光线传媒(300251.SZ)

【联讯传媒】期待猫眼拐点出现，成为市值重要贡献者

2019 年 02 月 28 日

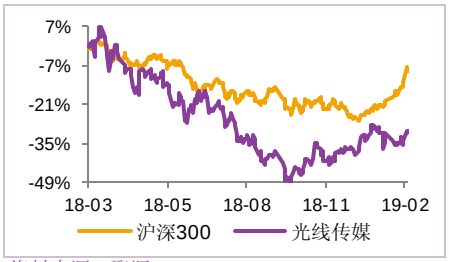
买入(维持)

当前价： 8.69 元

目标价： 10 元

分析师：陈诤娴
执业编号：S0300516090001
电话：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	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收	1.843	1.880	2.256	2.945
(+/-)	6%	2%	20%	31%
归母净	804	2,518	1,074	1,276
(+/-)	9%	213%	-57%	19%
EPS(元)	0.27	0.86	0.37	0.43
P/E	31.71	10.13	23.74	19.98

资料来源：联讯证券研究院

投资要点

✧ 猫眼："内容＋互联网"的跨界合作

猫眼是互联网票务行业的领先者，凭借在线购票服务、用户互动社交、媒体内容、电影衍生品销售等服务领跑互联网娱乐服务。将于 2 月 4 日在主板挂牌的猫眼继续探索"文娱"业务，开始合作推进在线视频业务，打造综合性更强的品牌公司。光线传媒持有 48.8%的股份，是猫眼的第一大股东，即使两者在业务上有所重合，也会在各自的突出领域取长补短。

✧ 电影业务：做强做大"老本行"

作为核心竞争力的电影业务，给公司带来的不仅是名利全收，也是拓展其他领域的关键技术。近二十一年的深耕细作使得影业成为公司的"顶梁柱"，在团队和资源上都占优势地位，即使面对电影市场的激烈竞争，公司的"起跑线"也会更靠前。

✧ 财务分析：收入利润显得稳定，成本控制合理

产业链布局已基本形成，公司在纵横各方面都有领先技术和团队，可以给公司带来多元化结构，有利于业务转型和产业发展。虽然收入和利润在增速上有些放缓，但不影响公司未来的盈利，空间潜力较大。

✧ 投资建议

我们预测公司 2018/19/20 年净利润分别为 25.2 亿、10.7 亿和 12.8 亿，分别对应 EPS 为 0.86/0.37/0.44 元，分别对应 2018/19/20 年的 PE 为 10/24/20 倍，目标价设定为 10.00 元，重申"买入"的投资评级。

✧ 风险提示

在线票务非理性竞争，票房不及预期。

目　录

一、投资摘要 4
（一）投资评级与估值 4
（二）关键假设点 4
（三）有别于大众的识别 4
（四）股价表现催化剂 4
（五）核心假设风险 4
二、发展历程 4
三、猫眼："内容＋互联网" 6
（一）公司现状 6
四、电影 9
（一）业务现状 9
（二）竞争优势 11
（三）未来展望：坚守"内容"战略的同时加快业务转型 13
1、专注聚焦内容核心 13
2、加快业务转型 14
五、财务分析 14
（一）营业收入稳定增长 14
（二）长多元化布局稳定净利润 15
（三）成本费用利用合理 16
六、盈利预测与关键假设 17

图表目录

表 1：公司重大事项 5
表 2：公司前十大股东 6
表 3：猫眼娱乐标志性电影项目 7
图 5：推广宣传设计 9
图 6：上市以来公司上映影片数据 10
图 8：光线传媒栏目制作与电影业务变动百分比 10
表 4：光线传媒竞争优势 11
表 6：中国电影票房总榜（截止 2019/01/26） 12
图 9：光线影业代表作品 12
图 10：光线传媒主营业务构成 13
图 11：《大鱼海棠》内地票房统计 13
图 12：《大鱼海棠》海报封面 13
表 7：《大鱼海棠》投资者收益情况 13
表 8：大鱼海棠票房收益率 14
图 14：2009~2017 年营业总收入变化 14

表 9：2012 年公司投资的影视作品 15
图 15：2009~2017 年净利润变化情况表 15
图 16：2009 年~2017 年营业收入与营业收入增长率变化表 15
图 17：公司主营业务毛利率状况 15
图 18：2009~2017 年公司营业成本变化情况 16
图 19：2009~2017 年公司成本费用构成 16
图 20：2017 年营业总成本占比 16
附录：公司财务预测表（百万元） 18

一、投资摘要

光线传媒成立于 1998 年，2009 年 6 月 30 日整体变更为股份有限公司，2011 年正式启动 IPO 程序并在深圳证券交易所挂牌交易，二十多年的发展历程，公司已成为中国最大的民营传媒娱乐集团，公司及子公司主要经营范围包括：广播电视节目的制作、发行；经营演出及经纪业务；设计、制作、代理、发布国内及外商来华广告；影视策划；信息咨询（除中介除外）；承办展览展示；组织文化艺术交流活动；技术开发、技术服务；电影发行；电影摄制；电影放映；企业营销策划；接受委托代售门票；形象策划；形象包装；动画片（制作需另行申报）；游戏产品；计算机软硬件；软件开发与设计；网络系统集成；经营性互联网文化服务（凭有效许可证件经营）；软件销售（除电子出版物）；文化艺术交流活动策划；票务代理相关的技术服务及票务代理。目前是国内覆盖内容领域最全面、产业链纵向领域最完整的综合内容集团之一。

（一）投资评级与估值

我们预测公司 2018/19/20 年净利润分别为 25.2 亿、10.7 亿和 12.8 亿，分别对应 EPS 为 0.86/0.37/0.44 元，分别对应 2018/19/20 年的 PE 为 10/24/20 倍，目标价设定为 10.00 元，重申“买入”的投资评级。

