



2018年04月24日

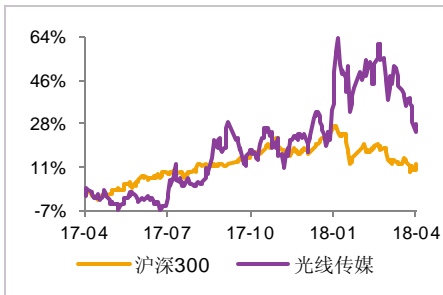
# 买入(维持)

当前价: 10.88 元  
目标价: 13.60 元

分析师: 陈净娴

执业编号: S0300516090001  
电话: +86-021-51782239  
邮箱: chenzhengxian@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017A	2018E	2019E
主营收入	1731.31	1843.45	2429.03	2866.26
(+/-)	13.66%	6.48%	22.00%	18.00%
归母净利润	740.91	815.16	996.84	1201.71
(+/-)	84.27%	10.02%	21.60%	20.55%
EPS(元)	0.253	0.279	0.340	0.410
P/E	47.71	37.61	32.00	26.54

资料来源: 联讯证券研究院

## 光线传媒(300251.SZ)

# 【联讯传媒】光线传媒(300251.SZ, 买入) 2017 年年报交流会纪要——主营业务稳健增长

### 投资要点

#### ◇ 事件

我们于 4 月 24 日下午在北京参加了光线传媒 2017 年年报交流会, 出席并主持会议的有董事长王长田先生、财务总监王华女士和董事会秘书侯俊先生。

#### ◇ 主要更新

- 今年规划上映 18 部影片, 个别影片会陆续加入, 有史以来最多的影片的年份, 已经上映了 5 部影片, 包括《熊出没》、《唐人街探案 2》、《大世界》和《英雄本色》等, 5 月 18 日上映的《超时空同居》, 新导演的处女座, 雷佳音和佟丽娅主演, 有成为小爆款的条件, 故事有想象力。《动物世界》, 韩延导演(《滚蛋吧, 肿瘤君》的导演)李易峰主演, 国际水准的制作, 由日本漫画改编, 洋气独特。《一出好戏》, 黄渤第一次导演, 黄渤、王宝强、舒淇和张艺兴主演。《查理九世》, 迄今发行量最大的少年儿童小说改编的系列影片的第一部, 正版书的发行量超过 6,000 万册, 加上盗版超过 1 亿册, 几乎所有的小学生和初中生都看过。动画片《昨日晴空》, 有一点中国版的《你的名字》, 青春题材的动画片, 校园题材, 场景在浙江兰溪, 原来也有漫画, 期待值很高。《悲伤逆流成河》, 根据郭敬明最好的小说改编, 反对校园暴力的题材, 全新的演员, 借机会推出一批特别好的年轻演员, 三个女主角和两个男主角。《雪豹》, 张震, 廖凡和倪妮主演。《无名之辈》, 喜剧片。《风中有朵雨做的云》, 娄烨的。《三体》有机会今年上映, 为了制作出对的起科幻迷的作品, 这部影片制作周期偏长。《阳台上》, 张孟导演, 周冬雨主演。今年电影的主要特点是品质好。
- 重新确立了电视剧为内容业务的新的目标, 加大对电视剧和网剧的投入, 公司已储备了一大批项目, 2018 年开始逐渐释放。
- 猫眼的市场份额由合并之初的 43% 上升到目前的 60%。

#### ◇ 投资建议

我们预估公司 2018 年和 2019 年营业收入分别为 24.29 亿元和 28.66 亿元之预估, 维持归属于母公司净利润分别为 9.97 亿元和 12.02 亿元之预估, 每股收益分别为 0.34 元和 0.41 元, 维持 13.60 元的目标价。

#### ◇ 风险提示

电影票房不及预期, 在线票务市场竞争加剧。



## 一、2017 年暨 1Q18 业绩回顾

1. 年报最大亮点是产业链完善，结构改善。去年扣非，是财务上的主动调整，扣除这个因素，主营业务增净利润同比增长 15%。
2. 2017 年，共发行 15 部影片，总票房位列全国前三，但是没有特别的爆款，影响了年初对票房的业绩预测目标的完成，去年业内有些爆款影片出现，公司仅有所参与，但非主控主投。
3. 重新确立了电视剧为内容业务的新的目标，加大对电视剧和网剧的投入，公司已储备了一大批项目，2018 年开始逐渐释放。
4. 动漫业务，发行了三部动画电影，尤其是《大护法》和《星游记》，口碑好，其中《星游记》开创了互联网动画电影的先河。一批动画项目正在彩条屋的帮助下，未来公司在动画市场的份额有望达到八成。
5. 艺人经济业务大幅增长，人数和收入规模利润大幅增长，签了不少新艺人，重要的作品完全有新人担当，为下一步的艺人经纪打下好基础。
6. 产业投资，已投资了 68 家公司，还有一些公司从 2017 年开始洽谈，目前 16 家公司正在投资谈判中，短期之内投资公司的总的规模达到 80 家以上。
7. 猫眼业务，2017 年稳步发展，合并微影后市场份额稳定约六成，不考虑去年股权转让成本和并购成本的话，去年的利润更高。猫眼对光线的生态系统很重要，光线除了内容的投资制作发行之外，也进入了新媒体领域和渠道，拥有自己的用户，不仅为公司也为行业提供良好的运作平台。
8. 其他的投资业务，有的实现了推出，如新丽传媒，4 年半左右的时间，8.3 亿成本到 33 多亿的回收，有利的补充光线的资金，也和新丽建立了新的联系。
9. 1Q18 主营利润有所下降，主要是《大脑天竺》去年有很高利润，今年《熊出没》和《唐人街探案 2》，虽然都有投资，但不是主控主发，收益规模不如去年。此外有些投资公司亏损并表，影响了业绩。
10. 2Q18 开始主营业务正常开始的阶段。相信今年主营业务会比 2017 年好。

## 二、Q&A 环节

2018 年的片单及整体业务介绍：2018 年的片单：今年规划上映 18 部影片，个别影片会陆续加入，有史以来最多的影片的年份，已经上映了 5 部影片，包括《熊出没》、《唐人街探案 2》、《大世界》和《英雄本色》等，5 月 18 日上映的《超时空同居》，新导演的处女座，雷佳音和佟丽娅主演，有成为小爆款的条件，故事有想象力。《动物世界》，韩延导演（《滚蛋吧，肿瘤君》的导演）李易峰主演，国际水准的制作，由日本漫画改编，洋气独特。《一出好戏》，黄渤第一次导演，黄渤、王宝强、舒淇和张艺兴主演。《查理九世》，迄今发行量最大的少年儿童小说改编的系列影片的第一部，正版书的发行量超过 6,000 万册，加上盗版超过 1 亿册，几乎所有的小学生和初中生都看过。动画片《昨日晴空》，有一点中国版的《你的名字》，青春题材的动画片，校园题材，场景在浙江兰溪，原来也有漫画，期待值很高。《悲伤逆流成河》，根据郭敬明最好的小说改编，反对校园



暴力的题材，全新的演员，借机会推出一批特别好的年轻演员，三个女主角和两个男主角。《雪豹》，张震，廖凡和倪妮主演。《无名之辈》，喜剧片。《风中有朵雨做的云》娄烨的。《三体》有机会今年上映，为了制作出对的起科幻迷的作品，这部影片制作周期偏长。《阳台上》，张孟导演，周冬雨主演。今年电影的主要特点是品质好。

电视剧方面：今年播出的电视剧有，《爱国者》、《左耳》、《我在未来等你》、《八分钟温暖》、和《流星花园》(不确定)，已经播出的《新笑傲江湖》，今年电视剧和网剧数量超过以往，里面有些是公司全部投资。今年开始，光线可能进入电视剧和网剧的第一梯队。年报中披露的都是签订合同的，洽谈中的都没有披露。

动画电影方面，重要的制作当中的作品有《姜子牙》、《哪吒》、《凤凰》和《星游记》，估计 2019 年上映，2020 年上映《大鱼海棠 2》、《西游记大闹天宫》、《深海》，多数都进入到前期制作，有些作品进入到中期，与日本合作的动画电影也会在 2018 年上映。真人电影《阴阳师》等在制作中。

引进片，《冰海陷落》，进入到国际影片的市场，今年的重要作品，进入国际市场，觉得比以往的《陷落》系列，好很多，是个大片。

猫眼的情况：猫眼 1Q17 合并后市场份额上升到了 60%，春节期间由于对手进行大量补贴，影响了市场份额，对利润有所影响，是可以接受的，预计约 5 个百分点的市场份额波动，目前猫眼的市场份额又回到了 60%，有时候超过 60%。1Q18 猫眼收入，占去年的 45%，预计 1H18 会达到去年全年的 70%以上，猫眼的业务非常健康。去年，非票务点上，增长 700%，影业投资制作发行（含票补）增长 150%，利润票务增长 350%，影业利润 330%多，今年上半年又有大幅增长。由于补贴对今年利润有所影响，但市场地位收入规模及业务的品质，都正向发展。

动漫业务介绍：动漫爆款，公司正在做《深海》和《大鱼海棠 2》，创造一些新的 IP，如《姜子牙》、《哪吒》，还有昨日晴空，以及《魁拔完结版》(投资制作)，还有一批项目规划。公司投资了 20 多家动画公司，一家衍生品公司，正在谈的动画公司有 2 家，衍生品公司 2 家，如果这些投资都完成估计有 24-25 家公司，还有漫画公司，动画声音公司，加起来接近 30 家动画公司。抓住动画电影，也有在做长篇动画的，但主要做动画电影，因为我们觉得这个是制高点，估计未来动画电影市场 80%的市场份额在光线手里。都是有协议，管理投资公司的项目，一起发起动画项目，业务性的投资，而非财务投资。不追求财务收益，而是引领动画市场。动画片制作通常需要 3 年时间，比真人电影时间长一倍。

公司毛利率的走势：电影的毛利率，行业大趋势是下降的，以前的电影产品没有那么丰富，成本没有那么多高，观众也没有那么理性，行业利润率较高，逐渐正常，成本大幅上升，爆款吃掉了行业很多利润，观众更加挑剔。具体的原因也有，一个爆款出现，足以拉高单个项目毛利率。重要的是提高每一部影片的盈利能力。

公司的 IP 储备：IP 储备，光线是前几位的公司，出来的不多，因为市场还不成熟，同类型的片子太多，应该往后方，还有重新思考的 IP，譬如网络玄幻小说，前 10 的大的网



文在光线手里，但未必要出来。IP 储备很丰富，青春片，少年儿童作品，动画作品。关键不是储备足够的 IP，而是是否能做好，这几年推出市场的大的 IP，成功率相当地，爆款反而大部分是原创 IP，加大原创 IP。现在成立了针对男性的主旋律的部门，譬如真实的事件改编的，片中男性，已经在选材，类似维和，军事对抗等。这个 IP 不用买，但这几年好几个爆款 IP 都是这类的。

网剧的情况：今年网剧开拍，筹备了好几年，进入这个机会，受益电影团队成熟，拓展的新业务领域。因为电视剧和网剧到了中期洗牌的时候，目前有接近 2 万家电视节目制作公司，市场集中度提升中，目前 30 家以内占据绝大部分市场，其他很多公司变成项目公司，或者做其中一部分的专业分公司，认为未来 10 家左右的大的电视剧公司占到 70-80 的市场份额，这些公司哪怕不是全部投资，也会参与投资电视剧作品。光线希望自己位列次，电影会更加集中，美国 6 大中国的 6 大也会占据 70-80%。电视剧数量上 10 几个占据同样的份额，趋势如此。目前视频网站对网剧需求大，价格好，基本不太存在欠款情况，原来电视剧公司做网剧，不一定有平移优势，反而是新公司有机会。目前网剧的制作模式，和内容的表现形式和以往电视剧有很大调整，这是公司进入的机会。目前公司几个部门在做电视剧和网剧。

公司组织结构有所变化：这一年来，组织结构有变化，有几个 100%控股的子品牌，运作电影和电视剧，有品牌，是全内容的制作，如光线影业，彩条屋（动画和动画改编的真人电影制作品牌，譬如《查理九世》），彩条屋接下来推出的作品《怪医黑杰克》，根据日本漫画改编的，类似中国的美剧，青春光线（以往投资发行了很多青春篇，不完全局限电影，不完全局限青春片），五光十色，比较偏重女性题材，《悲伤逆流成河》，迷你光线，制作小成本的电影和电视剧，最近要拍一个网络大电影，网络大电影基本投资不高于 1,000 万的规模，数量很多。小森林，正在拍摄《我在未来等你》，这个作者是刘彤，这个是他的小说，发行量 150 万册的小说，第七个部门是项目部，培养 20 个制片人，这个是制片人的摇篮，平时做剧本的研发审读，跟进项目的拍摄，未来会出很多人才，包括新毕业的学生，学编剧学电影的学生，正在拍摄《八分钟温暖》，第八个品牌，军事和主旋律题材的品牌，1 个月之内组建完成。各部门有侧重，有交叉，这些品牌还有投资功能，再去投资或者发起新的公司。

衍生品市场：衍生品市场总体而言，市场还不够大。

对动画电影的看法：动画电影，日本的发展，大部分是剧场版。美国是另外一条路，漫画都做了真人电影，动画电影又多是原创。中国应该是日本和美国的结合，还有国漫自己的特色。中国从漫画到动画，孵化电影 IP，过程太长，效果也不一定好。这些年来就只有《十万个冷笑话》。给我们的机会在于原创。也可先做动画，再回溯漫画等，路径不只有一条。

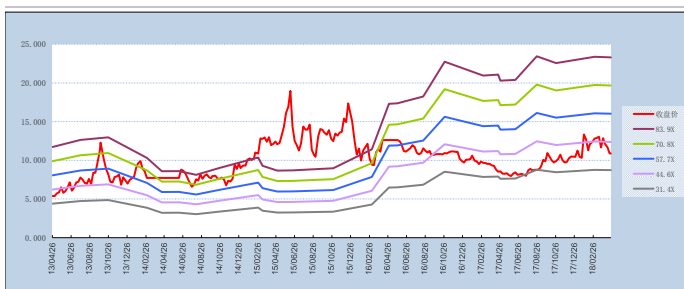
动画电影，正常年份，占票房 12-15%（美国），但是美国动画电影公司就那么几家，集中度很高，虽然不是最大市场分额，但相对集中，如果站到 80%，动画片的成本，不向真人电影，尤其续集，利润率高，同时票房和衍生品的比例，1:7 甚至 1:1010,真人 1:3 最多 1:5，现在投资的 20 多家公司绝大部分是艺术家公司，创始人管理者同时也是动画



片的导演或主要创作者，这两类公司才能真正成功。动画片都在主创的脑子里，这些人往往不是商人，公司管理能力也不高，需要公司的帮助，公司在括融资和营销发行等可助力。公司组建了两家动画制作公司，一个 3D 一个 2D，这两个公司只为投资的动画公司服务，都在苏州，正在组建第二家 2D 制作公司，之前我们大部分 2D 制作都在日本韩国等。譬如《大圣归来》的制作人对产品要求很高，但组建的公司可以达到他的效果。公司在制作动画公司有很严密的计划。

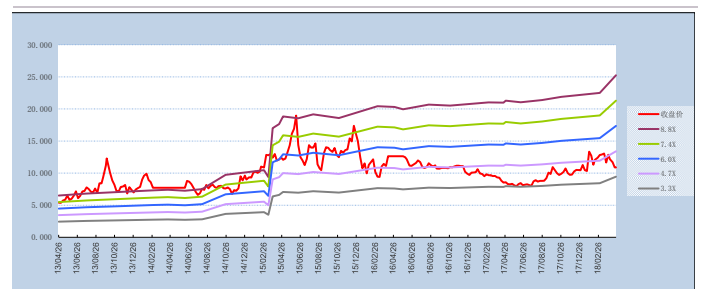
公司目前所得税率偏低的原因：所得税，2017 年少有一部分项目在霍尔果斯，所得税免 5 年的政策，还有两年，但不是所有项目都放在那边。

图表1： 公司历史 PE 区间



资料来源：Wind，联讯证券

图表2： 公司历史 PB 区间



资料来源：Wind，联讯证券



## 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E
货币资金	1323.31	1118.97	2154.92	2234.89	经营性现金净流量	748.47	-1.88	1266.38	341.03
应收和预付款项	1202.64	1831.04	1870.05	2485.86	投资性现金净流量	-1500.64	0.00	0.00	0.00
存货	467.58	485.24	677.19	666.48	筹资性现金净流量	761.58	-202.46	-230.43	-261.06
其他流动资产	81.63	81.63	81.63	81.63	现金流量净额	9.22	-204.34	1035.95	79.97
长期股权投资	1685.74	1685.74	1685.74	1685.74					
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00					
固定资产和在建工程	24.55	11.81	0.00	0.00					
无形资产和开发支出	657.70	656.51	655.32	654.14					
其他非流动资产	3470.58	3454.09	3437.59	3437.59					
资产总计	8913.73	9325.02	10562.45	11246.33					
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
应付和预收款项	774.07	539.44	991.44	728.46					
长期借款	992.11	992.11	992.11	992.11					
其他负债	30.15	30.15	30.15	30.15					
负债合计	1796.33	1561.71	2013.71	1750.72					
股本	2933.61	2933.61	2933.61	2933.61					
资本公积	1381.72	1381.72	1381.72	1381.72					
留存收益	2719.80	3366.78	4153.50	5101.91	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E
归属母公司股东权益	7035.12	7682.10	8468.82	9417.24	收益率				
少数股东权益	82.27	81.21	79.92	78.37	毛利率	49.45%	51.00%	51.00%	52.00%
股东权益合计	7117.39	7763.31	8548.75	9495.61	三费/销售收入	13.48%	12.99%	12.34%	11.77%
负债和股东权益合计	8913.73	9325.02	10562.45	11246.33	EBIT/销售收入	47.75%	48.22%	47.41%	47.85%
					EBITDA/销售收入	49.05%	49.75%	48.62%	47.89%
					销售净利率	42.74%	41.12%	40.99%	41.87%
					资产获利率				
利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	ROE	10.53%	10.67%	11.77%	12.76%
营业收入	1731.31	1843.45	2429.03	2866.26	ROA	9.27%	10.30%	10.90%	12.20%
减：营业成本	875.20	975.59	1190.22	1375.80	ROIC	20.35%	24.86%	23.84%	30.14%
营业税金及附加	5.59	6.43	7.84	9.25	增长率				
营业费用	69.32	79.64	97.16	114.65	销售收入增长率	13.66%	15.00%	22.00%	18.00%
管理费用	151.62	149.33	182.18	214.97	EBIT 增长率	74.29%	16.13%	19.96%	19.10%
财务费用	12.52	29.67	20.31	7.76	EBITDA 增长率	72.07%	16.63%	19.25%	16.23%
资产减值损失	99.63	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	77.61%	10.64%	21.60%	20.55%
加：投资收益	277.41	0.00	0.00	0.00	总资产增长率	12.75%	4.61%	13.27%	6.47%
公允价值变动损益	-0.03	0.00	0.00	0.00	股东权益增长率	2.37%	9.20%	10.24%	11.20%
其他经营损益	0.00	180.00	200.00	220.00	经营营运资本增长率	-20.73%	89.65%	-11.59%	52.81%
营业利润	794.80	930.35	1131.31	1363.82	资本结构				
加：其他非经营损益	20.88	0.00	0.00	0.00	资产负债率	20.15%	16.75%	19.06%	15.57%
利润总额	815.67	930.35	1131.31	1363.82	流动比率	3.93	6.41	4.78	7.42
减：所得税	75.72	111.64	135.76	163.66	速动比率	3.23	5.38	4.02	6.40
净利润	739.95	818.71	995.55	1200.16	资产管理效率				
减：少数股东损益	-0.96	-1.06	-1.29	-1.55	总资产周转率	0.19	0.21	0.23	0.25
归属母公司股东净利润	740.91	815.16	996.84	1201.71	固定资产周转率	70.52	168.62	N.M	N.M
					应收账款周转率	2.27	1.49	1.98	1.59
					存货周转率	1.87	2.01	1.76	2.06

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，负责传媒互联网领域的研究，之前曾任职于凯基证券和川财证券研究所。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)