

守住影视业的康师傅控股——光线传媒动态点评（买入）

投资要点：

- 电影产业链的数字改造是渠道疏通的直接技术条件，实现全国零阻力电影播映；城镇化是渠道疏通的基础条件，实现三四线城市电影市场的快速爆发；地面营销渠道建设是渠道疏通的最后一公里，本质上提升了公司的单片竞争力。渠道疏通为档期弹性创造条件，光线下半年和 2014 年电影票房有望借狄仁杰东风超预期——2013 年国庆档总体票房同比增长 52%，与 2012 年国庆档的 5 部大制作和 2 部动画片的没有一部影片票房过亿、总体票房不到 4 亿，以及 2011 年国庆档 3.175 亿票房的成绩相比，票房增长明显提速。这在 2013 年上半年电影票房同比增长 35%、国产电影票房同比增长 144% 的强劲增长背景下，显示出的强劲增长持续性；
- 电视剧目前静态看是周期性行业，长期动态看是成长性行业，我们已看到电视剧向美国电视剧靠拢的迹象。公司下半年预计获得 9 部电视剧许可证，业绩有望超预期——电视剧处在周期上行阶段，未来一段时间将看到电视剧行业量价齐升，智能电视最有可能替代上一轮视频网站泡沫周期，成为新一轮抢购电视剧的导火索，它很有可能惊人的重现上一轮视频网站建设催生的电视剧价格泡沫，过程一波三折，仍需密切关注；
- 美国把综艺娱乐当做文化输出全球的重要国家战略。中国综艺娱乐已经具备了反向输出港台的能力；光线传媒脱胎于央视，如同灿星脱胎于上海文广。光线通过与央视合作，几档重量级综艺节目渐入佳境，显示出脱离 SMG 前的灿星实力，国内的灿星雁阵格局正在悄然形成——《超级减肥王》已于三季度播出，收入也将于三季度开始确认，是公司继《梦想星搭档》之后第二度与央视财经频道合作的栏目，首播亮相惊喜，随着节目不断进行，收视率有望创奇迹；
- 维持公司“买入”的投资评级。预计 2013-2014 年 EPS 为 0.77 元、1.13 元，对应市盈率 80X、54X。哲人说，如果宇宙是答案，那么什么是问题。既然影视娱乐是一场盛宴，它如何开始，便如何结束。而现在它确实才刚刚开始。在影视娱乐从星星之火开始成长的时候，市场在很长一段时间内把它看作风投，把每一部影片的时机当作主题投资的节奏。而事实上，好的公司通过大体量影视剧制作轧平头寸，不仅控制了风险，而且建立了牢不可破的护城河，将对手越甩越远——影视业不折不扣的成长型价值股的本质，逐渐显露出来，让我们有幸看到好莱坞在中国的崛起；原先担心被挖角儿的想法随着公司壮大被微妙的转化为公司去并购谁的正能量问题；当大家对自上而下 25% 的年复合增长行业数据感到麻木甚至怀疑的时候，总有公司在辽阔的荒原上率先崛起为带领者。华谊兄弟+光线传媒的双寡头地位，各自经过几十年不同思路的发展，逐渐会师；这个荒原的条件是如此之差，它整整比中国还并不发达的商业流通体系，还要落后十几年时间。然而这才是真正的机遇和弹性来源；这个荒原的条件又是如此得天独厚，它天然的具备广阔的市场，城镇化浪潮在一个康德拉季耶夫周期里有力支持了城市影院的发展，无数民营企业家的梦想从这里起步，无数小小影院们汇成江河，流入院线的大海。没有自上而下的计划，一切来自民间，它为电影制造商创造了生生不息的沃土。这些都是影视娱乐业的长线投资逻辑。

光线传媒 (300251)

分析师：栾雪飞

Tel：010-59355511

Email：luanxf@chinans.com.cn

执业证书编号：S0050512100001

联系人：

Tel：

Email：

投资评级

本次评级：买入
跟踪评级：维持
目标价格：目标/估值/询价

市场数据

市价(元)	61.75
上市的流通 A 股(亿股)	1.38
总股本(亿股)	5.06
52 周股价最高最低(元)	9.08-61.75
上证指数/深证成指	2212/ 8668
2012 年股息率	-

52 周相对市场改变

单击此处输入文字。

相关研究

隐形珠峰，化整为零——光线传媒投资分析（买入）

正文目录

引子.....	3
一、电影市场渠道打开带动票房加速上升，公司下半年电影票房有望超预期.....	3
1、国庆档票房同比增长 52%，狄仁杰单片撑国庆档珠峰.....	3
2、渠道疏通为档期弹性创造条件，光线下半年和 2014 年电影票房有望借狄仁杰东风超预期.....	5
二、电视剧处在周期上行阶段，电视剧为光线传媒下半年贡献业绩有望超预期.....	7
1、电视剧处在周期上行阶段，未来一段时间将看到电视剧行业量价齐升，智能电视最有可能替代上一轮视频网站泡沫周期，成为新一轮抢购电视剧的导火索，它很有可能惊人的重现上一轮视频网站建设催生的电视剧价格泡沫，过程一波三折，仍需密切关注.....	7
2、电视剧为光线传媒下半年贡献业绩有望超预期.....	8
三、《中国好声音》为中国综艺娱乐生态树标杆，《超级减肥王》收视率.....	9
1、《中国好声音》为中国综艺娱乐生态树标杆，持续收视率奇迹只是一个开始.....	9
2、光线通过与央视合作，几档重量级综艺节目渐入佳境，显示出脱离 SMG 前的灿星实力，国内的灿星雁阵格局正在悄然形成.....	10
四、自贸区、并购以及其他.....	11
五、估值和投资评级.....	12
六、风险分析.....	12

