

猫眼娱乐 (01896)

证券研究报告

2019年06月20日

数据赋能娱乐，纵深打开空间

猫眼娱乐为国内第一大电影在线票务平台，在美团及腾讯两大流量入口加持下，市占率约为第二名淘票票的 2x。2018 年全年猫眼平台售出电影票 8.4 亿张，占网络总出票张数的 58.2%，占电影票总出票量的 48.9%，约为淘票票市场份额的 2x。猫眼领先的市占率很大程度得益于美团系（美团、大众点评等）和腾讯系（微信、手机 QQ 等）产品的导流，2018 年前三季度，猫眼来自美团系、腾讯系和自有渠道的月度活跃用户数占比分别为 53.6%、41.3%和 5.1%，且猫眼已分别与美团点评及腾讯订立合约，至少在未来 3 年内，猫眼将继续作为美团、大众点评、微信和 QQ 的唯一票务入口。随着票补竞争力度趋缓，猫眼市占率优势有望持续，领先的市占率可为猫眼拓展其他业务奠定基础。

猫眼兼具优秀的互联网基因和内容基因，大数据助力猫眼掘金上游内容投资/宣发。猫眼脱胎于我国最优秀的互联网公司之一美团点评，控股股东为国内五大民营电影公司之一光线系。虽然猫眼已脱离美团独立运营，但其互联网基因未变，猫眼员工中超过 50%为技术及产品人员，并且 2015 年设立猫眼研究院专注人工智能及大数据分析，将对平台用户行为数据分析结果应用于电影投资、宣发等方面，相比传统的内容公司，猫眼的数据分析使内容投资/宣发策略制定更加有据可循。此外，猫眼还与控股股东光线良性互动，有望成为“最懂内容”的互联网公司以及“最懂数据”的内容公司，2018 年猫眼已成为国内最大的国产电影主控发行方，未来将持续加码内容投资业务。

竞争格局基本稳定，平台逐步减少电影票补投入，静待盈利拐点。过去几年票务平台基于培养用户线上购票习惯以及争夺市场份额等目的，争相投入票补，使得票务平台均处于亏损状态，以猫眼为例，2018 年前三季度，猫眼计入销售费用的票补投入为 15.8 亿元，占收入的 51.7%，致使同期平台亏损 1.43 亿元。但截止 2018 年底，我国电影票务线上化率已提升至 84.5%，处于较高水平，且提升速度也在逐年放缓（2018 年提升 2.8pct vs 2017 年提升 5.6pct）。同时，从 2018 年单日出票份额看，无论不同时期各平台票补投入策略如何变化，猫眼市占率始终维持在 60%左右，行业格局已基本稳定。另外，2019 年 2 月，继阿里影业（淘票票）后，猫眼也已实现港股上市。因而我们认为电影票务平台的票补“竞赛”已进入缓和期，随着票补投入减少，平台将实现扭亏为盈。

投资建议：当前电影票房已进入第三波成长周期，票房增长中枢有所回落。猫眼作为电影市场的新兴物种，以票务切入电影产业，相对传统电影公司，猫眼能更近距离的接触用户、感知市场。我们长期看好中国电影市场空间以及猫眼线上渠道价值，中期看好猫眼成长业务增长和票补减少带来的业绩修复以及远高于行业的业绩增速，短期看好猫眼纳入港股通带来的增量资金，有望获得估值修复。

受内外部因素影响，影视剧市场整体处于强监管中，电影项目上映进展不及预期，我们基于 2019-2021 年复合票房增速 5%，猫眼单平台票补投入为 9 亿/8 亿/7 亿元的保守假设，预计猫眼 2019-2021 年净利润分别为 5.6 亿元、9.0 亿元和 12.8 亿元，2020 年和 2021 年分别同比增长 59.1%和 43.3%，2019-2021 年复合增速为 51.0%，2019-2021 年经调整净利润分别为 7.4 亿元、10.9 亿元和 14.9 亿元，2020 年和 2021 年分别同比增长 46.8%和 37.3%，2019-2021 年复合增速为 42.0%。我们采用可比公司估值法，给予猫眼目标市值 185 亿人民币，即 209 亿港币，目标价 18.55 港币/股，对应 2019 年经调整净利润 P/E 25x，PEG 0.60 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：电影市场票房增速不达预期，票补减少不及预期，项目进展不及预期，限售股解禁风险。

投资评级

行业 消费者服务业/媒体及娱乐

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 12.7 港元

目标价格 18.55 港元

基本数据

| | |
|--------------|------------|
| 港股总股本(百万股) | 1,126.27 |
| 港股总市值(百万港元) | 14,303.57 |
| 每股净资产(港元) | 29.18 |
| 资产负债率(%) | 38.09 |
| 一年内最高/最低(港元) | 18.32/9.88 |

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

张爽 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

蓝全 联系人
lantong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

| | |
|---|----|
| 1. 猫眼娱乐：最大电影票务平台，进阶中的综合娱乐内容服务商..... | 5 |
| 1.1. 发展历程：脱胎于美团，强强联合电影票务市占率稳居第一..... | 5 |
| 1.2. 业务模式：以电影票务为基点，横纵向延伸实现“流量+数据”变现..... | 5 |
| 1.3. 股权结构及管理团队：主要股东包括光线系、美团系、腾讯系及微影..... | 6 |
| 1.4. 财务分析：营收高速增长，票补导致公司持续亏损..... | 7 |
| 2. 行业分析：增长中酝酿变革，机遇与威胁同在..... | 15 |
| 2.1. 市场空间：电影市场当前规模约 800 亿元，仍有近 1x 增长空间..... | 15 |
| 2.2. 竞争格局：上下游集中度较低，票务平台寡头垄断..... | 17 |
| 2.2.1. 上游：传统五大波动，新兴力量与互联网平台突出重围..... | 17 |
| 2.2.2. 下游：银幕增速维持较高水平，集中度提升缓慢..... | 18 |
| 2.2.3. 票务平台：猫眼及淘票票双寡头垄断，市场格局基本稳定..... | 20 |
| 2.3. 发展趋势：国产片潜力可期，但线下渠道集中度提升大势所趋..... | 21 |
| 2.3.1. 机会：国产片内容质量迈入新台阶，票房占比持续提升..... | 21 |
| 2.3.2. 威胁：院线经营持续承压，行业整合期即将来临..... | 22 |
| 3. 核心优势：兼具互联网/内容基因，股东资源加持地位稳固..... | 25 |
| 3.1. 美团点评及光线传媒赋予猫眼优秀的互联网基因和内容基因..... | 25 |
| 3.2. 在线电影票务市占率稳居第一，为业务拓展奠定基础..... | 27 |
| 3.3. 多流量入口巩固猫眼票务业务市场地位..... | 28 |
| 4. 未来趋势：以票务为基石，横纵向扩张业务边界..... | 30 |
| 4.1. 平台逐步减少电影票补投入，静待盈利拐点..... | 30 |
| 4.2. 向上由广至深参与投资/发行，向下挖掘电影后窗口期价值..... | 31 |
| 4.3. 携手腾讯鹅漫 U 品布局衍生品开发市场..... | 33 |
| 5. 盈利预测及估值探讨..... | 35 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：猫眼娱乐发展历程..... | 5 |
| 图 2：猫眼娱乐业务模式..... | 5 |
| 图 3：猫眼娱乐股权结构..... | 6 |
| 图 4：猫眼 2015- 2018 年收入及同比增速..... | 7 |
| 图 5：猫眼 2015-2018 年净利润及亏损幅度..... | 8 |
| 图 6：猫眼 2015-2018 年经调整净利润及净利润（亏损）率..... | 8 |
| 图 7：猫眼 2015-2018 年各业务收入占比..... | 9 |
| 图 8：2015-2017 年，2017 年和 2018 年前三季度猫眼在线娱乐票务服务收入结构..... | 9 |
| 图 9：2015-2017 年，2017 年和 2018 年前三季度猫眼单张电影票服务费收入及增速..... | 10 |
| 图 10：2016-2017 年，2017 年和 2018 年前三季度猫眼娱乐内容服务收入占比拆分..... | 10 |
| 图 11：2016-2017 年，2017 年和 2018 年前三季度猫眼娱乐内容服务收入拆分（亿元）..... | 11 |

| | |
|--|----|
| 图 12: 2015-2017 年, 2017 年和 2018 年前三季度猫眼娱乐电商服务收入拆分 | 11 |
| 图 13: 2016-2017 年, 2017 年和 2018 年前三季度猫眼卖品交易额及单张电影票对应卖品交易额 (ARPU) | 12 |
| 图 14: 猫眼 2015-2018 年成本拆分 (亿元) | 12 |
| 图 15: 猫眼 2015-2018 年各项成本占比 | 13 |
| 图 16: 猫眼 2015-2018 年毛利率变化情况 | 13 |
| 图 17: 猫眼 2015-2018 年销售费用拆分及费用率变化情况 (亿元) | 14 |
| 图 18: 猫眼 2015-2018 年管理费用率及财务费用率变化情况 | 14 |
| 图 19: 2012-2018 年全国电影服务费、票房收入及同比增速 | 15 |
| 图 20: 2011-2018 年全国观影人次及同比增速 | 15 |
| 图 21: 2015-2018 年万达电影、横店影视和金逸影视非票收入占比 | 16 |
| 图 22: 2018 年北美院线公司 AMC 收入结构 | 17 |
| 图 23: 2016 年 TOP10 国产影片参与方 | 17 |
| 图 24: 2017 年 TOP10 国产影片参与方 | 17 |
| 图 25: 2018 年 TOP10 国产影片参与方 | 18 |
| 图 26: 2005-2018 年银幕数量 (块) | 19 |
| 图 27: 2010-2018 年单银幕产出 (万元/块) | 19 |
| 图 28: 2018 年三季度末在线票务市场份额 | 21 |
| 图 29: 2012-2018 年国产片票房及增速 (亿元) | 21 |
| 图 30: 2013-2018 年国产片和进口片票房占比变化 | 21 |
| 图 31: 国内院线 CR4 和 CR10 集中度变化 | 23 |
| 图 32: 2012-2018 年行业银幕增速和票房 (不含服务费) 增速变化 | 23 |
| 图 33: 万达电影、横店影视、金逸影视净利率变化情况 | 23 |
| 图 34: 部分影投公司自营 APP 及 MAU 情况 | 24 |
| 图 35: 2018 年三季度末猫眼员工职能分布 | 25 |
| 图 36: 猫眼为影院提供的 SaaS 系统界面 | 25 |
| 图 37: 2015-2018 年猫眼平台出票数量及占全国出票张数比例 | 26 |
| 图 38: 猫眼 2015-2018 年参与影片票房分布 | 27 |
| 图 39: 猫眼出票份额变化 | 28 |
| 图 40: 猫眼票务入口 | 28 |
| 图 41: 2018 年前三季度猫眼平均月活用户分布 (万) | 28 |
| 图 42: 2018 年前三季度在线电影票务服务的交易用户数分布 (万) | 28 |
| 图 43: 2016-2017 年, 2018 年前三季度猫眼收入、销售费用及净利润情况 | 30 |
| 图 44: 2016-2017 年, 2018 年前三季度阿里影业收入、销售费用及净利润情况 | 30 |
| 图 45: 2016-2018 年分区域电影票线上化率对比 | 31 |
| 图 46: 猫眼试水电影点播业务 | 33 |
| 图 47: QQ 为鹅漫 U 品设立专门的入口 | 33 |
| 图 48: 猫眼商城界面展示 | 34 |
| 图 49: 猫眼 2019-2021 年盈利预测 (亿元) | 35 |
| 图 50: 可比公司估值表 (20190619) | 36 |

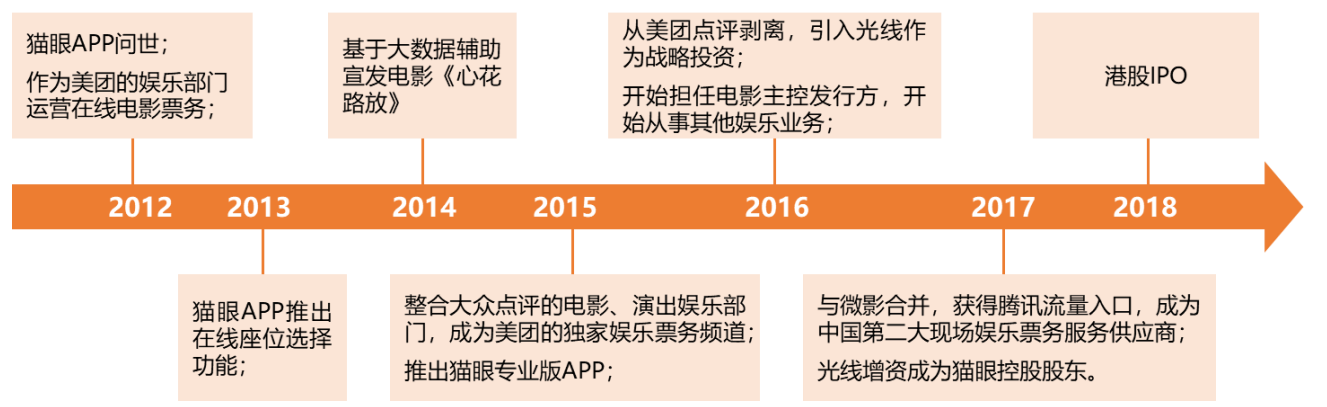
| | |
|--|----|
| 表 1: 猫眼娱乐高管履历 | 6 |
| 表 2: 外部环境稳定下中期票房规模及服务费率测算 | 16 |
| 表 3: 2013-2018 年五大民营电影公司国产片市场份额变化 | 18 |
| 表 4: 2015-2018 年主要影投公司市占率 (不含服务费) | 20 |
| 表 5: 2018 年全国电影票房 TOP10 影片 (含服务费) | 21 |
| 表 6: 2018 年国产电影票房排行 TOP10 (票房含服务费) | 22 |
| 表 7: 《红海行动》投资方及发行方毛利测算 (亿元) | 22 |
| 表 8: 2012-2018 年光线传媒主出品部分电影情况 | 26 |
| 表 9: 2015-2018 年猫眼微影参与影片情况 | 27 |
| 表 10: 与腾讯合约的主要条款 (2017 年 9 月签订) | 29 |
| 表 11: 与美团点评合约的主要条款 | 29 |
| 表 12: 猫眼若减少票补投入净利润/净利率测算 | 31 |
| 表 13: 2016-2018 年猫眼作为主控发行方的电影项目 | 32 |
| 表 14: 欢喜传媒与导演合约情况 | 32 |
| 表 15: 猫眼招股说明书披露的其他后期可能的收购事项 | 32 |

1. 猫眼娱乐：最大电影票务平台，进阶中的综合娱乐内容服务商

1.1. 发展历程：脱胎于美团，强强联合电影票务市占率稳居第一

猫眼娱乐为美团娱乐部门独立而来，2017 年与微影票务业务合并，确立行业龙头地位。猫眼 APP 于 2012 年问世，作为美团的娱乐部门运营在线票务业务，2015 年美团整合大众点评电影、演出娱乐部门，猫眼成为美团独家娱乐票务频道，同年推出猫眼专业版 APP；2016 年从美团点评剥离，并引入光线系作为战略投资者；2017 年猫眼与微影票务业务合并，合并后，猫眼微影在线票务市占率约 60%，巩固了行业龙头地位，同时，光线系增资猫眼微影，成为控股股东。2018 年猫眼在港股上市。

图 1：猫眼娱乐发展历程

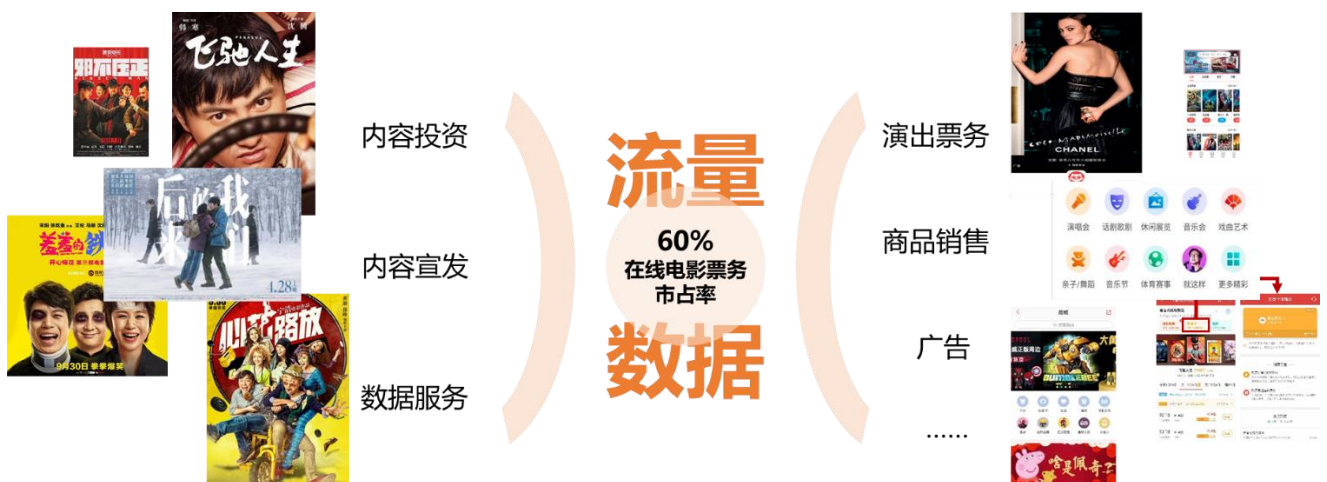


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 业务模式：以电影票务为基点，横纵向延伸实现“流量+数据”变现

猫眼通过在线电影票务业务吸引流量，沉淀数据，围绕“流量+数据”多元变现。电影票务业务为猫眼基石业务，猫眼对每张电影票收取服务费获得收入。同时，电影票务业务为猫眼吸引了流量，也让猫眼平台沉淀了大量数据，猫眼平台 2018 年全年电影出票超过 8 亿张，截止 2018 年 9 月底，猫眼平台累计电影评分 1.58 亿条和评论 7060 万条。猫眼基于这些用户数据，在电影票务业务优势巩固的同时，积极挖掘平台价值：1) 纵向切入上游，以大数据指导内容宣发及制作，从仅为上游提供宣发服务到参与电影、电视剧内容投资；2) 横向拓宽票务种类，上线演出票务服务，如演唱会、体育赛事等；3) 卖票的同时，为用户提供在线卖品、衍生品购买渠道；4) 在 APP 内发布广告，充分利用平台流量。

图 2：猫眼娱乐业务模式

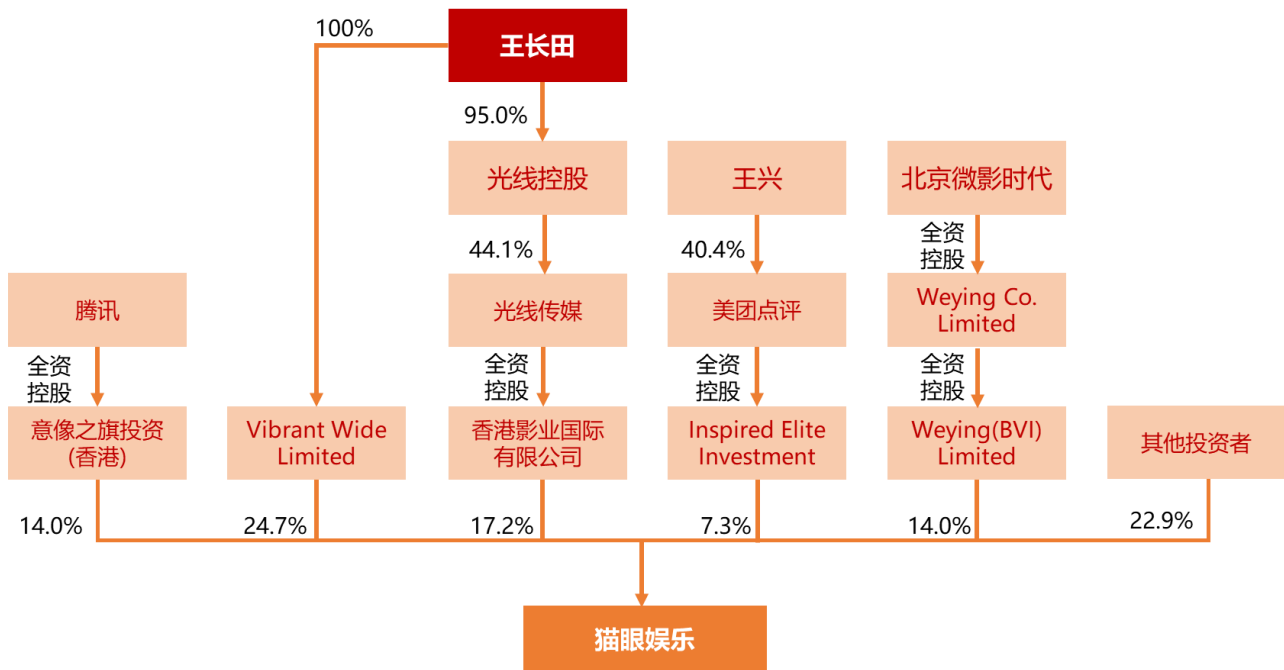


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 股权结构及管理团队：主要股东包括光线系、美团系、腾讯系及微影

猫眼控股股东为光线系实际控制人王长田，其余主要股东还包括美团系、腾讯系和微影。王长田通过 Vibrant Wide Limited（王长田 100%持股）持股 24.7%，同时光线传媒持有猫眼 17.2%股权，王长田通过光线控股（持股比例 95%）持有上市公司光线传媒 44.1%的股权。此外，美团系持有猫眼股权比例 7.3%，腾讯系持有猫眼股份比例 14.0%，微影旗下票务业务于 2017 年与猫眼合并，通过换股北京微影时代持有猫眼 14.0%的股权。

图 3：猫眼娱乐股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司控股股东及董事王长田拥有深厚的电影行业从业经历。王长田于 1998 年创办光线传媒，在此前有 8 年的传媒行业从业经历。光线传媒在王长田带领下，当前为国内领先的电影内容制作及发行公司，代表作品包括《泰囧》、《分手大师》、《美人鱼》等。

其他董事会成员及高管也均拥有丰富的互联网和电影行业从业经验。公司执行董事郑志昊曾任微软高级顾问、高级程序经理及集团经理、腾讯副总裁、美团点评平台事业群总裁；非执行董事林宁为北京微影时代董事长兼首席执行官；独立非执行董事马东曾任中国中央电视台导演及制作人、爱奇艺首席内容官，代表作品《奇葩说》等。

表 1：猫眼娱乐高管履历

| 姓名 | 职位 | 履历 |
|-----|------------|---|
| 王长田 | 非执行董事、董事长 | <ul style="list-style-type: none"> 复旦大学新闻学学士； 曾作为记者就职于《中华工商时报》、北京电视台等； 于 1998 年创立光线传媒； |
| 郑志昊 | 执行董事、首席执行官 | <ul style="list-style-type: none"> 超过 15 年互联网及传媒行业经验； 曾任微软高级顾问、高级程序经理及集团经理，腾讯副总裁，美团点评平台事业群总裁； |
| 顾思斌 | 总裁 | <ul style="list-style-type: none"> 曾任京东副总裁、优酷土豆首席产品官； 2017 年 2 月加入微影时代，任集团总裁； |
| 康利 | 首席运营官 | <ul style="list-style-type: none"> 曾任北京捷通无限董事、天津三快科技高级运营总监； |

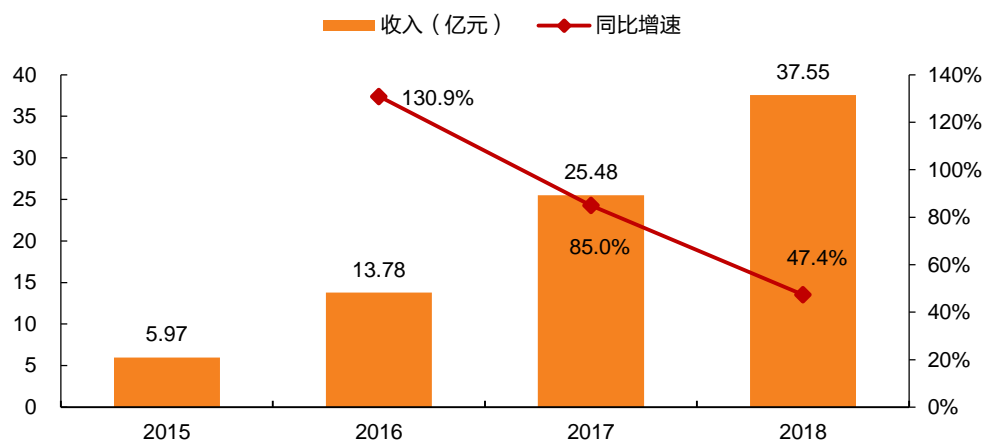
| | | |
|-----|---------|--|
| 施康平 | 首席财务官 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 超过二十年会计及财务经验； ➢ 清华大学经济管理学院会计学学士； |
| 李晓萍 | 非执行董事 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 任光线影业总裁、天神科技董事； ➢ 曾任光线传媒副总经理、董事； |
| 王华 | 非执行董事 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 山南光线影业董事兼总经理、霍尔果斯聚光影业执行董事、光线控股董事； ➢ 曾任光线传媒首席财务官、董事会秘书； |
| 湛炜标 | 非执行董事 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 超过 20 年 TMT 及投资行业经验； ➢ 曾任微软（中国）应用开发顾问及区域经理、腾讯投资及收购部副总经理； ➢ 香港科技大学高级管理人员工商管理硕士； |
| 陈少晖 | 非执行董事 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 任光线传媒董事、美团点评首席财务官兼高级副总裁； ➢ 北京大学经济学学士、哈佛商学院工商管理硕士； |
| 李宁 | 非执行董事 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 北京微影时代董事长兼首席执行官； ➢ 中国传媒大学电视节目编辑学士、北京大学高级管理人员工商管理硕士、长江商学院工商管理博士在读； |
| 汪华 | 独立非执行董事 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 创新工厂创始人及管理合伙人； ➢ 斯坦福大学工商管理硕士； |
| 陈尚伟 | 独立非执行董事 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 中信证券独立非执行董事； |
| 马东 | 独立非执行董事 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 曾任中国中央电视台导演及制作人、爱奇艺首席内容官； ➢ 北京电影学院文化事业管理学士； |
| 罗振宇 | 独立非执行董事 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 北京思维造物董事长兼法定代表人 ➢ 中国传媒大学广播电视新闻学博士 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 财务分析：营收高速增长，票补导致公司持续亏损

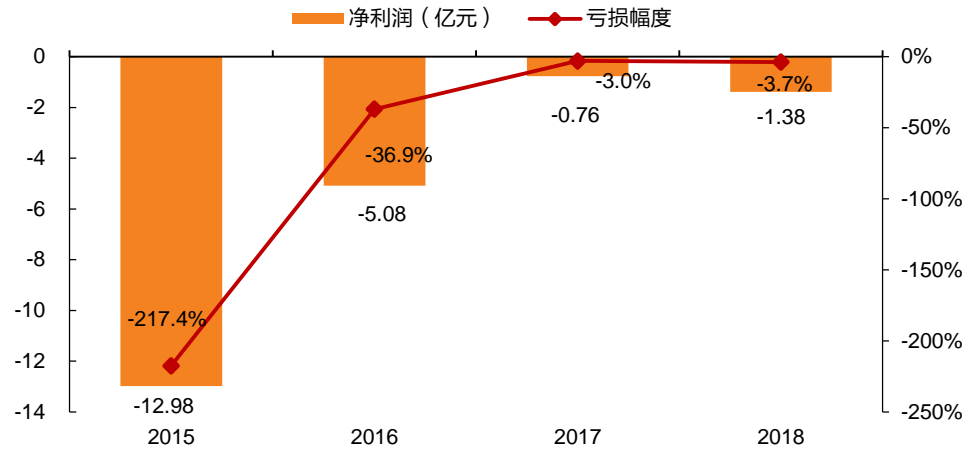
收入增速处于较高水平，Non-GAAP 口径已实现小幅盈利。猫眼 2016-2018 年分别实现收入 13.78 亿元、25.48 亿元及 37.55 亿元，同比增速分别为 130.9%、85.0%和 47.4%。猫眼收入里包含了作为发行方时收到上游内容方投入的票补，2018 年前三季度该部分收入约 4.37 亿元。净利润方面，猫眼 2016-2018 年分别亏损了 5.08 亿元、7600 万元和 1.38 亿元，亏损幅度分别为 36.9%、3.0%和 3.7%，亏损额和亏损幅度已缩窄至较低水平，且猫眼 2016-2018 年经调整净利润分别为-3.0 亿、1.2 亿和 0.9 亿，从经调整（主要为股权激励费用）口径看，猫眼已实现小幅盈利。

图 4：猫眼 2015-2018 年收入及同比增速



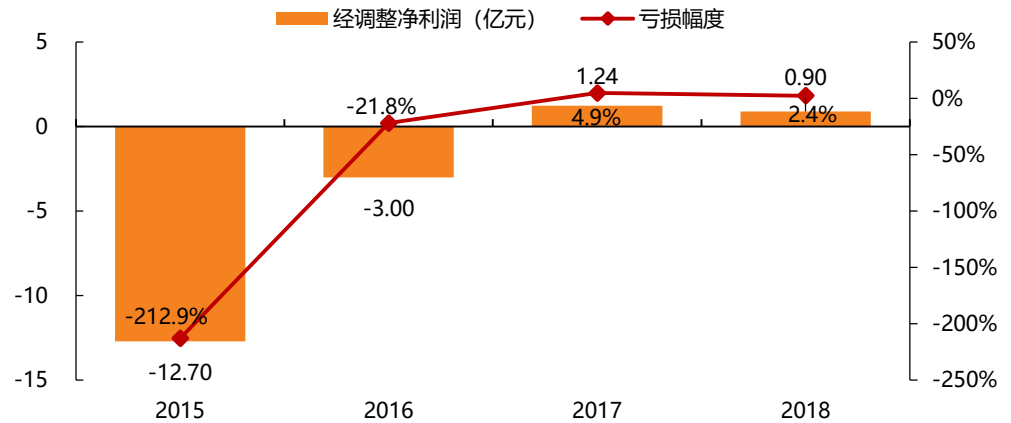
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：猫眼 2015-2018 年净利润及亏损幅度



资料来源：公司公告，天风证券研究所

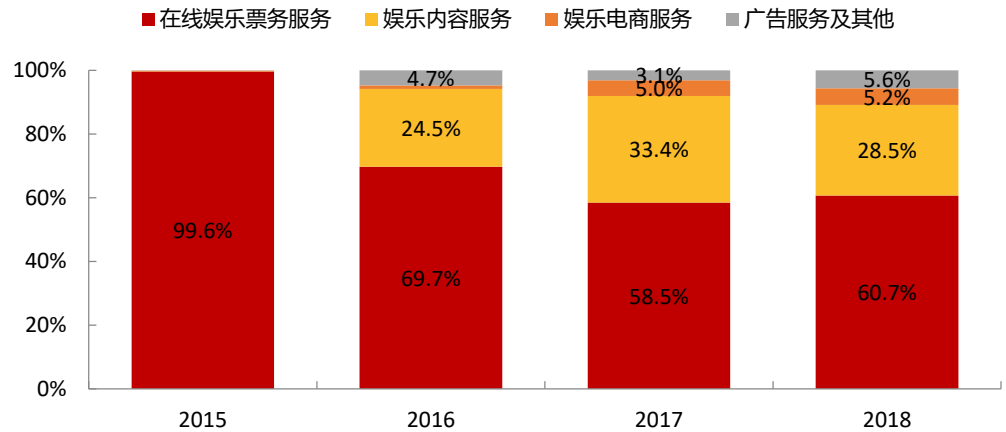
图 6：猫眼 2015-2018 年经调整净利润及净利润（亏损）率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在线娱乐票务业务仍然是公司主要收入来源，收入占比超过 50%。猫眼的在线娱乐票务业务包括电影票务和线下娱乐票务业务。猫眼从电影票务起家，当前业务范围已横向扩张至线下娱乐票务业务，纵向延伸至电影上游内容投资宣发及衍生品销售业务。2018 年，公司来源于在线票务业务、娱乐内容服务、娱乐电商服务和广告服务及其他业务的收入占比分别为 60.7%、28.5%、5.2%和 5.6%。在线票务业务贡献公司大部分收入，但占比逐年下滑，与之相反，娱乐内容服务收入占比持续提升。

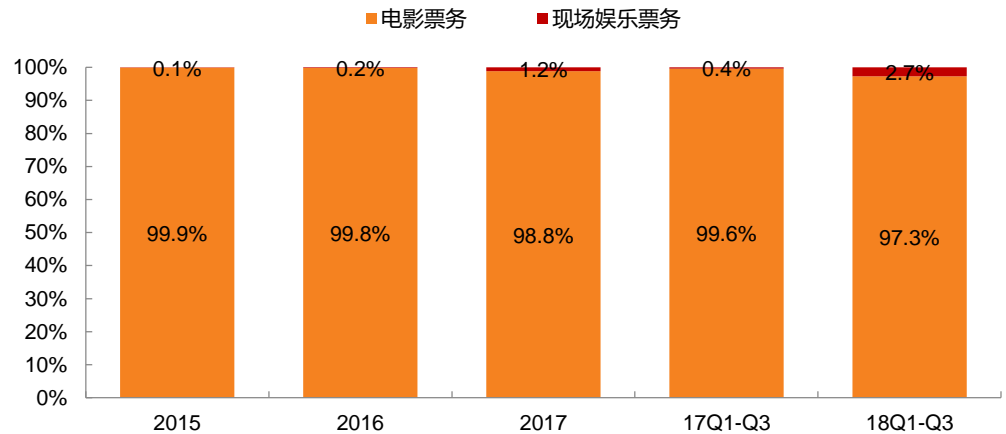
图 7：猫眼 2015-2018 年各业务收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

