



2020年03月03日

买入(维持)

当前价: 11.23 元

目标价: 元

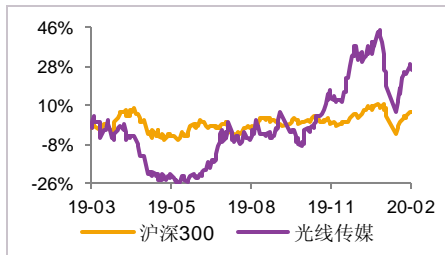
分析师: 陈净娴

执业编号: S0300516090001

电话: 021-51782317

邮箱: chenzhengxian@yqzq.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	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	1,492	3,102	2,482	3,599
(+/-)	-19%	108	-20	45
归母净利润	1,372	1,232	860	1,311
(+/-)	71%	-10%	-30%	52%
EPS(元)	0.47	0.42	0.29	0.45
P/E	24	27	39	25

资料来源: 粤开证券研究院

相关研究

《【粤开传媒】光线传媒(300251.SZ, 买入)投资机会浮现, 建议关注》2018-09-27

《【粤开传媒】期待猫眼拐点出现, 成为市值重要贡献者》2019-02-28

《【粤开传媒】光线传媒(300251.SZ, 买入)《哪吒》点映口碑火爆, 票房预期有待进一步反应至股价》2019-07-19

光线传媒(300251.SZ)

【粤开传媒公司深度】光线传媒(300251.SZ, 买入)中国精品电影领导者, 动漫内容领导者地位显著

投资要点

◇ 观影人次带动全国票房上涨

中国电影市场在 2013-2015 三年的高速增长期后, 票房增长速度开始回落, 趋于稳定增长。根据国家电影局统计, 2019 年中国内地电影票房达到 642.7 亿元, 同比增长 5.4%。2020-2025 我国电影产业增长率保守估计约稳定在 10%; 预计到 2020 年, 全国电影票房收入将超过 700 亿元大关, 2025 年中国国内票房收入将超过 1100 亿元大关。随着城镇化的推进, 三线城市及以下城市观影人次增加成为电影行业的主要驱动力。

◇ 制片、发行和院线竞争激烈, 未来头部标的受惠较大

2012-2019 年间, 影片数量的年复合增长率达到 30.6%, 电影行业高速发展。2019 年, 制片方头部效应明显, 国内制片方占主导。国产电影发行市场竞争激烈, 呈“二超多强”局势。院线市场相对较为竞争, 并购整合是未来方向, 此外, 随版权意识增强和服务的多样化, 我们认为中国影院非票房收入为重要增长极。未来, 产业链上下游一体化是发展趋势。

◇ 光线传媒为影片储备丰富的精品电影领导者

公司成立于 1998 年, 2011 年正式启动 IPO 程序并在深圳证券交易所挂牌交易, 历经二十多年, 公司已成为中国最大的民营传媒娱乐集团。发展之初, 公司通过制作电视节目确立传媒行业的地位, 2015 年后逐渐转型以影视剧制作及发行为核心的龙头企业。公司在动画电影方面通过投资等确立行业高位, 同时布局下游猫眼的互联网出品、宣发及票务。

◇ 投资建议

我们重申「买入」的投资建议, 基于光线传媒, (1) 影视剧内容精品、渠道多样, 动画电影领域行业领先; (2) 未来影片储备丰富、类型齐全, 票房收入稳定。预估公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 31 亿元、25 亿元和 36 亿元, 同比增速分别为 108%、-20%和 45%; 归母净利润分别为 12.3 亿元、8.6 亿元和 13.1 亿元, 同比增速分别为-10%、-30%和 52%。

◇ 风险提示

票房不及预期, 政策监管风险。



目 录

投资案件	4
投资评级与估值	4
关键假设点	4
有别于大众的认识	4
股价表现催化剂	4
核心风险提示	4
一、行业分析	5
（一）全国票房攀升，观影人次是重要因素，档期、品质和类型出现倾向	5
（二）电影行业趋势：竞争激烈，头部标的受惠集中度提升	8
（三）产业链：一体化为趋势	10
二、公司概况	11
（一）公司简介	11
（二）商业模式	13
（三）公司核心竞争力：覆盖精品内容，打通产业链下游	13
三、盈利预估	20

图表目录

图表 1： 中国电影票房进入平稳增长期	5
图表 2： 票房占社消品零售总额比总体上升	5
图表 3： 观影人次、人均观影次数持续上升	5
图表 4： 中国城市化率攀升	6
图表 5： 三线及以下城市票房占比持续增加	6
图表 6： 五线城市的票房同比增长速度最高	6
图表 7： 票房集中出现在春节档、暑期档和国庆档	7
图表 8： 春节档票价高升	7
图表 9： 国产电影票房占比较高	7
图表 10： 中国内地影史票房 TOP10：口碑与票房双赢	7
图表 11： 中国电影票房头部竞争激烈，CR5 影片票房集中度连续上升	8
图表 12： 剧情、动画和喜剧片数量位列前三	8
图表 13： 科幻片单片票房最高	8
图表 14： 影片数量增长速度下降	9
图表 15： 制片方头部效应明显	9
图表 16： 国产电影发行市场竞争激烈	9
图表 17： 院线市场份额	10
图表 18： 院线市场相对竞争	10
图表 19： 电影产业链	10



图表 20: 公司发展历程	11
图表 21: 公司前十大股东	12
图表 22: 公司主营业务更加集中	12
图表 23: 光线传媒控股及参股公司一览	13
图表 24: 光线传媒商业模式	13
图表 25: 光线传媒票房收入	14
图表 26: 公司 2019 年上映影片一览	15
图表 27: 关键词“哪吒”的热度趋势	16
图表 28: 2019 年彩条屋投资动画电影制作公司	16
图表 29: 公司参投、发行和协助推广的动画电影一览	17
图表 30: 公司 2020 年电影储备丰富	18
图表 31: 猫眼在线票务市场份额领先	19
图表 32: 猫眼影业出品和联合出品影片数量提升	19
图表 33: 营收增长	19
图表 34: 归母净利下滑	19
附录: 公司财务预测表 (百万元)	22



投资案件

投资评级与估值

我们重申「买入」的投资建议，基于光线传媒，（1）影视剧内容精品、渠道多样，动画电影领域行业领先；（2）未来影片储备丰富、类型齐全，票房收入稳定。预估公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 31 亿元、25 亿元和 36 亿元，同比增速分别为 108%、-20%和 45%；归母净利润分别为 12.3 亿元、8.6 亿元和 13.1 亿元，同比增速分别为-10%、-30%和 52%。

关键假设点

光线传媒业务线主要为电影业务、电视剧业务和游戏及其他业务，从主营构成来看，游戏领域增长空间有限。我们按照业务进行拆分及预测：

- （1） 公司营收 79%左右来自于电影业务，为公司核心业务，鉴于公司 2019 已上映影片票房优异，2020 年电影业务规划表明公司会继续发掘电影内容，打造更优质、更受观众喜爱的影片，电影作品储备丰富，我们预计该业务收入增速将呈现相对稳定趋势。
- （2） 电视剧业务维持在总营收的 19%左右，2019 年三季度公司披露主要确认了电视剧（网剧）《八分钟的温暖》《逆流而上的你》《听雪楼》投资、发行等收入。2020 年电视剧（网剧）储备丰富。因此我们预计未来三年该业务的收入增速为 5%、15%和 15%。
- （3） 预估公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 31 亿元、25 亿元和 36 亿元，同比增速分别为 108%、-20%和 45%；归母净利润分别为 12.3 亿元、8.6 亿元和 13.1 亿元，同比增速分别为-10%、-30%和 52%。基于光线传媒，（1）影视剧内容精品、渠道多样，动画电影领域行业领先；（2）未来影片储备丰富、类型齐全，票房收入稳定，重申「买入」的投资建议。

有别于大众的识别

电影行业产业链上下游一体化是发展趋势。

股价表现催化剂

票房爆款，猫眼盈利迅速拉升。

核心风险提示

票房不如预期。

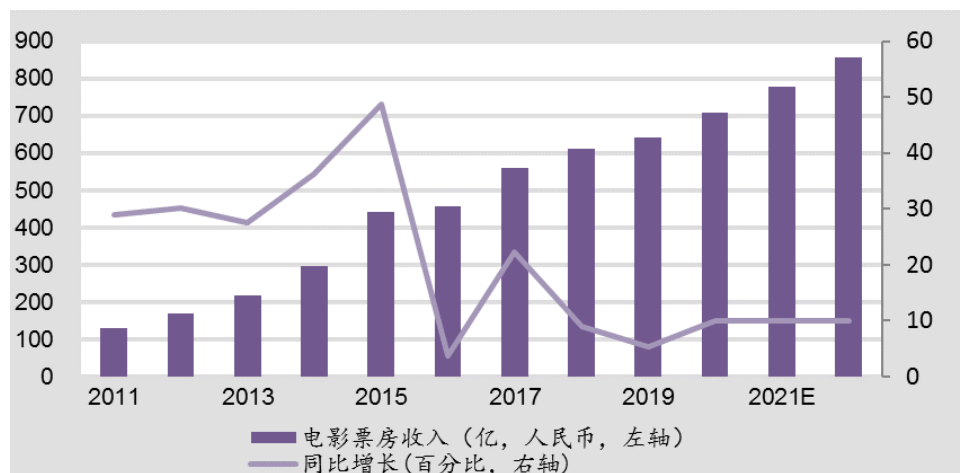


一、行业分析

(一) 全国票房攀升，观影人次是重要因素，档期、品质和类型出现倾向

中国电影市场在 2013-2015 三年的高速增长期后，票房增长速度开始回落，趋于稳定增长。根据国家电影局统计，2019 年中国内地电影票房达到 642.7 亿元，同比增长 5.4%，比 2018 年同比增长率下降 4 个百分点。2011-2019 年间，中国电影票房复合年增长率达到 19.3%。2020-2025 我国电影产业增长率保守估计约稳定在 10%；预计到 2020 年，全国电影票房收入将超过 700 亿元大关，2025 年中国国内票房收入将超过 1,100 亿元大关。

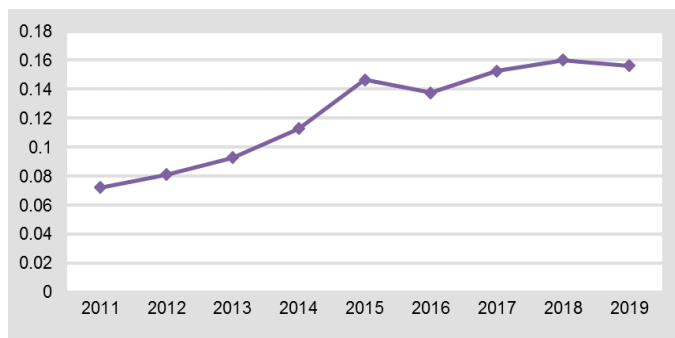
图表1： 中国电影票房进入平稳增长期



资料来源：国家电影局，前瞻产业研究院，粤开证券研究院

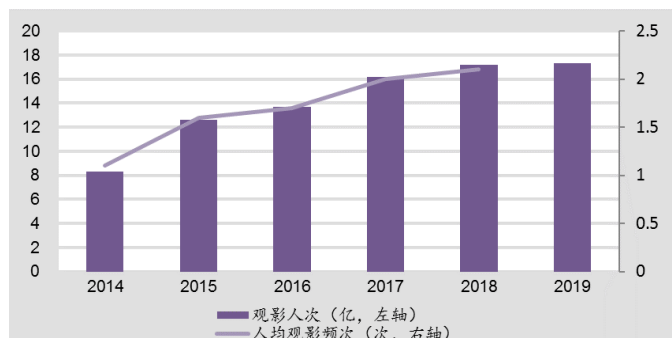
随着我国消费升级持续，居民娱乐消费支出增多，票房占社消品零售总额百分比总体上升，观影人次、人均观影次数持续上升。2019 年，票房占社消品零售总额百分比为 0.156%，比 2011 年的 0.07% 上升 0.8 个百分点，和 2018 年的 0.16% 基本持平。这一数据总趋势保持上升，意味着人民观影支出占社会消费总额比例提升，电影消费意愿更强。此外，2019 年观影人次达到 17.3 亿人次，人均观影次数从 2011 年的 1.1 次增加到 2018 年的 2.1 次。美国等电影成熟市场的人均观影次数为 3.8 次，表明我国人均观影次数还有较大上升空间。

图表2： 票房占社消品零售总额比总体上升



资料来源：国家统计局，粤开证券研究院

图表3： 观影人次、人均观影次数持续上升

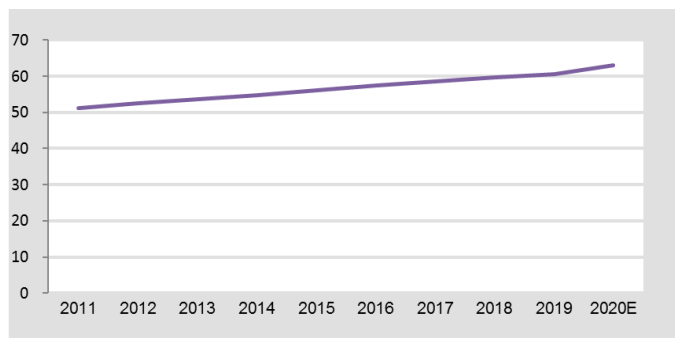


资料来源：艺恩数据，粤开证券研究院



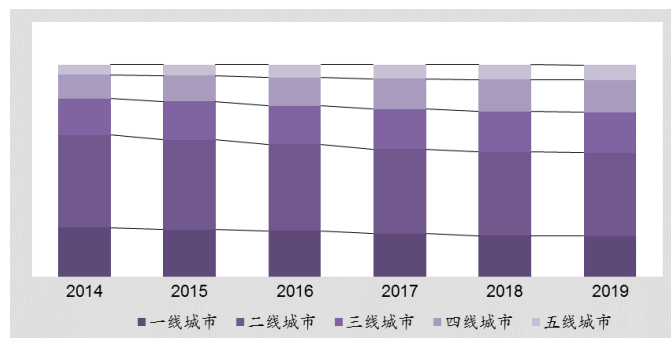
随着城镇化的推进，三线城市及以下城市观影人次增加成为电影行业的主要驱动力。目前，我国城市化率逐步攀升，至 2019 年超过 60%、2020 年预计达到 63%。但对比发达国家平均 80%的城市化率水平，我国城市化率仍有较大增长空间。城市化推进带来城市人口的增长，三线及以下城市的观影人次有望进一步增长。2014 年来的分地区票房统计数据显示，一线城市和二线城市票房占比持续下降，在 2019 年分别为 19.1%和 39.2%；三线及以下城市票房占比持续增加，票房占比从 2014 年的 33.3%增长到 2019 年的 41.7%。2019 年，一线城市票房的同比增长最低，为 3.7%，而五线城市的票房同比增长速度高达 7.4%。可见三线及以下城市的票房收入是支撑 2019 年票房增长的重要动力。随着城市化推进和院线渠道下沉，预计三线及以下城市观影人次有望进一步增长，成为中长期票房主要增长动力。

图表4： 中国城市化率攀升



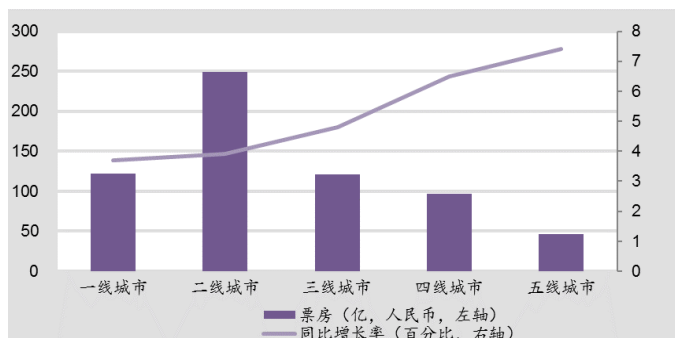
资料来源：国家统计局，粤开证券研究院

图表5： 三线及以下城市票房占比持续增加



资料来源：艺恩数据，粤开证券研究院

图表6： 五线城市的票房同比增长速度最高

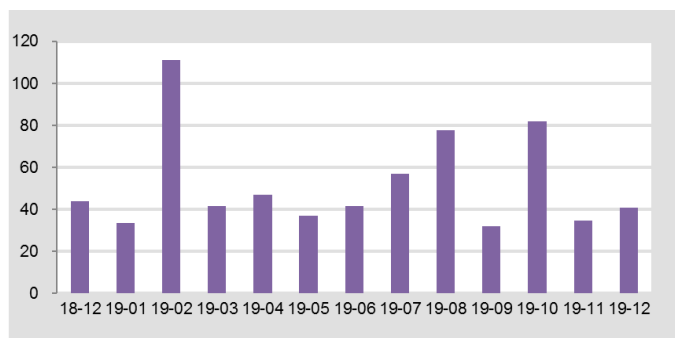


资料来源：艺恩数据，粤开证券研究院

对于我国电影市场来说，档期、影片品质和影片类型已经出现趋势。就档期而言，春节档、暑期档和国庆档容易带来票房高峰。从 2018 年 12 月至 2019 年 12 月分月票房数据显示，票房最高峰出现在 2 月份（春节假期），为 111 亿元；较高峰出现在 7 月、8 月（暑期）和 10 月（国庆假期），票房分别为 57、77 和 81 亿元。春节档票房也受惠于上涨的票价，自 2017 年起，春节档电影平均票价从 35.7 元上升至 44.9 元。2020 年受突发疫情影响，贺岁影片撤档、影院关停，春节档票房颗粒无收，行业失去全年最重要盈利档期；但后期疫情结束后可能带来原有观众人群的电影消费反弹。总体来说，未来上述高票房档期上映影片将更加集中，带来的竞争更加激烈。

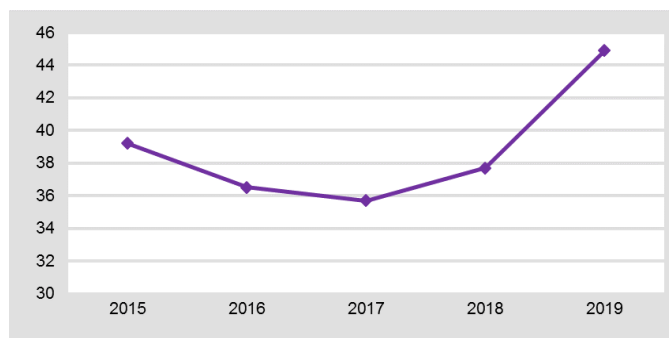


图表7：票房集中出现在春节档、暑期档和国庆档



资料来源：国家电影专资办，粤开证券研究院

图表8：春节档票价高升

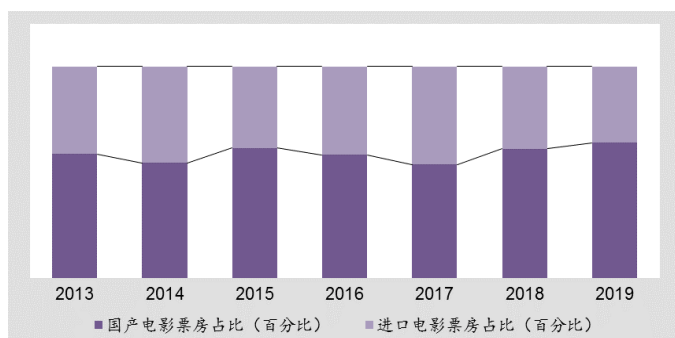


资料来源：艾媒咨询，粤开证券研究院

注：春节电影统计周期：2月4日至10日

我国观众更青睐国产高品质电影。2019年，我国国产电影票房占总票房的64%，进口电影只有36%。从2013年至2019年，国产电影票房占总票房比重上升6个百分点，且均超过进口电影比重，总体来说观众更倾向国产电影。在中国内地影史票房总排行TOP10中，只有《复仇者联盟4：终局之战》为进口电影，其他9部均为国产电影。同时，观众更注重电影品质，根据艺恩数据的调查，观众观影决策时前三大考虑因素为“影片口碑好”、“演员阵容吸引我”和“预告片吸引人”。在票房TOP10电影中，豆瓣评分均超过6.5（满分10分），有7部超过7.0，国产动画《哪吒之魔童降世》、漫威IP《复仇者联盟4：终局之战》、改编自撤侨事件的动作片《红海行动》评分达到8.5，关注医药行业的国产现实主义剧情片《我不是药神》达到9.0高分，口碑与票房双赢。未来，票房将向国产高品质影片流动，反向促进行业提升国内影片品质。

图表9：国产电影票房占比较高



资料来源：中国电影数据网，中国电影局，粤开证券研究院

图表10：中国内地影史票房TOP10：口碑与票房双赢

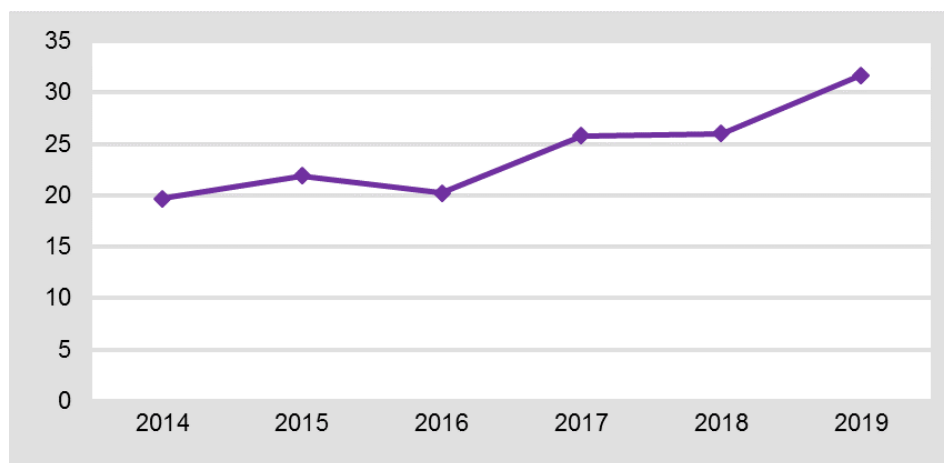
中国内地票房总排行				
排名	影片	票房 (亿元)	地区	上映年份
1	《战狼2》	56.79	中国	2017
2	《哪吒之魔童降世》	50.13	中国	2019
3	《流浪地球》	46.84	中国	2019
4	《复仇者联盟4：终局之战》	42.50	美国	2019
5	《红海行动》	36.51	中国/中国香港	2018
6	《唐人街探案2》	33.98	中国	2018
7	《美人鱼》	33.92	中国/中国香港	2016
8	《我和我的祖国》	31.71	中国/中国香港	2019
9	《我不是药神》	40.00	中国	2018
10	《中国机长》	29.12	中国	2019

资料来源：艾媒咨询，粤开证券研究院

票房的头部竞争依然激烈，中部和尾部影片票房乏力。CR5影片票房集中度六年内连续上涨12个百分点，2019年为31.7%，“马太效应”越来越明显的同时，竞争依然激烈。此外2014年TOP10影片票房占比为31.5%，TOP20占比为49.6%；而2019年度TOP10的影片占据了全年44.5%的票房，而年度TOP20的影片占据了61%。这说明随着时间发展，未来“爆款电影”带来的观众、票房集聚性更大，而中部和尾部的电影盈利更加吃力。



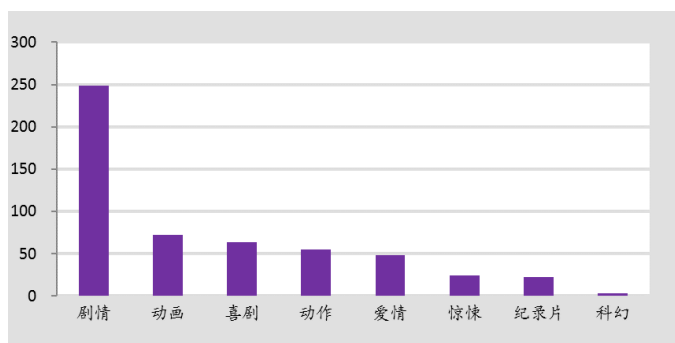
图表11： 中国电影票房头部竞争激烈，CR5 影片票房集中度连续上升



资料来源：国家电影局，前瞻产业研究院，粤开证券研究院

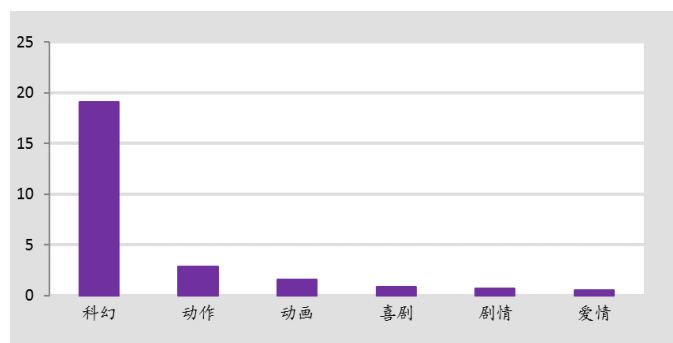
影片类型开始多样化，科幻和动画异军突起。2019 新上映影片数量分类显示，剧情、动画和喜剧片数量位列前三，其中剧情片全年共上映 249 部，遥遥领先。制作壁垒原因导致科幻影片数量最少，仅为 3 部。但就平均单片票房而言，科幻影片在《流浪地球》的带动下达到 19.1 亿元，数量少但出精品，2019 年被评价为“科幻元年”；动画片在《哪吒之魔童降世》带动下达到 2.89 亿元；剧情片同样有高票房电影，但整体而言数量过多、质量良莠不齐。未来，在 2019 年头部电影高票房推动下，行业将会将更多目光投向广泛题材、类型，尤其是科幻和动画影片的投资、制作和发行。

图表12： 剧情、动画和喜剧片数量位列前三



资料来源：艺恩数据，粤开证券研究院

图表13： 科幻片单片票房最高



资料来源：艺恩数据，粤开证券研究院

（二）电影行业趋势：竞争激烈，头部标的受惠集中度提升

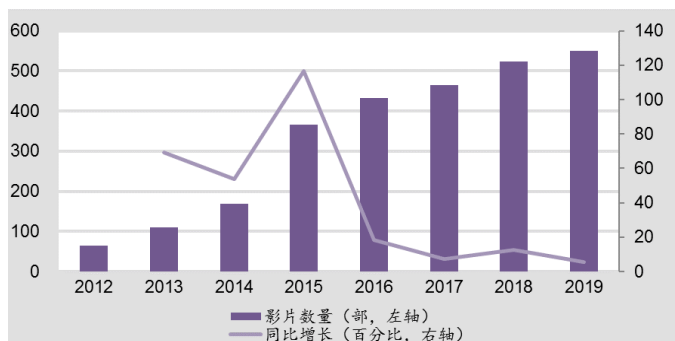
影片数量增长速度下降。2012-2019 年间，影片数量的年复合增长率达到 30.6%，电影行业高速发展。但自 2016 年开始，影片数量同比增长速度放慢。2019 年，国内上映电影数量达到 551 部，较去年增长 5.4%，这一增长速度较前几年有明显下降，比 2018 年减少 7 个百分点。同时，国家出台多项相关政策，一方面收束泛娱乐化、盗版泛滥、天价片酬、收视造假、违规播出广告等行业乱象，另一方面扶持精品影视剧出产。影视行业开始降温，从浮躁进而转向长期健康发展，影片竞争环境将会从量变转移向质变。

2019 年，制片方头部效应明显，国内制片方占主导。主投主控电影累计票房前四的制片方分别为博纳影业、中国电影、美国漫威影业、光线影业，这些公司主投主控的影片票



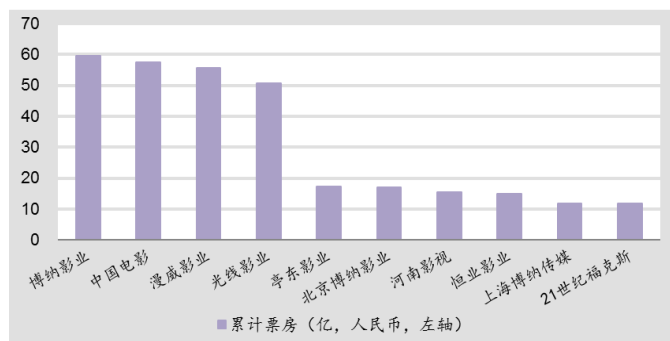
房累计均超过 50 亿元，和第五名亨东影业 17 亿有较大差距，构成了头部制片方。累计票房前十的制片方中，只有美国漫威影业和 21 世纪福克斯为海外制片方，其余均为中国本土制片方。总体来说，TOP10 制片方均更依赖单一头部电影，如累计票房第一（59.5 亿元）的博纳影业主投《我和我的祖国》、《中国机长》；中国电影（57.5 亿元）主投《流浪地球》；漫威影业（55.6 亿元）主投《惊奇队长》《复仇者联盟 4：终局之战》；光线传媒主投《哪吒之魔童降世》，这些影片均为 2019 年度乃至内地影史票房头部影片。其余六家也参投《少年的你》、《飞驰人生》等大热影片。

图表14： 影片数量增长速度下降



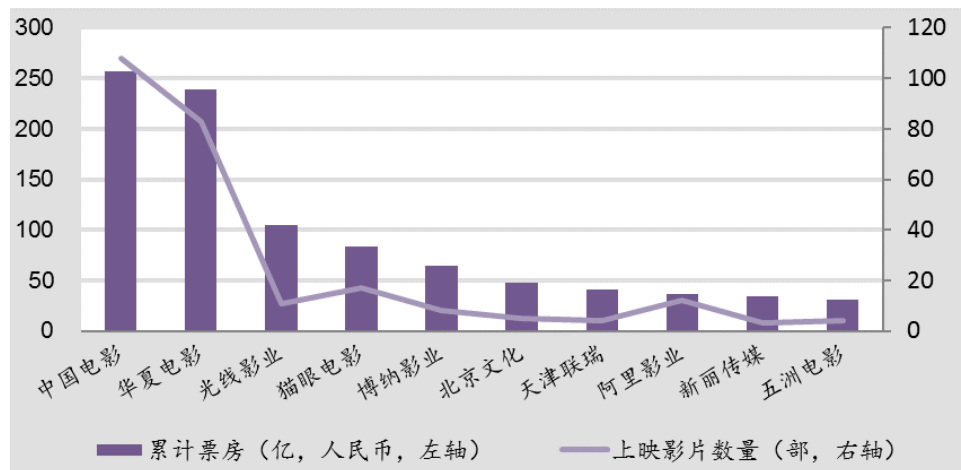
资料来源: wind, 粤开证券研究院

图表15： 制片方头部效应明显



资料来源: wind, 粤开证券研究院

图表16： 国产电影发行市场竞争激烈



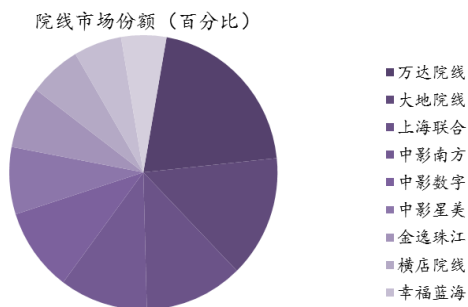
资料来源: 艾媒咨询, 粤开证券研究院

国产电影发行市场竞争激烈。其中，中国电影和华夏电影的突出优势是政策优势，即进口电影只有中国电影和华夏电影有引进和发行权；对于其余 8 家发行方来说，其参与发行影片数量和票房收入基本呈正相关，差距并不大。参与发行影片累计票房第一名的中国电影和第三名光线影业的差距约为 151 亿元，而光线影业和第十名五洲电影的差距仅为 74 亿元。发行市场的竞争中，既有博纳、中影等基于院线资源优势的终端主导型公司，也有光线传媒、新丽传媒等以内容取胜的传统发行公司，以及猫眼电影、阿里影业等拥有线上购票渠道的互联网发行公司。发行方将更倾向于整合上下游资源，并联合互联网公司、渠道进行竞争



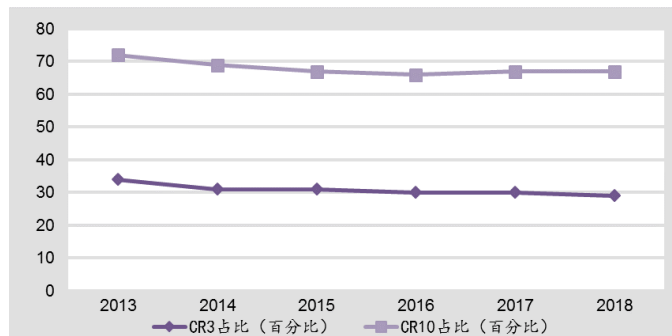
院线部分，目前中国前十大院线控制市场份额的 67%左右，然而 CR3 的份额仅为 37%，市场相对较为竞争，2019 年万达电影市场份额第一，为 13.9%，略有下降。对比成熟的北美院线市场，显示中国院线行业整合空间较大。由于院线为规模效益较强的行业，并购为行业内在动力，利用资本平台通过收购兼并扩大市占率的路径已打通。一方面，并购整合可以提高院线的竞争力和综合实力，增强盈利能力。另一方面，院线并购带来集中度提高，从而在产业链中可以获得对制片方和发行方更高的议价能力。此外，随版权意识增强和服务的多样化，我们认为中国影院非票房收入为重要增长极。

图表17： 院线市场份额



资料来源：艾媒咨询，粤开证券研究院

图表18： 院线市场相对竞争



资料来源：艾媒咨询，粤开证券研究院

(三) 产业链：一体化为趋势

电影产业链主要包括上游的参投制作方、中游的发行方及下游的院线及影院等。行业监管审查较为严格，政策要求下，上中下游的准入门槛较高。电影产业链中，最主要的收入来源是下游院线和影院的票房收入，该票房交由中游发行方按比例分配。国产影片票房扣除营业税和 5% 电影专项发展基金后，分账比例约为 4:1:5，因此制片方和院线议价权相对更高；而进口影片情况不同，进口批片由国内发行公司买断内地发行权，在制片方不参与票房分成的情况下，发行方分账比例可以达到 40% 以上；而引进的分账片分账比例约为 2:3:5。因此对于发行方来说，进口影片的发行能够带来更多盈利。有能力的电影企业正逐步布局，整合产业链上下游，实现参投、发行、放映乃至衍生产品生产一体化。

图表19： 电影产业链

	制片方	发行方	院线/影院	观众
核心职能	剧本开发、立项、电影生产构成	组织电影宣传和发行及随后影片公映、衍生品销售等	负责影片放映	
门槛	高	高	高	
壁垒	政策准入、投资制作管理水平、资金和专业演职人才	政策准入、发行放映渠道	牌照、资金和服务优势	
分账比例 (国产片)	38-43%	4-6%，进口电影分账比例较高，为 22-43%	院线：3-7% 影院：50-52%	
未来趋势	影视制作追求高质量、强内容；整合下游趋势明显，制作宣发一体化	介入上游业务；协同互联网公司开拓互联网渠道	提升服务多样化；并购整合	
代表公司	中影、华谊、博纳、光线等	中影、华夏（唯二进口电影发行商）、光线、猫眼、阿里影业等	万达、中影星美、大地等院线和 UME 国际影城等影院	

资料来源：粤开证券研究院



二、公司概况

(一) 公司简介

光线传媒(300251.SZ)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。发展之初,公司通过制作电视节目确立传媒行业的地位,2015年后逐渐转型以影视剧制作及发行为核心的龙头企业,目前业务已覆盖电影、电视剧(网剧)、动漫、游戏、音乐、文学、艺人经纪、戏剧、衍生品、实景娱乐等领域。

图表20: 公司发展历程

时间	事件	说明
2013年10月	电视剧业务领域布局	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	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	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	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	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	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	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	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	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	完善IP领域布局广度	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	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		三快科技24亿资金收购光线传媒6%股权
2016年12月	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	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	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	继续推进动漫领域战略布局	孙公司彩条屋出资3400万元认购红鲤鱼文化60%股权。红鲤鱼文化成立于2017年1月12日,注册资本为人民币500万元,红鲤鱼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	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	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	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意一体化服务,具有优秀的动画制作能力和丰富的行业经验
2018年12月	整合互联网发行渠道	公司与猫眼娱乐将在联合投资、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。
2019年2月	猫眼娱乐港股上市	参股公司Maoyan Entertainment(“猫眼娱乐”)于2019年2月4日在香港联交所挂牌上市,公司通过全资孙公司香港影业国际有限公司持有猫眼娱乐17.18%股份。
2019年7月	布局实景娱乐业务板块	公司与江苏省扬州市江都区人民政府签订了《光线(扬州)中国电影世界项目合作框架协议》,将结合自身在影视、文旅等方面的优势和资源,为PPP项目整体策划、业态布局、资源要素导入、文娱产业运营提供专业支持。

资料来源:公司公告,粤开证券研究院

截至19Q3,上海光线投资控股有限公司是公司第一大股东,持股比例为44%。前十大股东共持股73%,持股结构较为集中。



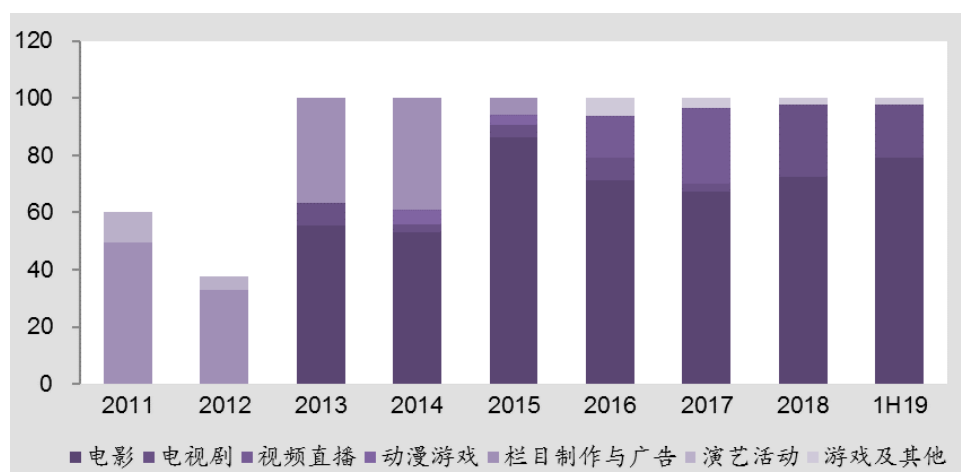
图表21： 公司前十大股东

股东名称	持股比例（百分比）	说明	股本性质
上海光线投资控股有限公司	44.06		A股流通股
杭州阿里创业投资有限公司	8.78		A股流通股
北京三快科技有限公司	6.00		A股流通股
杜英莲	3.87	杜英莲与上海光线投资控股有限公司董事长、公司实际控制人王长田为夫妻关系	A股流通股
李晓萍	3.79		限售流通A股, A股流通股
李德来	2.99		限售流通A股, A股流通股
王华	1.18	王华为王长田妹妹, 为上海光线投资控股有限公司董事及股东	A股流通股
王洪田	1.05	王洪田为王长田弟弟	A股流通股
中国工商银行股份有限公司-泓德远见回报混合型证券投资基金	0.92		A股流通股
科威特政府投资局	0.63		A股流通股
合 计	73.27		

资料来源：公司资料，粤开证券研究院

自 2015 年开始布局影视行业后，光线传媒的影视剧业务收入持续增加，目前占据较大比例营收，1H19 影视业务约占 97%，其中电影收入占公司营业收入的 78%，电视剧（网剧）收入占 18%。主营更加集中，影视剧，尤其是电影，成为公司的核心业务和竞争力。

图表22： 公司主营业务更加集中



资料来源：公司资料，粤开证券研究院

控股及参股公司围绕核心业务进行布局，加强协同效应。光线传媒采用厂牌化运作，形成七大品牌，各司其职，围绕电影产业进行布局。



图表23： 光线传媒控股及参股公司一览

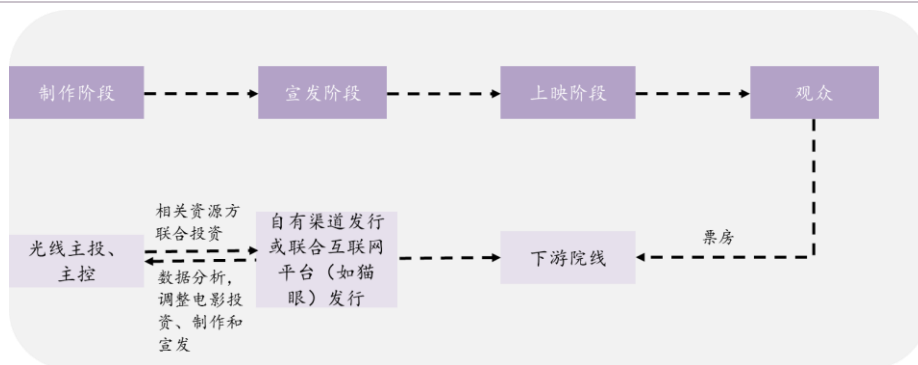
业务分类	品牌	控股子公司、孙公司	参股公司	业务方向
影视制作	光线影业	北京、东阳、山南等光线影业		综合电影品牌
	青春光线	霍尔果斯青春光线影业、霍尔果斯青春光线文化传播		年轻态电影、出版品牌
	彩条屋	霍尔果斯彩条屋影业		动漫电影、真人奇幻电影品牌
	小森林	霍尔果斯小森林影业		以“青春、热血、职场”的影视剧内容定位的品牌
	五光十色	霍尔果斯五光十色影业		以涉猎女性及多类型影视剧内容定位的品牌
	迷彩光线	N.A.		侧重于军事、动作、主旋律题材
	迷你光线	N.A.		以小成本电影、探索电影为主
互联网票务			猫眼微影文化传媒	互联网票务和发行渠道
影视宣发		北京英事达形象包装顾问		宣传片、海报、MV、音乐等素材及宣发物料制作
互联网业务		E视网		光线互联网业务平台
艺人经纪业务		山南光线艺人经纪	喜天影视、热度文化等	光线艺人经纪业务
实景娱乐		北京全线实景文化、扬州全实景娱乐	当虹科技、七维科技等	电影主题公园项目、影视基地项目
影视投资		霍尔果斯光威影业	欢瑞世纪、蓝白红影业等	影视投资业务
游戏		盛世互娱等		游戏业务
电商		山南光线电子商务		衍生品电商销售
其他		光线易视等	大象映画、多米在线等	其他业务

资料来源：公司资料，粤开证券研究院

（二）商业模式

光线传媒为国内产业链纵向延伸最完整的综合内容集团之一。目前其在电影业务的主要商业模式为光线主投、相关资源方公司联合投资，从剧本筹划环节开始介入，将内容交由制作工作室进行制作，影片制作完成后交由自有的发行平台或参投的互联网公司渠道进行发行和宣传，如通过猫眼进行互联网售票、互联网影视宣传。发行业务的盈利模式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，分为代理发行和投资发行两种模式。发行平台会来自院线的票房进行按比例分发；并将来自观众和院线的数据、信息反馈至制片、发行环节，从而调整新的投资、制作和宣发策略。

图表24： 光线传媒商业模式



资料来源：公司资料，粤开证券研究院

（三）公司核心竞争力：覆盖精品内容，打通产业链下游

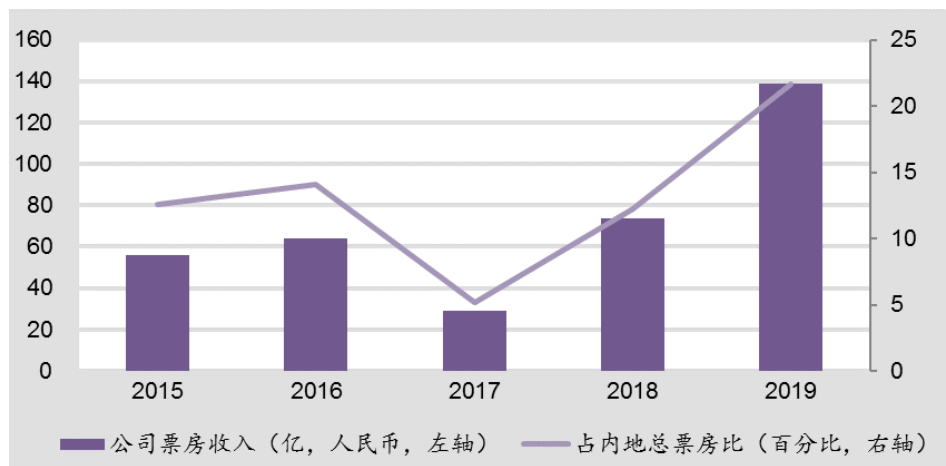
1、内容：上映影片表现亮眼，动画前景可期，电影储备丰富

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。2019 年公司参投、发行的影片票房再创新高，达到 139 亿元，占全国总票房的 21%。2017 年来，公司参投、发行的影片票房大幅上涨，从 29 亿元增加至 139 亿元，占全国总票房的比重也相应增加了 16 个百分点。

图表25： 光线传媒票房收入



资料来源：公司资料，粤开证券研究院

2019 年度，公司参与投资、发行或协助推广的上映影片实现了质和量的双重提升。2019 年，公司参与投资、发行或协助推广的上映影片达到 18 部，比 2018 年增加了 3 部；在这些电影中，13 部为公司投资，10 部为公司投资兼发行，4 部为公司协助推广；公司投资影片较多，确保有较大盈利空间。在这些公司参投的影片中，既有年度票房冠军《哪吒之魔童降世》，也有参加国际专业电影节展映的高艺术性电影《南方车站的聚会》、《风中有朵雨做的云》，同样也有献礼新中国成立 70 周年的《我和我的祖国》。公司坚持以内容为核心，达到了参投、发行和协助推广影片在商业性和艺术性上的平衡。



图表26： 公司 2019 年上映影片一览

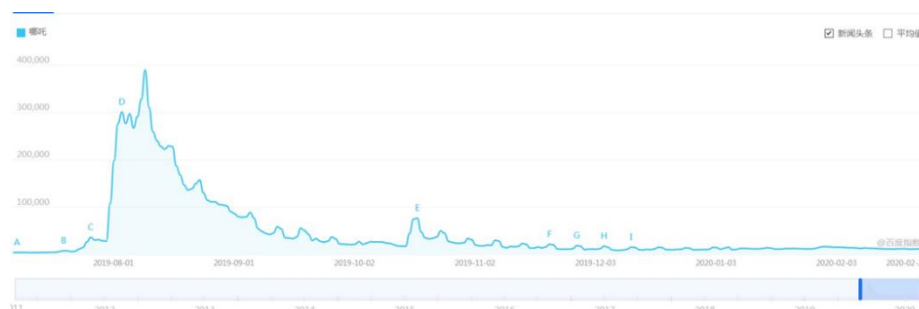
影片	类型	上映时间	合作方式	主要演职员	票房（亿，人民币）	说明
《四个春天》	纪录	2019年1月4日	投资、发行	导演：陆庆屹	0.11	FIRST青年电影展入围影片
《疯狂的外星人》	喜剧、科幻	2019年2月5日	发行	导演：宁浩；主演：黄渤、沈腾	22.13	
《夏日友人帐》	动画	2019年3月7日	协助推广	导演：大森贵弘	1.15	
《阳台上》	剧情	2019年3月15日	投资、发行	导演：张猛；主演：周冬雨	0.04	
《风中有朵雨做的云》	剧情、悬疑	2019年4月4日	投资、发行	导演：娄烨；主演：井柏然、宋佳、马思纯	0.65	入围第69届柏林国际电影节全景单元、提名金马奖最佳导演
《雪暴》	剧情、悬疑	2019年4月30日	投资、发行	导演：崔斯韦；主演：张震、廖凡、倪妮	0.28	
《千与千寻》	动画	2019年6月21日	协助推广	导演：宫崎骏	4.88	
《银河补习班》	剧情	2019年7月18日	投资	导演：邓超；主演：邓超	8.78	
《哪吒之魔童降世》	动画	2019年7月26日	投资、发行	导演：饺子	50.13	2019中国内地电影年度票房冠军，内地动画电影影史票房冠军，进入第92届奥斯卡奖“最佳动画长片”初选名单
《保持沉默》	剧情、悬疑	2019年8月23日	投资、发行	导演：甘剑宇；主演：大鹏、欧豪	0.22	
《铤而走险》	动作、犯罪	2019年8月30日	投资、发行	导演：周可；主演：周迅、吴镇宇、祖峰	0.44	
《小小的愿望》	剧情	2019年9月13日	投资	导演：田羽生；主演：彭昱畅、王大陆、魏大勋	2.86	
《友情以上》	爱情	2019年9月20日	协助推广	导演：查亚诺普·布恩帕拉科布	0.52	
《我和我的祖国》	剧情	2019年9月30日	投资	导演：陈凯歌、管虎、宁浩、张一白、薛晓璐等	31.7	新中国成立70周年献礼片，创献礼片票房纪录
《天气之子》	动画	2019年11月1日	协助推广	导演：新海诚	2.88	进入第92届奥斯卡奖“最佳动画长片”初选名单
《两只老虎》	剧情	2019年11月29日	投资、发行	导演：李非；主演：葛优、赵薇	2.24	
《南方车站的聚会》	剧情	2019年12月6日	投资、发行	导演：刁亦男；主演：胡歌、桂纶镁、廖凡、万茜	2.02	入围戛纳电影节主竞赛单元
《误杀》	剧情	2019年12月20日	投资、发行	导演：柯汶利；主演：肖央、谭卓	11.54	

资料来源：公司公告，粤开证券研究院

其中，公司参与主投主控的影片《哪吒之魔童降世》（下简称《哪吒》）创造了多项纪录，上映后口碑、热度和票房迅速同时发酵，是高口碑、高票房电影的典型案例。在上映初期，该影片的口碑、热度和票房就已经迅速飙升：在口碑方面，《哪吒》豆瓣开画评分高达 8.6，猫眼开画评分高达 9.6；在热度方面，“哪吒”百度搜索指数 7 月 26 日开始攀升，8 月 4 日上映一周后到达顶峰；在票房方面，上映首日票房 1.385 亿，创下首日票房纪录；次日票房 2.25 亿，成为中国影史首部单日票房破 2 亿的动画电影，将《疯狂动物城》保持的最高纪录提升了 23.3%。截至目前，《哪吒》打破了动画电影首日/单日票房最高纪录、首周/单周票房最高纪录、市场最高观影人次、首日/单日场次纪录、单日排片纪录、单日票房占比纪录、单日分账破亿天数纪录、IMAX 中国暑期档最佳票房纪录等多项纪录，成为 2019 年度票房冠军、IMAX 中国首部破亿动画电影、首部进入内地票房总榜前十名的动画电影、中国影史动画电影票房冠军、中国影史票房总榜前三，冲破了国产动画电影票房的天花板。



图表27: 关键词“哪吒”的热度趋势



资料来源: 百度指数, 粤开证券研究院

《哪吒》由公司子公司北京光线影业有限公司参与出品、发行, 主创团队主要来自于子公司彩条屋投资的可可豆动画。根据公告, 公司从《哪吒》中获得的投资收益比例大约为票房的 22.5%至 27%, 因此我们推算公司获得的投资收益约为 11.3 亿元至 13.5 亿元左右。《哪吒》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布局动画电影战略的正确性, 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。

截至目前, 公司已采取股权投资、项目管理相结合的方式, 通过旗下子公司彩条屋影业投资 18 家业内优秀动画制作公司、推广公司等; 或在内部孵化漫画平台项目。公司将发掘并培养优秀人才和团队, 打造 IP 化的“封神宇宙”等。我们认为, 未来彩条屋所投的动画电影制作公司能够覆盖市场中 80%左右的动画电影票房。

图表28: 2019 年彩条屋投资动画电影制作公司

公司	持股比例	代表作品
幻想师动画	75%	长片的中后期制作以及各类短片 (如游戏pv) 的整包
光印影业	60%	《查理九世》
红鲤文化	60%	《Invasion》
全擎娱乐	35%	《西游记》
雨后文化	35%	N. A.
彼岸天	30%	《大鱼海棠》
可可豆动画	30%	《哪吒之魔童降世》
中传合道	30%	《姜子牙》
神奇一天	30%	《鬼列车》
漫言星空	30%	《星海镖师》
十月文化	28.11%	《哪吒之魔童降世》
凝羽动画	27%	《茶啊二中》
好传文化	27%	《大护法》
青空绘彩	25.04%	《昨日青空》
末匠文化	25%	N. A.
易动传媒	18.67%	《美食大冒险》
玄机科技	N. A.	《秦时明月》
路行动画	N. A.	《妙先生》系列
魅力动画	N. A.	N. A.

资料来源: 粤开证券研究院

自 2015 年以来, 公司参与投资、发行和协助推广的动画电影有 17 部, 其中参与投资发行的《大鱼海棠》、《熊出没之变形记》和《哪吒之魔童降世》取得了相对较好的票房成



绩,“大”系列(《大护法》、《大世界》)则口碑较高。参与协助推广的电影多为日本进口动画电影,品质优良、由日本顶尖动画电影导演工作室制作,如《你的名字》(导演:新海诚)、《千与千寻》(导演:宫崎骏)等。这说明公司能够在国内动画电影投资、制作、宣发等全环节抢占行业制高点、培养和动画电影公司的密切联系,最终在市场中稳定龙头地位和话语权。

图表29: 公司参投、发行和协助推广的动画电影一览

影片	上映年份	合作方式	票房(万,人民币)
《洛克王国4:出发!巨人谷》	2015	投资、发行	7,698.5
《果宝特攻之水果大逃亡》	2016	投资、发行	833.5
《大鱼海棠》	2016	投资、发行	56,406.2
《我叫袁木涕之山口山战记》	2016	投资、发行	1,213.4
《精灵王座》	2016	投资、发行	2,508.9
《你的名字》	2016	协助推广	57,568.1
《大护法》	2017	投资、发行	8,760.2
《西游记之风暴法米拉》	2017	投资、发行	暂无
《烟花》	2017	协助推广	7,866.5
《熊出没之变形记》	2018	投资、发行	60,551.3
《大世界》	2018	投资、发行	262.5
《昨日青空》	2018	投资	8,382.8
《夏目友人帐》	2019	协助推广	11,526.7
《千与千寻》	2019	协助推广	48,827.0
《哪吒之魔童降世》	2019	投资、发行	501,326.3
《天气之子》	2019	协助推广	28,871.4
《姜子牙》	2020	投资、发行	未上映

资料来源:粤开证券研究院

2020 年公司的待上映储备影片丰富。动画电影方面,《姜子牙》作为“封神宇宙”的第二作,备受观众和业内关注,预计将与《哪吒之魔童降世》在票房上有可比性,受春节撤档影响,我们保守估计票房在 30 亿元左右。《大鱼海棠 2》是《大鱼海棠》的续作,将与前作在票房上有可比性,我们估计票房在 5 亿元左右。其他动画电影作品质量和票房尚待市场验证。真人电影方面,《三体》可能带来高票房收入,其原著是“中国科幻第一人”刘慈欣的科幻代表作,且《流浪地球》带来的国产科幻电影热依然持续;《八佰》和《坚如磐石》均为知名导演作品,品质值得期待。其他电影作品质量和票房尚待市场验证。



图表30： 公司 2020 年电影储备丰富

影片	类型	制作进程	合作方式	主要演职员
《三体》	科幻	制作中	投资、发行	主演：冯绍峰、张静初
《荞麦疯长》	剧情	制作中	投资	监制：陈思诚；主演：肖央，谭卓
《八佰》	剧情	制作完成	投资	导演：管虎；主演：张译、李卓航
《墨多多谜境冒险》		制作中	投资、发行	导演：王竞；主演：秦昊，蔡国庆
《妙先生》	动画	制作中	投资、发行	导演：李凌霄
《西晒》		制作中	投资、发行	导演：袁媛
《如果声音不记得》		制作中	投资、发行	导演：落落
《姜子牙》	动画	制作完成	投资、发行	导演：程腾、李炜
《坚如磐石》		制作中	N.A.	导演：张艺谋
《破阵子》		制作中	N.A.	导演：董天翼
《深海》	动画	制作中	N.A.	导演：田晓鹏
《星游记之冲出地球》		制作中	N.A.	导演：胡一泊
《莫尔道嘎》		制作中	N.A.	导演：曹金玲
《她的故事》		引进中	N.A.	导演：闵奎东
《爱情汨游》		引进中	N.A.	导演：Tanujan Chandra
《后来我们都哭了》		前期策划	N.A.	待定
《照明商店》		前期策划	N.A.	待定
《深海里的星星》		前期策划	N.A.	待定
《东宫》		前期策划	N.A.	待定
《大鱼海棠2》	动画	制作中	N.A.	导演：梁旋、张春
《西游记之大圣闹天宫》	动画	制作中	N.A.	导演：田晓鹏
《凤凰》	动画	制作中	N.A.	待定
《魁拔》	动画	制作中	N.A.	导演：王川
《鬼列车》	动画	制作中	N.A.	导演：景绍宗
《BOBO&TOTO》		前期策划	N.A.	待定
《大理寺日志》	动画	制作中	N.A.	待定
《八仙过大海》	动画	制作中	N.A.	待定
《桃花源·记》		前期策划	N.A.	待定
《你的孤独，虽败犹荣》		前期策划	N.A.	待定
《五个扑水的少年》		前期策划	N.A.	待定
《刀锋上的救赎》		前期策划	N.A.	待定
《永失我爱》		前期策划	N.A.	待定
《这么些年》		前期策划	N.A.	待定
《跑步吧，爷爷》		前期策划	N.A.	待定
《君生我已老》		前期策划	N.A.	待定
《十年一品温如言》		前期策划	N.A.	待定
《会飞的蚂蚁》		前期策划	N.A.	导演：周铨

资料来源：粤开证券研究院

2、产业链：猫眼拓展互联网宣发新渠道

光线传媒的参股公司 Maoyan Entertainment（猫眼娱乐）于 2019 年 2 月 4 日在香港联合交易所挂牌上市。其 1H19 公告显示，猫眼娱乐董事局主席、非执行董事王长田间接拥有约 41.86% 的权益，为第一大股东。其中，Vibrant Wide Limited（王长田全资拥有的公司）拥有 24.68% 权益，以及香港影业国际有限公司（该公司是光线传媒全资孙公司，而光线传媒由光线控股控制，王长田持光线控股 95% 的权益）拥有 17.18% 的权益。

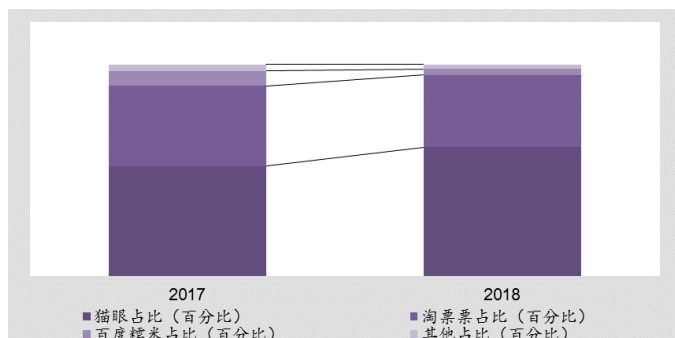
猫眼娱乐是中国提供创新互联网赋能娱乐服务的领先平台，提供在线娱乐票务服务、娱乐内容服务、娱乐电商服务、广告服务及其他服务。在线票务销售是猫眼的核心业务，其 2018 年市占率高达 61%，与淘票票二分天下。票务平台成为重要的数据采集源头与变现渠道。

此外，猫眼是中国首间开展互联网赋能电影宣发服务的公司，现已将该等服务拓展至广泛的娱乐内容。中国电影票务突破 80% 的在线化率使得在线宣发尤为重要。截至 2018 年 9 月 30 日，猫眼提供娱乐内容服务的电影占中国综合票房超过 90%。猫眼娱乐全资



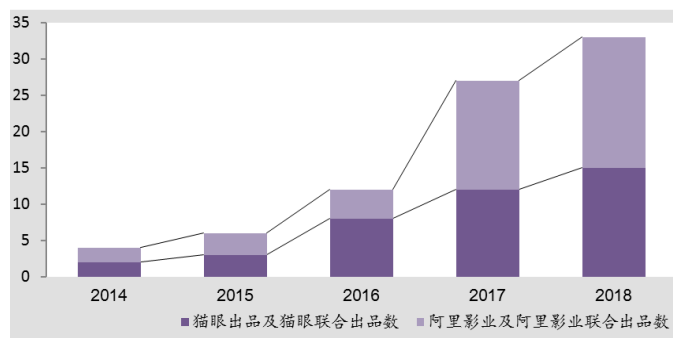
子公司猫眼影业担任电影主控发行方,2018年出品及联合出品的电影达到15部,是2014年的7.5倍,发展迅速。

图表31: 猫眼在线票务市场份额领先



资料来源: 艾瑞咨询, 粤开证券研究院

图表32: 猫眼影业出品和联合出品影片数量提升



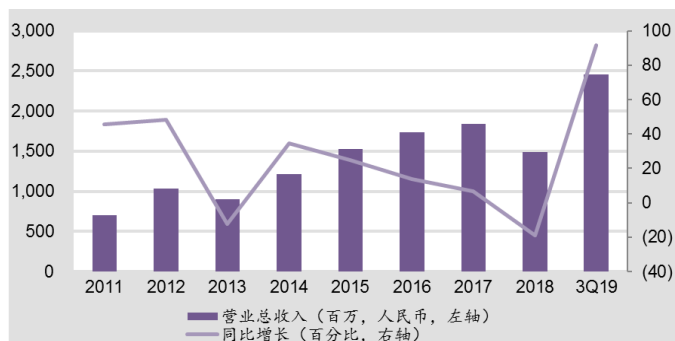
资料来源: 艾瑞咨询, 粤开证券研究院

猫眼成为公司的互联网宣发及票务新渠道,同时为公司的投资决策和制作方向提供数据分析和反馈;即使两者的业务有重合,也能利用各自的特点取长补短。因此,未来猫眼是公司的重要盈利增长点。

(四) 公司财务状况: 电影推动营收、净利润增加

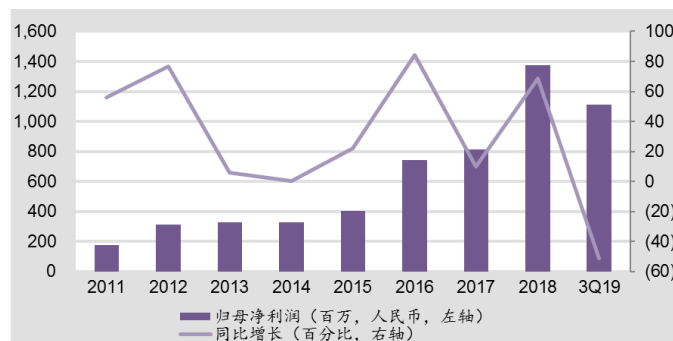
在《哪吒之魔童降世》的带动下,电影收入大幅增长,2019年公司前三季度营收25亿元,同比增长91.5%;2018年同期,公司确认出售所持有的新丽传媒股权,产生投资收益约22亿元,且2019年前三季度确认非经常性损益约0.4亿元,因此归母净利为11亿元,同比减少51.5%,大幅下滑。扣非后归母净利上升,同比增长172%。

图表33: 营收增长



资料来源: 公司公告, 粤开证券研究院

图表34: 归母净利下滑

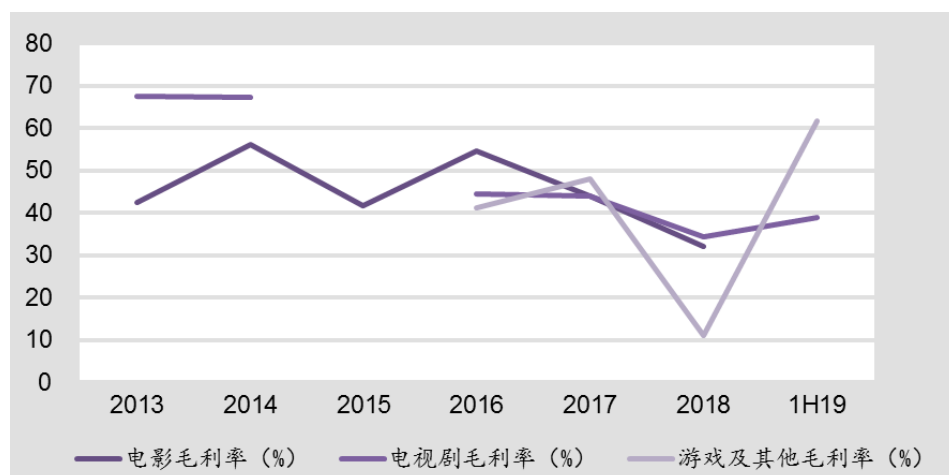


资料来源: 公司公告, 粤开证券研究院

电影业务毛利率在公司上市后稳定在40%~50%之间,2018年毛利率略低,为32%,2019年上半年回升至40%左右。因为电影业务带来的收入增长,因此预计2019年电影业务毛利率依然在40%-50%区间内。电视剧业务毛利率持续下降,2013年为68%,2019年上半年下降至39%。2016年公司引入游戏业务,其毛利率弹性较大。



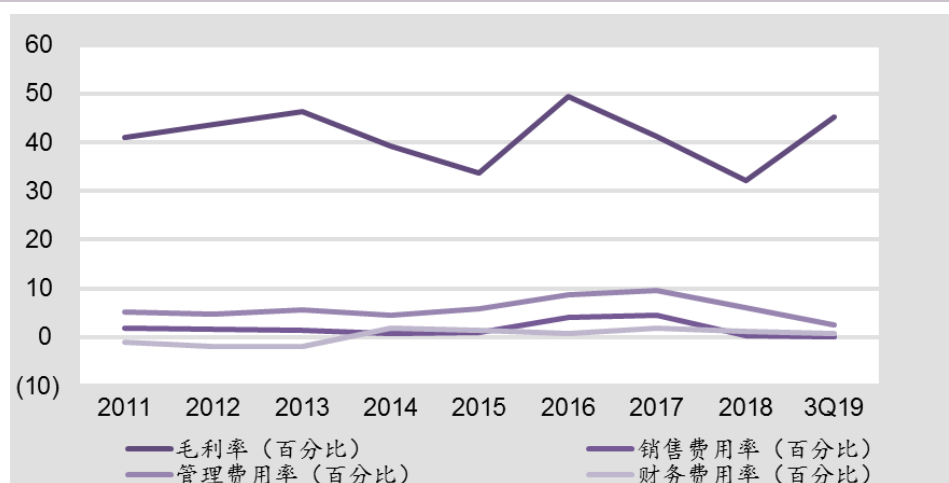
图表35： 各业务毛利率



资料来源：公司公告，粤开证券研究院

高毛利率，低费用率。因公司自 2015 年以来将业务重心逐渐转移为电影电视剧上游领域的内容投资，因此自 2015 年以来的整体毛利率波动幅度较大，但均在 30%-50% 范围内波动，属正常较高区间，反映公司的投资和风控能力良好。在费用方面，三费整体保持平稳，2016 年-2018 年的波动来自于合并报表中浙江齐聚和捷通无限的进出。2019 年三季度费用均略有降低，销售费用率为 0.06%，管理费用率为 2.25%，财务费用率为 0.82%。公司费用管控能力良好。

图表36： 高毛利率，低费用率



资料来源：公司公告，粤开证券研究院

三、盈利预估

光线传媒业务线主要为电影业务、电视剧业务和游戏及其他业务，从主营构成来看，游戏领域增长空间有限。我们按照业务进行拆分及预测：

- (1) 公司营收 79% 左右来自于电影业务，为公司核心业务，鉴于公司 2019 已上映影片票房优异，2020 年电影业务规划表明公司会继续发掘电影内容，打造更优质、更受观众喜爱的影片，电影作品储备丰富，我们预计该业务收入



增速将呈现相对稳定趋势。

- (2) 电视剧业务维持在总营收的 19%左右，2019 年三季度公司披露主要确认了电视剧（网剧）《八分钟的温暖》《逆流而上的你》《听雪楼》投资、发行等收入。2020 年电视剧（网剧）储备丰富。因此我们预计未来三年该业务的收入增速为 5%、15%和 15%。
- (3) 预估公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 31 亿元、25 亿元和 36 亿元，同比增速分别为 108%、-20%和 45%；归母净利润分别为 12.3 亿元、8.6 亿元和 13.1 亿元，同比增速分别为-10%、-30%和 52%。基于光线传媒，（1）影视剧内容精品、渠道多样，动画电影领域行业领先；（2）未来影片储备丰富、类型齐全，票房收入稳定，重申「买入」的投资建议。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,325	2,375	3,425	2,610	经营性现金净流量	(476)	1,382	1,263	(489)
应收和预付款项	1,011	2,108	490	3,227	投资性现金净流量	2,086	0	0	0
存货	1,547	794	1,511	1,622	筹资性现金净流量	(1,665)	(332)	(213)	(326)
其他流动资产	402	402	402	402	现金流量净额	(54)	1,050	1,050	(815)
长期股权投资	4,700	4,700	4,700	4,700					
投资性房地产	0	0	0	0					
固定资产和在建工程	38	29	20	11					
无形资产和开发支出	17	16	15	14					
其他非流动资产	1,167	1,154	1,141	1,141					
资产总计	10,207	11,578	11,704	13,728					
短期借款	0	0	0	0					
应付和预收款项	559	1,020	513	1,569					
长期借款	985	985	985	985					
其他负债	21	21	21	21	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	1,565	2,026	1,519	2,575	收益率				
股本	2,934	2,934	2,934	2,934	毛利率	32%	48%	36%	40%
资本公积	2,386	2,386	2,386	2,386	三费/销售收入	7%	5%	4%	4%
收益	3,325	4,240	4,879	5,853	EBIT/销售收入	130%	53%	46%	48%
归属母公司股东权益	8,644	9,560	10,198	11,172	EBITDA/销售收入	131%	54%	47%	48%
少数股东权益	(2)	(8)	(13)	(20)	销售净利率	91%	40%	34%	36%
股东权益合计	8,643	9,551	10,186	11,153	资产获利率				
负债和股东权益合计	10,207	11,578	11,704	13,728	ROE	16%	13%	8%	12%
					ROA	19%	14%	10%	13%
					ROIC	20%	17%	12%	19%
利润表	2018	2019E	2020E	2021E	增长率				
营业收入	1,492	3,102	2,482	3,599	销售收入增长率	-19%	108%	-20%	45%
减：营业成本	1,010	1,613	1,588	2,159	EBIT 增长率	130%	-15%	-31%	53%
营业税金及附加	4	9	7	11	EBITDA 增长率	128%	-15%	-31%	50%
营业费用	3	6	5	7	净利润增长率	68%	-10%	-30%	52%
管理费用	79	124	99	144	总资产增长率	-13%	13%	1%	17%
财务费用	18	15	(9)	(11)	股东权益增长率	3%	11%	7%	10%
资产减值损失	726	0	0	0	经营营运资本增长率	274%	-4%	-17%	95%
加：投资收益	2,283	0	0	0	资本结构				
公允价值变动损益	(0)	0	0	0	资产负债率	15%	18%	13%	19%
其他经营损益	(10)	300	350	450	投资资本/总资产	71%	61%	57%	62%
营业利润	1,924	1,634	1,140	1,739	带息债务/总负债	63%	49%	65%	38%
加：其他非经营损益	4	0	0	0	流动比率	746%	548%	1103%	496%
利润总额	1,928	1,634	1,140	1,739	速动比率	407%	433%	741%	368%
减：所得税	564	409	285	435	股利支付率	43%	26%	26%	26%
净利润	1,365	1,226	855	1,304	收益留存率	57%	74%	74%	74%
减：少数股东损益	(7)	(6)	(4)	(7)	资产管理效率				
归属母公司股东净利润	1,372	1,232	860	1,311	总资产周转率	0.15	0.27	0.21	0.26
					固定资产周转率	39.24	106.60	122.89	318.80

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



分析师简介

陈净娴，2016 年加入粤开证券，现任传媒互联网组长。证书编号：S0300516090001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@y kzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@y kzq.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

粤开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

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，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。

本报告基于粤开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。粤开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“粤开证券研究”，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 楼粤开证券（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.ykzq.com