

战略新升级 布局全文娱

——猫眼娱乐 (1896.HK) 跟踪报告 (一)

公司动态

◆事件：公司发布猫眼全文娱战略“猫爪模型；猫眼与腾讯的“腾猫联盟”正式启动，强化文娱内容服务生态。

◆点评：

“猫爪模型”以票务、产品、数据、营销及资金五大平台布局全文娱产业链，为公司战略升级之举。猫眼拥有票务业务现金牛、丰富的数据和成熟的产品及媒体矩阵，本次战略升级意在突破电影票务营收天花板，将业务空间拓展至万亿级别的中国娱乐市场。

19H1 全国观影人次下滑或拖累公司全年电影出票量；上半年现场娱乐票务 GMV 同比增长 50%，验证票务业务“高频带低频”逻辑。1) 上半年全国观影人次 8.08 亿人 (YoY -10.3%)，公司电影票务市占率稳定，我们下调全年出票量假设；2) 上半年公司现场娱乐业务 GMV 同比增长 50%；执行总代数 107 场，遍布 48 座城市。猫眼的下沉市场流量经营相比大麦有一定优势，且票务“高频带动低频”正在被业务数据验证。

2019 公司在电影与电视剧出品业务上表现亮眼。电影方面，公司 19 年预计将主控出品 18 部，H1 已有 7 部 (18 全年 7 部)；联合出品 13 部，H1 已有 7 部 (18 全年 7 部)。电视剧方面，公司 19 年已出品 4 部 (18 年全年 2 部)，包括暑期精品剧集《长安十二时辰》(豆瓣评分 8.6)。

“全文娱战略”和“腾猫联盟”都是猫眼参与腾讯“内部赛马”的进取之举。腾讯在大文娱领域的内部赛马远未到终局，猫眼此次战略升级对标阿里大文娱；只有在自身业务上不断验证成长性，才能有望争取到腾讯后续的资源与流量倾斜(如历史上腾讯支持微影、格瓦拉、猫眼合并)。

◆盈利预测、投资评级与估值：

19H1 国内整体观影人次下滑将对公司票务、电商业务短期产生一定影响，中长期看好公司内容服务生态，对标阿里影业。下调公司 2019-2021 年净利润 (GAAP) 至 6.97/9.48/11.60 亿元，EPS 0.62/0.84/1.03 元；下调目标价至 20.5 港币/股，维持“买入”评级。

◆风险提示：客户流失风险、合作不确定风险、业务拓展不及预期

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,574.98	3,754.96	4,860.24	5,455.13	5,871.23
营业收入增长率	86.93%	45.82%	29.44%	12.24%	7.63%
净利润 (百万元)	(75.47)	(137.09)	696.61	948.44	1,159.71
净利润增长率	-	-	-	36.15%	22.28%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	124.1	89.7	856.6	949.2	1,160.5
GAAP EPS (元)	(0.07)	(0.12)	0.62	0.84	1.03
ROE (归属母公司) (摊薄)	-1.37%	-2.40%	10.89%	13.03%	14.06%
P/E	-	-	21	15	12
P/B	2.5	2.4	2.2	2.0	1.7

资料来源：光大证券研究所预测，取 2019 年 7 月 15 日收盘价，港币汇率取 0.8778

买入 (维持)

当前价/目标价：14.42/20.50 港元

分析师

孔蓉 (执业证书编号：S0930517120002)

021-52523837

kongrong@ebsecn.com

联系人

乐济铭

021-52523797

lejiming@ebsecn.com

市场数据

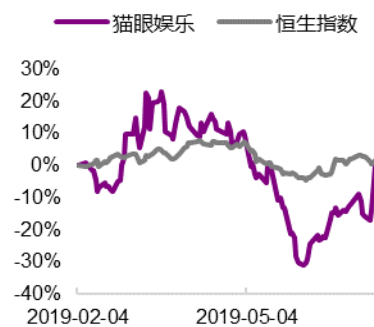
总股本(亿股)：11.26

总市值(亿港元)：162.37

一年最低/最高(港元)：9.88/18.32

近 3 月换手率：5.36%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	31.02	-10.26	-
绝对	28.71	5.32	-

资料来源：Wind

相关研报

盈利拐点渐近 现场娱乐和电影发行开启新成长——猫眼娱乐 (1896.HK) 投资价值分析报告

..... 2019-4-23

1、猫眼全文娱战略升级，五大平台构筑猫爪模型

猫眼娱乐在北京召开“2019 猫眼全文娱战略升级发布会”，正式发布猫眼全文娱战略“猫爪模型”。猫爪模型由猫眼全文娱票务平台、猫眼全文娱产品平台、猫眼全文娱数据平台、猫眼全文娱营销平台及猫眼全文娱资金平台五大平台组成，服务于现场娱乐、短视频、视频、电影、文娱媒体、剧集、音乐、艺人KOL等全文娱产业链。

图 1：猫眼娱乐全文娱战略“猫爪模型”示意



资料来源：公司发布会

(1) **猫眼全文娱票务平台**：公司在线票务业务的核心驱动逻辑是“高频带低频”。猫眼在线电影票务市占率已经保持在 60% 之上，则 2018 年出票量 10 亿张左右；通过“高频带低频”策略（高频应用向低频应用导流），猫眼成功拓展了演唱会、赛事、展览、话剧等泛文娱票务业务。根据发布会披露数据，猫眼演出上大量演出票为用户首次购买；猫眼的“拉新”效应明显，培育了用户需求，为演出行业带来新的增长点。

图 2：猫眼全文娱票务平台



资料来源：公司发布会

(2) **猫眼全文娱产品平台**：打造“猫眼通”和“场馆通”两大产品平台。

猫眼通：服务内容制作方的产品。在概念阶段（IP 评估、剧本评估、演员测试），制作阶段（猫眼试映）、宣发阶段（热度监测、排片监控、定位

测试、映前舆情监控)和上映阶段(市场监测、营销效果调研、猫眼用户调研)的内容商业化全周期为制作方提供全方位服务。

场馆通：服务影院、现场娱乐场馆的产品体系。包括 SaaS 服务和智能现场设备，提升场馆的经营效率，协助场馆精细化运营。

图 3：猫眼全文娱产品平台



资料来源：公司发布会

(3) 猫眼全文娱数据平台：数据库+数据工具+数据分析能力

全文娱数据库：猫眼已经成为国内广泛认可的全文娱数据库，横跨影视、现场娱乐、综艺、视频等各个领域，包含影视内容数据库、影视人库、行业机构库，以及文娱用户数据库。

数据工具化体系：基于数据库的数据工具，包括猫眼专业版、猫眼智多星等，提供全面的市场分析和策略建议。

数据分析能力：公司设有猫眼研究院，提供个性化、定制化的数据分析服务，为内容方、宣发方、场馆和放映端提供全面的决策支持。

图 4：猫眼全文娱数据平台



资料来源：公司发布会

(4) 猫眼全文娱营销平台：提供流量曝光与交易支持。

线上：1) 6 大流量入口：微信、QQ、美团、大众点评、猫眼、格瓦拉，覆盖 10 亿+生活消费网民；2) 自媒体矩阵：两年前开始组建文娱自媒体矩

阵，新兴的短视频 KOL 矩阵粉丝量 1 亿+，旗下多个账号多次创造了单条视频千万级播放量的纪录；3) 猫眼小程序生态拥有 2 亿+用户。

线下：1) 猫眼影迷会已经落地全国 42 个城市，是国内最大的影迷组织；2) 脱胎于美团的地面发行团队与全国近 9500 家影院形成深度合作；3) 在 130 多个城市的核心商圈、460 多所高校有 100 多万个媒体曝光点位。

图 5：猫眼全文娱营销平台



资料来源：公司发布会

(5) 猫眼全文娱资金平台：公司票务业务是现金牛业务，建设资金平台是值得关注的业务拓展方向。

猫眼全文娱资金平台将通过投资出品、合作伙伴资金周转支持等方式，为行业伙伴提供资金支持，助力更多优质内容的产生。资金平台聚焦于三个方面：**1) 关心内容创作者：**2019 年 5 月与 First 剧情实验室达成了战略合作，投入资金支持；**2) 关心好项目：**对于优秀的合作项目，猫眼将从资源到资金深度参与，帮助项目创造增量价值；**3) 关心合作伙伴：**联合市场资源和合作方，为合作伙伴提供资金周转支持服务，缓解现金流压力。

