 年主要系播映集数、集均售价的提升。2020-22 年, 公司总收入下降, 主要由于 2020 年集均售价较 19 年降低, 而 2021-22 年播映集数下降。公司预计 24 年上半年净亏损 0.5-0.55 亿元, 待播剧集延期是主要原因之一。
 - 2) 23 年短剧相关业务同比增长 12.4 倍, 主要由于一方面微短剧行业放量, 另一方面公司当年推出《二十九》等爆款精品短剧, 抓住行业快速增长的机会; 23 年海外业务收入同比+89.1%, 主要系公司多部剧集在海外一线平台热播, 且持续摸高海外发行价格, 多年持续推动剧集内容出海战略布局成果初显。

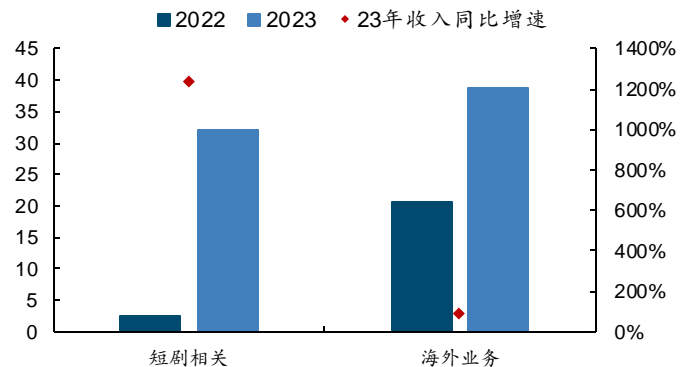


图表4: 收入构成: 版权剧集播映权授权收入占比 80%+



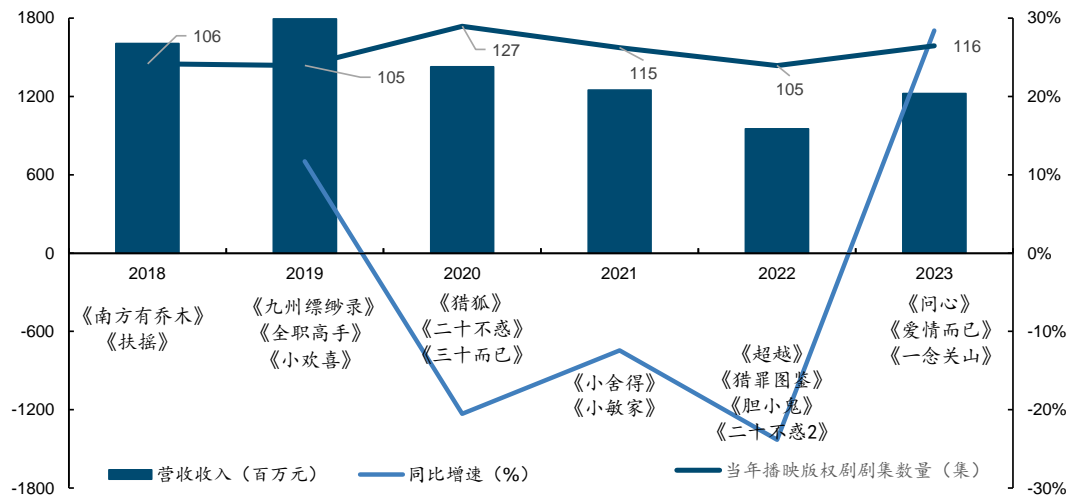
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 23年短剧、海外业务收入 (左轴: 百万元) 高速增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 营业收入: 随当年播映剧集数量、售价波动



来源: 公司公告, 猫眼专业版, 国金证券研究所

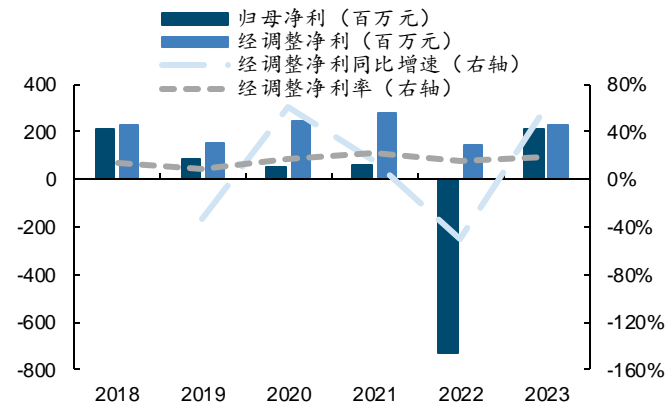
- 经调整净利率与毛利率同步波动, 基本保持在 14%-25% 的区间。为更充分反映公司经营的真实盈利水平, 我们分析经调整净利润 (年内利润-以股份为基础的开支-上市开支-可转换可赎回优先股的公平值变动), 公司持续实现盈利, 但波动较大, 主要系毛利率受内容制作成本的变化而波动, 23 年经调整净利润同比+60.4% 至 2.2 亿元, 公司预计 24 年上半年经调整净亏损约 0.47-0.52 亿元, 主要系 24 年上半年播出的剧集因档期将延后至 24 年下半年播出, 相关剧集的收入及利润也将延后至下半年确认。
- 毛利率: 2020-23 年保持在 35%-45% 的区间, 波动主要受内容制作成本变化影响。分业务:
 - 1) 版权剧播映授权: 公司该业务毛利率基本在 35%-45%, 营业成本主要为制作成本、存货减值拨备, 剧集制作成本及其结构一般因题材而异。剧集制作成本主要包括全体演员的人员成本、制作成本、采购及开发剧本成本、后期制作成本及相关的其他服务, 其中, 根据广电总局 20 年 2 月 6 日颁布的《国家广播电视总局关于进一步加强电视剧网络剧制作生产管理工作有关工作的通知》, 每部电视剧全部演员片酬不得超过制作总成本的 40%, 主要演员片酬不得超过演员片酬的 70%。19 年公司该业务毛利率 17.2%, 低于一般水平, 主要系当年制作的《九州缥缈录》为古装奇幻题材, 妆化、制作场景、特效等成本较高所致; 22 年该业务毛利率 37.8%, 23 年末披露该口径毛利率。
 - 2) 内容营销: 公司该业务毛利率基本在 60% 以上, 营业成本主要包括导演、演员片酬及广告制作成本。21 年该业务毛利率为 56.9%, 低于一般水平, 主要由于全案营销活动业务成本相对较高, 22 年该业务毛利率回升至 64.3%, 23 年末



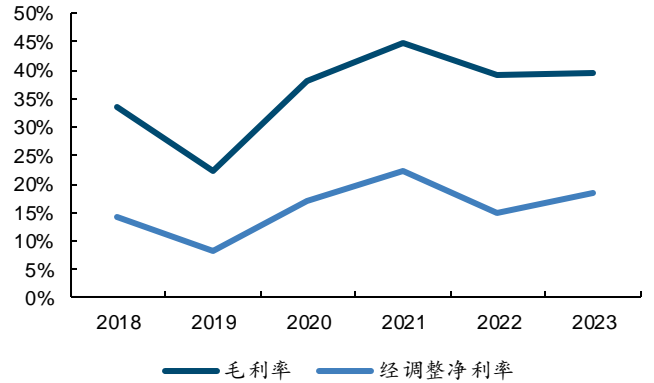
披露该口径毛利率。

- 3) 其他：该业务毛利率波动较大，成本主要包括定制剧集成本、电影制作成本及存货减值拨备、艺人经纪及衍生品相关的成本。20 年该业务毛利率从 19 年的 79.4%，降至-8.0%，主要由于基于对存货、市场表现评估，公司投资电影《冒牌特工队》全额计提减值拨备；21 年该业务毛利率提升至 88.23%，主要系公司作为非执行制片人投资的《陪你一起长大》按投资比例收取授权费净额，定制剧《千古玦尘》以净额基准确认收入，毛利率较高所致；22 年无对外投资剧集、定制剧的影响，毛利率降低至 23.3%，23 年未披露该口径毛利率。

