

市场份额与投资回报率的双击

——光线传媒（300251）深度报告

2019年01月25日

强烈推荐/上调

光线传媒 深度报告

报告摘要：

公司是文化传媒行业龙头之一，内容覆盖较为全面、产业链纵向延伸较为完整，曾出品《泰囧》《港囧》等喜剧作品以及《致我们终将逝去的青春》《从你的全世界路过》等青春爱情作品，目前公司主营以影视板块为核心，同时布局动漫业务板块、内容关联业务板块、产业投资板块。

市场对光线传媒主要有三点关心：1）公司在电影制片发行环节竞争格局是否有优势？2）经历2018年影视行业强监管年，行业出清逻辑下，公司加大电影投资的投资回报率是怎样的？3）未来公司成长天花板有多高？

相比竞争对手，目前公司竞争格局占优。公司面对的竞争对手主要有万达影业、博纳影业等大型制片集团以及腾讯影业、阿里巴巴影业等互联网电影公司。公司在整体竞争格局中占优，对万达影业及博纳影业拥有资本优势和猫眼加持的互联网优势，目前万达影视处于被并入万达电影上市公司阶段，博纳影业处于IPO申报中；腾讯影业与阿里影业腾讯影业主投主控电影的能力还需要证明，腾讯影业侧重于与腾讯内部的游戏、动漫、文学各板块展开深度联动；阿里影业战略最新调整为“新基础设施+优质内容”双轮驱动，还处于磨合期。

行业出清逻辑下，公司加大电影投资有利于提升市场份额以及投资回报率。

- 2015-2017年，电影行业发展火热，资本加速进入投资电影，新兴电影投资发行公司侵蚀头部公司市场份额。2018年是一个重要转折点，行业政策监管严格。电影备案数量持续下降反映电影行业处在去产量的过程中。因此，在行业出清逻辑下，目前公司账上现金充足，通过加大电影投资，经中性测算，2019-2021年公司电影收入市场份额有望由10%提升至20%；
- 国产电影具有典型的“马太效应”，2018年前10名国产电影票房占比60.4%国产电影总票房份额，头部电影作品的平均投资回报率超过330%，远高于其他档票房收入的作品。我们测算，2021年票房超过20亿的国产电影约275亿票房市场，头部电影的原始投资金额为24亿元，在行业出清逻辑下，公司投资头部作品份额提升，有助于提升公司整体电影投资回报率。

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

石伟晶

010-66554067

shi_wj@dxzq.net.cn

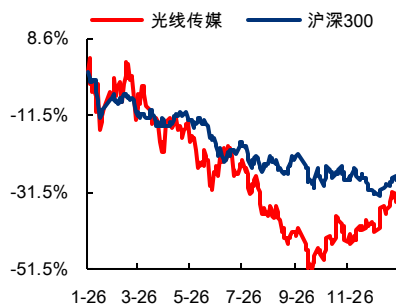
执业证书编号：

S1480518080001

交易数据

52周股价区间(元)	8.88-12.68
总市值(亿元)	260.5
流通市值(亿元)	244.38
总股本/流通A股(万股)	293361/275206
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.14

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《光线传媒（300251）2018 季报点评：暑期档电影发力改善业绩，长期逻辑不变》2018-11-01
- 2、《光线传媒（300251）2018 中报点评：电影业务暂时低迷，长期逻辑仍在》2018-08-30
- 3、《光线传媒（300251）：内容龙头携手渠道寡头，打造传媒生态巨头》2018-01-03
- 4、《光线传媒（300251）：电影行业龙头逆势增长》2016-08-16

公司盈利预测及投资评级。我们预测 2019-2021 年公司归母净利润分别为 8.48 亿元、10.89 亿元、13.02 亿元，年均复合增速 24%。我们给予公司 2019 年 30X PE，对应市值 254 亿元，加上产业投资资产，可供出售金融资产以及长期股权投资合计估值 60 亿元，公司整体估值 314 亿元。对应目标价 10.72 元，给予“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,731.31	1,843.45	1,510.00	2,050.00	2,600.00
增长率(%)	13.66%	6.48%	-18.09%	35.76%	26.83%
净利润(百万元)	739.95	821.21	2,183.99	848.30	1,088.85
增长率(%)	77.61%	10.98%	165.95%	-61.16%	28.36%
净资产收益率(%)	10.53%	9.68%	22.46%	8.15%	9.66%
每股收益(元)	0.25	0.28	0.74	0.29	0.37
PE	35.16	31.39	11.81	30.40	23.68
PB	3.67	3.06	2.65	2.48	2.29

资料来源：公告，东兴证券研究所

目 录

1. 吐故纳新是公司持续发展的内在核心竞争力	4
1.1 企业发展吐故纳新，股权结构完善	4
1.2 影视业务为核心，财务数据稳健	5
2. 核心逻辑 1：格局占优，互联网电影新势力暂未对公司产生威胁	8
2.1 主投能力是电影公司核心竞争力	8
2.2 互联网电影公司：腾讯影业 VS 阿里巴巴 VS 猫眼微影	11
2.2.1 腾讯影业：致力于打造漫威模式	11
2.2.2 阿里巴巴影业：“新基础设施+优质内容”双轮驱动	11
2.2.3 猫眼微影：侧重电影宣发，与光线传媒具有协同效应	12
3. 核心逻辑 2：回归头部电影投资，提升公司投资回报率	15
3.1 精品影片供需不匹配，国产影片票房“马太效应”突出	15
3.2 头部电影挤占二档电影投资回报率	17
3.3 参与头部电影《疯狂的外星人》，有望提升公司投资回报率	20
4. 核心逻辑 3：公司电影业务收入有较大提升空间	21
4.1 市场空间：2021 年头部国产电影票房市场 275 亿元	21
4.2 电影投资回报率测算	22
4.3 海外成熟电影市场集中度高，竞争格局稳固	24
4.4 光线传媒电影业务收入有较大提升空间	25
5. 盈利预测及估值	28
5.1 盈利预测	28
5.2 估值	29
5.2.1 可供出售金融资产估值	29
5.2.2 长期股权投资估值	30
5.2.3 公司整体估值	31
6. 风险提示	32

表格目录

表 1：2016-2018 年国内电影市场出品方竞争格局	9
表 2：2019 年国内电影公司拟出品电影	10
表 3：腾讯影业旗下四大工作室介绍	11
表 4：阿里影业高管层变动情况	11
表 5：2016-2018.9 猫眼微影参与出品及发行的影片	13
表 6：2019 年猫眼微影拟出品及联合出品的影片	14
表 7：中国及韩国国产电影票房累计份额	16
表 8：2011-2018 年国产电影票房分布	17
表 9：2011-2018 年光线传媒投资及发行的国产电影票房分布	18
表 10：2011-2018 年部分国产电影票房分布	19

表 11: 2019 年春节档作品信息.....	20
表 12: 2011-2021 年国产片头部及二档电影作品数量及票房.....	21
表 13: 头部票房市场的投资回报率与公司市场份额以及投资金额敏感性分析（2021 年）.....	22
表 14: 头部票房市场的投资回报金额与公司市场份额以及投资金额敏感性分析（2021 年）.....	22
表 15: 第二档票房市场的投资回报率与公司市场份额以及投资金额敏感性分析（2021 年）.....	23
表 16: 第二档票房市场的投资回报金额与公司市场份额以及投资金额敏感性分析（2021 年）.....	23
表 17: 2013-2017 年基于电影票房的韩国电影发行市场集中度.....	24
表 18: 2013-2017 年基于电影票房的美国电影发行市场集中度.....	25
表 19: 2013-2017 年电影公司市场占有率.....	26
表 20: 2013-2017 年电影公司电影业务成本.....	27
表 21: 2021 年光线传媒电影业务收入与市占率及投资金额敏感性分析.....	27
表 22: 2016-2020E 公司分业务营收预测.....	28
表 23: 2016-2020E 公司营收及净利润预测.....	28
表 24: 2016-2018 年上半年公司可供出售金融资产期末金额.....	29
表 25: 2016-2018 年上半年公司长期股权投资期末金额.....	30
表 26: 传媒公司 PE 比较.....	31
表 27: 公司盈利预测表.....	33

插图目录

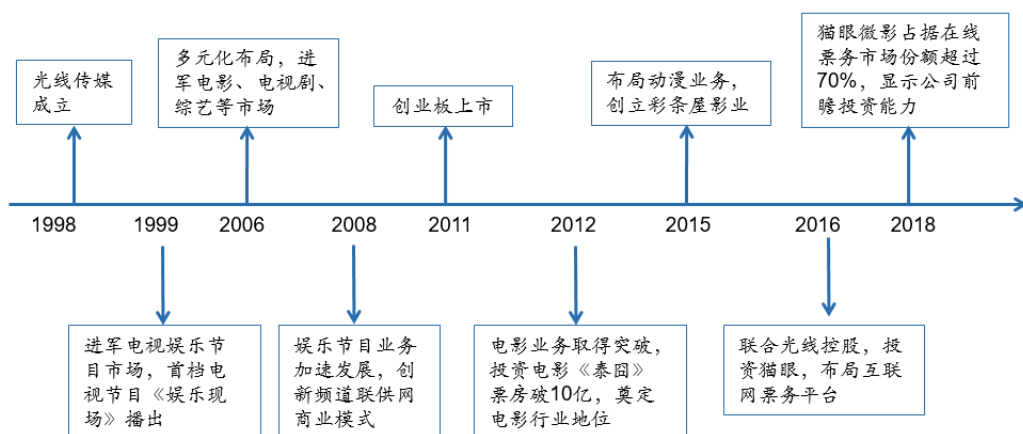
图 1: 1998 年至今, 公司发展历程.....	4
图 2: 截至 2018 年 9 月底, 公司股权结构.....	5
图 3: 2014-2018 年前三季度公司主营收入及增速.....	5
图 4: 2014-2018 年前三季度公司归母净利润及增速.....	5
图 5: 2014-2018 年前三季度公司主营业务毛利率及三费率.....	6
图 6: 公司各业务板块.....	7
图 7: 2013-2018 年上半年公司各板块业务收入（亿元）.....	7
图 8: 国内电影产业链及价值链.....	8
图 9: 阿里影业推行“新基础设施+优质内容”战略.....	12
图 10: 2010-2018 年国内票房过 1 亿国产电影数量及对应总票房.....	15
图 11: 2018 年国产电影票房及累计票房份额占比.....	16
图 12: 2017 年韩国国产电影票房及累计票房份额占比.....	16
图 13: 2012-2018 年光线传媒主投主发的 5-20 亿档的电影作品投资回报率.....	19
图 14: 2015-2018 年头部国产电影投资回报率.....	20
图 15: 2011-2018 年电影备案数.....	26
图 16: 2011-2018 年光线传媒与视觉中国静态市盈率.....	31

