

公司研究/深度研究

2017年09月20日

传媒/传媒 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 10.32
合理价格区间(元): 12.60~14.70

许娟 执业证书编号: S0570513070010
研究员 0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

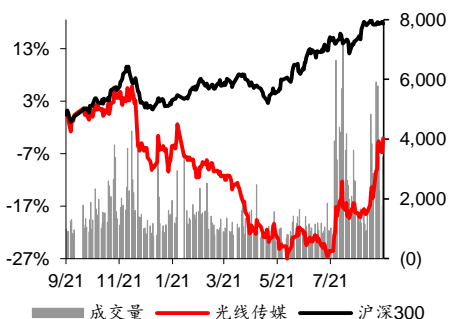
周钊 执业证书编号: S0570517070006
研究员 010-56793958
zhouzhao@htsc.com

张亚楠 021-28972036
联系人 zhangyanan@htsc.com

相关研究

- 1《光线传媒(300251,买入): 彰显对猫眼信心, 利好未来主动权》2017.09
- 2《光线传媒(300251,买入): 电影+电视剧渐发力, 看好业绩弹性》2017.08
- 3《光线传媒(300251,增持): 票房、净利润均快速增长, 符合预期》2017.01

股价走势图



资料来源: Wind

快速进阶, 跑出赛道的未来之星

光线传媒(300251)

目前是中国电影市场的阶段性调整, 简单的供给激发需求逻辑饱和

21世纪初至今, 内容和渠道的发展轮番推动着票房的增长。在世纪初至07年之间, 由于基础的薄弱, 内容的驱动主要体现在量的增加上, 也即国产故事片产量的增加。由于供给要素的有限性, 故事片产量在07年之后不复高速增长, 渠道建设成为驱动中国票房增长的主要动力。2016年Q2之后票房的滞涨显示出银幕建设带动票房增长的动力已逐渐停止, 银幕已处于暂时的供给饱满阶段。

电影行业前景乐观: 本土化优质内容将驱动中国影市进入真正成熟期

我们认为驱动票房进入下一波增长的动力将主要来自于内容在质方面的提升, 引进片的增长空间有限, 本土化优质内容的崛起将是主要的驱动力。

制片公司中为什么首推光线? 工业化水平领先、内容领域绕不开的河流

原因在于: 1、工业化水平处于行业领先, 而工业化水平提升了项目的成功率, 同时保障了维持一定质的水准之上的项目产量; 2、伴随着电影泡沫破裂带来的众多中小制作公司销声匿迹, 制片业的集中度将有所提升, 龙头占据竞争优势, 同时光线通过投资掌握众多资源, 已成为内容领域绕不开的河流。

猫眼的潜在空间是驱动光线突破市值瓶颈的主要动力

我们认为制片业的龙头公司将迎来发展良机, 但从好莱坞传媒集团的发展历程来看, 纯粹的内容制作公司仍面临着市值的天花板, 内在原因在于内容本质上是创意产品, 而优质创意难以标准化和被垄断, 因而产量存在天花板。而突破市值的关键在于依靠内容衍生出的其他业务内容。如迪斯尼旗下拥有ABC、ESPN电视网以及迪斯尼乐园。因此, 猫眼在互联网票务方面的龙头地位, 以及相应衍生出的潜在空间, 包括广告销售、衍生品、投资发行等领域的发展可能, 将是光线传媒突破市值瓶颈, 迈向下一阶段的强有力驱动。

估值讨论

我们使用分部估值法计算公司的安全边际价值, 其中主业估值水平为240亿元, 而猫眼、新丽传媒等股权估值加总为70亿元。因此, 我们认为公司价值基准为310亿元, 对应股价为10.5元。如若整体法进行PE估值, 我们预计公司2017、2018年净利润为8.96亿元和12.48亿元, EPS为0.31和0.42元, 参考可比公司估值及公司净利增速, 给予2018年PE30-35x估值, 则目标价区间为12.6-14.7元, 继续给予买入评级。

风险提示: 线上购票平台仍需要进行票补的风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,934
流通A股 (百万股)	2,752
52周内股价区间 (元)	7.88-11.44
总市值 (百万元)	30,275
总资产 (百万元)	9,091
每股净资产 (元)	2.43

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,523	1,731	2,356	3,104	4,179
+/-%	25.06	13.66	36.07	31.75	34.63
归属母公司净利润 (百万元)	402.09	740.91	895.74	1,241	1,591
+/-%	22.09	84.27	20.90	38.55	28.18
EPS (元, 最新摊薄)	0.14	0.25	0.31	0.42	0.54
PE (倍)	75.29	40.86	33.80	24.39	19.03

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

影市的调整是短期的，本土化优质内容将驱动影市进入真正成熟	4
21 世纪初至今中国票房增长的驱动因素：内容产量增加和渠道建设驱动	4
2007 年之前：内容供给激发需求，国产故事片产量提升驱动票房增长	4
2007 年之后：渠道供给激发需求，银幕数量增加驱动票房增长	7
2016 年之后：银幕数量已趋饱和，内容将重新成为驱动力，本土内容质的提升将是关键	7
制片公司中为什么首推光线？	9
工业化水平领先同业，在保证质的基础上维持量的稳定，有利于未来业绩稳定性 ...	9
制片行业的集中度将有所提升，光线作为龙头，掌握众多资源，已成为内容领域“绕不开的河流”	11
猫眼对光线的价值提升至关重要	12
财务上：增持猫眼后，改为权益法核算，将新增确认投资收益	12
战略上：猫眼的衍生潜在空间是驱动光线传媒冲破市值瓶颈的强动力	13
线上售票平台格局有望进一步清晰，盈利模式存在多种可能	14
线上售票平台空间测算：50 亿元左右	14
线上售票占比提高，2017 年 Q2 渗透率达 78.2%，趋势将持续	14
衍生品销售和演出/赛事票务对应市场空间在 10 亿元左右	15
向电影产业链中游和上游渗透，进一步打开市场空间	15
线上售票市场集中化步伐继续，三分天下有望变成两强争霸	16
估值讨论以及投资建议	19
主业的估值安全边际为 240 亿元左右	19
股权价值安全边际为 70 亿元左右	21
风险提示	22
PE/PB – Bands	22

图表目录

图表 1: 21 世纪初至今中国票房增速、故事片产量增速、银幕增速变化趋势图	4
图表 2: 引进片的前世今生	5
图表 3: 随着扶持政策的出台, 国产故事片产量自 2002 年后开始迅速增加	5
图表 4: 2000 年以来政府出台的鼓励制片的相关政策	6
图表 5: 国产故事片产量自 2002 年后迅速增加, 增速保持高位, 以 2007 年为界, 之后增速下滑	6
图表 6: 2007 年之后, 电影票房增速与银幕增速高度一致, 故事片产量的增加对票房驱动力减弱	7
图表 7: 2005-2016 年中国电影票房中进口片和国产片票房占比 (亿元)	8
图表 8: 2012 年至今光线传媒主要电影作品及票房一览	10
图表 9: 部分光线传媒投资的内容制作公司	11
图表 10: 按历年上半年票房占比预估本年票房 (剔除服务费后) 543 亿左右 (亿元)	12
图表 11: 猫眼全年营收及净利润估计	12
图表 12: 悲观预计线上票务平台市场空间 (亿元)	14
图表 13: 乐观预计线上票务平台市场空间 (亿元)	14
图表 14: 线上售票的票房占比提升	14
图表 15: 悲观预计线上电影售票市场空间	14
图表 16: 乐观预计线上电影售票市场空间	14
图表 17: 悲观预计线上演出/赛事票务和衍生品销售市场空间	15
图表 18: 乐观预计线上演出/赛事票务和衍生品销售市场空间	15
图表 19: 主要票务平台上中下游资源对比	15
图表 20: 参与发行影片数量 (部)	16
图表 21: 参与制作影片数量 (部)	16
图表 22: 参与发行影片总票房 (亿元)	16
图表 23: 参与制作影片总票房 (亿元)	16
图表 24: 微影时代发展史	16
图表 25: 猫眼电影发展史	17
图表 26: 淘票票发展史	17
图表 27: 2017Q2 购票平台市场 (包括线上和线下) 占有率	17
图表 28: 2017 暑期档 (2017/6/1-2017/8/31) 线上各票务平台市场占比	17
图表 29: 三大线上票务平台主要指标	18
图表 30: 同行业公司净利润及 PE 估值 (Wind 一致预期)	19
图表 31: 电影业务贡献净利估算	19
图表 32: 公司的电视剧项目	20
图表 33: 公司的网剧项目	20
图表 34: 光线传媒历史 PE-Bands	22
图表 35: 光线传媒历史 PB-Bands	22

