

# 光线传媒 (300251)

证券研究报告

2017 年 09 月 14 日

## 内容为王平台优势凸显，生态共荣巨头雏形已现

**基石稳固：国产电影或迎来复苏拐点，光线发行平台优势独树一帜，有望享受头部内容集中度提升红利。**光线传媒通过 2012 年《泰囧》一举树立电影行业龙头地位，并在 5 年间保持 20%左右的国产电影市场份额，持续领先同行。公司项目运营能力强大，16 年投资回报率 TOP15 影片中光线占据 5 部，同时已初步具备内容平台属性，能有效平衡因项目化而产生的业务波动风险，2017H1 在 16 年同期《美人鱼》高基数下，电影及衍生品营收同比增长 19%，毛利几乎持平。国产电影经过一年半蛰伏，《战狼 2》56 亿元突破新纪录证明经过院线渠道下沉三四线后，市场需求异常坚固，孕育数十亿票房头部内容的土壤已经成熟。

**格局升级：联手光线控股收购猫眼获互联网渠道，树立线上线下强势壁垒。**光线系于 2016 年投资猫眼，17 年 7 月上市公司对猫眼持股增至 30.11%，光线控股持股 47.12%。在线票务市场寡头优势显著，17Q1 猫眼、淘票票及娱票儿已占据 77%以上市场份额，第三方调研猫眼市占率仍维持第一，同时各大票务平台可借助集团资源为其导流，上游切入影视内容投资发行，下游借助大数据优势打造 B 端产品服务。通过深度联盟猫眼，光线获得线上流量及互联网基因顶尖团队，双方在上游内容领域具备较大协同和想象空间。互联网领域 16 年从多国纷争进入巨头整合寻求变现阶段，后续票务市场变化同样值得期待。

**多点开花：电视剧、动漫业务将成为业绩增长新亮点。**光线电视剧业务 17 年起由参投升级为“参投+主投主控”，目前有《笑傲江湖》等 10 个电视剧/网剧项目在制作或筹划中；动漫业务则将是公司利润增长、IP 建设、驱动其他业务的重要支柱，公司投资近 20 个动漫团队，16 年《大鱼海棠》成为国产动画电影票房第二名，更多项目有望在 19 年集中释放。海外引进动画《你的名字。》也证明公司动漫领域眼光。

**构筑生态：前瞻投资优质内容，合纵连横建立泛娱乐集群。**光线战略投资新丽、橙子映像、欢瑞、喜天、多米等近 60 家内容公司，覆盖影视、文学、动漫、游戏、音乐、新媒体、VR/AR 等领域，形成强大的泛娱乐生态圈，以光线发行业务为核心，业务形成紧密互动，优势互补、资源共享。

**投资建议：**我们判断在国产片复苏的新周期中，光线传媒以绝对国产电影发行优势，叠加猫眼强势互联网渠道，持续横纵向整合内容产业链，成为中国最有机会对标美国六大的综合娱乐传媒集团。我们预计公司 17-19 年净利润分别为 8.22 亿/10.58 亿/13.52 亿，同比增长 11%/29%/28%，对应 PE 分别为 36.4x/28.3x/22.1x。我们预计公司 18 年主营带来内生净利润有望达到 10 亿，给予 30 倍估值，对应 300 亿市值，同时考虑猫眼、新丽等几个头部公司对应股份有望在 3 年内通过资本证券化实现近百亿市值，综合给予公司 6 个月目标市值 400 亿，目标价 13.63 元，买入评级。

**风险提示：**电影市场增速下滑，影视项目不达预期，行业监管从严

| 财务数据和估值     | 2015     | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 1,523.29 | 1,731.31 | 2,380.91 | 3,078.63 | 3,869.52 |
| 增长率(%)      | 25.06    | 13.66    | 37.52    | 29.30    | 25.69    |
| EBITDA(百万元) | 468.27   | 820.89   | 936.80   | 1,224.30 | 1,540.84 |
| 净利润(百万元)    | 402.09   | 740.91   | 822.43   | 1,057.87 | 1,352.24 |
| 增长率(%)      | 22.09    | 84.27    | 11.00    | 28.63    | 27.83    |
| EPS(元/股)    | 0.14     | 0.25     | 0.28     | 0.36     | 0.46     |
| 市盈率(P/E)    | 74.42    | 40.39    | 36.38    | 28.29    | 22.13    |
| 市净率(P/B)    | 4.35     | 4.25     | 4.42     | 3.97     | 3.49     |
| 市销率(P/S)    | 19.64    | 17.28    | 12.57    | 9.72     | 7.73     |
| EV/EBITDA   | 87.05    | 30.06    | 29.02    | 21.53    | 17.04    |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|        |          |
|--------|----------|
| 行业     | 传媒/文化传媒  |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格   | 10.20 元  |
| 目标价格   | 13.63 元  |
| 上次目标价  | 17.04 元  |

### 基本数据

|               |            |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股)   | 2,933.61   |
| 流通 A 股股本(百万股) | 2,752.03   |
| A 股总市值(百万元)   | 29,922.81  |
| 流通 A 股市值(百万元) | 28,070.68  |
| 每股净资产(元)      | 2.43       |
| 资产负债率(%)      | 20.53      |
| 一年内最高/最低(元)   | 11.68/7.81 |

### 作者

**文浩** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

**张爽** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070004  
zhangshuang@tfzq.com

### 股价走势



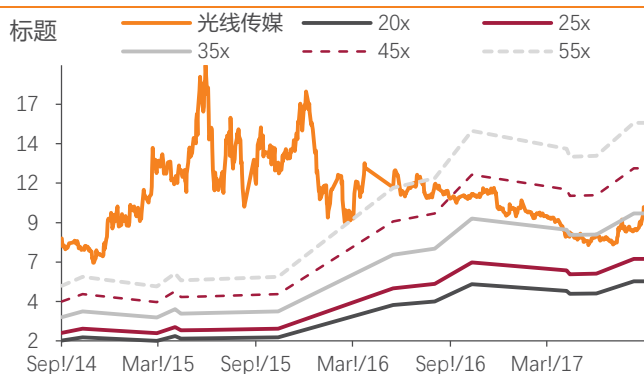
资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《光线传媒-季报点评:前三季度内生同比增长 217%，四季度主控大片《全世界》《大闹天竺》等将推动全年业绩高速增长》 2016-10-26

## PE-Band (公司报告必备)

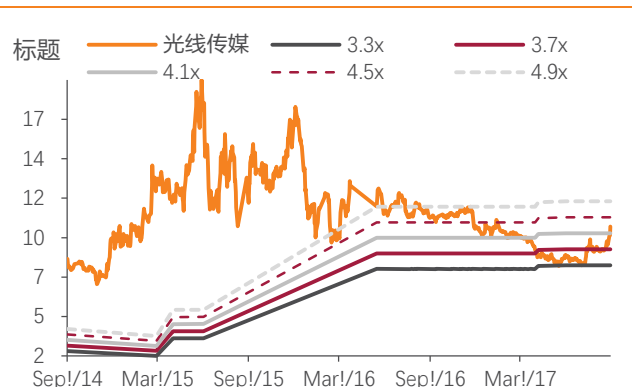
光线传媒历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

## PB-Band (公司报告必备)

光线传媒历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

## 内容目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 1. 公司概况：领航国产电影，贯通内容生态 .....                  | 5  |
| 2. 行业分析：优质内容引领电影市场回暖，互联网平台或带来格局变更 .....      | 9  |
| 2.1. 《战狼2》引领电影市场复苏，优质内容弹性超越预期 .....          | 9  |
| 2.2. 渠道下沉带动票房增长，院线格局还较为分散 .....              | 12 |
| 2.3. 在线票务平台格局收拢，寡头竞争优势体现 .....               | 14 |
| 3. 公司业务分析：电影为核心驱动力，动漫、电视剧、直播等内容生态齐头并进 .....  | 17 |
| 3.1. 电影业务：从代理发行转向投资制作，电影龙头地位不断夯实 .....       | 17 |
| 3.2. 动漫业务：彩条屋为核心布局充分，19年有望厚积薄发 .....         | 21 |
| 3.3. 电视剧&网剧业务：由参投向主投主控升级，成为新增亮点 .....        | 23 |
| 3.4. 直播业务：通过控股齐聚科技，新增视频直播 .....              | 24 |
| 4. 公司核心优势：深度联盟猫眼打造电影护城河，优选内容投资建立泛娱乐大生态 ..... | 25 |
| 4.1. 电影平台优势独树一帜，有望享受头部内容价值提升红利 .....         | 25 |
| 4.2. 联手光线控股收购猫眼获互联网渠道，树立线下线上强势壁垒 .....       | 26 |
| 4.3. 资本运作布局优质内容公司，打造泛娱乐生态圈 .....             | 29 |
| 5. 财务预测与投资建议 .....                           | 30 |

## 图表目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图1：光线传媒历史沿革 .....                      | 5  |
| 图2：光线传媒实际控制人产权及控制关系图 .....             | 5  |
| 图3：光线传媒 2012-2017H1 营业收入及增速 .....      | 6  |
| 图4：光线传媒 2012-2017H1 归母净利润及增速 .....     | 6  |
| 图5：2005-2017 年 1-8 月票房及同比增速 .....      | 9  |
| 图6：2016-2017 年 1-8 月月度票房对比（名义票房） ..... | 9  |
| 图7：2016-2017 年 1-8 月月度票房对比（实际票房） ..... | 10 |

|                                                           |    |
|-----------------------------------------------------------|----|
| 图 8：2009-2017 年 1-8 月观影人次变化 .....                         | 10 |
| 图 9：2009-2017 年 1-8 月平均票价变化 .....                         | 10 |
| 图 10：2017 年 1-8 月电影票房区间分布（按影片数量） .....                    | 11 |
| 图 11：2017 年 1-8 月分月国产片、进口片上映数量 .....                      | 11 |
| 图 12：2010-2017H1 全国影院数（家）及同比增速 .....                      | 13 |
| 图 13：2010-2017H1 全国银幕数（万块）及同比增速 .....                     | 13 |
| 图 14：2016 年和 2017 年 1-8 月城市票房分布 .....                     | 13 |
| 图 15：2013-2019 年中国电影在线票务用户规模及增速 .....                     | 14 |
| 图 16：2013-2019 年中国电影在线票务市场收入规模及增速 .....                   | 14 |
| 图 17：2017Q1 各在线票务平台电影票出票额占整体线上出票份额 .....                  | 15 |
| 图 18：2017 年 7 月电影票务 APP 活跃用户规模 TOP10 .....                | 15 |
| 图 19：2017 年 1-7 月电影票务 APP 用户活跃渗透率 .....                   | 16 |
| 图 20：四大票务平台在电影产业链的资源优势 .....                              | 16 |
| 图 21：2013-2017H1 光线传媒电影业务营业收入及同比 .....                    | 17 |
| 图 22：2013-2017H1 光线传媒电影业务毛利率及同比 .....                     | 18 |
| 图 23：爱奇艺 VIP 会员网络大电影 2017 年 8 月总票房榜 .....                 | 22 |
| 图 24：光线电商销售的《大护法》动漫衍生品 .....                              | 22 |
| 图 25：光线电商销售的《星游记》动漫衍生品 .....                              | 22 |
| 图 26：齐聚科技股权结构图（2016 年） .....                              | 24 |
| 图 27：2015 年、2016 年 6-12 月、2017 年 1-6 月齐聚科技营业收入与净利润 .....  | 25 |
| 图 28：猫眼文化股权变革历程 .....                                     | 27 |
| 图 29：猫眼文化股权结构图（2017 年 9 月） .....                          | 27 |
| 图 30：猫眼文化 2015-2017 年 1-5 月净利润（单位：万元） .....               | 28 |
| 表 1：光线传媒前十大股东明细（2017 年中报披露） .....                         | 6  |
| 表 2：2017 年国产电影票房排行 TOP10（截至 2017 年 8 月 31 日，票房含服务费） ..... | 11 |
| 表 3：2017 年进口电影票房排行 TOP10（截至 2017 年 8 月 31 日，票房含服务费） ..... | 12 |
| 表 4：5 大民营影业公司 2015、2016 年票房情况（制作+发行，包括引进片） .....          | 12 |
| 表 5：2016 年和 2017 年 1-8 月票房收入前十的院线排名及市场份额 .....            | 13 |
| 表 6：四大在线票务平台对比 .....                                      | 14 |
| 表 7：2016 年四大在线票务平台出品发行影片数量 .....                          | 17 |
| 表 8：四大在线票务平台影院服务系统 .....                                  | 17 |
| 表 9：公司电影发行核心竞争力 .....                                     | 18 |
| 表 10：光线传媒青春片代表作品 .....                                    | 19 |
| 表 11：2008-2016 年光线传媒投资发行电影数量及票房占比 .....                   | 19 |
| 表 12：公司投资或发行的优质代表性影片 .....                                | 19 |
| 表 13：光线传媒 2017 年上映影片（截止 2017 年 8 月 31 日） .....            | 19 |
| 表 14：公司制作筹备中的电影项目（包括动画电影） .....                           | 20 |
| 表 15：光线传媒投资的主要动漫业务公司 .....                                | 21 |
| 表 16：公司 2016-2017 年主要动画电影项目 .....                         | 21 |
| 表 17：彩条屋影业动漫项目 .....                                      | 22 |

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 表 18: 光线传媒近年参与投资重要影视剧作品收视情况 .....         | 23 |
| 表 19: 光线传媒预计制作电视剧、网剧项目 .....              | 24 |
| 表 20: 2016 年中国电影投资回报率排行榜（红色为光线参与作品） ..... | 25 |
| 表 21: 猫眼电影出品发行主要影片 .....                  | 28 |
| 表 22: 公司内容产业链布局公司（不包括动漫领域） .....          | 29 |

## 1. 公司概况：领航国产电影，贯通内容生态

光线传媒创立于 1998 年，2011 年登陆深交所上市，经过近 20 年发展，已逐渐形成以影视业务为核心竞争力，以动漫业务为特色和潜力领域，以视频、音乐、文学、艺人经纪、戏剧、衍生品、实景娱乐等领域为综合发力点的综合娱乐内容集团。

公司成立之初主攻电视栏目制作和广告业务，2006 年以发行业务作为切入点进入电影行业，并逐步拓展至投资制作，2012 年公司作为主要投资方的《泰囧》成为华语电影史上第一个过 10 亿的影片，奠定光线传媒在电影行业的龙头地位，2016 年公司参与的发行《美人鱼》以 33.9 亿票房创造当时中国电影票房纪录。2016 年公司投资在线票务领导者猫眼电影，并于 2017 年 9 月继续受让猫眼股权，布局互联网渠道。

在优势不断巩固的核心业务基础上，公司有条不紊地切入泛娱乐产业链各个环节。2012、2013 年分别投资欢瑞世纪、新丽传媒，并参投优秀电视剧项目，2015 年成立彩条屋影业集中动漫优势资源，同时还通过持续战略投资布局艺人经纪、音乐、互联网新媒体、文学等内容公司，贯通内容生态。

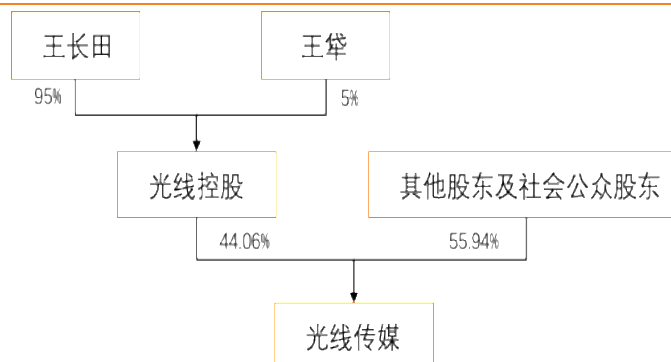
图 1：光线传媒历史沿革



资料来源：公司公告、天风证券研究所

光线传媒实际控制人为董事长兼总经理王长田先生，持股比例为 41.86%。光线传媒前十名股东中，杜英莲与王长田为夫妻关系，王罕与王长田为兄妹关系，王洪田与王长田为兄弟关系，均为一致行动人。

图 2：光线传媒实际控制人产权及控制关系图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

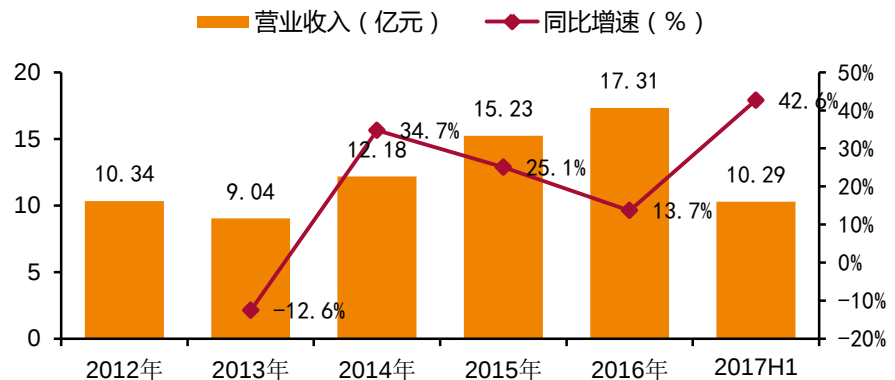
表 1：光线传媒前十大股东明细（2017 年中报披露）

| 序号 | 股东名称                              | 持股数量（股）       | 占总股本比例（%） |
|----|-----------------------------------|---------------|-----------|
| 1  | 上海光线投资控股有限公司                      | 1,292,661,896 | 44.06     |
| 2  | 杭州阿里创业投资有限公司                      | 257,638,314   | 8.78      |
| 3  | 北京三快科技有限公司                        | 176,016,506   | 6.00      |
| 4  | 杜英莲                               | 113,545,832   | 3.87      |
| 5  | 李晓萍                               | 111,143,432   | 3.79      |
| 6  | 李德来                               | 94,621,524    | 3.23      |
| 7  | 王洪田                               | 40,053,488    | 1.37      |
| 8  | 王肇                                | 33,633,600    | 1.15      |
| 9  | 新华人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-018L-FH002 深 | 5,888,803     | 0.20      |
| 10 | 香港中央结算有限公司                        | 5,826,554     | 0.20      |
|    | 合计                                | 2,131,029,949 | 72.65     |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

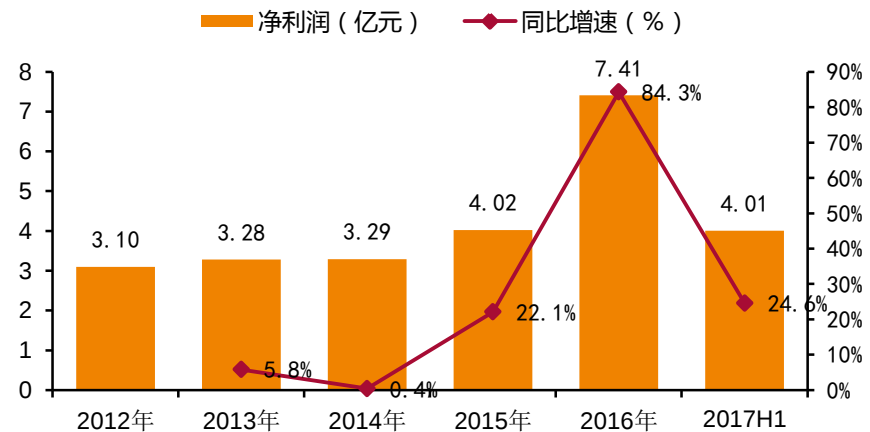
财务方面，光线传媒近年营业收入及归属母公司利润保持良好增长。2017 年上半年公司实现营业收入 10.3 亿元，同比增长 42.6%，归属于上市公司股东净利润 4.01 亿元，同比增长 24.6%。

图 3：光线传媒 2012-2017H1 营业收入及增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：光线传媒 2012-2017H1 归母净利润及增速

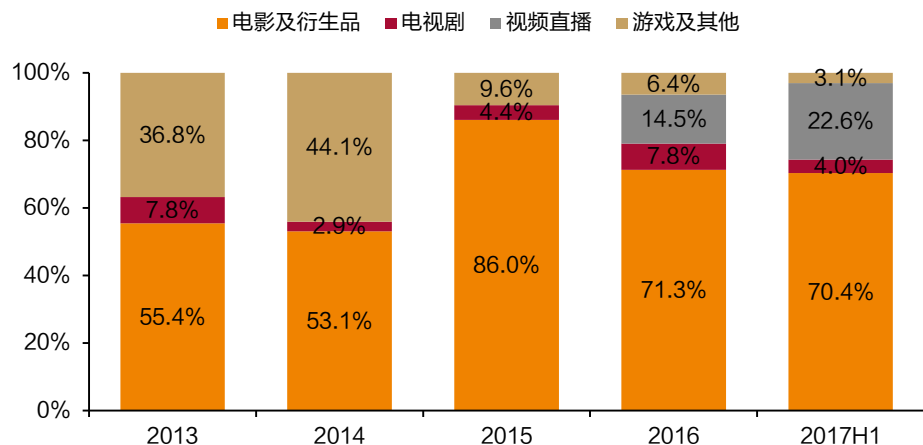


资料来源：wind、天风证券研究所

从业务收入构成来看，电影是公司最主要收入来源，电视剧及视频直播收入快速提升，成为新的业绩增长点，栏目和广告出于业务调整已减少投入，并入游戏及其他业务板块。

2017 年上半年，电影及衍生品业务营收 7.24 亿元，占总营收的 70.4%，同比增长 19%；公司参与投资、发行了《大闹天竺》、《嫌疑人 x 的献身》、《春娇救志明》、《重返狼群》、《缉枪》等 7 部影片，总票房为 13.83 亿元，并有 2016 年上映的 2 部影片《少年》《你的名字。》部分票房结转。电视剧业务营收 0.41 亿元，占总营收的 4.0%，同比增长 100%，确认了《嘿，孩子》《最好的安排》《青云志 2》等电视剧的发行收入。视频直播业务营收 2.33 亿，占总营收的 22.6%，同比增长 200.62%，高增速主要来自新增并表（16Q2 开始并表）。由于业务调整，公司减少电视节目制作，游戏和其他业务营收 0.32 亿元，占总营收的 3.1%，同比减少 11.63%。

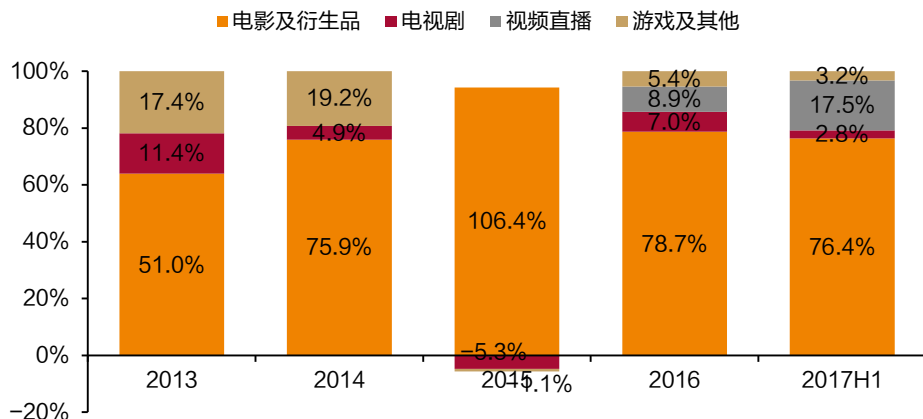
图 5：光线传媒 2012-2017H1 各业务收入构成



资料来源：wind、天风证券研究所

注：由于业务调整，将原有栏目制作与广告、动漫游戏均归为游戏及其他版块

图 5：光线传媒 2012-2017H1 各业务毛利润构成

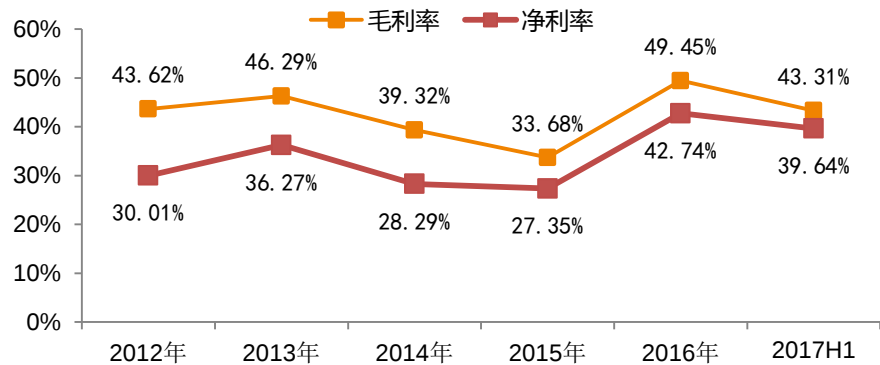


资料来源：wind、天风证券研究所

注：由于业务调整，将原有栏目制作与广告、动漫游戏均归为游戏及其他版块

2016 年由于《美人鱼》票房大卖以及高投资收益带动公司毛利率和净利率同比大幅提升。2017 年上半年，公司整体毛利率 43.31%，相比去年同期下降 8.95 个百分点，一方面 17Q1 电影毛利率较低带动整体毛利率下滑，另一方面电视剧、直播业务营收增长，两项业务相对于电影业务毛利率更低。随着 17Q2 电影毛利率恢复，17Q2 单季度公司整体毛利率达到 50%。

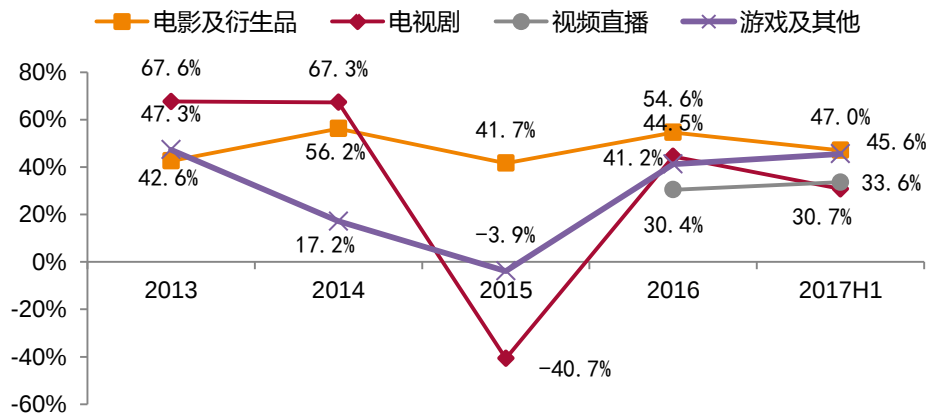
图 5：光线传媒 2012-2017H1 毛利率和净利率



资料来源：wind、天风证券研究所

分项业务看，公司 2017H1 电影业务毛利率为 47.0%，由于 17Q1 确认的影片公司投资比例高于去年同期项目，且成本比去年同期增加相对更多，体现出收入增长但毛利略降，毛利率下降明显，17Q2 单季度电影毛利率已有改善，回升至 60.9%。17H1 电视剧毛利率 30.7%，视频直播业务毛利率 33.6%，游戏及其他业务毛利率 45.6%。

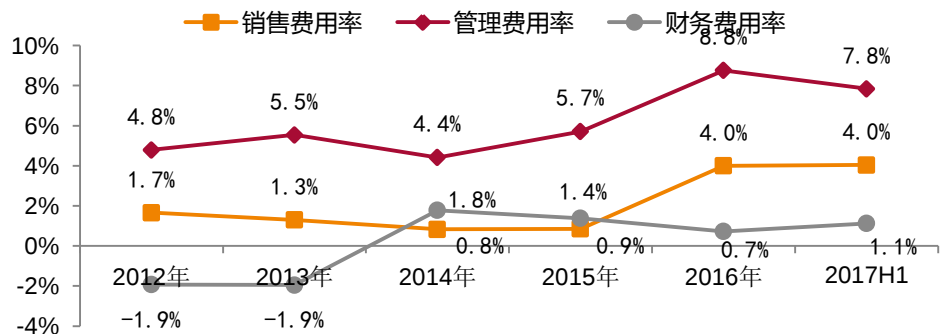
图 6：光线传媒 2013-2017H1 各业务毛利率



资料来源：wind、天风证券研究所

公司费用控制得当，2016 年起销售费用率及管理费用率提升，主要来自 2016Q2 齐聚科技并表，2017H1 公司销售费用率与 2016 年全年水平持平，管理费用率有所降低。财务费用率相比 2016 年有所提升，主要由于计提债券利息增加。

图 7：光线传媒 2012-2017H1 费用率情况



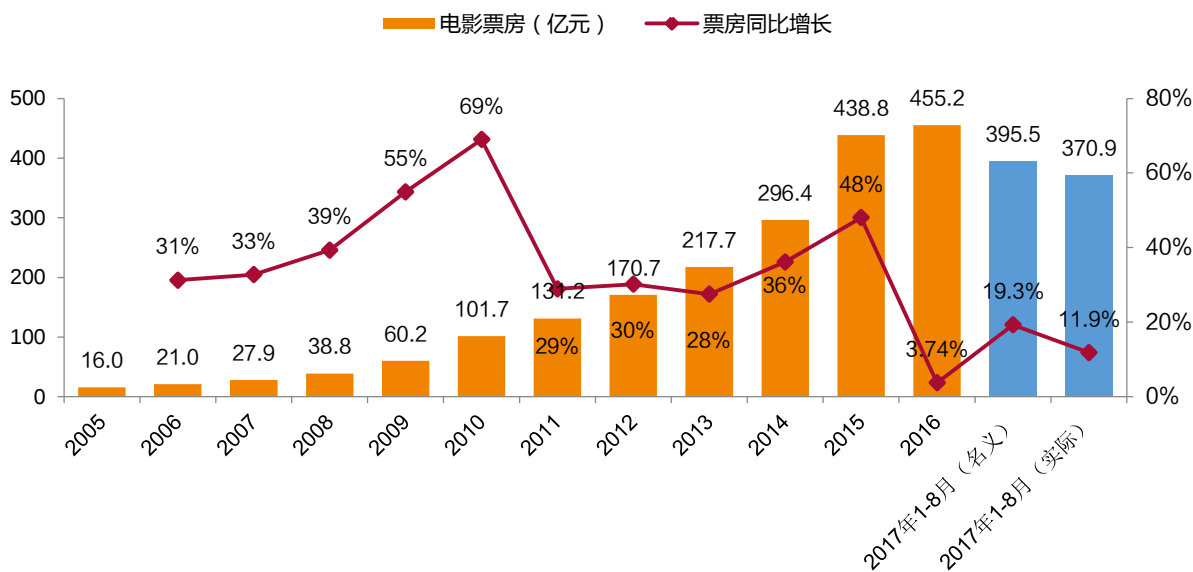
资料来源：wind、天风证券研究所

## 2. 行业分析：优质内容引领电影市场回暖，互联网平台或带来格局变更

### 2.1. 《战狼 2》引领电影市场复苏，优质内容弹性超越预期

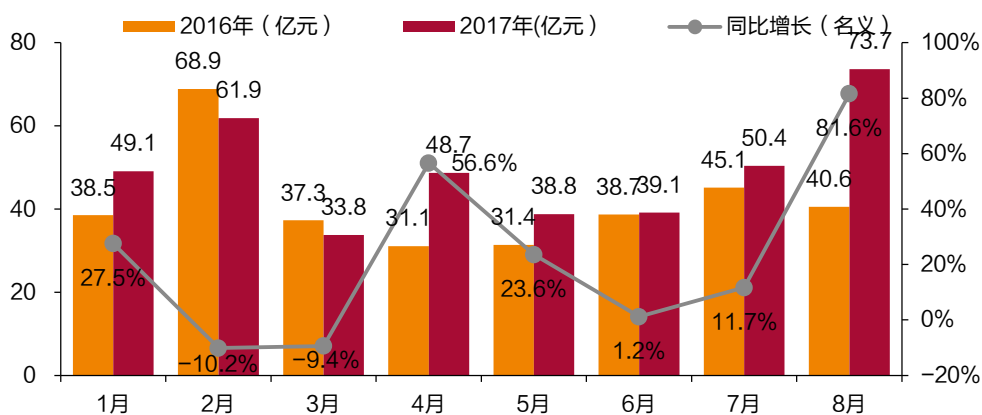
2017 年 1-8 月国内名义票房 395.5 亿元，同比增长 19.3%；扣除服务费后实际票房为 370.9 亿元，受到《战狼 2》票房带动，同口径增速回升至 11.9%。8 月单月实际票房同比增速高达 81.6%，其中《战狼 2》8 月实现名义票房 42.4 亿元（累计 56.24 亿元），实际票房 39.6 亿元（累计 52.55 亿）。

图 5：2005-2017 年 1-8 月票房及同比增速



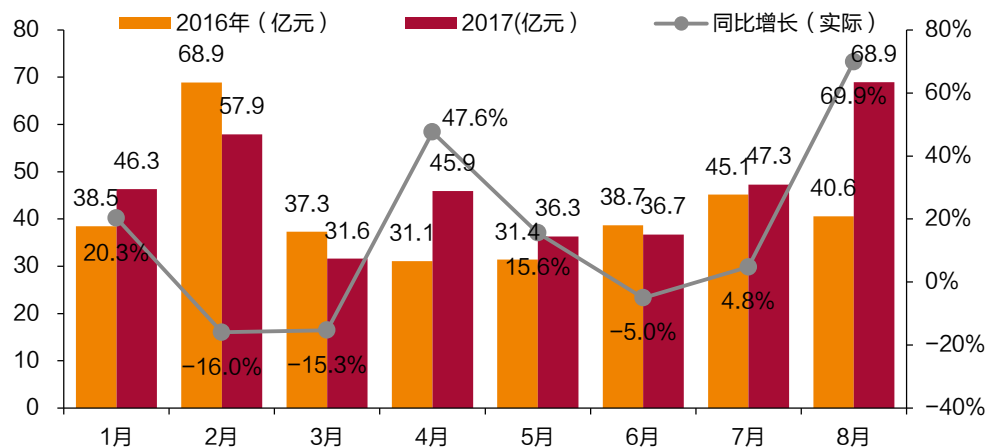
资料来源：艺恩电影智库、天风证券研究所

图 6：2016-2017 年 1-8 月月度票房对比（名义票房）



资料来源：艺恩电影智库、天风证券研究所

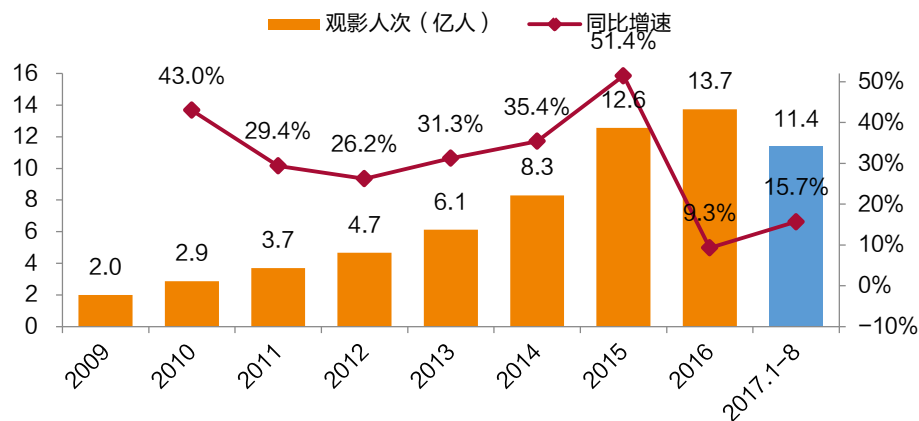
图 7：2016-2017 年 1-8 月月度票房对比（实际票房）



资料来源：艺恩电影智库、天风证券研究所

2016 年全年观影人次为 13.7 亿，同比增长 9.3%，2017 年 1-8 月观影人次 11.4 亿，同比增长 15.7%，主要受 8 月观影人次同比增加 69.4% 拉动。

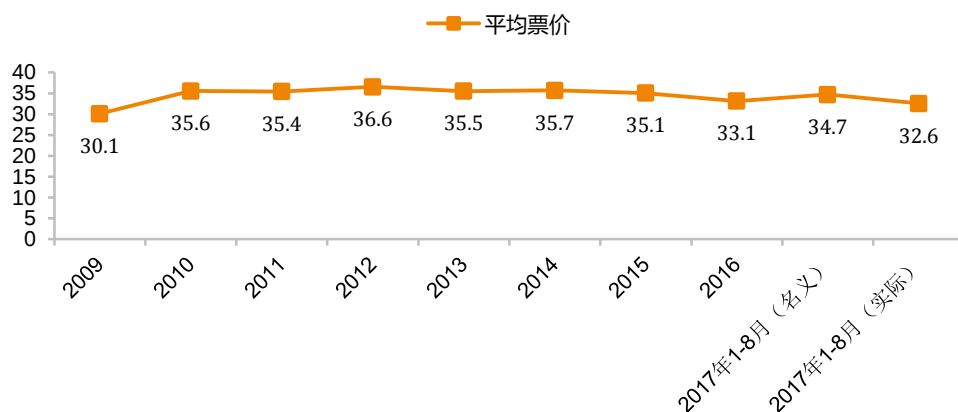
图 8：2009-2017 年 1-8 月观影人次变化



资料来源：艺恩电影智库、天风证券研究所

2017 年 1-8 月平均票价（含服务费）为 34.7 元，实际平均票价 32.6 元，平均服务费为 2.1 元。

图 9：2009-2017 年 1-8 月平均票价变化

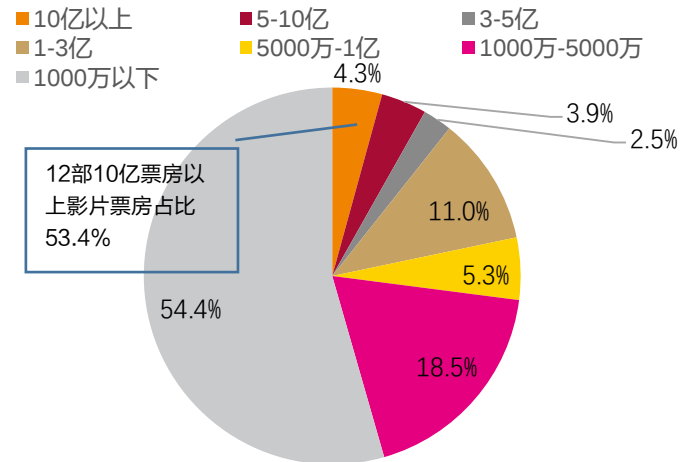


资料来源：艺恩电影智库、天风证券研究所

从影片票房分布看,观众对于内容回归理性。一方面优质内容的票房号召力超预期,《战狼2》到9月13日票房已超56亿,大幅超过《美人鱼》创造的记录;另一方面票房越发向头部内容集中,告别全民狂欢时代,优质内容为王。

2017年1-8月电影行业共上映281部影片,10亿以上票房的影片有12部,数量占上映影片总数的4.3%,这12部影片总票房为211亿元,占市场总票房比高达53.4%,而54.4%的影片票房只在1000万以下。

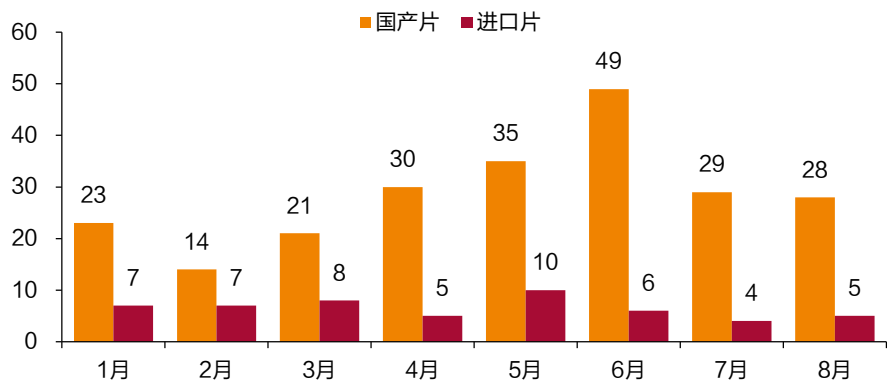
图 10: 2017 年 1-8 月电影票房区间分布 (按影片数量)



资料来源: 时光网、天风证券研究所

从国产片、进口片分类来看,上映的 281 部影片中,国产片 (包括合拍片) 229 部,进口片 52 部。2017 年 1-8 月 TOP10 的国产影片累计票房 133.70 亿, TOP10 的进口影片累计票房 125.56 亿元。

图 11: 2017 年 1-8 月分月国产片、进口片上映数量



资料来源: 时光网、天风证券研究所

表 2: 2017 年国产电影票房排行 TOP10 (截至 2017 年 8 月 31 日, 票房含服务费)

| 排名 | 影片名      | 票房(亿元) | 场均人次 | 国家及地区   | 上映日期      |
|----|----------|--------|------|---------|-----------|
| 1  | 战狼 2     | 55.1   | 43   | 中国      | 2017/7/27 |
| 2  | 功夫瑜伽     | 17.5   | 33   | 印度/中国   | 2017/1/28 |
| 3  | 西游伏妖篇    | 16.6   | 36   | 中国香港/中国 | 2017/1/28 |
| 4  | 乘风破浪     | 10.5   | 27   | 中国      | 2017/1/28 |
| 5  | 大闹天竺     | 7.6    | 31   | 中国      | 2017/1/28 |
| 6  | 悟空传      | 7.0    | 17   | 中国      | 2017/7/13 |
| 7  | 三生三世十里桃花 | 5.3    | 24   | 中国      | 2017/8/3  |
| 8  | 熊出没之奇幻空间 | 5.2    | 27   | 中国      | 2017/1/28 |

|    |        |     |    |         |           |
|----|--------|-----|----|---------|-----------|
| 9  | 杀破狼·贪狼 | 4.9 | 20 | 中国      | 2017/8/17 |
| 10 | 拆弹专家   | 4.0 | 20 | 中国香港/中国 | 2017/4/28 |

资料来源：艺恩电影智库、天风证券研究所

表 3：2017 年进口电影票房排行 TOP10（截至 2017 年 8 月 31 日，票房含服务费）

| 排名 | 影片名           | 票房(亿元) | 场均人次 | 国家及地区 | 上映日期      |
|----|---------------|--------|------|-------|-----------|
| 1  | 速度与激情 8       | 26.7   | 30   | 美国    | 2017/4/14 |
| 2  | 变形金刚 5: 最后的骑士 | 15.5   | 23   | 美国    | 2017/6/23 |
| 3  | 摔跤吧！爸爸        | 13.0   | 22   | 印度    | 2017/5/5  |
| 4  | 加勒比海盗 5: 死无对证 | 11.8   | 22   | 美国    | 2017/5/26 |
| 5  | 金刚：骷髅岛        | 11.6   | 20   | 美国    | 2017/3/24 |
| 6  | 极限特工：终极回归     | 11.3   | 23   | 美国    | 2017/2/10 |
| 7  | 生化危机：终章       | 11.1   | 20   | 美国/德国 | 2017/2/24 |
| 8  | 神偷奶爸 3        | 10.4   | 20   | 美国    | 2017/5/26 |
| 9  | 金刚狼 3：殊死一战    | 7.3    | 16   | 美国    | 2017/3/3  |
| 10 | 银河护卫队 2       | 6.9    | 17   | 美国    | 2017/5/5  |

资料来源：艺恩电影智库、天风证券研究所

从市场格局看，传统五大民营电影公司中，光线传媒以 16 年总票房 60.6 亿元位居传统 5 大民营电影公司票房第一，同比增长 8.7%，乐视影业则同比增速最快，16 年总票房同比增长 63.8%。华谊兄弟和万达影业 16 年票房同比下滑均超过 40%。从过亿影片数量看，乐视影业表现突出，16 年制作或发行影片 10 部均过亿。

表 4：5 大民营影业公司 2015、2016 年票房情况（制作+发行，包括引进片）

|      | 2015 年总票房<br>(亿元) | 2016 年总票房<br>(亿元) | 同比      | 16 年上映<br>影片部数 | 16 年过亿<br>影片部数 |
|------|-------------------|-------------------|---------|----------------|----------------|
| 光线传媒 | 55.8              | 60.6              | 8.70%   | 13             | 6              |
| 乐视影业 | 22.7              | 37.2              | 63.80%  | 10             | 10             |
| 博纳影业 | 31.4              | 36.8              | 17.40%  | 12             | 7              |
| 万达影业 | 61.5              | 32.1              | -47.90% | 8              | 4              |
| 华谊兄弟 | 43                | 23.8              | -44.60% | 8              | 4              |

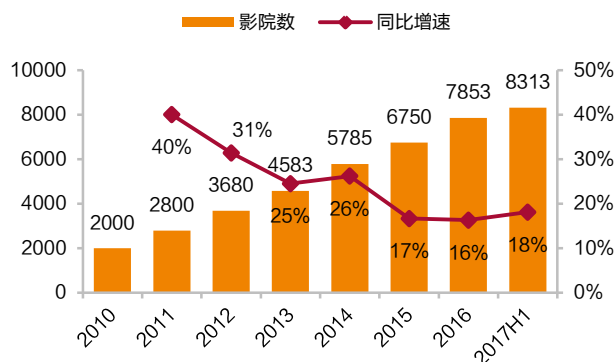
注：总票房统计公司参与制作和发行的所有影片，会出现同一影片重复计入不同公司情况

资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 2.2. 渠道下沉带动票房增长，院线格局还较为分散

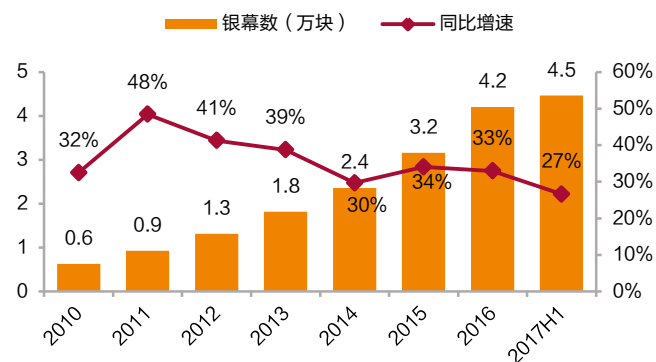
根据 1905 电影统计，2017 年上半年新增影院 460 家，影院总数 8313 家，同比增长 18%，新增银幕 2584 块，银幕总数 4.5 万块，同比增长 27%。渠道同比还保持较高增速，但新建速度已经放缓，日均新增银幕下滑，2017 年上半年日均新增银幕 14 块，2016 年日均新增银幕则超过 27 块。

图 12: 2010-2017H1 全国影院数(家)及同比增速



资料来源: 艺恩网、1905 电影数据学院、天风证券研究所

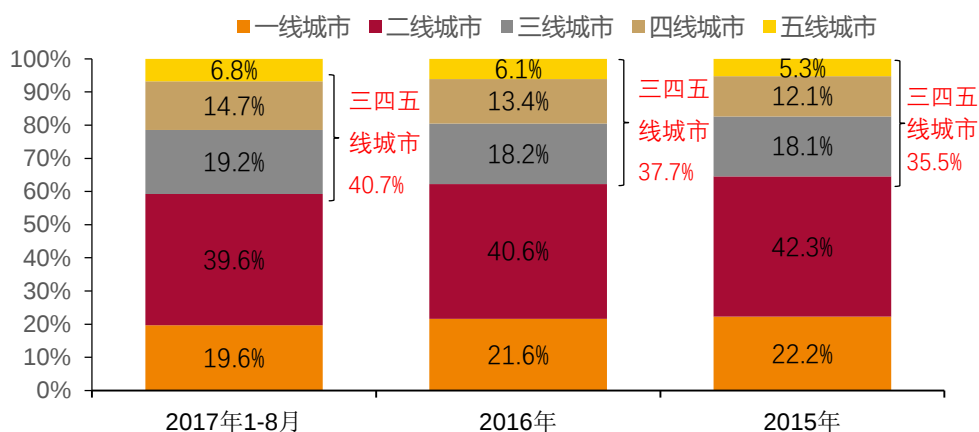
图 13: 2010-2017H1 全国银幕数(万块)及同比增速



资料来源: 艺恩网、1905 电影数据学院、天风证券研究所

从城市票房分布来看,三四五线城市票房占比提升。17年1-8月三四五线城市的票房占比由2016年的37.7%增长至40.7%,渠道下沉推动三线以下城市票房增长。

图 14: 2016 年和 2017 年 1-8 月城市票房分布



资料来源: 艺恩电影智库、天风证券研究所

院线市场格局上看,2017年1-8月票房市场份额排名前三为万达院线(12.8%)、大地院线(8.7%)和上海联合院线(7.9%),前三名市场份额29.4%,前十名市场份额67.5%,相比2016年行业集中度有小幅提高,但对比成熟电影市场代表,北美前三大院线公司 REGAL、AMC、CINEMARK 市场占有率超60%,行业集中度依然不高。

表 5: 2016 年和 2017 年 1-8 月票房收入前十的院线排名及市场份额

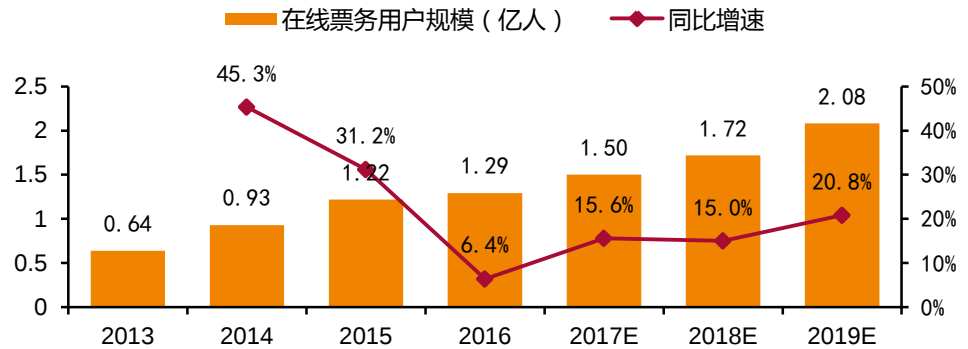
| 2017 年 1-8 月 |          |        | 2016 年 |         |       |
|--------------|----------|--------|--------|---------|-------|
| 排名           | 院线       | 市场份额   | 排名     | 院线      | 市场份额  |
| 1            | 万达院线     | 12.8%  | 1      | 万达院线    | 13.4% |
| 2            | 大地院线     | 8.7%   | 2      | 大地院线    | 8.1%  |
| 3            | 上海联合院线   | 7.9%   | 3      | 上海联合院线  | 7.6%  |
| 4            | 中影南方新干线  | 7.3%   | 4      | 中影星美    | 7.3%  |
| 5            | 中影数字院线   | 7.3%   | 5      | 中影南方新干线 | 6.9%  |
| 6            | 中影星美     | 7.1%   | 6      | 中影数字院线  | 6.3%  |
| 7            | 广州金逸珠江   | 5.4%   | 7      | 广州金逸珠江  | 6.2%  |
| 8            | 横店院线     | 4.4%   | 8      | 横店院线    | 4.6%  |
| 9            | 华夏联合     | 3.3%   | 9      | 浙江时代    | 3.3%  |
| 10           | 江苏幸福蓝海院线 | 3.2%   | 10     | 幸福蓝海    | 3.2%  |
| CR10         |          | 67.50% | CR10   |         | 66.8% |

资料来源: 艺恩电影智库、天风证券研究所

### 2.3. 在线票务平台格局收拢，寡头竞争优势体现

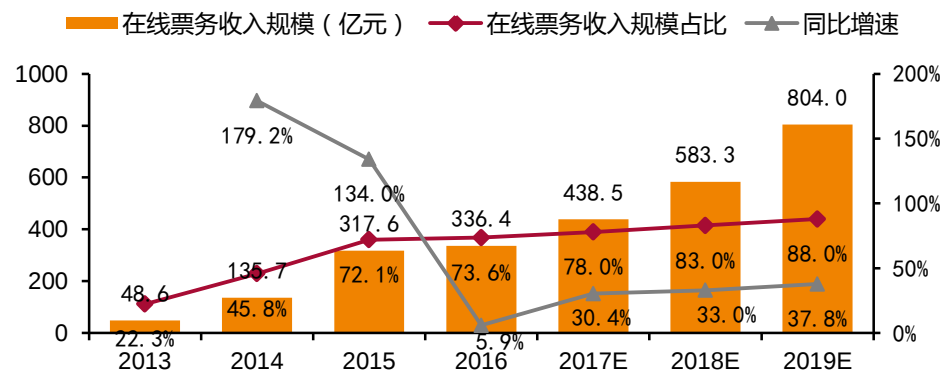
根据易观智库数据，2016 年中国电影在线票务用户规模 1.29 亿，同比增长 6.4%，在线票务市场收入 336.4 亿元，同比增长 5.9%，受到 15 年高基数及 16 年行业增速大幅下滑影响，在线票务规模增速下降。但用户线上购票习惯已经养成，在线票务收入规模占比从 2013 年的 22.3% 迅速提升到 2016 年的 73.6%，2019 年有望达到 88%。

图 15：2013-2019 年中国电影在线票务用户规模及增速



资料来源：易观智库，天风证券研究所

图 16：2013-2019 年中国电影在线票务市场收入规模及增速



资料来源：易观智库，天风证券研究所

市场格局上，目前电影在线票务市场由前四大平台主导，四大平台背后均有雄厚资源支撑，猫眼电影属于“美团+光线”系，百度糯米、淘票票、微影时代分属 BAT。

表 6：四大在线票务平台对比

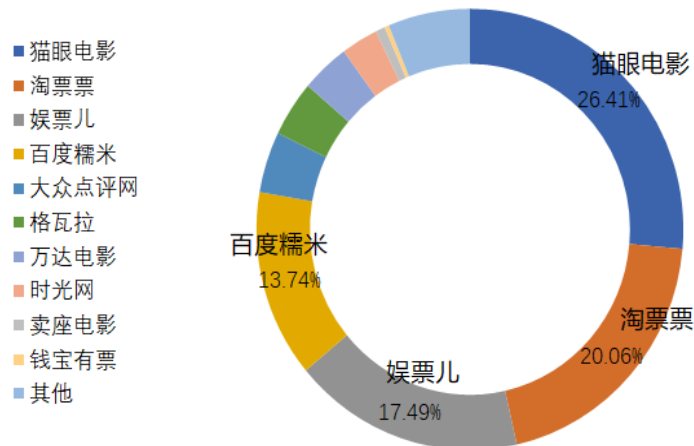
| 在线票务平台            | 业务范围           | 发展历史                                                        | 对接资源                                         |
|-------------------|----------------|-------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|
| 猫眼电影              | 电影票务           | 脱胎于 2012 年成立的美团电影，2013 年更名猫眼电影，2015 年独立成公司运作                | 美团、大众点评导流，光线传媒提供影业内容资源                       |
| 微影时代<br>(娱票儿+格瓦拉) | 电影票务+演出票务+体育票务 | 2014 年 5 月成立运作“微票儿”，2015 年 12 月并购格瓦拉，2016 年 9 月“微票儿”更名“娱票儿” | 腾讯社交平台微信、QQ 导流，腾讯大数据提供精准营销服务                 |
| 淘票票               | 电影票务+演出票务+体育票务 | 脱胎于 2014 年运营的淘宝电影，2015 年注入阿里影业，2016 年 5 月更名为淘票票             | 阿里旗下支付宝、手淘、高德地图等导流，阿里影业提供内容资源，阿里系自有大数据推动精准营销 |
| 百度糯米              | 本地生活综合服务       | 2015 年 1 月成立电影事业部                                           | 百度搜索、百度地图等多场景导流，入股星美影院布局影院资源，积累大量用户数据实现精准营销  |

资料来源：易观智库，天风证券研究所

在人口红利消失与票补成本上涨的行业环境下，规模较小的在线票务平台逐渐退出竞争，背靠深厚资源的头部企业整合行业渠道，市场集中度进一步提升。

根据易观智库，2017Q1 猫眼电影、微影时代、淘票票与百度糯米在电影在线票务市场的份额分别为 26.41%、20.06%、17.49%和 13.74%，市场份额合计达到 77.7%。据我们独立第三方调研，Q2 数据可能猫眼、淘票还在持续提升。

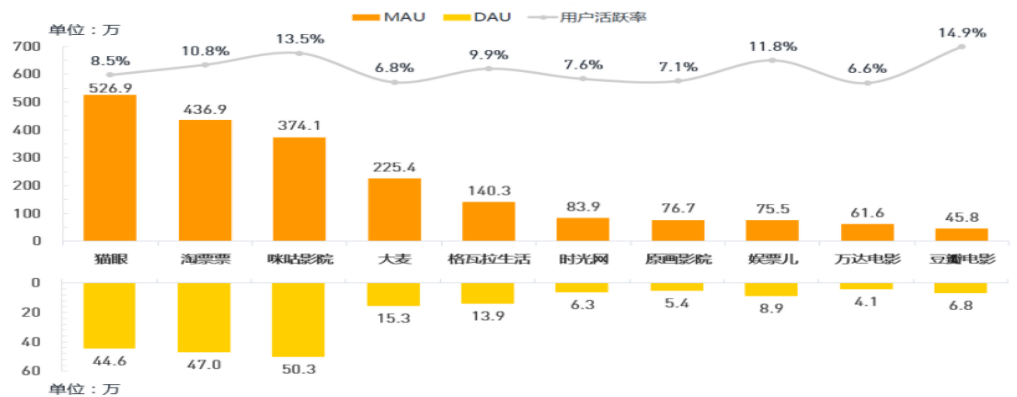
图 17：2017Q1 各在线票务平台电影票出票额占整体线上出票份额



资料来源：易观智库，天风证券研究所

从 APP 活跃用户看，根据 QuestMobile 统计，猫眼、淘票票优势显著，2017 年 7 月猫眼 APP 的 MAU 达到 526.9 万，淘票票 MAU436.9 万，大幅高于其他票务平台；用户活跃渗透率看，位列第一的猫眼占比 25.4%，位列二三位的淘票票、咪咕影院的占比分别为 21.1%、18.1%。

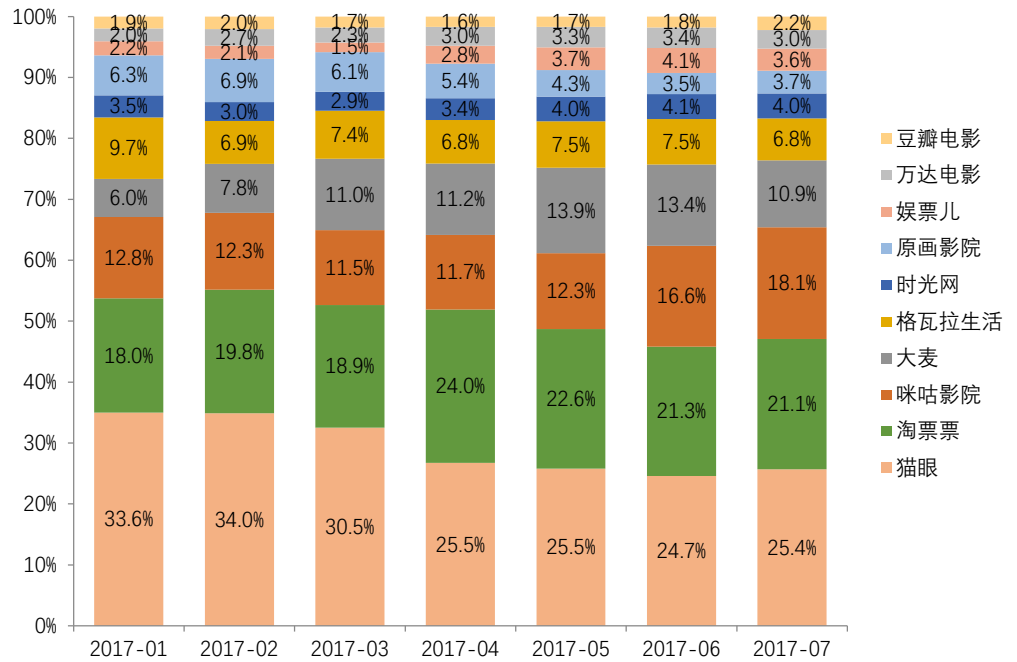
图 18：2017 年 7 月电影票务 APP 活跃用户规模 TOP10



资料来源：QuestMobile、天风证券研究所

注：用户活跃率=DAU/MAU

图 19：2017 年 1-7 月电影票务 APP 用户活跃渗透率



资料来源：QuestMobile、天风证券研究所

注：某 APP 用户活跃渗透率=该 APP MAU/所在行业 MAU

各大票务平台不仅有雄厚的资金支持，还可借助集团资源为其导流，提供上游影业内容与下游影院资源，同时，在线票务平台作为 C 端流量入口，拥有庞大的用户数据，能够对用户精准分析后进行精准营销。票务平台通过向产业链上下游延伸，有望在电影市场掌握更多话语权。

图 20：四大票务平台在电影产业链的资源优势



资料来源：易观智库，天风证券研究所

**上游-进入内容制作发行。**在线票务平台涉足上游电影制作发行，利用流量入口的定位成为宣发平台，通过营销监测、点映、明星路演等方式实现精准营销，并通过为电影策划众筹、预售、包场等活动定位目标用户实行高效发行。随着参与程度加深，在线票务平台也开始从宣传营销、联合出品发行向主控发行转变。

表 7：2016 年四大在线票务平台出品发行影片数量

| 在线票务平台 | 出品发行影片数量（部） | 代表影片                |
|--------|-------------|---------------------|
| 微影时代   | 46          | 《爵迹》《致青春 2》《铁道飞虎》等  |
| 百度糯米   | 26          | 《三人行》《小门神》《王牌逗王牌》等  |
| 淘票票    | 23          | 《摆渡人》《追凶者也》《决战食神》等  |
| 猫眼电影   | 21          | 《美人鱼》《驴得水》《我不是潘金莲》等 |

资料来源：易观智库，天风证券研究所

注：由于一部影片可能被多家平台联合出品发行，此处统计影片数量并未剔除重复影片

**下游-为影院提供精准营销服务。**在线票务平台针对下游影院无法获取用户信息、管理运营成本高等痛点，通过自身用户数据及 SaaS 系统为其提供用户画像分析、管理系统建设、影片定价排片等服务，扩大覆盖影院规模，深化与影院的合作。

表 8：四大在线票务平台影院服务系统

| 在线票务平台 | 推出时间    | 影院服务系统   | 特色服务                                                                         |
|--------|---------|----------|------------------------------------------------------------------------------|
| 猫眼电影   | 2015.06 | 数据魔方     | 为影院提供平台大数据，帮助影院构建用户画像，了解用户消费行为，辅助制定并调整经营战略；                                  |
| 微影时代   | 2014.11 | 智慧影院     | 帮助影院快速门店建网，打通支付、订单管理、数据分析、客服体系、定期分享经验等全链条的经营管理支持；                            |
|        | 2017.05 | Yoda     | 影院自主定价系统，帮助影院合理定价；                                                           |
|        | 2017Q1  | Force    | 针对片方的营销发行，监测发行的稳定性；                                                          |
| 阿里影业   | 2015.08 | 凤凰佳影+电影云 | 具有云计算平台、自主品牌电商应用、综合电商管理平台、中央管理平台等 4 个云端功能；“影院本地系统”可实现自助检票、电影放映控制、灯光控制、空调控制等； |
| 百度糯米   | 2015.09 | 超级影院     | 院线联名卡                                                                        |
|        | 2014.12 | 黄金眼      | 数据营销监测平台                                                                     |
|        | 2017Q1  | 银河       | 广告展示系统                                                                       |

资料来源：易观智库，天风证券研究所

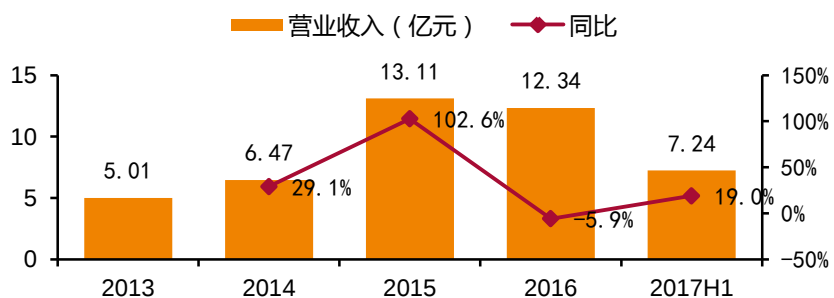
### 3. 公司业务分析：电影为核心驱动力，动漫、电视剧、直播等内容生态齐头并进

#### 3.1. 电影业务：从代理发行转向投资制作，电影龙头地位不断夯实

电影业务是光线传媒最早布局的业务模块之一，主要从事国产电影的投资、制作和宣发工作。凭借着多年的发展经验，光线传媒已成为国内最大的民营电影发行商之一。

从 2013 年电影业务在报表单独核算起，业务营收连续两年增长，2015 年营收突破 10 亿，同比增长 102.6%。2016 年受到电影大盘影响营收同比下降 5.9%，2017 年营收同比增长 19%。

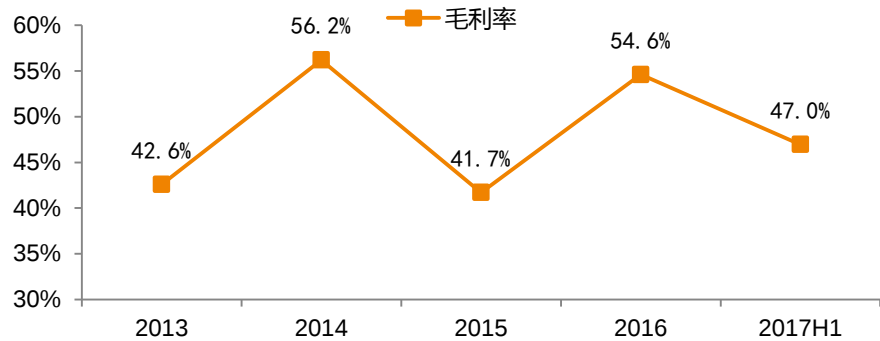
图 21：2013-2017H1 光线传媒电影业务营业收入及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司电影业务毛利率水平较高，2013 年起一直保持在 40%以上。

图 22：2013-2017H1 光线传媒电影业务毛利率及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### ● 2006 年从电影发行起步，2009 年开始涉水电影投资

2006 年，光线传媒（当时光线影业）发行第一部电影作品《伤城》，取得较高票房，且之后上映电影《导火线》、《铁三角》等均取得佳绩，电影发行业务就此成为光线传媒影视剧板块的战略项目开始运作。公司在 2006-2008 年陆续发行《深海寻人》、《蝴蝶飞》等 8 部电影作品，发行能力逐渐增强。

2009 年，光线传媒开始实施“第一原创电影公司”战略，选择题材轻松、成本可控的商业片进行投资，并且有选择性地投资知名导演拍摄的大制作电影。同时，光线传媒继续加强发行环节业务，建立光线地面电影发行网。2009-2011 年间公司每年投资和发行 15 部以上主流电影，其中包括《全城戒备》、《画壁》、《精武风云》、《四大名捕》等知名影片，成功跻身全国电影发行公司前三名。

表 9：公司电影发行核心竞争力

| 优势类型          | 具体说明                        |
|---------------|-----------------------------|
| 自建制作团队，实现内容创新 | 内部建立了专业的电影海报、预告片等相关制作团队     |
| 自有宣传资源，降低营销成本 | 覆盖全国所有地市级 1200 个电视视频的电视节目资源 |
| 全国阵地发行，科学排片管理 | 建立 70 余人发行团队计划覆盖 100 个城市    |
| 建立影视联盟，发掘新导演  | 与数百家影视制作公司建立内容联盟，侧重培养年轻导演   |

资料来源：艺恩咨询，天风证券研究所

### ● 2012 年《泰囧》的成功奠定光线在电影领域的龙头地位

倚赖积淀深厚的发行经验，光线传媒主控影片逐渐增加。2012 年，光线传媒作为主要投资方和制作方的喜剧电影《人再囧途之泰囧》上映，成为光线电影业务发展过程中的里程碑事件，成功奠定了光线传媒在电影行业的龙头地位。

《泰囧》在当年取得 12.72 亿元的票房、观影人次超 3000 万，成为华语电影史上第一个收入过 10 亿的大片。2012 年影视剧业务占全部营收的比例上升至 52.3%，光线传媒的业务重心逐渐向影视剧业务转移。

### ● 2013 年起开启青春片领军时代，2015 年《寻龙诀》助推电影工业化进程

光线传媒较早开始出品、发行青春、爱情电影，此类型影片制作成本较低，同时符合年轻观影人群偏好，市场反馈良好，代表作品有《致我们终将逝去的青春》、《匆匆那年》、《同桌的你》、《从你的全世界路过》、《谁的青春不迷茫》等。

表 10：光线传媒青春片代表作品

| 上映日期      | 电影名称         | 导演  | 主演         | 实际票房（亿元） | 合作方式    |
|-----------|--------------|-----|------------|----------|---------|
| 2013/4/26 | 《致我们终将逝去的青春》 | 赵薇  | 赵又廷、韩庚、杨子姗 | 7.18     | 联合出品、发行 |
| 2014/4/25 | 《同桌的你》       | 郭帆  | 周冬雨、林更新    | 4.56     | 联合出品、发行 |
| 2014/12/5 | 《匆匆那年》       | 张一白 | 彭于晏、倪妮、郑恺  | 5.89     | 出品、联合发行 |
| 2016/4/22 | 《谁的青春不迷茫》    | 姚婷婷 | 白敬亭、郭姝彤    | 1.8      | 出品、发行   |
| 2016/6/29 | 《从你的全世界路过》   | 张一白 | 邓超、白百何、杨洋  | 8.13     | 出品、发行   |

资料来源：公司公告、艺恩咨询、天风证券研究所

2015 年 12 月，光线传媒参投的影片《鬼吹灯之寻龙诀》上映，电影票房 16.83 亿元，创造了 870 万元国产 3D 电影零点场最高票房、1.7 亿元贺岁档首日最高票房、2.3 亿元国产 3D 电影单日最高票房共三项新纪录。《寻龙诀》代表着重度工业化作品的成功，有助于实现中国电影类型化。

### ● 国内电影领军地位稳固，后续电影储备弹药充足

经过多年的快速发展，光线传媒已成为国内最大的民营电影发行商之一，具备每年投资或发行 10 部以上影片的能力。以 2012 年为分水岭，光线传媒在国产电影市场份额一跃提升到 20%，并在之后的 4 年中一直保持 19% 以上占比。

表 11：2008-2016 年光线传媒投资发行电影数量及票房占比

| 年份         | 2008  | 2009  | 2010  | 2011 | 2012 | 2013   | 2014   | 2015  | 2016  |
|------------|-------|-------|-------|------|------|--------|--------|-------|-------|
| 当年投资发行影片数量 | 5     | 8     | 7     | 7    | 12   | 9      | 12     | 15    | 13    |
| 票房总额（亿元）   | 0.51  | 2.00  | 3.14  | 5.6  | 16.1 | 23.27  | 31.39  | 55.76 | 64.2  |
| 票房占国产电影比例  | 1.99% | 5.69% | 5.48% | 8%   | 20%  | 19.00% | 19.50% | 20%以上 | 20%以上 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2016 年公司总计上映影片 13 部，票房总计 60.6 亿元，国产电影票房市场份额超过 20%，影片包括创造了前中国电影票房纪录的《美人鱼》、创造了中国国产爱情片票房纪录的《从你的全世界路过》，以及《谁的青春不迷茫》、《火锅英雄》、《大鱼海棠》、《你的名字。》（协助推广）等。

表 12：公司投资或发行的优质代表性影片

| 公映年份 | 电影名称         | 类型       | 导演     | 主演             | 累计票房（亿元） |
|------|--------------|----------|--------|----------------|----------|
| 2016 | 《美人鱼》        | 爱情/喜剧    | 周星驰    | 邓超、张雨绮、罗志祥     | 33.92    |
| 2016 | 《从你的全世界路过》   | 爱情/喜剧/都市 | 张一白    | 邓超、白百何、杨洋      | 8.14     |
| 2016 | 《大鱼海棠》       | 动画/奇幻    | 梁旋、张春  |                | 5.65     |
| 2015 | 《港囧》         | 喜剧/爱情    | 徐峥     | 徐峥、赵薇、包贝尔      | 16.14    |
| 2015 | 《寻龙诀》        | 动作/冒险/奇幻 | 乌尔善    | 陈坤、黄渤、舒淇       | 16.83    |
| 2014 | 《分手大师》       | 喜剧/剧情    | 邓超、俞白眉 | 邓超、杨幂、梁超       | 6.65     |
| 2013 | 《致我们终将逝去的青春》 | 爱情/剧情    | 赵薇     | 赵又廷、韩庚、杨子姗、江疏影 | 7.19     |
| 2012 | 《泰囧》         | 喜剧       | 徐峥     | 徐峥、王宝强、黄渤      | 12.71    |

资料来源：公司公告、艺恩咨询、天风证券研究所

2017 年光线继续以优质内容为核心，投资发行多部影片，包括东野奎吾小说改编的《嫌疑人 X 的献身》、系列电影《春娇救志明》、17 年以来口碑最好的国产影片之一《重返·狼群》等。

表 13：光线传媒 2017 年上映影片（截止 2017 年 8 月 31 日）

| 上映日期     | 电影名称        | 类型       | 导演  | 主演     | 实际票房（亿元） | 合作方式  |
|----------|-------------|----------|-----|--------|----------|-------|
| 1 月 28 日 | 《大闹天竺》      | 喜剧/动作/冒险 | 王宝强 | 王宝强、白客 | 7.18     | 投资+发行 |
| 3 月 31 日 | 《嫌疑人 X 的献身》 | 剧情/爱情/悬疑 | 苏有朋 | 王凯、张鲁一 | 3.79     | 投资+发行 |

|       |            |          |     |          |      |       |
|-------|------------|----------|-----|----------|------|-------|
| 4月28日 | 《春娇救志明》    | 剧情/爱情    | 彭浩翔 | 杨千嬅、余文乐  | 1.66 | 投资+发行 |
| 6月16日 | 《重返狼群》     | 纪录片/剧情   | 亦风  | 李微漪、亦风   | 0.31 | 投资+发行 |
| 6月23日 | 《缉枪》       | 剧情/动作/犯罪 | 徐兵  | 白举纲, 连奕名 | 0.16 | 投资    |
| 7月7日  | 《秘果》       | 剧情/爱情    | 连奕琦 | 欧阳娜娜、陈飞宇 | 0.07 | 投资+发行 |
| 7月13日 | 《大护法》      | 动画/冒险/奇幻 | 不思凡 |          | 0.82 | 投资    |
| 8月3日  | 《三生三世十里桃花》 | 爱情/奇幻/古装 | 赵小丁 | 刘亦菲、杨洋   | 5.01 | 投资+发行 |

资料来源：公司公告、艺恩咨询、天风证券研究所

公司后续影视项目储备丰富，预计在 2017 年启动或制作中的电影项目 30 个。这些将上映或制作中的项目，大部分均是重量级及知名 IP，例如《鬼吹灯》、《三重门》、《三体》、《少林寺》、《笑傲江湖》，动画电影《查理九世》等。

表 14：公司制作筹备中的电影项目（包括动画电影）

| 序号 | 电影名称（暂定）   | 进展       | 主创人员              |
|----|------------|----------|-------------------|
| 1  | 三重门        | 2017 年制作 | 导演韩寒              |
| 2  | 少林寺        | 2017 年制作 | 待定                |
| 3  | 笑傲江湖       | 2017 年制作 | 待定                |
| 4  | 鬼吹灯之云南虫谷   | 2017 年制作 | 导演非行              |
| 5  | 深海里的星星     | 2017 年制作 | 待定                |
| 6  | 东宫         | 2017 年制作 | 待定                |
| 7  | 沙漏         | 2017 年制作 | 待定                |
| 8  | 天才游戏       | 2017 年制作 | 导演程亮              |
| 9  | 动物世界       | 制作中      | 导演韩延              |
| 10 | 一出好戏       | 制作中      | 导演黄渤              |
| 11 | 查理九世       | 制作中      | 导演王竞              |
| 12 | 昨日青空       | 制作中      | 导演奚超              |
| 13 | 哪吒之魔童降世    | 制作中      | 导演饺子              |
| 14 | 凤凰之千年公主    | 制作中      | 导演毛启超             |
| 15 | 姜子牙        | 制作中      | 导演李炜、程腾           |
| 16 | 深海         | 制作中      | 导演田晓鹏             |
| 17 | 悲伤逆流成河     | 制作中      | 导演落落              |
| 18 | 叶问外传：张天志   | 制作中      | 导演袁和平，主演张晋、托尼贾、柳岩 |
| 19 | 大鱼海棠 2     | 前期策划     | 导演梁旋、张春           |
| 20 | 暴走漫画之白日梦   | 前期策划     | 导演王尼玛             |
| 21 | 西游记之大圣闹天宫  | 前期策划     | 导演田晓鹏             |
| 22 | 死亡通知单：暗黑者  | 前期策划     | 导演邱礼涛             |
| 23 | BOBO&TOTO  | 前期策划     | 待定                |
| 24 | 莽荒纪        | 前期策划     | 待定                |
| 25 | 救命，我变成了一条狗 | 前期策划     | 待定                |
| 26 | 十八岁，给我一个姑娘 | 前期策划     | 待定                |
| 27 | 阴阳师        | 前期策划     | 待定                |
| 28 | 浮生物语       | 前期策划     | 待定                |
| 29 | 美男子        | 前期策划     | 待定                |
| 30 | 阳光姐妹淘      | 前期策划     | 待定                |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 动漫业务：彩条屋为核心布局充分，19 年有望厚积薄发

光线传媒是国内最早在动漫行业布局的公司之一，于 2015 年投资创建彩条屋，当时彩条屋已投资 13 家动漫公司，形成从 IP 源头到作品创作制作再到周边衍生的动漫集团。到 2017 年，光线传媒已与漫言星空、凝羽动画等近 20 家国内顶尖及一流的团队合作。

表 15：光线传媒投资的主要动漫业务公司

| 序号 | 公司名称  | 投资时间   | 股权占比 | 主营业务/代表作品              |
|----|-------|--------|------|------------------------|
| 1  | 彼岸天   | 2013 年 | 30%  | 《大鱼海棠》                 |
| 2  | 十月文化  | 2015 年 | 20%  | 《大圣》系列，《深海》            |
| 3  | 全擎娱乐  | 2015 年 | 35%  | 《星游记》                  |
| 4  | 光印影业  | 2015 年 | 60%  | 《查理九世》                 |
| 5  | 可可豆动画 | 2015 年 | 30%  | 《哪吒降世》，《打，打个大西瓜》       |
| 6  | 玄机科技  | 2015 年 | 5%   | 《秦时明月》                 |
| 7  | 漫言星空  | 2015 年 | 30%  | 《星海镖师》《雪椰》             |
| 8  | 易动传媒  | 2015 年 | 20%  | 《美食大冒险》                |
| 9  | 魔法文化  | 2015 年 | 40%  | 《凤凰》                   |
| 10 | 中传和道  | 2016 年 | 30%  | 《我的师傅姜子牙》              |
| 11 | 通耀科技  | 2016 年 | 19%  | 主营日漫 IP 代理合作，《你的名字。》   |
| 12 | 青空绘彩  | 2016 年 | 25%  | 《昨日青空》                 |
| 13 | 凝羽动画  | 2016 年 | 30%  | 《茶啊二中》                 |
| 14 | 好传动画  | 2016 年 | 30%  | 《大护法》，《冰箱里的企鹅》，《大理寺日志》 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2013 年起，光线传媒出品发行了《赛尔号大电影》系列、《洛克王国》系列等多部动画电影，2016 年，光线传媒上映《大鱼海棠》、《我叫 MT 之山口山战记》、《果宝特攻之水果大逃亡》、《精灵王座》等动画电影，代理发行电影《你的名字。》。其中，《大鱼海棠》票房 5.65 亿，成为国产动画电影票房第二位，《你的名字。》则为在国内上映的票房最高的日本动画电影。

2017 年 7 月，公司上映电影《大护法》，豆瓣评分 8.0，成为动画电影的口碑之作，2017 年 8 月在爱奇艺上独播首部动漫网络电影《星游记》，成为 8 月爱奇艺网络大电影票房冠军。

表 16：公司 2016-2017 年主要动画电影项目

| 序号 | 电影名称           | 上映时间            | 实际票房     |
|----|----------------|-----------------|----------|
| 1  | 《大鱼海棠》         | 2016 年 7 月 8 日  | 5.65 亿   |
| 2  | 《我叫 MT 之山口山战记》 | 2016 年 6 月 17 日 | 1215.5 万 |
| 3  | 《果宝特攻之水果大逃亡》   | 2016 年 1 月 23 日 | 834.6 万  |
| 4  | 《你的名字。》        | 2016 年 12 月 2 日 | 5.75 亿   |
| 5  | 《大护法》          | 2017 年 7 月 13 日 | 8245.7 万 |
| 6  | 《星游记》          | 2017 年 8 月 11 日 | 网络电影     |

资料来源：猫眼电影、天风证券研究所

图 23：爱奇艺 VIP 会员网络大电影 2017 年 8 月总票房榜

| 排名 | 片名        | 上线时间       | 当月在线天数 | 独家 | 分成金额         |
|----|-----------|------------|--------|----|--------------|
| 1  | 星游记之风暴法米拉 | 2017/08/11 | 21     | 是  | 6,108,459.00 |
| 2  | 特种兵王2使命抉择 | 2017/08/01 | 31     | 是  | 5,472,762.50 |
| 3  | 生化药尸      | 2017/07/31 | 31     | 是  | 2,896,395.00 |
| 4  | 御前法医大仵作   | 2017/08/03 | 29     | 是  | 2,524,550.00 |
| 5  | 无尽日       | 2017/08/16 | 16     | 是  | 2,345,102.50 |

资料来源：爱奇艺，天风证券研究所

动漫影视存在门槛更高、周期更长、风险更大等特性，光线在动漫领域的领先布局而形成的竞争优势有望胜于真人影视领域；同时动漫具备形象，更容易打造 IP，容易出现系列产品、成本可控性更强、成功作品的利润率更高、受众范围更广、与衍生品的结合更紧密。

《大鱼海棠》已经成功验证了动漫 IP 衍生品销售的可行性，该片招商涉及 12 个品类 32 个天猫一线品牌，销售总额已达数千万，成为 2016 年中国电影衍生品市场的标志性项目，《大护法》《星游记》等也已进行衍生品开发。

图 24：光线电商销售的《大护法》动漫衍生品



资料来源：光线电商天猫旗舰店，天风证券研究所

图 25：光线电商销售的《星游记》动漫衍生品



资料来源：光线电商天猫旗舰店，天风证券研究所

动漫储备上，光线目前投资的近 20 家动漫团队均有不同类型作品在制作中，2018 年《昨日青空》预计将上映，而更多项目有望在 2019 年集中释放，在后续利润增长、IP 建设方面具有较大潜力。

表 17：彩条屋影业动漫项目

| 类型  | 片名                     | 导演/原作   |
|-----|------------------------|---------|
| 国漫风 | 《大圣闹天宫》,《深海》           | 田晓鹏     |
|     | 《大鱼海棠》(2016 年上映)       | 梁旋      |
|     | 《秦时明月》系列               | 沈乐平     |
|     | 《姜子牙》                  | 李炜, 高薇华 |
|     | 《哪吒降世》                 | 饺子      |
|     | 《凤凰》                   | 毛启超     |
| 合家欢 | 《果宝特攻之水果大逃亡》(2016 年上映) | 王巍      |
|     | 《美食大冒险》                | 孙海鹏     |

|      |                          |       |
|------|--------------------------|-------|
| 影游跨界 | 《我叫 MT 之勇士战恶龙》(2016 年上映) | 核桃    |
|      | 《龙之谷: 精灵王座》(2016 年上映)    | 宋岳峰   |
|      | 《梦幻西游》                   | 王巍    |
| 真人奇幻 | 《暴走漫画》                   | 王尼玛   |
|      | 《莽荒纪》                    | 我吃西红柿 |
|      | 《查理九世》                   | 雷欧幻像  |
| 网络院线 | 《秦时明月》《天行九歌》             | 沈乐平   |
|      | 《星游记》(2017 年上线)          | 胡一泊   |
|      | 《怪异黑杰克》                  | 手冢治虫  |
|      | 《昨日青空》                   | 口袋巧克力 |
|      | 《星海镖师》                   | 颜开    |
|      | 《救命, 我变成了一条狗》            | 使徒子   |

资料来源: 彩条屋影业, 天风证券研究所

### 3.3. 电视剧&网剧业务: 由参投向主投主控升级, 成为新增亮点

光线传媒电视剧业务起步较早, 2003 年光线传媒母公司开始和亚环合作经营“630”剧场项目, 2007 年 8 月, 公司收购东方传奇及其子公司东阳传奇, 开展电视剧发行业务。2006 年起公司投资了《新上海滩》、《暴雨梨花》、《落地请开手机》、《都是爱情惹的祸》等近 20 部电视剧, 电视剧总数达 300 多集, 2007 年起陆续推出《新马大姐》、《超人马大姐》等续集作品以及情景喜剧《桂花打工记》。

2012 年光线传媒以 8100 万认购欢瑞世纪 4.81% 的股权, 随后于 2013 年以 8.29 亿元认购新丽传媒 27.64% 的股权, 成为新丽传媒的第二大股东。在此阶段, 光线通过与优秀的电视剧制作公司合作, 参与投资精品电视剧, 包括《诛仙青云志》、《新闻蜜时代》、《古剑奇谭》多部优秀的热播剧。

在网剧方面, 光线传媒同样积极参与投资开发, 2015 年参与投资的网剧《盗墓笔记》一经上线即引起广泛关注, 2016 年播出的《识汝不识丁》上线后稳居网剧日播放量排行榜前三甲。

2017 年, 光线再次加大了对电视剧业务的投入和支持, 在参投的同时, 开始主投主控模式, 目前《笑傲江湖》《谁的青春不迷茫》等作品已在制作或筹备中。随着主投主控剧目的增加, 电视剧板块有望成为光线的新兴业务亮点。

表 18: 光线传媒近年参与投资重要影视剧作品收视情况

| 首播年份   | 剧目       | 出品公司                   | 导演       | 播出频道       | CSM35/50<br>中心城市组<br>平均收视率 | 省级卫视<br>同时段收<br>视率排名 | 收视情况               |
|--------|----------|------------------------|----------|------------|----------------------------|----------------------|--------------------|
| 2017 年 | 《左耳》     | 慈文传媒, 艺能传媒, 译林影视, 光线传媒 | 陈慧翎      | 北京卫视, 安徽卫视 |                            |                      |                    |
| 2016 年 | 《诛仙青云志》  | 欢瑞世纪                   | 朱锐斌      | 湖南卫视       | 1.352                      |                      |                    |
| 2016 年 | 《嘿, 孩子》  | 曲江春天融合影视, 光线传媒         | 杨亚州      | 浙江卫视       | 1.486                      | 9                    |                    |
| 2015 年 | 《少年四大名捕》 | 欢瑞世纪                   | 黄俊文, 梁胜权 | 湖南卫视       | 0.729                      | 1                    | 开播以来收视率始终位居同时段节目首位 |

|        |           |               |              |                        |       |   |                               |
|--------|-----------|---------------|--------------|------------------------|-------|---|-------------------------------|
| 2015 年 | 《少年神探狄仁杰》 | 欢瑞世纪          | 林峰           | 中央电视台<br>电视剧频道         | -     | - | 网播量保持点击量<br>前五名               |
| 2014 年 | 《新闻蜜时代》   | 光线传媒          | 潘镜丞          | 江西卫视，<br>东南卫视，<br>新疆卫视 |       |   | 成为同期节目收视<br>黑马                |
| 2014 年 | 《古剑奇谭》    | 欢瑞世纪，光<br>线传媒 | 梁胜权，<br>黄俊文， | 湖南卫视                   | 1.334 | 1 | 成为现象级事件，收<br>视率和话题关注度<br>居高不下 |

资料来源：公司公告，微博 ID “我为电视星狂”，tvtv.hk，天风证券研究所

注：2014 及 2015 年播出剧目采用 csm50 城卫视收视率，2011-2013 年播出剧目采用 csm35 城卫视收视率

表 19：光线传媒预计制作电视剧、网剧项目

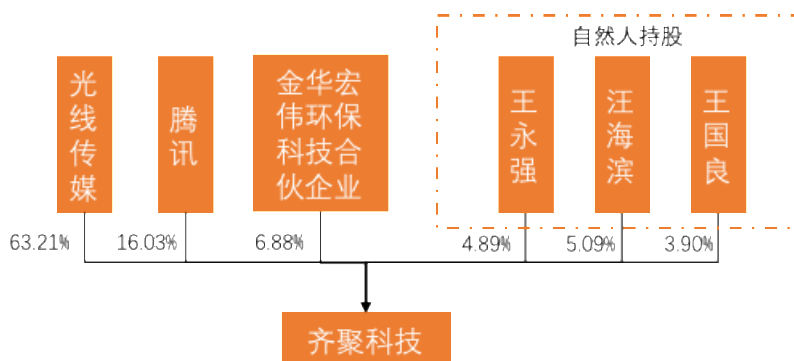
| 序号 | 电视剧名称            | 主要演职人员 |
|----|------------------|--------|
| 1  | 笑傲江湖             | 导演金琛   |
| 2  | 谁的青春不迷茫          | 待定     |
| 3  | 左耳               | 导演陈慧翎  |
| 4  | 星辰变              | 待定     |
| 5  | 我欲封天             | 待定     |
| 6  | 金棺陵兽             | 待定     |
| 7  | 爱国者              | 待定     |
| 序号 | 网剧名称             | 主要演职人员 |
| 1  | 东宫               | 待定     |
| 2  | 怪医黑杰克            | 待定     |
| 3  | 星游记之风暴法米拉（网络大电影） | 导演胡一泊  |
| 4  | 茶啊二中             | 导演阎凯   |
| 5  | 星海镖师             | 待定     |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.4. 直播业务：通过控股齐聚科技，新增视频直播

浙江齐聚科技有限公司成立于 2008 年 12 月，是中国互联网首个视频直播聚合商。2012 年，光线传媒以 7500 万元投资浙江齐聚科技有限公司，占股 32%。2016 年，光线传媒以自有资金 1.3 亿元受让齐聚科技 36.3792%股权，转让完成后，光线传媒共持有齐聚科技 63.21%的股权，成为其控股股东，视频直播业务也成为公司主营业务项目。

图 26：齐聚科技股权结构图（2016 年）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

齐聚科技旗下包含呱呱社区、齐齐直播、呱呱财经和聚范直播四大平台。

1) 呱呱社区：公司最早的业务之一，作为社区直播平台为用户的才艺表演、情感交流、直播连线、私信交友等需求提供视频演艺聊天室，同时还为挖掘、培养、包装的艺人提供网络平台。

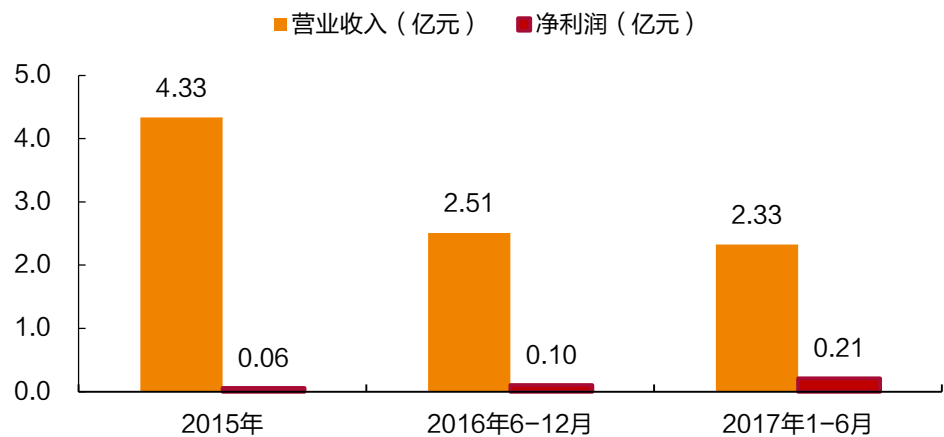
2) 齐齐直播：多人互动视频直播间，专注于服务腾讯用户，能够实现高质量的网上 K 歌、在线互动交友等娱乐项目，开创了腾讯平台上的真实面对面视频娱乐交友新模式。齐齐直播与腾讯直接绑定，能够享受腾讯 8 亿用户资源，是依靠腾讯强大的流量作为平台支撑的娱乐视频直播产品。

3) 呱呱财经：专为财经用户打造的专业财经类互动交流平台，是全国最大的股民视频社区。用户能够在平台上免费学习炒股技巧，拥有股票直播、理财投资、期货直播、外汇及其他四个直播业务板块，能够帮助用户足不出户了解金融知识。

4) 聚范直播：公司在光线追投 1.3 亿后于 2016 年 5 月推出的移动视频直播平台，主打“全民直播”。

齐聚科技于 2016 年 6 月起开始并表，2016 年 6-12 月实现净利润 1041 万元，2017 年上半年实现营业收入 2.33 亿元，净利润 2102 万元。

图 27：2015 年、2016 年 6-12 月、2017 年 1-6 月齐聚科技营业收入与净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 公司核心优势：深度联盟猫眼打造电影护城河，优选内容投资建立泛娱乐大生态

### 4.1. 电影平台优势独树一帜，有望享受头部内容价值提升红利

光线在电影业务盈利能力突出，已初步具备内容平台属性，逐渐能有效平衡内容公司因项目化而产生的业务波动风险，中小体量影片同样能够通过公司版权售卖等运作产生良好收益。

- 多年电影运营经验为光线带来独到眼光和运作能力，影片投资回报率高。

从娱乐资本论统计的 2016 年国产影片投资回报率看，光线传媒在 TOP20 影片中有 5 部影片上榜，《大鱼海棠》《从你的全世界路过》投资回报率分别位居前两名。

表 20：2016 年中国电影投资回报率排行榜（红色为光线参与作品）

| 排名 | 影片名称     | 票房收益率 | 具体介绍                           |
|----|----------|-------|--------------------------------|
| 1  | 大鱼海棠     | 187%  | 成本 6500 万，票房收益 1.21 亿，票房 5.6 亿 |
| 2  | 从你的全世界路过 | 170%  | 成本 1 亿，票房收益 1.7 亿，票房 8.1 亿     |

|    |           |      |                                            |
|----|-----------|------|--------------------------------------------|
| 3  | 盗墓笔记      | 136% | 成本 1.3 亿, 票房收益 1.77 亿, 票房 10 亿, 保底 9.2 亿   |
| 4  | 驴得水       | 131% | 成本 2500 万, 票房收益 0.33 亿, 票房 1.73 亿          |
| 5  | 高跟鞋先生     | 115% | 成本 2000 万, 票房收益 0.23 亿, 票房 1.29 亿          |
| 6  | 澳门风云 3    | 105% | 成本 1.8 亿, 票房收益 1.9 亿, 票房 11.1 亿            |
| 7  | 湄公河行动     | 97%  | 成本 2 亿, 票房收益 1.93 亿, 票房 11.8 亿             |
| 8  | 百鸟朝凤      | 93%  | 成本 1500 万, 票房收益 0.14 亿, 票房 8690 万          |
| 9  | 唐人街探案     | 82%  | 成本 1.5 亿, 票房收益 1.23 亿, 票房 8.2 亿            |
| 10 | 美人鱼       | 77%  | 成本 4 亿, 票房收益 3.08 亿, 票房 33.8 亿             |
| 11 | 叶问 3      | 67%  | 成本 2 亿, 票房收益 1.3 亿, 票房 8 亿, 保底 10 亿        |
| 12 | 夏有乔木 雅望天堂 | 67%  | 成本 8000 万, 票房收益 0.53 亿, 票房 1.56 亿, 保底 4 亿  |
| 13 | 使徒行者      | 67%  | 成本 1.2 亿, 票房收益 0.8 亿, 票房 6 亿               |
| 14 | 谁的青春不迷茫   | 46%  | 成本 4000 万, 票房收益 0.2 亿, 票房 1.8 亿            |
| 15 | 火锅英雄      | 46%  | 成本 8000 万, 票房收益 0.36 亿, 票房 3.7 亿, 保底 3.5 亿 |
| 16 | 睡在我上铺的兄弟  | 41%  | 成本 3000 万, 票房收益 0.12 亿, 票房 1.27 亿          |
| 17 | 致青春 2     | 33%  | 成本 8000 万, 票房收益 0.26 亿, 票房 3.3 亿, 保底 3.2 亿 |
| 18 | 封神传奇      | 33%  | 成本 2.5 亿, 票房收益 0.8 亿, 票房 2.8 亿, 保底 10 亿    |
| 19 | 我不是潘金莲    | 28%  | 成本 1.3 亿, 票房收益 0.36 亿, 票房 3.6 亿, 保底 5 亿    |
| 20 | 寒战 2      | 24%  | 成本 1.8 亿, 票房收益 0.43 亿, 票房 6.7 亿            |

资料来源: 娱乐资本论, 天风证券研究所

- 以小博大, 广告植入、版权售卖等多种盈利模式下, 公司从不同项目中获取的业绩已无需单纯依赖影片票房。

根据公司披露的投资者交流记录, 光线一些小成本电影, 植入广告和版权收益已经是成本的 2、3 倍, 上映前已经获得盈利, 光线盈利项目的成本利润率平均达 150%。如 2016 年出品的青春片《谁的青春不迷茫》是典型小成本获得高收益的作品, 影片全部启用年轻导演和演员, 发行策略主要采取“地网模式”, 直接锁定目标受众, 几乎没有硬广投入, 并通过植入广告及版权收益等覆盖成本, 票房仅 1.8 亿, 投资回报率达 46%。

- 平衡风险, 减小内容公司因项目不同带来的业绩波动。

光线传媒 17 年上半年电影及衍生品营收 7.24 亿元, 较上年增加 18.99%, 毛利率 47.0%, 比上年同期减少 8.97%, 毛利 3.41 亿元, 同比小幅减少 0.07%。公司 16 年同期《美人鱼》(33.92 亿票房) 带来高基数, 17 年上半年未出现类似爆款项目的情况下, 依然能够获得营收增长, 毛利基本持平的业绩, 表明光线已经逐渐具备内容生产的平台属性, 能够有效平衡项目风险和市场波动, 为业绩稳健增长提供保障。

电影市场告别全民狂欢的整体高速增长阶段后, 新增人口红利逐步流失, 院线渠道扩充速度下降, 电影市场走向内容红利时代, 头部价值更加凸显, 市场格局将向龙头集中, 光线内容平台优势将得到充分凸显。光线在国产片市场份额连续 5 年保持 20% 左右, 2016-2017 年均在 20% 以上, 公司后续已经储备了丰富的电影和动漫项目, 同时依托已经形成的电影内容优势, 在国产片的市场份额有望进一步提升。

#### 4.2. 联手光线控股收购猫眼获互联网渠道, 树立线下线上强势壁垒

2016 年 5 月, 光线传媒与光线控股共同投资猫眼文化, 光线传媒以现金 15.83 亿取得猫眼文化 19% 的股权, 光线控股通过股权置换及现金购买方式合计取得 38.4% 的股权, 光线系共持股 57.4%。

2017 年 5 月 26 日, 光线传媒将持有的旗下公司捷通无限 (运营“网票网”) 的共计 68.55% 股权以 1.31 亿元对价转让给猫眼文化, 捷通无限成为猫眼文化控股子公司。

2017 年 8 月, 光线控股以 17.76 亿元对价购买猫眼文化 19.73% 股权, 光线控股共持有猫眼文

化 58.13%的股权，光线系合计持有 77.13%的股权。

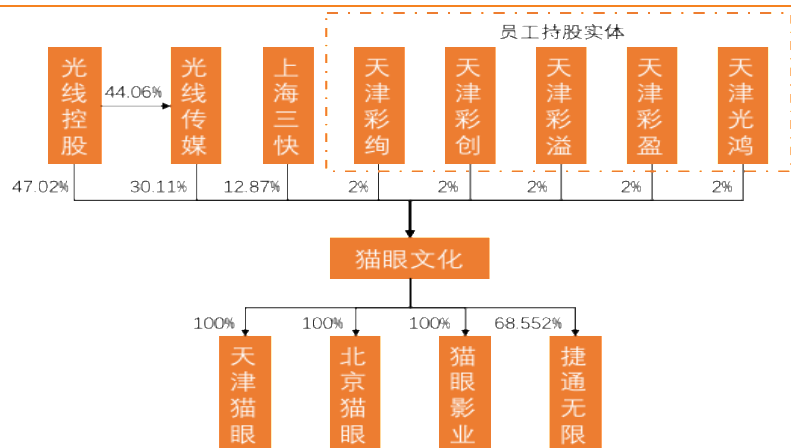
2017 年 9 月，光线传媒以近 10 亿元对价受让光线控股持有的猫眼文化 11.11%的股权，交易完成后，光线传媒持有猫眼文化 30.11%的股权，光线控股持有猫眼文化 47.02%的股权。

图 28：猫眼文化股权变革历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：猫眼文化股权结构图（2017 年 9 月）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

猫眼文化运营的猫眼电影向用户提供媒体内容、在线购票、用户互动社交、电影衍生品销售等服务。猫眼电影平台从“线上售票”和“在线选座”切入电影市场，依托于美团网的巨大用户流量，2015 年占到全国网购电影票 30% 的市场份额。后续猫眼市场份额持续领先，2016 年在线电影市场份额为 24.3%，2017 年第一季度市场份额为 29.6%。

对于光线而言，深入绑定猫眼，对公司电影产业链以及财务收益均有显著提升作用。

#### ● 产业链意义：补足线上缺口，为光线向电影巨头进军奠定重要基础

光线传媒作为传统内容制作公司，具备强大的内容运作能力，而猫眼作为互联网平台，拥有 C 端海量用户，并通过大数据分析及技术优势能够较为准确描述用户画像，根据用户喜好进行产品推广。光线和猫眼具有的不同基因，能够进行优势互补，光线通过绑定猫眼，获取强势互联网平台，补足线上缺口。

另一方面，基于 C 端流量优势，猫眼电影已着手于切入电影产业链上中游，参与电影的制作、发行环节。2014 年猫眼电影首次参与电影的出品发行，成为影片《心花路放》的网络独家预售平台和联合出品人，取得巨大成功。随后，猫眼电影参与《智取威虎山》、《美人鱼》、《我不是潘金莲》等影片的出品发行，目前已经参与投资、发行了 40 余部影片。

光线与猫眼能够共同进行资源协同，提升在影片投资领域话语权，合作打造电影内容优势，有助于进一步提升光线在国产片市场份额占比。

表 21：猫眼电影出品发行主要影片

| 影片名称        | 上映时间             | 实际票房（亿） | 合作方式    |
|-------------|------------------|---------|---------|
| 《心花路放》      | 2014 年 9 月 30 日  | 11.70   | 出品      |
| 《智取威虎山》     | 2014 年 12 月 23 日 | 8.82    | 发行      |
| 《港囧》        | 2015 年 9 月 25 日  | 16.14   | 联合发行    |
| 《唐人街探案》     | 2015 年 12 月 31 日 | 8.24    | 联合出品    |
| 《美人鱼》       | 2016 年 2 月 8 日   | 33.92   | 联合出品    |
| 《驴得水》       | 2016 年 10 月 28 日 | 1.73    | 出品，发行   |
| 《我不是潘金莲》    | 2016 年 11 月 18 日 | 4.83    | 发行      |
| 《嫌疑人 x 的献身》 | 2017 年 3 月 31 日  | 4.02    | 联合发行    |
| 《重返狼群》      | 2017 年 6 月 16 日  | 0.31    | 联合出品，发行 |
| 《心理罪》       | 2017 年 8 月 11 日  | 2.85    | 出品，发行   |

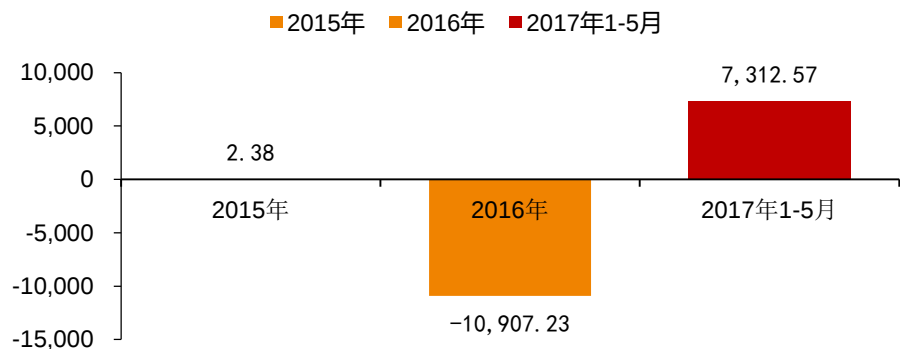
资料来源：猫眼电影、天风证券研究所

### ● 财务收益：上市公司拥有 30%股权，直接体现投资收益

从猫眼财务上看，猫眼文化 2017 年 1-5 月实现营业收入 10.2 亿元，已经与 2016 年全年营收 10.3 亿元基本持平，2016 年全年猫眼为亏损状态，而 2017 年 1-5 月猫眼文化经营净利润达 7312.57 万元，在确认几千万股权激励费用的基础上依然获得可观盈利。

上市公司原持股比例为 19%，计入可供出售金融资产，增持后持股比例上升至 30.11%，猫眼业绩将按比例计入公司投资收益。随着猫眼稳固的在线票务市场基础、叠加后续将继续发展的广告、内容投资发行等业务，我们预计猫眼将继续保持业绩高增长，将直接为光线带来丰厚投资收益。

图 30：猫眼文化 2015-2017 年 1-5 月净利润（单位：万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### ● 潜在空间：在线票务存在继续整合可能性，不排除形成双寡头竞争格局

根据《中国经营报》新闻，近日多家媒体报道，微影时代旗下在线票务——娱票儿和格瓦拉将并入猫眼电影，谈判已经进入尾声。

如果本次交易完成，新票务主体将有望占据在线票务市场一半份额，市场形成新主体与淘票票的双寡头格局。一方面市场格局将趋于稳定，票补有望减少，票务平台将从在线票务业务上获取更持续收益；另一方面，新主体有望结合腾讯系及光线系资源，无论在上游 IP 项目、下游微信等渠道入口上都能够具备优势，有望在电影市场具备更强议价能力，同样也有利于目前控股猫眼的光线系建立护城河。

### 4.3. 资本运作布局优质内容公司，打造泛娱乐生态圈

近年来光线将资本触角延伸到内容产业的各个领域，包括影视、文学、动漫、游戏、音乐、新媒体、VR/AR 等，以战略投资为主要方式投资近 60 家公司，形成光线为核心的泛娱乐生态圈。

光线投资眼光精准，布局前瞻，投资包括精品影视制作公司新丽传媒、欢瑞世纪，艺人经纪公司喜天影视，军事题材阅读平台铁血科技，手游研发制作公司天神娱乐，音乐播放 APP 多米在线，视频直播平台齐聚科技等，均为各自领域的佼佼者。

光线与被投公司之间业务形成紧密互动，优势互补、资源共享，在为光线贡献投资收益的同时，更为其长期发展和扩张提供坚实保障。

表 22：公司内容产业链布局公司（不包括动漫领域）

| 投资领域 | 被投公司            | 被投时间        | 股权占比     | 业务简介                                                                                           |
|------|-----------------|-------------|----------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 影视   | 欢瑞世纪            | 2012 年 8 月  | 4.81%    | 影视制作发行的上市公司，代表作包括电视剧《古剑奇谭》、《麻雀》、《青云志》等                                                         |
|      | 橙子映像            | 2013 年 8 月  | 25.92%   | 与演员邓超等合资设立的影视制作公司，代表作包括电影《分手大师》、《恶棍天使》等                                                        |
|      | 新丽传媒            | 2013 年 12 月 | 27.642%  | 领先的影视制作发行公司，代表作包括电影《火锅英雄》、《夏洛特烦恼》等，电视剧《女医明妃传》、《白鹿原》等，网剧《余罪》等                                   |
|      | 明星影业            | 2014 年 10 月 | 50%      | 与七星娱乐合资设立，面向国际市场的影视制作公司                                                                        |
|      | 光威影业            | 2015 年 6 月  | 75%      | 与第一波网络合资设立，负责起点文学网白金作家“我吃西红柿”《莽荒纪》系列电影项目开发                                                     |
|      | 山南光启影视          | 2015 年 12 月 | 60%      | 与阅文集团合资设立，负责起点文学网白金作家“我吃西红柿”《我欲封天》、《星辰变》IP 影视剧开发                                               |
|      | 锋芒文化            | 2016 年 5 月  | 39%      | 影视制作公司，代表作包括网剧《逆袭》、《上瘾》等                                                                       |
|      | 喜天影视            | 2016 年 6 月  | 10%      | 国内艺人体量最大的经纪公司之一，旗下艺人包括吴秀波、张天爱、林永健等                                                             |
|      | 热度文化            | 2016 年 8 月  | 4.7826%  | 娱乐网红经纪公司，旗下签约艺人超过 8000 人                                                                       |
| 文学   | 魅力文化            | 2015 年 9 月  | 10%      | 专注青少年阅读，旗下杂志包括《花火》、《飞魔幻》、《飞言情》等                                                                |
|      | 热血科技            | 2016 年 4 月  | 4.98%    | 旗下品牌“铁血读书”拥有超千部军事题材文学 IP，包括《特战先驱》（《雪豹》原著）、《渗透》、《二炮手》等，其控股子公司还与光线成立霍尔果斯战火影业有限公司，致力于军事题材 IP 版权开发 |
|      | 大象映画            | 2016 年 4 月  | 49%      | 与鲁浩川合资设立，负责文学领域 IP 版权的开发                                                                       |
| 游戏   | 天神娱乐            | 2012 年      | 5.38%    | 从事网游研发与发行，代表作包括《傲剑》、《飞仙》、《苍穹变》等                                                                |
|      | 仙海网络            | 2014 年 5 月  | 79.985%  | 从事网游研发，代表作包括《烈火战神》、《战将风云》、《战千雄》等                                                               |
|      | 热锋网络            | 2014 年 6 月  | 100%     | 从事手游研发运营，代表作包括《我是火影》、《暴走草帽团》、《分手大师》等                                                           |
|      | 七彩柠檬            | 2014 年 10 月 | 48.9994% | 从事手游研发制作                                                                                       |
|      | 玄银互动            | 2015 年 9 月  | 35%      | 从事手游研发制作，脱胎于七维视觉秘银游戏工作室，代表作包括《天下霸唱之无终仙境》等                                                      |
| 音乐   | Coveredge（启维公司） | 2016 年 1 月  | 20%      | 旗下产品“Echo”（回声）是针对年轻用户开发的声音娱乐媒体内容和弹幕社交平台                                                        |

|       |      |             |        |                                                   |
|-------|------|-------------|--------|---------------------------------------------------|
| 视频直播  | 多米在线 | 2016 年 1 月  | 13.63% | 主要产品多米音乐在流媒体音乐播放 APP 中排名前列                        |
|       | 当虹科技 | 2016 年 1 月  | 14.5%  | 提供 ArcVideo 企业级解决方案和虹视云视频云服务运营等                   |
|       | 爱秀爱拍 | 2016 年 3 月  | 30%    | 与七维视觉等合资设立, 旗下产品包括七秒短视频原创自拍分享社区 Sevens            |
|       | 齐聚科技 | 2016 年 5 月  | 63.21% | 旗下有齐齐直播、呱呱财经、聚范直播小站和呱呱社区四大平台                      |
|       | 嘉皓信息 | 2016 年 3 月  | 40%    | 专注运营青年文化社群, 旗下拥有社交直播平台“可以”以及第三方高校微信公众平台“校校”       |
| VR/AR | 卓研时代 | 2015 年 11 月 | 40%    | VR 技术开发服务商, 提供实时全三维虚拟植入、虚拟演播室、影视预览相关产品, 是央视长期合作伙伴 |
|       | 七维科技 | 2016 年 3 月  | 51%    | VR 软硬件集成商, 旗下拥有 360 度实时全景视频解决方案“Go!Pano”          |

资料来源: 公司公告, 各公司官网, 天风证券研究所

## 5. 财务预测与投资建议

**财务预测:** 我们根据光线传媒目前主营业务分类进行营收及毛利率拆分, 以此为基础进行财务预测。

电影及衍生品业务上, 由于光线传媒电影具备一定平台优势, 能够有效平衡项目间波动, 同时 2019 年还有动画电影等潜力领域, 我们预计 17-19 年营收增速为 25%, 高于行业增速 (17 年 1-8 月票房增速 12%), 毛利率略低于 2016 年水平 (2016 年《美人鱼》带动下, 毛利率较高)。

电视剧业务上, 2016 年公司未进行主投主控, 基数较低, 2017 年除参投项目外, 主投主控项目《笑傲江湖》也有望确认, 2018 年主控项目假设继续增加, 该板块 17-19 年营收增速分别预计为 100%、80%、40%, 毛利率与 2016 年持平。

视频直播业务上, 齐聚科技 2016 年 6 月开始并表, 因而 17 年同比增速较高, 17 年上半年实现直播营收 2.33 亿, 假设该业务无季节波动性, 预计 17-19 年营收增速分别为 72%、20%、20%, 毛利率与 2017 年上半年持平。

游戏及其他业务上, 由于业务调整公司减少了电视节目制作, 游戏业务不确定性较大, 17-19 年营收增速为 5%, 毛利率与 2017 年上半年持平。

我们预计公司 17-19 年净利润分别为 8.22 亿/10.58 亿/13.52 亿, 同比增长 11%/29%/28%, 对应 EPS 分别为 0.28 元/0.36 元/0.46 元, 对应 PE 分别为 36.4x/28.3x/22.1x。

此外公司主要参投的新丽、猫眼、橙子映像等盈利能力较强, 投资收益具备一定弹性。新丽传媒正在申请 A 股 IPO, 猫眼有望独立 IPO, 加上持股的 A 股上市公司天神娱乐和欢瑞世纪, 折算当下预计可达到 100 亿市值。

**投资建议:** 我们判断在国产片复苏的新周期中, 光线传媒以绝对国产电影发行优势, 叠加猫眼强势互联网渠道, 持续横纵向整合内容产业链, 成为中国最有机会对标美国六大的综合娱乐传媒集团。我们预计公司 18 年主营带来内生净利润有望达到 10 亿, 给予 30 倍估值, 对应 300 亿市值, 同时考虑猫眼、新丽等几个头部公司对应股份有望在 3 年内通过资本证券化实现近百亿市值, 综合给予公司 6 个月目标市值 400 亿, 目标价 13.63 元, 买入评级。

**风险提示:** 电影市场增速下滑, 影视项目不达预期, 行业监管从严

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2015            | 2016            | 2017E            | 2018E            | 2019E            |
|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 1,512.42        | 1,520.11        | 1,190.46         | 1,539.32         | 1,934.76         |
| 应收账款             | 1,223.07        | 1,078.29        | 1,776.04         | 2,018.80         | 2,750.92         |
| 预付账款             | 139.01          | 124.36          | 418.65           | 177.78           | 564.21           |
| 存货               | 387.19          | 467.58          | 652.91           | 792.40           | 1,009.32         |
| 其他               | 424.11          | 82.78           | 197.71           | 234.84           | 171.80           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>3,685.80</b> | <b>3,273.11</b> | <b>4,235.77</b>  | <b>4,763.14</b>  | <b>6,431.01</b>  |
| 长期股权投资           | 1,427.54        | 1,685.74        | 1,685.74         | 1,685.74         | 1,685.74         |
| 固定资产             | 28.01           | 24.55           | 45.95            | 87.43            | 127.96           |
| 在建工程             | 0.00            | 0.00            | 36.00            | 69.60            | 71.76            |
| 无形资产             | 2.53            | 1.92            | 0.75             | 0.00             | 0.00             |
| 其他               | 3,045.33        | 4,164.19        | 4,210.97         | 4,213.90         | 4,180.07         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>4,503.41</b> | <b>5,876.40</b> | <b>5,979.41</b>  | <b>6,056.67</b>  | <b>6,065.53</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>8,189.21</b> | <b>9,149.51</b> | <b>10,215.18</b> | <b>10,819.81</b> | <b>12,496.54</b> |
| 短期借款             | 0.00            | 0.00            | 1,547.86         | 925.55           | 1,033.42         |
| 应付账款             | 813.96          | 756.21          | 1,007.64         | 1,391.48         | 1,759.65         |
| 其他               | 164.86          | 95.41           | 265.38           | 188.80           | 197.33           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>978.82</b>   | <b>851.63</b>   | <b>2,820.88</b>  | <b>2,505.83</b>  | <b>2,990.41</b>  |
| 长期借款             | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 应付债券             | 0.00            | 992.11          | 330.70           | 440.94           | 587.92           |
| 其他               | 239.44          | 188.38          | 189.56           | 205.79           | 194.58           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>239.44</b>   | <b>1,180.49</b> | <b>520.26</b>    | <b>646.73</b>    | <b>782.50</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,218.26</b> | <b>2,032.12</b> | <b>3,341.14</b>  | <b>3,152.57</b>  | <b>3,772.90</b>  |
| 少数股东权益           | 98.96           | 82.27           | 99.05            | 120.64           | 148.24           |
| 股本               | 1,466.80        | 2,933.61        | 2,933.61         | 2,933.61         | 2,933.61         |
| 资本公积             | 2,826.88        | 1,381.72        | 1,381.72         | 1,381.72         | 1,381.72         |
| 留存收益             | 4,107.23        | 3,256.29        | 3,841.37         | 4,612.99         | 5,641.79         |
| 其他               | (1,528.93)      | (536.49)        | (1,381.72)       | (1,381.72)       | (1,381.72)       |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>6,970.95</b> | <b>7,117.39</b> | <b>6,874.03</b>  | <b>7,667.24</b>  | <b>8,723.64</b>  |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>8,189.21</b> | <b>9,149.51</b> | <b>10,215.18</b> | <b>10,819.81</b> | <b>12,496.54</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2015              | 2016              | 2017E           | 2018E           | 2019E           |
|----------------|-------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 416.61            | 739.95            | 822.43          | 1,057.87        | 1,352.24        |
| 折旧摊销           | 19.21             | 22.55             | 3.77            | 5.67            | 7.31            |
| 财务费用           | 29.15             | 21.39             | 29.41           | 52.48           | 37.07           |
| 投资损失           | (75.69)           | (277.41)          | (150.00)        | (180.00)        | (220.00)        |
| 营运资金变动         | (895.10)          | 667.95            | (951.42)        | 130.48          | (853.76)        |
| 其它             | 903.57            | (427.49)          | 16.76           | 21.62           | 27.59           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>397.75</b>     | <b>746.94</b>     | <b>(229.04)</b> | <b>1,088.12</b> | <b>350.45</b>   |
| 资本支出           | 421.89            | 286.39            | 58.82           | 63.77           | 61.22           |
| 长期投资           | 177.37            | 258.20            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (1,781.64)        | (2,045.23)        | 31.23           | 36.18           | 108.80          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(1,182.37)</b> | <b>(1,500.64)</b> | <b>90.05</b>    | <b>99.94</b>    | <b>170.02</b>   |
| 债权融资           | 104.55            | 992.11            | 1,913.44        | 1,412.96        | 1,648.45        |
| 股权融资           | 3,398.87          | (443.62)          | (874.64)        | (52.48)         | (37.07)         |
| 其他             | (1,787.50)        | 213.09            | (1,229.46)      | (2,199.69)      | (1,736.40)      |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>1,715.92</b>   | <b>761.58</b>     | <b>(190.66)</b> | <b>(839.21)</b> | <b>(125.02)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00              | 0.00              | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>931.29</b>     | <b>7.88</b>       | <b>(329.65)</b> | <b>348.86</b>   | <b>395.44</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表 (百万元)        | 2015            | 2016            | 2017E           | 2018E           | 2019E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>1,523.29</b> | <b>1,731.31</b> | <b>2,380.91</b> | <b>3,078.63</b> | <b>3,869.52</b> |
| 营业成本             | 1,010.18        | 875.20          | 1,253.58        | 1,602.37        | 2,012.07        |
| 营业税金及附加          | 1.92            | 5.59            | 4.76            | 6.16            | 7.74            |
| 营业费用             | 13.03           | 69.32           | 95.24           | 123.15          | 154.78          |
| 管理费用             | 86.98           | 151.62          | 190.47          | 246.29          | 309.56          |
| 财务费用             | 20.96           | 12.52           | 29.41           | 52.48           | 37.07           |
| 资产减值损失           | 32.75           | 99.63           | 53.81           | 62.06           | 71.84           |
| 公允价值变动收益         | 0.15            | (0.03)          | (0.03)          | 0.03            | (0.01)          |
| 投资净收益            | 75.69           | 277.41          | 150.00          | 180.00          | 220.00          |
| 其他               | (151.66)        | (554.75)        | (299.95)        | (360.06)        | (439.98)        |
| <b>营业利润</b>      | <b>433.31</b>   | <b>794.80</b>   | <b>903.61</b>   | <b>1,166.15</b> | <b>1,496.45</b> |
| 营业外收入            | 21.75           | 40.50           | 27.35           | 29.87           | 32.57           |
| 营业外支出            | 1.00            | 19.63           | 8.75            | 9.79            | 12.72           |
| <b>利润总额</b>      | <b>454.06</b>   | <b>815.67</b>   | <b>922.21</b>   | <b>1,186.22</b> | <b>1,516.30</b> |
| 所得税              | 37.45           | 75.72           | 83.00           | 106.76          | 136.47          |
| <b>净利润</b>       | <b>416.61</b>   | <b>739.95</b>   | <b>839.22</b>   | <b>1,079.46</b> | <b>1,379.83</b> |
| 少数股东损益           | 14.52           | (0.96)          | 16.78           | 21.59           | 27.60           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>402.09</b>   | <b>740.91</b>   | <b>822.43</b>   | <b>1,057.87</b> | <b>1,352.24</b> |
| 每股收益 (元)         | 0.14            | 0.25            | 0.28            | 0.36            | 0.46            |

| 主要财务比率          | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 营业收入            | 25.06% | 13.66% | 37.52% | 29.30% | 25.69% |
| 营业利润            | 5.19%  | 83.43% | 13.69% | 29.05% | 28.32% |
| 归属于母公司净利润       | 22.09% | 84.27% | 11.00% | 28.63% | 27.83% |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率             | 33.68% | 49.45% | 47.35% | 47.95% | 48.00% |
| 净利率             | 26.40% | 42.79% | 34.54% | 34.36% | 34.95% |
| ROE             | 5.85%  | 10.53% | 12.14% | 14.02% | 15.77% |
| ROIC            | 19.82% | 22.85% | 27.56% | 27.44% | 35.05% |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 14.88% | 22.21% | 32.71% | 29.14% | 30.19% |
| 净负债率            | 8.00%  | -5.60% | -6.98% | 3.09%  | 2.30%  |
| 流动比率            | 3.77   | 3.84   | 1.50   | 1.90   | 2.15   |
| 速动比率            | 3.37   | 3.29   | 1.27   | 1.58   | 1.81   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 应收账款周转率         | 1.50   | 1.50   | 1.67   | 1.62   | 1.62   |
| 存货周转率           | 3.61   | 4.05   | 4.25   | 4.26   | 4.30   |
| 总资产周转率          | 0.23   | 0.20   | 0.25   | 0.29   | 0.33   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.14   | 0.25   | 0.28   | 0.36   | 0.46   |
| 每股经营现金流         | 0.14   | 0.25   | -0.08  | 0.37   | 0.12   |
| 每股净资产           | 2.34   | 2.40   | 2.31   | 2.57   | 2.92   |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| 市盈率             | 74.42  | 40.39  | 36.38  | 28.29  | 22.13  |
| 市净率             | 4.35   | 4.25   | 4.42   | 3.97   | 3.49   |
| EV/EBITDA       | 87.05  | 30.06  | 29.02  | 21.53  | 17.04  |
| EV/EBIT         | 89.73  | 30.57  | 29.14  | 21.63  | 17.12  |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                                                   | 武汉                                                                                                             | 上海                                                                                                              | 深圳                                                                                                             |
|------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼<br>邮编：518017<br>电话：(86755)-82566970<br>传真：(86755)-23913441<br>邮箱：research@tfzq.com |