

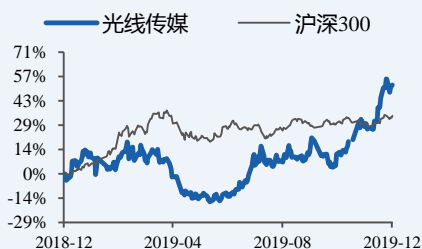
增持（首次）

光线传媒 (300251.SZ)

内容投资驾轻就熟，彩条屋续写国漫新篇章

 所属行业：传媒/文化传媒
 当前价格(元)：11.93
 合理区间(元)：13.65-17.55

证券分析师
雷涛
 资格编号：S0120518060001
 邮箱：leitao@tebon.com.cn

联系人
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	19.06	34.69	33.47
相对涨幅(%)	15.25	30.43	28.51

投资要点

- 深耕内容创作把控核心驱动力，突破营收瓶颈构筑发展新台阶。**影视业务是公司核心竞争力所在，也是扩展并拉动公司其他业务板块的核心驱动力所在。从营收看，公司该业务自2015年爆发式增长之后处于明显的瓶颈阶段。但随着其在“舒适圈”外不断积累和开发新品类影片，公司今年有望再迎突破瓶颈的爆发式增长。当下，优质影片更受市场青睐，影片的质量和口碑成为影响票房的核心因素。在行业构筑新台阶的调整期，我们认为公司有丰富的项目储备、成熟的风控体系、优秀的成本控制力、高标准的要求及执行力，具备持续输出优质内容的潜力。
- 从喜剧、爱情类向动画、悬疑和犯罪等新兴品类延展，创新创业基因植根公司文化。**从公司历年出品的影片类型看，公司的投资偏好素以喜剧、爱情片为主，典型代表作诸如《人再囧途之泰囧》、《美人鱼》、《一出好戏》、《疯狂的外星人》和《大闹天竺》等。而近几年，随着公司对动画、悬疑和犯罪类等相对小众的新品类电影的持续投入，也不乏口碑不错的优秀作品陆续上映。其中，前者以《哪吒之魔童降世》、《大鱼海棠》、《熊出没变形记》为代表，后者以《我是证人》、《嫌疑人X的献身》和正在上映的《误杀》为代表。我们认为公司积极拓展新方向，前瞻布局新兴品类，创新创业基因已植根于公司文化中。
- 资本连接优秀主创，彩条屋剑指国产动画电影半壁江山。**2015年公司成立彩条屋影业，打造以奇幻元素、动画、漫画为核心的影视新综合体。动漫板块成为公司在横向领域内优势最明显、发展潜力最大的业务板块。彩条屋通过资本连接国内优秀主创，近几年陆续投资众多国漫品质团队，横跨三维动画、二维动画、漫画、游戏CG、手办等多重领域。我们认为在国内整体票房增速明显收窄的现状下，国产动画电影票房存在结构性增长机会，甚至引领票房大盘的新一轮突破。哪吒之后，公司仍有《妙先生》、《姜子牙》等动画电影定档等待上映，且有诸如《深海》、《大鱼海棠2》、《西游记之大闹天宫》等多个重量级动漫项目在有序推进中。
- 投资建议。**首次覆盖给予“增持”评级。基于公司在依靠自身资源和竞争优势的情况下持续布局和输出优质内容的假设，我们预计公司2019-2021年营收分别为26.62、24.99和29.68亿元，净利润分别为11.71、11.43和12.93亿元，对应EPS分别为0.40、0.39和0.44元。当前股价对应的2019-2021年PE分别为30、31和27倍。考虑到公司历史估值中位值约为45倍和业内较高且相对稳定的ROE、净利润水平，我们认为公司合理的估值区间为对应2020年市盈率35-45倍，对应目标价区间为13.65-17.55元，首次覆盖公司给予“增持”评级。
- 风险提示：**投资风险、股权质押风险、监管风险、竞争加剧风险、人才流失风险。

股票数据

总股本(百万股):	2,933.61
流通A股(百万股):	2,783.84
52周内股价区间(元):	6.55-12.21
总市值(百万元):	34,997.95
总资产(百万元):	11,777.25
每股净资产(元):	3.19

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1843	1492	2662	2499	2968
(+/-)YOY(%)	6.5%	-19.1%	78.5%	-6.1%	18.8%
净利润(百万元)	815	1373	1171	1143	1293
(+/-)YOY(%)	10.0%	68.5%	-14.7%	-2.4%	13.1%
全面摊薄EPS(元)	0.28	0.47	0.40	0.39	0.44
毛利率(%)	41.3%	32.3%	44.8%	44.6%	45.1%
净资产收益率(%)	9.7%	15.9%	12.1%	10.9%	11.4%

 资料来源：公司年报(2017-2018)，德邦研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润


内容目录

1. 公司概况：纵横内容覆盖与产业布局，对标好莱坞的综合内容集团	5
1.1. 业务调整过度平稳，投资布局思虑长远	5
1.2. 财务整体表现相对稳健，经营性现金流稍显不足	7
2. 行业概况：构筑总量新台阶，静待“质变”后的再爆发	8
2.1. 行业竞争格局：国有民营齐开花，多头竞争促繁荣	8
2.2. 行业发展现状：市场规模多指标继续增长，但增速有所放缓	9
2.3. 行业上下游关系：以分账票房为目标的利益“共同体”	10
3. 影视业务：深耕内容创作，把控公司核心驱动力	12
3.1. 电影：喜剧、爱情片驾轻就熟，新品类影片厚积薄发	12
3.2. 剧集：与台网多平台紧密合作，从创作源头把控内容精品化	15
4. 动漫业务：资本连接优秀主创，冲击国产动画半壁江山	16
5. 产业投资：战投前瞻布局，协同高于收益	19
6. 投资建议	21
6.1. 盈利预测关键假设	21
6.2. 投资建议	22
7. 风险提示	23

图表目录

图 1: 2009-2019H1 公司的各业务营业收入占比情况	5
图 2: 公司的股权结构.....	6
图 3: 公司的历史沿革.....	6
图 4: 2009-2019Q3 公司营业总收入及其增速	7
图 5: 2009-2019Q3 公司归母净利润及其增速	7
图 6: 2009-2019Q3 公司毛利率和净利率情况	7
图 7: 2011-2019Q3 公司 ROE 和 ROA 情况.....	7
图 8: 2009-2019Q3 公司的资产负债率情况.....	8
图 9: 2009-2019Q3 公司的三费费用率情况.....	8
图 10: 2009-2019Q3 公司的经营性现金流净额和净现比.....	8
图 11: 2009-2019H1 公司的应收账款及其账龄结构(亿元).....	8
图 12: 中国电影产业链的分布及主要参与者	9
图 13: 2014-2019 年中国电影市场总体票房及其增速	9
图 14: 2014-2019 年中国电影市场国产、进口片票房及其增速	9
图 15: 2014-2019 年中国电影市场总体观影人次及其增速	10
图 16: 2014-2019 年中国电影市场各线城市观影人次及其增速	10
图 17: 2014-2019 年中国电影市场银幕、影院数及其增速	10
图 18: 2014-2019 年中国电影市场国产、进口片数量及其增速	10
图 19: 2014-2019 年中国电影市场整体上座率情况	10
图 20: 2014-2019 年中国电影市场平均票价情况(元).....	10
图 21: 国产电影的票房分配情况	11
图 22: 进口影片的票房分配情况	11
图 23: 2013-2019H1 公司电影业务的营收及其增速情况.....	12
图 24: 2013-2018 年公司电影业务的毛利率情况.....	12
图 25: 2010-2019 年公司出品或联合出品的影片数量情况	13
图 26: 2010-2019 年公司出品电影的年度最高票房、年度平均票房和年度最低票房成绩 (亿元).....	13
图 27: 2011-2019 年公司出品影片的类型标签占比及相关代表性作品	14
图 28: 2010-2019 年公司主发行影片与出品或联合出品影片的重合度	15
图 29: 2010-2019 年公司发行或联合发行影片数量	15
图 30: 2010-2019 年公司主发行影片的票房整体表现(亿元).....	15
图 31: 2014-2019 年国内电影市场的动画电影票房占比.....	17

图 32: 2014-2019 年国内电影市场的国产动画电影票房占比.....	17
图 33: 彩条屋旗下动画人物矩阵(部分)	18
图 34: 公司出品且已定档或有望在 2020 年前后陆续上映的重量级国产动画电影作品海报(部分).....	19
图 35: 2012-2019Q3 公司的长期股权投资期末余额(亿元).....	19
图 36: 2012-2019Q3 公司的投资净收益情况(亿元).....	19
图 37: 猫眼娱乐的股权结构	20
图 38: 2015-2018Q3 猫眼分平台票务交易额及市占率(亿元).....	20
图 39: 2015-2019H1 猫眼娱乐的营收和净利润情况(亿元)	20
图 40: 2014-2019 年猫眼参与出品或发行的影片数量情况	21
图 41: 2019 年 7 月猫眼娱乐发布的全娱乐战略“猫爪模型”	21
图 42: 2011-08-03 至 2018-04-20 期间的公司 PE-Band	22
表 1: 中国电影票房历史总榜.....	12
表 2: 2011-2019 年公司当年度票房最高电影作品的市场表现情况和主要创作人员	14
表 3: 公司近两年出品或联合出品的剧集作品情况(部分).....	15
表 4: 公司 2019 年报年报披露的预计制作、播出剧集(含网络大电影)项目(部分).....	16
表 5: 国内电影市场动画电影票房排行榜前二十	17
表 6: 公司投资的动漫业务相关公司及其代表作情况(部分).....	18
表 7: 公司已投资的长期股权投资项目(部分, 且不含动漫业务相关标的).....	19
表 8: 公司各业务营收预测(百万元).....	22
表 9: 2019-12-25 各可比公司估值情况	22
表 10: 截至 2019-12-01 公告披露的前 10 大股东质押统计	23

1. 公司概况：纵横内容覆盖与产业布局，对标好莱坞的综合内容集团

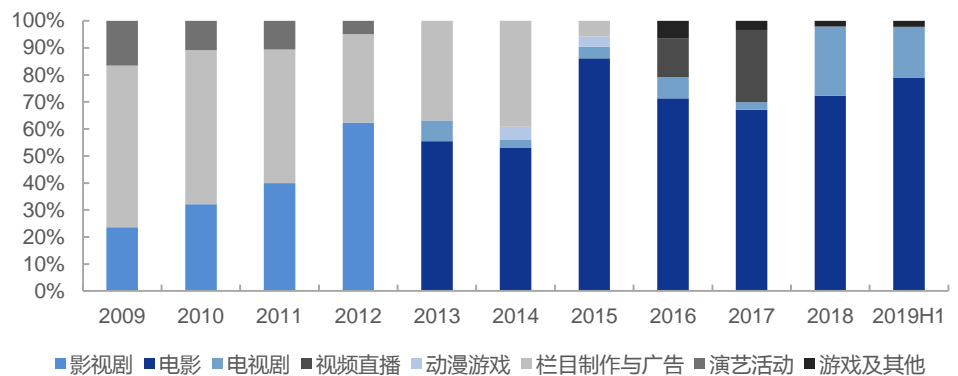
公司以内容为核心、以影视为驱动，在横向的内容覆盖及纵向的产业链延伸两个维度同时布局，业务覆盖电影、剧集、动漫、视频、音乐、文学、艺人经纪、戏剧、衍生品、实景娱乐等领域，是国内覆盖内容领域最全面、产业链纵向延伸最完整的综合内容集团之一。

1.1. 业务调整过度平稳，投资布局思虑长远

从财报披露口径看，2019年上半年公司的营业收入主要来自“电影及衍生品”、“电视剧”和“游戏及其他”三项业务，占比分别为79%、19%和2%。而回顾公司2011年上市以来的营收构成，还包括栏目制作与广告、演艺活动和视频直播等。其中，栏目制作与广告业务和演艺活动业务受公司业务战略调整影响资本投入逐步减少进而营收比重趋弱；视频直播业务主要来自公司控股子公司浙江齐聚科技，该公司已于2018年Q1不再纳入合并报表。

而从公司的战略布局情况看，公司也可以划分为影视业务、动漫业务、内容关联业务和产业投资四大板块。其中，影视业务板块主要包括电影、剧集等，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。内容关联业务板块则主要包括艺人经纪、文学、音乐、戏剧、衍生品、实景娱乐等，既涵括不同的内容形式，也包含内容的衍生和延展，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协同发展的具体体现。产业投资板块主要指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，是公司布局内容产业链、扩大并延伸业务触角、丰富内容产品线及来源的重要保障。

图 1：2009-2019H1 公司的各业务营业收入占比情况



资料来源：wind，德邦研究所

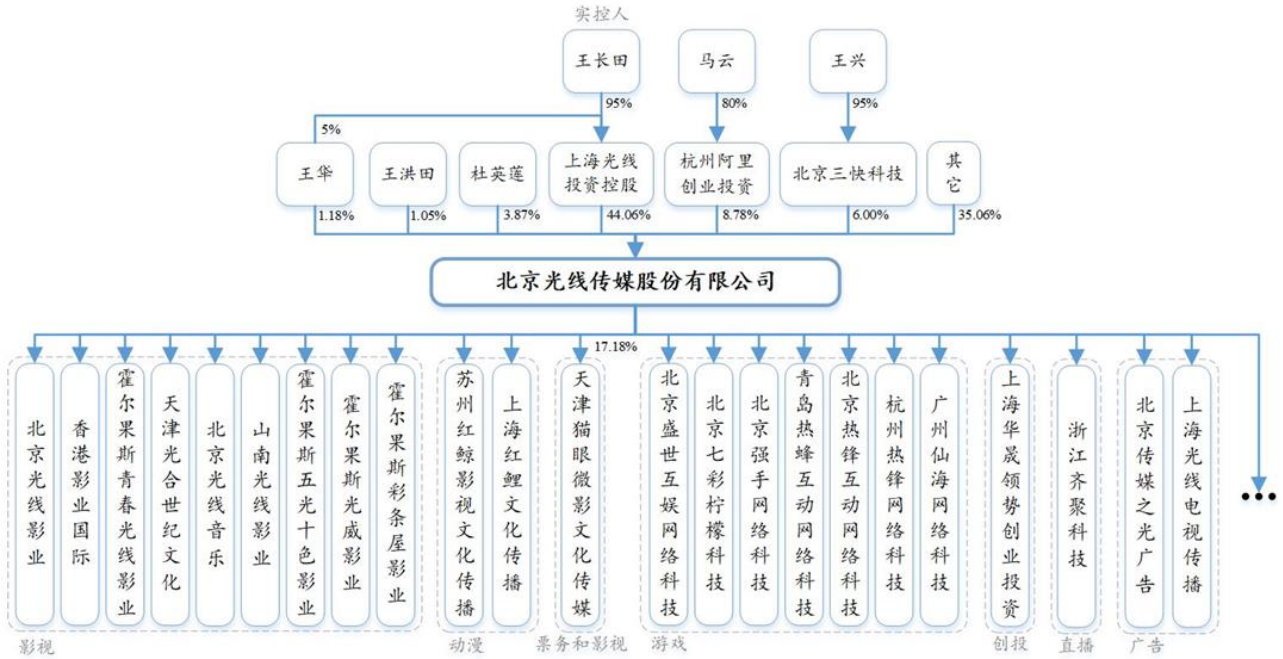
注：2009-2012年“电影”与“电视剧”相关收入合并并在“影视剧”中；

2016年后除“电影”、“电视剧”和“视频直播”外收入均合并并在“游戏及其他”中；

2018年后不再合并与“视频直播业务”相关的浙江齐聚科技

公司的实际控制人兼董事长、总经理为王长田先生，其间接持股比例为41.86%。十大股东中，杜英莲女士与王长田先生为夫妻关系，王罕女士为王长田先生的妹妹，王洪田先生为王长田先生的弟弟，上述股东合计持股比例为50.16%。另外，实际控制人为马云先生的杭州阿里创业投资持有公司8.78%的股权，实际控制人为王兴先生的北京三快科技持有公司6.00%的股权。

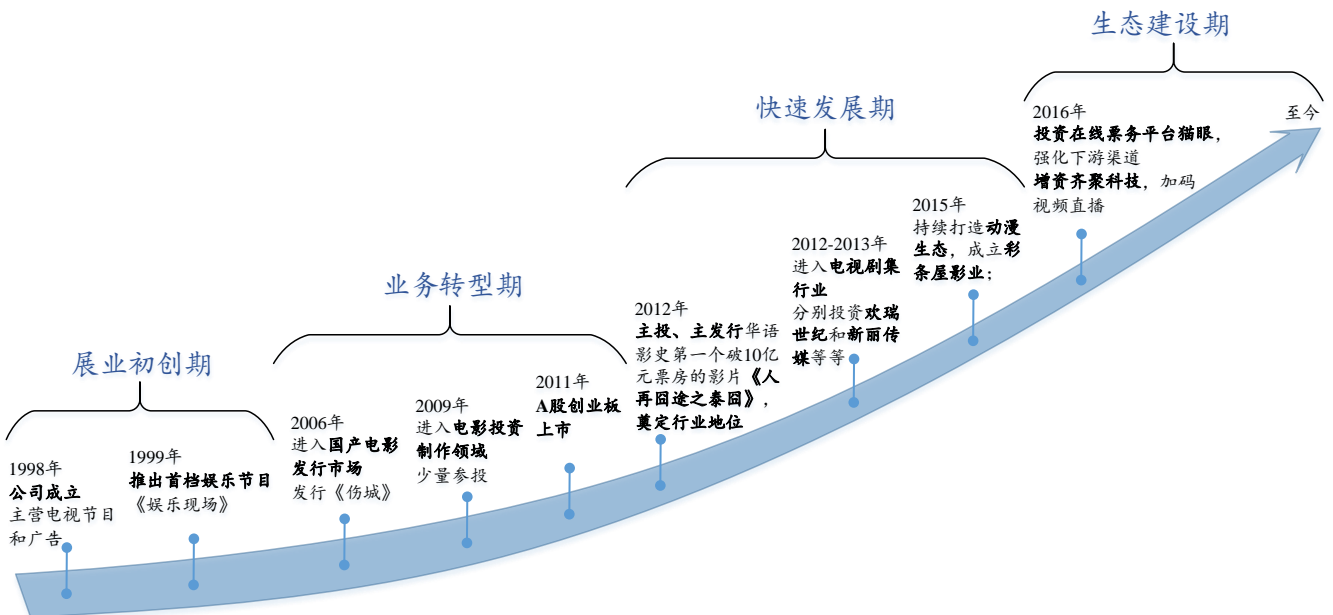
图 2：公司的股权结构



资料来源：wind，德邦研究所

公司成立于1998年，至今主要经历了展业初创、业务转型、快速发展和生态建设四个阶段。公司创立之初，主要经营电视节目和广告；2006年，公司联合发行了国产合拍片《伤城》，尝试进入国产电影发行市场，后公司开始少量参投产业上游的电影制片制作，并于2011年在A股创业板上市；2012年，公司主投、主发行的喜剧片《人再囧途之泰囧》成为华语影史上第一个突破10亿元票房瓶颈的商业作品，公司因此奠定了其在电影投资领域的行业地位；此后，公司迎来快速发展期，分别投资了国内头部电视剧制作发行机构新丽传媒和欢瑞世纪，并于2015年10月成立了以奇幻元素、动画、漫画为核心的动漫影视公司彩条屋影业，内容布局深入电视剧集和动漫；2016年，公司继续扩大了战略版图，投资了在线票务平台领头羊猫眼强化了产业下游渠道，增资了浙江齐聚科技加码了视频直播领域；随着公司产业投资的不断扩大和延伸，公司的生态建设日渐深远。

图 3：公司的历史沿革



资料来源：公司公告，德邦研究所

1.2. 财务整体表现相对稳健，经营性现金流稍显不足

公司的营收和净利润总体保持良好的增长态势，但受内容投资的不确定性影响，增速存在一定的波动。2018 年公司营收出现下滑的主要原因是旗下浙江齐聚科技相关的视频直播业务不再纳入合并报表，但同时当年度公司净利润大幅增长，主要原因是出售了其持有的新丽传媒 27.64% 的股权；2019 年 Q3 公司营收同比大幅增长，主要原因是公司电影业务收入（例如主投、主发行年度准票房冠军《哪吒之魔童降世》）大幅增加。

图 4：2009-2019Q3 公司营业总收入及其增速



资料来源：wind，德邦研究所

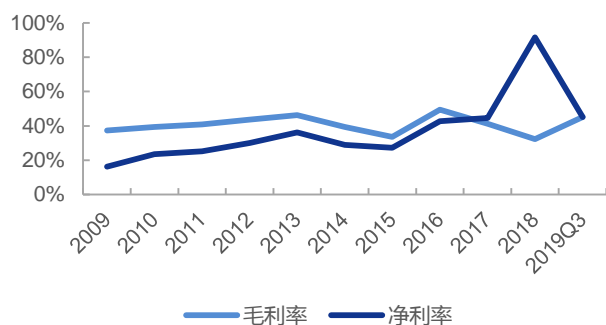
图 5：2009-2019Q3 公司归母净利润及其增速



资料来源：wind，德邦研究所

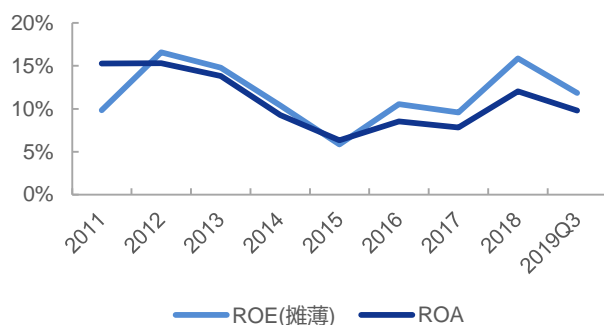
公司早期的毛利率和净利率处于相对稳定的状态，而随着公司业务逐步向电影、电视剧集产业链上游的内容投资领域转型，波动有所加大。但公司凭借自身良好的项目投资能力和风险控制能力，毛利率和净利率均保持了业内较高的水准，约在 40% 左右。

图 6：2009-2019Q3 公司毛利率和净利率情况



资料来源：wind，德邦研究所

图 7：2011-2019Q3 公司 ROE 和 ROA 情况

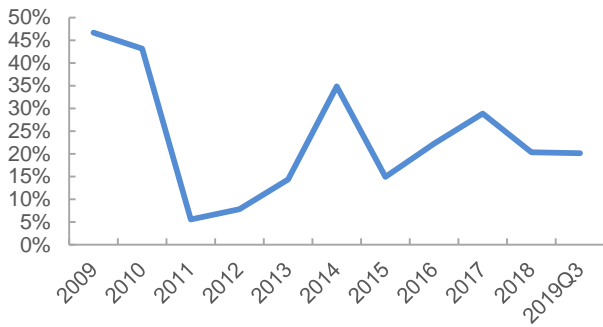


资料来源：wind，德邦研究所

公司自上市以来，资产负债率有所上升，主要由于影视内容制片制作需要预付投资款项，而资金回笼又需要一定的时间，公司为了提高其在影视产业上游的市场份额需要补充营运资金而发行了短融和公司债。目前，公司的资产负债率在业内仍处于偏低区位。

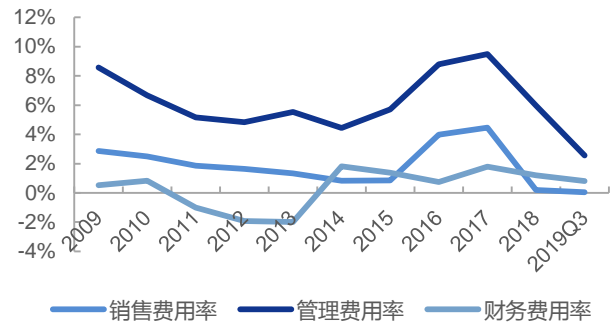
三费方面，公司的管理费用率处于相对稳定状态，销售费用率则有所下降。两者在 2016-2018 年期间出现较大幅度的波动，主要原因是合并报表范围中浙江齐聚和捷通无限两子公司的进出。

图 8: 2009-2019Q3 公司的资产负债率情况



资料来源: wind, 德邦研究所

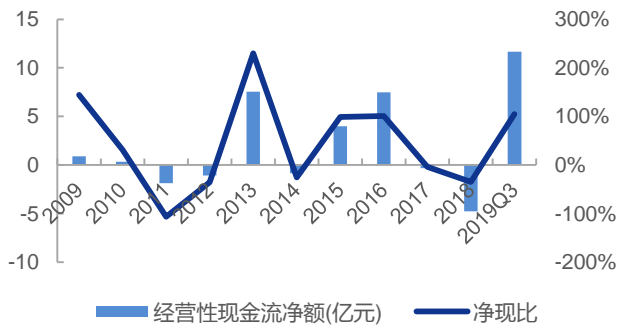
图 9: 2009-2019Q3 公司的三费率情况



资料来源: wind, 德邦研究所
注: 图中管理费用均包含研发费用

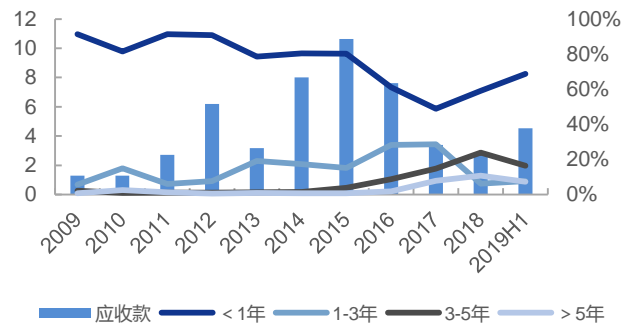
公司的经营性现金流情况并不稳定, 这与影视内容投资的资金回笼周期较长不无关系。公司的应收账款账龄结构有所恶化, 但总额也在快速缩减, 2018 年末公司的应收账款占净资产的比例仅为 3.26%。

图 10: 2009-2019Q3 公司的经营性现金流净额和净现比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 11: 2009-2019H1 公司的应收账款及其账龄结构(亿元)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

2. 行业概况: 构筑总量新台阶, 静待“质变”后的再爆发

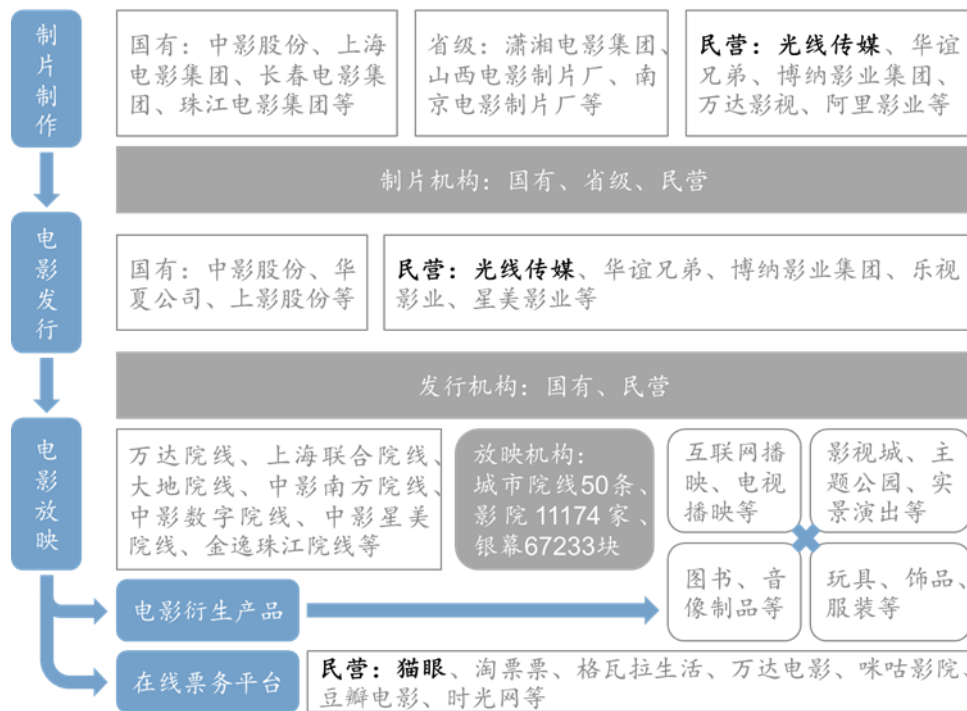
2.1. 行业竞争格局: 国有民营齐开花, 多头竞争促繁荣

当前中国电影行业的市场已由最初的国有企业垄断市场逐步发展为国有和民营企业充分参与竞争的多头格局, 包括光线传媒、博纳影业、万达电影等在内的民营电影企业已发展壮大成为国内电影行业的重要力量。

为了通过整合全产业链资源以强化盈利能力和对产业链各资源要素的控制能力, 以此发挥各产业环节的协同效应、增强市场竞争力, 国内电影行业中实力较强的企业纷纷开始全面介入上游的内容制作、中游的宣传发行、下游的院线影院终端放映和衍生品产业投资之中, 使得整个电影产业链的整合趋势日益明显。

随着文化体制改革的不断深入和监管环境的日趋宽松, 民营企业日益在整个中国电影行业中占据重要位置。但在整个中国电影产业布局中, 规模较大、产业链完整、真正具有品牌效应的大型电影企业仍然屈指可数, 大多数市场主体的生存和发展情况并不稳定, 众多中小型电影公司仍需进一步发展壮大。

图 12: 中国电影产业链的分布及主要参与者

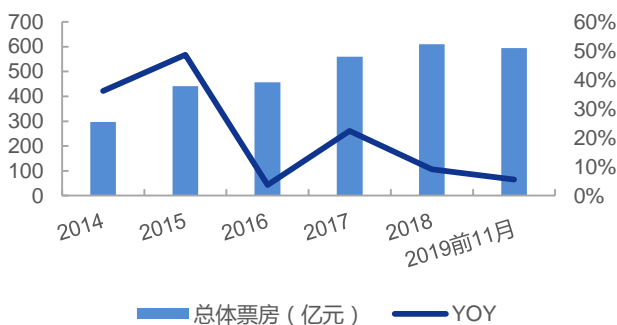


资料来源: 国家广播电视总局, 其他公开资料整理, 德邦研究所

2.2. 行业发展现状: 市场规模多指标继续增长, 但增速有所放缓

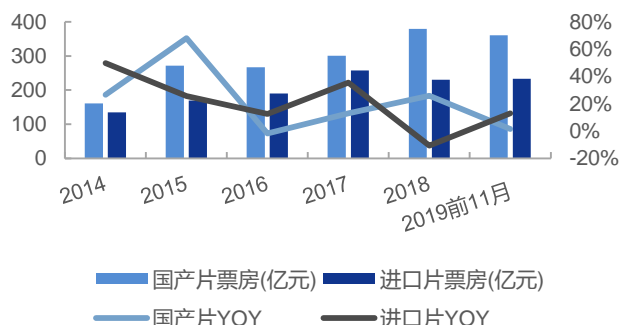
2018年, 中国电影市场总票房达609.76亿元, 同比增长9.1%, 剔除服务费为565.32亿元, 同比增长8.0%; 2019年前11个月, 中国电影市场总票房达到594.85亿元, 同比增长5.62%。近5年, 中国电影市场的总体票房表现呈逐年稳步上升态势, 但增速收紧。

图 13: 2014-2019年中国电影市场总体票房及其增速



资料来源: 国家广播电视总局, 猫眼专业版, 德邦研究所
注: 2017年及其之后的数据包含在线票务平台服务费

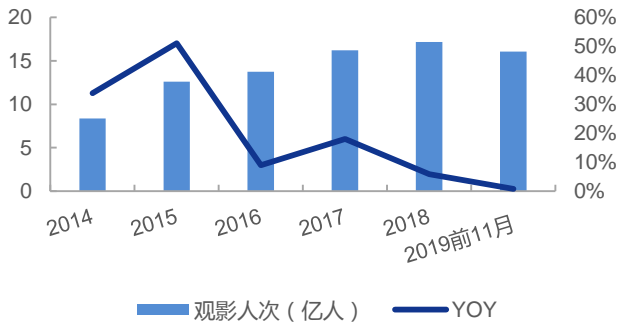
图 14: 2014-2019年中国电影市场国产、进口片票房及其增速



资料来源: 国家广播电视总局, 灯塔专业版, 德邦研究所
注: 2017年及其之后的数据包含在线票务平台服务费

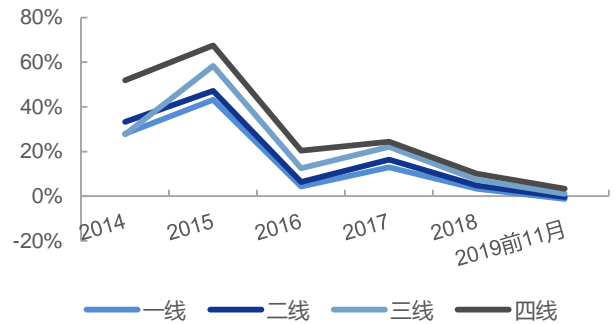
2018年, 中国电影市场的总体观影人次为17.16亿, 同比增长6.0%; 2019年前11个月, 总体观影人次达到16.06亿, 同比增长0.75%。近5年, 中国电影市场的总观影人次的趋势表现上与总体票房相似, 呈逐年稳步上升但增速明显放缓的态势。另一方面, 从各线城市的观影人次增速情况看, 渠道下沉趋势仍在继续, 但增速差距也在逐步减小。

图 15: 2014-2019 年中国电影市场总体观影人次及其增速



资料来源: 国家广播电视总局, 灯塔专业版, 德邦研究所

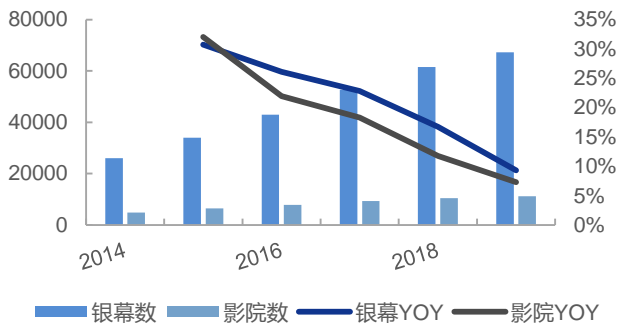
图 16: 2014-2019 年中国电影市场各线城市观影人次及其增速



资料来源: 灯塔专业版, 艺恩数据, 德邦研究所

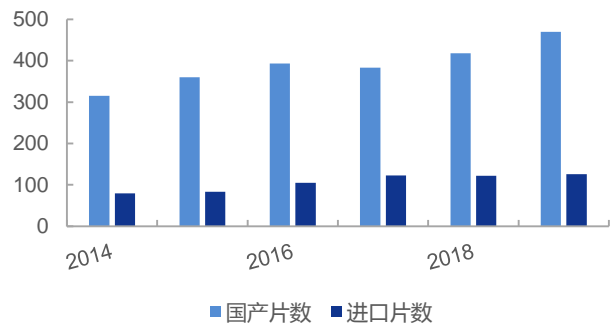
银幕供给方面, 截至 2019 年 11 月末, 全国银幕总数达到 67240 块, 较 2018 年底增长 9.30%, 增速继续放缓。影片供给方面, 2019 年前 11 个月, 全国共上映国产影片 470 部、进口影片 126 部, 供给总量继续创新高。

图 17: 2014-2019 年中国电影市场银幕、影院数及其增速



资料来源: 灯塔专业版, 德邦研究所
注: 影院数、银幕数仅统计有票房产出的影院和影厅

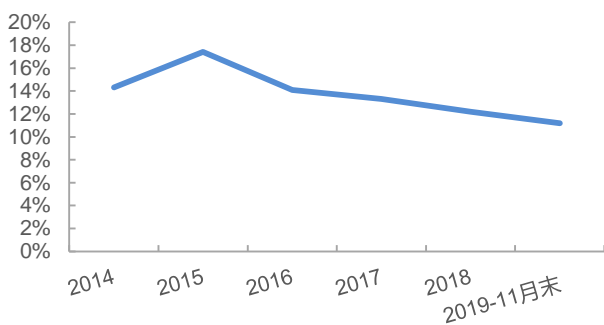
图 18: 2014-2019 年中国电影市场国产、进口片数量及其增速



资料来源: 灯塔专业版, 德邦研究所

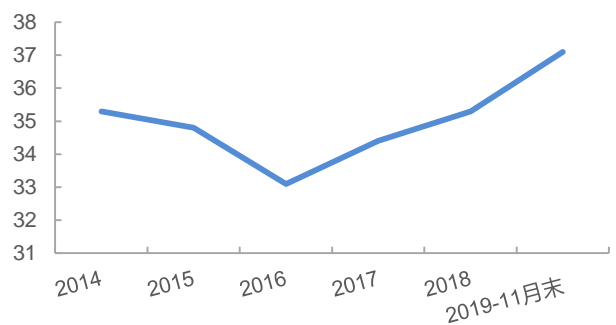
2019 年, 放映市场的整体上座率依然下行, 截至 11 月末仅为 11.04%, 但平均票房继续上行, 截至 11 月末达到了 37.03 元。综合两大因素考虑, 放映市场的边际有望在明年下半年或后年上半年迎来拐点。

图 19: 2014-2019 年中国电影市场整体上座率情况



资料来源: 灯塔专业版, 德邦研究所

图 20: 2014-2019 年中国电影市场平均票价情况(元)



资料来源: 灯塔专业版, 德邦研究所

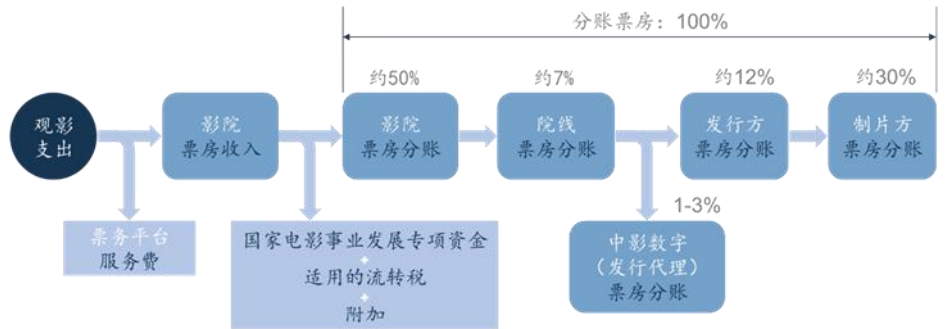
2.3. 行业上下游关系: 以分账票房为目标的利益“共同体”

当前, 我国电影产业链的主要环节从上至下 (从生产到消费) 可分为制片、制作、营销、发行和放映, 主要参与者分别为制片方 (通常含制作方)、发行方 (通常含营销方)、院线和影院。而影片收入的分配顺序恰恰相反, 观影支出在经过必

要的税费和资金提留后，以分账的形式分别流经影院、院线、发行方和制片方。

具体来看，影院通过向消费者提供电影放映服务率先获取票房收入（如果消费者通过网上票务平台购票的还需支付一定的服务费，通常为 2-3 元/票），取得的票房收入需扣除国家电影事业发展专项资金（票房收入的 5%）和适用的流转税（营改增后按现代服务业的广播影视服务税率 6% 或一般纳税人简易计税办法 3% 计缴增值税）及其他附加（城建税及教育费等根据影院所在地规定计缴），经扣除后的票房收入（通常称为净票房收入或分账票房收入）作为影院、院线、发行方和制片方等所有产业链涉及环节的分账基础。

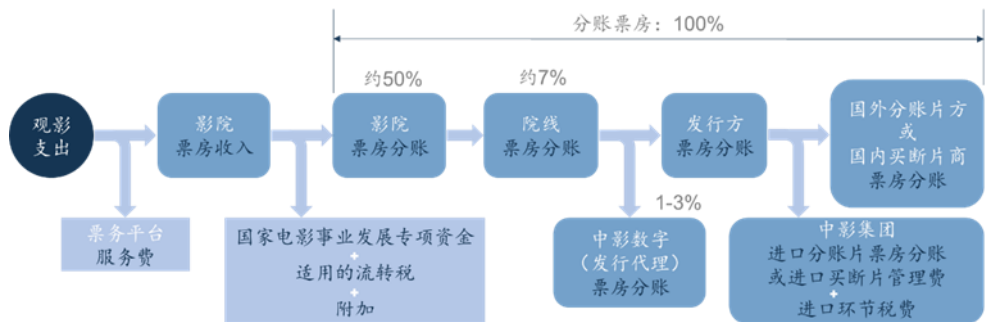
图 21：国产电影的票房分配情况



资料来源：国家广播电视总局，其他公开资料整理，德邦研究所

根据 2008 年广电总局电影局关于调整国产影片分账比例的指导性意见，影院对国产分账影片的分账比例一般不超过 50%（与院线公司资产联结的影院，在保证制片方分账比例的前提下，分账比例可与院线公司协商）。根据目前行业惯例，院线和影院的合计分账比例通常为 57%。发行方和制片方的合计分账比例通常为 40~43%，发行方在获得分账收入后，根据影片发行合同约定收取相应的发行服务费用，并将剩余分账票房支付给制片方（如果是保底发行，则直接支付合同约定的保底费用）。通常而言，发行方和制片方的分账比例分别约为 12% 和 30%。

图 22：进口影片的票房分配情况



资料来源：国家广播电视总局，其他公开资料整理，德邦研究所

进口影片的下游票房分配情况基本与国产影片一致，主要区别在于发行方、国外片方（或国内片商）和中影集团之间的票房分配。目前，我国进口影片管理按“一家进口、两家发行”的原则，由国家广电总局授权中影集团进出口分公司唯一承担境外影片的进口业务。影片经审查通过后引进，由中影集团进出口分公司负责向中影股份和华夏电影供片发行。后两者需支付给中影集团并由中影集团缴纳的影片进口环节税费、中影集团提留的进口分账片分账票房或进口买断片管理

费、国外分账片方（或国内买断片商）提取的影片分账票房（参考美国好莱坞片方的分账比例为 25%）。

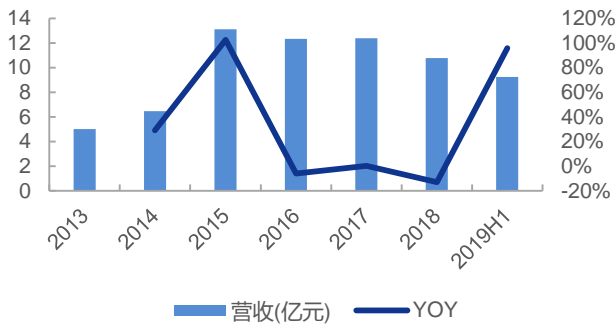
3. 影视业务：深耕内容创作，把控公司核心驱动力

公司的影视业务板块主要包括电影和剧集等，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。

3.1. 电影：喜剧、爱情片驾轻就熟，新品类影片厚积薄发

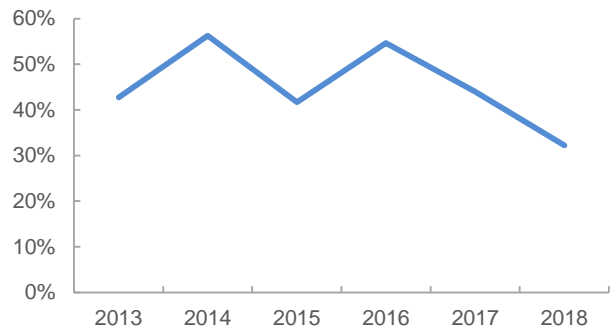
从营收来看，公司该业务自 2015 年爆发式增长之后，处于明显的瓶颈阶段。但随着其在自身“舒适圈”外不断积累和开发新品类影片，公司今年有望再次迎来突破瓶颈的爆发式增长。

图 23：2013-2019H1 公司电影业务的营收及其增速情况



资料来源：wind，德邦研究所

图 24：2013-2018 年公司电影业务的毛利率情况



资料来源：wind，德邦研究所

目前，国内电影市场环境对头部优质影片的需求是非常旺盛的，即使在观影人次同比有所下滑的今年前三季度，仍出现了 3 部 40 亿量级的影片（此前仅有 1 部超 50 亿量级的国内上映电影，40-50 亿之间真空脱档）、3 部 20 亿量级的影片。国内电影票房历史总榜前十中，有 5 部电影为今年上映，占比高达 50%。

表 1：中国电影票房历史总榜

影片名称	上映日期	票房(亿元)	观影人次(亿人)
《战狼 2》	2017-07-27 (暑期档)	56.83	1.60
《哪吒之魔童降世》	2019-07-26 (暑期档)	49.72	1.39
《流浪地球》	2019-02-05 (春节档)	46.55	1.05
《复仇者联盟 4：终局之战》	2019-04-24 (无)	42.40	0.86
《红海行动》	2018-02-16 (春节档)	36.51	0.92
《唐人街探案 2》	2018-02-16 (春节档)	33.98	0.88
《美人鱼》	2016-02-08 (春节档)	33.86	0.92
《我不是药神》	2018-07-05 (暑期档)	31.00	0.89
《我和我的祖国》	2019-09-30 (国庆档)	29.84	0.80
《中国机长》	2019-09-30 (国庆档)	28.66	0.77

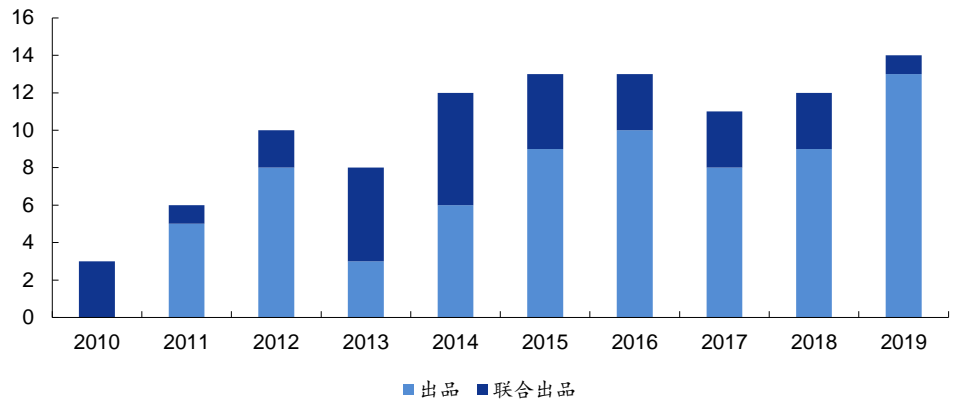
资料来源：猫眼专业版，德邦研究所
注：以上数据截至 2019 年 12 月 4 日

显然，优质影片更受市场青睐，影片的质量和口碑成为票房的核心驱动力。在行业构筑新台阶的调整期，公司有相当数量的项目储备、成熟的风险控制体系、优秀的成本把控能力、高标准的要求及执行能力，具备持续布局和输出优质内容

产品的潜力。

早期，公司通过电影发行环节切入电影产业链，后逐步参投中小成本电影以嫁接发行业务的项目资源。上市以来，公司投资（包括主投和参投）的影片数量总体保持放大趋势。而从投资性质上讲，公司的出品影片占比越来越高，电影投资已从资源嫁接型项目向核心盈利项目完成蜕变。

图 25：2010-2019 年公司出品或联合出品的影片数量情况

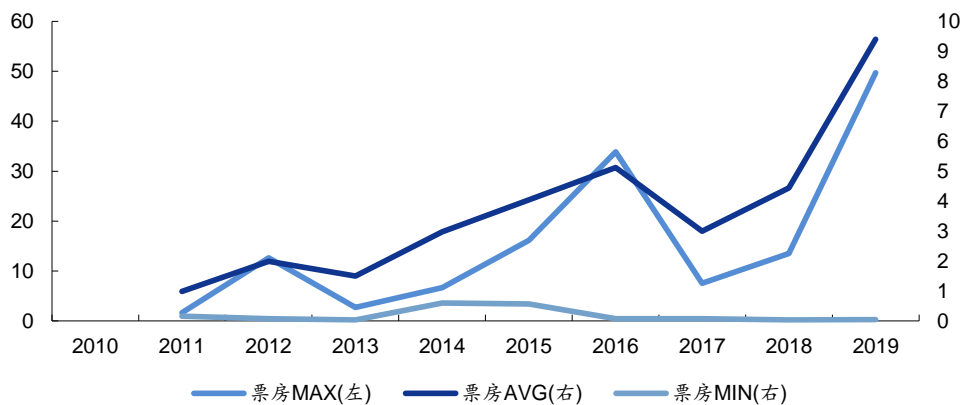


资料来源：猫眼专业版，德邦研究所

注：2019 年数据包含已定档但尚未上映的 12 月份影片

从公司出品（主投）的电影票房成绩看，不管是每年的平均票房成绩，还是每年的最高票房成绩，均呈现峰谷值波段向上的良好趋势。而每年的最低票房成绩方面，由于公司近几年不断尝试和拓展诸如动画等新品类电影，加之国内相对略显“单薄”的新品类电影受众群体，其每年的最低票房成绩稍显不足，但弹性可期。

图 26：2010-2019 年公司出品电影的年度最高票房、年度平均票房和年度最低票房成绩(亿元)

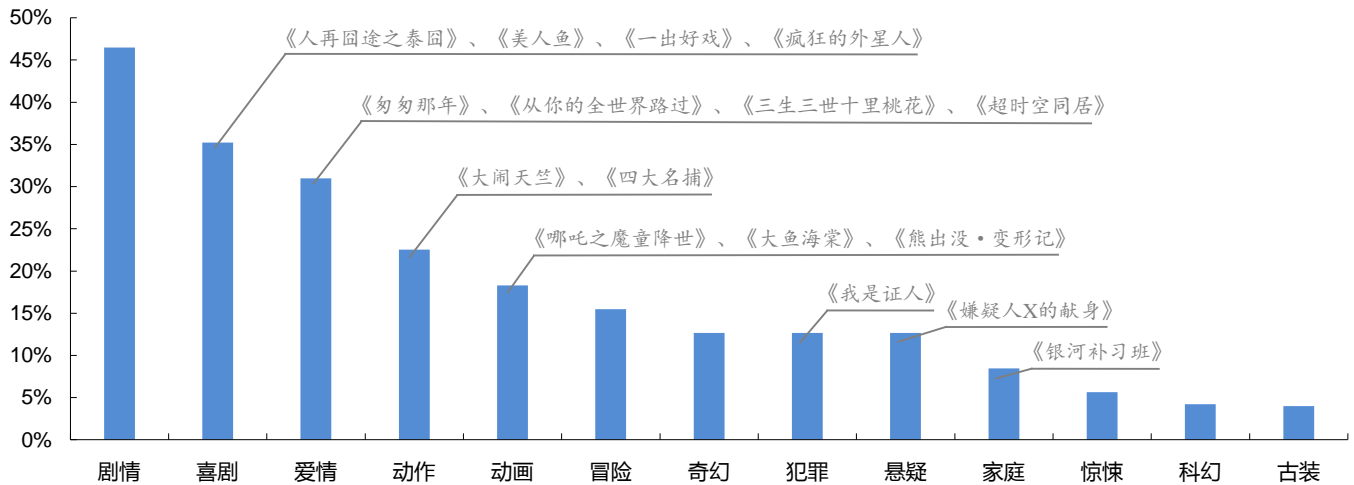


资料来源：猫眼专业版，德邦研究所

注：2019 年数据不包含已定档但尚未上映的 12 月份影片

从公司出品的影片类型来看，公司的投资偏好以喜剧片和爱情片为主，可谓驾轻就熟，典型代表作诸如《人再囧途之泰囧》、《美人鱼》、《一出好戏》、《疯狂的外星人》和《大闹天竺》等比比皆是。而近几年，随着公司对动画类、悬疑类和犯罪类等相对小众的新品类电影的持续投入，也不乏口碑不错的好作品接连出现。其中，前者以《哪吒之魔童降世》、《大鱼海棠》、《熊出没·变形记》为代表，后者以《我是证人》、《嫌疑人X的献身》和正在上映的《误杀》为代表。

图 27: 2011-2019 年公司出品影片的类型标签占比及相关代表性作品



资料来源: 猫眼专业版, 德邦研究所

注: 类型标签占比以 2011-2019 年期间公司出品影片中某类型标签出现次数除以出品影片总数进行计算

注: 2019 年数据包含已定档但尚未上映的 12 月份影片

公司在强化与一线名导名演的合作的同时, 也注重对新人或期望转型的演职人员的培养。公司通过建立人才模型, 筛选符合公司业务要求的人才, 并建立长期合作关系从而提前布局未来。除了艺人经纪外, 公司 2011 年便已启动新导演计划, 在 3 年时间内发觉并培养了徐峥、赵薇、邓超和黄渤等近 20 位新导演, 都取得了不错的成绩。2018 年, 公司成立了编剧导演事务部, 进一步加强了对年轻代导演、优质编剧的挖掘和培养。未来, 公司仍将不断探索和布局中国电影行业迫切和大量需要的专业化人才市场。

表 2: 2011-2019 年公司当年度票房最高电影作品的市场表现情况和主要创作人员

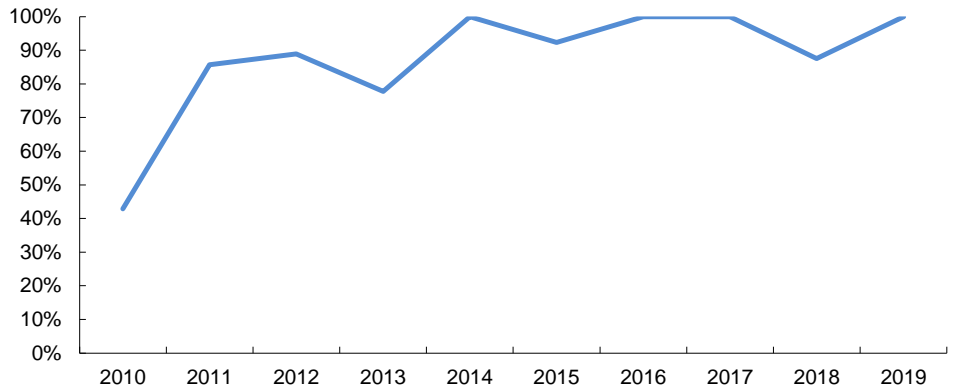
年份	作品名称	票房 (亿元)	人次 (万)	主创人员
2011	《最强囍事》	1.67	497	导演: 陈庆嘉; 主演: 甄子丹、古天乐、张柏芝等; 编剧: 黄子恒、陈庆嘉;
2012	《人再囧途之泰囧》	12.67	3901	导演: 徐峥; 主演: 徐峥、王宝强、黄渤等; 编剧: 徐峥、束焕等;
2013	《厨子戏子痞子》	2.72	865	导演: 管虎; 主演: 黄渤、刘烨、张涵予等; 编剧: 管虎、董润年;
2014	《分手大师》	6.65	1993	导演: 邓超、俞白眉; 主演: 邓超、杨幂等; 编剧: 俞白眉;
2015	《港囧》	16.14	4913	导演: 徐峥; 主演: 徐峥、赵薇、包贝尔、杜鹃等; 编剧: 束焕、苏亮等;
2016	《美人鱼》	33.86	9228	导演: 周星驰; 主演: 邓超、张雨绮、罗志祥、林允等; 编剧: 周星驰、李思臻等;
2017	《大闹天竺》	7.56	2126	导演: 王宝强; 主演: 王宝强、柳岩、岳云鹏、白客等; 编剧: 束焕、丁丁等;
2018	《一出好戏》	13.55	3904	导演: 黄渤; 主演: 黄渤、舒淇、张艺兴、王宝强、于和伟等; 编剧: 黄渤、张冀等;
2019	《哪吒之魔童降世》	49.72	13900	导演: 饺子; 主演: 吕艳婷、囡森瑟夫、瀚墨、陈浩、绿绮、张珈铭、杨卫等; 编剧: 饺子等;

资料来源: 猫眼专业版, 时光网, 德邦研究所

注: 截至 2019 年 12 月 4 日

发行业务是公司参与的电影产业链中的又一重要环节。从公司近 10 年主发行的影片目录看, 其与公司出品或联合主品的影片目录高度重合。公司以电影投资为电影发行嫁接项目资源, 形成协同效应。也因此, 公司每年发行的影片数量情况和票房整体表现, 与出品影片的统计趋势有所相似。

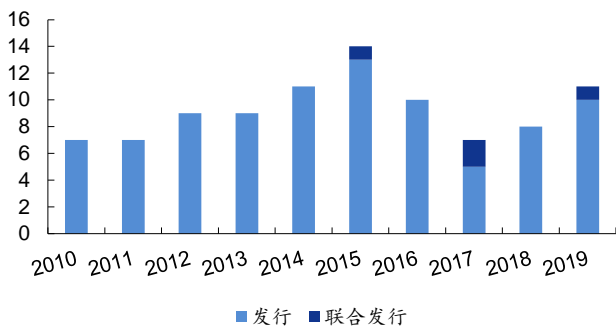
图 28: 2010-2019 年公司主发行影片与出品或联合出品影片的重合度



资料来源: 猫眼专业版, 德邦研究所

但另一方面, 公司强大的电影发行网络也是其发行业务具备市场竞争力的关键。2009 年, 公司首创地面电影发行网, 在线上宣发尚且萌芽的时期, 线下的模式创新为其发行业务打下了良好的资源基础、积累了丰富的市场经验。而在互联网成为宣发重要阵地的今天, 其在电影非本体宣传片、病毒视频和 EPK 等视频物料的运营上同样可谓炉火纯青。从而与电影地面发行、地推路演和广告营销等线下宣发手段有机结合, 形成立体化的宣发网络。

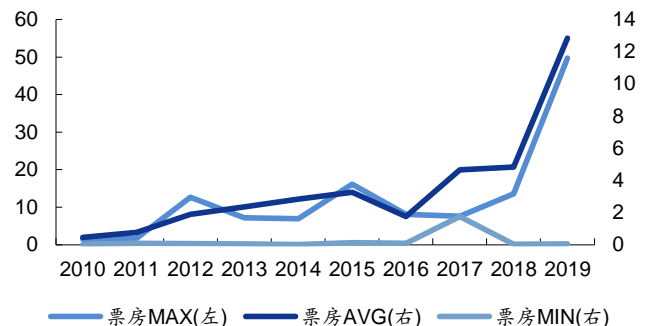
图 29: 2010-2019 年公司发行或联合发行影片数量



资料来源: 猫眼专业版, 德邦研究所

注: 2019 年数据包含已定档但尚未上映的 12 月份影片

图 30: 2010-2019 年公司主发行影片的票房整体表现(亿元)



资料来源: 猫眼专业版, 德邦研究所

注: 2019 年数据不包含已定档但尚未上映的 12 月份影片

3.2. 剧集: 与台网多平台紧密合作, 从创作源头把控内容精品化

目前, 剧集内容审查、题材监管趋严, 行业调整仍在进行中, 剧集内容头部化、精品化趋势明显。公司素来与各上星卫视平台、腾讯、爱奇艺和优酷等网络平台建立良好合作关系。参考公司近两年剧集内容作品在腾讯视频上的播放量情况, 其作品质量是得到了广大观众认可的。

表 3: 公司近两年出品或联合出品的剧集作品情况(部分)

作品名称	上线时间	播出平台	播放量	主创人员
《新笑傲江湖》	2018-02-26	多网平台	5.6 亿次	导演: 金琛; 主演: 丁冠森、薛昊婧、丁禹兮、刘珈彤、陈汛、姜梓新等
《爱国者》	2018-06-09	多网平台 江苏卫视	9.7 亿次	导演: 龚朝; 主演: 张鲁一、佟丽娅、芦芳生等
《对的时间, 对的人》	2018-07-20	爱奇艺 独播	--	导演: 韩非洲; 主演: 邵星颖、刘济恺等
《风再起时》	2018-11-05	多网平台 湖南卫视	--	导演: 付宁; 主演: 陆毅、源泉、朱雨辰、王维维、徐洪浩等
《我的保姆手册》	2018-11-12	优酷 独播	--	导演: 梁昊; 主演: 郑爽、英迪帕·塔尼、虞祎杰、刘彤等

《小哥哥有妖气》	2018-11-26	腾讯独播	0.71亿次	导演：蒋孝力；主演：王玥婷、查杰、虞祎杰、马振桓、易柏辰等
《八分钟的温暖》	2019-01-30	腾讯独播	3.9亿次	导演：嵇政；主演：陈汛、丁禹兮、姜卓君、朱丹妮等
《逆流而上的你》	2019-02-12	多网平台 湖南卫视	25.9亿次	导演：潘越；主演：马丽、潘粤明、孙坚、李乃文、黄梦莹、刘威葳等
《听雪楼》	2019-05-06	腾讯独播	22.1亿次	导演：尹涛、刘国彤；主演：秦俊杰、袁冰妍、韩承羽、林源、袁澧林、赵东泽、宣萱、白澍等
《流淌的美好时光》	2019-07-01	多网平台 湖南卫视	15.3亿次	导演：林红光；主演：马天宇、郑爽、柴碧云、周澄奥、朱颜曼滋、张亦驰等
《遇见幸福》	2019-08-26	多网平台 湖南卫视	15.2亿次	导演：梦继；主演：蒋欣、李光洁、郭京飞、刘孜等
《我在未来等你》	2019-09-09	爱奇艺独播	--	导演：薛凌；主演：李光洁、费启鸣等

资料来源：公司公告，猫眼，腾讯视频，德邦研究所
注：表中播放量数据均统计自腾讯视频

公司拥有较为丰富的剧集项目储备，其中不乏原创项目。而对于此类项目，公司能够从创作源头起把控节奏和质量，有效控制成本投入，整合各业务板块资源。另外，公司多部优质剧集在开发、制作阶段，类型、题材多样，从而能够有效平衡政策和项目风险。

表 4：公司 2019 年报年报披露的预计制作、播出剧集(含网络大电影)项目(部分)

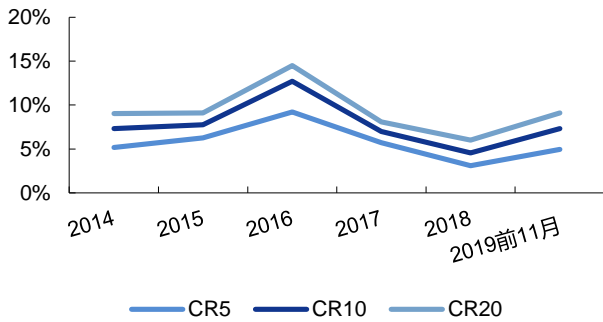
剧集名称	主创人员
《长河落日》	监制：韩三平；导演：赵一龙；主演：张鲁一、张钧甯、木幡龙；
《新世界》	导演：徐兵；主演：孙红雷、张鲁一、尹昉、万茜、李纯、胡静、秦汉、赵峥；
《无法直视》	导演：任钊莹；
《也平凡》	主演：郑恺、林峯；
《盗墓笔记 2》	导演：刘国辉、李昂；
《江山纪》	导演：高希希；
《我的健身教练》	导演：赵晨阳
《恨君不似江楼月》	导演：何澍培
《茶啊二中》	导演：阎凯
《左耳》	导演：陈慧翎
《我们这些年》	导演：梦继

资料来源：公司公告，德邦研究所

4. 动漫业务：资本连接优秀主创，冲击国产动画半壁江山

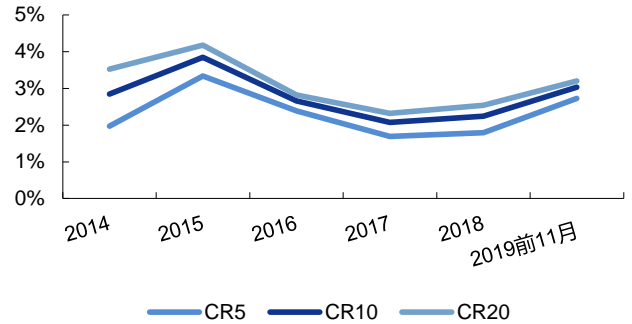
从整体看，我国动画电影占整体票房的比重还比较低，大部分时间 CR20 不足 10%，与北美市场和日本市场的占比差距还比较大。而国产动画电影票房占整体票房的比重更是不足 4%，且票房主要靠前五名支撑。因此，在国内整体票房增速明显收窄的现状下，国产动画电影票房存在结构性增长机会，甚至引领票房大盘的新一轮增长点。

图 31: 2014-2019 年国内电影市场的动画电影票房占比



资料来源: 灯塔专业版, 德邦研究所
注: 2019 年数据剔除《哪吒之魔童降世》, 单片影响过大

图 32: 2014-2019 年国内电影市场的国产动画电影票房占比



资料来源: 灯塔专业版, 德邦研究所
注: 2019 年数据剔除《哪吒之魔童降世》, 单片影响过大

从国内电影市场动画电影票房排行榜的具体名录看, 在《哪吒之魔童降世》上映前, 榜单前列几乎全部被进口动画片霸占。而即使在近两年国漫有所起色的情况下, 榜单前十或者前二十国产动画电影也寥寥无几, 且品牌较为单一。

表 5: 国内电影市场动画电影票房排行榜前二十

位次	作品名称	上映时间	票房 (亿元)	产地属性
1	《哪吒之魔童降世》	2019-07-26	49.75	国产
2	《疯狂动物城》	2016-03-04	15.30	进口
3	《寻梦环游记》	2017-11-24	12.12	进口
4	《神偷奶爸3》	2017-07-07	10.38	进口
5	《功夫熊猫3》	2016-01-29	10.02	合拍
6	《西游记之大圣归来》	2015-07-10	9.56	国产
7	《熊出没·原始时代》	2019-02-05	7.14	国产
8	《冰雪奇缘2》	2019-11-22	6.63(上映中)	进口
9	《大侦探皮卡丘》	2019-05-10	6.31	进口
10	《熊出没·变形记》	2018-02-16	6.05	国产
11	《你的名字》	2016-12-02	5.77	进口
12	《大鱼海棠》	2016-07-08	5.65	国产
13	《哆啦A梦: 伴我同行》	2015-05-28	5.30	进口
14	《超能陆战队》	2015-02-28	5.26	进口
15	《熊出没·奇幻空间》	2017-01-28	5.23	国产
16	《愤怒的小鸟》	2016-05-20	5.14	进口
17	《千与千寻》	2019-06-21	4.92	进口
18	《白蛇缘起》	2019-01-11	4.50	国产
19	《冰川时代5: 星际碰撞》	2016-08-23	4.47	进口
20	《小黄人大眼萌》	2015-09-13	4.36	进口

资料来源: 灯塔专业版, 德邦研究所
注: 仅统计 2014 年以来上映的动画电影; 部分影片仍在上映中, 票房数据截至 2019 年 12 月 5 日

2015 年 10 月, 公司成立彩条屋影业, 打造以奇幻元素、动画、漫画为核心的综合影视子公司, 覆盖动画电影、真人奇幻电影和网剧网影。动漫业务成为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。

图 33: 彩条屋旗下动画人物矩阵(部分)



资料来源: 公开资料整理, 德邦研究所

公司通过资本连接国内优秀主创团队。近几年, 彩条屋陆续投资了很多动漫公司, 包括彼岸天、十月文化、全擎娱乐、光印影业、可可豆动画、玄机科技、漫言星空、中传和道、易动文化、青空绘彩、好传文化、红鲤文化等, 横跨三维动画、二维动画、漫画、游戏、手办等领域, 且均是在国产动漫上耕耘多年的品质团队。

表 6: 公司投资的动漫业务相关公司及其代表作情况(部分)

被投公司名称	投资时间	股权比例	代表作
彼岸天	2013 年	30%	《大鱼海棠》
十月文化	2015 年	28.11%	《西游记之大圣归来》、《哪吒之魔童降世》、《深海》、《大圣闹天宫》
全擎娱乐	2015 年	35%	星游记系列
光印影业	2015 年	60%	《墨多多谜境冒险》
可可豆动画	2105 年	30%	《哪吒之魔童降世》、《打, 个大西瓜》、《姜子牙》
玄机科技	2015 年	3.80%	秦时明月系列
漫言星空	2015 年	30%	《星海镖师》、《神精榜》、《雪椰》等 IP
中传和道	2016 年	30%	《姜子牙》、《我的师傅姜子牙》
易动文化	2016 年	18.67%	美食大冒险系列
青空绘彩	2016 年	25.04%	《昨日青空》
凝羽动画	2016 年	27%	《茶啊二中》
好传文化	2016 年	27%	《大护法》、《昨日青空》
路行动画	2017 年	--	《昨日青空》、妙先生系列
幻想师动画	2017 年	75%	--
神奇一天	2017 年	30%	《鬼列车》
红鲤文化	2017 年	60%	《哪吒之魔童降世》、《风语咒》、《精灵王座》、《无敌兵兔》
末匠文化	2018 年	25%	原创手办模型
大千阳光	2018 年	20%	《西游记之大圣归来》、《我叫 MT 之山口山战记》、《红色海洋》

资料来源: 公司公告, 公司官网, 天眼查, 其他公开资料整理, 德邦研究所

哪吒之后, 公司仍有《妙先生》、《姜子牙》等动画电影定档等待上映, 且有诸如《深海》、《大鱼海棠 2》、《西游记之大闹天宫》等多个重量级动漫项目在有序推进中。动漫业务将在提高公司利润率、驱动其他业务、巩固公司行业地位等方面继续贡献巨大力量。

图 34: 公司出品且已定档或有望在 2020 年前后陆续上映的重量级国产动画电影作品海报(部分)

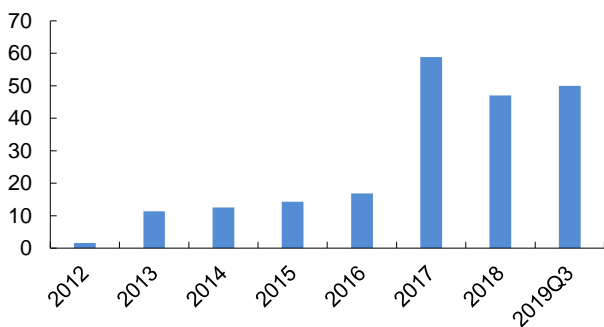


资料来源: 公司公告, 其他公开资料整理, 德邦研究所

5. 产业投资: 战投前瞻布局, 协同高于收益

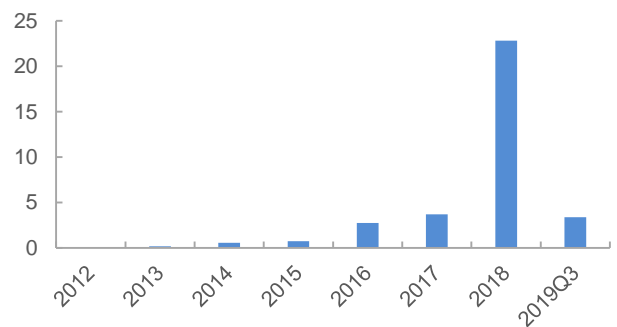
公司的产业投资板块主要指公司对其他公司及实体的股权投资, 均以内容投资和战略投资为核心。除了获得较好的投资收益, 也将为公司布局内容产业链、扩大并延伸业务触角、丰富内容产品线及来源提供重要保障, 从而形成愈发明显的协同效应。

图 35: 2012-2019Q3 公司的长期股权投资期末余额(亿元)



资料来源: wind, 德邦研究所

图 36: 2012-2019Q3 公司的投资净收益情况(亿元)



资料来源: wind, 德邦研究所

而除了动漫业务中提及的长期股权投资项目, 公司还广泛投资了影视、文学、音乐、视频直播、VR/AR 等泛娱乐领域, 并参股多个股权投资合伙企业, 例如华晟领飞等。其中, 多个项目成功上市, 例如公司直接参股的猫眼娱乐于 2019 年 2 月在香港联交所挂牌上市、当虹科技于 2019 年 12 月在科创板挂牌上市等, 而参股的华晟领飞等股权投资合伙企业也不乏美团点评、三六零、乐信、找钢网、京东数科等优质投资项目。

表 7: 公司已投资的长期股权投资项目(部分, 且不含动漫业务相关标的)

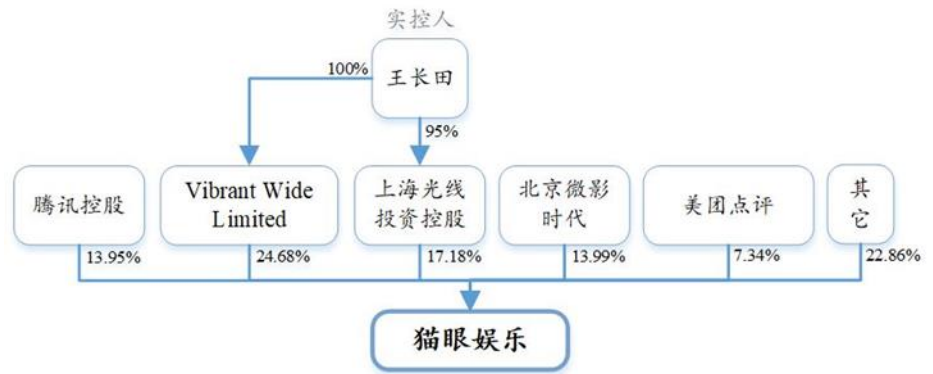
公司名称	投资时间	股权	业务协同	领域
橙子映像	2013 年	24.62%	与邓超合资, 相关电影项目开发	影视
明星影业	2014 年	50.00%	与七星娱乐合资, 国际化影视制作	影视
光启影视	2015 年	60.00%	与阅文集团合资, 相关文学 IP 开发	影视
猫眼娱乐	2016 年	17.18%	影视投资与发行业务协同	影视
喜天影视	2016 年	10.00%	艺人经纪协同	影视
大魔王影视	2017 年	35.00%	影视制作业务协同	影视
盛堂影业	2018 年	30.00%	影视制作业务协同	影视

光点影业	2018年	35.00%	影视制作业务协同	影视
战火影业	2016年	40.00%	与铁血科技合资, 军事题材IP开发	影视
铁血科技	2016年	4.91%	军事迷社区、军事题材文学	文学
多米在线	2016年	13.63%	多米音乐	音乐
当虹科技	2016年	7.90%	智能视频解决方案与视频云服务供应商	视频直播
齐聚科技	2016年	48.21%	多个细分领域的视频直播平台	视频直播
七维视觉	2016年	21.00%	为泛内容领域提供VR/AR技术支持	VR/AR

资料来源: 公司公告, 天眼查, wind, 德邦研究所

公司的产业投资极具前瞻意识, 协同意义深远。以猫眼娱乐为例, 其实际控制人同为王长田先生, 合计持股比例达到 41.00%, 并同时担任董事长职务。猫眼娱乐的其他大股东则主要为腾讯控股、美团点评和微影时代。

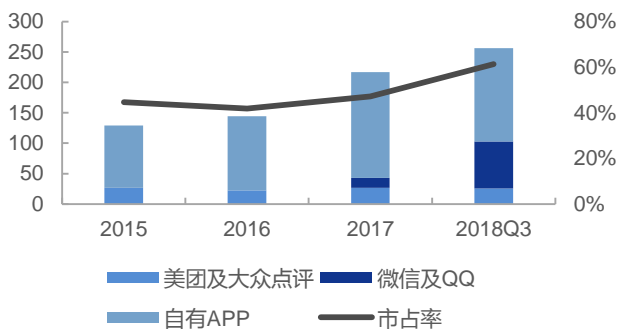
图 37: 猫眼娱乐的股权结构



资料来源: wind, 德邦研究所

依托与腾讯和美团点评两大重要股东的战略合作伙伴关系, 猫眼娱乐拥有微信、QQ、美团、大众点评的独家入口, 生活化场景的高频流量优势突出。2019 年上半年, 猫眼娱乐的整体收入结构继续优化, 已成功实现扭亏为盈。

图 38: 2015-2018Q3 猫眼分平台票务交易额及市占率(亿元)



资料来源: 猫眼娱乐招股说明书, 德邦研究所

图 39: 2015-2019H1 猫眼娱乐的营收和净利润情况(亿元)



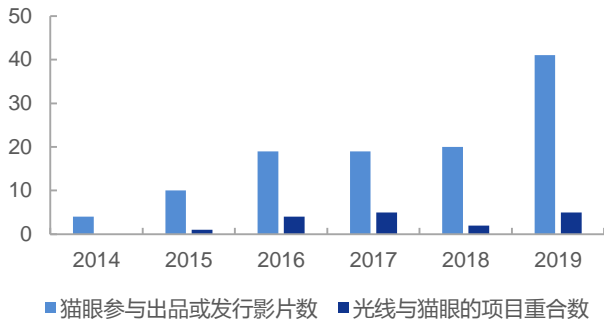
资料来源: wind, 德邦研究所

去年年底, 公司与猫眼娱乐签署了《合作框架协议》, 双方将在联合投资、制作、宣传、发行电影及电视剧、电影兑换券服务、广告服务、媒体及其他形式的广告资源购买等方面展开合作。

而猫眼娱乐于今年 7 月宣布全文娱战略升级, 发布了含票务平台、产品平台、数据平台、营销平台和资金平台五大领域的“猫爪模型”, 同时深化与腾讯的合作, 宣布成立“腾猫联盟”。

未来，公司与猫眼娱乐有望形成优势互补的协同发展。猫眼娱乐依托互联网票务平台上广大影视垂直用户群体的线上行为，对行业的发展方向和单作品的市场情况具备先天的敏感性和判断力，将给公司的影视制片制作环节带来新的思路和方式方法；而其嫁接的众多影院线下资源结合自身线上流量，同样将为公司的影视宣传发行环节带来全方位的有效补充。

图 40：2014-2019 年猫眼参与出品或发行的影片数量情况



资料来源：猫眼专业版，德邦研究所

图 41：2019 年 7 月猫眼娱乐发布的全娱乐战略“猫爪模型”



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

6. 投资建议

6.1. 盈利预测关键假设

影视业务板块是公司核心竞争力所在，也是扩展并拉动公司其他业务板块的核心驱动力所在。从营收来看，公司该业务自 2015 年爆发式增长之后，处于明显的瓶颈阶段。但随着其在自身“舒适圈”外不断积累和开发新品类影片，公司今年有望再次迎来突破瓶颈的爆发式增长。优质影片更受市场青睐，影片的质量和口碑成为票房的核心驱动力。在行业构筑新台阶的调整期，公司有相当数量的项目储备、成熟的风险控制体系、优秀的成本把控能力、高标准的要求及执行能力，具备持续布局和输出优质内容产品的潜力。

2015 年公司成立彩条屋影业，打造以奇幻元素、动画、漫画为核心的综合影视子公司。动漫业务板块成为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。彩条屋通过资本连接国内优秀主创，近几年陆续投资众多国漫品质团队，横跨三维动画、二维动画、漫画、游戏 CG、手办等多重领域。在国内整体票房增速明显收窄的现状下，国产动画电影票房存在结构性增长机会，甚至引领票房大盘的新一轮增长点。哪吒之后，公司仍有《妙先生》、《姜子牙》等动画电影定档等待上映，且有诸如《深海》、《大鱼海棠 2》、《西游记之大闹天宫》等多个重量级动漫项目在有序推进中。

公司的产业投资板块以内容投资和战略投资为核心。除了获得较好的投资收益，也将为公司布局内容产业链、扩大并延伸业务触角、丰富内容产品线及来源提供重要保障，从而形成愈发明显的协同效应。以猫眼娱乐为例，未来公司与猫眼娱乐有望形成优势互补的协同发展。猫眼娱乐依托互联网票务平台上广大影视垂直用户群体的线上行为，对行业的发展方向和单作品的市场情况具备先天的敏感性和判断力，将给公司的影视制片制作环节带来新的思路和方式方法；而其嫁接的众多影院线下资源结合自身线上流量，同样将为公司的影视宣传发行环节带来全方位的有效补充。

当前中国电影行业的市场已由最初的国有企业垄断市场逐步发展为国有和民营企业充分参与竞争的多头格局。公司有望在行业构筑新台阶的调整期，借助自身的资源积累和竞争优势脱颖而出。预计 2019-2021 年公司的电影业务的营收增速分别为 106.78%、-10%和 20%；电视剧业务的营收增速分别为 3.53%、15%和 15%。

表 8: 公司各业务营收预测(百万元)

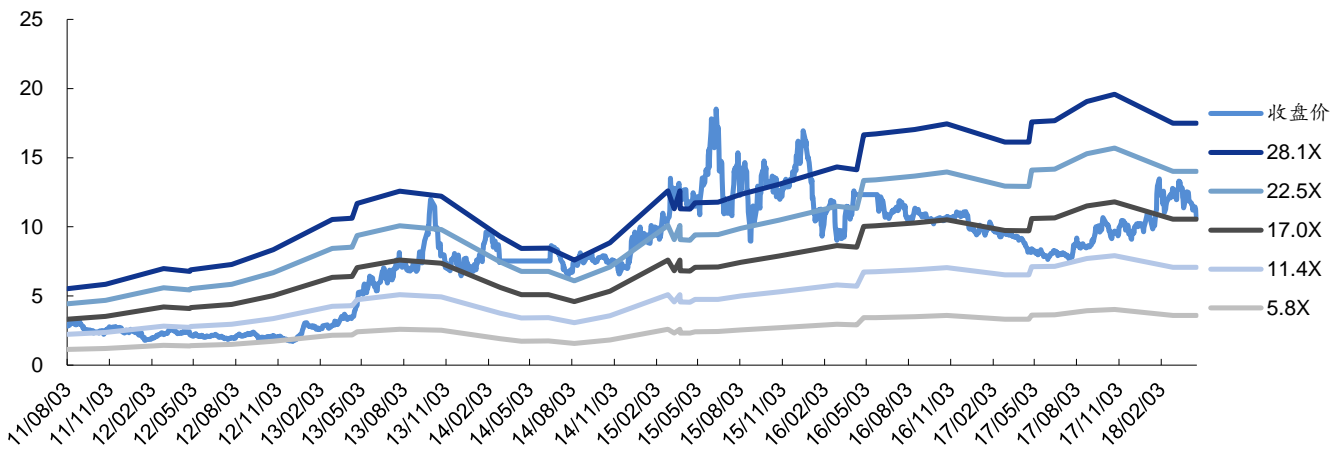
细分业务	指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
电影	营收	1238	1077	2227	2004	2405
	YOY	0.32%	-12.99%	106.78%	-10%	20%
电视剧	营收	51	382	396	455	523
	YOY	-62.58%	656.37%	3.53%	15%	15%
影视剧合计	营收	1289	1459	2622	2459	2928
	YOY	-5.88%	13.25%	79.75%	-6.23%	19.08%
视频直播	营收	491				
	YOY	96.09%				
游戏及其他	营收	63	32	40	40	40
	YOY	-43.20%	-49.23%	25%	0%	0%
合计	营收	1843	1492	2662	2499	2968
	YOY	6.48%	-19.09%	78.51%	-6.14%	18.77%

资料来源: wind, 德邦研究所

6.2. 投资建议

基于上述盈利预测关键假设, 我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 26.62、24.99 和 29.68 亿元, 同比增速分别为 78.51%、-6.14%和 18.77%; 预计 2019-2021 年实现归母净利润分别为 11.71、11.43 和 12.93 亿元, 同比增速分别为-14.70%、-2.39%和 13.09%; 预计 2019-2021 年实现全面摊薄 EPS 分别为 0.40、0.39 和 0.44 元, 以 2019-12-25 收盘价 11.89 元计算, 对应 PE 分别为 30、31 和 27 倍。

图 42: 2011-08-03 至 2018-04-20 期间的公司 PE-Band



资料来源: wind, 德邦研究所

注: 2018-4-20 之后, 公司的投资收益、资产减值数额巨大, 导致公司归母净利润和扣非后归母净利润均大幅变动, 故不纳入参考范围

从公司的 PS-Band 看, 其历史估值中位值约为 45 倍, 当前估值 30 倍(2019E) 处于中枢偏低位置。参考华谊兄弟、北京文化和华策影视等多家可比公司的摊薄 ROE、2019-2020 年一致预测市盈率情况, 我们认为公司合理的估值区间为对应 2020 年市盈率 35-45 倍, 对应目标价区间为 13.65-17.55 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 9: 2019-12-25 各可比公司估值情况

可比公司	股票代码	总市值 (亿元)	摊薄 ROE (2018)	PE (2019E)	PE (2020E)
华谊兄弟	300027.SZ	137	-12.78%	--	--
北京文化	000802.SZ	72	6.40%	17	15
万达电影	002739.SZ	366	10.29%	29	22

文投控股	600715.SH	66	-10.79%	--	--
华策影视	300133.SZ	133	3.05%	57	28
慈文传媒	002343.SZ	53	-74.14%	27	20
欢瑞世纪	000892.SZ	53	9.42%	--	--
平均值	--	--	7.29% (除去负值)	32.5	21.3

光线传媒	300251.SZ	349	15.89%	30	31
------	-----------	-----	--------	----	----

资料来源: wind, 德邦研究所

注: 上述估值以 2019-12-25 收盘价计算, PE (2019E) 和 PE (2020E) 参考 wind 一致预测 (180 天)

7. 风险提示

影视投资风险: 由于每部影视作品都是新的产品, 在投放到市场前无法准确判断其是否能够被市场和广大观众所喜爱, 更无法准确预测其所能产生的票房收入或获得的收视率, 存在不被市场认可而对公司的经营业绩产生负面影响的风险。

股权质押风险: 根据公告披露的前 10 大股东质押统计显示, 前 10 大股东未解押股权合计占总股本的比例达 28.65%, 占其持有的股权比例达 63.50%。公司大股东的股权质押比例较高, 存在质押股份被强制处分的可能性, 从而对公司股价带来不利影响。

表 10: 截至 2019-12-01 公告披露的前 10 大股东质押统计

	未解押股权质押数量 (万股)	占总股本(%)	占其持有的股份数(%)
上海光线投资控股有限公司	83508.38	28.47	64.60
王洪田	534.00	0.18	17.34
合计	84042.38	28.65	63.50

资料来源: wind, 德邦研究所

政策及监管风险: 电影、电视行业作为具有意识形态特殊属性的重要产业, 受到国家有关法律、法规及政策的严格监管。根据《广播电视管理条例》《电影管理条例》和《电视剧内容管理规定》《电影产业促进法》等, 国家对影视剧的制作、进口、发行等环节实行许可制度, 违反该等政策将受到相关行政主管部门的通报批评、限期整顿、没收违法所得、罚款等处罚, 情节严重的还将被吊销相关许可证甚至市场禁入。

市场竞争加剧风险: 随着国家政策对文化产业的鼓励与扶持力度越来越大, 影视行业日益成为社会关注的热点行业, 影视公司大量涌现, 此外还有行业外越来越多的市场主体、资金、人才加快涌入影视行业。尽管影视行业每年持续发展, 但总体规模在短期内并不会出现爆发式增长, 因此很长一段时期内影视行业将呈现竞争日趋激烈的态势, 公司面临市场竞争加剧的风险。

人才流失风险: 文化企业之间竞争的实质是对专业人才的竞争, 作为创意型企业, 人才是影响企业竞争力的核心因素。公司尊重原创的文化氛围、成熟稳定的内容生产机制及多样化的激励手段, 为公司吸引人才、留住人才提供了保障, 但并不能完全排除人才流失的风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)				
每股收益	0.47	0.40	0.39	0.44
每股净资产	2.95	3.29	3.58	3.86
每股经营现金流	-0.16	0.35	0.29	0.25
每股股利	0.00	0.07	0.10	0.15
价值评估(倍)				
P/E	16.23	29.88	30.61	27.07
P/B	2.58	3.63	3.34	3.09
P/S	23.46	13.14	14.00	11.79
EV/EBITDA	53.70	32.72	34.05	27.78
股息率%	0.0%	0.6%	0.9%	1.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	32.3%	44.8%	44.6%	45.1%
净利润率	92.1%	44.0%	45.8%	43.6%
净资产收益率	15.9%	12.1%	10.9%	11.4%
资产回报率	12.7%	10.8%	9.8%	10.2%
投资回报率	4.1%	12.8%	12.0%	14.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-19.1%	78.5%	-6.1%	18.8%
EBIT 增长率	-22.7%	159.0%	-6.6%	20.2%
净利润增长率	68.5%	-14.7%	-2.4%	13.1%
偿债能力指标				
资产负债率	20.3%	11.0%	9.8%	10.8%
流动比率	4.0	4.2	5.1	5.0
速动比率	2.3	2.9	3.8	3.7
现金比率	1.6	1.8	2.7	2.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	76.1	87.8	87.5	85.7
存货周转天数	487.3	320.0	330.0	330.0
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2
固定资产周转率	41.9	88.2	144.8	413.9

现金流量表(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1373	1171	1143	1293
少数股东损益	-7	-6	-6	-7
非现金支出	739	-25	-36	-3
非经营收益	-2241	-262	-363	-384
营运资金变动	-340	151	108	-166
经营活动现金流	-476	1030	846	733
资产	-12	7	9	9
投资	2056	0	0	0
其他	42	403	360	380
投资活动现金流	2086	410	369	389
债权募资	-984	-975	-10	0
股权募资	0	-0	-0	-0
其他	-681	-195	-300	-450
融资活动现金流	-1665	-1170	-310	-450
现金净流量	-55	269	904	672

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 2019-12-26
资料来源: 公司年报, 德邦研究所

利润表(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1492	2662	2499	2968
营业成本	1010	1469	1384	1631
毛利率%	32.3%	44.8%	44.6%	45.1%
营业税金及附加	4	8	7	9
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	3	13	12	15
营业费用率%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	79	160	150	178
管理费用率%	5.3%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	10	13	12	15
研发费用率%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
EBIT	386	999	933	1121
财务费用	18	-40	-52	-68
财务费用率%	1.2%	-1.5%	-2.1%	-2.3%
资产减值损失	726	-31	-41	-9
投资收益	2283	350	360	380
营业利润	1928	1424	1392	1584
营业外收支	4	-3	4	4
利润总额	1932	1421	1396	1588
EBITDA	399	1005	938	1126
所得税	566	256	258	302
有效所得税率%	29.3%	18.0%	18.5%	19.0%
少数股东损益	-7	-6	-6	-7
归属母公司所有者净利润	1373	1171	1143	1293

资产负债表(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1870	2139	3043	3715
应收账款及应收票据	282	641	599	697
存货	1547	1288	1251	1474
其它流动资产	1136	915	884	972
流动资产合计	4835	4982	5777	6858
长期股权投资	4700	4700	4700	4700
固定资产	38	22	12	2
在建工程	0	0	0	0
无形资产	1	1	0	0
非流动资产合计	6012	5853	5842	5832
资产总计	10846	10835	11619	12690
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	428	534	504	589
预收账款	116	266	250	297
其它流动负债	656	383	386	489
流动负债合计	1201	1183	1140	1375
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	1003	10	0	0
非流动负债合计	1003	10	0	0
负债总计	2204	1193	1140	1375
实收资本	2934	2934	2934	2934
普通股股东权益	8644	9650	10493	11336
少数股东权益	-2	-8	-14	-21
负债和所有者权益合计	10846	10835	11619	12690

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%一下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。