影市的调整是短期的，本土化优质内容将驱动影市进入真正成熟

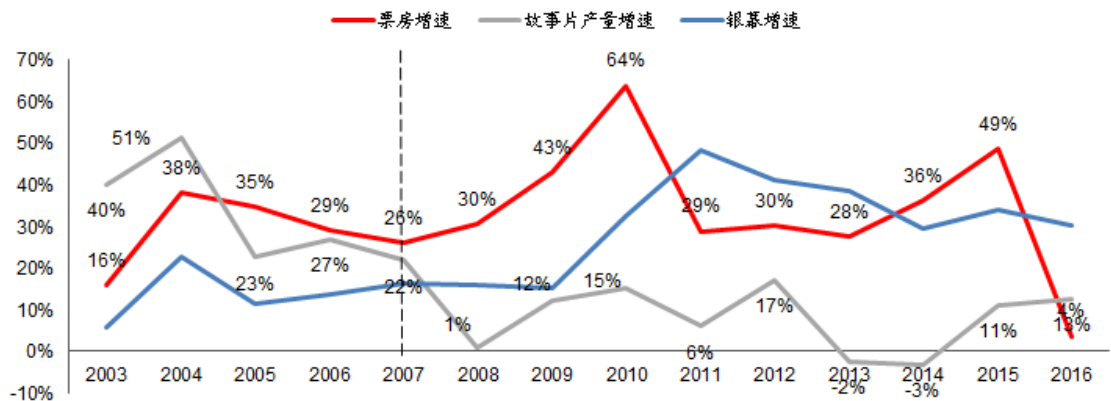
2012年到2016年上半年是中国内地电影市场快速发展的阶段，票房纪录不断被刷新，2016年春节档《美人鱼》票房达33.92亿元，充分显示出电影行业的魅力。而后，一直到目前为止，影市的增长出现了明显的停滞。不考虑服务费，2017年上半年票房收获254.6亿元，同比增长3.5%。

经过一年多的惨淡，人们普遍认为电影的黄金时代已经结束，我们反而站出来大力推荐制片公司，其中的原因何在？最重要的核心在于：我们认为中国影市并未到达天花板，600亿并不是中国影市规模的终点，下一波的增长将很快到来，而其中的重要驱动力在于本土化内容的兴起。

21世纪初至今中国票房增长的驱动因素：内容产量增加和渠道建设驱动

回顾过去十年中国的票房增长，普遍的认知是与银幕建设的增速呈现高度一致。这也是我们的观点。但如果我们将时间线拉长，从本世纪初中国票房开始高速增长时开始，我们会发现：内容在本世纪的前七年，也是驱动票房增长的重要动力。

图表1：21世纪初至今中国票房增速、故事片产量增速、银幕增速变化趋势图



资料来源：中国电影发行放映协会、华泰证券研究所

我们汇总了2002年至2016年中国的国产故事片产量、银幕数量、票房规模，三者增速之间的关系如上图所示。从中可以看出：

2007年以前，票房增速与故事片产量增速以及银幕增速趋势基本相同。可见票房增长主要由故事片产量增加以及银幕增加共同带动。2007年以后，故事片产量不复稳定高速增长，起伏增大，我们认为这与中国电影行业的生产能力存在瓶颈有关。当各方面要素供给到达一定瓶颈之后，内容的供给增速也相应下滑。从这时候开始直至2015年，票房增速趋势与银幕增速趋势高度一致，票房增长主要由银幕增加带动。

2007年之前：内容供给激发需求，国产故事片产量提升驱动票房增长

内容第一波繁荣：国产片从无到有，供给产生需求

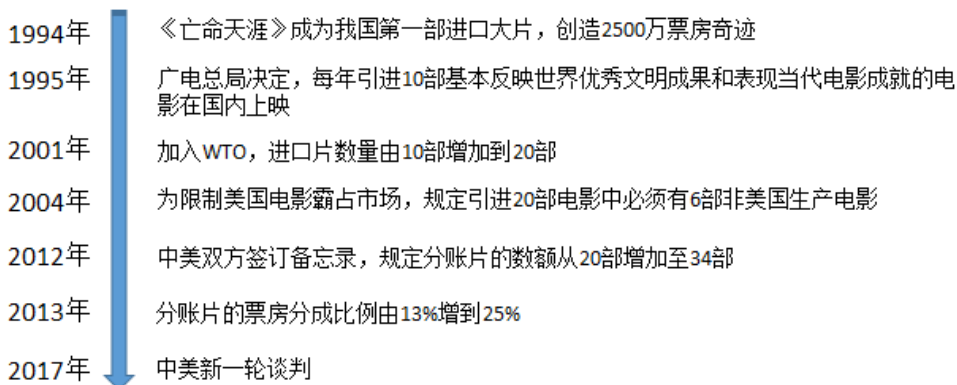
中国电影一直是国人娱乐消费的首选方式之一。70年代末至90年代初，中国电影经历了一段辉煌的发展时期，产生了一批优秀的国产电影，也诞生了诸多的票房记录。据国内电影专业资讯网站时光网统计报道：1982年首映的《少林寺》，投资仅为200万元，在亚太地区收获的票房高达9,032万美元。在国内的观影人次约为5亿，票房约为1.4亿元；1990年上映的《妈妈再爱我一次》，观影人次超过2亿，票房同样超亿元；1991年，全国放映收入达到24亿元，成为有统计以来最高票房纪录，当年全国观影人次达到惊人的144亿。国人对于电影的热爱可见一斑。

内容第二波繁荣：外来引进片加入供给

1991年以后，国产电影陷入了低谷，囿于各方面的原因，国内观影人次和票房直线下滑。为了刺激电影市场，94年广电总局下文批准：从1995年开始，每年引进10部基本反映世界优秀文明成果和表现当代电影成就的电影在国内上映。引进片正式进入中国。

引进片的进入一定程度上帮助了票房的增长，但在国产片方面，90年代中后期仍然处于低迷时期，反映在产量上，根据国家广电总局的统计，90年代中期至本世纪初，每年国内的故事片产量（不包括科教、纪录等）均徘徊在80-90部左右。

图表2：引进片的前世今生

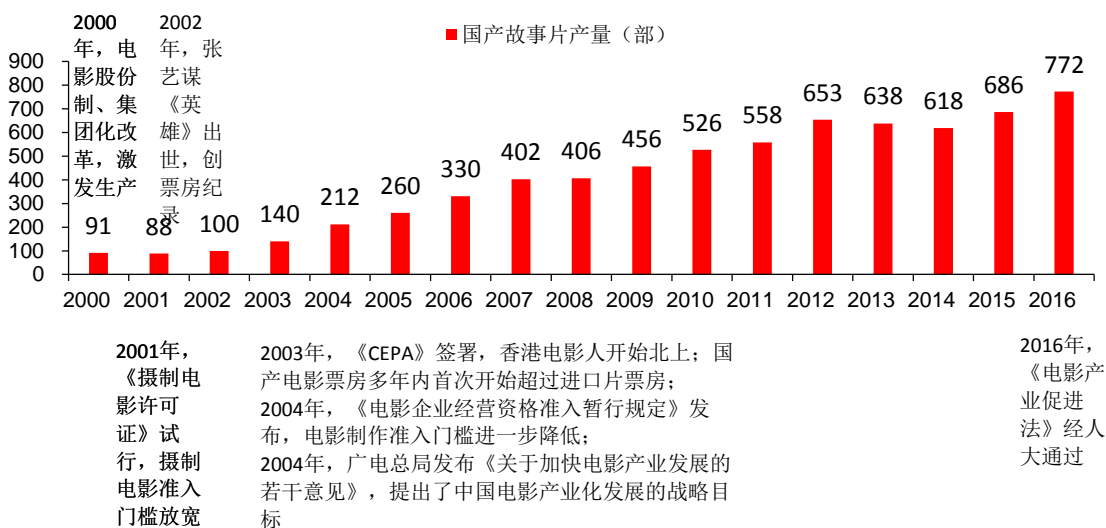


资料来源：国家广电总局、华泰证券研究所

内容第三波繁荣：国产电影市场化，产量提升，带动需求

本世纪初，主管部门开始陆续出台各类政策，以促进国产电影的发展。伴随着政策的放开和出台，国产电影产量开始突飞猛进：

图表3：随着扶持政策的出台，国产故事片产量自2002年后开始迅速增加



资料来源：中国电影发行放映协会、华泰证券研究所

政策的鼓励和扶持对于国产故事片产量的刺激作用是显而易见的。我们列出了本世纪之初至今的鼓励制片的政策：

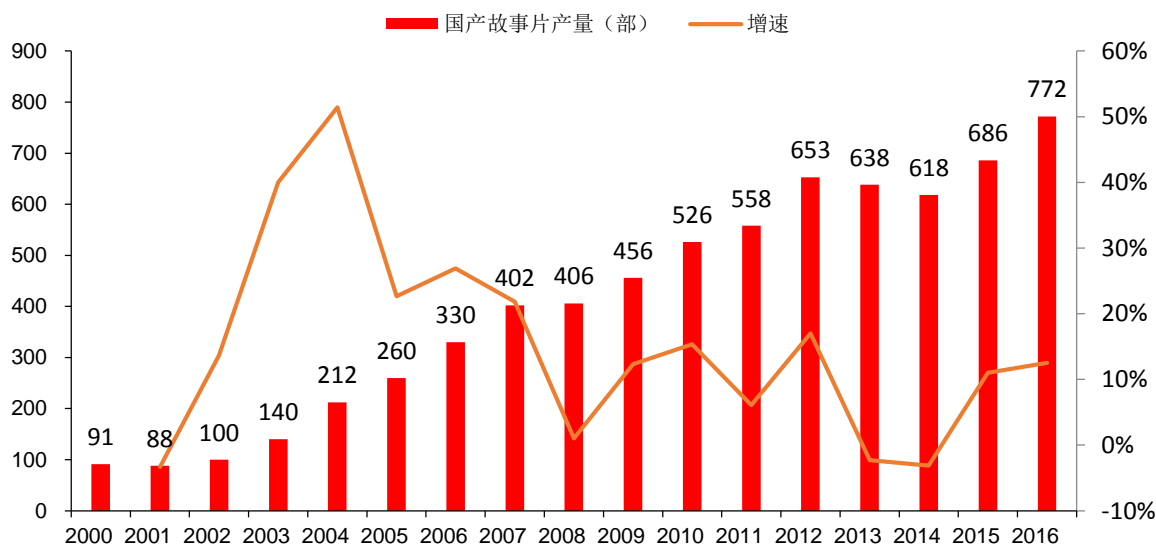
图表4： 2000年以来政府出台的鼓励制片的相关政策

时间	监管机构	监管事件
2000.06.06	广电总局, 文化部	试行电影股份制, 调整产业结构; 组建成规模的电影集团化
2000.08.24		我国第一个国家控股的电影股份制企业——西影股份公司在西安成立。
2001.12.18	广电总局, 文化部	“实行跨地区经营”、“发展院线发行放映系统”
2001	广电总局	放宽摄制电影单片许可证
2002.2.1	国务院	新的《电影管理条例》于本日起正式实施, 1996年6月19日国务院发布的《电影管理条例》同时废止。
2003	广电总局	进一步开放电影市场, 内容为鼓励境内国有、非国有单位(不含外资)与现有国有电影制片单位合资、合作成立电影制片公司或单独成立制片公司; 允许外资参股与境内现有国有电影制片单位合资、合作成立电影制片公司。
2003.6.29	中央政府/香港政府	CEPA中规定: 允许香港公司在内地以合资、合作方式建设或改造电影院, 并允许港方控股经营。同时, 香港公司拍摄的华语影片经内地主管部门审查通过后可不受配额限制, 作为进口影片在内地发行; 香港与内地合拍的影片可视为国产影片在内地发行。
2004.01	广电总局	提出新形势下电影产业改革与发展的新思路、新途径。将“加快电影数字化进程, 促进电影产业升级”作为中国电影产业化发展的基本内容之一
2004.07.06	广电总局	《中外合作摄制电影片许可证》试行, 鼓励中外合资影片拍摄
2004.10.10	广电总局, 商务部	进一步放宽, 允许境内公司、企业和其他经济组织(不包括外商投资企业)设立电影制片公司。
2005.03.07	广电总局, 商务部	允许香港、澳门服务提供者经内地主管部门批准后, 在内地试点设立独资公司发行国产电影片。
2012.11.19	国家电影专项资金管委会	补贴高新技术电影
2014.05.31	财政部 国家发展改革委 国土资源部 住房城乡建设部 中国人民银行 国家税务总局、广电总局	若干对电影文化产业倾斜优惠的政策
2016.11.07	人大常委	第十二届全国人大常委会第二十四次会议审议通过《中华人民共和国电影产业促进法》, 并于2017年3月1日正式施行。

资料来源: 国家广电总局、文化部、商务部、发改委、华泰证券研究所

以及国产故事片数量的变化趋势:

图表5： 国产故事片产量自2002年后迅速增加，增速保持高位，以2007年为界，之后增速下滑



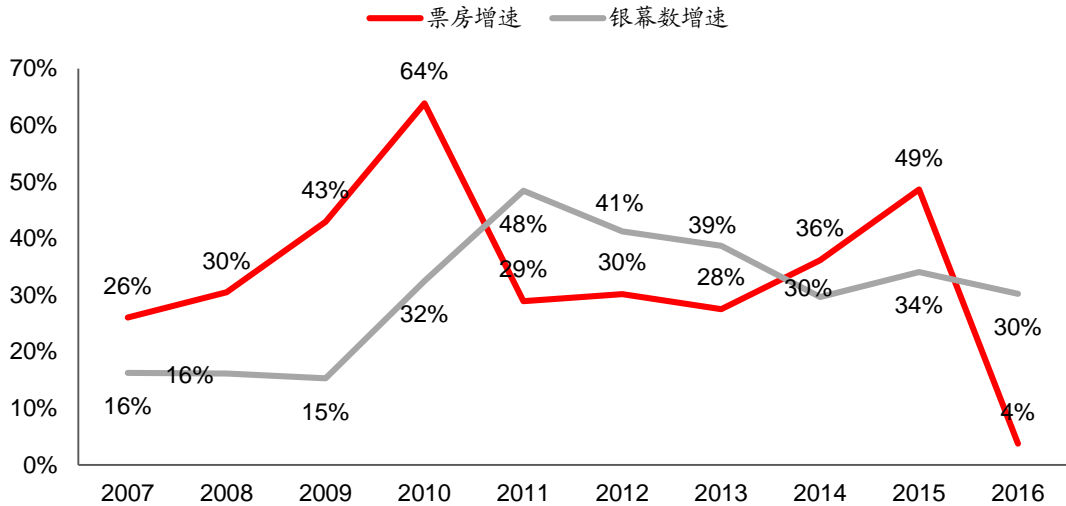
资料来源: 中国电影发行放映协会、华泰证券研究所

由上表和图可见, 在2007年之前, 由于众多的扶持和鼓励, 国产故事片的产量迅速增加, 增速持续维持在高位, 与每年票房的走势基本保持一致。我们认为国产内容在数量上的崛起, 是2007年之前中国电影票房增长的重要驱动力之一。

2007年之后：渠道供给激发需求，银幕数量增加驱动票房增长

2007年之后，国产故事片产量虽然每年仍在增加，但增速不复稳定高速增长，起伏增大，我们认为这与中国电影行业的生产能力存在瓶颈有关。当各方面要素供给到达一定瓶颈之后，内容的供给增速也相应下滑。从这时候开始直至2015年，票房增速趋势与银幕增速趋势高度一致，票房增长主要由银幕增加带动。

图表6：2007年之后，电影票房增速与银幕增速高度一致，故事片产量的增加对票房驱动力减弱



资料来源：中国电影发行放映协会、华泰证券研究所

2016年之后：银幕数量已趋饱和，内容将重新成为驱动力，本土内容质的提升将是关键

然而银幕的增加对于票房的驱动在2016年戛然而止。在银幕增速高达30%的2016年，票房增速仅为4%。2017年上半年，银幕增速约为33%，同口径票房增速为3.5%。由此反映出的现实是：在现阶段的内容供给质量下，观影需求能够被充分的满足，单银幕带来的边际观影人次持续下滑，银幕建设在中国影市发展的现阶段，是处于饱和的。

因此，终端拉动票房的作用越来越弱，未来内容或将成为拉动票房的关键因素：从近几年来看，口碑对于后续票房的作用愈发关键，观众观影成熟度直线上升，同时由于视频网站等提供的替代选择，内容不优质将无法吸引观众入场观看。

要保持优质内容的稳定供给，我们从两方面讨论：一是引进片；二是国产片。

1、引进片：国外优质内容将持续保持充足供给，但对整体票房拉动作用有限

根据中国电影招股说明书的披露：2001年中国加入WTO之后，从2002年开始，中国的进口片数量从10部提升至20部。2012年2月中美双方签订《中美双方就解决WTO电影相关问题的谅解备忘录》，引进分账片的数额从20部增加至34部，而新增的14个名额只能以IMAX和3D电影格式引进；与此同时，引进大片在中国的分账比例从13%提升至25%。国产电影的市场份额也在当年受到了一定的冲击，国产片票房首次低于进口片票房。

图表7： 2005-2016年中国电影票房中进口片和国产片票房占比（亿元）

年份	国产片票房	进口片票房	合计票房	国产片占比	进口片占比
2005	11.3	9.2	20.5	55%	45%
2006	14.4	11.8	26.2	55%	45%
2007	18.0	15.3	33.3	54%	46%
2008	26.4	17.0	43.4	61%	39%
2009	35.1	26.9	62.1	57%	43%
2010	57.3	44.5	101.8	56%	44%
2011	70.3	60.9	131.2	54%	46%
2012	82.7	88.0	170.7	48%	52%
2013	127.7	90.0	217.7	59%	41%
2014	161.6	134.8	296.4	55%	45%
2015	271.4	169.3	440.7	62%	38%
2016	265.1	192.0	457.1	58%	42%

资料来源：电资办，华泰证券研究所

2017年2月，2012年中美签订的《谅解备忘录》到期。按照备忘录的要求，2017年是过渡期。但过渡期的时间预计不会太长，新一轮的谈判正在进行中。但是无论谈判结果如何，我们认为未来引进片对于中国整体票房的拉动有限，原因如下：

- 国产电影经过一段时间的保护和发展已经在一定程度上具备抵抗引进片数量放开的能力，从近十余年国产片占比看，只有2012年低于50%，其余年份全高于50%，换言之，中国票房的主要贡献者一直是国产故事片；
- 现有的引进分账片和买断片的数量已经基本能够涵盖好莱坞和其他国家主流的商业片，增加的名额将更多分配到中小规模影片上；
- 即使未来引进片的数量增加，预计增加的幅度也将较为有限。

2、国产片：优质本土化国产内容的崛起将驱动中国影市进入真正成熟阶段

2017年以来国产片的颓势已经给中国电影产业以足够的警醒。15年电影市场的狂欢褪去，裸泳者逐渐浮出水面。电影市场突飞猛进的几年，大量的热钱进入市场，造成的后果是：在整体的专业化生产能力不足以承担如此大量的资金注入的情况下，众多制作粗糙的电影出品。不专业的资本介入专业的制片，势必带来的是产品定位的不清晰和盲目、艺术性的缺乏。

国产片生产正在经历去芜存菁、大浪淘沙的阶段，虽然现在面临暂时的困境，但我们认为这是国产电影发展的必经历程。

这一轮国产片的颓势将有助于帮助资本认识到电影创作与其他产品生产的不同，帮助行业回归到精耕细作上：让资本的归资本，让创作的归于创作。国有电影工业化生产水平将会得到持续的完善。