引子

在浮华世间，《泰囧 1》有一种低到尘埃里的真诚。这是系列片《泰囧 2》打动票房的地方。与等级无关。

一、电影市场渠道打开带动票房加速上升，公司下半年电影票房有望超预期

电影产业链的数字改造是渠道疏通的最深刻的技术条件拐点，实现全国零阻力电影播映；
城镇化是渠道疏通的基础条件拐点，实现三四线城市电影市场的快速爆发；
地面营销渠道建设是渠道疏通的最后一公里拐点，本质上提升了公司的单片竞争力。

1、国庆档票房同比增长 52%，狄仁杰单片撑国庆档珠峰

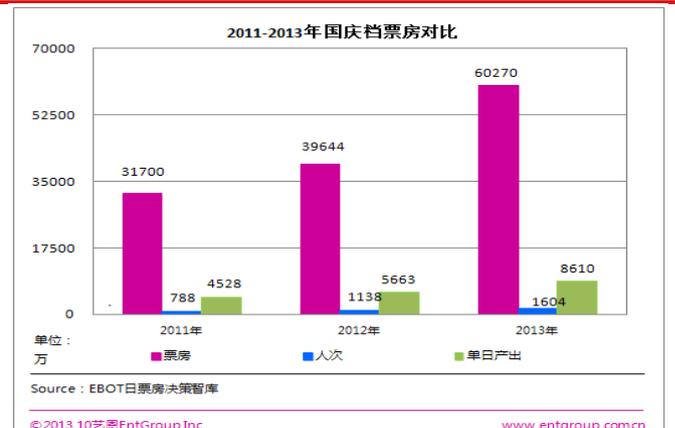
图 1：上周票房同比上升 56%，狄仁杰一片独大

2013年第40周 (2013.09.30-2013.10.06) 内地票房Top10						
排名	影片	本周票房(万)	票房占比	累计票房(万)	场均人次	上映天数
总计		61,977	100.0%	61,977	27	
1	狄仁杰之神都龙王	33911	54.7%	43297	45	9
2	逃出生天3D	8702	14.0%	8702	24	7
3	极速蜗牛	3431	5.5%	10345	27	19
4	独行侠	3421	5.5%	3421	32	2
5	神奇	2454	4.0%	2733	12	7
6	白狐	1672	2.7%	2652	16	9
7	81号农场之保卫麦咭	1586	2.6%	1889	14	9
8	全民目击	1554	2.5%	17645	19	24
9	蓝精灵2	1278	2.1%	13503	26	25
10	一路顺风	914	1.5%	1072	12	8

Source: EBOT艺恩日票房智库
©2013.10艺恩咨询EntGroup Inc. www.entgroup.com.cn

资料来源：民族证券

图 2：国庆档票房同比增长 52%



资料来源：民族证券

图 1、图 2 说明两个意思：

第一，2013 年国庆档总体票房同比增长 52%，与 2012 年国庆档的 5 部大制作和 2 部动画片的没有一部影片票房过亿、总体票房不到 4 亿，以及 2011 年国庆档 3.175 亿票房的成绩相比，票房增长明显提速。这在 2013 年上半年电影票房同比增长 35%、国产电影票房同比增长 144%的强劲增长背景下，显示出的强劲增长持续性。

它来自几个原因：

1) 城市化核心驱动力 1：电影院和屏幕绝对数量增速较快，3D 屏幕升级势头尤为凶猛

总体上,根据中影数字数据,截至2013上半年,我国共有数字银幕15380块,基本实现商业银幕放映全数字化。2012年全年新增数字银幕3832块,平均每天全国新增数字银幕10.5块。2013年城市影院建设高速发展,数字银幕6个月突破1.5万块,较2012年增加2270块,平均每天增加12.5块。

从区域分布来看,三四线城市银幕数增幅远远超过一线城市,2010年以来的年复合增长率在40%以上。2011年四线城市银幕总数超过一线城市,数量最多。——7座一线城市票房不再独大,三四线城市贡献的电影票房份额超过了一线城市,并成为三四线城市消费升级的主要消费品,这符合消费升级的区域转移规律。截至2013年上半年,全国县级市约有影院1300座(是全国数字影院数的38%),银幕数4500块(是全国数字银幕数的29.3%)。从单部电影的情况来看,三四线城市的票房市场份额从不到10%占比提高到35%甚至更高。——这在《隐形珠峰,化整为零——文化传媒行业主题研究系列之娱乐制造业2》中做过判断,控制10-20座年票房3000万元的城市,对单个公司业绩增加明显,宏观数据上的数据支持逻辑一致,有力支持了我们的推断。

从屏幕升级来看,3D银幕数增幅明显。2013上半年3D银幕数11854块,占数字银幕数的77.1%。全国3438家数字影院中3420家可放映3D,占数字影院99.5%。2007年国内3D银幕数只有82块,2012年达到9100块。截至2013年上半年,我国3D银幕数较2012年又增加2754块,仅2013年上半年增速就是2012年全年的30%。

2) 城市化核心驱动力 2: 电影院上座率提高,来自陈旧的电影渠道打通

市场认为,光线传媒和乐视影业在三四线城市的地面营销系统,是院线的“最后一公里”。——这种说法的本质,实际上大大低估了院线最后一公里的作用,因为它似乎在暗示“最后一公里”之前的构架是正确而通畅的。国内院线系统在国内商业流通体系中,落后十几年,大大阻碍了国内电影市场的发展。再加上2007年为兑现加入WTO承诺上百万座录像厅关停,中国电影市场潜力一直都没有发挥出来。通过率先和地方影院合作,完美复制了1995-1997年康师傅控股的路径,在商业流通体系极度匮乏的背景之下,率先进行了经销商竞合,康师傅在整部看似简单实则复杂至极的商业流通史中的位置,怎么评价都不为过。

如何解释一面是电影院空置率高达75%,一面是电影院快速扩建的矛盾。快速扩建反映民间资本的乐观,随着行业不断成熟和规范,电影院空置率会不断降低。

3) O2O 堆叠: 电影是互联网时代成功的O2O应用,它一定是传统产业接种互联网疫苗的产品;演员这一电影产品的核心组成部分之一,作为一种诞生于传统世界而存在于线上的二元对立产品,再把观众带进线上,天然的具有O2O属性

豆瓣、微博、QQ空间、人人网,都是电影主流受众的语境。以《小时代》为例,官微从2012年11月开机之前建立,接近一年运营时间,总共发了不到400条微博,却集结了超过13万粉丝。拥有超过千万粉丝的主创郭敬明、杨幂的微博也成为宣传阵地。4月25日,郭敬明在微博上首发第一版宣传片,一个月点击量超过600万,其后几款预告片互动效果都很好。——O2O就在身边,它属于传统世界的巨头和有心人,不是零时间变现,而是以“广告成本大幅下降和广告亲和力大幅提升”为实现目标的润物细无声的长期维护。它是传统产业内生的,自己长出来的一只手臂,不是硬生生嫁接互联网行业的。电影行业符合这个基础条件。

4) 我们的观点: 电影市场具备了康师傅控股不具备的时代条件——与社交网络相结合的身体延伸,从而获得了超人的能量,比传统行业更具有生命力。

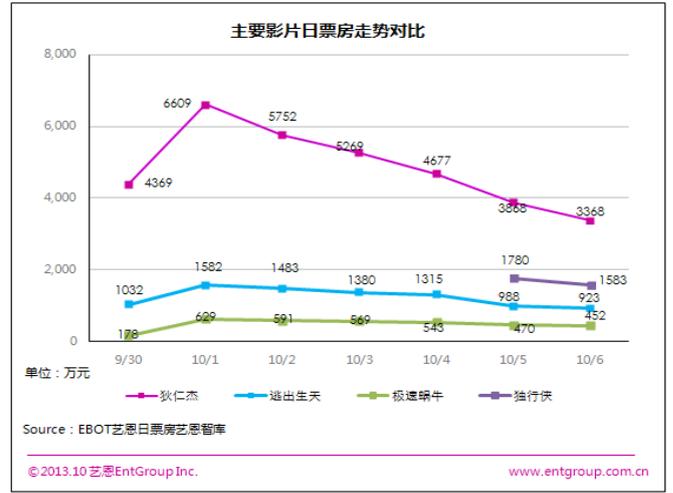
第二，狄仁杰单片票房撑起国庆档期珠峰

图 3：007 系列

中文译名	上映时间	全球票房 (亿美元)	007扮演者
诺博士	1962	0.595	肖恩·康纳利 (Sean Connery)
来自俄罗斯的爱情	1963	0.789	
金手指	1964	1.249	
霹雳弹	1965	1.412	
皇家赌场	1967	1.116	乔治·拉扎贝 (George Lazenby)
女王密使	1969	0.646	
金枪客	1971	1.16	肖恩·康纳利
生死关头	1973	1.264	
金枪人	1974	0.976	罗杰·摩尔 (Roger Moore)
海底城	1977	1.854	
太空城	1979	2.927	
最高机密	1981	1.949	
八爪女	1983	1.837	
雷霆杀机	1985	1.524	
黎明生机	1987	1.912	提摩西·道尔顿 (Timothy Dalton)
杀人执照	1989	1.562	
黄金眼	1995	3.597	皮尔斯·布鲁斯南 (Pierce Brosnan)
明日帝国	1997	3.353	
眼冒杀机	1999	3.52	
择日而亡	2002	4.264	丹尼尔·克雷格 (Daniel Craig)
皇家赌场	2006	5.876	
量子危机	2008	5.6997	
天幕坠落	2012	未知	

资料来源：民族证券

图 4：狄仁杰等几部影片上映以来票房走势对比



资料来源：民族证券

它来自以下几个原因：

1) 华谊兄弟精品制作坚持好莱坞路线，坚守固定假期档期，这是一种打法，给观众稳定预期

《狄仁杰之神都龙王》制作成本 1.5 亿元，比《通天帝国》9000 万元成本提高 67%，假设宣发成本 5000 万，总成本 2 亿。上映 10 天，累计票房 4.6 亿，华谊已基本收回成本。

2) 3D 影片提价效应

《狄仁杰之神都龙王》是徐克集结了《通天帝国》和《龙门飞甲》的精英班底，狄仁杰系列全新升级。票价比普通 2D 影片高一倍。

3) 坚持做系列片的品牌积累效果逐渐显现

三年前的国庆档，《狄仁杰之通天帝国》票房大获成功。此次《狄仁杰之神都龙王》仍由徐克执导、陈国富监制。《通天帝国》和《神都龙王》中，狄仁杰和朋友们的性格都有很大转变，接下来有可能还会拍 20 多部续集，真正形成一个中国的神探系列电影。

从好莱坞成功案例来看，007 系列电影吸金半世纪，总票房超过 50 亿美元（图 3）。

4) 电影院渠道

华谊一直走上层路线，大制作对应大渠道，场均人次 45 人，比国庆档总体场均人次 27 人高出 67%。

2、渠道疏通为档期弹性创造条件，光线下半年和 2014 年电影票房有望借狄仁杰东风超预期

图 3: 光线传媒 2013 年下半年制作的电影, 除表中所列, 公司投资的《四大名捕 2》和《四大名捕 3》预计下半年上映

2013年下半年制作的电影有:

序号	电影名称	合作方式	开机时间 (预计)	主要演职员
1	同桌的你	投资及发行	2013年7月	导演郭帆 主演周冬雨、林更新
2	分手大师	投资及发行	2013年下半年	导演邓超、俞白眉
3	盗墓笔记	投资及发行	2013年下半年或 2014年上半年	待定
4	诛仙	投资及发行	2013年下半年或 2014年上半年	待定
5	啦啦啦小魔仙2	投资及发行	2013年下半年	
6	我的情敌是超人	投资及发行	2013年下半年	监制柴智屏、九把刀 主演柯震东、林依晨

注: 未开拍或洽谈中的电影项目存在不确定性, 公司会根据实际情况适时调整, 并在定期报告中公告。

数据来源: 民族证券

渠道疏通我们已做过充分论证, 在投资者认同这个假设的基础上, 公司为档期创造了弹性空间。

公司曾在半年报发布会上预计两部《四大名捕》有望上映其中一部。《四大名捕 1》由著名导演陈嘉上执导, 颠覆温瑞安武侠经典, 拍出了未来感, 十分契合当下主流电影消费群体特立独行的审美趣味。《四大名捕 2》全面升级, 由一线影星邓超领衔刘亦菲、邹兆龙、郑中基、黄秋生、成泰燊、江一燕、柳岩、邓萃雯、吴秀波、卢惠光、周海媚等亚洲实力明星演出, 采用好莱坞 3D 技术拍摄, 国际顶尖特效团队保驾护航, 魔幻场景更恢弘, 超能武打场面更具冲击力。3D 版新魔幻武侠巨制《四大名捕 2》定档 2013 年 11 月 22 日全国上映, 连拍的最终三部曲《四大名捕 3》即将上映。——我们认为, 第一, 2012 年的《四大名捕 1》定位新武侠, 票房 2 亿, 为系列片积累品牌基础, 新增科幻成分十分符合主流观影群体口味, 这从国内外科幻片的热度可见一斑。从徐克的狄仁杰系列片来看, 受到观众喜爱的影片, 后续票房持续创新高。狄仁杰作为破案侦查类型片, 与武侠类型片并驾齐驱, 下半年《四大名捕 2》有望借狄仁杰东风, 掀起一股新武侠新科幻糅合创新的潮流; 第二, 《四大名捕 2、3》联拍保证了某些方面比如人物的连贯性, 并有效控制了成本;

由南派三叔的《盗墓笔记》改编的同名电影, 集恐怖类型片(含灵异)和考古探秘科学类型片于一身, 与郭敬明的《小时代》一样, 历经 6 年小说打基础, 有一批坚实的粉丝, 为 2014 年储备业绩;

与《盗墓笔记》一样十分经典的《诛仙》, 同样值得期待, 为 2014 年储备业绩;

校园题材类型片《同桌的你》、改编自同名爆笑话剧的邓超处女作《分手大师》主演杨幂和孙俪, 都有望重现上半年赵薇《致青春》的传奇, 预计 2014 年上映;

著名台湾制作人柴智屏、九把刀的《我的情敌是超人》, 光线和群星瑞智联合出品, 主演是凭借《那些年我们一起追的女孩》走红的当红小生柯震东和口碑极佳的林依晨, 改编自九把刀原著《打喷嚏》, 爱情+科幻类型片。九把刀的《那些年我们一起追的女孩》曾成为亚太影史上的现象级影片, 为 2014 年储备业绩。

二、电视剧处在周期上行阶段，电视剧为光线传媒下半年贡献业绩有望超预期

电视剧目前静态来看是周期性行业，长期动态来看是成长性行业，我们已经看到电视剧向美国电视剧靠拢的迹象。

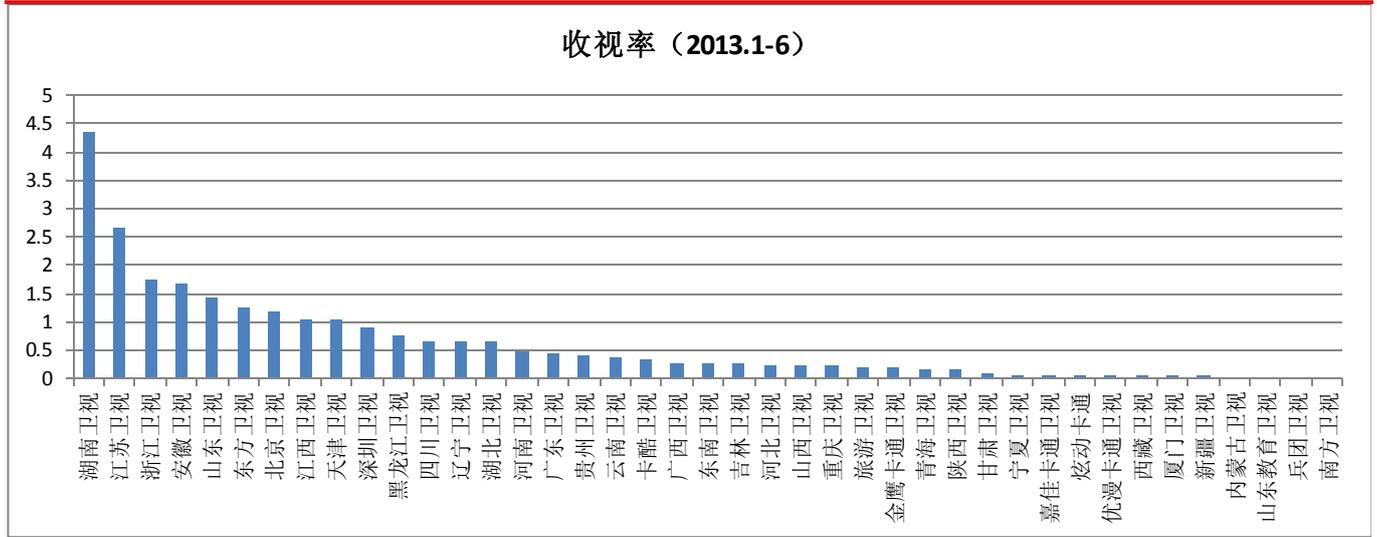
1、电视剧处在周期上行阶段，未来一段时间将看到电视剧行业量价齐升，智能电视最有可能替代上一轮视频网站泡沫周期，成为新一轮抢购电视剧的导火索，它很有可能惊人的重现上一轮视频网站建设催生的电视剧价格泡沫，过程一波三折，仍需密切关注

电视剧是一个周期品种，这在《创造奇迹，尊重经验——文化传媒行业主题研究系列之娱乐制造业 1》中已充分论证。如果投资者接受这一基本观点，在此基础上，我们还在 7 月初给出过一个基本判断：电视剧处于周期上行阶段，未来一段时间将看到电视剧行业量价齐升。2013 年上半年的时候，受到视频网站投资周期的影响，电视剧制作许可证发放大大减少；与此同时，强势卫视广告收入仍在稳定增长，视频网站的商业竞争行为为强势卫视让出了市场空间，得以以较好的价格独家购买精品剧。这两个现象都是由电视台反应滞后造成的周期现象，前者来看，电视剧制作数量减少的速度已经放慢了，电视台独播带来制作数量上升是紧随其后的必然现象；后者来看，电视台介入的时候电视剧的价格已经从谷底起来了，有能力购买独播大剧的强势卫视，对电视剧的制作质量要求必然提升。——而价格上升又在为卫视联播精品剧做着准备，例如，9 月份孙俪主演的《辣妈正传》在安徽、东方、浙江、深圳四家卫视首播，销售和版权收入 2 亿元，创下中国电视剧销售的最新纪录。曾多次出品姜文电影的小马奔腾涉足电视剧后，拍摄手法向美韩靠拢，边拍边与观众互动修改剧本，《龙门镖局》卖出单集 220 万元的价格。

与此同时，乐视网为代表的版权内容为王的视频网站，对于内容的需求支持了影视剧价格的上涨——近日乐视网 10 亿数量级收购曾拍摄《甄嬛传》、《金婚》、《新编辑部的故事》、《幸福像花儿一样开放》的花儿影视，并同步注入专门运作版权交易的乐视新媒体文化有限公司，都在从资金和组织架构上加强对影视剧版权的需求力度，为公司在智能电视近程应用的市场争夺中积累实力（至于其 9 亿收购价，相对于郑晓龙在电视剧行业的地位，恰恰反映了导演核心资源的稀缺性。这个判断与本报告无关，后续报告讨论）；

这一轮周期与以往不同的新元素，是智能电视浪潮的袭击，让各大智能电视参与方，尤其是平台方对于内容的需求，很可能复制上一轮视频网站如雨后春笋般出现的时候，对于内容的需求越来越强劲的周期。智能电视发展初期，开口子放入大海迟早遭遇广电政策风险，具有正版内容来源的公司相较胜出。这将会令智能电视商们反思，制造大海是基本功课——例如，参与到智能电视争夺战中的视频网站一方，为加强实力，对于内容资源的力量加强，成为可以想到的战略战术。内容完善与智能电视推广普及，两者将互相催促着前进。不仅是视频网站，其他牌照方、平台方、应用方也会意识到这个问题。乐视网就是这一战略的坚定的身体力行者。其他平台方，如百视通、华数传媒，每年的内容购买计划也都很大。至于盒子方，内容多寡甚至成为其核心竞争力。

图 4：各大卫视 2013.1-6 收视率排名来看，湖南、江苏、浙江、安徽仍属传统四大强势卫视



数据来源：民族证券

2、电视剧为光线传媒下半年贡献业绩有望超预期

公司上半年共获得 4 部电视剧发行许可证，中报披露下半年预计获得 9 部电视剧许可证。精品剧陆续取得许可证，确保公司下半年业绩。预计下半年取得发行许可证的电视剧，均由圈内一线明星参与主演，包括：

当红小生邱泽、佘诗曼、胡杏儿、琼瑶女郎李晟主演的《红酒俏佳人》——中国首部品酒师角色的励志情感偶像剧。台湾著名导演张孝正执导，曾执导《包青天》、《王宝钗与薛平贵》、《一品夫人芝麻官》、《白发魔女》、《飞龙在天》、《怀玉公主》、《萧十一郎》、《护国良相狄仁杰》、《聊斋花姑子》、《少年嘉庆》、《神机妙算刘伯温》、《梨花泪》、《幸福一定强》、《爱情可以有》、《唐宫燕之女人天下》。欢瑞世纪、光线传媒、悦视传媒联合出品，目前已进入全面宣传期；

收视保障实力女星林心如、黄宗泽、戚薇主演的《少年神探狄仁杰》——著名导演林峰曾执导《侠骨风流》、《方世玉》、《倾世皇妃》（在湖南卫视金鹰独播剧场播出，曾创国庆档最好成绩）等。欢瑞世纪出品，目前已经进入前期宣传；

佟大为、姚笛主演的《我的宝贝》——光线传媒与北京光彩世纪文化艺术有限公司合作；

杨冪、贾乃亮、马天宇等新生代偶像主演的《古剑奇谭》——导演梁胜权，曾执导《射雕英雄传 08 版》、《仙剑奇侠传》、《轩辕剑之天之痕》。《我的宝贝》和《古剑奇谭》光线传媒以超募资金 4000 万投资，初步内部测算毛利 1000 万；