1. 吐故纳新是公司持续发展的内在核心竞争力

1.1 企业发展吐故纳新，股权结构完善

公司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。回顾公司 20 年发展历程，吐故纳新是公司内在的核心竞争力。1998 年公司成立并进军电视娱乐节目市场，打造领先的时段联播网及频道联播网模式；2006 年，公司尝试电影、电视剧、综艺等多元化布局；2011 年，公司以电视节目制作为核心业务实现创业板上市；2012 年，公司电影业务取得突破，发行的国产影片数量和票房收入跻身行业前两名；2015 年，公司成立彩条屋影业，布局动漫行业；2016 年，公司投资在线电影票务平台猫眼；目前公司主营以影视板块为核心，同时布局动漫业务板块、内容关联业务板块、产业投资板块。

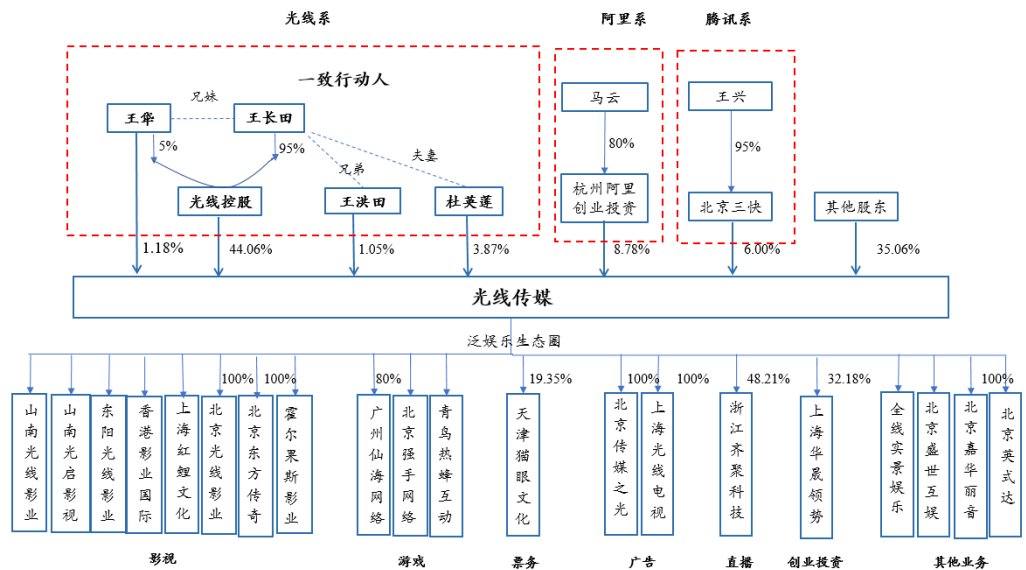
图 1：1998 年至今，公司发展历程



资料来源：公告，东兴证券研究所

公司实际控制人为董事长兼总经理王长田先生。截至 2018 年 9 月底，王长田先生持股上市公司比例为 41.86%。王长田先生持股比例高且从无减持经历，显示其对公司发展前景充满信心。公司前十名股东中，杜英莲与实际制人王长田为夫妻关系；王华为王长田妹妹，王洪田为王长田弟弟，均为一致行动人关系。阿里系持有公司 8.78% 股份，三快科技（美团）持有公司 6.00% 股份。

图 2: 截至 2018 年 9 月底, 公司股权结构

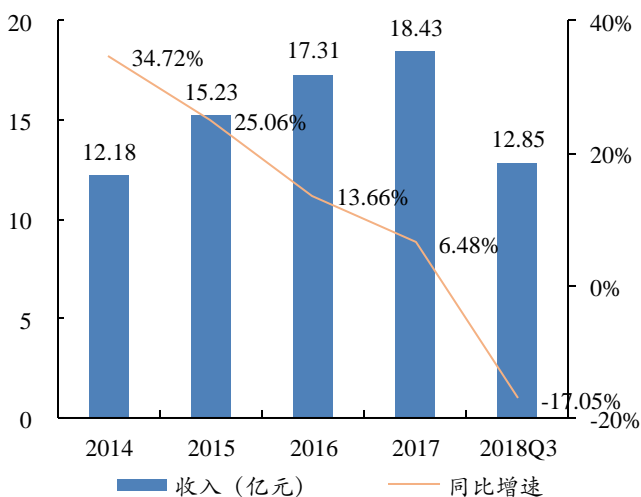


资料来源: 公告, 东兴证券研究所

1.2 影视业务为核心, 财务数据稳健

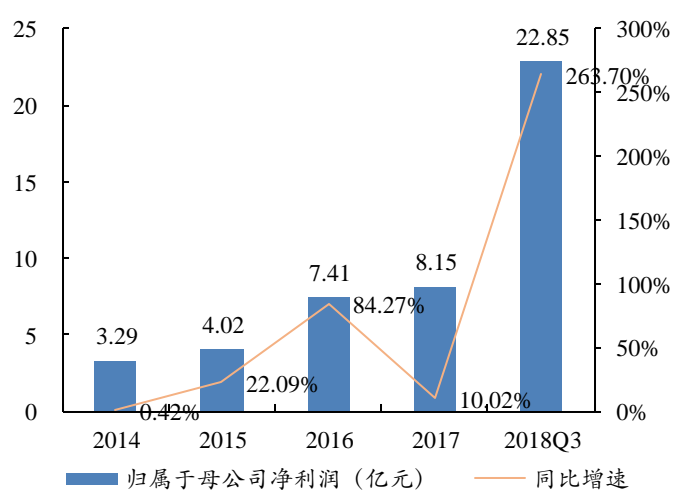
公司主营收入及净利润表现稳健。2018 年前三季度, 公司实现主营收入 12.85 亿元, 同比减少 17.05%, 主要源于子公司浙江齐聚不再并表, 相关视频直播业务收入减少所致, 归母净利润 22.85 亿元, 同比增长 263.7%, 主要源于公司出售新丽传媒股份, 取得投资收益所致。

图 3: 2014-2018 年前三季度公司主营收入及增速



资料来源: 公告, 东兴证券研究所

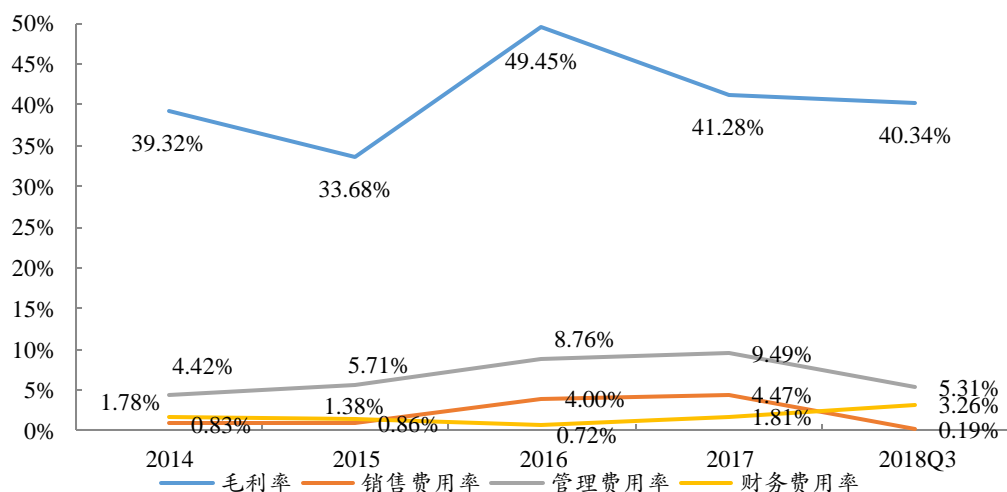
图 4: 2014-2018 年前三季度公司归母净利润及增速



资料来源: 公告, 东兴证券研究所

公司主营业务毛利率较高，三费费率管控良好。2018 年前三季度，公司主营业务毛利率 40.34%，相比过去较为稳定；销售费率 0.19%，相比 2016-2017 年，公司销售费率下降主要源于视频直播业务不再并表，较低的销售费率显示公司影视业务具有较强的核心竞争力；管理费率 5.31%，显示公司内部费用管控良好；财务费率 3.26%，主要源于公司发行的两期债券仍在存续期。

图 5：2014-2018 年前三季度公司主营业务毛利率及三费费率



资料来源：公告，东兴证券研究所

公司业务以内容为核心、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，共有四大业务板块：

- ◆ **影视业务板块**。主要包括电影、电视剧（网剧）等，是公司的核心竞争力所在，也是扩展并拉动其他业务板块的核心驱动力所在；
- ◆ **动漫业务板块**。主要包括动画影视及动漫题材的真人影视等，是公司在横向领域内优势最明显的业务板块，也是最具发展潜力的业务板块之一；
- ◆ **内容关联业务板块**。主要包括艺人经纪、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。
- ◆ **产业投资板块**。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，有利于公司扩大并延伸业务触角、丰富内容产品线。

