光线传媒（300251）深度研究

内容立身，横纵布局，业务亮点可寻

2019 年 03 月 19 日

东方财富证券 Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

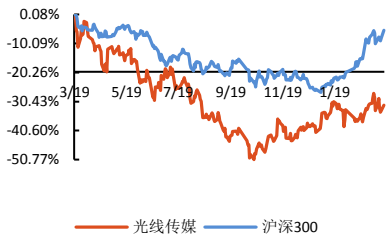
证券分析师：陈博

证书编号：S1160517120001

联系人：高思雅

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	26901.19
流通市值（百万元）	25236.40
52 周最高/最低（元）	13.97/6.22
52 周最高/最低（PE）	50.72/7.41
52 周最高/最低（PB）	4.75/2.22
52 周涨幅（%）	-26.47
52 周换手率（%）	270.71

相关研究

《三季度票房成绩不俗，影视剧项目储备丰富》

2018.10.30

《布局实景娱乐，“线上+线下”联动效果值得期待》

2017.12.28

【投资要点】

- **管理层稳定优秀。**光线传媒的核心管理层均于公司创立时加入并任职至今，创始人王长田先生拥有十年以上传统媒体及新媒体领域的管理经验，以对文娱环境的精准判断，带领光线进行了几次重要转型。
- **品宣能力已被验证，头部作品可期。**电影业务是公司的盈利核心，光线具备优质的项目把控能力，主打商业类型片，在喜剧、青春片方面颇有建树，挖掘新生代导演、演员，不断提升影片质量，与时俱进的宣发优势能够提升单片竞争力；公司不断巩固行业龙头地位，投资发行票房过亿的影片比例稳定，同时具备打造爆款的潜力。
- **动漫业务贡献业绩弹性。**光线前瞻性布局动漫领域，以投资的方式绑定业内大部分主流的独立动漫制作公司，逐步形成自己的品牌矩阵，且在成人向动画电影方面积累了不错的口碑；公司项目储备丰富，2019-2020 年多部重量级作品上映，票房表现可期。
- **控股猫眼完善产业链布局。**猫眼是国内在线电影票务龙头，公司通过逐步增持猫眼股份，卡位重要的互联网渠道，双方共享流量，在发行、衍生品、广告业务等方面协同效应佳，将进一步放大产业链价值。

【投资建议】

- 公司 2018 年营收下滑主因视频直播业务出表，而利润的贡献主要来自 2018Q1 出售新丽传媒的投资收益，考虑 2018Q4 公司对商誉等资产计提大额资产减值准备，以及所得税率水平大幅增长，我们下调公司营收及利润预测，预计公司 2018/2019/2020 归母净利润分别为 14.1/9.05/10.65 亿元，EPS 分别为 0.48/0.31/0.36 元，对应的 PE 分别为 18/29/24 倍，维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1843.45	1525.50	1996.70	2380.65
增长率（%）	6.48	-17.25	30.89	19.23
EBITDA（百万元）	872.76	2037.80	1114.52	1284.18
归母净利润（百万元）	815.16	1409.67	904.97	1065.48
增长率（%）	10.02	72.93	-35.80	17.74
EPS（元/股）	0.28	0.48	0.31	0.36
市盈率（P/E）	31.78	18.38	28.62	24.31
市净率（P/B）	3.08	2.73	2.61	2.45
EV/EBITDA	29.74	11.64	21.16	18.03

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- 电影票房不及预期；行业政策风险；在线票务市场竞争加剧。

正文目录

1. 公司概览 5
1.1. 历史沿革：从民营电视到国产电影 5
1.2. 股权集中，管理层优秀 6
2. 电影业务：品宣经验丰富，头部作品可期 7
2.1. 宣发优势提升单片竞争力 8
2.2. 主打商业类型片 10
2.3. 制作能力已被验证，具备跻身头部的潜力 13
3. 动漫电影：外延布局，逐步释放红利 16
3.1. 国产动画电影前景可观 16
3.2. 参投动画公司，具备前瞻意识 17
3.3. 成人向影片突出，逐步积攒品牌 18
4. 控股猫眼：加速渠道整合，完善产业链布局 19
4.1. 逐步增持猫眼股份 19
4.2. 猫眼：四项业务驱动 20
4.2.1. 在线电影票务龙头 20
4.2.2. 立足宣发，涉足影视制作 22
4.2.3. 放大流量优势，开展电商及广告业务 22
4.3. 流量共享，协同效应佳 23
5. 财务分析 24
6. 盈利预测 25
7. 估值与投资建议 26
8. 风险提示 27

图表目录

图表 1：光线传媒电视节目业务模式 5
图表 2：光线传媒栏目制作与广告业务情况 5
图表 3：光线传媒各项业务收入贡献 6
图表 4：光线传媒各项业务毛利率 6
图表 5：光线传媒股权结构 6
图表 6：光线传媒管理层 7
图表 7：国内电影票房表现 8
图表 8：光线传媒电影业务收入及毛利率 8
图表 9：光线传媒影视剧业务收入 8
图表 10：光线传媒代理发行与投资发行影片数量 9
图表 11：光线传媒电影发行营销人员主要工作 9
图表 12：2006-2012 年光线参与发行票房过亿影片 9
图表 13：光线投资发行电影票房占国产片票房收入比例 10
图表 14：2012 年国内电影票房 TOP10 10
图表 15：《泰囧》的档期错峰 10
图表 16：2006-2012 年公司参与的港片 11
图表 17：2006-2018 年光线传媒参与的喜剧片 11
图表 18：2013-2018 年票房破亿的 20 部国产青春片 12
图表 19：2013-2018 年国产青春片 12
图表 20：国产片票房占总票房的比例 13
图表 21：国产片 Top10、Top20 占国产片总票房比例 13
图表 22：2011-2018 年国产片票房分布 13
图表 23：2011-2018 年光线传媒参与的影片票房分布 13
图表 24：2014-2018 年国产影片票房 Top20 14
图表 25：光线参与电影猫眼评分均分 15
图表 26：光线参与电影猫眼评分分布 15
图表 27：2018 年 Top20 中新生代导演的影片票房 15
图表 28：与光线合作的转型导演代表作票房及评分 15
图表 29：动画电影票房及占比 16
图表 30：动画电影上映数量及单部平均票房 16
图表 31：2011-2018 年国内动画电影票房分布 16
图表 32：2011-2018 年国产动画电影票房分布 17
图表 33：国内动画电影票房超过 5 亿的影片 17
图表 34：光线彩条屋投资的动漫制作公司 18
图表 35：2009-2018 年光线传媒上映的动画电影票房及评分 19
图表 36：猫眼历史沿革 19
图表 37：猫眼娱乐 VIE 架构 20
图表 38：国内在线票务市场发展史 21
图表 39：国内在线电影票务市场总交易额 21
图表 40：国内在线电影票务市场竞争格局 21
图表 41：在线电影票务服务模式 22
图表 42：猫眼在线电影票务收入 22
图表 43：猫眼电影制作业务总收益 22
图表 44：猫眼娱乐内容服务业务收入 22
图表 45：猫眼娱乐电商服务业务收入 23
图表 46：猫眼售出的卖品交易总额 23
图表 47：猫眼娱乐营业收入及毛利率 23
图表 48：猫眼娱乐归母净利润及增速 23
图表 49：猫眼平均月活用户（万） 24

图表 50：猫眼电影票务服务交易用户数（万）..... 24
图表 51：光线传媒营业收入及增速..... 24
图表 52：光线传媒归母净利润及增速..... 24
图表 53：光线传媒毛利率及净利率..... 25
图表 54：光线传媒三费..... 25
图表 55：光线传媒存货及存货周转率..... 25
图表 56：光线传媒应收账款及应收账款周转率..... 25
图表 57：盈利预测关键财务数据..... 26
图表 58：DCF 估值模型（FCFF）的基本假设 26
图表 59：可比公司估值..... 27
图表 60：历史 PE（TTM）区间..... 27
图表 61：历史 PB 区间..... 27

1. 公司概览

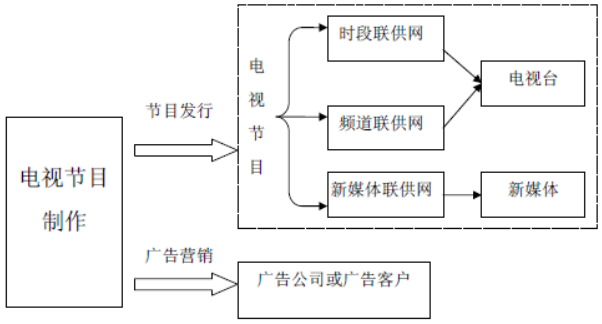
1.1. 历史沿革：从民营电视到国产电影

1999-2006 年：娱乐为王，成就民营电视领袖

1999 年，王长田离开北京电视台，打造了内地第一档大型娱乐资讯节目《中国娱乐报道》，成功地迎合了电视业的两大趋势，即**制播分离和娱乐化转向**。2000 年北京光线广告有限公司成立，两年后变更为北京光线传媒有限公司。

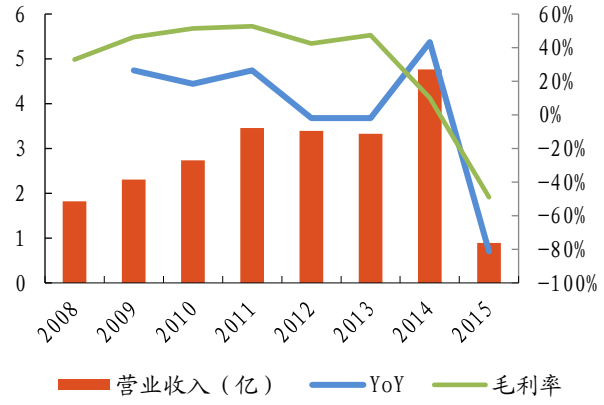
2009 年，王长田首次提出一种新的电视节目发行模式，即电视节目联供网。光线传媒以电视节目为纽带，建立以全国 307 个地面频道为核心的渠道网络，与频道分享广告时段资源，通过节目发行和广告运营创收。补齐了渠道短板后，光线传媒从民营电视机构中脱颖而出。2011 年光线传媒栏目制作与广告业务毛利率达到 52.71%，**较 2008 年提升近 20pct。**

图表 1：光线传媒电视节目业务模式



资料来源：公司招股意向书，东方财富证券研究所

图表 2：光线传媒栏目制作与广告业务情况



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

2006-2011：小步起舞，切入影视剧行业

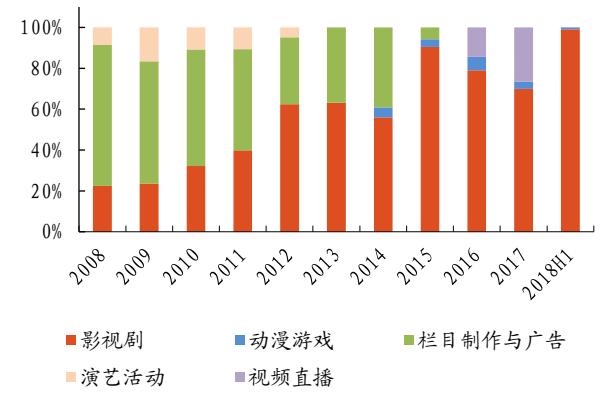
2006 年，光线以发行业务正式进军影视行业，并在随后的几年有选择性的参与少量影片的投资和制作。2007 年光线收购东方传奇，开始尝试电视剧制作，以都市剧、情景喜剧为主。2009 年我国开设创业板，光线抓住时机提交上市申请，于 2011 年 8 月 3 日在深交所挂牌上市。

2012-2015 年：业务调整，加码影视剧行业

上市之后，公司减少了电视节目制作，逐步向影视剧业务倾斜。2012 年，公司栏目制作与广告业务首次出现负增长，同比下滑 1.92%。这一年公司**影视剧业务收入首次超过栏目制作与广告业务，贡献了当年 62.38%的营收。**同时，影视剧业务毛利率达 43.94%，超过了栏目制作与广告业务 42.53%的毛利率。