图表7：盈利：经调整净利率基本在 14%-25% 的区间



图表8：公司经调整净利率与毛利率同步变动

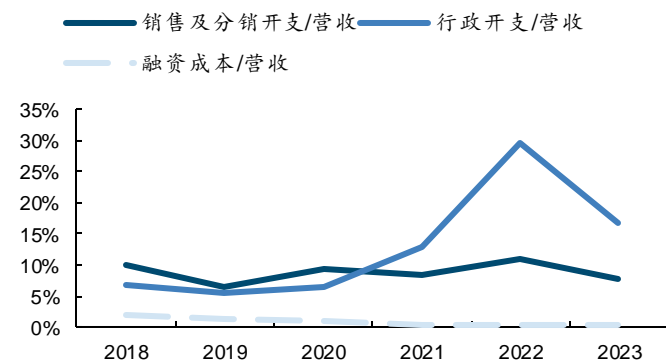


来源：公司公告，国金证券研究所

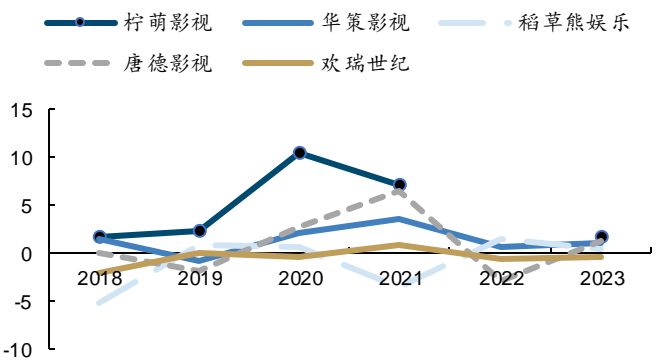
来源：公司公告，国金证券研究所

- 销售费率相对稳定，融资成本/营收稳中有降。1) 销售费率基本稳定在 7%-11% 的区间，与当年剧集上线等所带来的营销开支关系较大。据公司招股书，基本 80% 以上的销售费用为营销开支，其余为员工成本及福利、办公开支。其中，22 年 11.1% 的销售费率为 18-23 年的峰值，较 21 年的 8.3% 增长较多，主要由于销售人员数目、平均薪资提升，且员工股权激励计划覆盖全年，而 21 年仅覆盖授予之日起的 3 个月，以及上市费用；23 年销售费率即降至 7.6%。2) 22-23 年管理费率高于 18-20 年 5%-7% 的水平。据公司招股书，管理费用 80% 以上为员工成本、折旧及摊销、办公开支。其中，22 年管理费率达到 29.5% 的峰值，主要系员工数量增加，员工股权激励计划对应的开支覆盖全年及上市费用；23 年高于上市前水平预计主要由于员工成本、股权激励计划开支影响。3) 融资成本稳中有降，占营收比例从 18 年的 1.8% 降至 23 年的 0.2%。

图表9：费用率：销售费率相对稳定，融资成本/营收稳中有降



图表10：公司净现比高于可比公司



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所，注：净现比根据经营性现金流量净额/归母净利润计算得出，22 年公司由于上市而产生大额可转换可赎回优先股的公允价值变动，该年数据属于异常值，故剔除。

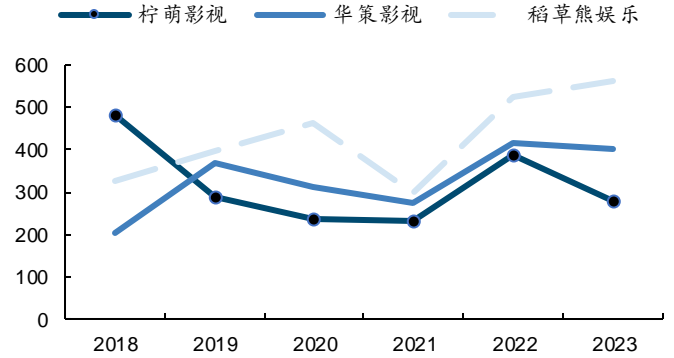
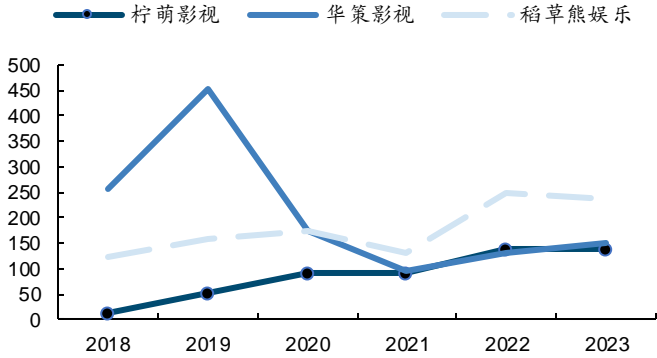
- 受益于持续产出头部内容的能力，预售制顺利推进，回款能力良好，存货积压、减值风险较低。据公司招股书，从 16 年播映的《好先生》到 22 年上映的《猎罪图鉴》，公司制作的版权剧均采用了预售安排，公司通常在剧本完成前向客户预售剧集并签订



协议后一定期间内收入授权费总额的 30% (属于行业惯例范围), 通常签订协议约定付款时间表, 进行分期付款, 主要由于制作的剧集表现优秀, 虽然每年播映的内容数量不多, 但多为头部内容, 所以, 对比电视剧制作行业上市公司, 公司净现比更高, 应收账款周转快于稻草熊, 和行业龙头华策相当。同时, 受益于预售制的推行, 公司存货积压风险较低, 周转快于可比公司。

图表11: 公司应收账款周转天数(单位: 天) 少于可比公司

图表12: 公司存货周转天数(单位: 天) 少于可比公司



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

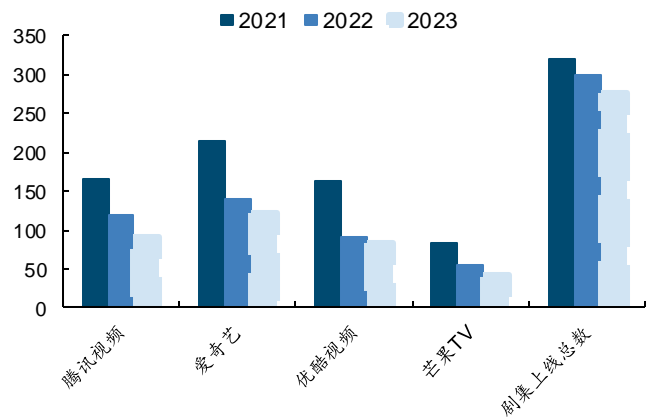
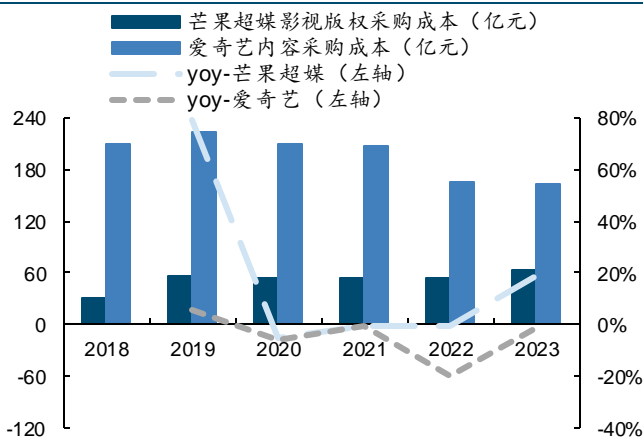
二、长剧：行业处于存量竞争时期，头部效应凸显

