2017 年 07 月 02 日

公司深度分析

证券研究报告

广播电视

光线传媒（300251.SZ）

精品动画电影领先者，泛娱乐布局初步完成

投资评级 买入-A

维持评级

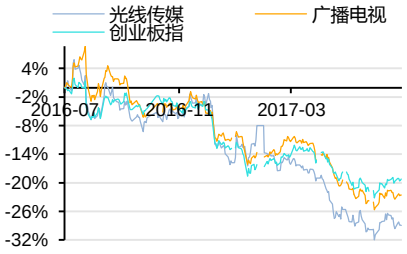
6 个月目标价： 10.5 元

股价（2017-06-30） 8.19 元

交易数据

总市值（百万元）	24,026.25
流通市值(百万元)	22,535.78
总股本（百万股）	2,933.61
流通股本(百万股)	2,751.62
12 个月价格区间	7.88/12.26 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.09	-7.59	-10.46
绝对收益	1.09	-12.28	-28.23

焦娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

光线传媒：目标为以发行为龙头的综合电影公司/焦娟	2017-01-18
光线传媒：光线传媒公司快报/王晓岩	2016-06-04

■国内电影票房仍有巨大上升空间，票房向精品内容集中。2016 年中国影院数、银幕数超过北美地区，成为全球第一观影市场，但观影人次较美国等发达国家仍有差距，票房收入仍有巨大上升空间。随着市场趋于理性，观众对于电影质量的要求不断提升，精品内容是取得高票房的关键。同时随着观影主力人群迭代，受当下年轻人喜爱的青春、动画、玄幻类型片有望取得良好表现。在互联网企业切入电影产业后，在线票务平台发展迅速，不仅拓展至发行环节，还可通过对其用户进行数据分析从而对制作方提供支持。

■电视剧、直播市场发展迅速。随着在线视频的崛起，精品剧对于流量的拉升力极强，马太效应明显。互联网端价格及播出容量得到提升，量价齐升带动精品剧收入快速增长。随着人们对于社交需求的上升，直播行业市场规模快速增长；同时影视公司还可利用直播的“网红经济”挑选、培养艺人，补充自身明星资源。

■精品项目储备丰富，投资猫眼补充巩固发行优势，泛娱乐布局初步成型。电影方面，公司积累大量青春片成功投资、发行经验，有望延续“青春”系列高票房表现；公司成立动漫公司彩条屋影业，投资多家相关公司，获得大量动漫项目投资机会及业内资源，于 2016 年成功打造优质国产动画电影《大鱼海棠》，并有望继续推出具有影响力的国产动画电影；公司对于精品电影项目有极强的判断力与发行能力，参投、发行的项目大部分都有较高的收益率，从而保证电影板块业绩稳定增长；公司通过投资猫眼，加强线上发行能力，与公司出色的线下发行形成互补。电视剧方面，公司储备大量知名 IP 改编项目，预计将利用粉丝效应打造高收视、高播放量精品剧，为公司业绩作出贡献。直播方面，公司控股的齐聚科技为国内领先的直播平台，不仅为公司带来较高利润，同时也可为公司提供艺人资源，为公司影视项目提供支持。除此以外，公司还投资游戏、音乐、VR 等泛娱乐领域，在完善公司泛娱乐生态的同时，也为公司带来较高的投资收益。

■投资建议：公司在电影制作、发行能力强，已初步建立动画电影品牌，有望打造热门影片，获得较高票房收入；公司加强电视剧、直播等业务，并布局游戏、音乐等领域，泛娱乐生态初步成型，有望为公司业绩提升做出较大贡献。我们预计公司 17-19 年净利润分别为 8.86 亿元、10.79 亿元、12.54 亿元，对应每股收益分别为 0.30 元、0.37 元、0.43 元。参考同类可比公司给予 35X 估值，对应六个月目标价 10.50 元，给予“买入-A”评级。

■风险提示：政策风险，进口片抢占国内票房市场。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

价值目录 整理收录 http://www.valuelist.cn

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,523.3	1,731.3	2,397.0	2,949.5	3,539.4
净利润	402.1	740.9	886.0	1,079.0	1,254.3
每股收益(元)	0.14	0.25	0.30	0.37	0.43
每股净资产(元)	2.34	2.40	1.91	2.31	2.68

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	59.2	32.2	26.9	22.1	19.0
市净率(倍)	3.5	3.4	4.3	3.5	3.0
净利润率	26.4%	42.8%	37.0%	36.6%	35.4%
净资产收益率	5.9%	10.5%	15.8%	15.9%	15.9%
股息收益率	0.6%	0.5%	1.1%	1.2%	1.3%
ROIC	19.8%	22.9%	29.2%	27.2%	32.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 泛娱乐精品内容提供商，民营娱乐巨头 5
1.1. 资本运作活跃，持续扩展泛娱乐布局 5
1.2. 实际控制人经验丰富，阿里创投为第二大股东 5
1.3. 归母净利润创新高，电影为主要收入来源 6
2. 精品内容为王，国产电影、电视剧仍有较大上升空间 7
2.1. 票房向精品内容集中，互联网入局完善产业链 7
2.1.1. 市场回归理性，精品内容为王 8
2.1.2. 90、00 后成观影主力，国产动画电影崛起 8
2.1.3. 在线票务成为主流购票方式，深入电影发行市场 10
2.1.4. 好莱坞衍生品为电影主要收入来源，国内衍生品仍有巨大上升空间 12
2.2. 精品剧引流能力强大，“先网后台”成新趋势 13
2.3. 直播市场规模发展迅速，独有“网红经济”形成 15
3. 电影发行巨头，项目判断、掌控能力极强 16
3.1. 优质项目判断能力强，发掘动画优质 IP 16
3.1.1. 储备大量潜力项目，深入布局玄幻题材 16
3.1.2. 成立彩条屋影业，挖掘国产动画电影市场 17
3.2. 具有极强项目掌控力，收获较高毛利率 18
3.2.1. 制作人为核心，打造流水线制作体系 19
3.2.2. 培养专业制作人才，积累大量优质艺人 19
3.3. 老牌发行公司，收购猫眼补充线上发行资源 20
3.3.1. 发行成绩出色，打造“青春”系列品牌 20
3.3.2. 投资猫眼电影，加强线上发行能力 21
3.4. 打通衍生品销售渠道，动漫衍生品初见成效 21
3.4.1. 投资在线票务、电商、直播平台，完善销售渠道 21
3.4.2. 动漫衍生品快速发展，魔幻衍生品有望突破 21
4. 电视剧业务快速发展，投资布局泛娱乐生态 22
4.1. 拓展电视剧业务，IP 储备丰富 22
4.2. 布局直播加强线上渠道，利用“网红经济”培养新人 23
4.3. 全面布局泛娱乐，投资成绩亮眼 23
5. 投资建议 24
6. 风险提示 24

图表目录

图 1：光线传媒发展历程 5
图 2：光线传媒股权结构 6
图 3：2012-2016 年公司营业收入及同比 6
图 4：2012-2016 年公司归母净利润及同比 6
图 5：2012-2016 年公司毛利率与净利率 6
图 6：2016 年公司分业务收入（亿元）及占比 7
图 7：2010-2016 年全国银幕数（块）及增速 7
图 8：2008-2016 年中国全年票房（亿元）及增速 8

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 9：2008-2016 年中国观影人次（亿人）及增速 8
图 10：主力观影人群迭代 9
图 11：《大圣归来》海报 9
图 12：《大鱼海棠》海报 9
图 13：《熊出没》四部获得 13.53 亿票房 10
图 14：在线票务发展历程 10
图 15：2012-2018 年中国在线电影票务交易规模（亿元）及渗透率 11
图 16：在线票务网站加入电影产业链 11
图 17：中国电影收入构成 12
图 18：美国电影收入构成 12
图 19：《大鱼海棠》衍生面膜 13
图 20：2015-2016 年全网电视剧总播放量（亿次） 13
图 21：2014-2016 年全网剧、自制剧 Top10 总播放量（亿次） 13
图 22：《老九门》海报 15
图 23：《如果蜗牛有爱情》海报 15
图 24：直播市场规模 15
图 25：《西游记之大圣闹天宫》海报 18
图 26：《秦时明月》海报 18
图 27：《嫌疑人 X 的献身》海报 19
图 28：明星导演苏有朋 19
图 29：公司旗下艺人 20
图 30：公司“青春”系列作品 20
图 31：2016 年中国在线电影票出票额市场份额 21

表 1：2015、2016 年票房 Top10 影片 8
表 2：2015、2016 年国产电影票房 Top5 联合发行 O2O 平台及票房（亿元） 12
表 3：历年电视剧网络播放权价格 14
表 4：2016 年国产电影收益率 Top15 16
表 5：公司 2017 年预计上映电影项目 17
表 6：公司预计推出电影项目 17
表 7：公司投资动漫公司 18
表 8：《大鱼海棠》部分衍生品众筹情况（2 周内） 22
表 9：公司电视剧、网剧项目 22
表 10：公司泛娱乐投资布局（部分） 23

