



## 电影业前景喜人、泛娱乐集团雏形已现

- **事件:** 2015年4月16日,光线传媒公布了2014年公司年报,全年公司实现营业收入12.18亿,同比增长34.72%;实现归母净利润3.29亿,同比增长0.4%,实现EPS为0.33元。
- **栏目制作和广告毛利率下降拖累公司业绩增长。**2014年,导致光线传媒收入同比增长超过30%,但归母净利润几乎没有增长的原因是栏目制作和广告业务的毛利率出现了超预期的下滑,由过去的40%以上的水平跌落至10%左右,且栏目制作和广告业务在收入中的占比还有所上升,导致了公司整体毛利率由2013年的46%跌至2014年39%。栏目制作和广告毛利率的下降主要是因为行业竞争加剧和新栏目处于培育期。
- **电影业蓬勃发展。**2014年,光线传媒参与投资的电影获得了31.29亿的票房,占全国国产电影161亿票房的19.5%,行业继续领跑。同时,光线传媒在票房分成上保持稳定,2014年票房分成约为20%,和过去公司的水平持平,显示公司的影视投资策略保持稳定。
- **未来前景广阔。**我们认为,2015年光线传媒将实现高速的增长,原因是:1,参与投资的电影有望获取50亿以上的票房;2,公司投资的标的将先后登陆资本市场,为公司带来巨大的投资收益;3,和阿里、360的合作将打开公司的业务空间,泛娱乐集团雏形已现。
- **估值与评级:** 估算2015年、2016年、2017年EPS为0.49元、0.63元、0.80元,对应当前31.46元的股价PE分别为63.6倍、50.2倍、39.1倍。我们认为,公司在抓紧自身“内容为王”经营理念的同时积极拓展渠道资源,另一方面加速产业链延伸、外延式发展动力强劲,首次给予光线传媒“买入”评级,目标价37元。
- **风险提示:** 电影票房或不达预期、新传媒模式或低于预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1218.07	1705.30	2200.50	3080.70
增长率	34.72%	40.00%	29.04%	40.00%
归属母公司净利润(百万元)	329.33	557.86	706.32	908.05
增长率	0.42%	69.39%	26.61%	28.56%
每股收益EPS(元)	0.29	0.49	0.63	0.80
净资产收益率ROE	10.84%	10.01%	11.49%	13.20%
PE	107.72	63.59	50.22	39.07
PB	10.93	6.08	5.53	4.94

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

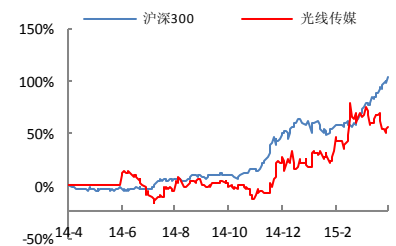
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 刘言

电话: 023-67791663

邮箱: liuyan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	11.28
流通A股(亿股)	5.31
52周内股价区间(元)	17-36.99
总市值(亿元)	354.97
总资产(亿元)	49.84
每股净资产(元)	3.12

### 相关研究

## 一、2014 年经营稳健

光线传媒作为国内电影、电视剧、栏目制作的领先者之一，在 2014 年经营稳健：全年实现营业收入 12.18 亿元，同比增长 34.72%；实现归属于母公司净利润 3.29 亿元，同比增长 0.42%，实现每股收益约 0.33 元。

光线传媒的收入主要来源有以下几个部分：

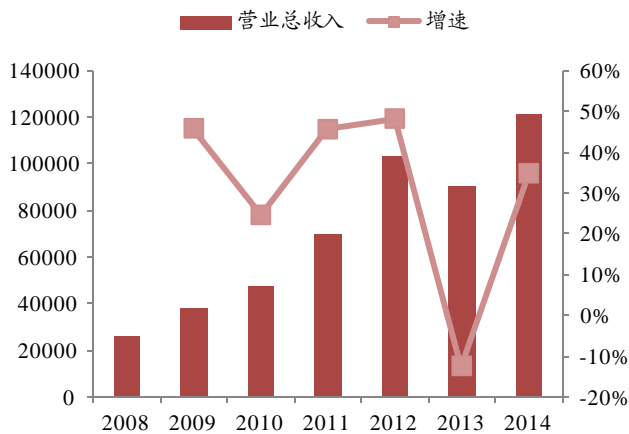
电影项目。实现收入 6.46 亿元，占营业收入的 53%；

电视剧项目。实现收入 3475 万元，占营业收入的 2.85%；

栏目制作和广告项目。实现收入 4.76 亿元，占营业收入的 39.1%；

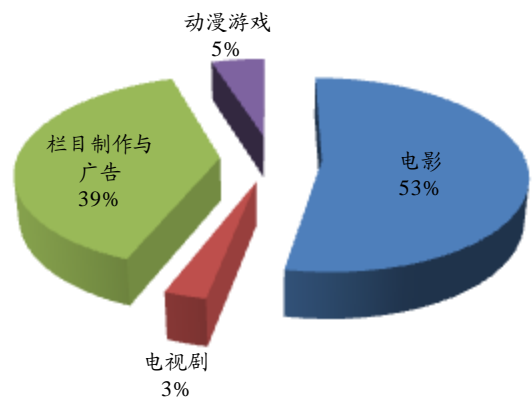
动漫游戏项目。实现收入 5998 万元，占营业收入的 4.92%。

图 1：2008 年到 2014 年公司的销售收入及增速(万元)



数据来源：wind, 西南证券

图 2：2014 年公司的主营构成

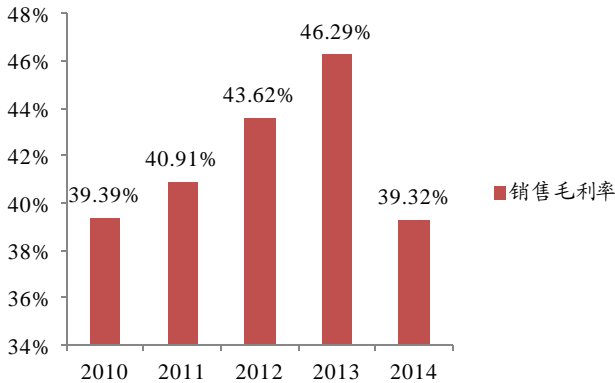


数据来源：wind, 西南证券

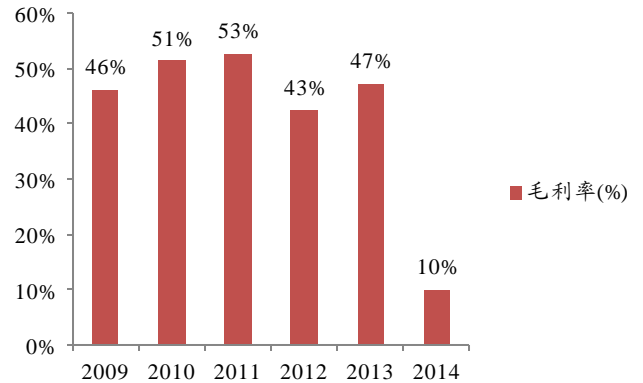
### 栏目制作和广告的毛利率快速下降导致利润增速远低于收入增速

我们认为，利润增速远低于收入增速的原因是因为毛利率下降。光线传媒 2014 年实现营业收入 12.18 亿，营业成本 7.39 亿，毛利率为 39.32%，较 2013 年 46.29% 的水平下降约 7 个百分点。导致光线传媒毛利率大幅度下降的原因是栏目制作和广告在营业收入之中的比例上升，但毛利率却快速下降。收入占比由 2013 年的 36% 上升至 2014 年的 39%，而栏目制作和广告的毛利率在 2014 年仅有 10%，该指标在 2013 年为 47%，且过去 5 年均保持 40% 以上的水平。这就是导致光线传媒在 2014 年无论是毛利率还是净利率较 2013 年均具有明显下滑的主要原因。

**竞争加剧施压毛利率。**2014 年，电视栏目、尤其是综艺节目的竞争日趋激烈，其中不乏影响力极高的“中国好声音”、“爸爸去哪”、“快乐大本营”、“非诚勿扰”等，使得行业竞争进入白热化阶段。在 2014 年，光线传媒推出多款娱乐节目：“中国少年强”、“中国正在听”等，但由于行业竞争激烈，供给增长较快，需求方选择较多；且新节目需要一定的培育时间，导致部分栏目前期不得不有一个较长的低毛利率周期。

