

新三板
《创新层》
影视公司

投资价值分析

会员专享 · 行业研报

2016.9

研究、执笔：李彤

关注微信公众号

虎嗅会员服务
huxiuvip

加入虎嗅会员
即可阅读会员专享内容
还有更多会员专属权益

虎嗅 | 出品
HUXIU.COM

研究对象

研究对象同时满足以下三个条件：

一、按照《新国民经济行业分类》
(GB_T4754-2011)，归类为“R8630 电影
和影视节目制作”和“R8640 电影和影视节目
发行”；

二、在“全国股转系统”（即新三板）挂牌交
易；

三、进入新三板创新层。

目前，满足以上三个条件的对象有 12 个，
它们是：开心麻花（835099）、青雨传媒
（832698）、能量传媒（833482）、艺能
传媒（833892）、基美影业（430358）、
中广影视（834641）、顶峰影业（832927）、
新媒诚品（834522）、元一传媒（835452）、
龙腾影业（835003）、金天地（430366）、
银都传媒（430230）。

目 录

第 1 章 概述..... 1

1.1 四大趋势..... 1

1.2 商业模式..... 7

1.3 主要风险..... 9

第 2 章 研究对象基本情况..... 14

2.1 行业分类..... 14

2.2 注册地..... 14

2.3 挂牌时间及市值..... 15

2.4 附表..... 16

第 3 章 研究对象商业模式..... 18

3.1 开心麻花..... 18

3.2 青雨传媒..... 22

3.3 能量传媒.....	24
---------------	----

3.4 中广影视.....	26
---------------	----

3.5 顶峰影业.....	30
---------------	----

3.6 新媒诚品.....	33
---------------	----

3.7 元一传媒.....	37
---------------	----

3.8 基美影业.....	40
---------------	----

3.9 武汉银都.....	42
---------------	----

3.10 龙腾影业.....	43
----------------	----

3.11 金天地.....	45
---------------	----

3.12 艺能传媒.....	46
----------------	----

第4章 财务数据汇总.....	48
-----------------	----

4.1 营收、净利润.....	48
-----------------	----

4.2 经营现金流、应收账款及存货....	51
-----------------------	----

4.3 估值及投资建议.....	54
------------------	----

--	--

第 1 章 概述

1.1 四大趋势

1) 电影蓬勃发展

随着居民消费水平的提高，居民对文化娱乐产品的消费欲望和消费能力快速提升，此外国家宏观政策对文化产业大力扶持，这些都促使影视文化行业的飞速发展。过去几年，我国的电影票房总量、电影院数量和银幕数量均增长迅速。

2015 年全国电影总票房为 440.69 亿元，比 2014 年增长 48.7%。与此同时，影院建设

继续保持快速增长，2015 年新增银幕 8035 块，平均每天增长 22 块，全国银幕总数已达 31627 块。全年城市影院观众人次达到 12.6 亿，比 2014 年增长 51.08%。2015 年，成为首个票房超过 400 亿的年份。

但是，由于我国人口基数大，平均城镇人口拥有银幕数量和人均观影次数与欧美等发达国家差距较大。

总之，我国电影市场进入蓬勃发展阶段。影片制作、发行、放映及电影服务各环节都有相当大的市场机会。

2) 电视剧需求强劲

看电视是最廉价的休闲娱乐方式，对绝大多数观众来说成本为零。而且，越是宏观经济增速放缓，居民可支配收入停滞不前，越会有更多的人宅在家里看电视。另一方面，经济下行时厂商往往被迫提高营销预算，电视广告是性价比最高的广告形式。

电视剧和综艺栏目是当今电视台的两个“拳头”。“一剧两星”客观上增加了对电视剧的需求，引进综艺 IP 费用过高且受种种限制。因此，作为电视台的供应商，电视剧和综艺栏目制作机构面临较多的市场机会。

但电视内容制作门槛远低于电影，各种要素资源蜂拥而入，竞争加剧。而对精品内容的

需求，却存在结构性供不应求。

3) 新媒体改变生态

传统媒体采取“一对多”的广播模式。为获得尽可能大的收视群体，播出方必然选择最“下里巴人”的内容。例如卫视频道为某个时间段选择内容时，候选节目 A 预计有 1 亿人观看，候选节目 B 预计会有 5000 万人观看，卫视必然选择 A，放弃 B。5000 万观众要么不看电视，要么只好陪大家收看节目 A。

许多时候，判断内容观众多寡具有相当大的主观性。特别是强势媒体，比如湖南卫视、江苏卫视、浙江卫视会认为，只要我放在黄金时段播，即使平庸些的内容也能火。“内容

为王”喊了多少年，事实上却是“渠道为王”。

新媒体内容的生产与传播是“多对多”模式。

一个视频网站平台，可以有成千上万的内容生产者，数以亿计的观众各取所需，“大众内容”依然可以红火，“小众内容”也有机会活得很好。

视频网站、IPTV、手机、移动电视等新媒体渠道的兴起，不仅仅拓宽了视频内容传播渠道，产生增量需求。更将深刻地改变以往的生态，“渠道为王”将演变为真正的“内容为王”。

4) 视频内容制作的门槛降低

除技术进步、专业人才涌现、资本青睐等因

素之外，以横店影视城为代表的制作基地提供专业服务进而形成产业集群，极大地降低了拍摄影视作品的门槛。

以往拍摄影视作品，有了剧本、资金后要组织庞大的团队、搭建布景、准备服装道具、转战全国经年累月……所谓的“大制作”只有大公司携巨额投资才能完成。小公司只能在“棚子里”拍“肥皂剧”。如今的横店有秦王宫、香港街、江南水乡、明清宫苑、清明上河图、华夏文化园、明清民居、梦幻谷等十多个拍摄景区，供剧组免费使用并提供制景、道具、服装、化妆、车辆、设备租赁、群众演员等配套服务。拿着剧本、带上主创和支票到横店，几个月后就可以带着片子离开，甚至剧