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

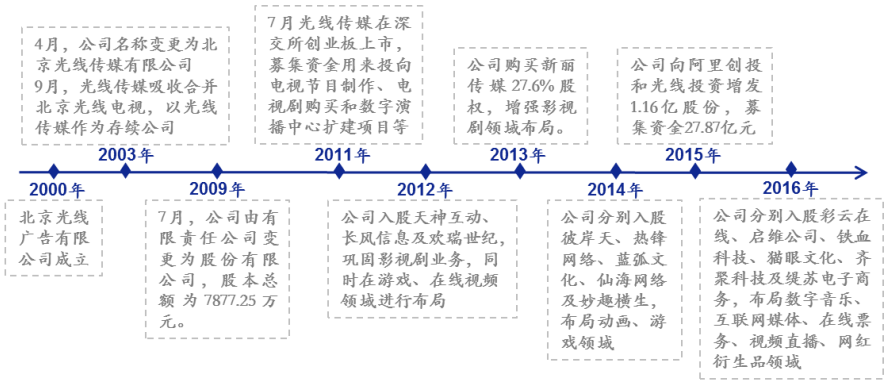
1. 泛娱乐精品内容提供商，民营娱乐巨头

光线传媒作为中国最大的民营传媒娱乐集团，在横向覆盖和纵向延伸两个维度同时布局，主营业务包括电影、电视剧、动漫、艺人经纪、电商及衍生品等，已逐渐剥离毛利率较低的电视栏目制作与广告业务。公司电影业务从发行到投资制作已趋成熟，坚持精品化战略打造多部优质影片。2015 年，公司主投拍摄的电影《泰囧》票房超十亿，成为现象级电影之一。2016 年《美人鱼》创造了中国影史的票房纪录、《从你的全世界路过》创造了中国国产爱情片的票房纪录。2016 年公司正式涉足电商及衍生品业务，其中《大鱼海棠》项目销售总额达数千万，成为 2016 年中国电影衍生品市场的标志性项目。

1.1. 资本运作活跃，持续扩展泛娱乐布局

2000 年北京光线广告有限公司成立。2003 年 4 月，公司名称变更为北京光线传媒有限公司。同年 9 月，光线传媒吸收合并北京光线电视，以光线传媒作为存续公司。2009 年 7 月，公司由有限责任公司变更为股份有限公司，股本总额为 7877.25 万元。2011 年 7 月光线传媒在深交所创业板上市，拟发行 2740 万股，发行后总股本为 10960 万股。2012 年，公司入股天神互动、长风信息及欢瑞世纪，巩固影视剧业务，同时在游戏、在线视频领域进行布局。2013 年，公司购买新丽传媒 27.6%股权，增强影视剧领域布局。2014 年，公司分别入股彼岸天、热锋网络、蓝弧文化、仙海网络及妙趣横生，布局动画、游戏领域。2015 年，公司向阿里创投和光线投资增发 1.16 亿股份，募集资金 27.87 亿元。2016 年，公司分别入股彩云在线、启维公司、铁血科技、猫眼文化、齐聚科技及缇苏电子商务，布局数字音乐、互联网媒体、在线票务、视频直播、网红衍生品领域。

图 1：光线传媒发展历程



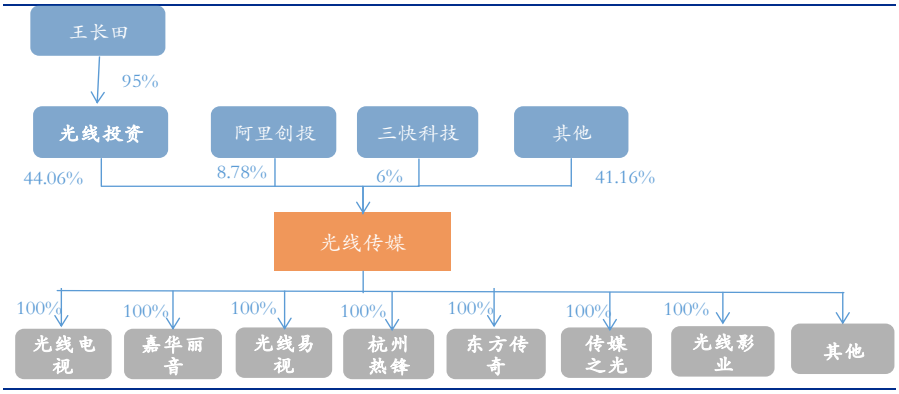
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 实际控制人经验丰富，阿里创投为第二大股东

光线传媒目前总股本约为 29.34 亿股，其中普通股约为 27.52 亿股。公司控股股东为上海光线投资控股有限公司，持股比例为 44.06%。王长田以 95%的比例控股光线投资，为实际控制人，其从事文化传媒行业近 20 年，从业经验丰富。阿里创投以 8.78%的持股比例，为公司第二大股东。公司目前拥有全资子公司及孙公司共 17 家，56 家控股或参股公司。其中 100%控股的子公司有光线影业、光纤电视、东方传奇、杭州热锋等。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 2：光线传媒股权结构

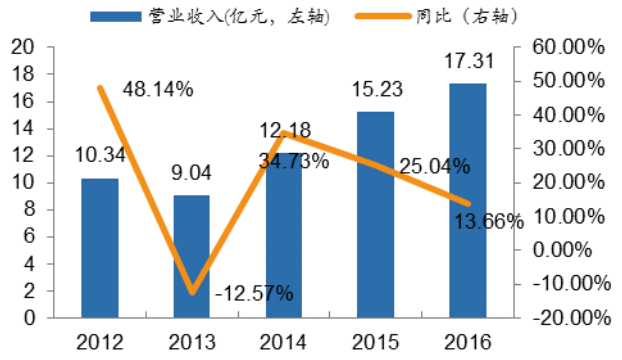


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 归母净利润创新高，电影为主要收入来源

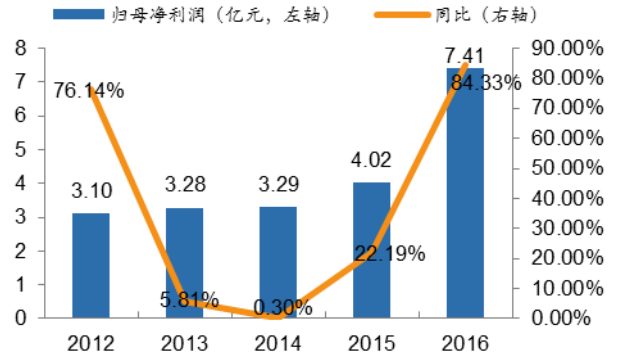
2016 年国内电影市场票房增速大幅放缓，但公司坚持输出优质内容，聚焦内容领域，业绩坚挺。公司 2016 年实现营业收入 17.31 亿元，同比增长 13.66%，受整个行业影响，增速有所下滑。实现归母净利润 7.41 亿元，同比增长 84.33%，创下近年来最大增幅。其中，非经常性损益 2.22 亿元，主要源自于公司 2016 年度减持天神娱乐股票等方式实现的 2.77 亿元投资收益，大幅超过前一年度 0.4 亿的非经常性损益，带动净利润高速增长。2016 年，公司毛利率与净利率分别为 49.45%、42.74%，相对于 2015 年有大幅上升。

图 3：2012-2016 年公司营业收入及同比



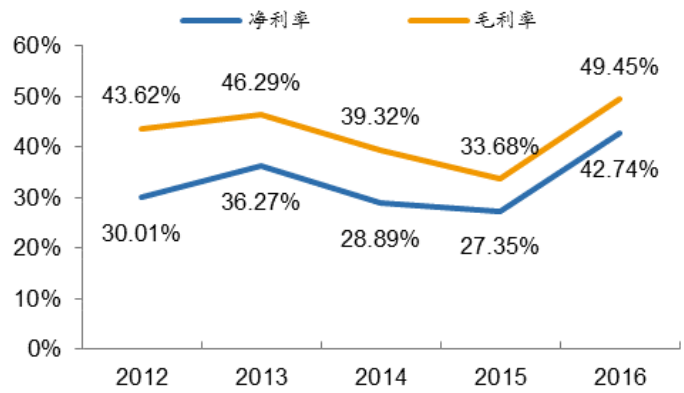
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：2012-2016 年公司归母净利润及同比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：2012-2016 年公司毛利率与净利率

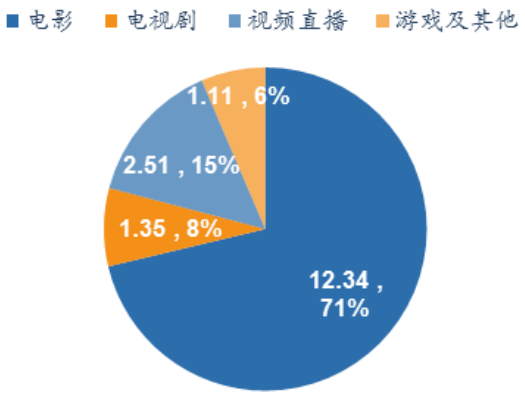


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

入股齐聚科技后，公司新增视频直播业务拓宽了业务模式，2016 年视频直播业务收入为 2.51 亿，成为公司第二大收入来源，未来有望为公司业绩持续做出贡献，电影相关业务仍是公司最大收入来源。2016 年公司参与投资、发行并计入 2016 年票房收入的影片共十五部，实现票房 64.2 亿，其中国产片票房占 2016 年国产片总票房的 20%以上，连续三年领跑国产片票房市场。公司电视剧业务有较大增长，同比增长 101.80%，主要归因于公司于报告期内加大了对电视剧及网剧业务的投资布局，电视剧《诛仙青云志》、《嘿，孩子》等和网络剧《识汝不识丁》为公司带来可观的收入。

图 6：2016 年公司分业务收入（亿元）及占比



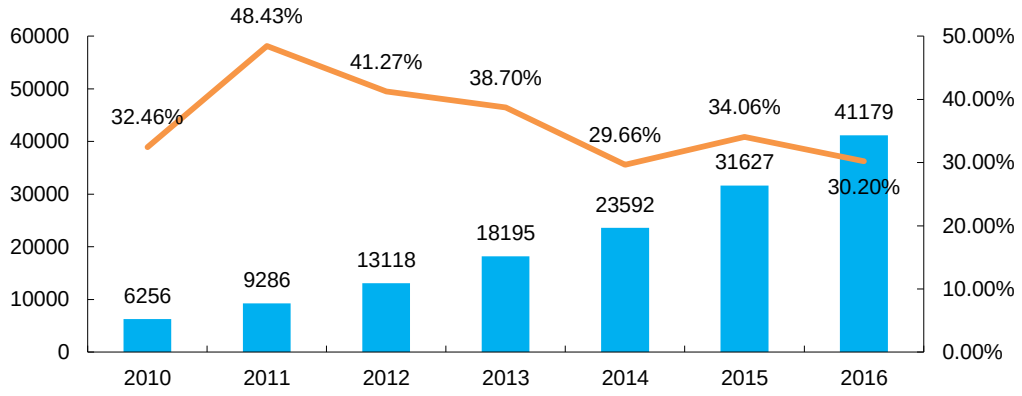
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 精品内容为王，国产电影、电视剧仍有较大上升空间

2.1. 票房向精品内容集中，互联网入局完善产业链

中国成为全球第一观影市场，并仍有巨大增长空间。截至 2016 年底，全国新增影院 1612 家，总数超过 7600 家，新增银幕 9552 块至 41179 块，已超过同期北美市场（约 3.9 万块），成为世界上电影银幕最多的国家。2016 年全国银幕数量增幅为 30.2%，远超全球银幕增幅（约为 8%）。相比欧美等电影发达地区影院、银幕数量接近饱和，中国银幕数量自 2010 年起一直保持 30%以上年增速，仍有较大上升空间，预计未来将继续保持全球银幕数最多地位，同时将与第二名地区拉开差距。

图 7：2010-2016 年全国银幕数（块）及增速



资料来源：智研咨询，华商报，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2.1.1. 市场回归理性，精品内容为王

内容为王，票房向精品内容集中。2015 年、2016 年票房排名前 10 的影片总票房分别为 155.73 亿元、143.16 亿元，平均豆瓣评分分别为 7.0、6.6。国内票房收入逐渐与观众评价成正比，证明票房正逐渐向精品内容集中。

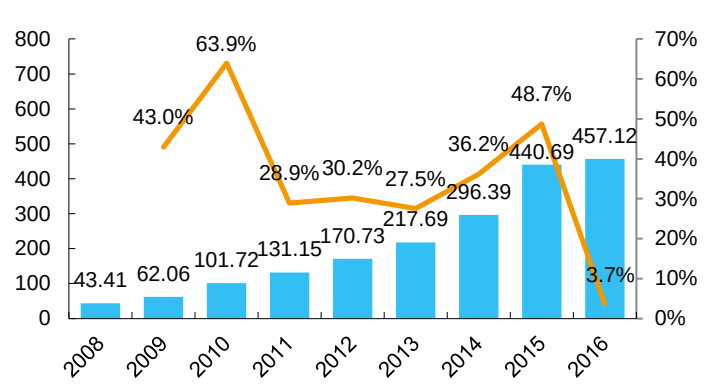
表 1：2015、2016 年票房 Top10 影片

排名	2015			2016		
	片名	票房（亿元）	评分	片名	票房（亿元）	评分
1	捉妖记	24.27	6.8	美人鱼	33.92	6.8
2	速度与激情 7	24.27	7.6	疯狂动物城	15.30	9.2
3	寻龙诀	16.83	7.6	魔兽	14.72	7.7
4	港囧	16.14	5.7	美国队长 3：英雄内战	12.46	7.7
5	复仇者联盟 2：奥创纪元	14.64	7.1	西游记之孙悟空三打白骨精	12.01	5.7
6	夏洛特烦恼	14.42	7.4	湄公河行动	11.84	8.0
7	侏罗纪世界	14.21	7.7	长城	11.66	4.9
8	煎饼侠	11.63	6.1	澳门风云 3	11.18	3.9
9	澳门风云 2	9.75	5.6	盗墓笔记	10.05	4.7
10	西游记之大圣归来	9.57	8.2	功夫熊猫 3	10.02	7.7
	合计/平均	155.73	7.0	合计/平均	143.16	6.6

资料来源：豆瓣，艺恩，安信证券研究中心

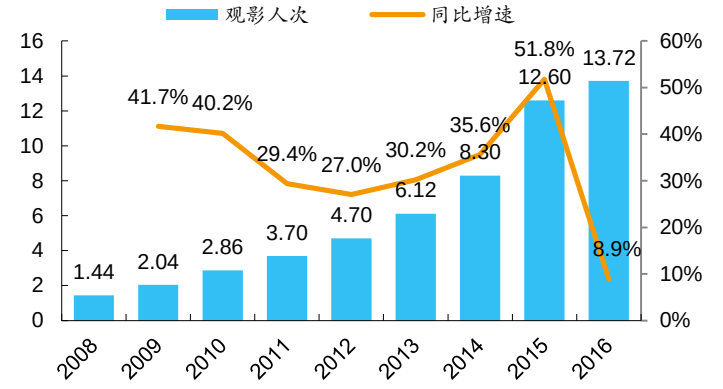
资本方、制作方、观众趋于理性，精品内容公司有望受益。2015 年，大量精品电影上映带动票房、观影人次大幅上升。根据豆瓣网数据，2015 年排名前 10 影片合计票房 152.7 亿，平均豆瓣得分 7.1；其中国产片票房前 5 合计票房 83.42 亿，平均豆瓣得分 6.7 分。但随着市场高速发展，大量资本与专业度不足的制作方涌入电影市场，由于制作能力不足且过于急功近利，导致 2016 年影片质量下降，同时票补减少、观影成本增加引导观众回归理性，只选择精品内容观看，从而导致国内票房增速放缓。根据豆瓣网数据，2016 年排名前 10 影片合计票房仅 141.2 亿，平均豆瓣的分为 6.9；其中国产片票房前 5 影片合计票房仅 16.12 亿，平均豆瓣得分仅有 5.9 分。随着市场回归理性，急功近利的资本方与水平不足的制作方将被淘汰，“内容为王”效应将更加显著，精品电影制作公司将充分受益。

图 8：2008-2016 年中国全年票房（亿元）及增速



资料来源：国家新闻出版广电总局，安信证券研究中心

图 9：2008-2016 年中国观影人次（亿人）及增速



资料来源：国家新闻出版广电总局，安信证券研究中心

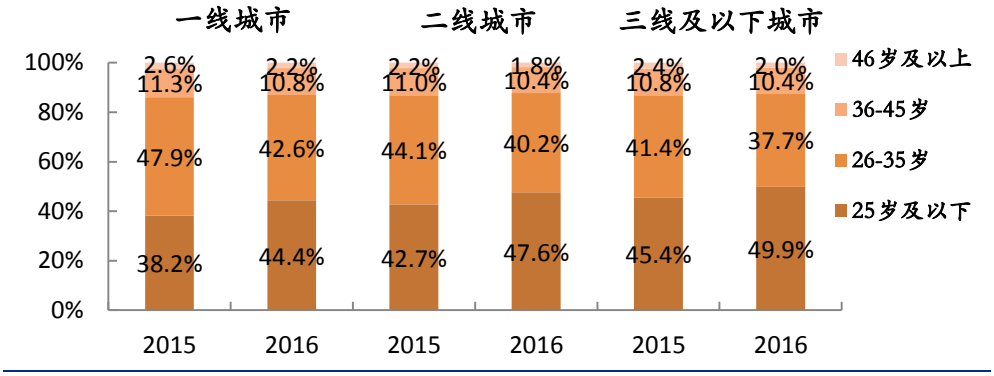
2.1.2. 90、00 后成观影主力，国产动画电影崛起

主力观影人群迭代，90、00 后取代 80 后成为观影最大人群。无论是一线、二线还是三线及以下城市，2016 年 90、00 后（25 岁及以下）观影人数占比相比 2015 年皆有所提升，已全面超过 80 后（26-35 岁），成为观影主流人群。随着主力观影人群迭代，受当下年轻人所喜

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

爱的动漫题材逐渐成为国产片中的新热点。

图 10：主力观影人群迭代



资料来源：淘票票，安信证券研究中心

动画电影强势崛起，大量优质项目待开发。根据美国权威电影网站 IMDb 数据，动画电影为好莱坞第三大电影类型，其中代表作《神偷奶爸 2》曾获得 9.71 亿美元的超高全球票房。而中国动画电影在上世纪中期的《大闹天宫》、《哪吒闹海》等片之后却一直处于低潮。2015 年《西游记之大圣归来》获得近 10 亿票房却再次让观众看到中国动画电影崛起的希望；随后 2016 年上映的《大鱼海棠》再次收获超 5 亿票房，其精美的制作、优美的画风受到观众的认可。同时随着《秦时明月》系列、《画江湖》系列等优质国产动漫作品的出现，拥有粉丝基础的可改变为动画电影的素材日渐丰富，有望继续打造精品。

图 11：《大圣归来》海报



资料来源：时光网

图 12：《大鱼海棠》海报



资料来源：时光网

少儿动画登陆大屏幕，打造高票房系列。在《樱桃小丸子》、《哆啦 A 梦》、《柯南》等日本动漫长期占据中国观众童年时，《喜洋洋与灰太狼》、《熊出没》的出现却打破了这一垄断。其改编动画电影登陆院线时也收获不错成绩，根据时光网数据，8 部《喜洋洋与灰太狼》大电影收获 8.9 亿票房，4 部《熊出没》大电影收获 13.53 亿票房，其中于今年上映的第四部《熊出没·奇幻空间》更是获得 5.23 亿的超高票房，其续作有望成为延续乃至超越前作高票房的动画大片。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 13：《熊出没》四部获得 13.53 亿票房

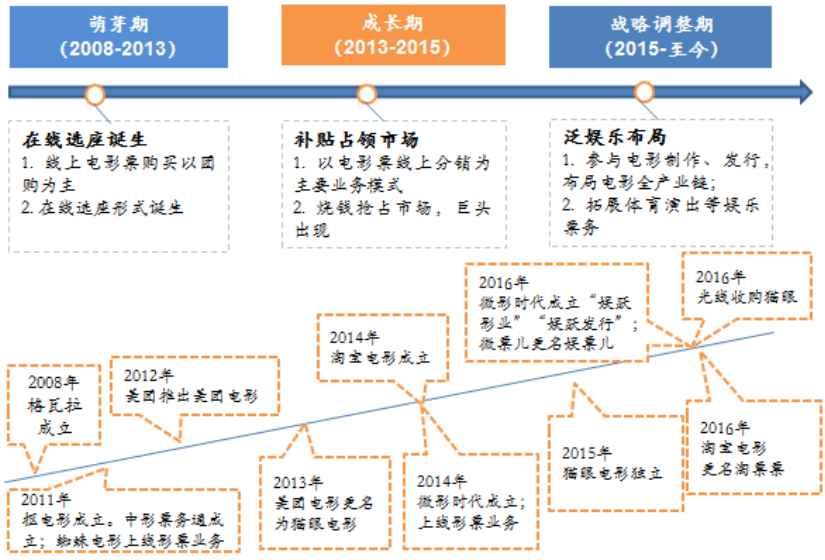


资料来源：时光网，安信证券研究中心

2.1.3. 在线票务成为主流购票方式，深入电影发行市场

自 2008 年格瓦拉成立，在线选座形式诞生，随后在线票务市场快速发展，经过 2013-2015 年各平台通过补贴抢占市场，目前竞争格局已经趋于稳定。各平台陆续放弃通过票补获取市场份额的手段，进入战略调整期，完善商业模式。一方面向产业链上游的电影制作、发行渗透，另一方面横向拓展体育、演出等娱乐活动票务，从而丰富收入来源。

图 14：在线票务发展历程



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

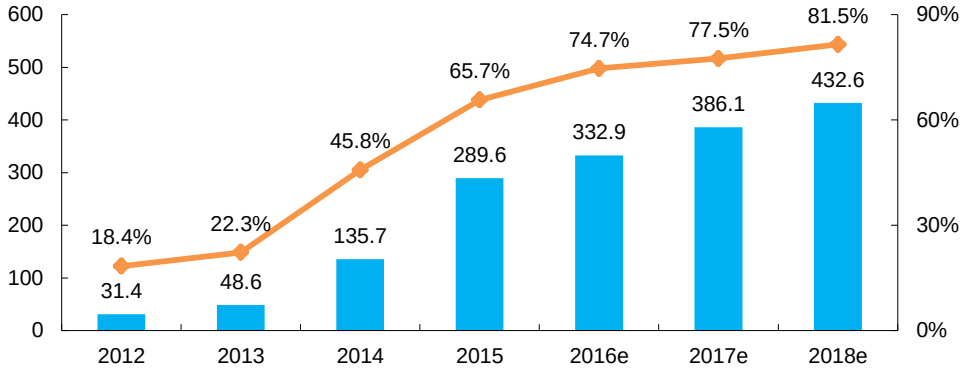
根据艾瑞咨询数据，2015 年中国在线电影票务交易规模为 289.6 亿元，渗透率高达 65.7%；2016 年在线电影票务交易规模约为 332.9 亿元，渗透率达 74.7%。随着移动互联网普及率的升高与用户对在线购票的便捷需求日益旺盛，我们预计 2017 年中国电影票房 80%的产出

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

价值目录 http://www.valuelist.cn 整理收录

都将来自于在线票务市场，在线购买电影票已成为当下主流购票方式。

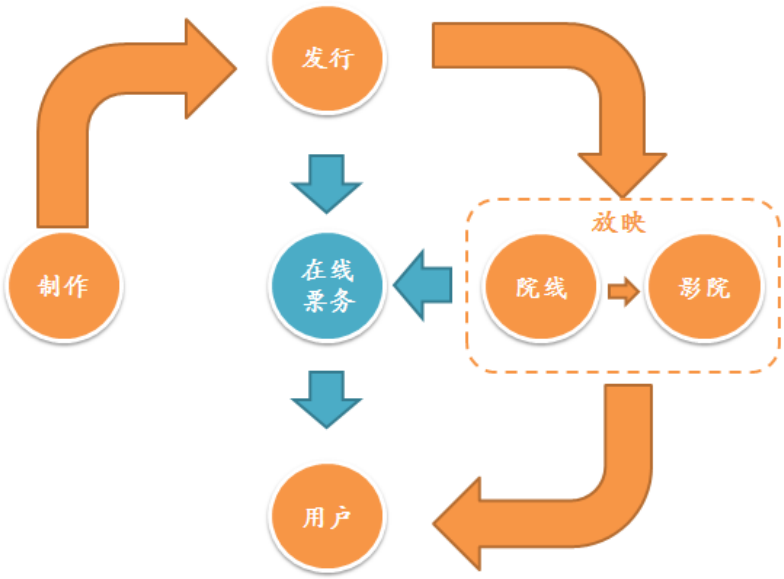
图 15：2012-2018 年中国在线电影票务交易规模（亿元）及渗透率



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

借助互联网强大的宣传优势以及对海量用户的数据分析，在线票务平台的商业模式顺利的向发行平台扩展，开始选择片源、对接院线，甚至参与投资、对赌票房。**相比传统发行方，在线票务平台的优势在于对用户有极强的黏性，即便每次仅有少量用户留存，经过多部作品积累之后，其宣发效果将明显强于传统发行方。**

图 16：在线票务网站加入电影产业链



资料来源：安信证券研究中心

2015 及 2016 年各有 5 部国产电影票房超过 10 亿，其中 9 部皆有在线票务（O2O）平台参与联合发行。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 2：2015、2016 年国产电影票房 Top5 联合发行 O2O 平台及票房（亿元）

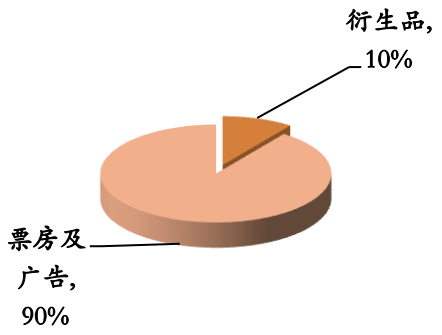
	2016			2015		
排名	片名	票房	联合发行 O2O 平台	片名	票房	联合发行 O2O 平台
1	《美人鱼》	33.92	猫眼电影、格瓦拉	《捉妖记》	24.39	百度糯米
2	《西游记之孙悟空三打白骨精》	12.01	微影时代	《港囧》	16.13	猫眼电影
3	《湄公河行动》	11.84	百度糯米	《夏洛特烦恼》	14.41	格瓦拉、微影时代、大众点评、百度糯米
4	《澳门风云 3》	11.18	-	《寻龙诀》	13.68	微影时代、百度糯米、淘宝电影（淘票票）
5	《盗墓笔记》	10.04	微影时代	《煎饼侠》	11.6	大众点评

资料来源：艺恩网，安信证券研究中心

2.1.4. 好莱坞衍生品为电影主要收入来源，国内衍生品仍有巨大上升空间

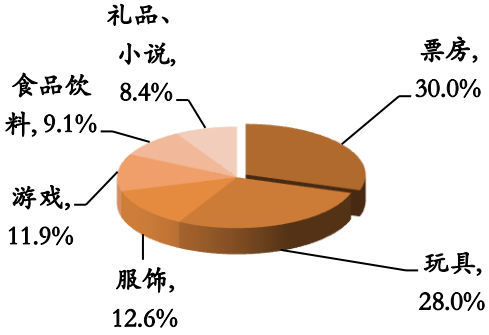
衍生品是对电影内容的再开发，成功的衍生品不但可以为电影造势、扩大影响力，同时还可以为电影带来远高于票房本身的惊人收入。相比电影发达国家，中国电影的收入来源仍相对单一，中国电影收入的 90%以上来自于票房及广告收入，而美国电影衍生品的收入则高达电影收入的 70%，其中包括玩具、服饰、游戏、食品饮料、小说与礼品。根据第一财经收集数据，《魔兽》的全球票房虽不及市场预期，但其衍生品却大卖，在上映前其衍生品在中国的销售量就已突破 1 亿人民币;《冰雪奇缘》中仅 Elsa 公主的裙子，在上映后就售出 300 万条，收入 4.5 亿美元；《星球大战》三部曲的电影票房收入仅 18 亿美元，但其衍生品收入却超过 45 亿美元；《狮子王》前期投资仅 4500 万美元，票房收入 7.8 亿美元，衍生品收入则高达 20 亿美元。

图 17：中国电影收入构成



资料来源：艺恩，安信证券研究中心

图 18：美国电影收入构成



资料来源：艺恩，安信证券研究中心

根据美国电影市场表现，无论是迪士尼的狮子王、公主系列，还是环球的哈利·波特系列，一部优秀电影为衍生品带来的影响力可以辐射 10 年甚至更久，并非是许多中国电影从业者认为的只有电影上映及前后的 3-4 个月时间。对于衍生品开发能力极强的迪士尼，在电影上映前 9-12 个月就开始设计衍生品，在上映前 3 个月就开始生产，力求还原电影人物的每个细节。电影就如同其为衍生品所制作的一部大制作广告，迪士尼在衍生品上将获得数倍于电影票房的收益。

国内也有衍生品的成功案例，根据新浪娱乐收集数据，动画《巴啦啦小魔仙》的周边销售额已经突破亿元，国产儿童剧《火力少年王》中的悠悠球销售额已经超过 4 亿。电影方面，2011 年《让子弹飞》中的马匪面具成为热门单品，淘宝销量超 300 万件，但可惜并非官方授权；2015 年《小时代 4》由导演郭敬明亲自监督设计的雨伞，上线 10 小时就售出 2 万把；同年

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

上映的《港囧》推出囧字月饼，1000 份在 1 个小时内就全部售罄；同年上映的《黑猫警长》电影票房惨淡，但其勾起回忆的 1 万只黑猫公仔却在短时间被抢购一空；2016 年上映的《西游记之三打白骨精》，制作方星皓影业从两年前就开始筹备衍生品，与超过 50 个品牌进行合作，最终衍生品总销售额达 6 亿，几乎与其票房相当；同年的《大鱼海棠》电影本身的评价褒贬不一，但在其上映两周后衍生品销售额已达 5000 万，大幅超过其制作成本 3000 万。

图 19：《大鱼海棠》衍生面膜



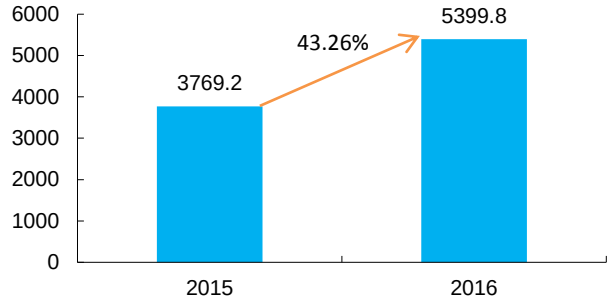
资料来源：新浪娱乐

随着国内衍生品制作日渐精良，种类日渐丰富，观众对于衍生品的接受程度也是与日俱增，消费习惯也在改变，国产电影衍生品也逐渐走上正轨。对标美国好莱坞的电影衍生品市场，国内电影衍生品市场仍处于蓝海阶段，有巨大上升空间。参考《大圣归来》、《大鱼海棠》成功案例，动画电影或将成为突破点。

2.2. 精品剧引流能力强大，“先网后台”成新趋势

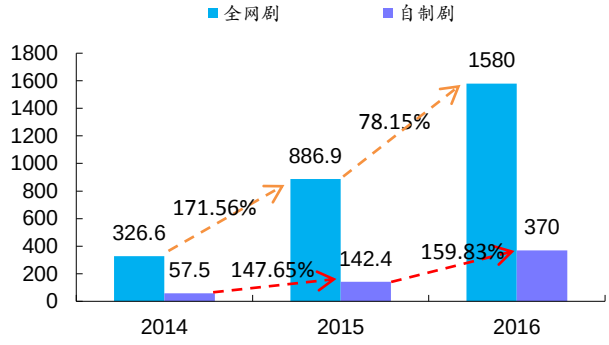
根据美兰德咨询数据，2016 年在线视频全网播放量达 8621 亿次，同比增长 49%；其中电视剧全网总播放量 5399.8 亿次，占全网播放量的 62.65%，并仍以较高速度增长，是视频平台拉动流量的最佳选择。其中版权剧、尤其是头部版权剧对视频平台的流量带动效应极大，2015 年《花千骨》破 200 亿，2016 年《青云志》破 250 亿，2017 年《三生三世十里桃花》破 300 亿，单部剧的播放量纪录不断被打破。同时，视频平台自制剧的质量在不断提升，头部自制剧播放量增速以高于全网剧增速快速提高，有望成为全网剧中的新增长点。

图 20：2015-2016 年全网电视剧总播放量（亿次）



资料来源：美兰德咨询，安信证券研究中心

图 21：2014-2016 年全网剧、自制剧 Top10 总播放量（亿次）



资料来源：vlinkage，安信证券研究中心

由于头部剧对视频平台的流量拉动力较大，直接影响视频平台的活跃度及广告收入，平台对

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

头部电视剧的争抢愈加激烈，电视剧网络版权的价格也随之飞速增长，已超过卫视购买价格，成为电视剧制作方主要的收入来源。2010 年，头部剧的网络版价格由年初的数万/集上升至年底的数十万/集，头部剧网络版权价格第一次快速上升。而相比 2014 年的顶级大剧《武媚娘传奇》的 95 万/集的网络版权价格，2017 年头部剧网络版权价格再次出现较大上涨，其中最高的《如懿传》达到了 900 万/集，再加上其卫视首轮播出权的 600 万/集，其每集收入已经达到 1500 万大关。同时于 2017 年开机的《迷航昆仑墟》再次打破记录，优酷给出 1000 万/集的网络版权价格新高。处于在线视频第一梯队的爱奇艺、优酷土豆、腾讯视频及第二梯队乐视、搜狐等竞争仍十分激烈，头部精品剧网络版权价格预计将继续上升。

表 3：历年电视剧网络播放权价格

时间（年）	电视剧	网络播出权价格（万/集）
2017 开机	《迷航昆仑墟》	1000
2017	《如懿传》	900
2017	《琅琊版 2》	800
2017	《赢天下》	800
2016	《幻城》	400
2015	《芈月传》	500
2015	《盗墓笔记》	500
2014	《武媚娘传奇》	95
2012	《宫》2	160
2012	《甄嬛传》	26
2011	《步步惊心》	70
2010	《宫》	35
2009	《美人心计》	1

资料来源：中商产业研究院，安信证券研究中心

为了获得较高的网络版权收入，近几年“台网联动”已成为精品剧的标配之一。而随着精品剧网络版权价格与播放量持续上升，视频平台对于制作方的重要性与日俱增，已经可以媲美甚至超过电视台。2015 年，电视剧《蜀山战记》以爱奇艺首播、安徽卫视跟播获得播放量、收视率双高的好成绩，成为“先网后台”模式成功的开端。随后《华胥引》、《飞刀又见飞刀》、《六扇门》等电视剧也相继采用“先网后台”模式，不仅让大量制作完成但却迟迟没有上星的电视剧成功发行，视频平台也分摊了电视台购买版权的部分成本，从而让二线卫视也可以采购到精品内容，因而在早期“先网后台”的模式多为视频平台与二线卫视的合作。随着视频平台占主导地位的电视剧制作愈加精良，如《老九门》、《鬼吹灯之精绝古城》等“先网后台”剧也纷纷登陆一线卫视周播档，预计未来还将登陆一线卫视的黄金档。

视频平台于电视剧市场地位的不断上升，一方面来自于视频平台出价更高，以《如懿传》为例，其网络版权价格为 900 万/集，已明显超过其卫视端版权预计价格 600 万/集；另一方面视频平台在投资方面也比电视台更具优势、更加灵活，例如爱奇艺投资拍摄的《老九门》、企鹅影业投资拍摄的《如果蜗牛有爱情》、《鬼吹灯之精绝古城》等，都是利用平台优势从而打造“先网后台”的经典代表作。当视频平台不仅是电视剧的买家，同时也是电视剧的投资方时，自然可以获得更大的话语权。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 22：《老九门》海报



资料来源：豆瓣

图 23：《如果蜗牛有爱情》海报

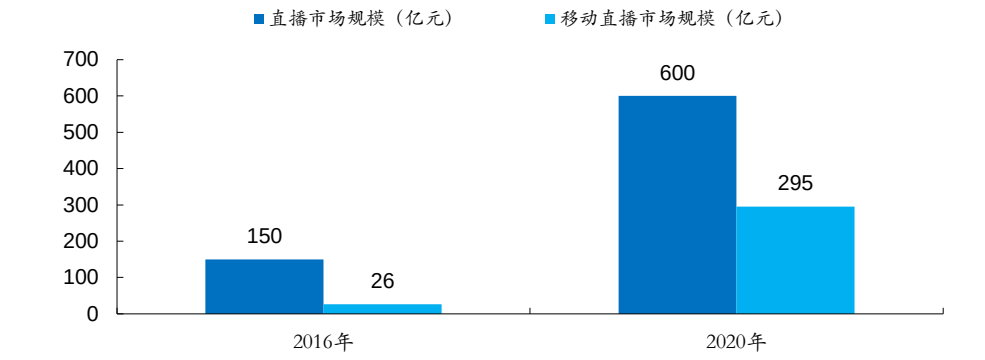


资料来源：豆瓣

2.3. 直播市场规模发展迅速，独有“网红经济”形成

2016 年直播市场规模达 150 亿元，预计 2020 年直播市场规模将达到 600 亿。其中移动直播将快速发展，预计将从 2016 年的 26 亿上涨达 2020 年的 295 亿，占直播市场总规模的近 50%。

图 24：直播市场规模



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

根据艾媒咨询数据表示，2015 年直播平台数量达 200 家，平台市场规模达 90 亿，平台用户规模达 2 亿，同时在线人数超 400 万，平均同时在线房间数量达 3000 个；2016 年又是直播行业用户数爆发式增长的一年。根据 CNNIC 统计调查表明，截止 2016 年 6 月，网络直播服务的用户规模已达 3.25 亿，占网民使用率的 45.8%。

直播行业在初期面对最大的问题就是新用户的挖掘，很难将没有看过网络直播的人吸引过来。不同于视频网站会将电视剧、院线电影、电视综艺以点播的形式播出，直播内容相对独立。如何能将其他渠道用户转移过来，并将用户留住，是直播平台必需解决的问题。

无论是电视、电影，还是活动、商演，明星效应都是十分显著的，在直播平台上也是一样。通过明星的粉丝效应，直播平台成功吸引电视、院线、在线视频用户，解决了新用户挖掘的问题。在直播过程中，明星可以展现出生活中自然的状态，表现真我，满足粉丝崇拜心理的同时，又缩小了明星与粉丝之间的距离感；对于明星自身而言，直播不但为其提升了人气，还为他们带来了一笔收入，实现双赢。

各大直播平台均利用明星打开市场，开创知名度。在映客上，刘涛直播的《欢乐颂》发布会

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

曾一度导致网络瘫痪；在花椒上，TFBOYS、王凯、王珞丹、甄子丹、陈坤等明星都曾开设过直播，王祖蓝、金巧巧、于正更是入驻花椒，不定期更新内容；在一直播上刘烨携一对子女进行直播，50 分钟就引来 2300 万用户观看。

除娱乐明星外，请他领域的 KOL 也具备强大的号召力，许多时事类、财经类的主播也聚集了大量粉丝。例如 2015 年万科举办的股东大会，选择了斗鱼虎投财经频道独家直播，瞬间吸引了十几万人围观，全程同时在线人数超 60 万人，开启了商业直播的应用场景。

3. 电影发行巨头，项目判断、掌控能力极强

公司在优质电影项目的发行、掌控、发行上具有较强优势，并布局衍生品市场。

3.1. 优质项目判断能力强，发掘动画优质 IP

根据公司年报及艺恩网数据，2016 年公司投资、发行 13 部影片，总票房 60.6 亿元，包括《美人鱼》(33.92 亿)、《谁的青春不迷茫》(1.80 亿)、《火锅英雄》(3.71 亿)、《大鱼海棠》(5.65 亿)、《从你的全世界路过》(8.14 亿)、《你的名字。》(协助推广，5.76 亿）等热门影片，保持国内电影发行、投资领先地位，并在青春、动画类型片有较大优势。同时，公司参投、发行的大部分影片收获较高收益率，在 2016 年收益率最高的 15 部中有 6 部公司参与投资、发行，充分证明公司具有较强的精品项目判断力、获取精品项目的能力以及对项目投资比例及风险的控制力。

表 4：2016 年国产电影收益率 Top15

排名	片名	国内票房	票房收益	成本	票房收益率
1	大鱼海棠	5.6 亿	1.21 亿	6500 万	187%
2	从你的全世界路过	8.1 亿	1.7 亿	1 亿	170%
3	盗墓笔记	10 亿（9.2 亿保底）	1.77 亿	1.3 亿	136%
4	驴得水	1.73 亿	0.33 亿	2500 万	130.70%
5	高跟鞋先生	1.29 亿	0.23 亿	2000 万	115%
6	澳门风云 3	11.1 亿	1.9 亿	1.8 亿	105%
7	湄公河行动	11.8 亿	1.93 亿	2 亿	97%
8	百鸟朝凤	8690 万	0.14 亿	1500 万	93%
9	唐人街探案	8.2 亿	1.23 亿	1.5 亿	82%
10	美人鱼	33.8 亿	3.08 亿	4 亿	77%
11	叶问 3	8 亿（10 亿保底）	1.3 亿	2 亿	66.70%
12	夏有乔木	1.56 亿（4 亿保底）	0.53 亿	8000 万	66.70%
13	使徒行者	6 亿	0.8 亿	1.2 亿	66.67%
14	谁的青春不迷茫	1.8 亿	0.2 亿	4000 万	45.80%
15	火锅英雄	3.7 亿（3.5 亿保底）	0.36 亿	8000 万	45.80%

资料来源：娱乐资本论，安信证券研究中心

3.1.1. 储备大量潜力项目，深入布局玄幻题材

大 IP 项目储备丰富，有望打造国产精品玄幻片。公司 2017 年预计上映影片 11 部，预计启动或制作中的电影项目超过 20 个，其中包含大量重量级 IP 改编作品，例如《三生三世十里桃花》、《鬼吹灯》、《三体》、《三重门》、《少林寺》、《笑傲江湖》、《莽荒纪》等。知名 IP 尤其是玄幻类 IP 拥有广泛的粉丝基础，配合国内日趋成熟的工业化电影制作体系，特效技术的提高以及公司强大的发行能力，有望打造国产玄幻大片，收获较高票房；同时，玄幻类 IP 改编电影的衍生品开发拥有巨大空间，预计将为公司带来大量衍生品收入。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 5：公司 2017 年预计上映电影项目

序号	片名（暂定）	上映时间（预计）	参与方式	制作进度	主要演职员
1	大闹天竺	1 月 28 日	投资+发行	已上映（7.20 亿票房）	导演王宝强 主演王宝强、白客、岳云鹏、柳岩
2	嫌疑人 X 的献身	3 月 31 日	投资+发行	已上映（3.70 亿票房）	导演苏有朋 主演王凯、张鲁一、林心如
3	春娇救志明	4 月 28 日	投资+发行	已上映（1.65 亿票房）	导演彭浩翔 主演杨千嬅、余文乐
4	秘果	7 月 7 日	投资+发行	即将上映	主演欧阳娜娜、陈飞宇
5	三生三世十里桃花	7 月 21 日	投资+发行	制作中	主演刘亦菲、杨洋
6	缝纫机乐队	9 月 30 日	投资+发行	制作中	导演大鹏
7	鬼吹灯之龙岭迷窟	待定	投资+发行	制作中	导演非行
8	三体	待定	投资+发行	制作中	主演冯绍峰、张静初
9	保持沉默	待定	投资+发行	制作中	主要周迅、吴镇宇
10	风中有朵雨做的云	待定	投资+发行	制作中	导演娄烨
11	大护法	7 月 13 日	投资	即将上映	导演不思凡

资料来源：公司年报、艺恩网、安信证券研究中心

表 6：公司预计推出电影项目

序号	片名（暂定）	进展	主创人员
1	动物世界	2017 年制作	导演韩延
2	一出好戏	2017 年制作	待定
3	三重门	2017 年制作	导演韩寒
4	少林寺	2017 年制作	待定
5	笑傲江湖	2017 年制作	待定
6	鬼吹灯之云南虫谷	2017 年制作	导演非行
7	深海里的星星	2017 年制作	待定
8	东宫	2017 年制作	待定
9	沙漏	2017 年制作	待定
10	天才游戏	2017 年制作	导演程亮
11	查理九世	制作中	导演王竞
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	深海里的星星	制作中	导演田晓鹏
18	大鱼海棠 2	前期筹划	导演梁旋、张春
19	暴走漫画之白日梦	前期筹划	导演王尼玛
20	茶啊二中	前期筹划	导演阎鹏
21	西游记之大圣闹天宫	前期筹划	导演田晓鹏
22	BOBO&TOTO	前期筹划	待定
23	莽荒纪	前期筹划	待定
24	救命，我变成了一条狗	前期筹划	待定待定
25	十八岁，给我一个姑娘	前期筹划	待定

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

3.1.2. 成立彩条屋影业，挖掘国产动画电影市场

2015 年 10 月，公司成立动漫集团“彩条屋影业”，共计投资 13 家动漫公司，横跨三维动画、二维动画、漫画、游戏、国外版权等，覆盖从 IP 源头到动画电影制作再到周边衍生品的全产业链。彩条屋制定了动画电影发展的五大方向，分别为国漫风、合家欢、影游跨界、真人

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

奇幻、网络院线电影，并发布包括《大圣闹天宫》、《大鱼海棠》、《秦时明月》系列等在内的 22 部片单。

表 7：公司投资动漫公司

投资时间	公司名称	核心 IP/业务	股份占比	出资额（万元）
2013	彼岸天	《大鱼海棠》	50.80%	640
2015	易动传媒	《美食大冒险》	20%	4400
2015	玄机科技	《秦时明月》	5%	2500
2015	全擎娱乐	《星游记》	35%	1100
2015	魔法动画	动画制作		120
2015	十月文化	《大圣归来》	20%	20
2015	可可豆动画	《哪吒降世》	30%	400
2015	光印影业	《查理九世》	60%	
2015	漫言星空	《星海镖师》	30%	1000
2016	凝羽动画	《茶啊二中》	30%	750
2016	中传和道	《姜子牙》	30%	900
2016	日本通耀	日漫 IP 代理	19%	3134
2016	青空彩绘	《昨日青空》	25%	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司拥有大量精品动画项目储备，推出热门作品铸就品牌。根据艺恩网数据，2016 年公司投资、发行的《大鱼海棠》、协助发行的《你的名字。》分别获得 5.65 亿、5.76 亿票房，充分证明公司对于精品动画电影极强的判断、发行能力。在目前公司投资制作或筹备的项目中，《西游记之大圣闹天宫》(《西游记之大圣归来》续集)、《大鱼海棠 2》有望延续前作的高票房表现；由中国古代神话改编的《姜子牙》、《哪吒之魔童降世》拥有极强的中国元素，将充分激发观众的情怀，吸引更多观众走入影院；同时还有由知名动漫作品《星游记》、《暴走漫画之白日梦》改编的动画电影，将其从书籍或小屏幕搬到大银幕上，充分发挥原作粉丝效应，从而打造受大众认可的精品动画电影。公司经过《大鱼海棠》的投资、发行后，积累了大量业内资源并初步建立品牌，在国内动画领域具备较大先发优势。

图 25：《西游记之大圣闹天宫》海报



资料来源：豆瓣

图 26：《秦时明月》海报



资料来源：豆瓣

3.2. 具有极强项目掌控力，收获较高毛利率

根据公司年报，2016 年公司电影及衍生业务毛利率高达 54.60%，明显高于业内平均水平，在 2016 年电影市场增速整体放缓的情况下，公司毛利率较去年提高 12.95 个百分点。公司

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

投资、发行的《谁的青春不迷茫》、《火锅英雄》、《从你的全世界路过》等电影皆有较高收益率，充分证明公司极强的项目掌控力与成本控制力。

公司出品项目一直有低成本、高票房的出色成绩。根据东方财富网数据，2012 年公司作品《人再囧途之泰囧》制作成本加宣发费用仅 3000 万，最终收获 12.67 亿票房；2013 年《致我们终将逝去的青春》耗资 6000 万元，最终收获 7.19 亿票房；2014 年《分手大师》成本约 3000 万元，最终收获 6.65 亿元票房。

3.2.1. 制作人为核心，打造流水线制作体系

2015 年，由公司出品、发行，由资深演员、新人导演苏有朋执导的《左耳》上映，并取得仅 5 亿票房的出色成绩；2017 年，公司再次携手明星导演苏有朋推出《嫌疑人 X 的先生》，以国内少见的犯罪悬疑题材再度斩获仅 4 亿票房，并收获无数好评。公司与苏有朋的成功合作充分验证了公司制片+明星导演模式的可行性。

图 27：《嫌疑人 X 的献身》海报



资料来源：时光网

图 28：明星导演苏有朋



资料来源：时光网

2016 年 11 月，公司总裁王长田公开表示，要将公司打造成制片人公司，以公司制片人为中心，集合业内资源，打造精品项目。公司目标培养 20 个影视剧制片人，会在宣传、发行、策划乃至艺人等各环节选拔人才。经过初步培训，三、四个人成立制片小组，经过项目的磨练，小组成员就可以筛选、培养出独当一面的优质制片人。参考好莱坞先进的工业流水线制作体系，公司将放弃小作坊的制作模式，由公司制作人判断项目的商业前景、发起项目、购买 IP、洽谈编剧、组建剧组团队，制订拍摄计划等。各个环节的人才不局限于公司内部，而是与公司投资或外部的专精于个环节的顶尖团队合作，打造流水线制作体系，充分提高公司项目的效率与质量。

