

**评级：强烈推荐**
**传媒**
**公司深度报告**

证券研究报告

分析师：任文杰 S1080510120006

联系人：杨虎 S1080110120062

电话：0755-25832693

 邮件：[yanghu@fcsc.cn](mailto:yanghu@fcsc.cn)

## 光线传媒（300251.SZ）

### ——“中国娱乐界新闻集团”的崛起

#### 交易数据

52周内股价区间（元） 56.51—83.86

总市值（百万元） 6,685.60

流通股本（百万股） 27.40

流通股比率（%） 25%

#### 资产负债表摘要

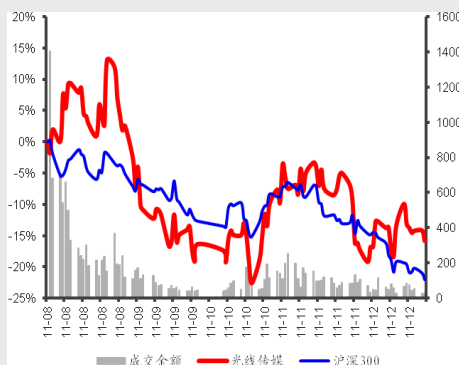
股东权益(百万元) 1,711.99

每股净资产 15.62

市净率 3.91

资产负债率 8.3%

#### 最近一年行业与沪深300指数表现



#### 相关报告

#### 要点：

- 核心竞争优势之一：独特电视联播网将成长为“光线卫视”** 公司独特的频道联播网有望成长为“光线卫视”，目前卫视电视台是电视收视与广告竞争的主力，假设“光线卫视”能够成长成为卫视第一梯队，则公司广告收入至少有 125%增长空间。与其它卫视台相比，“光线卫视”在覆盖渠道和播出内容方面均有优势，成长成为卫视第一梯队是大概率事件。其商业模式的壁垒主要在于两方面：每天 5.5 小时的节目供应量、城市电视台有限的频道资源。其后续收入增长驱动力在于：合作频道数量到 2012 年增长至 200 个、在合作时段引入电视剧、公司经营广告时长也有望增加。而得益于规模效应，公司联播网盈利能力有望提升。
- 核心竞争优势之二：节目集群构筑范围经济 制作水平业内领先** 公司电视栏目聚焦于娱乐界，电视栏目的竞争优势在于集群作战与节目集群构筑的范围经济，除此之外，公司电视栏目制作水平业内领先，公司与中央电视台合作制作节目即是例证。
- 核心竞争优势之三：发行优势打造电影“直投业务” 系列剧为长期业绩“保驾护航”** 中国电影“钻石矿”开启，预计 2015 年中国银幕数量有望达到 25000 块，未来中国电影银幕数量增长的动力主要在影院建设的下沉；中国票房收入有望达到 350 亿元，主要在得益于年人均观影场次提升和电影新技术的应用。2010 年制片方的税前利润约为 4.5 亿元，税前利润率约为 13.7%，整体利润率尚比较可观，但是电影制片方内部则呈现“贫富不均”：2010 年上映影片比重也只有 49%；国内电影票房“二八现象”非常明显，国内电影票房蛋糕主要还是由 TOP30 电影分食。电影投资风险很大，所以电影制片方，不仅仅需要资本的支持，更需要制片方的市场感觉，需要制片方的眼光，才能获利。2011 年，公司发行了《画壁》、《鸿门宴》等大片，总票房收入有望位居国内电影发行商前三甲。光线传媒在电影发行过程中所培育的市场感觉与电影项目评估分析能力，有助于其决定是否进行投资。长期公司还会做系列化的电影，规划中有三个系列剧，系列剧已经成为好莱坞电影制胜的关键。光线传媒三个系列剧的打造，迎合了电影系列为王的潮流，为公司在电影业务方面的业绩“保驾护航”。
- 核心竞争优势之四：整合营销** 光线传媒因为拥有电视栏目、电影、综艺活动等多项业务，可以为客户提供丰富的广告形式；相比于其它电视节目制作公司，公司不仅能够提供多种广告形式，也能提供丰富的播出



渠道，确保这些广告能够有效的传递给受众。公司这种“多形式+多渠道”的整合营销广告模式，使多种广告形式与传播渠道有效融合，能为客户提供品牌增值，是公司的核心竞争力之一。

- **核心竞争优势之五：协同效应** 公司“内容+渠道”、“娱乐+传媒”的业务架构，能够实现多种内容资源与公司广泛的媒介资源实现整合，极大的提高了资源利用效率，形成了独特的传媒娱乐集团的运营架构，这一业务架构使得公司内部能形成诸多协同效应。首先，公司借鉴国外传媒产业成熟先进的管理理念，实现了电视节目的工业化生产和经营，较早建立了国内领先的“娱乐节目工业化运营体系”；其次，公司电视栏目与演艺活动能够形成线上线下互动与品牌协同；最后，公司“传媒+娱乐”的架构，与美国主流电影公司一般均是在大传媒集团旗下的组织架构现状相吻合，有利于传媒与娱乐业务之间经营和财务实现协同。
- **中国娱乐界的新闻集团** 我们对比新闻集团和光线传媒业务结构可知：光线传媒与新闻集团相比，缺少传输业务，在传媒、娱乐两块业务中，光线传媒缺少纸媒、音乐、体育等业务。除此之外，光线传媒基本可以覆盖新闻集团相关业务，虽然限于发展时间的原因，影响力尚不及新闻集团，并且光线传媒主要聚焦于娱乐界，但是新闻集团“娱乐+传媒”的业务架构，光线传媒业已形成，该业务结构的协同效应能支持光线传媒稳定发展，考虑到光线传媒聚焦于娱乐产业，我们可以称之为“中国娱乐界的新闻集团”。
- **“强烈推荐”投资评级** 预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.56 元、2.25 元、和 3.20 元，按照最新股价 61 元，对应的 PE 分别为 39.x 倍、27.x 倍和 19.x 倍，我们看好公司作为“中国娱乐界新闻集团”发展潜力，给予“强烈推荐”评级。
- **股价催化剂** 我们认为公司股价催化剂主要有：频道联播网合作频道及整合进度超预期、投资发行影片取得高票房收入、对其它电视节目制作公司的并购与整合。
- **风险提示：**（1）公司与城市电视台合作的稳定性存在风险，城市电视台因为自身利益或政策原因存在违约的可能；（2）广电总局政策的不确定性；（3）公司电影投资业务，存在亏损的可能；（4）公司电影、电视业务受到盗版影响。



## 目 录

<b>1、 公司主营业务与产品</b> .....	<b>5</b>
<b>2、 核心竞争优势之一：独特电视联供网将成长为“光线卫视”</b> .....	<b>6</b>
2.1、 独特的联供网模式.....	6
2.2、 频道联供网将成长为“光线卫视” .....	7
2.3、 从卫视角度分析频道联供网的价值 .....	8
2.4、 频道联供网实践将逐步成熟 .....	13
2.5、 城市电视台的困境与光线传媒的机会 .....	15
2.6、 频道联供网模式的壁垒 .....	17
2.7、 联供网模式的收入增长与盈利能力提升 .....	18
2.8、 美国商业电视网的实践—光线传媒是中国的商业电视网 .....	20
2.9、 广告收入预测 .....	21
<b>3、 核心竞争优势之二：节目集群构筑范围经济 制作水平业内领先</b> .....	<b>23</b>
3.1、 公司电视栏目聚焦于娱乐界 .....	23
3.2、 电视栏目竞争优势：集群作战与范围经济 .....	25
3.3、 电视栏目制作水平业内领先 .....	26
3.4、 栏目制作收入预测 .....	27
<b>4、 核心竞争优势之三：发行优势打造电影“直投业务”</b> .....	<b>28</b>
4.1、 中国电影“钻石矿”开启 2015 年票房有望达 350 亿元 .....	28
4.2、 电影票房分账比例 .....	34
4.3、 2015 年国产电影发行商分账市场预计达 11 亿元 .....	35
4.4、 公司发行业务位居国内三甲 .....	36
4.5、 电影制片市场整体盈利良好内部“贫富分化” .....	38
4.6、 发行优势打造电影“直投业务”系列剧为长期业绩“保驾护航” .....	42
4.7、 自制电视剧稳健发展参与投资和外购剧有望提升频道联供网广告收益 .....	44
4.8、 影视剧收入预测 .....	45
<b>5、 演艺活动水平业内领先收入、利润同步高增长</b> .....	<b>46</b>



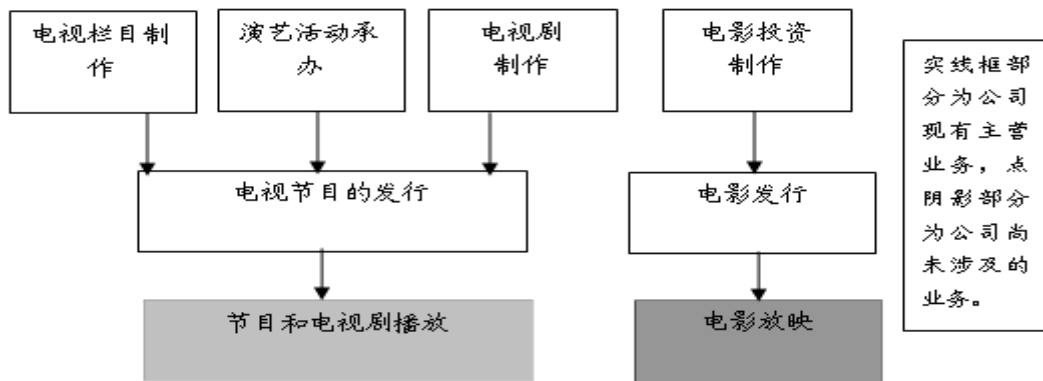
5.1、	演艺活动收入、利润同步高增长.....	46
5.2、	演艺活动水平业内领先线下线上互动协同优势明显.....	47
<b>6、</b>	<b>核心竞争优势之四：整合营销.....</b>	<b>48</b>
<b>7、</b>	<b>核心竞争优势之五：协同效应.....</b>	<b>50</b>
<b>8、</b>	<b>中国娱乐界的新闻集团 .....</b>	<b>54</b>
<b>9、</b>	<b>盈利预测与投资评级.....</b>	<b>55</b>
<b>10、</b>	<b>风险提示.....</b>	<b>56</b>



## 1、公司主营业务与产品

公司的主营业务是电视节目和影视剧的投资制作和发行业务，从传媒内容产品来看，包括电视栏目、演艺活动和影视剧三大产品。电视栏目和演艺活动是自主制作发行，通过节目版权销售或广告营销的方式实现收入；影视剧主要是投资和发行，少量参与制作，其中，又以电影的投资发行为主，收入主要包括电影票房分账收入、电视剧播映权收入、音像版权收入和衍生产品（贴片广告等）等非影院渠道收入。

图 1、光线传媒主营业务与产品



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

从公司历年收入结构和营业利润构成来看，栏目制作与广告业务是公司最重要的收入和利润来源，2011年1-9月分别贡献营业收入和营业利润的63.2%、70.3%；公司影视剧业务维持高速增长，2011年1-9月收入、营业利润同比增速高达46%、198%，占公司主营业务收入、营业利润的权重分别为27.6%、19.1%，成为公司新的盈利增长点；演艺活动历年略有波动，但在2011年1-9月实现高速增长，收入、营业利润分别同比增长54.2%、49.2%。公司三大业务协同共赢，共同支撑公司高速发展。

图 2、光线传媒收入分业务结构

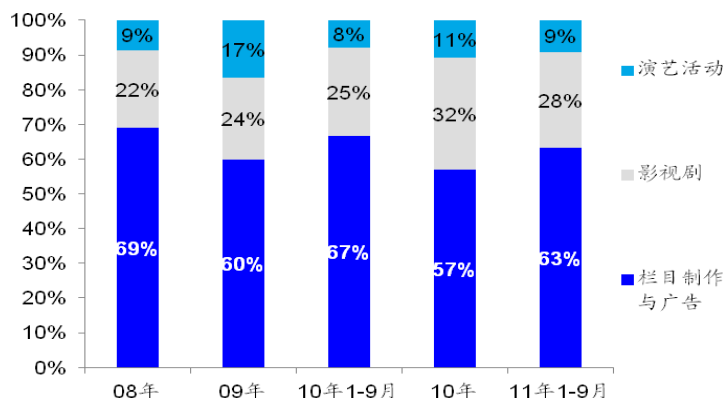
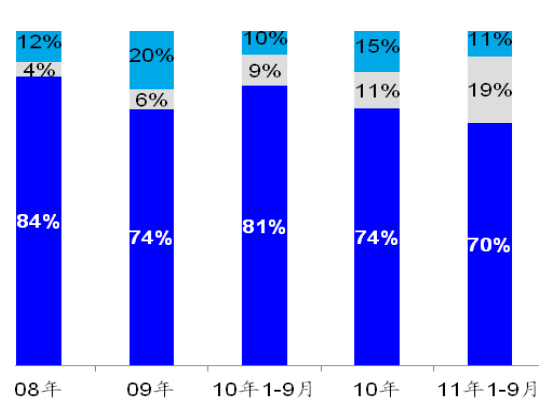


图 3、光线传媒营业利润分业务结构



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所



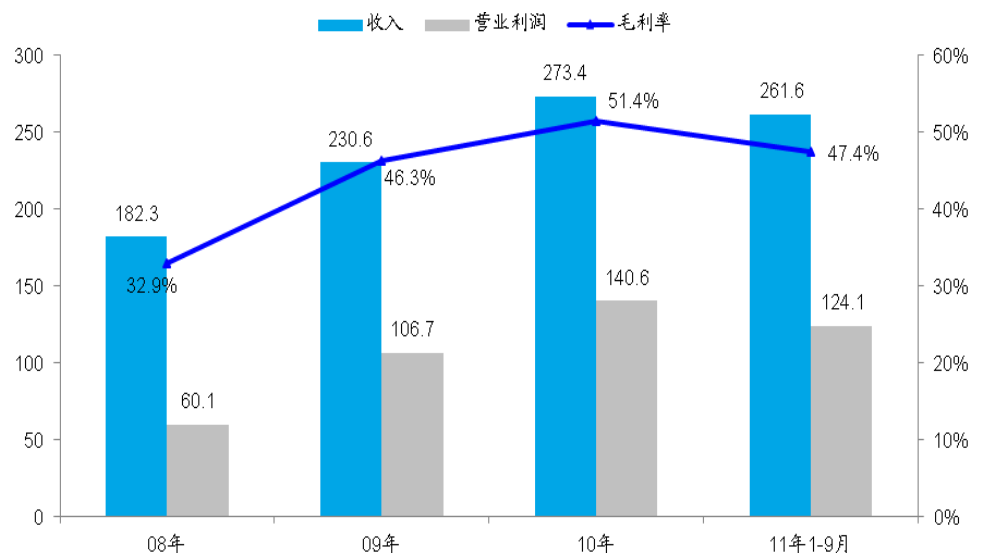
## 2、核心竞争优势之一：独特电视联播网将成长为“光线卫视”

### 2.1、独特的联播网模式

前文已经分析，栏目制作与广告业务是公司主要收入、利润来源，2011年1-9月实现收入2.62亿元、营业利润1.24亿元，增速分别为26.8%、22.2%。公司电视栏目主要包括娱乐资讯类、生活时尚类等，按播出频率分为日播、周播。目前，公司制作10档日播栏目和1档周播栏目，共计5.5小时，预计未来公司募投项目完成后，每日电视栏目制作量将达8小时。电视栏目主要通过两种方式实现收入：时段联播网和频道联播网。两者都是通过电视节目来换取电视频道的广告时间，所不同的是时段联播网模式下，公司的单个电视节目分别与各个电视台逐一签订节目销售协议，单个节目在各频道的播出时间一般不一致，具有节目分散播出的特点；频道联播网模式下，公司每日向合作频道打包提供6小时的首播内容，一般在每天17:30-23:30的时段播出，节目由公司统一包装，总广告时间（一般包括贴片广告和时段广告）中的30%-40%由公司进行独立运营。截至2010年，公司合作时段联播网频道数量为165个，频道联播网电视台142个。

除此之外，公司的节目还通过数字付费频道、地铁媒体、互联网视频、公交移动电视、机场、铁路视频等新媒体渠道播出，另外，也向高校、医院、药店等特定行业视频渠道提供，形成了新媒体联播网。

图4、栏目制作与广告业务收入和营业利润（单位：百万元）



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所





表 1、光线传媒的联供网模式

联供网类型	运营方式	特点	节目内容	覆盖频道数量	频道具体
时段联供网	指公司的单个电视节目分别与各个电视台逐一签订节目销售协议,用栏目换取栏目中的广告时间并通过贴片广告、植入广告进行广告时间的运营。	单个节目在各频道的播出时间一般不同,具有节目分散播出的特点。	《娱乐现场》、《音乐风云榜》、《最佳现场》、《影视风云榜》	165	26 个省级频道、19 个省会频道、96 个市级频道、24 个县级频道。
频道联供网	公司与地面电视台(包括地市级城市电视台和部分省级地面电视台)的一个频道签订五年以上的合作协议,每日向合作频道打包提供 6 小时的首播内容,一般在每天 17:30-23:30 的时段播出,节目由公司统一包装,总广告时间(一般包括贴片广告和时段广告)中的 30%-40%由公司进行独立运营。	1、除了栏目贴片广告外,公司还拥有每天 17:30-23:30 之间不与栏目挂钩的频道时段广告; 2、公司可以对每天 17:30-23:30 之间的贴片广告和时段广告进行统一策划和包装;充分考虑观众收视习惯,灵活进行节目替换,形成同一节目在频道联供网中统一的播出时间,实现对 6 小时节目和广告的整体运营。	除了四档传统的娱乐资讯节目《娱乐现场》、《音乐风云榜》、《影视风云榜》和《最佳现场》之外,还包括为频道联供网量身打造的 5 档日播专题类娱乐节目和 2 档周播栏目,例如《健康宝典》、《笑傲江湖》、《我爱看电视》、《天方夜谈》、《大牌生日会》、《音乐梦想学院》、《我爱看电影》等以及 2011 年新推出的《生活魔法师》、《麻辣看天下》、《养生一点通》等栏目。	142	省级地面电视台 8 个,地市级台 118 个,县级台 16 个,已有 111 个频道相继开播

资料来源:公司公告、第一创业证券研究所整理

## 2.2、频道联供网将成长为“光线卫视”

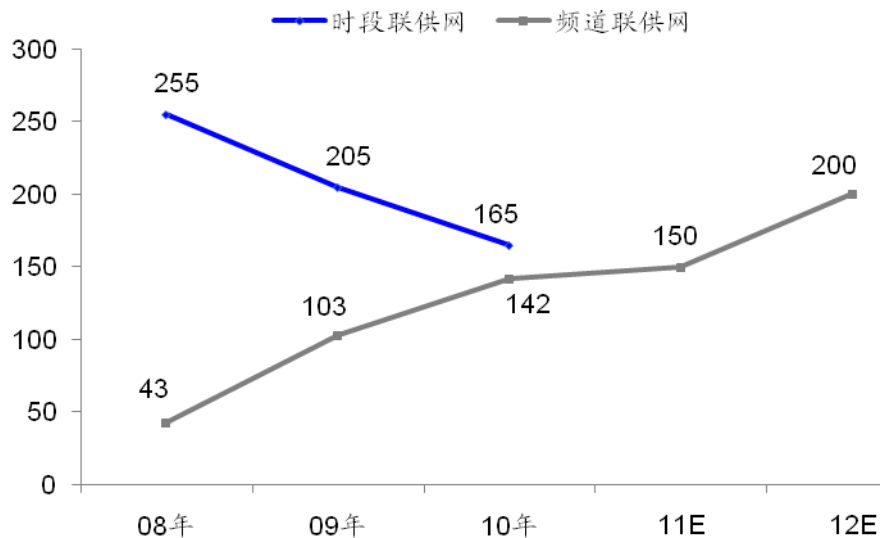
依据公司招股说明书对频道联供网的定义,频道联供网是公司与合作电视台合作的高级模式,在这种模式下公司可以对每天 17:30-23:30 之间的贴片广告和时段广告进行统一策划和包装,充分考虑观众收视习惯灵活进行节目替换,形成同一节目在频道联供网中统一的播出时间,实现对 6 小时节目的整体管理。从而实现类型化节目制作和编排,打造全新的娱乐平台。截至 2010 年,公司已与 142 家城市电视台签订合作协议,已有 111 个频道相继开播,公司计划在 2012 年合作频道达到 200 个。

我们换个角度来看,如果公司能够对频道联供网合作频道实现统一的节目编排与运营,公司频道联供网这种商业模式其实等同于公司自己运营电视频道,只不过总广告时长中的 60%-70%作为“频道租赁费用”支付给合作电视台。截至 2010 年,公司频道联供网有 142 个合作频道,这些电视频道节目与广告由公司统一编排包装,我们把这些电视频道作为一个整体来看,相当于公司拥有一个覆盖与 142 个合作频道相重合的“卫视”频道,我们可以称之为“光线



卫视”。当然，此处提“卫视”，主要借用其可以进行全国覆盖的意义，从而地面电视台只能在所属区域覆盖相对比，而不考虑卫视频道通过卫星传播的物理意义。“光线卫视”的人口覆盖随着频道联播网合作电视台的增长而扩大，到2012年，公司合作频道达到200个时，基本可以达到全国范围的覆盖。公司由频道联播网的商业模式而构筑的“光线卫视”是公司的核心竞争力之一，是公司较其它影视传媒上市公司的独特竞争优势所在。

