

研究所

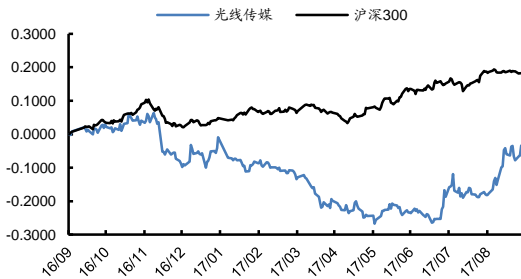
证券分析师：
18817875606

邵伟 S0350517070002
shaow@ghzq.com.cn

在线票务进入寡头时代，公司迎加速发展机遇

——光线传媒（300251）调研简报

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
光线传媒	17.7	25.0	-3.2
沪深 300	-0.6	4.8	18.3

市场数据

	2017-09-27
当前价格（元）	10.35
52 周价格区间（元）	7.81 - 11.63
总市值（百万）	30362.85
流通市值（百万）	28483.48
总股本（万股）	293360.84
流通股（万股）	275202.71
日均成交额（百万）	150.68
近一月换手（%）	21.15

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

■ **中国影视行业龙头，收购猫眼联合微影共同整合在线票务市场。**光线传媒是国内电影行业龙头公司，并已在电视剧（网剧）、动漫、视频、音乐、文学、艺人经纪、喜剧、衍生品、实景娱乐等领域有广泛的布局，是国内内容领域最全面、产业链纵向延伸最完整的综合内容集团之一。从 2016 年起光线传媒联合控股股东光线控股收购猫眼文化大部分股权以来，至如今光线传媒增持猫眼文化并引入微影时代等作为战略股东整合微格时代，共同整合在线票务市场，猫眼微格的合并将有望占据中国在线票务市场超过 50% 以上的份额。2017 年 1-5 月份，猫眼文化实现净利润 7313 万元，我们预计下半年猫眼文化净利润有望加速增长，与微格时代的合并有望对盈利能力实现正面促进作用。我们预计 2018 年市场格局稳定的前提下，经整合之后的猫眼微格盈利能力将快速释放。

■ **影视板块增速远超行业，内容板块布局百花齐放。**2017H1 公司电影及衍生品板块实现营业收入 7.24 亿元，同比增长 18.99%，增幅高于行业增速，体现公司优秀的制片及发行能力；与此同时，上半年新增电视剧业务 4087 万元，拓宽了公司的营业收入来源；视频直播业务有了快速增长，营业收入达到 2.33 亿元，主要是浙江齐聚于 2016Q2 并入公司所致。透过上半年公司实现的项目，公司在 2017 上半年参与投资、发行并计入当期票房的一影片共 7 部，总票房 13.83 亿元，多项电影获得良好口碑和票房，其中《重返·狼群》是今年以来口碑最好的国产影片之一。《大护法》《西游记》体现了公司动漫业务布局初显成效，未来成长可期。

■ **猫眼微格实现整合，多资源助力下上市公司及标的公司整体电影市场份额有望大幅提升。**猫眼文化与微格时代、瑞海方圆实现整合，成为在线票务占市场份额过半龙头。其中微格时代拥有全部电影票务（含售票系统）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 以及强大的在线票务、演出的相关资产和多个独家票务入口等资产；瑞海方圆拥有电影、演出、赛事的微信入口等业务；通过本次产业链横向及纵向整合，猫眼文化将获得电影、演出和赛事的微信入口资源，有助于业务拓展及提升，增强市场竞争力。当前在线票务已经成为电影发行市场、衍生品重要的参与者，其掌握的用户数据对于制片、影院、广告宣发等 ToB 业务均有巨大价值。在互相赋能下，未来上市公司

及标的公司市场份额有望获得大幅提升。

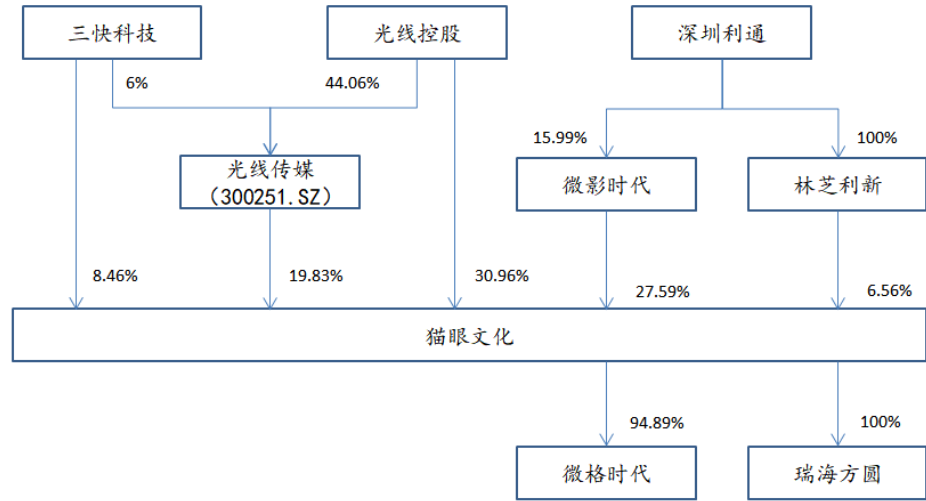
- **未来看点:** 1) 猫眼微影在整合后市场份额趋向稳定的情况下盈利能力提升, 并将业务触角伸向如演出、ToB 业务等其他相关业务领域; 2) 猫眼微影整合之后的资源能力将有效带动在线票务市场份额提升, 并同时根据猫眼微影掌握的庞大用户资源进行制片、发行、广告、类院线、衍生品等业务的提升; 3) 光线与猫眼微影的互补效应有望带来双方短板上的补足; 4) 光线传媒通过整合猫眼微影带来行业地位提升, 市场份额有望进一步向光线传媒倾斜。
- **盈利预测和投资评级:** 首次覆盖, 给予“增持”评级。我们预计公司 2017-2019 年实现归母净利润 8.26/10.45/13.10 亿元, 对应 EPS 分别为 0.28/0.36/0.45 元, 对应 2017 年 9 月 27 日收盘价 PE 分别为 36.74/29.04/23.18 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济风险; 电影、电视剧行业增速放缓风险; 管理及整合风险; 在线票务市场竞争风险; 多资源整合效应低于预期风险; 等。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1731	2433	3152	3892
增长率(%)	14%	41%	30%	23%
净利润(百万元)	741	826	1045	1310
增长率(%)	84%	12%	26%	25%
摊薄每股收益(元)	0.25	0.28	0.36	0.45
ROE(%)	10.41%	10.39%	11.60%	12.66%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

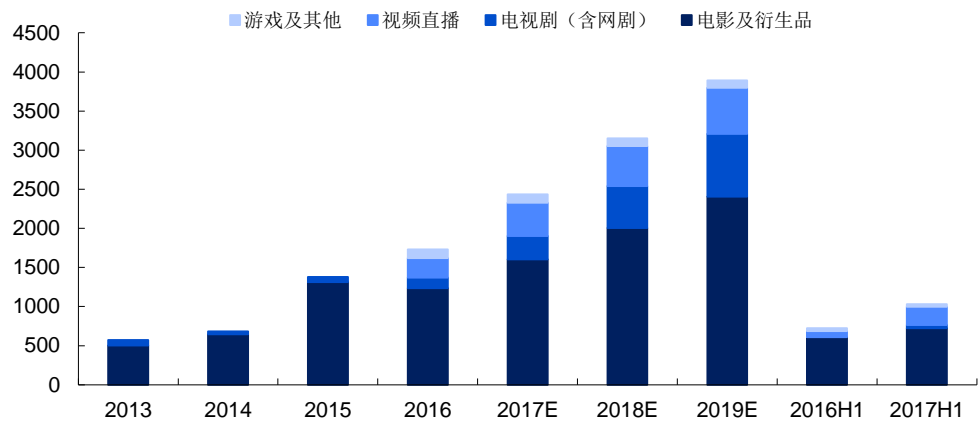
附件：

图 1：交易完成后股权结构



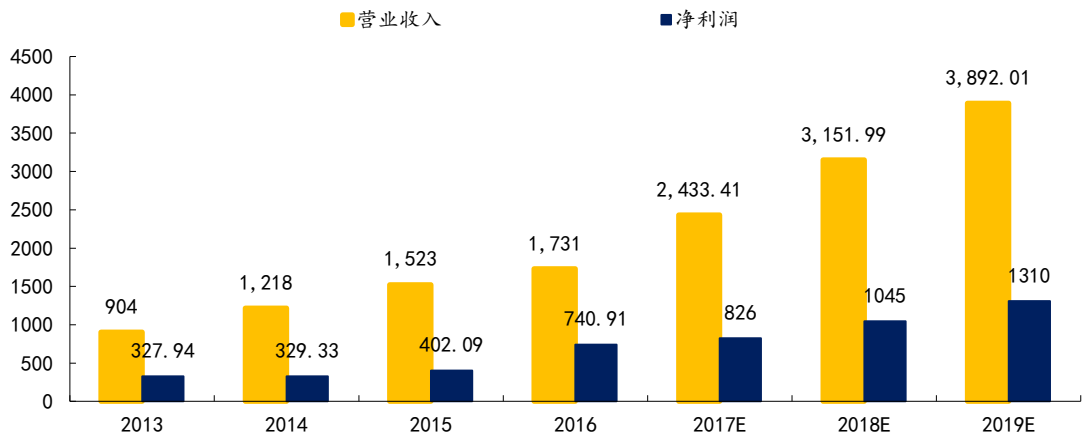
资料来源：国海证券研究所

图 2：2013-2019E 光线传媒营业收入结构（单位：百万元）



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 3: 2013-2019E 光线传媒营业收入与归母净利润 (单位: 百万元)



