

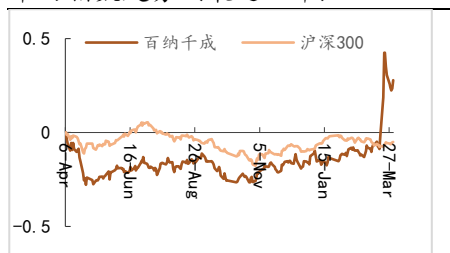
评级： 增持

王建会
互联网首席分析师
SAC 执证编号：S0110522050001
wangjianhui2@sczq.com.cn

李甜露
首席分析师
SAC 执证编号：S0110516090001
litianlu@sczq.com.cn
电话：86-10-8115 2690

辛迪
传媒互联网行业分析师
SAC 执证编号：S0110522110003
xindi2022@sczq.com.cn
电话：86-10-8115 2690

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	6.98
一年内最高/最低价 (元)	8.42/3.86
市盈率 (当前)	-1,850.75
市净率 (当前)	1.73
总股本 (亿股)	9.30
总市值 (亿元)	64.94

资料来源：聚源数据

相关研究

核心观点

- **事件：**2023 年 3 月 13 日，百纳千成宣布成为百度文心一言（英文名：ERNIE Bot）首批生态合作伙伴，后续将全面体验并接入文心一言。
- **2023 年，公司剧集及电影业务产品线充沛，有望快速复苏，其中电影项目营收占比或快速提升。**受上映影视项目排期影响，公司 2022 年业绩有所下滑。公司具备精品内容制作能力，电影、剧集作品管线储备丰富，项目推进和定档均较为顺利，我们预计 2023 年公司有望上线 6 个电影项目和 8-10 部剧集项目，项目的加速释放有望将驱动公司业绩回暖。同时，公司利用行业低谷期聚集和绑定优秀电影人才，逆势扩充和升级创意团队，在当前电影项目多以“主投主控”角色出现，电影业务创收潜力有望加快释放，电影业务营收占比或快速提升。
- **AIGC 技术发展对于内容生产行业具备效率革新价值，将从视觉效果、生产效率、生产成本等方面赋能百纳千成动画电影业务。**AIGC 的发展有望赋能内容生产，加速提升内容生产效率、降低相关成本、放大 IP 价值，或演化为文化创意产业的重要基建，加速内容行业生产效率革新和商业模式进化。AIGC 对于影视行业具备降本增效价值，将从视觉效果、生产效率、生产成本等方面赋能百纳千成动画电影业务：1) 对于影片中较为复杂的大场景，可以通过 AI 绘画创建更为细致、精美、生动的效果，视觉体验强于画师逐帧制作的方式；2) 参考行业端头部动画电影制作周期大概 3-5 年，时间较长，AI 驱动可以有效压缩制作时间，同时，制作环节时长的压缩也有助于团队将精力更为集中于前期剧本打磨等内容创意环节，有助于内容质量提升；3) AI 驱动减少对于人力的依赖，包括缩短制作周期等，均有助于控制制作成本。此外，AIGC 发展也有望赋能公司营销业务。
- **投资建议：**公司优质内容制作能力稳定，渠道资源丰富，具备多元化的项目储备，2023 年，公司产能有望加速释放。未来，AIGC 技术发展将助力公司生产效率提升和利润水平提升。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 0.17 亿元，3.01 亿元和 4.05 亿元，对应现有股价 PE 分别为 404X，22X 和 17X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**项目推进进度不及预期，电影作品票房不及预期，影视行业强监管政策超预期，AIGC 等技术进步不及预期，营销业务客户流失风险。

盈利预测

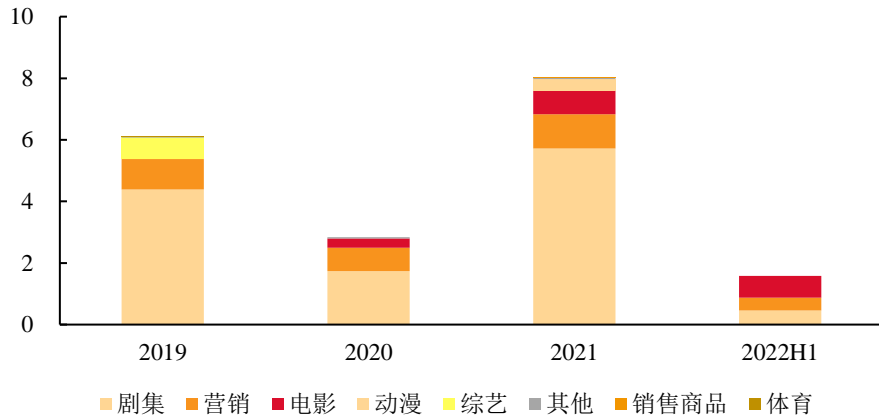
	2021A	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	8.03	3.18	9.93	12.30
营收增速 (%)	182.8%	-60.4%	212.8%	23.8%
净利润 (亿元)	0.66	0.17	3.01	4.05
净利润增速 (%)	-40.9%	-74.9%	1707.9%	34.6%
EPS(元/股)	0.07	0.02	0.33	0.44
PE	101.4	404.0	22.3	16.6

资料来源：Wind，首创证券

1 2023 年，公司业务将发生什么变化？

受上映影视项目排期影响，公司 2022 年业绩有所下滑。2019-2021 年，剧集业务贡献营收占比在 60%-70% 之间，是公司第一大营收来源；公司营销业务包括以影视、直播等内容为载体的内容营销和媒介代理以及直播电商等多种形式，是公司第二大营收来源。2022 年，影视制作进度受到宏观因素影响，同时头部平台采购有所缩减，影视作品排播不及预期，公司剧集、电影等业务营收下滑，而相比之下营销业务发展相对稳健。据公司公告，2022 年公司全年扣非预亏 4,000-6,000 万元。

图 1 百纳千成营收结构



资料来源：公司公告，首创证券

初步完成电影业务布局，项目储备充足，预计电影业务营收占比将快速提升。2020 年底-2021 年底，公司完成对北京精彩时间文化传媒有限公司的控股，实现在电影、动漫赛道的布局；同时，公司利用行业低谷期聚集和绑定优秀电影人才，逆势扩充电影创意团队，经过近 3 年发展，当前公司旗下已具有北京精彩、东方美之和华美百纳三个独立电影厂牌，分别覆盖中国少年宇宙、商业片及青春爱情片三个创作方向。我们认为，公司电影业务有望快速发展，在带动公司整体营收回升的同时，营收占比将显著提升：

第一，公司聚集了核心制作人才。公司旗下北京精彩厂牌核心主创张苗曾出品并主控宣发了多部爆款影片，包括《战狼 2》《你好，李焕英》《流浪地球》《我和我的家乡》《我不是药神》等；公司旗下其他电影厂牌核心团队亦来自业内知名公司，具备知名项目操盘经验。

第二，作品管线储备丰富，项目推进及定档顺利。据我们的梳理，公司 2023 年有望上线 6 个电影项目，包括重磅项目《敦煌英雄》《穿过月亮的旅行》在内的 5 个院线电影和网络电影《蜂鸟行动》。后续项目储备方面，公司储备有包括和《雄狮少年》同属一个系列的动画电影《雄狮少年 2》《铸剑少年》《逐日少年》及重磅真人电影《排雷部队》《太空春运》等十余个项目，电影项目资源丰富。

第三，深度参与电影项目，加速释放创收潜力。在业务布局方面，以往公司对上游布局不够深入，大多以联合出品、联合发行等形式参与到电影项目中，当前公司通过布局核心创意团队，已公布电影储备项目中多以“主投主控”角色出现，电影业务创收潜力有望加快释放。

表 1 百纳千成储备电影项目（部分）

编号	作品名称	类型	开拍时间	预计发行/上映档期	角色	拍摄/制作进度
1	《一闪一闪亮晶晶》	院线电影	已开机	2023 年	主投主控	已杀青
2	《敦煌英雄》	院线电影	已开机	2023 年十一档	主投主控	杀青
3	《穿过月亮的旅行》	院线电影	已开机	2023 年	--	拍摄中

4	《老江湖》	院线电影	已开机	2023年	主投主控	拍摄中
5	《没有一顿火锅解决不了的事》	院线电影	已开机	2023H2	主投主控	拍摄中
6	《蜂鸟行动》	网络电影	已杀青	2023	主投主控	送审
7	《远大前程》	院线电影	待定	2023年	主投主控	前期筹备
8	《太空春运》	院线电影	待定	2024年春节档	主投主控	前期筹备
9	《排雷部队》	院线电影	待定	2024年	主投主控	前期筹备
10	《不躺平俱乐部》	院线电影	已开机	2024	主投主控	拍摄中
11	《雄狮少年2》	院线电影/动画	待定	2024年	主投主控	前期筹备
12	《飞行之王》	院线电影/动画	待定	待定	主投主控	前期筹备
13	《逐日少年》	院线电影/动画	待定	待定	主投主控	前期筹备
14	《铸剑少年》	院线电影/动画	待定	待定	主投主控	前期筹备
15	《欢迎光临 2022》(暂定名)	院线电影	待定	待定	主投主控	前期筹备
16	《苏武》	院线电影	待定	待定	主投主控	前期筹备
17	《飞向可可托海的少年》(暂名)	院线电影	待定	待定	主投主控	前期筹备
18	《它是我儿子》(暂名)	院线电影	待定	待定	主投主控	前期筹备
19	《我们的人生海海》(暂名)	院线电影	待定	待定	主投主控	前期筹备
20	《马不凡一家》(暂名)	院线电影	待定	待定	主投主控	前期筹备
21	少侠快跑(原名:隆兴北伐/宋快 递之符离之溃)	网络电影	已开机	待定	参投	成片审核

资料来源:公司公告,百纳千成官方微博,首創證券

剧集业务发展稳健,未来将受益于储备项目释放及平台竞争。剧集是公司传统优势业务,公司曾推出《汉武帝》《王贵与安娜》《媳妇的美好时代》等多部收视与口碑双丰收的代表作品。当前,公司坚持精品内容路线,并逐步尝试布局年轻化、多元化的剧集项目,探索创新题材,不断升级创意团队、丰富产品类型、提升产品品质。梳理公司近几年剧集业务发展脉络,我们发现,公司在剧集产出质量、数量等方面均取得进步,同时公司与一线电视媒体、各大视频平台渠道保持良好合作关系,并积极探索抖音、快手等新的内容输出渠道。展望2023年,公司剧集产品线中有望上线的包括《火星孤儿》《上有老下有小》《仙剑6之祈今朝》等8-10部;同时,受益于整体经济恢复监管环境有所放松以及短视频平台内容扩圈,平台采购端数量和价格均有望温和复苏。

中长期视角,公司剧集业务储备项目超过20个,产品管线十分充沛;同时公司积极探索新类型项目,如《敦煌英雄》《少年阿娟》等衍生中短剧有望与电影项目产生联动,扩大内容和IP影响力,并拓宽剧集产品创收渠道。

图 2 公司上映剧集数量及豆瓣评分情况

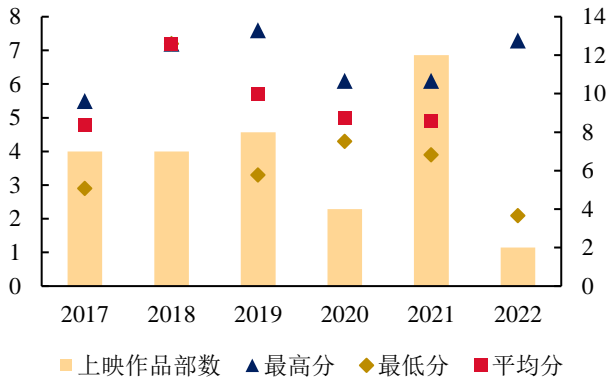
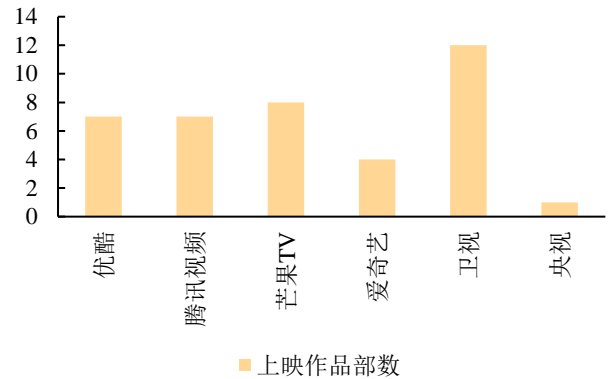


图 3 公司剧集播出平台（2017-2022）



资料来源：公司公告，百纳千成官方微博，豆瓣，首创证券

资料来源：公司公告，百纳千成官方微博，首创证券

2 AIGC 技术发展将对公司业务产生哪些影响？

AIGC 技术发展对于内容生产行业具备效率革新价值。AIGC 的发展有望赋能内容生产，加速提升内容生产效率、降低相关成本、放大 IP 价值，或演化为文化创意产业的重要基建，加速内容行业生产效率革新和商业模式进化。对于影视行业而言，AIGC 具备较强的降本增效价值。AIGC 技术的发展将从视觉效果、生产效率、生产成本等方面赋能百纳千成动画电影业务：

第一，视觉效果方面，对于影片中较为复杂的大场景，可以通过 AI 绘画创建更为细致、精美、生动的效果，视觉体验强于画师逐帧制作的方式；

第二，生产效率方面，参考行业端头部动画电影制作周期大概 3-5 年，时间较长，AI 驱动可以有效压缩制作时间，同时，制作环节时长的压缩也有助于团队将精力更为集中于前期剧本打磨等内容创意环节，有助于内容质量提升；

第三，生产成本方面，AI 驱动减少对于人力的依赖，包括缩短制作周期等，均有助于控制制作成本。

此外，AIGC 发展也有望赋能公司营销业务，如在 IP 衍生业务方面，可助力提升“咸鱼强”IP 在直播中与观众互动表现，协助相关衍生品开发等。

图 4 电影《雄狮少年》场景（部分）



资料来源：优酷APP，首创证券

3 投资建议

公司优质内容制作能力稳定，渠道资源丰富，具备多元化的项目储备，2023年，公司产能有望加速释放。未来，AIGC技术发展将助力公司生产效率提升和利润水平提升。我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为0.17亿元，3.01亿元和4.05亿元，对应现有股价PE分别为404X，22X和17X，首次覆盖，给予“增持”评级。

4 风险提示

项目推进进度不及预期，电影作品票房不及预期，影视行业强监管政策超预期，AIGC等技术进步不及预期，营销业务客户流失风险。

分析师简介

王建会，复旦大学金融学硕士，武汉大学金融学学士，2022年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

李甜露，中国人民大学新闻与传播硕士，对外经济贸易大学经济学学士，2014年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

辛迪，中央财经大学经济统计硕士，中央财经大学金融数学学士，2022年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现