

# 光线传媒 (300251.SZ)

## 从“渠道之河”到“内容之颠”， 公司战略升级释放新能量

### 核心观点：

● **在线票务业务：“猫眼扭亏为盈+市占率第一”，产业协同有望持续深化**  
根据艾媒咨询数据，2017Q1 在线购票市场猫眼市占率 31.8%，稳居行业第一。随着行业票补退潮，猫眼已于 2017 年一季度成功扭亏为盈。除在线票务业务外，猫眼的非票业务、电影投资发行业务表现亮眼，一季度收入同比增长 1100%、1450%。从联合发行到现在主发行影片逐渐增加，猫眼在电影领域内的参与度逐渐加深，从过去单一的在线售票平台向前端的发行、制片环节涉足，与光线形成线上线下双重协同。

● **电视剧业务：商业模式转变，由参与投资向主投主控升级**

公司之前在电视剧业务上以参投为主。2017 年起，公司在电视剧业务上将由原先单一的参投模式，逐步向主投主控过渡，制作重点是网播为主的超级季播剧，全面提升 IP 的影响力。2017 年首次尝试主投主控的电视剧项目包括《笑傲江湖》、《谁的青春不迷茫》等。预计 2018 年公司电视剧业务收入将逐渐体现，有望拉动整体业绩实现新高。

● **电影业务：深耕产业链铸就高护城河、发力动漫垂直领域。**

公司电影业务优势在于：1) 完善的项目风控体系能有效平衡项目不确定性，2) 精准的项目判断力和高效的执行力，3) 宣发能力，公司拥有丰富的发行网络和整合营销资源。此外，我国动画电影市场处于早期，公司已投资 14 家动画企业，推出的作品在数量和票房上行业领先。

● **投资建议**

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.32、0.39、0.51 元，当前股价对应估值分别为 27.7x、22.7x、17.3x。我们看好公司作为中国电影龙头公司的资源积累与产业链驾驭能力，首次覆盖给予买入评级。

● **风险提示**

中国电影市场增速不达预期，动画电影发展速度缓慢

### 盈利预测：

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1523.29	1731.31	2325.23	3114.78	4077.07
增长率(%)	25.06%	13.66%	34.30%	33.96%	30.89%
EBITDA(百万元)	430.40	652.13	906.73	1210.32	1586.34
净利润(百万元)	402.09	740.91	931.39	1136.37	1492.60
增长率(%)	22.09%	84.27%	25.71%	22.01%	31.35%
EPS(元/股)	0.27	0.25	0.32	0.39	0.51
市盈率(P/E)	110.50	38.64	27.69	22.69	17.28
市净率(P/B)	6.47	4.07	3.24	2.83	2.43
EV/EBITDA	99.96	43.10	26.87	19.37	14.04

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

当前价格 8.79 元

前次评级

买入

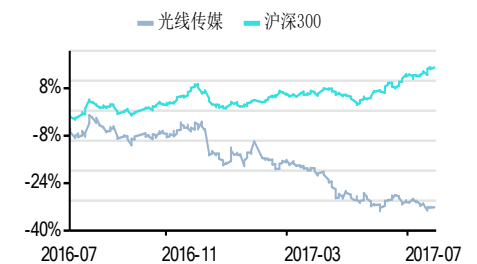
报告日期

2017-08-20

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,934/2,752
流通 A 股市值(百万元)	24,378
每股净资产(元)	2.40
资产负债率(%)	22.21
一年内最高/最低(元)	11.87/7.88

### 相对市场表现



分析师： 旷实 S0260517030002



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

### 相关研究：

光线传媒(300251)：4 季 2016-10-25

度票房具弹性，内容+渠道均

有强布局

光线传媒(300251)：3 季 2016-10-13

报业绩符合预期，4 季度重

点影片票房具弹性

光线传媒(300251)：电影 2016-08-16

业务助推上半年业绩高增

长，下半年多部重磅电影轮

番上映

联系人： 杨艾莉 010-59136612

yangaili@gf.com.cn

## 目录索引

一、猫眼：票务业务发展稳健，投资、发行表现亮眼.....	6
(一) 公司现状：票补退潮，格局稳定，扭亏为盈.....	6
1、行业：三分天下格局初定，票补大战早已结束.....	6
2、业务：各项业务健康发展，投资、宣发表现亮眼.....	8
(二) 回顾：光线为什么买猫眼？——相似与互补.....	10
1、公司需要互联网基因，恰好与猫眼形成互补.....	10
2、双方均从线下起步，基因相似.....	10
(三) 展望：独立上市，重构行业.....	11
1、独立上市：计划明确、条件成熟.....	11
2、业务规划：融合+优化+重构.....	11
二、电视剧业务：由投资向主投主控升级.....	13
(一) 发展历程：战略投资、联盟参投.....	13
1、2000~2011年：围绕都市剧、情景喜剧小规模尝试.....	13
2、2012~2016年：停止制作尝试，明确参投模式.....	14
(二) 发展前景：主投主控，蓄势待发.....	18
1、转变背景：用户转移，价格突破.....	18
2、转型力度：增加项目数量，提升投资比例.....	20
3、转型思路：主推轻量级项目，深度开发超级IP.....	21
(三) 业务优势：降维打击，底蕴深厚.....	21
1、由深入浅，游刃有余.....	21
2、IP资源：储备丰富、合作拓展.....	21
3、严控成本、降低风险.....	22
三、动画电影：全产业链衍生变现，拓展成长空间.....	23
(一) 行业现状：增长迅速、竞争激烈.....	23
(二) 着力成为国内动画电影行业领导者.....	25
(三) 发展前景：打造精品成人动画.....	26
1、投资力度：全面发力投资，筛选优质动画工作室.....	26
2、发展方向：主打精品成人动画，试水网络电影及衍生品.....	27
四、电影：回顾与展望.....	29
(一) 发展历程：由栏目转型电影，由发行转型制作.....	29
1、栏目制作空间有限，电影市场快速起步.....	29
2、深度切入上游：从发行到投资制作.....	31
(二) 发展现状：投资成功率为业内翘楚，青春片策略成效显著.....	35
1、电影投资成功率远超同行，盈利能力持续保障.....	35
2、精选IP，打造“黑马”.....	36
(三) 发展前景：横向扩展内容布局，纵向布局产业链.....	37
1、横向扩展优质内容领域.....	37
2、纵向布局产业链并发展衍生品与实景娱乐.....	39
五、财务：战略布局效果显著，成本费用控制出色.....	39

(一) 业绩分析: 战略布局推动利润增长.....	39
(二) 非经常性损益分析: 股权交易收益上升 .....	41
(三) 成本分析: 成本费用控制出色, 毛利水平行业领先.....	43
六、盈利预测.....	43

## 图表索引

图 1: 中国电影在线票务市场市占率变化情况 (合并口径) .....	6
图 2: 2013 年以来电影在线票务市场规模及票房线上化比率 .....	7
图 3: 2016 年至今猫眼参与投资与发行的影片数量 (单位: 部) .....	9
图 4: 猫眼全产业链业务架构及未来发展方向 .....	12
图 5: 2007~2012 年电视剧发行、制作备案公示情况 .....	14
图 6: 2006-2012 年电视剧交易总额、电影票房情况 .....	15
图 7: 2006~2012 年中美银幕数情况 .....	15
图 8: 2012 年以来公司电视剧业务收入及占总营收比例 .....	18
图 9: 2011 年以来公司电视剧投资情况 (单位: 亿元) .....	18
图 10: 2011~2015 年电视观众平均到达率及人均收视时长 .....	19
图 11: 付费视频用户规模及市场规模 .....	19
图 12: 各影视剧公司电视剧业务毛利率对比 .....	23
图 13: 2012~2016 年中美电影票房及动画电影票房占比情况 .....	24
图 14: 2012~2016 年我国国产、引进动画电影票房及增速 .....	24
图 15: 光线电商主要产品 .....	28
图 16: 大鱼海棠版权在阿里鱼上的销售情况 .....	28
图 17: 2008 年至 2016 年光线栏目制作与电影业务变动情况 .....	29
图 18: 省级非上星频道收视份额下滑 (%) .....	31
图 19: 2009 年电影发行公司市场份额 (%) .....	32
图 20: 光线 2008 年至 2016 年代理发行与投资发行电影数量 (单位: 部) .....	33
图 21: 2012 年 12 月 12 日《泰囧》上映后, 公司股票受投资者追捧 .....	34
图 22: 公司在内容领域的布局 .....	38
图 23: 公司营业收入及净利润年度变化 .....	40
表 24: 光线传媒 2013-2016 年分业务收入状况 (单位: 亿元) .....	40
表 25: 热锋网络、蓝弧文化业绩承诺及实现状况 (单位: 万元) .....	41
表 26: 光线传媒 2013-2016 年分业务毛利率状况 .....	41
图 27: 公司非经常性损益状况 .....	42
图 28: 公司非经常性损益主要构成部分状况 .....	42
表 1: 猫眼 17Q1 电影投资与发行情况 (票房不含服务费) .....	8
表 2: 2016 年第 4 季度猫眼电影投资与发行情况 (票房不含服务费) .....	9
表 3: 2016 年第 4 季度 4 大票务平台出品、发行合作案例统计 .....	9
表 4: 截至 2017 年 6 月 15 日猫眼电影社区规模 .....	10
表 5: 截至 2017 年 6 月 15 日豆瓣电影社区规模 .....	10
表 6: 在线票务平台参与 2015 年票房前十国产电影发行的情况 .....	11
表 7: 公司上市前投资电视剧情况 .....	13
表 8: 公司代表电视剧、网络剧 .....	17
表 9: 部分电视剧网络版权售价 .....	20
表 10: 公司 2017 年制作、筹备中的电视剧项目 .....	20

表 11: 公司制作、筹备中的网络剧项目 .....	20
表 12: “影剧联动”经典案例 .....	22
表 13: 2010-2016 年国产动画电影票房排行榜前十 .....	25
表 14: 部分好莱坞团队参与制作的国产动画电影 .....	25
表 15: 公司已上映动漫电影的票房与口碑 .....	26
表 16: 动漫领域投资情况 .....	27
表 17: 公司动漫题材布局 .....	27
表 18: 新媒体联供网覆盖面 (截至 2011 年) .....	30
表 19: 2006-2009 电影行业数据概况 .....	30
表 20: 光线电影作品知名度逐渐提升 .....	31
表 21: 电影公司发行模式比较 .....	32
表 22: 《泰囧》的超预期票房表现 .....	34
表 23: 光线投资发行与代理发行代表电影 .....	34
表 24: 2016 年国产电影的票房收益率排行榜 (加粗为光线电影) .....	35
表 25: 光线文学作品翻拍类电影 .....	36
表 26: 2017 年计划上映的电影片单 .....	37
表 27: 公司横向内容领域的投资布局 .....	38
表 28: 公司的纵向产业链投资布局 .....	39
表 29: 期间费用结构(占营收) .....	43
表 30: 可比公司 PE 估值比较 .....	44

## 一、猫眼：票务业务发展稳健，投资、发行表现亮眼

2016年5月，光线传媒以15.38亿元现金购买猫眼电影19%股权；同时，公司控股股东光线控股支付8亿元现金及1.76亿股光线传媒股票购买猫眼电影38.4%股权；交易完成后，光线控股和光线传媒累计持有猫眼57.4%股份。

猫眼电影集在线购票服务、数据服务、媒体内容营销、衍生品销售及用户社交于一体，是国内领先的一站式互联网电影平台。据艾媒咨询统计，2017年Q1猫眼在线上票务市场的市占率为31.80%（含大众点评数据），为行业第一。猫眼前身是美团网旗下的电影业务，成立于2012年。2013年，“美团电影”更名为“猫眼电影”。2015年7月，猫眼电影独立为美团网旗下全资子公司猫眼文化传媒有限公司。2015年10月，美团和大众点评正式宣布合并，猫眼公司也于12月完成与大众点评电影频道的整合，获得大众点评入口。2016年4月，美团大众点评正式将猫眼进行分拆并完全独立运营。

### （一）公司现状：票补退潮，格局稳定，扭亏为盈

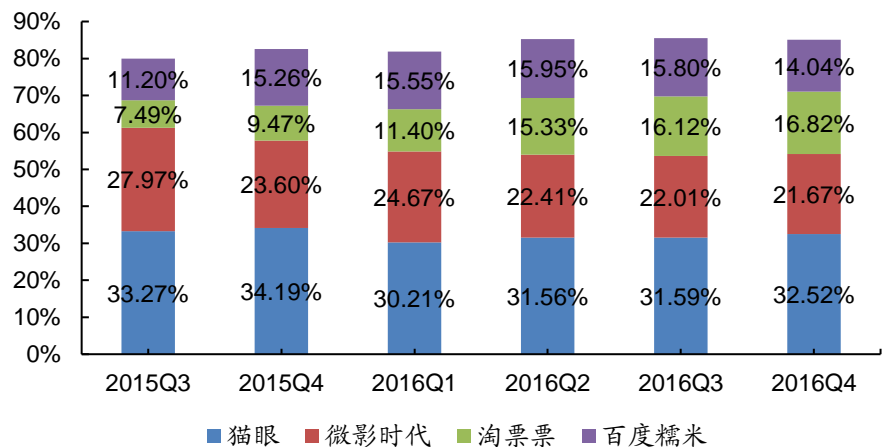
公司公告显示，猫眼2015年净利润仅为2.38万元，2016年未经审计营收为10.5亿元，净亏损5.11亿元。这一状况主要受制于行业发展规律：互联网平台发展早期需投入大量补贴，以“免费”模式培养用户习惯并抢占市场份额。

但2016年以来，随着市场格局逐渐稳定、自身业务扩充，猫眼已成功实现盈利。公司董事长王长田在2017年上海电影节中国影视领袖峰会上透露，猫眼2017年一季度收入超过6亿元，前三月月均利润超5000万，单月最低利润4000万；其中非票务收入、电影投资和发行收入都有迅猛增长。猫眼的大规模盈利，缓解了市场对于猫眼拖累光线上市公司和光线集团利润的担忧，也进一步展现了猫眼的发展潜力。

#### 1、行业：三分天下格局初定，票补大战早已结束

近两年，在线电影票务市场竞争格局趋于稳定，“三分天下”的垄断格局基本已定。从2015年三季度至2016年末，猫眼始终保持着在线票务市场市占率第一的位置。在其他竞争者中，微影时代（微票+格瓦拉）市占率略微下降，但仍然保持市场第二的位置。第三第四的位置则发生了翻转，随着百度在O2O上的投入减少，百度糯米占有率逐渐下降。而阿里的淘票票则后来居上，目前市占率已超过百度糯米，成为行业第三。

图1：中国电影在线票务市场市占率变化情况（合并口径）



资料来源：易观智库，广发证券发展研究中心

对于在线票务行业，市场最为关心的是在2015年开始风行的“票补”。所谓的票补是指，在线票务平台为了吸引用户，以低价（如9.9元）向用户出售电影票。而低价票和实际票面价（通常最低在30-35元）的差额，在初期主要由在线票务公司承担。微影时代CEO林宁接受财新采访时表示，2015年在线票务平台的整体票补规模至少为40亿，王长田估计2016年缩减到15亿左右。到了2017年，除了阿里旗下淘票票希望获得更大市场份额仍然在进行补贴外，其他平台的补贴进一步大幅度减少。目前市场上存留的票补，通常由片方承担，主要起宣传营销作用，在规模上也明显更小。

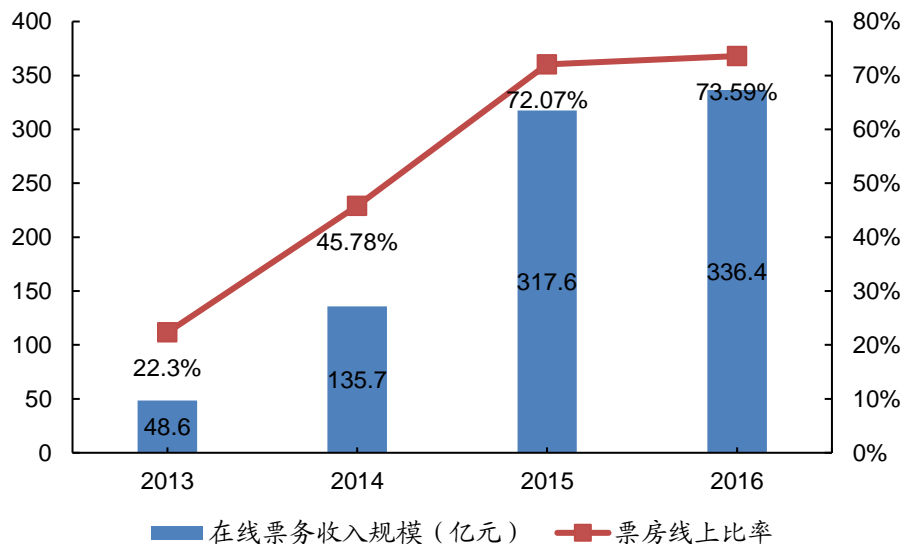
实际上，“补贴”与“烧钱”大战在所有的O2O细分行业中都出现过。O2O平台在早期为了进行用户教育、用户争夺，普遍都采用了这样的方式。包括团购、打车、共享单车等，都曾经经历或正在经历这样的阶段。

然而，补贴与烧钱只是行业发展的一个阶段，却并非持续状态。目前可以看到的是，团购、打车早已结束了补贴。但用户并没有因为补贴减少而离场——早期的补贴建立起的用户习惯已经让用户在生活中难以离开这些互联网应用。

反观在线售票平台，从2015年的疯狂补贴，到2016年迅速减少补贴再到2017年的补贴寥寥，其主要原因在于：

1) 用户习惯养成，线上化率已接近80%：据易观智库数据，2013年、2014年，在线票务线上化率分别为22.3%、45.8%。到在经历了2015年的电影市场叠加在线票务市场的疯狂，线上化率已接近80%，到了2016年，线上化率提升仅约1个百分点。2016年中国电影票房为457亿，由此折算，其中有336亿的票房是经过在线票务平台售卖的，大多数电影观众已经使用过在线购票的方式进行电影票的购买。另一方面，剩余的20%的用户，主要为老人、小孩或者其他的确在使用移动互联网方面不便利的人群，仍然选择在影院柜台购买电影票。而无论在线票务平台如何进行大规模补贴，这部分人群也较难再进入线上平台。此时，再进行大规模补贴已然不经济。

图2：2013年以来电影在线票务市场规模及票房线上化比率



资料来源：易观智库，广发证券发展研究中心

2) 行业格局趋于稳定：根据艾媒咨询数据，至2017Q1，头部四大平台的在线票务市占率合计达到94%。而行业早期的烧钱属性也决定了行业不会有新进入者。在当前时点的补贴，难有新用户增量，而更多是存量用户的抢夺。

3) 价格敏感用户的忠诚度难培养：利用票补来抢夺存量用户，更多是抢夺的价格敏感型用户。他们对平台难有忠诚度可言。平台深知，当前近80%的线上化率行业背景下，再大举进行补贴，获取存量用户，并不是一个投入产出比高的事情。

总体来看，就如同O2O打车市场一样，目前在线票务市场已经回归理性。目前平台

上的存在的低价票，更多是由片方出资，为了吸引用户购票的一种营销手段。大多数已不再是由票务平台进行烧钱。

## 2、业务：各项业务健康发展，投资、宣发表现亮眼

从业务结构来看，猫眼目前主要包括三大业务：在线售票，非票房业务（基于猫眼APP的卖品、广告营销），以及电影投资和发行业务。王长田在中国影视领袖峰会上还透露，猫眼一季度不仅票务方面取得了增长，后两块业务在今年一季度分别实现了1100%与1450%的收入增长。

- 在线售票业务上，猫眼的市场占有率基本稳定在30%左右，但随着票补大战的逐渐平息，猫眼团队卓越的产品能力便逐渐体现出来。猫眼在同行中率先推出了电影票退改签功能，观众购买的电影票可以在开场前1小时内免费退票或改签其他时间；同时，在观众选座时，系统会自动推荐剩余座位中的最佳观影位置等；在观众购票后，系统会提示影片相关的彩蛋信息。这些细致入微的用户体验，都帮助猫眼将用户留在了自己的平台上。
- 在卖品、广告营销等非票房业务上，猫眼凭借其早期积累的数据，已初步显现优势。在线票务平台是产业链中最接近用户与交易的一环。因此，针对上游片方，猫眼可以用数据为片方、广告主和发行方提供个性化的营销建议和方案；针对下游渠道，猫眼还可以为提升影院经营效率、改进服务品质，提供解决方案，帮助传统影院在互联网经营方面取得突破。如2016年，猫眼与大地影院除了常规的票务合作以外，还展开了在线卖品业务、推出影院联名会员卡，并让大地使用猫眼影院营销系统。猫眼CEO郑志昊在腾讯全球合作伙伴大会上透露，与猫眼合作后，大地影院在线卖品收入较一年前增长了3倍，影院新客占比超过50%，用户月均购票频次比之前提升一倍。而且相较于其余在线票务平台，公司切入市场更早，因此在数据精准度及累积规模上都更具优势。
- 在电影投资与发行方面，主控发行已显成效。猫眼电影从2014年起涉足电影发行领域，2015年参与出品发行的影片共8部，2016年初贺岁档《年兽大作战》是猫眼第一次主发行的影片。2016年四季度，猫眼主发行影片数量已达5部，成功帮助电影《从你的全世界路过》、《驴得水》、《你的名字。》等电影取得较好的票房和口碑。2017年春节档，猫眼担任电影《大闹天竺》的主发行，针对《大闹天竺》的合家欢属性，猫眼电影专门为《大闹天竺》定制推出的“全家看大闹，春节一起笑”合家欢套票预售活动。同时，猫眼通过《爱乐之城》、《金刚狼3》等项目继续深化与好莱坞六大等电影公司的合作。

表 1：猫眼 17Q1 电影投资与发行情况（票房不含服务费）

电影名称	票房	参与角色	上映时间
《西游伏妖篇》	15.66 亿	联合出品	2017 年 1 月 28 日
《大闹天竺》	7.20 亿	联合出品、主发行	2017 年 1 月 28 日
《嫌疑人 X 的献身》	3.70 亿	联合发行	2017 年 3 月 31 日
《疯岳撬佳人》	5946.8 万	联合发行	2017 年 2 月 14 日

资料来源：艺恩网，广发证券发展研究中心



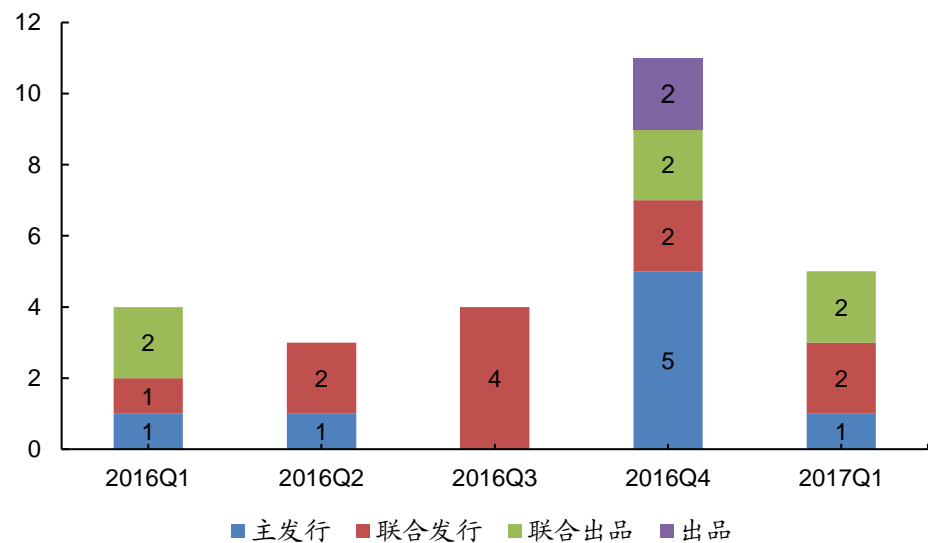
表 2: 2016 年第 4 季度猫眼电影投资与发行情况 (票房不含服务费)

序号	合作影片	票房	合作方式	上映时间
1	《情圣》	6.21 亿	联合出品、发行	2016.12.30
2	《你的名字。》	5.77 亿	协助推广	2016.12.02
3	《我不是潘金莲》	4.84 亿	主发行	2016.11.18
4	《血战钢锯岭》	4.27 亿	协助推广	2016.12.08
5	《驴得水》	1.73 亿	出品、主发行	2016.10.28
6	《罗曼蒂克消亡史》	1.23 亿	联合发行	2016.12.16
7	《惊天破》	1.14 亿	联合发行	2016.10.20
8	《冲天火》	3617 万	出品、主发行	2016.11.25
9	《我在故宫修文物》	645 万	联合出品、发行	2016.12.16

资料来源: 易观智库, 艺恩网, 广发证券发展研究中心

易观智库数据显示, 2016 年 4 季度, 猫眼电影发行的影片数为 10 部, 其中有 7 部为过亿影片, 高于微影时代、淘票票、百度糯米的 3 部、5 部和 4 部, 且比第 3 季度数量翻倍上升。从参与角色上看, 4 季度猫眼参与的 10 部影片中, 猫眼有 5 部为主发行, 其中 2 部票房超过 5 亿元。从联合发行到现在主发行影片逐渐增加, 猫眼在电影领域内的参与度逐渐加深, 从过去单一的在线售票平台向前端的发行、制片环节涉足。

图 3: 2016 年至今猫眼参与投资与发行的影片数量 (单位: 部)



资料来源: 易观智库, 艾媒咨询, 广发证券发展研究中心

表 3: 2016 年第 4 季度 4 大票务平台出品、发行合作案例统计

电影票房分级	猫眼电影	微影时代	淘票票	百度糯米
合作影片数量	10 部	5 部	6 部	6 部
10 亿级影片	0 部	0 部	0 部	0 部
5-10 亿影片	2 部	1 部	1 部	1 部
1-5 亿影片	5 部	2 部	4 部	3 部

资料来源: 易观智库, 广发证券发展研究中心

## （二）回顾：光线为什么买猫眼？——相似与互补

### 1、公司需要互联网基因，恰好与猫眼形成互补

猫眼是中国最大的电影大数据平台，并拥有活跃的用户社区。早在2015年12月，猫眼已拥有超过2亿用户，积累超过5亿次的消费数据。覆盖购票用户超1亿，日活跃（DAU）用户数超1000万。

表 4: 截至 2017 年 6 月 15 日猫眼电影社区规模

电影	观众评分数量	短评数量	长评数量
神奇女侠	189000 条	64447 条	114 条
摔跤吧爸爸	778000 条	267488 条	107 条
记忆大师	168000 条	59974 条	97 条
嫌疑人 X 的献身	265000 条	55222 条	196 条

资料来源：猫眼 app，广发证券发展研究中心

表 5: 截至 2017 年 6 月 15 日豆瓣电影社区规模

电影	评分数量	短评数量	影评数量
神奇女侠	121238	64445	1534
摔跤吧爸爸	296020	128945	5888
记忆大师	85324	42545	118
嫌疑人 X 的献身	90016	50746	3721
合约男女	8121	3956	63

资料来源：豆瓣电影，广发证券发展研究中心

反观光线传媒，公司一直希望向互联网领域进行拓展。而在下游渠道上，公司暂时没有将布局拓展至重资产的院线。而在线票务平台是最接近用户消费环节的电影业参与者，可将用户属性和行为标签化，建立亿级活跃用户的“大数据画像”，从而刻画出不同消费者的观影需求和主体偏好。这与公司优质的内容制作能力形成互补，将更好的帮助公司在制片环节的内容生产。

### 2、双方均从线下起步，基因相似

光线从电视栏目制作转入电影发行时最先开拓了驻点发行的地面发行模式。而猫眼虽是线上电影平台，但最早由美团网的电影业务发展而来，在起步拓展阶段也是依靠逐个影城的线下推广模式抢占市场先机。可以说，光线和猫眼，虽然一个所处的是电影制作行业，一个是互联网电影售票行业，但两者切入电影行业的发展路径却颇为相似。

未来，除线上票务业务外，猫眼也将向上游切入电影发行与制片业务。双方相似发展历程和地推经验将促使双方在电影制作、发行上更顺利的展开合作，有望实现协同效应。此外，从行业角度看，在线票务平台已成多数电影的重要宣发阵地，票务平台参与宣发日渐成为高票房电影“标配”。但其余票务平台的宣传资源主要集中于线上，线下推广经验有限。光线与猫眼的强强联合将全面打通线上、线下资源，形成独有发行优势。

**表 6: 在线票务平台参与 2015 年票房前十国产电影发行的情况**

序号	合作影片	票房 (亿元)	联合发行的在线票务平台
1	捉妖记	24.4	百度糯米
2	港囧	16.1	猫眼
3	夏洛特烦恼	14.4	格瓦拉、微影时代、大众点评、百度糯米
4	寻龙诀	13.7	微影时代、百度糯米、淘宝电影
5	煎饼侠	11.6	大众点评
6	澳门风云 2	9.7	大众点评
7	西游记之大圣归来	9.6	微影时代
8	天将雄狮	7.4	猫眼
9	狼图腾	7	无
10	九层妖塔	6.8	微影时代

资料来源: 艺恩咨询, 广发证券发展研究中心

### (三) 展望: 独立上市, 重构行业

公司董事长王长田曾多次在投资者沟通会上表示, 未来中国电影产业内也将形成“好莱坞六大”。而中国的“六大”将会出现在两个领域, 一部分是以光线为代表的传统电影公司, 另一部分是以猫眼、阿里、腾讯为代表的互联网电影公司, 彼此各有优势。因此, 公司对猫眼的规划一方面不会局限于上市公司的一个部门, 而希望“猫眼是做中国电影产业的猫眼”。猫眼的业务也不会停留于在线票务业务。未来, 猫眼可能作为一个互联网平台, 与电影行业的各环节深度融合, 成为独立的全产业链电影公司。

#### 1、独立上市: 计划明确、条件成熟

2017年, 王长田在投资者会议、上海电影节“中国影视领袖峰会”等公开场合多次表示对于猫眼已经有独立上市的计划。猫眼CEO郑志昊在接受《财新》访问时也表示, 猫眼电影一直遵循独立上市、独立发展的方向。

此外, 从上市条件看, 猫眼与控股股东在票务业务上存在“同业竞争”的隐患已被排除。光线传媒在收购猫眼前也曾投资在线票务平台“网票网”。但从发展状况看, “网票网”在线上电影票务市场中份额极小, 据2016年年报披露, 网票网净亏损3099万。2016年光线控股猫眼时, 承诺将于协议生效之日起12个月内将其所持有的网票网股权转让予光线控股或其他方。2017年5月, 光线传媒发布公告, 拟作价1.3亿元向天津猫眼转让其持有的捷通无限(网票网运营主体) 68.55%的股权。交易完成后, 光线一方面剥离了亏损的票务公司, 另一方面公司将不再经营在线票务业务, 未来与猫眼电影不存在业务重合。

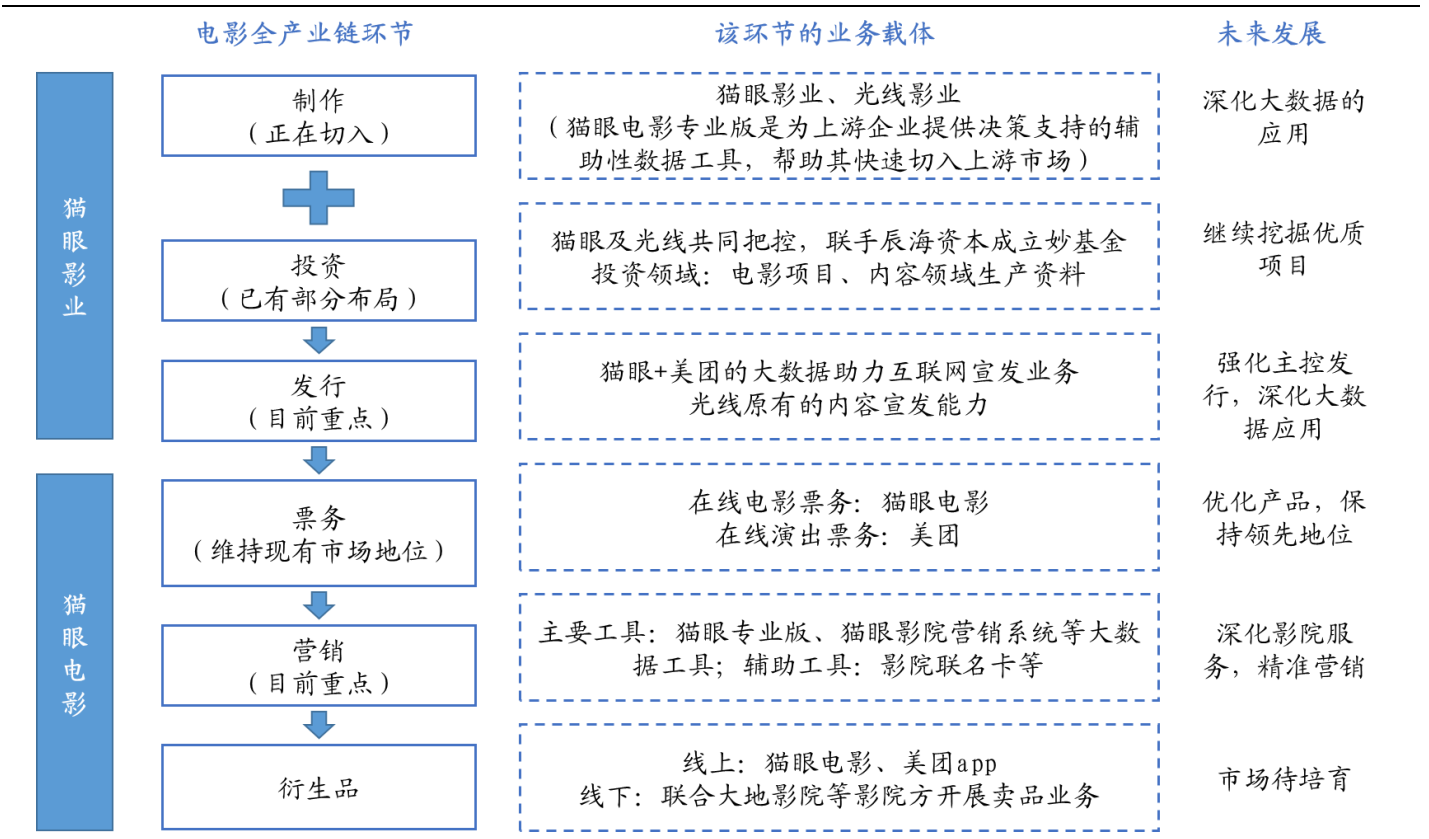
除同业竞争外, 更重要的是猫眼开始实现盈利。王长田在上海电影节会议上表示, 猫眼2017年一季度月均盈利已达千万级, 全年肯定成功扭亏为盈, 明年就可以达到申报上市的要求。所以从各角度看, 猫眼独立上市的计划都十分明确, 条件也正趋于成熟。

#### 2、业务规划: 融合+优化+重构

猫眼CEO郑志昊在腾讯全球合作伙伴大会上表示, 猫眼的定位早已不是一个售票选座平台, “而是一个围绕电影产业上中下游产业链各个环节提供互联网产品和服务解决方案的综合平台”……“未来, 猫眼将深度融合电影产业, 利用互联网平台的数据优势、互联优势重构业务运营模式, 帮助行业做大做强”。

具体来说，从围绕消费者展开的媒体资讯、在线选座购票服务，到围绕影院的电子商务、用户运营、宣传营销服务，再到面向片方/发行方的电影宣传、发行服务，每个环节都将有猫眼的业务布局。

图4：猫眼全产业链业务架构及未来发展方向



资料来源：易观智库，广发证券发展研究中心

**在精准宣发方面，猫眼已受到市场、片方的初步认可。**猫眼的宣发能力越来越受到市场和片方的认可。目前，猫眼已经可以根据用户消费行为、画像数据的积累，有针对性地制定影片发行策略，光线的主要项目也都有猫眼参与宣发甚至主控宣发。《你的名字》上映期间，与电影风格相似的创意滤镜风靡朋友圈。这实际是猫眼通过大数据识别目标观众，针对90后用户专门推出的营销手段。而《驴得水》上映前，猫眼也通过数据分析建议改档，最终帮助电影取得票房、口碑双丰收。

**在衍生品、卖品方面，公司将近年重点发展。**在卖品方面，猫眼CEO郑志昊在2016第一财经数据盛典上透露，截至2016年底，在猫眼全国合作的6000家影院中，有4800多家影院开展了卖品方面合作，并与2300多家影院合作开通了联名会员卡业务。在衍生品方面，猫眼商城上有超过300多个授权IP、4300多个正版衍生品单品在进行售卖，有2000多家影院和猫眼合作展开衍生品电子商务。这些业务都可以帮助影院进一步提高经营的互联网化水平和综合营收能力。

**在公司的数据优势基础上，利用大数据提供选片、制作指导服务也是潜在发展方向。**在这一领域，以Netflix为代表的流媒体已发展较为成熟。Netflix利用自有数据创造了至少7万种视频“微类型”。这些“微类型”可细分已有的视频内容，再经过元素的重组，便可为下一步新的影视内容摄制提供参考。若成功开拓此业务模式，猫眼不仅能更好的协助光线开展影视剧项目，还可以自行切入电影投资、制作领域，进一步拓展业务布局。

## 二、电视剧业务：由投资向主投主控升级

光线传媒自2000年起涉足电视剧业务，至今已超十年。尽管如此，光线并未在电视剧业务上投入过多资源：上市前小规模尝试电视剧制作，上市后由制作转向参投发行，电视剧业务平均收入占比在10%以下。但近年来，随着视频网站带来电视剧行业的新机遇，公司于2017年正式由参投向主投主控转变，预计未来每年将稳定加大投入力度。

### （一）发展历程：战略投资、联盟参投

#### 1、2000~2011年：围绕都市剧、情景喜剧小规模尝试

创立初期，光线小规模尝试情景喜剧，模式普遍为参投发行，投资比例一般为50%。2007年光线收购电视剧制作公司东方传奇，开始尝试电视剧制作，且扩充了都市情感等题材的电视剧。但总体看，规模仍较小，作品收视率也多处于中等水平。

