

买入

中国在线娱乐票务龙头 大数据能力助力产业升级

猫眼娱乐 (1896.HK)

2019-09-20 星期五

投资要点

目标价:	18.36 港元
现价:	12.74 港元
预计升幅	44.11%

票补下降公司盈利能力大幅提升:

公司以在线电影票务业务起家,未来逐步拓展至现场娱乐、展览、赛事等其他产业票务服务。公司股东背景十分强大,光线、腾讯、美团均是大股东,公司业务与大股东旗下流量入口深度结合市场占有率达到60%以上,已经成为中国最大的在线电影票务服务提供商,是电影观众购买电影票的首选渠道。公司与腾讯、美团的合作协议均持续到2022年以后,预计协议到期后续约的概率极大。同时随着中国电影在线票务市场票补竞争消退,公司未来盈利能力将大幅提升。

重要数据

日期	2019.09.19
收盘价(港元)	17.58
总股本(百万股)	1,126
总市值(百万港元)	13,960
净资产(百万元)	8,007
总资产(百万元)	11,500
52周高低(港元)	18.32/9.88
每股净资产(港元)	8.08

数据资料来源: Wind

大数据分析助力宣发业务市占提升:

公司依托美团、微信两大生态系统,拥有美团、点评、微信、QQ、猫眼、格瓦拉六大流量入口,覆盖10亿泛娱乐消费人群,单日曝光量级超过4亿,帮助电影宣发实现最广泛的人群触达实现海量曝光;另一方面公司结合大数据分析,将用户年龄、分布、偏好等特征与电影的IP、合适的受众精准结合,最大化挖掘影片票房成绩,帮助片方获取最大化收益。目前公司优秀的互联网发行能力受到市场认可,市场份额快速提升,目前已经成为中国电影发行龙头企业。我们认为目前公司发行业务潜力还有继续挖掘空间,未来主控发行影片票房市场占有率有望提升至20%。

主要股东

Vibrant Wide (24.68%)
 香港影业国际 (17.18%)
 微影 (13.99%)
 腾讯 (13.96%)
 美团 (7.34%)

首次覆盖买入评级,目标价 18.36 港元:

总体来看,公司票务业务能够保持稳定增长,为公司贡献稳定的现金收入;宣发业务未来随着成功案例数量增多而逐渐成为中国互联网娱乐宣发龙头;广告及电商业务也具备较高增长空间,但短期内公司内容生态建设还需时日。预计2019-2021年EPS分别为0.41/0.67/0.92元,采用FCFF估值法,给予公司目标价18.36港元,对应2020年17.21倍PE,买入评级。

百万人民币	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额	2,548	3,755	4,285	4,649	4,988
同比增长 (%)	84.97%	47.37%	14.12%	8.48%	7.29%
毛利率	68.37%	62.75%	62.30%	63.35%	64.19%
净利润	-76	-138	465	749	1,036
同比增长 (%)	N/A	N/A	N/A	61.20%	38.38%
净利润率	-2.98%	-3.69%	10.84%	16.11%	20.78%
每股盈利	-0.07	-0.12	0.41	0.67	0.92
PE@12.74HKD	N/A	N/A	27.74	17.21	12.44

资料来源: 公司资料、国元国际

国元国际研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

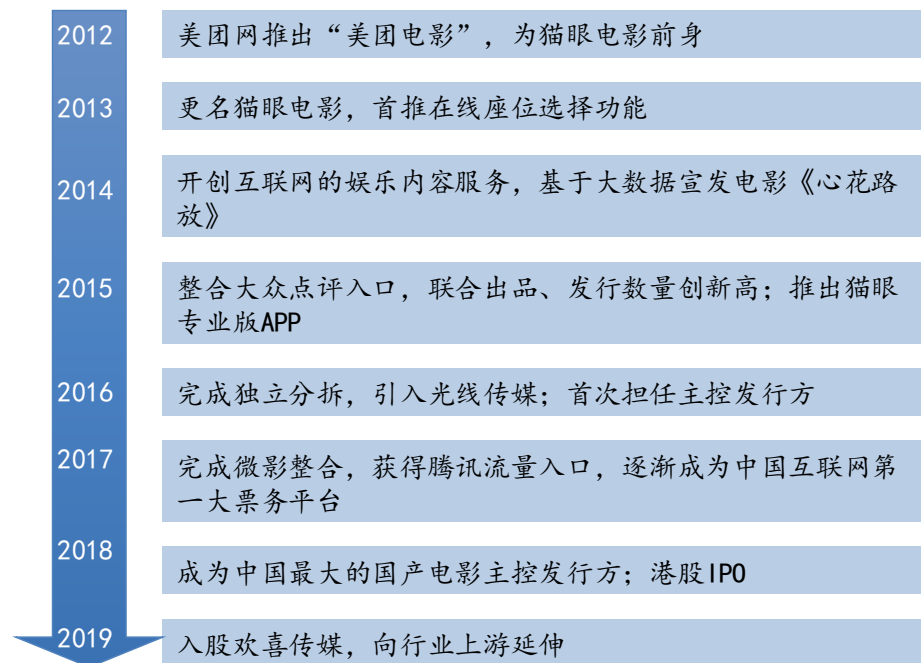
目录

互联网票务市场龙头 技术助推产业升级	3
公司发展历程	3
管理层团队简介	4
公司业务分析	5
公司收入主要来自于互联网电影票务销售	5
公司现金流业务——市占率第一的在线票务系统	5
票务业务向现场演出、赛事外延	7
公司票务业务与中国总票房密切相关	7
票补抢市场已经成为过去式	9
娱乐内容服务将成未来增长核心	9
财务分析	13
盈利预测	16
票务业务保持稳定增长	16
娱乐内容服务业务潜力较大	16
平台拥有较高用户活跃度 广告业务及电商业务仍有成长空间	17
票补投入降低 公司盈利能力提升	17
估值	18
公司竞争优势	18
庞大的用户群体 市场地位难以撼动	18
股东背景深厚 在核心流量入口及内容平台占据有利位置	18
潜在风险	18
投资评级定义和免责条款	21

互联网票务市场龙头 技术助推产业升级

公司前身为美团于2012年成立的电影娱乐部门，开展在线电影票务业务，并于2015年5月，猫眼成立独立法人实体天津猫眼微影文化传媒有限公司以承接上述业务。根据行业报告，目前“猫眼”是中国目前最大的互联网电影票务服务平台，同时也是排名前三的现场娱乐互联网票务平台，电影票务业务占总体市场份额约61.3%。目前中国电影行业在线电影票务渗透率已经提升至85.5%，2018年中国票房交易额达到606亿元，预计2022年将达到900亿元。另外公司于2016年开始布局电影宣发业务，并迅速成为中国排名第一的国产电影主控发行方，目前市场份额约10%；在2018年初，公司开始涉及电视剧、网剧、网络大电影及综艺节目宣发服务，参与出品具有市场潜力的项目。基于庞大的活跃用户基础，公司的平台还提供广告、IP衍生品销售及影院会员服务。

