

中信证券研究部

核心观点



**唐思思**  
首席传媒分析师  
S1010517080007



**肖轶行**  
传媒分析师  
S1010517070001

**猫眼娱乐是中国在线电影票务龙头，随着市场份额竞争进入缓和期，用户激励有望进入下降通道，票务业务有望迎来盈利拐点。此外，公司基于渠道和数据优势，持续延展电影宣发&投资布局，打造电影产业链龙头，拓展中长期成长空间。基于分部估值法，给予目标价 18.97 港元，首次覆盖给予“买入”评级。**

**在线电影票务龙头。**猫眼娱乐是中国在线电影票务龙头，主要业务涵盖票务、娱乐内容、娱乐电商以及广告。2015-18 年分别实现营收 5.97 亿元、13.78 亿元、25.48 亿元及 37.55 亿元；公司仍处于亏损状态，2015-18 年分别亏损 12.97 亿元、5.08 亿元、0.76 亿元和 1.38 亿元。王长田控制的光线系持有猫眼娱乐 41.86% 股权，是猫眼娱乐第一大股东。此外，微影、腾讯、美团是其重要股东。

**双寡头格局形成，向内容端延展是大趋势。**票务手续费、内容宣发收入、内容投资收入等是票务平台核心收入来源，当前票务手续费收入占比约 60%。竞争格局方面，基于美团&腾讯系的猫眼（市占率 61.3%）以及基于阿里系的淘票票（市占率 34.3%）成为核心双寡头玩家。基于渠道优势，预计未来票务平台在内容宣发&出品端市场份额将持续提升。我们预计票务平台+内容宣发合计市场规模将从 2018 年 70.09 亿元增至 2023 年 89.20 亿元，CAGR4.9%。

**盈利拐点初现，中长期由“渠道”到“平台”。**票务方面，基于腾讯系和美团系流量优势，猫眼 60% 左右市占率大概率维持。行业份额竞争进入缓和期，未来双寡头将着重建筑自己内容、生态壁垒，预计用户端补贴将进入下降通道，从而驱动票务业务盈利。娱乐内容服务，猫眼娱乐凭借强势渠道地位，在国产电影宣发领域地位不断提升，2018 年已经成为民营电影发行公司第一（主发行票房 67.80 亿元）。下一步将是内容出品（投资），2019 年公司仍有《使徒行者 2》《银河补习班》等出品电影值得期待。公司携充足渠道和数据优势以及光线传媒、欢喜传媒、腾讯系等优质内容资源，有望造就中长期电影行业龙头。

**风险因素：**市场竞争不确定性风险；项目投资波动性风险；电影市场整体表现不及预期风险

**投资建议：**我们预测 2019-21 年猫眼娱乐营收为 43 亿元/48.30 亿元/54.30 亿元，实现归属于母公司净利润 4 亿元/8.40 亿元/12.60 亿元。按分部估值法，对于互联网平台业务（票务、电商、广告），给予 2021 年 PE16x，以 14% 的 WACC 进行折现，对应 2019 目标市值 127 亿元人民币。内容宣发&投资业务，给予 2021 年 25xPE，以 14% 的 WACC 进行折现，对应 2019 年目标市值 57.70 亿元。综合 2019 目标市值为 183.70 亿元人民币，换算为 213.70 亿港元，对应目标价 18.97 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

<b>猫眼娱乐</b>	<b>01896.HK</b>
<b>评级</b>	<b>买入（首次）</b>
当前价	14.62 港元
目标价	18.97 港元
总股本	1,126 百万股
港股流通股本	1,126 百万股
52 周最高/最低价	18.0/13.44 港元
近 1 月绝对涨幅	-10.85%
近 6 月绝对涨幅	-1.22%
近 12 月绝对涨幅	-1.22%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	202
营业收入(百万元)	2,547.98	3,754.96	4,299.18	4,833.23	5,428.
营业收入增长率	84.97%	47.37%	14.49%	12.42%	12.3
净利润(百万元)	-75.47	-137.09	400.06	836.40	1,261.
净利润增长率	N/A	N/A	N/A	109.07%	50.8
每股收益 EPS(基本)(元)	-0.07	-0.12	0.36	0.74	1.
毛利率%	68.37%	62.75%	60.00%	60.00%	60.9
净资产收益率 ROE%	-1.37%	-2.40%	6.56%	12.05%	15.3
每股净资产	5	5	5	6	
PE (x)	-279.35	-163.86	54.56	26.10	17.
PB (x)	4	4	4	3	
每股收益 EPS(基本)(港元)	-0.06	-0.10	0.30	0.64	0.
每股净资产(港元)	4.35	4.21	4.64	5.28	6.

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 5 月 6 日收盘价

## 目录

投资聚焦 .....	1
公司概况：在线电影票务龙头 .....	2
行业分析：双寡头格局形成，向内容端延展是大趋势 .....	4
票务平台模式基于用户互联网端消费习惯 .....	4
双寡头格局成型，“补贴”时代或成过去时 .....	6
基于渠道优势向内容延伸是票务平台核心想象空间 .....	9
公司分析：盈利拐点初现，中长期由“渠道”到“平台” .....	10
在线娱乐票务：坐拥微信&美团两大入口，在线电影票务龙头 .....	10
娱乐内容服务：由渠道向平台的核心版块 .....	15
娱乐电商服务：卖品、衍生品、会员服务构建多元化变现模式 .....	21
广告：基于产业链布局实现定制化营销服务 .....	23
风险因素 .....	24
盈利预测和估值评级 .....	24
估值和评级：目标价 18.97 港元，给予“买入”评级 .....	27

## 插图目录

图 1: 猫眼娱乐发展历程.....	2
图 2: 2015-2018 年猫眼娱乐营收及 YoY .....	2
图 3: 2015-2018 年猫眼娱乐归母净利润 .....	2
图 4: 公司近年毛利率变化 .....	3
图 5: 一般及行政开支比率、销售及营销开支比率.....	3
图 6: 公司 2015-2018 年收入结构 .....	4
图 7: 猫眼娱乐主要股东结构 (IPO 后) .....	4
图 8: 在线电影票务平台商业模式 .....	5
图 9: 阿里鱼平台开发的功夫熊猫粽子礼盒.....	6
图 10: 猫眼选座 logo 广告—华为.....	6
图 11: 2018 年 9 月在线电影票务平台交易额市占率 .....	7
图 12: 2015-2018 年猫眼娱乐&阿里影业销售费用率 .....	7
图 13: 淘票票的业务协同.....	9
图 14: 头部在线票务平台所属公司近年出品影片数量 .....	9
图 15: 在线电影票务服务的资金流向.....	10
图 16: 猫眼购票操作展示.....	10
图 17: 2015-2018 年在线票务营收及增速 .....	11
图 18: 2015-2018Q1~Q3 在线票务毛利 .....	11
图 19: 猫眼在美团、微信支付、QQ 钱包小程序入口展示.....	12
图 20: 大麦网及猫眼 APP 首页.....	14
图 21: 2011-2017 年中国演出市场规模统计 .....	14
图 22: 2018 年 1-12 月主要现场娱乐票务 APP 月活及增速 .....	15
图 23: 娱乐内容服务业务架构.....	15
图 24: 2016-2018 年猫眼娱乐娱乐内容业务营收及增速.....	16
图 25: 2016-2018Q3 猫眼娱乐娱乐内容服务营收占比 .....	16
图 26: 猫眼娱乐娱乐内容服务四大优势 .....	17
图 27: 猫眼专业版数据库重要类型一览 .....	17
图 28: 猫眼内容端重要资源 .....	18
图 29: 综合传媒巨头公司发展路径&迪士尼案例分析.....	21
图 30: 2015-2018 年娱乐电商业务营收及增速 .....	21
图 31: 猫眼 APP 卖品预定界面展示 .....	22
图 32: 猫眼 APP 会员服务界面.....	23
图 33: 猫眼娱乐广告业务逻辑.....	23
图 34: 2015-2018 年广告服务及其他营收 .....	24
图 35: 猫眼 APP 广告投放展示.....	24

## 表格目录

表 1: 在线售出电影票手续费分成模式 .....	5
表 2: 在线票务平台 2018 年主要投资发行项目 .....	5
表 3: 主要在线票务平台各项核心指标一览 .....	7
表 4: 淘票票主要历史沿革 .....	8
表 5: 2018-2023E 票务平台市场空间预测 .....	10
表 6: 猫眼娱乐在线电影票务交易数据 .....	11
表 7: 猫眼娱乐平均月活跃用户及在线电影票务服务的交易用户数目 .....	12
表 8: 猫眼娱乐和腾讯、美团点评合作细节 .....	13
表 9: 猫眼娱乐票务业务运营利润率测算 .....	13
表 10: 2016-2018 年猫眼微影主发行影片情况 .....	18
表 11: 2018 年主发行民营公司前 5 名情况 .....	18
表 12: 2016-2018 年猫眼娱乐主控发行的重要影片一览 .....	19
表 13: 2016-2018Q3 猫眼娱乐联合出品内容及毛利情况 .....	19
表 14: 2017-18 年猫眼娱乐主出品电影表现情况 .....	19
表 15: 2019 年猫眼出品电影片单 (不包括联合出品) .....	20
表 16: 全球主要国家衍生品市场规模 .....	22
表 17: 2015-2022E 猫眼娱乐票务业务收入预测 .....	25
表 18: 2015-2022E 猫眼娱乐娱乐内容业务收入预测: .....	25
表 19: 2015-2022E 猫眼娱乐娱乐电商&广告业务收入预测: .....	26
表 20: 2015-2022E 猫眼娱乐毛利率及激励费用假设 .....	26
表 21: 猫眼娱乐盈利预测 .....	27
表 22: 猫眼娱乐互联网平台业务假设参数 .....	27
表 23: 猫眼娱乐互联网平台业务估值测算 .....	28
表 24: 可比公司估值 .....	28

## ■ 投资聚焦

我们认为猫眼娱乐核心投资价值体现在：

1. **龙头票务平台地位以及盈利拐点趋势。**2018 年 Q3 以票务交易额为基准，猫眼娱乐在线票务平台市占率达到 61.3%，是行业龙头；基于腾讯、美团两大生态入口，我们认为猫眼娱乐在线电影票务龙头地位稳固；另一方面，随着在线票务平台行业进入双寡头竞争局面，行业格局日趋稳定，两大巨头发展战略重心将从争夺市场份额逐步转移至构建生态、内容壁垒，其最大开支端用户激励投入有望逐年降低，从而迎来盈利拐点。
2. **基于龙头渠道地位，内容端话语权增强指日可待。**基于票务龙头平台产业链上下游议价能力、公司强大数据积累等优势，猫眼已经跻身国内一线电影宣发服务提供商，未来市场份额有望持续提升。另一方面，公司在内容出品（投资）端布局将逐步深入，基于行业“渠道驱动内容”发展逻辑，我们认为猫眼娱乐未来在电影出品领域仍有较大发展空间。
3. **基于平台娱乐电商、广告等业务未来 3 年有望保持高速增长。**基于公司平台型公司定位，以及用户流量变现潜力，公司娱乐电商、广告等业务未来仍有望保持 20% 以上高速增长。

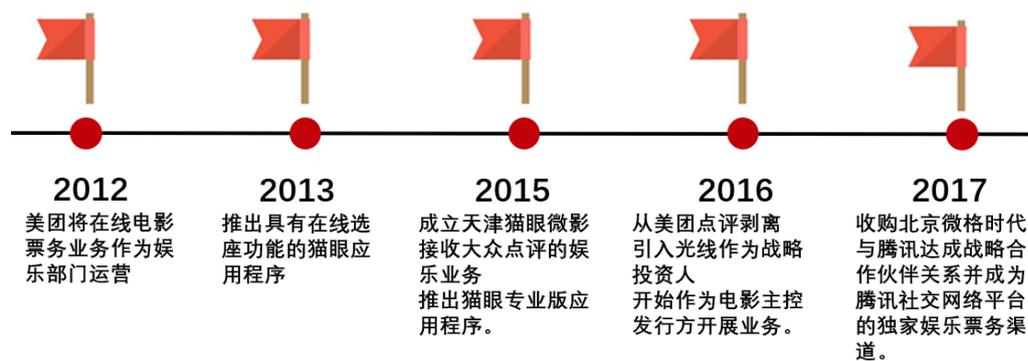
另一方面，我们认为猫眼娱乐短期仍存在以下不确定性：

1. **用户激励下降的速度仍有待观察。**我们认为用户激励下降是中长期确定趋势，但短期下降速度仍存在较大不确定性，核心来自于竞争对手如淘票票对于市场份额期望。在线电影票务激励仅 10 亿级别，对比阿里在本地生活中每年投入的规模仍较小。
2. **内容投资先天有波动性，行业资源和地位建立需要较长时间。**文化&内容平台型公司的塑造往往是一个长期过程（至少 5-10 年），其中战略、团队、资源都是公司成功的关键。我们认为在内容投资&出品领域，猫眼娱乐拥有吸引优质的资源的能力，但仅处于发展初期阶段，未来单项目投资带来业绩波动或无法避免。