➢ 主要产品：公司成立初期主要从事栏目制作业务，同时与北京亚环等公司合作，参投了少量电视剧。2000~2005年，公司共发行9部电视剧，投资比例均为50%。其中《清明酒家》为公司自行制作电视剧，其余8部均为参投电视剧。2005年电视剧制作公司东方传奇成立，公司控股股东上海光线持有其22%股份；2007年，公司欲加强在电视剧领域的实力，收购东方传奇剩余78%股权，开始尝试电视剧制作。2006~2010年，公司共发行12部电视剧，平均投资比例上升至76%。其中自主创作电视剧11部，仅有1部为协议取得的参投电视剧。截至2011年底，公司共制作、发行了21部电视剧，主要题材为都市情感、情景喜剧。

表 7：公司上市前投资电视剧情况

名称	发行时间	投资主体	投资比例	取得方式
闲人马大姐	2000年1月	光线传媒	50%	协议取得
网虫日记	2001年1月	光线传媒	50%	协议取得
男人四十跑出租	2002年7月	光线传媒	50%	协议取得
老威的X计划	2003年1月	光线传媒	50%	协议取得
生活甜蜜蜜	2003年3月	光线传媒	50%	协议取得
玫瑰玫瑰我爱你	2003年3月	光线传媒	50%	协议取得
双人床单人房	2003年9月	光线传媒	50%	协议取得
清明酒家	2004年1月	光线传媒	50%	创作取得
巴哥正传	2004年6月	上海光线	50%	协议取得
好好过日子	2006年6月	东方传奇	90%	创作取得
浴火凤凰	2006年6月	东方传奇	90%	创作取得
谁怜天下慈母心	2006年10月	东方传奇	80%	创作取得
地狱天堂	2007年2月	光线传媒	100%	协议取得
A计划	2007年4月	东方传奇	85%	创作取得
张礼红的现代生活	2007年4月	东方传奇	100%	创作取得
都是爱情惹的祸	2007年7月	东方传奇	50%	创作取得
马大姐新传	2007年8月	光线传媒	50%	创作取得
鹰与象	2007年12月	光线传媒	71.43%	创作取得
祸福相依	2008年12月	光线传媒	100%	创作取得
超人马大姐	2008年12月	光线传媒	50%	创作取得
桂花打工记	2010年5月	光线传媒	50%	创作取得

资料来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

➤ 收入状况：2008年至2010年，公司电视剧收入分别为0.28、0.15、0.09亿元，占公司总收入10.65%、3.89%、1.85%。其中，东方传奇收入占公司电视剧总收入的比例分别为52.95%、66.98%、75.98%，毛利率为30.43%、20.94%、51.66%。

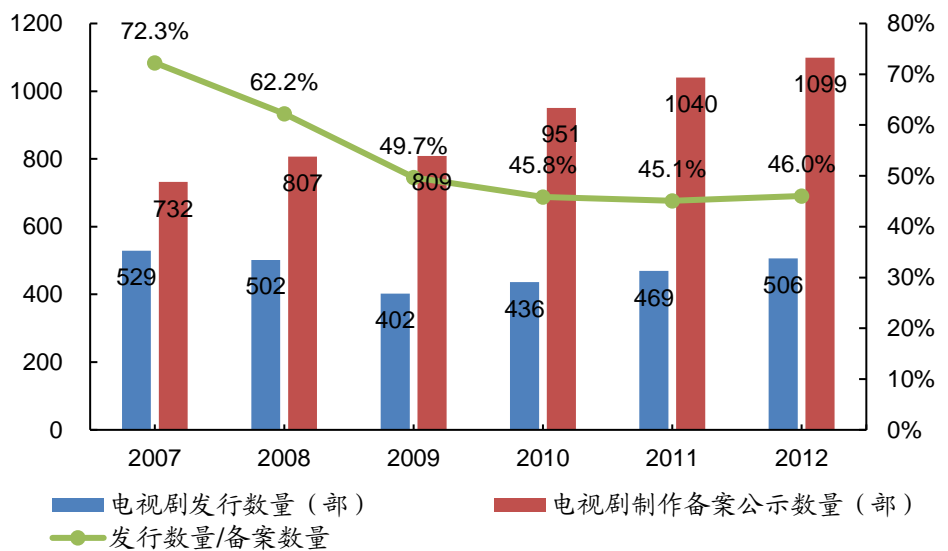
## 2、2012~2016年：停止制作尝试，明确参投模式

由于行业状况及公司特点，上市后，公司停止在电视剧制作领域的尝试，明确实施联盟策略，转回初期的参投发行模式。公司先后投资欢瑞世纪、新丽股份，并与其建立起战略合作关系。由此，公司电视剧收入提速增长。

### (1) 转变背景：电视剧市场竞争激烈，电影市场空间广阔

从行业看，电视剧行业开放较晚，国有机构势力强大。广电总局于2004年才首次明确提出制播分离改革；2009年正式下发《关于认真做好广播电视制播分离改革的意见》。在此之前，电视剧制作均为国家管制领域，国企得以较早起步并形成强大的品牌影响力。如中央电视台下属中国电视剧制作中心、中国国际电视总公司等制作机构，并推出《红楼梦》、《西游记》等经典电视剧。2004年后，监管政策的放松使得大量民营制作机构快速进入。因此，一方面有积淀深厚的国有制作机构，另一方面民营制作机构数量多但规模分散，这使得电视剧供给迅速上升，而需求端又趋于饱和，市场整体增速放缓。据广电总局数据，2007~2012年，电视剧制作备案公示数量呈明显上升趋势，但每年发行的电视剧数量却基本稳定，发行电视剧数量占当年备案公示电视剧数量的比例显著下降。此外，电视节目综合人口覆盖率也已于2006年的96.23%上升至98.20%，上升空间有限。

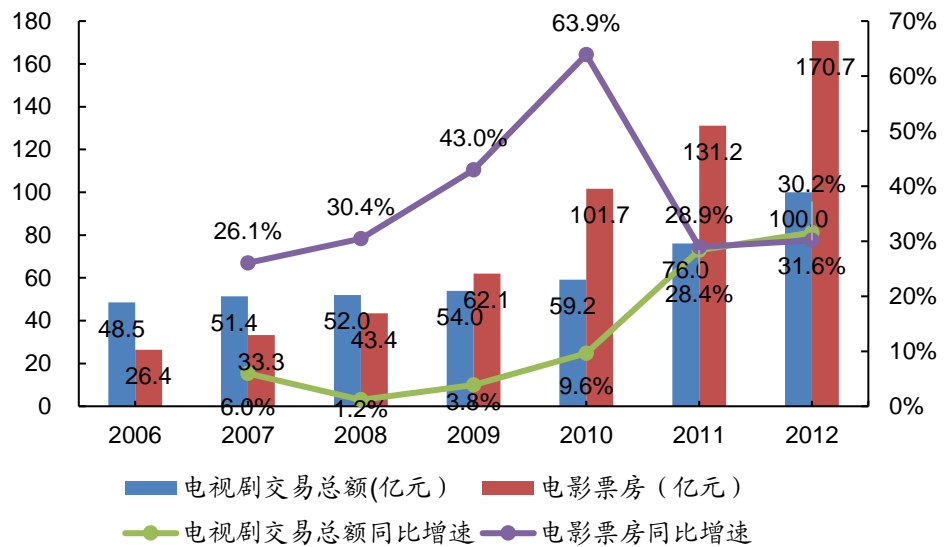
图5：2007~2012年电视剧发行、制作备案公示情况



资料来源：广电总局，广发证券发展研究中心

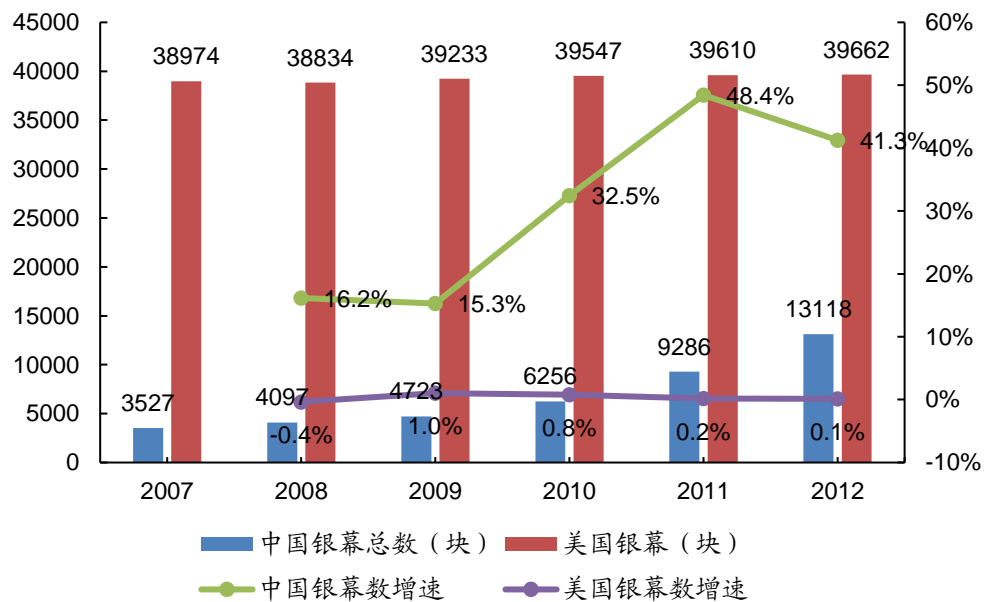
与此形成对比的是国内电影市场发展空间广阔。据万德数据，2006年我国电视剧交易总额为48.5亿，远超当年26.4亿元的票房收入；但至2012年，我国票房达170.7亿，是电视剧交易总额的1.71倍。且2006至2009年，我国电影票房增速由26.1%增至63.9%，而电视剧交易总额的增速却始终在10%以下。且对比98.2%的电视节目综合人口覆盖率，我国2012年屏幕才达1.31万块，每十万人拥有银幕数仅0.97块，相较于北美市场的12.63块/十万人，还有充足的成长空间。

图6：2006-2012年电视剧交易总额、电影票房情况



资料来源：wind，广发证券发展研究中心

图7：2006~2012年中美银幕数情况



资料来源：wind，广发证券发展研究中心

从公司特点看，公司主营电视栏目制作，其包含的宣发优势在电影市场中能更有效的体现。且2008年至2010年，公司电视剧收入分别为0.28、0.15、0.09亿元，尝试电视剧制作并未给公司带来更稳定的营收。

## (2) 转变方式：精选合作伙伴，实施联盟策略

在上述背景下，公司将主要资源、精力转向电影业务，对电视剧业务停止制作，只参与投资发行。公司实施联盟策略，通过精选战略合作伙伴，并参投合作伙伴出品的电视剧来维持电视剧业务收入。具体合作伙伴为电视剧领域龙头企业欢瑞世纪、新丽传媒。在参投模式下，公司较好控制了业务成本及风险；同时，由于公司精选龙

头企业作为合作伙伴，公司参与的电视剧项目数量和质量均明显提升，公司电视剧业务在联盟策略下反而快速增长。

- **2012年8月**，公司以**8100万元**认购欢瑞世纪**4.81%**的股权，与欢瑞世纪达成战略合作伙伴关系，对欢瑞世纪出品的电视剧拥有优先改编权、优先发行权和优先投资权。欢瑞世纪成立于2006年，一直致力于影视剧投资，制作及衍生产业的发展，截至2016年累计出品电视剧/网络剧30余部1000多集，其中包括《宫锁心玉》、《宫锁珠帘》、《麻雀》、《大唐荣耀》等多部精品大剧。通过与欢瑞世纪的战略合作，公司在短期内快速提升了电视剧著作数量。2013年公司新增12部电视剧著作权，而2011年、2012年仅有2部、4部；这12部电视剧中，6部是与欢瑞世纪的合作剧，其中包括《少年四大名捕》、《古剑奇谭》、《盛夏晚晴天》等热播剧，这为公司电视剧收入的回升奠定了基础。2016年，欢瑞世纪实现营收7.39亿元，净利润2.65亿元。
- **2013年**，公司以**8.29亿元**投资新丽传媒**27.64%**股权，为其**第二大**股东。新丽传媒拥有行业领先的电视剧业务规模和作品质量，曾投资出品《夏洛特烦恼》、《煎饼侠》、《失恋33天》、《山楂树之恋》、《悬崖》、《北京爱情故事》、《余罪》等热播电影、电视剧。2017年6月，新丽传媒第三次申报IPO，目前仍在排队中。据招股说明书披露，曹华益为最大股东，直接持股33.31%，通过喜诗投资持股9.59%；光线为**第二大**股东，且向其派驻了一名董事、一名监事；除此之外，腾讯通过世纪凯旋持股4.08%，联想通过联新投资持股0.82%，万达影视持股0.41%。对于业界存有疑虑的同业竞争问题，光线传媒在新丽招股书中承诺在新丽传媒审议涉及与光线传媒利益存在冲突的相关议案时，放弃表决权。2014~2016年新丽传媒营业收入分别为6.55、6.56、7.45亿元；归母净利润分别为1.31、1.17、1.56亿元。分业务看，新丽传媒业务主要为电视剧及衍生、电影及衍生两大板块，2016年电视剧及衍生营收占比达89.75%。发行前，新丽传媒总股本**1.65亿股**，按此计算**2016年EPS为0.95元**；分别给予其**20x、25x、30x**估值，则光线持有的**27.64%**股权分别价值**8.62、10.78、12.94亿元**，超过公司投资新丽传媒时的成本。
- **主要产品**：在联盟策略下，公司参投了多部电视剧，其中主要与欢瑞合作。前期的作品主要为都市题材电视剧，后期尝试的《古剑奇谭》等仙侠玄幻题材也取得较好的收视率。近两年，公司尝试参投网剧，实现重大突破。2015年公司参投欢瑞世纪推出的网剧《盗墓笔记》，实现了28.81亿的播放量，成为2015网剧之王，也开创了季播网络付费模式的先锋。据欢瑞世纪公告，爱奇艺向欢瑞支付的《盗墓笔记》第一阶段结算收入已达700万每集，欢瑞的投资占比为39%；而光线的投资比例为15%。2016年，公司继续参投网台联播剧《诛仙青云志》和网剧《识汝不识丁》。据寻艺网数据，《诛仙青云志》网络播放量达259亿；网络剧《识汝不识丁》在首播期间稳居网剧日播放量排行榜前三，豆瓣评分达9.2，微博话题阅读约11.4亿。



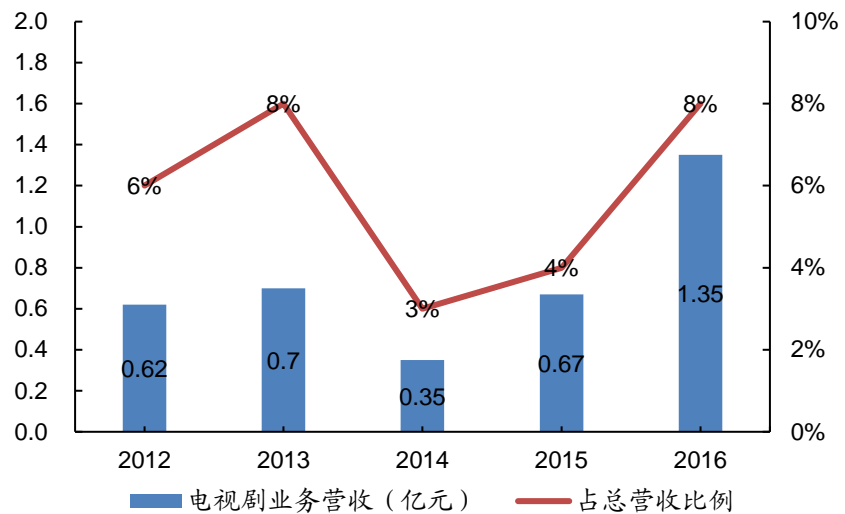
表 8: 公司代表电视剧、网络剧

电视剧	播映年份	类型	播出平台	收视情况	豆瓣评分	合作方
胜女的代价 2	2013	都市	湖南卫视	CSM50 城平均收视率 0.506	5.3	欢瑞世纪
盛夏晚晴天	2013	都市	湖南经视、江苏卫视	CSM45 城平均收视率 1.001	5.8	欢瑞世纪
古剑奇谭	2014	仙侠玄幻	湖南卫视	CSM50 城平均收视率 1.334	6.5	欢瑞世纪
新闺蜜时代	2014	都市	江西卫视、东南卫视、新疆卫视	收视率、网络点播率为同期前三	7.3	盟将威
少年神探狄仁杰	2014	古装悬疑	中央电视台电视剧频道	CSM50 城平均收视率 0.511	6.2	欢瑞世纪
我的宝贝	2015	都市	江苏卫视	CSM50 城平均收视率 0.959	5.7	光彩世纪
少年四大名捕	2015	武侠	湖南卫视	CSM50 城平均收视率为 0.729	4.0	欢瑞世纪
诛仙青云志	2016	仙侠玄幻	湖南卫视/优酷、芒果 TV	CSM52 城市网收视率 0.579	5.2	欢瑞世纪
嘿，孩子	2016	都市	浙江卫视	CSM50 城平均收视率 0.515	4.9	春天融和、润金文化
网络剧	年份	类型	播出平台	收视情况	豆瓣评分	备注
盗墓笔记	2015	悬疑冒险	爱奇艺	28.81 亿	3.9	欢瑞世纪
识汝不识丁	2015	古装偶像	优酷	第六集播出后，网络点击量破亿，评分达 9.2，微博话题阅读约 11.4 亿	7.3	璀璨鲲鹏、世纪鲲鹏

数据来源：公司公告，腾讯娱乐白皮书，CSM，广发证券发展研究中心

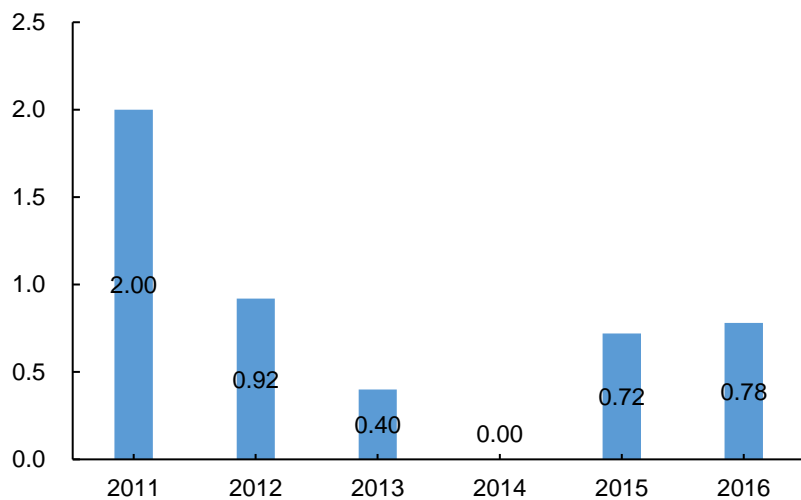
- 收入状况: 2012年至2013年, 公司电视剧业务收入明显提升, 收入分别为0.62、0.70亿元, 毛利率分别为45.91%、67.60%。2013年, 电视剧业务收入占比上升至8%, 公司在年报中正式将影视剧板块拆分, 使得电视剧成为与电影、栏目制作并列的第三大业务板块。2014年, 公司电视剧业务收入0.35亿元, 骤降50.62%, 收入占比降至2.85%。电视剧收入下降的主要原因是项目数量的下降: 当年电视剧著作权仅增加了一部《我的宝贝》, 且未计入当期收入; 共3部电视剧确认收入, 低于前一年的6部, 且均是上年投资项目。但从毛利率看, 公司2014年电视剧业务毛利率67.30%, 仍维持在较高水平。2015年、2016年, 公司电视剧业务收入分别为0.67、1.35亿元, 同比增长92.45%、101.80%, 占公司总营收比例回升至4.39%、7.8%。但2015年公司转结了到期的电视剧库存项目, 所以毛利率降至-40.72%; 2016年电视剧业务毛利率迅速回升至44.47%。可以说, 公司成功以网剧为突破口, 迅速拉升电视剧业务营收。**

图8：2012年以来公司电视剧业务收入及占总营收比例



资料来源：公司公告，wind，广发证券发展研究中心

图9：2011年以来公司电视剧投资情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## （二）发展前景：主投主控，蓄势待发

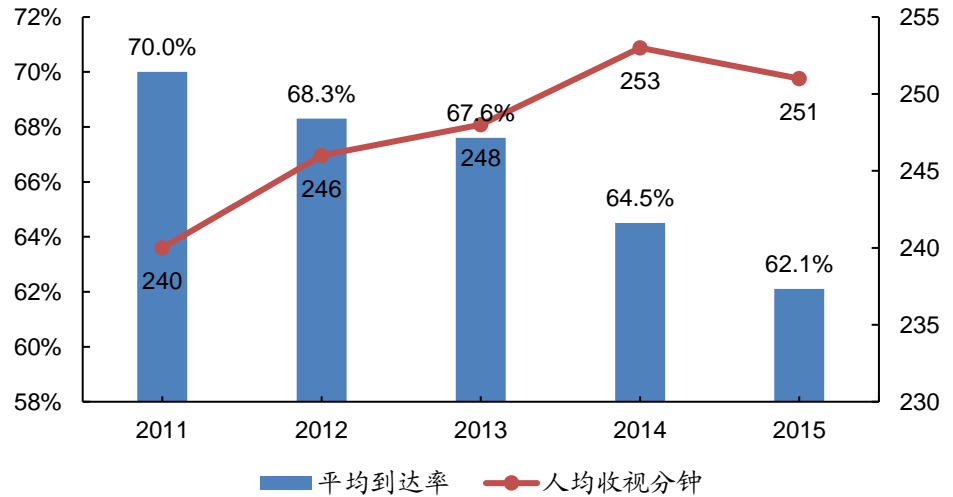
尽管参投模式下，公司电视剧业务保持了高毛利、高增速、低风险的增长，但近年来视频网站、网络剧的兴起给电视剧业务打开了更大的发展空间。2015年起参投网剧的成功也侧面印证了这一发展方向。2017年起，公司在电视剧业务上将由原先单一的参投模式，逐步向主投主控过渡，制作重点是以网播为主的超级季播剧，全方面提升IP的影响力。

### 1、转变背景：用户转移，价格突破

传统卫视时代，电视剧制作机构较多，竞争激烈；且电视台一剧两星，付费能力有限，所以公司在略微尝试电视剧制作后便转为参投模式，主攻发展空间广阔的电影业务。但随着在线视频的兴起，原有格局被打破：一方面视频网站互相竞争、大量资本的涌入使得电视剧采购数量和价格快速上升，电视剧行业盈利空间被打开；另一方面，观众时长逐渐转移至视频网站，各制作机构将竞争这一“新疆土”，老牌电视剧制作机构在卫视上的优势未必能顺利转移至网剧市场。这给了光线等“后发制作机构”竞争机会。

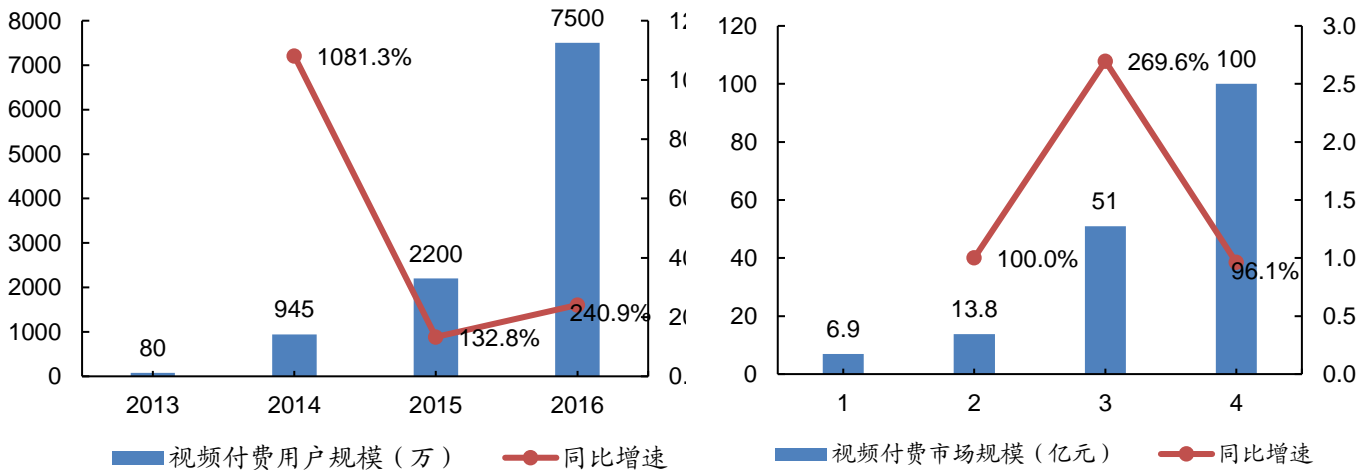
- 近年来，传统卫视收视率持续下滑。根据CSM数据统计，2010~2015年，平均每年有8部电视剧收视率在1.5以上，但2016年仅有4部电视剧收视率突破1.5。卫视收视率的下降背后是观众电视剧观看时长的转移。2010年电视观众的平均到达率为72%，至2015年已降至62.10%；从人均收视时长看，基本围绕250分钟波动，没有明显上升趋势。与此对比，视频网站的市场规模和付费观众数量均明显提升。据艺恩网数据，我国视频付费用户已由2013年的80万增至2016年的7500万，每年同比增速均在100%以上。而整体视频付费市场规模也由2013年的6.9亿迅速增长至2016年的近100亿元。

图10: 2011~2015年电视观众平均到达率及人均收视时长



资料来源: CSM, 广发证券发展研究中心

图11: 付费视频用户规模及市场规模



资料来源: 艺恩网, 广发证券发展研究中心

- 同时，视频网站购剧价格屡创新高，从而反向推动电视台采购价随之上升。如2012年的热播剧《甄嬛传》网络版权价格仅为30万/集，2015年《武媚娘传奇》网络版权价格便上升至200万/集。2017年将播放的《琅琊榜2》、《如懿传》单集价格更高至800万/集、900万/集。从视频网站角度看，其版权支出也在快速增长。以爱奇艺为例，根据百度年报，爱奇艺的内容获取成本由2012年的2.15亿元增至2016年的79亿元，复合年均增长率高达146%。同时，视频网站的竞争反向拉升了卫视的支付能力。据慈文传媒年报披露，湖南卫视采购《特工皇妃楚

《乔传》、《凉生我们可不可以不忧伤》两部电视剧的价格分别为2.58、3.84亿元，单集价格分别为380万、640万。

表 9: 部分电视剧网络版权售价

时间	电视剧	单集价格 (万)	出品公司
2017	如懿传	900	新丽传媒
2017	琅琊榜 2	800	正午阳光、爱奇艺
2015	武媚娘传奇	200	唐德影视
2013	新编辑部的故事	120	花儿影视
2012	甄嬛传	30	北京电视艺术中心
2012	宫锁珠帘	185	湖南经视、欢瑞世纪
2011	宫锁心玉	35	湖南经视、东阳欢娱
2010	美人心计	1	东阳欢娱、紫骏辉煌

资料来源: 律茶娱乐法, 广发证券发展研究中心

## 2、转型力度: 增加项目数量, 提升投资比例

从行业背景看, 网剧开启了电视剧市场新增长; 从自身能力看, 公司IP资源丰富、电视剧制作思路逐渐明晰。因此, 公司于2017年起正式加大对电视剧业务的布局, 项目数量和参与程度都明显提升, 未来电视剧业务有望成为公司利润新增长点。

- 2017年, 公司首次尝试主投主控的电视剧项目, 包括《笑傲江湖》、《谁的青春不迷茫》等。鉴于2015、2016年, 公司凭借网剧成功实现电视剧业务的突破, 公司的主投项目将集中于网剧。公司预计未来将继续加大投入力度。
- 据2016年报披露, 公司2017年计划制作的电视剧、网络剧项目达11个, 其中电视剧8部, 网络剧3部。对比2014年年报, 筹划的电视剧/网络剧项目仅为5部, 公司明显从项目数量上也加大对电视剧业务的投入。预计, 2018年其, 公司电视剧业务收入将逐渐体现, 有望拉动整体业绩实现新高。

表 10: 公司 2017 年制作、筹备中的电视剧项目

序号	剧目	进展	主创人员
1	笑傲江湖	制作中	导演金琛
2	金棺陵兽	筹备中	待定
3	谁的青春不迷茫	筹备中	待定
4	左耳	制作中	导演陈慧翎; 主演米咪、马吟吟等
5	星辰变	筹备中	待定
6	我欲封天	筹备中	待定
7	嘿, 孩子	开播	导演杨亚洲; 主演蒋雯丽, 李小冉, 郭晓冬
8	最好的安排	开播	导演李小平; 主演颖儿, 付辛博, 王耀庆

资料来源: 公司 2016 年报, 百度百科, 广发证券发展研究中心

表 11: 公司制作、筹备中的网络剧项目

序号	剧目	进展	主创人员
1	星游记	制作中	导演胡一泊
2	怪医黑杰克	筹备中	待定
3	东宫	筹备中	待定

资料来源: 公司 2016 年报, 百度百科, 广发证券发展研究中心

### 3、转型思路：主推轻量级项目，深度开发超级IP

- 主推轻量级项目的策略主要针对头部明星片酬过高的行业现状。但轻量级项目并不代表整体业务规模的缩水，而是将资源针对性的投入到剧本和制作上，实现“强IP+强导演+低成本演员”的轻量级路线。如2017年计划推出的《笑傲江湖》，IP为金庸经典作品，导演为执导过《麻雀》等优质电视剧的金琛，主演为丁冠森、薛昊婧等，并没有流量明星。该模式一方面风险小，成本易回收，从业绩角度看更有保障；另一方面能使公司精准利用资源打磨电视剧品质，树立良好口碑，从业务发展角度看更健康可持续。
- 针对“强IP”，公司主要以影剧联动形式进行深度开发。如针对《笑傲江湖》、《星辰变》、《东宫》、《西游记》等IP，公司均在制作或计划制作电影，与此同时也在策划电视剧或网络剧项目。此外，《左耳》、《谁的青春不迷茫》等公司优秀电影作品也将改编为电视剧。公司在电影制作领域有丰富的制作经验和品牌效应，在电影基础上制作电视剧将进一步降低项目风险、提升项目品质，并实现宣传导流。

### （三）业务优势：降维打击，底蕴深厚

公司前期在电影制作领域积累了丰富的经验，而电视相较于电影其制作难度大大降低。因此公司从电影转入电视制作，是由深入浅，游刃有余。此外，经过多年电视剧参投经验的积累，公司在电视剧领域也逐渐形成特有的竞争优势：一方面，深度开发、利用IP资源；二是严控成本，降低风险。

#### 1、由深入浅，游刃有余

在我国影视剧市场上，电影制作难度目前普遍高于电视剧。公司从电影转入电视剧领域，无论从制作实力还是宣发能力上都游刃有余。

- 从时长角度看，电影时间极为有限，需要在短时间内便向观众传递完整、有冲击力的剧情。因此电影要求剧本更精炼明晰，镜头运用更深思熟虑。电影的每一镜头，从布景到打光都可能传递大量信息，而电视剧主要依靠人物对话推进剧情。因此电影制作每天的进度可能只有若干镜头，而电视剧一天能拍摄十几页剧本；从单位成本上看，电影也远高于电视剧。
- 从观看环境上，电视本身的硬件水平难以统一，窄荧屏能获得的体验也有限。而电影观众能通过宽银幕和环绕音效沉浸式的体验电影世界，从而对于作品的细致程度、演员的技巧表现自然有更高的要求。
- 从收入方式看，电视剧收入主要来自电视台或视频网站等渠道方的购买和一部分植入广告；而电影主要为票房收入，需要吸引观众主动去影院并为其付费。因此，电影对于宣传营销的要求也更高。

#### 2、IP资源：储备丰富、合作拓展

除了制作经验的积累，公司在长期的电影业务经营中还积累了大量优质IP，可实现电影、电视剧联动，共享IP、共担成本，拓宽变现渠道。除丰富的自有IP储备外，公司还积极寻求与上游IP企业的合作，外延拓展IP资源。

- 自有IP：2012年至2016年，公司平均每年新增影视剧著作权13.4部，其中不乏《盗墓笔记》、《三体》等大型IP。2016年7月，公司发行债权募集资金10亿元，其中3亿元将用于购买IP，2016年、2017年各投入1.5亿元。此外，公司自身也有持续开发优质IP的能力。如在文学领域，公司已签约作者40余人，包括饶雪漫、丁丁张、刘同等知名作者。可以预见，公司未来将源源不断地孵化出优秀IP以供影视剧项目深度开发。
- 合作IP：除自行购买、自主孵化外，公司还通过投资及战略合作拓展IP资源。如

2013年，公司以自有资金640万元收购彼岸天30%股权，后者于2016年成功开发出动画IP《大鱼海棠》。2014年，公司投资拥有《秦时明月》IP的玄机科技，股权占比5%。**2016年6月，阅文集团在IP生态大会上宣布与已与光线传媒共同建立了新公司，未来将合作开发优质内容，打造行业超级IP。**新公司在未来3-5年内将有数个影视计划，其中针对阅文旗下《我欲封天》和《星辰变》这两个优质IP，就将开发多部系列影视剧作品。《我欲封天》是阅文集团白金作家耳根的作品，曾摘得2015年度“中国原创文学风云榜”桂冠，《星辰变》是阅文集团白金作家“我吃西红柿”的成名之作，曾多次登顶起点中文网榜单首位。除此之外，阅文集团拥有1000万部作品储备、400万名创作者，占据90%的IP改编市场份额，合作前景可期。

- **影剧联动：**上述优质IP可通过电影、电视剧等多个渠道进行开发，一方面分摊了IP获取成本，另一方面也拓宽了变现渠道。从公司优势上看，光线在电影项目上有丰富的制作经验和优秀作品，可以从电影入手再反向突破电视剧市场。比如据猫眼App数据，2015年、2016年分别上映的《左耳》、《谁的青春不迷茫》，累计分账票房达4.85亿、1.80亿，公司计划于今年将其翻拍为电视剧，收入或于2018年体现。从行业经验看，“影剧联动”可以实现互相宣传、互相引流的效果，成功案例颇丰。如早期的《神话》、《西游记》等玄幻大IP，近年来的《山楂树之恋》、《微微一笑很倾城》等言情IP，都在票房和收视率上取得双丰收。

表 12：“影剧联动”经典案例

IP	电影上映时间	电视剧播出时间	电影票房	电视剧收视率
神话	2005/09/23	2010/01/02	0.97 亿	平均 1.2
山楂树之恋	2010/09/16	2012/03/12	1.45 亿	首播 1.1
失恋 33 天	2011/11/08	2013/08/14	3.2 亿	平均 0.667
画皮 2	2012/06/28	2013/07/09	7.02 亿	首播 0.85
北京爱情故事	2014/02/14	2012/01/08	4.05 亿	平均 1
匆匆那年	2014/12/05	2014/08/04	5.89 亿	搜狐独家播放量 12.9 亿
三生三世十里桃花	2017/08/03	2017/01/30	12 天 5.22 亿	平均 1.288
微微一笑很倾城	2016/08/12	2016/08/22	2.75 亿	首播 0.919

资料来源：上映时间及票房来源：猫眼专业版 App；收视率来源：微博“卫视小露电”；广发证券发展研究中心

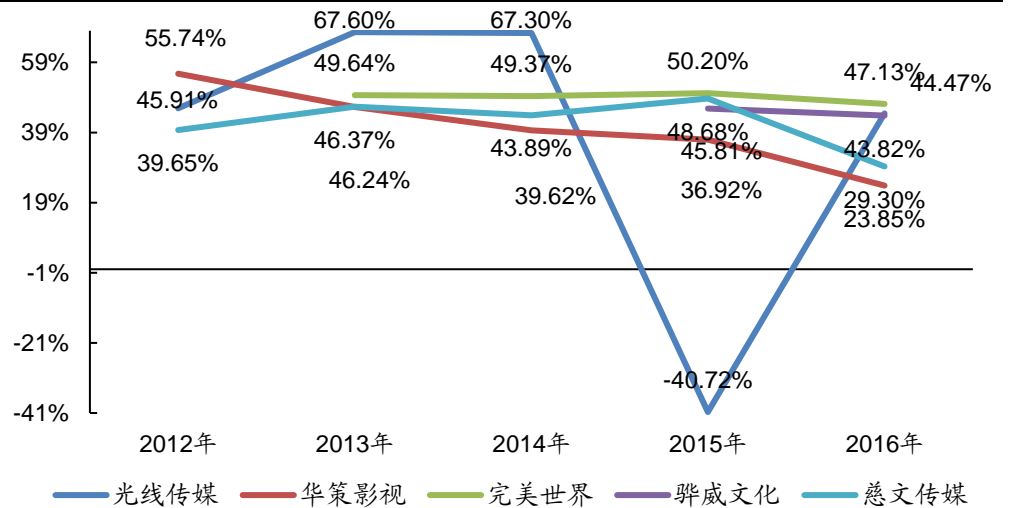
### 3、严控成本、降低风险

与公司在电视剧业务上谨慎推进的整体策略相符，光线在电视剧制作上注重成本、风险控制，并未盲目追逐行业内大热IP、热捧偶像的趋势。整体上看，公司电视剧业务毛利率维持在较高水平，且波动较小，相对稳定安全。

- **IP成本：**尽管公司也主推强IP战略，但其IP资源除自主孵化外，很大部分来自战略投资与合作，成本低于直接购买。截至2016年底，公司无形资产中的著作权资产仅为59.52万元。而光线与阅文合作后，将直接共享部分头部IP的影视剧版权，避免市场竞价拉升IP成本。
- **制作成本：**近年来，电视剧市场力捧偶像明星，以偶像流量拉动收视率和点击量。由此导致的后果是主演片酬攀升，从而电视剧整体制作成本上浮。在2017年SMG制播年会上，上海电视台影视剧中心主任表示仅2016年，一二线演员片酬增长便接近250%，占制片成本的比例已达75%。而观察光线传媒电视剧作品，早期作品更注重品质，以演技为主要选角标准；公司未来主投主控的项目将以轻量级为主，采用低成本新生代演员，将资源集中于剧本与制作。且公司逐步加大对艺人经纪业务的投入，截至2016年底，公司签约艺人已达40名。旗下艺人与自有内容的互动将进一步降低公司电视剧制作成本。
- **毛利率对比：**在IP、制作两方面成本控制下，公司电视剧业务毛利率在行业中处

于较高水平；且排除2015年公司库存转结的影响，毛利率相对稳定。2012年至2016年，公司电视剧业务毛利率分别为45.91%、67.60%、67.30%、-40.72%、44.47%；未来几年内，随着公司电视剧制作思路的明确，以及与阅文等合作的加深，公司电视剧业务毛利率有望进一步提升。

