

2017年10月15日
证券研究报告·专题报告

光线传媒(300251) 传媒

买入 (首次)

当前价: 9.99元

目标价: 11.02元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

携手猫眼, 深度布局影视全产业链

投资要点

- **事件:** 自2016年5月以来, 光线传媒与光线控股一直在增持猫眼文化, 2017年9月底, 微影时代及林芝利新入股, 猫眼与微影合并成立新猫眼微影, 微影时代将电影票务、演出业务及相关资产合并注入新公司, 光线传媒与光线控股合计持有新猫眼微影50.79%的股权。
- **电影业务:** 影片平均质量高于行业平均水平, 电影投资眼光卓越。公司电影业务主要是投资和发行, 青春、爱情电影优势明显。2016年, 公司参投、发行的影片总票房达60.6亿元, 《美人鱼》占比超50%, 市场一度担心电影收入依赖于投资运气。2017H1在没有出现爆款项目的情况下, 公司仍能保持收入及利润的增长, 体现公司业务发展正趋于健康和稳定。公司后续电影项目储备丰富: 2017年下半年启动或制作的电影项目超过30个, 包括韩寒导演的作品《三重门》, 强IP作品《鬼吹灯之云南虫谷》、《东宫》、《莽荒纪》、《阴阳师》等。
- **联手猫眼微影或将全面提升公司的竞争实力:** 猫眼已实现盈利, 增厚公司业绩; 为光线传媒的电影制作、投资、发行提供大数据支持; 为光线传媒的电影发行提供重要的线上渠道; 补充光线传媒互联网方面的短板, 提供互联网层面开发的人才合作; 助力光线非票收入的提升。
- **动漫业务:** 国产动画电影行业的先行者, 公司动画业务逐渐释放。2016年上映的《大鱼海棠》是国内动画电影的第二名; 《大护法》在较低成本的基础上实现了8700万元的票房收入且成为2017年口碑最好的国产影片之一; 网络动画电影《星游记之风暴法米拉》成为爱奇艺8月份网络大电影分账第一名。在动画行业中公司最早发现契机并进行大量投资和项目储备, 后续爆款动画电影或可期。公司通过彩条屋投资了10余家动漫公司, 从IP源头到作品创作制作再到周边衍生品的开发, 储备的动画电影或将在2019、2020年集中上映。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到公司有数十年电影投资发行经验, 项目的成本利润率较高, 且储备多个优质影视项目, 其中动画电影有望在2019-2020年集中释放。预计2017-2019年EPS分别为0.31/0.37/0.42元, 归母净利润分别为8.98亿元、10.78亿元、12.42亿元, 我们给予公司20%的溢价, 给予其2017年36倍估值, 对应目标价11.02元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 中国电影市场规模增速不及预期风险; 动画电影市场发展不及预期风险; 影视作品上线时间不及预期风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1731.31	2413.87	2936.41	3524.22
增长率	13.66%	39.42%	21.65%	20.02%
归属母公司净利润(百万元)	740.91	898.22	1078.26	1241.63
增长率	84.27%	21.23%	20.04%	15.15%
每股收益EPS(元)	0.25	0.31	0.37	0.42
净资产收益率ROE	10.40%	13.16%	13.82%	14.01%
PE	39	32	27	24
PB	4.15	4.21	3.72	3.29

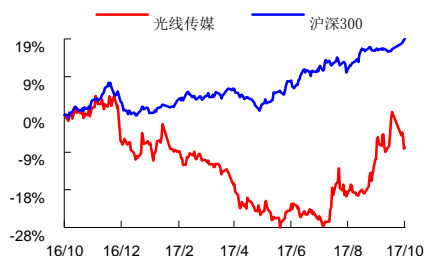
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 罗亚珏
电话: 0755-88604093
邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	29.34
流通A股(亿股)	27.52
52周内股价区间(元)	7.88-11.44
总市值(亿元)	293.07
总资产(亿元)	90.91
每股净资产(元)	2.43

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 传媒领域的航母，影视动漫全面开花	1
2 电影业务：实力强劲的老牌影视公司，投资眼光卓越	5
2.1 电影行业：中国电影市场呈复苏态势，电影制发市场高速发展.....	5
2.2 公司影片平均质量高于行业平均水平，电影投资眼光卓越.....	8
3 联手猫眼微影，公司电影全产业链均获大幅提升	11
3.1 在线票务市场规模稳步增加，主流格局尚未确定	11
3.2 携手猫眼微影，公司电影的全产业链均获大幅提升.....	13
4 动漫业务：率先抢占市场，下一个《大圣归来》或可期	22
4.1 动漫行业：国内动画电影票房占比有望提升，动画电影更易系列化.....	22
4.2 国产动画电影行业的先行者，公司动画业务逐渐释放.....	23
5 盈利预测与估值	26
5.1 盈利预测.....	26
5.2 估值.....	27
6 风险提示	27

图 目 录

图 1: 公司股权结构以及公司架构 (截止 2017 年 6 月 30 日)	1
图 2: 公司历史沿革图	2
图 3: 公司主营业务收入结构	2
图 4: 公司毛利结构	2
图 5: 公司 2017H1 营收占比情况	3
图 6: 公司 2017H1 毛利占比情况	3
图 7: 公司业务布局情况: 影视、游戏、直播、动漫、音乐、VR 齐布局	4
图 8: 公司 2008 年以来营业收入和归母净利润情况	4
图 9: 公司 2008 年以来销售毛利率、净利率变化情况	4
图 10: 内地电影票房收入规模预测	5
图 11: 内地观影人次稳步增长	5
图 12: 2015-2017 年 1-9 月上映的影片数量	6
图 13: 2015-2017 年 1-9 月放映场次情况	6
图 14: 2015-2017 年 1-9 月内地电影票房情况 (不含服务费)	6
图 15: 2011-2017 年中国电影银幕数量	6
图 16: 中国电影行业产业链	7
图 17: 中国电影制发市场目前处于高速发展阶段	7
图 18: 广义与狭义衍生品市场的定义	8
图 19: 2015 年全球衍生品 (特许授权商品) 市场收入情况	8
图 20: 公司参与投资、发行的影片总票房及占比逐年提升	9
图 21: 2016 年中国电影制发市场实力矩阵, 光线传媒领先	9
图 22: 2017-2019 年中国电影在线票务用户规模预测	11
图 23: 2017-2019 年中国电影在线票务市场收入规模预测	11
图 24: 2016 年中国电影在线票务市场 AMC 模型, 目前正处于市场启动期	12
图 25: 2016Q1-2017 年暑期档票务平台市占率情况	12
图 26: 在线票务市场竞争升级, 各票务平台业务出现细分	12
图 27: 猫眼电影发展历程	13
图 28: 猫眼电影专业版新增网播/收视功能	14
图 29: 猫眼电影专业版新增影视人功能	14
图 30: 猫眼与微影合并成立新猫眼微影, 腾讯系战略入股成第二大股东	14
图 31: 猫眼电影在全产业链的业务布局情况	15
图 32: 猫眼电影收入构成	15
图 33: 猫眼电影重点解决电影产业链存在的痛点, 从细节切入	15
图 34: 各票务平台专业版 APP 性能对比情况	18
图 35: 猫眼电影入驻微信	18
图 36: 猫眼电影入驻腾讯系的软件知乎	19
图 37: 猫眼文化股权结构变更情况, 光线系仍主导猫眼	19
图 38: 联手猫眼或将全方位提升光线在电影全产业链的竞争实力	21
图 39: 猫眼文化与光线传媒业绩对比	21

图 40: 电影票务 APP 及衍生品垂直网站是用户购买电影衍生品的重要渠道	21
图 41: 动画电影立项备案数量呈增长的趋势	22
图 42: 内地国产动画电影票房及占比情况	22
图 43: 二次元群体消费过的 ACGMN 项目	22
图 44: 俘获无数女孩芳心的《冰雪奇缘》主角“公主裙”	22
图 45: 天堂伞——大鱼海棠周边	25
图 46: 一叶子面膜——大鱼海棠周边	25

表 目 录

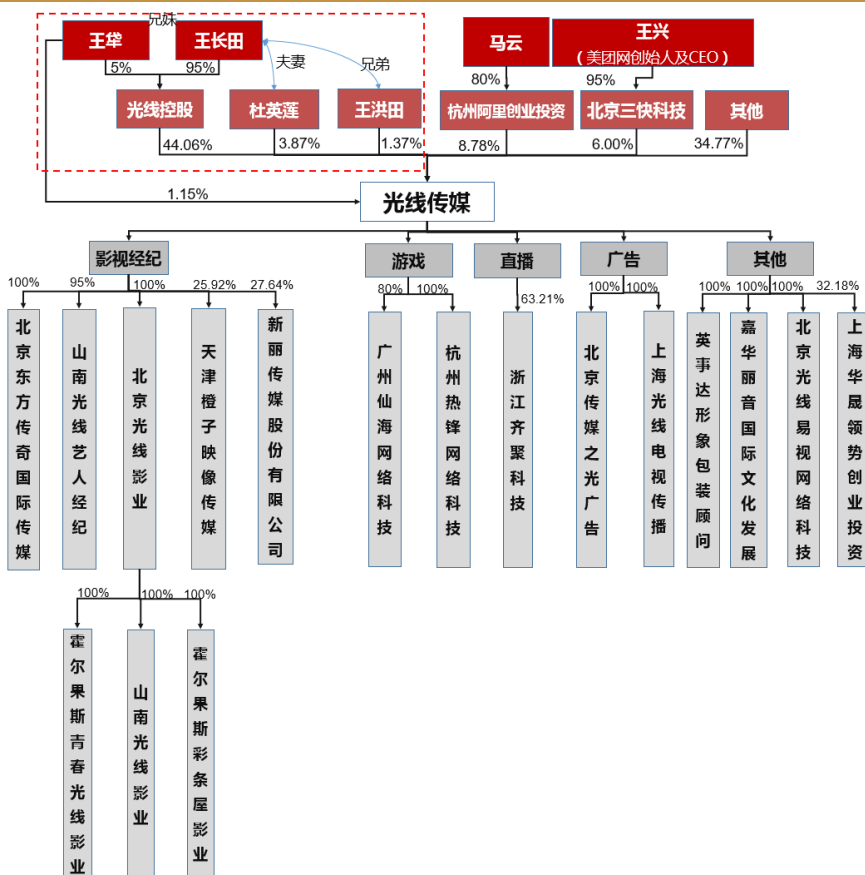
表 1: 公司 2017 下半年预计启动或制作中的电影项目	9
表 2: 2013 年以来, 公司参与的青春、爱情电影表现	10
表 3: 互联网宣发厂商参与宣发的票房分布情况	16
表 4: 2016 年至今猫眼电影出品或宣发合作的部分影片	16
表 5: 光线系对猫眼的持股情况	20
表 6: 国产动画电影票房排名及系列化情况	23
表 7: 2014 年以来公司参与的部分动画电影	23
表 8: 公司投资的部分动漫公司	24
表 9: 公司部分动画电影项目情况	25
表 10: 分业务收入及毛利率预测	26
表 11: 可比公司估值情况	27
附表: 财务预测与估值	28

1 传媒领域的航母，影视动漫全面开花

1998 年光线传媒成立，2011 年 8 月登陆创业板。公司在巩固电影投资和发行核心业务优势的基础上，大力发展电视剧、网剧的制作和发行业务，并积极拓展动漫、衍生品、实景娱乐等其他业务，不断完善产业布局。2017 年 9 月 5 日，公司公告以近 10 亿元为对价受让光线控股持有的猫眼文化 11.11% 的股权，继续对猫眼文化进行投资，本次投资完成后，公司持有猫眼文化 30.11% 的股权，光线控股持有猫眼文化 47.02% 的股权。2017 年 9 月 21 日，微影时代以其持有的微格时代 100% 的股权作价 39.74 亿元、林芝利新以其持有的瑞海方圆 100% 的股权作价 8.97 亿元对猫眼文化增资，猫眼文化的市场领先地位和竞争力强力提升。

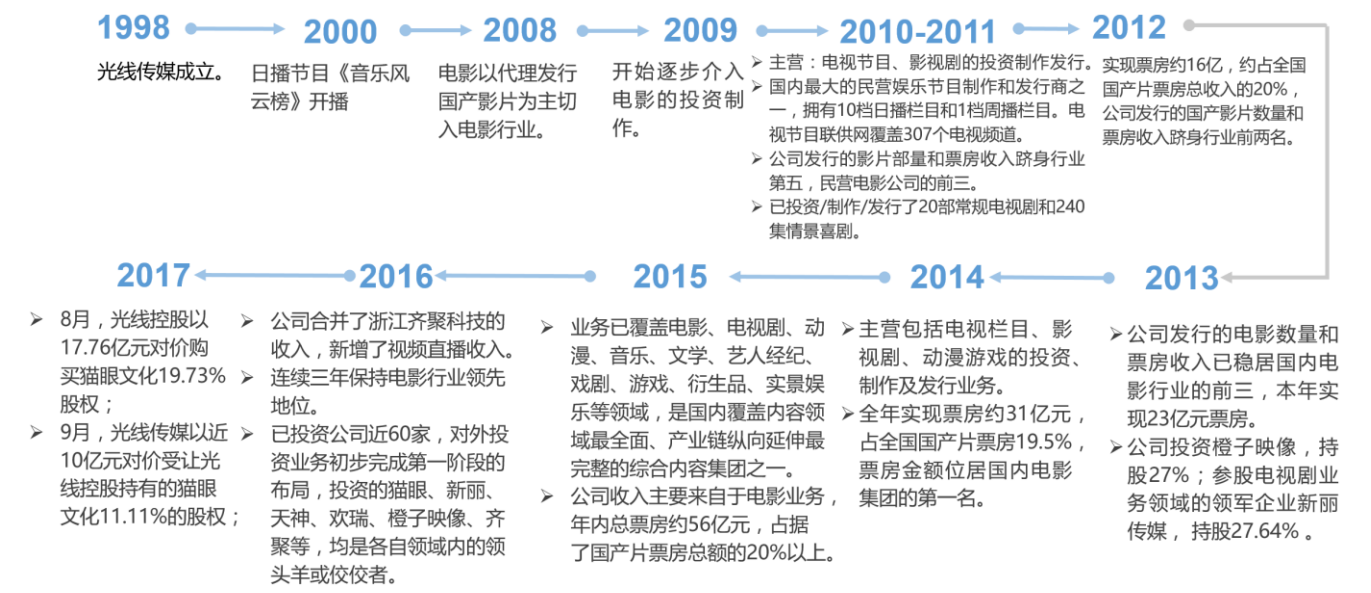
公司股权结构：王长田作为光线控股的董事长、实际控制人，直接持有光线控股 95% 的股权。截止 2017 半年报，王长田通过光线控股间接持有光线传媒 12.28 亿股，占比 41.86%，其他股东中，杜英莲与王长田为夫妻关系，王罕为王长田妹妹，王洪田为王长田弟弟，加上相关关联方的持股，共持有 50.45%，王长田对公司拥有绝对的控股权，是光线传媒的董事长、总经理、实际控制人。其他持股超 5% 的股东包括：持股 8.78% 的杭州阿里创业投资（马云持股 80%）和持股 6% 的北京三快科技（王兴持股 95%）。

图 1：公司股权结构以及公司架构（截止 2017 年 6 月 30 日）



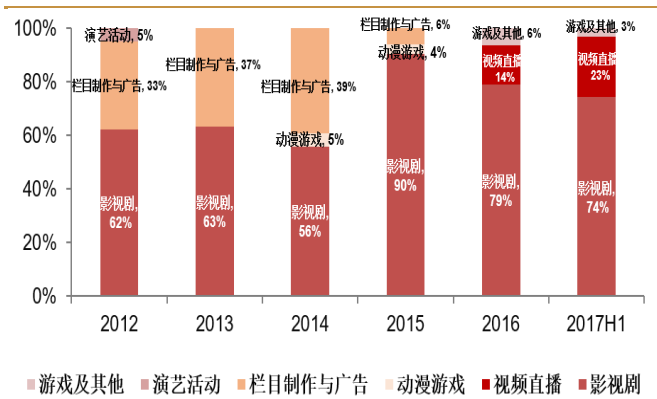
数据来源：公司公告，西南证券整理

由电视节目制作商转变为综合内容集团。1998年，光线传媒成立，成立之初公司主营业务为电视节目的投资、制作与发行，1999年《中国娱乐报道》（后更名为《娱乐现场》）开播，2000年《音乐风云榜》开播，这两档节目与《影视风云榜》和《最佳现场》一起成为公司四档传统的娱乐资讯节目。2006年以来，公司参与发行了电影《伤城》，开始介入电影的投资制作、发行业务，2011年8月，公司登陆资本市场。2013年公司投资橙子映像和新丽传媒，加码电影和电视剧业务；2014年，公司先后投资了仙海网络（占比20%）、热锋网络（占比51%）等，将业务拓展到游戏、动漫领域。2016年，公司业务已覆盖电影、电视剧（网剧）、动漫、视频、音乐、文学、艺人经纪、戏剧、衍生品、实景娱乐等领域，是国内覆盖内容领域最全面、产业链纵向延伸最完整的综合内容集团之一。

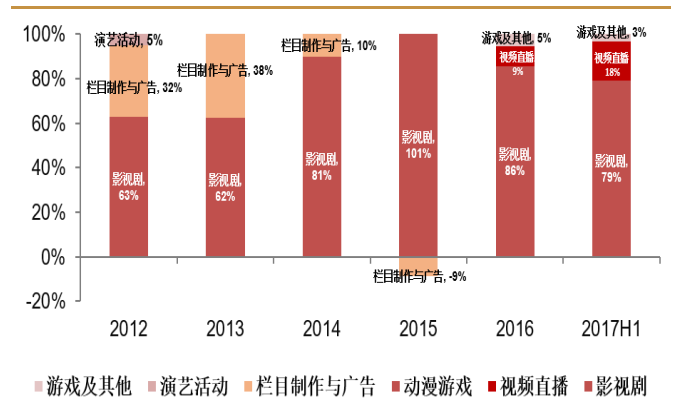
图2：公司历史沿革图


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：电影业务为主要收入来源，视频直播营收增速明显。2012年以来，影视剧一直是公司主要的收入来源，2016年影视剧营收占比达79%，毛利占比达86%。公司2016年合并了浙江齐聚科技的收入，新增了视频直播业务的营收，到2017上半年，公司视频直播业务已占营收的23%，占毛利的18%，增速明显。

图3：公司主营业务收入结构


数据来源：wind，西南证券整理

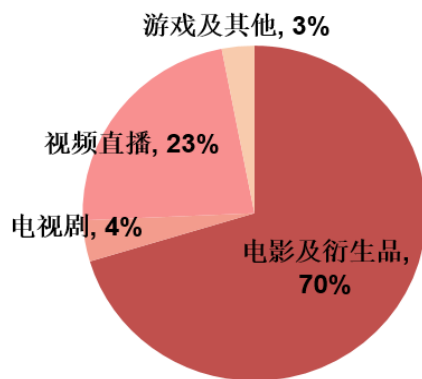
图4：公司毛利结构


数据来源：wind，西南证券整理

公司业务情况：坚持内容为王战略，构建内容生态圈。

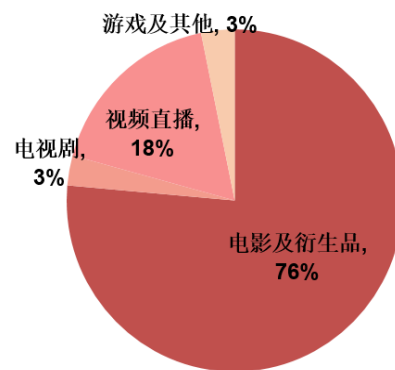
- **电影及衍生品：**2017 年以来，公司参与投资、发行的影片包括：《大闹天竺》、《嫌疑人 X 的献身》、《春娇救志明》、《重返·狼群》、《缝纫机乐队》等；动画电影是公司最具发展潜力的业务板块之一，2016 年，公司共上映了 5 部动画电影，包括：《大鱼海棠》、《你的名字》（协助推广）等，2017 年公司上映的动画电影《大护法》取得了 8760 万元的票房。
- **电视剧：**2017 上半年，公司确认了《嘿，孩子》、《最好的安排》、《青云志 2》等电视剧的发行收入，同时加大了对电视剧业务的投入和支持，公司完全主控的电视剧《笑傲江湖》将在四季度呈现。
- **内容关联业务：**主要包括艺人经纪、视频、文学、音乐、戏剧、衍生品、实景娱乐等，是公司在以优质影视内容为核心建立行业地位和竞争优势后，孕育并促进其他业务板块发展的具体体现。
- **产业投资：**主要指公司对其他公司及实体的股权投资，均以内容投资和战略投资为核心，是公司布局内容产业链、扩大并延伸业务触角、丰富内容产品线及来源的重要保障。

图 5：公司 2017H1 营收占比情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司 2017H1 毛利占比情况



数据来源：wind，西南证券整理

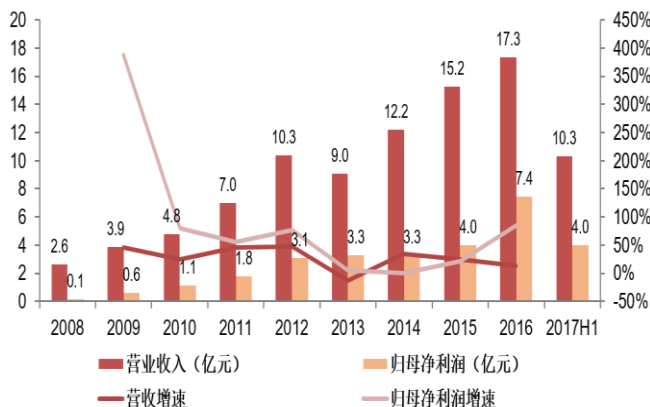
图 7：公司业务布局情况：影视、游戏、直播、动漫、音乐、VR 齐布局



数据来源：艺恩数据，西南证券整理

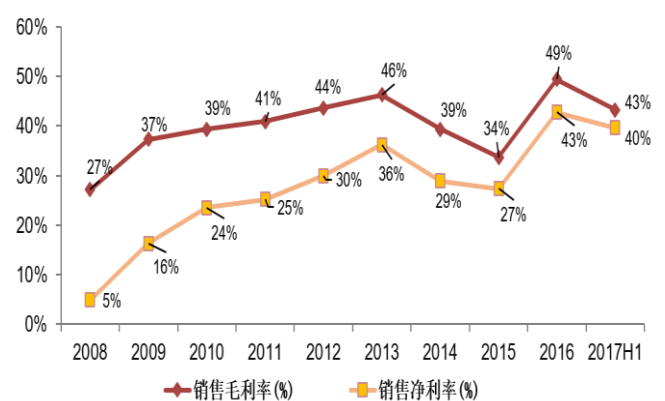
公司业绩状况：公司营收、归母净利润稳步增加，受电视剧、电影业务毛利率回升的影响，2016 年盈利水平大幅回升。2008 至 2016 年，公司营收及归母净利润稳步增长，营收由 2008 年的 2.6 亿元增长到 2016 年的 17.3 亿元，8 年复合增长率达 27%；归母净利润由 2008 年的 0.1 亿元增长到 2016 年的 7.4 亿元，8 年复合增长率达 66%。公司盈利能力在 2016 年大幅提高，主要是因为：1) 2015 年，公司电视剧业务亏损，2016 年该板块毛利率回升至 44.5%，实现盈利；2) 2016 年，公司电影板块毛利率由 2015 年的 41.7% 回升至 54.6%。

图 8：公司 2008 年以来营业收入和归母净利润情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 9：公司 2008 年以来销售毛利率、净利率变化情况



数据来源：wind，西南证券整理

2 电影业务：实力强劲的老牌影视公司，投资眼光卓越

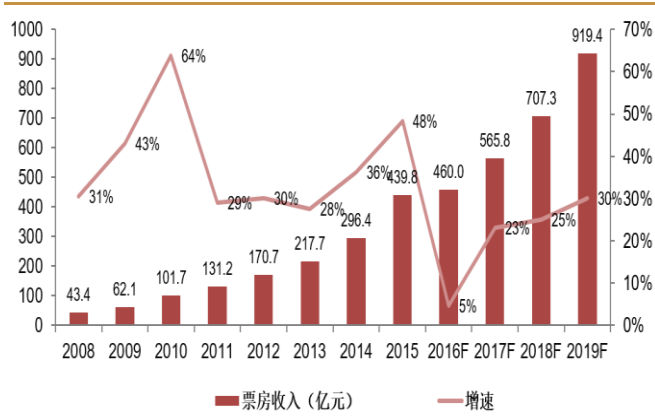
2.1 电影行业：中国电影市场呈复苏态势，电影制发市场高速发展

中国电影市场呈复苏态势，优质资源开始向大公司集中。与此同时，易观智库数据显示，中国电影制发市场目前处于高速发展阶段，市场渐趋扩大。预计 2020 年之后，国内电影总票房可能会超越美国，成为全球最大的电影市场。

2.1.1 中国电影市场呈复苏态势，优质资源开始向大公司集中

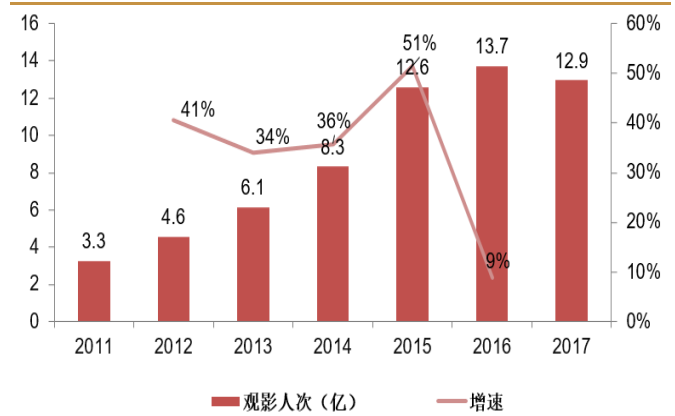
需求端：票房、观影人次双增长，电影市场呈复苏态势。易观智库数据显示，中国电影票房收入在经历了高速增长之后，2016 年票房收入增速大幅降低至 5%，但 2017 年之后，票房收入的增速有望回升。观影人次方面，猫眼电影数据显示，2011-2015 年，观影人次增速均保持在 30% 以上。截止 2017 年 10 月 7 日，2017 年观影人次已达 12.9 亿，超过 2015 年全年的观影人次，预计 2017 年观影人次仍将同比增长。

图 10：内地电影票房收入规模预测



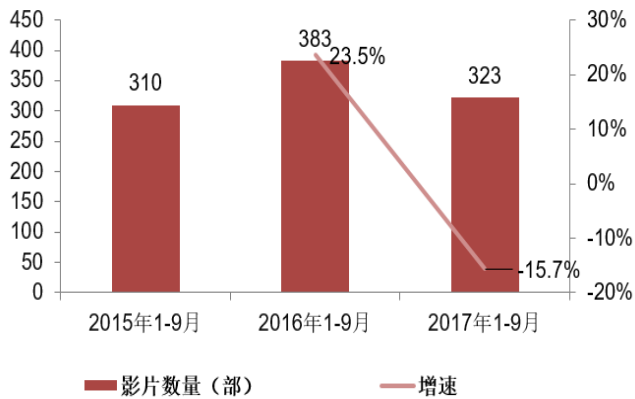
数据来源：易观智库，西南证券整理

图 11：内地观影人次稳步增长

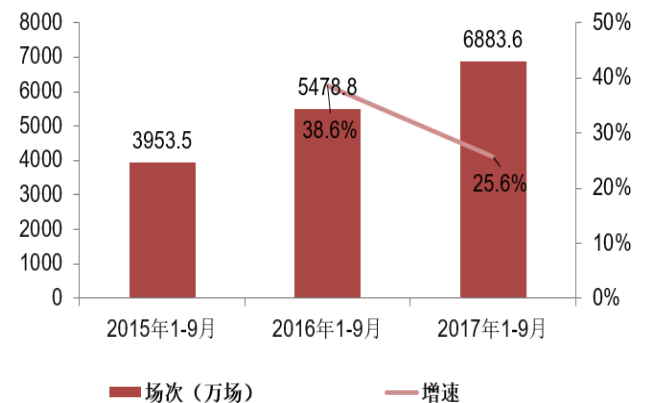


数据来源：猫眼电影，西南证券整理

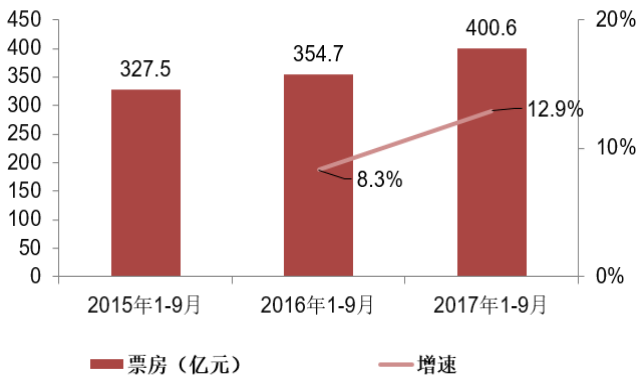
供给端：总放映场次稳步提升，2017 年单片产出明显提升。2017 年 1-9 月，上映影片数量为 323 部，同比降低 15.7%，2017 年上映影片数量明显下滑。**放映场次方面**，2017 年 1-9 月为 6883.6 万场，同比提升 25.6%。**票房方面**，2017 年 1-9 月实现不含服务费的票房 400.6 亿元，同比提升 12.9%，电影市场复苏迹象明显。在上映影片数量降低 15.7% 的情况下，电影总体票房仍实现增长，单片产出提升明显。**银幕数量方面**，预计到 2017 年中国银幕数量将达 5.2 亿块，同比提升 26%。

图 12: 2015-2017 年 1-9 月上映的影片数量


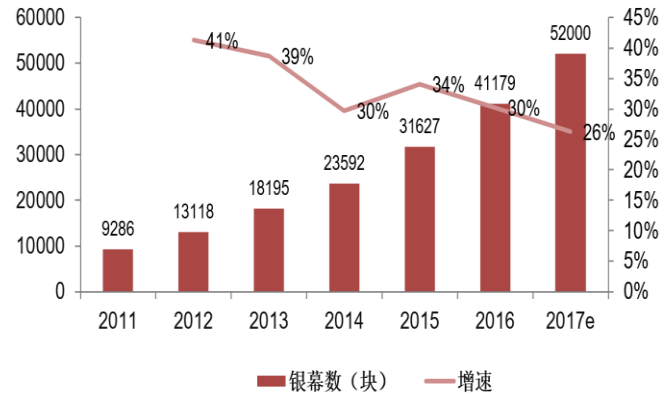
数据来源: 时光网, 西南证券整理

图 13: 2015-2017 年 1-9 月放映场次情况


数据来源: 猫眼电影, 西南证券整理

图 14: 2015-2017 年 1-9 月内地电影票房情况 (不含服务费)


数据来源: 猫眼电影, 西南证券整理

图 15: 2011-2017 年中国电影银幕数量


数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

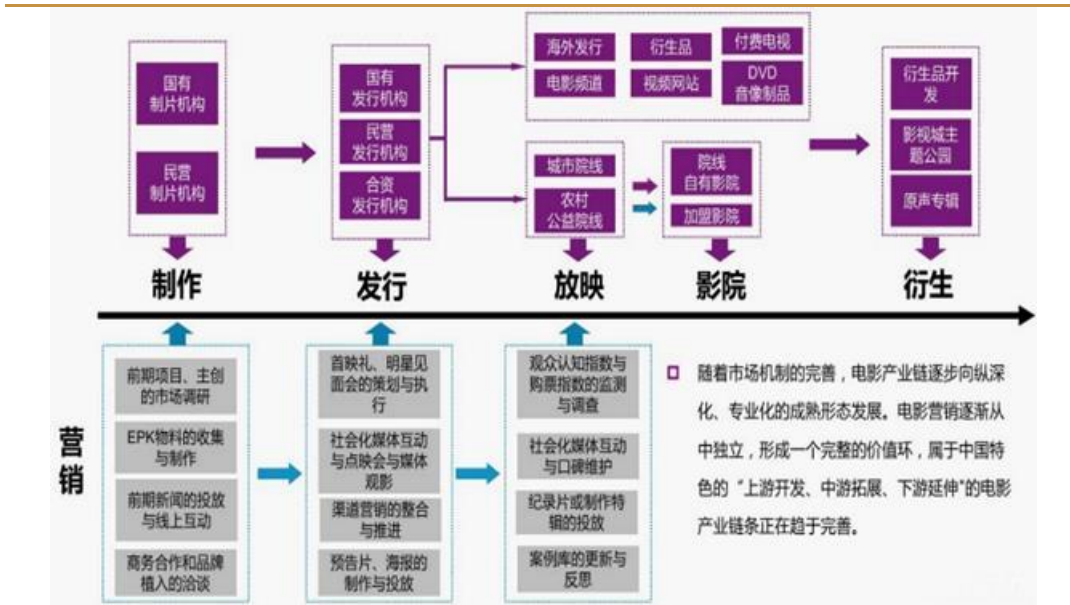
行业集中度和门槛越来越高, 行业项目资金筹措变难, 政策收紧使得资本难进入, 优质资源开始向大公司集中。影视公司想要成功必须有很多的资源 and 能力, 有成熟的影视工业化体系的公司才能生存, 整个行业包括节目制作的公司超过 1.2 万家, 长期运营项目的电影公司超过 2000 家。行业地位一旦形成, 短期很难被撼动, 且资源会愈来愈集中在大公司, 形成龙头公司。龙头公司建立行业地位之后, 能够一定程度上克服行业本身项目制波动的特点, 以美国为例, 美国几个大的电影内容公司都能一直生存和发展。

2.1.2 中国电影制发市场处于高速发展阶段, 衍生品市场方兴未艾

票房收入、播放权收入、广告收入、衍生品开发收入、网络版权收入等是中国的电影公司主要收入来源, 其中电影票房是最重要的收入来源之一。电影行业的产业链包括: 制作、发行、放映、影院和衍生, 票房收入在电影产业链中采取的是分账制, 制片方、院线和影院之间对电影票房收入按比例分成。

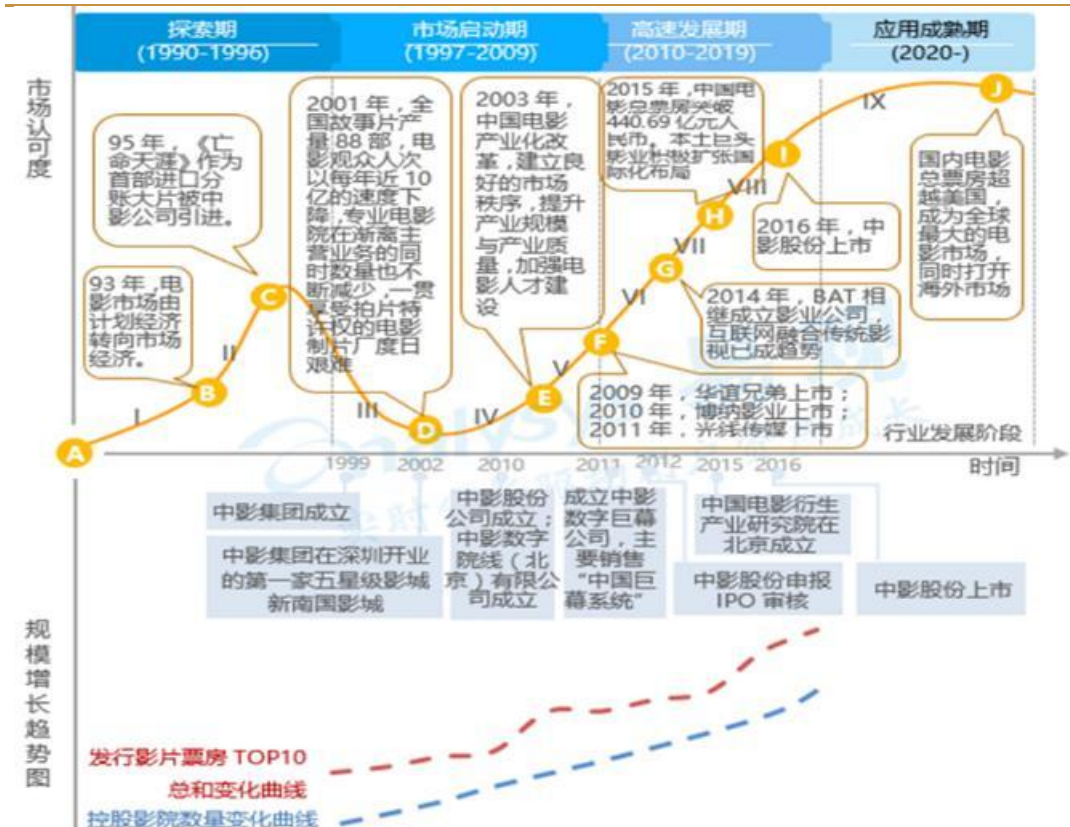
中国电影制发市场目前处于高速发展阶段。易观智库数据显示, 中国制发市场经历了探索期、市场启动期, 目前正处于高速发展阶段。发行影片票房 TOP10 总和逐年增加, 市场渐趋扩大。预计 2020 年之后, 国内电影总票房将超越美国, 成为全球最大的电影市场, 同时打开海外市场, 国内制发公司或将向海外发展。

图 16: 中国电影行业产业链



数据来源：艺恩数据，西南证券整理

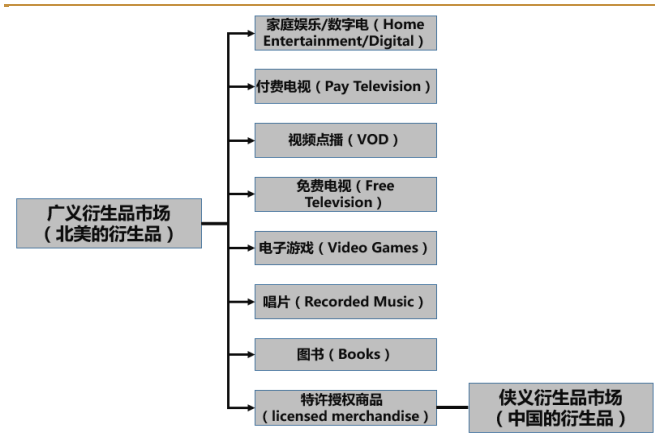
图 17: 中国电影制发市场目前处于高速发展阶段



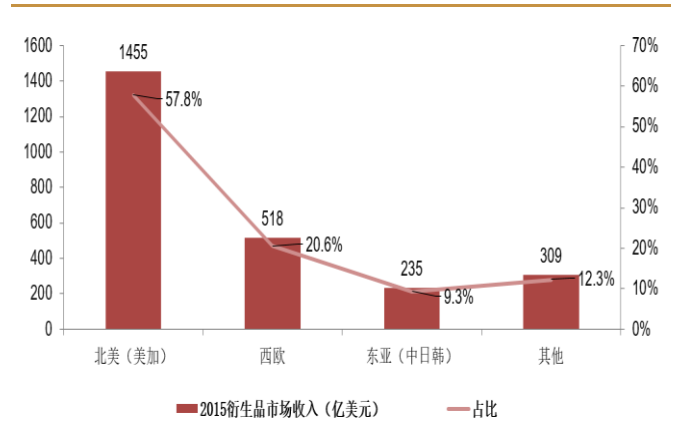
数据来源：易观智库，西南证券整理

北美衍生品市场发展成熟，国内差距较大。国内衍生品多指狭义上的衍生品：特许经营商品，也就是基于电影版权进行的联合其他商业机构共同开发的衍生品。北美衍生品的定义多为广义衍生品，与国内的口径不一致。时光网数据显示，在美国电影市场，票房收入在电影总收益中的比重不到 30%，剩余部分由广义衍生品（家庭娱乐/数字电视、付费电视、视频点播、免费电视、电子游戏、唱片、图书以及特许经营商品等）组成。而在我国，收益结构恰恰相反，票房收入占到了绝大多数。NPD Group 数据显示，2016 年从好莱坞电影中衍生出来的商品，仅玩具 1 项便获得了 57 亿美元的销售收入，这个数字相当于 2015 年我国全年电影票房收入的 86%。

LIMA 国际授权业协会数据显示，北美地区的衍生品收入达 1455 亿美元，在全球市场份额中占比 57.8%；东亚地区衍生品收入为 235 亿美元，占比 9.3%，比 2014 年上升了 0.2 个百分点。时光网数据显示，2015 年全球电影票房为 383 亿美元，其中北美总票房为 111 亿美元，占比 29.0%，远低于其衍生品的全球市场份额，北美衍生品市场发展较为成熟，国内衍生品市场仍待开发。

图 18：广义与狭义衍生品市场的定义


数据来源：时光网，西南证券整理

图 19：2015 年全球衍生品（特许经营商品）市场收入情况


数据来源：LIMA，西南证券整理

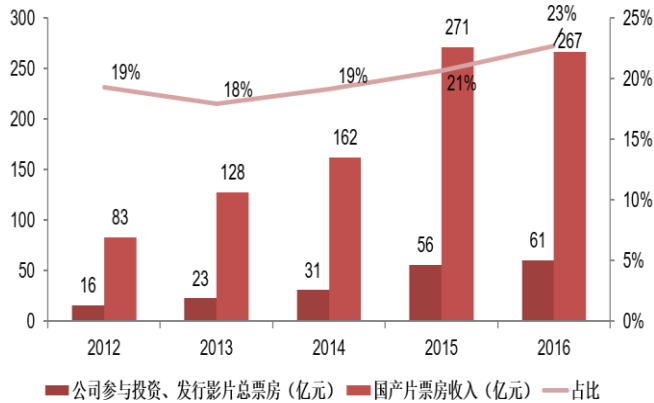
2.2 公司影片平均质量高于行业平均水平，电影投资眼光卓越

公司电影业务主要集中于投资和发行，公司在获取项目的能力、对项目的判断力、对项目风险的控制力、项目投资比例等各方面均稳步提升。不仅有效地保障了项目的成功率，而且项目的成本利润率也相对较高。2016 年，公司参与投资、发行的影片总票房达 60.6 亿元，其中 2016 年初上映的《美人鱼》一部电影占比超过 50%，市场一度担心公司的电影收入过分依赖于投资运气，2017 上半年在没有出现类似去年同期上映影片《美人鱼》爆款项目的情况下，仍能保持收入及利润增长，说明公司业务发展趋于健康和稳定。分散投资也使得公司目前对于单片票房的依赖程度显著降低。公司从不同项目中获取的业绩已无需单纯依赖影片票房，不论是高票房影片譬如《美人鱼》或是低票房影片譬如《谁的青春不迷茫》，公司均能获取可观回报。

强风控能力+数十年制发经验助力公司成就卓越的投资眼光。公司参与投资发行的影片总票房及占国产电影票房的比重逐年提升。易观智库数据显示，光线传媒的制发能力已经是行业内的领先者。与此同时，强风控能力叠加在电影行业数十年的发行、投资经验，公司投

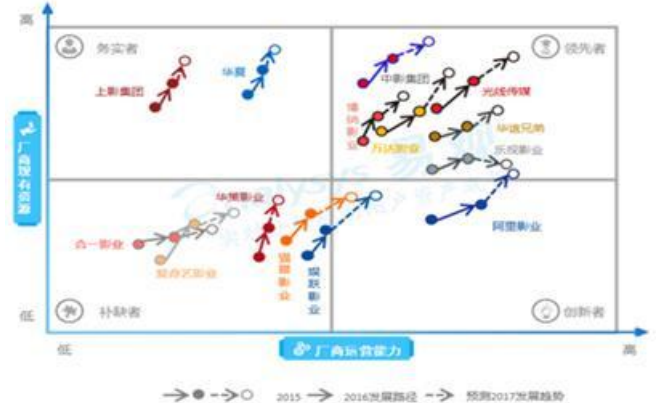
资电影的票房收益率远超同行业。娱乐资本论数据显示，2016 年国产影片票房收益率排名前 20 中，公司参与投资、发行了其中 5 部，公司的电影投资眼光较为卓越。

图 20：公司参与投资、发行的影片总票房及占比逐年提升



数据来源：wind, 猫眼电影, 西南证券整理

图 21：2016 年中国电影制发市场实力矩阵，光线传媒领先



数据来源：易观智库, 西南证券整理

后续电影项目储备丰富。公司公告显示，预计公司在 2017 年下半年启动或制作中的电影项目超过 30 个，包括韩寒导演的作品《三重门》，强 IP 作品《鬼吹灯之云南虫谷》、《东宫》、《莽荒纪》、《阴阳师》、《阳光姐妹淘》，以及前期票房较高的动画系列电影《西游记之大圣闹天宫》、《大鱼海棠 2》等。公司参与的电影多为前期待值较高、票房潜力较大的电影，精品电影或将保证公司的票房收益高于同行业。

表 1：公司 2017 年下半年预计启动或制作中的电影项目

序号	电影名称	进展	主创人员
1	《鬼吹灯之龙岭迷窟》	制作中	导演非行（都市悬疑片《全民目击》导演）
2	《三体》	制作中	主演冯绍峰、张静初
3	《保持沉默》	制作中	主演周迅、吴镇宇
4	《风中有朵雨做的云》	制作中	导演娄烨（2014 年执导的电影《推拿》获得第 64 届柏林国际电影节最佳金熊奖提名并获得第 51 届台湾电影金马奖最佳剧情片等六项奖项）
5	《英雄本色 4》	制作中	导演丁晟；主演王凯、马天宇、王大陆
6	《东北往事》	制作中	导演孔二狗（作家、编剧、导演、微博红人）
7	《三重门》	2017 年制作	导演韩寒（《后会无期》、《乘风破浪》导演）
8	《少林寺》	2017 年制作	待定
9	《笑傲江湖》	2017 年制作	待定
10	《鬼吹灯之云南虫谷》	2017 年制作	导演非行（都市悬疑片《全民目击》导演）
11	《深海里的星星》	2017 年制作	待定
12	《东宫》	2017 年制作	待定
13	《沙漏》	2017 年制作	待定
14	《天才游戏》	2017 年制作	导演程亮（2002 年，担任徐静蕾自导自演的电影《我和爸爸》的执行导演。并先后担任长片电影《女病房》、《幸福在 2010》（数字电影）、《网》（院线电影）导演）
15	《动物世界》	2017 年制作	导演韩延（爱情喜剧片《滚蛋吧！肿瘤君》导演）
16	《一出好戏》	2017 年制作	导演黄渤（著名演员）

序号	电影名称	进展	主创人员
17	《查理九世》	2017年制作	导演王竞 (2013年执导的历史灾难电影《大明劫》获得第九届中美电影节优秀电影奖)
18	《昨日青空》	2017年制作	导演奚超
19	《哪吒之魔童降世》	2017年制作	导演饺子 (动画导演 作品:《打,打个大西瓜》)
20	《凤凰之千年公主》	制作中	导演毛启超 (魔法动画工作室创始人)
21	《西游记》	制作中	导演胡一泊 (《西游记》主创之一)
22	《姜子牙》	制作中	导演李炜 (《大鱼海棠》的执行导演之一)、程腾 (2012年作品《纪念日快乐》获得第十一届东京动画大奖“特别赏”大奖、2014年《HigherSky》(《天外有天》)获得第41届美国学生奥斯卡动画类银奖和中传小白杨奖)
23	《深海》	制作中	导演田晓鹏 (动画电影《西游记之大圣归来》导演)
24	《悲伤逆流成河》	制作中	导演落落
25	《叶问外传:张天志》	制作中	导演袁和平;主演张晋、托尼贾、柳岩
26	《大鱼海棠2》	前期策划	导演梁旋、张春 (动画电影《大鱼海棠》导演)
27	《暴走漫画之白日梦》	前期策划	导演王尼玛 (暴走漫画官方主编、主持人)
28	《西游记之大圣闹天宫》	前期策划	导演田晓鹏 (动画电影《西游记之大圣归来》导演)
29	《死亡通知单:黑暗者》	前期策划	导演邱礼涛 (警匪动作片电影《拆弹专家》导演、爱情喜剧片《原谅他77次》导演)
30	《BOBO&TOTO》	前期策划	待定
31	《莽荒纪》	前期策划	待定
32	《救命,我变成了一条狗》	前期策划	待定
33	《十八岁,给我一个姑娘》	前期策划	待定
34	《阴阳师》	前期策划	待定
35	《浮生物语》	前期策划	待定
36	《美男子》	前期策划	待定
37	《阳光姐妹淘》	前期策划	待定

数据来源:公司公告,西南证券整理

青春、爱情电影优势明显,加码科幻等新类型影片。公司青春、爱情电影优势明显,2013年上映的《致我们终将逝去的青春》取得7.19亿元的票房;2016年公司参与投资、发行的电影《谁的青春不迷茫》在票房仅1.8亿的同时仍取得了可观的收益;同年上映的《从你的全世界路过》取得8.13亿元的票房,创造了中国国产爱情片的票房纪录。

表 2: 2013 年以来,公司参与的青春、爱情电影表现

青春电影名称	类型	上映时间	票房 (亿元)	公司角色	电影表现
《致我们终将逝去的青春》	爱情剧情	2013	7.19	联合出品+发行	第 33 届香港电影金像奖-最佳两岸华语电影 第 22 届上海影评人奖-十佳影片
《露水红颜》	爱情剧情	2014	0.66	投资	
《港囧》	爱情喜剧	2015	16.14	投资+发行	华语电影票房排行榜第二名 (截止 2015 年 12 月)
《恶棍天使》	爱情喜剧	2015	6.50	投资	
《画皮 2》	爱情奇幻	2012	7.02	联合出品	第 20 届北京大学生电影节-最佳观赏效果奖

青春电影名称	类型	上映时间	票房 (亿元)	公司角色	电影表现
					第 32 届香港电影金像奖-最佳两岸华语电影 (提名)
《谁的青春不迷茫》	爱情剧情	2016	1.80	投资+发行	继续巩固了公司在青春题材电影领域长期以来的优势
《从你的全世界路过》	爱情喜剧	2016	8.13	投资+发行	创造了中国国产爱情片的票房纪录
《秘果》	爱情剧情	2017	0.07	投资+发行	

数据来源：猫眼电影，公司公告，西南证券整理

公司非票房收入占比高于行业，成本利润率。根据我们的测算，以《谁的青春不迷茫》为例，该片票房仅 1.8 亿元，但仍给公司赚取了可观的收益。《大鱼海棠》衍生产品总销售规模估计超过五千万，是有史以来衍生品品类最丰富的动画电影。公司披露的《投资者关系记录表》中显示：非票房收入的增长并不是所有公司都会像光线传媒这样受益。中国现在整个行业非票房收入不到 20%，未来希望增长到 50%。2016 年公司版权收入比 2014 年增长了 100%，广告收入增长了 700% 以上，衍生品从无到有，销售额几千万。与此同时，光线电影的成本利润率非常高，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，所以上映前就已经赚钱了。

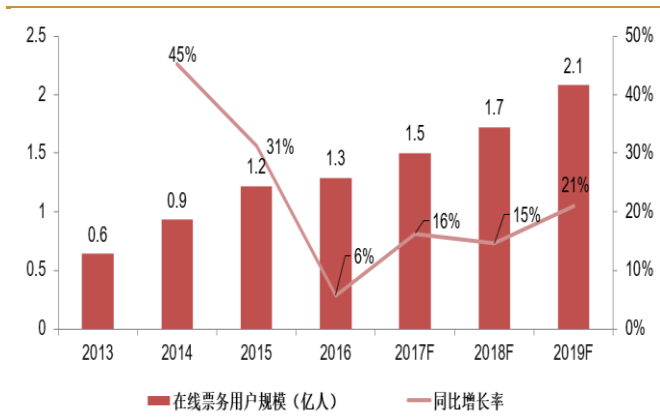
3 联手猫眼微影，公司电影全产业链均获大幅提升

自 2016 年 5 月以来，光线传媒、光线控股一直在增持猫眼文化。在 2017 年 9 月 21 日微影时代、林芝利新入股之前，光线传媒、光线控股合计持有猫眼文化 77.13% 股权，占绝对的主导权。微影时代及林芝利新入股后，光线传媒、光线控股合计持有新猫眼 50.79% 的股权，继续主导猫眼。

3.1 在线票务市场规模稳步增加，主流格局尚未确定

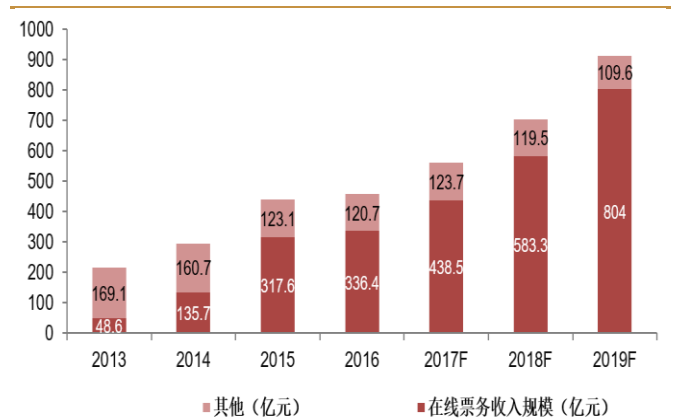
市场规模：在线票务市场收入、用户规模均稳步增加。易观智库数据显示，2017 年-2019 年，在线票务用户规模将保持 15% 以上的增速增长，到 2019 年，在线票务用户规模将达 2.1 亿人，比 2016 年增加了约 8000 万人。与此同时，在线票务收入规模也将保持增长，由 2016 年的 336.4 亿元增长到 2019 年的 804 亿元，3 年 CAGR 达 33.8%，在线票务市场仍有较大发展空间。

图 22：2017-2019 年中国电影在线票务用户规模预测



数据来源：易观智库，西南证券整理

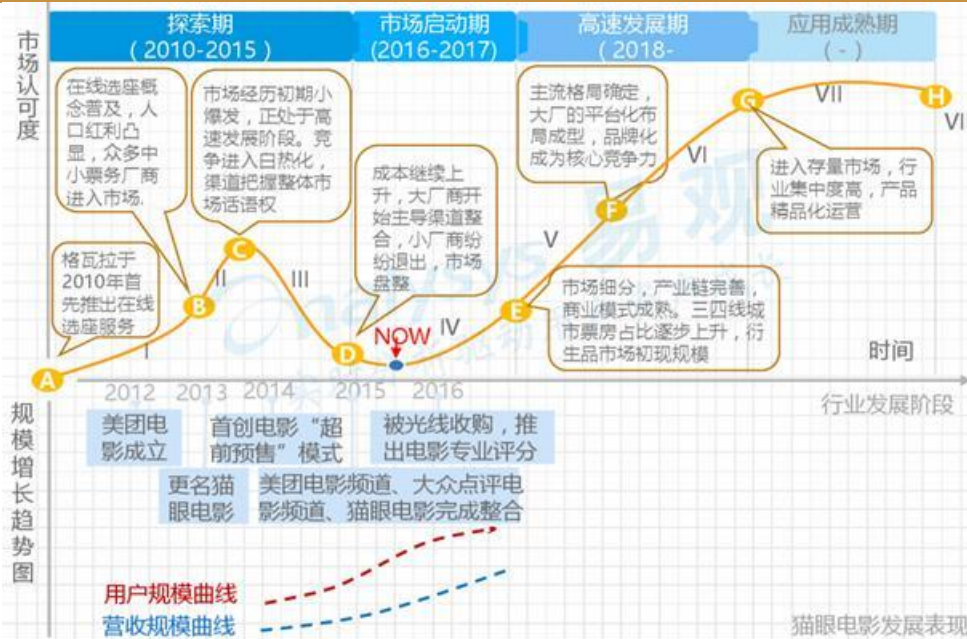
图 23：2017-2019 年中国电影在线票务市场收入规模预测



数据来源：易观智库，西南证券整理

行业发展：在线票务市场处于市场启动期，主流格局尚未确定。根据易观智库发布的2016年中国电影在线票务市场 AMC 模型，我国在线票务市场经历了 2010-2015 年的探索期，目前正处于市场启动期：成本继续上升，大厂商开始主导渠道整合，小厂商纷纷退出，市场盘整。预计在线票务市场将于 2018 年进入高速发展期：市场进一步细分，产业链日趋完善，主流格局确定，大厂布局成型。中国在线票务市场距离应用成熟还需更多时间。

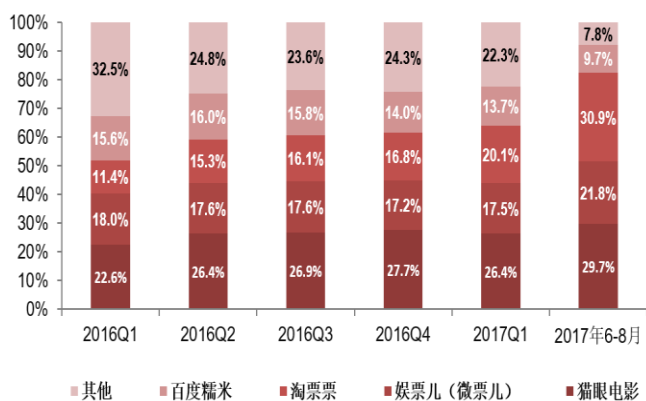
图 24：2016 年中国电影在线票务市场 AMC 模型，目前正处于市场启动期



数据来源：易观智库，西南证券整理

竞争态势：大厂市占率水平稳步提升，细分成方向。易观智库数据显示，2016 年以来，猫眼电影、淘票票的市占率均逐步提升，从 2016Q1 的 22.6% 和 11.4% 提升到 2017 年暑期档（6-8 月）的 29.7% 和 30.9%。随着 2017 年 9 月，猫眼微影（娱票儿）合并，微影时代的票务业务并入新猫眼，2017 年暑期档新猫眼的市占率达 51.6%，排名第一。与此同时，在线票务市场竞争升级，业务出现细分，猫眼由单纯的在线票务平台转向通过大数据赋能电影产业上游的内容制作以及电影产业中游的宣发推广。

图 25：2016Q1-2017 年暑期档票务平台市占率情况



数据来源：易观智库，西南证券整理

图 26：在线票务市场竞争升级，各票务平台业务出现细分



数据来源：易观智库，西南证券整理

3.2 携手猫眼微影，公司电影的全产业链均获大幅提升

3.2.1 猫眼电影：票务市场的领先者，大数据赋能市场宣发

一站式电影互联网平台转向互联网+电影综合平台。猫眼电影 2012 年成立于美团，2014 年帮助《心花路放》做全国规模的预售，开启了行业对票务平台线上发行的认知。2015 年，猫眼电影与美团电影频道、大众点评电影频道完成整合。2016 年，猫眼电影主发行影片逐渐增加，帮助更多影片做精准营销，重点发力发行业务。同年，猫眼电影在专业版上线“找合作”平台、“人工智能票房预测”服务等；2017 年，猫眼电影在专业版上线“影视人”、“网播收视”等新功能，在信用更加完备基础上升级以往“找合作”功能，进一步深入到影视行业产业链的上游。

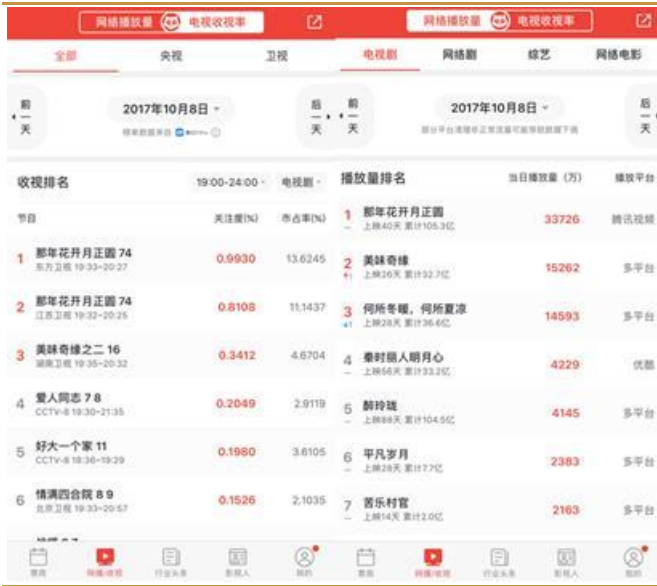
2017 年 9 月，猫眼与微影时代合并，新公司拥有猫眼、娱票儿、格瓦拉等多个品牌，具有腾讯、美团、大众点评等线上强势流量入口以及光线内容资源，以 2017 年暑期档的市占率计算，新公司的在线票务市场份额为 51.56%，有望成为中国最大的娱乐票务平台。

图 27：猫眼电影发展历程



数据来源：易观智库，公司公告，西南证券整理

图 28: 猫眼电影专业版新增网播/收视功能



数据来源: 猫眼电影, 西南证券整理

图 29: 猫眼电影专业版新增影视人功能

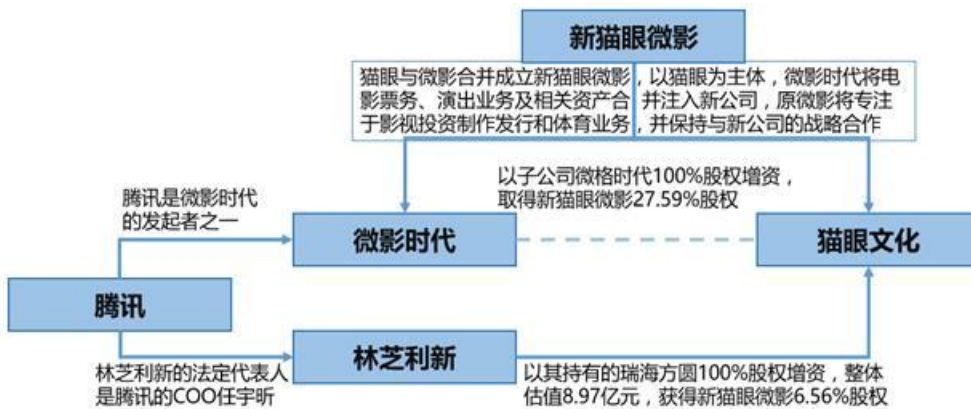


数据来源: 猫眼电影, 西南证券整理

猫眼微影合并, 腾讯系战略入股成第二大股东。根据 2017 年 9 月 21 日光线传媒公告以及腾讯新闻, 猫眼与微影合并成立新猫眼微影, 本次合并以猫眼为主体, 微影时代将电影票务、演出业务及相关资产合并注入新公司, 原微影将专注于影视投资制作发行和体育业务, 并保持与新公司的战略合作。

交易方式:此次交易中, 微影时代以子公司微格时代 100% 股权增资, 第一次发股以 37.7 亿元注入, 取得新猫眼微影 27.59% 股权 (微格时代整体估值 39.74 亿元, 微格时代整体估值中剩余的 2.03 亿元, 将在本次交易交割后在约定的期间内, 根据微格时代的目标业务资产负债变动情况, 由猫眼文化向微影时代进行股权增发调整); 林芝利新以其持有的瑞海方圆 100% 股权增资 (整体估值 8.97 亿元), 获得新猫眼微影 6.56% 股权。在本次交易中的第一次发股完成后, 光线控股和光线传媒在新公司中股权为 30.96% 和 19.83%。值得注意的是, 微格时代成立于 2016 年 3 月, 瑞海方圆成立于 2017 年 7 月, 腾讯是微影时代的发起者之一, 林芝利新的法定代表人是腾讯的 COO 任宇昕。

图 30: 猫眼与微影合并成立新猫眼微影, 腾讯系战略入股成第二大股东



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

宣发/票房分账、非票收入构成猫眼的主要收入。业务布局方面：猫眼致力于对电影全产业链的布局，目前的业务重点在于票务和影片宣发，正逐步向影片制作、投资拓展。**未来发展方向方面，**猫眼或将在维护好票务市场原有地位的基础上，由电影联合发行业务逐渐延伸到主控制作、发行等领域。与此同时，也重点解决电影全产业链存在的一些痛点，从细节逐步切入。**业务收入方面：**猫眼电影的收入集中在宣发、票房分账业务以及广告、卖品、衍生品等的非票房业务收入。

图 31：猫眼电影在全产业链的业务布局情况



数据来源：易观智库，西南证券整理

图 32：猫眼电影收入构成



数据来源：易观智库，西南证券整理

图 33：猫眼电影重点解决电影产业链存在的痛点，从细节切入



数据来源：猫眼电影，易观智库，西南证券整理

猫眼的在线票务、电影宣发、非票收入构成主要收入。

- **在线票务：**猫眼的票务业务市占率水平稳步提升。2016Q1至2017Q1期间，猫眼电影的市占率从22.6%增长至26.4%，始终处于票务市场市占率的第一名，且与第二名差距较大。2017年暑期档期间，尽管猫眼电影的市占率排名首次被淘票票超过，但市占率水平进一步攀升至29.7%。2017年9月21日，猫眼与微影合并后，

新猫眼的在线票务业务将拥有猫眼、娱票儿、格瓦拉等多个品牌，市场份额超过50%。

- **电影宣传发行:**猫眼电影的宣发质量及合作影片数量在2016年第四季度遥遥领先:参与宣发的影片数量10部,领先同期的其他互联网宣发平台,其中票房超5亿元的电影有2部、票房过亿的电影共7部。2017暑期档,猫眼电影合作的影片数量为7部,仍处于领先地位。猫眼文化与微影时代合并后,原微影将专注于影视投资制作发行和体育业务,也将保持与新公司的战略合作。另外,腾讯系入股预计也将大幅提升猫眼电影的线上宣发能力。
- **非票房收入:**光线传媒公告的《投资者关系活动记录表》显示,猫眼的广告业务成本很低,增长很快,猫眼是影院卖品非常重要的销售渠道。还有其他新业务,比如面向影院、电影公司的新产品以及社区等都在研发中。

表 3: 互联网宣发厂商参与宣发的票房分布情况

时间	电影票房分级	猫眼电影 (部)	微影时代 (部)	淘票票 (部)	百度糯米 (部)
2016Q4	合作影片数量	10	5	6	6
	10 亿级影片	0	0	0	0
	5-10 亿影片	2	1	1	1
	1-5 亿影片	5	2	4	3
2017Q1	合作影片数量	3	6	4	2
	10 亿级影片	1	1	3	1
	5-10 亿影片	1	1	1	0
	1-5 亿影片	1	2	0	0
2017 年 6 月-8 月	合作影片数量	7	6	9	—
	10 亿级影片	0	1	1	—
	5-10 亿影片	0	1	2	—
	1-5 亿影片	3	2	3	—

数据来源: 易观智库, 西南证券整理

表 4: 2016 年至今猫眼电影出品或宣发合作的部分影片

合作影片	上映日期	主要演员	合作方式	票房 (亿元)
《熊出没之熊心归来》	2016 年 1 月 16 日	张伟、张秉君、谭笑	联合出品	2.88
《美人鱼》	2016 年 2 月 8 日	邓超、张雨绮、罗志祥	联合出品、联合发行	33.92
《谁的青春不迷茫》	2016 年 4 月 22 日	白敬亭、郭姝彤、李宏毅	联合发行	1.80
《我叫 MT 之山口山战记》	2016 年 6 月 17 日	奶茶、YOYO、CBI、安妮	主发行	0.12
《大鱼海棠》	2016 年 7 月 8 日	季冠霖、苏尚卿、许魏洲	联合发行	5.65
《寒战 2》	2016 年 7 月 8 日	郭富城、梁家辉、周润发	联合发行	6.78
《哆啦 A 梦: 新·大雄的日本诞生》	2016 年 7 月 22 日	水田山葵、山新、大原惠美	协助推广	1.04
《使徒行者》	2016 年 8 月 11 日	张家辉、古天乐、余诗曼	联合发行	6.06
《从你的全世界路过》	2016 年 9 月 29 日	邓超、白百合、杨洋	联合发行	8.13
《驴得水》	2016 年 10 月 28 日	任素汐、大力、刘帅良	出品、主发行	1.73
《我不是潘金莲》	2016 年 11 月 18 日	范冰冰、郭涛、大鹏	主发行	4.83

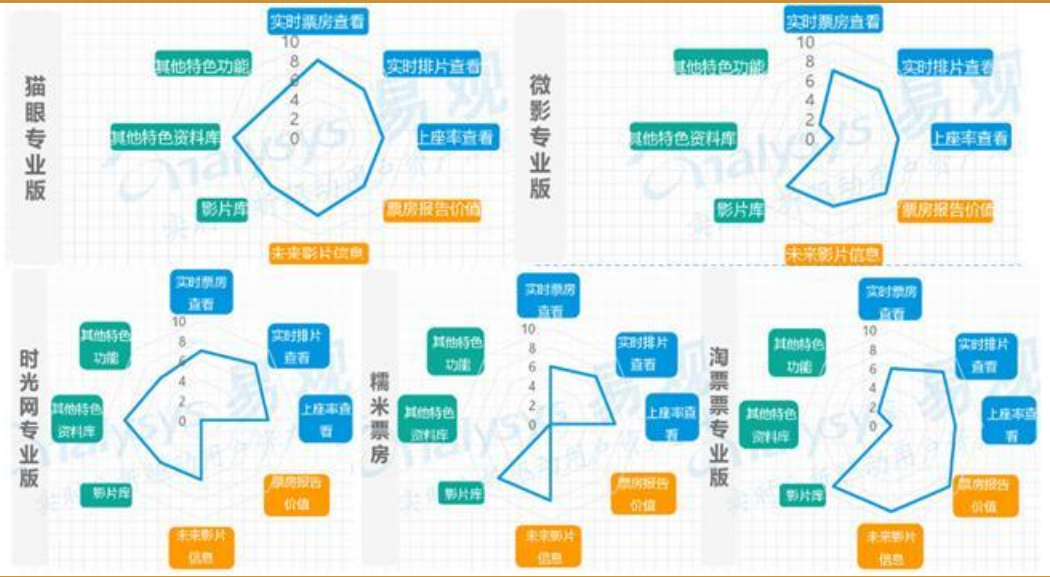
合作影片	上映日期	主要演员	合作方式	票房 (亿元)
《你的名字》	2016年12月2日	上白石萌音、佟心竹、神木隆之介	协助推广	5.75
《血战钢锯岭》	2016年12月8日	安德鲁·加菲尔德、雨果·维文、 卢克·布雷西	协助推广	4.20
《罗曼蒂克消亡史》	2016年12月16日	葛优、章子怡、浅野忠信	联合发行	1.22
《情圣》	2016年12月30日	肖央、闫妮、小沈阳	联合出品、发行	6.20
《大闹天竺》	2017年1月28日	王宝强、白客、岳云鹏	联合出品、主控发行	7.56
《西游伏妖篇》	2017年1月28日	吴亦凡、林更新、姚晨	联合出品	16.52
《嫌疑人X的献身》	2017年3月31日	王凯、张鲁一、林心如	联合发行	4.02
《重返狼群》	2017年6月16日	李微漪、亦风	联合制作	0.33
《血战湘江》	2017年6月30日	保剑锋、董勇、张一山	联合发行	0.73
《绝世高手》	2017年7月7日	卢正雨、郭采洁、范伟		1.01
《大护法》	2017年7月13日	小连杀、图特哈蒙、金士杰	联合发行	0.88
《心理罪》	2017年7月13日	李易峰、廖凡、万茜	联合制作	3.04
《蛟珠传》	2017年8月11日	王大陆、张天爱、任达华	联合发行	1.14
《破局》	2017年8月17日	郭富城、王千源、刘涛	了联合发行	0.65

数据来源：易观智库，猫眼电影，西南证券整理

猫眼优势：数据、专业服务、发行能力、电影票务均有较强竞争力。猫眼是电影产业链上能够打通上下游的企业，拥有自己的用户、长线的收入来源，且具有互联网运营成本低、效率高、数据量大、用户明确等属性，可以支持开发新产品，对行业也有比较深的了解。

- **数据：**能从美团和大众点评两大生活服务平台得到海量用户数据。帮助构建用户画像，了解用户消费性行为，辅助制定并调整经营策略。公司披露的《投资者关系活动记录表》显示，猫眼能够拿到各个影院的数据，其统计的实时票房数据、当天总票房、对未来票房的预测等都建立在很强的数据分析能力基础上，比较准确。
- **专业服务：**猫眼电影专业版推出于2015年初，上线时间早于另外4家，功能也较完善。相比于其他电影专业版APP，猫眼电影的数据与服务更完善，不存在明显的短板。
- **发行能力：**覆盖影院数量最多，拥有美团、猫眼、腾讯、光线等资源。易观智库数据显示，截止2017年5月，猫眼电影在下游覆盖的影院超过7600家，是覆盖影院规模最大的票务平台。与此同时，猫眼微影合并后，还将拥有腾讯系产品（微信、QQ、知乎等）的线上强势流量入口。
- **电影票务：**猫眼与微影合并后，新公司拥有猫眼、娱票儿、格瓦拉等多个品牌，具有腾讯、美团、大众点评等线上强势流量入口，以2017暑期档的市占率计算，新公司的在线票务市场份额为51.56%，有望成为中国最大的娱乐票务平台。

图 34：各票务平台专业版 APP 性能对比情况



数据来源：易观智库，西南证券整理

图 35：猫眼电影入驻微信



数据来源：微信客户端，西南证券整理

图 36：猫眼电影入驻腾讯系的软件知乎

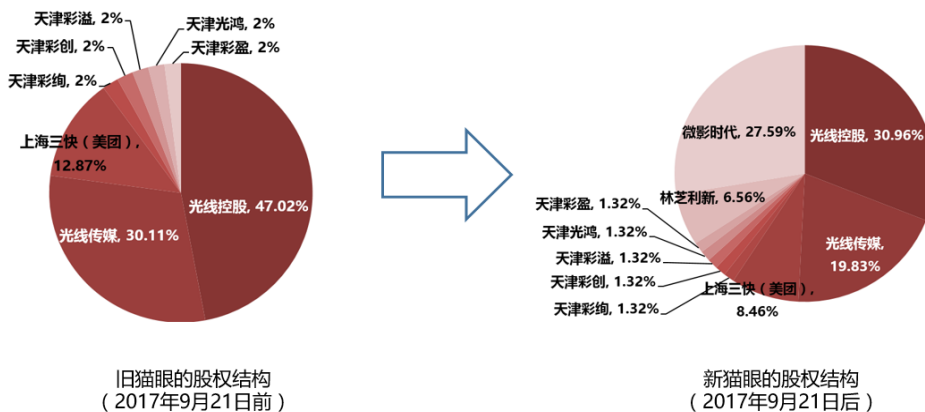


数据来源：知乎客户端，西南证券整理

3.2.2 联手猫眼微影，公司电影的全产业链均获大幅提升

猫眼微影合并，光线系公司仍主导猫眼。自 2016 年 5 月以来，光线系（光线传媒、光线控股）一直增持在增持猫眼文化。在 2017 年 9 月 21 日微影时代、林芝利新入股之前，光线系合计持有猫眼文化 77.13% 股权，占绝对的主导权。微影时代及林芝利新入股后，光线系合计持有猫眼文化 50.79% 的股权，光线系公司将继续主导猫眼；腾讯系公司成为新猫眼的第二大股东，新的身份是战略投资者，微影时代及林芝利新分别持股 27.59% 和 6.56%，合计 34.15%。

图 37：猫眼文化股权结构变更情况，光线系仍主导猫眼



数据来源：公司公告，娱乐资本论，西南证券整理

表 5：光线系对猫眼的持股情况

时间	增持主体	交易方式	本次交易取得股权	光线系累计取得股权
2016年5月	光线传媒与光线控股	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	19%	光线传媒：19% 光线控股：38.4% 合计：57.4%
2017年5月	光线传媒	光线传媒将其持有的捷通无限（天津网票网）共计 68.55%股权以 1.31 亿元对价转让给猫眼文化		
2017年8月	光线控股	光线控股以 17.76 亿元对价购买猫眼文化 19.73%股权	19.73%	光线传媒：19% 光线控股：58.13% 合计：77.13%。
2017年9月	光线传媒	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	11.11%	光线传媒：30.11% 光线控股：47.02% 合计：77.13%
2017年9月	微影时代及林芝利新	微影时代以微格时代整体估值中的 37.71 亿元（整体估值中剩余的 2.03 亿元，将在本次交易交割后在约定期间内，根据微格时代的目标业务资产负债变动情况，由猫眼文化向微影时代进行股权增发调整），林芝利新以瑞海方圆整体估值的全部，认购猫眼文化相应的新增注册资本，分别取得第一次发股完成后猫眼文化股权的 27.59%和 6.56%	微影时代：27.59% 林芝利新：6.56%	光线控股：30.96% 光线传媒：19.83% 合计：50.79%

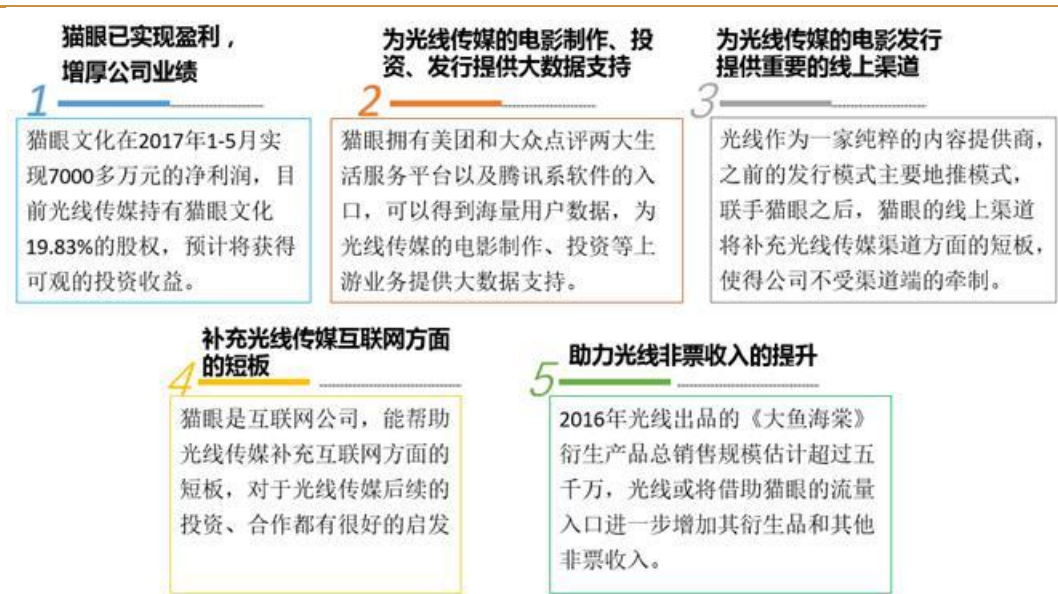
数据来源：公司公告，网易财经，西南证券整理

联手猫眼或将全方位提升光线在电影全产业链的竞争实力。光线传媒披露的《投资者关系记录表》显示，猫眼文化是全国性的行业平台，并不是光线的一个业务部门，有自己的独立性。联手猫眼或将大幅提升公司的行业地位和电影出品发行的质量。

- **猫眼已实现盈利，增厚公司业绩。**公司公告和披露的《投资者关系活动记录表》显示，猫眼文化在 2017 年 1-5 月实现 7000 多万元的净利润，且 6-8 月继续保持较好盈利，预计 9-12 月（仅猫眼）依然有比较可观的盈利。目前光线传媒持有猫眼文化 19.83%的股权，预计将获得可观的投资收益。
- **为光线传媒的电影制作、投资、发行提供大数据支持。**猫眼拥有美团和大众点评两大生活服务平台以及腾讯系软件（微信、QQ、知乎等）的入口，可以得到海量用户数据。能帮助构建用户画像，了解用户消费性行为，为光线传媒的电影制作、投资等上游业务（电影项目的选择等）提供大数据支持。
- **为光线传媒的电影发行提供重要的线上渠道。**光线作为一家纯粹的内容提供商，始终未进入影院市场，之前的发行模式主要是采用将大规模人员派驻各地的地推模式，联手猫眼之后，猫眼的线上渠道将补充光线传媒渠道方面的短板，使得公司不受渠道端的牵制。
- **补充光线传媒互联网方面的短板，提供互联网层面开发的人才合作。**猫眼是互联网公司，能帮助光线传媒补充互联网方面的短板，对于光线传媒后续的投资、合作都有很好的启发。猫眼对于光线在互联网层面的开发，可以提供帮助。

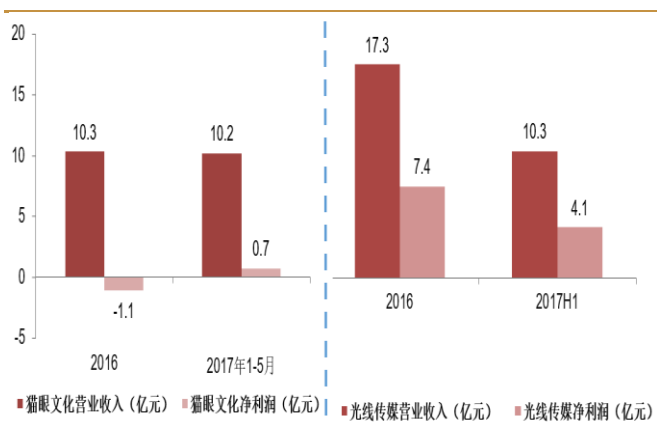
- **助力光线非票收入的提升。**光线传媒在衍生品方面也在推进，公司披露的《投资者关系活动记录表》显示，2016 年上映的《大鱼海棠》衍生产品总销售规模估计超过五千万，这也是有史以来衍生品品类最丰富的动画电影。娱票儿调查数据显示，52% 的电影衍生品消费者选择从电影票务 APP 及衍生品垂直网站上购买，光线或将借助猫眼的流量入口进一步增加其衍生品及其他非票收入。

图 38：联手猫眼或将全方位提升光线在电影全产业链的竞争实力



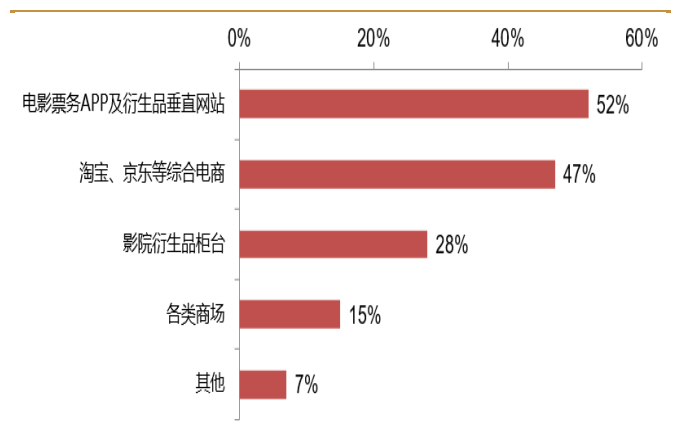
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 39：猫眼文化与光线传媒业绩对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 40：电影票务 APP 及衍生品垂直网站是用户购买电影衍生品的重要渠道



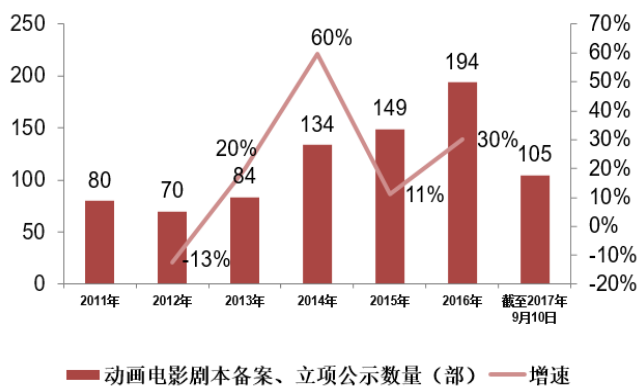
数据来源：娱票儿，西南证券整理

4 动漫业务：率先抢占市场，下一个《大圣归来》或可期

4.1 动漫行业：国内动画电影票房占比有望提升，动画电影更易系列化

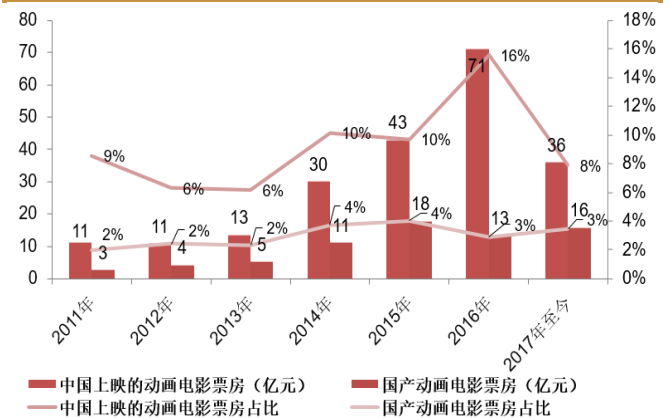
国产动画电影提升空间大。光线传媒 2016 年 8 月公告的《投资者关系记录表》显示，2019 年不光光线系统，整个中国市场会迎来一个动画电影大爆发时期，预计 2019 年中国动画电影会占整体票房的 15%。与此同时，wind 数据显示，动画电影剧本备案、立项公示数量自 2012 年起也逐年增加，2016 年动画电影剧本备案、立项公示数量达 194 个，同比增加 30%。

图 41：动画电影立项备案数量呈增长的趋势



数据来源：wind，西南证券整理

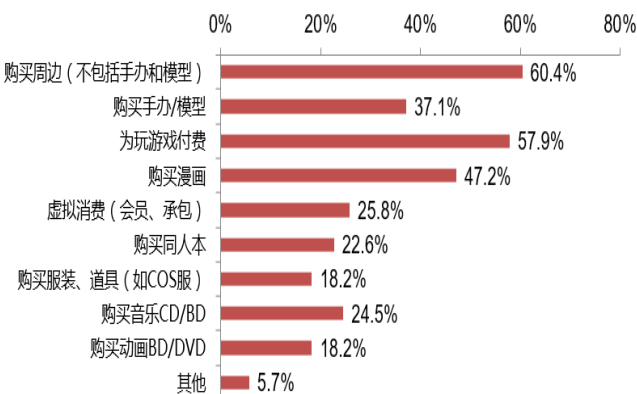
图 42：内地国产动画电影票房及占比情况



数据来源：猫眼电影，时光网，西南证券整理

动画电影衍生品变现能力强，二次元群体购买周边衍生品的比例更高。36 氪的调查显示，超过 60% 的二次元群体购买周边（包括以动画电影为主概念的玩具、食品、饰品等），近 40% 的二次元群体购买手办或模型。时光网数据显示，动画类电影是最有衍生品潜力的电影类型之一。截止 2016 年底，《冰雪奇缘》衍生品群中 1 件商品的全球销售收入就达 4.5 亿美元，《愤怒的小鸟》的衍生品，在全球产生 18 亿美金的收入，动画电影衍生品变现能力强。

图 43：二次元群体消费过的 ACGMN 项目



数据来源：36 氪，西南证券整理

图 44：俘获无数女孩芳心的《冰雪奇缘》主角“公主裙”



数据来源：时光网，西南证券整理

动画电影更容易系列化。相比于真人电影，动画电影更容易系列化，此前取得较高票房的动画电影都相继开发了第二部。光线传媒披露的《投资者关系记录表》中显示，此前取得国产动画票房排名前二的作品《大圣归来》和《大鱼海棠》的第二部也正在运作中。

表 6：国产动画电影票房排名及系列化情况

电影名称	票房	上映时间	是否系列化	出品方
《西游记之大圣归来》	9.57 亿	2015 年 7 月 10 日	是	横店影视、天空之城文化创意、燕城十月、微影时代
《大鱼海棠》	5.65 亿	2016 年 7 月 8 日	是	彼岸天文化有限公司、北京光线影业有限公司
《熊出没·奇幻空间》	5.21 亿	2017 年 1 月 28 日	是	深圳华强、优扬传媒、乐视影业、珠江影业、大地发行、猫眼影视
《熊出没之雪岭熊风》	2.94 亿	2015 年 1 月 30 日	是	深圳华强、优扬传媒、乐视影业、珠江影业、大地发行、猫眼影视
《熊出没之熊心归来》	2.88 亿	2016 年 1 月 16 日	是	深圳华强、优扬传媒、乐视影业、珠江影业、大地发行、猫眼影视
《熊出没之夺宝熊兵》	2.48 亿	2014 年 1 月 17 日	是	深圳华强、优扬传媒、乐视影业、珠江影业、大地发行、猫眼影视
《喜羊羊与灰太狼之开心闯龙年》	1.68 亿	2012 年 1 月 12 日	是	广东原创动力文化传播有限公司
《喜羊羊与灰太狼之兔年顶呱呱》	1.39 亿	2011 年 1 月 21 日	是	广东原创动力文化传播有限公司
《十万个冷笑话 2》	1.34 亿	2017 年 8 月 18 日	是	上海炫动、万达影视、奥飞影业、腾讯影业等
《喜羊羊与灰太狼之喜气羊羊过蛇年》	1.25 亿	2013 年 1 月 24 日	是	广东原创动力文化传播有限公司

数据来源：猫眼电影，西南证券整理

4.2 国产动画电影行业的先行者，公司动画业务逐渐释放

公司动画业务逐渐释放，精品动漫参与度高。公司动画业务逐渐释放，前期投资的部分动画企业逐渐进入收割期：2016 年上映的《大鱼海棠》创造了 2D 动画电影的记录，也是国内动画电影的第二名；上映的《大护法》在较低成本的基础上实现了 8700 万元的票房收入且成为 2017 年口碑最好的国产影片之一，使公司在动漫市场赢得了更大范围的公众认知与社会认可；《星游记之风暴法米拉》作为国内首部网络动画大电影，取得了爱奇艺 8 月份网络大电影分账第一的良好成绩。国产的精品动画电影中多有公司的推动。

表 7：2014 年以来公司参与的部分动画电影

上映时间	电影名称	票房 (万元)	合作方式	表现
2014	《巴拉啦小魔仙 2》	1914.3	投资+发行	猫眼电影评分 7.5 (1231 人评价)
2014	《秦时明月之龙腾万里》	5971.6	投资+发行	猫眼电影评分 9.3 (2 万人评价)
2014	《赛尔号大电影 4》	6227.5	投资+发行	猫眼电影评分 8.5 (1 万人评价)
2014	《铠甲勇士之雅塔莱斯》	4439.9	投资+发行	猫眼电影评分 8.4 (2 万人评价)
2015	《洛克王国 4：出发！巨人谷》	7698.5		猫眼电影评分 8.4 (5 万人评价)
2015	《赛尔号 5：雷神崛起》	5662.		猫眼电影评分 8.7 (5 万人评价)
2016	《我叫 MT》	1215.5	投资+发行	猫眼电影评分 7.7 (3 万人评价)
2016	《果宝特攻之水果大逃亡》	834.6	投资+发行	猫眼电影评分 8.3 (1 万人评价)
2016	《大鱼海棠》	5.65 亿	投资+发行	猫眼电影评分 8.4 (61 万人评价) 国产动画电影票房排名第二
2016	《精灵王座》	2511.2	投资+发行	猫眼电影评分 8.6 (2 万人评价)

上映时间	电影名称	票房 (万元)	合作方式	表现
2016	《你的名字》	5.76 亿	协助推广	猫眼电影评分 9.2 (71 万人评价) 在中国上映的票房最高的日本动画电影
2017	《大护法》	8760.1	投资	猫眼电影评分 8.3 (8 万人评价)

数据来源：公司公告，猫眼电影，西南证券整理

在动画行业中公司最早发现契机并进行大量投资和项目储备，后续爆款动画电影或可期。

2015 年 10 月 25 日，光线传媒宣布成立彩条屋影业，并通过彩条屋投资了 10 余家动漫公司。截至 2017 年年初，光线传媒董事长透露，目前彩条屋投资的动画公司大概有 18 家，横跨三维动画、二维动画、漫画、游戏、国外版权等，从 IP 源头到作品创作制作再到周边衍生品的开发。彩条屋称未来的规划将着重于五大类型：国漫风、合家欢、影游跨界、真人奇幻和网络院线电影。在公司投资的动漫公司中，有的产品刚开始释放，更多的作品尚在制作中。公司储备的动画电影项目包括十月文化的大圣系列、《大鱼海棠》第二部、《深海》等，储备的项目或将在 2019、2020 年集中上映。与此同时，公司在《投资者关系记录表》中披露，未来的目标是动画电影占国内电影总票房的 15%，而光线参与的作品希望占到国产动画电影票房的 70% 以上。

表 8：公司投资的部分动漫公司

序号	公司名称	出资额 (万元)	持股比例	作品/IP	备注
1	彼岸天文化	640	30%	《大鱼海棠》、卡通品牌 BOBOTOTO	
2	蓝弧文化	20840	50.8%	果宝特攻、快乐酷宝《梦幻西游》	光线传媒已出售其全部股权
3	易动文化传播	4400	20%	《美食大冒险》	
4	全擎娱乐文化	1100	35%	《西游记》	
5	可可豆动画影视	400	30%	《哪吒降世》《打，打个大西瓜》	
6	北京中传合道	900	30%	《姜子牙》	
7	上海青空绘彩动漫文化传播	250	25%	《昨日青空》	
8	杭州玄机科技信息技术	2500	5%	《秦时明月》系列	
9	光印影业	3750	60%	《查理九世》	
10	北京漫言星空	1000	30%	《星海镖师》、《雪椰》	光线传媒以 1000 万入股，与颜开合资成立
11	十月文化	2000	20%	《大圣回来》团队	
12	天津市好传文化	1050	30%	《大护法》、《大理寺日志》	
13	吉林省凝羽动画	750	30%	《茶啊二中》	
14	日本通曜	3072	18.98%	《蜡笔小新》《数码宝贝》等游戏改编权	
15	MAGIC 魔法动画			《凤凰 I》	2015 年艺术短片《启示录》、大电影《凤凰》获光线传媒千万级投资

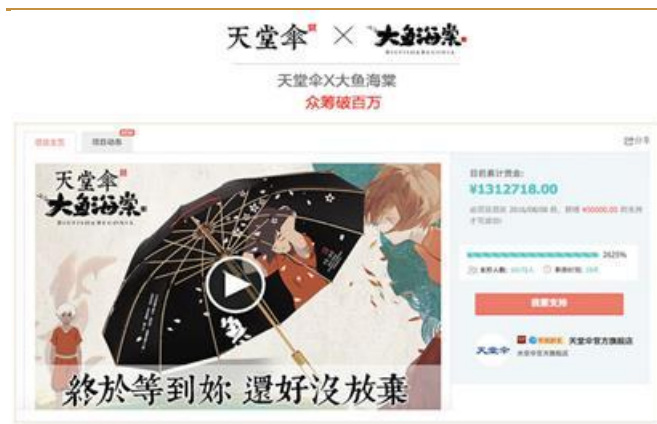
数据来源：公司公告，官微，公司官网，每经影视，西南证券整理

表 9：公司部分动画电影项目情况

类型	片名	进展	备注
国漫风	《大鱼海棠》	已上映	
	《大鱼海棠 2》	前期策划	《大鱼海棠》动画电影的系列作品
	《姜子牙》	制作中	团队曾制作电视动画《淮南子传奇》
	《哪吒之魔童降世》	制作中	《打，打个大西瓜》团队作品
	《凤凰之千年公主》	制作中	经历过多年波折的 3D 动画电影
合家欢	《果宝特攻 1 水果大逃亡》	已上映	少儿电视动画 IP
	《美食大冒险》	——	少儿电视动画 IP
影游	《我叫 MT》	已上映	魔兽题材网络动画 IP
	《阴阳师》	前期策划	爆款手游
真人奇幻	《莽荒纪》	前期策划	官方称百度指数超 200 万，读者超过 6000 万
	《查理九世》	——	官方称已出版丛书 25 中，销售 5200 万册
	《暴走漫画之白日梦》	前期策划	官方称已获 20 亿次全网点击
网络电影	《西游记之大圣闹天宫》	前期策划	《西游记之大圣归来》系列作品
	《星游记之风暴法米拉》	已上映	国内首部网络动画大电影
	《昨日青空》	制作中	怀旧、青春、纯爱漫画 IP
	《救命，我变成了一条狗》	前期策划	使徒子的大热网络动画
	《深海》	制作中	田晓鹏科幻题材新作

数据来源：公司公告，三文媒，西南证券整理

背靠动画电影，发力电影衍生品行业。公司 2016 年 8 月披露的《投资者关系记录表》显示，公司与阿里鱼的合作使得公司在电影衍生品销售方面创造了新做法和新销售记录。阿里鱼数据显示，《大鱼海棠》衍生品销售 2 周总额超过 5000 万，超过了电影的制作成本。阿里鱼拿到《大鱼海棠》的线上独家授权后，通过天猫、聚划算、淘宝众筹等阿里系电商平台售卖 100 多款产品。其中百雀羚大鱼海棠衍生品首发两日引发 250 万元的销量，天堂伞 120 万元的销量也超过了之前梵高周边的众筹。珠玉在前，借助变现能力强的动画电影，预计公司后续的动画电影在取得高票房的同时也能收获可观的衍生品收入。

图 45：天堂伞——大鱼海棠周边


数据来源：阿里鱼，西南证券整理

图 46：一叶子面膜——大鱼海棠周边


数据来源：淘宝网，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

假设 1: 电影及衍生品业务: 公司 2017 年下半年至今并未有爆款电影出现, 预计电影及衍生品业务增速与 2017 上半年保持相似水平, 维持小幅增长, 毛利率维持在 50% 左右。

假设 2: 电视剧业务: 2017 上半年公司确认了《嘿, 孩子》、《最好的安排》、《青云志 2》等电视剧的发行收入, 同时加大了对电视剧业务的投入和支持, 完全主控的电视剧《笑傲江湖》预计在四季度呈现, 《谁的青春不迷茫》也正在制作中, 考虑到未来公司的电视剧业务会加大投入, 公司电视剧业务的实力有望大幅增强, 预计公司电视剧业务维持高速发展, 毛利率 44% 左右。

假设 3: 视频直播业务: 公司视频直播业务主要来自齐聚科技, 公司于 2016 年增持了齐聚科技的股份, 公司目前持有浙江齐聚 63.21% 股权成为其控股股东。齐聚科技与腾讯、光线传媒结盟, 成长为了以“腾讯”8 亿用户为基础, “光线”海量传媒娱乐资源为支撑的中国视频直播行业中的佼佼者。凯络洞察数据显示, 中国的娱乐直播产业的市场规模增速在 2017 年之后将出现大幅回落, 增速由 2016 年的 175% 降至 5% 以下, 由于齐聚科技有腾讯和光线传媒的助力, 预计公司视频直播业务的发展将高于行业增速, 毛利率维持在 30% 左右。

假设 4: 游戏及其他业务: 其他业务包括公司的电视剧栏目制作业务, 由于公司近年来收缩了电视栏目的制作, 预计其他业务 (电视剧栏目制作业务) 不再扩大。游戏业务方面, 公司游戏业务主要来自热锋网络, 主要游戏包括《我是火影》、《暴走草帽团》等, 预计游戏业务的增速与前两年保持一致, 毛利率维持 40% 左右。

表 10: 分业务收入及毛利率预测

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
电影	收入	1234.2	1481.1	1703.3	1873.6
	增速	-5.8%	20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	54.6%	50.0%	50.0%	50.0%
电视剧	收入	135.0	269.9	404.9	607.3
	增速	101.8%	100.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	44.5%	44.0%	44.0%	44.0%
视频直播	收入	250.6	551.4	716.8	931.8
	增速		120.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	30.4%	30.0%	30.0%	30.0%
游戏及其他	收入	111.5	111.5	111.5	111.5
	增速		0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	41.2%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	收入	1731.3	2413.9	2936.4	3524.2
	增速	13.7%	39.4%	21.6%	20.0%
	毛利率	49.4%	44.3%	43.9%	43.4%

数据来源: wind, 西南证券

5.2 估值

我们选取 A 股上市公司中主业与电影投资发行、电视剧投资制作等相关的传媒公司进行对比，2017 年/2018 年行业平均估值水平为 30 倍/28 倍。

考虑到 1) 公司电影业务有数十年的投资发行经验，且项目的投资收益率也高于行业平均水平；2) 公司现储备多个优质电影、电视剧项目，其中动画电影有望在 2019-2020 年集中释放。

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.31 元、0.37 元、0.42 元，归母净利润分别为 8.98 亿元、10.78 亿元、12.42 亿元，我们给予公司 20% 的溢价，给予其 2017 年 36 倍估值，对应目标价 11.02 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
300027.SZ	华谊兄弟	9.02	0.34	0.41	0.50	26.77	22.23	18.08
300133.SZ	华策影视	11.43	0.35	0.43	0.52	32.17	32.17	32.17
600977.SH	中国电影	17.68	0.65	0.76	0.89	27.29	27.29	27.29
000802.SZ	北京文化	16.18	0.50	0.56	0.65	32.20	32.20	32.20
	均值					29.61	28.47	27.44

数据来源：wind，西南证券整理

6 风险提示

➤ 中国电影市场规模增速不及预期

尽管目前电影票房复苏迹象明显：2017 年 1-9 月不含服务费票房为 400.6 亿元，同比增长 12.9%，且易观智库预测数据显示，2017 至 2019 年中国电影票房收入规模将保持 23% 以上的增速，但也不能排除中国电影市场规模增速不及预期，从而拖累公司电影及衍生品业务增速下滑的可能。

➤ 动画电影市场发展不及预期

尽管公司在《投资者关系记录表》中披露，未来的目标是动画电影占国内电影总票房的 15%，而光线参与的作品希望占到国产动画电影票房的 70% 以上，但也不能排除动画电影行业占国内电影总票房的比例低于预期、动画电影市场发展不及预期的风险。

➤ 影视作品上线时间不及预期

公司公告显示，公司预计在 2017 年下半年启动或制作中的电影项目超过 30 个，包括韩寒导演的作品《三重门》，强 IP 作品《鬼吹灯之云南虫谷》、《东宫》、《莽荒纪》、《阴阳师》、《阳光姐妹淘》，以及前期票房较高的动漫系列电影《西游记之大圣闹天宫》、《大鱼海棠 2》等。但也不能排除由于其他因素导致影视剧启动、制作及上线的时间不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1731.31	2413.87	2936.41	3524.22	净利润	739.95	928.43	1102.56	1264.08
营业成本	875.20	1344.56	1647.01	1996.06	折旧与摊销	22.55	32.90	32.90	32.90
营业税金及附加	5.59	6.21	8.20	9.58	财务费用	12.52	1.25	1.85	2.24
销售费用	69.32	71.31	97.02	112.34	资产减值损失	99.63	0.00	0.00	0.00
管理费用	151.62	186.87	237.27	280.79	经营营运资本变动	381.04	-567.81	-275.53	-321.91
财务费用	12.52	1.25	1.85	2.24		-508.76	-211.53	-248.21	-249.03
资产减值损失	99.63	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	746.94	183.23	613.56	728.28
投资收益	277.41	200.00	250.00	250.00	资本支出	33.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.03	0.05	0.04	0.03	其他	-1534.09	200.05	250.04	250.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1500.64	200.05	250.04	250.03
营业利润	794.80	1003.72	1195.11	1373.25	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	20.88	19.72	20.28	20.19	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	815.67	1023.44	1215.38	1393.44	股权融资	21.64	0.00	0.00	0.00
所得税	75.72	95.01	112.83	129.35	支付股利	-146.68	-148.18	-179.64	-215.65
净利润	739.95	928.43	1102.56	1264.08	其他	886.62	-845.77	-1.85	-2.24
少数股东损益	-0.96	30.22	24.30	22.46	筹资活动现金流净额	761.58	-993.96	-181.50	-217.89
归属母公司股东净利润	740.91	898.22	1078.26	1241.63	现金流量净额	7.69	-610.67	682.11	760.42
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1520.11	909.44	1591.54	2351.96	成长能力				
应收和预付款项	1202.64	1898.42	2274.02	2705.02	销售收入增长率	13.66%	39.42%	21.65%	20.02%
存货	467.58	742.40	910.27	1105.12	营业利润增长率	83.43%	26.29%	19.07%	14.91%
其他流动资产	82.78	115.10	139.85	167.68	净利润增长率	77.61%	25.47%	18.75%	14.65%
长期股权投资	1685.74	1685.74	1685.74	1685.74	EBITDA 增长率	75.27%	25.06%	18.50%	14.52%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	24.55	-0.17	-24.89	-49.62	毛利率	49.45%	44.30%	43.91%	43.36%
无形资产和开发支出	657.70	656.12	654.55	652.97	三费率	13.48%	10.75%	11.45%	11.22%
其他非流动资产	3508.41	3501.82	3495.22	3488.62	净利率	42.74%	38.46%	37.55%	35.87%
资产总计	9149.51	9508.87	10726.29	12107.50	ROE	10.40%	13.16%	13.82%	14.01%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.09%	9.76%	10.28%	10.44%
应付和预收款项	662.69	985.00	1214.21	1471.63	ROIC	41.03%	47.71%	45.80%	46.26%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	47.93%	43.00%	41.88%	39.96%
其他负债	1369.43	1471.46	1536.75	1612.10	营运能力				
负债合计	2032.12	2456.45	2750.96	3083.74	总资产周转率	0.20	0.26	0.29	0.31
股本	2933.61	2933.61	2933.61	2933.61	固定资产周转率	65.87	198.02	-234.30	-94.59
资本公积	1381.72	1381.72	1381.72	1381.72	应收账款周转率	1.90	2.28	1.99	2.03
留存收益	1874.58	2624.61	3523.22	4549.20	存货周转率	1.99	2.16	1.96	1.95
归属母公司股东权益	7035.12	6939.93	7838.55	8864.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	120.31%	—	—	—
少数股东权益	82.27	112.49	136.79	159.24	资本结构				
股东权益合计	7117.39	7052.42	7975.33	9023.77	资产负债率	22.21%	25.83%	25.65%	25.47%
负债和股东权益合计	9149.51	9508.87	10726.29	12107.50	带息债务/总负债	48.82%	40.39%	36.06%	32.17%
					流动比率	3.84	2.87	3.13	3.33
					速动比率	3.29	2.29	2.55	2.75
					股利支付率	19.80%	16.50%	16.66%	17.37%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	829.87	1037.87	1229.85	1408.38	每股收益	0.25	0.31	0.37	0.42
PE	39.40	32.50	27.07	23.51	每股净资产	2.40	2.37	2.67	3.02
PB	4.15	4.21	3.72	3.29	每股经营现金	0.25	0.06	0.21	0.25
PS	16.86	12.09	9.94	8.28	每股股利	0.05	0.05	0.06	0.07
EV/EBITDA	30.35	24.85	20.42	17.29					
股息率	0.50%	0.51%	0.62%	0.74%					

数据来源: wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

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

重要声明

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

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

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

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn