

分析师: 刘冉
 执业证书编号: S0730516010001
 liuran@ccnew.com 021-50586281
 研究助理: 乔琪
 qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

上半年电影业务拖累利润, 关注《哪吒》带来的全年业绩弹性,

——光线传媒(300251)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

市场数据(2019-08-29)

收盘价(元)	8.58
一年内最高/最低(元)	9.68/6.22
沪深300指数	3790.19
市净率(倍)	2.91
流通市值(亿元)	238.85

基础数据(2019-6-30)

每股净资产(元)	2.85
每股经营现金流(元)	-0.13
毛利率(%)	2.02
净资产收益率-摊薄(%)	1.26
资产负债率(%)	14.65
总股本/流通股(万股)	293360.84/278384.14
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 《光线传媒(300251)年报点评: 电视剧业务增长迅速, 未来影视项目储备丰富》 2019-04-25
- 《光线传媒(300251)中报点评: 电视剧业务表现良好, 下半年项目储备丰富》 2018-09-03
- 《光线传媒(300251)公司点评报告: 33亿出售新丽传媒股份, 3000万增资蓝白红影业》 2018-03-13

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

发布日期: 2019年08月30日

事件: 公司发布2019年半年度报告。2019H1公司实现营业收入11.71亿元, 同比增加62.37%; 归属上市公司股东净利润1.05亿元, 同比下降95%; 扣除非经常性损益后净利润6863万元, 同比下降69.63%; 经营活动产生现金流净额-3.77亿元, 同比下降108.33%; 基本每股收益0.04元。

投资要点:

- **投资收益拉高18年同期净利润基数导致净利润大幅下滑。** 公司营业收入同比大幅上升主要是由于上半年电影收入增加, 净利润大幅下滑主要是由于公司2018上半年出售新丽传媒, 确认了22.05亿元的投资收益, 导致基数较大, 19H1投资收益仅为1.14亿元。

- **《哪吒》大热增厚公司下半年业绩。** 2019H1公司电影业务收入9.24亿元, 同比增加95.52%, 收入占比78.91%。上半年参与投资、发行并计入当期营业收入的影片总票房为28.16亿元, 包括《疯狂的外星人》(22.01亿元)《四个春天》(1058.3万元)《夏目友人帐》(1.15亿元)《阳台上》(397.4万元)《风中有朵雨做的云》(6478万元)《雪暴》(2814.2万元)《千与千寻》(4.86亿元)共七部影片。

除已经上映的影片之外, 公司还布局并推进了投资、制作或发行的多部影片的相关映前工作, 其中, 《银河补习班》《哪吒之魔童降世》《保持沉默》已于7、8月份暑期档上映, 其中《哪吒》以46亿元的票房远远抬高国内动画电影天花板, 进入中国影片排行榜第三, 成为暑期大爆款, 《银河补习班》票房为8.70亿元, 市场表现也比较好。但由于上映时间因素, 只能对全年业绩作出贡献。

- **动漫领域的战略布局已经初见成效。** 除了《哪吒》之外, 2019H1公司协助推广了两部日本引进动画《夏目友人帐》与《千与千寻》, 分别取得1.15亿元和4.86亿元的票房。公司目前在动画电影方面的储备位于行业前列, 在动画电影的制作与宣发上已经形成相应的市场竞争力。

- **电视剧业务略有小幅下滑。** 2019H1公司电视剧业务收入2.20亿元, 同比减少6.63%, 收入占比为18.78%。公司确认了《八分钟的温暖》《逆流而上的你》《听雪楼》的电视剧投资、发行收入。其中, 《八分钟的温暖》《听雪楼》已分别于2019年1月、5月在腾讯视频独家播出, 《逆流而上的你》已于2019年2月在湖南卫视首播, 并在爱奇艺、腾讯视频和优酷视频同步播出。公司制作的《我在未来等你》已进入后期完善阶段, 有望于2019年播出。

地址： 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼
邮编： 200122

● **公司在动画领域布局初见成效。**公司目前通过旗下专注动漫领域的厂牌彩条屋投资了 20 余家动漫产业链上下游公司，其中包括 2D、3D 衍生品业务。参股公司中出产过包括《大圣归来》、《大鱼海棠》、《大护法》等在内的优秀国产动画电影。

● **后续项目储备丰富。**除了已上映的影片之外，预计将有《铤而走险》《友情以上》《两只老虎》《妙先生》《荞麦疯长》《墨多多谜境冒险》《误杀》《我和我的祖国》《如果声音不记得》等多部电影有望实现年内上映，同时预计将于 2020 年上映的部分电影项目也已经在制作、拍摄阶段。

在动画影片方面，下半年公司会有《妙先生》等动画电影上映，《姜子牙》《深海》《大鱼海棠 2》《西游记之大圣闹天宫》等多个重量级动漫项目在有序推进中。

更多影视项目储备可见附表内容

● **电影业务拖累公司毛利率，下半年有望好转。**公司 2019H1 毛利率仅为 2.02%，比 2018 年同期下降了 44 个百分点，其中电影业务成本增速远高于营业收入增速，导致该业务出现亏损，毛利率下降至-8.52%，猜测是由于部分电影的票房低于预期导致出现亏损。随着《哪吒》不断抬高动画电影天花板，预计全年毛利率将会有所回暖。

电视剧业务毛利率为 39.02%，相比 2018H1 小幅下降了 2.65 个百分点。

游戏业务毛利率为 61.82%，比 2018H1 提升了 27.8 个百分点，但由于游戏业务收入占比较低，因此并未对公司毛利率提升做出较大贡献。

● **费用率与经营性现金流双降。**公司 2019H1 销售费用为 89.97 万元，同比大幅下降 51.42%，主要是由于公司人员结构进行调整；管理费用 3581 万元，同比减少 5.88%；财务费用 865 万元，同比下降 69.96%，主要是受计提公司债利息减少影响；研发费用 498 万元，同比下降 19.23%。主要费用率合计为 4.30%，比 2018 年全年下降 3 个百分点。

经营活动现金流净额为-3.77 亿，相比 2018 年同期减少近 2 亿元，主要是支付 2018 年计提的企业所得税较多。

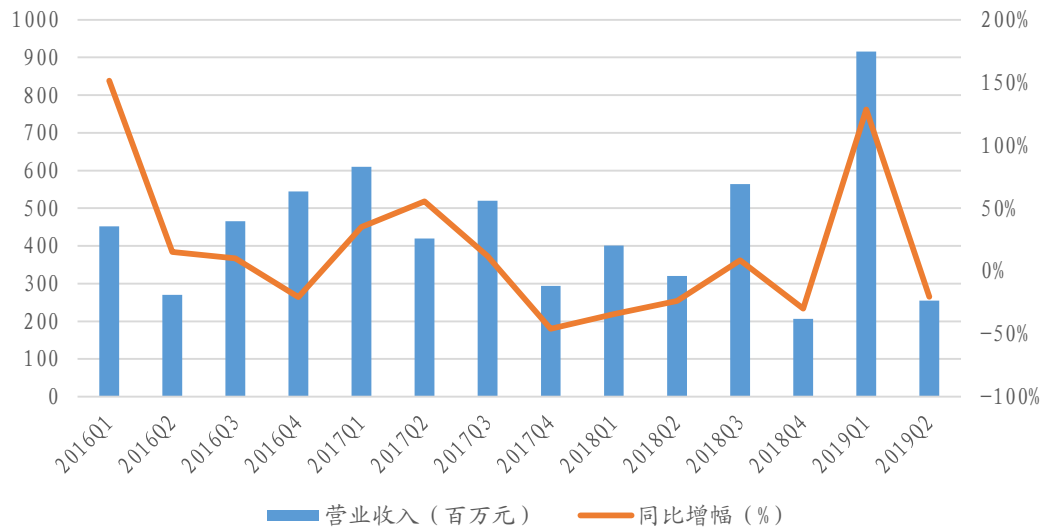
● **投资评级与盈利预测：**虽然受多种因素影响，公司上半年净利润出现较大幅度的下降，但下半年上映的《哪吒》预计将会大幅增厚公司业绩，为公司带来约 10 亿元—12 亿元的营业收入，大幅增厚公司下半年业绩，加上公司下半年在重点档期依然有影片上映。此外公司在国产动画领域的布局已经初见成效，未来有望持续向市场提供高质量的动画电影。预计公司 2019-2021 年净利润分别为 0.37/0.40/0.47 元，按照 8 月 29 日收盘价 8.58 元，对应 PE 分别为 23.5 倍/21.6 倍/18.1 倍，维持公司“增持”评级。

风险提示：政策监管趋严；影视项目市场表现不及预期；市场竞争加剧

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,843	1,492	2,880	2,698	2,901
增长比率(%)	6.5	-19.1	93.1	-6.3	7.5
净利润(百万元)	815	1,373	1,072	1,167	1,387
增长比率(%)	10.0	68.5	-21.9	8.8	18.9
每股收益(元)	0.28	0.47	0.37	0.40	0.47
市盈率(倍)	30.9	18.3	23.5	21.6	18.1

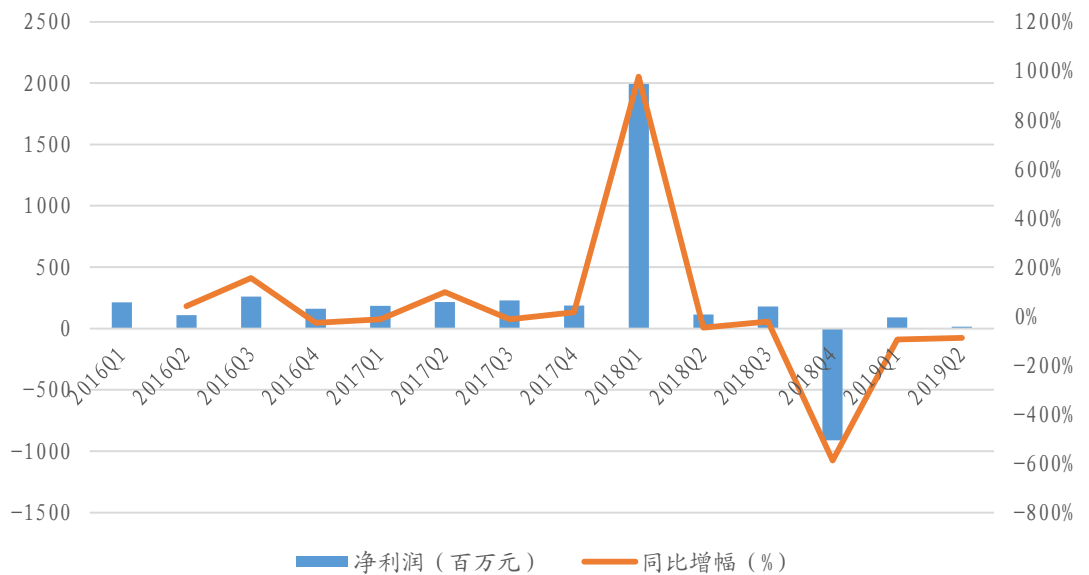
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2016-2019H1 单季度营业收入与同比增幅



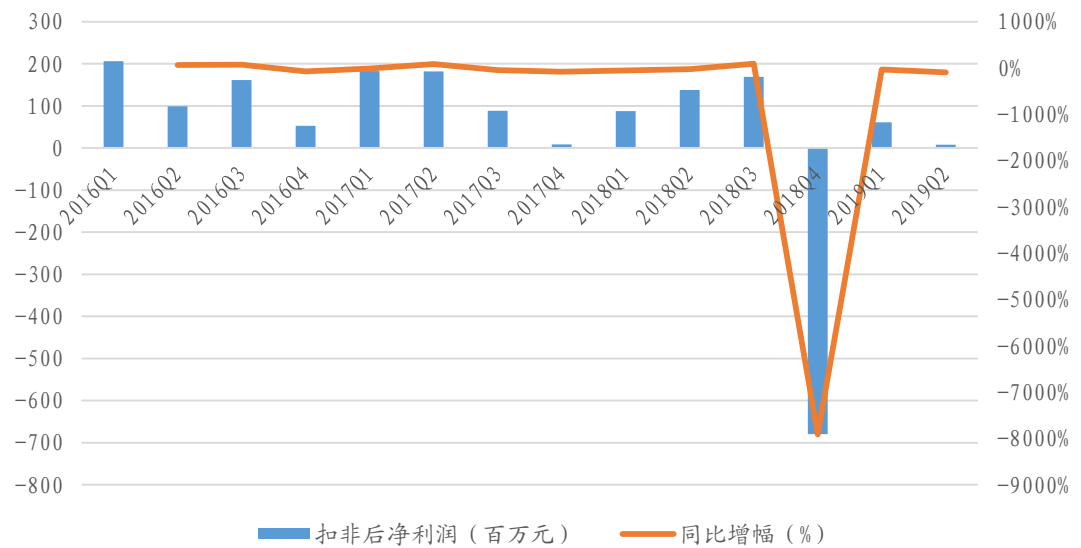
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 2016-2019H1 单季度净利润与同比增幅



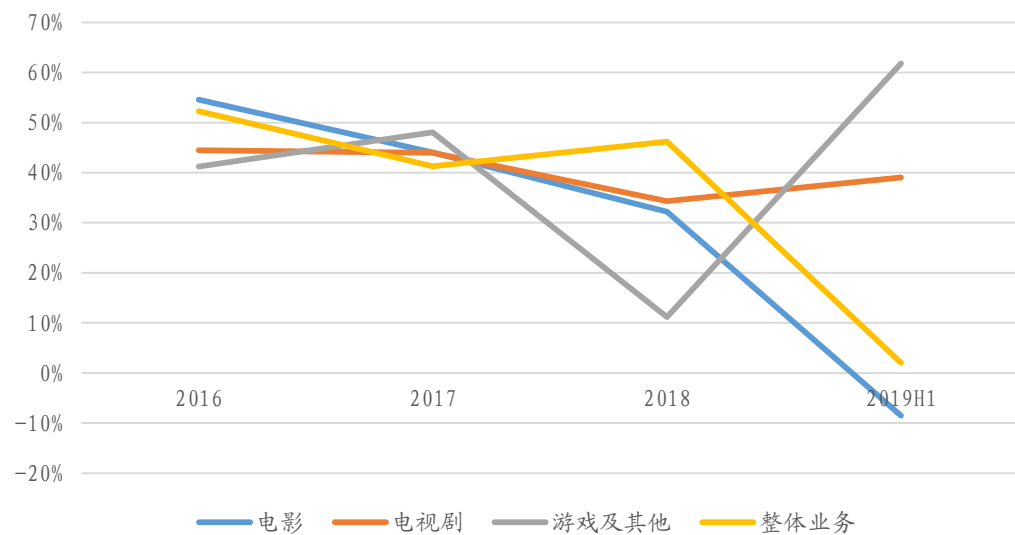
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 2016-2019H1 单季度扣除非经常性损益后净利润与同比增幅



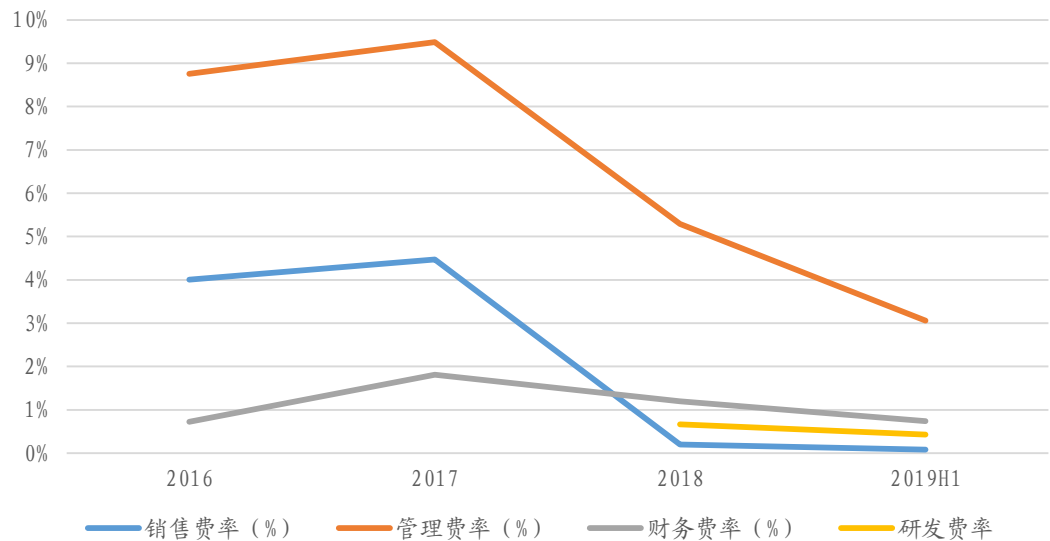
资料来源：公司公告，中原证券

图 4: 2016-2019H1 公司主营业务毛利率



资料来源：公司公告，中原证券

图 5: 2016-2019H1 公司主要费用率



资料来源: 公司公告, 中原证券

表 1: 预计上映电影

序号	电影名称(暂定)	(预计)上映时间	合作方式	进度	主要演职人员
1	银河补习班	2019年7月18日	投资	已上映	导演: 邓超 主演: 邓超
2	哪吒之魔童降世	2019年7月26日	投资+发行	已上映	导演: 饺子
3	保持沉默	2019年8月23日	投资+发行	已上映	主演: 周迅、吴镇宇
4	铤而走险	2019年8月30日	投资	即将上映	导演: 甘剑宇 主演: 大鹏、欧豪
5	友情以上	2019年9月20日	协助推广	待上映	主演: 平采娜·乐维瑟派布恩、奈哈·西贡索邦
6	我和我的祖国	2019年10月1日	投资	制作中	导演: 陈凯歌、张一白、管虎、薛晓路、徐峥、宁浩、文牧野
7	八百	待定	投资	制作完成	导演: 管虎 主演: 张译、李卓航、刘云龙
8	墨多多谜境冒险	待定	投资+发行	制作中	导演: 王竞 主演: 秦昊、蔡国庆
9	南方车站的聚会	待定	投资+发行	制作中	导演: 刁亦男 主演: 胡歌、桂纶镁、廖凡、万茜
10	妙先生	待定	投资+发行	制作中	导演: 李凌霄
11	荞麦疯长	待定	投资+发行	制作中	导演: 徐展雄 主演: 马思纯、黄景瑜、钟楚曦
12	误杀	待定	投资	制作中	监制: 陈思诚 主演: 肖央、谭卓
13	两只老虎	待定	投资+发行	制作中	导演: 李非
14	西晒	待定	投资+发行	制作中	导演: 袁媛

15	如果声音不记得	待定	投资+发行	制作中	导演: 落落
16	小小的愿望	待定	投资	制作完成	导演: 田羽生 主演: 彭昱畅、王大陆、魏大勋

资料来源: 公司公告, 中原证券

表 2: 预计制作电影项目

序号	电影名称(暂定)	进度	主创人员
1	坚如磐石	制作中	导演: 张艺谋
2	姜子牙	制作中	导演: 程腾、李炜
3	破阵子	制作中	导演: 董天翼
4	深海	制作中	导演: 田晓鹏
5	星游记之冲出地球	制作中	导演: 胡一泊
6	莫尔道嘎	制作中	导演: 曹金玲
7	她的故事	引进中	导演: 闵奎东
8	爱情洄游	引进中	导演: Tanujan Chandra
9	后来我们都哭了	前期策划	待定
10	照明商店	前期策划	待定
11	深海里的星星	前期策划	待定
12	东宫	前期策划	待定
13	大鱼海棠 2	制作中	导演: 梁旋、张春
14	西游记之大圣闹天宫	制作中	导演: 田晓鹏
15	凤凰	制作中	待定
16	魁拔	制作中	导演: 王川
17	鬼列车	制作中	导演: 景绍宗
18	BOBO&TOTO	前期策划	待定
19	大理寺日志	制作中	待定
20	八仙过大海	制作中	待定
21	桃花源.记	前期策划	待定
22	你的孤独, 虽败犹荣	前期策划	待定
23	五个扑水的少年	前期策划	待定
24	刀锋上的救赎	前期策划	待定
25	永失我爱	前期策划	待定
26	这么些年	前期策划	待定
27	会飞的蚂蚁	前期策划	导演: 周铨
28	跑步吧, 爷爷	前期策划	待定
29	君生我已老	前期策划	待定
30	十年一品温如言	前期策划	待定

资料来源: 公司公告, 中原证券

表 3: 预计制作、播出电视剧/网剧 (含网络大电影) 项目

电视剧/网剧名称	主要演职人员
长河落日	监制: 韩三平; 导演: 赵一龙 主演: 张鲁一、张钧甯、木幡龙
新世界	导演: 徐兵; 主演: 孙红雷、张鲁一、尹昉、万茜、李纯、胡静、秦汉、赵峥
我在未来等你	导演: 薛凌 主演: 李光洁、费启鸣、孙千
无法直视	导演: 任钊莹
也平凡	主演: 郑恺、林峯
盗墓笔记 2	导演: 刘国辉、李昂
江山纪	导演: 高希希
我的健身教练	导演: 赵晨阳
恨君不似江楼月	导演: 何澍培
对的时间对的人	导演: 周晓鹏
爱你, 是我做过最好的事	待定
茶啊二中	导演: 阎凯
左耳	导演: 陈慧翎
星游记之风暴法米拉 2、	导演: 胡一泊
星游记之风暴法米拉 3	导演: 梦继
我们这些年	待定
大理寺日志	待定
深海里的星星	待定
怪医黑杰克	待定
后来我们都哭了	待定
时擦	待定
田螺有妇男	待定
救命, 我变成了一条狗	待定
剩斗士郡主	待定
君生我已老	待定
候鸟	待定
乡愁	待定
花美男幼儿园	待定

资料来源: 公司公告, 中原证券

表 4: 彩条屋参股动画公司

公司名称	持股比例	主要作品
大千阳光 (新三板公司)	20%	《我叫 MT》、《红色海洋》
幻想师动画	75%	
光印影业	60%	《查理九世》
红鲤文化	60%	《风语咒》、《精灵王座》
全擎娱乐	35%	《时光诡域》

雨后文化	35%	
彼岸天文化	30%	《大鱼·海棠》
神奇一天	30%	《鬼列车》
中传合道	30%	《丹青先生》
漫言星空	30%	
路行动画	30%	《茗记》、《妙先生》
可可豆动画	30%	《哪吒》
十月文化	28.11%	《大圣归来》
好传文化	27%	《大护法》、《大理寺日志》
青空绘彩	25.04%	《昨日青空》
末匠文化	25%	动漫衍生品
易动文化	18.67%	《包强》、《美食大冒险》
玄机科技	3.8%	《秦时明月》、《天行九歌》
凝羽动画	30%	《茶啊二中》

