

# 龙头地位稳固，票补支出减少，2019年迎盈利拐点

——猫眼娱乐首次覆盖报告

首次覆盖报告

胡皓 (分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

姚轩杰 (分析师)

010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010001

## ● 公司是中国最大的在线电影票务平台，并拓展发行、电商、广告新业务。

目前，公司在线电影票务市场份额达到 61.3%，稳居市场第一。公司切入电影发行业务后迅速成为中国第一大国产电影发行商。公司 2018 年在线票务业务、娱乐内容服务、电子商务服务、广告服务及其他营业收入分别为 22.8 亿元、10.69 亿元、2.10 亿元、1.96 亿元，占比 61%、28%、6%、5%。公司票务销售收入占据主要地位，娱乐内容业务约占三成。这说明公司业务多元化取得明显成效。2012 年在线电影票务渗透率为 18.4%，2018 年 Q3 已经上升至 85.5%，增长迅速。

## ● 电影线上化率接近饱和，票务平台呈现双寡头格局，龙头公司话语权提升。

电影票务的线上化率已稳定在 85% 以上，并逐渐向 95% 水平靠拢。随着电影票务线上渗透率趋于饱和，在线票务平台行业粗放发展已成为过去。行业呈现出猫眼和淘票票双寡头格局。猫眼占有率达到约 60%；排名第二的淘票票市占率约为 34%。竞争环境逐渐稳定，两大平台的流量入口价值和话语权不断提升，未来其关注点会逐渐转移到盈利水平上来。

## ● 猫眼娱乐收入保持高增长，亏损大幅收窄，2019 年有望实现盈利拐点。

猫眼娱乐 2015-2018 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，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%。在减少票补支出的趋势下，我们预计其在 2019 年利润释放预期显著，正式迎接盈利拐点到来。

## ● 看好公司在线票务平台龙头地位及盈利空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

我们预测猫眼娱乐 2019-2021 年实现营收 45.54 亿元、53.86 亿元、61.80 亿元，同比增长 21.29%、18.27%、14.75%。实现年内盈利分别为 7.64 亿元、12.01 亿元、16.41 亿元，2019 年实现扭亏为盈，预计 2020-2021 年同比增长 57.28%、36.62%；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.68 元、1.07 元、1.46 元。首次覆盖给予“推荐”评级。

## ● 风险提示：行业竞争加剧；电影产业增速下滑；发行和投资不达预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,548	3,755	4,554	5,386	6,180
增长率(%)	85.02	47.34	21.29	18.27	14.75
净利润(百万元)	-75	-138	764	1,201	1,641
增长率(%)	-114.83	-283.51	453.37	57.28	36.62
毛利率(%)	68.37	62.74	63.00	63.20	63.50
净利率(%)	-2.95	-3.68	16.77	22.30	26.55
EPS(摊薄/元)	-0.07	-0.12	0.68	1.07	1.46
P/E(倍)	-185.37	-101.01	18.25	11.61	8.50

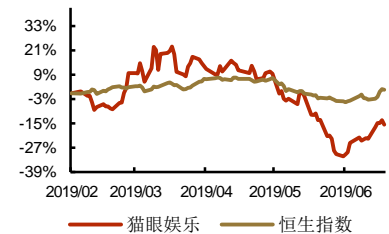
## 推荐 (首次评级)

### 市场数据

时间 2019.06.24

收盘价(元):	12.60
一年最低/最高(元):	18.32/9.88
总股本(亿股):	11.26
总市值(亿元):	142
流通股本(亿股):	11.26
流通市值(亿元):	142
近 3 月换手率:	18.48%

### 股价上市以来走势



### 收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.31	-20.06	NA
绝对	-4.40	-22.13	NA

### 相关报告

## 目 录

1、 公司是国内最大的在线票务平台 .....	4
1.1、 公司股东背景强大，管理层经验丰富 .....	4
2、 四大业务板块成型，在线票务和电影发行为核心 .....	5
2.1、 在线票务业务龙头地位稳固 .....	6
2.2、 娱乐内容服务业务已进入第一梯队 .....	7
2.3、 娱乐电商业务呈现快速增长趋势 .....	8
2.4、 娱乐广告业务空间广阔，增长迅速 .....	9
3、 公司营收持续高增长，业绩亏损大幅收窄 .....	9
3.1、 公司毛利率保持高位，规模经济凸显 .....	9
3.2、 销售费用有大幅下降空间 .....	10
3.3、 亏损幅度迅速收窄，调整后净利润转正 .....	11
3.4、 现金流有望持续好转 .....	12
4、 行业双寡头格局明显，流量变现多元化持续 .....	13
4.1、 中国在线票务市场格局呈相对稳定的双寡头态势 .....	13
4.2、 与腾讯、美团点评合作紧密，流量入口地位已相对稳固 .....	15
4.3、 国内发行市场竞争激烈，互联网发行商有望后来居上 .....	15
5、 公司投资看点：盈利见拐点，电影发行和电商广告业务潜力大 .....	17
6、 盈利预测及投资建议 .....	17
6.1、 盈利预测 .....	17
6.1.1、 营业收入预测 .....	17
6.1.2、 公司毛利率、费用及净利润预测 .....	19
6.2、 投资建议 .....	20
7、 风险提示 .....	20
附： 利润表摘要（百万元） .....	21

## 图表目录

图 1： 公司持股情况 .....	4
图 2： 公司 2015-2018 年各业务板块营收情况（亿元） .....	5
图 3： 公司 2015-2018 年各业务板块营收占比 .....	5
图 4： 2015-2018Q3 公司在线票务收入结构 .....	6
图 5： 公司在线电影票务业务总交易额（亿元） .....	6
图 6： 2015-2018 在线娱乐票务收入（亿元） .....	6
图 7： 2016-2018 公司娱乐内容服务收入（亿元） .....	8
图 8： 2015-2018 公司娱乐电商业务收入及增速 .....	8
图 9： 2016-2018 公司广告服务业务收入及增速 .....	9
图 10： 2015-2018 公司毛利率情况 .....	9
图 11： 公司各项营业成本占营收比重 .....	10
图 12： 2015-2018 公司销售及营销开支、用户激励占收入比 .....	10
图 13： 2015-2018 公司销售及营销开支、用户激励的费用情况（亿元） .....	11
图 14： 公司 2015-2018 营业收入及增长率 .....	11
图 15： 公司净利润，经调整利润以及调整净利润率（亿元） .....	12
图 16： 2015-2018 公司现金流情况 .....	12
图 17： 2015-2018 公司在手现金情况 .....	12
图 18： 中国娱乐市场规模 .....	13

图 19: 在线购票市场演化情况.....	13
图 20: 2015-2018Q3 猫眼电影在线交易总额及市场占有率.....	14
图 21: 中国现场娱乐市场规模.....	14
图 22: 2018Q1-Q3 猫眼各流量渠道运营贡献占比.....	15
图 23: TOP3 民营发行公司电影总票房（亿元）及占比.....	15
图 24: TOP5 民营发行公司电影总票房（亿元）及占比.....	15
图 25: 猫眼主出品、联合出品的电影部数及票房.....	16
表 1: 公司管理层简介.....	4
表 2: 公司四大业务板块.....	5
表 3: 2018 年主发行公司票房 TOP10 .....	7
表 4: 公司娱乐内容服务收入分类.....	7
表 5: 公司娱乐电商服务收费模式.....	8
表 6: 公司收入预测.....	18
表 7: 毛利及净利润预测（亿人民币）.....	20

## 1、公司是国内最大的在线票务平台

### 1.1、公司股东背景强大，管理层经验丰富

公司成立于 2012 年，目前是中国最大的在线电影票务平台，并向电影产业链上游延伸，已经成为中国第一大国产电影发行商。目前，公司在线电影票务市场份额达到 61.3%。公司还向其他娱乐票务市场拓展，目前已经成为中国第二大在线现场娱乐票务服务提供商，市场份额达到 11.3%。

公司于 2019 年 2 月 4 日在香港上市，发行价 12.99 元港币。公司股东背景强大，光线传媒、美团点评、腾讯、北京微影时代分别持股 41.86%、7.34%、13.96%、17.68%。公司结合了电影制作的龙头公司和互联网行业巨头的股东资源，在业务发展上有其他公司不可比拟的竞争优势。

图1：公司持股情况



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

**公司管理层行业经验丰富，业务能力强。**猫眼高级管理层团队由郑志昊（执行董事 CEO）、顾思斌（总裁）、康利（COO）和施康平（CFO）组成，全面负责集团的整体管理。团队成员曾任职于微软、腾讯、百度、美团等多家传媒互联网行业巨头，行业积累深厚、业务能力强且经验丰富。

表1：公司管理层简介

姓名	职务	工作经历
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。
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

姓名	职务	工作经历
		职腾讯、京东，担任优酷土豆首席产品官。
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 10 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）。
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。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 2、四大业务板块成型，在线票务和电影发行为核心

猫眼娱乐的四大业务板块分别为：在线票务、娱乐内容、娱乐电商、广告和其他。

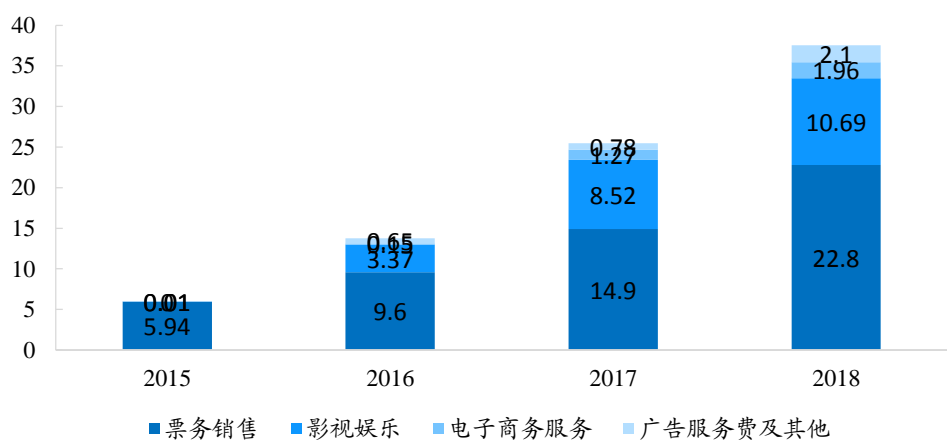
表2：公司四大业务板块

在线娱乐票务服务	娱乐内容服务	娱乐电商服务	广告服务
为电影和现场娱乐提供票务服务	娱乐内容宣发和相关服务 发行代理费 娱乐内容分成	销售卖品、衍生品及其他佣金服务	在猫眼及相关平台上为广告主提供广告营销服务

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

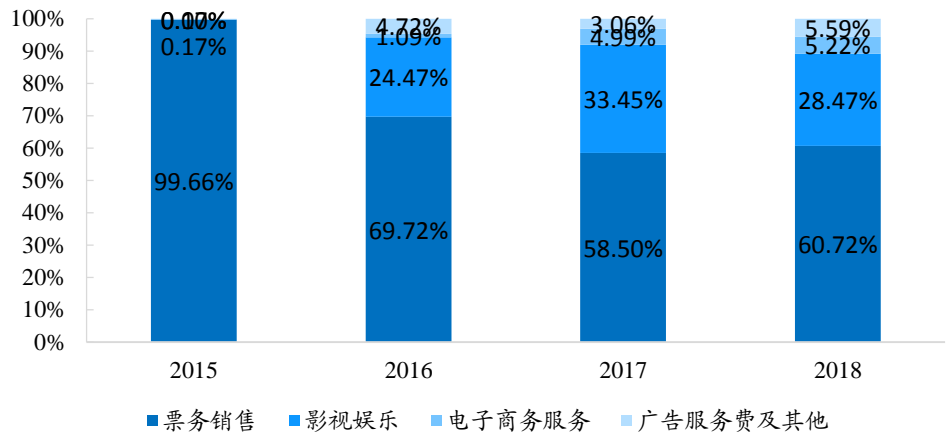
公司 2018 年在线票务业务、娱乐内容服务、电子商务服务、广告服务费及其他营业收入分别为 22.80 亿元、10.69 亿元、2.10 亿元、1.96 亿元，占比 61%、28%、6%、5%。公司票务销售收入占据主要地位，娱乐内容业务约占三成。这说明公司业务多元化取得明显成效，在线票务收入占比从 2015 年的 100% 下降到 2018 年的 61%，而以国产电影发行为核心的娱乐内容服务业务占比从 0 快速提升至 28%，未来有望继续提升。

图2：公司 2015-2018 年各业务板块营收情况（亿元）



资料来源：wind，新时代证券研究所

图3：公司 2015-2018 年各业务板块营收占比



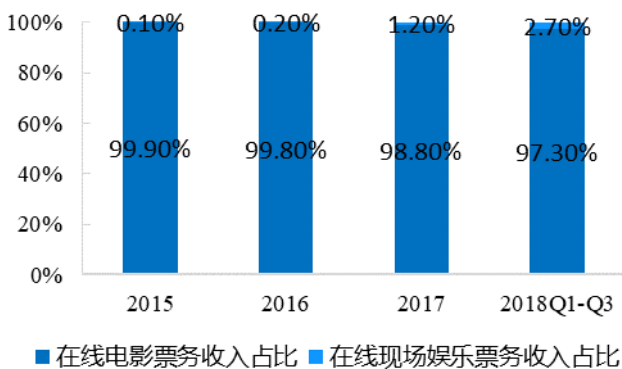
资料来源: wind, 新时代证券研究所

### 2.1、在线票务业务龙头地位稳固

根据公司招股说明书, 2012 年在线电影票务渗透率为 18.4%, 2018 年 Q3 已经上升至 85.5%, 增长迅速。目前, 中国 95.2% 的电影院通过猫眼在线销售电影票, 公司覆盖了全国票房的 99.7%, 龙头地位稳固。公司在线电影票务业务的盈利模式是收取服务费, 该服务费约占终端用户支付票价的 4%~8%。

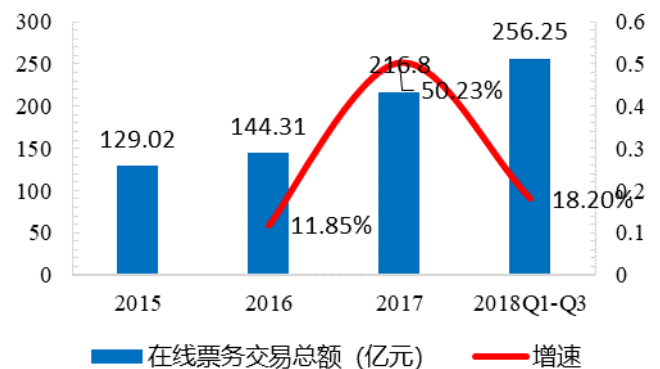
此外, 猫眼于自有平台为演唱会、现场演出、展览及体育赛事等现场娱乐提供票务服务, 通常按终端客户所支付票价的 3%-30% 收取佣金。但目前这部分占比仅 2.7%, 而公司起家的电影票务占比高达 97.3%。

图4: 2015-2018Q3 公司在线票务收入结构



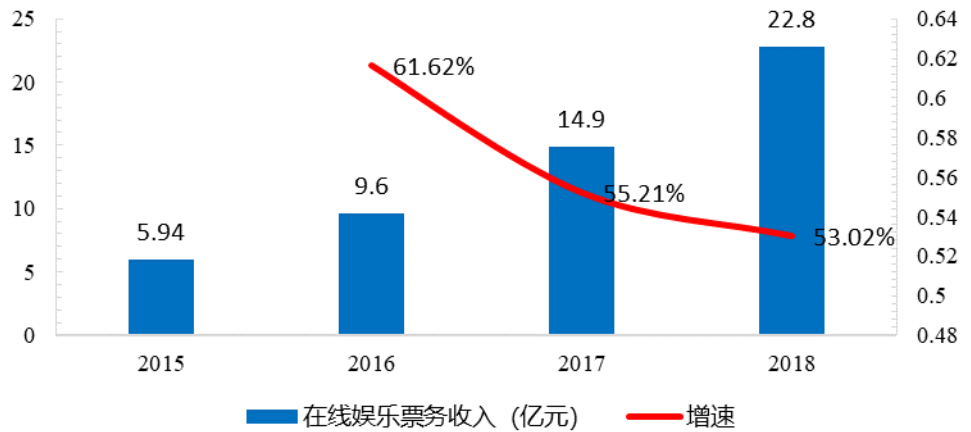
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图5: 公司在线电影票务业务总交易额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图6: 2015-2018 在线娱乐票务收入 (亿元)



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 2.2、娱乐内容服务业务已进入第一梯队

公司于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3.37亿元、8.52亿元、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%。公司的电影发行业务已经进入第一梯队，超过了不少传统电影发行公司的市场份额。

表3：2018年主发行公司票房TOP10

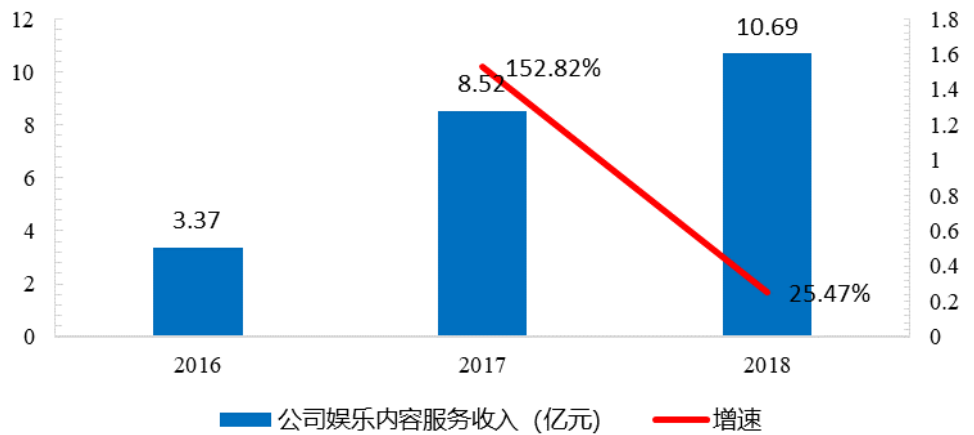
排名	民营发行公司 TOP10	2018 主要发行电影总票房 (亿元)	主要影片 数量	票房最高影片
1	猫眼微影	67.83	7	捉妖记2
2	博纳影业	51.19	6	红海行动
3	五洲电影	45.21	9	唐人街探案2
4	北京文化	39.56	5	我不是药神
5	光线传媒	38.76	8	一出好戏
6	新丽传媒	31.87	2	西虹市首富
7	阿里影业	25.47	1	西虹市首富
8	影联传媒	14.85	12	无间东西
9	华策影视	11.29	4	反贪风暴3
10	三月谷雨	11.29	4	巨齿鲨

资料来源：猫眼专业版，新时代证券研究所

表4：公司娱乐内容服务收入分类

宣传	发行	投资和制作
主要负责整体宣发策略，进行发行工作及监督服务等，公司作为定制电影的发行方或者宣传平台，从电影制作公司收取费用	2016年开始担任电影主控发行方，截至2018年9月中国综合票房计已成为中国最大的国产电影主控发行方	公司提供电影制作服务，电影投资公司享有电影的利益分成，按总额或净额基准确定收入和成本
宣传费用包括：1)票房投资票补；2)电影制作公司委聘作为发行方的宣传费用	发行费率：1)担任电影主控发行方时收取发行费率约5%-12%；2)担任联合发行方时收取发行费约1%-2%（注：发行费=净票房*（1-5%-3.3%）*43%*发行费率）	2016、2017及2018前三季度，猫眼担任联合出品方参与制作的电影分别为4部、11部、16部，分别有3部、6部及8部亏损电影制作项目

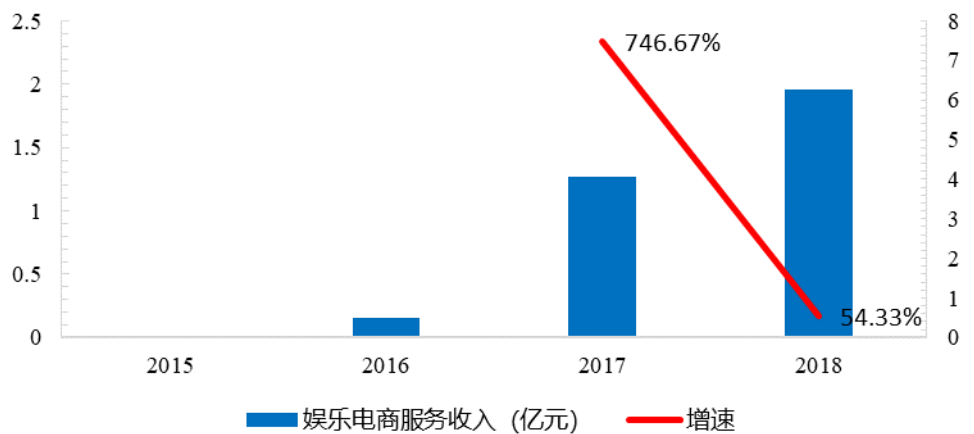
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**图7： 2016-2018 公司娱乐内容服务收入（亿元）**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 2.3、娱乐电商业务呈现快速增长趋势

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。在娱乐电商服务业务板块，公司 2017、2018 年分别实现收入 1.27 亿元、1.96 亿元，同比增长 722.4%、54.1%，年均复合增速 261.48%。

**图8： 2015-2018 公司娱乐电商业务收入及增速**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**表5： 公司娱乐电商服务收费模式**

娱乐电商服务内容	服务形式	佣金抽成比例
卖品预定	通过票务系统连接影院，观众在购票同时可以预定影院内爆米花、汽水等小食并凭借兑换码到前台兑换	卖品交易的 7%-10%抽取佣金费用
会员服务	在平台上提供与电影院联营的会员服务，可以通过购买会员服务享受电影折扣以及更方便的退换票服务	公司按影院发起会员交易价值的 3%-20%收取佣金费用
电影衍生品销售	根据最新电影的市场热点以及消费者偏好，在获得相关	公司通常按照衍生品交



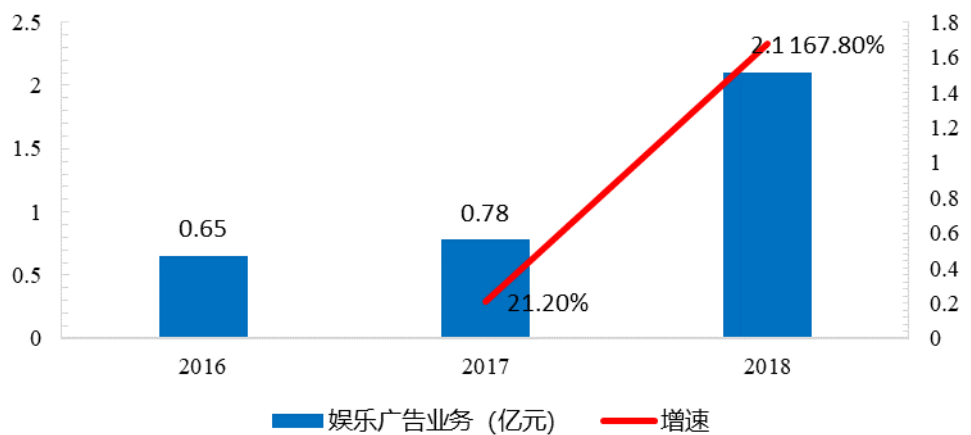
娱乐电商服务内容	服务形式	佣金抽成比例
售	IP 持有人授权的情况下向消费者推荐电子产品、玩具、家居用品等电影衍生品	易价值的 10%-30%收取佣金费用

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 2.4、娱乐广告业务空间广阔，增长迅速

公司向娱乐行业及其他行业（如汽车、电子及消费产品）的广告客户提供广告服务。公司广告客户从 2015 年的 2 名增加至 2018 年第三季度的 52 名。公司 2017、2018 年广告业务分别实现收入 0.78 亿元、2.10 亿元，同比增长 21.2%、167.8%，年均复合增速 79.74%。

图9： 2016-2018 公司广告服务业务收入及增速



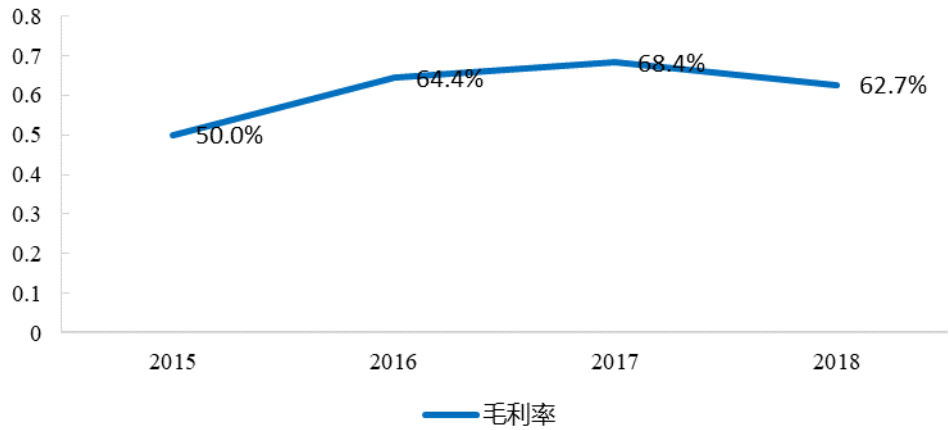
资料来源：wind，新时代证券研究所

## 3、公司营收持续高增长，业绩亏损大幅收窄

### 3.1、公司毛利率保持高位，规模经济凸显

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，北京微影时代并表前后并无显著变化。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是关键。

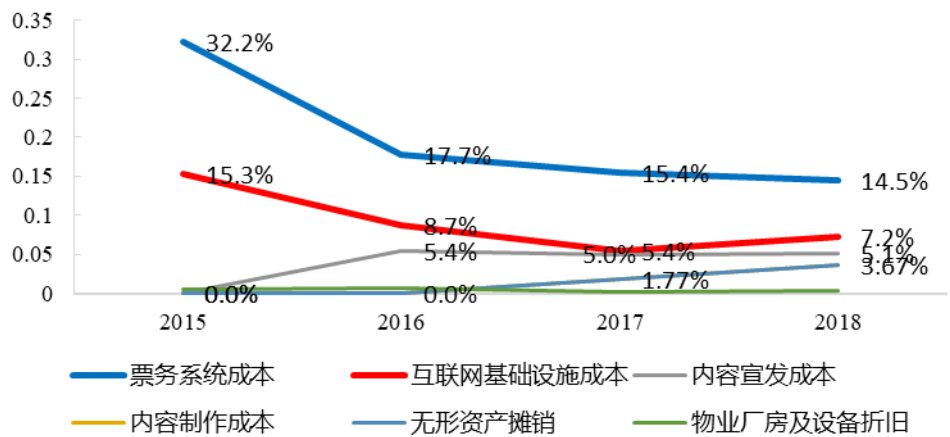
图10： 2015-2018 公司毛利率情况



资料来源: wind, 新时代证券研究所

从成本结构看,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%。2015~2018年两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。

图11: 公司各项营业成本占营收比重

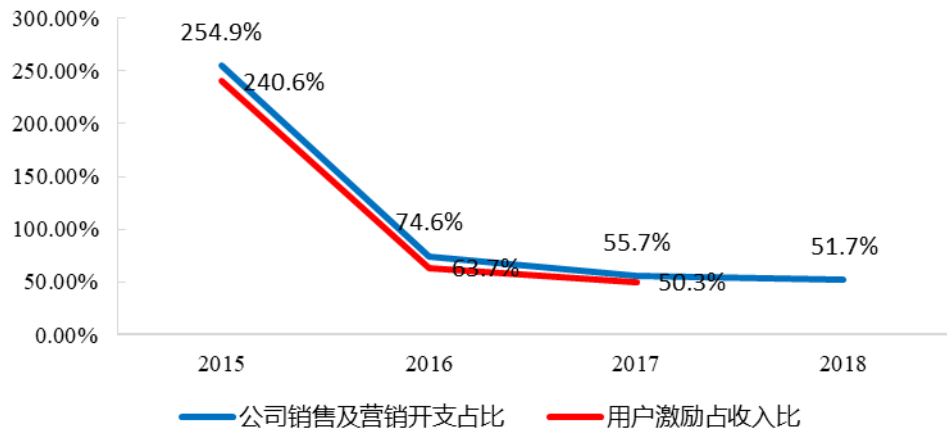


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

### 3.2、销售费用有大幅下降空间

公司2015-2018年归母净利润(年内亏损的负值)分别为-13.0亿元、-5.1亿元、-0.8亿元、-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-12.7亿元、-3.0亿元,2017年首次扭负为正,达到1.2亿元。2018年经调整溢利净额为0.9亿元。

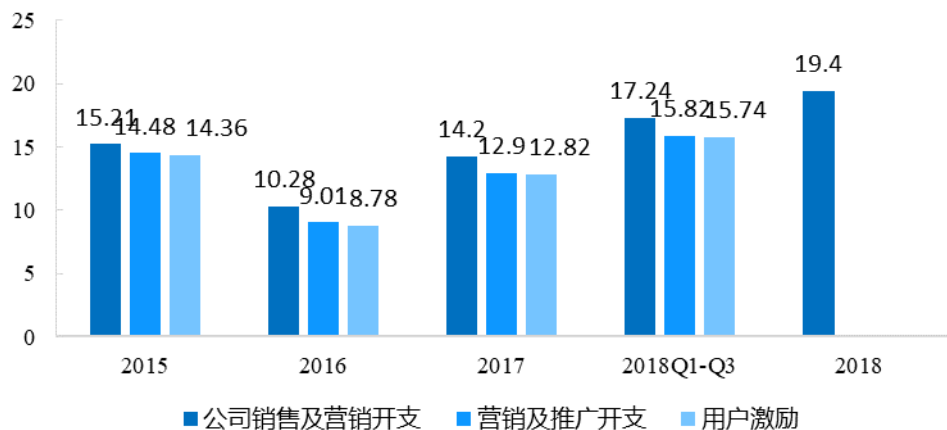
图12: 2015-2018公司销售及营销开支、用户激励占收入比



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

猫眼在销售及营销开支上投入巨大，2015年猫眼的销售及营销开支占收入比达到254.9%，2016、2017、2018年销售及营销开支占比仍处于高位，分别达到74.6%、55.7%、51.7%。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、2018Q3分别达到241.8%、67.2%、50.2%、63.8%。

图13： 2015-2018 公司销售及营销开支、用户激励的费用情况（亿元）



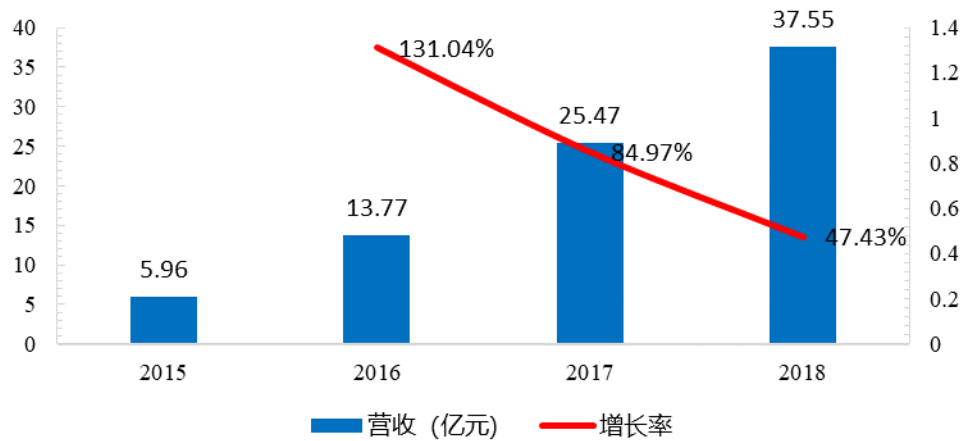
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 3.3、亏损幅度迅速收窄，调整后净利润转正

猫眼娱乐 2015-2018 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，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%。

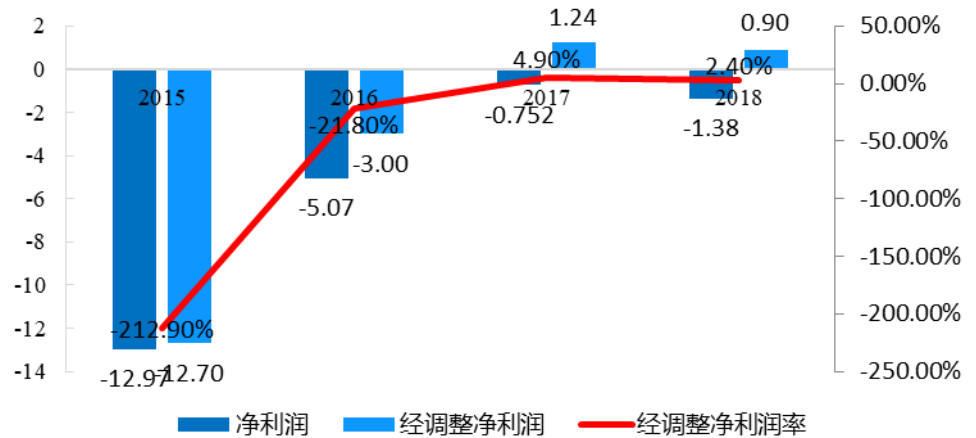
根据公司年报数据，2017 年、2018 年若加回股份为基础的报酬、金融负债公允价值调整亏损和上市开支后，2017 年起公司的经调整后的净利润已经转正，2017 年、2018 年经调整的净利润分别为 1.24 亿元和 0.9 亿元；经调整的净利润率分别为 4.9% 和 2.4%。

图14： 公司 2015-2018 营业收入及增长率



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图15: 公司净利润, 经调整利润以及调整净利润率 (亿元)



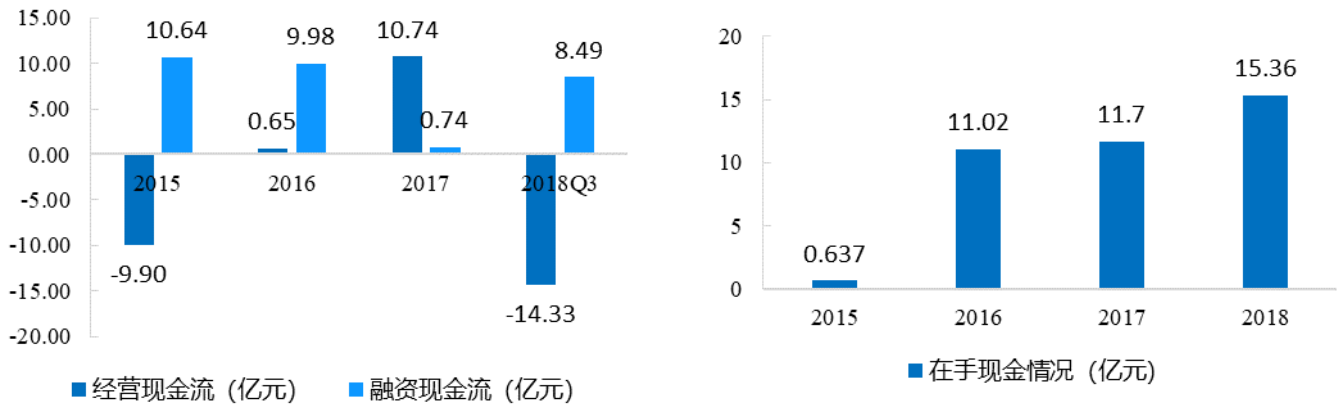
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

### 3.4、现金流有望持续好转

现金流方面, 2015-2017 年公司经营性现金流大幅提高, 由 2015 年的-9.9 亿元上升至 2017 年 10.74 亿元, 但 2018 年前三季度, 公司经营性现金流同比出现较大幅度下降, 为-14.33 亿元, 主要由于公司在线娱乐票务及娱乐电商服务押金、内容制作预付款项等预付款项显著增加。截至 2018 年末, 公司账上现金约 15.36 亿元, 现金储备充足。

图16: 2015-2018 公司现金流情况

图17: 2015-2018 公司在手现金情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

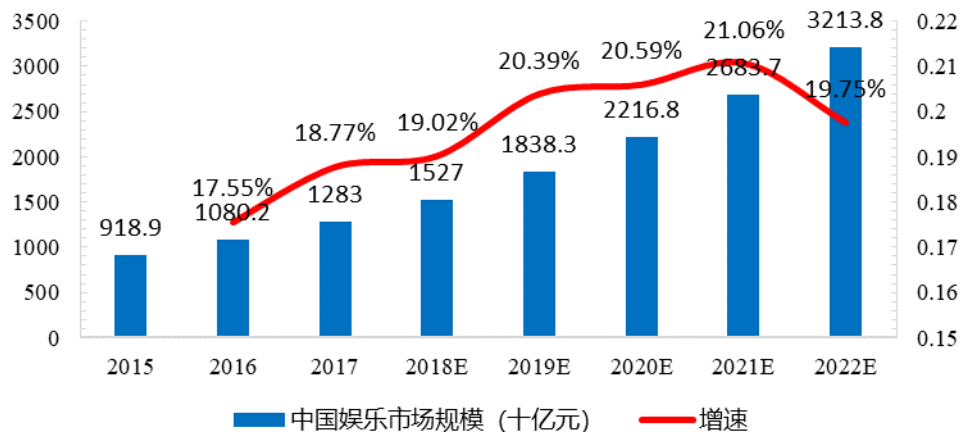
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 4、行业双寡头格局明显，流量变现多元化持续

### 4.1、中国在线票务市场格局呈相对稳定的双寡头态势

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12830亿元，已经成为全球第二大娱乐市场，预计到2022年将达到32138亿元，年均复合增速超20%。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%。

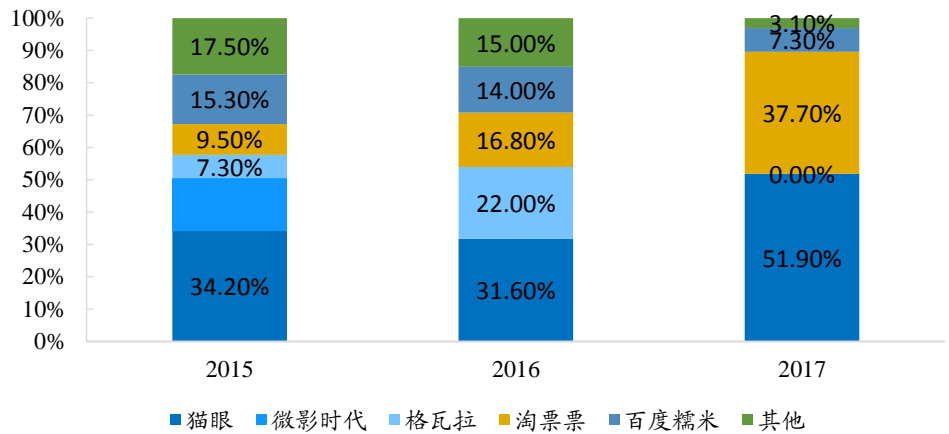
图18：中国娱乐市场规模



资料来源：艾瑞咨询测算，新时代证券研究所

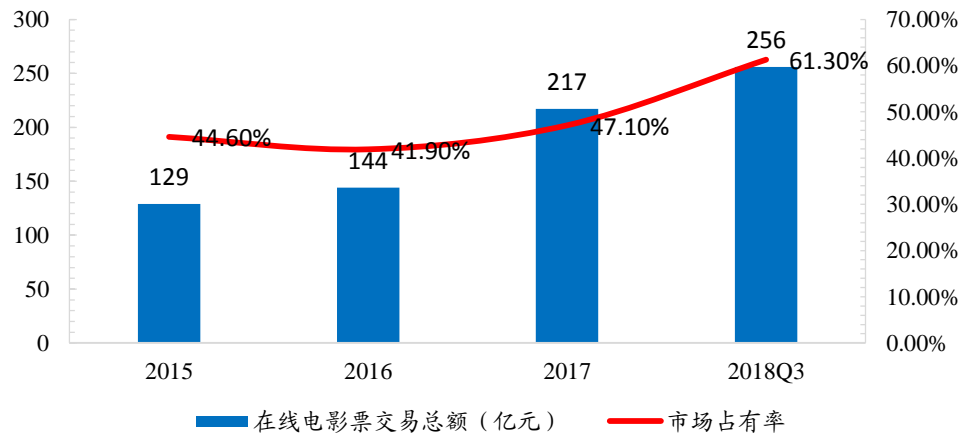
从线上购票业务来看，随着平台间的并购整合，呈现出猫眼和淘票票双寡头格局。根据猫眼专业版统计的出票量数据，猫眼平台在在线电影票务市场的占有率达到约60%（按出票量统计）。根据艾瑞数据，猫眼在在线电影票务市场的市占率（按交易规模统计）已经由2015年的44.6%提高至2017年的47.1%，2018年前三季度市占率进一步提升至61.3%；排名第二的在线电影票务平台为淘票票，2018年前三季度市占率约为34.3%。两家平台的市场占有份额基本稳定，竞争环境逐渐稳定，票补支出不再成为抢占市场的主要手段。

图19：在线购票市场演化情况



资料来源：易观，新时代证券研究所

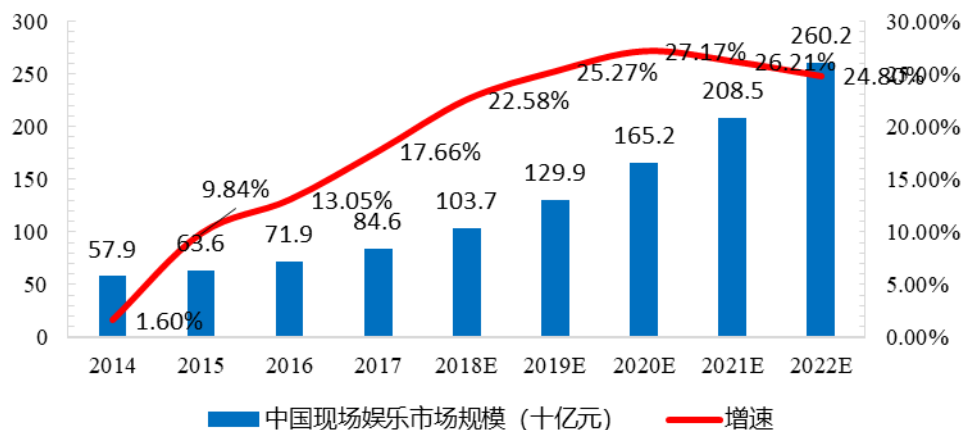
图20: 2015-2018Q3 猫眼电影在线交易总额及市场占有率



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

在线现场票务行业处于迅速，公司市场份额行业排名第二。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2602亿元，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，2018Q3进一步增至7.74亿元，占领市场份额11.3%，行业排名第二。

图21: 中国现场娱乐市场规模



资料来源：艾瑞咨询测算，新时代证券研究所

## 4.2、与腾讯、美团点评合作紧密，流量入口地位已相对稳固

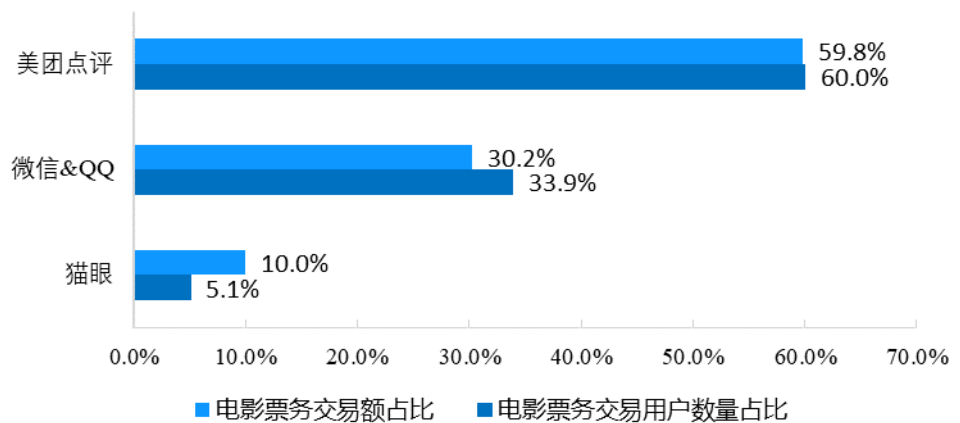
腾讯与美团点评作为全国领先的互联网平台，同时也作为公司大股东，与猫眼建立了紧密的战略合作关系：

1) 腾讯：猫眼与腾讯在 2017 年 9 月达成了战略合作伙伴关系，通过腾讯社交网络平台独家娱乐票务渠道，进入猫眼购票界面。猫眼也与腾讯影业、企鹅影业、腾讯视频以及其他腾讯平台合作，在线上电影票务、娱乐票务、宣发以及内容制作等方面具有得天独厚的优势。

2) 美团点评：美团点评与猫眼在 2016 年 5 月达成了五年期的战略合作伙伴关系，并将其延期至 2022 年 9 月。猫眼是美团和大众点评 App 上唯一的娱乐票务服务提供伙伴。合作后猫眼满足了用户的电影娱乐需求，拓宽了自己的流量渠道，同时也丰富了美团点评的产品内容，提升了用户粘性，实现双赢。

腾讯和美团目前与猫眼已经建立了紧密的合作关系，双方利益绑定，互惠互利——一方面，猫眼的流量入口中，腾讯、美团点评分别贡献交易额的 30.2% 和 59.8%，另一方面，猫眼也丰富了腾讯、美团点评平台的网络服务内容，增强其用户粘性。

图22： 2018Q1-Q3 猫眼各流量渠道运营贡献占比



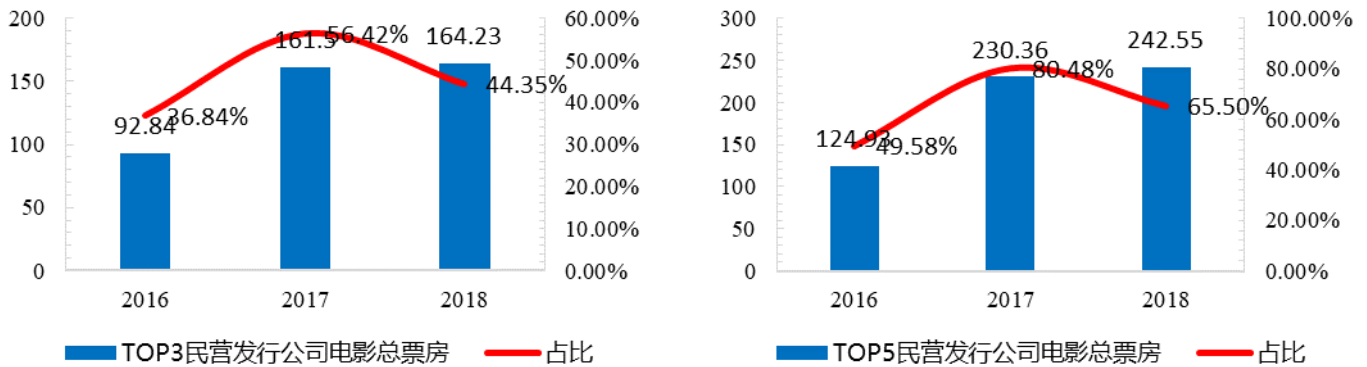
资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

## 4.3、国内发行市场竞争激烈，互联网发行商有望后来居上

国产电影发行市场竞争激烈，行业仍处于未稳定状态。由于国内电影发行公司众多并且依托于不同的资源优势，目前格局仍未定型。有博纳影业等基于线下院线优势的终端发行公司，光线传媒等以优质内容为主要竞争力的传统发行公司，还有猫眼电影等新兴的互联网发行公司，竞争态势日趋激烈。2017 年 CR3 一度上升至 56.42%，主要是由于《战狼 2》推高了集中度，2018 年由于电影行业整体弱势，爆款不多，下降到 44.35%，对比美国 CR3 市占率超 60% 存在提升空间。

图23： TOP3 民营发行公司电影总票房（亿元）及占比

图24： TOP5 民营发行公司电影总票房（亿元）及占比

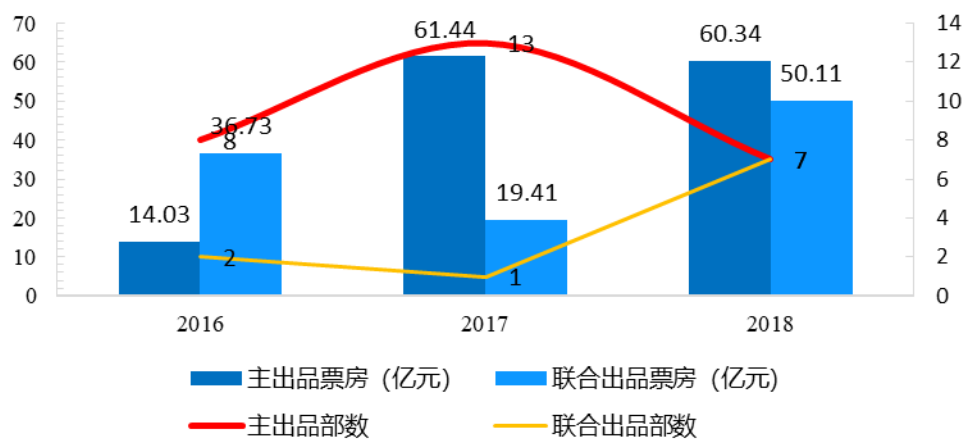


资料来源：猫眼专业版，新时代证券研究所

资料来源：猫眼专业版，新时代证券研究所

公司在线票务业务天花板较低，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。猫眼以 390.56 万港元认购欢喜传媒新发行 2.37 亿股股份，占扩大后欢喜传媒已发行股份总数约 7.50%，认购价较认购协议当日欢喜传媒收盘价 1.560 港元溢价约 5.81%。欢喜传媒由董平、宁浩、徐峥和项绍琨先生于 2015 年联合创办，之后陆续加入了多位业界优秀导演如贾樟柯、文隽、王小帅等。猫眼将和欢喜传媒联合投资电影、电视剧、网剧项目；猫眼将在其网站及应用程序中为欢喜传媒的新媒体视频内容及服务提供服务入口，并将利用其互联网资源及技术促进及协助欢喜传媒新视频的运作、扩展。

图25：猫眼主出品、联合出品的电影部数及票房



资料来源：猫眼专业版，新时代证券研究所

**未来中国互联网电影发行商迎上整合机遇，有望后来居上。** 1) 中国电影市场目前并没有产生统治地位的电影制片公司，龙头体量也远小于美国巨头，所以出现了不同资源优势的发行商并存的竞争格局，未来随着行业走向成熟，整合过程中互联网企业有望借助资金优势和数据优势完成超越；2) 以猫眼为代表的互联网平台逐渐发展出了成熟的互联网发行模式，平台优势日趋明显。互联网巨头结合网络宣发可以整合“制片+发行”两大模块，从目前较为分散的体量中迅速获取市场份额，整合市场。



## 5、公司投资看点：盈利见拐点，电影发行和电商广告业务潜力大

### (1) 行业格局稳定，票补减少，盈利见拐点

电影票务的线上化率已稳定在 80% 以上，并逐渐向 90% 水平靠拢。随着电影票务线上渗透率趋于饱和，在线票务平台大规模获取新用户的粗放阶段已成为过去。目前，市场上呈现双寡头格局，猫眼和淘票票成为最大玩家。猫眼市占率 61%，淘票票市占率 34%，其他为影院 APP 和线下渠道。

在此情境下，猫眼娱乐和淘票票两家票务平台会更加关注平台的盈利水平，逐渐减少平台票补投入。猫眼娱乐 2018 年基本实现盈亏平衡，在减少票补支出的情况下，我们预计其在 2019 年利润释放预期显著，正式迎接盈利拐点到来。

2018 年公司的票补约 13 亿元，预计 2019 年降至 9 亿（一季度票补规模在 2 亿左右，一季度票补一般占全年的 50%），减少 4 亿左右，因此单就在线票务可以实现扭亏为盈。

### (2) 娱乐内容服务和电商广告业务潜力较大

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。在长期来看，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，也是利润新的增长点。

此外，电商和广告业务基数低，基于猫眼平台的流量变现，这两项业务增长速度快，目前仍处在快速成长期，且业务毛利高，这两部分业务将继续贡献利润增长点。

## 6、盈利预测及投资建议

### 6.1、盈利预测

#### 6.1.1、营业收入预测

公司有在线票务、娱乐内容服务、娱乐电商服务和广告服务四大业务，我们分别测算其收入情况。

#### 在线票务：

测算在线电影票务增长核心就是服务费的增长。服务费的计算公式如下：

$$\text{服务费} = (\text{电影市场总票房} \times \text{线上化率} \times \text{市占率}) \times \text{服务费率}$$

根据上述公式，我们逐一选定假设条件来测算服务费收入：

(1) 电影市场票房 2018 年增长 9%，2019-2021 年预计增速均为 8%；

(2) 电影购票线上化率 2018 年已经达到 87%，2019 年前 5 月接近 90%，继续提高线上化率空间有限，我们预计未来 2-3 年该比例缓慢提升至 92% 左右；

(3) 猫眼的市占率目前达到 60%，预计未来 2-3 年持续稳定在 60% 左右；

(4) 根据 2018 年全国电影票房及服务费率情况可知，服务费率 2018 年达到 7%，2019 前 5 月升至 7.54%，票务平台话语权增强，我们预计未来 2-3 年有望达到 8% 左右。

据此，未来 3 年，我们取全国总票房增长 8%，线上化率 90%-92%，猫眼市占率 60%，服务费率为 7.7%、8%、8.2%，测算得出 2019-2021 年猫眼在线电影票务业务增长 18.8%、14.7%、10.7%。

公司还有一块在线现场娱乐票务服务业务，在在线票务总业务里占比不足 3%，但近年来增长明显。在线现场娱乐票务基数低，2018 年收入 0.6 亿，增长 262%。猫眼市占率第二，未来 3 年我们预计仍可以保持 100%、60%、40% 的增速。

#### 娱乐内容服务：

公司娱乐内容服务收入分为宣传收入、发行收入和投资出品收入。

(1) 宣传收入主要来自于片方对用户的票补。2018 年宣传收入 6.95 亿元，同比增长降至 3.86%。未来 3 年，我们预计片方的票补会持续维持低位，2019-2021 年公司宣传收入增幅在 2%、3%、2%；

(2) 发行收入会随着公司发行电影数量的增长而增长。发行收入 2018 年为 1.6 亿元，同比增长 67%，未来 3 年公司发行电影数量预计由 6 部向 12 部以上迈进，发行收入会持续增长，我们预计 2019-2021 年分别增长 50%、40%、30%；

(3) 影视投资收入，具有不确定性。按照数量增多成功概率增大的逻辑，公司未来投资盈利会增多。但近两三年行业处在调整期，投资业务会比较谨慎，我们预计 2019、2020、2021 年增速分别为 10%、15%、10%；

#### 娱乐电商服务：

娱乐电商服务业务 2017、2018 年收入占比分别为 5.0% 和 5.2%，基数较小。娱乐电商与线上购票服务具有连贯性，该业务线上化比例还处在较大提升阶段，我们预计 2019、2020、2021 年该业务增速 40%、30%、30%。

#### 广告服务：

广告业务 2017、2018 年收入占比分别为 3.1% 和 5.6%。该业务收入基数低，随着广告主数量增加以及线上、线下广告资源综合开发，广告业务将快速增长。我们预计 2019、2020、2021 年增速分别为 60%、40%、30%。

表6：公司收入预测

(亿元人民币)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>在线票务服务</b>						
在线电影票务	9.581	14.727	22.175	26.344	30.216	33.450
占比	99.79%	98.84%	97.25%	95.46%	93.77%	92.25%
YOY	61.32%	53.71%	50.57%	18.80%	14.70%	10.70%
在线现场娱乐票务	0.02	0.173	0.627	1.254	2.007	2.809
占比	0.21%	1.16%	2.75%	4.54%	6.23%	7.75%

(亿元人民币)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
YOY	233.33%	765.00%	262.46%	100.00%	60%	40%
合计	9.601	14.9	22.802	27.598	32.223	36.259
YOY	61.50%	55.19%	53.03%	21.03%	16.76%	12.52%
<b>娱乐内容</b>						
<b>服务</b>						
宣传收入	3.083	6.688	6.9459	7.085	7.297	7.443
占比	91.40%	78.46%	65%	59.84%	54.59%	50.32%
YOY		116.93%	3.86%	2.00%	3.00%	2%
发行收入	0.278	0.958	1.6029	2.404	3.366	4.376
占比	8.24%	11.24%	15%	20.31%	25.18%	29.58%
YOY		244.60%	67.32%	50.00%	40.00%	30%
出品投资 收入	0.012	0.878	2.1372	2.351	2.704	2.974
占比	0.36%	10.30%	20%	19.86%	20.23%	20.10%
YOY		7216.67%	143.42%	10.00%	15.00%	10%
合计	3.373	8.524	10.686	11.840	13.367	14.793
YOY		152.71%	25.36%	10.80%	12.90%	10.67%
<b>娱乐电商</b>						
服务	0.15	1.27	1.96	2.744	3.567	4.637
YOY	1400.00%	746.67%	54.33%	40%	30%	30%
<b>广告服务及其他</b>						
	0.65	0.79	2.10	3.36	4.704	6.1152
YOY	6400.00%	21.54%	165.82%	60%	40%	30%
合计	13.77	25.484	37.548	45.542	53.861	61.804
YOY	130.91%	85.02%	47.34%	21.29%	18.27%	14.75%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所测算

### 6.1.2、公司毛利率、费用及净利润预测

#### 毛利率：

公司综合毛利率近3年来超过60%。假设未来2-3年公司经营情况不会发生重大变化，且随着发行、电商、广告等高毛利业务占比持续提升，公司综合毛利率有望稳步小幅提升，我们预计2019、2020、2021年毛利率为63%、63.2%、63.5%。

#### 销售费用：

2018年前三季度公司销售费用中票补占比达到90%，由此测算2018年票补支出为17.46亿元。2019年一季度，票补规模下降了2亿，一季度票补占全年的约50%。因此今年票补有望下降4亿，总金额则下滑至13.46亿元。按照90%的比例推导2019年销售费用预计14.96亿元，销售费用率大幅下降至32.85%。2020年、2021年我们假定票补规模不增加，仍为13.46亿元，其他的诸如品牌推广和其他营销支出略微增长，总的销售费用预计分别为15.5亿元、16亿元，销售费用率降至28.78%及25.89%。

#### 管理费用：

管理费用率随着公司规模经济效应持续体现而缓慢下降。2018年为13.9%，比

2017年的15%下降1pct。我们预计未来每年可以下降1pct，2019-2021年分别为12.9%、11.9%、10.9%。

**表7：毛利及净利润预测（亿人民币）**

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	64.44%	68.37%	62.74%	63.00%	63.20%	63.50%
毛利	8.88	17.42	23.56	28.69	34.04	39.25
销售及营销开支	10.28	14.19	19.4	14.96	15.5	16
占营收比例	74.60%	55.69%	51.66%	32.85%	28.78%	25.89%
一般及行政开支	3.32	3.81	5.23	5.87	6.41	6.74
占营收比例	24.09%	14.95%	13.93%	12.90%	11.90%	10.90%
其他收益(亏损)净额	-0.22	-0.07	-0.32	-0.1	0	0
经营盈利(亏损)	-4.94	-0.65	-1.39	7.76	12.13	16.51
财务收入(成本)净额	-0.04	-0.11	-0.07	0	0	0
分占以权益法入账的投 资溢利		0.01	-0.02	-0.02	-0.02	0
除所得税前盈利(亏损)	-4.98	-0.75	-1.48	7.74	12.11	16.51
所得税抵免(开支)	-0.09	-0.002	0.1	-0.1	-0.1	-0.1
年内盈利(亏损)	-5.07	-0.75	-1.38	7.64	12.01	16.41
YOY	/	/	/	/	57.28%	36.62%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所测算

## 6.2、投资建议

我们预测猫眼娱乐 2019-2021 年实现营收 45.54 亿元、53.86 亿元、61.80 亿元，同比增长 21.29%、18.27%、14.75%。实现年内盈利分别为 7.64 亿元、12.01 亿元、16.41 亿元，2019 年实现扭亏为盈，预计 2020-2021 年同比增长 57.28%、36.62%；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.68 元、1.07 元、1.46 元。首次覆盖给予“推荐”评级。

## 7、风险提示

1.行业竞争导致票补加剧。在线票务市场客户粘性不高，若竞争对手增加票补抢夺市场份额，猫眼娱乐可能跟进，从而增加票补支出，降低盈利预期。

2.电影产业增速不达预期。电影产业的发展是公司在线票务发展的前提，若电影票房增长不及预期或者下滑，那么公司的在线票务的收入也会因此增速下滑。。

3.发行或者出品的电影项目票房不达预期。电影发行和电影投资都具有一定的不确定性，发行或投资的电影最终票房若不及预期，会影响公司发行和投资收入。

4.行业政策性风险。电影行业及在线售票行业受到的政策监管比较严格，未来若公司发展因政策变化导致业务逻辑变化，会影响业绩情况。

## 附：利润表摘要（百万元）

项目	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	597	1,378	2,548	3,755	4,554	5,386	6,180
营业成本	-298	-490	-806	-1,399	-1,685	-1,982	-2,256
毛利	299	888	1,742	2,356	2,869	3,404	3,925
销售费用	-1,521	-1,028	-1,420	-1,940	-1,496	-1,550	-1,600
管理费用	-76	-332	-381	-523	-587	-641	-674
其他经营净收益	-2	-22	-7	-32	-10	-	-
营业利润	-1,301	-495	-66	-139	776	1,213	1,651
财务收入/(费用)净额	0	-4	-11	-7	-	-	-
分占以权益法入账之投资溢利/(亏损)			1	-2	-2	-2	-
除税前溢利	-1,301	-498	-76	-148	774	1,211	1,651
所得税	3	-10	0	10	10	10	10
净利润(含少数股东权益)	-1,297	-508	-76	-138	764	1,201	1,641
净利润(不含少数股东权益)	-1,297	-508	-75	-137	764	1,201	1,641
少数股东损益			-1	-1	-	-	-
其他综合收益-汇兑差额			0	1	-	-	-
其他综合收益			0	1			
综合收益总额	-1,297	-508	-76	-138	764	1,201	1,641
综合收益总额(母公司)	-1,297	-508	-76	-137	764	1,201	1,641
综合收益总额(少数股东)			-1	-1	-	-	-
物业、厂房及设备折旧	-3	-9	-3		-5	-5	-6
职工薪酬	-91	-207	-249	-50	-228	-269	-309

资料来源：公司公告，新时代证券研究所测算

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**胡皓**，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

**姚轩杰**，传媒行业分析师，2017年加入新时代证券，4年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

**推荐：** 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

**中性：** 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

**回避：** 未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为恒生指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

**强烈推荐：** 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

**推荐：** 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：** 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

**回避：** 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场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。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>