（二）关键假设点

猫眼盈利改善。

（三）有别于大众的识别

猫眼为公司市值的重要贡献者和主要催化剂。

（四）股价表现催化剂

爆款以及猫眼盈利能力的改善/拐点。

（五）核心假设风险

估值风险，票房不及预期，电影在线票务非理性竞争。

二、发展历程

光线传媒成立于 1998 年，2009 年 6 月 30 日整体变更为股份有限公司，2011 年正式启动 IPO 程序并在深圳证券交易所挂牌交易，二十多年的发展历程，公司已成为中国最大的民营传媒娱乐集团，公司及子公司主要经营范围包括：广播电视节目的制作、发行；经营演出及经纪业务；设计、制作、代理、发布国内及外商来华广告；影视策划；信息咨询（除中介除外）；承办展览展示；组织文化艺术交流活动；技术开发、技术服务；电影发行；电影摄制；电影放映；企业营销策划；接受委托代售门票；形象策划；形象包装；动画片（制作需另行申报）；游戏产品；计算机软硬件；软件开发与设计；网络系统集成；经营性互联网文化服务（凭有效许可证件经营）；软件销售（除电子出版物）；文

化艺术交流活动策划；票务代理相关的技术服务及票务代理。目前是国内覆盖内容领域最全面、产业链纵向领域最完整的综合内容集团之一。

表 1：公司重大事项

时间	事件	说明
2013年10月29日	电视剧业务领域的布局	公司以发行股份及支付现金的方式，以8.2926亿的对价收购新丽传媒27.642%的股权
2014年3月26日	横向整合	公司为了横向整合，以160万美元现金收购HERO VENTURES LLC7.69%的股权，640万元收购彼岸天文化30%股权，1.25亿收购天神互动12.5%的股权
2014年5月5日	增资及打造“游戏+影视”多元化战略	公司以2.3亿元收购广州仙海网络科技有限公司(简称“仙海科技”)部分股权并增资。完成之后，公司将持有仙海网络20%股权。收购完成后，光线传媒与仙海科技将打造“游戏+影视”的战略方向，即将合适的电影改编成游戏，将为影视剧和游戏双方带来共赢。
2014年6月17日	内容延伸至动漫领域	以2.084亿现金收购蓝弧文化50.8%股权，借助蓝弧文化跻身动漫产业，打造“影视+动漫”的战略方向
2014年7月1日	加强与游戏业务的互动	光线传媒1.6亿购手游开发商妙趣横生26.667%股权
2015年7月14日	横向整合、增资	以1.3亿现金收购捷通无限68.55%的股权
2015年9月2日	欢瑞世纪影视买壳上市	欢瑞世纪影视30亿借壳*ST星美，发行股份购买资产
2015年11月10日	打造“内容+渠道”的基本布局方向	光线传媒与360的协议，双方将各自持有的先看网络全部股权转让给上海光线投资控股有限公司，其中360公司持有的先看网络45%股权的转让价格为5321万元；光线传媒持有的先看网络全部40%股权的转让价格为4729万元。
2016年3月31日	保持内容领域领先，快速壮大经纪业务	以自有资金8000万元认购上海喜天影视新增注册资本并持有喜天影视10%股权。
2016年4月23日	完善IP领域布局的广度	以3913.66万元认购铁血科技子公司5%股权.铁血科技主要为依托垂直化的网络社区，围绕“铁血”这一著名军事文化品牌，在线上及线下提供军事历史及泛军事文化相关的综合系列产品，包括社区平台、电商平台及移动客户端等
2016年7月29日	构建"内容+消费"影娱综合产业链	光线控股拟以其持有的17601.65万股光线传媒股份为对价，作价24亿向三快科技购买猫眼文化28.80%的股权；同时，光线控股及光线传媒分别以现金8亿元、15.83亿元向三快科技全资子公司上海三快购买猫眼文化9.60%和19%的股权。
2016年8月10日		三快科技24亿资金收购光线传媒6%股权
2016年12月15日	优化资产结构，提高资产流动性	与广州海汇投资管理有限公司、深圳前海润策文化创意合伙企业（有限合伙）、广州市弧品企业管理咨询合伙企业（有限合伙）签署了《股权转让协议》，海汇投资、前海润策及广州弧品分别拟使用现金购买公司持有的广州蓝弧文化传播有限公司50.8%的股权，交易价格2.4亿元，交易完成后，光线传媒将不再持有蓝弧文化的股权。
2017年6月1日	优化整体资源配置	转让捷通无限68.55%股权给天津猫眼文化传媒以整合旗下两家在线票务平台
2017年9月5日	加码全产业链布局	公司以9.999亿元受让光线控股持有的猫眼文化11.11%的股权
2017年12月30日	继续推进动漫领域战略布局	孙公司彩条屋出资3400万元认购红鲤文化60%股权。红鲤文化成立于2017年1月12日，注册资本为人民币500万元，红鲤文化的主创团队拥有丰富的原创资源和行业经验，主营业务为高端动画电影及电脑虚拟影像制作。
2018年3月12日	资产调整	以人民币33.1704亿元的对价将持有的新丽传媒27.6420%的股份出售给林芝腾讯
2018年3月12日	战略发展布局	公司以自有资金出资人民币3,000万元,认购蓝白红影业新增的注册资本人民币15万元,剩余部分计入资本公积。此次增资完成后,取得蓝白红影业6.25%的股权。未来与蓝白红影业在影视剧领域展开多层次深度合作。
2018年5月12日	整合动画影视市场上下游资源	彩条屋拟以自有资金出资3999.62万元认购大千阳光并持有大千阳光20%的股份，大千阳光成为彩条屋的参股公司。大千阳光主要从事动画影视创制一体化服务，具有优秀的动画制作能力和丰富的行业经验。

资料来源：公司公告，联讯证券

表 2：公司前十大股东

股东名称	持股比例（%）	说明
上海光线投资控股有限公司	44.06	
杭州阿里创业投资有限公司	8.78	
北京三快科技有限公司	6.00	
杜英莲	3.87	为光线传媒实际控制人董事长兼总经理王长田先生妻子
李晓萍	3.79	董事
李德来	2.99	董事
王犇	1.18	财务负责人(2018.08.16离职)与光线传媒实际控制人董事长兼总经理王长田先生兄妹关系
王洪田	1.05	为光线传媒实际控制人董事长兼总经理王长田先生兄弟，一致行动人
中国建设银行股份有限公司-嘉实新消费股票型证券投资基金	0.60	
中国工商银行股份有限公司-易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金	0.58	2008年1月至今，任无锡大陆钢球制造有限公司执行董事、任无锡市润中金属机电有限公司董事长

资料来源：公司公告，联讯证券

三、猫眼：“内容＋互联网”

（一）公司现状

2016 年 5 月 27 日，上海光线投资控股有限公司以其持有的 176,016,506 股光线传媒股份为对价换取三快科技持有的天津猫眼文化传媒有限公司 28.80%的股权，并向上海三快支付人民币 8 亿元现金对价购买其持有的天津猫眼文化传媒有限公司 9.60%的股权，光线传媒向上海三快支付人民币 15.83 亿元现金对价购买其持有的天津猫眼文化传媒有限公司 19.00%的股权。本次交易完成后，上海光线投资控股有限公司持有猫眼文化 38.40%股权，光线传媒持有猫眼文化 19.00%股权。

猫眼电影是美团旗下的一家集媒体内容、在线购票、用户互动社交、电影衍生品销售等服务的一站式电影互联网平台。2013 年 1 月更名为“猫眼电影”，2015 年 7 月猫眼电影独立为美团网旗下全资子公司猫眼文化传媒有限公司。

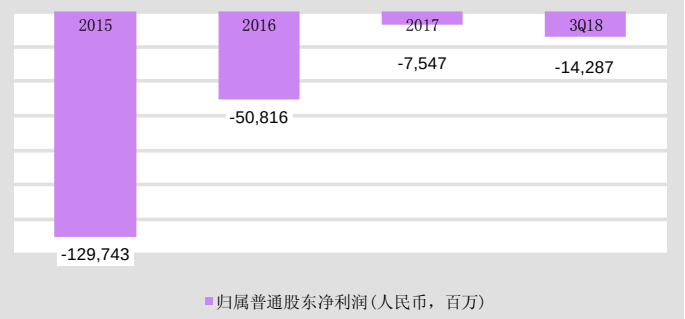
七年的发展使得猫眼领跑互联网娱乐服务，凭借着自身优势：互联网赋能娱乐服务领域的领先平台；广泛的用户覆盖和全面的用户参与；高价值的服务赋能娱乐价值链；成熟的内容宣发能力；强大的技术基础设施和出色的运营能力；占据沿娱乐价值链延伸和在娱乐服务领域扩张的独特地位；富有远见且经验丰富的管理团队，以及独特的企业文化。使得猫眼娱乐成为领先的在线娱乐票务服务平台、娱乐内容服务平台和娱乐行业用户及从业人员在线社区。

表 3：猫眼娱乐标志性电影项目

电影	上映时间	角色	综合票房（人民币，百万元）
来电狂想	2018/12/1	联合出品方、主控发行方	618
李茶的姑妈	2018/9/2	联合出品方、主控发行方	604
邪不压正	2018/7/3	联合出品方、主控发行方	583
我不是药神	2018/7/1	联合出品方	3,098
后来的我们	2018/4/1	联合出品方、主控发行方	1,361
水形物语（美国）	2018/3/1	协助发行	105
熊出没·变形记	2018/2/1	联合出品方	606
捉妖记2	2018/2/1	联合出品方、主控发行方	2,237
神秘巨星（印度）	2018/1/1	协助发行	747
前任3：再见前任	2017/12/1	联合出品方	1,941
天才枪手（泰国）	2017/10/1	协助发行	271
羞羞的铁拳	2017/9/1	联合出品方、主控发行方	2,213
春娇救志明	2017/4/1	联合出品方	175
大闹天竺	2017/1/1	主控发行方	756
情圣	2016/12/1	联合出品方、主控发行方	657
我不是潘金莲	2016/11/1	主控发行方	482
驴得水	2016/10/1	联合出品方、主控发行方	172

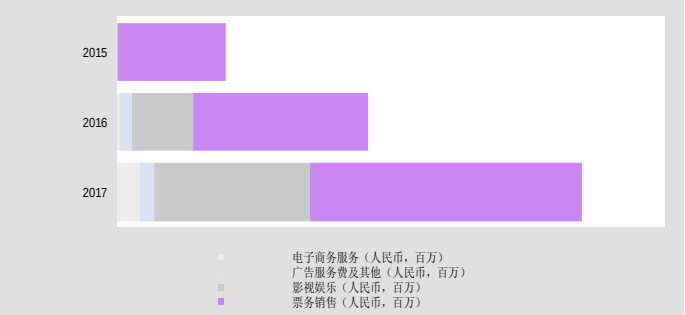
资料来源：联讯证券

图表1： 猫眼娱乐近年净利润



资料来源：联讯证券

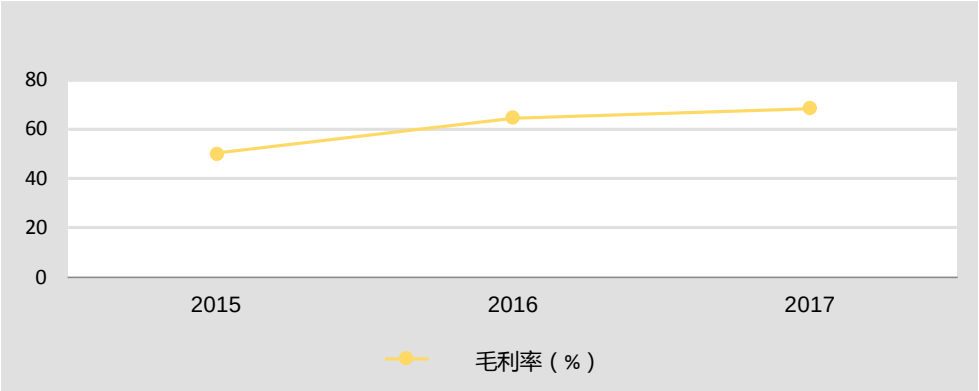
图表2： 猫眼电影近年营业收入



资料来源：联讯证券

猫眼招股说明书显示，2015 年至 2017 年及 2018 年 1-9 月，公司营业收入分别实现人民币 5.97 亿元、13.77 亿元、25.48 亿元和 30.62 亿元，2015 年至 2017 年均复合增长率高达 106.6%，而 2018 年 1-9 月，实现同比 99.6%的营收增长。当然，持续亏损也给猫眼带来了不小的压力。猫眼方面解释称，主要是由于除所得税前亏损 1.45 亿元，并对包括以股份为基础的报酬开支、收购产生的商誉减值、预付款与押金等各项做出调整。