图 6：猫眼全文娱资金平台



资料来源：公司发布会

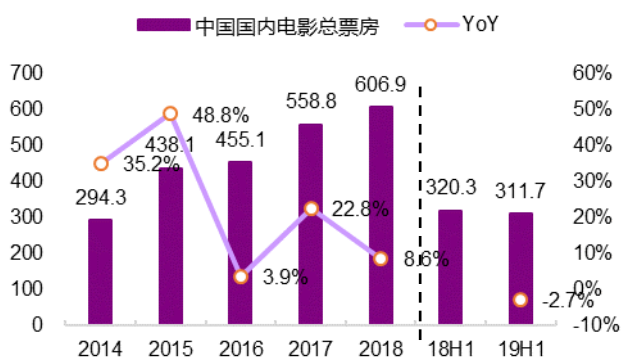
2、票务业务：电影票务预计略有下滑，现场娱乐票务维持高速增长

2.1、上半年国内电影总票房和观影人次下降，平均票价提升

根据灯塔专业版数据，2019年上半年中国国内总票房为311.7亿元（18H1为320.35亿元，YoY -2.7%）；总人次为8.08亿（18H1为9.01亿，YoY -10.3%）；平均票价38.6元（18H1为35.6元，YoY +3.0元）。国产影片票房为157.54亿元（18H1为189.67亿元，YoY -16.94%），国产影片份额为50.54%（18H1为59.21%，YoY -8.67pcts）。

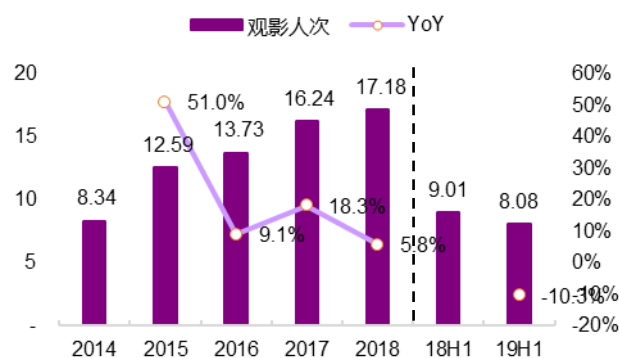
2019年上半年国内电影总票房和观影人次下滑受到行业性的票补力度退坡和优质影片供给不足双重影响。1) 从2018Q4起，电影票补在政策指导和平台决策下开始退坡，20元以下（票补后）的电影票逐步退出市场；相比往年，今年的票房数据中票补水得到压缩；2) 优质影片供给不足导致票房出现更多“空窗期”：猫眼将单日票房低于5000万且至少出现在连续两周定义为“空窗期”，2018上半年空窗期共1段，横跨3周；2019年上半年空窗期共3段，合计横跨9周。

