

电影、网络剧集中亮相、下半年看点纷呈

投资要点

- **事件:** 光线传媒公布 2015 年半年业绩情况, 受益于电影市场的持续火爆, 以电影为主要业务的光线传媒的收入水平也快速提高。根据光线传媒的半年报内容, 上半年公司实现营业收入约 4.14 亿元, 较 2014 年同期 3.01 亿元的水平同比增长 37.57%; 实现归母净利润约 0.82 亿元, 较 2014 年同期 1.02 亿元的水平同比下降了 19.78%。
- **财务费用和成本压力拖累业绩增长。** 上半年收入大幅度增长但利润却下滑的原因是因为财务费用和成本压力: 成本方面, 主要是因为电影成本大涨了 177%, 拉动总成本增长约 78%, 大幅度高于收入的增长速度; 光线传媒的财务费用为 2099 万元, 同比增长 550%, 主要原因是公司在上半年扩大了融资规模, 且短融成本有所提高所致。
- **下半年光线传媒看点颇多。** 我们认为, 光线传媒在下半年的看点至少有几个: 其一, 公司投资的新丽传媒是 7 月票房大作《煎饼侠》的主要投资方之一, 《煎饼侠》在 7 月收获票房超过 10 亿, 考虑到《煎饼侠》成本较低, 票房分成将会相当丰厚; 其二, 公司下半年电影业务将集中爆发, 包括发行的《新步步惊心》、投资的《我叫 MT》、《港囧》、《鬼吹灯之寻龙诀》等大作将陆续登陆院线, 在票房大年的背景下, 下半年光线传媒的电影业务将随着票房爆发而呈现快速增长; 其三, 网络剧方面, 公司投资的欢瑞世纪将继续制作《盗墓笔记》、《诛仙》等超人气 IP, 后期 IP 衍生变现的空间巨大; 其四, 光线传媒投资的欢瑞世纪和新丽传媒都在通过各自的渠道登陆资本市场, 一旦成功, 将会为光线传媒带来巨大的投资收益。
- **估值与评级:** 我们预计, 2015 年到 2017 年, 光线传媒的 EPS 分别为 0.35 元、0.41 元、0.47 元, 对应的 PE 分别为 80 倍、69 倍、59 倍, 短期来看估值偏高(行业均值约为 70 倍), 但考虑到公司后期无论是票房大作还是网络剧均有巨大的想象空间, 其今年为行业大年, 上调投资评级为“买入”。
- **风险提示:** 行业政策或出现调整、票房预计或不及预期。

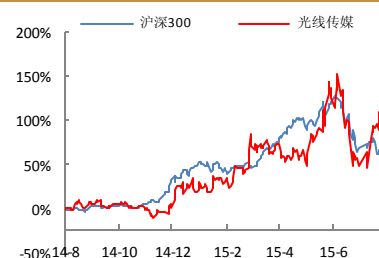
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1218.07	1948.91	2631.03	3420.35
增长率	34.72%	60.00%	35.00%	30.00%
归属母公司净利润(百万元)	329.33	514.38	596.31	694.45
增长率	0.42%	56.19%	15.93%	16.46%
每股收益 EPS(元)	0.22	0.35	0.41	0.47
净资产收益率 ROE	10.84%	9.33%	10.00%	10.71%
PE	124.31	79.59	68.65	58.95
PB	12.61	7.07	6.52	5.97

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
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)	14.67
流通 A 股(亿股)	6.91
52 周内股价区间(元)	13.09-39.19
总市值(亿元)	409.39
总资产(亿元)	77.61
每股净资产(元)	4.40

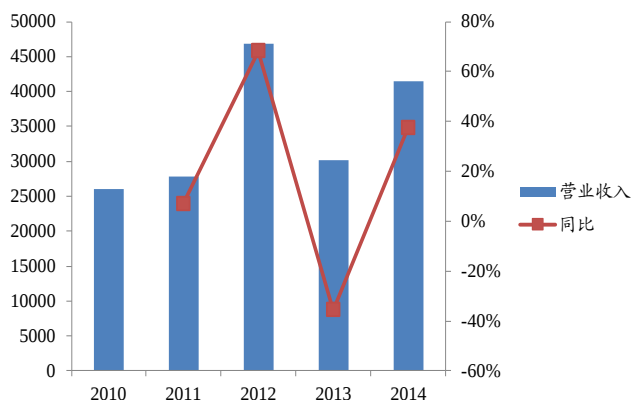
相关研究

1. 光线传媒(300251): 电影业前景喜人、泛娱乐集团雏形已现 (2015-04-17)

1. 成本压力拖累业绩增长

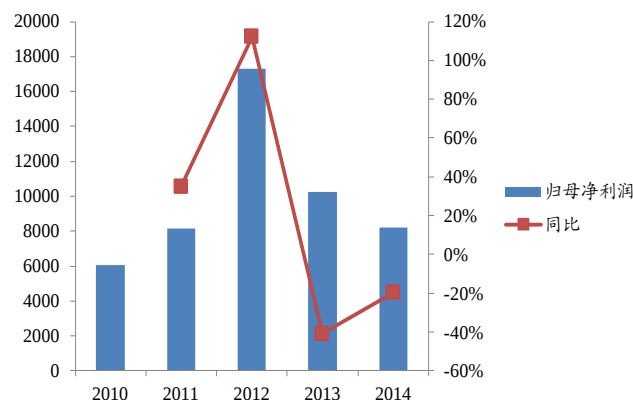
上半年, 国内电影市场票房突破 200 亿元大关, 较 2014 年同期 137 亿元的水平增长了约 48%。受益于电影市场的持续火爆, 以电影为主要业务的光线传媒的收入水平也快速的提高, 根据光线传媒的半年报内容, 上半年公司实现营业收入约 4.14 亿元, 较 2014 年同期 3.01 亿元的水平增长 37.57%; 实现归母净利润约 0.82 亿元, 较 2014 年同期 1.02 亿元的水平下降了 19.78%。

图 1: 光线传媒半年度收入 (万元)



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 光线传媒半年度归母净利润 (万元)



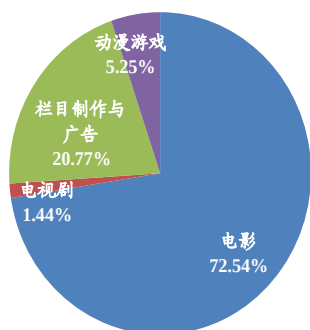
数据来源: 公司公告, 西南证券

光线传媒的收入来源主要分为四个部分:

- 电影业务: 实现收入 3 亿元, 较 2014 年同期增长了 54.8%, 毛利率为 36.05%, 较 2014 年全年的水平下降了约 20 个百分点;
- 电视剧业务: 实现收入 596 万元, 较 2014 年同期下降了 86.88%, 因为几乎没有投入, 毛利率为 100%, 主要源于确认过去的收入;
- 栏目制作与广告业务: 实现收入 8602 万元, 较 2014 年同期增长了 39.87%, 毛利率为 12.12%, 较 2014 年全年的水平上涨约 2 个百分点;
- 动漫游戏: 实现收入 2172 万元, 该业务为公司去年下半年开展的新业务, 毛利率为 69.1%, 较 2014 年全年的水平下降约 4 个百分点;

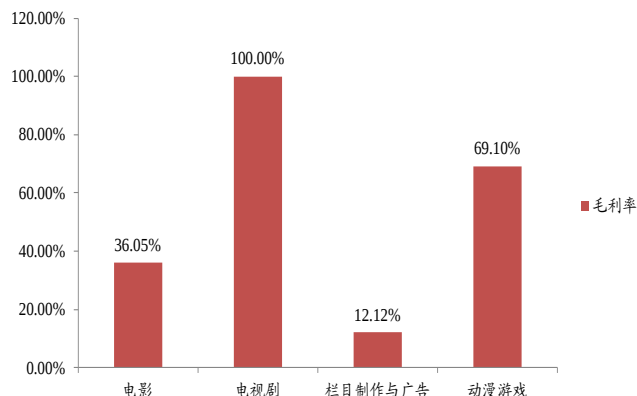
综上, 公司整体销售毛利率为 33.74%, 较 2014 年 39.32% 的水平下降约 6 个百分点; 净利率为 21.38%, 较 2014 年 28.89% 的水平下降超过 7 个百分点。

图 3: 公司 2015 年半年业务构成



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 公司 2015 年半年业务毛利率



数据来源: 公司公告, 西南证券

成本上涨和财务费用压力拖累公司利润增长

从公司半年的财务数据来看, 拖累公司毛利率和净利率均出现下滑的原因是来自两个方面: 成本和财务费用上涨。

2015 年上半年, 光线传媒的成本为 2.74 亿元, 较去年同期 1.54 亿元的水平增长了约 77.94%, 大幅度高于收入 37.57% 的增速, 成为拖累公司毛利率的核心原因; 而导致总成本高增的原因是电影成本大涨 177%, 主要因为上半年光线传媒发行的电影投资成本过高的缘故。

2015 年上半年, 光线传媒的财务费用为 2099 万元, 同比增长 550%, 主要原因是公司在上半年扩大了融资规模, 且短融成本有所提高所致。

表 1: 公司成本情况

(万元)	2015 年	2014 年	同比
营业成本	27,440.79	15,420.95	77.94%
电影	19,209.95	6,932.95	177.08%
财务费用	2,099.42	-466.29	550%

数据来源: wind, 西南证券

2. 光线传媒下半年看点颇多

我们认为, 在行业处于快速发展的大背景下, 光线传媒在下半年看点颇多, 具体而言有以下几个方面:

其一, 新丽传媒与《煎饼侠》

光线传媒投资了新丽传媒约 27.6% 的股份, 是新丽传媒的重要股东之一。上半年, 新丽传媒就因为当红电视剧《虎妈猫爸》市场人气高涨。七月, 国内票房创出历史新高的 54.96 亿元, 其中《煎饼侠》就贡献了约 10 亿票房, 占比接近两成, 而新丽传媒是《煎饼侠》的主要投资方之一, 且《煎饼侠》相对而言是小成本电影, 后期无论是票房分账, 还是电影 IP 衍生价值均值得关注。

下半年，新丽传媒还有包括《夏洛特烦恼》、《火锅英雄》等性价比较高的电影登陆，后期想象空间巨大。

另一方面，新丽传媒正在努力 IPO，一旦成功，将如当年华谊兄弟和掌趣科技的历史一般，为光线传媒带来巨大而长期的投资收益。

其二，下半年大作陆续登台

上半年，光线传媒业绩表现不佳的重要原因就是因为缺乏大作登陆院线。但从第三季度开始，光线传媒在电影市场上将快速发力，多部很有可能成为爆款电影将投放进入市场：

根据桐华著名小说《步步惊心》改编的电影《新步步惊心》将在 8 月 7 日在大陆上映，该剧的电视剧《步步惊心》曾经一度被认为是穿越电视剧继《寻秦记》之后的中兴之作，在“85 后”、“90 后”群体中有着非常雄厚的粉丝基础，粉丝经济将是《新步步惊心》票房的重要保障；另一方面，作为《步步惊心》的电影版，市场关注度极高，媒体话题将频繁的对比电影和电视剧的差异，在舆论上也将推高《新步步惊心》的知名度。光线传媒作为《新步步惊心》的发行方，很有可能受益于该穿越剧的大卖。

9 月 24 日，光线投资的《港囧》将登陆院线，我们认为，《港囧》是今年最有可能超过《捉妖记》票房电影，预计票房有可能达到 20 亿元，原因有以下几个：1.国内电影的高票房需要有历史传承（故事文化传承、演员阵容传承），无论是《泰囧》、《心花怒放》、《降魔篇》，还是今年火爆的《大圣归来》、《煎饼侠》，虽然《捉妖记》的热卖在一定程度上打破了有历史传承的电影才能高票房的神话，但这决不是说传承逻辑不成立；2.今年是电影大年，一些前期票房平平的续作在今年均取得了“惊人”的票房收入，《港囧》作为大作，将更享行业红利；3.光线档期定位于国庆前夕，“十一”黄金周历来都是电影票房爆发的时间，加之同期有《鬼吹灯之九层妖塔》，将和《港囧》形成票房共振（历史经验说明，两部好的大作同时上映，带来的共振效应大于竞争效应）。

第四季度，动漫大作《我叫 MT》将登陆，这部由传奇 PC 游戏《魔兽世界》衍生而来的动漫有着难以想象的群众基础；另一方面，七彩动画制作的《我叫 MT》动漫已经完结，在游戏之外也累计了大量的粉丝。暴雪娱乐制作的《魔兽世界》从 2003 年登陆我国游戏市场以来，一直受到玩家的极力追捧，巅峰在线人数超过 500 万人，资料片超过 4 部，纵横十数年。且目前各大平台上有数十个乃至更多《魔兽世界》衍生游戏，其中，《我叫 MT》就是主要代表之一。我们认为，《我叫 MT》是和《大圣归来》相当的动漫大作，囊括动漫、游戏两个领域，粉丝基础雄厚，将会成为公司年底重要票房贡献之一。

年底，由万达院线、光线传媒、华谊兄弟联合出品的《鬼吹灯之寻龙诀》投放市场，三巨头合作、著名 IP、华丽阵容、超强特效，使得这部电影已经具备天时、地利、人和，无需多说，《寻龙诀》创造出多么巨大的票房都无需惊讶，《寻龙诀》也将是目前最有可能打破《变形金刚》票房神话的国产电影。

表 2：下半年光线传媒电影时间表

	上映时间	合作方式	制作进度
赛尔号	7.23	投资+发行	上映
新步步惊心	Q3	投资+发行	制作完成
洛克王国	Q3	投资+发行	制作完成
港囧	Q3	投资+发行	制作中

	上映时间	合作方式	制作进度
陪安东尼度过漫长岁月	Q4	投资+发行	制作中
我叫 MT	Q4	投资+发行	制作中
我是正人	Q4	投资+发行	制作中
怦然星动	Q4	投资+发行	制作中
鬼吹灯之寻龙诀	Q4	投资+发行	制作中
恶棍天使	Q4	投资+发行	制作中
我的情敌是超人	下半年	投资+发行	制作中
奔向世界中心的爱	下半年	投资+发行	制作中
果宝特攻	下半年	投资+发行	制作中

数据来源：公司公告、西南证券

其三，网络剧业务快速发展

随着《盗墓笔记》、《花千骨》的火爆，网络剧炙手可热，已经成为各大影视制作企业所认定的未来影视娱乐业态之一。光线传媒在下半年，除了传统电视剧以外，将重点打造超级季播剧，通过“电影+网络剧”的模式，扩大 IP 价值。

公司参股公司欢瑞世纪正是前期网络神剧《盗墓笔记》的制作方，根据相关规划，后期还有 12 集，也即是《盗墓笔记》第二季，虽然市场对《盗墓笔记》的看法有所分歧，完美主义的小说铁粉更是把该剧喷得“体无完肤”，但我们认为这属于“爱得深、恨得深”，在第二季，铁粉们依旧会“一边看、一边骂、一边掏钱”，所以对于《盗墓笔记》后续我们仍然持乐观态度。

欢瑞世纪的另一大作《诛仙》也在后期制作之中，下半年也有可能发布。《诛仙》可谓是仙侠网络小说的开山之作，很多仙侠小说读者均是从《诛仙》开始，同时同名手游、页游也在市场上取得了巨大的反响。我们认为，由李易峰主演的《诛仙》将创造出绝不亚于《古剑奇谭》的市场反响。

另一方面，光线传媒拥有欢瑞世纪 4%左右的股权，目前欢瑞世纪正在借壳上市，一旦成功，也将为光线传媒带来可观的投资收益。

除了欢瑞世纪以外，光线传媒占比霍尔果斯光威影业有限公司 75%的股权，这家公司负责开发《蛮荒记》，该 IP 同样是一部具有极高人气的网络 IP，虽然目前没有公开的信息说明如何将《蛮荒记》变现，但考虑到《蛮荒记》同样是一部高人气 IP 和光线传媒的运作能力，未来该 IP 将如何变现存在巨大的想象空间。

表 3：公司 2015 年下半年正在制作或者预计将要制作的电视剧

	合作方	演员、导演	预计集数
战将	中广影视	编剧：梁都 拟演员：邓超等	40
帮夫记	无	待定	40
盗墓笔记	欢瑞世纪	导演郑永瑞、罗永昌 演员李易峰等	12
诛仙	欢瑞世纪	导演待定，演员李易峰等	50

	合作方	演员、导演	预计集数
生个孩子吧	春天融合	待定	35
左耳	江苏译林	待定	40

数据来源：公司公告、西南证券

其四，其他业务

其他业务包括光线传媒的传统栏目业务、游戏业务和综艺节目业务。

- 传统业务受制于播出渠道的限制和市场竞争等原因，最近几年在光线传媒的业务构成中的比例稳步下降，未来该趋势将延续；
- 游戏业务是公司的新业务，增长很快，但短期内体量相对电影业务而言仍然较小，对业绩影响也相对较小；
- 去年公司试水综艺节目《中国正在听》，但由于该节目国内外的行政管理要求不同，导致节目小幅度弱于预期，所以综艺节目仍在培育期，短期内不会使得业绩产生较大波动。

3. 盈利预测

我们预计，2015 年到 2017 年，公司的收入为 19.48 亿元、26.31 亿元、34.2 亿元，对应的 EPS 分别为 0.35 元、0.41 元、0.47 元（较上一篇报告，我们小幅度上调了收入规模，原因是今年电影行业的增速超过预期，2015 年上调了约 15%；小幅下调了归母净利润，原因是今年成本端的压力增长超过预期，2015 年下调了约 8%），考虑到公司未来无论是网络剧还是电影，均有颇多亮点和市场热点，上调投资评级为“买入”。

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	1948.91	2631.03	3420.35	净利润	351.87	540.29	627.45	733.62
营业成本	739.08	1174.00	1733.00	2344.00	折旧与摊销	19.38	18.15	34.19	52.66
营业税金及附加	8.42	13.47	18.18	23.63	财务费用	21.69	13.13	-4.66	-2.60
销售费用	10.14	21.97	27.85	35.70	资产减值损失	29.04	14.29	14.82	19.38
管理费用	53.83	77.96	105.24	136.81	经营营运资本变动	-267.07	-745.57	-1447.20	-643.89
财务费用	21.69	13.13	-4.66	-2.60	其他	-237.80	-12.14	-14.55	-17.43
资产减值损失	29.04	14.29	14.82	19.38	经营活动现金流净额	-82.89	-171.85	-789.95	141.74
投资收益	55.92	12.03	14.44	17.33	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	12.14	14.55	17.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-905.25	-158.04	-175.45	-192.57
营业利润	411.91	646.25	751.15	880.85	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
利润总额	426.08	663.90	768.22	897.63	股权融资	0.00	2786.83	0.00	0.00
所得税	74.22	123.61	140.77	164.01	支付股利	-50.64	-119.52	-142.01	-157.70
净利润	351.87	540.29	627.45	733.62	其他	398.49	-676.77	4.66	2.60
少数股东损益	22.54	25.91	31.14	39.17	筹资活动现金流净额	946.37	1490.55	-137.35	-155.10
归属母公司股东净利润	329.33	514.38	596.31	694.45	现金流量净额	-40.79	1160.66	-1102.75	-205.93
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	1722.38	611.59	393.97	成长能力				
应收和预付款项	1060.24	1513.30	2091.53	2815.63	销售收入增长率	34.72%	60.00%	35.00%	30.00%
存货	456.79	456.04	1675.27	1975.57	营业利润增长率	6.98%	56.89%	16.23%	17.27%
其他流动资产	85.58	136.52	184.07	239.08	净利润增长率	7.30%	53.55%	16.13%	16.92%
长期股权投资	1250.16	1250.16	1250.16	1250.16	EBITDA 增长率	19.46%	49.57%	15.23%	19.24%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	22.79	178.09	337.18	497.79	毛利率	39.32%	39.76%	34.13%	31.47%
无形资产和开发支出	366.79	366.17	365.56	364.94	三费率	7.03%	5.80%	4.88%	4.97%
其他非流动资产	1160.59	1157.93	1155.28	1152.62	净利率	28.89%	27.72%	23.85%	21.45%
资产总计	4983.78	6780.61	7670.63	8689.77	ROE	10.84%	9.33%	10.00%	10.71%
短期借款	500.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.66%	7.06%	9.72%	9.73%
应付和预收款项	511.94	544.14	852.38	1190.87	ROIC	46.60%	36.00%	21.67%	17.57%
长期借款	98.52	98.52	98.52	98.52	EBITDA/销售收入	37.19%	34.76%	29.67%	27.22%
其他负债	626.47	347.06	443.39	548.12	营运能力				
负债合计	1736.92	989.72	1394.29	1837.51	总资产周转率	0.32	0.33	0.36	0.42
股本	1012.70	1466.80	1466.80	1466.80	固定资产周转率	53.44	11.96	8.36	7.25
资本公积	495.54	2828.28	2828.28	2828.28	应收账款周转率	2.16	2.07	2.08	2.00
留存收益	991.09	1385.96	1840.25	2377.00	存货周转率	2.27	2.56	1.62	1.28
归属母公司股东权益	3162.90	5681.04	6135.34	6672.08	销售毛利率/净利率	62.30%	--	--	--
少数股东权益	83.95	109.86	141.00	180.18	资本结构				
股东权益合计	3246.86	5790.90	6276.34	6852.26	资产负债率	34.85%	14.60%	18.18%	21.15%
负债和股东权益合计	4983.78	6780.61	7670.63	8689.77	带息债务/总负债	34.46%	9.95%	7.07%	5.36%
					流动比率	1.46	5.10	3.95	3.39
					速动比率	1.15	4.49	2.50	2.16
					股利支付率	15.38%	23.24%	23.81%	22.71%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	452.98	677.53	780.68	930.91	每股收益	0.22	0.35	0.41	0.47
PE	124.31	79.59	68.65	58.95	每股净资产	2.21	3.95	4.28	4.67
PB	12.61	7.07	6.52	5.97	每股经营现金	-0.06	-0.12	-0.54	0.10
PS	33.61	21.01	15.56	11.97	每股股利	0.03	0.08	0.10	0.11
EV/EBITDA	59.93	56.35	50.33	42.44					
股息率	0.12%	0.29%	0.35%	0.39%					

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 15 楼

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 楼

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗峰（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn