

# 行业格局持续向好，夯实电影大集团地位



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

——光线传媒（300251）

## ❖ 行业格局持续向好

随着国产电影质量的逐步提高、行业格局稳定后资源归拢，票房集中度将持续提高；2017年国产电影 Top10 票房占国产电影的 71.6%，连续 4 年集中度提升。国内院线的竞争格局趋于稳定，前十院线集中度稳定在 66%左右，未来集中度仍将进一步提升。在线票务平台中猫眼市场占有率超 50%，淘票票市场占有率约为 30%，猫眼以及淘票票在在线票务市场竞争中优势尽显。

## ❖ 看好电影内容持续升级

我们认为电影内容将持续得到提升。一方面，当前电影市场的核心矛盾仍然在于电影质量；国产电影平均上座率只有 14.2%，优质内容供应不足，难以获得长期良好票房。另一方面，系列电影已经成为新常态，持续的系列电影是工业化生产电影趋势的体现，中国电影市场将逐步进入稳定工业化生产阶段；已上映的国产系列电影包括开心麻花三部曲，三部“前任”系列电影，以及 2018 年春节档影片中 3 部续作电影《唐人街探案 2》、《捉妖记 2》、《西游记女儿国》。在以上两方面趋势影响下，中国电影市场的行业格局基本稳定，资源更为集中，未来将持续淘汰低质量电影。

## ❖ 首次覆盖给予光线传媒「增持」的投资评级

我们预估公司 2017 年、2018 年以及 2019 年营业收入分别为 23.3、29.8 以及 37.5 亿元，同比增速分别为 34.7%、27.8%以及 25.9%，净利润分别为 7.6、9.6 以及 12.4 亿元，EPS 分别为 0.26、0.33 以及 0.42 元/股，对应 PE 分别为 46.3、37.0 以及 28.5 倍。

首次覆盖给予光线传媒「增持」的投资评级，基于 1) 内容方面：公司为电影产业龙头，行业格局持续向好，电影大集团地位不断夯实；2) 品牌方面：公司奠定国内动漫领军者地位，未来有望进一步扩大竞争优势；3) 渠道方面：公司与猫眼协同，大数据反哺内容与品牌。

我们持续看好公司的资源积累与产业链协同能力，认为公司未来有望向综合传媒大集团进军。

## ❖ 风险提示：产品推进不达预期；行业竞争加剧；系统性风险。

## 📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	文化娱乐/传媒
报告时间	2018/2/22
前收盘价	12.07 元
公司评级	增持评级

## 👤 分析师

欧阳宇剑  
证书编号：S1100517020002  
021-68595127  
ouyangyujian@cczq.com

## 📍 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	1731	2333	2980	3751
+/-%	13.7%	34.7%	27.8%	25.9%
净利润(百万)	741	766	956	1243
+/-%	84.3%	3.3%	24.9%	30.0%
EPS(元)	0.25	0.26	0.33	0.42
PE	47.8	46.3	37.0	28.5

资料来源：公司公告、川财证券研究所

## 投资评级与估值

我们预估公司 2017 年、2018 年以及 2019 年营业收入分别为 23.3、29.8 以及 37.5 亿元,同比增速分别为 34.7%、27.8%以及 25.9%,净利润分别为 7.6、9.6 以及 12.4 亿元, EPS 分别为 0.26、0.33 以及 0.42 元/股,对应 PE 分别为 46.3、37.0 以及 28.5 倍。

首次覆盖给予光线传媒「增持」的投资评级,基于

- 1、内容方面:公司为电影产业龙头,行业格局持续向好,电影大集团地位不断夯实;
- 2、品牌方面:公司奠定国内动漫领军者地位,未来有望进一步扩大竞争优势;
- 3、渠道方面:公司与猫眼协同,大数据反哺内容与品牌。

我们持续看好公司的资源积累与产业链协同能力,未来有望向综合传媒大集团进军。

## 关键假设点

公司重点产品如期上线

## 有别于大众的认识

市场担心公司项目制商业模式影响业绩以及当前估值较贵,我们认为公司为内容产业龙头,在电影市场的份额始终处于第一梯队,拥有较大竞争优势。公司目标明确、执行力强、管理层战略清晰,通过不断打造自身内容扩大品牌以及渠道优势,未来将受益于行业格局持续向好以及市场予以龙头所带来的估值中枢提升。

## 股价表现催化剂

公司重点项目落地

## 核心假设风险

重点项目推进速度低于预期

## 正文目录

行业格局持续向好,内容升级将是必然.....	5
国产电影已进入工业化生产阶段.....	6
院线格局稳定,在线售票逐步加深电影产业渗透.....	9
在线售票平台:票补大战难以为继,逐步加深电影产业渗透.....	10
光线传媒:内容、品牌与渠道持续升级.....	11
内容联盟:电影大集团地位不断夯实.....	12
品牌塑造:国内动漫领域领军者.....	14
渠道优势:与猫眼协同,大数据反哺内容与品牌.....	15
优质内容战略下的电视剧业务逐渐兴起.....	17
游戏及直播:对整体业绩影响有限.....	18
投资建议.....	19
风险提示.....	20
盈利预测.....	21

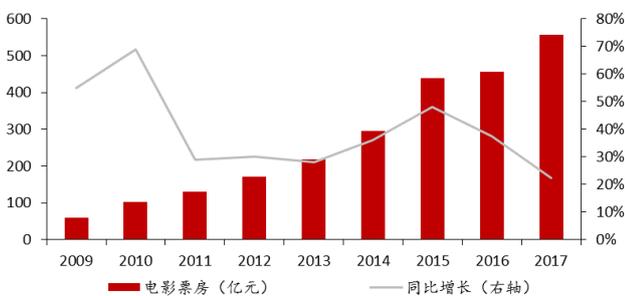
## 图表目录

图 1:	2017 年电影票房同比增长 23%.....	5
图 2:	2017 银幕数量同比增长 23%.....	5
图 3:	2017 年进口电影票房一览.....	5
图 4:	2017 年国产电影票房表现优秀.....	6
图 5:	单荧幕产出持续下降.....	7
图 6:	国产电影上座率仍然较低.....	7
图 7:	17 年国产电影 TOP5 豆瓣评分平均为 6.5.....	8
图 8:	16 年国产电影 TOP5 豆瓣评分平均为 5.8.....	8
图 9:	春节档重点项目皆为续作且表现优秀.....	8
图 10:	春节档质量大幅提升.....	8
图 11:	院线格局基本稳定.....	9
图 12:	单荧幕产出不断下降.....	9
图 13:	线上发行只剩两家巨头以及百度糯米.....	10
图 14:	猫眼市场份额稳定为 60%.....	10
图 15:	猫眼及淘票票逐步制片能力.....	11
图 16:	猫眼及淘票票逐步发行能力.....	11
图 17:	电影业务为光线传媒主要业务.....	11
图 18:	电影业务为光线传媒主要业务.....	11
图 19:	2017 年三季度净利润同比增长 8.28%.....	12
图 20:	光线参投及制作发行影片稳定为 15 部.....	12
图 21:	2016 年光线市场占有率为 24.1%.....	13
图 22:	公司预计上映电影项目.....	13
图 23:	公司预计制作电影项目.....	13
图 24:	国产电影的票房收益率排行榜.....	14
图 25:	光线深度布局动漫.....	15
图 26:	光线深度布局动漫.....	15
图 27:	在线票务市场的三个阶段.....	16
图 28:	当前各票务平台资源数量.....	16
图 29:	猫眼电影主出品、发行电影票房表现突出.....	16
图 30:	电视剧业务有望逐渐兴起.....	17
图 31:	预计制作电视剧、网剧项目.....	18
图 32:	公司广泛布局泛娱乐产业.....	18
图 33:	游戏业务为公司泛娱乐布局之一.....	19
图 34:	直播业务为公司泛娱乐布局之一.....	19
图 35:	电影行业可比公司估值比较.....	19