资料来源：企查查，公开信息，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3885	4835	9562	8456	13125
现金	1924	1870	3255	6406	6525
应收票据及应收账款	340	282	919	205	1004
其他应收款	170	178	494	136	541
预付账款	150	556	808	469	904
存货	1151	1547	3684	838	3749
其他流动资产	151	402	402	402	402
非流动资产	7999	6012	4936	3820	2699
长期投资	5885	4700	3585	2469	1354
固定资产	33	38	58	47	42
无形资产	1	1	0	0	-0
其他非流动资产	2081	1273	1293	1304	1303
资产总计	11884	10846	14498	12276	15824
流动负债	1371	1201	4013	1133	3826
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	274	428	933	244	949
其他流动负债	1097	772	3081	889	2877
非流动负债	2059	1003	911	687	435
长期借款	1971	985	893	669	417
其他非流动负债	87	18	18	18	18
负债合计	3430	2204	4924	1820	4261
少数股东权益	35	-2	4	5	8
股本	2934	2934	2934	2934	2934
资本公积	2472	2386	2386	2386	2386
留存收益	2572	3359	4073	4855	5726
归属母公司股东权益	8420	8644	9570	10451	11554
负债和股东权益	11884	10846	14498	12276	15824

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-32	-476	-1	2134	-952
净利润	821	1366	1078	1168	1390
折旧摊销	16	13	18	22	25
财务费用	33	18	-31	-103	-181
投资损失	-370	-2283	-330	-330	-330
营运资金变动	-722	-324	-737	1377	-1856
其他经营现金流	190	733	0	0	0
投资活动现金流	-420	2086	1388	1423	1426
资本支出	25	13	39	-0	-6
长期投资	-627	2056	1115	1128	1115
其他投资现金流	-1021	4154	2542	2551	2535
筹资活动现金流	855	-1665	-0	-407	-355
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	979	-987	-92	-224	-252
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1091	-87	0	0	0
其他筹资现金流	-1215	-591	91	-183	-103
现金净增加额	403	-54	1386	3150	119

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1843	1492	2880	2698	2901
营业成本	1083	1010	1959	1693	1718
营业税金及附加	5	4	7	7	8
营业费用	82	3	3	3	3
管理费用	175	79	115	108	116
研发费用	0	10	21	20	21
财务费用	33	18	-31	-103	-181
资产减值损失	175	726	0	0	0
其他收益	11	4	0	0	0
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	370	2283	330	330	330
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	672	1928	1136	1299	1546
营业外收入	162	9	1	1	1
营业外支出	11	5	2	2	2
利润总额	824	1932	1135	1298	1545
所得税	2	566	57	130	154
净利润	821	1366	1078	1168	1390
少数股东损益	6	-7	5	2	3
归属母公司净利润	815	1373	1072	1167	1387
EBITDA	912	1954	1107	1201	1394
EPS (元)	0.28	0.47	0.37	0.40	0.47

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	6.5	-19.1	93.1	-6.3	7.5
营业利润 (%)	-15.4	186.9	-41.1	14.4	19.0
归属母公司净利润 (%)	10.0	68.5	-21.9	8.8	18.9
获利能力					
毛利率 (%)	41.3	32.3	32.0	37.2	40.8
净利率 (%)	44.2	92.1	37.2	43.2	47.8
ROE (%)	9.7	15.8	11.3	11.2	12.0
ROIC	8.6	14.2	9.7	9.3	10.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.9	20.3	34.0	14.8	26.9
净负债比率 (%)	0.7	-9.9	-22.2	-52.6	-50.8
流动比率	2.8	4.0	2.4	7.5	3.4
速动比率	1.8	1.9	1.2	6.0	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	3.3	4.8	4.8	4.8	4.8
应付账款周转率	2.5	2.9	2.9	2.9	2.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.28	0.47	0.37	0.40	0.47
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.01	-0.16	-0.00	0.73	-0.32
每股净资产 (最新摊薄)	2.87	2.95	3.26	3.56	3.94
估值比率					
P/E	30.9	18.3	23.5	21.6	18.1
P/B	3.0	2.9	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	27.7	12.4	20.8	16.4	13.9

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。