等等。

在电视剧行业上行周期，公司电视剧业务双管齐下，有欢瑞模式，也有公司寻找好的机会深入涉足电视剧的模式——短期内，欢瑞模式有望为公司节省最大的精力，同时获得稳定的投资回报；长期来看，欢瑞模式为公司积累了切入电视剧市场的宝贵运作经验和稀缺的制片、导演、编剧、演员资源。

三、《中国好声音》为中国综艺娱乐生态树标杆，《超级减肥王》收视率

美国电视台靠综艺娱乐撑起半边天，成为其文化输出全球的重要国家战略。中国综艺娱乐已经具备了反向输出港台的能力；

光线传媒脱胎于央视，如同灿星脱胎于上海文广。

1、《中国好声音》为中国综艺娱乐生态树标杆，持续收视率奇迹只是一个开始

《中国好声音 2》取得的成绩是：总决赛广告招标结束时，创出 15 秒广告 380 万元的天价（第一季的总决赛广告招标，最贵标价是 116 万元，同比增长了 228%）。收视率与广告收入相辅相成，第二季第一集的收视率比第一季翻了一倍，高达 3.62，不仅高居全国第一，而且也创造了新的收视奇迹：这是历年来中国电视综艺节目首播收视率的最高记录。周五深夜的重播收视率也高达 1.576，这一重播收视甚至超过了当晚同类型节目的首播收视率，30% 来自移动端。网络播放数据同样令人振奋。2014 年好声音第三季还会继续。

几年艰苦摸索，浙江卫视联合灿星制作，为中国的综艺娱乐生态环境趟出了一条道路，为后来者顺利找到成功的综艺娱乐模式，营造了良好的生态环境。《中国好声音》近期登陆台湾，收视率超过台湾王牌综艺节目《康熙来了》，版权输出这一行为，意味着中国娱乐行业格局很可能开始发生重大变化。这不是一个昙花一现的现象，中国综艺娱乐行业的拐点很可能到来。我们在《创造奇迹，尊重经验》中给出电视台和视频网站的节目类型偏好，综艺娱乐仅次于新闻位居第二位。

首先，以前电视台综艺娱乐节目同质化，归咎于制播分离不彻底。然而，在更大的浪潮——互联网——的袭击下，近年来，电视台的态度越来越积极开放，寻求民间合作。浙江卫视为全国卫视带了一个好头；

其次，从合作方式上来看，从以前的固定制作费到灿星开创的收入弹性分成，大大激发了制作方的创造积极性。“影视娱乐是天然的诞生 O2O 巨人的生态环境场所”包含很多层意思——第一，产品属性本身的现实虚拟二元对立；第二，影视娱乐是天然的诞生 O2O 巨人的场所，最可能诞生 App Store 巨无霸。如果把电视台看做一个虚拟线上方，通过发动民间，创造海量 APP，如央视《我要上春晚》，综艺娱乐节目海选，都是最早运用大数据原理的娱乐产品之一。

图 5: 中国好声音 2 第一期收视率 3.516, 收视份额 11.32 图 6: 中国好声音 2 十一期收视率 4.612, 收视份额 14.56

CSM46 7月12号周五晚间时段节目						CSM46 4+ 2013年9月20日周五卫视晚间时段节目							
序号	频道/名称	开始时间	结束时间	收视率%	市场份额%	排名	名称	频道	开始时间	结束时间	收视率%	市场份额%	
1	中国好声音	浙江卫视	21:10:03	23:01:05	3.516	11.32	1	中国好声音	浙江卫视	21:22:55	22:59:55	4.612	14.56
2	天天向上	湖南电视台卫星频道	20:08:27	21:57:15	1.767	5.02	2	超级减肥王	浙江卫视	23:00:00	23:09:55	2.459	12.07
3	2013快乐男声全国20强诞生战第二场	湖南电视台卫星频道	21:57:41	23:42:13	1.282	5.31	3	天天向上	湖南电视台卫星频道	20:11:44	21:59:24	1.076	2.97
4	年代秀	深圳卫视(新闻综合频道)	21:18:17	23:06:52	0.902	2.89	4	2013快乐男声全国三强总决赛	湖南电视台卫星频道	21:59:52	23:51:50	1.044	4.57
5	刘兰芳母子说岳飞千古传奇	山东卫视	21:18:30	21:38:28	0.773	2.13	5	中国好声音	浙江卫视	23:12:23	1:00:10	0.853	8.18
6	一站到底	江苏卫视	21:58:21	23:16:27	0.719	2.65	6	百里挑一	上海东方卫视	22:07:05	23:27:55	0.705	3.88
7	天下无双	天津卫视	21:21:32	22:57:17	0.690	2.16	7	一站到底	江苏卫视	21:58:59	23:22:59	0.691	2.63
8	男生女生冲冲冲第5季队站接力	安徽卫视	21:25:20	22:45:21	0.662	2.05	8	年代秀	深圳卫视(新闻综合频道)	21:18:51	23:07:01	0.673	2.15
9	百里挑一	上海东方卫视	21:59:56	23:29:26	0.601	2.30	9	男生女生冲冲冲第5季	安徽卫视	21:59:29	23:23:30	0.513	1.99
10	挑战女人帮心随舞动	湖北卫视	21:18:10	22:56:10	0.519	1.64	10	挑战女人帮心随舞动	湖北卫视	21:18:13	22:56:13	0.446	1.40
11	传奇故事	江西电视台卫星频道(一套)	21:31:22	22:04:42	0.456	1.31	11	传奇故事	江西电视台卫星频道(一套)	21:34:01	22:05:51	0.425	1.22
12	大观察北京特别节目	北京卫视	22:19:13	23:39:13	0.445	1.96	12	金钟梅开	江西电视台卫星频道(一套)	22:12:36	22:55:31	0.386	1.40
13	金牌调解	江西电视台卫星频道(一套)	22:10:47	22:55:52	0.419	1.49	13	直播港澳台	深圳卫视(新闻综合频道)	23:12:32	0:15:01	0.380	2.94
14	直播港澳台	深圳卫视(新闻综合频道)	23:12:33	0:15:03	0.398	2.94	14	健康真英雄中秋特别节目	天津卫视	22:10:16	22:54:02	0.344	2.20
15	2013中国红歌会红歌尖兵战	江西电视台卫星频道(一套)	19:37:32	21:26:47	0.365	1.09	15	幸福英雄	吉林卫视	22:00:01	22:52:31	0.324	1.10
16	汉字英雄	天津卫视	21:28:55	22:46:53	0.322	1.01	16	汉字英雄	河南电视台卫星频道(一套)	21:24:51	22:28:01	0.309	0.91
17	档案	北京卫视	21:24:14	21:54:14	0.264	0.74	17	家事	吉林卫视	21:15:01	21:53:01	0.305	0.84
18	爱情俏佳人	山东卫视	21:51:48	22:40:04	0.264	0.84	18	李玉刚全球巡演新加坡演唱会	北京卫视	22:29:07	23:29:08	0.287	1.30
19	中国正新闻	四川卫视	22:31:33	23:25:45	0.238	1.02	19	中国正新闻	四川卫视	22:34:45	23:37:04	0.276	1.38
20	长江新闻号	湖北卫视	23:00:00	23:30:00	0.224	1.15	20	时尚风云秀	贵州卫视	21:16:07	21:59:22	0.271	0.75
21	养生	贵州卫视	22:19:14	23:19:00	0.207	0.82	21	雪崩立谈秀	重庆卫视	22:07:09	23:02:13	0.261	0.93
22	我要上春晚	辽宁卫视	22:00:00	23:25:59	0.202	0.78	22	长江新闻号	湖北卫视	23:00:03	23:30:00	0.261	4.24
23	爱情保卫战	天津卫视	23:24:42	0:26:56	0.196	1.85	23	真相	贵州卫视	23:27:37	0:02:00	0.240	0.73
24	爱唱爱跳秀	重庆卫视	22:02:22	23:37:51	0.194	1.79	24	明星同乐会	河北卫视	21:15:29	22:43:22	0.230	0.73
25	芝麻开门	江苏卫视	23:37:51	0:00:00	0.194	1.79	25	养生	贵州卫视(贵州卫视)	22:03:52	23:00:00	0.210	0.73
26	深度观察	江西电视台卫星频道(一套)	23:01:22	0:00:00	0.194	1.79							
27	四川新闻	四川卫视	22:00:01	22:45:02	0.188	0.74							
28	东南晚新闻	东南卫视	22:45:02	0:00:00	0.188	0.74							
29	明星同乐会	河北卫视	22:01:58	22:45:02	0.148	0.54							
30	明星同乐会	河北卫视	22:01:58	22:45:02	0.148	0.54							

资料来源：民族证券

资料来源：民族证券

2、光线通过与央视合作，几档重量级综艺节目渐入佳境，显示出脱离 SMG 前的灿星实力，国内的灿星雁阵格局正在悄然形成

央视 2014 年黄金资源广告招标开启——央视是传统收视率大台，从 9 月份开始，2014 年中央电视台黄金资源广告招标，截至国庆前，签约认购产品已有 57 项售罄。2014 年广告招标预售，整合了各频道优质节目资源，签约认购产品 178 个，加上 11 月 8 日现场招标的产品，将超过 200 个。今年还推出 67 个新媒体产品，实现多屏互动；

2014 年央视综艺节目耳目一新，提升央视广告收入潜力——其中的季播节目《梦想星搭档》由光线传媒制作，撒贝宁、曾宝仪携手主持，2013 年 7 月 28 日登陆央视一套黄金档，每周日晚 20:05 播出。通过明星组合，打造全新音乐搭档，已邀请到黄绮珊、范冰冰、俞灏明、齐秦、齐豫、蔡妍、凤凰传奇、宁静、杨宗纬、沙宝亮、杨培安、阿兰·达瓦卓玛、吉克隽逸、萨顶顶、斯琴格日乐、谭维维、常石磊、李炜、江映蓉、王二妮等。广电总局为控制歌唱类选拔节目数量而暂停，随着黄金资源广告招标开启，以及暑期档卫视选秀高峰过去，《梦想星搭档》有望恢复播出。

《加油!少年派》、《是真的吗》收视率不俗，体现光线制作实力——《加油少年派》定位于少年儿童才艺选秀，全国海选，收视率不断走高；央视市场研究（CTR）数据显示，《是真的吗》作为生活服务类节目，由华裔脱口秀明星黄西担任节目嘉宾，与同档期综艺、电视剧节目相比，其收视率达 0.525，在央视财经频道各档节目中名列榜首，仍颇具竞争力。央视财经频道 4 月中旬与光线“广告分成、收视率保底”，是双方首度合作，优异的收视率或将成为光线参与广告分成的重要筹码。目前与央视分成难度较大，但对公司来说已实属不易，与央视合作为公司积累了宝贵的合作和运作高水准综艺节目的经验，为公司将来与卫视合作制作综艺节目，大大提升了品牌效应，国内的一个灿星雁阵大格局正在形成；

《超级减肥王》已于三季度播出，收入也将于三季度开始确认，是公司继《梦想星搭档》之后第二度与央视财经频道合作的栏目，首播亮相惊喜，随着节目不断进行，收视率有望创奇迹——美国同名减肥瘦身类真人秀节目 the biggest loser 自从 2004 年 9 月在 NBC 首播，已热播 15 季，播出至今有着超高的节目收视率，连奥巴马夫人都邀请美版减重者到白宫做客。节目已在全球超过 90 个国家引起轰动效应，25 个国家参与制作。光线传媒为海南国信龙沐湾和央视制作的《超级减肥王》，为周播节目，赛制充满悬念，为全国 3 亿肥胖人群量身定制，是全球肥胖人群的圣经，高度军事化封闭式训练，整体配备齐全。9 月 15 日首播，赢得口碑和收视满堂彩，首播收视率，在新浪微博上拥有 115 万个忠实粉丝。第二周剧情不断改变，更加美剧范儿。

