



2018年06月13日

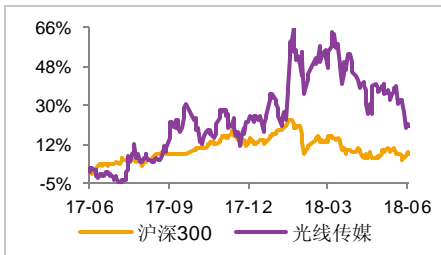
买入(维持)

当前价: 10.24 元
目标价: 13.60 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	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	1843.45	2128.00	2796.00	3686.00
(+/-)	6.48%	15.44%	31.39%	31.83%
归母净利润	803.97	2649.29	1215.63	1380.10
(+/-)	8.51%	229.53%	-54.11%	13.53%
EPS(元)	0.274	0.903	0.414	0.470
P/E	37.4	11.34	24.73	21.79

资料来源: 联讯证券研究院

光线传媒(300251.SZ)

【联讯传媒】光线传媒(300251.SZ, 买入) 迎来价值洼地, 猫眼估值的上中下签解签

投资要点

◇ 事件

我们近期对公司的价值进行了梳理, 并就猫眼的市值评判进行了分析。

◇ 投资要点(猫眼市值的分析)

1. 如何看待公司目前的市值: 我们认为公司的市值可拆分为三部分。第一, 电影本业, 预估营收和净利润按年可成长 15-20% (匹配中国电影行业票房增速及公司市场份额的稳步提升), 爆款为阶段性的催化剂亦可成为交易性投资者短线获利的诱发因素, 我们认为该部分对应的合理前瞻 PE 区间在 20-25 倍 (投资者亦可将自己认同的倍数带入); 第二, 相对稳定的投资收益, 公司参投了约 80 家产业链相关公司, 或项目合作或进一步扩大持股或转让释放投资收益, 每年都有多寡不等的投资收益释出, 譬如 1Q18 确认的新丽传媒 20 多亿的投资收益, 该部分对应的合理前瞻 PE 区间在 15-20 倍 (投资者亦可将自己认同的倍数带入); 第三, 猫眼的市值, 这部分变数较大, 后面单独说。
2. 猫眼的市值分上中下三等情形: 先说的行业大背景, 目前猫眼和淘票票二者的市场份额基本是六四开, 自从 2017 年 9 月猫眼微影合并以来, 在光线的经营下, 市场份额由约四成上升到目前的六成, 且已经开始持续盈利, 在通常的竞争格局下, 这个势头是非常好的, 但这种情形 1Q18 开始有所放缓, 主要来自淘票票的反击。我们的理解, 淘票票在线票补当然是不怎么赚钱, 盈利能力应该不如猫眼, 但是这是互联网大佬的格局之争, 淘票票背后是阿里, 他们目前的行为是花钱买量 (我们中期策略提到的流量和资本是壁垒, 他们有资本, 现在就是要去抢流量)。但这个事情的不确定性在于可持续性和持续多久, 也看阿里对于淘票票在其互联网帝国中的定位, 是要求盈利, 还是娱乐生态圈战略布局 (这种情形下即便长期亏损也是可以接受的)。因此, 淘票票的策略是猫眼前景不确定性的最大来源, 因为光线已经用数据证明了公平竞争条件下, 无论份额还是利润都不是问题。
3. 下面分析猫眼市值的上中下三等情形: (1) 上上签, 如前所述, 淘票票的策略是猫眼变数的关键, 假设淘票票的定位是要盈利, 且管理层给的蜜月期并不长, 折腾一阵子也开始兼顾份额和利润, 市场走向理性竞争, 2H18 猫眼上市, 这种情形下, 我们认为市场会回归 2017 年底时市场对于猫眼的评估, 猫眼的盈利将会非常可观, 估值可达 400-500 亿 (爱奇艺 (IQ.O) 不盈利, 美股也给了 1,000 多亿的市值了); (2) 中等签, 淘票票与猫眼经历较长时间的纠结, 大家都不怎么赚钱而唯市场份额优先, 这会形成较长时间的压制; (3) 在淘票票股东背后强大资金的挤压下, 猫眼的收购价值, 重构一个猫眼市场认为多少钱合理。