图12：各影视剧公司电视剧业务毛利率对比



资料来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

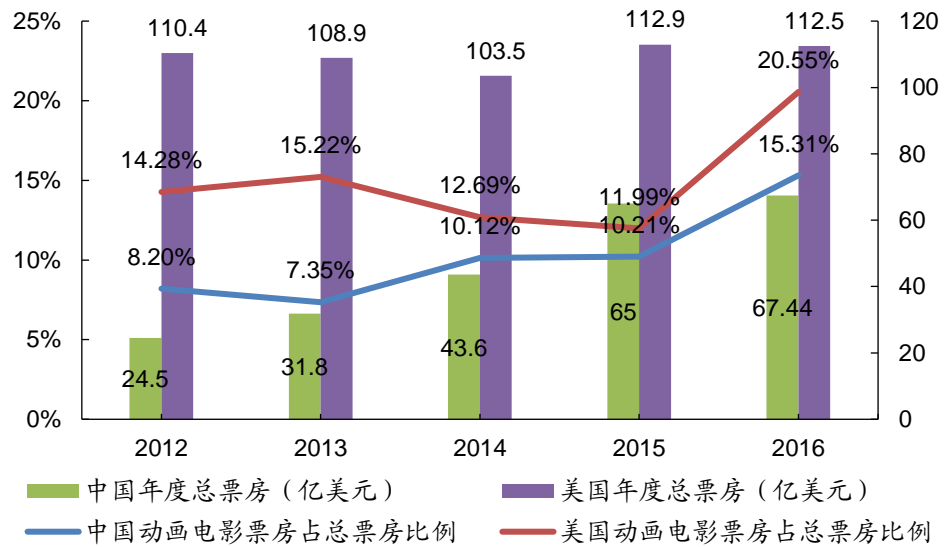
### 三、动画电影：全产业链衍生变现，拓展成长空间

中国动画电影业起步较晚，但近年来发展迅猛。而光线牢牢抓住发展机会，在国产动画电影几乎空白时便发力布局，目前公司旗下团队已上映多部票房、口碑双丰收的动画电影，基本确立了行业领导者地位。且公司持续加大对动画电影领域的布局力度，目前已投资14家动画公司。从动画电影整体市场表现看，票房与增速仍集中在欧美动画大作上，随着国内动画电影团队的不断成熟，中国动画电影开始逐渐探索出新的路径。

#### （一）行业现状：增长迅速、竞争激烈

- 据《中国动画电影发展报告》数据，2014~2016年我国上映的中外动画电影部数分别为51部、57部、62部；票房产出达30亿、44亿、70亿元。2015到2016年的快速增长，主要源于好莱坞动漫电影《疯狂动物城》、《功夫熊猫3》单片分别达到15.3亿元和10亿元票房。同时，《你的名字。》、《愤怒的小鸟》和国产电影《大鱼海棠》也分别取得了5亿票房；2014-2016年动画电影的增速远超同期电影票房35.78%、48.99%、3.17%的增速。可以看出，在整体银幕数、票房规模趋于稳定的情况下，动画电影，尤其是国产动画电影这一细分门类由于起步相对晚，市场远未饱和，仍有较好的增长态势。
- 对比发展最成熟的美国、日本市场，我国动画电影还有广阔的成长空间。据美国电影协会及box office数据，2016年美国动画电影票房23.12亿美元，占总票房20.55%；而日本作为动漫大国，动画电影对其电影市场有着重要影响。日本总票房前5的电影中4部为动画电影。2016年日本电影票房前10的电影全部为动画电影或漫画改编电影。相比之下，我国动画电影的总体票房占比很长一段时间仍在10%以下，到了2015年、2016年，随着《疯狂动物城》等好莱坞动漫电影在国内的卖座，动漫电影的整体占比才有所提升。

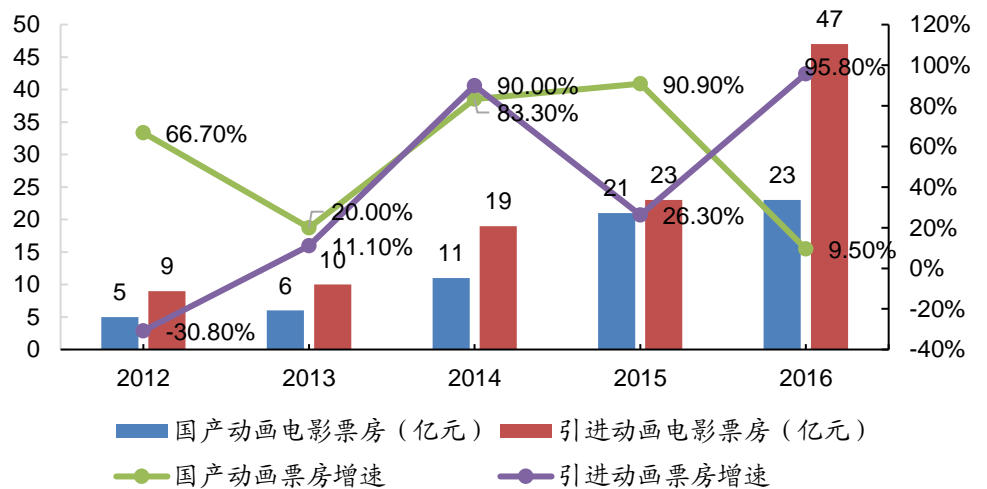
图13: 2012~2016年中美电影票房及动画电影票房占比情况



数据来源: 美国电影协会, box office, 广发证券发展研究中心

- 尽管我国动画电影行业发展势头良好，但国产动画仍面临着激烈的竞争，发展路径尚在摸索中。2012年~2016年，我国上映的动画电影中，国产动画的数量占比平均为64%，但实现的票房占比平均仅为37.88%，上映数量和票房成绩明显倒挂。2015年国产动画电影《大圣归来》获得了9.56亿元，大超市场预期。由此开启了观众对国产动漫电影的关注。2016年，国产动画电影《大鱼海棠》取得5亿票房，成为当年的国产动画电影的票房冠军。但整体来看，国产动画电影的发展仍然参差不齐。在2016年上映的49部国产动画电影中，仅3部票房过亿，有26部票房低于1000万元，累计放映场次390.9万场；而23部引进动画累计放映884.1万场，实现票房46.62亿元，国产动画电影票房增速与引进动画电影票房增速形成巨大剪刀差。因此，尚在起步阶段的国产动漫便面临的激烈的外部竞争，且竞争对象主要为迪士尼、梦工厂、皮克斯、吉卜力等国际领军动画工作室。

图14: 2012~2016年我国国产、引进动画电影票房及增速



数据来源: 《中国动画电影发展报告(2016)》，广发证券发展研究中心



- 从具体动画看，头部国产动画电影更偏成人向。《大圣归来》、《大鱼海棠》分别取得了9.56、5.65亿元的成绩。但票房排名3~9的动画完全被低幼儿动画占据，如《熊出没》系列、《喜羊羊》系列，且票房集中在1~3亿之间。剩余非头部动画电影，票房普遍在千万级甚至百万级，成本回收都难以保障。但对比海外动画电影，仅2016年一年即有2部动画票房破10亿、2部动画票房超5亿、5部动画票房超2亿、3部动画票房破亿。所以整体看，我国动画电影仍偏低幼，单片票房上还有充分成长空间。为解决这一现状，也有多家公司加大投入成本并聘请好莱坞团队，但投入产出比却极低。

**表 13: 2010-2016 年国产动画电影票房排行榜前十**

排名	片名	内地票房 (亿)	上映年份	相关上市公司
1	西游记之大圣归来	9.56	2015	大千阳光 (新三板)
2	大鱼海棠	5.65	2016	光线传媒 (制作、发行)
3	熊出没之雪岭熊风	2.96	2015	华强方特、乐视网 (制作)
4	熊出没之熊心归来	2.88	2016	华强方特 (新三板)
5	熊出没之夺宝熊兵	2.48	2014	华强方特 (新三板)
6	喜羊羊与灰太狼之开心闯龙年	1.68	2012	上海电影 (发行)、中国电影 (发行)
7	喜羊羊与灰太狼之兔年顶呱呱	1.39	2011	上海电影 (发行)、中国电影 (发行)
8	喜羊羊与灰太狼之喜气羊羊过蛇年	1.25	2013	上海电影 (发行)、中国电影 (发行)
9	喜羊羊与灰太狼之虎虎生威	1.24	2010	上海电影 (发行)、中国电影 (发行)
10	十万个冷笑话	1.20	2014	奥飞娱乐

资料来源: 艺恩网, 广发证券发展研究中心

**表 14: 部分好莱坞团队参与制作的国产动画电影**

上映时间	片名	出品方	票房	成本
2014年7月31日	龙之谷: 破晓奇兵	米粒影业	5740 万元	1 亿
2016年7月8日	摇滚藏獒	华谊兄弟、漫动时空、时代天骄、梦幻工厂	内地 3962 万元, 北美 908 万元	6000 万美元
2016年7月15日	超能太阳鸭	枫海影业	1876 万元	1200 万美元
2017年7月28日	豆福传	京基动画	1471 万元	

资料来源: 三文娱, 广发证券发展研究中心

## (二) 着力成为国内动画电影行业领导者

早在我国动画电影票房占比不足5%时，光线便抢占先机、发力布局。目前，公司已上映多部票房、口碑双丰收的动画电影，基本确立了国内动画电影行业的领导者地位。且公司仍持续加大对动画电影的布局力度，目前已经投资超过20家动画公司，未来有望进一步扩大市场份额。

- 2013~2016年公司共推出11部动画电影，实现票房15.64亿元。从公司具体参投、发行的项目看，公司自2013年起投资赛尔号系列起，每年都有动画电影推出，且作品评分稳步提升。票房破亿作品目前为《大鱼海棠》、《你的名字。》2部。此外，公司早期投资的动画电影以低幼儿项目为主，如赛尔号系列、洛克王国系

列、果宝特攻系列等，但2015年起，公司推出部分成人动画电影，也取得了远超低幼儿动画的票房成绩。整体来说，低幼儿动画电影票房偏低，目前只有《熊出没》系列表现出色，未来更大的发展空间应集中在成人动画电影，公司所投项目也会相应倾斜。

表 15：公司已上映动漫电影的票房与口碑

电影	票房	投资	豆瓣评分	上映时间
大护法	8717.6 万		8	2017/7/13
你的名字。（协助推广）	5.77 亿	1900 万	8.5	2016/12/2
精灵王座	2510 万	4500 万	7.4	2016/8/19
大鱼海棠	5.65 亿	3000 万	6.5	2016/7/8
我叫 MT 之山口山战记	1215.5 万	500 万	4.9	2016/6/17
果宝特攻之水果大逃亡	834.5 万		6	2016/1/23
洛克王国 4: 出发！巨人谷	7698.5 万		4.7	2015/8/13
赛尔号 5: 雷神崛起	5661.6 万		3.7	2015/7/23
铠甲勇士之雅塔莱斯	4439.9 万		5	2014/10/1
秦时明月之龙腾万里	5971.6 万	1400 万	6.8	2014/8/8
赛尔号 4 大电影: 圣魔之战	6227.5 万		4.6	2014/7/10
赛尔号大电影 3 之战神联盟	7635 万		4.6	2013/7/12
阿童木（发行）	4660.0 万		6.8	2009/10/23
神兵小将	664.2 万		5	2009/10/1

资料来源：公司公告，百度百科，艺恩网，广发证券发展研究中心

### （三）发展前景：打造精品成人动画

#### 1、投资力度：全面发力投资，筛选优质动画工作室

- 尽管公司动漫业务的发展远晚于影视剧业务，公司已将其提升至相当的战略地位，在年报中，公司将动漫业务单独列出，成为与电影、电视剧相并列的主营业务。此外，公司认为动漫业务是公司未来最具发展潜力的板块之一，对提高公司利润率、驱动其他业务发展有重要作用。据2016年年报披露，公司计划2017年制作25部电影，其中14部为动画电影，占比达56%。
- 为实现公司对动漫业务的战略目标，迅速提升公司的项目容量和IP数量，公司于2015年起大规模投资动漫公司与动画工作室。2013年，光线以640万元获得彼岸天50.8%股份，并于2016年成功推出动画《大鱼海棠》，实现票房5.65亿元。2015年，光线成立“彩条屋”影业，两年内密集投资13家动漫企业。目前公司投资的超过20家动漫企业涵盖了2D/3D电影、IP开发、版权开发引进、漫画早期原创等多个细分领域，储备的IP数量领先业内。其中除彼岸天的《大鱼海棠》外，好传动画的《大护法》已于2017年7月13日成功上映，豆瓣评分8.0，为2017年上半年国产片最高评分，未来还有《大理寺日志》等项目计划。此外，公司还投资了十月文化，其核心团队曾制作《大圣归来》，实现票房9.57亿，创国产动画电影票房新高，未来还将推出《大圣闹天宫》等作品；日本通耀则主要负责日漫IP代理，未来有望加深公司与日本动漫界的互动，延续《你的名字。》在国内市场的成功。

表 16: 动漫领域投资情况

序号	公司	核心 IP/业务	光线占股 (%)	光线出资 (万)	投资时间
1	彼岸天	大鱼海棠	50.8	640	2013.11.29
2	易动传媒	美食大冒险	20	4400	2015.1.1
3	玄机科技	秦时明月	5	2500	2015.2.4
4	全擎娱乐	星游记	35	1100	2015.3.19
5	魔法文化	动画制作		120	2015.9.21
6	十月文化	大圣系列、深海	20	20	2015.7.16
7	可可豆动画	哪吒降世	30	400	2015.11.6
8	光印影业	查理九世	60	3750	2015.12.14
9	漫言星空	星海镖师	30	1000	2015.12.25
10	凝羽动画	茶啊二中	30	750	2016.1.13
11	中传合道	姜子牙	30	900	2016.4.11
12	日本通耀	日漫 IP 代理	19	3134	2016 上半年
13	青空绘彩	昨日青空	25	250	2016.8.15
14	好传动画	大护法、大理寺日志	30	1050	2016.11.29

备注: 公司已卖出蓝弧文化全部股份, 因此不在该列表中, 因而只列出有投资

资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

- ▶ 参照美国、日本动画电影市场, 主要为精品动画主导的市场, 头部工作室占主要份额。据 box office 数据, 2012~2016 年, 美国平均每年有 8 部动画票房达到当年电影票房排名前 50, 而这些作品占据了当年美国动画电影总票房 70% 以上。此外, 分析近年高票房动画电影可知, 头部动画电影几乎被分属于 6 大电影发行公司的 7 家工作室垄断, 如迪士尼动画、皮克斯、梦工厂等, 独立动画工作室目前在美国基本难以存活。而日本市场中, 吉卜力工作室于 2000~2015 年共推出的 9 部动画电影, 仅其一家工作室的动画票房便达 2000~2015 年日本动画电影总票房的 21.19%。而我国目前尚无特别突出的动画工作室, 公司的大规模投资有利于筛选、整合国内动画制作资源, 带动行业成长。未来我国动漫电影市场日趋成熟后, 公司在行业内的地位将进一步稳固。

## 2、发展方向: 主打精品成人动画, 试水网络电影及衍生品

- ▶ 基于《大圣归来》、《大鱼海棠》等突破性作品的成功, 公司未来动漫业务主要定位成人动漫。目前公司已布局国漫风、合家欢、影游跨界、真人奇幻和网络电影五大类型动画作品, 并且在每一类型上都较以前更针对高年龄层观众。除超过 20 家参投公司外, 光线还于 2014 年 6 月以 2.08 亿收购动画公司蓝弧文化 50.8% 股份。但由于蓝弧文化作品偏低龄化, 公司于 2016 年 12 月公司将股份全部售出。

表 17: 公司动漫题材布局

序号	动漫类型	已上映	计划中
1	国漫风	《秦时明月》、《大鱼海棠》、《大护法》	《姜子牙》、《哪吒之魔童降世》、《凤凰之千年公主》、《西游记之大圣闹天宫》、《深海》《大鱼海棠 2》
2	合家欢	《果宝特攻之水果大逃亡》	《茶啊二中》、《暴走漫画之白日梦》
3	影游联动	《我叫 MT》和《赛尔号》、《精灵王座》、《洛克王国》	《BOBO&TOTO》、《星游记》
4	真人奇幻	《铠甲勇士之雅塔莱斯》	《莽荒纪》、《查理九世》
5	网络院线	《星游记》	《昨日青空》、《救命, 我变成了一条狗》、《怪医黑杰克》、《星海镖师》

资料来源: 公司公告, 三文娱, 广发证券发展研究中心

- 此外，公司还开始试水网络动画电影。2017年8月11日公司在爱奇艺推出首部网络动画电影《星游记之风暴法米拉》，由全擎娱乐、彩条屋影业、光线影业、映美传媒联合出品。公司希望能够借此打开动画电影网络播出的新空间；此外，公司还有《星海镖师》、《昨日青空》、《星游记》等项目计划通过网络院线播出。
- 公司2016年上映的《大鱼海棠》除票房外，在衍生品销售上也取得了亮眼的成绩。早在电影上映前，光线、彼岸天、阿里鱼便签订三方合作协议，由阿里鱼享有《大鱼海棠》线上独家授权的权利。阿里鱼将授权分发给各品牌厂商，并获得相应的授权金与提成。公司则单独成立电商部门、衍生品开发部门，并于电影上映当天入驻天猫旗舰店，销售公司电影衍生品。据数娱梦工厂数据，《大鱼海棠》衍生品涉及12个品类32个品牌，总销售额超5000万。未来公司若在动画电影数量、质量上进一步突破，衍生品业务也有望凭借强势IP发展壮大。

图15: 光线电商主要产品



资料来源: 天猫, 广发证券发展研究中心

图16: 大鱼海棠版权在阿里鱼上的销售情况

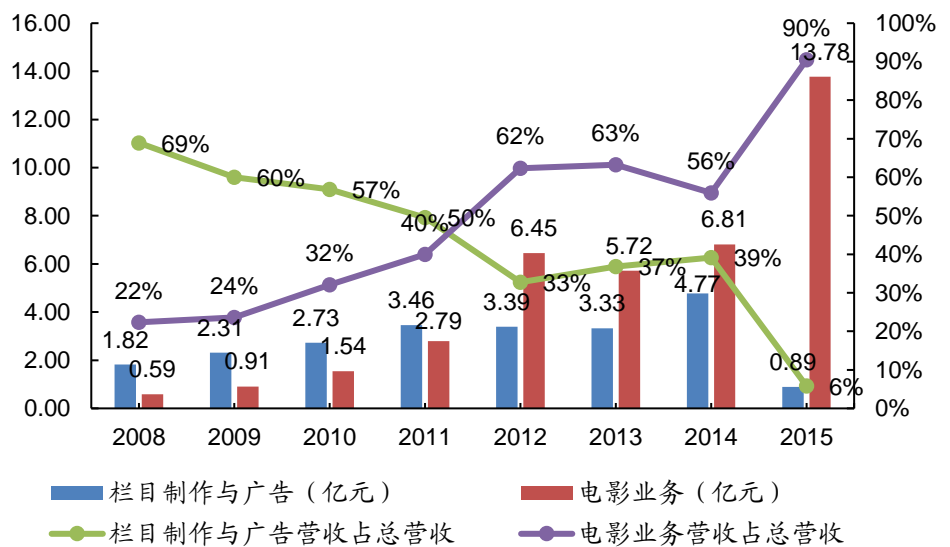
资料来源: 阿里鱼, 广发证券发展研究中心

## 四、电影：回顾与展望

### （一）发展历程：由栏目转型电影，由发行转型制作

光线传媒在1999年以电视栏目制作起家，直到上市前，栏目制作与广告业务都为公司最主要的收入来源。2008年至2011年，栏目制作与广告收入分别为1.82、2.31、2.73、3.46亿元，占公司总营收比例平均为58.84%。公司上市后，该板块业务收入占比跌至35%左右，2015年更降至5.86%，2016年公司彻底解散电视事业部，取消了大部分电视栏目的制作。与此同时，电影业务取代栏目制作业务的地位，收入占比达50%以上，2015、2016年电影业务营收占比更达86.05%、71.29%。这一转变的背后是公司基于行业趋势和自身优势做出的转型决策。

图17：2008年至2016年光线栏目制作与电影业务变动情况



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

### 1、栏目制作空间有限，电影市场快速起步

1999年至2006年，公司的栏目制作业务已发展成熟，成功树立了由《娱乐现场》、《音乐风云榜》和《影视风云榜》等经典娱乐资讯栏目构建的品牌体系。从自身优势及行业状况看，公司选择切入了电影发行领域。2006年，公司参与发行了第一部电影《商城》，并在此后四年中逐步加大对电影发行业务的投入力度。

- **自身优势：娱乐资讯栏目与宣传发行完美契合。**光线制作了近十年娱乐资讯栏目，积累了丰富的营销经验。2008年公司还在渠道上进行创新，开发了电视节目联播网，包括时段联播网、城市频道联播网和新媒体联播网三大板块。截至2011年，节目联播网覆盖307个电视频道，公司的电视栏目每天在国内首播1200余频次。此外，创立于1999年的《娱乐现场》至2009年已于158个电视频道播出，覆盖全国所有地区与6亿观众，并在绝大多数地区同时段节目收视排行中位列第一，被誉为“娱乐界的《新闻联播》”，其巨大的影响力无疑有助于电影宣传。

**表 18: 新媒体联播网覆盖面 (截至 2011 年)**

类型	播出渠道
数字付费频道	鼎视传媒“新娱乐频道”
地铁	北京除 4 号线外的其他 11 条地铁线路、广州全部 8 条地铁线路
互联网视频	新浪网、搜狐网、腾讯网、优酷网、酷 6 网、激动网、我乐网、乐视网、鸿波网、央视网、华夏视联、悠视网、央广视讯等
公交移动电视	覆盖约 1500 量公交车
机场视频	覆盖 40 家机场以及 4 家航空公司班机
铁路视频	覆盖 280 条铁路线路
高校视频	覆盖 19 个城市、共计 303 所高校
医院、药店视频	覆盖 18 个城市、1107 家二、三级医院、播放设备 12951 台; 覆盖全国 17 个城市、2208 家药店、播放设备数量 2767 台
海外媒体	北美麒麟电视、北美汉雅星空卫视、马来西亚 DETV、澳亚卫视
广播电台	覆盖 125 个电台频次

资料来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

- 行业状况: 电影市场逐步发展, 电影发行行业地位提高。**2006至2009年我国电影票房复合增速 (CAGR) 为33%, 与之对应的观影人次的复合增速达到39%。可以看到, 中国的电影市场正在逐步发展, 也可以预见我国电影市场规模将远超过电视栏目市场规模。此外, 当时宏观政策也相对利好电影发行。当时, 监管层对于内容生产环节控制较严, 若毫无电影制作经验的光线选择电影制作作为切入点, 面临政策把握的不确定性。与此相对, 国产片发行领域却得到监管层的支持。2009年, 财政部公布的《关于支持文化企业发展若干税收政策问题的通知》明确指出电影发行收入免征增值税和营业税。**最后, 相较于投资院线、电影制作, 电影发行的门槛低、成本小、回报期短;**对于初步涉足电影业务的光线而言, 发行业务更安全、可控。

**表 19: 2006-2009 电影行业数据概况**

项目	2006	2007	2008	2009
电影票房 (亿)	26	33	43	62
电影票房 YoY		26.9%	30.3%	44.2%
影院数量	1325	1427	1545	1684
影院数量 YoY		7.7%	8.3%	9.0%
单影院收入 (百万)	1.96	2.31	2.78	3.68
单影院收入 YoY		17.9%	20.3%	32.7%
荧屏数量	3034	3527	4097	4723
荧屏数量 YoY		16.2%	16.2%	15.3%
单影院屏幕数量	2.29	2.47	2.65	2.8
单影院屏幕数量 YoY		7.9%	7.3%	5.7%
观众人次 (亿次)	0.89	1.3	1.7	2.4
观众人次 YoY		46.1%	30.8%	41.2%
城镇人口 (亿)	5.8	5.9	6.1	6.2
城镇人口 YoY		1.7%	3.4%	1.6%
平均票价 (元)	29.21	25.38	25.29	25.83
平均票价 YoY		-13.1%	-0.4%	2.1%

资料来源: 艺恩网, 广发证券发展研究中心

- 以港片发行切入电影行业: 2006年~2009年, 公司发行的电影在票房、口碑上均取得较好的成绩, 光线在电影行业的知名度逐渐提升。**公司在这一时期主要

发行香港电影；2010年收购东阳光线影业，并设立香港影业国际，后者主要从事国产电影的海外发行。2009至2011年公司发行的三部香港贺岁片：《东邪西毒·终极版》，《精武风云·陈真》和《全城戒备》等都取得了不俗的成绩。其中《精武风云·陈真》累计获得票房达1.42亿元，跻身2010年度国产片前十。2008年至2009年，公司影视业务收入分别为0.31、0.76、1.45亿元，几乎每年都成倍增长。

表 20: 光线电影作品知名度逐渐提升

作品	上映年份	类型	主演	内地票房(万)
东邪西毒·终极版	2009	动作武侠	张国荣	2580
家有喜事	2009	喜剧	古天乐, 吴君如, 郑中基	3991
花田喜事	2010	喜剧	古天乐, 吴君如, 熊黛林	5984
全城戒备	2010	科幻动作	郭富城, 舒淇	8997
精武风云·陈真	2010	动作	甄子丹, 舒淇	14242
最强喜事	2011	喜剧	古天乐, 张柏芝, 刘嘉玲	16714

资料来源: 猫眼, 广发证券发展研究中心

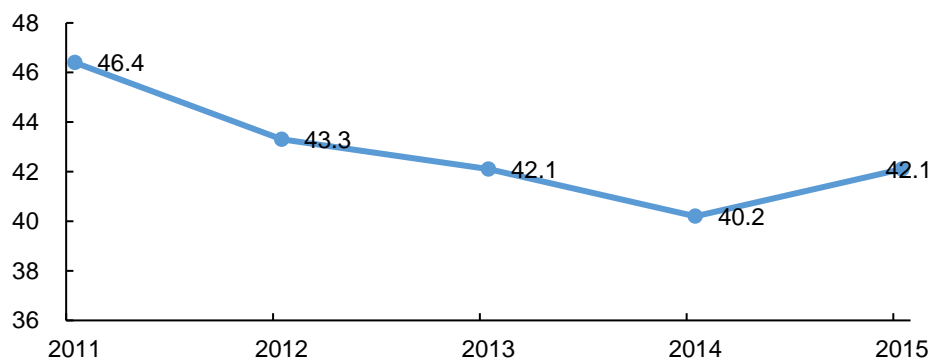
- **驻点发行新模式初见成效: 建立地面发行网, 驻地式营销, 结合地区特色制定针对性营销方案。**传统的发行模式通常只在北京等大城市建立发行中心, 无法真正了解每座城市观众的观影喜好, 也无法及时与影院协调影片放映。而光线通过电影发行营销人员在50个主要城市进行驻地式营销, 根据各地情况, 制定更具本地特色的营销方案。截至2013年, 该网络已覆盖100多个主要城市。

## 2、深度切入上游: 从发行到投资制作

公司上市后, 进一步加大转型力度: 一方面, 电影业务整体比例持续提高; 另一方面, 在电影业务内部, 公司也由单纯的代理发行逐渐向投资发行过渡。

- **从收入结构来看, 栏目制作业务瓶颈凸显, 影视剧业务增势良好。**2012年, 受制于全国广告市场疲软和经济不景气对地面频道的较大影响, 公司栏目制作与广告业务增长较上年同比降低1.92%, 首次出现负增长。与此同时, 影视剧业务营收同比上升131.53%。从毛利率看, 影视剧业务毛利率也已上升至43.94%, 超过栏目制作与广告业务的42.52%。

图 18: 省级非上星频道收视份额下滑 (%)



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

- **从业务模式看, 公司在宣发上已形成独有优势, 但单纯的代理发行模式毛利率偏低。**与当时很多依赖院线进行发行的宣发公司不同, 光线依靠独有的矩阵式宣发, 实现了布局广度和宣传深度。一般情况下, 电影发行商取得的代理发行

收入为票房分账收入的10-15% (即影片总票房收入的4-6%)，其毛利率要低于投资发行。2011年之前，公司参与的电影项目以单纯的代理发行为主，投资发行份额极小。因此2008年~2011年，光线电影业务的毛利率分别为5.14%、8.96%、13.03%、24.61%。

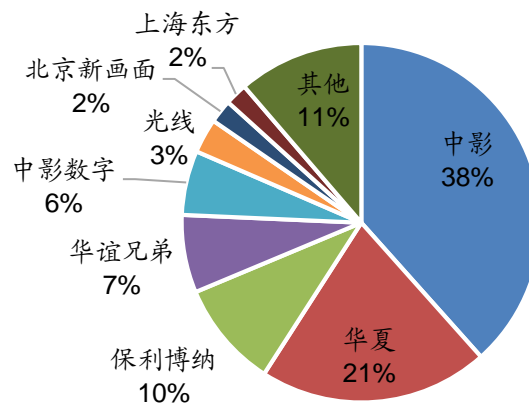
表 21: 电影公司发行模式比较

公司	发行模式	说明	核心发行能力	优势	挑战
光线	矩阵发行模式	发行人员长期布局在主要票仓城市，有影片发行时，利用长期与影院维护的关系和策划当地活动帮助影片提升场次	城市布局广度和深度以及宣传能力	发行人员了解当地情况，作为影片在当地的宣发主力，深度经营与影院的关系，结合影片帮助影院策划宣传，在一定程度上充当影院的智囊团	对发行人员综合能力要求较高，兑入运营需要较高的固定成本支出，对于影片数量与质量有一定要求，模式壁垒较低，竞争激烈
博纳	自有影院资源	旗下影院保证排片长期，对与非旗下影院的推广采取收放的方法，发行人员待电影上映前再向各国主要城市派遣进行宣传	影院资源	影院资源保证影片场次，发行能力的强弱也取决于影院的数量和质量	对与非旗下影院的关系维护稍弱
华谊兄弟	明星驱动	依靠影片主创，大导演或大明星来提升关注度，依靠话题和关注度来提升排片。	拥有丰富的明星资源进行整合	明星参与的电影自带宣传光环，影院端不会轻易忽视粉丝电影	消费者鉴赏能力提升，越来越关注内容，明星加持效应削弱

资料来源：艺恩咨询，广发证券发展研究中心

- 从竞争格局看，仅凭发行业务难以有效提升市场份额。艺恩咨询的数据显示，2009年，中影和华夏凭借对进口分账片的垄断发行权、广泛的院线资源，市场份额分别高达38.4%和20.7%，遥遥领先其他公司。保利博纳市场份额9.6%，在民营阵营中领先。光线影业在2009年发行了《气喘吁吁》、《阿童木》、《家有喜事2009》和《证人》等影片，虽然发行数量不低，但由于影片票房大都不高，市场份额仅为3.1%。

图19: 2009年电影发行公司市场份额 (%)



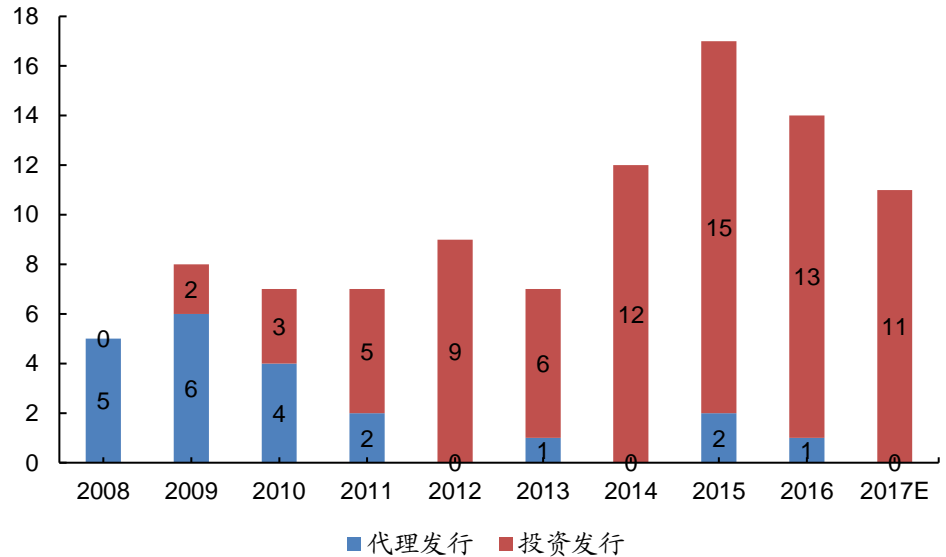
资料来源：艺恩网，广发证券发展研究中心

- 因此，无论从盈利能力、业务发展还是行业竞争角度看，转型投资发行都势在必行。2011年，公司向光线影业增资1亿元，加大对电影制作的投入。同年，光



线在年报中提出，“在此后三年逐步形成每年投资制作3-5部中大型制作的影片，代理发行10-20部优秀国产影片”。这一策略在2012年调整为“加大对投资影片的规模和控制，逐步形成每年投资制作5-6部中大型制作的影片，投资加代理发行15部左右优秀国产影片”。

图20：光线2008年至2016年代理发行与投资发行电影数量（单位：部）



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

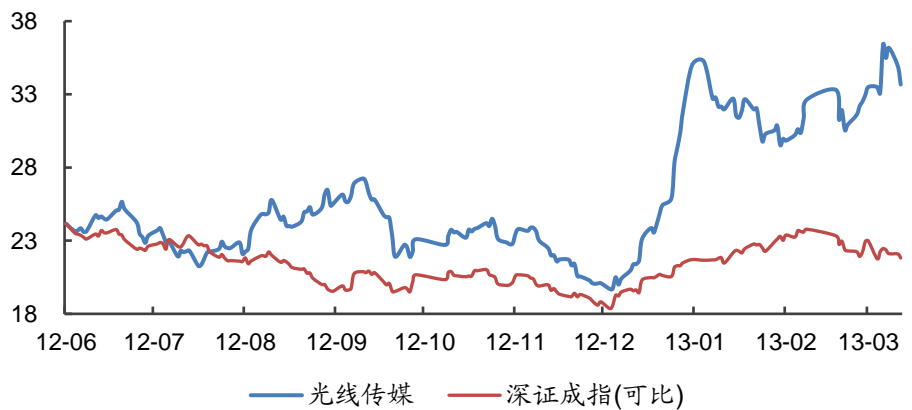
- **《泰囧》一举成功：**公司于2012年起坚定加大对电影制作的投资力度，《泰囧》功不可没。2012年，公司成功制作、发行贺岁片《泰囧》，成为首部票房超10亿的国产电影，并推动了公司业绩爆发。由于导演徐峥虽是著名演员，但导演经验并不丰富，此前业界对这部作品尚有疑虑。但公司根据其业内口碑、前作的收益状况（《人在囧途》投资800多万，票房近4000万）等，仍大胆尝试。据人民网报道，《泰囧》制作成本在2500~3000万元，宣发3000万，几乎与制作费用齐平。最终《泰囧》实现分账票房11.4亿元，光线分账比例为43%，收益约为4.33亿元。回顾《泰囧》的成功，除优质的剧本、精准的选角外，公司的宣传发行也起到了巨大作用。由于《泰囧》本身制作成本不算高，而公司对其质量又有信心，所以在预算方面大量向发行倾斜。在电影上映前两个月，光线的营销计划已经启动。此外，公司不仅利用自有的1200个电视频道在地铁、火车站、机场等场所加大宣传，还在360、支付宝的电脑终端投放广告，在各地的民生新闻栏目中进行宣传，希望拉动中老年人也进入影院。最终，《泰囧》票房远超预期，自上映起连续打破多项国产电影票房纪录，拉动公司股价迅速上升。以《泰囧》为代表，2012年公司共投资、制作、发行12部电影，全年实现票房约16.1亿，约占全国国产片票房总收入20%，公司发行的国产影片数量和票房收入进入行业前二。公司影视剧业务收入占比从2011年的39.9%快速增长至62.38%，收入同比增长达131.53%；毛利率也由2011年的24.61%猛增至2012年的43.94%。

表22: 《泰囧》的超预期票房表现

截止日期	票房(亿元)	记录
2012年12月12日	0.39	中国影史周三最高票房纪录, 华语电影首日票房最高纪录
2012年12月15日	0.93	华语电影单日最高票房纪录
2012年12月17日	3.1	华语电影首周最高票房纪录
2012年12月22日	6.2	华语电影最快破6亿票房记录
2012年12月23日	6.8	华语电影次周最高票房纪录
2012年12月25日	7.2	华语电影单片票房冠军, 华语电影单周最高票房纪录
2012年12月30日	9.5	华语电影第三周最高票房纪录
2013年01月01日	10	中国影史首部票房过10亿的华语电影
2013年02月17日	12.69	中国影史票房第三名

资料来源: 艺恩咨询, 广发证券发展研究中心

图21: 2012年12月12日《泰囧》上映后, 公司股票受投资者追捧



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

- 《泰囧》的成功让公司逐渐明晰了电影投资思路。从选片上, 公司原先主要投资香港影片, 自《泰囧》之后公司开始转向大陆导演作品, 且主要为新晋导演的小投资电影。如赵薇的《致我们终将逝去的青春》、苏有朋的《左耳》。这些电影成本低风险小, 且由于题材精准, 最终票房实现情况均较亮眼。如《致我们终将逝去的青春》制作和宣发成本为6000万, 而内地票房高达7.2亿; 《厨子戏子痞子》制作和宣发成本为3000万, 内地票房达2.73亿。此外, 在宣发上, 投资小成本电影光线可以加大宣发投入, 更好地利用由自身电视栏目、地推站点构建成的宣发矩阵。

表 23: 光线投资发行与代理发行代表电影

电影	类型	合作方式	票房表现
致我们终将逝去的青春	青春爱情	投资发行	内地票房 7.19 亿, 国产片年度排名第 2
分手大师	爱情喜剧	投资发行	内地票房 6.65 亿
中国合伙人	青春励志	发行	内地票房 5.39 亿
同桌的你	青春爱情	投资	内地票房 4.56 亿
左耳	青春爱情	投资发行	内地票房 4.85 亿
不二神探	动作喜剧	投资发行	内地票房 2.84 亿
厨子戏子痞子	动作喜剧	投资发行	内地票房 2.73 亿
四大名捕 2	古装悬疑	独资投资发行	内地票房 1.74 亿

资料来源: 猫眼, 广发证券发展研究中心

## (二) 发展现状：投资成功率为业内翘楚，青春片策略成效显著

### 1、电影投资成功率远超同行，盈利能力持续保障

影视剧项目的成功取决于作品品质、营销效果、舆论环境等多个因素，投资的不确定性相对大。但目前，公司凭借优秀的电影制作能力已实现相当稳定的投资回报率，且项目成功率远超同行。