本和主创也可以在横店解决。

1.2 商业模式

1.2.1 发展策略

12 家公司的主营业务均为影视产品的策划、投资、制作、发行和运营。主流发展策略是从电影、电视剧或电视综艺栏目制作/发行起家，逐渐向广告植入、艺人经纪等领域扩展。

1.2.2 采购模式

独家投资拍摄电视剧/电影时的采购按照事先指定的投资预算执行。包括剧本采购，演

职人员服务采购；摄制耗材、道具、服装、化妆用品等的采购；以及专用设施、设备和场景的使用权采购等。由影视公司负责确定剧本、导演及主创人员的遴选，其余采购则由专业制片公司在投资预算范围内执行。

1.2.3 销售模式

1) 电视剧的销售分为预售和发行两种。“预售”指在电视剧摄制阶段就通过协议的方式将未来电视剧的著作权（主要是电视播放权）提前销售给客户，通过这种预售的方式可以提前回收投资成本或锁定收益，降低投资风险。“发行”一般分为首次发行和二次发行。首次发行一般是指电视剧制作公司取得发

行许可证后 24 个月内基本达到预定发行目的的发行。二次发行是指首次发行期满后的再发行。

2)电影以“院线+电影院”作为主要销售渠道，通过放映期内取得的票房收入的分成作为主要销售收入，小部分收入来源于影片放映后的音像版权收入。

1.3 主要风险

1.3.1 政策风险

政策风险包括内容及播出限制两方面。简单讲就是“伴君如伴虎”。

我国对影视作品内容有一整套严格的监管制度。对公司影视作品而言：首先要将剧本备案。如果备案失败，则筹拍阶段的前期投入就“打水漂”了，更重要的是打乱了公司的经营规划；其次是拿到播出许可，否则将缺失全部的制作成本；最后是取得《电视剧发行许可证》后，仍然有可能被禁止发行或放（播）映，这样连后期的宣传推广费用也损失了，还有可能遭受行政处罚。

其次是广电总局出题材、播出计划的行政限制。比如著名的“一剧两星”（即一部电视剧最多只能同时在两家卫视频道播出且每晚黄金档只能播 2 集）。再比如 2016 年 7 月 1 日实施的“限令”：引进节目播出前两个月

进行备案；卫视黄金档引进版权节目每年不得超过两档；同一档节目一年原则上只准播一季等。具体到综艺节目的名称也有要求，据传“男神”“女神”“偶像”这样的词汇已经被要求不得出现在节目名里。

1.3.2 市场风险

市场风险包括竞争、产品及观众反响不确定及合作伙伴三个方面。

首先，尽管实行所谓“严格的市场准入”，但持有《制作许可证》的机构已有 4000 家之多。人才、剧本、资金、播出渠道的争夺无处不在，愈演愈烈。导致剧本费用、演职员

的劳务报酬、场景道具租赁费用等成本不断攀升。另一方面，除少部分精品，大部分作品都难以获得理想的发行价格或者票房。

其次，影视作品完成之前，没有人能够准确预知会拍成什么样子，而播出后观众的反响则主要基于消费者主观判断。制片人、编剧、导演只能以主观对主观，产品及观众反响如何存在极大的不确定性，在相当大程度上是“押宝”。

最后，是与合作伙伴的关系。影视制作领域不存在真的“全产业链”公司，许多环节都需要合作伙伴参与。许多时候难以进行“刚性约束”。比如电脑特效对影片口碑、票房的影响

越来越大，将特效外包给第三方工作室，如何评估工作质量。

第 2 章 研究对象基本情况

2.1 行业分类

2016 年 6 月 24 日股转系统公布了创新层公司名单,953 家入围企业中传媒类有 234 家,占比 8.66%,仅次于计算机应用。

在 234 家传媒类企业中,属于“广播、电视、电影和影视录音制作业”(行业代码 R8630)的有 12 家。

2.2 注册地

12 家企业的注册地有 4 家在北京,上海、

武汉、杭州各 1 家，其余 5 家均在浙江东阳市横店。而且注册地址全部为：横店影视产业实验区。

2.3 挂牌时间及市值

12 家企业挂牌时间集中于 2015 年，具体情况是：银都传媒挂牌时间最早（2013 年 7 月 5 日）；2013 年 12 月 10 日挂牌的基美影业排在第二位；金天地于 2014 年 1 月 24 日挂牌；高峰出现在 2015 年，8 家企业密集挂牌；2016 年则只有元一传媒一家。

就市值而论，开心麻花可谓一枝独秀，突破 50 亿元，排名第二的基美影业市值不到开心

麻花的一半，为 23.8 亿；市值介于 10 亿到 20 亿之间的，由高到低依次为新媒诚品、中广影视和青雨传媒；市值低于 10 亿元的有 7 家，最低的是银都传媒（1.62 亿）。

由于新三板交易不活跃，且协议转让价并非真正意义上的市场价，因此根据总股本和最新交易单价计算的市值仅供参考。

根据下文分析，青雨传媒明显被低估。

2.4 附表

名称	代码	注册地址	代表作 (包括未播)	总股本 (百万)	参考 单价	市值 (百万)	挂牌 时间
开心麻花	835009	北京市通州区永乐店镇学府路 08304 号	夏洛特烦恼、江湖学院	360	13.95	5,022	2015/12/29
青雨传	832698	横店影视产业实验区 C1-011-B	潜伏、不要和陌生人说话、大浴女、借枪、猎场	104	13.00	1,352	2015/7/3

媒							
能量传媒	833 482	北京市海淀区海淀路165号城门凤凰会馆2层	鲁豫有约、壹周立波秀、超级演说家、我是演说家	79.3	11.46	909	2015/9/1
艺能传媒	833 892	杭州市西湖区天目山路339号	继父回家、蚂蚱	28.8	33.33	960	2015/10/21
基美影业	430 358	上海市张江高科技园区芳春路400号1幢301-107室	飓风营救3、小王子、玩命速递、勇士之门	298	8	2,380	2013/12/10
中广影视	834 641	横店影视产业实验区C7-009-D	杀手铜、打虎上山、受的妇产科2、最后一战	168	9.68	1,626	2015/12/2
顶峰影业	832 927	横店影视产业实验区C1-012商务楼	好妻子、清宫熹妃传、武林高校、宠物公寓	26.7	31.00	829	2015/7/23
新媒诚品	834 522	横店影视产业实验区C6-005B商务楼	如果爱可以重来、马上天下、梦想越走越近	124.1	16.00	1,986	2015/11/30
元一传媒	835 452	横店影视产业实验区C1-004	我是你的百搭、酷爸俏妈、邮差、前任攻略2、猎场	50.0	8.00	400	2016/1/14
龙腾影业	835 003	北京朝阳区亮马桥路21号院内15号	节振国传奇、老爷靠谱	38.8	14.8	574	2015/12/30
金天地	430 366	北京市海淀区闵庄路3号清华科技园30号楼	陆军一号、女子特战队、看守所风云	198.4	2.91	577	2014/1/24
银都传媒	430 230	武汉光谷创意产业基地二号楼704-709	家有浆糊、全城通缉、泡妞秘籍	54	3	162	2013/7/5