图5、公司时段联播网和频道联播网数量（个）



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

## 2.3、从卫视角度分析频道联播网的价值

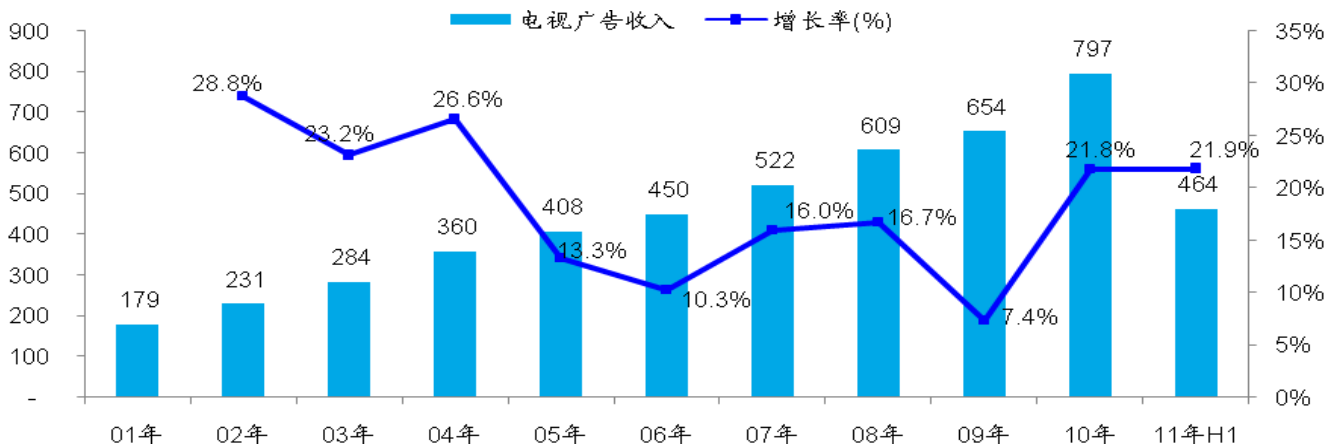
### 2.3.1、电视是广告价值最高的媒体

电视一直是最有大众影响力的媒体，在广告市场中占有最大份额。中国的电视广告收入从2001年的179亿元增长到2010年的797亿元，2011年上半年电视广告收入达到464.27亿元，比上年同期增长21.9%。对比电视、报纸、广播和网络四大媒体，电视是到达率最高，媒介接触时间最长的媒体。2010年上半年电视的到达率高达91.6%，覆盖绝大部分受众，明显高于排在第二的报纸的67%的到达率。同时电视也是人们每天的接触时间最长的媒体，电视平均每天收看时间高达174分钟，远高于排在第二位的互联网的89分钟；而就广告效果而言，受众对电视广告的信任程度远高于其它媒体，依据CMMR调查，2009年电视剧受众对电视广告的信任度达到19.7%，要高于排名第二报纸广告11%的信任比例。这就决定了电视广告仍是广告价值最高的媒体，预计我国电视广告收入仍将持续高增长。



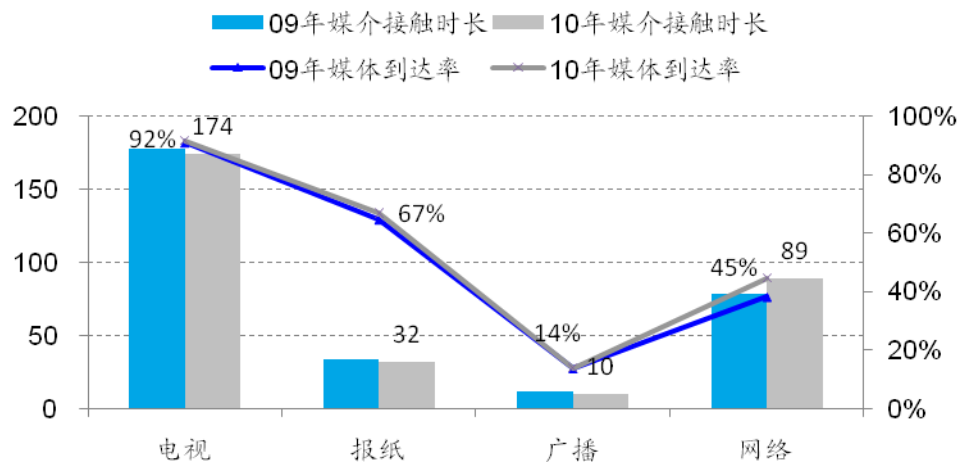


图 6、历年国内电视广告收入和增长率 (单位: 亿元)



资料来源: 广电总局、第一创业证券研究所

图 7、不同媒介的接触时长 (分钟/天) 与到达率



资料来源: CTR、第一创业证券研究所

注: 数据统计时间为 2010 年 1-6 月, 2009 年 1-6 月

### 2.3.2、省级卫视是收视与广告竞争的主力

我国电视台大体可以分为三级: 中央电视台、省电视台、市(县)电视台三级的“金字塔式”的市场竞争格局。中央级频道、省级卫视和部分城市台卫视(如: 深圳卫视、厦门卫视)在政策许可下, 可以进行全国覆盖, 而为数众多的省级地面频道、市(县)级地面频道则只能对所属省市进行区域覆盖, 发展纵深有限。

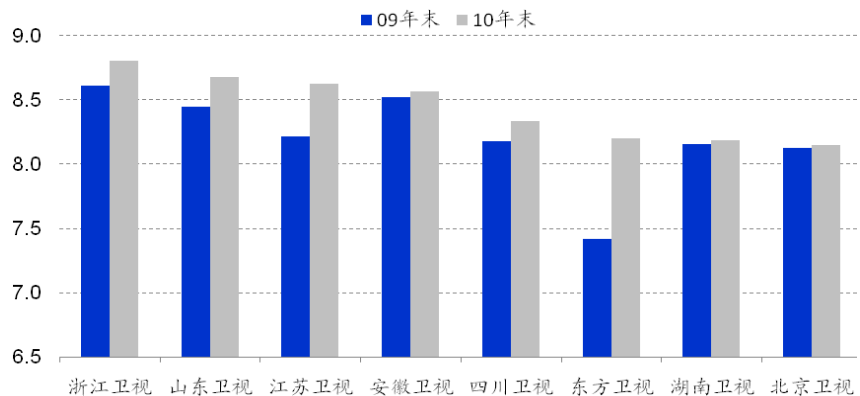
目前中央电视台在全国的覆盖优势继续保持, 2010 年 CSM 媒介研究数据, 在全国覆盖率排名前六位的频道全部是中央台频道。各省卫视则通过有线网络落地成为新的全国频道, 伴随着中国的有线数字电视用户数从 2004 年的 107 万户增长到 2011 年 Q3 的接近 1 亿户, 省级卫视频道的覆盖观众不再只局限在本省,



各地的电视收视的竞争格局也有原来的中央频道加上本省和本市频道的较为稳定的局面，越来越转变为在更多频道在全国范围内的全面竞争。各卫视台 2010 年覆盖率普遍增长，特别是其中 8 家卫视台覆盖人口超过 8 亿，与央视差距进一步缩小，已经成为具有全国影响力的电视频道。

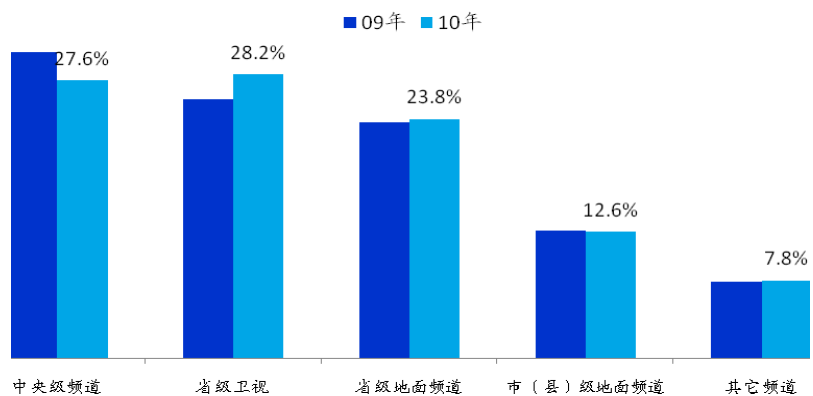
随着省级卫视的在全国覆盖率的提高，省级卫视收视份额正在迅速挑战央视的优势。2010 年，央视在上星频道竞争中的优势地位再次下滑，根据央视索福瑞 (CSM) 调查数据显示，2010 年，央视收视市场份额下滑至 27.6%，而同期省级卫视市场份额则逐年提升，2010 年增至 28.2%，首次超越央视。

图 8、八家卫视覆盖超过 8 亿人 (单位: 亿人)



资料来源: CMMR、第一创业证券研究所

图 9、各级频道全天收视市场份额



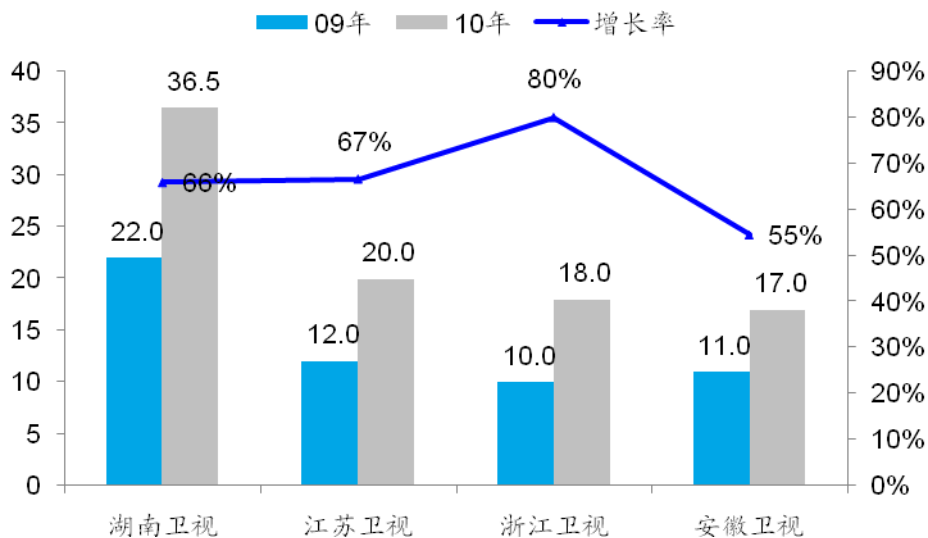
资料来源: CSM、第一创业证券研究所

收视率是决定电视广告收入的主要因素，省级卫视收视份额的提升，拉动省级卫视广告收入的高速增长，以 2010 年省级卫视广告收入 TOP4 为例，共实现广告收入 91.5 亿元，同比增长高达 66%，远高于电视广告整体增速。而这些全国覆盖的省级卫视也是所属电视台广告收入来源的主力，以湖南卫视为例，其广告收入占据湖南电视台广告收入 85%，即使占比最低的浙江卫视，也占浙江



电视台广告收入 56%。省级卫视收视份额和广告收入高速增长是中国电视市场的一个明显的趋势。

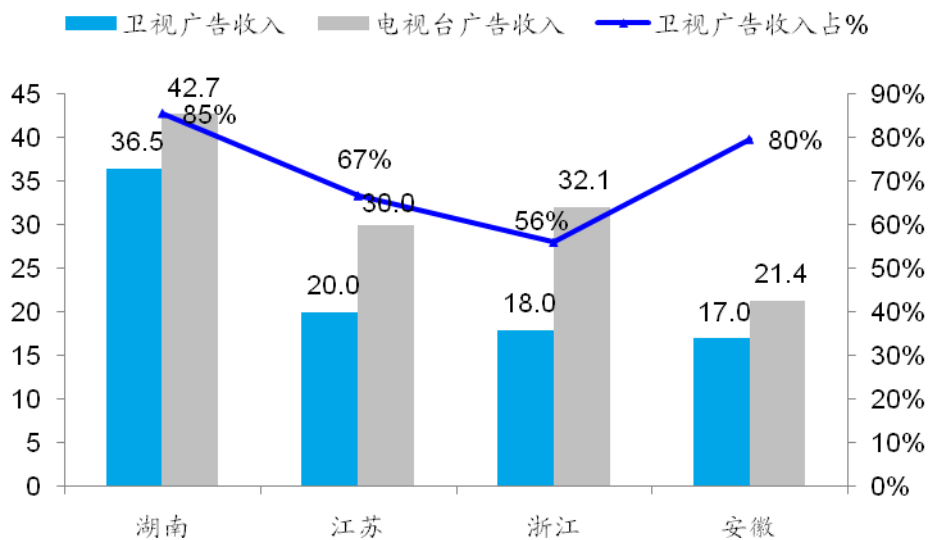
图 10、2010 年省级卫视 TOP4 频道广告收入及增长率（单位：亿元）



资料来源：中国广告协会、第一创业证券研究所

注：广告收入数据为近似数

图 11、2010 年省级卫视 TOP4 广告收入及对应电视台广告收入（单位：亿元）



资料来源：中国广告协会、第一创业证券研究所

### 2.3.3、“光线卫视”位居省级卫视第二梯队 后续增长潜力巨大

在省级卫视内部，大致可以划分为三个梯队，第一梯队是上述的卫视四强，年广告收入超过 15 亿元，2010 年广告收入约占全部卫视一半左右（47%）；第



二梯队则是以山东、东方卫视为代表的二线卫视，广告收入在 5 个亿以上；第三梯队则是三线卫视和部分实力薄弱的二线卫视，广告收入在 3-5 个亿之间，经营亏损。随着电视剧等节目采购和制作成本的大幅攀升和卫视间彼此激烈的竞争，卫视竞争将呈现“马太效应”，第三梯队的卫视将逐渐被边缘化，第二梯队卫视也将逐步分化，收视份额进一步集中。

光线传媒 2010 年来自电视联播网的广告收入为 2.34 亿元，在频道联播网中总广告时间的 30% - 40% 由公司进行独立运营，我们取中位数 35% 推测，可以测算出光线传媒的电视联播网所有合作电视频道在 2010 年广告经营额约为 6.68 亿元，这相当于“光线卫视”是一个居于第二梯队的省级卫视。

表 2、省级卫视分类

分类	代表卫视	描述
第一梯队	湖南、江苏、安徽、浙江	广告收入普遍超过 15 亿元
第二梯队	山东、河南、辽宁、东方卫视等 二线卫视	依托区域优势，巩固和加强在 5 个亿以上
第三梯队	三线卫视和部分广告经营能力 薄弱的二线卫视	基本在 3-5 个亿之间，经营亏 损

资料来源：中国广告协会、第一创业证券研究所整理

通过上述各卫视对比可知，“光线卫视”有很大的成长空间，考虑到“光线卫视”相比于其它省级卫视的竞争优势，我们认为“光线卫视”成长为卫视第一梯队是大概率事件。以 2010 年省级卫视第一梯队 15 亿广告收入门槛计算，“光线卫视”来自电视联播网的广告收入有 125% 的增长空间。如果考虑的省级卫视广告收入每年高速增长和“光线卫视”自身竞争力的增强，光线传媒来自电视联播网的广告收入增长空间将更为可观。

### 2.3.4、“光线卫视”相比其它省级卫视的竞争优势

我们认为光线传媒通过频道联播网组成的“光线卫视”未来跻身于卫视第一梯队是大概率事件，主要因为“光线卫视”相比于其它省级卫视存在“渠道+内容”方面的竞争优势。

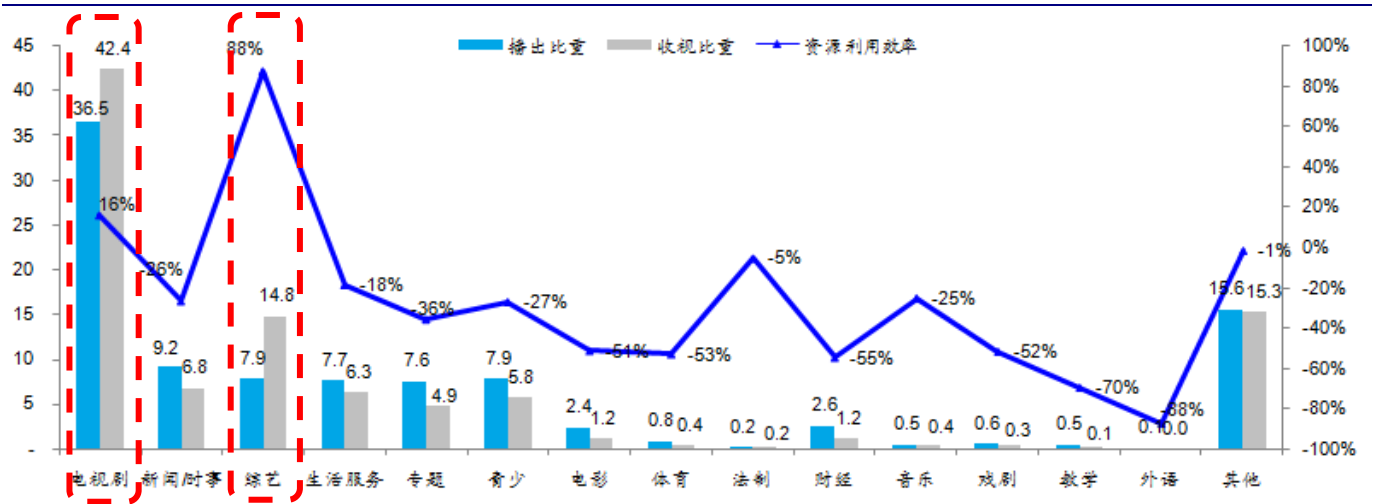
**渠道优势。**卫视主要是通过有线电视传播电视信号的，尽管我国有线电视数字化转换快速推进，但是在农村，通过有线网收看电视节目的家庭比例仅为 39.8%，这就制约了省级卫视覆盖人口的增长，依据 GSM 数据，2010 年全国卫视频道覆盖率排名第二十位为中央三套，覆盖率为 62.2%。“光线卫视”的覆盖是通过频道联播网合作频道数量增加而提升，由于光线传媒合作的频道联播网是地面电视台，在当地本身就具有区域覆盖优势，光线传媒只需将其纳入频道联播网体系，就可以分享地方电视台的区域覆盖优势，预计到 2012 年，公司合作电视频道数量高达 200 个，届时“光线卫视”可以完成全国覆盖，并且在覆盖的广度和深度上要超越一般的省级卫视。

**内容优势。**从 2010 年省级卫视各类节目播出收视比重来看，电视剧、新闻/时事、综艺仍是三驾马车，三者共占据了省级卫视播出比重的 53.6%，贡献



了收视比重的 64%，但是仅有电视剧、综艺类节目实现正的资源使用效率，特别是综艺类节目资源利用效率高达 88%，后续拓展潜力巨大，电视剧则占据了省级卫视收视比重的 42.4%，是省级卫视收视绝对的“领头羊”。光线传媒本身就是国内最大的综艺娱乐节目制作公司，日节目产量 5.5 小时，公司此次上市计划投资 2.16 亿元购买 1080 集精品电视剧在全国地面频道首轮播出，每天 17:30-23:30 之间连续播出 3 集，打造频道联播网的电视剧剧场，“光线卫视”后续电视剧、综艺娱乐类节目资源充分，并且黄金时段播出基本全部为资源利用率最高的电视剧、综艺娱乐节目，相比其它卫视在内容编排上具有优势，将支持“光线卫视”在收视竞争中胜出。

图 12、2010 年省级卫视各类节目收播比重及资源使用效率 (%)



资料来源：CSM 媒介研究、第一创业证券研究所

资源使用效率=收视比重/播出比重-1

## 2.4、频道联播网实践将逐步成熟

我们对公司频道联播网合作电视频道节目排片情况进行抽样分析可知，公司目前频道联播网实践尚存在进一步优化的空间，主要包括：（1）地面电视台在频道联播网合作频道节目排片上还处于主导地位，公司尚不能实现各个频道在同一时间收看同一电视节目，形成真正的卫视收视效果；（2）并且部分电视台在频道联播网合作时段播出自己节目，公司电视节目播出不足 6 小时。如江西九江电视台三套，在 17:30-23:30，公司电视节目播出时长为 4.5 小时，公司《音乐风云榜》、《健康宝典》被移至 23:30 以后播出。

我们认为，随着电视台之间竞争加剧，地面电视频道生存压力增大，将对公司越来越倚重，公司在频道联播网的合作中预计会越来越占据主动权，从而实现各个频道电视节目编排的统一。届时，公司频道联播网的广告价值会进一步提升。我们从九江电视台三套就可以初见苗头，虽然九江电视台三套在 17:30-23:30 播出公司电视节目时长仅为 4.5 小时，但是如果统计该频道全天电视节目的播出情况可知，包括重播在内，该电视频道全天播出公司电视节目总计 11.5 小时，占频道总播出时长的 63.5%，其对公司依赖可见一斑。



表 3、光线传媒频道联播网合作电视台电视节目时刻表（12 月 20 日）

时段	山东枣庄电视台公共频道		江西九江电视台三套		广西玉林电视台公共频道	
	时间	节目	时间	节目	时间	节目
上午 (6:00-13:00)	6:00	导视	6:00	全天节目结束	8:30	白天节目预告
	6:01	跟我走吧	7:00	娱乐现场	9:25	剑谍
	6:25	健康锦囊	7:30	浔阳区新闻	10:30	战地浪漫曲
	6:35	中华养生	7:40	教育在线+健康生活	12:20	车视
	6:55	新剧有约+形象片	8:20	最佳现场		
	7:00	金曲时刻	9:00	音乐风云榜		
	7:30	音乐风云榜	9:40	影视风云榜		
	8:00	今日娱乐网	10:25	笑傲江湖		
	8:40	娱乐现场	11:10	最佳现场		
	9:15	我爱看电影	11:50	娱乐现场		
	10:20	全能综艺班	12:20	浔阳区新闻		
	10:55	影视风云榜	12:30	教育在线+健康生活		
	11:35	最佳现场				
	12:15	阅读越好看				
下午 (13:00-17:30)	12:55	我爱看电影				
	13:55	广告专题				
	14:15	电影	13:17	影视风云榜	13:30	健康
	16:10	消费与法	14:04	健康宝典	14:20	重生门
	16:25	新华纵横	14:51	电影	17:19	晚间节目预告
	16:35	走进矿区			17:20	养生一点通
	16:55	导视				
	16:56	新剧有约				
频道联播网 时段 (17:30-23:30)	17:00	金曲时刻				
	17:40	音乐风云榜	17:40	最佳现场	17:55	生活魔法师
	18:10	广告专题	18:15	娱乐现场	18:45	健康宝典
	18:30	今日娱乐网	18:50	浔阳区新闻	19:25	音乐风云榜
	19:05	娱乐现场	19:00	教育在线+健康生活	20:00	健康
	19:40	无敌乐翻天	19:35	影视风云榜	20:10	娱乐现场
	20:30	专题	20:10	最佳现场	20:45	最佳现场
	20:45	专题	20:45	浔阳区新闻（重播）	21:55	天气预报
	20:50	买家时代	21:00	教育在线+健康生活	22:20	车视
	21:00	我爱看电影	21:35	笑傲江湖	22:35	影视风云榜
	22:05	全能综艺班	22:10	娱乐现场	23:10	麻辣看天下
22:40	影视风云榜	22:43	我爱看电影			
23:15	最佳现场					
深夜 (23:30-1:30)	23:45	阅读越好看	23:46	音乐风云榜	23:42	天气预报
			0:19	健康宝典	23:45	我爱看电影
					0:40	娱乐现场
					1:10	结束
光线传媒节目 全天播放时长	11 小时 30 分钟		11 小时 38 分钟		6 小时 57 分钟	





