

光线传媒 (300251.SZ)

乘动画电影之风，成就内容之王

公司概况：电影内容领军，内容覆盖全面，产业链延伸完整。目前公司主营以影视板块为核心，同时布局动漫业务板块、内容关联业务板块、产业投资板块。2019年，公司动漫业务取得重大突破，推出的《哪吒之魔童降世》票房超过50亿元，突破了国产动画电影票房天花板。我国电影市场已经进入内容质量拉动增长的阶段，影片的质量和口碑成为影响票房的核心因素。我们认为公司有丰富的项目储备、明确的激励制度、以ROI为导向的生产体系，已然发展成为横向覆盖内容领域最全面、纵向产业链延伸最完整的传媒公司。

动画电影空间大、赛道优，公司已形成体系化的动画生产流程。在票房占比上，中国动画电影占电影总票房的比重总体上远低于北美国家，且头部作品较少。且相比真人电影，动画电影除了可以获得传统的票房分账收入和版权分销收入外，还可通过衍生品授权开发创造更多价值，从而使生产方收益最大化。此外动画电影相较传统电影节省大量演员片酬，制作成本较低；电影IP系列化后爆发力更强、影响更加持久。2015年10月，公司设立彩条屋影业，投资了20余家动漫产业链上下游公司，掌握充足的优质动漫IP资源，将有效融合产业链各环节，以精品动画电影为核心，绑定优质导演资源，已形成体系化的动画生产流程。

投资回报率领先，项目储备丰富。公司战略眼光突出，长期影视投资ROI保持在70%以上的高水平，与同行业可比公司相比处于行业中上位置。高ROI的背后，是公司沉淀多年建立起的工业化生产体系，以控制风险为核心的决策流程以及丰富的人才储备。目前公司电影储备丰富，2020年将上映《姜子牙》、《八佰》、《妙先生》等多部优秀作品。

前瞻布局产业链，横纵向产业投资充分协同。公司的参股公司数量多、范围广，涉及影视、动漫、视频直播等多种领域。公司通过产业投资布局，在获得较好的投资收益同时，能够在线上、线下联动的领域实现协同发展，进一步完善公司的产业链布局。随着公司上下游产业链的不断延伸，公司的内容与产业投资协同效应也将愈加明显。

盈利预测与估值：我们预计公司2020-2022年实现营业收入17.52/29.36/36.47亿元，同比增长-38.1%/67.5%/24.2%；实现归母净利润5.26/11.42/13.24亿元。同比增长-44.5%/117.2%/16%。我们认为公司有丰富的项目储备、明确的激励制度、以ROI为导向的生产体系，已然发展成为横向覆盖内容领域最全面、纵向产业链延伸最完整的传媒公司。看好公司发展前景，给予公司2021年35X估值，对应400亿元市值，给予“增持”评级。

风险提示：行业政策监管风险、电影上线时间不及预期、市场竞争加剧。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,492	2,829	1,752	2,936	3,647
增长率 yoy (%)	-19.1	89.7	-38.1	67.5	24.2
归母净利润（百万元）	1,373	948	526	1,142	1,324
增长率 yoy (%)	68.5	-31.0	-44.5	117.2	16.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.47	0.32	0.18	0.39	0.45
净资产收益率 (%)	15.8	10.5	5.6	11.1	11.7
P/E (倍)	24.2	35.1	63.3	29.2	25.1
P/B (倍)	3.85	3.73	3.6	3.3	3.0

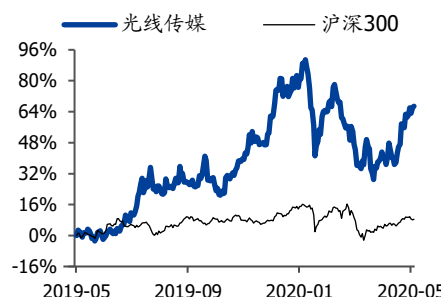
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（首次）

股票信息

行业	文化传媒
最新收盘价	11.24
总市值(百万元)	32,973.76
总股本(百万股)	2,933.61
其中自由流通股(%)	94.89
30日日均成交量(百万股)	15.25

股价走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

分析师 马继愈

执业证书编号：S0680519080002

邮箱：majiyu@gszq.com

研究助理 吴珺

邮箱：wujun@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4835	4802	3792	4782	5399
现金	1870	2512	1741	2333	2461
应收票据及应收账款	282	434	267	385	383
其他应收款	178	276	162	229	257
预付账款	556	97	292	360	450
存货	1547	1164	1010	1156	1529
其他流动资产	402	319	319	319	319
非流动资产	6012	6187	6394	6749	7103
长期投资	4700	5073	5273	5623	5973
固定资产	38	33	47	58	67
无形资产	1	2	0	0	0
其他非流动资产	1273	1079	1074	1068	1063
资产总计	10846	10989	10185	11531	12502
流动负债	1201	1956	816	1269	1199
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	428	780	525	596	793
其他流动负债	772	1176	291	674	406
非流动负债	1003	55	12	12	14
长期借款	985	0	0	0	2
其他非流动负债	18	55	12	12	12
负债合计	2204	2011	828	1281	1212
少数股东权益	-2	44	44	44	42
股本	2934	2934	2934	2934	2934
资本公积	2386	2004	2004	2004	2004
留存收益	3359	4160	4536	5316	6353
归属母公司股东权益	8644	8935	9314	10206	11248
负债和股东权益	10846	10989	10185	11531	12502

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-476	1619	147	868	396
净利润	1366	947	526	1142	1322
折旧摊销	13	13	11	15	16
财务费用	18	29	6	27	38
投资损失	-2283	-407	-170	-370	-420
营运资金变动	-324	637	-226	55	-560
其他经营现金流	733	401	0	0	0
投资活动现金流	2086	-459	-48	0	51
资本支出	13	5	7	5	4
长期投资	2056	-533	-200	-271	-350
其他投资现金流	4154	-987	-241	-265	-296
筹资活动现金流	-1665	-518	-871	-276	-318
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-987	-985	0	0	2
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-87	-382	0	0	0
其他筹资现金流	-591	849	-871	-276	-319
现金净增加额	-54	643	-772	592	129

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1492	2829	1752	2936	3647
营业成本	1010	1563	979	1625	2014
营业税金及附加	4	2	18	12	16
营业费用	3	2	70	29	36
管理费用	79	169	175	176	219
研发费用	10	14	18	16	25
财务费用	18	29	6	27	38
资产减值损失	726	-290	53	88	109
其他收益	4	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2283	407	170	370	420
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1928	1112	604	1332	1610
营业外收入	9	2	5	5	5
营业外支出	5	1	2	2	2
利润总额	1932	1113	607	1335	1613
所得税	566	166	82	193	291
净利润	1366	947	526	1142	1322
少数股东损益	-7	-1	0	0	-2
归属母公司净利润	1373	948	526	1142	1324
EBITDA	1954	1050	555	1289	1557
EPS (元/股)	0.47	0.32	0.18	0.39	0.45

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	-19.1	89.7	-38.1	67.5	24.2
营业利润 (%)	186.9	-42.4	-45.6	120.5	20.8
归属母公司净利润 (%)	68.5	-31.0	-44.5	117.2	16.0
获利能力					
毛利率 (%)	32.3	44.8	44.1	44.6	44.8
净利率 (%)	92.1	33.5	30.0	38.9	36.3
ROE (%)	15.8	10.5	5.6	11.1	11.7
ROIC (%)	14.2	9.1	5.0	10.7	11.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	20.3	18.3	8.1	11.1	9.7
净负债比率 (%)	-9.9	-19.9	-18.5	-22.6	-21.7
流动比率	4.0	2.5	4.6	3.8	4.5
速动比率	1.9	1.6	2.7	2.3	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	4.8	7.9	5.0	9.0	9.5
应付账款周转率	2.9	2.6	1.5	2.9	2.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.47	0.32	0.18	0.39	0.45
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.16	0.55	0.05	0.30	0.13
每股净资产 (最新摊薄)	2.95	3.05	3.17	3.48	3.83
估值比率					
P/E	24.2	35.1	63.3	29.2	25.1
P/B	3.85	3.73	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	15.8	28.7	54.3	22.9	18.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

1. 公司概况：电影内容领军，内容覆盖全面，产业链延伸完整	5
1.1 横向布局多内容形式，纵向产业延伸，是中国最大的民营传媒娱乐集团	5
1.2 公司股东背景强大，管理层行业经验丰富	7
1.3 财务分析：整体业绩呈上升趋势，费用管控得当	9
2. 动画电影成效显著，IP化后有望持续低成本产出优质内容	10
2.1 动画电影是个好赛道：成长空间大，变现方式多元，制作成本较低	10
2.1.1 从总规模和头部电影占比两个角度看，中国动画电影仍有发展空间	10
2.1.2 相比真人电影，动画电影的变现方式更为多元	13
2.1.3 动画电影制作成本较低，IP化后可以增强作品影响力，收入体量也趋于稳定	14
2.2 公司动画制作业务已体系化，保障优质内容不断输出	16
3. 投资回报率领先，项目储备丰富	19
3.1 公司电影业务的投资回报率普遍高于可比公司	19
3.2 我国电影进入以质取胜时代，公司优质项目储备丰富份额有望提升	22
4. 前瞻布局产业链，横纵向产业投资充分协同	25
4.1 参股猫眼娱乐，强化渠道及内容协同优势	25
4.2 不断延伸产业链上下游，产业投资业务稳定	26
5. 盈利预测与投资建议	28
6. 风险提示	29

图表目录

图表 1: 光线传媒历史沿革	5
图表 2: 公司业务板块	5
图表 3: 公司各项主营业务收入占比	6
图表 4: 公司股权结构及组织情况（截止到 2020 年 3 月 31 日）	7
图表 5: 公司管理层情况（截至 2020 年 4 月）	7
图表 6: 与光线传媒合作的部分导演及其代表作	8
图表 7: 第一期股权持股计划持有人出资比例	8
图表 8: 2015-2019 年光线传媒的营业收入（亿元）及增速	9
图表 9: 2015-2019 年光线传媒的净利润（亿元）及增速	9
图表 10: 2010-2019 年光线传媒的毛利率及利润率	9
图表 11: 2013-2019 年光线传媒的主营业务毛利率	9
图表 12: 2015-2019 年光线传媒的费用率	10
图表 13: 2015-2019Q1-Q3 光线及可比公司的销售费用率	10
图表 14: 2015-2019Q1-Q3 光线及可比公司的管理费用率	10
图表 15: 内地上映的电影票房 Top50 中动画电影票房及占比	11
图表 16: 2016-2019 北美电影票房 Top50 中动画电影票房及占比	11
图表 17: 2015-2019 年内地上映的国产电影票房 top10	11
图表 18: 2015-2019 北美电影票房 top10（票房单位：亿元）	12
图表 19: 2016-2019 内地上映的动画电影票房 top10	12
图表 20: 动画电影收入来源	13
图表 21: 2019 年迪士尼公司的主营收入构成	13
图表 22: 迪士尼衍生品业务	13
图表 23: 《流浪地球》部分衍生品	14

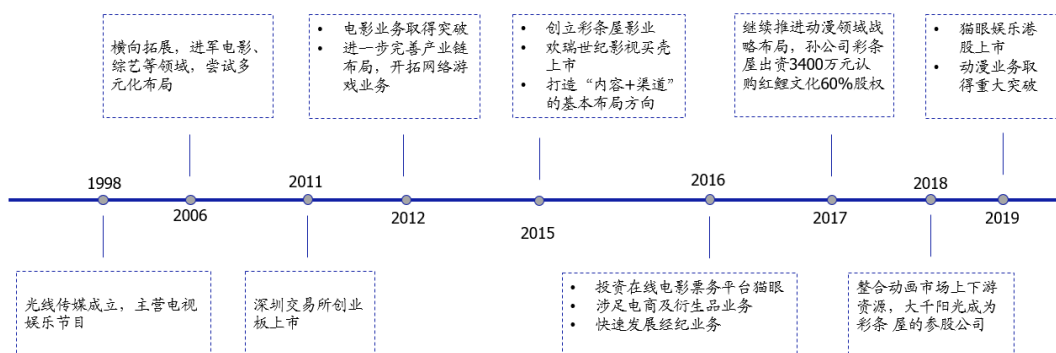
图表 24: 《西游记之大圣归来》手游 iOS 排名	14
图表 25: 真人电影拍摄费	15
图表 26: 动画电影拍摄成本	15
图表 27: 系列电影票房及评分	15
图表 28: 国产系列动画电影票房收入和制作成本	16
图表 29: 彩条屋旗下投资的公司	17
图表 30: 彩条屋 2015-2019 年部分动画电影作品	17
图表 31: 《大鱼海棠》的部分衍生品	18
图表 32: 《哪吒之魔童降世》的部分衍生品	18
图表 33: 一本漫画 APP 界面	18
图表 34: 光线传媒的储备动画电影	19
图表 35: 光线传媒及可比公司投资回报率 ROI	19
图表 36: 部分国产头部动画电影的累计票房及投资回报率 ROI	20
图表 37: 部分国产头部真人电影的累计票房及投资回报率 ROI	20
图表 38: 2013-2019 年光线出品、发行的高票房影片	21
图表 39: 光线传媒旗下部分艺人及其代表作品	22
图表 40: 2013-2019 年国产电影市场情况	23
图表 41: 2013-2019 年国产电影 Top10 情况	23
图表 42: 光线传媒 2020 年预计上映的电影	23
图表 43: 光线传媒 2020 年预计制作的电影	24
图表 44: 猫眼发展里程碑事件	25
图表 45: 猫眼股权结构 (截止到 2019 年 6 月 30 日)	25
图表 46: 猫眼基于用户数据的电影制作和发行	26
图表 47: 光线传媒参股公司	27
图表 48: 公司分业务收入拆分 (单位: 百万元)	28
图表 49: 光线传媒可比公司估值表	29

1. 公司概况：电影内容领军，内容覆盖全面，产业链延伸完整

1.1 横向布局多内容形式，纵向产业延伸，是中国最大的民营传媒娱乐集团

公司成立于1998年，2009年整体变更为股份有限公司，2011年在深圳交易所创业板上市，是目前中国最大的民营传媒娱乐集团。纵观公司二十多年的发展，公司最初布局于电视娱乐节目，2006年开始横向拓展，进军电影、综艺等领域，尝试多元化布局。2012年，公司电影业务取得突破，全年票房约占全国国产片总票房的20%，公司发行的国产影片数量和票房收入跻身行业前两名。2016年，公司开始投资在线电影票务平台猫眼，同时涉足电商及衍生品业务。2019年，公司动漫业务取得重大突破，推出的《哪吒之魔童降世》票房超过50亿元，突破我国动画电影票房的天花板。

图表1：光线传媒历史沿革



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司业务以内容为核心、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。

图表2：公司业务板块

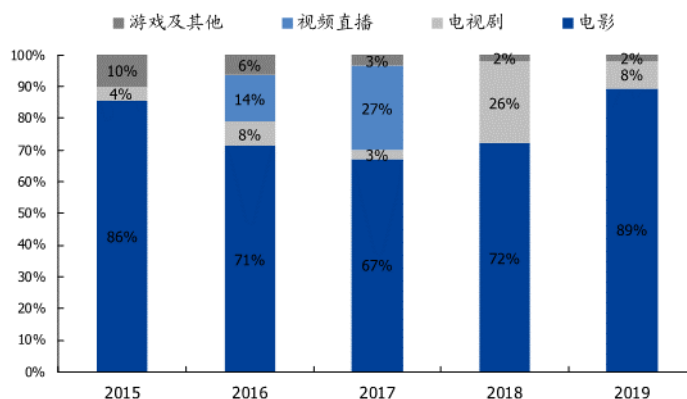


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司主营业务逐渐集中，影视剧占比逐渐扩大。公司的主营业务可划分四类，分别为电影、电视剧、视频直播、游戏及其他。其中，游戏及其他板块中包含了动漫游戏、演艺

活动、栏目制作等业务。2016年，公司收购了浙江齐聚，开启了视频直播业务，并取得不错收入。2017年末开始，浙江齐聚转为联营企业，公司报表不再合并浙江齐聚，因此公司之后不再有视频直播收入。2019年，公司电影业务取得重大突破，出现了较多品质过硬、口碑好、票房高的优秀影片，以及《听雪楼》等头部电视剧作品，影视剧收入及占比大幅增加。截至2019年末，公司的核心业务电影和电视剧板块收入占比为97%。

图表3：公司各项主营业务收入占比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

● **影视业务：**主要以电影和电视剧的投资、制作、发行为主，是公司的核心业务，2019年占公司营收比例为97%。在电影方面，2019年，公司参与投资、发行、协助推广的影片共18部，总票房为138.67亿元，占国产影片票房比重为33.7%。其中，《疯狂的外星人》、《千与千寻》、《哪吒之魔童降世》、《我和我的祖国》、《误杀》等电影均取得了优异的票房成绩。在电视剧方面，2019年，公司投资发行的电视剧《八分钟的温暖》、《逆流而上的你》、《听雪楼》、《遇见幸福》均获得较好的播放数据。

● **动漫业务：**主要包括动画影视及动漫题材的真人影视等，是公司在横向领域内优势最明显的业务板块，在提高公司利润率、驱动其他业务、巩固公司行业地位等方面作出巨大贡献。2019年，公司协助推广的三部日本影片《夏目友人帐》、《千与千寻》、《天气之子》均取得过亿的票房成绩，主投、主控的动画电影《哪吒之魔童降世》打破了多项票房最高纪录。此外，公司推出的“一本漫画”APP，目标是从动画产业的源头开始创造内容，对原创内容进行扶持，2020年公司漫改动画剧《大理寺日志》上线，豆瓣评分8.9分，收获观众的好评。

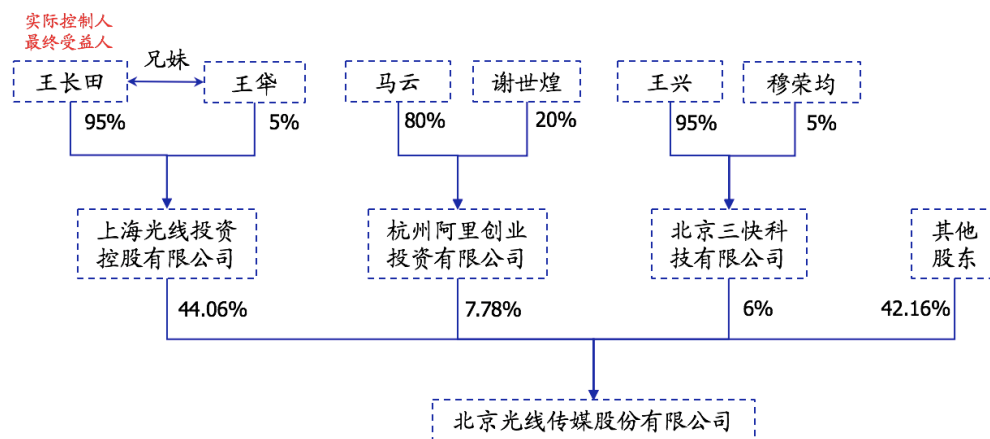
● **内容关联业务：**主要包括艺人经纪、文学、实景娱乐等。目前，公司已与邓超、徐峥等多名优秀导演、编剧建立长期合作关系。在文学方面，公司关注文学版权的开发和创作，广泛搜集具有商业价值和文学价值的作品，择机进行影视化，目前储备丰富，为公司未来的主控项目开发体量提供了有力保障。在实景娱乐业务方面，光线中国电影世界是影视文化旅游产业、城镇综合开发类项目，PPP部分已列入国家财政部PPP项目库。2019年，公司全面启动项目规划设计及建设工作。

● **产业投资板块：**主要包括公司对其他公司及实体的股权投资。公司近年积极展开投资业务，参股公司数量庞大。产业投资涉及影视、动漫、游戏、视频直播、文学、实景娱乐等多种领域。

1.2 公司股东背景强大，管理层行业经验丰富

公司股东背景强大，阿里巴巴与美团为其战略股东。目前，公司实际控制人为董事长兼总经理王长田先生。截止到2020年3月，王长田先生通过上海光线投资间接持有光线传媒41.86%的股份，保持对公司的绝对控制，并且从2016年后从未减持；其妹王华间接持有光线传媒2.2%的股权。2015年，公司引入阿里创业投资，自加入以来一直是其第二大股东，目前持有公司7.78%股份。2016年，北京三快科技（美团）成为其第三大股东，所持股份一直保持不变，持有6.00%公司股份。

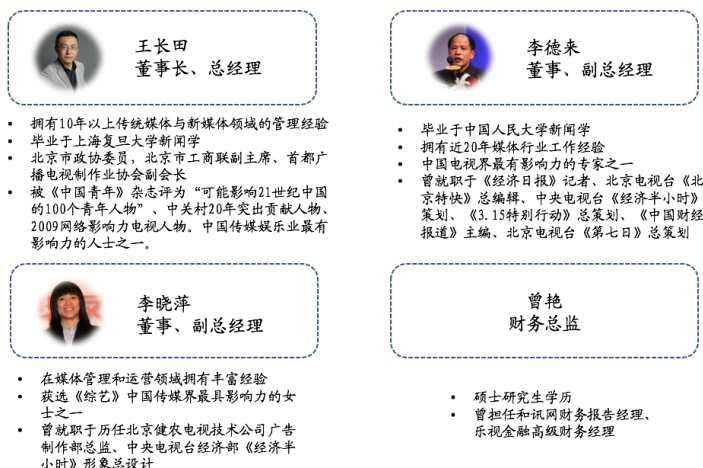
图表4：公司股权结构及组织情况（截止到2020年3月31日）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司管理层行业经验丰富，与光线传媒共同成长。公司董事长兼总经理王长田先生毕业于复旦大学新闻系，拥有丰富传统媒体与新媒体领域的管理经验，曾就职于中国工商报、北京电视台等公司。公司副总经理李德来先生（拥有20多年媒体行业的工作经验）、李晓萍女士、财务总监曾艳女士均在各自领域拥有丰富的从业经历。其中，总经理及副总经理均在2000年加入公司，与光线共同成长近20年，公司管理层稳定性强。

图表5：公司管理层情况（截至2020年4月）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

光线传媒注重人才的挖掘和培养，目前优质导演资源丰富，为未来发展保驾护航。2011年，公司启动新导演计划，仅用3年时间发掘培养了徐峥、赵薇、邓超等近20位新导

演。2016 年，公司拥有近 40 名签约艺人，并加大对艺人经纪业务的投入，在艺人与内容之间逐步形成良性互动。2018 年，公司成立编剧导演事务部，加强对年轻导演、优质编剧的挖掘和培养。截至 2019Q1，公司已与 51 位编剧和 8 位导演，建立了长期合作的关系。

公司的新导演计划成功培养出多名优秀导演。其中，邓超参导的《分手大师》、《恶棍天使》、《银河补习班》猫眼口碑一致好评。近年，徐峥、赵薇也取得过多种导演奖项，获得不小名气。此外，公司已与《无名之辈》的导演饶晓志展开长期合作，扩大了导演阵容。

图表 6：与光线传媒合作的部分导演及其代表作

导演	时间	电影名称	票房/亿元	猫眼口碑	合作演员	备注
邓超	2014	《分手大师》	6.65	8.4	杨幂、梁超、许可嘉等	与俞白眉共同执导
	2015	《恶棍天使》	6.48	8.0	孙俪、梁超、许可嘉等	与俞白眉共同执导
	2019	《银河补习班》	8.78	9.4	白宇、任素汐	与俞白眉共同执导
徐峥	2012	《人再囧途之泰囧》	12.67	8.6	王宝强、黄渤、范冰冰等	/
	2015	《港囧》	16.14	8.4	赵薇、包贝尔、杜鹃等	/
	2019	《我和我的祖国》	31.7	9.7	黄渤、张译、吴京等	联合导演
	2020	《囧妈》	/	/	黄梅莹、袁泉、贾冰等	/
赵薇	2013	《致我们终将逝去的青春》	7.19	8.3	韩庚、赵又廷、杨子姗	首部导演作品
	2017	《没有别的爱》	/	/	袁泉、陈冲、宁静等	/
	2020	《嗨！美男子》	/	/	陈晓、杨子姗	/
饶晓志	2016	《你好，疯子！》	0.16	7.7	万茜、周一围、王自健等	首部长篇电影
	2018	《无名之辈》	7.95	9.0	陈建斌、任素汐、潘斌龙等	第二部长篇电影
	2020	《人潮汹涌》	/	/	刘德华、肖央、万茜等	第三部长篇电影

资料来源：公司公告，猫眼专业版，国盛证券研究所

发布员工持股计划，绑定核心管理层。公司于 2020 年 4 月 29 日公布第一期员工持股计划（草案），拟募集不超过 4622 万元资金，以 2020 年 4 月 27 日收盘价 9.60 元/股测算，本员工持股计划所能购买和持有的标的股票的上限约为 481.5 万股，约占公司股本总额的 0.16%。本次持股计划总人数不超过 40 人，其中公司董监高不超过 6 人拟购 31.13%，其他员工不超过 34 人拟购 68.87%，计划通过二级市场购买的方式获得股票，锁定期为完成股票购买之日起 12 个月。此次员工持股计划将充分调动公司高管、监事的积极性，提升核心员工的长效激励，有助于公司业务增长，彰显高管对公司中长期发展的信心。

图表 7：第一期股权激励计划持有人出资比例

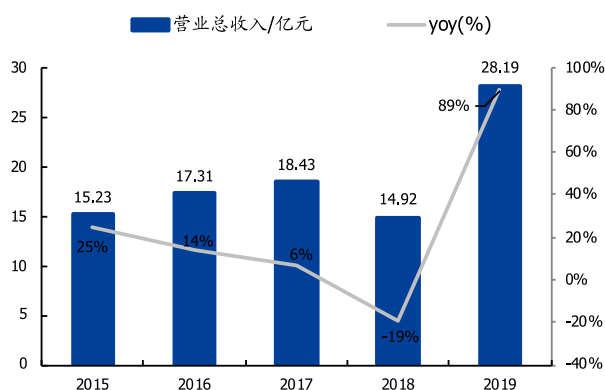
持有人姓名	职务	最高认购份额（万份）	比例
李晓萍	董事、副总经理	287	6.21%
李德来	董事、副总经理	122	2.64%
侯俊	董事、董事会秘书	342	7.40%
曾艳	财务总监	186	4.02%
曹晓北	监事	342	7.40%
王鑫	监事	160	3.46%
其他符合参与标准的员工		3,183	68.87%
合计（不超过）		4,622	100.00%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.3 财务分析：整体业绩呈上升趋势，费用管控得当

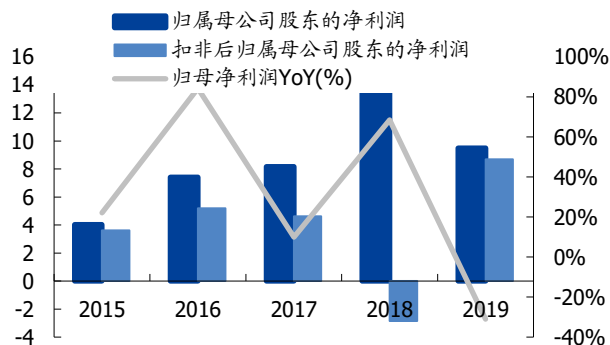
公司业绩整体呈上升趋势，2019年由于前期确认大额投资收益形成高基数致净利润有所下滑。成立以来公司始终专注核心业务，收入规模不断增长并逐渐成为行业龙头。2015-2019年，公司营业收入CAGR为16.74%，2018由于不再合并浙江齐聚科技有限公司的报表，导致营业总收入在2018年有所下降，总体看收入保持增长。2019年公司电影业务大爆发并带动公司收入同比增长89.7%。受项目影响，公司净利润增速有所波动但数值呈上升趋势，2018年公司确认处置新丽传媒的投资收益，全年投资收益共22.8亿元，因此2019归母净利润下滑主要受投资收益波动影响，但2019年扣非归母净利润口径由负转正。

图表8：2015-2019年光线传媒的营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

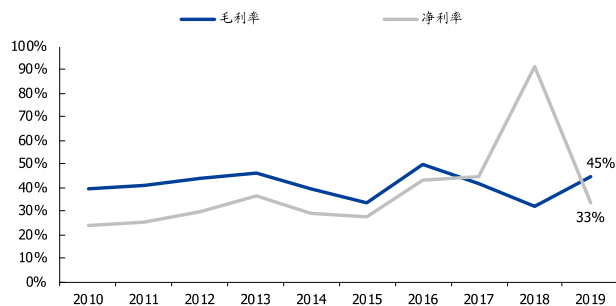
图表9：2015-2019年光线传媒的净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

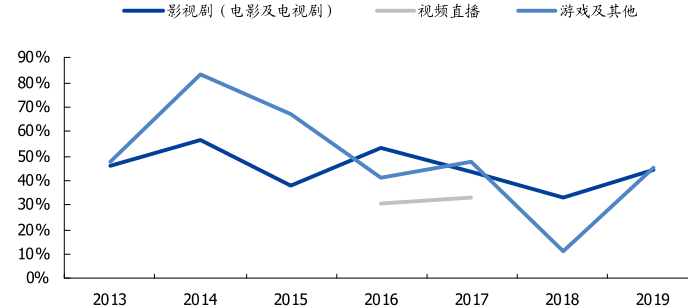
公司毛利率、净利润相对稳定。近年公司毛利率保持平稳，稳定在30%-50%之间，其中占比最高的影视剧业务毛利率一直稳定在40%-50%之间。除2018年外，公司的净利率基本在30%上下小幅波动。2018年公司的净利润大幅增加，主要来源于处置新丽传媒股权确认的投资收益。

图表10：2010-2019年光线传媒的毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表11：2013-2019年光线传媒的主营业务毛利率

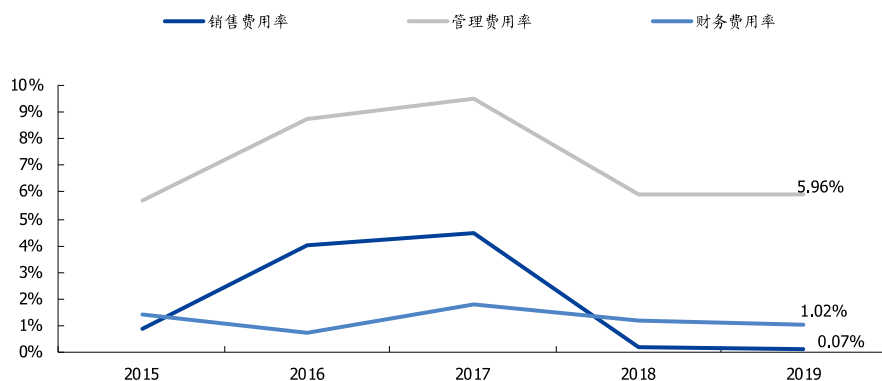


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司持续专注主业发展，商誉及质押风险低，费用率保持行业较低水平。公司经营战略始终专注影视主业，抓住电影市场快速扩容机遇，从电视节目制作到电影电视剧出品发行，不断做大影视主业收入规模，成长为行业绝对龙头。在此基础上，公司对外大额并

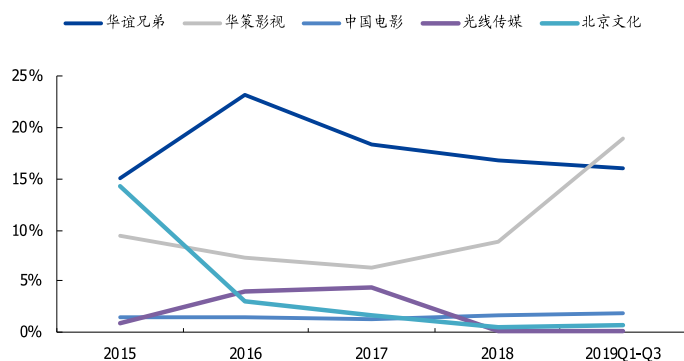
购较为谨慎,截止 2019 年账面商誉余额 0.15 亿,资产负债表风险及股东质押风险较低。此外,公司管理费用率和销售费用率自 2017 年起整体呈下降趋势,公司费用率水平在同行业可比公司中处于较低水平。

图表 12: 2015-2019 年光线传媒的费用率



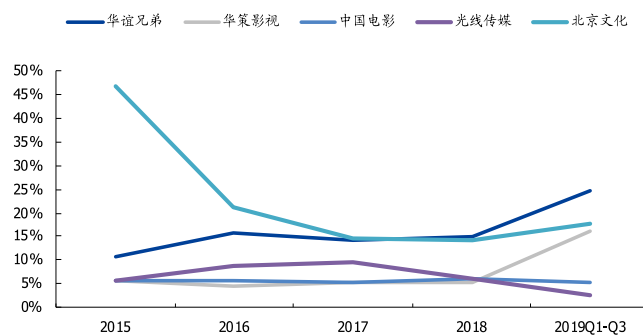
资料来源:公司公告,国盛证券研究所

图表 13: 2015-2019Q1-Q3 光线及可比公司的销售费用率



资料来源:公司公告,国盛证券研究所

图表 14: 2015-2019Q1-Q3 光线及可比公司的管理费用率



资料来源:公司公告,国盛证券研究所

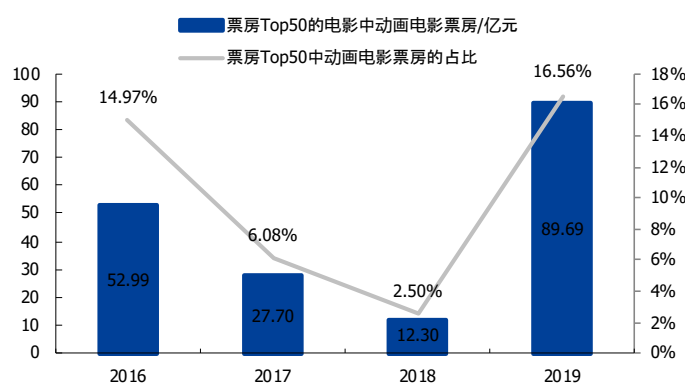
2.动画电影成效显著,IP 化后有望持续低成本产出优质内容

2.1 动画电影是个好赛道:成长空间大,变现方式多元,制作成本较低

2.1.1 从总规模和头部电影占比两个角度看,中国动画电影仍有发展空间

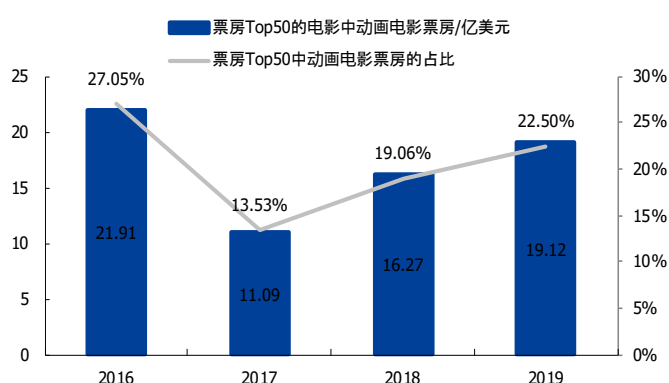
在票房占比上,中国动画电影占电影总票房的比重总体上远低于北美国家。2016-2019 年,在中国内地上映的票房 Top50 的电影中,动画电影的票房占比波动较大,动画市场的表现极不稳定。2019 年此占比达到 16.56%,在 4 年中属于较高水平,主要由于国产动画《哪吒之魔童降世》贡献 50.13 亿票房,票房表现远超预期。相比中国,北美市场的动画电影产业较为成熟。2016-2019 年,在北美票房 Top50 的电影中,动画电影的票房占比相对较高,且基本稳定在 20%左右。

图表 15: 内地上映的电影票房 Top50 中动画电影票房及占比



资料来源: 猫眼专业版, 国盛证券研究所

图表 16: 2016-2019 北美电影票房 Top50 中动画电影票房及占比



资料来源: Box Office Mojo, 国盛证券研究所

同时在头部电影占比上, 国产动画电影也具有较大提升空间。一方面, 国产动画电影与真人电影相比一直处于弱势地位。2015-2019 年, 中国内地票房 Top10 的国产电影中, 上榜的国产动画作品数量始终处于低水平。其中, 2017 和 2018 年没有一部国产动画电影挤入综合电影排行榜 Top10。反观海外市场, 北美动画在本国所有的电影中仍然具有较强竞争力。在 2015-2019 年票房 Top10 的影片中, 美国动画作品占比明显较高, 几乎每年都有 2-3 部热门动画上映, 在海外市场保持较高口碑。另一方面, 国产动画电影在中国动画电影市场的表现远不及进口动画作品。除 2019 年外, 国产头部动画电影无论从数量还是票房表现都远没有进口电影好。在内地上映的动画电影票房 top10 中, 国产动画的数量始终不超过 3 部, 且大多数作品内容低幼化、受众群体小。总体来说, 国产电影无论是和本国真人电影相比还是和海外动画作品相比竞争力都整体处于弱势, 头部影片较少, 未来仍有较大发展空间。

注: 标红的作品表示国产动画电影

图表 17: 2015-2019 年内地上映的国产电影票房 top10

序号	2019 年国产电影前 10 片名	2019 内地票房/亿人民币	2018 年国产电影前 10 片名	2018 内地票房/亿人民币	2017 年国产电影前 10 片名	2017 内地票房/亿人民币	2016 年国产电影前 10 片名	2016 内地票房/亿人民币	2015 年国产电影前 10 片名	2015 内地票房/亿人民币
1	哪吒之魔童降世	50.13	红海行动	36.50	战狼 2	56.83	美人鱼	33.86	捉妖记	24.40
2	流浪地球	46.86	唐人街探案 2	33.97	羞羞的铁拳	22.13	西游记之孙悟空三打白骨精	22.13	寻龙诀	16.78
3	我和我的祖国	31.70	我不是药神	31.00	前任 3: 再见前任	19.41	湄公河行动	19.41	港囧	16.14
4	中国机长	29.12	西红柿首富	25.47	功夫瑜伽	17.48	长城	17.48	夏洛特烦恼	14.41
5	疯狂外星人	22.13	捉妖记 2	22.37	西游伏妖篇	16.52	澳门风云 3	16.52	煎饼侠	11.62
6	飞驰人生	17.28	后来的我们	13.61	芳华	14.22	盗墓笔记	14.22	澳门风云 2	9.68
7	烈火英雄	17.06	一出好戏	13.55	金刚: 骷髅岛	11.58	功夫熊猫 3	11.58	西游记之大圣归来	9.56
8	少年的你	15.58	无双	12.73	乘风破浪	10.46	绝地逃亡	10.46	老炮儿	8.98
9	扫毒 2 天地对决	13.12	巨齿鲨	10.51	大闹天竺	7.56	从你的全世界路过	7.56	碟中谍 5: 神秘国度	8.69
10	误杀	12.06	超时空同居	8.99	悟空传	6.96	北京遇上西雅图	6.96	唐人街探案	8.18

资料来源: 猫眼专业版 app, 国盛证券研究所

图表 18: 2015-2019 北美电影票房 top10 (票房单位: 亿元)

序号	2019 年北美电影前 10 片名	2019 北美票房	2018 年北美电影前 10 片名	2018 北美票房	2017 年国产电影前 10 片名	2017 北美票房	2016 年北美电影前 10 片名	2016 北美票房	2015 年北美电影前 10 片名	2015 北美票房
1	复仇者联盟 4	8.58	黑豹	7	星球大战 8: 最后的绝地武士	6.2	星球大战外传: 侠盗一号	5.2	星球大战 7: 原力觉醒	9.36
2	狮子王	5.43	复仇者联盟 3: 无限战争	6.79	美女与野兽	5.04	海底总动员 2: 多莉去哪儿	4.86	侏罗纪世界	6.52
3	玩具总动员 4	4.34	超人总动员 2	6.07	神奇女侠	4.12	美国队长 3	4.08	复仇者联盟 2: 奥创纪元	4.59
4	冰箱奇缘 2	4.3	侏罗纪世界 2	4.16	银河护卫队 2	3.89	爱宠大机密	3.68	头脑特工队	3.56
5	惊奇队长	4.26	海王	3.35	蜘蛛侠: 英雄归来	3.34	奇幻森林	3.64	速度与激情 7	3.52
6	星球大战 9	3.91	死侍 2: 我爱我家	3.18	小丑回魂	3.27	死侍	3.63	美国狙击手	3.5
7	蜘蛛侠: 英雄远征	3.9	绿毛怪格林奇	2.7	雷神 3	3.11	疯狂动物城	3.4	小黄人大眼萌	3.36
8	阿拉丁	3.55	碟中谍 6: 全面瓦解	2.2	神偷奶爸 3	2.64	蝙蝠侠大战超人	3.3	饥饿游戏 3: 嘲笑鸟(下)	2.67
9	小丑	3.34	蚁人 2: 黄蜂女现身	2.164	金刚狼 3	2.262	自杀小队	3.25	火星救援	2.24
10	小丑回魂 2	2.12	波西米亚狂想曲	2.162	正义与联盟	2.261	奇异博士	2.3	灰姑娘	2.01

资料来源: 豆瓣电影排行, 国盛证券研究所

图表 19: 2016-2019 内地上映的动画电影票房 top10

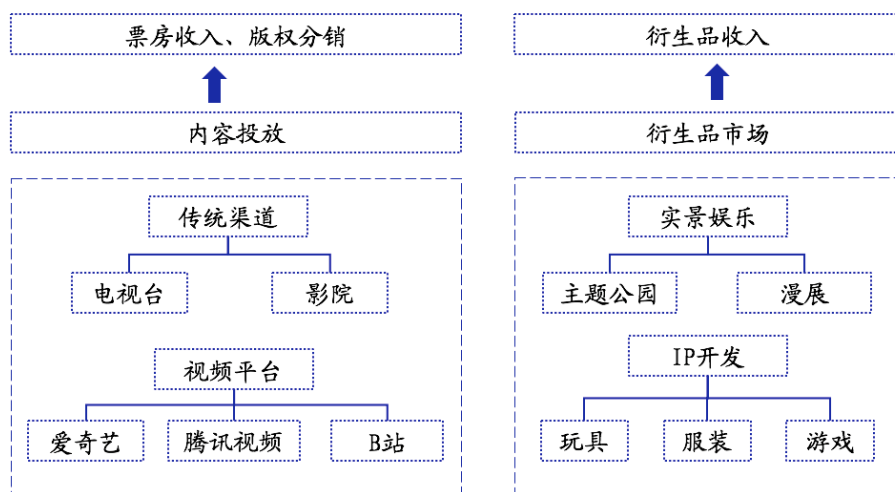
序号	2019 年中国内地动画电影票房 top10 的片名	制片地	2019 内地票房/亿元	2018 年中国内地动画电影票房 top10 的片名	制片地	2018 内地票房/亿元	2017 年中国内地动画电影票房 top10 的片名	制片地	2017 内地票房/亿元	2016 年中国内地动画电影票房 top10 的片名
1	哪吒之魔童降世	中国	50.13	熊出没·变形记	中国	6.05	寻梦环游记	美国	12.12	疯狂动物城
2	冰箱奇缘 2	美国	8.6	蜘蛛侠: 平行宇宙	美国	4.27	神偷奶爸 3	美国	10.37	功夫熊猫 3
3	狮子王	美国	8.33	超人总动员 2	美国	3.54	熊出没·奇幻空间	中国	5.21	你的名字。
4	熊出没·原始时代	中国	7.17	无敌破坏王 2: 大闹互联网	美国	2.71	欢乐好声音	美国	2.15	大鱼海棠
5	千与千寻	日本	4.88	精灵旅社 3: 疯狂假期	美国	2.23	帕丁顿熊 2	英国、法国、美国	2.06	愤怒的小鸟
6	白蛇: 缘起	中国	4.55	哆啦 A 梦: 大雄的金银岛	日本	2.09	蓝精灵: 寻找神秘村	美国	1.73	冰川时代 5: 星际碰撞
7	驯龙高手 3	美国	3.67	龙猫	日本	1.73	哆啦 A 梦: 大雄的南极冰冰凉大冒险	日本	1.48	爱宠大机密
8	罗小黑战记	中国	3.15	公牛历险记	美国	1.72	赛车总动员 3: 极速挑战	美国	1.37	熊出没·熊心归来
9	天气之子	日本	2.88	比得兔	美国	1.68	十万个冷笑话 2	中国	1.33	海底总动员 2: 多莉去哪儿
10	名侦探柯南: 绀青之拳	日本	2.31	新大头儿子和小头爸爸 3: 俄罗斯奇遇记	中国	1.58	大卫贝肯之倒霉特工熊	中国	1.26	海洋奇缘

资料来源: 猫眼专业版, 国盛证券研究所

2.1.2 相比真人电影，动画电影的变现方式更为多元

动画电影除了可以获得传统的票房分账收入（相对于院线）和版权分销收入（相对于台网等平台）外，还可通过衍生品授权开发创造更多价值，从而使内容生产方收益最大化。

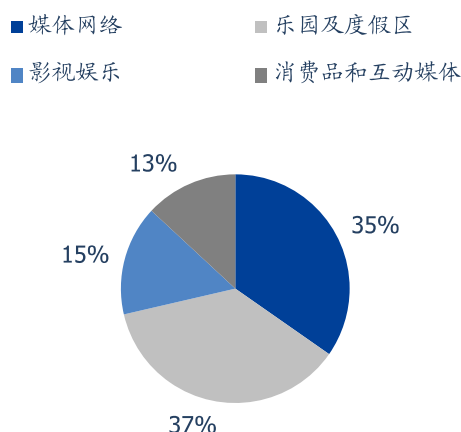
图表 20: 动画电影收入来源



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

成熟的动画电影市场中，衍生品收入为主要收入来源。根据中国新闻出版报的资料显示，以好莱坞为例，电影票房收入在整个产业链中仅占三成，而近七成的收入来自于衍生品。2019年，华特迪士尼公司的影视娱乐收入仅占其营业收入的15%，而50%的营业收入来自于乐园及度假村、消费品和互动媒体等衍生类业务；其衍生品授权和开发收入约为动画电影发行的3倍。而美国电影《星球大战》三部曲全部票房收入为18亿美元，而衍生品收入远超票房，达到45亿美元。

图表 21: 2019年迪士尼公司的主营收入构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 22: 迪士尼衍生品业务



资料来源: 百度图片, 国盛证券研究所

衍生品市场种类繁多，空间广阔。一方面，目前市场上IP衍生品开发的产品种类多样、销量火爆。目前中国电影市场上的衍生品种类较多，从几十元的挂件、徽章、立牌到高达上千元的模型手办。例如，电影《流浪地球》的周边遍及数十种类品，与其合作的品牌30多家，淘宝等平台上发起多项衍生品众筹活动，筹资总额达数亿元。在IP衍生品

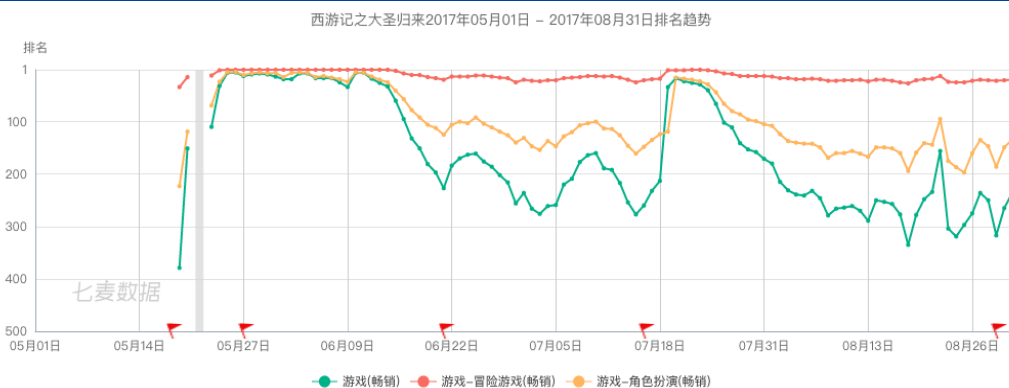
开发中，动画电影与手游联合也十分流行。2015年动画电影票房榜首的《西游记之大圣归来》改编成的3D手游上线后深受欢迎，曾进入iOS游戏畅销榜前十。此外，美国早期的《史瑞克》、《狮子王》、《阿拉丁》、《玩具总动员》、《小美人鱼》等动画电影也都改编过经典单人游戏，在各平台出售。另一方面，实景娱乐的发展空间广阔。实景娱乐目前在我国还处于发展早期，目前已开设了方特东方神话等主题乐园，以及中国国际动漫游戏博览会、中国国际数码互动娱乐展览会等各类漫展。2017年，光线传媒也积极开拓实景娱乐产业。公司的实景娱乐团队开发的光线中国电影世界是影视文化旅游产业、城镇综合开发类项目和江苏省重点文化产业项目，且PPP部分已列入国家财政部PPP项目库。2019年，光线传媒作为社会资本方联合体成员正式中标PPP项目，并参股PPP项目公司，全面启动项目规划设计及建设工作。

图表 23: 《流浪地球》部分衍生品



资料来源: 电影《流浪地球》官方微博, 国盛证券研究所

图表 24: 《西游记之大圣归来》手游 iOS 排名

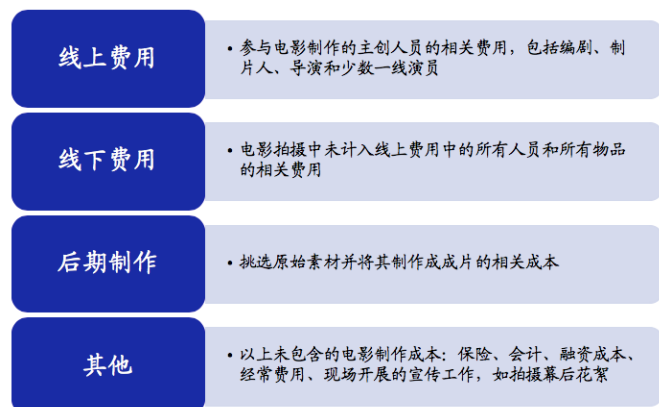


资料来源: 七麦数据, 国盛证券研究所

2.1.3 动画电影制作成本较低, IP 化后可以增强作品影响力, 收入体量也趋于稳定

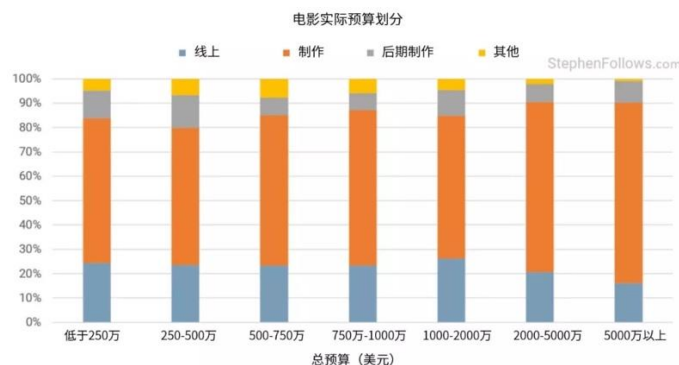
由于需要支付较高的演员薪酬, 真人电影的制作成本远高于动画。根据 Stephen Follows 的资料显示, 拍摄一部真人电影的费用可分为线上、线下、后期制作和其他。其中, 仅线上的演员、监制、导演等人工成本就占比高达 20% 左右, 因此, 线上工作人员的工资波动可以很大程度上影响电影成本。相比制作成本高昂的真人电影, 动画电影的整体成本大大降低。国内动画电影的制作成本大多在 2000 万到 5000 万之间。

图表 25: 真人电影拍摄费



资料来源: stephenfollows.com, 国盛证券研究所

图表 26: 动画电影拍摄成本



资料来源: stephenfollows.com, 国盛证券研究所

注：报告中的制作成本与实际有一定误差，仅供参考。

全球电影市场上的系列作品票房稳定，吸金能力强。漫威超级英雄电影的“宇宙系列”，2007年起开始制作，至今已出品23部电影，另有十余部影片处于制作阶段。该系列已在全球累积了超过183亿美元的票房成绩，在所有系列电影中票房收入最高。此外，迪士尼的“冰雪奇缘系列”、“加勒比海盗系列”、“神偷奶爸系列”、“海底总动员系列”等多个动画系列电影广受好评。国内的动画电影也逐步走向系列化，最受欢迎的有“喜洋洋与灰太狼系列”和“熊出没系列”电影。

图表 27: 系列电影票房及评分

系列	片名	全球票房/亿美元	豆瓣评分
神偷奶爸系列	神偷奶爸	5.4	8.6
	神偷奶爸 2	9.7	8.0
	小黄人大眼萌：神偷奶爸前传	12.0	7.5
	神偷奶爸 3	10.4	6.8
海底总动员系列	海底总动员	9.4	8.4
	海底总动员 2	10.3	7.5
加勒比海盗系列	加勒比海盗 1	6.5	8.7
	加勒比海盗 2	10.7	8.3
	加勒比海盗 3	9.6	8.2
	加勒比海盗 4	10.5	7.7
	加勒比海盗 5	8.0	7.2
冰雪奇缘系列	冰雪奇缘	12.7	8.4
	冰雪奇缘 2	15.0	7.2

资料来源: 猫眼专业版, 豆瓣, 国盛证券研究所

IP 系列化优势显著，成为 IP 打造的必然趋势。单品电影的制作成本和票房都有极大的不确定性，每一部新单品的制作对企业来讲都是一个全新的挑战。然而，将单品打造成系列化电影之后，所具有的影响力和爆发力都十分长久，IP 效应形成，一个系列的作品之间会产生协同作用，相互带动，共同打造整体的影响力。因此，系列电影的制作成本和票房的不确定性较小。

IP 系列化培养起稳定的粉丝群体，并随着制作技术的升级，系列化电影票房不断创新高。与单部影片相比，系列化动画电影的爆发力更强、影响力更久、用户粘性更高。单

品所产生的影响和吸引的“注意力”都无法持续；系列化电影源源不断地吸引观众的“注意”，培养了大批的稳定粉丝，且随着市场的发展和新技术的推出，动画的制作更精细，质量更高，同时也带来了票房的增加。例如，“熊出没系列”电影的票房已经从 2014 年的 2.47 亿（《熊出没之夺宝熊兵》）上升到 2019 年的 7.17 亿（《熊出没之原始时代》）。

图表 28：国产系列动画电影票房收入和制作成本

系列	片名	上映时间	票房/亿元
喜羊羊与灰太狼系列 (部分电影)	喜羊羊与灰太狼之牛气冲天	2009	1.00
	喜羊羊与灰太狼之虎虎生威	2010	1.24
	喜羊羊与灰太狼之兔年顶呱呱	2011	1.38
	喜羊羊与灰太狼之开心闯龙年	2012	1.67
熊出没系列 (部分电影)	熊出没之夺宝熊兵	2014	2.47
	熊出没之熊心归来	2016	2.87
	熊出没之雪岭熊风	2015	2.94
	熊出没之奇幻空间	2017	5.21
	熊出没之变形记	2018	6.05
	熊出没之原始时代	2019	7.17

资料来源：新浪网，国盛证券研究所

2.2 公司动画制作业务已体系化，保障优质内容不断输出

2015 年 10 月，公司设立彩条屋影业，目的是以精品动画电影为核心，奇幻快乐为主体风格，跨界合作为动力支撑，打造具有独特影视风格的动漫大本营。其主要业务包括动画电影、真人奇幻电影、网络剧和网络电影等。

彩条屋旗下投资的公司覆盖范围广，遍布整个动漫产业链。主要包括动画制作公司十月文化、彼岸天、全擎娱乐、光印影业、可可豆动画、玄机科技、颜开文化、中传和道、魔法动画、易动传媒、青空绘彩等；三维动画公司红鲤文化；动漫衍生品制作公司末匠文化等，横跨动漫行业多个子领域。

图表 29: 彩条屋旗下投资的公司

序号	名称	持股比例	代表作品
1	幻想师动画制作	75%	动画电影和短片的制作
2	红鲤文化	60%	三维动画制作公司
3	光印影业	60%	《查理九世》
4	雨后文化	35%	动画电影制作
5	全擎娱乐	35%	《西游记》
6	路行动画	30%	《茗记》、《妙先生》
7	中传合道	30%	《姜子牙》
8	可可豆动画	30%	《哪吒之魔童降世》
9	漫言星空	30%	《星海镖师》
10	彼岸天	30%	《大鱼海棠》
11	神奇一天国际传媒	30%	《鬼列车》
12	十月文化	28.11%	《西游记之大圣归来》、《深海》、《大圣闹天宫》
13	凝羽动画	27%	《茶啊二中》
14	好传文化	27%	《大护法》、《弯刀大马贼》、《海岸线上的漫画家》、 《大理寺日志》
15	青空绘彩	25.04%	《昨日青空》、《1 区 212》、《也许，那一瞬间》
16	末匠文化	25%	动漫衍生品开发
17	大千阳光	20%	《西游记之大圣归来》、《龙之谷：破晓奇兵》、《年兽大作战》、《小狮子》
18	易动传媒	18.67%	《美食大冒险》
19	玄机科技	3.80%	《秦时明月》、《天行九歌》系列、《武庚纪》系列、 《天谕》系列、《斗罗大陆》

资料来源: Wind, 各公司官网, 国盛证券研究所

彩条屋创造的多部高质量作品，成功突破中国动画电影的票房天花板。2015-2019 年的多部动画电影作品均取得猫眼口碑 8 分以上好评。2016 年出品发行的《大鱼海棠》和 2018 年出品的《熊出没·变形记》票房均超过 5 亿元，2019 年自制出品发行的《哪吒之魔童降世》达到有史以来国产动画电影票房新高，突破 50 亿元。

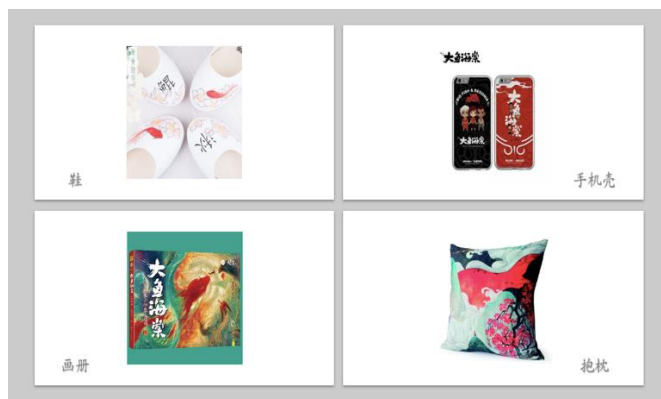
图表 30: 彩条屋 2015-2019 年部分动画电影作品

年份	片名	票房/亿元	上映时间	猫眼口碑
2019 年电影作品	哪吒之魔童降世	50.13	2019/7/26	9.6
	夏目友人帐	1.15	2019/3/7	9
	昨日青空	0.84	2018/10/26	8.5
2018 年电影作品	熊出没·变形记	6.05	2018/2/16	9.1
	大世界	0.03	2018/1/12	7.1
	大护法	0.88	2017/7/13	8.3
	精灵王座	0.25	2016/8/19	8.7
2015-2017 部分电影作品	大鱼海棠	5.64	2016/7/8	8.4
	我叫 MT 之山口山战记	0.12	2016/6/17	7.7
	果宝特攻之水果大逃亡	0.08	2016/1/23	8.3

资料来源: 猫眼专业版, 国盛证券研究所

动画电影衍生品业务初步拓展。公司近年来积极布局动漫衍生品业务，相关收入大幅增长。其中，2016年出品的《大鱼海棠》上映两周，相关衍生品在天猫的销售总额超过5000万元。2019年《哪吒之魔童降世》推出的系列徽章、挂件、钥匙扣、海报、立牌等28款精美产品也深受用户喜欢，影片上映42天，累计销售额超过1500万。

图表 31: 《大鱼海棠》的部分衍生品



资料来源: 百度图片, 国盛证券研究所

图表 32: 《哪吒之魔童降世》的部分衍生品



资料来源: 摩点, 国盛证券研究所

推出“一本漫画”APP, 打造公司IP的“蓄水池”。2019年11月, 彩条屋旗下的漫画品牌推出了“一本漫画”APP, 开始着力打造优质国产漫画。公司目标从动画产业的源头开始创造内容, 对原创内容进行扶持, 借助公司各大影视厂牌之力, 将漫画IP影视化, 实现漫画和影视的转变与融合, 将优质动漫内容商业化, 尝试为国漫寻找一条可持续发展的本土化道路。目前, 已有70余部原创漫画上架, 其中,《妙先生之彼岸花》、《哪吒之魔童降世》官方外传漫画《敖丙传》等作品位居APP热门榜单。

图表 33: 一本漫画 APP 界面



资料来源: 一本漫画 APP, 国盛证券研究所

优质储备作品充足, 未来仍会持续产出。目前公司动画电影储备丰富, 但由于新冠肺炎疫情影响, 电影的上映、拍摄、制作具有较大的不确定性,《姜子牙》、《妙先生》等作品的上映时间均有推延。2020年, 公司将根据市场情况适时推出《姜子牙》、《妙先生》、《墨多多谜境冒险》等多部动画作品,《大鱼海棠2》、《八仙过大海》等作品也在策划和制作中。未来, 公司将计划把《大圣归来》、《大鱼海棠》、《哪吒》、《姜子牙》等多部单

品电影系列化，力求形成“复联”形式的综合品牌。

图表 34: 光线传媒的储备动画电影

片名	进度	主要演职人员
姜子牙	预计 2020 年上映	导演: 程腾、李炜
妙先生	预计 2020 年上映	导演: 李凌霄
墨多多谜境冒险	预计 2020 年上映	导演: 王竞
深海	制作中	导演: 田晓鹏
星游记之冲出地球	制作中	导演: 胡一泊
大鱼海棠 2	制作中	导演: 梁旋、张春
西游记之大圣闹天宫	制作中	导演: 田晓鹏
凤凰	制作中	待定
魁拔	制作中	导演: 王川
鬼列车	制作中	导演: 景绍宗
大理寺日志	制作中	待定
八仙过大海	制作中	待定

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

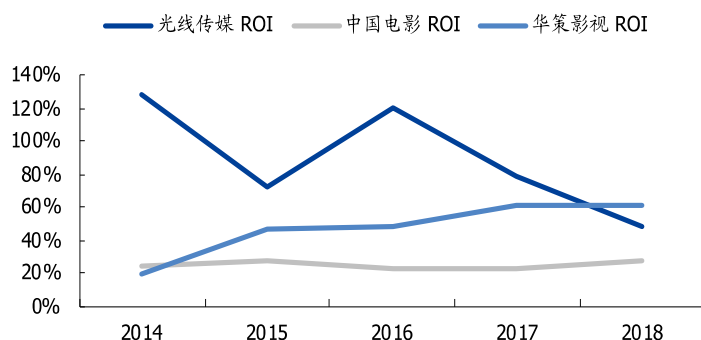
3. 投资回报率领先，项目储备丰富

3.1 公司电影业务的投资回报率普遍高于可比公司

光线传媒一直致力用中低成本的电影获得较高的投资回报率 (ROI)。除 2018 年外，光线传媒电影业务的 ROI 相对稳定，总体保持在 70% 以上，且与同行业可比公司相比，公司的投资回报率基本处于行业中上位置。

注：报告中计算的投资回报率与实际有一定误差，仅供参考。计算公式为：投资回报率 = (电影业务收入 - 电影业务成本) / 电影业务成本 * 100%。

图表 35: 光线传媒及可比公司投资回报率 ROI



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

相比其他出品发行方的动画作品，公司作品的 ROI 整体较高。从单部动画影片来看，其中，2019 年的《哪吒之魔童降世》ROI 高达 1559%，是近年国产动画电影 ROI 最高的一部影片。《西游记之大圣归来》和《大鱼海棠》的 ROI 也高于《熊出没》系列的大部分

影片。从单部真人影片来看,公司 2019 年国庆档推出的《我和我的祖国》ROI 高达 689%,公司其他作品《一出好戏》、《唐人街探案 2》、《误杀》的 ROI 也取得不错表现,分别为 231%/129%/73%。相比真人电影,公司开展头部动画电影的回报率更高。

注 1: 报告中计算的投资回报率与实际有一定误差,仅供参考。电影制作宣发成本仅为估算,具体以实际公司为准。计算公式为: 投资回报率=(分账票房-制作宣发成本)/制作宣发成本*100%。

注 2: 标红表示光线传媒出品发行的作品

图表 36: 部分国产头部动画电影的累计票房及投资回报率 ROI

片名	累计票房/亿元	ROI
哪吒之魔童降世	50.13	1559%
西游记之大圣归来	9.56	277%
罗小黑战记	3.15	277%
熊出没之奇幻空间	5.21	220%
大鱼海棠	5.64	218%
熊出没之变形记	6.05	133%
熊出没之原始时代	7.17	126%
熊出没之雪岭熊风	2.94	126%
熊出没之熊心归来	2.87	89%
白蛇: 缘起	4.55	87%

资料来源: 猫眼专业版, 国盛证券研究所

图表 37: 部分国产头部真人电影的累计票房及投资回报率 ROI

片名	累计票房/亿元	ROI
我不是药神	31.00	743%
我和我的祖国	31.70	689%
少年的你	15.58	372%
一出好戏	13.55	231%
流浪地球	46.86	224%
中国机长	27.03	154%
扫毒 2 天地对决	13.12	145%
唐人街探案 2	33.97	129%
疯狂外星人	22.13	103%
误杀	12.07	73%
烈火英雄	17.06	64%
飞驰人生	17.38	27%

资料来源: 猫眼专业版, 国盛证券研究所

高 ROI 的背后, 是公司沉淀多年建立起的工业化生产体系, 以控制风险为核心的决策流程以及丰富的人才储备。

●光线传媒经历多年的沉淀, 已经建立了电影的工业化生产体系, 在项目选择, 项目发行方面有着较强的能力。公司电影项目经验丰富, 在 2011 年公司上市后, 投资电影项目逐步增多, 2012 年出品的《泰囧》票房超 12 亿元, 奠定了公司电影行业龙头的地位。2013 年出品青春片《致青春》挺进青春偶像片市场。2016 年爱情片《从你的全世界路过》创造了中国国产爱情片的票房纪录, 《大鱼海棠》成为国产动画电影票房第二名, 为公司在动画领域的发展奠定了基础。2018 年, 公司首次尝试校园霸凌和青少年成长题材, 出品的《悲伤逆流成河》引起社会广泛关注。2019 年制作的动画电影《哪吒之魔童降世》巩固了公司在动漫电影领域的强大实力和竞争优势。

图表 38: 2013-2019 年光线出品、发行的高票房影片

上映时间	片名	票房/亿元	类型	方式
2012	人在囧途之泰囧	12.67	喜剧、剧情、冒险	出品、发行
	画皮 2	7.02	爱情	联合出品
2013	致我们终将逝去的青春	7.19	爱情、青春	联合出品、发行
	中国合伙人	5.38	剧情、励志、青春	联合出品、发行
2014	爸爸去哪儿	6.96	剧情、冒险	联合出品、发行
	分手大师	6.65	喜剧、爱情	制作、出品、发行
	匆匆那年	5.88	校园、爱情	出品、发行
2015	寻龙诀	16.78	冒险、奇幻	联合出品
	港囧	16.14	爱情、喜剧	出品、发行
	恶棍天使	6.48	喜剧、荒诞、爱情	出品、发行
2016	美人鱼	33.86	喜剧、爱情、科幻	出品
	从你的全世界路过	8.13	爱情、文艺、喜剧	出品、发行
	大鱼海棠	5.64	动画	出品、发行
2017	大闹天竺	7.56	动作、喜剧	出品、发行
	三生三世十里桃花	5.34	古装、爱情、玄幻	出品、发行
2018	唐人街探案 2	33.97	悬疑、喜剧、冒险	联合出品
	一出好戏	13.55	剧情、喜剧	出品、发行
	超时空同居	8.99	爱情、喜剧、奇幻	出品、发行
	熊出没之变形记	6.05	动画	出品、发行
	悲伤逆流成河	3.56	家庭、剧情	出品、发行
2019	哪吒之魔童降世	51.13	动画	制作、出品、发行
	我和我的祖国	31.7	剧情	联合出品、发行
	疯狂外星人	22.13	动画、冒险、喜剧	出品、发行
	误杀	12.07	剧情、犯罪	出品、发行
	银河补习班	8.78	剧情、家庭	出品、发行

资料来源：猫眼专业版，公司公告，国盛证券研究所

● **公司项目决策流程中充分考虑风险，对高成本大片主要采取投资发行模式，而对于中小成本影片公司把握主控权。**公司 2011 年确立年轻化策略，主攻年轻群体，随后出品的中小成本青春类影片，如《左耳》、《致我们终将逝去的青春》、《同桌的你》、《匆匆那年》，均在较低制作成本下取得了不俗的票房。而近年公司对于头部大片均采取投资发行模式，其中票房超过 10 亿的影片包括：《寻龙诀》（16.83 亿）、《港囧》（16.14 亿）、《美人鱼》（33.92 亿）、《唐人街探案 2》（33.98 亿）、《一出好戏》（13.51 亿）等。高效的成本风险把控使得公司经营更加稳健的同时，ROI 也保持在较高水平。

● **公司旗下人才储备丰富，对艺人成本把控能力更强。**公司成立光线经纪，专门负责打理艺人经纪业务。2016 年起，公司加大对艺人经纪业务的投入，并将其打造成为公司的主营业务。目前公司旗下的艺人阵容强大：有出道早经验丰富的柳岩、包贝尔、包文婧、方龄等，也有新晋童星莫玺杨、刘思慎、张煜雯、孙瀚伦，还有人气不断的飙升的年轻潜力股胡先煦、郭姝彤、陈汛等。丰富的艺人资源为公司的项目储备了优质人才，也使得项目成本更加可控。

图表 39: 光线传媒旗下部分艺人及其代表作品

艺人	代表作品	主要成就
柳岩	《少帅》、《画皮》、《受益人》、《煎饼侠》、 《两个女人的战争》、《大闹天竺》、《从你的全世界路过》	第 11 届澳门国际电影节最佳女主角奖 第十届互联网牛耳人人盛典互联网年度最佳女演员 2019 年度电影频道 M 榜最具突破女演员奖
包贝尔	《“大”人物》、《致我们终将逝去的青春》、《港囧》、 《我的青春期》、《欢喜密探》、《胖子行动队》	第 4 届乐视影视盛典电影飞跃男演员奖
包文婧	《紫钗奇缘》、《城市猎人》、《一路顺疯》、《欢喜密探》	2017 放肆一下移动视频风云盛典年度影视风尚人物奖
胡先煦	《小别离》、《谁的青春不迷茫》、《百鸟朝凤》、 《重返大福村》、《老男孩》	2019 爱奇艺尖叫之夜年度戏剧潜力艺人 联合国人口基金“一带一路”青年领导力倡导者 第十届“国际大学生时尚设计盛典”代言人 2018 国剧盛典青春演艺新生代
木幡龙 (日本)	《南京！南京！》、《精武风云》	第 57 届圣塞巴斯蒂安国际电影节金贝壳奖 第 3 届亚太电影大奖最佳剧情片 第 37 届洛杉矶影评人协会奖最佳外语片第一名
赵文龙	《谁的青春不迷茫》、《青茫》、《雷雨》、《我在未来等你》	/
陈汛	《新笑傲江湖》、《盛势》、《一起同过窗》第一季、 《极客江湖》、《心理罪》第一季	/
姜卓君	《新笑傲江湖》、《悍城》、《出走人生电台》、《八分钟的温暖》	/
张煜雯	《西游·降魔篇》《四大名捕 2》	天才宝贝智慧大赛冠军东方热线摄影大赛亚军
孙浠伦	《墨多多谜境冒险》、《银河补习班》	/

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.2 我国电影进入以质取胜时代, 公司优质项目储备丰富份额有望提升

我国电影市场马太效应明显, 内容驱动票房增长。2013-2019 年, 在国产电影中, 票房前 10 的头部影片占比逐年递减, 但票房集中度在整体增加, 国产电影市场马太效应明显。2019 年, 头部 10 个国产电影的票房之和就占据国产电影总票房的 62%, 其票房集中度在近 7 年中达到最高, 头部影片的竞争优势极强。因此, 如今影视公司要想取得不错的票房收入, 仅仅依靠数量拉动整体票房收入的策略已经不再适用, 公司必须拥有产出优质内容的能力, 以“内容为王”为发展战略才能成为行业的龙头。

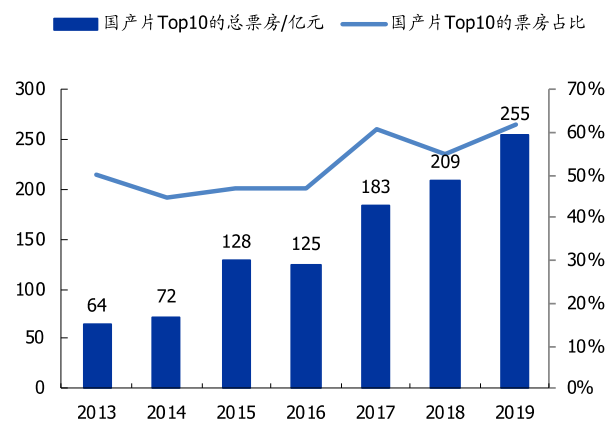
光线传媒近年来一直坚持以内容为核心进行产业布局和输出, 不断深化 IP 积累和储备, 向精细化、专业化、系列化方向发展。此外, 公司投入大量精力开发、挖掘、培育各种题材、角度、类别、体量的优质项目, 生产主题突出、逻辑清晰、人物立体、故事精彩的头部电影作品。目前公司电影储备丰富, 2020 年将上映《姜子牙》等多部优秀作品。

图表 40: 2013-2019 年国产电影市场情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
国产片 Top10 的总票房/亿元	64.21	72.29	128.44	125.46	183.15	208.7	255.06
国产片票房总收入/亿元	127.70	161.55	273.55	266.63	301.04	378.97	411.75
国产片 Top10 的票房占比	50%	45%	47%	47%	61%	55%	62%
上映的国产新片数量/部	231	259	320	371	375	393	422
国产片 Top10 的部数占比	4.33%	3.86%	3.13%	2.70%	2.67%	2.54%	2.37%

资料来源: wind, 艾媒咨询, 猫眼专业版, 国盛证券研究所

图表 41: 2013-2019 年国产电影 Top10 情况



资料来源: wind, 猫眼专业版, 国盛证券研究所

图表 42: 光线传媒 2020 年预计上映的电影

电影名称	合作方式	进度
姜子牙	主投+独家发行	制作完成
妙先生	主投+独家发行	制作完成
我的女友是机器人	参投+独家发行	后期制作
荞麦疯长	参投+独家发行	制作完成
墨多多谜境冒险	参投+独家发行	后期制作
八佰	参投	后期制作
如果声音不记得	主投+独家发行	后期制作
西晒	参投+独家发行	后期制作
会飞的蚂蚁	独家投资+独家发行	后期制作
坚如磐石	主投+独家发行	制作完成
莫尔道嘎	参投+独家发行	后期制作
人潮汹涌	参投	后期制作
你的婚礼	主投+独家发行	制作中

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 43: 光线传媒 2020 年预计制作的电影

电影名称	进度	主要演职人员
深海	制作中	导演：田晓鹏
西游记之冲出地球	制作中	导演：胡一泊
大鱼海棠 2	制作中	导演：梁旋、张春
西游记之大圣闹天宫	制作中	导演：田晓鹏
凤凰	制作中	待定
魁拔	制作中	导演：王川
鬼列车	制作中	导演：景绍宗
大理寺日志	制作中	待定
八仙过大海	制作中	待定
我是真的讨厌异地恋	制作中	待定
透明人	制作中	待定
她的故事	引进中	导演：闵奎东
爱情回游	引进中	导演：Tanujan Chandra
哪吒 2	前期策划	待定
白夜行	前期策划	待定
五个扑水的少年	前期策划	待定
奔跑吧！爷爷	前期策划	待定
十年一品温如言	前期策划	待定
革命者	前期策划	待定
后来我们都哭了	前期策划	待定
照明商店	前期策划	待定
深海里的星星	前期策划	待定
东宫	前期策划	待定
十九年间谋杀小叙	前期策划	待定
相思	前期策划	待定
你的孤独，虽败犹荣	前期策划	待定
刀锋上的救赎	前期策划	待定
永失我爱	前期策划	待定
这么些年	前期策划	待定
君生我已老	前期策划	待定
三体（新）	前期策划	待定
不再沉默	前期策划	编剧：袁媛
火神山	前期策划	待定
所有的乡愁都是因为馋	前期策划	待定
爱人	前期策划	待定
上流儿童	前期策划	待定
好想好想谈恋爱	前期策划	待定
我们的样子像极了爱情	前期策划	待定
我们不能是朋友	前期策划	待定
火星孤儿	前期策划	待定

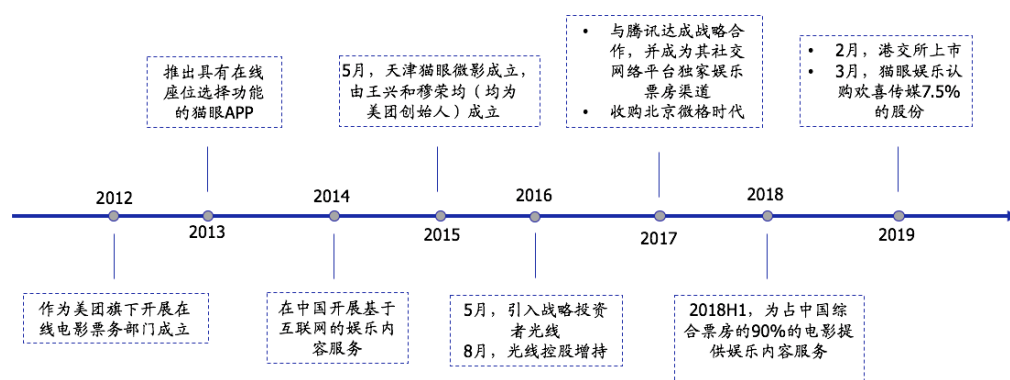
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4. 前瞻布局产业链，横纵向产业投资充分协同

4.1 参股猫眼娱乐，强化渠道及内容协同优势

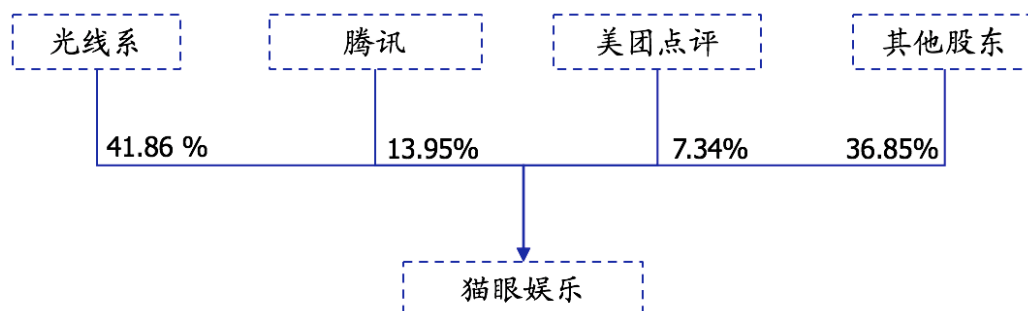
猫眼最初起源于 2012 年美团旗下的在线电影票务业务，2013 年推出猫眼 APP。2015 年 5 月，猫眼成为独立法人实体并于 2016 年从美团点评剥离。2016 年 5 月，光线传媒及相关投资方成为猫眼的战略投资人，共收购猫眼 57.4% 的股权；同年 7 月，光线控股增持，从上海三快收购 19.73% 的股权。2017 年 9 月，林芝利新（腾讯控股公司）及北京微影时代分别以微格时代和瑞海方圆（拥有电影、演出、赛事的微信入口等业务）的 100% 股权认购天津猫眼 6.6% 和 27.6% 股权，标志着猫眼收购北京微格时代，两大电影票务平台完成合并。2019 年，猫眼在香港上市。截止到 2019H1，公司前三大股东分别为光线及其关联方（41.86%）、腾讯（13.96%）和美团（7.34%）。

图表 44：猫眼发展里程碑事件



资料来源：公司公告，公开信息，国盛证券研究所

图表 45：猫眼股权结构（截止到 2019 年 6 月 30 日）



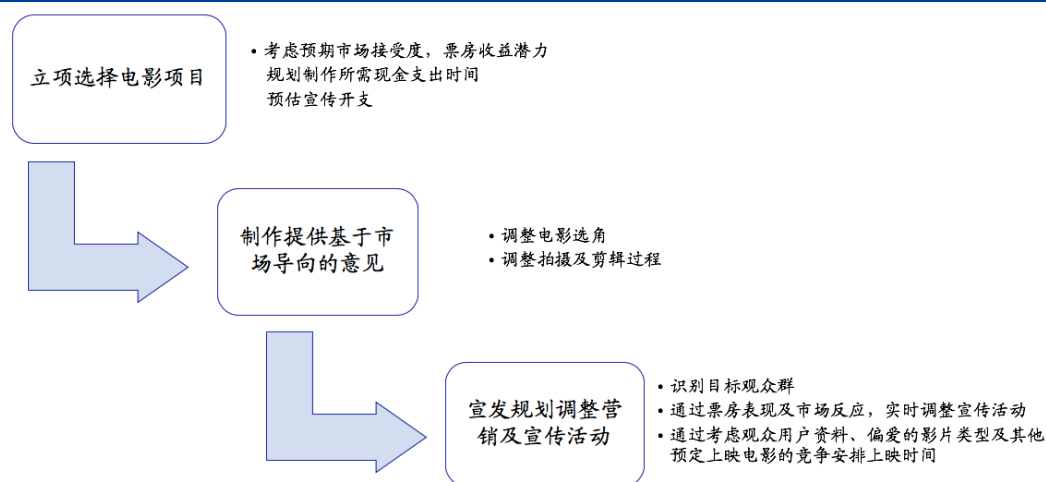
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

在渠道方面，猫眼占据腾讯及美团点评核心流量入口、市占率稳定领先，协助光线实现“互联网+”化的转型。凭借与腾讯多年的战略合作关系，猫眼拥有微信钱包及 QQ 钱包的专用流量入口，并且是其中唯一的电影、现场演出及体育赛事入口。通过与美团点评的战略合作，猫眼是美团 app 及大众点评 app 上提供娱乐票务服务的独家合作伙伴。

此外，猫眼也是中国最大的在线电影票务服务平台，按照 2019 年全年电影票务总交易额统计，猫眼的市场占有率超过 60%。因此，与猫眼合作后，光线传媒在互联网平台上拥有强大入口，可迅速触及产业链下游，接触更多用户、完成“互联网+”的转型、实现票务增长。

在内容方面，猫眼大数据赋能，助力光线制作宣发。2019 年购票线上化率持续上涨到 84.4%，意味着通过线上渠道购票观众接近九成。而猫眼的数据分析平台可以根据积累的用户数据清晰识别出在电影生命周期中用户的行为模式，了解用户喜欢哪些影片类型等特征。。猫眼 2019 年参与出品或发行电影一共 43 部，其中包括国产票房 TOP10 的《流浪地球》《我和我的祖国》《疯狂外星人》《飞驰人生》等头部电影，强大的线上发行能力将作为公司原有发行渠道的补充，巩固公司在电影发行方面的优势地位。

图表 46: 猫眼基于用户数据的电影制作和发行



资料来源：猫眼电影专业版，国盛证券研究所

4.2 不断延伸产业链上下游，产业投资业务稳定

公司的参股公司数量庞大、遍布范围广，涉及影视、动漫、视频直播等多种领域。公司通过产业投资布局，获得较好的投资收益，并能够在线上、线下联动的领域实现协同发展，进一步完善公司的产业链布局。随着公司上下游产业链的不断延伸，公司的内容与产业投资协同效也应将愈加明显。

其中，公司的参股公司猫眼娱乐于 2019 年在香港联交所挂牌上市。联营企业华晟领飞至今已投资二十余个项目，如美团点评、三六零、乐信、找钢网、京东数科等，其中多个成功上市。参股公司杭州当虹科技股份有限公司登陆科创板。子公司彩条屋影业投资了 20 余家动漫产业链上下游公司，掌握充足的优质动漫 IP 资源，将有效融合产业链各环节，打造国内最有实力的动画电影创作体系。

图表 47: 光线传媒参股公司

业务	被参控公司	参控关系
影视	北京光线影业有限公司	子公司
	天津橙子映像传媒有限公司	联营企业
	香港影业国际有限公司	子公司
	霍尔果斯青春光线影业有限公司	子公司
	东阳光线影业有限公司	子公司
	天津光合世纪文化有限公司	子公司
	北京光线音乐有限公司	子公司
	山南光线影业有限公司	子公司
	霍尔果斯五光十色影业有限公司	子公司
	苏州蓝白红影业有限公司	孙公司
	霍尔果斯光威影业有限公司	子公司
	霍尔果斯青春光线文化传播有限公司	子公司
	霍尔果斯彩条屋影业有限公司	子公司
	山南光线电子商务有限公司	子公司
动漫及衍生品	苏州红鲸影视文化传播有限公司	子公司
	上海红鲤文化传播有限公司	子公司
	北京传媒之光广告有限公司	子公司
广告	上海光线电视传播有限公司	子公司
	北京盛世互娱网络科技有限公司	子公司
游戏	北京七彩柠檬科技有限公司	子公司
	北京强手网络科技有限公司	子公司
	青岛热蜂互动网络科技有限公司	子公司
	北京热锋互动网络科技有限公司	子公司
	杭州热锋网络科技有限公司	子公司
	广州仙海网络科技有限公司	子公司
	浙江齐聚科技有限公司	联营企业
视频直播	全线实景娱乐扬州有限公司	子公司
实景娱乐	天津猫眼微影文化传媒有限公司	联营企业
互联网票务和影视	山南光线艺人经纪有限公司	子公司
经纪	上海华晟领势创业投资合伙企业(有限合伙)	联营企业
创业投资	北京彩条屋科技有限公司	孙公司
技术推广	北京光线易视网络科技有限公司	子公司
网络信息	北京全线实景文化有限公司	子公司
文化艺术	北京英事达形象包装顾问有限公司	子公司
包装策划		

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

1) 电影业务: 2020 年受疫情影响, 电影上映进度受到较大影响, 但公司优质内容储备丰富具有竞争力, 随着电影行业逐步恢复, 我们认为公司电影市占率将上升, 公司电影业务增速高于市场, 且疫情为短期冲击, 不改公司长期在内容制作及动画产业上的优势。预计公司电影业务收入 2020-2022 年的增速分别为-43.6%/81.5%/26.7%。电影为 TO C 业务, 票房难以预测, 毛利率波动较大, 但是公司产品以 ROI 为导向, 成本把控力强。假设毛利率维持 46%。

2) 电视剧业务: 2020 年随着政策边际改善, 我们认为收入增速将有所回升。结合公司储备剧集以及行业发展情况, 我们假设公司全网剧销售收入 2020-2022 年的增速分别为 10.3%/6.7%/6.3%。

图表 48: 公司分业务收入拆分 (单位: 百万元)

	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,843.45	1,491.53	2,819.45	1,752.15	2,935.67	3,647.06
YoY	6.5%	-19.1%	89.0%	-37.9%	67.5%	24.2%
电影	1,238.17	1,077.38	2,531.71	1,426.85	2,589.73	3,280.32
YoY	0.3%	-13.0%	135.0%	-43.6%	81.5%	26.7%
毛利率	44%	32%	46%	46%	46%	46%
电视剧	50.51	382.01	237.92	262.50	280.00	297.50
YoY	-62.6%	656.3%	-37.7%	10.3%	6.7%	6.3%
毛利率	44%	34%	36%	36%	36%	36%
视频直播	491.46	-	-	-	-	-
YoY	96.1%	-	-	-	-	-
毛利率	33.2%	-	-	-	-	-
游戏及其他	63.32	32.14	-	-	-	-
YoY	-43%	-49%	-	-	-	-
毛利率	48%	11%	-	-	-	-
艺人经纪及其他	-	-	59.81	62.80	65.94	69.24
YoY	-	-	86.1%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	-	-	45%	45%	45%	45%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 17.52/29.36/36.47 亿元, 实现归母净利润 5.26/11.42/13.24 亿元。我们选取电视制作领域精品制作公司的华策影视、慈文传媒, 涉及电视剧制作业务的万达电影、中国电影、完美世界, 以及电影内容制作公司北京文化作为可比公司。公司已然发展成为横向覆盖内容领域最全面、纵向产业链延伸最完整的传媒公司, 具有龙头公司溢价, 且基于高于市场平均的利润增速, 历史上市场也给与了公司更高的 PE(TTM)估值, 剔除产生较高投资收益和净利润为负的特殊情况, 公司历史 PE(TTM)均在 35X 以上。看好公司发展前景, 给予公司 2021 年 35X 估值, 对应 400 亿元市值, 给予“增持”评级。

图表 49: 光线传媒可比公司估值表

股票代码	公司名称	收盘价	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300133.SZ	华策影视	7.7	134.3	5.9	6.9	7.8	22.8	19.5	17.2
002343.SZ	慈文传媒	8.2	38.9	2	2.7	2.8	19.5	14.4	13.9
000802.SZ	北京文化	6.1	43.2	3.3	4.1	—	13.1	10.5	—
600977.SH	中国电影	13.2	246.4	4.3	11.7	13.1	57.3	21.1	18.8
002739.SZ	万达电影	16.4	340.7	5.1	18.4	22.8	66.8	18.5	14.9
002624.SZ	完美世界	44.5	574.9	23.7	28	32.4	24.3	20.5	17.7
行业平均							31.0	18.2	16.0

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 除华策影视外, 净利润为 Wind 一致预期, 平均 PE 计算方法剔除了最高和最低值, 股价为 2020 年 5 月 19 日收盘价。)

6.风险提示

- (1) 行业政策监管风险:** 电影、电视行业作为具有意识形态特殊属性的重要产业, 受到国家有关法律、法规及政策的严格监管。根据《广播电视管理条例》《电影管理条例》和《电视剧内容管理规定》《电影产业促进法》等, 国家对影视剧的制作、进口、发行等环节实行许可制度, 违反该等政策将受到相关行政主管部门的通报批评、限期整顿、没收违法所得、罚款等处罚, 情节严重的还将被吊销相关许可证甚至市场禁入。
- (2) 电影上映时间及票房不及预期:** 新产品的市场需求是未知数, 影视企业只能基于经验凭借对消费者需求的前瞻性来创作文化产品, 而这些文化产品是否为市场和广大观众所需要及喜爱、是否能够畅销并取得良好票房或收视率、能否取得丰厚投资回报均存在一定的不确定性。
- (3) 市场竞争加剧:** 随着国家政策对文化产业的鼓励与扶持, 影视行业日益成为社会关注的热点行业, 民营影视公司不断成长, 国有电影公司也加大市场开拓, 直播、短视频行业的兴起带来较大的冲击。尽管影视行业每年持续发展, 但总体规模在短期内并不会出现爆发式增长。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com