第 3 章 研究对象商业模式

3.1 开心麻花

开心麻花的模式是通过长年累月的现场演出打磨作品、培养演员、孵化 IP。

开心麻花主要从事舞台剧、音乐剧以及儿童剧的创作、编排和演出，是中国资本市场唯一一家以话剧为主营业务的公司。2013 年、2014 年、2015 年分别演出 700 场、900 场和 1200 场。

开心麻花收入原先有两类：

第一类：舞台剧及衍生收入。

舞台剧及衍生收入是指舞台剧、音乐剧、儿童剧的创作、编排和演出收入。公司几年来演出的主要剧目有：舞台剧主要包括《小丑爱美丽》、《乌龙山伯爵》、《江湖学院》、《夏洛特烦恼》、《羞羞的铁拳》等 21 部作品；音乐剧主要包括《白日梦》、《爷们儿·叁》二部作品；儿童剧主要包括《三只小猪》一部作品。

第二类：多屏整合运营收入。

多屏整合运营收入主要是指电影、电视剧和网络剧收入。公司拍摄制作的第一部电影《夏洛特烦恼》于 2015 年国庆档正式公映；公司目前没有电视剧作品；网络剧一共四部，

分别为：《开心麻花剧场》、《江湖学院》、《三傻成功记》和《艾伦的世界》，其中完片的《开心麻花剧场》和《江湖学院》实现了收入。报告期内，2014 年公司的舞台剧及衍生收入较上一年度增长了 31.68%，说明公司业务运营良好。该类收入的占比均在 90%以上，说明公司目前的收入来源还主要依靠该项业务。

令开心麻花名声鹊起，市值达到 50 亿元的是改编为电影的《夏洛特烦恼》。2015 年该片上映后票房超过 14 亿元，进入全年票房前十。

《夏洛特烦恼》成功的原因是创作中从十年

来数千场演出中汲取了丰富笑料，又在数百次现场演出中反复打磨，沈腾、马丽成千上万次地与观众近距离互动。等到电影拍摄，他们自然得心应手。

尝到甜头的开心麻花会陆续将经过打磨的舞台剧拍成大电影。目前储备的剧目有 23 部，除《疯狂的石头》外均为公司原创剧目，除拍电影还具有向多领域新媒体延伸的空间。

公司目前已将《江湖学院》改编为网络剧，《夏洛特烦恼》改编为电影，公司的 IP 版权未来向网络剧、电影、微电影、游戏、综艺等方向拓展以及改编的空间巨大，IP 版

权价值将有很大的提升空间。

3.2 青雨传媒

青雨传媒在 12 家当中实力最强，其特点是高举高打，自始至终保持“准一线”的影视制作机构的派头：重金购买剧本、独家投资拍摄、名导名演员担纲、一线卫视首播。

2009 年，青雨传媒凭《潜伏》一炮而红，起点相当高。

青雨传媒早在 2011 年就实施了全员持股，导演姜伟、演员罗海娟成为股东。2014 年 8 月，孙红雷掏 355.5 万真金白银入伙。青雨传媒这招颇似早年华谊的用股票“绑定”冯小

刚、李冰冰等名导、名演员。

2015 年 12 月取得发行许可证的《猎场》，由姜伟执导，胡歌、孙红雷、张嘉译等出演。未开播前已经获得一定关注。

由网络同名小说改编的现代都市剧《如果可以这样爱》，由王雷执导，佟大为、刘诗诗、保剑锋等人联袂主演。

海飞编剧、郑大圣导演的《代号》与《潜伏》和《借枪》构成青雨传媒的“谍战三部曲”。抗战剧《热血》报告期内在电视台播出，并于 2016 年 3 月 11 日实现上星播出。

挂牌新三板并进入创新层对外有益于提高

品牌形象，对内则可提振士气。上述几部值得期待的“大戏”或许能让青雨传媒迎来“第二春”。

3.3 能量传媒

能量传媒“咬定鲁豫不放松”，模式略显单薄，何况鲁豫也没有太多潜力可挖。

成立于 2004 年，2010 年 10 月变更为股份有限公司，拟登陆创业板。因股东名单中出现陈鲁豫、周立波而引起广泛关注。

能量传媒专注于视频节目的创意和制作，主要客户分为两类：一是传播渠道（电视台、视频网站）；二是大型企业、品牌客户及政

府机构。主营产品是符合电视播出要求的原创内容，如电视剧、电视栏目、纪录片及品牌服务类节目。

能量传媒先后出品了访谈类栏目《鲁豫有约》、大型季播真人秀栏目《传承者》、《超级演说家》、《我为喜剧狂》、《我是演说家》、《鲁豫的礼物》等。

能量传媒的收入几乎全部来自电视栏目，2015 年占比为 91.79%，纪录片、电视剧收入占比分别为 3.92%和 2.9%。

能量传媒主打栏目多数与陈鲁豫“形影不离”：《鲁豫有约》、脱口秀栏目《壹周立波秀》、大型原创真人秀节目《超级演说家》、《我

是演说家》、《我为喜剧狂》、《鲁豫的礼物》等。

能量传媒披露，仅 2013 年陈鲁豫就领取了 775 万年薪。2016 年 5 月，能量传媒宣布聘请陈鲁豫“全程参与”《我是演说家》第三季研发、制作，并向“鲁豫工作室”支付费用不超过 470 万。陈鲁豫持有能量传媒 325 万股，占比 4.1%。

3.4 中广影视

中广影视成立于 2011 年 5 月，注册资金 300 万元，全部由“中广基经影视文化传播”出资。2014 年 8 月，中广影视大股东拟增资到

1000 万，并办理了工商登记变更。2014 年 12 月 17 日，中广基经将 796 万出资额转让给万荣等 6 位自然人。实际控制人从幕后走到台前，认缴 466 万，但只实缴了 300 万元。中广基经的状态变为“认缴 204 万元，实缴 0 元”。

两周后的 12 月 30 日，中广基经持有 204 万出资额中的 52 万转让给“东海投资”、“上海杉盟”、“无锡耘杉”等三家投资机构，套现 2080 万元。将 71.42 万出资额原价转给 3 位自然人。同时，上述三家投资机构及自然人江斌合对中广影视进行了增资，诸位合共出资 2120 万元，获得 4.7% 股权，投后估值达 4.5 亿。

2015 年 5 月 ,外部投资者以外的股东才按 1 元/股缴纳了出资。另外 , 12 位投资者按 57.18 元/股认购 209.8636 万新股 , 合共投入 1.2 亿。与此同时 , 中广基经及多位自然人股东按照单价 57.18 元/股出让了名下全部或部分出资额 , 套现 9226.55 万元。

2015 年 7 月 , 中广影视变更为股份有限公司 , 注册资本 1.68 亿。两个月前以 57.18 元/股“入伙”的投资人 , 持股成本为 4.286 元/股。

从 2014 年 12 月到 2015 年 7 月 , 外部投资者合共付出 2.54 亿 , 其中 1.13 亿为旧股东套现 ; 实收资本从 300 万元增到 1.68 亿 ;

估值亦从 4.5 亿增到 7.2 亿。

2016 年 2 月，中广影视以 4.76 元/股发行 5179.5 万新股，募集 2.46 亿。总股本接近 2.2 亿，创始人万荣持股比例下降至 28.29%。按新股发行价，中广影视市值突破 10 亿。

与资本运营领域的攻城略地相比，中广影视的业绩略显平淡。2015 年，《杀手铜》（受抗战剧排期影响）、《打虎上山》、《爱的妇产科 2》、《最后一战》四部电视剧及网剧《囧先生与校花》合共创收 1.32 亿。这些电视剧表现平平，中广影视亦自承“与一线实力卫视合作不足”。

由于融资能力出众，中广影视在 IP 购买方

面频频出手：向《花千骨》作者江晨舟（笔名“果果”）支付 480.95 万购买新作《星海蔷薇》的电视剧及电影改编摄制权；支付 369 万与《亮剑》小说作者都梁签下独家 IP 授权，《亮剑-雷霆战将》、《亮剑-未来战士》、《亮剑-星空大战》将陆续开拍。

3.5 顶峰影业

青雨传媒、中广影视为了“聚人”、“聚财”股权已经比较分散，而顶峰影业却保持着一股独大。

公开资料显示：1963 年出生的刘春丽在 1993 年 10 月到 2001 年 10 月间担任沈阳

中大广告公司总经理 ;2001 年 11 月至 2010 年 8 月任北京金视映画文化传播有限公司总经理，主导制作、发行了《家产》、《新上门女婿》、《结婚前规则》等一批登上卫视黄金档的剧目，为自己赢得“金牌制作人”名号。

2012 年 8 月，刘春丽召集旧部创立华乐盛视影视制作公司（顶峰影业的前身）。值得注意的是刘春丽和儿子刘墨子分别持有公司 90%和 10%股权。2014 年 10 月变更为股份有限公司。2015 年 1 月更名为顶峰影业。

2015 年 6 月，职工持股公司平台——西那

资本对顶峰影业增资 288 万，取得 10.33% 股权，对应估值为 2788 万元。持有西那资本 60.172% 权益的刘春丽间接拥有顶峰影业 6.216% 股权。直至挂牌新三板，刘春丽母子直接、间接持股顶峰影业 95.886%！

创业公司股权高度集中不一定是坏事，在顶峰影业，刘春丽可以完全彻底地按自己的意志施为，不会有任何掣肘。

2015 年财报披露，顶峰影业已完成东方卫视定制剧《好妻子》的拍摄，正在后期制作，这是一部韩风都市宫斗剧。《清宫熹妃传》正在剧本创作，预计 2017 年初开机；《武林高校》、《宠物公寓》等网剧已启动。

为冲新三板创新层，顶峰影业在 2015 年大力开展电视剧买断发行业务。即借助自己的渠道、人脉和业务伙伴为别人发行电视剧，还要垫资（电视台结账晚）。此种业务模式也称为“转销”，毛利润率比较低。好在宣传、推广主要由合作方负责，顶峰影业销售费用负担较轻。

3.6 新媒诚品

2012 年 5 月，尹香今、贾杰凡共同组建了东阳新媒有限公司（贾杰凡是尹香今丈夫的姐姐），注册资金 300 万元。

2015 年 5 月，变更为股份有限公司，总股

本 1000 万元 ,尹香今、贾杰凡分别持有 90% 和 10%。

2015 年 6 月 ,新媒诚品进行了首轮融资。2 家法人 23 位自然人合共投资 5222.9 万元获得 15.76%股权 , 投后估值约为 3.3 亿。

2015 年 10 月 ,新媒诚品实施了 1.12 亿公积转增股本方案(每 10 股转增 90 股) , 总股本增至 1.187 亿。

2016 年 1 月 ,新媒诚品发行 543.77 万新股 , 单价 13.5 元 , 共募集资金 7340.95 万元 , 总股本增至 1.2414 亿 , 投后市值达 16.76 亿。

新媒诚品，也是一股独大，只不过没有顶峰影业那么夸张。挂牌前，创始人尹香今持有总股本的 75.82%。其余股票由 2 名法人股东和 25 位背景各异的自然人持有。

除了电视剧投资、制作、发行业务，综艺节目的研发、制作是新媒诚品的最大特色。

2015 年 1 月播出的都市情感剧《如果爱可以重来》，由黄伟杰执导，戴娇倩、温升豪、蔡妍、李廷镇、寇振海等中韩明星共同演绎。2015 年 7 月，由高希希执导，张鲁一、何润东、叶璇、陶昕然、印小天主演的抗战剧《马上天下》在卫视频道播出。

2015 年期间，新媒诚品还从《白刃》、《凤

霸九天》、《左不过高冷罢了》等小说的原作者获得 IP 授权。

2016 年 3 月登上江苏卫视的“新概念音乐推理节目”《看见你的声音》，则是新媒诚品从韩国引进版权再进行“二次研发”的成果。

2015 年，新媒诚品营收、净利润分别为 1.275 亿元和 3721.9 万元，净利润率高达 29.2%。

卫视综艺栏目的影响力和想象空间大于电视剧，所以财报数据并不出众的新媒诚品市值接近 20 亿。

3.7 元一传媒

“绿叶”、“帮闲”、“敲边鼓”，元一传媒尚未真正登堂入室。

在影视摄制中，“操盘者”是“执行制片方”，负责剧组的组建、具体拍摄、资金管理及成本核算，在某种程度上相当于有限合伙公司中的普通合伙人（GP）。

参与“联合摄制”的“非执行制片方”，相当于有限合伙人（LP）。它们提供部分拍摄资金，按约定获得相应投资收益（包括版权）。非执行制片方还会向剧组派出“投资方代表”、“监制”、“财务专员”等人员，说白了就是看“钱怎么花”、“活怎么干”。

“联合摄制”图的不仅是投资收益，而是入门的机会。在监督别人拍戏的过程中学习怎么拍戏，同时积累各方面的人脉，为担任“执行制片”做铺垫。

2015 年，元一传媒担任非执行制片拍摄了《邮差》、《前任攻略 2：备胎反击战》、《与你同行》及《弥天之谎》等电视剧。摄制分成收入 4693.9 万元，同比增长 68.86%。同期，元一传媒担任执行制片的影视剧有《我们这一代》、《我不是精英》、《浴火》、《废柴舅舅》等。

作为非执行制片方，元一传媒还为剧组带来植入广告收入。可供植入的品牌包括：浦发

银行、伊利、克雷斯勒、北京现代、农夫山泉、欧珀莱、碧生源、可比可咖啡、皇冠丹麦曲奇、蘑菇街等。在报告期内，元一传媒已经与其中一些品牌进行了合作。

元一传媒还提供影视后期制作外包服务，2015 年此项收入 1863.2 万元 ,占比 27.33%。

2015 年，元一传媒还担任电视剧《猎场》的独家广告代理，为电影《怦然心动》提供广告植入。

元一传媒甚至做起了“高利贷”。2015 年 8 月，元一传媒向广州市觅奇网络科技有限公司提供 1100 万元借款 ,期限自 2015 年 9 月 7 日至 2017 年 8 月 29 日，年复合利率 20%。

这样七拼八凑 ,2015 年营收达到 6820 万元 ,
同比增长 154.94% ,元一传媒借此进入新三
板创新层。

3.8 基美影业

上海基美影业是 12 家公司中最“洋气”的 ,几
乎全部收入来自于海外电影的投资与制作。
与法国欧罗巴公司联合出品的《飓风营救 3》
获 2.04 亿票房 ,《小王子》获得 1.58 亿、
《精灵旅社 2》获得 1.2 亿票房。

2015 年投资拍摄《魔轮》、《勇士之间》、
《玩命速递》三部影片。

2016-2017 年片单计划中有科幻巨制《星际特工：千星之城》、动作大片《勇士之门》、奇幻喜剧影片《九条命》、科幻 IP 续作《超体 2》、动作冒险影片《疯狂拉力赛》、国际动作影片《边缘者》、科幻动作影片《24 小时生存》、动作冒险影片《盗潜黄金城》、科幻惊悚影片《克隆人》等多部中外合拍影片。

基美影业亦公布了国产影片拍摄/投资计划，包括悬疑惊悚片《魔轮》、动作喜剧片《超级快递》，以及《国宝疑云：格里芬魔咒》、《无限》、《阳神》等十多部影片。

基美影业参与的影片虽多，名头听起来“高大

上”，但收入却不过尔尔。2014 年、2015 年营收分别为 1.4 亿和 1.9 亿，主要来自协助推广/分账收入。

3.9 武汉银都

动漫——游戏——电影——VR，深度挖掘 IP 价值。

银都传媒规模虽小却很有“想法”。从动漫起家，办了一本名为《最推理》的杂志。围绕优秀 IP，如《全城通缉》，制作了手游，进而拍成电影（刘烨、赵文卓主演）。

截至 2015 年末，银都传媒有 74 名员工，在 12 家公司中首屈一指。但这些员工中行政、

财务、销售占 26 人、技术 22 人，剩余 26 人与银都传媒自称的拥有“高素质的影视、游戏、动漫及出版人才”还有很大距离。

想法多是好事，但区区 5000 多万收入来自 8 项业务，其中占比超过 10%的有四项。对当前体量下的银都传媒，业务有些过于分散了。

3.10 龙腾影业

龙腾影业成立于 2008 年，至今投资了 6 部电视剧和 10 部电影，独家或占比较大的有电视剧《老家门口唱大戏》、《道高一丈》、《黑凤凰》、《龙号机车》和电影《绝命岛》、

《给野兽献花》。

但龙腾影业营收规模却徘徊了很久，2013年、2014年分别为2230万和3075万，直到2015年才突然增至1.37亿。

龙腾影业重要举措是与知名艺人建立深度合作关系，通俗地说就是拉名人入股。2015年5月，英达（出资60.98万，持有100万股）、姜武（100万股）、范伟（出资97.56万，持有160万股）同时入股并分别与龙腾影业签订独家工作室协议，分别冠名为“龙腾艺都英达工作室”、“龙腾艺都姜武工作室”、“龙腾艺都范伟工作室”。

3.11 金天地

2005 年成立以来，金天地完成电视剧 18 部（520 集），拍摄题材涉及言情、都市生活、近代传奇、谍战、军事、伦理、古装等多个类型。但截至 2015 年末，金天地仅有 17 名员工，其中策划及编剧岗位只有 5 位。

2015 年，金天地开始涉足电影：为 3D 魔幻竞技电影《斯诺克》投资 2000 万元，占总投资额的 25%；为《越老越疯狂》投资 900 万元，占比 5%。

2015 年，金天地营收仅为 5045.9 万，同比减少 53.34%，但净利润却同比增长 5.35%。营收、利润率的剧烈波动，使得投资金天地

的风险非常之大。

3.12 艺能传媒

艺能传媒成立于 2010 年 7 月，截至 2015 年挂牌前参与了 8 部电视剧，投资比例在 20%到 60%之间：《狭路》（ 20% ）、《极品老爸》（ 30% ）、《遇见美丽的自己》（ 35% ）、《蚂蚱》（ 40% ）、《美国假期》（ 50% ）、《同门往事》（ 50% ）、《继父回家》（ 60% ）及《华胥引之绝爱之城》（ 买断首轮非黄金档播映权 ）。

值得注意的是上述 8 部电视剧中的 6 部由艺能传媒担任执行制片，另外 2 部则购买了版

权或播映权。说明艺能传媒从拍摄到发行都有过人之长，具备从头到尾操盘电视剧的能力。

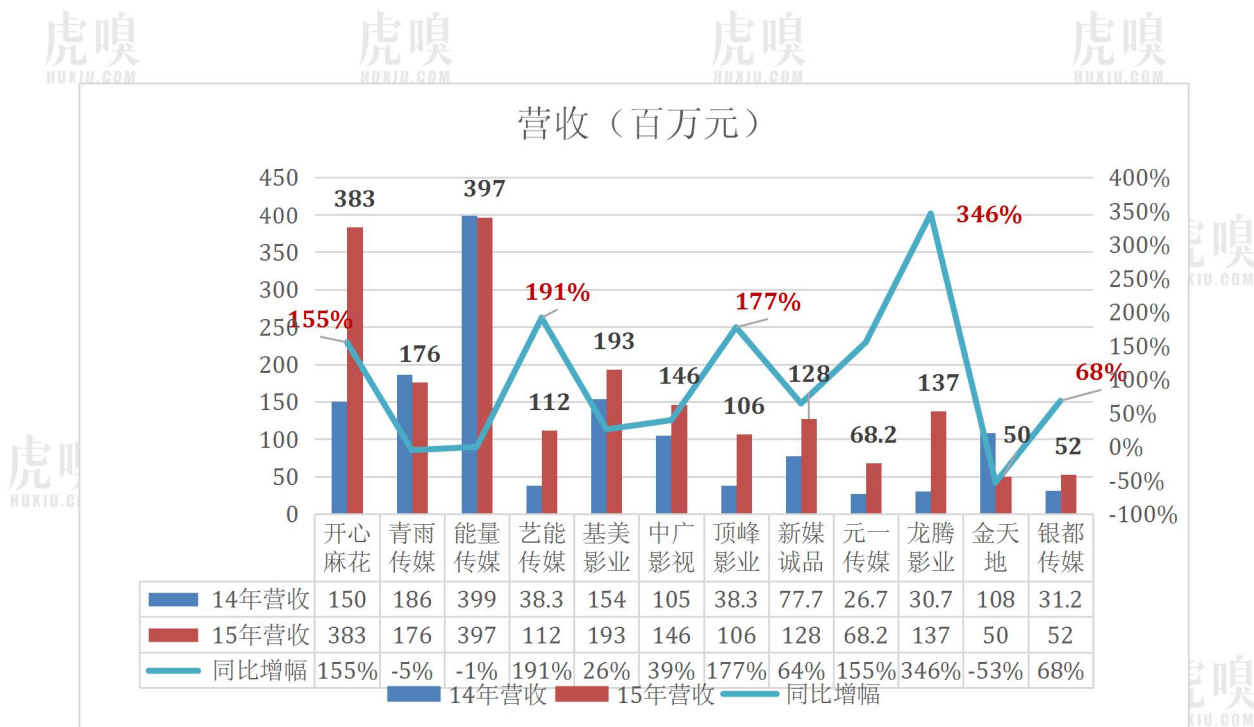
艺能传媒亦参与了若干电影节目的制作并在杭州当地电视台播出。

第 4 章 财务数据汇总

4.1 营收、净利润

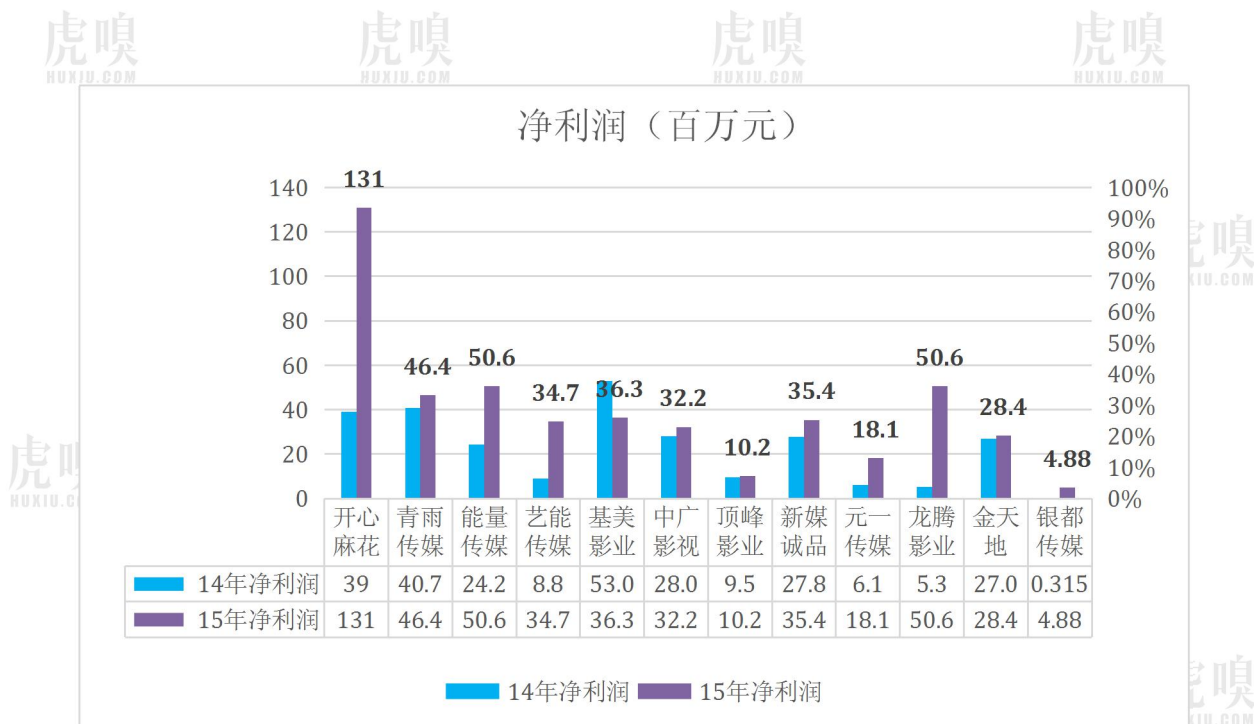
2015 年 12 家企业营收均值为 1.62 亿。营收最高的是能量传媒和开心麻花，分别达 3.97 亿和 3.83 亿。元一传媒、银都传媒、金天地三家营收低于 1 亿，其中金天地仅为 5000 万元。

2015 年，12 家企业营收同比增幅平均值为 45%，但数据异常发散：龙腾影业同比增长 346%、金天地同比下降 53%。



12 家公司净利润数值的分布也较为发散。

2015 年，最高值是开心麻花的 1.31 亿，最低的银都传媒仅为 488 万。

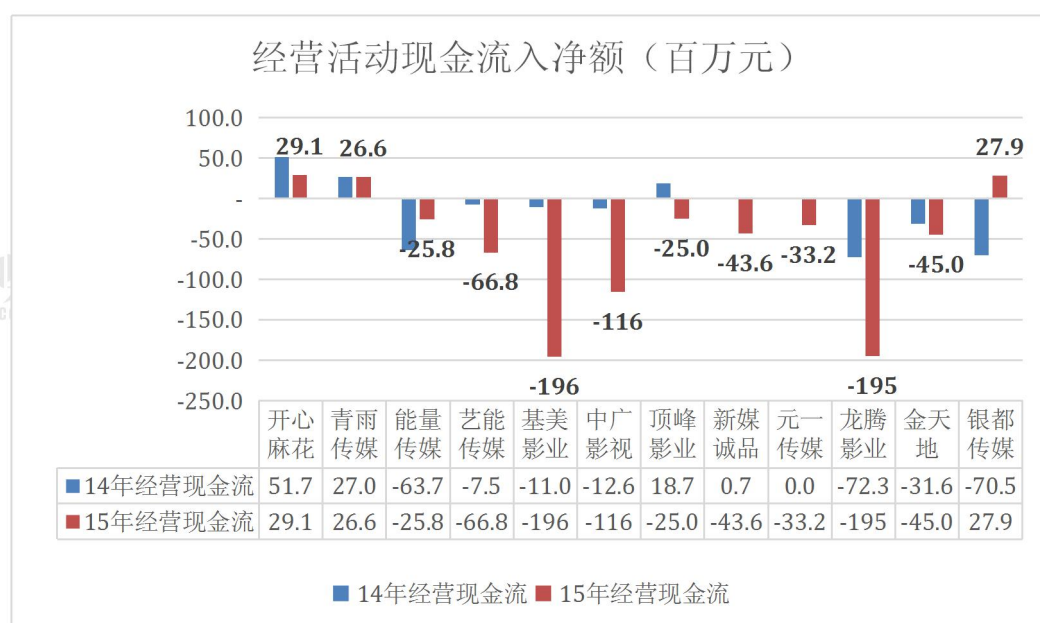


尽管有些已经成立多年，但营收、净利润仍呈大起大落。一方面说明这些公司的不成熟，另一方面与影视投资本身的巨大不确定性相关。

12 家公司中青雨传媒营收、净利润都不是最高的，而且 2015 年营收还出现负增长，但其成熟、稳健及较好的股权架构，使之成为最值得关注的投资标的。

4.2 经营现金流、应收账款及存货

2015 年，12 家公司无一亏损，但经营活动产生的现金流有 9 家为负；其中基美影业、龙腾影业现金流出接近 2 亿，数倍于财年净利润；中广影视现金流出亦超过 1 亿，为净利润的 3 倍。



经营活动产生的现金流为负意味着这些公

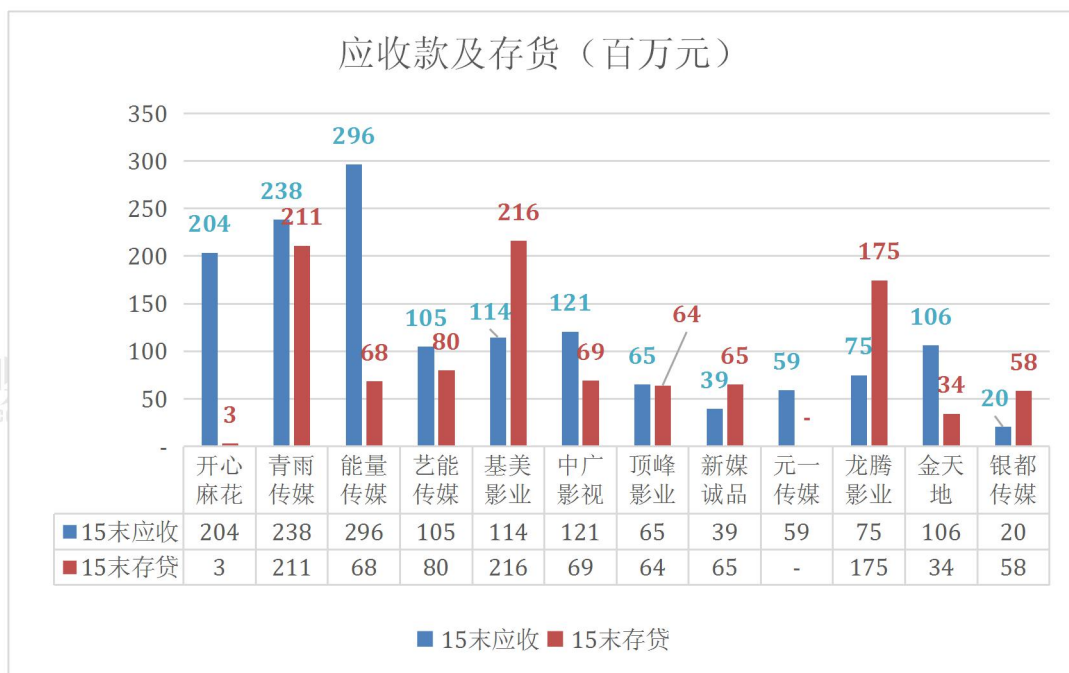
司需要通过股权融资、债权融资或占压供应商账款才能维持经营。

完成拍摄的影视作品按成本列为存货，虽然数千万的金额看似不大，但对总规模不大的制作公司却相当于总资产的 30% 以上甚至更多。另外，依据预判拍摄的影视作品本身就存在“押错宝”风险，经过较长制作周期拿出成品时，收视热点变了、主演过气的、广电总局对某类题材设限了、主创吸毒了……许多因素都会使这些“特殊存货”减值，收不回拍摄成本的风险较大。

卫视频道是影视制作公司的主要买方，前者依仗自身的强势迫使制作方承担资金压力。

尽管卫视频道可以在节目开播前拿到广告费，但资金压力却要制作方承担。多数情况下卫视频道仅支付对价的一部分作为定金就可以开播，待全部播完后才分批结算。因此影视制作公司账面会出现金额庞大的应收账款。

在存货问题上，12 家公司中有两个例外：开心麻花几乎没有存货；元一传媒按每部 1 元统计存货，于是账面存货仅为 13 元。



经营活动现金流为负，存货金额约占总资产的三分之一，应收款动辄数以亿计，除个别特例（开心麻花），中小影视制作公司的资产状况较差。

4.3 估值及投资建议

12 家公司中开心麻花一枝独秀，市值超过 50 亿，相对于 2015 年净利润的市盈率（表

态 PE) 为 38 倍。开心麻花质地明显高于板块中的其它企业，但 50 亿估值对一家新三板影视企业已相当不低，再则能否复刻《夏洛特烦恼》奇迹还有很大不确定性，因此获得 38 倍 PE 的“中游估值”。

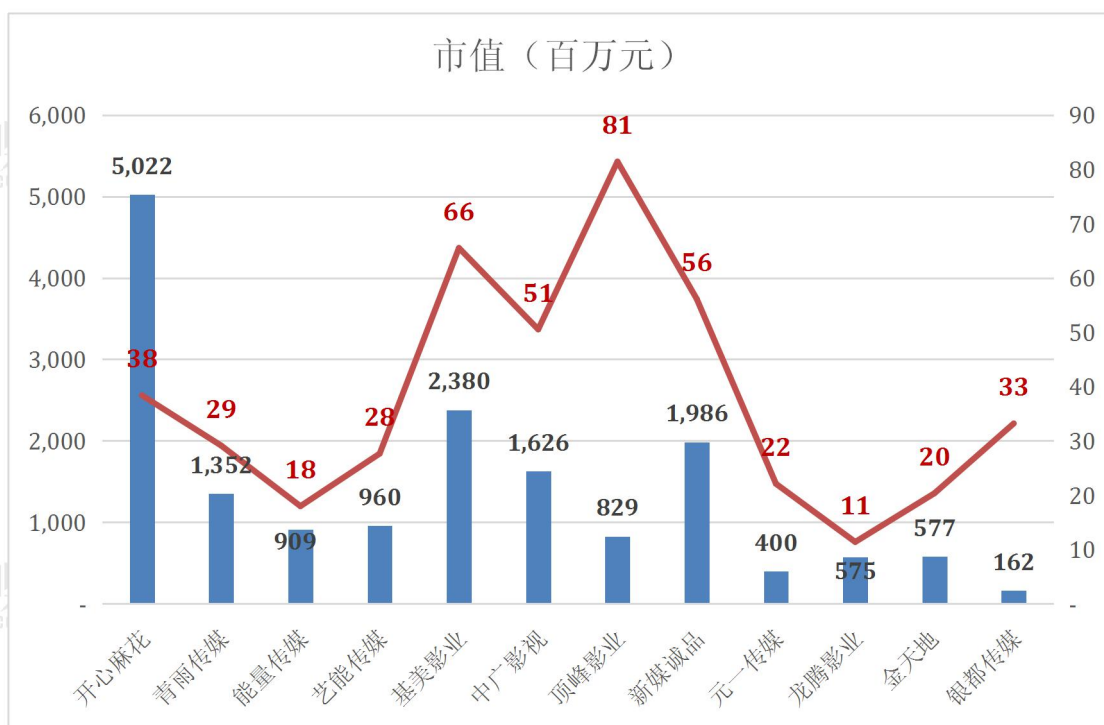
市值 23.8 亿的基美影业、市值 8.29 亿的顶峰影业静态 PE 分别为 66 倍和 81 倍，一则是因为“品相较好”（作品、股权结构等），二则是“市值管理有方”。

开心麻花、基美影业、顶峰影业估值列板块前三位，有一定的道理。但 2015 年后两家企业活动营动现金净流出分别为 1.96 亿和 2500 万元，疑似尚未走上稳健发展的轨道，

投资风险较大。

12 家企业中青雨传媒质地最佳，往绩、股权架构较好，增长预期稳定，13.5 亿市值、29 倍市盈率均有一定想象空间。

其它 8 家企业“小而未必美”，大致相当于 A 轮或 B 轮融资阶段的创业公司，投资风险偏高。



营收、净利润不确定性如此之大，经营活动现金流为负，标的公司风险偏大。只有开心麻花、青雨传媒两家相对安全。

虎嗅
HUXIU.COM

精选 干货 有料 犀利

||||||| 聚合优质的创新信息和人群 |||||

关注微信公众号

虎嗅会员服务 (huxiuvip)

点击菜单栏#会员服务#按照提示
加入虎嗅会员
即可阅读会员专享内容
还有更多会员专属权益

详情咨询

虎嗅会员小秘书

微信个人号: huxiuvip302

Email: service@mail.huxiu.com