

2019-11-9

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

媒体 II 行业

影视剧行业深度：反转蓄力，曙光将临

报告要点

■ 当下影视板块已初具反转条件，积极关注左侧布局机会

我们认为，伴随行业政策风险释放、公司逐步适应行业调整节奏、前期高成本库存消化渐尽、项目开工回暖，2020 年影视板块业绩预计迎来大幅增长；影视板块经历去年大幅资产减值后，商誉压力有所缓解，并且当下板块估值具备较强安全边际。我们建议积极关注估值处于安全边际、明年业绩预计显著改善的影视板块左侧布局机会。

■ 行业出清下龙头优势愈发凸显，建议关注华策影视、慈文传媒

我们认为，在行业快速出清、去产能进程加速、回归内容本源、古装题材快速降温的发展趋势下，龙头公司优势愈发凸显：

1) **华策影视**，全网剧精品龙头，主动适应行业变化，调整制作方向，快速消化前期库存，储备充裕资金，19Q3 开机进程加速，后续片单储备丰富，明年业绩增长动力充足；

2) **慈文传媒**，精品网生内容龙头，主动把握政策导向和市场需求，积极调整优化产品结构，题材类型多元化，公司储备有《脱骨香》、《紫川》、《弹痕》、《大秦帝国》系列等项目，四季度预计有新项目开机，明年业绩有望迎来较大反弹。

■ 技术进步和商业模式升级为影视行业成长提供新动能

技术进步：伴随 5G 商业化逐步落地，5G 的高带宽、低延时、多连接的特性，将助力 VR/AR 行业和超高清视频产业快速成熟，新的内容分发渠道对影视内容亦提出了新的需求，影视行业将迎来下一个“风口”，内容公司应当积极做好准备，把握机遇，迎接渠道升级和转变；此外，我们认为 AI 换脸技术在影视行业中具备良好的应用前景，有助于提升行业风控水平，降低因个别演员风险事件导致作品无法完成销售或播出的风险。

商业模式升级：伴随下游视频网站商业模式的演进，对内容的需求持续变化，我们认为未来内容制作方将走向两条道路：头部精品独立制作公司和依托于渠道平台的中小型自制/定制剧公司，头部公司在竞争中仍具备优势；伴随视频网站付费会员达到一定体量，2C 付费商业模式打开制作方利润空间上限的同时也可缓解视频平台采购投入、分摊风险、丰富内容库，是未来发展的一大趋势；影视出海将抬高行业天花板，出海渠道已打通，未来提升内容竞争力是关键。

风险提示： 1. 影视行业政策变化带来的风险；
2. 业绩增长不及预期的风险。

分析师 王傲野

☎ (8621) 61118753

✉ wangy@cjsc.com.cn

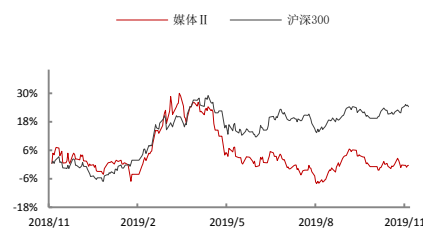
执业证书编号：S0490518010002

联系人 徐润

☎ (8621) 61118753

✉ xurun@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《传媒行业 2019 三季报综述：乐观看待板块机会，核心龙头价值凸显》2019-11-5

《2020 芒果招商资源会解读：IP 输出稳定，创新内容持续，全力打造差异化视频平台》2019-11-3

《2019Q3 传媒行业基金持仓分析——持续向优质龙头集中，布局左侧机会》2019-10-27

目录

居谷望山待春归：当下影视板块已具反转条件	4
1、利空逐步出尽，放松预期形成	4
2、高成本库存消化渐尽，项目开工出现回暖	5
3、商誉压力有所缓解，明年业绩预计显著改善	8
4、估值已反映悲观预期，具备较强安全边际	9
大浪淘尽始是金：行业出清下龙头优势愈发凸显	10
加速出清去产能、回归内容本质、古装降温	10
华策影视：全网剧精品龙头，快速调整适应行业变化	13
慈文传媒：精品网生龙头，国资纾困后再度起航	17
风物长宜放眼量：影视产业重构孕育新机遇	18
趋势一：内容制作方走向两级化	18
趋势二：2C 付费商业模式打开行业成长空间	18
趋势三：影视内容出海抬高行业天花板	20
趋势四：技术进步驱动行业持续升级	22

图表目录

图 1：2018 年以来影视板块总营收出现负增长	5
图 2：2018 年影视板块大幅亏损，2019 前三季度业绩同比仍下滑	5
图 3：2018 年下半年以来影视板块反映项目储备能力的存货指标持续下行	5
图 4：2019Q1 以来影视板块单季度毛利率持续修复	5
图 5：2019 年 8 月和 9 月横店影视城剧集剧组数量同比大幅增长（单位：个）	5
图 6：2019 二季度影视板块短期借款明显回升	6
图 7：2019 二季度影视板块单季度财务费用环比增长 28%	6
图 8：2018 年下半年以来监管部门和行业公司对限制薪酬问题纷纷表态	7
图 9：2018 年影视板块整体存货周转天数上升至 203 天	7
图 10：2018 年部分影视剧公司存货周转天数情况	7
图 11：2018 年末部分影视公司存货明细构成	8
图 12：2019H1 部分影视公司存货明细构成	8
图 13：影视板块商誉自 2018Q4 大幅下降后持续下滑	8
图 14：影视板块单季度归母净利润自 2018Q4 大幅亏损后呈修复趋势	8
图 15：2018 年下半年以来影视板块总市值加速下跌	9
图 16：华策影视 PE Band	10
图 17：慈文传媒 PE Band	10
图 18：电视剧从制作到上映各环节需要获取的许可证示意图	10
图 19：2019 年获得电视剧制作许可证（甲种）的电视剧机构数量显著下滑	11
图 20：2019 年前三季度电视剧制作备案部数同比下滑 27%	11

图 21: 2019 年前三季度电视剧制作备案公示集数同比下滑 30%	11
图 22: 2019 上半年电视剧发行部数同比下滑 16%	11
图 23: 2019 上半年电视剧发行集数同比下滑 12%	11
图 24: 2019 前三季度我国电视剧古装题材备案数量占比仅为 6.8%	12
图 25: 2006 年至 2018 年华策影视获得影视剧发行许可证集数情况	13
图 26: 克顿传媒以大数据为支撑的一体化运营体系助力华策影视生产模式升级	14
图 27: 2018 年主要几家影视公司发行剧集情况对比	14
图 28: 2018 年主要几家影视剧公司营收和利润对比	14
图 29: 2019Q3 华策影视短期借款 33.9 亿元同比增长 80%	15
图 30: 2019Q3 华策影视货币资金达 33.89 亿元同比增长 149%	15
图 31: 伴随产业链的演进内容制作公司未来发展存在两极化趋势	18
图 32: 爱奇艺剧集分账规则	19
图 33: 2008 年-2017 年我国电视剧出口额	20
图 34: 2008-2018 年我国网络游戏出海市场规模	20
图 35: 2011-2016 年我国电视剧在亚洲主要地区出口金额分布	20
图 36: 近年来国产剧出海地区、题材类型及播放渠道的演进	21
图 37: 腾讯视频互动影视开发平台示意图	22
图 38: 爱奇艺互动视频互动能力支持示意	23
表 1: 近年来重大宣传展播期结束后娱乐性较强的影视内容逐步恢复播出	4
表 2: 主要影视公司 2019 年前三季度剧集开机情况逐步回暖	6
表 3: 三家影视公司 2019 年前三季度单季度业绩表现	9
表 4: 2020 年四大卫视招商剧目一览 (标黄为古装题材)	13
表 5: 2019 年前三季度公司首播 10 部全网剧详情	15
表 6: 华策影视拟公开发行可转债募资用途 (单位: 万元)	16
表 7: 华策影视 2019 年计划片单开机进展	16
表 8: 慈文传媒 2019 年上半年已播出项目一览	17
表 9: 慈文传媒正在拍摄和后期制作中项目题材分布多元化 (截至 2016 年 8 月 30 日)	17
表 10: 部分分账网剧收益一览	19
表 11: 我国鼓励国产影视内容出海相关政策梳理	21

居谷望山待春归：当下影视板块已具反转条件

我们的观点：积极关注影视板块估值处于安全边际、明年预计业绩显著改善的左侧机会。我们认为，伴随行业政策风险释放、公司逐步适应行业调整节奏、前期高成本库存消化渐尽、项目开工回暖，2020 年影视板块业绩预计迎来大幅增长；影视板块经历去年大幅资产减值后，商誉压力有所缓解，并且当下板块估值具备较强安全边际。

1、利空逐步出尽，放松预期形成

2018 年下半年以来影视板块面临的利空因素主要来自两方面：一是监管政策的不断收紧；二是受政策影响业绩的持续下行。我们认为，伴随国庆后政策放松预期的形成及影视板块公司业绩筑底，压制影视板块的这两方面利空逐步出尽。

1) “百日展播”结束后，放松预期逐步形成。由于 2019 年为建国 70 周年，在舆论宣传导向向上以主旋律和献礼的影视作品为主，娱乐性较强的影视剧排期受到一定影响：2019 年 7 月 31 日，广电总局电视剧司发布了《关于做好庆祝新中国成立 70 周年电视剧展播工作的通知》，于 8 月开始重点电视剧“百日展播”活动，展播活动遴选 86 部剧目，供全国各级电视台尤其是各省级卫视自 8 月起选购播出，并要求在展播期间不得播出娱乐性较强的古装剧、偶像剧。

我们认为，虽然行业整体严监管基调不会改变，但参考往年展播宣传期结束后均有娱乐性较强的内容顺利排播，我们预计今年“百日展播”结束后，11 月中下旬娱乐性较强的内容或能逐步实现播出，放松预期形成。

表 1：近年来重大宣传展播期结束后娱乐性较强的影视内容逐步恢复播出

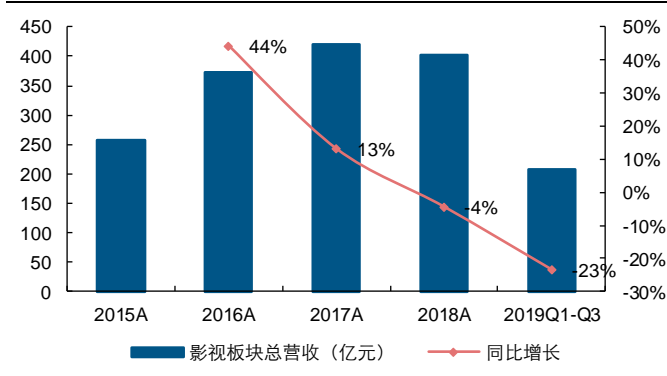
展播期	展播原因	展播剧目	展播期结束后播出的娱乐性较强内容
2018年12月	纪念改革开放四十周年	《一号文件》《大江大河》《创业时代》 《你迟到的许多年》《花开时节》等	2019年1月5日东方卫视、北京卫视《幕后之王》 2019年1月8日浙江卫视《小女花不弃》 2019年1月28日湖南卫视《招摇》
2017年8月-10月	迎接党的十九大召开和 庆祝建军90周年	《建军大业》《平凡岁月》《凡人的品格》 《一树桃花开》《梦想年华大三线》等	2017年11月1日湖南卫视《路从今夜白》 2017年11月6日湖南卫视《猎场》 2017年11月27日湖南卫视《极光之恋》 2017年11月21日安徽卫视《暖爱》
2016年10月	纪念红军长征胜利80周 年活动宣传	《红星照耀中国》《红旗漫卷西风》《骡 子和金子》《绝命后卫师》《红色护卫》 《彝海结盟》等	2016年11月7日湖南卫视《咱们相爱吧》 2016年11月11日北京卫视、东方卫视《锦绣未央》 2016年11月16日湖南卫视《相爱穿梭千年2》 2016年11月21日深圳卫视《恋爱真美》

资料来源：广电总局，365 电视剧，长江证券研究所

2) 2018 年下半年影视行业政策风险集中爆发后，影视公司业绩进入筑底期。2018 年四季度影视板块受到行业影响营收出现下滑，并计提大量资产减值导致巨额亏损，至 2019 年三季度影视公司业绩持续筑底。我们认为，2019 前三季度影视板块利润为正但同比仍大幅下滑的原因主要有两点：1) 确认收入的影视项目数量同比下降；2) 确认收入的影视项目毛利率大幅下降。数量减少主要是由于 2018 年下半年行业进入调整期后项目开机延期导致存货储备不足；毛利率大幅下降主要是由于成本收入不匹配——影视

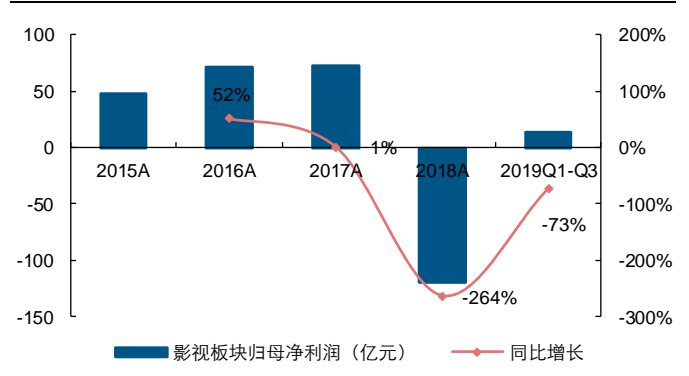
剧单集销售价格受行业调整影响较此前预期大幅下降，但按照计划收入比例法结转的成本仍是之前的高成本。**积极的信号是，19Q1 以来板块单季度毛利率已呈逐季修复态势。**

图 1：2018 年以来影视板块总营收出现负增长



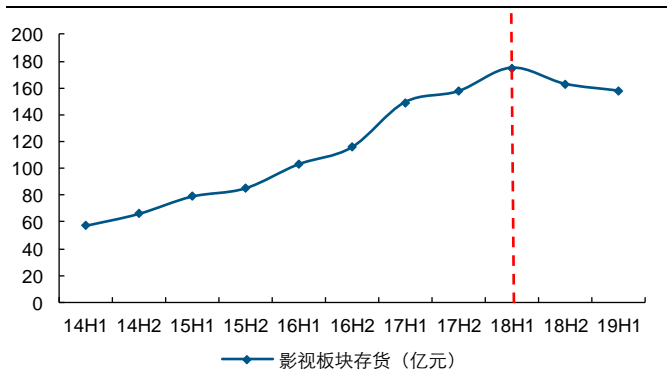
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 2：2018 年影视板块大幅亏损，2019 前三季度业绩同比仍下滑



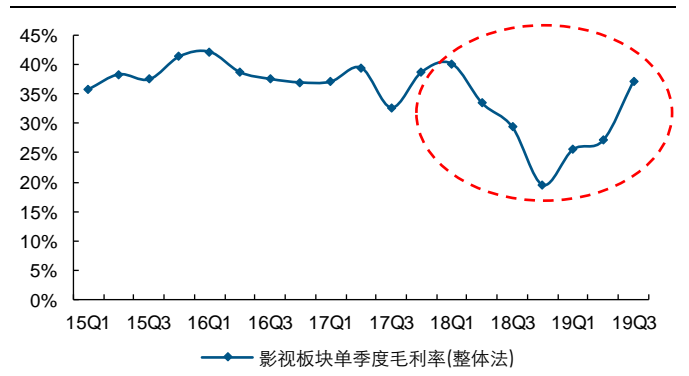
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 3：2018 年下半年以来影视板块反映项目储备能力的存货指标持续下行



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 4：2019Q1 以来影视板块单季度毛利率持续修复



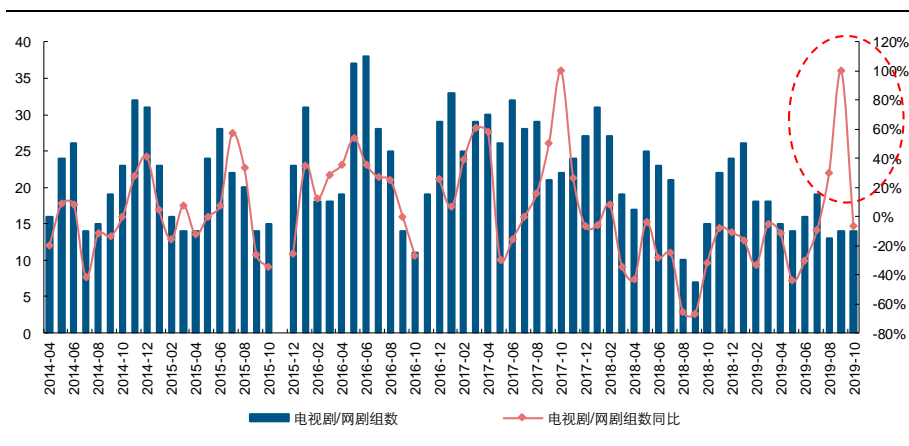
资料来源：Wind, 长江证券研究所

2、高成本库存消化渐尽，项目开工出现回暖

我们认为，上述压制影视公司业绩的两点因素正逐步消散，行业拐点在望。

1) 确认收入的剧集数量同比减少的问题将随着开工回暖而解决。伴随行业调整结束、秩序重构，我们跟踪到近期横店影视城开机情况及主要影视公司开机进展有所回暖。

图 5：2019 年 8 月和 9 月横店影视城剧集剧组数量同比大幅增长（单位：个）



资料来源：横店影视城官网, 长江证券研究所

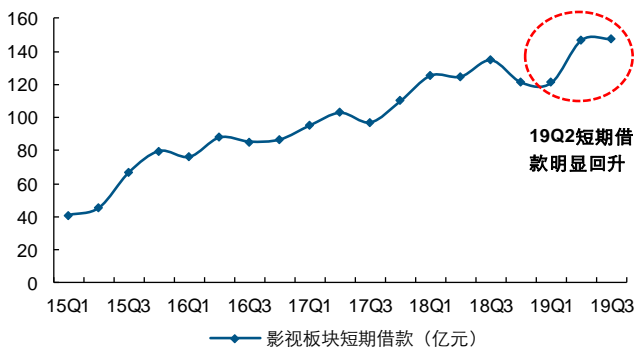
表 2：主要影视公司 2019 年前三季度剧集开机情况逐步回暖

开机时间	19Q1	19Q2	19Q3
			《暖暖，请多指教》 《遇见你，遇见爱》 《拜托拜托请你爱我》 《岁食记》 《有翡》 《以家人之名》
华策影视	《锦绣南歌》 《鹿鼎记》 《热血神探》	《爱情公寓5》 《雪山飞狐》 《绝境铸剑》	
新丽传媒	《鹿鼎记》 《麻雀2之惊蛰》	《精英律师》	《她其实没有那么爱你》
完美世界	《家有仙妻》	《暴风眼》 《冰糖炖雪梨》 《全世界最好的你》 《月上重火》	《怪你过分美丽》 《天舞纪》 《最美的乡村》 《大海港》
正午阳光	《孤城闭》		《我是余欢水》
慈文传媒	《光荣时代》		《乘风少年》
欢瑞世纪	《琉璃美人煞》	《权与利》	
柠萌影业			《猎狐》 《二十不惑》 《三十而已》
耀客传媒		《卖房子的人》 《特战荣耀》 《穿越火线》	《凤于九天》
合计	9部	12部	17部

资料来源：各大公司半年报，各大公司官方微博，长江证券研究所

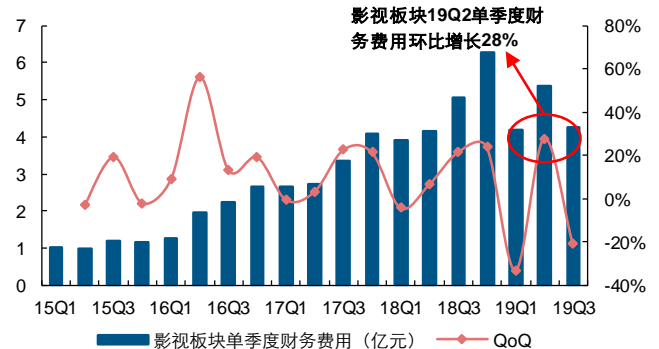
二季度影视板块短期借款和财务费用明显回升，从财务角度侧面印证开机有所回暖。影视公司项目开机前需要大量资金周转，通常会采用短期借款方式融资，因而在财务费用方面也会有所体现。影视板块短期借款自 18Q4 回落、19Q1 基本持平后，于 19Q2 出现明显回升，二季度单季度财务费用环比增长 28%，从侧面反映开机情况有所回暖。19Q3 影视板块短期借款保持稳定，单季度财务费用环比有所下滑。

图 6：2019 二季度影视板块短期借款明显回升



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：2019 二季度影视板块单季度财务费用环比增长 28%

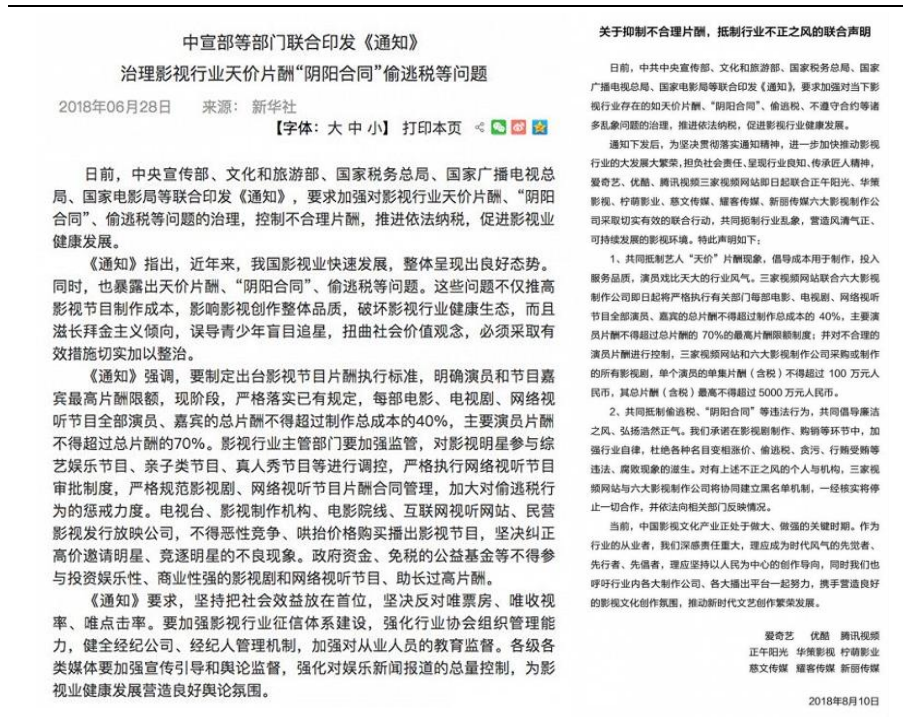


资料来源：Wind，长江证券研究所

2) 毛利率大幅下滑的问题将伴随前期高成本库存的消化逐步修复。

目前距离 2018 年 8 月 10 日行业 9 家公司联合发布限薪声明已有一年多时间，行业出现调整后，剧集单集售价受核心生产要素降价影响出现大幅回调，但由于影视剧项目制作周期较长的特点，公司规模化的前期投入处于相对高成本阶段，播出则处于价格相对理性阶段的情况，导致该部分项目的利润空间受到较大影响。

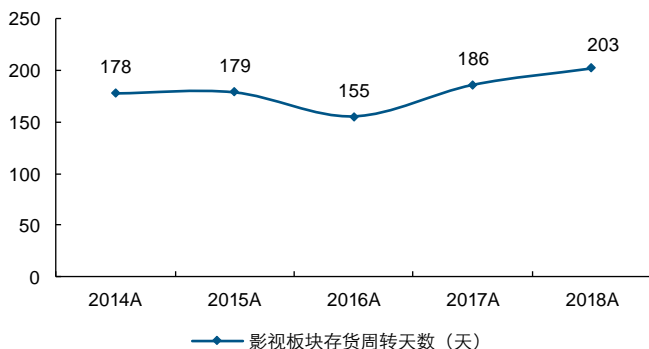
图 8：2018 年下半年以来监管部门和行业公司对限制薪酬问题纷纷表态



资料来源：新华社，界面，长江证券研究所

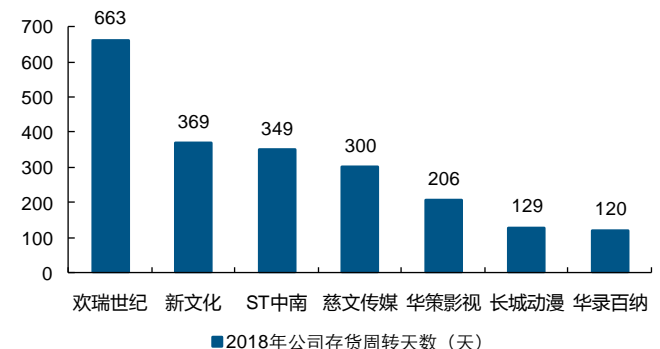
我们认为，由于影视公司存货周转天数在 200 天至 1 年左右，行业调整前高成本的剧集库存也将于今年逐步消化完毕：如华策影视 2019 年上半年播出《独孤皇后》《我的奇妙男友 2》《我只喜欢你》《流淌的时光》《亲爱的，热爱的》《宸汐缘》《时间都知道》《加油，你是最棒的》等 8 部剧集。在“限薪令”后签订合同开机的剧集成本和预期收入基本匹配，毛利率水平相对合理；影视板块 2019 年前三季度单季度毛利率呈逐步修复态势，我们预计明年影视剧公司毛利率将恢复至合理水平。

图 9：2018 年影视板块整体存货周转天数上升至 203 天



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：2018 年部分影视剧公司存货周转天数情况

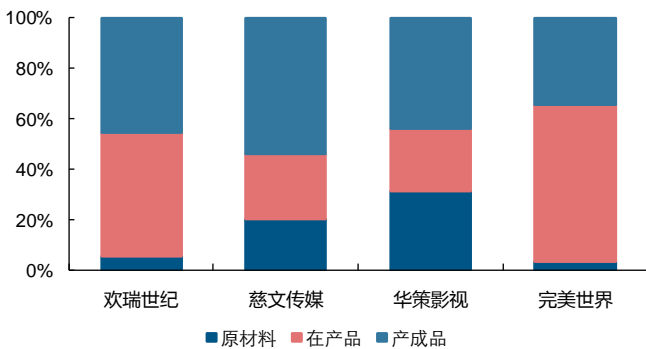


资料来源：Wind，长江证券研究所

从影视公司的存货明细构成亦可以印证存货的周转情况有所改善：2018 年末几家主要的影视剧公司存货中产成品构成占比较大，而在 2019 上半年末，存货中产成品占比明显下滑，说明 2019 年上半年主要几家影视公司库存周转情况良好。

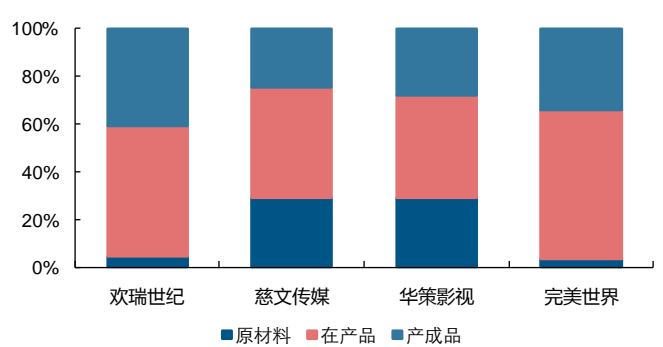
原材料指的是公司为拍摄影视剧购买或创作完成的剧本支出；在产品指的是公司投资拍摄尚在摄制中或已摄制完成尚未取得《电影片公映许可证》或《电视剧发行许可证》的影视剧产品；产成品指的是公司投资拍摄完成并已取得《电影片公映许可证》或《电视剧发行许可证》的影视剧产品。

图 11：2018 年末部分影视公司存货明细构成



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：2019H1 部分影视公司存货明细构成

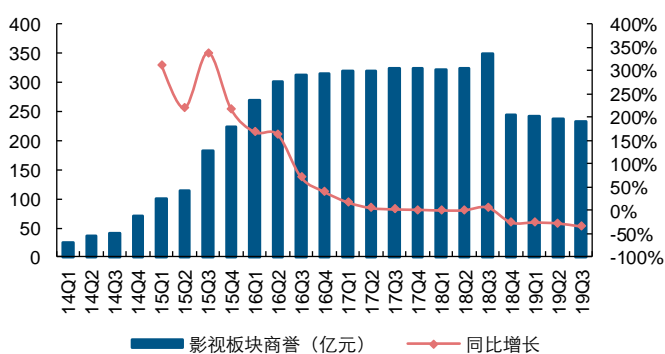


资料来源：Wind，长江证券研究所

3、商誉压力有所缓解，明年业绩预计显著改善

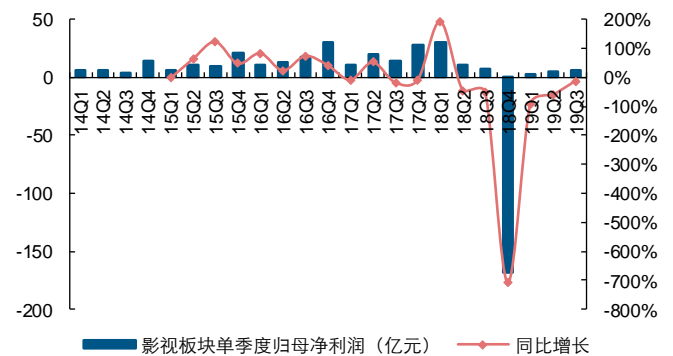
2018 年四季度，影视板块计提大幅商誉减值，板块利润大幅亏损，2019 年以来，商誉仍呈小幅减少态势；2019 年前三季度影视板块归母净利润同比跌幅持续收缩，2019Q3 影视板块单季度归母净利润同比下滑 12%。

图 13：影视板块商誉自 2018Q4 大幅下降后持续下滑



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：影视板块单季度归母净利润自 2018Q4 大幅亏损后呈修复趋势



资料来源：Wind，长江证券研究所

下表列出主要几家影视公司 2019 前三季度业绩表现，受行业调整影响三季度业绩整体表现仍然一般。

我们认为，四季度为影视板块业绩的筑底修复期，且商誉减值压力较去年有所缓解。伴随影视公司项目储备增加、毛利率修复，且去年同期业绩基数较低，我们预计明年影视公司业绩有望迎来显著增长。

表 3：三家影视公司 2019 年前三季度单季度业绩表现

公司简称	19Q1归母净利润同比	19Q2归母净利润同比	2019Q3归母净利润同比	业绩变动原因
华策影视	-0.11%	-137.25%	24.18%	前三季度主要确认收入的项目有《下一站是幸福》、《加油，你是最棒的》、《我的莫格利男孩》、《亲爱的，热爱的》等。受行业调整影响，公司部分项目收入成本不匹配，对利润产生一定影响。
慈文传媒	-92.85%	-25.51%	-90.66%	受行业因素影响，公司影视、游戏等业务与上年同期相比均出现一定幅度的下滑。公司自2018年1月1日起开始采用新的应收款项会计估计，2018年前三季度净利润基数较高，亦导致公司2019年前三季度业绩较上年同期下滑。
欢瑞世纪	29.55%	-82.37%	-110.26%	今年三季度，公司营业收入主要来自艺人经纪收入，未产生影视剧销售收入，导致净利润较去年同期相比呈现亏损。

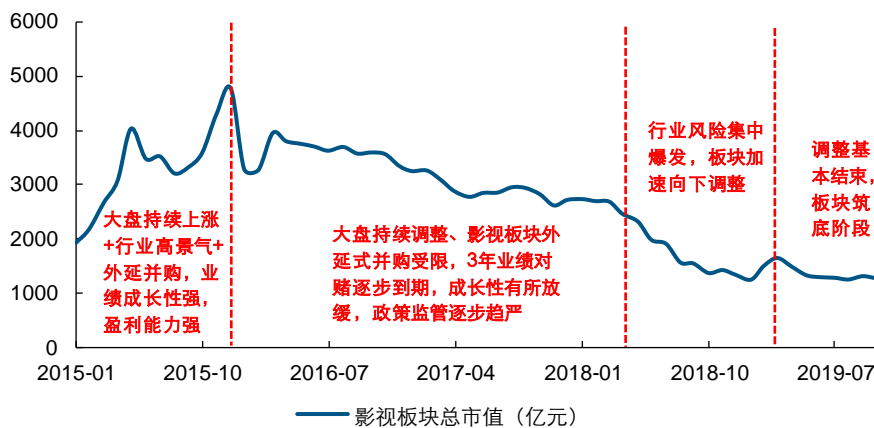
资料来源：Wind，长江证券研究所

4、估值已反映悲观预期，具备较强安全边际

2018 年下半年行业风险集中爆发后，影视板块总市值加速下跌、影视公司估值中枢持续下行。我们认为主要是由影视公司成长性放缓、风险防御能力差、业绩不确定性较高等因素导致。

我们认为，在行业政策严监管趋势不变、影视公司商业模式短期内仍未看到升级机会下，板块估值修复逻辑尚难成立，但当下影视板块估值水平已经充分消化并反映了市场对于行业的悲观预期，具备较强的安全边际。

图 15：2018 年下半年以来影视板块总市值加速下跌



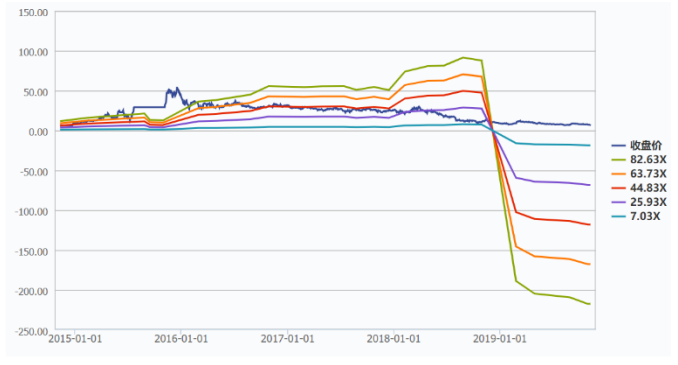
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 16：华策影视 PE Band



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 17：慈文传媒 PE Band



资料来源：Wind，长江证券研究所

大浪淘尽始是金：行业出清下龙头优势愈发凸显

加速出清去产能、回归内容本质、古装降温

我们对 2019 年影视剧行业发展趋势总结：1) 行业进入快速出清阶段——2019 年甲种制作许可证数量同比大幅下滑 35%；2) 去产能进程加速——电视剧备案数量和发行数量在 2019 年出现显著下跌；3) 回归内容本源——监管层整治“注水剧”，对影视剧集数提出限制，旨在提升内容质量；4) 积极调整内容制作方向——现实主义题材占主要阵地，古装题材快速降温。

1、2019-2021 年度全国甲种电视剧制作许可证数明显下滑，行业加速出清

电视剧制作甲种许可证作为电视剧行业准入门槛之一，可以衡量行业整体参与者情况。我国电视剧制作许可证分为《电视剧制作许可证（乙种）》和《电视剧制作许可证（甲种）》两种。甲种证在有效期限 2 年内，对持证机构制作的所有电视剧均有效。乙种证仅限于该证所标明的剧目使用，有效期限一般不超过 180 日。甲种证有效期届满后，持证机构符合相关规定可以申请延期，否则将不予延期。

图 18：电视剧从制作到上映各环节需要获取的许可证示意图

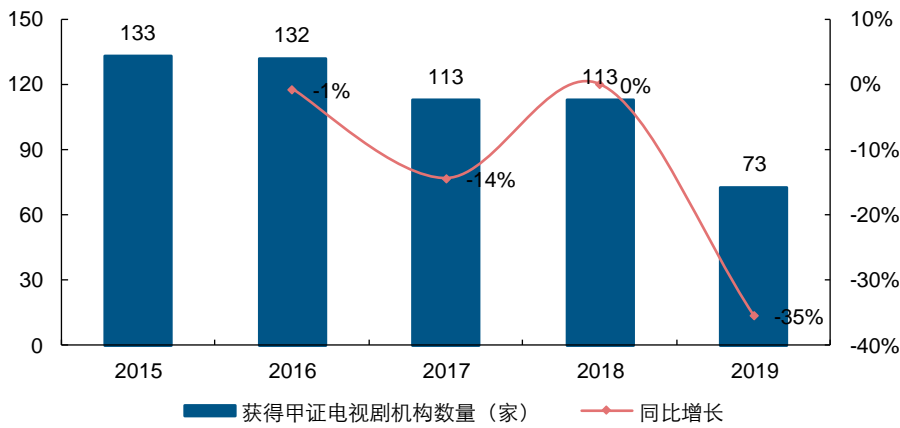
	制作	审查发行	播放
电视剧	广播电视节目制作经营许可证 电视剧制作许可证（甲种） 电视剧制作许可证（乙种） 广播电台、电视台许可证 电视剧拍摄制作备案公示	电视剧发行许可证	广播电台、电视台许可证
网剧	广播电视节目制作经营许可证 重点网络原创视听节目创作规划备案	原创视听节目上线备案	信息网络传播视听节目许可证

资料来源：广电总局，华策影视招股说明书，长江证券研究所

监管收紧甲种证的审查许可条件，2019 年仅有 73 家机构获得甲种证，同比下滑 35%。2019 年 1 月，广电总局印发《关于做好 2019 年度〈广播电视节目制作经营许可证〉和〈电视剧制作许可证（甲种）〉换证工作的通知》，对于存在两年内未开展节目制作经

营活动，参与违规买卖收视率或参与收视率造假，未按要求规范、及时缴纳税款等情况不予换发新许可证。

图 19：2019 年获得电视剧制作许可证（甲种）的电视剧机构数量显著下滑

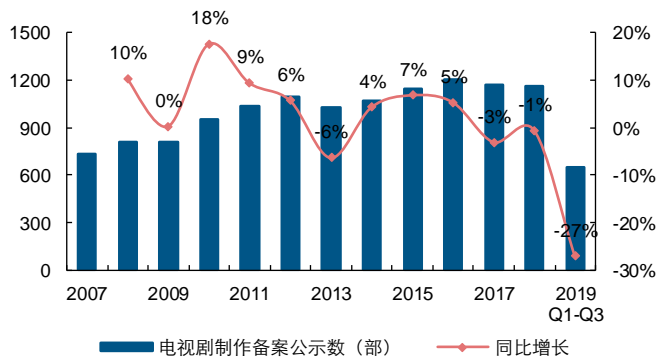


资料来源：广电总局，长江证券研究所

2、2019 年电视剧备案及发行数量同比显著下滑，行业加速去产能

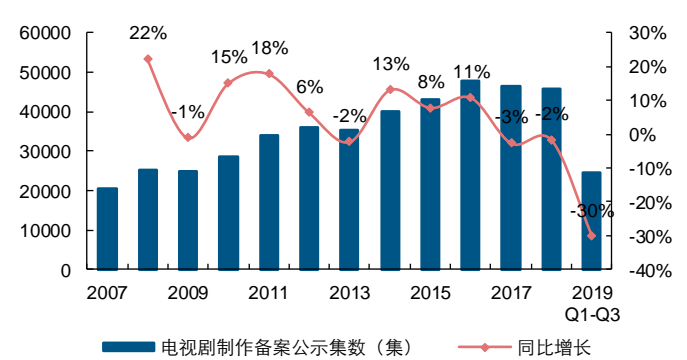
我国电视剧产量整体处于供过于求状态，2019 年供给端加速去产能。2017 年以来行业开展去产能，2019 年在行业调整下，前三季度备案部数同比下滑 27%、备案集数同比下滑 30%，上半年发行部数同比下滑 16%、发行集数同比下滑 12%。

图 20：2019 年前三季度电视剧制作备案部数同比下滑 27%



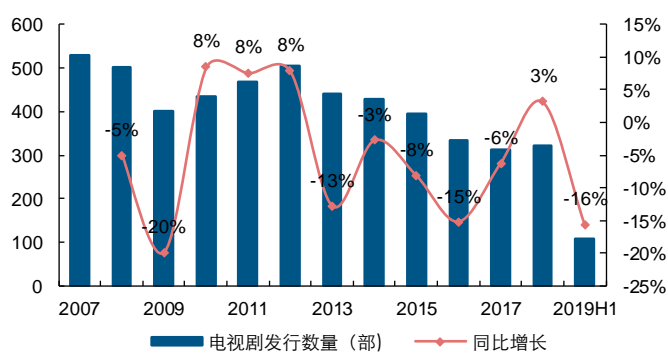
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 21：2019 年前三季度电视剧制作备案公示集数同比下滑 30%



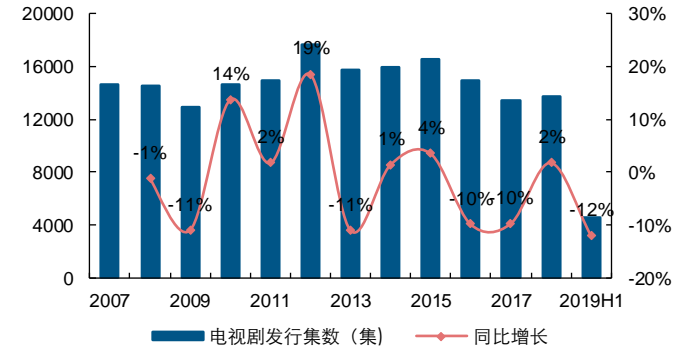
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22：2019 年上半年电视剧发行部数同比下滑 16%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：2019 年上半年电视剧发行集数同比下滑 12%



资料来源：Wind，长江证券研究所

3、“限集令”即将推出，配合演员限薪，从源头整治“注水剧”，促进内容质量提升

2019年7月，中宣部副部长、国家广播电视总局局长、党组书记聂辰席在广电总局电视剧司调研中强调：“针对注水剧、宫斗剧、翻拍剧、演员高片酬等问题，深入挖掘瓶颈症结，始终保持高压”。9月，针对“注水剧”现象，广电总局正在研究相关应对措施，拟将集数上限设为40集。目前该政策尚在征求意见中，积极关注后续落地情况。

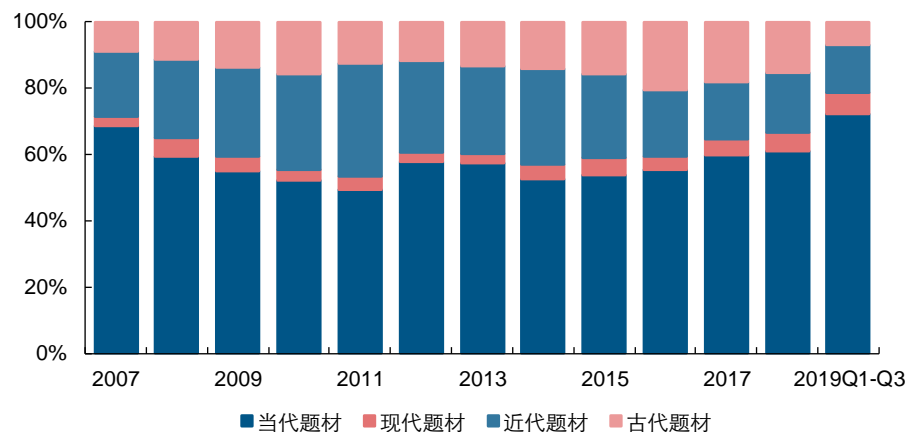
我们认为，若“限集令”落地，可能带来的影响有如下：

- 1) **头部剧受影响较小，但腰部及以下剧集毛利空间被压缩。**按照一部剧40集上限，单集版权费800万的采购价上限，一部剧单个平台最高售价为3.2亿元，较之前大剧单平台独家销售10亿以上的收入体量来说毛利空间大幅下滑。但我们认为对于头部剧影响相对较小，稀缺优质内容仍有多个平台抢夺，多渠道销售后仍能实现良好的利润，但对于腰部及以下剧集来说，限价和限集后毛利空间将大幅压缩。
- 2) **长剧拆成“季播”模式，回款账期或将拉长，在一定积压风险。**对于篇幅较长的剧集来说，限集后一部长剧可能拆分成上下部或按季播放的模式播出，这将延长影视公司应收账款的账期、对现金流要求更高。此外也存在第一季收视不佳，后续剧集内容积压或发行困难的风险。

4、现实主义题材占主要阵地，古装题材持续降温

在政策导向下，影视公司积极调整制作方向：从备案情况来看，近年来现实主义题材剧集占比持续提升，其中以当代题材为主；而古装题材自2017年以来不断降温，2019年前三季度古装题材备案数仅44部，占比快速下滑至6.8%。

图 24：2019 前三季度我国电视剧古装题材备案数量占比仅为 6.8%



资料来源：广电总局，长江证券研究所

从2020年四大卫视招商剧目来看，古装剧占比明显减少，现实主义题材同样占据主导地位，渠道端对于古装题材剧集仍保持少而精的态度。其中湖南卫视主打青春化和话题性，IP剧和古装题材占比相对其他卫视较多；东方卫视专注都市和现实题材，且题材较去年更加多元化，包括职场、谍战、医疗、情感、军旅等，招商剧目无古装剧；浙江卫视同样主打现实主义题材，剧集与东方卫视多有重合，招商无古装剧目；江苏卫视排播策略仍以“联播”为主，同样无古装剧目。

表 4：2020 年四大卫视招商剧目一览（标黄为古装题材）

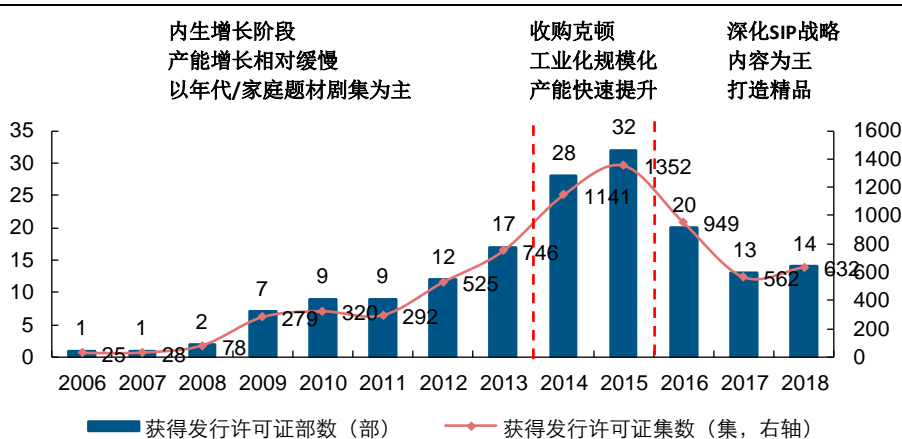
湖南卫视	东方卫视	浙江卫视	江苏卫视
《大明风华》汤唯，朱亚文	《暴风眼》杨幂，张彬彬	《精英律师》靳东，蓝盈莹	《幸福还会来敲门》聂远，吴谨言
《孤城闭》王凯，江疏影	《风暴舞》陈伟霆，古力娜扎	《正青春》吴谨言，殷桃	《局中人》张一山，潘粤明
《猎狐》王凯，王鸥	《隐秘而伟大》李易峰，金晨	《暴风眼》杨幂，张彬彬	《了不起的儿科医生》陈晓，王子文
《有翡》赵丽颖，王一博	《特战荣耀》杨洋	《局中人》张一山，潘粤明	《邓丽君之我只在乎你》何润东
《山海经之上古密约》吴磊，宋祖儿	《大江大河2》王凯，杨烁，董子健	《人民的财产》靳东，闫妮	《隐秘而伟大》李易峰，金晨
《完美关系》黄轩，佟丽娅	《猎狐》王凯，王鸥	《拼图》王雷，刘涛	《梦在海这边》李念，朱雨辰（2019）
《爱情高级定制》迪丽热巴，黄景瑜	《卖房子的人》孙俪，罗晋	《瞄准》黄轩，陈赫（2019）	
《下一站是幸福》宋茜，宋威龙	《平凡的荣耀》赵又廷，白敬亭		
《余生请多指教》杨紫，肖战	《三生有幸遇上你》黄景瑜，王丽坤		
《二十不惑》关晓彤，卜冠今	《你若安好便是晴天》张翰，徐璐		
《蜗牛与黄鹌鸟》张新成，林允	《正青春》吴谨言，殷桃		
《向往的幸福》	《精英律师》靳东，蓝盈莹		
《向阳而生》蒋欣，高伟光	《新世界》孙红雷，张鲁一		
《流金岁月》孙俪，倪妮	《了不起的儿科医生》陈晓，王子文		
《爱情的开关》熊梓淇，赖雨濛	《爱情公寓5》陈赫，娄艺潇		
《这就是生活》刘恺威，陈都灵	《瞄准》黄轩，陈赫（2019）		
《漂亮的她们》			
《当天真遇见爱情》			
《青青子衿》张新成，吕小雨			

资料来源：各大卫视招商会，长江证券研究所

华策影视：全网剧精品龙头，快速调整适应行业变化

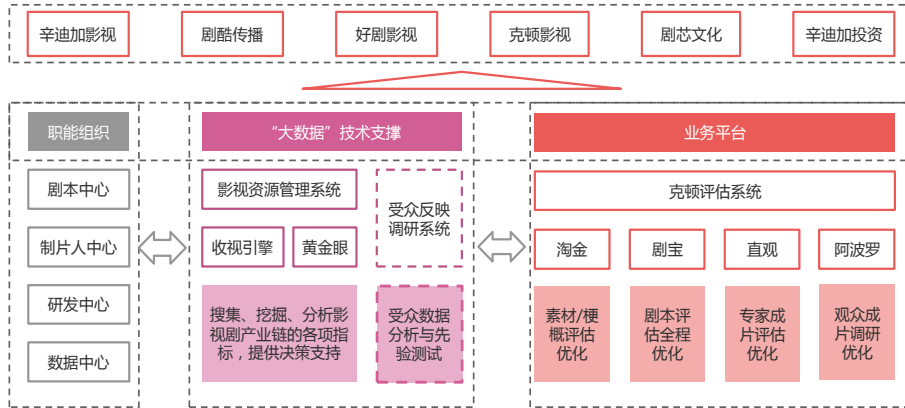
华策影视自 2005 年成立以来，专注影视剧制作、发行及衍生业务，前瞻把握行业发展趋势，通过收购克顿传媒提升工业化规模化生产能力、深化“SIP”战略等一系列领先于市场的战略转型，成功确立规模化、精品化、平台化的全网剧制作龙头地位。

图 25：2006 年至 2018 年华策影视获得影视剧发行许可证集数情况



资料来源：公司招股说明书、历年年报，长江证券研究所

图 26：克顿传媒以大数据为支撑的一体化运营体系助力华策影视生产模式升级



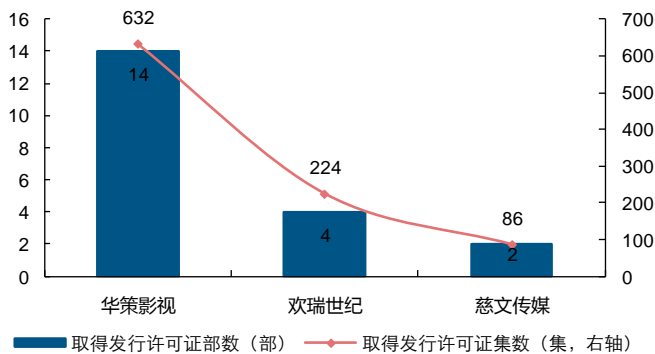
资料来源：公司公告，长江证券研究所

1、2018 年行业发生重大变化，但公司在剧集播出、发行和营收方面仍位居行业前列

2018 年公司顺利实现《谈判官》、《最亲爱的你》、《甜蜜暴击》、《天盛长歌》、《橙红年代》、《创业时代》等 14 部全网剧播出，并获得 14 部、共 632 集全网剧的发行许可证，数量上看保持行业领先。

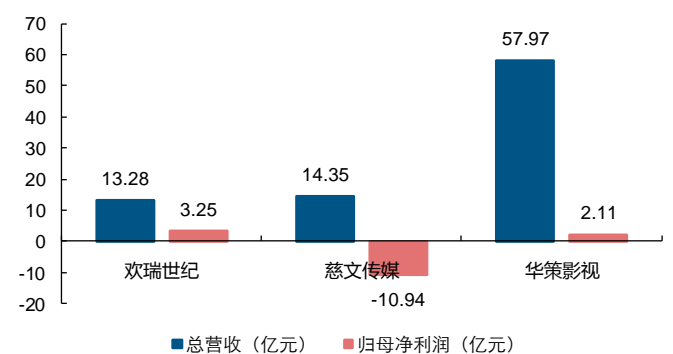
2018 年公司营收规模达 57.97 亿元，同比增长 10.52%，影视剧业务板块收入贡献前五名剧集分别为《天盛长歌》、《橙红年代》、《蜜汁炖鱿鱼》（后改名为《亲爱的，热爱的》）、《平凡的荣耀》、《三生三世宸汐缘》，占主营业务收入比为 56.34%。

图 27：2018 年主要几家影视公司发行剧集情况对比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 28：2018 年主要几家影视剧公司营收和利润对比



资料来源：Wind，长江证券研究所

2、前期高成本库存快速消化、积极降本增效，主动适应变化积极调整内容题材方向

2019 年行业调整期公司快速消化前期高成本库存。公司在 2018 年底确认收入但未播出的剧集以及尚未实现销售的产成品存货，均为前期高成本阶段规模化投入生产的产品。为此公司强化发行能力，加快高成本项目和待播项目的消化，2019 年前三季度顺利实现 10 部全网剧在各大平台首播，并主要确认了《资深少女的幸福生活》、《完美关系》、《加油，你是最棒的》、《我的莫格利男孩》等项目收入。

题材研发紧跟宏观导向，现实主义题材占比显著提升，内容作品题材类型快速转变。华策影视在业内率先成立了专门研究主旋律作品的大剧研发中心，制定了“人民为本、规划先行、匠心创作、精良制作”的创作导向。公司推出的《外交风云》、《觉醒年代》、《绝境铸剑》、《追光者》、《加油，你是最棒的》等内容作品入选国家广播电视总局第二批百部规划重点选题名单，题材转型快速、效果明显。

同时公司为积极应对行业变化，积极开展降本增效，对内部组织和团队进行了调整和优化，成本控制效果将逐步有所体现。

表 5：2019 年前三季度公司首播 10 部全网剧详情

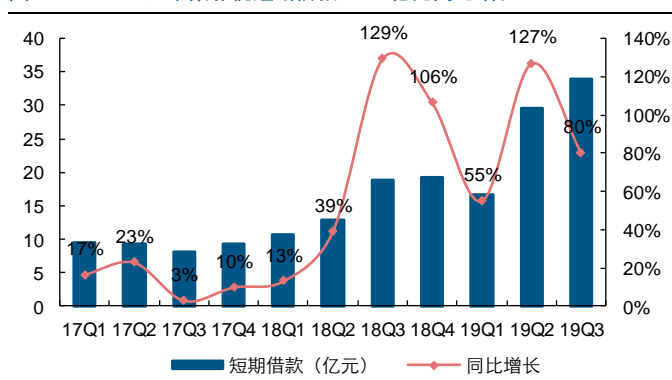
序号	剧名	首播时间	集数	卫视首播平台	互联网播出平台
1	《独孤皇后》	2月11日	50	/	腾讯、爱奇艺、优酷
2	《我的奇妙男友2之恋恋不忘》	2月14日	38	/	芒果TV
3	《我只喜欢你》	4月29日	35	/	腾讯、优酷
4	《流淌的美好时光》	7月1日	52	湖南卫视	芒果TV、腾讯、爱奇艺、优酷
5	《亲爱的，热爱的》	7月9日	41	东方卫视、浙江卫视	爱奇艺、腾讯
6	《宸汐缘》	7月15日	60	/	爱奇艺
7	《时间都知道》	7月16日	45	北京卫视	腾讯、爱奇艺
8	《加油，你是最棒的》	7月31日	44	湖南卫视	腾讯、爱奇艺、优酷
9	《我的莫格利男孩》	8月29日	50	/	爱奇艺
10	《外交风云》	9月19日	48	北京卫视、广东卫视	优酷、腾讯、爱奇艺

资料来源：公司公告，长江证券研究所

3、新项目从第三季度开始逐步开机，后续片单储备丰富、业绩增长动力充足

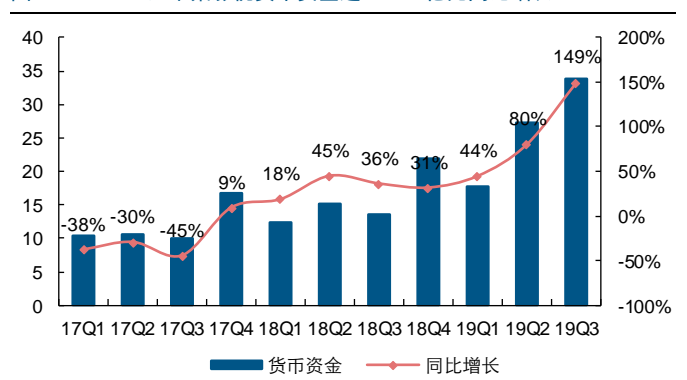
1) 融资为新项目开机准备充足资金。2019Q3 公司短期借款同比增长 80%达 33.90 亿元，账上货币资金达 33.89 亿元；10 月 14 日公司公告拟发行可转换公司债券不超过 18 亿元，公司未来计划在影视剧制作项目投入 29.3 亿元，其中 12.4 亿元来自拟发行可转债融资。

图 29：2019Q3 华策影视短期借款 33.9 亿元同比增长 80%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 30：2019Q3 华策影视货币资金达 33.89 亿元同比增长 149%



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 6：华策影视拟公开发行可转债募资金用途（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	募集资金拟投入金额
1	影视剧制作项目	293,000.00	124,000.00
2	IT化改造系统建设项目	2,280.52	2,000.00
3	补充流动资金	54,000.00	54,000.00
合计		349,280.52	180,000.00

资料来源：公司公告，长江证券研究所

2) 新项目三季度逐步开机，片单储备丰富，为后续业绩增长提供坚实支撑。从公司 2019 年项目开机情况来看，三季度开机进展加速，目前已开机和计划开机的 21 个项目中仅 5 部古装题材，年代、革命、都市、情感等题材丰富多样化。其中，陈赫、娄艺潇主演的《爱情公寓 5》已纳入东方卫视 2020 年重点招商剧目，赵丽颖、王一博主演的《有翡》已进入湖南卫视 2020 年重点招商剧目。

表 7：华策影视 2019 年计划片单开机进展

序号	剧名	题材	集数	时间计划
1	《热血神探》	年代探案	40	2019年Q1已开机
2	《锦绣南歌》	情感	65	2019年Q1已开机
3	《鹿鼎记》	古装	60	2019年Q1已开机
4	《绝境铸剑》	重大革命	36	2019年Q2已开机
5	《爱情公寓5》	都市	36	2019年Q2已开机
6	《雪山飞狐》	古装武侠	—	2019年Q2已开机
7	《遇见你，遇见爱》	都市爱情	24	2019年Q3已开机
8	《岁食记》	治愈纪实	6	2019年Q3已开机
9	《暖暖，请多指教》	励志甜美	24	2019年Q3已开机
10	《有翡》	古装	60	2019年Q3已开机
11	《以家人之名》	当代都市	40	2019年Q3已开机
12	《拾光里的我们》	都市情感	28	2019年Q4已开机
13	《你是我的城池营垒》	都市	34	2019年Q4已开机
14	《我和我们在一起》	当代都市	30	计划2019年开机
15	《向风而行》	当代都市	40	计划2019年开机
16	《少爷与我的罗曼史》	古装爱情	24	计划2019年开机
17	《追光者》	都市	40	计划2019年开机
18	《十面埋伏》	悬疑推理	45	计划2019年开机
19	《人味》	近代传奇	40	计划2019年开机
20	《初礼来了》	都市	30	计划2019年开机
21	《长歌行》	古代传奇	50	计划2019年开机

资料来源：公司公告，公司官方微博，长江证券研究所

慈文传媒：精品网生龙头，国资纾困后再度起航

慈文传媒已形成了以自有 IP 为核心资源，以电视剧投资、制作及发行业务为核心，积极延伸拓展电影、游戏、综艺和艺人经纪等各业务板块良性互动、协同发展的业务体系。

2019 年上半年，慈文传媒在行业调整期内积极应对市场环境的变化，引进新的控股股东华章投资，推进企业组织架构、管理体制、团队建设、激励机制、资源协同以及资金配套等方面的规划及调整。

公司主动把握政策导向和市场需求，积极调整优化产品结构，题材类型多元化。2019H1，公司出品的《风暴舞》与相关平台签订了首轮发行协议的补充协议并确认收入；《等等啊我的青春》、《特勤精英之生死救援》、《特勤精英之逃出生天》、《谁动了我的运气》等网络剧、网络电影播出并确认了收入。

表 8：慈文传媒 2019 年上半年已播出项目一览

序号	剧目名称	项目类型	首播日期	播出平台
1	《大唐魔盗团》	网络剧，24集	2019-02-20	腾讯视频
2	《等等啊，我的青春》	网络剧，24集	2019-03-19	优酷
3	《暗黑者3》	网络剧，24集	2019-03-28	腾讯视频
4	《特勤精英之生死救援》	网络电影	2019-04-06	腾讯视频
5	《特勤精英之逃出生天》	网络电影	2019-04-13	腾讯视频
6	《谁动了我的运气》	网络电影	2019-05-14	腾讯视频
7	《爵迹之临界天下》	网络剧，48集	2019-05-27	爱奇艺

资料来源：公司公告，长江证券研究所

截至 2019 年 6 月末，公司正在拍摄和后期制作中的网台剧 4 部、网大 4 部，其中《光荣时代》入选国家广播电视总局《2018-2022 百部重点电视剧选题片单（第二批）》和《庆祝新中国成立 70 周年推荐播出参考剧目名单》。

表 9：慈文传媒正在拍摄和后期制作中项目题材分布多元化（截至 2016 年 8 月 30 日）

序号	剧名	项目类型	题材	暂定集数	生产进度	合作方/播出平台
1	《乘风少年》	网台剧	青春励志	34	拍摄中	咪咕视讯
2	《光荣时代》	网台剧	反特刑侦	30	后期制作中	天马映像 影业等
3	《盗墓笔记重启之极海听雷》	网络剧	年代传奇	72	后期制作中	优酷
4	《时空迷失2018》（《杨凌传》番外篇）	网络剧	当代科幻	6	已完成制作	优酷
5	《鼠王》	网络电影	冒险、动作	/	后期制作中	爱奇艺
6	《大地震》	网络电影	现实、灾难	/	后期制作中	爱奇艺
7	《麒麟幻镇》	网络电影	玄幻、爱情	/	后期制作中	爱奇艺
8	《风暴舞之破局者》（《风暴舞》番外篇）	网络电影	当代都市	/	后期制作中	爱奇艺

资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司储备项目有《脱骨香》、《紫川》、《弹痕》、《大秦帝国》系列等，四季度预计会有新项目开机，由于公司今年业绩基数较低，预计明年业绩有望迎来较大反弹增长。

风物长宜放眼量：影视产业重构孕育新机遇

趋势一：内容制作方走向两级化

1、**视频网站对内容选择的从“唯流量论”转向多维评价。**伴随下游视频网站商业模式的演进，平台对内容的选择从过去单一的追求流量转变为多维度评价——会员拉新能力，会员留存水平，付费转化能力等等，这对于内容制作方提出了更高的要求。

2、**视频网站内容投入中自制比例逐步提升。**视频平台的内容主要来源于“采购+自制”。精品版权内容是吸引用户的主要手段，这些内容从数量上看仍以外购为主；同时视频网站基于差异化战略纷纷推出独播内容，投入平台自制剧或定制剧，未来中小体量剧集将更多的以平台自制或定制模式生产，视频网站采购与自制的投入比例将趋于 1:1。

3、**受视频网站内容评价标准和内容投入策略的变化影响，内容制作方发展走向两极化。**

我们认为，这种变化对头部制作方影响较小，但对于中小体量剧集制作方产生挤压，行业加速出清，未来内容制作公司将走向两极化：1) 少数实力顶尖的制作公司，具有较强的创新制作能力，能投资开发出头部效应明显的精品内容，保持其独立性持续发展；2) 中小体量的公司，具有良好的内容制作能力，平台以委托制作的方式定制剧集。

图 31：伴随产业链的演进内容制作公司未来发展存在两极化趋势



资料来源：慈文传媒，长江证券研究所

趋势二：2C 付费商业模式打开行业成长空间

2B 版权销售模式天花板临近，上游内容方议价能力较弱。目前剧集销售模式仍以 2B 为主，内容制作方按照单集价格乘以集数的方式将内容销售给下游渠道——电视台和视频网站。剧集版权销售的市场规模受限于电视台广告招商和视频网站内容投入预算，在下游内容投入增速逐步放缓的背景下，2B 版权销售模式天花板临近，上游内容制作急需寻找新的成长空间。此外，在下游集中度提升、大力发展自制背景下，平台议价能力持续提升，集中度较低的上游利润空间整体被削弱。

2C 付费模式赋予内容行业更大成长空间，成为行业未来重要的发展趋势：

1) 对于内容制作方，伴随单集价格回归理性、“限集令”将落地，2B 模式下一部中小体量剧集的毛利空间有限，而 2C 模式有望打开利润上限，赋予好内容更高回报；

表 10：部分分账网剧收益一览

上线时间	剧名	分账收益	集数	出品公司	播出平台
2016	《妖出长安》	成本500万元，分账金额2000万元	12	楼氏影视、森林影画等	爱奇艺
2017	《花间提壶方大厨》	成本2000多万元，累计分账超7200万元	36	新圣堂影业	爱奇艺
2017	《花落宫廷错流年》	投资回报比接近50%	50	企鹅影视、麦田映画等	腾讯视频
2018	《二龙湖爱情故事》	跟播期分账金额2000万元	13	新片场等	优酷
2018	《半妖皇帝》	成本800万元，投资回报率超200%	12	超能影业等	爱奇艺
2018	《等到烟暖雨收》	跟播期分账金额3000万元	36	麦田映画、耐飞影视、兔子洞文化等	爱奇艺
2018	《绝世千金》	跟播期分账金额3500万元	24	酷影传媒、龙果映画、映美传媒等	爱奇艺

资料来源：三声，长江证券研究所

2) 对于视频平台，2C 模式刺激制作方为平台产出更多优质内容，而好内容是平台留住用户的根本；2C 模式可以减轻平台的内容投入压力并转移风险给制作方；2C 模式中针对细分人群的定制化内容更容易成功，从而帮助平台形成更圈层、更长尾的丰富内容库，吸引更多圈层、更长尾的用户。

近年来国内几大视频网站竞相出台规则加大分账力度，通过内容和模式的创新驱动付费会员数增长，在 2020 年有望实现近 3 亿的付费会员和 600 亿元的付费市场规模。

图 32：爱奇艺剧集分账规则

剧集成片分账的规则

计算方式：

总分账金额=会员付费期分账金额+广告分账期分账金额

会员付费期分账金额=会员有效播放次数*每集单价*分成比例（有效播放：单集观看超过6分钟）；

每集单价=每季（部）定价/付费集数 每集（部）定价由内容评估定级确认。

级别	每集（部）单价	平台/合作方 分成比例	内容分成周期
A	10元/季（部）	3:7	3个月
B	8元/季（部）	3:7	3个月
C	6元/季（部）	5:5	3个月
D	4元/季（部）	5:5	3个月

（A/B级项目3:7成为阶段性特殊补贴，能否享有此项补贴由爱奇艺最终评审确定）

广告期分成=贴片广告收入*（1-运营成本比例）*分成比例

独家合作，合作方分成比例70%；非独家合作，合作方分成比例50%

资料来源：爱奇艺官网，长江证券研究所

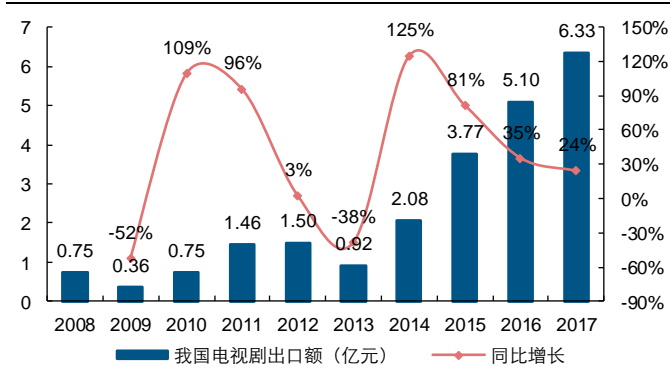
我们认为，规模化、成熟的剧集分账体系，不仅需要依靠市场自身的选择和调节，更需要内容公司和平台，发挥大数据等技术优势作用，更科学地进行产品规划和投入产出测算，提升资源配置效率，共同构建良性发展的市场环境。伴随 2C 模式的发展，品牌影视公司将陆续入局付费市场，高品质的网络内容将有效拉动付费市场的高速增长。

趋势三：影视内容出海抬高行业天花板

1、我国影视内容出海方兴未艾，市场潜力巨大

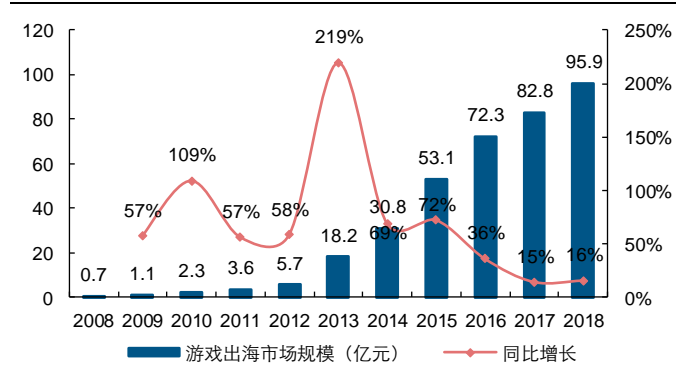
2008年国产电视剧和网游出海的市场规模接近，2018年我国自主研发的网游海外市场销售收入达95.9亿元，但2018年国产影视内容出口额仅约8-9亿元，仅约网络游戏出海市场规模的十分之一。参考近几年网游出海快速繁荣发展，影视内容出海潜力巨大。2018年中国出口总额约16.42万亿美元，影视出口额占比尚不足万分之一，进出口存在较大的逆差，文化输出之路仍任重道远。

图 33：2008年-2017年我国电视剧出口额



资料来源：Wind，界面，长江证券研究所

图 34：2008-2018年我国网络游戏出海市场规模

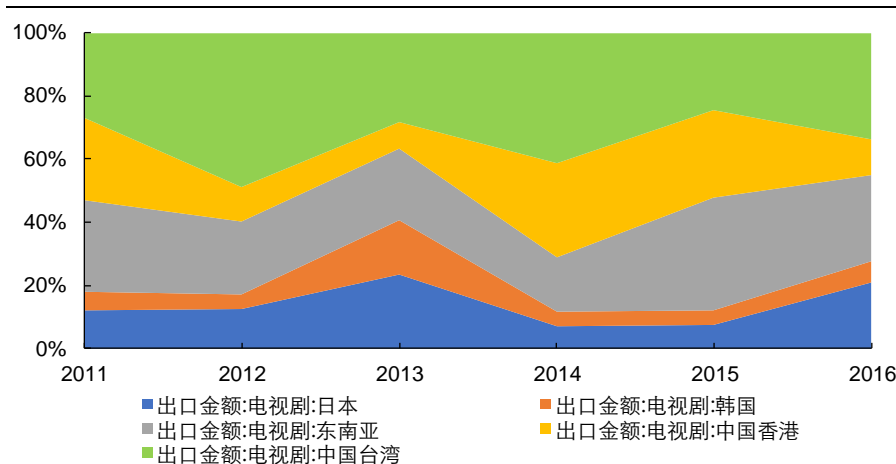


资料来源：伽马数据，长江证券研究所

2、国产影视内容出口地区持续扩张、题材类型不断丰富

东亚、东南亚等儒家文化圈地区长期以来是国产电视剧传统销售地区：根据国家统计局数据，2012年至2016年我国电视剧出口额约70%~95%来自亚洲，而亚洲具体来看，以中国台湾和东南亚出口额占比较大。

图 35：2011-2016年我国电视剧在亚洲主要地区出口金额分布



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

在我国世界影响力提升、政策大力扶持、剧集品质提升等因素的共同驱动下，国产影视内容也由早期的亚洲华人圈，逐步向全世界辐射；出口题材亦从擅长的古装剧扩张至现实主义、悬疑探案、都市青春偶像等多样化品类。

图 36：近年来国产剧出海地区、题材类型及播放渠道的演进

年代	1980-1990年	2011-2015年	2016年以来
代表剧目			
题材类型	古装为主	古装为主，出现一些现象级现实题材剧	题材多样化：古装、谍战、反腐、犯罪、悬疑、爱情、青春、都市等
出海地区	东南亚、日韩	由亚洲逐步延伸至非洲、欧美等地区	全球范围
海外播出平台	当地主流电视台	当地主流电视台、付费电视台、Netflix、ZingTV流媒体等	YouTube、Netflix、DramaFever、Viki、ZingTV等流媒体为主

资料来源：电视剧鹰眼，长江证券研究所

3、出海渠道已打通，未来提升内容竞争力是关键

影视内容作为国家文化软实力的重要体现之一，承担文化“走出去”的重任，一直以来，国家层面鼓励和扶持国产电视剧出海的政策不断。目前全球范围内的影视内容出海渠道基本已打通，全国剧集制作公司机构联盟、“抱团出海”的规范化产业链也已形成。

表 11：我国鼓励国产影视内容出海相关政策梳理

年份	政策/措施	具体内容
2002年	“广播影视走出去工程”	鼓励国产影视作品出口
2012年	“中非影视合作工程”	每年出资5千万元，在全国优秀影视作品挑选10部电视剧、52部电影、5部动画片、4部纪录片，译成7种语言供非洲国家媒体在黄金时段播出
2013年	“丝绸之路影视桥工程”	发挥广播影视对外传播和人文交流优势，推进与丝绸之路国家广播影视合作
2013年	“全球华语电视剧联播体”	华策影视以自主办台和联合运营等方式，与10余家海外媒体共同建设覆盖了中国香港、中国台湾，东南亚，非洲，以及欧美等30个以上国家和地区的华语节目播出平台，并在YouTube、JungoTV、now TV、Viki、Dailymotion聚合传媒、美国Dramafever等合作平台开设了专门的“海外华剧场”
2014年	“电视中国剧场”项目	推广国产剧出口
2017年	《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》	五部委联合发文支持优秀电视剧“走出去”
2017年	中国电视剧（网络剧）出口联盟	全国电视剧（网络剧）制作企业联合，成立出口联盟，联手抱团、合作出海
2018年	“影像中国”播映活动	国家广播电视总局全新策划的公共外交播映活动，借助国家外交平台和重大活动契机，联合驻外使领馆，精选优秀影视作品在境外媒体播出并配套举办宣传推广活动，向国外民众介绍一个全面、立体、真实的中国
2019年	“视听中国——公共外交”播映工程	总局统筹各项资源、立体设计、开放平台、推动多方参与，以播映中国优秀电视节目为抓手，借助国家外交平台，配合领导人高访、重大外交活动等重要节点和契机，开展多项具有广电特色的视听活动

资料来源：广电总局，电视剧鹰眼，长江证券研究所

影视出海给国产剧带来新增量空间的同时，也对内容制作提出了更高的要求：1) 国产剧制作需要和国际标准化、高水准制作接轨，在内容创意、制作技术、项目管理、资金投入等生产要素方面趋于相近标准；2) 充分开发内容产业价值链条，除版权销售外，积极开发付费、衍生等机会。

我们认为，经过这一轮行业疾速洗牌，行业去过剩产能效果显著，资金投资效率也将提高，集中投向具有头部效应的精品内容，助力打造具有国际竞争力的中国 IP，为内容的衍生变现奠定基础，而只有具备优秀研发及运营实力的头部内容制作公司有望享有内容版权价值多元化的变现。

趋势四：技术进步驱动行业持续升级

1、伴随 5G 商业化逐步落地，影视行业将迎来下一个“风口”，影视公司应当积极做好准备，把握机遇，迎接渠道升级和转变

1) 5G 高带宽、低延时的特性会加速 VR 发展与普及，2020 年 5G 大规模商用落地后，VR 将是最快受益的产业之一，设备硬件将逐步普及，同时对内容制作也提出了新的需求，影视内容的播放终端变得多样化，未来有望进入“内容+”时代；

2) 5G 大带宽、低延时、多连接的特性对超高清视频内容呈现和服务分发有极大的推动作用，8K 的画面将具有超高影像的逼真感和广色域产生的真实感，传递的信息更加饱满，带来更多细节呈现和更震撼的视觉冲击力，8K 超高清视频有望成为 5G 时代第一个实现万亿元规模的产业，目前超高清视频内容匮乏仍然是制约产业发展的重要因素，超高清视频内容需求将成为行业新的增长点。

2、视频网站纷纷推出互动视频平台，互动视频开辟影视内容新赛道

2018 年底 Netflix 推出首部非儿童互动电影《黑镜：潘达斯奈基》，在国内外掀起影视内容“互动化”的风潮。今年爱奇艺、腾讯视频、B 站都纷纷推出互动视频平台，旨在降低内容创作门槛，提高互动视频标准化生产能力。

图 37：腾讯视频互动影视开发平台示意图



资料来源：腾讯视频，长江证券研究所

以爱奇艺为例，其互动视频平台可以提供分支剧情、角色切换、画面信息探索三大类互动视频能力，如下图所示。

图 38：爱奇艺互动视频互动能力支持示意



资料来源：爱奇艺，长江证券研究所

我们认为，互动视频带来的代入感一方面优化用户视频体验，另一方面衍生更多商业变现可能，对影视内容创作者而言亦是一个新的机遇。

3、合理合法运用 AI 换脸技术，有望在影视行业获得良好商业化应用

今年 AI 换脸技术引发巨大热议，技术本身是中立的，但应在法律和道德范畴内合理使用。我们认为，AI 换脸技术在影视行业具备良好的应用前景：比如《速度与激情》中“复活”已故演员保罗·沃克，来完成其未竟之作；李安的新作《双子杀手》运用 AI 换脸制作出威尔·史密斯和“年轻时的自己”一起主演的场景；此外，制片方可以利用 AI 换脸技术替换影响剧集销售和播出的“劣迹艺人”，提升影视剧的风控能力。比如电视剧《巴清传》由于主演问题迟迟未能上映，近期制作公司发布公告，承诺在 2019 年 12 月 31 日之前采取包括但不限于：拟将重新布景拍摄、技术手段、重新配音等将该剧原定主要演员在该剧中的镜头进行修改，确保该剧修改完毕后，在 2020 年 3 月 31 日前交付已获得国家广电主管部门审批通过并准予在中国大陆地区的电视台卫星频道、互联网进行播出的该剧修改后成片母带。

综上所述，我们认为，未来影视行业将走向更加规范化、规模化、高效率、国际化的发展道路，伴随产业价值链重构，新的机遇不断出现，影视行业仍大有可为。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 本公司) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可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。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。