**图 3: 2010 年到 2014 年, 光线传媒毛利率**


数据来源: wind, 西南证券

**图 4: 2009 年到 2014 年, 光线传媒的栏目制作毛利率**


数据来源: wind, 西南证券

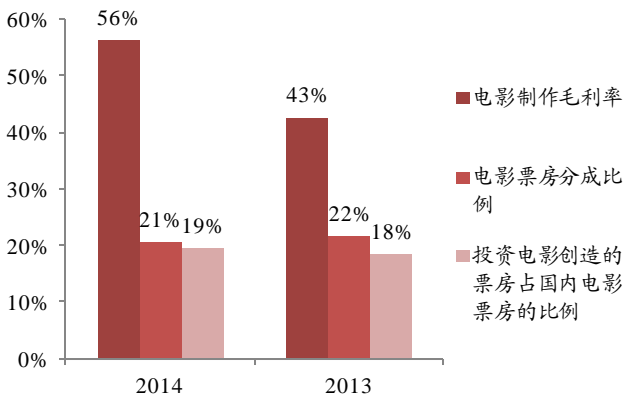
### 电影产业稳健发展

作为公司的核心业务, 电影产业占营业收入的比重超过 50%。由于公司属于电影发行和制作方, 属于产业链的上游, 收入基本是来自票房分成后再按投资比例分配的收益, 所以电影制作的收入基本由两个因素决定: 票房和投资比例。

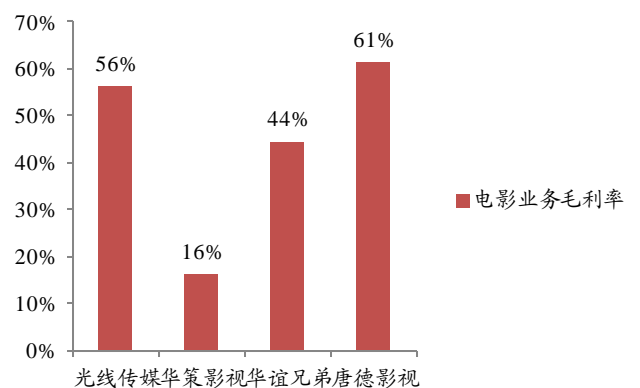
**票房占比稳居行业前列。**在 2014 年, 公司参与制作的电影累计实现票房 31.29 亿, 比去年同期增长近 35%, 占全国票房 296 亿的 10.6%, 占国产电影票房 161 亿的 19.5%, 占比稳步提升 (2013 年, 该指标为 18.32%)。成为参与制作的电影所占票房比例最高的影视类公司, 没有之一。

**投资比例保持稳定。**2014 年, 公司投资的电影创造了约 31.29 亿的票房, 为公司实现电影制作收入约 6.46 亿, 收入占票房比例约为 20.58%, 和 2013 年 21.53% 的水平基本持平 (2013 年, 光线传媒投资的电影实现票房 23.27 亿, 电影制作收入实现 5.01 亿), 显示公司在电影投资比例上保持着相对稳健的水平。

**公司电影业发展势头良好。**2014 年, 公司的电影业实现毛利率为 56%, 较 2013 年 42% 的水平大幅度提高, 显示公司在电影制作上日趋成熟, 以更少的成本投入获取更多的收入。在可比公司之中, 毛利率也属于领先水平。

**图 5: 2014 年光线传媒影视类业务的各项占比**


数据来源: wind, 西南证券

**图 6: 可比公司的影视类业务毛利率**


数据来源: wind, 西南证券

## 二、2015 年将扬帆起航

我们认为，随着公司业务布局进一步合理，前期培育的产业也将逐步释放利润，加上几项投资将趋于成熟，2015 年公司将呈现高速增长。

### 电影板块

决定电影板块收入的核心是电影的质量，即在电影制作领域，内容为王。

2015 年，公司将有多部电影问世，其中不乏重量级产品。预计，年内光线传媒参与投资、发行的电影累计将实现票房突破 50 亿，原因是：

1，已经上映的电影累计贡献票房约 6 亿：《钟馗伏魔：雪妖魔灵》已经实现了 4.05 亿票房；《冲上云霄》实现票房 1.55 亿；《前目的地》实现票房约 1230 万；《甜蜜蜜》实现票房约 1194 万。

2，后续上映的电影将是重头戏：

**《港囧》**。本片由徐峥、王宝强、黄渤等出演，预计票房超过 15 亿。给予《港囧》高票房预期的原因是根据国产高票房电影的历史来看，均有一个规律，那就是高票房电影都是有历史传承的，无论是故事传承或演员组合传承：1，目前国产电影票房排名第一的是《人再囧途之泰囧》就是光线参与投资制作，累计实现票房 12.67 亿，电影故事和文化上就有过去《人在囧途》的影子，演出阵容和《港囧》基本类似；2，目前国产电影票房排名第二的是《西游降魔篇》，由华谊兄弟等企业参与制作，其传承了周星驰跨世纪大作《大话西游》的故事体系与文化内涵，实现票房为 12.46 亿；3，目前国产电影票房排名第三的是《心花路放》，其故事体系和文化传承也基本和《人再囧途之泰囧》类似，演员阵容也是和《泰囧》类似。

**《寻龙诀》**。本片由陈坤，黄渤，舒淇，Angelababy 等当红影星出演，预计票房超过 20 亿，成为超过《变形金刚 4》的中国票房第一的影片。给予《寻龙诀》高票房预期的原因是：1，其由国内传媒业三大巨头：光线传媒、华谊兄弟、万达影视共同投资拍摄，无论是在内容还是渠道上，三者都是行业毫无争议的龙头；2，故事传承上，《寻龙诀》是以网络小说《鬼吹灯》为蓝本，《鬼吹灯》是国内网络小说的代表，其背后有天量的小说粉丝，阅读量已经无法统计，将为该电影累积足够的观影人群基础。

以上电影就已经实现票房 41 亿，剩下的还包括由邓超导演和演出的《恶棍天使》；有广泛群众基础、在动漫和游戏上都取得巨大成功的动画片《我叫 MT》；由赵薇、佟大为、黄晓明出现的《横冲直撞好莱坞》等，预计收获 10 票房没有问题。

因为目前还无法确定光线在几部核心电影中的投资比例，但根据光线传媒过去约 20% 的票房分账比例，50 亿的票房将为光线传媒贡献超过 10 亿的电影收入。

表 1：光线传媒 2015 年将要上映的电影

	上映时间	合作方式	制作进度
前目的地	2015 年 1 月 9 日	发行	已上映
甜蜜蜜	2015 年 2 月 14 日	发行	已上映
钟馗伏魔之雪妖魔了	2015 年 2 月 19 日	投资+发行	已上映

	上映时间	合作方式	制作进度
冲上云霄	2015 年 2 月 19 日	投资+发行	已上映
左耳	2015 年 4 月 24 日	投资+发行	制作完毕
横冲直撞好莱坞	2015 年 6 月 26 日	投资+发行	后期制作中
港囧	2015 年下半年	投资+发行	后期制作中
恶棍天使	2015 年下半年	投资+发行	制作中
陪安东尼度过漫长岁月	2015 年下半年	投资+发行	制作中
黑色曼陀罗	2015 年下半年	投资+发行	制作中
鬼吹灯之寻龙诀	2015 年 12 月 18 日	投资+发行	制作中
我的情敌是超人	2015 年下半年	投资+发行	制作完成
奔、爱	2015 年下半年	投资+发行	制作中
从你的世界路过	2015 年下半年	投资+发行	制作中
西游记之大圣归来	2015 年下半年	投资+发行	制作中
大鱼海棠	2015 年下半年	投资+发行	制作中
果宝特攻	2015 年下半年	投资+发行	制作中
我叫 MT	2015 年下半年	投资+发行	制作中
洛克王国	2015 年下半年	投资+发行	制作中
赛尔号	2015 年下半年	投资+发行	制作中

数据来源：公司公告、西南证券

## 电视栏目制作

2015 年，公司除了《中国娱乐报道》这一从光线诞生之日就推出的老牌栏目以外，将继续对《中国正在听》、《少年中国强》、《梦想星搭档》三款栏目进行培育，尤其是《中国正在听》，是以红遍全球的《Rinsing Star》为蓝本，很有可能成为继《中国好声音》以后再次掀起吸金狂潮的娱乐类节目。以最保守的估计，2015 年栏目类所贡献的收入也不会低于 2014 年的水平。

## 游戏方面

光线传媒投资的游戏动漫企业有 9 家，此外还和多家游戏企业有合作关系，可用优质 IP 众多。2014 年，蓝狐文化、热峰网络并表后游戏开始向公司贡献收入，2014 年为 5998 万元。预计 2015 年的数款新品游戏的发布，全年公司有望在游戏领域收获超过 8000 万元的收入。

## 泛娱乐集团雏形初显

网络院线的建立或将带来观影新时代。光线传媒已经和国内互联网知名企业 360 公司合资成立“先看网”，致力于打造国内首家网络院线。由于国内互联网观影观念从过去的“盗版+无序”向“正版+正规”方向转变，从国外的在线观看发展历史来看，互联网影院将有巨大的市场。