总而言之我们认为优质的本土国产化内容将是驱动中国影市进入真正成熟阶段的驱动力，原因如下：

- 从历年国产片对票房的贡献来看，本土化内容一直是拉动票房增长的主要动力，观众对国产片的热情一直都在；
- 《战狼2》的表现让从业人员认识到国产优质内容的潜力，回归精耕细作的优质作品将涌现。在资本狂欢期进入产业的热钱所带来的粗制滥造的产品即将被消耗完毕，产业逐渐恢复至良性发展；
- 《湄公河行动》、《战狼》系列以及即将上映的《空天猎》、《红海行动》意味着国产的军事动作类型电影日渐成熟，新类型的出现丰富了国产电影的内涵。预计从业者将开拓更多的电影类型，本土奇幻、科幻的优质内容有望出现，类型化进一步丰富和成熟，多样化的类型电影将吸引多元化的观影人群，带动观影人次的增加。

制片公司中为什么首推光线？

制片公司中为什么是光线，主要有以下几点原因：

工业化水平领先同业，在保证质的基础上维持量的稳定，有利于未来业绩稳定性

从国外电影业的发展历程来看，电影内容质的提升，前提是建立完善和成熟的电影工业化体系。电影工业化体系核心要素包括资本密集、技术密集、类型化创作。资本密集意味着产量有保证，技术密集意味着质量有保证，类型化创作意味着内容的丰富和深入，由此电影工业才能实现流水化的生产，实现术业有专攻，每一个环节都有充足的技术工人，各环节分工合作，实现质和量的稳定提升。

光线经过多年的积累和摸索，在工业化水平上领先同业，具体表现来看，公司在获取项目的能力、对项目的判断力、对项目风险的控制力、项目投资比例等各方面均稳步提升，有效地保障了项目的成功率。从过往财报来看，光线较少出现亏损的项目，项目成功概率较高；同时每年的片单的项目数量均维持在一定水平之上，意味着公司的流水化生产已日趋成熟，各技术工种愈发娴熟，公司的制片工业化水平领先同业。

图表8：2012年至今光线传媒主要电影作品及票房一览

序号	电影名称	上映时间	合作方式	分账票房(人民币/亿)
1	新天生一对	2012年1月23日	投资	0.52
2	匹夫	2012年4月23日	投资+发行	0.27
3	百万巨鳄	2012年6月8日	发行	0.13
4	四大名捕	2012年7月12日	投资+发行	2.00
5	伤心童话	2012年9月14日	投资+发行	0.12
6	铜雀台	2012年9月26日	投资+发行	1.06
7	大海啸之鲨口逃生	2012年10月12日	发行	1.57
8	人再囧途之泰囧	2012年12月12日	投资+发行	12.71
9	厨子、戏子、痞子	2013年3月29日	投资+发行	2.73
10	致我们终将逝去的青春	2013年4月26日	发行	7.19
11	不二神探	2013年6月21日	投资+发行	2.84
12	赛尔号III	2013年7月12日	投资+发行	0.76
13	四大名捕2	2013年12月6日	投资+发行	1.74
14	巴啦啦小魔仙2	2014年1月23日	投资+发行	0.19
15	爸爸去哪儿	2014年1月31日	投资+发行	6.97
16	同桌的妳	2014年4月25日	投资+发行	4.55
17	分手大师	2014年6月27日	投资+发行	6.65
18	赛尔号大电影4	2014年7月9日	投资+发行	0.62
19	秦时明月之龙腾万里	2014年8月8日	投资+发行	0.59
20	四大名捕大结局	2014年8月22日	投资+发行	1.92
21	亲爱的	2014年9月26日	投资+发行	3.45
22	铠甲勇士	2014年10月1日	投资+发行	0.44
23	匆匆那年	2014年12月5日	投资+发行	5.82
24	钟馗伏魔之雪妖魔灵	2015年2月19日	投资+发行	4.09
25	冲上云霄	2015年2月19日	投资+发行	1.56
26	左耳	2015年4月24日	投资+发行	4.85
27	何以笙箫默	2015年4月30日	投资+发行	3.53
28	横冲直撞好莱坞	2015年6月26日	投资+发行	3.22
29	赛尔号大电影5	2015年7月23日	投资+发行	0.57
30	新步步惊心	2015年8月7日	投资+发行	0.32
31	洛克王国	2015年8月13日	投资+发行	0.76
32	港囧	2015年9月25日	投资+发行	15.84
33	我是证人	2015年10月30日	投资+发行	2.09
34	陪安东尼度过漫长岁月	2015年11月13日	投资+发行	0.63
35	怦然星动	2015年12月3日	投资	1.55
36	鬼吹灯之寻龙诀	2015年12月18日	投资+发行	16.83
37	恶棍天使	2015年12月24日	投资+发行	6.39
38	美人鱼	2016年2月8日	投资+联合发行	33.92
39	火锅英雄	2016年4月1日	投资+联合发行	3.71
40	谁的青春不迷茫	2016年4月22日	投资+发行	1.80
41	大鱼海棠	2016年7月8日	投资+发行	5.65
42	精灵王座	2016年8月19日	投资+发行	0.25
43	在世界中心呼唤爱	2016年8月26日	投资+发行	0.11
44	从你的全世界路过	2016年9月29日	投资+发行	8.13
45	捉迷藏	2016年11月4日	投资+发行	0.71
46	少年	2016年12月16日	投资+发行	0.15
47	大闹天竺	2017年1月28日	投资+发行	7.21
48	嫌疑人X的献身	2017年3月31日	投资+发行	3.79
49	春娇救志明	2017年4月28日	投资+发行	1.66
50	大护法	2017年7月13日	投资	0.82
51	三生三世十里桃花	2017年7月21日	投资+发行	5.01
52	父子雄兵	2017年7月21日	投资	1.18

资料来源：公司公告、猫眼专业版、华泰证券研究所

制片行业的集中度将有所提升，光线作为龙头，掌握众多资源，已成为内容领域“绕不开的河流”

随着 16 年和 17 年众多粗制滥造项目的失败，行业将逐渐恢复到有序的发展轨道上来：热钱退出，众多一夜之间冒出的电影公司将销声匿迹，龙头公司对于资源的集聚能力重又加强。从好莱坞发展的历史来看，也符合这一规律。一百多年的发展历程，形成了现今六大制片厂+中小制片室的竞争格局。未来国内的电影行业也将遵循这样的路径。

光线作为制片行业的龙头公司，未来是最有可能成为中国的六大之一的公司。通过多年的积累，光线在业内的地位毋庸置疑，掌握众多资源。同时通过历年布局，现已投资了 56 家控股或参股公司（2016 年年报），其中众多是内容行业的佼佼者，包括：新丽传媒、橙子映像、欢瑞世纪、玄机科技、十月文化、彼岸天、好传文化等等。这样意味着未来国内制片业的优质内容将大概率都和光线有联系，光线已成为内容领域“绕不开的河流”。

图表9：部分光线传媒投资的内容制作公司

投资公司	主业
新丽传媒	2013 年光线投资 4560.93 万，占比 27.642%；著名影视公司，成立于 2007 年
天津橙子映像传媒有限公司	光线占股权 25.92%，与邓超合资成立
欢瑞世纪	上市影视公司，主营电视剧制作和发行、演艺经纪
上海视野影视股份有限公司	光线认缴出资 200 万，占股 17.17%；纪录片为主
明星影业	光线占股 50%
北京灵力影业有限公司	光线占股 49%；主营业务：电影发行；文艺演出；演出经纪；影视策划
上海喜天影视文化股份有限公司	光线投资 8000 万元，占比 10%，经纪公司，艺人包括海清、张歆艺、吴秀波、王千源
北京锋芒文化传播有限公司	光线投资 500 万元，占比 39%，出品网剧《上瘾》
霍尔果斯战火影业	光线出资 400 万元占比 40%，和铁血网合立致力于军事题材 IP 版权的开发
彼岸天（北京）文化有限公司	光线孙公司彩条屋投资 640 万，占股 30%，出品《大鱼海棠》
霍尔果斯十月文化传媒有限公司	光线出资 2000 万元，占比 20%，与《大圣归来》导演田晓鹏等人共同设立
广州易动文化传播有限公司	光线占股 18.67%，出品《美食大冒险》等动画电影
北京全擎娱乐文化传媒有限公司	光线子孙公司彩条屋影业投资 1100 万元，35%股权，出品国漫《星游记》
杭州玄机科技信息技术有限公司	光线孙公司彩条屋投资 2500 万，占股 3.9%；创造著名 IP《秦时明月》
霍尔果斯可可豆动画影视有限公司	光线孙公司投资 400 万，占比 30%，主要作品《哪吒降世》《凤凰》等
日本通曜	光线投资 3,750 万，占比 19%，进行日漫 IP 的引进和运行
成都魔法文化传播有限公司	光线占股 40%；动画设计，漫画创作
吉林省凝羽动画有限公司	光线投资 750 万，占比 30%，彩条屋影业占比 30%；动画《茶啊二中》
北京中传合道文化发展有限公司	光线投资 900 万，占股 30%；动画设计，动画电影
北京漫言星空文化发展有限公司	光线投资 1000 万，占比 30%。漫画家经纪及漫画创造业务，股东之一为《星海镖师》作者颜开
上海青空绘彩动漫文化传播有限公司	光线孙公司彩条屋影业占股 25%；动漫及衍生品、动画、游戏产品，代表作《昨日青空》、《1 区 212》
天津市好传文化传播有限公司	彩条屋影业占比 30%，动漫、动画创作，《海岸线上的漫画家》、《不可能恋爱》

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

猫眼对光线的价值提升至至关重要

2016年5月，光线控股以1.7亿股光线传媒股份作为对价获得猫眼28.8%的股份，此外还以8亿元现金获取猫眼9.6%的股份，而上市公司光线传媒则以15.83亿元的现金获得猫眼19%的股权。光线控股和光线传媒合计持有猫眼57.4%的股权，从而掌握了猫眼的控股权。

