



光线传媒 (300251): 动画电影领域优势显著, 电影板块驱动营收高增长

报告摘要:

事件: 2019 年, 公司实现营收 28.29 亿元 (+89.7%), 归母净利 9.48 亿元 (-31.0%), 扣非归母净利 8.68 亿元 (+404.5%)。

《哪吒之魔童降世》大获成功, 电影板块驱动营收高增长。收入端, 公司 2019 年电影业务营收 25.32 亿元, 占总营收比重达到 89.5%, 公司营收进一步向电影主业集中。2019 年, 公司参与投资、发行或协助推广并计入本报告期票房的影片共 18 部, 总票房为 138.67 亿元, 其中《哪吒之魔童降世》累计票房 50.13 亿元。公司 2019 年毛利率为 44.76%, 较 2018 年提升 12.53pcts。我们认为或因《哪吒之魔童降世》单片票房出色, 拉高整理毛利率水平。费用端, 公司费率保持稳定。2019 年研发费用 1440 万元, 同比增长 45.98%, 管理费用为 1.69 亿元, 同比增长 113.77%。管理费用和研发费用的增长均因报告期内增加了计提的员工奖金。

公司项目储备丰富, 动画电影领域优势显著。由于新冠肺炎疫情影响, 公司影视剧项目, 尤其是电影项目上映和制作的情况具有较大的不确定性。但单从公司 2020 年预计上映的电影项目储备来看, 公司项目储备丰富, 其中重点项目动画电影《姜子牙》已筹备 4 年时间, 由国内顶尖动画团队倾力打造, 是继《哪吒之魔童降世》后, 光线彩条屋影业“中国神话系列”第二部。参考《哪吒》之前的表现, 我们认为《姜子牙》在影院复工后票房可期。相对于真人电影, 动画电影制作成本更低、投资回报弹性更优, 而公司 2015 年起战略布局动漫全产业链、动漫电影储备丰富、具备每年稳定输出 3-5 部动画电影的能力, 且通过投资动漫公司的方式掌握了动画电影稀缺的导演资源, 在动画电影领域护城河不断加深, 动画电影有望成为公司新的增长点。

盈利预测与评级: 我们预计公司 20-22 年的归母净利润分别为 7.49 亿元, 13.34 亿元和 15.15 亿元, EPS 分别为 0.26 元, 0.45 元以及 0.52 元, 对应现有股价 PE 分别为 39X, 22X 和 19X, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 1、动画电影行业竞争激烈; 2、公司单部动画电影票房不及预期; 3、疫情影响持续时间较久。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,491.53	2,829.45	1,600.00	3,010.00	3,460.00
增长率 (%)	-19.09%	89.70%	-43.45%	88.13%	14.95%
归母净利润 (百万)	1,373.29	947.59	749.32	1,334.40	1,514.80
归母净利润增长率	68.47%	-31.00%	-20.92%	78.08%	13.52%
净资产收益率 (%)	15.89%	10.61%	8.00%	13.03%	13.47%
每股收益(元)	0.47	0.32	0.26	0.45	0.52
PE	21.19	31.13	38.99	21.90	19.29
PB	3.38	3.27	3.12	2.85	2.60

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

2020 年 04 月 18 日

强烈推荐/维持

光线传媒

公司报告

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。

交易数据

52 周股价区间 (元)	9.96-8.56
总市值 (亿元)	292.19
流通市值 (亿元)	277.27
总股本/流通 A 股(亿股)	293361/278384
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.94

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

010-66554013

xindi@dxzq.net.cn

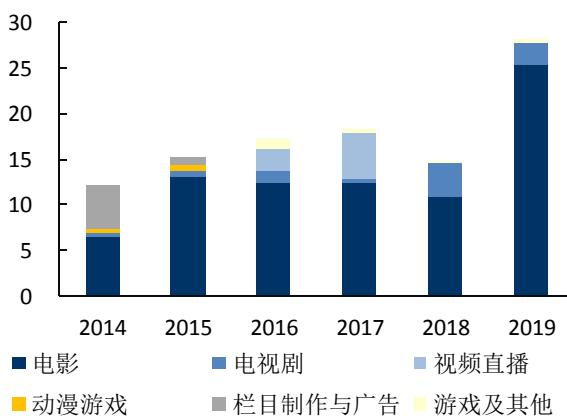
光线传媒发布2019年年报:2019年,公司实现营收28.29亿元(+89.7%),归母净利9.48亿元(-31.0%),扣非归母净利8.68亿元(+404.5%)。

《哪吒之魔童降世》大获成功,电影板块驱动营收高增长

收入端,《哪吒之魔童降世》大获成功,公司营收进一步集中于电影主业。分业务来看,公司2019年电影业务营收25.32亿元,占总营收比重达到89.5%,公司营收进一步向电影主业集中。2019年,公司参与投资、发行或协助推广并计入本报告期票房的影片共18部,总票房为138.67亿元,其中《哪吒之魔童降世》打破了中国上映的动画电影首日/单日票房最高纪录、连续28天稳占单日票房冠军,取得了累计票房50.13亿元的成绩。

报告期内,公司共参与投资、制作、发行了6部电视剧(含网剧),包括《逆流而上的你》、《听雪楼》等,贡献营收2.38亿元,同比减少37.7%。2019年,公司经纪及其他业务收入0.6亿元。

图1:光线传媒2014-2019年营收结构



资料来源:公司年报,东兴证券研究所

图2:2015-2019年公司投资、发行或协助推广的电影总票房



资料来源:公司年报,猫眼专业版,东兴证券研究所

表1:公司2019年上映电影

序号	电影名称	上映日期	公司参与方式	总票房
1	四个春天	2019年1月4日	参投	0.11
2	疯狂的外星人	2019年2月5日	独家发行	22.13
3	夏目友人帐	2019年3月7日	协助推广	1.15
4	阳台上	2019年3月15日	主投、独家发行	0.04
5	风中有朵雨做的云	2019年4月4日	参投、独家发行	0.65
6	雪暴	2019年4月30日	主投、独家发行	0.28203
7	千与千寻	2019年6月21日	协助推广	4.88
8	银河补习班	2019年7月18日	参投	8.78
9	哪吒之魔童降世	2019年7月26日	主投、独家发行	50.13
10	保持沉默	2019年8月23日	主投、独家发行	0.21554
11	铤而走险	2019年8月30日	参投	0.44283
12	小小的愿望	2019年9月13日	参投	0.52227

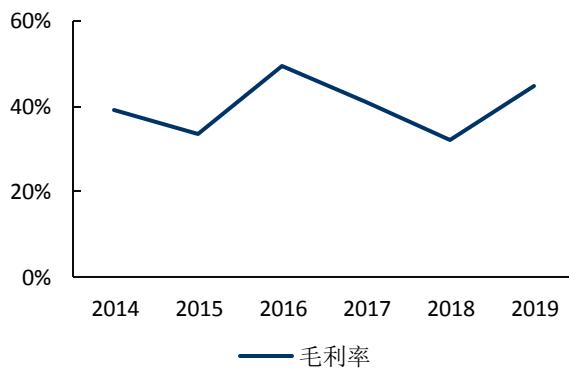
序号	电影名称	上映日期	公司参与方式	总票房
13	友情以上	2019年9月20日	协助推广	2.86
14	我和我的祖国	2019年9月30日	参投	31.7
15	天气之子	2019年11月1日	协助推广	2.88
16	两只老虎	2019年11月29日	参投、独家发行	2.24
17	南方车站的聚会	2019年12月6日	参投	2.02
18	误杀	2019年12月13日	参投、联合发行	12.06

资料来源：公司年报，猫眼专业版，东兴证券研究所

毛利率较 2018 年大幅提升。公司 2019 年毛利率为 44.76%，较 2018 年提升 12.53pcts。我们认为毛利率大幅提升或因为《哪吒之魔童降世》单片票房出色，拉高整理毛利率水平。

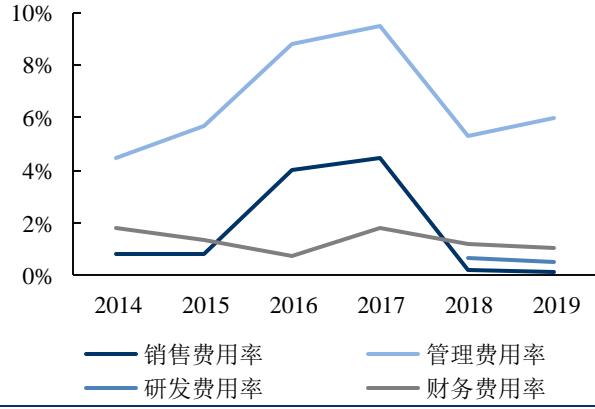
费用端，费率保持稳定。公司 2019 年销售费用为 205 万元，销售费用率为 0.1%，同比下降 0.1pcts；财务费用为 2886 万元，财务费用率为 1.01%，同比下降 0.2pcts；研发费用 1440 万元，同比增长 45.98%，研发费用率为 0.51%；管理费用为 1.69 亿元，同比增长 113.77%，管理费用率为 5.96%。管理费用和研发费用的增长均因报告期内增加了计提的员工奖金。

图 3：2014-2019 年公司毛利率



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 4：光线传媒 2014-2019 年费用率



资料来源：公司年报，猫眼专业版，东兴证券研究所

公司项目储备丰富，动画电影领域优势显著

公司 2020 年影视剧项目储备丰富，票房可期。由于新冠肺炎疫情影响，公司影视剧项目，尤其是电影项目上映和制作的情况具有较大的不确定性。但单从公司 2020 年预计上映的电影项目储备来看，公司项目储备丰富，其中重点项目有动画电影《姜子牙》、《妙先生》和真人电影《坚如磐石》等。

《姜子牙》自 2015 年起至今已筹备 4 年时间，由程腾（前梦工厂联合导演）执导、王昕（前暴雪动画艺术总监）联合导演组成的国内顶尖动画团队倾力打造，是继《哪吒之魔童降世》后，光线彩条屋影业“中国神话系列”第二部。参考《哪吒之魔童降世》之前的表现，我们认为《姜子牙》质量较高，影院复工后票房可期。

《妙先生》的剧本改编自导演不思凡的旧作短片《大护法》，有望延续《大护法》好口碑的表现，《坚如磐石》由张艺谋执导，张国立、周冬雨、雷佳音等领衔主演，表现同样值得期待。

表 2：公司经营计划：预计上映电影项目

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	姜子牙	待定	主投+独家发行	制作完成	导演:程腾、李炜
2	妙先生	待定	主投+独家发行	制作完成	导演:李凌霄
3	我的女友是机器人	待定	参投+独家发行	后期制作	主演:包贝尔、辛芷蕾
4	荞麦疯长	待定	参投+独家发行	制作完成	导演:徐展雄 主演:马思纯、黄景瑜、钟楚曦
5	墨多多谜境冒险	待定	参投+独家发行	后期制作	导演:王竞 主演:秦昊
6	八佰	待定	参投	后期制作	导演:管虎 主演:张译、李卓航、刘云龙
7	如果声音不记得	待定	主投+独家发行	后期制作	导演:落落
8	西晒	待定	参投+独家发行	后期制作	导演:袁媛
9	会飞的蚂蚁	待定	独家投资+独家发行	后期制作	主演:章宇
10	坚如磐石	待定	主投+独家发行	制作完成	导演:张艺谋
11	莫尔道嘎	待定	参投+独家发行	后期制作	导演:曹金玲
12	人潮汹涌	待定	参投	后期制作	导演:饶晓志 主演:刘德华、肖央、万茜
13	你的婚礼	待定	主投+独家发行	制作中	导演:韩天 主演:许光汉、章若楠

资料来源:公司年报,东兴证券研究所

相对于真人电影,动画电影制作成本更低、投资回报弹性更优。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。真人电影价值链中,最大受益方是演员或导演等主创团队,但在动画电影价值链中,主投公司是最大受益方,爆款项目投资回报弹性大于真人电影项目。

图5:三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)	角色场景建模	预告片
分镜剧本	材质贴图	海报
动态故事板	骨骼绑定	内容审核
	分镜动画	技术审查
	灯光	
	特效	
	渲染	
	声画合成	

资料来源:东兴证券研究所

公司在动画电影领域护城河不断加深,优势显著,动画电影有望成为公司新的增长点。

第一,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多家动漫企业,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

生品开发公司等。2019年，公司继续对动画电影公司加强投资，提升投资股份占比。

表 3：公司 2019 年对动画公司追加投资及投资情况

公司名	追加投资金额	持股比例	代表作
十月文化	1.98 亿元	28.11%	《大圣归来》、《深海》
凝羽动画	642.5 万元	--	《茶啊二中》、《泡面番》
幻想师动画	350 万元	75%	--
末匠文化	100 万元	25%	--
雨后文化	1000 万元	--	--
魅力动画	800 万元	8%	--

资料来源：公司年报，36 意，东兴证券研究所

图 6：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

第二，公司具备持续生产优质动画电影的能力。公司旗下彩条屋推出了漫画 APP《一本漫画》，有望成为公司 IP 的“蓄水池”。同时，从公司目前的项目储备和电影备案情况来看，公司具备每年稳定输出 3-5 部动画电影的能力。

第三，公司通过投资动漫公司的方式掌握了动画电影稀缺的导演资源。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。

盈利预测与评级：

公司项目储备丰富，在动画电影领域优势显著。我们预计公司 20-22 年的归母净利润分别为 7.49 亿元，13.34 亿元和 15.15 亿元，EPS 分别为 0.26 元，0.45 元以及 0.52 元，对应现有股价 PE 分别为 39X，22X 和 19X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：1、动画电影行业竞争激烈；2、公司单部动画电影票房不及预期；3、疫情影响持续时间较久。

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	4835	4802	4152	5401	6567	营业收入	1492	2829	1600	3010	3460
货币资金	1870	2512	2377	3118	4015	营业成本	1010	1563	774	1458	1680
应收账款	282	434	307	412	432	营业税金及附加	4	2	11	21	24
其他应收款	174	272	154	289	333	营业费用	3	2	8	15	17
预付款项	556	97	102	109	118	管理费用	79	169	99	116	126
存货	1547	1164	954	1143	1317	财务费用	18	29	-5	-5	-7
其他流动资产	402	318	257	327	350	研发费用	10	14	18	20	22
非流动资产合计	6012	6187	6188	6189	6189	资产减值损失	725.60	-289.95	20.00	20.00	20.00
长期股权投资	4700	5073	5073	5073	5073	公允价值变动收益	-0.16	0.10	0.00	0.00	0.00
固定资产	38	33	30	28	25	投资净收益	2282.60	406.52	200.00	200.00	200.00
无形资产	1	2	2	2	2	加：其他收益	4.09	10.93	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	26	0	0	0	0	营业利润	1928	1112	874	1565	1777
资产总计	10846	10989	10340	11589	12756	营业外收入	9.14	2.26	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1201	1956	879	1260	1423	营业外支出	5.47	1.26	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1932	1113	874	1565	1777
应付账款	428	780	364	686	791	所得税	566	166	131	235	267
预收款项	116	238	262	315	372	净利润	1366	947	743	1330	1511
一年内到期的非流动	16	675	0	0	0	少数股东损益	-7	-1	-6	-4	-4
非流动负债合计	1003	55	55	55	55	归属母公司净利润	1373	948	749	1334	1515
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	985	0	0	0	0	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
负债合计	2204	2011	935	1315	1478	成长能力					
少数股东权益	-2	44	38	34	30	营业收入增长	-19.09%	89.70%	-43.45%	88.13%	14.95%
实收资本（或股本）	2934	2934	2934	2934	2934	营业利润增长	186.94%	-42.36%	-21.33%	78.98%	13.56%
资本公积	2386	2004	2004	2004	2004	归属于母公司净利润	68.47%	-31.00%	-20.92%	78.08%	13.52%
未分配利润	3039	3748	4197	4998	5907	获利能力					
归属母公司股东权益	8644	8935	9368	10240	11248	毛利率 (%)	32.26%	44.76%	33.14%	33.11%	33.20%
负债和所有者权益	10846	10989	10340	11589	12756	净利率 (%)	91.59%	33.46%	46.46%	44.20%	43.66%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	总资产	12.66%	8.62%	7.25%	11.51%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE (%)	15.89%	10.61%	8.00%	13.03%	13.47%
经营活动现金流	-476	1619	680	1024	1224	偿债能力					
净利润	1366	947	743	1330	1511	资产负债率 (%)	20%	18%	9%	11%	12%
折旧摊销	7.52	7.66	2.64	2.64	2.64	流动比率			4.72	4.29	4.61
财务费用	18	29	-5	-5	-7	速动比率			3.64	3.38	3.69
应收账款减少	0	0	127	-105	-20	营运能力					
预收款项增加	0	0	24	53	56	总资产周转率	0.13	0.26	0.15	0.27	0.28
投资活动现金流	2086	-459	49	44	44	应收账款周转率	5	8	4	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.25	4.68	2.80	5.73	4.69
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	2283	407	200	200	200	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.32	0.26	0.45	0.52
筹资活动现金流	-1665	-518	-864	-328	-372	每股净现金流(最新摊)	-0.02	0.22	-0.05	0.25	0.31
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.95	3.05	3.19	3.49	3.83
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	21.19	31.13	38.99	21.90	19.29
资本公积增加	-87	-382	0	0	0	P/B	3.38	3.27	3.12	2.85	2.60
现金净增加额	-55	642	-135	740	897	EV/EBITDA	14.51	23.85	30.77	16.70	14.22

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

1. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司财报点评	掌阅科技: 版权业务前景明朗, 平台商业化价值持续提升	2020-04-12
公司财报点评	吉比特: 核心产品长线运营出色, 游戏项目储备充足助力增长	2020-04-10
行业深度报告	传媒系列报告之 3: 中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
公司深度报告	传媒系列报告之 2: 光线传媒: 艺术科技结合体, 估值对标皮克斯	2019-12-13
行业深度报告	电视游戏行业深度报告: 旧娱乐, 新风尚, 大市场	2019-11-26
行业事件点评报告	传媒行业报告: 国庆档电影票房表现优异, 验证电影产业内容为王	2019-10-09
传媒行业周报	传媒行业周观点: 监管有望更理性化, 关注细分行业龙头 20190916	2019-09-16
传媒行业周报	传媒行业报告: 央行降准, 板块投资机会在于游戏和广电	2019-09-09
传媒行业周报	传媒行业报告: 5G 加速 TMT 发展进程, 紧抓游戏和广电两个子行业	2019-09-02
传媒行业周报	传媒行业周观点: 中报密集发布, 关注细分行业龙头 20190826	2019-08-26
传媒行业周报	传媒行业周观点: 中报陆续披露, 推荐吉比特完美世界 2019819	2019-08-19
传媒行业周报	传媒行业报告: 板块指数触底, 中国出版显著低估	2019-08-12
传媒行业周报	传媒行业周观点: 《哪吒》刷新中国动画电影票房纪录, 关注细分赛道龙头公司 _20190805	2019-08-05
公司财报点评	中原传媒年报点评: 主营业务稳健增长, 分红比例提升	2019-04-02
公司深度报告	光线传媒 (300251) : 艺术科技结合体, 估值对标皮克斯	2019-12-13
公司财报点评	光线传媒 (300251) : 轻装上阵, 开启影视项目多元布局	2019-04-24
公司深度报告	吉比特 (603444) 深度报告: 研发底蕴深厚, 长线运营守正出奇	2019-08-20
公司财报点评	吉比特 (603444) : 业绩持续持续高增长, 长线运营守正出奇	2019-08-13
公司报告	中国出版 (601949.SH) : 业绩增速超预期, 企业价值显著低估	2019-08-29
公司深度报告	中国出版 (601949) : 出版行业“国家队”, 三大使命彰显企业价值	2019-04-30

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

上海交通大学工学硕士。曾任华创证券、安信证券传媒互联网行业分析师，2018年加入东兴证券。

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编: 100033
电话: 010-66554070
传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编: 200082
电话: 021-25102800
传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 518038
电话: 0755-83239601
传真: 0755-23824526