



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

文化传媒

旷实*

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001
(8610)66229343
shi.kuang@bocichina.com

*冯秀娟、杨艾莉为本报告重要贡献者

光线传媒：联姻猫眼催生 “内容+渠道”整合，开启 巨头娱乐集团之路

事件：

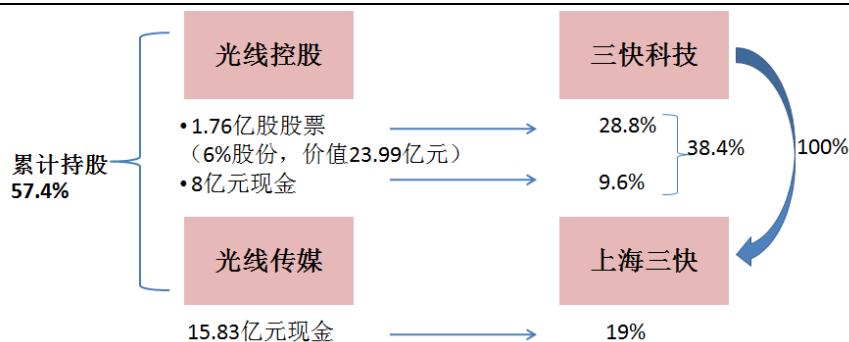
2016年5月27日晚，光线传媒(300251.CH/人民币 12.69, 未有评级)发布公告，拟与控股股东光线控股共同投资猫眼电影 57.4%的股权，其中，光线控股拟以其持有的 1.76 亿股光线传媒股份换取三快科技持有的猫眼电影 28.8%的股权，拟以 8 亿元现金为对价购买上海三快持有的猫眼电影 9.6%的股权。光线传媒拟以 15.83 亿元现金为对价购买上海三快持有的标的公司 19%的股权。此次交易中，猫眼估值约为 83.31 亿元。

点评：

一、交易方案介绍

此次交易由上市公司光线传媒与其控股股东光线控股共同投资。其中，光线控股拟以其持有的 1.76 亿股光线传媒股份为对价换取三快科技持有的猫眼电影 28.8%的股权，并以 8 亿现金为对价购买上海三快持有的猫眼电影 9.6%的股权。光线传媒拟以 15.83 亿元人民币现金为对价购买上海三快持有的标的公司 19%的股权。交易完成后，光线系累计持有猫眼电影 57.4%的股权。其中，光线控股持股 38.40%，为猫眼第一大股东，光线传媒持股 19%，上海三快持有 32.6%。此次交易中，猫眼估值约为 83.31 亿元。此外，交易完成后三快科技将持有公司 6%股份，成为上市公司持股 5%以上股东。

图表 1. 交易方案示意图



资料来源：中银证券

图表 2. 交易前后猫眼电影的股权结构图

股东名称	交易前持股比例	交易后持股比例
光线控股	0%	38.4%
光线传媒	0%	19.0%
上海三快科技	61.2%	32.6%
北京三快科技	28.8%	0.0%

资料来源：公司公告，中银证券

二、关于交易方案的分析

1. 估值偏低，深度战略合作带来估值折让

此次交易中，猫眼估值 83.31 亿元，与近期可比公司的融资估值相比偏低。其中，2016 年 4 月，微影时代股权融资投后估值约 116 亿元；2016 年 5 月，淘宝电影股权融资后估值约为 120 亿元。其估值偏低的主要原因为，相对于 BAT 等纯互联网公司，光线传媒作为影视龙头公司，可为猫眼提供更大的娱乐产业战略资源，可通过产业链纵向整合的方式对影视上下游资源进行合作开发。因此，相对于纯财务投资，公司与猫眼电影在未来的深入战略合作作为此次交易提供了估值折让。

此外，由于此次估值采用协商定价模式，以及考虑猫眼未来经营业绩的不确定性，因而猫眼电影不存在业绩承诺。

2. 交叉持股减少公司即时现金支出

此次交易采用现金+股权的方式进行收购，公司与交易对方交叉持股，其中光线系累计持有猫眼 47.4% 的股权，而交易对三快科技持有公司 6% 的股权，无新增股份发行。交易涉及的现金支出为 23.83 亿元（其中光线控股 8 亿元，光线传媒 15.83 亿元）。并且交易双方互进董事会。这一交叉持股方式减少了公司即时的现金支出，也避免了新增股份发行。

3. 公司仅持股 19%，减少未来财务压力

此次交易中，上市公司仅持股 19%，不纳入合并范围，主要有两大考虑。第一，目前在线电影票务行业仍需进行较大金额的投入，短期内猫眼存在发生亏损状况的可能，因此为了避免对公司财务产生较大影响，交易采取公司控股股东光线控股主要投资、光线传媒参股投资的交易结构。第二，较低的持股比例为公司后续操作提供更大的灵活性。

三、猫眼电影-打造中国领先的互联网电影文化娱乐平台

1. 发展历程：

猫眼电影的前身是美团网旗下的电影业务，成立于 2012 年。2013 年 1 月，美团电影更名为“猫眼电影”。2015 年 7 月，猫眼电影独立为美团网旗下全资子公司猫眼文化传媒有限公司。2015 年 10 月，美团和大众点评正式宣布合并，合称为“新美大”，12 月完成与大众点评电影频道的整合。2016 年 4 月 11 日，美团大众点评 CEO 王兴通过内部邮件宣布，正式决定分拆猫眼电影业务，让“新猫眼”成为一家完全独立运营的公司。2016 年 5 月，光线系（光线控股、光线传媒）宣布入股猫眼，累计持有猫眼电影 57.4% 的股权。

2. 影院及用户数量：

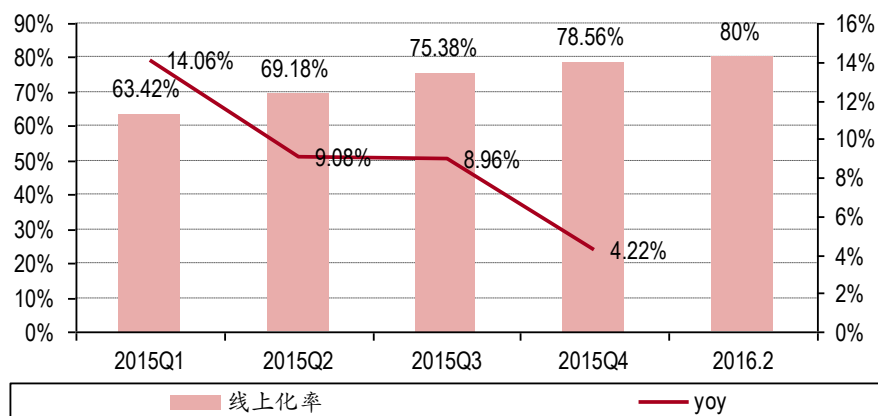
猫眼拥有超过 2 亿用户，积累超过 5 亿次的消费数据。猫眼电影与大众点评旗下的电影频道整合完成后，覆盖购票用户超过 1.2 亿，日活跃用户数超过 1,000 万，业务覆盖全国超过 700 个城市，与全国超过 5,200 家影院密切合作，2015 年实现交易额 156 亿。

3. 市场份额：

1) 电影票务线上化率已经超过 80%

2015 年 1-4 季度，中国电影票务线上化率（线上出票金额占年度总票房的比例）分别为 63.42%、69.18%、75.38%、78.56%。2016 年 2 月，在线票务市场整体份额已超 80%。

图表 3. 电影票务线上化率



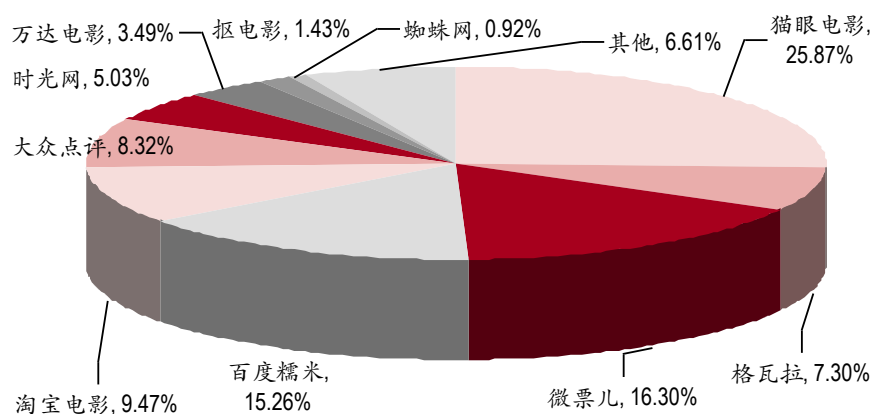
资料来源：易观智库，中银证券

2) 在线票务市场三足鼎立，新美大占据 1/3 的份额

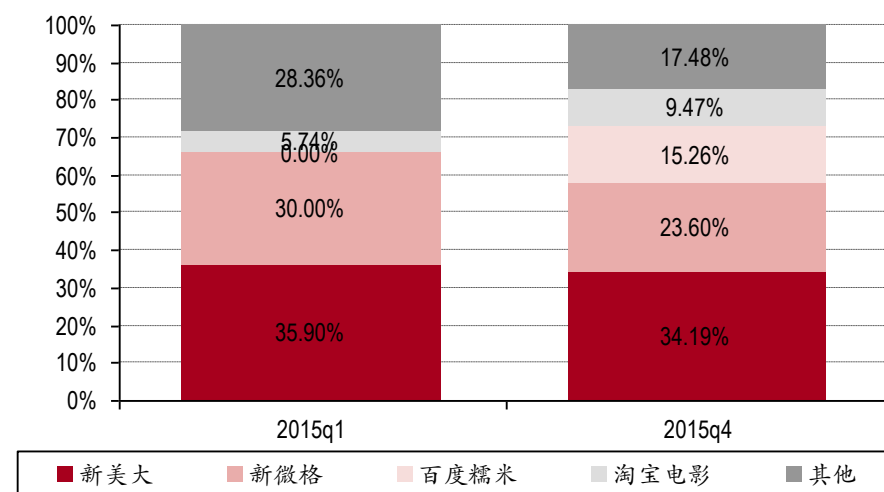
当前，在线票务市场已经形成“三足鼎立”的局面，其中又根据平台间的合并情况分为两个统计口径：

非合并口径：猫眼电影、微票儿、百度糯米位列三甲。2015 年 4 季度，中国线上票务平台市场竞争格局中，猫眼电影、微票儿、百度糯米分别以 25.87%、16.30%和 15.26%占据中国电影在线票务市场前三位。

合并口径：新美大、新微格和百度糯米位列三甲。2015 年，在线票务网站之间发生兼并收购，2015 年 10 月，美团（猫眼电影）和大众点评正式宣布合并，形成“新美大”。2015 年 12 月，微影时代（微票儿）和格瓦拉宣布合并，形成“新微格”。2015 年 4 季度，猫眼电影与大众点评网共占据 34.19%的市场份额，微票儿与格瓦拉电影共占据 23.60%的市场份额，两者占中国电影在线票务市场近 6 成份额。合并口径的前三位分别为新美大、新微格和百度糯米。

图表 4. 2015 年 4 季度中国电影在线票务市场竞争格局


资料来源：易观智库，中银证券

图表 5. 2015Q1-Q4 在线票务平台合并后市场份额变化


资料来源：易观智库，中银证券

4. 财务数据：

2016 年 4 月，“新美大”CEO 王兴宣布，猫眼电影已经实现了 BG（事业部）层面的盈利。2015 年全年，猫眼电影资产总额 7,254.9 万元，营业利润 3.17 万元，净利润 2.38 万元。2016 年第一季度，猫眼总资产 7,161.7 万元，营业利润 10.79 万元，净利润 8.08 万元。

图表 6. 猫眼主要财务数据（单位：万元）

	2016.3.31	2015.12.31
资产总额	7,161.73	7,254.93
营业利润	10.79	3.17
净利润	8.08	2.38

资料来源：公司公告，中银证券

四、深度剖析：整合的背后，期待光线与平台级互联网公司发生化学反应

1、对光线：内容+渠道，传媒娱乐巨头公司起步

1) 增强线上业务布局，补充公司渠道资源

根据公告，此次交易完成后，美团将向光线传媒提名一名董事。有媒体报道，这名董事将是美团创始人王兴。这也意味着，猫眼与光线将进行深度的融合，是互联网公司与内容公司的一次深度合作。期待其可能产生的化学反应。

猫眼电影系业内领先的互联网平台，拥有庞大的线上电影票务用户规模及领先的在线运作模式。此次投资将增强公司线上业务布局，提高公司互联网化程度，成为公司获取移动互联网流量的重要入口。此外，猫眼电影作为最早涉足电影发行领域的在线票务台，2015年猫眼电影参与出品发行的影片数为8部，覆盖票房40.168亿元。2016年由猫眼主发行的电影接近10部。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。

2) 与公司内容业务形成有力协同

此次投资有助于将公司的内容制作与猫眼电影亿级电影用户资源实现有机结合。猫眼电影的海量用户资源及强大的数据分析能力将为在电影投资、制作方面提供正向信息反馈，有助于公司更好地把握市场脉络，提升影视内容产品制作的针对性及适销性，降低内容产品的市场风险。

3) 扩大公司影视内容受众群体

猫眼电影凭借与美团网、大众点评等市场份额领先的本地生活服务平台的合作优势，将借助平台对亿级本地生活服务用户的高触达，实现电影消费用户的高转化，从而将公司的电影等优质内容产品的受众范围拓展至全体综合娱乐消费群体。

4) 共同打通影视娱乐综合产业链

猫眼电影已成为电影等娱乐内容在票务、宣发、营销、衍生品等领域的重要线上流量入口，未来，猫眼将以电影市场为基础，进而进入音乐、演出等综合娱乐领域，打造领先的综合性文化娱乐入口。而公司通过投资猫眼电影，获取庞大的线上用户群体和广泛的在线电影业务资源，增强公司在影视剧制作、宣传、发行领域的竞争优势，强化与院线及在线播放平台的合作关系，打通影视娱乐产业链上下游资源，完善影视娱乐全产业链布局。

2、猫眼：产业链纵向延伸关键一步

事实上，对于在线票务网站来说，在线售票业务首先可以帮助他们获得销售佣金，但这部分销售佣金一方面受制于目前激烈的市场竞争，用户补贴，另一方面也有大量的地推人员的成本，仅靠销售佣金难以支撑起整个团队的运营；其次，随着目前在线票务网站成为一个电影观众的入口，强势的票务网站目前已经成为制片方线上宣发、发行的重要渠道，票务平台可以获得参与宣发的收入。但宣发仅仅是电影行业的一个较小的环节，因此，在线票务公司必然从下游往上游切入，希望进入影片的制作环节，甚至是早期IP开发、孵化环节。

相对于传统电影制片公司而言，在线票务网站离C端用户更近一步，更有可能了解和掌握用户的需求和喜好变化。

此次，猫眼与光线的交易，对于猫眼而言将顺理成章切入上游电影制作环节，依托其线上渠道优势，打通整条娱乐产业链。

3、在线票务市场：补贴持续，上游卡位大战或将拉开序幕

今年4-5月，在线票务市场另外两大玩家，微影时代、淘宝电影先后宣布获得融资。其中，微影时代的C+轮获得30亿元融资，加上其C轮获得的15亿元融资，微影时代在C轮拿到约45亿人民币融资；另外，市场份额较小的淘宝电影，其A轮融资获得17亿人民币。此次交易，猫眼获得光线23亿元现金。这也就意味着，各大在线票务网站在2016年上半年，又一次补充弹药，新的市场竞争或将开始。我们认为，新的市场竞争同样将以用户补贴为表现形式。但随着市场的逐渐成熟，各家的票房补贴大战将更加理性和可持续性。

同时，对于在线票务公司未来的发展来看，必然有两条路径：

- 1) **横向**：除高频、低ARPU的电影在线售票外，开展更低频，ARPU更高的演唱会、现场娱乐、音乐节、体育赛事等门票的销售工作。以高频的电影业务吸引流量，向低频的业务进行转换；
- 2) **纵向**：正如猫眼与光线的此次交易，在线票务公司向上游切入，深度参与电影市场的制作开发环节。

我们认为，在未来1-2年，各家在线售票平台，将沿着这两条路径，根据各自的战略选择不断进行布局。新一轮的卡位大战或将开始。

图表 7. 美团网融资情况

时间	轮次	金额	投资方
2016.1.19	E 轮	33 亿美元	腾讯、DST、挚信资本、红杉资本中国、高瓴资本、今日资本、中金公司、Temasek 淡马锡、安大略省教师退休基金、Baillie Gifford
2014.12.22	D 轮	7 亿美元	投资方未透露
2014.5.1	C 轮	3 亿美元	General Atlantic 泛大西洋投资、红杉资本中国、阿里巴巴
2011.7.1	B 轮	5,000 万美元	阿里巴巴、红杉资本中国、北极光创投、华登国际投资
2010.9.30	A 轮	1,200 万美元	红杉资本中国

资料来源：IT 桔子，中银证券

图表 8. 大众点评融资情况

时间	轮次	金额	投资方
2015.4.2	F 轮-上市前	8.5 亿美元	小米科技、腾讯、GIC 新加坡政府投资公司、Temasek 淡马锡、万达集团、复星集团、普思资本、Integral 富厚投资
2014.2.19	E 轮	亿元及以上美元	腾讯
2012.8.13	D 轮	6,400 万美元	今日资本、红杉资本中国、上海致景投资
2011.4.1	C 轮	1 亿美元	挚信资本、红杉资本中国、启明创投、光速安振
2007.5.1	B 轮	2,500 万美元	Google Ventures、红杉资本中国
2006.1.1	A 轮	200 万美元	红杉资本中国

资料来源：IT 桔子，中银证券

图表 9. 微影时代（微票儿）融资情况

时间	轮次	金额	投资方
2016.4.27	C+轮	30 亿人民币	天神娱乐、腾讯、华人文化产业基金、光大集团、乐逗游戏、远洋资本
2015.11.17	C 轮	15 亿人民币	北京文资华夏文化产业基金、信业基金、纪源资本 GCV、腾讯、万达集团、中国文化产业投资基金、引力创投
2015.4.27	B 轮	1.05 亿美元	腾讯、万达集团、中国文化产业投资基金
2014.7.3	A 轮	数百万美元	腾讯

资料来源：IT 桔子，中银证券

图表 10. 淘宝电影融资情况

时间	轮次	金额	投资方
2016.5.15	A 轮	17 亿人民币	鼎晖投资、蚂蚁金服、新浪网领投，和和影业、博纳影业、华策影视、南派泛娱、联瑞影业等参与

资料来源：网络，中银证券

图表 11. 时光网融资情况

时间	轮次	金额	投资方
2015.8.31	战略投资	未透露	万达院线(万达影视)
2013.8.1	不明确	数千万美元	斯道资本(富达亚洲)、风和投资

资料来源：IT 桔子，中银证券

五、投资建议：

2016 年，公司重点布局含影视、动漫、游戏、出版、互联网、音乐在内的多个板块，并快速布局大量内容 IP 资源，此次投资猫眼电影将为公司渠道端特别是线上业务方面形成有力补充，并利用其强大的用户基础及大数据分析能力对公司内容制作形成指导，打通影视娱乐综合产业链。公司当前市值 374 亿元，根据万得一致预期 2016-2018 年公司全面摊薄每股收益分别为 0.21、0.28、0.34 元。建议持续关注公司在泛娱乐产业方面的持续布局。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2)中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F,1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY10020
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371