## ■ 公司概况：在线电影票务龙头

猫眼娱乐是中国在线电影票务龙头，主要业务涵盖在线娱乐票务服务、娱乐内容服务、娱乐电商服务以及广告服务。其发源于 2012 年美团在线电影票务部门，并于 2013 年推出具有在线选座功能的猫眼应用程序。2015 年成立独立法人实体天津猫眼微影，接收大众点评的娱乐业务，推出猫眼专业版应用程序。2016 年从美团点评剥离，引入光线系作为战略投资人，开始作为电影主控发行方开展业务。2017 年收购北京微格时代，与腾讯达成战略合作伙伴关系并成为腾讯社交网络平台的独家娱乐票务渠道。

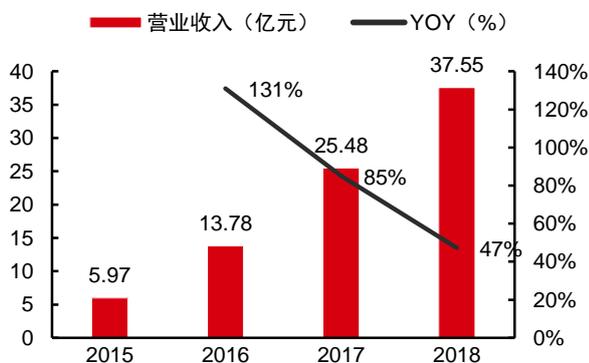
图 1：猫眼娱乐发展历程



资料来源：公司公告，中信证券研究部

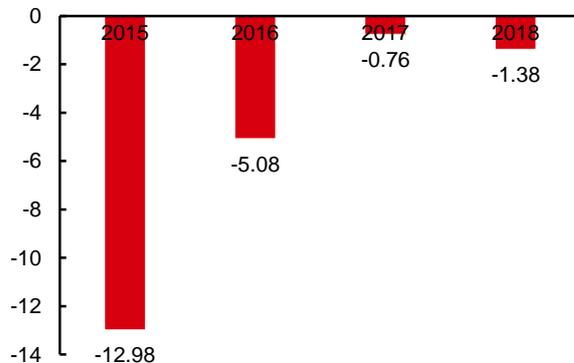
**公司收入高速增长，净利润仍处于亏损状态。**公司 2015-2018 年分别实现营业收入 5.97 亿元、13.78 亿元、25.48 亿元及 37.55 亿元，2016 年同比增长 131%，2017 年同增 85%，2018 年同增 47%。归母净利润方面，2015-2018 年公司分别亏损 12.97 亿元、5.08 亿元、0.76 亿元和 1.38 亿元。公司净利润仍处于亏损状态，其亏损的主要原因来自销售费用端居高不下。

图 2：2015-2018 年猫眼娱乐营收及 YoY (单位：亿元人民币)



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：2015-2018 年猫眼娱乐归母净利润 (单位：亿元人民币)

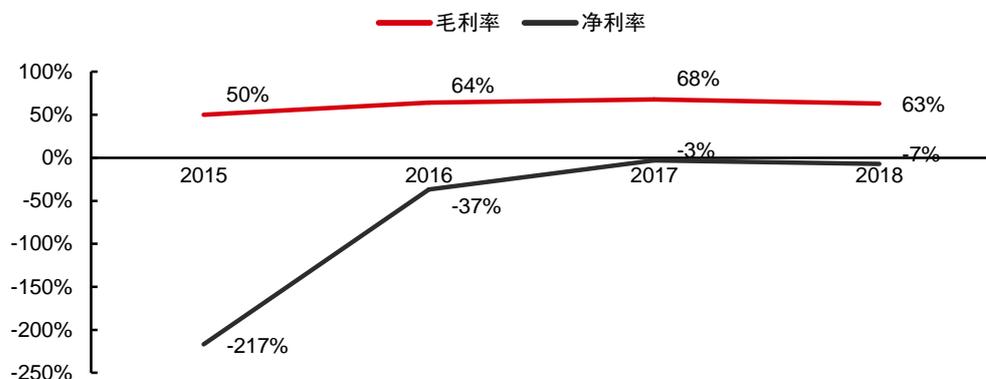


资料来源：公司公告，中信证券研究部

从成本和费用拆分上来看，毛利率在中枢附件波动，销售和营销支出是主要开支。毛利率方面，公司 2016-18 年毛利率维持在 60-70% 区间，净亏损率维持在 7-8% 水平。销售

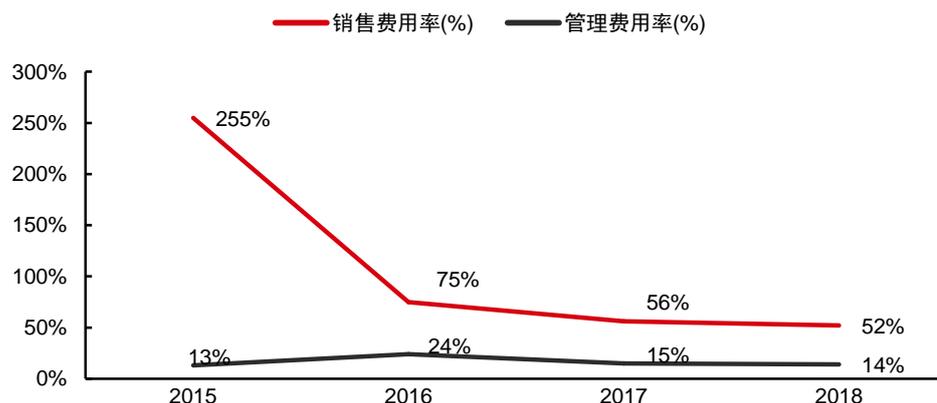
费用是公司最大开支, 2015 年-2018 年, 猫眼娱乐销售和营销费用率分别为 255%, 75%, 56%, 52%。随着行业竞争趋于缓和, 未来销售费用率有望持续下降。2015 年-2018 年, 猫眼娱乐一般及行政费用率分别为 13%, 24%, 15%, 14%。

图 4: 公司近年毛利率变化



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

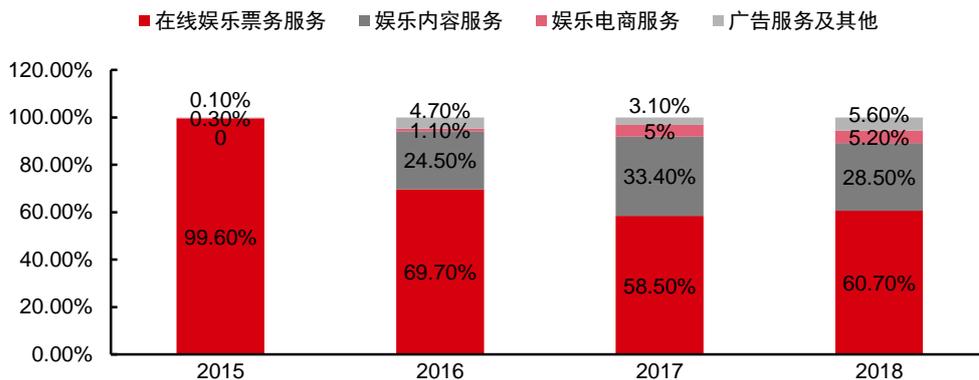
图 5: 一般及行政开支比率、销售及营销开支比率 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

公司的主要业务包括: (i)在线娱乐票务服务; (ii)娱乐内容服务; (iii)娱乐电商服务; (iv) 广告服务及其他。在线娱乐票务服务是公司营收的主要来源。2018 年与 2015 年相比, 在线娱乐票务服务收入占比从 100%下降到 60.7%。娱乐内容服务收入占比上升从 0%大幅上升到 28.5%, 主要是基于公司渠道优势对内容影响力不断提升影响; 娱乐电商服务收入占比上升从 0%上升到 5.2%, 广告服务及其他收入占比上升从 0%上升到 5.6%。收入结构趋于多元化。

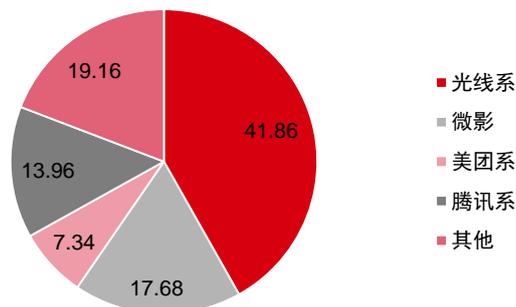
图 6: 公司 2015-2018 年收入结构 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

王长田控制的光线系持有猫眼娱乐 41.86% 股权, 是猫眼娱乐第一大股东。此外, 北京微影时代持有猫眼娱乐 17.68% 股份, 腾讯、美团分别持有猫眼娱乐 13.967%、7.34% 的股份, 是猫眼的重要股东。

图 7: 猫眼娱乐主要股东结构 (IPO 后)



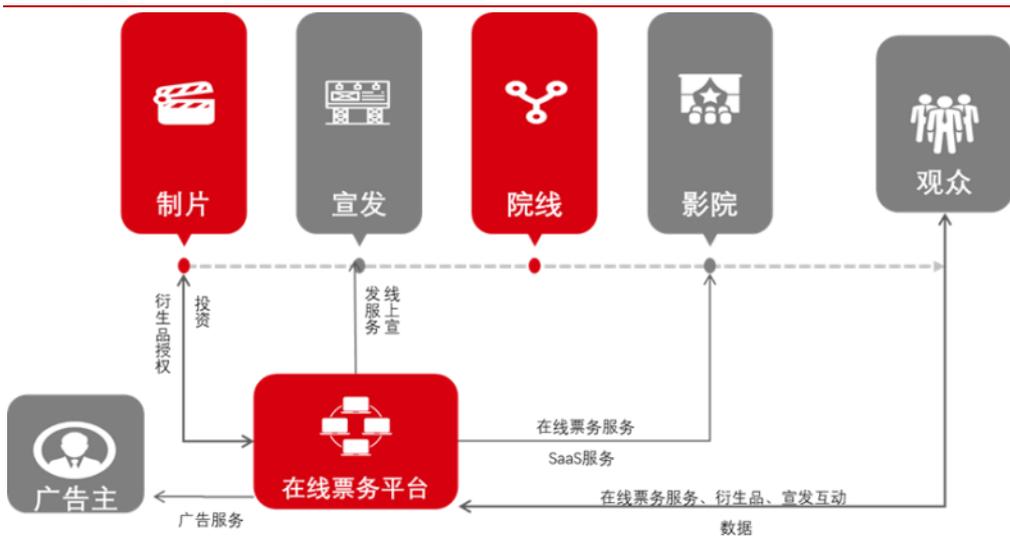
资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 行业分析: 双寡头格局形成, 向内容端延展是大趋势

### 票务平台模式基于用户互联网端消费习惯

在线票务平台起源于“团购模式”, 其发展壮大主要受益于用户消费习惯线上化趋势。另一方面, 2010 年至 2018 年, 中国电影票房从 101 亿增长至 610 亿, 其市场空间拓展同样受益于中国电影市场崛起。2015 年 3 月, 电影票务在线化率超过 50%。猫眼电影、淘票票、微票儿、百度糯米成为赛道主要玩家。2017 年行业进一步整合, 随着微影时代并入猫眼, 猫眼微影与淘票票的双寡头格局形成, 当年电影票务在线化率达 82.3%, 预计票务线上化率仍将持续提升。从商业模式来看, 票务手续费、内容宣发收入、内容投资收入等是票务平台核心收入来源, 当前票务手续费收入占比约 60%。每售出一张电影票, 在线票务平台可收取约 1 元的平台手续费, 中台系统服务商可收取 1 元的手续费。

图 8：在线电影票务平台商业模式



资料来源：中信证券研究部整理

表 1：在线售出电影票手续费分成模式

费用类别	占票价比例	获取该项费用需提供的服务
平台购票手续费	3%	在线购票服务
取票机手续费	4%	提供取票机，如影院自有取票机则该项收入归属影院
服务商接口费	3%	提供中台系统，目前该项费用主要由华夏满天星等第三方服务商收取，目前淘票票自有粤科凤凰佳影系统
手续费总计	10%	

资料来源：中信证券研究部

基于票务平台对下游影院议价能力、以及大数据分析预测能力等优势，票务平台近年来强势进入电影宣发领域，并且获得了较显著的成功。2018 年票房前 10 的国产影片中，9 部由在线票务平台参与发行，其中 3 部由在线票务平台主发，2 部由在线票务平台出品。基于行业“渠道驱动内容”的核心逻辑，我们判断在线票务平台在电影宣发领域话语权仍将持续加大，成为行业核心玩家。

表 2：在线票务平台 2018 年主要投资发行项目

片名	上映时间	票房	出品方	主发方	阿里系角色	光线系角色
红海行动	2018-2-16	36.5 亿	博纳、海政电视艺术中心、星梦工场、英皇	博纳	阿里影业联合出品；淘票票联合发行	猫眼微影联合发行
唐人街探案 2	2018-2-16	33.97 亿	万达、骋亚（万达、陈思成）	联瑞影业	淘票票联合发行	青春光线联合出品
我不是药神	2018-7-5	30.99 亿	坏猴子（宁浩）、真乐道（徐峥）、欢喜传媒、北京文化、乾坤星宇、唐德	北京文化	阿里影业联合出品、淘票票联合发行	猫眼微影联合出品
西虹市首富	2018-7-27	25.46 亿	西虹市、星空盛典、开心麻花、新丽传媒、阿里影业	阿里影业、新丽传媒	阿里影业出品主发、淘票票联合发行	猫眼微影联合发行
捉妖记 2	2018-2-16	22.37 亿	猫眼微影、淘票票等	猫眼微影	淘票票出品	猫眼微影出品主发
后来的我们	2018-4-28	13.61 亿	欢喜传媒、拾谷影业、英儿电影（刘若英）、猫眼微影	猫眼微影	/	猫眼微影出品主发

片名	上映时间	票房	出品方	主发方	阿里系角色	光线系角色
一出好戏	2018-8-10	13.54 亿	瀚纳影视、光线影业、春天融合 (黄渤)、乐开花 (王宝强)	猫眼微影、光线影业	阿里影业联合出品	光线影业出品主发、山南光线联合出品、猫眼微影主发
无双	2018-9-30	9.88 亿	博纳、英皇、阿里影业	博纳	阿里影业出品	/
超时空同居	2018-5-18	8.99 亿	真乐道 (徐峥)、青春光线	青春光线、光线影业、华夏	/	青春光线出品主发、光线影业联合出品发行
无名之辈	2018-11-16	7.94 亿	英皇、北京文化等	北京文化	淘票票联合发行	/

资料来源：猫眼专业版，中信证券研究部

**卖品与广告服务挖掘新业绩增长点，当前头部票务平台广告与卖品收入占比约为 5%。**

广告方面，除开屏广告、横幅广告等较为常见的形式外，在线票务平台还结合自身选座过程等特有场景，开发出了选座 logo 广告等新形式；卖品方面，除零食饮料外，在线票务平台通过与生态内外的衍生品平台联动，为 IP 方、品牌方提供在线授权、营销、销售等全链路服务。

图 9：阿里鱼平台开发的功夫熊猫粽子礼盒



资料来源：阿里鱼

图 10：猫眼选座 logo 广告—华为

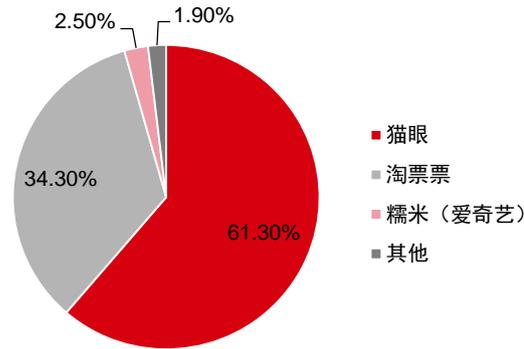


资料来源：一点资讯

**双寡头格局成型，“补贴”时代或成过去时**

票务平台具有工具属性，其存在必须依赖强大的流量入口。随着移动互联网格局不断变革，基于美团&腾讯系的猫眼以及基于阿里系淘票票成为核心双寡头玩家。二者皆背靠巨头，结合自身优势，以票务平台为重要的数据采集源头与变现渠道，构建娱乐生态。其中，淘票票为上市公司阿里影业的主要组成部分，近年发展战略上一度向宣发服务倾斜，在 2018 年内容领域投资趋势向好，目前发展战略已经修正为“宣发+内容”双轮驱动。猫眼微影为已上市公司猫眼娱乐的主要组成部分，近年发展战略上倾向于向宣发服务拓展。

图 11: 2018 年 9 月在线电影票务平台交易额市占率



资料来源: 艾瑞咨询, 中信证券研究部

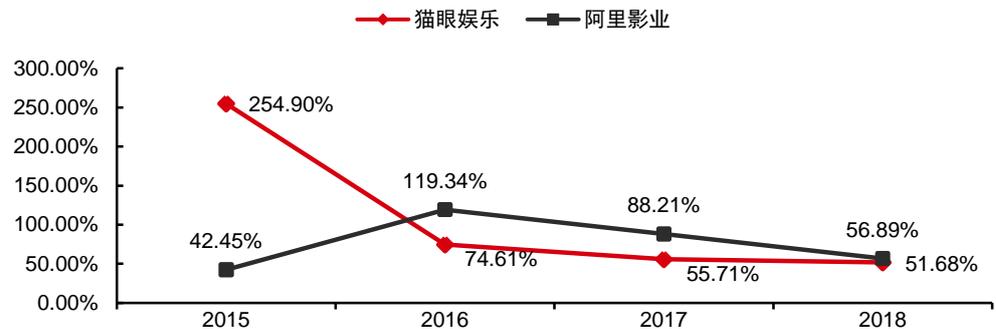
表 3: 主要在线票务平台各项核心指标一览

	猫眼	淘票票 (阿里影业)
流量入口	微信、QQ、美团、大众点评	支付宝、手机淘宝
流量入口总 MAU (亿)	18.9	11.2
增强用户粘性的举措	开发专业版, 发展视剧、综艺、书籍等多品类娱乐一体化服务	开发专业版, 推出电影社区、开发专题活动, 上线淘气视频
总营收 (亿)	37.5	15.4
净利润 (亿)	-1.4	-1.3
现金 (亿)	15.4	23.4
销售费用 (亿)	19.4	8.7

资料来源: 艾瑞咨询、易观、公司公告, 中信证券研究部 注: 猫眼财务数据时间范围为 2018 年年报, 阿里影业财务数据时间范围为 2018Q2-Q3

**销售费用是核心支出端, 也是平台短期盈利关键决定要素。**过去几年, 由于用户习惯仍处于培养期, 行业竞争格局处于变革期, 在线票务平台为获取市场份额进行持续的用户端激励补贴: 2015-17 年每年向用户票务补贴在 35-45 亿人民币之间 (包括平台和片方补贴)。与此对应的是, 在线票务平台销售费用成为其最大支出项, 成为影响其盈利性核心因素。我们预计, 随着行业竞争格局稳定, 用户消费习惯逐步养成以及相关限制票补政策的推进, 用户端激励将进入持续下降空间, 在线票务平台将逐步进入盈利期。

图 12: 2015-2018 年猫眼娱乐&阿里影业销售费用率



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 阿里影业 2018 年数据为半年报数据

## 淘票票：阿里电影产业基础设施战略的重要环节

淘票票的前身为 2014 年底上线的淘宝电影服务，2015 年注入阿里影业。目前，阿里影业持有淘票票 96.71% 股权。阿里集团旗下 Ali CV 于 2014 年通过增发获得阿里影业控股权，目前持股 50.92%，为公司唯一持股超过 5% 的大股东。

表 4：淘票票主要历史沿革

时间	事件
2014.06	阿里巴巴收购文化中国 60% 股权，淘宝电影投入运营
2014.10	阿里正式接入影院票务系统
2015.04	淘宝电影、娱乐宝以 5.20 亿美元注入阿里影业
2015.05	阿里联手旗下天猫、支付宝和淘宝电影进军衍生品市场，《复联 2》成为阿里影业首部试水衍生品营销的进口大片
2015.06	阿里影业以 8.30 亿元全资收购粤科软件，发布“电影云”
2015.10	首次与大地院线战略合作，双方在票务运营、院线管理、影片发行等方面展开全面合作
2016.05	淘宝电影改名“淘票票”，获得 17 亿元人民币 A 轮融资
2017.03	淘票票专业版上线；阿里全资收购大麦网
2017.11	淘票票专业版重磅升级，向合作伙伴开放数据平台，披露影片营销费用
2018.02	微瑞思创与淘票票专业版达成平台级合作，成为影片营销传播榜数据提供商

资料来源：淘票票公司官网，中信证券研究部

阿里影业发展战略定位为新基础设施公司，专注于利用互联网平台为电影行业提供服务。目前，「淘票票+灯塔+云智」的互联网宣发服务三驾马车已经形成。其中，淘票票面向用户，定位为观影决策平台；灯塔面向片方，定位为一站式宣发平台；云智则面向影院，定位为影院售票系统供货商。公司以淘票票平台为主，通过灯塔、阿里鱼、娱乐宝多个平台切入在线票务、宣发服务、版权交易、粉丝互动等多个细分市场。

淘票票主要竞争优势为阿里生态的支撑下产业链延伸的能力。2018 年 6 月支付宝与手机淘宝两大流量入口 MAU 分别达 5.70/5.50 亿，在便捷的支付场景下为淘票票带来了巨大的高质量流量。平台已接入阿里“本地生活+新零售”的生态资源，在线下与饿了么、口碑、盒马鲜生等阿里系企业共同构筑“三公里生活圈”；并依托阿里巴巴集团“88VIP”会员的全生态体系，创造电影市场增量。2018 年 11 月 9 日阿里影业发布“锦橙合制计划”，宣布将在未来五年，以出品、主控或主宣发的身份和一流制作团队合作，扶持青年导演、编剧，在四大档期推出 20 部合制优质电影。此外，阿里已通过旗下杭州臻希战略入股万达，目前持有万达电影 7.7% 股份，位列第二大股东。万达作为中国第一大院线，以票房计的市占率达 13%。随着票务平台对存量客户的争夺加剧及联动线下业务的展开，淘票票线下渠道优势将逐步显现。

图 13：淘票票的业务协同

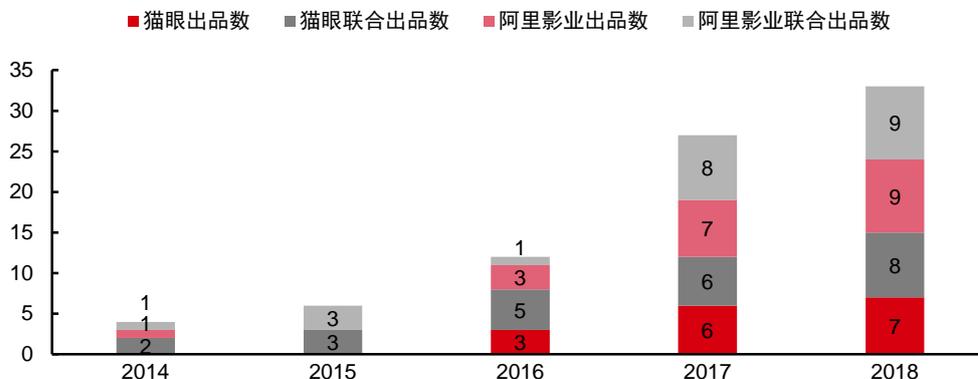


资料来源：中信证券研究部整理绘制

### 基于渠道优势向内容延伸是票务平台核心想象空间

从传媒行业平台型公司发展典型路径来看，基于渠道优势不断增强内容端能力是典型成长路径，基于在线电影票务平台在宣发领域强大话语权，未来其在内容宣发&出品端市场份额将持续提升。从猫眼娱乐和淘票票发展路径来看，其同样遵循“渠道——内容”发展路径，以淘票票专业版数据为参考，2014-2018 年两家公司参与出品或联合出品（投资）电影数量持续提升，从 2014 年各 2 部提升至 2018 年 15 部、18 部。

图 14：头部在线票务平台所属公司近年出品影片数量（单位：部数）



资料来源：淘票票专业版，中信证券研究部

当前来看，在线票务和内容宣发是票务平台核心业务所在领域，中长期看其内容投资收入占比将提升，但短期仍需要时间积累。基于对中国电影票房核心假设，我们预计，在线票务平台票务业务市场空间由 2018 年 36.20 亿元增至 2023 年 48.10 亿元，CAGR5.9%；内容宣发业务由 2018 年 33.90 亿元增至 2023 年 41.10 亿元，CAGR3.9%；合计市场规模从 2018 年 70.09 亿元增至 2023 年 89.20 亿元，CAGR4.9%。中长期看，中国电影票房具有千亿潜力，票务平台内容投资业务将拓展其成长空间。

表 5：2018-2023E 票务平台市场空间预测（单位：百万人民币）

市场	项目	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
票务市场空间	电影票房（亿元）	60976	64562	67487	71237	74087	76309
	线上化率	85%	87%	88%	89%	90%	90%
	线上交易总额	51830	56169	59389	63401	66678	68678
	票务业务佣金率	6.98%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7%
	票务市场规模	3616	3932	4157	4438	4667	4807
内容宣发业务空间	国产片票房	37031	37970	39691	41896	43570	44878
	国产片宣发投入总盘子估算	2166	2221	2322	2451	2549	2625
	国产片发行收入总盘子估算	1228	1259	1316	1389	1444	1488
	合计内容宣发业务规模	3394	3480	3638	3840	3993	4113
合计主要市场市场规模		7009	7412	7795	8278	8661	8921

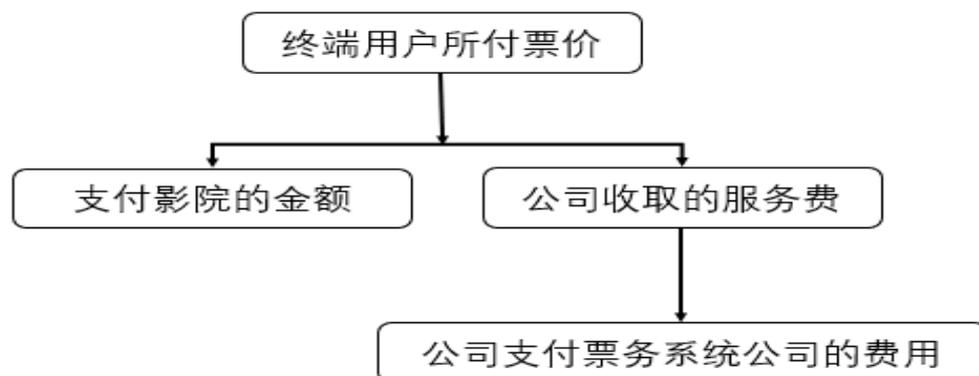
资料来源：广电总局，猫眼娱乐财报等，中信证券研究部预测 注：内容宣发业务假设等于国产电影净票房\*15%；内容发行收入假设等于国产电影净票房\*8.5%

## ■ 公司分析：盈利拐点初现，中长期由“渠道”到“平台”

### 在线娱乐票务：坐拥微信&美团两大入口，在线电影票务龙头

猫眼娱乐为电影及现场娱乐等各种娱乐形式提供在线票务服务。公司就平台上销售的电影票收取关乎终端客户所付票价的 4%至 8%的服务费。成本端是向票务系统公司就平台与电影院及院线的票务系统连接而支付费用，每张票的费用通常为人民币 1 元。公司自有 App 及相应入口界面为用户提供大量正在上映和即将上映的电影资讯以供选择，并根据用户位置推荐临近的影院。用户可按电影放映时间及票价以及影院所提供的服务（例如折扣、退票及换票、会员优惠以及特定场次放映的投影及音效技术）选择影院实现支付购票动作。

图 15：在线电影票务服务的资金流向



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

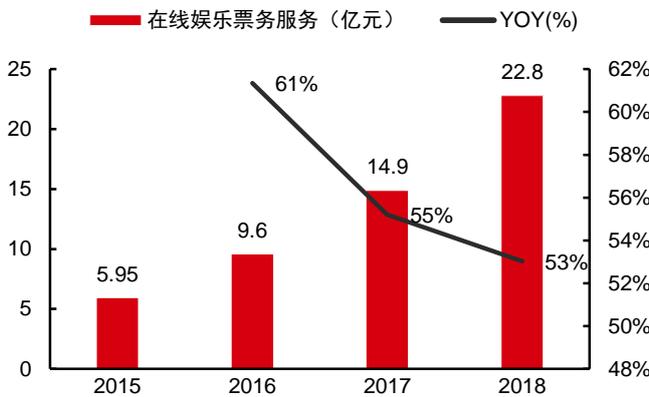
图 16：猫眼购票操作展示



资料来源：美团 App，微信 APP，QQAPP

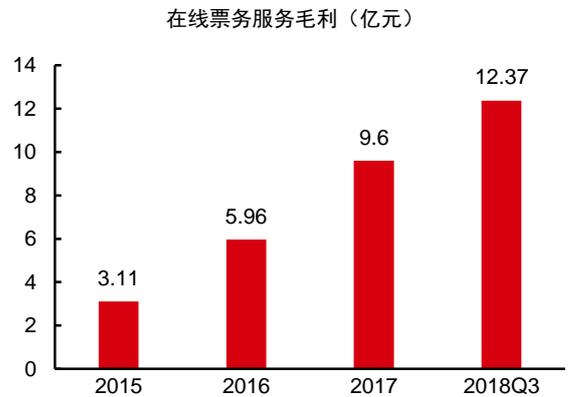
**票务收入：**2015 年-2018 年，猫眼娱乐在线票务服务业务实现营业收入分别为 5.95 亿、9.60 亿 (yoy+61%)、14.90 亿 (yoy+55%) 和 22.80 亿元 (yoy+53%) 其中 2017,18 年高速增长核心来自于合并微影时代电影票务业务。2015 年-2018Q1~Q3，猫眼娱乐在线票务服务毛利分别为 3.11 亿、5.96 亿、9.60 亿和 12.37 亿元，毛利基本维持稳定。

图 17：2015-2018 年在线票务营收及增速（单位：亿元人民币、%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 18：2015-2018Q1~Q3 在线票务毛利（单位：亿元人民币）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**2018Q3 猫眼娱乐票务交易额市占率 61.3%，行业第一：**根据艾瑞咨询报告，按电影票务总交易额计，2015 年、2016 年、2017 年、2018Q3，电影票总交易额分别为 129.02 亿、144.31 亿、216.80 亿和 256.25 亿元；电影票总交易数目分别为 3.8 亿、3.97 亿、5.99 亿、6.79 亿张，其中猫眼娱乐是中国最大的在线电影票务服务提供商，所占市场份额分别为 44.6%、41.9%、47.1%及 61.3%。

表 6：猫眼娱乐在线电影票务交易数据

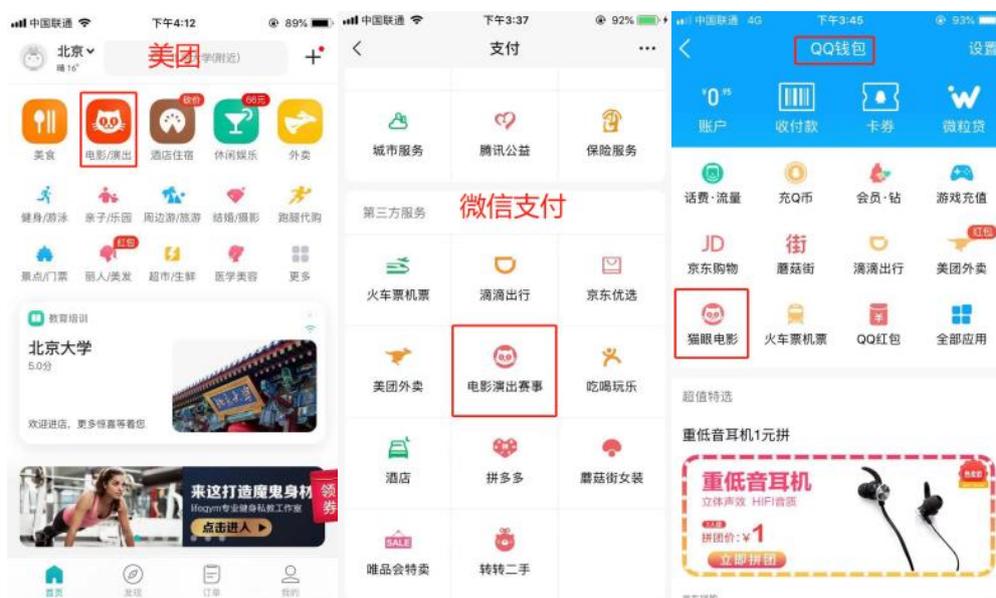
	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q3
电影票总交易额 (亿人)	129.02	144.31	216.80	256.25
电影票数目 (亿张)	3.8	3.97	5.99	6.79
所占市场份额 (%)	44.6%	41.9%	47.1%	61.3%

资料来源：公司招股说明书，艾瑞咨询，中信证券研究部

## 微信、美团两大生态加持，流量入口优势明显

在线票务业务与日常生活息息相关，具有很强的工具属性，用户购票行为与强大社交、本地生活等流量入口 App 具有天然协同。猫眼发家于美团，且后续与腾讯系微信合并，占据两大生态入口，成为公司票务业务的核心壁垒。腾讯方面，猫眼拥有微信支付及 QQ 钱包的少数几个专用入口之一，并且是唯一的电影、现场表演及体育赛事入口。此外，猫眼娱乐是美团应用程序及大众点评应用程序上娱乐票务及娱乐服务的独家业务合作伙伴。2018 年 1-9 月猫眼在线电影票务交易额有 59.8%来自美团和大众点评，30.2%来自微信和 QQ，10.0%来自猫眼自有 APP。

图 19：猫眼在美团、微信支付、QQ 钱包小程序入口展示



资料来源：美团 App，微信 APP，QQAPP

表 7：猫眼娱乐平均月活跃用户及在线电影票务服务的交易用户数目

	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q3
<b>平均月活跃用户 (百万)</b>				
自有应用程序	9.1	7.8	7.0	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	72.2
<b>在线电影票务服务的交易用户数目 (百万)</b>				
自有应用程序	13.1	8.6	9.2	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	72.3

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

表 8: 猫眼娱乐和腾讯、美团点评合作细节

合作方	签订时间	合作期限	合作内容
腾讯	2017 年 9 月	微信为 5 年, QQ 为 8 年	成为微信和 QQ 钱包少数几个专用入口; 数据共享等
美团点评	2016 年 5 月	5 年, 随后延后至 2022 年 9 月	优先合作; 数据贡献等

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

## 市场格局已定, 未来用户激励预计持续降低

过去几年, 在线票务平台经历行业兴起, 行业整合期和行业成熟期, 在争夺市场份额过程中, 销售费用中的用户激励(补贴)是在线票务平台核心支出, 也是影响其盈利的核心要素。2015-2018 年, 猫眼娱乐销售费用率分别为 254.9%, 74.6%, 55.7%, 51.7%。另一方面, 随着在线电影票务行业进入成熟期, 猫眼娱乐和淘票票占据了超过 90% 市场份额, 用户消费习惯逐步养成, 纯粹靠用户激励争夺市占率的阶段已经远去。

随着猫眼、淘票票基于票务平台打造泛娱乐综合公司布局不断推进, 公司发展重心将从提升市场份额转移为打造更高内容端、生态端竞争壁垒。中长期来看, 用户激励费用将不断持续降低。另一方面, 猫眼娱乐用户激励短期下降速度仍具有一定不确定性, 其核心取决于淘票票短期举措, 后者又取决于阿里对于整个文娱生态战略落地情况。综合来看, 我们预计 2019-2022 年猫眼娱乐用户激励费用分别为 10.20 亿元, 9.20 亿元, 8.80 亿元, 8.30 亿元, 分别同比下降 20%, 10%, 5%, 5%。

表 9: 猫眼娱乐票务业务运营利润率测算(单位: 百万)

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
票务收入	594.50	960.10	1490.00	2280.19	2496.38	2660.42	2860.59	3029.22
票务系统成本	91.30	119.70	136.80	193.10	199.71	199.53	205.96	212.05
互联网基础设施成本	15.4%	12.5%	9.2%	8.5%	8.0%	7.5%	7.2%	7.0%
收入占比	192.1	244.1	393.5	545.7	599.13	638.50	686.54	727.01
收入占比	32.31%	25.42%	26.41%	23.93%	24%	24%	24%	24%
猫眼用户激励	1435.60	643.90	739.50	1279.50	1023.60	921.24	875.18	831.42
运营利润	-1124.50	-47.60	220.20	261.89	673.94	901.15	1092.91	1258.74
运营利润率	-189.2%	-5.0%	14.8%	11.5%	27.0%	33.9%	38.2%	41.6%

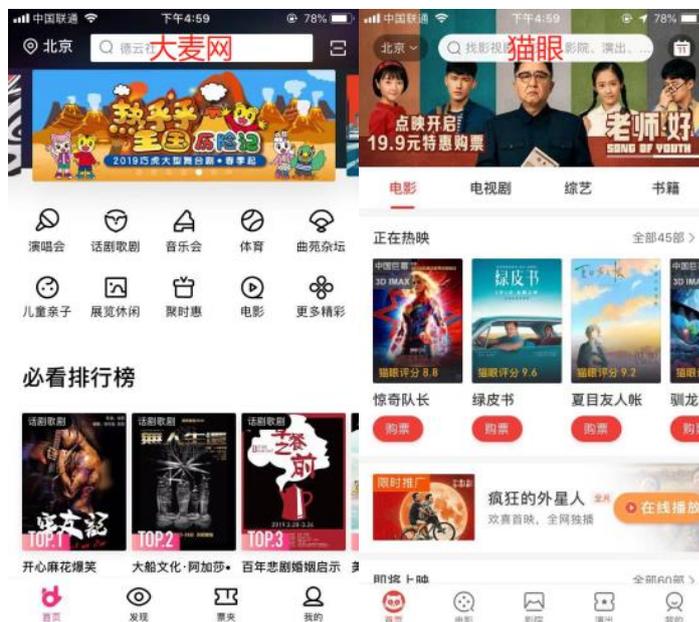
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 在线现场娱乐票务: 市场份额排名第二, 具备中长期持续发展空间

除电影票之外, 猫眼于自有平台为演唱会、现场演出、展览及体育赛事等现场娱乐提供票务服务。2015 年-2018Q3, 猫眼娱乐在线现场娱乐票务实现营业收入分别为: 0.01 亿、0.02 亿、0.17 亿和 0.51 亿元, 呈现快速增长态势。截至 2018 年 9 月 30 日, 猫眼与

中国超过 2000 家业务合作伙伴合作开展现场娱乐票务业务，2018 年前九个月交易额为 7.7 亿元，在现场娱乐在线票务服务业排名第二，占市场份额 11.3%。公司通常就现场娱乐票务服务按终端客户所支付票价的介乎 3%至 30%收取佣金。

图 20: 大麦网及猫眼 APP 首页



资料来源: 大麦网 APP, 猫眼 APP

中国演出市场总规模约 500 亿元，大麦网具有显著优势。根据中国演出协会&大麦网联合发布《2017 年中国演出市场年度报告》，2017 年演出市场总体经济规模 489.51 亿元，相较于 2016 年的规模 469.22 亿元，上升 4.32%。其中，演出票房收入（含分账）176.85 亿元，占到了 36%的份额，较 2016 年提升了 5.2%。行业格局方面，阿里旗下大麦网仍是行业第一，并具备显著优势。易观数据显示，大麦网 APP2018 年月均活跃用户数达到 2.4 亿人，远高于其他平台总和。

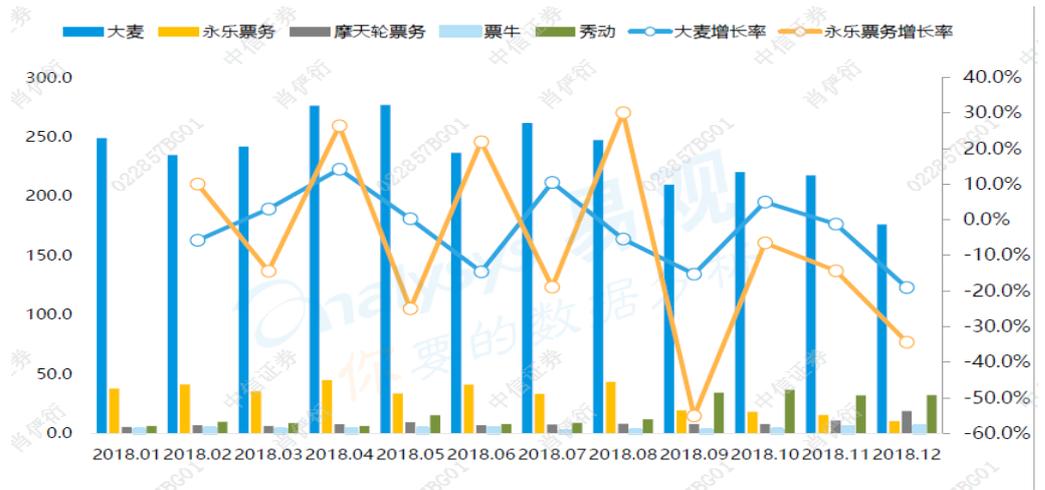
我们认为，猫眼进军在线现场娱乐票务具有显著流量优势，携腾讯、美团等核心入口资源有望迅速上量；另一方面，现场娱乐票务公司仍有较大成长空间，未来收入占比有望得到提升。

图 21: 2011-2017 年中国演出市场规模统计（单位：亿元人民币）



资料来源: 《2011-2017 年年中国演出市场年度报告》(中国演出协会&大麦网), 中信证券研究部

图 22：2018 年 1-12 月主要现场娱乐票务 APP 月活及增速（单位：百万/%）



资料来源：易观

### 娱乐内容服务：由渠道向平台的核心版块

从产业发展历史来看，电影属于非标产品，其宣发和内容质量往往同等重要，而宣发又主要落脚在制造知名度以及提升排片率上，这两点我们认为猫眼都有充足的优势。另一方面，纵观传媒巨头公司成长路径，几乎都是从“渠道-宣发-内容”自然演变过程，我们认为猫眼同样具有从头部渠道—头部宣发—头部内容进击的实力和可能性。

娱乐内容服务核心收入来自于公司对于影视项目宣发、用户激励、制作分成收入。宣发费用方面，其中用户激励收入核心是公司以宣发角色切入后提供的用户端补贴的附加服务，这部分收入直接同等额度确认销售费用，毛利率为 0。此外，公司作为发行方时候，公司将会获得发行费和宣发费用两种收入，宣发费用包括用户激励等费用。其次，公司作为主发行方，将获得净票房（扣除影院分成成本、专项基金等费用后内容方分成）5-12% 作为发行费用（联合发行时费用率为 1-2%）。最后，公司作为联合出品方参与到一些电影项目中获取制作分成收入。

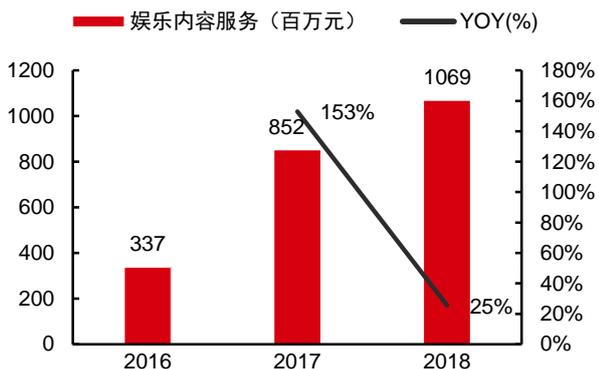
图 23：娱乐内容服务业务架构



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

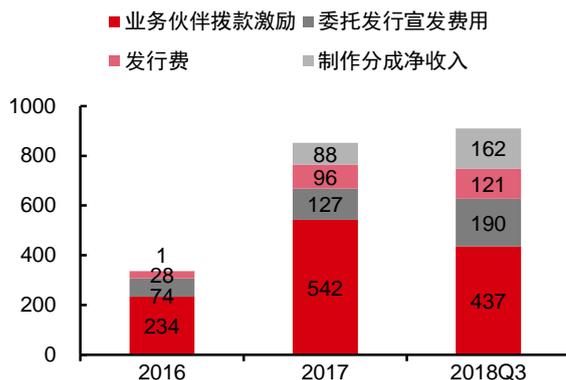
2016 年公司进入娱乐内容服务，营收快速增长。2016-17 年分别实现营业收入 3.37 亿元,8.52 亿元,2017 年同比增长 153%;2018 年实现营收 10.69 亿元,同比增长 25.47%;收入结构方面，用户激励仍然是占比较高，但其收入占比已经从 2016 年 69.5%下降至 2018Q3 的 48%。此外，公司以发行方获取的发行费和宣传费收入占比从 2016 年 30.1%提升至 2018Q3 的 34.2%；公司制作分成净收入（剔除成本后和亏损项目后）收入占比从 2016 年 0.4%提升至 2018Q3 的 17.8%，说明公司在内容领域的渗透率正在不断提升。

图 24：2016-2018 年猫眼娱乐娱乐内容业务营收及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 25：2016-2018Q3 猫眼娱乐娱乐内容服务营收占比

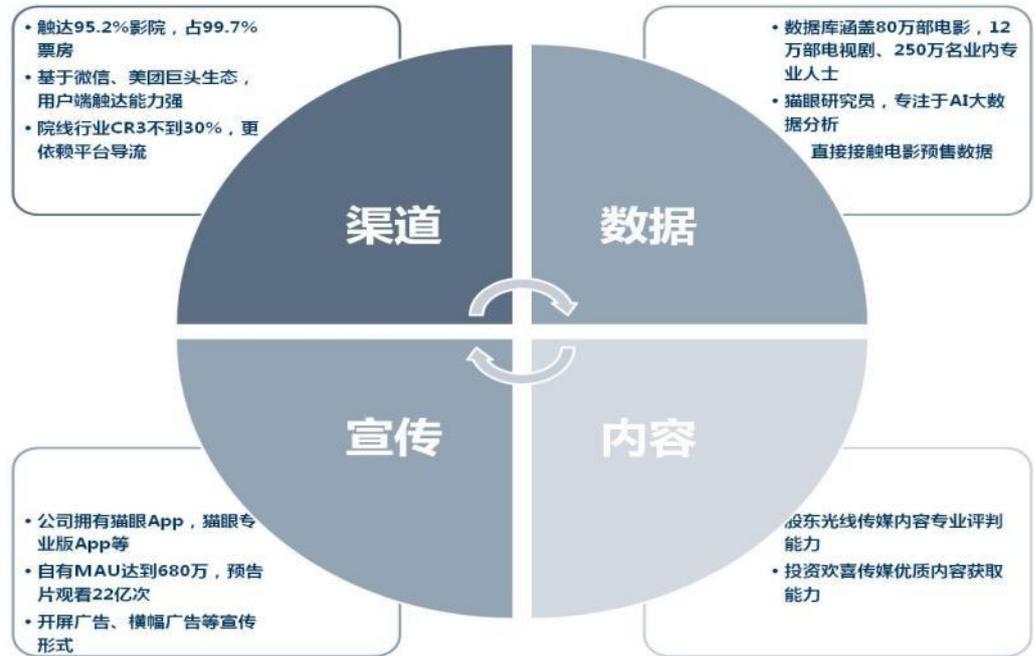


资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 渠道、数据、宣传、内容为公司进军内容提供四大竞争优势

我们认为，娱乐内容服务板块未来发展的核心优势主要在渠道、数据、宣传、内容四个方面：渠道方面，基于领先票务平台行业地位，猫眼娱乐拥有强大的渠道触达能力。截至 2018 年 9 月 30 日，其能够触达全国 95.2%的影院，占中国 99.7%的票房，在院线行业较为分散背景下，平台导流效应更强。数据方面，公司拥有 80 万部电影、12 万部电视剧海量数据库、且能够直接获得一手电影预售数据，给公司提前预判电影表现提供了极大的便利。宣传方面，公司旗下 App MAU 达到 680 万，预告片观看 22 亿次，其自身拥有诸多宣传资源。内容，公司大股东光线传媒自身在内容领域有专业的积累，同时公司入股欢喜传媒加深在内容资源方面的积累。

图 26: 猫眼娱乐娱乐内容服务四大优势



资料来源: 公司招股说明书, 中信证券研究部

AI+大数据助力公司精准分发同时提升公司发掘优质内容的概率。依赖于领先票务平台的地位, 公司掌控了充足的电影排片、票房、票价等一系列实时精准数据, 从而对于影片宣发至关重要。另一方面, 公司基于 AI+大数据开发了票房预测等系统, 同样对于投资决策、影院排片具有较强的指导意义。最后, 公司用户画像、影片资料库等数据库将对内容创作者提供有效的指导。

图 27: 猫眼专业版数据库重要类型一览



公司在电影领域积累了多维数据库包括: 排片, 票房, 上座率等一系列实时数据; 同时, 公司拥有票房预测模型; 此外, 公司拥有影片资料库、用户画像等一系列统计积累数据

资料来源: 猫眼专业版 App

公司关联方拥有强大的内容创意资源, 将提升猫眼进军内容的效率。光线系 (包含王长田控制的上市及非上市资产) 是公司第一大股东, 而光线传媒自身是国内一线的影视内容制作&宣发公司。2019 年, 猫眼与欢喜传媒签订战略合作协议, 收购欢喜传媒 7.5% 股权, 获取其投资出品电影宣发权和优先投资权, 欢喜传媒旗下拥有宁浩、徐峥等多位核心创意导演资源。此外, 腾讯作为公司重要股东, 旗下拥有腾讯影业、企鹅影视等重要内容

端布局。

图 28: 猫眼内容端重要资源



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

### 宣发已经登顶，下一步是逐步掌控头部内容

近年来，猫眼娱乐凭借强势渠道地位和优质内容资源，在国产电影宣发领域地位不断提升，2018年已经成为民营电影发行公司第一。猫眼专业版 App 数据显示，猫眼娱乐作为主发行的影片 2016-2018 年分别为 15 部（合并了微影的数量），8 部，7 部，主发行电影国产片票房占比分别为 9.5%、11.5%、19.2%；到 2018 年，猫眼已经位于民营电影发行公司第一名。2018 年，猫眼娱乐主控发行的主要电影包括《捉妖记 2》《后来的我们》《邪不压正》《来电狂响》等。

表 10: 2016-2018 年猫眼微影主发行影片情况

	2016	2017	2018
主发行数量（单位：部）	15	8	7
主发行票房（单位：亿元）	25.25	34.71	67.83
当年国产片票房（单位：亿元）	266.6	301.04	352.5
占当年国产片占比	9.5%	11.5%	19.2%
民营排名	4	5	1

资料来源：猫眼专业版，中信证券研究部 注：2016 年为猫眼+微影的数量和票房

表 11: 2018 年主发行民营公司前 5 名情况

公司	累计票房	部数	代表作品
猫眼娱乐	63.83	7	《捉妖记 2》《一出好戏》《后来的我们》
博纳	51.19	6	《无双》《红海行动》
五洲发行	45.21	9	《唐人街探案 2》《快把我哥带走》
北京文化	39.56	5	《无名之辈》《我不是药神》
新丽传媒	31.87	2	《西虹市首富》

资料来源：猫眼专业版，中信证券研究部

由发行方到出品方，猫眼有望由渠道转型为平台。基于发行方的优势，短期内，猫眼拥有极强的战略地位，能够接触到最顶级的优质内容资源，从而选择是否参加项目投资；中长期来看，猫眼的平台效应将逐步凸显，有望实现从渠道方到平台方转型。猫眼专业版数据显示，猫眼作为出品方，2018年出品7部电影，票房达到60.34亿元，已经名列民营出品公司第一。2016年至2018Q3，猫眼娱乐参与投资影片部数分别为4部，11部，16部。虽然公司出品电影票房排名较高，但由于投资比例相对较低，2016-2018Q3仅实现毛利润120万，2790万，4910万元。

表 12：2016-2018 年猫眼娱乐主控发行的重要影片一览

电影	上映时间	角色	综合票房（单位：百万元）	豆瓣评分
来电狂响	2018年12月	联合出品方，主控发行方	618	5.8
李茶的姑妈	2018年9月	联合出品方，主控发行方	604	4.6
邪不压正	2018年7月	联合出品方，主控发行方	583	7.0
我不是药神	2018年7月	联合出品方	3098	9.0
后来的我们	2018年4月	联合出品方，主控发行方	1361	5.9
熊出没·变形记	2018年2月	联合出品方	606	6.8
捉妖记2	2018年2月	联合出品方，主控发行方	2237	5.0
前任3：再见前任	2017年12月	联合出品方	1941	5.5
羞羞的铁拳	2017年9月	联合出品方，主控发行方	2213	6.9
春娇救志明	2017年4月	联合出品方	175	7.0
大闹天竺	2017年1月	主控发行方	756	3.7
情圣	2016年12月	联合出品方，主控发行方	657	6.0
我不是潘金莲	2016年11月	主控发行方	482	6.7
驴得水	2016年10月	联合出品方，主控发行方	172	8.3

资料来源：公司招股说明书，豆瓣，中信证券研究部

表 13：2016-2018Q3 猫眼娱乐联合出品内容及毛利情况

	2016	2017	2018Q3
担任联合出品方参与制作电影（部）	4	11	16
亏损的电影（部）	3	6	8
电影制作业务毛利净额（百万元）	1.2	27.9	49.1

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

表 14：2017-18 年猫眼娱乐主出品电影表现情况

	2017	2018
主出品数量（部）	13	7
票房（亿元）	61.44	60.34
排名	2	1
国产片票房（亿元）	301.04	352.5
占当年国产片占比	20.4%	17.1%

资料来源：猫眼专业版，中信证券研究部

**2019 年公司出品电影仍有不错表现：**截至 2019 年 4 月，公司出品的电影、已经上映包括《飞驰人生》《反弹风暴 4》等等，票房超过 40 亿元。公司仍有《使徒行者 2》《银河补习班》等电影将在暑期档上映，票房值得期待。

表 15：2019 年猫眼出品电影片单（不包括联合出品）

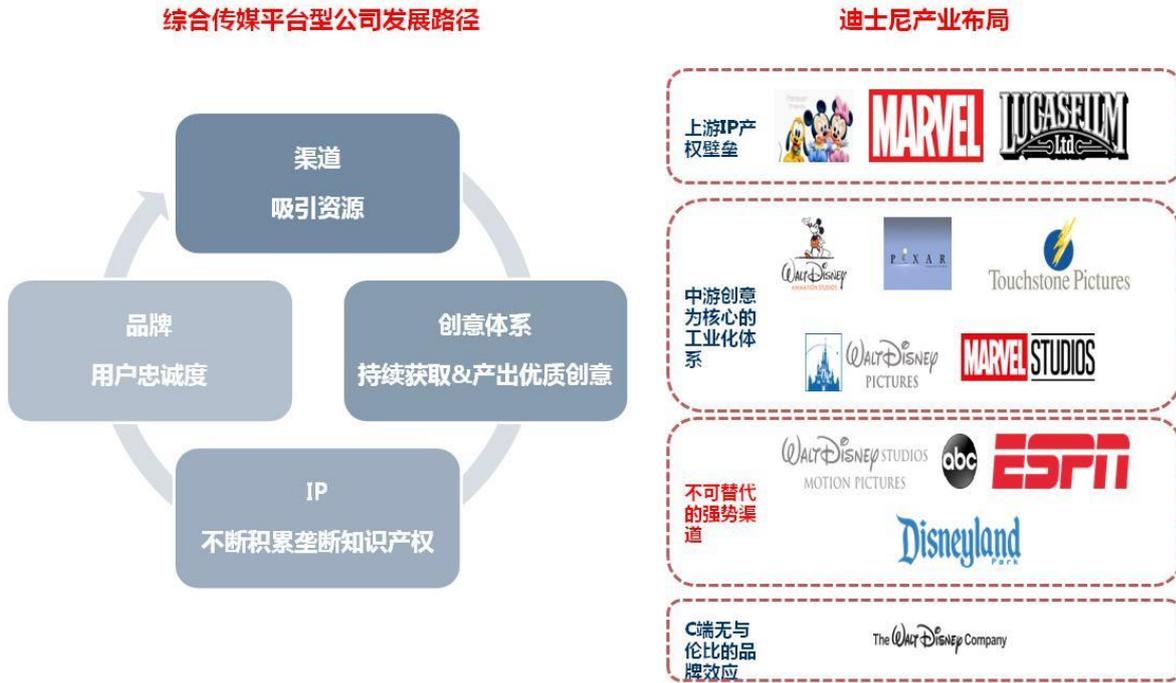
影片名称	上映时间	类型	主演	猫眼娱乐角色	票房
使徒行者 2：谍影行动	2019 年 8 月 9 日	犯罪/剧情	张家辉、古天乐等	出品	
银河补习班	2019 年 7 月 26 日	剧情	邓超、白宇、任素汐	出品	
反贪风暴 4	2019 年 4 月 4 日	犯罪/剧情	古天乐、郑嘉颖	出品	7.62 亿元
老师 好	2019 年 3 月 22 日	喜剧	于谦、汤梦佳	出品	3.49 亿元
一吻定情	2019 年 2 月 14 日	爱情	王大陆、林允	出品	1.73 亿元
熊出没-原始时代	2019 年 2 月 5 日	动画/冒险	宋祖儿、谭笑	出品	7.14 亿元
飞驰人生	2019 年 2 月 5 日	动作	沈腾、黄景瑜等	出品	17.16 亿元
新喜剧之王	2019 年 2 月 5 日	喜剧	王宝强等	出品	6.24 亿元
第十一回	2019 年	家庭	陈建斌、周迅	出品	
爵迹 2	2019 年	奇幻	范冰冰、吴亦凡、陈学冬等	出品	
大约在冬季	2019 年	爱情	马思纯、霍建华等	出品	
秦明-生死语者	2019 年	犯罪/剧情	严屹宽、代斯等	出品	

资料来源：猫眼专业版，中信证券研究部 票房截至 2019 年 4 月 24 日

纵观海外传媒巨头公司发展路径，“渠道-体系-IP-品牌”是必遵循的路径。从海外传媒巨头发展历史来看，无一不是先拥有独占性的渠道资源，其后凭借对创意资源不断累积建立自身创意体系，之后沉淀下来优质 IP，最终在用户端形成品牌忠诚度，构建自身商业模式壁垒。典型案例就是迪士尼，其在渠道端拥有全球领先电影宣发网络，在电视端拥有 abc、ESPN 等强势渠道；在体系端，拥有 Marvel 工作室等一系列内容创意体系；在 IP 端积累众多经典 IP，最终形成了消费者对于迪士尼品牌极高的忠诚度。

我们认为，迪士尼相对于猫眼娱乐还过于遥远，但猫眼在渠道端拥有的战略地位同样无可比拟。未来，其一方面需要巩固自身在渠道端的优势，增强对优质资源吸引和获取能力；另一方面，需要在内容侧持续加大人才和资源投入，建立自身内容创意体系，增强自身话语权。

图 29: 综合传媒巨头公司发展路径&迪士尼案例分析

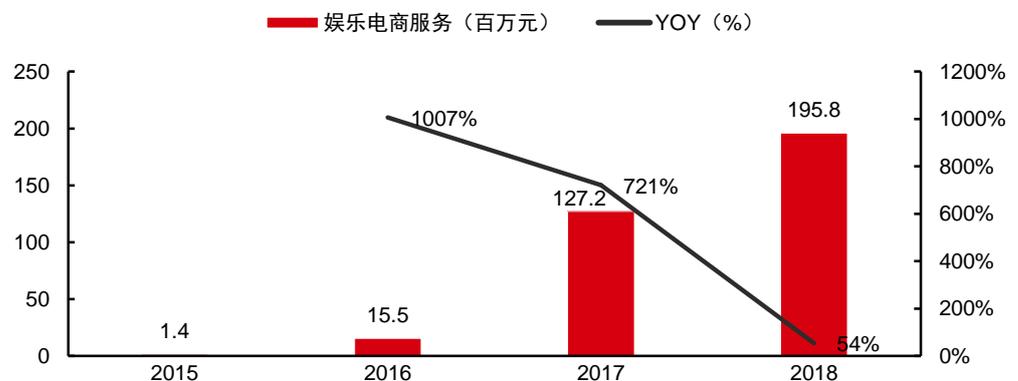


资料来源: 迪士尼官网等, 中信证券研究部绘制

### 娱乐电商服务: 卖品、衍生品、会员服务构建多元化变现模式

卖品历来都是影院核心盈利端, 猫眼娱乐基于流量入口地位, 在自身的平台提供线上预定卖品、衍生商品销售及影院会员服务, 多元化自身变现模式。2016年、2017年及2018Q3猫眼娱乐售出的卖品总交易额分别为人民币2.89亿、6.47亿及6.81亿人民币。其对于的营收2015年、2016年、2017年及2018年分别为140万、1550万(yoy+1007%)、1.27亿元(yoy+721%)、1.96亿元(yoy+54%)。

图 30: 2015-2018 年娱乐电商业务营收及增速 (单位: 百万元人民币、%)

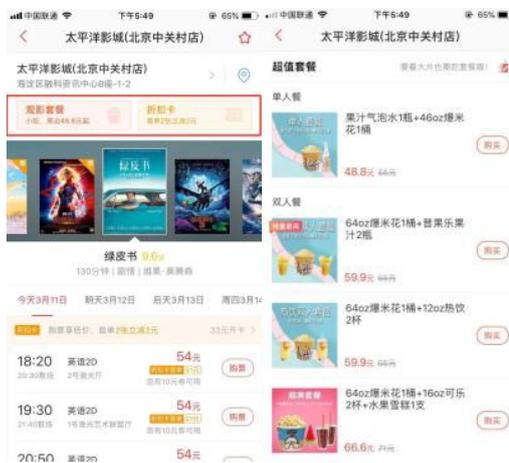


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

**卖品预定: 方便消费者, 提升消费体验。**猫眼平台提供卖品预定, 让用户可以随后想用。卖品的种类由影院或场馆自行决定, 平台常按卖品交易价值的7%-10%收取佣金费用。

2016年、2017年及2018Q3,猫眼平台售出品总交易额分别为人民币28880万元、64740万元及68150万元。2015年、2016年、2017年及2018Q3,猫眼娱乐卖品预定实现营业收入分别为140万、1280万、5280万、5840万人民币。

图 31: 猫眼 APP 卖品预定界面展示



资料来源: 猫眼 APP

**衍生商品预定: 现阶段发展水平低, 中长期存在发展空间。**猫眼提供的衍生商品主要包括由相关 IP 持有人推出的电子产品、玩具、家居用品和服装。平台提供衍生商品通常按衍生商品交易价值的 10%-30%收取佣金费用。2017 年及 2018Q1-Q3, 提供衍生商品实现营业收入分别为 1090 万、1530 万人民币。从行业来看, 我国目前衍生品市场发育程度相对较低, 2017 年, 中国内地衍生品市场规模仅 89 亿美元, 全球占比 3.28%; 最成熟的北美衍生品市场规模达 1577 亿美元, 全球占比达 58.05%。

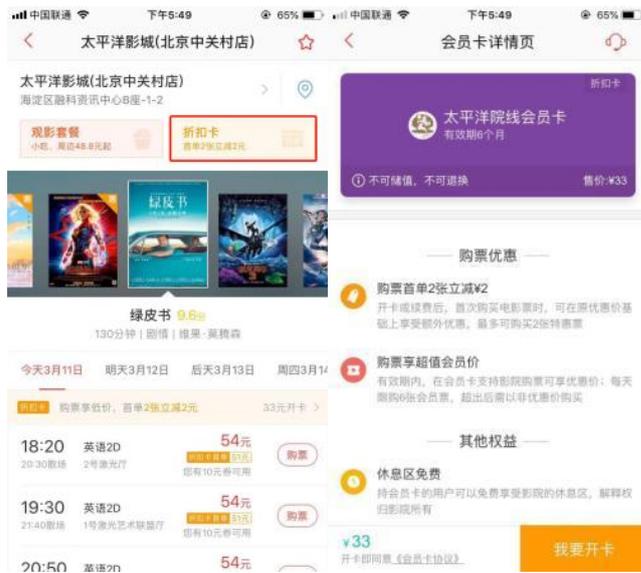
表 16: 全球主要国家衍生品市场规模

国家	美国	英国	日本	德国	中国	加拿大	其他
市场规模 (2015 年) (亿美元)	1379.7	130.9	119.5	101.9	76.1	73.8	636.1
市场占比 (2015 年)	54.79%	5.20%	4.75%	4.05%	3.02%	2.93%	25.26%
市场规模 (2017 年) (亿美元)	1496.33	140.38	132.64	107.92	89.1	80.29	669.34
市场占比 (2017 年)	55.09%	5.17%	4.88%	3.97%	2.96%	2.96%	24.64%

资料来源: LIMA, 中信证券研究部

**会员服务: 根据发起交易价值收取佣金。**猫眼娱乐平台上提供电影院联营的会员服务, 会员优惠包括电影票折扣及更便利的退票及环评服务等, 平台通常按影院发起的会员服务交易价值的 3%至 20%收取佣金费用。2016 年、2017 年及 2018Q1-Q3, 提供电影院联营的会员服务实现营业收入分别为 270 万、6350 万、8660 万人民币。

图 32: 猫眼 APP 会员服务界面



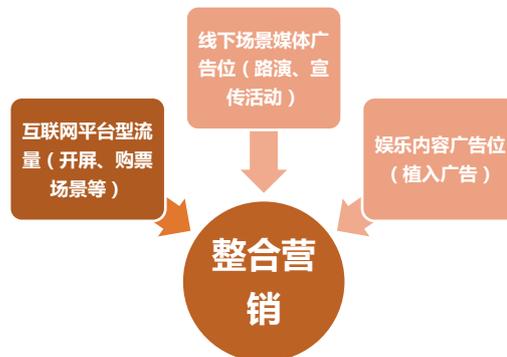
资料来源: 猫眼 APP

### 广告: 基于产业链布局实现定制化营销服务

凭借猫眼娱乐线上(互联网平台开屏、购票等场景)、线下(路演、宣传活动)和娱乐内容(电影、电视剧投资)全面的营销资源,公司面向娱乐行业及其他行业(如互联网服务、汽车、电子及消费产品)的广告客户提供定制化广告服务。2015年、2016年、2017年及2018年,提供广告服务及其他实现营业收入分别为100万、6500万、7900万和2.10亿人民币,实现较快速度增长。

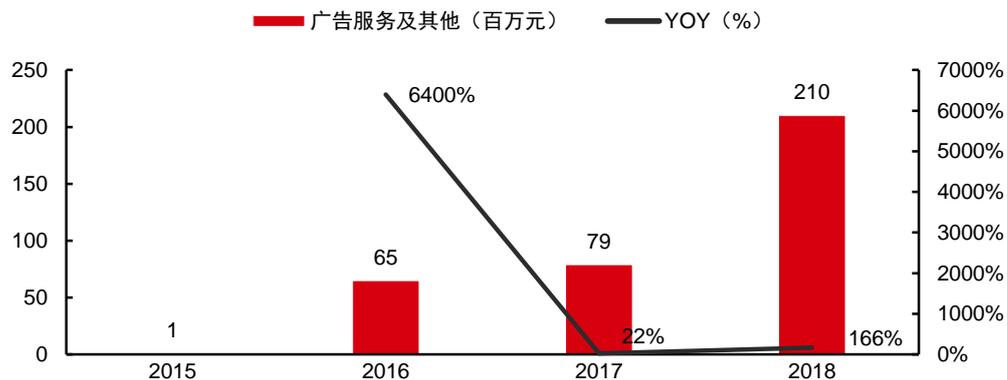
猫眼娱乐的品牌广告主数目由2015年的2名增加至2017年的72名。截至2018年9月30日,猫眼娱乐拥有52名广告商,包括于2018年委聘的一名广告代理。我们认为广告业务与卖品业务类似,是猫眼基于观影票务流量入口地位进行多元化商业模式落地,考虑到广告业务刚起步,其拥有媒体和内容资源仍将增加,我们预计广告业务未来1-3年仍将保持较快速度增长。

图 33: 猫眼娱乐广告业务逻辑



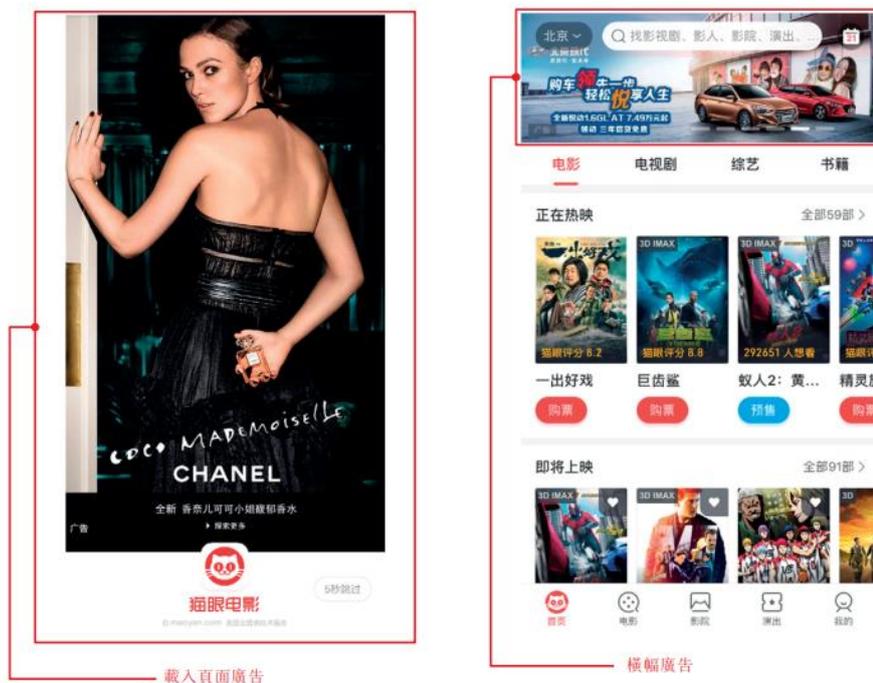
资料来源: 中信证券研究部

图 34：2015-2018 年广告服务及其他营收（单位：百万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 35：猫眼 APP 广告投放展示



资料来源：公司招股说明书

## ■ 风险因素

市场竞争不确定性风险；项目投资波动性风险；电影市场整体表现不及预期风险

## ■ 盈利预测和估值评级

**在线娱乐票务：**预计 2019-2021 年中国电影票房增速分别为 6%，5%，6%。基于线上化率，猫眼市占率以及票务佣金率测算其未来几年电影票务收入。从市场竞争来看，我

们预计未来几年猫眼市占率、佣金率维持稳定, 预计 2019-2021 年公司电影票务收入为 24.10 亿元, 25.50 亿元, 27.20 亿元, 同比增长 9%, 6%, 7%。现场娱乐票务方面, 公司市占率仍然较低, 预计中长期拥有持续增长空间, 预计 2019-21 年营收分别为 8618 万元, 1.10 亿元, 1.40 亿元, 同比增长 35%, 30%, 25%。综合来看, 猫眼娱乐票务业务 2019-21 年营收合计为 25 亿元, 26.60 亿元, 28.60 亿元, 同比增长 9%, 7%, 8%。

表 17: 2015-2022E 猫眼娱乐票务业务收入预测

电影票务	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
电影票房 (百万)	43900	49283	55911	60976	64562	67487	71237
yoy		4%	13%	9%	6%	5%	6%
线上化率		73.60%	82.30%	85%	87%	88%	89%
线上交易总额 (百万)		36272.29	46014.75	51829.60	56168.56	59388.88	63401.17
猫眼交易总额 (百万)	12901.80	14431.10	21679.60	31771.54	34431.33	36405.39	38864.92
yoy		12%	50%	47%	8%	6%	7%
猫眼市占率		40%	47%	61%	61%	61%	61%
票务业务佣金率	4.60%	6.64%	6.79%	6.98%	7.00%	7.00%	7.00%
电影票务业务收入 (百万)	593.9	958.1	1472.7	2216.35	2410.19	2548.38	2720.54
yoy		61%	54%	50%	9%	6%	7%
注: 2018 年报不再公布交易总额, 根据市占率估算							
现场票务收入 (百万)	0.60	2.00	17.30	63.84	86.18	112.04	140.05
yoy		233%	765%	269%	35%	30%	25%
现场娱乐票务市场总交易额 (百万)	3800	5100	7100	9600	13000	16800	20500
票务业务收入总额 (百万)	594.50	960.10	1490.00	2280.19	2496.38	2660.42	2860.59
		61%	55%	53%	9%	7%	8%

资料来源: 艾瑞咨询, 公司公告等, 中信证券研究部预测 注: 2018 年电影票务和现场票务收入为根据前三季度数据估算

**娱乐内容服务:** 公司娱乐内容服务收入主要来自用户激励、宣发 (发行&宣发收入) 和内容投资收入三大部分。其中用户激励收入不产生任何净利润, 我们预计随着内容本身重要性提升, 纯补贴投放会减少, 预计用户激励 2019-2021 年分别减少 15%, 10%, 5%。另一方面, 内容发行收入主要包括公司发行服务收入 (占净票房 5-12%), 宣发收入主要是公司在影片宣发投入中实际取得收入部分。我们基于对国产电影票房走势预测, 预测猫眼在宣发市场市占率有望持续提升, 预计公司 2019-2021 年发行收入为 1.60 亿元, 2 亿元, 2.40 亿元, 分别同比增长 15%, 21%, 20%; 预计 2019-21 年公司宣发收入为 2.70 亿元, 3.30 亿元, 3.90 亿元, 分别同比增长 19%, 22%, 21%。内容投资业务由于属于项目制较难预测, 我们基于公司 2019 年电影片单, 以及中长期广阔增长空间, 预计 2019-21 年内内容投资收入为 3.20 亿元, 4.40 亿元, 5.50 亿元, 同比增长分别为 75%, 40%, 25%。

表 18: 2015-2022E 猫眼娱乐娱乐内容业务收入预测:

娱乐内容服务	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
宣发服务							
用户激励		234.24	542.22	523.14	444.67	400.20	380.19
yoy			131%	-4%	-15%	-10%	-5%

娱乐内容服务	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
宣发收入		74.05	126.56	223.34	266.55	325.07	392.15
yoy			71%	76%	19%	22%	21%
国产片宣发投入总盘子估算	1600.27	1559.79	1760.85	2166.31	2221.26	2321.92	2450.94
猫眼市占率		4.75%	7.19%	10.31%	12%	14%	16%
发行收入		27.81	95.77	142.12	163.63	197.36	236.11
yoy			244%	48%	15%	21%	20%
国产片票房	27355	26663.00	30100.00	37031.00	37970.23	39690.96	41896.37
国产片发行收入总盘子估算	906.82	883.88	997.82	1227.58	1258.71	1315.76	1388.86
猫眼发行费收入市占率		3.15%	9.60%	11.58%	13%	15%	17%
投资收入		1.21	87.75	180.00	315	441	551.25
yoy			7164%	105%	75%	40%	25%
总额		337.30	852.30	1068.60	1189.85	1363.63	1559.70
yoy			153%	25%	11%	15%	14%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：发行费收入假设按净票房取中值 8.5%，宣发收入假设按国产电影净票房 15% 计算

**娱乐电视及广告：**基于行业发展及公司业务布局，我们预计 2019-2021 年公司娱乐电商服务实现收入 2.40 亿元，2.90 亿元，3.40 亿元，同比增长 25%，20%，15%；预计 2019-2021 年公司广告及其他业务收入为 3.70 亿元，5.20 亿元，6.70 亿元，分别同比增长 75%，40%，30%。

表 19：2015-2022E 猫眼娱乐娱乐电商&广告业务收入预测：

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
娱乐电商收入	1.4	15.5	127.2	195.8	244.8	293.7	337.7
		1007%	721%	54%	25%	20%	15%
广告及其他业务	0.8	64.6	78.5	210.4	368.2	515.5	670.1
		7975%	22%	168%	75%	40%	30%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

**毛利率及费用率预测：**公司成本预计将维持稳定，我们预计 2019-2021 年公司毛利率维持在 60% 左右。销售费用方面，我们预计随着市场竞争格局稳定，各家内容领域布局纵深不断提升，公司用户激励投入将逐步下降，预计 2019-2021 年猫眼自身投入票务激励分别下降 20%，10%，5%。2019-2021 年销售费用率为 37.6%，30.1%，26.2%。

表 20：2015-2022E 猫眼娱乐毛利率及激励费用假设

综合毛利率	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	50.00%	64.00%	68.00%	62.70%	60.00%	60.00%	60.90%
销售费用假设模型							
业务伙伴拨资激励	—	234.2	542.2	523.14	444.67	400.20	380.19
yoy			131.51%	-3.52%	-15.00%	-10.00%	-5.00%
猫眼拨资激励	1435.60	643.90	739.50	1279.50	1023.60	921.24	875.18
yoy		-55.15%	14.85%	73.02%	-20%	-10%	-5%
用户激励总计	1435.6	878.1	1281.7	1802.64	1468.27	1321.44	1255.37
yoy		-38.83%	45.96%	40.64%	-18.55%	-10.00%	-5.00%

综合毛利率	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
其他销售费用	85.50	149.70	137.80	137.76	148.78	159.20	168.75
yoy		75.09%	-7.95%	-0.03%	8%	7%	6%
销售费用合计	1521.1	1027.8	1419.5	1940.4	1617.05	1480.64	1424.12
yoy		-32.43%	38.11%	36.70%	-16.66%	-8.44%	-3.82%
销售费用占比	254.90%	74.61%	55.71%	51.68%	37.61%	30.63%	26.24%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：2018 年销售费用拆分依据 2018Q1-Q3 数据按比例测算

**综合来看，我们预测 2019-2021 年猫眼娱乐营收为 43 亿元，48.30 亿元，54.30 亿元，实现归属于母公司净利润 4 亿元，8.40 亿元，12.60 亿元。**

表 21：猫眼娱乐盈利预测

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元记账本位币)	2,547.98	3,754.96	4,299.18	4,833.23	5,428.17
营业收入增长率 YoY	84.97%	47.37%	14.49%	12.42%	12.31%
净利润(百万元记账本位币)	-75.47	-137.09	400.06	836.40	1,261.55
净利润增长率 YoY	N/A	N/A	N/A	109.07%	50.83%
每股收益 EPS(基本)(元记账本位币)	-0.07	-0.12	0.36	0.74	1.12
毛利率	68.37%	62.75%	60.00%	60.00%	60.90%
净资产收益率 ROE	-1.37%	-2.40%	6.56%	12.05%	15.38%
每股净资产 (元记账本位币)	5	5	5	6	7
PE (x)	-279.35	-163.86	54.56	26.10	17.30
PB (x)	4	4	4	3	3
每股收益 EPS(基本)(港元)	-0.06	-0.10	0.30	0.64	0.96
每股净资产 (港元)	4.35	4.21	4.64	5.28	6.24

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 估值和评级：目标价 18.97 港元，给予“买入”评级

**互联网平台部分：**公司票务业务、电视业务、广告业务均核心基于公司票务平台用户价值，其类似互联网平台商业模式。另一方面，公司票务业务又具有工具属性，其未来增长空间与中国电影票房中长期增长空间高度相关。我们采用基于 2021 年远期 PE 方法对其进行估值，PE 的选取取决于公司中长期可持续增长潜力和 WACC。

我们认为，公司票务业务利润率改善仍处于初期，到 2021 年有望进入稳定期。基于对公司的盈利预测，我们预计公司 2021 年票务收入为 28.60 亿元，票务业务净利润为 8.10 亿元，净利润率为 28%；其他平台型收入（电商、广告）规模 10 亿元，预计实现净利润为 1.50 亿元，合计实现净利润 9.6 亿元。基于对中国电影行业中长期空间预判，我们认为中期行业增速约为 5%，猫眼娱乐互联网平台业务增速为 5.5%（略快于行业增速），假设 WACC 为 12%，对应 2021 年 PE16x，对应 2021 年目标市值为 165.10 亿元，假设 WACC 为 14%（增加 2pcts 亏损不确定性折价），对应 2019 目标市值为 127 亿元人民币。

表 22：猫眼娱乐互联网平台业务假设参数

参数	假设	参数	假设
中国电影票房 2021-2031 年复合增速	5%	WACC	12%
猫眼 2021 之后票务业务永续增速	5.5%	2021PE	17.2x

资料来源：中信证券研究部预测

表 23: 猫眼娱乐互联网平台业务估值测算

2021 票务业务净利润预测	2021PE	折现 WACC	2019 年目标市值
9.60 亿元	17.2x	14% (+2%亏损折价)	127 亿元

资料来源: 中信证券研究部预测

**内容宣发&投资部分 (剔除片方拨款用户激励部分):** 公司内容宣发&投资业务可比公司包括光线传媒、华谊兄弟、万达电影、华策影视等, 可比公司 2019 年、2020 年 PE 为 21 倍、19 倍。我们认为, 可比公司内容宣发&投资业务已经进入相对成熟期, 而猫眼娱乐仍处于快速成长期, 中长期有更大成长空间, 应享受更高估值。我们预计其内容宣发&投资业务 2021 年营收 11.80 亿元, 对应净利润为 3 亿元, 给予 2021 年 25xPE, 对应目标市值 75 亿元, 以 WACC14%进行折现, 对应 2019 年目标市值 57.70 亿元。

表 24: 可比公司估值

简称	股价	EPS (人民币)			PE (倍)		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
光线传媒	7.02	0.21	0.24	0.25	33	29	28
华谊兄弟	4.83	0.29	0.33		17	15	
万达电影	20.1	1.01	1.13	1.14	20	18	18
华策影视	6.68	0.43	0.49	0.43	16	14	16
平均值					21	19	20

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测注: 股价为 2019 年 5 月 6 日收盘价注: 华谊兄弟、万达电影、华策影视来自 Wind 一致预期

**合计估值:** 我们认为猫眼娱乐综合 2019 目标市值为 183.70 亿元人民币, 换算成港币为 213.70 亿元港币, 对应目标价为 18.97 港元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 相关研究

- 光线传媒 (300251) 2018 年报及 2019 一季报点评—业绩符合预期, 投资收益支撑盈利 (2019-04-25)
- 中国电影 (600977.SH) 投资价值分析报告—发行放映筑基伟业, 影视制片再迎黄金时代? (2019-03-12)
- 在线电影票务十问—疾风渐息, 巨头对垒 (2018-12-26)

**利润表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,548	3,755	4,299	4,833	5,428
营业成本	(806)	(1,399)	(1,720)	(1,933)	(2,122)
毛利率	68.37%	62.75%	60.00%	60.00%	60.90%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	(1,420)	(1,940)	(1,617)	(1,481)	(1,424)
营业费用率	55.71%	51.68%	37.61%	30.63%	26.24%
管理费用	(381)	(523)	(516)	(532)	(543)
管理费用率	14.96%	13.93%	12.00%	11.00%	10.00%
财务费用	(11)	(7)	(18)	(3)	3
财务费用率	0.44%	0.18%	0.41%	0.05%	-0.06%
投资收益	1	(2)	(0)	(0)	(1)
营业利润	(69)	(116)	429	885	1,342
营业利润率	-2.69%	-3.08%	9.97%	18.31%	24.71%
营业外收入	(7)	(32)	(21)	(20)	(24)
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	(76)	(148)	408	865	1,317
所得税	(0)	10	(6)	(22)	(46)
所得税率	0.24%	-6.52%	-1.44%	-2.57%	-3.51%
少数股东损益	(1)	(1)	2	6	9
归属于母公司股东的净利润	(75)	(137)	400	836	1,262
净利率	-2.96%	-3.65%	9.31%	17.31%	23.24%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,170	1,536	1,290	1,681	2,863
存货	4	13	8	12	15
应收账款	1,186	1,640	1,774	2,118	2,330
其他流动资产	963	385	385	385	385
流动资产	3,323	3,574	3,457	4,196	5,593
固定资产	32	31	32	33	34
长期股权投资	39	37	37	37	37
无形资产	5,608	5,391	5,366	5,341	5,316
其他长期资产	36	43	43	43	43
非流动资产	5,715	5,502	5,478	5,454	5,430
资产总计	9,039	9,076	8,935	9,651	11,022
短期借款	0	600	192	0	0
应付账款	3,264	2,200	2,064	2,127	2,229
其他流动负债	22	373	373	375	374
流动负债	3,286	3,173	2,629	2,502	2,602
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	222	197	197	197	197
非流动性负债	222	197	197	197	197
负债合计	3,508	3,370	2,826	2,699	2,799
股本及储备	5,838	6,157	6,557	7,394	8,656
资本公积	-318	-455	-455	-455	-455
归属于母公司所有者权益合计	5,520	5,702	6,102	6,939	8,200
少数股东权益	11	5	7	13	23
股东权益合计	5,531	5,707	6,109	6,952	8,223
负债股东权益总计	9,039	9,076	8,935	9,651	11,022

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	-76	-148	408	865	1,317
所得税支出	0	10	-6	-22	-46
折旧和摊销	49	149	79	79	80
营运资金的变化	0	0	-265	-283	-113
其他经营现金流	1,102	-1,135	18	3	-3
经营现金流合计	1,074	-1,125	234	641	1,234
资本支出	-26	-14	-55	-55	-55
投资收益	1	-2	0	0	-1
其他投资现金流	-1,056	558	0	0	0
投资现金流合计	-1,080	542	-55	-55	-56
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	0	600	-408	-192	0
股息支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	74	349	-18	-3	3
融资现金流合计	74	949	-425	-195	4
现金及现金等价物净增加额	68	366	-247	391	1,182

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	84.97%	47.37%	14.49%	12.42%	12.31%
营业利润增长率	N/A	N/A	N/A	106.39%	51.60%
净利润增长率	N/A	N/A	N/A	109.07%	50.83%
毛利率	68.37%	62.75%	60.00%	60.00%	60.90%
EBITDA Margin	-1.51%	-3.58%	10.59%	18.43%	23.92%
净利率	-2.96%	-3.65%	9.31%	17.31%	23.24%
净资产收益率	-1.37%	-2.40%	6.56%	12.05%	15.38%
总资产收益率	-0.83%	-1.51%	4.48%	8.67%	11.45%
资产负债率	0.39	0.37	0.32	0.28	0.25
所得税率	0.24%	-6.52%	-1.44%	-2.57%	-3.51%
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。