

光线传媒 (300251)

证券研究报告

2017年11月29日

热锋网络对业绩影响有限，18 年公司将迎项目大年，并通过内生+猫眼确认产业龙头地位

子公司热锋网络前期未达到承诺业绩触及现金补偿，该部分业务体量较小，对整体业绩影响有限。

光线传媒公告热锋网络 14-16 年度未达到承诺业绩触及现金补偿，由于截至 2017 年 11 月 28 日，公司已向热锋网络原股东支付 2.09 亿元的股权转让款，剩余 1.37 亿元转让款尚未支付，各方同意公司未支付的股权转让款与原股东应补偿公司的现金相抵销，公司无需支付剩余的股权转让款。17 年前三季度公司游戏及其他业务实现毛利 1186 万元，仅占公司整体毛利 2.1%，游戏业务对公司整体业绩影响有限。后续热锋网络在坚持自研自发的同时，将积极与各大平台合作推广运营产品，目前自研的 CCG 竞技手游正在严密测试。

光线传媒电影龙头地位不断巩固，18 年将迎来项目大年。

2017 年国内总票房剔除服务费同比增速恢复到 15%以上，《战狼 2》头部项目引领回暖，我们判断在国产片复苏的新周期中，光线传媒基于多年积累的发行优势及资源优势，能够有效享受集中度提升红利，且能够更好平衡项目制带来的波动风险。17 年 12 月公司将陆续上线日本引进动画片《烟花》《不倒侠》等，而 2018 年公司将迎来电影项目大年，影片包括《熊出没》《鬼吹灯》《动物世界》等。

猫眼前期获腾讯 10 亿元注资价值再次验证，加强线上渠道强势壁垒。

光线控股及光线传媒通过控股猫眼微影，获得强势线上渠道，而腾讯前期 10 亿增资新猫眼再次验证猫眼线上流量价值，除投资收益外，光线也有望通过联盟新猫眼及腾讯资源，在内容领域产生更多协同。

内容布局全面开花，动漫项目将在 19 年迎来集中释放。

光线传媒内容领域布局丰富，以新丽（《羞羞的铁拳》出品方）、橙子映像为代表质地优秀，陆续投资近 20 个动漫团队将在 19 年开花结果，彩条屋 11 月已发布 19 年重磅片单——国产动画“神话三部曲”《哪吒之魔童降世》、《姜子牙》和《凤凰》。

投资建议

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 33.5x/26.1x/20.4x。考虑公司通过内生+猫眼持续巩固产业龙头地位，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，综合给予目标市值 400 亿，目标价 13.63 元，维持买入评级。

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	2,240.53	2,873.01	3,571.84
增长率(%)	25.06	13.66	29.41	28.23	24.32
EBITDA(百万元)	468.27	820.89	878.64	1,137.21	1,417.76
净利润(百万元)	402.09	740.91	822.41	1,058.43	1,352.23
增长率(%)	22.09	84.27	11.00	28.70	27.76
EPS(元/股)	0.14	0.25	0.28	0.36	0.46
市盈率(P/E)	68.58	37.22	33.53	26.05	20.39
市净率(P/B)	4.01	3.92	4.07	3.65	3.22
市销率(P/S)	18.10	15.93	12.31	9.60	7.72
EV/EBITDA	87.05	30.06	28.07	21.03	16.66

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	9.40 元
目标价格	13.63 元
上次目标价	13.63 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)	27,575.92
流通 A 股市值(百万元)	25,869.05
每股净资产(元)	2.49
资产负债率(%)	19.08
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

- 《光线传媒-季报点评:单季度经营性业绩平淡但符合预期，新增影视剧及投资收益将为 Q4 提供有效支撑》2017-10-24
- 《光线传媒-公司点评:猫眼微影合并落地，光线系控股，线上壁垒再升级》2017-09-22
- 《光线传媒-公司深度研究:内容为王平台优势凸显，生态共荣巨头雏形已现》2017-09-14

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	1,747.61	1,149.20	2,071.67
应收账款	1,223.07	1,078.29	1,607.75	1,933.64	2,469.15
预付账款	139.01	124.36	469.10	153.94	606.08
存货	387.19	467.58	757.02	752.78	1,092.74
其他	424.11	82.78	197.70	234.84	171.79
流动资产合计	3,685.80	3,273.11	4,779.18	4,224.40	6,411.43
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
非流动资产合计	4,503.41	5,876.40	5,979.41	6,056.67	6,065.53
资产总计	8,189.21	9,149.51	10,758.59	10,281.07	12,476.96
短期借款	0.00	0.00	1,893.15	444.36	839.58
应付账款	813.96	756.21	1,171.53	1,334.64	1,893.08
其他	164.86	95.41	262.79	187.50	193.12
流动负债合计	978.82	851.63	3,327.47	1,966.49	2,925.78
长期借款	0.00	0.00	36.75	0.00	44.31
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
非流动负债合计	239.44	1,180.49	557.01	646.73	826.81
负债合计	1,218.26	2,032.12	3,884.48	2,613.23	3,752.59
少数股东权益	98.96	82.27	99.14	120.85	148.59
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	3,841.36	4,613.39	5,642.17
其他	(1,528.93)	(536.49)	(1,381.72)	(1,381.72)	(1,381.72)
股东权益合计	6,970.95	7,117.39	6,874.11	7,667.84	8,724.37
负债和股东权益总	8,189.21	9,149.51	10,758.59	10,281.07	12,476.96

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	416.61	739.95	822.41	1,058.43	1,352.23
折旧摊销	19.21	22.55	3.77	5.67	7.31
财务费用	29.15	21.39	37.05	49.43	22.17
投资损失	(75.69)	(277.41)	(280.00)	(280.00)	(330.00)
营运资金变动	(895.10)	667.95	(776.37)	45.92	(658.54)
其它	903.57	(427.49)	16.84	21.74	27.73
经营活动现金流	397.75	746.94	(176.29)	901.19	420.90
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)	161.23	136.18	218.80
投资活动现金流	(1,182.37)	(1,500.64)	220.05	199.94	280.02
债权融资	104.55	992.11	2,295.48	931.77	1,498.92
股权融资	3,398.87	(443.62)	(882.28)	(49.43)	(22.17)
其他	(1,787.50)	213.09	(1,229.46)	(2,581.88)	(1,255.21)
筹资活动现金流	1,715.92	761.58	183.74	(1,699.54)	221.54
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	931.29	7.88	227.50	(598.41)	922.46

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
营业收入	1,523.29	1,731.31	2,240.53	2,873.01	3,571.84
营业成本	1,010.18	875.20	1,370.05	1,673.87	2,060.97
营业税金及附加	1.92	5.59	6.72	7.18	8.93
营业费用	13.03	69.32	89.62	114.92	142.87
管理费用	86.98	151.62	179.24	225.53	278.60
财务费用	20.96	12.52	37.05	49.43	22.17
资产减值损失	32.75	99.63	0.00	0.00	0.00
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	280.00	280.00	330.00
其他	(151.66)	(554.75)	(559.95)	(560.06)	(659.98)
营业利润	433.31	794.80	837.81	1,082.10	1,388.28
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
利润总额	454.06	815.67	856.41	1,102.18	1,408.13
所得税	37.45	75.72	17.13	22.04	28.16
净利润	416.61	739.95	839.28	1,080.14	1,379.96
少数股东损益	14.52	(0.96)	16.87	21.71	27.74
归属于母公司净利润	402.09	740.91	822.41	1,058.43	1,352.23
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
成长能力					
营业收入	25.06%	13.66%	29.41%	28.23%	24.32%
营业利润	5.19%	83.43%	5.41%	29.16%	28.29%
归属于母公司净利润	22.09%	84.27%	11.00%	28.70%	27.76%
获利能力					
毛利率	33.68%	49.45%	38.85%	41.74%	42.30%
净利率	26.40%	42.79%	36.71%	36.84%	37.86%
ROE	5.85%	10.53%	12.14%	14.02%	15.77%
ROIC	19.82%	22.85%	27.83%	28.68%	35.52%
偿债能力					
资产负债率	14.88%	22.21%	36.11%	25.42%	30.08%
净负债率	8.00%	-5.60%	-6.98%	-2.07%	6.10%
流动比率	3.77	3.84	1.44	2.15	2.19
速动比率	3.37	3.29	1.21	1.77	1.82
营运能力					
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	3.66	3.81	3.87
总资产周转率	0.23	0.20	0.23	0.27	0.31
每股指标(元)					
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	-0.06	0.31	0.14
每股净资产	2.34	2.40	2.31	2.57	2.92
估值比率					
市盈率	68.58	37.22	33.53	26.05	20.39
市净率	4.01	3.92	4.07	3.65	3.22
EV/EBITDA	87.05	30.06	28.07	21.03	16.66
EV/EBIT	89.73	30.57	28.20	21.14	16.75

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 邮编：100031 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 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com