



收购赞成科技，打通网络剧+游戏产业链

中信证券研究部

2015 年 10 月 28 日

郭毅

电话：010-60836739

邮件：guoyi@citics.com

执业证书编号：S1010514070005

殷睿

电话：021-20262148

邮件：yinrui@citics.com

执业证书编号：S1010515080003

事项：

2015 年 10 月 27 日，中信证券研究部传媒组参加由禾欣举办的投资人交流会，交流纪要如下。

纪要：

时间：2015 年 10 月 27 日

地点：北京慈文传媒总部

出席人物：董事长马中骏；网络剧“之父”白一骢；赞成科技董事长于浩洋；赞成科技副董事长李华；慈文传媒董秘陈明友。

一、公司战略规划（董事长马中骏）

慈文传媒在业内是一家资深的影视制作公司，有将近 20 年的历史。过去电影和电视剧的拍摄是国营证书，民营企业借国营企业的证书来拍摄，后来广电总局发出首个八张民营牌照，其中慈文获得了一家，其他还有华谊、海润等。慈文今年开始走上上市之路。过去投资最大的大剧主要由国营，特别是央视投资，比如《水浒传》、《西游记》；此后，国产电视剧投资最高的作品，皆来自慈文，比如金庸剧、古龙剧等，这迎来了国产大剧的十年。

到了 2012 年时，电视剧已经非常火，慈文提出“转型”口号。当时公司 90% 收入来自于电视剧售卖，且主要来自电视台，另外 10% 来自广告。但是公司意识到电视剧有天花板：1）电视的观众在老化；2）电视政策壁垒越来越多。如何转型？公司瞄准了互联网渠道。

公司目前储备了大量的谍战 IP、青春 IP、网络 IP，公司以 IP 版权作为抓手，作为进军互联网的第一步。制作网剧之初是亏本的，但是不投资就难以抓住市场，就难以获得这群青春队伍。网剧与传统电视剧最大的分别就是，网剧的观众更年轻，网剧的受众面更活跃，网剧与游戏、电影配合度更高。因此公司即使在前期亏本的时候还是坚持了下来。公司还做了台网联动的剧目，如《花千骨》《实习生》《华胥引》等，都是在网络上非常火的网络小说，实现网台联动。从 2015 年的反响来看，产生了比较好的效果。目前还在拍摄的《左耳》《致青春》《老九门》等都是网络非常红的小说，能够进一步扩大市场反响。公司预计，到 2015 年，禾欣将成为网剧点击量冠军。

另一方面，公司还要做多屏化的产品，即围绕网络剧上，将在游戏、电影上进行联动开发。在电影上，公司会将优秀的系列网络剧改编为电影，这样的好处是培养粉丝群，养大这个品牌，实现与电影和游戏的互动。公司还会考虑做网络收费电影，与爱奇艺等网络平台进行合作。

第三，公司会做影游互动的产品。比如《花千骨》游戏也有较好的收入，目前《暗黑》也在进行游戏开发，未来与赞成会加大游戏合作力度。

公司已经与爱奇艺谈定了 5 年的合作计划，另外与其他视频网站也有相关的合作。预计未来 2-3 年公司电视剧收入占比将会降至 20%-30%，网络剧收入约占 70%。慈文的发展目标包括：1、做极致的产品，来实现产品和品牌的养殖和壮大；2、多屏多元化收入，拓展实品牌生命；3、公司有发现 IP、发现市场的能力，以此为基本点将产品做到极致。

二、慈文收购赞成科技的历程（赞成科技董事长于浩洋）

赞成科技创立于 1999 年，已有 16 年历史。公司的主要核心骨干来自于中华网团队，平均行业经验在 12 年以上。公司创业开始就致力于手机游戏的研发和发行。

公司的优势：1）银行&电信级技术；2）最大的主题供应商；3）首例移动互联网营销；4）功能机客户端开发；5）无线政务；6）功能机游戏。

公司的商业模式——流量精准营销平台

1、推广流程：广点通、页面导流、数据分析

2、流量变现带来的惊喜：交叉营销

3、与慈文的化学反应：帮助慈文的流量进行游戏分销。

三、网剧之父白一骢

网络剧与电视剧最大的区别，就是在网络上播放：1）不受限于时间、地点等的限制；2）随时暂停；3）可以点播。刚开始由于没有电视台的支持，因此网络剧的拍摄成本较低，约 1 万元/分钟；目前随着市场的提高，制作成本最高达到 10 万/分钟。目前慈文的网络剧制作成本约为 3 万/分钟。

今年的生产量 4300 分钟，明年签订计划为 10000 分钟。截至目前，慈文在全年网络剧点击量的占比达到 53%，市场第一。公司计划明年目标是要保持领先地位，占据市场第一，根据已确定项目来看，成功率非常大。总的来看，在网络剧盈利水平上，预计将是 2013 年亏损，2014 打平，2015 年盈利，2016 年实现大幅盈利。

互联网领域有很多的特征：1）从互联网小说中可以优先筛选作品。但是顶级 IP 是非常难拿到的；反而非顶级化的作品，可以通过影视剧的制作扩大其知名度，将其创造成为一个更强的 IP；同样《暗黑者》也是，小说《死亡通知单》销量一般，但是通过影视制作后将其 IP 扩大，成为爆款。目前公司有一些前两年买下的版权，经过两年的培育已经成为顶级 IP，公司会陆续开发。

除此以外，慈文还有一个 IP 开发、制作和运行的团队。

与赞成合作，是基于内容 IP 的大流量运行。公司优秀的作品太多，破亿的点击量实在太频繁，但是对于影视公司来说，利用率非常低，因此将流量转给赞成来合作。

未来的盈利模式：

随着网络剧的制作成本持续提高，对于电视剧制作公司来说变现方式多元化更为重要。目前公司已经有了 2 部单集超过 500 万的剧，但是这不仅仅是这个价值，更多的还会通过互联网变现去实现。

目前每家视频网站都在推行其付费模式。爱奇艺的会员已经达到 700 万，其观众占比非常低。但是对于片方来说不是最好的时代，而最好的时代则是按部付费，慈文的网络电影就是这种模式。预计这种模式会很快到来。

1) 尽可能配合平台完成付费；

2) 明年将要开始通过互动娱乐的方式实现订阅网络剧外的收费。比如：打赏、送花或观看隐藏剧情等。

3) 建立主播观看团队，直播拍戏过程，引导观众观看网站。目前 YY 上的流量，是无法与慈文任何一部剧相比的，因此这个市场空间非常大。

四、问答环节

Q：《花千骨》项目管理非常优秀，如何做到的？

A：一个 IP 多元化发展，在做《七剑》的时候就有苗头了。当时这部电影，公司将其开发为电视剧和游戏。未来在做多元化开发中，一方面早期渗入，另一方面寻找最佳合作伙伴。

Q：赞成的优势在发行，且是轻度休闲游戏。但是慈文的游戏有更丰富的内涵，更偏向于重度游戏，公司如何安排？

A：09 年赞成转型之时是切入轻度游戏领域。但是目前游戏领域，轻度游戏玩家远比重度游戏多。公司未来的产品会与慈文沟通出品。

Q：目前很多影视剧公司都在转型，目前市场的竞争格局如何？视频网站的采购预算如何？

A：现在互联网视频网站不是采购，而是与制作公司订制生产，是确定订单后再拍摄，而不是过去电视剧拍好再找电视台贩售。目前只有慈文的互联网剧上线，流量基本都在榜首，因此网站与慈文的合作意愿非常高，能够保证慈文一定时间内保持行业领先。这种“订制”基本就是网站独播，未来有可能有联播方式。

Q：目前有一些电视剧转电影，但是反而没有电视出名。公司制作电影有没有什么策略？

A：互联网剧观众的年龄层与游戏、电影比较一致，因此公司决定制作一部电影时，会选择已具有一定知名度的网剧作为开发对象，并且选择在这个品牌达到深入人心的时间节点再开发成电影。另外，电影的元素与网剧有一定关联性，但并非完全一致，比如：通过人物某一点发展、剧情延展等。

Q：今年游戏的占比多少？

A：2014 年占比几乎为 0；预计 2015 年利润占比约为 20%，来自于几个方面：1) 花千骨游戏；2) 自己团队开发的游戏。

Q：刚刚谈到的 500 万一集，是指纯网剧价格还是整体价格？

A：500 万元是指纯网剧销售。

Q：未来会不会建立运营流量的平台和规划？

A：公司一直认为未来流量比较大的时候，会成为流量端口，内容反而成为平台。刚刚谈到明年会推出主播观影的模式，主播就是“导游”，更好的管理流量。赞成的变现能力非常强，类似石油的提炼过程，帮助慈文实现最后一公里的流量分发。公司的 IP 不仅有目前《花千骨》等可以开发为重度游戏的 IP，还有许多爱情类 IP 是适合休闲类游戏的，这一块是与赞成合作；而不适合赞成开发的，还会去市场找开发商。

另外，慈文的网剧，未来制作的分发、发行的方式是需要赞成的流量变现能力，使得赞成的休闲类产品达到一个新的高度。

Q：IP 变现希望的途径是网络剧和电影或游戏形成互动，但是这种互动成功是需要很多元素、业内积累和长周期运营。因此当我们将 IP 拿出来，与市场其他制作商竞争，公司在 IP 一体化运作如何规划？

A：目前有一些版权的确是电视和电影割裂的。但是公司一些网络剧的电影版权慈文也拿到手了。IP 多元化的核心不仅仅是作品，还有制作团队，只要合适就有成功概率。中国电影正处于商业电影元年，新的导演正在崭露头角，公司也在积极寻找和培养新团队。游戏也是如此，不同类型游戏所需要的人员是不一样的。慈文会选择最适合 IP 开发与磨合最佳的团队。

Q：赞成在公司 IP 流量运营的地位多高？

A：公司与赞成合作的亮点，一是公司拥有精细化的数据，做到成本最低、效益最好、速度最快；二是公司拥有与网络剧合作的变现能力。无论是百度还是腾讯，都有导流的问题。慈文以共赢为原则，合作的空间非常大。



分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。