

# 光线传媒（300251）：艺术科技结合体，估值对标皮克斯

## ——传媒行业系列报告二

2019年12月13日

强烈推荐/维持

光线传媒 公司报告

### 报告摘要：

**国内横向覆盖内容领域最全面、纵向产业链延伸最完整的传媒集团之一。**公司主营以影视板块为核心驱动，同时布局动漫业务板块、内容关联业务板块、产业投资板块。当前公司影视业务经营稳健，动画电影业务崛起，成为公司重要收入来源之一。

**核心逻辑一：动画电影商业模式优于真人电影。**动画电影的商业模型与游戏较为接近，直面消费者，依靠稀缺的创意叠加工业化分工协作，创造出爆款产品。尽管游戏的生命周期更长，但动画电影具有更强的衍生价值。对比动画电影与真人电影，演员或导演等主创团队是真人电影价值链中最大受益方，攫取超额收益；动画电影价值链中，投资方或上市公司是最大受益方。

**核心逻辑二：光线传媒具有持续生产动画电影能力。**公司参股投资约 11 家动画电影公司，并投资旗下动画电影项目。根据国家电影局统计，公司备案储备约 13 部动画电影片单，其中《姜子牙》预计 2020 年上映，另有《深海》《西游记之冲出地球》《魁拔》等多部动画电影在制作中。从储备项目可以看到，公司在动画电影领域已经形成每年可上映 3-5 部自制动画项目的能力。

**核心逻辑三：紧贴行业属性，初步建立护城河。**国内动画电影行业的核心资源是动画电影导演。光线传媒从 2015 年开始投资扶持 10 多位优秀动画导演，具有先发优势；在绑定导演方面，公司通过股权+项目投资方式，实现双重绑定；同时，公司也投资动画 CG 技术公司，为投资的动画电影公司提供技术支持；最后，光线传媒在电影行业具有强大的宣发优势，与投资的动画电影公司形成协同效应。

**核心逻辑四：真人动画/动画电影票房空间超过 300 亿元。**国内电影市场或已接近北美电影市场 2003 年的拐点位置，未来国内票房增长将主要依靠动画电影及真人动画电影；参考北美真人电影与动画电影/真人动画电影票房比例（5:3），国内真人动画电影/动画电影合计票房空间或超 300 亿元。

### 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,843.45	1,491.53	2,700.00	2,550.00	3,000.00
增长率(%)	6.48%	-19.09%	81.02%	-5.56%	17.65%
净利润(百万元)	821.21	1,366.12	1,144.14	1,061.66	1,220.33
增长率(%)	10.98%	66.35%	-16.25%	-7.21%	14.95%
净资产收益率(%)	9.68%	15.89%	11.87%	9.94%	10.41%
每股收益(元)	0.28	0.47	0.39	0.36	0.41
PE	38.89	23.17	28.09	30.26	26.24
PB	3.79	3.70	3.33	3.01	2.73

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 公司简介：

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，目前业务已覆盖电影、电视剧（网剧）、动漫、艺人经纪、实景娱乐等领域，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。

### 未来 3-6 个月重大事项提示：

### 发债及交叉持股介绍：

### 交易数据

52 周股价区间(元)	10.89-7.83
总市值(亿元)	319.47
流通市值(亿元)	303.16
总股本/流通 A 股(万股)	293361/278384
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.03

### 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

### 分析师：石伟晶

010-66554067

shi\_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518080001

研究助理：辛迪

010-66554039

xindi@dxzq.net.cn

**盈利预测：**预计 2019-2021 年公司营收分别为 27.0 亿元、25.5 亿元、30.0 亿元，归母净利润分别为 11.37 亿元、10.56 亿元、12.17 亿元。

**估值：**2019-2021 年，公司 Eps 分别为 0.39 元、0.36 元、0.41 元，对应 PE 分别为 28X、30X、26X。对于公司，我们采用分部估值法。公司股权价值由三部分构成：1) 真人电影板块估值（120 亿元-160 亿元）；2) 动画电影板块估值（300 亿元-500 亿元）；3) 产业投资板块估值（62 亿元）。合计光线传媒股权价值区间 482 亿元-722 亿元，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**动画电影行业竞争激烈，公司单部动画电影票房不及预期。

## 目 录

<b>1. 影视为驱动，内容产业链全面布局的传媒集团</b> .....	<b>5</b>
1.1 影视为驱动，持续商业进化.....	5
1.2 股权结构稳健，财务数据良好.....	7
<b>2. 核心逻辑一：动画电影商业模式优于真人电影</b> .....	<b>8</b>
<b>3. 核心逻辑二：光线传媒具有持续生产动画电影能力</b> .....	<b>11</b>
<b>4. 核心逻辑三：紧贴行业属性，初步建立护城河</b> .....	<b>13</b>
4.1 国内成人向动画电影具有稀缺性和分工属性.....	13
4.2 把控稀缺导演资源，培育协同发展优势.....	14
<b>5. 核心逻辑四：真人动画/动画电影票房空间超过 300 亿元</b> .....	<b>15</b>
<b>6. 盈利预测与估值</b> .....	<b>17</b>
6.1 盈利预测.....	17
6.2 估值.....	18
6.2.1 真人电影板块估值.....	18
6.2.2 动画电影板块估值.....	19
6.2.3 产业投资板块估值.....	20
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 表格目录

表 1: 截至 2019 年 6 月, 导演/主演/制片人票房榜 .....	8
表 2: 2013-2019 年公司投资发行动画电影 .....	11
表 3: 公司储备动画电影项目 .....	12
表 4: 动画电影《哪吒之魔童降世》参与出品制作公司名单 .....	13
表 5: 美国动画电影市场竞争格局 .....	16
表 6: 2016-2020E 公司分业务营收预测 .....	17
表 7: 2016-2020E 公司营收及净利润 .....	18
表 8: 国内电影公司经营数据及估值 .....	18
表 9: 美国动漫电影代表性公司估值 .....	19
表 10: 历年光线传媒投资发行动画电影票房 (亿元) .....	19
表 11: 公司产业投资板块估值 .....	20

## 插图目录

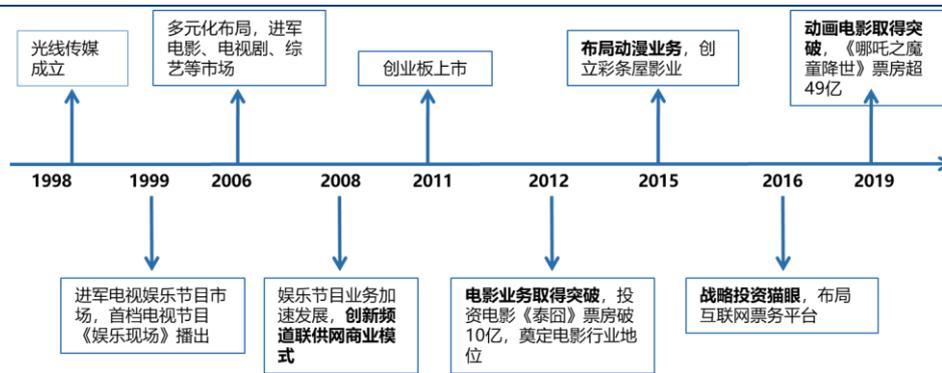
图 1: 公司发展历程 .....	5
图 2: 公司旗下业务板块 .....	6
图 3: 2013-2019 年上半年公司各板块业务收入 (亿元) .....	6
图 4: 公司股权结构 .....	7
图 5: 2014-2019 年前三季度公司主营收入及增速 .....	7
图 6: 2014-2019 年前三季度公司归母净利润及增速 .....	7
图 7: 2014-2019 年前三季度公司主营业务毛利率及费率 .....	8
图 8: 电影公司主投主控真人电影项目费用构成 .....	9
图 9: 三维动画电影制作流程 .....	9
图 10: 动画电影与真人电影商业模式对比 .....	10
图 11: 彩条屋旗下投资的动漫公司 .....	11
图 12: 2015-2018.9 各类别国产动画电影上映数量及票房 .....	13
图 13: 动画电影竞争格局 .....	14
图 14: 光线传媒在动画电影领域优势 .....	15
图 15: 1995-2018 年北美电影票房市场规模 (亿美元) .....	15
图 16: 北美真人动画电影票房榜 TOP5 .....	16
图 17: 中国北美动画电影票房市场对比 (亿元) .....	17
图 18: 光线传媒分部估值法 .....	18

# 1. 影视为驱动，内容产业链全面布局的传媒集团

## 1.1 影视为驱动，持续商业进化

公司是国内横向覆盖内容领域最全面、纵向产业链延伸最完整的传媒集团之一。回顾公司 21 年发展历程，持续商业进化能力是公司核心竞争力。1998 年，公司成立并进军电视娱乐节目市场，打造领先的时段联供网及频道联供网模式；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，公司战略投资在线电影票务平台猫眼；2019 年，公司动画电影业务取得突破，《哪吒之魔童降世》票房超 49 亿元。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司主营业务以内容为核心、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，是公司的核心业务，也是拉动其他业务板块的核心驱动力；
- ◆ **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、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。

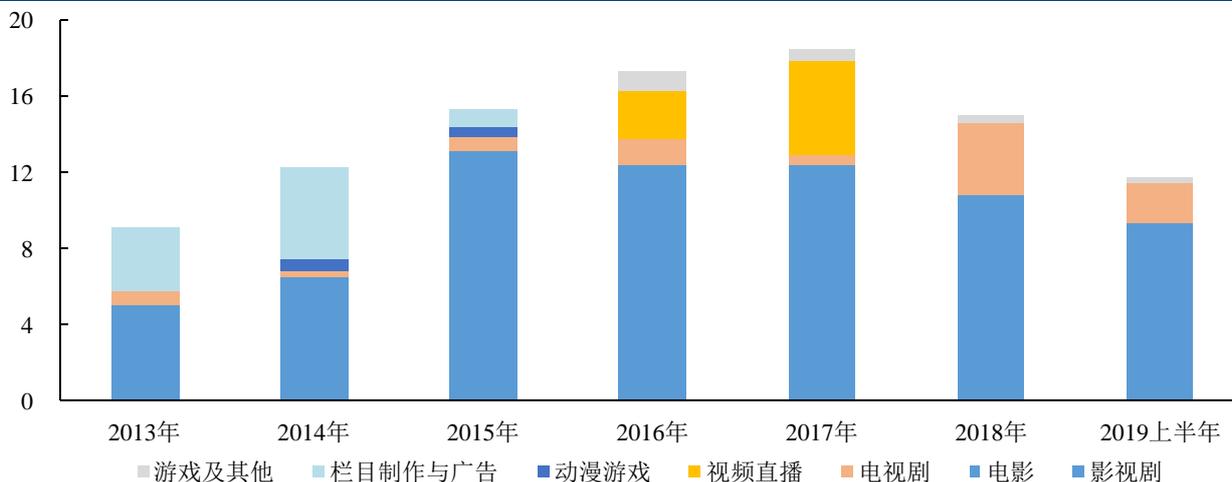
图 2：公司旗下业务板块



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

电影业务是公司核心收入来源。2019年上半年，公司电影业务实现收入9.24亿元，电视剧（网剧）业务实现收入2.20亿元，游戏及其他业务实现收入0.26亿元。公司影视项目储备充足，尤其动画电影开始成为公司重要收入来源之一。

图 3：2013-2019年上半年公司各板块业务收入（亿元）

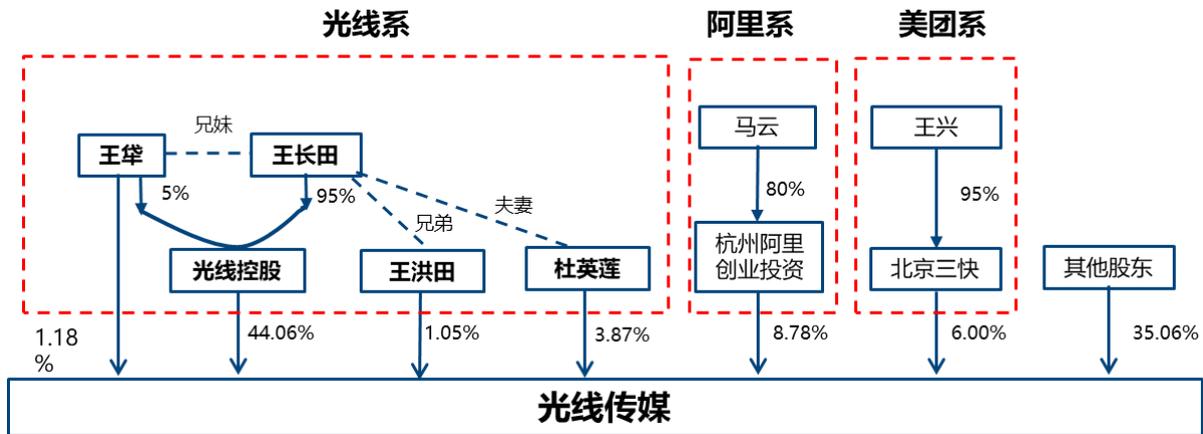


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 1.2 股权结构稳健，财务数据良好

公司实际控制人为董事长兼总经理王长田先生。截至2019年9月底，上海光线投资控股有限公司持股上市公司股权比例为44.06%。同时，王长田先生持有上海光线投资控股有限公司95%股份，相当于间接持有上市公司41.86%的股份，王长田先生持股比例高且从无减持经历。公司前十名股东中，杜英莲与实际制人王长田为夫妻关系；王罕为王长田妹妹，王洪田为王长田弟弟。阿里创业投资持有8.78%公司股份，并计划2019年9月-2020年3月期间减持不超过2%公司股份，三快科技（美国）持有6.00%公司股份。

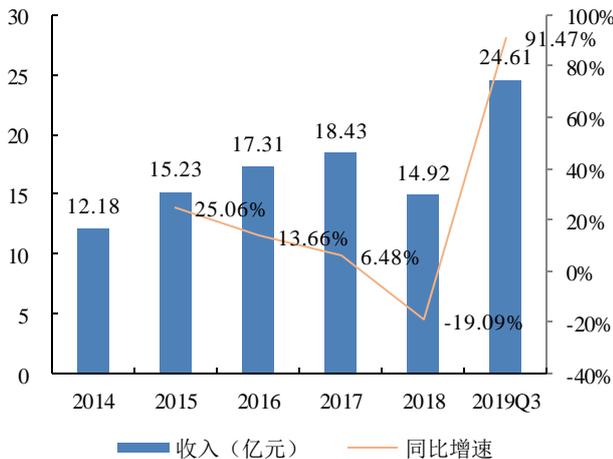
图4：公司股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所，截至2019年9月底

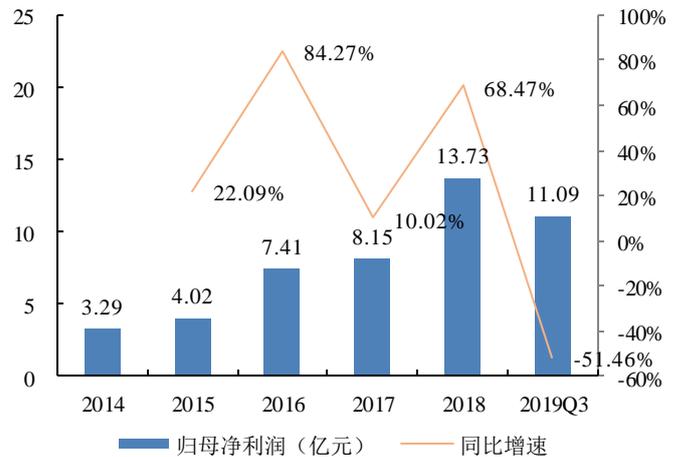
公司主营收入及净利润保持良好增长趋势。2019年前三季度，公司实现主营收入24.61亿元，同比增长91.47%，归母净利润11.09亿元，同比减少51.46%，扣非归母净利润11.73亿元，同比增长171.97%。

图5：2014-2019年前三季度公司主营收入及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

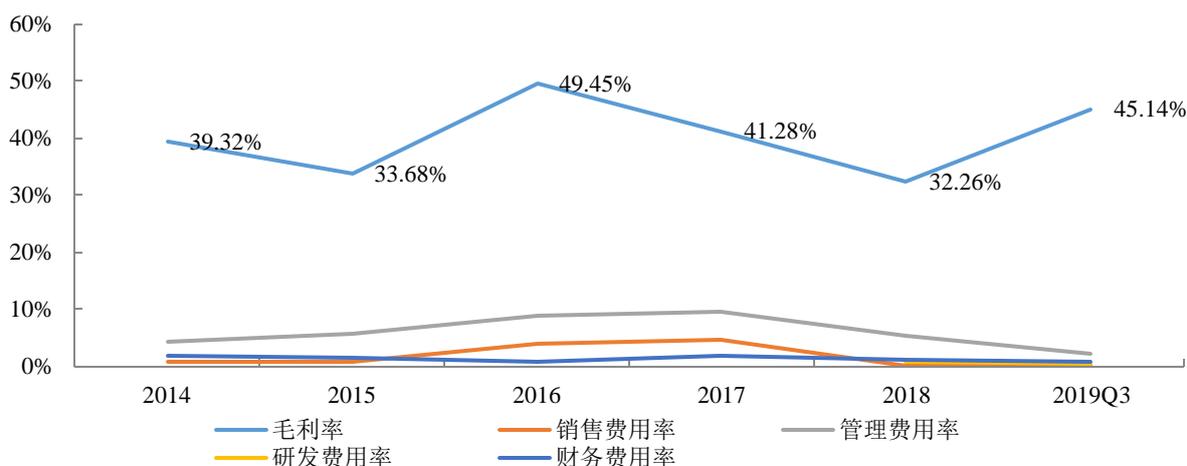
图6：2014-2019年前三季度公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司财务数据保持高毛利率，低费率特征。2019年前三季度，公司主营业务毛利率45.14%；销售费率0.06%；管理费率2.25%；研发费率0.22%；财务费率0.82%，财务费用主要源于公司2017年发行的三年期债券仍在存续期。

图7：2014-2019年前三季度公司主营业务毛利率及费率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2. 核心逻辑一：动画电影商业模式优于真人电影

真人电影项目投资回报率具有不确定性。知名导演以及演员无法保证每部其参与的电影项目都能取得票房大卖，以周星驰为例，其导演18部作品取得73亿票房，平均每部4.1亿票房，其导演电影《美人鱼》票房33.9亿，均值与最高值差距巨大；另一方面，名导以及头部演员均成立自己的工作室，电影公司与其绑定难度较大。可以看到，电影公司投资名导以及头部演员单个电影项目投资回报率不确定性较高。

表1：截至2019年6月，导演/主演/制片人票房榜

导演	票房及数量	男主演	票房及数量	女主演	票房及数量	制片人	票房及数量
周星驰	73亿/18部	吴京	122亿/12部	白百何	95亿/19部	赵海城	209亿/88部
吴京	62亿/5部	沈腾	110亿/8部	舒淇	64亿/4部	王中磊	178亿/89部
林超贤	55亿/35部	黄渤	100亿/28部	杨幂	62亿/28部	于冬	173亿/84部
郭帆	51亿/3部	邓超	98亿/20部	林允	56亿/6部	喇培康	169亿/40部
王晶	51亿/164部	王宝强	97亿/20部	张雨绮	48亿/14部	田甜	168亿/83部
冯小刚	49亿/31部	成龙	88亿/21部	赵今麦	47亿/1部	张苗	149亿/6部
徐克	47亿/63部	井柏然	86亿/17部	马丽	45亿/6部	韩三平	143亿/169部
许志毅	47亿/11部	徐峥	83亿/13部	周冬雨	45亿/6部	江志强	139亿/76部
陈思诚	46亿/5部	古天乐	68亿/47部	景甜	44亿/13部	任仲伦	126亿/75部
温子仁	44亿/18部	周润发	67亿/16部	李宇春	44亿/6部	叶宁	119亿/23部

资料来源：猫眼，东兴证券研究所

真人电影项目中主创团队不仅是成本端，也参与收益分成。真人电影项目成本可以划分为线上费用、线下费用以及非线下费用三部分。其中线上费用占据整个电影项目成本的三分之一左右。事实上，部分导演及主演等少数人的主创团队，除了领取巨额片酬，并要求参与票房分成。可以看到，真人电影项目具有成本不可控性这一缺陷。

图 8：电影公司主投主控真人电影项目费用构成

线上费用	线下费用	非线下费用	
版权及剧本酬金 制片人及监制及导演酬金 主要演员酬金	前期筹备费用 人员酬金如下： 非主要演员 制片组 导演组 摄影组 灯光组 录音组 美术组 置景组 道具组 服装造型组 梳化组 动作组 现场特效组	器材设备租赁及耗材 美术费用 置景费用 道具费用 服装费用 梳化费用 动作组费用 特效组费用 住宿及办公室租赁 餐饮费用 车辆费用 交通费用 制片费用	职员酬金 音乐费 行政费用 后期制作费用 宣传费用

资料来源：东兴证券研究所

国内动画电影项目不受演员因素影响。动画电影制作流程包括前期策划、中期制作与后期宣发，项目成本主要用于电影制作本身。对比国内真人电影投资成本轻松过亿，国内制作精良的动画电影制作成本在 3000 万-5000 万之间，部分低幼向动画电影的制作成本可压缩在千万级。

图 9：三维动画电影制作流程

前期策划	中期制作	后期宣发
团队（投资方、导演、编剧等） 分镜剧本 动态故事板	角色场景建模 材质贴图 骨骼绑定 分镜动画 灯光 特效 渲染 声画合成	预告片 海报 内容审核 技术审查

资料来源：东兴证券研究所

**动画电影是一种优秀的商业模式。**动画电影的商业模型与游戏较为接近，直面消费者，依靠稀缺的创意叠加工业化分工协作，创造出爆款产品。尽管游戏的生命周期更长，但动画电影具有更强的衍生价值。对比动画电影与真人电影，演员或导演等主创团队是真人电影价值链中最大受益方，攫取超额收益；动画电影价值链中，投资方或上市公司是最大受益方。

图 10：动画电影与真人电影商业模式对比

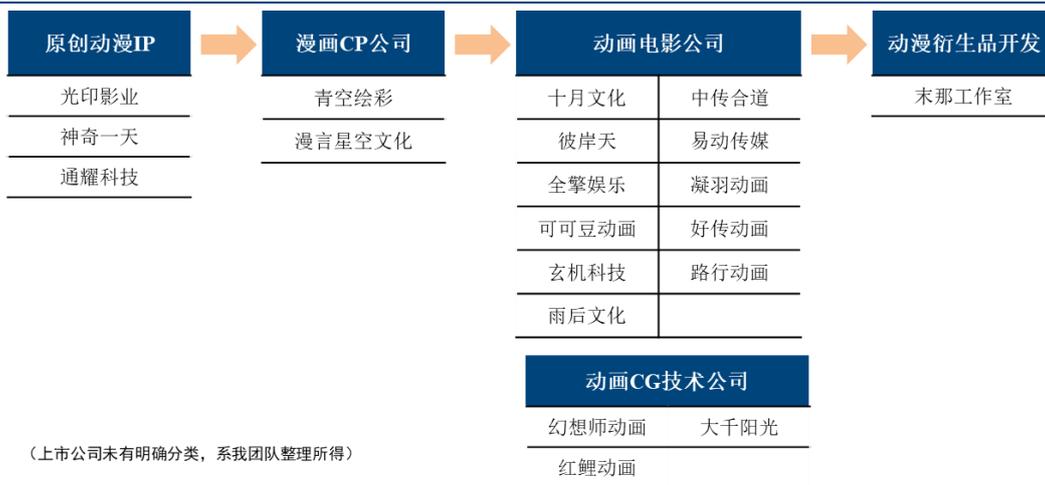
	真人电影	动画电影
投资	导演演员要求票房分成	主投方占比高
成本	线上费用不可控	演员成本占比低
收益	票房分成及版权分销	票房分成及版权分销、角色形象衍生开发权
风险	演员产出不稳定、个人道德风险	较低

资料来源：东兴证券研究所

### 3. 核心逻辑二：光线传媒具有持续生产动画电影能力

公司以动画电影为核心，战略布局动漫全产业链。2015年，公司设立彩条屋影业，战略投资动漫全产业链，陆续参股约20家动漫企业，包括原创动漫IP公司、漫画CP公司、动画电影公司、动画CG技术公司、动漫衍生品开发公司。

图 11：彩条屋旗下投资的动漫公司



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司积累丰富动画电影宣发经验。2013-2019年，公司参与投资发行动画电影项目21部，累计票房83.30亿元。公司切入动画电影赛道具有清晰的发展轨迹，由发行到投资、协助推广进口动画电影、自制动画电影及出品发行一体化；同时公司参与动画电影项目也逐步由低幼动画电影到全年龄动画电影，再到成人向动画电影。

(自制指公司主投主控，旗下参股公司制作的动画电影项目)

表 2：2013-2019 年公司投资发行动画电影

上映时间	电影名	票房	光线传媒主要角色
2013年	赛尔号3:战神联盟	7631万	发行
	巴啦啦小魔仙	5161万	发行
2014年	铠甲勇士之雅塔莱斯	4440万	发行
	秦时明月之龙腾万里	5955万	投资+发行
	赛尔号4:圣魔之战	6227万	投资+发行
2015年	洛克王国4:出发!巨人谷	7698万	投资+发行
	赛尔号5:雷神崛起	5662万	投资+发行
2016年	你的名字。	5.75亿	协助推广
	精灵王座	2509万	投资+发行
	大鱼海棠	5.64亿	自制(主投主控)+发行

	我叫袁木涕之山口山战记	1213 万	投资+发行
	果宝特攻之水果大逃亡	834 万	投资+发行
2017 年	烟花	7867 万	协助推广
	大护法	8760 万	自制 (主投主控)+发行
2018 年	昨日青空	8383 万	自制 (主投主控)+发行
	熊出没变形记	6.05 亿	投资+发行
	大世界	263 万	投资+发行
2019 年	天气之子	2.87 亿	协助推广
	哪吒之魔童降世	49.72 亿	自制 (主投主控)+发行
	千与千寻	4.86 亿	协助推广
	夏日友人帐	1.15 亿	协助推广

资料来源: 公司公告, 猫眼专业版 APP, 东兴证券研究所

备注: 自制指公司主投主控, 旗下参股公司制作的动画电影项目

公司动画电影项目储备丰富, 具备稳定输出能力。公司参股投资约 11 家动画电影公司, 并投资旗下动画电影项目。根据国家电影局统计, 公司备案储备约 13 部动画电影片单, 其中《姜子牙》预计 2020 年上映, 另有《深海》《西游记之冲出地球》《魁拔》等多部动画电影在制作中。从储备项目可以看到, 公司在动画电影领域已经形成每年可上映 3-5 部自制动画项目的能力。

表 3: 公司储备动画电影项目

片名	上映日期	备案单位	备案时间
妙先生	预计 2019/12/31	北京光线影业、路行动画	2019 年 4 月 1 日
姜子牙	预计 2020/1/25	中传合道、彩条屋影业	2016 年 1 月 1 日
深海	制作中	十月文化	2015 年 9 月 1 日
西游记之冲出地球	制作中	北京光线影业、彩条屋影业、全擎娱乐	2016 年 1 月 1 日
魁拔	制作中	青青树动漫、彩条屋影业、北京光线传媒	2017 年 10 月 1 日
西游记之大圣闹天宫	制作中	北京光线影业、十月文化、彩条屋影业	2016 年 5 月 1 日
暴走漫画之白日梦	--	北京光线影业、山南光线影业、北京暴走文化	2016 年 1 月 1 日
八仙过大海	制作中	北京光线影业、彩条屋影业	2016 年 1 月 1 日
凤凰	制作中	北京光线影业	2015 年 11 月 1 日
美食大冒险	--	易动文化、南京蔚蓝的海	2016 年 1 月 1 日
桃花源. 记	制作中	北京光线影业、彩条屋影业	2016 年 9 月 1 日
南柯一梦	--	北京光线影业、彩条屋影业	2016 年 9 月 1 日
美食大冒险 2	--	易动文化	2019 年 3 月 1 日

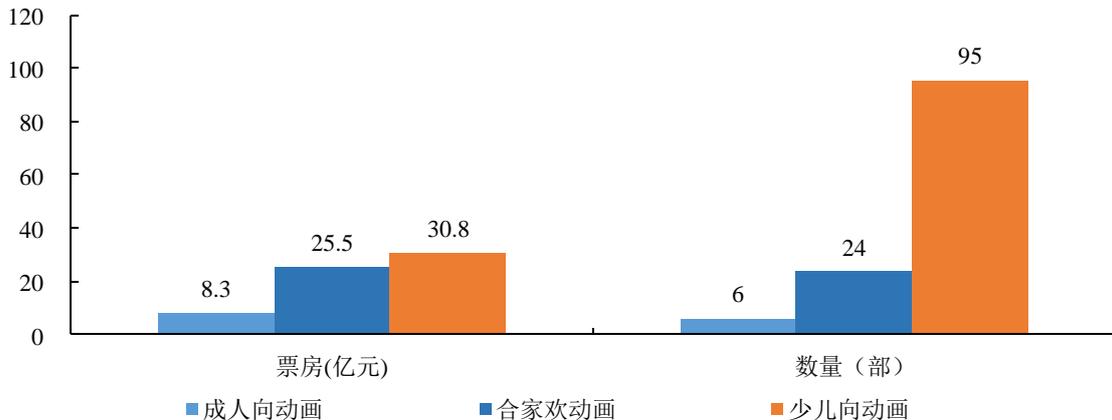
资料来源: 国家电影局, 猫眼, 光线传媒 2019 年半年报, 东兴证券研究所

## 4. 核心逻辑三：紧贴行业属性，初步建立护城河

### 4.1 国内成人向动画电影具有稀缺性和分工属性

国内成人向动画电影项目具有稀缺性。根据艺恩数据统计，2015年-2018年9月，国内共上映125部动画电影，累计票房64.6亿元，主要为少儿向动画电影。少儿向动画电影作品剧情简单，制作成本成本较低，面向全年龄段的成人向动画电影仍属于稀缺品。

图 12：2015-2018.9 各类别国产动画电影上映数量及票房



资料来源：艺恩，东兴证券研究所

国内成人向动画电影项目需要借助行业力量分工协助。当前国内动画电影公司盈利能力无法支撑较大的团队，大部分动画公司是小团队、小工作室形式。例如追光人动画人数规模约200人，已经属于行业内大型公司；《哪吒之魔童降世》制作公司可可豆动画员工人数不足100人。而海外大型动画电影公司卢卡斯影业，其员工人数超过2000人（2015年）。在此现状下，国产成人向动画电影项目无法一家公司独立完成，需要借助行业力量分工协助。以《哪吒之魔童降世》为例，整部电影由70家公司，涉及1600人分工协作而成。

表 4：动画电影《哪吒之魔童降世》参与出品制作公司名单

角色	公司
联合出品	4家：光线传媒、彩条屋影业、十月文化、可可豆动画
联合制作	10家：红鲤动画、红鲤影视、大千阳光、上海镜天动漫、每日视界、北京匠心聚绘、南京元光数码、武汉两点十分、YGGDRAZIL GROUP、成都千鸟文化
动画合作	12家：深圳黑屋文化、北京吾立方数码、寻梦之旅文化、杭州流彩动画、北京灵魂石影视、北京梦巨人文化、苏州十月猛犸动画、The Little Giantz、Mirayi Sdn Bhd、龙视文化、成都灰黑白艺术设计、南京斑马影视动画
EFX 特效合作	17家：西安数字怪兽影视、深圳洛克特视效、北京源极文化、北京露米埃动画、南京海文化、苏州光年影业、北京游艺幻彩、几何二进制特效工作室、深圳红午雷动、厦门甚妙动漫、北京吾猫影视、杭州漫禾影视、洛阳一诺文化、北京清月文化、成都锐创视界影视文化、北京乾像时空数字、苏州海岸线影视
CFX 特效合作	4家：上海卜动画文化、深圳谜谭动画、沈阳源溢洋影视特效、苏州艺影动画
美术合作	3家：天津好传动画、成都墨次元文化及成都黑焰联动

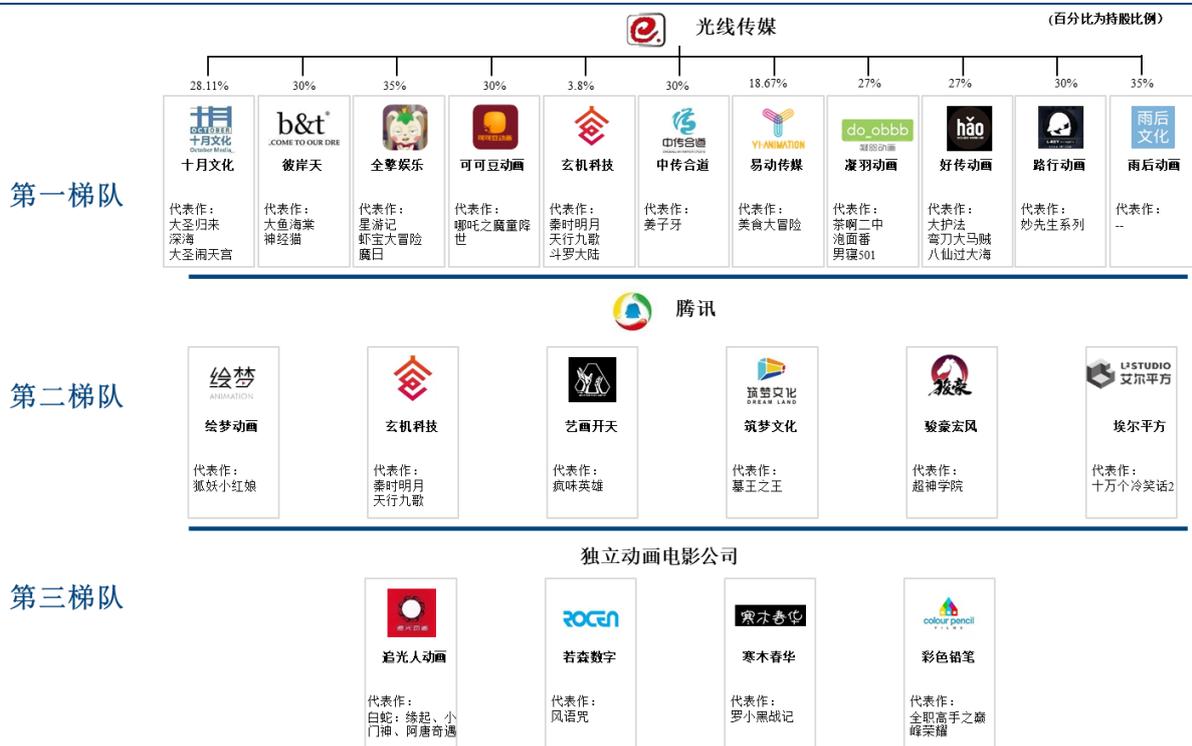
灯光合成	1家: 成都舞之光影动漫
后期合成	4家: 成都墨境天合、苏州木方文化、上海朱庇特、苏州光年数码
其他环节	15家: 合作公司涉及音乐制作、音乐制作营销、声音后期制作、海报制作、3D 转制合作、项目管理系统、渲染农场、数字中间片、绑定合作、群集合作、数字资产等环节

资料来源:《哪吒之魔童降世》电影幕后名单, 微信公众号: 雷报, 东兴证券研究所

## 4.2 把控稀缺导演资源, 培育协同发展优势

光线传媒在动画电影领域处于第一梯队。目前国内具有制作成人向动画电影项目经验并取得不错成绩的团队较为稀缺, 数量有限。在此领域, 光线传媒已经投资约 11 家动画电影公司, 处于行业第一梯队; 腾讯投资约 6 家公司, 处于行业第二梯队; 第三梯队主要为独立动画电影公司, 例如追光人动画、若森数字等。

图 13: 动画电影竞争格局



资料来源: 公司公告, 36 氪, 东兴证券研究所

光线传媒在动画电影已具备一定壁垒。首先, 我们认为国内动画电影行业的核心资源是动画电影导演。光线传媒从 2015 年开始投资扶持 10 多位优秀动画导演, 具有先发优势; 在绑定导演方面, 公司通过股权+项目投资方式, 实现双重绑定; 同时, 公司也投资动画 CG 技术公司, 为投资的动画电影公司提供技术支持; 最后, 光线传媒在电影行业具有强大的宣发优势, 与投资的动画电影公司形成协同效应。

图 14: 光线传媒在动画电影领域优势

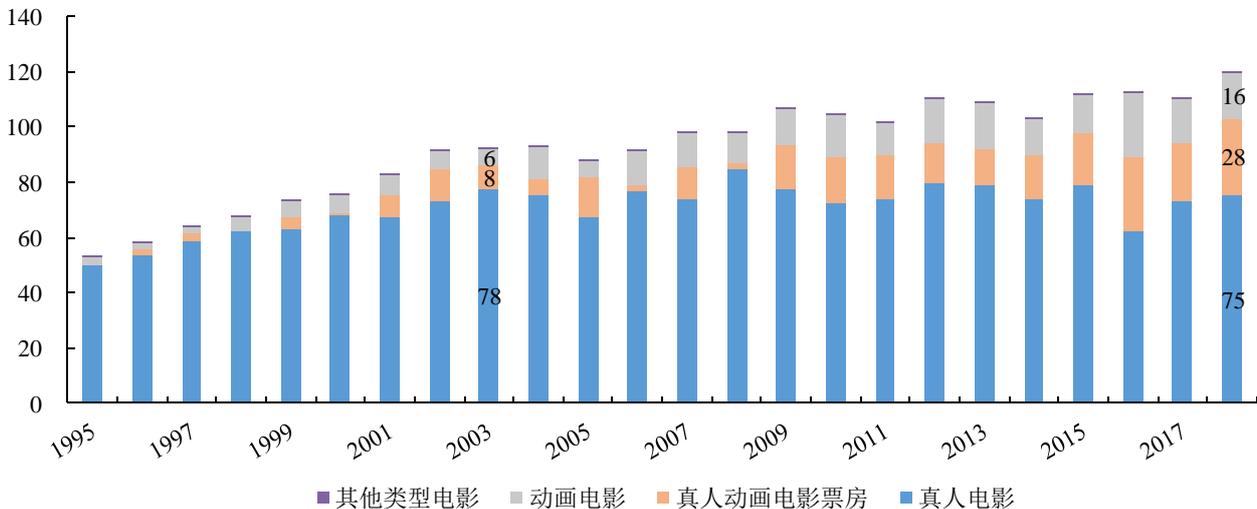


资料来源: 东兴证券研究所

## 5. 核心逻辑四: 真人动画/动画电影票房空间超过 300 亿元

北美电影票房由 1995 年的 53 亿美元增长至 2018 年的 120 亿美元, 但真人电影票房在 2003 年达到 78 亿美元后基本停滞增长, 后续增长空间主要来自动画电影及真人动画电影。2018 年, 北美电影票房 120 亿美元, 其中真人电影票房 75 亿美元, 动画电影及真人动画电影合计票房 44 亿元, 两者比例约为 5:3。

图 15: 1995-2018 年北美电影票房市场规模 (亿美元)



资料来源: box office mojo, 东兴证券研究所

美国动画电影市场被 4 大传媒集团垄断。皮克斯、卢卡斯、迪士尼动画、蓝天工作室、梦工厂、照明娱乐、索尼动画和华纳兄弟 8 家动画工作室基本垄断美国动画电影市场。1995-2018 年，北美动画市场总票房约 253 亿美元，这八家工作室制作上映的动画电影合计贡献 240 亿美元，占比整体动画市场 95% 份额。值得注意的是，这八家动画工作室有一半在迪士尼旗下。

表 5：美国动画电影市场竞争格局

传媒集团	动画工作室	1995-2018 年 动画电影票房（亿美元）	市场份额
迪士尼	皮克斯	55.84	22%
	卢卡斯	38.83	15%
	迪士尼动画	26.58	11%
	蓝天工作室（隶属 21 世纪福克斯）	14.78	6%
环球影业	梦工厂动画	54.37	21%
	照明娱乐	26.1	10%
索尼	索尼影视动画	17.11	7%
华纳兄弟	华纳兄弟动画	6.82	3%

资料来源：box office mojo，东兴证券研究所

真人动画电影也是未来国内电影突破方向之一。1995-2018 年，北美真人动画电影市场总票房约 260 亿美元，知名真人动画电影例如《阿凡达》《星球大战系列》《复仇者联盟系列》，可见真人动画电影对 CG 技术要求较高。

图 16：北美真人动画电影票房榜 TOP5

单位：亿美元	上映时间	北美票房	全球票房	发行商
星球大战第七集： 原力觉醒	2015-12-18	9.37	20.68	华特·迪士尼
阿凡达	2009-12-18	7.61	27.90	20世纪福克斯
复联4：终局之战	2019-4-26	8.58	27.98	华特·迪士尼
星球大战第一集： 魅影危机	1999-5-19	4.75	10.27	20世纪福克斯
复仇者联盟	2012-5-4	6.23	15.19	华特·迪士尼

《阿凡达》电影海报

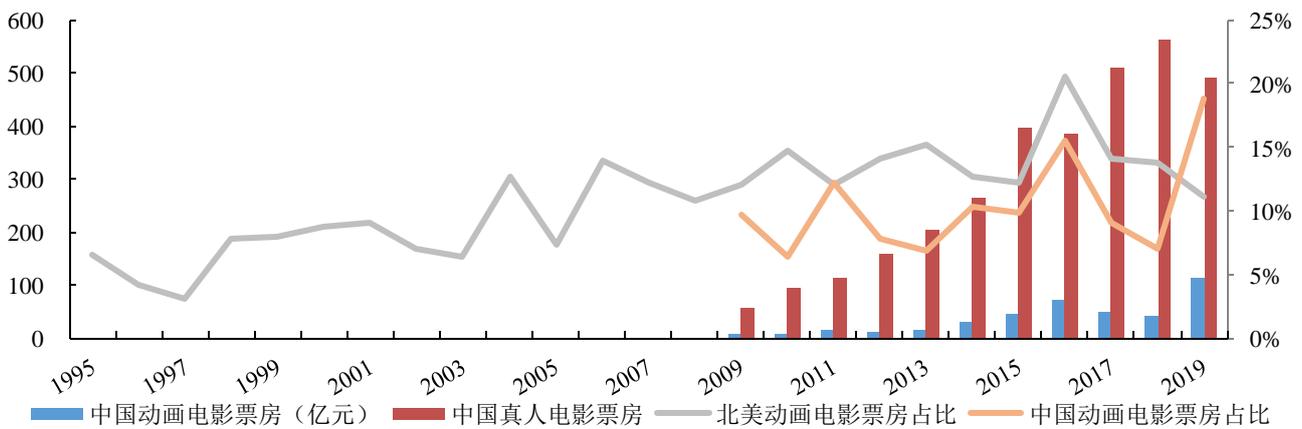


资料来源：box office mojo，东兴证券研究所

截至 2019 年 12 月 7 日, 国内电影总票房 602 亿元, 其中真人电影 489 亿元, 动画电影 113 亿元, 占比总票房的 19%。2019 年真人电影票房首次出现负增长, 动画电影票房首次超过 100 亿元。

我们认为, 国内电影市场或已接近北美电影市场 2003 年的拐点位置, 未来国内票房增长将主要依靠动画电影及真人动画电影; 参考北美真人电影与动画电影/真人动画电影票房比例 (5:3), 国内真人动画电影/动画电影合计票房空间或超 300 亿元。

图 17: 中国北美动画电影票房市场对比 (亿元)



资料来源: box office mojo, 东兴证券研究所

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1 盈利预测

核心假设:

- 1) 2019-2021 年, 公司动画电影业务进入释放期, 彩条屋每年 3-5 部动画电影上映;
- 2) 2019-2021 年, 电视剧 (网剧) 业务以投资参与为主;

表 6: 2016-2020E 公司分业务营收预测

单位: 亿元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	17.31	18.43	15.10	27.00	25.50	30.00
yoy		6.47%	-19.10%	81.02%	-5.56%	17.65%
电影业务	12.34	12.38	12.00	24.00	22.00	26.00
yoy		0.32%	-13.00%	122.84%	-8.33%	18.18%
电视剧业务	1.35	0.51	3.82	3.00	3.50	4.00
yoy		-62.22%	649.02%	-21.47%	16.67%	14.29%
视频直播业务	2.51	4.91	-	-	-	-
游戏及其他业务	-	-	-	-	-	-

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

根据以上假设，我们预计 2019-2021 年公司营收分别为 27.0 亿元、25.5 亿元、30.0 亿元，归母净利润分别为 11.37 亿元、10.56 亿元、12.17 亿元。

表 7：2016-2020E 公司营收及净利润

单位：亿元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	17.31	18.43	15.10	27.00	25.50	30.00
增长率 (%)		6.47%	-19.10%	81.02%	-5.56%	17.65%
归母净利润	7.41	8.15	13.73	11.37	10.56	12.17
增长率 (%)	84.33%	9.99%	68.40%	-17.20%	-7.17%	15.31%
EPS (元)	0.25	0.28	0.47	0.39	0.36	0.42
PE (倍)				26	29	25

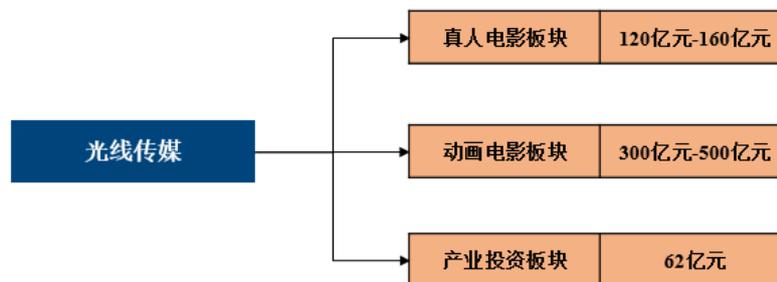
资料来源：东兴证券研究所，股价统计日期为 2019 年 12 月 8 日

## 6.2 估值

对于光线传媒，我们采用分部估值法。公司股权价值由三部分构成：1) 真人电影板块估值；2) 动画电影板块估值；3) 产业投资板块估值（持有猫眼等公司股权）。

经测算，光线传媒股权价值区间 482 亿元-722 亿元，维持“强烈推荐”评级。

图 18：光线传媒分部估值法



资料来源：东兴证券研究所

### 6.2.1 真人电影板块估值

在投资真人电影领域，公司竞争对手主要有博纳影业、华谊兄弟、万达影视、北京文化等 4 家。从累计出品电影票房指标，公司在这 5 家公司中处于第一水平；从电影业务收入规模，公司与博纳影业、万达影视较为接近。

因此，公司真人电影板块估值可对标博纳影业及万达影视，给予真人电影板块估值 120 亿元-160 亿元。

表 8：国内电影公司经营数据及估值

公司	累计出品电影票房	影视业务收入 (2018 年)	市值/估值
光线传媒	283 亿元	电影业务：10.77 亿元	

		影视业务: 3.82 亿元	
博纳影业	217 亿元	电影业务: 11.42 亿元 (2016 年)	160 亿元 (Pre-IPO)
华谊兄弟	189 亿元	-	125 亿元
万达影视	230 亿元	电影业务: 10.31 亿元 影视业务: 3.94 亿元	120 亿元 (并购)
北京文化	108 亿元	电影业务: 5.16 亿元 影视业务: 5.18 亿元	60 亿元

资料来源: 东兴证券研究所, 市值统计日期为 2019 年 12 月 8 日

### 6.2.2 动画电影板块估值

彩条屋可参考海外动画电影工作室估值: 2006 年、2009 年和 2012 年, 迪士尼分别以 74 亿美元、42 亿美元和 41 亿美元收购皮克斯动画、漫威工作室和卢卡斯电影公司; 2016 年, NBC 环球以 38 亿美元收购梦工厂动画。

表 9: 美国动漫电影代表性公司估值

并购时间	标的	并购方	估值 (亿美元)	并购后贡献 全球票房 (亿美元)	平均每年票房 (亿美元)	估值/每年均 票房 (倍)
2006 年	皮克斯动画	迪士尼	74	105.8	8.1	9.1
2009 年	漫威工作室	迪士尼	42	292.6	29.3	1.4
2012 年	卢卡斯	迪士尼	41	48.6	9.7	4.2
2016 年	梦工厂动画	NBC 环球	38	15.0	5.0	7.6

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

未来三年, 假设: 1) 彩条屋每年推出 3-5 部自制动画电影; 2) 平均每部电影票房 10 亿元。

则每年公司动画电影票房 30-50 亿元; 参考海外“估值/每年均票房”指标, 对标皮克斯, 给予 10 倍估值, 则动画电影板块估值为 300 亿元-500 亿元。

表 10: 历年光线传媒投资发行动画电影票房 (亿元)

年份	中国电影票房	中国真人电影票房	中国动画电影票房	光线传媒投资发行 动画电影票房	占比
2013	218	203	15	1.28	9%
2014	296	265	31	1.66	5%
2015	441	397	44	1.34	3%
2016	454	384	70	12.60	18%
2017	558	508	50	1.66	3%
2018	607	564	43	6.91	16%
2019 至今	602	489	113	58.60	52%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 6.2.3 产业投资板块估值

投资业务是公司业务板块中不可分割的一部分，为公司其他业务板块提供强有力的支撑，也为公司提供良好的投资回报。截至2019年6月30日，公司持有其他权益工具投资余额为14.46亿元，长期股权投资余额48.03亿元，两类股权投资账面价值合计62.49亿元，占光线传媒公司资产总额的63.84%，是光线传媒公司资产总额的重要组成部分。

表 11：公司产业投资板块估值

其他权益工具投资		长期股权投资	
	金额（亿元）		金额（亿元）
华晟领飞股权投资	4.13	猫眼微影	34.92
中关村银行	3.96	华晟领势创业	3.25
天神娱乐	1.50	齐聚科技	2.80
喜天影视	0.80	十月文化	2.05
其他	4.07	其他	5.01
<b>合计</b>	<b>14.46</b>	<b>合计</b>	<b>48.03</b>

资料来源：公司公告，东兴证券研究所，统计日期为2019年6月30日

## 7. 风险提示

**风险提示：**动画电影行业竞争激烈，公司单部动画电影票房不及预期。

附表: 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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	3885	4835	5224	6028	5437	<b>营业收入</b>	1843	1492	2700	2550	3000
货币资金	1924	1870	2160	2805	1500	<b>营业成本</b>	1083	1010	1500	1266	1488
应收账款	340	282	189	178	210	营业税金及附加	5	4	7	7	8
其他应收款	167	174	315	297	350	营业费用	82	3	14	13	15
预付款项	150	556	875	1144	1461	管理费用	175	79	81	128	150
存货	1151	1547	1644	1561	1875	财务费用	33	18	30	25	27
其他流动资产	150	402	39	39	39	研发费用	0	10	19	20	27
<b>非流动资产合计</b>	7999	6012	6725	7045	7785	资产减值损失	174.62	725.60	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	5885	4700	5000	5200	5500	公允价值变动收益	-0.07	-0.16	0.00	0.00	0.00
固定资产	33	38	36	33	31	<b>投资净收益</b>	370.27	2282.60	360.00	200.00	200.00
无形资产	1	1	1	1	1	加: 其他收益	11.37	4.09	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	39	26	26	26	26	营业利润	672	1928	1410	1292	1485
<b>资产总计</b>	11884	10846	11949	13073	13222	<b>营业外收入</b>	162.14	9.14	5.00	5.00	5.00
<b>流动负债合计</b>	1371	1201	1316	1401	1471	营业外支出	10.53	5.47	2.00	2.00	2.00
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	824	1932	1413	1295	1488
应付账款	274	428	627	529	622	所得税	2	566	268	233	268
预收款项	129	116	185	251	328	净利润	821	1366	1144	1062	1220
一年内到期的非流	0	16	0	0	0	少数股东损益	6	-7	7	6	3
<b>非流动负债合计</b>	2059	1003	1045	1045	47	<b>归属母公司净利润</b>	815	1373	1137	1056	1217
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	1971	985	985	985	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	3430	2204	2361	2446	1518	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	35	-2	5	11	14	营业收入增长	6.48%	-19.09%	81.02%	-5.56%	17.65%
实收资本(或股本)	2934	2934	2934	2934	2934	营业利润增长	-15.45%	186.94%	-26.90%	-8.36%	14.98%
资本公积	2472	2386	2386	2386	2386	归属于母公司净利	10.02%	68.47%	-17.20%	-7.17%	15.31%
未分配利润	2401	3039	3921	4739	5683	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	8420	8644	9583	10615	11690	毛利率(%)	41.28%	32.26%	44.44%	50.35%	50.40%
<b>负债和所有者权益</b>	11884	10846	11949	13073	13222	净利率(%)	44.55%	91.59%	42.38%	41.63%	40.68%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润(%)	6.86%	6.86%	12.66%	9.52%	8.08%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	9.68%	15.89%	11.87%	9.94%	10.41%
<b>经营活动现金流</b>	-32	-476	877	800	356	<b>偿债能力</b>					
净利润	821	1366	1144	1062	1220	资产负债率(%)	29%	20%	20%	19%	11%
折旧摊销	9.90	7.52	2.28	2.28	2.28	流动比率	2.83	4.03	3.97	4.30	3.70
财务费用	33	18	30	25	27	速动比率	1.99	2.74	2.72	3.19	2.42
应收账款减少	0	0	93	10	-31	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	69	66	77	总资产周转率	0.18	0.13	0.24	0.20	0.23
<b>投资活动现金流</b>	-420	2086	-431	-107	-507	应收账款周转率	3	5	11	14	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.25	4.25	5.11	4.41	5.21
长期股权投资减少	0	0	-686	-300	-700	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	370	2283	360	200	200	每股收益(最新摊)	0.28	0.47	0.39	0.36	0.41
<b>筹资活动现金流</b>	855	-1665	-156	-48	-1154	每股净现金流(最)	0.14	-0.02	0.10	0.22	-0.44
应付债券增加	0	0	0	0	-985	每股净资产(最新)	2.87	2.95	3.27	3.62	3.98
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	38.89	23.17	28.09	30.26	26.24
资本公积增加	1091	-87	0	0	0	P/B	3.79	3.70	3.33	3.01	2.73
<b>现金净增加额</b>	403	-55	290	645	-1305	EV/EBITDA	44.73	15.91	21.34	22.84	20.11

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 石伟晶

传媒行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。4年证券从业经验，2018年加入东兴证券研究所。对传媒互联网细分行业均有研究覆盖，尤其对国内外游戏产业及上市公司有深入研究。

## 研究助理简介

### 辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019年加入东兴证券研究所。

## 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。