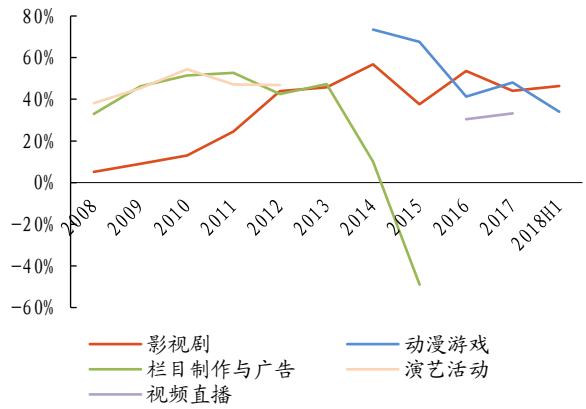
2012 年 8 月公司出资 8100 万收购欢瑞世纪 4.81%的股权，次年以 8.29 亿元投资新丽传媒 27.64%股权，光线以合作联盟的方式，参投多部电视剧。2014 年入股仙海科技、蓝弧文化，业务延伸至动漫游戏领域。2015 年 3 月，引入阿里创投，成为公司第二大股东，占股 8.78%。同年 10 月成立彩条屋影业，深耕动漫行业。

图表 3：光线传媒各项业务收入贡献



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 4：光线传媒各项业务毛利率



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

2016 年至今：加快产业链布局，多点构建内容生态

2016 年，公司彻底转型为娱乐内容提供商，电视事业部解散，电影业务成为核心，2015、2016 年营收占比达 90.44%、79.08%。2016 年 5 月公司联合光线控股入股猫眼电影，进军在线票务市场。2016-2017 年，视频直播业务并表提升营收。通过长期积累和投资，光线逐渐形成“影视+动漫+内容关联+产业投资”四大业务板块。

1.2. 股权集中，管理层优秀

光线传媒实际控制人为董事长兼总经理王长田先生，持股 41.86%。阿里创投持有公司 8.78%股份，北京三快科技持有 6%。前十大股东中，王华、杜英莲、王洪田均为王长田先生亲属，王氏家族合计持有 50.16%股份。

图表 5：光线传媒股权结构



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

王长田先生是专业记者出身，经历了纸媒向电视媒体再向新媒体的行业变迁，拥有十年以上文娱媒体领域的管理经验，以对文娱环境的精准判断，带领光线进行了几次重要转型，李德来先生、李晓萍女士也是业内具有影响力的专家，均于 2000 年加入公司，并任职至今。

图表 6：光线传媒管理层

管理层	职务	介绍
王长田	光线传媒创始人、董事长、总裁	1965 年生，复旦大学新闻学学士学位，毕业后依次在全国人大常委会新闻局、《中华工商时报》、北京电视台任职，后创办光线传媒，成功打造《中国娱乐报道》，被称为中国娱乐新闻“教父”，拥有十年以上传统媒体与新媒体领域的管理经验，被《中国青年》评为“可能影响 21 世纪中国的 100 个青年人物”，中国传媒娱乐业最有影响力的人士之一。
李德来	光线传媒副总裁	1963 年生，毕业于中国人民大学新闻系。1995 年在北京电视台与王长田先生一起创办了财经栏目《北京特快》，1999 年加入公司，负责内容制作，拥有二十年以上媒体行业工作经验，公认的娱乐节目制作专家，被评为中国电视界最有影响力的专家之一。
李晓萍	光线传媒副总裁	1974 年生，曾在 CCTV 工作，在媒体管理和运营领域拥有丰富经验，1999 年加入光线传媒，负责日常运营，是中国广告界最具影响力的人士之一。

资料来源：公司公告，公开信息，东方财富证券研究所

2. 电影业务：品宣经验丰富，头部作品可期

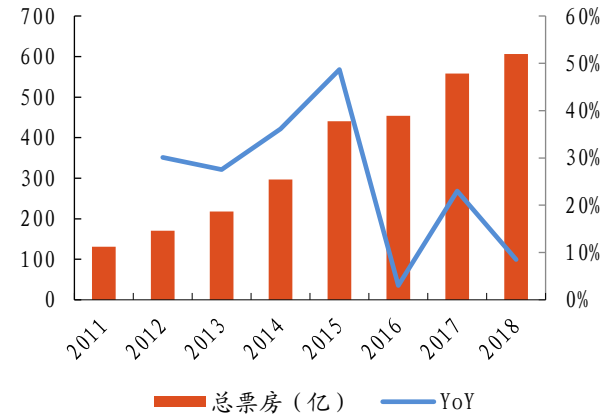
影视剧业务为光线传媒的盈利核心，而其中电影业务 FY17 贡献了 95%以上的收入。2004 年，光线传媒的全资子公司光线影业成立，两年后光线将电影业务作为战略项目开始运作，从发行业务逐步介入上游的投资制作。

2012 年往往被视为电影业务发展的分水岭，这一年光线制作发行的电影《泰囧》一举成名，2006-2012 年电影业务收入 CAGR 高达 108.04%。

2012-2015 年电影业务收入 CAGR 为 31.02%，2015 年电影业务收入同增 102.69%高于同期国内电影大盘的整体增速，光线投资发行的两部影片《港囧》和《寻龙诀》跻身票房前三。

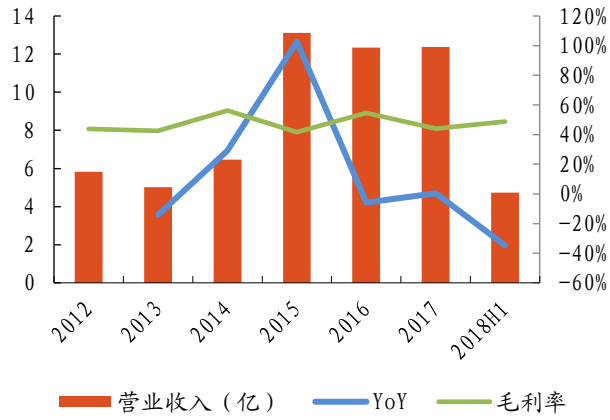
2016 年国内电影大盘增速放缓至 3.02%，光线投资《美人鱼》登顶票房榜，但电影业务收入下滑 5.83%。2017 年电影业务收入基本与去年持平，爆款作品缺失，但影片质量稳步提升。

图表 7：国内电影票房表现



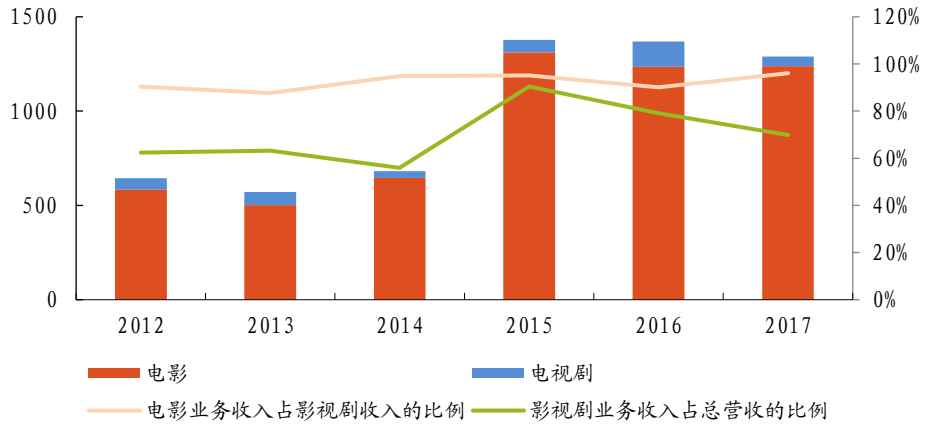
资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

图表 8：光线传媒电影业务收入及毛利率



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 9：光线传媒影视剧业务收入



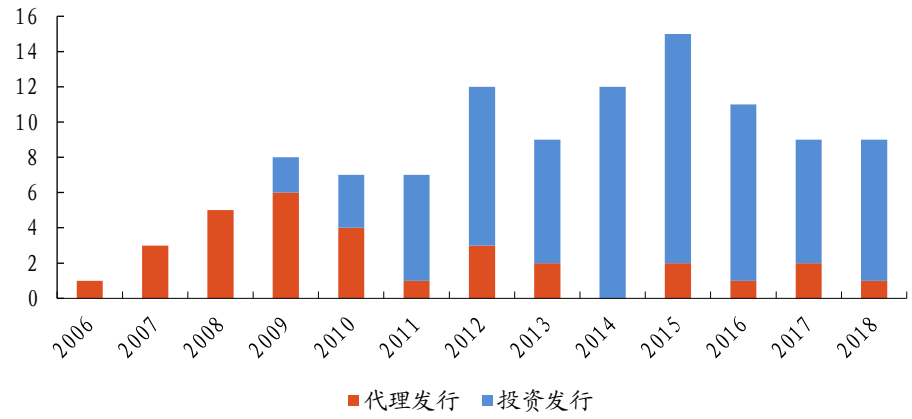
资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

2.1. 宣发优势提升单片竞争力

转型投资发行，抬升毛利率。考虑到影片发行的盈利模式稳定，投资风险较低，2006 年，光线作为《伤城》的联合发行方试水影视行业。影片发行主要有代理发行和投资发行两种，前期公司以代理发行为主，收取固定比例的代理发行费（一般为影片总票房的 4-6%），毛利率较低。

2009 年，光线拿到了北京银行 2 亿授信额度的贷款，开始实施“第一原创电影公司”战略，逐步加大投资影片的比例和金额。2008-2010 年，公司电影业务毛利率分别为-3.74%、8.53%、10.02%，逐步抬升。

图表 10：光线传媒代理发行与投资发行影片数量



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

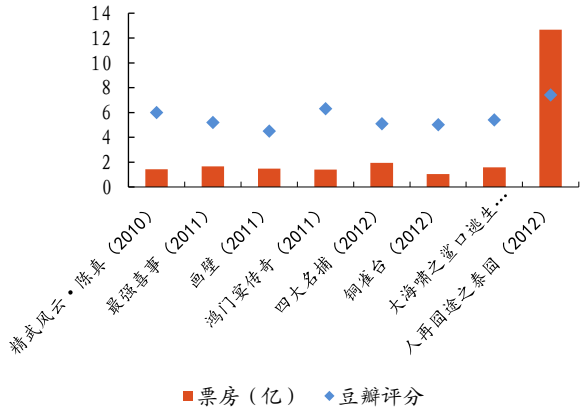
以营销为导向的发行新模式。一直以来国内电影发行公司以链接制作方和院线方并通过差价和物流管理创收。而光线建立了一个以市场部、大区办事处以及城市销售代表相结合的**三级矩阵发行系统**，并采用以市场为中心的项目经理体制，将 B to B 模式转变成 B to C 模式，通过地区化、分众化运作直接影响观众选择，实现营销环节的增值。2006-2012 年公司发行影片有 8 部取得票房过亿成绩，如《四大名捕》等，这些影片豆瓣均分仅 5 分左右，但光线能通过驻地式营销和精细化运作帮助影片建立优势，实现地方票房最大化。

图表 11：光线传媒电影发行营销人员主要工作

阶段	主要工作
映前	市场调查与分析、产品推介、地方宣传方案与策略的制定与实施、地方推广方案的制定（对商家、影院和媒体等）、影院阵地宣传位置的征订、宣传品的落实摆放、影院拷贝投放意见、映前场次的沟通等
映中	票房数据监察、统计与上报、同档期其他影片票房监测与分析、映中场次沟通、阵地宣传品摆放监察、拷贝调配、当地宣传与活动推广等
映后	拷贝回收、监测票房与统计票房核对等

资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

图表 12：2006-2012 年光线参与发行票房过亿影片



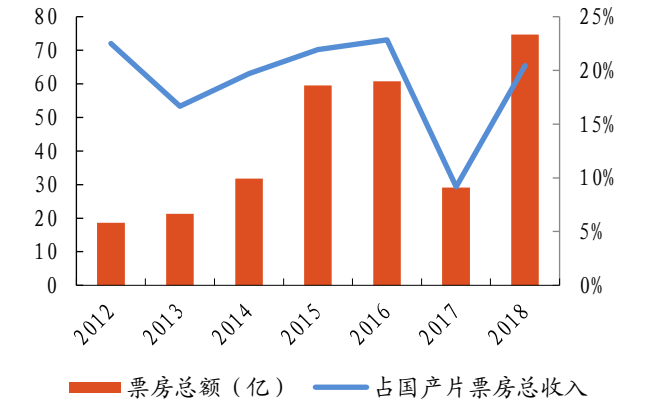
资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

