

发布重要战略纲要，先锋转型未来可期

2024年07月31日

➤ **背靠江西省出版集团，国内影视制作先锋。**公司成立于2000年9月，是国内首批被授予电视剧制作经营许可证（甲种）的民营影视公司。2015年7月，公司上市，同年11月，公司收购赞成科技100%股权。**2019年，江西省出版集团旗下全资子公司华章天地控股慈文传媒，慈文传媒的实控人变更为江西省人民政府，并转型为国资主导的混合所有制上市公司。**

➤ **影视发展历经三阶段，2024年转型未来可期。**1) **阶段一（2001年-2013年）**，以电视剧为核心业务。该阶段公司主要从事电视剧的制作、发行，主要客户为各大电视台。2) **阶段二（2014年-2023年）**，开始布局和拓展网生内容，打造IP矩阵体系，实现推进剧网融合、网台联动。3) **阶段三（2024年后）**，基于对国家政策、市场环境、公司现阶段情况等方面的认知，并结合公司业务的基础，2024年，慈文传媒发布了“1133”发展战略规划，力争3-5年内推动公司从纯内容制作影视公司，**转型为一家相关多元化、轻资产、平台运营型的泛文化公司。**

➤ **探索创新业务，与腾讯推进“古龙IP”战略合作落地。**1) **微短剧方面**，2024年公司高效推动《武林外史》《圆月弯刀》《多情剑客无情剑》等五部微短剧开发制作；2) **互动剧方面**，公司已与互影科技签署了战略框架合作协议，双方将利用AI联合研发改编经典IP衍生互动剧。3) **AI方面**，2023年9月，公司投资灵伴科技（Rokid AR眼镜），共同就线下文旅产业的智能导览、AR数字内容的多场景交互体验等领域开展合作。此外，与智象未来签署战略框架合作协议，利用智象未来AIGC视频技术研发微短剧、互动剧内容等。4) **与腾讯推进“古龙IP”战略合作。**2023年8月，公司与腾讯签署《战略合作框架协议》，双方将围绕古龙IP进行泛文娱生态领域全方位、多层次的立体开发，共同打造长、中、短剧相结合的影视制作模式。

➤ **投资建议：**剧集主业加速发力，积极探索“影视+科技”新业务版图，公司与江西高校出版社在游戏业务领域建立战略合作伙伴关系，投资Rokid以拓展AR内容生态。我们预计公司2024-2026年实现归母净利润为0.72亿元、0.94亿元、1.07亿元，同比增长159.5%、31.7%、13.5%，当前股价对应PE分别为33x、25x、22x，考虑到公司利润增速高于可比公司，且前瞻布局AR等新技术新应用方向，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**政策监管风险、行业竞争加剧风险、项目表现不及预期风险。

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

4.97元

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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	461	709	914	1,015
增长率(%)	-1.1	53.8	28.9	11.0
归属母公司股东净利润(百万元)	28	72	94	107
增长率(%)	-43.9	159.5	31.7	13.5
每股收益(元)	0.06	0.15	0.20	0.23
PE	85	33	25	22
PB	2.4	2.3	2.1	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年7月30日收盘价）

目录

1 行业老兵，制作先锋，轻装上阵开新篇	3
1.1 深耕影视剧二十余载，国内影视制作先锋	3
1.2 19 年华章天地入股，背靠江西省出版传媒集团	3
1.3 泛娱乐产业版图辽阔，旗下子公司构筑多维影视生态	6
1.4 财务情况：财务轻装上阵，具有“轻资产型”结构特征	7
2 政策监管常态化，精品发展树新风	10
2.1 政策规范行业发展，微端剧监管常态化	10
2.2 剧集精品化发展，古装剧回暖	12
2.3 短剧成为新风口，海外仍有大空间	14
3 制定“1133”发展战略规划，转型泛文化公司	18
3.1 影视剧业务稳健运行	18
3.2 探索创新业务，积极转型多元化、轻资产、平台运营型的泛文化公司	26
4 盈利预测与投资建议	28
4.1 盈利预测假设与业务拆分	28
4.2 投资建议	29
5 风险提示	31
插图目录	33
表格目录	33

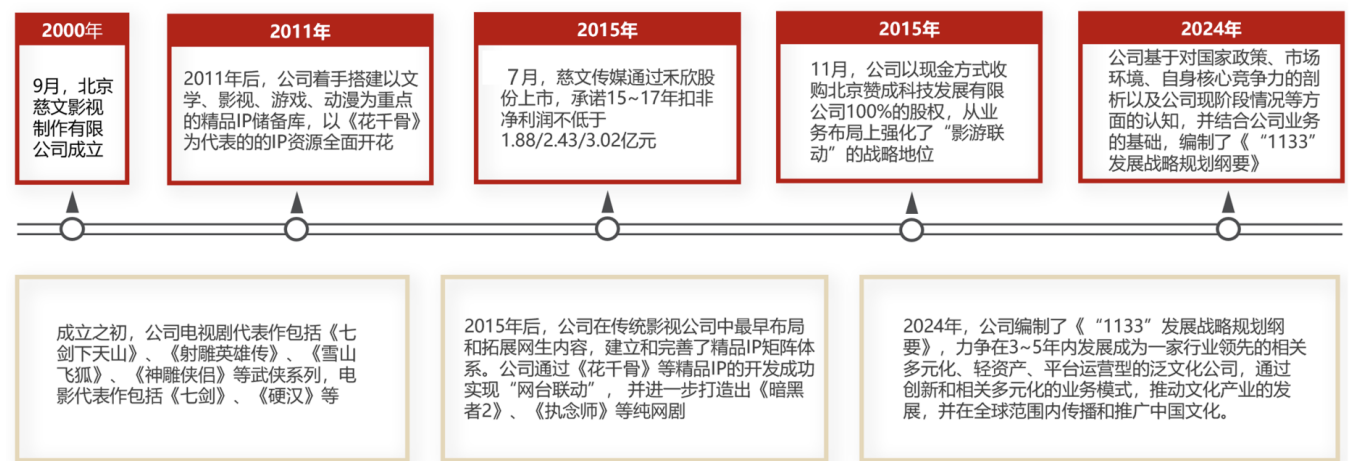
1 行业老兵，制作先锋，轻装上阵开新篇

1.1 深耕影视剧二十余载，国内影视制作先锋

慈文传媒是国内首批被授予电视剧制作经营许可证（甲种）的民营影视公司。2000年9月，北京慈文设立，主营影视剧的投资、制作、发行。成立之初，公司电视剧代表作包括《七剑下天山》、《射雕英雄传》、《雪山飞狐》、《神雕侠侣》等武侠系列，电影代表作包括《七剑》、《硬汉》等。

深耕影视剧二十余载，公司已形成了以自有IP为核心资源，以影视IP内容投资、开发、制作及发行为核心业务，积极延伸拓展网络电影、网络微短剧、互动剧、小程序短剧等相关业务的业务体系，各业务板块良性互动、协同发展。

图1：公司发展历程



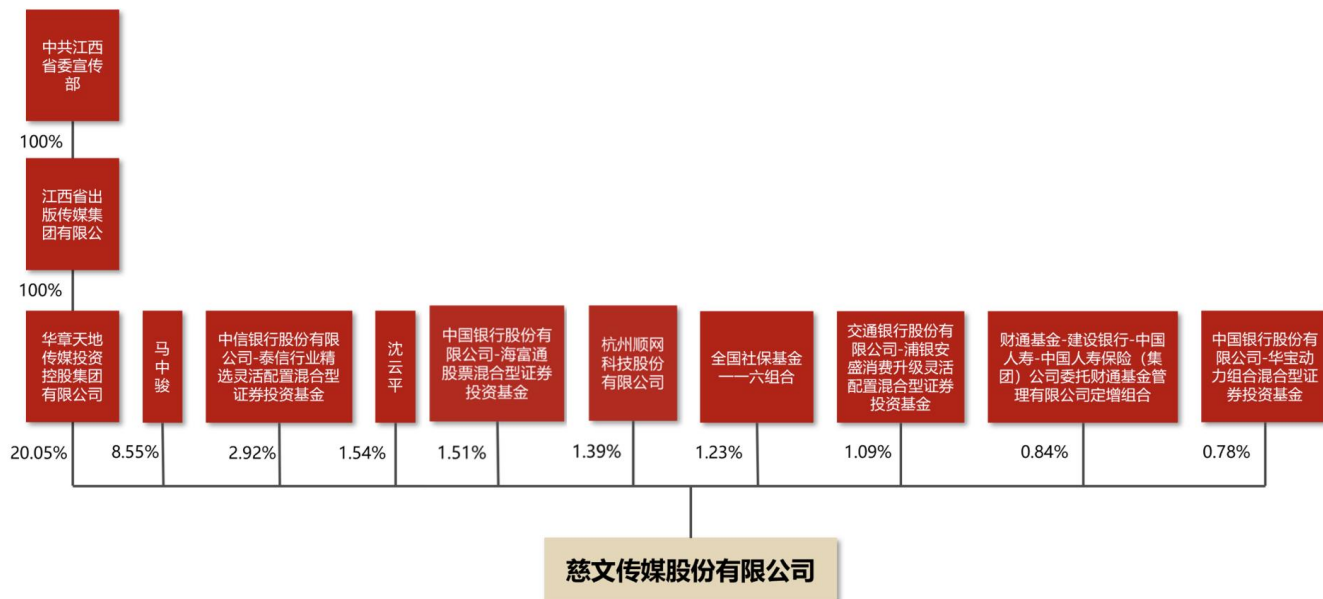
资料来源：公司财报，民生证券研究院

1.2 19年华章天地入股，背靠江西省出版传媒集团

公司第一大股东为华章天地传媒投资控股集团有限公司，截至24Q1，其持有公司20.05%股份；创始人马中骏持有8.55%股份（其表决权委托给华章投资）。华章天地成立于2013年4月，是江西省出版传媒集团全资子公司。江西省出版传媒集团是一家省属大型国有文化企业集团，成立于2006年，是全国最早成立的出版集团之一，其也是中文传媒的控股股东。

2019年初，马中骏及其一致行动人将所持占上市公司总股本的15.05%的股权，以13元/股、合计9.29亿元的总价转让给华章天地传媒投资控股集团有限公司。华章天地入股后，慈文传媒的实控人变更为江西省人民政府，并转型为国资主导的混合所有制上市公司。

图2：公司股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

管理层深耕行业，资源丰富。慈文原管理团队深耕行业，创始人马中骏担任国家一级编剧，塑造了慈文传媒一直以来剧作优良，重视内容的特点。新管理层则有着丰富的投资、影视从业经历。董事长花玉萍历任华章投资、江西省文投法定代表人、总经理等职务；总经理周敏出身华章投资；董秘翁志超投行出身，影视行业经验丰富，并在互联网行业从业多年。副总经理蒲林江互联网从业经验丰富，于腾讯就职多年。

表1：公司管理层经历

姓名	年龄	职务	经历
花玉萍	48	董事长	法学学士，工程硕士，律师执业资格、经济师。1996年7月至2013年6月，在中国农业银行股份有限公司江西省分行工作；2013年7月至2017年3月，任华章天地传媒投资控股集团有限公司副总经理；2017年4月至2022年10月，任华章天地传媒投资控股集团有限公司常务副总经理；2022年10月至今，任华章天地传媒投资控股集团有限公司、江西省文化产业投资有限公司法定代表人、执行董事、总经理。2019年5月至今，任本公司第八届董事会董事、副董事长，第九届董事会董事长。
庄文璠	53	董事	大学本科、高级工商管理硕士，会计师。历任江西中文传媒蓝海国际投资有限公司总经理助理、副总经理；华章天地传媒投资控股集团有限公司工程管理部副经理；华章东信文化发展集团有限公司执行董事、常务副总经理；江西中文传媒蓝海国际投资有限公司党支部书记、总经理；江西中文东旭咨询有限公司董事长；全通教育集团（广东）股份有限公司董事长、法定代表人；中文天地出版传媒集团股份有限公司副总经理。2022年3月起，任华章天地传媒投资控股集团有限公司副总经理。
舒琳云	45	董事	研究生学历，工商管理硕士，高级经济师。历任新华书店办公室文秘，江西新华发行集团总经理办公室副主任、主任，江西省出版传媒集团有限公司党群工作处主管，华章天地传媒投资有限公司综合管理部副经理、经理、运营管理部负责人，江西省出版传媒集团有限公司供应链管理分公司总经理，江西华章供应链有限公司、江西省金杜鹃私募基金管理有限公司执行董事、总经理。现任华章天地传媒投资控股集团有限公司副总经理。2022年2月至今，任本公司第八届董事会董事、第九届董事会董事。
赵	43	董事	本科学历，注册咨询工程师，会计师。1997年9月至2003年4月，任湖北省松滋市南海镇新垱中学教师；

建新		2003年4月到2006年5月，任湖北省松滋市人民政府办公室科长；2006年5月至2010年9月，任湖北省松滋市金财担保公司常务副总经理；2010年9月至2014年1月任湖北省荆州市发改委发展规划科科长；2014年1月至2021年5月，任华章天地传媒投资有限公司综合管理部主管、副经理、经理、主任。2021年6月至2022年6月，任本公司常务副总经理；2022年6月至2024年3月，任本公司总经理；2022年2月至今，任本公司第八届董事会董事、第九届董事会董事。	
周敏	39	董事、 总经理	硕士研究生。历任江西鼎诚光电科技股份有限公司副总经理，雪松国际信托股份有限公司信托经理、信托高级经理、江苏业务部总经理、特殊资产经营管理中心资产管理总监，华章天地传媒投资控股集团有限公司运营管理部主任。
熊志全	51	董事	工商管理硕士，注册会计师、高级会计师。历任江西出版传媒集团（江西省出版总社）资产财务部主管，华章天地传媒投资控股集团有限公司财务审计部副主任、主任。2022年1月至2023年6月，任本公司财务总监；2022年1月至今，任本公司第八届董事会董事、第九届董事会董事。
余新培	56	独立董事	产业经济学博士，会计学教授，民建成员。历任江西财经大学会计学院系副主任、系主任、副院长，中国会计学会个人会员、CIMA（特许管理会计师公会）个人会员，江西国泰民爆集团股份有限公司独立董事，江西洪城环境股份有限公司独立董事。现任广西财经学院教授，安源煤业集团股份有限公司独立董事。2022年6月至今，任本公司第九届董事会独立董事。
王四新	56	独立董事	现任中国传媒大学教授、博士生导师、人类命运共同体研究院副院长。长期关注互联网治理领域的政策和法律问题，参与过包括《网络安全法》《网络信息内容生态治理规定》等法律、法规、部门规章和大量涉及互联网治理的规范性文件的立法论证、解读等方面的工作。2022年6月至今，任本公司第九届董事会独立董事。
席彦超	62	独立董事	政治经济学研究生学历，高级经济师。曾任深圳市东鹏特饮有限公司总经理、深圳报业集团经营管理中心主任助理、深圳报业集团发展研究中心副主任；2017年12月至2021年11月，任深报一本股权投资基金管理（深圳）有限公司副总经理、投委会委员；现已退休。2009年11月至今，兼任深圳市文化产权交易所董事；2011年9月至今，兼任中国文化产业投资基金监事、投委会委员；2020年10月至今，兼任中国文化产业投资母基金投委会委员。2023年9月至今，任本公司第九届董事会独立董事。
蒲林江	40	副总经理	本科双学士，历任腾讯互动娱乐市场部游戏品牌经理、组长，互动娱乐市场部整合营销中心副总监、总监，互动娱乐版权业务部总监，腾讯影业泛娱乐IP业务部总监，腾讯动漫明月工作室总监
翁志超	40	董事会秘书	本科双学士，北京大学硕士研究生。历任国信证券股份有限公司投资银行事业部业务八部投资经理、高级经理、业务总监、执行总经理，和力辰光国际文化传媒（北京）股份有限公司董事、常务副总裁、公司运营事业部总裁、董事会秘书等。2023年8月17日起至今，任慈文传媒战略投资中心总监、制制作发行中心总监。
杜立民	48	财务总监	工商管理硕士学历，历任中国工商银行景德镇市分行稽核员、会计、会计科长，江西润华机械制造有限公司财务经理、南昌万氏实业有限公司财务总监、慈文传媒财务管理中心副总监

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 泛娱乐产业版图辽阔，旗下子公司构筑多维影视生态

旗下子公司广泛布局泛娱乐产业各领域，形成多元化业务生态。截至 2023 年年底，公司旗下共有 19 家子公司，业务涵盖了电视剧、网络剧、网络大电影、游戏、动漫等影视类产品的多个方面。这些子公司不仅在内容创作上各具特色，而且在市场拓展、品牌建设、技术创新等方面也各有千秋，共同推动了公司在泛娱乐产业的全面发展。

2023 年 6 月，公司审议通过了《关于下属全资子公司股权内部无偿划转的议案》，划转后公司下属子公司由四个层级缩减到两个层级，**公司内部资源进一步整合优化，公司经营效率和管理效能进一步提高。**

表2：公司旗下控股子公司 2023 年经营情况

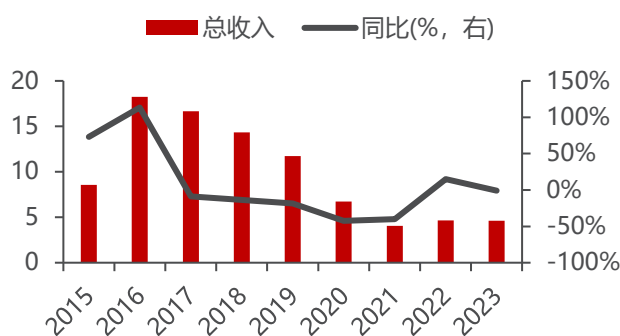
公司名称	持股比例	营业收入 (万元)	营业利润 (万元)	净利润 (万元)
无锡慈文传媒有限公司	100.00%	20,365.39	2,152.15	1,024.80
海南大秦帝国影视传媒有限公司	70.03%	2.12	-1.06	-1.06
江西慈文影视文化传媒有限公司	100.00%	80.70	106.47	101.15
上海慈文影视传播有限公司	100.00%	2,362.77	51,208.55	746.89
东阳紫风影视制作有限公司	100.00%	1,091.75	2,042.08	32,003.03
北京慈文投资管理有限公司	100.00%	-	-10.33	-10.33
新疆建纬传媒有限公司	100.00%	479.27	-307.70	-307.70
正视觉国际影视文化发展(北京)有限公司	100.00%	-	-131.74	-131.54
北京慈文影视制作有限公司	100.00%	123.06	-933.07	-856.10
慈文(厦门)影视文化传播有限责任公司	90.00%	113.21	3.53	27.04
北京慈文电影发行有限公司	74.47%	342.02	-580.18	-448.53
香港慈文影视传播有限公司	100.00%	-	1.43	1.43
霍尔果斯定坤影视传播有限公司	100.00%	22,641.51	-902.91	-902.91
北京赞成科技发展有限公司	100.00%	8.97	-19.94	-20.27
上海蜜淘影业有限公司	90.00%	29.62	-5.69	-5.69
上海微颢影业有限公司	65.00%	4,545.58	247.41	247.41
上海视骊影视制作有限公司	65.00%	-	-0.24	-0.24
上海慈文文化经纪有限公司	100.00%	-	-120.19	-42.81
北京思凯通科技有限公司	100.00%	48.48	18.51	18.43

资料来源：公司财报，民生证券研究院

1.4 财务情况：财务轻装上阵，具有“轻资产型”结构特征

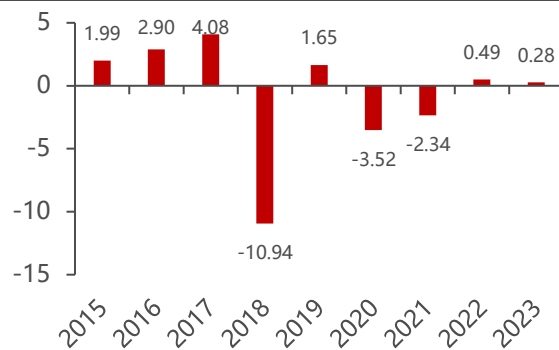
2023 年，公司实现营业收入 4.61 亿元，同比下降 1.12%；实现归母净利润 0.28 亿元，同比下降 43.89%，2023 年业绩短期承压。单季度来看，2023Q4 实现营收 0.18 亿元，同比下降 73.6%，实现归母净利润 359 万元，同比增加 158.1%；24Q1 实现营收 0.04 亿元，同比下降 98.3%，归母净利润亏损 422 万元，同比下降 133.7%，主要由于 24 年一季度达到收入确认条件的项目比去年同期减少。

图3：公司 2015-2023 年营业收入及增速（亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

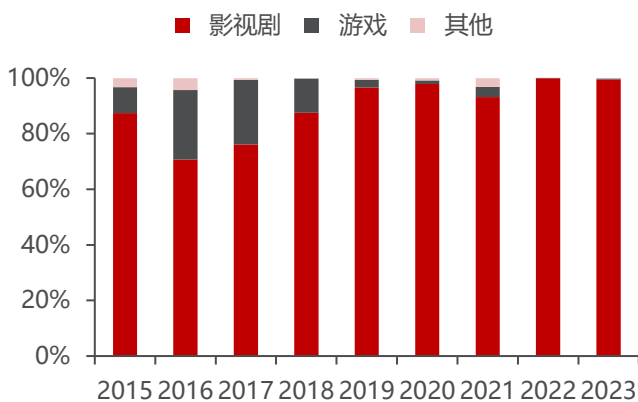
图4：公司 2015-2023 年归母净利润（亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

影视业务为公司核心业务，游戏业务受监管政策收紧影响而放缓。分业务来看，18 年以来公司游戏业务收入占比下降，主要由于游戏行业监管趋严及版号政策的影响。公司影视剧业务占比持续上升，23 年公司收入主要由影视剧业务贡献，2023 年公司影视剧业务主要确认了《烽火流金》《紫川·光明三杰》《紫川·光明王》等项目的发行收入与存量剧集的多轮发行收入。

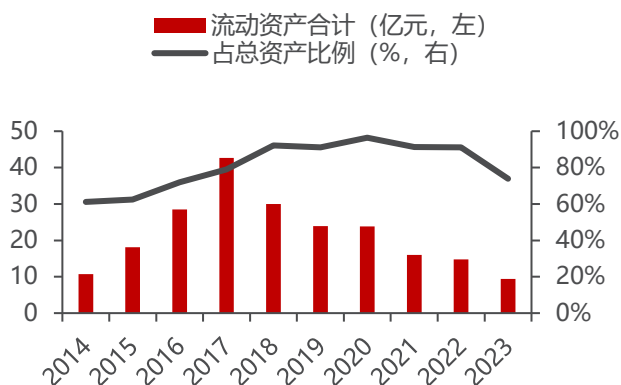
图5：公司 2015-2023 年分业务收入情况



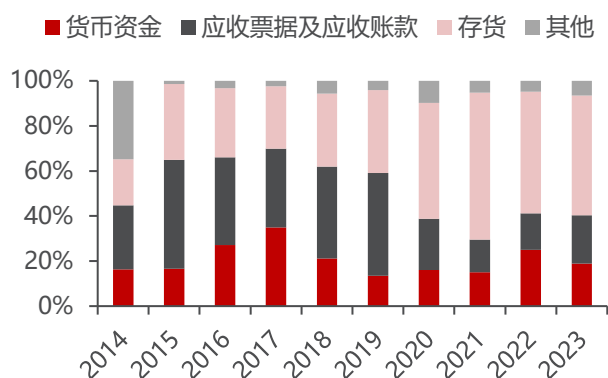
资料来源：iFinD，民生证券研究院

财务轻装上阵，具有“轻资产型”结构特征。2021-2023 年公司流动资产占总资产的比重分别为 91%、91%、74%，2023 年公司流动资产占比下降主要由

于申购资管产品。作为影视公司，其生产经营过程中不需要投入大量的固定资产，日常主要投入主要为剧本开发支出、演职人员劳务以及道具、服装、化妆用品等的采购支出，因此公司具有显著的“轻资产型”的资产结构特征。

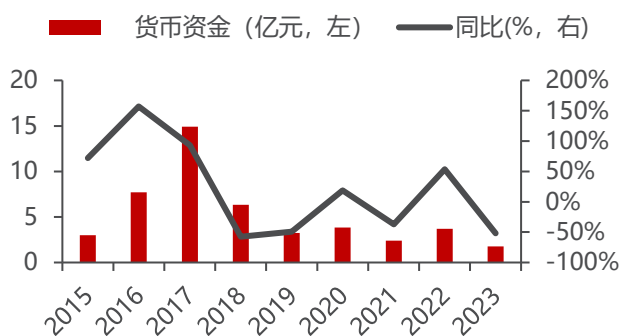
图6：2014-2023 年公司流动资产情况


资料来源：iFinD，民生证券研究院

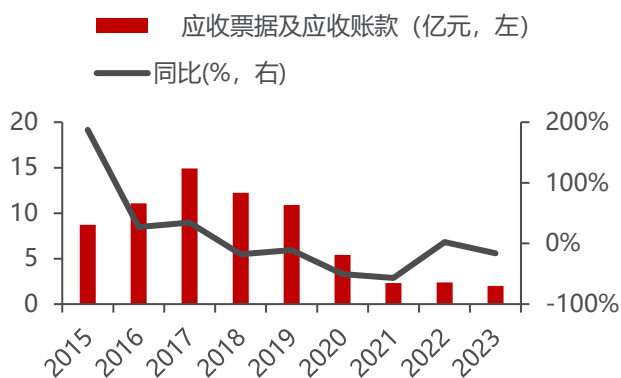
图7：2014-2023 年公司流动资产结构


资料来源：iFinD，民生证券研究院

由于影视剧制作的前期投入大、资金回收周期长，因此影视公司对流动资产具有较高的要求。2022 年末公司货币资金 3.70 亿元，2023 年末货币资金 1.77 亿元，主要由于申购资管产品。应收账款主要为电视剧播放权的发行销售款，公司与下游客户保持稳定合作，确保应收账款的高质量和低坏账风险。公司应收账款自 2017 年后逐步下降，2023 年应收账款 2.01 亿元。

图8：公司 2015-2023 年货币资金情况


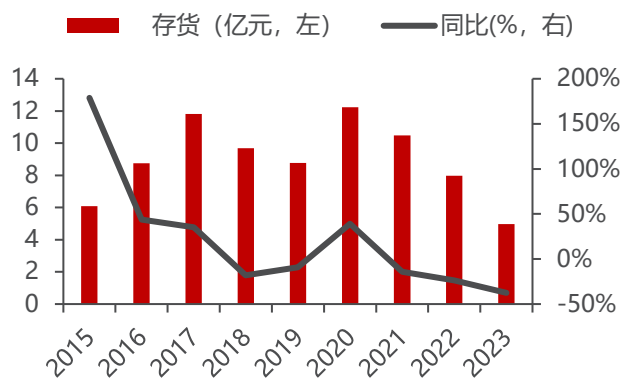
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图9：公司 2015-2023 年应收款项


资料来源：iFinD，民生证券研究院

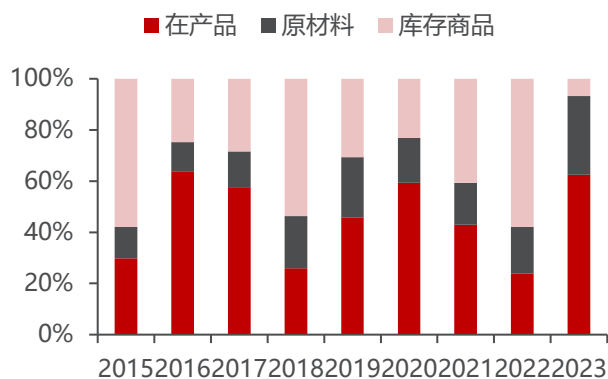
公司存货构成主要分为影视剧剧本（原材料）、处于制作期的影视剧作品（在产品）和完成摄制并取得发行许可证的影视剧作品（库存商品）。公司存货在 2020 年达到高点后逐步下降，2023 年达到 4.97 亿元，主要为处于制作期的影视剧作品。

图10: 公司 2015-2023 年存货情况



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图11: 公司 2015-2023 存货结构



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

2 政策监管常态化，精品发展树新风

2.1 政策规范行业发展，微端剧监管常态化

2018年3月，中共中央印发了《深化党和国家机构改革方案》，宣布在国家新闻出版广电总局广播电视管理职责的基础上组建国家广播电视总局。2018年以来，为规范电视剧行业的发展，**新组建的国家广电总局就如何加快电视剧高质量发展进行部署，对电视剧提出了细化的标准**，对涉及电视剧行业诸如“天价片酬”、“阴阳合同”、“收视率造假”等乱象进行了整治，陆续推出“限薪令”、“限古令”等。

2022年2月，国家广播电视总局印发《“十四五”中国电视剧发展规划》，为加快推进中国电视剧高质量发展，建设电视剧强国指明方向。近年来，广电总局提出多项相关扶持政策，如加强视听新媒体人才培养、设立电视剧引导扶持专项资金等，政策引导电视剧行业高质量发展。

表3：2017年以来电视剧相关政策梳理

时间	政策	内容
2017年9月	中国广播电影电视社会组织联合会电视制片委员会、中国电视剧制作产业协会等联合发布《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》	规定各会员单位及影视制作机构要把演员片酬比例限定在合理的制作成本范围内，全部演员的总片酬不超过制作总成本的40%，其中，主要演员不超过总片酬的70%，其他演员不低于总片酬的30%。
2018年6月	中宣部等部门联合印发《通知》	要求加强对影视行业天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问题的治理，控制不合理片酬，推进依法纳税，促进影视业健康发展。
2018年8月	爱奇艺、优酷、腾讯视频、正午阳光、华策影视、柠萌影业、慈文传媒、耀客传媒、新丽传媒联合发布《关于抑制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》	首次明确了演员的最高片酬限额，即三家视频网站和六大影视制作公司采购或制作的所有影视剧，单个演员单集片酬不得超过100万人民币，总片酬不得超过5000万人民币
2018年10月	国家税务总局下发《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》	10日起，各地税务机关通知本地区影视制作公司、经纪公司、演艺公司、明星工作室等影视行业企业和从业人员，根据税收征管法及其实施细则相关规定，对2016年以来的申报纳税情况进行自查自纠，对于2018.12前自查自纠，主动补缴税款的，免予行政处罚，不予罚款。
2018年11月	广电总局下发《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》	通知要求，坚决纠正高价邀请明星、竞逐明星的不良现象。各电视频道综艺节目要报备嘉宾姓名、片酬，嘉宾片酬成本占比不超过40%。每部电视剧网络剧全部演员片酬不得超过总成本40%，主演员不超过总片酬70%。《通知》还强调了惩罚措施，一经发现隐瞒不报情况，采取暂停直至永久取消剧目演出、制作资质等处罚。
2020年12月	国家广播电视总局发布《关于进一步推动电视剧精品生产创作的通知》	要求深入贯彻落实习近平新时代中国特色社会主义思想 and 习近平总书记关于文艺工作的重要论述，落实党的十九届五中全会精神，按照“找准选题、讲好故事、拍出精品”要求，抓好“十四五”期间重点电视剧选题规划，加速推动形成优化资源配置的电视剧高质量发展格局
2021年9月	国家广播电视总局发布了《关于进一步加强文艺节目及其人员管理的通知》	进一步加强管理，从严整治艺人违法失德、“饭圈”乱象等问题。
2022年2月	《“十四五”中国电视剧发展规划》	规划提出，统筹电视媒体与互联网平台，健全电视剧全媒体播出发行和宣传推广格局。提升电视剧市场主体活力、创造力和竞争力，做大做强做优国有电视剧企业，关心支持民营电视剧企业，精心培育电视剧产业链上下游中小企业，“十四五”期间打造10—15家具有较强创作生产能力的电视剧企业

2023年1月	国家广电总局发布《关于印发〈全国广播电视和网络视听“十四五”人才发展规划〉的通知》	规划提出，加强视听新媒体人才培养，建立完善网络视听从业人员教育培训机制，强化网络视听播音员主持人、网络主播、网络视听内容审核员等网络视听从业人员思想引领、文化培育、道德建设和专业能力提升。
2023年4月	国家广电总局发布《关于2023年度电视剧引导扶持专项资金项目申报评审工作的通知》	为全面贯彻落实党的二十大精神，引导推出更多增强人民精神力量的优秀作品，国家广播电视总局开展2023年度电视剧引导扶持专项资金项目申报评审工作。

资料来源：国家广播电视总局，中国政府网，央视网，新华网，人民网，民生证券研究院

随着微短剧快速发展，微短剧相关监管政策也在不断出台。复盘微短剧政策，2020年以前行业处于起步期，政策监管程度较低。随着微短剧内容供给不断增长，政策开始进行规范，2020年12月，广电总局发布《关于网络影视剧中微短剧内容审核有关问题的通知》，就“微短剧”的定义、审核标准、审查细节等内容进行初步规范。2022年4月，广电总局发布的《关于国产网络剧片发行许可服务管理有关事项的通知》开始对国产网剧片发行实行许可证制度。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。2024年4月8日，国家广播电视总局发布了《关于微短剧备案最新工作提示》，落实微短剧“分类分层审核”制度，6月1日起开始执行。

表4：国内短剧政策梳理

时间	发布单位	政策	重点内容解读
2024.4	广电总局	《关于微短剧备案最新工作提示》	落实微短剧“分类分层审核”制度。6月1日起开始执行
2023.11	中国网络视听节目服务协会	《广电总局多措并举持续开展网络微短剧治理工作》	网络微短剧治理工作转入常态化，具体包括：加快制定《网络微短剧创作生产与内容审核细则》、推动网络微短剧APP和“小程序”纳入日常机构管理等7个方面
2022.12	广电总局	《关于推动短剧创作繁荣发展的意见》	拓展短剧题材类型，丰富短剧创作来源，鼓励优秀中短篇小说改编短剧，增强短剧剧本文学性
2022.11	广电总局	《关于进一步加强网络微短剧管理实施创作提升计划有关工作的通知》	坚持内容为王，加强前置管理。充分挖掘广播电视媒体和专业机构的网络微短剧原创潜能，发挥示范效应，壮大正能量供给体系。进一步加强重点网络微短剧节目规划信息的管理，对满足条件的重点网络微短剧实施总局统一备案公示管理制度
2022.8	科技部、中央宣传部、中国科协	《“十四五”国家科学技术普及发展规划》	鼓励和支持以短视频、直播等方式通过新媒体网络平台科普，培育一批具有较强社会影响力的网络科普品牌
2022.4	广电总局	《关于国产网络剧片发行许可服务管理有关事项的通知》	广播电视主管部门对国产重点网络剧片实施重点监管。符合条件的网络剧、网络微短剧、网络电影、网络动画片，应依法取得广播电视主管部门颁发的《网络剧片发行许可证》
2021.12	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	支持线上多样化社交、短视频平台有序发展，鼓励微创新、微产品等创新模式。
2021.12	广电总局	《关于加强互联网电视短视频业务管理的通知》	短视频内容审核应在严格落实《网络短视频内容审核标准细则》、《网络短视频平台管理规范》基础上，对标广播电视节目的审核标准，经全量审核后方可通过播控系统推送上线
2021.12	中国网络视听节目服务协会	《网络短视频平台内容审核标准细则（2021）》	依据网络短视频内容审核基本标准，短视频节目及其标题、名称、评论、弹幕、表情包等，对其语言、表演、字幕、画面、音乐、音效内容进行一系列规范。
2021.10	广电总局	《广播电视和网络视听“十四五”发展规划》	充分发挥广播电视产业在内容方面的核心优势，巩固提升广播电视节目栏目、电视剧、动画片、纪录片、网络剧、短视频、网络电影产业，积极拓展产品开发和衍生产品市

场，提升内容产业价值链

2020.12 广电总局

《关于网络影视剧中微短剧内容审核有关问题的通知》

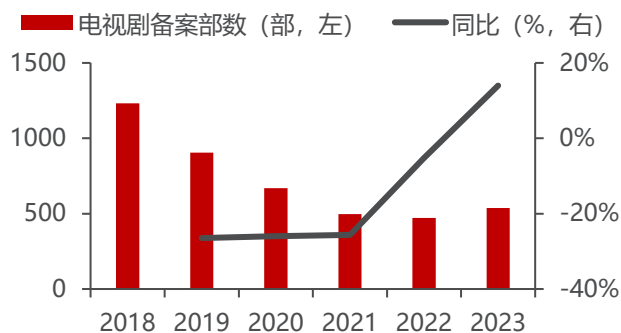
网络微短剧要由广电行政部门、播出平台、制作机构按照《网络视听节目内容审核通则》严格把关，且总局“重点网络影视剧信息备案系统”和“网络视听节目信息备案系统”为此专门增设了网络微短剧快速登记备案模块，并规定备案流程。

资料来源：中国政府网，国家广播电视总局，中国网络视听节目服务协会，中华人民共和国工业和信息化部，搜狐，民生证券研究院整理

2.2 剧集精品化发展，古装剧回暖

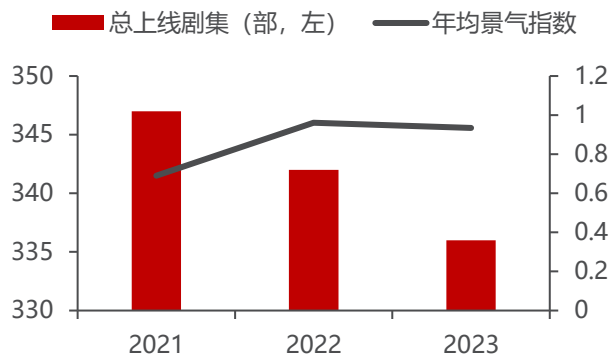
“提质减量”成为影视长剧行业的主线趋势。1) 减量：从国家广电总局披露的电视剧备案情况看，2018年电视剧备案总数达1231部，2022年为472部，2023年为538部，同比上升14%。德塔文数据显示，2023年剧集总上线数量为336部，平均景气指数达到了0.934。2) 提质：据豆瓣发布的“2023年度评分最高华语剧集榜单”，《漫长的季节》以9.4分的高分稳居榜首，硬核科幻剧《三体》与扫黑题材剧《狂飙》等优质剧集也在列。榜单中最低为8.5分，10部剧的平均分达到了8.72。

图12：2018-2023年电视剧备案情况



资料来源：网娱观察微信公众号，娱乐资本论微信公众号，民生证券研究院

图13：2021-2023 上线剧集部数及景气指数



资料来源：德塔文《2023-2024 剧集市场白皮书》，民生证券研究院

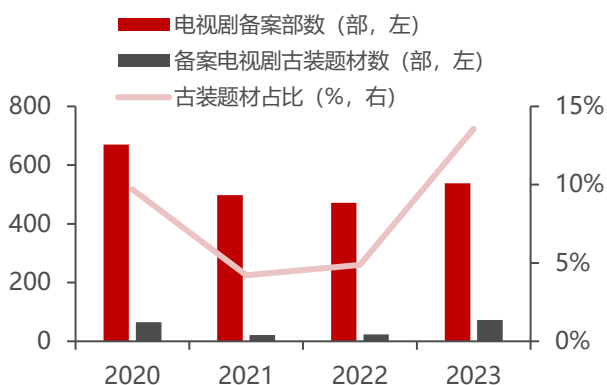
图14: 豆瓣 2023 年评分最高的华语剧集



资料来源: 豆瓣, 民生证券研究院

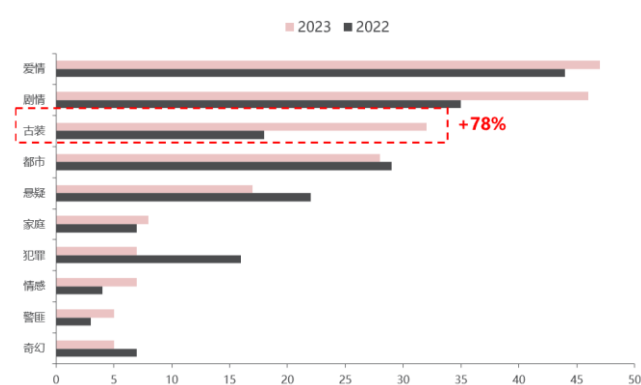
古装剧回暖。分题材来看, 2023 年来, 古装剧备案量及占比显著增长, 主流视频平台如爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV 等纷纷投身古装剧制作, 推出各自的联合出品或自制项目。据娱乐资本论, 2023 年通过备案剧集中, 古装剧共 73 部, 占比 13.5%, 达到近四年来的备案数量新高。据灯塔专业版, 在 TOP100 剧集题材类型数量分布中, 古装题材项目数量达到 32 部, 同增 77.8%。

图15: 2020-2023 备案电视剧古装题材数占比



资料来源: 网娱观察微信公众号, 娱乐资本论微信公众号, 民生证券研究院

图16: TOP100 剧集题材类型数量分布 (部)



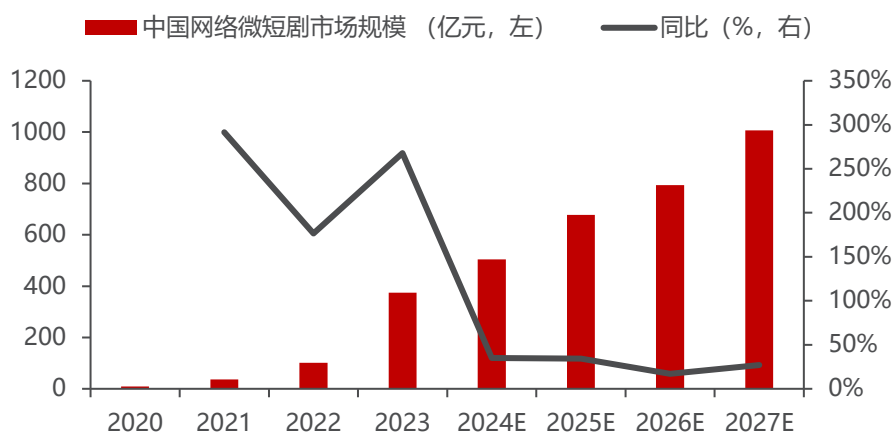
资料来源: 灯塔专业版《2023 年度剧集市场报告》, 民生证券研究院
注: 仅选取当年按数量排名前 10 的题材类型

2.3 短剧成为新风口，海外仍有大空间

2.3.1 微短剧的兴起是供需双端的共振

短剧市场迅速增长，预计 2024 年中国网络微短剧市场规模超 500 亿元。据艾媒咨询预测，2023 年中国微短剧市场规模达 373.9 亿元，同比上升 267.65%，预计 2024 年市场规模超 500 亿元，2027 年超 1000 亿元。

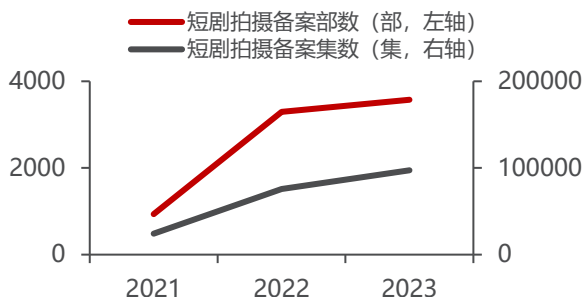
图17：2020-2027 年中国微短剧市场规模及预测



资料来源：DataEye 短剧观察，艾媒咨询，民生证券研究院

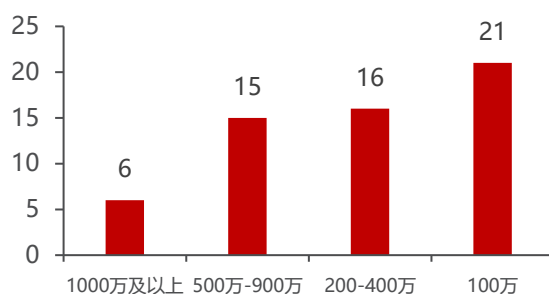
短剧备案持续增长，部均集数有所提升。据云合数据《2023 年度短剧报告》，2023 年短剧拍摄备案共通过 3574 部、97327 集，部数同比上涨 9%，集数同比上涨 28%，部均集数增至 27 集/部。上线情况来看，2023 年长视频平台短剧分账票房在 500 万元-900 万元的有 15 部，在 200 万元-400 万元的有 16 部，破 1000 万元的有 6 部。

图18：2021-2023 年短剧拍摄备案情况



资料来源：云合数据《2023 年短剧报告》，民生证券研究院

图19：2023 年上新短剧分账票房分布 (部)



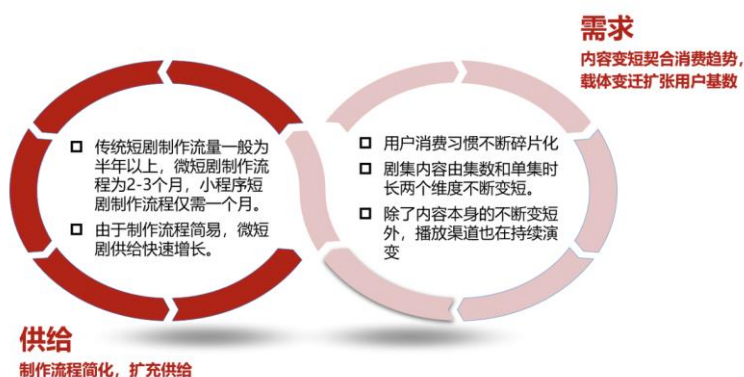
资料来源：云合数据《2023 年短剧报告》，民生证券研究院

微短剧的兴起是供需双端的共振。 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。

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，微短剧制作流程为 2-3 个月，小程序短剧制作流程仅需一个月。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。

图20：微短剧的兴起是供需双端的共振



资料来源：民生证券研究院绘制

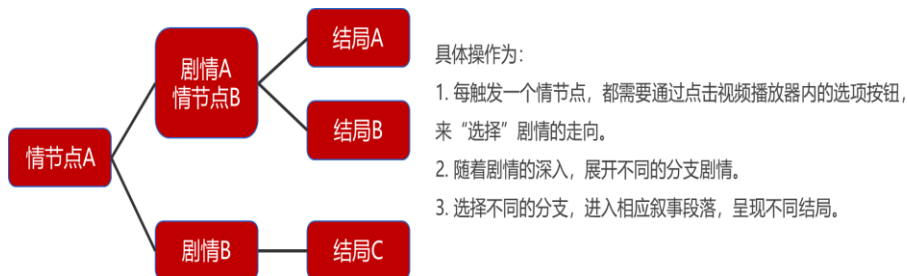
短剧新模式：互动剧是短剧同游戏的结合。互动剧是指观众可以与剧集当中的情节进行互动，和传统的影视剧的观剧模式和故事内容有所区别，并可以利用交互性操作改变故事内容和结局的影视作品。

此前出圈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21：互动剧的情节设计



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

2.3.2 程序短剧平台崭露头角，关注短剧出海

小程序平台仍然持续推新。据 Quest Mobile，截至 2023 年 12 月短剧类 APP 及小程序流量近 1.5 亿，较 2022 年同期增长 78 倍。北美的谷歌和苹果商店中，DramaBox 和 ReelShort 的当日营收交替登顶内地出海短剧企业第一。2024Q1，新兴小程序短剧平台仍层出不穷。

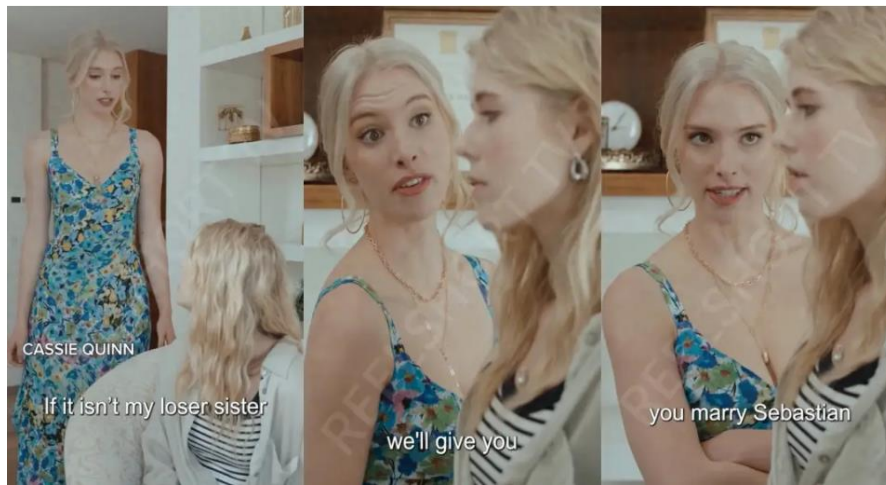
表5：2024 年第一季度短剧小程序投放 TOP10

序号	小程序名称	开发商名称	小程序类别	相关短剧示例
1	趣看剧场	中广电传媒有限公司	快应用	披荆斩棘的父亲，近在咫尺的爱
2	繁花剧场	北京点众快看科技有限公司	快应用	绝世潜龙，紫气东来
3	甜芹剧场	广西南宁吉汀科技有限公司	微信小程序	点亮我温暖你，砂锅粥与费南雪
4	天艺剧场	广西南宁崇原网络科技有限公司	快应用	六个大佬的心尖宠，霸道龙尊
5	芸梦看剧	广西遇见心上科技有限公司	微信小程序	萌宝联盟千亿爹地快投降
6	太行短剧	-	抖音小程序	总裁夫人又美又飒，惊天降是大佬
7	云短剧	厦门诸云纵横科技有限公司	快应用	桃园小保安
8	点众免费短剧	北京点众快看科技有限公司	抖音小程序	无敌三皇子，不够相爱的我们
9	相约追剧	漫森（深圳）文化传媒有限公司	微信小程序	重燃反击妹妹站起来了
10	指间心剧场	-	抖音小程序	假千金回村后被四个哥哥团宠了

资料来源：Appgrowing，民生证券研究院

国内竞争愈加激烈，短剧出海乘风而上。随着国内短剧竞争愈加激烈，国内短剧参与方也不断发力海外市场。24 年短剧出海市场热度剧增，根据 Sensor Tower 数据统计，海外微短剧内容相比 2023 年 9 月，2024 年 2 月内购收入增长 280%。ReelShort 上播出的《The Double Life of My Billionaire Husband》于去年 2023 下半年在海外走红。

图22: The Double Life of My Billionaire Husband 剧内截图



资料来源: 新浪财经, 民生证券研究院

3 制定“1133”发展战略规划，转型泛文化公司

3.1 影视剧业务稳健运行

3.1.1 回顾与展望：影视发展历经三阶段，2024 年转型未来可期

复盘公司影视业务的发展历程，可分为三个阶段：

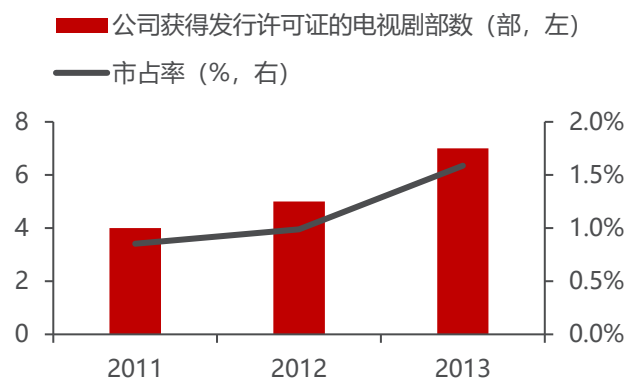
阶段一（2001 年-2013 年），以电视剧为核心业务。该阶段公司主要从事电视剧的制作、发行，主要客户为各大电视台。该阶段公司的擅长题材以武侠为主，电视剧代表作包括《七剑下天山》、《射雕英雄传》、《雪山飞狐》、《神雕侠侣》等。2011-2013 年，公司投拍的电视剧与市场份额稳步提高，2013 年公司制作发行电视剧 7 部 243 集，市场份额分别为 1.58%和 1.54%，位列民营制作机构第一梯队。

表6：2013 年电视剧行业竞争格局（民营制作机构）

制作机构	数量（部）		集数（集）		代表作品
	部数	市场份额	集数	市场份额	
华谊兄弟	10	2.27%	374	2.37%	《钢魂》、《连环套》、《石光荣和他的儿女们》、《我们的生活比蜜甜》
华策影视	17	3.85%	746	4.73%	《国家命运》、《幸福的面条》、《新洛神》
海润影视	13	2.95%	472	2.99%	《狼烟》、《武工队传奇》
慈文传媒	7	1.59%	243	1.54%	《枪花》、《华胥引》
新文化	11	2.49%	430	2.73%	《尖峰》、《一代枭雄》

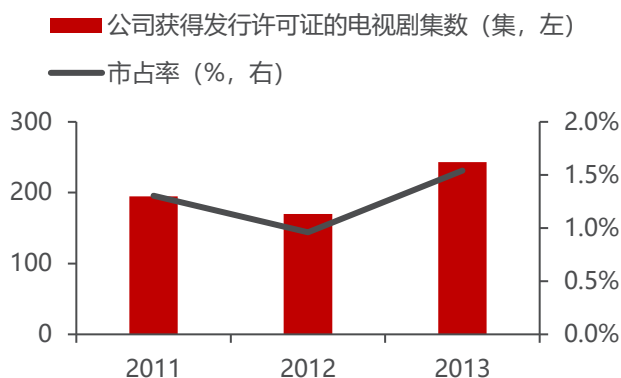
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图23：2011-2013 年公司电视剧部数市占率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图24：2011-2013 年公司电视剧集数市占率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

阶段二（2014 年-2023 年），开始布局和拓展网生内容，打造 IP 矩阵体系，实现推进剧网融合、网台联动。公司推进精品 IP 开发的泛娱乐产业布局战略，精

准抓住文学、影视、游戏、动漫这四个 IP 运营核心支柱。2014 年公司开始布局网络剧，推出国内第一部网络剧《暗黑者》。2015 年，公司与爱奇艺等主流互联网平台合作，公司 3 部 109 集网络剧全部荣登“2015 年度十大网络剧”榜单，合计播放量达 40.46 亿，市占率达 32.20%。其中《花千骨》全网最高收视率达 3.89%，年度点击量超 200 亿，成为首部点击量过 200 亿的电视剧。

2016 年，《老九门》开创性地推出“网剧+番外”模式，实现了网台联动、番外续档，并创下平台方爱奇艺单日播放量最高记录，并成为全网史上首部独网播放量破百亿的自制剧，全年播放量突破 115 亿次。2017 年，《楚乔传》双平台夺冠，实现了“台网共赢”，树立了“台网融合”的标杆。

表7：公司 2015 年上线的网络剧及其市占率情况

剧目名称	集数	上线首播日期	播放量 (亿)	合作方/播出平台
执念师	25	2015.03.16	10.80	搜狐视频、PPTV
暗黑者 2	52	2015.08.03	14.28	腾讯视频
花千骨 2015	32	2015.09.15	15.38	爱奇艺
公司 3 部网络剧合计播放量			40.46	
公司播放量占比			32.20%	
“2015 年度十大网络剧” 合计播放量			125.67	

资料来源：公司财报，民生证券研究院

阶段三 (2024 年后)，基于对国家政策、市场环境、公司现阶段情况等方面的认知，并结合公司业务的基础，2024 年，**慈文传媒制定了“1133”发展战略规划。**

(1) 聚焦 1 个目标、建立 1 条纽带：推动公司从纯内容制作影视公司，转型为一家相关多元化、轻资产、平台运营型的泛文化公司。依托江西文投平台以及江西省文投基金、“文企贷”带动效应，建立 1 条影视及泛文化产业投资纽带。

(2) 筑牢 3 大阵地：内容：推进“古龙 IP”战略合作落地，深度开发、运营公司 IP 库。渠道：与爱奇艺、腾讯视频等各大平台强化合作；团队建设：招聘知名制片人、导演、编剧以及优秀制作团队或与其进行战略合作。

(3) 打造 3 大产业集群：打造长/中/短剧结合的影视制作产业集群、游戏/动漫及其衍生品为核心的泛文娱产业集群、数字版权/元宇宙/AIGC 等数字文化资产产业集群。

(4) 短、中、长期战略举措：短期 (1-2 年)：调整组织架构，构建激励机制；积极拓展游戏、小程序短剧、互动剧等新业务。中期 (3-5 年)：构建 IP 库，启动 1-2 个重大 IP 立体式开发项目 (“古龙 IP 系列”、“慈文武侠系列”等)；聚焦 AI、VR/AR 等新技术投资，积极布局出海业务。长期 (5 年以上)：努力实现 IP 的平台化运营，力争将慈文传媒打造成为一个综合性的泛文化平台，提供一站式文化娱乐服务。

图25: 公司“1133”发展战略规划



资料来源: 慈文传媒微信公众号, 民生证券研究院

3.1.2 主业节奏稳当, 聚焦精品剧集项目

2023年, 公司影视业务主要确认了《烽火流金》《紫川·光明三杰》《紫川·光明王》等项目的发行收入与存量剧集的多轮发行收入。截至2023年财报披露日, 公司有4部影视剧与1部广播剧先后实现首轮播出, 有1部电影在中央电视台电影频道播出。

聚焦影视精品项目, 巩固头部内容市场领先地位。重大革命历史题材电视剧《鲲鹏击浪》2023年12月18日在浙江卫视等六大平台同步播出, 在浙江卫视的收视率居于同档期卫视剧目前列, 并入选国家广电总局“2023中国剧集精选”。《紫川·光明三杰》2024年2月开播, 仅一天便迅速登顶各大视频平台的飙升榜, 开播两天腾讯视频热度即破两万。此外, 该剧还斩获腾讯视频玄幻剧榜Top1, 并长期上榜猫眼、灯塔等媒体数据榜单。

表8: 2023年公司及影视项目主要获奖情况

项目名称	荣获奖项	主办/授奖单位
鲲鹏击浪	入选北京市广电局2023年“北京大视听”重点文艺精品项目	北京市广电局
	入选国家广播电视总局“2023中国剧集精选”	国家广播电视总局
婚姻的两难猜想	第十九届中美电影节、中美电视节“电视剧金天使”和“中国文化传播奖”	美国鹰龙传媒公司
血战松毛岭	2023年“中国梦新征程”原创网络视听节目征集展播活动优秀节目	国家广播电视总局
红色银行之苏维埃国家银行	2022年度国产纪录片及创作人才扶持项目优秀理论文献片	国家广播电视总局
圆月弯刀	全国重点网络微短剧规划备案推荐剧目	国家广播电视总局
楚留香传奇之幽兰诡事	全国重点网络微短剧规划备案推荐剧目	国家广播电视总局
楚留香传奇之江湖怪谈	全国重点网络微短剧规划备案推荐剧目	国家广播电视总局

资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

表9：公司历年出品的电视剧

项目名称	集数	播出日期	播出平台（卫视/网络等）
鲲鹏击浪	35集	2023/12/18	浙江卫视、北京卫视、广东卫视、爱奇艺、优酷、腾讯视频
左耳	36集	2023/12/15	爱奇艺、优酷、腾讯视频
婚姻的两种猜想	36集	2022/2/21	湖南卫视、优酷
流光之城	40集	2022/1/20	腾讯视频
一片冰心在玉壶	24集	2021/11/29	优酷
风暴舞	43集	2021/4/25	爱奇艺、腾讯视频、优酷
乘风少年	24集	2020/9/22	咪咕视频、芒果TV
胜算	40集	2020/7/16	北京卫视、广东卫视、爱奇艺、优酷、腾讯视频
三叉戟	42集	2020/5/31	江苏卫视、浙江卫视、爱奇艺、优酷、腾讯视频
锦衣之下	55集	2019/12/28	爱奇艺、芒果TV
光荣时代	46集	2019/10/13	江苏卫视、北京卫视、爱奇艺、腾讯视频
杨凌传	40集	2018/11/1	优酷
极速青春	36集	2018/10/9	东方卫视、腾讯视频、爱奇艺
凉生，我们可不可以不忧伤	70集	2018/9/17	湖南卫视、PPTV、爱奇艺、腾讯、芒果TV、优酷
那些年，我们正年轻	45集	2018/8/15	北京卫视黄金档、腾讯视频
沙海	60集	2018/7/20	腾讯视频
特勤精英	40集	2017/10/16	湖南卫视金鹰独播剧场、芒果TV
那年花开月正圆	75集	2017/8/30	东方卫视、江苏卫视黄金档、腾讯
决战江桥	38集	2017/7/8	天津卫视、黑龙江卫视黄金档、爱奇艺
左轮手枪	36集	2017/6/20	天津卫视、黑龙江卫视黄金档、乐视
楚乔传	58集	2017/6/5	湖南卫视“青春进行时”周播剧场（晚上10时）、爱奇艺、搜狐、腾讯、芒果TV、优酷、乐视
欢喜知府	31集	2017/1/23	四川卫视黄金档、乐视
欢喜县令	33集	2017/1/8	四川卫视黄金档、乐视
深宅1937	41集	2016/12/3	重庆卫视黄金档、
爱情珠宝	42集	2016/11/24	江西卫视黄金档、腾讯
恋爱真美	40集	2016/11/21	深圳卫视黄金档、PPTV
谜砂	44集	2016/7/31	东方卫视黄金档、乐视
致青春	45集	2016/7/11	东方卫视、安徽卫视黄金档、优酷
老九门	48集	2016/7/4	东方卫视“心跳80分”周播剧场、爱奇艺
狭路	62集	2016/6/11	山东卫视、黑龙江卫视黄金档、爱奇艺
情满雪阳花	46集	2016/6/4	江西卫视黄金档、乐视
蚂蚱	38集	2016/3/20	贵州卫视黄金档、
我是赵传奇	45集	2015/12/11	重庆卫视、爱奇艺、优酷、搜狐、乐视、腾讯视频
裸嫁时代	38集	2015/8/2	江西卫视、腾讯视频
加油吧！实习生	35集	2015/7/17	江苏卫视、爱奇艺
华胥引之绝爱之城	52集	2015/7/9	江西卫视、四川卫视、腾讯视频
爸爸父亲爹	36集	2015/7/3	浙江卫视、贵州卫视、爱奇艺、乐视、腾讯视频
剧场	34集	2015/6/10	北京卫视、陕西卫视、爱奇艺、搜狐、乐视、腾讯视频、PPTV
花千骨	50集	2015/6/9	湖南卫视钻石剧场、爱奇艺

资料来源：公司财报，民生证券研究院

表10：公司历年出品的网络剧

项目名称	类型	播出日期	播出平台（卫视/网络等）
紫川·光明三杰	24集	2024/2/27	爱奇艺、腾讯视频
血战松毛岭	24集	2022/10/27	优酷
乱世芳华	6集	2022/9/26	爱奇艺、优酷、腾讯视频
冰球少年	24集	2022/1/30	芒果TV、咪咕视频
山河令	36集	2021/2/22	优酷
山河令（天涯客）	36集	2021/2/22	优酷
侦探语录	26集	2020/10/25	爱奇艺
重启之极海听雷（第二季）	30集	2020/9/13	爱奇艺
仲夏满天心	24集	2020/8/28	腾讯视频
重启之极海听雷（第一季）	32集	2020/7/15	爱奇艺、优酷
爵迹之临界天下	48集	2019/5/27	爱奇艺
暗黑者3	24集	2019/3/28	腾讯视频
等等啊，我的青春	24集	2019/3/19	优酷
大唐魔盗团	24集	2019/2/20	腾讯视频
千门江湖之诡面疑云	40集	2018/11/13	腾讯视频
执念师2	-	2016/5/20	搜狐视频、PPTV
示铃录	-	2016/2/25	搜狐视频
花千骨2015	32集	2015/9/15	爱奇艺
暗黑者2	52集	2015/8/3	腾讯视频
执念师	25集	2015/3/16	搜狐视频、PPTV

资料来源：公司财报，民生证券研究院

表11：公司历年出品的电影

项目名称	类型	播出日期	播出平台（卫视/网络等）
爸爸来了	电影	2023/12/12	中央电视台电影频道
涉过愤怒的海	电影	2023/11/25	院线
爸爸来了	电影	2022/11/7	爱奇艺、腾讯视频
麒麟幻镇	电影	2022/9/28	CCTV-6
战疫之疯狂的口罩	网络电影	2021/11/20	爱奇艺
1950他们正年轻	院线电影	2021/9/3	院线、全网
我是警察之扫黑英雄	网络电影	2021/1/23	爱奇艺
麒麟幻镇	网络电影	2021/1/21	爱奇艺
人潮汹涌	院线电影	2021年春节档	院线
大地震	网络电影	2019/9/8	爱奇艺
恰好遇见你	网络电影	2019/7/14	腾讯视频
谁动了我的运气	网络电影	2019/5/14	腾讯视频
特勤精英之逃出生天	网络电影	2019/4/13	腾讯视频
特勤精英之生死救援	网络电影	2019/4/6	腾讯视频
我的丫鬟是总监	网络电影	2018/12/21	腾讯视频
哀乐女子天团	网络电影	2017/6/30	爱奇艺

资料来源：公司财报，民生证券研究院

3.1.3 项目储备丰富，题材类型多样拓展

项目储备丰富，题材类型多样拓展。2024年，公司预计6个项目取得发行许可证、完成制作或开机，储备《正当防卫》《暗潮缉凶》等剧集已杀青，预计2024年上线播出；《深海1950》已完成制作；《花千骨3》《武林外史》《多情剑客无情剑》《脱骨香》《青云阶》等预计2024Q4开机；《公诉玫瑰》《天涯明月刀》《万里山河》等多部剧集在筹划推进中。此外，公司还有古装、主旋律、现实主义等多个题材的相关项目，在筹划推进中。

表12：公司2024年电视剧计划

暂定剧名	题材	暂定集数	生产计划
了不起的我们	当代都市	40集	上线播出
搭伙	当代都市	24集	上线播出
破晓时分（深海1950）	国安谍战	40集	完成制作
花千骨3	古装传奇	40集	拟4季度开机
武林外史	古装武侠	40集	拟4季度开机
多情剑客无情剑	古装武侠	40集	拟4季度开机
公诉玫瑰	当代检察	40集	筹划推进中
圆月弯刀	古装武侠	40集	筹划推进中
天涯明月刀	古装武侠	40集	筹划推进中
逆行	应急救援题材	40集	筹划推进中
绝代双骄	古装武侠	40集	筹划推进中
中国军医	当代军队	40集	筹划推进中
万里山河	重大历史题材	40集	筹划推进中
警动全城	当代公安	24集	筹划推进中
表小姐	古装传奇	36集	筹划推进中

资料来源：公司财报，民生证券研究院

表13：公司 2024 年网生内容、电影等业务计划

暂定剧名	项目类型	生产/播出计划	(拟) 合作方/播出平台
暗潮缉凶	网络剧	上线播出	爱奇艺
正当防卫	网络剧	上线播出	爱奇艺
时光分岔的夏天	网络剧	上线播出	爱奇艺
雁回镇	网络剧	上线播出	腾讯视频
刀剑笑	网络电影	上线播出	爱奇艺
鼠王	电影	上线播出	院线及网络
无声的呼救	电影	上线播出	院线及网络
梵高计划	电影	上线播出	院线及网络
南明离火	网络剧	拟 2 季度开机	
武林外史	网络微短剧	拟 2 季度开机	
圆月弯刀	网络微短剧	拟 3 季度开机	
偶遇通缉犯	电影	拟 3 季度开机	
青云阶（步步生莲）	网络剧	拟 4 季度开机	优酷
脱骨香	网络剧	拟 4 季度开机	爱奇艺
多情剑客无情剑	网络微短剧	拟 4 季度开机	
楚留香传奇之幽兰事	网络微短剧	拟 4 季度开机	
楚留香传奇之江湖怪谈	网络微短剧	拟 4 季度开机	
绝代双骄	网络微短剧	筹划推进中	
天涯明月刀	网络微短剧	筹划推进中	
兽王	网络剧	筹划推进中	

资料来源：公司财报，民生证券研究院

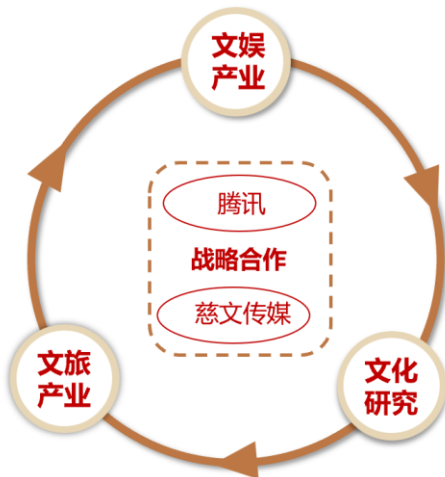
3.1.4 构建立体式 IP 矩阵，推进“古龙 IP”战略合作落地

2023 年 8 月，慈文传媒与腾讯在江西南昌签署了《战略合作框架协议》。双方将围绕古龙 IP 进行泛文娱生态领域全方位、多层次的立体开发，共同打造长、中、短剧相结合的影视制作模式，并在影视项目开发、制作与发行、影视衍生内容、文化旅游及消费场景等领域开展长期稳定的战略合作。

图26：古龙 IP 全产业链开发，涵盖文娱产业、文旅产业、文化研究等领域

- 依托**腾讯阅文**旗下网络文学平台，在网文方面开启为期四个月的**“大武侠时代”网文共创计划**
- 邀请稻草熊影业、岩上电影、向上影业、新龙门影业等影视公司，共同参与**开发古龙IP的电视剧、院线电影、网络电影**等。
- **腾讯动漫与慈文传媒达成战略合作**，未来将携手开启古龙影视开发的三年规划。

- 南昌将基于高新区为古龙祖籍地的天然优势，以作家祖籍地域为选址，**联合腾讯打造古龙纪念馆与武侠商业街区**
- 基于江西丰富的人文与自然景观，**腾讯动漫将与慈文传媒共同深度挖掘内容与文化旅游结合的新业态**，发展业态多元、体验丰富的旅游经济，助力千年古城焕发新活力



- 南昌高新区联合古龙委员会筹备成立**古龙武侠文化与发展研究院**，共同挖掘古龙及武侠的人文价值和产业价值，并为接下来以古龙IP为代表的武侠IP的内容开发、产业发展提供策略指导

资料来源：央视网微信公众号，民生证券研究院

在 2024 年 1 月国家广电总局下发的《2023 年 12 月全国重点网络微短剧规划备案推荐剧目信息》中，**公司出品的三部微短剧入选了国家广电总局全国重点网络微短剧推荐名单**。其中《圆月弯刀》(古装武侠，24 集) 改编自古龙的同名武侠小说，拟 3 季度开机，《楚留香传奇之幽兰诡事》和《楚留香传奇之江湖怪谈》讲述了讲风流侠少成长为侠之大者的故事，拟 4 季度开机。

表14：公司 3 部微短剧入选 2023 年 12 月国家广电总局全国重点网络微短剧推荐名单

名称	集数	类型	介绍
圆月弯刀	24 集*19 分钟	武打	本剧改编自古龙的同名武侠小说，文学基础较好，剧情以武打为主，辅之以男主与女主的爱情感线，有一定的观赏性。表现侠义、善良与宽容，导向适当。
楚留香传奇之幽兰诡事	24 集*19 分钟	武打	本剧以悬疑推理叙事，讲风流侠少成长为侠之大者的故事。人物形象生动丰满，个性鲜明；情节层层推进，起伏波折。展现主人公从自我到大我的升华，导向适当。
楚留香传奇之江湖怪谈	24 集*19 分钟	武打	以悬疑推理叙事，讲风流侠少成长为侠之大者的故事，表达了“借光怪陆离江湖事，讲人心善恶是与非”的创作主旨，看点较为丰富。

资料来源：慈文传媒微信公众号，民生证券研究院

3.2 探索创新业务，积极转型多元化、轻资产、平台运营型的泛文化公司

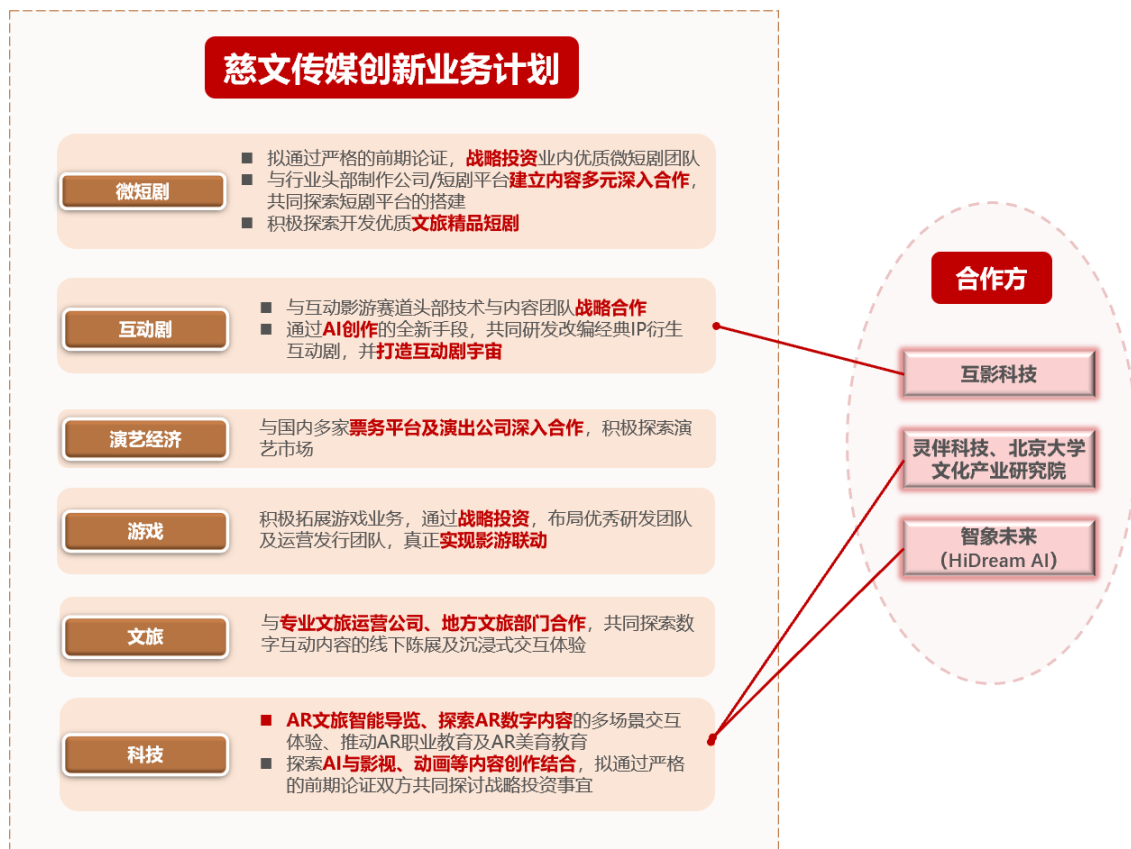
公司“1133”发展战略规划中提到，公司将积极打造长/中/短剧结合的影视制作产业集群、游戏/动漫及其衍生品为核心的泛文娱产业集群、数字版权/元宇宙/AIGC等数字文化资产产业集群。

1) **微短剧方面**，2024 年公司高效推动《武林外史》《圆月弯刀》《多情剑客无情剑》等五部微短剧开发制作。

2) **互动剧方面**，公司已与互影科技签署了战略框架合作协议，双方将利用 AI 联合研发改编经典 IP 衍生互动剧，并进行联合发行，充分发挥互影科技在数字交互娱乐产业领域的项目及资源整合能力。

3) **AI 方面**，2024 年 3 月，公司投资杭州灵伴科技有限公司 (Rokid AR 眼镜)，共同就线下文旅产业的智能导览、AR 数字内容的多场景交互体验、AR 职业教育及 AR 美育教育等文化、教育领域开展合作。此外，与智象未来签署战略框架合作协议，利用智象未来 AIGC 视频技术研发微短剧、互动剧内容等。

图27：2024 年公司创新业务计划



资料来源：公司财报，民生证券研究院

Rokid AR 减重，核心关注用户体验。2024 年 4 月 20 日，Rokid Open Day 2024 发布会上，Rokid 推出 Rokid AR Lite。此前 Apple Vision Pro 由于重量原因降低用户体验，相较而言，Rokid AR Lite 仅重 75g，更关注用户使用时长、频率、降低使用门槛。

相比完全沉浸的 VR/MR 设备，AR 眼镜具有轻便、与现实交互、内容开发简单等特点。因此，AR 和 VR/MR 在适配人群、场景落地、内容更新等具有差异。如线下体验方面，由于 AR 可进行现实交互的特征，可与线下场景如博物馆、景区、商场等结合，打造 AR 线下文旅导览等。

表15: VR、AR、MR 的区别

	虚拟现实 VR	移动端增强现实 AR	头戴增强现实 AR	混合现实 MR
显示可见	否	可	可	可
体验方式	沉浸式	手机屏	投射式	融合式
活动范围	固定或有限	不适用	固定	无限
运算性能	移动-桌面	移动	桌面	移动
适用场景	商场投币娱乐 VR 影片欣赏	小游戏 移动应用 线下展览	专业领域	商业领域
典型人群	大众消费者	大众消费者	专业技术人员	企业工作者

资料来源：搜狐，民生证券研究院

“AR/VR+剧集”催生全新内容形态。与传统电视剧相比，互动剧在影游联动、沉浸体验等方面，呈现出新的叙事特征。传统电视剧的特征在于被动接受信息，AR/VR 技术下的互动剧则是一种交互式、主动式体验。**关注更多领域的场景落地。**《“十四五”旅游业发展规划》提出，“开发数字化体验产品，发展沉浸式互动体验、虚拟展示、智慧导览等新型旅游服务”“推动交互式沉浸式旅游演艺等技术研发与应用示范”。除了互动剧外，交互式 AR 广告、体育赛事 3D 可视化、AR 线下导览等场景也适合 AR 眼镜。

图28: 杭州灵伴参与打造的“雁塔流光”AR 沉浸体验项目——展示 1



资料来源：陕视新闻微信视频号，民生证券研究院

图29: 杭州灵伴参与打造的“雁塔流光”AR 沉浸体验项目——展示 2



资料来源：陕视新闻微信视频号，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

收入增速预测：剧集主业加速发力，积极探索“影视+科技”新业务版图，公司与江西高校出版社在游戏业务领域建立战略合作伙伴关系，投资 Rokid 以拓展 AR 内容生态，我们预计公司 2024-2026 年实现营业总收入分别为 7.09 亿元、9.14 亿元和 10.15 亿元，分别同比增长 53.8%、28.9%、11.0%。分业务来看：

1) 影视剧业务：公司与腾讯积极合作，多部微短剧入选国家广电总局全国重点网络微短剧推荐名单，考虑到行业回暖以及公司的剧集储备较为丰富（《深海 1950》、《花千骨 3》、《武林外史》等），其中《深海 1950》为公司主投主控的平台版权定制剧，爱奇艺联合出品，主演包括于和伟、吴越等，24 年 6 月已经杀青并进入后期制作阶段，该项目有望给 24 年带来较好增长。我们预计 2024-2026 年影视剧业务同比增长 54%、29%、和 11%，实现营业收入 7.07/9.12/10.12 亿元。随着公司新战略的实施，预计项目将平稳落地，参考电视剧业务行业平均毛利率水平，预计 2024-2026 年影视剧业务毛利率为 22.00%、22.00%、22.00%。

2) 游戏及互联网服务业务：考虑到公司游戏及互联网服务的收入规模较小，且处于稳健运营状态，因此我们预计 2024-2026 年游戏及互联网服务业务收入同比微增，参考艾瑞咨询报告对于游戏行业 24-26 年规模增长的预测（24-26 年增速分别为 4.7%、3.9%、3.3%），由于行业未来规模能够反映行业需求情况，公司游戏业务运营较为稳健，假设未来增速为行业平均水平，预计 2024-2026 年该业务同比增长 4.7%、3.9%、3.3%。由于该业务运营较为稳健，预计毛利率预计不变，分别为 65.66%、65.66%、65.66%。

3) 其他业务：考虑到公司其他业务规模较小，对总收入贡献微量业绩，因此我们预计 2024-2026 年其他业务收入保持不变，毛利率为同 23 年保持不变，分别为 -58.02%、-58.02%、-58.02%。

表16：公司营收拆分（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	461	709	914	1,015
YoY-%		53.8%	28.9%	11.0%
影视剧	459	707	912	1,012
YoY-%		54.0%	29.0%	11.0%
毛利率	7.82%	22.00%	22.00%	22.00%
游戏及互联网服务	1.29	1.4	1.4	1.5
YoY-%		4.7%	3.9%	3.3%
毛利率	65.66%	65.66%	65.66%	65.66%
其他业务	0.89	0.89	0.89	0.89
YoY-%		0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	-58.02%	-58.02%	-58.02%	-58.02%

资料来源：iFind，民生证券研究院预测

费用率预测：一直以来公司费用率控制在较低水平，随着公司效率提升，费用率有望进一步优化。

销售费用率：公司优化发行费用支出，我们预计 2024-2026 年公司销售费用率为 1.09%、1.05%、1.01%。

管理费用率：公司优化内部管理，强化费用管控，我们预计 2024-2026 年公司销售费用率为 6.00%、5.80%、5.50%。

研发费用率：公司研发投入较少，2018-2022 年研发费用率分别为 0.29%、0.17%、0.13%、0.17%、0.01%，2023 年研发费用绝对额为 0，由于游戏业务运营较为稳定，预计研发费用率保持不变。我们预计 2024-2026 年研发费用率分别为 0%、0%、0%。

财务费用率：公司降杠杆，优化资金效率，减少有息债务，我们预计 2024-2026 年公司财务费用率为-0.12%、-0.18%、-0.18%。

表17：公司主要费用率预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用	5.02	7.72	9.60	10.25
销售费用率	1.10%	1.09%	1.05%	1.01%
管理费用	28.04	42.55	53.02	55.80
管理费用率	6.1%	6.00%	5.80%	5.50%
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
研发费用率	0.0%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-4.36	-0.82	-1.67	-1.82
财务费用率	-0.95%	-0.12%	-0.18%	-0.18%

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

4.2 投资建议

剧集主业加速发力，积极探索“影视+科技”新业务版图，公司与江西高校出版社在游戏业务领域建立战略合作伙伴关系，投资 Rokid 以拓展 AR 内容生态。考虑公司目前主业为剧集的制作，我们选取主业相似，同为影视剧内容制作方的华策影视、芒果超媒和光线传媒作为可比公司。相关公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 21X、18X、16X，公司 2024-2026 年 PE 分别为 33X、25X、22X。考虑到公司利润增速高于可比公司，公司 2024 年 PEG 为 1.48 倍，低于可比公司平均水平 1.75 倍。此外公司前瞻布局 AR 等新技术新应用方向，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

表18: 可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PEG
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
300133.SZ	华策影视	5.72	0.24	0.27	0.30	24	21	19	2.16
300413.SZ	芒果超媒	19.37	1.09	1.22	1.35	18	16	14	1.58
300251.SZ	光线传媒	7.38	0.36	0.41	0.47	20	18	16	1.50
	平均					21	18	16	1.75
002343.SZ	慈文传媒	4.97	0.15	0.20	0.23	33	25	22	1.48

资料来源: iFind, 民生证券研究院预测 注: 数据截至 2024 年 7 月 30 日收盘, 可比公司数据采用 iFind 一致预期

5 风险提示

1) 政策监管风险。影视内容受到政策影响较大，如果政策审核趋严，可能会导致公司项目上线进度推迟风险。

2) 行业竞争加剧的风险。目前电视剧、短剧等赛道新进者较多，存在行业竞争加剧，从而导致业务发展受到影响的风险。

3) 项目表现不及预期风险。影视产品表现具有不确定性，存在正式上线后表现不及预期的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	461	709	914	1,015
营业成本	425	553	713	791
营业税金及附加	1	1	2	2
销售费用	5	8	10	10
管理费用	28	43	53	56
研发费用	0	0	0	0
EBIT	12	108	142	161
财务费用	-4	-1	-2	-2
资产减值损失	-20	-16	-21	-23
投资收益	6	10	13	14
营业利润	31	103	136	154
营业外收支	8	0	0	0
利润总额	39	103	136	154
所得税	12	31	40	46
净利润	27	72	95	108
归属于母公司净利润	28	72	94	107
EBITDA	16	112	146	165

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	177	247	260	327
应收账款及票据	201	272	351	389
预付款项	0	0	0	0
存货	498	621	800	888
其他流动资产	61	63	65	66
流动资产合计	937	1,203	1,476	1,670
长期股权投资	12	12	12	12
固定资产	1	1	1	1
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	331	328	326	324
资产合计	1,268	1,531	1,802	1,994
短期借款	36	36	36	36
应付账款及票据	107	183	236	262
其他流动负债	123	245	386	467
流动负债合计	266	464	658	765
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	4	4	4	4
非流动负债合计	4	4	4	4
负债合计	270	468	661	769
股本	602	602	602	602
少数股东权益	31	32	33	34
股东权益合计	998	1,063	1,141	1,225
负债和股东权益合计	1,268	1,531	1,802	1,994

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-1.12	53.76	28.92	10.98
EBIT 增长率	-79.03	789.56	30.97	13.43
净利润增长率	-43.89	159.53	31.67	13.52
盈利能力 (%)				
毛利率	7.85	21.98	21.99	21.99
净利率	5.99	10.11	10.33	10.56
总资产收益率 ROA	2.18	4.68	5.24	5.37
净资产收益率 ROE	2.86	6.95	8.52	8.99
偿债能力				
流动比率	3.52	2.59	2.24	2.18
速动比率	1.51	1.17	0.97	0.97
现金比率	0.66	0.53	0.40	0.43
资产负债率 (%)	21.29	30.55	36.70	38.54
经营效率				
应收账款周转天数	158.75	140.00	140.00	140.00
存货周转天数	427.68	420.00	420.00	420.00
总资产周转率	0.32	0.51	0.55	0.53
每股指标 (元)				
每股收益	0.06	0.15	0.20	0.23
每股净资产	2.04	2.17	2.33	2.51
每股经营现金流	0.03	0.15	0.04	0.17
每股股利	0.00	0.04	0.05	0.06
估值分析				
PE	85	33	25	22
PB	2.4	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	144.05	20.33	15.64	13.83
股息收益率 (%)	0.00	0.76	1.00	1.14

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	27	72	95	108
折旧和摊销	4	4	4	4
营运资金变动	-10	-14	-87	-43
经营活动现金流	12	70	21	79
资本开支	4	0	0	0
投资	-219	0	0	0
投资活动现金流	-211	10	13	14
股权募资	0	0	0	0
债务募资	3	0	0	0
筹资活动现金流	10	-10	-21	-26
现金净流量	-188	70	13	67

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 3 月 31 日)	4
图 3: 公司 2015-2023 年营业收入及增速 (亿元)	7
图 4: 公司 2015-2023 年归母净利润 (亿元)	7
图 5: 公司 2015-2023 年分业务收入情况.....	7
图 6: 2014-2023 年公司流动资产情况.....	8
图 7: 2014-2023 年公司流动资产结构.....	8
图 8: 公司 2015-2023 年货币资金情况.....	8
图 9: 公司 2015-2023 年应收款项	8
图 10: 公司 2015-2023 年存货情况.....	9
图 11: 公司 2015-2023 年存货结构.....	9
图 12: 2018-2023 年电视剧备案情况.....	12
图 13: 2021-2023 年上线剧集部数及景气指数	12
图 14: 豆瓣 2023 年评分最高的华语剧集.....	13
图 15: 2020-2023 年备案电视剧古装题材数占比.....	13
图 16: TOP100 剧集题材类型数量分布 (部)	13
图 17: 2020-2027 年中国微短剧市场规模及预测.....	14
图 18: 2021-2023 年短剧拍摄备案情况.....	14
图 19: 2023 年上新短剧分账票房分布 (部)	14
图 20: 微短剧的兴起是供需双端的共振.....	15
图 21: 互动剧的情节设计	16
图 22: The Double Life of My Billionaire Husband 剧内截图.....	17
图 23: 2011-2013 年公司电视剧部数市占率	18
图 24: 2011-2013 年公司电视剧集数市占率	18
图 25: 公司“1133”发展战略规划	20
图 26: 古龙 IP 全产业链开发, 涵盖文娱产业、文旅产业、文化研究等领域.....	25
图 27: 2024 年公司创新业务计划	26
图 28: 杭州灵伴参与打造的“雁塔流光”AR 沉浸体验项目——展示 1	27
图 29: 杭州灵伴参与打造的“雁塔流光”AR 沉浸体验项目——展示 2	27

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司管理层经历.....	4
表 2: 公司旗下控股子公司 2023 年经营情况.....	6
表 3: 2017 年以来电视剧相关政策梳理	10
表 4: 国内短剧政策梳理.....	11
表 5: 2024 年第一季度短剧小程序投放 TOP10	16
表 6: 2013 年电视剧行业竞争格局 (民营制作机构)	18
表 7: 公司 2015 年上线的网络剧及其市占率情况	19
表 8: 2023 年公司及影视项目主要获奖情况.....	20
表 9: 公司历年出品的电视剧	21
表 10: 公司历年出品的网络剧.....	22
表 11: 公司历年出品的电影	22
表 12: 公司 2024 年电视剧计划	23
表 13: 公司 2024 年网生内容、电影等业务计划	24
表 14: 公司 3 部微短剧入选 2023 年 12 月国家广电总局全国重点网络微短剧推荐名单	25
表 15: VR、AR、MR 的区别.....	27
表 16: 公司营收拆分 (百万元)	28
表 17: 公司主要费用率预测	29

表 18: 可比公司估值	30
公司财务报表数据预测汇总	32

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。	公司评级	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