图 3：猫眼电影近年毛利率趋势



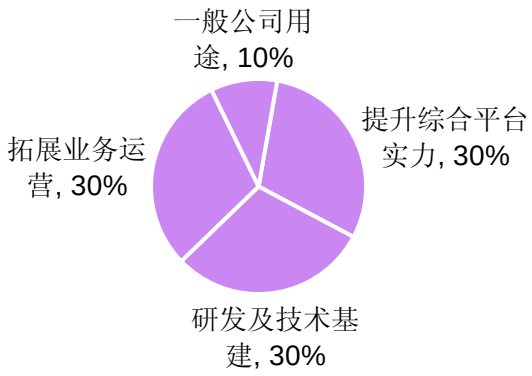
资料来源：联讯证券

猫眼 CEO 郑志昊在腾讯全球合作伙伴大会上表示，猫眼的定位早已不是一个售票选座平台，“而是一个围绕电影产业上中下游产业链各个环节提供互联网产品和服务解决方案的综合平台”……“未来，猫眼将深入融合电影产业，利用互联网平台的数据优势、互联优势重构业务运营模式，帮助行业做大做强”。具体而言就是在产业链上多元化布局，实现产业一体化。截止 2018Q3，平台预告片已获累计观看 22 亿次。猫眼数据库显示包括 800000 部电影、120000 部电视剧及 2500000 名业内专业人士的资料。

（二）未来发展展望

根据 1 月 23 日香港联交所发出的猫眼全球发售公告和注册招股书的公告，猫眼拟全球发行共 1.32 亿股，其中 1.19 亿股国际公开发售，1323.7 万股在香港发售，募集资金 30%用于提升综合平台实力，丰富内容供应及加强服务，拓展用户群并提升其参与度以及加强线下资源，更好地为用户及业务合作伙伴服务；30%用于技术研究以及数据分析；30%用于拓展业务，提高营运能力，为投资、收购做准备；10%用于一般用途。

图 4：猫眼娱乐招股募集资金用途



资料来源：联讯证券

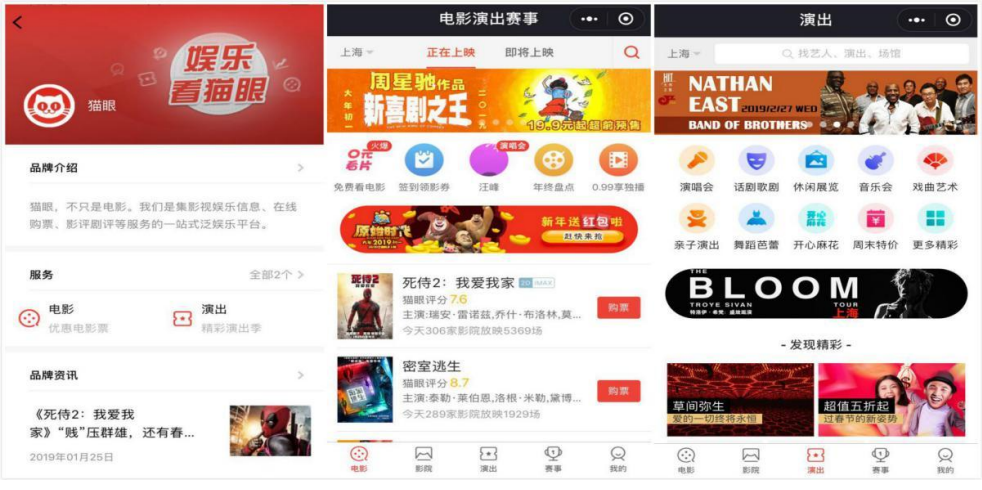
1、票务销售业务

票务销售是公司的核心竞争力所在，作为中国首个提供在线电影票预售的公司，首个提供在线选座服务的互联网平台，公司有强大的客户群体和品牌效益，作为中国首先开展基于互联网的电影宣传业务的公司，在业界有很大的影响力和带动潜在观众的动力。

2、电子商务服务

强大的技术基础设施可以为观众提供很好的服务。公司下一步的规划投资研发及技术基建可以为观众提供更精准更便捷的服务，平台在微信、APP 等的推广宣传也会带来大量的客户群体，达到更大更强的品牌效应。

图 5：推广宣传设计



资料来源：联讯证券

3、影视娱乐服务

作为中国领先娱乐内容宣发平台，公司可提供各式各样内容、业内群体的覆盖、猫眼专业版应用程序的专有数据库，整合上述资源的能力来发现及评价内容创作机会。据招股说明书上披露，公司会与部分精选的制片公司、导演和演员进行合作，加深在内容创作的参与度，打造综合性更强的品牌公司。

4、广告服务费及其他服务

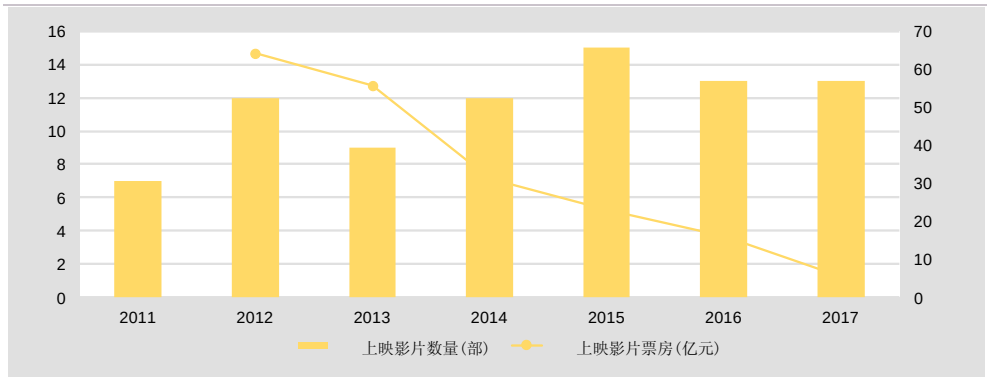
经过七年的发展，公司在业界已经获得了全面的营销资源，可以很好的为娱乐行业及其他行业（汽车、电子及消费产品）的广告客户提供服务。