- 对目前市值的拆分，光线目前股价对应市值 306 亿，我们做个拆分，由于投资收益不确定性较大（不好单独拆分），我们一起打包电影本业和投资收益，给予 2018 年 PE25 倍，对应市值约 250 亿，剩下的 56 亿就可以看作是市场给予猫眼的市值，我们认为这个估值即便是抽到下下签，猫眼也值这个价钱的，由此我们认为公司估值底部已基本浮现。
- 有关猫眼上市时机的看法，我们认为管理层应该尽快争取猫眼上市，现在猫眼有流量，缺的就是资本了，上市可以打通融资渠道，才能更好的应对竞争对手的反击，管理层的取舍在于股份稀释问题，大家一起赚钱比捂在手里好，团结一切可以团结的力量才能办大事。

核心观点重申

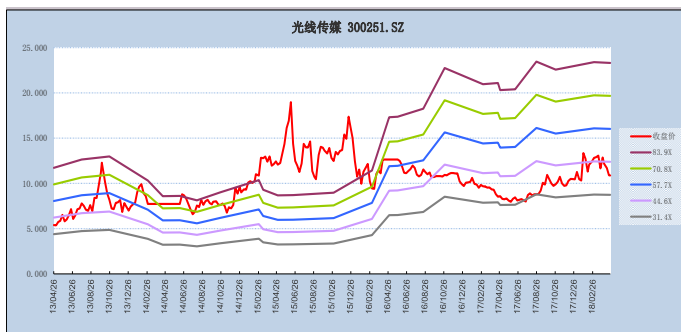
我们认为光线传媒质地优异，基于如下理由。

- 如何看待公司目前的市值：我们认为公司的市值可拆分为三部分。第一，电影本业，预估营收和净利润按年可成长 15-20%（匹配中国电影行业票房增速及公司市场份额的稳步提升），爆款为阶段性的催化剂亦可成为交易性投资者。
- 战略视角前瞻：体现为，（1）动漫领域的前瞻布局（制作加发行含参投拥有中国约 8 成份额），该部分业务的拐点取决于中国动漫市场何时爆发，目前中国正处于动漫电影商业化的前夜；（2）内容创作年轻化，定位时下主流观影人群；（3）猫眼微影合并，诞生中国互联网票务寡头。这对于光线是非常合适的做法，因为作为轻资产起家的公司，与地产大佬或拥有国企资源的同业竞争切入重资产的实体院线并不明智，互联网票务平台的另一大优势是拥有客户（流量/数据），如我们在 2018 年中期策略提到的，流量和资本为壁垒，拥有了流量，就差上市这一步了，上市是猫眼的必由之路，我们认为宜早不宜迟，权衡的代价是不同上市时机带来的股权稀释程度不同。
- 靠谱的管理层，高效的执行力：公司自上市以来未涉及大股东减持等误导投资者判断的重大事件。

风险提示

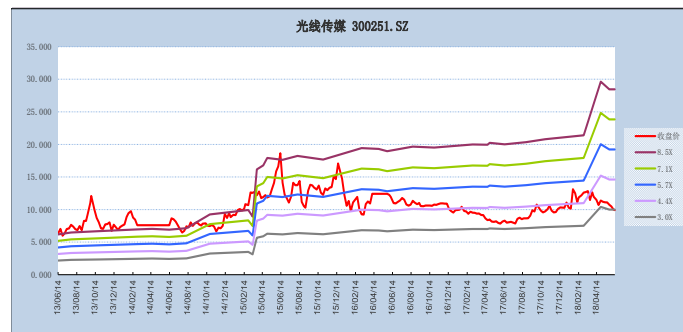
淘票票对于不盈利容忍度高，该等情形出现可能导致股价缺乏向上弹性。

图1： 公司历史 PE



资料来源：Wind，联讯证券

图2： 公司历史 PB



资料来源：Wind，联讯证券



分析师简介

陈诤娴，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	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@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