

内容龙头携手渠道寡头，打造传媒生态巨头

——光线传媒（300251）深度报告

2018年01月03日

强烈推荐/维持

光线传媒 深度报告

报告摘要：

光线传媒以电影为核心，动漫为特色，猫眼为战略制高点。公司股权结构集中，以王长田为代表的管理层业务经验丰富。电影工业化生产体系，业绩保持稳定增长。近五年收入复合增速为13.75%，净利润复合增速为24.34%。毛利率维持在40%左右。

电影业务协调发展，未来有望保持20%以上增速

- **投资制片眼光独到，发行协同优势明显。**公司投资60家内容公司提供资源项目，布局优质IP，拥有较强的工业化电影生产体系，推出了《泰囧》、《致青春》《寻龙诀》等多部现象级产品。
- **行业重回增速，光线传媒市场份额逐渐扩大。**2017年总票房增长13%，预计未来几年仍保持10%以上，光线传媒近几年市场份额逐渐扩大。
- **IP储备丰富，后续看好其精品IP大作。**公司后续有《三体》《鬼吹灯》系列知名IP大作。

厚积薄发，光线动漫电影将在2019年爆发

- **动漫领域布局深远，投资众多动漫优质内容公司。**公司2015年成立彩条屋投资了国内顶尖动漫团队如十月文化、彼岸天、全擎娱乐、可可豆动画、中传和道等，代表作《大鱼海棠》、《大护法》、《你的名字》。
- **国产动漫电影升级，未来有三到五倍增长空间。**国产动漫电影比例为2%-4%之间，正在向成人动漫和合家欢动漫升级。
- **厚积薄发，光线传媒动漫电影将在2019年爆发。**彩条屋未来几年将推出《大护法2》《深海》《西游记》等多个动漫项目，其中看好由传统文化为背景阐述现代化故事的神话三部曲成为爆款。

布局猫眼抢占战略制高点，强强联手优势互补

- **猫眼发展前景广阔，价值凸显。**双寡头格局稳定，票补负担下降。猫眼推出“热点通平台”，打造影视线上宣发第一阵地。参与上游电影投资发行业务，发展衍生品，收入多元化。
- **猫眼补齐光线渠道短板，强强联合打造电影生态。**猫眼为光线传媒带来持续投资收益，弥补光线渠道缺失，有助于光线电影发行。猫眼延伸到上游内容，与光线协同互补，增强其话语权。

公司盈利预测及投资评级。光线传媒积极打造传媒生态圈，是国内最有机会成为美国六大娱乐集团的标的。看好电视剧、视频直播业务的新增长点，投资的齐聚科技并表后增厚公司业绩。预计公司2017年-2019年营业收入分别为22.68亿元、27.56亿元和34.76亿元，每股收益分别为0.29元、0.36元和0.46元，对应PE分别为35.92、29.15和22.08。给予公司6个月目标价12.45元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：动漫电影不及预期，电影市场增速下降。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,523.29	1,731.31	2,268.64	2,756.62	3,475.90
增长率(%)	25.06%	13.66%	31.04%	21.51%	26.09%
净利润(百万元)	402.09	740.91	857.43	1,056.61	1,358.37
增长率(%)	22.09%	84.27%	15.73%	23.23%	28.56%
净资产收益率(%)	5.85%	10.53%	12.50%	14.11%	16.47%
每股收益(元)	0.28	0.25	0.29	0.36	0.46
PE	37.50	42.00	35.92	29.15	22.68
PB	2.24	4.38	4.49	4.11	3.73

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

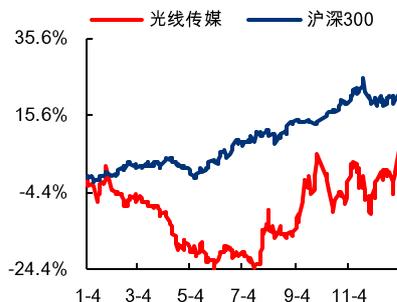
执业证书编号：

S1480510120012

交易数据

52周股价区间(元)	11.04-9.76
总市值(亿元)	323.87
流通市值(亿元)	303.82
总股本/流通A股(万股)	293361/275203
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.56

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《光线传媒（300251）：电影行业龙头逆势增长》2016-08-16
- 2、《光线传媒（300251）季报点评：广告收入仍未回暖，辟蹊径参股视频社区》2012-10-23
- 3、《光线传媒：跨过上半年低谷，下半年卫视节目与电影值得期待》2012-07-25

目 录

1. 以电影为核心，打造泛娱乐生态	4
1.1 公司以电影为核心、动漫为特色、猫眼为战略制高点	4
1.2 股权结构集中，管理层业务经验丰富	4
1.3 电影工业体系化生产，业绩保持稳定增长	5
2. 电影业务协同发展，未来有望保持 20%以上增速	9
2.1 投资制片眼光独到，发行协同优势明显	9
2.2 行业重回增速，光线传媒市场份额逐渐扩大	10
2.3 IP 储备丰富，后续看好其精品 IP 大作	12
3. 厚积薄发，光线传媒动漫电影将在 2019 年爆发	13
3.1 光线在动漫电影布局深远，投资多家内容公司	13
3.2 国产动漫电影升级，未来有三到五倍增长空间	13
3.3 厚积薄发，光线传媒动漫电影将在 2019 年爆发	15
4. 布局猫眼抢占战略制高点，强强联手优势互补	16
4.1 新猫眼已成票务市场老大，地位稳固	16
4.2 猫眼发展前景广阔，价值凸显	18
4.3 猫眼补齐光线渠道短板，强强联合打造电影生态	19
5. 电视剧/网剧业务加大投入，增加主控比例	20
6. 控股齐聚科技，布局视频直播业务	21
7. 盈利预测及投资建议	21

表格目录

表 1:公司前十大股东持股情况	5
表 2:部分光线传媒投资发行的电影	10
表 3:近三年光线传媒上映的电影	11
表 4:预计上映的电影项目	12
表 5:公司预计制作的电影项目	12
表 6:部分彩条屋投资的动漫公司	13
表 7:动漫电影各国情况（单位：亿人民币）	14
表 8:公司制作筹备的动画电影	16
表 9:光线传媒电视剧项目	20
表 10:光线传媒网剧项目	21
表 11:可比公司估值比较(截止到 2017 年 12 月 19 日收盘价).....	22
表 12:公司盈利预测表	23

插图目录

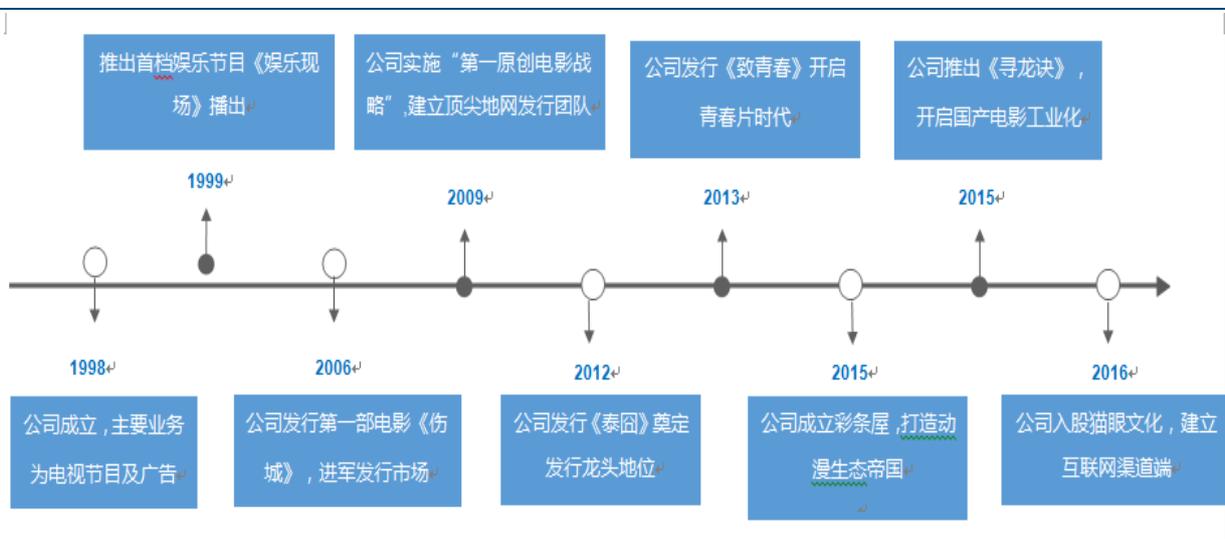
图 1:光线传媒历史沿革	4
图 2:光线传媒股权结构（截止到 2017 年第三季度）	5
图 3:2012-2017 光线传媒营收变动及增速	6
图 4:2012-2017 年光线传媒净利润变动及增速	6
图 5:光线传媒毛利率及净利率变动情况	7
图 6:光线传媒 2013-2017 年收入构成	8
图 7:光线传媒 2013-2017 年毛利构成	8
图 8:光线传媒各业务板块毛利率情况	9
图 9:2017 年各档期观众满意度	11
图 10:前十大全球动漫电影	14
图 11:前十大国产动漫电影	15
图 12:国产动漫发展历史	15
图 13:猫眼历史沿革	17
图 14:2017 年 9 月猫眼微影合并后股权结构	17
图 15:2017 年 12 月 2 日票房情况	18
图 16:2017 年 12 月 3 日票房情况	18
图 17:猫眼热点通 1	19
图 18:猫眼热点通 2	19

1. 以电影为核心，打造泛娱乐生态

1.1 公司以电影为核心、动漫为特色、猫眼为战略制高点

光线传媒成立于 1998 年，2011 年 8 月在国内创业板上市，是一家以头部影视内容为核心，以动漫业务为主要特色，以猫眼为新制高点的综合娱乐集团。公司以电视栏目和广告业务起家，2006 年进入影视行业，2012 年推出《泰囧》奠定电影龙头企业地位和市场风向标，此后发行《致青春》开启国产青春片时代、推出《寻龙诀》开启国产电影工业化时代。2015 年成立彩条屋投资参股多家动漫内容公司，打造动漫生态帝国。2016 年公司入股猫眼文化并在 2017 年进一步增持，建立互联网渠道，获得新制高点。此外公司还投资了欢瑞世纪、新丽传媒、虾米科技等一系列优质的内容公司，致力于打造以内容为核心的泛娱乐生态圈。

图 1:光线传媒历史沿革

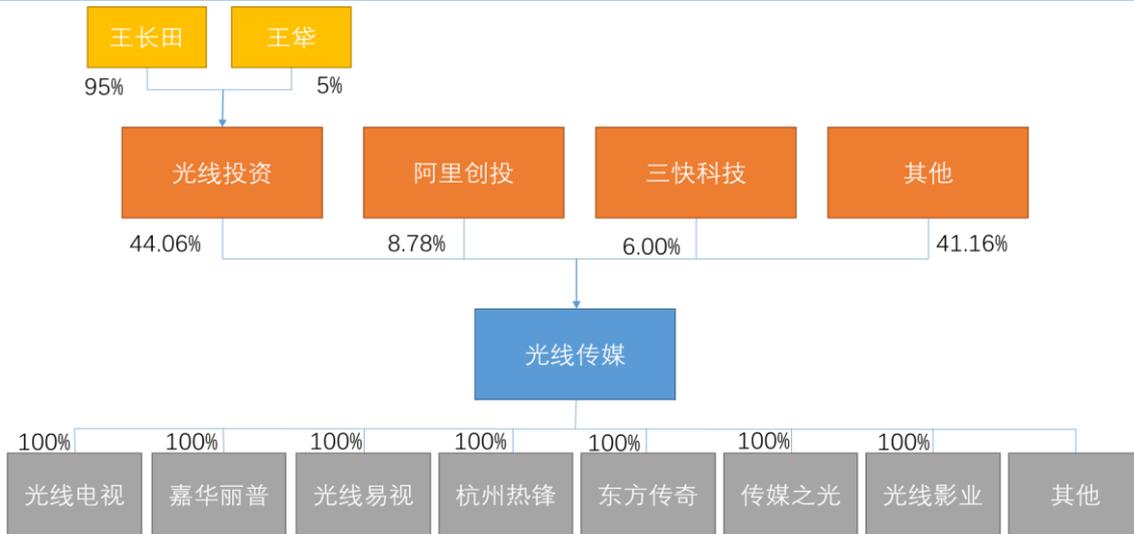


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 股权结构集中，管理层业务经验丰富

公司第一大控股股东为光线投资，持股比例为 44.06%，董事长王长田以 95% 的持股比例控股光线投资，是公司的实际控制人，持有光线传媒股份比例为 41.86%。公司前十大持股股东杜英莲与王长田为夫妻关系，王攀与王长田为兄妹关系，王洪田与王长田为兄弟关系，均为一致行动人。王长田及其管理层长期从事传媒行业工作，对娱乐产业有着深入而独到的见解，股东层次有美团旗下三快科技和阿里创投等互联网机构，有利于其打造泛娱乐生态建设。

图 2:光线传媒股权结构 (截止到 2017 年第三季报)



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

表 1:公司前十大股东持股情况

排名	股东名称	报告期末持股数量	持股比例
1	上海光线投资控股有限公司	1,292,661,896	44.06%
2	杭州阿里创业投资有限公司	257,638,314	8.78%
3	北京三快科技有限公司	176,016,506	6.00%
4	杜英莲	113,545,832	3.87%
5	李晓萍	111,143,432	3.79%
6	李德来	94,621,524	3.23%
7	王洪田	40,053,488	1.37%
8	王罕	33,633,600	1.15%
9	新华人寿保险股份有限公司	5,888,803	0.20%
10	香港中央结算有限公司	5,826,554	0.20%

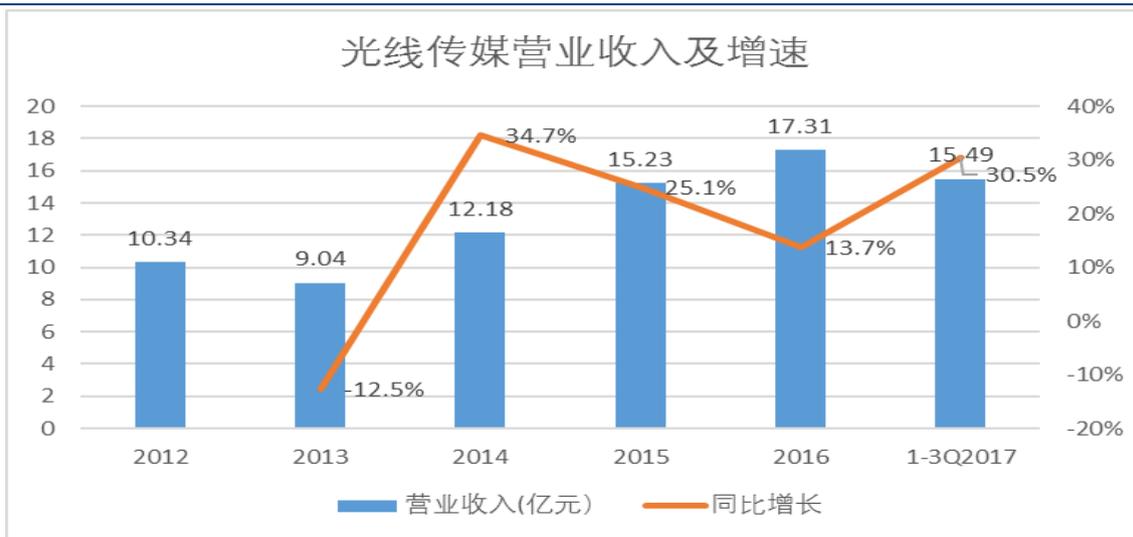
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

1.3 电影工业体系化生产, 业绩保持稳定增长

好莱坞电影优势在于电影工业化水平高, 术业有专攻, 电影每个环节精细化、体系化管理。光线传媒作为国内老牌电影公司, 电影工业体系化水平国内一流, 各环节分工合理职能明确, 项目成功多失败少。从财报上看, 光线传媒近五年来业绩稳定增长, 体现了较强的获取收益、控制风险的工业化生产能力。

公司营业收入增长稳定, 近五年来复合增速约为 13.75%; 2017 年电影市场回暖, 以及齐聚科技并表, 公司营业收入同比增长较快, 2017 年前三季度共实现营业收入 15.49 亿元, 同比增长 30.5%。

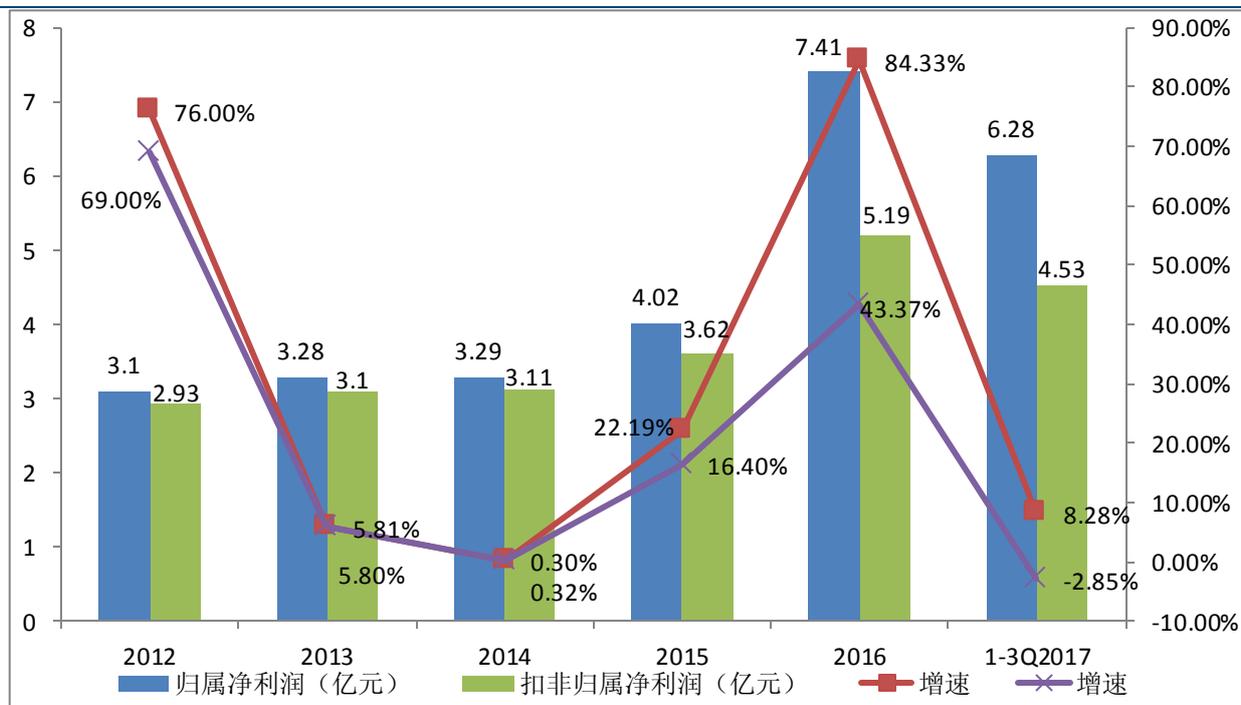
图 3: 2012-2017 光线传媒营收变动及增速



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

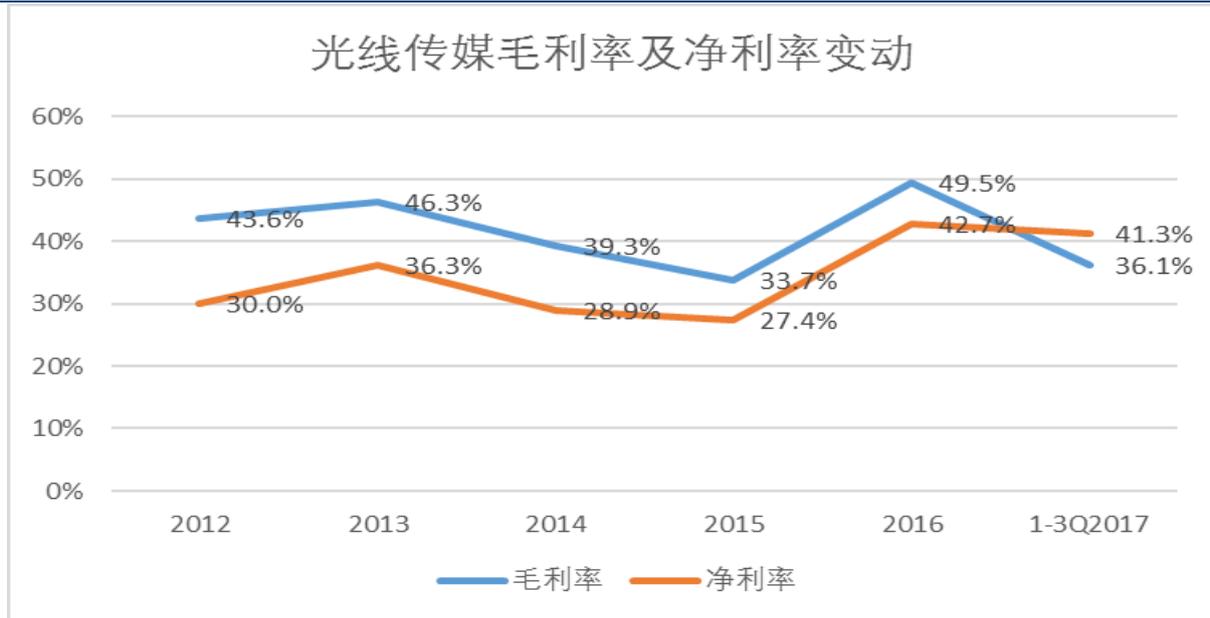
光线传媒净利润增长稳定, 近五年来复合增速约为 24.34%, 主要是 2016 年减持天神娱乐导致净利润基数较高, 公司扣非净利润近五年增速约为 15.37%。2017 年前三季度共实现归母净利润 6.28 亿元, 同比增长 8.28%; 扣非净利润 4.53 亿元, 同比下降 2.85%, 主要是因为电影业务毛利率与去年同期相比有所下降。

图 4: 2012-2017 年光线传媒净利润变动及增速



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

近五年来毛利率维持在 40%左右，净利率维持在 30%左右。17 年前三季度销售毛利率为 36.1%，相较于 2016 年毛利率 49.5%同比下降了 27%，主要是因为 2016 年光线传媒出品、发行了爆款《美人鱼》，导致 2016 年毛利率高基数大。销售净利率为 41.3%，与 2016 年基本持平。

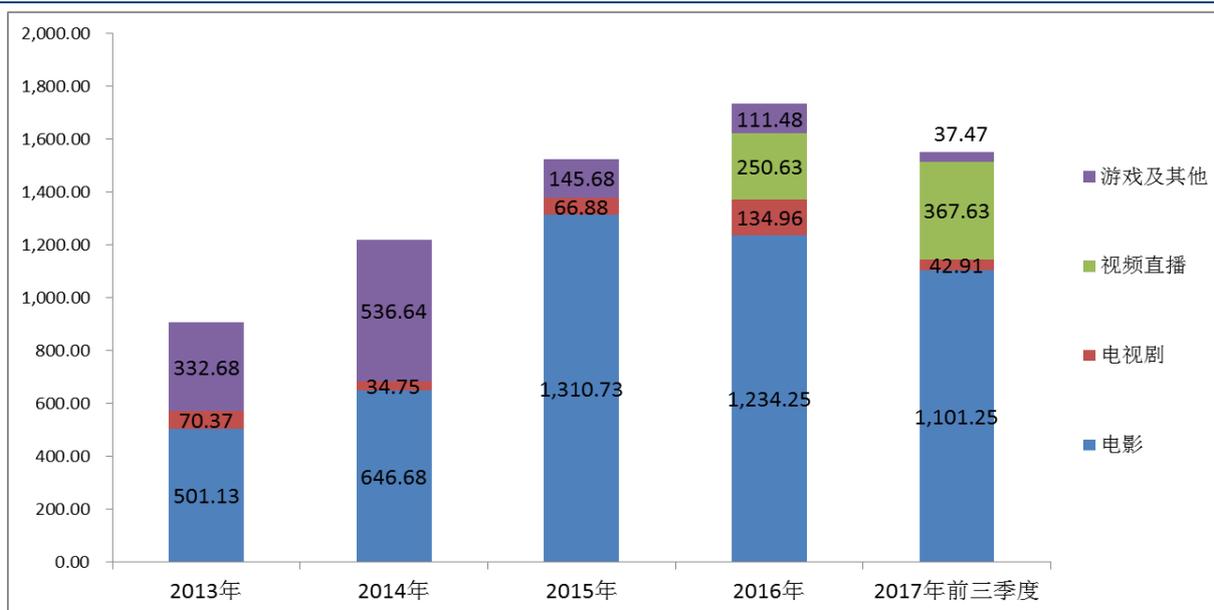
图 5:光线传媒毛利率及净利率变动情况


资料来源：WIND，东兴证券研究所

从公司的主营构成来看，电影是公司最主要的收入来源，2017 年前三季度电影收入占比为 71.08%，2016 年电影收入占比为 71.28%。公司在入股齐聚科技以后，视频直播快速发展，成为公司第二大收入来源，2016 年视频直播占比 14.48%，2017 年前三季度占比 23.73%。由于业务调整，逐渐剥离了毛利率较低的 2015 年以前占比较大的栏目制作与广告的投入，同时并入了游戏及其他业务板块。

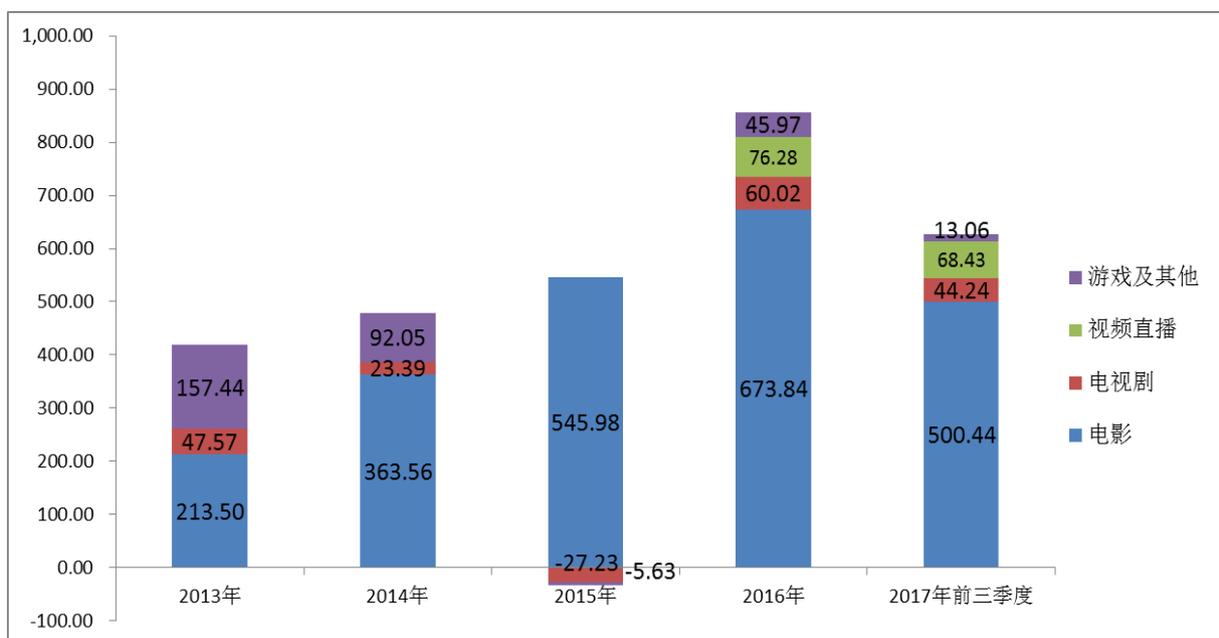
公司各业务毛利情况来看，电影业务贡献了公司绝大多数毛利，约为 80%左右。视频直播业务从 2016 年开始增长较快，2017 年前三季度毛利贡献达 10.93%。

图 6:光线传媒 2013-2017 年收入构成



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 7:光线传媒 2013-2017 年毛利构成

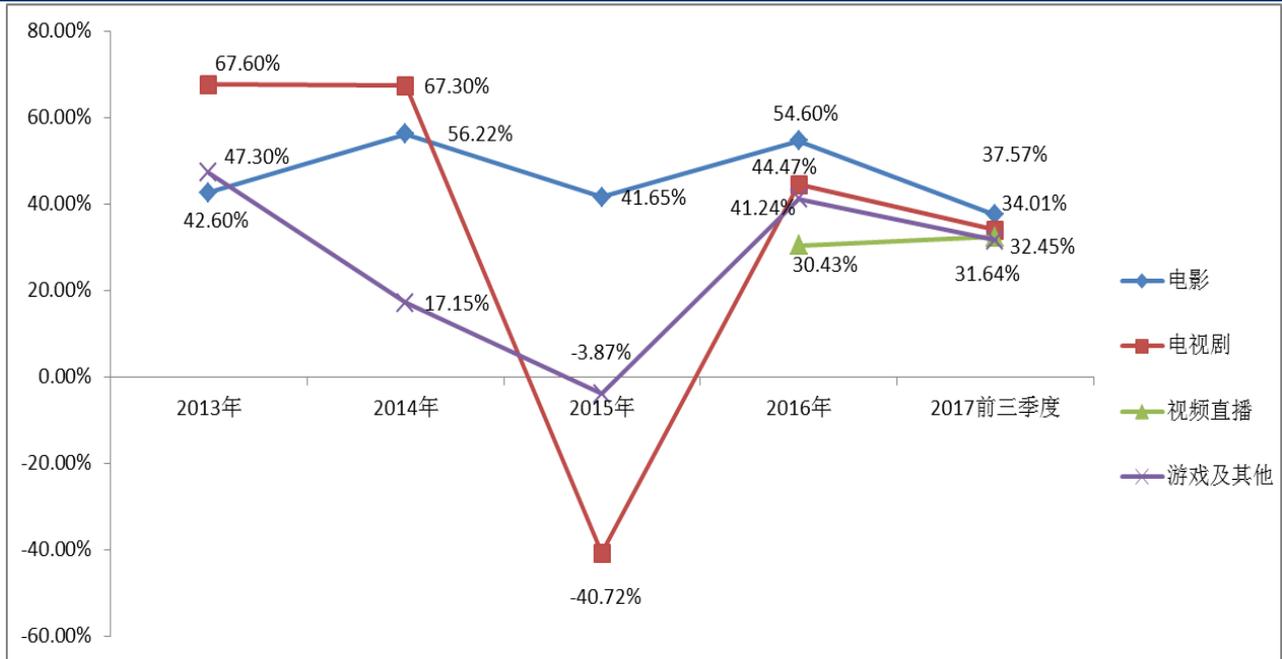


资料来源：WIND，东兴证券研究所

从公司各业务板块的毛利率情况来看，电影板块毛利率最高，近五年毛利率均在40%-55%之间，2017年前三季度电影毛利率为37.57%，低于平均水平。电视剧板

块毛利率波动较大, 近两年来有着明显回升, 2017年前三季度为 34.01%。视频直播板块毛利率为 33.62%, 游戏及其他业务毛利率达 45.57%。

图 8: 光线传媒各业务板块毛利率情况



资料来源: WIND, 公司公告, 东兴证券研究所

2. 电影业务协同发展, 未来有望保持 20%以上增速

2.1 投资制片眼光独到, 发行协同优势明显

光线传媒是最早切入电影行业的公司之一, 主营业务为电影投资制作和发行。光线传媒 2009 年建立了国内顶尖的地网发行团队, 覆盖全国大部分地区, 随后逐渐延伸到国产电影的投资、制作领域。之前电影业务以发行为主, 当前电影业务投资、制作和发行并重。

光线传媒自身电影发行能力强, 在大片发行上有较强的竞争力和话语权。在获得猫眼的协助下, 未来发行业务有望进一步提升。电影发行的有两个层次, 对内核心是院线对电影的排片, 对外核心是向观众宣发、营销。之前传统电影发行以渠道功能为主, 宣发为辅, 电影发行更多依赖发行公司地网团队与院线关系和沟通。而在线上购票平台崛起的背景下, 电影排片越来越取决于影片的预售、评分、想看人数等线上指标。在电影发行上光线传媒与猫眼优势互补, 协同效应强。光线传媒拥有着丰富的发行经验, 全国领域的地网发行团队, 在电影宣发、营销方面业内顶尖。而猫眼则在新发行排片、线上宣传方面能够给予光线帮助, 拥有线上平台是光线传媒相较于以往传统发行公司具有的独特优势。

电影投资、制作业务核心是渠道资源和投资眼光，光线在这方面有着独一无二的优势

- ◆ 光线传媒深度布局内容产业。公司已投资公司/实体 60 家，均以战略投资为主。这些公司绝大部分与内容产业相关，可以为光线传媒公司提供众多的电影项目和资源。
- ◆ 布局 IP 方面，成立了一些专门的 IP 公司，中国网络文学作品点击量前十的 IP 公司现在已经拿下三位，分别是《我欲封天》、《星辰变》和《莽荒记》，
- ◆ 光线传媒在国内建立了较强的工业化电影体系。经历多年的沉淀，公司在项目判断、项目选择、投资判断、风险控制等方面拥有较强的能力。
- ◆ 拥有艺人经纪业务，控制电影成本盈利颇丰。旗下拥有关晓彤、柳岩、包贝尔、郭姝彤、林正依、雷思雨、姜梓新等众多年轻演员，自有艺人有利于控制电影成本，部分小片盈利颇丰。

整体上看光线传媒推出爆款电影较多，失败电影较少，体现了较高的工业化电影生产能力。其代表作《泰囧》奠定了光线发行龙头地位，《致青春》开启了国产青春片时代，《寻龙诀》是中国电影工业化的一个里程碑事件。中国总票房排名前十的影片中有三部由光线投资：分别是《美人鱼》《鬼吹灯之寻龙诀》《港囧》。

表 2:部分光线传媒投资发行的电影

电影	上映时间	参与方式	票房（亿元）
人之囧途之泰囧	2012.12.12	投资+发行	12.67
致我们终将逝去的青春	2013.4.26	发行	7.19
厨子、戏子、痞子	2013. 3.29	投资+发行	2.73
不二神探	2013.6.21	投资+发行	2.84
四大名捕 2	2013.12.6	投资+发行	1.74
爸爸去哪儿	2014.1.31	投资+发行	6.97
同桌的你	2014.4.25	投资+发行	4.55
分手大师	2014.6.27	投资+发行	6.65
匆匆那年	2014.12.5	投资+发行	5.82
钟道伏魔之雪妖魔灵	2015.2.19	投资+发行	4.09
港囧	2015.9.25	投资+发行	15.84
鬼吹灯之寻龙诀	2015.12.18	投资+发行	16.83
美人鱼	2016.2.8	投资+联合发行	33.92

资料来源：东兴证券研究所

2.2 行业重回增速，光线传媒市场份额逐渐扩大

影片质量提升，2017 年电影市场重回增速。据中国电影资料馆“中国电影观众满意度调查”显示，2017 年各个档期观众满意度均保持在 80 分以上。其中暑期档，有 18 部影片满意度高于 80 分，数量同比增长 50%，影片整体质量提升。今年两部高

票房的国产电影《战狼2》在豆瓣上的评分为7.3,《羞羞的铁拳》为7.2,质量得到了观众的认可,此外《摔跤吧!爸爸》因高口碑斩获近13亿票房。

图 9:2017 年各档期观众满意度



资料来源: 中国电影资料馆, 东兴证券研究所

根据广电总局电影局公布的数据显示,2017年全国电影总票房为559.11亿元,同比增长13.45%。观影人次16.2亿,同比增长18.08%。

我们认为:未来几年国产影片质量会不断提升,电影票房会由之前的院线数量驱动转化为影片质量提升驱动,电影市场未来几年仍将保持10%以上增速。

光线传媒市场份额逐渐增大,享受行业回暖的头部效应。2006年至今,光线传媒投资出品影片近百部,总票房累计超过200亿元。2015年投资20%以上同时拥有发行权的电影总票房55.76亿元,相较于2014年同比增长77.63%,市场份额从19.41%提升到20.5%。2016年光线传媒电影票房64.2亿元,同比增长15.13%,市场份额为24.1%,提升了3.6个百分点。未来整体电影票房增长的背景下,光线传媒市场份额逐渐增大,电影收入有望保持20%以上增速。

表 3:近三年光线传媒上映的电影

时间	2016年	2015年	2014年
上映影片数量	15	15	12
上映影片票房(亿元)	64.2	55.76	31.39
同期国产电影票房	266.63	271.36	161.7
占国产票房比例	24.1%	20.5%	19.41%

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

2.3 IP 储备丰富，后续看好其精品 IP 大作

光线传媒 IP 储备多，看好其精品 IP 大作。光线传媒储备的 IP 有《三体》、《鬼吹灯之龙岭迷窟》、《鬼吹灯之云南虫谷》、《死亡通知单：暗黑者》等，均是由知名文学 IP 改编，其中三体、鬼吹灯系列均是顶尖科幻 IP，荣获多个知名奖项，在国内拥有大量粉丝。看好 IP 资源与光线传媒的工业化电影生产能力结合，具有较强市场竞争力。

表 4: 预计上映的电影项目

序号	电影名称（暂停）	（预计）上映时间	合作方式	制片进度	主要演员
1	鬼吹灯之龙岭迷窟	待定	投资+发行	制作中	导演非行
2	三体	待定	投资+发行	制作中	主演冯绍峰、张静初
3	保持沉默	待定	投资+发行	制作中	主演周迅、吴镇宇
4	风中有朵雨做的云	待定	投资+发行	制作中	导演娄烨
5	英雄本色 4	2018 年 1 月 18 日上映	发行	制作中	导演：丁晟 主演：王凯、马天宇、王大陆
6	东北往事	待定	投资+发行	制作中	导演孔二狗

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 5: 公司预计制作的电影项目

序号	电影名称（暂停）	进展	主创人员
1	三重门	2017 年制作	导演韩寒
2	少林寺	2017 年制作	待定
3	笑傲江湖	2017 年制作	待定
4	鬼吹灯之云南虫谷	2017 年制作	导演非行
5	深海里的星星	2017 年制作	待定
6	东宫	2017 年制作	待定
7	沙漏	2017 年制作	待定
8	天才游戏	2017 年制作	导演程亮
9	动物世界	制作中	导演韩延
10	一出好戏	制作中	导演黄渤
11	悲伤逆流成河	制作中	导演落落
12	叶问外传：张天志	张天志	导演袁和平
13	死亡通知单：暗黑者	前期策划	导演邱礼涛
14	葬荒纪	前期策划	待定
15	十八岁，给我一个姑娘	前期策划	待定
16	美男子	前期策划	待定
17	阳光姐妹淘	前期策划	待定

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 厚积薄发, 光线传媒动漫电影将在 2019 年爆发

3.1 光线在动漫电影布局深远, 投资多家内容公司

动漫领域布局深远, 投资众多动漫优质内容公司。2015 年光线传媒投资创建了彩条屋, 以奇幻元素、动画、漫画为核心的综合影视公司。彩条屋近几年来投资了多家动漫公司, 主要以高品质动画电影为核心, 涵盖国漫风、合家欢、影游跨界、真人奇幻和网络院线电影, 形成从 IP 源头到作品创作制作再到周边衍生的动漫集团。彩条屋投资参股众多动漫公司, 获得上游资源入口, 有助于光线传媒投资、发行动漫电影优质项目。

表 6: 部分彩条屋投资的动漫公司

序号	公司名称	投资时间	公司及代表作
1	十月文化	2015 年	中国知名的动画公司, 曾推出《功夫生肖》、《海底世界》等多部作品, 其代表作《西游记之大圣归来》
2	彼岸天	2013 年	唯美风格, 高品质动画电影创意制作团队, 代表作《大鱼海棠》、《BOBO&TOTO》
3	光印影业	2015 年	《查理九世》
4	凝羽动画	2016 年	《茶啊二中》
5	可可豆动画	2015 年	《打, 打个大西瓜》
6	好传动画	2016 年	《大护法》、《大理寺日志》
7	魔法文化	2015 年	《凤凰》
8	中传和道	2016 年	《姜子牙》
9	青空绘彩	2016 年	《昨日星空》

资料来源: 东兴证券研究所

光线传媒在国产动漫电影已崭露头角, 出现个别爆款。近几年彩条屋的代表作品有《大鱼海棠》《大护法》等。其中《大鱼海棠》2016 年上映, 成本 3000 万元, 斩获 5.66 亿元的高票房, 位列国产动漫电影第二名, 其衍生产品总销售超过五千万创历史之最。《大护法》2017 年上映后取得 7.8 分的豆瓣评分, 在较低成本的基础上实现了 8700 万元的票房收入, 实现了票房和口碑的双丰收。2017 年上映的《星游记之风暴法米拉》是国内首部网络动画大电影, 取得了爱奇艺 8 月份网络大电影分账第一的良好成绩;

3.2 国产动漫电影升级, 未来有三到五倍增长空间

整体上看, 我国动漫电影比重还比较低。动漫电影占整体票房比重约 10%-15% 左右, 同期美国、日本动漫电影票房占比约为 13%-22%, 我国动漫电影票房还有 20%-30% 左右增长空间。

国产动漫比例较小, 潜力巨大。国产动漫电影来看, 近六年来国产动漫电影占整个票房比重在 2%-4% 之间。之前国产动漫主要是面向幼儿, 随后开始面向成人大众, 未来有三至五倍增长空间, 达到票房的 8%-15% 左右

表 7:动漫电影各国情况（单位：亿人民币）

	日本动漫 电影票房	占电影票 房比重	美国动漫 电影票房	占电影票房 比重	中国动漫 电影票房	占电影票房 比重	国产动漫 电影票房	占电影票房 比重
2011	16.8435	15.73%	73.92	10.98%	15.07	11.50%	3.11	2.37%
2012	24.1719	20.95%	93.258	13.08%	14.25	8.33%	4.77	2.79%
2013	27.777	24.20%	114.774	15.95%	16.18	7.42%	6.13	2.81%
2014	24.6447	20.14%	80.982	11.80%	30.31	10.24%	11.1	3.75%
2015	27.7179	21.60%	99.792	13.62%	44.1	10.00%	20.38	4.62%
2016			161.304	21.44%	69.65	15.31%	13.44	2.95%

资料来源：WIND、艺恩网、box office mojo，东兴证券研究所

备注：2016年《功夫熊猫3》是中外合资片，但从IP、动漫制作来看归结为进口片。

动画史上最卖座电影均为“合家欢”题材。好莱坞主要是凭借“合家欢”动漫电影征服了全球动画电影市场，其题材丰富、创意强、情节合理、细节完美。历史上最卖座的动画电影中排名前十的，均是出自好莱坞的“合家欢”类型，全球票房平均在10亿美元左右。

图 10:前十大全球动漫电影

排名	影片名	制作公司	年份	票房收入 (亿美元)
1	《冰雪奇缘》	迪斯尼	2013	12.765
2	《小黄人大眼萌》	照明娱乐公司	2015	12.765
3	《玩具总动员3》	迪斯尼	2010	10.632
4	《疯狂动物城》	迪斯尼	2016	10.069
5	《神偷奶爸2》	迪斯尼	2013	9.708
6	《狮子王》	迪斯尼	1994	9.685
7	《海底总动员》	迪斯尼	2001	9.367
8	《怪物史莱克2》	梦工厂	2013	9.198
9	《冰河世纪3》	福克斯电影公司	2009	8.867
10	《冰河世纪4》	福克斯电影公司	2012	8.772

资料来源：互联网，东兴证券研究所

国产动漫电影在朝成人动漫、合家欢方向升级。国产动漫之前主要是是彩色素描动漫，代表作《大闹天宫》。20世纪后期，国产儿童动漫电影开始发展，如《熊出没》系列、《喜羊羊与灰太狼》系列等。2014年开始，成人动漫开始崭露头角，如2014年的《十万个冷笑话》、2015年的《大圣归来》。2016年的《大鱼海棠》。国产动漫经历几年沉淀，开始朝着合家欢题材方向发展。国产动漫电影与好莱坞动漫电影相比，技术差距已大为缩小，未来随着时间的沉淀，内容创造方面也会逐步缩小差距。

图 11:前十大国产动漫电影

排名	片名	内地票房	上映年份
1	西游记之大圣归来	9.56亿	2015年
2	大鱼海棠	5.66亿	2016年
3	熊出没之雪岭熊风	2.96亿	2015年
4	熊出没之熊心归来	2.88亿	2016年
5	熊出没之夺宝熊兵	2.47亿	2014年
6	喜羊羊与灰太狼之开心闯龙年	1.66亿	2012年
7	喜羊羊与灰太狼之兔年顶呱呱	1.5亿	2011年
8	喜羊羊与灰太狼之虎虎生威	1.28亿	2010年
9	喜羊羊5喜气羊羊过蛇年	1.25亿	2013年
10	十万个冷笑话	1.2亿	2014年

资料来源：东兴证券研究所

图 12:国产动漫发展历史


资料来源：东兴证券研究所

3.3 厚积薄发，光线传媒动漫电影将在 2019 年爆发

光线传媒的动漫电影在未来几年有望爆发，显著增厚公司业绩。动漫电影主要靠内容创意团队和技术人员开发，具有前期投资大、制作周期长等特点。经过几年的沉淀开发期，光线传媒旗下的动漫电影有望在未来几年爆发，其未来投资制作的动画电影包括：《大护法 2》《西游记之大圣闹天宫》《深海》《星游记》等。非常看好光彩条屋 2019 年推出的国产动画“神话三部曲”，《哪吒之魔童降世》、《姜子牙》、《凤凰》，可能会成为继《西游记之大圣归来》之后的国产动画电影爆款，预计单部影片将获得 5 亿-10 亿票房。

- ◆ **传统文化为背景阐释现代化故事容易取得成功。**传统文化、神话根植于观众内心，现代化故事容易引起共鸣，此类题材容易成为爆款。《西游记之大圣归来》即是代表作，以西游记为背景，阐述了年轻人自我救赎，找回初心的现代化故事。“神话三部曲”亦是取自于传统中国文化，进行全新改编的动漫电影。《哪吒之魔童降世》是爆笑喜剧动画，《姜子牙》是东方史诗级魔幻冒险动画，《凤凰》则是主打西南民族风的“女性成长”动画。
- ◆ **神话三部曲均由知名导演掌舵，质量可期。**《哪吒之魔童降世》导演饺子曾主导的动画短片作品《打，打个大西瓜》被称为“华人最牛原创动画短片”，获得国内

外 27 个专业大赛的 30 多个奖项。《姜子牙》的核心制作团队是中国传媒大学的顶尖师生团队, 导演李炜推出过《宝莲灯》《大鱼海棠》等优秀产品。《凤凰》导演毛启超此前的《科幻动画短片启示录》在第七十届戛纳国际电影节独立展映活动中获得“最佳导演奖”, 并入围了第 54 届金马奖。

我们认为光线传媒储备培育的动漫电影厚积薄发, 预计将在 2018 年初步释放, 2019 年集中爆发。

表 8: 公司制作筹备的动画电影

序号	电影名称 (暂定)	进展	主创人员
1	《姜子牙》	制作中	导演李炜、程腾
2	《哪吒之魔童降世》	制作中	导演饺子
3	《深海》	制作中	导演田晓鹏
4	《星游记》	制作中	导演胡一泊
5	凤凰之千年公主	制作中	导演毛启超
6	《昨日青空》	制作中	导演奚超
7	《西游记之大圣闹天宫》	前期策划	导演梁旋、张春
8	《大护法 2》	前期策划	待定
9	BOBO&TOTO	前期策划	待定

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 布局猫眼抢占战略制高点, 强强联手优势互补

4.1 新猫眼已成票务市场老大, 地位稳固

2016 年 5 月, 光线传媒和母公司光线控股投资入股猫眼文化, 与美团点评交叉持股。交易完成后, 光线控股持猫眼 38.40% 股权, 光线传媒持有猫眼 19% 股权, 光线控股和光线传媒共计持股达 57.4%,

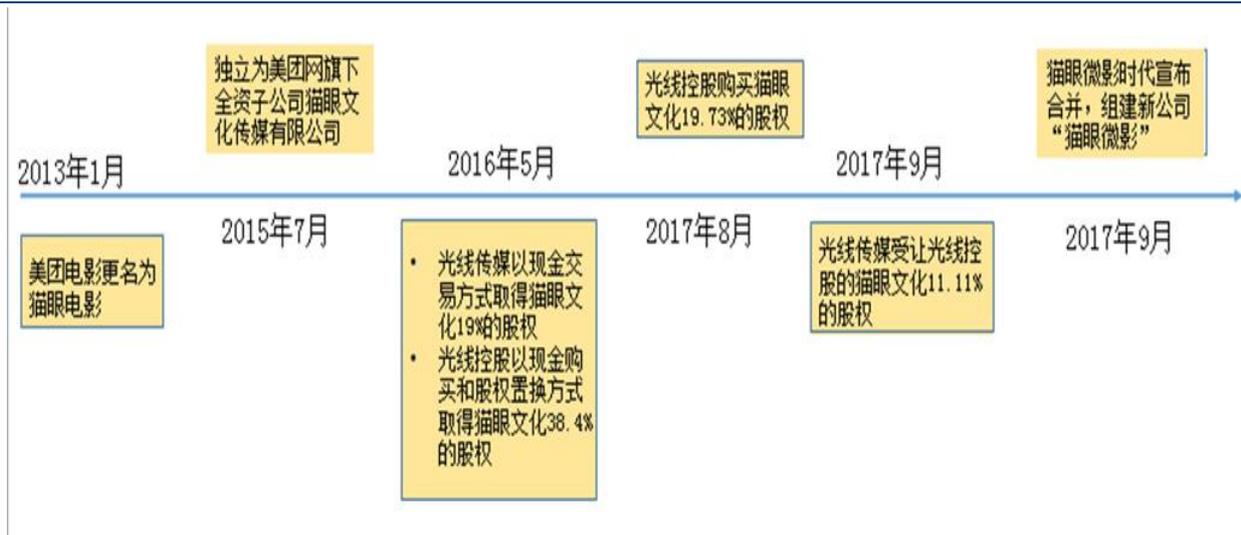
2017 年 8 月, 光线控股进一步增持猫眼文化, 以 17.76 亿元对价购买猫眼文化 19.73% 的股权, 交易完成后光线控股持有猫眼 58.13 股权, 光线传媒持有 19% 股权, 合计共持有 77.13% 股权。

2017 年 9 月, 光线传媒从光线控股手中受让猫眼文化 11.11% 的股权, 交易价格为 10 亿元左右。交易完成后光线传媒持有猫眼文化 30.11% 的股权, 光线控股持有猫眼文化 47.02% 的股权。

2017 年 9 月, 猫眼文化与腾讯旗下的微影合并。新公司将以原猫眼为主体合作双方相关业务。原猫眼将注入全部业务, 包括电影和演出票务业务等, 微影时代将电影票务、演出业务及相关资产合并注入新公司。

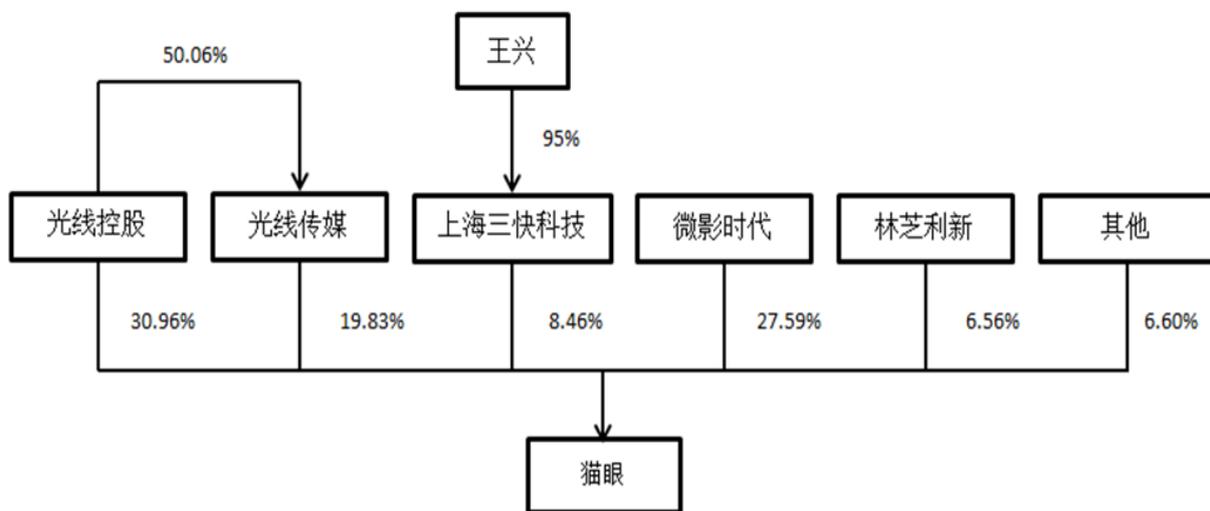
2017 年 11 月, 腾讯根据之前协议追加 10 亿元投资, 获得 5% 的股权, 合计持有 11.56% 的股权。

图 13:猫眼历史沿革



资料来源: 东兴证券研究所

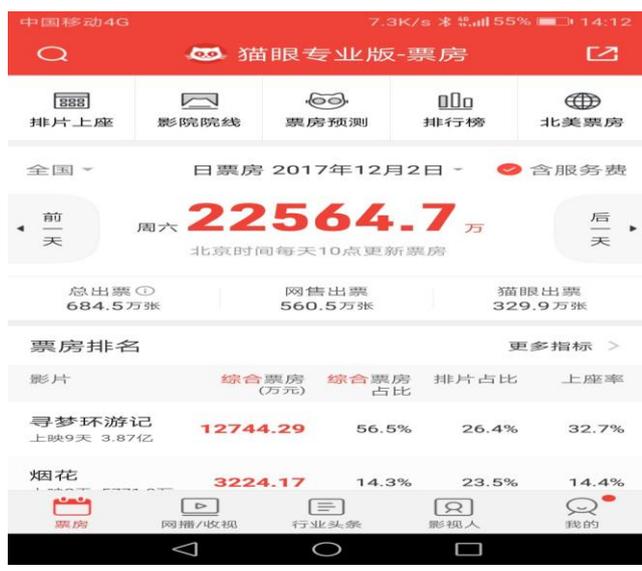
图 14: 2017年9月猫眼微影合并后股权结构



资料来源: 东兴证券研究所

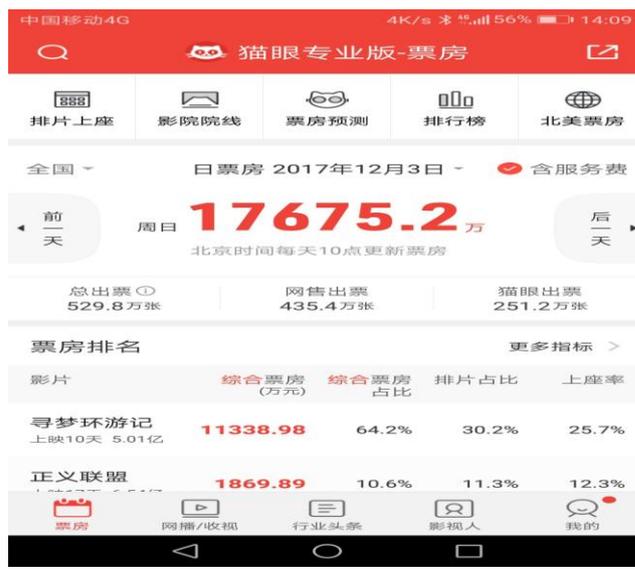
整体上看, 线上出票已占总出票 80%以上, 重组后的猫眼拥有美团、大众点评、猫眼、微信四大入口, 流量充裕。猫眼已成为市场上第一大票务市场, 约为 57%左右, 票务市场从三国鼎立进入猫眼、淘票票双强争霸格局。

图 15:2017 年 12 月 2 日票房情况



资料来源：猫眼专业版，东兴证券研究所

图 16:2017 年 12 月 3 日票房情况



资料来源：猫眼专业版，东兴证券研究所

4.2 猫眼发展前景广阔，价值凸显

双寡头格局稳定，票补负担下降。在线票务市场经历 15 年、16 年票补大战，市场格局进一步提升，市场份额较为稳定。今年票补较往年已经成下降趋势，且票补绝大多数是制片方为提高影片票房而承担，不再像以往为争夺市场份额而由票务网站承担。

替代传统发行功能，价值愈发重要。传统发行有着渠道和营销两大功能，发行商建立地网团队，取得制片方的播映权后与院线谈判确定排片情况和分账比例。而线上票务平台成为主要模式的情况下，影片经理更多是考虑电影预售情况、评分情况、日均想看人数增长情况等来确定排片。**根据一级市场猫眼调研情况，猫眼对 90%影片的票房预测误差在 10%以内。**此外，随着流量线上化，线上营销也获得制片方越来越多的预算。未来随着猫眼价值愈发重要，猫眼获得的收益分成也会更高。

猫眼推出“热点通平台”，打造影视线上宣发第一阵地。猫眼“热点通”汇聚了微信钱包、美团、大众点评、猫眼电影 APP、猫眼专业版、格瓦拉等六大平台的海量流量，开放媒体接口引入数百家影视文娱自媒体入驻，形成了覆盖全网的媒体分发网络，每日媒体广告和媒体流量已经超过 1 亿，精准触达 2 亿观影用户。

通过热点通，猫眼帮助影片量身定制宣发方案，将平台数据能力、优质的媒体渠道和片方发行方的宣发需求连接起来，实现“内容-曝光—购票”闭环转化效果，打造线上一站式营销平台，**未来猫眼通过热点通将获得持续可观的宣发收入。**

图 17:猫眼热点通 1



资料来源：东兴证券研究所

图 18:猫眼热点通 2



资料来源：东兴证券研究所

参与上游电影投资发行业务，提高收入来源。猫眼成为渠道端的寡头后，猫眼参与发行了《羞羞的铁拳》、《驴得水》、《使徒行者》、《你的名字》、《情圣》等多个影片。

发展衍生品，增加非票房收入。根据公司披露的《投资者关系活动记录表》现实，2016 年上映的《大鱼海棠》衍生品销售额达到 5000 万元，成为中国电影衍生品标杆性产品。猫眼发展线上衍生品将增厚其收入。

整体上看，新猫眼以互联网+泛娱乐发展为思路，推出了“影院营销平台、电影宣发平台、影视人合作平台和影视数据平台”等专业工具和服务，为电影片方、发行方、院线等业内各方提供数据、技术、营销等帮助。猫眼未来将继续全产业链整合，打通从电影出品到发行、宣传到售票直到衍生品售卖的整个链条。

4.3 猫眼补齐光线渠道短板，强强联合打造电影生态

猫眼为光线传媒带来持续投资收益。猫眼已扭亏为盈，根据公告及《投资者关系活动记录表》，猫眼文化在 2017 年 1-5 月实现营收 10.2 亿元，已达到 2016 年全年营收水平。2017 年 1-5 月在确认几千万股权激励情况下实现约 7000 万经营净利润，且 6-8 月继续保持较好盈利，相较于 2016 年猫眼亏损状态已大幅提升盈利状况。我们认为猫眼未来盈利空间可期，光线传媒将获得持续性的投资收益。

猫眼弥补光线渠道缺失，有助于光线电影发行。合并后的新猫眼已成为票务市场的龙头，在线上购票已达到 80%以上且仍在继续增长的背景下，线上宣发作用越来越强，

猫眼将有助于光线传媒对电影进行宣发。此外猫眼自身拥有海量 C 端用户数据, 背靠腾讯、新美大等资源, 弥补了光线在 C 端用户的数据缺失, 有助于光线传媒宣发实现精准营销。

猫眼延伸到上游内容, 与光线协同互补, 增强其话语权。猫眼作为渠道龙头逐渐向上游领域发展获取资源, 联合出品了《心理罪》、《绝世高手》、《驴得水》等片。而光线传媒拥有独到的投资眼光和经验, 两者强强联合, 对头部内容争更有竞争力和话语权, 未来有望进一步提高市场份额。

5. 电视剧/网剧业务加大投入, 增加主控比例

公司近几年开始加大对电视剧/网剧的投入。2016 年电视剧收入 1.35 亿元, 相较于 2015 年电视剧收入 0.67 亿元同比增长近一倍。2017 年中报电视剧收入 0.41 亿元, 同比增长 100%。

布局多家电视剧头部内容生产商。2012 年光线传媒以 8100 万获得欢瑞世纪 4.81% 的股权, 欢瑞世纪是国内最好的偶像剧制作公司之一, 出品了《古剑奇谭》、《宫锁心玉》、《宫锁珠帘》等多部大明星大制作的偶像剧。2013 年光线传媒以 8.29 亿元获得新丽传媒 27.64% 的股权, 成为新丽传媒第二大股东, 新丽传媒是国内最好的电视剧公司之一, 出品了《我的前半生》、《白鹿原》、《大丈夫》、《虎妈猫爸》等多部头部剧。光线传媒通过布局头部电视剧公司, 参与投资了多款精品电视剧如《诛仙青云志》、《新闺蜜时代》、《古剑奇谭》等。

未来投资制作多部电视剧, 增大主控比例。光线传媒未来计划投资制作 15 部左右电视剧如《笑傲江湖》《谁的青春不迷茫》《左耳》《金棺陵兽》《星辰变》《东宫》《怪医黑杰克》《西游记》等。其中主控的《笑傲江湖》预计将于 2017 年四季度或者 2018 年上映。未来电视剧收入有望增厚光线传媒业绩。

表 9: 光线传媒电视剧项目

电视剧名称	主要演职人员
笑傲江湖	导演金琛
谁的青春不迷茫	待定
左耳	导演陈慧翎
星辰变	待定
我欲封天	待定
金棺陵兽	待定
爱国者	待定

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 10:光线传媒网剧项目

网剧名称	主要演职人员
东宫	待定
怪医黑杰克	待定
星海镖师	待定

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

6. 控股齐聚科技, 布局视频直播业务

齐聚科技成立于 2008 年, 是中国互联网首个视频直播聚合商, 是国家工信部与中国互联网协会联合认证为中国互联网百强企业之一。旗下拥有四大核心直播产品, 分别为: 齐齐直播、聚范直播、呱呱视频社区、呱呱财经, 涉及演艺、财经、社交、教育等诸多领域, 且已实现 PC 端和移动端业务的全面覆盖。

光线传媒 2012 年以 7500 万元的价格投资入股浙江齐聚科技有限公司, 获得 32% 的股权, 2016 年光线传媒以 1.3 亿元价格获得齐聚科技 36.38% 的股权, 交易完成后光线传媒成为齐聚科技的控股股东, 占 63.21% 的股权。

齐聚科技于 2016 年 6 月开始并表, 2017 年前三季度实现收入 3.67 亿元, 毛利 2.48 亿元。

7. 盈利预测及投资建议

电影板块: 受益于工业化电影制作流程, 光线传媒近几年电影板块较为稳定, 上映的电影票房占整体票房约 20% 左右, 毛利率维持在 50% 左右。2016 年光线传媒电影及衍生品收入 12.34 亿元, 2017 年前三季度收入 11.01 亿元, 同比增长 25.54%。考虑到中国电影市场重回增速, 光线传媒盛产头部内容获得超额收益, 2018 年光线传媒将推出几款重磅电影如《三体》、《鬼吹灯之龙岭迷窟》, 2019 年是光线传媒动漫电影落地大年, 预计神话三部曲单片票房将达到 5 亿-10 亿票房左右。预计 2017-2019 年电影营收同比增长 21%、24%、29%。2017-2018 年毛利率维持在 50% 左右, 2019 年主投主控的动漫电影毛利率较高, 提升至 52%。

电视剧板块: 公司电视剧业务基本上是参投为主, 2016 年收入 1.35 亿元, 同比增长 101%。2017 年前三季度收入 0.43 亿元, 主控的《笑傲江湖》预计近期将上线。未来会增加电视剧主控比例和投入。考虑到电视剧特别是网剧市场持续火热, 公司拥有一批新演员培养出演, 预计光线传媒 2017-2019 年电视剧收入同比增长 65%、86%、64%。毛利率随着主控比例增加而增加。

视频直播业务: 直播行业变成红海, 竞争激烈。2017 年前三季度视频直播收入为 3.67 亿元。考虑到光线传媒与齐聚科技的直播业务存在内容领域的协同效应, 拥有腾讯 QQ 流量导入。预计未来几年齐聚科技业务将保持稳定, 2017-2019 年视频直播收入维持在 4 亿元左右。

我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 22.68 亿元、27.56 亿元和 34.76 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 8.57 亿元、10.56 亿元和 13.58 亿元; 每股收益分别为 0.29 元、0.36 元和 0.46 元, 对应 PE 分别为 35.92、29.15 和 22.08。

我们采取相对估值法, 选取了 A 股市场上五家同类影视公司与公司进行可比公司估值比较, 选用 PE 指标来横向进行估值比较。根据五家可比公司估值, 2017-2019 年平均 PE 分别为 30.06、25.02、20.74。考虑到光线传媒投资参股的新丽传媒正在 IPO, 猫眼未来大概率亦会独立上市, 将给公司带来丰厚的投资收益。合并后的新猫眼在互联网发行渠道价值愈发重要、新猫眼将为光线传媒带来稳定的收益。因此给予公司高于行业平均估值, 公司 6 个月目标价 12.45 元, 维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示: 动漫电影不及预期, 电影市场增速下降。

表 11: 可比公司估值比较(截止到 2017 年 12 月 19 日收盘价)

证券简称	总收入(百万元)			净利润(百万元)			每股收益			市盈率 PE		
	17E	18E	19E	17E	18E	19E	17E	18E	19E	17E	18E	19E
万达电影	139.99	171.34	203.68	17.01	21.28	25.96	1.45	1.81	2.21	35.93	28.72	23.54
横店影视	25.51	28.91	32.91	3.84	4.41	5.22	0.85	0.97	1.15	31.80	27.70	23.43
中国电影	88.93	106.42	122.46	11.32	13.39	15.42	0.61	0.72	0.83	25.15	21.26	18.46
华谊兄弟	37.79	47.38	59.15	9.40	11.29	13.96	0.34	0.41	0.5	26.79	22.29	18.03
华策影视	53.99	66.06	78.95	6.23	7.59	9.42	0.35	0.43	0.53	30.63	25.15	20.25

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

表 12: 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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	3686	3273	3748	4557	5097	营业收入	1523	1731	2269	2757	3476
货币资金	1512	1520	1613	2039	2489	营业成本	1010	875	1211	1436	1794
应收账款	1064	762	970	1156	1276	营业税金及附加	2	6	7	9	11
其他应收款	159	316	414	503	535	营业费用	13	69	88	109	122
预付款项	139	124	114	102	146	管理费用	87	152	206	251	316
存货	387	468	554	675	568	财务费用	21	13	17	15	16
其他流动资产	409	81	81	81	81	资产减值损失	32.75	99.63	86.00	78.00	66.00
非流动资产合计	4503	5876	5272	5252	5628	公允价值变动收益	0.15	-0.03	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1428	1686	1410	1410	1410	投资净收益	75.69	277.41	289.00	302.00	343.00
固定资产	28	25	22	19	16	营业利润	433	795	942	1162	1495
无形资产	3	2	2	2	1	营业外收入	21.75	40.50	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	171	33	45	45	45	营业外支出	1.00	19.63	25.00	25.00	25.00
资产总计	8189	9150	9020	9809	10725	利润总额	454	816	947	1167	1500
流动负债合计	979	852	1060	1226	1379	所得税	37	76	88	108	139
短期借款	0	0	0	0	195	净利润	417	740	859	1058	1361
应付账款	657	593	820	972	914	少数股东损益	15	-1	1	2	2
预收款项	12	18	28	39	54	归属母公司净利润	402	741	857	1057	1358
一年内到期的非	105	0	0	0	0	EBITDA	470	821	962	1179	1514
非流动负债合计	239	1180	1017	1010	1010	EPS (元)	0.28	0.25	0.29	0.36	0.46
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	992	992	1010	1010		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	1218	2032	2077	2236	2389	成长能力					
少数股东权益	99	82	84	85	88	营业收入增长	25.06%	13.66%	31.04%	21.51%	26.09%
实收资本 (或股	1467	2934	2934	2934	2934	营业利润增长	5.19%	83.43%	18.48%	23.34%	28.70%
资本公积	2827	1382	1382	1382	1382	归属于母公司净利润	15.73%	23.23%	15.73%	23.23%	28.56%
未分配利润	1152	1730	2219	2863	3692	获利能力					
归属母公司股东	6872	7035	6859	7488	8248	毛利率 (%)	33.68%	49.45%	46.61%	47.89%	48.40%
负债和所有者权	8189	9150	9020	9809	10725	净利率 (%)	27.35%	42.74%	37.86%	38.39%	39.15%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
	单位: 百万元					ROE (%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	4.91%	8.10%	9.51%	10.77%	12.67%	
经营活动现金流	398	747	373	534	575	偿债能力					
净利润	417	740	859	1058	1361	资产负债率 (%)	15%	22%	23%	23%	22%
折旧摊销	15.62	14.13	0.00	3.11	3.11	流动比率	3.77	3.84	3.53	3.72	3.69
财务费用	21	13	17	15	16	速动比率	3.37	3.29	3.01	3.17	3.28
应收账款减少	0	0	-207	-186	-121	营运能力					
预收帐款增加	0	0	10	12	15	总资产周转率	0.23	0.20	0.25	0.29	0.34
投资活动现金流	-1182	-1501	804	240	-105	应收账款周转率	2	2	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.80	2.77	3.21	3.08	3.69
长期股权投资减	0	0	580	-5	-395	每股指标 (元)					
投资收益	76	277	289	302	343	每股收益 (最新摊薄)	0.28	0.25	0.29	0.36	0.46
筹资活动现金流	1716	762	-219	-17	481	每股净现金流 (最新	0.63	0.00	0.33	0.26	0.32
应付债券增加	0	0	0	18	0	每股净资产 (最新摊	4.69	2.40	2.34	2.55	2.81
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	454	1467	0	0	0	P/E	37.50	42.00	35.92	29.15	22.68
资本公积增加	2331	-1445	0	0	0	P/B	2.24	4.38	4.49	4.11	3.73
现金净增加额	931	8	959	757	951	EV/EBITDA	29.78	36.86	31.39	25.25	19.50

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员, 基础产业小组组长。央视财金频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师(第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强(第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强(第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

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。