

公司调研点评

光线传媒 (300251)

传媒 | 文化传媒

短期主业承压，后续影视项目储备丰富

2019年04月28日

评级 谨慎推荐

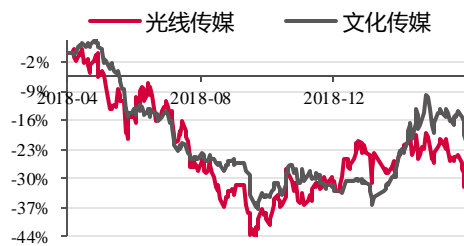
评级变动 维持

合理区间 7.75-8.68 元

交易数据

当前价格 (元)	7.77
52 周价格区间 (元)	6.22-11.88
总市值 (百万)	22794.14
流通市值 (百万)	21312.51
总股本 (万股)	293360.84
流通股 (万股)	274292.27

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
光线传媒	-9.23	-10.28	-27.47
文化传媒	-4.59	14.8	-20.96

何晨

分析师

执业证书编号: S0530513080001
hechen@cfzq.com

0731-84779574

何颖

研究助理

heyng@cfzq.com

0731-89955758

相关报告

- 《光线传媒: 光线传媒 (300251) 2018 年三季度报点评: Q3 电影表现出色带动单季度业绩回暖》 2018-10-29
- 《光线传媒: 光线传媒 (300251.SZ) 2018 年中报及调研点评: 电影平淡、电视剧开始发力, 期待后续项目表现》 2018-09-04

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	18.43	14.92	24.16	29.00	34.21
净利润 (百万元)	8.15	13.73	7.29	8.95	10.55
每股收益 (元)	0.28	0.47	0.25	0.31	0.36
每股净资产 (元)	2.87	2.95	3.49	3.59	3.86
P/E	27.96	16.60	31.28	25.46	21.61
P/B	2.71	2.64	2.23	2.17	2.01

资料来源: 贝格数据, 财富证券

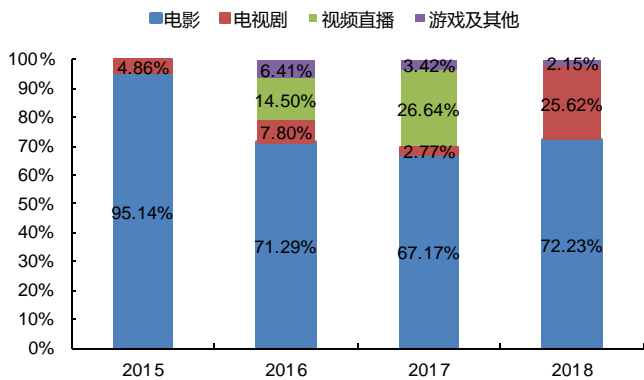
投资要点:

- **主业经营承压，投资贡献核心业绩。**2018 年公司实现营收 14.92 亿元，同减 19.09%，归母净利润 13.73 亿元，同增 68.47%，扣非归母净利润 -2.85 亿元，同比下降 161.73%。收入下滑主因是视频直播业务不再并表，以及电影业务收入下滑，归母净利润同比大增主要系 18Q1 出售新丽股权带来约 16 亿元的税后投资收益，扣非归母净利润转亏主要系确认 7.26 亿元资产减值损失所致。2019Q1 营收同增 128.56%，扣非归母净利润同比下滑 30.99%，主要原因是报告期内上映电影票房表现不及预期，而影片制作成本增加，导致毛利率急剧下滑。
- **影视行业仍处于艰难调整期，公司抗风险能力优于行业。**目前影视行业仍处于艰难调整期，监管较严，资本对影视行业偏好降低，以及受行业调整影响影视剧版权价格大幅下降，导致内容制作方盈利能力承受较大考验。公司主营业务发展也受到行业调整的影响，盈利能力有所下降，但光线作为行业龙头，资金充裕、负债水平低，且项目储备丰富，抗风险能力优于行业。
- **2019 年影视项目储备丰富，下半年增长有望回暖。**电影方面，项目数量和质量均有所提升。2019 年预计有 20 部左右影片上映，年初以来已上映《疯狂的外星人》等 5 部影片，后续上映影片中已定档的有《雪暴》、《八佰》、《东北往事之二十年》、《银河补习班》等。动漫电影 2019 年有望迎来较大提升，包括《哪吒》等在内的多部国产动画电影有望上映。电视剧业务投入和布局初显成效，后续将持续发力。2018 年电视剧业务实现收入 3.82 亿元，同比大增 656.37%，后续重点剧目包括《我在未来等你》、《新世界》、《长河落日》等。丰富的项目储备为业绩增长提供支撑。
- **给予“谨慎推荐”评级。**预计公司 2019/2020 年实现归母净利润 7.29/8.95 亿元，对应 EPS 为 0.25/0.31 元，当前股价对应 2019/2020 年 PE 为 31.28/25.46 倍，参考同行业估值水平，给予公司 2020 年 25-28 倍 PE，对应合理价格区间 7.75-8.68 元，给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：行业监管趋严，行业竞争加剧，国内电影票房增速下滑**