据娱乐资本论数据，2016年国产电影票房收益率前2名均是公司投资的作品，前15名中有5部为公司作品（票房收益率=票房收益/票房，票房收益=票房分账-制作成本-宣发成本）。按照票房收益率由高到低排序依次为《大鱼海棠》（187%）、《从你的全世界路过》（170%）、《美人鱼》（77%）、《谁的青春不迷茫》（46%）、《火锅英雄》（46%）。榜单中包括公司投资的8部真人电影中的4部，4部动画电影中的1部，上榜电影占公司投资电影的41%，远超行业平均水平。且从毛利率看，公司电影业务2016年毛利率高达54.60%，也处于业内较高水平，公司电影项目投资判断力可见一斑。

表 24: 2016 年国产电影的票房收益率排行榜（加粗为光线电影）

排名	电影	类型	成本	票房（保底金额）	票房收益	票房收益率	出品公司
1	大鱼海棠	动画\奇幻\神话	6500 万	5.6 亿	1.21 亿	187%	彼岸天，光线影业，彩条屋影业
2	从你的全世界路过	爱情\文艺\喜剧	1 亿	8.1 亿	1.7 亿	170%	光线影业\天津磨铁\橙子映像
3	盗墓笔记	冒险\动作\悬疑	1.3 亿	10 亿 (9.2 亿)	1.77 亿	136%	上海电影乐视影业\南派泛娱
4	驴得水	喜剧\剧情	2500 万	1.73 亿	0.33 亿	131%	斯立文化\开心麻花\猫眼\影行天下
5	高跟鞋先生	喜剧\爱情	2000 万	1.29 亿	0.23 亿	115%	小马当红\乐视影业
6	澳门风云 3	动作\冒险\喜剧	1.8 亿	11.1 亿	1.9 亿	105%	博纳影业
7	湄公河行动	动作\警匪	2 亿	11.8 亿	1.93 亿	97%	博纳影业集团\华夏电影\蓝色星空影业
8	百鸟朝凤	剧情	1500 万	8690 万	0.14 亿	93%	北京劳雷影业
9	唐人街探案	喜剧\悬疑\动作\侦探	1.5 亿	8.2 亿	1.23 亿	82%	万达影视\上海骋亚\湖南芒果娱乐
10	美人鱼	喜剧\爱情\科幻	4 亿	33.8 亿	3.08 亿	77%	中国电影\星辉\和和影业\光线传媒
11	叶问 3	武术\动作\剧情	2 亿	8 亿 (10 亿)	1.3 亿	67%	东方电影
12	夏有乔木	爱情\青春\犯罪	8000 万	1.56 亿 (4 亿)	0.53 亿	67%	山东嘉博
13	使徒行者	警匪\动作\喜剧	1.2 亿	6 亿	0.8 亿	67%	嘉映影业\邵氏兄弟\烈火影业
14	谁的青春不迷茫	青春\校园	4000 万	1.8 亿	0.2 亿	46%	光线传媒
15	火锅英雄	剧情\动作\爱情	8000 万	3.7 亿 (3.5 亿)	0.36 亿	46%	新丽传媒\工夫影业\万达影视\光线传媒

资料来源：娱乐资本论，百度百科，广发证券发展研究中心

对公司上榜影片进行分析我们可以发现，首先，在题材方面，以爱情、喜剧题材为主，公司的两部青春片《从你的全世界路过》、《谁的青春不迷茫》均表现亮眼；其次，在成本方面，除《美人鱼》外，成本均不超过1亿，公司比较擅长“以小博大”，用低成本取得高回报。第三，在最终的票房产出方面，即使票房不高，并非当年爆款，公司也能取得丰厚回报，例如《谁的青春不迷茫》票房仅1.8亿，但票房收益率

高达46%。

总体来看，公司电影项目能达到较高投资回报率的原因包括：

**1) 完善的项目风控体系：**公司建立了完善的项目风险控制体系，能有效平衡内容公司的项目不确定性。如2016年一季度，公司推出国内票房史冠军《美人鱼》；2017年第一季度，公司虽无爆款电影上映，但作品平均表现稳定在较高水平。其中《大闹天竺》票房7.58亿、《嫌疑犯X的献身》票房4.02亿，使得最终2017Q1电影收入反而较2016Q1略有提升。这说明公司已成为一个内容生产平台，不同规模的项目互相平衡，收入并不依赖单一作品的成功。

**2) 项目判断力和执行力：**通过多年在核心业务上的积累，公司已经形成了有独到判断力和执行力的团队。公司成立了专业的影片投资决策委员会，通过对市场的深入分析，对新片的投资发行进行集体决策，保证影片的定位准确。据2016年12月光线影业公布的十年总结，公司涉足电影业务的十年来，共发行91部电影，其中34部票房过亿，91部电影总票房近200亿，单片平均票房约2.2亿元，远高于市场平均水平。

**3) 宣发能力助力：**在进入电影行业初期，公司所形成的丰富发行网络和整合营销资源，使得公司参投的影片在宣传发行环节更有优势。公司的电影发行网络以总部、大区、城市为“条”，以宣传、发行、营销为“块”，“条块”紧密结合，包括6个大区、5个小区、覆盖50个主要城市，而上述城市的票房收入占全国票房总额的85%以上。电影发行营销人员在50个主要城市进行驻地式营销，使得公司参投的影片能实现本地化、精细化的营销运作。

## 2、精选 IP，打造“黑马”

公司在选片上注重IP，善于以小成本青春类电影打造票房黑马。公司的青春类电影主要翻拍自高评分网络小说，成本通常在千万级，但票房却基本破亿。其中《从你的全世界路过》、《致青春》票房分别为8.14、7.19亿元，前者票房收益率更高达170%

除了青春文学类IP，公司还通过合作开发海外IP，如2016年开发的日本IP《嫌疑人X的献身》。与阅文集团达成战略合作后，公司未来将进一步补充玄幻类IP，有望实现票房新高。

表 25：光线文学作品翻拍类电影

电影	上映时间	原著	类型	票房(亿元)	电影豆瓣评分	原著豆瓣评分
致我们终将逝去的青春	2013	改编自辛夷坞 2007年同名小说	青春 爱情	7.19	5.6	8.3
匆匆那年	2014	改编自九夜茴 2008年同名小说	校园 爱情	5.89	5.3	8.2
何以笙箫默	2015	改编自顾漫 2003年同名小说	爱情	3.35	3.6	8
左耳	2015	改编自饶雪漫 2002年同名小说	青春 爱情	4.85	5.4	7.3
陪安东尼度过漫长的岁月	2015	改编自安东尼 2008年同名散文	爱情	0.63	6.2	8.4
从你的全世界路过	2016	改编自张嘉佳 2013年同名小说	爱情	8.14	5.3	7.1
谁的青春不迷茫	2016	改编自刘同 2012年同名励志小说	青春	1.79	6.4	6
嫌疑人X的献身	2017	改编自东野圭吾 2005年同名小说	悬疑 犯罪	3.92	6.5	8.9

资料来源：猫眼，豆瓣，广发证券发展研究中心

注：豆瓣电影评分和豆瓣书籍评分间不可比

2017年公司计划上映12部电影，其中不乏《鬼吹灯》、《三体》、《三生三世十里桃花》等精选IP。目前已经上映的影片共6部，实现综合票房19.55亿元（截至2017年8月14日）。随着下半年公司主推的IP大作集中上映，可以预计公司全年电影票房持续增长。

表 26: 2017 年计划上映的电影片单

电影名称	上映时间	类型	制作进度	主要演职员
大闹天竺	2017/1/28	喜剧/动作/冒险	已上映	导演王宝强: 主演王宝强、白客、岳云鹏、柳岩
嫌疑人 X 的献身	2017/3/31	犯罪/悬疑	已上映	导演苏有朋: 主演王凯、张鲁一、林心如
春娇救志明	2017/4/28	喜剧/爱情	已上映	导演彭浩翔: 主演杨千嬅、余文乐
秘果	2017/7/7	爱情	已上映	主演欧阳娜娜、陈飞宇
大护法	2017/7/13	动画/悬疑/奇幻/武侠	已上映	导演不思凡
三生三世十里桃花	2017/8/3	爱情/奇幻	已上映	主演刘亦菲、杨洋
缝纫机乐队	2017/9/30	喜剧/音乐	制作中	导演大鹏
三体	2017/10/1	科幻	制作中	主演冯绍峰、张静初
鬼吹灯之龙岭迷窟	待定	悬疑/奇幻	制作中	导演非行
保持沉默	待定	爱情/悬疑	制作中	主演周迅、吴镇宇
风中有朵雨做的云	待定	悬疑/犯罪	制作中	主演娄烨

资料来源: 公司年报, 豆瓣电影, 广发证券发展研究中心

### (三) 发展前景: 横向扩展内容布局, 纵向布局产业链

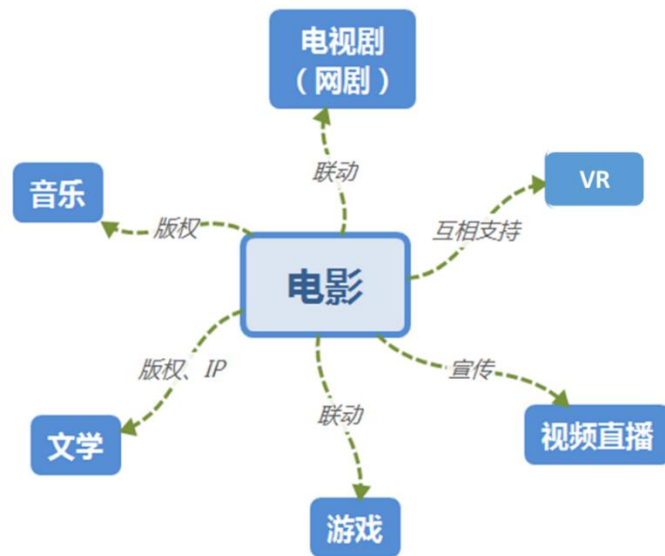
为保持公司在电影业务的领先地位上, 公司在不同内容领域进行了横向扩展, 在产业链环节上进行纵向布局。目前公司已投资公司近60家, 布局覆盖电影、电视剧(网剧)、动漫、视频、音乐、文学、艺人经纪、戏剧、衍生品、实景娱乐等领域。

#### 1、横向扩展优质内容领域。

近年来, 各个公司开始了泛娱乐全产业链的开发, 打造了影剧联动、影游联动的经营模式; 在这样的行业背景下, 公司正逐步扩展在其他内容领域的布局, 努力促成不同内容板块的协同效应。

目前, 公司已布局的内容板块有电视剧、音乐、文学、游戏及视频直播。在音乐、文学等领域, 公司已签约作者40余人。在VR领域, 公司已在即将上映的《鬼吹灯之龙岭迷窟》中尝试VR拍摄, 由公司控股的七维科技提供技术支持。在视频直播领域, 公司控股子公司齐聚科技(呱呱视频)拥有多款产品, 涵盖直播、短视频、社区运营等多方面, 为公司的电影宣发提供新阵地。

图22: 公司在内容领域的布局



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 27: 公司横向内容领域的投资布局

领域	投资公司	与公司关系	简介
电视剧	新丽传媒	参股公司	电视剧代表作《女医·明妃传》、《余罪》、《白鹿原》
	欢瑞世纪	参股公司	电视剧代表作《盗墓笔记》、《青云志》、《麻雀》等
	北京锋芒文化	全资子公司的参股公司	代表作为耽美网剧《逆袭》、《上瘾》, 创始人柴鸡蛋为优秀作者
视频直播	齐聚科技	控股公司	旗下拥有四大核心直播产品: 齐齐直播、呱呱财经、聚范直播、呱呱视频社区
	爱秀爱拍	参股公司	短视频, 代表作品有七秒短视频原创自拍分享社区 Sevens
	当虹科技	参股公司	拥有全球领先的在线视频云服务平台, 可提供一站式“视频处理+版权保护+视频分发+智能互动+终端播放+大数据分析”云服务
VR	七维科技	全资子公司	VR 行业内领先的硬件和软件公司
	卓研时代	参股公司	三维虚拟技术 VR 的技术开发服务商, 是央视长期的合作伙伴
游戏	热锋网络	全资子公司	代表作《我是火影》、《暴走草帽团》、《分手大师》
	仙海网络	控股公司	代表作《烈火战神》、《战将风云》、《战千雄》、《武易》
	天神娱乐	参股公司	代表作《傲剑》、《飞仙》、《苍穹变》
	七彩柠檬	全资子公司的参股公司	手游研发制作
	玄银互动	全资子公司的参股公司	手游研发制作, 目前在研发天下霸唱小说《无终仙境》改编的手游
文学	铁血科技	参股公司	旗下铁血网是军事垂直门户, 原创军事类小说代表作有《夜色》、《兵王》等
	魅力文化	参股公司	主打青少年阅读, 代表杂志有《花火》、《飞魔幻》、《飞言情》等
音乐	Coveredge (启维公司)	全资孙公司的参股公司	旗下 echo 是全球最大的 3D 音乐平台
	多米	参股公司	旗下多米音乐是行业领先的网络音乐平台。移动直播平台映客的天使投资方

资料来源: 公司公告, 百度百科, 公司官网, 广发证券发展研究中心

## 2、纵向布局产业链并发展衍生品与实景娱乐。

针对上游内容创作领域，公司发力投资了14家动画公司，并参股了IP版权开发公司大象映画。在中游制作上，公司外延布局艺人经纪公司，内部也自行发展艺人经纪业务。截至2016年底已拥有签约艺人近40人，这些公司的自有艺人符合公司“强IP+强导演+低成本演员”的项目制作思路，未来或能与公司内容制作形成更有效协同互补。在渠道上，公司以猫眼平台为核心弥补院线布局的缺口，并打通线上互联网宣发。针对下游变现，公司还布局电商和实景娱乐业务，目前处于初步发展阶段。此外，公司还合作成立了华晟领势、经纬创腾、瑞力文化等六家公司创投公司，未来将针对TMT行业进一步投资，继续完善公司在产业链上的纵深布局。

表 28: 公司的纵向产业链投资布局

领域	投资公司	与公司关系	简介
动漫	彼岸天、十月文化等 14 家公司	全资子公司或全资孙公司的参股公司	拥有《大鱼海棠》、《大圣归来》等优质 IP，具有优秀的动画制作能力
IP 版权开发	大象映画	全资子公司的参股公司	从事 IP 版权开发，与鲁浩川合作成立
艺人经纪	喜天影视	全资子公司的参股公司	国内艺人体量最大的经纪公司之一，旗下拥有吴秀波、王千源、林永健、等近三十位知名艺人 国内专业的娱乐网红经济公司，拥有签约艺人超过 8000 人
	热度传媒	参股公司	
宣发及票务	猫眼	全资子公司的参股公司	国内领先互联网电影娱乐媒体及互动社区平台，开展在线票务、电影发行及投资等业务 无线互动广告服务平台 网络渠道运营，致力于高校资源整合及品牌推广
	英威诺科技	参股公司	
	嘉皓信息	全资子公司的参股公司	
电商	光线电子商务	全资孙公司	2015 年 12 月 12 日成立，主营电子商务
	赛体网络科技	全资子公司的参股公司	外贸 B2C 电子商务运营
	杭州缙苏电子商务	全资子公司的参股公司	电商品牌孵化公司，为网络红人和明星艺人打造个人服饰品牌，并通过电商进行服饰销售
实景娱乐	HERO VENTURES LLC	全资孙公司的参股公司	一家美国的实景娱乐公司
	光线现场娱乐	控股公司	于 2017 年 6 月 15 日与王洪田签署了《股东协议》，拟共同出资设立以开拓实景娱乐业务
创投	华晟领势、经纬创腾、瑞力文化等六家公司	参股公司或全资子公司的参股公司	主要从事 TMT 领域项目前期的投资，主要围绕公司所处的产业链进行产业布局

资料来源：公司公告，百度百科，公司官网，广发证券发展研究中心

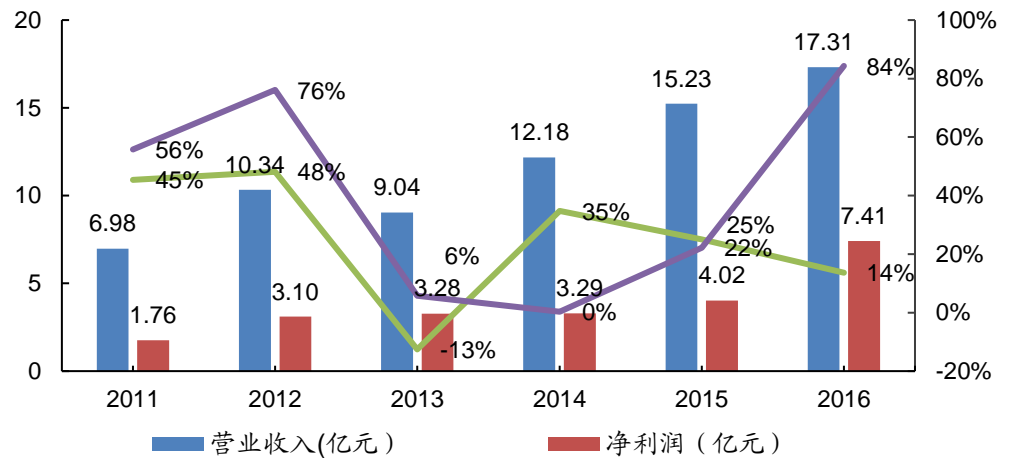
## 五、财务：战略布局效果显著，成本费用控制出色

### （一）业绩分析：战略布局推动利润增长

公司自2011年上市至今，营收与利润体量稳步增长态势，2016年净利率显著增长并达历史高位。2012年为影视剧大年，公司营业收入和净利润在市场因素的催化下高速增长，公司上映影片数量由上一年的7部增至12部，包括《泰囧》、《四大名捕》等高票房影片，全年实现票房约16.1亿，占全国国产片票房总收入的20%。2012年公司营业收入同比增长48%达到10.34亿元，净利润增长76%达到3.1亿元。在2012

年的高基数上，公司2013-2015年收入和利润稳步增长。到2016年，公司全年净利润达到7.41亿元，同比增长84%。

图23: 公司营业收入及净利润年度变化



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

从主营业务的收入拆分来看，公司转型效果显著，以电影制作为核心的内容制作，已成为公司最主要来源。

表 24: 光线传媒 2013-2016 年分业务收入状况 (单位: 亿元)

业务	2013	2014	2015	业务	2016
栏目制作与广告	3.3	4.8	0.9	游戏及其他	1.1
动漫游戏		0.6	0.6	电影及衍生	12.3
电影及衍生	5	6.5	13.1	电视剧	1.3
电视剧	0.7	0.3	0.7	视频直播	2.5

资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

- 2013年，公司的栏目制作与广告收入尚占公司总营收36.79%，但2015年便降至5.86%，2016年公司已经战略性放弃该板块，与游戏收入一同并入“游戏与其他”业务中。2015年，栏目制作及动漫游戏两块业务之和尚有1.46亿元，收入占比为9.56%；2016年“游戏及其他”业务营收1.11亿元，同比下降23.48%，收入占比降至6.44%，主要原因也是公司减少电视节目制作，电视栏目收入大幅下降。
- 与此形成对比的是，2016年电影业务营收占比已达71%，电视剧业务营收占比上升至8%，影视剧业务整体占比79%。尽管电视剧业务目前规模尚小，但2016年电视剧营收同比增长101.8%，增势迅猛。
- 视频业务是公司收购浙江齐聚后通过并表增添的业务。2012年公司以7500万元投资浙江齐聚32%股权，后由于浙江齐聚股权结构变化，公司持股比例变为26.83%。2016年公司以自有资金1.31亿元受让金华傲翔持有的浙江齐聚36.3792%股权，持股比例上升为63.21%，成为控股股东。2016年公司视频业务营收2.51亿元，占公司总营收14.48%，净利润占比1.41%。
- 动漫游戏业务也是由于收购并表而增加。2014年公司以1.76亿元收购移动网络游戏开发商热锋网络51%股权。截至2014年3月，热锋网络净资产0.17亿元，而2014年6月公司收购时热锋网络整体估值3.46亿元，增值率1909.78%。同年，公司以自有资金2.08亿元收购动画公司蓝弧文化50.8%的股权。热锋网络、蓝弧



文化于2014年公司年报中并表，收入共同体现为“动漫游戏”业务。收购蓝弧文化时，公司预计其2014~2016年税后净利润分别不低于2600、3380、4160万元；而热锋网络承诺2014~2016年实现的净利润分别不低于3300、4290、5577万元。但2015、2016年两年，两家公司均未完成业绩承诺。据公司年报披露，蓝弧文化2014~2016年净利润分别为2611、2490、33万元；热锋网络三年净利润分别为4289万元、未完成业绩承诺、2578万元。对应到公司业绩体现上，2014~2015年公司动漫游戏营收分别为5998、5643万元。2016年，公司以2.44亿元出售蓝弧文化全部股权，动漫业务随之消失，剩余热锋网络的游戏业务与迅速收缩的电视栏目业务合并为“游戏与其他”业务。

**表 25: 热锋网络、蓝弧文化业绩承诺及实现状况 (单位: 万元)**

	2014	2015	2016
热锋网络业绩承诺净利润	3300	4290	5577
热锋网络实际完成净利润	4289	未完成业绩承诺	2578
蓝弧文化业绩承诺净利润	2600	3380	4160
蓝弧文化实际完成净利润	2611	2490	33

资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

从毛利率看, 影视剧业务仍为主要利润点, 毛利率高且稳定在40%-50%。2014年电视剧业务、栏目制作与广告业务毛利为负, 主要是因为当年结转到期库存。2016年并入的视频直播业务毛利率30.43%, 盈利能力仍有提升空间; 而动漫游戏板块随着公司投入的降低, 毛利率也呈下滑趋势。

**表 26: 光线传媒 2013-2016 年分业务毛利率状况**

业务	2013	2014	2015	业务	2016
栏目制作与广告	47.30%	10.07%	-48.99%	游戏及其他	41.24%
动漫游戏		73.48%	67.51%		
电影及衍生	42.60%	56.22%	41.65%	电影及衍生	54.60%
电视剧	67.60%	67.30%	-40.72%	电视剧	44.47%
				视频直播	30.43%

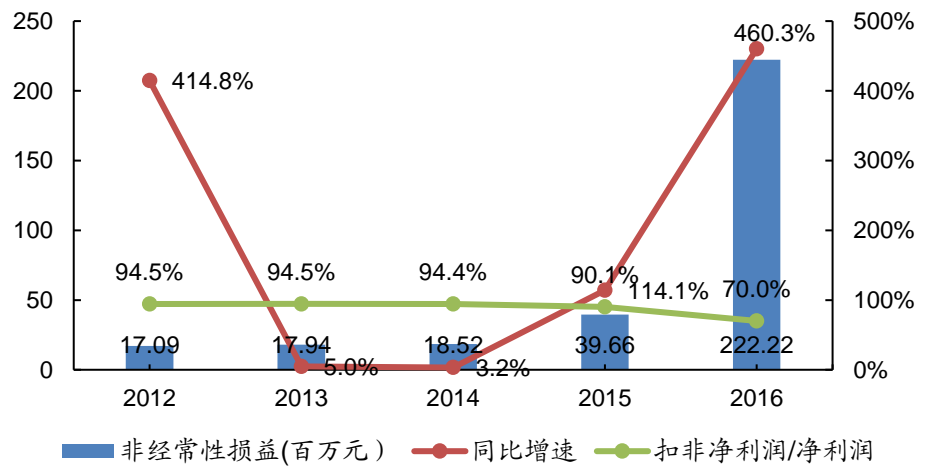
资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

从非主营业务看, 公司2015、2016年投资收益分别为0.76亿元、2.77亿元, 占利润总额比例为16.67%、34.01%。2016年投资收益上升较快主要为出售蓝弧文化所致。而近两年营业外收入一直较稳定, 分别为0.22、0.41亿元, 占利润总额的比例分别为4.79%、4.97%。

## (二) 非经常性损益分析: 股权交易收益上升

近五年, 公司非经常性损益分别为, 0.17、0.18、0.19、0.40、2.22亿元, 近两年增幅明显。从扣非净利润占净利润的比例看, 2012~2014年很稳定, 但2015、2016年下降幅度较大, 比例已由2012年的94.49%降至2016年的70.01%

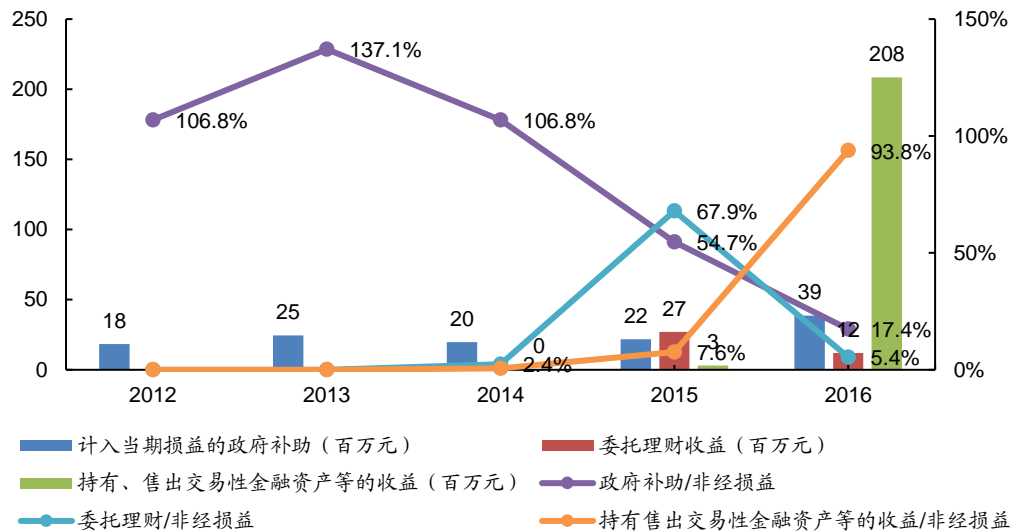
图27: 公司非经常性损益状况



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

从构成看, 2012至2014年计入当期损益的政府补助为主要构成, 分别为0.18、0.25、0.20亿元, 占总非经损益的比例分别为106.84%、137.14%、106.84%。但2015、2016年, 尽管政府补助仍有0.22、0.12万元, 但占比却降至54.73%、17.39%。主要原因是一方面委托理财收益有所上升, 近两年理财收益分别为0.27、0.39亿元, 占比67.94%、5.41%; 另一方面, 公司在上市初期投资较少, 自2013年起加大投资布局力度, 近两年股权交易的收益开始显现。2015、2016年该部分收益分别为0.03、2.08亿元, 占比分别为7.64%、93.80%。

图28: 公司非经常性损益主要构成部分状况



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

2016年持有、处置交易性及融资产等取得的投资收益上升较快主要是公司减持天神娱乐股票产生大量投资收益。2012年8月公司出资1亿元收购天神互动10%股份; 2013年1月, 公司全资子公司光线影业出资0.25亿元收购天神互动2.5%股权, 公司、光线影业共持有天神互动12.5%股份。2014年, 由于天神互动成功借壳科冕木业, 公司对天神互动的投资转变为对天神娱乐的投资。截至2016年6月底, 公司及光线影业共持有天神娱乐0.19亿股, 占天神娱乐总股本6.57%。2016年7月, 公司两次以大宗交易方式共出售天神娱乐200万股, 占天神娱乐总股本0.68%, 售价1.64亿元。2016

年11月，公司再次连续三次出售天神娱乐48万股，占总股本0.5067%，售价1.18亿元。两次交易扣除印花税、手续费等共贡献非经常性损益2.08亿元。

目前光线传媒及光线影业仍持有天神娱乐5.38%股份，由于公司预期的“影游联动”协同效应并未实现，**预计公司未来将持续减持天神娱乐股份，收益将在非经常性损益中体现。**

### （三）成本分析：成本费用控制出色，毛利水平行业领先

2013-2016年，公司整体毛利率分别为46.29%、39.32%、33.68%、49.45%，高于行业平均水平。

2013-2016年，公司的销售费用为0.12、0.10、0.13、0.69亿元，销售费用率为1.33%、0.82%、0.85%、3.99%，2016年销售费用增长较快，主要是因为新并入公司捷通无限和浙江齐聚，且扩张过程中办公费用、广告费用也相应增加。整体看，尽管影视行业的收入需要一定程度上依赖营销推广的力度，但公司各年度的销售费用率远低于行业大部分公司。这一方面反映了公司出色费用控制能力，另一方面表明公司的内容品牌影响力，宣发流程效率高。

2013-2016年，公司的管理费用为0.50、0.50、0.54、0.87亿元，保持相对稳定且费用率低于行业平均水平。其中，2016年管理费用的增长主要来源于捷通无限（网票网）和浙江齐聚的并表。目前，公司纳入合并范围的子公司为12家。但2017年5月，光线传媒拟作价1.3亿元向天津猫眼转让其持有的捷通无限68.55%股份，交易完成后，合并范围内子公司将回落至11家，**预计管理费用也将随之下降。**

2013-2016年，公司的财务费用为-0.18、0.22、0.21、0.13亿元，财务费用率较低。财务费用支出的下降是由于带息债务的偿还，利息支出减少。

表 29：期间费用结构(占营收)

费用率	2013	2014	2015	2016
销售费用率	1.33%	0.82%	0.85%	3.99%
管理费用率	5.53%	4.43%	5.71%	8.78%
财务费用率	-1.99%	1.81%	1.38%	0.75%

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 六、盈利预测

**电影及衍生品业务方面，我们假设2017~2019年营收每年保持30%的增速。**据公司17年一季度报披露，电影业务收入较上年同期增长34.96%，但利润小幅下降。去年上半年，《美人鱼》票房达33.9亿元，为公司的营收做出极大贡献。与此对比，今年上半年公司推出的电影中并未有“爆款”出现，但整体收入仍有小幅增长；而今年下半年，公司主推的大IP电影《三体》、《三生三世十里桃花》等集中上映，故假设2017年公司电影及衍生品业务营收增长率为30%，预计将超过整体电影票房的增速。未来两年，公司有大量筹备中的动画电影以及其他的真人电影项目储备，衍生品业务也将进一步扩大，预计公司电影及衍生品业务仍然将保持30%的增速。

**电视剧业务方面，我们假设2017~2019年营收增长率分别为110%、80%和50%。**公司最近两年电视剧业务收入呈爆发增长态势，营收增长率均达90%以上，今年上半年公司确认了《嘿，孩子》、《最好的安排》、《青云志2》的发行收入，电视剧收入较上年同期大幅增长，下半年公司第一次主投主控的电视剧《笑傲江湖》及《谁的青春不迷茫》将播出，预计电视剧业务仍将维持高速增长态势。未来，公司将每年推出4~5部主控主投项目，加之公司拥有《星辰变》、《我欲封天》等优质项目储备，

预计2017~2019年营收增长为110%、80%、50%。

**视频直播业务方面，我们假设2017~2019年营收增长率为30%、25%、20%。**这块业务来自于收购齐聚科技后的并表，而2016年视频直播行业快速增长，增幅超过100%。据企鹅智库发布的报告，未来几年，视频直播行业增速放缓，但仍保持在20%-30%左右，因此假设增速为30%、25%、20%。

**游戏及其它业务方面，我们假设2017~2019年营收增长率分别为0%、0%、0%。**由于公司近几年收缩了电视栏目等业务，这项业务近年呈负增长态势，预计今年业务调整结束。此外，游戏业务主要由热锋网络负责，但该公司已连续两年未完成业绩承诺。因此整体看，该板块业务未来增长有限。

**我们假设2017~2019年电影业务毛利率与2016相同，维持在54.6%。**

电视剧、视频直播与游戏及其它业务，假设毛利率2017~2019年均维持在16年的水平，分别为44.47%、30.43%及41.24%。

**基于以上假设，我们预测2017~2019年，公司净利润分别为9.31、11.36、14.93亿元，对应EPS分别为0.32、0.39、0.51元，按最新收盘价计算对应的PE分别为27.7x、22.7x、17.3x。**我们看好公司作为中国电影龙头公司的资源积累与产业链驾驭能力，首次覆盖给予买入评级。

表 30: 可比公司 PE 估值比较 (倍)

可比公司	TTM	17E	18E
分众传媒	21.90	20.54	17.44
万达电影	44.38	33.21	25.87
东方明珠	18.28	17.10	15.86
文投控股	64.39	57.78	46.73
江苏有线	47.96	N/A	N/A
中信国安	192.09	134.21	100.21
中文传媒	36.82	26.09	22.08
中国电影	24.08	20.62	16.47
中南传媒	16.53	15.30	13.71
印纪传媒	36.92	25.75	19.79

资料来源：TTM 数据来自万德，预测数据来自万德一致预期、广发证券发展研究中心

注：PE 估值均按 2017 年 8 月 18 日收盘价计算

## 风险提示

动画电影市场发展不及预期

中国电影市场整体增速不达预期

至12月31日	2015A	2016A	2017	2018	2019
<b>流动资产</b>	<b>3,686</b>	<b>3,273</b>	<b>4,513</b>	<b>6,047</b>	<b>7,023</b>
货币资金	1,512	1,520	2,419	3,337	3,507
应收及预付	1,362	1,203	1,441	1,931	2,526
存货	387	468	558	686	895
其他流动资产	424	83	94	94	94
<b>非流动资产</b>	<b>4,503</b>	<b>5,876</b>	<b>5,879</b>	<b>5,883</b>	<b>5,884</b>
长期股权投资	1,428	1,686	1,686	1,686	1,686
固定资产	28	25	30	33	34
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	730	691	691	691	691
其他长期资产	2,317	3,475	3,473	3,473	3,473
<b>资产总计</b>	<b>8,189</b>	<b>9,150</b>	<b>10,392</b>	<b>11,930</b>	<b>12,907</b>
<b>流动负债</b>	<b>979</b>	<b>852</b>	<b>1,168</b>	<b>1,557</b>	<b>2,025</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	874	825	1,142	1,531	1,999
其他流动负债	105	26	26	26	26
<b>非流动负债</b>	<b>239</b>	<b>1,180</b>	<b>1,165</b>	<b>1,165</b>	<b>165</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	992	992	992	-8
其他非流动负债	239	188	173	173	173
<b>负债合计</b>	<b>1,218</b>	<b>2,032</b>	<b>2,333</b>	<b>2,722</b>	<b>2,190</b>
股本	1,467	2,934	2,934	2,934	2,934
资本公积	2,827	1,382	1,382	1,382	1,382
留存收益	1,280	1,875	2,806	3,942	5,435
归属母公司股东权益	6,872	7,035	7,967	9,103	10,595
少数股东权益	99	82	92	105	121
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,189</b>	<b>9,150</b>	<b>10,392</b>	<b>11,930</b>	<b>12,907</b>

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1523</b>	<b>1731</b>	<b>2325</b>	<b>3115</b>	<b>4077</b>
营业成本	1010	875	1178	1579	2062
营业税金及附加	2	6	8	10	13
销售费用	13	69	69	92	120
管理费用	87	152	180	241	316
财务费用	21	13	33	32	13
资产减值损失	33	100	5	41	51
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	76	277	150	100	100
<b>营业利润</b>	<b>433</b>	<b>795</b>	<b>1003</b>	<b>1220</b>	<b>1602</b>
营业外收入	22	41	47	62	82
营业外支出	1	20	12	16	20
<b>利润总额</b>	<b>454</b>	<b>816</b>	<b>1038</b>	<b>1266</b>	<b>1663</b>
所得税	37	76	96	118	154
<b>净利润</b>	<b>417</b>	<b>740</b>	<b>942</b>	<b>1149</b>	<b>1509</b>
少数股东损益	15	-1	10	12	16
<b>归属母公司净利润</b>	<b>402</b>	<b>741</b>	<b>931</b>	<b>1136</b>	<b>1493</b>
EBITDA	430	652	907	1210	1586
EPS (元)	0.27	0.25	0.32	0.39	0.51

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>398</b>	<b>747</b>	<b>771</b>	<b>827</b>	<b>1,048</b>
净利润	417	740	942	1,149	1,509
折旧摊销	19	23	16	18	20
营运资金变动	-95	206	-29	-269	-388
其它	57	-221	-157	-71	-93
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,182</b>	<b>-1,501</b>	<b>164</b>	<b>126</b>	<b>140</b>
资本支出	-48	-8	14	26	40
投资变动	-1,135	-1,493	150	100	100
其他	0	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,616</b>	<b>866</b>	<b>-35</b>	<b>-35</b>	<b>-1,018</b>
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	1,000	0	0	-1,000
股权融资	2,785	25	0	0	0
其他	-169	-159	-35	-35	-18
<b>现金净增加额</b>	<b>1,832</b>	<b>112</b>	<b>899</b>	<b>917</b>	<b>171</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>581</b>	<b>1,512</b>	<b>1,520</b>	<b>2,419</b>	<b>3,337</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>2,412</b>	<b>1,625</b>	<b>2,419</b>	<b>3,337</b>	<b>3,507</b>

## 主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	25.1%	13.7%	34.3%	34.0%	30.9%
营业利润增长	5.2%	83.4%	26.2%	21.6%	31.4%
归属母公司净利润增长	22.1%	84.3%	25.7%	22.0%	31.3%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	33.7%	49.4%	49.3%	49.3%	49.4%
净利率	27.3%	42.7%	40.5%	36.9%	37.0%
ROE	5.9%	10.5%	11.7%	12.5%	14.1%
ROIC	16.7%	34.7%	48.3%	56.8%	63.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	14.9%	22.2%	22.5%	22.8%	17.0%
净负债比率	-20.2%	-7.4%	-17.7%	-25.5%	-32.8%
流动比率	3.77	3.84	3.86	3.88	3.47
速动比率	3.23	3.15	3.24	3.30	2.88
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.23	0.20	0.24	0.28	0.33
应收账款周转率	1.52	1.73	2.28	2.28	2.28
存货周转率	2.39	1.99	2.11	2.30	2.30
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.27	0.25	0.32	0.39	0.51
每股经营现金流	0.27	0.25	0.26	0.28	0.36
每股净资产	4.69	2.40	2.72	3.10	3.61
<b>估值比率</b>					
P/E	110.5	38.6	27.7	22.7	17.3
P/B	6.5	4.1	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	100.0	43.1	26.9	19.4	14.0

## 广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 杨琳琳：资深分析师，华中科技大学管理学硕士，2012年加入广发证券发展研究中心，2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第2名（团队）。
- 杨艾莉：联系人，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 沈明辉：联系人，华南理工大学管理学硕士、广告学学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 杨晓峰：联系人，北京大学计算机技术硕士，湖南大学金融学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 朱可夫：联系人，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。