## 行业格局持续向好, 内容升级将是必然

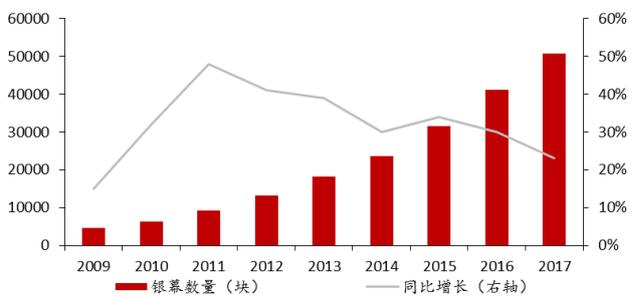
据广电总局数据显示, 2017 年中国电影票房为 558 亿元 (含服务费), 同比增速为 23%。电影票房的增长主要是受到银幕数量继续增长以及优质内容如《速度与激情 8》、《战狼 2》、《羞羞的铁拳》等优质电影带动观影需求的影响。中国电影银幕数量已达到 5.1 万块, 稳居全球首位, 同比增速为 23%, 2017 年现象级电影《战狼 2》获得 56.8 亿票房, 大幅突破单影片市场空间, 随着优质内容占比提升, 2018 年电影行业有望持续向上。

图 1: 2017 年电影票房同比增长 23%



资料来源: 广电总局电影局, 艺恩, 川财证券研究所

图 2: 2017 银幕数量同比增长 23%



资料来源: 中国电影发行放映协会, 艺恩, 川财证券研究所

图 3: 2017 年进口电影票房一览

排名	影片名称	票房	场均人次	票房占比	国家
1	速度与激情 8	26.7	30	5%	美国
2	变形金刚 5	15.5	23	3%	美国
3	摔跤吧! 爸爸	13.0	22	2%	印度
4	加勒比海盜 5	11.8	22	2%	美国
5	金刚: 骷髅島	11.6	20	2%	美国
6	寻梦环游记	11.3	23	2%	美国
7	极限特工: 终极回归	11.3	20	2%	美国
8	生化危机 6	11.1	20	2%	美国/德国
9	神偷奶爸 3	10.4	16	2%	美国
10	蜘蛛侠: 英雄归来	7.7	16	1%	美国

资料来源: 中国票房, 川财证券研究所

图 4： 2017 年国产电影票房表现优秀

排名	影片名称	票房	场均人次	票房占比	国家
1	战狼2	56.8	38	10%	中国
2	羞羞的铁拳	22.1	25	4%	中国
3	功夫瑜伽	17.5	33	3%	中国/印度
4	西游伏妖篇	16.5	36	3%	中国/中国香港
5	芳华	11.9	27	2%	中国
6	乘风破浪	10.5	27	2%	中国
7	大闹天竺	7.6	17	1%	中国
8	悟空传	7.0	28	1%	中国
9	情圣	6.6	18	1%	中国
10	追龙	5.7	20	1%	中国

资料来源：中国票房，川财证券研究所

## 国产电影已进入工业化生产阶段

随着国产电影质量的逐步提高、行业格局稳定后资源归拢，票房集中度持续提高。2017 年重点影片《战狼 2》、《羞羞的铁拳》、《功夫瑜伽》、《西游伏妖篇》以及《芳华》豆瓣评分分别为 7.3、7.2、5.0、5.6 以及 7.8 分，平均为 6.6 分，较 2016 年国产 Top5 影片的豆瓣平均分 5.8 分有大幅提升，质量和口碑大幅改善。影片质量提升带来票房集中度的提升，2017 年国产电影 Top10 票房占国产电影的 71.6%，票房集中度连续 4 年提升。

2018 年春节档（除夕至初六，去除服务费口径）共实现票房 54.1 亿，同比增 67.5%。其中观影人次 1.44 亿，同比增 59.3%，平均票价 37.6 元，同比增 5.32%。共放映场次 229.8 万场，同比增 16.8%，场均人次 62.4，同比增 35.8%（以 2016 年 58.4 的历史高点看，则增长 6.8%）。从单片票房情况看，唐人街探案 2、捉妖记 2、红海行动分列票房前三，分别为 17.8 亿、16.2 亿、11.3 亿。从票房的一二三四线城市分布看，一二线票房占比约 44%，三线及以下占比 56%。

场均观影人次为 62.0，达到历史最高。从观影人次和平均票价的拆分看，增长主要来自观影人次的大幅提升，进一步拆分，除了因 2017 年银幕数同比提升 23.3%至 50766 块带来的场次提升 16.8%的影响外，场均人次提升 35.8%是更关键的因素。历史场均人次数据看，2015、2016 年场均人次为高点，分别为 57.1 和 58.4，2017、2018 年分别为 45.9、62.0，2018 年春节档的场均观影人次已达到历史最高。

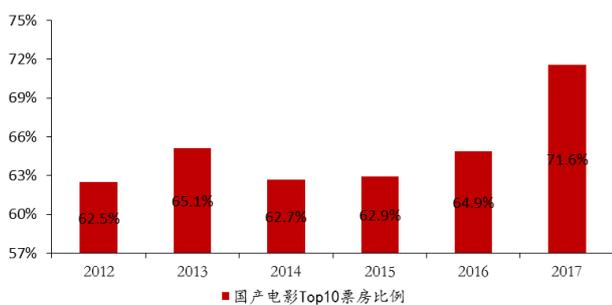
影片质量成为票房的决定性因素之一。从单片情况看，唐人街 2 和红海行动实现口碑逆袭，最后一天初六单日票房已达 2.8 亿、2.5 亿，全面超越捉妖记 2 的 1.3 亿，豆瓣评分分别为 7.3、8.5 和 5.2，可见影片质量和口碑也成为票房的决定性因素之一。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

