

光线传媒 (300251)

证券研究报告

2017年09月22日

猫眼微影合并落地，光线系控股，线上壁垒再升级

猫眼微影合并落地，在线票务新巨头产生，光线系控股新公司。9月21日光线传媒公告以及腾讯新闻，猫眼与微影合并成立新猫眼微影，本次合并以猫眼为主体，微影时代将电影票务、演出业务及相关资产合并注入新公司。微影时代以子公司微格时代100%股权增资，第一次发股以37.7亿元注入，取得新猫眼微影27.59%（微格整体估值39.74亿元，剩余部分格局资产负债情况调整后再进行调整）；代表腾讯的林芝利新以其持有的瑞海方圆100%股权增资，整体估值8.97亿元，获得新猫眼微影6.56%股权。光线控股和光线传媒在新公司中股权为30.96%和19.83%。

微影时代电影票务、演出相关业务并入猫眼，其他平行子业务将在其旗下继续运营。本次合并后，猫眼将保持全部业务，包括电影和演出票务业务、行业专业服务、电影投资宣发等。微影时代将电影票务、演出业务及相关资产合并注入新公司，此外，瑞海方圆拥有电影、演出、赛事的微信入口等业务。微影公司原有内容开发、IP衍生、电影发行、股权投资等平行子业务，将继续放在微影时代、娱跃文化、微影资本的体系下运营，微赛体育作为控股子公司独立运营，这部分业务则与“猫眼微影”合资公司签署了战略合作协议。

票务市场进入双寡头格局，新猫眼将具备微信等线上强势流量入口与光线内容资源，加强光线线上壁垒。本次合并后，新公司的在线票务市场份额将超过50%，在线票务市场由三足鼎立进入双寡头格局。新公司拥有猫眼、娱票儿、格瓦拉等多个品牌，运营电影票务、演出等多元化业务，具有腾讯、美团、大众点评等线上强势流量入口以及光线内容资源，有望成为中国最大的娱乐票务平台。光线系控股新公司，并在董事会有3席席位，光线传媒将借此获得深度联盟中国电影线上市场50%以上份额的互联网渠道，未来与猫眼、甚至腾讯在上游内容也具备较大协同和想象空间。

投资建议：我们判断在国产片复苏的新周期中，光线传媒以绝对国产电影发行优势，叠加猫眼强势互联网渠道，持续横纵向整合内容产业链，成为中国最有机会对标美国六大的综合娱乐传媒集团。本次猫眼和微影合并落地再次验证我们的大逻辑，光线获得更为强势的线上资源，壁垒再升级。

我们预计公司17-19年净利润分别为8.22亿/10.58亿/13.52亿，同比增长11%/29%/28%，对应PE分别为35.7x/27.7x/21.7x。我们预计公司18年主营带来内生净利润有望达到10亿，给予30倍估值，对应300亿市值，同时考虑猫眼、新丽等几个头部公司对应股份有望在3年内通过资本证券化实现近百亿市值，目标市值400亿，维持买入评级，目标价13.63元。

风险提示：电影市场增速下滑，影视项目不达预期，行业监管从严

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,523.29	1,731.31	2,380.91	3,078.63	3,869.52
增长率(%)	25.06	13.66	37.52	29.30	25.69
EBITDA(百万元)	468.27	820.89	936.80	1,224.30	1,540.84
净利润(百万元)	402.09	740.91	822.43	1,057.87	1,352.24
增长率(%)	22.09	84.27	11.00	28.63	27.83
EPS(元/股)	0.14	0.25	0.28	0.36	0.46
市盈率(P/E)	72.96	39.59	35.67	27.73	21.69
市净率(P/B)	4.27	4.17	4.33	3.89	3.42
市销率(P/S)	19.26	16.94	12.32	9.53	7.58
EV/EBITDA	87.05	30.06	28.40	21.05	16.66

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	10.00元
目标价格	13.63元
上次目标价	13.63元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,933.61
流通A股股本(百万股)	2,752.03
A股总市值(百万元)	29,336.08
流通A股市值(百万元)	27,520.27
每股净资产(元)	2.43
资产负债率(%)	20.53
一年内最高/最低(元)	11.68/7.81