2017年8月，光线控股以17.76亿元的对价购买了上海三快科技持有的猫眼文化19.73%的股权。光线控股和光线传媒合计持有猫眼股份达到77.13%。

2017年9月，光线传媒以9.999亿元为对价受让光线控股持有的猫眼11.11%的股权。本次投资完成后，公司将持有猫眼30.11%的股权，光线控股持有猫眼47.02%的股权。

猫眼对于光线传媒的意义，不仅体现在财务上，更重要的是拓宽了未来光线的发展空间和市值的想象空间。

财务上：增持猫眼后，改为权益法核算，将新增确认投资收益

光线传媒本来持有猫眼文化19%的股权，本次受让11.11%的股权后，持股比例将达到30.11%，因此将改按权益法核算对猫眼的投资，从而将按比例确认当年的投资收益，将对光线传媒的财报做出积极的贡献。

以2017年举例，2017年1-5月猫眼的营收为10.2亿左右，由于现在猫眼的收入仍以电影票服务费为主，我们合理假设其营收与中国电影票房成正相关。先对17全年票房进行预测：

图表10：按历年上半年票房占比预估本年票房（剔除服务费后）543亿左右（亿元）

年份	上半年票房	上半年票房所占比例	全年总票房	YOY
2011年	56	44%	126	
2012年	79	46%	171	35%
2013年	109	51%	215	26%
2014年	135	47%	289	35%
2015年	202	46%	438	51%
2016年	246	54%	457	4%
2017年	272	47%	579	27%
2017年(剔除服务费)	255	47%	543	19%

资料来源：艺恩网、华泰证券研究所

根据1-5月份电影票房占全年预计票房的比例，我们预计猫眼全年营收将在25亿左右，根据1-5月份的净利润率，全年猫眼净利润约为1.8亿，假设本次交易9月底完成，在1-5月营收和全国票房的基础上进行全年营收和利润推算，公司17年可新确认的投资收益约为0.4亿。过程如下表所示：

图表11：猫眼全年营收及净利润估计

利润表项目	2016年	2017年1-5月	1-5月所占比例	2017E	光线持股比例	假设交易九月完成	光线确认投资收益
营业收入	1031.94	1020.36	40.17%	2539.79	19.00%	九月前部分	25.937
营业利润	-111.13	74.41		185.22			
净利润	-109.00	73.13		182.02	30.11%	九月后部分	13.701
营业利润率		7.29%				合计	39.639
净利润率		7.17%					

假设猫眼的主要收入是网络售票的手续费，因此其收入将与票房成正比例关系。

全国1-5月票房为	233 亿
预计全年票房为	579 亿
1-5月票房占比为	40.17%

资料来源:Wind、华泰证券研究所

战略上：猫眼的衍生潜在空间是驱动光线传媒冲破市值瓶颈的强动力

猫眼作为国内在线售票平台的巨头，在互联网发行领域拥有较大的优势。随着互联网售票市场竞争格局的渐趋稳定，猫眼将与淘票票一起形成行业的两极。光线对于猫眼的控股，主要的意义将体现在：

- 1、形成上游内容和中游内容的融合和相互促进，形成良性循环。猫眼的大数据优势将有效促进内容制作的针对性，在用户多元化和分层化的今天，帮助光线提供定制化的精准产品，充分挖掘产品的潜力，实现业绩的稳定增长；
- 2、猫眼不仅是互联网票务龙头，其盈利模式远不止收取票务服务费，在广告、衍生品、投资发行领域都拥有较大的潜在空间，是光线传媒实现市值突破的强有力驱动。

我们认为国内的制片业龙头将面临一波增长良机，但从好莱坞传媒集团的发展历程来看，纯粹的内容制作公司仍面临着市值的天花板，内在的原因在于内容本质上是创意产品，而优质创意难以标准化和被垄断，内容的产量存在天花板，而突破市值的关键在于依靠内容衍生出的其他业务内容。如迪斯尼旗下拥有 ABC、ESPN 电视网以及迪斯尼乐园；20 世纪 FOX 背靠新闻集团，拥有 FOX 电视网和天空电视；环球影业母公司拥有 NBC 电视网，而好莱坞早期的巨头美高梅、联美则因为没有相应业务板块的衍生，而早早走向衰落。

因此，猫眼在互联网票务方面的龙头地位，以及相应衍生出的潜在空间，将是光线传媒突破现有市值瓶颈，迈下下一阶段的强有力驱动。我们将在报告下一部分详细阐述猫眼的潜在空间。

线上售票平台格局有望进一步清晰，盈利模式存在多种可能

线上售票平台空间测算：50 亿元左右

我们预计 2018 年线上售票平台市场空间在 46 亿元到 51 亿元之间。

其中：线上电影票务市场空间在 38 亿元到 40 亿元之间；

线上演出/赛事票务市场空间在 6 亿元到 8 亿元之间；

线上衍生品市场空间在 2 亿元到 3 亿元之间；

另外，随着产业链向纵深拓展，在线票务平台还切入到上游的影片制作和发行业务中，市场空间有望进一步打开。

图表12： 悲观预计线上票务平台市场空间（亿元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E
电影票务（亿元）	22.5	25.0	32.9	37.9	43.3
演出/赛事票务（亿元）	2.1	3.3	4.7	6.3	8.3
衍生品（亿元）	0.3	0.7	1.4	1.7	2.2
合计：线上票务平台市场空间（亿元）	24.8	29.0	39.0	45.9	53.7

资料来源：公司公告，艾媒咨询，艺思咨询，投中顾问产业研究中心，华泰证券研究所

图表13： 乐观预计线上票务平台市场空间（亿元）

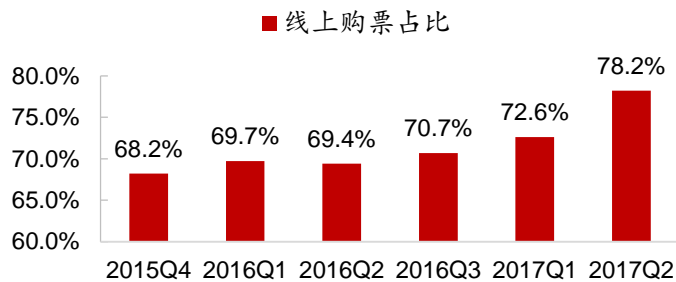
	2015	2016	2017	2018E	2019E
电影票务（亿元）	22.5	25.0	32.9	39.7	47.3
演出/赛事票务（亿元）	2.1	3.3	5.3	8.2	10.6
衍生品（亿元）	0.3	0.7	1.5	3.0	4.5
合计：线上票务平台市场空间（亿元）	24.8	29.0	39.7	50.9	62.4

资料来源：公司公告，艾媒咨询，艺思咨询，投中顾问产业研究中心，华泰证券研究所

线上售票占比提高，2017 年 Q2 渗透率达 78.2%，趋势将持续

线上购票已经成为主流观影人群的习惯动作，2015 年以来，线上售票占比逐渐提升。2017 年 Q2 渗透率已达 78.2%，我们认为该趋势将持续，最终渗透率将达到 85% 以上。

图表14： 线上售票的票房占比提升



资料来源：艾媒咨询，华泰证券研究所

自上而下推演，线上电影售票市场空间有望在 2018 年达到 40 亿元的水平。我们假设：1) 悲观情况下，2018-2019 年票房的增长率为 10%；乐观情况下，2018-2019 年票房的增长率为 15%；2) 线上电影售票规模占总票房的比例有望进一步提升：2018 年有望达到 82% 的水平；3) 线上售票平台的分成比例为 7.76%（根据 2017 年初至 9 月 17 日的总票房和服务费计算得出，数据来自猫眼专业版）。我们得到 2018 年线上电影售票市场的空间在 38 亿元至 40 亿元之间。

图表15： 悲观预计线上电影售票市场空间

	2015	2016	2017	2018E	2019E
票房（亿元）	441	455	542	596	656
票房增长率		3%	19%	10%	10%
线上购票占比（渗透率）	66%	71%	78%	82%	85%
线上购票票房规模（亿元）	290	322	424	489	557
分成比例	8%	8%	8%	8%	8%
线上电影售票市场空间（亿元）	22	25	33	38	43

资料来源：艾媒咨询，华泰证券研究所

图表16： 乐观预计线上电影售票市场空间

	2015	2016	2017	2018E	2019E
票房（亿元）	441	455	542	623	717
票房增长率		3%	19%	15%	15%
线上购票占比（渗透率）	66%	71%	78%	82%	85%
线上购票规模（亿元）	290	322	424	511	609
分成比例	8%	8%	8%	8%	8%
线上电影售票市场空间（亿元）	22	25	33	40	47

资料来源：艾媒咨询，华泰证券研究所

衍生品销售和演出/赛事票务对应市场空间在 10 亿元左右

而与此同时，我们关注到大多线上售票平台已经不拘泥于销售电影票，同时也加入了电影衍生品（爆米花套餐等、电影周边）以及其他演艺票务等新业务。我们假设：1) 2018 年，悲观情况下，演出票务市场规模年增速在 10%，体育赛事票务市场规模增速在 30%；乐观情况下，演出票务市场规模年增速为 15%，体育赛事票务市场规模增速在 50%；2) 根据万达电影 2016 年年报，爆米花等餐饮收入占票房收入的 17.62%，我们估计在悲观情况下，2018 年爆米花等卖品占票房比例为 15%，乐观情况下占 20%。则 2018 年线上衍生品销售和演出/赛事票务对线上票务平台贡献 8 亿元至 11 亿元的市场空间。

未来进行产业链纵深发展，各大票务平台凭借各自资源向上游影视制作和发行拓展，会有更大的市场空间。

图表17： 悲观预计线上演出/赛事票务和衍生品销售市场空间

	2015	2016	2017	2018E	2019E
演出票务市场规模 (亿元)	161	188	207	228	251
yoy		17%	10%	10%	10%
演出票务 (亿元)	1.9	3.0	4.1	5.5	7.0
体育赛事票务市场规模 (亿元)	10	20	26	34	44
yoy		100%	30%	30%	30%
赛事票务 (亿元)	0.1	0.3	0.5	0.8	1.2
电影衍生品市场规模 (亿元)	20	27	38	52	72
电影衍生品空间 (亿元)	0.1	0.1	0.2	0.4	0.7
爆米花等卖品占票房比例	10%	13%	15%	15%	15%
爆米花等卖品空间 (亿元)	0.2	0.6	1.2	1.3	1.5
衍生品 (亿元)	0.3	0.7	1.4	1.7	2.2
合计市场空间 (亿元)	2	4	6	8	10

资料来源：公司公告，艺恩咨询，投中顾问产业研究中心，华泰证券研究所

图表18： 乐观预计线上演出/赛事票务和衍生品销售市场空间

	2015	2016	2017	2018E	2019E
演出票务市场规模 (亿元)	161	188	217	249	274
yoy		17%	15%	15%	10%
演艺票务 (亿元)	1.9	3.0	4.7	7.0	8.8
体育赛事票务市场规模 (亿元)	10	20	30	45	59
yoy		100%	50%	50%	30%
赛事票务 (亿元)	0.1	0.3	0.6	1.3	1.9
电影衍生品市场规模 (亿元)	20	27	38	52	72
电影衍生品空间 (亿元)	0.1	0.1	0.3	0.5	0.9
爆米花等卖品占票房比例	10%	13%	15%	20%	25%
爆米花等卖品空间 (亿元)	0.2	0.6	1.2	2.5	3.6
衍生品 (亿元)	0.3	0.7	1.5	3.0	4.5
合计市场空间 (亿元)	2	4	7	11	15

资料来源：公司公告，艺恩咨询，投中顾问产业研究中心，华泰证券研究所

向电影产业链中游和上游渗透，进一步打开市场空间

图表19： 主要票务平台上中下游资源对比

	上游内容制作	中游：票务入口与电影宣发	下游覆盖影院数目
猫眼	光线传媒、猫眼影业	票务：猫眼 电影宣发及推广：美团、猫眼、光线等资源	7600+
淘票票	主要支持：娱跃影业 辅助支持：省广影业、腾讯影业、企鹅影业等	票务：淘票票、淘系产品入口（如手淘+支付宝）	7000+
微影	阿里影业	票务：格瓦拉、娱票儿、腾讯系产品入口（如手Q+微信） 电影宣发及推广：娱跃发行、腾讯系产品	6500+
百度糯米	-	票务：百度糯米	7400+

资料来源：易观智库、华泰证券研究所

线上票务平台一端对接广大的消费者，另一端对接很多消费者，天然适合做发行业务。部分拥有上游内容资源的票务平台已经切入到制作和发行中，并取得了亮眼成绩：

- 猫眼：2017 年，猫眼电影参与发行了《大闹天竺》《嫌疑人 X 的献身》等光线传媒出品的力作及其他作品，截至目前（9 月 16 日），参与发行的影片总票房达 16 亿元。制作方面，猫眼电影参投了《西游伏妖篇》《大闹天竺》等作品，截至目前（9 月 16 日），参与制作的影片总票房达 32 亿元。（数据来源：艺恩电影智库）
- 淘票票：2017 年，淘票票参与发行了《战狼 2》《悟空传》《三生三世十里桃花》等票房大作，截至目前（9 月 16 日），参与发行的影片总票房达 106 亿元。制作方面，淘票票参投《西游伏妖篇》《三生三世十里桃花》《乘风破浪》等作品，截至目前（9 月 16 日），参与发行的影片总票房达 36 亿元。（数据来源：艺恩电影智库）
- 微影时代：2017 年，参与发行了《功夫瑜伽》《熊出没之奇幻空间》等著名作品，截至目前（9 月 16 日），参与发行的影片总票房达 3 亿元。制作方面，微影时代起步较晚，2017 年至今（9 月 16 日），参投了《提着心吊着胆》，票房为 1368 万。目前微影时代已经开始在影视业务上的布局，未来将配合娱跃影业、娱跃发行，渗透电影全产业链。（数据来源：艺恩电影智库）

图表20: 参与发行影片数量(部)

	2015	2016	2017(截至9月16日)
猫眼	6	13	10
淘票票	4	11	13
微影时代		2	7

资料来源: 艺恩电影智库, 华泰证券研究所

图表21: 参与制作影片数量(部)

	2015	2016	2017(截至9月16日)
猫眼	4	8	8
淘票票		1	4
微影时代			1

资料来源: 艺恩电影智库, 华泰证券研究所

图表22: 参与发行影片总票房(亿元)

	2015	2016	2017(截至9月16日)
猫眼	27	57	16
淘票票	21	27	106
微影时代		7	26

资料来源: 艺恩电影智库, 华泰证券研究所

图表23: 参与制作影片总票房(亿元)

	2015	2016	2017(截至9月16日)
猫眼	16	46	32
淘票票		5	36
微影时代			0.14

资料来源: 艺恩电影智库, 华泰证券研究所

线上售票市场集中化步伐继续, 三分天下有望变成两强争霸 票补大战和产业整合驱动产业集中化进程

线上票务市场中, 以猫眼、淘票票、微影时代为三强的格局形成, 中长期票补动力在逐渐减弱。但由于市场仍处于过度竞争状态, 产业进一步集中化的可能性仍然存在。

2015年底, 微影时代和格瓦拉的合并, 确立了在线售票市场的一极; 2016年4月, 美团大众点评将猫眼电影分拆为独立运营公司, 后来光线入局, 经过几次收购转让, 光线控股和光线传媒合计持有77%的股份, 猫眼电影获得优质上游资源, 进入到新的发展时期; 2014年底, 淘宝电影上线, 后更名为淘票票, 阿里影业持股96.7%, 凭借其强大的资金支持 and 支付渠道, 淘票票发展迅猛, 成为后起之秀。

图表24: 微影时代发展史

时间	主体	事项	对象	事件
2013.12	微信电影票	上线		
2014.5	微影时代	独立		正式成立, 从腾讯中独立, 自主运作微票儿品牌
2015.12.17	微影时代	合并	格瓦拉	北京微影时代科技有限公司(简称: 微影时代)与上海格瓦商务信息咨询有限公司(简称: 格瓦拉)正式宣布合并。合并后, 将实行微票儿与格瓦拉双品牌独立运营, 优势资源共享, 团队架构保持不变。易凯资本担任交易双方的独家财务顾问。
2016.9.26	微影时代	更名		旗下票务平台“微票儿”更名为“娱票儿”; 发布新品牌“娱跃”, 旗下分别设有“娱跃影业”、“娱跃发行”。

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表25: 猫眼电影发展史

时间	主体	事项	对象	事件
2012.2	美团网	设立	美团电影	
2013.1	美团电影	更名		美团电影更名为猫眼电影
2015.5	天津猫眼	设立		天津猫眼由王兴和穆荣均出资设立,设立时注册资本为5,000万元。2015年5月27日,天津猫眼取得天津市滨海新区市场和质量监督管理局核发的《企业法人营业执照》
2015.7.27	美团点评	分拆	猫眼电影	美团宣布猫眼独立为全资子公司
2016.4	天津猫眼	股东变更		王兴和穆荣均转让所有股份给三快科技(美团),上海三快占股61.2%,北京三快占股28.8%
2016.4.11	美团大众点评	分拆	猫眼电影	美团大众点评CEO王兴通过内部邮件宣布,正式决定分拆猫眼电影业务,让“新猫眼”成为一家完全独立运营的公司
2016.5.27	光线传媒	换股/收购	猫眼电影	光线控股以持有的176.02万股为对价换取猫眼28.80%股权,光线控股向上海三快(美团)支付15.83亿元现金对价购买猫眼19%的股权。交易完成后,光线控股38.4%,光线传媒19%,上海三快32.6%,光线总持股57.4%
2017.8	光线控股	收购	猫眼文化	光线控股以17.7577亿对价从上海三快科技(美团)购买猫眼文化19.73%股权交易完成后,光线控股持股58.13%,光线传媒持股19%,三快科技持股12.87%,光线总持股77.13%
2017.9.5	光线控股	转让光线传媒	猫眼文化	光线传媒以9.999亿人民币对价受让光线控股持有的猫眼文化11.11%股权,投资完成后,上市公司持有猫眼文化30.11%股权,光线控股持有47.02%的股权,三快科技(美团)持有12.87%

资料来源:公司官网,华泰证券研究所

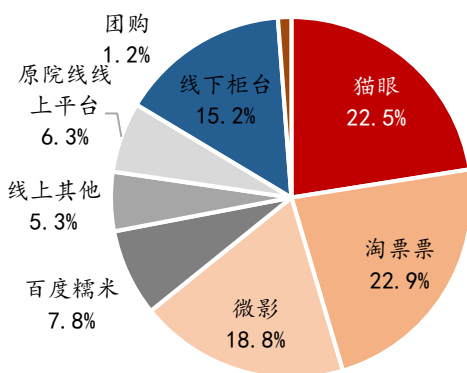
图表26: 淘票票发展史

时间	主体	事项	对象	事件
2014年底	淘宝电影	上线		
2015.12.31	阿里影业	收购	淘宝电影	阿里巴巴集团将旗下淘宝电影和娱乐宝两项业务注入阿里影业,总计5.2亿
2016.5.16	淘宝电影	更名		淘宝电影正式更名为淘票票
2017.6.24	阿里影业	淘票票收购		以13.33亿元人民币对价收购六位股东9.12%淘票票股权,交易完成后,阿里影业持有淘票票约96.71%股权。

资料来源:公司官网,华泰证券研究所

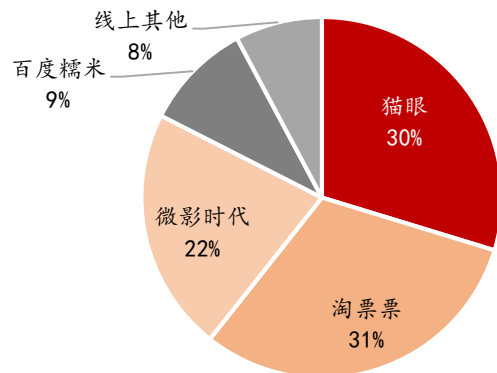
截至2017年8月,线上票务市场已经形成三分天下的格局:淘票票、猫眼和微影时代分别占据31%、30%和22%的市场空间,三平台在资金实力、流量入口、上游资源方面均领先于其他竞争者,形成了自身核心竞争能力。

图表27: 2017Q2 购票平台市场(包括线上和线下)占有率



资料来源:比达咨询,华泰证券研究所

图表28: 2017 暑期档(2017/6/1-2017/8/31) 线上各票务平台市场占比



资料来源:易观智库,华泰证券研究所

猫眼: 光线传媒和光线控股合计持股 77.13%。脱胎于团购网站,把握猫眼、美团、大众点评三大流量入口,背靠光线向上游的制作发行深耕。三大平台中,猫眼起步最早,在用户群体中认知度最强,已经形成了线上的电影社区。

淘票票: 阿里影业持股 96.71%。定位泛娱乐产业营销平台,把握淘票票和包括支付宝在内的淘宝系流量入口,在不到2年时间达到市场份额第一。依托阿里影业,在电影发行和制作方面发展迅猛。

微影时代：股东 49 家，持股较为分散。第一大股东腾讯持股 15.79%。把握格瓦拉、娱票儿和微信等腾讯系产品入口，社交属性强，未来将配合娱跃影业、娱跃发行，渗透电影全产业链。

图表29：三大线上票务平台主要指标

	成立时间	股东	最新估值 (亿元)	市占率 (2017 暑期档)	流量入口	2017 年参与发行影片数 (截至 9/16)	2017 年参与制作影片数 (截至 9/16)
猫眼	2012.2	光线传媒: 30.11% 光线控股: 47.02% 美团: 12.87%	90 (2017 年 9 月)	29.7%	猫眼、美团、大众点评	10	8
淘票票	2014 年底	阿里影业: 96.71%	137 (2016 年 5 月)	30.9%	淘票票、淘系产品入口 (如手淘+支付宝)	13	4
微影时代	2013.12	腾讯: 15.79% 其余股东有 48 家	116 (2016 年 4 月)	21.8%	格瓦拉、娱票儿、腾讯系产品入口 (如手 Q+微信)	7	1

资料来源：易观智库，公司公告，艺恩咨询，华泰证券研究所

估值讨论以及投资建议

我们使用分部估值法计算公司安全边际，其中主业估值水平为 240 亿元，猫眼、新丽传媒等股权估值加总为 70 亿元。因此，我们认为公司价值的的安全边际为 310 亿元，对应股价为 10.5 元。

如若使用整体法进行 PE 估值，我们预计公司 2017、2018 年净利润为 8.96 亿元和 12.48 亿元，EPS 为 0.31 和 0.42 元。考虑到接近年底，且市场风险偏好上升，参考可比公司估值，同时考虑到光线增持猫眼后带来的业绩助益，将使其业绩增速大概率高于同业公司，给予 2018 年 PE 30-35x 估值，则目标价区间为 12.6-14.7 元（上调 20%），继续给予买入评级。

图表30： 同行业公司净利润及 PE 估值（Wind 一致预期）

wind 代码	名称	净利润（亿元）				PE（倍）		
		17E	18E	19E	TTM	17E	18E	19E
300027.SZ	华谊兄弟	9.3	11.3	13.9	28	28	23	19
300133.SZ	华策影视	6.2	7.6	9.2	44	34	28	23
002343.SZ	慈文传媒	4.3	5.5	6.7	43	27	22	18
300426.SZ	唐德影视	3.7	5.1	6.7	57	28	20	16

资料来源：Wind、华泰证券研究所

主业估值安全边际为 240 亿元左右

光线的主业做法是一揽子项目的组合管理，规避单一项目风险，“爆款”只是组合的意外收获。那么，最主要的问题是找到一个合理的、稳定的、不以大小年为影响的基本盈利水平，而后给以合理的估值倍数。我们预测未来几年公司电影业务、电视剧业务、直播和游戏业务等加总贡献净利大概率将维持在 8 个亿左右，参考行业 2017 年平均估值 PE30x，对应 240 亿市值水平。

电影业务每年稳定贡献净利润 6 亿元以上

电影业务占光线营收 70% 左右，是主要的业务板块。回顾 2013 年以来公司电影业务的表现，我们不难发现，公司电影业务贡献毛利的水平是稳步增长的，由 2013 年 2.14 亿元增至 2016 年 6.74 亿元，具体如下表所示：

图表31： 电影业务贡献净利估算

电影业务净利估算	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	单位：
							百万人民币
收入	501	647	1311	1234	1419	1774	2218
YOY		29.0%	102.7%	-5.8%	15.0%	25.0%	25.0%
成本	288	283	765	560	710	887	1109
毛利	214	364	546	674	710	887	1109
毛利率	42.6%	56.2%	41.7%	54.6%	50.0%	50.0%	50.0%
营业税金及附加/收入	0.8%	0.7%	0.1%	0.3%			
营业费用/收入	1.3%	0.8%	0.9%	4.0%			
管理费用/收入	5.5%	4.4%	5.7%	8.8%			
财务费用/收入	-1.9%	1.8%	1.4%	0.7%			
税金及三费/收入	5.7%	7.7%	8.1%	13.8%	13.0%	13.0%	13.0%
所得税/净利润	19.3%	17.4%	8.2%	9.3%	9.0%	9.0%	9.0%
估算净利	149	259	404	457	478	597	747

资料来源：华泰证券研究所

我们梳理了 2013 年至今光线传媒电影业务的表现，汇总如上图所示。其中税金及三费占收入比例以整体业务比例计算，可以发现并假设：

- 1、收入增长速度与整体票房增长速度基本相关。2015年中国电影增速达到约50%，因此光线电影业务的增速也达到近年来最高为102.7%。我们认为经过16-17年电影市场的滞涨，优胜劣汰将淘汰一批资本狂热期新成立的影视公司，资源的集中度将向龙头公司倾斜，因此17年-19年的光线制片业务的收入将高于整体票房的增速，假设分别为15%、25%、25%；
- 2、13年至16年制片业务毛利率在50%上下浮动，我们假设17-19年制片业务毛利率也将维持，设为50%；
- 3、税金及三费/收入比例随着公司生产规模的扩大近年来有所上升，我们预计随着公司生产规模的稳定及内部的整合，税金及三费/收入比例将保持在16年的水准，17年-19年设为13%；
- 4、所得税/净利润比例为维持在近年的水准，假设17-19年为9%左右。

根据上表显示的过程推算，我们认为未来几年公司电影业务所贡献的净利大概率将维持在6个亿以上。

电视剧业务贡献利润1个亿左右

电视剧在公司的业务中一直占比较低，对其定位也是以参投和发行为主。随着公司拥有的行业资源的提升，以及视频网站兴起拓宽了行业发展空间，公司加大了对电视剧的资源投入，战略定位开始向主投主控转变。公司已公布了多部剧目及网剧项目，制作重点是网络播出的超级季播剧，公司的制作能力位于行业龙头，电视剧业务有望成为增长的新动力。

图表32：公司的电视剧项目

序号	名称	主要演职人员
1	笑傲江湖	导演金琛
2	谁的青春不迷茫	待定
3	左耳	导演陈慧翎
4	星辰变	待定
5	我欲封天	待定
6	金棺陵兽	待定
7	爱国者	待定

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表33：公司的网剧项目

序号	名称	主要演职人员
1	东宫	待定
2	怪医黑杰克	待定
3	星游记（网大）	导演胡一泊
4	茶啊二中	导演闫凯
5	星海镖师	待定

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

根据公司披露的公告，我们预计未来几年内光线每年主投主控的电视剧将保持在2-3部左右，由于是主投主控的项目，同时考虑到项目自身的潜力，参考电视剧板块公司业绩，我们预计未来几年电视剧业务每年贡献的净利润将保持在1亿以上。

视频直播、游戏及其他贡献利润1个亿左右

属于非主要业务。根据2017年中报来看，浙江齐聚（视频直播业务）16年6月并表，对应17年新增并表5个月，营收规模约为2亿元左右。每月的营收规模相对比较稳定。我们预计未来几年视频直播、游戏及其他业务每年贡献的净利润将保持在1亿左右。

股权价值安全边际为 70 亿元左右

上市公司持有猫眼 30% 股权目前估值 42 亿元，仍有提升空间

按照公司增持猫眼公告，2017 年 1-5 月猫眼的营收为 10.2 亿左右，我们假设其营收与中国电影票房成正相关，根据 1-5 月份电影票房占全年预计票房的比例，我们预计猫眼全年营收将在 25 亿左右，根据 1-5 月份的净利润率，全年猫眼净利润约为 1.8 亿。

前期猫眼估值为 90 亿元（根据公司增持猫眼公告，猫眼 11.11% 股权对价为 9.9 亿元），而淘票票最新的估值为 146 亿元（7 月 24 日，阿里影业发布公告称，以现金 13.33 亿元回购淘票票 6 名股东所持有的 9.12% 的股权，根据此次交易价格，淘票票估值达到 146 亿元）。而猫眼和淘票票市占率相当，考虑到此次转股为光线集团内部交易，因此估值显著低于市价。我们按照淘票票前期融资估值（140 亿元）的水平进行估算，则根据公司持有的猫眼股权 30.11% 计算，公司持有的猫眼股权价值至少约为 42 亿元。而随着互联网售票平台渗透率的提升、猫眼市场份额的提升以及衍生业务的扩展，猫眼的盈利空间仍然广阔，同时考虑到未来分拆上市（来自公司公告）带来溢价，则估值仍有待提升。

新丽传媒股权价值为 17 亿元

新丽传媒是国内最具实力的电视剧和电影制作发行机构之一，其前身为东阳新经典影业有限公司，正式成立于 2007 年。东阳狂欢者影视文化有限公司为其全资子公司。2011 年，公司完成股份制改造，成立新丽传媒股份有限公司。其电视剧代表作有《悬崖》、《北京爱情故事》、《你是我兄弟》、《辣妈正传》、《大丈夫》、《虎妈猫爸》；并投资拍摄了电影《搜索》、《失恋 33 天》、《101 次求婚》、《道士下山》、《煎饼侠》、《夏洛特烦恼》等。

2013 年 10 月，光线传媒投资 8.29 亿元获得新丽传媒 27.6420% 的股权。

同时根据新丽传媒 2017 年 6 月提交证监会的招股说明书披露，新丽传媒 2014-2016 年净利润为 1.31 亿元、1.16 亿元和 1.56 亿元。我们保守以 2017 年 2 亿净利润估计，参考影视行业公司的 2017 年 PE 估值水平，给予 30X 估值，新丽传媒上市后估值约为 60 亿。即光线传媒持有的新丽传媒股权价值约为 17 亿左右。

天神娱乐价值约为 10 亿元

天神娱乐是深圳上市公司，主营业务为网游的研发和发行。2012 年 8 月，光线传媒投资 1 亿元获得天神互动 10% 的股权。2016 年公司两次出售天神娱乐股权，交易后现持有天神娱乐 1,571 万股，占其总股本的 5.38%。

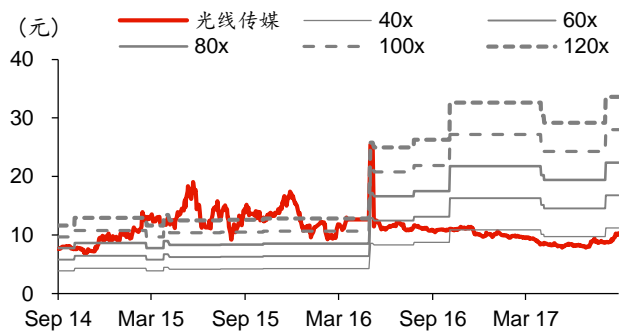
2017 年 9 月 18 日，天神娱乐的市值为 189.1 亿元，光线传媒持有的股权价值约为 10 亿元。

风险提示

线上购票平台仍需要进行票补的风险。由于淘票票在今年的大力票补战略，其市场份额上升较快。淘票票可能继续大力进行票补，猫眼可能被动应战，从而存在成本大幅上升的风险。

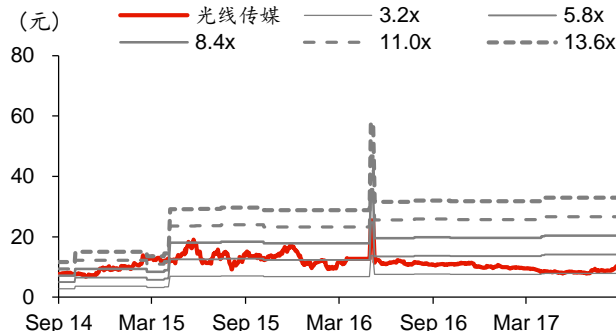
PE/PB – Bands

图表34：光线传媒历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表35：光线传媒历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,686	3,273	3,142	3,607	4,660
现金	1,512	1,520	985.01	854.23	1,000
应收账款	1,064	762.18	1,095	1,443	1,943
其他应收账款	159.16	316.10	223.81	294.87	396.97
预付账款	139.01	124.36	200.31	248.53	331.70
存货	387.19	467.58	534.15	662.75	884.53
其他流动资产	424.11	82.78	103.70	103.68	103.67
非流动资产	4,503	5,876	6,934	7,933	8,946
长期投资	1,428	1,686	2,000	2,000	2,000
固定投资	28.01	24.55	30.42	36.05	55.59
无形资产	2.53	1.92	2.28	2.80	3.35
其他非流动资产	3,045	4,164	4,901	5,894	6,887
资产总计	8,189	9,150	10,076	11,540	13,606
流动负债	978.82	851.63	994.78	1,201	2,648
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	1,098
应付账款	656.75	593.48	801.23	994.13	1,327
其他流动负债	322.07	258.14	193.56	207.04	223.79
非流动负债	239.44	1,180	1,176	1,178	188.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	239.44	1,180	1,176	1,178	188.25
负债合计	1,218	2,032	2,170	2,379	2,837
少数股东权益	98.96	82.27	92.22	106.01	123.69
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
留存公积	1,280	1,875	3,498	4,739	6,330
归属母公司股	6,872	7,035	7,814	9,055	10,646
负债和股东权益	8,189	9,150	10,076	11,540	13,606

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	397.75	746.94	333.87	521.02	710.97
净利润	416.61	739.95	905.70	1,255	1,609
折旧摊销	19.21	22.55	25.27	37.54	36.71
财务费用	20.96	12.52	15.94	20.93	44.46
投资损失	(75.69)	(277.41)	(348.67)	(412.82)	(430.40)
营运资金变动	(94.81)	205.50	(210.48)	(412.26)	(593.41)
其他经营现金	111.46	43.82	(53.90)	32.76	45.10
投资活动现金	(1,182)	(1,501)	(738.48)	(630.86)	(626.39)
资本支出	47.83	7.80	20.00	30.00	40.00
长期投资	1,012	1,708	909.67	1,000	1,000
其他投资现金	(122.38)	215.24	191.19	399.14	413.61
筹资活动现金	1,716	761.58	(130.49)	(20.93)	61.18
短期借款	(500.00)	0.00	0.00	0.00	1,098
长期借款	(98.52)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	454.10	1,467	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,331	(1,445)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(471.01)	739.94	(130.49)	(20.93)	(1,037)
现金净增加额	931.61	7.69	(535.10)	(130.78)	145.77

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,523	1,731	2,356	3,104	4,179
营业成本	1,010	875.20	1,335	1,657	2,211
营业税金及附加	1.92	5.59	7.61	10.02	13.49
营业费用	13.03	69.32	94.23	93.12	83.57
管理费用	86.98	151.62	223.81	304.18	417.87
财务费用	20.96	12.52	15.94	20.93	44.46
资产减值损失	32.75	99.63	80.80	106.45	143.31
公允价值变动收益	0.15	(0.03)	0.07	0.06	0.03
投资净收益	75.69	277.41	348.67	412.82	430.40
营业利润	433.31	794.80	946.83	1,325	1,695
营业外收入	21.75	40.50	55.11	62.08	83.57
营业外支出	1.00	19.63	6.68	8.28	11.06
利润总额	454.06	815.67	995.27	1,379	1,768
所得税	37.45	75.72	89.57	124.11	159.09
净利润	416.61	739.95	905.70	1,255	1,609
少数股东损益	14.52	(0.96)	9.95	13.79	17.68
归属母公司净利润	402.09	740.91	895.74	1,241	1,591
EBITDA	473.48	829.87	988.04	1,384	1,776
EPS (元)	0.27	0.25	0.31	0.42	0.54

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	25.06	13.66	36.07	31.75	34.63
营业利润	5.19	83.43	19.13	39.96	27.91
归属母公司净利润	22.09	84.27	20.90	38.55	28.18
获利能力 (%)					
毛利率	33.68	49.45	43.32	46.62	47.08
净利率	26.40	42.79	38.02	39.98	38.07
ROE	5.85	10.53	11.46	13.71	14.94
ROIC	20.06	44.56	42.98	50.62	53.06
偿债能力					
资产负债率 (%)	14.88	22.21	21.54	20.62	20.85
净负债比率 (%)	8.58	0	0	0	38.70
流动比率	3.77	3.84	3.16	3.00	1.76
速动比率	3.37	3.27	2.62	2.45	1.43
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.20	0.25	0.29	0.33
应收账款周转率	1.52	1.73	2.31	2.27	2.30
应付账款周转率	1.86	1.40	1.91	1.85	1.91
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.25	0.31	0.42	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.25	0.11	0.18	0.24
每股净资产(最新摊薄)	2.34	2.40	2.66	3.09	3.63
估值比率					
PE (倍)	75.29	40.86	33.80	24.39	19.03
PB (倍)	4.41	4.30	3.87	3.34	2.84
EV_EBITDA (倍)	52.18	29.77	25.00	17.85	13.91

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com