电影发行市场巨头。2011 年，公司发行的影片数量和票房收入跻身行业前五名，次年跻身行业**前两名**，参与影片的票房总额破 16 亿，占全国国产片票房大幅升至 20%。2012 年光线出品发行的影片《泰囧》以 12.67 亿登顶票房榜，其成功离不开两个因素：1）档期错峰，《泰囧》原定档 12 月 21 日，但为了避让同期上映的大制作《十二生肖》、《血滴子》、《大上海》而提档至 12 月 12 日，此时《少年派》、《1942》、《王的盛宴》已上映多日热度开始衰退。2）营销到位，《泰囧》宣发费用约 3000 万，与制作成本相当，采用了“电视活动+线下活动+院线宣发+互联网传播”的整合营销策略，并通过广告营销，在全国各地电视台的民生新闻上做广告，以提高家庭观众尤其是中老年观众的关注度。

进入自媒体时代，影片口碑发酵速度更快，院线会据此对排片迅速调整，

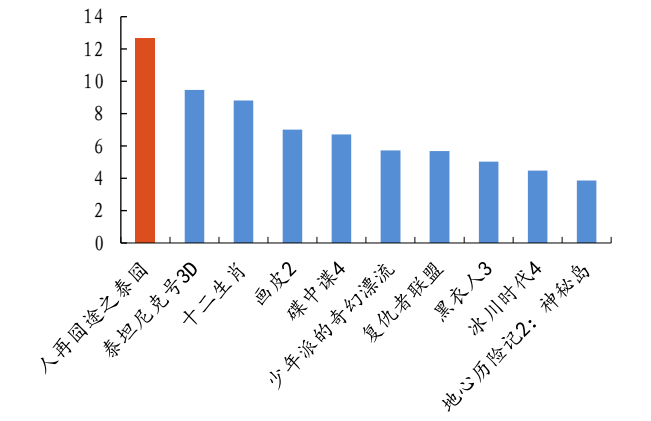
光线能够丰富宣发形式，触达潜在观影群体，例如借力抖音宣传《超时空同居》，以“土味情话”为梗创造热度；《一出好戏》导演黄渤在抖音以电影主题曲《最好的舞台》为 BGM，发起了“黄渤迪斯科挑战”，吸引了七万余人的挑战，为电影带来自来水式口碑流量。

图表 13：光线投资发行电影票房占国产片票房收入比例



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 14：2012 年国内电影票房 TOP10



资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

图表 15：《泰囧》的档期错峰

上映时间	电影	类型	导演	主演	总票房（亿）	参与公司
2012/11/22	少年派的奇幻漂流	奇幻、冒险	李安	苏拉·沙玛	5.72	中国电影
2012/11/29	一九四二	剧情、历史	冯小刚	张国立、陈道明	3.71	华谊兄弟
2012/11/30	王的盛宴	古装、历史	陆川	刘烨、吴彦祖	0.77	星美传媒
2012/12/12	人再囧途之泰囧	喜剧	徐峥	徐峥、王宝强、黄渤	12.67	光线传媒
2012/12/20	十二生肖	动作	成龙	成龙、权相佑、廖凡	8.81	华谊兄弟
2012/12/20	血滴子	动作	刘伟强	黄晓明、阮经天、李宇春	0.72	星美传媒
2012/12/21	大上海	剧情、动作	王晶	周润发、黄晓明	1.49	博纳影业

资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

2.2. 主打商业类型片

早期借助港片打开局面。光线一开始就决定以中等投资的商业类型片作为主体产品，主要因为相较于艺术片，类型片面貌清晰利于推广。中国内地类型片自 1940 年代就中断了，而香港的警匪、动作、惊悚、喜剧片发展更为完善，所以早期光线参与的电影多为港片。2009 年，光线与陈嘉上、刘伟强、黄百鸣、黄玉郎、林超贤等香港知名电影人达成了战略合作，主投名导大制作，如陈木胜的《全城戒备》、刘伟强的《精武风云·陈真》、陈嘉上的《画壁》。

图表 16：2006-2012 年公司参与的港片

上映时间	电影名称	总票房（亿）	上映时间	电影名称	总票房（亿）	上映时间	电影名称	总票房（亿）
2006/12/21	伤城	0.43	2008/12/24	大搜查	0.12	2011/9/29	画壁	1.49
2007/7/7	女人本色	-	2009/1/22	家有喜事 2009	0.40	2011/10/27	梦游	0.09
2007/8/3	导火线	0.31	2009/3/27	东邪西毒：终极版	-	2011/11/29	鸿门宴传奇	1.39
2007/10/1	铁三角	0.28	2010/2/10	花田喜事 2010	0.60	2011/12/27	极速天使	0.24
2008/1/11	蝴蝶飞	0.08	2010/7/9	出水芙蓉	0.08	2012/2/24	新龙门客栈	0.06
2008/6/12	深海寻人	0.22	2010/8/6	全城戒备	0.89	2012/3/8	情谜	0.22
2008/10/23	亲密	0.03	2010/9/21	精武风云·陈真	1.42	2012/6/28	画皮 2	7.02
2008/10/31	夺标	0.05	2011/1/31	最强喜事	1.67	2012/7/12	四大名捕	1.94
2008/11/20	证人	0.17	2011/4/29	B+侦探	0.25			

资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

七大厂牌各司其职。公司现有光线影业（重点大项目）、青春光线（青春题材）、彩条屋（动画电影、动漫题材）、五光十色（女性题材）、小森林（和作者相关的影视剧）、迷你光线（小规模项目）、迷彩光线（军事、动作、主旋律题材）七大厂牌。

光线在喜剧片方面收获颇丰，2009 年-2011 年公司参与的《家有喜事》、《花田喜事 2010》、《最强喜事》3 部中小成本贺岁喜剧片均取得可观收益，这是光线最早参投的喜剧系列。2012 年《泰囧》的诞生，之后**公司保持每年至少做两部喜剧片。**2015 年《港囧》、2016 年《美人鱼》接连刷新纪录，2018 年《唐人街探案 2》为春节档冠军，2019 年《疯狂的外星人》破 20 亿为春节档第二名。

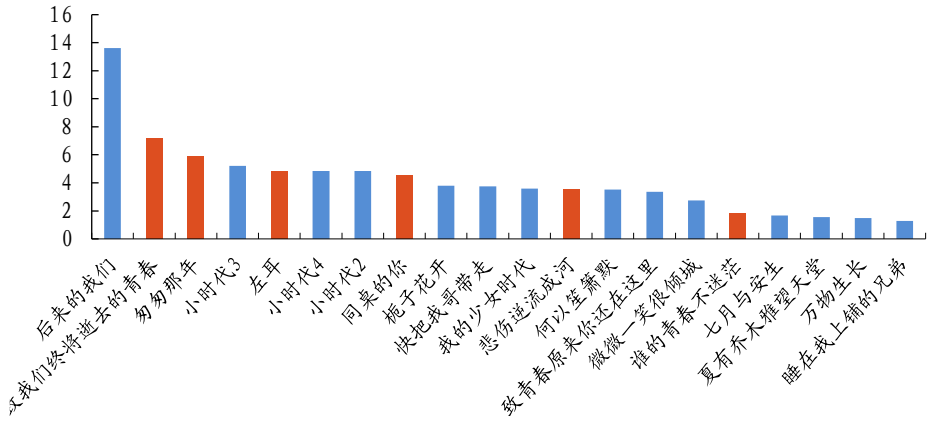
另一条路线是青春片，2013 年赵薇的《致青春》以 7.19 亿票房开启了青春片时代，2014、2015 年是这一类型片的黄金时代，之后几年青春片数量激增但少有佳作出现。但对比来看，光线的几部青春片在票房表现上位居前列，票房前十中有 4 部是光线出品，共 6 部票房破亿。

图表 17：2006-2018 年光线传媒参与的喜剧片

上映时间	电影名称	合作方式	总票房（亿）	上映时间	电影名称	合作方式	总票房（亿）
2009/1/22	家有喜事 2009	联合出品+发行	0.40	2015/9/25	港囧	出品+发行	16.14
2009/8/28	气喘吁吁	联合出品+发行	0.41	2015/12/3	怦然星动	出品+发行	1.59
2009/9/11	斗牛	联合出品+发行	0.11	2015/12/24	恶棍天使	出品+发行	6.48
2010/2/10	花田喜事 2010	联合出品+发行	0.60	2016/2/8	美人鱼	出品	33.86
2011/1/31	最强喜事	出品+发行	1.67	2016/9/29	从你的全世界路过	出品+发行	8.13
2012/1/23	新天生一对	出品+发行	0.52	2017/1/28	大闹天竺	出品+发行	7.56
2012/9/14	伤心童话	出品+发行	0.11	2017/4/28	春娇救志明	联合出品+发行	1.75
2012/12/12	人再囧途之泰囧	出品+发行	12.67	2017/7/21	父子雄兵	出品	1.25
2013/3/29	厨子戏子痞子	出品+发行	2.72	2017/9/29	缝纫机乐队	出品+发行	4.59
2013/6/21	不二神探	联合出品+发行	2.83	2018/2/16	唐人街探案 2	联合出品	33.97
2014/1/31	爸爸去哪儿	联合出品+发行	6.96	2018/5/18	超时空同居	出品+发行	8.99
2014/6/27	分手大师	出品+发行	6.65	2018/8/10	一出好戏	出品+发行	13.55

资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

图表 18：2013-2018 年票房破亿的 20 部国产青春片



注：红色为光线出品； 资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 19：2013-2018 年国产青春片

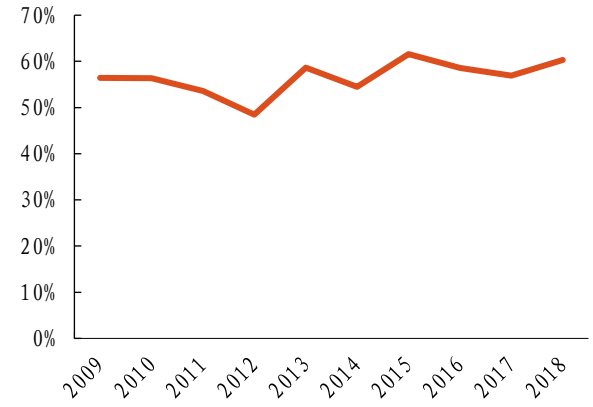
上映时间	电影名称	总票房（亿）	上映时间	电影名称	总票房（亿）	上映时间	电影名称	总票房（亿）
2013/4/26	致我们终将逝去的青春	7.19	2016/4/1	睡在我上铺的兄弟	1.27	2017/6/9	李雷和韩梅梅	0.41
2013/6/27	小时代 2	4.84	2016/4/22	谁的青春不迷茫	1.79	2017/6/9	我心雀跃	0.005
2014/4/25	同桌的你	4.55	2016/7/8	致青春原来你还在这里	3.36	2017/6/16	六人晚餐	0.02
2014/7/17	小时代 3	5.21	2016/7/28	六弄咖啡馆	0.07	2017/7/7	秘果	0.08
2014/12/5	匆匆那年	5.88	2016/8/5	夏有乔木雅望天堂	1.56	2017/7/12	青禾男高	0.30
2015/4/17	万物生长	1.48	2016/8/12	微微一笑很倾城	2.75	2017/7/20	闪光少女	0.65
2015/4/24	左耳	4.85	2016/8/26	在世界中心呼唤爱	0.11	2017/9/15	会痛的十七岁	0.08
2015/4/30	何以笙箫默	3.53	2016/9/2	我们的十年	0.44	2018/3/29	遇见你真好	0.51
2015/6/19	少年班	0.51	2016/9/14	七月与安生	1.66	2018/4/20	脱单告急	0.35
2015/7/9	小时代 4	4.85	2016/10/14	黑处有什么	0.08	2018/4/28	后来的我们	13.61
2015/7/10	栀子花开	3.79	2016/12/16	少年	0.16	2018/6/29	青春不留白	0.005
2015/10/23	既然青春留不住	0.50	2017/1/13	少年巴比伦	0.03	2018/8/17	快把我哥带走	3.75
2015/11/13	陪安东尼度过漫长岁月	0.63	2017/5/19	小情书	0.03	2018/9/21	悲伤逆流成河	3.56
2015/11/19	我的少女时代	3.58	2017/5/27	夏天 19 岁的肖像	0.09	2018/11/30	二十岁	0.03