作者

文浩 分析师
SAC执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

张爽 分析师
SAC执业证书编号: S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《光线传媒-公司深度研究:内容为王平台优势凸显,生态共荣巨头雏形已现》2017-09-14
- 《光线传媒-季报点评:前三季度内生同比增长217%,四季度主控大片《全世界》《大闹天竺》等将推动全年业绩高速增长》2016-10-26

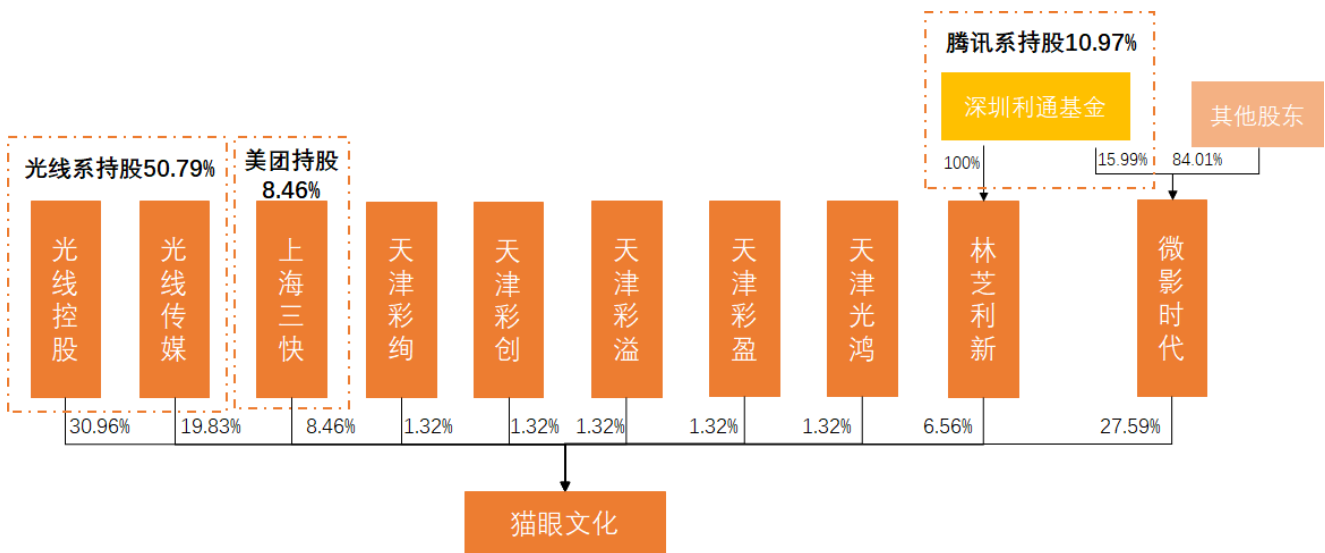
1. 猫眼微影合并落地，在线票务新巨头产生

9月21日根据腾讯新闻以及光线传媒公告，猫眼与微影合并成立新猫眼微影，本次合并以猫眼为主体，微影时代将电影票务、演出业务及相关资产合并注入新公司。微影时代以子公司微格时代100%股权增资，先以37.7亿元注入，取得新猫眼微影27.59%（微格整体估值39.74亿元，剩余部分格局资产负债情况调整后再进行调整）；代表腾讯的林芝利新以其持有的瑞海方圆100%股权增资，整体估值8.97亿元，获得新猫眼微影6.56%股权。光线控股和光线传媒在新公司中股权为30.96%和19.83%。

微格时代拥有微影全部电影票务（含售票系统等）及演出（含演出票务、演出经纪、演出权益等）业务和权益，包括娱票儿APP、格瓦拉生活APP等票务入口等资产。瑞海方圆拥有电影、演出、赛事的微信入口等业务。