光线传媒节目 频道联播网时 段播放时长	4 小时 25 分钟	4 小时 31 分钟	5 小时 32 分钟
---------------------------	------------	------------	------------

资料来源：搜视网、第一创业证券研究所

注：标红色字体为光线传媒节目

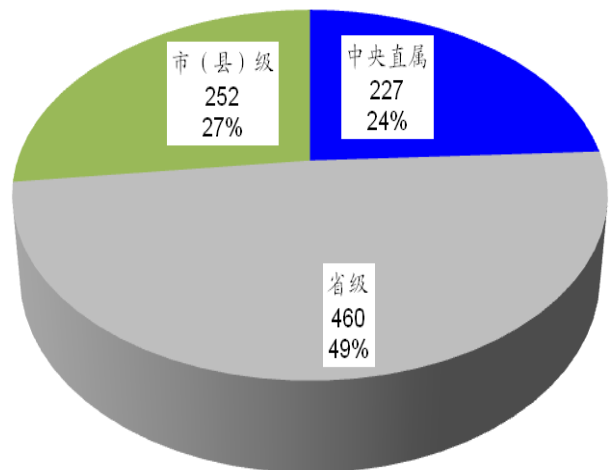
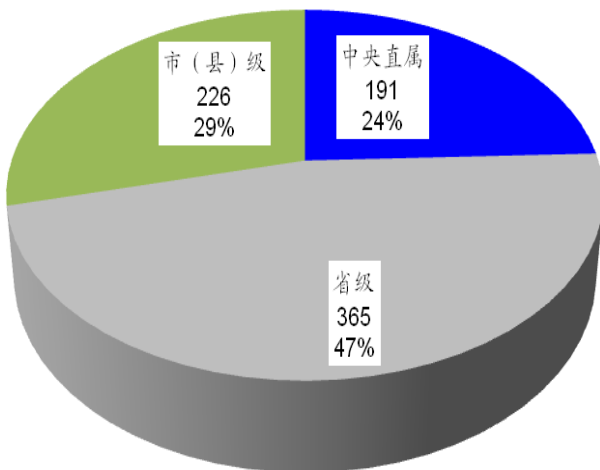
## 2.5、城市电视台的困境与光线传媒的机会

依据《中国广播电视年鉴（2011）》的最新数据，截至 2010 年底，全国共批准设立电视台 247 座，其中绝大部分是城市电视台，每个地级或以上城市至少有一座电视台。由于国家政策规定，城市电视台仅能覆盖所属城市，覆盖区域和人口有限，城市电视台的生存空间日益狭小。城市电视台覆盖区域有限给其带来的困境主要体现在以下方面：

**广告经营：**城市电视台有限的覆盖区域将其屏蔽在全国性广告市场之外，只能承接广告客户地方性广告需求。而地方性广告需求与城市电视台所属城市经济状况息息相关，城市电视台所在地区的经济发展水平使城市电视台发展具有“天花板”效应。广州、无锡等经济发达地方，城市电视台广告收入比较有保障，广州电视台 2008 年广告收入就超过 6 亿元，但在其它二三线城市，城市电视台经营压力则比较大。这种局限性造成城市电视台广告收入增速低于整个电视广告行业，2010 年，市（县）级电视台广告收入 252 亿元，同比增长仅为 11.8%，低于行业整体 20.2% 的增速，市（县）电视台广告收入占电视广告收入的比重也由 29% 下降至 27%。

图 13、09 年全国电视广告收入分布（单位：亿元）

图 14、10 年全国电视广告收入分布（单位：亿元）



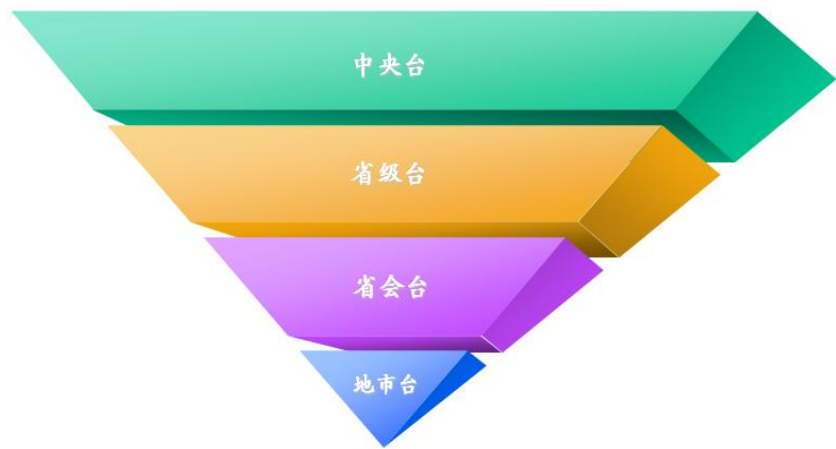
资料来源：国家广电总局、第一创业证券研究所

**电视剧资源开发与利用：**城市电视台在电视剧资源开发与利用方面天然处于弱势地位。首先，在优质电视剧采购方面处于弱势地位，大部分城市电视台资金实力有限，与中央台、省台相比实力相差悬殊，而目前由于卫视间竞争，电视剧持续走高，进一步增加了城市电视台采购的难度。生产完成并获得发行许可的电视剧数量从 2005 年的 514 部减少到 2010 年的 436 部，而平均每部的交易金



额从 2005 年的 848 万元提高到 2010 年的 1422 万元；其次：城市电视台由于覆盖有限，电视剧投入产出失衡。电视剧的投入与收益和电视台级别呈现“倒金字塔”状态分布，和低级别电视台相比，高级别电视台由于在人口覆盖、经营规模方面的优势，对电视剧的投入和产出通常更大。2007 年，平均每个省台制作和购买电视剧的费用是单个省会台的 5 倍，是单个地市台的 40 多倍。而对比电视剧广告收益，平均每个省台是省会台的 7 倍，是单个地市台的 50 倍，这种投入产出失衡已经造成电视剧成为很多城市电视台不能承受之重；最后，优质电视剧制作厂商首轮销售更倾向卫视，城市电视台处于不利地位。因为相比于城市电视台，卫视能够全国覆盖，可以扩大电视剧的影响力，并且卫视台实力较城市电视台更为雄厚，售后财务风险较低。

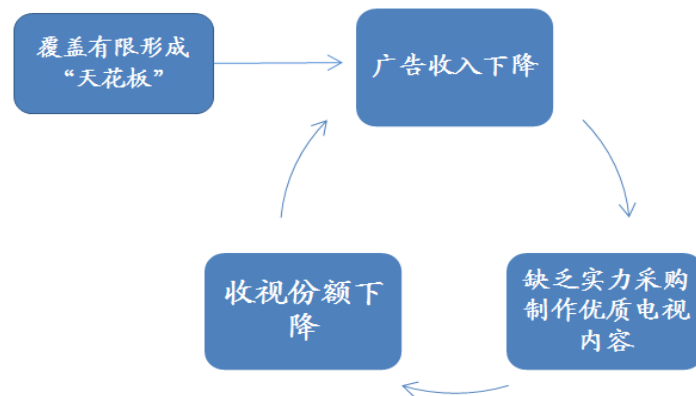
图 15、我国各级电视台电视剧投入、收益与级别的关系



资料来源：《中国城市电视台可持续发展路径》、第一创业证券研究所

除了电视剧之外，城市电视台在其它类型的电视节目开发利用方面也存在同样的困境。概括来说，就是城市电视台（包括省级非上星频道）覆盖有限，造成电视台广告收入有限，从而造成电视台缺乏实力采购优秀电视剧、娱乐节目，优秀电视内容的缺乏和卫视的竞争挤压，造成本地观众收视率的下降，收视份额的降低，又会对公司广告收入造成不利影响，从而陷入负向循环。

图 16、地方电视台由于覆盖有限经营容易陷入“负向循环”



资料来源：《中国城市电视台可持续发展路径》、第一创业证券研究所



城市电视台的困境正是光线传媒的机会，光线传媒通过频道联播网的模式，成功突破城市电视台覆盖区域的限制，能够承接广告客户全国性广告需求，使电视剧投入产出比达到卫视的级别。并且这种合作对光线传媒和联播网合作频道来说属于双赢，频道联播网合作频道通过让渡 30%-40% 的广告时间，即可以享有卫视级别质量的电视内容，高质量的电视内容有望支持电视台获得高质量的广告客户，从而实现更多收益。

表 4、城市电视台的困境与光线传媒的机会

	城市电视台的困境	光线传媒的机会
广告经营	覆盖区域受限制，只能承接地方性广告需求。	通过频道联播网，对合作电视频道统一包装，突破城市电视台覆盖区域限制，可以承接全国性广告需求。
电视剧资源开发与利用	资金实力有限，优质电视剧价格持续走高，在优质电视剧采购方面处于弱势地位。	公司 IPO，截至 Q3，手握现金 13.11 亿元，资金实力充足，公司准备斥资 2.16 亿元购买电视剧，并使用超募资金 2 亿元，参与电视剧投资，以获取优质电视剧的投资收益和在地面电视频道播出的优先购买权。
	城市电视台覆盖有限，电视剧投入产出失衡。	通过频道联播网模式，一次采购，在所有合作电视台播出，实现卫视台电视剧播出的投入产出比。
综艺娱乐节目的开发与利用	与电视剧资源的开发与利用类似	

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

## 2.6、频道联播网模式的壁垒

**节目内容壁垒：**公司频道联播网模式，每天向合作频道打包提供 6 小时的首播内容，一般在每天 17:30-23:30 的时段播出。这要求该商业模式的执行者有能力提供充足时长的电视内容，填充合作频道的播映时段。光线传媒节目节目制作能力为 5.5 小时/天，后续随着募集资金投入，公司电视栏目制作量将达 8 小时/天。并且公司计划投入募集资金购买电视剧，用两年时间达到年采购量 1080 集，在频道联播网合作频道每天 3 集联播的目标，届时光线传媒每天可提供 10.15 小时以上的电视内容，而目前国内排名第二的民营节目制作机构，日节目制作能力为 2.5 小时/天，远不能达到频道联播网商业模式的要求。节目内容制作与提供能力构成公司频道联播网模式的重要壁垒。

表 5、知名的民营节目制作机构

序号	同行业	主要节目类型	节目制作时间	经营模式	节目主要播出区域
1	北京光线传媒股份有限公司	娱乐资讯类、生活类、故事类等	5.5 小时/天	节目直接销售和以节目换取广告经营时段的方式	全国



2	东方风行(北京)传媒文化有限公司	娱乐时尚类	2小时/天	节目的销售收入、广告收入、化妆品等时尚产品线下销售	旅游卫视等电视台
3	北京银汉文化传播有限公司	生活服务信息类	2.5小时/天	委托制作为主	北京电视台
4	北京欢乐文化艺术有限公司	综艺类	—	委托制作为主(以周播节目为主)	北京电视台
5	派格太合环球文化传媒投资有限公司	综艺类活动	1.5小时/周	委托制作为主(以活动为主)	东方卫视

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

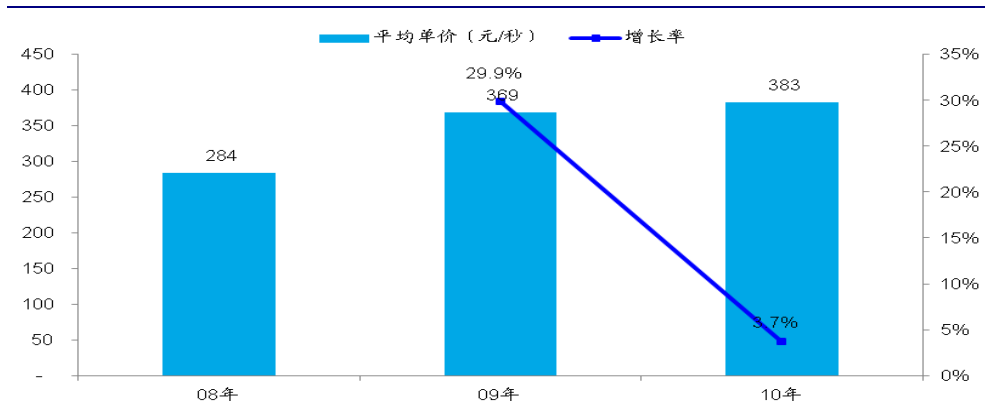
**合作资源壁垒：**截至2010年底，全国共有电视台291座（含44座教育电视台），电视节目1327套，平均每个电视台拥有电视频道4.6个，电视台可以将自己一个运营处于弱势地位的电视频道黄金时段交由光线传媒运营，但是由于电视台所拥有的频道资源是有限的，并且自身还有宣传教育的目标，不可能将所有电视频道都交由其它公司运营，这种合作频道资源的稀缺性增加了后进入者获得合作频道的难度。光线传媒目前合作电视台数量高达142个，预计到2012年合作频道数量将达到200个，届时将与全国大部分电视台建立合作关系，从而为后来效仿者设置了进入壁垒。

## 2.7、联供网模式的收入增长与盈利能力提升

电视广告的价值与其覆盖人口数量和收视率是紧密相关的，频道联供网模式的广告收入增长驱动因素也来自这两方面：

**频道联供网合作频道数量增长增加“光线卫视”覆盖范围：**目前，公司频道联供网合作频道数量为142个，公司计划2012年合作频道数量达到200个，2012年合作频道数量急剧扩张，将极大推动公司覆盖人口增加，届时公司频道联供网将实现全国覆盖。依据公司以往经验，随着节目覆盖与收视人群扩大，节目影响力扩大，公司贴片广告单价逐年增长。

图 17、公司贴片广告单价（单位：元/秒）



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所



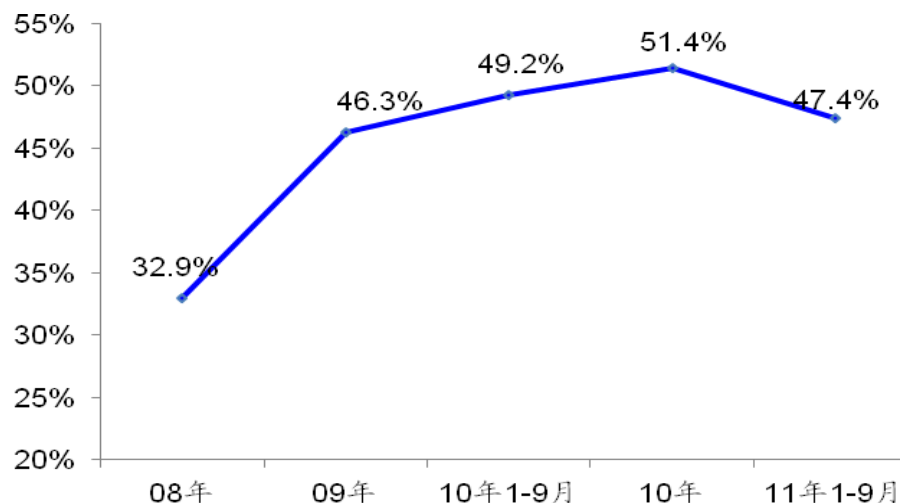
**电视剧提升“光线卫视”收视率：**公司计划 2012 年开始，使用募集资金 2.16 亿元购买 1080 集精品电视剧，在全国地面频道首轮播出，打造城市频道联供网的电视剧剧场。并且在 2014 年达到每年购买 1080 集、每天首播 3 集精品剧的目标。从前文分析可知，电视剧是省级卫视播出与收视的主力，2010 年电视剧播出比重和收视比重分别为 36.6%和 42.4%，精品剧对电视收视率的拉动作用非常明显，安徽卫视正是凭借大剧热播剧跻身于一线卫视，光线传媒打造的城市频道联供网的电视剧剧场，将有效提升公司合作频道的收视率。

上述两方面的措施，将同时增加“光线卫视”人口覆盖与收视率，两者的叠加效应有望极大提升“光线卫视”的广告价值。除上述两方面因素提升“光线卫视”广告价值外，**公司经营广告时长也有望增加：**从前文分析可知，综合考虑公司自制节目与外购电视剧，每日能提供节目时长将从现在 5.5 小时增长至 10.15 小时，公司有望与部分电视台将合作时长由原来 6 小时进行延长，从而增加公司可销售广告时长。

上述多方面因素共同作用下，可以预见，公司广告收入未来几年将保持高速增长。

公司频道联供网盈利能力的提升主要得益于规模效应。公司的节目制作成本可控，而会随着联供网合作频道数量增加，节目利用率得以提升，播出频次增加，节目广告收入会大幅增长。广告收入增幅大于节目制作成本的提升，从而带动公司节目制作与广告销售毛利率提升。公司节目制作与广告销售毛利率由 2008 年 32.9%提升至 2010 年 51.4%。2011 年 1-9 月，销售毛利率下滑至 47.4%，主要因为公司加大卫视节目制作投入力度，业务结构变化所致。随着 2012 年，公司频道联供网投入力度加大，合作频道数量增加，规模效应将会再次推动公司该业务销售毛利率的提升。

图 18、节目制作与广告销售毛利率



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所





## 2.8、美国商业电视网的实践—光线传媒是中国的商业电视网

光线传媒频道联播网的商业模式与美国商业电视网有异曲同工之妙，美国商业电视网的发展历程与实践可以帮助我们认识频道联播网未来发展。为了更好的了解美国商业电视台运作，我们先简单介绍美国电视产业链。美国电视产业链大环节与国内相当，基本都是节目制作、广播电视台编排、传输、观众收看四个环节，但是在广播电视台这一环节与国内大相径庭：

国内电视台是按照中央台、省级电视台、市县级电视台行政级别进行划分，其中中央电视台、省级电视台中的卫视频道可以进行全国覆盖，省级电视台的地面频道和市县电视台只能覆盖所属区域，在光线传媒频道联播网商业模式出现之前，大部分电视台都是自己制作和采购相关电视节目，进行编排播出。

而美国的广播电视主要分为有全国电视网、地方电视网和有线电视。全国电视网和地方电视网是合作关系，目前美国全国电视网主要有四家商业电视网 ABC、CBS、NBC、FOX 和公共电视网 PBS。电视网与全国各地电视台形成一种节目提供与利益共享的关系，电视网每周向各地电视台提供一定数量的节目，在固定、统一的时段播出，双方各自经营一定的广告时间。四大商业电视网各拥有 200 多个附属地方电视台，通过地方电视台形成基本覆盖全国市场的电视网络，其中有 10—30 家是 owned-and-operated stations，即电视网拥有并运营的直属台，非电视网节目时间内，各附属台可以自主安排节目播出和广告经营。附属台对于电视网提供的节目内容没有主动权，但是可以选择脱离原来的电视网，加入到另一个电视网。因此，电视的经营中，节目质量的好坏和与地方台的关系是至关重要的两点；有线电视则主要是聚焦于电视某细分市场的电视台，如提供 24 小时新闻节目的 CNN，全天播放影视、音乐和其它娱乐节目的 HBO，纪实节目频道 Discovery、体育娱乐频道 ESPN、家庭导购 QVC 等，有线电视频道收入来源主要为用户的订阅费和广告费。