注：不完全统计，红色字体为光线参与影片；资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

2.3. 制作能力已被验证，具备跻身头部的潜力

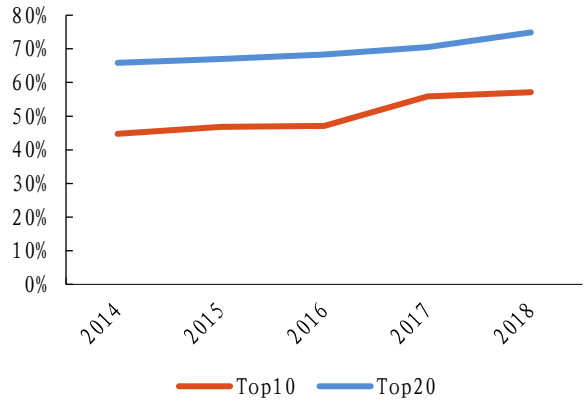
国产片竞争力增强，头部聚集效应增大。2018 年国产电影数量占比下降，但票房占比过六成，票房前 15 名的影片中，国产电影占九席。而单看国产片，也表现出明显的头部集中趋势，Top10、Top20 的国产电影占国产片总票房的比例逐年抬升，在 2018 年分别达到 57.11%、74.89%。此外，**头部电影的票房区间逐年上移**，从 2016 年开始已经超过 30 亿，2018 年有 5 部国产片票房过 20 亿，这意味着 2.04%的影片贡献了 40.86%的票房。而随着口碑效应的增强，优质内容的吸金作用将越发明显。

图表 20：国产片票房占总票房的比例



资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

图表 21：国产片 Top10、Top20 占国产片总票房比例



资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

图表 22：2011-2018 年国产片票房分布

总票房（亿）	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
>30	0	0	0	0	0	1	1	3
>20	0	0	0	0	1	0	2	5
>10	0	1	1	2	5	7	7	9
>5	2	3	7	10	16	16	16	21
>1	18	19	31	38	47	44	51	44

资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

底盘稳定，具备诞生头部作品的潜力。2018 年光线参与的影片票房分布比例有明显改善，此外，光线投资发行票房过亿的影片占票房过亿的国产片的比例一直比较稳定，平均在 17%，而票房大于 5 亿比例平均为 26%。2014 年-2018 年光线每年都有 4 部电影跻身国产电影票房前二十，至少有 1 部影片进入 Top10。

图表 23：2011-2018 年光线传媒参与的影片票房分布

总票房（亿）	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
>30	0	0	0	0	0	1	0	1
>20	0	0	0	0	0	1	0	1
>10	0	1	0	0	2	1	0	2
>5	0	2	2	3	3	4	2	5
>1	3	5	5	6	9	6	7	7

资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

图表 24：2014-2018 年国产影片票房 Top20

2014		2015		2016		2017		2018	
电影	票房（亿）	电影	票房（亿）	电影	票房（亿）	电影	票房（亿）	电影	票房（亿）
心花路放	11.69	捉妖记	24.4	美人鱼	33.86	战狼 2	56.83	红海行动	36.5
西游记之大闹天宫	10.44	寻龙诀	16.78	西游记之孙悟空三打白骨精	11.98	羞羞的铁拳	22.13	唐人街探案 2	33.97
智取威虎山	8.81	港囧	16.14	湄公河行动	11.86	前任 3	19.41	我不是药神	31
爸爸去哪儿	6.96	夏洛特的烦恼	14.41	长城	11.63	功夫瑜伽	17.48	西虹市首富	25.47
分手大师	6.65	煎饼侠	11.62	澳门风云 3	11.16	西游伏妖篇	16.52	捉妖记 2	22.37
后会无期	6.28	澳门风云 2	9.68	盗墓笔记	10.02	芳华	14.22	后来的我们	13.61
匆匆那年	5.88	西游记之大圣归来	9.56	功夫熊猫 3	10	乘风破浪	10.46	一出好戏	13.55
澳门风云	5.24	老炮儿	8.98	绝地逃亡	8.87	大闹天竺	7.56	无双	12.73
小时代 3	5.21	唐人街探案	8.18	从你的全世界路过	8.13	悟空传	6.96	巨齿鲨	10.51
一步之遥	5.13	天将雄师	7.37	北京遇上西雅图之不二情书	7.85	追龙	5.77	超时空同居	8.99
同桌的你	4.55	狼图腾	6.94	叶问 3	7.69	英伦对决	5.39	无名之辈	7.94
京城 81 号	4.11	九层妖塔	6.82	铁道飞虎	6.84	三生三世十里桃花	5.34	无问西东	7.54
北京爱情故事	4.05	恶棍天使	6.48	寒战 2	6.76	妖猫传	5.3	西游记女儿国	7.27
白发魔女传之明月天国	3.89	杀破狼 2	5.6	情圣	6.2	杀破狼·贪狼	5.22	来电狂响	6.4
亲爱的	3.44	战狼	5.45	使徒行者	6.05	熊出没·奇幻空间	5.21	影	6.28
窃听风云 3	3.08	滚蛋吧！肿瘤君	5.11	大鱼海棠	5.64	缝纫机乐队	4.59	狄仁杰之四大天王	6.06
归来	2.91	小时代 4	4.85	我不是潘金莲	4.82	建军大业	4.03	熊出没变形记	6.05
微爱之渐入佳境	2.85	左耳	4.85	摆渡人	4.77	嫌疑人 x 的献身	4.01	李茶的姑妈	6.04
催眠大师	2.73	奔跑吧！兄弟	4.32	爵迹	3.82	拆弹·专家	4	邪不压正	5.83
熊出没之夺宝熊兵	2.47	百团大战	4.13	火锅英雄	3.69	妖铃铃	3.63	爱情公寓	5.55

注：2016 年为分账票房，其余年份为总票房，红色为光线传媒参与影片；资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

吸引人才，影片提质。2006-2018 年，光线参与的影片猫眼评分均值逐年抬升，2018 年平均分为 8.35，整体来看 45.53%的影片处于 8 分以上。

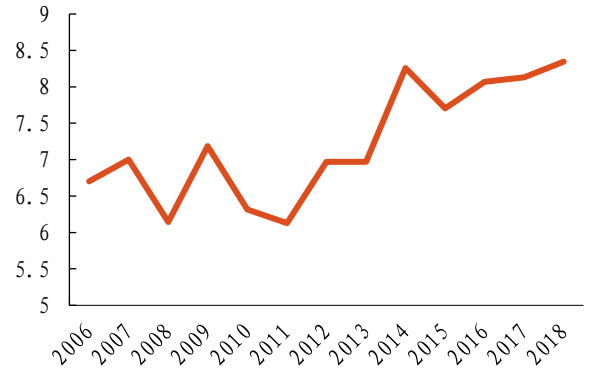
根据猫眼数据，2018 年票房 TOP20 电影中新生代创作型导演的 8 部电影票

房占总票房 41.1%，其中不乏光线投资发行的影片，如《唐人街探案 2》、《超时空同居》、《一出好戏》。事实上早在 2011 年，**光线影业就启动了新导演计划**，与内地新导演合作，主要是因为：1.早期投资香港大导演大制作质量欠佳，猫眼均分仅 6.52 分；2.演员转型导演的处女作大多制作成本不高，符合光线“低风险”的投资逻辑；3.避免了大导演中心制带来的过度依赖及舆论风险。而与光线合作的导演，如徐峥、王宝强、黄渤、邓超、赵薇、苏有朋、大鹏、苏伦等，均带来了口碑与票房双赢之作。

除了导演外，公司艺人经纪业务有序开展，独家签约艺人 30 余位，公司提供项目资源、演出机会，优秀艺人可以使公司有机会投资重要作品，同时影视剧选用签约艺人可以有效控制成本。

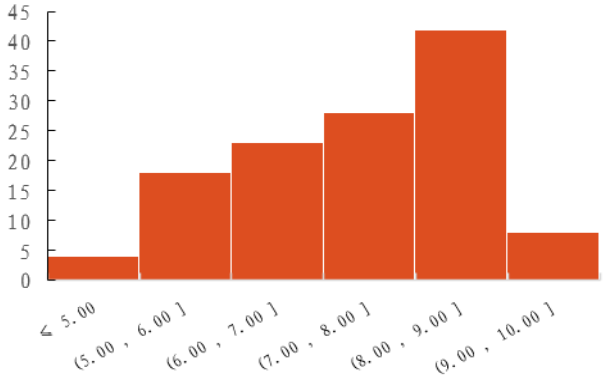
此外，公司签约 20 余位编剧，目标培养 20 个顶级制片人，将不断提升内容制作实力。

图表 25：光线参与电影猫眼评分均分



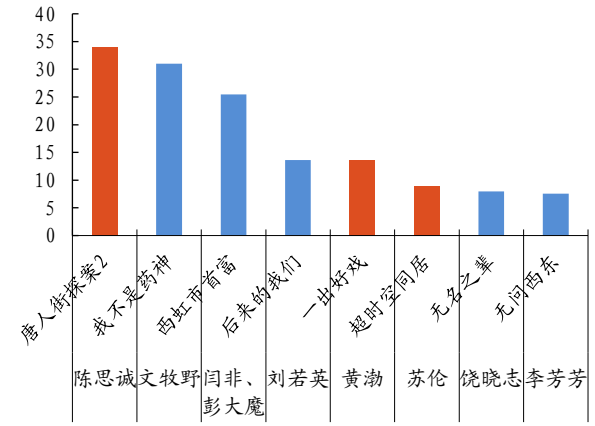
资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

图表 26：光线参与电影猫眼评分分布



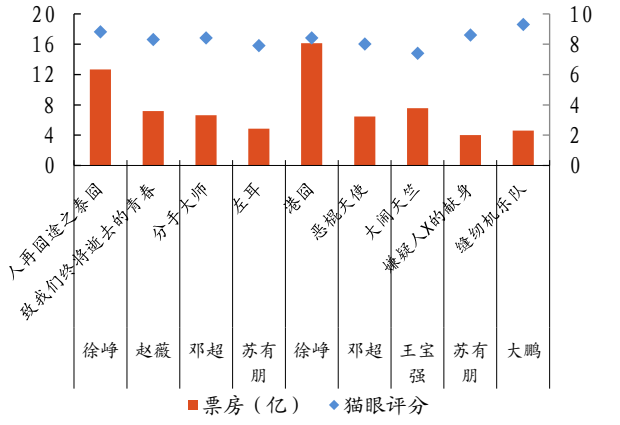
资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

图表 27：2018 年 Top20 中新生代导演的影片票房



资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

图表 28：与光线合作的转型导演代表作票房及评分



资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

3. 动漫电影：外延布局，逐步释放红利

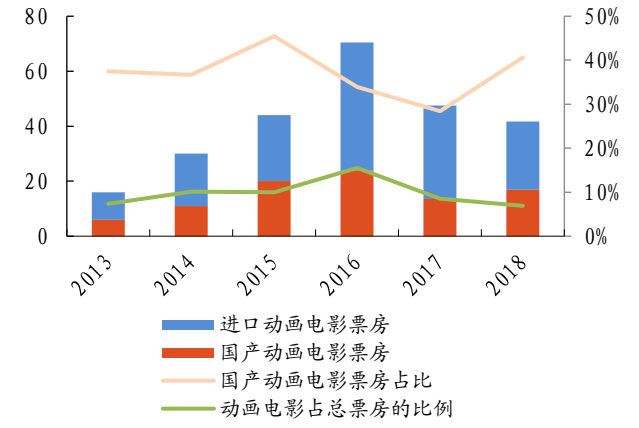
3.1. 国产动画电影前景可观

国产动画电影快步发展。2013-2018 年我国动画电影平均每年上映 54 部，年均票房 41.6 亿左右，约占全年票房 10%左右，而对比成熟市场动画电影票房 15%-20%的占比，我国动漫电影仍有可观的市场空间。2013-2016 年国内动画电影票房 CAGR 达到 63.86%，高于同期国内电影整体票房增速。

2016 年动画电影票房突破 70 亿，这一年诞生了《疯狂的动物城》、《功夫熊猫 3》、《你的名字。》、《大鱼海棠》等爆款动画。2017 年动画电影票房遇同比减少 32.53%，主要由于国产新片数量减少且缺乏爆款影片，其中国产动画电影仅占总体票房的 28.42%。

