

## 一个基本盘，三个增长点

买入（首次）

2019年06月17日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 王建会

021-60199793

wangjianhui@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3755	4755	5545	6397
同比(%)	47.37%	26.64%	16.60%	15.37%
归母净利润(百万元)	-137	689	986	1307
同比(%)	-82.15%	602.36%	43.11%	32.51%
每股收益(元/股)	-0.14	0.61	0.88	1.16
P/E(倍)	-72.57	16.42	11.47	8.66

### 投资要点

- 股东层面战略协同，19年有望迎来利润释放期：**公司目前业务以在线票务平台为核心，同时从事娱乐内容服务、娱乐电商服务和广告服务等业务，股东方面光线、腾讯、美团战略加持，公司在票务业务的流量入口方面及影片宣发业务上得到有效的支持，其中微信支付QQ钱包、小程序和美团为公司票务平台提供重要入口，有助于公司平台流量的引入，光线助力公司线上线下发行的结合。业绩方面公司2015-2018年均未有实现盈利，主要是由于公司为抢占市场份额，不断进行票补，推高销售及营销开支费用所致，但随着收入体量的增加以及收入结构的持续优化，亏损额有所收窄，我们认为随着市场格局的稳定，票补体量的减少，收入结构的持续优化，销售及营销开支费用有望大幅缩减，公司19年有望迎来利润释放期。
- 一个基本盘，在线票务龙头地位稳固，票补骤降下支撑业绩基本盘：**在线电影票购票业务为公司利润来源的基本盘，首先在电影行业方面来看，行业需求端仍有较大空间，内容驱动下观影人次整体增速放缓且短期有较大的不确定性，其次从在线购票行业格局上来看，目前公司合并微影后，市占率基本稳定在60%以上，双寡头格局稳固，随着行业格局的稳定以及政策方面的监管因素，票补有望在未来的三年内持续下降，公司此前业绩亏损主要受行业竞争期大量票补拖累，后续我们认为票房持续的下行将支持公司业绩基本盘，未来三年有望持续实现稳定增长。
- 三个增长点：深度切入互联网流量运营提供弹性增量：**公司在基本盘增速趋缓的情况下，持续深入布局电影及全娱乐产业链，切入互联网流量运营：1、依靠线上流量优势及积累的数据优势发力上游制片、发行业务及TO B业务；2、持续布局现场娱乐票务业务，目前仅次于大麦网；3、切入流量运营发力电商及广告业务。三块业务目前仍处于高速增长阶段，且有较大的发展空间和潜力，我们预计将成为公司未来三年内营收端高速增长的主要驱动力。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司2019-2021年营业收入分别为47.55亿、55.45亿、63.97亿元，归母净利润6.89亿、9.86亿、13.07亿元，对应EPS分别为0.61、0.88、1.16元，对应当前股价PE分别为16、11、9X。对比A股可以公司的估值水平，我们给予公司19年25X的估值，对应目前市值人民币为172亿，换算成港币为194亿，对应目标价为17.23港元，看好公司稳健的基本盘及互联网流量运营潜力及在电影产业链中愈发重要的地位，给予“买入”评级。
- 风险提示：**1、整体票房增速不及预期的风险；2、行业竞争加剧再次使用大量票补的风险；3、流量入口对于腾讯、美团依赖的风险；

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(港元)	11.36
一年最低/最高价	9.88/18.32
市净率(倍)	1.70
港股流通市值(百万港元)	12794.38

### 基础数据

每股净资产(元)	5.90
资产负债率(%)	37.13
总股本(百万股)	1126.27
流通股本(百万股)	1126.27

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 公司概况：股东层面战略协同，财务层面 19 年有望迎来利润释放期</b> .....	<b>5</b>
1.1. 光线、美团、腾讯战略加持，业务层面协同明显 .....	5
1.2. 公司财务状况：收入持续高增长，高补贴导致亏损，19 年有望迎来利润释放期 .....	6
<b>2. 一个基本盘：在线票务龙头地位稳固，票补骤降下支撑业绩基本盘</b> .....	<b>12</b>
2.1. 电影市场：内容驱动下行业增速放缓，对标海外需求端仍有空间 .....	12
2.2. 在线购票渗透率接近天花板，行业格局趋稳，合并微影稳固龙头地位 .....	14
2.3. 在线购票业务（电影票）未来三年增长的敏感性分析 .....	16
<b>3. 三个增长点：深度切入互联网流量运营提供弹性增量</b> .....	<b>18</b>
3.1. 公司弹性增长点一：切入产业链上游影片发行业务 .....	18
3.1.1. 技术上：数据赋能提高影片发行策略灵活度，提高发行成功率 .....	18
3.1.2. 渠道上：C 端服务形成线上流量网络效应，与光线地推团队具有协同优势 .....	19
3.1.3. To B 业务赋能产业链提高公司知名度，有助于获得制作端优秀项目资源 .....	21
3.2. 公司弹性增长点二：消费升级和娱乐多样化趋势打开现场娱乐票务业务新局面 .....	25
3.3. 公司弹性增长点三：基于流量运营的电商及广告收入潜力已显 .....	27
<b>4. 盈利预测</b> .....	<b>29</b>
4.1. 收入预测 .....	29
4.2. 成本端 .....	31
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>34</b>

## 图表目录

图 1: 公司大事时间表 .....	5
图 2: 公司主要股东情况 .....	6
图 3: 2015-2018 年营业收入及增长率 .....	6
图 4: 2015-2018 年在线娱乐票务服务收入及增长率 .....	6
图 5: 2015-2018 年娱乐内容服务业务收入及增长率 .....	7
图 6: 娱乐电商服务和广告服务收入及占总收入比重 .....	7
图 7: 2015-2018 年各项业务收入占比情况 .....	7
图 8: 2015-2018 年毛利率情况 .....	8
图 9: 2015-2018 年 9 月用户激励费用与毛利比较 (百万元) .....	9
图 10: 2015-2018 年净利润情况 (百万元) .....	10
图 11: 2015-2018 年经调整溢利/亏损净额 (百万元) .....	10
图 12: 2016 年各项资产占比情况 (百万元, %) .....	11
图 13: 2018 年各项资产占比情况 (百万元, %) .....	11
图 14: 营运资金变动及经营现金净流量变动情况 (百万元) .....	12
图 15: 2006-2018 年国内票房收入和观影人次及增速情况 .....	12
图 16: 2013-2018 年各线城市票房占比变化 .....	13
图 17: 2018 年新增影院数量 top10 城市 .....	13
图 18: 人均观影次数测算 (次/人) .....	14
图 19: 中国电影平均票价及增速 .....	14
图 20: 在线电影票市场 AMC 曲线 .....	15
图 21: 2018 年在线电影票务市场份额 .....	16
图 22: 电影线上购票渗透率情况 (按交易额测算) .....	16
图 23: 公司与其他互联网流量平台的合作 .....	20
图 24: 猫眼专业版 app 提供实时票房数据、票房预测、评分等功能 .....	21
图 25: 猫眼专业版 app 的专业人员社区功能 .....	21
图 26: 猫眼 app 的电影评论和预告片 .....	22
图 27: 公司面向电影院提供的 SaaS 软件服务 .....	23
图 28: 娱乐内容服务收入明细 .....	23
图 29: 中国娱乐市场规模 .....	25
图 30: 中国在线现场娱乐票务市场规模 .....	25
图 31: 2015 年-2018 年 9 月在线现场娱乐票务收入情况 .....	26
图 32: 中国电影市场非票收益占比情况 .....	27
图 33: 猫眼商城和电影 IP 原版书籍推荐界面 .....	27
图 34: 猫眼 app 中的广告位 .....	28
表 1: 影响毛利的成本明细 .....	8
表 2: 2017、18 年合并产生的无形资产摊销情况 (亿元) .....	9
表 3: 票房市场空间测算 (假设人口基数为 14 亿) .....	14
表 4: 单次平均服务费测算 .....	17
表 5: 观影人次增速和服务费价格对市场规模的敏感性分析 .....	17
表 6: 未来三年市场占有率对公司电影票务收入敏感性分析 .....	18

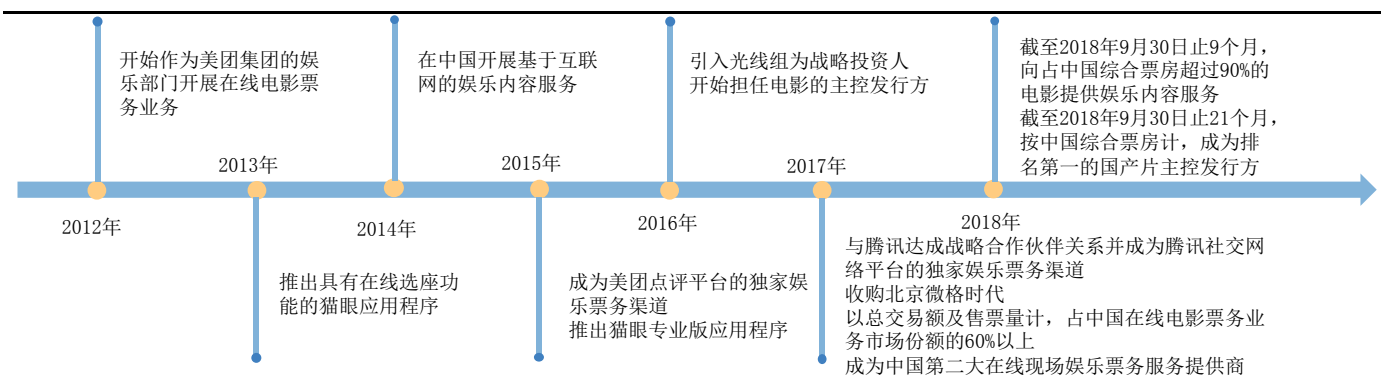
表 7: 2018 年票房前 25 的影片发行方 .....	19
表 8: 票务平台在各终端交易额和月活数据 .....	20
表 9: 公司参与发行的影片 .....	23
表 10: 电影制作项目收益亏损明细 (百万) .....	24
表 11: 保持市场占有率 (11.3%) 不变, 收入对佣金率的敏感性分析 .....	26
表 12: 保持佣金率 (6.5%) 不变, 收入对市场占有率的敏感性分析 .....	26
表 13: 假设市占率 15%, 佣金率 8% 时服务费收入情况 .....	27
表 14: 电影服务费收入测算 (百万元) .....	29
表 15: 现场娱乐票务收入预测 (百万元) .....	30
表 16: 娱乐内容服务收入预测 (百万元) .....	30
表 17: 娱乐电商服务收入预测 (百万元) .....	31
表 18: 广告服务及其他收入预测 (百万元) .....	31
表 19: 营业成本的测算 (百万元) .....	31
表 20: 毛利率测算 (百万元) .....	32
表 21: 管理费用测算 (百万元) .....	32
表 22: 销售费用测算 (百万元) .....	33
表 23: 可比公司估值情况 .....	33

## 1. 公司概况：股东层面战略协同，财务层面 19 年有望迎来利润释放期

### 1.1. 光线、美团、腾讯战略加持，业务层面协同明显

猫眼娱乐成立于 2017 年 12 月，目前业务以在线票务平台为核心，同时从事娱乐内容服务、娱乐电商服务和广告服务等业务。公司脱胎于 2012 年始运营的美团点评集团娱乐部门的在线电影票务业务，于 2013 年推出猫眼应用程序，2014 年开展基于互联网的娱乐内容服务，2015 年 5 月成立独立法人天津猫眼微影作为上述业务的运营主体，并于 2015 年 10 月接手点评集团的娱乐业务；公司在 2016 年引入战略投资者光线集团，开始担任电影的主控发行方，并与美团点评集团剥离，另外 2017 年引入腾讯达成战略合作伙伴并成为唯一接入微信、qq 钱包的娱乐票务平台，同年收购微影票务平台，目前占中国在线电影票务业务市场份额 60% 以上，另外截至 2018 年 9 月，按中国综合票房计，公司成为排名第一的国产片主控发行方，2019 年 2 月 4 日公司在香港联交所上市。

图 1：公司大事时间表

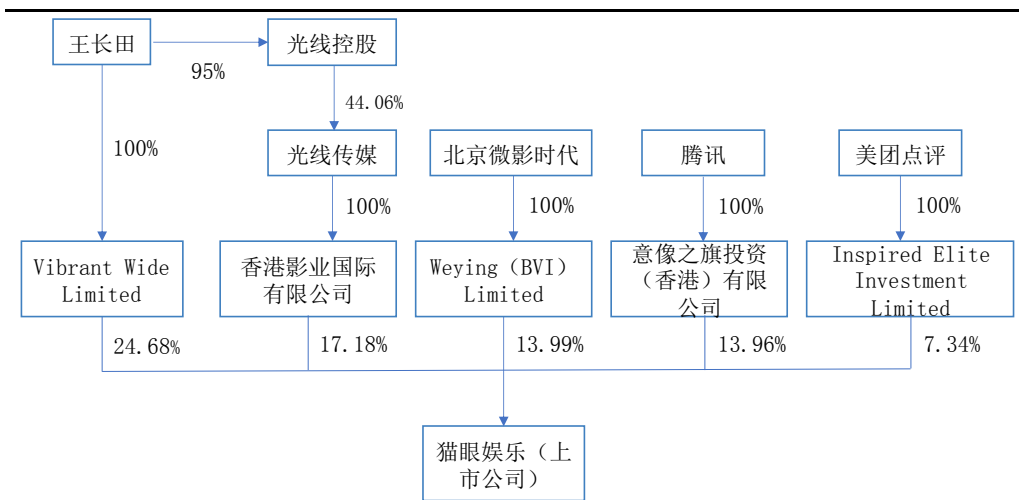


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**战略股东加持，有效支撑和延伸公司业务。**公司主控人为光线集团董事长王长田先生，通过 Vibrant Wide Limited 和光线传媒共持股 41.86%，同时美团点评通过全资投资子公司 Inspired Elite Investment Limited 持股 7.34%，腾讯通过全资投资子公司意像之旗持股 13.96%，我们认为光线、腾讯、美团战略加持，公司在票务业务的流量入口方面及影片宣发业务上得到有效的支持，微信支付 QQ 钱包、小程序和美团为公司票务平台提供重要入口，有助于公司平台流量的引入，光线助力公司线上线下发行的结合。另外公司管理层方面，执行董事兼 CEO 郑志昊先生曾在腾讯担任部门总经理及副总裁、大众点评总裁兼首席产品官、美团点评集团平台事业群总裁，总裁顾思斌曾担任京东集团副总裁、优酷土豆股份有限公司首席产品官，管理团队相对稳定，互联网运营层面经验丰富，有助于公司互联网业务的拓展。



图 2：公司主要股东情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

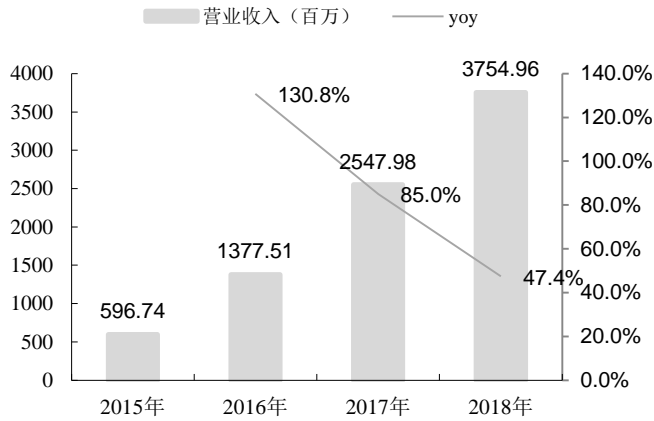
## 1.2. 公司财务状况：收入持续高增长，高补贴导致亏损，19 年有望迎来利润释放期

**收入端：在线票务收入高速增长，未来三年预计将一定程度上放缓，电商收入、娱乐内容服务业务和广告收入为弹性点，预计未来收入占比将有所提升。**公司 2015-2018 年实现营业收入分别为 5.97 亿、13.77 亿、25.48 亿、37.55 亿，复合增长率为 84.6%，持续保持高速增长，具体到业务层面来看，在线购票业务为公司 2015-2018 年收入端持续高增速的主要驱动力，我们认为除电影市场规模的持续增长外，主要源于服务费的提价、在线购票行业渗透率的持续提升及依靠并购、补贴等市占率的提升，其中 2016 年 61.5% 的收入增长靠服务费的提价推动，2017 年 9 月收购微影推动 2017、2018 年收入增长，未来在行业格局企稳，渗透率接近天花板的情况下，我们认为在线购票业务的增长主要依赖三个方面的驱动，1、除电影票外其他娱乐票务市场的拓展；2、电影市场规模的稳定增长；3、服务费的提升，考虑到电影行业增速及服务费在短期内难以有较大的提升，我们预计未来三年在线票务业务收入放缓。

其他业务层面，娱乐内容服务业务从 2016 年开始，至 2018 年收入规模达到 10.69 亿元，占收入比为 28.5%，保持稳定高增速，主要由于公司依靠自身线上发行优势，不断加快娱乐内容服务布局，在参与影片数量方面保持快速增长并且通过投资等方式绑定优质制作公司，未来公司有望凭借线上发行优势扩大发行市场份额，业务有望持续保持较高增速。另外娱乐电商业务和广告业务在 2018 年取得较高增速，增长率分别为 53.9%、168.1%，这两块业务体现了公司优质流量的多元变现方式，电商方面持续为衍生品、卖品等提供流量入口，广告方面吸引了哈根达斯等广告主的投放，我们认为这两块业务有望持续为公司贡献收入增量。

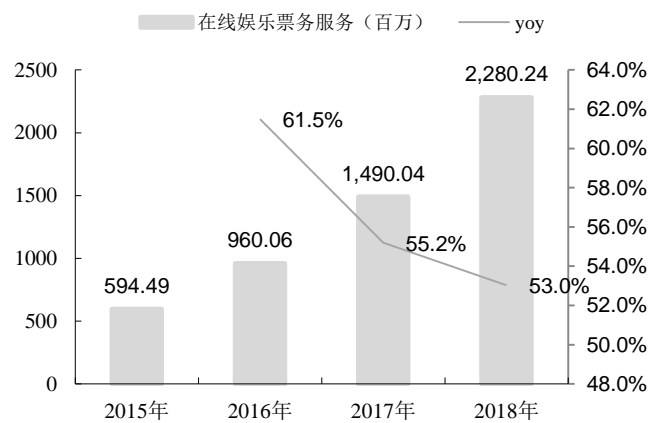
图 3：2015-2018 年营业收入及增长率

图 4：2015-2018 年在线娱乐票务服务收入及增长率



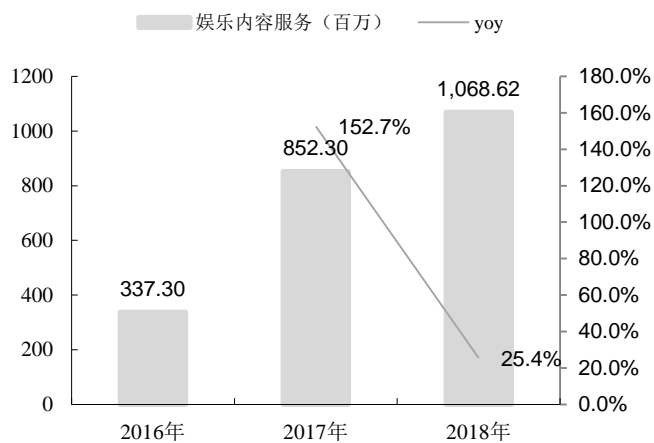
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：2015-2018 年娱乐内容服务业务收入及增长率

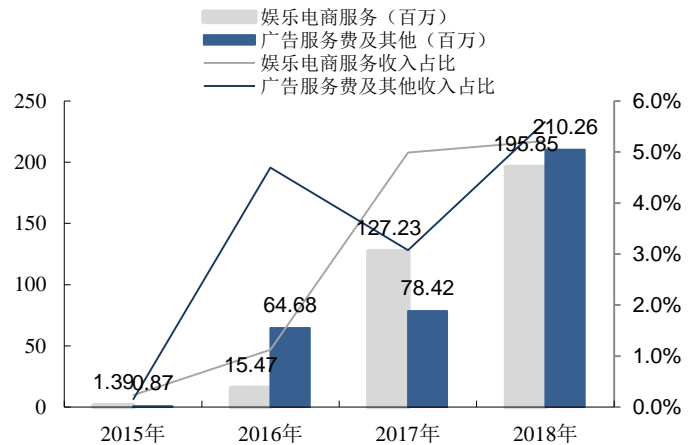


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：娱乐电商服务和广告服务收入及占总收入比重

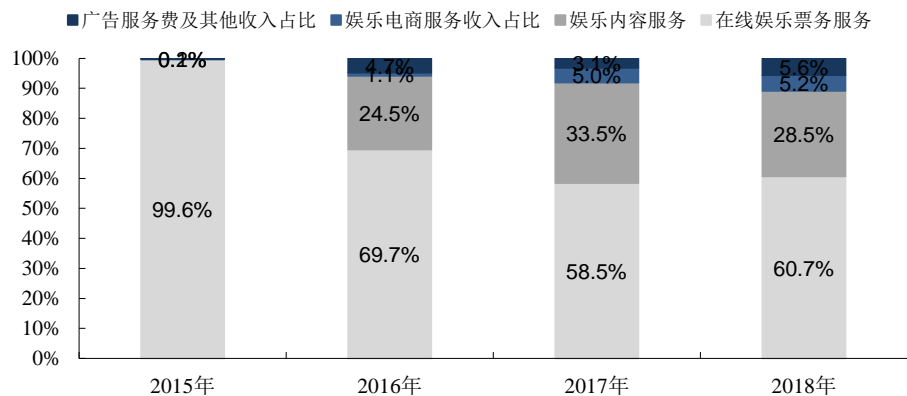


数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

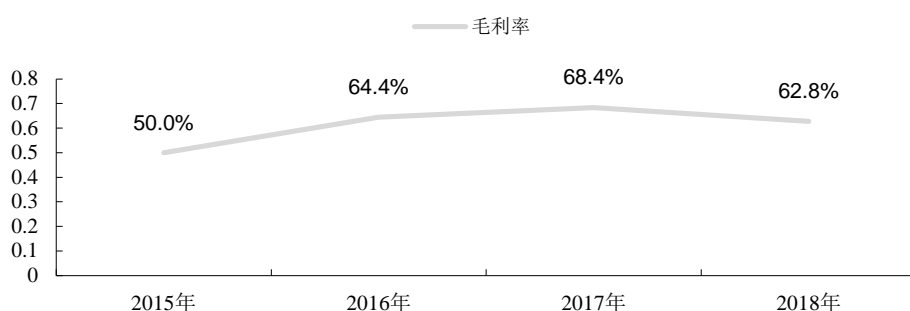
图 7：2015-2018 年各项业务收入占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

受益于规模效应和提价，公司毛利率稳中有升，2015-2017 年毛利率基本上保持持续提升趋势，且维持在较高水平，2018 年毛利率为 62.8%，下滑 5.6 个百分点，主要源于公司娱乐发行业务成本提高较多和合并新增无形资产摊销的影响，未来我们预计随着公司业务布局的稳定及娱乐内容业务深度参与提高主发行项目占比和影片投资收益率，毛利率有望保持稳中略有增长的趋势。

图 8：2015-2018 年毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2018 年毛利率降低的原因为娱乐内容宣发业务成本增长较快和合并新增无形资产摊销所致。抵减收益的成本项目有七项，其中在线票务业务成本的成本主要为票务系统成本，娱乐内容业务主要成本为内容宣发成本和内容制作成本，可以看出娱乐内容业务拖累了整体毛利率，2018 年娱乐内容业务成本增加了 118%，而收入仅增加了 25.4%；另外 2018 年在线票务业务收入增加 53%，而票务系统成本仅增加 39%，并且该成本在 2018 年占该项收入的比重为 23.9%（收入为 22.8 亿元），比之 2017 年的 26.4%（收入为 14.9 亿元）下降了 2.5 个百分点，预期规模效应将继续增加该项业务毛利率。

娱乐内容业务包括公司发行业务和投资业务，按 2018 年 1.8 亿的投资收入计算，投资业务毛利率为 25%（成本只计算内容制作成本），低于整体毛利率。但我们认为随着未来公司在影片投资领域逐渐深入，提高分成较高的主发行电影项目占比和投资影片 ROI，该业务毛利率预期将会稳中有升。

表 1：影响毛利的成本明细

业务类型	收益成本项目	成本金额(百万元)		成本增 加	收入增 加
		2018 年	2017 年		
在线票务业务	票务系统成本	545.7	393.5	39%	53.0%
娱乐内容业务	内容宣发成本	269.8	126.6		25.4%
	内容制作成本	136.3	59.8	118%	
各业务公摊费用	互联网基础设施成本	193.1	136.8		(总收入增)
	物业、厂房及设备折旧	4.5	2	73%	



其他开支	115.9	42.7	加) 47%
无形资产摊销	133.5	44.6	199%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司 2017 年并购北京微格、瑞海方圆新确认无形资产 57 亿元，其中商誉 45.69 亿元，其他无形资产（商标、软件、业务合作协议和客户关系）增加 11.31 亿元，公司对其他无形资产每年进行摊销，由于 2017 年 9 月为合并日，从 2018 年开始毛利率同时受到无形资产摊销的影响致轻微下滑。其中，2018 年商誉外无形资产摊销 1.38 亿元，其中有 1.33 亿元计入收益成本中致毛利减少。

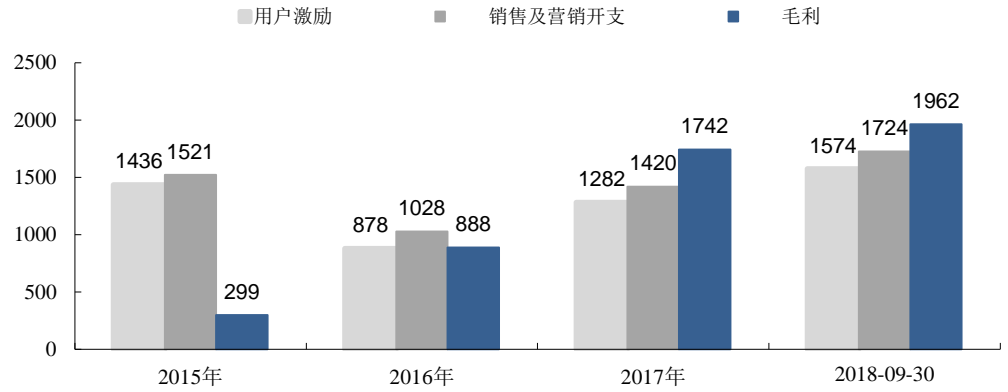
表 2：2017、18 年合并产生的无形资产摊销情况（亿元）

	2017 年	2018 年	2018 年增加
收益	25.48	37.55	12.07
收益成本	-8.06	-13.99	-5.93
毛利	17.42	23.56	6.14
业务合并新增无形资产余额	57.00	56.08	
其中：商标、软件、业务合作协议、客户关系	11.31	10.86	
商誉	45.69	45.22	
摊销额：商誉外无形资产摊销	-0.45	-1.38	0.93
商誉减值	-0.47	-0.63	0.16
剩余：商标、软件、业务合作协议、客户关系	10.86	9.48	
商誉	45.22	44.60	
摊销部分计入收益成本	-0.45	-1.33	0.89

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

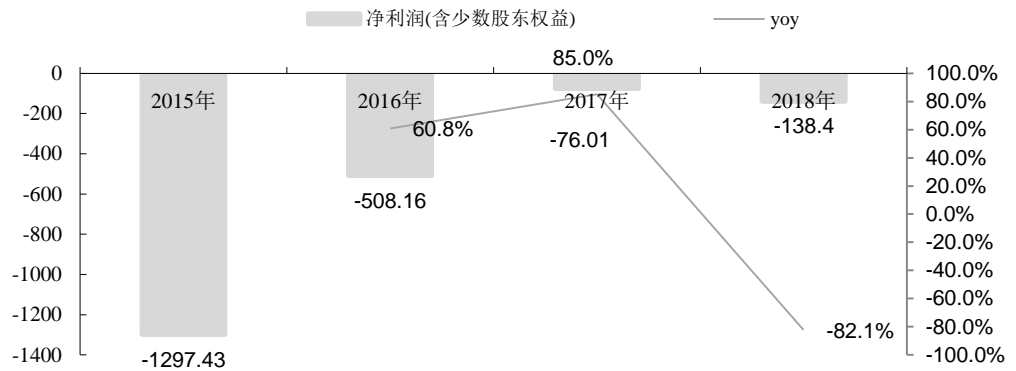
**高票补推高销售及营销开支费用，2019 年有望迎来利润释放期。**公司 2018 年销售及营销开支占销售收入的比重为 51.7%，相比去年占比 55.7% 有所下降，销售及营销开支主要为用户激励费用，即在票务平台成长初期为吸引用户提供的票补，在 2015 年时该费用远高于毛利，2016 年进入行业调整期票补总额显著下降，2017、2018 年在行业线上购票渗透率接近天花板的情况下，市场竞争加剧，票补体量有所提升。业绩方面，2015-2018 年均未有实现盈利，主要是由于公司为抢占市场份额，不断进行票补，推高销售及营销开支费用所致，但随着收入体量的增加以及收入结构的变化，2015-2017 年亏损幅度逐渐收窄，2018 年亏损幅度有所增加，亏损额为 1.38 亿元，主要由于一方面票补由于市场竞争因素有所增加，另外计提部分商誉减值对于公司业绩造成一定的拖累，我们认为随着市场格局的稳定，票补体量的较少，收入结构的持续优化，销售及营销开支费用有望大幅缩减，公司 19 年有望迎来利润释放期。

图 9：2015-2018 年 9 月用户激励费用与毛利比较（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

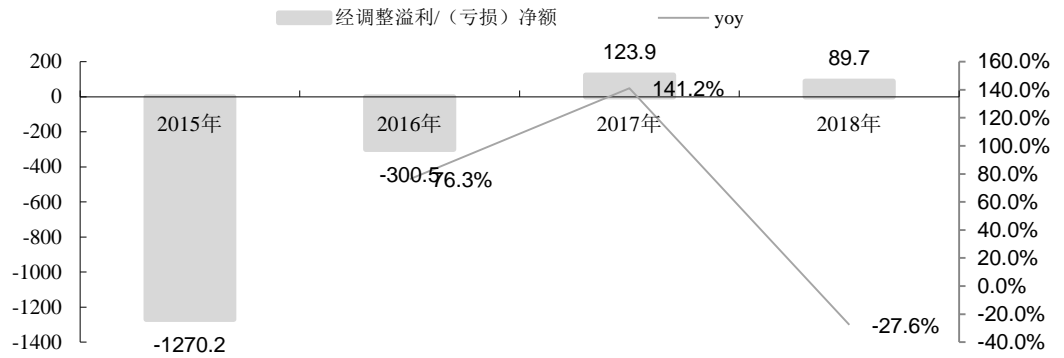
图 10：2015-2018 年净利润情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

以净利润为基准，加回以股份为基础的报酬、可转换债券及按公允价值计入损益的金融负债亏损净额和上市开支项目得到经调整的溢利/（亏损）净额项目，以去除股票估值变动的影响，可以看出公司在 2017 年已实现调整后盈利 1.24 亿元，2018 年实现调整后盈利 0.9 亿元，盈利下降主要由于 2018 年由于市场竞争加剧票补有所提高，导致销售费用居高不下拖累整体业绩。

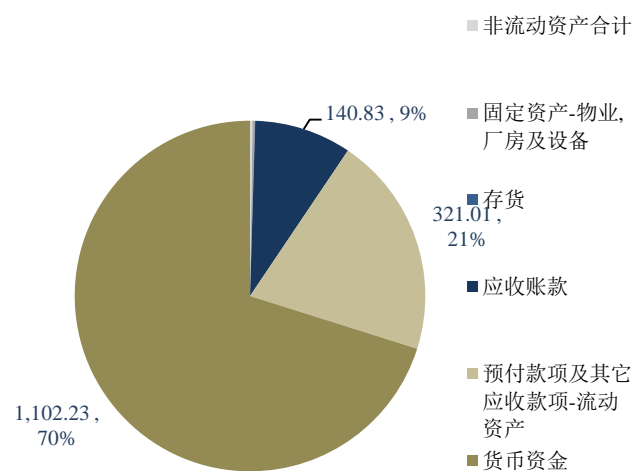
图 11：2015-2018 年经调整溢利/亏损净额（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

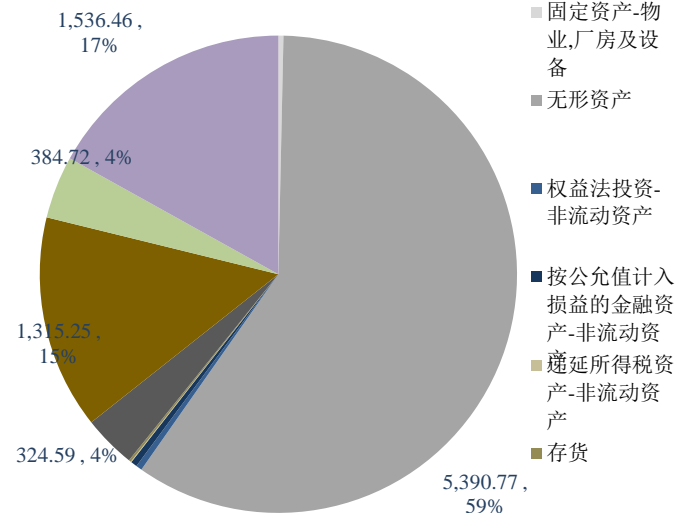
在资产构成方面，公司为轻资产互联网运营，2017年之前公司主要资产为现金和预付款项，在2017年公司并购北京微格时代（微影）和瑞海方圆产生大额商誉，拉高非流动资产占比，截至2018年末公司无形资产为53.91亿元，其中商誉为44.52亿元，占总资产比重为49.05%。

图 12: 2016 年各项资产占比情况 (百万元, %)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

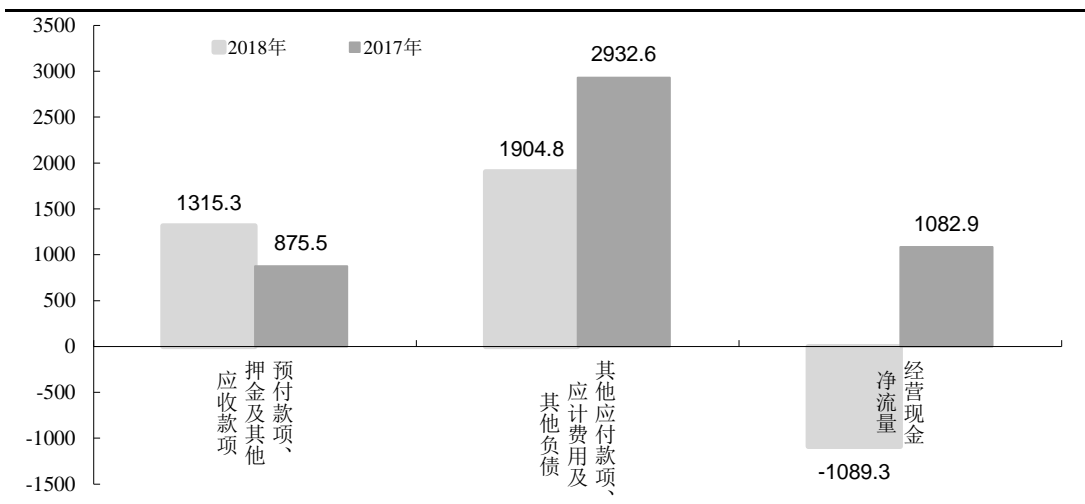
图 13: 2018 年各项资产占比情况 (百万元, %)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

现金流方面，票务业务贡献稳定现金流，18年结算较多和投资业务预付款增加导致18年经营现金流为大额负数。项目结算时间的不同会导致每年现金流差别较大，资产负债表中预付款项、押金与其他应收款反映与第三方票务平台的结算和公司投资电影电视剧项目的出资额，2018年该项资产大幅提高，其中电影及电视剧投资预付款项目提高3.6亿元，对应现金流出；负债中其他应付款反映了公司发行业务与上游制作方应结算的数额和与票务服务与下游电影院应结算数额的多少，2018年该项负债大幅降低近10亿元，说明结算金额提高，同样对应现金流出，导致公司2018年经营现金流大幅下滑，但总体来说，公司票务服务现金流为正，将2017/2018两年的其他应付项目结合来看，该部分总现金流为正，说明公司在结算之后仍有现金结余，主要业务现金流稳定。

图 14：营运资金变动及经营现金净流量变动情况（百万元）



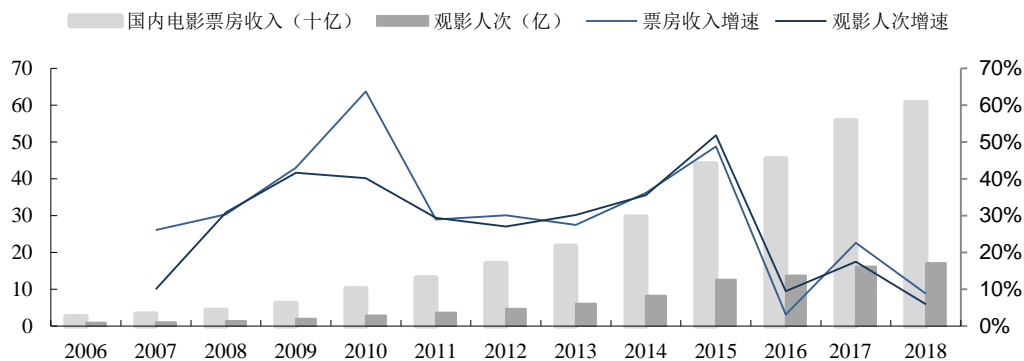
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 一个基本盘：在线票务龙头地位稳固，票补骤降下支撑业绩基本盘

### 2.1. 电影市场：内容驱动下行业增速放缓，对标海外需求端仍有空间

优质内容代替渠道扩张成为行业增长主要驱动力。2018 年头部内容票房占比进一步提高，“二八效应”愈加明显。而“内容为王”下，整体增速放缓是趋势，内容的打磨以及从编剧到人员梯队的培养，都需要较长的时间周期，我们认为票房市场正处于从旧增量向新增量过渡的阶段，期间将伴随着单银幕产出下降，旧影城的关闭，新建银幕培育周期加长，在未来 3-5 年内，票房增速将保持稳中有升的趋势，我们预计整体票房增速在未来 3-5 年内将维持在 0%-10% 增速范围内。

图 15：2006-2018 年国内票房收入和观影人次及增速情况

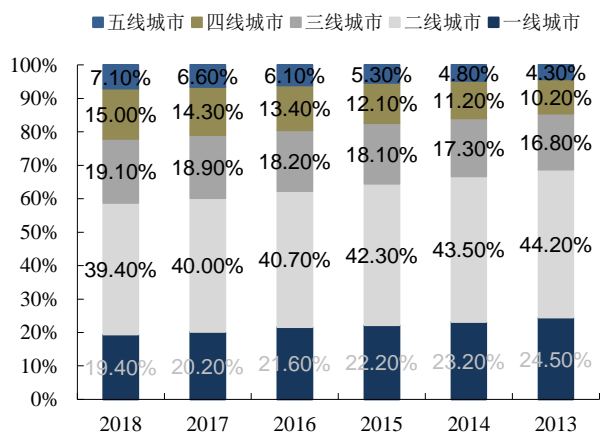


数据来源：猫眼专业版 app，艺恩咨询，东吴证券研究所

影院渠道下沉和城镇化率提高仍在继续，总观影人数仍有提升空间。目前我国电影

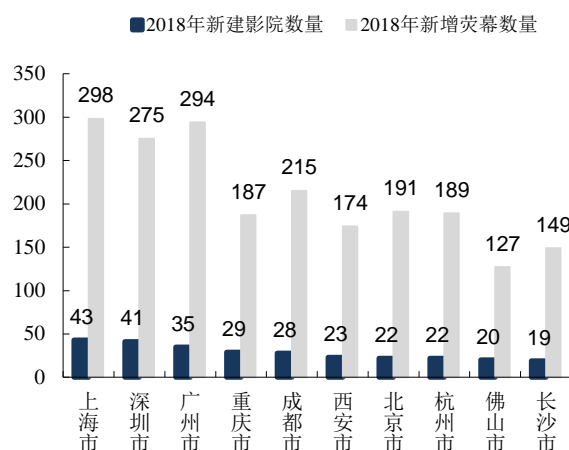
市场处在动能转轨阶段，渠道下沉逐渐成为票房增长的重要拉动力，低线城市票房占总票房比重逐年上升，二线城市屏幕数量仍在快速增长，渠道红利仍在，三四线影院运营效率较低，较一二线城市仍有较大提升空间；而且城镇化率的提高将带动观影总人口的提高，目前我国城镇人均观影频次已达 2.1 次，但按照全国 14 亿人口测算平均观影人次仅有 1.23 次，城镇化率的提高将解决限制非城镇地区人口观影的影院距离和硬件因素，释放人口观影潜力，目前我国城镇化率为 59.58%，而发达国家城镇化率大多在 75% 以上，城镇人口增长仍有空间。随着电影院渠道下沉和城镇化率的提高，观影人次仍有进一步的提升空间。

图 16: 2013-2018 年各线城市票房占比变化



数据来源：艺恩，东吴证券研究所

图 17: 2018 年新增影院数量 top10 城市

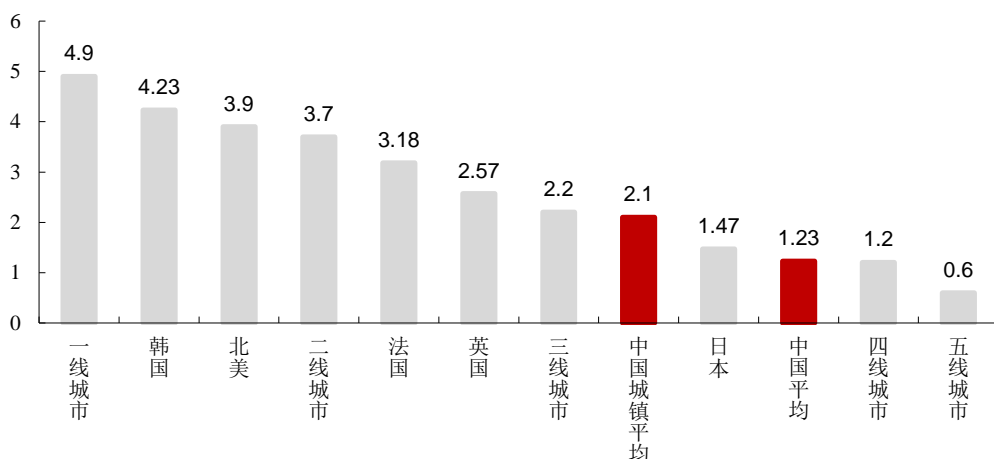


数据来源：艺恩，东吴证券研究所

**对标海外，我国观影用户黏性仍待提升。**我国观影的频次上存在显著的地区和年龄差异，随着低线城市和新生代对观影的促进，人均观影次数尚存在提升的空间，目前我国一线人均观影频次已达到 4.9 次/人/年，超过北美观影人次 3.9 次/人/年，二线城市人均频次紧随其后，三四五线城市频次仍有提升空间，参考韩国、北美、法国、英国和日本人均观影频次的均值，随着观影习惯的养成，我们预计我国人均观影人次在 2.0-2.5 的范围之内，考虑到 IMAX、巨幕和 VIP 观影对票价的提升、优质内容对支付意愿的驱动以及人均消费水平的提升，预计平均票价将稳中有升，落在 36-40 元之间。因此，根据我们的敏感性分析，乐观估计我国人均观影频次可达 2.5 次，平均票价增长至 40 元，市场规模可达 1400 亿；中性估计我国人均观影人次在 2.3 次的水平，平均票价约 38 元，市场规模在 1223 亿左右；悲观估计我国人均观影次数达到 2.1 次水平，平均票价为 36 元，则市场规模可达 1058 亿，整体票房仍有一定的增长空间。

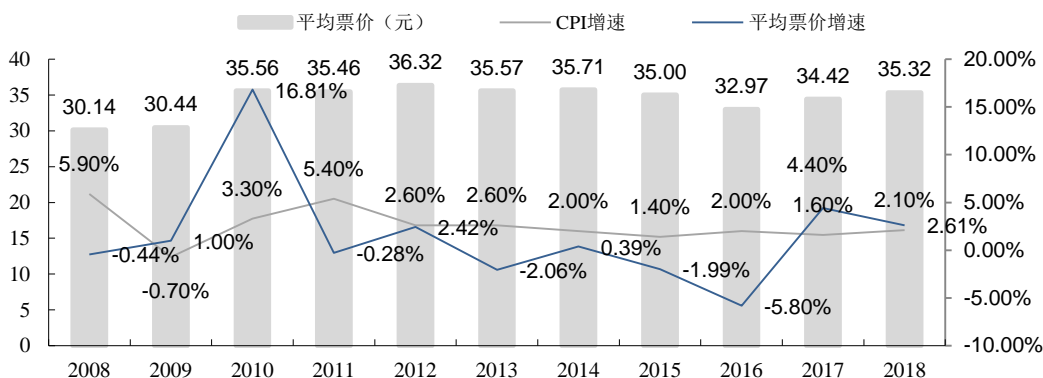


图 18: 人均观影次数测算 (次/人)



数据来源: 互联网资料, 艺恩咨询, 东吴证券研究所

图 19: 中国电影平均票价及增速



数据来源: 艺恩数据, 国家统计局, 东吴证券研究所

表 3: 票房市场空间测算 (假设人口基数为 14 亿, 单位: 亿元)

人均观影频次	平均票价 (元)		
	36	38	40
2.1	1058	1117	1176
2.3	1159	1223	1288
2.5	1260	1330	1400

数据来源: 东吴证券研究所测算

## 2.2. 在线购票渗透率接近天花板, 行业格局趋稳, 合并微影稳固龙头地位

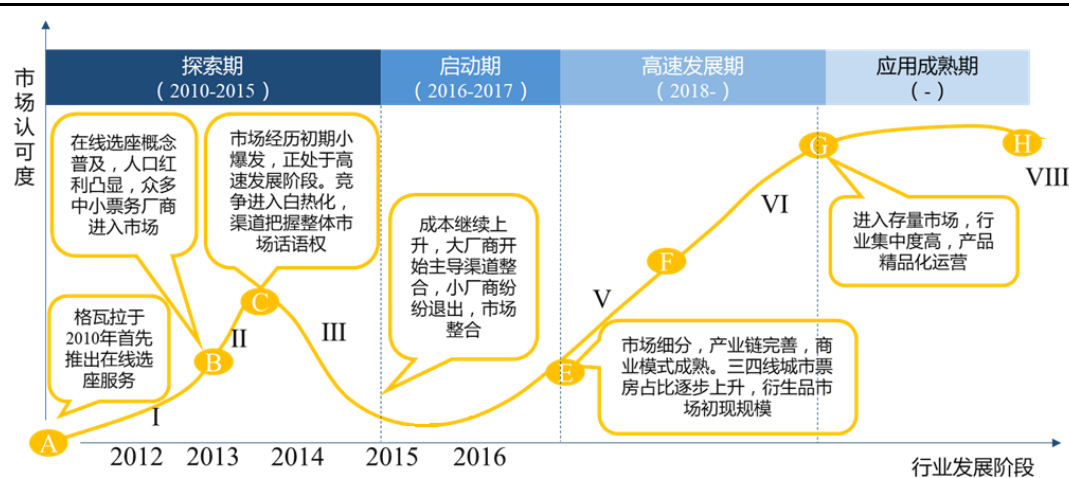
**在线票务平台发展历史:** 按照参与者竞争模式来看主要分为三个阶段, 2010-2015 的探索期, 这个时期从格瓦拉首推在线选票服务开始, 时光网次年紧随其后, 2010 年糯米进入, 2012 年美团开启电影在线选票入口, 为猫眼的前身; 2013 年之后 BAT 开始入

场争夺电影行业下游流量入口，百度并购糯米团购，淘宝成立电影事业部，开通淘票票平台，同年微影成立独立运营“微票儿”品牌，各种资本进入之后竞争开始白热化，票补投入引发的烧钱大战愈演愈烈，在顶峰的 2015 年有近 50 亿的票房来自票补，在这个阶段资本实力成为平台存活重要条件，中小票务平台逐渐退出市场，同时低价培养了用户的线上购票习惯，票务平台线上渗透率逐渐提高，渠道逐渐把握整个市场的话语权。

2016-2017 年是启动期，在这个阶段靠比拼资本实力的票补行为逐渐降温，但平台销售成本仍居高不下，虽市场占有率有一定提升，但龙头难分，各大平台仍处在抢地盘的阶段，小厂商纷纷退出，市场进一步整合，我们认为在猫眼合并微影形成双寡头格局时市场竞争基本到达尾声，同时在这一阶段，各平台逐渐意识到需要进行不同渠道的流量变现，并开始对产业链进行整合，实现纵向或横向拓展，为下一阶段各厂商选择深耕细分赛道奠定基础。

第三个阶段也就是 2018 年及以后，市场份额基本被猫眼和淘票票占据，市场集中度进一步提升，同时各参与者选择不同赛道发展业务，比如猫眼选择向产业链上游延申，利用自身优势切入发行端和投资制作环节，而淘票票则深耕数据赋能业务，为行业提供各种数据产品支持，同时产业链逐渐完善，商业模式成熟，渠道逐步下沉，三四五线城市成为业务新增长点，衍生品、广告收入等占比份额逐步提升。

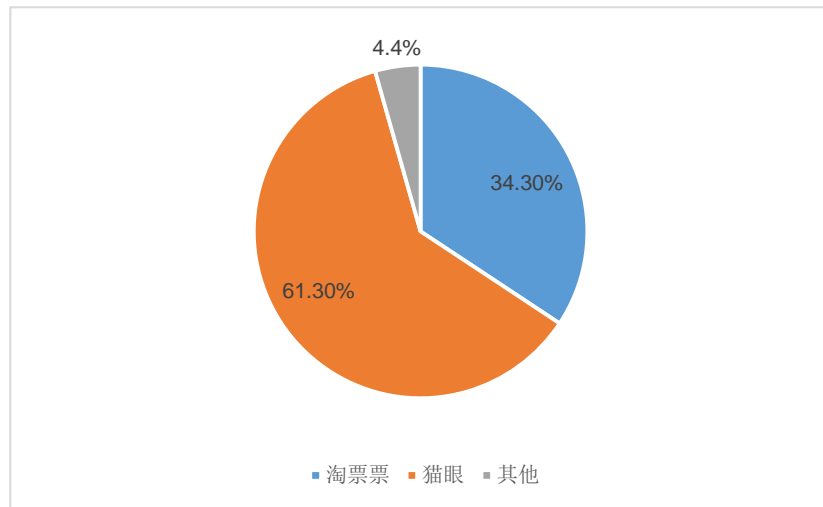
图 20：在线电影票市场 AMC 曲线



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

**电影票务行业竞争情况：**目前来看票务平台主要分为三类，占比份额最高的是专业票务平台，其中主要包括猫眼、淘票票等，猫眼招股说明书显示，猫眼的市场份额从 2015 年的 44.6% 增加到 2017 年的 47.1%，并购微影后增加到 61.3%，根据艾瑞咨询的数据，第二及第三大参与者市场份额为 34.3% 及 2.5%；第二类市场参与者为各电影院自建会员体系，比如万达影院自有会员，在院线内部建立会员体系有助于提高用户黏性，适合本地消费和拥有全国布局的电影院线，但就用户活跃度来说，该类会员仍不能与专业票务平台相比。另一种为传统柜台模式，目前柜台模式仍有接近 15% 的出票率，由于线下消费更具场景化和随意性，该类模式仍不能被线上完全取代。

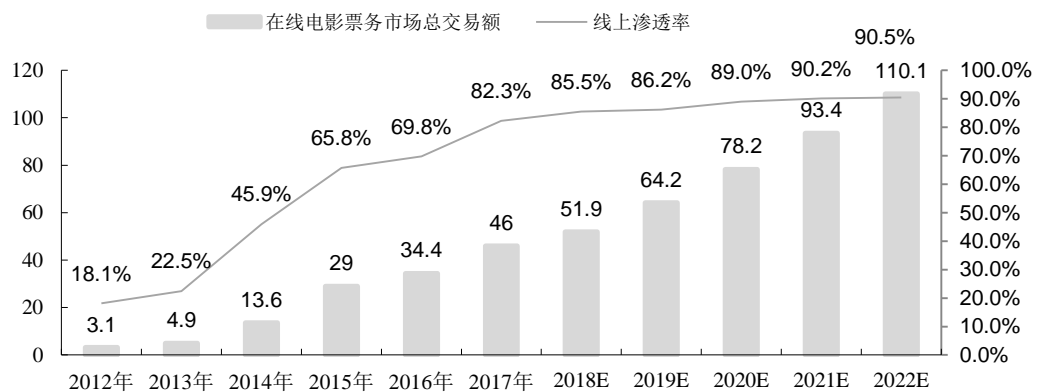
图 21：2018 年在线电影票务市场份额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**线上购票渗透率接近天花板。**根据艾瑞咨询的报告，在线票务平台发展至今渗透率不断提高，从 2012 年的 18.1% 的渗透率发展到 2018 年 85.5% 的线上渗透率，预期 2022 年线上渗透率将达 90%，考虑到传统柜台购票模式受消费场景和个人偏好影响，基本为刚需，并结合目前互联网普及程度，我们认为电影购票线上渗透率已接近天花板。

图 22：电影线上购票渗透率情况（按交易额测算）



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

### 2.3. 在线购票业务（电影票）未来三年增长的敏感性分析

在线票务行业规模测算：在线购票业务（电影票）收入=总观影人次（出票次数）\* 线上渗透率\*单次服务费

根据 2017、2018 年市场服务费总额和线上购票观影人次（总观影人次\*当年线上渗透率），测算出 2018 年线上购票单次平均服务费为 2.8 元，同比增长 8.34%；对照猫眼招股书披露数据，2018 年前 9 月电影票收入为 17.81 亿元，总出票数为 6.79 亿张，测算出公司单电影票平均服务费为 2.62 元，比市场服务费价格略低。

表 4：单次平均服务费测算

	2018 年	2017 年	同比增长
总票房 (亿元)	606.98	558.39	8.70%
扣除服务费后票房 (亿元)	565.84	523.86	8.01%
服务费 (亿元)	41.14	34.53	19.14%
观影人次 (亿次)	17.17	16.22	5.86%
单次平均服务费 (18 年观影人次*85.5%，17 年观影人次*82%，单位：元)	2.80	2.59	8.34%

数据来源：猫眼专业版 APP，东吴证券研究所

假设 1：根据前文，未来几年票房收入增长趋缓，2018 年我国观影人次 17.17 亿，较 2017 年同比增长 5.86%，我们假设未来三年观影人次复合增速范围在 3%-7% 之间；

假设 2：根据我们的测算，2018 年市场平均电影票服务费为 2.8 元，同比增长 8.34%，由于 2016 年服务费已经有过一次涨价且监管风险的存在让服务费价格存在不确定性，因此我们假设未来三年涨价空间复合增长率范围在 2%-4% 之间；

假设 3：根据前文论述，线下传统柜台模式具有刚需性，替代可能性不大，且目前渗透率已达 85.5% 的高位，未来提升空间有限，假设线上渗透率保持稳定略有增长；

表 5：观影人次增速和服务费价格对市场规模的敏感性分析 (亿元)

服务费单价增速	观影人次增速		
<b>2019 年</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>
2%	43.22	44.06	44.90
3%	43.65	44.49	45.34
4%	44.07	44.92	45.78
<b>2020 年</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>
2%	45.41	47.19	49.00
3%	46.30	48.12	49.97
4%	47.21	49.06	50.94
<b>2021 年</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>
2%	47.71	50.54	53.48
3%	49.12	52.04	55.07
4%	50.57	53.57	56.69

数据来源：东吴证券研究所测算

猫眼电影票务收入=市场服务费总收入\*猫眼市场占有率

假设 4：公司 2018 年报显示按总交易额计公司市场占有率为 60% 以上，由于公司单电影票服务费略微低于市场平均价格，按服务费收入计市场占有率可能略低于该数，

我们假设未来三年猫眼市场占有率在 55%~65%之间；

我们将下限定义为服务费复合增速在 2%，观影人次复合增速在 3%；中性定义为服务费复合增速在 3%，观影人次复合增速在 5%；上限定义为服务费复合增速在 4%，观影人次复合增速在 7%。

表 6：未来三年市场占有率对公司电影票务收入敏感性分析（亿元）

	猫眼市场占有率	55%	58%	60%	62%	65%
2019 年	下限	23.77	25.07	25.93	26.80	28.09
	中性	24.47	25.81	26.70	27.59	28.92
	上限	25.18	26.55	27.47	28.38	29.76
2020 年	下限	24.97	26.34	27.25	28.15	29.52
	中性	26.47	27.91	28.87	29.83	31.28
	上限	28.02	29.55	30.57	31.59	33.11
2021 年	下限	26.24	27.67	28.62	29.58	31.01
	中性	28.62	30.18	31.22	32.27	33.83
	上限	31.18	32.88	34.01	35.15	36.85

数据来源：东吴证券研究所测算

综上所述，我们测算出在电影票服务费市场总规模 2019 年预计在 43.22~45.78 亿之间，2020 年预计在 45.41~50.94 亿之间，2021 年预计在 47.71~56.69 亿之间，未来三年复合增长率预计在 5.06%~11.28%之间；按中性估计，在猫眼市占率维持在 60%的水平下，未来三年猫眼猫眼电影票务收入分别为 26.70、28.87、31.22 亿元，复合增长率分别为 8.2%。

### 3. 三个增长点：深度切入互联网流量运营提供弹性增量

#### 3.1. 公司弹性增长点一：切入产业链上游影片发行业务

##### 3.1.1. 技术上：数据赋能提高影片发行策略灵活度，提高发行成功率

票务平台利用大数据分析引导宣传与影院排片，相较传统发行效率更高。票务平台对影院票房实时监控，终端应用可获得用户行为数据和用户反映数据，利用大数据进行分析可对票房进行实时预测，并获得观影用户画像，引导影院排片和制定灵活的发行策略，比如预告片的播放数据、预售数据、想看指数、观影评论等前台观众互动数据。不同于传统发行以地推为主的模式，主要依靠合作关系宣传、联系影院协调电影排片等，票务平台获取数据更及时，策略调整上更具灵活性，这些优势让票务平台在宣发上更具优势，在发行上也逐渐从协助发行转为主控发行，比如宁浩作品《疯狂外星人》主动联系猫眼作为主控发行商。目前淘票票已累计参与发行电影作品 76 部，猫眼已累计参与发行 111 部电影，包括《流浪地球》、《战狼 2》、《红海行动》、《唐人街探案 2》、《美人鱼》、《我不是药神》等优秀高票房电影作品。



表 7：2018 年票房前 25 的影片发行方

排名	影片名	猫眼	淘票票	上映日期	总票房（万）	国家及地区
1	红海行动	√	√	2018/2/16	365078	中国/中国香港
2	唐人街探案 2		√	2018/2/16	339769	中国
3	我不是药神		√	2018/7/5	309996	中国
4	西虹市首富		√	2018/7/27	254757	中国
5	复仇者联盟 3: 无限战争			2018/5/11	239053	美国
6	捉妖记 2	√		2018/2/16	223708	中国香港/中国
7	毒液：致命守护者			2018/11/9	187013	美国
8	海王			2018/12/7	185218	美国
9	侏罗纪世界 2			2018/6/15	169588	美国
10	前任 3：再见前任		√	2017/12/29	164667	中国
11	头号玩家			2018/3/30	139666	美国
12	后来的我们	√		2018/4/28	136152	中国
13	一出好戏	√		2018/8/10	135505	中国
14	无双		√	2018/9/30	127376	中国/中国香港
15	碟中谍 6：全面瓦解			2018/8/31	124522	美国
16	巨齿鲨			2018/8/10	105178	美国
17	狂暴巨兽			2018/4/13	100395	美国
18	超时空同居			2018/5/18	89988	中国
19	蚁人 2：黄蜂女现身			2018/8/24	83156	美国/英国
20	无名之辈		√	2018/11/16	79409	中国
21	无问西东			2018/1/12	75430	中国
22	神秘巨星			2018/1/19	74707	印度
23	西游记女儿国		√	2018/2/16	72738	中国
24	摩天营救			2018/7/20	66981	美国
25	黑豹			2018/3/9	66259	美国

数据来源：艺恩，东吴证券研究所

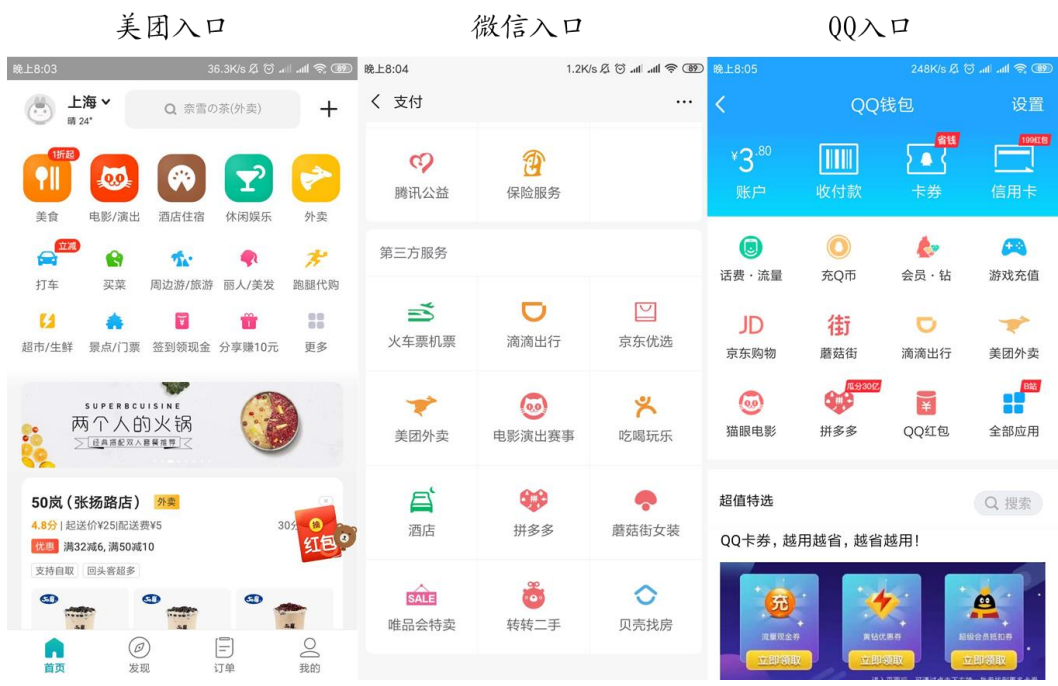
### 3.1.2. 渠道上：C 端服务形成线上流量网络效应，与光线地推团队具有协同优势

从行业看，分散的上游制片要求发行拥有强大的下游分发能力。由于上游的影片制作团队高度分散，且每年生产影片达 7000 部左右，为典型的供大于求市场，制作方需要专业有影响力的发行团队帮助影片宣发，目前市场上相对于制作公司发行公司的市场集中度更高。

与观众的关系：与美团点评、腾讯的战略合作伙伴关系为公司提供优质流量渠道。公司和用户对接的线上渠道包括猫眼 app、美团点评和腾讯社交软件如 qq 钱包、微信等，

截至 2018 年 9 月，猫眼 app 月活为 680 万，美团终端月活 7220 万，微信及 QQ 端月活 5560 万；我们预期与腾讯和美团点评的合作关系将会持续，因公司是 qq 钱包和微信的唯一娱乐票务入口，为与阿里系淘票票在电影售票领域相抗衡和争抢线下消费场景，腾讯预期不会改变合作关系，票务平台可为美团提供消费人群引流，同时公司历史上为美团点评孵化公司，预期与美团点评的合作也不会中止。

图 23：公司与其他互联网流量平台的合作



数据来源：美团、微信、QQAPP，东吴证券研究所

表 8：票务平台在各终端交易额和月活数据

	2015 年	2016 年	2017 年	2017 年 9 月	2018 年 9 月
<b>平均月活跃用户（百万）</b>					
自有应用程序	9.1	7.8	7	5.2	6.8
微信及 QQ 应用程序			43.4		55.6
美团及大众点评应用程序	31.8	49.8	66.2	67.6	72.2
<b>电影票总交易额（百万）</b>					
自有应用程序	2681.7	2241.5	2675.4	1786.1	2554.5
微信及 qq 应用程序			1644.1		7737.2
美团及大众点评应用程序	10220.1	12189.6	17360.1	13154.5	15333
<b>电影票务服务的交易用户数据（百万）</b>					
自有应用程序	13.1	8.6	9.2	6.2	7.4
微信及 QQ 应用程序			13.4		40.9

美团及大众点评应用程序 65.6 68.6 79.9 68.4 72.3

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**与影院的关系：**公司与线下影院保持良好关系，截至2018年9月30日，公司与国内95.2%的电影院合作，覆盖全国600多个城市，大股东光线传媒拥有行业内首屈一指的地推团队，可通过定期举行活动比如电影首映、主创见面会、影迷活动等进行线下推广，进口动画《你的名字》的宣传即为“线上精准创意营销+线下推广造势”组合发行策略的成功案例，单晚预售突破3000万元。

### 3.1.3. To B 业务赋能产业链提高公司知名度，有助于获得制作端优秀项目资源

公司在to b端推出各种专业工具、提供数据咨询服务，打造高粘性娱乐业专业人员社区，赋能娱乐行业数字化升级，在提高公司知名度、影片发行项目的同时也可帮助公司获得更多优秀投资项目，向产业链上游延伸业务。

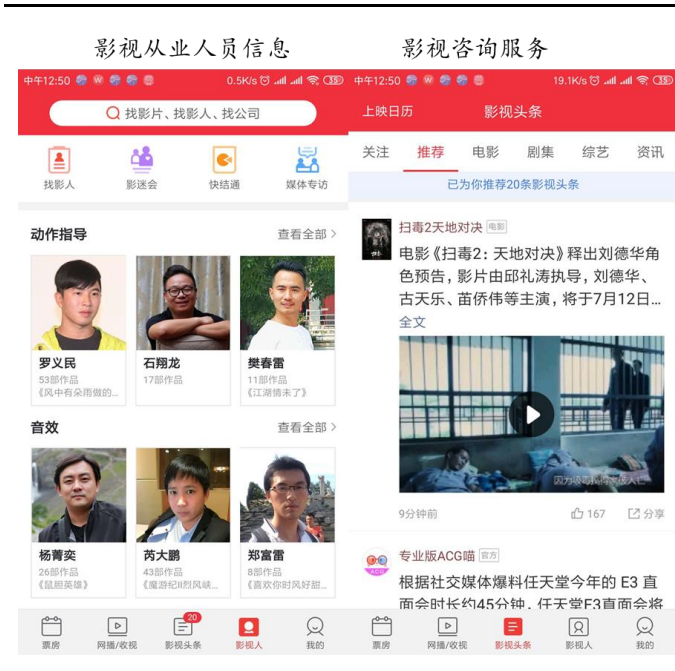
**推出猫眼专业版 app，提供行业数据支持，打造从业人员社区。**该 app 可帮助从业人员和影视爱好者查询电影实时票房数据、电视剧、综艺等播放量、热度等专业数据，提供电影票房预测数据，帮助制片人了解消费者观影趋势，做出正确的投资决策。同时还提供行业咨询服务，帮助人才流通，打造高凝聚度专业人员社区，可帮助提升公司在行业内的口碑，提高品牌知名度，开拓公司在投资、发行阶段的全产业链资源，获取更多潜在投资机会。

图 24：猫眼专业版 app 提供实时票房数据、票房预测、评分等功能



数据来源：公司公告，猫眼专业版 app，东吴证券研究所

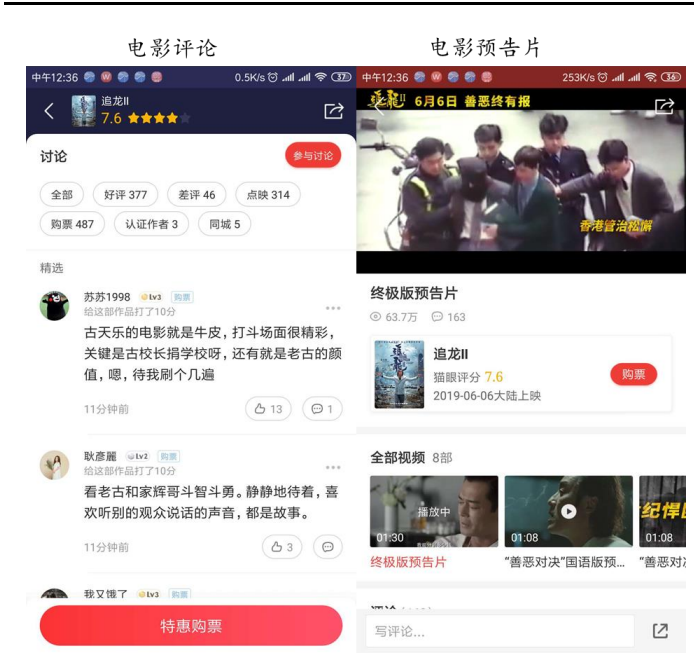
图 25：猫眼专业版 app 的专业人员社区功能



数据来源：猫眼娱乐 app，东吴证券研究所

推出影片评分功能，为娱乐内容市场提供口碑和认可度指标。与豆瓣电影评分为深度人群评分不同，猫眼评分主要为普通电影观众做出，更具一般性的参考价值，评分体系和论坛可帮助提高用户黏性，也可作为专业人士的参考数据，提高平台权威性。截至2018年9月30日，公司平台上预告片播放量累计22亿次，电影评分1580亿条，评论7060万条。

图 26：猫眼 app 的电影评论和预告片



数据来源：猫眼 app，东吴证券研究所

面向电影院推出了 SaaS 软件电影院管理服务系统服务，主要功能包括运营数据魔



方、电影院促销工具、会员管理、商品销售管理、运营管理、结算管理等功能，有助于公司与电影院合作关系的保持。

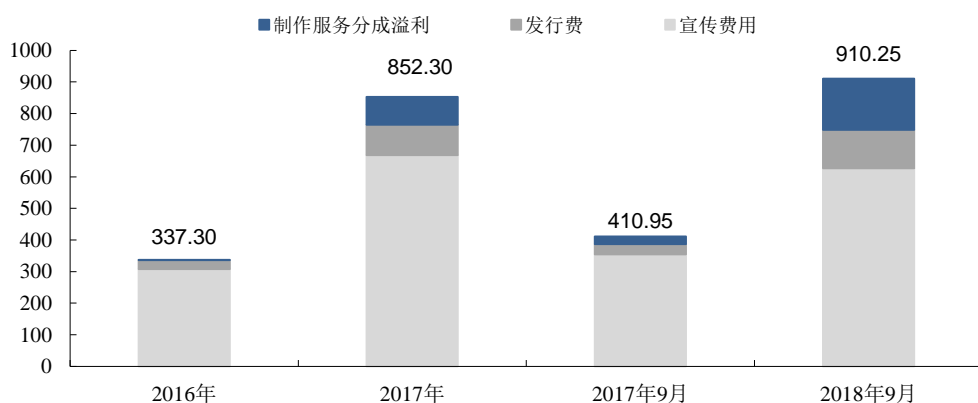
图 27：公司面向电影院提供的 SaaS 软件服务



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

综上，公司拥有广泛的覆盖、品牌认可度、数据和技术、行业洞见以及运营专长，除了电影票务业务外也布局了产业链上游的电影发行和投资业务。公司从 2016 年开始从事影片发行业务，2018 年实现收入 10.69 亿元，对收入的贡献稳定在 20% 以上，2018 年参与了《来电狂想》、《李茶的姑妈》、《邪不压正》、《我不是药神》、《捉妖记 2》等影片的发行。根据艾瑞咨询的报告，截至 2018 年 9 月，公司成为国内最大的国产电影主控发行商。

图 28：娱乐内容服务收入明细（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 9：公司参与发行的影片

片名	上映时间	公司角色	综合票房（百万元）
----	------	------	-----------



驴得水	2016年10月	主控发行方、联合出品方	172
我不是潘金莲	2016年11月	主控发行方、联合出品方	482
情圣	2016年12月	主控发行方、联合出品方	657
大闹天竺	2017年1月	主控发行方	756
羞羞的铁拳	2017年9月	主控发行方、联合出品方	2213
天才枪手(泰国)	2017年10月	协助推广	271
前任 3: 再见前任	2017年12月	联合出品方	1941
神秘巨星(印度)	2018年1月	协助推广	747
捉妖记 2	2018年2月	主控发行方、联合出品方	2237
熊出没: 变形记	2018年2月	联合出品方	606
水形物语(美国)	2018年3月	协助推广	105
后来的我们	2018年4月	主控发行方、联合出品方	1361
我不是药神	2018年7月	联合出品方	3098
邪不压正	2018年7月	主控发行方、联合出品方	583
李茶的姑妈	2018年9月	联合出品方、主控发行方	604
来电狂响	2018年12月	联合出品方、主控发行方	618

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司收购欢喜传媒, 预期将获得更多优质投资项目。公司从 2016 年始共参与制作电影 31 部, 总体业绩为盈利, 18 年年报显示公司对电影电视剧制作的预付账款增加 3.6 左右, 说明公司 18 年已布局新的投资, 同时公司在 19 年 3 月认购欢喜传媒 15% 的股份, 欢喜传媒绑定众多知名导演比如宁浩、徐峥等, 预期公司将获得更多优质投资项目, 也将增加在行业内的影响力。

表 10: 电影制作项目收益亏损明细(百万)

	2016 年	2017 年	2018 年前 9 月
获利的电影制作项目毛利	7.3	65.8	116.8
获利的电影制作项目收益	7.3	78.6	159.6
按净额基准	7.3	4.1	14.9
按总额基准	—	74.5	144.7
获利的电影制作项目成本	—	-12.8	-42.8
亏损的电影制作项目毛损	-6.1	-37.9	-67.7
亏损的电影制作项目收益	-6.1	9.1	2.3
按净额基准	-6.1	-3.4	-14.3
按总额基准	—	12.5	16.6
亏损的电影制作项目成本	—	-47	-70
电影制作项目的总收益	1.2	87.7	161.9

按净额基准	1.2	0.7	0.6
按总额基准	—	87	161.3
电影制作项目的总成本	—	-59.8	-112.8
净额	1.2	27.9	49.1

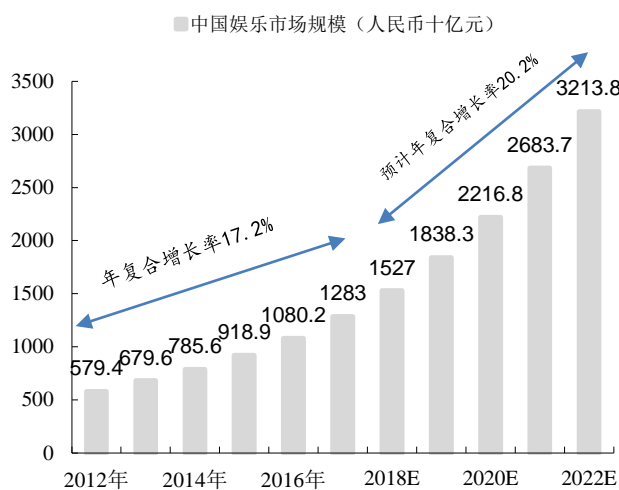
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 公司弹性增长点二：消费升级和娱乐多样化趋势打开现场娱乐票务业务新局面

电影票务空间规模受行业总票房空间的限制，龙头核心票务平台也逐渐加大全娱乐票务平台的布局，目前主要包括文化演出、体育赛事、艺术展览等方面；对标美国市场，电影票房在 105 亿美元，演出票房在 68 亿美元，体育票房在 150 亿美元，我国演出票房只有美国的三分之一，在 23 亿美元左右，体育市场更是只有美国的 50 分之一，只有 3 亿美元，未来的空间较大。根据艾瑞报告，以总交易额计算，现场娱乐在线票务市场由 2012 年的 14 亿元增加到 2017 年的 71 亿元，预计 2022 年增长到 244 亿元，复合增长率达 28.1%。

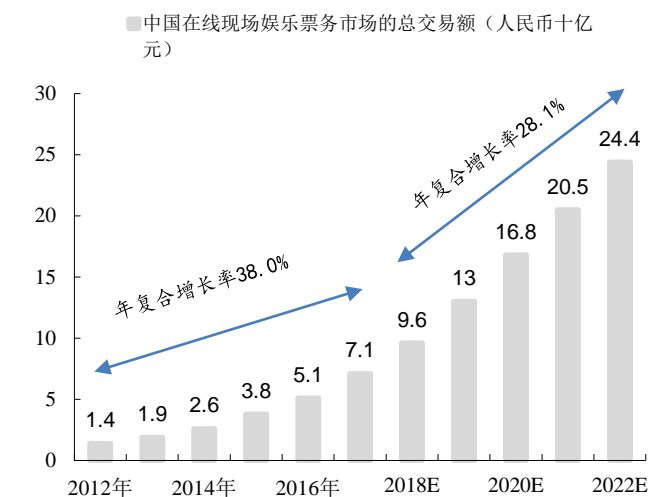
龙头票务平台扩充演出、体育票务的原因不只是源于电影票务空间有限和加强平台竞争优势，也是基于消费者娱乐需求，随着消费的进一步升级，生活娱乐的需求像演出、体育赛事等也将进一步的扩张。在线电影票务平台切入全娱乐具有独特的用户、流量基础以及资源的优势，另外一方面布局全娱乐票务平台也能进一步的完善平台粘性，对平台起到引流的作用。

图 29：中国娱乐市场规模



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图 30：中国在线现场娱乐票务市场规模

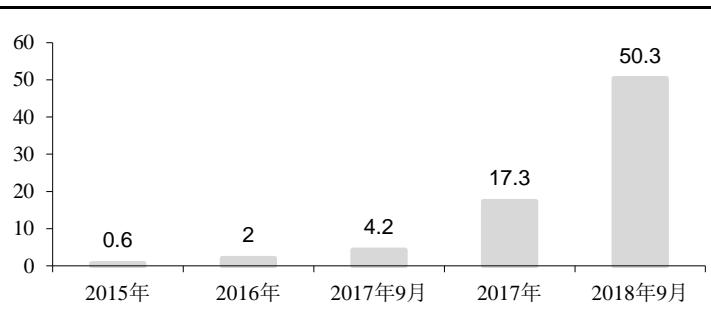


数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

随着现场娱乐市场规模的扩大，公司在线现场娱乐票务预期会有较大增长。2018 年前 9 月公司在线现场娱乐票务收入相比上年同期增长近 10 倍，达到 5030 万元，总交易额在 2017 年为 3.32 亿元，平均佣金率 5.21%，2018 年前 9 月为 7.74 亿元，平均佣金

率为 6.5%。公司目前为中国第二大现场娱乐票务服务网站，截至 2018 年 9 月市场占有率为 11.3%，有超过 2000 家业务合作伙伴。根据艾瑞给出的在线现场娱乐市场总交易额及公司市场占有率和平均佣金率，对未来服务费收入的测算结果显示，保守估计市场占有率 15%、平均佣金率 8% 时到 2022 年能保持 26.3% 的年复合增长率。

图 31: 2015 年-2018 年 9 月在线现场娱乐票务收入 (百万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 11: 保持市场占有率 (11.3%) 不变，收入对佣金率的敏感性分析 (亿元)

	2019E	2020E	2021E	2022E
市场规模	130	168	205	244
佣金率				
5%	0.73	0.95	1.16	1.38
6%	0.88	1.14	1.39	1.65
7%	1.03	1.33	1.62	1.93
8%	1.18	1.52	1.85	2.21
9%	1.32	1.71	2.08	2.48
10%	1.47	1.90	2.32	2.76

数据来源：东吴证券研究所测算

表 12: 保持佣金率 (6.5%) 不变，收入对市场占有率的敏感性分析 (亿元)

	2019E	2020E	2021E	2022E
市场规模	130	168	205	244
市场占有率				
10%	0.8	1.1	1.3	1.6
15%	1.3	1.6	2.0	2.4
20%	1.7	2.2	2.7	3.2
25%	2.1	2.7	3.3	4.0
30%	2.5	3.3	4.0	4.8
35%	3.0	3.8	4.7	5.6

数据来源：东吴证券研究所测算

表 13: 假设市占率 15%，佣金率 8%时服务费收入情况 (亿元)

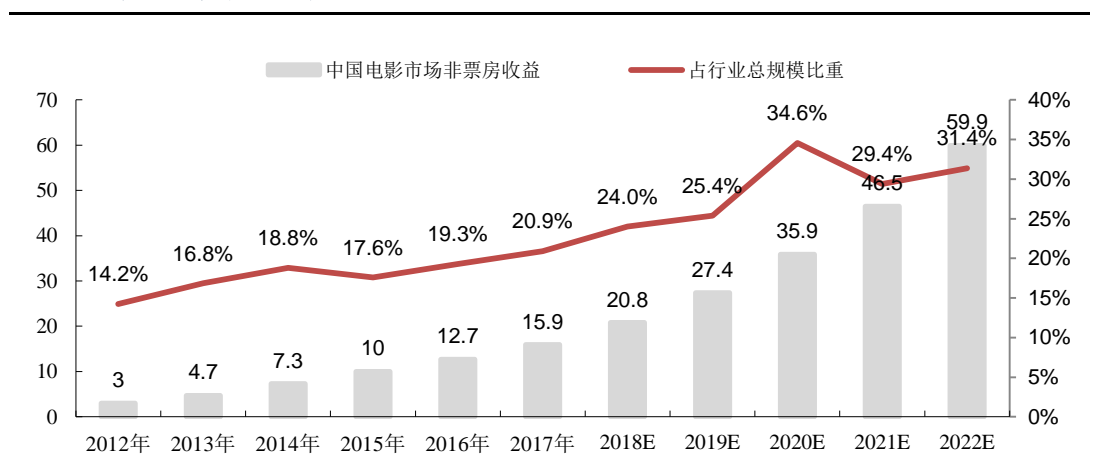
	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
市场规模	96	130	168	205	244
服务费收入	1.152	1.56	2.016	2.46	2.928
yoy		35.4%	29.2%	22.0%	19.0%

数据来源: 东吴证券研究所测算

### 3.3. 公司弹性增长点三: 基于流量运营的电商及广告收入潜力已显

中国电影非票收入占比逐渐提升, 预期公司食品饮料销售和票房收入观影人次增长趋同, IP 衍生品收入预期有较快增长。从下游衍生品来看, 衍生品逐渐成为整个电影产业未来发展最有潜力的一环, 相对于美国的衍生品销售比例来看, 我国的衍生品销售份额占比仍然较低, 一方面是目前国内还没有形成如美国迪士尼等完整的 IP 衍生品变现模式, 另一方面国内盗版也是比较重要的影响因素之一, 随着产业链的完善以及国内政策对于盗版打击的趋严, 这一领域的变现有望超过市场的预期, 成为电影产业增速最快的细分领域之一, 比如《魔兽》、《变形金刚》等衍生品都带来了较为可观的收入, 我们预计在未来三年内衍生品有望占电影票房收入的 25%, 预计市场规模有望达到 200 亿左右, 在线票务平台有望参与衍生品从制作到售卖的全过程, 比如时光网的衍生品制作团队为目前我国优秀的衍生品制作团队, 猫眼等也会基于自身的流量优势成为最重要的衍生品售卖平台之一。

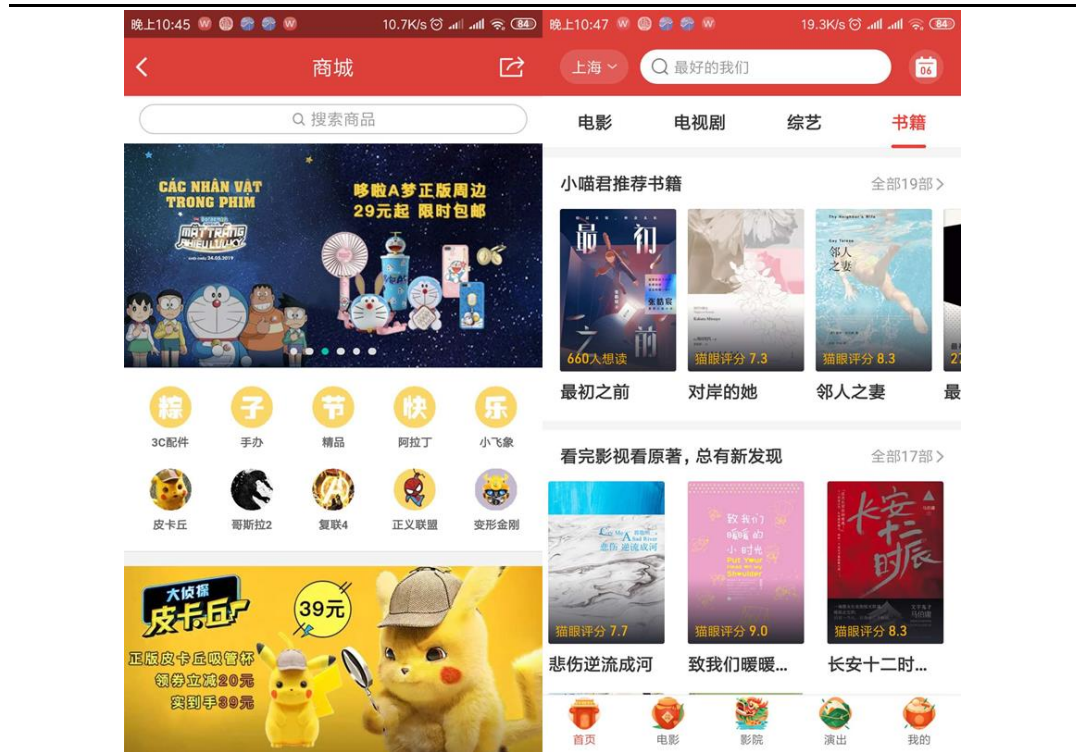
图 32: 中国电影市场非票收益占比情况 (亿元)



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

公司深度布局 IP 周边和书籍市场, 未来业绩高增长可期。作为在线售票平台, 公司能够直接广泛地触及观影人群, 具有先天的 IP 周边销售优势, 在用户信息栏目中设置了周边商城的入口, 上架的周边覆盖了 3C 配件、手办、书籍等多种品类产品; 在首页的书籍栏中猫眼上架了电影 IP 原版书籍, 吸引对看过电影对 IP 有强烈兴趣的观众购买。

图 33: 猫眼商城和电影 IP 原版书籍推荐界面

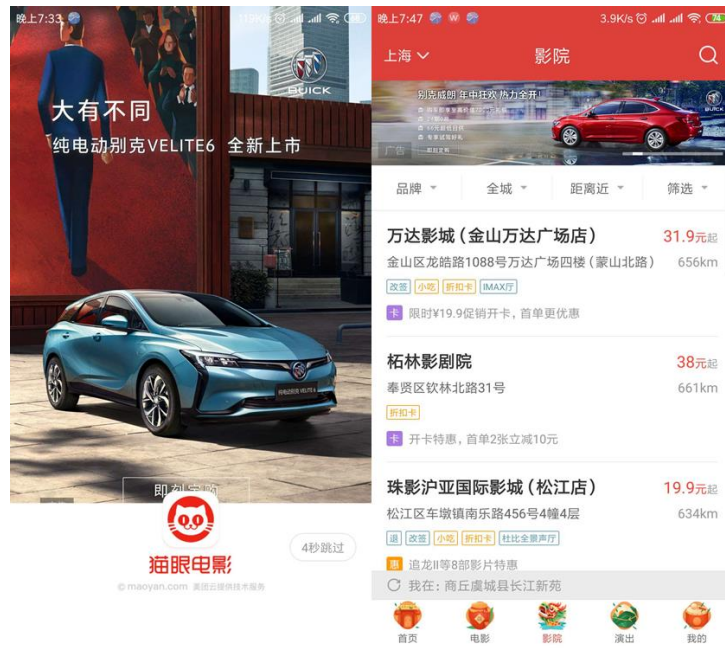


数据来源：猫眼 app，东吴证券研究所

广告主偏爱垂直用户群体，广告收入增长迅速，2018 年同比增长 168%，超过电商业成为第三大收入来源，广告商数据从 2015 年的 2 名增长到了 2017 年的 72 名，截止到 2018 年 9 月共有广告商 52 名和一名广告代理商。广告主主要来自互联网服务、汽车、电子和消费品行业，而猫眼 app 的用户主要为电影爱好者，对优质内容感兴趣并具有较强的消费能力，线上购票反映该类用户群体有较强的互联网黏性，与广告产品存在高贴合度，猫眼 app 广告资源逐渐受到市场认可。同时公司还提供公众号平台的文章推送广告和线下宣传广告，依托于公司线下活动能力（路演、影院活动及主创见面会等），公司在电影发行业务持续走高的同时线下广告收入也将水涨船高。

图 34：猫眼 app 中的广告位





数据来源：猫眼 app，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测

### 4.1. 收入预测

公司收入分为四个部分，分别为在线票务服务业务、娱乐内容服务业务、娱乐电商业务和广告及其他业务，其中在线票务服务业务分为电影票务业务和现场娱乐票务业务，因各业务盈利模式和收入确认方式不同，采用分部预测收入的方法。

在线票务服务业务：

电影票务业务收入主要决定因素有服务费收入和市场占有率，服务费收入主要受观影人次和服务费单价的影响，由于电影市场增速放缓，我们假设 2019、2020、2021 年的观影人次复合增长率为 3%~7%，服务费复合增长率在 2%~4%，猫眼的市场占有率在 55%~65%，测算得出电影票务业务 2019 年收入在 24-30 亿之间，2020 年收入在 25-33 亿之间，2021 年收入在 26-37 亿之间，取参数中间值我们预计 2019、2020、2021 年收入分别为 26.70、28.87、31.22 亿。

表 14：电影服务费收入测算（百万元）

	2018 年	2019E	2020E	2021E
总观影人次	1717.00	1802.85	1892.99	1987.64
线上出票数（总观影人次 *85.5%）	1468.04	1541.44	1618.51	1699.43
%yoy	5.9%	5.0%	5.0%	5.0%
单次服务费	2.80	2.89	2.97	3.06
%yoy	11.9%	3.0%	3.0%	3.0%

市场占有率	53.7%	60.0%	60.0%	60.0%
总服务费	4114	4449	4812	5204
%yoy	19.1%	8.2%	8.1%	8.2%
电影服务费收入	2209.73	2669.6	2887.1	3122.4
%yoy	50.0%	20.8%	8.2%	8.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

现场娱乐票务业务收入主要影响因素有现场娱乐市场总交易额、公司市场占有率和佣金率，考虑到我国现场娱乐正处于快速发展阶段，使用艾瑞咨询的数据未来三年市场规模分别为 13 亿、16.8 亿和 20.5 亿元；考虑到公司渠道资源丰富，未来市占率可能有较大提升，假设市占率以每年 3% 速度增长，未来三年市占率能达到 14.3%、17.3% 和 20.3%；同时公司该业务收取的佣金率在 3%~30% 之间，17 年平均佣金率 5.21%，18 年前 9 月平均佣金率为 6.5%，假设 2018 年全年佣金率与前 9 个月持平，未来三年内佣金率每年增长 1%，19~21 年佣金率分别假设为 7.50%、8.50%、9.50%，预期 2019 年现场娱乐票务收入在 1.4 亿元。

表 15：现场娱乐票务收入预测（百万元）

	2017 年	2018E	2019E	2020E	2021E
现场娱乐总交易额	331.80	1084.80	1859.00	2906.40	4161.50
%yoy		227%	71%	56%	43%
现场娱乐市场总规模	7100.00	9600.00	13000	16800	20500
%yoy		35%	35%	29%	22%
市场占有率	4.67%	11.30%	14.30%	17.30%	20.30%
佣金率	5.21%	6.50%	7.50%	8.50%	9.50%
现场娱乐票务收入	17.30	70.51	139.43	247.04	395.34

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

娱乐内容服务主要包括影片的发行业务和投资业务，考虑到公司的渠道优势地位、发行电影的数目逐年增长以及未来更多优质项目的投资机会，给予 19~21 年该项业务的增长率为 25%、20%、18%，预期未来三年收入为 13.36 亿元、16.03 亿元、18.91 亿元。

表 16：娱乐内容服务收入预测（百万元）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
娱乐内容服务收入	337.30	852.30	1,068.62	1,336	1,603	1,891
同比增长		152.7%	25.4%	25.0%	20.0%	18.0%
占总收入的比重	24.5%	33.4%	28.5%	28.0%	28.8%	29.4%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

娱乐电商服务主要包括出售影院食品饮料的服务费收入和出售衍生 IP 产品的直接

和渠道收入，主要与平台线上出票数 and 用户购买习惯相关，考虑到公司线上出票数逐年增长且目前衍生IP产品行业的快速发展，给予19~21年该项业务的增长率为40%、35%、25%，预期未来三年收入为2.74亿元、3.70亿元、4.63亿元。

表 17：娱乐电商服务收入预测（百万元）

	2016年	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E
娱乐电商服务	15.47	127.23	195.85	274	370	463
同比增长	1012.9%	722.4%	53.9%	40.0%	35.0%	25.0%
占总收入的比重	1.1%	5.0%	5.2%	5.8%	6.7%	7.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

广告业务收入与平台月活相关，考虑到平台流量扩大、垂直用户更受广告主欢迎，广告业务正处在快速发展期，给予19~21年该项业务的增长率为60%、30%、20%，预期未来三年收入为3.36亿元、4.37亿元、5.25亿元。

表 18：广告服务及其他收入预测（百万元）

	2016年	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E
广告服务及其他	64.68	78.42	210.26	336	437	525
同比增长	7334.5%	21.2%	168.1%	60%	30.0%	20.0%
占收入的比重	4.7%	3.1%	5.6%	7.1%	7.9%	8.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

## 4.2. 成本端

营业成本分为票务系统成本、互联网基础设施成本、内容宣发成本、内容制作成本、无形资产摊销、物业厂房及设备折旧和其他开支，其中票务系统成本为在线票务服务业务的直接成本，内容宣发成本和内容制作成本为娱乐内容发行业务的直接成本、其他四项成本在各业务间进行分摊。

票务系统成本为典型的变动成本，与业务规模呈正比，根据以前年度占比我们假设2019-2021年该项成本占收入比重为15%。由于公司娱乐内容发行业务为重点发展业务且18年预付款大量增加，预期未来几年的成本占收入比重会提高，假设2019-2021年内容宣发成本占收入比重为8%、8%、8%，内容制作成本占收入比重为4%、4%、4%，其他几项成本与长期资产投资相关，为阶梯固定成本，据以往经验占收入比重呈缓慢下降趋势但下降比例并不明显，假设互联网基础设施成本占收入比重稳定在5%，无形资产摊销为固定值1.3亿元，物业、厂房设备折旧占收入比重稳定在0.1%，其他开支占收入稳定在3%。

表 19：营业成本的测算（百万元）

	2016年	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E
营业成本	(490)	(806)	(1,399)	(1,799)	(2,076)	(2,375)
同比增长	64.3%	64.5%	73.5%	28.6%	15.4%	14.4%

票务系统成本	(244)	(394)	(546)	(713)	(832)	(960)
占收入的比重	17.7%	15.4%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
互联网基础设施成本	(119.7)	(136.8)	(193.1)	(238)	(277)	(320)
占收入的比重	8.7%	5.4%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
内容宣发成本	(74)	(126.6)	(269.8)	(380)	(444)	(512)
占收入的比重	5.4%	5.0%	7.2%	8.0%	8.0%	8.0%
内容制作成本		(59.8)	(136.3)	(190)	(222)	(256)
占收入的比重		2.3%	3.6%	4%	4%	4%
无形资产摊销		(44.6)	(133.5)	(130)	(130)	(130)
占收入的比重		1.8%	3.6%	2.7%	2.3%	2.0%
物业、厂房及设备折旧	(6.8)	(2)	(4.5)	(5)	(6)	(6)
占收入的比重	0.5%	0.1%	0.1%	0.10%	0.10%	0.10%
其他开支	(45.3)	(42.7)	(115.9)	(143)	(166)	(192)
占收入的比重	3.3%	1.7%	3.1%	3%	3%	3%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

预测未来三年业务的毛利率在 62.2%、62.6%、62.9%，与 18 年毛利基本持平。

表 20：毛利率测算（百万元）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
毛利	888	1,742	2,356	2,956	3,468	4,021
毛利率	64.4%	68.4%	62.7%	62.2%	62.6%	62.9%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

经营费用方面，主要费用为销售费用和管理费用，销售费用占比最大，为影响利润的主要费用。管理费用主要有雇员工资、办公楼开支和一些办公用固定资产折旧和无形资产摊销等，为混合变动成本，在维持目前长期资产投资情况下预期未来占收入比重会逐年下降，假设未来占收入比重为 13%、12%、11%。

表 21：管理费用测算（百万元）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
管理费用	(332)	(381)	(523)	(618)	(665)	(704)
同比增长	335.5%	14.7%	37.2%	18.2%	7.6%	5.8%
占收入的比重	24.1%	15.0%	13.9%	13.0%	12.0%	11.0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

销售费用主要包括营销及推广开支、雇员福利开支、差旅及薪酬开支和其他开支。其中雇员福利开支和差旅及薪酬开支和其他开支为变动成本，与收入正相关，假设未来三年三项成本占收入的比重不变且分别为 5%、0.4%、1%。销售及推广开支包括用户激

励费用和其他推广开支，其中用户激励费用为票补，包括制作方的票补和公司平台的票补，预期未来竞争放缓公司会票补下降，假设 19~21 年该项费用占收入比重为 26%、23%、20%。

表 22：销售费用测算（百万元）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
销售费用	(1,521)	(1,028)	(1,420)	(1,940)	(1,541)	(1,630)	(1,689)
占收入比重	254.9%	74.6%	55.7%	51.7%	32.4%	29.4%	26.4%
销售及推广开支	(1448)	(901)	(1290)	(1501.99)	(1236.40)	(1275.26)	(1279.35)
占收入比重	242.71%	65.38%	50.61%	40.0%	26.0%	23.0%	20.0%
雇员福利开支	(57.5)	(98.9)	(116.7)	(187.75)	(237.77)	(277.23)	(319.84)
占收入比重	9.64%	7.18%	4.58%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
差旅及薪酬开支	(6.8)	(7.0)	(8.6)	(15.02)	(19.02)	(22.18)	(25.59)
占收入比重	1.14%	0.51%	0.34%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
其他开支	(8.4)	(21.3)	(4.6)	(37.55)	(47.55)	(55.45)	(63.97)
占收入比重	1.41%	1.55%	0.18%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

综上所述我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 47.55 亿、55.45 亿、63.97 亿元，归母净利润 6.89 亿、9.86 亿、13.07 亿元，对应 EPS 分别为 0.61、0.88、1.16 元，对应当前股价 PE 分别为 16、11、9X。

考虑到公司的互联网平台属性、流量运营的潜力及电影产业的全产业链布局，我们选取 A 股龙头公司芒果超媒、万达电影、中国电影、光线传媒四家为可比公司：

表 23：可比公司估值情况

可比公司	目前股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
芒果超媒	39.00	1.36	1.75	2.19	29	22	18
万达电影	18.85	1.12	1.30	1.52	17	15	12
中国电影	14.77	0.76	0.84	0.94	19	18	16
光线传媒	6.73	0.20	0.26	0.32	34	26	21
行业平均					25	20	17

数据来源：Wind，表中公司均为覆盖公司，表中预测均为东吴证券研究所预测

对比 A 股可以公司的估值水平，我们给予公司 19 年 25X 的估值，对应目前市值人民币为 172 亿，换算成港币为 194 亿，对应目标价为 17.23 港元，看好公司稳健的基本盘及互联网流量运营潜力及在电影产业链中愈发重要的地位，首次覆盖，给予“买入”

评级。

## 5. 风险提示

### 1、整体票房增速不及预期的风险；

票房增长由渠道驱动为主进入到优质内容为主的阶段，由于内容方面有较强的周期性和不确定性，短期来看整体票房增速由不及预期的风险，则会对于营收及业绩的增长造成一定的影响。

### 2、行业竞争加剧再次使用大量票补的风险；

目前在线电影票购票市场双寡头格局较为稳定，但是不排除竞争对手再次实施大量票补得可能，票补得持续下降是公司业绩体量的主要支持，一旦行业竞争加剧再次实施大量票补，公司业绩有不及预期的风险。

### 3、流量入口对于腾讯、美团依赖的风险；

从目前来看，公司的流量主要来自于腾讯微信钱包、QQ 钱包和美团点评的流量入口，自身 APP 的流量占比较少，一旦腾讯、美团对于公司的流量支持减弱，公司的市占率有下滑的风险，进而会影响到利润。



## 猫眼娱乐三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3574	4118	4962	6130	<b>营业收入</b>	3,755	4,755	5,545	6,397
现金	1536	1600	1800	2000	减:营业成本	1,399	1,799	2,076	2,375
应收账款	325	325	325	325	<b>毛利</b>	2,356	2,956	3,468	4,021
预付款项	1315	1791	2429	3392	减: 销售费用	1,940	1,541	1,630	1,689
其他流动资产	398	403	408	413	管理费用	523	618	665	704
<b>非流动资产</b>	5502	5374	5246	5118	其他亏损净额	32	48	55	64
固定资产	31	33	35	37	<b>营业利润</b>	-140	750	1,118	1,565
无形资产	5391	5261	5131	5001	减: 财务成本净额	7	10	11	13
长期股权投资 (按 权益法计)	37	37	37	37	投资亏损 (以 权益法入账)	2	0	0	0
按公允价值计入损 益的金融资产	39	39	39	39	<b>除所得税前(亏损)/   利润</b>	-148	740	1,106	1,552
递延所得税资产	4	4	4	4	减: 所得税抵免/开 支	-10	44	111	233
<b>资产总计</b>	9076	9492	10208	11248	<b>净利润</b>	-138	696	996	1,319
	3173	2883	2593	2303	归属于母公司所有 者的净利润	-137	689	986	1307
<b>流动负债</b>					<b>少数股东损益</b>	-1	7	9	12
短期借款	600	600	600	600	<b>EBIT</b>	-140	710	1,078	1,531
应付账款	295	305	315	325	<b>EBITDA</b>	9	857	1226	1675
其他流动负债	2278	1978	1678	1378					
<b>非流动负债</b>	197	207	217	227	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
长期借款	0	0	0	0	每股收益(元)	-0.14	0.61	0.88	1.16
其他非流动负债	197	207	217	227	每股净资产(元)	5.07	5.68	6.57	7.74
<b>负债合计</b>	3370	3090	2810	2530	发行在外股份(百 万股)	1,126	1,126	1,126	1,126
少数股东权益	5	5	6	7	ROIC(%)	-1.5%	7.4%	10.0%	12.2%
归属母公司股东权益	5702	6397	7392	8711	ROE(%)	-2.8%	10.9%	13.5%	15.1%
<b>负债和股东权益</b>	9076	9492	10208	11248	毛利率(%)	62.7%	62.2%	62.6%	62.9%
					销售净利率(%)	-3.7%	14.6%	18.0%	20.6%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	资产负债率(%)	37.1%	32.6%	27.5%	22.5%
经营活动现金流	-1125	-100	165	263	收入增长率(%)	47.4%	26.6%	16.6%	15.4%
投资活动现金流	542	-100	-100	-200	净利润增长率(%)	-82.2%	602.4%	43.1%	32.5%
筹资活动现金流	949	264	135	137	P/E	-72.57	16.42	11.47	8.66
现金净增加额	366	64	200	200	P/B	2.01	1.77	1.53	1.30
折旧和摊销	149	140	140	140	EV/EBITDA	1234.72	13.32	9.31	6.82
资本开支	212	3	-33	68					
营运资本变动	-1303	-728	-894	-1224					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所 (汇率: 1人民币=1.1308 港元)

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