四、电影

（一）业务现状

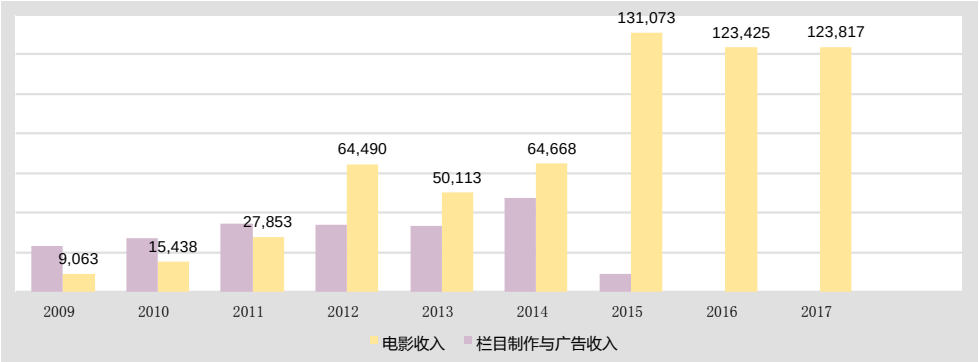
在将近二十一年的发展中，光线传媒强大的宣传平台、超强的活动组织能力和销售发行能力为光线影业的长线发展提供了独一无二的资源优势，使得光线影业在 2013 年就已经跻身国内民营电影公司前三甲。

图 6：上市以来公司上映影片数据



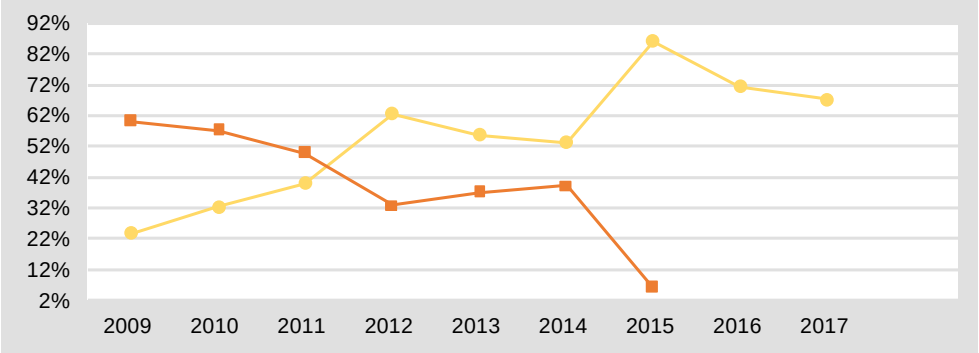
资料来源：联讯证券

图 7：光线传媒栏目制作与电影业务变动情况



资料来源：联讯证券

图 8：光线传媒栏目制作与电影业务变动百分比



资料来源：联讯证券

在上市前公司栏目制作与广告业务为公司最主要收入来源。2009 年至 2011 年，栏目制作与广告收入分别为 2.31、2.73、3.46 亿元，占公司总营收比例平均为 55.46%。2011 年公司上市后，该项业务占比下降至 32.79%，2015 年跌至 5.86%，2016 年公司取消了大部分电视栏目的制作。公司继续夯实主业，做大做强电影业务，发挥内容平台优势。截至 2018 年 6 月 30 日，2018 年度电影总票房 320.31 亿元，同比增长 17.82%；总观影人次 9.01 亿，同比增长 15.34%；国产影片票房 189.65 亿元，同比增长 80.1%。

（二）竞争优势

表 4：光线传媒竞争优势

优势类型	优势说明	准入门槛
自建制作团队，实现内容创新	内部建立了专业的电影海报、预告片等相关制作团队	♥♥♥
自有宣传资源，降低营销成本	覆盖全国所有地市级1200个电视频道的电视节目资源	♥♥♥♥
全国阵地发行，科学排片管理	建立70余人发行团队计划覆盖100个城市	♥♥
建立影视联盟，发掘新兴导演	与数百家影视制作公司建立内容联盟，侧重培养年轻导演	♥♥♥

资料来源：联讯证券

1、独特的节目运营商业模式

公司较早在国内建立了节目联供网，实现了节目制作与运营相结合，从单纯的节目制作公司转型为以节目制作为纽带、以覆盖全国 307 个电视频道每日首播 1200 余频次的节目联供网为节目运营平台的传媒内容运营商。该节目联供网包括时段联供网、频道联供网、付费数字电视和新媒体联供网。

表 5：公司节目覆盖的主要新媒体

类型	播出渠道
数字付费频道	鼎视传媒“新娱乐频道”
地铁	北京除 4 号线外的其他 11 条地铁线路、广州全部 8 条地铁线路
互联网视频	搜狐网、新浪网、腾讯、优酷网、酷 6 网、激动网、我乐网、乐视网、鸿波网、央视网、华夏视联、悠视网、央广视讯等
公交移动电视	覆盖约 1500 辆公交车
机场视频	覆盖 40 家机场以及 4 家航空公司班机
铁路视频	覆盖 280 条铁路线路
高校视频	覆盖 19 个城市、共计 303 所高校
医院、药店视频	覆盖 18 个城市、1107 家二、三级医院、播放设备 12951 台；覆盖全国17个城市、2208 家药店、播放设备数量 2767 台
海外媒体	北美麒麟电视、北美汉雅星空卫视、马来西亚 DETV、澳亚卫视
广播电台	覆盖 125 个电台频次

资料来源：联讯证券

在国内由于公司的节目制作规模领先于其他民营公司，而全国的地面电视台又由于条块分割的状况，很难在体制内去构建一个全国性的网络联盟，因此，公司建立的电视节目联供网就具备了先发优势和较高的复制难度。由此，有利于公司树立更好的行业发展模式。

2、节目制作的规模化优势

在娱乐领域的长期积累运营，吸引了众多娱乐明星和娱乐机构，公司成为重要的娱乐信息传播平台之一，使得公司可以以较低的信息采集成本获得丰富的娱乐资源。

3、电影发行业务精细化运作的优势

本地化营销和精细化运作是公司独具特色的电影发行方式，电影发行网络以总部、大区、城市为“条”，以宣传、发行、营销为“块”，“条块”紧密结合。电影发行营销根据地方特色驻地营销，上接院线公司，下接各个影院，结合各地情况，满足当地观众兴趣爱好，实现地方票房最大化。

电影发行业务盈利模式稳定，投资风险低。发行一般是先扣除代垫的宣发费用和一定比例的发行佣金之后，与制片方按照协议约定的不同比例对票房分账收入进行分成。（一般制片方院线影院 4：1：5）代理发行和投资发行两种模式相结合，使得公司的影片发行数量和票房快速上升，跻身民营电影发行商的前列。