图 6：公司各业务板块

● 影视板块



● 动漫板块



● 内容关联业务板块

包括艺人经纪、文学、音乐、戏剧、衍生品、实景娱乐等。



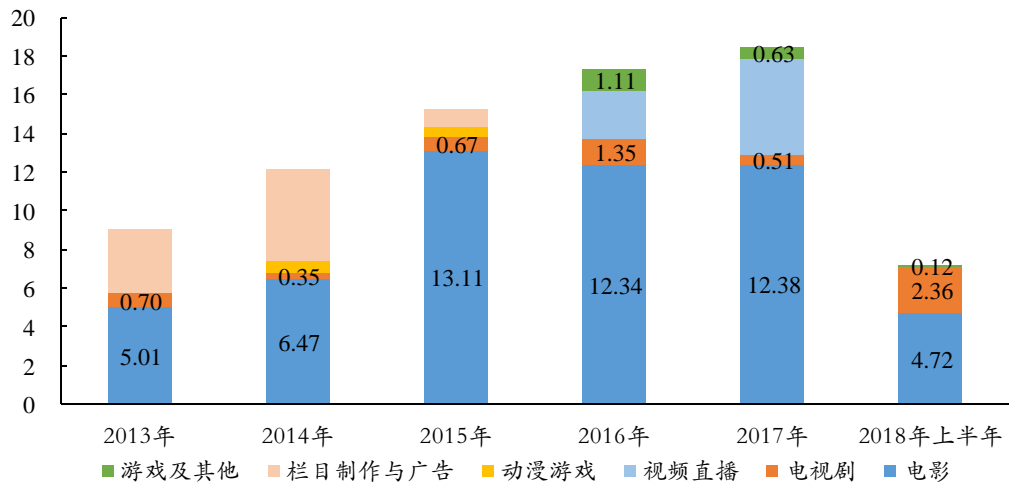
● 产业投资板块

截至2018年半年报，公司纳入可供出售金融资产的公司超过20家，合计金额14亿元；纳入长期股权投资的公司约30家，合计金额48亿元。

资料来源：公告，东兴证券研究所

电影业务是公司核心收入来源，电视剧业务收入增长潜力较高。截至2018年上半年，公司电影业务实现收入4.72亿元，电视剧（网剧）业务实现收入2.36亿元，游戏及其他业务实现收入0.12亿元。公司旗下真人电影以及动漫电影项目储备充足，电视剧（含网剧）业务开始逐步成为公司主要收入来源之一。随着公司旗下影视产品的数量和质量逐步提高，公司主营收入将能保持较高增长趋势。

图 7：2013-2018 年上半年公司各板块业务收入（亿元）



资料来源：公告，东兴证券研究所

2. 核心逻辑 1：格局占优，互联网电影新势力暂未对公司产生威胁

2.1 主投能力是电影公司核心竞争力

主投能力是电影公司核心竞争力。从产业链角度看，电影产业链近几年有较大变化，资本作为电影投资方，已经成为电影产业链的最上游环节。从价值分配角度看，投资与制作及发行环节共同分账净票房的 43%，对行业发展具有不可忽视的影响。行业内判断电影公司的行业地位主要在于看公司主投电影票房的成绩，宣发能力是区别独立制片厂与大型制片集团的标志。

图 8：国内电影产业链及价值链



资料来源：东兴证券研究所

2016-2018 年电影出品公司竞争格局较为混乱。按出品电影票房排名，公司排名波动较大，同时头部公司与中部公司差距不大。对于光线传媒而言，公司每年出品电影的票房波动也很显著，2016 年光线传媒参与出品的电影总票房 51 亿元，2017 年与 2018 年分别为 24 亿元、40 亿元。主要原因在于 2015 年电影行业发展火热，行业进入一批新的竞争者，公司龙头地位受到一定程度的挤占。

表 1：2016-2018 年国内电影市场出品方竞争格局

序号	公司	2016 年		2017 年		2018 年	
		票房 (亿元)	公司	票房 (亿元)	公司	票房 (亿元)	公司
1	中国电影	57	橙子映像	70	天津猫眼微影	59	
2	光线影业	51	天津猫眼微影	61	万达影视	57	
3	和和影业	44	春秋时代影业	60	英皇影业	56	
4	天津联瑞影业	34	捷成世纪文化	60	博纳影业	53	
5	星辉海外	34	北京登峰国际	57	腾讯影业	46	
6	上海新文化	34	嘲风影业	57	欢喜传媒	46	
7	上海天矢文化	34	华谊兄弟	52	北京真乐道	45	
8	中国文化旅游基金	34	万达影视	50	光线影业	40	
9	象山泽悦	34	中国电影	41	阿里巴巴影业	39	
10	奥飞影业	34	新丽传媒	34	新丽传媒	37	
11	博纳影业	32	开心麻花	27	星梦工厂	37	
12	乐视影业	20	光线影业	24	海政电视艺术中心	37	
13	寰亚电影	19	耀莱影视	23	中国电影	36	
14	上海电影	19	华夏电影	21	驰亚影视	34	
15	安乐影片	18	喀什嘉映	20	北京文化	32	

资料来源：猫眼，东兴证券研究所

光线传媒面对的竞争对手主要来自万达影视、博纳影业以及腾讯影业、阿里巴巴影业互联网电影公司。展望 2019 年，根据猫眼显示的各家公司 2019 年拟出品的电影片单，光线传媒拟出品 10 部电影，万达影视与博纳分别为 9 部、8 部；腾讯影业与阿里巴巴影业分别为 4 部、2 部。

表 2：2019 年国内电影公司拟出品电影

2019 年出品电影		
公司	数量	名称
光线影业	10	《疯狂的外星人》《四个春天》《风中有朵雨做的云》《雪暴》《凤凰》《哪吒之魔童降世》《阳台上》《墨多多谜镜冒险》《姜子牙》《龙岭迷窟》
万达影视	9	《沉默的证人》《过春天》《飞驰人生》《熊出没》《未来机器城》《中国推销员》《枪炮腰花》《人间喜剧》《如影随心》
博纳影业	8	《飞驰人生》《一条狗的回家路》《迷妹罗曼史》《窃听风云 4》《神秘宝藏》《欲念游戏》《风再起时》《九龙不败》
中国电影	5	《珠港澳大桥》《一切如你》《流浪地球》《新喜剧之王》《中国推销员》
新丽传媒	4	《素人特工》《一吻定情》《情圣 2》《秘密访客》
和和影业	4	《四个春天》《雪暴》《抵达之谜》《奇幻之旅》
北京文化	3	《流浪地球》《海上浮城》《特警队》
华夏电影	3	《素人特工》《一吻定情》《使徒行者 2》
英皇影业	2	《素人特工》《廉政风云》
寰亚电影	2	《沉默的证人》《日月》
欢喜传媒	2	《疯狂的外星人》《一秒钟》
华谊兄弟	1	《八佰》
上海电影	1	《新喜剧之王》
星辉海外	1	《新喜剧之王》
乐视影业	1	《爵迹 2》
安乐影片	1	《新喜剧之王》
橙子映像	1	《银河补习班》
春秋时代影业	1	《“大”人物》
捷成世纪文化	1	《希望岛》
北京登峰国际	1	《流浪地球》
嘲风影业	1	《流浪地球》
耀莱影视	1	《熊出没 原始时代》
猫眼微影	13	《一吻定情》《飞驰人生》《情圣 2》《熊出没 原始时代》《新喜剧之王》 《白蛇：缘起》《“大”人物》《保持沉默》《风林火山》《大约在冬季》《爵迹 2》《使徒行者 2》《京剧猫》
腾讯影业	4	《爵迹 2》《日月》《全职高手》《拓星者》
阿里巴巴影业	2	《飞驰人生》《燃点》

资料来源：猫眼，东兴证券研究所，注：片单更新截至 20190118

2.2 互联网电影公司：腾讯影业 VS 阿里巴巴 VS 猫眼微影

2.2.1 腾讯影业：致力于打造漫威模式

腾讯影业致力于打造漫威模式。公司拥有大梦、黑体、进化娱乐工作室，分别针对院线电影、剧集和迪士尼式 IP 产业的开发；并成立漫宇工作室，主打腾讯动漫自有 IP 影视开发。可以看到，腾讯影业运营并不完全独立，需要与腾讯游戏、腾讯动漫、阅文集团等组成腾讯互娱泛娱乐业务矩阵，与腾讯旗下游戏、动漫、文学各板块展开深度联动。

表 3：腾讯影业旗下四大工作室介绍

	工作室	负责人	方向	代表作品
腾讯影业	大梦电影工作室	陈洪伟	专注院线电影类型升级	《二代妖精》《魔兽》《拓星者》《动物世界》
	黑体工作室	陈英杰	电影、电视剧联动	《爵迹》《火影忍者博人传》《洛克王国 4, 出发! 巨人谷》
	进化娱乐工作室	刘富源	动画电影原创开发	《钢铁的天使》《全职高手》等
	漫宇工作室	邹正宇	主打腾讯动漫自有 IP 影视开发	《一人之下》《狐妖小红娘》等

资料来源：腾讯影业，东兴证券研究所

2.2.2 阿里巴巴影业：“新基础设施+优质内容”双轮驱动

核心管理层多次变动显示企业内部处于磨合期。2014 年，阿里巴巴以 62.44 亿港元收购港股上市公司文化中国 60% 股权，此后更名阿里巴巴影业，将电影票务平台淘票票和娱乐宝注入阿里影业。从 2014 年至今，阿里影业经历三任 CEO，公司战略也三次变换。目前阿里影业以“新基础设施+优质内容”双轮驱动为战略，着力打造从互联网宣发到衍生品变现、影视金融服务等全产业链的新基础设施，同时重视优质内容。

表 4：阿里影业高管层变动情况

	任期	负责人	战略
阿里影业	2014-2016.12	CEO 张强	产业链上下游投资与并购
	2016.12-2017.10	阿里影业董事长兼 CEO 俞永福	阿里影业定位为基础设施公司
	2017.10-至今	阿里影业 CEO 樊路远	“新基础设施+优质内容”双轮驱动

资料来源：阿里影业，东兴证券研究所

“新基础设施+优质内容”双轮驱动战略需时间证明。在新基础设施方面，公司拥有淘票票平台、灯塔电影宣发平台、阿里鱼 IP 衍生平台、娱乐宝影视金融工具；同时公司开始加大内容投入，主要包括：1) 启动五大电影工作室，加强对青年导演和编

