

## 与互联网融合，市场持续扩容

### —4 家影视动漫上市公司综合评述

随着人民生活水平的提高，看电影、追动漫已经成为城镇居民重要的休闲娱乐以及社交方式。近年来影视动漫圈最大的变动，便是互联网公司不断进军影视行业。从阿里影业到腾讯影业，再到乐视影业，互联网公司近两年对于影业的热衷程度不亚于电商行业，一个是关乎消费者的物质食粮，一个是关乎消费者的精神食粮。为了应对强势入侵的互联网企业的冲击，传统影视公司也在逐渐加速布局互联网新业务，其优势在于优秀的制作团体以及较多的 IP 资源。

总的来看，目前影视动漫行业竞争日趋激烈，业内并购案例持续增加，传统影视公司均开始向综合娱乐集团转型。2015 年影视动漫行业逐渐融合互联网概念，从投资、制作、发行，再到放映、营销、衍生品等产业链上的各个环节都在进行全新的整合布局，市场空间逐渐扩大。根据《十三五规划建议》中所述，到 2020 年要让“文化产业成为国民经济支柱性产业”。报告显示，文化娱乐产业 2015 年总体规模将达到 4500 亿元，在 2020 年有望达到一万亿元，以上市公司为代表的影视龙头企业将充分受益于此，未来成长前景可观，目前估值多处于合理区域，值得关注。

#### 一、评述范围

本站收录的上市影视动漫企业共 4 家，分别是华策影视、华录百纳、华谊兄弟和奥飞动漫，其中华录百纳是新入选的公司。这 4 家公司成长动能和安全稳定指数、股价所处 JW4 点区位及预期股价区间详见下表：

表一 单位：元

公司名称	成长动能分类		安全稳定指数		最近合理 买入价	未来三年 股价区间 高/低	2016-1-19日 股价所在JW4 点位置
	最新一期	上期	最新一期	上期			
华策影视	1	1	2	2	20	35 / 27	25.75 / B
华录百纳	1		2		20	40 / 30	28 / B
华谊兄弟	2	2	3	2	25	50 / 35	30.15 / B
奥飞动漫	1	1	2	2	15	35 / 25	35.08 / D

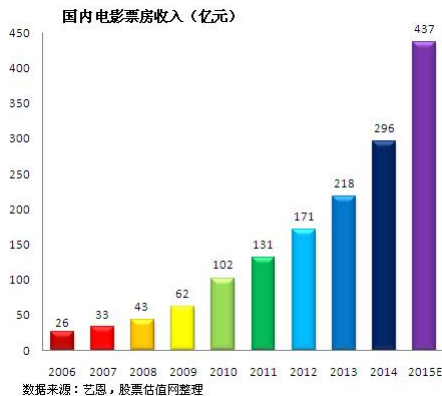
数据、图表来源：股票估值网

从上表可以看出，进入 2016 年后市场由于熔断机制、人民币贬值以及大股东减持等负面因素的影响，各家公司股价均有较大下降，4 家公司中华策影视、华录百纳和华谊兄弟均处于较为合理的买入区域 B 点，而奥飞动漫由于在 2015 年 5 月停牌收购四月星空，8 月末才复牌，避开第一轮股灾，目前股价则仍处于较高的 D 点位置，虽然公司未来发展前景较好，但投资者仍需谨慎对待可能出现的估值回调风险。而从成长性与安全角度看来，华策影视、奥飞动漫和新加入的华录百纳成长动能评级为最好的 1 号，未来成长空间较大。华谊兄弟由于 2015 年进入调整期，自从提出“去电影化”后，作为影视一哥的华谊兄弟鲜有“惊世骇俗”之作，导致其营收和净利润增速大幅下滑，使得我们下调对其的成长评级。安全稳定指数方面华策影视、华录百纳、奥飞动漫均为略低的 2 号，而华谊兄弟由于业绩波动性相对较大，安全性评级为更低一级的 3 号。

#### 二、行业分析

##### 1、电影业情况

中国电影产业持续快速成长，国内电影逐渐成长。自 2006 年起，我国电影市场票房连续十年上涨，年均涨幅在 35% 以上，电影市场整体保持高速、稳定增长。电影市场票房从 2006 年的 26.2 亿大幅增长至 2014 年的 296.39 亿元，票房规模扩大 11.3 倍。而大量在线购票以及低廉额票价的带动下降，2015 年电影行业出现爆发性增长，票房创出历史纪录，9 月初票房规模就超过去年全年的水平，根据艺恩网发布原创数据公告：2015 年中国电影市场累计票房超 437 亿，增幅高达 49%，为近五年最高增幅，观影人次达 12.56 亿，首次突破 10 亿观影人次大关。



国产片票房大幅增长，进口片票房相对增长缓慢。在2010年之前，国产片票房占比稳定在50%左右。近年来，随着国产电影质量的提高和对于国内观众口味的精准把握，国产电影票房在跟随行业发展而上涨的同时，票房占总票房的比例进一步提高。2015年预计国产电影票房将占到全年总票房的60%左右。目前来看，2015年国内票房TOP5分别为捉妖记、速度与激情7、港囧、复仇者联盟2和夏洛特烦恼，国内票房分别为24.39亿元、24.27亿元、16.13亿元、14.64亿元和14.41亿元，这也是近年来首次国产电影占据票房榜的头把交椅。

面对火热的电影市场以及互联网企业的进入，2015年电影产业收购整合也更为频繁。2015年7月，光线传媒发布公告，拟投资1.3亿元获得捷通无限68.55%的股权。后者在2005年上线的“网票网”，则是国内首家全国性的电影票网上选座购买平台。2015年8月，万达院线与时光网签署协议，战略投资其20%的股权。双方全面展开电影电商O2O业务。同月，阿里影业旗下粤科软件联合首都电影院，推出首家智能影院，不但可以实现观影“无票化”，还能为淘宝电影购票用户提供“退/换票”服务。2015年12月，美团网宣布整合大众点评，旗下的猫眼电影随后开始与大众点评电影频道的整合，并推出了电影票在线改签功能。同月，作为影视界新秀的微影时代“牵手”格瓦拉，保持双品牌独立运营。传统电影企业和新媒体企业然而，在一轮轮圈地跑马后，无论是转型之中的老牌电影企业，还是跨界而来的互联网企业，要想持续发展，最终还是要将力量回归到作为“本源”的电影创作上来。

## 2、电视剧情况

随着网络视频播放平台等新媒体的兴起，电视剧产品的商业价值将获得重估。在市场化运作及新兴技术的推动下，电视剧产业链中播放和收视环节发生较大变化，电视剧大量通过网络视频传播，给广告商提供了新的实现收益最大化的平台，电视剧也迈入多屏时代。2015年国内电视剧进入“一剧两星”时代，传统四星加视频网站的电视剧首轮发行模式变成两星加视频网站，视频网站作为“一剧两星”之外的“第三颗星”的作用日益凸显。这使得统意义上的“电视剧”“网络剧”边界越来越模糊，多屏时代的产品内容将越来越多地以“网台联动”为模式。

在这种模式下，虽然网络剧的数量持续增多，与以往相比2015年网络剧虽然加入大制作（《暗黑者2》投资翻倍）、请来大牌明星加盟（《他来了，请闭眼》的霍建华），却并未出现更多更亮眼的作品。仅有《盗墓笔记》成绩突出，播放量在10月份已达到27亿，但口碑又受到各方质疑，话题度并不能掩盖其本身质量的低劣。同时2015年末播出的大热网络剧《太子妃升职记》在1月20日也惨遭“下架”，本身质量仍是网络剧需要解决的首要问题。此外，由于网络的年轻化趋势严重，网剧观众对于剧本、演技、特技会更加重视，她们的吐槽也正是大制作大手笔的网剧必须面临的问题。

当下，互联网经济对电视剧文化的渗透，诚然带来了影视知识产权收益链的开发，如《花千骨》等作品在电视剧、网剧、手游、漫画、衍生周边等都进行了前所未有的成功探索，电视剧已经不仅仅依靠版权及广告来赚钱。总的来说，单一的媒体传播已经不能满足当代观众的收视习惯，电视媒体+视频媒体+社交媒体的整合营销方式或将成为2016年主流的电视剧营销架构。通过话题热点来带动观剧热潮，通过网台联合的宣传扩大受众范围，从而达到最佳营销效果。

## 3、动漫业情况

虽然国内动漫产业快速发展，但由于发展长期受制于“看动漫耽误学习”和“动画片是小孩子看的”两点传统观念，导致国内大多数动漫，所面对的群体主要为低龄儿童，而形成学龄儿童不宜看动画、大人家长不屑看动画的尴尬局面。同时

由于主要观众被社会定义为低龄儿童，各大动画厂商针对的亦是低幼年龄层观众为主，形成一种死循环的市场。然而日漫、美漫分别通过二次元和大屏幕攻占了国内动漫的全部非低幼市场。不过，2014年末，《十万个冷笑话》的电影上映，上映仅半日票房就突破了千万，加上元旦当天收获2230万，上映3天半报收7660万。上映24天，票房达到1.2亿，成为2015开年票房黑马，被业内人士评价为“中国电影史上第一部票房过亿的非低龄国产动画电影”。此外，7月上映的《西游记之大圣归来》，最终收获9.56亿票房，成功打破《功夫熊猫2》保持了4年的国内动画电影最高票房纪录。此外，《捉妖记》、以及由漫画改编的《滚蛋吧！肿瘤君》，均创出巨大的票房，国内动漫产品价值逐渐显示。

中国动漫产业爆发，主要在于：（1）80、90后逐渐拥有消费能力，在从小看日漫和美漫长大的背景下，更容易也更热衷于国内动漫发展，形成潜力巨大的市场。（2）网络动漫原创平台逐渐兴起，使得更多漫画作家拥有创作的机会，如“有妖气”等平台名气逐渐增长，国内版权意识逐渐增强。（3）优质电影的高回报，吸引更多投资进入动漫产业。而伴随着中国动漫产业的快速发展，奥飞动漫作为国内动漫的领军企业，或获得更大的成长空间。

### 三、盈利趋势

下图为影视动漫季度业绩汇总表。其中可以看出，因影视动漫公司受其投资热门影片上映时间影响，业绩的季节性波动性较大，其中，国庆档和春节档等假期期间电影市场较为火爆，四季度是影视动漫传统的旺季。而净利润方面，2015年我们所覆盖的3家影视公司华谊兄弟、华录百纳和华策影视，均处于转型阶段，使得盈利能力有所下降，毛利率呈现逐季下滑的趋势，导致净利润（扣除）较去年同期有所下滑。不过从营收方面来看，受益于影视剧市场逐渐火热，以及各家公司加速外延扩张的速度，上述公司营收呈现快速增长态势，未来随着业务调整完成，影视剧业务盈利能力有望逐渐回升。

4家影视动漫上市公司季度业绩汇总

单位：亿元

指标	13Y4Q	14Y1Q	14Y2Q	14Y3Q	14Y4Q	15Y1Q	15Y2Q	15Y3Q
主营收入	1875	865	1630	1678	3322	2037	2318	2313
同比变化	22%	-19%	78%	67%	77%	135%	42%	38%
净利润（扣除）	486	220	448	384	1062	276	350	134
同比变化	-43%	-51%	26%	-27%	119%	25%	-22%	-65%
毛利率	46%	55%	47%	49%	49%	46%	43%	41%
期间费用率	18%	37%	24%	30%	10%	28%	25%	30%
净利率	26%	25%	28%	23%	32%	14%	15%	6%

数据、图表来源：股票估值网

从营业收入及净利润两项指标看，2015年前三季度新纳入的华录百纳业绩表现最为抢眼。近年来华录百纳积极推进战略转型，强化“内容、媒体、客户”三轮互动，正在形成“内容+营销+体育”的业务布局。由于蓝色火焰并入合并报表，2015年公司各项经营数据均较上年同期有巨幅增加，2015年1-9月实现营业收入14.65亿元，扣非后净利润1.89亿元，分别同比增长438.78%和411.36%，期间综合毛利率同比下降4.19%至25.81%，主要是蓝色火焰整体毛利率低于公司原业务毛利率，但随着后期协同效应的加强以及蓝色火焰电视内容营销业务占比逐渐增加，公司综合毛利率仍有望保持在30%以上。此外，内生方面，公司影视剧业务继续实行精品路线，期内上映包括《嘿，老头》、《秀才遇到兵》等8部电视剧，还有《卧虎》等5部剧正在后期制作，综艺节目也稳步推出，同时积极与体育赛事合作，推出体育业务发展。

4家影视动漫上市公司季度业绩变化比较

单位: 百万

指标	公司名称	13Y4Q	14Y1Q	14Y2Q	14Y3Q	14Y4Q	15Y1Q	15Y2Q	15Y3Q
主营收入 ----- 同比变化	奥飞动漫	499 3%	375 18%	648 90%	677 71%	729 46%	616 64%	643 -1%	613 -9%
	华谊兄弟	991 46%	205 -61%	279 28%	474 73%	1431 44%	629 208%	664 138%	700 48%
	华策影视	229 -3%	230 34%	539 90%	474 101%	673 194%	309 34%	617 15%	410 -13%
	华录百纳	156 12%	55 12%	164 125%	53 -47%	488 214%	483 783%	393 139%	589 1010%
	汇总	1875 22%	865 -19%	1630 78%	1678 67%	3322 77%	2037 135%	2318 42%	2313 38%
净利润(扣除) ----- 同比变化	奥飞动漫	81 6%	48 11%	114 152%	118 145%	129 60%	86 77%	81 -29%	116 -2%
	华谊兄弟	90 59%	9 -94%	24 N/A	19 -84%	488 442%	97 958%	104 344%	-73 -487%
	华策影视	33 -36%	66 67%	101 26%	75 19%	63 88%	71 8%	131 29%	-42 -156%
	华录百纳	30 0%	8 -61%	22 -15%	7 -80%	90 201%	23 191%	34 52%	133 1798%
	汇总	486 -43%	220 -51%	448 26%	384 -27%	1,062 119%	276 25%	350 -22%	134 -65%
毛利率 ----- 期间费用率	奥飞动漫	46%	48%	46%	46%	57%	54%	50%	59%
	华谊兄弟	26%	34%	29%	28%	31%	35%	36%	36%
	华策影视	52%	65%	66%	64%	58%	60%	56%	42%
	华录百纳	27%	69%	60%	54%	17%	43%	39%	41%
	汇总	46%	55%	47%	49%	49%	46%	43%	41%
期间费用率	18%	37%	24%	30%	10%	28%	25%	30%	

数据、图表来源: 股票估值网

下表为影视动漫上市公司年度业绩汇总。由表上数据可以看出,近两年影视动漫行业在国内消费水平逐渐提高的带动下,行业景气度持续上涨,特别是其中的电影市场,2015年捉妖记、速度与激情7的票房均超过20亿元,证明国内居民对文化消费水平已逐渐提升。而随着行业空间逐渐开启,影视企业不满足单一的利润来源,逐渐向其他产业扩张,同时新媒体企业的加入使得行业竞争加剧。据悉,截至2015年12月25日,国内文化传媒行业共发生并购事件166起,数量略高于2014年水平;除23起未透露并购金额,其他并购总规模达到1499.04亿元,同比增长50%。延续2014年的收购态势,以BAT为代表的互联网公司继续大举进入影视行业,扩展自己的影响力。

4家影视动漫上市公司年度业绩汇总

单位: 亿元

指标名称	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
主营收入	26.4	37.9	48.7	74.9	<b>108.1</b>	<b>135.9</b>	<b>164.1</b>
同比变化(%)		43.7%	28.3%	54.0%	<b>44.2%</b>	<b>25.8%</b>	<b>20.7%</b>
净利润(扣除)	5.2	6.2	9.0	13.8	<b>17.7</b>	<b>24.0</b>	<b>31.0</b>
同比变化		18.7%	44.2%	53.7%	<b>27.8%</b>	<b>36.1%</b>	<b>28.8%</b>
毛利率	49.3%	46.3%	49.1%	49.1%	<b>43.9%</b>	<b>44.8%</b>	<b>46.0%</b>
期间费用率	18.7%	20.6%	22.1%	23.9%	<b>23.5%</b>	<b>21.7%</b>	<b>20.7%</b>
净利润率	19.9%	16.4%	18.5%	18.4%	<b>16.3%</b>	<b>17.7%</b>	<b>18.9%</b>
分红率	52.9%	28.6%	25.4%	18.0%	<b>17.3%</b>	<b>13.1%</b>	<b>10.5%</b>
总资产报酬率	9.5%	8.4%	7.9%	6.0%	<b>6.2%</b>	<b>6.4%</b>	<b>6.9%</b>
净资产收益率	11.5%	10.3%	10.7%	9.5%	<b>10.0%</b>	<b>12.2%</b>	<b>13.7%</b>
年平均市盈率	18.8	53.7	64.7	74.6	黑体数据为预测数据		
市营收比	3.7	8.8	11.9	13.7			

数据、图表来源: 股票估值网

其中，华谊兄弟作为传统影视企业，其电影业务一直是影响业绩增长的主要原因，也使得公司业绩波动较大。为此，公司提出“去电影化”的战略，加强在投资、影院、电视剧、综艺、艺人服务和游戏等方面的布局。不过，作为影视一哥的华谊兄弟 2015 年在电影方面的表现颇为暗淡，虽然期内上映《奔跑吧兄弟》、《失孤》、《栀子花开》等 14 部电影，票房也较为良好，但却没有往年的惊艳之作。在其他业务的带动下，华谊兄弟 2015 年前三季度扣非后净利润实现 12.83 亿元，同比增长 148.68%，而三季度单季净利润（扣除）亏损 7309 万元，预计主要是三季度费用支出加大所致。令人担忧的是，2015 年 12 月公司计划投入 19 亿元认购英雄互娱 20% 股权，同时以 10.5 亿元收购冯小刚和卢国强持有美拉传媒的 70% 股权，两项投资金额合计 29.5 亿元。其中游戏公司英雄互娱的账面净资产只有 1193 万元却被给予 95 亿元估值，影视公司东阳美拉成立不过三月，净资产还为负数，却被赋予 15 亿元的估值。而截至 2015 年 9 月末，公司总负债 41.6 亿元，虽然被收购方都对华谊兄弟做出业绩承诺，但高达数十亿元的估值完全依靠一纸承诺，在无可供参考的历史业绩情况下，承诺能否兑现存疑。

奥飞动漫作为国内领域的龙头企业，近年来不断通过内生+外延的方式，加速从知名的玩具制造商向动漫全产业链平台商转型，先后整合“内肯熊”、“喜羊羊与灰太狼”等国内外优质 IP，并积极布局互联网、电影及游戏等业务，产品线向成人年龄段拓展。8 月 11 日公司发布公告，拟以收购北京四月星空网 100% 股权。四月星空旗下的“有妖气”是国内第一家也是目前国内最大的独立原创漫画网络平台，迄今为止，有妖气汇聚了超过 4 万部漫画作品以及超过 2 万位漫画家常驻创作，占据超过 60% 的市场份额，平台注册用户超过 500 万人，拥有包括《雏蜂》、《十万个冷笑话》等优质 IP 资源，这些新鲜血液的注入，有利于公司在游戏、电影等方面的发展。以往公司的动漫产品主要面向 12 岁以下的人群，而有妖气的用户大多数为 12 岁以上，通过收购四月星空，公司的用户有望加速向全年龄段拓展。

公司预计 2015 年全年净利润同比增长 0% 至 30%，增速有所放缓，预计主要原因是投入期的新项目较多，新业务利润贡献有限，而费用维持相对高位。不过，我们认为公司 2016 年业绩有望重回快速增长轨道。具体来看，玩具业务方面，公司热门动画《战斗王之飓风战魂》第 3 部已于 9 月播出，其衍生玩具陀螺有望在四季度开始热销，有望助力玩具业务成长动力回升。同时，公司与孩之宝合作推出的第一款产品“酷垒铠甲勇士积木”已于近期发布，有望接力 2016 年的业务增长。

4家影视动漫上市公司数据对比总汇

公司名称	主营收入 (亿)				净利润 (亿)				毛利率			
	主营收入年增长率				净利润年增长率				期间费用率			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
奥飞动漫	16	24	28	36	2	4	4	5	44.1%	49.8%	54.2%	50.3%
	20%	56%	17%	26%	27%	88%	7%	4%	26.3%	31.0%	35.9%	34.9%
华谊兄弟	20	24	36	46	4	5	6	10	54.8%	60.9%	45.6%	49.8%
	45%	19%	49%	28%	129%	53%	12%	61%	27.3%	27.6%	26.2%	22.2%
华策影视	9	19	23	28	2	3	4	5	45.9%	40.4%	40.7%	42.3%
	28%	108%	19%	23%	13%	41%	27%	37%	10.7%	16.4%	17.4%	16.4%
华录百纳	4	8	21	26	1	1	3	4	46.5%	31.1%	30.6%	31.7%
	-4%	101%	179%	25%	4%	14%	166%	32%	5.2%	9.1%	8.7%	8.6%
汇总	49	75	108	136	9	14	18	24	49.1%	49.1%	43.9%	44.8%
	28%	54%	44%	26%	44%	54%	28%	36%	22.1%	23.9%	23.5%	21.7%

数据、图表来源：股票估值网

#### 四、证券市场表现及估值

2016 年 1 月 21 日，沪深 300 收于 3081.35 点，影视动漫概念板块指数收于 6545.75 点。随着 2014 年末市场的快速增长，大盘快速爬升，不过由于融资融券带来的快速增长，导致市场风险快速增长，市场在 2015 年下半年大幅调整，沪深 300 指数本周表现、近 13 周表现、近 52 周表现均出现下降。而从影视动漫行业来看，由于近年市场景气度持续提升，其在二级市场人气逐渐上升，特别是 4 家公司中有 3 家位于创业板，另一家奥飞动漫处于中小板，因此 52 周表现明显好于沪深 300。

指数名称	最新	本周股价表现	近13周股价表现	近52周股价表现
沪深300	3081.35	-4.35%	-12.57%	-13.63%
影视动漫	6545.75	-3.78%	-6.30%	51.40%

数据、图表来源：股票估值网

细看4家公司市场表现，近一年和近一个季度股价表现最好的公司为奥飞动漫，其在5月的停牌使其基本逃过6月份的股灾的冲击，不过以其目前股价来32.13元计算，相对PE为110倍，PEG为7.98，相对未来成长预期，这样的估值水平仍然偏高，需小心后续的回调风险。华谊兄弟由于“去电影化”影响，行业地位受到一定冲击，此外前几年的股价快速增长，也是其股价表现落后于其他3家公司。华录百纳和华策影视的PE均在60倍以下，特别是华录百纳的PEG为0.89，未来的估值提升空间值得重点关注。

公司名称	本周股价表现	近13周股价表现	近52周股价表现	年成长率（14-17年）		PE	拖移PE	PEG	PB
				营收	净利润				
奥飞动漫	3%	10%	99%	22%	14%	110	108	7.98	15.25
华谊兄弟	-3%	-24%	9%	31%	32%	63	68	1.96	4.53
华策影视	2%	-6%	33%	21%	30%	59	114	1.92	4.98
华录百纳	11%	-2%	45%	61%	64%	57	71	0.89	5.22

数据、图表来源：股票估值网

## 五、行业公司点评

**华策影视：**在收购以往电视剧主要对手克顿传媒后，华策影视俨然成为目前国内最大的电视剧制作龙头企业，拥有丰富的IP资源。随着电视剧行业增长放缓，公司积极谋求产业链其他端的布局，有意从单一的电视剧制作公司转型成为全网剧、电影、综艺业务三大业务全面发展的综合娱乐传媒集团，所以未来电影和综艺栏目有望成为公司主要的增长动力。公司持续强化全网剧和Super IP剧战略，IP项目储备丰富，2015年购买了包括《遮天》、《创业时代》、《极品家丁》、《尘埃星球》在内的数十个IP的全版权运营权利；其次，《解密》、《锦绣未央》、《三生三世十里桃花》等多部Super IP剧也从去年开始陆续开机拍摄。同时，为实现Super IP的商业价值多次变现，公司将进行《杉杉来了》大电影、《微微一笑很倾城》大电影、《翻译官》大电影的开发，Super IP项目有望在2016年迎来全面爆发。