图 7：2013.4 央视各频道收视走势图（4月）



资料来源：民族证券

图 8：6 点-18 点，CCTV-1 以微小优势领先 CCTV-少儿综合居首位



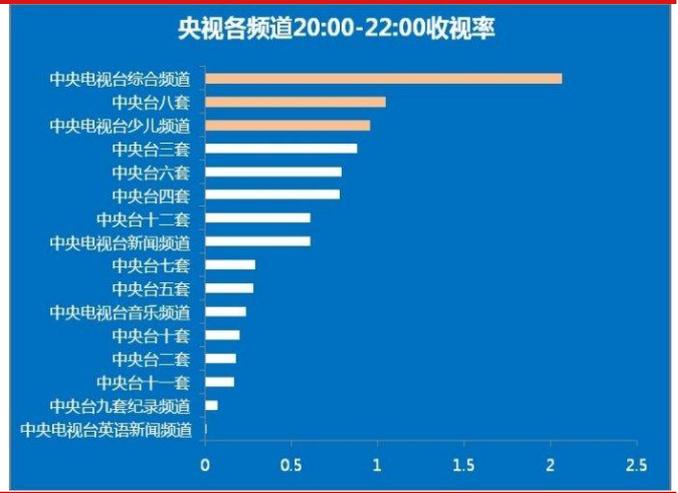
资料来源：民族证券

图 9: 18 点-20 点, CCTV-1 综合以明显优势领先其他频道占首位



资料来源: 民族证券

图 10: 20 点-22 点, CCTV-1 综合以明显优势领先其他频道占首位



资料来源: 民族证券

图 11: 22 点-24 点, CCTV-1 综合领先



资料来源: 民族证券

图 12: 加油少年派



资料来源: 民族证券

四、自贸区、并购以及其他

这两个问题相当重要, 其投资逻辑是在 1 年以上的中周期。

自贸区放开服务业, 为影视娱乐公司参与其中留下了巨大的发挥空间, 这是个专家级别的问题, 专门再写报告探讨;

并购是全球做大影视娱乐巨无霸的必经之路, 这也是一个专家级别的问题, 专门再写报告探讨。

公司在两方面都积极涉足, 为公司百年基业寻求更广阔的发展空间。

五、估值和投资评级

表 1：未来两年公司盈利测算（总股本 5.06 亿股，2013 年 10 月 9 日收盘价 61.75 元）

项目匡算	2013H1	2013H2	2014
电影	与电视剧合计为收入 3.65 亿	1-2 部=1-2 亿	3-5 部现象级影片=6 亿
电视剧	4 部	9 部=3 亿	10-15 部=5 亿
综艺节目	收入 7120 万	央视 2-3 台节目=3000 万	期待 1 部现象级综艺节目=1-2 亿
演艺活动	3200 万	假设不变	假设不变
收入小计	4.68 亿	5.6 亿，全年收入合计 10.28 亿	15 亿
净利润小计	1.73 亿	按 38%净利润率计算，2013H2 为 2.13 亿，全年共计 3.91 亿	5.7 亿
EPS	0.34	0.77	1.13
市盈率	-	80X	54X

资料来源：民族证券（市场的预测均值比我们乐观；并且我们也没有考虑其他业务和任何并购带来的业绩）

哲人说，如果宇宙是答案，那么什么是问题。既然影视娱乐是一场盛宴，它如何开始，便如何结束。而现在它确实才刚刚开始。

在影视娱乐从星星之火开始成长的时候，市场在很长一段时间内把它看作风投，把每一部影片的时机当作主题投资的节奏。而事实上，好的公司通过大体量影视剧制作轧平头寸，不仅控制了风险，而且建立了牢不可破的护城河，将对手越甩越远——影视业不折不扣的成长型价值股的本质，逐渐显露出来，让我们有幸看到好莱坞在中国的崛起；

原先担心被挖角儿的想法随着公司壮大被微妙的转化为公司去并购谁的正能量问题；

当大家对自上而下 25% 的年复合增长行业数据感到麻木甚至怀疑的时候，总有公司在辽阔的荒原上率先崛起为带领者。华谊兄弟+光线传媒的双寡头地位，各自经过几十年不同思路的发展，逐渐会师；

这个荒原的条件是如此之差，它整整比中国还并不发达的商业流通体系，还要落后十几年时间。然而这才是真正的机遇和弹性来源；

这个荒原的条件又是如此得天独厚，它天然的具备广阔的市场，城镇化浪潮在一个康德拉季耶夫周期里有力支持了城市影院的发展，无数民营企业家的梦想从这里起步，无数小小影院们汇成江河，流入院线的大海。没有自上而下的计划，一切来自民间，它为电影制造商创造了生生不息的沃土。

这些都是影视娱乐业的长线投资逻辑。

年内无解禁压力。

维持光线传媒“买入”的投资评级。

六、风险分析

《梦想星搭档》重启的不确定性；下半年电视剧价格回暖速度不能测算；四大名捕 2 或 3 的 beta 不能测算。

分析师简介

栾雪飞，中央财经大学财政系理财专业本科，金融学院金融学硕士，2003年1月通过CFA二级；
2005-2007年北汽福田企业股份有限公司 金融服务部业务主管；
2007-2012年国海证券 大消费行业研究员；
2012-民族证券 文化与传媒行业研究员。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)