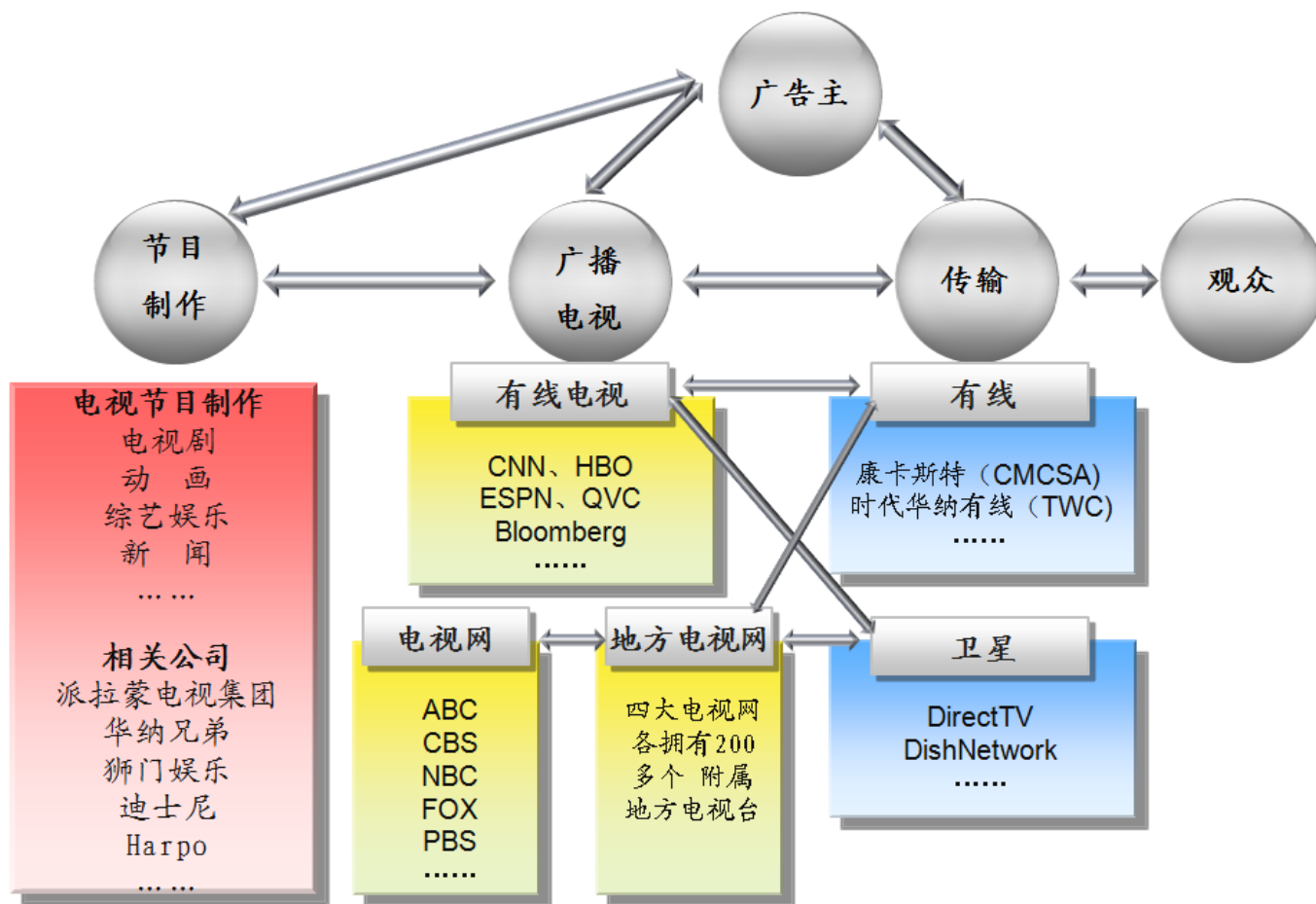
**通过对比可以发现，光线传媒的频道联播网就是中国的商业电视网，其频道联播网合作电视台类似于美国商业电视网的附属地方电视台。**

与美国商业电视网一开始处于主导地位不同，光线传媒频道联播网打造的商业电视网，一开始就面临超过 40 家的卫视频道和中央电视台的激烈竞争，所以我们认为频道联播网是光线传媒的核心竞争优势之一，但只是光线传媒获胜的必要条件，而非充分条件，只有“内容+渠道”的协同才能保证光线传媒胜出。





图 19、美国电视产业链



资料来源：网络公开资料、第一创业证券研究所

## 2.9、广告收入预测

通过前文分析，及公司公告提供信息，我们预计公司节目广告收入在 2011 年保持稳定增长，在 2012 年、2013 年，由于公司频道联播网合作频道数量增加、电视栏目制作时长增加、电视剧的引入，公司广告收入有望高速增长。

表 6、公司节目广告收入预测

分业务数据	08A	09A	10A	11E	12E	13E	说明
节目广告收入 (百万元)	162.3	199.5	233.8	265.1	366.9	473.3	=栏目剧贴片广告收入+电视剧贴片广告收入+冠名广告收入+植入广告收入
栏目剧贴片广告 收入(百万元)	97.4	126.9	139.3	160.9	205.7	246.8	=栏目贴片广告时长*栏目贴片广告单价
公司栏目剧 产量(分钟)	83,575	108,210	113,925	125,925	153,300	175,200	公司募投项目电视联播网电视节目制作，计划花 12 个月达成每日 8 小时节目制作能力，假设 2011 年平均栏目剧时长 6 小时，



							2012 年达到 8 小时。
贴片广告时 长/栏目剧产 量	6.8%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	假设贴片广告市场/栏目剧 产量维持在 5.3%的比重。
栏目贴片广 告时长(秒)	343,007	344,012	363,905	400,442	487,494	557,136	=栏目剧产量*5.3%
栏目贴片广 告单价(元/ 秒)	284.06	368.95	382.69	402	422	443	随着公司频道联供网合作 频道数量增多,公司贴片 广告价值越来越大。 另一方面,公司新增电视 栏目,因为市场影响力需 要逐步培育,所以会拉低 公司栏目剧贴片广告单 价。 综合影响,假设公司栏目 剧广告单价每年增长 5%。
电视剧贴片广告 收入(百万元)					19.2	40.3	=电视剧贴片广告时长*贴 片广告单价
电视剧播放 时长(分钟)					16,425	32,850	公司计划用两年的时间达 到每年购买 1080 集、每天 首播 3 集精品剧的目标。 假设 2011 年平均每天播 放 1 集,2013 年平均每天 播放两集
电视剧贴片 广告时长 (秒)					41,391	82,782	依据广电总局 61 号令,电 视台在 19:00-21:00,商业 广告总时长不得超过 18 分钟;在播出电视剧时, 每集可以插播 2 次商业广 告,每次时长不超过 1.5 分钟,其中,在 19:00-21:00 之间播出的 电视剧,每集中可以插播 1 次商业广告,时长不得超 过 1 分钟。 假设公司电视剧在黄金时 段 20:00 开播,广告时长 占电视剧播出时长的 12%,即每集电视剧播出 5.4 分钟广告,公司占电视 剧贴片广告时长的 35%, 即每集电视剧 1.89 分钟。



电视剧贴片 广告单价(元 /秒)					464	487	因为电视剧是电视最具广告价值的产品，我们假设其广告单价相比于栏目剧有 10%的溢价。
冠名广告收入 (百万元)	40.2	40.0	45.0	49.5	81.7	119.8	=冠名广告数量*冠名广告单价
冠名广告数量 (个)	1	2	2	2	3	4	公司冠名广告资源丰富，目前除《音乐风云榜》、《娱乐现场》已有冠名广告外，其它节目还没有发展冠名广告。 公司有冠名广告潜质的节目有《影视风云榜》、《最佳现场》，以及公司将打造城市频道联供网的电视剧剧场。除此之外，目前还有 6 档其它日播电视栏目，均有销售冠名广告的机会。
电视剧冠名 广告单价(百 万元/个)	40.2	20.0	22.5	24.8	27.2	29.9	假设冠名广告单价每年增长 10%
植入广告收入 (百万元)	24.7	32.5	49.5	54.7	60.3	66.3	=植入广告数量*植入广告单价
植入广告数量 (个)	20	17	38	40	42	44	
植入广告单 价(万元/个)	123.28	191.46	130.25	136.8	143.60	150.78	假设植入广告价格每年增长 5%

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

### 3、核心竞争优势之二：节目集群构筑范围经济 制作水平业内领先

“光线卫视”直接面临的是中央电视台和四十多家卫视台的竞争，公司如何能够从与各大卫视竞争中脱颖而出，获得高收益率，则取决于公司向“光线卫视”提供节目质量的高低，并且这也直接决定公司“频道联供网”商业模式的稳定性。

#### 3.1、公司电视栏目聚焦于娱乐界

公司电视栏目制作始于 1999 年 7 月 1 日开播《中国娱乐报道》(2001 年更名为《娱乐现场》)，目前，公司制作 10 档日播栏目和 1 档周播栏目，共计 5.5 小时。公司募集资金预计投入 6282 万元，增加制作 2 档日播类精品栏目、2 档



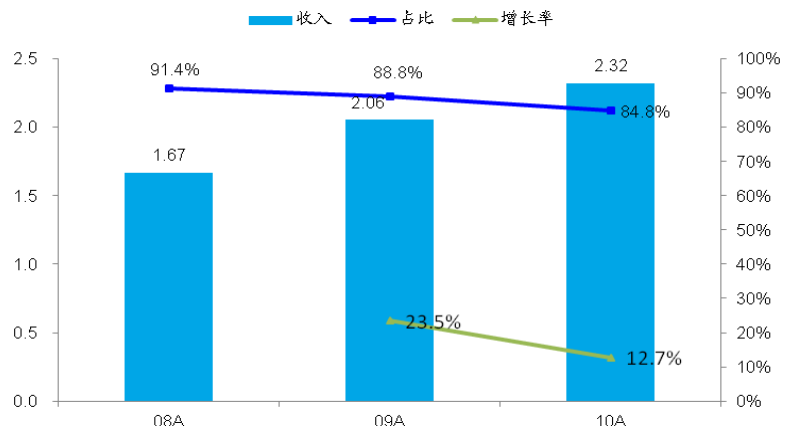
周播类精品栏目和日播类栏目剧，届时每日电视栏目制作量将达 8 小时。

表 7、公司电视栏目制作

序号	类型	电视节目名称	每期长度 (分钟)	节目类型	制作起 止时间	播出频次
1	日播	娱乐现场	30	资讯	1999-今	203
2		音乐风云榜	30	资讯	2000-今	153
3		最佳现场	30	访谈	2002-今	149
4		影视风云榜	30	资讯	2004-今	178
5		健康宝典	30	健康	2009-今	97
6		我爱看电影	60	电影专题	2009-今	99
7		全球娱乐通	15	资讯类	2010.10-今	59
8		笑傲江湖	30	综艺	2009-2010.12	96
9		我爱看电视	30	资讯	2009-2010.12	92
10		天方夜谈	30	故事	2009-2010.4	60
11		大学生音乐联盟	30	资讯	2010-2010.9	83
12		生活魔法师	30	生活类	2011.01-今	103
13		麻辣看天下	30	生活类	2011.01-今	105
14		养生一点通	30	生活类	2011.01-今	98
	小计		315			1244
15	周播	大牌生日会	70	综艺	2010.2-今	1(卫视)
16		音乐梦想学院	60	综艺专题	2010.4-2010.12	1(卫视)+90
	小计		130			92

资料来源：招股说明书、第一创业证券研究所

图 20、四档电视栏目收入及占“栏目与广告”业务收入比重（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书、第一创业证券研究所



目前,《娱乐现场》、《音乐风云榜》、《最佳现场》、《影视风云榜》四档电视栏目是公司栏目与广告业务主要收入来源。2010年共实现收入2.32亿元,贡献了公司栏目与广告业务收入的84.8%,虽然较2008年91.4%略有下滑,但仍是公司栏目与广告业务的收入支柱。这四档电视栏目播出时间较早,即使最晚播出的《影视风云榜》也已经有7年历史,已经经过市场的充分考验;播出频次密集,占日播节目播出频次的55%,其中《娱乐现场》已在203个频道首播,覆盖面极广。播出的长时间和广覆盖,增加了这些电视栏目的影响力,从而提升了其广告价值。

### 3.2、电视栏目竞争优势: 集群作战与范围经济

我们以公司四档主要电视栏目为例,分析电视栏目的竞争优势:

**集群作战。**公司各档电视栏目形成了一个娱乐栏目集群,每档栏目聚焦不同的细分市场,各档栏目之间形成互补,基本对娱乐界形成了全覆盖,降低了公司对单个节目过于依赖的风险。如通过《娱乐现场》提供全面的娱乐资讯,通过《音乐风云榜》、《影视风云榜》分别聚焦与音乐、影视类节目,进行深度报道,通过《最佳现场》对娱乐明星进行深度专访。这样竞争对手面对的不仅仅是一个个节目,而是一个节目组合,提高了竞争对手准入门槛。

**范围经济。**首先,这些节目统一在光线传媒的品牌之下,采用相类似的播报风格,形成了**品牌共赢**;其次,各档栏目间**成本协同优势明显,可以实现资源利用最大化,达到范围经济的效果**。如公司采访一个明星,大概1个小时,而以前在《娱乐现场》播出的可能只有2-3分钟,这就是一个巨大的资源浪费,但是通过《最佳现场》进行明星深度专访,就可以充分利用一次采访所获得的资源。这样,请一个明星到光线录制一次节目,既可以在《最佳现场》完成深度专访,也可以为《音乐风云榜》提供乐坛艺人专访,还可以为《娱乐现场》提供资讯,能充分实现明星资源价值最大化;对明星来讲,也可以一次录制多期节目,即扩大了自身的影响力,也节省了时间和精力;除了能对明星资源充分利用外,节目集群的方式也可以充分利用公司娱乐采集网,《娱乐现场》、《音乐风云榜》、《影视风云榜》可以共享公司的信息采集网络;此外,资讯类栏目可以为《最佳现场》等专访类栏目提供好的素材,而《最佳现场》类栏目可以为资讯类栏目提供独家报道。除了各栏目间协同外,公司举办的演艺活动、各种典礼等都为公司电视栏目提供了话题,而公司电视栏目的播出又扩大了这些演艺活动和典礼的影响力。

**播出渠道。**相比与其它电视栏目制作公司,公司通过频道联供网组建的“光线卫视”是另一竞争壁垒,保证了公司电视栏目的大范围覆盖和影响力。公司电视栏目有效播出渠道和高收视率,吸引大量明星选择光线传媒电视栏目作为宣传渠道,以扩大自身知名度,对自己影视节目、专辑或演唱会等进行宣传,而这也降低了公司获得明星资源的成本,提升节目的含金量,进一步提升节目影响力和收视率。



表 8、四档主要电视栏目节目内容

节目名称	节目内容
娱乐现场	娱乐资讯类。每期有 20 条左右娱乐资讯，横跨影视曲等全娱乐界，全面报道娱乐界热点动态。
音乐风云榜	聚焦音乐类节目。包括乐坛艺人专访、音乐资讯、音乐类盛典追踪等。每年一度的音乐风云榜颁奖盛典以打造“中国的格莱美”奖为目标。
影视风云榜	聚焦影视资讯类节目。包括影视排行榜、国内外热播电视剧动态、好剧推荐与点评等。
最佳现场	明星深度专访类节目。创新采用记者团访问形式，每次采访大约 1-2 小时，播出 2-4 期。

资料来源：公司网站、第一创业证券研究所整理

图 21、某期《音乐风云榜》张宇宣传自身演唱会



资料来源：《音乐风云榜》、第一创业证券研究所

### 3.3、电视栏目制作水平业内领先

我们缺少公司电视栏目收视率的数据，但是可以从两方面证实公司电视栏目制作能力居于业内领先水平。

其一、在 2011 年评选的中国十大最具网络影响力的社会制片栏目中，光线传媒三档节目榜首有名。

表 9、2011 年中国十大最具网络影响力的社会制片栏目

排名	节目
1	本山快乐营





2	超级访问
3	非常静距离
4	美丽俏佳人
5	娱乐现场
6	最佳现场
7	音乐风云榜
8	音乐现场
9	快乐生活一点通
10	天下女人

资料来源：搜狐娱乐、第一创业证券研究所整理

其二、公司分别为深圳卫视、辽宁卫视、陕西卫视等卫视制作相关电视节目，均取得良好的反响，特别是，公司与中央电视台合作制作《梦想合唱团》在中央电视台综合频道播出，反映了公司电视节目制作能力已经达到业内领先水平。公司为卫视台制作电视节目，不仅获得制作费收入，也提升了公司品牌影响力。

表 10、光线传媒于卫视播出的电视栏目

电视节目	播出电视台
大牌生日会	深圳卫视
激情唱响	辽宁卫视
生活魔法师	陕西卫视
梦想合唱团	中央电视台

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

### 3.4、栏目制作收入预测

我们预计到 2013 年，公司卫视节目制作能力有望达到 10 档，节目制作收入持续增长，公司品牌影响力也进一步提升。

表 11、公司节目制作收入预测

分业务数据	10A	11E	12E	13E	说明
节目制作收入（百万元）	30.62	66.2	126.4	198.0	=节目制作数量*每档卫视节目收入+其它媒体收入
卫视节目制作数量	2	4	7	10	2010 年制作两档卫视周播节目《大牌生日会》、《音乐梦想学院》，2011 年新增三档《激情唱响》、《生活魔法师》、《梦想合唱团》（2011 年 11 月央视播出），预计明年会有《天才童声》等节目上星。
每档卫视节目收入（百万）	14.7	16.1	17.7	19.5	假设制作费每年增长 10%



元/个)					
其它媒体收入(百万元)	1.30	1.7	2.2	2.9	假设每年增长 30%

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

## 4、核心竞争优势之三：发行优势打造电影“直投业务”

### 4.1、中国电影“钻石矿”开启 2015 年票房有望达 350 亿元

党的十七届六中全会审议通过的《中共中央关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》，将推动“文化产业成为国民经济支柱性产业”，而电影产业是文化产业的龙头产业，有望在“十二五”期间持续高速增长。

2011 年，广电总局局长蔡赴朝在 12 月 15 日在新年电影招待会上，曾透露 2011 年全国城市影院票房已超过 120 亿元，考虑到年末贺岁档通常是全年票房高峰，我们认为全年票房突破 130 亿元是大概率事件，相比于 2010 年，票房增速为 27%。电影票房的高增长主要推动力来自电影银幕数量的高速增长，依据艺恩咨询数据，截至 2011 年 Q3，我国银幕数量为 8716 块，增长进一步提速，全年破万在即，此外，3D、IMAX 等电影新技术的采用，将吸引更多观众，提升平均票价，从而促进票房的增长。

图 22、国内电影票房收入及预测 (单位：亿元)

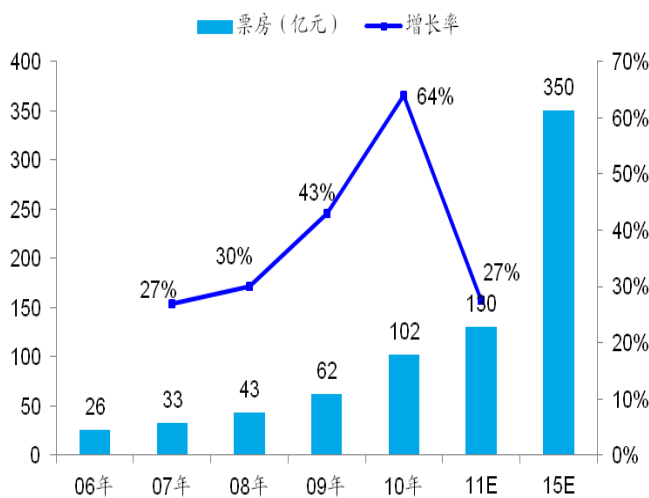
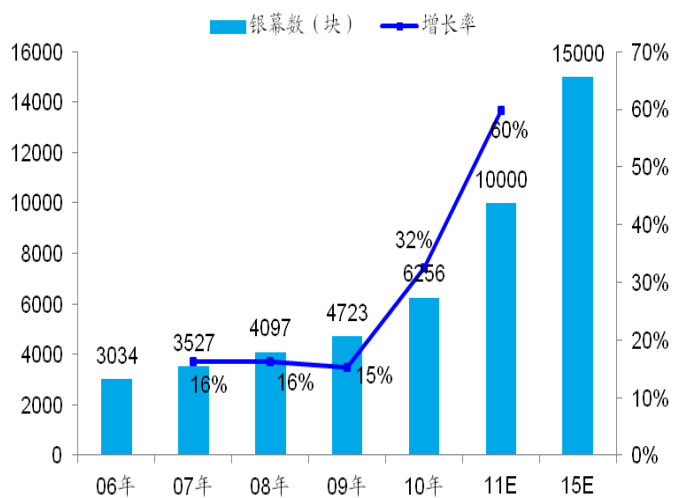


图 23、国内电影银幕数量及预测 (单位：块)



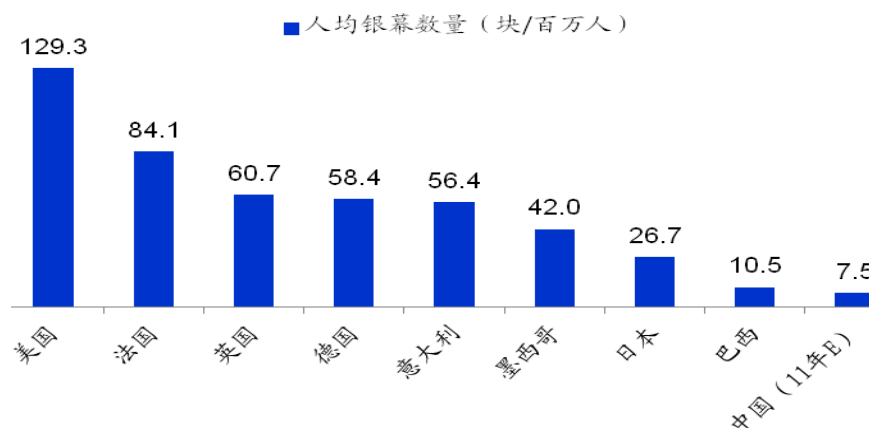
资料来源：国家广电总局、第一创业证券研究所



### 4.1.1、2015 年中国银幕数量有望达到 25000 块

中国银幕数量在过去 5 年高速增长，由 2006 年 3034 块增长至 2011 年 Q3 的 8716 块，增长率超过 187%，但是我们认为，过去 5 年的增长，只是弥补我国影院建设的“欠账”，我国影院、银幕数量还远未到饱和。对比我国和其它国家人均银幕数量可知，2011 年，即使我国银幕数量达到 10000 块，我国每百万人占有银幕数量为 7.5 块，仅为同是发展中国家巴西 2009 年 10.5 块的 71%，仅为美国的 5.8%。即使 2015 年我国银幕数量达到 2.5 万块，不考虑人口增长因素，届时我国人均银幕数量也仅为 18.6 块/百万人，仅为日本 2009 年水平的 70%。在 2011 年 12 月，CICE-MPA 电影大师班上，中国电影集团董事长韩三平曾说：“今年我们的银幕数已经做到 1 万块，未来五年我估计可以达到 3 万块。”，韩总的预测也表明了中国银幕未来增长潜力巨大。

图 24、2009 年人均银幕数量（块/百万人）



资料来源：《2011 年中国电影产业研究报告》、第一创业证券研究所

注：中国数据为 2011 年预估数据，我们假设 2011 年银幕数量达到 10000 块

“十一五”期间，我国影院建设主要集中在一线城市，以北京为例，依据《北京日报》消息，截至 2011 年 10 月，北京银幕数量已经达到 600 块，以北京常住人口 2000 万计算，北京百万人口拥有银幕数量高达 30 块，已经超过日本平均水平。而我国二三线城市影院缺乏，正在成为资本“淘金”的乐土，以主攻中小城市影院的九州中原的经验，在国内大部分中小城市，4 厅影院年票房在 500 万元左右，县级影院票房则在 100-200 万元左右，影院的毛利润则在 30-150 万元不等，而影院投资成本约为 300-750 万元（200-500 万左右的土建成本，设备投资约 100-250 万元（一套中档 2K 数字设备，其它 1.3K 数字设备）），大概 4 年左右就可以收回投资成本。

未来我国电影银幕数量增长的动力主要在影院建设的下沉，依据国务院办公厅 2010 年发布《关于促进电影产业繁荣发展的指导意见》，“到 2012 年基本完成地级市数字影院建设改造任务，完成部分县级市数字影院建设改造任务；2013 年至 2015 年基本完成县级市和有条件县城的数字影院建设改造任务。”目前，我国拥有地级市 311 个（包括 28 个省会级城市），县级行政单位 2856 个，包括 374 个县级市，1464 个县城，如果 2015 年完成《指导意见》的目标，



我们假设省会城市平均拥有 250 张银幕，地级市平均有 5 家电影院，25 张银幕；县级市平均有 1-2 家电影院，8 张银幕；县城拥有 1 家电影院，平均拥有 3 张银幕，电影院覆盖率达到 95%，则可以推知共有 21,239 张银幕。

剩下四个直辖市。依据《北京日报》数据，北京 2011 年 10 月有 600 张银幕，我们假设未来不再增加；其它三个直辖市，除天津常住人口（1293 万）少于北京外，上海、重庆常住人口均大于北京，其它三个直辖市 2010 年银幕数量总计 747 张，对比北京，我们预计其它三个直辖市 2015 年银幕数量超过 1200 块是大概率事件。这样 4 个直辖市银幕数量将超过 1800 块。

除此之外，全国有 7.2 万个社区、3000 所高校、3000 个厂矿机关同样是电影消费的潜在市场，即使按照十分之一比例计算，也大概有 8000-10000 张银幕的市场空间，由于这部分市场存在较大的就近消费潜力，并且经济基础大都比较扎实，现在所欠缺的只是相应的供片机制和运营模式。以 10000 块银幕的市场空间测算，我们假设未来渗透率能达到 20%，则总银幕数量可达 2000 块。

综上所述，我们预计到 2015 年，银幕数量可达 25,039 块，取整即为 25000 块。我们以增长率来测算，以 2011 年全国 10000 块银幕为基数，到 2015 年要达成 25000 张银幕目标，4 年复合增长率仅为 26%，平均每年新增银幕 3750 张，远低于“十一五”期间增速，所以该目标达成是大概率事件。

表 12、我国电影银幕数量预测（块）

行政单位	数量	单个市/县银幕数量	覆盖比例	银幕总数	说明
直辖市	4			1,800	
北京				600	截至 2011 年 10 月银幕数量超过 600 块
其它三个直辖市				1,200	截至 2010 年银幕数量 747 块，预估 2015 年达到 1200 块
省会城市	28	250	100%	7,000	
地级市（不含省会城市）	283	25	100%	7,075	
县级市	374	8	100%	2,992	
县城	1464	3	95%	4,172	假设覆盖率为 95%
社区、厂区、高校				2,000	以 10000 块银幕市场空间计算，假设市场渗透率为 20%
<b>总计</b>				<b>25,039</b>	

资料来源：民政部、《2011 年中国电影产业研究报告》、第一创业证券研究所

#### 4.1.2、2015 年中国票房收入有望达到 350 亿元

未来中国电影票房增长的动力主要来自两个方面：

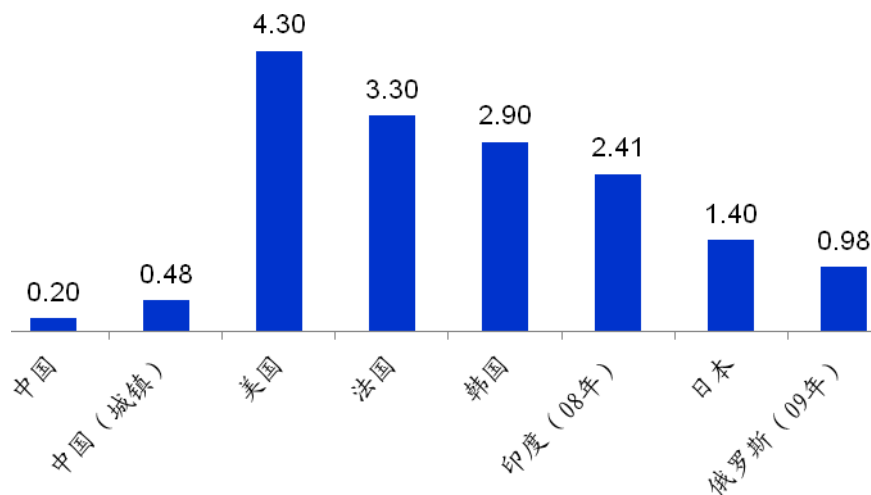
**年人均观影场次提升。**2010 年，我国人均年观影次数为 0.20 次，即使只计算城镇人口，也仅有 0.48 次，不仅远低于美国、日本等发达国家，即使和同为金砖四国的俄罗斯、印度相比，也有很大的提升空间。我国年人均观影次数的提



升主要由于：a、**银幕数量的增长**。特别是影院建设的下沉，开拓了中小城市和县城市场；b、**票价收入比的下降**。收入的增长也是推动人均观影次数上升的重要助力，2010年国内各个省份的之间的对比分析也验证该论断，可以明显看出随着人均GDP的增长，人均观影次数大幅上升。具体以上海、贵州为例：2010年上海人均GDP为7.45万元/人.年，对应的人均观影人次为0.93次/人.年，而贵州人均GDP为1.3万元/人.年，对应的人均观影人次为0.07次/人.年，上海人均GDP约为贵州的5.6倍，而人均观影人次为贵州的13.6倍。和海外其它国家相比，我国人均票价约为4.16美元，占居民月收入的4.5%，远高于其它国家。发达国家美国、法国票价占居民月收入的比重仅为0.23%、0.41%，即使与我国同属“金砖四国”的俄罗斯、印度，票价占月收入的比重也仅为2.44%、1.29%，由此可见我国票价偏高，远超出普通观众“随意性消费”水准。以俄罗斯为例，虽然俄罗斯平均票价5.31美元，略高于我国，但是由于其票价月收入比仅为2.44%，其人均观影次数接近中国5倍；印度虽然人均收入仅为我国48%，但是其票价更低，票价月收入比仅为1.29%，人均观影次数为中国12倍，可见人均观影次数对票价收入比的弹性是很大的，票价收入比的下降将有望推动人均观影次数的快速上升。未来票价收入比的下降主要得益于人均收入的提升、影院向中小城市下沉带动票价结构性下降、一线城市由于影院数量激增致使竞争加剧，各项促销活动增加、以及影院收入来源的多元化。

预计随着年人均观影人次的增长，到2015年，我国观影人数有望达到10亿次，届时，即使不考虑人口增长，我国人均观影次数也仅为0.73次/人/年，还未达到俄罗斯09年水平。

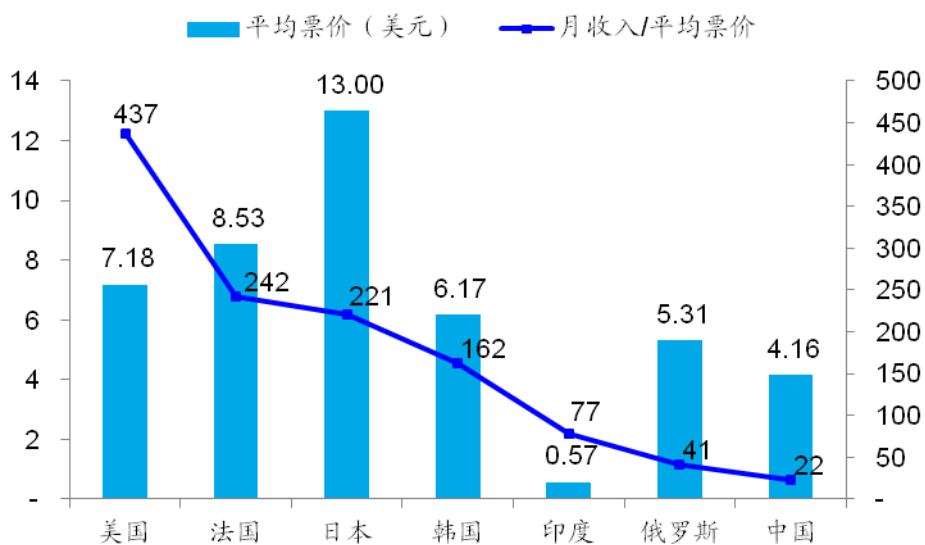
图 25、2010 年各国人均年观影次数对比（单位：次/人/年）



资料来源：艺恩咨询、《Focus2009》、《Focus2010》、第一创业证券研究所



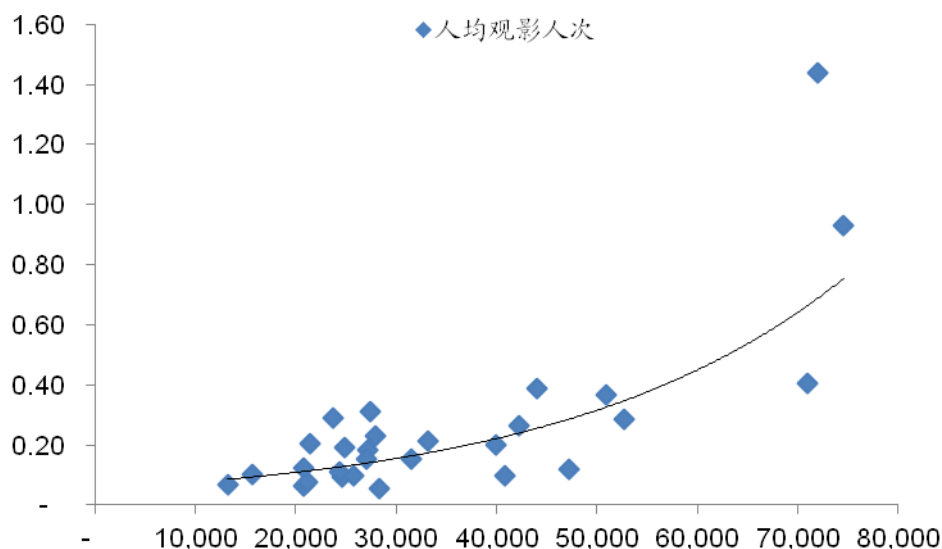
图 26、2009 年各国平均票价和月收入/平均票价倍数 (单位: 美元)



资料来源:《Focus2009-2010》、第一创业证券研究所

注: 票价采用 2009 年数据, 人均收入采用 2010 年数据。

图 27、人均 GDP 增长明显带动人均观影人次增长 (单位: 人均 GDP 元/人年、人均观影人次/人年)



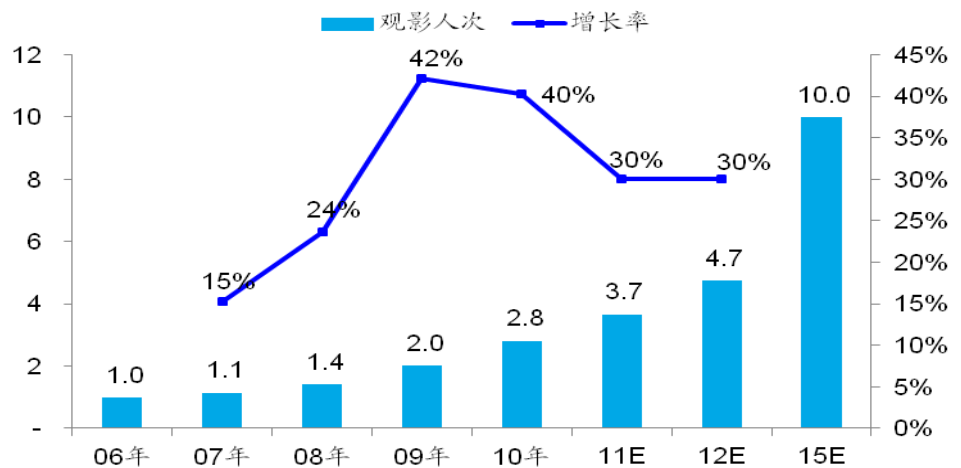
资料来源: 中国电影发行放映协会、第一创业证券研究所

注: 数据统计口径为 2010 年票房 7000 万元以上的省 (自治区、直辖市)





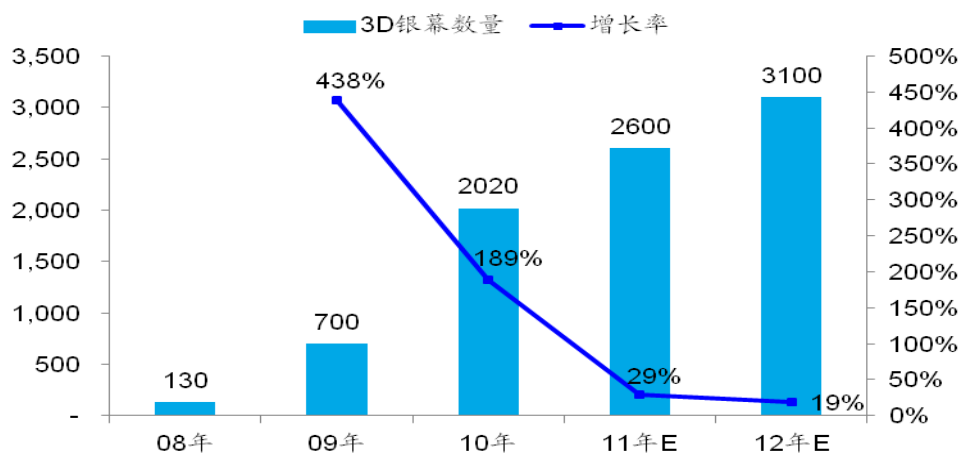
图 28、中国观影人次 (单位: 亿次)



资料来源: 国家广电总局、第一创业证券研究所

**电影新技术的影响。**主要指 3D、IMAX 和 IMAX3D 技术对票房的拉动作用。由于我国新建电影院多采用数字模式, 2010 年数字银幕数量为 4100 块, 现在新建影院大多采用数字银幕, 数字银幕加装 3D 系统只需要 20-60 万元, 费用不高, 而 3D 影院上座率高、票价高, 单银幕产出高于普通 2D 银幕, 因此 3D 银幕在中国迅猛发展, 预计 2012 年可达 3100 块; IMAX 电影的火爆则由《阿凡达》点燃, 《阿凡达》在中国 14 家 IMAX 影院上映, 取得了超过 1.6 亿元的票房, 国内自《唐山大地震》开启 IMAX 之路后, 《建党伟业》、《龙门飞甲》、《飞虎群英》等影片纷纷加入。中国 IMAX 银幕数量也由《阿凡达》上映时 14 块增长至 80 块 (包含 26 家在建, 统计截至 2011 年 11 月下旬), 而 IMAX 有限公司首席执行官理查德·葛尔方则认为未来两至三年, 中国影院的 IMAX 屏幕将超过 200 张, 占全球总数的四分之一以上。3D 和 IMAX 具有视觉冲击力, 能提供更好观影体验, 将吸引更多观众步入影院, 并且相比普通 2D 银幕, 票价更高 (一般 3D 票价为 2D 的两倍, 而 IMAX-3D 的票价则更高), 将带动整体票房收入的增长。

图 29、中国 3D 银幕数量及增长率 (单位: 块)



资料来源: 艺恩咨询、第一创业证券研究所

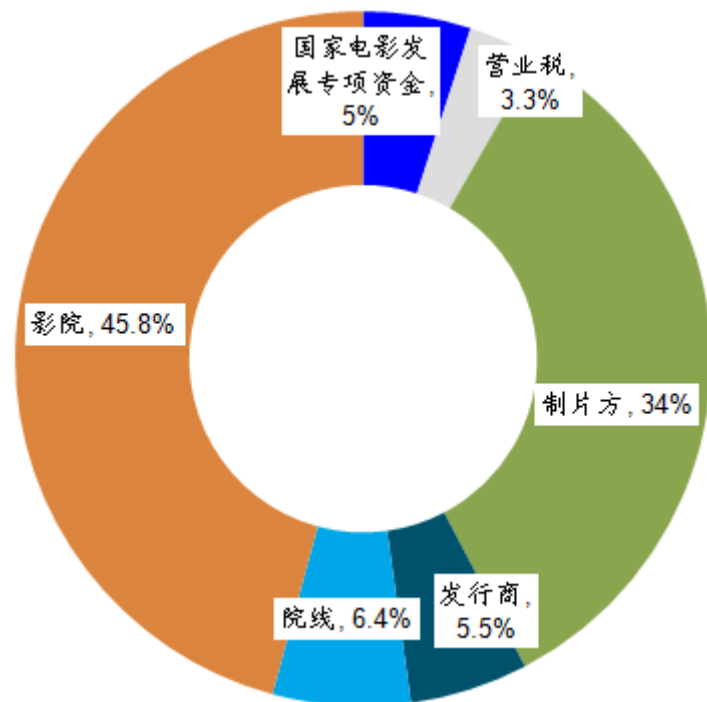


综上所述，我们假设到 2015 年年观影人次达到 10 亿次。人均票价由于受到票价收入比降低、人均收入增长、通货膨胀影响、3D 和 IMAX 对票价结构性影响等综合性作用，我们假设到 2015 年，平均票价与 2010 年 35 元持平。则预计 2015 年总票房可达到 350 亿元，假设 2011 年票房为 130 亿元，则未来四年的复合增长率为 28%。

## 4.2、电影票房分账比例

中国电影产业主要收入来自影院的票房收入。国内电影票房在产业链上下游分配前，先要从影院票房收入中扣除 3.3% 的营业税及其附加（城建税、教育费附加等），还要再扣除 5% 的国家电影事业发展专项资金，剩下的才在制片方、发行方、放映方分配。依据 2010 年经验，制片方约能获得电影票房的 34%，发行商获得 5.5%，剩下的票房收入归属于院线和影院。

图 30、2010 年国产电影票房分账比例



资料来源：《2011 年中国电影产业研究报告》、第一创业证券研究所

上述分配比例适用于国产电影，我国进口电影票房分账比例另有不同，进口电影分为两种：**进口分账片**，由中国电影集团和华夏电影发行有限公司发行，每年 20 部；**批片**，由中国电影集团和华夏电影发行有限公司除每年 20 部进口分账电影以外买断形式发行的进口影片，每年 30 部左右。由于进口电影的由中国电影集团和华夏电影发行有限公司垄断，虽然后续存在增加其它公司的可能，考虑到政策的不确定性，此处不加以考虑。



表 13、我国进口电影票房分账比例

	国家电影发展专项资金	营业税	制片方	发行商	院线	影院
进口批片	5%	3.3%	数十-数百万美元不等	39.4%	2.8%-6.4%	45.9%-47.7%
进口分账片	5%	3.3%	11.9%-18.3%	20.2%-25.7%	2.8%-6.4%	45.9%-47.7%

资料来源：艺恩咨询、第一创业证券研究所

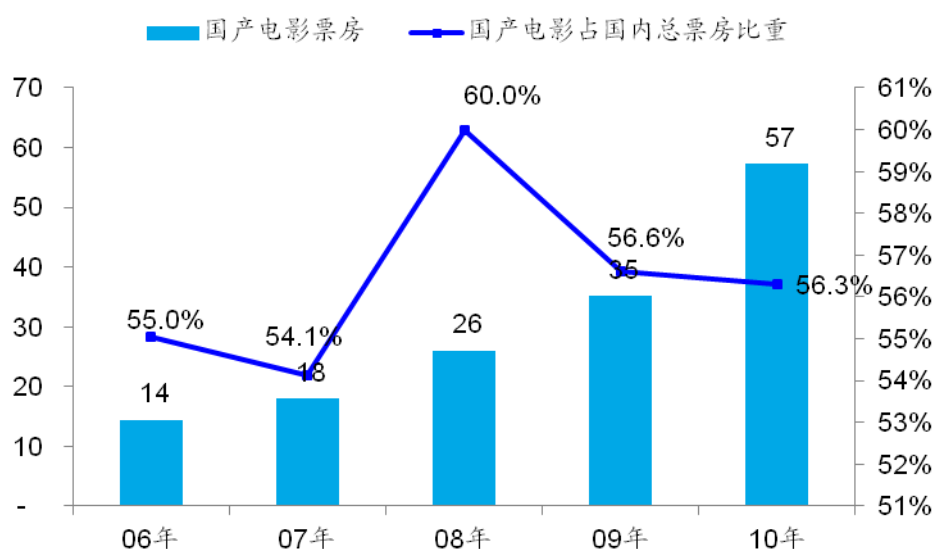
### 4.3、2015 年国产电影发行商分账市场预计达 11 亿元

电影发行商类似分销商，其重要工作包括三个部分：首先发行商从电影制片公司处获得影片的发行权，而后向院线进行推销使其租下或者订下电影拷贝进行放映，并负责影片的营销推广策略制定与实施。

发行商在发行过程中一般先期垫付宣发费用(包括电影发行中的直接成本支出)，电影票房实现后，发行商从分得的票房中先行扣除宣发费用和发行代理费之后，将剩余票房和制片方按比例进行分成。电影发行商的收入为“制片方票房分账+发行方票房分账”，但制片方票房分账要返给制片方。这种业务模式和结算方式由于先行弥补了发行商主要成本，降低了电影发行业务的风险，具有风险较低、盈利稳定的特点。

由于光线传媒发行业务对象为国产影片，所以此处电影发行商票房分账的市场空间仅考虑国产影片的发行业务。2010 年，我国国产电影占总票房的 56.3%，票房收入为 57 亿元，以发行商占 5.5%的比重测算，2010 年国产电影发行商的票房分账市场空间为 3.15 亿元。我们假设到 2015 年，本土电影仍能维持目前的市场份额，发行商分账比重也维持 5.5%的水平，则预计 2015 年本土电影发行商的票房分账市场空间为 11 亿元。