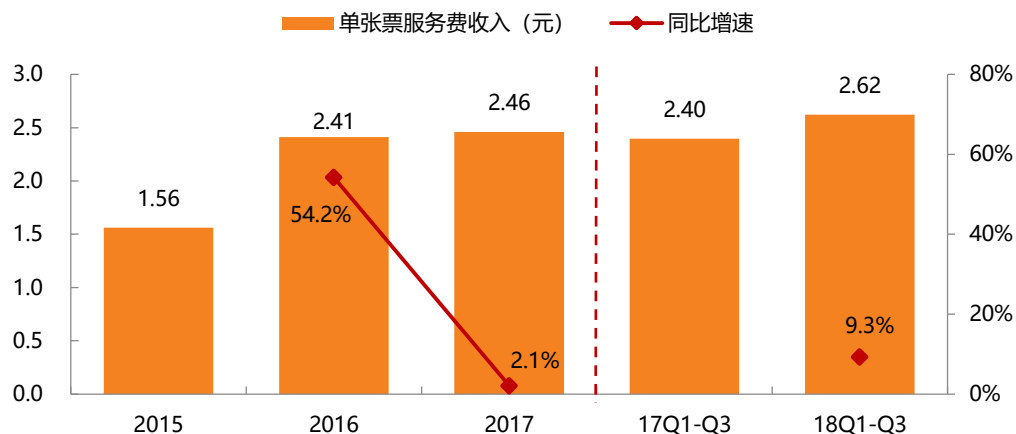
具体业务上看，在线娱乐票务业务主要是猫眼对平台出售的每张电影/演出票收取服务费，其中电影票务仍然是主要收入来源。2018 年前三季度，猫眼在线娱乐票务业务收入中 97.3% 来自在线出售电影票。猫眼通常收取电影票交易金额的 4%-8% 作为平台电影票服务费收入。平均来看，2016-2018 年前三季度猫眼平台所售电影票单张票对应服务费分别为 2.41 元、2.46 元和 2.62 元，分别同比增长 54.2%、2.1% 和 9.3%，呈现稳中有升的趋势。对在线现场娱乐票务业务，猫眼收取交易金额的 3%-30% 作为平台现场娱乐票务的服务费收入。

图 8：2015-2017 年，2017 年和 2018 年前三季度猫眼在线娱乐票务服务收入结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

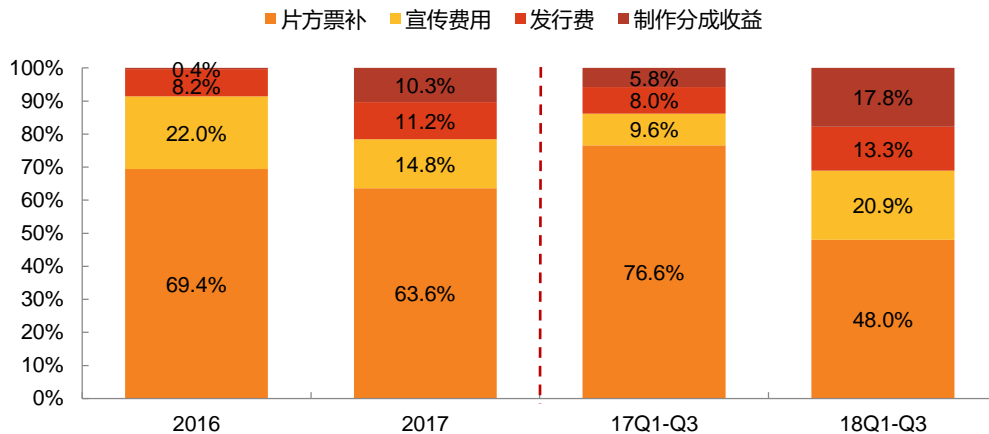
图 9：2015-2017 年，2017 年和 2018 年前三季度猫眼单张电影票服务费收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

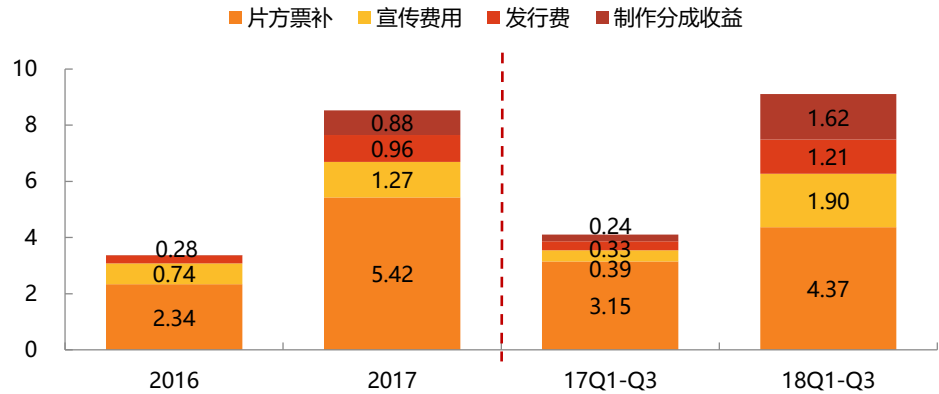
猫眼娱乐内容服务包括参与影片的宣发及制作。2017 年和 2018 年前三季度，猫眼娱乐内容服务收入分别为 8.5 亿和 9.1 亿元，分别同比增长 153%和 122%，增速较高。拆分看，娱乐内容服务收入主要包括三方面：1) 内容制作公司的宣传费用，包括片方支付的宣传费用以及片方投入的票补；2) 猫眼作为发行方收取的发行代理费；3) 猫眼作为影片投资方分得的影片投资收益。

图 10：2016-2017 年，2017 年和 2018 年前三季度猫眼娱乐内容服务收入占比拆分



资料来源：公司公告，天风证券研究所

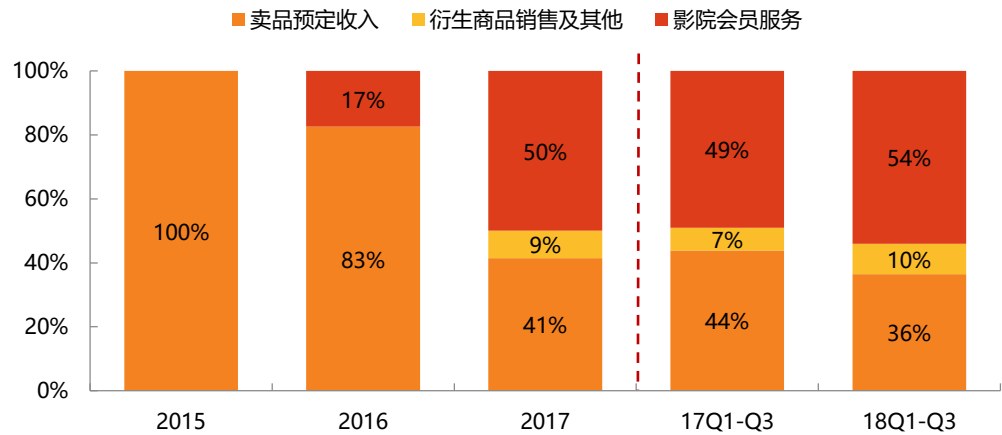
图 11：2016-2017 年，2017 年和 2018 年前三季度猫眼娱乐内容服务收入拆分（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

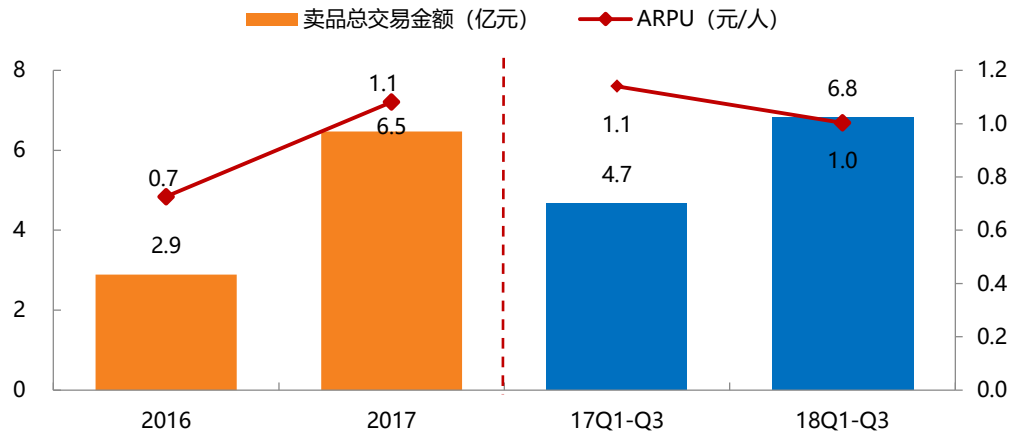
猫眼的娱乐电商服务包括为用户提供线上卖品及衍生品购买渠道以及为影院提供会员服务。猫眼娱乐电商服务占总收入比较少，但增速较高，2016-2018 年前三季度猫眼娱乐电商服务分别实现收入 0.16 亿元、1.27 亿元和 1.60 亿元，分别同比增长 1007.1%、720.6%和 83.0%。拆分娱乐电商服务收入来源看，娱乐电商服务收入主要来自三个方面：1) 为用户提供卖品预定，平台收取交易金额的 7%-10%；2) 为用户提供衍生品购买渠道，平台收取交易金额的 10%-30%；3) 为影院提供会员服务，平台收取交易金额的 3%-20%。从 2016 年到 2018 年前三季度，猫眼娱乐电商服务收入中来源于衍生品销售及影院会员服务的收入占比逐年增加，2018 年前三季度，猫眼娱乐电商服务收入中来源于卖品预定、衍生品销售及影院会员服务收入占比分别为 36%、10%和 54%。

图 12：2015-2017 年，2017 年和 2018 年前三季度猫眼娱乐电商服务收入拆分



资料来源：公司公告，天风证券研究所

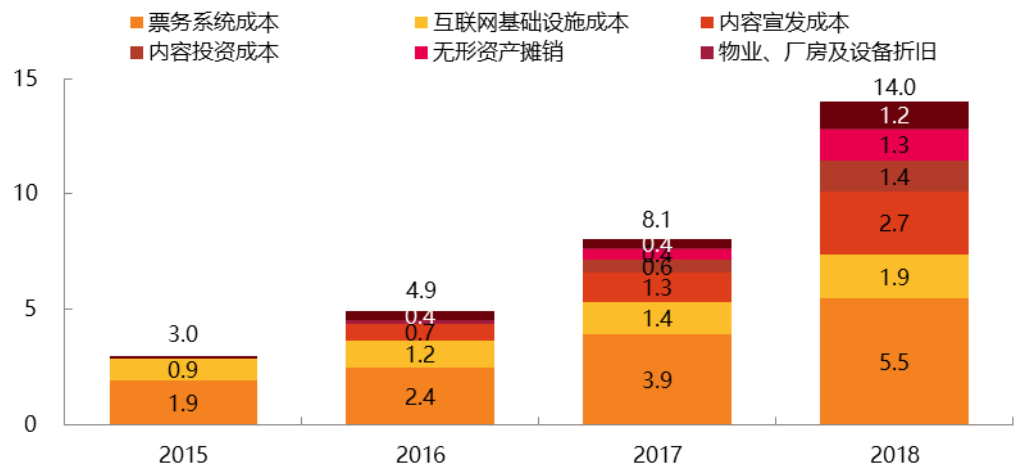
图 13：2016-2017 年，2017 年和 2018 年前三季度猫眼卖品交易额及单张电影票对应卖品交易额（ARPU）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

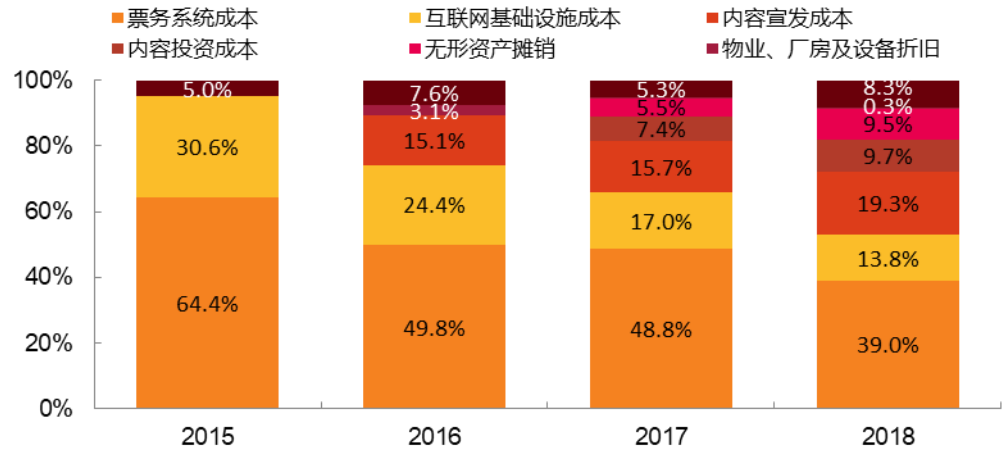
猫眼成本以票务系统成本为主。猫眼成本主要包括票务系统成本、互联网基础设施成本、内容宣发/投资成本,其余还有部分无形资产摊销成本和物业、厂房及设备折旧成本。其中,2018 年票务系统成本 5.5 亿元,占总成本比约 39.0%,猫眼使用票务系统公司的票务信息系统建立及维持与影院的联系,对每张票约支付 1 元的费用。互联网基础设施成本包括云服务及支付处理成本,占总成本比逐年下滑,2018 年这部分成本为 1.9 亿元,占总成本的 13.8%。此外,内容宣发及投资成本主要为娱乐内容制作业务的成本,2018 年两项成本合计 4.1 亿元,占总成本比例为 29.0%。

图 14：猫眼 2015-2018 年成本拆分（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

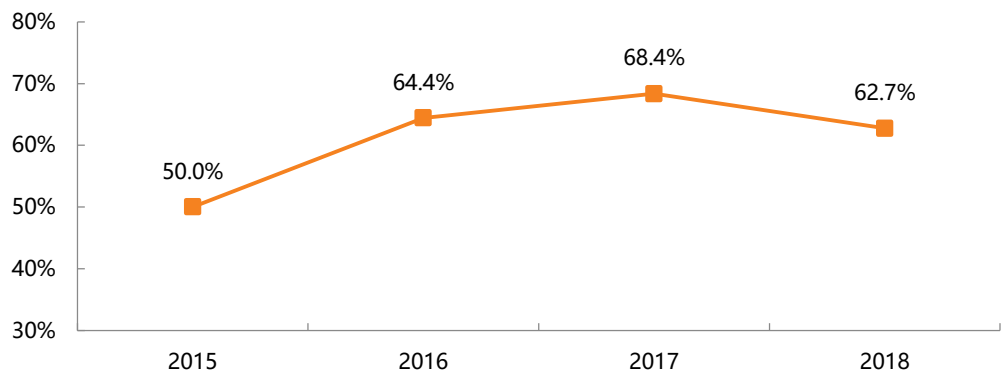
图 15：猫眼 2015-2018 年各项成本占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

近三年毛利率维持在 60%以上。猫眼 2016-2018 年毛利率分别为 64.4%、68.4%和 62.7%，2018 年毛利率相对 2017 年有所下滑，原因主要是：1) 公司参与宣发的项目增多，公司收到的内容宣发成本款增加，由于该款项同时确认为收入和成本，因而使毛利率有所下降；2) 2017 年 9 月与微影业务合并产生的无形资产摊销增加了成本。

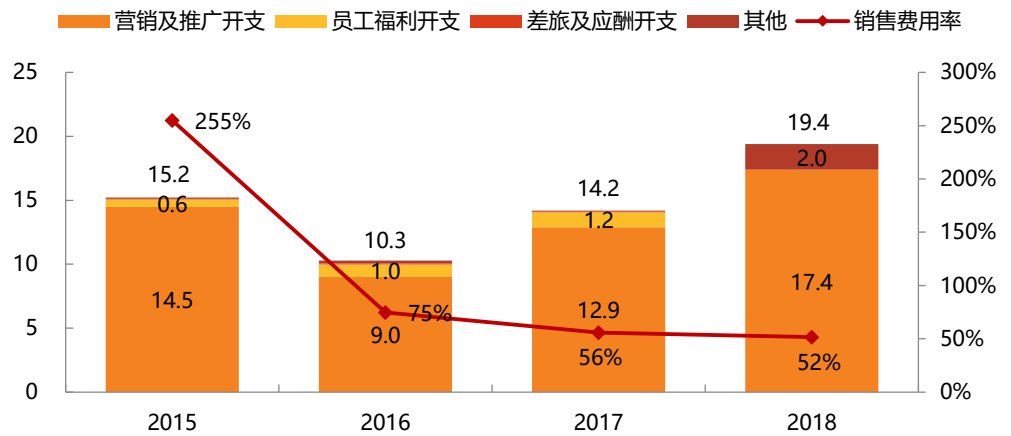
图 16：猫眼 2015-2018 年毛利率变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

销售费用主要为票补，销售费用率随营收规模扩大逐步降低。2016-2018 年公司销售费用分别为 10.3 亿元、14.2 亿元和 19.4 亿元，对应销售费用率分别为 74.6%、55.7%和 51.7%，呈逐步下滑趋势。公司销售费用主要为票补投入，2018 年销售费用中票补所占比例达 89.6%。

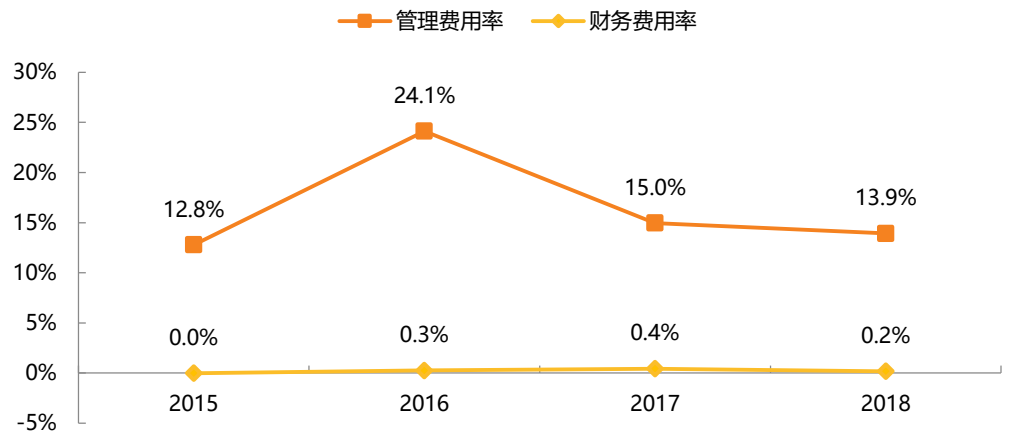
图 17：猫眼 2015-2018 年销售费用拆分及费用率变化情况（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：2018 年“其他”中包括员工福利开支和差旅及应酬开支

管理费用率同比持续下滑，财务费用率维持在较低水平。公司 2017 年 2018 年管理费用率分别为 15.0%和 13.9%，分别同比下滑约 9 个百分点和 1 个百分点，2016 年管理费用率较 2015 年有所提升的主要是猫眼 2016 年从美团点评分拆出来，人事关系变动所致。财务费用方面，猫眼在 2016 年和 2017 年完成了多次股权融资，因而对债券融资需求较小，财务费用率维持在较低水平。

图 18：猫眼 2015-2018 年管理费用率及财务费用率变化情况



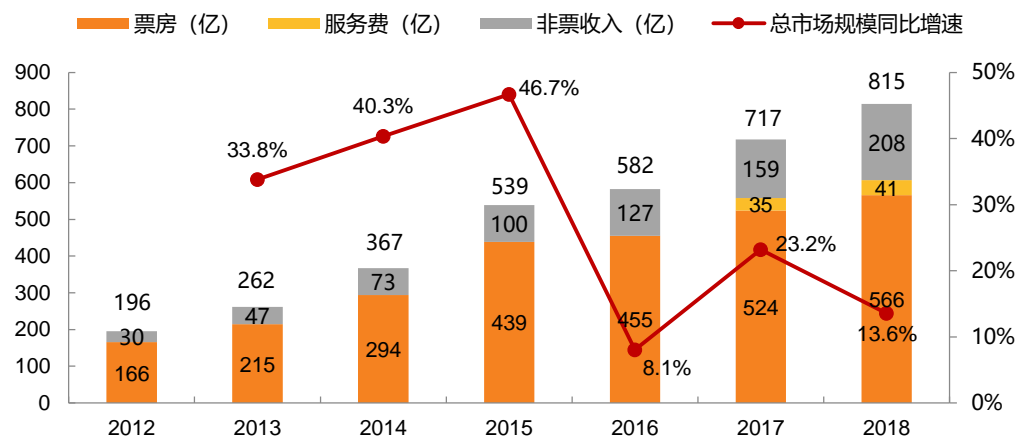
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 行业分析：增长中酝酿变革，机遇与威胁同在

2.1. 市场空间：电影市场当前规模约 800 亿元，仍有近 1x 增长空间

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，票房收入仍然是我国电影市场的主要收入来源，2018 年国内电影票房收入 566 亿元，同比增长 8.0%，占总规模比 69.5%；另外，服务费收入 41 亿元，同比增长 18.4%，约占票房收入(含服务费)的 6.74%，对应单张票服务费 2.38 元，同比增长 11.6%；非票收入 208 亿元，同比增长 30.8%，占总规模比同比提升 3.37 个百分点至 25.5%。

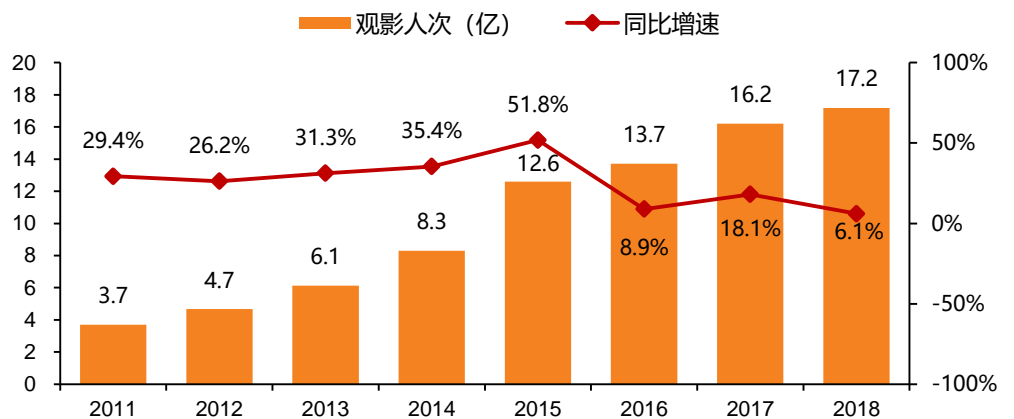
图 19：2012-2018 年全国电影服务费、票房收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所；

注：非票收入包括电影衍生品、影院卖品销售收入，电影相关广告及电影版权销售收入

图 20：2011-2018 年全国观影人次及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

票房增速中枢回落至 10%，我们中性预期中期票房（含服务费）规模近千亿元。我们中性假设中期维度总人口保持 13.95 亿不变，城镇化率由 59.6% 提升至 67%，年人均观影次数由 2.1 次/年提升至 2.75 次/年，平均票价（包含服务费）提升至 37.5 元/张，其中，服务费 3 元/张，则中期票房（含服务费）有望达 964 亿元，对应年复合增速 9.7%，其中，分账票房 895 亿元，服务费 69 亿元。

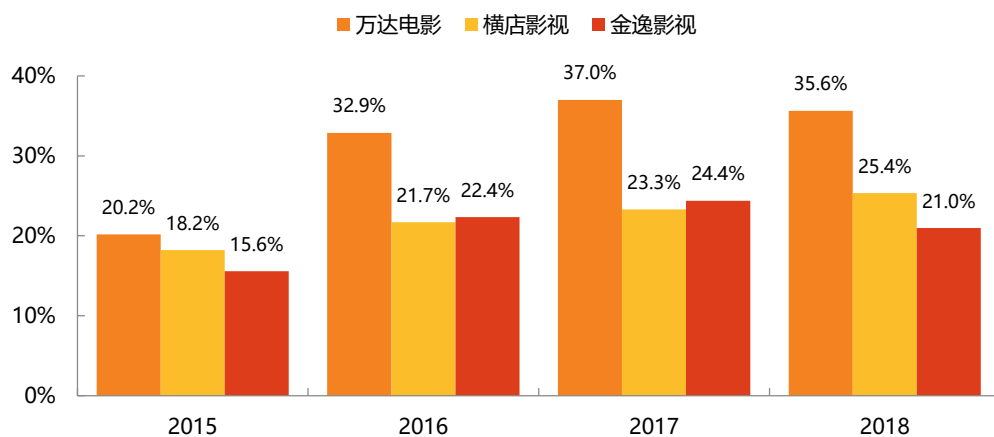
表 2：外部环境稳定下中期票房规模及服务费规模测算

| | 2018 年 | 2023 年 | | |
|---------------|--------|--------|-------|--------|
| | | 悲观 | 中性 | 乐观 |
| 电影票房 (亿元) | 606.8 | 892.8 | 963.9 | 1025.3 |
| 复合增速 | | 8.0% | 9.7% | 11.1% |
| 其中：服务费 (亿元) | 41.1 | 60.7 | 69.4 | 77.9 |
| 分账票房 (亿元) | 565.7 | 832.1 | 894.5 | 947.4 |
| 假设： | | | | |
| 总人口 (亿) | 13.95 | 13.95 | 13.95 | 13.95 |
| 城镇化率 | 59.6% | 64.0% | 67.0% | 70.0% |
| 城镇人口 (亿) | 8.3 | 8.9 | 9.3 | 9.8 |
| 城镇人口年人均观影次数 | 2.1 | 2.5 | 2.75 | 3.00 |
| 观影人次/年 (亿) | 17.2 | 22.3 | 25.7 | 29.3 |
| 线上化率 | 84.5% | 85.0% | 90.0% | 95.0% |
| 网售电影票张数 (亿张) | 14.5 | 19.0 | 23.1 | 27.8 |
| 平均票价 (元) | 35.3 | 40.0 | 37.5 | 35.0 |
| 其中：单张票服务费 (元) | 2.8 | 3.2 | 3.0 | 2.8 |

资料来源：国家统计局，艺恩数据，天风证券研究所；注：更悲观情况可能是监管带来国产片产量缩减、美国引进片受限

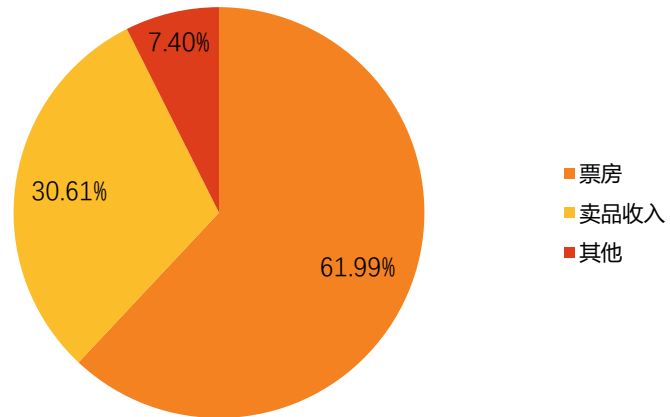
对标美国看，非票收入还有较大挖掘空间。从微观数据看，国内头部院线公司万达电影、横店影视和金逸影视 2018 年来自放映业务外的收入占比分别为 35.6%、25.4%和 21.0%，虽然纵向来看，非票收入占比已有明显提升，但对标美国头部院线公司，如 AMC，其来自票房的收入占比仅为 62%，此外，约 31%来自卖品收入，7%来自其他收入；而国内院线公司除万达电影（广告收入占比较大）外，其余院线公司来自非票的收入占比均较低。若假设全国非票收入占总规模比能提升至 30%，则 2023 年全国非票收入规模约 413 亿元。

图 21：2015-2018 年万达电影、横店影视和金逸影视非票收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：2018 年北美院线公司 AMC 收入结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

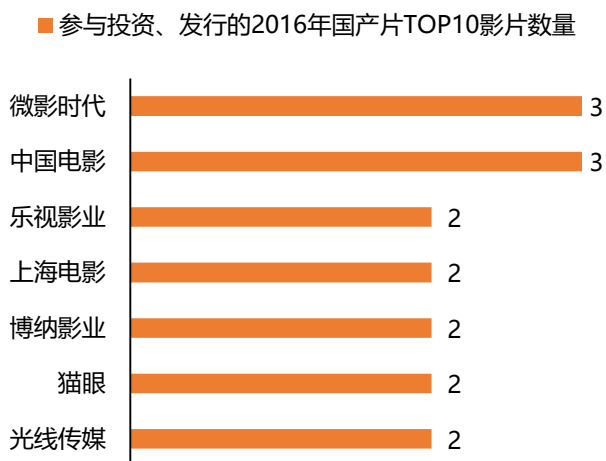
2.2. 竞争格局：上下游集中度较低，票务平台寡头垄断

2.2.1. 上游：传统五大波动，新兴力量与互联网平台突出重围

从 2016 年到 2018 年 TOP10 影片参与方看，头部内容参与主体多集中于龙头公司，包括电影制作发行领域的万达、光线、博纳等，也包括互联网平台淘票票和猫眼。2018 年参与数量排名靠前的内容参与方参与 TOP10 影片的数量相对 2017 年明显增加，2017 年参与 TOP10 影片 5 部以上的公司仅 2 家，而 2018 年增加至 4 家。

此外，互联网平台和渠道方参与头部影片的力度提升。2018 年在线票务双寡头阿里影业（淘票票）和猫眼参与 TOP 影片数量相比 2017 年进一步提升至 8 部和 6 部，分别位居第一、第二名，在线票务双寡头基于流量优势切入发行领域，以联合发行为主，并开始参与进行主控发行。另外，以院线切入发行的大地时代、横店影视和金逸影视参与 TOP10 影片数量也明显提升，分别从 2017 年的 2 部、2 部和 2 部提高到了 5 部、5 部和 4 部。

图 23：2016 年 TOP10 国产影片参与方



注：仅统计投资发行 2 部及以上影片的电影公司

资料来源：猫眼电影、天风证券研究所

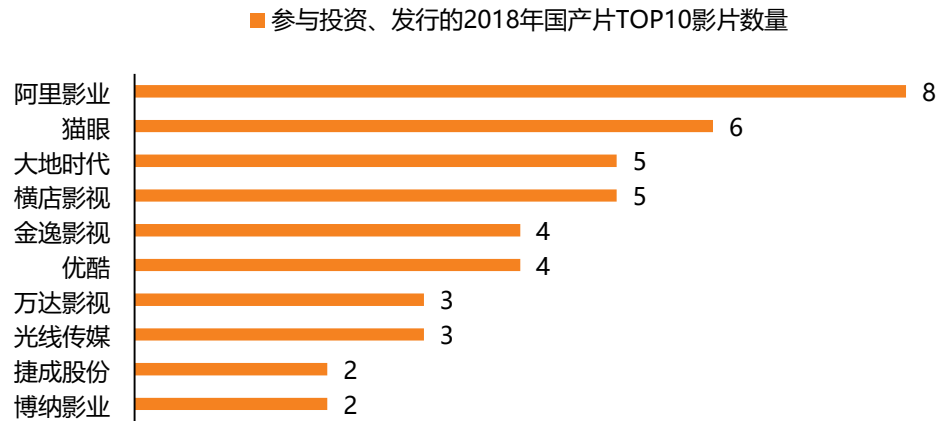
图 24：2017 年 TOP10 国产影片参与方



注：仅统计投资发行 2 部及以上影片的电影公司

资料来源：猫眼电影、天风证券研究所

图 25：2018 年 TOP10 国产影片参与方



注：仅统计投资发行 2 部及以上影片的电影公司；将淘票票作为阿里影业子公司进行统计

资料来源：猫眼电影、天风证券研究所

从国内传统五大民营电影公司市场份额看（参与制作/发行口径统计），2018 年五家公司市场份额波动较大。万达影业参与出品多部优质影片如《唐人街探案 2》《我不是药神》和《西虹市首富》，主出品电影票房占比提升，从参与影片看，18 年国产片市场份额与 17 年基本持平，居五大民营电影公司首位；博纳参与及主出品影片票房占比有所提升，光线参投《唐探 2》票房较高，带来参与影片票房占比提升，华谊兄弟市场份额从 2017 年的 20.4% 下滑至 8.6%，乐视由 2017 年的 6.8% 下滑至 3.4%。

此外，北文和新丽在 17 和 18 年均较好表现，而后起的欢喜传媒、真乐道、坏猴子影业等因参与包括《我不是药神》等优质影片票房占比有所提升。

表 3：2013-2018 年五大民营电影公司国产片市场份额变化

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2017(剔除战狼) | 2018 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|
| 光线传媒 | 18.2% | 19.4% | 20.6% | 22.3% | 9.3% | 11.8% | 19.8% |
| 华谊兄弟 | 23.5% | 8.0% | 15.9% | 6.3% | 11.2% | 20.4% | 8.6% |
| 博纳影业 | 7.8% | 15.0% | 11.0% | 12.5% | 30.3% | 14.1% | 15.7% |
| 乐视影业 | 8.1% | 11.8% | 8.6% | 12.1% | 5.5% | 6.8% | 3.4% |
| 万达电影 | 6.6% | 25.4% | 25.5% | 6.4% | 47.9% | 35.8% | 34.4% |

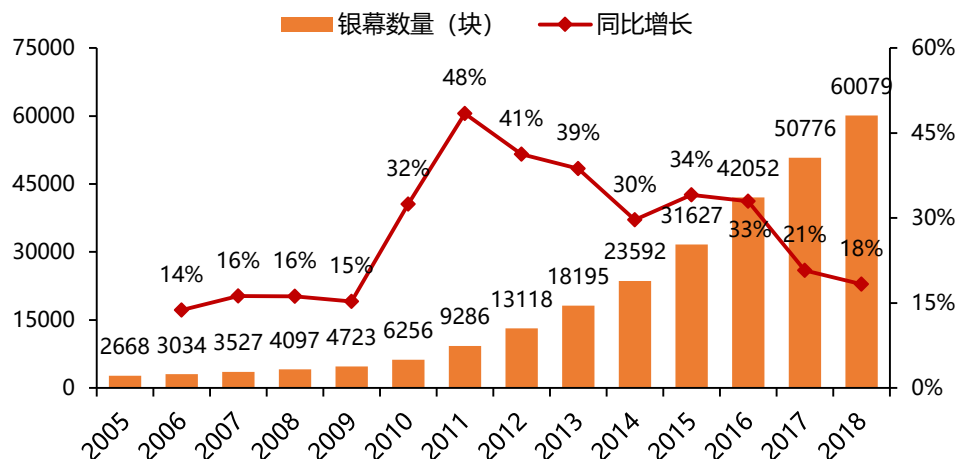
注：统计口径为参与制作或发行的国产影片票房，存在有两个或以上公司同时参与一部影片情况

资料来源：猫眼电影、天风证券研究所

2.2.2. 下游：银幕增速维持较高水平，集中度提升缓慢

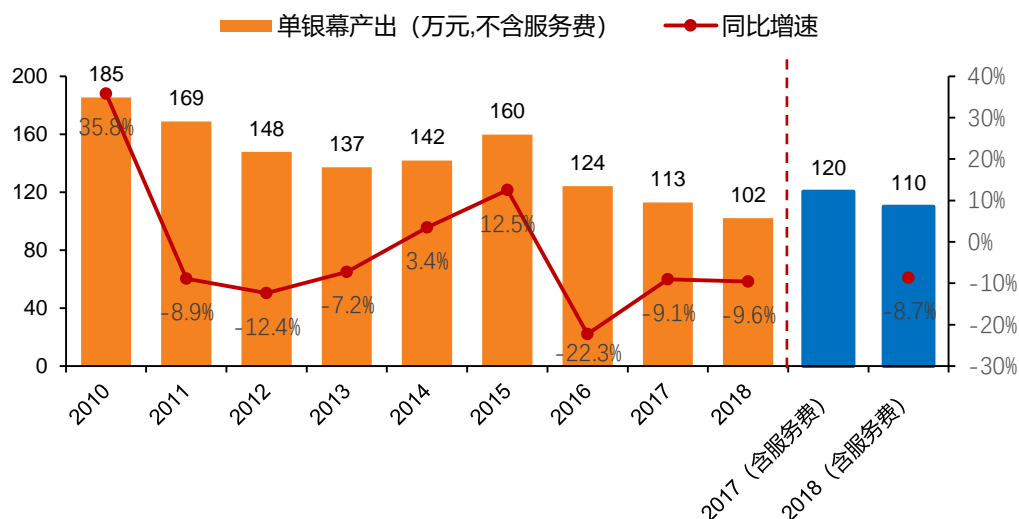
2018 年银幕数同比增长 18% 至 60079 块，银幕增速仍然较高，但比 17 年总体放缓，单银幕产出下滑速度放缓。银幕数量增速（18%）高于含服务费的终端票房收入增速（8.7%），更远高于不含服务费的影院端票房收入增速（8.0%）。由于票房增速低于银幕增速，不含服务费的单银幕票房产出下滑至 102 万/块。

图 26：2005-2018 年银幕数量（块）



资料来源：艺恩数据，新华网，天风证券研究所

图 27：2010-2018 年单银幕产出（万元/块）



资料来源：艺恩数据，新华网，天风证券研究所；单银幕产出=当年票房×2/（年初银幕数+年末银幕数）

第一梯队影投公司万达、大地系、横店、中影及金逸 2018 年票房市占率分别下滑了 0.2/0.6/0.1/0.2/0.4 个百分点，第二梯队影投公司耀莱、博纳及幸福蓝海 2018 年市占率分别下滑了 0.2/0.1/0.1 个百分点，头部影投公司中仅百老汇和上海电影分别提升了 0.1/0.04 个百分点。

表 4：2015-2018 年主要影投公司市占率（不含服务费）

| 第一梯队影投市占率 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | chg |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 万达 | 15.5% | 14.5% | 13.7% | 13.5% | -0.2% |
| 大地系 | 7.5% | 7.1% | 6.6% | 6.0% | -0.6% |
| 大地影院 | 5.7% | 5.3% | 5.1% | 4.7% | -0.4% |
| 橙天嘉禾 | 1.8% | 1.8% | 1.4% | 1.3% | -0.2% |
| 横店 | 4.1% | 4.1% | 3.8% | 3.7% | -0.1% |
| CGV | 2.4% | 3.0% | 2.9% | 2.8% | -0.1% |
| 中影 | 3.9% | 3.6% | 3.1% | 2.8% | -0.2% |
| 金逸 | 4.6% | 3.8% | 3.1% | 2.7% | -0.4% |
| 星美 | 4.5% | 3.6% | 3.3% | 2.1% | -1.2% |
| 第一梯队总市占率 | 42.5% | 39.6% | 36.4% | 33.6% | -2.8% |
| 第二梯队影投市占率 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Chg |
| 太平洋 | 2.3% | 2.0% | 1.8% | 1.7% | -0.2% |
| 百老汇 | 1.5% | 1.3% | 1.5% | 1.6% | 0.1% |
| 耀莱 | 1.4% | 1.7% | 1.8% | 1.5% | -0.2% |
| 保利 | 1.9% | 1.8% | 1.6% | 1.4% | -0.2% |
| UME | 1.9% | 1.6% | 1.5% | 1.4% | -0.03% |
| 博纳 | 1.7% | 1.5% | 1.5% | 1.4% | -0.1% |
| 上影 | 1.3% | 1.3% | 1.3% | 1.3% | 0.04% |
| 幸福蓝海 | 1.5% | 1.4% | 1.4% | 1.3% | -0.1% |
| 第二梯队总市占率 | 13.5% | 12.7% | 12.3% | 11.7% | -0.6% |

资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

18 年 12 月 11 日国家电影局下发《关于加快电影院建设、促进电影市场繁荣发展的意见》，文件中提出鼓励企业积极投资建设电影院，目标是到 20 年，全国加入城市电影院线的电影院银幕总数达到 8 万块，对于产业集中度提升及单银幕产出拐点或有延后影响。

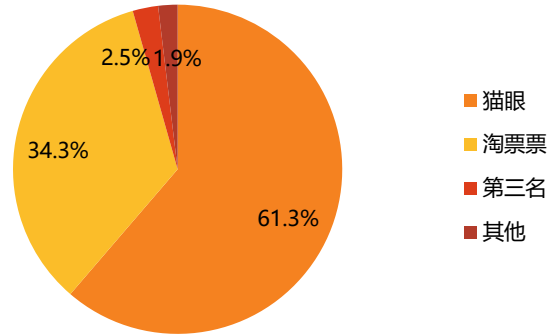
但同时文件也要求电影院和银幕分布更加合理，与城镇化水平和人口分布更加匹配，可见 8 万块银幕的目标并非以加剧当前影院竞争为目的，更主要的是希望银幕能覆盖当前未覆盖的中西部地区。另外，《意见》鼓励并购重组，以推动电影院线规模化、集约化发展，长期利好运营能力强的院线龙头。因而我们认为新出台的指导意见不改行业出清并走向集中的大趋势。我们长期看好资本热度褪去后，龙头公司凭借运营管理优势，主导行业整合，推动头部集中度提升。

2.2.3. 票务平台：猫眼及淘票票双寡头垄断，市场格局基本稳定

2017 年 9 月 21 日猫眼与微影时代、微格时代和瑞海方圆等公司签署《增资认购协议》。微格时代是微影时代的全资子公司，拥有其全部电影票务及演出业务和权益，包括娱票儿 APP、格瓦拉生活 APP 及强大的在线票务、独家票务入口等资产。此次交易完成后，猫眼和微影的在线票务平台将实现合并，票务平台两强格局正式形成。

从市场份额看，猫眼和淘票票几近瓜分整个在线票务市场。根据猫眼招股说明书，截止 2018 年三季度末，猫眼和淘票票在线票务市场份额分别为 61.3%和 34.3%，合计占有份额 95.6%，此外，百度糯米、豆瓣电影、爱奇艺票务等占有较小份额。由于当前电影票务线上化率已处于较高水平，用户习惯基本养成，格局生变可能较小。

图 28：2018 年三季度末在线票务市场份额



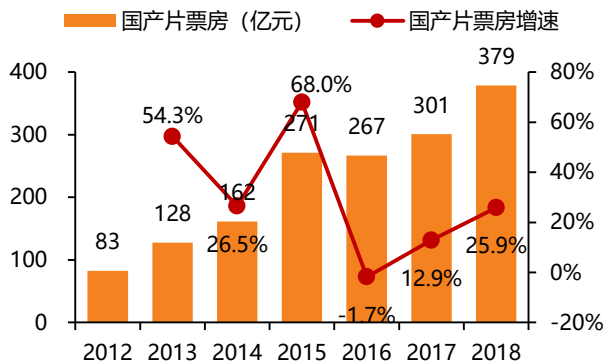
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 发展趋势：国产片潜力可期，但线下渠道集中度提升大势所趋

2.3.1. 机会：国产片内容质量迈入新台阶，票房占比持续提升

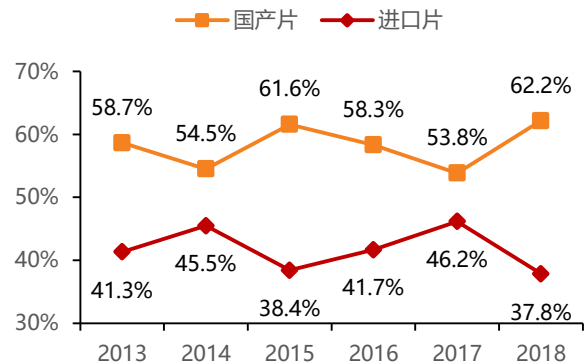
国产片票房占比曲折攀升，2018 年已提升至 62.2%。2018 年国产片票房为 379 亿元，同比增长 25.9%，远高于整体票房增速，使得国产片票房占比大幅提升 8.4pct 至 62.2%，再创新高。且从头部影片数量看，国产片也有明显优势，2018 年票房 TOP5 影片中，进口片仅《复联 3》排名第五，排名前 4 的均为国产片。

图 29：2012-2018 年国产片票房及增速（亿元）



资料来源：猫眼电影，天风证券研究所

图 30：2013-2018 年国产片和进口片票房占比变化



资料来源：猫眼电影，天风证券研究所

表 5：2018 年全国电影票房 TOP10 影片（含服务费）

| 排名 | 影片名 | 类型 | 总票房 (亿元) | 票房市占率 | 观影人次 (万人) | 国家地区 | 上映日期 |
|----|--------------|-------|----------|-------|-----------|------|-------------|
| 1 | 红海行动 | 动作/剧情 | 36.5 | 6.0% | 9292 | 中国 | 2月16日 |
| 2 | 唐人街探案 2 | 喜剧/动作 | 34.0 | 5.6% | 8767 | 中国 | 2月16日 |
| 3 | 我不是药神 | 剧情/喜剧 | 31.0 | 5.1% | 8895 | 中国 | 7月5日 |
| 4 | 西虹市首富 | 喜剧 | 25.5 | 4.2% | 7265 | 中国 | 7月27日 |
| 5 | 复仇者联盟 3：无限战争 | 动作/科幻 | 23.9 | 3.9% | 6251 | 美国 | 5月11日 |
| 6 | 捉妖记 2 | 喜剧/奇幻 | 22.4 | 3.7% | 5839 | 中国 | 2月16日 |
| 7 | 毒液：致命守护者 | 动作/惊悚 | 18.7 | 3.1% | 5265 | 美国 | 11月9日 |
| 8 | 海王 | 动作/科幻 | 18.7 | 3.0% | 5075 | 美国 | 12月7日 |
| 9 | 侏罗纪世界 2 | 动作/科幻 | 18.5 | 2.8% | 4750 | 美国 | 6月15日 |
| 10 | 前任 3：再见前任 | 喜剧/爱情 | 16.5 | 2.7% | 4693 | 中国 | 2017年12月29日 |

资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

内容质量明显提升是国产片票房表现较好的主要原因。2018 年票房排名第三的《我不是药神》豆瓣评分 9.0，为豆瓣近 20 年来最高分国产电影，春节档冠军《红海行动》豆瓣评分 8.3，国庆档冠军《无双》豆瓣评分 8.1，国产片质量已迈入新台阶。

表 6：2018 年国产电影票房排行 TOP10（票房含服务费）

| 排名 | 影片名 | 票房（亿元） | 场均人次 | 票房市占率 | 国家及地区 | 上映日期 |
|----|-----------|--------|------|-------|---------|------------|
| 1 | 红海行动 | 36.5 | 33 | 6% | 中国/中国香港 | 2018/2/16 |
| 2 | 唐人街探案 2 | 34 | 38 | 6% | 中国 | 2018/2/16 |
| 3 | 我不是药神 | 31 | 26 | 5% | 中国 | 2018/7/5 |
| 4 | 西虹市首富 | 25.5 | 28 | 4% | 中国 | 2018/7/27 |
| 5 | 捉妖记 2 | 22.4 | 44 | 4% | 中国/中国香港 | 2018/2/16 |
| 6 | 前任 3：再见前任 | 16.5 | 27 | 3% | 中国 | 2017/12/29 |
| 7 | 后来的我们 | 13.6 | 21 | 2% | 中国/中国台湾 | 2018/4/28 |
| 8 | 一出好戏 | 13.6 | 25 | 2% | 中国 | 2018/8/10 |
| 9 | 无双 | 12.7 | 15 | 2% | 中国/中国香港 | 2018/9/30 |
| 10 | 超时空同居 | 9 | 12 | 1% | 中国 | 2018/5/18 |
| 合计 | | 214.8 | 占比 | 35% | | |

资料来源：猫眼电影，天风证券研究所

国内内容公司有望通过投资制作优质电影内容获得高额收益。以 2018 年票房冠军《红海行动》为例，《红海行动》最终分账票房 34.22 亿元，假设影片制作成本为 5 亿元，宣发成本为投资成本的 50%，投资方和发行方合计分账比例为 43%，则单项目投资方和发行方毛利合计 6 亿元，项目收益率达 80%，其中，发行方收入约 2 亿元。

表 7：《红海行动》投资方及发行方毛利测算（亿元）

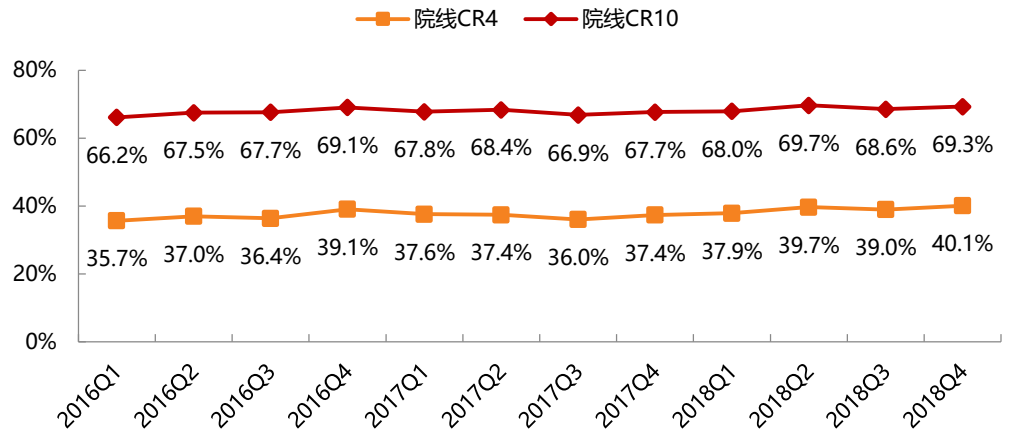
| | 毛利 | 投资成本 | | | | |
|--------|-----|------|-----|-----|-----|-----|
| | | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 宣发费用占比 | 30% | 9.6 | 8.3 | 7.0 | 5.7 | 4.4 |
| | 40% | 9.3 | 7.9 | 6.5 | 5.1 | 3.7 |
| | 50% | 9.0 | 7.5 | 6.0 | 4.5 | 3.0 |
| | 60% | 8.7 | 7.1 | 5.5 | 3.9 | 2.3 |
| | 70% | 8.4 | 6.7 | 5.0 | 3.3 | 1.6 |

资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

2.3.2. 威胁：院线经营持续承压，行业整合期即将来临

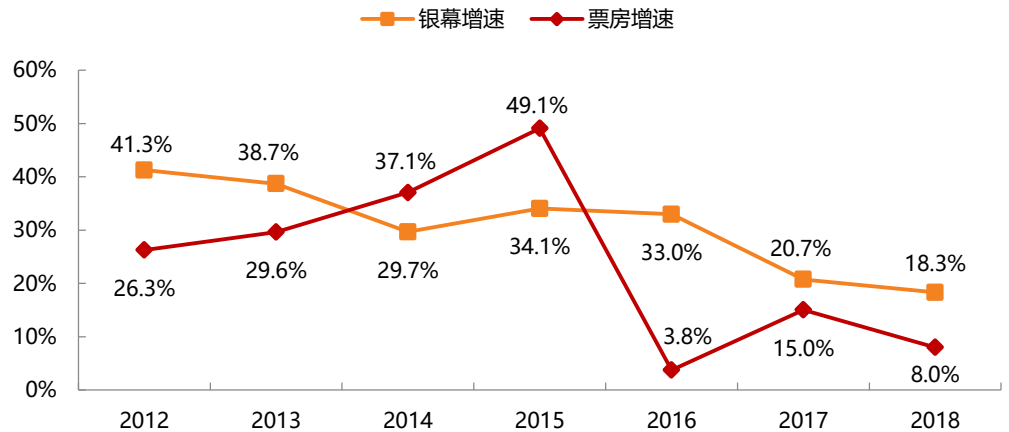
国内院线持续处于较分散状态，近三年来行业银幕增速持续高于票房增速，院线公司净利率持续下滑，向成熟市场靠拢大势所趋。近几年来，国内院线出现了部分小规模整合，如大地影院收购橙天嘉禾等，使得国内院线集中度有小幅提升，目前 CR4 市占率约 40%，CR10 市占率接近 70%，但相比北美院线市占率，集中度仍然较低。近三年来，影院银幕增速持续高于票房增速，使得影院盈利能力下滑，从微观数据看，国内几家头部院线公司，包括万达电影、横店影视和金逸影视等净利率都呈现下滑趋势，经营压力之下，院线整合大势所趋。

图 31：国内院线 CR4 和 CR10 集中度变化



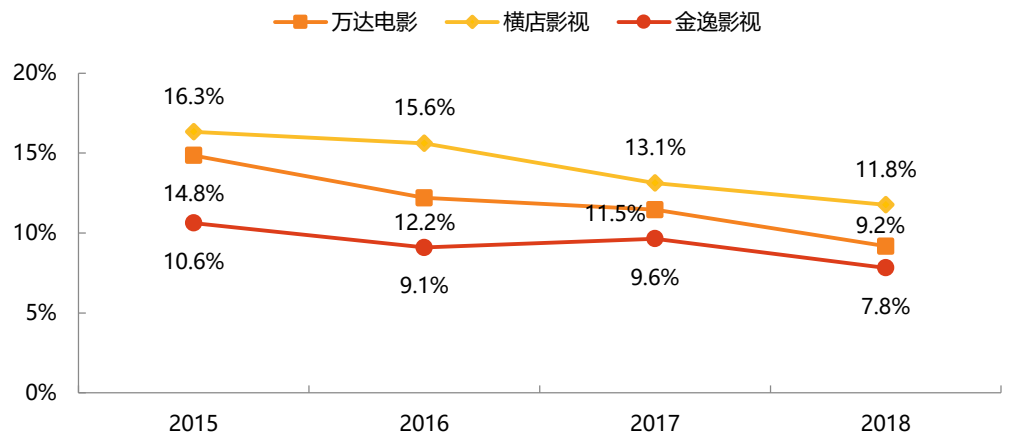
资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

图 32：2012-2018 年行业银幕增速和票房（不含服务费）增速变化



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

图 33：万达电影、横店影视、金逸影视净利率变化情况

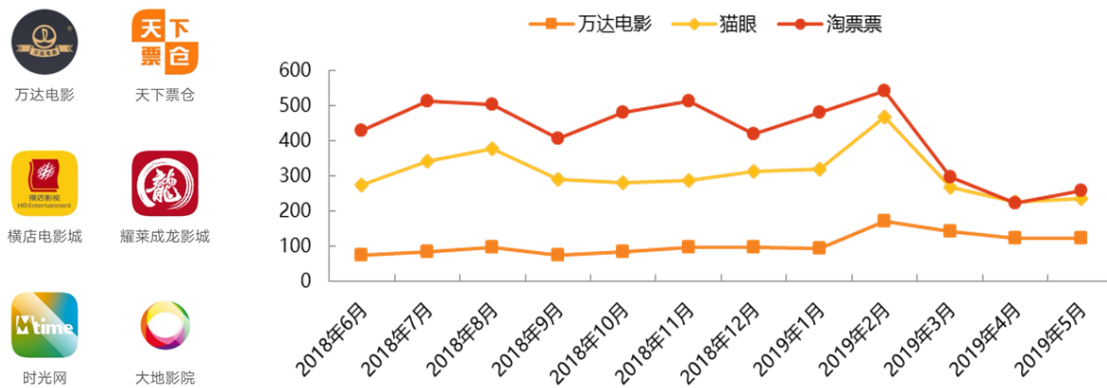


资料来源：公司公告，天风证券研究所

国内院线公司积极建设自营票务 APP，未来发展与院线市占率密切相关。当前头部院线/影投公司均上线了在线购票 APP，如万达旗下有万达电影和时光网，大地影院、横店影视、

上海电影、耀莱影城等也均拥有自有在线购票 APP，虽然当前来看，各影投自有 APP 流量较小，仅万达电影自有 APP 月活数量过百万，但随着影投公司市占率提升，其用户规模也将随之提升。

图 34：部分影投公司自营 APP 及 MAU 情况



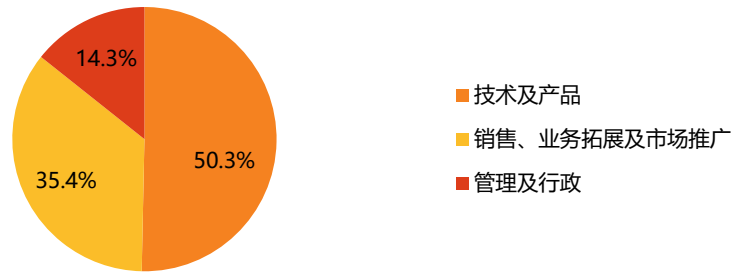
资料来源：艾瑞 APP 指数，天风证券研究所

3. 核心优势：兼具互联网/内容基因，股东资源加持地位稳固

3.1. 美团点评及光线传媒赋予猫眼优秀的互联网基因和内容基因

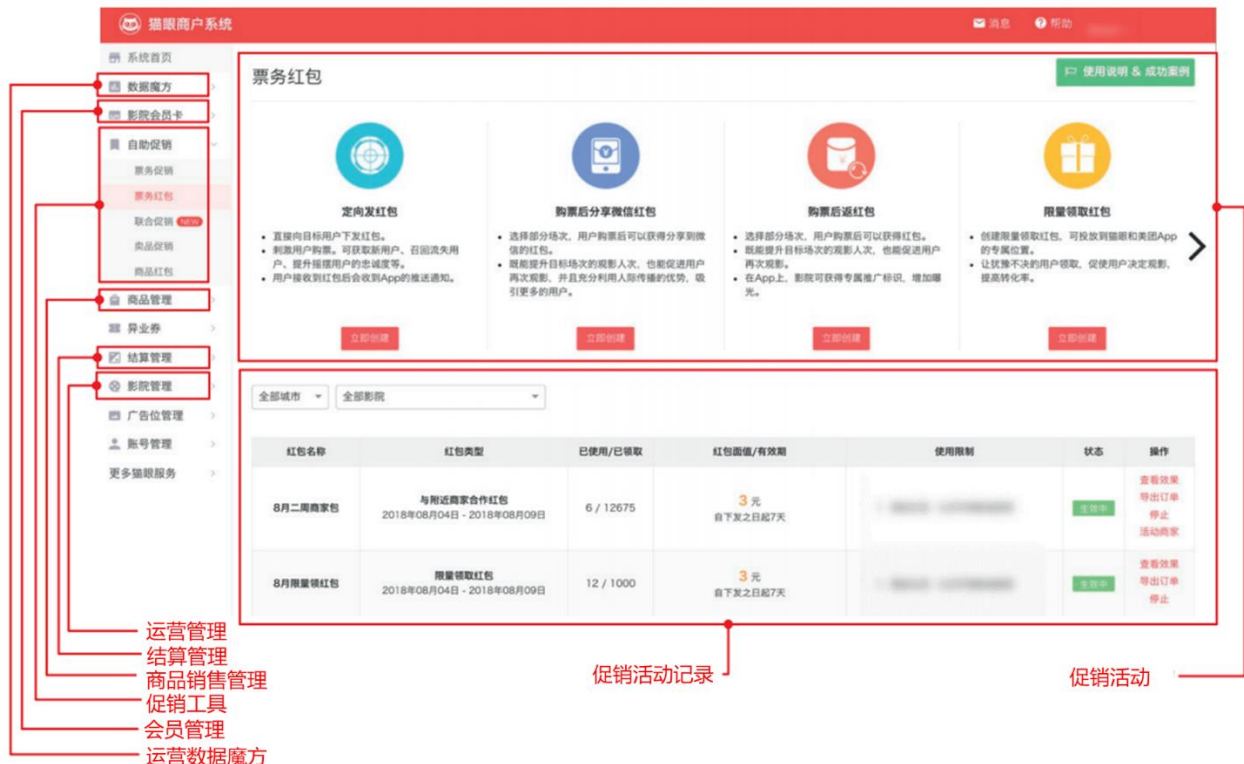
脱胎于中国最优秀的互联网公司之一美团点评，从互联网公司向互联网+电影公司的进化。猫眼最初为美团内部娱乐业务部门，为用户提供线上电影票购买及选座服务，猫眼天然具有互联网基因，虽然已从美团独立，但当前猫眼员工构成仍以技术产品人员为主，截止 2018 年三季度末，猫眼共有员工 1069 人，其中 538 人为技术及产品人员，占比超过 50%。

图 35：2018 年三季度末猫眼员工职能分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 36：猫眼为影院提供的 SaaS 系统界面

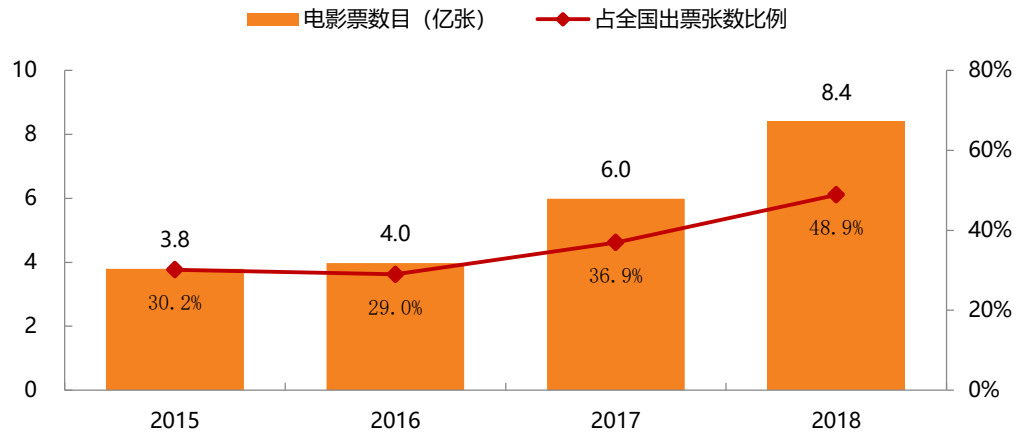


资料来源：公司公告，天风证券研究所

平台沉淀大量观影数据，成立猫眼研究院，专注人工智能及大数据分析。2018 年全国观影人次 17.2 亿人，猫眼平台电影票出票张数为 8.4 亿张，占出票总张数比例为 48.9%，这意味着猫眼掌握了市场近一半的用户观影数据，此外，用户在平台上购票的同时还产生大量与电影有关的数据，如电影评分评论及新闻浏览等。截止 2018 年 9 月底，猫眼数据库沉淀了超过 80 万部电影、12 万部电视剧及 250 万名业内专业人士的资料。猫眼研究院针

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，相比传统的内容公司，猫眼的数据分析使内容投资/宣发策略制定更加有据可循。

图 37：2015-2018 年猫眼平台出票数量及占全国出票张数比例



资料来源：公司公告，猫眼专业版，天风证券研究所

互联网基因之外，猫眼还具有内容基因。猫眼最早于 2014 年参与《心花怒放》的营销推广，领先行业进入电影产业链上游，同时也开创了超前独家预售电影票的新玩法，助力《心花怒放》实现票房 11.69 亿，成为当年票房亚军。2016 年引入国内领先的民营电影公司光线系作为战略投资者，此后，光线系 2017 年增资，成为公司控股股东。

光线系拥有近 20 年历史，为国内领先电影投资制作方。光线传媒成立于 2000 年，以电视节目制作、发行起家，2006 年开始从事电影发行业务，2009 年开始涉水电影投资，至今光线传媒已是国内最大的民营电影发行商之一，2012 年光线作为主要投资方和制作方的喜剧电影《人再囧途之泰囧》以 12.67 亿元摘得当年票房冠军，也是华语电影史上第一个收入过 10 亿的大片，成功奠定了光线传媒在电影行业的龙头地位。此后，光线传媒在影片类型上持续创新，佳作不断。猫眼当前与光线传媒毗邻而居，有望从光线传媒吸取内容投资的经验。

表 8：2012-2018 年光线传媒主出品部分电影情况

| 上映年份 | 影片 | 当年票房 (亿元) | 当年国产片票房排名 |
|------|--------------|------------------|-----------|
| 2012 | 《泰囧》 | 12.67 | 1 |
| 2013 | 《致我们终将逝去的青春》 | 7.19 | 2 |
| 2013 | 《中国合伙人》 | 5.39 | 5 |
| 2014 | 《分手大师》 | 6.65 | 4 |
| 2014 | 《匆匆那年》 | 5.88 | 8 |
| 2015 | 《寻龙诀》 | 13.74 (累计 16.83) | 4 |
| 2015 | 《港囧》 | 16.14 | 2 |
| 2016 | 《美人鱼》 | 33.92 | 1 |
| 2017 | 《大闹天竺》 | 7.58 | 6 |
| 2018 | 《一出好戏》 | 13.51 | 8 |

资料来源：猫眼专业版 APP，公司公告，天风证券研究所

猫眼当前在电影上游领域已有所作为。2015-2018 年 4 年间猫眼参与影片共计 72 部，共计实现票房 412.62 亿元，其中，票房在 30 亿以上影片 3 部、20-30 亿票房影片 3 部、10-20

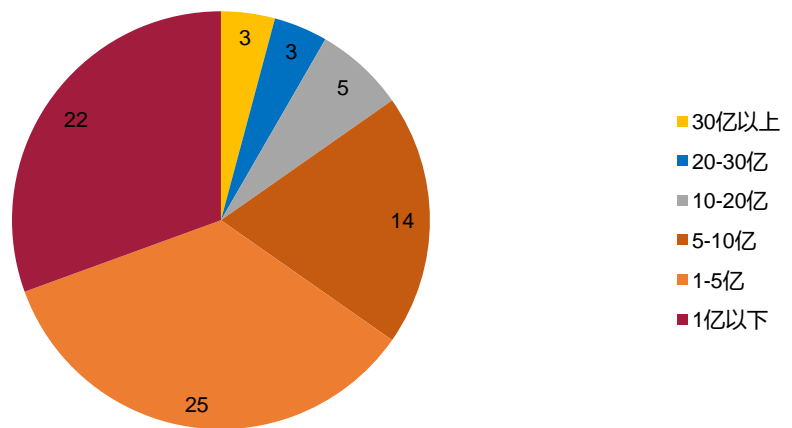
亿票房影片 5 部、5-10 亿票房影片 14 部、1-5 亿票房影片 25 部。

表 9：2015-2018 年猫眼微影参与影片情况

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------|------|------|------|------|
| 主出品电影数量（部） | - | 8 | 13 | 7 |
| 主出品电影票房（亿元） | - | 14 | 61 | 60 |
| 联合出品电影数量（部） | 3 | 2 | 1 | 7 |
| 联合出品电影票房（亿元） | 15 | 37 | 19 | 50 |
| 主发行电影数量（部） | - | 7 | 8 | 7 |
| 主发行电影票房（亿元） | - | 14 | 35 | 68 |
| 联合发行电影数量（部） | 7 | 11 | 7 | 8 |
| 联合发行电影票房（亿元） | 37 | 61 | 15 | 80 |
| 其他（部） | 1 | 0 | 2 | 1 |
| 其他票房（亿元） | 1 | 0 | 4 | 0 |

资料来源：猫眼专业版 APP，天风证券研究所；注：存在以多种角色参与某一个电影的情况

图 38：猫眼 2015-2018 年参与影片票房分布

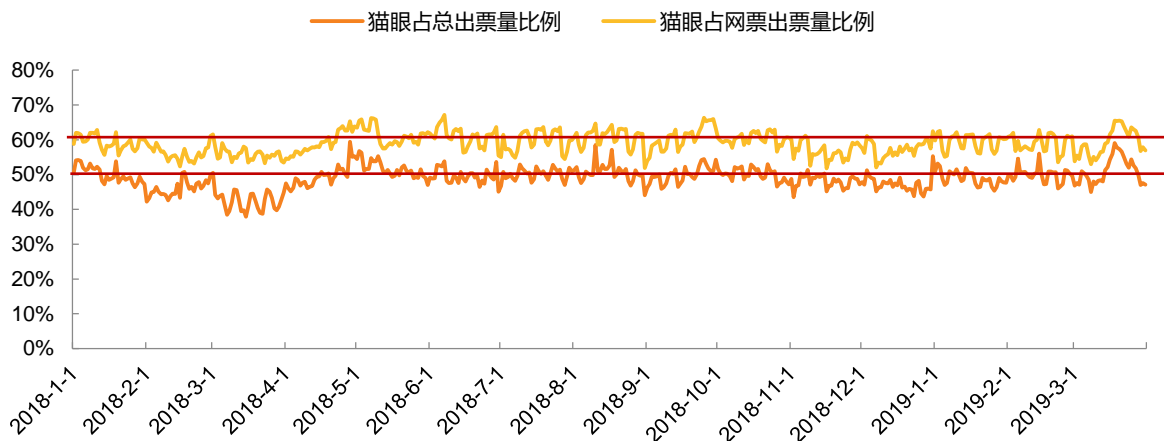


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 在线电影票务市占率稳居第一，为业务拓展奠定基础

猫眼在线电影票务市场份额持续领先，当前已稳定在 60%左右。猫眼电影票务业务开始较早，经过 2017 年与微影票务业务整合后，市场份额已遥遥领先，根据招股说明书，2018 年前三季度，猫眼电影票务业务市占率 61.3%，第二名市占率为 34.3%。而根据猫眼专业版日频数据看，猫眼市占率小幅波动，但整体稳定在 60%左右，而从总出票量看，猫眼出票数占电影票总出票量比例稳定在 50%左右。领先的市占率可为猫眼拓展其他业务奠定基础。

图 39：猫眼出票份额变化

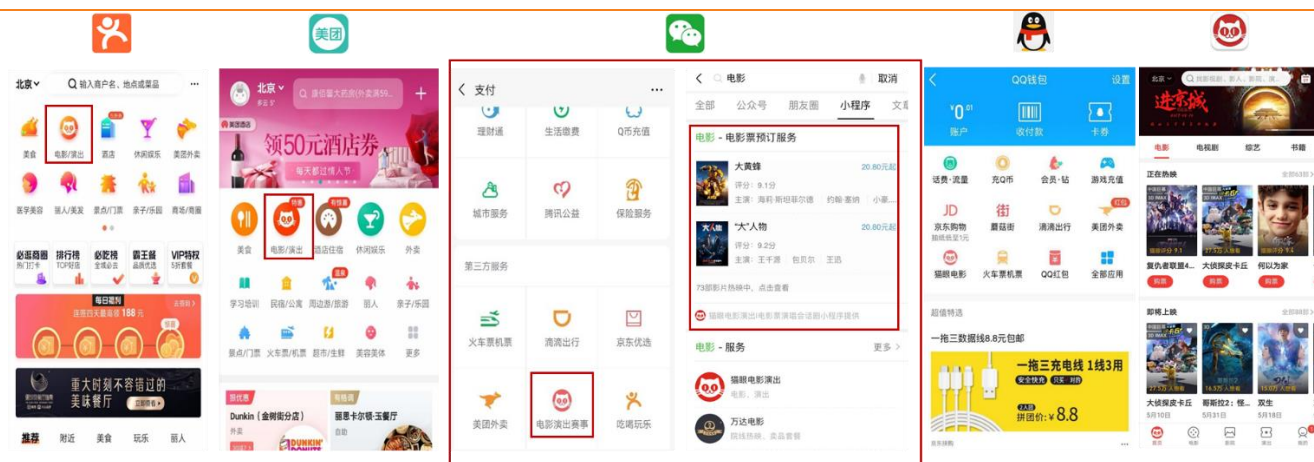


资料来源：猫眼专业版 APP，天风证券研究所

3.3. 多流量入口巩固猫眼票务业务市场地位

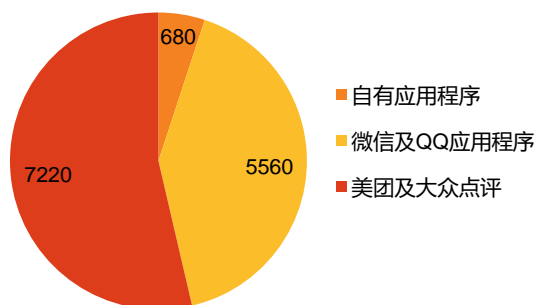
三大流量入口巩固猫眼票务业务市场地位。猫眼票务业务流量主要来自三个方面：1) 股东美团点评旗下的大众点评及美团 APP；2) 股东腾讯旗下的微信支付、微信小程序及 QQ 钱包；3) 自有的猫眼 APP。2018 年前三季度，猫眼在美团产品、腾讯产品及自有 APP 上的月活分布为 53.6%、41.3%和 5.1%；交易用户数分布为 60.0%、33.9%和 6.1%。

图 40：猫眼票务入口



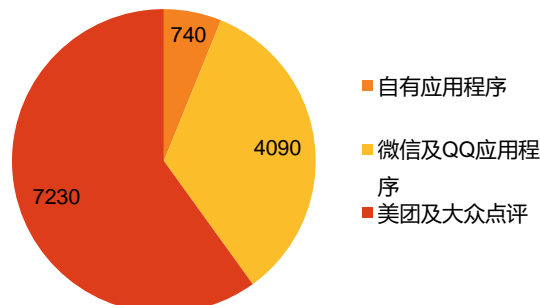
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 41：2018 年前三季度猫眼平均月活用户分布 (万)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 42：2018 年前三季度在线电影票务服务的交易用户数分布 (万)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

猫眼已分别与美团点评及腾讯订立合约，猫眼将作为微信 2022 年内及 QQ 2025 年内唯一电影、现场表演及体育赛事入口，用户可以通过微信、QQ 多个功能界面使用猫眼的服务，主要包括微信支付及小程序、QQ 钱包等；同时通过和美团点评合约，猫眼是美团 APP 以及大众点评 2022 年 9 月之前娱乐票务及娱乐服务的独家合作伙伴。

表 10：与腾讯合约的主要条款（2017 年 9 月签订）

| 项目 | 说明 |
|--------|--|
| 合约期限 | 微信为 5 年，QQ 为 8 年 |
| 优先权利 | 猫眼与腾讯影业、企鹅影业、腾讯视频及其他腾讯平台合作，并就在线票务、电影及其他娱乐内容宣发和制作享有若干优先权利 |
| 数据共享 | 猫眼在必要以及相关法律法规许可范围内，与腾讯共享通过微信及 QQ 入口进行的交易收集或产生的用户数据、运营数据及交易数据 |
| 基础设施服务 | 腾讯负责维护猫眼在微信及 QQ 上的在线票务服务平台入口 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 11：与美团点评合约的主要条款

| 项目 | 说明 |
|--------|--|
| 合约期限 | 至 2022 年 9 月 |
| 优先合作关系 | 就服务费及向美团点评的用户提供宣传以及结算方面而言，美团点评拥有与猫眼优先合作权利 |
| 数据共享 | 猫眼在必要以及相关法律法规许可范围内，与美团点评共享猫眼就在线票务和合作过程中收集或产生的用户数据和交易数据 |
| 基础设施服务 | 就使用美团点评的服务（包括云端系统、资讯科技基础设施系统、客户服务、运营及维护服务）而言，猫眼拥有与美团点评优先合作权利 |

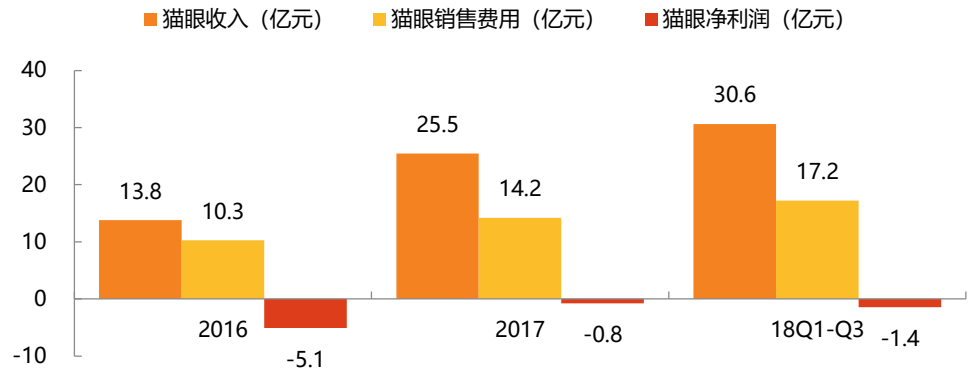
资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 未来趋势：以票务为基石，横纵向扩张业务边界

4.1. 平台逐步减少电影票补投入，静待盈利拐点

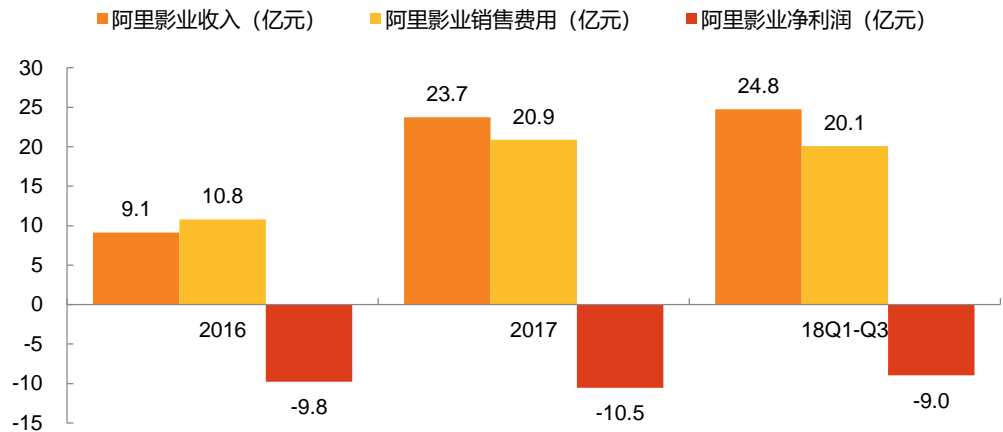
票补使在线票务平台均处于亏损状态。当前在线票务平台无论是猫眼还是淘票票均未实现盈利，未盈利主要原因在于平台在过去三年每年票补投入较大，同时期比较看，猫眼 2015、2016 年全年及 2018 年前三季度销售费用（主要是票补）分别为 10.3 亿、14.2 亿和 17.2 亿元，占收入的 75%、56%和 56%，而阿里影业销售费用分别为 10.8 亿元、20.9 亿元和 20.1 亿元，占收入的 118%、88%和 81%。

图 43：2016-2017 年，2018 年前三季度猫眼收入、销售费用及净利润情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 44：2016-2017 年，2018 年前三季度阿里影业收入、销售费用及净利润情况

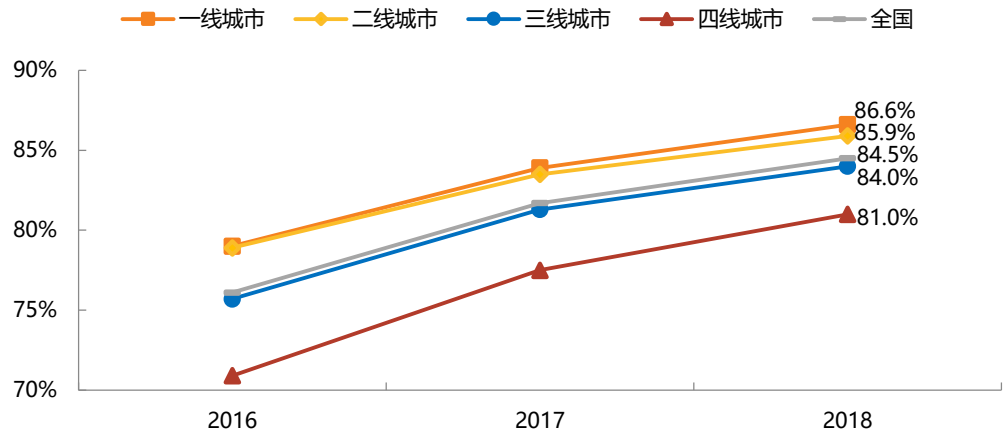


资料来源：公司公告，天风证券研究所

在线票务市场格局已定，平台投入票补有望逐渐减少。全市场票补主要来源于两个方面，一部分是来自片方，作为宣发的一种手段，如 2018 年前三季猫眼收到来自片方票补 4.37 亿元；但过去几年，票补大部分来源于在线票务平台，平台投入票补动机主要有两个：1) 在线上购票出现初期培养用户线上购票习惯；2) 抢占市场份额。

但当前线上化率已处于较高水平，用户习惯培育已至尾声。2018 年全国电影票线上化率 84.5%，分线城市看，四线城市线上化率最低，但也已经在 80%以上。另外，从提升速度看，2018 年相对 2017 年线上化率提升速度已明显放缓。用户在线购票习惯已经养成，且平台为用户提供影院、影片及在线选座等服务，切实方便了用户的观影，因而平台已不再需要依靠低廉的电影票价来吸引用户在线购票。

图 45：2016-2018 年分区域电影票线上化率对比



资料来源：公司公告，猫眼研究院，天风证券研究所

且各在线购票平台市场份额稳定，依靠票补争夺市占率的战争已告一段落。2018 年前三季度，淘票票略多于猫眼，而从出票份额看，猫眼约是淘票票两倍，因而从单张票看，淘票票补远高于猫眼，但 2018 年前三季度猫眼和淘票票市占率均较为稳定，可见票补已不是决定票务平台市占率的唯一因素。

大规模投入票补是平台亏损的主要原因，随着平台票补投入减少，平台盈利可期。我们简单以猫眼 2018 年财务数据为基础做测算，猫眼 2018 年全年销售费用 19.4 亿元，对应销售费用率 51.7%，若中性假设销售费用率降低至 20%，总销售费用约 7.5 亿元，猫眼适用的香港所得税率为 16.5%，则可测算得猫眼在此情境下的净利率为 24.1%，净利润为 9 亿元。

表 12：猫眼若减少票补投入净利润/净利率测算

| | 实际 | 悲观 | 中性 | 乐观 |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 毛利率 | 62.8% | 62.8% | 62.8% | 62.8% |
| -销售费用率 | 51.7% | 30% | 20% | 10% |
| -管理费用率 | 13.9% | 13.9% | 13.9% | 13.9% |
| -其他/收入 | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 1.1% |
| 所得税率 | - | 16.50% | 16.50% | 16.50% |
| 净利率 | -3.7% | 15.7% | 24.1% | 32.4% |
| 2018 年收入（亿元） | 37.5 | 37.5 | 37.5 | 37.5 |
| 净利润（亿元） | -1.4 | 5.9 | 9.0 | 12.2 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 向上由广至深参与投资/发行，向下挖掘电影后窗口期价值

从影片覆盖广度看，猫眼表现活跃，但从参与深度看，仍有较大提升空间。过去几年猫眼娱乐内容服务业务步伐平稳，参与项目逐年增加，但多以发行方身份参与，充分发挥了平台优势。未来随着猫眼在内容领域经验的逐步积累，有望加深项目参与力度，一方面对于参与投资的项目，提高投资比例，当前猫眼以联合出品为主，投资比例较小，另一方面增加主发行项目。根据猫眼招股说明书，猫眼若作为影片主控发行方，可收取影片总票房的 5-12%，若作为影片联合发行方，则收取预先约定的固定金额或总票房的 1-2%。2016-2018 年间，猫眼作为主控发行方的影片仅 8 部，其中，2016 年 3 部、2017 年 2 部和 2018 年 3 部。

表 13：2016-2018 年猫眼作为主控发行方的电影项目

| 序号 | 影片 | 上映时间 | 票房（亿元） |
|----|--------|---------|--------|
| 1 | 驴得水 | 2016/10 | 1.72 |
| 2 | 我不是潘金莲 | 2016/11 | 4.82 |
| 3 | 情圣 | 2016/12 | 6.57 |
| 4 | 大闹天竺 | 2017/1 | 7.56 |
| 5 | 羞羞的铁拳 | 2017/9 | 22.13 |
| 6 | 捉妖记 2 | 2018/2 | 22.37 |
| 7 | 后来的我们 | 2018/4 | 13.61 |
| 8 | 邪不压正 | 2018/7 | 5.83 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

拟认购欢喜传媒等内容公司部分股权，加强内容领域布局。猫眼于 3 月 12 日与港股上市公司欢喜传媒签署认购协议，拟以约 3.9 亿港币认购欢喜传媒 2.37 亿股，占欢喜传媒认购后总股本的 7.5%。欢喜传媒股东包括宁浩、徐峥、王家卫、陈可辛、张一白、顾长卫及张艺谋等，并与众多国内顶尖导演制片人建立了长期合作关系。猫眼投资欢喜传媒后将获得欢喜传媒电影、电视剧、网络剧投资权及独家宣发权，此外，招股书还披露猫眼正与另外两家内容制作公司协商股权购买事宜。

表 14：欢喜传媒与导演合约情况

| 导演 | 签约时间 | 合作年限 | 合作内容 |
|-----|-------------|-------|---|
| 徐峥 | 2015 年 5 月 | 6 年 | 2-4 部执导影片的排他投资权及制作权；各地区各渠道优先发行权。 |
| 宁浩 | 2015 年 5 月 | 6 年 | 2-4 部执导影片的排他投资权及制作权；各地区各渠道优先发行权。 |
| 王家卫 | 2016 年 6 月 | 10 年 | 两季网络剧优先投资权；每部作品全球独家新媒体互联网为发行权；其他作品投资的优先参与权。王家卫作品制作每集出资 2000 万-2500 万元。 |
| 陈可辛 | 2016 年 6 月 | 6 年 | 至少 2 部执导或共同执导作品的优先投资权；对于独家发行权有优先购买权。提供 1 亿港元电影制作基金。 |
| 顾长卫 | 2016 年 12 月 | 6 年 | 2 季执导或共同执导的网络独家投资权和独家发行权；至少 2 部作品新媒体发行权的购买权；顾长卫作品尽量优先投资权。提供 4000 万创作资金。 |
| 张一白 | 2016 年 12 月 | 6 年 | 至少 2 部电影的优先投资权；至少 2 部作品的新媒体发行权的优先购买权；2 季执导或共同执导网剧的独家投资权和新媒体独家发行权。提供 1 亿元制作资金。 |
| 贾樟柯 | 2017 年 1 月 | 6 年 | 最少执导 3 部新电影作品的独家或优先投资权；新电影作品的优先发行权及新媒体独家权。 |
| 王小帅 | 2017 年 2 月 | 6 年 | 执导或监制的 2 部影视作品优先投资权；新作品的优先投资权和全球优先发行权；新作品在新媒体平台独家发行权及转售权。 |
| 张艺谋 | 2018 年 5 月 | 6-8 年 | 3 部网剧的独家投资权（其中一部可转为不受第三方合约限制的电影优先投资权）已及所有有形及无形资产以及其衍生权利。提供 1 亿元创作资金。 |

资料来源：娱乐资本论，公司公告，天风证券研究所

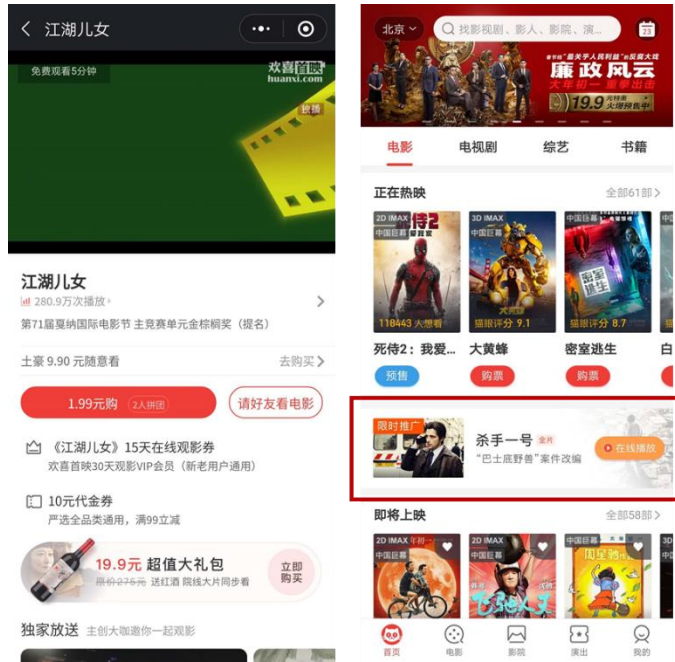
表 15：猫眼招股说明书披露的其他后期可能的收购事项

| 收购标的 | 主要业务 |
|-------------|-----------------------|
| 目标公司 A 部分股权 | 持有 ICP 许可证，主要从事在线视频业务 |
| 目标公司 B 部分股权 | 主要从事娱乐内容制作业务 |
| 目标公司 C 部分股权 | 主要从事电影制作、制片及电影发行业务 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

试水点播业务，掘金后窗口期市场。根据猫眼招股书披露，公司拟与欢喜传媒就新媒体视频内容与服务业务进行合作，猫眼将为欢喜传媒新媒体视频内容及服务（欢喜首映）提供入口，并为其提供宣传资源，助其推广拓展。此外，猫眼拟收购一家拥有 ICP 许可证，从事在线视频业务公司的部分股权。

图 46：猫眼试水电影点播业务



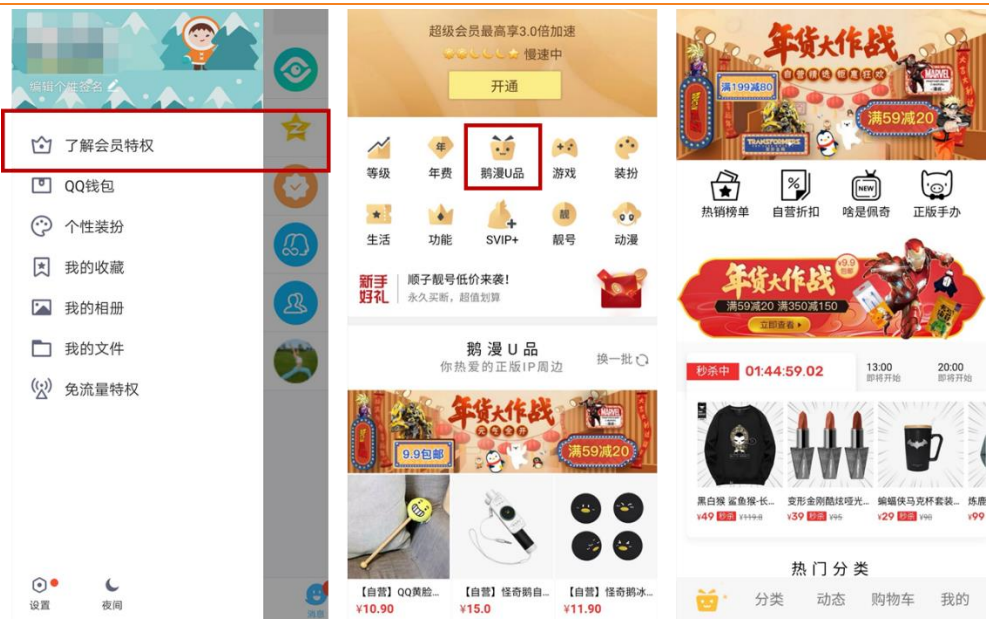
资料来源：猫眼 APP，天风证券研究所

4.3. 携手腾讯鹅漫 U 品布局衍生品开发市场

鹅漫 U 品为 QQ 孵化的 IP 衍生品平台，于 2017 年上线，主要经营动漫、游戏及二次元周边产品，涵盖形象、影视、动漫、游戏四大作品类别，包括文具、生活用品、3C 周边、毛绒家居、服饰鞋包、配饰配件、手办模型、画册礼包等多个种类。

鹅漫 U 品资源和渠道优势明显。流量方面，腾讯在手机 QQ 内为鹅漫 U 品设立了专门的入口，根据腾讯最近财报，截止 2018 年三季度末，QQ 月活跃用户数 8.03 亿，为国内月活跃用户数仅次于微信的手机 APP。资源方面，腾讯作为国内游戏巨头，坐拥上百款游戏 IP。鹅漫 U 品有腾讯流量及 IP 加持，起点较高。

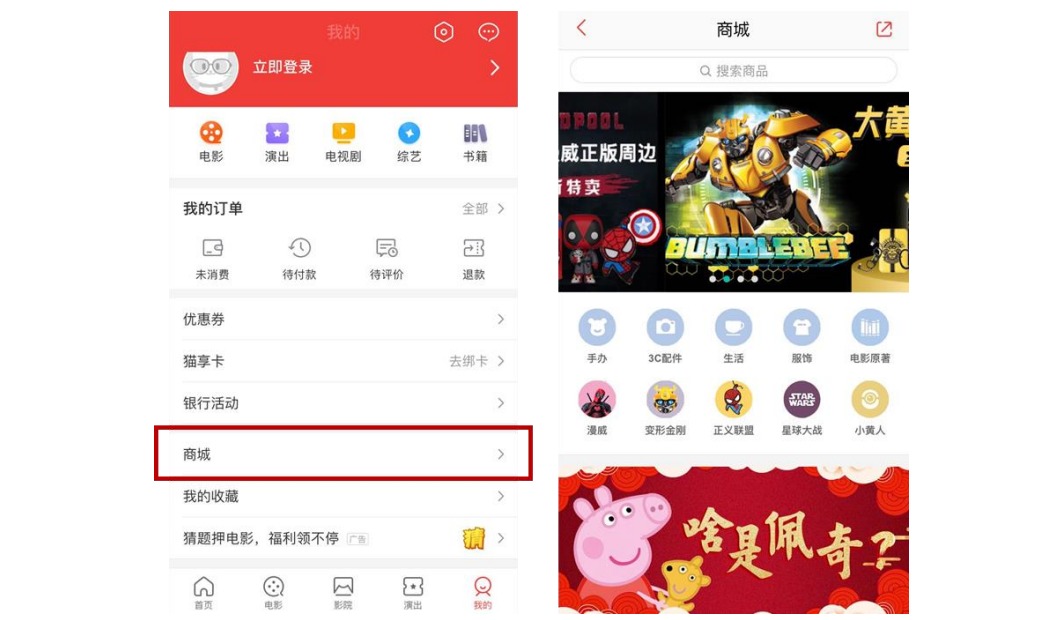
图 47：QQ 为鹅漫 U 品设立专门的入口



资料来源：手机 QQ，天风证券研究所

猫眼与鹅漫 U 品合作，实现资源互补。2018 年 5 月，鹅漫 U 品在深圳发布会上宣布与猫眼达成战略合作，双方未来将在 IP 授权开发领域展开合作。猫眼可为鹅漫 U 品提供 IP 和流量，而鹅漫 U 品可为猫眼的 IP 衍生品开发提供更多销售渠道和推广资源，且二者还可以共享供应链资源。

图 48：猫眼商城界面展示



资料来源：猫眼 APP，天风证券研究所

5. 盈利预测及估值探讨

基于未来三年复合年票房增速 5% 的假设，我们预计 2019-2021 年猫眼收入分别为 44.2 亿元、51.3 亿元和 59.0 亿元，分别同比增长 17.7%、16.1% 和 15.1%，假设平台方投入的票补分别为 9 亿元、8 亿元和 7 亿元，则预计净利润分别为 5.6 亿元、9.0 亿元和 12.8 亿元，2020 年和 2021 年分别同比增长 59.1% 和 43.3%，2019-2021 年复合增速为 51.0%，2019-2021 年经调整净利润分别为 7.4 亿元、10.9 亿元和 14.9 亿元，2020 年和 2021 年分别同比增长 46.8% 和 37.3%，2019-2021 年复合增速为 42.0%。

图 49：猫眼 2019-2021 年盈利预测（亿元）

| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 37.6 | 44.2 | 51.3 | 59.0 |
| YoY | 47.4% | 17.7% | 16.1% | 15.1% |
| -在线娱乐票务 | 22.8 | 24.6 | 27.0 | 29.8 |
| YoY | 53.0% | 7.9% | 10.0% | 10.3% |
| 电影票房增速 | 8.6% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| -娱乐内容服务 | 10.7 | 13.6 | 15.9 | 18.1 |
| YoY | 25.4% | 27.4% | 16.6% | 14.2% |
| -娱乐电商服务 | 2.0 | 2.6 | 3.3 | 4.0 |
| YoY | 53.8% | 33.7% | 27.0% | 19.9% |
| -广告及其他 | 2.1 | 3.4 | 5.0 | 7.1 |
| YoY | 168.0% | 60.0% | 50.0% | 40.0% |
| 毛利 | 23.6 | 28.6 | 33.6 | 39.0 |
| 毛利率 | 62.8% | 64.7% | 65.5% | 66.0% |
| 销售及营销开支 | 19.4 | 15.2 | 15.2 | 14.7 |
| -票补投入 | 17.5 | 13.2 | 12.1 | 10.6 |
| 其中：平台票补 | 12.8 | 9.0 | 8.0 | 7.0 |
| 一般行政开支 | 5.2 | 6.6 | 7.7 | 8.9 |
| 税前利润 | -1.5 | 6.7 | 10.7 | 15.4 |
| 所得税 | -0.1 | 1.1 | 1.8 | 2.5 |
| 净利润 | -1.4 | 5.6 | 9.0 | 12.8 |
| 净利润 | -1.4 | 5.6 | 9.0 | 12.8 |
| YoY | - | - | 59.1% | 43.3% |
| 经调整净利润 | 0.9 | 7.4 | 10.9 | 14.9 |
| YoY | - | 724.0% | 46.8% | 37.3% |

资料来源：Wind，天风证券研究所

从 A 股电影公司估值看，2019 年平均 P/E 为 24.7x，PEG 为 2.8 倍；港股 IMAX CHINA 2019 年对应经调整净利润 P/E 为 17.6x，PEG 为 1.8x。考虑到虽然 A 股相对港股有一定的估值溢价，但猫眼的线上渠道龙头地位稳固，以及未来三年高于行业的净利润复合增速，给予猫眼 2019 年经调整净利润目标 P/E 25x，目标 PEG 0.60 倍，对应目标市值 185 亿人民币，即 209 亿港元，目标价 18.55 港币/股。

图 50：可比公司估值表（20190619）

| 代码 | 公司名称 | 币种 | 总市值 (亿) | PE | | | | 净利润 CAGR | 19PEG |
|--------------|------------|-----|------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|
| | | | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | |
| 002739.SZ | 万达电影 | 人民币 | 393 | 30.3 | 29.0 | 27.3 | 25.0 | 7.7% | 3.8 |
| 603103.SH | 横店影视 | 人民币 | 113 | 35.2 | 32.2 | 28.8 | 25.6 | 12.2% | 2.6 |
| 300251.SZ | 光线传媒 | 人民币 | 198 | 14.4 | 26.3 | 22.3 | 19.4 | 16.5% | 1.6 |
| A股 002905.SZ | 金逸影视 | 人民币 | 47 | 29.9 | 23.4 | 18.2 | 17.9 | 14.4% | 1.6 |
| 600977.SH | 中国电影 | 人民币 | 281 | 18.8 | 19.7 | 17.8 | 16.0 | 10.8% | 1.8 |
| 300027.SZ | 华谊兄弟 | 人民币 | 153 | n.a | 23.6 | 20.2 | 21.6 | 4.5% | 5.3 |
| 601595.SH | 上海电影 | 人民币 | 51 | 21.7 | 18.6 | 15.4 | n.a | n.a | n.a |
| 平均值 | | | | 25.1 | 24.7 | 21.4 | 20.9 | | 2.8 |
| 1970.HK | IMAX CHINA | 港币 | 68 | 19.7 | 17.6 | 16.2 | 14.6 | 9.7% | 1.8 |
| 港股 1060.HK | 阿里影业 | 港币 | 445 | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a |
| 平均值 | | | | 19.7 | 17.6 | 16.2 | 14.6 | | 1.8 |

资料来源：Wind，Bloomberg，天风证券研究所；

注：A 股部分，万达电影、横店影视、光线传媒净利润为天风预期，其余为 Wind 一致预期；IMAX CHINA 为 Bloomberg 经调整净利润一致预期

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|---------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 | 上海市浦东新区兰花路 333 | 深圳市福田区益田路 5033 号 |
| 邮编：100031 | 号保利广场 A 座 37 楼 | 号 333 世纪大厦 20 楼 | 平安金融中心 71 楼 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |