

光线传媒 (300251)

“内容”+“渠道”双驱动，进击的影视龙头 买入 (首次)

2017年12月26日

证券分析师 张良卫

执业证书编号:

S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 王建会

021-60199793

wangjianhui@dwzq.com.cn

投资要点

■ **股权结构稳定，短期毛利率下滑不改长期逻辑。**光线传媒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，在电影、电视剧、艺人经纪、电商衍生品等多板块协同发力。公司近年业绩实现高速稳定增长，12至16年归属净利润复合增速达到31.22%，扣非归属净利润复合增速18.74%，17年前三季度由于爆款的缺乏，扣非归属净利润同比下降了2.8%，短期毛利率有所下滑。我们认为短期下滑不改长期逻辑，随着未来公司影片数量增多，单个项目的波动对于公司的影响将减少，另外18、19为光线影片大年，预计上映强IP项目《三体》、《鬼吹灯之龙岭迷窟》、《鬼吹灯之云南虫谷》、《三重门》、《莽荒纪》、《阴阳师》等以及动画影片《凤凰》、《哪吒降世》、《姜子牙》、《大鱼海棠2》等有望19、20年集中上映，影片数量与质量均有突破，电影收入毛利率有望回到50%以上水平，业绩得到释放。

■ **内容端：电影发行份额持续提升，剧集带来稳定增量。**从行业层面来看，渠道扩张的边际效应减弱，内容驱动票房增速的效应越来越明显，在旧增长转向新增量，预计整体票房增速为10%-20%，对比海外平均人均观影次数，预计整体票房市场可达千亿以上规模，国产影片票房市场空间为650亿-700亿，从公司层面来看，凭借精准的发行眼光，影片票房份额持续提升，票房营收转化率保持稳定，持续巩固龙头地位，对标海外龙头影视公司，预计至2021年电影发行收入有2倍以上潜在空间，另一方面，大力增加动画电影投入，建立彩条屋品牌，投资优质动漫公司，有望每年贡献3-5个好项目，参与作品票房有望占到国产动画电影票房的70%以上，动画电影IP的打造也有望助力光线打造IP衍生品、实景娱乐一体化模式。在剧集内容方面，随着视频付费C端付费规模的迅速增长，业务有望贡献稳定业绩增量，主控网剧《笑傲江湖》预计Q4确认收入。

■ **渠道端：深度布局渠道端，绑定新猫眼带来三重效益。**从行业层面看，在线票务平台目前保持两强格局比较稳定，且加速横向和纵向的延伸，新猫眼积极布局体育、演出等全娱乐票务平台，并加速切入电影上游发行和下游衍生品、影院商圈广告等，盈利期已初现，估值有望持续提升，预计未来为公司贡献显著投资收益，另外猫眼合并微影、取得微信入口和用户数据有助于公司更高效地定位目标观众、提升线上宣发能力，形成线下推广与线上营销一体化的宣发模式，同时渠道入口也具备打造衍生品商城的能力，光线有望进一步借助渠道布局加速发展衍生品业务。

盈利预测

预计2017-2019年归母净利润为8.42/11.46/14.30亿，EPS为0.29/0.39/0.49元，对应当前股价PE为34/25/20X，考虑到公司电影发行的龙头地位，以及渠道布局带来的业绩弹性和投资的新猫眼、新丽等公司估值有望持续提升，给予公司18年35倍PE，对应目标价位13.65元，给予“买入”评级。

风险提示：电影项目票房不佳的风险；市场竞争激烈和内容审核风险；与新猫眼的协同不达预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	9.88
一年最低/最高价	7.81/11.05
市净率 (倍)	3.97
流通 A 股市值 (百万元)	27190

基础数据

每股净资产 (元)	2.49
资本负债率 (%)	19.08%
总股本 (百万股)	2934
流通 A 股 (百万股)	2752

相关研究

目录

1. 股权结构稳定，短期毛利率下滑不改长期逻辑.....	5
1.1. 股权结构稳定，阿里创投参股.....	5
1.2. 营业收入持续高增长，静待业绩释放.....	5
2. 内容端：电影发行份额持续提升，剧集带来稳定增量.....	8
2.1. 精准投资眼光助力份额持续提升，未来空间显著.....	8
从公司层面来看：投资、发行验证眼光，份额持续提升奠定龙头地位.....	11
2.2. 动画电影先行者，下游变现潜力可期.....	15
2.3. 视频 C 端付费潜力较大，剧集收入贡献稳定业绩.....	19
3. 渠道端：绑定新猫眼带来三重效益，齐聚直播有望实现协同效应.....	22
3.1. 新猫眼估值持续提升，稳定贡献投资收益.....	22
3.2. 引微信流量入口，补强线上发行能力.....	31
3.3. 深度合作促电影 IP 衍生变现，增大业绩弹性.....	32
3.4. 深度布局渠道端，齐聚直播有望实现协同作用.....	33
4. 盈利预测.....	34
5. 风险提示.....	35

图表 1: 股权结构图和下屬公司.....	5
图表 2: 前十大股東(2017 年 3 季度).....	5
图表 3: 公司营业收入.....	6
图表 4: 分业务营业收入(亿元)及增速.....	6
图表 5: 公司毛利率及净利率.....	7
图表 6: 公司各业务毛利率对比.....	7
图表 7: 公司各业务净利润及扣非净利润.....	8
图表 8: 票房增速与银幕数增速对比.....	8
图表 9: 2010-2017 票房最高影片.....	9
图表 10: 2010-17 银幕数量和前五大影片平均票房(2017 年截止目前).....	9
图表 11: 《战狼 2》票房海报.....	9
图表 12: 票房增速整体放缓.....	10
图表 13: 人均观影次数测算(次/人).....	10
图表 14: 中国电影平均票价及增速.....	10
图表 15: 票房市场空间测算(假设人口基数为 13.5 亿).....	11
图表 16: 国产片票房以及占比份额.....	11
图表 17: 公司参与投资或发行的高票房爆款电影.....	12
图表 18: 公司参与投资或发行的低成本优质电影.....	12
图表 19: 公司参与投资、发行的代表性 IP 作品.....	12
图表 20: 公司计划推出的 IP 作品.....	13
图表 21: 公司发行电影票房及在国产品票房中占比.....	13
图表 22: 公司发行影片数量以及发行影片平均票房.....	14
图表 23: 公司电影发行收入以及票房营收转化率.....	14
图表 24: 美国 2016 年六大发行公司.....	14
图表 25: 迪士尼票房转化率.....	15
图表 26: 电影发行收入空间测算(假设国产片票房空间 650 亿).....	15
图表 27: 我国动画电影的占比和国产动画电影占比.....	16
图表 28: 我国动画电影票房榜单.....	16
图表 29: 我国国产动画电影票房榜单.....	16
图表 30: 公司投资的动漫公司.....	17
图表 31: 公司出品的动画电影.....	18
图表 32: 公司正在运作中的动画电影项目.....	18
图表 33: 《大鱼海棠》衍生品众筹.....	19
图表 34: 点击量超过 100 亿的电视剧数量(部).....	19
图表 35: 部分电视剧网络版权价格.....	19
图表 36: 中国网络视频付费市场规模.....	20
图表 37: 中国网络视频付费用户规模.....	20
图表 38: 公司电视剧板块收入及在总营收中占比.....	21
图表 39: 公司参投的热播电视剧与网络剧.....	21
图表 40: 公司电视剧与网络剧储备.....	21
图表 41: 在线电影票市场 AMC 曲线.....	22
图表 42: 17 年 Q2 在线票务市场份额.....	23
图表 43: 猫眼合并前营收盈利情况.....	24
图表 44: 在线票务平台融资情况.....	24

图表 45: 电影票务服务费市场空间测算敏感性分析 (假设基数 13.5 亿, 90%渗透率)	25
图表 46: 电影票务平台横向延伸及布局	25
图表 47: 中国&美国市场电影、演出、体育票房对比 (亿美元)	26
图表 48: 2017 年暑期档互联网宣发厂商片单及票房统计	26
图表 49: 2017 年暑期档老牌影视公司厂商片单及票房统计	27
图表 50: 中美衍生品销售占比对比	27
图表 51: 国内衍生品市场测算 (参考万达院线衍生品份额占比, 假设票房增速 15%)	28
图表 52: 百度糯米智能营销生态战略	28
图表 53: 新猫眼在线票务平台	29
图表 54: 猫眼参与电影项目	29
图表 55: 热门电影周边贩卖	30
图表 56: 猫眼周边商城	30
图表 57: 《你的名字》同款	31
图表 58: 《你的名字》排片	31
图表 59: 新猫眼在线票务平台覆盖人群	31
图表 60: 产业巨头衍生品布局情况	32
图表 61: 猫眼上出售的《大护法》周边产品	33
图表 62: 娱票儿 APP 中的电影周边商城	33
图表 63: 直播业务收入	34
图表 64: 齐齐直播与 QQ 对接	34
图表 65: 行业估值表	35

1. 股权结构稳定，短期毛利率下滑不改长期逻辑

1.1. 股权结构稳定，阿里创投参股

光线传媒成立于 1998 年，经过近 20 年的发展，目前业务已覆盖电影、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，成为国内覆盖内容领域全面、产业链纵向延伸完整，以内容为核心、以影视为驱动，在横向的内容覆盖及纵向的产业链延伸两个维度同时布局的综合内容集团。

光线传媒股权结构稳定，阿里创投为第二大股东，公司控股股东为光线控股，前十名股东中董事长兼总经理王长田以 95% 的比例控股光线投资，是光线传媒实际控制人，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，管理权稳定，公司第二大股东阿里创投持有公司 8.78% 的股份，具有阿里系背景。

图表 1：股权结构图和下属公司



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：前十大股东(2017 年 3 季度)

股东名称	持股比例	持股数量
上海光线投资控股有限公司	44.06%	1,292,661,896
杭州阿里创业投资有限公司	8.78%	257,638,314
北京三快科技有限公司	6.00%	176,016,506
杜英莲	3.87%	113,545,832
李晓萍	3.79%	111,143,432
李德来	3.23%	94,621,524
王洪田	1.37%	40,053,488
王罕	1.15%	33,633,600
全国社保基金一零九组合	0.45%	13,192,468
全国社保基金四零一组合	0.41%	12,000,000

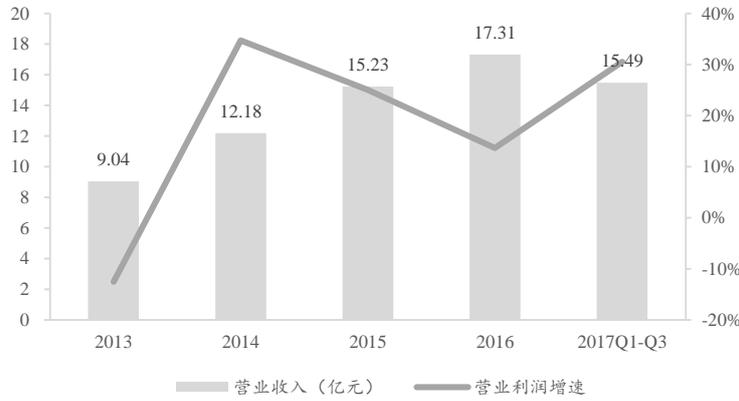
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 营业收入持续高增长，静待业绩释放

作为进击的影视巨头，公司营业收入持续保持高增长。光线传媒 2013 至 2016 年营业收入

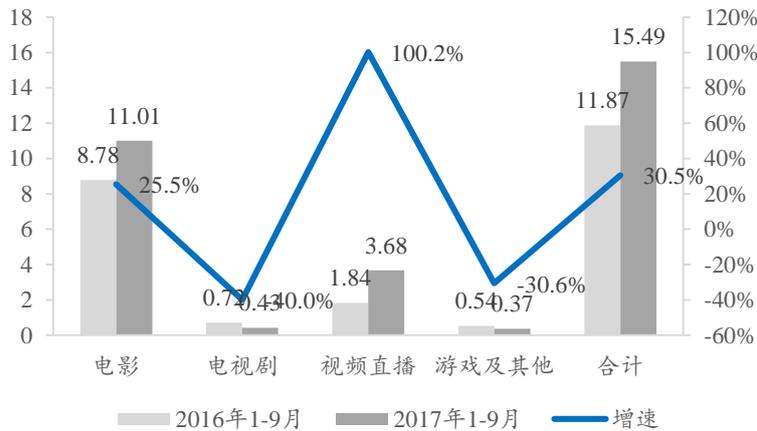
入的复合增速达到 24.18%，17 年前三季度公司主营业务收入年初至报告期末较上年同期增加 30.52%，一方面公司的电影业务收入增速为 25.5%，高于本年前三季度整体票房增速 13.05%，公司在电影市场的份额持续提升；另一方面，入股齐聚科技后公司直播业务成为第二大业务，直播业务收入增速在 100% 以上，规模提升显著。

图表 3: 公司营业收入



资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 4: 分业务营业收入 (亿元) 及增速

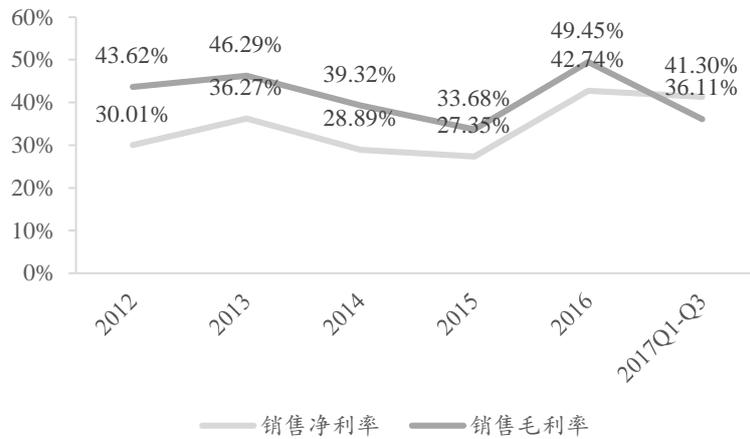


资料来源: wind, 东吴证券研究所

电影业务毛利率短期下滑，静待长期业绩释放。 依托于电影和电视剧业务的盈利能力，16 年整体毛利率达到 49.45%，同比提升近 16 个百分点，净利润率达到 42.74%，同比提升 15 个百分点；17 年前三季度，公司电影成本增加以及更多视频直播成本并入使得营业成本同比增加 76.48%，毛利率下降至 36.11%，较 16 年下降了 13.34 个百分点。17 年为公司影视小年，暑期档高成本大 IP 电影《三生三世，十里桃花》等项目票房表现一般，导致前三季度毛利率下滑明显，另外四季度受审批收紧影响，整体来看影片数量较少，且主要业绩贡献影片《缝纫机乐队》国庆档表现略低市场预期，预计 17 年全年毛利率将有短期的下滑，我们认为随着未来公司影片数量增多，单个项目的波动对于公司的影响将减少，另外 18、19 为光线影片大年，预计上映强 IP 项目《三体》、《鬼吹灯之龙岭迷窟》、《鬼吹灯之云南虫谷》、《三重门》、《莽荒纪》、《阴阳师》等，另外动画影片《凤凰》、《哪吒降世》、《姜子牙》、《大鱼海棠 2》等有望 19、20 年集中上映，影片数量与质量均有突破，电影收入毛利率有望回到 50% 以上水平，业绩有

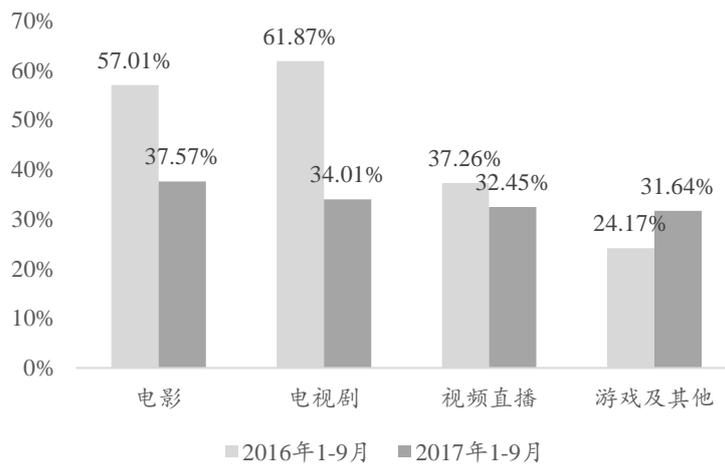
望得到释放。

图表 5: 公司毛利率及净利率



资料来源: wind, 东吴证券研究所

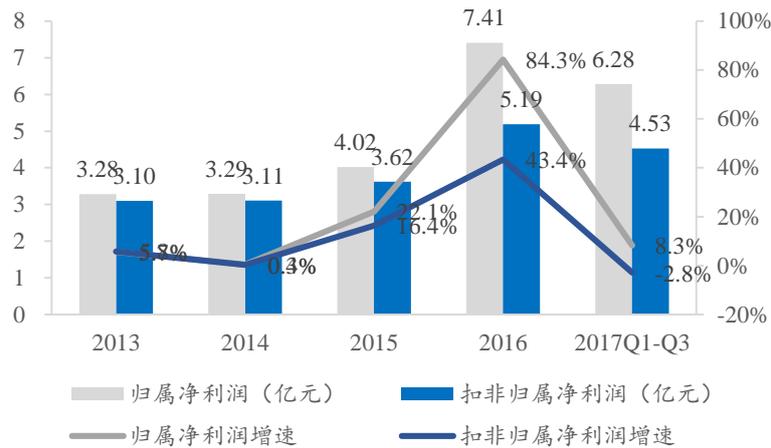
图表 6: 公司各业务毛利率对比



资料来源: wind, 东吴证券研究所

公司 12 至 16 年归属净利润复合增速达到 31.22%，扣非归属净利润复合增速 18.74%，实现高速稳定增长；17 年前三季度归属净利润同比增长 8.3%，扣非归属净利润同比下降了 2.8%，主要由于电影业务板块高成本强 IP 电影票房略低市场预期，公司增资猫眼带来的 1.27 亿投资收益拉高了整体利润。我们认为一方面公司电影份额占比持续提升，18、19 为公司电影大年，主营业务贡献利润有望超市场预期；另一方面新猫眼已经步入盈利期，未来基于巨量流量，有望实现多重变现，贡献稳定的投资收益。

图表 7: 公司各业务净利润及扣非净利润



资料来源: wind, 东吴证券研究所

2. 内容端: 电影发行份额持续提升, 剧集带来稳定增量

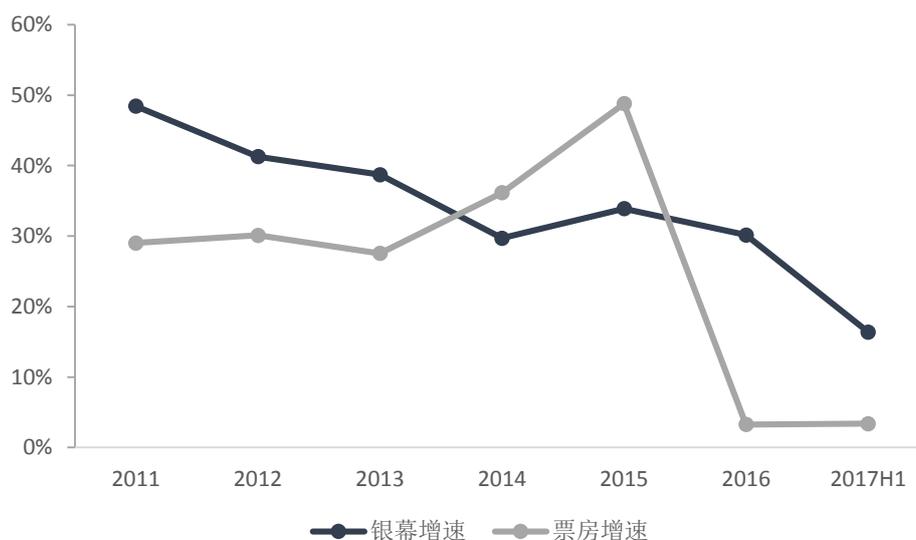
2.1. 精准投资眼光助力份额持续提升, 未来空间显著

从行业层面来看, 对于电影票房未来发展和空间我们有如下四大结论:

渠道下沉驱动票房增速边际减弱

从数据上来看, 我国的银幕数量仍保持较快增长, 我国票房增速已明显放缓, 增速从 15 年达到高峰后下降明显, 一方面由于 15 年在线平台竞争激烈, 大量票补, 另一方面 16 年整体缺乏优质头部影片, 对比中可以明显看出渠道扩张带来的效应已然不明显, 边际效用减弱, 未来主要增量在于三、四线城市以及小镇青年观影习惯的形成。

图表 8: 票房增速与银幕数增速对比



资料来源: wind, 东吴证券研究所

渠道扩张下持续打破单片票房天花板, 优质内容已成主要驱动力

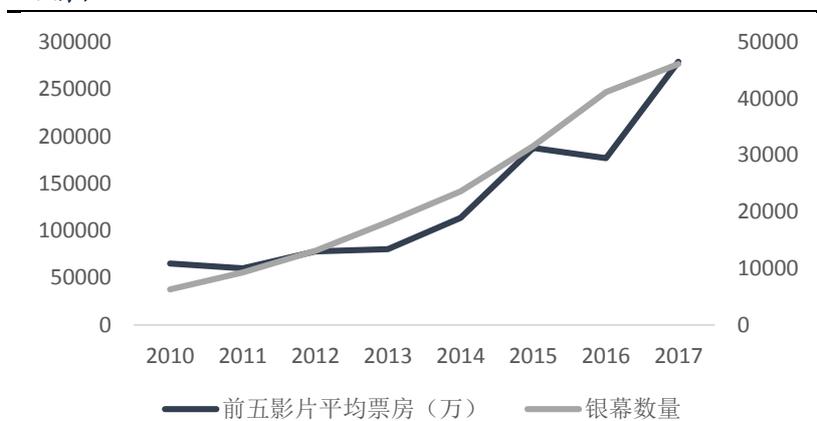
通过对 2010-17 年票房最高影片和前五大票房电影的平均票房的统计，对比银幕数量的扩张速度，我们发现头部影片基本保持同步的增长，优质头部电影即使在整体票房增速放缓的同时，仍然保持高增速（16 年除外，16 年整体缺乏优质大片且 15 年由于《速 7》主演去世带来情绪面影响导致 15 年环比增速高达 65%），其中票房最高影片 2015 年《捉妖记》、2016 年《美人鱼》、2017 年《战狼 2》分别以 24.40 亿、33.92 亿、56.79 亿持续打破票房纪录，我们认为头部影片收益于渠道扩张以及消费升级影响，单片天花板持续被打破，持续验证“内容为王”这一逻辑，优质爆款影片蕴含巨大潜力，预计未来头部影片票房仍将超行业平均增速。

图表 9：2010-2017 票房最高影片

影片名	类型	内地票房（亿）	年份
阿凡达	科幻/动作	13.4	2010
变形金刚 3	科幻	10.7	2011
人在囧途之泰囧	喜剧	10.0	2012
西游降魔篇	奇幻	12.5	2013
变形金刚 4：绝迹重生	科幻	19.8	2014
捉妖记	奇幻	24.4	2015
美人鱼	喜剧	33.9	2016
战狼 2	动作	56.8	2017

资料来源：猫眼专业版 APP，豆瓣，东吴证券研究所

图表 10：2010-17 银幕数量和前五大影片平均票房（2017 年截止目前）



资料来源：猫眼数据专业版，东吴证券研究所

图表 11：《战狼 2》票房海报

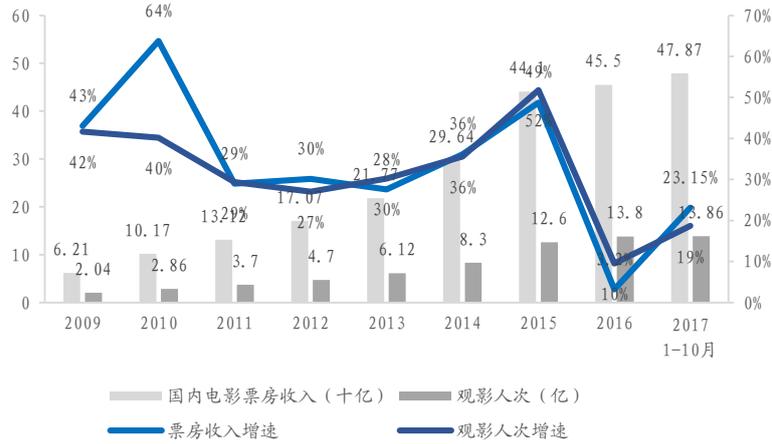


资料来源：百度图片，东吴证券研究所

“内容为王”下整体票房增速放缓是趋势，对标海外空间可达千亿规模

“内容为王”下，整体增速放缓是趋势，内容的打磨以及从编剧到人员梯队的培养，都需要较长的时间，我们在《从旧增量走向新增量，在确定性中寻找弹性!》深度报告中已经深度解析了这一方面，我们认为票房市场正处于从旧增量向新增量过渡的阶段，短期内票房增速将趋缓，保持 10%-20% 增速，并且预计 2017 年整体票房将达到 525 亿左右，增速在 15% 左右。

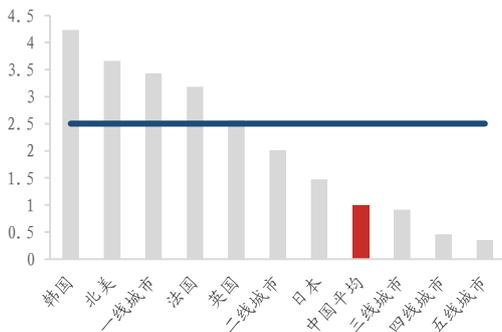
图表 12: 票房增速整体放缓



资料来源：猫眼专业版 APP，艺恩数据，东吴证券研究所

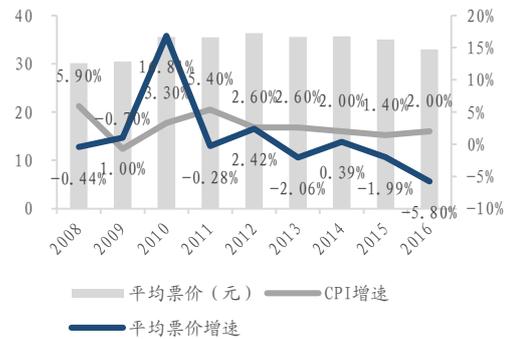
对标海外，由于我国庞大的人口基数，票房仍存在显著空间。我国观影的频次上存在显著的地区和年龄差异，随着低线城市和新生代对观影的促进，人均观影次数尚存在提升的空间，参考韩国、北美、法国、英国和日本人均观影频次的均值，随着观影习惯的养成，我们假设观影人次复合增长率在 15%-20%，我国平均观影人次在 2021 年左右可达到约 2.5 次；同时考虑到 IMAX、巨幕和 VIP 观影对票价的提升、优质内容对支付意愿的驱动，将部分抵消渠道下沉对于票价下降的影响，预计平均票价将维持在 33 元左右。因此，根据我们的敏感性分析，乐观估计我国人均观影频次可达 2.8 次，平均票价增长至 35 元，市场规模可达 1323 亿；中性估计我国人均观影人次在 2.5 次的水平，平均票价约 33 元，市场规模在 1114 亿左右；悲观估计我国人均观影次数达到 2.2 次水平，平均票价维持在 16 年的水平，则市场规模可达 921 亿，整体票房仍有一倍左右的增长空间。

图表 13: 人均观影次数测算 (次/人)



资料来源：艺恩，东吴证券研究所

图表 14: 中国电影平均票价及增速



资料来源：NATO，东吴证券研究所

图表 15: 票房市场空间测算 (假设人口基数为 13.5 亿)

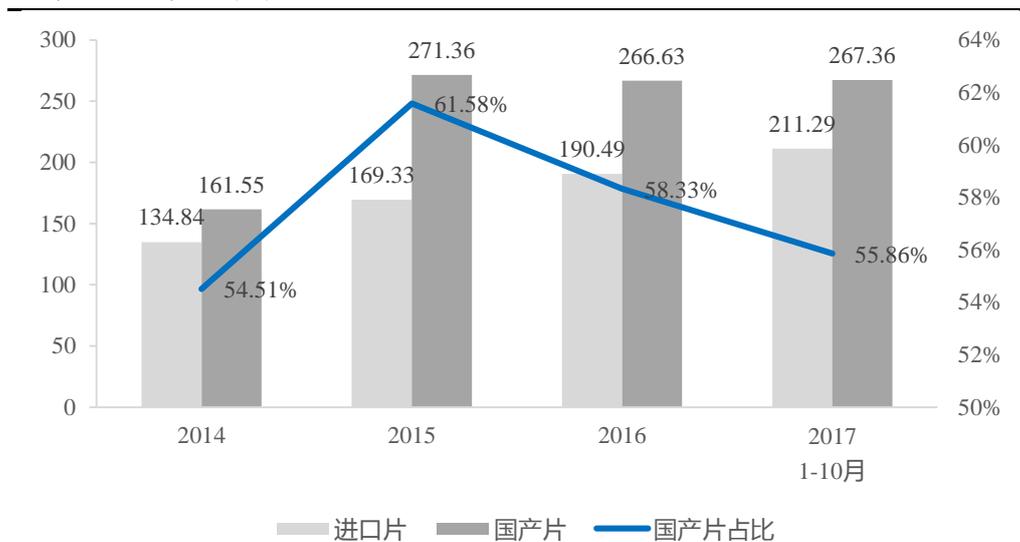
人均观影频次 \ 平均票价	31	33	35
2.2	921 亿	980 亿	1040 亿
2.5	1046 亿	1113 亿	1181 亿
2.8	1172 亿	1247 亿	1323 亿

资料来源: 东吴证券研究所测算

国产片占比份额保持稳定, 政策保护下未来份额占比有望超过 60%

整体来看, 国产片占比份额保持稳定, 2014 年-2017 年 10 月占比分别达到 55%、62%、58%、56%, 考虑到 12 月将有《芳华》、《妖猫传》等国产大片上映, 预计国产片份额将有所回升, 整体看来, 国产片票房整体份额保持稳定, 我们认为海外片未来 3-5 年不会完全放开, 分账片配额重谈可能会增加部分分账片数量, 随着我国电影制作能力的提升, 在政策的保护下, 预计未来份额占比有望超过 60%, 根据对于整体票房空间预测, 中性预计国产片票房空间规模在 650 亿-700 亿之间。

图表 16: 国产片票房 (亿元) 以及占比份额



资料来源: WIND, 东吴证券研究所

从公司层面来看: 投资、发行验证眼光, 份额持续提升奠定龙头地位

准确把握市场喜好, 投资、发行眼光持续得到验证。公司能够准确把握市场喜好, 参投多部爆款影片, 高票房收入推动其市场份额不断提升, 占据行业龙头地位。公司自 2012 年开始加大对电影板块的投资, 《人在囧途: 泰囧》以 12.67 亿票房位居当年票房榜首, 为光线传媒电影业务打下坚实基础; 此后公司尝试参投大制作、高热度电影, 2015 年《寻龙诀》与 2016 年《美人鱼》都是成本超过 2 亿的大制作电影, 最终实现 16.78 亿与 33.92 亿的票房收入, 《美

人鱼》更是打破华语影片票房多项记录。

精选低成本优质电影，稳定表现维持高收益率。公司依靠长期累积的经验，在选择电影项目时不仅仅局限于大制作电影，还频频参投低成本的优质青春、爱情、悬疑类电影，平衡性布局使其毛利率高于行业平均水平。例如 2016 年上映的《从你的全世界路过》、《谁的青春不迷茫》两部影片，以及 2017 年的《嫌疑人 X 的献身》，票房收入虽然都没有非常突出，但在制作成本不超 1 个亿的前提下，稳定的市场表现还是带来了高水平的票房收益率，分别达到 170%、46%、165%。

图表 17: 公司参与投资或发行的高票房爆款电影

上映时间	电影	票房表现	当年票房排名	合作方式
2012/12/12	人之同途之泰囧	12.67 亿	1	联合出品/联合发行
2015/9/25	港囧	16.14 亿	3	出品/发行
2015/12/18	寻龙诀	16.78 亿	7	联合出品/发行
2016/2/8	美人鱼	33.92 亿	1	出品/发行

资料来源：猫眼专业版 App，东吴证券研究所

图表 18: 公司参与投资或发行的低成本优质电影

上映时间	电影	制作成本	票房表现	票房收益率	合作方式
2013/4/26	致我们终将逝去的青春	6000 万	7.19 亿	295.45%	联合出品/发行
2016/4/22	谁的青春不迷茫	4000 万	1.8 亿	46.00%	出品/发行
2016/7/8	大鱼海棠	6500 万	5.65 亿	187.00%	出品/发行
2016/9/29	从你的全世界路过	1 亿	8.13 亿	170.00%	出品/发行
2017/3/31	嫌疑人 X 的献身	5000 万	4.02 亿	165.32%	出品/发行

资料来源：猫眼专业版 App，豆瓣，东吴证券研究所

精品 IP 资源丰富，未来竞争优势明显。光线传媒擅长深度挖掘 IP、开发 IP 资源，《致终将逝去的青春》、《从你的全世界路过》等电影都是由文学作品翻拍而成，公司计划启动或投资的影视项目中包含了众多知名 IP，其中一部分是成熟 IP 的系列化开发，如《大鱼海棠 2》、《三生三世，十里桃花》，电视剧《左耳》等；另一部分则是全新开发的多类型 IP 作品，包括《沙漏》、《查理九世》、《我欲封天》等。

图表 19: 公司参与投资、发行的代表性 IP 作品

电影	时间	原著	豆瓣评分
《致我们终将逝去的青春》	2013	辛夷坞同名小说	6.6
《匆匆那年》	2014	九夜茴同名小说	5.3
《左耳》	2015	饶雪漫同名小说	5.4
《从你的全世界路过》	2016	张嘉佳同名小说	5.3
《嫌疑人 X 的献身》	2017	东野圭吾同名小说	6.4
《三生三世，十里桃花》	2017	唐七公子同名小说	4

资料来源：豆瓣，百度百科，东吴证券研究所

图表 20: 公司计划推出的 IP 作品

电影	主要演职员
《鬼吹灯之龙岭迷窟》	导演非行
《三体》	主演冯绍峰、张静初
《三重门》	导演韩寒
《少林寺》	待定
《查理九世》	导演王竞
《西游记之大圣系列》	导演田晓鹏
《大鱼海棠 2》	导演梁旋、张春

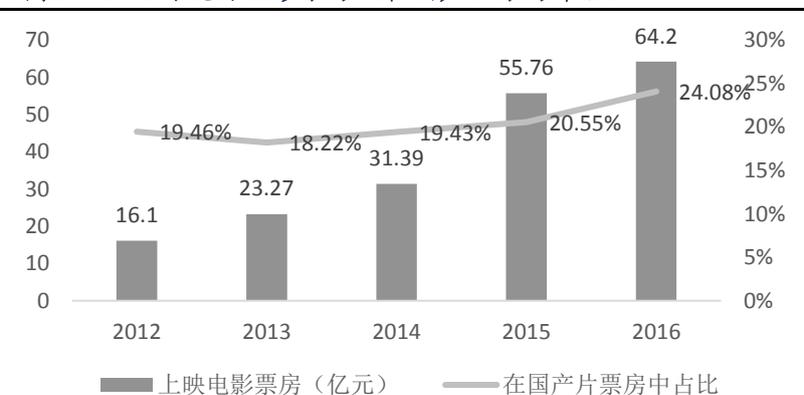
资料来源: 公司公告, 百度百科, 东吴证券研究所

对于电影发行收入的具体测算:

票房份额占比持续提升, 营收票房转化率保持稳中有升, 电影发行收入未来仍有 2 倍以上空间。

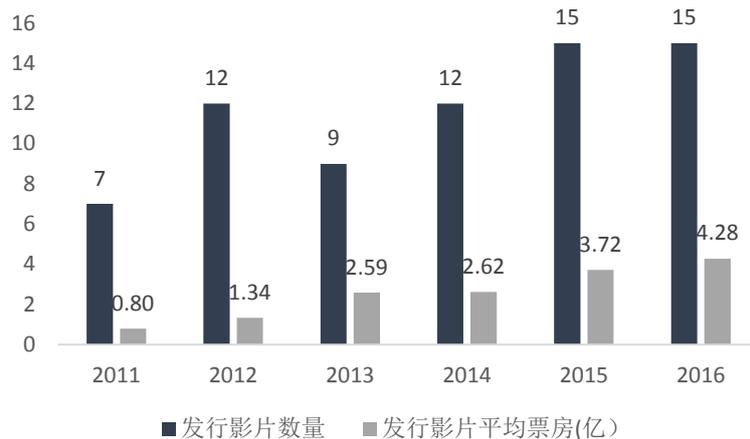
从公司发行电影票房以及在国产片票房中占比来看, 从 13 年到 16 年一直处于上升态势, 份额持续提升, 其中 2012 年-2013 年份额稍有下滑主要是由于 2012 年光线主控年度票房冠军《人在囧途之泰囧》带来票房超预期, 16 年票房份额提升较快主要由于该年度发行票房包括了海外影片《你的名字》, 扣除《你的名字》5.7 亿票房, 占比为 21.94%, 仍处上升通道, 从影片数量来看和发行影片平均票房均处上升态势, 其中 15、16 年均达到 15 部, 发行影片平均票房目前达到 4.28 亿, 我们预计未来公司发行票房和发行份额将持续得到提升, 发行影片将保持在 20 部左右的数量, 发行影片平均票房也将得到持续提升。

图表 21: 公司发行电影票房及在国产片票房中占比



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

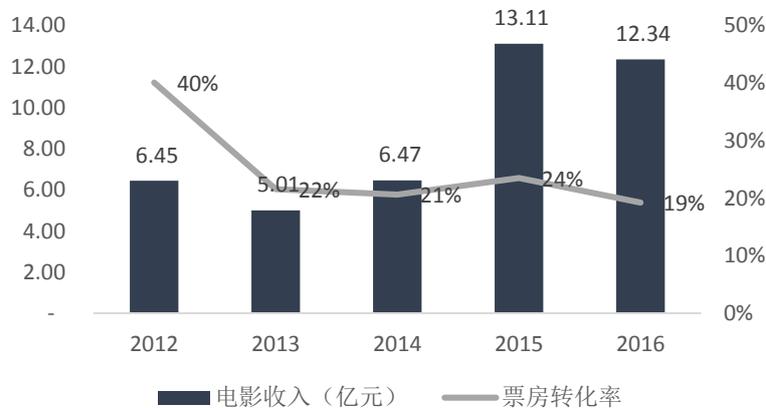
图表 22: 公司发行影片数量以及发行影片平均票房



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

从票房营收转化率来看, 从 2013 年到 2016 年基本上保持在 19%-24% 之间, 其中 12 年 40% 的转化率是因为 12 年为光线大年, 其中主投《人在囧途之泰囧》为当年票房冠军, 16 年票房转化率下降较快是由于非主控爆款《美人鱼》在公司发行影片票房中占比过高, 我们认为随着公司发行数量的增加, 单个影片产生的波动边际影响将大幅减少, 另外一方面基于公司在项目储备、制片人、支撑部门三个方面都逐渐成熟和 IP 电影的打造以及动画电影的率先布局, 预计未来公司会增加主控比例, 票房转化率有进一步增加的趋势。

图表 23: 公司电影发行收入以及票房营收转化率



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

对标海外龙头以及结合中国电影市场的特点, 我们对于公司的电影发行收入进行了进一步份额测算, 预计至 2021 年电影发行收入有 2 倍以上潜在空间空间。

图表 24: 美国 2016 年六大发行公司

公司	市场份额	北美票房 (亿美元)	发行影片数量
索尼	8.0%	9.11	27
福克斯	12.9%	14.68	22
迪士尼	26.3%	30.01	16
华纳	16.7%	19.02	35
派拉蒙	7.7%	8.77	18
环球	12.4%	14.62	20

资料来源：豆瓣，百度百科，东吴证券研究所

图表 25: 迪士尼票房转化率

公司	全球票房 (亿美元)	电影发行 (亿美元)	票房营业收入转化率
2015	58.44	23.21	39.7%
2016	76.05	36.72	48.3%

资料来源：豆瓣，百度百科，东吴证券研究所

对标海外以及结合中国电影票房市场的院线、发行的分成比例，以及行业集中的趋势及公司自身的发展状况，假设公司未来市场份额在 30% 左右，票房营业收入转化率在 25% 左右，结合上一章对于国产片的预估，对于公司未来营业收入的市场空间敏感性分析：

图表 26: 电影发行收入空间测算 (假设国产片票房空间 650 亿)

市场份额 票房营收转化率	28%	30%	32%
23%	41.9 亿	44.9 亿	47.8 亿
25%	45.5 亿	48.8 亿	52.0 亿
27%	49.1 亿	52.7 亿	56.2 亿

资料来源：东吴证券研究所测算

我们预计公司电影发行收入空间 45 亿-50 亿之间，贡献 25 亿左右的毛利，考虑到我们预计公司电影发行收入复合增长率在 30% 左右，到 2021 年预计公司电影发行收入将达到目标区间，超过目前电影发行收入两倍以上。

2.2. 动画电影先行者，下游变现潜力可期

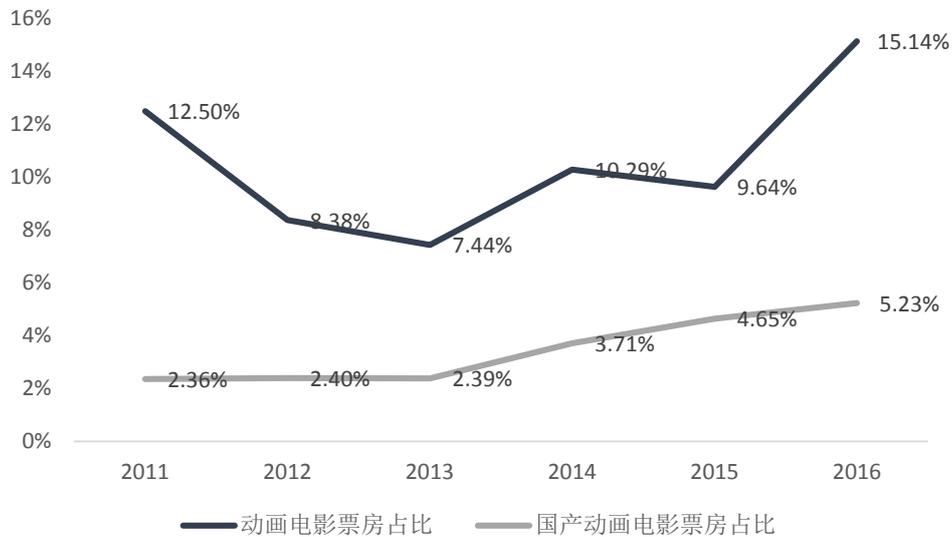
从行业层面上来看：

观影主力迁移，动画电影发力

近年来动画电影发力显著，票房榜单持续刷新，17 年分别有两部电影进入我国动画电影票房和国产电影票房榜单。一方面，由于人口的迭代，观影人群的年龄结构整体年轻化，且儿童成为家庭的核心，针对儿童的动画电影能够取得显著增长，例如《熊出没》系列、《喜羊羊与灰太狼》系列；另一方面，针对成人的动画电影也取得了市场的认可，动画电影具有与真人电影不同的艺术内涵和美术风格，例如 2016 年上映的《疯狂动物城》票房收入高达 15.3 亿，是当年票房收入第二高的电影，也创造了我国动画电影票房的最高记录。

在动画电影的发力过程中，不仅海外动画大片获益，我国国产动画电影票房榜单同样实现了频繁刷新，如《西游记之大圣归来》、《大鱼海棠》票房记录分别为 9.56 亿与 5.66 亿，其中《西游记之大圣归来》保持着国产动画电影的最高票房记录，同时也位于我国动画电影票房榜的第四位。

图表 27: 我国动画电影的占比和国产动画电影占比



资料来源: 猫眼专业版 APP, 豆瓣, 东吴证券研究所

图表 28: 我国动画电影票房榜单

排名	片名	内地票房 (亿)	年份
1	《疯狂动物城》	15.3	2016
2	《神偷奶爸 3》	10.38	2017
3	《功夫熊猫 3》	10.02	2016
4	《西游记之大圣归来》	9.56	2015
5	《功夫熊猫 2》	6.11	2011
6	《你的名字。》	5.75	2016
7	《大鱼海棠》	5.66	2016
8	《哆啦 A 梦: 伴我同行》	5.3	2015
9	《超能陆战队》	5.24	2015
10	《熊出没·奇幻空间》	5.22	2017

资料来源: 猫眼专业版 APP, 豆瓣, 东吴证券研究所

图表 29: 我国国产动画电影票房榜单

排名	片名	内地票房 (亿)	年份	发行公司	制作公司	导演
1	《西游记之大圣归来》	9.56	2015	聚合影联/横店影视	高路动画/十月文化/天空之城	田晓鹏
2	《大鱼海棠》	5.66	2016	光线影业	彼岸天/彩条屋	梁旋/张春
3	《熊出没·奇幻空间》	5.22	2017	乐视/珠江影业	深圳华强/优扬传媒/娱跃影业	丁亮/林永长
4	《爵迹》	3.83	2016	乐视/五洲电影	原力动画/和力辰光/最世文化	郭敬明

5	《熊出没之雪岭雄风》	2.96	2015	乐视/珠江影业/卡通先生	深圳华强/优扬传媒	丁亮
6	《熊出没之熊心归来》	2.88	2016	乐视/珠江影业	深圳华强/优扬传媒	丁亮/林永长
7	《熊出没之夺宝熊兵》	2.47	2014	乐视/珠江影业	深圳华强/卡通先生	丁亮
8	《喜羊羊与灰太狼之开心闯龙年》	1.66	2012	上海东方	原创动力	简耀宗
9	《喜羊羊与灰太狼之兔年顶呱呱》	1.5	2011	上海东方	原创动力	钟志恒
10	《十万个冷笑话2》	1.34	2017	五洲电影/万达影视	上海炫动/奥飞影业/腾讯影业	卢恒宇/李姝洁

资料来源：豆瓣，东吴证券研究所

从公司层面上来看：

大范围投资动漫公司，率先布局国内动画电影市场，未来有望占据动画影片市场份额70%以上。光线传媒2015年成立彩条屋影业，投资了60多家动画市场上有价值的公司，包括制作《西游记之大圣归来》的十月文化、制作《大鱼海棠》的彼岸天文化等，在目前缺乏有力竞争者的形势下，借助彩条屋品牌抢占国内动画市场，储备充足的动漫类IP，也为其在动画电影板块占据重要市场打下基础。2019年动画电影有望占国内电影总票房的10%-15%，而光线每年有望贡献3-5个好项目，参与的作品有望占到国产动画电影票房的70%以上。

图表 30：公司投资的动漫公司

动漫公司	持股比例	代表作品
光印影业	60%	《查理九世》
魔法动画	40%	《凤凰》
全擎娱乐	35%	《星游记》
彼岸天	30%	《大鱼海棠》
可可豆动画	30%	《哪吒降世》
中传和道	30%	《姜子牙》
漫言星空	30%	《星海镖师》
凝羽动画	30%	《茶啊二中》
好传文化	30%	《大护法》
青空绘彩	25.04%	《昨日青空》
十月文化	20%	《西游记之大圣归来》
易动传媒	18.67%	《美食大冒险》
玄机科技	3.96%	《秦时明月》

资料来源：公司公告，百度百科，东吴证券研究所

独到眼光与强力宣发为基，动画电影口碑收入双升。公司于2009年开始陆续出品动画电影，近年来风格逐步多元化，在票房收入增加的同时，收获的口碑也在不断上升。2016年投资发行《大鱼海棠》获得5.66亿票房，位列国产动画电影票房榜第3，动画电影票房榜第7，豆瓣评分6.6分；引进批片《你的名字。》最终收获5.75亿票房，位列动画电影票房榜第6。

2017 年，出品国内首部网络动画大电影《星游记之风暴法米拉》，成为爱奇艺 8 月网络大电影票房冠军；推出豆瓣评分分别高达 7.8 的低成本高回报动画《大护法》。2017 年 11 月，公司发布定档 2019 年的原创神话三部曲《凤凰》、《姜子牙》、《哪吒》，并且有《大鱼海棠 2》等在内的多部高质量网络电影项目还处于运作阶段，业绩贡献和竞争优势将在 2019 年至 2020 年集中爆发。

图表 31: 公司出品的动画电影

动画电影	票房	豆瓣评分	上映年份
《神兵小将》	664.2 万	7.4	2009
《赛尔号大电影 3 之战神联盟》	7635 万	4.5	2013
《铠甲勇士之雅塔莱斯》	4439.9 万	5	2014
《秦时明月之龙腾万里》	5971.6 万	6.7	2014
《洛克王国 4: 出发! 巨人谷》	7698.5 万	4.7	2015
《赛尔号大电影 5: 雷神崛起》	5662 万	3.8	2015
《果宝特工之水果大逃亡》	843.6 万	6.1	2016
《我叫 MT 之山口山战记》	1215.4 万	4.8	2016
《大鱼海棠》	5.65 亿	6.6	2016
《精灵王座》	2511.2 万	7.5	2016
《大护法》	8760.2 万	7.8	2017
《星游记之风暴法米拉》	8 月份爱奇艺网络大电影排行第一, 当月点击量 3863 万次	7.6	2017

资料来源: 猫眼专业版 APP, 豆瓣, 娱影智库, 东吴证券研究所

图表 32: 公司正在运作中的动画电影项目



资料来源: 百度百科, 东吴证券研究所

动画业务推进衍生品与实景娱乐产业，迪斯尼模式可期。动画电影具有容易系列化、IP 效应显著、衍生品变现能力强等优势，光线加大对动画电影的投入后，业绩弹性可期。一方面，与真人电影相比，动漫形象相关周边、衍生品更受欢迎，能够形成品牌，优势显著；另一

方面，实景娱乐也主要依靠动漫、科幻形象，需要充足的 IP 储备。光线动画战略的大力推进有望为迪斯尼模式奠定基础。以标志性项目《大鱼海棠》的成功商业化经验为例，其上映之前联合淘宝众筹上线了超 20 件官方授权衍生品，包括各类手办、雨伞、帆布鞋、各式首饰、手机壳、VR 眼镜等，其中仅帆布鞋 5 天内众筹金额已超 22 万元，整个项目招商涉及了 12 个品类 32 个天猫一线品牌，销售总额达数千万。

图表 33: 《大鱼海棠》衍生品众筹

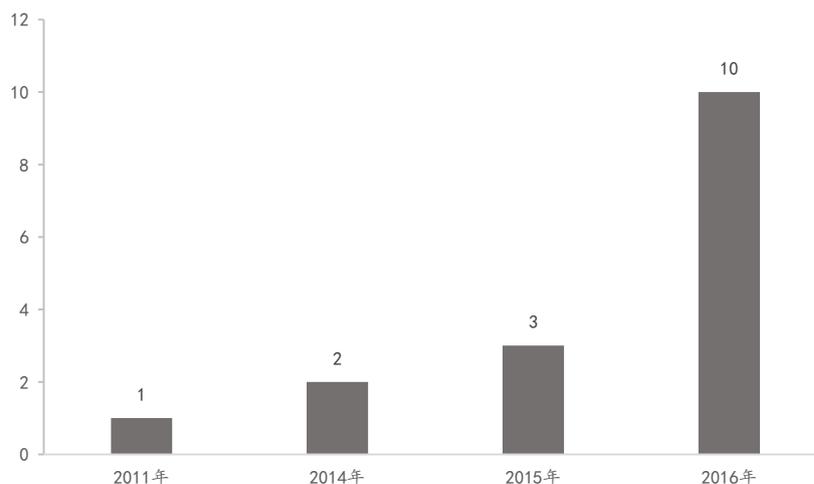


资料来源：亿邦动力，东吴证券研究所

2.3. 视频 C 端付费潜力巨大，剧集收入贡献稳定业绩

视频平台新渠道崛起，推高电视剧版权价格。视频付费和网络渠道的打通使得电视剧和网剧的界限逐步模糊，网台联动成为常见模式，网络渠道的点击量屡创新高，2016 年点击量超过 100 亿的电视剧有 10 部，《青云志》播放量达到了 259 亿，2017 年《三生三世十里桃花》点击量超过惊人的 300 亿。网络平台对电视剧独播权的抢购也推高了电视剧的价格，2015 年《武媚娘传奇》单集网络版权价格为 200 万，2017 年大剧《琅琊榜 2》的单集网络价格为 800 万，2012 年大热的《甄嬛传》网络版权价格仅为 30 万/集，而《甄嬛传》原著作者流潋紫新创作的《如懿传》网络独家版权价格被腾讯视频以 900 万/集拿下，同时东方和江苏两家卫视分别出价 300 万/集，单集版权价格已达到 1500 万元一集。

图表 34: 点击量超过 100 亿的电视剧数量 (部)



资料来源：Vlinkage，东吴证券研究所

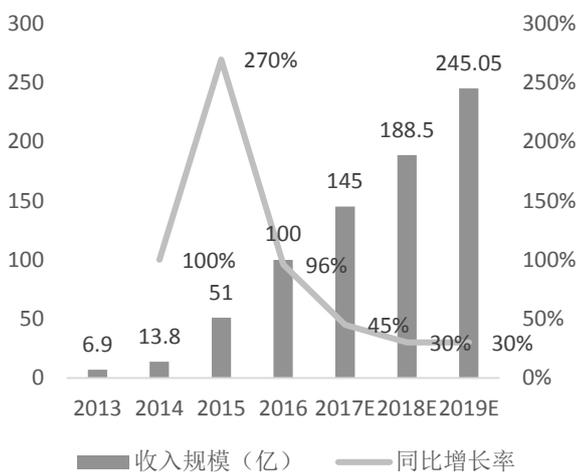
图表 35: 部分电视剧网络版权价格

时间	电视剧	网络版权价格(万/集)
2017	《如懿传》	900
2017	《琅琊榜 2》	800
2015	《武媚娘传奇》	200
2013	《新编辑部的故事》	120
2012	《甄嬛传》	30
2011	《步步惊心》	70+
2011	《宫锁珠帘》	185
2010	《我的青春谁做主》	2
2010	《宫》	35
2009	《美人心计》	1
2007	《金婚》	0.3
2006	《武林外传》	0.125
2006	《士兵突击》	0.3

资料来源：律茶娱乐法，东吴证券研究所

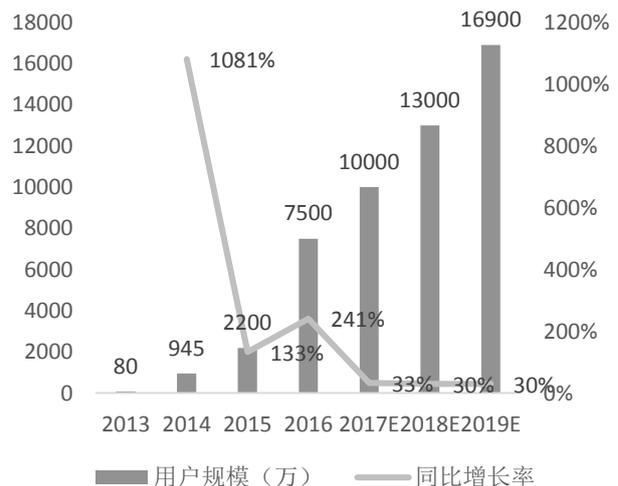
视频 C 端付费习惯形成，电视剧市场空间提升仍有潜力。随着视频平台作为电视剧新渠道崛起，视频付费习惯逐步形成，用户付费成为在线视频市场的重要变现方式，根据艾瑞统计，2016 年底付费用户数约 7500 万人，2016 年视频付费规模达到 100 亿元。我们预计 2017 年，付费用户超 1 亿，人均 1.5 个账户，在 ARPU 小幅增长的情况下，市场规模约 145 亿，未来两年预测增速在 30% 左右，19 年付费用户规模达到 1.69 亿，ARPU 不变的假设下对应市场规模达到 245 亿。随着用户付费带来的收入体量逐步提升，电视剧市场仍然有较大的潜力。

图表 36: 中国网络视频付费市场规模



资料来源：艺恩，东吴证券研究所

图表 37: 中国网络视频付费用户规模



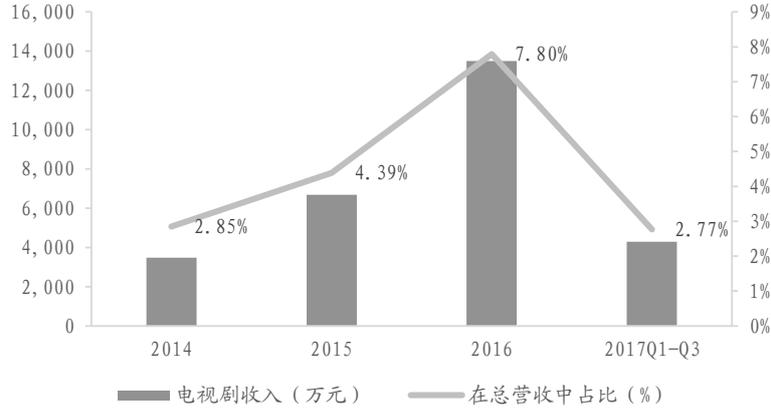
资料来源：艺恩，东吴证券研究所

公司与电视剧制作公司开展合作，电视剧业务体量快速提升，2012 至 13 年认购新丽传媒 27.64% 股权，15 至 16 年电视剧板块收入同比增加 92.45% 和 101.80%，收入占比提升至 7.8%。公司早期在电视剧板块坚持联盟策略，精选优秀的电视剧制作龙头公司开展合作，多以投资发行的方式参与，公司参投的《青云志》2016 年网络播放量累积量达到 261 亿，在电视剧排

行榜中居于第一,《盗墓笔记》作为热门 IP 改编的网络剧,同样稳居网络剧播放量首位。

未来光线计划进一步加大对电视剧板块的投入比重,逐步开始增加主投主控的项目,2017-18 年第一部由光线主投主控的电视剧《笑傲江湖》有望上映,《谁的青春不迷茫》、《左耳》等电视剧也正在制作中;长期看,《星辰变》、《我欲封天》、《金棺陵兽》、《怪医黑杰克》、《东宫》等项目都是光线主控的,光线电视剧业务有望进入快速成长期。

图表 38: 公司电视剧板块收入及在总营收中占比



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 39: 公司参投的热播电视剧与网络剧

电视剧	上映年份 (预计)	类型	收视情况	合作公司
《古剑奇谭》	2014	剧情/奇幻/武侠	CSM50 平均收视率 1.35	欢瑞世纪
《少年四大名捕》	2015	奇幻/武侠/古装	CSM50 平均收视率 0.73	欢瑞世纪
《诛仙青云志》	2016	奇幻/武侠/古装	累计网络播放量 261 亿	欢瑞世纪
网络剧	上映年份	类型	累计网络播放量	合作公司
《盗墓笔记》	2015	悬疑/冒险	43.67 亿	欢瑞世纪
《识汝不识丁》	2016	悬疑/古装	6.19 亿	天津璀璨鲲鹏文化传媒、北京世纪鲲鹏国际传媒

资料来源: 艺恩数据, 微博 ID “卫视小露电”, 百度百科, 东吴证券研究所

图表 40: 公司电视剧与网络剧储备

电视剧名称	主要演职人员
笑傲江湖	导演金琛
谁的青春不迷茫	待定
左耳	导演陈慧翎
星辰变	待定
我欲封天	待定
金棺陵兽	待定
爱国者	待定
网剧名称	主要演职人员
东宫	待定

怪医黑杰克	待定
星游记之风暴法米拉（网络大电影）	导演胡一泊
茶啊二中	导演阎凯
星海镖师	待定

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 渠道端：绑定新猫眼带来三重效益，齐聚直播有望实现协同效应

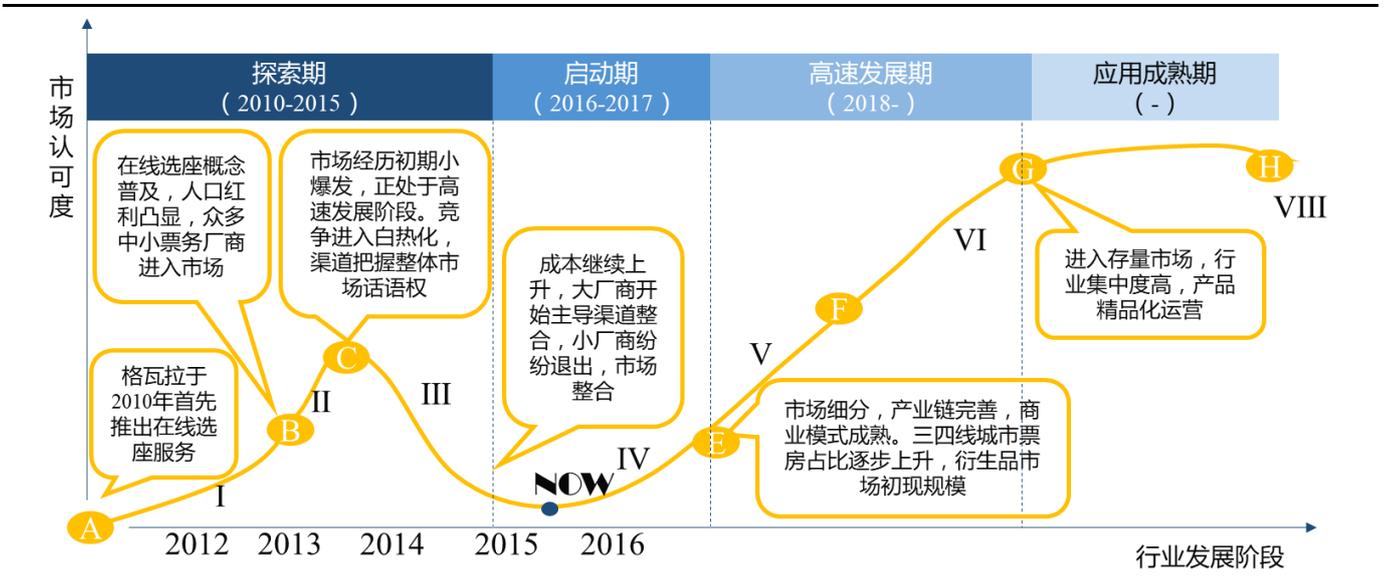
3.1. 新猫眼估值持续提升，稳定贡献投资收益

行业层面：在线票务平台格局稳定，横纵向延伸空间巨大

增量博弈转为存量博弈，在线票务平台格局逐渐稳定。

在线票务平台按照参与者竞争模式来看主要分为三个阶段，2010-2015 的探索期，这个时期从格瓦拉首推在线选座服务开始，中小厂商以及大的渠道资本进入商场，竞争开始白热化，渠道逐渐把握整个市场的话语权，2016-2017 年是启动期，这段时期我们认为在猫眼合并微影形成两强格局时基本上就结束了，这一时期的特点是成本逐步上升，大厂商主导渠道的整合，小厂商逐步退出，第三个阶段也就是 2018 年及以后，市场将会逐渐细分，产业链也将继续完善，商业模式成熟，渠道逐步下沉，衍生品、广告收入等占比份额逐步提升。

图表 41：在线电影票市场 AMC 曲线



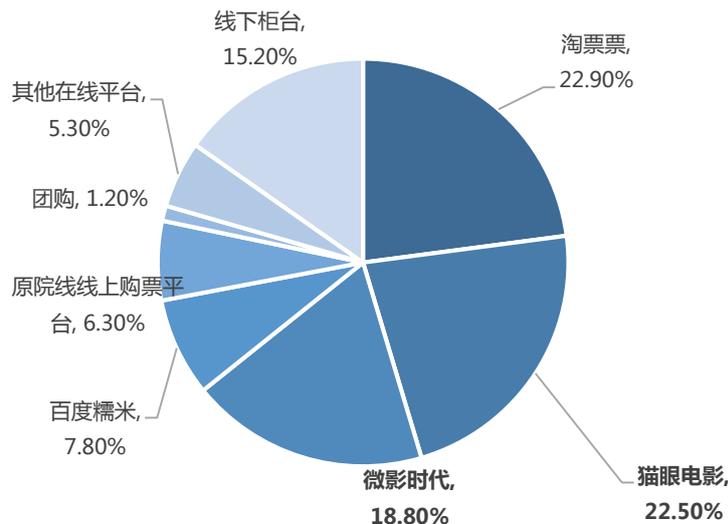
资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

目前来看票务平台按照模式的分类主要分为 6 类，占比份额最高的是专业票务平台，其中主要包括新猫眼、淘票票等，其次是拥有成熟 O2O 商业模式的平台，比如支持在线选座和团购的平台百度糯米，另外还有控制影院资源、议价能力强的院线类的票务平台和具有流量优势的电商入口类票务平台等。

目前的市场格局也比较清晰,根据艾瑞咨询的Q2数据来看,线下柜台占有15.2%的份额,线上占据84.8%,其中新猫眼(猫眼+微影)占比41.3%的市场份额,淘票票占22.90%,属于第一梯队,第二梯队主要是百度糯米及院线线上购物平台时光网等,我们认为目前的市场已经从原来的三国演义逐步演变为楚汉之争,未来这种局面短时间内不会改变,在线平台将逐渐告别票补之争,寻求多种的变现模式。

这个结论主要基于三个方面考虑:1、新进入者的考虑:一方面单一的售票服务,同质化比较严重,新进入者需要足够的资本,另一方面结构化全产业链布局,进入成本较高,需要较强的电影全产业链资源;2、替代品的考虑:一方面普通柜台购票,不具有替代优势,目前在线购票渗透率已经超过85%,线上选票已经成为主流,另一方面影院会员体系,主要以会员享折扣的形式或者周末节假日等采取优惠活动,这种会员逐渐由线下往线上转移,具有一定的竞争力,但单一的院线和影院流量规模较少,难以产生较大的冲击;3、平台间竞争的考虑:前期由于用户对于平台的依赖还没有形成,增量用户对于价格相对敏感,用户的忠诚度较低,迅速抢占市场份额的主要途径就是价格的补贴,目前渗透率已达85%,增量博弈转为存量博弈,平台主要采用多种的模式增加用户的粘性,票补产生的边际效用逐步的弱化,格局短期内预计将稳定在两强格局,在线平台也将寻求更多模式的变现。

图表 42: 17 年 Q2 在线票务市场份额

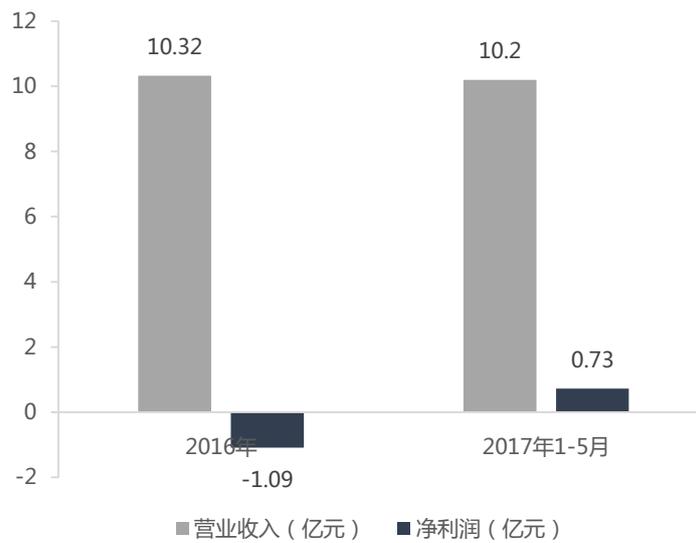


资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

平台进入盈利期, 资本市场广泛关注。

在线票务平台在17年进入盈利期,根据猫眼合并前的财务数据,16年全年猫眼营收10.32亿元,亏损1.09亿,17年1-5月营收10.2亿,跟去年全年收入接近持平,盈利0.73亿,开始步入盈利期,在线平台也受到了资本的广泛的关注,估值持续得到提升,目前根据新一轮融资,新猫眼估值达到200亿,淘票票的估值也持续提升,根据最新一轮融资估值146亿。我们预计随着在线票务平台横向和纵向业务的延展,预计估值将有较大提升空间。

图表 43: 猫眼合并前营收盈利情况



资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图表 44: 在线票务平台融资情况

	融资轮次	投资方	金额	估值
猫眼电影	A 轮	美团点评	数亿元	
	战略投资	光线传媒	20 亿元	84 亿
	增持	光线传媒	9.99 亿元	90 亿
	战略投资	腾讯	10 亿元	200 亿
微影时代	A 轮	腾讯产业共赢基金	数百万美元	
	B 轮	万达集团、腾讯产业共赢基金等	1.05 亿美元	
	C 轮	歌斐资产、纪源资本、万达集团、腾讯产业共赢基金等	1.5 亿元	100 亿
	D 轮	天神娱乐、华谊兄弟、腾讯产业共赢基金等	30 亿元	20 亿美元
	合并	猫眼电影		
淘票票	A 轮	蚂蚁金服、华策影视、博纳影业等	17 亿元	137 亿
	战略投资者	阿里影业	13.33 亿元	146 亿
格瓦拉	并购	微影资本		

资料来源: 互联网资料整理, 东吴证券研究所

在线电影票务平台空间有限, 横纵向延伸增加业绩弹性增量。

从横向延伸方面看在线票务平台:

在线票务平台的渗透率已经达到了 85%, 渗透率已经维持在较高的位置, 增量空间有限, 另一方面前文已有分析我们认为目前内容驱动为主, 渠道边际效应减弱, 增速将趋缓, 整体票房增速预计未来 3 年将维持在 10%-20%, 对标海外的人均观影频次情况, 假设未来观影频次

能够达到发达国家的平均水平 2.5 次，假设人口基数 13.5 亿，90%的渗透率的情况下，经过敏感性分析我们预计电影票务服务费空间在 80-90 亿。

图表 45: 电影票务服务费市场空间测算敏感性分析 (假设基数 13.5 亿, 90%渗透率)

人均观影频次 \ 服务费 (元)	2	2.5	3
	2.2	53.5	66.8
2.5	60.8	75.9	91.1
2.8	68.0	85.1	102.1

资料来源: 东吴证券研究所

单一看电影票务服务费空间有限，龙头核心票务平台也逐渐加大全娱乐票务平台的布局，目前主要包括文化演出、体育赛事、艺术展览等方面；对标美国市场，电影票房在 105 亿美元，演出票房在 68 亿美元，体育票房在 150 亿美元，我国演出票房只有美国的三分之一，在 23 亿美元左右，体育市场更是只有美国的 50 分之一，只有 3 亿美元，未来的空间可期。

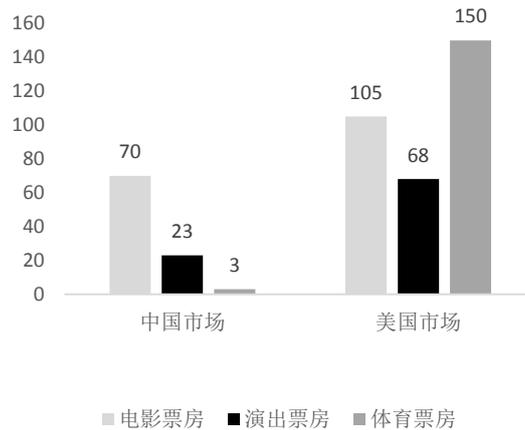
龙头票务平台扩充演出、体育票务的原因不只是源于电影票务空间有限和加强平台竞争优势，也是基于消费者娱乐需求，随着消费的进一步升级，生活娱乐的需求像演出、体育赛事等也将进一步的扩张。在线电影票务平台切入全娱乐具有独特的用户、流量基础以及资源的优势，另外一方面布局全娱乐票务平台也能进一步的完善平台粘性，对平台起到引流的作用。

图表 46: 电影票务平台横向延伸及布局



资料来源: 艾媒咨询, 东吴证券研究所

图表 47: 中国&美国市场电影、演出、体育票房对比 (亿美元)



资料来源: 易观智库, 东吴证券研究所

从纵向延伸方面看在线票务平台:

在线平台已经进入到 3.0 时代, 从原来的以拥抱电影院为主逐步开始延伸到电影的全产业链, 包括上游投资和制片领域, 中游的票务和宣发领域, 以及下游影院商圈广告营销和衍生品等领域。

从中上游发行来看, 2017 年暑期档在线票务平台参与互联网宣发的力度进一步加强, 其中淘票票参与合作电影数量 9 部, 10 亿级票房 1 部, 5-10 亿级影片 2 部; 猫眼电影参与 7 部; 娱票儿参与 6 部, 10 亿级影片 1 部, 5-10 亿级影片 1 部。相比较老牌的影视公司厂商光线传媒 6 部, 华谊兄弟 4 部, 博纳影业 4 部, 在线票务平台基于海量线上流量的优势, 未来有望成为电影发行领域的龙头之一。

图表 48: 2017 年暑期档互联网宣发厂商片单及票房统计

电影票房分级	淘票票 (部)	猫眼电影 (部)	娱票儿 (部)
合作电影数量	9	7	6
10 亿级影片	1	0	1
5—10 亿级影片	2	0	1
1—5 亿级影片	3	3	2

资料来源: 易观智库, 东吴证券研究所

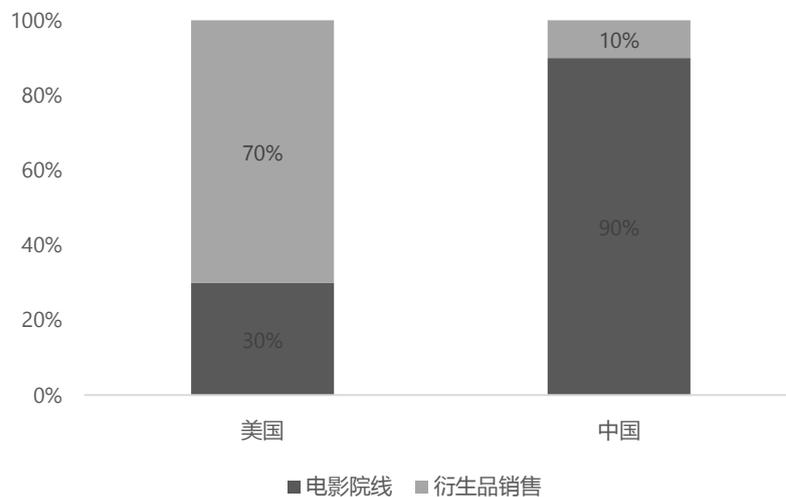
图表 49: 2017 年暑期档老牌影视公司厂商片单及票房统计

电影票房分级	光线影业 (部)	华谊兄弟 (部)	博纳影业 (部)
合作电影数量	6	4	4
10 亿级影片	0	0	1
5—10 亿级影片	1	0	0
1—5 亿级影片	1	1	2

资料来源: 易观智库, 东吴证券研究所

从下游衍生品来看, 衍生品逐渐成为整个电影产业未来发展最有潜力的一环, 相对于美国的衍生品销售比例来看, 我国的衍生品销售份额占比仍然较低, 一方面是目前国内还没有形成如美国迪士尼等完整的 IP 衍生品变现模式, 另一方面国内盗版也是比较重要的影响因素之一, 随着产业链的完善以及国内政策对于盗版打击的趋严, 这一领域的变现有望超过市场的预期, 成为电影产业增速最快的细分领域之一, 比如《魔兽》、《变形金刚》等衍生品都带来了较为可观的收入, 我们预计在未来三年内衍生品有望占电影票房收入的 25%, 预计市场规模有望达到 200 亿左右, 在线票务平台有望参与衍生品从制作到售卖的全过程, 比如时光网的衍生品制作团队为我国目前最好的衍生品制作团队, 新猫眼等也会基于巨大的流量优势成为最重要的衍生品售卖平台之一。

图表 50: 中美衍生品销售占比对比



资料来源: WIND, 东吴证券研究所

图表 51: 国内衍生品市场测算 (参考万达院线衍生品份额占比, 假设票房增速 15%)

	2017E	2018E	2019E	2020E
假设份 额占比	15%	20%	23%	25%
衍生品 销售收 入(亿 元)	79	121	160	200
票房收 入(亿 元)	525	604	695	799

资料来源: 东吴证券研究所测算

从下游广告收入来看, 目前这个阶段还处于探索的阶段, 未来有望成为发力点。影院广告是增速较快的子领域, 16 年增速超过 60%, 根据艺恩的调研统计数据全国平均超过六成的人会至少提前 15 分钟到达电影院候场, 而这段时间内有近四成的用户会浏览影院内的电影海报, 近三成的用户则会通过看候场厅的电子屏广告来打发时间。17 年初, 百度糯米正式发布以影院和商圈为核心的全新智能营销生态战略, 基于百度的大数据优势以及优质的广告主资源, 将围绕影院阵地广告, 通过技术+数据+平台优势, 打造资源覆盖→线上线下载达→营销生态闭环转化→人工智能创新→效果衡量反馈的良性循环生态, 解决“覆盖、触达、转化”三大电影营销痛点。

图表 52: 百度糯米智能营销生态战略



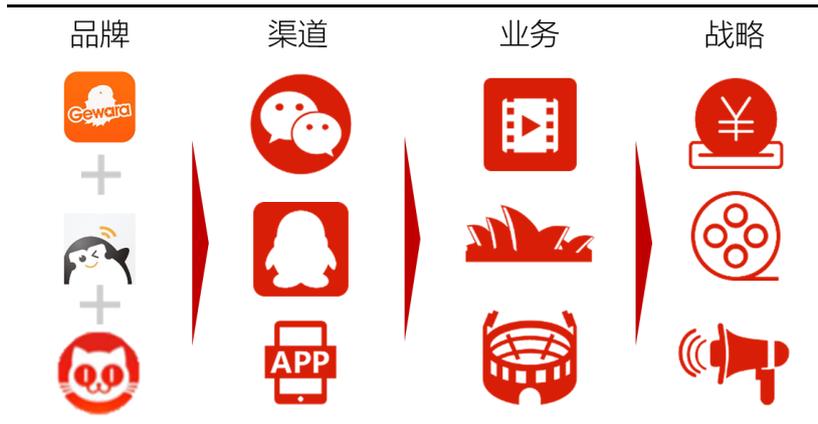
资料来源: 互联网资料整理, 东吴证券研究所

公司层面：基于行业前景，新猫眼估值有望持续提升，贡献稳定投资收益

新猫眼在线票务市场龙头地位稳固，全娱乐票务布局。

仅考虑电影票的情况下，覆盖 6000 余家影院，购票用户超 1.2 亿，微影则覆盖 500 多个城市的超 7000 家影院，微影猫眼合并后拥有格瓦拉、微票、猫眼三大品牌独立获客，占领微信、QQ 和美团、大众点评、猫眼电影、格瓦拉等 APP 的成熟渠道，市占率提升至 41.3%，在线票务市场上具有显著的领先优势；此外，新猫眼的业务同样广泛涉及演出、体育等综合娱乐票务，仅合并前的微影就已覆盖 2400 家剧场、体育馆、展馆；单次出票峰值 600 万张。

图表 53：新猫眼在线票务平台



资料来源：比达数据，东吴证券研究所

基于海量流量入口切入中上游影片发行领域。猫眼具有显著的用户和渠道优势，仅猫眼就有 MAU481 万，DAU42 万，凭借丰富的用户数据，猫眼针对性触及百万目标观众，在电影宣发上累积显著优势，自 2016 年开始参与出品或宣发的电影中，票房超过 1 亿的有 23 部，超过 10 亿的有 2 部。随着猫眼接入原微影的微信和 QQ 两大入口，新猫眼有望触及 9.8 亿腾讯用户，在宣发上取得新的突破。

图表 54：猫眼参与电影项目

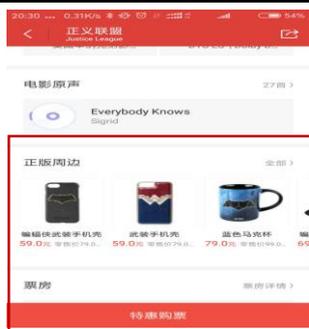
影片	上映时间	票房 (亿)	参与方式
破局	2017. 8. 17	0. 64	联合出品
心理罪	2017. 8. 11	2. 95	出品、发行
鲛珠传	2017. 8. 11	1. 14	联合发行
绝世高手	2017. 7. 7	1. 01	联合出品
大护法	2017. 7. 13	0. 88	联合发行
血战湘江	2017. 6. 30	0. 72	联合发行
重返狼群	2017. 6. 16	0. 33	联合发行
夏天 19 岁的肖像	2017. 5. 27	0. 09	联合发行
麻烦家族	2017. 5. 11	0. 32	联合发行
记忆大师	2017. 4. 28	2. 93	联合出品
嫌疑人 X 的献身	2017. 3. 31	4. 02	联合发行
玛格丽特的春天	2017. 3. 10	0. 07	联合推广
西游伏妖篇	2017. 1. 28	16. 56	联合出品

大闹天竺	2017. 1. 28	7. 58	联合出品、发行
从你的全世界路过	2016. 9. 29	8. 13	联合发行
使徒行者	2016. 8. 11	6. 06	联合发行
大鱼海棠	2016. 7. 8	5. 65	联合发行
寒战 2	2016. 7. 8	6. 78	联合发行
哆啦 A 梦：新大雄的日本诞生	2016. 7. 22	1. 04	联合推广
我叫 MT 之山口山战记	2016. 6. 17	0. 12	发行
梦想合伙人	2016. 4. 29	0. 81	联合发行
谁的青春不迷茫	2016. 4. 22	1. 80	联合发行
年兽大作战	2016. 2. 8	0. 35	发行
美人鱼	2016. 2. 8	33. 92	联合出品、联合发行
情圣	2016. 12. 30	6. 57	联合出品、联合发行
情圣	2016. 12. 30	6. 21	联合出品、发行
罗曼蒂克消亡史	2016. 12. 16	1. 23	联合发行
我在故宫修文物	2016. 12. 16	0. 06	联合出品、发行
血战钢锯岭	2016. 12. 08	4. 27	联合推广
你的名字	2016. 12. 02	5. 77	联合推广
冲天火	2016. 11. 25	0. 36	出品、发行
我不是潘金莲	2016. 11. 18	4. 84	发行
驴得水	2016. 10. 28	1. 73	出品、发行
惊天破	2016. 10. 20	1. 14	联合发行
熊出没之熊心归来	2016. 1. 16	2. 88	联合出品

资料来源：猫眼专业版，东吴证券研究所
注：标红电影为光线与猫眼联合宣发

深度布局衍生品市场，未来业绩高增长可期。新猫眼作为在线售票平台，能够直接广泛地触及观影人群，具有先天的衍生品销售优势，在购票入口的下方，猫眼即放置了相应的正版周边专区，引导观众进行选购；而在用户信息栏目中设置了周边商城的入口，上架的周边覆盖了玩具、生活用品、服饰等多种品类。

图表 55: 热门电影周边贩卖



资料来源：猫眼，东吴证券研究所

图表 56: 猫眼周边商城



资料来源：猫眼，东吴证券研究所

我们认为新猫眼基于行业发展前景、行业的龙头地位、自身巨量的流量入口以及横向纵向业务的衍生布局，未来变现潜力较大，以新一轮融资情况来看，新猫眼估值已经达到 200 亿左右，预计估值有望持续得到提升，新猫眼 17 年刚步入盈利期，考虑到光线拥有 19.83% 新猫眼股权比例，未来有望获得稳定的投资收益。

3.2. 引微信流量入口，补强线上发行能力

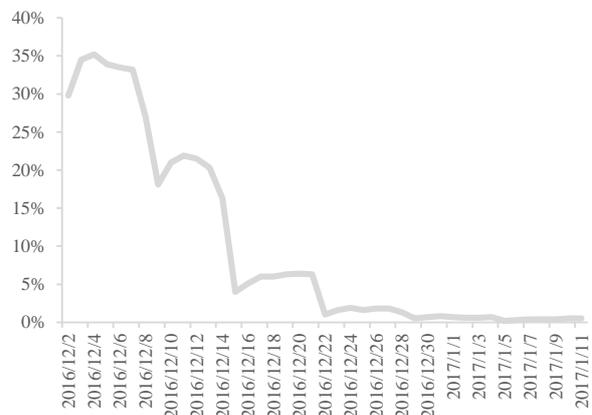
光线猫眼协同，形成线上下发行一体化。猫眼与光线在发行业务上形成资源互补，提升了协作发行的能力，联合发行票房过亿电影 7 部。以进口批片票房榜第三的《你的名字。》为例，宣发是其成功的重要因素之一，光线主要负责线下的宣传与推广，地推团队很早就开始影院的推广预售工作，《你的名字。》上映首日排片率达到 29.8%，在同期电影中最高；猫眼则制定了“数据+创意营销”的发行策略，一方面结合平台大数据分析目标观众与高热度区域，并根据预售数据实时调整开场范围，另一方面联合腾讯天天 P 图、QQ 空间开启创意营销，成功制造了同款滤镜霸屏朋友圈、方言版海报、新海诚首次来华等热点。

图表 57: 《你的名字。》同款



资料来源：微博，东吴证券研究所

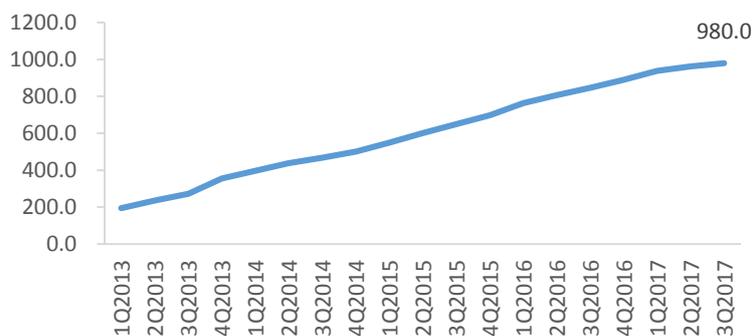
图表 58: 《你的名字。》排片



资料来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

新猫眼整合微信渠道，发行能力进一步提升。并购完成后，新猫眼能够凭借微信和 QQ 的入口覆盖 9.8 亿用户，同时进行用户画像的精确匹配，进一步增强其发行能力，与新猫眼具有协同效应的光线也将从中受益。我们认为在发行协同下，有望形成光线内容支撑+腾讯流量支撑+猫眼微影品牌支撑下的新发行优势。

图表 59: 新猫眼在线票务平台覆盖人群 (百万人)



资料来源：腾讯，东吴证券研究所

3.3. 深度合作促电影 IP 衍生变现，增大业绩弹性

与院线、互联网巨头同步，光线传媒积极布局衍生品业务，衍生品开发具备成功经验。2015年，公司与阿里巴巴签署战略合作框架协议，计划入驻天猫开设光线传媒旗舰店销售公司电影及艺人衍生品；2016年光线旗舰店成立，公司开始正式涉足衍生品业务，在优质电影的推动下，衍生品销售规模不断扩大。持股猫眼之后，公司不仅在发行、票务方面先下一城，而且获得了电影衍生品的线上销售渠道，充分利用猫眼的购物平台加大对电影衍生品的推广与销售。

目前光线已具有成熟的衍生品开发经验，例如电影《谁的青春不迷茫》与19个品牌合作推出周边产品。同时，动画电影本身的IP衍生品开发优势，光线在动画方面的布局也将助力衍生品业务增速发展，《大鱼海棠》衍生品总销售规模估计超过五千万，是有史以来衍生品种类最丰富的动画电影；《大护法》周边产品在2017年上映前已经开始预售，达到与电影业务相辅相成的效果。

图表 60: 产业巨头衍生品布局情况

公司	制片	发行	票务	周边衍生品
中影	制片分公司	发行分公司	中影云平台	影家
腾讯	企鹅影业 腾讯影业 华谊兄弟	微票时代	微票儿	可可影
阿里	阿里影业 博纳	阿里影业 联瑞影业	淘宝电影	阿里鱼
百度	爱奇艺影业 华策影视		百度糯米	
乐视	乐视影业	乐视影业	永乐票务(体育)	乐视商城
万达	传奇影业 万达影视	万达影视 五洲发行	时光网	时光网
光线	光线传媒	光线传媒	猫眼	猫眼

资料来源：东吴证券研究所，互联网资料整理

与猫眼深度合作，打通高转化的发行、销售渠道，衍生品业务有望快速发展。公司与猫眼的深度合作助力衍生品业务的发展，充分利用猫眼的入口流量和周边商城，加大对电影衍生品的推广与销售，《从你的全世界路过》、《大鱼海棠》、《大护法》等多部光线出品电影的周边产品在猫眼商城均有出售，仅《大护法》的周边在售产品就包括公仔、雨伞、帆布包等30余种。

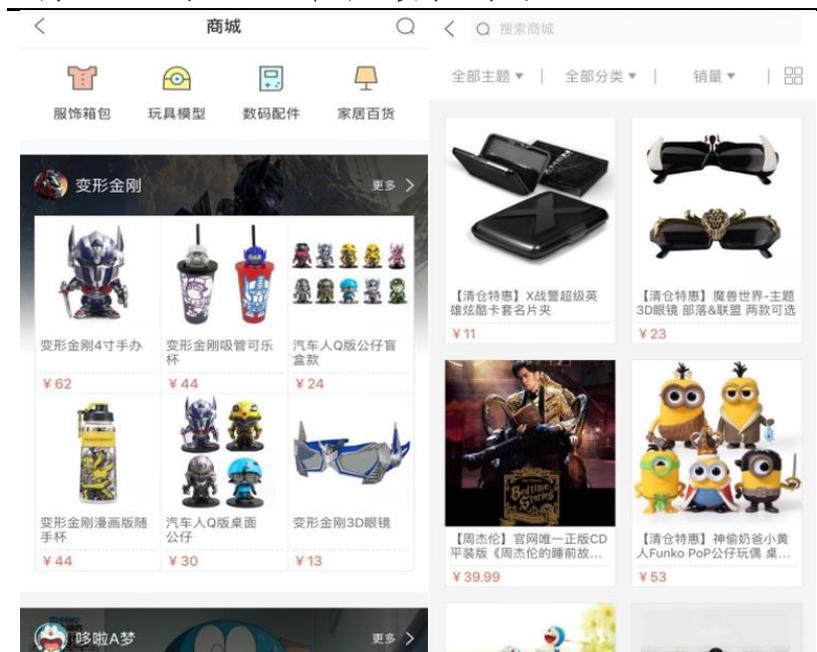
图表 61: 猫眼上出售的《大护法》周边产品



资料来源: 猫眼, 东吴证券研究所

新猫眼助力, 微信渠道增强衍生品销售能力。猫眼与微影的合并也为光线增加了衍生品销售渠道, 一方面, 微影旗下娱票儿现已涵盖电影周边的在线购买服务, 公司可以在娱票儿商城中加大对光线周边产品的宣传与投放比重, 推动衍生品销售量的增加; 另一方面, 光线更有望借助新猫眼的微信渠道, 进行更好的衍生品分发, 显著提高衍生品业务收入。

图表 62: 娱票儿 APP 中的电影周边商城



资料来源: 娱票儿 APP, 东吴证券研究所

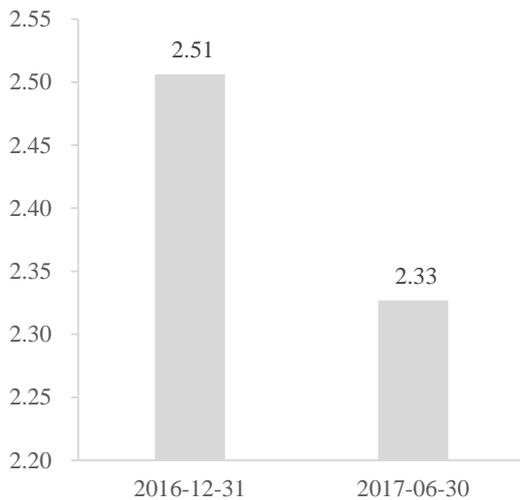
3.4. 深度布局渠道端, 齐聚直播有望实现协同作用

16年5月, 公司以自有资金1.31亿元追加投资取得浙江齐聚36.38%股权, 实现以63.21%的股权成为齐聚的控股股东。齐聚成立于2008年, 旗下拥有齐齐直播、聚范直播、呱呱视频社区、呱呱财经四大核心直播产品, 涉及演艺、财经、社交、教育等诸多领域, 虽

然齐聚规模上比不上第一梯队的平台，但齐聚从 PC 时代一直保持持续运营，在业绩贡献上较为稳定，16 年贡献直播业务收入 2.51 亿，17 年上半年直播业务收入 2.33 亿，每年贡献利润在几千万的水平。

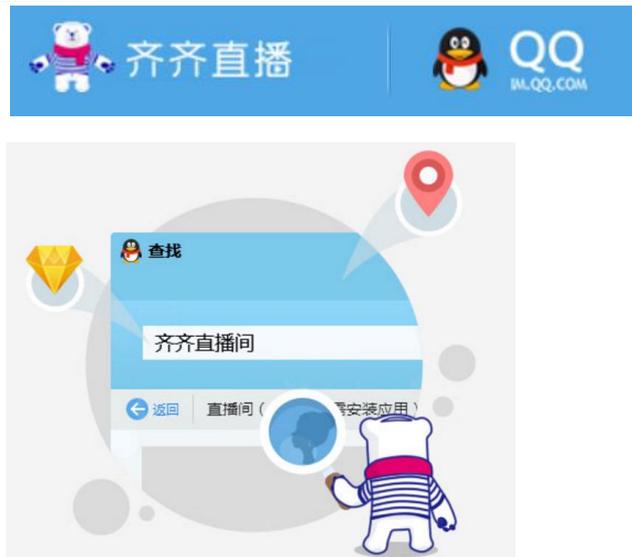
我们认为齐聚更重要的价值在于其渠道作用。齐聚拥有腾讯的投资，与腾讯 QQ 具有良好的对接，流量入口较好；并且齐聚和光线在业务上也能够相互补充，形成深度的协同，未来光线的作品也有可能通过齐聚的直播平台进行宣传，更进一步提升渠道能力。

图表 63: 直播业务收入 (亿元)



资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 64: 齐齐直播与 QQ 对接



资料来源: 齐齐直播, 东吴证券研究所

4. 盈利预测

假设 1: 经过我们对于内容端的分析, 整体电影市场增速以及行业集中的趋势, 假设 2017-2019 影视剧收入增速为 25%、30%、30%;

假设 2: 齐聚直播作为公司的渠道之一, 未来有望实现较强的协同作用, 假设 2017-2019 年视频直播收入增速 40%、20%、20%;

假设 3: 公司连续多年进行股权并购和投资, 在积极布局全产业链的同时也实现了亮眼的投资收益。公司已投资公司近 60 家, 以战略投资为主, 与内容产业相关, 涉及游戏、音乐、VR、实体娱乐等各个领域, 形成了商业机会和资源上的协同; 另一方面, 公司投资收益增速显著, 16、17 年公司分别由于出售天神娱乐部分股权和增持猫眼实现了超过 2 亿的投资收益, 公司目前仍持有新丽、天神、欢瑞、橙子映像、七维、十月、彼岸天、玄机、喜天、当虹、多米、铁血、齐聚等行业内领先的公司的股份, 随着新猫眼盈利期的到来, 假设投资收益保持稳中有升的态势。

预计 2017-2019 年归母净利润为 8.42/11.46/14.30 亿, EPS 为 0.29/0.39/0.49 元, 对应当前股价 PE 为 34/25/20X。我们选取了同属于影视板块的上海电影、华谊兄弟、北京文化和文投控股作为估值比较, 考虑到公司电影发行的龙头地位, 以及渠道布局带来的业绩弹性和投资的新猫眼、新丽等公司估值有望持续提升, 另外结合行业的集中趋势以及公司相比于可比公司业绩的高成长性, 给予公司 18 年 35 倍 PE, 对应目标价位 13.65 元, 对应市值约 400 亿。

图表 65: 行业估值表

可比公司	目前股价(元)	2017E	2018E	2019E
上海电影	18.21	28	24	21
华谊兄弟	23.50	26	22	18
北京文化	29.32	28	25	21
文投控股	22.80	55	44	36
行业平均		34	29	24

资料来源: Wind 盈利一致预测, 东吴证券研究所

5. 风险提示

公司可能面临电影项目票房不佳的风险。观众的偏好具有较大波动性与不确定性, 电影票房收入可能不达预期, 影响公司电影板块与衍生品板块业务的增长。

可能面临市场竞争激烈和内容审核风险。电影市场竞争对手不断增加, 有可能冲击公司的龙头地位; 同时受行业政策影响, 电影、电视剧等项目可能无法正常上映。

与新猫眼的协同可能存在不达预期的风险。公司与新猫眼在电影发行、衍生品两大板块的协同作用可能不如预期, 影响公司业绩增长。

资产负债表(百万 元)					利润表(百万 元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3273.1	3,476.9	4,304.0	5,301.5	营业收入	1,731.3	2,210.1	2,811.0	3,582.2
货币资金	1520.1	1,187.1	2,152.9	1,842.4	营业成本	875.2	1,209.9	1,386.2	1,755.8
应收和预付款项	886.5	2,208.2	2,069.5	3,377.5	营业税金及附加	5.6	7.7	9.7	12.5
存货	467.6	-	-	-	营业费用	69.3	88.4	112.4	143.3
其他流动资产	80.8	81.6	81.6	81.6	管理费用	151.6	193.5	244.6	311.6
非流动资产	5,876.4	6,098.1	6,358.7	6,677.5	财务费用	12.5	55.4	53.3	55.2
长期股权投资	1,685.7	1,935.7	2,225.7	2,545.7	资产减值损失	99.6	-40.0	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	投资收益	277.4	250.0	290.0	320.0
固定资产和在建工程	24.6	51.8	40.0	40.0	其他经营损益	20.9	-	-	-
无形资产和开发支出	1.9	656.5	655.3	654.1	营业利润	794.8	945.1	1,294.7	1,623.8
其他非流动资产	33.0	3,454.1	3,437.6	3,437.6	营业外净收支	20.9	-	-	-
资产总计	9149.5	9,575.1	10,662.7	11,979.0	利润总额	815.7	945.1	1,294.7	1,623.8
流动负债	851.6	772.0	957.0	1,146.6	所得税	75.7	104.3	150.7	195.6
短期借款	-	-	-	-	净利润	740.0	840.9	1,144.0	1,428.2
应付和预收款项	611.3	772.0	957.0	1,146.6	少数股东损益	-1.0	-1.1	-1.5	-1.8
长期借款	992.1	992.1	992.1	992.1	归属母公司股 东净利润	740.9	841.9	1,145.5	1,430.1
其他负债	9.0	30.1	30.1	30.1	EBIT	826.7	974.0	1,314.3	1,636.0
负债合计	2032.1	1,794.3	1,979.3	2,168.9	EBITDA	849.2	1,004.5	1,343.8	1,637.2
股本	2,933.6	2,933.6	2,933.6	2,933.6					
资本公积	1,381.7	1,381.7	1,381.7	1,381.7	重要财务与估 值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
留存收益	1729.8	3,384.3	4,288.3	5,417.0	每股收益(元)	0.25	0.29	0.39	0.49
归属母公司股东权益	7,035.1	7,699.6	8,603.6	9,732.3	每股净资产 (元)	2.40	2.62	2.93	3.32
少数股东权益	82.3	81.2	79.7	77.9	发行在外股份 (百万股)	2,933.6	2,933.6	2,933.6	2,933.6
股东权益合计	7,117.4	7,780.8	8,683.3	9,810.2	ROIC(%)	20.3%	25.5%	27.6%	34.7%
负债和股东权益合计	9149.5	9,575.1	10,662.7	11,979.0	ROE(%)	10.5%	10.9%	13.3%	14.7%
					毛利率(%)	49.4%	45.3%	50.7%	51.0%
					EBIT Margin(%)	47.7%	44.1%	46.8%	45.7%
现金流量表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	销售净利率(%)	42.7%	38.0%	40.7%	39.9%
经营性现金净流量	746.9	70.2	1,226.8	3.1	资产负债率(%)	20.2%	18.7%	18.6%	18.1%
投资性现金净流量	-1500.6	-	-	-	收入增长率(%)	13.7%	27.7%	27.2%	27.4%
筹资性现金净流量	761.6	-206.4	-261.0	-313.6	净利润增长率 (%)	77.6%	13.6%	36.1%	24.8%
现金流量净额	7.7	-136.2	965.8	-310.5	P/E	39.1	34.4	25.3	20.3
折旧与摊销	0.2	0.3	0.3	0.0	P/B	4.1	3.8	3.4	3.0
资本支出	-0.1	-	-	-	EV/EBITDA	32.0	27.2	19.6	16.3
经营营运资本增加	-2.6	5.4	-3.2	11.3					

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