交易完成后，光线、微影、腾讯、美团点评均成为公司主要直接股东。光线系共持股50.79%，拥有控股地位，微影时代持股27.59%，腾讯直接持股6.56%（由于腾讯也持有微影股权，直接间接总持股10.97%），美团持股8.46%。王长田将担任公司董事长，李宁任副董事长，原猫眼CEO郑志昊任CEO，原微影总裁顾思斌任总裁。

图 1：新猫眼文化股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 具体合并方案

2.1. 增资方案

光线传媒公告参股公司猫眼文化与微影时代、林芝利新、微格时代、瑞海方圆等相关方签署了《增资认购协议》。微影时代以其持有的微格时代100%股权作价39.74亿整体估值，林芝利新以其持有的瑞海方圆8.97亿整体估值对猫眼文化增资。

微影票务部分股权分两次注入：

1) 第一次发股时，微影时代以其持有的微格时代整体估值中的37.7亿元部分，林芝利新以其持有的瑞海方圆整体估值的全部，认购猫眼文化相应的新增注册资本，分别取得第一次发股完成后猫眼文化股权的27.59%和6.56%。对应可计算新猫眼估值为136.6亿元。

在本次交易中的第一次发股完成后，微影时代及林芝利新成为猫眼文化的股东，微格时代及瑞海方圆成为猫眼文化的全资子公司，公司持有猫眼文化的比例由30.11%变更为19.83%。

2)微格时代整体估值中剩余的人民币 2.03 亿元,将在本次交易交割后在约定的期间内,根据微格时代的目标业务资产负债变动情况,由猫眼文化向微影时代进行股权增发调整。

目标业务资产负债调整条款为:在约定的期间届满后,若微格时代目标业务的资产负债余额低于各方约定的金额,微影时代应补偿相应现金给猫眼文化;反之,若资产负债余额高于各方约定的金额,则猫眼文化向微影时代进行现金补偿。

2.2. 新猫眼股权及治理结构

光线、微影、腾讯、美团点评均为公司主要直接股东,光线系以 50.79%股权占控股权。根据腾讯新闻报道,王长田将担任公司董事长,李宁任副董事长,原猫眼 CEO 郑志昊任 CEO,原微影总裁顾思斌任总裁。

猫眼文化董事会由七名董事组成,其中:光线控股有权委派二名董事,光线传媒有权委派一名董事,上海三快有权委派一名董事,微影时代有权委派一名董事,林芝利新有权委派一名董事,管理层股东有权委派一名董事。

微影时代、林芝利新及上海三快将根据协议的约定承诺不直接或间接从事与猫眼文化相关业务相竞争的业务。

2.3. 猫眼与微影业务整合情况

新公司将以猫眼为主体整合双方相关业务,猫眼保持全部业务,包括电影和演出票务业务、行业专业服务、电影投资宣发等。微影时代将电影票务、演出业务及相关资产合并注入新公司,具体为微格时代拥有的全部电影票务(含售票系统等)及演出(含演出票务、演出经纪、演出权益等)业务和权益,包括娱票儿 APP、格瓦拉生活 APP 及强大的在线票务、演出的相关资产和多个独家票务入口等资产。此外,瑞海方圆拥有电影、演出、赛事的微信入口等业务。