1 受行业调整等因素影响，主业经营承压，投资贡献核心业绩

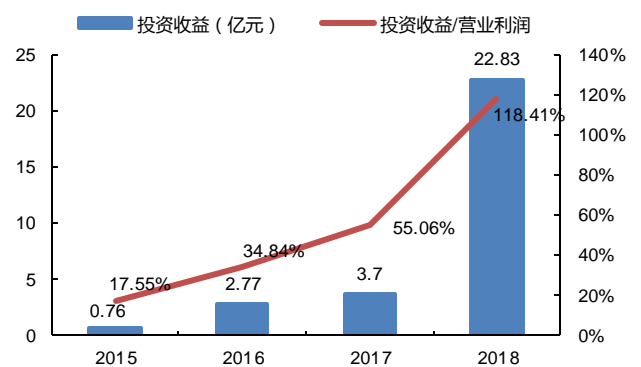
光线传媒创立于1998年，2011年于深交所上市，经过20年的发展，逐渐形成以影视业务为核心，以动画电影为特色，并以投资业务作为辅助延伸的综合性传媒娱乐集团。电影投资发行为核心主业，2018年收入占比为72.18%，电视剧业务近两年快速发展，2018年收入占比达25.6%。从业绩构成来看，除了电影、电视剧主业的贡献之外，投资业务也贡献丰厚业绩。

图 1：主营业务结构



资料来源：wind，财富证券

图 2：投资收益占营业利润比重

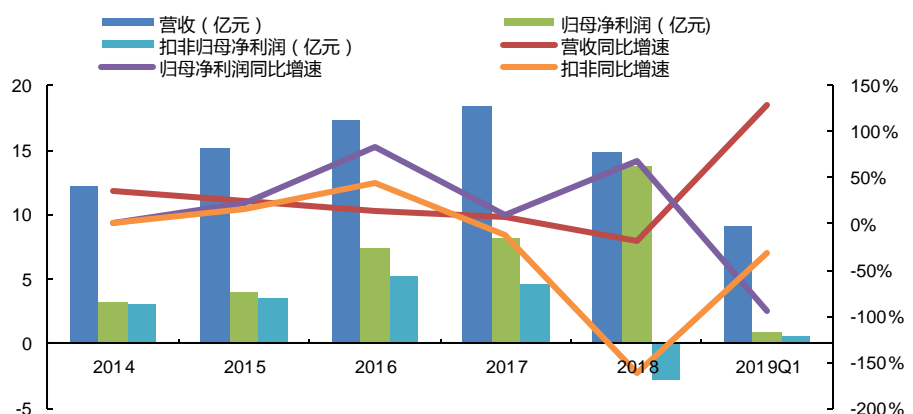


资料来源：wind，财富证券

受行业调整、内容无明显爆款等因素影响，2018年和2019Q1业绩表现较为低迷。2018年公司实现营收14.92亿元，同比下降19.09%，归母净利润13.73亿元，同增68.47%，扣非归母净利润-2.85亿元，同比下降161.73%。收入下滑主因是视频直播业务不再并表，以及电影业务收入下滑，归母净利润同比大增主要系18Q1出售新丽股权带来约16亿元的税后投资收益，扣非归母净利润转亏主要系确认7.26亿元资产减值损失所致。

2019Q1公司实现营收9.16亿元，同增128.56%，归母净利润0.92亿元，同比下滑95.4%，扣非归母净利润0.61亿元，同比下滑30.99%。Q1收入大增但业绩下滑的主因是报告期内上映电影票房表现不及预期，而影片制作成本增加，导致毛利率急剧下滑。由于电影票房表现存在不确定性，公司经营业绩亦呈现一定波动性。

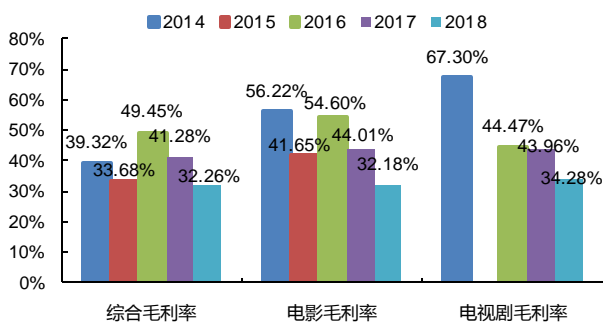
图 3：近几年公司业绩增长情况



资料来源：wind，财富证券

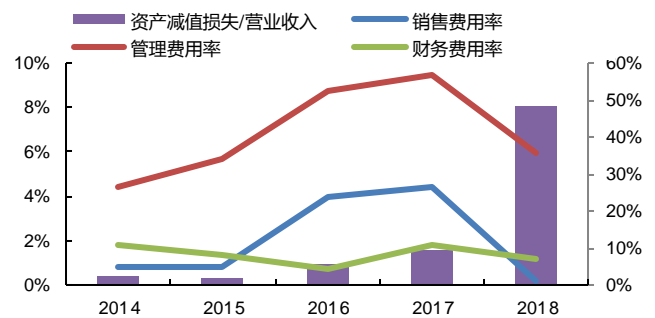
毛利率下滑明显，费用率有所下降，资产减值损失增加。自 2017 年起公司综合毛利率呈下滑趋势，主要原因是电影票房表现具有较大不确定性，但影片制作成本呈上升趋势，公司近两年票房表现一般，电影业务毛利率下降明显，同时电视剧业务受下游平台控价影响，版权销售价格下降明显导致电视剧业务毛利率亦有所下降。费用率方面，2018 年三费率下降明显，销售费用率同比下降 4.27pct 至 0.2%，管理费用率（含研发费用）同比下降 3.52pct 至 5.97%，主要系视频直播业务出表后相应销售费用和管理费用减少，财务费用率同比下降 0.61pct 至 1.2%。此外，近几年来公司资产减值损失增长明显，2018 年计提资产减值损失 7.26 亿元，包括坏账损失 1.78 亿元，存货跌价损失 0.58 亿元，可供出售金融资产 0.47 亿元，长期股权投资减值损失 2.17 亿元，商誉减值损失 2.26 亿元。目前商誉风险已全部释放，后续资产减值损失有望保持平稳。

图 4：近五年毛利率变化情况



资料来源：wind，财富证券

图 5：近五年费用率、资产减值损失变化情况



资料来源：wind，财富证券

现金流状况良好，抗风险能力较强。光线传媒 2018 年经营性现金流净额为-4.76 亿元，但公司通过收回投资净回笼资金 20.86 亿元，为后续内容制作和业务拓展提供有力支撑。同时公司资产负债率远低于行业水平，2019Q1 为 16.42%，账上无短期借款和长期借款，仅有不到 10 亿元的公司债。总体看，公司资金充足，在行业调整期，具备较强的抗风险能力。

2 影视行业仍处于艰难调整期，内容制作方盈利能力下降

2018 年影视行业经历寒冬，监管打击“阴阳合同”偷逃税、限制明星片酬、打击收视率造假、加强内容审核力度等导致行业遇冷，目前行业仍处于艰难调整期，第一，监管层面，相关部门对内容审核、税收等问题的监管力度仍然较强，税收监管处于重点检查阶段，预计 7 月底前将针对突出问题出台相应监管措施；第二，资本层面，资本对于影视内容行业的偏好明显下降，影视剧投资方减少，片方融资难度加大；第三，行业层面，在政策限制明星片酬的背景下，影视剧版权价格出现较大幅度下降，而演员薪酬下降反应到内容制作方是一个缓慢的过程，制作成本短期存在刚性，体现在报表上为内容方盈利能力下降。

3 影视项目储备丰富，下半年业绩有望回暖

电影业务方面，公司成立七大厂牌齐头并进，包括光线影业、青春光线、迷你光线、

迷彩光线、彩条屋、小森林、五光十色，侧重于青春、动漫、军事动作等不同品类。2018年参与投资发行影片共15部，实现总票房73.8亿元，其中主投主控电影票房接近40亿元，2019年电影项目储备较上年更为丰富，预计有20部左右影片上映，年初以来已上映《疯狂的外星人》等5部影片，后续已定档的影片包括《雪暴》（4.30上映，警匪片）、《东北往事之二十年》（五一档，黑道剧情片）、《银河补习班》（7.26上映，邓超导演）等。

动漫电影2019年有望迎来较大提升。预计有3部国产动画电影于2019年上映，包括彩条屋首部真人奇幻电影《墨多多谜境冒险》，主控动画电影神话三部曲中《姜子牙》、《哪吒之魔童降世》，以及根据《大护法》导演不思凡原作改编的动画电影《妙先生》。

电视剧业务投入和布局初显成效，后续将持续发力。2018年电视剧业务实现收入3.82亿元，同比大增656.37%，主要系确认《新笑傲江湖》、《爱国者》、《盗墓笔记2》等剧的收入，后续重点剧目包括《我在未来等你》、《新世界》、《长河落日》、《听雪楼》等。

综合来看，公司影视业务推进较为顺利，内容储备丰富，19年待上映/播出的作品较多，下半年业绩有望逐步回暖。

4 投资贡献丰厚业绩，业务协同进一步推进

公司围绕内容等领域进行投资，加大产业链延伸布局，在收获良好投资收益的同时，有效推进业务协同。截至2018年末，公司长期股权投资47亿元，其中猫眼是公司重要的参股公司，投资金额占公司长期股权投资比重达76.87%。

2019年2月猫眼成功在港股上市，公司持有猫眼17.18%的股权，上市后的猫眼融资将得到进一步改善，业务有望获得较大进展。2018年猫眼实现营收37.55亿元，同增47.37%，净亏损1.38亿元，经调整后的净利润为8970万元，此前票补对猫眼盈利造成较大影响，随着2018年电影局出台限制票补的政策，预计猫眼盈利进一步增强，为公司贡献稳定投资收益。此外猫眼掌握线上流量入口，与公司在电影发行、衍生品等领域形成良好协同。

表 1：截至 2018 年末公司长期股权投资金额排名前 10 位

被投资单位	期末余额（亿元）	主营业务
天津猫眼文化传媒有限公司	36.13	在线票务平台、电影投资发行等
上海华晟领势创业投资合伙企业	3.00	有限投资合伙企业
浙江齐聚科技有限公司	2.71	视频直播
杭州当虹科技有限公司	1.12	智能视频解决方案与视频云服务提供商
天津橙子映像传媒有限公司	0.83	电视剧、综艺、动画制作
北京七维视觉科技有限公司	0.43	计算机视觉、图形图像、视频处理及人机交互
北京大千阳光数字科技股份有限公司	0.39	动画制作
霍尔果斯光印影业公司	0.38	影视制作（查理九世 IP）
山南光启影视有限公司	0.38	影视制作
天津市好传文化传播有限公司	0.21	动画制作

资料来源：wind，财富证券

5 盈利预测与评级

短期影视行业仍处于调整期，公司盈利能力继续承压，但中长期，国内影视内容行业向上趋势不变，公司作为影视行业龙头，电影投资发行实力行业领先，电视剧制作能力较优，在行业低谷期，显现出更强的抗风险能力。预计公司 2019/2020 年实现归母净利润 7.29/8.95 亿元，对应 EPS 为 0.25/0.31 元，当前股价对应 2019/2020 年 PE 为 31.28/25.46 倍，参考同行业估值水平，给予公司 2020 年 25-28 倍 PE，对应合理价格区间 7.75-8.68 元，给予“谨慎推荐”评级。

6 风险提示

- 1) 行业监管进一步趋严
- 2) 国内电影票房增速不及预期
- 3) 行业竞争加剧

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，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（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438