

推荐 (维持)

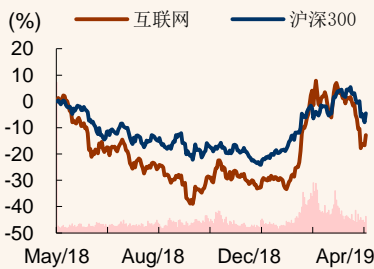
猫眼娱乐 (1896.HK)

2019年05月12日

内容端发力, 打造“互联网+”影视王国

上证指数	2939
行业规模	占比%
股票家数 (只)	24 0.7
总市值 (亿元)	2810 0.5
流通市值 (亿元)	2135 0.5

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	-16.4	25.2	-15.1
相对表现	-7.7	7.4	-10.9



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《猫眼娱乐 2018 年财报解读: 外延并购带来流量, 内容宣发引致新一轮成长》2019-03-28
- 2、《【招商传媒】云游戏专题报告: 飞向云端, 开启游戏之梦》2019-03-27
- 3、《游戏行业深度报告—风物长宜放眼量, 版号重启带来曙光》2019-02-17

罗亚琨
luoyakun@cmschina.com.cn
S1090518090004

顾佳
021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

移动互联网给娱乐行业带来变革, 在线票务在改变传统电影售票模式基础之上, 进一步冲击电影的宣发模式: 1) 线上平台的互联网宣发通过娱乐资讯、微博话题、线上物料投放增加影片曝光量; 2) 在线上平台的大数据加持下, 线下地推更加精准、高效, 影院能够基于观众观影习惯、年龄、地理位置等核心要素进行科学化排片。我们研究猫眼娱乐主要出于以下原因: 1) 公司作为国内市场份额超 60% 的在线电影票务平台, 值得我们当做行业标杆进行重点研究; 2) 近期恒生指数公司宣布恒生港股通指数、恒生港股通中小型股指数、恒生综合大中型股指数均纳入猫眼娱乐 (所有变动 2019 年 6 月 17 日执行), 猫眼市场关注度进一步提升。本文主要探讨在线票务平台的现状与出路, 认为猫眼营收端看点主要来自上游投资与宣发的深度布局以及“数据支持决策”的产业链赋能能力, 净利端看点主要来自格局稳定后票补支出的下降。2019 年, 公司在营收增长与控费的合力下或将迎来业绩拐点, 希望能够为投资者理清行业脉络、加深对龙头公司理解提供参考。

- **在线票务行业经过前期票补大战, 迈入猫眼与淘票票双寡头垄断时代。**猫眼与腾讯、美团点评达成战略合作伙伴关系, 拥有微信+QQ、美团+大众点评的独家流量入口, 与阿里系淘票票形成抗衡。目前猫眼在全国的影院覆盖率超过 95%, 在线电影票务市场份额排名第一; 在线现场娱乐票务服务高速发展, 行业排名第二。
- **在线电影票务市场触达行业天花板, 票务平台积极拓展流量变现+业务纵向发展之路。**猫眼于 2016 年引入光线持股, 成功切入电影产业链中上游主控发行及内容出品领域, 截至目前主控发行的 22 部影片中有 12 部票房过亿。公司于近期战略投资欢喜传媒 (拥有国内顶级导演资源的内容厂商), 内容出品实力进一步增强。
- **互联网重塑电影宣发模式, 猫眼独领风骚, 其大数据平台助力影片精准营销和排片。**猫眼背靠大数据平台, 在映前精准定位主发内容、人群、城市、商圈, 映中及时反馈观众偏好以实现精准排片。公司借助于美团点评的本地生活生态网络, 引导线上+线下宣发一体化, 有机结合娱乐资讯、预告片、路演、点映等多个宣发方式, 创造出多个经典宣发案例。
- **风险提示:** 与美团点评、腾讯合作不及预期、电影市场表现不及预期、监管政策趋严、影视内容表现不及预期等。

重点公司主要财务指标 (截止2019/5/10)

	股价 (港元)	18EPS	19EPS	20EPS	19PE	20PE	PB	评级
猫眼娱乐	14.24	-0.14	0.90	1.57	15.82	10.5	2.5	暂无评级
阿里影业	1.66	-0.07	-0.02	0.02	-	68.7	2.8	暂无评级

资料来源: 公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

正文目录

引言.....	6
一、含“金汤匙”的在线电影票务平台龙头.....	7
1.1 历史沿革：美团孵化+光线控股，在线票务独占鳌头.....	7
1.2 公司治理：背靠光线+美团+腾讯，资深互联网人掌舵.....	8
1.3 业绩概览：营收保持高歌猛进，亏损率不断缩窄.....	9
二、机遇与挑战并存，在线票务进入流量变现阶段.....	10
2.1 移动互联网改变娱乐业态，线上流量价值凸显.....	10
2.2 在线票务改变产业链，对传统宣发形成冲击.....	11
2.3 双寡头对立的票补后时代，市场逐渐回归理性.....	14
2.4 路径不同的两大龙头：猫眼 VS 阿里影业（淘票票）.....	16
2.5 流量天花板初现，机遇与挑战并存.....	19
三、如何看未来空间？始于售票，延展全产业链.....	20
3.1 与腾讯、美团点评合作紧密，中国在线票务市场引领者.....	20
3.2 娱乐内容服务：大数据赋能娱乐产业，内容+发行端获益向好.....	25
3.3 电商+广告：下游流量变现，上游抓紧布局，打造“互联网+”影视王国.....	31
四、从成本费用角度看，利润率提升空间巨大.....	34
4.1 成本端：票务相关占比降低，内容相关占比提升.....	34
4.2 费用端：销售费用率超 50%，2018 年自身票补大增.....	35
4.3 关于票补的情景假设与测算.....	38
五、核心看点：平台价值不断放大，C 端票补减少+B 端业务拓展.....	38
问题 1：所处赛道景气度和行业格局如何？猫眼在产业链中扮演的角色重要程度如何？.....	38
问题 2：猫眼的核心竞争力是什么？.....	39
问题 3：中长期和短期业绩增长点来源于什么？.....	39
问题 4：当下市场用何种方法对猫眼进行估值？.....	40
六、风险提示.....	41

图表目录

图 1：猫眼娱乐商业模式与市场空间.....	6
图 2：猫眼娱乐历史沿革.....	7

图 3: 猫眼娱乐股权结构&重要子公司 (截止 2019 年 2 月 4 日)	8
图 4: 猫眼营收及同比增速	10
图 5: 猫眼年内亏损及同比增速	10
图 6: 公司主营收入构成 (亿元)	10
图 7: 公司主营收入占比	10
图 8: 移动互联网 MAU (亿人)	11
图 9: 移动互联网月人均单日使用时长	11
图 10: 美团点评年度交易用户数 (百万人)	11
图 11: 第三方移动支付规模	11
图 12: 电影行业产业链	12
图 13: 电影预售的价值产业链	13
图 14: 2019 大年初一各片预售票房以及占首日票房比重	13
图 15: 2008-2013 年在线票务市场格局	14
图 16: 2016 上半年各平台在线票务市场份额	15
图 17: 猫眼微影&淘票票流量入口	17
图 18: 猫眼&淘票票月独立设备数 (万)	18
图 19: 猫眼&淘票票用户使用时长	18
图 20: 2015-2018 全年电影分账票房 (亿元)	19
图 21: 电影购票线上化率 (对比线下)	19
图 22: 2017-2018 年电影市场平均票价 (元)	20
图 23: 服务费占综合票房比重	20
图 24: 中国娱乐市场规模 (亿元)	21
图 25: 猫眼在线娱乐票务业务收入规模 (亿元)	21
图 26: 猫眼在线娱乐票务业务收入结构	21
图 27: 猫眼历年电影票务收入以及增速 (亿元)	21
图 28: 猫眼的在线电影票务业务商业模式	22
图 29: 猫眼在线电影票务业务总交易额 (亿元)	22
图 30: 猫眼在线电影票务交易用户总数 (亿人次)	22
图 31: 2018Q1-Q3 猫眼各流量渠道运营贡献占比	23
图 32: 美团和大众点评内猫眼入口	23
图 33: 微信小程序及微信支付入口	23

图 34: 中国现场娱乐市场规模 (亿元)	25
图 35: 历年猫眼娱乐内容服务收入及增速 (亿元)	25
图 36: 历年猫眼主发行&主出品排名	25
图 37: 猫眼主出品、主发行票房及部数	26
图 38: 猫眼联合出品、联合发行票房及部数	26
图 39: 猫眼线上宣发经典案例——《美人鱼》	26
图 40: 猫眼线上+线下宣发经典案例——《驴得水》	27
图 41: 猫眼 APP 内用户社区	29
图 42: 猫眼专业版 APP 内部数据及资讯	29
图 43: 猫眼 SaaS 系统界面的示意性截图	30
图 44: 猫眼娱乐电商服务收入 (亿元)	31
图 45: 猫眼广告服务及其他业务收入 (亿元)	31
图 46: 猫眼娱乐电商服务界面	32
图 47: 猫眼的广告界面及限时推广业务	33
图 48: 猫眼 MAU	33
图 49: 猫眼用户使用时长	33
图 50: 猫眼毛利率	35
图 51: 猫眼各项成本占营收比重	35
图 52: 猫眼各项成本体量 (百万元)	35
图 53: 猫眼收入成本百分比构成	35
图 54: 猫眼毛利率&净利率经调整净利率	36
图 55: 猫眼经调整溢利净额	36
图 56: 猫眼销售及营销开支、用户激励占收入比	36
图 57: 猫眼销售及营销开支的主要来源	36
图 58: 猫眼用户激励中片方票补与平台票补	37
图 59: 猫眼一般及行政开支、研发开支占收入比	37
图 60: 猫眼一般及行政开支的主要来源	37
表 1: 猫眼娱乐董事会成员&高管介绍 (高管标为浅棕色)	9
表 2: 传统发行与在线票务平台发行对比	12
表 3: 2018 中国电影发行公司票房榜 TOP10	14

表 4: 在线票务行业内 BAT 布局及重点投资并购事件	16
表 5: 猫眼与淘票票的比较优势.....	18
表 6: 猫眼与腾讯、美团点评签订的协议明细.....	23
表 7: 2016 年至今光线与猫眼合作的代表性电影项目（截至 2019 年 5 月 11 日） ..	27
表 8: 猫眼发行的部分电影项目（截至 2019 年 5 月 11 日）	27
表 9: 猫眼 2016 年至今联合出品的部分电影项目（截至 2019 年 5 月 11 日）	28
表 10: 欢喜传媒知名导演部分电影项目及与猫眼合作情况（截至 2019 年 5 月 11 日）	30
表 11: 猫眼娱乐电商服务明细.....	32
表 12: 票补情景假设.....	38

引言

移动互联网给娱乐行业带来变革。这种变革主要体现在两方面，其一是娱乐线上化，例如长视频、短视频、直播等等；其二是支付线上化（娱乐场景仍在线下），典型例子是在线票务平台的出现。

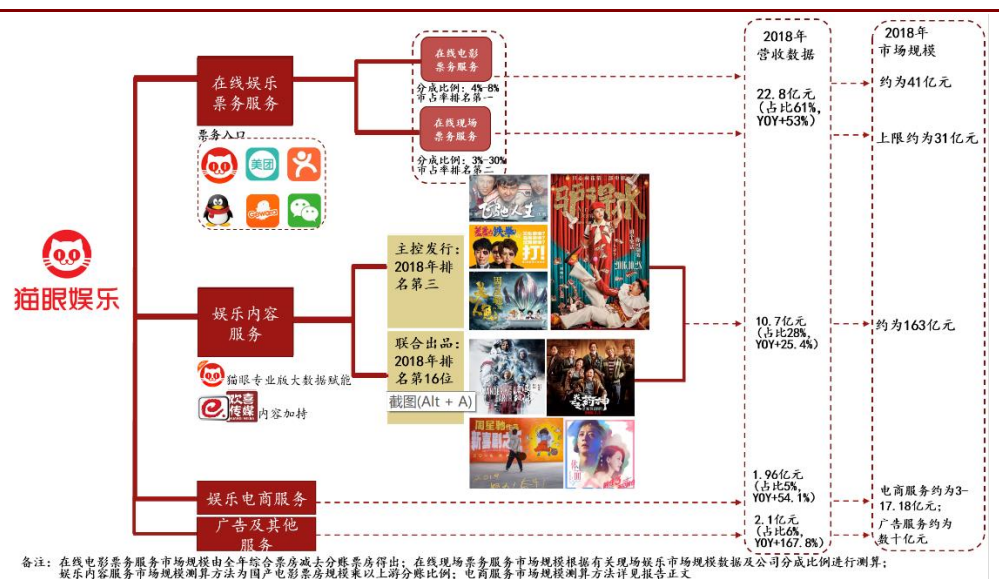
从电影产业链角度看，在线票务在改变传统电影售票模式基础之上，进一步冲击传统的电影宣发模式：1) 线上平台的互联网宣发通过娱乐资讯、微博话题、线上物料投放增加影片曝光量；2) 在线上平台的大数据加持下，线下地推更加精准、高效，影院能够基于观众观影习惯、年龄、地理位置等核心要素进行科学化排片。

从在线票务平台竞争格局角度看，行业步入成熟期，猫眼娱乐和淘票票组成的双寡头局面逐渐稳定，烧钱大战已成为过去时，盈利能力开始显现，商业模式亦不断转变，预计未来几年行业整体进入利润释放期。

我们研究猫眼娱乐主要出于以下原因：1) 透过龙头探寻行业趋势：公司作为国内市场份额超 60% 的在线电影票务平台，值得我们当做行业标杆进行重点研究；2) 聚焦优质标的把握投资机会：近期恒生指数公司宣布恒生港股通指数、恒生港股通中小型股指数、恒生综合大中型股指数均纳入猫眼娱乐（所有变动 2019 年 6 月 17 日执行），猫眼市场关注度进一步提升。

本文主要探讨在线票务平台的现状与出路，认为猫眼营收端看点主要来自上游投资与宣发的深度布局以及“数据支持决策”的产业链赋能能力，净利端看点主要来自格局稳定后票补支出的下降。2019 年，公司在营收增长与控费的合力下或将迎来业绩拐点，希望能够为投资者理清行业脉络、加深对龙头公司的理解提供参考。

图 1：猫眼娱乐商业模式与市场空间



资料来源：招商证券

一、含“金汤匙”的在线电影票务平台龙头

1.1 历史沿革：美团孵化+光线控股，在线票务独占鳌头

公司于 2019 年 2 月 4 日在港交所上市，目前业务包括在线娱乐票务服务、娱乐内容服务、娱乐电商服务与广告及其他服务四个板块。目前，公司是中国最大的在线电影票务服务平台，根据艾瑞咨询报告，2018 年 1 月到 9 月，各渠道入口（QQ、微信、美团、大众点评、猫眼 APP）的猫眼平均月活跃用户达 1.346 亿；截至 2018 年底，以总交易额及售票量计，猫眼占中国在线电影票务业务市场份额的 60% 以上。同时公司也是中国第二大在线现场娱乐票务服务供应商以及中国第一大排国产片主控发行方（提供娱乐内容服务的电影占中国综合票房超过 90%）。

➢ 发展路径为“团购→在线选座→延伸至娱乐内容”。

猫眼娱乐的在线票务业务起源于美团。2010 年，美团 APP 推出在线电影票团购服务；2012 年，美团将该业务作为旗下独立娱乐部门运营并命名为猫眼；2013 年，猫眼 APP 正式上线，同时推出在线选座服务；2014 年开始，猫眼将平台业务扩展至娱乐内容服务。

➢ 资本运作频繁，引入光线+腾讯，合并大众点评票务以及微格时代，参股上游欢喜传媒。

2015 年 5 月，天津猫眼文化传媒有限公司成立，猫眼自此取得独立法人实体。在美团和大众点评的战略交易完成后，猫眼于 10 月接手大众点评的电影票务业务。同年，猫眼专业版 APP 推出，成为电影人的专业数据平台。

2016-2017 年，公司先后引入战略投资者光线系与腾讯，与微影合并为“猫眼微影”。2017 年 9 月，猫眼从北京微影时代取得北京微格时代 100% 股权。公司名称变更为“天津猫眼微影”。合并后，微影将电影票务、演出票务等相关业务合并注入天津猫眼微影，公司整合猫眼、娱票儿、格瓦拉等多个票务品牌，同时拥有腾讯、美团点评的用户入口，在线票务市场份额进一步扩大。

2019 年 3 月 19 日，猫眼娱乐获欢喜传媒配售 2.366 亿股，约占欢喜传媒股份总额 7.5%。交易完成后，猫眼微影将就欢喜传媒的电影及电视/网剧项目获受投资权及独家宣发权，并拥有将上述权利转让予天津猫眼微影指定联营公司的独家权力。

图 2：猫眼娱乐历史沿革



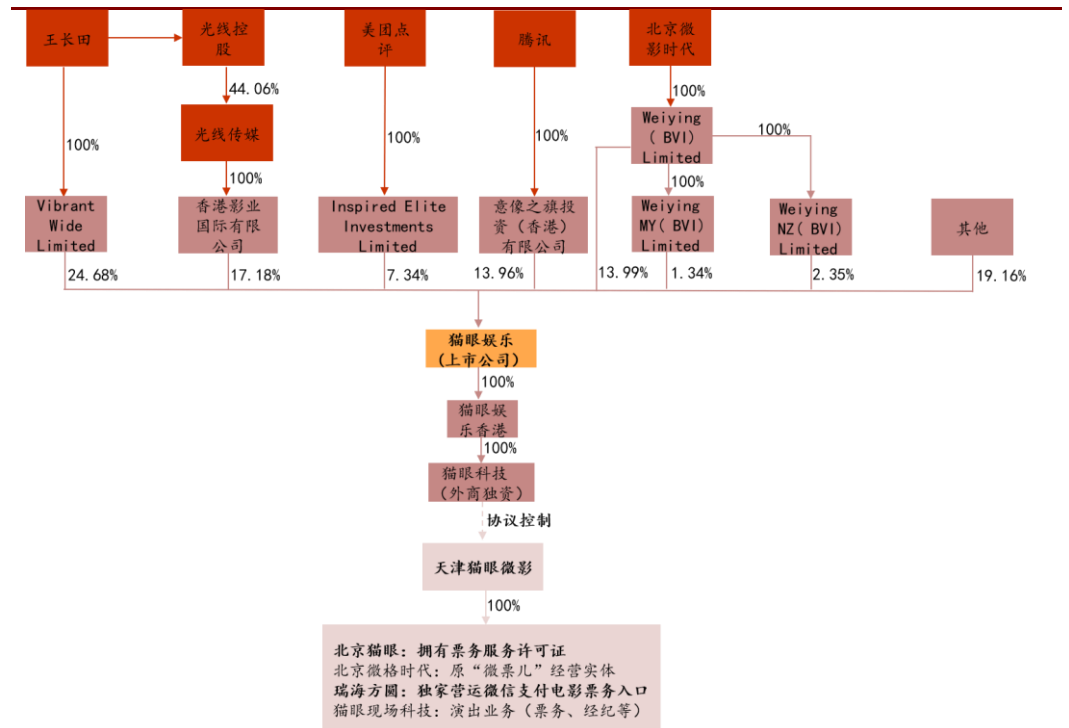
资料来源：招股说明书、公开资料、招商证券

1.2 公司治理：背靠光线+美团+腾讯，资深互联网人掌舵

股东结构方面，光线、美团点评、腾讯、微影各自持股，股权结构分散。截至 2019 年 2 月 4 日，光线系、美团点评、腾讯、北京微影时代通过各自的离岸投资工具分别持股 41.86%、7.34%、13.96%、17.68%，公司股权结构较为分散。公司建立 VIE 架构，通过猫眼科技与天津猫眼微影（实际运营主体）订立合约安排，享有天津猫眼微影产生的所有经济利益。

公司架构方面，公司旗下北京猫眼持有在线票务服务业务所需的《电信与信息服务业经营许可证》、《网络文化经营许可证》及《广播电视节目制作经营许可证》，是公司重要经营实体；北京微格时代由 2017 年 9 月猫眼与微影的合并事项引入，为公司带来新的用户流量；瑞海方圆为微信支付电影及现场娱乐票务服务入口的独家营运商。

图 3：猫眼娱乐股权结构&重要子公司（截止 2019 年 2 月 4 日）



资料来源：Wind、招股说明书、招商证券

资深互联网人掌舵，管理层行业经验丰富。公司总裁顾思斌先生拥有 14 年传媒互联网行业从业经验，历任京东集团副总裁、优酷土豆首席产品官，并曾在腾讯就职，在互联网增值服务、会员制度、无线业务、娱乐电商及虚拟社区建设等方面拥有丰富经验。公司执行董事兼 CEO 郑志昊先生亦从事传媒互联网行业长达 15 年之久，先后担任微软公司高级顾问、腾讯副总裁、美团点评平台事业群总裁，对电影票务服务、产品运营及技术见解独到。

表 1: 猫眼娱乐董事会成员&高管介绍 (高管标为浅棕色)

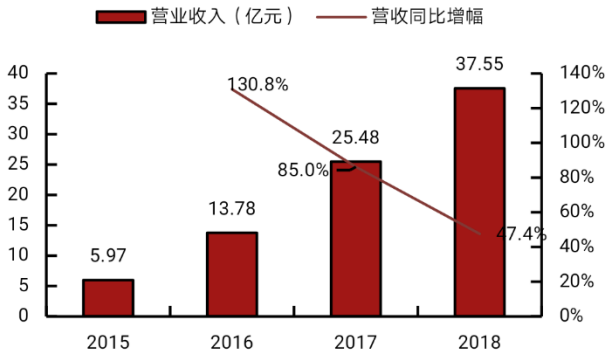
姓名	职务	简介
王长田	董事长、非执行董事	光线传媒董事长兼总经理，自 2016 年 7 月起担任猫眼董事长。
郑志昊	执行董事、CEO	天津猫眼微影董事及总经理，子公司猫眼科技执行董事、法定代表人及经理；拥有逾 15 年互联网及传媒从业经验，曾先后担任腾讯科技部门总经理及副总裁、大众点评总裁兼首席产品官（电影票务服务业务）、美团点评平台事业群总裁，主要负责管理电影票务服务、产品营运及技术等。
陈少晖	非执行董事	天津猫眼微影、光线传媒董事，在投资及战略管理方面拥有丰富经验，曾担任腾讯投资执行董事，现为美团点评 CFO 兼高级副总裁。
李晓萍	非执行董事	天津猫眼微影董事、光线传媒董事及副总经理、光线影业总裁。
林宁	非执行董事	天津猫眼微影董事、北京微影时代董事长兼 CEO。
湛炜标	非执行董事	天津猫眼微影、北京微影时代的董事，拥有逾 20 年科技、媒体、电讯及投资行业经验。
王华 (王长田妹)	非执行董事	天津猫眼微影董事、猫眼影业执行董事兼经理、北京猫眼的执行董事兼总经理及法定代表人，目前亦担任光线传媒董事及高管。
顾思斌	总裁	天津猫眼微影总裁，拥有逾 14 年互联网及传媒从业经验，曾任职腾讯、京东，担任优酷土豆首席产品官。
施康平	CFO	2018 年 2 月加入猫眼，拥有逾 20 年会计及财务经验，曾任职普华永道、百度。
康利	COO	天津猫眼微影副总裁兼 COO，负责猫眼整体营运及发展，拥有逾十年业务营运管理经验，曾担任天津三快科技高级运营总监（美团点评旗下公司）。

资料来源：Wind、公开资料，招商证券

1.3 业绩概览：营收保持高歌猛进，亏损率不断收窄

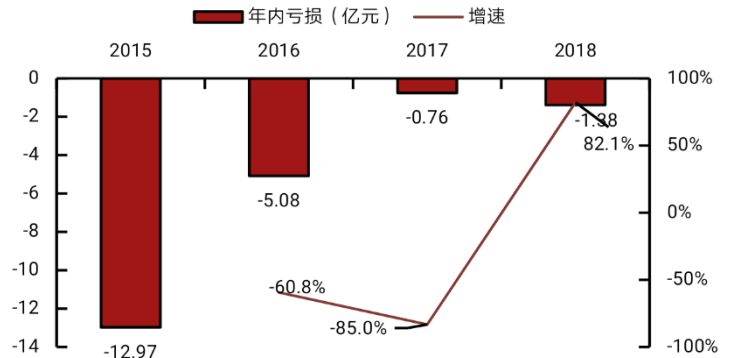
公司业绩增幅明显，亏损幅度减小。猫眼娱乐 2015 年到 2018 年营业收入分别达到 5.97 亿元、13.78 亿元、25.48 亿元、37.56 亿元，2018 年同比增速 47%，四年年均复合增速 58.4%；净亏损分别达到 12.97 亿元、5.08 亿元、0.76 亿元、1.38 亿元，对应亏损率分别为 217.25%、36.9%、3.0%、3.7%，2018 年高增长有并表因素，同时随着政策对票补予以限制、在线票务市场格局逐渐稳定以及公司业务多元化战略的不断推进，公司销售费用得到有效控制致使亏损净额减小。

图 4: 猫眼营收及同比增速



资料来源: 招股说明书、公司公告、招商证券

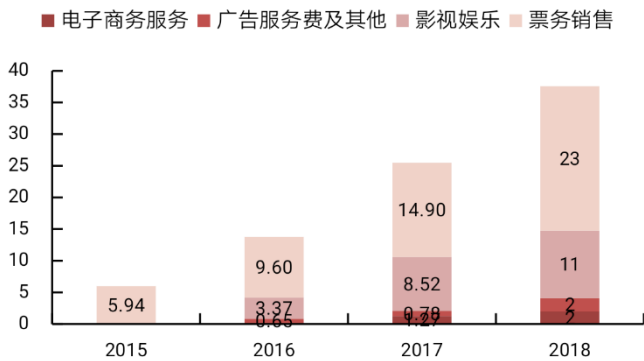
图 5: 猫眼年内亏损及同比增速



资料来源: 招股说明书、公司公告、招商证券

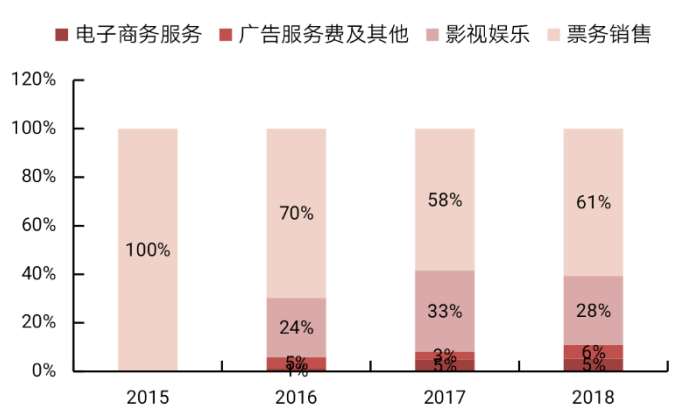
从公司收入构成来看, 票务销售收入占据主要地位, 娱乐内容业务约占三成。公司 2018 年在线票务业务、娱乐内容服务、电子商务服务、广告服务费及其他营业收入分别为 22.80 亿元、10.69 亿元、2.10 亿元、1.96 亿元, 占比 61%、28%、6%、5%。娱乐内容服务收入自 2016 年以来增势迅猛, 两年间平均复合增速达到 78.1%。

图 6: 公司主营收入构成 (亿元)



资料来源: 招股说明书、公司公告、招商证券

图 7: 公司主营收入占比



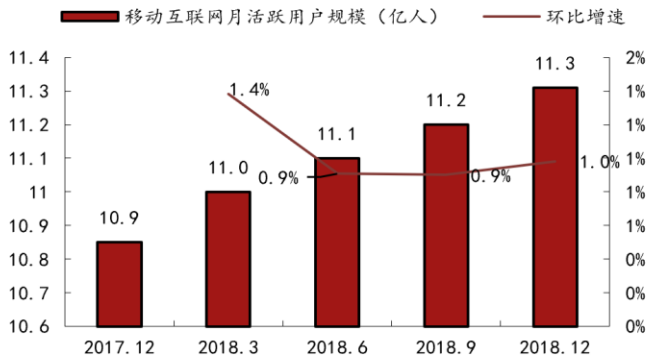
资料来源: 招股说明书、公司公告、招商证券

二、机遇与挑战并存, 在线票务进入流量变现阶段

2.1 移动互联网改变娱乐业态, 线上流量价值凸显

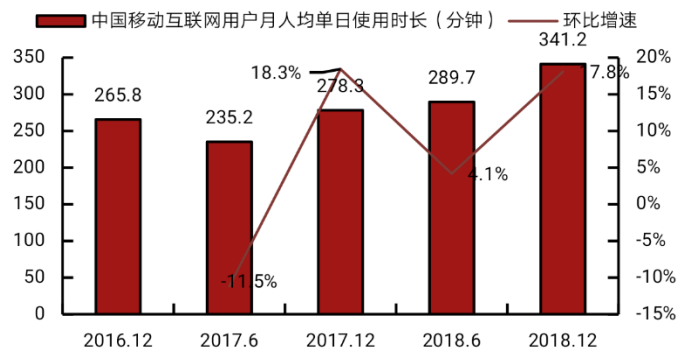
中国自 2008 年起逐渐进入移动互联网时代, 经过十余年的发展, 用户规模持续提升。Quest Mobile 发布的报告及相关资料显示, 2016~2018 年末月人均单日使用时长从 265.8 分钟增长至 341.2 分钟, 其中 2018 年净增长 62.9 分钟。截至 2018 年 12 月, 中国移动互联网月活跃用户数量已突破 11.31 亿, 移动网民渗透率超过 80%。

图 8: 移动互联网 MAU (亿人)



资料来源: Quest Mobile、招商证券

图 9: 移动互联网月人均单日使用时长

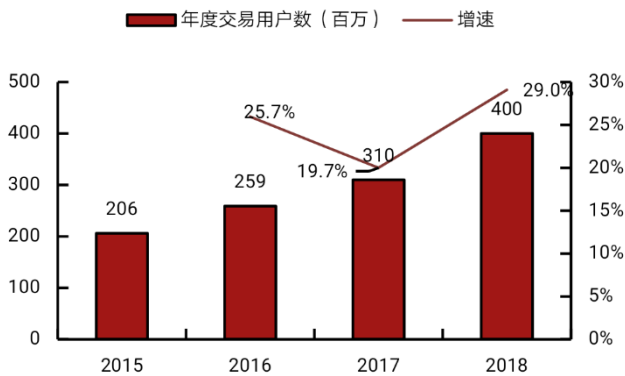


资料来源: Quest Mobile、招商证券

移动互联网重塑了各行各业的商业模式,文娱领域 to C 端变化最主要体现在两个方面:

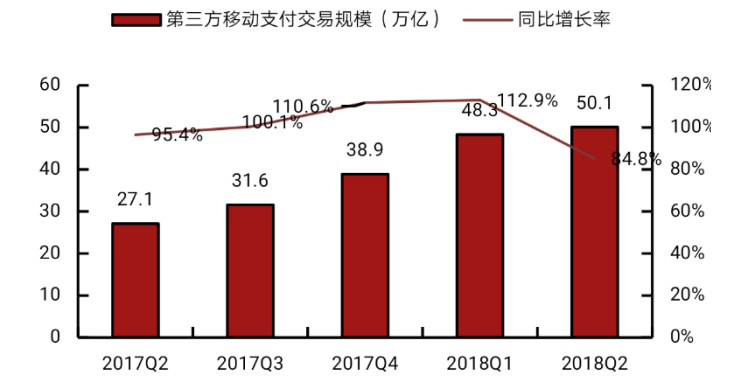
1) 娱乐方式从线下转到线上、从 PC 转到移动端,流量整体发生转移,典型例子是网络文学、长视频、手游以及近几年兴起的直播、短视频、手机 K 歌软件等等; 2) 此外是支付方式由线下转移到线上,而娱乐消费本身是线下进行,这种模式下流量出现增量。线上支付+线下消费的 O2O 商业模式随着移动互联网的发展日趋成熟,美团与大众点评基于线上用户制定营销售卖策略,刺激线下消费转化,成为 O2O 模式的典型代表。公开资料显示,2018 上半年第三方移动支付交易规模已超过 98.4 万亿元,用户规模约为 8.9 亿,移动支付在中国居民日常开销的中的渗透率已达 48%。

图 10: 美团点评年度交易用户数 (百万人)



资料来源: Quest Mobile、招商证券

图 11: 第三方移动支付规模



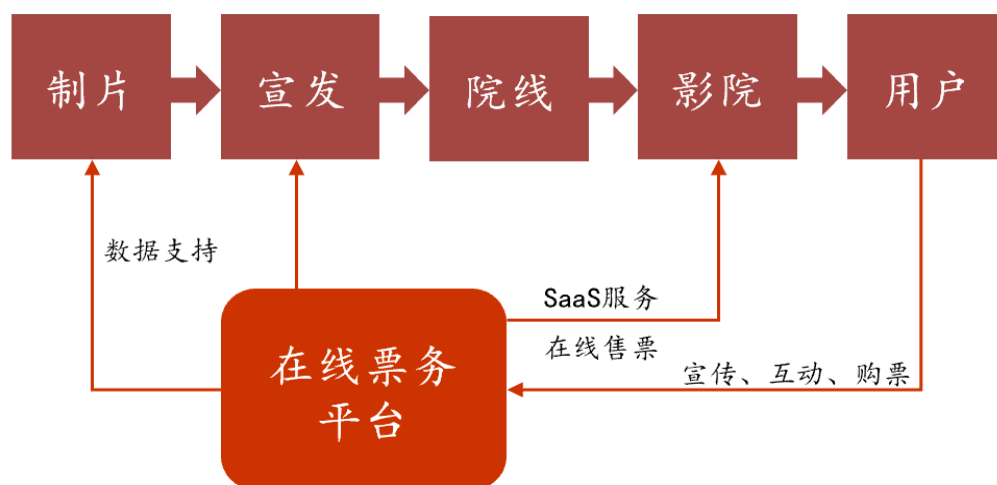
资料来源: 艾瑞咨询、招商证券

2.2 在线票务改变产业链, 对传统宣发形成冲击

对于电影产业而言,移动互联网的渗透主要体现为在线票务平台的出现。票务平台可分为第三方在线票务平台和院线自营票务平台。院线自营平台由院线自主开发并面向消费者,对院线的发展阶段、成熟度、城市地理布局具有依赖性。第三方票务平台独立于电影院线,通过互联网,为电影票买卖双方提供电影票交易及宣发服务,属电影产业链中游。根据公司招股说明书,2012 年在线票务渗透率为 18.4%,2018 年 Q1-Q3 上升至 85.5%,增长迅速。

总体来看，在线票务行业隶属于整个电影行业的中游。电影行业上游为广大的投资制作商，负责影片的出品与制作，市场格局较为分散，且影片票房高度具有较大的不确定性，“靠天吃饭”；中游宣发渠道提供宣传推广服务，协调电影放映期间的排片、调度、拷贝工作；下游院线与影院将影片放映给广大观众，属重资产运营模式，回收期长。第三方票务平台主要的商业模式是：1) 通过与影院达成的协议，在线售卖电影票，并从中抽取一定的服务费，服务费通常占票价的 4%-8%。2) 同时，票务平台依托于流量，可以衍生出广告以及为影片提供宣发支持；平台上积累的有关用户消费习惯、喜好等数据可为上游影片制作提供数据性指导，减轻制片方与消费者之间的信息不对称性。3) 部分平台还可以为影院提供 SaaS 服务，帮助影院一体化运营。

图 12: 电影行业产业链



资料来源：公开资料、招商证券

传统发行模式所包含的主要环节有：前期立项调查、物料的收集与制作、新闻投放与线上互动、举办首映礼及明星见面会、预告片&海报的制作与投放、与影院协调排片等，以地推为主，对院线的依赖度较高，主流发行公司有光线传媒、博纳影业、影联传媒、五洲发行等，传统发行模式的劣势在于，观众碎片化时间没有得到很好的利用并且缺乏用户反馈。

与传统发行平台相比，在线票务平台拥有用户资源和数据优势，丰富了电影宣发模式，对传统地推模式形成冲击：

表 2: 传统发行与在线票务平台发行对比

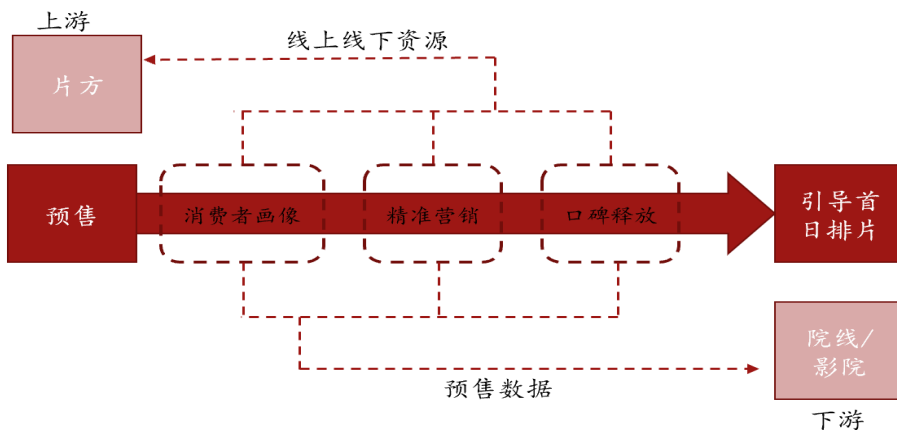
发行方式	发行方法	优劣势	代表公司
传统发行	线下为主：场景营销、城市营销、地面广告	曝光量较小；地网销售团队很难覆盖所有影院，费时费力。	影联传媒、博纳影业、光线传媒
票务平台发行	线上线下结合：线上部分主要是植入广告、页面广告、预售活动	发行速度更快，曝光量大，可以提前锁定排片。提供用户反馈信息，相对更为灵活。	猫眼微影、阿里影业(淘票票)

资料来源：公开资料整理、招商证券

首先，精准营销下，影片曝光量得以增加。由于智能手机全面普及，观众在票务平台购票时还可通过主页广告、预告片、预售活动了解到后期上映的多部影片。在票务平台依托用户购票所积累的大数据支持下，票务平台可针对性地推送影片上映信息，如2017年《一条狗的使命》在中国上映期间，淘票票平台除了在APP首页推送购票信息外，还依托淘宝所积累的用户数据，筛选购买过宠物护理工具的用户为其推送影片信息。

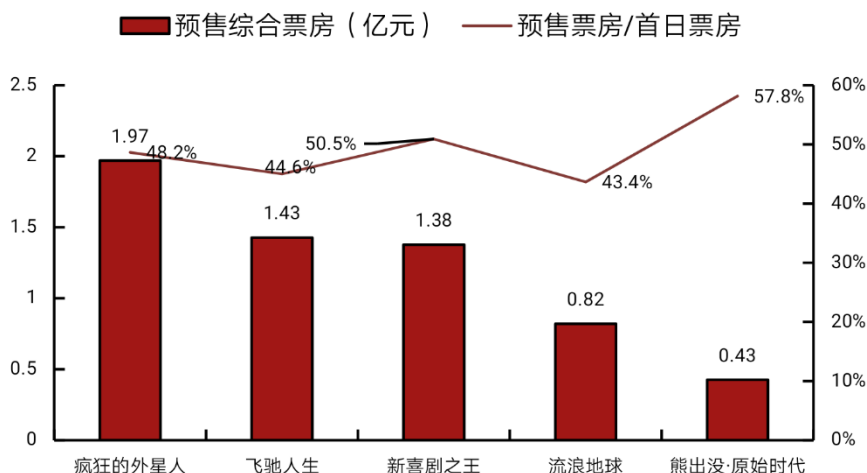
其次，在线票务平台可以实现规模预售，预售对产业链各环节均有其优点：对片方而言，预售不仅可以精准营销提升宣传效率，还可以通过口碑发酵提前提升关注度和话题度；对下游的院线和影院而言，预售数据可以引导排片。猫眼数据表明，2019年大年初一（2019.2.5）全国实现分账票房13.59亿元，打破2018年大年初一分账票房记录12.18亿元，再创新高。公开资料显示，截至2月4日23时，预售综合票房已突破7亿元，在次日全天综合票房中占比48.5%。其中，《疯狂的外星人》、《飞驰人生》、《新喜剧之王》、《流浪地球》映前预售综合票房分别为1.97、1.43、1.38、0.82亿元，在次日单片综合票房中占比均超过43%。

图 13：电影预售的价值产业链



资料来源：艺恩咨询、招商证券

图 14：2019 大年初一各片预售票房以及占首日票房比重



资料来源：猫眼专业版、招商证券

根据猫眼专业版数据，2015 年进入中国电影主控发行票房榜 TOP10 的公司分别为五洲发行、华夏电影、光线传媒、中国电影、华谊兄弟、万达影业、博纳影业、乐视影业、新丽传媒、万达影视，均为传统发行公司。随着线上购票比例不断提升，在线票务平台逐渐介入电影发行环节。2017 年，猫眼微影、淘票票进入主控发行公司票房榜 TOP15，分列第 6、15 位。2018 年，猫眼进入主控发行榜 TOP3，发行票房达到 67.83 亿元，仅次于中影和华夏。由于中影、华夏均由广电总局控股，猫眼微影遂成为最大的民营发行方，发行代表作包括《后来的我们》、《捉妖记 2》、《一出好戏》等。同时，阿里影业以 25.47 亿元的票房成绩排在第 9 位，淘票票以 2.48 亿元的票房成绩排在第 22 位。

表 3: 2018 中国电影发行公司票房榜 TOP10

排名	公司名称	发行部数	发行票房(亿)	代表作
1	中影	81	185.35	蜘蛛侠: 平行宇宙、海王、复仇者联盟 3
2	华夏	73	178.36	龙猫、嗝嗝老师、毒液: 致命守护者
3	猫眼微影	7	67.83	后来的我们、捉妖记 2、一出好戏
4	博纳影业	6	51.19	无双、红海行动、大师兄
5	五洲发行	9	45.21	天气预爆、快把我哥带走、唐人街探案 2
6	北京文化	5	39.56	无名之辈、我不是药神
7	光线传媒	8	38.76	悲伤逆流成河、动物世界、超时空同居
8	新丽传媒	2	31.87	来电狂响
9	阿里影业	1	25.47	西虹市首富
10	影联传媒	12	14.85	无问西东
22	淘票票	2	2.48	南极之恋

资料来源: 猫眼专业版、招商证券

2.3 双寡头对立的票补后时代，市场逐渐回归理性

从群雄割据到双寡头格局，在线票务行业大致经历了 3 个发展阶段: 培育期(2008-2013)、成长&整合期 (2013-2017.9)、双寡头对立期 (2017.9-至今)。

培育期 (2008-2013): 2008 年，中国首个独立在线票务平台格瓦拉成立，标志着在线票务行业诞生，进入培育期。格瓦拉在 2010 年推出在线选座服务，其后各类电影票线上销售平台、APP 开始兴起，可分为四类: 传统垂直票务网站，以大麦网、格瓦拉、网票网、娱票儿、哈票网为代表; 团购网站类，以美团网、拉手网、大众点评、团 800 电影票为代表; 电影社区类，以时光网和豆瓣电影为代表; 院线自建购票平台类，以万达院线购票网站为代表。众多小厂商进入市场，行业进入快速发展阶段

图 15: 2008-2013 年在线票务市场格局

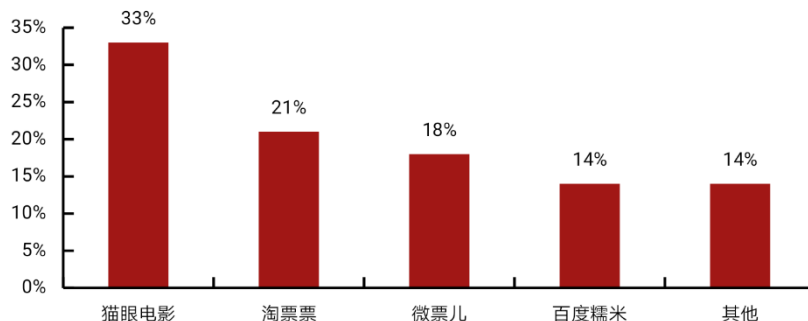


资料来源: 公开资料整理、招商证券

整合期（2013-2017.9）：2013年，美团电影更名为猫眼电影；2014年，淘宝电影、微影时代、百度糯米相继成立。这一时间段内，BAT互联网巨头相继进入在线票务市场，为争夺市场份额，票补大战蓄势待发，在线电影票务行业随即进入成长&整合的2.0时代。各个平台开始烧钱补贴用户，抢占市场份额，且集中于档期。“BAT+M”利用资本和流量优势展开在线票务价格战，观众仅凭9.9元、19.9元超低价格便可以购买一张电影票，比院线自主出售的电影票便宜将近一半。具体来看，2014年暑期档，猫眼以《变形金刚4》打响票补大战第一枪。2015年春节档，《澳门风云2》和《天降雄狮》分别获得大众点评、猫眼约3000万、6000万票补。2015年暑期档，《大圣归来》获得微影时代约1000万票补，《捉妖记1》、《煎饼侠》各获多家联合5000万票补。2015年国庆档，《港囧》获得猫眼等多家联合近1亿元票补。2016年春节档，《美人鱼》获得猫眼等多家联合约5000万票补。在票补行为最疯狂的2015年，当年440亿元的电影总票房收入中有30亿至50亿来自票补。

这一时间段，购票业务同质化特征明显，各中小平台在激烈的市场竞争下或直接退出或被巨头收购。经过一段投资并购浪潮过后，猫眼电影、微票儿、淘宝电影、百度糯米凭借着BAT的资本和流量优势逐渐脱颖而出，行业呈现“BAT+M”的四分天下格局。根据CBN Data发布的《2016上半年中国在线票务平台大数据报告》，猫眼占据市场约三分之一份额，位列行业第一，淘票票以21%的市场份额紧随其后，占据行业第二的位置，微票儿和百度糯米则分列第三、第四。

图 16：2016 上半年各平台在线票务市场份额



资料来源：CBN Data、招商证券

各平台利用票补抢占流量，发行方通过票补增加排片，在一定程度上催生了电影市场泡沫，不利于良性竞争。2016年以来，行业票补现象逐渐减少，2017年猫眼、微影、百度糯米开始实现单月盈利，在线票务市场开始回归理性。

双寡头对立期（2017.9-至今）：2017年9月，猫眼获腾讯战略投资、与微票儿合并，据悉，合并后的猫眼微影与淘票票各自占有52%、38%的市场份额，在线票务市场进入双寡头对立期。这一时期的关键词是“政策管制”以及“洗牌整合”：1) 政策未来可能趋严，2018年春节前夕，票补限令传出，具体要求为：从2月15日（除夕）至3月2日（元宵节），全国影院票价（普通观众实际支付部分）不低于19.9元，有特殊身份或条件限定的长期合作等不在其列。此外，补贴票数也有一定限制，单部影片不得超过50万张。此外，2018年9月，网传自2018年10月起有关票补新规开始实施，新规内容包括：1) 发行方、制片方、院线方不允许进行网络售票平台补贴投放，销售价不能高于结算价，也不能低于最低票价；2) 第三方先手售票手续费不高于2元，其中系统服务商收取1元，网络售票平台收取1元，院线/影投不得参与分配；3) 未获得公映许

可证的影片将无法开展预售；4) 线上售票商对影院的结算周期从 2018 年 10 月 1 日开始变成 8 日内结算, 2019 年 10 月 1 日起要求即时结算。尽管目前该事件并未得到证实, 但是这的确引发市场对于服务费以及票补限制的担忧, 业内玩家亟需挖掘新商业模式以应对风险; **2) 经过几年的“票补烧钱大战”, 许多中小平台洗牌出局, BAT 股东背景的三家平台命运各有不同, 2018 年 5 月, 百度糯米将旗下电影票业务转让给爱奇艺, 背靠光线、腾讯的猫眼以及背靠阿里的淘票票双寡头格局愈加明显。**

表 4: 在线票务行业内 BAT 布局及重点投资并购事件

时间	事件
2014.3	百度糯米上线
2014.5	微影时代成立, 开始独立运作“微票儿”品牌
2014 年底	淘宝电影事业部成立
2015.5	猫眼文化传媒成立, 猫眼取得独立法人地位
2015.5	淘宝电影获 17 亿元人民币融资
2015 年底	阿里影业自阿里巴巴集团收购淘宝电影业务
2015 年底	微票儿收购格瓦拉
2016.5	淘宝电影更名为淘票票, 与大麦网合作推出演出票务业务
2016.5	光线以现金及股权收购猫眼 57.4% 股权
2017.9	猫眼与微影合并
2017.9	猫眼获腾讯战略投资, 取得 QQ 及微信电影票售卖独家入口
2018.5	百度糯米将旗下电影票业务转让给爱奇艺, 作价 2 亿美元

资料来源: 公开资料整理, 招商证券

2.4 路径不同的两大龙头: 猫眼 VS 阿里影业 (淘票票)

公司最主要的竞争对手为港股上市公司阿里影业 (1060.HK), 二者在产业链布局均涉及上游的内容制作、宣发以及中游的在线票务, 业务重合度较高。我们从发展路径、股东背景、战略重心以及各自优劣势等方面对两家公司做出对比:

- 1) 路径发展: 猫眼从票务延展至产业链上游内容领域且整体布局较早, 阿里影业是后进入者, 由阿里并购的文化中国与内生的淘宝电影和支付宝票务合并而来。**猫眼由美团的电影票团购业务发展而来, 先后获光线、腾讯战略投资, 逐渐涉及电影宣发和投资出品, 从产业链中下游打入上游。2017 年 9 月与微影合并后, 在线电影票务业务市占率居行业第一。阿里影业 (2014 收购文化中国) 前期主营业务为电影、电视剧制作及发行业务与电视广告, 2015 年 11 月收购淘宝电影 (2014 年底上线, 后更名为淘票票), 整合了阿里巴巴旗下在线电影票务业务。
- 2) 股东背景: 股东背景的不同致使两家公司的流量入口存在较大差别, 但都是巨头级别。**阿里影业背靠阿里巴巴 (持股 50.92%), 因而淘票票入口多为阿里系产品; 猫眼背靠光线、美团点评、腾讯, 拥有优质的上游内容资源和中下游流量入口, 在社区服务上亦先行一步。
- 3) 战略布局以及业绩情况: 双方在电影产业链上游中游均有布局, 2017 年两家营收规模相当 (猫眼娱乐营收 25.5 亿, 阿里影业 23.7 亿元), 2018 猫眼有并表因素营收预计超阿里影业。**从产业链侧重点来说, 猫眼更加关注发行环节; 阿里影业则更看重电影项目的投资可行性。猫眼业务分为在线娱乐票务服务、娱乐内容服务、娱乐电商、广告服务及其他四个板块, 2018 年分别实现营业收入 22.9 亿元、10.7 亿元、2.0 亿元、2.1 亿元。公司近期积极打入电影产业链上游, 战略投资欢喜传媒, 其平台建设、数据系统、内容出品与宣发实力为未来战略重点。阿里影业业务分为互联网宣传发行、内容制作、综合开发三大板块, 2017Q1-2018Q1 分别实现营业收入

26.59 亿元、5.85 亿元、0.59 亿元。公司秉持“优质内容+新基础设施”的双轮驱动战略，逐步构建起票务平台淘票票+宣发平台灯塔+衍生品平台阿里鱼+金融产品娱乐宝四个基础设施平台。

- 4) 其他优劣势：猫眼绑定光线与欢喜传媒，产业链资源更为丰富；自独立运营以来管理层较为稳定。阿里影业旗下娱乐宝平台通过 C2B 模式引导影迷（C 端）向影视剧作品（B 端）投资，具有业务创新性，同时“优酷 X 淘票票”战略发布（从电影的前期投资到宣发阶段由阿里影业主导，而电影线上播放的版权属于优酷）。

总结而言，我们认为两大龙头在产业链上的优势遥遥领先其他对手，所以短期市场格局不会发生大转变。从股东背景来看，猫眼与阿里影业都有巨头持股，流量壁垒明显；从战略布局来看，两家公司均已打通产业链各个关节；从未来发展方向来看，二者都重视平台建设，倾向于用大数据指导电影出品与发行。两家资源禀赋的差异在于，猫眼尽管有光线控股和腾讯支持，但运营上更为独立，管理层仍以最初美团孵化人员为主，而阿里影业作为阿里大文娱重要一棋管理层换届较频繁，现任 CEO 为樊路远，其同时是优酷和大麦网总裁，或许会带来业务层更多协同。

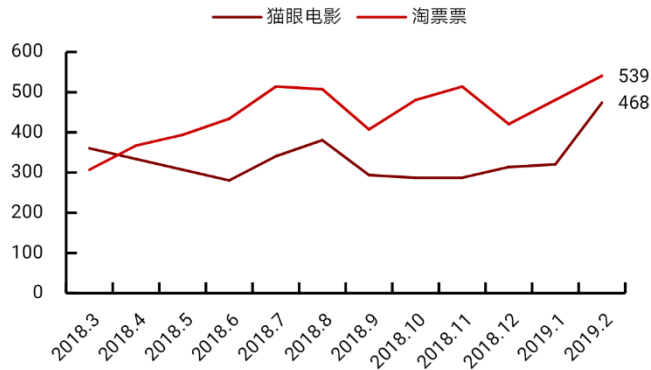
用户数据方面，目前淘票票的月度独立设备数略高于猫眼，但微信、美团点评给猫眼带来的用户流量不容小觑。在用户使用时长上，淘票票明显高于猫眼，2018 年 1 月到 6 月的总用户使用时长为猫眼的 2.2 倍。

图 17：猫眼微影&淘票票流量入口



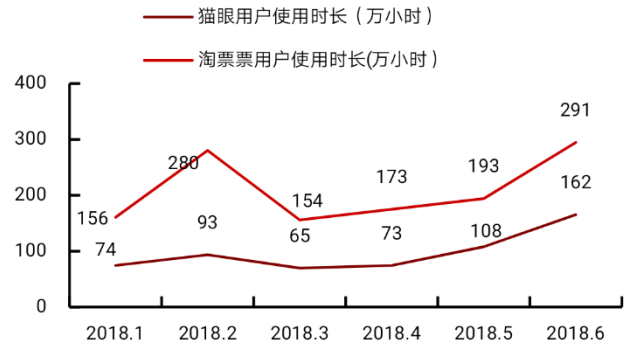
资料来源：公开资料整理、招商证券

图 18: 猫眼&淘票票月独立设备数 (万)



资料来源: mUser Tracker、招商证券

图 19: 猫眼&淘票票用户使用时长



资料来源: 易观、招商证券

两家平台均于 2016 年参与到热门国产片以及海外大片的发行工作之中。2018 年第一季度, 猫眼宣发的《红海行动》《捉妖记 2》《羞羞的铁拳》等影片全部进入中国电影票房总榜 TOP10。淘票票亦不甘示弱, 在 2018 贺岁档和春节档联发《芳华》、《前任 3: 再见前任》、《红海行动》、《唐人街探案 2》四部影片, 综合票房总额达到 104.1 亿元。从总体来看, 猫眼所宣发的影片整体票房表现更好。在宣发工具上, 猫眼专业版 APP 自 2015 年上线以来, 率先为电影行业从业者提供及时、精准、专业的电影票房数据分析; 淘票票拥有其电影宣发平台“灯塔”护航, 未来有望实现用户运营平台、片方营销平台、大数据平台三维联动, 推动中国电影线上宣发智能化。

两家平台在市场早期票补投入巨大, 均出现了不同程度的亏损。猫眼 2015-2018 年亏损净额分别达到 12.98、5.08、0.76、1.38 亿元, 逐渐缩窄; 相比之下, 淘票票的亏损更为严重, 2018 年 5 月 7 日, 阿里影业公布财务业绩, 截至 2018 年 3 月 31 日的 15 个月内公司互联网宣发业务亏损达 16.59 亿元, 主要原因为公司为强化淘票票市场地位, 将大笔资金砸向市场推广, 其金额高达 32.2 亿元。目前, 两家公司已占据 90% 以上的市场份额, 两虎相争, 拉锯战仍将持续。

表 5: 猫眼与淘票票的比较优势

指标	猫眼	淘票票
股东背景	光线 (41.86%)、美团点评 (7.34%)、腾讯 (13.96%), 渠道优势明显。	背靠阿里, 资金优势明显。
入口	猫眼 APP、格瓦拉、美团、大众点评、微信、QQ	淘票票、口碑 APP、淘宝、大麦、高德、支付宝、高德、微博、优酷、UC
产品线	2019 年预计上映: 出品作品包括《使徒行者 2: 碟影行动》、《爵迹 2》、《大约在冬季》、《风林火山》、《秦明: 生死语者》、《京剧猫: 霸王折》, 联合出品作品包括《少年的你》、《保持沉默》。	2019 年预计上映: 出品作品《解放了》。
产业链布局	由票务销售 (下游) 切入电影宣发与出品 (中上游), 战略投资欢喜传媒, 拥有全产业链布局。	主要致力于平台搭建 (用户观影决策平台、用户运营平台、片方营销平台和大数据平台), 集中在下游, 本身不参与电影制作。

指标	猫眼	淘票票
电影宣发	2016 至今主控发行影片 27 部，爆款较多，宣发能力强。	2016 至今主控发行影片 12 部，票房成绩总体上不如猫眼。
公司业绩	2015-2018 年亏损净额分别达到 12.98、5.08、0.76、1.38 亿元。	阿里影业截至 2018 年 3 月 31 日的 15 个月内公司互联网宣发业务亏损达 16.59 亿元。
月独立设备数	淘票票略高于猫眼。	
用户使用时长	淘票票高于猫眼，单月使用时长大约为猫眼的 1.8-3 倍。	

资料来源：猫眼专业版、猫眼招股说明书、公司公告、易观、公开资料，招商证券

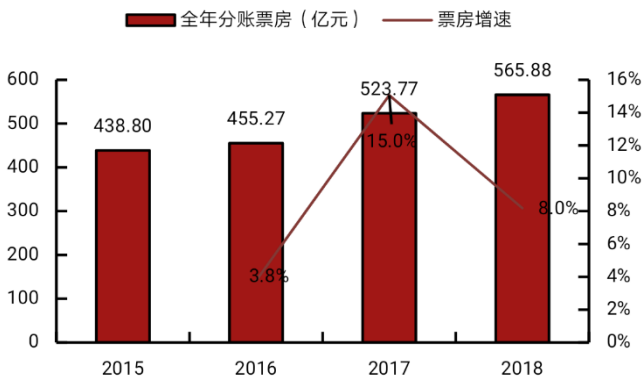
2.5 流量天花板初现，机遇与挑战并存

在线票务业务的收入来源为票房抽成，即服务费。票务平台与影院达成合作关系，线上售卖电影票，在账期之内向影院结清票房，并抽取一定的服务费。单个平台所能赚取的服务费可由如下公司算出：

$$\text{服务费} = \text{电影市场票房} * \text{线上化率} * \text{服务费占票价比重} * \text{市占率}$$

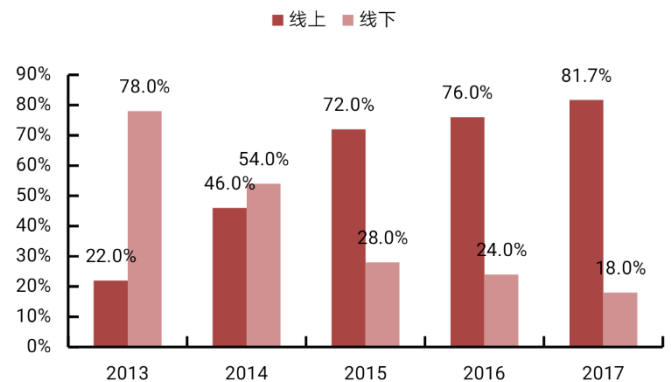
我们逐一分析因子推导服务费向上空间：1) 目前我国电影市场增速放缓，2016~2018 年分账票房增速分别为 3.8%、15.0%、8.0%，除 2017 年有单片票房超 50 亿的《战狼》拉高基数外，2016 年与 2018 年票房增速均为个位数，预期未来票房复合增速大概率在 10% 以内。进一步细拆，观影人次受内容质量驱动（整体看拉动比较缓慢），而平均票价近十年大致分布于 34-36 元之间，预计短期的抬升空间亦不大，能带来的票房增益效果有限。2) 购票行为已基本从线下转移到线上。据统计，2018 年国内电影购票线上比例已高达 87%，2019 春节档期进一步提升至 89.7%，可供提升的空间十分微薄。3) 在线票务平台对于影院端的议价能力虽有所增强，服务费占综合票房比重从 2017Q1 的 6.02% 上升到 2019Q1 的 8.70%，但后期增长乏力，主要是由于上文提到的监管层面政策或趋紧。假设传闻中的新规执行，线上票务平台不仅有关服务费议价能力被强行削弱，结算周期变短还会给企业的现金周转能力带来挑战。

图 20: 2015-2018 全年电影分账票房 (亿元)



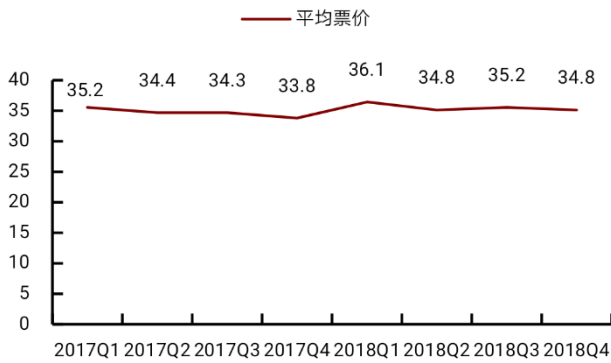
资料来源：艺恩，招商证券

图 21: 电影购票线上化率 (对比线下)



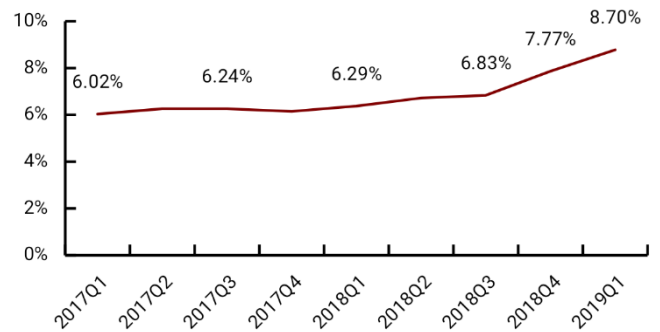
资料来源：中国产业信息网，招商证券

图 22: 2017-2018 年电影市场平均票价 (元)



资料来源: 猫眼专业版, 招商证券

图 23: 服务费占综合票房比重



资料来源: 艺恩, 招商证券

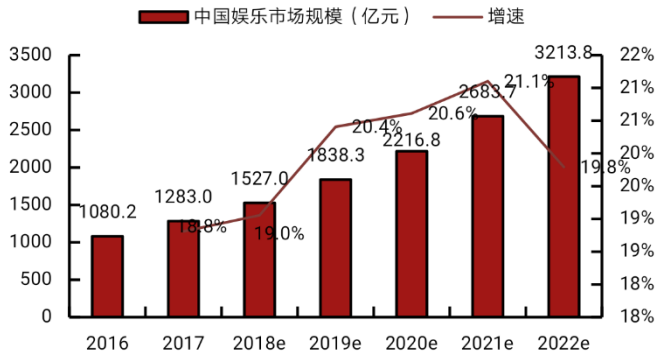
经过上述分析, 两强争霸局势下, 猫眼和淘票票若要提升服务费收入, 只能通过调整市场战略以提高市占率, 这一想法在双寡头市场环境以及严监管局势下并不现实。流量的多元变现成为可供选择的出路。猫眼与淘票票基于线上入口已开通电商业务, 用户在线上购票同时, 可自主选择购买爆米花、可乐等随影套餐。同时, 上亿的用户流量致使广告业务变得有利可图。大部分影片在上映前会选择到猫眼、淘票票 APP 上投放广告, 扩大影片映前曝光度和影响力。票务平台的另一个突破口在于, 向电影产业链纵向延伸, 扩大业务布局以增加收入来源。猫眼拥有光线持股, 在 3 月又完成对欢喜传媒的战略投资, 公司向产业链上游蓄力的决心十分明显。两家平台积极参投各类影片, 参与内容生态, 票务平台对于电影产业链的影响进一步扩大。

三、如何看未来空间? 始于售票, 延展全产业链

3.1 与腾讯、美团点评合作紧密, 中国在线票务市场引领者

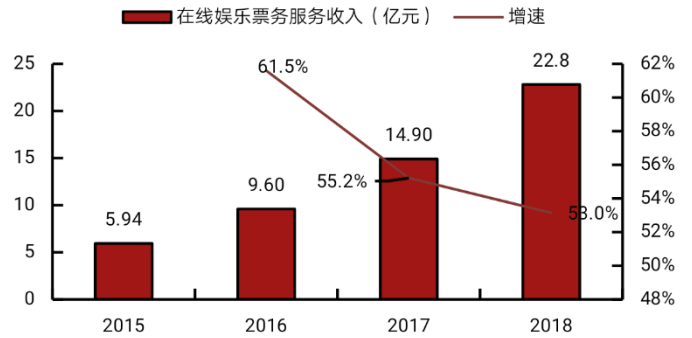
猫眼业务起家于在线票务, 现在旗下的在线娱乐票务业务分为在线电影票务业务和在线现场票务业务 (音乐剧、戏剧、体育赛事等) 两个板块。根据艾瑞咨询及公司招股说明书披露, 中国娱乐市场规模在 2017 年已达到 1,283.0 亿元, 预计到 2022 年将达到 3,213.8 亿元, 年均复合增速 20.2%。在娱乐市场一路高歌前行的背景下, 猫眼在线娱乐票务业务增长迅速, 2016-2018 年, 分别实现收入 9.60、14.90、22.80 亿元, 同比增长 61.5%、55.2%、53.0%, 占营收比重分别为 69.7%、58.5%、60.7%。

图 24: 中国娱乐市场规模 (亿元)



资料来源: 艾瑞咨询、招股说明书, 招商证券

图 25: 猫眼在线娱乐票务业务收入规模 (亿元)



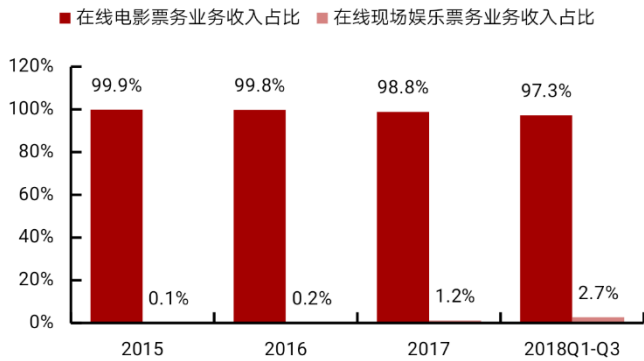
资料来源: 艾瑞咨询、招股说明书, 招商证券

在线娱乐票务主要商业模式就是向影院和现场娱乐主办方收取服务费, 其中电影票务服务费为票价 4%-8%, 现场娱乐票务服务费为票价 3%-30%。拆分看, 这块业务主要收入来源以电影票务为主, 2018Q1-Q3 其占在线娱乐票务的比例达到 97.3%。

1) 电影票务业务贡献主要收入:

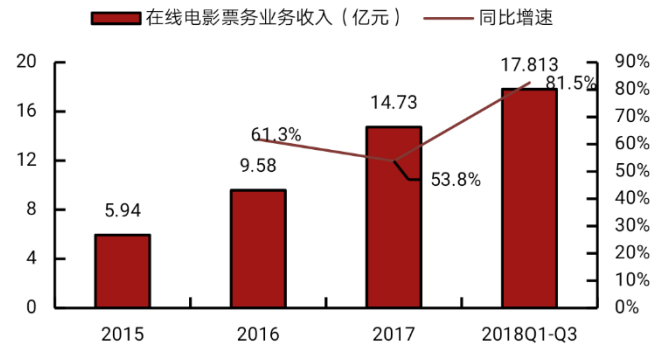
猫眼通过票务系统公司连接各大影院, 帮助电影院在线售卖电影票, 在一定时期内向影院结清票款, 从中抽取 4%-8% 的服务费。同时, 公司按照每张电影票的票务成本 (通常为 1 元) 向票务系统公司支付费用, 构成相关业务成本。

图 26: 猫眼在线娱乐票务业务收入结构



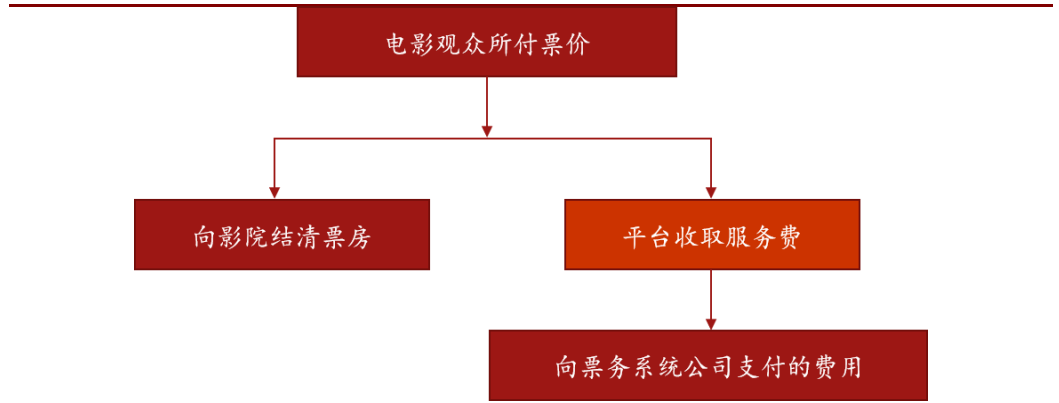
资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 27: 猫眼历年电影票务收入以及增速 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 招商证券

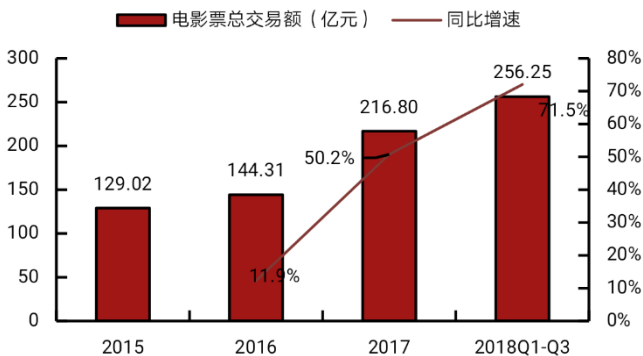
图 28: 猫眼的在线电影票务业务商业模式



资料来源: 招股说明书, 招商证券

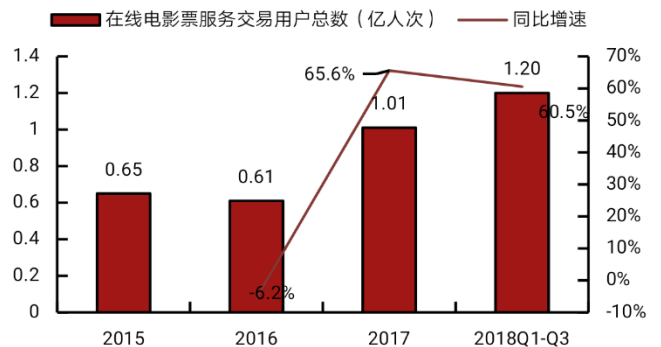
影院覆盖率超 95%，市场份额稳居行业第一：公司于 2017 年 9 月与微影时代合并，引入了腾讯方票务用户流量，导致 2017 年、2018 年在线电影业务迅速增长。猫眼的在线票务业务团队遍布全国，截至 2018Q3 覆盖了 600 多个城市，已与中国 95.2% 的影院（2018Q1-Q3 贡献中国 99.7% 的综合票房）达成合作关系，数量超过 8800 家。根据艾瑞咨询数据，以总交易额计，中国的在线电影票务市场规模由 2012 年的 31 亿元增至 2017 年的 460 亿元，预期将于 2022 年增至 1,101 亿元。猫眼于 2015 年、2016 年、2017 年及 2018Q1-Q3，按于中国在线售出的电影票总交易额计，市场份额分别为 44.6%、41.9%、47.1% 及 61.3%，市场份额排名第一，优势持续到 2018 年年底。2015-2017 年以及 2018Q1-Q3，猫眼在线电影票务业务总交易额分别达到 129.02、144.31 (+11.9%)、216.80 (+50.2%)、256.25 (+71.5%) 亿元；服务用户总数分别达到 0.65、0.61 (-6.2%)、1.01 (+65.6%)、1.20 (+60.5%) 亿人次。

图 29: 猫眼在线电影票务业务总交易额 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 30: 猫眼在线电影票务交易用户总数 (亿人次)

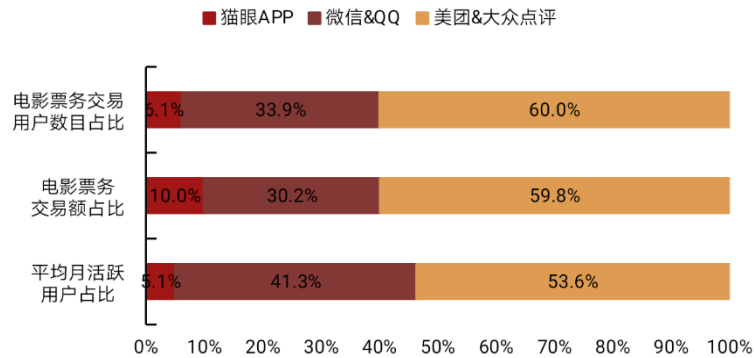


资料来源: 招股说明书, 招商证券

猫眼的在线电影票务业务包括美团、大众点评、微信支付、微信小程序等多个独家入口。在线电影票务业务原为美团的电影票团购业务，拥有美团 APP 的天然入口。2015 年 10 月美团与大众点评合并后，大众点评 APP 随即开设了猫眼在线电影票务入口。2017 年 9 月，猫眼获腾讯战略投资并取得微信支付内部票务入口。2018 年 9 月，随着微信“功能直达”正式开放，猫眼亦在微信内部设置了订票小程序。以上入口均为猫眼独享，其

贡献的流量、电影票务交易额、交易用户数量占比均超过90%。

图 31: 2018Q1-Q3 猫眼各流量渠道运营贡献占比



资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 32: 美团和大众点评内猫眼入口



资料来源: 美团&大众点评 APP, 招商证券

图 33: 微信小程序及微信支付入口



资料来源: 微信 APP, 招商证券

公司背靠光线、腾讯、美团点评, 各方之间已达成战略合作伙伴关系或者签订框架协议。

根据协议内容, 除开通流量入口外, 猫眼将与光线传媒、腾讯联合投资制作各类娱乐内容, 提供宣发、预付卡、代金券及广告服务, 腾讯将向猫眼提供支付服务、云技术业务支持。考虑到腾讯亦想在在线票务市场享有一定份额, 与阿里形成抗衡, 我们预计腾讯与猫眼的战略合作伙伴关系将会保持长期稳定, 各方业务良好协同, 助推公司业务增长。

表 6: 猫眼与腾讯、美团点评签订的协议明细

合约签订时间	合作方	合约性质	合约持续时间/到期时间	主要事项

合同签订时间	合作方	合约性质	合约持续时间/到期时间	主要事项
2016.5	美团点评	战略合作伙伴	2022年9月到期	成为美团APP及大众点评APP上独家在线票务入口
2017.9	腾讯	战略合作伙伴	与微信的协议持续时间为5年,与QQ持续8年	取得微信、微信小程序票务入口,享有娱乐内容优先宣发权力
2018.12.10	光线传媒	光线电影及电视剧投资制作	2021年12月31日到期	同意联合投资制作电影及电视剧
2018.12.10	光线传媒	光线电影及电视剧宣发框架协议	2021年12月31日到期	向光线传媒集团提供电影及电视剧宣发服务
2018.12.10	光线传媒	光线业务合作及服务框架协议	2021年12月31日到期	向光线传媒集团销售预付卡、代金券及提供广告服务
2019.1.9	微影	微影业务合作及服务框架协议	2021年12月31日到期	向微影提供广告服务、现场娱乐票务服务、体育赛事票务服务入口
2019.1.9	腾讯	腾讯电影及电视剧宣发框架协议	不详	向腾讯提供电影及电视剧宣发服务
2019.1.9	腾讯	支付服务合作框架协议	第一期将于2021年12月31日结束	腾讯将透过其支付渠道为猫眼提供服务
2019.1.9	腾讯	云服务及技术服务框架协议	第一期将于2021年12月31日结束	腾讯向猫眼提供云服务及其他技术服务并收取服务费
2019.1.9	腾讯	腾讯业务合作及服务框架协议	第一期将于2021年12月31日结束	猫眼向腾讯提供预付卡及代金券、广告、版权、票务服务
2019.1.9	腾讯	腾讯娱乐内容投资制作合作框架协议	第一期将于2021年12月31日结束	猫眼与腾讯同意联合投资制作娱乐内容

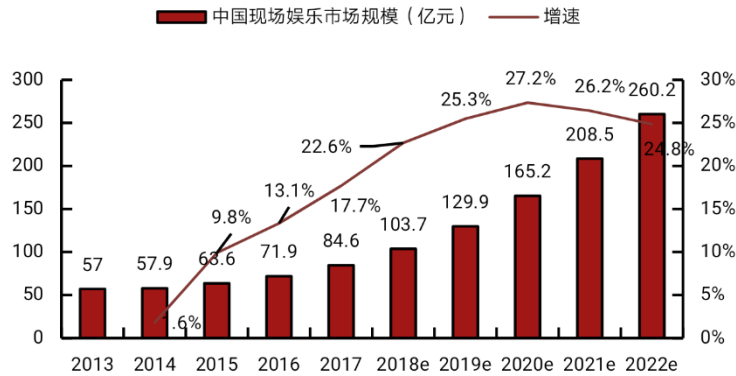
资料来源:招股说明书,招商证券

2) 在线现场票务业务处于培育期:

公司为演唱会、现场演出、展览及体育赛事等现场娱乐形式提供票务及活动管理服务,截至2018Q3已与中国超过2,000家业务合作伙伴(通常为场馆运营方、现场娱乐主办方、艺人及合作团队)建立合作关系。公司在自有及合作平台上为场馆运营方或现场娱乐主办方出售门票(价格由合作方厘定),按照终端客户所支付票价的3%-30%收取佣金。公司的活动管理服务为现场娱乐活动筹办过程提供支持,主要包括场馆座位规划及定价、在线购票及黄牛识别、门票防伪印刷、现场登记服务及安保服务。

从总体来看,猫眼的在线现场票务业务仍处于培育期,目前收入体量不足亿元,相比于在线电影票务业务,所占比重较小。2017、2018Q1-Q3,在线现场票务业务实现收入0.17、0.50亿元,同比增长765.0%、1097.6%。据艾瑞咨询报告,现场娱乐市场规模已增至2017年的846亿元,并预期2022年将达到2,602亿元,复合年增长率25.2%,增势良好。2017年,公司现场娱乐票务总交易额已达到3.32亿元,2018Q1-Q3进一步增至7.74亿元,占领市场份额11.3%,行业排名第二。

图 34: 中国现场娱乐市场规模 (亿元)

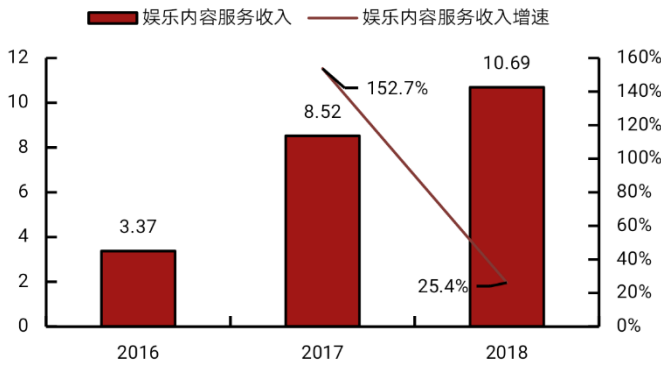


资料来源: 艾瑞咨询、招股说明书, 招商证券

3.2 娱乐内容服务: 大数据赋能娱乐产业, 内容+发行端获益向好

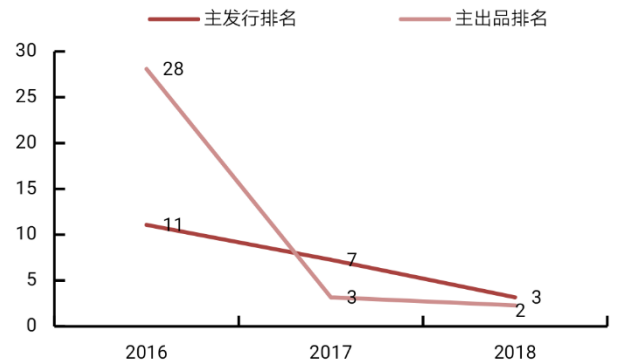
娱乐内容服务包含娱乐内容的宣发及制作, 公司以数据驱动娱乐内容服务, 于 2014 年开始首先向电影市场宣发及制作进军。公司 2016、2017、2018 年娱乐内容服务分别实现营业收入 3.37、8.52、10.69 亿元, 占营收比重分别为 24.5%、33.5%、28.5%, 其中 2017 年、2018 年分别同比增长 152.82%、25.47%。

图 35: 历年猫眼娱乐内容服务收入及增速 (亿元)



资料来源: 招股说明书、公司公告, 招商证券

图 36: 历年猫眼主发行&主出品排名



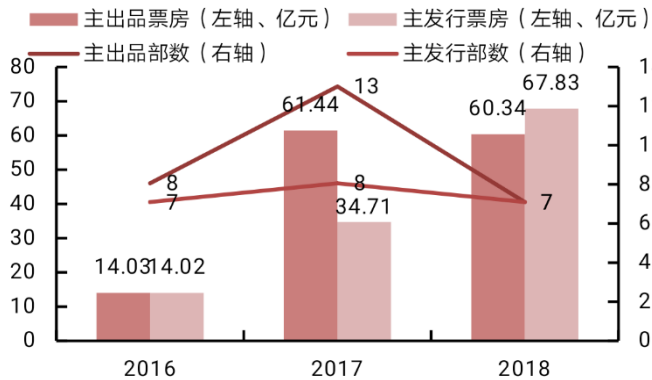
资料来源: 猫眼专业版 APP, 招商证券

2016 年开始主控发行, 2018 年位居行业第三:

公司于 2016 年开始担任电影主控发行方, 主要专注于国产电影宣发, 也参与协助外国电影在中国的推广, 目前主控发行的知名影片包括《老师·好》、《飞驰人生》、《后来的我们》、《捉妖记 2》、《羞羞的铁拳》等。其中由猫眼联合出品及主控发行的《羞羞的铁拳》, 综合票房达 22 亿元, 蝉联中国票房榜首 20 天, 并连续两周获得超过 30% 的全国电影排片份额。根据艾瑞咨询报告和猫眼专业版 APP 数据, 按 2017Q1-2018Q3 的中国综合票房计, 猫眼为中国最大的国产电影主控发行方; 2018 全年公司主发行票房达到 67.83 亿元, 在所有的母公司发行主体中排名第三, 仅次于中影和华夏 (中影和华夏会参与进口片发行)。2018Q1-Q3, 公司组织了超过 2,220 次点映、高规格首映礼、主创见

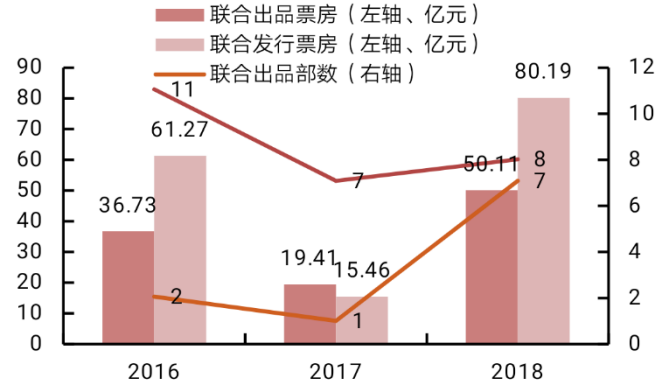
面会、影迷会活动及路演等系列宣发活动。

图 37: 猫眼主出品、主发行票房及部数



资料来源: 猫眼专业版, 招商证券

图 38: 猫眼联合出品、联合发行票房及部数



资料来源: 猫眼专业版, 招商证券

根据猫眼专业版数据, 截止目前, 公司一共主控发行影片 22 部, 其中有 12 部票房过亿, 代表作《羞羞的铁拳》、《捉妖记 2》、《后来的我们》、《一出好戏》、《飞驰人生》票房分别达到 22.13、22.37、13.61、13.55、17.16 亿元。**猫眼利用大数据引导线上+线下宣发, 结合传统宣发与互联网宣发各自优势, 拥有成熟的大数据能力、广泛的用户触达、良好的线下及合作伙伴资源, 创造出《美人鱼》、《驴得水》、《羞羞的铁拳》等多个经典宣发案例。**

图 39: 猫眼线上宣发经典案例——《美人鱼》

《美人鱼》: 24小时立体发行



- 上映前期: 确定宣发对象** 通过想看指数及分析信息, 分析用户画像, 确定观影主力军 (85-90后群体) 和主要宣发方向 (二三四线城市)。
- 预售及上映期间: 全天候全方位实时监控** 猫眼大数据中心在预售及上映期间24小时不间断分析线上用户数据, 第一时间调整城市、影院发行策略, 指导下排片。
- 前期+预售+上映期间: 资讯造势** 针对目标受众策划周星驰电影资讯专题, 盘点此前经典影片, 刺激消费者C2C自主传播。

美人鱼首日票房2.76亿元, 勇夺2016年春节档首日票房冠军宝座

资料来源: 公开资料整理, 招商证券

猫眼透过美团点评的线下广告渠道、校园触达及商户网络, 已经与 19,350 家异界业务合作伙伴取得联系, 搭建起稳固的地面营销网络, 为线下宣发提供了有力支持。电影《驴得水》为公司第一部主控发行票房过亿的影片。据悉, 《驴得水》投资成本仅 1000 万, 无一大牌流量明星参演, 却取得了高达 1.73 亿元的票房, 成为 2016 年票房收益率最高的电影。在高票房背后, 猫眼的**数据赋能+线下宣发**为影片排片上座保驾护航。

图 40: 猫眼线上+线下宣发经典案例——《驴得水》

《驴得水》：数据赋能线下宣发



- 大数据精准定位**：试映调研期根据平台数据确定目标观影人群为一、二线城市21-30岁的年轻人，认同开心麻花文化；影片属“慢热型”，将上映档期延后一周
- 线下：校园巡演+千场点映**：在各地高校策划“《驴得水》高校行”巡演活动，邀请主要媒体人等意见领袖给影片打分；
- 线上：话题预热+主题推广**：和数十家生活类、教育类、资讯类、壁纸类等APP合作，推送影片相关话题资讯、主题曲MV（猫眼观看人次40万+）

《驴得水》总票房1.73亿元，投资仅约1000万元，创造低成本高票房经典案例

资料来源：公开资料整理，招商证券

2016 年光线战略入股后，猫眼和光线达成了出品+发行的合作关系。猫眼借此契机成功完成从 O2O 模式到“互联网+电影”公司的蜕变，切入产业链上游，而其自带的互联网基因则补足了光线的线上发行环节。之后，光线主控发行的重点项目如《大鱼海棠》、《从你的全世界路过》、《嫌疑人 X 的献身》均选择了猫眼作为线上发行平台。

表 7: 2016 年至今光线与猫眼合作的代表性电影项目（截至 2019 年 5 月 11 日）

电影	上映时间	光线所担任的角色	猫眼所担任的角色	综合票房（亿元）
风中有朵雨做的云	2019 年 4 月	出品+主控发行	联合出品	0.65
一出好戏	2018 年 8 月	出品+主控发行	主控发行	13.55
熊出没·变形记	2018 年 2 月	出品+主控发行	出品	6.05
春娇救志明	2017 年 4 月	主控发行	出品	1.75
嫌疑人 X 的献身	2017 年 3 月	出品+主控发行	联合发行	4.01
大闹天竺	2017 年 1 月	出品+主控发行	主控发行	7.56
从你的全世界路过	2016 年 9 月	出品+主控发行	联合发行	8.13
大鱼海棠	2016 年 7 月	出品+发行	联合发行	5.64
我叫 MT 之山口山战	2016 年 6 月	出品+联合发行	联合出品+主控发行	0.12

资料来源：猫眼专业版，招商证券

除与光线合作外，猫眼在业内积极开拓资源，在 2016 独立主控发行了《驴得水》、《情圣》等一系列影片，成为当年电影发行黑马专业户。2017 年 9 月，猫眼利用大数据精准定位宣发策略（主要人群、城市等），在美团、大众点评等 APP 上增大影片曝光量，增加影片物料投放，同时结合线下路演、点映、首映礼，成功助力电影《羞羞的铁拳》成为当年国庆档首部票房 20 亿+的 2D 电影。2019 年以来，猫眼主控发行的《白蛇·缘起》、《飞驰人生》、《老师·好》均取得了较优的口碑与票房成绩。

表 8: 猫眼发行的部分电影项目（截至 2019 年 5 月 11 日）

电影	上映时间	角色	相关出品/主发行方	综合票房（亿元）
反贪风暴 4	2019 年 4 月	联合出品+主控发行	天马影联出品	7.90
老师·好	2019 年 3 月	出品+主控发行	普照影业出品	3.53
飞驰人生	2019 年 2 月	联合出品+主控发行	上海亭东出品	17.16
熊出没·原始时代	2019 年 2 月	联合出品+联合发行	华强方特出品	7.14
廉政风云	2019 年 2 月	联合出品+联合发行	北京合瑞出品+发行	1.14
白蛇：缘起	2019 年 1 月	联合出品+主控发行	追光人、华纳兄弟出品	4.48
一百年很长吗	2018 年 12 月	联合出品+主控发行	杭州潜影文化出品	0.01
来电狂想	2018 年 12 月	出品+主控发行	新丽传媒出品	6.18

电影	上映时间	角色	相关出品/主发行方	综合票房 (亿元)
李茶的姑妈	2018年9月	出品/主控发行	开心麻花出品	6.04
影	2018年9月	联合出品+联合发行	乐视、腾讯出品	6.28
爱情公寓	2018年8月	联合出品+联合发行	腾讯出品	5.55
邪不压正	2018年7月	联合出品+主控发行	无锡自在出品	5.83
后来的我们	2018年4月	联合出品+主控发行	欢喜传媒出品	13.61
水形物语 (美国)	2018年3月	协助发行	中影、华夏发行	1.05
捉妖记 2	2018年2月	出品+主控发行	中影出品	22.37
神秘巨星 (印度)	2018年1月	协助发行	华夏主控发行	7.47
天才枪手 (泰国)	2017年10月	协助发行	华夏主控发行	2.71
羞羞的铁拳	2017年9月	联合出品+主控发行	开心麻花出品	22.13
情圣	2016年12月	联合出品+主控发行	新丽传媒出品	6.57
我不是潘金莲	2016年11月	主控发行	耀莱影视、华谊兄弟出	4.82
驴得水	2016年10月	联合出品+主控发行	开心麻花出品	1.72
美人鱼	2016年2月	联合发行	中影出品、联瑞影业主	33.86
熊出没之熊心归来	2016年1月	联合出品+联合发行	华强文化出品	2.87

资料来源：猫眼专业版、招股说明书，招商证券

公司与国内知名制作团队如开心麻花保持紧密互动，并于2019年3月战略投资欢喜传媒，在电影的投资出品方面拥有渠道优势。公司拥有独特的大数据选片能力，此外，公司高管曾透露，在筛选电影项目时，会优先考虑影片是否能与观众产生情感共鸣。根据猫眼专业版 APP 统计，自2016年以来，猫眼一共参与到了16部已播放电影的联合出品中（数据截止2019年4月12日），其中，猫眼主控发行2部，联合发行5部。在这些影片的出品方或主控发行方中，不乏如光线、华谊兄弟、北京文化等国内知名影视公司。

表 9：猫眼 2016 年至今联合出品的部分电影项目（截至 2019 年 5 月 11 日）

电影	上映时间	猫眼所担任的角色	相关出品/主发行方	综合票房 (亿元)
流浪地球	2019年2月	联合出品	北京文化出品+发行	46.54
新喜剧之王	2019年2月	联合出品	中影出品	6.24
前任 3：再见前任	2017年12月	联合出品	华谊兄弟出品	19.41
地球最后的夜晚	2018年12月	联合出品	华策影视出品	2.82
找到你	2018年10月	联合出品	华谊兄弟、万达出品	2.85
我不是药神	2018年7月	联合出品	北京文化出品+发行	30.98
新大头儿子和小头爸	2018年7月	联合出品	央视出品	1.58
春娇救志明	2017年4月	联合出品	太阳娱乐文化出品	1.75
前任 3：再见前任	2017年12月	联合出品	华谊兄弟出品	19.41
风中有朵雨做的云	2019年4月	联合出品	光线出品	0.55
“大”人物	2019年1月	联合出品	上海喜焰文化出品	3.79

资料来源：猫眼专业版、招股说明书，招商证券

公司在2018年将业务扩展至电视剧和网剧出品，陆续参与了《归去来》及《老中医》等知名剧作。

猫眼/格瓦拉 APP+猫眼专业版 APP+猫眼研究院，大数据为上下游赋能：

猫眼目前拥有三个 APP，猫眼 APP、猫眼专业版 APP 及格瓦拉 APP。猫眼 APP 及格瓦拉 APP 主要 to C，为用户提供票务、娱乐资讯、广告服务；猫眼专业版 APP 主要 to B，为电影产业链上下游提供数据和服务工具。在猫眼 APP 上，消费者可随时随地购买电影票、浏览娱乐新闻、电影预告和独家内容创作者视频访谈。猫眼先于市场首次推出电影想看指数，用户可将预期将要上映的电影标为想看，帮助宣发方预判市场接受度；平台建立起强大的用户评分评论体系，用户可在社区里面留言评论，平台得以累计起大量有

关用户消费行为及娱乐喜好的数据，为后期排片及定价提供指引。截至 2018 年 9 月 30 日，猫眼平台已累积 22 亿次电影预告片观看量、1.580 亿条电影评分及 7,060 万条评论。

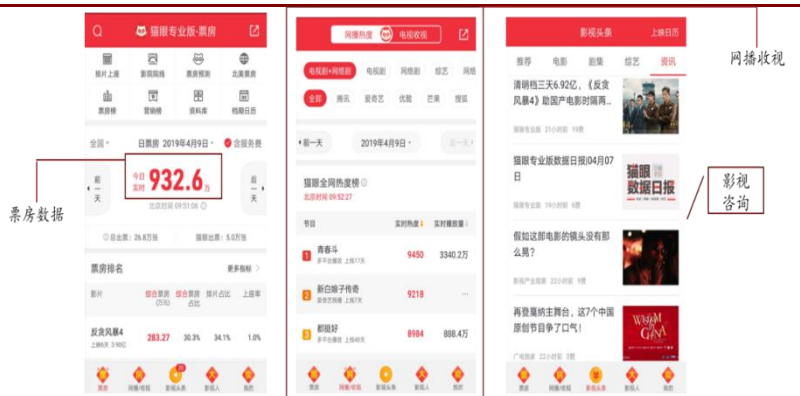
图 41：猫眼 APP 内用户社区



资料来源：猫眼 APP，招商证券

猫眼专业版 APP 于 2015 年 12 月上线，为中国首个为专业娱乐社群打造的应用程序。猫眼专业版 APP 内置即时票房、网播量（包括电影、电视剧、网剧、综艺、网络大电影）、排片上座、票房排名、物料播放、微博热度、影片、影人、业内公司等各类数据及新闻资讯。根据艾瑞咨询报告，按 2018Q1-2018Q3 平均月活跃用户计，猫眼为中国最大的在线电影社区，猫眼专业版 APP 为中国娱乐行业最受欢迎的专业应用程序。公司媒体内容覆盖面广，截至 2018 年 Q3 其内容数据库中包含 80 万余部电影、12 万部电视剧、超过 250 万名业内专业人士数据，亦采集了部分书籍数据及书评。

图 42：猫眼专业版 APP 内部数据及资讯



资料来源：猫眼专业版 APP，招商证券

拥有几大 APP 加持，猫眼收集了大量用户交易、互动及反馈信息，在 to C 端为业内导演、演员及其他娱乐专业人士提供数据和分析服务，帮助其优化内容创作、投资、宣发决策。对于 to B 端，在技术基础设施及商务团队支撑下，猫眼的 SaaS 服务成为电影院、现场娱乐主办方在线营销及交易处理的得力帮手。公司平台建设已实现良性循环：平台端丰富的娱乐内容及服务吸引了大量消费者，带来有关消费行为及观影偏好数据，有了大数据支持，公司在业界得以建立起广泛的商业合作和客户网络，为后期平台端优质内容及服务提供保障。

图 43: 猫眼 SaaS 系统界面的示意性截图



资料来源：招股说明书，招商证券

投资项目+参股欢喜传媒，上游渗透度逐步加深：

猫眼在影视上游端抓紧布局，公司于 2019 年 3 月 19 日按 1.6507 港元/股认购欢喜传媒 2.366 亿股，投后股权占比 7.5%，成为欢喜传媒第四大股东。欢喜传媒独家锁定中国多位顶尖导演，拥有张艺谋、宁浩、徐峥、王家卫、陈可辛、张一白与顾长卫七位股东导演，同时与不少国内外知名导演建立了紧密合作关系，包括贾樟柯、文隽、王小帅、李杨、陈大明、王文俊等。多位导演过往从业经验丰富，曾导演过多部大片。

双方达成战略合作伙伴关系后，欢喜传媒投资出品的电影、电视剧和网剧项目，将给予猫眼投资权及独家宣发权；猫眼将在其网站及 APP 内为欢喜传媒的新媒体内容和服务提供服务入口，利用其流量资源推广欢喜传媒的在线播放流媒体业务。同时，猫眼将为欢喜传媒提供互联网技术支持、协助欢喜传媒的新媒体业务发展，以扩大内容影响力，促进用户增长。由于欢喜传媒具有全国顶级导演阵容资源和稳定优质的影视剧内容产出能力，此轮合作将助推猫眼的内容宣发及投资业务迈向新高地。

表 10: 欢喜传媒知名导演部分电影项目及与猫眼合作情况（截至 2019 年 5 月 11 日）

电影	上映时间	相关人员	综合票房（亿元）	所获奖项/荣誉
一秒钟	2019 年待映	张艺谋执导	尚无数据	尚无数据
疯狂的外星人	2019.2.5	宁浩执导	22.01	尚无数据
江湖儿女	2018.9.21	贾樟柯执导	0.70	入围第 71 届戛纳电影节主竞赛单元
我不是药神	2018.7.5	文牧野执导，宁浩、徐峥共同监制	31.00	第 55 届金马奖最佳男主角、最佳原著剧本、第 42 届蒙特利尔国际电影节之最佳剧本奖、第 14 届中国长春电影节之最佳故事片奖
后来的我们	2018.4.28	张一白监制	13.61	提名第 55 届台湾电影金马奖最佳改编剧本、最佳剪辑
绣春刀 II: 修罗战场	2017.7.19	路阳执导、宁浩监制	2.65	第 20 届上海国际电影节微博最受期待武侠电影
七月与安生	2016.9.14	陈可辛监制	1.66	人民网 2016 国产电影年度推荐、第 36 届香港电影金像奖最佳电影、第 34 届大众电影百花奖最佳影片
港囧	2015.9.25	徐峥执导	16.14	第十一届中美电影节年度最佳男主角

电影	上映时间	相关人员	综合票房(亿元)	所获奖项/荣誉
匆匆那年	2014.12.5	张一白执导	5.88	第三届伦敦国际华语电影节最佳影片奖
心花怒放	2014.9.30	宁浩执导	11.69	中国年度最卖座华语电影
中国合伙人	2013.5.17	陈可辛执导	5.38	第29届中国电影金鸡奖最佳故事片、最佳导演
一代宗师	2013.1.8	王家卫	0.98	第23届金鸡百花电影节暨第32届大众电影百花奖最佳影片、第8届亚洲电影大奖最佳导演
泰囧	2012.12.12	徐峥自编自导自演	12.67	获第32届大众电影百花奖最佳影片、2012年票房最高影片

资料来源：招股说明书，艺恩，公开资料整理，招商证券

我们认为，产业链的纵向延展有望成为公司主要看点。2018年，公司主发行作品7部，对应票房67.83亿元，位居行业第3；主出品作品7部，对应票房60.34亿元，位居行业第2；联合发行作品8部，对应票房80.19亿元，位居行业第3；联合出品作品7部，对应票房50.11亿元。从成功率上看，以往票房整体反馈不错，考虑到公司有大数据赋能以及光线和欢喜传媒加持，发行市占率以及参投作品数量均还有较大提升空间。

3.3 电商+广告：下游流量变现，上游抓紧布局，打造“互联网+”影视王国

公司积极开拓流量变现业务，自2016年开始电商+广告两项业务收入规模分别突破千万，2018年合计超过3亿元。在娱乐电商服务业务板块，公司2017、2018年分别实现收入1.27、1.96亿元，同比增长722.4%、54.1%，年均复合增速261.48%；在广告服务及其他收入板块，公司2017、2018年分别实现收入0.78、2.10亿元，同比增长21.2%、167.8%，年均复合增速79.74%。

图 44：猫眼娱乐电商服务收入（亿元）

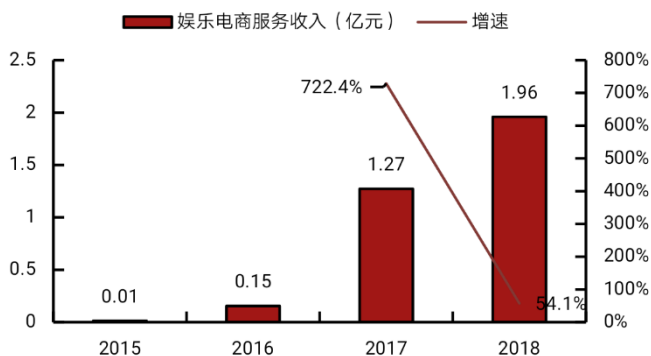
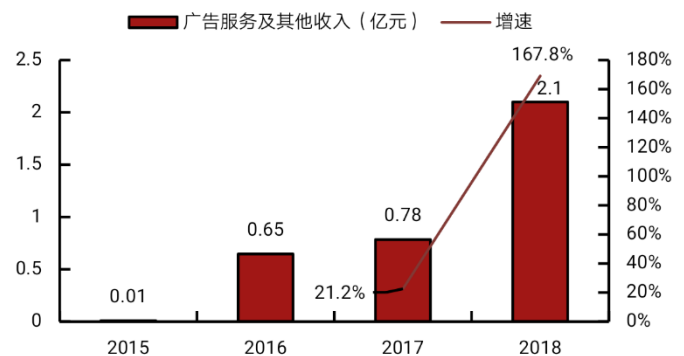


图 45：猫眼广告服务及其他业务收入（亿元）



资料来源：招股说明书、公司公告，招商证券

资料来源：招股说明书、公司公告，招商证券

目前公司的娱乐电商服务包括卖品预定、会员服务、电影衍生品销售三大内容。通过卖品预订服务，观众可在购票同时预定影院内爆米花、汽水等随影小食；会员服务为观众提供电影票折扣和更便利的退票及换票服务；衍生品销售为观众推荐最新热映电影有关

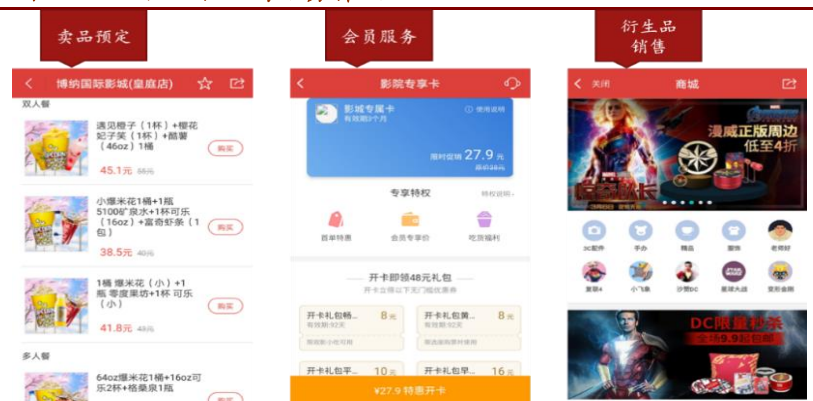
的电子产品、玩具、家居用品及服装。2016、2017、2018Q1-Q3，公司卖品总交易额分别达到 2.89、6.47、6.82 亿元；截至 2018Q3，公司会员服务合作影院超过 7,000 家；2018 年 5 月，公司开始与腾讯营运的以游戏、漫画及电影为中心的商品销售平台合作，以获得更多优质 IP 资源、供应链及营销渠道。

表 11: 猫眼娱乐电商服务明细

娱乐电商服务内容	服务形式	佣金抽成比例
卖品预定	公司通过票务系统连接影院，观众在购票时可预定影院内爆米花、汽水等随影小食，并凭借兑换码到前台兑换	公司从卖品交易价值的 7%至 10%中抽取佣金费用。
会员服务	公司在平台上提供与电影院联营的会员服务，会员可通过购买的影院专享卡享受电影票折扣和更便利的退票及换票服务	公司按影院发起的会员服务交易价值的 3%至 20%收取佣金费用。
电影衍生品销售	公司根据最新的电影市场热点及消费者喜好，在获得相关 IP 持有人授权的情况下，向消费者推荐电子产品、玩具、家居用品和服装	公司通常按衍生商品交易价值的 10%至 30%收取佣金费用。

资料来源：招股说明书、公开资料整理，招商证券

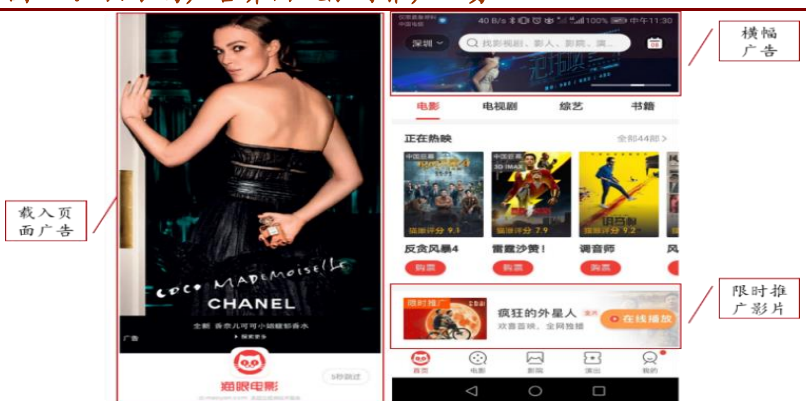
图 46: 猫眼娱乐电商服务界面



资料来源：猫眼 APP，招商证券

公司凭借线上线下营销资源，向娱乐及其他行业(如互联网、汽车、电子、消费等)提供广告服务，基于曝光量收取广告费。公司广告的投放形式主要包括：1) 在猫眼 APP 上的广告资源位放置图片或其他媒体内容，包括启动 APP 时显示的加载页面、APP 内弹出的推送信息、屏幕顶部和底部带有文本和图象的横幅。2) 植入式广告。用户可通过猫眼媒体平台官方账户发布动态及文章。3) 利用线下营销资源及活动(如电影院、路演)进行相关广告推送。截至 2018Q3，公司拥有 52 名广告商。

图 47: 猫眼的广告界面及限时推广业务



资料来源: 招股说明书、猫眼 APP, 招商证券

猫眼电商业务中的卖品预定及会员服务两个板块主要依托于其自身的票务服务业务: 用户只有在订票时才能进入到卖品预定入口, 也只有在影院观影时才有爆米花、可乐的消费需求; 同时, 用户购买会员卡是由其长期观影行为驱动的。而据我们观察, 这两块业务本身单价较低, 所以整体对收入贡献可以“锦上添花”但是难以成为支柱。

以万达电影、横线影视、金逸影视为例, 2017 年万达电影商品、餐饮业务实现营业收入 18.06 亿元, 对应观影人次 1.80 亿人, 则单人次贡献约为 10 元; 横店影视、金逸影视 2018 年分别实现卖品业务收入 2.49、1.60 亿元, 对应观影人次 0.79、0.82 亿人, 则单人次贡献约为 3.15、1.95 元。我们假设单人次卖品收入贡献的下限为 2.55 元(取金逸和横店的平均值), 2018 年全年全国观影人次为 17.18 亿人次, 则全国性卖品销售收入下限约为 43.81 亿元。考虑到猫眼将从卖品交易额的 7%至 10%中抽取佣金费用, 则 2018 全年猫眼娱乐电商服务业务的天花板的下限位于 3.01-4.38 亿元。取单人次卖品收入贡献的上限为 10 元(万达电影的平均水平), 则该项业务天花板上限约为 17.18 亿元。公司该项业务 2018 年实际收入仅为 1.96 亿元, 还有一定的提升空间。

广告业务线上增长空间主要取决于两点: 1) 流量覆盖规模, 即猫眼 APP MAU 与 DAU 的体量; 2) 用户使用时长, 即用户停留在 APP 上的时间。目前猫眼 APP 的月活在百万量级, 主要的流量依然来源于美团/大众点评和微信/QQ, 并且 2015-2017 年, 平均月活跃用户呈现下降趋势; 使用时长方面, 易观数据显示 2018 年 1-6 月猫眼 APP 用户使用时长分别为 74、93、65、73、108、162 万小时, 若以 2018Q1-Q3 的平均月活跃用户数量分摊, 则预计每月猫眼的单用户使用时长不到 0.3 小时, 用户主要完成选影片以及购票行为, 停留时间相较其他在线娱乐而言较短。

图 48: 猫眼 MAU

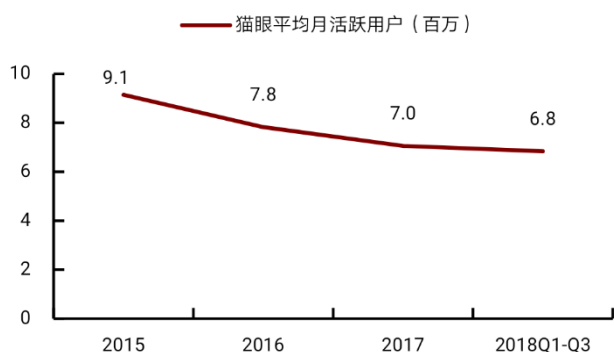
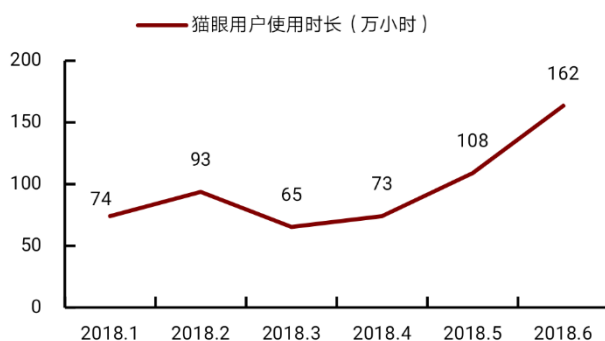


图 49: 猫眼用户使用时长



资料来源：招股说明书，招商证券

资料来源：易观，招商证券

综合上述情况，我们认为，电商与广告业务能够为公司带来一定增量，但是按照目前情况看难以成为业绩支柱，核心还是看产业链的延展。

四、从成本费用角度看，利润率提升空间巨大

前文我们分析了猫眼不同业务的收入情况，以及总结出未来收入最大增量是来源于产业链上游延伸的结论，本章则对利润率做更加详细解读，尝试找到优化解。

4.1 成本端：票务相关占比降低，内容相关占比提升

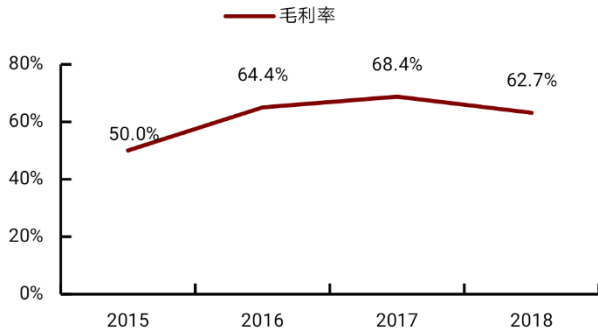
近三年毛利率提升并非纯粹靠业务多元化带来，票务相关成本体现出规模经济亦是关键。

毛利率角度看，2015-2018年，猫眼毛利率分别为50.0%、64.4%、68.4%、62.7%，2015年以后毛利率保持在60%以上的高位，微影并表前后并无显著变化。公司自2016年以来开始开拓业务的多元化，2015年在线票务营收占比100%，其后三年占比分别为70%、58%、61%，同期娱乐内容服务营收占比分别为24%、33%、28%，两项业务贡献90%左右收入来源。然而，我们并不能将毛利率的提升直接归因于新业务的拓展。

从成本结构看，猫眼收入成本包含七个板块，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、无形资产摊销及物业、厂房及设备折旧、其他开支，2018年在成本结构中分别占比39%、14%、19%、10%、10%、0.3%、8%，对应占营收比重分别为14.5%、5.1%、7.2%、3.6%、3.6%、0.1%、3.1%，其中占比最大的是票务系统成本和内容宣发成本。**但是纵向观察，我们不难发现，由在线票务服务所引致的票务系统成本和互联网基础设施成本占比均呈下滑态势**，2015年到2018年票务系统成本占营收比重分别为32.2%、17.7%、15.4%、14.5%，同时期互联网基础设施成本占营收比分别为15.3%、8.7%、5.4%、5.1%；假设我们把这两块成本粗略看作票务相关成本，则2015~2018年二者占在线票务营收的比重分别为47.7%、37.9%、35.6%、32.4%，由此大致得出原有在线票务业务毛利率在不断提升。

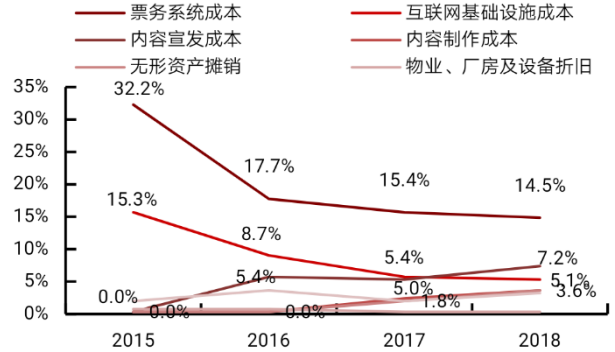
另一方面，由娱乐内容服务所引致的内容宣发成本和内容制作成本占比不断增加，反映了公司近年来积极向产业链中上游布局的发展战略，公司从2016年开始担任电影主控发行方，2015年到2018年内容宣发成本占营收分别为5.4%、5.0%、7.2%，上升明显；公司从2017年开始单独将内容制作成本单独列账，其占营收比从2017年的1.8%上升到2018年的3.6%。假设我们把这两块成本粗略看作娱乐内容相关成本，则2016~2018年二者占娱乐内容服务营收的比重分别为21.9%、21.9%、38%，2018年有一定上升，这也与公司2018年年报中提到的内容宣发业务毛利率较低相一致，此外无形资产摊销也对毛利率产生消极影响。展望未来，我们认为毛利率受多种因素影响难以准确判断，但大概率随着娱乐内容占比提升会有小幅波动。

图 50: 猫眼毛利率



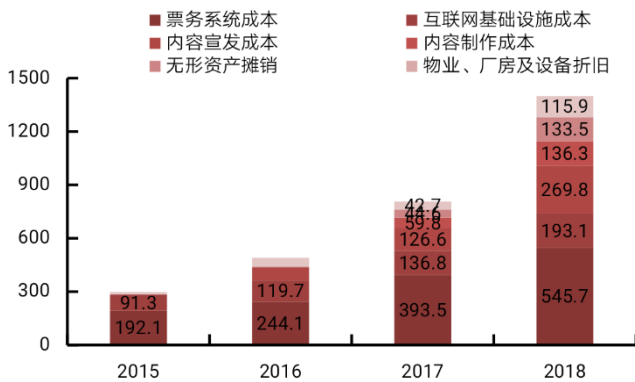
资料来源: 招股说明书、公司公告, 招商证券

图 51: 猫眼各项成本占营收比重



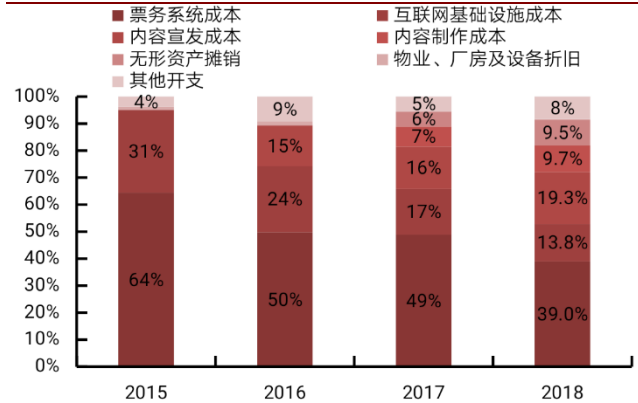
资料来源: 招股说明书、公司公告, 招商证券

图 52: 猫眼各项成本体量 (百万元)



资料来源: 招股说明书、公司公告, 招商证券

图 53: 猫眼收入成本百分比构成

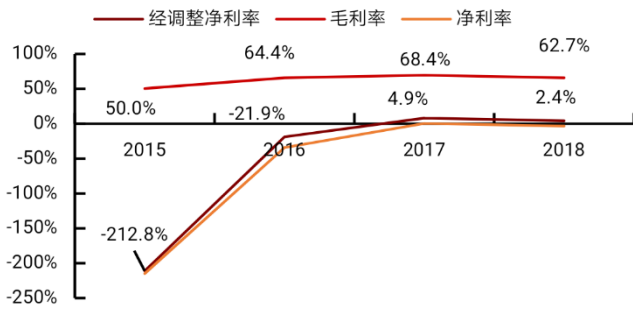


资料来源: 招股说明书、公司公告, 招商证券

4.2 费用端: 销售费用率超 50%, 2018 年自身票补大增

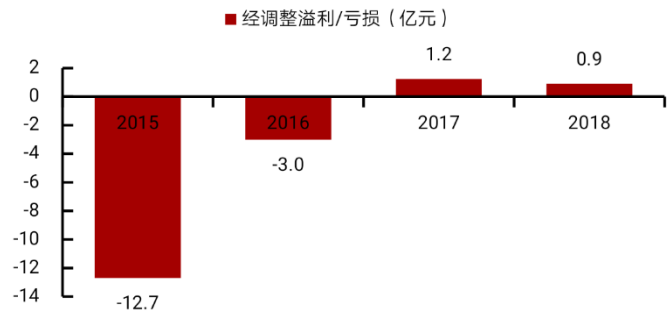
公司 2015-2018 年归母净利润 (年内亏损的负值) 分别为-13.0、-5.1、-0.8、-1.4 亿元, 对应归母净利率分别为-217.3%、-36.9%、-2.9%、-3.6%, 近几年亏损率明显缩窄, 前期亏损的原因为公司在票补大战中投入了大量的用户激励, 导致销售费用居高不下。2015、2016 年, 猫眼经调整溢利净额分别达到-12.7、-3.0 亿元, 2017 年首次扭负为正, 达到 1.2 亿元。2018 年经调整溢利净额 (加回以股份为基础的报酬、可转换债券及按公允价值计入损益的金融负债亏损净额、上市开支, 分别为 1.62 亿元、0.08 亿元、0.58 亿元) 为 0.9 亿元, 相比于 2017 年有所下降, 原因为公司在 2017 年 9 月并购微影时代新增大量无形资产, 导致 2018 年无形资产摊销相比于 2017 年增加 0.89 亿元。此外, 2018 年公司出售北京捷通无限 76.6% 股权 (2017 年 5 月自光线传媒处收购), 确认商誉减值 0.63 亿元。

图 54: 猫眼毛利率&净利率经调整净利率



资料来源: 招股说明书、公司公告, 招商证券

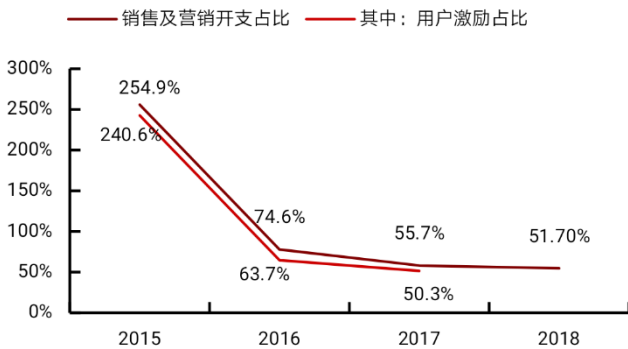
图 55: 猫眼经调整溢利净额



资料来源: 招股说明书、公司公告, 招商证券

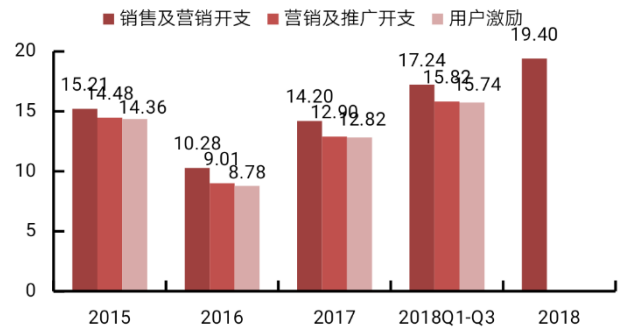
期间费用方面,猫眼在销售及营销开支上投入巨大,尤其是在票补大战硝烟弥漫的2015年,猫眼的销售及营销开支占收入比达到254.9%,为销售收入的两倍多。2016、2017、2018年销售及营销开支占比相比于2015年虽有所下降,但仍处于高位(分别达到74.6%、55.7%、51.7%),猫眼的销售及营销开支包含营销及推广开支、雇员福利开支、差旅及酬酢开支、其他开支几个板块。营销及推广开支中的用户激励为猫眼销售费用的主要来源,用户激励占据了猫眼电影票务收入的50%以上,2015、2016、2017、2018Q1-Q3分别达到241.8%、67.2%、50.2%、63.8%。据悉,2018年春节档猫眼对《捉妖记2》《熊出没·变形记》投入大量票补,2018Q1-Q3用户激励已达到15.74亿元,销售及营销开支同比增长87.07%。

图 56: 猫眼销售及营销开支、用户激励占收入比



资料来源: 招股说明书、公司公告, 招商证券

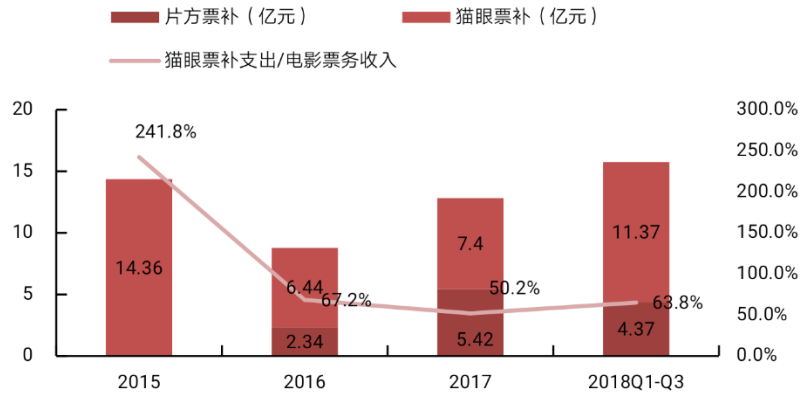
图 57: 猫眼销售及营销开支的主要来源



资料来源: 招股说明书、公司公告, 招商证券

起初,猫眼的用户激励全部来自于平台自主拨资。2016年开始,电影宣发方为争取更高的排片量与上座率,开始向猫眼拨付用户激励。2016、2017、2018Q1-Q3由业务伙伴拨资的用户激励占用户激励比重分别达到26.7%、42.3%、27.8%。我们预计未来由于政策层面限制巨额票补,加之猫眼的市场议价权维持稳定甚至有所增强,来自片方与猫眼自身的票补均会减少,假如政策严格实行限制甚至可能会大幅下降。由此,我们认为,公司销售费用率有望显著降低。

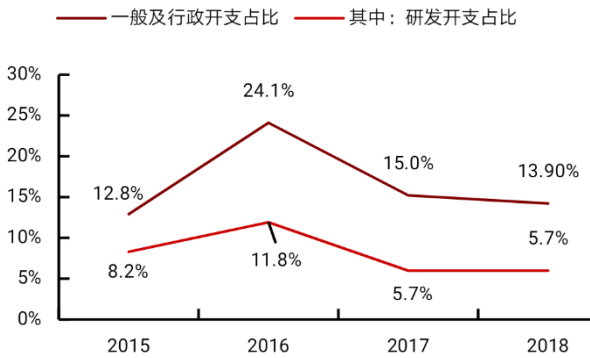
图 58: 猫眼用户激励中片方票补与平台票补



资料来源: 招股说明书, 招商证券

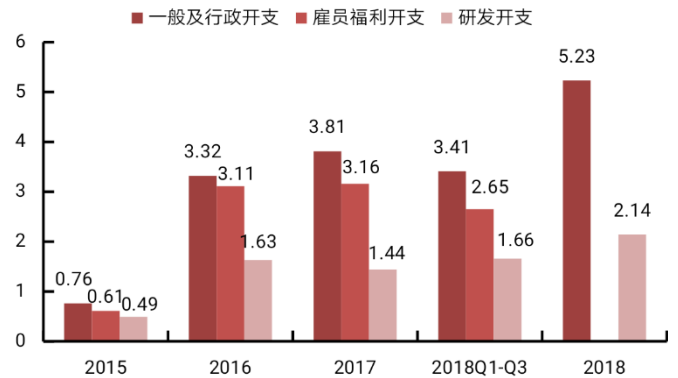
猫眼的一般及行政开支包括雇员福利开支、办公室租金、专业服务等项目, 其中研发支出所占比重较大, 近两年相对稳定。2015、2016、2017、2018 年一般及行政开支占营收比重分别为 12.8%、24.1%、15.0%、13.9%, 其中研发支出 (包含部分雇员福利支出) 占营收比分别达到 8.2%、11.8%、5.7%、5.7%。2018 全年公司研发开支达到 2.14 亿元。公司积极研发产品及服务, 招股说明书显示, 公司 IPO 所募 30% 资金 (约 6.55 亿港元) 预期将用于研发以及技术基建, 以提升技术及数据分析实力; 30% 所募资金将用于提升综合平台实力, 以丰富内容供应、拓展用户群、加强线下资源; 30% 所募资金将用于潜在投资与收购。公司的大数据平台、内容端实力将会成为未来的发展重点。

图 59: 猫眼一般及行政开支、研发开支占收入比



资料来源: 招股说明书、公司公告, 招商证券

图 60: 猫眼一般及行政开支的主要来源



资料来源: 招股说明书、公司公告, 招商证券

综上所述, 我们认为, 毛利率变化受上游影片投资回报影响或有波动, 但期间费用率应该会随票补减少以及规模效应出现明显下降。整体而言, 预计公司在今年将通过优化收入结构以及费用管控实现扭亏为盈。结合用户激励占营收比重以及亏损率分析, 2017 年、2018 年公司亏损率不足 4%, 而按 2017 年数据看用户激励占营收高达 50% 以上有非常大下降空间, 其他条件不变, 假设这块费用率下降 10%~30%, 对于利润率的影响将非常大。根据 wind 一致性预期看, 市场预计公司 2019-2020 年分别实现归母净利润 6.05 亿元、12.30 亿元, 整体而言对猫眼盈利能力改善抱有较高预期, 所以今年能否形成业绩拐点释放出利润对于猫眼而言非常关键。

4.3 关于票补的情景假设与测算

我们尝试通过情景假设和敏感性分析测算票补规模对公司利润率变化。假设 2019 年营收增速为 25%（根据 wind 一致性预期取近似值），其他成本费用占收入比重不变的情况下，用户激励占营收比例的不同带来的净利率以及净利金额差异（假设用户激励分别为 18 亿元、15 亿元、12 亿元、9 亿元，这里用户激励的减少量仅考虑自身削减部分）。

表 12: 票补情景假设

单位: 亿元	情景一 (18 亿)	情景二 (15 亿)	情景三 (12 亿)	情景四 (9 亿)
收益	46.9	46.9	46.9	46.9
收益成本	-17.5	-17.5	-17.5	-17.5
毛利	29.5	29.5	29.5	29.5
其中: 用户激励	18.0	15.0	12.0	9.0
一般及行政开	6.5	6.5	6.5	6.5
年内收益	5.6	8.6	11.6	14.6
净利率	11.9%	18.3%	24.7%	31.1%

资料来源: 招商证券

五、核心看点：平台价值不断放大，C 端票补减少+B 端业务拓展

总结前文的分析和讨论，我们看好公司业务布局与商业逻辑，并将对于猫眼的核心观点以问答模式进行了提炼总结：

问题 1: 所处赛道景气度和行业格局如何？猫眼在产业链中扮演的角色重要程度如何？

目前猫眼对于电影产业链渗透度非常高，上游的内容出品与宣发，中游的在线票务都有深入布局。所处赛道行业格局方面，电影行业整体进入成熟期，在线票务格局已经形成双寡头；发行领域格局尚未确定，互联网宣发优势明显；内容制作领域预计是一波又一波洗牌。

2015 年后，中国电影市场增速明显放缓，2016-2018 年分账票房增速分别为 3.8%、15.0%、8.0%，除 2017 年有《战狼》做出巨大贡献提高基数外，2016 年与 2018 年行业增速均为个位数，2019 年一季度市场同比甚至出现下滑，同比下滑 9%。

拆分产业链各节点看：

1) 在猫眼传统业务即在线票务赛道，淘票票和猫眼分庭抗礼，但随着移动互联网在在线票务领域渗透率的逐渐见顶，2019 春节档期国内电影购票线上比例已高达 89.7%；另一方面电影市场增速的放缓，导致在线票务可供提升的空间有限。

2) 在猫眼发力的电影发行赛道，市场分三大梯队，猫眼主发行位居行业第三，位居民营公司第一，已经领先于大多数传统发行公司。随着在线票务公司寻求业务垂直一体化，猫眼和淘票票成为电影发行行业的“搅局者”，与传统发行公司同分市场蛋糕。2018 年

中国电影发行公司分为三个梯队，其中第一梯队由中影和华夏组成，年发行票房超过170亿；第二梯队由猫眼微影、博纳影业、五洲发行、北京文化、光线传媒、新丽传媒、阿里影业等7家发行商组成，年发行票房超20亿；第三梯队则为影联传媒、淘票票为首的长尾。

3) 在电影出品赛道，猫眼凭借独特的大数据选片能力和战略伙伴关系，成功出品多部爆款电影，2018年主出品跃居行业第二。预计在欢喜传媒和合力之下，市占率有进一步上升空间。

4) 此外猫眼也提供创新商业模式，即B端数据服务(SaaS等)，海量数据赋能效应显著具备不可替代性。

我们在前文中提到，互联网颠覆了传统文娱产业商业模式，而猫眼在电影产业链互联网化中起着至关重要的上下游链接、精准赋能价值，重新分配产业链资源并在存量市场不断抢夺蛋糕，目前已经实现一站式服务，领跑票务与宣发两大赛道。

问题 2：猫眼的核心竞争力是什么？

1) 并购与引入战投带来强强联合，掌握娱乐领域最重要的两大要素——核心流量和内容资源。

一方面，猫眼背靠美团、腾讯，为在线票务业务持续导流。在在线票务业务的流量端，猫眼背靠美团和腾讯，为其票务平台持续导流，成为其在线票务业务发展的有力支撑。另一方面，猫眼通过战略合作，掌握发行出品核心内容资源。在电影发行和出品领域，优质的内容资源是竞争的关键，猫眼通过股东光线传媒和投资的欢喜传媒，并且与国内知名制作团队如开心麻花保持紧密互动，掌握一线电影内容资源，铸就其核心竞争力之一。

2) B端业务方面，大数据平台助力精准宣发，巩固上下游客户网络。

猫眼利用大数据引导线上+线下宣发，结合传统宣发与互联网宣发各自优势，拥有成熟的大数据能力、广泛的用户触达、良好的线下及合作伙伴资源。事实上，大数据带来的益处是多方面的，对于公司自身而言，平台上的大数据沉淀可以提供清晰的用户画像以实现精准营销提升宣传效率；对于下游的院线和影院而言，预售、评分以及其他数据可以引导排片；对于用户而言，评分以及观众讨论可以形成社区文化，提供观影选择的参考。此外，猫眼专业版APP通过大数据支持可以为产业链合作方提供精细服务，公司在业界得以建立起广泛的商业合作和客户网络。

3) 产业链纵向深度整合，将互联网思维运用到电影产业。在发行出品领域，中影和华夏是龙头；在在线票务领域，猫眼与淘票票瓜分市场。真正令猫眼独一无二的，是其对上游内容出品发行和下游在线票务服务的深度整合。从出品到发行，从发行到票务，猫眼围绕优质内容资源提供一站式服务，各业务单元之间体现高度协同，降低业务成本，提高生产效率。

问题 3：中长期和短期业绩增长点来源于什么？

从中长期来看，我们认为猫眼的业绩增长点来自于“开源节流”：1) 创收模式的突破—

—娱乐内容服务业务增厚收入；2) 成本费用的改善——在线票务业务中票补的减少。

一方面，猫眼的娱乐内容服务成本占比不断增加，反映了公司投入重心的转移。其电影发行和出品业务排名不断提升，行业地位不断提高。而凭借其股东（光线传媒）和所投资公司（如欢喜传媒）的优质内容资源及其大数据选片、排片能力，重塑电影宣发模式。此外，在长期，猫眼可将其在电影领域的成功经验复制到剧集、综艺等泛娱乐领域。其内容发行业务未来发展潜力巨大，有望与在线票务业务并驾齐驱，成为业绩主要贡献来源。

另一方面，猫眼的在线票务业务在收入端即使增速放缓，业务利润率却有上升的趋势。即使行业逐渐见顶，猫眼作为行业龙头，凭借其用户资源、大数据平台和院线资源，仍可以在存量市场中保持优势。此外，随着票补大战尘埃落定，公司销售费用率将会大幅降低。猫眼电商业务还有一定的市场空间，未来有望成为新的增长点。

从短期表现看，我们认为，2019 年公司有望通过降低销售费用率迎来业绩拐点。

在收入端，公司不断优化收入结构，在在线票务业务、娱乐内容服务业务两驾马车的拉动下，维持收入的稳健增长。在利润端，毛利率水平如前文所说或有波动，但是由于政策层面限制巨额票补，加之市场渗透率见顶、猫眼的市场议价权的增强，公司销售费用率有望显著降低。

问题 4：当下市场用何种方法对猫眼进行估值？

互联网平台型公司常见的估值方法有市盈率、市销率、市占率、市值用户比值、梅特卡夫定律等，各自有所针对，对于已经盈利且行业较为成熟的公司市盈率估值仍是最为常用方法。

由于公司 2019 年预计将迎来业绩拐点，目前市场普遍使用 PE 法对公司进行估值，可比公司的选取结合中国电影、华策影视等 A 股电影行业龙头和美股港股互联网龙头公司，2020 年 PE 倍数为 10-20 倍左右。

我们认为，与公司业务最为相近的可比公司应该是淘票票的母公司阿里影业，但是目前尚未盈利适合 PS 法做对比。就营收情况看，截至 2018.3.31 前五个月阿里影业营收为 33.03 亿元（阿里影业 2018/2019 年年报暂时未出）、2018 年公司营收为 25.5 亿元，但是截至 5 月 10 日收盘，阿里影业和公司市值分别是 442 亿港元（但阿里影业包含有内容制作业务，该业务对应 2017 收入体量 3.4 亿、2018Q1-Q3 为 3.1 亿）、160 亿港元，估值差距非常显著。

六、风险提示

- 1) **与美团点评、腾讯合作不及预期：**如前所述，微信+QQ、美团+大众点评的入口贡献了猫眼流量的90%以上，如若猫眼与美团点评、腾讯的合作出现不稳定性，公司票务业务将会受到严重影响。
- 2) **电影市场表现不及预期：**猫眼的在线电影票务业务依赖于电影市场本身增速，前文已经提及电影市场近年增速放缓，如若市场表现持续走低，公司票务业务增长将不达预期。
- 3) **监管政策趋严：**对于服务费、片方与平台票补额度、电影预售活动的管控趋紧，票务平台结算周期或将缩短，给企业资金周转实力带来挑战。
- 4) **影视内容表现不及预期：**单部影片票房产出与档期、观众近期喜好等多个因素相关，具有不确定性。若公司投资、出品、宣发的电影作品票房惨淡，将会影响公司整体投资成功率以及业绩。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗亚琨，招商证券传媒互联网行业分析师，香港中文大学商务分析硕士。2015 年入行任职于西南证券，2018 年加入招商证券。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016 年新财富第四名，金牛奖第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。