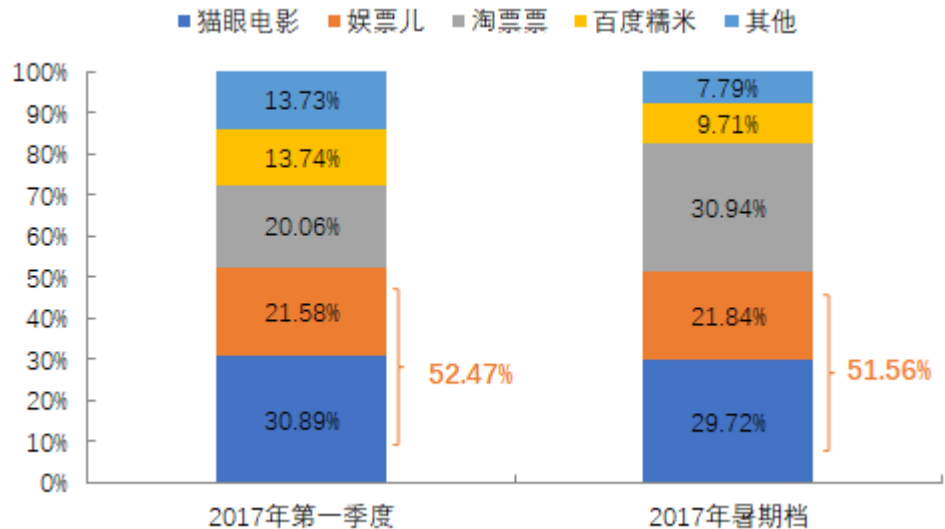
根据腾讯新闻公开披露的林宁内部信:微影公司原有内容开发、IP 衍生、电影发行、股权投资等平行子业务,将继续放在微影时代、娱跃文化、微影资本的体系下运营。微赛体育作为独立运营的控股子公司,继续获得微信钱包、手 Q 钱包的体育票务入口。这些业务都和“猫眼微影”合资公司签署了战略合作协议,继续得到互联网数据及服务方面的支持。

3. 对猫眼及上市公司影响:在线票务市场进入双寡头新阶段,新猫眼获得新流量入口及腾讯资源,光线线上渠道优势再升级

3.1. 在线票务市场将从三足鼎立进入双寡头格局。

根据易观智库数据,猫眼和娱票儿合计市场份额超过 50%,而根据猫眼方面数据,2017 年猫眼 1 至 8 月份市场份额稳定超过 40%、8 月份近 43%,我们判断新公司市场份额有望超过 60%。

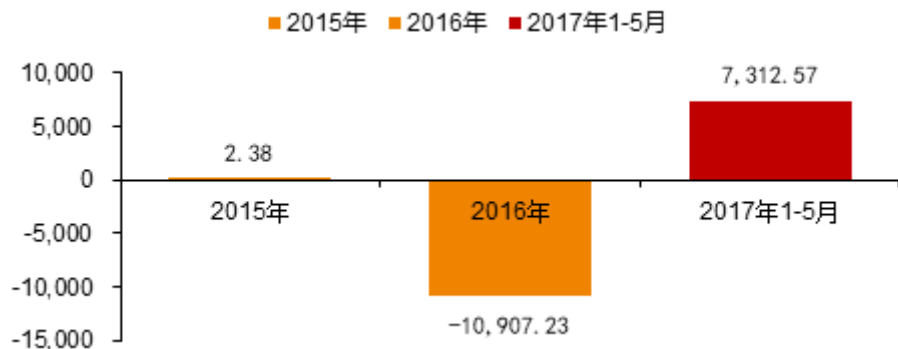
图 2:各在线票务平台电影票出票额占整体线上出票份额(2017Q1,2017 年 6-8 月暑期档)



资料来源：易观智库，天风证券研究所

猫眼文化 2017 年 1-5 月实现营业收入 10.2 亿元，已经与 2016 年全年营收 10.3 亿元基本持平，2016 年全年猫眼为亏损状态，而 2017 年 1-5 月猫眼文化经营净利润达 7312.57 万元，在确认几千万股权激励费用的基础上依然获得可观盈利。新公司 50%以上在线票务市场份额有望为新猫眼业绩提供有力支撑。

图 3：猫眼文化 2015-2017 年 1-5 月净利润（单位：万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

同时，在双寡头新格局下，市场格局有望进一步向两强收拢，在观众在线购票习惯已经养成情况下，在线票务进行票务补贴的竞争模式也有望逐渐转变，若票补下降，则将有助于进一步提升新公司盈利能力。

3.2. 新公司拥有猫眼、娱票儿、格瓦拉等多个品牌，运营电影票务、演出等多元化业务，具有腾讯、美团、大众点评等线上强势流量入口以及光线内容资源，有望成为中国最大的娱乐票务平台。