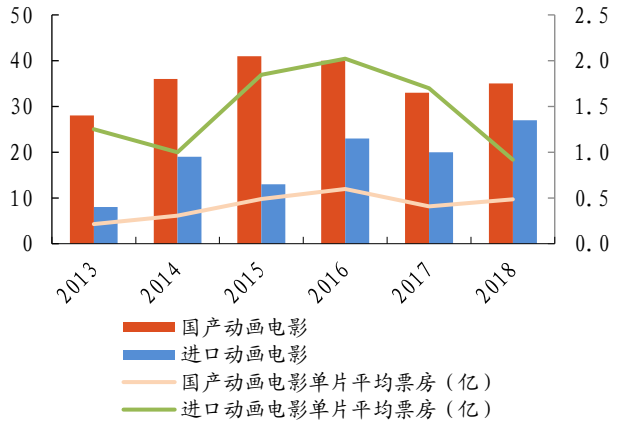
2018 年动画电影票房 41.7 亿，同降 2.1%，对全年票房贡献约 6.9%。但国产动画电影票房同比增长 25.41%，数量占比降至 56.45%，但对总票房的贡献升至 40.6%，单部平均票房有所提高，与进口动画电影票房差距进一步缩小。

图表 29：动画电影票房及占比



资料来源：艺恩，东方财富证券研究所

图表 30：动画电影上映数量及单部平均票房



资料来源：艺恩，东方财富证券研究所

国产动画电影两极分化明显。从动画电影票房分布来看，国产动画电影在 5000 万至 1 亿票房区间占有主导地位，在 1-5 亿票房区间占比不足三成。但同时，2015-2018 年每年都有 5 亿票房以上的爆款作品出现，头部作品除了《功夫熊猫 3》、《大圣归来》、《大鱼海棠》外均为“熊出没”系列影片，票房稳定。

图表 31：2011-2018 年国内动画电影票房分布

票房（亿）	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
>10	0	0	0	0	0	2	2	0
(5, 10]	1	0	0	0	3	3	1	1
(1, 5]	5	3	5	8	5	8	8	12
(0.5, 1]	2	3	5	6	10	7	6	7

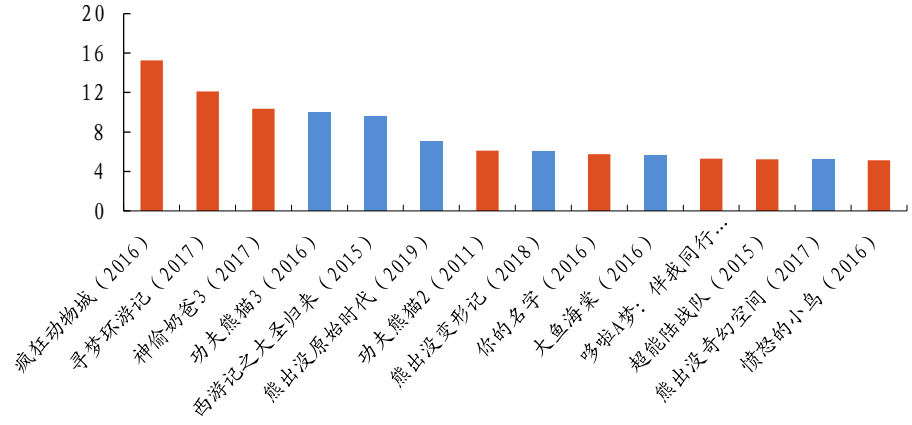
资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

图表 32：2011-2018 年国产动画电影票房分布

票房（亿）	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
>10	0	0	0	0	0	1	0	0
(5, 10]	0	0	0	0	1	1	1	1
(1, 5]	1	1	1	2	1	1	3	3
(0. 5, 1]	0	1	4	6	5	3	2	5

资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

图表 33：国内动画电影票房超过 5 亿的影片



注：蓝色为国产动画电影；资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

相对于真人电影，动画电影有更好的商业模式。主要体现在两方面：首先是一个动漫 IP 孵化成功后可控性强且生命周期长；其次是具有衍生品放大效应，根据艾瑞研究，在全球比较成熟的日本动漫市场中，下游衍生品市场的产值相当于内容市场的 8-10 倍。我国动漫衍生品市场规模尚小，据中商产业研究院预测 2018 年我国动漫衍生品行业的市场规模将近 650 亿元，至 2020 年我国动漫衍生品行业的市场规模有望突破 1000 亿元。

3.2. 参投动画公司，具备前瞻意识

前瞻性布局。光线早在 2013 年就开始布局动漫领域，2015 年 10 月，光线影业宣布成立彩条屋影业，前身就是光线影业的动画部，截止成立时已投资 13 家动漫公司。此外公司于 2016 年凭借《大鱼海棠》介入衍生品市场，并于 2017 年在爱奇艺推出首部网络动画电影《星游记之风暴法米拉》。

投资广而精，绑定优质资源。目前，光线传媒累计投资的动画公司已有 20 余家，覆盖业内大部分主流的独立动漫制作公司，其中包括《大圣归来》的制作方十月文化和联合制作方大千阳光，《大鱼海棠》的制作方彼岸天，以及专注于日漫 IP 代理的日本通曜、三维动画制作的红鲤文化。光线通过资本运作，积累了丰富的人才、项目资源，彩条屋并不参与所投公司的全部业务，而是采用战略合作的形式，通过品牌共享，逐步打造自己的品牌矩阵。

图表 34：光线彩条屋投资的动漫制作公司

序号	投资时间	公司名称	持股比例（%）	出资金额（万）	代表作品
1	2013.11.29	彼岸天	50.8	640	大鱼海棠
2	2015.1.1	易动传媒	20	4400	美食大冒险
3	2015.2.4	玄机科技	5	2500	秦时明月
4	2015.3.19	全擎娱乐	35	1100	星游记
5	2015.9.21	魔法文化		120	动画制作
6	2015.7.16	十月文化	20	20	大圣归来、深海
7	2015.11.6	可可豆动画	30	400	哪吒降世
8	2015.12.14	光印影业	60	3750	查理九世
9	2015.12.25	漫言星空	30	1000	星海镖师
10	2016.1.13	凝羽动画	30	750	茶啊二中
11	2016.4.11	中传合道	30	900	姜子牙
12	2016 上半年	日本通耀	19	3134	日漫 IP 代理
13	2016.8.15	青空绘彩	25	250	昨日青空
14	2016.11.29	好传动画	30	1050	大护法、大理寺日志
15	2017.9.13	路行动画			昨日青空
16	2017.12.29	红鲤文化	60	3400	三维动画
17	2018.3.28	幻想师动画		数百	动画电影中后期制作
18	2018.5.2	神奇一天			鬼列车
19	2018.5.11	大千阳光	20	4000	西游记之大闹天宫、大圣归来联合制作

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

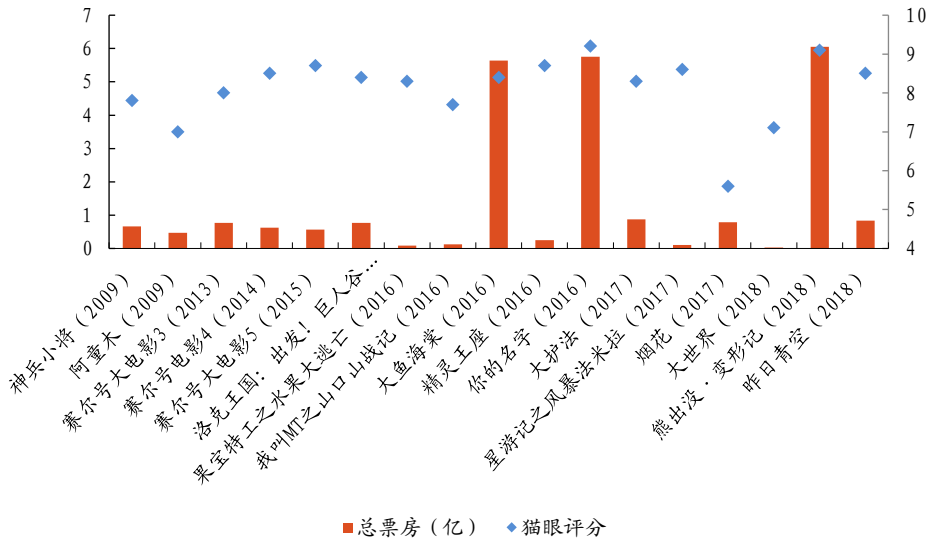
3.3. 成人向影片突出，逐步积攒品牌

2013-2015 年光线投资的动画电影以低幼向为主，如赛尔号、洛克王国、果宝特攻系列，其中赛尔号、洛克王国系列属于影游跨界类型，彩条屋在尝试过后对其预期效果以及商业价值有了更为保守的判断，并适当减少该类型项目，而《果宝特攻之水果大逃亡》是对合家欢系列的首次尝试，但市场表现不佳，最终光线以 2.44 亿的价格转卖了制作方蓝弧文化的全部股权。

2016 年起，公司开始推出成人向动画电影。三年间既有现象级国产动画《大鱼海棠》、《大护法》，也有小众试水之作《大世界》金马奖夺魁，影片票房表现相对更好，同时协助推广《你的名字。》成为国内票房最高的日本动画电影。

项目储备充足，亟待释放。2019 年神话三部曲《姜子牙》、《哪吒之魔童降世》、《凤凰》有望上映，《墨多多谜境冒险》同样改档至今年，公司另有多个重量级动漫电影项目处于制作或前期策划中，例如《西游记之大圣闹天宫》、《深海》、《大鱼海棠 2》、《BOBO&TOTO》、《救命，我变成了一条狗》等，有望在明后年上映。

图表 35：2009-2018 年光线传媒上映的动画电影票房及评分



资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

4. 控股猫眼：加速渠道整合，完善产业链布局

4.1. 逐步增持猫眼股份

猫眼的前身是美团电影，2016 年光线系入股猫眼，并于次年增持猫眼股份。2017 年 9 月猫眼与微影合并，腾讯正式入股猫眼。2019 年 2 月 4 日猫眼娱乐登录港交所，采用 VIE 架构，光线传媒及其关联方为第一大股东，持股 41.86%。

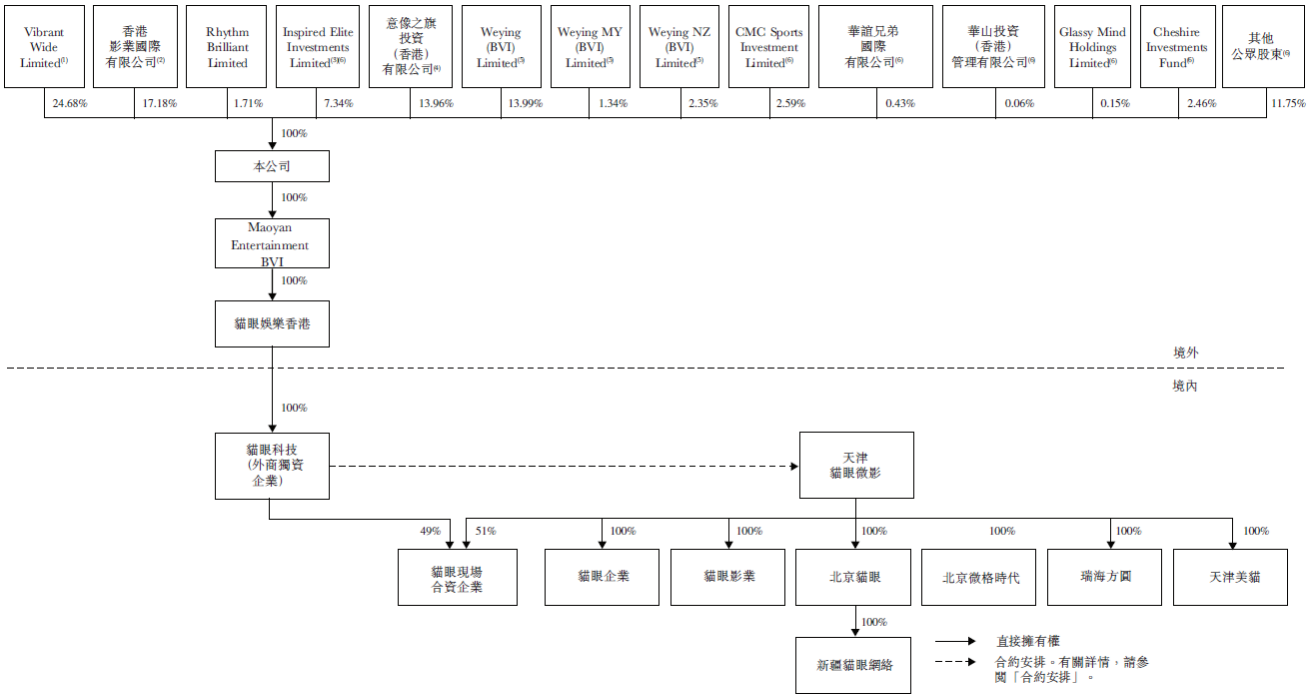
图表 36：猫眼历史沿革

时间	事项	具体
2010	美团推出在线购票业务	次年销售额超 1.2 亿，成为美团内部仅次于餐饮的业务
2012	美团电影成立	开始作为美团的娱乐业务部门开展在线电影票务业务
2013	更名猫眼电影	推出具有在线选座功能的猫眼应用程序
2014	试水电影发行	作为《心花路放》联合出品方，帮助影片做规模性预售，开启互联网发行的认知
2015-05	成立天津猫眼微影	成立全资子公司猫眼文化传媒有限公司；美团电影频道、大众点评电影频道、猫眼电影完成整合；推出猫眼专业版应用程序
2016/5/27	引入光线作为战略投资人，开始担任电影主控发行方	光线传媒以 15.83 亿收购猫眼 19%股权；光线控股以持有的光线传媒 1.76 亿股作为对价换取猫眼 28.8%的股份，同时以 8 亿元现金收购猫眼 9.6%的股份，共计持有 38.4%股权；两家公司合计获得猫眼电影猫眼电影 57.4% 股权，猫眼估值 83.33 亿。
2017/5/26	收购捷通无限	光线传媒将持有的捷通无限 68.55%的股权以 13073.3 万元对价转让给天津猫眼
2017/8/25	光线控股增持	光线控股以 17.757 亿元从上海三快手中购买了猫眼 19.73%的股权，共计持有 58.13%股权，猫眼估值 90 亿。
2017/9/5	光线传媒增持	光线传媒以 99990 万元受让光线控股持有的猫眼文化 11.11%的股权，共持有猫眼 30.11%的股权；光线控股持有 47.02%股权；两家公司合计持有猫眼 77.13%股权

