

近日真人互动游戏《完蛋！我被美女包围了》出圈，带动传媒板块估值提升。市场部分观点认为，互动剧项目制特征明显，不具备持续性。我们认为，尽管单产品的出圈具有偶然性，但是短剧出圈的背后是供需两端的推动。当前时刻，我们建议持续关注新渠道及新内容形态的产生。

➤ **剧情互动游戏是剧集新场景的探索。**虽然互动剧的出圈具有一定的偶然性，但我们认为剧情互动游戏是新内容形态+新渠道的结合，具有较高的想象空间。一方面剧集内容由 to b 的产品形态发展至 to c，优质产品收入空间得以打开；另一方面剧集的上线渠道由视频平台变为应用商店渠道，新渠道意味着新营销方式及新用户群体，从而带来新增量。后续新产品上线，有望持续验证该种模式。

➤ **除互动剧外，微短剧也是近年来较火的新业态。**剧集行业作为成熟的赛道，近年来也在发生积极的变化。我们从供给、需求两方面总结产业发展规律。供给侧，从剧集内容本身来看，一方面传统剧集集数减少，另一方面微短剧单集时长缩短至几分钟。微短剧制作流程短，制作门槛低，验证周期短，从而产品供给实现快速增长。需求侧，单集时长较短的微短剧，更为契合消费者碎片化消费习惯。微短剧兴起于短视频平台，是平台内容生态的一部分，2019 年快手推出专门制作短剧的“快手小剧场”，2021 年抖音推出首部自制短剧《做梦吧！晶晶》，并陆续推出“新番计划”等扶持计划。2022 年 12 月，广电总局印发《关于推动短剧创作繁荣发展的意见》，表述了支持短剧行业发展的意见。

➤ **小程序短剧是新渠道带来的结构性增长机会。**小程序短剧是单集时长 1-2 分钟之间的微短剧，上架至小程序供用户观看。在供需两端的推动下，小程序平台作为新的渠道，拓展了新的用户群体，实现快速增长。具体来看，小程序短剧主要受益于 22 年抖音同微信流量打通，参与方在抖音平台买量至微信小程序平台，用户付费观看全集内容，随着优质剧集的持续涌现，短剧用户量有望持续增长。

➤ **政策频出，健康发展主线不改。**随着微短剧快速发展，监管政策也在不断出台，对行业进行规范，2022 年末开展 3 个月的“小程序”微短剧专项整治，2023 年 11 月 15 日提出引导与管理的七条举措。但上述整治是为了鼓励行业健康发展。2023 年 11 月 21 日广电智库发文，微短剧的发展和治理需要同步推进，鼓励行业健康可持续发展，鼓励内容品质整体升级，鼓励国际传播发挥优势。

投资建议：沿着三条线进行布局：1) 精品化。随着用户逐渐成熟，对内容品质要求提升，内容走向精品化。建议关注影视内容制作公司百纳千成、芒果超媒、华策影视、捷成股份等。2) 出海。微短剧出海不仅是企业寻求增量的重要途经，更是文化输出的重要方式。关注中文在线等。3) 平台方。关注新渠道的拓展进展，包括小程序平台、应用平台、视频平台等。关注映宇宙、中广天择等。

风险提示：政策监管风险，用户付费意愿不及预期风险，行业竞争加剧风险，新产品上线及表现不及预期风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
300133	华策影视	7.07	0.21	0.25	0.27	33	28	27	推荐
300364	中文在线	32.77	-0.50	0.17	0.24	/	190	137	推荐
300413	芒果超媒	30.20	0.98	1.21	1.49	31	25	20	推荐
300182	捷成股份	6.00	0.20	0.25	0.28	31	24	21	推荐
300291	百纳千成	7.91	0.02	0.06	0.11	358	138	73	谨慎推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 12 月 12 日收盘价)

推荐

维持评级

分析师 陈良栋

执业证书：S0100523050005

邮箱：chenliangdong@mszq.com

分析师 李瑶

执业证书：S0100523090002

邮箱：liyao_yj@mszq.com

相关研究

1. 传媒互联网行业 2024 年度投资策略：一个新起点视角，观测技术、内容和渠道变革-2023/12/14
2. 传媒行业事件点评：Rokid AR 产品销售亮眼，关注 3D 内容及自然交互方向-2023/12/10
3. 传媒互联网行业周报：Pika1.0 实演示超预期，关注 ARMR 新设备体验-2023/12/10
4. 传媒行业事件点评：谷歌发布 Gemini，把握 AI 多模态应用投资机遇-2023/12/10
5. 传媒互联网行业周报：Pika 展现 AI 生视频技术迭新，关注多模态应用机遇-2023/12/03

目录

1 导言：发展与治理共存，关注新内容、新渠道	3
2 微短剧的兴起是供需双端的共振	4
2.1 需求端：内容变短契合消费趋势，载体变迁扩张用户基数	4
2.2 供给端：制作流程简化，扩充供给	9
2.3 商业模式：由 to b 转向 to c	10
3 产业链：平台是价值链的核心	11
3.1 产业链：由 IP、制作、平台构成	11
3.2 小程序短剧价值链以流量平台为主	12
4 短剧新模式：互动剧是短剧同游戏的结合	14
5 投资建议	15
5.1 行业投资建议	15
5.2 重点公司	16
6 风险提示	27
插图目录	31
表格目录	31

1 导言：发展与治理共存，关注新内容、新渠道

政策频出，健康发展主线不改。随着微短剧快速发展，监管政策也在不断出台，对行业进行规范，2022 年末开展 3 个月的“小程序”微短剧专项整治、2023 年 11 月 15 日提出引导与管理的七条举措。但上述整治是为了鼓励行业健康发展。2023 年 11 月 21 日广电智库发文，微短剧的发展和治理需要同步推进，鼓励行业健康可持续发展，鼓励内容品质整体升级，鼓励国际传播发挥优势。

剧集是一个较为成熟的赛道，近年来产业也在积极变化。我们从供给、需求两方面总结产业发展规律。供给侧，从剧集内容本身来看，一方面传统剧集集数减少，另一方面微短剧单集时长缩短至几分钟。微短剧制作流程短，制作门槛低，验证周期短，从而产品供给实现快速增长。需求侧，单集时长较短的微短剧，更为契合消费者碎片化消费习惯。

剧情互动游戏是剧集新场景的探索。近日真人互动游戏《完蛋！我被美女包围了》出圈，带动传媒板块估值提升。市场部分观点认为，互动剧项目制特征明显，不具备持续性。我们认为虽然互动剧的出圈具有一定的偶然性，但我们认为剧情互动游戏是新内容形态+新渠道的结合，具有较高的想象空间。

对比游戏、剧集两种内容形态而言，游戏注重玩家同场景的交互，而剧集则注重玩家对内容的体验。**对于游戏而言**，单机游戏更为注重玩家对游戏剧情的探索及体验，互动剧玩法类似单机游戏。**而对剧集而言**，剧情互动游戏加深了玩家对于剧情的体验。但更为重要的是，剧情互动游戏是一种新的剧集内容形式，同时也是新的渠道拓展。一方面剧集内容由 to b 的产品形态，发展至 to c 的游戏产品形态，头部产品收入空间得以打开。另一方面剧集的上线渠道由视频平台变为应用商店渠道，新的渠道意味着新的营销方式及新的用户群体，有望带来新的增量空间。我们认为后续新的优质产品上线，有望持续验证该种模式。

小程序短剧则是新渠道产生带来的结构性增长机会。新渠道拓展带来增量用户，从而带来新的增长机会。渠道侧来看，长剧集上线至长视频平台，带来在线视频新赛道；微短剧上线至短视频平台，带来短视频新赛道；微短剧上线至小程序平台预计也将带来增量市场。

建议持续关注新渠道，以及新内容形态的产生。1) 新渠道的产生往往带来用户群体的扩充，为行业带来结构性的增长机会。正如上文所分析，传统剧集播放渠道为电视台、长视频平台，据 Questmobile 数据，2023 年以来长视频平台 MAU 为 4-5 亿人。微短剧播放平台主要为短视频平台及微信小程序平台，据 Questmobile 数据，2023 年以来抖音 MAU7-8 亿人，微信 MAU10-11 亿人，随着内容播放渠道的扩充，微短剧规模迎来快速发展。2) 短剧同其他内容形式结合可能产生新的内容形态。此次出圈的互动游戏《完蛋！我被美女包围了》正是游戏同短剧内容的融合。后续 AI、VR 有望同短剧结合，产生更多新的内容形态。建议持续关注新渠道、新内容形态的发展。