2.1、行业发展成熟，长视频平台控制采买成本，剧集头部效应进一步凸显

- 2020 年以来, 长视频平台降本增效, 内容采买成本严控。爱奇艺内容成本 19-23 年的内容成本降低 27.0%; 而芒果超媒内容采购成本 19-22 年也在降低, 采购规模较小, 降幅也较低, 23 年采购成本提升至 62.7 亿元预计主要系公司当年战略性变化所致。
- 降本增效过程中, 长视频平台秉持提质减量策略, 上新剧集数量下降, 重视精品内容, 头部剧集市占率提升。1) 据艺恩数据, 2021-23 年, 剧集上线总数从 320 部降至 276 部, 各长视频平台上线剧集数量均有所下滑; 但全网剧集会员内容有效播放量增长 35%, 一定程度反映出提质减量策略的成效及流媒体平台发展会员业务的策略。2) 20-23 年, TOP10 和 20 有效播放量剧集市占率分别提升 2.3、1.6pct。

图表13: 爱奇艺、芒果TV采购成本收缩

图表14: 2021-23 年剧集上线数量(部) 逐年下降

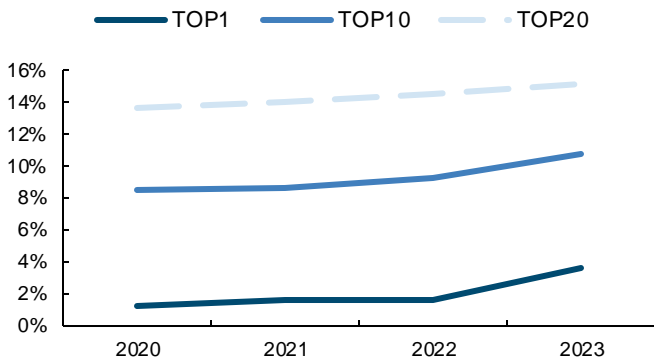


来源: 公司公告, 国金证券研究所

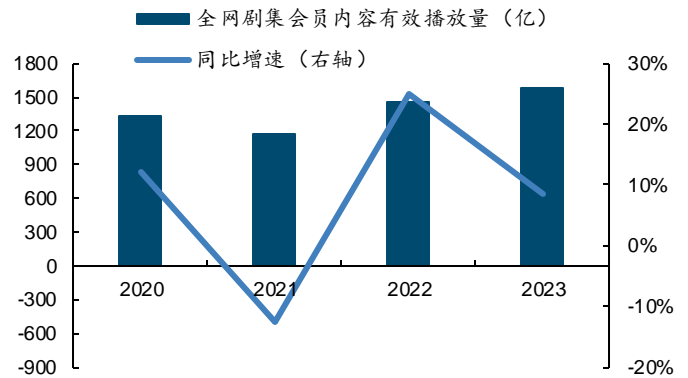
来源: 艺恩数据, 云合数据, 国金证券研究所, 注: 21 年各平台上线剧集数来自云合数据, 其余均来自艺恩数据



图表15: 2020-23 年全网头部剧集有效播放市占率提高



图表16: 2020-23 年全网剧集会员内容有效播放提升



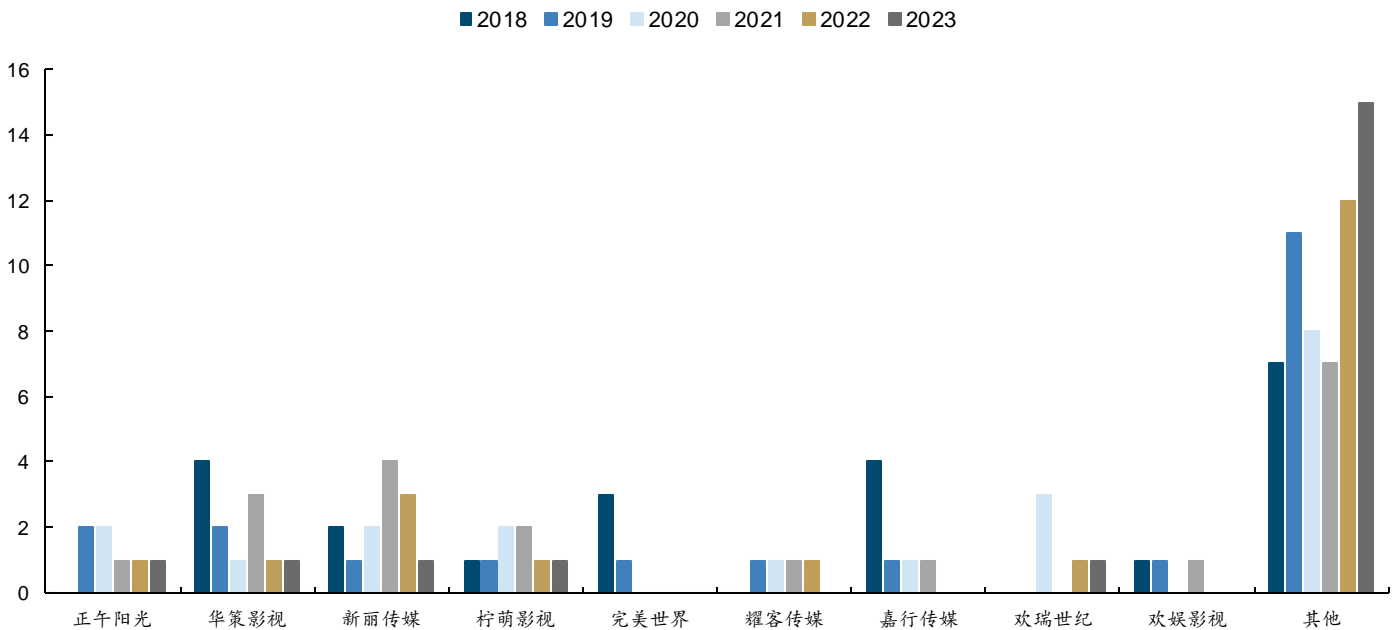
来源: 云合数据, 国金证券研究所

来源: 云合数据, 国金证券研究所

2.2、竞争优势:长剧制作市场分散, 公司是国内稀缺的持续稳定产出头部剧集的制作方

- 国内长剧制作市场分散, 能稳定产出头部剧集的制作方较少。据云合数据, 有效播放量剧集 TOP20 榜单中, 所涉及的制作方一般在 15 个以上, 头部剧集制作市场分散; 且持续上榜的制作方较少, 一个长剧制作方上榜当年有效播放量 TOP20 剧集的数量有限, 一般在 1-2 部, 规模较大的能到 3-4 部, 从我们统计的数据看, 华策影视、新丽传媒、正午阳光、柠萌影视是 2018 年以来每年均上榜的制作方。

图表17: 有效播放量 TOP20 剧集所属制作方 (单位: 部) 分散, 持续上榜的制作方较少



来源: 云合数据, 猫眼专业版, 完美世界影视官网, 国金证券研究所, 注: TOP20 榜单的范围为全部连续剧, 包括非当年上线的剧集, 流媒体平台关联度较大的制作方未在上表中展示

- 公司的核心优势为能持续稳定产出头部内容。1) 自成立至 1H24, 公司共发行了 23 部优质剧集, 其中 21 部是由公司担任牵头/独家投资者及执行制片人的版权剧。据云合数据, 公司出品的剧集每年均会有 1-2 部出现在正片有效播放市占率 TOP20 的剧集榜单; 2) 推出的剧集题材多样, 覆盖家庭、爱情、古装、女性成长、医疗、运动、悬疑等多个领域, 涵盖当下“青春”、“职业”、“犯罪”、“成长”等多数热点话题, 其中不乏口碑好的剧集, 《小别离》《小欢喜》《二十不惑 2》《问心》《爱情而已》等剧集豆瓣评分 8.0 及以上, 豆瓣评分 7 分以上的剧集占比接近 50%。结合前文财务分析, 公司的核心优势已于报表端呈现, 净现比、应收账款周转和存货周转比可比公司更优或相当。

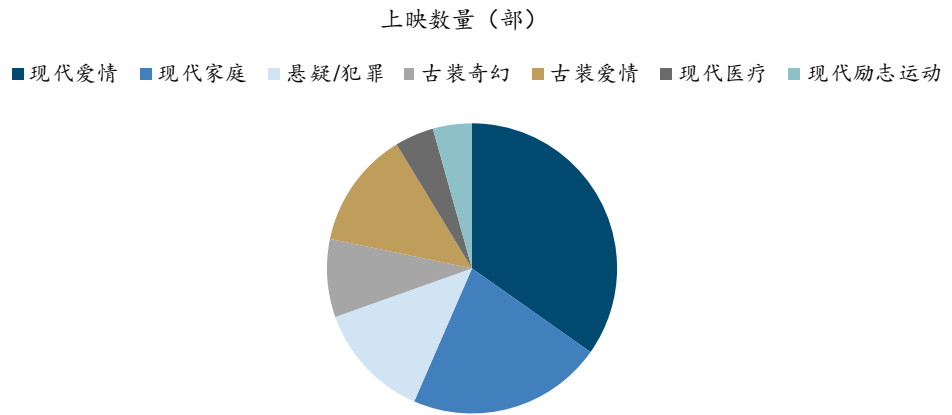


图表18: 2016-2024 已播放剧集: 持续稳定产出头部内容

剧集名称	2016		2017		2018		2019		2020		2021		2022		2023		2024	
	豆瓣评分	有效播放量市占率排名	豆瓣评分	有效播放量市占率排名	豆瓣评分	有效播放量市占率排名	豆瓣评分	有效播放量市占率排名	豆瓣评分	有效播放量市占率排名	豆瓣评分	有效播放量市占率排名	豆瓣评分	有效播放量市占率排名	豆瓣评分	有效播放量市占率排名	豆瓣评分	有效播放量市占率排名
好先生	7.2																	
小别离	8.0																	
择天记		4.3	3															
南方有乔木					5.3	25												
扶摇					4.7	4												
小欢喜							8.2	7										
九州缥缈录							5.9	-										
全职高手							7.3	-										
二十不惑									6.3	16								
三十而已									6.6	4								
猎狐									6.8	14								
小舍得											6.5	13						
小敏家											6.1	-						
千古玦尘											5.4	16						
陪你逐风飞翔											5.8	-						
二十不惑2													8.0	-				
超越													8.0	-				
精英困兽													7.6	14				
胆小鬼													7.8	-				
爱情而已															8.2	-		
问心															8.4	-		
一念关山															6.4	8		
你也有今天																	7.0	24

来源: 公司招股书, 公司公告, 豆瓣官网, 云合数据, 国金证券研究所, 注: 未加粗的影视剧为定制剧集, 其余均为版权剧集, 统计数据截至 8 月 17 日

图表19: 公司制作的剧集覆盖现代、古装, 题材多样, 包括爱情、家庭、医疗、悬疑等



来源: 公司公告, 豆瓣官网, 国金证券研究所

- 我们认为可稳定产出头部内容的背后主要原因是: 创始人行业经验丰富, 内容制作把控强, 及成熟的流程保障。内容制作行业的核心在于人才, 保障优质内容的持续产出。
 - 1) 核心团队行业经验丰富, 把控内容质量。公司的核心管理团队由苏晓、陈菲、徐晓鸥和周元等联合创始人组成, 创始人均曾于 SMG (上海文广集团) 任职, 具备超过 16 年的影视行业经验, 其中苏晓、陈菲、徐晓鸥的经历覆盖长剧作的产业链, 而周元在战略投资方面经验丰富。目前创始人分工清晰, 4 位创始人组成绿灯委员会在剧本开发及前期筹备阶段进行 5 轮审议, 把控内容质量和预算、制作节奏。

图表20: 公司管理层介绍

姓名	职务	负责业务	履历
苏晓	联合创始人、执行董	<ul style="list-style-type: none"> 整体战略规划 财务与人才管理 	<ul style="list-style-type: none"> 1996 年-2005 年, 于上海教育电视台历任新闻部副主任、副台长等; 2005 年-2014 年, 于 SMG 历任上海生活时尚频道副总监 (负责频道内容制



姓名	职务	负责业务	履历
	事、董事长 兼总裁	• 政府公共事务	作与管理)、影视剧中心主任(负责电视剧采购和编播安排)、东方卫视副 总监(负责电视剧采购和编播安排)、上海尚世影业总经理(负责全面经营 和管理)等; • 2014年,创立并担任上海柠萌执行董事兼总裁,同年9月任上海柠萌董事 长;2021年担任上海柠萌执行董事、董事长兼总裁。
陈菲	联合创始 人、执行董 事、首席执 行官	• 战略及组织创新 • 产品定位规划 • 发行营销等全链 管理	• 2003 - 2014年,于SMG历任影视剧中心采购部主任、影视剧中心副主任 (负责影视剧版权采购)、上海尚世影业副总经理(负责发行业务及演艺经 纪业务)等; • 2014年,创立并担任上海柠萌董事;2021年,担任上海柠萌执行董事兼 首席执行官。
徐晓 鸥	联合创始 人、执行董 事、副总裁	• IP研发 • 剧本创作和制作	• 2006 - 2014年,于SMG历任影视剧中心策划部主任、上海尚世影业副总 经理(负责电视剧剧本策划和制作)等; • 2014年,创立并担任上海柠萌董事,同年10月任上海柠萌执行副总裁; 2021年,担任上海柠萌执行董事兼副总裁。
周元	联合创始 人、执行董 事、副总裁	• 电影业务 • 海外业务 • 资本运作 • 商业化及创新业 务	• 2003年-2007年,于法国米其林集团总部担任信息系统分析师; • 2007年-2009年,就职于米其林(中国)投资; • 2011年-2014年,就职于SMG战略投资部(负责SMG娱乐板块的战略研 究、及上海尚世影业有限公司的战略与融资); • 2014年,创立并担任上海柠萌董事兼执行副总裁;2021年,担任上海柠 萌执行董事兼副总裁。

来源:公司官网,公司公告,国金证券研究所

- 2) 管理层与内外部人才通力合作,按照公司内部拟定的流程推进剧集制作,保障剧集质量与顺利播映。①公司通过内外部人才储备赋能内部剧集制作。②核心团队与内部人才合作把关剧本质量和前期筹备。剧集制作包括概念策划、剧本开发、前期筹备、拍摄、后期制作5个环节,其中剧本开发阶段需经过2轮创始人组成的绿灯委员会审议,与剧本中心讨论,分别审议剧本大纲和前十集剧本、制定初步项目提议(预算及演员计划);前期筹备阶段需经过3轮绿灯委员会审议,和制片人、执行编辑、财务部、发行及营销部合作确定营销策略、制作时间表、预算及选角、招聘剧组人员。该阶段耗时最长,需要1.5-2年时间,拍摄和后期制作阶段约需要8个月-1年。③其中,剧本开发和前期筹备阶段公司即启动预售,保障回款质量。