资料来源: Wind、国海证券研究所

表 1: 可比公司估值

公司代码	公司名称	PE		
		TTM	2017E	2018E
300133. SZ	华策影视	40.00	30.84	25.26
300027. SZ	华谊兄弟	26.39	26.35	21.93
600977. SH	中国电影	34.97	25.99	22.19
601595. SH	上海电影	40.10	33.21	28.12
002343. SZ	慈文传媒	42.77	27.71	21.85
300426. SZ	唐德影视	60.27	29.65	21.37
002143. SZ	印纪传媒	37.21	26.61	19.91
平均值		40.24	28.62	22.95

资料来源: Wind 一致预期, 国海证券研究所

表 2: 光线传媒盈利预测表

证券代码:	300251.SZ				股价:	10.35	投资评级:	增持	日期:	2017-09-27
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标					
ROE	10%	10%	12%	13%	EPS		0.25	0.28	0.36	0.45
毛利率	49%	45%	45%	45%	BVPS		2.40	2.68	3.03	3.48
期间费率	14%	13%	12%	12%	估值					
销售净利率	43%	34%	33%	34%	P/E		40.98	36.74	29.04	23.18
成长能力					P/B		4.32	3.86	3.41	2.98
收入增长率	14%	41%	30%	23%	P/S		17.54	12.48	9.63	7.80
利润增长率	84%	12%	26%	25%	利润表 (百万元)					
营运能力					营业收入	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.19	0.24	0.27	0.29	营业收入	1731	2433	3152	3892	
应收账款周转率	1.61	1.61	1.61	1.61	营业成本	875	1346	1738	2140	
存货周转率	1.87	1.87	1.87	1.87	营业税金及附加	6	8	10	13	
偿债能力					销售费用	69	85	110	136	
资产负债率	22%	23%	23%	22%	管理费用	152	195	252	311	
流动比	3.84	2.90	3.29	3.70	财务费用	13	27	21	13	
速动比	3.29	2.29	2.64	3.04	其他费用/(-收入)	178	151	152	190	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	795	925	1172	1469	
现金及现金等价物	1520	902	1518	2403	营业外净收支	21	0	0	0	
应收款项	1078	1516	1963	2424	利润总额	816	925	1172	1469	
存货净额	468	723	934	1150	所得税费用	76	83	106	132	
其他流动资产	207	291	376	465	净利润	740	842	1067	1337	
流动资产合计	3273	3430	4790	6441	少数股东损益	(1)	15	21	27	
固定资产	25	85	137	183	归属于母公司净利润	741	826	1045	1310	
在建工程	0	(3)	(3)	(3)	现金流量表 (百万元)					
无形资产及其他	2	2	14	26	经营活动现金流	747	415	628	895	
长期股权投资	1686	2686	2686	2686	净利润	740	842	1067	1337	
资产总计	9150	10318	11653	13264	少数股东权益	(1)	15	21	27	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	14	3	9	15	
应付款项	593	918	1185	1460	公允价值变动	(0)	0	0	0	
预收帐款	18	25	33	40	营运资金变动	(6)	(1108)	(1019)	(1047)	
其他流动负债	240	240	240	240	投资活动现金流	(1501)	(1011)	36	52	
流动负债合计	852	1183	1458	1740	资本支出	3	(58)	(51)	(46)	
长期借款及应付债券	992	992	992	992	长期投资	(258)	(1000)	0	0	
其他长期负债	188	188	188	188	其他	(1246)	47	88	98	
长期负债合计	1180	1180	1180	1180	筹资活动现金流	135	(3)	(4)	(5)	
负债合计	2032	2364	2639	2921	债务融资	992	0	0	0	
股本	2934	2934	2934	2934	权益融资	25	0	0	0	
股东权益	7117	7954	9015	10343	其它	(882)	(3)	(4)	(5)	
负债和股东权益总计	9150	10318	11653	13264	现金净增加额	(618)	(600)	660	941	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【传媒与互联网组介绍】

邵伟，计算机科学学士，上海财经大学金融硕士，有 1 年资产管理工作经验，2015 年加入国海证券研究所，现为从事传媒、互联网行业研究。

朱珠，会计学学士、商科硕士，1 年资产管理从业经历，目前主要负责传媒与互联网行业研究

【分析师承诺】

邵伟，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。