图 31、国产电影票房及比重（单位：亿元）



资料来源：国家广电总局、第一创业证券研究所



国内发行业务高度集中，2010年，国内制片发行公司稳定在300家左右，但是年业务量在2部以上、拥有持续经营能力的企业只有50家左右。其中，中国电影集团和华夏电影发行公司拥有代理海外电影的优势，合计市场份额高达56%，排名前十的公司共占据了85.5%的市场份额。

#### 4.4、公司发行业务位居国内三甲

2010年，公司发行电影占国产影片票房总额的比重超过5%，跻身民营电影发行商前三甲。2011年，公司发行了《画壁》、《鸿门宴》等大片，总票房收入有望位居国内电影发行商前三甲。

我们看好公司电影发行业务。基于四方面原因：

**业绩是最强有力的证明。**光线传媒电影投资发行业务从2006年《伤城》开始，早在2007年，光线影业就发行过《导火线》等优秀影片。我们统计光线影业从2008年-2011年发行的影片情况可以看到以下业绩：**发行电影总票房大幅上涨**，由2008年6568万元，飙升至2011年的7亿元，四年时间上升10倍；**最高电影票房一年一个新台阶**。2008年票房最高的电影《深海寻人》票房只有2197万元，2011年票房最高的电影《画壁》已然达到1.8亿元。2010年发行电影中票房过亿的只有1部，2011年预计有四部电影票房突破1.5亿元；**从联合发行为主到独立发行为主**。2008年，公司所有电影均是作为联合发行方的身份，而2011年，我们统计的7部电影中，光线传媒全部作为独立发行方。上述变化证明光线传媒电影发行业务的高速成长，现在已经有能力独立发行大制作的电影，并取得优秀的票房。并且公司过往优秀的业绩，在业界已经形成口碑，吸引了大量制作精良的影片寻找光线传媒做为发行方。

表 14、光线传媒 2008 年-2011 年发行电影汇总

年度	影片名称	票房	说明
08 年	蝴蝶飞	660	联合发行
	深海寻人	2,197	联合发行
	夺标	448	联合发行
	证人	1,500	联合发行
	大搜查	1,763	联合发行
	<b>票房总计</b>	<b>6,568</b>	
09 年	家有喜事 2009	3,540	制作+联合发行（投资 31.25%）
	亲密	298	协助推广
	东邪西毒(终极版)	2,650	联合发行
	完美新娘	620	联合发行
	斗牛	1,110	制作+联合发行
	气喘吁吁	4,070	独立发行
	神兵小将	400	制作+独立发行（投资 16%）
	阿童木	4,545	联合发行
<b>票房总计</b>	<b>16,935</b>	不含协助推广影片	
10 年	花田喜事 2010	5,800	制作+独立发行（投资 44%）



	变相黑侠	760	协助推广
	感情生活		联合发行
	出水芙蓉	710	联合发行
	全城戒备	8,800	制作+联合发行(投资 33.3%)
	精武风云. 陈真	13,668	制作+独立发行(投资 50%)
	爱出色	1,300	联合发行
	<b>票房总计</b>	<b>30,278</b>	不含协助推广影片
11 年	最强囍事	16,440	制作+独立发行
	B+ 侦探	2,300	制作+独立发行
	夺命心跳	1,625	独立发行
	画壁	18,096	制作+独立发行
	梦游 3D	1,025	制作+独立发行
	鸿门宴传奇	15,500	独立发行正在上映, 票房为预估
	极速天使	15,000	制作+发行待上映, 票房为预估
	<b>票房合计</b>	<b>69,986</b>	

资料来源: 2008 年-2010 年数据来自招股说明书, 2011 年数据依据网络公开资料、第一创业证券研究所注:《极速天使》12 月 28 日上映, 部分票房收入在 2012 年形成。

上述分析是从公司历年业绩变化所做的总结, 我们也可以拿最近一个案例来做例证。在 2011 年“十一档”基本上是一部魔幻爱情片《画壁》和《白蛇传说》之间的竞争, 对于影片质量与口碑, 众口难调, 难以有一个大家都信服判断, 但是我们可以从一些“硬件条件”进行对比。演员阵容: 虽然《画壁》主演邓超做为新生代演员代表, 风头正劲, 但是《白蛇传说》主演李连杰的影响力显然要力压一筹; 投资额: 缺乏具体的数据, 但是从网络公开数据, 《白蛇传说》投资额约为《画壁》的 2.5 倍左右。《白蛇传说》从主演和投资额方面较《画壁》要更胜一筹, 但是国内最终票房结果来看, 两者基本上打了个平手, 《白蛇传说》最终票房仅比《画壁》高 2244 万元。《画壁》的成功充分证明了光线传媒在电影发行领域的领先能力。

表 15、《画壁》VS《白蛇传说》

电影名称	画壁	白蛇传说
影片类型	爱情/魔幻	爱情/魔幻
导演	陈嘉上	程小东
主演	邓超、孙俪、闫妮等	李连杰、文章、黄圣依等
投资额	《白蛇传说》投资额约是《画壁》的 2.5 倍左右	
上映日期	9 月 29 日	9 月 28 日
票房(万元)	18,096	20,340
观影人次(万次)	552	621

资料来源: 网络公开资料、第一创业证券研究所

前文讲过, 电影发行业务归结起来就是三件事情: 首先发行商从电影制片公





司处获得影片的发行权，而后向院线进行推销使其租下或者订下电影拷贝进行放映，并负责影片的营销推广策略制定与实施。在这三方面，光线传媒均拥有自己独特的竞争优势。

**业内领先专家与员工团队。**无论是从众多影片中挑选出具有市场前景的影片进行发行，还是影片营销推广策略的制定与执行，都需要依赖工作人员的经验与市场感觉。光线传媒的员工通过6年近30多部影片积累磨练，现在已经对影片的宣发工作驾轻就熟，2011年独立发行7部影片即是例证。除了拥有众多经验丰富的的一线员工外，光线传媒还拥有许多影视行业的领军人才，如张昭等。

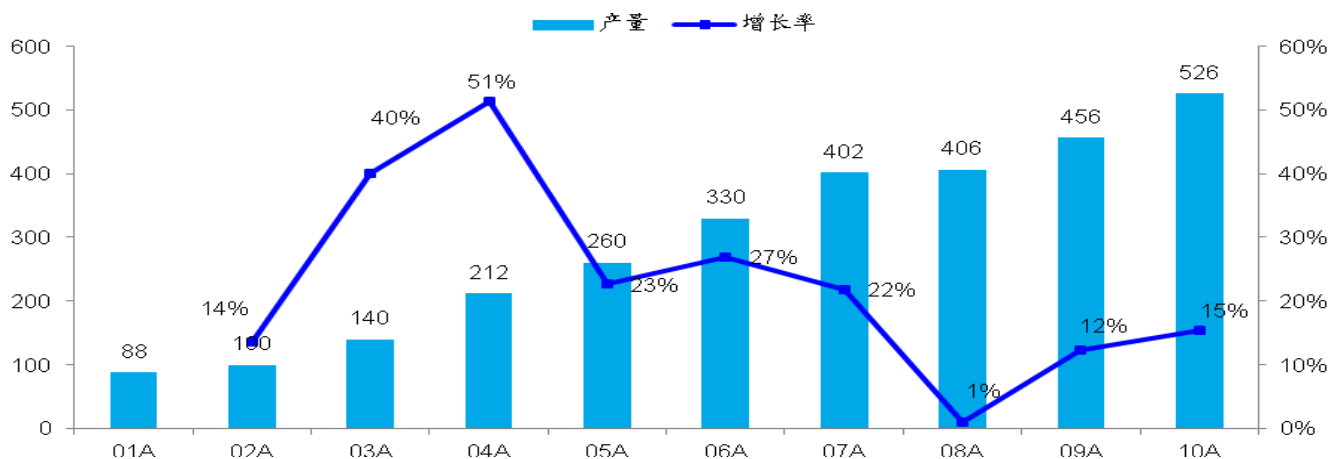
**自有媒体资源。**相比于其它影视发行公司，光线传媒通过自制栏目剧、各种活动与频道联播网打造的自有媒体资源能够确保影片的营销推广落地。并且两者能够形成协同效应，电影拍摄过程中的各种素材和趣闻，都可以作为光线传媒栏目剧的素材来源，而栏目剧的销售与播放，可以对电影进行有效的宣传。

**影院驻人，影片发行的本地化营销和精细化运作。**影院的排片直接决定电影票房。而影院排片分两个层面：档期排片和每日排片。宏观层面的档期排片是发行商博弈的结果，比如挤进暑期档还是春节档；每日排片，则由影院经理根据上座率、观众需求随时调整。光线传媒电影发行网络覆盖50个主要城市，上述城市的票房收入占全国票房总额的85%以上，公司电影发行营销人员在50个主要城市进行驻地式营销，这样，就能及时与影院协调安排影片放映，并且能够根据各地情况，制定更具本地特色的营销方案。从而避免由于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，影片发行策略的制定与一线市场相脱节。

## 4.5、电影制片市场整体盈利良好内部“贫富分化”

电影票房的高增长，吸引力大量资本涌入电影产业，推动电影产量的大幅增加。依据国家广电总局数据，2010年全国故事电影片总产量526部，同比增幅15.3%，产量已经接近美国电影，位居全球前三。

图 32、中国内地故事片产量（单位：部）



资料来源：国家广电总局、第一创业证券研究所





国内电影收益的获得主要还是依靠票房收入和电影版权销售收入。国内电影面临的市場空间包括三部分：国内票房收入，2010年为57亿元；国内电影海外销售收入（包括票房、版权等），2010年为35.2亿元；电影频道及植入广告、贴片广告收入，2010年为20.3亿元。综合统计国内电影2010年的市場空间为113亿元，较2009年增长41.4%，其中增长的主要动力来自国内票房的增长。

国内电影制片方的收入，由于缺乏统计数据，我们只能依据经验进行测算。

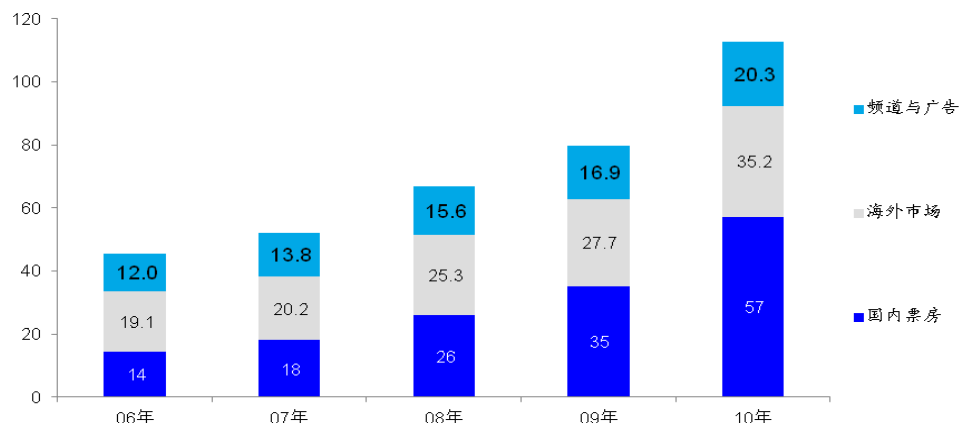
从前文的分析可知，制片方约占国内票房收入的34%，则2010年，制片方来自国内票房的收入约为19.5亿元；

国产电影海外销售还比较疲软，尚未真正成为世界电影市场的主流，合拍电影是主要收入来源，2010年海外市场形成35.2亿元的收入，其中中影和哥伦比亚电影公司合拍的《功夫梦》全球票房3.6亿美元，海外票房23.7亿元，约占2010年海外市场收入的67%。由于合拍片外方投资比重比较大，所以国内投资方常常不能分享全球票房收益。以《功夫梦》为例，4000万美元投资，中影投资额约为500万美元，中影获得的是中国大陆及其他部分亚洲地区的发行权，无法分享该影片全球高额票房收益，所以海外票房对现阶段国内电影制片方来说并不能带来足够的收益。海外电影制片方分成约在60%左右，考虑的国内电影在海外发行渠道的弱势地位，我们假设国内制片方海外票房分成比例在35%（更多情况是电影版权的直接销售），假设制片方在海外销售的电影投资比重为30%，则国内制片方来自海外市场的收入约为3.7亿元；

国内电影来自频道与广告的收入为电影频道播放电影的收入、电影贴片广告、植入广告等。依据艺恩咨询报告，2010年中国电影营销市场规模约为9.3亿元，其中植入广告4.2亿元，贴片广告3.1亿元，映前广告4.2亿元。植入广告收益主要归属于制片方，映前广告则主要归属于发行方和院线，贴片广告则归属于制片方与发行方，假设制片方能获得70%，则制片方来自于广告的收益为6.37亿元。频道与广告收入中还有11亿主要来自电影版权销售收入，这部分收益主要归属于制片方，假设占70%的份额，即7.7亿元。这样我们可以大致推测，制片方来自于频道与广告的收益约为14.07亿元。

综上所述，国内电影制片方能够获得的收入规模约为37.3亿元。

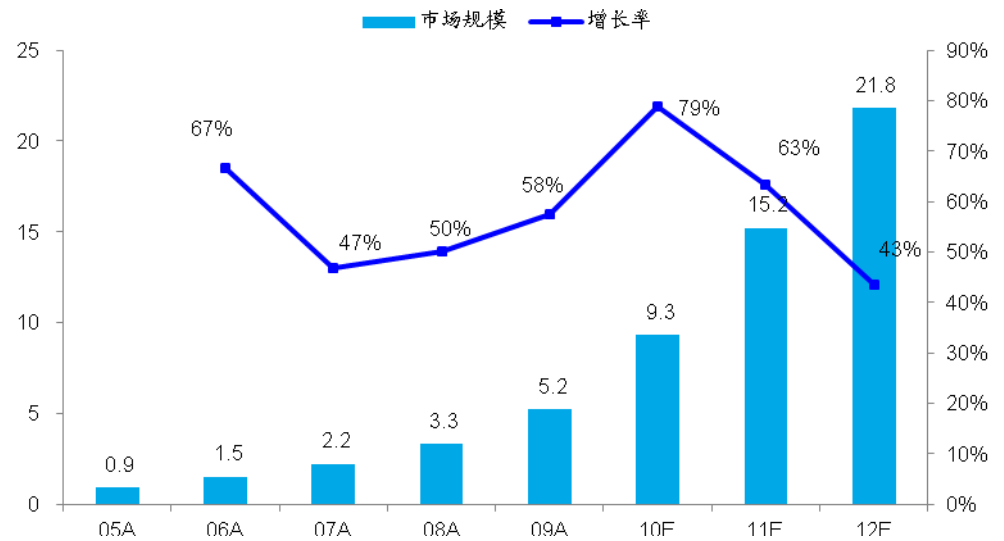
图 33、国产电影市場空间（单位：亿元）



资料来源：国家广电总局、第一创业证券研究所



图 34、中国电影营销市场规模及增长率（单位：亿元）



资料来源：艺恩咨询、第一创业证券研究所

在国内电影制片投入方面。依据《2011 年中国电影产业研究报告》数据，2009 年，国内 456 部国产片的总成本约为 25 亿元，平均每部电影成本约为 548 亿元。2010 年，国产电影数量为 526 部，我们假设电影平均成本增速同 2010 年 CPI 保持一致（3.3%），则平均每部电影成本为 566.3 万元，则全年国产影片总成本预计为 29.8 亿元。

电影的宣发投入。美国电影非常重视电影的宣传发行，电影的宣发投入可以占到总成本的一半。近年来，国内一些大片因为有导演和大演员护航，也不惜成本地将巨额资金投入影片宣传，以此推动票房收益的最大化，如《让子弹飞》，一亿左右的制作成本，近五千万的宣发成本，最终造就 6.6 亿的票房奇迹。但是许多中小电影宣发投资不足，国内电影总的宣发投入不到制作成本的 10%，我们大致可以推测 2010 年国产片宣发成本约为 3 亿元。

由此可知，2010 年，国内电影制片方投入约为 32.8 亿元，收入约为 37.3 亿元，制片方的税前利润约为 4.5 亿元，税前利润率约为 13.7%。

通过上述分析，我们可以得出如下结论：

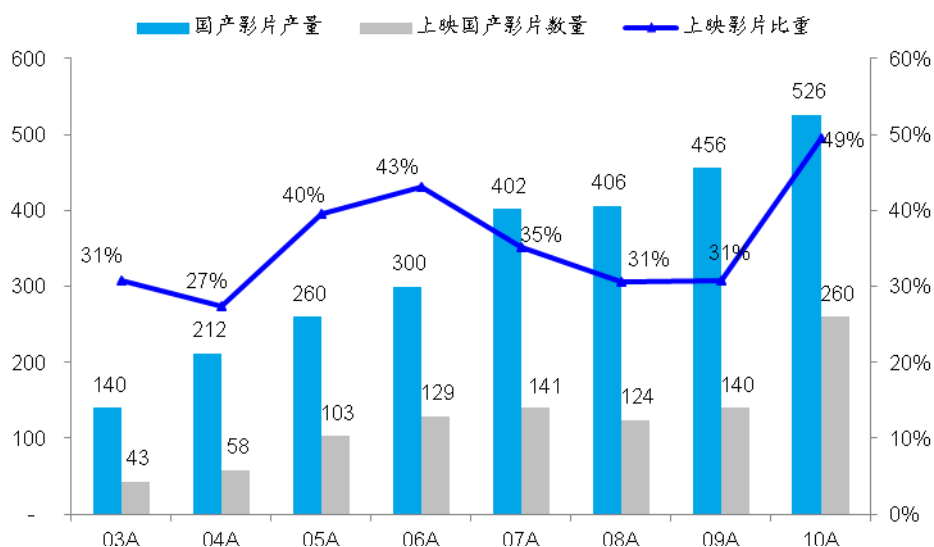
- (1) 国内制片方整体利润率尚比较可观，即使考虑 25% 的所得税率，制片方利润率也有 10%。
- (2) 仅凭电影票房无法弥补制片方投资，广告和版权销售成为制片方新的利润增长点。如果仅考虑电影的票房收入，2010 年制片方将会亏损 13 亿元左右，而广告与版权销售带给制片方的收益已经与票房分成处于同一数量级，并且处于高速增长阶段，特别是植入广告和新媒体版权销售，预计 2012 年电影植入广告收入可达到 6 亿元，电影新媒体版权收入可达 3.4 亿元，较 2010 年分别增长 161%、127%。



上文分析了电影制片方整体收入利润情况,但是电影制片方内部则呈现“贫富不均”。

首先,我们分析国内电影产量与上映数量。通过历年统计数据,可以得知,国内电影上映数量从未超过产量的50%,即使最好的年份,2010年期间,产量达到526部,上映影片数量为260部,上映影片比重也只有49%,这说明每年至少有一半以上的电影未能上映。即使上映的电影,也有许多电影是“打酱油”,“影院一日游”的现象并不鲜见。

图 35、国内电影产量与上映数量 (单位: 部)



资料来源: 国家广电总局、第一创业证券研究所

其次,我们从国产电影票房数据进行分析。以2010年为例,国产电影票房TOP10总计票房为28.15亿元,占当年国产电影总票房的49%,国产电影TOP30总票房为44.48亿元,占当年国产电影总票房的77.7%。剩下的230部电影总计贡献票房收入只有12.8亿元,平均每部电影票房只有556万元,到国产电影第100名,票房收入仅为60万元。由此可见,国内电影票房“二八现象”非常明显,国内电影票房蛋糕主要还是由TOP30电影分食。

表 16、2010 年国产电影 TOP30 票房

排名	电影	票房
1	唐山大地震	67,332
2	让子弹飞	48,000
3	非诚勿扰 2	33,451
4	狄仁杰之通天帝国	29,228
5	叶问 2: 宗师传奇	23,404
6	赵氏孤儿	19,310



7	大兵小将	16,218
8	大笑江湖	15,393
9	山楂树之恋	14,662
10	锦衣卫	14,470
<b>TOP10 总计</b>		<b>281,468</b>
<b>TOP11-20 总计</b>		<b>111,550</b>
<b>TOP21-30 总计</b>		<b>51,765</b>
<b>TOP30 总计</b>		<b>444,783</b>

资料来源：中国电影家协会产业研究中心、第一创业证券研究所

注：票房统计截至 2010 年 12 月 31 日

## 4.6、发行优势打造电影“直投业务”系列剧为长期业绩“保驾护航”

电影行业的高增长，吸引各类“热钱”涌入影视制作行业，但是从前文分析可知，电影制片风险很大，每年有超过一半的影片未能上映，特别是追求高票房的大投资，很有可能“血本无归”。我们从国产电影投资额进行分析。我们盘点了 2010 年国产电影票房 TOP30 的投资情况，在可获得的数据中，除了《喜羊羊与灰太狼之虎虎生威》（1200 万投资）、《花田喜事 2010》（1500 万投资）、《唐伯虎点秋香 2》（1000 万投资）之外，其它电影投资额最低标准为 2000 万元，在票房 TOP10 中，除了《大兵小将》（3000 万元投资）、《大笑江湖》（2000 万元投资）之外，其它影片投资额均超过 5000 万元。由此，我们大致可以得出这么一个标准，**电影票房如果想要挤入国产电影 TOP30，2000 万元可以看作投入额的入门标准；如果想要挤入国产电影 TOP10，则需要有 5000 万元以上的投资额。**当然，每年不排除有“黑马”的出现，如 2011 年《失恋 33 天》投资不到 1500 万元，却实现票房超过 3.5 亿元的“神话”，但是总体来看，没有一定的投资规模，难以获得高额票房。但是，电影作为文化创意产品，市场风险很大，大投资不一定能带来高票房，如《东风雨》投资额为 5000 万，票房只有 3100 万，亏损严重，即使大投资能博得高额票房，也不能保证影片获利，如《锦衣卫》宣称投资高达 8000 万元，最终票房为 1.45 亿元，仅以票房计算，该影片亏损严重。这样就形成了一个矛盾，**电影如果想要获得高额票房，需要一定投资额支撑，但是大投资，却不一定能够获得高额收益，市场风险很大。所以电影制片方，不仅仅需要资本的支持，更需要制片方的市场感觉，需要制片方的眼光，才能获利。**