3.2.2. 培养专业制作人才，积累大量优质艺人

行业人才是影视行业宝贵的核心资源，也是影视项目成功的关键，公司十分重视专业人才的储备。制作人方面，公司制定了打造 20 个制片人的计划；导演方面，公司大力扶持新人导演，尤其是新人明星导演的发展，除苏有朋外，还有《致青春》的导演赵薇、《港囧》的导演徐峥、《大闹天竺》的导演王宝强等；艺人方面，公司成功将许多主持人、电视剧演员培养成优质全能艺人，旗下明星包括柳岩、王凯、包贝尔、谢楠等。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 29：公司旗下艺人



资料来源：公司官网

3.3. 老牌发行公司，收购猫眼补充线上发行资源

3.3.1. 发行成绩出色，打造“青春”系列品牌

青春类型片领先者，持续打造精品。自 2013 年投资、发行的《致我们终将逝去的青春》收获票房、口碑双丰收后，公司在三年内又陆续投资、发行《同桌的你》、《匆匆那年》、《左耳》等国产精品青春片，皆收获 5 亿左右票房；同时，在 2016 年国内票房增速放缓的情况下，公司推出的启用大量新人出演、制作成本较低的《谁的青春不迷茫》仍收获 1.8 亿票房，保持较高收益率。2017 年公司预计将推出青春大戏《风中有朵雨做的云》，凭借公司成熟的青春片投资、发行体系以及观影人群年龄迭代带来的青春片风潮，该戏有望延续公司“青春”系列的高票房表现，为公司业绩作出较大贡献。

图 30：公司“青春”系列作品



2013年4月26日
致我们终将逝去的青春
票房：7.19亿



2014年4月25日
同桌的你
票房：4.55亿



2014年12月5日
匆匆那年
票房：5.86亿



2015年4月24日
左耳
票房：4.85亿



2016年4月22日
谁的青春不迷茫
票房：1.80亿

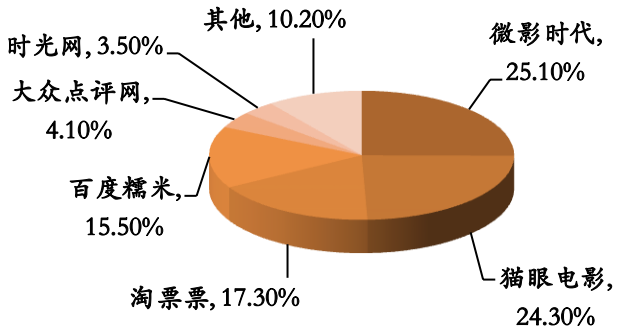
资料来源：时光网，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

3.3.2. 投资猫眼电影，加强线上发行能力

2016 年 5 月，公司与光线控股以 1.76 亿公司股份与 28.83 亿现金收购猫眼电影 57.4%股权，猫眼电影整体估值达 83.33 亿元，其主营业务覆盖在线购票服务、用户互动社交、媒体内容营销服务、电影衍生品销售等。近几年，猫眼电影保持国内最大在线票务平台地位（微影时代由多个平台组成），并逐渐向电影产业链上游拓展，参与联合制作或发行，2015 年国产片票房第二名《港囧》与 2016 年创造国产片票房纪录的《美人鱼》猫眼电影皆参与发行。

图 31：2016 年中国在线电影票出票额市场份额



资料来源：比达咨询，安信证券研究中心

公司在完成对猫眼电影的收购后，一方面可以保证在线上发行的优势，并获得更多参与优质影片的机会；另一方面可以通过猫眼电影对于用户数据、影片数据的分析更好的进行内容制作、项目投资、营销模式及档期安排，从而获得更高的票房收益。

3.4. 打通衍生品销售渠道，动漫衍生品初见成效

相比美国好莱坞电影市场票房收入仅占总收入的 30%，中国电影市场仍以票房占绝大数份额。中国衍生品现处于蓝海市场，拥有巨大发展空间。

3.4.1. 投资在线票务、电商、直播平台，完善销售渠道

在线票务平台具有大量用户数据，可以精准的分析用户的喜好，将衍生品信息推送给用户。同时，由于在线票务具有极强的发行能力，通过与制作方的合作，可以获得电影衍生品的正版授权，并以最快速度获取产品。公司投资最大在线票务平台猫眼电影，深入布局衍生品市场。并且，公司投资电商、直播平台，前者扩充了公司衍生品的销售渠道，扩大用户覆盖度；后者可利用网红资源对公司衍生品进行宣传，充分加强公司的产品营销能力。

3.4.2. 动漫衍生品快速发展，魔幻衍生品有望突破

公司在上线动画电影《大鱼海棠》的同时，其与彼岸天、阿里鱼于淘宝上推出的衍生品众筹项目也收获成功，其内容覆盖服饰鞋包、玩具手办、家居用品、乐器、3C 产品等类目，仅两周事件就完成超 300 万元周边销售，吸引超 2 万人参与众筹。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 8：《大鱼海棠》部分衍生品众筹情况（2 周内）

出品方	产品	达成率	金额（万元）	支持人数
天堂伞	雨伞	21.29%	106.48	8272
末那工作室	手办	5.19%	44.58	2520
内联升	布鞋	13.66%	40.99	1380
漫踪	T 恤/毛绒玩具	33.96%	33.96	3472
TNG 陶笛	陶笛	28.38%	28.38	1690
北裔堂	Q 版手办	79.20%	23.76	2382
好东西	手枕	2.94%	5.89	77
KUKROC	饰品	2.81%	5.63	218
么子鹿	陶瓷杯	0.83%	4.17	349
墙蛙	帆布包	7.35%	3.67	229
亿觅	手机壳/移动电源	1.67%	3.34	439
光线电商	戒指	1.51%	3.02	75

资料来源：安信证券研究中心

参考美国的衍生品市场，除动画电影衍生品外，超能英雄、变形金刚、魔兽等玄幻、魔幻题材的衍生品销量较高。公司投资的《鬼吹灯之龙岭迷窟》、《三生三世十里桃花》、《三体》等玄幻、魔幻电影不仅具有深厚的粉丝基础，同时也比较容易制作周边周边，包括玩偶、饰品、家居用品等，有望成为继动画电影后公司衍生品的下一个突破点。

4. 电视剧业务快速发展，投资布局泛娱乐生态

4.1. 拓展电视剧业务，IP 储备丰富

2016 年公司加大了对电视剧及网剧业务的投资布局，投资、发行的电视剧《诛仙青云志》、《嘿，孩子》等与网剧《识汝不识丁》为公司带来较多收入，根据公司年报，2016 年公司电视剧业务收入较上年增长 101.8%。

公司在通过 IP 改编剧《诛仙青云志》等收获较好收益后，着重布局、投资知名 IP 改编项目，以保证收益的稳定性，例如拥有多年粉丝基础的金庸武侠大作《笑傲江湖》，由公司热门青春电影改编的《谁的青春不迷茫》、《左耳》，由拥有超高人气、阅读量的网络小说改编的《星辰变》、《我欲封天》、《金棺陵兽》等，以及由热播动漫改编的《怪医黑杰克》、《星游记》。

表 9：公司电视剧、网剧项目

	剧名	类型	主要演职人员	备注
1	笑傲江湖	电视剧	导演金琛	改编自金庸同名经典武侠小说。
2	谁的青春不迷茫	电视剧	待定	改编自刘同同名小说，公司曾制作同名电影。
3	左耳	电视剧	待定	改编自饶雪漫同名小说，公司曾制作同名电影。
4	星辰变	电视剧	待定	改编自我吃西红柿同名小说，曾连续 4 个月获月票榜第一。
5	我欲封天	电视剧	待定	改编自耳根同名小说，奠定作者白金作家地位之作。
6	金棺陵兽	电视剧	待定	改编自天下霸唱同名小说，《鬼吹灯》前传.
7	东宫	网剧	待定	改编自匪我思存同名小说。
8	怪医黑杰克	网剧	待定	改编自手冢治虫同名漫画。
9	星游记	网剧	导演胡一泊	改编自北京卡酷同名动画。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

同时，公司投资的欢瑞世纪、新丽传媒均为国内领先的电视剧制作机构，公司在获得不错的投资收益外，也可通过参投公司发掘优质项目，从而参与制作、投资，扩大公司电视剧业务布局。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

4.2. 布局直播加强线上渠道，利用“网红经济”培养新人

2016 年 5 月，公司对齐聚科技增资 1.3 亿元，获得其 36.38%股权，转让完成后，公司持有齐聚科技 63.21%股权，成为其控股股东。2016 年公司年报中对齐聚科技进行并表，公司直播业务收入达 2.51 亿，为仅次于电影的收入来源。齐聚科技成立于 2008 年，是老牌在线直播平台，旗下拥有齐齐互动视频、呱呱视频社区、呱呱财经社区、聚乐直播小站四大平台。其中，呱呱视频是该公司主要产品，与六间房、9158、YY 娱乐平分秀场直播市场；齐齐互动则是齐聚科技与腾讯 2014 年共同建立产品，根据公司公布数据，上线至今平台主播数量已超过 5 万，月活跃用户 1500 万。

公司加强直播领域布局，一方面可以扩充线上营销推广渠道，通过直播对公司影视项目及周边产品进行强力推介，从而提高影视项目的关注度以及周边产品的销量；另一方面还可通过“网红经济”挖掘、打造、培养明星，从而不断补充公司的艺人资源，提高公司经济业务收入的同时，为公司影视项目提供有力支持。

4.3. 全面布局泛娱乐，投资成绩亮眼

公司目前已投资近 60 家公司，对外投资业务布局初步完成。除影视、动漫外，公司在游戏、VR、在线票务、实景娱乐、网红电商等泛娱乐领域皆有所布局，构建完整泛娱乐生态，可围绕核心 IP 向电影、电视剧、游戏、音乐、实景娱乐、衍生品电商等多个方向开发、拓展，将 IP 的变现能力最大化。同时，公司布局在线票务平台、在线视频、视频直播等多个发行、放映渠道，不仅可以保证公司项目在发行、放映环节的优势，还可以发掘优质项目，为公司带来投资机会。

表 10：公司泛娱乐投资布局（部分）

类型	公司名	关系	主要业务/项目
游戏	大连天神娱乐股份有限公司	参股公司	游戏开发，娱乐性展示
	广州仙海网络科技有限公司	控股公司	游戏开发
	北京七彩柠檬科技有限公司	全资子公司参股公司	手游开发
	北京玄银互动科技有限公司	全资子公司参股公司	移动平台游戏的自主研发
	日本通曜	全资孙公司参股公司	游戏开发、运营、版权交易
	杭州热锋网络科技有限公司	全资子公司	手游开发
VR	北京七维视觉科技有限公司	全资子公司	VR
	北京卓研时代科技有限公司	参股公司	VR
在线票务	天津猫眼文化传媒有限公司	参股公司	在线票务、影视发行
音乐	北京多米在线科技股份有限公司	参股公司	多米音乐
实景娱乐	HERO VENTURES LLC	全资孙公司参股公司	实景娱乐业务
视频云服务	杭州当虹科技有限公司	参股公司	
网红电商	杭州缇苏电子商务有限公司	全资子公司参股公司	为网红明星量身打造个人服饰品牌
视频直播	浙江齐聚科技有限公司	控股公司	娱乐竞技视频直播平台
出版发行	湖南魅丽文化传媒股份有限公司	参股公司	出版发行
金融	上海华晟领势创业投资合作企业	参股企业	创业投资、创业投资咨询
	上海华晟股权投资管理有限公司	全资子公司参股公司	创业投资、股权投资
	上海华晟信选创业投资管理中心	全资子公司参股企业	创业投资管理、投资咨询
	经纬创腾创业投资合伙企业	参股企业	投资基金

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

根据公司公告、wind、IT 桔子数据，在公司投资的公司中，天神娱乐、欢瑞世纪都已上市，新丽传媒也在等待上市，2 家公司登陆新三版；多米音乐等公司也经历多轮融资，估值迅速增长；同时公司管理的基金也投资了链家、英雄互娱、分众传媒等独角兽企业。公司对外投

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

价值目录 整理收录 http://www.valuelist.cn

资不仅极好的补充了公司的战略布局，也为公司带来资本增值，充分证明公司极强的投资判断力。

5. 投资建议

公司在电影制作、发行能力强，已初步建立动画电影品牌，有望打造热门影片，获得较高票房收入；公司投资猫眼电影，加强公司线上发行能力，并可获得更多数据反馈加强自身精品内容产出能力；公司加强电视剧、直播等业务，并布局游戏、音乐等领域，泛娱乐盛天初步成型，有望为公司业绩提升做出较大贡献。我们预计公司 17-19 年净利润分别为 8.86 亿元、10.79 亿元、12.54 亿元，对应每股收益分别为 0.30 元、0.37 元、0.43 元。参考同类可比公司给予 35X 估值，对应六个月目标价 10.50 元，给予“买入-A”评级。

6. 风险提示

政策风险，进口片抢占国内票房市场。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,523.3	1,731.3	2,397.0	2,949.5	3,539.4
减:营业成本	1,010.2	875.2	1,210.5	1,488.0	1,785.6
营业税费	1.9	5.6	9.1	8.1	11.6
销售费用	13.0	69.3	95.9	87.0	100.9
管理费用	87.0	151.6	209.7	252.2	292.0
财务费用	21.0	12.5	-	-	-
资产减值损失	32.8	99.6	53.8	62.1	71.8
加:公允价值变动收益	0.1	-0.0	-0.0	0.0	-0.0
投资和汇兑收益	75.7	277.4	200.0	150.0	125.0
营业利润	433.3	794.8	1,018.0	1,202.1	1,402.5
加:营业外净收支	20.8	20.9	18.6	20.1	19.9
利润总额	454.1	815.7	1,036.6	1,222.2	1,422.4
减:所得税	37.4	75.7	120.8	118.9	145.4
净利润	402.1	740.9	886.0	1,079.0	1,254.3

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,512.4	1,520.1	191.8	838.4	1,252.0
交易性金融资产	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收帐款	1,223.1	1,078.3	1,795.3	2,004.2	2,498.3
应收票据	-	-	0.2	0.0	0.1
预付帐款	139.0	124.4	400.0	153.9	504.6
存货	387.2	467.6	614.4	727.8	922.4
其他流动资产	423.3	82.0	196.7	234.0	170.9
可供出售金融资产	2,103.5	3,404.6	2,183.2	2,563.8	2,717.2
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	1,427.5	1,685.7	1,685.7	1,685.7	1,685.7
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	28.0	24.6	11.5	-1.5	-3.5
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	2.5	1.9	0.8	-	-
其他非流动资产	941.8	759.6	806.4	809.3	775.5
资产总额	8,189.2	9,149.5	7,886.8	9,016.5	10,524.0
短期债务	-	-	443.0	-	-
应付帐款	814.0	756.2	947.0	1,280.9	1,515.6
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	164.9	95.4	265.7	186.1	192.7
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	239.4	1,180.5	520.3	646.7	782.5
负债总额	1,218.3	2,032.1	2,175.9	2,113.7	2,490.8
少数股东权益	99.0	82.3	112.1	136.4	159.1
股本	1,466.8	2,933.6	2,933.6	2,933.6	2,933.6
留存收益	4,107.2	3,256.3	2,665.2	3,832.8	4,940.5
股东权益	6,970.9	7,117.4	5,710.9	6,902.8	8,033.2

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	25.1%	13.7%	38.5%	23.1%	20.0%
营业利润增长率	5.2%	83.4%	28.1%	18.1%	16.7%
净利润增长率	22.1%	84.3%	19.6%	21.8%	16.2%
EBITDA 增长率	4.2%	75.3%	25.7%	17.8%	15.5%
EBIT 增长率	4.8%	77.7%	26.1%	18.1%	16.7%
NOPLAT 增长率	16.4%	75.7%	22.8%	20.7%	16.0%
投资资本增长率	52.4%	-3.9%	29.6%	-4.0%	18.9%
净资产增长率	114.7%	2.1%	-19.8%	20.9%	16.4%
利润率					
毛利率	33.7%	49.4%	49.5%	49.6%	49.6%
营业利润率	28.4%	45.9%	42.5%	40.8%	39.6%
净利润率	26.4%	42.8%	37.0%	36.6%	35.4%
EBITDA/营业收入	30.7%	47.4%	43.1%	41.2%	39.7%
EBIT/营业收入	29.8%	46.6%	42.5%	40.8%	39.6%
运营效率					
固定资产周转天数	6	5	3	1	0
流动营业资本周转天数	225	229	205	215	209
流动资产周转天数	694	724	486	437	473
应收帐款周转天数	241	239	216	232	229
存货周转天数	100	89	81	82	84
总资产周转天数	1,557	1,803	1,279	1,032	994
投资资本周转天数	627	653	531	478	427
投资回报率					
ROE	5.9%	10.5%	15.8%	15.9%	15.9%
ROA	5.1%	8.1%	11.6%	12.2%	12.1%
ROIC	19.8%	22.9%	29.2%	27.2%	32.8%
费用率					
销售费用率	0.9%	4.0%	4.0%	3.0%	2.9%
管理费用率	5.7%	8.8%	8.8%	8.6%	8.3%
财务费用率	1.4%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
三费/营业收入	7.9%	13.5%	12.8%	11.5%	11.1%
偿债能力					
资产负债率	14.9%	22.2%	27.6%	23.4%	23.7%
负债权益比	17.5%	28.6%	38.1%	30.6%	31.0%
流动比率	3.77	3.84	1.93	2.70	3.13
速动比率	3.37	3.29	1.56	2.20	2.59
利息保障倍数	21.67	64.46			
分红指标					
DPS(元)	0.05	0.04	0.09	0.10	0.10
分红比率	36.5%	15.8%	28.9%	27.1%	23.9%
股息收益率	0.6%	0.5%	1.1%	1.2%	1.3%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	416.6	740.0	886.0	1,079.0	1,254.3
加:折旧和摊销	19.2	22.5	14.2	13.8	2.0
资产减值准备	32.8	99.6	-	-	-
公允价值变动损失	-0.1	0.0	-0.0	0.0	-0.0
财务费用	29.1	21.4	-	-	-
投资损失	-75.7	-277.4	-200.0	-150.0	-125.0
少数股东损益	14.5	-1.0	29.8	24.3	22.7
营运资金的变动	-895.1	667.9	-973.9	142.7	-693.0
经营活动产生现金流量	397.7	746.9	-243.9	1,109.8	460.9
投资活动产生现金流量	-1,182.4	-1,500.6	1,421.5	-230.6	-28.4
融资活动产生现金流量	1,715.9	761.6	-2,505.9	-232.5	-19.0

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.14	0.25	0.30	0.37	0.43
BVPS(元)	2.34	2.40	1.91	2.31	2.68
PE(X)	59.2	32.2	26.9	22.1	19.0
PB(X)	3.5	3.4	4.3	3.5	3.0
P/FCF	-20.0	13.6	-113.2	26.0	36.3
P/S	15.6	13.8	9.9	8.1	6.7
EV/EBITDA	87.0	30.1	21.5	17.2	14.6
CAGR(%)	38.4%	19.9%	37.6%	38.4%	19.9%
PEG	1.5	1.6	0.7	0.6	1.0
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。