

# 广告收入仍未回暖，辟蹊径参股视频社区

——光线传媒（300251）

2012年10月23日

强烈推荐/维持

光线传媒

事件点评

陈虎

传媒行业分析师

执业证书编号：S1480512070004

[chenhu@dxzq.net.cn](mailto:chenhu@dxzq.net.cn) 010-66554038

事件：

1. 光线传媒发布 2012 年第三季度财报，1-9 月公司实现营业收入 5.36 亿元，同比增长 29%，归属母公司净利润 1.26 亿元，同比增长 35%，利润增速为公司先前业绩预告 20%-50%增速的中位，符合市场预期。
2. 公司同时公告以 7500 万投资金华长风 32% 股权，其中现有股东转让 14%（稀释后），增资 18%。金华长风拥有国内领先的多媒体互动娱乐社区：呱呱视频社区。光线传媒借此进入互动，原创性更强的视频社区行业。预计金华长风 2012 年度、2013 年度和 2014 年度的净利润约为 600 万元、2,800 万元和 5,300 万元，因此，公司本次投资对应的市盈率为 2012 年的 39 倍、2013 年的 8.4 倍、2014 年的 4.4 倍；该估值对应 2012-2014 年均净利润的 8.1 倍市盈率。

观点：

## 1. 财务费用与营业外收入是报告期内利润增长主力。

公司报告期营业收入增长 29.5%，但由于广告业务增长缓慢，电影业务毛利率较去年略微下滑影响，毛利润同比仅增长 13.5%。报告期归属母公司净利润增长 35%，但财务利息增加 1775 万，营业外收入同比增长 1198 万，扣除此两项业务，归属母公司净利润同比增长 5.7%。在宏观环境整体不理想的情况下，公司主业增长无疑受到一定影响。

## 2. 广告行业受宏观影响增收缓慢，卫视节目制作持续增长迅速。

由于进入 2012 年以来，全国广告行业整体均受到宏观经济下滑影响，增长低于往年。公司报告期内栏目制作与广告业务收入同比增长 9.9%，毛利率基本保持稳定。公司卫视节目制作保持着去年以来的高增长势头，已经播出大型综艺节目包括安徽卫视《势不可挡》、辽宁卫视《激情唱响》第二季等，与央视合作额《梦想合唱团》近期即将在中央一套播出。预计今年卫视制作收入将实现 50% 以上增长。

## 3. 电影发行优势渐现，票房收入同比增长 82%。

公司长期坚持增强在发行领域的竞争力，报告期内，公司影视剧业务收入实现 2.08 亿，同比增长 82%。报告期内公司投资发行、代理发行、联合发行共十部电影，分别是《新天生一对》、《新龙门客栈》、《情谜》、《匹夫》、《百万巨鳄》、《四大名捕》、《伤心童话》、《神探亨特张》、《乐翻天》及《铜雀台》。公司联合发行的电影《大海啸鲨口逃生》已于 2012 年 10 月 12 日上映，公司投资发行的电影《泰囧》将于 2012 年 12 月 21 日上映。公司今年总票房或位居国内公司第二。

#### 4. 呱呱视频社区专注视频互动，互联网增值是主要盈利模式。

呱呱视频社区是一个以即时多人视频互动沟通为核心应用运作的社区类产品，主要用于娱乐、财经、教育等领域。目前主要运营的产品有：呱呱视频娱乐社区、呱呱视频财经社区。

图 1：呱呱视频社区界面图



资料来源：东兴证券研究所

相比于当前主流的以文本，语音为介质的互联网通讯工具，互联网视频互动尽管规模小于前者，但仍然拥有非常广阔的成长空间。互联网视频初期推广速度较慢主要是由于视频互动过程中，带宽成本与延时考验着运营商。呱呱视频拥有全国领先的 P2P 技术，可以在相同的带宽以及服务器成本情况下，承载更多的用户数，并实现更小的延时。呱呱社区成立以来，用户数一直处于高速增长过程中。

表 1：呱呱视频社区注册用户数与平均在线会员数

	2008年底	2009年底	2010年底	2011年底
注册会员数量	1,960,086	6,653,128	24,687,388	52,972,037
会员平均在线数量	约8,000	65,532	211,490	516,611

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

相比于主流互联网产品关注的白领阶层，呱呱视频现阶段主要用户群体聚焦在二三线小城市。相比大城市用户在互联网应用上选择的丰富性以及主动性而言，二三线城市的互联网用户中尽管电脑与网络的普及率已经

达到了非常高的程度，但是网民们利用网络进行娱乐的方式仍然非常匮乏，而呱呱视频则正好满足了此类人群需求。而同时视频互动功能的实现，会衍生出更多的现实需求。如呱呱财经社区便是由用户自发形成，规模逐渐扩大后，成为呱呱社区支柱业务之一。

公司的盈利模式主要是互联网增值业务，第一，增值服务收费。通过用户互动产生的道具、礼物类增值产品付费。第二，多等级的会员付费。第三，内容商服务分成。当前呱呱社区中最主流的产品包括VIP会员，聊天道具、礼品道具、VIP聊天室以及广告等。其中用户付费的驱动力主要来自于房间主播的推荐，以及用户自身追求更好体验的心理。

### 5. 参股呱呱视频社区，与光线原有资源形成多层次互动

通过股权方式进入新媒体领域一直是公司的既定方向。此次参股互动视频社区而不是常见的视频分享网站，体现出公司的战略方向在于更加充分的利用和发挥自身内容工场的优势，更深入的与用户呢进行互动与交流，既增强用户粘性，也提高对于自身节目以及艺人的宣传效果。公司将与金华长风进行更加深层次的业务合作。具体体现在以下几个方面：

**第一，节目内容整合方面：**基于呱呱已经拥有的超过6000万注册用户，960万活跃用户，每日同时在线人数峰值已突破60万（2012年2月统计），将与光线传媒的整体节目资源进行有效的打通互动。以综艺音乐节目为重点，将光线每年的综艺选秀节目的海选、网络直播互动以及音乐互动歌会等光线独家内容与呱呱社区平台进行深度合作。

**第二，渠道整合方面：**利用光线的渠道整合能力，利用光线的600家电视台的电视网、户外媒体的全覆盖优势，将呱呱视频社区作为新媒体延伸的通道，向用户传播更加具备新媒体形态的内容。

**第三，营销整合方面：**光线在原来的整合营销的模式基础上，为客户提供更全面的媒体化服务，将使得相关的活动合作、营销合作，利用呱呱视频社区这个新媒体平台再次传播。比如针对客户提出的各种地面活动，可以对所有用户进行时时的直播，更大程度的提升活动营销效果。

### 结论：

公司在宏观环境不好的情况下依然保持增长，同时卫视制作业务增长迅速，提升公司品牌以及发展空间。电影业务票房持续高增长，电影发行的优势已经逐渐转化为电影票房的助推剂。入股呱呱社区，使得公司在新媒体领域有了新的突破，并有望实现与公司原有内容的良好互动。由于广告整体市场的不乐观，我们下调公司盈利预测，预计公司2012-2014年EPS分别为0.89元、1.13元和1.45元，对应PE分别为27倍，21倍和17倍，维持“强烈推荐”评级

**风险提示：**广告行业持续下滑、电影票房风险、新媒体领域增长低于预期。

表 2 光线传媒盈利预测简表

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	479.6	697.9	819.7	1,048.9	1,353.9
主营收入增长率	24.5%	45.5%	17.5%	28.0%	29.1%
净利润（百万元）	112.8	175.8	214.5	273.3	348.7
净利润增长率	79.9%	55.8%	22.0%	27.4%	27.6%
EPS（元）	1.370	1.880	0.890	1.134	1.446

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 陈虎

复旦大学硕士，2010年加盟东兴证券研究所，从事传媒行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。