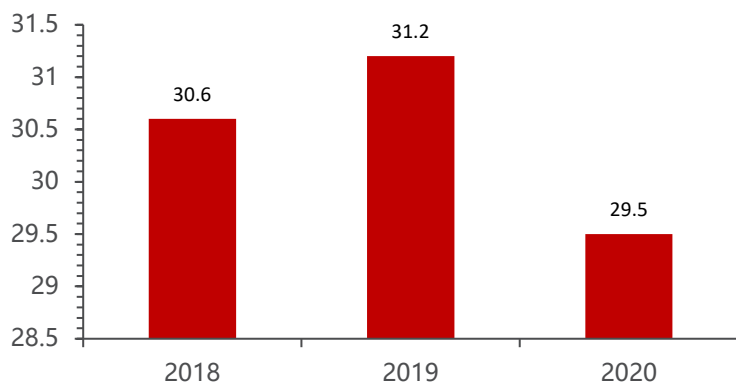
2 微短剧的兴起是供需双端的共振

微短剧分为“短剧”、“微短剧”、“小程序短剧”。本篇报告基于不同平台，把短剧分为“短剧”、“微短剧”、“小程序短剧”三种不同形式。短剧主要来自于爱奇艺、腾讯视频、优酷视频、芒果TV等主流长视频平台，基本可以视为此前“分账剧”板块的进一步发展，多数精品短剧的根本逻辑仍然是传统网剧模式，只是在内容形态上更短、节奏更快、内容选题更新潮多元化，一般在25集以内。微短剧主要为抖音、快手等短视频平台产出，可以视为“短视频”的进一步发展，表现形式为“带剧情的短视频”，内容上主题明确、情节连贯、节奏较快、冲突集中、反转频繁、情绪带动性强，一般单集时长不足10分钟，甚至可以短至几十秒。小程序短剧指的是将该投放在短视频平台上的微短剧，搬运到独立小程序上供用户观看，一般单集时长在1-2分钟之间，大多连载1-100集。

2.1 需求端：内容变短契合消费趋势，载体变迁扩张用户基数

随着用户消费习惯不断碎片化，短内容受到用户欢迎。剧集内容由集数和单集时长两个维度不断变短。传统剧集40集以上，单集时长40min以上，短剧剧集一般在25集以内；而微短剧单集时长不足10分钟。除了内容本身的不断变短外，播放渠道也在持续演变，由传统卫视（剧集），转为长视频平台（剧集、短剧）、短视频平台（微短剧）、微信小程序平台（小程序短剧）。我们认为新渠道的产生带来新用户的扩张，据Questmobile数据，2023年以来长视频平台MAU4-5亿人，短视频平台MAU7-8亿人，微信平台MAU10-11亿人。

短剧：剧集集数变短，短剧主要播出渠道为长视频平台。剧集市场产业化始于1999年的制播分离，政策鼓励民营、外资参与制作。电视台按集来定价购买剧集产品，2020年以来，互联网的兴起改变了传统的剧集产业链，视频平台替代电视台成为新的需求方，各大视频平台竞价购买版权，一方面推高版权价格，另一方面按集购买的定价模式，也使得上游制片方不断拉长剧集集数。2010年前后的《士兵突击》、《潜伏》、《亮剑》、《裸婚时代》等剧集为30集左右。而2017年热播的《克拉恋人》、《楚乔传》等剧集近70集。为了规范市场竞争，2020年广电总局出台“限集令”：提倡不超过40集，鼓励30集内短剧创作。2019年剧集单集集数达31.2集，20年平均集数下降至29.5集。

图1：2018-2020 年播出剧集单剧集数变化（单位：集）


资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

短剧题材不断丰富。由于剧集不断变短，因此制片方着重于内容的质量，紧凑、精彩的叙事以及真挚、浓烈的感情，使观众更投入和完整地观看剧集。类型来看，短剧初期以悬疑和校园为主，如《河神》、《白夜追凶》、《无证之罪》、《致我们单纯的小美好》、《最好的我们》、《匆匆那年》等。悬疑短剧呈现快节奏的剧情并融合多重反转元素，而青春校园短剧则剧情线集中更容易触及观众情感。2020 年《隐秘的角落》和《沉默的真相》等作品频频出圈，各个媒体平台开始将短剧制作提升至更高水平。近两年短剧类型经历了深化和细化的发展，呈现出更多多元化和成熟的趋势，题材也更加丰富，如都市甜宠、悬疑犯罪、奇幻爱情等。

微短剧：单集时长变短。微短剧兴起于 2019 年，短视频平台采买优质微短剧，长视频平台则推出分账模式鼓励生成短视频内容。2020 年短视频平台开始探索付费短剧的模式。2020 年被称为微短剧元年，21 年诞生了播放量破亿的竖屏短剧《如梦令》，以及 300 万成本获取千万分账受益的横屏短剧《大唐小吃货》等优质短剧。此后行业参与者纷纷布局。

快手来看，2019 年快手在平台分类中增加了“快手小剧场”板块，创作者只要在发布时加上“快手小剧场”话题，作品就会被收录到该板块内。该板块的增加为微短剧创作者提供了发布渠道，也为用户提供了更方便观看微短剧的入口，快手成为最早深耕微短剧的短视频平台。在进行板块化布局之后，为了吸引和鼓励创作者参与微短剧的创作，快手推出“快手星芒短剧”计划，制定零门槛、快通道、高收益、多流量等多方面的鼓励式规则。一方面，这样能够吸引诸多平台达人开始创作微短剧，大大增强了平台微短剧创作力；另一方面，快手微短剧经过不断的战略布局升级，已然整合出了一个繁荣的微短剧产业生态，其联合咪咕阅读、腾讯动漫、七猫等平台，打造跨媒介的微短剧作品，还与众多头部短视频创作机构，如麦芽文化传播、开心麻花、顶顶文化传播等，联手进行微短剧的拍摄与后期制作。

抖音来看，21 年 9 月抖音正式加大对短剧内容的曝光度，测试短剧付费模式，采取按集付费的模式。同年抖音正式上线“短剧新番计划”，分账政策分为现金分账和流量分账两种。

表1：2023 年上半年微短剧景气指数 TOP30

序号	剧名	景气指数	播出平台	类型	出品公司	制作公司
1	锁爱三生	1.04	优酷	年代	优酷；太合影业；小猪自在；咪咕；抖音视界；世禾娱乐；禾合映画	太合影业；星镜传媒
2	二十九	0.789	抖音	都市	抖音；柠萌影业；好有本领	柠萌影业；好有本领
3	招惹	0.759	腾讯	年代	腾讯视频；飞扬文化；中文在线；陕广影视文化；无糖文化等	无糖文化
4	步步为陷	0.612	优酷	年代	大唐之星；象山丽臻；传递娱乐；厚海文化；古天龙；环球印记；豆芽星球	大唐之星
5	她与谎言	0.6	优酷	都市	九成峰文化；明昕影视；君屹影视；西河影视；火狮王国	九成峰文化
6	我迟到了那么多年	0.585	芒果 TV	都市	芒果 TV；大芒短剧；我们工作室	无糖文化
7	妻不可欺	0.562	优酷	都市	优酷；冬漫社；龙视影业	/
8	我等海风拥抱你	0.551	芒果 TV	都市	芒果 TV	广新影视
9	心动不止一刻	0.501	抖音	都市	抖音；银色大地	银色大地
10	爱情开袋即食	0.499	腾讯	都市	丝芭影视；金影科技	星芭文化
11	归来竟是千金	0.499	抖音	都市	林动动	/
12	千金修炼手册	0.486	抖音	都市	林夕蔓	/
13	替嫁新娘	0.481	优酷	古装	凡酷文化；宁波影视艺术；百看不厌影业；云飞扬文化；极映影业等	百看不厌影业
14	西风烈烈	0.474	腾讯	古装	福州云尚金麟；大家影业；咪咕；想乐影业；战马征途影业等	大家影业
15	致命女人	0.473	优酷	都市	影酷传媒；凡酷文化；坤苻文化；秋言影视；云飞扬文化等	百看不厌影业
16	掌上甄珠	0.461	芒果 TV	古装	咪咕；达盛传媒；知溪影视	/
17	倾世小狂医	0.459	腾讯	古装	瑞毅影视；云雁文化；喜马拉雅；光忆世代；墨桐影视等	瑞毅影视
18	命中注定的公主	0.452	芒果 TV	都市	咪咕；达盛传媒；知溪影视；一五一十文化	达盛传媒
19	捡个 BOSS 当女友	0.449	抖音	都市	陈七七	/
20	千金归来	0.449	抖音	都市	陈七七	/
21	陈翔六点半短剧 3	0.445	抖音	都市	陈翔六点半	/
22	女人的抉择	0.429	腾讯	都市	——影业；壹壹影业；中寰影业	——影业；中寰影业
23	你是我的独家意外	0.424	芒果 TV	都市	黑平衡文化；麦秋文化	/

24	陈翔六点半短剧 4	0.415	抖音	都市	陈翔六点半	/
25	东栏雪	0.41	快手	古装	快手短剧; 知竹工作室	/
26	爱的年龄差 2	0.407	抖音	都市	抖音; 银色大地	银色大地
27	大唐来的苏无名	0.394	抖音	古装	抖音; 长信传媒	/
28	一双绣花鞋	0.387	优酷	年代	优酷; 万年影业; 中国唱片集团; 三石影业; 宸宇影视等	万年索斯; 宸宇影视
29	全资进组	0.371	爱奇艺	喜剧	世纪星爵; 爱奇艺	世纪星爵
30	影后的复仇	0.369	腾讯	都市	文无传媒; 云渚影视; 咪咕; 上海七色鲤; 奇真荔马影业; 卓涵影视; 燃点世代; 中皓影业	/