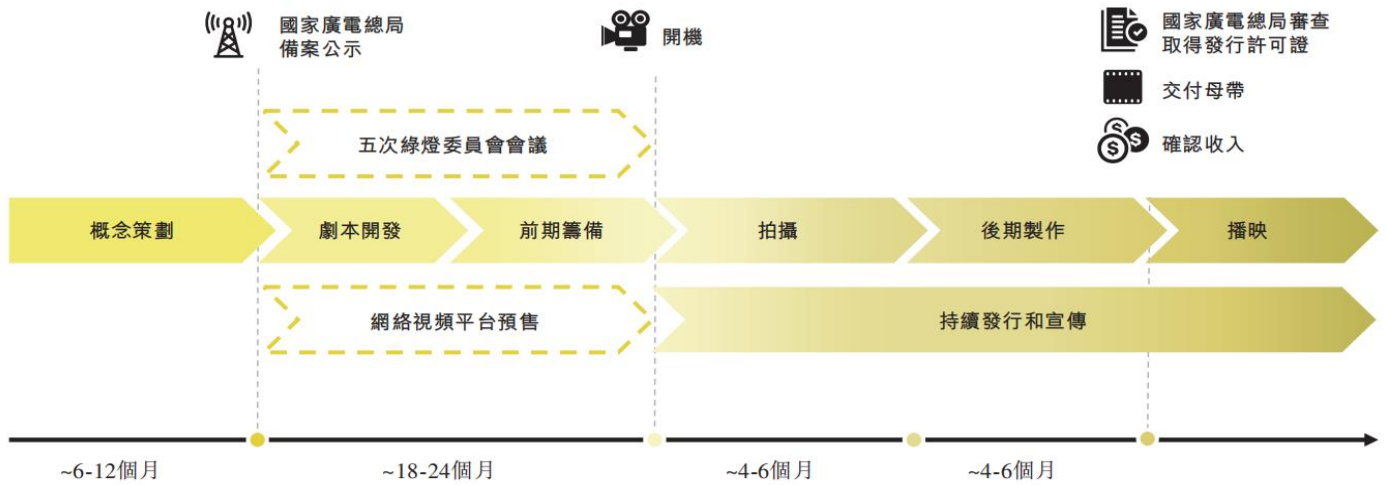
图表21: 公司业务模型清晰



来源:公司招股书,国金证券研究所



图表22: 版权剧集开发流程清晰: 从概念策划到剧集制作完成大约需要2.5-4年



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

2.3、增长点: 瞄准头部精品剧提高产能, 海外发行稳步推进, 海外制作布局将初见成效

- 瞄准头部精品剧提高产能。2016-23年, 公司每年播出剧集从87集提升至116集, 2019-23年每年稳定播出3-4部、105-120集, 23年12月公司宣布将未来三年目标设置为从年产200集向年播200集的进阶, 并会按照1:5的比例进行开发储备, 即每年滚动开发1000集; 同时仍坚持开发头部精品剧集的战略, 若能实现产能顺利扩张, 则国内版权剧业绩规模有望随之提高。
- 24年国内预计播出120集剧集, 延续原来的水平, 但开发剧集数量丰富, 保障后续供给。1) 24年上半年播出《你也有今天》, 《子夜归》《猎罪图鉴2》《书卷一梦》开拍, 合计80集, 目前《子夜归》《猎罪图鉴2》均已杀青, 预计将于今年下半年播出, 去年下半年杀青的《半熟男女》预计下半年播出。2) 24年滚动开发剧集516集(根据24年片单计算24年在开发中的剧集, 不包括23年已经杀青、24年播出的剧集), 保障后续1-2年的供给。23年12月公司发布24年片单, 包括16部新剧集, 覆盖现实、悬疑、言情、古装、创新等多个赛道, 多数预开机时间为24年, 按照2.5-4年的制作周期, 目前开发的剧集为后续1-3年的供给提供保障。

图表23: 公司片单: 24年剧集储备丰富, 保障后续1-3年的供给

剧集名称	题材	预开机时间	实际开机时间	预计播映时间	集数	是否海外发行
你也有今天	现代爱情	-	-	24年1月播出	36	是
半熟男女	现代爱情	-	2023-04	23年8月杀青, 预计年内播出	36	是
子夜归	古装	-	2024-01	24年5月杀青, 预计年内播出	24	是
猎罪图鉴2	现代, 悬疑, IP剧	-	2024-03	24年6月杀青, 预计年内播出	36	是
三十而已泰国版	现代, IP剧	-	-	24年1月杀青, 预计年内播出	24	海外制作
书卷一梦	古装	-	2024-05	预计24年杀青, 25年播出	20	是
飞刀	现代, 医疗	预计4Q24-1Q25	预计24年下半年	预计25年	38	-
宝庆里	当代, 上海弄堂变迁	预计3Q24	预计24年下半年	预计25年	30	-
交锋	当代国安剧	预计4Q24	预计24年下半年	预计25年	30	-
轧戏	都市爱情	预计3Q24	预计24年下半年	预计25年	40	-
问心2	现代, 医疗	预计4Q24-1Q25	未定	预计25年及以后	30	是
猎罪图鉴泰版	猎罪图鉴 IP	-	-	预计25年	40	海外制作
没有人像你	现代, 爱情	预计4Q24-1Q25	未定	预计25年及以后	20	是
入口呼叫	现代, 情感悬疑	预计4Q24	未定	预计25年及以后	24	-
月明千里	古装传奇	预计2Q24	未定	预计25年及以后	18	是



剧集名称	题材	预开机时间	实际开机时间	预计播映时间	集数	是否海外发行
今天是太阳雨	青春爱情	预计 2Q24	未定	预计 25 年及以后	40	是
十日终焉	奇幻冒险, IP	预计 4Q24-1Q25	未定	预计 25 年及以后	16	是
三十而已 2	现代, 家庭	预计 3Q24	未定	预计 25 年及以后	30	是
小三居	现代, 家庭伦理	预计 4Q24	未定	预计 25 年及以后	40	是
一念江南	一念系列	预计 4Q24	未定	预计 25 年及以后	40	是

来源: 公司微信公众号, 公司官微, 国金证券研究所, 注: 部分剧集未按照预开机时间推进, 播映时间根据公司开发周期预测

- 23 年海外业务收入高增, 海外发行有望随产能提升而同步增长, 23 年底发布的储备剧集多数计划发行海外。
 - 1) 公司已于海外发行了多部版权剧,《九州缥缈录》、《三十而已》、《猎罪图鉴》等先后在多个一线国际平台热映。22 年《二十不惑 2》在爱奇艺和 Netflix 同步上线, 这是 Netflix 首次以系列形式购买中国国产剧,《二十不惑》系列亦在 Netflix 多个地区登上了收视榜 TOP10; 23 年,《爱情而已》在 Netflix 等 17 家平台同步播出, 覆盖超 100 多个国家和地区, 登上 Netflix 中国台湾地区剧集榜单 Top10、马来西亚 Astro 平台月榜 Top2;《一念关山》连续霸占爱奇艺国际北美站、中国台湾站 Top1、泰国站 Top2, 发行价格创集团古装剧海外发行新高, 23 年收入同比+89.1%, 当年成立柠萌国际专注海外业务, 积极拓展大华语、泰语、印尼语等海外市场。
 - 2) 23 年 12 月公司发布 2024 年重磅国际片单, 国内储备剧集 70%以上均会海外发行, 目前尚未海外发行的有 12 部, 包括《半熟男女》《问心 2》《猎罪图鉴 2》《三十而已 2》《一念江南》《子夜归》《月明千里》《书卷一梦》《十日终焉》《没有人像你》《今天是太阳雨》。

图表24: 泰国版《三十而已》海报



来源: 柠萌影视官微, 国金证券研究所

图表25: 泰国版《猎罪图鉴》海报



来源: 柠萌影视官微, 国金证券研究所

- 海外制作布局将初见成效。《三十而已》泰国版已杀青, 预计 24 年年内播出, 该剧由泰国一线演员参演, 同时《三十而已》IP 也将全球多个市场开发当地版本, 其中印尼版、中国香港版由柠萌与跨区域 OTT 视频流媒体平台 Viu 联合打造, 这是中国与印尼首次针对国产原创剧集进行的改编翻拍合作, 也是国产原创剧集首次以合拍的形式与海外流媒体平台进行的深度合作, 日本、韩国、越南版也在开发筹备中;《猎罪图鉴》泰国版也在筹备中。

三、短剧: 行业竞争激烈, 打造厂牌“好有本领”制作精品短剧、发力微短剧

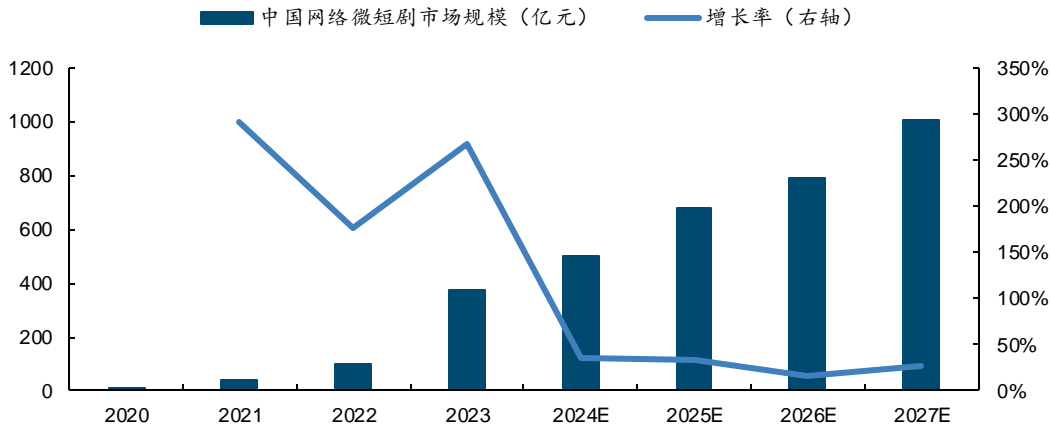
3.1、重投流背景下微短剧制作方利润较薄, 行业监管常态化下精品短剧为发展趋势

- 近三年微短剧行业爆发式增长, 竞争逐渐激烈, 监管也常态化, 市场规模增速放缓。根据国家广电总局 22 年 11 月发布的《关于进一步加强网络微短剧管理, 实施创作提升计划有关工作的通知》, 网络微短剧被定义为“单集时长从几十秒到 15 分钟左右、有着相对明确的主题和主线、较为连续和完整的情节的新兴网络文艺样态。”22 年底, 微短剧备案时长改为单集时长 20 分钟以内。
 - 1) 根据艾媒咨询, 2020-23 年中国微短剧的市场规模爆发式增长, 从 9.4 亿增



至 373.9 亿，CAGR 高达 241.4%；国内短剧市场的高速发展也带动了短剧公司出海及海外短剧需求增长，据 Sensor Tower，截至 24 年 2 月底，已有超过 40 款短剧应用进入海外市场，累计下载量接近 5500 万次，内购收入达到 1.7 亿美元。

图表 26：2020-2027 年中国微短剧市场规模及预测：行业经过爆发式增长期，现增速放缓



来源：艾媒咨询，国金证券研究所

- 2) 展望后续：微短剧行业增长速度放缓，精品化为一大趋势。行业扩容过程中，竞争越来越激烈，监管也走向规范化，2020-23 年间国家广电总局发布多个文件规范微短剧内容的审核，鼓励精品内容发展；同时重投流的微短剧的商业模式面临利润微薄甚至不盈利的困境，根据艾瑞咨询，媒体渠道收入分成比例高达 80%-85%，微短剧剧本/编剧、制作出品环节收入分成较低，一般为几万元的保底，小个位数的分成，利润极薄，但爆款剧仍可让制作方赚取溢价，因而预计后续行业扩张速度将放缓，艾媒咨询预计 2024-27 年约 30%左右的增速，监管规范化下，内容质量有望提高，微短剧有望走向精品化。

图表 27：微短剧产业链各环节成本支出与收入分成情况

产业链环节	角色承担	成本支出	收入分成
剧本/编剧	剧本创作、IP 授权	人工成本、版权运营	1-10 万保底；1%-2%收入分成；热点 IP 授权溢价收入
制作出品	拍摄、制作、剪辑	演员等人工成本、设备/场地/道具、剪辑/特效/音效等	5-10 万保底；2%-8%收入分成
平台运营	剧集统筹、整合、运营	版权购买、制作垫底、分成/分账、买量投流	自行分发形式，获得全部收入；分销推广形式，获得 10%-15%收入分成
媒体渠道	流量承载、内容触达	开发/维护/运营、服务器、云存储	80%-85%收入分成
分销代理	剧集分销、推广	买量投流、渠道推广	2%-5%收入分成
外围支撑	带宽提供、技术服务	视频 CDN、支付通道	2%-8%收入分成

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表 28：2020-23 年，微短剧监管规范化

时间	政策发布/活动举办	核心内容
2020. 12	《关于网络影视剧中微短剧内容审核有关问题的通知》	正式认可“微短剧”网络影视作品形态，并就“微短剧”定义、审核标准、审查细节、备案误区等问题进行了规范和明确。
2022. 11	《关于进一步加强网络微短剧管理，实施创作提升计划有关工作的通知》	严肃、扎实开展“小程序”类网络微短剧专项整治；加强网络微短剧规范管理，实施内容创作提升计划，打造更多微短剧精品力作。
2022. 12	《推动网络微短剧规范化、精品化发展》	进一步压实平台责任；出台微短剧相关指导意见；建立精品推优扶持机制；加强惩处力度，优化举报机制。
2023. 3	第十届网络视听大会微短剧行业发展论坛召开	以“共建新赛道，共创新未来”为主题，聚焦微短剧在内容创作、商业模式、市场潜力等方面的痛点与趋势，通过会议深入交流，为



时间	政策发布/活动举办	核心内容
2023.11	组织召开网络微短剧管理工作会议	微短剧持续发展聚势赋能、建言献策。进行专项整治，遏制乱象，尽快显著改观微短剧行业风貌，如治理问题账号/开发者主体、压实平台责任、扶持精品内容等。
2023.11	《微短剧：发展和治理要两手抓两加强》	希望微短剧成长为“文艺轻骑兵”传递积极正向的情绪价值；作为一个快速发展的新兴产业，希望微短剧能够健康、蓬勃、可持续发展。公布“小程序”微短剧专项整治工作成效，自此微短剧治理转入常态化。未来将从加快制定《网络微短剧创作生产与内容审核细则》等七个方面不断完善常态化管理机制。
2023.11	《广电总局多措并举持续开展网络微短剧治理工作》	

来源：国家广播电视总局官方公告，艾瑞咨询，国金证券研究所

3.2、好有本领定位精品短剧，发力微短剧，业务规模有望快速提高，利润逐步兑现可期

- 公司 21 年发力短剧，22 年实现从 0 到 1 到单集爆款的突破，23 年短剧相关收入高速增长。公司短剧业务从长剧、内容营销业务衍生而来，借助短视频布局长剧宣发、营销投放，21 年成立短剧厂牌好有本领，并成立无人关机和与日俱增，主要从事以影视演员和网络红人为主角的微短剧拍摄与制作，此外，上海柠川负责微短剧广告的拍摄与制作。截至 24 年 8 月 15 日，好有本领已有 15 部短剧或合集上线抖音，其中，22 年合计制作并播出 8 部，5 部达到平台流量分成标准，2 部播放量超亿次，当年短剧收入 0.08 亿，23 年播出《二十九》等爆款短剧，《二十九》正片播放超 8 亿次，连续 4 周播放量占据短剧榜第一，爆款剧推动当年公司短剧相关收入同增超 12 倍。
- 公司短剧业务竞争优势主要体现在精品化能力和多元的变现方式。
 - 1) 做精品短剧的能力较强。立足长剧具备优质内容生产能力，与各平台、品牌客户建立了良好的合作关系。好有本领已经在抖音上播出 15 部短剧，7 部播放量超过亿次。其中《二十九》系列为公司与影视演员杨蓉、安悦溪等合作拍摄，整体质量较高，同时也体现了长剧业务对公司短剧业务的赋能。
 - 2) 多元变现，保障盈利水平。好有本领推出的短剧变现方式主要有 3 种：C 端付费、播映权授权和广告营销，商业化不仅仅依赖买量。同时，公司短剧业务也在发力海外市场，23 年公司打造了自身的海外短剧平台，利用海外本土化资源，结合 AI 技术应用，初步构建了海外短剧制作发行体系，目前已完成 3 部海外短剧制作，截至 23 年底，2 部已上线。

图表 29：好有本领已推出多部短剧，变现方式主要为面向 C 端付费、播映权授权、广告

剧名	主演	上线时间	集数	抖音播放量	备注
从离婚开始	-	2022-07-19	16	2.6 亿次	-
一元美容院	-	2022-10-03	12	1.5 亿次	-
二十九	杨蓉/王一菲	2023-01-25	20	8.4 亿次	-
她们的故事	-	2023-02-27	24	3.9 亿次	ULIKE 脱毛仪等多品牌合作
流量背后	郭品超/王一菲/时安	2023-04-06	20	5.5 亿次	-
二十九 2	杨蓉/安悦溪	2023-06-18	16	4.7 亿次	-
反抗背后	-	2023-09-10	6	8751.1 万次	珀莱雅合作
反击吧妻子	-	2023-09-23	6	9841.0 万次	珀莱雅合作
快乐的“遗嘱”清单	-	2023-10-10	6	4666.5 万次	-
被偷走的富婆人生	-	2023-10-24	6	4628.2 万次	丸美合作
救救我全家	刘美含	2023-12-26	12	3.3 亿次	飞鹤奶粉合作
面具之下	-	2024-01-18	3	8029.6 万次	OLAY 合作
返乡破防图鉴	-	2024-02-20	6	6783.3 万次	欧诗漫合作
我被老公一家寄生了	-	2024-07-07	6	8120.7 万次	999 皮炎平合作
不必紧张的我们	-	2024-08-12	3, 新剧播映中	1271.7 万次	欧舒丹合作

来源：抖音“好有本领”，国金证券研究所，备注：统计截至 2024 年 8 月 19 日



四、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

- 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 15.01/19.05/22.99 亿元，同比 +22.83%/+26.91%/+20.69%；归母净利润分别为 1.69/2.37/3.01 亿元，分别同比 -20.8%/+39.9%/+27.2%。主要假设如下：
- 营业收入：
 - 1) 长剧相关收入：主要包括版权剧播映权授权收入、内容营销收入，24 年上半年仅上线《你也有今天》，主要系拟上映剧集延后所致，预计今年下半年上线《半熟男女》《子夜归》《猎罪图鉴 2》，合计播映集数 120 集，同比+3.4%，加之今年《三十而已》泰国版预计上映，预计海外收入保持高速增长，结合 24 年上半年业绩承压的表现，预计 24 年长剧相关收入增速同比+2.7%，略低于剧集增速。公司 23 年底宣布将 3 年目标设置为从年产 200 集进阶为年播 200 集，结合 24 年剧集滚动拍摄的进度，估计 25-26 年播映集数分别同比+28%、+18%，26 年播映剧集 180 集左右；此外公司仍在积极布局海外市场发行、制作，中长期而言集均创收有望提高，根据我们对 25-26 年片单的估计，25 年剧集的体量平均而言略低于 24 年，26 年与 24 年相当，因而预计 25-26 年长剧相关收入分别同比+24.7%、20.8%。
 - 2) 短剧相关收入：主要包括国内短剧、海外短剧，其中国内短剧包括重买量的微短剧及不重买量的品牌短剧。24 年公司积极发力短剧业务，实现 B 端 C 端、海内外全覆盖，虑及微短剧拍摄制作周期较短，预计 24 年微短剧业务收入保持高速增长，结合好有本领 24 年已推出 4 部 B 端抖音短剧的节奏，公司 24 年短剧相关收入 2.6 亿元，同比+709.0%。预计 25-26 年短剧开发制作数量扩张速度放缓，假设 25-26 年短剧相关收入分别同比+46.4%、+20.2%。
 - 3) 其他：主要为电影、衍生品、艺人经纪、定制剧集等业务收入。公司预计 24 年下半年上映大电影《乔妍的心事》，因而预计 24 年该业务收入高速增长，同比+127.7%。25-26 年定制剧集、电影片单未定，因而基于 23 年的水平估计 25-26 年的收入，预计分别为 0.2、0.24 亿元。

图表30：柠萌影视收入拆分

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	951.47	1,221.75	1,500.67	1,904.50	2,298.60
同比%	-23.82%	28.41%	22.83%	26.91%	20.69%
其中：					
长剧相关	944.60	1,174.40	1,205.67	1,503.10	1,816.20
同比%		24.33%	2.66%	24.67%	20.83%
短剧相关	2.40	32.20	260.50	381.40	458.40
同比%		1241.67%	709.01%	46.41%	20.19%
其他	4.47	15.15	34.50	20.00	24.00
同比%		239.05%	127.69%	-42.03%	20.00%

来源：ifind，公司公告，国金证券研究所

- 毛利率：预计 2024-26 年综合毛利率为 47.2%、48.3%、48.0%，主营业务预测如下：
 - 1) 长剧相关：该业务较成熟，营业成本主要为制作成本、内容营销制作成本等，虑及公司储备剧集涵盖多种题材，预计每年的毛利率稳定在 40%左右的水平。
 - 2) 短剧相关：24 年公司短剧业务发力 B、C 端，成本主要为制作成本，其中 23 年毛利率呈现的主要为面向 B 端的短剧，结合前文微短剧的分析，媒体渠道分成 80%-85%，且微短剧制作成本较低，预计面向 C 端的微短剧毛利率较高，24 年好有本领推出《大山的荣耀》等爆款短剧，故估计 24 年该业务毛利率较高；基于对 25-26 年 C 端微短剧爆款率的保守估计，假设 25 年其毛利率较 24 年略有下滑，26 年随 C 端微短剧收入占比的进一步提升，预计短剧相关业务毛利率较 25 年略有提升。
 - 3) 其他：根据历史数据线性外推，假设稳定在 47%。



图表31：公司毛利率拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
综合毛利率	39.31%	39.42%	47.17%	48.28%	48.03%
其中：					
长剧相关	39.42%	39.71%	40.39%	40.98%	40.67%
短剧相关	-20.83%	25.16%	78.58%	77.10%	77.22%
其他	46.77%	47.51%	47.00%	47.00%	47.00%

来源：ifind，公司公告，国金证券研究所

- 费率：1) 销售费率：24年To C的重买量短剧发力，结合公司的短剧扩张计划、媒体渠道收入占比，及买量效果提升需要一个过程，预计短剧买量、相关人员增加均将产生大量费用支出；同时公司长剧产能扩张也需要人员支持，故预计24年销售费率大幅升至20.4%，25年在此基础上略有提升；26年随长剧产能扩张效果逐步显现，收入规模扩大，及短剧买量效果提升，预计销售费率较25年略有下滑。2) 管理费率：24年长剧产能扩张中，预计人员数量增长，管理费用提高，但当年短剧收入高速增长拉高总收入增速，因而预计24年管理费率较23年略有下降。25-26年，预计产能扩张体现至报表端，随收入规模扩大，预计管理费率有所下滑。

图表32：公司期间费率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售及营销开支/营业收入	11.10%	7.61%	20.44%	21.30%	21.09%
行政开支/营业收入	29.53%	16.88%	16.01%	14.01%	12.65%

来源：ifind，公司公告，国金证券研究所

4.2、投资建议

- 预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.69/2.37/3.01亿元，分别同比-20.8%/+39.9%/+27.2%，对应PE为8.2/5.9/4.6X。公司是国内稀缺的能持续稳定产出头部剧集的制作方，长剧产能扩充中，短剧业务及海外市场持续发力，但24年上半年由于部分剧集未如期上映，业绩承压，公司预计24年上半年净亏损0.5-0.55亿元，预计推迟上映的剧集将于下半年播出，我们预计24年全年国内将播出4部剧集，海外播出一部本土制作剧集，我们预计今年海外及短剧业务保持高速增长，进而推动收入较快增长，但由于重买量短剧的发力及产能扩张带来的费用成本增加，利润端有所承压，25-26年产能释放下，净利润将快速增长。我们选取华策影视、百纳千成为可比公司，于剧集制作业务与公司具备可比性，24年可比公司PE均值为16.86X，考虑到公司23年PE为7.8X，24年净利润释放承受一定压力，但后续有望产能释放，短剧业务和海外的贡献增加，故给予24年PE 9.2X，对应市值15.57亿元，对应股价4.32元人民币，港币4.71元。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表33：可比公司估值

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)					PE				
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
300133.SZ	华策影视	103.42	4.03	3.82	4.57	5.19	5.65	25.16	29.20	22.62	19.93	18.31
300291.SZ	百纳千成	40.60	0.21	-1.86	3.66	4.43	5.20	211.13	-32.63	11.09	9.16	7.81
均值								118.15	-1.72	16.86	14.54	13.06
9857.HK	柠萌影视	13.91	-7.32	2.14	1.69	2.37	3.01	-1.90	6.51	8.22	5.87	4.62

来源：ifind，国金证券研究所，注：数据日期为2024年8月19日，柠萌影视24-26年数据为国金证券研究所预测，港元兑人民币汇率采用1港币=0.9165人民币

五、风险提示

- 剧集制作进度及上线表现不及预期风险。一部剧集的顺利播出要经历概念策划、剧本开发、前期筹备、拍摄、后期制作、播映环节，任何一个环节有所滞后都会影响整体进度，进而影响剧集排播、业绩表现。若剧集上线后播出效果不及预期，将对当期业绩及后续公司优势的保持产生负面影响。
- 产能扩张不及预期风险。若剧集筹备、开发不及预期，则影响公司后续业绩增长。
- 人才流失风险。内容制作的核心是人才，若公司核心人员离开，可能会影响剧集制作



的顺利推进或竞争优势的保持。

- 竞争加剧风险。长剧、短剧制作竞争均较激烈，且爆款内容的出现具备一定偶发性，行业持续有新进入者参与，其他制作方或爆款内容的出现将加剧竞争，可能会影响公司剧集表现或市场地位。
- 监管风险。长剧、短剧制作的监管均已规范化，对演职人员的要求也受公序良俗、法律法规约束，若演职人员等出现问题，或将影响剧集的顺利播出。



损益表(人民币 百万)						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,249	951	1,222	1,501	1,905	2,299
增长率	-12.4%	-23.8%	28.4%	22.8%	26.9%	20.7%
主营业务成本	690	577	740	793	985	1,195
%销售收入	55.2%	60.7%	60.6%	52.8%	51.7%	52.0%
毛利	559	374	482	708	919	1,104
%销售收入	44.8%	39.3%	39.4%	47.2%	48.3%	48.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	103	106	93	307	406	485
%销售收入	8.3%	11.1%	7.6%	20.4%	21.3%	21.1%
管理费用	162	281	206	240	267	291
%销售收入	13.0%	29.5%	16.9%	16.0%	14.0%	12.7%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	294	-11	183	161	247	328
%销售收入	23.6%	n.a	15.0%	10.7%	13.0%	14.3%
财务费用	-13	-23	-45	-37	-35	-38
%销售收入	-1.0%	-2.5%	-3.7%	-2.5%	-1.8%	-1.6%
投资收益	2	-17	-14	-9	-8	-9
%税前利润	1.8%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	237	5	226	196	280	364
营业利润率	19.0%	0.5%	18.5%	13.1%	14.7%	15.8%
营业外收支						
税前利润	124	-690	285	226	316	402
利润率	9.9%	n.a	23.4%	15.0%	16.6%	17.5%
所得税	63	42	72	56	79	100
所得税率	50.8%	n.a	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	61	-732	214	169	237	301
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	61	-732	214	169	237	301
净利率	4.9%	n.a	17.5%	11.3%	12.4%	13.1%
现金流量表(人民币 百万)						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	61	-732	214	169	237	301
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	231	710	152	-27	-33	-34
非经营收益						
营运资金变动	126	-203	-39	-52	-71	-75
经营活动现金净流	436	-199	354	90	133	192
资本开支	-7	-15	-6	-6	-2	-2
投资	336	-270	-291	-168	-171	-175
其他	0	0	0	95	176	138
投资活动现金净流	329	-285	-297	-78	4	-39
股权募资	-5	355	0	0	0	0
债权募资	-34	-22	-18	5	5	5
其他	-15	-4	-71	-53	-86	-109
筹资活动现金净流	-54	329	-89	-48	-81	-104
现金净流量	700	-82	-27	-37	55	49
资产负债表(人民币 百万)						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	825	743	716	680	735	784
应收款项	590	527	814	858	977	1,096
存货	554	684	471	586	727	814
其他流动资产	325	1,055	1,264	1,436	1,608	1,780
流动资产	2,294	3,008	3,265	3,560	4,047	4,474
%总资产	77.4%	91.7%	91.5%	91.8%	92.6%	93.2%
长期投资	55	38	24	19	17	19
固定资产	6	18	17	22	23	24
%总资产	0.2%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
无形资产	32	50	71	72	72	73
非流动资产	669	274	302	320	322	329
%总资产	22.6%	8.3%	8.5%	8.2%	7.4%	6.8%
资产总计	2,963	3,282	3,568	3,879	4,369	4,802
短期借款	3,276	0	0	0	0	0
应付款项	76	40	57	56	108	91
其他流动负债	558	493	475	585	724	873
流动负债	3,911	534	532	641	832	964
长期贷款	0	0	0	5	10	15
其他长期负债	375	358	460	540	680	780
负债	4,286	892	993	1,186	1,522	1,759
普通股股东权益	-1,322	2,390	2,575	2,693	2,847	3,043
其中: 股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	-1,323	2,390	2,574	2,693	2,847	3,043
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,963	3,282	3,568	3,879	4,369	4,802
比率分析						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.35	-2.03	0.59	0.47	0.66	0.84
每股净资产	-7.55	6.63	7.14	7.47	7.90	8.44
每股经营现金净流	2.49	-0.55	0.98	0.25	0.37	0.53
每股股利	0.00	0.00	0.22	0.30	0.30	0.30
回报率						
净资产收益率	-4.61%	-30.62%	8.30%	6.29%	8.32%	9.90%
总资产收益率	2.06%	-22.30%	5.99%	4.36%	5.42%	6.27%
投入资本收益率	7.41%	-0.51%	5.32%	4.47%	6.48%	8.05%
增长率						
主营业务收入增长率	-12.42%	-23.82%	28.41%	22.83%	26.91%	20.69%
EBIT 增长率	-8.59%	-103.90%	1693.60%	-12.07%	53.45%	32.99%
净利润增长率	21.51%	-1301.77%	129.18%	-20.76%	39.92%	27.17%
总资产增长率	16.57%	10.77%	8.69%	8.74%	12.62%	9.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	92.4	140.2	140.4	144.0	124.1	118.0
存货周转天数	232.5	385.9	280.9	240.0	240.0	232.3
应付账款周转天数	23.1	36.3	23.8	25.7	30.0	30.0
固定资产周转天数	1.1	4.5	5.0	4.6	4.2	3.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-189.10%	-34.06%	-36.14%	-34.51%	-33.71%	-33.64%
EBIT 利息保障倍数	-22.8	0.5	-4.1	-4.3	-7.1	-8.7
资产负债率	144.63%	27.17%	27.83%	30.58%	34.84%	36.64%

来源: 公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究