通过本次交易后，猫眼在原有电影票务基础上，获得微影演出（含演出票务、演出经纪、演出权益等）业务和权益，进一步丰富业务；同时在流量入口方面，获得娱票儿 APP、格瓦拉生活 APP 及强大的在线票务、演出的相关资产和多个独家票务入口，并通过瑞海方圆获得电影、演出和赛事的微信入口资源。

3.3. 光线系控股新公司，董事会持有 3 席，强势地位将继续加强公司线上壁

垒，推动产业格局升级。

对于光线传媒而言，公司作为电影行业龙头，对于内容运营以及线下发行优势显著，而通过深度联盟猫眼，公司获得线上流量及互联网基因顶尖团队，树立线上线下的壁垒。合并完成后，光线系持股 50%以上，并在董事会有 3 席席位，具备较强话语权。光线传媒将借此获得拥有中国电影线上市场 50%以上份额的互联网渠道，同时，未来与猫眼、甚至腾讯在上游内容领域具备较大协同和想象空间。

4. 投资建议

我们判断在国产片复苏的新周期中，光线传媒以绝对国产电影发行优势，叠加猫眼强势互联网渠道，持续横纵向整合内容产业链，成为中国最有机会对标美国六大的综合娱乐传媒集团。本次猫眼和微影合并落地再次验证我们的大逻辑，光线获得更为强势的线上资源，壁垒再升级。

我们预计公司 17-19 年净利润分别为 8.22 亿/10.58 亿/13.52 亿，同比增长 11%/29%/28%，对应 PE 分别为 35.7x/27.7x/21.7x。我们预计公司 18 年主营带来内生净利润有望达到 10 亿，给予 30 倍估值，对应 300 亿市值，同时考虑猫眼、新丽等几个头部公司对应股份有望在 3 年内通过资本证券化实现近百亿市值，目标市值 400 亿，维持买入评级，目标价 13.63 元。

风险提示：电影市场增速下滑，影视项目不达预期，行业监管从严

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,512.42	1,520.11	1,190.46	1,539.32	1,934.76
应收账款	1,223.07	1,078.29	1,776.04	2,018.80	2,750.92
预付账款	139.01	124.36	418.65	177.78	564.21
存货	387.19	467.58	652.91	792.40	1,009.32
其他	424.11	82.78	197.71	234.84	171.80
流动资产合计	3,685.80	3,273.11	4,235.77	4,763.14	6,431.01
长期股权投资	1,427.54	1,685.74	1,685.74	1,685.74	1,685.74
固定资产	28.01	24.55	45.95	87.43	127.96
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	2.53	1.92	0.75	0.00	0.00
其他	3,045.33	4,164.19	4,210.97	4,213.90	4,180.07
非流动资产合计	4,503.41	5,876.40	5,979.41	6,056.67	6,065.53
资产总计	8,189.21	9,149.51	10,215.18	10,819.81	12,496.54
短期借款	0.00	0.00	1,547.86	925.55	1,033.42
应付账款	813.96	756.21	1,007.64	1,391.48	1,759.65
其他	164.86	95.41	265.38	188.80	197.33
流动负债合计	978.82	851.63	2,820.88	2,505.83	2,990.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	992.11	330.70	440.94	587.92
其他	239.44	188.38	189.56	205.79	194.58
非流动负债合计	239.44	1,180.49	520.26	646.73	782.50
负债合计	1,218.26	2,032.12	3,341.14	3,152.57	3,772.90
少数股东权益	98.96	82.27	99.05	120.64	148.24
股本	1,466.80	2,933.61	2,933.61	2,933.61	2,933.61
资本公积	2,826.88	1,381.72	1,381.72	1,381.72	1,381.72
留存收益	4,107.23	3,256.29	3,841.37	4,612.99	5,641.79
其他	(1,528.93)	(536.49)	(1,381.72)	(1,381.72)	(1,381.72)
股东权益合计	6,970.95	7,117.39	6,874.03	7,667.24	8,723.64
负债和股东权益总	8,189.21	9,149.51	10,215.18	10,819.81	12,496.54

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	416.61	739.95	822.43	1,057.87	1,352.24
折旧摊销	19.21	22.55	3.77	5.67	7.31
财务费用	29.15	21.39	29.41	52.48	37.07
投资损失	(75.69)	(277.41)	(150.00)	(180.00)	(220.00)
营运资金变动	(895.10)	667.95	(951.42)	130.48	(853.76)
其它	903.57	(427.49)	16.76	21.62	27.59
经营活动现金流	397.75	746.94	(229.04)	1,088.12	350.45
资本支出	421.89	286.39	58.82	63.77	61.22
长期投资	177.37	258.20	0.00	0.00	0.00
其他	(1,781.64)	(2,045.23)	31.23	36.18	108.80
投资活动现金流	(1,182.37)	(1,500.64)	90.05	99.94	170.02
债权融资	104.55	992.11	1,913.44	1,412.96	1,648.45
股权融资	3,398.87	(443.62)	(874.64)	(52.48)	(37.07)
其他	(1,787.50)	213.09	(1,229.46)	(2,199.69)	(1,736.40)
筹资活动现金流	1,715.92	761.58	(190.66)	(839.21)	(125.02)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	931.29	7.88	(329.65)	348.86	395.44

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,523.29	1,731.31	2,380.91	3,078.63	3,869.52
营业成本	1,010.18	875.20	1,253.58	1,602.37	2,012.07
营业税金及附加	1.92	5.59	4.76	6.16	7.74
营业费用	13.03	69.32	95.24	123.15	154.78
管理费用	86.98	151.62	190.47	246.29	309.56
财务费用	20.96	12.52	29.41	52.48	37.07
资产减值损失	32.75	99.63	53.81	62.06	71.84
公允价值变动收益	0.15	(0.03)	(0.03)	0.03	(0.01)
投资净收益	75.69	277.41	150.00	180.00	220.00
其他	(151.66)	(554.75)	(299.95)	(360.06)	(439.98)
营业利润	433.31	794.80	903.61	1,166.15	1,496.45
营业外收入	21.75	40.50	27.35	29.87	32.57
营业外支出	1.00	19.63	8.75	9.79	12.72
利润总额	454.06	815.67	922.21	1,186.22	1,516.30
所得税	37.45	75.72	83.00	106.76	136.47
净利润	416.61	739.95	839.22	1,079.46	1,379.83
少数股东损益	14.52	(0.96)	16.78	21.59	27.60
归属于母公司净利润	402.09	740.91	822.43	1,057.87	1,352.24
每股收益(元)	0.14	0.25	0.28	0.36	0.46

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	25.06%	13.66%	37.52%	29.30%	25.69%
营业利润	5.19%	83.43%	13.69%	29.05%	28.32%
归属于母公司净利润	22.09%	84.27%	11.00%	28.63%	27.83%
获利能力					
毛利率	33.68%	49.45%	47.35%	47.95%	48.00%
净利率	26.40%	42.79%	34.54%	34.36%	34.95%
ROE	5.85%	10.53%	12.14%	14.02%	15.77%
ROIC	19.82%	22.85%	27.56%	27.44%	35.05%
偿债能力					
资产负债率	14.88%	22.21%	32.71%	29.14%	30.19%
净负债率	8.00%	-5.60%	-6.98%	3.09%	2.30%
流动比率	3.77	3.84	1.50	1.90	2.15
速动比率	3.37	3.29	1.27	1.58	1.81
营运能力					
应收账款周转率	1.50	1.50	1.67	1.62	1.62
存货周转率	3.61	4.05	4.25	4.26	4.30
总资产周转率	0.23	0.20	0.25	0.29	0.33
每股指标(元)					
每股收益	0.14	0.25	0.28	0.36	0.46
每股经营现金流	0.14	0.25	-0.08	0.37	0.12
每股净资产	2.34	2.40	2.31	2.57	2.92
估值比率					
市盈率	72.96	39.59	35.67	27.73	21.69
市净率	4.27	4.17	4.33	3.89	3.42
EV/EBITDA	87.05	30.06	28.40	21.05	16.66
EV/EBIT	89.73	30.57	28.51	21.15	16.74

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com