剧的培养；2）2018 年发布“锦橙合制计划”，计划以主投、主控或主宣发形式，与一流制作团队合作 20 部优质电影。

公司在内容制作业务需要积淀。截至 2018 年底，公司成功参投《红海行动》《我不是药神》《西虹市首富》，但主投主控影片《摆渡人》《三生三世十里桃花》《古剑奇谭之流明诏月》《阿修罗》等影片票房不及预期。

图 9：阿里影业推行“新基础设施+优质内容”战略



资料来源：官网，东兴证券研究所

2.2.3 猫眼微影：侧重电影宣发，与光线传媒具有协同效应

猫眼微影是国内领先的在线娱乐票务服务平台以及领先的娱乐内容服务平台。1）在线票务领域，2017 年猫眼电影与微影时代合并组建猫眼微影，截至 2018 年 9 月底，猫眼微影占据 61.3% 在线电影业务交易额，是国内最大的在线电影业务服务平台；2）内容服务领域，2016 年-2018 年 9 月公司担任联合出品方参与制作的电影分别为 4 部、11 部、16 部，并与 2016 年开始担任电影主控发行方，根据艾瑞报告，截至 2018 年 9 月底，公司已经成为国内排名第一的国产电影主控发行方。

表 5：2016-2018.9 猫眼微影参与出品及发行的影片

电影	上映时间	角色	票房
邪不压正	2018.7	联合出品方 主控发行方	583
我不是药神	2018.7	联合出品方	3,098
后来的我们	2018.4	联合出品方 主控发行方	1,361
水形物语	2018.3	协助发行	105
熊出没 变形记	2018.2	联合出品方	606
捉妖记 2	2018.2	联合出品方 主控发行方	2,237
神秘巨星	2018.1	协助发行	747
前任 3	2017.12	联合出品方	1,941
天才枪手	2017.1	协助发行	271
羞羞的铁拳	2017.9	联合出品方 主控发行方	2,213
春娇救志明	2017.4	联合出品方	175
大闹天竺	2017.10	主控发行方	756
情圣	2016.12	联合出品方 主控发行方	657
我不是潘金莲	2016.11	主控发行方	482
驴得水	2016.10	联合出品方 主控发行方	172

资料来源：猫眼招股书，东兴证券研究所

猫眼微影线上线下宣发能力突出。线下方面，公司拥有规模约 300 人的业务拓展团队；线上方面，公司拥有猫眼 APP 与格瓦拉 APP 以及微信支付、QQ 钱包、美团 APP、大众点评 APP 独家入口以及微信猫眼小程序，为用户提供影片信息，包括剧情、演员及剧组资料、剧照及预告片等。截至 2018 年 9 月底，公司旗下平台平均月活用户达到 1.35 亿。

猫眼微影侧重电影宣发，与光线传媒具有协同效应。光线传媒主要从事电影及电视剧投资及制作业务，而猫眼微影定位为综合娱乐平台，主要向内容提供商提供线上线下资源以及数据洞察、互联网赋能工具等服务。同时通过 2019 年猫眼微影拟出品及联合出品的影片，我们也能观察到，猫眼微影主要作为影片出品方和联合出品方，独立主投影片较少。因此，猫眼微影与光线传媒更倾向于合作关系。

表 6：2019 年猫眼微影拟出品及联合出品的影片

电影	出品方	联合出品方
一吻定情	新丽传媒、 猫眼微影 、华夏电影	万达影视、当乐娱乐
飞驰人生	亭东影业、博纳文化、 猫眼微影 、阿里巴巴、 万达影视、果麦文化	腾讯影业、大地时代文化、横店影业、金逸嘉逸电影、磨铁娱乐、水月文化、优酷电影
情圣 2	新丽传媒、淘票票、万达影视、华夏电影、狂 欢者电影制作公司	北京国影纵横、珠江影业、耀莱影视、 猫眼微影 、浙江时代、新丽电影发行、炉火映画、新沂奇门府导演工作室
熊出没 原始时代	华强方特、乐创影业、 猫眼微影 、万达影视、 方特影业、北京耳朵听听、大地时代文化、横店影业、金逸嘉逸、耀莱影视	
新喜剧之王	中国电影、全星时代、阿里巴巴影业、金逸嘉逸、联瑞影视、星辉海外、新文化影业、横店影业、大地时代文而化、蓝色星空、 猫眼微影 、安乐影片、上海电影	蒙查查影视、浙江影视、乐开花影业
白蛇：缘起	追光人动画、华纳兄弟	卓然影业、 猫眼微影 、横店影业、金逸嘉逸、大地时代
“大”人物	喜焰文化、五元时代、春秋时代	猫眼微影 、峨眉电影、欢颜文化、盛唐映画、星咖环球等 13 家
保持沉默	光线、 猫眼微影 、中央新闻电影记录厂、希云森林	
风林火山	嘉映影业、邵氏兄弟影业、银都机构、 猫眼微影	小米影业、耳东影业
大约在冬季	恐龙影业、横店影业、 猫眼微影 、文投控股、雪漫舍影业	
爵迹 2	乐视影业、最世文化、原力影业、和力辰光、爱美神影视、腾讯影业、 猫眼微影 、浙江博地影视、麦颂影视	
使徒行者 2	春天影业、邵氏兄弟影业、耳东影业、 猫眼微影 、烈火文化、嘉映文化、华夏电影	
京剧猫	璀璨星空文化、 猫眼微影	

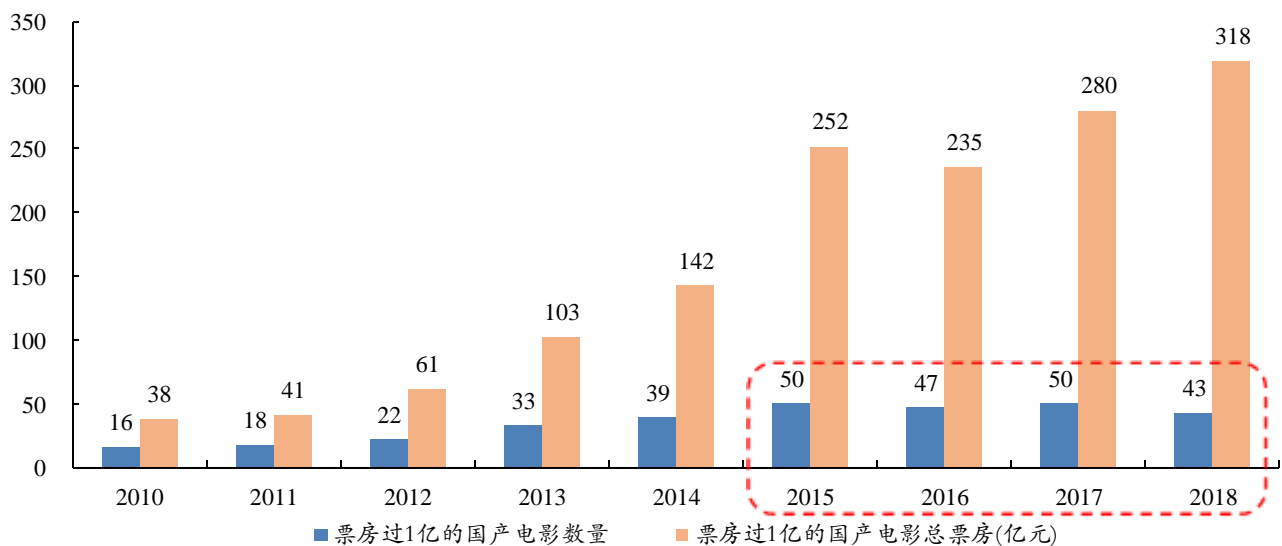
资料来源：猫眼，东兴证券研究所

3. 核心逻辑 2：回归头部电影投资，提升公司投资回报率

3.1 精品影片供需不匹配，国产影片票房“马太效应”突出

优质国产电影供给稳定，观影人群对精品内容需求旺盛。我们统计了 2010-2018 年票房过 1 亿的国产电影数量及对应总票房，可以看到两个趋势：1) 2010-2015 年，票房过 1 亿的国产电影数量稳定增加，但 2015-2018 年相应的电影数量保持稳定；2) 2010-2018 年，票房过 1 亿的国产电影总票房保持稳定增长。因此我们认为，国内优秀的内容生产资源（例如导演、编剧、演员）具有稀缺性，是导致每年上映的精品电影数量保持稳定的核心原因，另一方面观影人群品位不断提升，说明用户对优质电影内容需求旺盛。

图 10：2010-2018 年国内票房过 1 亿国产电影数量及对应总票房



资料来源：猫眼，东兴证券研究所

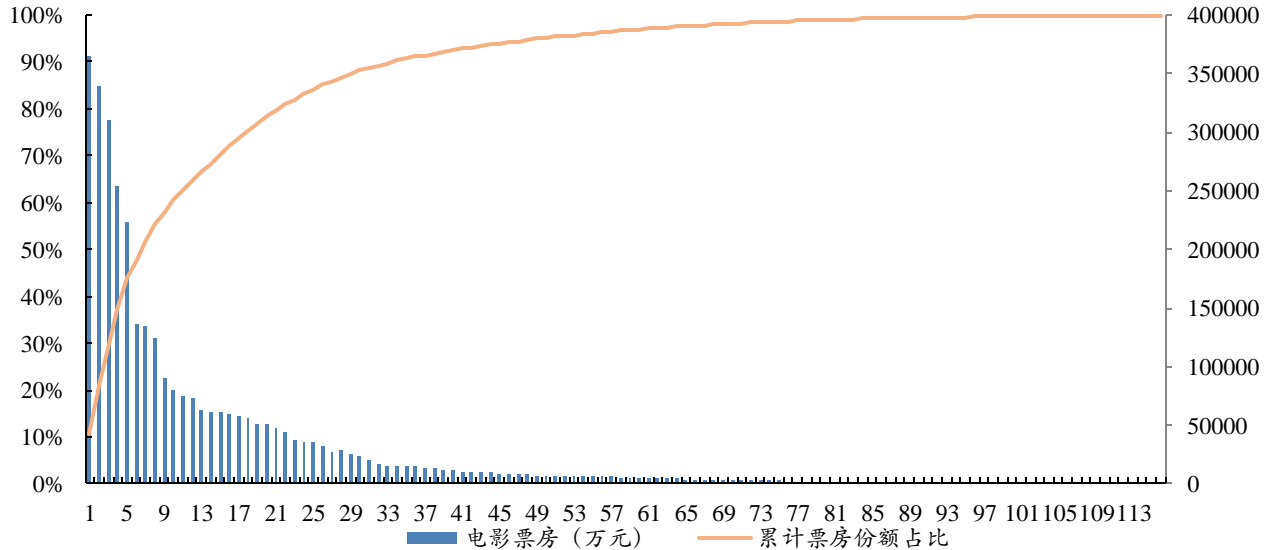
国产影片“马太效应”意味着头部电影挤占二三档电影票房。由于精品影片供需不匹配、国内用户观影偏好相对统一等因素，国产影片票房“马太效应”突出。2018 年第 1 名国产电影票房占比 10.7%国产电影总票房份额，前 10 名国产电影票房占比 60.4%国产电影总票房份额，而前 11-20 名国产电影票房国产电影总票房份额仅占比 17.9%国产电影总票房份额。韩国电影产业也有类似规律。可以看到，头部电影挤占二三档电影票房现象非常显著。