国内电影市场潜力巨大。此次春节档电影票房超预期实质上是由于去年渠道扩张带来的场次自然增长（23.3%的银幕数提升带来的16.8%场次提升）和单片影片质量提升带来的场均人次回升到历史高位水平（同比前期历史高位增6.8%、同比去年增35.8%）的共振结果。从此次春节档尚无法推断2018年全年票房增速会大幅提升，其更大的意义在于揭示在国内渠道已经建设得足够强大的此刻，观影人群对优质内容的极大需求，以及由此带来的国内电影市场的巨大增长潜力。未来随着内容质量的不断提升，国内电影票房的体量可保证长期增长。

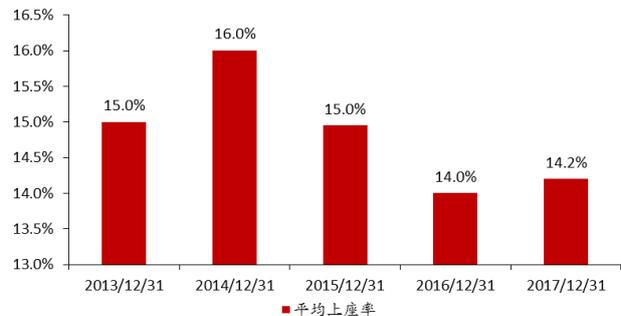
我们看好电影内容持续升级。主要原因为：一方面，中国电影市场的核心矛盾仍然是电影质量；国产电影平均上座率只有14.2%，优质内容供应不足，使得其难以获得长期良好票房。另一方面，系列电影已经成为新常态，中国电影市场将逐步进入稳定工业化生产阶段；已上映的国产系列电影包括开心麻花三部曲《夏洛特烦恼》、《驴得水》和《羞羞的铁拳》，三部“前任”系列电影，以及2018年春节档影片中3部续作电影《唐人街探案2》、《捉妖记2》、《西游记女儿国》。这样持续的系列电影是工业化生产电影趋势的体现。在以上两方面因素影响下，中国电视市场的行业格局基本稳定，资源更为集中，未来将持续淘汰低质量电影。

图 5：单荧幕产出持续下降



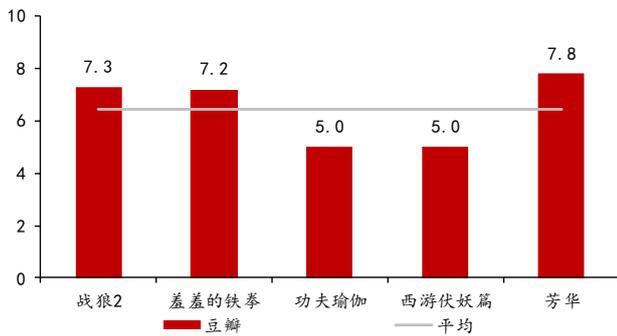
资料来源：广电总局电影局，艺恩，川财证券研究所

图 6：国产电影上座率仍然较低



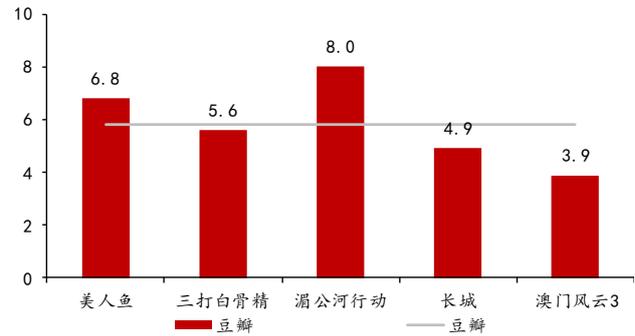
资料来源：艺恩，川财证券研究所

图 7：17 年国产电影 Top5 豆瓣评分平均为 6.5



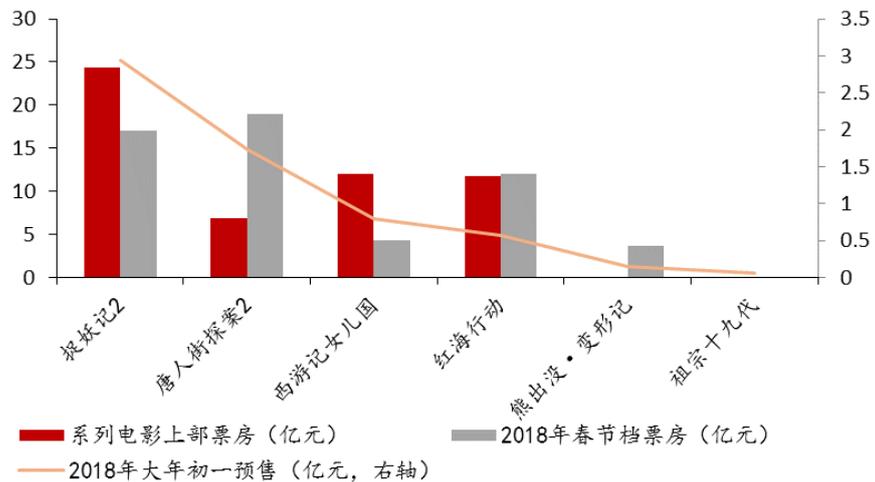
资料来源：豆瓣，川财证券研究所

图 8：16 年国产电影 Top5 豆瓣评分平均为 5.8



资料来源：艺恩，川财证券研究所

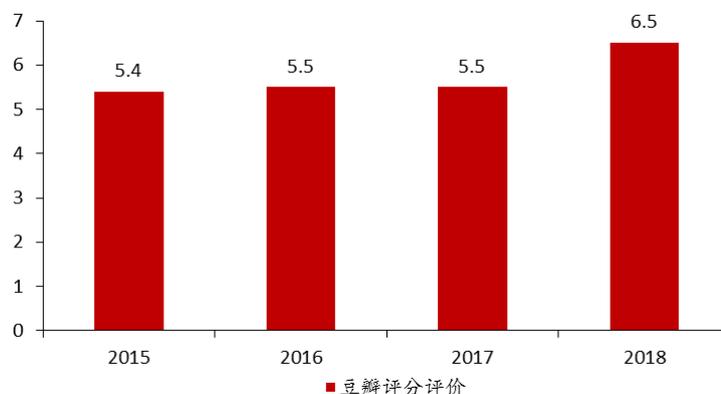
图 9：春节档重点项目皆为续作且表现优秀



资料来源：中国票房，猫眼电影专业版，川财证券研究所

注：红海行动为海陆空三部中的最后一部，其他两部为战狼2以及空天猎

图 10：春节档质量大幅提升



资料来源：豆瓣，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 院线格局稳定，在线售票逐步加深电影产业渗透

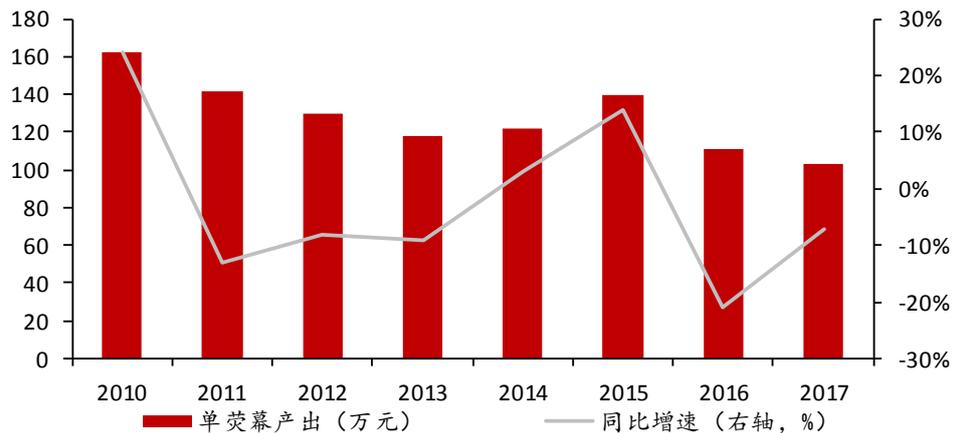
国内院线的竞争格局稳定，前十院线集中度稳定在66%左右。2017年前十大院线市场份额为65.2%，提升最大的为大地影院，主要是由于其并购橙天嘉禾所导致。渠道方面的建设仍在持续进行中，预计未来集中度将进一步提升，主要原因是当前单荧幕产出持续下降，2017年同比下降7%，这样使得终端扩张投资收益逐渐下降，新建影院已经不再是提升市场占有率的有效途径，而通过整合提高议价能力降低分账成本、扩大本身渠道价值、卖品和广告收入，从而提高影院投资的收益率将是未来国内院线的主要趋势。

图 11：院线格局基本稳定

2015		2016		2017	
万达院线	59.7 13.6%	万达院线	61.0 13.3%	万达院线	68.4 12.2%
中影星美院线	38.1 8.7%	大地院线	36.7 8.0%	大地院线+橙天嘉禾	54.8 9.8%
大地院线	35.3 8.0%	联和院线	36.1 7.9%	联和院线	42.4 7.6%
联和院线	31.4 7.2%	中影星美院线	34.4 7.5%	中影南方新干线	38.2 6.8%
中影南方新干线	29.8 6.8%	中影南方新干线	32.3 7.1%	中影数字院线	37.8 6.8%
金逸珠江院线	28.8 6.6%	中影数字院线	29.2 6.4%	中影星美院线	37.2 6.7%
中影数字院线	21.0 4.8%	金逸珠江院线	27.7 6.0%	金逸珠江院线	28.2 5.0%
横店院线	19.8 4.5%	横店院线	20.7 4.5%	横店院线	22.7 4.1%
时代院线	15.7 3.6%	时代院线	14.5 3.2%	华夏联合电影院线	17.7 3.2%
幸福蓝海院线	13.2 3.0%	华夏联合电影院线	14.4 3.2%	幸福蓝海院线	16.9 3.0%
Top10合计	66.7%		67.2%		65.2%

资料来源：中国电影发行放映协会，川财证券研究所

图 12：单荧幕产出不断下降

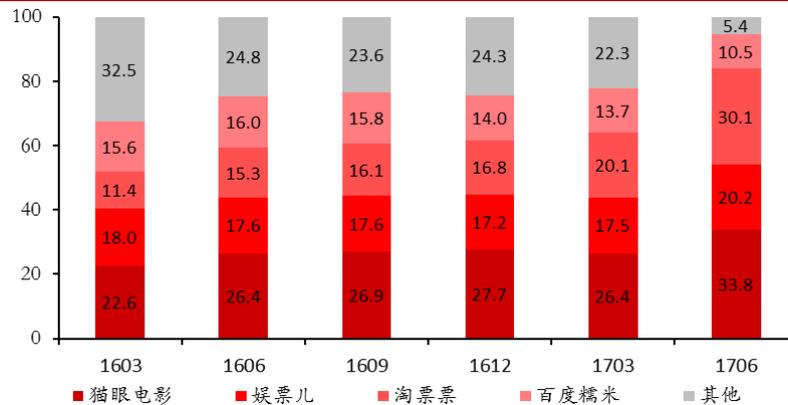


资料来源：艺恩，川财证券研究所

### 在线售票平台：票补大战难以为继，逐步加深电影产业渗透

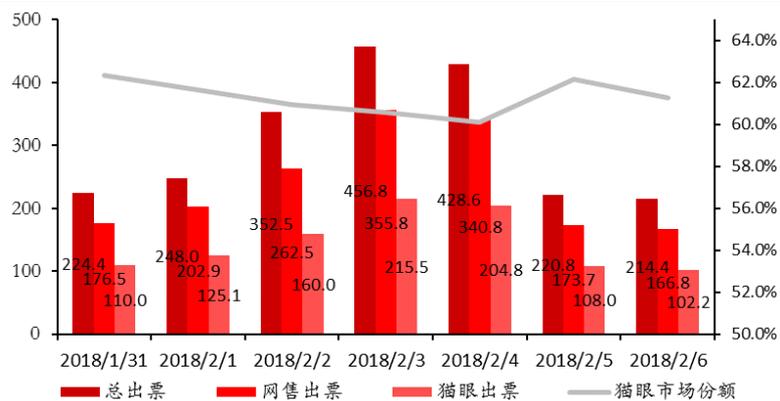
票务平台的强强联合改变发行行业格局。由于在线票务平台能够利用流量入口的定位成为宣发平台、线上发行，长期以来各平台都以大额补贴形式进行争夺用户，随着用户红利消耗殆尽，行业也进行产业整合，2017年9月猫眼与微影合并成立新猫眼微影，最终使得猫眼市场占有率超50%，淘票票市场占有率约为30%，猫眼以及淘票票在在线票务市场竞争中优势尽显。

图 13：线上发行只剩两家巨头以及百度糯米



资料来源：易观智库，川财证券研究所

图 14：猫眼市场份额稳定为 60%

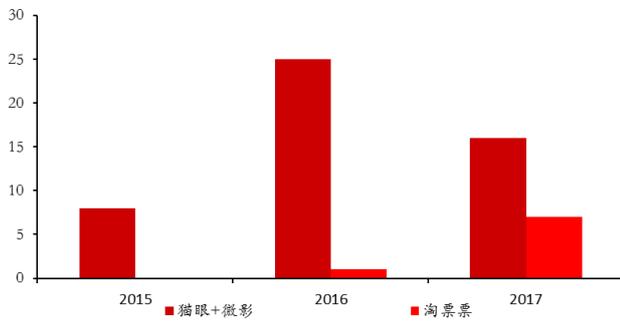


资料来源：猫眼电影专业版，川财证券研究所

电影售票线上化率达到 80%，市场格局已经基本稳固，再继续大规模投放票补的投入产出比极低，对争夺存量用户帮助较小，根据市场调研来看目前的补贴成本较高，培养新增用户需要补贴约 100 元，大量补贴对于产业以及两家平台本身收益较低，而猫眼及淘票票已逐步加深电影产业渗透，未来将是电影产业整体协同的竞争。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

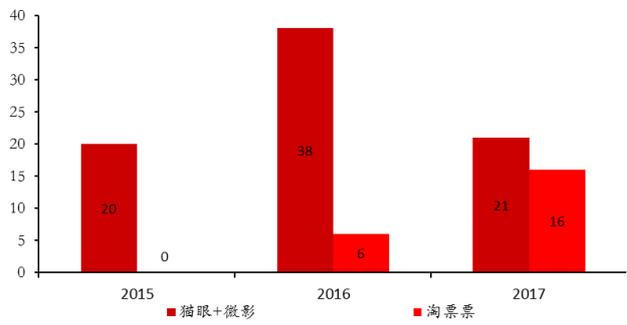
图 15: 猫眼及淘票票逐步制片能力



资料来源: 猫眼电影专业版, 川财证券研究所

注: 图为猫眼及淘票票 15-17 年参与制片数量

图 16: 猫眼及淘票票逐步发行能力



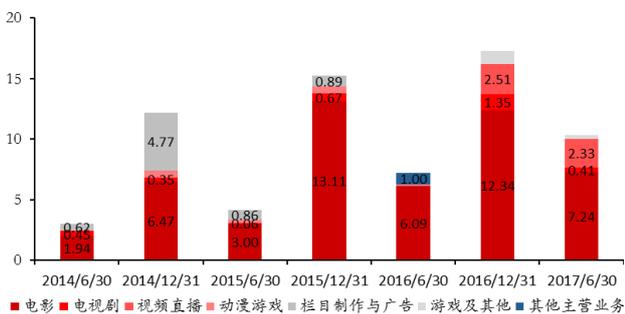
资料来源: 猫眼电影专业版, 川财证券研究所

注: 图为猫眼及淘票票 15-17 年参与发行数量

## 光线传媒: 内容、品牌与渠道持续升级

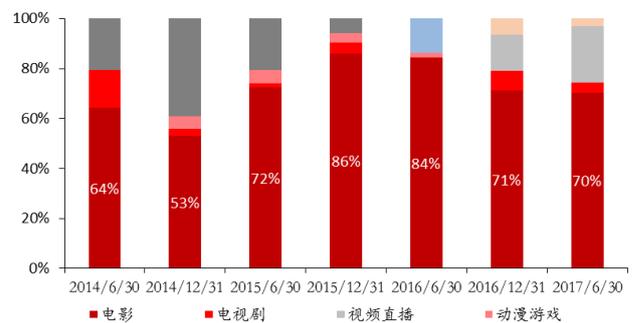
光线传媒成立于 1998 年, 经过 19 年发展, 已成为中国最大的民营传媒娱乐集团, 2016 年总票房超 64.2 亿人民币, 民营电影公司票房第一, 公司业务以内容为核心、以影视为驱动, 在横向的内容覆盖及纵向的产业链延伸两个维度同时布局, 目前业务已覆盖电影、电视剧(网剧)、动漫、视频、音乐、文学、艺人经纪、戏剧、衍生品、实景娱乐等领域, 是国内覆盖内容领域最全面、产业链纵向延伸最完整的综合内容集团之一。

图 17: 电影业务为光线传媒主要业务



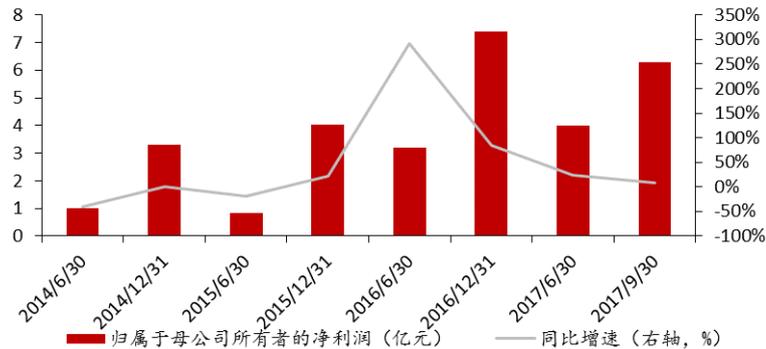
资料来源: 2013 年度报告, 2014 年度报告, 2015 年度报告, 2016 年度报告, 2017 半年度报告, 川财证券研究所

图 18: 电影业务为光线传媒主要业务



资料来源: 2013 年度报告, 2014 年度报告, 2015 年度报告, 2016 年度报告, 2017 半年度报告, 川财证券研究所

图 19： 2017 年三季度净利润同比增长 8.28%



资料来源：2014 年度报告，2015 年度报告，2016 年度报告，2017 半年度报告，2017 年三季度报告，川财证券研究所

### 内容联盟：电影大集团地位不断夯实

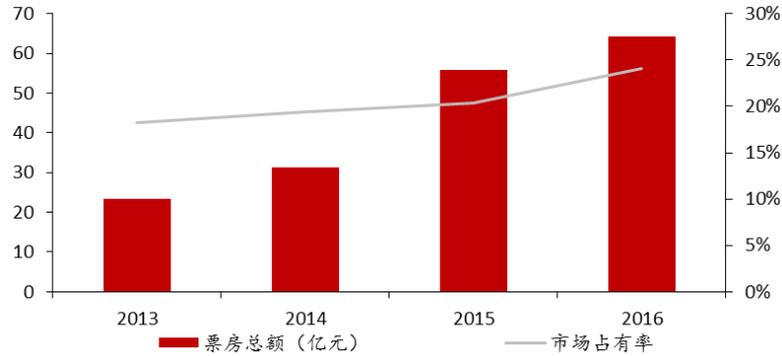
2013 年以来公司电影业务持续提升，截至目前 70% 以上营业收入都是来自电影及相关业务，民营电影公司票房市场占有率第一。2016 年公司上映 15 部电影，电影大集团地位不断夯实，实现总票房为 64.2 亿元，占国产电影占有率为 24.1%，根据公司 2017 年半年报披露，2017 年下半年启动或制作中的电影项目超过 30 个，此类项目中，不乏知名、重量级头部内容，公司会继续延续在项目选择、风险把控、内容制作、资源整合上的优势，不断完善产业链布局，提升公司综合竞争力。

图 20： 光线参投及制作发行影片稳定为 15 部



资料来源：2013 年度报告，2014 年度报告，2015 年度报告，2016 年度报告，2017 半年度报告，2017 年度业绩预告，川财证券研究所

图 21： 2016 年光线市场占有率为 24.1%



资料来源：2013 年度报告，2014 年度报告，2015 年度报告，2016 年度报告，2017 半年度报告，2017 年度业绩预告，川财证券研究所

图 22： 公司预计上映电影项目

序号	电影名称 (暂定)	(预计) 上映时间	合作方式	制作进度	主要演职员
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	东北往事	待定	投资+发行	制作中	导演孔二狗

资料来源：2017 半年度报告，2017 年度业绩预告，川财证券研究所

图 23： 公司预计制作电影项目

序号	电影名称 (暂定)	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	查理九世	制作中	导演王竟
12	昨日青空	制作中	导演奚超
13	哪吒之魔童降世	制作中	导演饺子
14	凤凰之千年公主	制作中	导演毛启超
15	星游记	制作中	导演胡一泊
16	姜子牙	制作中	导演李炜、程腾
17	深海	制作中	导演田晓鹏
18	悲伤逆流成河	制作中	导演落落
19	叶问外传：张天志	制作中	导演袁和平 主演张晋、托尼·贾、柳岩
20	大鱼海棠2	前期策划	导演梁旋、张春
21	暴走漫画之白日梦	前期策划	导演王尼玛
22	西游记之大圣闹天宫	前期策划	导演田晓鹏
23	死亡通知单：暗黑者	前期策划	导演邱礼涛
24	BOBO&TOTO	前期策划	待定
25	莽荒纪	前期策划	待定
26	救命，我变成了一条狗	前期策划	待定
27	十八岁，给我一个姑娘	前期策划	待定
28	阴阳师	前期策划	待定
29	浮生物语	前期策划	待定
30	美男子	前期策划	待定
31	阳光姐妹淘	前期策划	待定

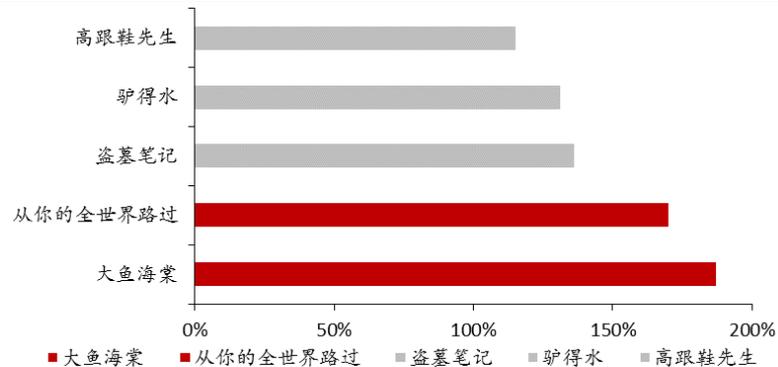
资料来源：2017 半年度报告，2017 年度业绩预告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 品牌塑造：国内动漫领域领军者

光线传媒是国内最早在动漫行业布局的公司之一。2015 年投资创建彩条屋，当时彩条屋已投资 14 家动漫公司，形成从 IP 源头到作品创作制作再到周边衍生的动漫集团。公司已上映多部票房、口碑双丰收的动画电影，其中近年票房最高的动画电影为《西游记之大圣归来》、《大鱼海棠》，分别为 9.56、5.65 亿元，公司为这两部电影的投资制作方，同时公司引进的《你的名字》获得 5.76 亿票房佳绩，奠定了公司国内动漫领军者的地位。

图 24：国产电影的票房收益率排行榜



资料来源：娱乐资本论，百度百科，川财证券研究所

未来持续产出动画项目，保证公司利润持续增长。随着动漫电影质量逐步提高，且动画电影对于演员依赖度低，公司有望再次打造出类似《大鱼海棠》的高投资回报率项目，进一步扩大竞争优势。2017 年 7 月，公司上映电影《大护法》，成为动画电影的口碑之作，2017 年 8 月在爱奇艺上独播首部动漫网络电影《西游记》，成为 8 月爱奇艺网络大电影票房冠军，2018 年《昨日青空》预计将上映，更多项目将在 2019 年上映，如“神话三部曲”国产原创动画计划——《哪吒之魔童降世》、《姜子牙》和《凤凰》，这些项目都将保证未来公司利润持续增长。

图 25： 光线深度布局动漫



资料来源：彩条屋，川财证券研究所

图 26： 光线深度布局动漫

公司名称	股权占比	代表作	票房（亿元）/说明	豆瓣评分
十月文化	20%	西游记之大圣归来	9.56	8.2
通耀科技	19%	你的名字	5.77 负责日漫IP代理合作	8.4
彼岸天	30%	大鱼海棠	5.65	6.6
好传动画	30%	大护法	0.87	7.8
玄机科技	5%	秦时明月之龙腾万里	0.60	6.7
可可豆动画	30%	哪吒降世	2019年上映	
魔法动画	40%	凤凰	2019年上映	
中传和道	30%	姜子牙	2019年上映	
全擎娱乐	35%	星游记之风暴法米拉		7.5
光印影业	60%	查理九世		
颜开文化	30%	神精榜		
易传动画	20%	美食大冒险		
青空绘彩	25%	昨日青空	2018年上映	
凝羽动画	30%	茶啊二中		

资料来源：公司资料，豆瓣，中国电影，川财证券研究所

### 渠道优势：与猫眼协同，大数据反哺内容与品牌

2017年9月5日公司公告受让猫眼11.11%的股权之后，目前合计持有猫眼30.11%的股权，2017年9月21日，猫眼引入微影时代等战略投资者，合并成为“新猫眼”。新公司将以猫眼为主体运营，微影时代将包括娱票儿App、格瓦拉生活App及在线票务、相关资产和多个独家票务入口与猫眼全部业务注入新公司，最终猫眼市场占有率超50%，淘票票市场占有率约为30%，猫眼以及淘票票在在线票务市场竞争中优势尽显。

在线票务平台在1.0时代，各平台通过大量补贴抢占市场份额，同时开始向电影产业链渗透。我们认为当前电影市场已进入到全产业链竞争的2.0时代，单纯的补贴已经难以触动消费者，只有通过整合产业链资源、共建生态，提升经

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

营效率、提升盈利能力，使得消费者、内容生产方以及渠道方多方共赢。在未来进入到 3.0 时期之时，猫眼大量数据的积累将使得电影产业链上各个优势节点大幅受益，有能力持续反哺内容与品牌。

从目前各票务平台所掌握的资源来看，猫眼在内容制作、宣发及推广上得天独厚。在内容制作上，猫眼拥有光线、猫眼影业、阿里影业，在宣发及推广上猫眼拥有美团、猫眼、光线以及腾讯系列入口。从 2016 年以来猫眼主出品、发行的电影票房能明显看出，在线票务平台的发行能力能够带动电影票房，未来通过光线在电影市场的内容制作以及行业资源，有望进一步扩大双方的协同效应。

图 27： 在线票务市场的三个阶段



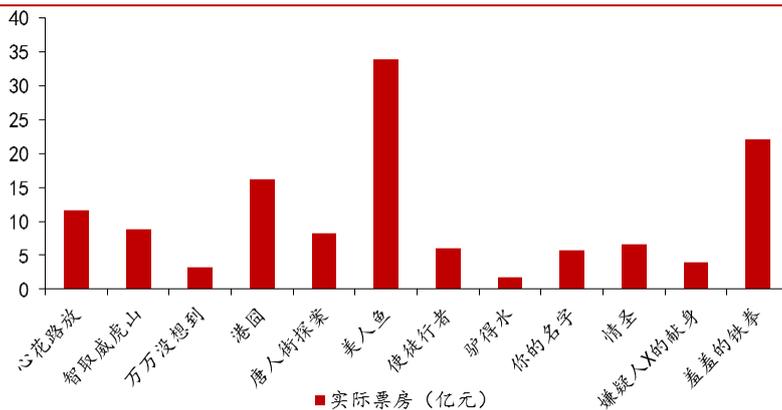
资料来源：易观智库，川财证券研究所

图 28： 当前各票务平台资源数量

	上游	中游	下游
猫眼电影	内容制作：光线、猫眼影业	票务：猫眼 电影宣发及推广：美团、猫眼、光线等资源	覆盖影院：7600+家
格瓦拉 娱眼儿	内容制作：主要支持：娱眼影业 辅助支持：省广影业、腾讯影业、企鹅影	票务：格瓦拉、娱眼儿、腾讯系产品入口（如：手Q+微信） 电影宣发及推广：娱眼发行、腾讯系产品	覆盖影院：6500+家
淘票票	内容制作：阿里影业	票务：淘票票、淘系产品入口（如：手淘+支付宝） 电影宣发及推广：淘票票、淘系产品	覆盖影院：7000+家
百度糯米电影		票务：百度糯米 电影宣发及推广：百度糯米	覆盖影院：7400+家

资料来源：易观智库，川财证券研究所

图 29： 猫眼电影主出品、发行电影票房表现突出



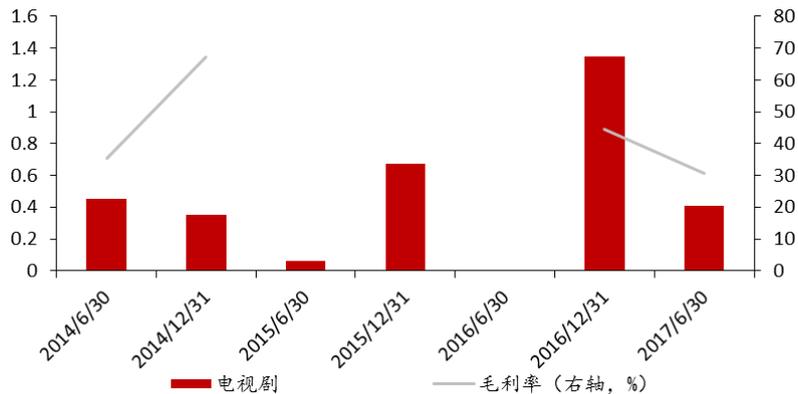
资料来源：猫眼电影专业版，川财证券研究所

## 优质内容战略下的电视剧业务逐渐兴起

光线传媒电视剧业务起步较早，经历过一阵探索期后，基本确定以参投或者参股制作公司为主。2012年，光线传媒以8100万认购欢瑞世纪4.81%的股权。2013年公司以8.29亿元认购新丽传媒27.64%的股权，成为新丽传媒的第二大股东。光线传媒参与的精品电视剧包括电视剧《诛仙青云志》、《新闺蜜时代》、《古剑奇谭》以及网剧《盗墓笔记》、《识汝不识丁》等。

2017年，公司考虑到电视剧优质内容与电影优质内容在内容属性上有契合度如提升IP影响力，并且从制作难度上来说，电视剧制作对公司来说并不难，因此2017年开始逐渐尝试主控电视剧业务。目前公司《笑傲江湖》、《谁的青春不迷茫》等作品已在制作或筹备中，随着主投主控剧目的成功，电视剧板块有望逐渐兴起。

图 30： 电视剧业务有望逐渐兴起



资料来源：2014 年度报告，2015 年度报告，2016 年度报告，2017 半年度报告，2017 年度业绩预告，川财证券研究所

图 31： 预计制作电视剧、网剧项目

序号	电视剧名称	主要演职人员
1	笑傲江湖	导演金琛
2	谁的青春不迷茫	待定
3	左耳	导演陈慧翎
4	星辰变	待定
5	我欲封天	待定
6	金棺陵兽	待定
7	爱国者	待定
序号	网剧名称	主要演职人员
1	东宫	待定
2	怪医黑杰克	待定
3	星游记之风暴法米拉（网络大电影）	导演胡一泊
4	茶啊二中	导演阎凯
5	星海镖师	待定

资料来源：2017 半年度报告，川财证券研究所

### 游戏及直播：对整体业绩影响有限

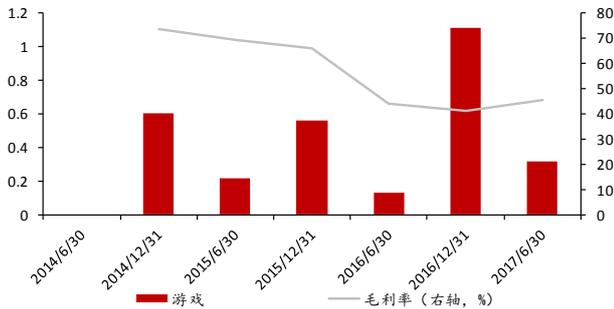
近年来，行业逐渐开始向泛娱乐全产业链开发演进，形式如影游互动、影剧互动等等。为保持公司优势，公司同样持续拓展在其他内容领域的布局，目前公司已投资标的近 60 家，业务覆盖电影、电视剧（网剧）、动漫、视频、音乐、文学、艺人经纪、游戏、直播、VR、实景娱乐等领域。上市公司的游戏及直播业务主要是内容领域布局中热锋网络、齐聚科技并表所致，对公司业绩影响有限。

图 32： 公司广泛布局泛娱乐产业

投资领域	被投资公司	股权占比	投资领域	被投资公司	股权占比
影视	欢瑞世纪	4.8%	游戏	天神娱乐	5.4%
	橙子映像	25.9%		仙海网络	80.0%
	新丽传媒	27.6%		热锋网络	100.0%
	明星影业	50.0%		七彩柠檬	49.0%
	光威影业	75.0%		玄银互动	35.0%
	山南光启影视	60.0%	音乐	Coveredge	20.0%
	锋芒文化	39.0%		多米在线	13.6%
文学	喜天影视	10.0%	视频直播	当虹科技	14.5%
	魅丽文化	10.0%		爱秀爱拍	30.0%
	热血科技	5.0%		齐聚科技	63.2%
	大象映画	49.0%		嘉皓信息	40.0%
			VR/AR	卓研时代	40.0%
				七维科技	51.0%

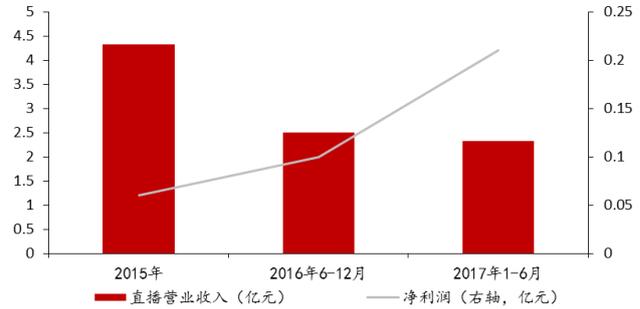
资料来源：2014 年度报告，2015 年度报告，2016 年度报告，2017 半年度报告，公司官网，川财证券研究所

图 33: 游戏业务为公司泛娱乐布局之一



资料来源: 2014 年度报告, 2015 年度报告, 2016 年度报告, 2017 半年度报告, 川财证券研究所

图 34: 直播业务为公司泛娱乐布局之一



资料来源: 2014 年度报告, 2015 年度报告, 2016 年度报告, 2017 半年度报告, 川财证券研究所

## 投资建议

我们预估公司 2017 年、2018 年以及 2019 年营业收入分别为 23.3、29.8 以及 37.5 亿元, 同比增速分别为 34.7%、27.8% 以及 25.9%, 净利润分别为 7.6、9.6 以及 12.4 亿元, EPS 分别为 0.26、0.33 以及 0.42 元/股, 对应 PE 分别为 46.3、37.0 以及 28.5 倍。

首次覆盖给予光线传媒「增持」的投资评级, 基于

- 1、内容方面: 公司为电影产业龙头, 行业格局持续向好, 电影大集团地位不断夯实;
- 2、品牌方面: 公司奠定国内动漫领军者地位, 未来有望进一步扩大竞争优势;
- 3、渠道方面: 公司与猫眼协同, 大数据反哺内容与品牌。

我们持续看好公司的资源积累与产业链协同能力, 未来有望向综合传媒大集团进军。

图 35: 电影行业可比公司估值比较

日期	2018/2/22	股价	总市值	EPS			PE		
				17E	18E	19E	17E	18E	19E
300251.SZ	光线传媒	12.1	354.1	0.26	0.33	0.42	46.4	36.6	28.7
002343.SZ	慈文传媒	32.5	110.2	1.27	1.63	2.02	25.5	19.9	16.0
002739.SZ	万达电影	52.0	611.1	1.45	1.79	2.21	36.0	29.1	23.6
300027.SZ	华谊兄弟	9.2	255.3	0.33	0.39	0.48	28.1	23.5	19.0
300133.SZ	华策影视	11.8	208.8	0.36	0.44	0.56	32.8	26.7	21.1
600715.SH	文投控股	16.4	304.8	0.41	0.51	0.62	40.5	32.5	26.4
600977.SH	中国电影	16.3	304.1	0.58	0.71	0.81	27.9	23.0	20.0
平均值				0.7	0.8	1.0	33.9	27.3	22.1

资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 风险提示

### 并购标的业绩不达预期风险

过去几年行业内发生大量并购，并购标的存在业绩不达预期风险

### 内生不达预期风险

传媒行业产品多为项目制，受不可控因素影响较多，内生有不达预期风险

### 估值风险

行业估值水平处于市场中等偏高位置

### 政策风险

文化传播类行业属于国家重度监管行业，容易受到政策影响进而导致行业、公司发生较大变化

## 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	3273	4208	5599	7109	<b>营业收入</b>	1731	2333	2980	3751
现金	1520	2402	3428	4503	营业成本	875	1318	1656	2088
应收账款	762	700	894	1125	营业税金及附加	6	8	10	12
其他应收款	316	447	572	719	营业费用	69	79	89	60
预付账款	124	168	214	269	管理费用	152	194	259	326
存货	468	491	491	491	财务费用	13	-10	12	-6
其他流动资产	83	0	0	0	资产减值损失	100	0	0	0
<b>非流动资产</b>	5876	5528	5518	5518	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	1686	1507	1507	1507	投资净收益	277	0	0	0
固定资产	25	15	4	4	<b>营业利润</b>	795	744	954	1270
无形资产	2	2	2	2	营业外收入	41	100	100	100
其他非流动资产	4164	4005	4005	4005	营业外支出	20	0	0	0
<b>资产总计</b>	9150	9736	11117	12627	<b>利润总额</b>	816	844	1054	1370
<b>流动负债</b>	852	1962	2384	2649	所得税	76	78	98	127
短期借款	0	1000	1200	1200	<b>净利润</b>	740	766	956	1243
应付账款	593	800	1022	1286	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	258	163	163	163	<b>归属母公司净利润</b>	741	766	956	1243
<b>非流动负债</b>	1180	8	11	13	EBITDA	830	744	976	1265
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.25	0.26	0.33	0.42
其他非流动负债	1180	8	11	13					
<b>负债合计</b>	2032	1971	2396	2662	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	82	82	82	82	<b>会计年度</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	2934	2934	2934	2934	<b>成长能力</b>				
资本公积	1382	1382	1382	1382	营业收入	13.7%	34.7%	27.8%	25.9%
留存收益	1875	3368	4324	5567	营业利润	83.4%	-6.4%	28.2%	33.2%
归属母公司股东权益	7035	7683	8639	9883	归属于母公司净利润	84.3%	3.3%	24.9%	30.0%
<b>负债和股东权益</b>	9150	9736	11117	12627	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	49.4%	43.5%	44.4%	44.3%
					净利率(%)	4.6%	42.8%	32.8%	32.1%
					ROE(%)	10.5%	10.0%	11.1%	12.6%
					ROIC(%)	44.6%	44.6%	53.9%	63.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	22.2%	20.2%	21.5%	21.1%
					净负债比率(%)	0.0%	50.7%	50.1%	45.1%
					流动比率	3.84	2.14	2.35	2.68
					速动比率	3.27	1.89	2.14	2.50
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.20	0.25	0.29	0.32
					应收账款周转率	2	3	4	4
					应付账款周转率	1.40	1.89	1.82	1.81
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.25	0.26	0.33	0.42
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.25	0.29	0.36
					每股净资产(最新摊薄)	2.40	2.62	2.94	3.37
					<b>估值比率</b>				
					P/E	47.8	46.3	37.0	28.5
					P/B	5.03	4.61	4.10	3.58
					EV/EBITDA	36	40	31	24

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	747	730	838	1070
净利润	740	766	956	1243
折旧摊销	23	10	10	0
财务费用	13	-10	12	-6
投资损失	-277	0	0	0
营运资金变动	206	187	-143	-170
其他经营现金流	44	-223	3	2
<b>投资活动现金流</b>	-1501	269	0	0
资本支出	8	0	0	0
长期投资	1708	-179	0	0
其他投资现金流	215	91	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	762	-117	188	6
短期借款	0	1000	200	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	1467	0	0	0
资本公积增加	-1445	0	0	0
其他筹资现金流	740	-1117	-12	6
<b>现金净增加额</b>	8	882	1026	1075

## 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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0001