图 1：公司发展历程

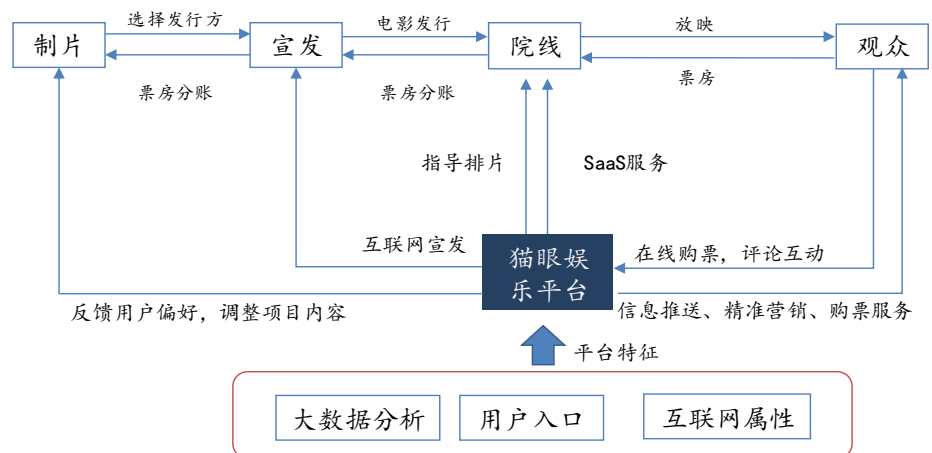


资料来源：公司资料、国元国际

公司从在线票务原始价值点出发，背靠美团、腾讯的强大流量入口，结合公司自身互联网属性，使公司业务已经基本覆盖电影产业链上出品、宣发、票务、院线、用户UGC、大数据等各个环节，同时通过在产业链深耕中不断积累下的综合服务能力，继续将业务延伸到现场演出、展览、赛事等其它产业链上。

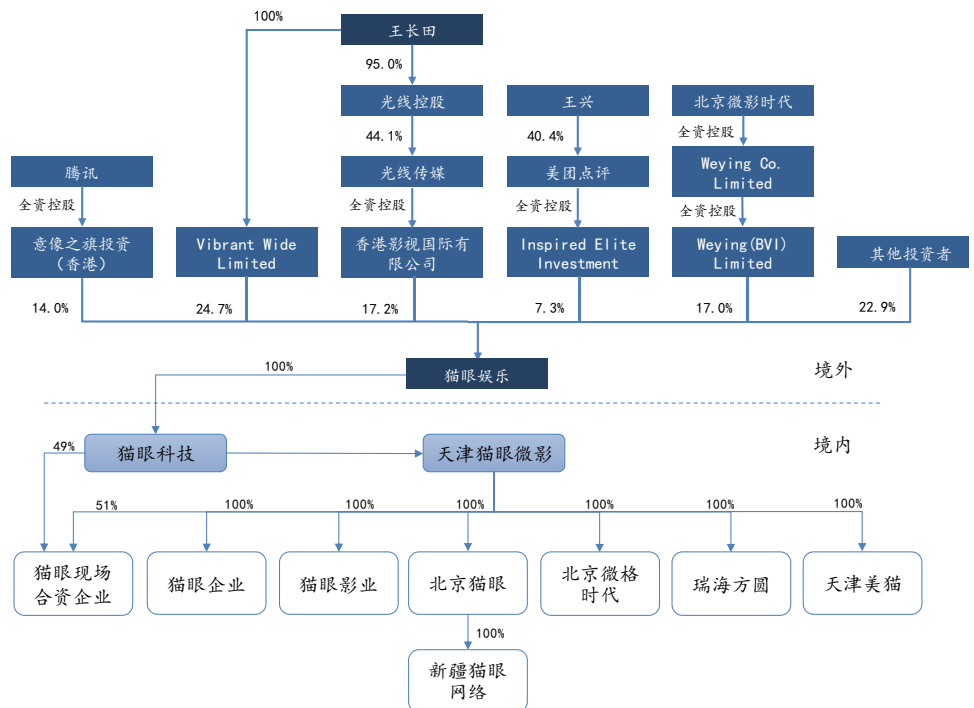
公司最大股东为光线系实际控制人王长田，其余主要股东包括美团、腾讯及微影。王长田持股约44.1%股权。美团持有公司股权比例为7.34%，腾讯持有比例为13.96%，微影持有比例为13.99%。

图 2：公司利用互联网优势将业务深入渗透产业链



资料来源：公司资料、国元国际

图 3：公司架构



资料来源：公司资料、国元国际

管理层团队简介

王长田先生，公司董事长，并担任天津猫眼微影董事长。王先生在多个行业的公司担任董事及高级管理职位；在传媒行业，王先生自2000年4月起担任光线传媒董事长兼总经理，并担任其多家附属公司的董事职位；在科技行业，王先生分别担任深圳市英威诺科技有限公司及杭州当虹科技股份有限公司的董事；在金融领域，王先生担任华菁证券有限公司及北京中关村银行股份有限公司的董事。

郑志昊先生，公司执行董事兼首席执行官，并于集团旗下多家附属公司担任董事职务及高级管理层职位。郑先生在互联网及传媒行业拥有逾15年经验。曾担任微软公司高级程序经理及集团经理、腾讯科技（深圳）有限公司部门总经理及副总裁和大众点评集团总裁兼首席产品官，负责大众点评多项产品的整体营运及管理，包括发展电影部门及管理娱乐业务。后任职美团点评的平台事业群总裁，负责管理多项产品，包括电影票务服务、产品营运及技术。

顾思斌先生，集团总裁，在互联网及传媒行业拥有逾14年经验。曾任职腾讯，在互联网增值服务、会员制度、娱乐电商及虚拟社区建设等方面拥有丰富经验。后担任京东集团副总裁，负责其无线业务。并于2014年担任优酷土豆股份有限公司的首席产品官，负责产品研发、用户运营及付费会员业务。

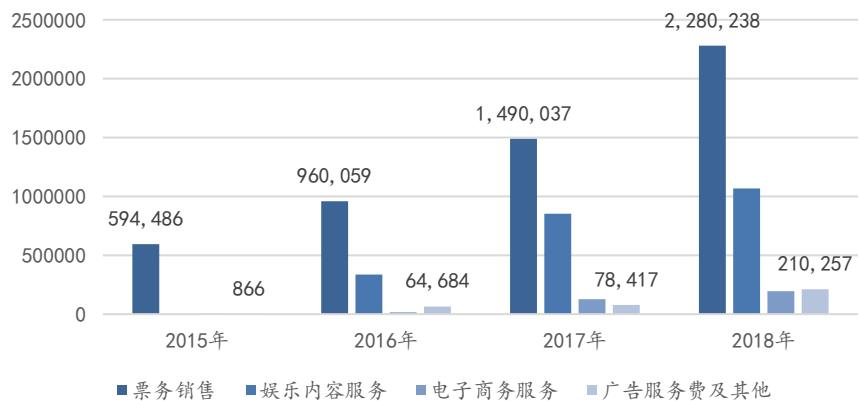
施康平先生，集团首席财务官，于2018年2月起加入集团，拥有逾20年会计及财务经验。曾于安达信华强、普华永道任职，后微软、百度担任内部审计部总监及财务预算与分析部总监，结束任职后，于2016年担任平安健康医疗（1833）的首席财务官，并于2018年12月起一直出任饮食概念控股有限公司（一间于香港联交所上市的公司）的独立非执行董事。

公司业务分析

公司收入主要来自于互联网电影票务销售

目前票务业是公司主要收入来源，收入占比超过60%，其中在线娱乐票务业务包括电影票务和线下娱乐业，而公司目前绝大部分票务收入仍然是来自电影票务。

图 4：2015 年至 2018 年中期公司收入结构（千元）

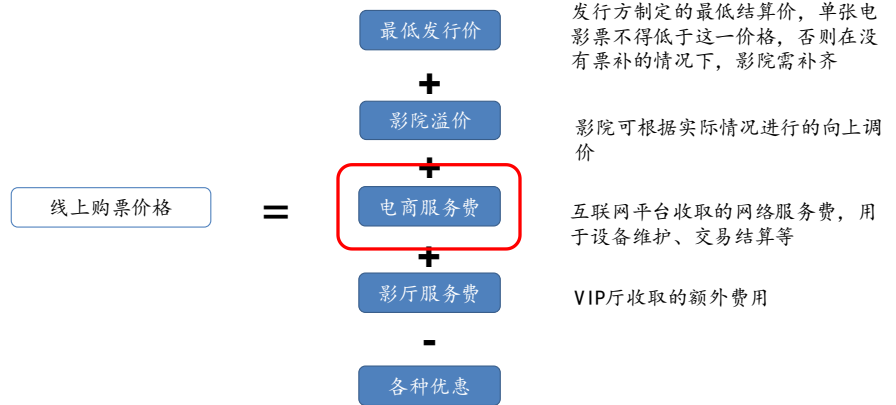


资料来源：公司财报、国元国际

公司现金流业务——市占率第一的在线票务系统

公司早在2012年开始为平台用户提供在线电影票务业务，如今开始逐步拓展至现场娱乐、展览、赛事等其他产业票务服务。公司与微影时代合并之后市场占有率达61.3%，已经成为中国最大的在线电影服务提供商，是电影观众购买电影票的首选渠道。用户可以通过猫眼APP、格瓦拉APP以及在微信、美团上布局的自营渠道购买。

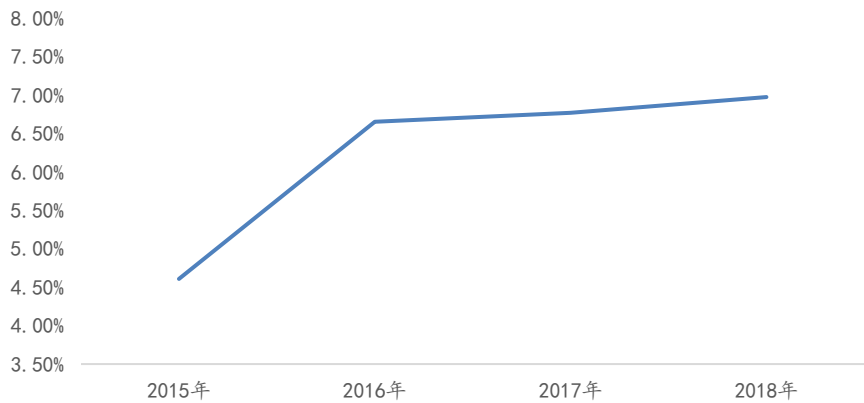
图5：平台收取的服务费占比约6%至7%



资料来源：公司资料、国元国际

公司通过提供互联网线上票务交易服务，来收取一定网络服务费。公司通常收取电影票交易金额约4%-8%作为平台电影票服务费收入。近几年随着行业的集中提升，公司溢价能力也不断提升，从中收取的交易费率目前已经达到7%左右。

图6：公司收取的交易费率逐年递增



资料来源：公司资料、国元国际

公司合并微影时代之后，在线票务市场占有率达60%以上，远高于市场排名第二淘票票34.3%；未来猫眼的领先地位难以撼动，领先优势短期将持续存在。另外我们认为目前中国在线电影市场票补竞争已经明显趋缓，各大平台票补程度均出现了大幅下降，因此市场双寡头垄断格局将在短期内维持稳定。

图 7：互联网票务平台市场份额双寡头格局维持稳定



资料来源：公司资料、国元国际

票务业务向现场演出、赛事外延

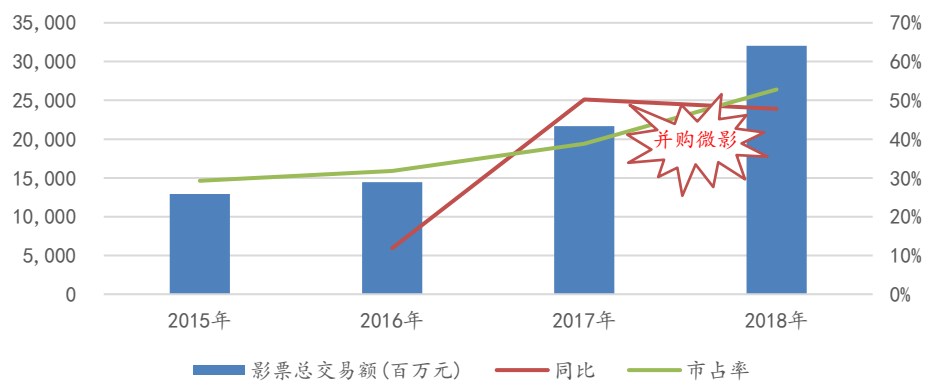
公司持续对票务业务拓展，通过过去7年对电影产业链的沉淀，积累了大量宝贵运营经验，同时形成了具备互联网特色的强大数据分析能力、宣发能力等核心竞争力，并将其复用到现场演出、电视剧、赛事、网剧等各个领域。目前公司票务业务已经拓展至低频高ARPU的演出、体育票务等领域。中国现场演出票务过去主要依靠传统专业票务代理公司和主办方网站进行销售，这种销售模式下信息导致市场容易出现信息不对称现象，导致票务流通环节不畅等问题，互联网票务交易服务平台便捷、透明、大数据等优势将逐渐替代传统现场娱乐票务。

公司票务业务与中国总票房密切相关

2015至2018年，公司在线娱乐票务服务收入分别为5.95亿元、9.60亿元、14.90亿元和22.80亿元，复合增长率达56.5%，影票交易总额分别为129.0亿元、144.3亿元、216.8亿元及320.5亿元，复合增长率达35.4%。公司在2018年实现高速增长的原因主要是并表了微影时代全年业绩。如果不考虑并购的影响，公司的票务业务内生增速也相当快，主要得益于市场占有率的提升，未来在行业格局稳定的条件下，我们预计业务增速基本保持与行业相当的增速。

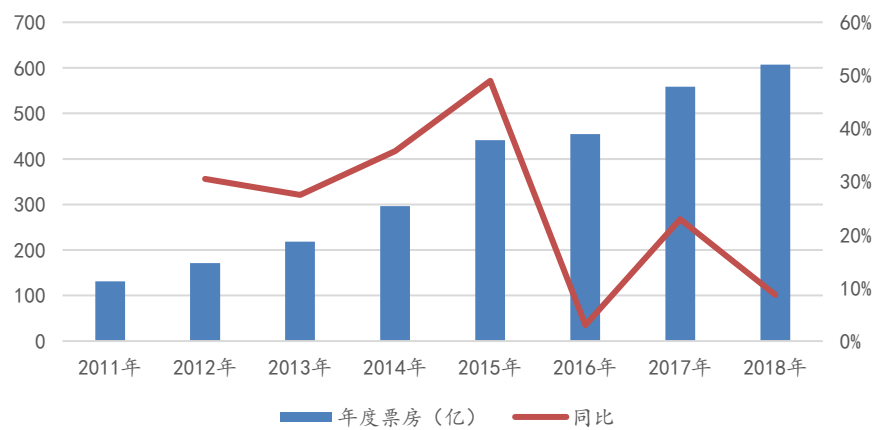
2018年国内电影市场总规模815亿，同比增长13.6%。2018年包括国内电影分账票房、服务费、电影相关衍生品销售、版权销售、广告销售及影院卖品销售收入在内的总市场规模为815亿元，其中电影票房收入606亿元（包含服务费），同比增长8.0%；服务费收入41亿元，同比增长18.4%，对应单张票服务费2.4元，同比增长11.6%。16年后中国总体票房市场增速趋缓，预计未来保持10%左右的复合增长速度。

图 8：公司年度影票交易额稳步增长



资料来源：公司资料、国元国际

图 9：中国年度票房增长趋缓



资料来源：公司资料、国元国际

表 1：中国未来总体票房增长预测

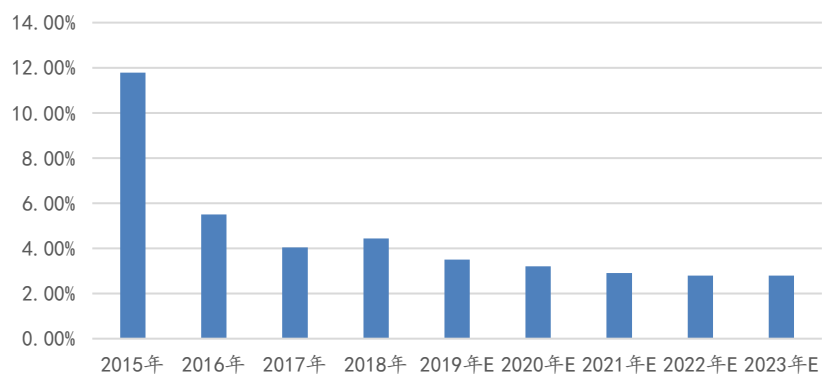
全国票房 (含服务费)	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
年度票房 (亿)	131	171	218	296	441	454.23	558.39	606.98	580.39	607.64	669.58	691.50	713.92
同比		30.53%	27.49%	35.78%	48.99%	3.00%	22.93%	8.70%	-4.38%	4.69%	10.19%	3.27%	3.24%
观影人次		4.4	6.1	8.3	12.6	13.7	16.2	17.16	16.25	16.84	18.37	18.79	19.20
人均消费		38.9	35.7	35.7	35.0	33.2	34.5	35.4	35.73	36.08	36.44	36.81	37.18
中国人口	13.47	13.54	13.6	13.68	13.75	13.82	13.9	13.95	14	14.05	14.1	14.15	14.2
平均寿命	74	74.1	74.2	74.3	74.4	74.5	74.6	74.7	74.8	74.9	75	75.1	75.2
观影受众占比		20.24%	24.26%	25.57%	28.23%	30.87%	33.51%	36.14%	37.43%	38.05%	38.67%	39.28%	39.89%
观影受众		2.741	3.299	3.498	3.881	4.267	4.658	5.042	5.241	5.346	5.452	5.558	5.665
人均一年观影次数		1.6	1.8	2.4	3.2	3.2	3.5	3.4	3.1	3.15	3.37	3.38	3.39
人均教育娱乐消费	1851.7	2033.5	1988.3	2142.3	2382.8	2638.0	2846.6	2974.0	3271.4	3598.5	3958.4	4354.2	4789.7

资料来源：公司资料、国元国际

票补抢市场已经成为过去式

尽管互联网平台大规模票补在过去是非常有效市场竞争手段，但目前猫眼与淘票票已经形成双寡头格局，从近几期财报可以看出双方削减票补支出的意愿非常强烈。另外对于制片方及出品方来说，通过票补来获取高排片，可能导致资本实力小而内容质量高的影片得不到应有的票房回报，不利于中国电影市场长远发展，国家也出台了一系列规定来限制片方票补抢排片，互联网平台从片方获得的票补支持也逐渐减少，未来中国在线电影票务平台通过票补来进行竞争的阶段已经进入尾声。作为公司运营成本中最大的一项销售费用—票补支出未来将进入下行通道，2019年上半年公司实现扭亏为盈，上半年收入为人民币19.85亿元，同比增加4.7%，净利润为人民币2.57亿元，而去年同期亏损净额人民币2.31亿元，其中销售费用占收入比重从2018年中期的60.4%下降至30.8%。

图 10：公司单张影票票补逐年下降

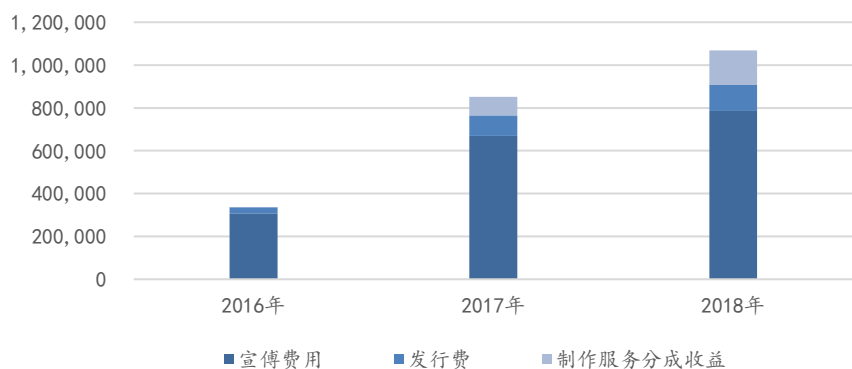


资料来源：公司资料、国元国际

娱乐内容服务将成为未来增长核心

公司娱乐内容服务收入主要包括三方面：1) 内容制作公司的宣传费用，包括片方支付的宣传费用以及片方投入的票补，该项收入对公司净利润没有影响，会在报表中的成本项及销售费用项抵扣；2) 作为发行方收取的发行代理费；3) 猫眼作为影片投资方分得的影片投资收益。

图 11：公司娱乐内容服务近两年保持较高增速

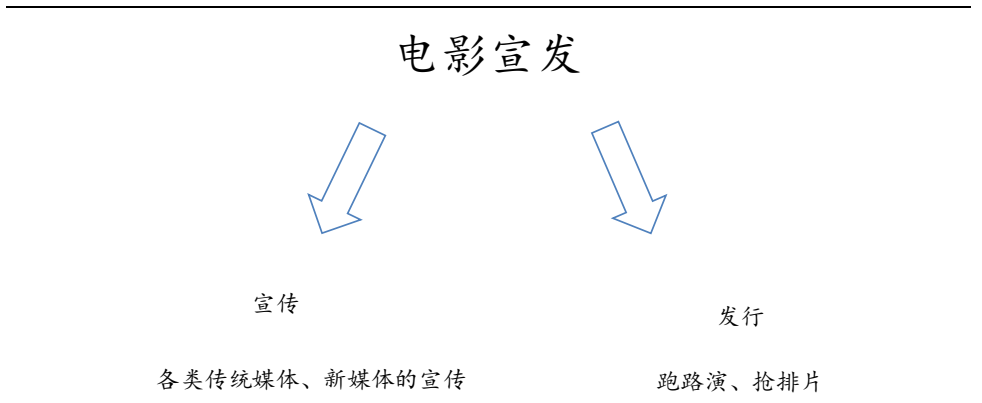


资料来源：公司资料、国元国际

公司基于自身互联网基因在2016年开展电影宣发服务，经过两年的运营积累，目前公司的宣发业务已经具备强大的大数据分析和地推能力，已于2018年首次成为国内第一的国产电影主控发行方。

目前中国电影发行业务可分为传统发行和互联网发行两种形式。传统发行主要依赖依靠发行人员与各地影院长期的业务合作关系，在影片发行时利用庞大的人力进行网络式地推，目前国内传统电影发行方主要包括：以华谊兄弟、博纳影业、万达影业等为代表的自有院线的发行方；以光线为代表的无院线的发行方。随着行业发展，电影的发行模式就已经突破了传统地推发行方式，互联网发行公司迅速抢占市场份额。互联网发行以猫眼、阿里影业为首的互联网企业进行线上线下一体化宣发，相较于传统发行，这些企业发行特点是能够线上售票与线下地推相结合，其中最具特点的网络票务预售及大数据分析等技术已经逐渐成为互联网发行企业的核心竞争力。互联网平台的票务预售有效地将电影预售和点映、折扣等市场推广结合，将传统影片宣传和口碑营造提到了新的高度；另外线上购票能够更加直观及充分反映观众的偏好信息，同时将这些偏好进行数据化，通过大数据分析，影片发行时可以对未来市场预测进行清晰摸底，对后续选择和排片具有重要价值。

图 12：电影宣发业务两驱并行



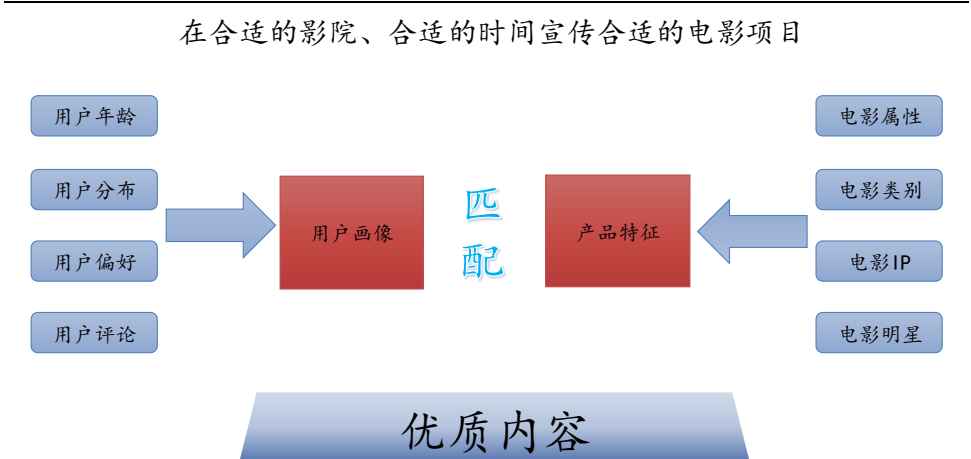
资料来源：国元国际

优秀的电影发行需要依据观众的情况进行最优推荐，具体到根据观众自身的性别、购票习惯、消费习惯、用户偏好等等，给观众提供更好的推荐和服务。同时能够将数据化的分析提供给院线方，使其合理安排适合自身区域属性及常客特征进行排片。

公司依托美团、微信两大生态系统，拥有美团、点评、微信、QQ、猫眼、格瓦拉六大流量入口，覆盖10亿泛娱乐消费人群。拥有的六大平台触达展示类资源包括线上Banner位、开屏、Push等资源，单日曝光量级超过4亿；同时能够嵌入平台互动游戏类资源，例如基于微信社交生态的小程序游戏以及自媒体来宣传电影IP，帮助电影宣发实现最广泛的人群触达实现海量曝光、精准触达以及高效的票房转化。

另一方面公司结合大数据分析，将用户年龄、分布、偏好等特征与电影的IP、合适的受众精准结合，最大化挖掘影片票房成绩，帮助片方获取最大化收益。

图 13: 宣发核心在于最优匹配



资料来源: 国元国际

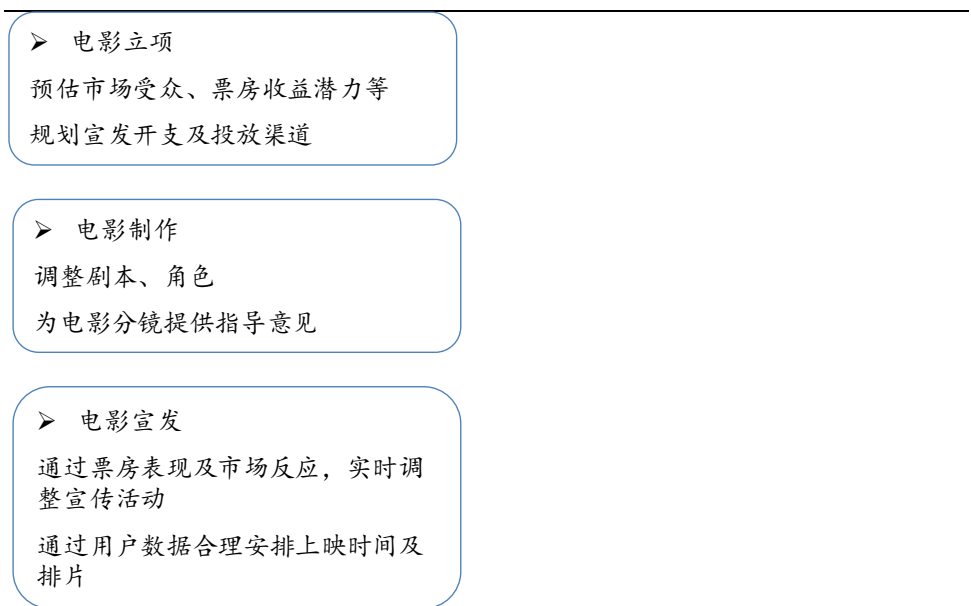
公司基于平台大数据产品技术，推出了一站式宣发平台“猫眼通”，连接线上线下的资源，实现一键投放和管理，助推高效精准营销投放。还推出了阳光房物料投放系统，实现宣传物料的高效在线投放，片方不仅可以自助选择宣发物料投放的区域和影城体量，实时跟踪物料进展，还可以得到清晰的线下物料投放效果照片反馈，则将100多万个地面营销点位信息一站式集成，支持片方、宣发方根据自己宣发成本，实现一站式规模化投放。同时公司研发的“猫眼专业版”不仅提供电影实时票房、票房预测，还上线了预售数据回溯、排片数据查询、出票数据和营销费用数据查询等功能。可以真正帮助从业者，实现从各个维度获取参考数据，实现全维度数据洞察，提升行业的理性决策力和执行效率。

图 14: 公司发行业务实现大数据精准定位



资料来源: 公司资料、国元国际

图 15: 公司大数据分析贯穿电影立项到上市全过程



资料来源: 国元国际

公司的购票平台积累了大量观影数据及用户评论，通过对用户行为数据进行分析，将分析结果应用于电影投资、宣发等方面。相比传统宣发及投资公司，公司数据分析及互联网推广使宣发策略制定及投资内容上更加合理化。

通过对比可以看出，虽然同为剧情类电影，《天长地久》在口碑明显优于猫眼主宣发的《老师·好》的前提下，二者档期时间相差不到 1 个月，最终实现的票房结果《老师·好》远远超过《天长地久》。

图16: 酒香还怕巷子深



发行方: The match factory

发行方: 猫眼

影片对比	地久天长	老师·好
票房对比	4505.8 万	3.53 亿
首周票房	2533.5 万	8008.7 万
首日预售	199.2 万	322.5 万
首日票房	661.7 万	1591.8 万
类型	剧情&温情	剧情&喜剧

资料来源: 猫眼专业版、豆瓣APP、国元国际

根据猫眼专业版资料显示，由公司作为主控发行方的影片票房成绩市场占有率近三年来一直保持较强的上升态势，从2016年的3%增长至2018年的11%。公司优秀的发行能力逐渐受到市场认可，目前已经成为中国电影发行龙头企业。

图17：公司主控发行的影片票房市占率逐年提升（单位：亿）

2016年			2017年			2018年		
影片名称	发行方式	票房成绩	影片名称	发行方式	票房成绩	影片名称	发行方式	票房成绩
情圣	主控发行	657	羞羞的铁拳	主控发行	2,213	捉妖记 2	主控发行	2,237
我在故宫修文物	主控发行	6	大闹天竺	主控发行	756	后来的我们	主控发行	1,361
冲天火	主控发行	36	心理罪	主控发行	224	来电狂响	主控发行	618
我不是潘金莲	主控发行	482	破局	主控发行	65	李茶的姑妈	主控发行	604
驴得水	主控发行	172	大护法	主控发行	88	邪不压正	主控发行	583
我叫MT	主控发行	12	血战湘江	主控发行	74	一出好戏	主控发行	1,355
年兽大作战	主控发行	34	重返狼群	主控发行	33	市场占有率		11.13%
市场占有率		3.08%	市场占有率		6.18%			

资料来源：猫眼专业版、国元国际

表2：2018年主控发行电影总票房前十公司

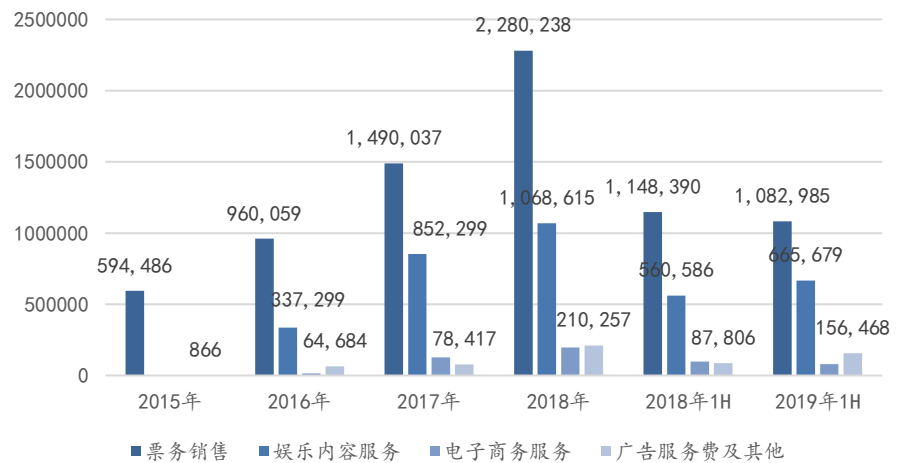
排名	发行公司	主发行电影总票房（亿元）	主发行影片数量（部）
1	猫眼影业	67.83	7
2	博纳影业	51.19	6
3	五洲电影	45.21	9
4	北京文化	39.56	5
5	光线传媒	38.76	8
6	新丽传媒	31.87	2
7	阿里影业	25.47	1
8	影联传媒	14.85	12
9	华策影视	11.29	4
10	三月谷雨	11.29	4

资料来源：猫眼专业版、国元国际

财务分析

公司上半年实现总收入19.8亿元，同比增长4.6%，经调整净利为3.8亿元人民币，首次实现盈利。分业务来看，由于今年上半年中国电影市场遇冷，公司票务销售服务上半年实现收入10.8亿元人民币，同比下降5.7%；公司娱乐内容服务所得收益达人民币6.7亿元，同比增加18.7%，占公司总收益由去年同期的29.6%增加至33.5%；广告服务及其他收入比去年同期大幅增长78.1%至人民币1.6亿元，占公司总收益由去年同期的4.6%增加至7.9%。

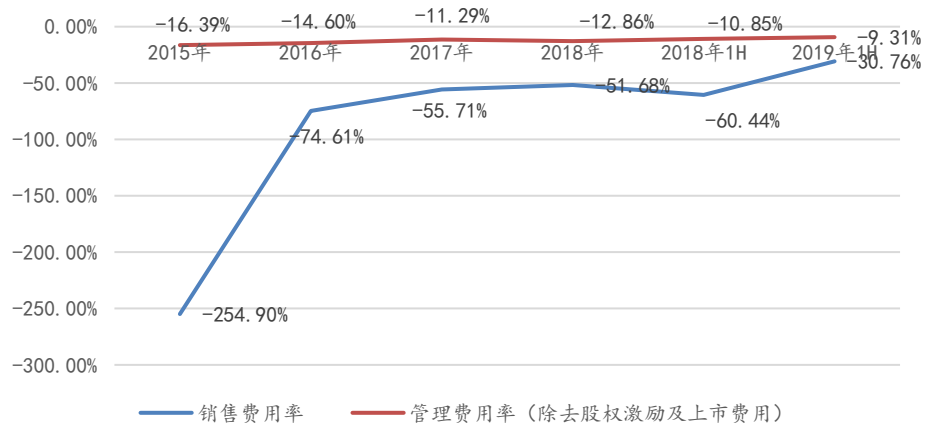
图18：公司总收入稳健增长 新业务极具成长潜力



资料来源：公司资料、国元国际

公司在2017年并购微影后，公司市场占有率进一步提升，目前行业龙头地位稳固且票补费用大幅下降，公司各项费用率边际效应开始显现，经营效率显著转好，并于2019年上半年实现扭亏。公司盈利最大贡献来自于票补的降低，公司营销及推广开支从2018年中期10.55亿元下降至2019年中期4.79亿元，同比下降54.6%。

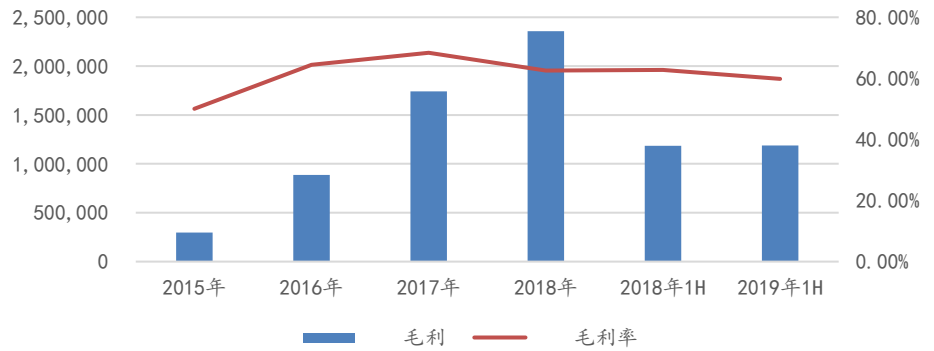
图19：公司经营边际效用显现



资料来源：公司资料、国元国际

公司毛利由2018年中期11.85亿元增加0.1%至2019年中期11.86亿元，而毛利率于2018年及2019年上半年则分别为62.6%及59.8%，毛利稍微下降主要是因为娱乐内容服务业务收入占比提升所致。

图20: 公司毛利率保持平稳



资料来源: 公司资料、国元国际

表3: 公司资本结构分析

资本结构	2018年9月	2019年1H
资产负债率	38.09	30.37
权益乘数	1.62	1.44
产权比率	0.62	0.44
流动资产/总资产	39.24	48.60
非流动资产/总资产	60.76	51.40
有形资产/总资产	40.44	52.64
归属母公司股东的权益/全部投入资本	71.39	88.49
流动负债/负债合计	94.20	93.78
非流动负债/负债合计	5.80	6.22
带息债务/全部投入资本	8.15	12.56
偿债能力		
流动比率	1.09	1.71
速动比率	1.09	1.70
保守速动比率	1.00	1.60
货币资金/流动负债	0.37	0.75
营业利润/流动负债	-0.03	0.12
营业利润/负债合计	-0.03	0.11
归属母公司股东的权益/负债合计	1.62	2.29
归属母公司股东的权益/带息债务	11.27	6.96
有形资产/负债合计	1.06	1.73
有形资产/带息债务	7.37	5.26
有形资产/净债务	-5.18	-4.65
已获利息倍数(EBIT/利息费用)	-34.97	21.65
长期债务与营运资金比率	0.66	0.09

资料来源: 公司资料、国元国际

盈利预测

票务业务保持稳定增长

由于目前中国电影票务的互联网化率已经触及天花板，因此产业红利接近尾声，总体行业增长速度放缓，但未来整体观影人群、人均观影次数及单张票价仍有提升空间。另外公司以及和竞争对手形成稳定的竞争格局，公司与行业增长保持相同步伐；在横向维度上，公司开拓现场娱乐票务业务，目前中国在线现场娱乐票务整体交易额增速超过30%，且线上化及市场集中度较低，预计中国现场娱乐票务未来线上化率将提升且市场份额也会逐渐集中。而公司已经在各个主流流量入口占据了十分有利的位置，有望复制在电影票务业务上的模式。因此我们根据对中国总体观影人次及人均消费增长预测，结合公司市场占有率及平均交易费率，给予2019年至2021年票务业务收入增速分别为11.26%、8.14%及6.62%。

图21:公司票务业务收入预测



资料来源：公司资料、国元国际

娱乐内容服务业务潜力较大

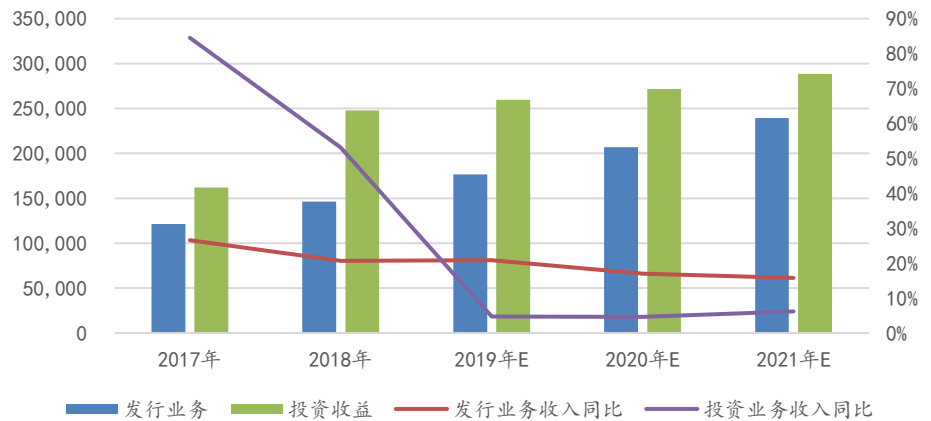
公司娱乐内容服务业务收入分为三块，分别是宣传费用收入、发行业务收入及制作服务分成收益。

宣传费用收入主要是来自片方及投资方以票补形式的激励，分别受到中国总体票房及票补影响，将在报表中通过成本及费用项进行扣除，因此对公司净利润不会产生任何影响。未来可能将随着来自片方市场总体补贴下降而放缓或者下降。

发行业务将是公司未来娱乐内容服务业务收入增长的主要驱动力，公司2018年主控发行的电影有7部，市场占有率约6.2%，公司的互联网基因及大数据分析使其发行能力在行业中极具竞争力，未来公司发行实力会进一步得到市场认可，发行电影数量更多，而发行电影类型将更加丰富。预计未来3年内，公司发行影片市场占有率将达到17%左右，数量达到10部以上，根据我们对公司市占率及服务费率预测，给予2019年至2021年发行业务收入增速20.6%、20.8%及17.0%。

制作服务分成收益主要来自公司作为影片投资方分得的影片投资收益，该业务主要是公司为了争取发行权而进行的投资活动，该业务收入规模主要与公司投资额度及投资数量相关，因此具有一定不确定性。因此保守具基于每年5%左右增长。

图22:公司发行业务及投资业务收入预测



资料来源：公司资料、国元国际

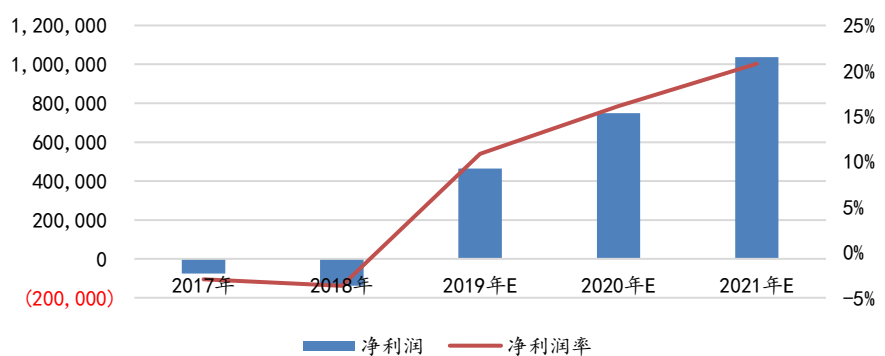
平台拥有较高用户活跃度 广告业务及电商业务仍有成长空间

公司平台用户具备较高的活跃度，2018年公司月活跃用户数超过1.3亿，未来公司将开发更多形式的广告展示技术。目前公司开始注重平台内容建设，有助于提高用户使用时长及社交属性，结合公司庞大的用户流量，相信对广告主的议价能力将提高。另外，公司娱乐电商服务，如卖品、衍生品、影城卡也将逐渐增长。预测2019-2021年广告服务收入增速为50%、30%及20%，娱乐电商服务收入增速为29%、23%及19%。

票补投入降低 公司盈利能力提升

目前公司市场占有率达到60%，同时竞争格局稳定，行业总体票补投入已经开始下降，作为公司最大支出项票补投入将持续下降，公司整体盈利能力持续提高。

图23:公司净利润及净利润率预测



资料来源：公司资料、国元国际

估值

由于公司票务业务稳定，而宣发及广告业务未来三年均有稳定增长，因此我们对公司 2019-2023年的现金流采取FCFF估值法。假设永续增长率为1%，WACC为11%的条件下，公司对应市值为206亿港元，对应每股价格为18.36港元，目标价相对于2020年预测PE估值17倍。

表4:公司净利润及净利润率预测

Present Value of Explicit FCFF	4,344
Present value of Terminal Value	10,340
Total Enterprise Value	14,684
(-) Debt	-
(+) Cash	3,892
Equity Value (HKD)	20,677
Share Price	18.36

资料来源：国元国际

公司竞争优势

庞大的用户群体 市场地位难以撼动

公司拥有数量庞大且活跃的用户群体，用户沉淀的消费行为和偏好，为公司提供了独特且极具价值的数据分析。凭借公司大数据能力及先进算法，为行业参与者提供有价值的工具以帮助电影上映前预判市场情况。同时帮助影院及剧院可动态调整排片及定价策略，以实现收益最大化，并助力出品方及发行方实现收益最大化，助力产业总体价值提升。

股东背景深厚 在核心流量入口及内容平台占据有利位置

公司背靠光线、美团、腾讯，并将业务与股东业务深度绑定。公司与腾讯订立合约，猫眼将作为微信（至2022年）内及QQ（至2025年）唯一电影、现场表演及体育赛事入口；公司与美团点评订立合约，将作为美团及大众点评（至2022年）娱乐票务及娱乐服务的独家合作伙伴；公司与光线签订《合作框架协议》，形成在电影及电视剧投制、宣传与发行、业务合作与服务的全方位战略联盟。

投资风险

- 1、市场竞争加剧，票补战再次上演；
- 2、公司与美团、腾讯协议到期后无法续约；
- 3、出品电影作品票房不达预期导致业务亏损；
- 4、中国宏观经济环境恶化，导致居民娱乐消费缩减。

表 5、行业相关公司估值及评级

公司名称	代码	货币	市值(亿)	EPS				PEG	PE				PB			
				2018A	2019E	2020E	2021E		2020E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E
携程	CTRP US	HKD	1474.37	2.25	9.49	12.74	15.78	0.61	28.00	28.17	20.99	16.94	1.19	1.44	1.36	1.25
前程无忧	JOBS US	HKD	357.73	22.59	24.13	26.80	30.76	1.96	23.97	24.04	21.65	18.86	3.51	3.73	3.22	2.78
易车网	BITA US	HKD	82.66	-9.44	9.74	12.50	14.89	0.33	N/A	12.14	9.46	7.94	1.11	0.62	0.61	0.55
汽车之家	ATHM US	HKD	873.92	26.99	31.38	36.79	42.38	1.17	22.34	23.67	20.19	17.53	5.71	5.49	4.33	3.45
南京途牛	TOUR US	HKD	34.74	-1.66	-1.92	0.24	0.30	-0.98	N/A	N/A	110.39	89.95	1.29	1.47	1.49	0.03
优信	UXIN US	HKD	74.68	-5.52	-1.44	3.62	7.27	-0.02	N/A	N/A	7.06	3.51	6.73	3.55	2.43	1.32
阿里巴巴	BABA US	HKD	36683.48	37.56	40.55	53.98	66.77	0.79	44.89	34.87	26.19	21.18	4.93	6.88	5.47	4.27
百度	BIDU US	HKD	2957.41	87.40	32.50	48.35	61.51	0.36	20.33	26.20	17.61	13.84	2.34	1.65	1.53	1.38
京东	JD US	HKD	3532.69	-1.92	6.70	9.28	12.47	0.68	N/A	36.40	26.26	19.55	3.49	4.68	4.12	3.50
58同城网	WUBA US	HKD	655.20	14.98	26.78	27.13	31.24	12.73	25.97	16.51	16.30	14.16	2.51	2.22	2.17	2.03
平均								1.76	27.58	25.25	27.61	22.35	3.28	3.17	2.67	2.06
腾讯控股	700 HK	HKD	32774.88	9.22	11.06	13.42	16.05	1.19	33.08	30.86	25.44	21.26	8.12	6.96	5.55	4.41
微盟集团	2013 HK	HKD	92.92	N/A	0.10	0.10	0.16	36.62	N/A	40.68	40.24	25.19	N/A	61.70	22.85	77.13
汇量科技	1860 HK	HKD	59.68	0.02	0.03	0.05	0.07	0.17	27.74	15.87	10.04	7.45	3.51	2.73	2.24	1.82
万咖壹联	1762 HK	HKD	26.86	-4.23	1.17	1.98	2.40	0.11	N/A	12.40	7.35	6.06	4.06	2.14	1.59	1.18
平均								9.52	30.41	24.95	20.77	14.99	5.23	18.38	8.06	21.14
猫眼娱乐	1896 HK	HKD	145.57	-0.12	0.41	0.67	0.92	0.27	N/A	27.74	17.21	12.44	2.51	1.61	1.47	1.31

资料来源: Bloomberg, Wind、国元国际

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	2,548	3,755	4,285	4,649	4,988
成本	(806)	(1,399)	(1,615)	(1,704)	(1,786)
毛利	1,742	2,356	2,670	2,945	3,202
销售费用	(1,420)	(1,940)	(1,657)	(1,568)	(1,460)
管理费用	(381)	(523)	(466)	(495)	(522)
其他收益	(7)	(32)	0	0	0
经营溢利	(66)	(139)	547	881	1,219
财务费用	(11)	(7)	0	0	0
投资溢利	(7)	(32)	0	0	0
除税前溢利	(85)	(179)	547	881	1,219
所得税	(0)	10	(82)	(132)	(183)
净利润	(85)	(169)	465	749	1,036
增长					
总收入(%)	85.0%	47.4%	14.1%	8.5%	7.3%
净利润(%)	N/A	N/A	N/A	61.2%	38.4%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
物业, 厂房及设备	32	31	30	30	31
无形资产	5,608	5,391	5,275	5,176	5,091
权益法投资	39	37	37	37	37
金融资产	33	39	39	39	39
递延所得税资产	3	4	4	4	4
固定资产合计	5,715	5,502	5,386	5,287	5,202
存货	4	13	15	16	17
应收账款	311	325	358	360	365
其它应收款项	875	1,315	1,463	1,583	1,687
短期金融资产	963	385	385	385	385
货币资金	1,170	1,536	3,892	4,912	6,184
流动资产合计	3,323	3,574	6,113	7,256	8,638
短期借款	0	600	0	0	0
金融负债	0	358	0	0	0
应付账款	331	295	323	345	363
其他流动负债	2,933	1,905	2,070	2,221	2,343
应交所得税	22	15	15	15	15
流动负债合计	3,286	3,173	2,407	2,581	2,721
递延税项负债	222	197	197	197	197
长期负债合计	222	197	197	197	197
股东权益合计	5,531	5,707	8,895	9,765	10,922

财务分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
毛利率(%)	68.4%	62.8%	62.3%	63.3%	64.2%
经营利润率(%)	-2.6%	-3.7%	12.8%	19.0%	24.4%
净利率(%)	-3.3%	-4.5%	10.8%	16.1%	20.8%
ROE	-1.5%	-3.0%	5.2%	7.7%	9.5%
营运表现					
费用/收入(%)	70.7%	65.6%	49.5%	44.4%	39.7%
实际税率(%)	-0.3%	6.9%	15.0%	15.0%	15.0%
应收账款天数	44	31	30	28	26
应付账款天数	148	76	72	73	73
财务状况					
负债/权益	0.63	0.59	0.29	0.28	0.27
收入/总资产	0.28	0.41	0.37	0.37	0.36
总资产/权益	1.63	1.59	1.29	1.28	1.27

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
除税前收益	(76)	(148)	547	881	1,219
非现金调整	278	361	252	236	223
资本变动	881	(1,303)	9	52	29
已付所得税及利息	(9)	(36)	(82)	(132)	(183)
经营活动现金流	1,074	(1,125)	726	1,037	1,288
金融资产变动	(1,056)	564	0	0	0
购买固定资产	(26)	(12)	(12)	(13)	(14)
购买无形资产	0	(2)	(3)	(3)	(3)
其他投资活动	2	(8)	0	0	0
投资活动现金流	(1,080)	542	(15)	(16)	(17)
债务融资	(426)	949	(958)	0	0
资本融资	500	0	2,603	0	0
融资活动现金流	74	949	1,645	0	0
现金变化	68	366	2,355	1,021	1,272
期初持有现金	1,102	1,170	1,536	3,892	4,912
汇兑变化	(0)	(0)	0	0	0
期末持有现金	1,170	1,536	3,892	4,912	6,184

投资评级定义和免责条款

投资评级：

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-15%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但国元国际及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用,不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前,应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求,并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果,国元国际及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期,国元国际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。

本报告署名分析师可能会不时与国元国际的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致,相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元国际的销售人员、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。国元国际没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下,国元国际可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此,投资者应当考虑到国元国际及/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。

本报告的版权仅为国元国际所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

国元国际控股有限公司
香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦22楼
电 话: (852) 3769 6888
传 真: (852) 3769 6999
服务热线: 400-888-1313
公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>