表 7：中国及韩国国产电影票房累计份额

排名	前 1 名	前 10 名	前 20 名	前 30 名	前 40 名	前 50 名	前 60 名	前 100 名
累计份额 (中国)	10.7%	60.4%	78.3%	88.2%	92.2%	95.1%	96.9%	99.7%
累计份额 (韩国)	10.9%	58.7%	80.5%	91.4%	95.6%	98.1%	99.1%	99.9%

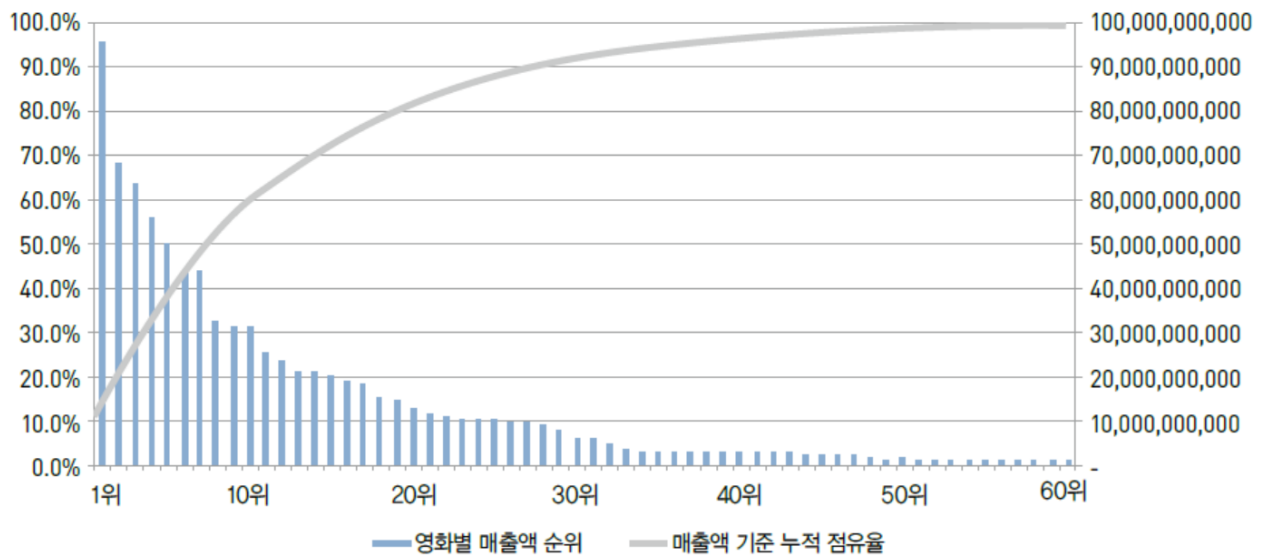
资料来源：猫眼，韩国电影产业报告，东兴证券研究所

图 11：2018 年国产电影票房及累计票房份额占比



资料来源：猫眼，东兴证券研究所

图 12：2017 年韩国国产电影票房及累计票房份额占比



资料来源：韩国电影产业报告，东兴证券研究所

3.2 头部电影挤占二档电影投资回报率

头部国产电影票房登上新台阶。复盘 2011-2018 年国产电影票房分布区间，我们看到，头部国产电影票房由 10-20 亿区间提高到 30 亿以上，其中 2017 年上映的《战狼 2》票房达到 57 亿元。随着 2016 年《美人鱼》票房突破 30 亿元，近几年票房达到 30 亿以上的国产电影数量也逐年增加。

表 8：2011-2018 年国产电影票房分布

票房分布	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
30 亿以上	0	0	0	0	0	1	1	3
20-30 亿	0	0	0	0	1	0	1	2
10-20 亿	0	1	1	2	4	6	5	3
5-10 亿	2	2	6	8	11	9	8	12
3-5 亿	2	2	3	7	12	7	8	6
1-3 亿	14	17	23	22	22	24	27	17
500 万-1 亿	67	76	72	100	108	108	93	73

资料来源：猫眼，东兴证券研究所

近几年光线传媒主投主发电影经历票房瓶颈。2011-2018年，光线传媒参与投资及发行的国产电影票房主要分布在5-10亿及10-20亿区间。由于2016年公司参与投资《美人鱼》以及2018年参与投资《唐人街探案2》的投资份额不高，暂不算入光线传媒主投产品阵列。可以看到，2012-2015年光线传媒主投主发电影作品票房成绩处于头部水平，但2015年开始，国产片票房天花板突破20亿，光线传媒主投主发作品却经历票房瓶颈。

表9：2011-2018年光线传媒投资及发行的国产电影票房分布

票房分布	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
30亿以上						1*		1*
20-30亿								
10-20亿		1			2			1
5-10亿			2	3	2	2*	2	3
3-5亿	3		0	2	3	1	2	1
1-3亿	4	3	3	1	2	1	3	1
500万-1亿		8	5	6	6	7	6	6

资料来源：公告，东兴证券研究所。注：2016年5-10亿档不包括进口片《你的名字。》

回顾光线传媒与电影行业发展历程：

1) 2012-2014年，光线传媒较为擅长投资中低成本的喜剧片与青春爱情片，并频繁成为爆款。根据我们统计，2012-2014年光线传媒投资发行头部作品的平均回报率为377%。“光线模式”在2012-2014年是电影投资回报率较高且可复制的模式。

2) 2015-2018年，电影行业逐步出现票房20亿以上电影。“光线模式”仍然可行，但其作品票房成绩已经下降到第二档，根据我们统计，2015-2018年，光线投资发行作品的平均回报率降到132%。

3) 作为对比，我们统计了2015-2018年20亿以上票房的电影投资回报率为332%。

可以看到两点结论：1) 头部电影的投资回报率一直很高；2) 二档票房作品的投资回报率会被头部作品挤占。

注1：投资回报率=（分账收入-制作宣发成本）/制作宣发成本*100%；

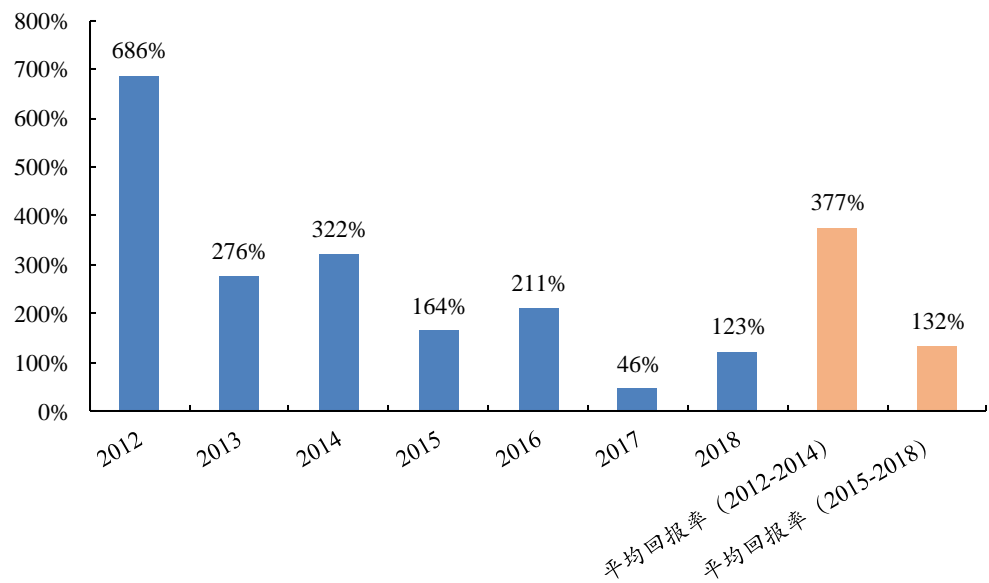
注2：报告中测算投资回报率方法或与实际有一定误差，仅为参考。

表 10: 2011-2018 年部分国产电影票房分布

票房分布	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
30 亿以上					美人鱼	战狼 2	红海行动、唐人街探案 2、我不是药神
20-30 亿				捉妖记		羞羞的铁拳	西虹市首富; 捉妖记 2
10-20 亿	泰囧			寻龙诀、港囧			后来的我们、一出好戏
5-10 亿		致我们终将逝去的青春、中国合伙人	爸爸去哪儿、分手大师、匆匆那年	西游记之大圣归来、恶棍天使	从你的全世界路过、大鱼海棠	大闹天竺、三生三世十里桃花	超时空同居、熊出没变形记、动物世界

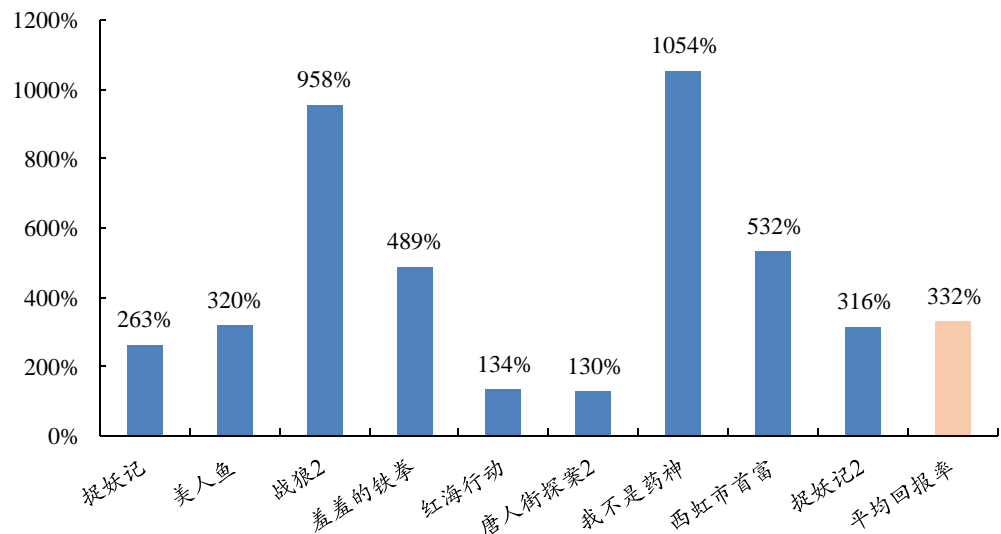
资料来源: 公告, 东兴证券研究所, 注: 标黄部分是主要的光线传媒主投主发作品。

图 13: 2012-2018 年光线传媒主投主发的 5-20 亿档的电影作品投资回报率



资料来源: 产业调研, 东兴证券研究所, 注: 测算投资回报率或与实际有一定误差, 仅供参考

图 14：2015-2018 年头部国产电影投资回报率



资料来源：产业调研，东兴证券研究所，注：测算投资回报率或与实际有一定误差，仅供参考

3.3 参与头部电影《疯狂的外星人》，有望提升公司投资回报率

参与出品发行头部电影《疯狂的外星人》，有望提升公司投资回报率。根据猫眼显示，公司参与出品发行春节档电影《疯狂的外星人》，本部电影由宁浩导演，沈腾黄渤主演。目前《疯狂的外星人》在猫眼平台上想看人数超过 33 万，领先 2019 年春节档其他竞争影片。我们认为，公司参与投资发行头部电影《疯狂的外星人》，显示公司作品票房有望重回头部，有利于提高公司投资回报率。

表 11：2019 年春节档作品信息

电影名称	导演	主演	出品方	想看人数(猫眼平台)
《疯狂的外星人》	宁浩	黄渤, 沈腾	欢喜传媒、光线传媒等	33.3 万
《飞驰人生》	韩寒	沈腾, 黄景瑜, 尹正	亭东影业等	28.1 万
《新喜剧之王》	周星驰	王宝强	-	17.9 万
《流浪地球》	郭帆	吴京, 李光洁, 屈楚萧	中国电影、北京文化	15.2 万
《神探蒲松龄》	严嘉	成龙, 阮经天, 钟楚曦	耀莱影视等	10.9 万
《廉政风云》	麦兆辉	张家辉, 刘青云等	英皇影业等	5.7 万
《熊出没》	-	-	华强方特、乐创影业等	3.9 万
《小猪佩奇过大年》	张大鹏	-	阿里巴巴影业等	2.9 万
《忠爱无言》	谈宜之	七福, 张浩庭, 金巧巧	一八九五影视传媒等	0.9 万
《猪猪侠》	钟澍	-	咏声动漫等	0.7 万
《猪八戒传说》	郑冀峰	曾志伟, 胡雅云	三亚星面孔等	0.6 万
《动物出击》	冯小宁	-	-	0.1 万

资料来源：猫眼，东兴证券研究所

4. 核心逻辑 3: 公司电影业务收入有较大提升空间

4.1 市场空间: 2021 年头部国产电影票房市场 275 亿元

假设:

- 1) 2019-2021 年, 国产电影票房市场年均复合增速约 10%;
 - 2) 20 亿以上电影占国产电影总票房 55% 的市场份额, 20 亿以上电影平均票房为 30 亿元;
 - 3) 5-20 亿电影占国产电影总票房 25% 的市场份额, 5-20 亿电影的平均票房为 8 亿;
- 可以测算: 到 2021 年, 票房超过 20 亿的国产电影数量约 9 部, 对应 275 亿票房市场; 票房 5-20 亿的国产电影数量约 16 部, 对应 125 票房亿市场。

表 12: 2011-2021 年国产片头部及二档电影作品数量及票房

票房分布	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2021E
国产片票房 (亿元)	70	73	125	160	273	264	299	379	500
国产票房增速		4%	71%	28%	71%	-3%	13%	27%	10%
20 亿以上电影合计票房					24	34	79	149	275
5-20 亿电影合计票房	11	29	49	72	140	132	125	117	125
20 亿以上电影合计占比					9%	13%	26%	39%	55%
5-20 亿电影合计占比	16%	39%	39%	45%	51%	50%	42%	31%	25%
20 亿以上电影数量					1	1	2	5	9
5-20 亿电影数量	2	3	7	10	15	15	13	15	16
20 亿以上电影平均票房					24	34	39	30	30
5-20 亿以上电影平均票房	6	10	7	7	9	9	10	8	8

资料来源: 猫眼, 东兴证券研究所

4.2 电影投资回报率测算

假设 2021 年票房超过 20 亿的国产电影约 275 亿票房市场，则对应 102 亿上游分账票房市场（投资+制片+发行）；

假设头部电影的投资回报率为 330%，则头部电影的原始投资金额为 24 亿元。

我们对电影公司的投资回报率与公司每年投入的资金及公司市场份额进行相关性分析。如果一家电影公司在头部票房市场的市场份额为 20%，其最优的投资金额是不超过 4.8 亿，实现回报率最大化；但这并不是投资金额回报最大的方式，如果这家公司投资 6 亿元，可以看到，虽然投资回报率下降到 244%，但投资回报金额为 14.6 亿元。最后，如果公司不考虑自身市场份额，盲目加大电影投资，只会拉低投资回报率，甚至亏损。

表 13：头部票房市场的投资回报率与公司市场份额以及投资金额敏感性分析（2021 年）

		市场份额						
		15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%
		3.6	4.8	6	7.2	8.4	9.6	10.8
投资金额 (亿元)	4	287%	330%	330%	330%	330%	330%	330%
	6	158%	244%	330%	330%	330%	330%	330%
	8	94%	158%	223%	287%	330%	330%	330%
	10	55%	106%	158%	210%	261%	313%	330%
	12	29%	72%	115%	158%	201%	244%	330%
	14	11%	47%	84%	121%	158%	195%	232%
	16	-3%	29%	61%	94%	126%	158%	190%

资料来源：东兴证券研究所

表 14：头部票房市场的投资回报金额与公司市场份额以及投资金额敏感性分析（2021 年）

		市场份额						
		15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%
		3.6	4.8	6	7.2	8.4	9.6	10.8
投资金额 (亿元)	4	11.5	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2
	6	9.5	14.6	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
	8	7.5	12.6	17.8	23.0	26.4	26.4	26.4
	10	5.5	10.6	15.8	21.0	26.1	31.3	33.0
	12	3.5	8.6	13.8	19.0	24.1	29.3	39.6
	14	1.5	6.6	11.8	17.0	22.1	27.3	32.4
	16	(0.5)	4.6	9.8	15.0	20.1	25.3	30.4

资料来源：东兴证券研究所

假设 2021 年票房 5-20 亿的第二档国产电影约 125 亿票房市场，则对应 47 亿上游分账票房市场（投资+制片+发行）；

假设第二档电影的投资回报率为 130%，则第二档电影的原始投资金额为 20 亿元。

表 15：第二档票房市场的投资回报率与公司市场份额以及投资金额敏感性分析（2021 年）

		市场份额						
		15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%
		3	4	5	6	7	8	9
投资金额 (亿元)	3	130%	130%	130%	130%	130%	130%	130%
	4	73%	130%	130%	130%	130%	130%	130%
	5	38%	84%	130%	130%	130%	130%	130%
	6	15%	53%	92%	130%	130%	130%	130%
	7	-1%	31%	64%	97%	130%	130%	130%
	8	-14%	15%	44%	73%	101%	130%	130%
	9	-23%	2%	28%	53%	79%	104%	130%

资料来源：东兴证券研究所

表 16：第二档票房市场的投资回报金额与公司市场份额以及投资金额敏感性分析（2021 年）

		市场份额						
		15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%
		3	4	5	6	7	8	9
投资金额 (亿元)	3	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
	4	2.9	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
	5	1.9	4.2	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
	6	0.9	3.2	5.5	7.8	7.8	7.8	7.8
	7	(0.1)	2.2	4.5	6.8	9.1	9.1	9.1
	8	(1.1)	1.2	3.5	5.8	8.1	10.4	10.4
	9	(2.1)	0.2	2.5	4.8	7.1	9.4	11.7

资料来源：东兴证券研究所

4.3 海外成熟电影市场集中度高，竞争格局稳固

韩国电影投资发行市场形成4家垄断的稳定竞争格局。2017年，韩国电影市场规模折合人民币约106亿元，2012-2017年年均复合增速约4%，韩国电影行业已经进入成熟期，投资发行市场竞争格局处于稳定状态，CJ E&M、SHOWBOX、NEW和乐天四大公司垄断韩国电影投资发行市场，2013-2017年4家公司占据76%-94%发行市场份额。

表 17：2013-2017 年基于电影票房的韩国电影发行市场集中度

序号	2013		2014		2015		2016		2017	
	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率
1	NEW	29.5%	CJ E&M	37.2%	CJ E&M	40.5%	CJ E&M	27.4%	CJ E&M	25.2%
2	CJ E&M	28.1%	乐天	19.7%	SHOWBOX	31.5%	SHOWBOX	25.3%	SHOWBOX	20.5%
3	SHOWBOX	22.9%	SHOWBOX	14.7%	NEW	14.7%	NEW	17.0%	乐天	18.0%
4	乐天	13.2%	NEW	11.3%	乐天	3.9%	乐天	7.5%	NEW	12.6%
5	아이러브	2.4%	CGV	3.6%	CGV	3.7%	华纳	6.6%	메가박스	11.5%
	其他	3.9%	其他	13.5%	其他	5.6%	其他	16.2%	其他	12.2%

资料来源：韩国电影产业报告，东兴证券研究所

北美电影投资发行市场形成 6 家垄断的稳定竞争格局。通过持续并购，目前迪士尼、二十世纪福克斯、环球影业、华纳兄弟影业、派拉蒙电影公司和索尼影业等好莱坞六大电影公司每年在北美票房持续占有市场 80% 以上的份额。（2018 年迪斯尼完成收购六大之一的 FOX 影业）

表 18：2013-2017 年基于电影票房的美国电影发行市场集中度

序号	2013		2014		2015		2016		2017	
	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率
1	华纳兄弟	21.3%	华纳兄弟	18.8%	环球影业	22.3%	迪士尼	26.3%	迪士尼	21.8%
2	迪士尼	14.9%	二十世纪福克斯	17.9%	迪士尼	19.8%	华纳兄弟	16.7%	华纳兄弟	18.4%
3	环球影业	13.3%	迪士尼	14.9%	华纳兄弟	16.9%	环球影业	14.1%	环球影业	15.0%
4	索尼影业	10.6%	索尼影业	12.0%	二十世纪福克斯	12.4%	二十世纪福克斯	13.3%	二十世纪福克斯	12.9%
5	二十世纪福克斯	10.2%	环球影业	11.4%	索尼影业	8.9%	索尼影业	8.3%	索尼影业	9.8%
6	派拉蒙电影	8.4%	派拉蒙电影	9.7%	派拉蒙电影	5.9%	派拉蒙电影	7.7%	派拉蒙电影	4.8%

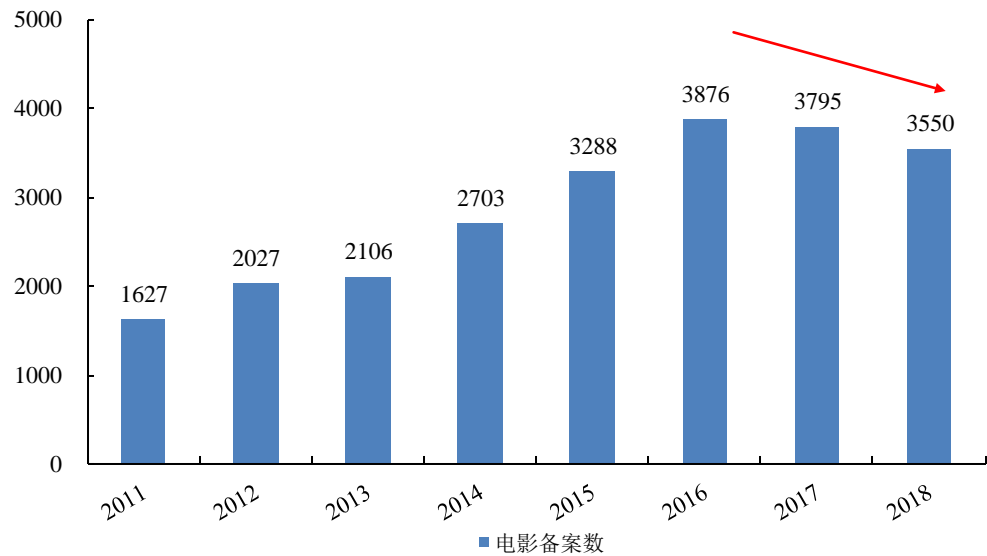
资料来源：box office mojo，东兴证券研究所

4.4 光线传媒电影业务收入有较大提升空间

2019 年是光线传媒加大电影投资，提升市场份额与投资回报率的窗口期。2015-2017 年，电影行业发展火热，资本加速进入投资电影，新兴电影投资发行公司侵蚀头部公司市场份额。2018 年是一个重要转折点，行业政策监管严格。电影备案数量持续下降反映电影行业处在去产量的过程中。去产量的过程意味着行业内部分竞争对手退出市场或者降低电影投资额度。

头部电影作品的平均投资回报率超过 330%，远高于其他档票房收入的作品。以及我们测算，2021 年票房超过 20 亿的国产电影约 275 亿票房市场，头部电影的原始投资金额为 24 亿元，在行业出清逻辑下，公司投资头部作品份额提升，有助于提升公司整体电影投资回报率。

图 15：2011-2018 年电影备案数



资料来源：国家电影总局，东兴证券研究所

2016 年光线传媒、博纳影业与万达影视合计电影业务收入占比分账票房份额为 32%，根据我们推算，2018 年光线传媒、博纳影业与万达影视合计电影业务收入占比分账票房份额不超过 40%。相比 2013-2017 年北美及韩国电影投资发行市场的高度集中特征，光线传媒市占率仍有较大提升空间。

表 19：2013-2017 年电影公司市场占有率

单位：亿元	2013	2014	2015	2016	2017
国产片票房	125	160	273	264	299
上游分账票房	47	60	102	98	111
光线传媒电影业务收入	5.0	6.5	13.1	12.3	12.4
市占率	11%	11%	13%	13%	11%
博纳影业电影业务收入		7.0	7.0	11.4	
市占率		12%	7%	12%	
万达影视电影业务收入				6.7	8.4
市占率				7%	8%

资料来源：财报及招股书，东兴证券研究所

电影内容公司财报中电影业务成本主要反应公司历年投资电影项目的金额。我们测算 2021 年国内头部电影市场和第二档电影市场的原始投资盘子分别为 24 亿元、20 亿元。我们统计了光线传媒等 3 家公司每年的电影业务成本，可以看到目前光线传媒等头部公司每年投资金额还较低，投资额度还有较大提升空间。

表 20：2013-2017 年电影公司电影业务成本

电影业务成本（亿元）	2013	2014	2015	2016	2017
光线传媒	2.9	2.8	7.7	5.6	6.9
博纳影业		3.0	2.1	5.5	
万达影视				3.5	4.1

资料来源：财报及招股书，东兴证券研究所

在目前龙头公司提升份额窗口期，假设光线传媒加大电影投资，从中性角度测算，如果公司电影业务投资加大到 12 亿元，我们测算认为公司电影收入有望由 2018 年 12 亿（据测算）增长至 2021 年 30 亿元。

表 21：2021 年光线传媒电影业务收入与市占率及投资金额敏感性分析

市占率			投资金额				
			8 亿元	10 亿元	12 亿元	14 亿元	16 亿元
乐观	头部	25%	30	35	40	38	36
	第二档	30%					
中性	头部	20%	28	32	30	28	26
	第二档	25%					
悲观	头部	15%	24	22	20	18	16
	第二档	20%					

资料来源：东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

核心假设：

- 1) 2019 年，公司开始加大电影业务投资金额；
- 2) 2019-2021 年，电视剧（网剧）业务平稳增长；
- 3) 2018 年视频直播业务不再并表；

表 22：2016-2020E 公司分业务营收预测

单位：亿元	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入	17.31	18.43	15.10	20.50	26.00	31.00
yoy	14%	6%	-18%	36%	27%	19%
电影业务	12.34	12.38	12.00	17.00	22.00	26.00
yoy	-6%	0%	-3%	42%	29%	18%
电视剧业务	1.35	0.51	3.10	3.50	4.00	5.00
yoy	101%	-62%	508%	13%	14%	25%
视频直播业务	2.51	4.91	-	-	-	-
游戏及其他业务	-	-	-	-	-	-

资料来源：公告，东兴证券研究所

根据以上假设，我们预计 2018-2021 年公司营收分别为 15.10 亿元、20.50 亿元、26.00 亿元、31.00 亿元，同比增长-18%、36%、27%、19%，净利润分别为 21.84 亿元、8.48 亿元、10.89 亿元、13.02 亿元，同比增长 168%、-61%、28%、20%。

表 23：2016-2020E 公司营收及净利润预测

单位：亿元	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入	17.31	18.43	15.10	20.50	26.00	31.00
增长率 (%)	14%	6%	-18%	36%	27%	19%
归母净利润	7.41	8.15	21.84	8.48	10.89	13.02
增长率 (%)	84%	10%	168%	-61%	28%	20%
收入-成本-三费-研发费用	6.22	4.70	5.44	8.17	11.01	13.52
增长率 (%)	59%	-24%	16%	50%	35%	23%

资料来源：东兴证券研究所

5.2 估值

5.2.1 可供出售金融资产估值

对于可供出售金融资产,公司取得时按公允价值和相关交易费用之和作为初始确认金额。持有期间将取得的利息或现金股利确认为投资收益。期末以公允价值计量且将公允价值变动计入其他综合收益。

截至2018年半年报,公司合计可供出售金融资产13.95亿元,其中公司持有股票市值5.56亿元。部分股票股价波动较大,我们对公司持有天神娱乐0.43亿股重新估值,根据2018年12月31日收盘价,合计股份对应市值为2.25亿元,相比2018年6月30日减值1.72亿元。考虑减值因素,我们对公司可供出售金融资产估值为12亿元。

表 24: 2016-2018 年上半年公司可供出售金融资产期末金额

项目	可供出售金融资产期末金额(百万元)			核算方式
	2016 年	2017 年	2018 年半年度	
天神娱乐、欢瑞世纪(按公允价值计量)等	1,416	956	556	公允价值
北京中关村银行股份有限公司		396	396	成本法
上海喜天影视文化股份有限公司	80	80	80	成本法
深圳市英威诺科技有限公司	73	73	73	成本法
杭州当虹科技有限公司	62	62	62	成本法
经纬创腾(杭州)创业投资合伙企业(有限合伙)	38	50	50	成本法
宁波擎信新经济二期股权投资合伙企业(有限合伙)	24	33	33	成本法
ACCESS BRIGHTINC	33	31	31	成本法
杭州缙苏电子商务有限公司	30	30	30	成本法
苏州蓝白红影业有限公司			30	成本法
杭州玄机科技有限公司	25	25	25	成本法
HEROVE NTURES LLC	14	13	13	成本法
北京热度文化传媒有限公司	8	8	8	成本法
山河万物影视传媒南京有限公司			5	成本法
上海赛体网络科技	3	3	3	成本法
上海瑞力文化并购股权投资基金合伙企业(有限合伙)			1	成本法
北京智水互娱科技有限公司			1	成本法
众大合联市场咨询(北京)有限公司	0	0	0	成本法
天津猫眼文化传媒有限公司	1,583			成本法
上海瑞义企业管理合伙企业(有限合伙)	1	1		成本法
合计	3,388	1,760	1,395	

资料来源:公告,东兴证券研究所

5.2.2 长期股权投资估值

公司对被投资单位实施控制的长期股权投资采用成本法核算，采用成本法核算的长期股权投资按照初始投资成本计价。对合营企业和联营企业的长期股权投资，采用权益法核算。

截至 2018 年半年报，公司一共对 30 家合营企业和联营企业的长期股权投资，合计资产 48.15 亿元。其中光线传媒持股猫眼微影 19.35% 股份，基于猫眼微影最新一级市场估值约 200 亿元人民币，当前公司对猫眼微影估值较为公允。当前我们对公司长期股权投资资产估值为 48 亿元。

表 25：2016-2018 年上半年公司长期股权投资期末金额

项目	长期股权投资期末金额(百万元)			核算方式
	2016 年	2017 年	2018 年半年度	
天津猫眼微影文化传媒有限公司	0	3,778	3,751	权益法
上海华晟领势创业投资合伙企业（有限合伙）	327	313	303	权益法
浙江齐聚科技有限公司	0	281	264	权益法
COVEREDGE (CAYMAN) INC	184	163	161	权益法
天津橙子映像传媒有限公司	47	81	73	权益法
广州易动文化传播有限公司	51	48	46	权益法
霍尔果斯光印影业有限公司	0	38	38	权益法
北京七维视觉科技有限公司	5	7	37	权益法
彼岸天（北京）文化有限公司	7	10	17	权益法
上海祺天文化发展有限公司	0	14	14	权益法
吉林省凝羽动画有限公司	7	7	12	权益法
霍尔果斯十月文化传媒有限公司	19	15	12	权益法
天津市好传文化传播有限公司	11	11	11	权益法
神奇一天国际传媒（北京）有限公司	0	0	9	权益法
北京漫言星空文化发展有限公司	9	9	8	权益法
北京全擎娱乐文化传媒有限公司	0	9	8	权益法
霍尔果斯可可豆动画影视有限公司	4	8	8	权益法
杭州路行动画设计有限公司	0	4	8	权益法
北京中传合道文化发展有限公司	9	8	8	权益法
上海嘉皓信息科技有限公司	8	7	7	权益法
霍尔果斯战火影业有限公司	4	4	4	权益法
苏州幻想师动画制作有限公司	0	0	4	权益法
北京卓研时代科技有限公司	3	3	2	权益法
上海青空绘彩动漫文化传播有限公司	2	2	2	权益法
上海华晟信选创业投资管理中心（有限合伙）	2	2	2	权益法
上海华晟投资管理有限公司	2	3	2	权益法
霍尔果斯大魔王影视文化有限公司	0	1	1	权益法

成都魔法文化传播有限公司	0	1	1	权益法
霍尔果斯小森林影业有限公司	0	1	1	权益法
霍尔果斯永久文化传媒有限公司	0	1	1	权益法
合计	703	4,828	4,815	

资料来源: 公告, 东兴证券研究所

5.2.3 公司整体估值

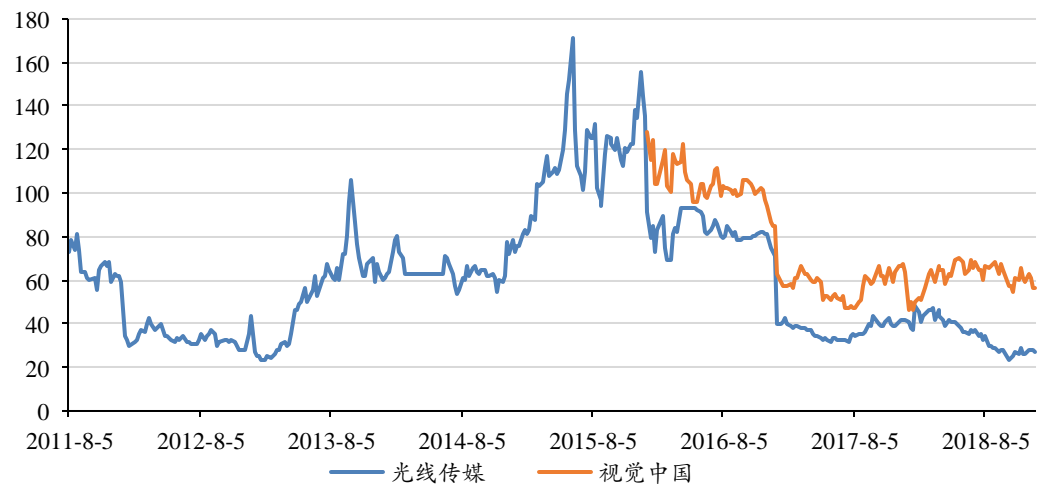
我们预测 2019-2021 年公司归母净利润分别为 8.48 亿元、10.89 亿元、13.02 亿元, 年均复合增速 24%。我们给予公司 2019 年 30X PE, 对应市值 254 亿元, 加上产业投资资产, 可供出售金融资产以及长期股权投资合计估值 60 亿元, 公司整体估值 314 亿元。对应目标价 10.72 元, 给予“强烈推荐”评级。

表 26: 传媒公司 PE 比较

公司	市值 (亿元)	营收 (亿元)			净利润 (亿元)			PE		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
光线传媒	258	15.10	20.50	26.00	21.84	8.48	10.89	12	30	24
视觉中国	173	10.46	13.18	16.87	3.87	5.06	6.54	44	34	26

资料来源: Wind, 东兴证券研究所, 20190117

图 16: 2011-2018 年光线传媒与视觉中国静态市盈率



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

6. 风险提示

传媒文化行业监管趋严、电影行业竞争过于激烈等。

表 27: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	3273	3885	5275	6026	6969	营业收入	1731	1843	1510	2050	2600
货币资金	1520	1924	3804	4106	4616	营业成本	875	1083	810	1060	1296
应收账款	762	340	279	393	499	营业税金及附加	6	5	5	6	8
其他应收款	316	167	136	185	235	营业费用	69	82	8	10	13
预付款项	124	150	166	188	214	管理费用	152	175	79	107	135
存货	468	1151	861	1127	1378	财务费用	13	33	53	30	30
其他流动资产	81	150	28	28	28	资产减值损失	99.63	174.62	240.00	25.00	25.00
非流动资产合计	5876	7999	6237	6233	6227	公允价值变动收益	-0.03	-0.07	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1686	5885	5885	5885	5885	投资净收益	277.41	370.27	2250.00	200.00	200.00
固定资产	25	33	31	42	71	营业利润	795	672	2566	1012	1293
无形资产	2	1	1	1	1	营业外收入	40.50	162.14	3.00	0.00	0.00
其他非流动资产	33	39	39	39	39	营业外支出	19.63	10.53	0.00	14.00	12.00
资产总计	9150	11884	11513	12260	13196	利润总额	816	824	2569	998	1281
流动负债合计	852	1371	1292	1361	1426	所得税	76	2	385	150	192
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	740	821	2184	848	1089
应付账款	593	274	222	290	355	少数股东损益	-1	6	0	0	0
预收款项	18	129	129	129	129	归属母公司净利润	741	815	2184	848	1089
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	821	715	2622	1046	1329
非流动负债合计	1180	2059	56	56	56	BPS (元)	0.25	0.28	0.74	0.29	0.37
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	992	1971	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	2032	3430	1348	1417	1482	成长能力					
少数股东权益	82	35	35	35	35	营业收入增长	13.66%	6.48%	-18.09%	35.76%	26.83%
实收资本(或股	2934	2934	2934	2934	2934	营业利润增长	83.43%	-15.45%	281.90%	-60.57%	27.77%
资本公积	1382	2472	2472	2472	2472	归属于母公司净利	84.27%	10.02%	167.92%	-61.16%	28.36%
未分配利润	1730	2401	3711	4220	4873	获利能力					
归属母公司股东	7035	8420	9726	10404	11275	毛利率(%)	49.45%	41.28%	46.36%	48.29%	50.15%
负债和所有者权	9150	11884	11109	11857	12793	净利率(%)	42.74%	44.55%	144.64%	41.38%	41.88%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	8.10%	6.86%	18.97%	6.92%	8.25%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	10.53%	9.68%	22.46%	8.15%	9.66%
经营活动现金流	747	-32	586	326	583	偿债能力					
净利润	740	821	2184	848	1089	资产负债率(%)	22%	29%	12%	12%	12%
折旧摊销	14	10	0	4	6	流动比率	3.84	2.83	4.08	4.43	4.89
财务费用	13	33	53	30	30	速动比率	3.29	1.99	3.42	3.60	3.92
应收账款减少	0	0	62	-114	-105	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.20	0.18	0.13	0.18	0.21
投资活动现金流	-1501	-420	3774	175	175	应收账款周转率	2	3	5	6	6
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.77	4.25	6.10	8.00	8.06
长期股权投资减	0	0	1760	0	0	每股指标(元)					
投资收益	277	370	2250	200	200	每股收益(最新摊	0.25	0.28	0.74	0.29	0.37
筹资活动现金流	762	855	-2478	-200	-248	每股净现金流(最新	0.00	0.14	0.64	0.10	0.17
应付债券增加	0	0	-1971	0	0	每股净资产(最新摊	2.40	2.87	3.32	3.55	3.84
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	1467	0	0	0	0	P/E	35.16	31.39	11.81	30.40	23.68
资本公积增加	-1445	1091	0	0	0	P/B	3.67	3.06	2.65	2.48	2.29
现金净增加额	8	403	1881	301	510	EV/EBITDA	30.75	36.12	8.39	20.73	15.93

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

石伟晶

上海交通大学工学硕士。曾任华创证券、安信证券传媒互联网行业分析师，2018年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易,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。本报告版权仅为我公司所有,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,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。