图 7：2014-2019H1 中国国内电影总票房及增速（单位：亿元）



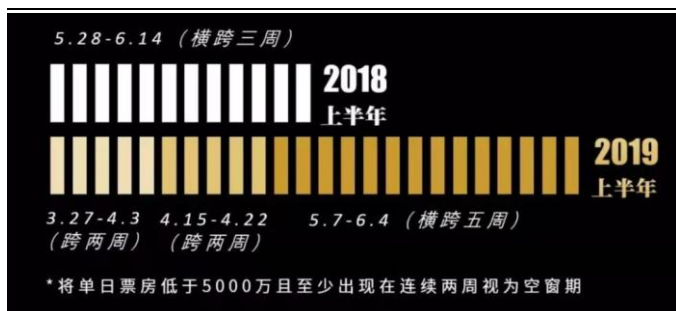
资料来源：灯塔专业版

图 8：2014-2019H1 中国国内观影人次及增速（单位：亿人次）



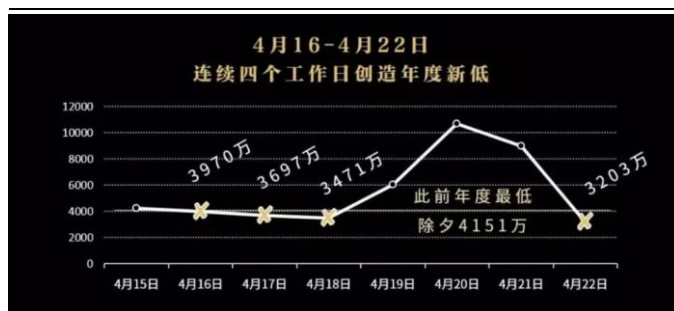
资料来源：灯塔专业版

图 9：2019 上半年出现票房空窗期



资料来源：猫眼研究院

图 10：2019 上半年单日票房连续四个工作日新低



资料来源：猫眼研究院

2.2、全年电影出票量预计将略有下滑，现场娱乐预计仍有30%以上增长

根据2019年上半年经营情况，我们对猫眼财务预测模型进行调整：1) 下调全年出票量假设：2018年全国出票量17.18亿张，按猫眼60%市场份额估算公司出票10.3亿张；假设2019年全年猫眼出票量同比下滑8.5%，约为9.4亿张；2) 上调毛利率假设：根据产业调研了解到，电影票业务中支付给票务结算系统的约1元手续费原先由票务平台负责从约3元的单票收入中进行扣除；上半年产业的支付方式发生微调，手续费由院线与平台方分别支付，平台方单票收入降至2.6元左右，支付单票手续费约0.65元，毛利率将有所提高。

公司现场娱乐票务业务增速较高，总代经验逐步积累。根据发布会信息，上半年公司现场娱乐业务GMV同比增长50%；执行总代数107场，遍布48座城市。公司在低线城市的流量运营上具备一定的优势，如下半年的林俊杰演唱会，猫眼已经确定是金华、泉州、珠海、贵阳、襄阳的总代理，且已经全部售罄。公司在现场娱乐票务起步阶段可能会采用较为优惠的代理费率获取项目资源，收入增速可能不及GMV增速，预计全年收入增速30-40%。

表1：猫眼演出下半年项目不完全统计

艺人	角色	时间	城市	状态
林俊杰	总代	7/8月	金华、泉州、珠海、贵阳、襄阳	售罄
张信哲	总代	8月	重庆	有票
杨丞琳	总代	7月	佛山	有票
周笔畅	总代	8月	福州、深圳	有票
潘玮柏	代理	8月	昆明	有票
Westlife	代理	7/8月	上海、澳门	售罄

资料来源：猫眼演出微博、猫眼app

3、内容业务：上半年出品业务亮眼，下半年值得期待

上半年发行业务稳步成长，主控发行5部电影，数量达去年全年71.4%；总票房34.8亿元，达去年全年的51.3%。1) 公司上半年主控发行的电影中，春节档的《飞驰人生》票房达17.16亿；动画电影《白蛇·缘起》票房4.48亿超预期；《反贪风暴4》票房7.89亿，相较前作票房增长79%。

表 2: 2019 猫眼主控发行片单

主控发行 5部 占18全年 71.4%								
主控发行	上映时间	票房(亿)	观影人次(万)	单张票价(元)	前作票房(亿)	导演	主演	题材
银河补习班	7月					俞白眉	邓超、白宇	剧情、家庭
反贪风暴4	4月	7.89	2,274.6	34.69	4.42	林德禄	古天乐、郑嘉颖	剧情、动作、犯罪
老师·好	3月	3.53	1,034.1	34.14		张栾	于谦、唐梦佳	剧情、喜剧
一吻定情	2月	1.73	453.4	38.16		陈玉珊	王大陆、林允	喜剧、爱情
飞驰人生	2月	17.16	4,125.0	41.60		韩寒	沈腾、黄景瑜	喜剧、动作
白蛇·缘起	1月	4.48	1,303.5	34.37		黄家康	张喆、杨天翔	爱情、动画、奇幻
一级指控	未定					黄国辉	方中信、廖启智	剧情
合法伴侣	未定					黄雷	李治廷、张榕容	剧情、爱情
均值		6.96	同比18全年	-28.2%				
合计		34.79	占18全年	51.3%				

资料来源:猫眼专业版

表 3: 2019 猫眼联合发行片单

联合发行 6部 占18全年 75.0%								
联合发行	上映时间	票房(亿)	观影人次(万)	单张票价(元)	前作票房(亿)	导演	主演	题材
小Q	7月					罗永昌	任达华、梁咏琪	剧情
扫毒2天地对决	7月	5.42	1,496.4	36.22	2.37	邱礼涛	刘德华、古天乐	剧情、动作、悬疑、犯罪
妈阁是座城	6月	0.51	148.2	34.49		李少红	白百何、黄觉	爱情、剧情
最好的我们	6月	4.10	1,275.7	32.14		章笛沙	陈飞宇、荷兰逗	爱情、青春
狗眼看人心	4月	0.18	55.5	33.26		吴楠	黄磊、闫妮	剧情、家庭
熊出没·原始时代	2月	7.14	1,832.0	38.97	6.05	丁亮	宋祖儿、谭笑	喜剧、动画、冒险
廉政风云	2月	1.14	267.9	42.55		麦兆辉	刘青云、张家辉	悬疑、犯罪
风林火山	未定					麦浚龙	梁家辉、金城武	剧情、犯罪
均值		3.08	同比18全年	-69.2%				
合计		18.50	占18全年	23.1%				

资料来源:猫眼专业版

公司上半年电影投资出品表现亮眼。上半年主控出品7部电影,数量达去年全年100%;总票房44.05亿元,达去年全年的73%;联合出品7部电影,数量达去年全年100%;总票房66.12亿元,达去年全年的132%。

暑期档、国庆档重要作品票房值得期待。1)暑期档:《银河补习班》(家庭题材、邓超主演),猫眼主控出品、发行;我们预计票房15亿以上;《使徒行者2》(动作、犯罪题材,张家辉、古天乐主演),猫眼主控出品,我们预计票房5-10亿;《吹哨人》(动作、犯罪题材,雷佳音、汤唯主演),猫眼主控出品,我们预计票房5-10亿;2)国庆档:《攀登者》(冒险题材,吴京、章子怡主演),猫眼已承担部分宣传工作,我们预计票房15亿以上。

表 4：2019 猫眼主控出品片单

主控出品	7 部	占 18 全年		100%					
	上映时间	票房 (亿)	观影人次 (万)	单张票价 (元)	前作票房 (亿)	导演	主演	题材	
吹哨人	9 月					薛晓路	雷佳音、汤唯	悬疑、动作、犯罪	
送我上青云	8 月					滕丛丛	姚晨、李九霄	剧情	
使徒行者 2	8 月				6.05	文伟鸿	张家辉、古天乐	剧情、动作、犯罪	
银河补习班	7 月					邓超	邓超、白宇	剧情、家庭	
秦明·生死语者	6 月	0.30	96.0	30.97		李海蜀	严屹宽、代斯	悬疑、犯罪	
反贪风暴 4	4 月	7.95	2,274.6	34.95		林德禄	古天乐、郑嘉颖	剧情、动作、犯罪	
老师·好	3 月	3.53	1,034.1	34.14		张栾	于谦、唐梦佳	剧情、喜剧	
一吻定情	2 月	1.73	453.4	38.16		陈玉珊	王大陆、林允	喜剧、爱情	
熊出没·原始时代	2 月	7.14	1,832.0	38.97	6.05	丁亮	宋祖儿、谭笑	喜剧、动画、冒险	
飞驰人生	2 月	17.16	4,125.0	41.60		韩寒	沈腾、黄景瑜	喜剧、动作	
新喜剧之王	2 月	6.24	1,467.7	42.52		周星驰	王宝强、鄂靖文	剧情、喜剧	
爵迹 2	未定				3.82	郭敬明	范冰冰、吴亦凡	动画、奇幻	
合法伴侣	未定					黄国辉	方中信、廖启智	剧情	
第十一回	未定					陈建斌	陈建斌、周迅	剧情、喜剧、家庭	
风林火山	未定					麦浚龙	梁家辉、金城武	剧情、犯罪	
大约在冬季	未定					王维明	马思纯、霍建华	剧情、爱情	
俑之城	未定					丁亮	林永长、谭笑	奇幻、冒险、爱情	
京剧猫：霸王折	未定					许刚	杨鸥、李正翔	动画、冒险、奇幻	
均值		6.29	同比 18 全年	-27.0%					
合计		44.05	占 18 全年	73.0%					

资料来源：猫眼专业版

表 5：2019 猫眼联合出品片单

联合出品	7 部	占 18 全年		100.0%					
	上映时间	票房 (亿)	观影人次 (万)	单张票价 (元)	前作票房 (亿)	导演	主演	题材	
保持沉默	8 月						周迅、吴镇宇	剧情、悬疑、家庭	
赛尔号大电影 7: 疯狂机器城	8 月					王章俊	胡谦、李晔	冒险、动画、喜剧	
灰猴	7 月					张璞	王大治、高峰	喜剧、剧情、犯罪	
扫毒 2 天地对决	7 月	5.42	1,496.4	36.2	2.37	邱礼涛	刘德华、古天乐	剧情、动作、悬疑、犯罪	
最好的我们	6 月	4.10	1,275.7	32.1		章笛沙	陈飞宇、荷兰逗	爱情、青春	
风中有朵雨做的云	4 月	0.65	180.3	35.9		娄烨	井柏然、宋佳	剧情、悬疑、犯罪	
流浪地球	2 月	46.54	10,500.0	44.3		郭帆	吴京、屈楚萧	剧情、冒险、科幻	
廉政风云	2 月	1.14	267.9	42.6		麦兆辉	刘青云、张家辉	悬疑、犯罪	
白蛇·缘起	1 月	4.48	1,303.5	34.4		黄家康	张喆、杨天翔	爱情、动画、奇幻	
“大”人物	1 月	3.79	1,050.2	36.1		五百	王千源、包贝尔	动作、犯罪	
少年的你	未定					曾国祥	周冬雨、易烱千玺	爱情、青春、剧情	
情圣 2	未定				6.57	宋晓飞	吴秀波、白百何	喜剧、爱情	
一级指控	未定					黄国辉	方中信、廖启智	剧情	
均值		9.45	同比 18 全年	32.0%					
合计		66.12	占 18 全年	132.0%					

资料来源：猫眼专业版

上半年电视剧投资出品成绩已超越 2018 年全年。公司 2019 年上半年已出品 4 部（18 年全年 2 部），包括《老中医》、《逆流而上的你》和《启航》，在央视、头部卫视和互联网平台播出。暑期精品剧集《长安十二时辰》获得了较高的舆论评价，豆瓣评分 8.6 分。下半年预计还有《初晨，是我故意忘记你》、《老酒馆》、《父亲的草原母亲的河》等作品将推向市场。

表 6：猫眼出品电视剧片单

电视剧	播出时间	题材	主演	豆瓣评分	播出电视台	电视台收视率	市场份额占比	播出网络平台	平台播放量(亿)
长安十二时辰	2019.7	古装、悬疑	易烊千玺、雷佳音	8.6				优酷	
老中医	2019.2	剧情、传奇	陈宝国、冯远征	5.9	CCTV-1 综合	1.51%	5.49%	优酷、爱奇艺、腾讯	18.8
逆流而上的你	2019.2	都市、爱情	玛丽、潘粤明	5.6	湖南卫视、深圳卫视	1.11%	3.83%	优酷、爱奇艺、腾讯、乐视	54.4
启航	2019.1	剧情、传记	姚刚、刘威	5.7	CCTV-1 综合、黑龙江卫视	0.23%	0.79%	优酷、爱奇艺、搜狐、腾讯	3.5
猎毒人	2018.7	悬疑、剧情	于和伟、张丹峰	4.5	江苏卫视、广东卫视、浙江卫视、广西卫视、东方卫视	0.91%	7.08%	优酷、爱奇艺、腾讯	76.5
归去来	2018.5	剧情、爱情	唐嫣、罗晋	5.3	北京卫视、东南卫视、天津卫视、东方卫视、深圳卫视	0.66%	2.33%	优酷、爱奇艺、腾讯、芒果	69.2
初晨，是我故意忘记你	未定	都市、青春	孙怡、白敬亭						
父亲的草原母亲的河	未定	年代、民族	李鸿良、德姬						
老酒馆	未定	年代	陈宝国、秦海璐						

资料来源：猫眼专业版、tvtv 注：播放量数据含爱奇艺预估

4、“腾猫联盟”：动力与压力并存，对标阿里大文娱

“腾猫联盟”成立于2019年6月，在7月猫眼战略发布会上正式启动。根据现有信息，“腾猫联盟”战略合作主要有如下含义：

猫眼娱乐联合腾讯影业打造电影行业顶级宣发体系：双方流量使得内容有机会实现10亿体量的曝光；共同开发、投资电影项目；

产品联通：基于微信、QQ、腾讯视频等腾讯系产品打通猫眼闭环购票，完善腾讯平台用户购票体验；

资源协作：腾讯整合内容分发、互动社交等资源推动影视作品热度，猫眼整合购票入口、物料投放、线下发行等能力实现用户广覆盖；

数据共享：依托和整合各自的数据优势，为行业发展提供专业决策指导，深入挖掘商业价值。

图 11：“腾猫联盟”正式启动



资料来源：公司发布会

我们认为，腾讯系各产品和业务之间的“内部赛马”不会停歇，“腾猫联盟”提供了资源支持和成长动力，亦带来竞争压力。

1) 从本次发布会的情况来看，腾讯视频、腾讯音乐娱乐、腾讯影业、腾讯投资均参与了战略合作的签署，在内容渠道、业务资源、资金资源等方面均有一定加持作用。

2) 但从猫眼的成长史来看，腾讯的支持是刺激体系内各产品和业务竞争的策略：腾讯首先以体系内流量支持脱胎于微信电影票的微影时代（微票儿）迅速成为票务行业独角兽，并合并老牌电影票务公司格瓦拉；最终推动同属腾讯系的微影时代和猫眼（腾讯-美团-猫眼）合并。

3) 因此，腾讯的最终目标是通过“内部赛马”跑出最有竞争力的龙头公司和产品；腾讯在文娱与影视内容领域将与阿里大文娱展开对标竞争，这是猫眼的机会。猫眼及管理層必须利用“腾猫联盟”迅速扩张业务、证明自身成长性，才有机会获得后续更多的资源和流量倾斜。

5、盈利预测与估值调整

19H1 国内整体观影人次下滑预计将对公司全年票务、电商业务产生一定影响，下调公司 19 年在线娱乐票务（包含电影票务和现场娱乐票务）收入增速至 7.7%、下调娱乐电商服务增速至-10.0%。同时，从上半年公司的内容投资出品成绩及全年片单来看，公司内容服务业务成长超预期，上调公司 2019 年娱乐内容服务增速至 73.0%、广告服务业务增速至 80.0%。在中长期，公司布局全文娱的战略与路径逐步明朗，我们看好公司与阿里大文娱长期竞合、共同发展。

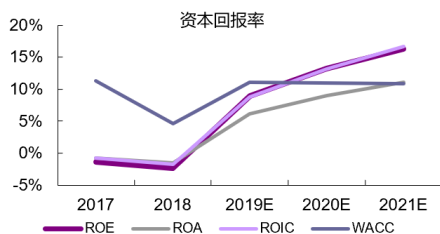
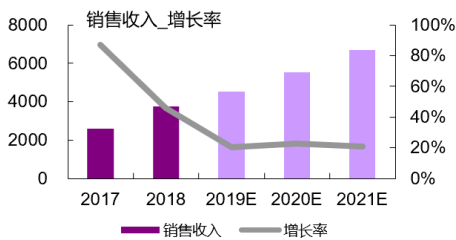
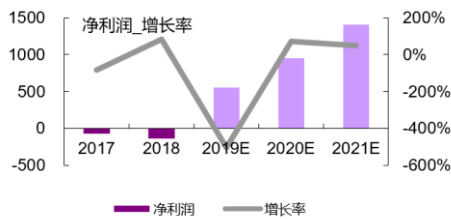
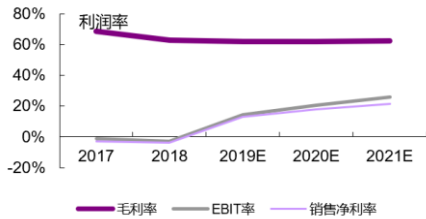
我们下调公司 2019-2021 年净利润（GAAP）至 6.97/9.48/11.60 亿元；EPS 0.62/0.84/1.03 元；根据 DCF 估值结果下调目标价至 20.5 港币/股，维持“买入”评级。

6、风险提示

1) 用户流失风险：上半年由于票补退坡、优质电影供给不足，导致观影人次下滑，公司存在用户流失风险；

2) 合作不确定风险：公司与腾讯的战略合作是腾讯大文娱产业布局的重要组成部分，但不排除腾讯“内部赛马”机制下出现竞品的风险；

3) 业务拓展不及预期：公司的未来发展取决于在在线娱乐票务、内容服务业务的拓展，公司的业务拓展可能会不及预期。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,575	3,755	4,860	5,455	5,871
营业成本	806	1,399	1,767	2,023	2,186
折旧和摊销	49	0	191	154	124
营业税费	0	0	0	0	0
销售费用	1,420	1,940	1,601	1,590	1,584
管理费用	381	523	583	600	587
财务费用	11	7	38	56	64
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	(2)	0	0	0
营业利润	(66)	(139)	871	1,187	1,451
利润总额	(76)	(148)	871	1,186	1,450
少数股东损益	(1)	(1)	0	0	0
归属母公司净利润	(75)	(137)	697	948	1,160

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	9,039	9,076	9,855	11,289	13,035
流动资产	3,323	3,574	4,131	5,317	6,783
货币资金	1,170	1,536	1,458	2,323	3,581
交易型金融资产	963	385	385	385	385
应收帐款	311	325	486	546	587
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	4	13	35	40	44
可供出售投资	0	0	400	800	1,200
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	39	37	37	37	37
固定资产	32	31	29	27	25
无形资产	1,086	939	751	601	481
总负债	3,508	3,370	3,452	4,007	4,783
无息负债	3,508	2,770	2,604	3,007	3,283
有息负债	0	600	848	1,000	1,500
股东权益	5,531	5,707	6,403	7,282	8,252
股本	0	0	0	0	0
公积金	5,838	6,157	6,157	6,157	6,157
未分配利润	(318)	(455)	241	1,120	2,090
少数股东权益	11	5	5	5	5

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,074	(1,125)	125	1,240	1,414
净利润	(75)	(137)	697	948	1,160
折旧摊销	49	149	191	154	124
净营运资金增加	(1,031)	1,888	1,135	121	83
其他	2,132	(3,024)	(1,898)	17	48
投资活动产生现金流	(1,080)	542	(413)	(402)	(402)
净资本支出	(26)	(14)	(2)	(2)	(2)
长期投资变化	39	37	0	0	0
其他资产变化	(1,093)	519	(411)	(400)	(400)
融资活动现金流	74	949	210	27	246
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	(382)	600	248	152	500
无息负债变化	2,336	(738)	(166)	403	275
净现金流	68	366	(78)	865	1,258

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	86.93%	45.82%	29.44%	12.24%	7.63%
净利润增长率	-85.15%	81.65%	-608.15%	36.15%	22.28%
EBITDA 增长率	-103.62%	146.75%	2558.29%	26.89%	17.37%
EBIT 增长率	-93.28%	237.59%	-947.89%	36.67%	21.93%
估值指标					
PE	(209)	(115)	21	15	12
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	1019	(170)	15	11	9
EV/EBIT	(538)	(170)	18	12	9
EV/NOPLAT	(537)	(182)	22	15	12
EV/Sales	7	5	3	3	2
EV/IC	4	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	68.70%	62.75%	63.64%	62.92%	62.77%
EBITDA 率	0.65%	-2.85%	22.63%	25.59%	27.90%
EBIT 率	-1.23%	-2.85%	18.70%	22.77%	25.80%
税前净利润率	-2.95%	-3.94%	17.92%	21.73%	24.69%
税后净利润率 (归属母公司)	-2.93%	-3.65%	14.33%	17.39%	19.75%
ROA	-0.84%	-1.52%	7.07%	8.40%	8.90%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-1.37%	-2.40%	10.89%	13.03%	14.06%
经营性 ROIC	-0.77%	-1.72%	10.71%	14.76%	18.17%
偿债能力					
流动比率	1.01	1.13	1.50	1.91	2.24
速动比率	1.01	1.12	1.49	1.90	2.22
归属母公司权益/有息债务		9.50	7.55	7.28	5.50
有形资产/有息债务		6.14	5.48	6.23	5.40
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	(0.07)	(0.12)	0.62	0.84	1.03
每股红利	0.00	0.00	0.06	0.17	0.31
每股经营现金流	0.95	0.00	0.11	1.10	1.26
每股自由现金流(FCFF)	0.91	(1.77)	(0.19)	0.91	1.11
每股净资产	4.90	5.06	5.68	6.46	7.32
每股销售收入	2.29	3.33	4.32	4.84	5.21

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