4、品牌优势

表 6：中国电影票房总榜（截止 2019/01/26）

排名	片名	上映时间	票房（万元）	场均人次	发行公司
1	战狼2	42943	568305	38	北京京西文化旅游股份有限公司，北京聚合影联文化传媒有限公司
2	红海行动	43147	365086	33	博纳影业
3	唐人街探案2	43147	339774	38	万达影视
4	美人鱼	42408	338627	44	中影、和和影业、光线影业
5	我不是药神	43286	310000	26	北京京西文化旅游股份有限公司
6	速度与激情8	42839	267088	30	
7	西红柿首富	43308	254763	28	新丽传媒等
8	捉妖记	42201	244002	42	安乐（北京）电影发行有限公司
9	速度与激情7	42106	242659	42	
10	复仇者联盟3	43231	239050	19	

资料来源：联讯证券

图 9：光线影业代表作品

资料来源：联讯证券

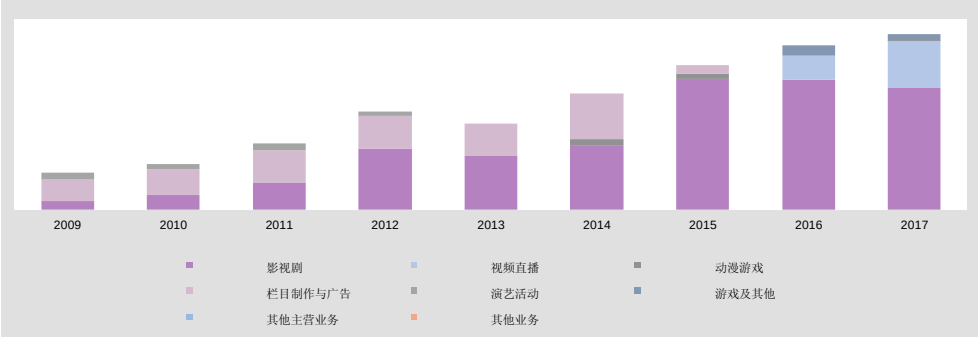
光线影业成立于 2004 年，2006 年发行第一部影片<<伤城>>，开辟电影之路，2009 年光线影业首创地面电影发行网，2011 年启动新导演计划，3 年时间发掘培养徐峥、赵薇、邓超等近 20 位新导演。2011 年光线影业票房跻身全国前三名，2012、2013 年投资制作发行影片 21 部，总票房超过 40 亿元，稳居华语电影前两位。2016 年票房达到 64.2 亿元。凭靠综合实力，光线影业品牌优势不断凸显。影业作为光线传媒的主业，公司的发展战略是夯实主业，继续做大做强电影业务。

（三）未来展望：坚守“内容”战略的同时加快业务转型

1、专注聚焦内容核心

随着互联网的不断渗透、渠道的不断下沉、人民群众精神消费不断升级，坚守“内容”的战略将会给公司带来持续稳定的发展。

图 10：光线传媒主营业务构成



资料来源：联讯证券

图 11：《大鱼海棠》内地票房统计

内地票房　总票房：56,533万　(货币单位：人民币)

	场均人次（人）	单周票房（万）	累计票房（万）	上映天数
第5周 2016年08月01日-08月07日	8	486	56441	31
第4周 2016年07月25日-07月31日	11	2489	55954	24
第3周 2016年07月18日-07月24日	15	7303	53463	17
第2周 2016年07月11日-07月17日	23	23349	46161	10
第1周 2016年07月04日-07月10日	44	22808	22811	3

资料来源：联讯证券

图 12：《大鱼海棠》海报封面

资料来源：联讯证券

《大鱼海棠》的成功投资不仅有力地证明了公司数年来矢志不移地坚持内容为王战略的正确性，更证明了公司通过坚持这一战略而形成的巨大优势和潜力。2013 年影片在发起众筹时，光线传媒总裁王长田注意到并在 11 月正式投资了电影及彼岸天团队。

表 7：《大鱼海棠》投资者收益情况

投资金额（万元）	投资占比(%)	个人收益（万元）
10	0%	71.23
20	1%	142.47
30	1%	213.7
50	2%	356.17
100	3%	712.33
200	7%	1424.66

*说明：投资者收益=总票房*37.89%*投资占比*

资料来源：联讯证券

表 8：大鱼海棠票房收益率

电影	类型	成本	票房（保底金额）	票房收益	票房收益率	出品公司
大鱼海棠	动画/奇幻/神话	6500万	5.6亿	1.21亿	1.87	彼岸天、光线传媒、彩条屋影业

资料来源：联讯证券

2017 年 12 月 3 日，《大鱼海棠》获第 15 届布达佩斯国际动画电影节最佳动画长片奖。2018 年 7 月 5 日，《大鱼海棠》获得中国文化艺术政府奖第三届动漫奖。公司的宣传功力对影片奖项的获得也功不可没，据中国票房网站显示，影片定档在上映前 81 天，公司不仅动用自己的新媒体端进行宣传推广，也在其他社交媒体进行投入推广，最终，蛰伏了 12 年的《大鱼海棠》在短短 5 天内，就收获 2.8 亿票房。从《大鱼海棠》等影片的成功投资，可以看出公司的电影投资水平可见一斑。

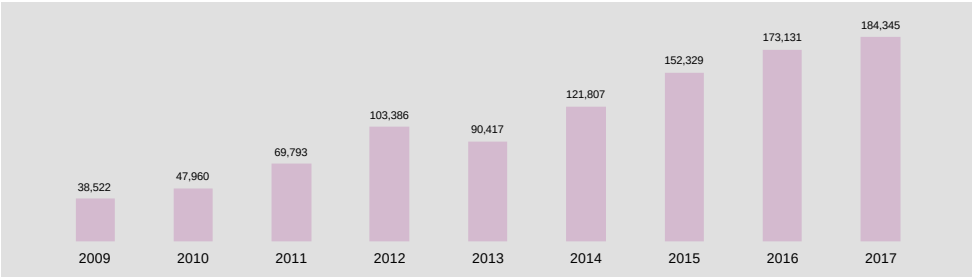
2、加快业务转型

从近几年公司的业务发展来看，在立足于传统内容行业的同时，积极关注、探索、布局互联网及新技术领域，推动互联网、新技术与内容的结合，驱动彼此的发展和变革。公司先后投资了 VR、云视频、互联网音乐、电商、互联网视频、互联网票务等各类互联网及新技术公司，不仅为公司内容的丰富、创新、变革提供了重要支持，也使公司能够保持在内容-技术-互联网结合领域的前瞻性。

五、财务分析

（一）营业收入稳定增长

图 14：2009~2017 年营业总收入变化



资料来源：联讯证券

影视剧业务的不断扩大带动公司的营业收入稳定增长，其中以公司挂牌上市以后的增长幅度最大，2012 年相比 2011 年营业总收入增长率 48.13%，我们从公司的业务情况可以了解到 2012 年公司投资的影片票房数量可观，《泰囧》票房累计 9.9 亿元。2017 年末总营业收入超过 18 亿元，2018 年度三季报 12.8513 亿元，有望超过 2017 年，营业收入继续攀升。

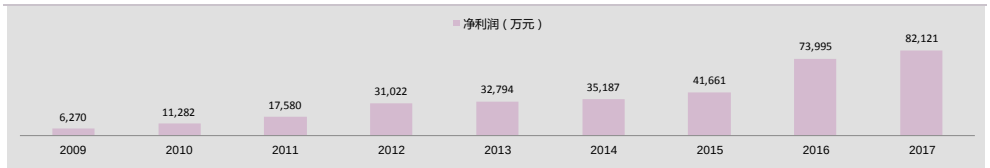
表 9：2012 年公司投资的影视作品

时间	影片名称
2月	新龙门客栈
3月	情迷
4月	匹夫
7月	神探亨特张、四大名捕
8月	伤心童话
9月	铜雀台
11月	梦想合唱团 第二季
12月	泰囧

资料来源：联讯证券

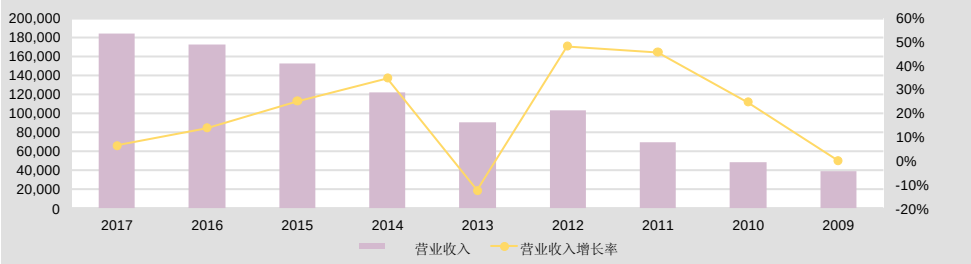
（二）长多元化布局稳定净利润

图 15：2009~2017 年净利润变化情况表



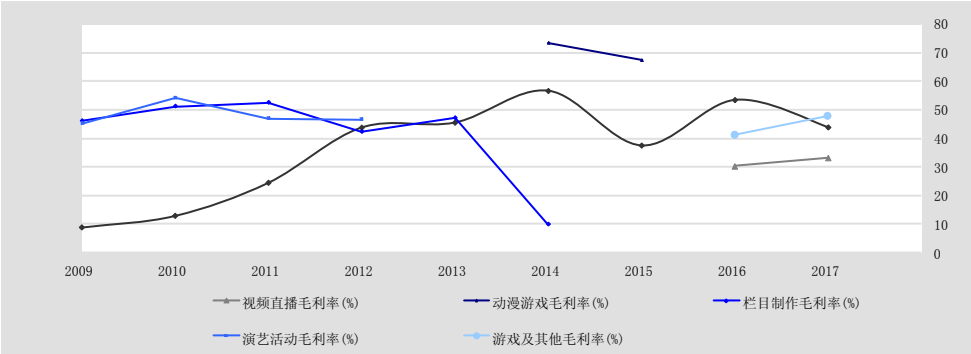
资料来源：联讯证券

图 16：2009 年~2017 年营业收入与营业收入增长率变化表



资料来源：联讯证券

图 17：公司主营业务毛利率状况



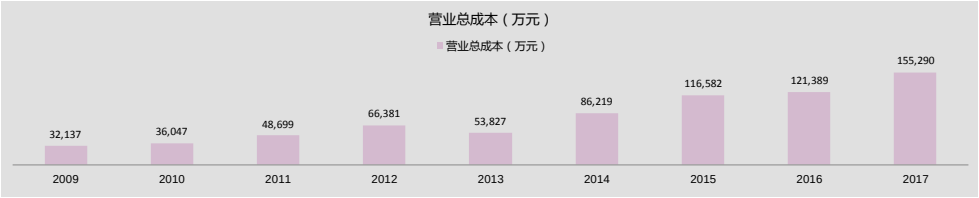
资料来源：联讯证券

从公司净利润来看，净利润率处于上升趋势，2017 年净利润达到 44.55%，主要是公司多元化的产业布局来构成。影视剧业务毛利率在公司上市后稳定在 40%~50%之间，近

两年公司开始引入视频直播业务和游戏业务，市值上升空间较大。

（三）成本费用利用合理

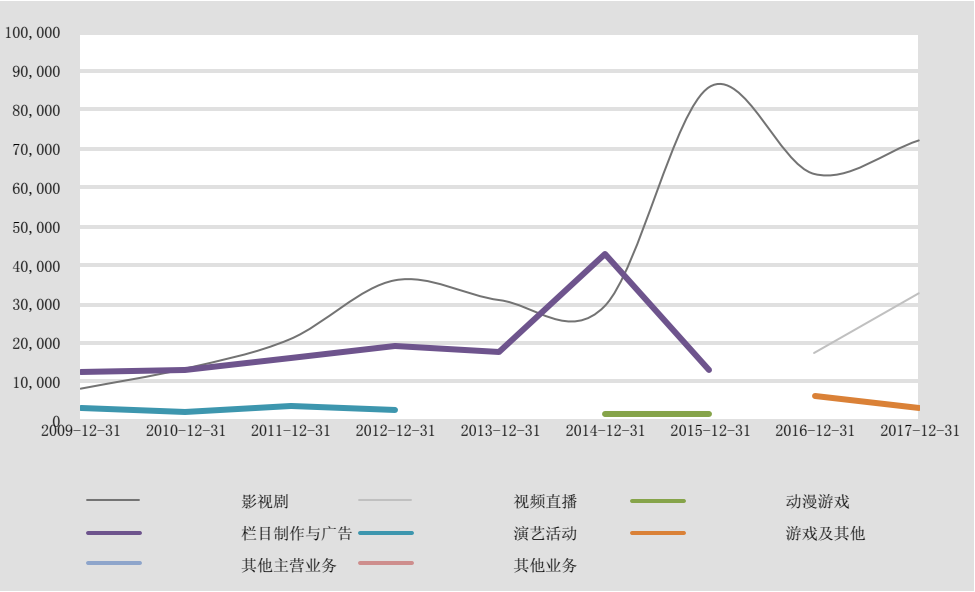
图 18：2009~2017 年公司营业成本变化情况



资料来源：联讯证券

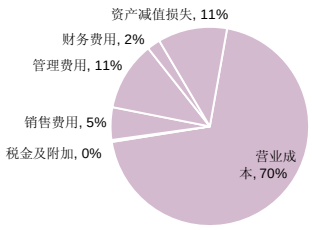
随着产业链布局的扩大，成本支出也在增长，2017 年营业总成本 15.528982 亿元，其中营业成本 10.8253 亿元，但是费用增长率还是比较合理的，影视剧作为公司的核心业务，从公司成本费用构成来看，除影视业务的成本支出，动漫游戏业务逐渐上升趋势，这也与公司内容横向延伸有关，在游戏领域，2014 年开始陆续收购热锋网络、仙海网络、天神娱乐、七彩柠檬、玄银互动等，加大对游戏领域的投资力度。动漫领域投资了彼岸天、十月文化等 14 家公司来扩大产业布局。

图 19：2009~2017 年公司成本费用构成



资料来源：联讯证券

图 20：2017 年营业总成本占比



资料来源：联讯证券

2017 年公司总营业成本中，营业成本占比 69.71%，其次是管理费用 1.7493 亿，占比 11.265%，相比 2016 年增加了股份支付项目，公司在动画电影，在线票务等领域收购股份所致。资产减值损失、销售费用、财务费用、税金及附加分别占比 11.24%、5.31%、2.15%、0.32%。税金及附加相比上一年少了营业税项目。

六、盈利预测与关键假设

电影及衍生品业务方面，我们假设 2018~2020 年营收增长率保持 28%。据公司 2018 年度业绩报告，本报告期较上年有所增长，2018 年度上映了《熊出没·变形记》《唐人街探案 2》《大世界》《英雄本色 2018》《金钱世界》《超时空同居》《动物世界》《一出好戏》《悲伤逆流成河》《狗十三》《二十岁》《昨日青空》《叶问外传：张天志》十三部影片，2017 年上映并有部分票房结转到报告期的影片两部，《圣诞奇妙公司》《心理罪之城市之光》，总票房 73.8 亿元。未来的电影业务规划表明，公司会继续发掘电影“内容”质量，打造更优质更受观众喜爱的影片。因此，我们假设该方面增长率保持 28%。

电视剧业务增长率假设值 50%、80%和 90%，2018 年度公司披露主要确认了电视剧《新笑傲江湖》《爱国者》《我的保姆手册》《盗墓笔记 2》的投资、发行等收入，较上年同期大幅增长。

近两年公司在视频直播业务投入倾斜，我们假设营收增长率 80%、60%和 60%；从主营业务构成来看，游戏领域增长空间有限。

我们预测公司 2018/19/20 年净利润分别为 25.2 亿、10.7 亿和 12.8 亿，分别对应 EPS 为 0.86/0.37/0.44 元，分别对应 2018/19/20 年的 PE 为 10/24/20 倍，目标价设定为 10.00 元，重申“买入”的投资评级。

附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,831	4,477	5,052	5,952
应收和预付款项	657	971	1,048	1,605
存货	1,151	736	768	1,088
其他流动资产	151	121	121	121
长期股权投资	5,885	5,885	5,885	5,885
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	33	19	-7	-49
无形资产和开发支出	226	226	225	224
其他非流动资产	1,826	1,813	1,799	1,799
资产总计	11,760	14,247	14,891	16,624
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	1,334	1,666	1,455	2,172
长期借款	1,971	1,971	1,971	1,971
其他负债	0	147	147	147
负债合计	3,305	3,784	3,574	4,291
归属母公司股东权益	8,420	10,413	11,263	12,274
少数股东权益	35	49	54	60
股东权益合计	8,455	10,462	11,317	12,334
负债和股东权益合计	11,760	14,247	14,891	16,624

利润表	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,843	1,880	2,256	2,945
营业成本	1,083	1,044	1,151	1,620
营业税金及附加	5	10	8	9
营业费用	82	80	95	130
管理费用	175	175	210	280
财务费用	33	55	42	25
资产减值损失	175	4	15	32
投资收益	370	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
其他经营损益	0	2,300	400	500
营业利润	661	2,813	1,135	1,349
其他非经营损益	152	0	0	0
利润总额	812	2,813	1,135	1,349
所得税	2	281	57	67
净利润	810	2,532	1,079	1,282
少数股东损益	6	14	5	6
归属母公司股东净利润	804	2,518	1,074	1,276

现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	-32	3,093	805	1,155
投资性现金净流量	-420	120	0	0
筹资性现金净流量	855	-567	-230	-255
现金流量净额	404	2,646	575	900

主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
收益率				
毛利率	41%	45%	49%	45%
三费/销售收入	16%	16%	15%	15%
EBIT/销售收入	46%	152%	51%	45%
EBITDA/销售收入	47%	153%	52%	46%
销售净利率	44%	135%	48%	44%
资产获利率				
ROE	10%	24%	10%	10%
ROA	7%	20%	8%	8%
ROIC	21%	37%	17%	20%
增长率				
销售收入增长率	6%	2%	20%	31%
EBIT 增长率	2%	238%	-60%	17%
EBITDA 增长率	1%	234%	-59%	16%
净利润增长率	9%	213%	-57%	19%
总资产增长率	32%	21%	5%	12%
股东权益增长率	20%	24%	8%	9%
经营营运资本增长率	-35%	-76%	212%	35%
资本结构				
资产负债率	28%	27%	24%	26%
投资资本/总资产	58%	44%	44%	40%
带息债务/总负债	60%	52%	55%	46%
流动比率	284%	372%	472%	399%
速动比率	187%	322%	412%	344%
资产管理效率				
总资产周转率	16%	13%	15%	18%
固定资产周转率	56	101	(326)	(60)

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院

分析师简介

陈诤娴：2016 年加入联讯证券，现任传媒互联网组长。证书编号：S0300516090001。

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，旨为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