



## 光线传媒(300251.SZ)

# 【联讯传媒】光线传媒(300251.SZ, 买入) 投资者交流会纪要——中国在线票务双寡头格局确立, 4Q17 投资收益有望并入上市公司

2017年09月27日

## 投资要点

## 买入(维持)

当前价: 10.03元

目标价: 11.20元

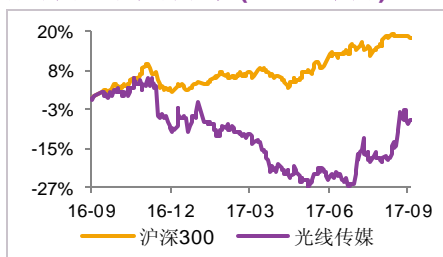
分析师: 陈净娴

执业编号: S0300516090001

电话: +86-021-51782239

邮箱: chenzhengxian@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

### 盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	1731.31	1991.01	2429.03	2866.26
(+/-)	13.66%	15.00%	22.00%	18.00%
归母净利润	740.91	819.77	996.84	1201.71
(+/-)	84.27%	10.64%	21.60%	20.55%
EPS(元)	0.253	0.279	0.340	0.410
P/E	39.71	35.89	29.52	24.49

资料来源: 联讯证券研究院

#### ◇ 事件

我们于9月26日在北京参加了光线传媒组织的投资者交流会, 出席会议的有光线传媒董事长王长田先生、财务总监王华女士及董事会秘书侯俊先生, 会议重点就猫眼微影、中国电影产业发展方向及格局演变及光线传媒的战略等进行了交流, 如下为调研的主要内容。

#### ◇ 投资要点

合并后的猫眼和微影于中国在线电影票务的市场份额超过40%, 对应中国电影票务的市场份额约为34%。公司表示基于售票张数的市场份额统计口径较能真实反映市况(该数据与基于票款的数据差异不超过1个百分点), 该数据8月份约为43%(基于张数), 中国票务线上化率为80-90%, 即表示目前猫眼在中国票务市场份额为43%\*80%=34%(保守以80%计)。

中国电影产业持续前行, 电影产业的机会在于非票收入: 一个国家的电影产业仅用票房收入来衡量是有局限的, 美国的票房占比为30%, 其他是版权、衍生和授权等, 目前中国80-90%的收入来自票房, 空间仍然非常大。譬如现在的主题小镇、明星收入(内容公司参投了都可以分成)和演出等都和影视有关。

2018年为光线的大年, 2019-2020为中国动画爆发元年: 影片的体量和品质等会数倍于今年, 现在有些还没有拿到许可证, 档期无法确认。中国的动画电影逐渐释放中, 2019-2020为中国动画爆发元年, 2019年光线投资和发行的大体量的动画片会逐步上映, 希望中国动画电影占比15%, 光线为其中的70-80%。

#### ◇ 投资建议

自我们于6月2日首次覆盖光线传媒, 给予「买入」的投资建议以来, 录得26%的涨幅, 且回撤较小, 较好的保护了投资者, 目前股价已超越我们前期设定的目标价9.80元(基于2017年PE35.0x), 目标价上修至11.20元(基于2017年PE40.0x), 重申「买入」的投资建议。我们预计公司2017年、2018年、2019年营业收入分别为19.91亿元, 24.29亿元, 28.66亿元, 归属于母公司净利润分别为8.20亿元, 9.97亿元和12.02亿元, 每股收益分别为0.28元, 0.34元, 0.41元。

#### ◇ 风险提示

行业非理性竞争, 票房不及预期。



## 事件

我们于 9 月 26 日在北京参加了光线传媒组织的投资者交流会，出席会议的有光线传媒董事长王长田先生、财务总监王华女士及董事会秘书侯俊先生，会议重点就猫眼微影、中国电影产业发展方向及格局演变及光线传媒的战略等进行了交流，如下为调研的主要内容。

## 主要内容

**合并后的猫眼和微影于中国在线电影票务的市场份额超过 40%，对应中国电影票务的市场份额约为 34%。** 公司表示基于售票张数的市场份额统计口径较能真实反映市况（该数据与基于票款的数据差异不超过 1 个百分点），该数据 8 月份约为 43%（基于张数），暑期档合计超过 40%（指 6、7 和 8 月份），猫眼 2016 年最低市场份额约为 30%，管理层认为这是容忍底线，目前猫眼在线票务市场份额持续提升中。根据市场公开数据，目前中国在线票务的 CR4 约为 95%，第四家约为 5%，即表示 CR3 约为 90%。中国票务线上化率为 80-90%，即表示目前猫眼在中国票务市场份额为  $43\% \times 80\% = 34\%$ （保守以 80% 计）。演出票务，微影相对较好，两家加总位居市场份额第二，公司认为演出票务为下一个有潜力的市场，然目前规模和线上化率和电影票务仍有差距。

**猫眼和微影合并后定位为互联网平台：**猫眼带过来的业务还有电影投资、制作和发行，微影该等业务留在原来的体系中。猫眼目前已是全产业链打通的企业，作为互联网平台，有自己的用户、长线的收入来源、用户有明确的属性，对行业有深入地了解，有望介入行业产品和业务等的运营。譬如，猫眼专业版，包括电影实时票房、网络剧、综艺节目、电影人数据和电影资料库等，可为制作方提供影片修改和营销等增值服务。

**预估合并后的猫眼和微影 2017 年有可观盈利：**根据已披露的 1-5 月数据，猫眼 7,300 万利润，6 月至 9 月预估盈利超过 1 个亿，预估 10-12 月将继续盈利；微影盈亏平衡为大概率事件，虽然规模还无法和猫眼相比。合并后的公司 2018 年的盈利有望达到 2-3 亿。

**腾讯有成为下一轮融资领投方：**腾讯有望在资源上给予更多资源投入，具体条款协商中，业务层面的合作保持持续接触，有望成为下一轮融资的领投方。其他亦有投资者接洽中，公司的意愿是股权结构更为合理，更有利于调动各方股东的积极性，实现股东价值最大化。

**希望合并后的中国在线票务市场竞争环境更为健康：**中国的电影票务市场并不大，走到一定程度整合为趋势，猫眼只是应时而生，行业健康持续发展需要良性竞争。合并后形成双寡头市场，有竞争有合作。一个商业模式存在的利基在于，其存在对行业有价值，给产业链相关各方提供更好性价比的服务，消费者更好的体验，这也是猫眼一直以来努力的方向，以及对行业的希望。中国观众线上购票体验很好，这就是价值，同时制片方可以节约大量线下广告费用，转到线上投放到更有针对性的受众，营销更为精准，这也



是价值。票补为阶段性产物，适当的票补，如果影片口碑好，看完后会形成传播，影院排片意愿增加，这才是票补的意义所在，单纯为抢占份额的票补效果并不好。

**微影和猫眼并表，将按财务会计准则进行相应核算，体现在 4Q17 的年报中。**

**中国电影产业持续前行，电影产业的机会在于非票收入：**中国电影市场化开始于 2003 年，至今变化已经非常大，上行趋势仍在延续。一个国家的电影产业仅用票房收入来衡量是有局限的，美国的票房占比为 30%，其他是版权、衍生和授权等，目前中国 80-90% 的收入来自票房，空间仍然非常大。譬如现在的主题小镇、明星收入（内容公司参投了都可以分成）和演出等都和影视有关。认为美国模式是适合中国的，西方传媒集团的发展历程对我们有借鉴，甚至包括产品在全球的竞争力，未来中国都可以和美国对标，也是我们可以做到的。

**2018 年为光线的大年：**影片的体量和品质等会数倍于今年。科幻片、魔幻片、警匪片、社会题材、青春片、喜剧片和悬疑片等都有。现在有些还没有拿到许可证，档期无法确认。今年接下来会日本引进的动画片《烟花》，其他片子储备很多，至少 6-7 部，上映要看时机。

**中国的动画电影尚未爆发，红利逐渐释放中，2019-2020 为中国动画爆发元年：**光线的《大护法》8,700 万的票房，以前没有 IP 的品牌做起来还是有难度，这个成绩已经非常好的。这个也为它的第二部做铺垫，第二部已经启动，目标以亿计，但成本不会提高太多。明年上映《昨日晴空》是校园动画电影，还有网络大电影等的安排。2019 年，光线投资和发行的大体量的动画片会逐步上映。包括《大圣系列》、《深海》、《大鱼海棠》、《西游记》、《哪吒》和《大护法 2》等，2019-2020 年是中国动画电影的大年，希望中国动画电影占比 15%，光线为其中的 70-80%。其他好的动画大片，光线也参与投资和发行，这样也许有机会占据中国动画电影 80% 以上的份额。

**光线于中国内容市场份额有望持续提升：**提升的动力在于数量和品质，每年不低于 15 部是必要的。目前整个行业的投资规模都在迅速上升。电视剧的成本结构还没有完全传导至电影，电影中演员薪酬占比没有电视剧高。光线不是以投资规模取胜的公司。如果发行一部影片一定会有投资，不然不会发行，总体投资比例希望超过 20%，低于 20% 不会投，因为还是要发行，付出和收入不成比例，希望有可以投入 50% 以上的影片，还有 10% 的发形代理费，这个是基本底线。

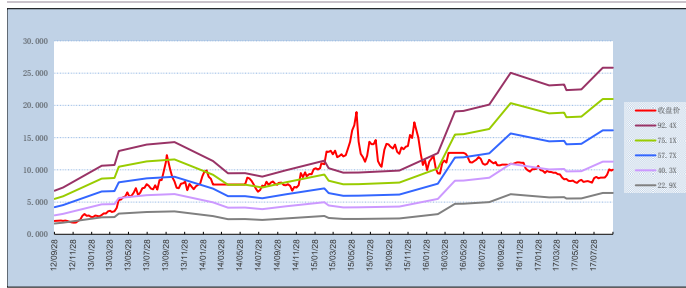
## 投资建议

自我们于 6 月 2 日首次覆盖光线传媒，给予「买入」的投资建议以来，录得 26% 的涨幅，且回撤较小，较好的保护了投资者，目前股价已超越我们前期设定的目标价 9.80 元（基于 2017 年 PE35.0x），目标价上修至 11.20 元（基于 2017 年 PE40.0x），重申「买入」



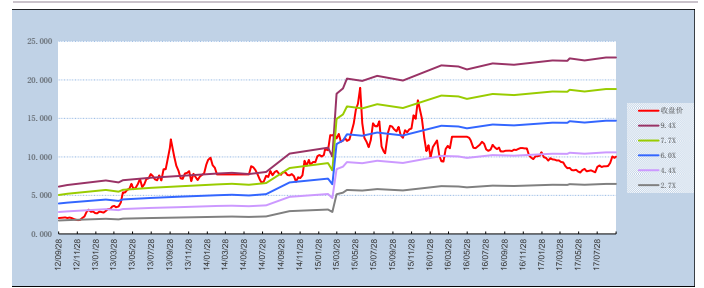
的投资建议。我们预计公司 2017 年、2018 年、2019 年营业收入分别为 19.91 亿元，24.29 亿元，28.66 亿元，归属于母公司净利润分别为 8.20 亿元，9.97 亿元和 12.02 亿元，每股收益分别为 0.28 元，0.34 元，0.41 元。

图表1： 公司历史 PE



资料来源：Wind，联讯证券

图表2： 公司历史 PB



资料来源：Wind，联讯证券



## 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1323.31	1118.97	2154.92	2234.89	经营性现金净流量	748.47	-1.88	1266.38	341.03
应收和预付款项	1202.64	1831.04	1870.05	2485.86	投资性现金净流量	-1500.64	0.00	0.00	0.00
存货	467.58	485.24	677.19	666.48	筹资性现金净流量	761.58	-202.46	-230.43	-261.06
其他流动资产	81.63	81.63	81.63	81.63	现金流量净额	9.22	-204.34	1035.95	79.97
长期股权投资	1685.74	1685.74	1685.74	1685.74					
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00					
固定资产和在建工程	24.55	11.81	0.00	0.00					
无形资产和开发支出	657.70	656.51	655.32	654.14					
其他非流动资产	3470.58	3454.09	3437.59	3437.59					
资产总计	8913.73	9325.02	10562.45	11246.33					
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
应付和预收款项	774.07	539.44	991.44	728.46					
长期借款	992.11	992.11	992.11	992.11					
其他负债	30.15	30.15	30.15	30.15					
负债合计	1796.33	1561.71	2013.71	1750.72					
股本	2933.61	2933.61	2933.61	2933.61					
资本公积	1381.72	1381.72	1381.72	1381.72					
留存收益	2719.80	3366.78	4153.50	5101.91					
归属母公司股东权益	7035.12	7682.10	8468.82	9417.24	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	82.27	81.21	79.92	78.37	收益率				
股东权益合计	7117.39	7763.31	8548.75	9495.61	毛利率	49.45%	51.00%	51.00%	52.00%
负债和股东权益合计	8913.73	9325.02	10562.45	11246.33	三费/销售收入	13.48%	12.99%	12.34%	11.77%
					EBIT/销售收入	47.75%	48.22%	47.41%	47.85%
					EBITDA/销售收入	49.05%	49.75%	48.62%	47.89%
					销售净利率	42.74%	41.12%	40.99%	41.87%
					资产获利率				
					ROE	10.53%	10.67%	11.77%	12.76%
					ROA	9.27%	10.30%	10.90%	12.20%
					ROIC	20.35%	24.86%	23.84%	30.14%
					增长率				
					销售收入增长率	13.66%	15.00%	22.00%	18.00%
					EBIT 增长率	74.29%	16.13%	19.96%	19.10%
					EBITDA 增长率	72.07%	16.63%	19.25%	16.23%
					净利润增长率	77.61%	10.64%	21.60%	20.55%
					总资产增长率	12.75%	4.61%	13.27%	6.47%
					股东权益增长率	2.37%	9.20%	10.24%	11.20%
					经营营运资本增长率	-20.73%	89.65%	-11.59%	52.81%
					资本结构				
					资产负债率	20.15%	16.75%	19.06%	15.57%
					流动比率	3.93	6.41	4.78	7.42
					速动比率	3.23	5.38	4.02	6.40
					资产管理效率				
					总资产周转率	0.19	0.21	0.23	0.25
					固定资产周转率	70.52	168.62	N.M	N.M
					应收账款周转率	2.27	1.49	1.98	1.59
					存货周转率	1.87	2.01	1.76	2.06

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，负责传媒互联网领域的研究，之前曾任职于凯基证券和川财证券研究所。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)