东兴证券
DONGXING SECURITIES

猫眼娱乐（01896）：商业模式创新的佼佼者，产业赋能大文娱前景可期

——猫眼娱乐深度研究报告

2020 年 01 月 13 日

强烈推荐/维持

猫眼娱乐 | 深度报告

报告摘要：

商业模式清晰合理，股东资源及团队运营能力是企业价值所在。公司的成功来源于对资源的整合和利用，包括来自光线的内容资源，腾讯及美团的流量资源，自身累积的 B 端 C 端数据资源以及前期在美团时期的线下渠道资源。公司的价值体现在互联网基因团队的业务能力及管理能力，其能够将以上资源充分整合利用，并且制定优秀的战略并执行。猫眼的团队在“美团时代”“独立扩张时代”“产业链延拓时代”成功完成三级跳，通过战略布局完成资源整合利用并升级的重大突破。

数据赋能下的宣发业务独树一帜，未来的产业链延拓将大有可为。猫眼通过对数据的分析处理及互联网运营能力做到精准触达用户，推出了“想看”及“预售”功能科学的引导影片的宣传和发行，目前已经成为国内最大的主控发行公司。更进一步地，公司通过入股欢喜传媒和耳东影业积极进行内容创作与出品环节的延拓，将数据赋能延伸至电影全产业链。我们看好猫眼庞大的数据及已经被市场证明的数据赋能能力。猫眼通过大数据能力赋能产业延拓将是一个更有想象力，空间更大的新市场。这一战略布局将为猫眼未来更长足的发展提供澎湃的动力。

猫眼的竞争优势在数据壁垒，用户黏性及公司经营的独立性。相比于淘票票，猫眼的竞争优势依然明显。

- 大数据发行的效果依靠业务积累的数据量，猫眼具有先发优势，这是猫眼独特的数据壁垒。
- 猫眼很早就搭建了完善的会员等级保证了用户黏性，CEO 郑志昊及总裁顾思斌之前有 QQ 空间和 QQ 会员业务的工作经验，公司用户运营实力强大。
- 猫眼自身独立经营，同时有多方面的股东资源支持，这种经营模式保证了其能够开放的，中立的进行产业链上下游的投资和布局。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2, 548. 00	3, 755. 00	4, 670. 32	5, 803. 08	7, 078. 74
增长率（%）	84. 97%	47. 37%	24. 38%	24. 25%	21. 98%
净利润（百万元）	(75. 50)	(137. 10)	568. 23	925. 90	1, 176. 20
增长率（%）	-85. 14%	81. 59%	-514. 47%	62. 94%	27. 03%
每股收益(元)	(0. 07)	(0. 12)	0. 50	0. 82	1. 04
PE	-	-	25. 99	15. 95	12. 56

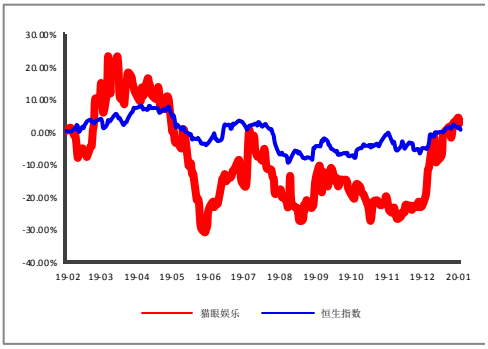
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司的使命是让娱乐更简单。公司寻求建立一个围绕公司综合性平台的充满活力的生态系统，连接并赋能消费者和娱乐行业，达成公司的使命。公司致力于借助互联网的力量使消费者能够轻松发现和享受高质量的娱乐内容。公司希望借助互联网改变内容的创造、宣发方式，使公司的娱乐行业合作伙伴能优化彼等的运营和业绩。公司是中国提供创新互联网赋能娱乐服务的领先平台，提供在线娱乐票务服务、娱乐内容服务、娱乐电商服务以及广告服务及其他。

未来 3-6 个月重大事项提示：

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王健辉

010-66554035 wangjh_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519050004

猫爪模型进一步明确了未来战略方向。猫爪模型将战略路线清晰化为产业链延拓和协同，通过科技实力赋能全文娱产业链，促进产业提速增效，将文娱消费人群向多品类延展，激发更大的市场。五大平台分工明确各司其职，未来增长潜力巨大。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 5.68/9.26/11.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.5/0.82/1.04 元。当前股价对应 2019-2021 年 P/E 值分别为 26/16/12.6 倍。我们看好猫眼成功的商业模式及对未来行业趋势所做的战略布局，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：新业务发展不及预期，在线票务服务相关政策变化。

目 录

1. 猫眼娱乐是中国提供创新互联网赋能娱乐服务的领先平台 5
1.1 猫眼的发展伴随着数次融资 5
1.2 以在线娱乐票务服务为主的四大业务 6
1.3 公司股东背景多元，高管团队经验丰富 7
2. 商业模式致胜，成功的资源整合是公司的价值所在 9
2.1 公司拥有三大股东系独特的资源优势 10
2.1.1 美团注入线下商户资源，数据及运营能力 10
2.1.2 腾讯系注入流量 13
2.1.3 光线系注入产业资源 16
2.2 公司票务平台的业务模式清晰，产品成熟 17
2.3 面向观众与专业用户两手抓，定位精准 23
3. 数据赋能的产业链延拓支撑企业未来成长空间 25
3.1 宣传发行已成为领先主控发行方 25
3.2 出品及其他上游内容领域积极入股优秀同类公司 29
4. 公司战略清晰，发展动力十足，竞争优势明显 30
4.1 娱乐行业大趋势向好 30
4.2 新业务大有可期，猫爪模型战略布局精准 33
4.3 存量视角及增量视角分析猫眼均具备竞争优势 37
5. 盈利预测与估值 41
6. 投资评级 43
7. 风险提示 43
相关报告汇总 44

表格目录

表 1：2011~2014 年团购网站销售数据（单位：亿元） 11
表 2：猫眼 2019 年拟出品及联合出品的影片 16
表 3：公司 2016~2018 年发行的电影 28
表 4：欢喜传媒出品的优质电影 30
表 5：监管部门对票补现象的政策 40
表 6：猫眼娱乐的四大业务的营收预测 42
表 7：猫眼娱乐的营业成本和营业开支预测 43

插图目录

图 1：猫眼发展沿革 6
图 2：猫眼公司业务 6
图 3：猫眼业务营收规模及占比（单位：百万元） 7

图 4: 公司股东持股占比 8
图 5: 公司高管团队 8
图 6: 魏炜、朱武祥教授的商业模式理论 10
图 7: 2014 年团购网站交易规模 11
图 8: 2014 年团购各品类销售额占比 12
图 9: 2014 年细分品类销售数据 12
图 10: 微影时代的微票儿 13
图 11: 2015 年第四季度在线票务市场份额占比 14
图 12: 腾讯入股京东交易中各资产价值（单位：亿元） 15
图 13: 猫眼的产品引流入口 15
图 14: 猫眼为商户提供的 SaaS 客户端软件 18
图 15: 猫眼 APP 首页想看及预售功能 19
图 16: 猫眼 APP 的评论及分享功能 20
图 17: 猫眼的流量入口 21
图 18: 猫眼 APP 的选座和卖品预定功能 22
图 19: 猫眼 APP 的用户评论 23
图 20: 电影票务的盈利模式 23
图 21: 猫眼的 9.9 元看电影活动 24
图 22: 猫眼和豆瓣的电影打分差异 24
图 23: 猫眼的精准化营销工具——想看画像 25
图 24: 猫眼的想看及预售功能 26
图 25: 猫眼专业版的票房及播放量统计功能 27
图 26: 猫眼专业版的想看画像功能 28
图 27: 欢喜传媒合作导演 30
图 28:中国电影市场规模（单位：亿元） 31
图 29: 中国银幕数量及增速（单位：块） 32
图 30: 中国现场娱乐市场规模（单位：亿元） 33
图 31: 公司各业务历年增长情况（单位：百万元） 34
图 32: 猫眼 APP 的载入页广告和横幅广告 35
图 33:公司各业务发展情况梳理 36
图 34: 猫眼的“猫爪模型” 37
图 35: 淘票票 APP 及在支付宝和口碑 APP 的流量入口 38
图 36: 2018 年第三季度我国在线票务市场份额占比 38
图 37: 阿里巴巴的大文娱版图布局 39

1. 猫眼娱乐是中国提供创新互联网赋能娱乐服务的领先平台

猫眼娱乐是中国提供创新互联网赋能娱乐服务的领先平台，提供在线娱乐票务服务、娱乐内容服务、娱乐电商服务、广告服务等。猫眼目前为中国最大的在线电影票务平台，市场份额超过 60%。

公司前身为美团网于 2012 年成立的娱乐部门，主要开展在线电影票务业务。2015 年 5 月，猫眼成立独立法人实体天津猫眼微影文化传媒有限公司发展业务。2015 年 10 月美团与大众点评合并，猫眼进一步整合了来自美团和大众点评的娱乐业务。2019 年 2 月 4 日，猫眼娱乐在港交所上市。2019 年 6 月 17 日起，正式获纳入恒生港股通指数。

根据公司招股说明书信息，猫眼月度活跃用户超过 1.3 亿。其流量入口包括猫眼 APP、格瓦拉 APP、微信钱包及 QQ 钱包专用入口，是美团及大众点评娱乐票务服务独家合作伙伴。

根据公司 2019 年中报披露的信息，公司营业收入接近 20 亿元，公司已与 9500 多家影院达成了合作，覆盖 42 个城市、130 多个核心商圈、460 多所高校。

1.1 猫眼的发展伴随着数次融资

猫眼最初隶属于美团公司的娱乐业务部门，在团购模式新兴的 2010 年及 2011 年，其在电影购票领域凭借票补的方式赢得了市场，与酒店，餐饮等业务并列。经过“百团大战”胜出后的美团精细化运营业务，发布了美团电影 APP，提供更优质的电影票团购服务。在 2013 年美团电影正式更名为猫眼。美团素以高效的地推团队著称，在 2010 年开始团购公司兴起的几年间，美团通过给商户，包括影院安装团购客户端系统获得了宝贵的运营数据，因此猫眼在 2013 年上线了在线选座功能，获得了市场极大的认可。2015 年猫眼电影作为美团的子公司独立运营，前百度 LBS 负责人，美团公司高级副总裁沈丽任猫眼公司 CEO。

2015 年，猫眼推出了猫眼专业版 APP，面向行业内人士，提供即时票房数据等多维度功能，此举奠定了猫眼行业权威的地位。

2016 年 5 月光线控股以 1.7 亿股光线传媒股份获得猫眼 28.8%的股份，此外还以 8 亿元现金获取猫眼 9.6%的股份，而上市公司光线传媒则以 15.83 亿元的现金获得猫眼 19%的股权。光线控股和光线传媒持有猫眼 57.4%的股权，从而掌握了猫眼的控股权。而猫眼的估值则为 83 亿元。2017 年 8 月，光线控股再次增持，以 17.76 亿元从美团手中购买了 19.73%的猫眼电影股权。

2017 年 9 月猫眼与微影合并。微影时代以其持有的微格时代 100%股权作价人民币 39.74 亿元，林芝利新以其持有的瑞海方圆 100.00%的股权作价人民币 8.97 亿元对猫眼文化增资。

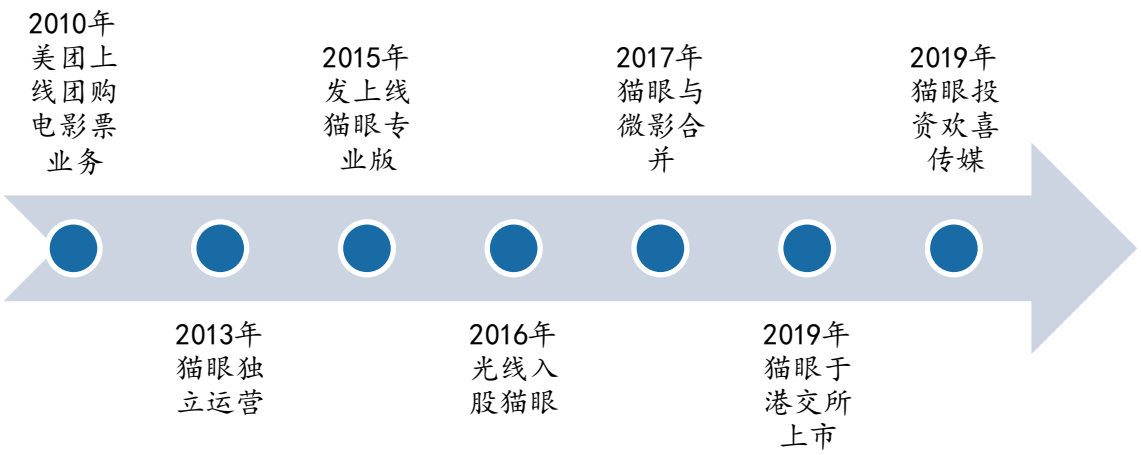
交易后，光线投资控股有限公司持有猫眼文化 30.96%的股权，光线传媒股份有限公司持有猫眼文化 19.83%的股权，微影时代公司持有 27.59%的股权，美团公司持有 8.46%的股权。猫眼投后估值达 137 亿元。

交易后，光线传媒有限公司总裁王长田将担任公司董事长，微影时代 CEO 林宁任副董事长，郑志昊任 CEO，

顾思斌带领微影票务和演出等团队加入猫眼。交易交割后，猫眼文化将获得电影、演出和赛事的微信入口资源。

2018 年 9 月 3 日猫眼于港交所提交招股书开启 IPO 计划，2019 年 2 月 4 日正式在港交所挂牌交易。

图 1: 猫眼发展沿革

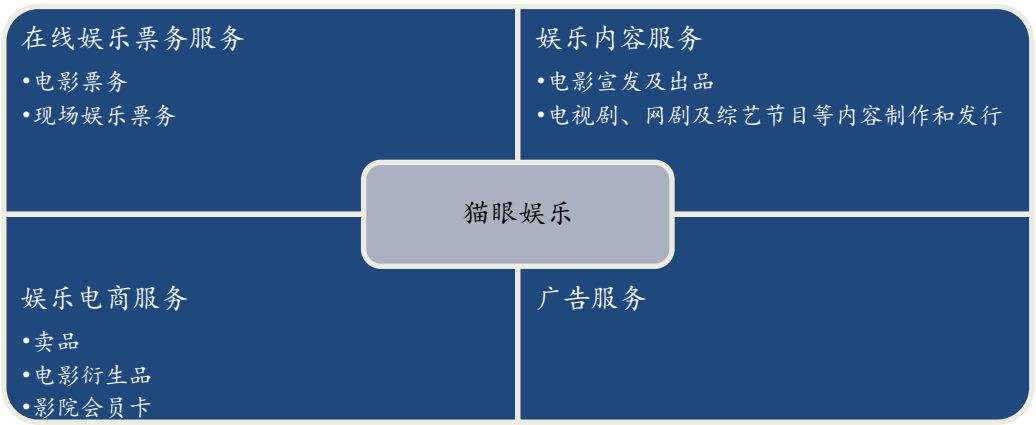


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

1.2 以在线娱乐票务服务为主的四大业务

公司主营业务包括在线娱乐票务服务，娱乐内容服务，娱乐电商服务，广告服务和其他四大板块。

图 2: 猫眼公司业务



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

在线娱乐票务包括在线电影票业务及现场娱乐票务；

娱乐内容服务包括电影制作环节的出品以及宣传发行业务，此外，不仅是电影，还包括电视剧、网剧和综艺节目；

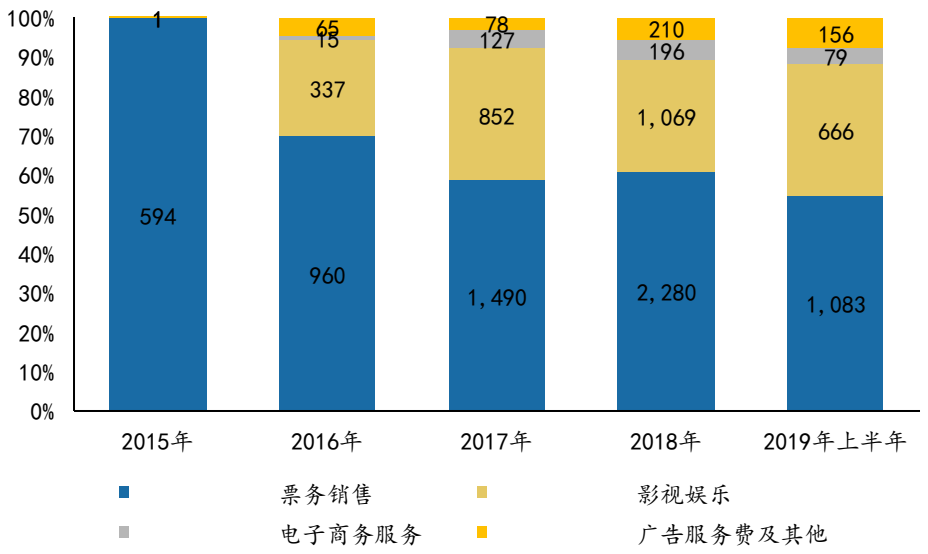
娱乐电商服务包括观影环节中的爆米花饮料等产品的销售，以及协助电影公司销售周边衍生品，以及帮助影院销售会员卡，公司作为销售渠道从以上代销商品金额中抽取佣金；

广告服务及其他包括在电影的出品及宣传发行环节中为广告主进行广告的投放，以及猫眼产品本体的广告变现。

根据公司招股书，公司提供的在线电影票务服务市场份额达到 61.3%，位居行业第一。对于现场娱乐票务服务公司市场份额为 11.3%，仅次于第一名的大麦网。关于娱乐内容服务，公司通过猫眼专业版奠定了行业定位，并且通过数据赋能行业的理念，成为行业领先的宣传与发行机构。

根据 2019 年半年报数据，公司实现收入 19.85 亿元，同比增长 4.7%，其中线上娱乐票务服务收入 10.83 亿元，同比下降 5.7%，娱乐内容服务收入 6.66 亿元，同比增长 18.7%，娱乐电商服务收入 0.79 亿元，同比下降 19.2%，广告服务及其他业务收入 1.56 亿元，同比上升 78%。

图 3：猫眼业务营收规模及占比（单位：百万元）



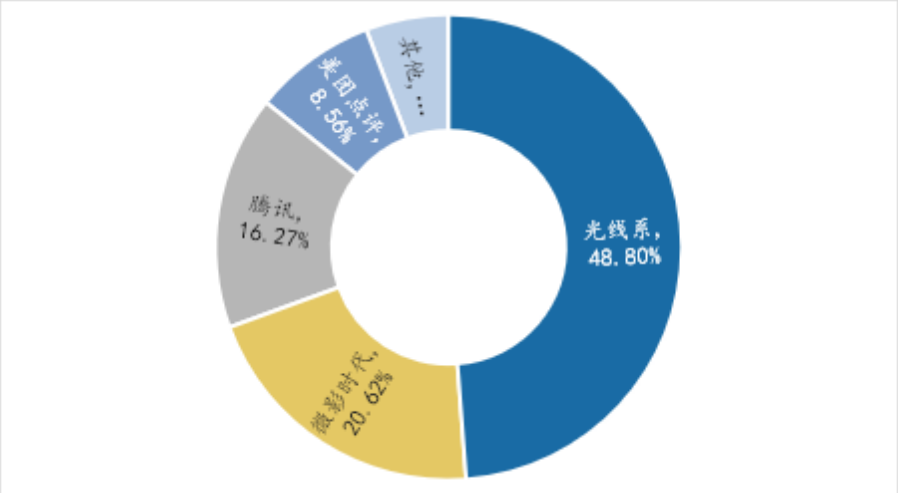
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

1.3 公司股东背景多元，高管团队经验丰富

经过光线入股及与腾讯系微影时代合并之后猫眼股权比例较为分散。光线传媒以及光线控股合计持有猫

眼 48.8%的股份；微影时代共计持有猫眼 20.62%的股份；腾讯系持有 16.27%的股份，美团持有 8.56%的股份。

图 4：公司股东持股占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在管理层方面，公司 CEO 郑志昊先生是原腾讯 SNG 社交互联网事业群部门总经理及副总裁，在其任期内部门主要产品 QQ 空间及腾讯开放平台均取得了重大突破，QQ 空间用户数超过 6 亿，是互联网行业最大的 SNS 社交平台之一，其对于互联网用户的洞察有着深刻的见解。公司总裁顾思斌先生是原优酷土豆首席产品官，其在 2004 年加入腾讯，先后负责了责 QQ 会员、QQ 秀、腾讯电商等业务，其在互联网增值业务及产品运营领域拥有很强的影响力。康利先生拥有超过 10 年生活服务类产品运营经验，施康平先生拥有超过 20 年会计及财务经验。先后服务过普华永道及微软与百度公司，此前曾担任平安健康首席财务官。

图 5：公司高管团队

郑志昊先生

执行董事兼首席执行官

郑志昊在互联网及传媒行业拥有超过15年工作经验。2001年4月至2006年9月，先后担任微软公司高级顾问、微软（中国）有限公司上海分公司高级程序经理及集团经理。2006年9月至2015年4月，先后担任腾讯科技（深圳）有限公司部门总经理及副总裁。2014年3月至2015年11月，担任大众点评网总裁兼首席产品官。2015年11月至2016年4月，担任美团点评集团平台事业群总裁。

顾思斌先生

总裁

顾思斌在互联网及传媒行业拥有超过14年工作经验。2004年7月至2014年3月，于腾讯任职，在互联网增值服务、会员制度、娱乐电商及虚拟社区建设等方面拥有丰富经验。2014年4月至2017年1月，先后担任京东集团副总裁、优酷土豆股份有限公司首席产品官。

康利先生

首席运营官

康利拥有超过10年运营管理经验。2013年3月至2016年4月，担任天津三快科技有限公司高级运营总监。2017年11月至2018年8月，担任北京捷通无限科技有限公司董事。

施康平先生

首席财务官

施康平拥有超过20年会计及财务经验。1998年7月至2000年9月，任职于安达信华强会计师事务所审计部。2002年1月至2005年7月，任职于普华永道咨询（深圳）有限公司北京分公司交易服务部。2007年7月至2011年9月，任职于微软。2011年9月至2016年12月，先后担任百度内部审计部总监、预算与财务分析部总监。2016年12月至2017年12月，担任平安健康医疗科技有限公司首席财务官。

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

2. 商业模式致胜，成功的资源整合是公司的价值所在

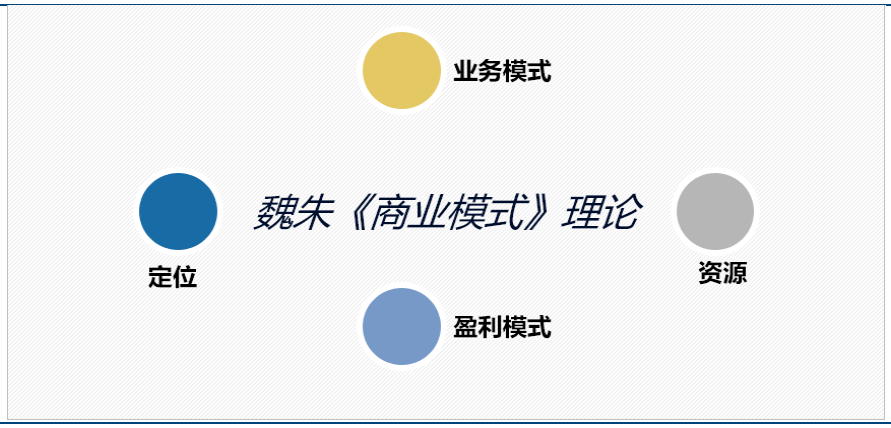
猫眼在早期作为美团的业务之一，与美团一样是商业模式创新的应用，他既不属于传统的票务代理，也不涉及院线的经营运作，但是猫眼却异军突起一跃成为在线票务的龙头，甚至改变了消费者买票的习惯，自身也从中获益得到了极大的发展。目前猫眼市值高达 136 亿港元。这一切的背后都是基于互联网行业的商业模式创新的巨大力量。

因此我们试图通过对猫眼商业模式的分析，力图找到其增长驱动力以及其真正的企业价值所在。

商业模式的定义是指为实现各方价值最大化，把能使企业运行的内外各要素整合起来，形成一个完整的、高效率的、具有独特核心竞争力的运行系统，并通过最好的实现形式来满足客户需求、实现各方价值（各方包括客户、员工、合作伙伴、股东等利益相关者），同时使系统达成持续赢利目标的整体解决方案。

我们在这里采用清华大学经济管理学院朱武祥教授及北京大学汇丰商学院魏炜教授对于商业模式的分析方法，从“资源及关键资源运营能力”“业务模式与对应的盈利模式”“市场定位”三大维度进行研究。

图 6：魏炜、朱武祥教授的商业模式理论



资料来源：魏炜、朱武祥《发现商业模式》，东兴证券研究所

我们认为公司的成功来源于对资源的整合和利用，包括产业内容资源，流量资源，数据资源，渠道资源。公司的价值在于团队的业务能力及管理能力，将以上资源充分整合利用，并且制定优秀的战略并执行。猫眼的团队在“美团时代”“独立扩张时代”“产业链延拓时代”成功完成三级跳，通过战略布局完成资源整合利用并升级的重大突破。

2.1 公司拥有三大股东系独特的资源优势

“我们（美团）既有拿进来的，也有送出去的。猫眼是非常典型的例子，猫眼是我们 2012 年完全从内部孵化的项目，然后它一步步的发展，成为最大的电影票售票平台，后面我们认为它要进步一往前发展，就不能只停留在票务商，还需要跟上游资源合作。所以我们在选择让猫眼独立，让光线成为猫眼的股东。”王兴在一次接受第一财经采访时曾这样解释道。

王兴的表述说明了对于猫眼的发展，他是希望通过吸引股东入股的方式向猫眼注入资源，以便于更多元化的发展。

2.1.1 美团注入线下商户资源，数据及运营能力

猫眼最初隶属于美团公司的娱乐业务部门，在团购模式新兴的 2010 年及 2011 年，其在电影购票领域凭

借票补赢得了市场，与酒店，餐饮等业务并列为美团三大业务板块。

2010 年团购公司兴起，截止 2011 年 8 月份市场上共存的团购类企业共计 5058 家，而在 2014 年只剩下 178 家，这四年团购网站争相融资发展壮大，并且几乎全行业都在补贴商家补贴用户，用以抢占市场份额。这四年激烈的市场竞争被戏称为“百团大战”。到了 2014 年市场竞争格局已逐渐清晰，美团成交额突破 400 亿元，超过第二名大众点评 180 亿元的两倍多，成为行业独角兽。

图 7: 2014 年团购网站交易规模

资料来源：2014 年团购数据报告，东兴证券研究所

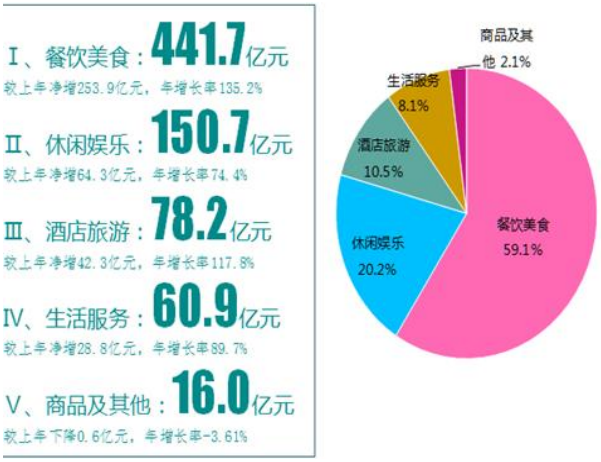
表 1：2011~2014 年团购网站销售数据（单位：亿元）

排名	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年	
1	拉手	16.3	美团	51.5	美团	151.2	美团	400.6
2	美团	14.5	大众点评	30.4	大众点评	82.9	大众点评	181.6
3	窝窝团	12.1	窝窝团	29.4	窝窝团	37	百度糯米	74.6
4	大众点评	10.1	拉手	26.2	百度糯米	35.7	窝窝团	48.8
5	百度糯米	8.8	百度糯米	22.6	拉手	33.2	拉手	36.9

资料来源：2014 年团购数据报告，东兴证券研究所

不仅如此，在当时的团购类目中，休闲娱乐是仅次于餐饮团购的地位，消费占比达到 20.2%。值得注意的是即使发展到今天，休闲娱乐对于互联网行业依然是非常重要的领域，从 16 年开始的直播及短视频的兴起直接催生了当下互联网最大的新兴巨头——字节跳动。

图 8：2014 年团购各品类销售额占比



资料来源：2014 年团购数据报告，东兴证券研究所

图 9：2014 年细分品类销售数据

品类	成交额（亿元）	参团人数（万人次）	在售团单（万期）	客单价（元）	年增长率（%）
火锅烧烤（餐饮）	112.7	14420.7	204.7	78.2	183.8%
地方菜（餐饮）	112.6	11137.3	224.1	101.1	120.7%
自助餐（餐饮）	90.0	14744.1	46.6	61.0	91.0%
酒店客房（酒店）	70.9	5951.9	206.9	119.1	120.5%
电影票（娱乐）	61.7	21581.4	13.8	28.6	69.2%
快餐休闲（餐饮）	44.0	14389.4	143.3	30.6	234.7%
蛋糕甜品（餐饮）	27.6	8952.1	100.4	30.8	216.2%
聚会欢畅（娱乐）	26.9	3439.3	45.2	78.2	65.7%
摄影写真（服务）	25.9	369.5	25.0	700.3	64.0%
日韩料理（餐饮）	23.4	3036.9	27.4	76.9	104.2%
西餐国际（餐饮）	22.8	3291.6	35.0	69.3	92.6%
美容塑形（服务）	17.6	2103.7	65.4	83.7	163.1%
门票郊游（娱乐）	16.8	1826.2	15.5	92.3	122.8%
养生按摩（娱乐）	16.6	2172.3	45.8	76.5	121.1%
温泉洗浴（娱乐）	13.5	1731.3	17.2	78.2	71.5%
海鲜（餐饮）	9.4	768.0	16.8	122.9	86.6%
游乐游艺（娱乐）	8.3	1666.9	17.2	49.6	27.7%
旅游（旅游）	6.8	483.7	8.9	141.1	90.1%
运动健身（娱乐）	4.6	1288.2	12.7	35.8	72.4%
健康护理（服务）	4.0	148.9	6.5	268.0	75.6%

资料来源：2014 年团购数据报告，东兴证券研究所

美团在团购模式上的巨大成功，尤其是“餐饮美食”“休闲娱乐”“酒店旅游”三大板块的飞速业绩增长来源于其业内第一的地推团队。美团素以高效的地推团队著称，在业内号称“美团铁军”。美团地推由原阿里巴巴副总裁干嘉伟负责，干嘉伟在阿里巴巴从一线业务员做起，历任网站运营总监、市场总监、区域经理、大区总经理、副总裁，对于市场及商务拓展有丰富的经验。干嘉伟带领美团的商务拓展团队异军突起，在巅峰时期，美团的商务拓展团队在全公司员工数的占比超过一半。

地推的商业推广不仅是业务上的合作对接，还包括给商户补贴让商户使用 POS 机，及给商户安装团购客户端软件（SaaS 系统）用以对接自身的后台系统。值得注意的是，在这个过程中通过给商户，尤其是影院院线安装团购客户端系统，美团获得了宝贵的运营数据及消费者消费行为数据。在当时的环境，互联网发展处于线上互联网时代，而此举获帮助美团得了第一手的线下的数据，尤其同时包括了 B 端 C 端的数据是有划时代意义的。

当时的美团猫眼之后发展不负众望，凭借其互联网的产品运营能力，在 2013 年上线了在线选座功能，获得了市场极大的认可，市场份额迅速提升跃居行业第一。

美团作为一家一线互联网公司，公司团队的产品设计及运营能力相比于竞争对手是有优势的。美团创始人王兴是业界知名连续创业者，其先后创办的校内网、饭否网均是非常成功的案例，并且校内网和饭否网属于 SNS 模式并以线上增值服务盈利为主，此商业模式对于产品的设计及用户运营能力的要求是非常高的，互联网行业巨头腾讯恰恰也是此类型服务的巨头，腾讯也以其出色的产品能力闻名。

2015 年猫眼电影作为美团子公司独立运营，前百度 LBS 负责人，美团公司高级副总裁沈丽任猫眼公司 CEO。百度 LBS 事业部曾经是百度公司战略部门，旗下包括百度流量和规模最大的应用之一百度地图，以及百度糯米。与美团团队在产品运营擅长 SNS 类型应用不同，百度 LBS 团队擅长 2B 的工具类应用，对于产

品稳定性和效率易用性上处于业内领先。因此，沈丽的加盟对于当时的猫眼团队来说是如虎添翼，强强联合。

总的来说猫眼从美团诞生，之后独立，其发展过程充分获得了很多方面能力和资源。美团给猫眼注入了地推团队的资源，极大的获取了商家的数据，为之后的运营提供了基础。美团的管理团队和原百度的管理团队给了猫眼领先的互联网产品策划和运营实力，包括 2C 端的和 2B 端的。

2.1.2 腾讯系注入流量

在 2013 年底，腾讯微信就推出了“微信电影票”产品。通过在微信 APP 中的“我”选项中的入口，用户可以更方便的购买电影票，在当时，微信电影票是推广微信支付的重要战略产品。

而微信电影票背后的则是腾讯内部的微影时代团队，团队的产品品牌微票儿在微信和 QQ 都有入口。团队负责人就是当年 F 团的创始人林宁。在 F 团高朋网和 QQ 团合并纳入腾讯体系后，林宁担任团购业务的负责人。

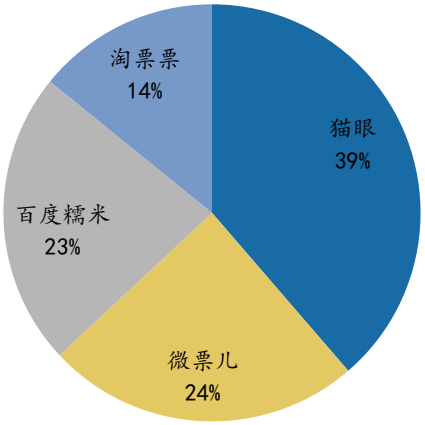
图 10: 微影时代的微票儿

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

2014 年 5 月，在林宁的建议下，微影时代从腾讯拆分独立运营。腾讯和微影团队各持一部分股份，微影时代依然享有微信入口的流量支持。

在经历几轮融资后，微影时代获得了万达、文资华夏、君联资本、中国文化产业投资基金等投资。截止 2015 年底，中国电影在线票务份额，猫眼电影、微票儿、百度糯米，淘票票分别以 25.87%、16.30%、15.26%、9.47%。

图 11: 2015 年第四季度在线票务市场份额占比



资料来源：易观智库，东兴证券研究所

2015 年 12 月，微影时代和格瓦商务信息咨询有限公司宣布正式合并，微票儿与格瓦拉双品牌独立运营。

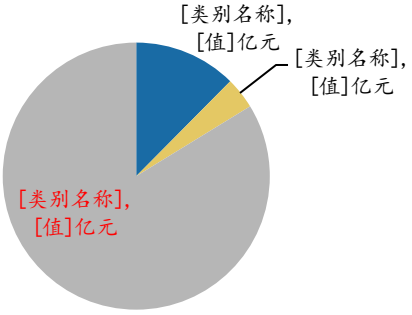
2016 年中国内地电影市场增速出现下滑，微影时代与格瓦拉合并后的内部整合也出现问题，面临着淘票票的快速崛起，在这样的背景下，微影时代 D 轮融资遭遇非常大的阻力。

直到 2017 年 9 月猫眼与微影合并。微影时代以其持有的微格时代 100%股权作价人民币 39.74 亿元对猫眼文化增资。微影时代公司持有猫眼 27.59%的股权，交易后微影时代 CEO 林宁任副董事长，猫眼获得电影、演出和赛事的微信入口资源。

交易后的猫眼将从多方面继承流量的入口，包括自身 APP，美团的入口，与美团合并后的大众点评的入口，腾讯系微信入口，腾讯系 QQ 入口，微影与格瓦拉合并后的入口。

最值得关注的是腾讯系给予猫眼的微信和 QQ 的入口引流，腾讯的海量用户流量对于移动端的产品拉动是非常有利的。在 2014 年腾讯入股京东的交易设计中，微信的入口被作为核心交易资产。在当时京东所获得的包括 2.15 亿美元现金、腾讯电商资产，以及腾讯微信移动流量资源，合计总价值高达 17.3 亿美元。剔除支付的 2.15 亿美元现金，和约 10%的易迅股权，也约有 15 亿美元。这其中，根据腾讯的公告，已转移给京东的腾讯电商资产总价值为 3.98 亿元人民币，合计 6633 万美元。也就是说，腾讯给京东带来的微信等移动流量资源的估价高达 14 亿美元以上。

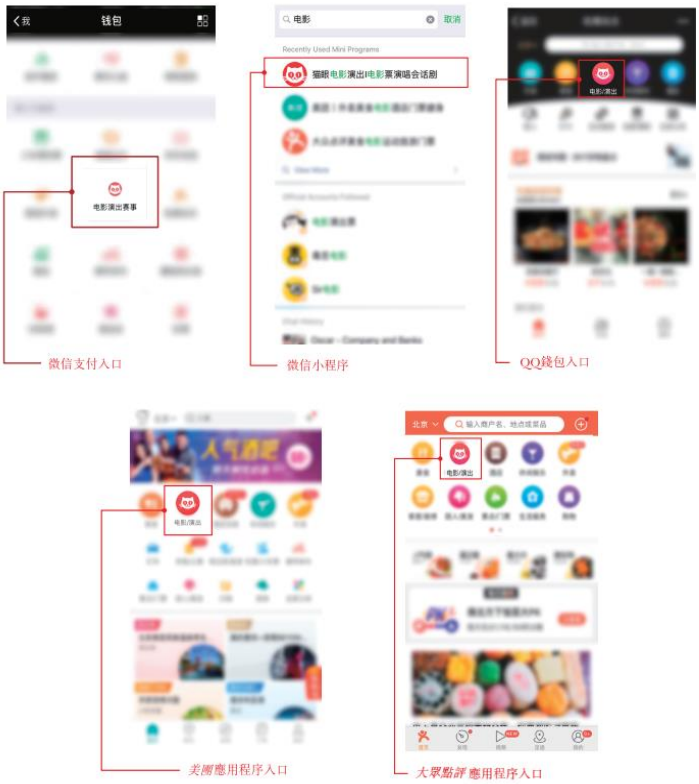
图 12: 腾讯入股京东交易中各资产价值（单位：亿元）



资料来源：第一财经日报《一个微信入口：价值14亿美元 腾讯入股京东背后》，东兴证券研究所

根据猫眼的招股说明书信息，以上入口合并为猫眼带来了月平均活跃用户 1.3 亿的规模，并且在页面访问流量方面，以上入口转化为猫眼的月平均页面访问量达到了 11 亿次。

图 13: 猫眼的产品引流入口



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

合并后的猫眼 CEO 郑志昊先生是原腾讯 SNG 社交互联网事业群部门总经理及副总裁，在其任期内部门主要产品 QQ 空间及腾讯开放平台均取得了重大突破，QQ 空间用户数突破 6 亿，是互联网行业最大的 SNS 社交平台之一，是腾讯最知名的现金牛业务之一。郑志昊先生对互联网产品的设计尤其是商业变现方面有深厚的积累。这为腾讯系注入巨大的流量之后如何吸收和转化打下了坚定的基础。

合并后猫眼由郑志昊担任 CEO，自身团队出身于美团，又先后融合了百度，腾讯，微影四方面的互联网人才，经过多年的发展整合，可以说猫眼从已经完美的承接了多方面的资源注入。

2.1.3 光线系注入产业资源

光线传媒是国内覆盖内容领域最全面、产业链纵向延伸最完整的综合内容集团之一。1998 年光线成立并进军电视娱乐节目市场，打造领先的时段联供网及频道联供网模式；2006 年，尝试电影、电视剧、综艺等多元化布局；2011 年，光线以电视节目制作为核心业务实现创业板上市；2012 年，电影业务取得突破，发行的国产影片数量和票房收入跻身行业前两名；2015 年，光线成立彩条屋影业，布局动漫行业；

2016 年 5 月光线入股猫眼，光线控股和光线传媒持有猫眼 57.4%的股权，从而掌握了猫眼的控股权。2017 年 8 月，光线控股再次增持，以 17.76 亿元从美团手中购买了 19.73%的猫眼电影股权。

2017 年 9 月猫眼与微影合并。交易后，光线传媒有限公司总裁王长田将担任公司董事长。

光线传媒主营以影视板块为核心，同时布局动漫业务板块、内容关联业务板块、产业投资板块。

光线传媒主要从事电影及电视剧投资及制作业务，而猫眼微影为综合娱乐平台，向内容提供商提供线上线下资源以及数据洞察、互联网赋能工具等服务。光线对于猫眼而言是产业链上游的部分，不仅是内容的制作，包括出品和发行，猫眼和光线都具有充分的合作空间，通过入股，光线和猫眼可以深度整合资源，协同发展。

表 2：猫眼 2019 年拟出品及联合出品的影片

电影	出品方	联合出品方
一吻定情	新丽传媒、猫眼微影、华夏电影	万达影视、当乐娱乐
飞驰人生	亭东影业、博纳文化、猫眼微影、阿里巴巴、万达影视、果麦文化	腾讯影业、大地时代文化、横店影业、金逸嘉逸电影、磨铁娱乐、水月文化、优酷电影

情圣 2	新丽传媒、淘票票、万达影视、华夏电影、狂欢者电影制作公司	北京国影纵横、珠江影业、耀莱影视、猫眼微影、浙江时代、新丽电影发行、炉火映画、新沂奇门府导演工作室
熊出没 原始时代	华强方特、乐创影业、猫眼微影、万达影视、方特影业、北京耳朵听听、大地时代文化、横店影业、金逸嘉逸、耀莱影视	
新喜剧之王	中国电影、全星时代、阿里巴巴影业、金逸嘉 逸、联瑞影视、星辉海外、新文化影业、横店 影业、大地时代文而化、蓝色星空、猫眼微影、安乐影片、上海电影	蒙查查影视、浙江影视、乐开花影业
白蛇：缘起	追光人动画、华纳兄弟	卓然影业、猫眼微影、横店影业、金逸嘉逸、大地时代
“大”人物	喜焰文化、五元时代、春秋时代	猫眼微影、峨眉电影、欢颜文化、盛唐映画、星咖环球等 13 家
保持沉默	光线、猫眼微影、中央新闻电影记录厂、希云森林	
风林火山	嘉映影业、邵氏兄弟影业、银都机构、猫眼微影	小米影业、耳东影业
大约在冬季	恐龙影业、横店影业、猫眼微影、文投控股、雪漫舍影业	
爵迹 2	乐视影业、最世文化、原力影业、和力辰光、爱美神影视、腾讯影业、猫眼微影、浙江博地影视、麦颂影视	
使徒行者 2	春天影业、邵氏兄弟影业、耳东影业、猫眼微影、烈火文化、嘉映文化、华夏电影	
京剧猫	璀璨星空文化、猫眼微影	

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2.2 公司票务平台的业务模式清晰，产品成熟

电影行业的票务环节主要包括院线自营票务系统以及第三方票务平台。院线自营即影院自己的售票系统及会员体系，消费者通过加入会员或者预付费的形式享受一定折扣和其他福利，以此对购票形成促销作用。而第三方票务平台则是代理分销的模式，通过互联网的方式连接海量用户，给用户以统一的购票平台和购票流程，并且目前第三方购票平台都接入了微信支付和支付宝支付等电子支付手段，付款方式更加灵活。

第三方票务平台对于售出的电影票，会收取一定比例的服务费，比例大概在票价的 4~8%。与此同时，为了提供给终端消费者统一的购票平台和流程，第三方平台会给影院预装对应的购票平台系统(SaaS 系统)，

在猫眼还没有独立运营的时候，购票系统是集成在美团的团购系统中的。

对于 O2O 模式来说，航旅市场（OTA 在线旅游市场）和电影市场一样均呈现“自营+第三方”的销售模式，因此作为当时的团购龙头美团，其在商家的系统预装方面是非常有优势的，这也是猫眼在初期一直得以快速发展的原因之一。

图 14: 猫眼为商户提供的 SaaS 客户端软件

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

在线票务平台累计了大量的 B 端及 C 端数据之后，就可以通过数据协助指导影院的排片，还能帮助宣传发行公司进行精准营销，让发行公司知道用户是谁，用户在哪儿，这样就可以进行更精准的广告投放和营销活动策划，还能减少营销费用的浪费。

作为互联网公司，公司在产品上设计符合用户体验，我们在此将业务模式按照用户场景一一梳理。

第一步，曝光触达用户

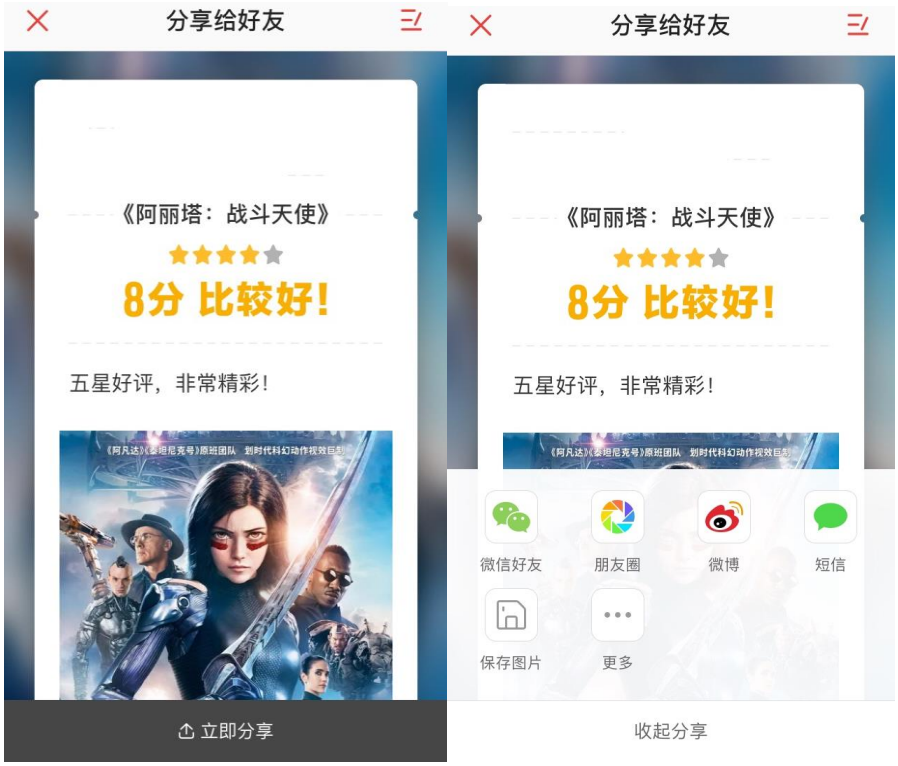
猫眼 APP 首页正中央是正在热映板块，上方推荐栏目以及滚动 banner，可以有效的对新上映电影进行曝光。

图 15: 猫眼 APP 首页想看及预售功能

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

此外，观影后的用户通过猫眼写点评可以分享到朋友圈，这样可以将猫眼的触达范围通过微信的社交关系链扩散放大。

图 16: 猫眼 APP 的评论及分享功能



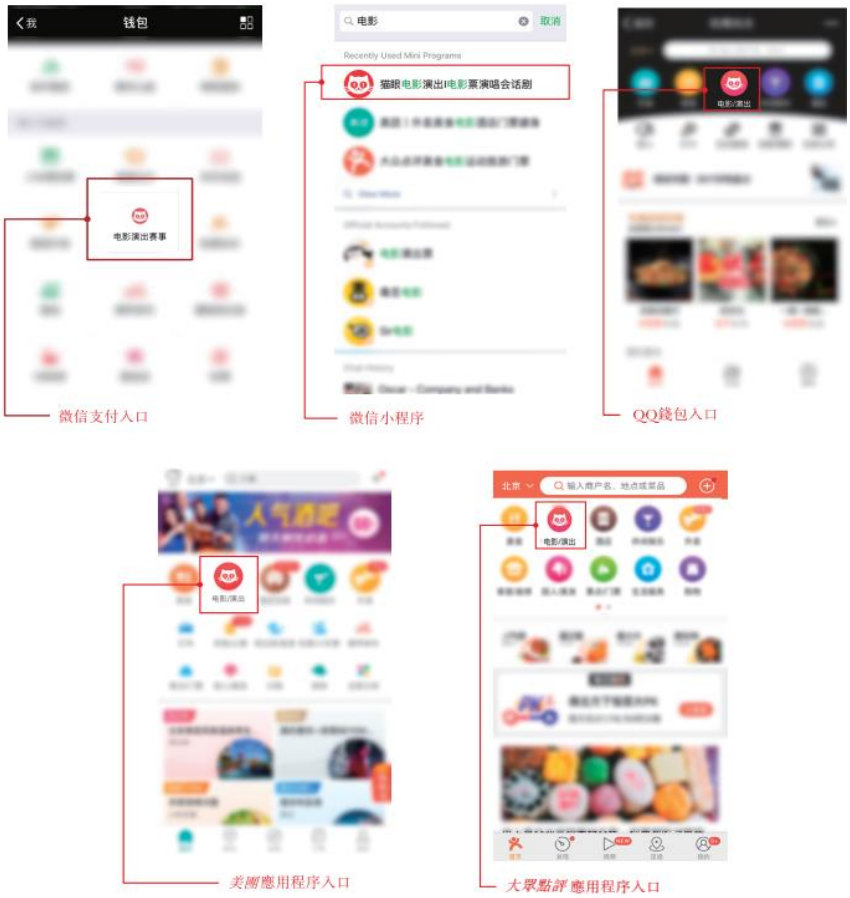
资料来源：东兴证券研究所

当影片上映后，引起票房讨论的时候，用户可以通过猫眼专业版了解电影的实时票房情况，作为国内最权威的票房信息平台，猫眼专业版覆盖了绝大多数的核心用户和意见领袖用户，影响力巨大。

第二步，转化购买

在上述曝光触达渠道向用户传递信息后，用户可以通过猫眼的流量入口进入猫眼系统进行购票。

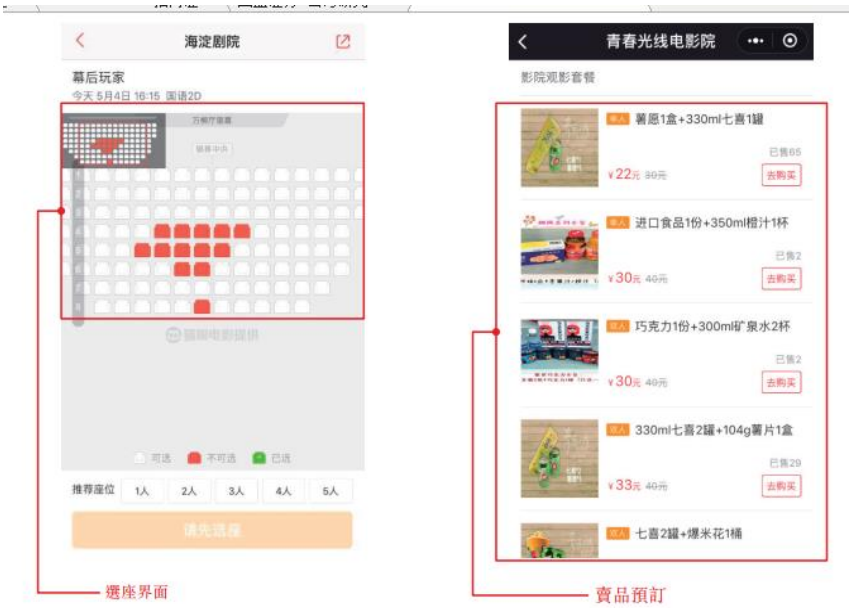
图 17: 猫眼的流量入口



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

购买环节包括选择影院和场次，选择座位以及食品饮料及周边衍生品选购三个部分。对于影院，场次和座位信息就是依靠给影院预装的客户端软件（SaaS 系统）获取信息完成的。

图 18: 猫眼 APP 的选座和卖品预定功能



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

第三步，观影后评论

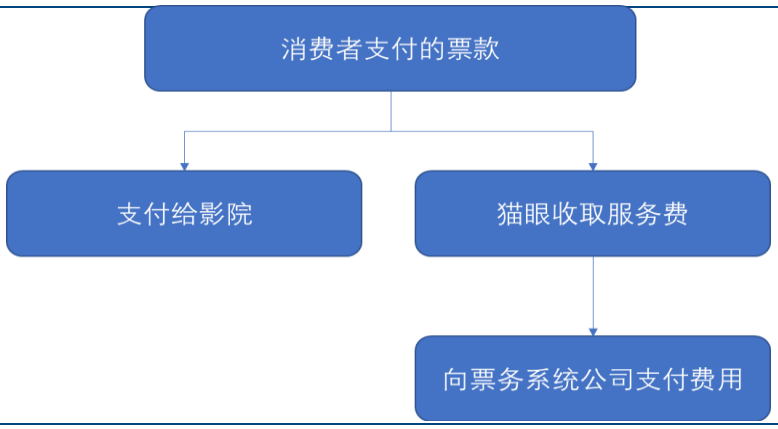
在观影后，猫眼的客户可以撰写评论并发布到朋友圈，这样与第一步相呼应，完成了产品流程的闭环。此外，用户的评论还可以发布到社区，以及给电影打分。截止 2018 年第三季度，猫眼拥有 1.58 亿条电影评分和 7060 万条评论。

图 19: 猫眼 APP 的用户评论

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

以上对应的盈利模式就是票务代理的收费方式，猫眼通过自身平台将电影票代销给消费者，消费完成后一段时间内与影院结算，同时向影院收取一部分比例的服务费，电影票务服务费为票价 4-8%。

图 20: 电影票务的盈利模式



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2.3 面向观众与专业用户两手抓，定位精准

猫眼的团队在“美团时代”以及独立运营后的“独立扩张时代”都表现的非常出色，这与精准的市场定位密不可分。

在隶属于美团的时间内，猫眼定位电影票团购的概念，将目标用户锁定在团购的典型用户群体，也就是价格敏感性用户。这部分用户基数大，分布广，对团购优惠非常热衷，并且在团购模式下，这一部分用户就是互联网商业模式最看重的长尾用户。可以说在这个阶段，是美团的快速扩张和对线下团购用户的跑马圈地为猫眼积累了最广大的用户群，这一部分用户群迄今为止依然是猫眼的主要用户群体，我们从猫眼对于电影的打分与豆瓣对于电影的打分差异可以看出来猫眼的泛众用户消费特点。

图 21：猫眼的 9.9 元看电影活动

资料来源：网络图片，东兴证券研究所

图 22：猫眼和豆瓣的电影打分差异

豆瓣			猫眼			票房 (亿)
名称	评分	评分人数 (万)	名称	评分	评分人数 (万)	
流浪地球	7.9	101.5791	流浪地球	9.3	199.1	44.11
疯狂的外星人	6.4	33.3043	疯狂的外星人	8.5	80.8	21.73
飞驰人生	7	36.1772	飞驰人生	8.8	67.2	16.71
大黄蜂	7.1	20.5883	大黄蜂	9.1	56	11.48
熊出没·原始时代	6.5	1.1692	熊出没·原始时代	9.2	27.5	7
来电狂响	5.8	15.1372	来电狂响	8.6	34.9	6.4
新喜剧之王	5.8	15.3791	新喜剧之王	8	46.1	6.2
阿丽塔：战斗天使	7.6	17.0405	阿丽塔：战斗天使	9	17.9	5.34
白蛇缘起	8	16.6627	白蛇缘起	9.3	37.3	4.48
一吻定情	5.3	2.1829	一吻定情	8.6	13	1.69
神探蒲松龄	4.1	1.813	神探蒲松龄	7.8	9.4114	1.52
小猪佩奇过大年	4	0.9014	小猪佩奇过大年	5.6	5.2939	1.24
廉政风云	5.5	2.2726	廉政风云	6.9	6.4471	1.13
照相师	5.2	0.0722	照相师	8.8	0.2556	1.056
朝花夕誓	7	1.4812	朝花夕誓	9.2	2.0874	0.136
今夜在浪漫剧场	7.2	1.4869	今夜在浪漫剧场	9	1.0491	0.1219
四个春天	8.9	6.3916	四个春天	9	0.7205	0.1057
养家之人	8.4	3.8271	养家之人	8.9	0.3728	0.063

资料来源：蒋鸿昌《电影评分的两个世界：1 豆瓣分相当于几个猫眼评分？》，东兴证券研究所

2015 年猫眼独立运营之后，猫眼开始尝试向专业化和综合化转型。

如果仅仅依靠票补带来的低价吸引用户，这在战略上是非常被动的，只要竞争对手的票补力度更大，自身就会面临用户流失的风险。猫眼充分利用前期在影院线下推广通过安装 SaaS 系统获得的数据，进行了汇总和处理，推出猫眼专业版。将票房数据公开透明，这对于整个影视产业的从业人员和电影爱好者都是非常权威的应用功能。

不仅如此，在光线系两次入股猫眼后，猫眼参与了与光线的部分电影的联合出品联合发行，通过与上游出品环节及宣传发行环节的整合，猫眼在热门电影上与竞争对手形成了差异化竞争，这种联合上游出品方，并利用自身互联网渠道优势的综合化定位也吸引了其他产业链上的厂商向猫眼抛出了橄榄枝。猫眼自身是独立运营的，因此对于产业链上的其他公司的合作是持非常开放的态度的。

3. 数据赋能的产业链延拓支撑企业未来成长空间

猫眼通过向影院院线推广安装购票系统获得了大量的 B 端数据，同时作为出身于美团的产品，其在多年的发展中累计了大量的票务及本地生活领域的 C 端的用户数据，不仅如此，与微影时代的合并及腾讯的入股，不仅给猫眼带来了大量的用户流量，也让猫眼进一步成为生活服务领域的数据巨头。

截止 2018 年第三季度，猫眼的数据库累计 800,000 部电影、120,000 部电视剧和 250 万名电影专业人士数据。猫眼还成立了猫眼研究院，使用人工智能技术对数据进行分析。

17 年 9 月与微影时代合并之后，猫眼同时拥有来自光线的产业链上游资源，以及来自腾讯系的 C 端流量资源，以及自身作为美团系产品的多年积累的 C 端用户数据资源。这样的背景下猫眼积极进行产业链延拓，通过数据及互联网能力协助电影出品方在早期对剧本进行选择，以及在宣传发行阶段，可以利用用户数据对电影进行精准化营销，对院线上座率情况进行统计，协助发行排片。

图 23: 猫眼的精准化营销工具——想看画像

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

通过累积的 B 端及 C 端的数据，结合自身多年的互联网产品运营能力，猫眼通过大数据能力赋能产业延拓是一个更有想象力，空间更大的新市场。这一战略布局将为猫眼未来更长足的发展提供澎湃的动力。

3.1 宣传发行已成为领先主控发行方

2014 年猫眼开始拓展电影内容业务，包括宣传发行方面的支持以及参与联合出品。2016 年猫眼开始担任

电影发行的主控发行方，截止 2018 年第三季度，猫眼已经成为国内排名第一的电影主控发行方。

利用数据的优势，猫眼以互联网宣发的角色参与到电影的宣传发行环节中。在早期，猫眼通过安装到影院的票务平台 SaaS 软件积累了大量的 B 端运营数据并且与 C 端数据结合提供选座和购票服务，经过多年的发展，猫眼的大数据能力进一步强化，还逐步积累了用户的行为数据，广泛的观众特性信息数据，行业数据等。结合猫眼自身的互联网技术实力，可以针对数据进行分析处理形成具有指导性意义和可操作性的数据结论，进而为合作伙伴，尤其是院线及宣传发行公司进行有针对性的建议和帮助。

凭借海量数据及大数据算法，猫眼推出了直观的数据工具——想看指数。通过想看指数可以在影片上映前判断市场接受程度，进而帮助发行团队进行定价策略的调整，院线也可以根据数据情况进行提前的排片调整以保证收益最大化。

为了更进一步的为发行团队提供可靠的信息，猫眼在业内第一家推出了“预售”的功能，预售即在上映前用户就可以提前以优惠的价格支付票款，并且锁定座位。而对于影院和发行公司来说就可以很好的判断首日上映的上座情况。

通过猫眼的想看指数服务和预售业务，猫眼合作的宣传发行业务合作伙伴可以预判其即将上映电影的市场接受度，以制订最佳的宣发策略。

图 24: 猫眼的想看及预售功能

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

而面对行业内消费者和电影发烧友，猫眼在 2015 年底推出了猫眼专业版，旨在提高电影行业咨询透明度，推动资源共享，提升全行业生产运营效率。

利用猫眼累计的大量 B 端及 C 端数据，猫眼专业版提供了非常直观的数据统计功能：

B 端数据的应用展现：票房及播放量统计

包括实时票房更新及动态票房预测。此外，其他形式的娱乐内容比如电视剧、网剧、网络大电影及综艺节目的播放量也会以实时及预测数据呈列。

图 25: 猫眼专业版的票房及播放量统计功能

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

C 端数据的应用展现：潜在观众资料

通过海量的数据沉淀，猫眼专业版可以差异化的为每部电影提供潜在观众资料，包括属性信息和消费偏好，专业版可以以用户画像的形式呈现出来。

图 26: 猫眼专业版的想看画像功能

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

宣传活动追踪及行业信息服务

专业版可以对投放的营销材料及宣传内容（如预告片及新闻等）提供播放量排名及趋势分析。另外业内专业人士在专业版平台上注册并得到专业认证后，可免费享受行业信息服务。电影及电视剧项目发起人可以发布资讯，寻找合适人才、寻找拍摄基地等项目资源以及联合投资方、宣发方等项目合作伙伴。

不只是线上的数据能力，猫眼还具有强大的线下执行能力。猫眼拥有超过 300 人的线下地推团队覆盖了 95.2%的影院，超过 600 个城市的 8800 多家影院、2,000 多家现场演出机构。经历过光线的入股支持后，猫眼的地推团队可以完整的提供包括票务、排片、定价、宣传，广告促销等一系列服务。经过多年的发展，猫眼在线上线下整合联动方面取得了突出的成果，这是猫眼在宣发领域最独特的优势。

2016 年至 2018 年，猫眼主控发行及联合发行多部卖座影片，其中《羞羞的铁拳》和《捉妖记 2》票房突破 20 亿元，猫眼选片的精准背后离不开其独特的数据赋能+线下执行的模式。

表 3：公司 2016~2018 年发行的电影

片名	上映时间	角色	综合票房（亿元）
驴得水	2016 年 10 月	联合出品方 主发行方	1.72
我不是潘金莲	2016 年 11 月	主发行方	4.82

情圣	2016 年 12 月	联合出品方 主发行方	6.57
大闹天竺	2017 年 1 月	主发行方	7.56
志明救春娇	2017 年 4 月	联合出品方	1.75
羞羞的铁拳	2017 年 9 月	联合出品方 主发行方	22.13
天才枪手（泰国）	2017 年 9 月	协助发行	2.71
前任 3：再见前任	2017 年 12 月	联合出品方	19.41
神秘巨星（印度）	2018 年 1 月	协助发行	7.47
捉妖记 2	2018 年 2 月	联合出品方 主发行方	22.37
熊出没：变形记	2018 年 2 月	联合出品方	6.06
水形物语（美国）	2018 年 3 月	协助发行	1.05
后来的我们	2018 年 4 月	联合出品方 主发行方	13.61
我不是药神	2018 年 7 月	联合出品方	30.99
邪不压正	2018 年 9 月	联合出品方 主发行方	5.83
李茶的姑妈	2018 年 9 月	联合出品方 主发行方	6.02
来电狂想	2018 年 12 月	联合出品方 主发行方	6.4

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

3.2 出品及其他上游内容领域积极入股优秀同类公司

在拥有大数据能力的基础上，猫眼进一步的向上有内容领域拓展。合作形式为猫眼以股权形式对内容进行投资，之后对制作团队提供代表消费者的意见以指导创作。例如通过对猫眼用户中可能成为观众的部分用户的信息分析可以得出一些结论，帮助创作团队在角色选择上、拍摄方式方法上，以及剪辑的风格上做出对应的调整。这样就从电影的最开始做到了有针对性的高效的整合。

2019 年 3 月 13 日，猫眼娱乐与欢喜传媒宣布达成战略合作，猫眼将投入 3.9 亿港元（约合 3.327 亿元人民币），以每股 1.65 港元的价格认购欢喜传媒 2.36 亿股股份，占欢喜传媒已发行总股本的 8.11%。交易完成后，猫眼成为欢喜传媒的重要股东，猫眼娱乐和欢喜传媒双方宣布达成全面战略合作，双方在内容领域展开更多的合作。

此次入股猫眼将获得欢喜传媒旗下电影、电视剧、网剧项目优先投资权及独家宣发权。这对于猫眼的商业模式来说是一个从内容上游一直打通到院线和消费者的整合计划。在这样的框架下，双方将一起投资

优秀的电影内容，并且猫眼将会和欢喜传媒签约导演徐峥、宁浩、王家卫、张一白、陈可辛、贾樟柯、顾长卫等建立合作关系。

对于欢喜传媒来说，通过吸收猫眼的入股，可以扩大自己在发行领域的力量，双方整体通过猫眼的数据赋能实力，以合作剧本为基础进行尝试，将会探索出一条全新的，更高效的电影制作及上市的新流程。

图 27: 欢喜传媒合作导演

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

表 4：欢喜传媒出品的优质电影

影片	导演	票房
港囧	徐峥	16.13 亿元
绣春刀 II：修罗战场	宁浩	2.66 亿元
时间都去哪儿了	贾樟	854 万元
遇见你真好	顾长卫	5101.2 万
后来的我们	张一白	13.61 亿元
我不是药神	文牧野	31 亿元
江湖儿女	贾樟柯	6994.7 万元
疯狂的外星人	宁浩	21.01 亿元

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

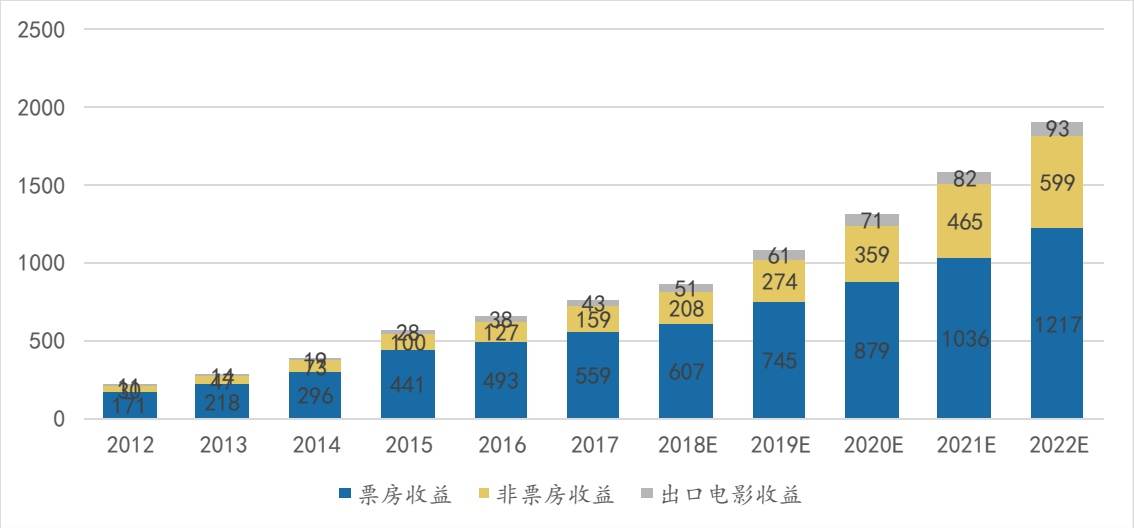
4. 公司战略清晰，发展动力十足，竞争优势明显

4.1 娱乐行业大趋势向好

电影市场

中国电影市场目前位居世界第二，根据艾瑞咨询的报告显示中国电影市场 2012 年至 2017 年复合增长率达到 29.2%，截止 2017 年市场规模达到 761 亿元。预计未来五年复合增长率在 20.2%，2020 年中国将超越美国成为世界最大的电影市场。

图 28:中国电影市场规模（单位：亿元）



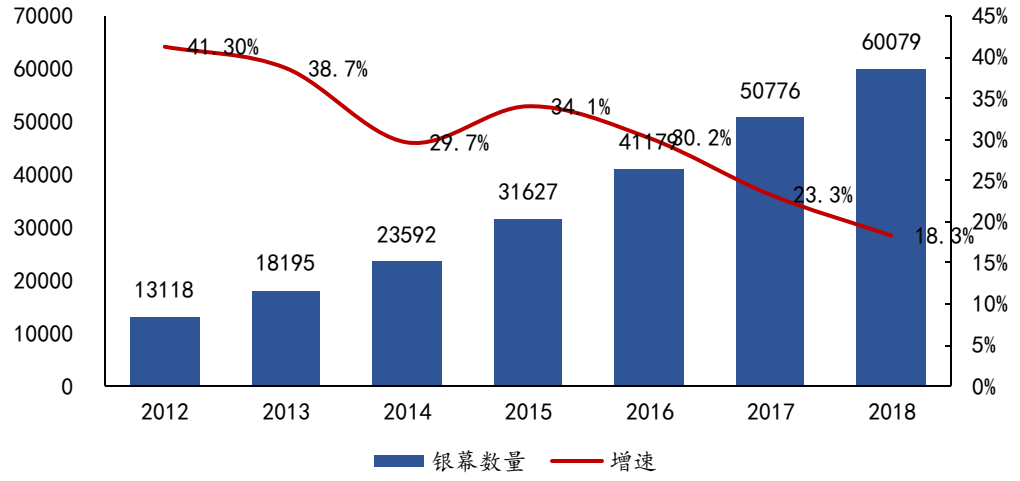
资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

中国电影市场的增长驱动力来源于以下几个方面：

1. 国产优质电影的增多。2017 年至 2018 年第三季度，中国市场累计票房最高的五部电影的票房总和中，国产电影占比分别为 80.9%及 84.2%，而 2015 年仅为 58.5%。2017 年由中国电影资料馆发布的中国电影观众满意度调查显示，过去三年，中国电影观众对于国产电影内容质量的满意度及认可度逐年提高。优质的国产电影可以直接刺激消费者。

2. 娱乐基础设施的发展。2010 年至 2014 年团购模式的兴起带动了电影院线的下沉，中国银幕数量持续高速增长，2018 年银幕数量突破 6 万块，位居世界第一。但是中国人口基数庞大，人均银幕数量依然不如美国，同时伴随着人均可支配收入的持续提升，人民消费力及消费水平逐渐提升，因此未来作为休闲娱乐消费的主流，电影市场依然具有较大的增长空间。

图 29: 中国银幕数量及增速（单位：块）



资料来源：中商产业研究院，东兴证券研究所

3 电影收入的多元化。根据艾瑞咨询报告中国电影市场非票房收益由 2012 年的 30 亿元增加至 2017 年的 159 亿元，并预期按照 30.3%的复合增长率到 2022 年将增加至人民 599 亿元，届时非票房收入占电影总收入的 31.4%。

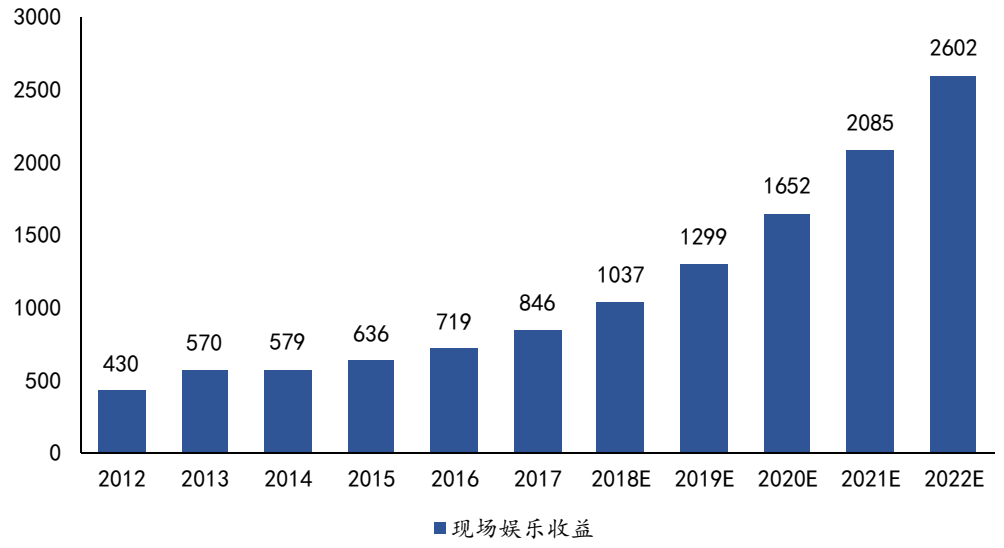
整体来看，在需求侧，中国电影市场还有较大增长空间，电影周边市场及衍生品等非票房市场方兴未艾。在供给侧，国产优质电影目前已经在票房上取得了优异的成果。此外，近期《哪吒》的票房口碑双丰收让我们看到，在其他多元题材的创作上，国产电影也还好很大的增量空间。因此我们认为，国内电影市场整体依然具有成长性，作为在线票务的猫眼依然可以享受到行业增长带来的红利。

其他娱乐形式

除电影外，其他娱乐形式比如现场娱乐，电视剧集、网剧、网络大电影及综艺节目近几年也迎来高速发展。

根据艾瑞咨询的报告，中国现场娱乐市场（包括演唱会、现场演出、展会及体育赛事）由 2012 年的 430 亿元增至 2017 年的 846 亿元，未来预计还将以 25.2%的复合增长率增长至 2022 年的 2,602 亿元。伴随着中国消费者人均可支配收入的提升，更多元化的娱乐休息消费需求将会得到进一步释放。相比于电影，在线娱乐参与感更强，现场氛围更剧烈，未来将会得到更多消费者的选择。

图 30：中国现场娱乐市场规模（单位：亿元）



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

4.2 新业务大有可期，猫爪模型战略布局精准

现场娱乐票务服务

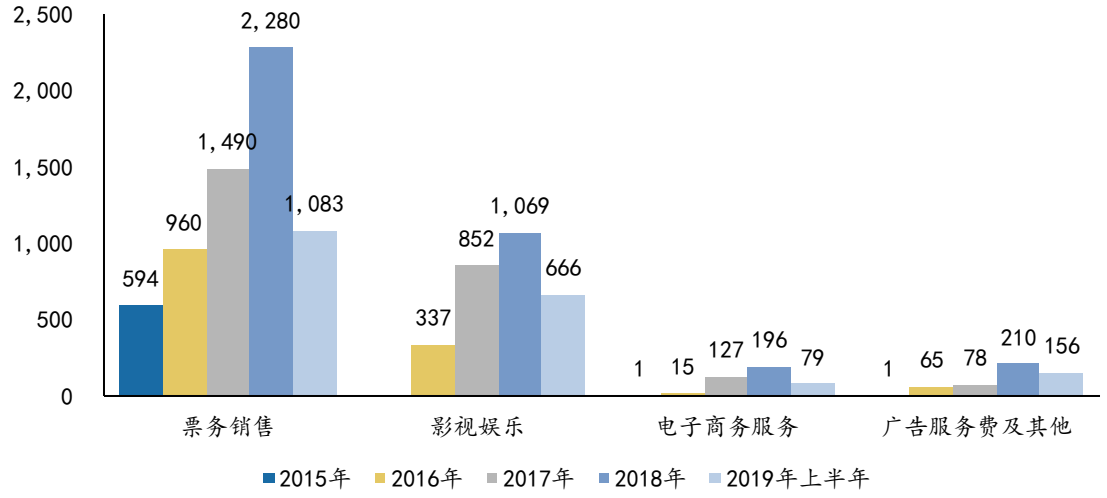
猫眼的自有平台同时为演唱会、现场演出、展览及体育赛事等现场娱乐提供票务服务。截至 2018 年第三季度，猫眼与中国超过 2,000 家业务合作伙伴（例如场馆运营方及现场娱乐主办方）合作开展了现场娱乐票务业务，交易额达到 7.7 亿元。根据艾瑞咨询报告，猫眼在现场娱乐在线票务服务行业排名第二，市场份额 11.3%。

猫眼还提供活动管理服务，为活动筹办过程提供支持，包括场馆座位规划及定价、线上购票及黄牛识别、门票防伪印刷、现场登记服务及安保服务，及部分情况下的退票换票服务。

娱乐电商服务

猫眼的娱乐电商服务包括在猫眼 APP 提供线上预订卖品、销售衍生商品及影院会员服务。截至 2017 年及 2018 年第三季度，猫眼的卖品预定总交易额分别为人民币 4.7 亿元及人民币 6.8 亿元。猫眼 APP 还提供了电影院联营的会员服务。截至 2018 年第三季度，已覆盖超过 7,000 家影院。

图 31: 公司各业务历年增长情况（单位：百万元）



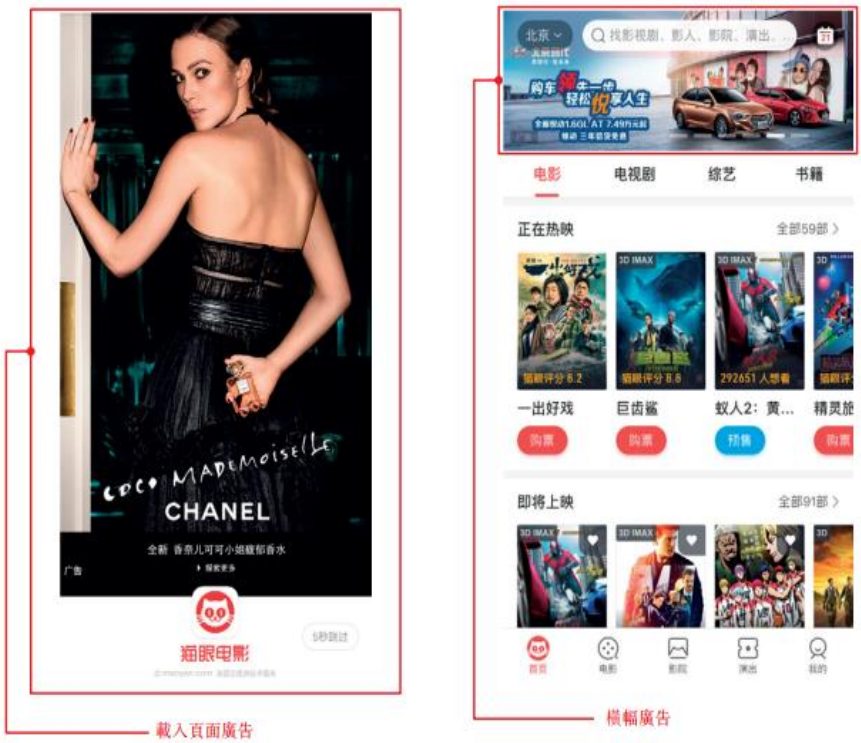
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

以往的第三方售票和影院自身的会员是有利益冲突的，但是猫眼在商业模式上做了重大创新，用平台化的战略将自身的角色转变为线上流量的提供者，为影院提供统一的流量导流平台，针对影院希望用户持续购买的动机，与影院推出联合会员服务。这样对于影院来说，成功的将会员体系变为线上化，互联网化，开源引流。对于猫眼来说，不仅维持了各大院线的良好关系，而且售票之余又从会员体系业务上多收了一层手续费，因此这是一个双赢的合作模式。

广告业务

猫眼从 15 年开始开展广告业务，截至 2018 年第三季度，猫眼拥有 52 名广告商。猫眼的广告资源包括启动应用程序时显示的载入页面、使用应用程序时弹出的推送信息以及 APP 界面中带有文本和图像的横幅。

图 32: 猫眼 APP 的载入页广告和横幅广告



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

在社会化媒体日渐成熟的趋势下，猫眼的广告位也进一步丰富，加入了微博官博及抖音官方号。此外，猫眼还提供娱乐内容中的植入式广告，以及其他多种线下营销资源及活动，比如电影院的线下点映会活动。

对于猫眼来说，目前的广告业务是一个流量变现的手段之一，但是当猫眼的各大业务板块逐渐发展成熟之后，猫眼从最上游的剧本创作、投资拍摄、出品、宣传发行一直到售票全链条全部打通拥有整体的整合能力之后，对于广告主而言是非常有吸引力的。因为相比于传统的植入广告和贴片广告，未来猫眼能提供的电影广告可选择的环节更多，定制化更强，覆盖的流程更全面，曝光时间也更长。另外，猫眼一直所做的是大数据赋能产业，所以对于广告主而言，未来的在猫眼的投放将是效率更高更经济的效果广告，而不是目前性价比较低的传统商业广告。因此我们看好未来猫眼的广告成长性。

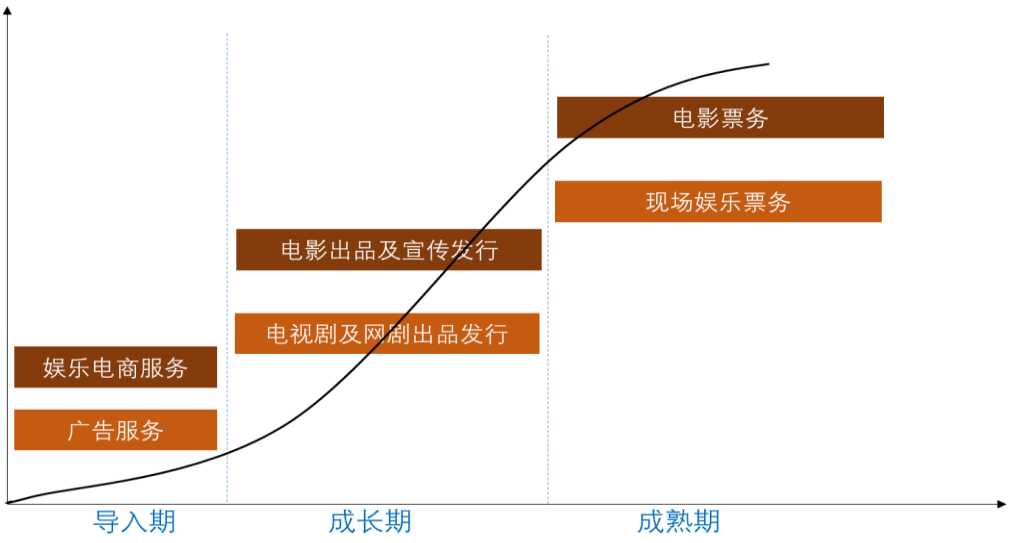
我们在这里按照业务的不同发展阶段将猫眼的几大业务板块做了排布，我们认为：

- 电影票务及现场娱乐票务业务已经发展到相对成熟的阶段，猫眼凭借其商业模式尤其是成功的资源组合和大数据赋能的能力目前分列市场第一和第二的份额。

- 电影及电视剧、网剧、综艺节目等内容的出品和宣传发行业务目前还处于成长期，我们认为猫眼在股东支持方面有着得天独厚的优势，并且作为一个互联网公司，其大数据实力将会帮助猫眼脱颖而出成为未来行业的领跑者。

- 娱乐电商业务和广告业务目前份额占比较小，还处于导入期。对于广告业务我们充分看好未来猫眼产业链延拓后的广告变现前景。我们认为未来的电影广告投入甚至是娱乐内容的广告投入，猫眼都将是市场上最具有吸引力的广告商。

图 33:公司各业务发展情况梳理



资料来源：东兴证券研究所

2019年7月9日,猫眼娱乐召开了“2019猫眼全文娱战略升级发布会”,正式发布了猫眼全文娱战略“猫爪模型”。模型将服务于现场娱乐、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 34: 猫眼的“猫爪模型”

资料来源：财经时报，东兴证券研究所

同时，猫眼娱乐宣布与腾讯正式启动“腾猫联盟”。双方将展开全方位的深入合作，打造电影行业的顶级宣发体系。腾讯表示旗下项目包括腾讯影业、腾讯视频、腾讯音乐、腾讯游戏、腾讯云，以及微信、QQ、支付、语音等全平台将全力支持猫眼娱乐的发展。

猫爪模型进一步将猫眼的战略路线清晰化，即产业链延拓和协同，通过科技实力赋能全产业链，促进产业提速增效，将文娱消费人群向多品类延展激发更大的市场。

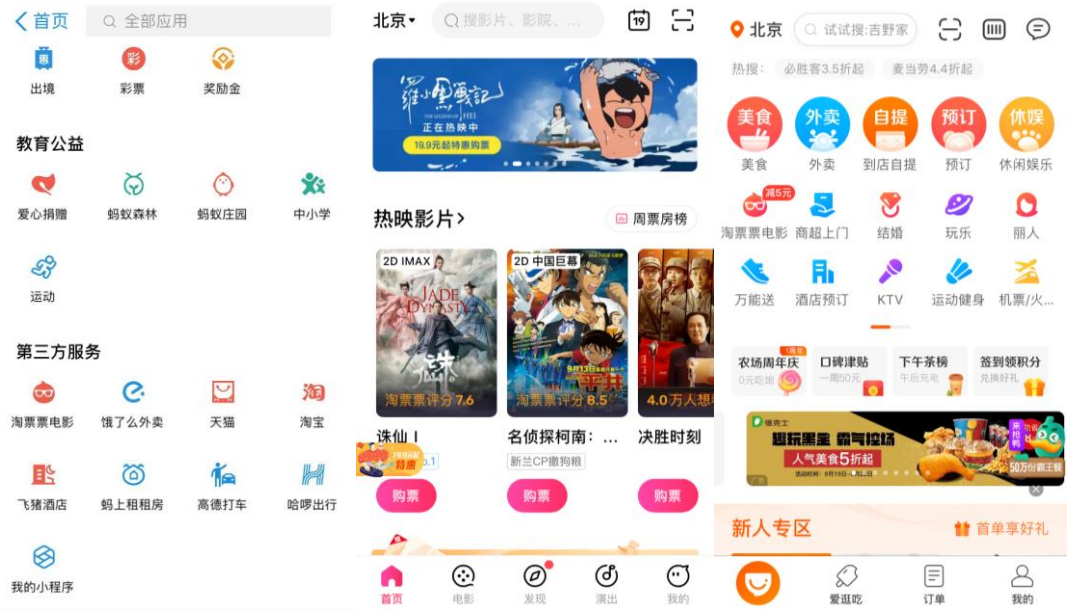
五大平台的战略地位各司其职，资金平台通过投资的手段支持内容布局，数据平台作为核心赋能全产业链，营销平台在初期辅助传播，后期可以成为商业化变现工具，产品平台是内容产生和流转的基础，票务平台作为最主要的业务模式串联院线资源，反哺内容的创作，同时还能打通其他娱乐产品，最大化利用猫眼的资源。

4.3 存量视角及增量视角分析猫眼均具备竞争优势

猫眼的主要竞争对手是阿里巴巴集团旗下的淘票票。淘票票前身是淘宝电影，在阿里影业独立之后全资收购了淘票票。淘票票在阿里大文娱战略中属于“看电影”板块，拥有阿里影业最直接的产业支持。另外，作为阿里系产品，淘票票在阿里系的产品，在阿里的产品矩阵中拥有同样的入口曝光，包括“淘宝”

“支付宝”“口碑”以及全资收购的“大麦网”。

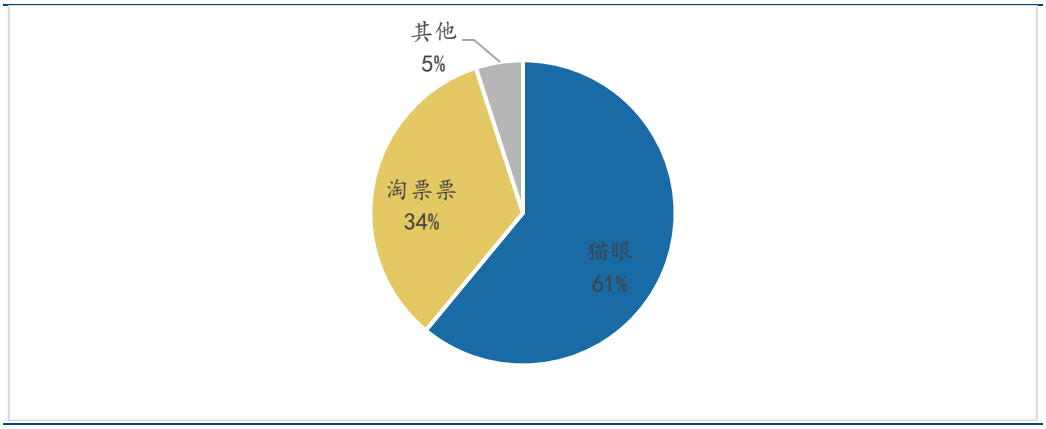
图 35: 淘票票 APP 及在支付宝和口碑 APP 的流量入口



资料来源：东兴证券研究所

截至 2018 年第三季度，猫眼与淘票票在票务市场份额为分别为 61.3%及 34.3%。市场呈现非常典型的双寡头格局。

图 36: 2018 年第三季度我国在线票务市场份额占比



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

与猫眼积极进行产业链延拓类似，淘票票及阿里影业也有内部协同机制。《战狼 2》以及《我不是药神》

均是阿里影业联合出品，淘票票联合发行的合作模式。

淘票票背后阿里文娱生态依然具有海量的用户数据，淘票票作为互联网产品也可根据数据进行分析形成洞察，从而科学的引导宣传和发行工作。

图 37: 阿里巴巴的大文娱版图布局

资料来源：黄宗彦《阿里全资收购大麦网，大文娱战略终于浮出水面》，东兴证券研究所

对比来看，猫眼与淘票票有诸多相似之处。

首先都拥有互联网巨头的流量入口支持，其次都拥有大数据的获取及分析能力，最后也都积极进行产业链延拓丰富业务范围。但是我们对两者进行分析还是可以得出猫眼相比淘票票的竞争优势。

从存量的视角来看：

猫眼市场份额接近淘票票的两倍，目前处于优势地位。我们判断以猫眼的市场份额优势能够持续。因为能够明显影响市场份额的因素主要包括三方面因素，分别是票补的力度，发行影片尤其是发行卖座影片的数量，以及用户黏性。三方面猫眼均具有比较优势。

票补力度来看：2018 年文化部与广电总局频频发布防范过度票补政策影响电影市场发展的规定，票补拉

动市场的野蛮生长阶段将逐步淡出市场。但是相应的，根据每一个用户的不同以及每一部影片的不同而提供更精细化的更差异化的票补手段将成为市场主流。这种差异化的，千人千面的票补手段不仅针对性更强，效果更好，更重要的是可以大幅节约成本，确保每一元票补都能补贴到对应的消费者。猫眼的大数据实力目前不仅可以做到上述的票补优惠效果，甚至提前几天把优惠券发给用户，在用户想买的时候，用户就会直接发现票价更便宜，进而极大的促进消费。这是猫眼在票补方面的竞争优势。

表 5：监管部门对票补现象的政策

发布时间	发布单位	政策内容
2018 年 10 月 1 日	网传文化部和电影局	一、停止一切线上票补，包括第三方和影院自有渠道，但不包含影院线下售票; 二、第三方线上售票手续费不高于 2 元(含票务系统)，院线/影投不得参与分配; 三、未获得公映许可证的影片将无法开展预售; 四、线上售票上对影院的结算周期从今年 10 月 1 日开始变成 8 日内结算，明年十一起要求即时结算。
2018 年 10 月 11 日	国务院办公厅	文化服务领域开展行政审批标准化试点。推进经营性文化事业单位转企改制、公益性文化事业单位改革和国有文化企业公司制股份制改造。制定实施深化电影院线制改革方案，推动“互联网+电影”业务创新，完善规范电影票网络销售及服务相关政策，促进点播影院业务规范发展。拓展数字影音、动漫游戏、网络文学等数字文化内容。

资料来源：公开信息整理、东兴证券研究所

发行的质量和数量方面：2018 年猫眼成为中国排名第一的主控发行方，从 2016 年开始涉足发行业务短短两年就位列市场第一，这充分说明了猫眼大数据发行+预售的模式的成功。而目前淘票票在发行领域和猫眼的策略一致，但是大数据发行的效果依靠业务积累的海量数据，这一点猫眼具有先发优势。凭借早期为院线预装 SaaS 系统及多次并购获得的大量用户消费数据，这构成了猫眼独特的数据壁垒。

用户黏性方面：如第一章及第二章所述，猫眼的团队来源于美团及腾讯，两家公司的业务强项在增值业务运营及会员体系，猫眼总裁顾思斌先生之前在腾讯就是负责腾讯的 QQ 会员业务的，因此猫眼很早就搭建了完善的会员等级，用户在猫眼消费的越多会员等级就会越高，票价折扣和日常福利及特权就越丰富，通过会员体系牢牢的锁定了猫眼已有的用户，保证了极强的黏性。

而从增量的视角来看：

截止 2018 年第三季度在线票务市场渗透率达 85.5%，在线票务覆盖的院线为电影市场贡献的票房占比达到 99.7%，在线票务功能的覆盖范围饱和。未来的增长空间将来源于新业务，包括几个方面：对于电影市场，在于产业上游的延伸长度和整合深度。对于现场娱乐市场在于如何通过互联网科技实力改变线下娱乐的信息不对称。对于广告业务在于整合出品发行的娱乐内容数量及精准化营销的数据运营能力。

产业链延拓方面：猫眼既有多方面的股东资源支持，同时自身在独立运营，这种经营模式保证了其能够相对开放的，中立的进行产业链上下游的投资和布局。比如入股欢喜传媒和耳东影业。总的来说猫眼与光线的关系是平等协同，光线作为传统的内容制作方拥有充沛的内容资源，而猫眼带有强大的科技实力并累计了大量的数据，双方近几年的合作充分说明了协同发展的力量。相比之下淘票票隶属于阿里影业，对于很多产业链上的资产运作会受到阿里影业整体的经营上的限制。阿里影业下的淘票票去运作投资并购交易，相比独立的猫眼就会存在诸多不便。

现场娱乐：现场娱乐票务领域是一个线下的场景，存在大量的信息不对称，交易不透明，甚至目前为止其线上化率只有 30%多。因此在线电影票务平台产品需要先进行数据积累和数据赋能。目前猫眼已经在积极布局线下，凭借其强大的线下地推团队与场馆运营方，艺人及经纪公司建立了合作关系。目前猫眼通过为消费者提供现场购票，为活动举办方预装客户管理系统（SaaS 系统）、提供现场门票识别及座位规划两方面来获取 B 端和 C 端的数据。在大数据赋能方面，也有了成功的案例，在 2019 年猫眼通过大数据分析协助王力宏及莫文蔚的演唱会进行场次规划，得到了主办方的充分认可。

广告业务：如上一小节所述，广告业务未来大有可为，竞争逻辑在于能够整合的电影的规模以及精准化营销的运营能力，这两方面猫眼都具有优势。对于第一个逻辑，凭借成功的大数据赋能宣发并向上游内容领域拓展的模式成为业内领先。对于第二个逻辑，猫眼在数据领域拥有先发优势，技术实力上拥有腾讯系+美团系的支持，我们看好猫眼未来在广告领域继续拔得头筹。

5. 盈利预测与估值

我们预计公司 2019 年-2021 年营业收入分别为 46.7 亿元、58.0 亿元和 70.8 亿元，增速分别为 24.4%、24.3%、22.0%。

对于在线娱乐票务服务业务，如第四章的分析，在线票务市场渗透率达 85.5%，功能的覆盖范围趋于饱和，增长将受电影市场整体带动。艾瑞咨询预计未来五年电影市场复合增长率在 20.2%。中国电影市场的增长驱动力来源于国产优质电影的增多，娱乐基础设施的发展以及电影收入的多样化。但是对于国产优质电影内容的增多而言，存在和出品宣传发行三个环节的合作关系，不能直接作为线性关系对应到票房上。衍生品等其他多样化收入不确定性较大，出于谨慎考虑暂时不作为增长驱动因素考虑。因此对于电影票务的增长，我们认为 12%的增速是合适的。

此外，在线娱乐票务收入还包括现场娱乐票务收入，大概占比在 1/3。艾瑞咨询预计中国现场娱乐市场（包括演唱会、现场演出、展会及体育赛事）未来将以 25.2%的复合增长率增长至 2022 年的 2,602 亿元，伴随着中国消费者人均可支配收入的提升，更多元化的娱乐休息消费需求将会得到进一步释放。但是在该领域猫眼出于市场第二的位置，大麦网的龙头效应会吸收走一部分增速的贡献，因此在此业务子版块我们认为 15%的增速是合适的。

因此，按照在线电影票务业务和现场娱乐票务业务的权重我们对增速进行加权平均，我们认为未来三年在线娱乐票务服务业务增速在 13%。

对于娱乐内容服务业务，该业务主要营收是由宣传费用贡献的，其包括片方的票补以及猫眼自身在宣发过程中获取的宣传收入。猫眼目前已经成为国内排名第一的电影主控发行方。利用数据的优势，猫眼以互联网宣发的角色参与到电影的宣传发行环节中，获得了市场的极大认可，并且猫眼入股欢喜传媒从上游进行了产业链的进一步延拓，未来多方资源整合，尤其是与光线整体的协作模式更清晰之后，猫眼将会更深入的通过数据赋能的方式提升盈利能力，该业务将是未来猫眼业务长足发展的澎湃动力。纵观2019 年全年 top10 的国产影片猫眼参与宣发的已占半壁江山。我们认为未来三年娱乐内容服务的增速为30%，20%，10%。

对于娱乐电商服务业务，我们认为卖品预定作为常规业务会维持稳定增长，而衍生品销售存在很大不确定性，不能给予过于乐观的预估，而会员卡的销售是我们看好的模式，这是一个对于猫眼和影院来说的双赢选择、但是在该业务领域，考虑到竞争对手淘票票也会积极布局该领域，因此我们也维持中性的态度，对未来三年给予 45%，30%，15%的增速预估。

对于广告业务，我们认为当猫眼的各大业务板块逐渐发展成熟之后，猫眼从最上游的剧本创作、投资拍摄、出品、宣传发行一直到售票全链条全部打通拥有整体的整合能力之后，对于广告主而言是非常有吸引力的。未来猫眼能提供的电影广告可选择的环节更多，定制化更强，覆盖的流程更全面，曝光时间也更长，未来的在猫眼的投放将是效率更高更经济的效果广告，而不是目前性价比较低的传统商业广告。因此我们高度看好未来猫眼的广告成长性。对未来三年分别给予 100%，100%，80%的增速预估。

表 6：猫眼娱乐的四大业务的营收预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**2,548.00**	**3,755.00**	**4,670.3**	**5,803.1**	**7,078.7**
增长率	*85.0%*	*47.4%*	*24.4%*	*24.3%*	*22.0%*
票务销售	1,490.00	2,280.20	2,576.6	2,911.6	3,290.1
增长率	*55.2%*	*53.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*
影视娱乐	852.30	1,068.60	1,389.2	1,667.0	1,833.7
增长率	*152.7%*	*25.4%*	*30.0%*	*20.0%*	*10.0%*
电子商务服务	127.20	195.80	283.9	383.3	440.8
增长率	*720.6%*	*53.9%*	*45.0%*	*35.0%*	*15.0%*
广告服务费及其他	78.40	210.30	420.6	841.2	1,514.2
增长率	*21.2%*	*168.2%*	*100.0%*	*100.0%*	*80.0%*

资料来源：东兴证券研究所

而对于成本端，主要包括营业成本和期间费用。

对于营业成本，主要包括票务系统成本、互联网基础设施成本、内容宣发成本、内容制作成本、无形资产摊销及固定资产折旧。猫眼在未来几年战略扩张速度加快，因此我们在接下来三年预估毛利率为 60%，58%，55%。

对于期间费用，就是财务报表中的营业开支，其包括两部分，销售及营销开支和一般行政开支，前者占绝大部分的比例。而销售及营销开支的绝大部分就是营销及推广开支（也就是票补）。按照我们第四章第三节关于票补的分析，我们认为简单粗暴的票补将逐步淡出市场。但是根据每一个用户的不同以及每一部影片的不同而提供更精细化的更差异化的票补手段将成为市场主流。这种差异化的，千人千面的票补手段可以大幅节约成本。因此我们对票补（也就是营销及推广开支），未来三年的增速给予-20%，5%，10%的预估。而对于一般行政开支则认为与业务同步增长即可。

表 7：猫眼娱乐的营业成本和营业开支预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**2,548.00**	**3,755.00**	4,670.3	5,803.1	7,078.7
营业成本	**806.00**	**1,398.70**	**1,868.1**	**2,437.3**	**3,185.4**
毛利率	68.4%	62.8%	*60.0%*	*58.0%*	*55.0%*
营业开支	**1,800.90**	**2,465.60**	2,120.7	2,255.5	2,481.1
增长率	*32.4%*	*36.9%*	*-14.0%*	*6.4%*	*10.0%*
-销售及营销开支	1,419.50	1,940.40	1,545.4	1,622.7	1,785.0
-营销及推广开支(票补)	1,289.60	1,738.60	1,390.9	1,460.4	1,606.5
增长率	*43.2%*	*34.8%*	*-20.0%*	*5.0%*	*10.0%*
-一般行政开支	381.30	523.00	575.3	632.8	696.1

资料来源：东兴证券研究所

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 5.68/9.26/11.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.5/0.82/1.04 元。当前股价对应 2019-2021 年 P/E 值分别为 26/16/12.6 倍。

6. 投资评级

公司是猫眼娱乐是中国提供创新互联网赋能娱乐服务的领先平台。公司商业模式清晰合理，股东资源丰富，团队运营能力一流。公司的价值体现在互联网基因团队的业务能力及管理能力，其能够将以上资源充分整合利用，并且制定优秀的战略并执行。未来数据赋能下的产业链延拓将大有可为。我们看好猫眼成功的商业模式及对未来行业趋势所做的战略布局，未来将有望取得更大的业绩增长。维持“强烈推荐”评级。

7. 风险提示

对于票补的相关监管政策调整；投资欢喜传媒后续整合管理风险；电影票务增速放缓的同时现场娱乐票务和娱乐内容服务业务增长不及预期导致整体公司业绩下滑。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	美国 SaaS 产业：行业发展巡视及整体分析	2019-05-22
公司	石基信息（002153.SZ）：信息消费龙头，云价值腾飞在即	2019-06-17
公司	复盘阿里十个关键节点，马云构造的阿里生态王国	2019-09-19

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造研究价值理念。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。