

# 光线传媒 (300251)

—强势整合发行与优质内容资源 打造中国传媒巨头

投资评级 买入 评级调整 评级不变 收盘价 9.68 元

## 投资要点:

**1、拥有国内电影最大发行渠道，制作出品多部高质量电影：**公司拥有强发行渠道，以内容为核心，投资发行影片数量和票房增长稳定严控项目风险，出品和发行影片票房位居行业前列，2016年影片出品排名第1，影片发行排名第3，行业地位稳固。国内票房市场和单片票房空间依然存在，公司作为行业龙头将享受行业带来的增长红利。下半年公司计划上映10部电影，其中多部重量级影片值得期待，新晋喜剧导演大鹏的《缝纫机乐队》将于9月30日国庆档上映，《鬼吹灯之龙岭迷窟》系“鬼吹灯”IP大电影，国民级科幻IP“三体”的大电影《三体》预计下半年上映，《英雄本色4》作为“英雄本色”系列电影也值得期待。

**2、前瞻性布局崛起的动画电影，即将进入收割期：**相对于北美、日本成熟的动画电影市场，国产动画电影刚刚开始。目前国内动画电影票房76亿，国产电影票房13亿左右，与美国约170亿元的动画电影票房相比，差距较大，发展空间巨大。《大鱼海棠》、《大护法》等爆款国产动画电影都是公司投资发行，公司将重点布局动画电影方向，投资了国内过半优秀的动画电影公司，在动画电影方面已抢的先机，有望在未来2年内爆发，而动画电影的衍生品市场也非常广阔如游戏、手伴和实景娱乐等。

**3、10亿元增持猫眼，IPO计划在路上：**公司与光线控股高比例控股猫眼达71%，近期公司10亿元增持猫眼持股比例达30.11%，意味着会计准则将改为长期股权投资，每年能够确认投资收益。根据我们的测算，2017年为公司带来0.25亿元的投资收益，2018年的投资收益区间为0.95亿-1.59亿。此外，猫眼有独立IPO上市的计划并有进一步扩大市场份额的可能。未来，猫眼将不仅只于一家在线票务平台，有望成为一家综合电影平台公司。

**4、泛娱乐产业投资：**此外，公司投资了多家泛娱乐公司，其中包括上市公司天神互娱等。同时公司持有新丽传媒27.64%的股权，新丽传媒A股IPO排队中，2017年6月30日已提交申报材料。

**投资建议：**我们认为公司长年稳健经营，严格把控风险，拥有国内最大的线下电影发行渠道，且与控股公司高比例控股猫眼掌握线上电影发行渠道和数据资源，参考好莱坞模式，六大公司无一不是强势的发行公司；此外，公司还积极布局电影内容制作，并重点发展动画电影，中国动画电影崛起中，公司即将进入收割期。我们给予“买入”评级并长期看好公司未来的发展，我们预测公司2017、2018年的营收为21.34亿、25.83亿，净利润为8.6亿和10.5亿，EPS为0.30元和0.36元，对应PE分别为30倍、26倍，给予“买入”评级。

**风险提示：**计划影视作品上映不及预期，子公司业绩增长不及预期，行业增长不及预期。

发布时间：2017年9月12日

## 主要数据

52周最高/最低价(元)	11.44/7.88
上证指数/深圳成指	3379.49/11043.61
50日均成交额(百万元)	215.89
市净率(倍)	4.04
股息率	0.41%

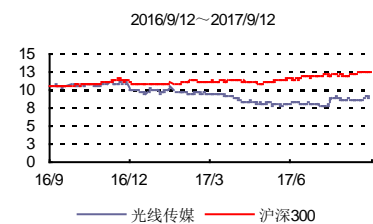
## 基础数据

流通股(百万股)	2752.03
总股本(百万股)	2933.61
流通市值(百万元)	26639.62
总市值(百万元)	28397.33
每股净资产(元)	2.40
净资产负债率	28.89%

## 股东信息

大股东名称	上海光线投资控股有限公司
持股比例	44.06%
国元持仓情况	

## 52周行情图



## 相关研究报告

《国元证券公司研究-公司点评：光线传媒(300251)业绩增长符合预期，下半年关注多部重量级影片》，2017-8-25

《国元证券公司研究-光线传媒(300251)年报点评—影视引领主旋律，投资扩充产业链》，2017-4-21

《国元证券公司研究-光线传媒(300251)——半年报业绩预告点评：业绩大增，传媒巨头正崛起》，2016-7-14

## 联系方式

研究员：孔蓉  
执业证书编号：S0020512050001  
电话：021-51097188-1872  
电邮：kongrong@gyzq.com.cn  
地址：中国安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券(230000)

## 目录

1 公司介绍：坚持“发行龙头+内容为核心”，严格把控风险且业绩增长稳定.....	3
1.1 电视节目制作起家，现已发展成国内电影龙头 .....	3
1.2 股权：董事长绝对控股、阿里位列二股东，无重大解禁风险.....	3
1.3 公司业务：电影业务为主，电视剧+直播+游戏为辅.....	4
2 拥有强发行渠道、投资优秀电影内容，布局泛娱乐 .....	6
2.1 电影产业发行与制作行业实力第一.....	6
2.1.1 发行主导电影产业 公司拥有强大的线下发行网络.....	6
2.1.2 投资出品市场第一，从上游源头开始把控影片 .....	10
2.1.3 2017 年下半年重量级大片值得期待.....	12
2.2 电影票房增速虽放缓 但市场空间依然大.....	13
2.3 电视剧+直播+游戏营收稳定 布局泛娱乐产业.....	14
2.3.1 直播业务：并表齐聚科技，联合腾讯.....	15
2.3.2 电视剧业务：长期稳定，弹性较小 .....	15
2.3.3 游戏业务：体量小，对整体业绩影响有限 .....	17
3 公司已全面布局崛起中的动画电影 静待收割期.....	17
3.1 投资十多家动画公司，成立彩条屋影业掘金动画电影市场 .....	17
3.2 中国动画电影空间大，公司前瞻布局已占得先机.....	18
3.3 参与投资多部优质动画电影 已成行业龙头.....	22
3.4 动画电影衍生市场广阔：手伴+游戏授权 .....	22
4、高比例控股猫眼股权 即将启动 IPO 计划 .....	24
4.1 与光线控股共持有猫眼 77.13%的股权 其已开展电影发行业务.....	24
4.2 电影在线票务市场：行业渗透率高，猫眼市场占有率高.....	27
4.3 猫眼的纵横发展：多流量入口，全电影产业渗透.....	29
4.4 猫眼盈利贡献净利润， 未来或可能 IPO .....	31
5、泛娱乐产业投资为公司带来可观收益 .....	32
盈利预测及估值.....	35

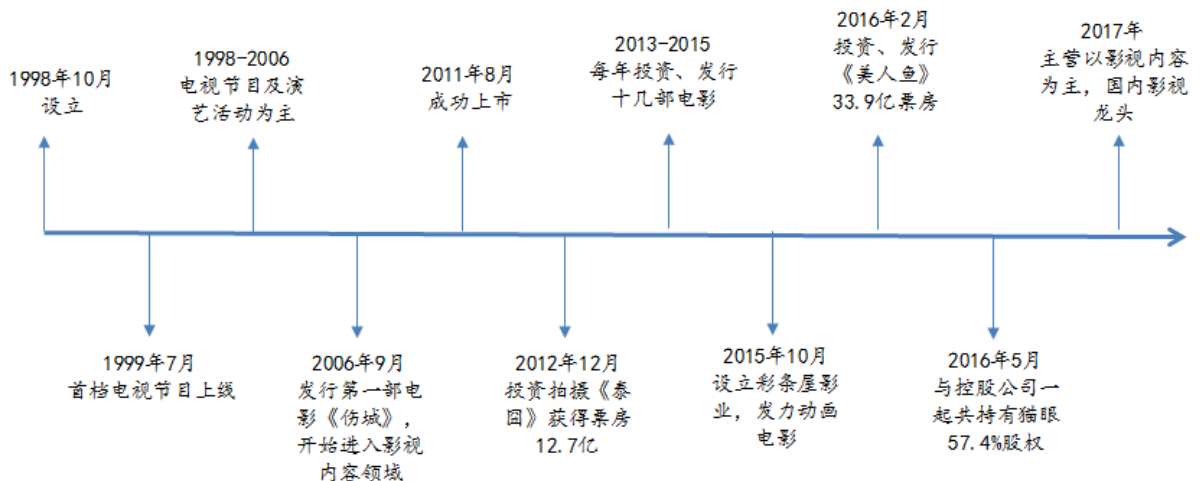
## 1 公司介绍：坚持“发行龙头+内容为核心”，严格把控风险且业绩增长稳定

### 1.1 电视节目制作起家，现已发展成国内电影龙头

公司前生是 1998 年成立的北京光线电视策划研究中心，以电视节目制作起家，1999 年制作了《中国娱乐报道》节目开播，2000 年注册成为北京光线广告有限公司，同时以电视节目为载体开始做广告业务，电视节目有《娱乐现场》、《音乐风云榜》等，公司一度成为国内最大的电视节目制作公司。公司曾经是国内最大的演艺活动公司之一，每年有上百场娱乐盛典。

2006 年，公司发行了第一部电影《伤城》，正式进入影视内容领域，电影和电视剧同比进行，每年参与出品或发行的电影票房超数十亿元，2016 年公司出品或发行影片 15 部，其中包括票房冠军《美人鱼》，全年实现票房 64.2 亿元，占国内总票房的 14%，已经成为国内龙头电影公司。

图 1 公司历史沿革



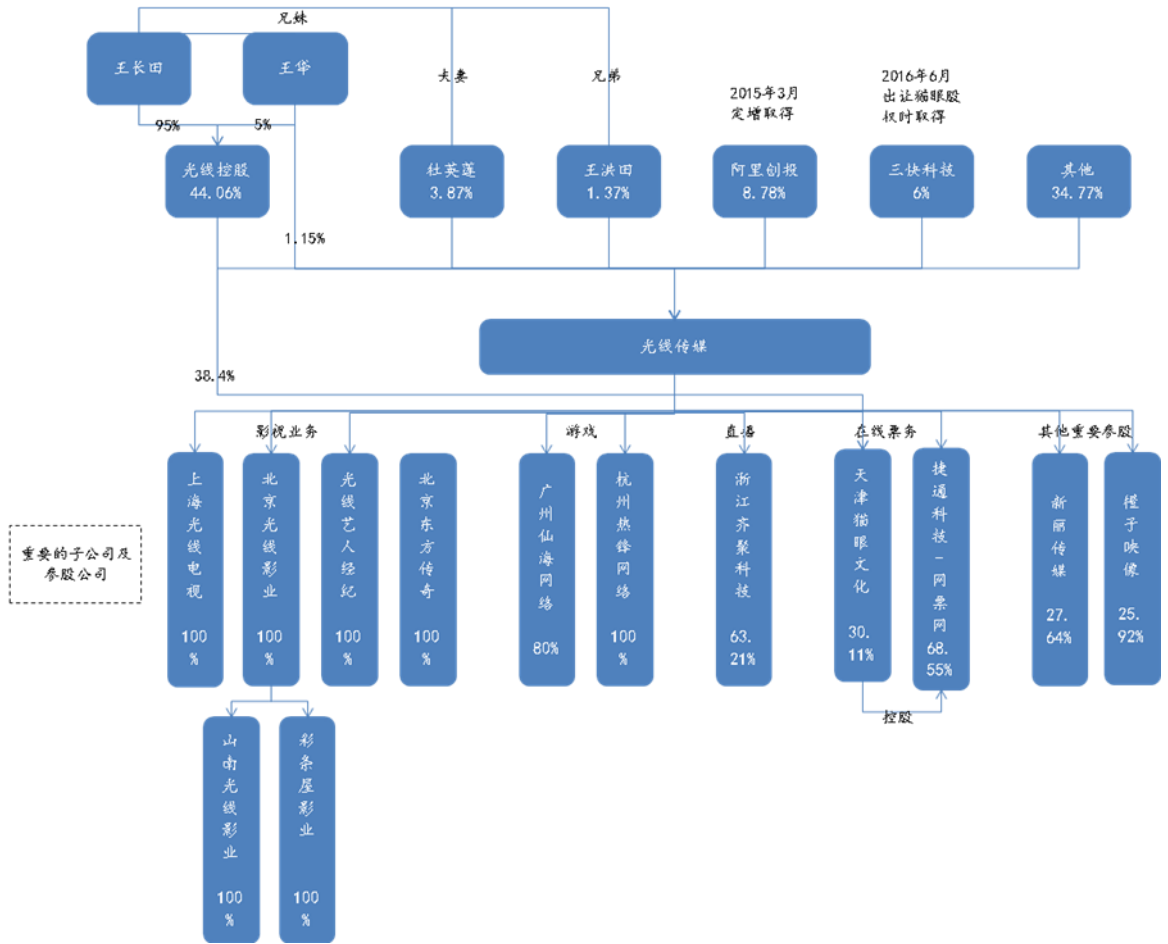
资料来源：公司公告、国元证券研究中心

### 1.2 股权：董事长绝对控股、阿里位列二股东，无重大解禁风险

公司股权较为集中，董事长王长田控股的光线控股持有公司 44.06% 的股权，如果加上相关关联方持股情况，合计持股比例高达 50.45%，王长田对公司有绝对控股权。另外，2015 年 3 月，阿里创投参与公司定增并持有公司 8.78% 的股权，位列第二大股东，利益绑定紧密。

公司仅在 2015 年 3 月进行过一次定向增发，且仅有光线控股和阿里创投持有此次增发股份，公司无其他定增事件，已无定增限售解禁股，限售解禁股仅有 1.82 亿股的高管锁定股，公司无重大限售解禁风险。

图 2 公司股权结构和重要子公司及参股公司



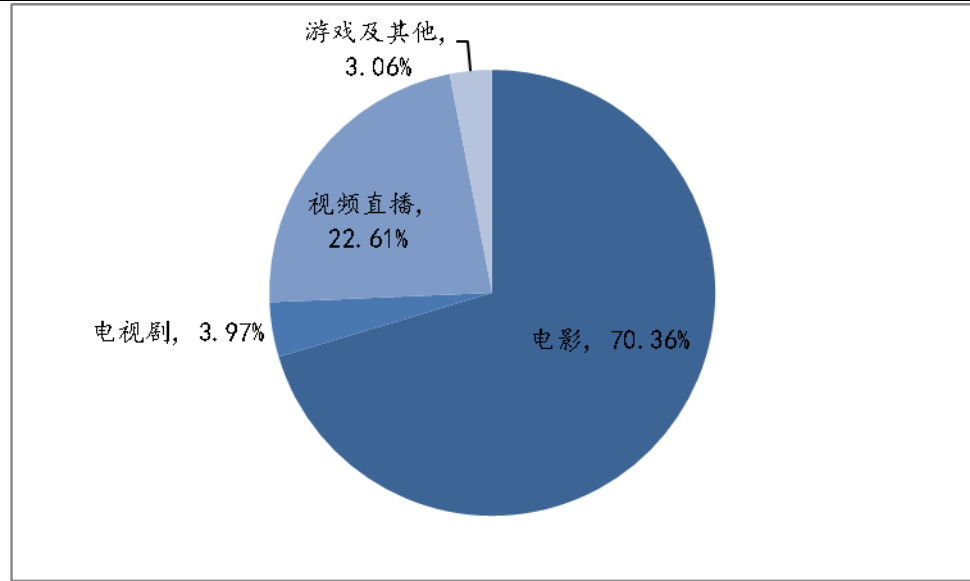
资料来源：公司公告、国元证券研究中心

### 1.3 公司业务：电影业务为主，电视剧+直播+游戏为辅

公司目前业务以电影业务为主导，同时电视剧、直播、游戏也给公司贡献部分收入，从2015年开始，电视节目制作和广告业务已经淡出公司主营业务。以此同时，公司还积极发展艺人经纪、电商等业务，产业投资以关联业务战略投资为主。

就业务收入构成而言，电影收入占比最高，总整体收入70%以上，电视剧+游戏+直播的业务仅占收入的30%不到，同时公司电影业务贡献了大部分的净利润，加上非经常性净收益，二者贡献了公司90%以上的利润，电视剧+游戏+直播对公司净利润的影响较小。

图 3 2017H1 公司业务收入占比

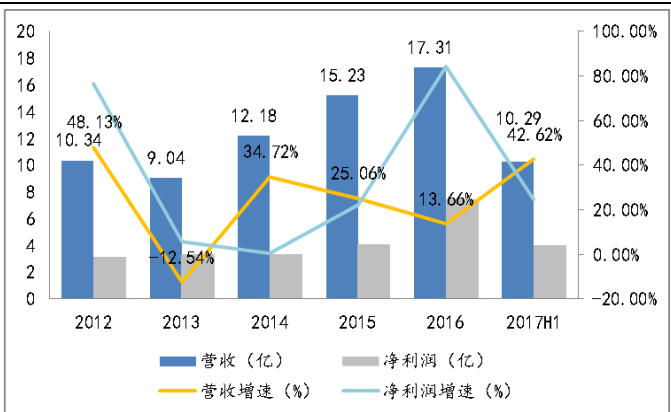


资料来源：公司公告、国元证券研究中心

2015 年是公司主营业务的一个转折点，1) 调整栏目制作和广告业务，将重心转向电影业务，电视栏目制作与广告淡出公司主营；2) 2015 年是国内票房增长峰值期，公司依靠投资发行将电影业务迅速做大做强，巩固了自己电影公司龙头之一的地位。

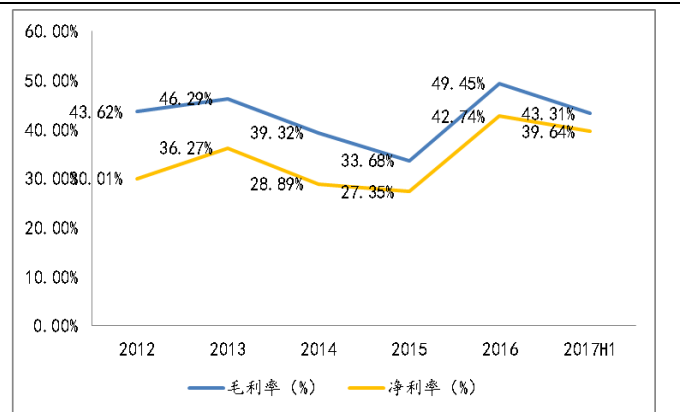
公司营收和净利润保持稳健增长，2014-2016 年三年的营收平均增长 24%，净利润平均增长 35%，整体业绩保持稳步增长，2017 年上半年营收 10.29 亿元，同比增长 42.62%，净利润 4.01 亿元，同比增长 24.61%。毛利率和净利率回升，2014 和 2015 年的电影投入增加，导致营业成本增速高于营收增速，2016 年毛利率和净利润回升，电视节目制作和广告业务淡出之后，电影的投资节奏趋稳，毛利率有望保持。

图 4 营收和净利润情况



资料来源：wind、国元证券研究中心

图 5 毛利率和净利率情况



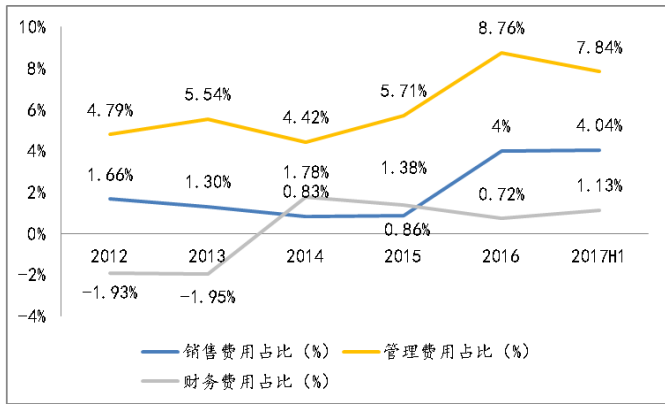
资料来源：猫眼专业版、国元证券研究中心

销售费用和管理费用上升，投资收益助力净利润，随着公司电影投资发行业务的稳步增长，对电影的宣发和推广逐渐加大，销售费用和管理费用会相应提高，2015 年之前，“三费”占总营收的比例保持平稳，销售费用 5%左右，管理费用 1%左右，2015 年之后比例有所增长，销售费用和管理费用的占比分别在 7%和 4%以上。公司股权投资规模较大，截止到 2017 年 H1，可供出售金融资产余额 35.99 亿元，计入其他综合收益的投资收益余额 6.59 亿元，长期股权投资余额 17 亿元。近几年公司股权投资收益回报期，投资收



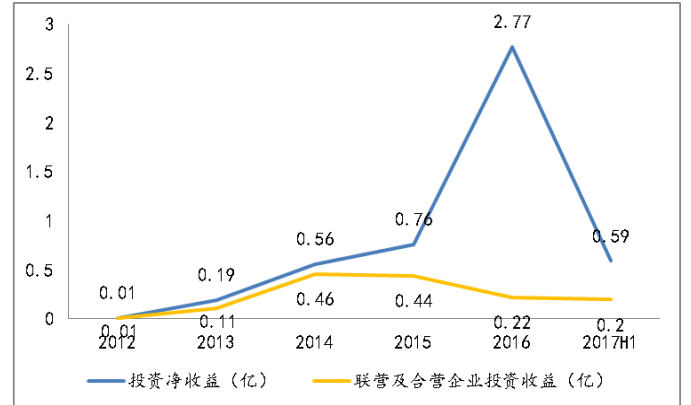
益预计维持在亿元级别。

图 6 三费占比情况



资料来源: wind、国元证券研究中心

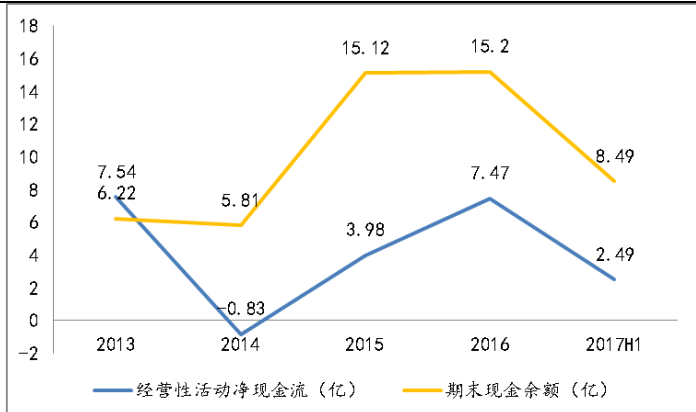
图 7 投资收益情况



资料来源: wind、国元证券研究中心

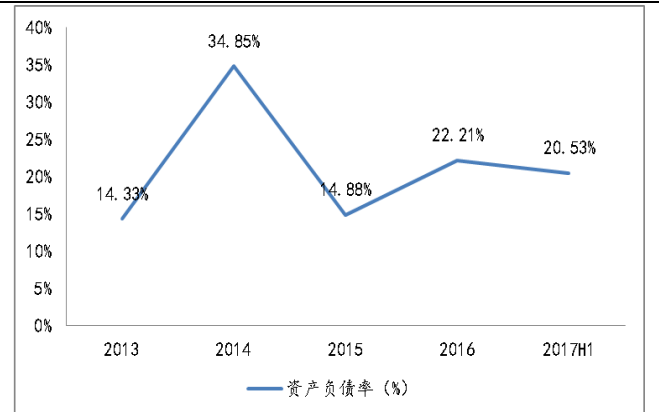
公司现金流充足、资产负债率正常，2017 年上半年经营性活动净现金流量为 2.49 亿元，长期保持数亿元的净现金流量，期末余额 8.49 亿，由于是半年数据，未能完全体现现金余额，根据往年的数据，公司期末现金余额保持在 15 亿以上。充足的现金流是保持投资发行大片的必备条件，充足的现金流也减轻了公司财务负担，财务费用长期稳定，负债率保持在 20%左右的良好水平。

图 8 经营性活动净现金流和期末现金流



资料来源: wind、国元证券研究中心

图 9 资产负债情况



资料来源: wind、国元证券研究中心

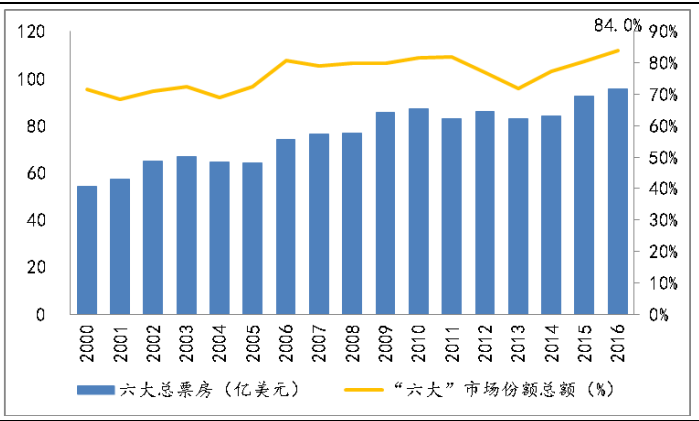
## 2 拥有强发行渠道、投资优秀电影内容，布局泛娱乐

### 2.1 电影产业发行与制作行业实力第一

#### 2.1.1 发行主导电影产业 公司拥有强大的线下发行网络

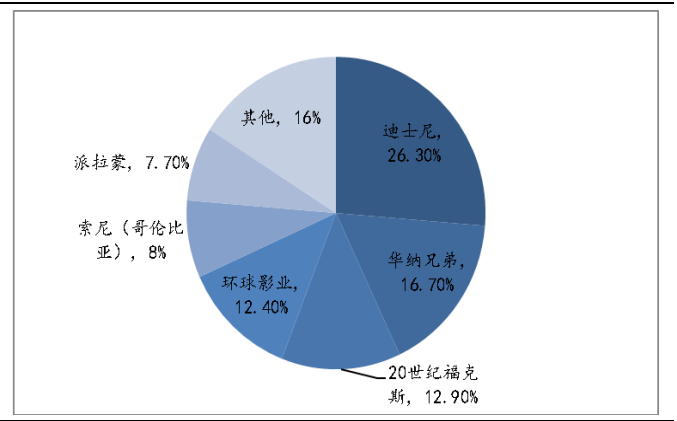
纵观好莱坞发展历史，独立的电影内容制作公司风险高，历史已有多次破产先例或被并购史，离开发行或渠道的内容公司较难持续发展，业绩难保持稳定增长。而发行作为电影产业链的居中环节，连接着产业链上游的制片和终端影院。六大发行公司凭借稳定的片源量为其发行体系提供稳定的内容供给，保证其运转，是美国电影产业的体系所在，拥有稳定的发行渠道和强大的发行能力，才能打通走向世界的市场，六大通过掌控发行环节主导了好莱坞电影产业。好莱坞 70% 的全球收入是靠发行推动的，足见发行的重要性。

图 10 2000-2016 年美国六大发行公司总市场占比



资料来源: Box Office Mojo、国元证券研究中心

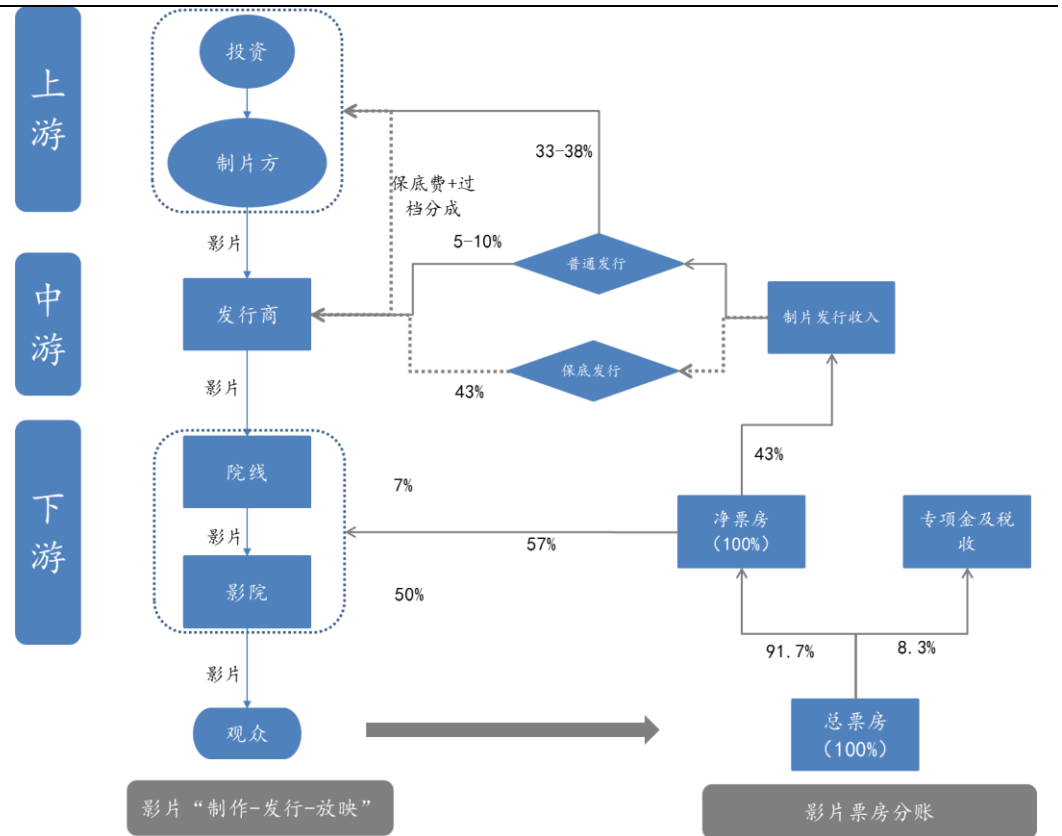
图 11 2016 年美国六大发行公司市场份额情况



资料来源: Box Office Mojo、国元证券研究中心

发行居中对接影片上下游，即不用承担影片制作带来的高风险也不用担心影院投资带来的重资产，属于业务稳定环节。发行环节最重要的就是渠道的铺设，传统发行渠道依赖全国各地的发行人网络，需要长期的积累，短时间内很难被突破。

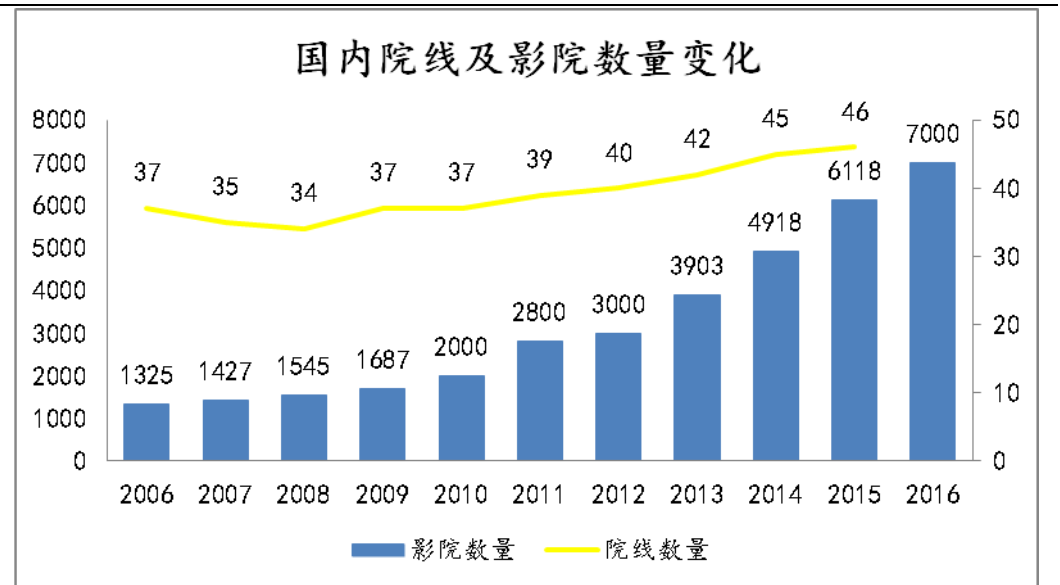
图 12 国内电影产业链及票房分账



资料来源: 艾瑞咨询、国元证券研究中心

公司目前是国内最大的线下发行公司，掌控线下发行渠道资源（通过收购猫眼布局线上电影发行的未来）自 2006 年凭借联合投资发行《伤城》，进入了电影发行环节，目前拥有遍及全国的三级矩阵式发行营销网络，近年来全国电影院数量高速增长，发现影院与院线的到达效果不明显，而公司为了确保能够让影片有效到达，组建了 150 个驻地的团队。目前公司的发行是以营销为主导的产业增值模式，既有销售还有市场营销。

图 13 国内院线及影院数量情况



资料来源：艾瑞咨询、国元证券研究中心

统计 2011-2016 年国内主发行公司票房排名，近年来公司主发行影片排名均位于行业前列，连续 4 年排名前三，考虑到中国电影和华夏电影作为进口片“唯二发行方”，并且进口片票房占据国内总票房的 40% 以上，两家公司专享了进口片带来的发行收入，如果排除中国电影和华夏电影的“政策红利”，光线传媒是国内当之无愧的发行第一。

表 1 2011-2016 年公司在国内主发行行业的排名

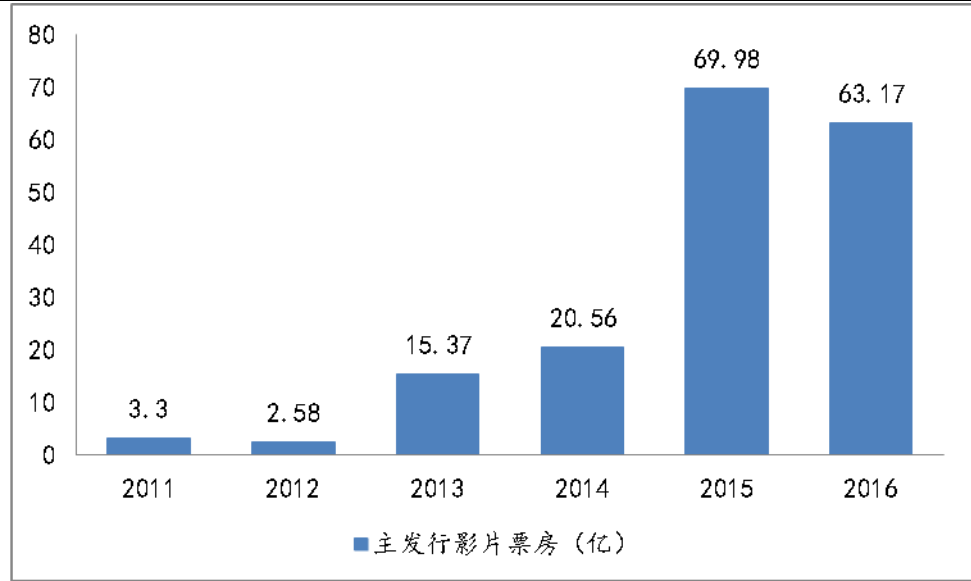
时间	主发行排名	主发行影片票房（亿）
2016	3	63.17
2015	2	69.98
2014	3	20.56
2013	3	15.37
2012	8	2.58
2011	6	3.3

备注：以猫眼专业版母公司形式口径统计

资料来源：猫眼专业版、国元证券研究中心



图 14 公司主发行影片票房情况



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

图 15 2016 年公司主发行影片《美人鱼》



资料来源：百度百科、国元证券研究中心

图 16 2015 年公司主发行影片《港囧》



资料来源：百度百、国元证券研究中心

我们参考易观智库对国内电影制发行业的公司实力矩阵，光线传媒无论是公司现有资源方面还是公司运营方面都具有领先优势，现有资源优势主要体现在长期影片制作、投资发行过程中形成的导演、制片人及演员资源和下游渠道资源，内容行业落脚点在于人，掌握了人才资源优势方可谋划于未来。

随着公司和控股股东共同持有猫眼 77.13% 的股权，对其拥有绝对控股权，猫眼作为国内市场份额排名第一的电影在线票务平台，占据最大票房流量入口，拥有电影线上发行的巨大优势，光线传媒传统的电影发行加上猫眼的线上发行，公司有望持续扩大其在国内电影发行市场份额。

图 17 2016 年国内电影制发实力矩阵



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

### 2.1.2 投资出品市场第一，从上游源头开始把控影片

电影发行环节连接上游制作和下游放映环节，公司已经取得市场领先位置，业绩稳定。而在上游环节，公司通过投资制作能够从源头把控影片质量，自上而下掌控产业中上游环节。2009年公司投资制作了《斗牛》（0.12亿）、2011年的《最强喜事》（1.67亿）和《画壁》（1.5亿），2013年的《四大名捕4》（1.74亿）、2014年的《匆匆那年》（5.89亿）和《亲爱的》（3.45亿），2015年的《港囧》（16.14亿），2016年的《从你的全世界路过》（8.13亿）和《大鱼海棠》（5.65亿），2017年出品的《三生三世十里桃花》票房5.35亿，此外今年还出品了《大护法》（0.88亿）和《嫌疑人X的献身》（4.02亿）。发行环节在国内只能国内企业参与，外企不得参与，而电影投资出品则囊括了全球电影公司，公司在出品行业由小，近两年的主出品影片票房均位于领先位置，2016年公司出品的影片总票房为72亿，位列市场第一。

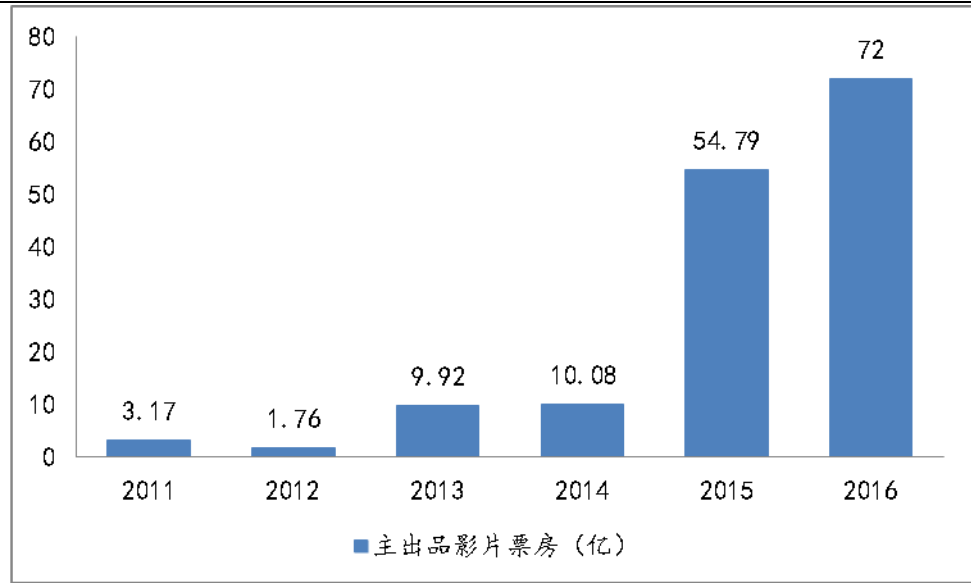
2011-2016 公司在国内票房主出品行业的排名

时间	主出品排名	主出品影片票房（亿）
2016	1	72
2015	2	54.79
2014	20	10.08
2013	10	9.92
2012	22	1.76
2011	11	3.17

备注：以猫眼专业版母公司形式口径统计

资料来源：猫眼专业版、国元证券研究中心

图 18 公司主出品影片票房情况



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

图 19 2016 年公司主出品影片《从你的全世界路过》



资料来源：百度百科、国元证券研究中心

图 20 2015 年公司主出品影片《港囧》

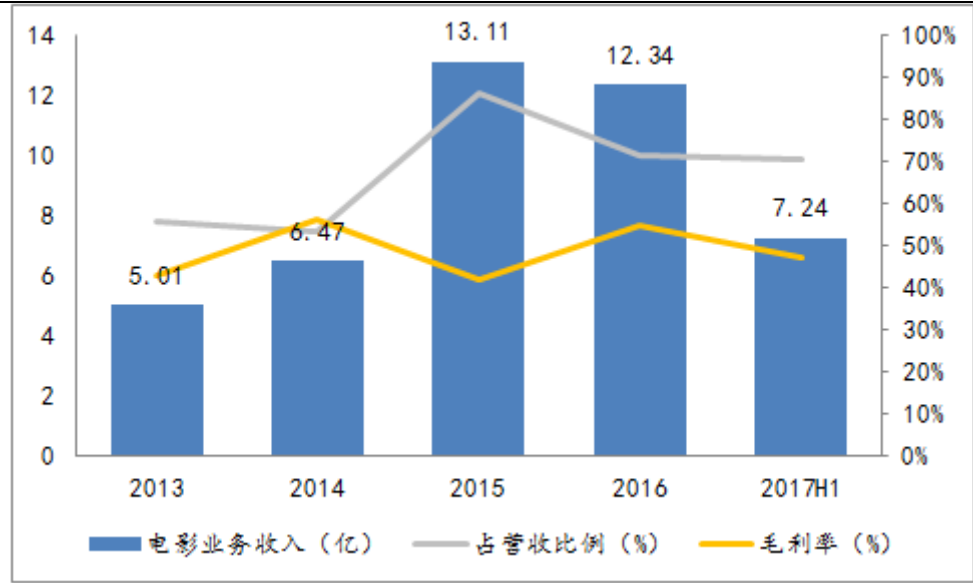


资料来源：百度百、国元证券研究中心

2012 年影视剧业务收入首次超过栏目制作和广告业务，2013 年开始，电影业务收入比例占总营收的比例最大，为 55.47%。此后，栏目制作和广告业务逐步退出公司主营业务，电影业务收入成为公司的绝对营收主力。2013 年公司电影业务收入 5.01 亿元，2014 年为 6.47 亿元，最高值为 2015 年的 13.11 亿元，2016 年国内票房市场增长放缓影响了公司电影业务收入的增长，2016 年电影业务收入为 12.34 亿元，复合增长速度近五成，为 46%。



图 21 公司电影业务收入情况



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

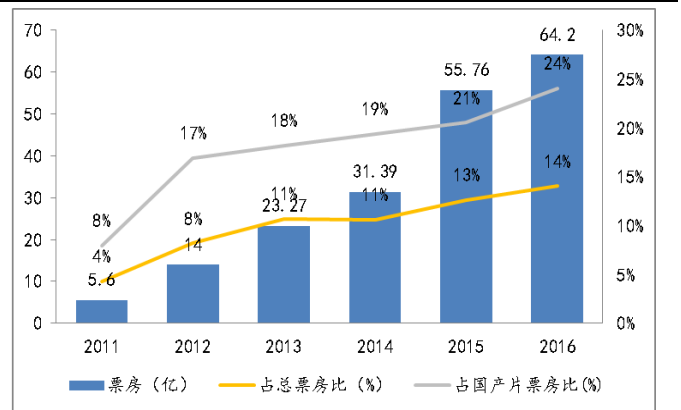
根据公司的公告，2011 年公司发行电影 7 部，票房约 5.6 亿元，占全年总票房的 4%，占国产片票房的 8%，此后投资发行的电影数量明显上升，特别是 2015 年开始转移节目制作和广告业务之后，投资发行数量大于 15 部。国内票房市场的爆发和投资发行的电影稳步增长，让公司电影业务收入节节攀升，占国内总票房和国产片总票房的比例也越来越高，2016 年全年，公司发行 15 部电影，创造票房 64.2 亿，占总票房的 14%，占国产片票房的 24%，实现收入 12.34 亿元。公司无论是投资发行的影片数量与总票房，近年来都已位居行业前列。

图 22 公司投资发行影片数量



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

图 23 公司投资发行影片票房情况



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

### 2.1.3 2017 年下半年重量级大片值得期待

根据公司半年报公布的数据，2017 年上半年计入本期票房的影片共 7 部，目前主出品发行最高票房影片为《大闹天竺》(7.58 亿元)，上半年实现票房 13.83 亿元，全年预计出品及发行 17 部影片。根据公司公布的影片上映计划，下半年有 10 部影片上映，其中多部重量级影片值得期待，新晋喜剧导演大鹏的《缝纫机乐队》将于 9 月 30 日国庆档上映，《鬼吹灯之龙岭迷窟》系“鬼吹灯”IP 大电影，国民级科幻 IP “三体”的大电影《三体》

预计下半年上映,《英雄本色4》作为“英雄本色”系列电影也值得期待。

表 2 计入 2017 年票房的 17 部影片名单计划

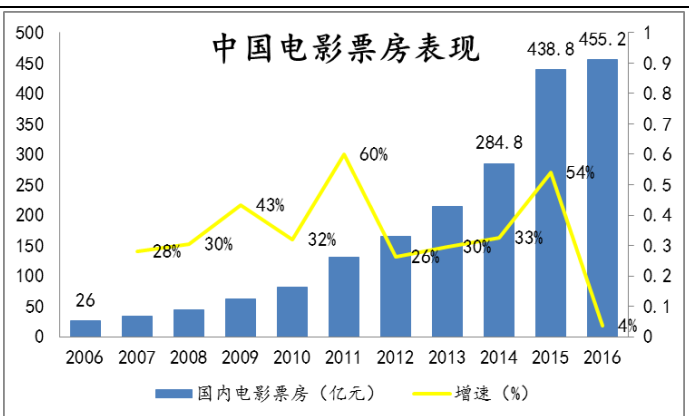
影片	上映时间	票房	合作方式
你的名字。	2016 年 12 月 2 日	5.77 亿	发行
少年	2016 年 12 月 16 日	1590.8 万	投资+发行
大闹天竺	2017 年 1 月 28 日	7.58 亿	投资+发行
嫌疑人 X 的献身	2017 年 3 月 31 日	4.02 亿	投资+发行
春娇救志明	2017 年 4 月 28 日	1.76 亿	投资+发行
重返·狼群	2017 年 6 月 16 日	3293.4 万	发行
缉枪	2017 年 6 月 23 日	1644.8 万	投资
秘果	2017 年 7 月 7 日	795.3 万	投资+发行
大护法	2017 年 7 月 13 日	8758.6 万	投资
三生三世十里桃花	2017 年 8 月 3 日	5.32 亿	投资+发行
缝纫机乐队	2017 年 9 月 30 日		投资+发行
鬼吹灯之龙岭迷窟	待定		投资+发行
三体	待定		投资+发行
保持沉默	待定		投资+发行
风中有朵雨做的云	待定		投资+发行
英雄本色 4	待定		发行
东北往事	待定		投资+发行

资料来源:公司公告、猫眼专业版、国元证券研究中心

## 2.2 电影票房增速虽放缓 但市场空间依然大

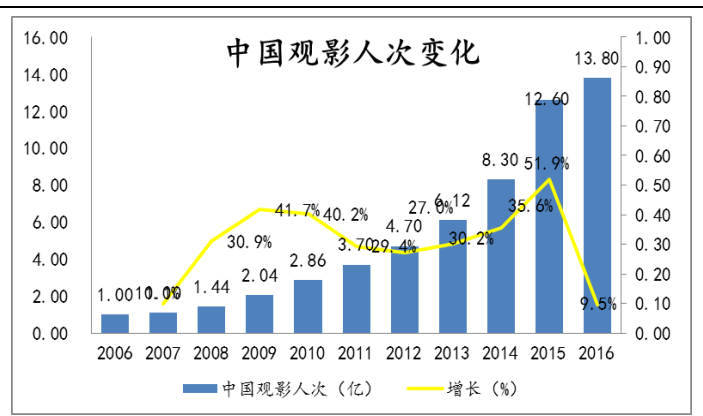
票房 2016 年之前增速较高,其中 2015 年的增速高达 54%,2014 年为 33%,2016 年的票房增速放缓,票房为 455.2 亿元,增速从上一年的 54%降为 4%,观影人次 13.8 人次,人均观影人次为 1 次,增速亦降为 9.5%。

图 24 中国电影票房表现



资料来源:艺恩智库、国元证券研究中心

图 25 中国观影人次变化

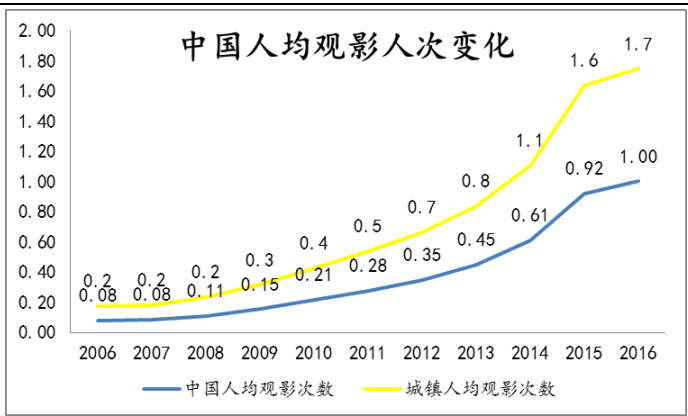


资料来源:艺恩智库、wind、国元证券研究中心

票房市场的大幅波动原因是多方面,其中影片质量和票补行为对票房的波动起到了主要的作用,影片质量是一个长期提高发展的过程,而票补行为则直接助推了票房的高速增长,根据公开数据,2015 年票补高达 40 亿元,约占总票房的 10%左右,进入 2016,

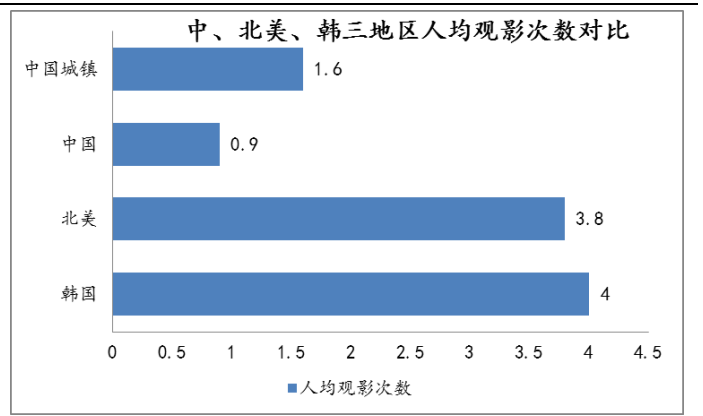
在线电影票务平台格局已定，票补大大缩水，对 2016 年整个票房市场的增速产生了直接的影响。

图 26 中国人均观影人次变化



资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

图 27 2015 年中、美、韩人均观影次数对比



资料来源：艺恩智库、wind、国元证券研究中心

2017 年我国人均观影次数仅为 1 次，城镇人均观影次数也仅为 1.7 次，远远低于成熟市场的 3-4 次的人均观影次数。而由于《中美电影备忘录》2017 年 2 月份已到期，进口分账片引进数量增长的概率较大，按目前进口片票房占总票房 45%左右比例来看，若未来进口片数量增加，有望推动国内整体票房上涨。

根据历史数据，人均观影次数从 0.1 次增长到 0.5 次耗时 5 年，从 0.5 次上增到 1 次耗时 3 年，根据我们的测算，人均观影次数增长一倍，到 2 次/人，未来 3-5 年的时间内，国内票房空间可达 700 亿-1000 亿。

整体来看，国内票房市场增长进入一个瓶颈期，欲延续前几年的高速增长较困难。但是，从人均观影次数的对比来看，国内票房增长空间依然较大。公司作为电影行业龙头公司仍将长期受益。革命尚未成功，同志仍需努力！

表 3 国内票房空间测算

		观影频率 (次)	观影人次=人 数*观影频率	票价 35 元情 况下的票房 (亿)	票价 40 元情 况下的票房 (亿)
总人口 (2016 年)	13.8	1	13.8	483	552
		1.5	20.7	725	828
		2	27.6	966	1104
城镇人口 (2016 年)	7.9	1.7	13.43	470	537
		2	15.8	553	632
		3	23.7	830	948

资料来源：国家统计局、国元证券研究中心

### 2.3 电视剧+直播+游戏营收稳定 布局泛娱乐产业

公司业务中 70%左右是电影业务，其他 30%左右的业务收入来自于“电视剧+直播+游戏”业务，其中直播的业务约占总收入的 10-20%，直播是 2016 年 6 月份新并表的业务，电视剧和游戏的业务相对较小。“电视剧+直播+游戏”虽然单个业务收入规模不大，但是其相对稳定，基数较小，是“小而巧”的业务，对公司整体业绩影响较小。



### 2.3.1 直播业务：并表齐聚科技，联合腾讯

直播业务是公司 2016 年 6 月新增加的业务，2016 年 5 月，公司以 1.3 亿元收购齐聚科技 36.38%的股权，加上之前持有的 26.83%股权，公司共持有齐聚科技 63.21%的股权，6 月实现并表。目前齐聚科技的股东中除了光线传媒之外，另外一个大股东是腾讯，持有齐聚科技 16%的股权。

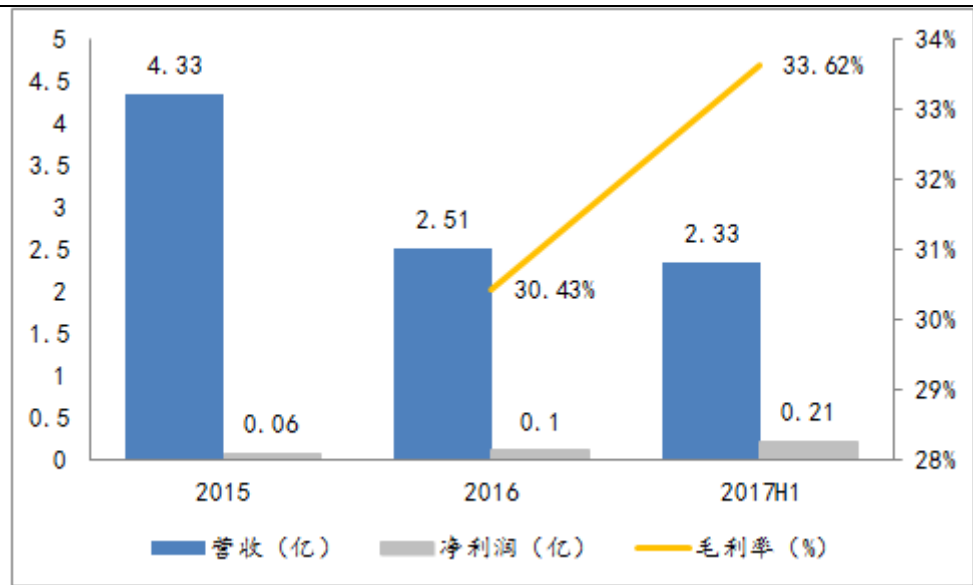
表 4 齐聚科技的股权结构

序号	股东	出资(万)	持股比例(%)
1	光线传媒	918.6618	63.2103%
2	腾讯	232.7619	16.0252%
3	其他	301.6	20.7645%

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

齐聚科技以“娱乐+财经”的业务模式为主，旗下主要有三大互动平台，其中呱呱演艺社区，主要为挖掘、培养、包装的艺人提供网络平台；呱呱财经社区，主要为财经类用户打造音视频实时互动分享交流平台；齐齐互动视频社区，主要为腾讯 QQ 用户提供视频交友、直播和教学交流服务的平台。

图 28 直播业务收入情况（齐聚科技）

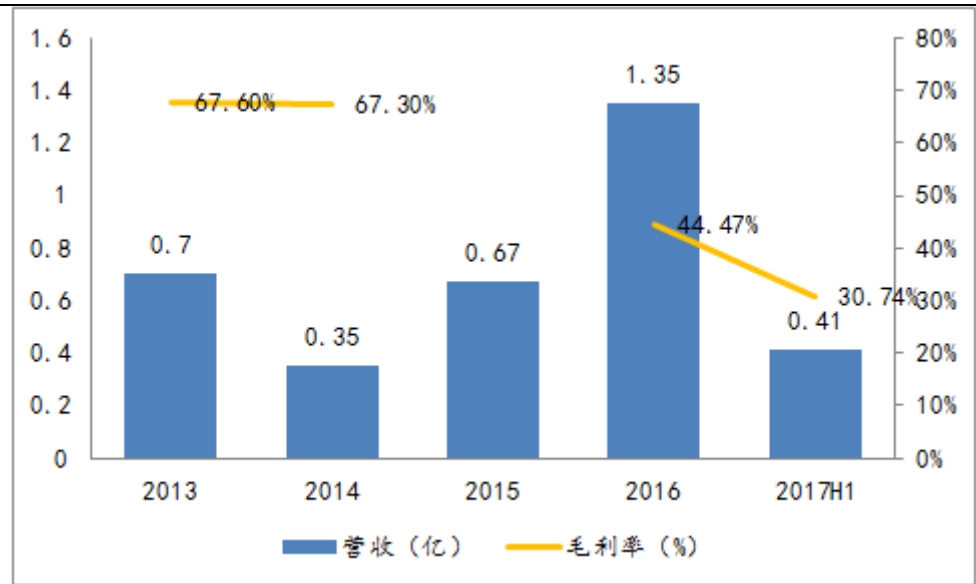


资料来源：公司公告、国元证券研究中心

### 2.3.2 电视剧业务：长期稳定，弹性较小

电视剧业务是公司影视内容业务的一部分，主要以参投为主，风险较小，长期较为稳定，短期内不会有太多的变化，2017 年下半年《笑傲江湖》、《左耳》预计将上映。

图 29 电视剧业务收入情况



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

表 5 公司电视剧和网剧项目表

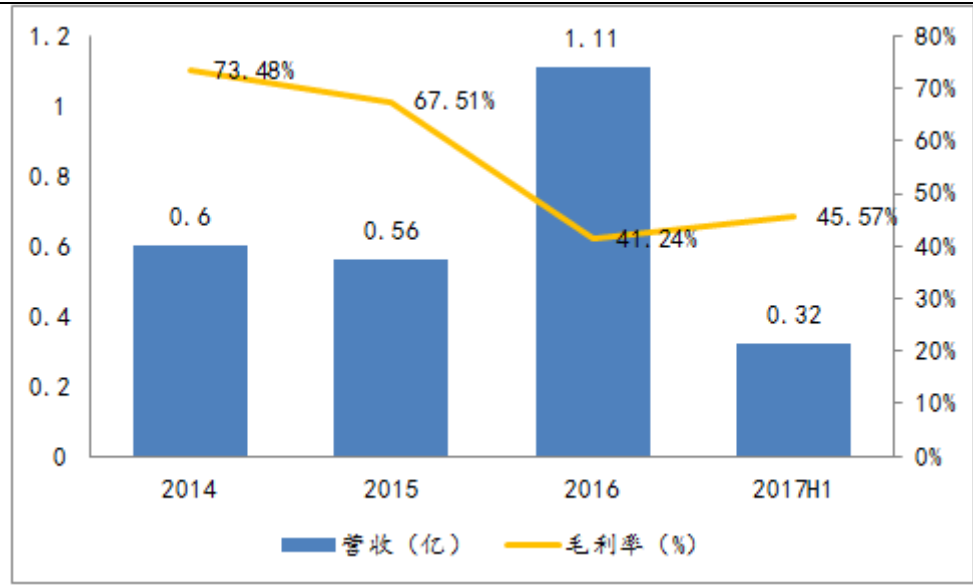
品类	项目	公司参与	上映或进度	导演	主要
电视剧	笑傲江湖	出品+发行	2017年	金琛	丁冠森、薛昊婧、陈汛、姜梓新
电视剧	左耳(电视剧)	参投	2017年	陈慧翎	米咪、马吟吟、郑凯、黄仁德、周游、许龄月
电视剧	最好的安排			李小平	颖儿、付辛博、王耀庆
电视剧	北京北京			谢军	小林杰、杨臣刚、黄一飞、鲁园
电视剧	星辰变	参投	待定		
电视剧	我欲封天		待定		
电视剧	金棺陵兽		待定		
电视剧	爱国者		待定		
电视剧	天龙八部				
电视剧	暴走的白日梦			王尼玛	
电视剧	初恋爱				
电视剧	鹿鼎记			包贝尔	
电视剧	美食大冒险			孙海鹏	
电视剧	梦幻西游				
电视剧	花美男幼儿园				
网剧	怪医黑杰克		待定	管虎	
网大	星游记(网剧)		待定	胡一泊	王传君
网剧	东宫	参投	待定	林心如	
网剧	茶啊二中		前期策划	阎凯	王博文、高禹恒、邢原源、孙伏雨
网剧	星海镖师				

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

### 2.3.3 游戏业务：体量小，对整体业绩影响有限

游戏业务主要是并表热锋网络，2014 年持有热锋网络 51% 的股权，游戏业务开始并入光线传媒，2015 年完成对热锋网络的 100% 控股，游戏业务占整个公司业务收入的比重较小，对公司整体业绩影响有限。

图 30 游戏业务收入情况



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

## 3 公司已全面布局崛起中的动画电影 静待收割期

### 3.1 投资十多家动画公司，成立彩条屋影业掘金动画电影市场

2015 年 10 月 25 日，公司集结十月文化、彼岸天、玄机科技等动漫公司，宣布成立了“彩条屋影业”动画集团，大力发展动画电影业务，彩条屋集团目前投资了 12 家动画公司，12 家公司横跨三维动画、二维动画、漫画、游戏、国外版权等。2015 年成立之初即公布了 22 部动画电影名单，现已有多部动画电影上映，票房收入良好，其中 2016 年出品了 4 部动画电影，总票房收入超过 6 亿元，其中《大鱼海棠》票房为 5.65 亿元，豆瓣评分 9.5 分，票房与口碑双丰收。2017 年出品的《大护法》票房为 8758 亿元。作为豆瓣评分最高的两部高口碑动画电影《你的名字。》和《大鱼海棠》，公司均作为前者的发行及后者的投资制作方，可见公司在动画电影领域的挖掘和制作优秀内容的眼光和水平。

表 6 彩条屋参投的动画企业

公司名称	代表作品	作品类别	持股比例
十月文化	《西游记之大圣归来》(9.57 亿票房)	3D 动画电影	20%
彼岸天	《大鱼海棠》(5.65 亿票房)	动画电影	50.8%
全擎娱乐	《星游记之风暴法米拉》	网络动画	35%
光印影业	《查理九世》	真人电影	60%

可可豆动画	《打，打个大西瓜》	动画短片	30%
	《哪吒降世》	国漫动画电影	
玄机科技	《秦时明月之龙腾万里》(5971.6万票房)	动画电影	3.96%
颜开文化	《雪椰》	中国第一部新漫画单行本	
	《星海镖师》	漫画	
	《神精榜》	漫画+同名动画	
中传和道（中传合道）	《姜子牙》	动画电影	30%
	《我的师父姜子牙》	长篇动画连续剧	
	《丹青先生》	网络动画	
	《淮南子传奇》	电视动画系列片	
魔法动画	《佳人》	动画短片	
	《鞋》	动画电影短片	
	《凤凰》	3D动画电影	
易动传媒	《美食大冒险》	系列动画片	20%
通耀科技	《西游记之大圣归来》	获得电影在日本总授权	
	《怪医黑杰克》	真人影视剧	
	《机器人少女Z》	ARPG类动画手游	
青空绘彩	《昨日青空》	漫画	25%
	《1区212》	漫画	
	《也许，那一瞬间》	漫画	

资料来源：互联网公开资料、国元证券研究中心

### 3.2 中国动画电影空间大，公司前瞻布局已占得先机

相对于国内起步中的动画电影，海外动画电影市场则显得较为成熟，特别是电影市场较为成熟的美国、日本，每年都能产生高票房的动画电影。根据我们的统计，2016年北美票房TOP10中纯动画电影有4部，TOP20中动画电影有7部，2016年的票房冠军也是动画电影（《海底总动员2》4.86亿美元），日本票房市场中，动画电影的票房表现更为突出，TOP10几乎都是动漫相关影片，2016年票房TOP10中7部是动画电影，其他3部是漫改真人电影，票房冠军为《你的名字》。

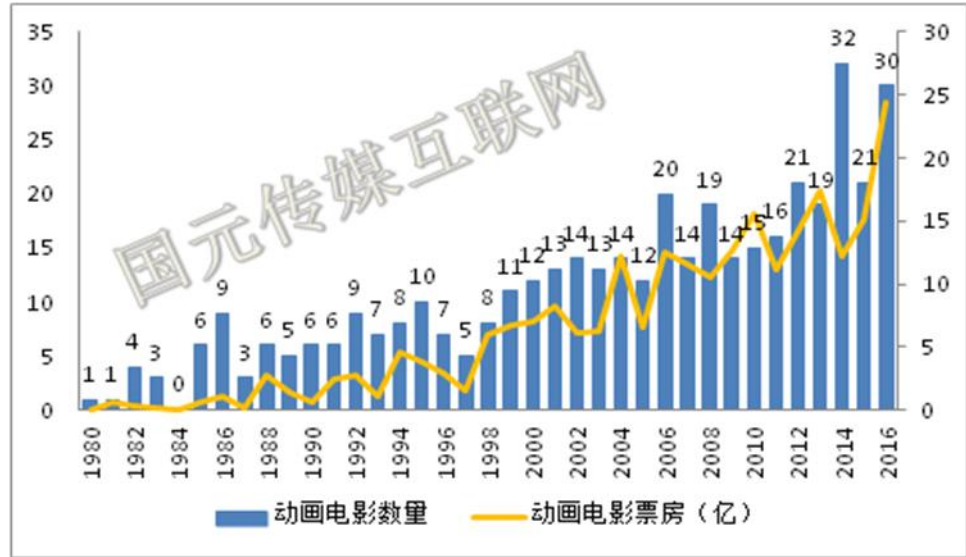
表 7 2011-2016 北美、日本动画电影情况

时间	日本			北美		
	动画电影最高排名	TOP10中动画电影(部)	TOP20中动画电影(部)	动画电影最高排名	TOP10中动画电影(部)	TOP20中动画电影(部)
2016	1	7	9	2	4	7
2015	2	6	10	4	2	5
2014	1	5	8	5	2	4
2013	1	5	9	3	3	4
2012	5	4	5	8	2	6
2011	4	2	6	8	1	6

资料来源：PRIVATE LIFE エンタメデータ&ランキング、Box Office Mojo、国元证券研究中心

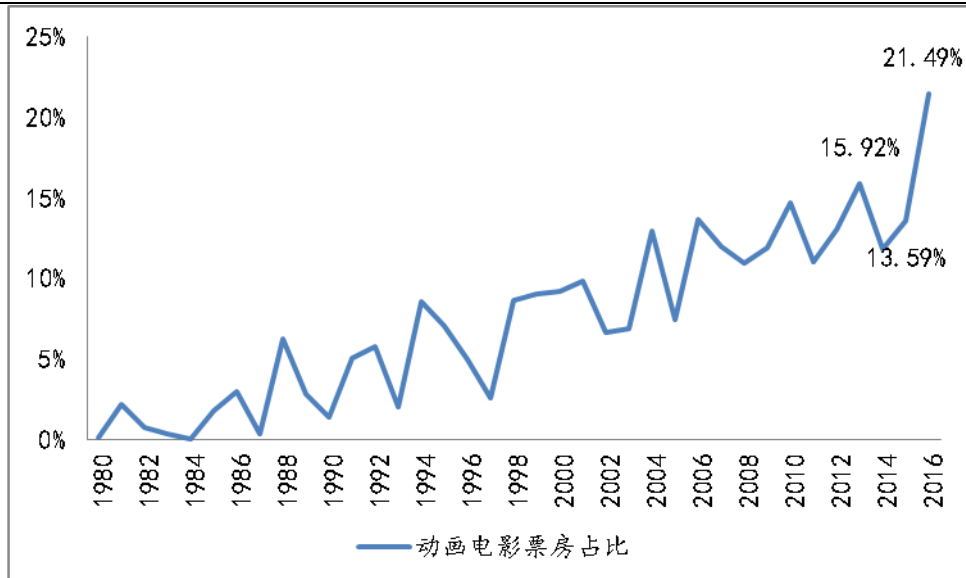
我们参考美国动画电影市场的表现情况，80年代开始到90年代初，美国电影市场每年均会上映几部动画电影，此时票房收入较小，进入90年代之后每年上映数量增加至10部左右，动漫电影年票房约5亿美元，随着供给端技术和内容的成熟，以及下游市场的培养，美国动画电影上映数量不断增加，动画电影票房占总票房的比例也持续上升，2016年美国共上映了30部动画电影，动画电影票房约24.44亿元，占总票房的21.49%。

图 31 1980-2016 年美国上映动画电影数量及票房情况



资料来源: box office mojo、国元证券研究中心

图 32 1980-2016 年美国上映动画电影票房占总票房比例



资料来源: box office mojo、国元证券研究中心

表 8 2016 年美国动画电影 TOP10

动画电影名称	票房 (亿美元)	发行制片方
海底总动员 2: 多利去哪儿	4.86	迪士尼 (比威)
爱宠大机密	3.68	环球影业
疯狂动物城	3.41	迪士尼 (比威)
欢乐好声音	2.70	环球影业&照明娱乐

海洋奇缘	2.49	迪士尼（比威）
魔发精灵	1.54	21 世纪福克斯
功夫熊猫 3	1.44	21 世纪福克斯
愤怒的小鸟	1.08	索尼
香肠派对	0.98	索尼
逗鸟外传：萌宝满天飞	0.73	华纳兄弟

资料来源：box office mojo、国元证券研究中心

动画电影的成功在国内电影市场已经被验证，2016 年票房 TOP10 中有两部是动画电影，《疯狂动物城》国内票房 15.3 亿元，排名第 2，《功夫熊猫》10.02 亿元排名第 10，但国产动画电影在国内尚处于起步阶段，2015 年《大圣归来》以 9.57 亿元的票房创造了国产动画电影的新纪录，2016 年《大鱼海棠》票房 5.65 亿元，国产动画电影已经逐步走向成熟，但是 2017 年暑期上映的十多部国产电影集体表现不佳，国产动画电影尚无法保质保量，国产动画电影的发展尚处于早期，国内动画电影市场依然以进口动画电影为主。

表 9 2011-2016 国内票房 TOP10 中动画电影的表现

年份	动画电影	票房	排名	片源
2016	《疯狂动物城》	15.3 亿	2	进口
	《功夫熊猫 3》	10.02 亿	10	中外合拍
2015	《西游记之大圣归来》	9.57 亿	10	国产（光线+十月文化）
2013	《冰川时代 4》	4.47 亿	9	进口
2011	《功夫熊猫 2》	6.12 亿	2	进口
	《蓝精灵》	2.52 亿	8	进口

资料来源：猫眼专业版、国元证券研究中心

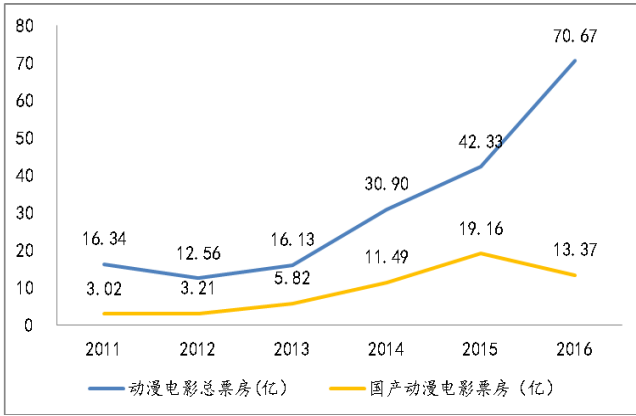
动画电影票房市场增长迅速，从 2011 年的 16.34 亿元增长至 2016 年的 70.67 亿元，复合增长率约为 28%，高于同期国内票房的复合增长率 23%。但是动画电影的票房占总票房的比例依然较低，近年来的占比仅为 10%左右，最高是 2016 年的 15%。

国产动画票房方面，从 2011 年的 3.02 亿元增长至 2016 年的 13.37 亿元，复合增长率为 28%。但是国产电影的波动较大，占动画电影市场的比例最高是 2015 年的 45%，2016 年占比仅为 19%，国产动画电影整体票房偏低，与进口动画电影相比差距较大。

动画电影上映数量也增长较快，2011 年上映动画电影数量为 24 部，2016 年总上映动画电影为 64 部。其中国产电影 2011 年为 13 部，2016 年上映的国产动画电影数量为 39 部，占上映总动画电影的 50-60%左右。尽管国产动画电影上映数量占比较高，但是票房上占比波动较大，主要是国产动画电影单片高票房表现较少，2015 年《大圣归来》票房 9.57 亿带动国产动画电影票房整体上涨，2016 年最高的国产动画电影《大鱼海棠》票房仅为 5.65 亿，直接导致 2016 年国产动画电影占动画电影总票房的比例降到 19%。国产动画电影质量不稳定，票房波动较大，与进口动画电影差距较大，上升空间亦大。

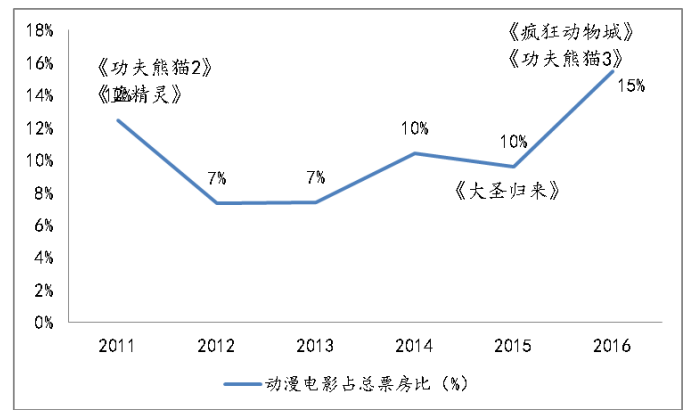


图 33 2011-2016 国内动画电影票房情况



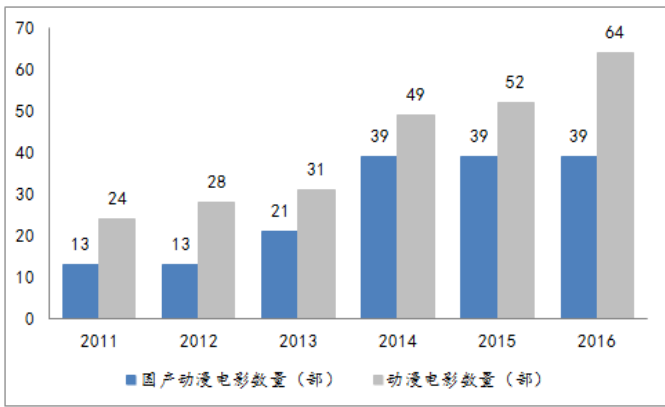
资料来源：猫眼专业版、国元证券研究中心

图 34 国内动画电影票房占总票房比



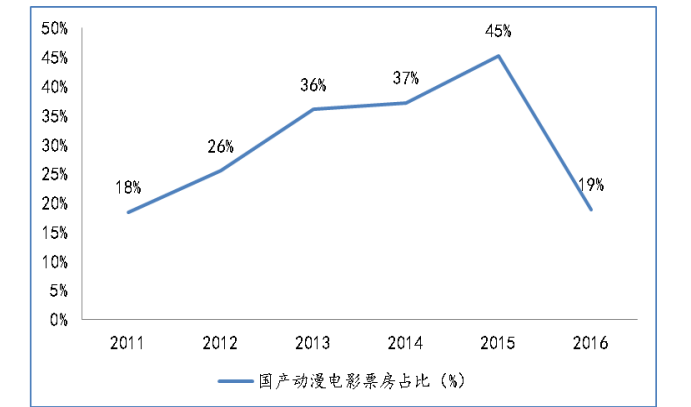
资料来源：猫眼专业版、国元证券研究中心

图 35 2011-2016 国内动画电影上映数量情况



资料来源：猫眼专业版、国元证券研究中心

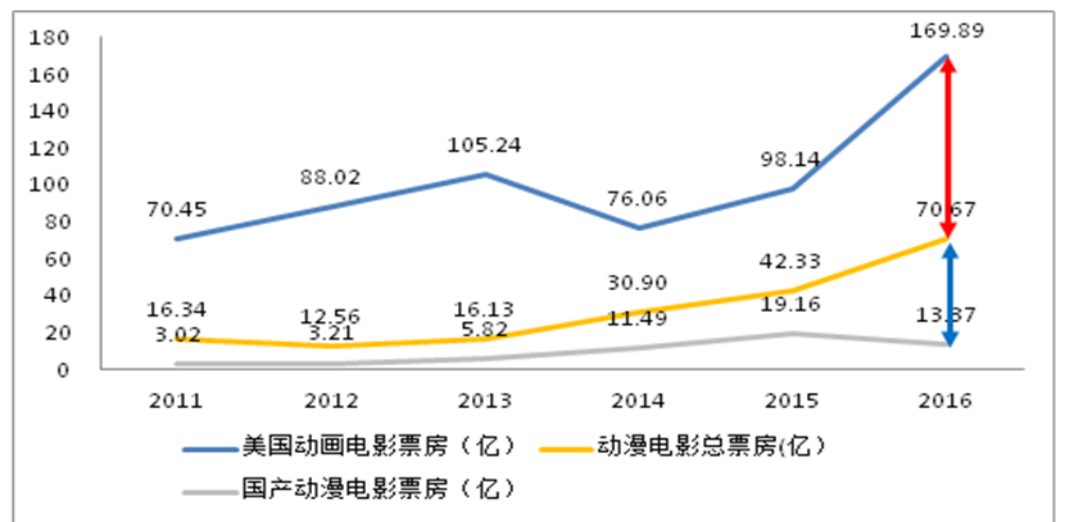
图 36 国产动画电影票房与总动画票房占比



资料来源：猫眼专业版、国元证券研究中心

国内动画电影票房空间巨大，尽管国内动画电影票房已经达到 70.67 亿元，动画电影票房占总票房的比例 15%，但是与美国约 25 亿美元（约 170 亿元）的动画电影票房相比，差距依然较大。同时国内动画电影票房主要贡献影片依然是进口片，国产动画电影 2016 年的票房仅为 13.37 亿元，占国内动画电影票房的比例为 19%，国产动画电影票房空间巨大。而参考好莱坞六大的经验，迪士尼发力动画电影也使其 30 年一跃成为第一的娱乐巨头，

图 37 国内动画电影与美国动画电影的市场差距



资料来源：猫眼专业版、box office mojo、国元证券研究中心

### 3.3 参与投资多部优质动画电影 已成行业龙头

公司及旗下的彩条屋影业已经成功投资发行了多部动画电影，其中包括 2017 年的《大护法》，猫眼评分高达 8.0，是少有的高分国产动画电影，票房收入 8759 万元；2016 年的《大鱼海棠》票房为 5.65 亿元，发行的日本动画电影《你的名字。》票房为 5.77 亿元，豆瓣评分 8.5。此外公司还投资发行了《精灵王座》（豆瓣评分 7.5）、《我加 MT 之山口山战纪》等多部动画电影，公司已经成为国内动画电影的龙头。

光线传媒做动画电影的优势比较明显，“起步早+人才资源+资金资源+电影龙头市场地位”优势，公司是最早一批进入动画电影的民营企业，2015 年公司就开始，公司设立了彩条屋影业，投资了《大圣归来》的制作公司十月文化和《大鱼海棠》的彼岸天，起步早，网罗的人才资源和自身的资金优势及电影投资发行地位一起形成合力。动画电影投资周期长、难度高、成本大，风险也大，在这种行业中容易形成竞争壁垒。

图 38 《大鱼海棠》



资料来源：豆瓣、国元证券研究中心

图 39 《大护法》



资料来源：豆瓣、国元证券研究中心

动画电影产品储备丰富，从 2016 年投资发行上映的动画电影开始计算，公司动画电影清单有 23 部，平均每年能够保持 4 部左右的动画电影上映计划。动画电影以成人动画电影为主，逐步摆脱传统“合家欢”式低幼动画电影，延续《大鱼海棠》、《大护法》这类高票房好口碑的发展路线。同时，公司也从日本引进发行动画电影，2016 年 12 月上映的《你的名字。》是公司发行的，对动画电影的深刻理解有利于公司从国外引进动画影片，保证风险的同时取得好票房。

### 3.4 动画电影衍生市场广阔：手伴+游戏授权

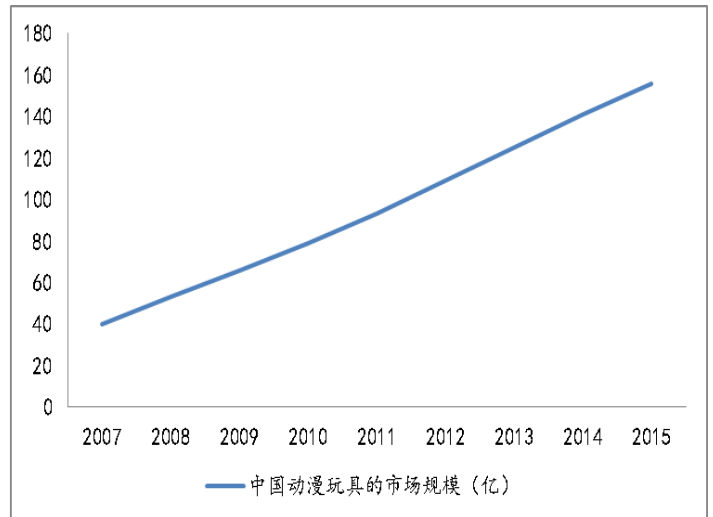
动漫衍生市场空间巨大，衍生品市场在国内尚处于市场早期，根据国外电影成熟市场的收入占比情况来看，电影票房收入仅占总收入的 30%，70% 的收入来自于衍生品市场。根据 NPD 集团的数据，三部《星球大战》的总票房为 18 亿美元，而电影衍生品卖了 45 亿美元，由于《星球大战》系列玩具的热卖，2015 年美国玩具行业同比增长了 6.7%，达到 194 亿美元。国内动漫衍生品市场逐渐兴起，2016 年上映的《大鱼海棠》成本为 3000 万元，上映两周之后的衍生品卖了 5000 万元。国内动漫衍生市场如果按照发达市场的总收入 70% 比例来测算的话，则目前约 500 亿票房的电影市场上蕴含了 1600 亿的衍生品市场空间，市场规模空间巨大。

图 40 《大鱼海棠》衍生品



资料来源：互联网公开资料、国元证券研究中心

图 41 中国动漫玩具的市场规模



资料来源：艺恩咨询、国元证券研究中心

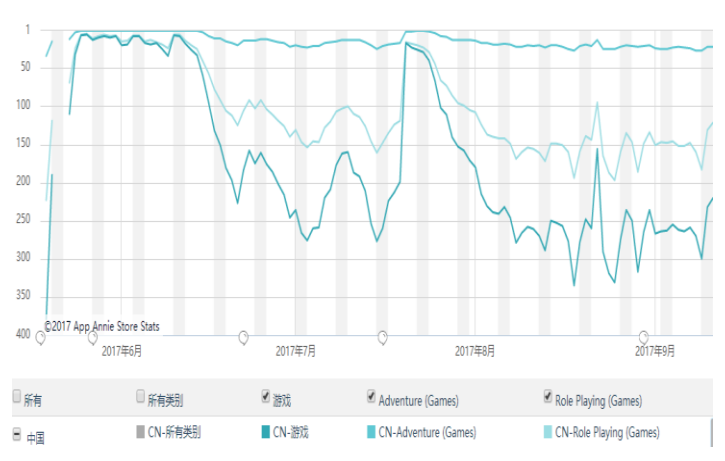
**影游联动拓展 IP 价值**，2015 年暑期档上映的动画电影《西游记之大圣归来》取得重大成功，累计票房 9.57 亿元，豆瓣评分 8.2。正版授权的 3D-ARPG 手游《西游记之大圣归来》也取得了不错的成绩，最高畅销榜排名进入 TOP10。动画电影与游戏电影的受众有一部分是重叠的，都属于广义的二次元人群，动画电影 IP 内容经过扩充之后可以改编成游戏，同样，游戏 IP 也可以改编成电影，成功的案例非常多，最典型的就是 2016 年上映的《魔兽》电影，改编自游戏《魔兽世界》，影片上映之后掀起了一阵“魔兽热”，累计票房为 14.72 亿元。

图 42 动画电影改编手游《西游记之大圣归来》



资料来源：互联网公开资料、国元证券研究中心

图 43 手游《西游记之大圣归来》的畅销榜表现



资料来源：艺恩咨询、国元证券研究中心

表 10 公司动画电影清单

动画电影	出品公司	上映时间	票房或播放量	备注
《果宝特攻之水果大逃亡》	光线+江苏优漫卡通卫视+格瓦拉	2016/1/23	0.08 亿元	
《我叫 MT 之勇士战恶龙》	光线+动感光波+七彩之源+上海聚游	2016/6/17	0.12 亿元	公映时影名改为“我叫 MT 之山口山战记”



《大鱼海棠》	光线+彼岸天文化	2016/7/8	5.65 亿元	
《精灵王座》	光线+米粒影业+湖南快乐阳光+江苏优漫卡通卫视+五八同城影视+哔哩哔哩影业+横店影视+星耀传奇影业	2016/8/19	0.25 亿元	游戏 IP
《大护法》	光线+彩条屋+好传动画	2017/7/13	0.88 亿	
《昨日青空》	光线+咕咚动画工作室	于 2017/8/4 正式宣布定档 2018 暑期		网络大电影；定位国内首部青春题材动画电影
《星游记》	光线+全擎娱乐	2017/8/11	3752.7 万（爱奇艺，截止 20170829）	网络大电影
《美食大冒险》	光线+易动文化传播	预计 2018 暑期		
《深海》	光线+十月文化	制作中		
《姜子牙》	光线+中传合道	制作中		
《哪吒降世》	光线+可可豆动画	制作中		
《凤凰》	光线+魔法动画	制作中		
《查理九世》	光线+嘉印文化	制作中		
《怪医黑杰克》	光线	制作中		网络大电影；知名日漫 IP
《梦幻西游》	光线+网易			游戏 IP
《暴走漫画》	光线+暴走文化	前期策划		
《莽荒纪》	光线+华谊+新文化+骅威文化	前期策划		
《大圣闹天宫》	光线+十月文化	前期策划		
《救命，我变成了一条狗》	光线	前期策划		
《秦时明月》系列	光线+玄机科技			
《秦时明月》	光线+玄机科技			网络大电影
《天行九歌》	光线+玄机科技			网络大电影；秦时明月姐妹篇
《星海镖师》	光线+颜开文化			网络大电影

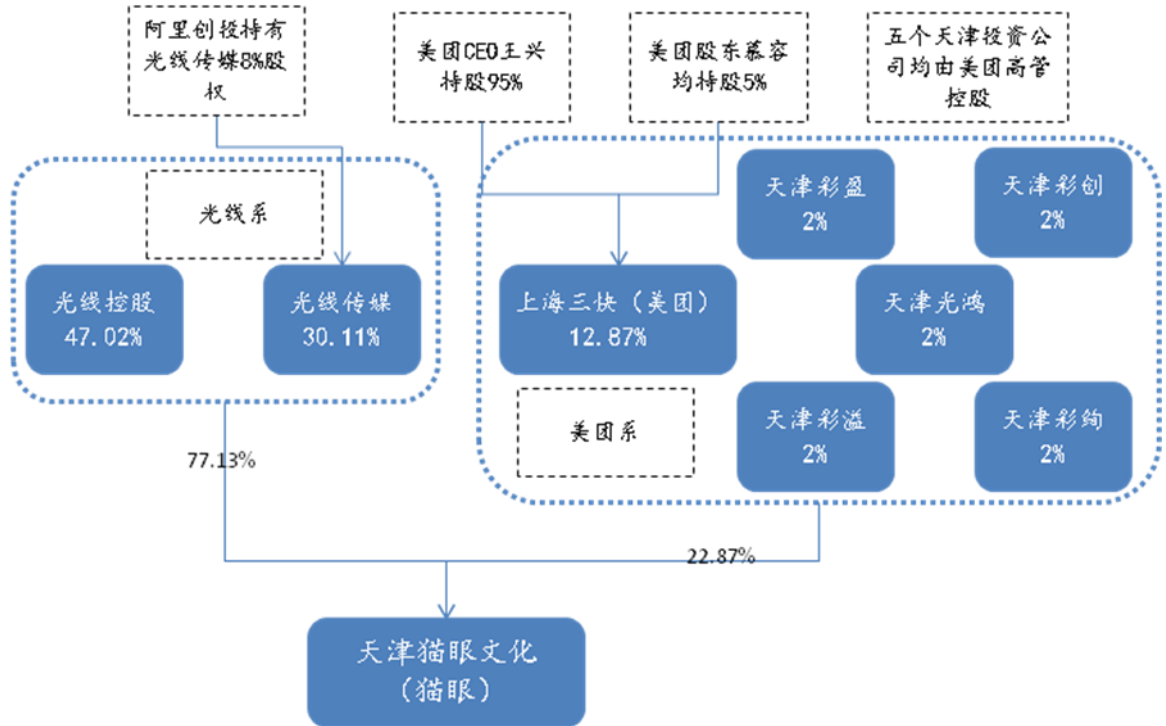
资料来源：互联网公开资料整理、国元证券研究中心

## 4、高比例控股猫眼股权 即将启动 IPO 计划

### 4.1 与光线控股共持有猫眼 77.13%的股权 其已开展电影发行业务

根据 9 月 5 日公司发布的公告，公司与控股公司光线控股一起获得了国内在线票务龙头企业天津猫眼文化 77.13%的股权，公司董事长王长田为猫眼的企业法人代表，其中公司持有 30.11%，对价约 25.83 亿元，光线控股持有 47.02%，猫眼估值 90 亿元。

图 44 猫眼的股权结构



资料来源：公司公告、天眼查、国元证券研究中心

猫眼成立于 2012 年，最早是美团旗下的电影票务平台，2013 年更名为猫眼，依托美团稳定的流量入口，一直以来都是电影在线票务的领跑者。但是 BAT 先后进入电影在线票务市场，出现了淘票票、微票儿、糯米的正面竞争，为整合资源，实现商业模式多元化。

2016 年引入光线传媒和光线控股，猫眼业务进入“在线票务+电影业务”双向发展阶段，依托光线强大的电影资源平台，猫眼在电影业务上实现了较好的突破，每年参与投资或发行十多部，2017 年参与投资及发行了《大闹天竺》、《大护法》等众多影片。

图 45 猫眼的升级之路

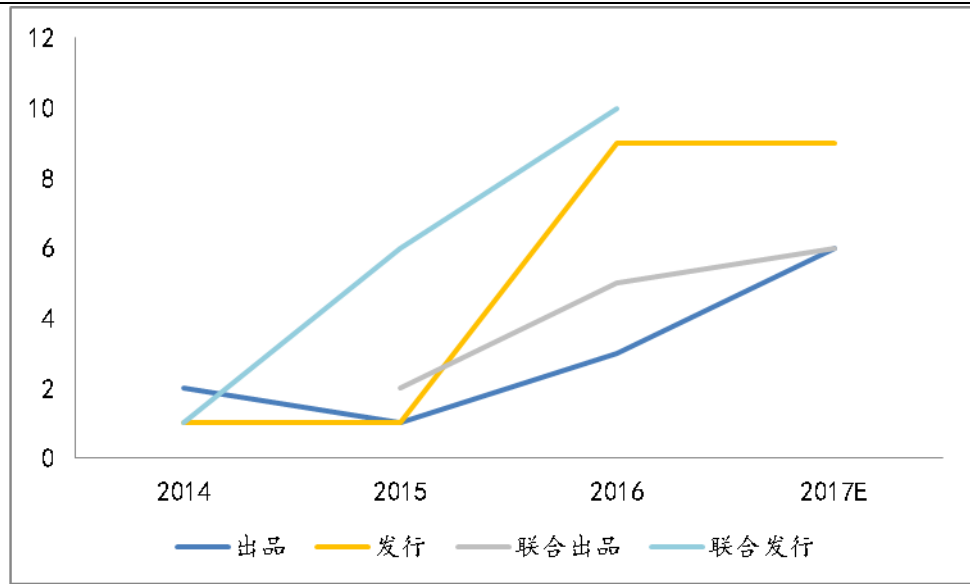


资料来源：易观智库、国元证券研究中心

2014 年猫眼试水电影发行，第一部出品发行电影《心花怒放》获得票房 11.7 亿元，成功进入电影产业上游，此后猫眼加大电影投资和发行影片的数量，出品电影从最初的 2 部到 2017 年预计 6 部，发行影片从 1 部到 9 部，出品和发行影片的数量开始大幅增加。

联合出品和联合发行的影片也增长迅速。

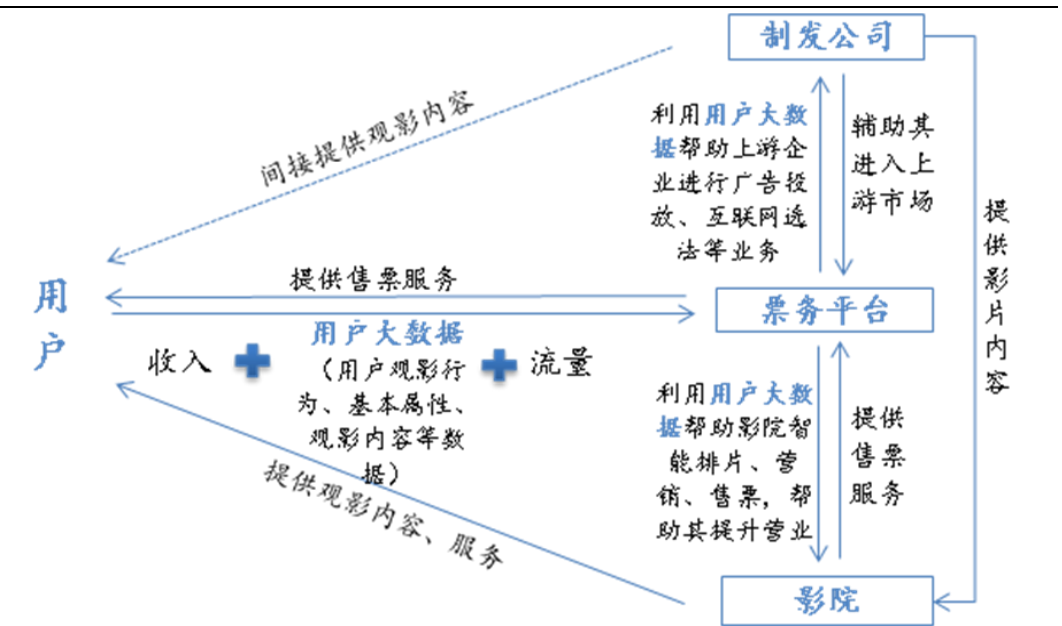
图 46 猫眼出品及发行影片数量



资料来源：猫眼专业版、国元证券研究中心

电影在线票务平台开展电影发行业务的优势：1) 票房流量入口，大数据核心，电影在线票务的渗透率已经超过 70%，每年超过 1.5 亿人使用电影在线票务平台购票，巨大的流量形成了平台强大的数据基础；2) 下游：系统对接影院，猫眼旗下的影院服务系统直接与下游影院对接，为影院提供用户大数据分析和影片排片分析，目前系统已经覆盖 7600+ 家影院，系统对接服务相对于传统人力发行对接具有成本优势和效率优势；3) 上游：影片拍摄前用户分析和宣传，传统电影产业是自上而下的流程，影片票房的好坏依靠导演及制片的个人能力较多，自带流量的在线票务平台的参与可以为其提供拍摄前用户需求分析和影片宣传活动，平台同时可对接众多上游制片方。

图 47 以大数据为核心的平台运作



资料来源：易观智库、国元证券研究中心



图 48 猫眼发行电影《智取威虎山》



资料来源：互联网公开资料、国元证券研究中心

图 49 猫眼发行电影《你的名字。》

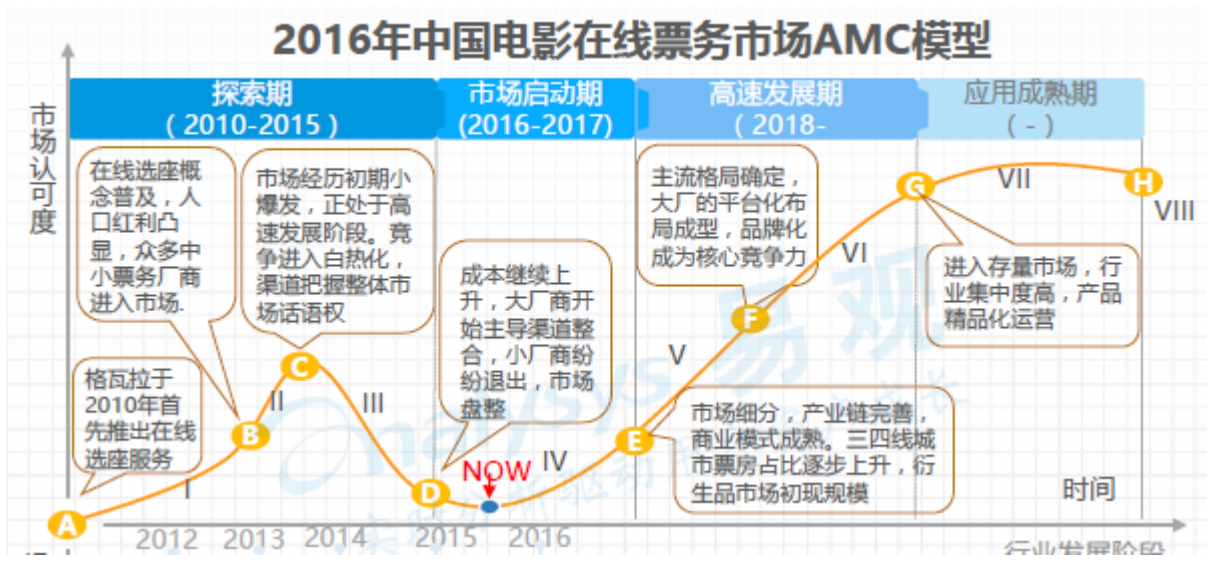


资料来源：互联网公开资料、国元证券研究中心

## 4.2 电影在线票务市场：行业渗透率高，猫眼市场占有率高

2010 年，格瓦拉率先推出了电影在线选座服务，国内电影在线票务市场开始起步，2010 年到 2015 年是电影在线票务市场的爆发期，市场上在线选座平台涌现，行业竞争进入白日化阶段，2015 年市场开始进入整合期，从充分竞争市场进入大厂时代，逐步形成了猫眼、微影、淘票票及百度糯米四大巨头并行的局面。

图 50 中国电影在线票务市场 AMC 模型

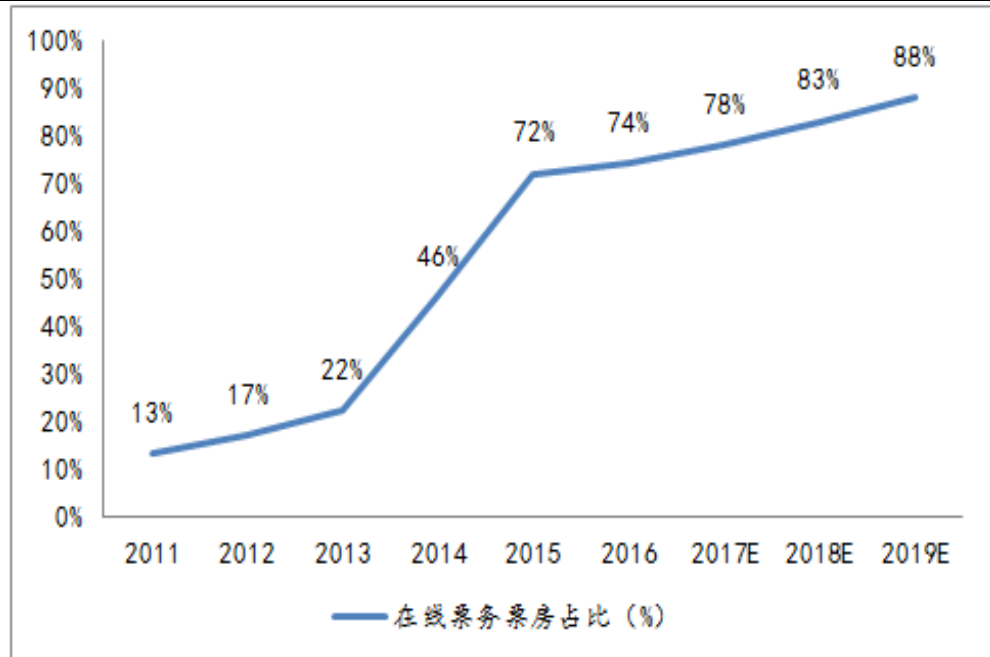


资料来源：易观智库、国元证券研究中心

2015 年电影在线票务市场进入高速发展期，电影在线票务票房及占比迅速攀升，主要原因是 2015 年国内票房市场实现大幅增长，直接带动在线票务市场的快速发展；另外一个原因是电影在线票务平台背后的 BAT 对平台进行大力支持，其中包括票补支持和流量端口开放支持。2015 年电影在线票务的票房市场达到 317.6 亿元，占国内总票房的 72%，2016 年的占比达到 74%，根据易观智库的数据，我们预测未来三年在线票务的票房占比

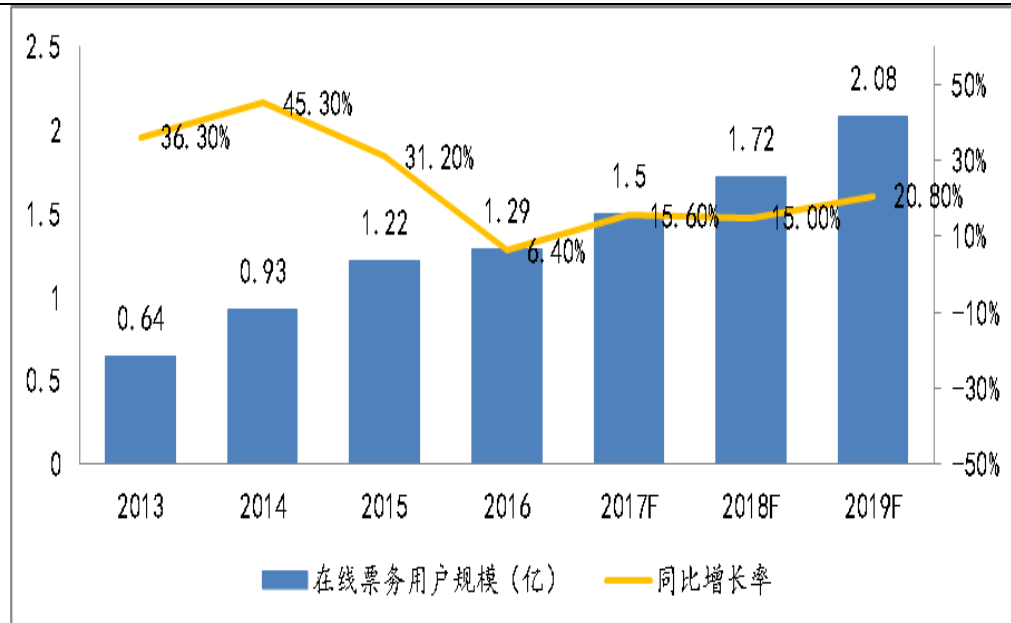
将超过 80%，渗透率持续上升，但是增幅有限，市场进入存量发展阶段。

图 51 国内电影在线票务市场的占有率



资料来源：易观智库、艺恩智库、国元证券研究中心

图 52 国内电影在线票务用户规模



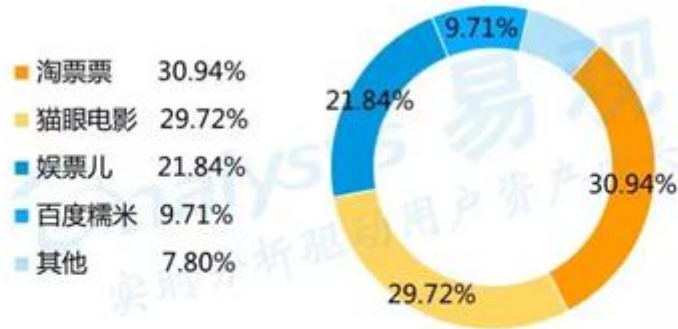
资料来源：易观智库、国元证券研究中心

电影在线票务市场现阶段是寡头竞争时代，“猫眼+BAT 票务平台”的四方格局，根据易观智库最新统计暑期档的电影在线票务平台市场数据，阿里旗下的票务平台淘票票以 30.94% 的市场占有率超越猫眼成为市场第一，猫眼排名第二（29.72%），第三是腾讯旗下的娱票儿 21.84%（微影电影票务平台），其后是百度糯米的 9.71%，格局已定，行业

进入寡头垄断时期。

2017 年暑期档国内电影在线票务平台市场竞争格局

### 2017年暑期档中国电影在线票务市场竞争格局



说明：1、竞争格局表示各电影票务厂商2017年暑期档电影票出票额占整体线上出票的份额概况。2、各家出票额包括在线选座以及移动应用内和PC官网中的团购出票。3、猫眼统计已包含美团数据、大众点评数据。4、淘票票统计已包含支付宝等渠道数据。5、娱票儿统计已合格瓦拉数据。6、暑期档指2017年6月1日至8月31日。

© Analysys 易观

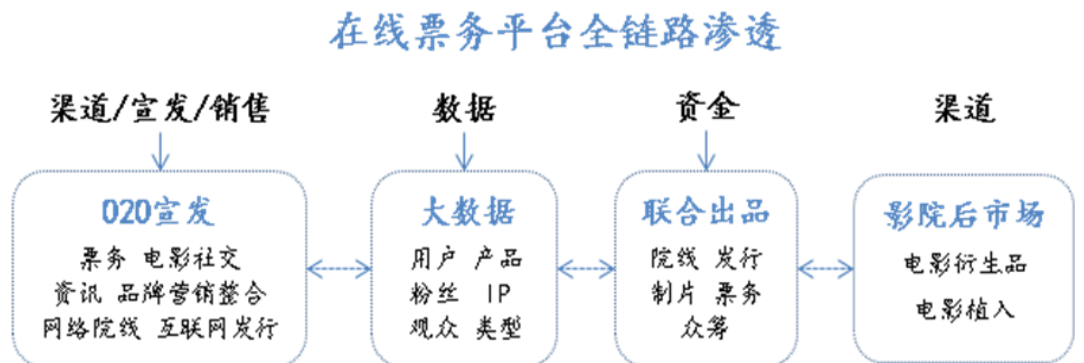
www.analysys.cn

资料来源：CBNData、国元证券研究中心

#### 4.3 猫眼的纵横发展：多流量入口，全电影产业渗透

电影在线票务平台开始是作为电影票的线上售卖平台，从其中去赚取服务费，但是随着平台入局者增加和在线票务渗透率的饱和，仅仅依靠收取服务费已难以维系，平台的票补大战倒闭平台寻求业务扩充和商业模式多元化，包括向发行、宣传、数据产品、出品及电视等全方位渗透进电影行业。

图 53 电影在线票务平台的产业渗透



资料来源：易观智库、国元证券研究中心

#### 横向发展：多流量入口，电影+演出+商城

猫眼目前有多个流量入口，首先是自有 PC 网页和移动 APP，其次是美团及大众点评的一级入口端，其三就是微信的二级入口端，三位一体形成对用户流量的把控。



图 54 猫眼流量入口“三位一体”



资料来源：国元证券研究中心

在横向发展方面，猫眼以电影票务为基础，向演出和电商衍生品发展，演出涵盖了演唱会、体育赛事、话剧歌剧等演出活动。作为电影票房流量的入口，猫眼已开启电商模式，平台拥有很好的用户基础，开发影片周围产品并进行销售是很好的品台商业模式补充。

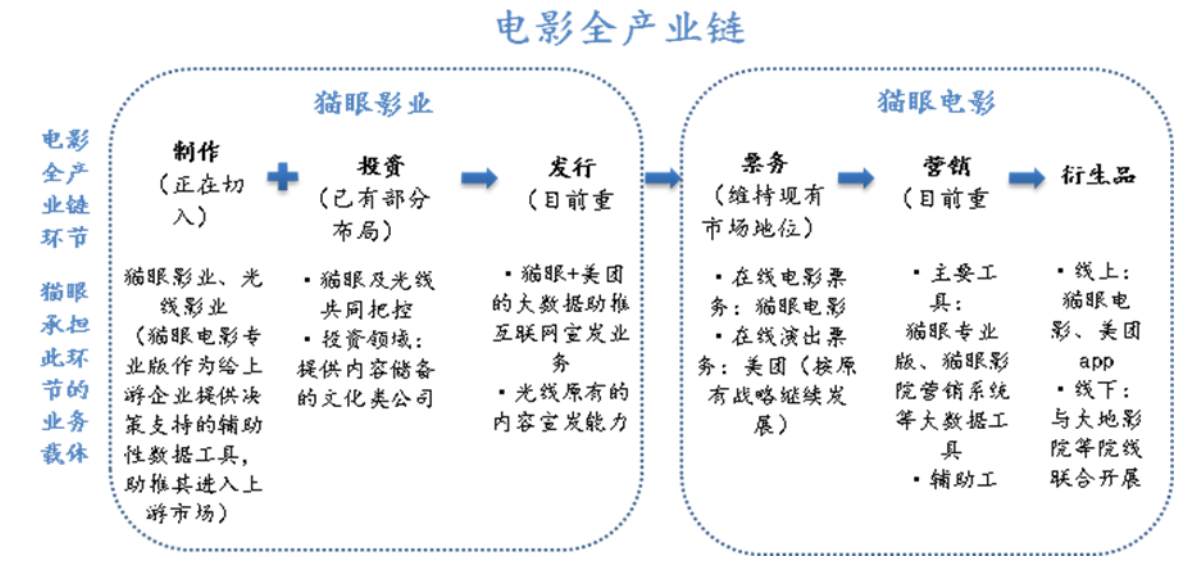
图 55 猫眼的横向发展



资料来源：国元证券研究中心

从纵向发展来看，猫眼是国内在线票务平台最早试水电影产业上游的平台，2014年猫眼帮助《心花怒放》做全国性预售，开启国内电影的互联网发行模式。同时，猫眼还成立了专门的电影出品及发行公司猫眼电影，向上游逐步拓展，包括对于的制作、投资、发行和下游的营销衍生品等。通过掌握了电影行业的数据，提供 2B 的电影数据服务也是未来拓展方向。

图 56 猫眼的纵向发展



资料来源: 易观智库、国元证券研究中心

#### 4.4 猫眼盈利贡献净利润，未来或可能 IPO

9月5日公司公告近10亿元受让猫眼11.11%的股权之后,合计持有猫眼30.11%的股权,对所持股权的会计核算有成本法计算的可供出售金融资产改为长期股权投资,猫眼每年净利润的30.11%将被进入光线传媒的利润表,将直接影响公司净利润。

表 11 猫眼近年财务数据

项目	2017年1-5月	2016年	2015年
总资产(亿)	19.53	15.43	0.73
净资产(亿)	1.03	-0.16	0.5
营收(亿)	10.2	10.31	
净利润(亿)	0.73	-1.09	0.24

资料来源: 公司公告、国元证券研究中心

根据公司的公告,猫眼电影2016年全年营收为10.53亿元,净利润为-5.11亿元,2017年1-5月份营收为10.2亿元,净利润为0.73亿元,如果加上计入股权激励摊销成本的数千万元,2017年1-5月份的净利润过亿,我们预计全年净利润有望过2亿元。

**投资收益测算:**假设猫眼未来1-2年的净利率为10%,且营收增速为30%,光线传媒持有猫眼股权的比例不变,猫眼的在线票务市场占有率变化做敏感系数,根据我们的测算,今年猫眼预计为公司贡献0.25亿元的投资收益,2018年有可能为公司贡献投资收益区间为0.95亿-1.59亿,猫眼为公司贡献的投资收益值得期待。

表 12 猫眼为光线传媒贡献投资收益的敏感性分析

项目	2017年	2018年		
敏感系数(市场占有率)	30%	30%	40%	50%
营收(亿)	24.48	31.82	42.43	53.04

净利润 (亿)	2.45	3.18	4.24	5.3
光线传媒获得投资收益 (亿)	0.25	0.95	1.27	1.59

资料来源：国元证券研究中心

猫眼未来可能有 IPO 上市计划,2017 年 6 月,光线传媒将持有捷通无限(网票网)68.55%的股权作价 1.31 亿元转让给猫眼,为猫眼独立上市扫除了障碍,解除了同业竞争的问题。如果猫眼成功上市,预计将给公司带来可观的收益。

## 5、泛娱乐产业投资为公司带来可观收益

根据公布的半年报数据,公司持有可供出售金融资产和长期股权投资金额较大,截止到 2017 年 H1,可供出售金融资产余额 35.99 亿元,计入其他综合收益的投资收益余额 6.59 亿元,长期股权投资余额 17 亿元。

表 13 可供出售金融资产和长期股权投资情况

可供出售金融资产	H1 期末余额 (亿)	35.99	
	公允价值计量 (亿)	12.11	天神娱乐约 9.4 亿
	成本法 (亿)	23.88	
长期股权投资	H1 期末余额 (亿)	17	
	新丽传媒余额 (亿)	9.74	27.64%股权

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

**投资天神娱乐：**2012 年公司以 1 亿元转让款获得天神娱乐 10%的股权,计入以公允价值计量的可供出售金融资产科目,2016 年公司通过减持天神娱乐 1.19%的股权而获得投资收益约 2 亿元,占 2016 年公司净利润的 27%。2016 年减持之后仍然持有其 5.38%的股权,以 6 月 30 日收盘价计算,光线传媒及其子公司所持股权市值约 9.45 亿,根据我们的测算剩余天神娱乐 4400 万股未来可计入投资收益的金额高达 8.48 亿。

表 14 持有天神娱乐股权投资收益测算

持股 (万))	持股比例 (%)	市值 (亿元, 6 月 30 日收盘价计算)	未来可计入投资收益部分 (亿)
4400	4.9%	9.45 亿	8.48

资料来源：国元证券研究中心

**投资新丽传媒：**2013 年公司以 8.29 亿元收购了新丽传媒 27.64%的股权,计入长期股权投资科目,根据 2017 年半年最新数据,这部分股权的账面余额约为 9.74 元,2016 年为公司贡献了月 4300 万元的净利润,2017 年上半年贡献了约 2500 万元的净利润,已累计获得收益约 1.45 亿元,公司每年从新丽传媒获得收益约 4000 万元,收益稳定。同时,新丽传媒正排队准备 IPO,未来股权投资收益可期。

新丽传媒是国内最具实力的电视剧和电影制作发行机构之一,2007 年成立,前身是东阳新经典影业有限公司,公司成立的时间虽然不长,但是已经制作发行了众多影视作品,比如电视剧《北京爱情故事》、《大丈夫》、《虎妈猫爸》等,电影包括《失恋 33 天》、《煎饼侠》、《夏洛特烦恼》等。



表 15 持有新丽传媒股权投资收益测算

持股 (万))	持股比例 (%)	持股成本 (亿)	累计贡献净利润 (亿)	预计每年贡献净利润 (亿)
4560	27.64%	8.29	1.45	0.4

资料来源：国元证券研究中心

公司的股权投资围绕内容和战略投资为核心，以电影产业关联投资为主，其中按成本法计量的可供出售金融资产项目 14 个，长期股权投资 28 个，2017 年上半年长期股权投资为公司贡献投资收益约 1975 万元，其中主要来自于新丽传媒和天津橙子映像，分别贡献了 2508 万元和 694 万元的投资收益。

**投资猫眼：**公司 9 月份收入猫眼 11.11% 的股权之后，合计持有猫眼 30.11% 的股权，会计核算由可供出售金融资产变为长期股权投资，每年能够确认投资收益。**根据我们的测算，2017 年为公司带来 0.25 亿元的投资收益，2018 年的投资收益区间为 0.95 亿-1.59 亿。此外，猫眼有独立 IPO 上市的计划并有进一步扩大市场份额的可能。未来，猫眼将不仅只于一家在线票务平台，有望成为一家综合电影平台公司。**

表 16 成本法计量的可供出售金融资产

公司	账面余额 (万)	持股比例 (%)	备注
深圳英威诺	7313	13.61%	新媒体技术
北京热度文化	829	4.78%	网红经纪
杭州当虹科技	6150	12.53%	视频云服务
宁波挚信新经济二期股权投资合伙企业 (有限合伙)	3250	8.19%	股权投资
经纬创腾(杭州)创业投资合伙企业 (有限合伙)	5000	4.55%	股权投资
北京中关村银行	39600	9.9%	银行
上海赛体网络	256	8%	体育设备
杭州玄机科技	2500	3.96%	动漫
众大合联市场咨询	40	10%	电影第三方监管
上海喜天影视	8000	10%	影视、艺人经纪
杭州缙苏电子商务	3000	6%	网红电商
上海瑞力文化并购股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	60	1.08%	股权投资
HERO VENTURES LLC	1329	9.03%	
ACCESS BRIGHT INC	3183	18.4%	

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

表 17 主要联营企业 (权益法计量的长期股权投资)

公司	期末余额 (万)	2017H1 确认投资收	备注
----	----------	--------------	----

		益 (万)	
天津橙子映像	5354	694	
新丽传媒	97447	2508	
彼岸天	168	903	

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

## 盈利预测及估值

1、公司立志做顶级电影公司，围绕电影业务进行发展，目前是行业发行龙头，而每年投资发行的电影数量稳步增长，2016年15部影片计入当年票房，2017年预计有17部影片计入票房，掌握重要的发行环节将大大降低行业风险，严格把控项目风险并持续投资成功商业电影。目前公司前瞻性发力动画电影，并且已经成功推出了《大鱼海棠》、《大护法》并发现《你的名字。》动画电影，未来即将进入收割期。公司一直以来不论是票房高速增长或放缓情况下，净利增长依然非常稳定，且高于行业水平，**我们预测公司今明两年的电影业务增速为20%以上。**

2、电视剧+游戏+直播业务预计平稳，根据公司公布的电视剧名单，2017年有一部主控的电视剧《笑傲江湖》上映，电视剧收入整体来看以“稳”为主。直播业务2016年6月才并表，预计今年收入增长100%，明年于今年持平。游戏业务连续两年未完成业绩对赌，收入和净利润未来两年预计于2016年持平。

3、产业投资收益部分，这部分收益主要来自于新丽传媒和橙子映像为主的长期股权产生的投资收益和天神娱乐股权交易产生的投资收益，猫眼9月份开始进入长期股权投资，也将贡献部分利润，不考虑天神娱乐的股权交易带来的投资收益情况下，我们预计公司2017年和2018年的净利润分别为1.3亿左右、2亿左右，稳定的产业投资收益可以很好的平滑影视业务变化带来的业绩波动，并非短期交易行为。

我们认为公司长年稳健经营，严格把控风险，对行业理解非常深刻，拥有国内最大的线下电影发行渠道，且与控股公司高比例控股猫眼掌握线上电影发行渠道和数据资源，参考好莱坞模式，六大公司无一不是强势的发行公司；此外，公司还积极布局电影内容制作，并重点发展动画电影，中国动画电影崛起中，公司即将进入收割期。我们给予“买入”评级并长期看好公司未来的发展，我们预测公司2017、2018年的营收为21.34亿、25.83亿，净利润为8.6亿和10.5亿，EPS为0.30元、0.36元，对应PE分别为30倍、26倍，给予“买入”评级

### 风险提示

计划影视作品上映不及预期，子公司业绩增长不及预期，行业增长不及预期

## 国元证券投资评级体系：

### (1) 公司评级定义

#### 二级市场评级

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)