2017/9/21	与微影合并，腾讯正式入股	腾讯系微影时代以其持有的微格时代 100%股权作价 39.74 亿元分两次注入猫眼，首次为 37.71 亿获猫眼 27.59%股份（第二次视情况而增发）；林芝利新以其持有的瑞海方圆 100%股权作价 8.97 亿元获猫眼 6.56%股份；光线传媒持有猫眼股份降至 19.83%，光线控股持有 30.96%，两家公司合计持有 50.79%；猫眼估值 137 亿。
2017/10/25	林芝利新增持	林芝利新收购天津猫眼约 4.9%股权，猫眼估值 208 亿。
2018/12/10	与光线战略合作	光线传媒与猫眼签署《合作框架协议》，双方将在联合投资、制作、宣传、发行电影及电视剧，电影兑换券服务、广告服务，媒体及其他形式的广告资源购买等方面展开合作。公司董事王长田先生、李晓萍女士、陈少晖先生同时担任猫眼娱乐的董事。
2019/2/4	猫眼娱乐上市	猫眼娱乐采用 VIE 架构在港交所挂牌上市，每股发售价为 14.8 港元，首日破发报收 14.64 港元

资料来源：公开信息，公司公告，东方财富证券研究所

图表 37：猫眼娱乐 VIE 架构



资料来源：猫眼娱乐公告，东方财富证券研究所

4.2. 猫眼：四项业务驱动

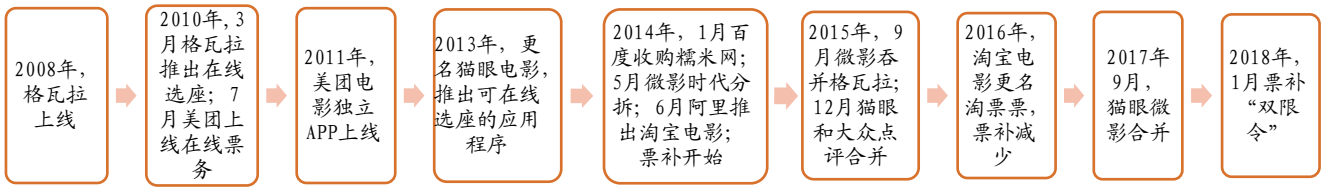
4.2.1. 在线电影票务龙头

国内在线电影票务市场已进入双寡头时期。2013 年之前线上电影购票以团购为主，并诞生了在线选座的形式；2013-2015 年，三大巨头切入市场，通过票补和价格战淘汰中小平台，形成了猫眼、微影、淘票票、百度糯米四家竞争的格局；2015 年至今，行业集中度进一步提升，票补力度减弱，大型企业进行业务转型，布局电影全产业链，或逐步拓展体育演出等娱乐票务。

根据艾瑞咨询报告，截至 2018 年 9 月 30 日，国内在线电影票务的渗透率

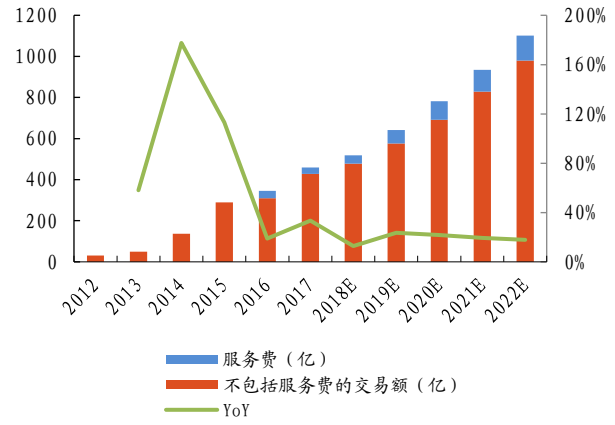
从 2012 年的 18.4%增至 85.5%，而在线电影票务市场的总交易额由 2012 年的 31 亿增至 2017 年的 460 亿，预计将于 2022 年进一步增至 1101 亿。猫眼市场份额由 2015 年的 44.6%增至 2017 年的 47.1%，与微影合并后进一步增至 61.3%，淘票票位居第二占比 34.4%，**两者合计占 95%以上的市场份额**。

图表 38：国内在线票务市场发展史



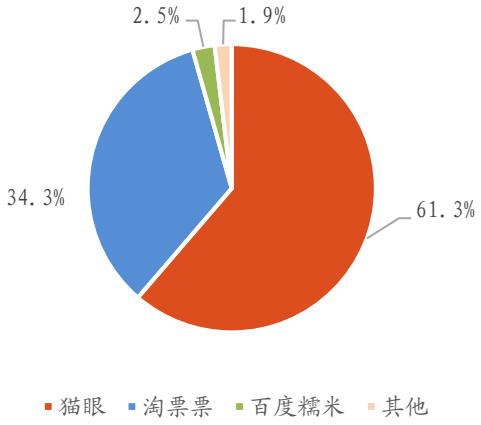
资料来源：艾瑞咨询，东方财富证券研究所

图表 39：国内在线电影票务市场总交易额



注：2012-2015年服务费数据缺失；
资料来源：艾瑞咨询，东方财富证券研究所

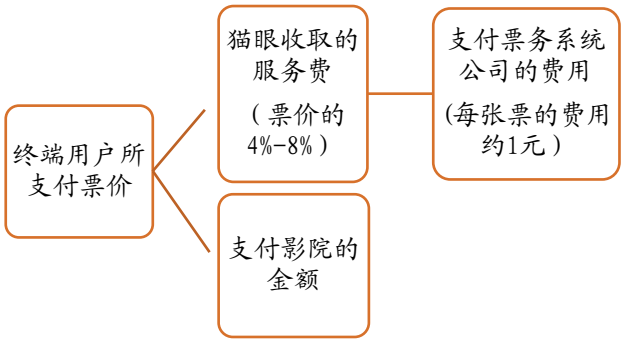
图表 40：国内在线电影票务市场竞争格局



注：截至2018年9月30日；
资料来源：艾瑞咨询，东方财富证券研究所

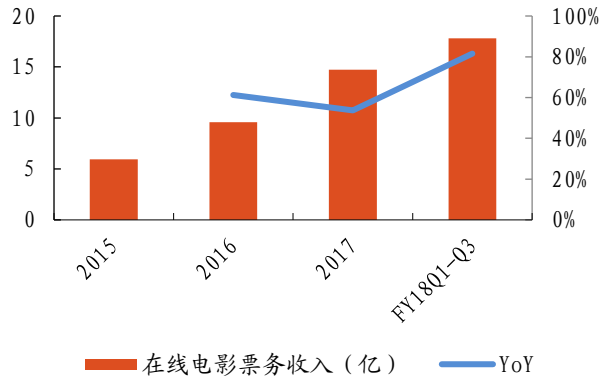
猫眼成为在线电影票务市场龙头，具备两个优势：**首先，入口多。**用户可以通过猫眼、格瓦拉应用程序，以及微信支付、QQ 钱包、美团、大众点评、微信上的猫眼小程序使用有关服务。 **其次，绑定线下渠道。**猫眼通过票务系统公司与各家影院的票务系统建立连接，收取电影票价的 4%-8%作为服务费，同时向票务系统公司支付费用。截至 2018 年 9 月 30 日，猫眼与全国 95.2%的电影院建立了合作，在线电影票务收入同增 81.54%至 17.81 亿。此外猫眼利用用户行为数据，对影院排片、定价提出指导建议，影院可以利用猫眼的平台功能展开推广活动。

图表 41：在线电影票务服务模式



资料来源：猫眼娱乐公告，东方财富证券研究所

图表 42：猫眼在线电影票务收入



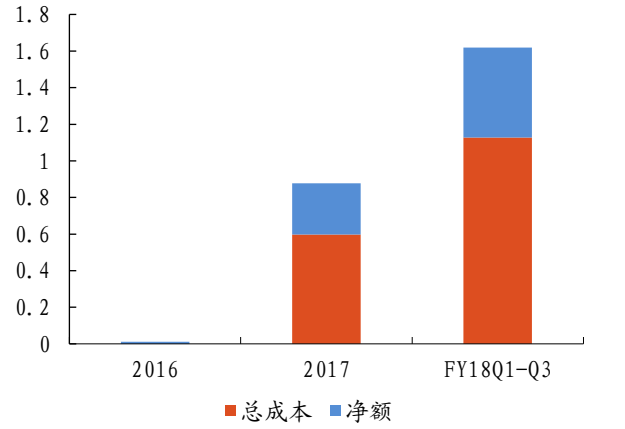
资料来源：猫眼娱乐公告，东方财富证券研究所

4.2.2. 立足宣发，涉足影视制作

猫眼于 2014 年开始介入电影的宣发和制作，除了光线外，与开心麻花、安乐影业、新丽传媒、欢喜传媒等内容制作公司积极合作，2018 年前三季度娱乐内容服务业务收入同增 121.5%至 9.1 亿元。

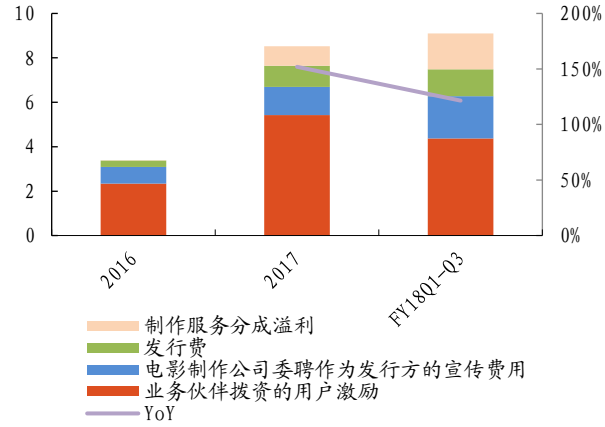
根据艾瑞咨询的，按截至 2018 年 9 月 30 日 21 个月的国内综合票房计，猫眼已成为**国内首位国产电影主控发行方**，作为主控发行方时，发行费率为分账票房的 5%-12%，而作为联合发行方时，发行费预先协定或按 1%-2%收取；猫眼电影制作业务有个别项目亏损，但整体盈利。

图表 43：猫眼电影制作业务总收益



资料来源：猫眼娱乐公告，东方财富证券研究所

图表 44：猫眼娱乐内容服务业务收入



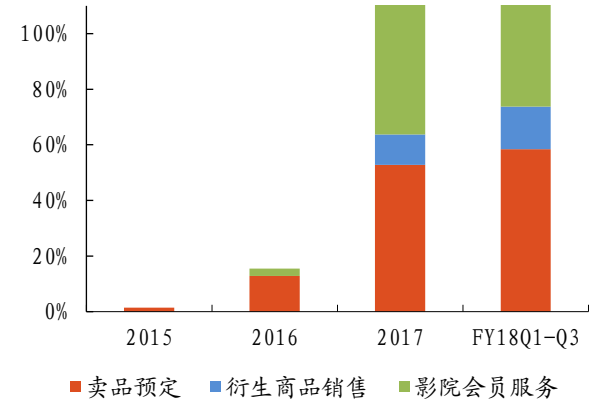
资料来源：猫眼娱乐公告，东方财富证券研究所

4.2.3. 放大流量优势，开展电商及广告业务

猫眼凭借用户平台的高流量，逐步开展卖品预定、衍生品销售和影院会员服务等业务，三项业务收取佣金比例分别为交易价值的 7%-10%、10%-30%及 3%-20%。2018 年前三季度，衍生品销售收入增速最快，达到 142.86%，猫眼提供的衍生品主要包括由相关 IP 持有人授权的电子产品、玩具、家居用品和服装，其次是影院会员服务、卖品预定业务，分别同增 101.86%、52.08%。此外，

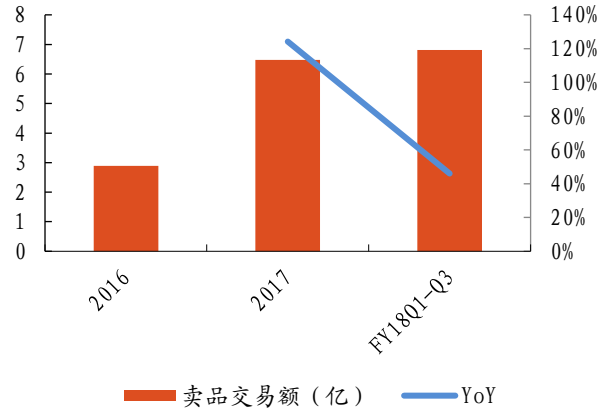
猫眼以应用程序的载入页面、推送信息、横幅等形式提供广告服务，2018 年前三季度共拥有 52 名广告商。

图表 45：猫眼娱乐电商服务业务收入



资料来源：猫眼娱乐公告，东方财富证券研究所

图表 46：猫眼售出的卖品交易总额

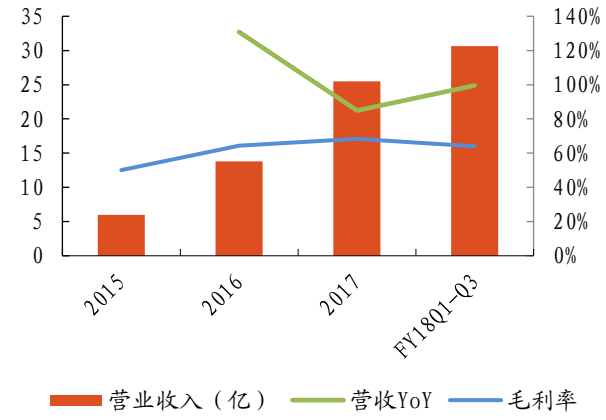


资料来源：猫眼娱乐公告，东方财富证券研究所

4.3. 流量共享，协同效应佳

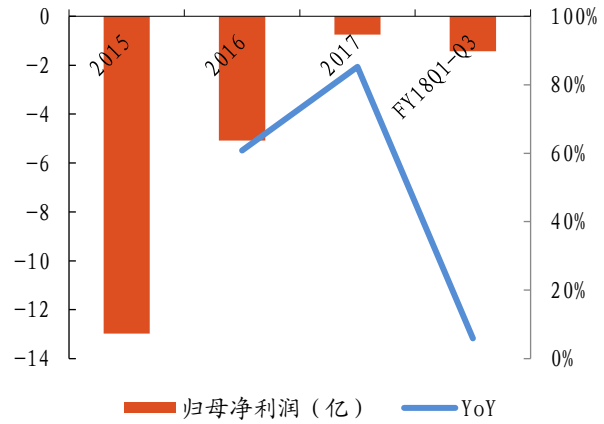
盈利能力改善将增厚业绩。2018 年前三季度猫眼娱乐营收同比增长 99.48%至 30.62 亿元，毛利率维持在 64.09%，归母净利润为-1.43 亿，同比减亏 5.92%。短期内亏损主要由阶段性补贴。国内的在线电影票务行业具有马太效应，猫眼的市占率仍有提升空间，此外猫眼积极布局电影产业链上游，扩展演出等泛票务业务，有助于改善盈利能力。

图表 47：猫眼娱乐营业收入及毛利率



资料来源：猫眼娱乐公告，东方财富证券研究所

图表 48：猫眼娱乐归母净利润及增速

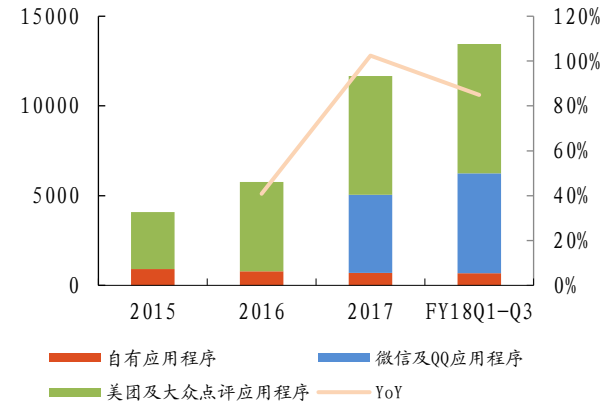


资料来源：猫眼娱乐公告，东方财富证券研究所

反补上游制作，加强宣发合作。猫眼积累了亿级活跃用户的数据，2018 年前三季度 MAU 达 1.35 亿，在线电影票务服务的交易用户数目达 1.2 亿，累计 1.58 亿条电影评分和 7060 万条评论。通过人工智能及数据分析可以了解不同消费者的观影需求及地域偏好，预估电影的潜在观众，根据“想看”指数评分预判市场接受度，进行电影票房预测，一方面可以指导光线在制片环节的内容生产，同时也将助力光线在宣发方面的策略调整。此外双方在衍生品业务方面

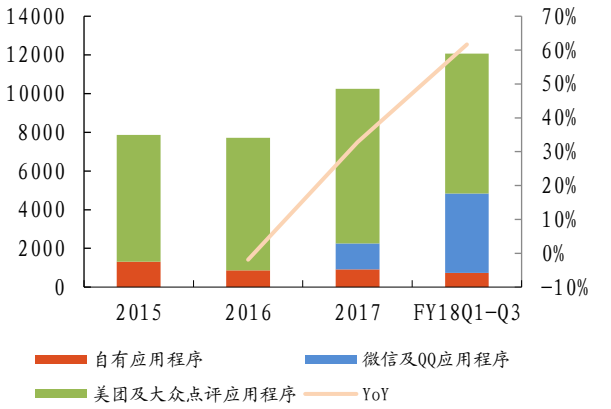
也有一定协同效应。

图表 49：猫眼平均月活用户（万）



资料来源：猫眼娱乐公告，东方财富证券研究所

图表 50：猫眼电影票务服务交易用户数（万）

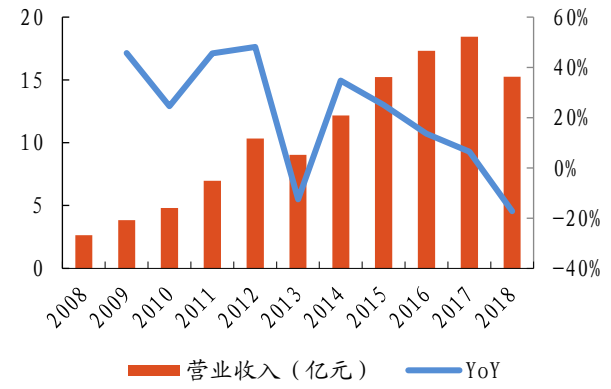


资料来源：猫眼娱乐公告，东方财富证券研究所

5. 财务分析

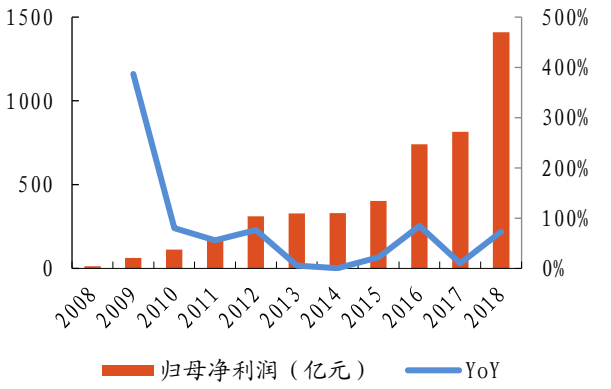
营收净利稳健增长。光线 2008-2012 年营收 CAGR 高达 40.63%，归母净利润 CAGR 高达 121.53%，FY12 年营收突破 10 亿，归母净利润突破 3 亿，达到阶段峰值； 2013 年因高基数营收下滑，2014-2016 年营收保持稳健增长 CAGR 达 13.76%，但增速放缓，归母净利润 CAGR 达 24.32%；FY17 年营收同增 6.48%至 18.43 亿，归母净利润同增 10.02%至 8.15 亿达到历史峰值，FY18 营收下滑主因视频直播业务出表，净利润高增主因出售新丽传媒的投资收益。

图表 51：光线传媒营业收入及增速



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

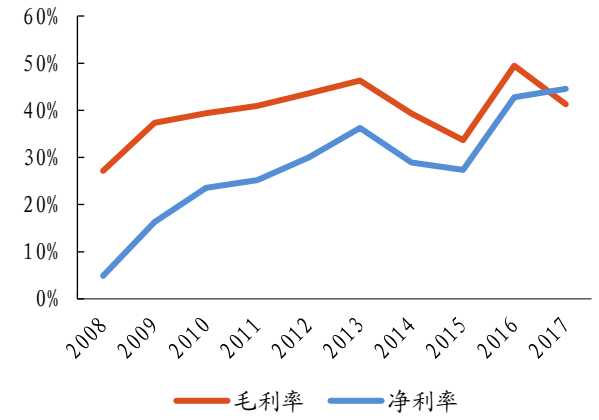
图表 52：光线传媒归母净利润及增速



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

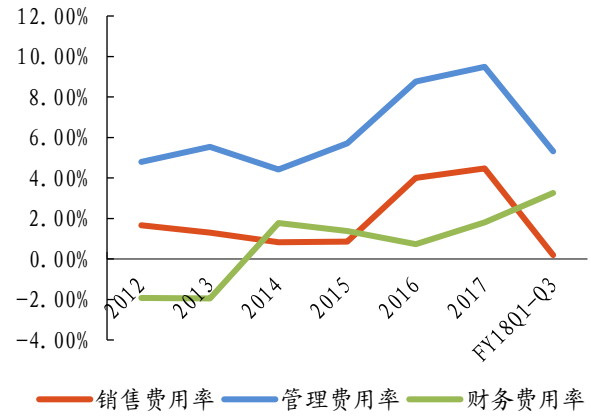
毛利率 40%以上，费控良好。2008-2013 年公司毛利率、净利率逐年抬升，FY13 分别达到 46.29%、36.27%；2014-2015 年出现下滑，FY16 毛利率抬升 15.76pct 至 49.45%，净利率抬升 15.39pct 至 42.74%；FY17 毛利率下滑 8.17pct，净利率升至 44.55%。FY16 公司并入捷通无限和浙江齐聚致销售费用和管理费用增加，2018Q3 公司销售费用率、财务费用率下降明显，主因转让了上述公司股权；财务费用率有小幅增长，2018Q3 达到 3.26%，主因计提债券利息增加。

图表 53：光线传媒毛利率及净利率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

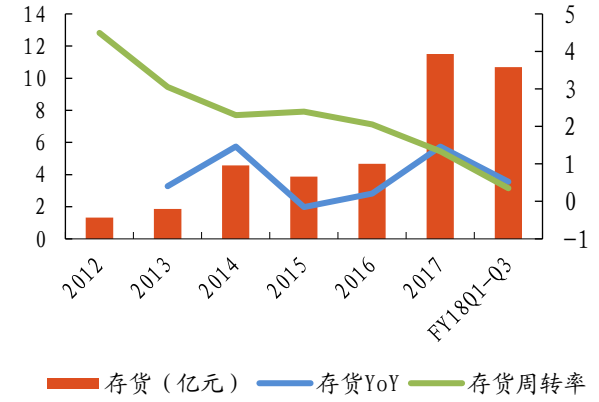
图表 54：光线传媒三费



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

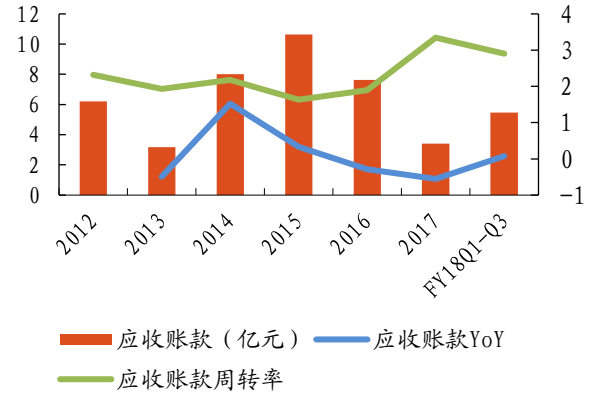
存货管理待改善。公司上半年存货及应收快速增加，下半年随着应收账款收回、存货结转，营业周期相对缩短，近几年存货周转率呈下降趋势且波动较大，主要因为影视项目储备增加，应收账款周转率逐年提升，2018 前三季度应收账款周转率同增 46.12pct。

图表 55：光线传媒存货及存货周转率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 56：光线传媒应收账款及应收账款周转率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

6. 盈利预测

1) 2018 年公司参与投资、发行并计入报告期票房的影片共十五部，总票房为 73.8 亿元，但主要因为《唐人街探案 2》票房破 30 亿，但该片公司实际参投比例较低，对收入贡献有限，下半年《一出好戏》、《悲伤逆流成河》表现较好，2019 年《疯狂的外星人》票房破 20 亿，已定档的电影包括《风中有朵雨做的云》、《雪暴》等；此外，未来两年光线投资发行的大体量动画会逐步上映，包括“神话三部曲”，有望带来业绩弹性。预计 FY19 电影业务保持 34%左右增速，毛利率维持在 48%左右。

2) 2018 年电视剧收入较上年同期大幅增长，全年确认《新笑傲江湖》、《爱国者》、《盗墓笔记 2》和《我的保姆手册》四部剧的收入，2019Q1 公司出品的

《八分钟的温暖》、《逆流而上的你》、《东宫》热播，电视剧项目投资风险较低，多数在投入前已建立销售意向，目前公司的电视剧、网剧储备有 30 部左右，包括知名 IP 改编的《我在未来等你》、《无法直视》等，表现值得期待。

公司披露 2018 年度业绩快报，利润的贡献主要来自 2018Q1 出售新丽传媒的投资收益，营收下滑主要因为公司 2018 年度不再合并视频直播业务，预计影视剧及游戏业务营收同比增长 12.83%，考虑 2018Q4 公司对商誉等资产计提大额资产减值准备，以及所得税率水平大幅增长，我们下调公司营收及利润预测，预计公司 2018/2019/2020 年营业收入分别为 15.26/19.97/23.81 亿元，归母净利润分别为 14.1/9.05/10.65 亿元。EPS 分别为 0.48/0.31/0.36 元，对应的 PE 分别为 18/29/24 倍。

图表 57：盈利预测关键财务数据

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1843.45	1525.50	1996.70	2380.65
增长率(%)	6.48	-17.25	30.89	19.23
EBITDA（百万元）	872.76	2037.80	1114.52	1284.18
归属母公司净利润（百万元）	815.16	1409.67	904.97	1065.48
增长率(%)	10.02	72.93	-35.80	17.74
EPS(元/股)	0.28	0.48	0.31	0.36
市盈率（P/E）	31.78	18.38	28.62	24.31
市净率（P/B）	3.08	2.73	2.61	2.45
EV/EBITDA	29.74	11.64	21.16	18.03

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

7.估值与投资建议

绝对估值

根据基本假设计算出公司对应加权平均资本成本 WACC 为 7.5%。以 WACC 做折现率对公司进行 FCFF 估值，在已知三年显性期，假设三年半显性，三年过渡期后进入永续增长的四段式模型，公司价值约为 351.29 亿元，对应权益价值为 331.23 亿元，对应当前股本每股价值为 11.29 元。

图表 58：DCF 估值模型（FCFF）的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
股票 Beta	0.96	WACC	7.50%
市场收益率 Rm	7.92%	半显性增速	15.00%
无风险利率 Rf	3.19%	永续增速	2.00%
风险溢价	4.73%	公司价值	35129.63
实际税率	20.00%	股票价值	33123.08
债务利率	5.00%	每股价值	11.29

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

相对估值

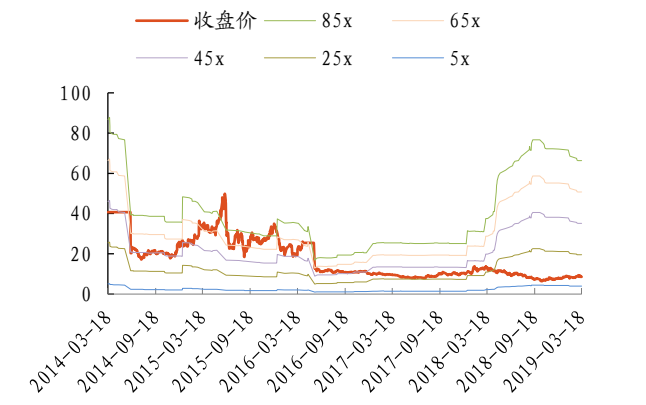
当前光线传媒 PE（TTM）扣非为 64.22 倍，2018-2020 年的预测 PE 分别为 11.31/24.53/20.42 倍，略高于行业平均。我们认为公司作为行业龙头，在宣发及优质项目把控方面有很强的竞争力，动漫业务有望释放业绩弹性，猫眼娱乐成功上市，公司作为第一大股东将充分受益于猫眼盈利能力的逐步改善，双方业务协同将放大产业链价值，我们看好公司未来发展，首次覆盖，维持“增持”评级。

图表 59：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	PE			
			TTM	2018E	2019E	2020E
000802.SZ	北京文化	93.71	28.31	23.71	20.42	17.91
002343.SZ	慈文传媒	52.91	10.62	24.93	10.13	8.52
300027.SZ	华谊兄弟	162.11	56.76	105.95	19.50	16.64
300133.SZ	华策影视	148.60	24.11	21.36	16.10	13.33
600977.SH	中国电影	341.10	36.50	23.61	25.03	22.03
平均			31.26	39.91	18.24	15.69
300251.SZ	光线传媒	259.04	64.22	18.38	28.62	24.31

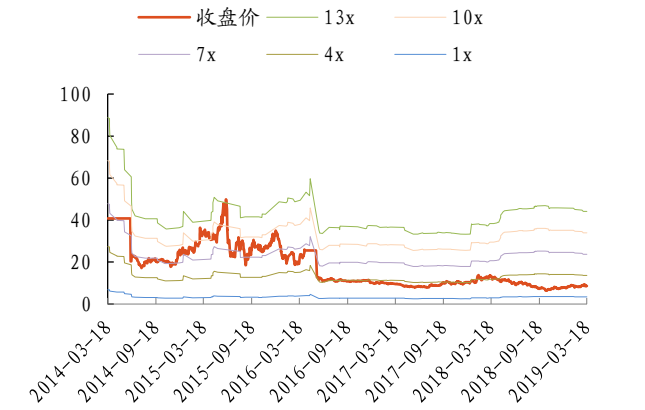
注：数据截至 2019 年 3 月 18 日；资料来源：Choice 一致盈利预测，东方财富证券研究所

图表 60：历史 PE（TTM）区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 61：历史 PB 区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

8. 风险提示

电影票房不及预期；
行业政策风险；
在线票务市场竞争加剧。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	**3885.09**	**5097.64**	**4827.71**	**5019.10**
货币资金	1923.54	3458.79	2888.62	2749.97
应收及预付	660.30	604.91	918.70	900.85
存货	1150.69	880.18	866.62	1214.51
其他流动资产	150.55	153.77	153.77	153.77
非流动资产	**7999.37**	**6630.10**	**6732.97**	**6835.40**
长期股权投资	5884.90	5134.90	5434.90	5734.90
固定资产	33.14	35.57	39.57	42.27
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	253.66	100.74	100.66	100.53
其他长期资产	1827.67	1358.90	1157.85	957.70
资产总计	**11884.46**	**11727.75**	**11560.68**	**11854.50**
流动负债	**1370.83**	**818.88**	**896.41**	**1083.51**
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	1343.28	791.32	868.85	1055.95
其他流动负债	27.56	27.56	27.56	27.56
非流动负债	**2058.86**	**1358.86**	**658.86**	**87.47**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	1971.39	1271.39	571.39	0.00
其他非流动负债	87.47	87.47	87.47	87.47
负债合计	**3429.70**	**2177.74**	**1555.27**	**1170.98**
实收资本	2933.61	2933.61	2933.61	2933.61
资本公积	2472.44	2472.44	2472.44	2472.44
留存收益	2572.44	3630.07	4065.66	4720.43
归属母公司股东权	8419.61	9477.25	9912.84	10567.61
少数股东权益	35.15	72.76	92.58	115.91
负债和股东权益	**11884.46**	**11727.75**	**11560.68**	**11854.50**

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**1843.45**	**1525.50**	**1996.70**	**2380.65**
营业成本	1082.54	859.12	1048.08	1248.68
税金及附加	4.99	3.97	4.99	5.71
销售费用	82.44	4.12	5.39	6.43
管理费用	174.94	90.77	99.84	119.03
研发费用	0.00	9.92	11.98	13.09
财务费用	33.38	62.83	7.31	-19.54
资产减值损失	174.62	780.56	27.34	21.00
公允价值变动收益	-0.07	-0.28	0.00	0.00
投资净收益	370.27	2250.00	300.00	300.00
资产处置收益	-0.12	0.00	0.00	0.00
其他收益	11.37	1.00	0.00	0.00
营业利润	**672.01**	**1964.94**	**1091.79**	**1286.25**
营业外收入	162.14	16.12	21.92	22.09
营业外支出	10.53	11.98	12.77	12.13
利润总额	**823.61**	**1969.08**	**1100.93**	**1296.20**
所得税	2.40	521.81	176.15	207.39
净利润	**821.21**	**1447.28**	**924.78**	**1088.81**
少数股东损益	6.06	37.61	19.82	23.33
归属母公司净利润	**815.16**	**1409.67**	**904.97**	**1065.48**
EBITDA	872.76	2037.80	1114.52	1284.18

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	**-31.86**	**-944.05**	**448.02**	**658.56**
净利润	821.21	1447.28	924.78	1088.81
折旧摊销	15.77	5.89	6.28	7.52
营运资金变动	-721.69	-1009.82	-250.04	-163.94
其它	-147.15	-1387.39	-233.00	-273.84
投资活动现金流	**-419.63**	**3617.24**	**200.00**	**200.00**
资本支出	-24.50	117.52	0.00	0.00
投资变动	-395.13	3499.72	200.00	200.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	**854.97**	**-1137.95**	**-1218.19**	**-997.22**
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	-700.00	-700.00	-571.39
股权融资	18.00	0.00	0.00	0.00
其他	836.97	-437.95	-518.19	-425.83
现金净增加额	**403.47**	**1535.25**	**-570.17**	**-138.65**
期初现金余额	**1520.11**	**1923.54**	**3458.79**	**2888.62**
期末现金余额	**1923.54**	**3458.79**	**2888.62**	**2749.97**

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力（%）				
营业收入增长	6.48	-17.25	30.89	19.23
营业利润增长	-15.45	192.40	-44.44	17.81
归属母公司净利润增长	10.02	72.93	-35.80	17.74
获利能力（%）				
毛利率	41.28	43.68	47.51	47.55
净利率	44.22	92.41	45.32	44.76
ROE	9.68	14.87	9.13	10.08
ROIC	8.13	12.14	7.83	9.18
偿债能力				
资产负债率（%）	28.86	18.57	13.45	9.88
净负债比率	0.01	-0.23	-0.23	-0.26
流动比率	2.83	6.23	5.39	4.63
速动比率	1.99	5.15	4.42	3.51
营运能力				
总资产周转率	0.18	0.13	0.17	0.20
应收账款周转率	3.34	5.14	5.14	5.14
存货周转率	1.34	0.85	1.20	1.20
每股指标（元）				
每股收益	0.28	0.48	0.31	0.36
每股经营现金流	-0.01	-0.32	0.15	0.22
每股净资产	2.87	3.23	3.38	3.60
估值比率				
P/E	31.78	18.38	28.62	24.31
P/B	3.08	2.73	2.61	2.45
EV/EBITDA	29.74	11.64	21.16	18.03

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%～-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。