为了应对电影投资风险，业界曾有咨询机构提出了“电影投行”概念，为电影项目方和投资方提供代理顾问服务，健全投融资机制、加速电影融资进度，这一服务的本质是通过第三方服务对电影项目的市场前景进行分析。

相比于第三方咨询机构，光线传媒在电影发行过程中所培育的市场感觉与电影项目评估分析能力，更有助于判断一部电影的市场前景，从而对电影项目进行估值，决定是否进行投资；并且，公司在电影发行业务的领先地位，吸引大量电影制片方与公司进行合作，从而为公司电影投资业务提供了丰富的项目资源；最后，公司上市，手握重金，截至 2011 年 Q3 共有现金 13.1 亿元，为公司进行电影投资提供充足财务支持。对其它电影制片方而言，光线传媒的电影发行能力



和雄厚的财务实力，也使其乐于与光线合作。光线传媒实际利用公司在电影发行业务的领先地位打造电影“直投业务”。

除与其它电影制片方合作，公司也利用在电影行业的积累，自己启动一些项目，如 2011 年与陈嘉上导演合作的《画壁》等。2011 年公司参与制作的影片共有 5 部，预计总票房高达 5.1 亿元。

2012 年，公司已经规划的将参与发行的影片数量将达 6 部，其中 5 部影片，公司将有参与投资制作，包括《四大名捕》、《铜雀台》等大片，公司 2012 年电影方面业绩基本可以得到支撑。长期公司还会做系列化的电影。规划中有三个系列，其中两个是古装剧、一个是年代剧，每个系列至少拍三部电影，做成一个品牌。其实，公司系列剧早已开始运作，公司参与制作发行的《家有喜事 2009》（2009 年）、《花田喜事 2010》（2010 年）、《最强囍事》（2011 年）就是一个“喜事”系列贺岁片，票房逐年攀升，均取得不俗的票房。2011 年 9 月底，公司也发布公告，向光线影业增资 1 亿元，用于《四大名捕》第一部的后期制作及发行，《四大名捕》第二、三部的前期制作等。

**系列剧已经成为好莱坞电影制胜的关键。**从 2011 年暑期全球票房 TOP10 电影来看，有 8 部电影是系列电影，甚至 TOP5 影片都是原来成功电影的续集，现在续集已经成为电影市场的关键。这种系列为王的做法是符合市场规律的，经济学研究表明，在以买方市场为特征的消费社会，新产品打开市场是最困难的，消耗的费用也非常高。如果好不容易打开市场，却只是短期经营，显然是不经济的。而进行长期品牌运作的好处是：只要有了好口碑，相对少量的品牌维护费就可以取得优异的票房成绩，制片人因此能有效降低投资风险。以《宿醉》系列为例，《宿醉》是 2009 年华纳兄弟投资 3500 万美元拍摄的一部 R 级喜剧，以 2.8 亿美元票房成为当年票房黑马，2011 年推出的《宿醉 2》凭借第一部积累的良好人气与口碑，全球票房高达 5.8 亿美元，再创喜剧电影票房记录。光线传媒三个系列剧的打造，迎合了电影系列为王的潮流，并且在系列剧首部影片成功打开市场之后，预计未来票房风险较低，并能够大幅降低宣发成本，从而实现高毛利率，为公司在电影业务方面的业绩“保驾护航”。

表 17、2012 年公司规划电影项目（部分）

电影	上映时间	亮点	预计票房
《极速天使》	12 月 28 日	投资+发行。汤唯、张柏芝、刘若英、林志颖等主演。一部时尚的女子赛车影片。马楚成导演，马楚成十年来最出色的影片。	预计 1.5 亿以上的票房
《新天生一对》	春节	投资+联合发行。周渝民、杨幂主演	
《一场风花雪月的故事》	2012 年 2 月 14 日	投资+发行。根据同名作品改变	
《匹夫》	2012 年 3 月	投资+发行。黄晓明主演，新导演，带有比较强的个人风格。	
《四大名捕》	2012 年 4 月	制作+发行。陈嘉上导演，邓超、刘亦菲、黄秋生、郑中基、江一燕主演。大规模的群戏，故事复杂好看。	预计 2 亿以上
《大海啸鲨口逃生》	2012 年暑期	灾难片	





《铜雀台》	2012年12月	投资+发行。周润发、刘亦菲、苏有朋等主演	
《我的老婆没长大》		制作+发行	
《谢谢你我爱你》		制作+发行	

资料来源：艺恩咨询、第一创业证券研究所

表 17、2011 年暑期电影票房 TOP10

排名	影片名称	票房（亿美元）
1	哈利波特与死亡圣器（下）	13.10
2	变形金刚 3	11.10
3	加勒比海盗 4	10.39
4	功夫熊猫 2	6.50
5	速度与激情 5	6.07
6	宿醉 2	5.81
7	赛车总动员 2	5.41
8	雷神	4.49
9	蓝精灵	4.29
10	X 战警：第一战	3.52

资料来源：艺恩咨询、第一创业证券研究所

## 4.7、自制电视剧稳健发展参与投资和外购剧有望提升 频道联播网广告收益

公司不仅在电影业务方面加大投入，在电视剧业务方面也动作频频，公司至今已投资、制作、发行了 20 部常规电视剧和 240 集情景喜剧，包括《祸福相依》等常规电视剧以及《马大姐新传》等情景喜剧。我们梳理公司电视剧业务，主要可以分为三部分：

（1）公司自行制片发行的电视剧，或者以公司为主要投资方的电视剧。这部分业务，公司保持稳健态度，以精品剧为主。据公司三季报披露，公司独家投资制作的电视剧《我和老妈一起嫁》取得发行许可证，发行情况良好。并且公司卖座的电影作品也有望改编成为电视剧，如《画壁》、《四大名捕》等，能够形成电影、电视剧良好的协同互动。

（2）公司参与投资的电视剧。9月29日，公司公告将使用超募资金2亿元投资电视剧。公司计划与东阳狂欢者影视文化有限公司（以下简称“狂欢者”）签署《影视剧项目合作的框架协议》，使用超募资金2亿元参与电视剧投资，以获取优秀电视剧的投资收益和在地面电视频道播出的优先购买权。公司暂计划对《赏金猎人》、《谍恋花》、《风筝》、《相爱十年》、《理想伴侣》、《同一屋檐下》、《银婚》、《谍影危情》、《血色疑云》、《庆余年》、《红色生死恋》、《翁婿的战争》、《远大前程》、《谎言》、《父母爱情》、《水饺皇后》16部作品进行投资摄制。依据《协议》，公司所获收益最低应达到其在该合作作品所投入联合拍摄投资额的10%，最高为其在该合作作品所投入联合拍摄投





资额的 12%。该投资协议，一方面有利于积累电视剧投资经验，为公司下一步大规模开展“电视联播网电视剧购买”项目打下基础；另一方面可以保证公司优先获得所投资电视剧地面电视版权，充实频道联播网内容，提升频道联播网的影响力与广告价值。

(3) **电视联播网电视剧购买**。公司拟投资 21,600 万元购买 1,080 集精品电视剧全国地面频道首轮播出权，每天的 17:30 - 23:30 之间在公司的频道联播网电视台中连续播出 3 集，打造城市频道联播网的电视剧剧场，在内容方面进一步充实公司电视节目联播网，提升公司作为电视节目联播网运营商的节目运营能力。遵循循序渐进的原则，用两年的时间达到每年购买 1080 集、每天首播 3 集精品剧的目标。

从上文梳理来看，公司自拍的电视剧以稳健为主，要保证项目的利润率，而公司参与投资或外购的电视剧主要为电视联播网服务，计划投资额较大。电视剧仍是电视最为重要的收视和收入来源，带来广告收入超过电视台广告收入的 50%，根据央视市场研究公司（CTR）广告监测的数据显示，从广告投放时长来分析，2009 年中央台和省级卫视电视剧广告时长占有所有广告时长的 63%、75%，由于 2010 年受广电总局“61 号令”和“卫星电视剧限播令”的影响，电视剧广告绝对时长和所占比重均有所下滑，但是中央台和省级卫视电视剧广告时长所占比重仍超过 50%。公司已经规划投资、购买电视剧的预算为 4.16 亿元，有望为频道联播网提供充足的电视剧节目，从而大幅提升联播网的收视率和广告收益。

表 19、广告时长与投放额

时间	中央台			省级卫视		
	广告时长 (小时)			广告时长 (小时)		
	所有节目	电视剧	电视剧占比	所有节目	电视剧	电视剧占比
09 年	39,307	24,749	63%	31,094	23,366	75%
10 年	32,064	18,141	57%	24,546	16,701	68%

资料来源：CTR 广告监测、第一创业证券研究所整理

## 4.8、影视剧收入预测

影视剧业务预计将成为公司收入增长重要驱动力，预计 2012 年影视剧业务收入有望突破 6 亿元。

表 20、影视剧分业务收入

分业务数据	10A	11E	12E	13E	说明
影视剧收入总计 (百万元)	154.4	312.5	437.2	627.6	
电影收入 (百万元)	145.49	282.5	381.4	514.8	=电影票房分账收入+影片衍生品收入
发行电影部数 (部)	7	7	9	11	
发行电影票房 (百)	302.8	584.9	789.6	1065.9	我们假设电影行业票房收入未来四



万元)					年复合增长率为 28%，光线传媒作为电影发行商前三甲，预计未来四年电影票房收入增速会高于行业平均水平，我们假设为 35%。
电影票房分账收入 (百万元)	123.4	239.8	323.7	437.0	公司获得票房发行+制片的票房分账比例在 40%左右，考虑到公司发行的影片大都是具有影响力的大片，分账比例有望提升，我们采用 2010 年 41%的分账比例。
影片衍生品收入 (百万元)	22.1	42.7	57.6	77.8	包括版权销售及广告等衍生收入，收入约占电影票房收入的 7%左右，我们采用 2010 年比例，假设占电影票房收入的 7.3%。
<b>电视剧收入 (百万元)</b>	<b>8.88</b>	<b>30.0</b>	<b>55.8</b>	<b>112.8</b>	
独家投资发行电视剧 (或作为主要投资方) 数量 (部)		1	1	2	公司独家投资或作为主要投资方发行电视剧，采用谨慎态度，预计每年 1-2 部。 2011 年主要为《我和老妈一起嫁》，2012、2013 年有望拍摄《画壁》、《四大名捕》等的电视剧。
独家投资发行电视剧 (或作为主要投资方) 价格 (百万元/部)		30	36	43	集中拍摄精品剧，假设每集 100 万元，每年增长 20%，平均每部 30 集。
与东阳狂欢者合作 电视剧数量 (部)			6	8	公司与东阳狂欢者合作电视剧 16 部，假设 2012 年有 6 部实现收入，2013 年有 8 部实现收入。
与东阳狂欢者合作 每部电视剧价格 (百万元/部)			30	30	假设平均每部电视剧售价 3000 万元。
公司来自于与东阳 狂欢者合作收入			19.8	26.4	每部电视剧占投资比重的 10%-12%，假设平均占据 11%的投资份额

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

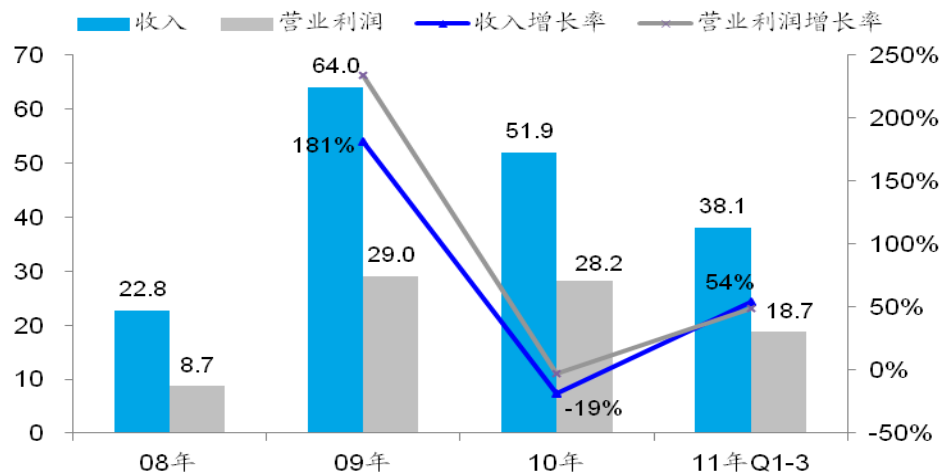
## 5、演艺活动水平业内领先收入、利润同步高增长

### 5.1、演艺活动收入、利润同步高增长

2011 年 1-9 月，公司演艺活动分别实现收入、营业利润 3806 万元、1871 万元，同比增速分别为 54%、49%，增长迅速。



图 36、公司演艺活动收入、营业利润及增长率（单位：部）



资料来源：国家广电总局、第一创业证券研究所

公司演艺活动主要包括颁奖典礼、选秀类、公司年会、推广活动等，收入的实现主要通过制作费和广告费收入两部分。

**颁奖典礼。**《蒙牛音乐风云榜颁奖盛典》从 2001 年 4 月开始，到 2011 年已经连续举办 11 届，以打造“中国的格莱美”奖为目标，是华语乐坛最具影响力的颁奖盛典，2011 年在深圳卫视播出；《真维斯娱乐大典》也已经连续举办 5 届，是目前为止中国娱乐界唯一的全行业评选盛典，2011 年在辽宁卫视播出。这两大王牌盛典分别与公司的《音乐风云榜》、《娱乐现场》相呼应，通过电视现场互动，已经形成广泛影响力，奠定了其在各自领域的权威地位，提升了典礼的含金量和影响力。公司与安徽卫视合作的《国剧盛典》，到 2011 年已经举办第三次，影响力日渐广泛，有望成为电视剧评选活动的权威品牌。

**选秀类。**2010 年公司选秀类节目主要有两档，《蒙牛音乐梦想学院》在深圳卫视播出，2010 年举办两次；《真维斯杯休闲装设计大赛》则每年举办 5 次活动，包括 4 场分赛区预赛以及 1 场总决赛。

**其它。**包括公司年会、推广活动等。2010 年曾为水晶家纺举办了 4 次推广活动，随着广告竞争的日趋激烈，公司越来越注重通过各式活动等形成“眼球效应”，为公司产品品牌进行宣传推广，市场前景广阔。

## 5.2、演艺活动水平业内领先线下线上互动协同优势明显

**演艺活动承办水平业内领先。**公司通过《蒙牛音乐风云榜颁奖盛典》《真维斯娱乐大典》等顶级颁奖典礼，积累了丰富的演艺活动承办经验，公司大型演艺活动承办能力在民营电视制作公司中处于领先地位。并且公司对娱乐界的聚焦，确保公司能捕捉最新娱乐潮流，使得公司年会、推广活动等能吸引市场“眼球”。

**丰富的社会资源。**公司通过多档娱乐栏目与娱乐明星建立良好的关系，为各种演艺活动提供丰富的资源，提升了演艺活动的含金量。而公司频道联播网的



播出渠道，与卫视台良好的客户关系，使演艺活动可以通过电视台传播，扩大演艺活动的影响力。

**线上线下互动。**对于颁奖盛典、选秀等活动，公司可以通过《娱乐现场》等电视栏目进行追踪报道，为活动进行宣传，扩大活动的影响力。

## 6、核心竞争优势之四：整合营销

整合营销是指对多种营销工具和手段的系统化结合应用，把各个独立地营销综合成一个整体，以产生协同效应，相比与单一广告形式，整合营销能够从多方位对公司形象进行宣传，有利于公司品牌的塑造，宣传效果更佳。“整合营销”是公司广告业务的核心竞争能力。

光线传媒因为拥有电视栏目、电影、综艺活动等多项业务，可以为客户提供丰富的广告形式：

**电视节目：**冠名权、植入广告、贴片广告等；

**演艺活动：**冠名权、植入广告、推广活动等；

**电影、电视：**植入广告、贴片广告等；

**演艺活动：**艺人代言、推广活动等。

相比于其它电视节目制作公司，公司不仅能够提供多种广告形式，也能提供丰富的播出渠道，确保这些广告能够有效的传递给受众。公司广告的播出渠道包括：

**电视：**公司独特的频道联播网、节目联播网等模式可以通过城市电视台进行全国覆盖。公司部分电视节目、演艺活动等也会销售给省级卫视台，进行全国播出；

**户外广告、网络、手机、广播：**通过新媒体联播网，公司电视节目可以覆盖地铁、公交、机场、医院、学校等场所。同时公司也有自建网站或通过新媒体联播网将节目以网络视频的方式传递给网民；

**影院：**公司通过电影投资制作与发行业务，可以将电影的植入广告、贴片广告传递至电影观众；

**线下活动：**公司各种颁奖典礼、选秀等活动可以为客户提供冠名广告、植入广告等机会。公司也可以为客户提供线下推广活动，如 2010 年，公司举办了四次“水星家纺-群星耀中国品牌推广活动”。通过线上线下互动，达到更好的品牌宣传效果；

**其它：**公司还可以通过新闻发稿等方式，为客户提供传统纸媒形式广告等。

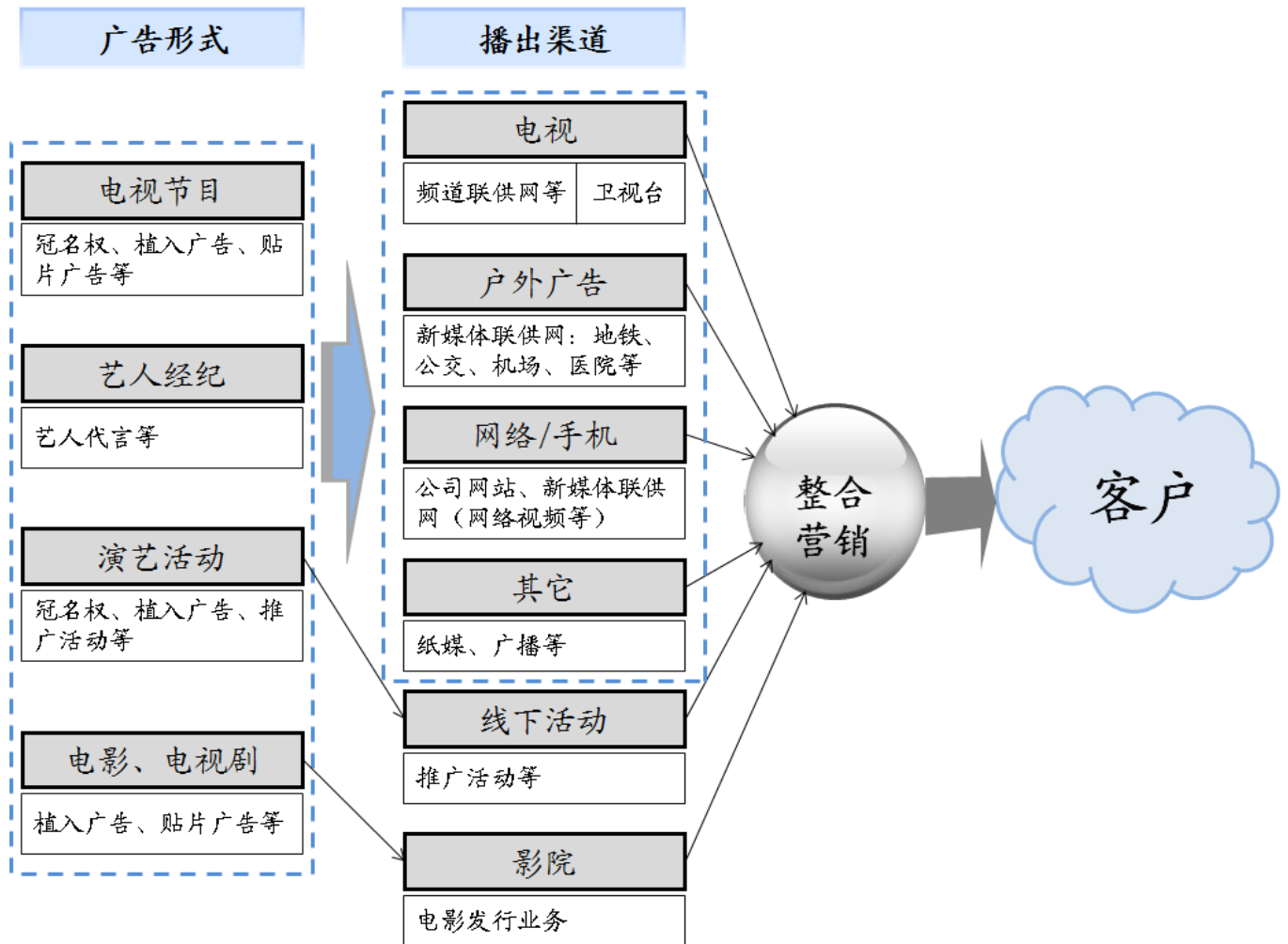
以蒙牛酸酸乳为例。公司的王牌节目《音乐风云榜》即冠名为《蒙牛酸酸乳音乐风云榜》，并在节目背景中植入蒙牛酸酸乳广告，该节目通过频道联播网进行全国播出，并通过新媒体联播网在公交、地铁等户外媒体进行播放，实现了不逊于省级卫视的宣传效果；近几年公司的音乐风云榜颁奖盛典，也由蒙牛酸酸乳进行冠名，该颁奖盛典在卫视台播出（2011 年在深圳卫视播出），进一步增强了广告效果，并且为客户提供了贴片广告资源；公司 2010 年还举办了《蒙牛



酸酸乳音乐梦想学院》选秀活动，通过全民选秀，互动投票等活动，扩大了活动和广告的影响力。公司这种“多形式+多渠道”的整合营销广告模式，使蒙牛酸酸乳品牌与音乐联合，使其产品拥有了音乐的定位，也是青年的定位，与蒙牛酸酸乳目标客户相契合，在蒙牛内部产品广告效果评比中，蒙牛酸酸乳广告效果排名前列。

公司这种“多形式+多渠道”的整合营销广告模式，使多种广告形式与传播渠道有效融合，能为客户提供品牌增值，是公司的核心竞争力之一。因为相比于其它电视节目制作公司，公司拥有渠道优势，并且公司提供广告形式更加丰富；相比于电视台等媒介，公司拥有内容优势，能够提供多种形式的广告，并且传播渠道更加多样。这种竞争优势将支撑公司广告收入的稳步增长。

图 37、光线传媒整合营销示意图



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所





图 38、依次为蒙牛酸酸乳在《音乐风云榜》的冠名广告、植入广告，在《第 11 届音乐风云榜年度盛典颁奖典礼》的冠名广告、贴片广告



资料来源：网络公开资料、第一创业证券研究所

## 7、核心竞争优势之五：协同效应

公司“内容+渠道”、“娱乐+传媒”的业务架构，能够实现多种内容资源与公司广泛的媒介资源实现整合，极大的提高了资源利用效率，形成了独特的传媒娱乐集团的运营架构，这一业务架构使得公司内部能形成诸多协同效应。其中广告“多业务+多渠道”形成的“整合营销”，以及“电影投资+发行”形成的“电影直投”等协同效应前文已经进行过分析，此处不再赘述，我们主要分析公司多种节目类型和“电影+传媒”形成的协同效应。

首先，公司借鉴国外传媒产业成熟先进的管理理念，实现了电视节目的工业化生产和经营，较早建立了国内领先的“娱乐节目工业化运营体系”。一方面公司使得节目的规模化生产成为可能，大幅降低了单个节目的制作成本，使得公司的同类型节目较其他机构具有明显的成本优势；另一方面，公司多档节目形成娱乐节目集群，具有显著的品牌效应，使公司可以以较低的信息采集成本获得丰富的娱乐资源，并且彼此间形成娱乐资源共享共享，具体表现在一组采编人员可





以为多个节目服务、娱乐明星可以接受公司不同节目的采访、各种演艺活动为电视栏目提供内容来源、节目制作的硬件设施实现共享等。

其次，公司电视栏目与演艺活动能够**形成线上线下互动与品牌协同**。公司的王牌演艺活动《音乐风云榜颁奖盛典》、《娱乐大典》分别与公司王牌电视栏目《音乐风云榜》、《娱乐现场》共享品牌，线上线下的互动能够形成品牌协同效应，扩大彼此影响；公司的许多演艺活动，包括颁奖盛典、电影首映礼、选秀等可以为电视栏目提供娱乐素材，如《音乐风云榜》等节目会对《音乐梦想学院》等活动进行全程跟踪，而电视栏目通过联播网对活动进行传播，又扩大了活动的影响力，吸引更多人参与与关注，提升活动的含金量。

最后，公司“传媒+娱乐”的架构，与美国主流电影公司一般均是在大传媒集团旗下的组织架构现状相吻合。公司的电影、电视业务可以以传媒集团为依托，发挥电视栏目广泛播出渠道的优势，为影视片宣传、发行提供了多种媒介资源的支持，借助传媒资源的整合和整合营销拓展了电影电视的市场空间；电影电视作为最具吸引力的艺术类作品之一，具有广泛的品牌影响力，能够提升公司对各种娱乐资源的吸引力。同时，电影电视本身作为娱乐内容，也为公司的节目提供了丰富的内容资源；两者能够充分实现娱乐内容与传媒资源的整合，平衡大制作影片产生的短期现金流压力与公司业务稳定发展的关系，实现公司长期稳健的发展，以美国为例，现在美国八大电影公司目前均已成为大型传媒集团或公司的子公司。以《画壁》为例，画壁拍摄过程中的各种花絮、宣传片、主创人员演员采访均可以作为公司《娱乐现场》、《影视风云榜》等电视栏目的素材，并且公司可以低成本获得，而随着这些电视栏目的播出，又客观上为《画壁》进行了广泛的宣传，有利于电影整体票房的提升。

**表 21、公司多业务的协同效应**

多业务组合	协同效应表现
广告多业务+多渠道	整合营销
电影投资+发行	电影直投
各类型电视节目（电视栏目、演艺活动）	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、多档电视栏目，集中在娱乐界，形成节目集群，提升影响力，有利于较低成本获得制作所需的人力与作品资源；</li> <li>2、公司联播网为演艺活动的营销宣传提供了媒介资源，演艺活动为电视栏目提供素材；</li> <li>3、演艺活动与公司的现有电视栏目相结合，实现品牌化运营。</li> </ol>
电影、电视剧+传媒集团	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、节目发行网络为影片宣发提供媒介资源支持，电影能够快速提升公司的品牌影响力，也是重要的娱乐内容资源；</li> <li>2、电视剧的协同效应与电影类似。联播网为电视剧的发行提供渠道优势，电视剧为电视栏目提供素材；</li> <li>3、传媒业务经营稳定，能有效平衡大制作影片产生的短期现金流压力与公司业务稳定发展的关系。</li> </ol>

资料来源：招股说明书、第一创业证券研究所

表 22、美国八大电影公司均属于大型传媒集团或公司

电影公司名称	所属传媒集团或公司
哥伦比亚 (Columbia Pictures)	索尼影业 (Sony Pictures Entertainment)
米高梅 (MGM Motion Pictures)	索尼影业 (Sony Pictures Entertainment)
华纳兄弟 (Warner Bros)	时代华纳 (Time Warner Inc)
新线 (New Line Cinema)	时代华纳 (Time Warner Inc)
20 世纪福克斯 (20th Century Fox Film)	新闻集团 (News Corporation)
迪士尼 (Walt Disney Pictures)	迪士尼 (The Walt Disney Company)
派拉蒙 (Paramount Pictures)	维亚康姆 (Viacom)
环球 (Universal Picture)	康卡斯特/通用电器 (Comcast/General Electric)

资料来源：网络公开资料、第一创业证券研究所

图 39、光线传媒业务协同效应示意图



资料来源：公司招股说明书、第一创业证券研究所

**讨论：电影制作公司背靠传媒集团是否是趋势？**

我们以米高梅为例，米高梅曾拍摄出《乱世佳人》、《007》系列、《猫和老鼠》等一系列不朽的影片和动画，也曾获得过 170 座奥斯卡金像奖，但是



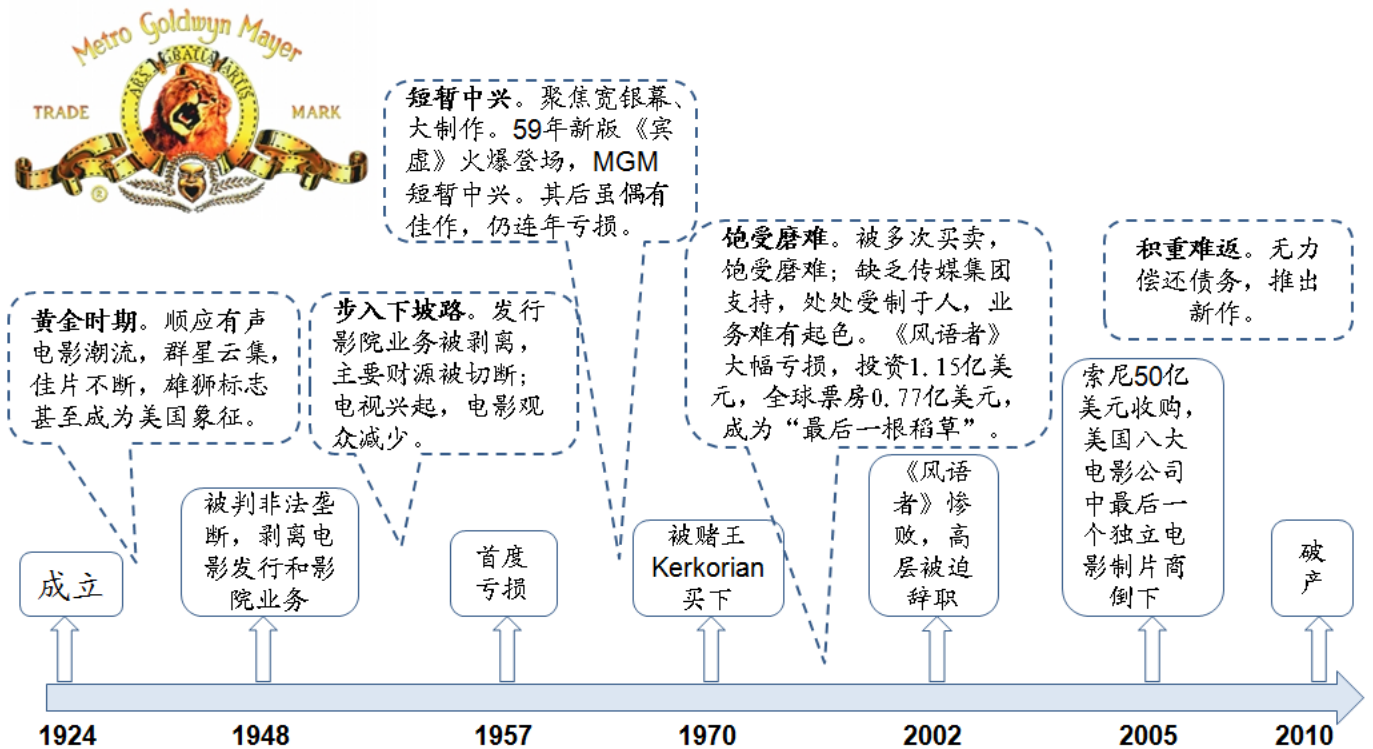
却在 2010 年宣布破产。分析米高梅发展历程可知，其走下坡路源于 1948 年被判非法垄断，剥离了电影发行和影院业务，成为独立的电影制作公司。此后受到电视兴起的影响，虽然偶有起色，但是因为主要的财源被切断，又缺少传媒集团的支持，处处受制于人，仅靠电影制作业务支撑，业绩波动风险极大。2002 年，公司投资 1.45 亿美元制作的战争巨著《风语者》，仅实现 0.78 亿票房，造成公司大幅亏损，成为“压倒骆驼的最后一根稻草”，此后，在公司最为困难的时候，甚至连 2000 万美元的短期周转资金都难以挤出。2005 年，公司被索尼影业收购，美国八大电影制作公司中最后一家独立电影制片商也“皈依”大型传媒集团，但是终究积重难返，于 2010 年宣布破产。美国八大电影公司的现状和米高梅的发展历史均证明了电影公司要想获得大的发展，需要与传媒集团相结合。这种结合的必要性主要在于协同效应和创意经济价值的充分挖潜：

**电影与传媒集团间经营协同。**电影作为一种创意产品，其票房及后续衍生品的销售，均需要观众的“眼球聚焦”，而独立电影制作公司缺少宣传所需的媒介渠道，在电影的宣传推广上天然处于弱势地位，而背靠传媒集团的电影制作公司则可以充分利用母公司的媒介资源，传媒集团也需要电影为其提供娱乐资源和提升品牌，并利用电影形成的品牌效应，充分挖掘电影衍生产品市场，两者实现协同双赢。

**电影与传媒集团间财务协同。**电影为了博得高票房，在创意缺乏的情况下，越来越注重大投资、大制作，发展成为“大投资+新技术+多明星”的制作模式，使得单个项目投资风险越来越大，一两个大项目的失败，就有可能将公司拖入破产的深渊，独立电影制作公司如果没有大型传媒集团支持，难以承受该风险。以目前全球票房冠军《阿凡达》为例，其整体投资高达 5 亿美元，拍摄周期更是长达 4 年时间，虽然最后实现了 27.5 亿美元的票房，为投资者带来丰厚收益，但是其制作方 20 世纪福克斯电影制作公司，如果不是背靠新闻集团，也难以承受该项目的投资风险；同样是 20 世纪福克斯电影制作公司，在 1963 年耗资 4500 万美元（相当于现在现在 4 亿多美元）拍摄的史诗巨著《埃及艳后》的票房失败，几乎致使其破产，电影投资风险之大，由此可见一斑。



图 40、米高梅的兴衰史



资料来源：维基百科、第一创业证券研究所

## 8、中国娱乐界的新闻集团

新闻集团是当今世界上规模最大的综合性传媒公司之一，它涉足所有的媒体领域，2011 财年（截至 6 月 30 日），实现营业收入 334 亿美元，实现净利润 27.4 亿美元，总市值高达 447.4 亿美元（12 月 27 日）。

我们对比两家公司业务结构可知：光线传媒与新闻集团相比，缺少传输业务（卫星电视），在传媒、娱乐两块业务中，光线传媒缺少纸媒、音乐、体育等业务。除此之外，光线传媒基本可以覆盖新闻集团相关业务，虽然限于发展时间的原因，影响力尚不及新闻集团，并且光线传媒主要聚焦于娱乐界，不涉及社会新闻栏目，但是新闻集团“娱乐+传媒”的业务架构，光线传媒业已形成，该业务结构的协同效应能支持光线传媒稳定发展，考虑到光线传媒聚焦于娱乐产业，我们可以称之为“中国娱乐界的新闻集团”。

表 23、光线传媒与新闻集团业务对比

分类		新闻集团	光线传媒
传媒	纸媒	书籍 Harper Collins 图书出版公司等	
		报纸 华尔街日报、纽约邮报、泰晤士报等	
		杂志 Smart Source Magazine、旗帜周刊等	
电视	商业电视网 FOX 新闻台等	电视联播网、卫视播出渠道（深圳卫视、陕西卫视等）	





	有线电视台	福克斯足球频道、福克斯体育台、福克斯电影台、国家地理频道等	合作方鼎视传媒的“新娱乐频道”	
	广播	Fox News Radio、Nashe（50%）等	新媒体联供网覆盖 125 个电台频次	
	网络	Fox Interactive Media、NewsDigitalMedia 等	新媒体联供网覆盖新浪网、搜狐网、腾讯网、优酷网等主流网站 公司自有网站 E 视网	
娱乐	内容制作	音乐	Fox Film MusicGroup、Festival Mushroom Records 等	
		电影	20 世纪福克斯制片公司等	公司的电影投资发行业务
		电视剧及电视栏目	Fox Television Studios 等	电视剧制作发行业务 电视节目制作与发行业务
	体育	全国橄榄球联盟（50%）、洛杉矶湖人队（9.8%）等		
	其它		演艺活动	
传输	卫星电视	Direct TV、SKY、STARTV 等		
其它	数字电视设备	NDS 集团（英国数字付费电视技术与解决方案提供商）		

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

## 9、盈利预测与投资评级

预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.56 元、2.25 元、和 3.20 元，按照最新股价 61 元，对应的 PE 分别为 39.x 倍、27.x 倍和 19.x 倍，我们看好公司作为“中国娱乐界新闻集团”发展潜力，给予“强烈推荐”评级。

表 24、公司的主要财务数据（单位：万元）

项 目	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	47,960	71,779	101,977	140,622
增长率	24.5%	49.7%	42.1%	37.9%
其中：栏目制作与广告	27,337	34,255	50,731	68,886
影视剧	15,438	31,249	43,716	62,763
演艺活动	5,186	6,275	7,530	8,973
减：营业成本	29,071	43,619	62,048	84,176
营业税金及附加	1,859	2,675	3,514	4,798
销售费用	1,240	1,794	2,549	3,516
管理费用	3,245	4,450	6,323	8,156
财务费用	397	-510	-1,330	-1,374
资产减值损失	234	533	662	847
加：公允价值变动收益	-	-	-	-
投资收益	-	-	-	-
二、营业利润	11,914	19,217	28,211	40,504



增长率	75.5%	61.3%	46.8%	43.6%
加：营业外收入	1,643	1,150	1,208	1,268
减：营业外支出	61	64	67	71
三、利润总额	13,496	20,303	29,351	41,702
减：所得税费用	2,214	3,248	4,696	6,672
四、净利润	11,282	17,055	24,655	35,030
归属母公司净利润	11,282	17,055	24,655	35,030
增长率	79.9%	51.2%	44.6%	42.1%
五、总股本(万股)	10,960	10,960	10,960	10,960
六、摊薄每股收益(元/股)	1.03	1.56	2.25	3.20
ROE	48.7%	9.4%	12.1%	14.9%
P/E(倍)	59.3	39.2	27.1	19.1

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

## 10、风险提示

公司经营主要存在如下风险：

- (1) 频道联供网商业模式：公司与城市电视台合作的稳定性存在风险，城市电视台因为自身利益或政策原因存在违约的可能；
- (2) 广电总局政策影响，虽然广电总局“限娱令”仅针对卫视频道，但是该政策有可能扩大至城市电视台，从而对公司经营业绩造成影响；
- (3) 公司电影投资业务，存在亏损的可能；
- (4) 公司电影、电视业务受到盗版影响；
- (5) 广电总局等政府部门后续可能出台其它政策，对公司经营业绩造成影响。





## 光线传媒盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	<b>326.1</b>	<b>1,769.4</b>	<b>1,959.3</b>	<b>2,252.0</b>	一、营业收入	479.6	717.8	1,019.8	1,406.2
货币资金	40.0	1,419.6	1,464.0	1,575.4	减: 营业成本	290.7	436.2	620.5	841.8
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	18.6	26.8	35.1	48.0
应收款项	130.1	196.7	279.4	385.3	销售费用	12.4	17.9	25.5	35.2
预付款项	133.3	119.5	170.0	230.6	管理费用	32.5	44.5	63.2	81.6
存货	18.2	29.1	41.4	56.1	财务费用	4.0	-5.1	-13.3	-13.7
其他流动资产	4.6	4.6	4.6	4.6	资产减值损失	2.3	5.3	6.6	8.5
<b>非流动资产</b>	<b>81.4</b>	<b>124.1</b>	<b>161.5</b>	<b>199.0</b>	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资及金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	15.8	23.5	60.9	98.4	二、营业利润	119.1	192.2	282.1	405.0
在建工程	3.9	38.9	38.9	38.9	加: 营业外收入	16.4	11.5	12.1	12.7
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.6	0.6	0.7	0.7
无形及递延性资产	61.7	61.7	61.7	61.7	三、利润总额	135.0	203.0	293.5	417.0
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 所得税费用	22.1	32.5	47.0	66.7
<b>资产总计</b>	<b>407.5</b>	<b>1,893.5</b>	<b>2,120.8</b>	<b>2,451.0</b>	四、净利润	112.8	170.5	246.6	350.3
<b>流动负债</b>	<b>161.3</b>	<b>64.3</b>	<b>73.7</b>	<b>85.1</b>	归属母公司净利润	112.8	170.5	246.6	350.3
短期借款	104.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益与调整	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	14.0	20.3	28.9	39.2	五、总股本(百万股)	109.6	109.6	109.6	109.6
预收帐款	1.3	2.0	2.8	3.9	EPS(元/股)	1.03	1.56	2.25	3.20
其他	42.0	42.0	42.0	42.0					
<b>长期负债</b>	<b>14.4</b>	<b>14.4</b>	<b>14.4</b>	<b>14.4</b>	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	12.0	12.0	12.0	12.0	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>成长能力</b>				
其他	2.4	2.4	2.4	2.4	营业收入	-48.0%	49.7%	42.1%	37.9%
<b>负债合计</b>	<b>175.7</b>	<b>78.7</b>	<b>88.1</b>	<b>99.4</b>	营业毛利	-59.7%	49.1%	41.8%	41.4%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT	-60.6%	53.4%	43.2%	45.1%
股本	82.2	109.6	109.6	109.6	净利润	-57.1%	51.2%	44.6%	42.1%
资本公积	57.8	1,468.9	1,468.9	1,468.9	<b>获利能力</b>				
留存收益	91.8	236.3	454.2	773.0	毛利率	39.4%	39.2%	39.2%	40.1%
股东权益合计	231.8	1,814.8	2,032.7	2,351.5	EBIT/收入	26.2%	26.8%	27.0%	28.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>407.5</b>	<b>1,893.5</b>	<b>2,120.8</b>	<b>2,451.0</b>	净利率	23.5%	23.8%	24.2%	24.9%
					ROE	48.7%	9.4%	12.1%	14.9%
					ROIC	32.4%	9.3%	12.1%	14.8%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
单位:百万元									
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债率	43.1%	4.2%	4.2%	4.1%
<b>经营活动现金流</b>	<b>35.1</b>	<b>1,429.6</b>	<b>94.4</b>	<b>161.4</b>	利息保障倍数	28.4	-33.4	-18.5	-25.5
净利润	112.8	170.5	246.6	350.3	速动比率	1.88	27.00	25.96	25.76
折旧摊销	1.6	0.0	0.0	0.0	经营现金净额/当期债务	0.34	n/a	n/a	n/a
财务费用	3.8	-5.1	-13.3	-13.7	<b>营运能力</b>				
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	1.18	0.38	0.48	0.57
营运资金变动	-90.1	-56.7	-136.1	-169.9	应收账款天数	97.63	98.63	98.63	98.63
其它	1.9	5.3	6.6	8.5	存货天数	22.59	24.00	24.00	24.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>-53.2</b>	<b>-50.0</b>	<b>-50.0</b>	<b>-50.0</b>	<b>每股指标(元)</b>				
资本支出	-12.8	-50.0	-50.0	-50.0	EBIT/股本	1.14	1.76	2.51	3.65
长期投资	-51.4	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	0.32	13.04	0.86	1.47
其他	11.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产	2.12	16.56	18.55	21.46
<b>筹资活动现金流</b>	<b>12.7</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>估值比率</b>				
债务融资	66.4	0.0	0.0	0.0	P/E	59.26	39.20	27.12	19.09
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	28.84	3.68	3.29	2.84
其它	-53.7	0.0	0.0	0.0	P/S	13.94	9.31	6.56	4.75
汇率变动影响	-0.6	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	40.39	34.81	24.32	16.75
<b>现金净增加额</b>	<b>-6.0</b>	<b>1,379.6</b>	<b>44.4</b>	<b>111.4</b>					

数据来源: 公司公告、第一创业研究所

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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,也可能为这些公司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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135