资料来源: 德塔文微短剧数据库, 民生证券研究院

表2: 2023 年三季度微短剧景气指数 TOP30

序号	剧名	景气指数	播出平台	类型	出品公司
1	风月变	1.15	芒果 TV; 搜狐	古装	芒果 TV; 搜狐视频; 大芒剧场; 我们工作室
2	逃出大英博物馆	1.02	抖音; 快手	奇幻	煎饼果子
3	偏偏宠爱	0.79	爱奇艺	都市	阿柯文化; 等闲内容引擎
4	盲心千金	0.65	腾讯	都市	腾讯视频; 星唐文化; 丽臻文化; 古天龙文化
5	君心难逖	0.61	优酷	古装	优酷; 甜霖影业; 中影股份; 华影星河
6	侦探者也追忆篇	0.58	芒果 TV	悬疑	芒果 TV; 鑫乐影业; 番茄小说
7	契约新娘	0.53	优酷	年代	优酷; 鲸鱼影业; 传影文化; 太韵文化
8	卿卿三思	0.53	腾讯	古装	腾讯; 仟亿影视; 九冠影业
9	再一次闪耀	0.52	芒果 TV	奇幻	斑马娱乐; 拓视映画; 巨果娱乐; 盛世暖阳文化
10	吻三次	0.51	芒果 TV	都市	咪咕文化; 明琛文化; 盛丽影视; 达盛传媒
11	反击罗曼史	0.49	优酷	都市	优酷; 天涌影视; 小故事影业; 极映影业
12	侦探者也迷雾篇	0.47	芒果 TV	悬疑	芒果 TV; 鑫乐影业; 番茄小说

13	只是离婚的关系	0.47	腾讯	都市	博易创为; 建投文化; 翠霓愫象文化; 星月湖文化
14	凤婿	0.45	优酷	古装	批发影视; 青雨传媒; 一水影视
15	我的夏日甜心	0.44	芒果 TV	都市	咪咕文化; 达盛传媒; 知溪影视
16	抉择	0.43	腾讯	年代	至美影视; 喜雨制作; 至美至乐影视; 睿星喜达文化
17	全是爱与你	0.43	抖音	都市	姜十七
18	奉旨宠君	0.42	优酷	古装	曲江影视; 咪咕咕咕工作室; 昆奇文化; 思维坦克
19	哦我的宠妃大人	0.41	优酷	古装	海淼影业; 壹拍就火影视; 麦奇影视; 鲸麟影业
20	你终将会红	0.4	抖音	都市	姜十七
21	我回到十七岁的理由	0.38	快手	青春	快手; 有意司影视
22	宠妃凰图	0.38	腾讯	古装	腾讯视频; 大鱼娱乐; 乐翻文化; 三拾七计
23	南城以北待温良	0.35	优酷	都市	奇迹嘉文化; 顺迹影业; 熹娱影视
24	心底里的名字	0.34	芒果 TV	都市	麦秋文化; 海市蜃楼传媒; 上合文化
25	主播日记	0.32	优酷	喜剧	邑秒文化; 合一影视; 有模有漾娱乐; 凤鸣文化
26	牌局	0.32	腾讯	悬疑	腾讯视频
27	拜托啦奶奶	0.32	快手	都市	我和我的奶奶
28	余生有你才安心	0.31	抖音	都市	丁公子
29	套路先生请指示	0.31	腾讯	都市	大料文化; 曲江影视投资; 咪咕文化; 佳野影业
30	从离婚开始的爱情	0.29	腾讯	都市	苏纳影视; 广东龙星兄弟影业; 甄宇文化; 心宿影视

资料来源: 德塔文微短剧数据库, 民生证券研究院

小程序短剧是在小程序平台播出的微短剧。小程序短剧作为网络小说的衍生, 于 22Q2 开始进入高速发展阶段。随着优质剧集的持续出现, 短剧用户量持续上升。2023 年小程序短剧投流消耗从单日 2000 万快速增长至单日消耗过亿, 单剧充值从破千万到破亿, 2023 年小程序短剧国内全年市场规模有望保持快速增长。

2.2 供给端：制作流程简化，扩充供给

传统短剧制作流量一般为半年以上。传统短剧的制作流程与长剧集相似，主要为剧本创作、立项备案、拍摄、后期制作、审核、宣发、以及最后的上线播放。其中剧本的创作与打磨、拍摄、后期、以及审核占整个流程的大部分时间。其中除去较为主观的剧本制作时间，立项备案需要 20 个工作日，拍摄通常需要花到 2-4 个月（一集拍 5 天*20 集），加上后期制作、审核（30-50 天评审给出回复）等，整个流程走完至少要半年以上。

微短剧制作流程为 2-3 个月。微短剧的制作流程主要分为前期制作、拍摄、播出前准备工作三个阶段。首先是前期创作阶段，包括剧本创作、备案和筹备。剧本创作是整个制作过程的基础，通常需要耗费 40 个工作日来确保质量；开拍前还需要审批获得相应的许可证，审批流程一般需要 20 到 40 天；筹备需要 6-7 天，用于制定制片团队、预算等方面的计划。其次是拍摄阶段，预计需要一周时间。最后是播出前准备工作的阶段，主要包括后期制作和审批工作，后期制作涉及剪辑、配音、特效等环节，总共需要 15-20 天。

小程序短剧制作流程仅需一个月。小程序短剧的制作流程精益求精，聚焦于打造观众心仪的“爽”感题材，如赘婿、战神、霸总等，这不仅丰富了题材类型，也强化了情感表达。短剧一般包含 80 至 100 集，设置四个关键付费节点，通过紧密的剧情编排吸引用户逐步解锁剧集。制作阶段高效紧凑，从编写剧本到剧集上线仅需一个月，精准选角和迅速拍摄成为成功的要点。整个制作流程高度契合小程序短剧的商业模式，快速投放到流量平台，等待用户的青睐。

总结来看，传统短剧由于较长的单集市场，整体拍摄时长较长。微短剧单集时长短，拍摄较为简单。小程序短剧当前为备案制，而非审核制，整体上线时间快于微短剧。由于制作流程简易，微短剧供给快速增长。

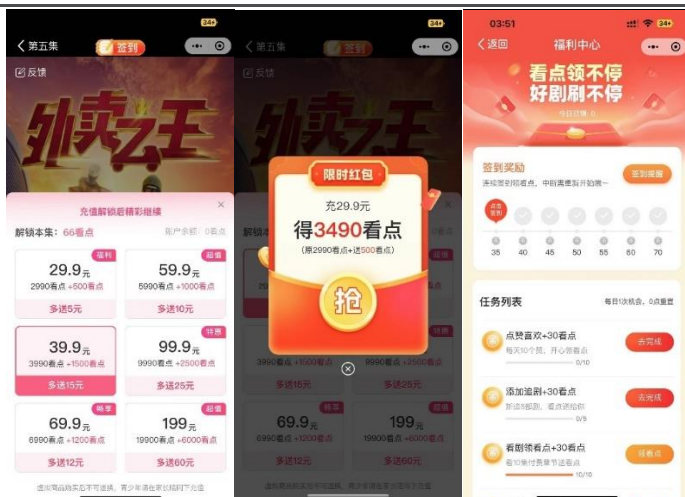
2.3 商业模式：由 to b 转向 to c

短剧的收入主要包括平台分账、广告及 IP 衍生品等。剧集包括版权剧、自制剧和分账剧。过往长视频平台直接采购“自制剧”、“版权剧”，对于剧集制作者而言是 to b 的商业模式，产品收益在上线前便是确定的。而分账剧在视频上线后，平台根据点击观看情况，在规则框架中从会员/广告中抽取资金分账给片方。对于剧集制作者而言为 to c 的商业模式。除了分账外，短剧收入还包括广告、IP 衍生平等。上线播放时通过广告盈利是短剧的主要商业模式之一，包括广告插播、品牌植入、直播广告、目标广告和合作赞助等方式。在短剧播出后，部分火爆出圈的短剧还会选择通过推出不同的 IP 衍生品来增加收入，如售卖官方 IP 周边，或是联合商家推出联名款产品等。

微短剧主要通过广告盈利，此外盈利方式还包括分账、付费等。微短剧主要依托短视频平台，天然具有精准数据收集和分析的优势，比较受以垂直领域精准投放为目标的广告主的青睐。广告收益在短视频平台营收结构中占很大比重，也是微短剧主要的盈利来源。付费来看，目前短视频平台上短剧部分采用付费模式，前几集免费，后几集解锁的模式。

小程序短剧商业模式以用户付费为主，少部分源于广告收益。付费模式来看，用户在短视频平台上被物料吸引后，跳转至小程序平台进行观看，通常前几集为免费，后续集数需要花钱解锁。平台的付费模式包括：1) 售卖虚拟货币充值，2) 购买平台年卡，一次性解锁全部内容。广告模式来看，广告主在制作前期因为看好短剧的潜力，进行产品植入。

图2：微信小程序短剧



资料来源：微信小程序，民生证券研究院

3 产业链：平台是价值链的核心

3.1 产业链：由 IP、制作、平台构成

短剧产业链涉及多个环节和各种商业模式，包括前期制作、中期上线播放、以及后期的剧集衍生产品变现。这些不同环节和模式相互协作，共同构成了剧集产业链的商业生态系统。

IP 方：主要分为外采 IP 和自有 IP。外采 IP 方包括网文、漫画、影视剧、游戏、动画等，IP 方通过授权和分成获取收入。

制作方：目前市场上主要有三类短剧制作团队，1) 传统影视公司，主要制作高质量横屏短剧；2) MCN 公司，依托社交媒体平台进行短剧推广；3) 小程序专业团队，该种模式是目前最多的短剧制作模式。制作方主要通过提供制作服务保底分成及提点收入。

平台方：短剧的播放平台，包括长视频平台、短视频平台、微信小程序平台等。通过购买剧集的播映权，获取会员及广告费用。

宣发：负责剧集的宣传和市场营销，可以与品牌合作推广活动，以获取合作费用。平台也可能与宣传合作伙伴分享部分宣传成本。

衍生产品：制片公司可以开发和销售与剧集相关的周边产品，如海报、T 恤、玩具等，以获得额外收益。其他衍生品包括与剧集相关的小说、漫画、游戏等，可以通过许可协议与出版商或开发者合作，分享销售额或特许权费用。

3.2 小程序短剧价值链以流量平台为主

目前小程序短剧市场的生态链已相对成熟，呈现出明确的上中下游分工模式，涵盖了版权、制作、分销、以及投流等核心环节。当前产业链中少数头部“玩家”如九州、映宇宙等，进行全产业链布局，多数中小“玩家”聚焦产业链单个环节。

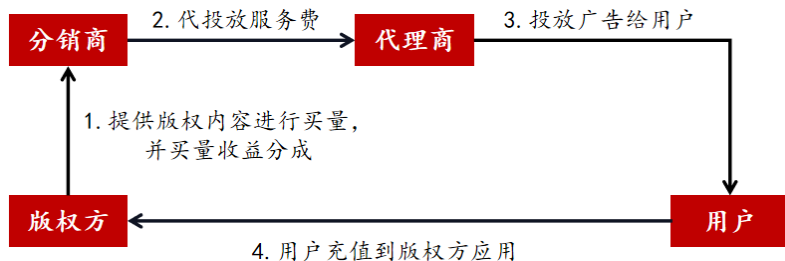
图3：小程序短剧产业链图谱



资料来源：短剧自习室，民生证券研究院

对比短剧、微短剧产业链，小程序短剧产业链除了传统的制作、播放环节外，还包括投流环节。大致链路为：小程序平台/影视公司（九州、掌阅等）出剧本，找承制方（影视公司、MCN）拍摄制作，小程序平台投流（抖音、快手等流量平台），用户跳转至小程序付费观看。整体商业模式侧重于分销，版权方将独家内容分发给经销商后，后者进行买量（支付代理商投放服务费，代理商将广告投放至流量平台，将用户引流至小程序付费）。该商业模式的核心在于通过精细化的分销体系，实现内容的精准分发和用户的最大化变现。

图4：小程序短剧商业模式



资料来源：公众号 Bingo 短剧广场，民生证券研究院

IP：网文为主要的 IP 供给，通过授权和分成来变现。当前多数短剧创作来自网文，主要收入来源是剧本售卖和分成，收入分成主要看承制方及版权方拿到成片后的变现情况。

编剧及承制：编剧多为 MCN 公司段子手及网络写手，承制方多为 MCN 公司。承制方通过提供拍摄服务获取收入，包括保底和分成。前期保底收入维持拍剧的成本投入，而收入提点则是收入的主要来源。

版权方：成本包括剧本的购买/制作，分成，投流成本。收入主要为用户充值，以及合作分销的流水分成收入。若实现规模化，版权方收入及利润将显著提升。

分销商：小程序具有三级分销功能。版权方可利用分销功能开发分销商，并通过分销商吸引和扩大客户。商业模式来看，版权方可以在后台设置分销佣金系数和分销商条件，多名分销商的推送，小程序可以进行裂变，增加分销商佣金分成。分销模式下，分销商不需要考虑制作剧的成本，但是需要承担投流及分成成本。

服务商/代理方：当前市场日消耗量几千万，服务商若能拓展头部短剧客户，有望带来收入大幅提升。

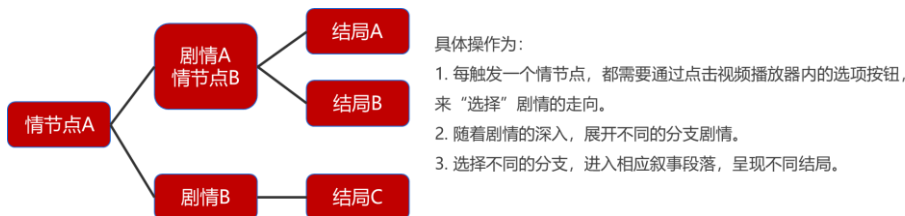
4 短剧新模式：互动剧是短剧同游戏的结合

互动剧是指观众可以与剧集当中的情节进行互动，和传统的影视剧的观剧模式和故事内容有所区别，并可以利用交互性操作改变故事内容和结局的影视作品。2018年中国互动剧用户规模超过4000万。

最近火爆行业的真人实拍剧情互动游戏《完蛋！我被美女包围了》就是互动剧的一种。《完蛋！我被美女包围了》由杭州独立工作室 intiny 开发，正式发售仅一天，拿下 steam “特别好评”。产品以第一人称视角为玩家开启沉浸式“另一人生”，玩家进入游戏后将扮演男主“顾易”。男主是一个忙于赚钱还债，阴差阳错邂逅6位风格各异的女孩，玩家需要同6名女生角色实时互动，并在每个剧情关键节点做出对应选择，触发接下来的剧情发展，玩家选择不同，后面的剧情和结局都不同。

剧情互动游戏结合了游戏和短剧，以剧情互动为核心玩法，相较于传统电视剧的单线性叙事模式，其更侧重于玩家同剧情即时互动，并左右人物的行动。一方面具有游戏的操作性，观众需要主动参与剧情发展，通过选择不同的对话分支，从而出现不同的剧情走向，带来如同游戏一般的“闯关”体验；另一方面产品采用第一视角拍摄，玩家具有更强的沉浸式观影体验。剧情互动游戏的价值在于深层次的互动下，更能满足用户个性化需求，其互动模式在新硬件场景中如VR/MR也有望产生更好的适配。

图5：互动剧的情节设计



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

5 投资建议

5.1 行业投资建议

我们认为，剧集作为成熟的市场，短剧的兴起是供给和需求双端的共振。供给端来看，短剧制作流程简单，能快速起量，从而提升出圈概率。需求端来看，剧集总集数和单集时长都在不断变短，也较为契合消费者碎片化消费趋势。此外，短剧多为网文改编，类似于短视频模式。在供需两端的推动下，后续建议关注新渠道、新技术和短剧内容的结合方式的演变。比如当前小程序短剧的兴起，正是由于微信同抖音流量的打通，从而为短剧内容变现拓展了新的渠道，带来新的用户。此外互动剧也是游戏同短剧内容的结合，后续 AI、VR 有望同短视频内容产生更多的结合方式。建议持续关注新渠道、新技术业态的发展。

此外随着微短剧快速发展，监管政策也在不断出台，对行业进行规范，2022 年末开展 3 个月的“小程序”微短剧专项整治、2023 年 11 月 15 日提出引导与管理的七条举措。但上述整治是为了鼓励行业健康发展。2023 年 11 月 21 日广电智库发文，微短剧的发展和治理需要同步推进，鼓励行业健康可持续发展，鼓励内容品质整体升级，鼓励国际传播发挥优势。

建议沿着三条线进行布局：1) 精品化。随着用户逐渐成熟，对内容品质要求提升，内容走向精品化。建议关注影视内容制作公司百纳千成、芒果超媒、华策影视、捷成股份等。2) 出海。微短剧出海不仅是企业寻求增量的重要途经，更是文化输出的重要方式。关注中文在线等。3) 平台方。关注新渠道的拓展进展，包括小程序平台、应用平台、视频平台等。关注映宇宙、中广天择等。

表3：短剧重点关注个股

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
300133	华策影视	7.07	0.21	0.25	0.27	33	28	27	推荐
300364	中文在线	32.77	-0.50	0.17	0.24	/	190	137	推荐
300413	芒果超媒	30.20	0.98	1.21	1.49	31	25	20	推荐
300182	捷成股份	6.00	0.20	0.25	0.28	31	24	21	推荐
300291	百纳千成	7.91	0.02	0.06	0.11	358	138	73	谨慎推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 12 月 12 日收盘价）

5.2 重点公司

华策影视 (300133.SZ): 主业稳健增长, 关注微短剧及 AIGC 进展

1、影视剧业务稳健运行, 关注后续片单储备。公司是国内影视制作龙头, 以电视剧、电影内容为核心, 战略发展动画、音乐、艺人经纪、版权运营、国际新媒体、整合营销、影城等细分领域业务的全产业生态体系。23H1 公司完成了以自有资金对森联影视的收购, 公司影视剧版权数量从 3 万多小时提升至超 5 万小时。公司基于丰富的 IP 储备, 拓展 IP 多元变现。12 月 1 日公司宣布将合作河马游戏共同打造互动影视内容, 公司负责拍摄制作, 河马游戏负责互动框架改编与体验研发, 双方第一个合作项目将与电视剧《去有风的地方》进行 IP 联动, 预计将于 2024 年初推出。

2、AIGC 应用持续落地, 关注模型进展。公司正在推进“小说、剧本高效评估系统项目”“顶级编剧助手系统项目”“数字资产智能生成项目”“视频智能升级项目”等重点项目, 提高主业生产效能和产品品质。其中“小说、剧本高效评估系统项目”“顶级编剧助手系统项目”立足缩短项目生成周期, 提升生产效率; “数字资产智能生成项目”立足虚拟数字资产库建设, 不断储备、丰富高质量 3D 建模的虚拟数字资产, 为推动虚拟拍摄技术应用场景落地、元宇宙场景应用和虚拟数字资产经营变现探索奠定必要的基础; “视频智能升级项目”进一步提升了经典 IP 的价值和观众的观看体验。公司 AIGC 应用研究院自研的“影视剧本智能创作系统”已于 9 月上线, 供公司业务团队使用。该系统基于自研剧本垂直模型, 提供“评估助手”和“编剧助手”的工具。评估助手, 对 20 万字~50 万字小说剧本的评估内容, 从以往 3 天提高到现在 5 分钟。编剧助手, 以高效 workflow 形式, 改进多轮对话的低效率问题。

3、盈利预测假设与业务拆分

收入增速预测: 公司收入来源主要为影视项目的投资、制作、发行及基于影视内容的衍生收益。预计 2023-2025 年实现营业总收入分别为 28.7 亿元、32.1 亿元、34.7 亿元, 分别同比增长 16%、11.9%、8.1%。分业务来看:

1) 电影业务: 公司主投主控电影《燃冬》于 8 月 22 日上映, 截至 11 月 26 日共取得票房 2607.6 万, 参投的国庆档电影《前任 4: 英年早婚》9 月 24 日上线, 截至 11 月 26 日票房已达 10.11 亿。预计公司 23-25 年收入分别为 4.73 亿元、5.16 亿元、5.42 亿元, 分别同比增长 14%、9%、5%。由于公司该业务发展较久, 已经较为稳定, 项目排期稳健进行, 23-25 年电影业务毛利率分别为 43.4%、43.4%、43.4%。

2) 剧集业务: 公司参与出品的《一路朝阳》于 8 月 14 日正式播出, 引发全民追剧热潮。8 月公司顺利杀青《锦绣安宁》和《鲲鹏击浪》两个项目, 9 月《承欢记》杀青。公司目前储备有大量 IP 作品, 如《战争和人》《扫鼠岭》《想把你和时间藏起来》《七夜雪》《逢春》《第二十八年春》《他定有过人之处》等。由于公司产品线较为丰富, 预计增长稳健, 预计 23-25 年收入分别为 21.93 亿元、24.78

亿元、27.01 亿元，分别同比增长 17%、13%、9%。公司剧集业务项目排期较稳，且下游主要为长视频平台，预计 23-25 年该业务毛利率分别为 28.5%、28.5%、28.5%。

3) 其他业务：其他业务包括艺人经纪、广告、音乐及影院票房业务。**艺人经纪业务**占比较小，近年来运营情况较为稳定，预计 23-25 年收入分别为 1.66 亿元、1.74 亿元、1.83 亿元，分别同比增长 5%、5%、5%。毛利率分别为 50.4%、50.4%、50.4%。**广告业务**体量较小，预计随着影视剧的排播而增长，预计 23-25 年收入分别为 0.23 亿元、0.25 亿元、0.25 亿元，分别同比增长 8%、5%、3%。由于影视剧的排播较为稳定，预计广告业务毛利率较为稳定，分别为 29.8%、29.8%、29.8%。**音乐业务**体量较少，预计随着影视剧的排播而增长，预计 23-25 年收入分别为 0.16 亿元、0.16 亿元、0.16 亿元，分别同比增长 1%、1%、1%。音乐业务近年变化不大，预计毛利率较为稳定，分别为 14.9%、14.9%、14.9%。**影院票房**体量较少，公司目前影院经营平稳，预计随着整体电影行业票房收入增长而增长，预计 23-25 年收入分别为 0.31 亿元、0.36 亿元、0.39 亿元。影院业务成本较为固定，预计毛利率逐渐提升，分别为 3%、6%、9%。

表4：华策影视主要业务收入预测

收入(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	2,475	2,870	3,213	3,474
YoY-%	-34.99%	15.97%	11.94%	8.13%
电视剧销售收入	1,874	2,193	2,478	2,701
YoY-%	-40.90%	17.00%	13.00%	9.00%
毛利率	28.54%	28.54%	28.54%	28.54%
电影销售收入	415	473	516	542
YoY-%	37.18%	14.00%	9.00%	5.00%
毛利率	43.39%	43.39%	43.39%	43.39%
经纪服务收入	158	166	174	183
YoY-%	-7.29%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	50.37%	50.37%	50.37%	50.37%
影院票房收入	22	31	36	39
YoY-%	-38.65%	40.00%	18.00%	8.00%
毛利率	-0.36%	3.00%	6.00%	9.00%
广告收入	22	23	25	25
YoY-%	-59.81%	8.00%	5.00%	3.00%
毛利率	29.84%	29.84%	29.84%	29.84%
音乐收入	15	16	16	16
YoY-%	-15.29%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利率	14.90%	14.90%	14.90%	14.90%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

费用率预测：根据公司的历史费用水平，公司总体费用率稳中有降。

销售费用率：公司整体业务较为稳健，销售费用预计随收入上升而上升，整体销售费用率保持平稳，预计 23-25 年销售费用率分别为 11.3%、11.3%、11.3%。

管理费用率：公司人员和组织架构较为稳定，预计管理费用率保持稳定，预计 23-25 年管理费用率分别为 7.5%、7.5%、7.5%。

研发费用率：公司传统业务较为稳定，预计研发费用保持稳定，预计 23-25 年研发费用率分别为 0.6%、0.6%、0.6%。

财务费用率：公司财务费用主要来自借款利息，随着公司业绩稳健增长，借款金额稳中有降。预计 2023-2025 年公司财务费用率分别为-2.06%、-2.23%、-2.29%。

表5：华策影视主要费用率预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	11.28%	11.30%	11.30%	11.30%
管理费用率	7.47%	7.50%	7.50%	7.50%
研发费用率	0.59%	0.60%	0.60%	0.60%
财务费用率	-3.40%	-2.06%	-2.23%	-2.29%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

投资建议：公司是国内的电视剧龙头，主业稳健增长，短剧、AIGC 等创新业务积极布局。预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 4.79 亿元、5.05 亿元、5.44 亿元，当前股价对应 PE 分别为 28x、27x、25x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：政策监管风险，电影票房不及预期风险，剧集回款较慢风险。

表6：华策影视盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,475	2,870	3,213	3,474
增长率（%）	-35.0	16.0	11.9	8.1
归属母公司股东净利润（百万元）	403	479	505	544
增长率（%）	0.6	19.0	5.3	7.7
每股收益（元）	0.21	0.25	0.27	0.29
PE	33	28	27	25
PB	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 12 月 12 日收盘价）

中文在线 (300364.SZ): 微短剧表现出色, 贡献业绩弹性

1、内容储备丰富, 商业化持续推进。公司具有丰富的内容储备, 累积数字内容资源超 550 万种, 网络原创驻站作者 450 余万名; 与 600 余家版权机构合作, 签约知名作家、畅销书作者 2000 余位 (截至 23 年中报)。旗下原创内容平台包括 17K 小说网、四月天小说网、奇想宇宙、谜想计划等。涵盖玄幻奇幻、都市言情、仙侠仙侠、青春校园、古风女频、科幻、悬疑兴趣等方向。商业化来看, 1) 公司持续深化同业渠道合作, 覆盖微信读书、QQ 阅读、QQ 浏览器、七猫小说等平台。2) 继续发力知识产权保护, 公司推出的“权哨”、“无抄”两大平台, 积极对各类权力人提供举报的便捷服务。3) 持续推进版权改编, 包括电影、剧集、微短剧、漫画等。

2、短剧/微短剧表现亮眼, 带来业绩弹性。微短剧行业呈高景气, 供给规模呈快速扩张趋势。公司具有版权内容优势, 并根据旗下平台 IP 改编作品, 包括《招惹》、《月上东宫》、《仙君有劫》、《过招》等。其中《招惹》根据旗下四月天小说网同名小说改编, 为国民爱情悬疑品类, 今年三月在腾讯视频播出表现较好, 带来业绩弹性。

投资建议: 目前市场对 AIGC 未来发展空间给予较高期待, 并且公司将持续扩充 IP 资源, 我们看好公司在 AIGC 领域的投入决心和信心, 经过多年业绩波动后现已积极调整迈向新起点。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润为 1.26 亿元、1.75 亿元、2.34 亿元, 同比增长 135%、39%、34%, 当前股价对应 PE 分别为 190x、137x、102x, 维持“推荐”评级。

风险提示: AIGC 技术发展不及预期, 行业竞争加剧的风险。

表7: 中文在线盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,180	1,805	2,328	2,870
增长率 (%)	-0.8	53.0	29.0	23.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	-362	126	175	234
增长率 (%)	-466.4	134.7	39.3	33.8
每股收益 (元)	-0.50	0.17	0.24	0.32
PE	/	190	137	102
PB	20.7	18.6	16.4	14.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 12 月 12 日收盘价)

芒果超媒 (300413.SZ): 主业稳健增长, 关注招商会片单释放

广告业务: 随经济复苏及内容排播而增长。23 年消费市场及广告行业呈缓慢复苏态势。虽然部分广告主对营销预算投放相对谨慎, 但公司广告业务保持坚韧。Q3 重点产品《披荆斩棘第三季》等头部综艺招商亮眼, 广告主包括金典、兰芳园冻柠茶、三星、合生元、德芙、喜临门、最、利郎、奔驰、爱玛、麦当劳等十多个品牌。展望未来, 随着综艺及剧集产品的持续推出, 广告业务增长空间有望打开。

会员业务: 会员数增长亮眼。由于芒果 TV 用户数仍有空间, 当前重点关注会员数的提升。当前会员渠道拓展取得较好成效。1) 中国移动合作方面, 公司与中国移动合作在湖南省内试点推出“芒果卡”, 截至半年报新增用户突破百万。此外 7 月 16 日公司与中国移动推出“动感地带”芒果卡进行全国发售, 进一步拓展在校大学生会员数。2) 阿里合作方面, 8 月 3 日芒果 TV 与淘宝天猫正式达成合作, 淘宝天猫 88VIP 会员新增芒果 TV 会员年卡权益, 此次合作是 88VIP 首次与阿里生态外视频平台进行权益合作。我们认为淘宝同芒果 TV 在用户群体画像上都有“高价值、女性向、年轻化”标签, 双方会员重叠度较低, 此次合作有望为芒果 TV 导入更多增量用户。

公司综艺产品优势明显, 并持续补充剧集能力。综艺方面, Q3 综 N 代表现亮眼, 截至 23 年 10 月底,《披荆斩棘第三季》累计播放量破 50 亿。后续产品包括《声生不息·港乐季 2》、《花儿与少年 5》等。剧集方面, Q3《我的人间烟火》、《大宋少年志 2》分别登顶 2023 年 7 月猫眼电视剧热度榜、2023 年 9 月猫眼古装电视剧热度榜。11 月 11 日招商会公布了明年片单, 建议关注综艺及剧集的排播, 长期建议关注剧集能力的搭建。

投资建议: 随着内容排播及经济复苏, 公司会员、广告业务具有较高弹性。预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 22.6 亿元、27.9 亿元、33.8 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 25x、20x、17x, 维持“推荐”评级。

风险提示: 政策监管风险, 经济复苏不及预期, 会员业务进展不及预期, 新业务拓展风险, 视频平台竞争激烈风险。

表8: 芒果超媒盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	13,704	15,564	17,784	19,997
增长率 (%)	-10.8	13.6	14.3	12.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,825	2,257	2,785	3,378
增长率 (%)	-13.7	23.7	23.4	21.3
每股收益 (元)	0.98	1.21	1.49	1.81
PE	31	25	20	17
PB	3.0	2.7	2.4	2.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 12 月 12 日收盘价)

捷成股份 (300182.SZ): 版权运营龙头地位稳固, 关注微短剧及 AIGC 业务进展

1、版权运营龙头地位稳健, 战略布局微短剧业务。公司是国内领先的数字版权分销商, 截至 23 年中报已经积累了 5 万余小时的影视、动漫、节目版权内容, 并面向广电、互联网新媒体、运营商等媒体渠道进行数字化发行。全面覆盖数字电视、OTT、IPTV、电脑、平板、手机、户外流媒体等全媒体终端。

2、世优科技虚拟人业务领先。公司旗下子公司世优科技主要业务为政府企业、品牌、明星、名人等打造元宇宙分身 (数字人)。公司推出数字人四大产品体系, 包括实时数字人产品体系、AI 数字人、世优虫洞 (SAAS)、MAS 元宇宙分身秀平台, 目前广泛应用于广电媒体、品牌营销、电商直播/短视频等各类线上线下不同场景。

3、盈利预测假设与业务拆分

收入增速预测: 公司主要业务为影视版权运营, 预计 23-25 年实现营业总收入分别为 42.81 亿元、46.03 亿元、48.7 亿元, 分别同比增长 9.58%、7.52%、5.8%。

1) 影视版权运营及服务: 该业务收入主要来自 b 端渠道, 运营稳健。2022 年公司拓展腾讯渠道, 收入增长较快, 2023 年之后收入恢复平稳增长。我们预计 2023-2025 年公司影视版权运营及服务收入分别为 39.9 亿元、43.1 亿元、45.7 亿元, 分别同比增长 8%、8%、6%。由于 22 年新拓展渠道贡献增量收入, 22 年的毛利率较 21 年增长较多。由于大渠道拓展持续性不强, 版权运营业务成本相对固定, 参考 21 年毛利率水平, 预计 2023-2025 年毛利率保持稳定, 分别为 26%、26%、26%。

2) 影视剧内容制作: 公司目前影视内容制作主要由子公司星纪元影视来完成, 2023 年影视剧项目包括《人生之路》、《他从火光中走来》、《黑白密码》, 其中《人生之路》为多平台开播, 售卖收入高于独播。而 2022 年播出的影视剧项目《罚罪》、《暗刃觉醒》、《别惹前女友》均为独播, 且《别惹前女友》为平台短剧, 预计售价低于长剧, 因此 2023 年剧集业务收入增长较好。由于该业务后续产品排期较为稳定, 预计 2023-2025 年收入分别为 2.01 亿元、2.21 亿元、2.43 亿元, 分别同比增长 100%、10%、10%。预计毛利率也保持稳定, 预计 2023-2025 年毛利率分别为 8%、8%、8%。

3) 音视频整体解决方案: 公司储备超高清网络制作管理系统、超高清业务平台系统、超高清监控系统以及超高清新闻制播系统、智能媒体资产管理系统等平台。该业务近年来持续收缩, 预计 2023-2025 年收入分别为 0.89 亿元、0.71 亿元、0.57 亿元, 分别同比增长-20%、-20%、-20%。毛利率保持稳定, 预计分别为 34%、34%、34%。

表9：捷成股份主要收入预测

收入(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	3907	4281	4603	4870
YoY-%	4.83%	9.58%	7.52%	5.80%
影视版权运营及服务	3694	3990	4309	4567
YoY-%	19.65%	8.00%	8.00%	6.00%
毛利率	32.53%	26.00%	26.00%	26.00%
影视剧	100.5	201.1	221.2	243.3
YoY-%	-77.53%	100.00%	10.00%	10.00%
毛利率	5.07%	8.00%	8.00%	8.00%
音视频整体解决方案	110.9	88.7	70.9	56.8
YoY-%	-39.06%	-20.00%	-20.00%	-20.00%
毛利率	34.25%	34.00%	34.00%	34.00%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

费用率预测：根据公司历史费用水平，总体费用稳中有降。

销售费用率：公司业务运营较为稳健，预计销售费用率维持稳定，2023-2025年分别为 11%、11%、11%。

管理费用率：公司人员和组织架构较为稳定，管理费用率保持稳定，2023-2025年分别为 7%、7%、7%。

研发费用率：公司传统业务较为稳定，版权业务的运行较少需要研发费用的投入，因此研发费用率保持稳定，预计 2023-2025 年分别为 0.6%、0.6%、0.6%。

财务费用率：公司财务费用主要来自借款利息，随着公司业绩稳健增长，盈利逐步释放，借款金额逐步下降。同时公司预付款有一定的利息收入。预计 2023-2025 年公司财务费用率分别为 0.57%、0.23%、0.12%。

表10：捷成股份主要费用率预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	11.28%	11.00%	11.00%	11.00%
管理费用率	7.47%	7.00%	7.00%	7.00%
研发费用率	0.59%	0.60%	0.60%	0.60%
财务费用率	2.05%	0.57%	0.23%	0.12%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

投资建议：公司版权运营业务稳健增长，积极布局微短剧，子公司世优科技虚拟人业务快速增长，有望同主业形成协同。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 6.63 亿元、7.57 亿元、8.46 亿元，当前股价对应 PE 分别为 24x、21x、19x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：政策监管风险，新业务拓展不及预期风险，竞争风险。

表11：捷成股份盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,907	4,281	4,603	4,870
增长率 (%)	4.8	9.6	7.5	5.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	521	663	757	846
增长率 (%)	20.7	27.5	14.1	11.7
每股收益 (元)	0.20	0.25	0.28	0.32
PE	31	24	21	19
PB	2.2	2.0	1.8	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 12 月 12 日收盘价)

百纳千成 (300291.SZ): 《敦煌英雄》定档, 关注后续片单释放

1、内容储备丰富, 关注后续片单释放。公司 2023 年前三季度上线影视剧项目较少, 公司业绩增长主要由广告营销、消费品业务贡献。但是当前公司储备项目较多, 截至 23Q3 公司存货 14.8 亿元, 预计 Q4 及明年随着公司重点项目上线, 业绩弹性较高。四季度公司重点主投主控项目逐渐定档, 包括《热搜》(11 月 30 日已上映, 截至 12 月 10 日累计票房达 6220 万元), 《敦煌英雄》(定档 12 月 22 日), 之后储备的电影项目包括《没有一顿火锅解决不了的事》(定档 2024 年 1 月 13 日)、《一闪一闪亮晶晶》、《蜂鸟行动》、《不躺平俱乐部》等。关注后续片单的持续释放, 带来的业绩弹性。

2、创新业务持续推进。公司多层次影视表达格式将为 IP 赋能, 不断通过线上(虚拟人、虚拟主播、数字藏品、潮玩数藏等)及线下(文旅、衍生消费品)多路径运营 IP, 在实现 IP 衍生商业价值的同时反哺内容。公司以《雄狮少年》中的人物“咸鱼强”为原型打造的同名虚拟主播在快手上取得了不错的播映成绩, 咸鱼强用粉丝们熟悉的角色故事, 与直播间观众实时连麦互动。他还会与粉丝们交流电影情节, 不时抛出电影番外小花絮, 释放电影续集信号, 引发一波“期待”弹幕刷屏。

3、盈利预测假设与业务拆分

收入增速预测:公司主营业务包括影视剧及 IP 的线上及线下运营。预计 2023-2025 年营业总收入分别为 5.59 亿元、9.18 亿元、10.23 亿元, 分别同比增长 19.3%、64.1%、11.4%。分业务来看:

1) 电影业务:公司电影项目储备丰富, 2023 年四季度定档影片包括《敦煌英雄》、《热搜》, 其他储备影片包括《一闪一闪亮晶晶》、《蜂鸟行动》、《不躺平俱乐部》等。由于重磅影片《敦煌英雄》定档 12 月底, 预计对于 2023、2024 年业绩均有较多贡献, 预计 2023-2025 年电影业务同比增长 300%、15%、10%, 实现收入 1.77 亿元、2.03 亿元、2.24 亿元。毛利率来看, 由于电影业务毛利率受电影产品上线的影响, 预计未来产品线按照计划上线, 每年的成本投入较为稳定, 预计毛利率保持稳定, 2023-2025 年毛利率 50%、50%、50%。

2) 剧集业务:2023 年前三季度上线剧集产品较少, 同比下降较多, 2024 年及之后产品线较为充沛, 《火星孤儿》、《雪迷宫》等优质剧目在储备过程中, 预计 2024 年同比增速较高, 预计 2025 年之后产品线稳定上线, 预计增速稳健。预计 2023-2025 年剧集业务同比增长-40%、200%、10%, 实现收入 1.44 亿元、4.32 亿元、4.75 亿元。毛利率来看, 剧集业务为 to b 的经营模式, 毛利率波动性不大, 参考同行业剧集制作公司的毛利率, 预计 2023-2025 年实现毛利率 23%、23%、23%。

3) 营销业务:公司营销业务包括内容营销、媒介代理、直播电商等多种形式。2022 年受益于直播带货业务, 营销收入增长较好, 但由于今年直播广告业务战略性收缩, 2023 年营销业务下滑较多, 2023H1 营销业务 3555 万元, 同比下降

49.7%，预计全年增速为-66%。由于广告业务收入来自广告主预算，预计 24、25 年随着宏观经济复苏而恢复增长。预计 23-25 年营销业务收入分别为 0.59 亿元、0.65 亿元、0.71 亿元，同比增长-66%、10%、10%。毛利率来看，由于户外广告业务媒体资源位较为固定，成本固定，而收入随宏观经济复苏而增长，预计 23-25 年毛利率持续提升，分别为 27%、28%、29%。

4) 消费品业务：公司今年消费品业务增长较好，公司将自有 IP 进行开发变现，通过线上（虚拟人、虚拟主播、数字藏品、潮玩数藏等）及线下（文旅、衍生消费品）等路径运营 IP。23 年前三季度，公司以《雄狮少年》中的任务“咸鱼强”为原型打造的同名虚拟主播在快手上播映成绩较为出色，预计下半年和上半年收入持平，预计 23 年全年 1 亿左右。但由于出圈产品具有不可预测性，预计 24、25 年该业务维持小幅增长。预计 23-25 年营业收入分别为 1.02 亿元、1.18 亿元、1.3 亿元，同比增长 1500%、15%、10%。毛利率来看，公司消费品业务毛利率预计维持稳定，分别为 15%、15%、15%。

表12：百纳千成主要业务收入预测

收入(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	468.8	559.3	918.1	1023.0
YoY-%	-41.6%	19.3%	64.1%	11.4%
电影收入	44.2	176.8	203.3	223.6
YoY-%	-43.0%	300.0%	15.0%	10.0%
毛利率	-5.0%	50.0%	50.0%	50.0%
剧集收入	239.8	143.9	431.6	474.8
YoY-%	-58.1%	-40.0%	200.0%	10.0%
毛利率	19.3%	23.0%	23.0%	23.0%
营销收入	172.9	58.8	64.7	71.1
YoY-%	55.8%	-66.0%	10.0%	10.0%
毛利率	26.1%	27.0%	28.0%	29.0%
销售商品收入	6.4	102.4	117.8	129.5
YoY-%	7621.1%	1500.0%	15.0%	10.0%
毛利率	15.9%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务收入	5.5	77.5	100.7	123.9
YoY-%	19.6%	1300.0%	30.0%	23.0%
毛利率	-52.2%	55.0%	55.0%	55.0%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

费用率预测：根据公司的历史费用水平，公司总体费用稳中有降。

销售费用率：22 年由于拓展电影、文商旅业务，人员扩充较多，销售费用上升较多，预计此后销售费用随收入增长而保持相同比例的增长。预计 2023-2025 年销售费用率分别为 11%、11%、11%。

管理费用率：公司 2023 年拓展文商旅业务，预计 2023 年管理费用有所增加，2024 年之后预计人员和组织架构相对稳定，管理费用率随收入提升而下降，预计 2023-2025 年管理费用率分别为 19%、12%、10%。

财务费用率：公司财务费用主要来自借款利息，随着公司业绩稳健增长，借款金额下降。预计 2023-2025 年公司财务费用率分别为-3.06%、-0.88%、-0.85%。

表13：百纳千成主要费用率预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	11.95%	11.00%	11.00%	11.00%
管理费用率	18.56%	19.00%	12.00%	10.00%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用率	-2.73%	-3.06%	-0.88%	-0.85%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

投资建议：公司 2023 年前三季度产品较弱，Q4 影片包括《敦煌英雄》（定档）、《热搜》（已上线）。明后年电影和剧集储备丰富，预计给公司贡献较多的业绩增长。预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 0.54 亿元、1.01 亿元、1.33 亿元，当前股价对应 PE 分别为 138x、73x、56x，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：政策监管风险，电影票房不及预期风险，剧集回款较慢风险。

表14：百纳千成盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	469	559	918	1,023
增长率（%）	-41.6	19.3	64.1	11.4
归属母公司股东净利润（百万元）	21	54	101	133
增长率（%）	-68.6	158.9	88.3	30.8
每股收益（元）	0.02	0.06	0.11	0.14
PE	358	138	73	56
PB	2.0	1.9	1.9	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 12 月 12 日收盘价）

6 风险提示

1) 政策监管风险。由于微短剧目前处于高速发展期，相关的监管细则尚在细化和推进，若政策监管幅度大幅收紧，可能存在行业增长不及预期风险。

2) 用户付费意愿不及预期。目前微短剧主要商业模式是用户付费，若用户付费意愿下降，可能存在行业增长不及预期风险。

3) 行业竞争加剧。目前微短剧内容制作仍处于竞争状态，若后续行业竞争加剧，可能会影响公司的毛利率水平，进而影响相关公司的盈利能力。

4) 新产品上线及表现不及预期。目前短剧内容的制作和上线受到多方面影响，可能导致产品上线时间延后，并且产品上线后，需要用户验证，可能存在表现不及预期的风险。

华策影视财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,475	2,870	3,213	3,474
营业成本	1,642	1,928	2,165	2,345
营业税金及附加	6	9	10	10
销售费用	279	324	363	393
管理费用	185	215	241	261
研发费用	15	17	19	21
EBIT	387	496	512	549
财务费用	-84	-59	-72	-80
资产减值损失	-9	0	0	0
投资收益	22	26	29	31
营业利润	515	581	612	660
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	516	581	612	660
所得税	100	87	92	99
净利润	416	494	520	561
归属于母公司净利润	403	479	505	544
EBITDA	421	538	565	610

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,642	3,240	3,451	3,846
应收账款及票据	1,212	928	1,048	1,133
预付款项	123	145	162	176
存货	1,901	2,113	2,373	2,570
其他流动资产	1,964	2,097	2,102	2,106
流动资产合计	7,842	8,521	9,135	9,831
长期股权投资	479	164	164	164
固定资产	58	58	57	56
无形资产	6	6	6	6
非流动资产合计	1,754	1,774	1,762	1,754
资产合计	9,596	10,295	10,897	11,585
短期借款	551	551	551	551
应付账款及票据	615	528	593	643
其他流动负债	1,368	1,643	1,717	1,856
流动负债合计	2,534	2,722	2,861	3,049
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	67	260	252	242
非流动负债合计	67	260	252	242
负债合计	2,601	2,982	3,113	3,291
股本	1,901	1,901	1,901	1,901
少数股东权益	129	144	160	177
股东权益合计	6,995	7,313	7,785	8,294
负债和股东权益合计	9,596	10,295	10,897	11,585

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-34.99	15.97	11.94	8.13
EBIT 增长率	0.00	28.25	3.07	7.27
净利润增长率	0.58	19.04	5.30	7.75
盈利能力 (%)				
毛利率	33.67	32.84	32.62	32.49
净利润率	16.27	16.70	15.71	15.65
总资产收益率 ROA	4.20	4.66	4.63	4.69
净资产收益率 ROE	5.87	6.69	6.62	6.70
偿债能力				
流动比率	3.09	3.13	3.19	3.22
速动比率	2.27	2.23	2.24	2.26
现金比率	1.04	1.19	1.21	1.26
资产负债率 (%)	27.10	28.96	28.56	28.41
经营效率				
应收账款周转天数	159.30	100.00	100.00	100.00
存货周转天数	422.75	400.00	400.00	400.00
总资产周转率	0.27	0.29	0.30	0.31
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.25	0.27	0.29
每股净资产	3.61	3.77	4.01	4.27
每股经营现金流	0.15	0.28	0.22	0.26
每股股利	0.02	0.03	0.03	0.03
估值分析				
PE	33	28	27	25
PB	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	27.70	21.70	20.67	19.12
股息收益率 (%)	0.31	0.36	0.38	0.41

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	416	494	520	561
折旧和摊销	34	42	53	61
营运资金变动	-203	4	-154	-113
经营活动现金流	290	535	412	500
资本开支	-2	-364	-15	-19
投资	-1,351	313	0	0
投资活动现金流	-1,297	-30	14	12
股权募资	37	0	0	0
债务募资	494	273	-109	0
筹资活动现金流	434	93	-214	-117
现金净流量	-574	598	212	395

捷成股份财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,907	4,281	4,603	4,870
营业成本	2,665	3,198	3,441	3,644
营业税金及附加	10	9	9	10
销售费用	105	111	115	117
管理费用	356	343	341	321
研发费用	12	13	14	15
EBIT	656	634	711	793
财务费用	80	24	10	6
资产减值损失	-150	0	0	0
投资收益	67	73	78	83
营业利润	531	682	779	870
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	536	682	779	870
所得税	10	12	14	16
净利润	526	670	765	854
归属于母公司净利润	521	663	757	846
EBITDA	3,300	3,809	3,622	3,836

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	84	1,243	1,632	2,507
应收账款及票据	1,178	1,290	1,387	1,468
预付款项	308	368	396	419
存货	314	377	405	429
其他流动资产	367	388	414	435
流动资产合计	2,251	3,666	4,234	5,259
长期股权投资	1,386	1,459	1,537	1,620
固定资产	18	18	18	17
无形资产	1,849	1,318	1,583	1,451
非流动资产合计	7,795	7,305	7,647	7,598
资产合计	10,047	10,971	11,881	12,856
短期借款	693	693	693	693
应付账款及票据	598	718	773	819
其他流动负债	1,257	1,371	1,462	1,537
流动负债合计	2,548	2,782	2,927	3,048
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	114	114	114	114
非流动负债合计	114	114	114	114
负债合计	2,662	2,896	3,042	3,163
股本	2,643	2,664	2,664	2,664
少数股东权益	1	7	15	24
股东权益合计	7,385	8,075	8,840	9,694
负债和股东权益合计	10,047	10,971	11,881	12,856

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.83	9.58	7.52	5.80
EBIT 增长率	48.36	-3.39	12.14	11.51
净利润增长率	20.66	27.45	14.12	11.69
盈利能力 (%)				
毛利率	31.79	25.31	25.25	25.18
净利润率	13.32	15.50	16.45	17.37
总资产收益率 ROA	5.18	6.05	6.37	6.58
净资产收益率 ROE	7.05	8.22	8.58	8.75
偿债能力				
流动比率	0.88	1.32	1.45	1.73
速动比率	0.62	1.03	1.16	1.43
现金比率	0.03	0.45	0.56	0.82
资产负债率 (%)	26.50	26.40	25.60	24.60
经营效率				
应收账款周转天数	94.88	95.00	95.00	95.00
存货周转天数	43.07	43.00	43.00	43.00
总资产周转率	0.39	0.41	0.40	0.39
每股指标 (元)				
每股收益	0.20	0.25	0.28	0.32
每股净资产	2.77	3.03	3.31	3.63
每股经营现金流	1.03	1.41	1.35	1.43
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	31	24	21	19
PB	2.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	5.02	4.35	4.58	4.32
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	526	670	765	854
折旧和摊销	2,644	3,175	2,911	3,043
营运资金变动	-617	-21	-34	-28
经营活动现金流	2,754	3,759	3,589	3,812
资本开支	-2,104	-2,642	-3,174	-2,910
投资	-337	0	0	0
投资活动现金流	-2,339	-2,594	-3,174	-2,910
股权募资	157	21	0	0
债务募资	-508	0	0	0
筹资活动现金流	-517	-6	-26	-26
现金净流量	-100	1,159	389	876

百纳千成财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	469	559	918	1,023
营业成本	381	364	626	694
营业税金及附加	3	2	3	3
销售费用	56	62	101	113
管理费用	87	106	110	102
研发费用	0	0	0	0
EBIT	-53	31	87	122
财务费用	-13	-17	-8	-9
资产减值损失	-19	0	0	0
投资收益	58	17	28	31
营业利润	12	65	123	161
营业外收支	-4	0	0	0
利润总额	8	65	123	161
所得税	2	10	18	24
净利润	5	56	105	137
归属于母公司净利润	21	54	101	133
EBITDA	13	108	182	246

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,572	761	762	785
应收账款及票据	552	539	760	846
预付款项	391	437	501	555
存货	866	997	1,029	1,045
其他流动资产	121	838	837	840
流动资产合计	3,501	3,573	3,888	4,071
长期股权投资	17	17	17	17
固定资产	3	12	12	12
无形资产	2	2	2	2
非流动资产合计	713	810	793	783
资产合计	4,214	4,383	4,681	4,854
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	19	19	33	36
其他流动负债	213	220	419	460
流动负债合计	233	239	451	497
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	63	74	54	46
非流动负债合计	63	74	54	46
负债合计	296	313	506	542
股本	919	942	942	942
少数股东权益	173	175	178	182
股东权益合计	3,918	4,070	4,175	4,312
负债和股东权益合计	4,214	4,383	4,681	4,854

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-41.59	19.31	64.14	11.43
EBIT 增长率	-364.27	159.20	177.80	39.13
净利润增长率	-68.64	158.94	88.31	30.85
盈利能力 (%)				
毛利率	18.67	34.92	31.82	32.18
净利润率	4.44	9.63	11.05	12.97
总资产收益率 ROA	0.49	1.23	2.17	2.73
净资产收益率 ROE	0.56	1.38	2.54	3.21
偿债能力				
流动比率	15.04	14.96	8.62	8.20
速动比率	9.50	8.73	5.13	4.89
现金比率	6.75	3.19	1.69	1.58
资产负债率 (%)	7.02	7.14	10.80	11.17
经营效率				
应收账款周转天数	428.21	350.00	300.00	300.00
存货周转天数	828.58	1,000.00	600.00	550.00
总资产周转率	0.11	0.13	0.20	0.21
每股指标 (元)				
每股收益	0.02	0.06	0.11	0.14
每股净资产	3.98	4.14	4.24	4.38
每股经营现金流	-0.29	-0.06	0.06	0.12
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	358	138	73	56
PB	2.0	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	533.56	65.23	38.88	28.75
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	5	56	105	137
折旧和摊销	66	77	95	125
营运资金变动	-302	-167	-114	-115
经营活动现金流	-271	-54	59	116
资本开支	-7	-96	-11	-9
投资	989	-700	0	0
投资活动现金流	1,019	-781	28	22
股权募资	10	97	0	0
债务募资	0	-9	0	0
筹资活动现金流	-19	24	-87	-115
现金净流量	729	-811	0	23

插图目录

图 1: 2018-2020 年播出剧集单剧集数变化 (单位: 集)	5
图 2: 微信小程序短剧	10
图 3: 小程序短剧产业链图谱	12
图 4: 小程序短剧商业模式	13
图 5: 互动剧的情节设计	14

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 2023 年上半年微短剧景气指数 TOP30	6
表 2: 2023 年三季度微短剧景气指数 TOP30	7
表 3: 短剧重点关注个股	15
表 4: 华策影视主要业务收入预测	17
表 5: 华策影视主要费用率预测	18
表 6: 华策影视盈利预测与财务指标	18
表 7: 中文在线盈利预测与财务指标	19
表 8: 芒果超媒盈利预测与财务指标	20
表 9: 捷成股份主要收入预测	22
表 10: 捷成股份主要费用率预测	22
表 11: 捷成股份盈利预测与财务指标	23
表 12: 百纳千成主要业务收入预测	25
表 13: 百纳千成主要费用率预测	26
表 14: 百纳千成盈利预测与财务指标	26
华策影视财务报表数据预测汇总	28
捷成股份财务报表数据预测汇总	29
百纳千成财务报表数据预测汇总	30

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026