2014 年，光线传媒和“阿里投资”强强联合，阿里投资超过 20 亿，成为光线第二大股东（约占 8.8%）。“阿里”旗下娱乐资源丰富，尤其是渠道资源，将和光线“内容为王”的经营理念形成互补，打开巨大的想象空间。

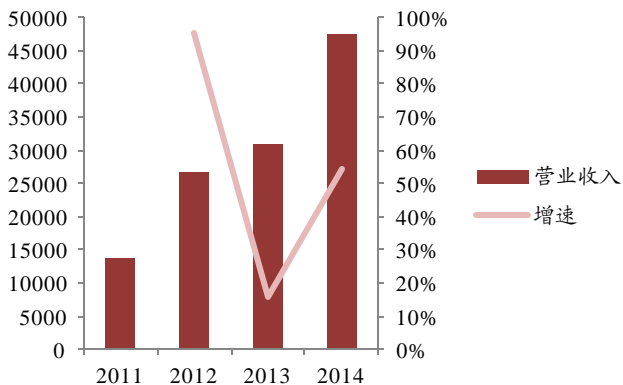
我们认为，随着近期一系列资本整合运动，光线传媒将成为华谊兄弟后第二个进入打造“泛娱乐集团公司”领域的企业，后期增长潜力巨大。

### 投资将收获巨大收益

光线传媒先后投资了天神娱乐和新丽传媒，目前天神娱乐已经成功“借壳”科冕木业（002354）登陆资本市场，光线传媒是其第四大股东，持有约 1294 万股，占比总股本的 5.81%。截止到 2014 年 4 月 16 日，光线传媒持有的天神娱乐股份市值约 12.26 亿。天神娱乐本身也是极具成长能力的企业，2014 年实现净利润 2.31 亿，且未来成长空间巨大。

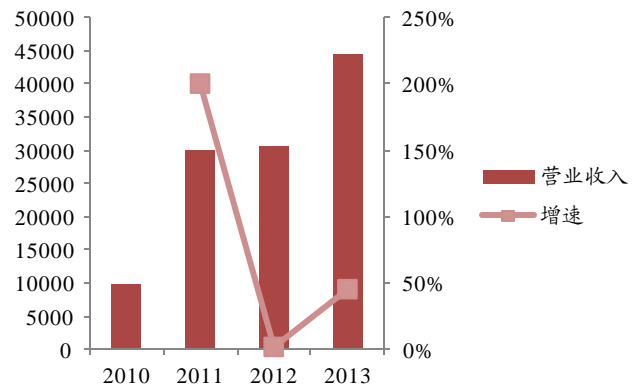
新丽传媒也已经在 IPO 的审核道路上，按目前国家逐步放开 IPO 管制的趋势，以及新丽传媒公司自身拥有较为优秀的资质，预计近几年就会登陆资本市场。光线传媒持有新丽传媒超过 4560 万股，占总股本的 27.64%，一旦新丽传媒 IPO 成功，将为光线传媒带来巨大的投资回报。

图 7: 2011 年到 2014 年天神娱乐营业收入及增速 (万元)



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 8: 2010 年到 2013 年新丽传媒营业收入及增速 (万元)



数据来源: 公司公告, 西南证券

## 三、盈利预测与评级

综合考虑公司的电影、电视栏目、游戏等项目以及可能存在的新业务和投资收益，给予公司 2015 年、2016 年、2017 年 EPS 为 0.49 元、0.63 元、0.80 元，对应当前 31.46 元的股价 PE 分别为 63.6 倍、50.2 倍、39.1 倍，考虑到公司未来票房大幅度增长、和阿里、360 的合作以及潜在的投资收益，给与公司“买入”评级，目标价 37 元。



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1218.07	1705.30	2200.50	3080.70	净利润	351.87	583.76	737.46	947.23
营业成本	739.08	914.00	1209.00	1786.80	折旧与摊销	19.38	18.15	34.19	52.66
营业税金及附加	8.42	11.78	15.21	21.29	财务费用	21.69	12.76	-6.34	-5.38
销售费用	10.14	19.22	23.29	32.15	资产减值损失	29.04	-6.19	5.24	8.03
管理费用	53.83	68.21	88.02	123.23	经营营运资本变动	-267.07	-551.52	-1003.34	-744.06
财务费用	21.69	12.76	-6.34	-5.38	其他	-237.80	-14.15	-19.76	-27.62
资产减值损失	29.04	-6.19	5.24	8.03	<b>经营活动现金流净额</b>	-82.89	42.81	-252.54	230.85
投资收益	55.92	14.04	19.65	27.52	资本支出	-399.38	-170.18	-190.00	-210.00
公允价值变动损益	0.11	0.11	0.11	0.11	其他	-505.87	14.15	19.76	27.62
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-905.25	-156.03	-170.24	-182.38
<b>营业利润</b>	411.91	699.67	885.85	1142.21	短期借款	500.00	-500.00	0.00	0.00
其他非经营损益	14.17	17.65	17.07	16.78	长期借款	98.52	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	426.08	717.31	902.92	1158.99	股权融资	0.00	2786.83	0.00	0.00
所得税	74.22	133.55	165.45	211.76	支付股利	-50.64	-119.52	-154.01	-186.80
净利润	351.87	583.76	737.46	947.23	其他	398.49	-676.40	6.34	5.38
少数股东损益	22.54	25.91	31.14	39.17	<b>筹资活动现金流净额</b>	946.37	1490.92	-147.67	-181.41
归属母公司股东净利润	329.33	557.86	706.32	908.05	<b>现金流量净额</b>	-40.79	1377.70	-570.45	-132.94
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	580.82	1958.51	1388.05	1255.12	<b>成长能力</b>	34.72%	40.00%	29.04%	40.00%
应收和预付款项	1060.24	1282.70	1663.81	2419.58	销售收入增长率	6.98%	69.86%	26.61%	28.94%
存货	456.79	354.40	1167.84	1505.36	营业利润增长率	7.30%	65.90%	26.33%	28.44%
其他流动资产	85.58	119.54	154.06	215.41	净利润增长率	19.46%	61.28%	25.07%	30.18%
长期股权投资	1250.16	1250.16	1250.16	1250.16	EBITDA 增长率				
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>	39.32%	46.40%	45.06%	42.00%
固定资产和在建工程	22.79	178.09	337.18	497.79	毛利率	7.03%	5.88%	4.77%	4.87%
无形资产和开发支出	366.79	366.17	365.56	364.94	三费率	28.89%	34.23%	33.51%	30.75%
其他非流动资产	1160.59	1157.93	1155.28	1152.62	净利率	10.84%	10.01%	11.49%	13.20%
<b>资产总计</b>	4983.78	6667.53	7481.94	8660.99	ROE	12.66%	7.06%	10.68%	11.76%
短期借款	500.00	0.00	0.00	0.00	ROA	46.60%	41.95%	30.36%	26.85%
应付和预收款项	511.94	433.25	613.69	932.91	ROIC	37.19%	42.84%	41.52%	38.61%
长期借款	98.52	98.52	98.52	98.52	EBITDA/销售收入				
其他负债	626.47	301.40	351.92	451.31	<b>营运能力</b>	0.32	0.29	0.31	0.38
<b>负债合计</b>	1736.92	833.16	1064.12	1482.74	总资产周转率	53.44	10.46	6.99	6.53
股本	1012.70	1128.31	1128.31	1128.31	固定资产周转率	2.16	1.95	2.04	2.07
资本公积	495.54	3166.77	3166.77	3166.77	应收账款周转率	2.27	2.24	1.58	1.33
留存收益	991.09	1429.43	1981.74	2702.99	存货周转率	62.30%	--	--	--
归属母公司股东权益	3162.90	5724.51	6276.82	6998.08	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入				
少数股东权益	83.95	109.86	141.00	180.18	<b>资本结构</b>	34.85%	12.50%	14.22%	17.12%
<b>股东权益合计</b>	3246.86	5834.37	6417.82	7178.25	资产负债率	34.46%	11.82%	9.26%	6.64%
负债和股东权益合计	4983.78	6667.53	7481.94	8660.99	带息债务/总负债	1.46	6.26	5.30	4.34
					流动比率	1.15	5.66	3.89	3.13
					速动比率	15.38%	21.42%	21.80%	20.57%
					股利支付率				
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>	0.29	0.49	0.63	0.80
EBITDA	452.98	730.58	913.70	1189.49	每股收益	2.88	5.17	5.69	6.36
PE	107.72	63.59	50.22	39.07	每股净资产	-0.07	0.04	-0.22	0.20
PB	10.93	6.08	5.53	4.94	每股经营现金	0.04	0.11	0.14	0.17
PS	29.12	20.80	16.12	11.51	每股股利	34.72%	40.00%	29.04%	40.00%
EV/EBITDA	67.82	44.46	36.17	27.90					
股息率	0.14%	0.34%	0.43%	0.53%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

---

### 上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

### 北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

### 重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

## 西南证券机构销售团队

---

### 北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn