

【广发传媒&海外】猫眼娱乐 (01896.HK)

在线电影票务龙头，即将迎来获利期

核心观点:

正统互联网基因，独立运营后成长迅速。互联网基因赋予猫眼更强的地推能力、流量聚集能力和产业协同能力，伴随公司发展并持续内化为自身品牌特征。2012~2015年，猫眼娱乐诞生于国内 O2O 龙头美团网，在完成初始流量和影城资源积累后率先实现品牌独立。2016~2017 年间，猫眼先后获得光线、腾讯增资，业务发展迅速，与微影时代合并后，电影票务的市占率超过 60%，稳居行业第一。同时，公司将业务横向扩张至现场娱乐票务服务，纵向延伸至电影制作和发行环节，多元业务共同推动业绩快速增长，2016~2018 年期间营收年复合增速达到 65.1%。

平台地位持续巩固，持续向电影产业链延伸。在影片发行方面，2018 年合计参与 17 部影片发行工作，总票房 207.18 亿元 (YOY+193%)，位居国内主控发行前三名。另外，发行业务为公司引入了大量片方宣传资源，有效减轻平台补贴压力。在影片投资方面，成功参与《捉妖记 2》、《我不是药神》、《飞驰人生》等多部优质影片的投资，行业影响力持续提升。经过三年快速发展，娱乐内容服务已成为第二大业务板块。

投资建议:猫眼作为国内最大的在线票务平台，长期受益于国内电影市场的持续增长。借助庞大流量资源和用户行为数据，在电影发行领域的市占率稳步提升。影视制作方面与光线、腾讯开展业务合作，战略投资欢喜传媒，深度绑定影视制作资源，娱乐内容服务能力突显。此外，公司在现场娱乐票务服务和影院 SaaS 等新业务上已初见成效，有望成为公司业绩新增长点。我们认为随着电影票务行业格局稳定，观影人群逐渐成熟，平台票补将有序减少，利润得以释放，预计 2019~2021 年归母净利润分别为 6.74、9.68 和 12.0 亿元，分别同比增长 591.9%、43.54%和 23.98%，当前股价对应 PE 为 22.9x、15.9x 和 12.9x，按照可比公司估值法得到 2019 年合理 PE 估值为 27.5x，每股合理价值 19.24 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:票房增速不及预期、同业竞争加剧、新业务拓展不及预期。

盈利预测:

货币单位:人民币;人民币对港币汇率为 1.17

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2548	3755	4343	5079	5792
增长率(%)	84.97	47.37	15.66	16.95	14.03
EBITDA(百万元)	-17.50	9.10	1049.61	1436.14	1727.50
GAAP-净利润(百万元)	-75	-137	674	968	1200
增长率(%)	85.15	-81.65	591.86	43.54	23.98
EPS(元/股)	-0.07	-0.12	0.60	0.86	1.07
市盈率(P/E)	—	—	22.89	15.94	12.86
市净率(P/B)	—	—	2.42	2.09	1.80
EV/EBITDA	—	—	16.23	11.33	8.84

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心;EPS按最新股本计算。

公司评级

买入

当前价格	16.04 港元
合理价值	19.24 港元
报告日期	2019-05-06

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1126/1126
总市值/流通市值(亿港元)	180.7/180.7
一年内最高/最低(港元)	18.00/13.44
30 日日均成交量/成交额(百万)	0.84/13.85
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	9.56/9.56

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610

kuangshi@gf.com.cn

相关研究:

联系人: 吴桐 021-60759783

wutong@gf.com.cn

目录索引

一、正统互联网基因，猫眼的进击之路.....	5
二、重塑产业价值，铸就在线票务龙头.....	8
2.1 电影产业呈现两端高度分散特征，为互联网票务平台提供发展土壤.....	8
2.2 大浪淘沙，在线票务确立“猫淘”双寡头格局.....	10
2.3 猫眼电影致胜法宝：增量时代“品牌独立+高效地推+用户激励”，存量时代“社区运营+数据赋能+产业延伸”.....	12
三、消费升级，中产崛起，现场娱乐票务潜力巨大.....	18
3.1 融资加速，竞争分化，行业集中度仍待提升.....	20
3.2 微影时代完成初始积累，猫眼演出服务增长迅速.....	21
四、掘金电影产业链，猫眼内容服务能力持续提升.....	24
4.1 发行市场多方角力，在线票务平台优势显著.....	24
4.2 平台地位持续巩固，猫眼成为国产电影发行龙头.....	26
4.3 深度参与影视制作，股权绑定优质资源方.....	27
五、多元变现，娱乐电商和广告业务表现不俗.....	34
六、盈利预测和投资建议.....	36
5.1 在线娱乐票务业务的盈利预测.....	36
5.2 娱乐内容服务盈利预测.....	38
5.3 娱乐电商服务盈利预测.....	39
5.4 广告及其他收入盈利预测.....	40
七、风险提示.....	43

图表索引

图 1: 脱胎美团, 承接光线, 牵手腾讯, 猫眼娱乐的发展历程	5
图 2: 猫眼娱乐营业收入 (亿元) 和同比增速 (%)	6
图 3: 2018 年猫眼娱乐各业务收入构成 (%)	6
图 4: 猫眼娱乐销售费用 (亿元) 和销售费用率 (%)	6
图 5: 猫眼娱乐 GAAP 净利润 (亿元) 和同比增速 (%)	6
图 6: 猫眼娱乐 IPO 后的股权结构图	7
图 7: 电影产业链的各环节参与主体和主要承担职责	8
图 8: 2011~2018 年全国进行电影备案的制作机构数量 (家) 和同比增速 (%)	9
图 9: 全国总体影院数量 (家) 和同比增速 (%)	9
图 10: 全国总体银幕数量 (块) 和同比增速 (%)	9
图 11: 2008~2019Q1 影投公司票房集中度走势图 (%)	10
图 12: 在线电影票务市场主要参与者的变迁	10
图 13: 中国电影票房 (亿元) 和同比增速 (%)	11
图 14: 电商服务费收入 (亿元) 和线上化率 (%)	11
图 15: 2016 年至今在线电影票务市场的市占率变动 (%)	11
图 16: 猫眼电影 App 选座流程	13
图 17: 猫眼合作影院数量 (家)	13
图 18: 猫眼平台票补构成 (百万元) 和总激励同比 (%)	15
图 19: 单张票补金额和票补占在线票务收入比率 (%)	15
图 20: 猫眼娱乐的主要流量入口	15
图 21: 猫眼平台的流量结构 (万人)	16
图 22: 猫眼独立 App 的月度活跃用户数	16
图 23: 猫眼在线电影票务服务收入和同比增速 (%)	17
图 24: 在线电影票务服务的佣金率 (%)	17
图 25: 国内现场娱乐活动按照城线分布 (项)	18
图 26: 现场娱乐票务平台的用户性别画像 (%)	19
图 27: 现场娱乐票务平台的用户年龄画像 (%)	19
图 28: 居民人均可支配收入 (万元) 和同比增速 (%)	19
图 29: 文化、教育和娱乐支出占消费支出比重 (%)	19
图 30: 现场娱乐在线票务主要参与主体的发展历程	20
图 31: 现场娱乐票务市场规模 (亿元) 和同比增速 (%)	21
图 32: 猫眼演出和格瓦拉生活的现场娱乐服务情况	21
图 33: 上海地区猫眼现场娱乐活动的数量分布 (项)	22
图 34: 上海地区猫眼现场娱乐价格分布 (元)	22
图 35: 与腾讯联合投资的现场娱乐活动投资预算 (百万元) 和增速 (%)	23
图 36: 现场娱乐票务营业收入 (百万元) 和同比增速 (%)	23
图 37: 猫眼娱乐历年服务片单一览	24
图 38: 国内和海外电影的发行流程图	24
图 39: 国产电影发行市场的参与主体	26

图 40: 猫眼娱乐 2014~2018 年参与发行和联合发行的影片数量和票房	27
图 41: 猫眼娱乐宣传和发行收入 (百万元) 及增速 (%)	27
图 42: 猫眼娱乐宣传收入构成 (%)	27
图 43: 猫眼参与电影制作数量 (部)	28
图 44: 猫眼影视投资预付款和同比增速 (%)	28
图 45: 电影制作机构数量 (家) 和同比增速 (%)	29
图 46: 国产电影备案和上映数量 (部) 和同比增速 (%)	29
图 47: 主要影视制作公司的经营性现金流 (百万元)	29
图 48: 主要院线公司的经营性现金流 (百万元)	29
图 49: 北美每年排名前十电影中系列片票房 (亿美元) 和占比 (%)	30
图 50: 猫眼与光线共同参与电影数量 (部) 和占比 (%)	30
图 51: 猫眼投资于光线联合制作项目的金额 (百万元)	30
图 52: 猫眼预计投资于腾讯联合制作影片和电视剧的金额 (百万元)	31
图 53: 欢喜传媒的股权结构 (%)	31
图 54: 欢喜传媒股东导演和签约导演情况	31
图 55: “套餐销售+周边商城+影城会员”等非票服务	34
图 56: 猫眼娱乐电商服务的营业收入构成 (百万元) 和同比增速 (%)	34
图 57: 猫眼线上广告资源位分布	35
图 58: 猫眼广告及其他收入 (百万元) 和同比增速 (%)	35
图 59: 猫眼电影相关业务的盈利模式	36
图 60: 在线票务的营业成本构成 (%)	38
图 61: 销售及营销开支 (亿元) 和销售费用率 (%)	41
图 62: 2018Q1~Q3 销售及营销开支的构成 (%)	41
表 1: 2015~2018Q3 猫眼合作影院新增数量情况预估 (家)	14
表 2: 2015~2018 前三个季度猫眼票补数据拆分	14
表 3: 猫眼娱乐各流量入口的交易额和收入贡献情况 (百万元)	15
表 4: TOP10 院线票房和集中度 (亿元, %, 不含服务费)	25
表 5: 2019 年公司参与出品和联合出品的片单情况 (统计日期为 2019 年 4 月 29 日)	28
表 6: 欢喜传媒旗下的导演的代表作品、历史票房总计和合作内容	32
表 7: 与欢喜传媒合作的导演未来三年的影视片单	33
表 8: 2019~2021 年猫眼娱乐在线电影票务服务收入预测	37
表 9: 在线电影票务营业收入对票房增速和服务费率的敏感性分析	37
表 10: 2019~2021 年猫眼娱乐现场娱乐在线票务服务收入预测	37
表 11: 2019~2021 年猫眼娱乐现场娱乐内容服务收入预测	39
表 12: 2019~2021 年猫眼娱乐电商收入预测	39
表 13: 猫眼娱乐各项收入预测汇总	40
表 14: 单张票补对销售费用和归母净利润的敏感性分析	41
表 15: 涉及行业的可比公司估值表	42
表 16: 猫眼娱乐权益现金流量和估值情况	42

一、正统互联网基因，猫眼的进击之路

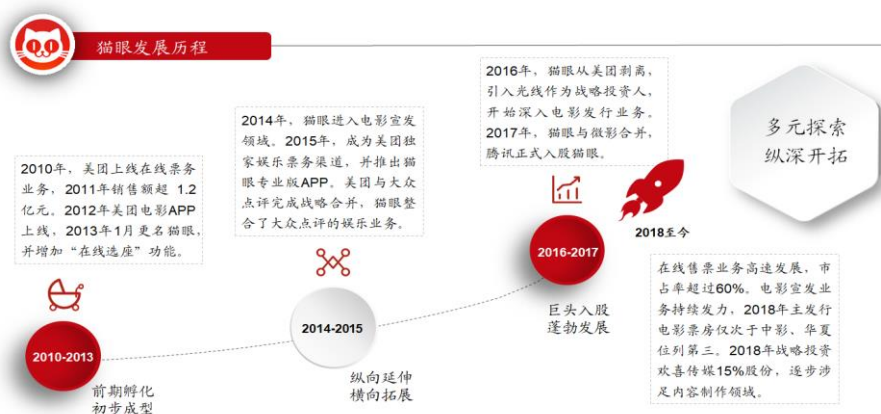
脱胎于美团网，独立运营后成长迅速。2012年，美团网的娱乐部门开展在线电影票务业务，上线美团电影APP，并于2013年1月更名为“猫眼”，并增加“在线选座”功能。2014年，猫眼借助在线票务业务优势推出社区功能，围绕活动促销和核心用户深耕细作，不断完善媒体内容。同时，进入电影宣发领域，深度参与电影产业运营环节。2015年10月，随着美团与大众点评合并，猫眼整合了大众点评的娱乐业务，成为美团点评平台独家娱乐票务渠道，并切入电影周边衍生业务和大数据服务，推出服务于影视制作公司和影城的猫眼专业版App。

光线入驻，连接影视产业上游资源；牵手腾讯，完成微影并购。2016年5月，光线控股和光线传媒收购北京三快科技和上海三快科技公司持有的猫眼股权，持股比例达到57.4%，成为猫眼第一大股东。依托光线系发行资源，猫眼开始深入电影发行业务。2017年，猫眼与腾讯达成战略合作关系，同年9月，猫眼与微影完成合并，在线票务的市占率超过60%，处于绝对领先地位。2017年11月，腾讯战略投资10亿元，支持猫眼业务发展。

电影全产业链覆盖，多元业务齐头并进。截至2018年9月30日，猫眼已成为全国最大的在线电影票务平台，排名前三的国产片主控发行方，各项业务发展良好。此外，猫眼积累了大量用户的文娱消费数据信息，构筑业务拓展重要基础，在影视产业赋能上不断创新。

总结而言，美团点评的地推能力，光线的影视产业基础，腾讯的社交流量平台，共同构筑了猫眼娱乐的线上线下优势、产业资源优势 and 用户流量优势。三大禀赋在猫眼的不同发展阶段都起到重要作用，并持续内化，形成自身的品牌特征。

图1：脱胎美团，承接光线，牵手腾讯，猫眼娱乐的发展历程

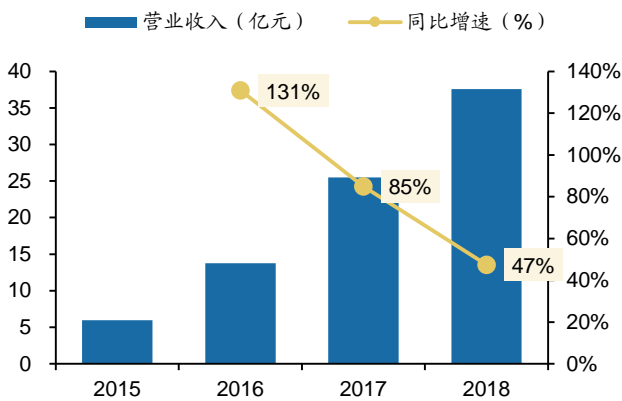


资料来源：猫眼娱乐招股书，广发证券发展研究中心

在线娱乐票务业务发展迅猛，影视内容和娱乐电商业务也表现不俗。2015~2018年间，公司营业收入从5.97亿元增长至37.55亿元，年均复合增速56.33%。从收入结构来看，2015~2018年，在线娱乐票务服务收入占比已从99.63%下降至60.72%，公司对单一业务的依赖度逐渐降低，娱乐内容服务收入占比提升至28.46%，产业链延伸初见成效。

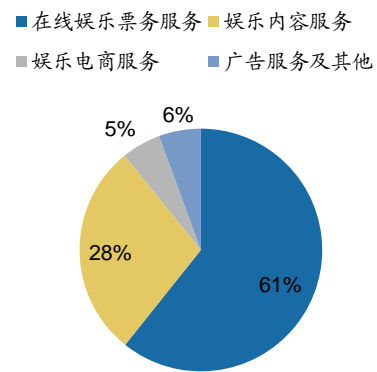
2018年，猫眼娱乐在线娱乐票务业务实现收入22.8亿元，同比增长53%。受益于全国票房同比增长8%，服务费率提升0.4pct以及现场演出票务收入的高速增长，在线娱乐票务收入占比60.72%，同比增加2.25pct。娱乐内容服务实现收入10.69亿元，同比增长25.38%；收入占比为25.37%，同比减少4.99pct，增速放缓的原因主要为宣传收入（片方票补）增速放缓。受益于影院会员和衍生品电商平台的快速发展，电商服务实现收入1.95亿元，同比增长53.93%，收入占比同比提升0.22pct至5.21%。此外，随着线下出票机数量和平台流量快速增长，成功吸引Dior、优衣库和哈根达斯等知名品牌商的投放，广告及其他业务实现收入2.1亿元，同比大幅增长168%，收入占比提升2.52pct至5.6%。

图2: 猫眼娱乐营业收入 (亿元) 和同比增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

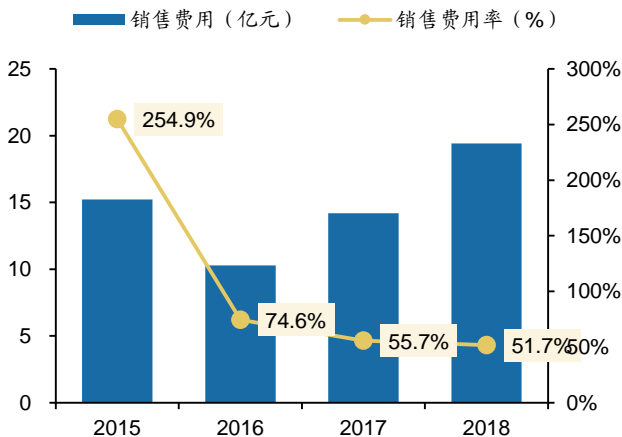
图3: 2018年猫眼娱乐各业务收入构成 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

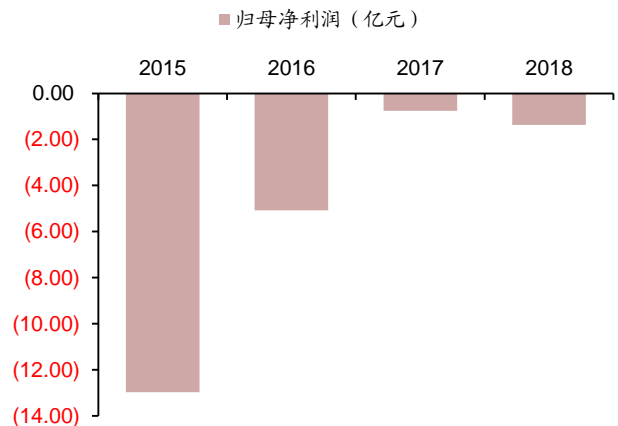
在线票务领域市场竞争激烈，且公司处于持续扩张期，2018年销售费用19.4亿元（YOY+36.7%），销售费用率51.68%。猫眼娱乐的GAAP-净利润持续处于亏损状态，但2015~2017年亏损幅度总体收窄，2018年主要由于与微影合并新增的无形资产摊销1.37亿元和捷通无限的商誉减值6276万元，亏损金额幅度扩大至1.38亿元。从Non-GAAP净利润来看，剔除股份支付的薪酬开支1.62亿元和其他调整事项后，猫眼在2018年已实现盈利8970万元。我们认为竞争格局稳定后，票务补贴的依赖度将迅速减少，公司利润有望实现快速增长。

图4: 猫眼娱乐销售费用 (亿元) 和销售费用率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图5: 猫眼娱乐GAAP净利润 (亿元) 和同比增速 (%)

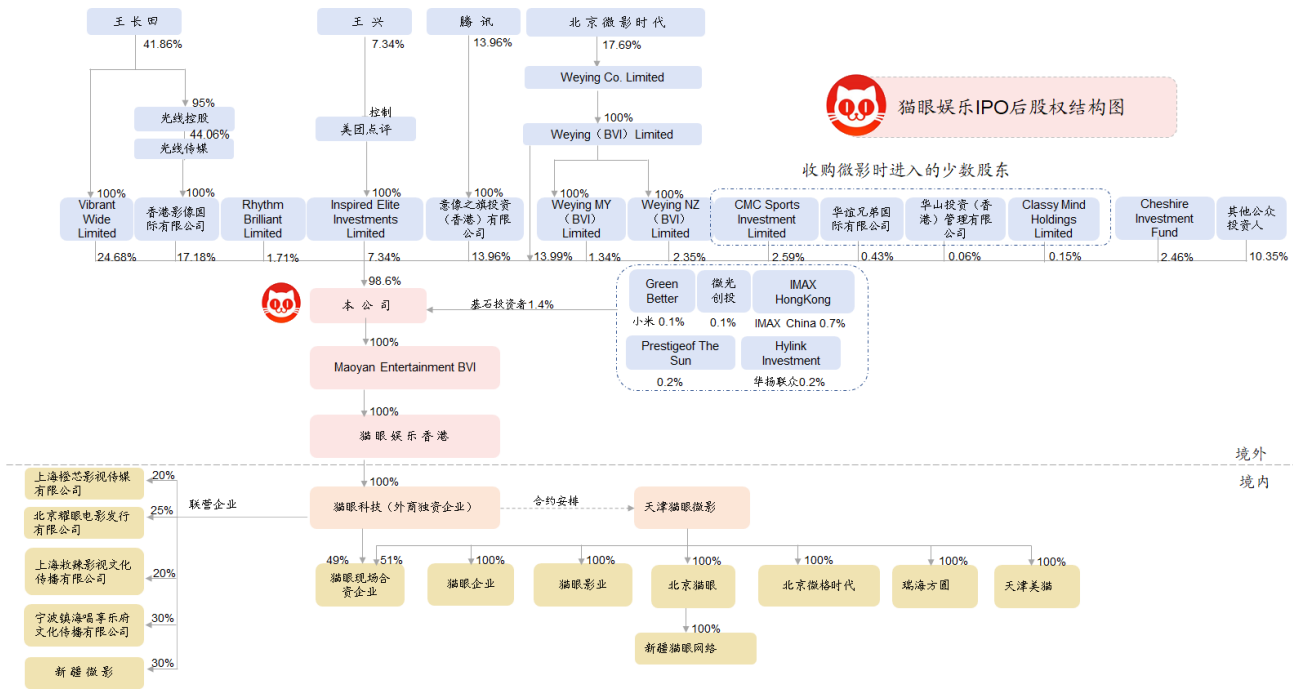


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司的股东主要包括以下四类：

1) 光线、腾讯占据主导地位，美团点评仍保留部分股权。截至2019年2月4日，公司实际控制人王长田透过全资子公司Vibrant Wide Limited和光线传媒的孙公司（香港影业国际有限公司）分别持有猫眼娱乐24.68%和17.18%的股权。第二大股东腾讯，通过Weying (BVI) Limited和意象之旗投资（香港）有限公司持有公司31.65%的股权。美团点评则通过全资子公司Inspired Elite Investment Limited保留7.34%的股权。

图6：猫眼娱乐IPO后的股权结构图



资料来源：猫眼娱乐招股书，广发证券发展研究中心

注：联营企业的股权比例截至 2018 年 9 月 30 日

2) 合并微影时代时，微影的若干股东通过外翻式 (Flip-over Pill) 购买公司股权，包括 CMC Sports Investment Limited (2.59%)、华谊兄弟国际有限公司 (持股 0.43%)、华山投资 (香港) 管理有限公司 (0.06%)、Glassy Mind Holdings Limited (0.15%)。

3) Cheshire Investments Fund 认购公司定向发行的 5095.5 万美元的可转债，上市后本金和应付利息完成换股，合计持股 2.46%。

4) IPO 引入的基石投资者及其他公众投资者，如 IMAX 中国 (IMAX HongKong)、华扬联众 (Hylink Investment)、小米集团 (Green Better)、微光创投和 Prestige of The Sun 合计持股约 1.4%。其他公众投资者持股 10.35%。

猫眼娱乐通过合约安排实现对境内经营实体的控制，除全资控股公司外，还投资了多家联营企业，强化公司在影视内容层面的能力。上海橙芯影视传媒有限公司 (20%，电影制作和发行)、上海救辣影视文化传播有限公司 (20%，电影和电视剧宣发)、北京耀影电影发行有限公司 (25%，电影发行)，宁波镇海长唱享乐府公司 (30%，现场娱乐活动宣发)。

二、重塑产业价值，铸就在线票务龙头

2.1 电影产业呈现两端高度分散特征，为互联网票务平台提供发展土壤

电影产业链根据电影制作和放映流程可分为三个环节，其中电影制片公司位于产业链上游，主要负责电影的拍摄和制作。完成制片后，以出售或者代理形式将片源交付电影发行公司，由其联系密钥制作和洗印拷贝，制定并实施影片的营销推广策略，并与院线公司洽谈拷贝投放和分账比例。下游主体为院线和影院，其中院线为旗下影院供片，影院承担电影放映工作，也是票房收入的终端入口。

互联网票务平台诞生于团购时代，基于O2O经营模式，为观众提供在线购票、选座的互联网增值服务。从产业环节来看，票务平台位于电影发行方和院线影院之间。作为重要的线上渠道，对上可辅助发行方完成宣发工作，实现精准营销，凭借数据分析能力，对下可提升院线及影院在订单管理、客户体系以及广告展示等方面的经营管理效率。

图7：电影产业链的各环节参与主体和主要承担职责

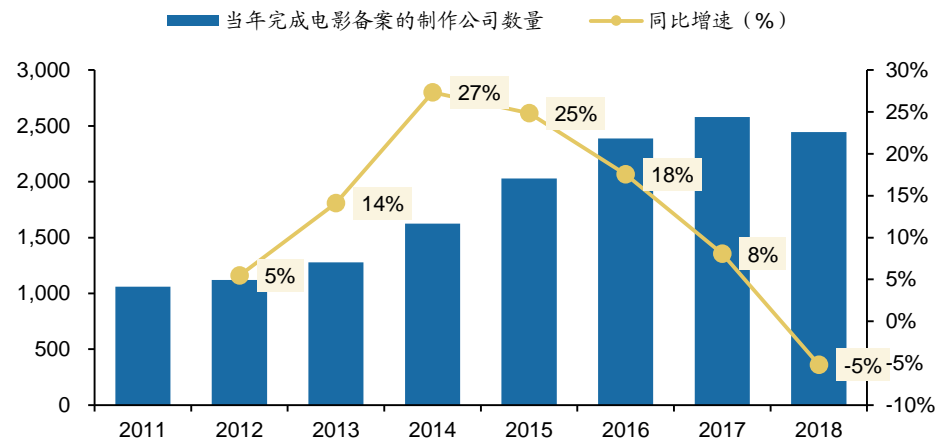


资料来源：中国电影招股书，猫眼娱乐招股书，广发证券发展研究中心

制作端：根据国家广电总局数据，从2015年开始，全国完成电影制作备案的制作公司数量超过2000家，其中2018年完成电影备案的机构数量为2445家，备案电影数量3150部。备案数量排名前十的制作机构总备案数量合计100部，占比约为4%。

投资端：由于电影股权份额在电影上映前可持续转让，参与电影投资（出品）的机构数量同样较多，按照上映电影情况来看。其中，2018年，上映电影数量为393部，参与出品的机构数量达到2097家，排名前五的公司分别为：华夏发行，参与出品电影19部；万达影视，参与出品电影18部；大地时代，参与出品电影18部；横店影业，参与出品电影17部；耳东影业，参与出品电影14部。剔除共同出品的重复计算情况，2018年出品方TOP5合计参与影片数量42部，占总上映电影数量的10.69%。

图8: 2011~2018年全国进行电影备案的制作机构数量(家)和同比增速(%)

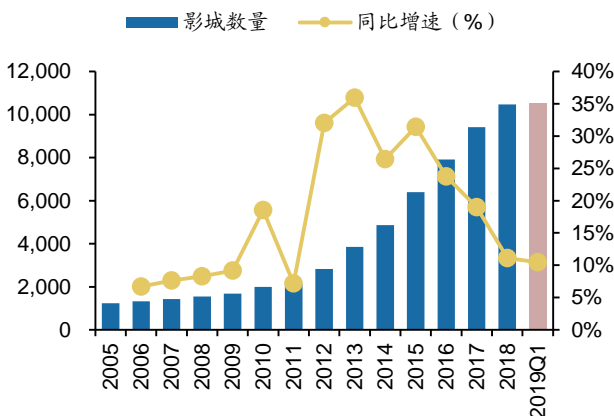


资料来源: 国家广电总局, 广发证券发展研究中心

放映端: 长尾投建较快, 影投集中度持续下滑强化平台议价能力

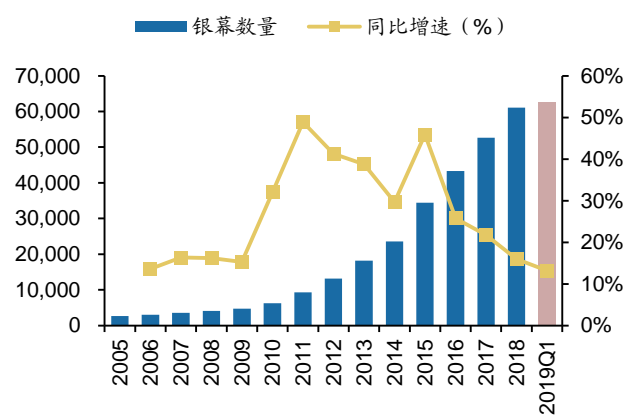
艺恩数据显示, 截止2018年底, 院线行业累计净新增1121家影城至10463家, 同比增长11.12%, 相比2017年(18.07%)回落近7pct。累计净新增8398块银幕, 总体银幕数量达到61071块, 同比增长15.94%。从不同城线渠道扩张来看, 2018年一线城市的银幕数量达到6972块(YOY+19.20%), 二线城市达到2.12万块(YOY+15.79%), 三四五线城市分别为1.3万块(YOY+16.75%), 1.26万块(YOY+13.68%), 7256块(YOY+15.91%), 一二线银幕扩张速度仍然快于三四线城市, 但是相较2017增速均出现不同程度下滑。2019Q1全国运营影院数量为10532家, 同比增长10.47%, 银幕数量为62513块, 同比增长13.19%。

图9: 全国总体影院数量(家)和同比增速(%)



数据来源: 艺恩数据App, 广发证券发展研究中心

图10: 全国总体银幕数量(块)和同比增速(%)

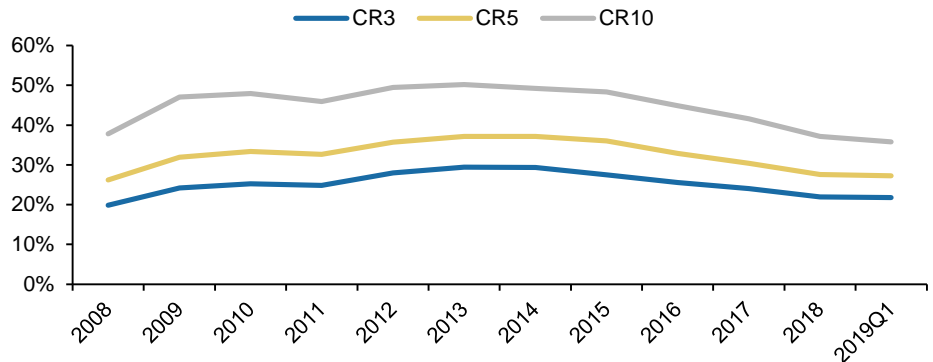


数据来源: 艺恩数据App, 广发证券发展研究中心

影投公司的票房集中度持续下滑, 头部分化加剧。大量外界资本涌入院线行业, 长尾影投增速依然较快, 同时头部影投公司加剧分化, 除万达、横店仍能保持快速扩张外, 其他头部影投扩张速度迅速放缓, 如大地影院从2016年67家的扩张速度回落至2018年36家的水平。从集中度来看, 根据艺恩数据, 2014~2019Q1影投公司票房集中度持续下滑, 2019年1~3月, 影投公司的CR3、CR5、CR10的市占率分别为

21.79%、27.26%和35.82%，同比下降0.23pct、0.52pct和1.45pct。

图11：2008~2019Q1影投公司票房集中度走势图（%）



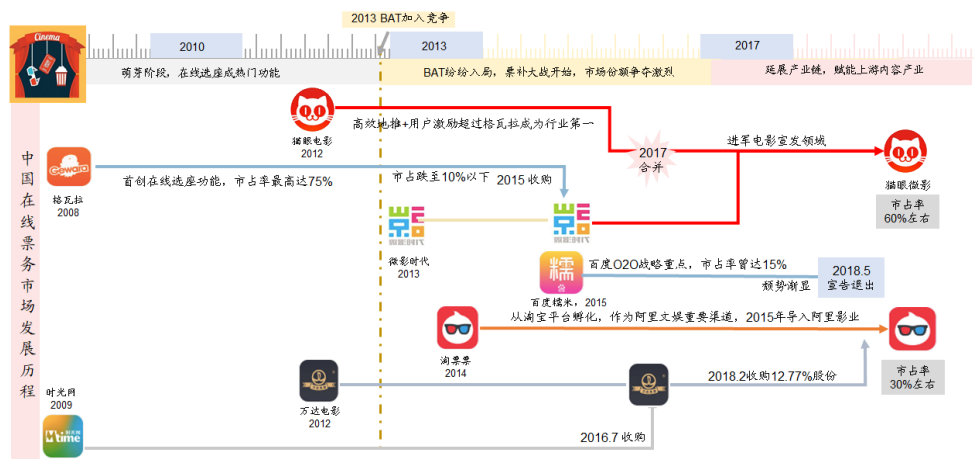
资料来源：艺恩数据，广发证券发展研究中心

2.2 大浪淘沙，在线票务确立“猫淘”双寡头格局

我们根据主要参与主体的变化，将国内票务平台发展历程总结为以下三个阶段：

2009~2011年，团购模式成为风口，格瓦拉开启“选座购票”新时代。2009年成立的格瓦拉将业务重心转向在线电影售票业务，率先推出“在线选座”功能，标志着中国在线电影票务市场正式开启。电影社区时光网在2010年推出选座购票服务。2010年6月，糯米网携手成龙耀莱国际影城进入电影票团购业务。2012年1月，美团网完成餐饮到店主战场“清扫”后，开始布局电影票务领域，上线美团网电影（猫眼电影前身）。

图12：在线电影票务市场主要参与者的变迁

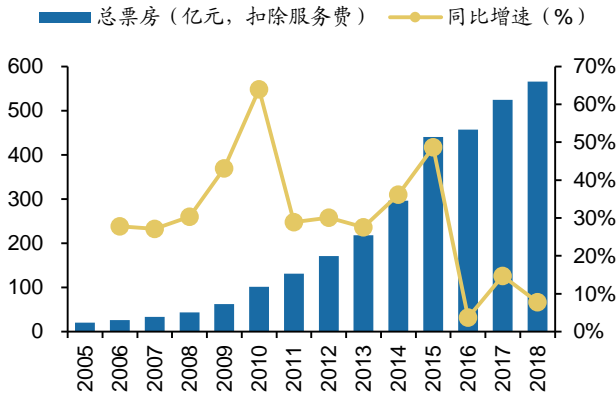


资料来源：格瓦拉，微影时代，百度糯米，猫眼微影，广发证券发展研究中心

2013~2015年，BAT入局，票补大战拉开帷幕。2013~2015年，BAT正式加入在线票务市场竞争：淘宝在其淘宝App中新增淘宝电影（后成为独立App并更名为淘票票），腾讯推出QQ电影票（后先后改名为微票儿、娱票儿），百度全资收购糯米网（更名百度糯米）。互联网携带巨额资本涌入在线票务领域，2014年《心花路放》票补策略大获成功，“烧钱”抢市场成为最直接的竞争方式，票补大战正式开启。面对巨头的

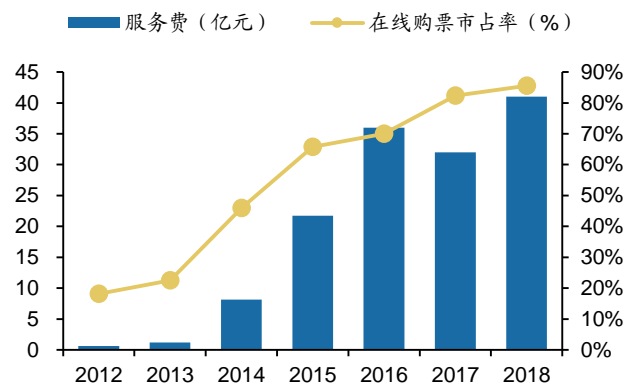
冲击，缺乏资本和流量优势的中小票务平台难以为继，市场整合开始。2015年10月，美团点评完成合并后，猫眼电影成功整合大众点评网相关业务，市场份额企稳。2015年12月，曾经的市场龙头格瓦拉生活网的市占率跌至10%以下，最终被微影时代收购，行业进入到垄断竞争时代。2012~2015年间，“票补”形成的低票价让越来越多的人群进入影院，同时也促进线上购票习惯的养成，电影在线购票率从18.13%提升至65.76%。

图13: 中国电影票房(亿元)和同比增速(%)



数据来源: 猫眼专业版App, 广发证券发展研究中心

图14: 电商服务费收入(亿元)和线上化率(%)

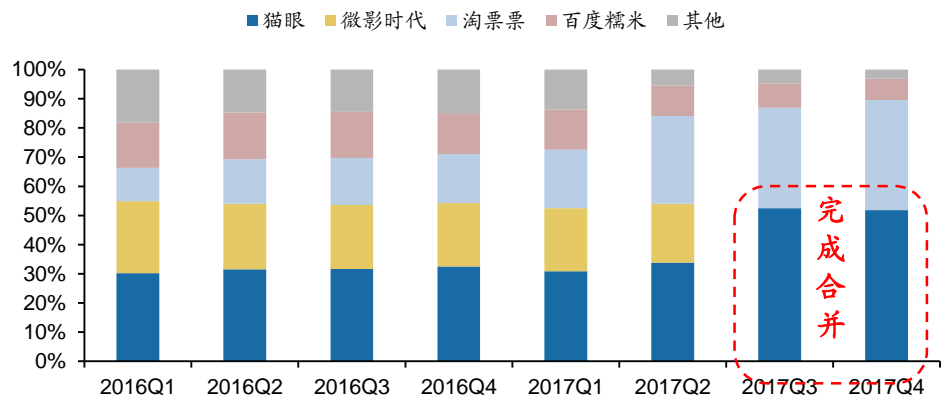


数据来源: 猫眼专业版App, 广发证券发展研究中心

2016年至今，洗牌加速，从垄断竞争到双寡头市场。为争夺市场份额，头部平台票补进入了白热化阶段：2016年淘票票销售费用接近10亿，猫眼电影为10亿元，微影时代达到12.5亿。2016年底，猫眼电影的市占率为41.9%，微影时代和淘票票的市占率各为20%。同时，线上购票率已达到70%，在线票务正从增量市场向存量市场转化，票补对提升市占率边际提升效应快速衰减。2017年9月，猫眼电影收购微影时代，猫眼微影市占率达到52.5%，百度糯米的市占率持续下滑。

根据猫眼招股书披露，截至2018年9月30日，猫眼以61.3%的市场份额稳居行业第一。第二、三名分别为淘票票34.3%，百度糯米2.5%，其他购票App的总市占率不足5%。

图15: 2016年至今在线电影票务市场的市占率变动(%)



资料来源: 易观咨询, 广发证券发展研究中心

院线垂直平台的冲击有限。近年来，包括万达电影、横店电影、金逸电影、中国电影、幸福蓝海在内的多家院线公司相继推出自身的购票APP，我们认为垂直票务平台的合作网点受资产联结型影城数量以及资金约束明显，消费者选择受限。全国最大的万达院线，从2012年开始涉足在线票务领域（甚至早于部分互联网平台），2019年3月MAU为140万，与“猫淘”总月活用户规模有百倍差距。此外，院线公司的互联网技术相对薄弱，在评分系统、资讯服务和运营能力等方面远不及猫眼和淘票票等互联网平台。

我们认为电影产业将在未来3~5年内继续保持两端分散格局。2018年万达电影票房的市占率为13%，自营影城数量的市占率不足6%，长尾影投公司仍然保持较快的扩张速度，头部平台的市占率难以提升。另外，经历八年发展，在线票务平台已从第一增长曲线（单一盈利，市占率提升）向第二增长曲线（多元盈利、产业生态构建）转型，在3~5年后互联网票务平台已完成从C端到B端的生态构建，在文娱大数据积累、多元变现模式、产业资源渗透上都有了明显突破，用户粘性优势明显，即使下游行业集中度迅速提升，对票务平台形成的冲击依然有限。

2.3 猫眼电影致胜法宝：增量时代“品牌独立+高效地推+用户激励”，存量时代“社区运营+数据赋能+产业延伸”

在千团大战时期，大多数O2O平台为消费者提供的是团购服务，多以折扣兑换券的形式（凭票兑换任意/特定的2D/3D电影票），未能解决电影购票存在的两大问题，1）电影院的排片时间，2）是否有足够的空座，同时存在使用有效期和影城限制，线上平台仅提供了一个低价分销渠道。“在线选座”功能的出现有两个重要意义：1）大幅节省了时间成本，消费者能提前选择影城、场次和座位。2）提升观影体验感，每个影厅的最佳观影区不同，座位选择会直接影响观影体验。2010年格瓦拉在上海地区推出选座功能后，销售额增长迅速，远超其他团购平台，说明“选座功能”与优惠票价相比，更能提升观影人群的线上购票意愿。

1) 坚定实施“在线选座”，摆脱团购禁锢，率先完成品牌独立

猫眼虽然不是第一家做在线选座的平台，但它较早认识到在线选座的重要性，并在全国范围内展开实施。猫眼设立时的功能定位包括，1）信息服务，提供影讯、电影资料和评价体系；2）附加选座功能的日常票务售卖和促销活动，团购模式仅属于促销活动的一部分，可以看出其对“在线选座”功能的重视。

《九败一胜：美团创始人王兴创业十年》中提到，猫眼创始人徐梧在2012年10月的内部报告中指出“在线选座是未来趋势，团购的折扣是消费者的一种需求，选座是消费者的另一种需求”。同时，为了打通消费体验的最后一环，猫眼在2012年即在合作影城安装自动出票机，而当时大部分票务平台仍需凭验证码到影城售票台取票。

清除团购烙印，完成品牌独立。2012年11月从团购体系中脱离，更名为猫眼电影，实现了品牌独立。彼时，其他电影票务平台如糯米电影、大众点评电影、豆瓣电影和QQ电影票，仍然带有强烈的主品牌附属功能或团购网站的色彩。

图16: 猫眼电影App选座流程

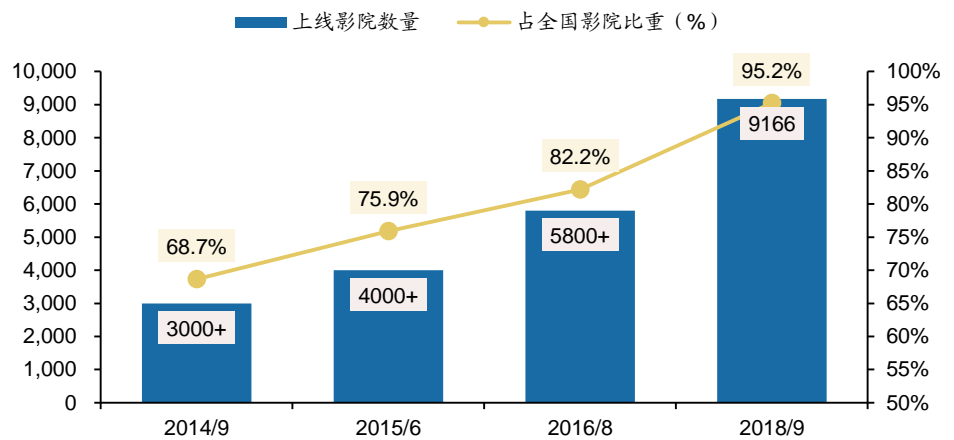


资料来源: 猫眼 App, 广发证券发展研究中心

2) B端高效地推和C端用户激励, 巨头竞争中保持市占率稳定

公司的前大股东美团点评在互联网界有“地推铁军”之称, 猫眼继承了其卓越的线下市场开拓能力。2014~2019年间, 猫眼平台上线影院数量快速提升, 截至2018年9月30日, 猫眼在全国合作的影院数量超过9000家, 占全国总影院数量的95.2%。

图17: 猫眼合作影院数量 (家)



数据来源: 猫眼娱乐官网, 新浪财经, 广发证券发展研究中心

从财务数据层面, 我们可以估算出猫眼和商户合作数量的变化情况, 猫眼的固定资产由办公设备、电脑设备和租赁物业装修三部分组成, 其中电脑设备包括设置在影城的自动出票机。

2015~2018年前三个季度, 公司新增电脑设备的账面金额分别为793万元, 1.76亿元、712万元和398万元。根据京东、淘宝等电商平台信息, 影院自动出票机价格多在1~2千元之间, 我们选择平均值1.5千元, 即可估算得到每年采购的出票机数量。单家影城的设备数量约为2~3台, 按照平均2.5台计算得到各年份新增合作影院数量, 2018年前三季度新增合作影院数量约为1061家。

表1: 2015~2018Q3猫眼合作影院新增数量情况预估(家)

相关指标	2015	2016	2017	2018Q1~Q3
电脑设备采购金额(千元)	7930	17598	7119	3,980
出票机单价(千元/台)	1.5	1.5	1.5	1.5
预估新增出票机数量(台)	5287	11732	4746	2653
预估每家影院台数(台/家)	2.5	2.5	2.5	2.5
预计新增合作影院数量(家)	2115	4693	1898	1061

数据来源: 猫眼招股书, 京东、淘宝, 广发证券发展研究中心

注: 各参数按照前文统计得到历史个别时点披露信息调整优化, 由于出票机的折旧年限为3年, 2016年对历史设备进行换新。

2015~2017年, 票补对猫眼平台市占率起到关键作用。2016年, 由于美团点评着重发力餐饮外卖业务, 猫眼电影可获得配置的资源减少, 全年电影票补金额11.86亿元, 同比下滑17.36%, 导致票房交易的市占率下滑2.70pct至41.90%, 估算得票房市占率对票补的负弹性为0.15。2017年光线和腾讯先后向猫眼增资, 以支持公司业务发展, 全年票补金额达到19.50亿元(微影、猫眼合并后17Q4总票补达到7.6亿元), 同比增长64.4%, 票房交易额的市占率回升5.2pct至47.1%, 算得市占率对票补的正弹性为0.08, 从弹性变化也可以看出票补的边际影响力正在减弱。

按照猫眼平台的交易用户规模口径, 可算得, 2017年单交易用户的平均补贴19.03元/人, 同比增长23.83%, 2018年前三季度为18.25元/人, 相比2017全年回落4.09%。按照出票数量口径, 可算得, 2017年单张出票的平均补贴3.26元/张, 同比增长9.2%, 2018年前三季度为3.24元/张, 相比2017全年回落0.59%。

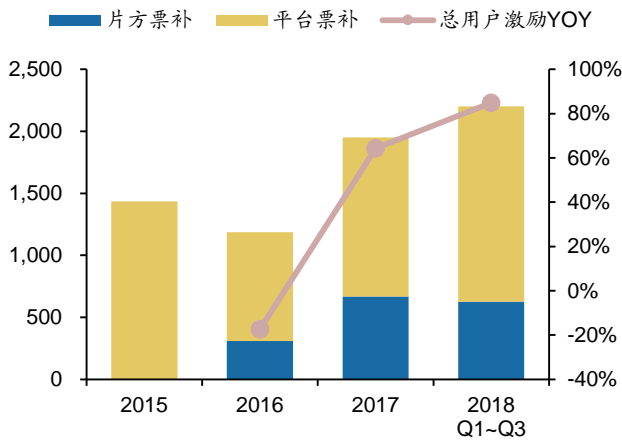
表2: 2015~2018前三个季度猫眼票补数据拆分

票补拆分	2015	2016	2017Q1~Q3	2017	2018Q1~Q3
总票补(百万元)	1436	1186	1191	1950	2201
平台交易用户数量(百万人)	78.7	77.2	74.6	102.5	120.6
每交易用户的平均补贴(元/人)	18.24	15.37	15.96	19.03	18.25
平台总出票量(百万张)	380.00	397.5	409.2	598.50	679.40
单张补贴金额(元/张)	3.78	2.98	2.91	3.26	3.24
平均票价(元/张)	33.95	36.30	36.51	36.22	37.72
票补占比(%)	11.13%	8.22%	7.97%	9.00%	8.59%

数据来源: 猫眼招股书, 广发证券发展研究中心

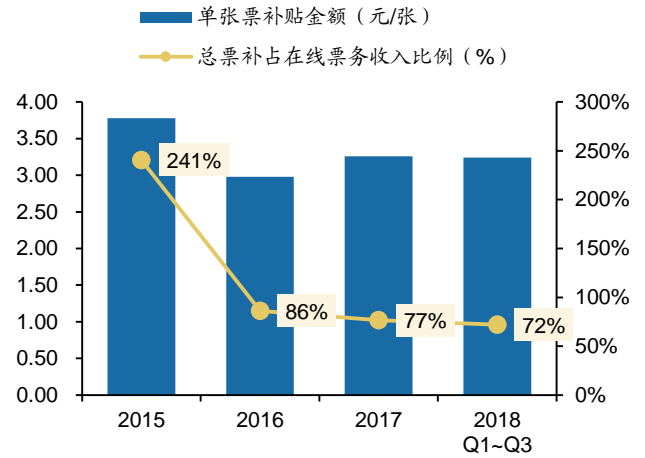
用户激励由片方补贴、平台补贴两部分构成, 片方票补包括第三方业务投资伙伴投放的用户激励和猫眼担任发行方时产生的宣发费用。2015~2018年前三季度片方票补占总票补的比例从0%逐渐提升至28.5%, 2018年前三季度片方票补为6.27亿元, 同比增长77%。猫眼充分利用平台的宣发业务调整票补结构, 平台票补占比不断下降, 有效缓解资金压力。

图18: 猫眼平台票补构成(百万元)和总激励同比(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 单张票补金额和票补占在线票务收入比率(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3) 占据流量高地, 构建电影社区运营, 提升用户粘性

猫眼电影的流量入口包括: 1) 美团点评和腾讯头部产品入口, 包括美团App和大众点评App的一级功能栏入口, 微信钱包、QQ钱包入口和微信小程序入口。2) 猫眼App入口。根据猫眼招股书显示, 截至2018年9月30日, 猫眼电影的平均MAU为1.35亿人, 美团点评贡献流量7220万, 微信和QQ应用贡献流量5560万, 分别占总流量的53.64%和41.31%, 独立App的月活跃用户数为680万, 占比不足5.1%。

图20: 猫眼娱乐的主要流量入口



资料来源: 美团, 大众点评, 微信, 猫眼, 广发证券发展研究中心

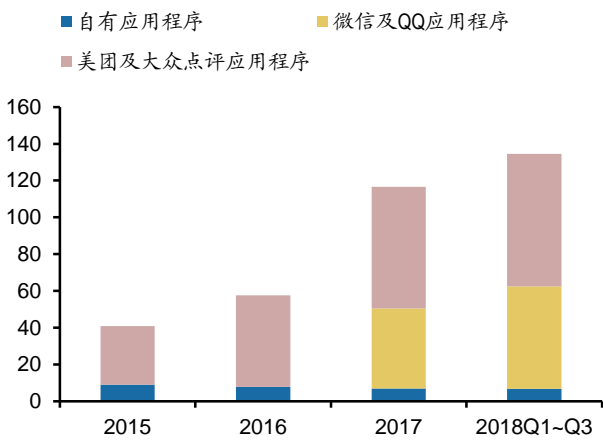
表 3: 猫眼娱乐各流量入口的交易额和收入贡献情况 (百万元)

年份	2015	2016	2017	2018Q1~Q3
自有平台交易总额	2681.7	2241.5	2675.4	2554.5
微信及 QQ 交易总额	-	-	1644.1	7737.2

美团及大众点评交易总额	10220.1	12189.6	17360.1	15333
交易总额	12901.8	14431.1	21679.6	25624.7
佣金率 (%)	4.60%	6.64%	6.79%	6.95%
自有平台交易收入	123.36	148.84	181.66	177.54
微信及QQ交易收入	-	-	111.63	537.74
美团及大众点评交易收入	470.12	809.39	1178.75	1065.64
在线电影票务交易收入总额	593.9	958.1	1472.7	1781.3

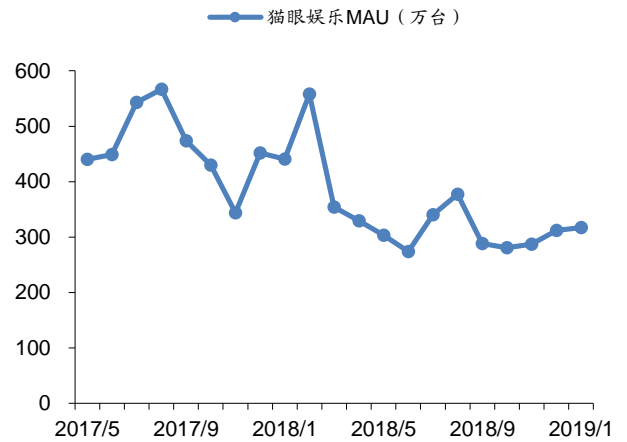
数据来源：猫眼招股书，广发证券发展研究中心

图21：猫眼平台的流量结构（万人）



数据来源：猫眼招股书，广发证券发展研究中心

图22：猫眼独立App的月度活跃用户数



数据来源：艾瑞数据研究院，广发证券发展研究中心

美团点评与猫眼订立合作协议，流量入口稳定。2016年7月，美团点评向光线传媒出售猫眼股权时，与猫眼订立了五年业务合作协议，允许猫眼免费使用门户访问权限，公允价值为12亿元，作为递延收入分期确认。2017年9月，协议期限延长14个月，有效期至2022年9月，美团账面新增递延收入1.91亿元，新协议下每月摊销费用为1852万元。由于2016和2017年签订的合作协议对价包含在股权的出售价格，合同期内不会在猫眼账面产生费用。

我们认为腾讯、美团点评和猫眼的关系不是单向业务依赖关系，猫眼娱乐同样也是腾讯、美团互联网服务中重要文化消费窗口和生态补充。从互联网的竞争生态来看，腾讯系和阿里系已经形成了鲜明的对阵关系，美团点评面临“口碑+饿了么”新合并的本地生活平台的挑战，腾讯则面临“头条系”威胁，“猫眼+微影”与“淘票票+大麦网”形成对峙关系，如果关停猫眼的入口，会显著影响其在文娱领域的竞争力。从经济角度上，目前用户流量固化，票补拉新效果已明显下滑，腾讯和美团点评也不会再重新投入大量资源去构建新的在线票务平台。

预告收藏到观后感，猫眼建立了全国最大的观影交流社区。除了在线购票外，“电影资讯服务”是猫眼另一个重要功能。平台会提前发布即将上映的电影片单，用户可收藏并讨论，平台将按照反映观众预期水平的想看指数评分。购票完成后可对影片进行评分，以保证评价的真实性和客观性。截至2018年9月30日，猫眼平台上已累计22

亿次电影预告片观看量、1.58亿条电影评分及7060万条评论。评论区可进行交流互动，以及关注感兴趣的影评人历史观影片单和评论信息。通过建立观影社区，一方面，提高了猫眼App的用户活跃度和使用时长；另一方面，也积累更为全面的用户偏好信息，为娱乐内容服务业务提供帮助。

4) 数据赋能，生态构建，对票务业务形成正向反馈

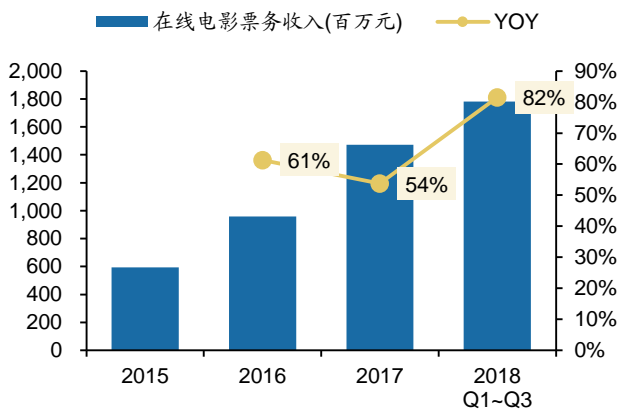
在C端层面，猫眼积累庞大的消费行为和娱乐偏好数据，用户画像更为精准，由此实现精准营销，最大化发挥票补功能。

在B端层面，猫眼积累了全国90%以上影院的线上销售、排片等经营数据，支持地区影城多维度透视比较，有助于改善影院经营状况。对于上游影视公司，猫眼专业版积累各类影片的用户画像数据，导演、演员和制片人的参与制作的历史电影信息数据，可为上游影视公司提供最佳要素组合，并利用想看指数辅助预估影片票房，为其营销决策提供帮助。

猫眼平台通过数据赋能电影产业链，更好地绑定上下游资源，可以吸引到更多的片方补贴，同时也有更多的影院愿意合作，平台票补压力得以减轻，同时SKU的增加也有助于用户体验的提升，进一步强化公司在线票务业务。

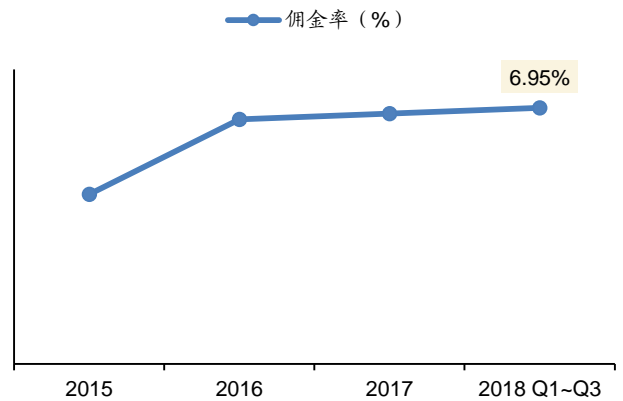
综上分析，猫眼娱乐的在线电影票务收入实现快速增长，2016~2018年前三个季度，同比增速均超过50%（2017年9月后存在并表影响），大幅领先于全国票房增速。按照电影票务营业收入/电影票务交易金额算得猫眼的佣金率为6.95%。我们认为未来在线电影票务收入的增长主要取决于：1) 国内票房增长；2) 购票的线上化率提升；3) 线上购票的佣金率增加，具体分析见盈利预测部分。

图23: 猫眼在线电影票务服务收入和同比增速 (%)



数据来源：猫眼招股书，广发证券发展研究中心

图24: 在线电影票务服务的佣金率 (%)



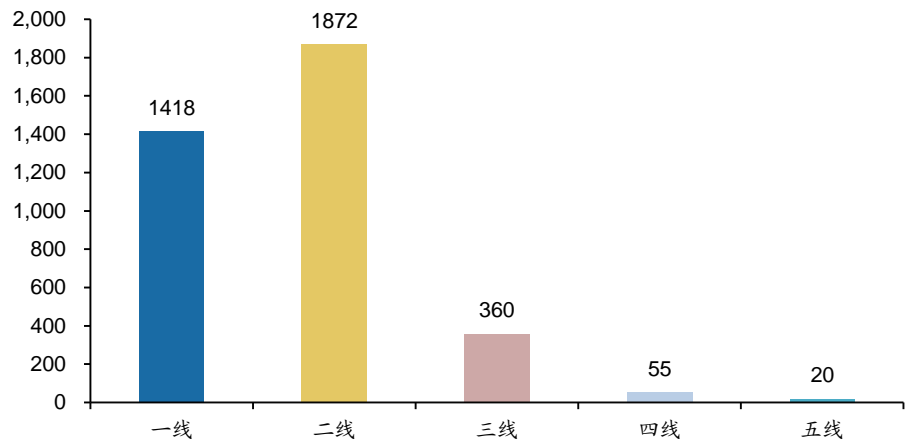
数据来源：猫眼招股书，广发证券发展研究中心

三、消费升级，中产崛起，现场娱乐票务潜力巨大

除了在线电影票业务，2019年公司还着力发展现场娱乐票务业务，我们从行业前景到猫眼优势对其分析如下：

现场娱乐活动高度集中于经济发达地区，有较大增长潜力。我们统计大麦网2019年4月上线的现场娱乐活动数量总计3725项，主要分布在一二线城市，一线1418项，二线1872项，占全国总现场活动数量比例分别为38%和50.3%。一线城市中，上海576项、北京523项、深圳166项、广州147项。二线城市分化严重，活动数量TOP3的城市分别为天津166项、杭州154项、武汉147项，已接近广深地区水平，但其余二线城市上线演出平均数低于50项。我们按照单项目覆盖人口数来看，1~3线城市的单项目覆盖常驻人口数分别为5.45、15.8和83.7万人/项，低线城市有较大的增长潜力。

图25：国内现场娱乐活动按照城线分布（项）



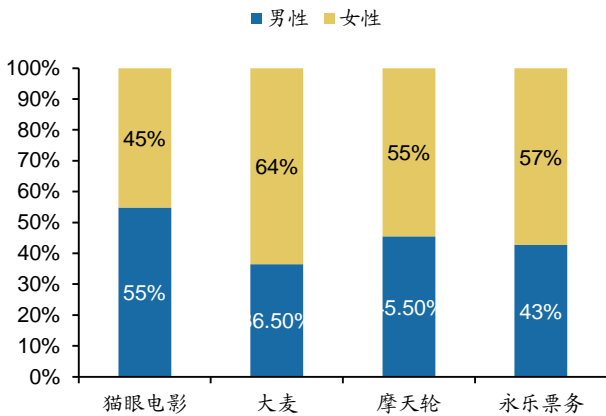
数据来源：大麦网，广发证券发展研究中心

注：统计时间 2019 年 4 月 18 日

中年女性为核心消费人群，家庭观展需求更为强烈。根据艾瑞研究院数据显示，我们统计得到各款在线现场娱乐票务平台的用户画像如下图所示，女性用户占比超过半数，由高至低分别为大麦网（64%）、永乐票务（57%）、大麦网（55%），由于猫眼平台用户主要购买电影票，演出票务出售占比较低，女性用户占比低于同行平均58%。从年龄结构来看，我们以十亿级MAU“微信App”的用户画像作为参考基准，比较发现票务平台的核心用户群体的年龄区间为31~35岁，各类平台该部分用户占比均值为38.6%，相比微信24.74%的比例高出13.8pct，此外，25~30岁、36~40岁年龄区间的用户数量占比分别为28%和16.7%，24岁以下和41岁以上的用户占比较低。我们认为，31~35岁人群具有更强的经济实力和高端文娱消费的意愿，同时相对于其他年龄群，该群体的子女多在3~8岁，带子女参加展览、演出和赛事活动需求更大。

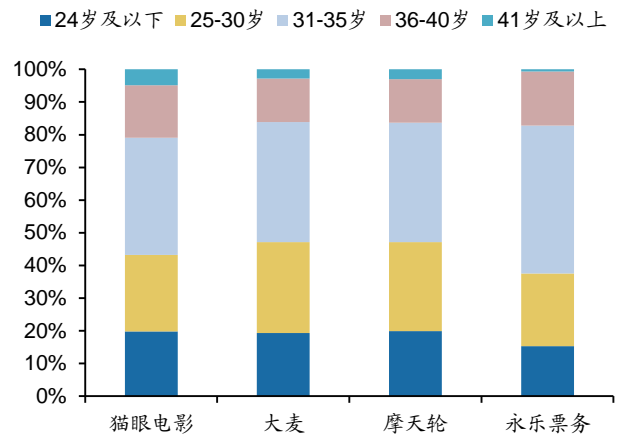
从各平台用户画像比较来看，永乐票务、大麦网目前的用户价值更高，但猫眼平台24岁以下的用户群体占比接近20%，随着时间推移，这部分用户将逐渐转化为现场娱乐的核心消费人群，猫眼逐渐完成相关渠道布局，将充分享受用户价值成长红利。此外，猫眼娱乐在流量规模上具有显著优势，可借助电影票务的优势地位向高端文娱消费导流。

图26: 现场娱乐票务平台的用户性别画像 (%)



数据来源: 艾瑞研究院, 广发证券发展研究中心

图27: 现场娱乐票务平台的用户年龄画像 (%)

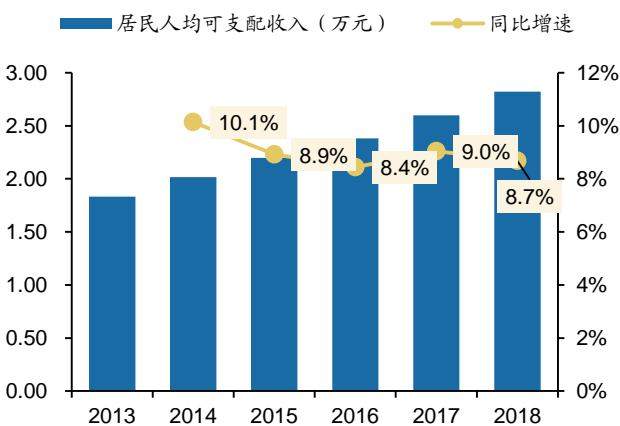


数据来源: 艾瑞研究院, 广发证券发展研究中心

随着人均可支配收入和文娱支出占比的持续提升, 国内现场娱乐的发展空间巨大。2018年, 全国居民人均可支配收入2.82万元, 同比增长8.68%, 人均消费支出1.98万元, 同比增长8.35%。其中, 文化、教育和娱乐支出为2226元/人, 同比增长6.71%, 占总人均消费支出的11.21%, 占比小幅回落0.18pct。根据经济学人智库《中国消费2030》数据, 预计2017~2030年我国中产阶级及以上人数的复合增速为7.50%, 到2030年达到中产人群数量有望达到4.14亿人, 比2017年中产增长2.5倍。

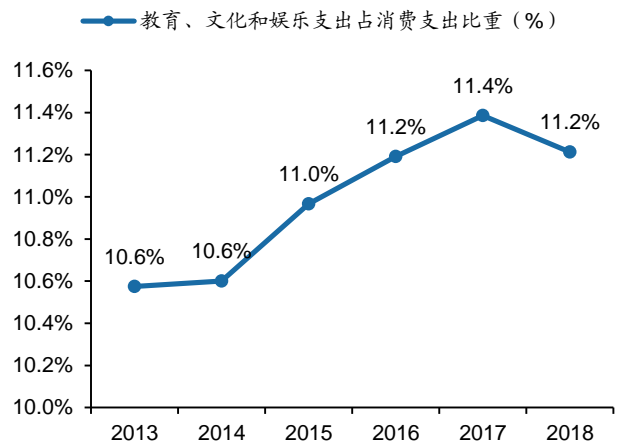
从长期来看, 随着国内中产人群比例提升, 将有效推动消费结构升级, 单价相对较高的现场娱乐活动将有更广泛的人群触达率。根据猫眼招股书数据, 2018年全国现场娱乐的市场规模突破1000亿, 同比增长22.58%, 预计到2021年全市场交易总额将突破2000亿元, 未来3年的年均复合增速为26.19%。

图28: 居民人均可支配收入 (万元) 和同比增速 (%)



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图29: 文化、教育和娱乐支出占消费支出比重 (%)

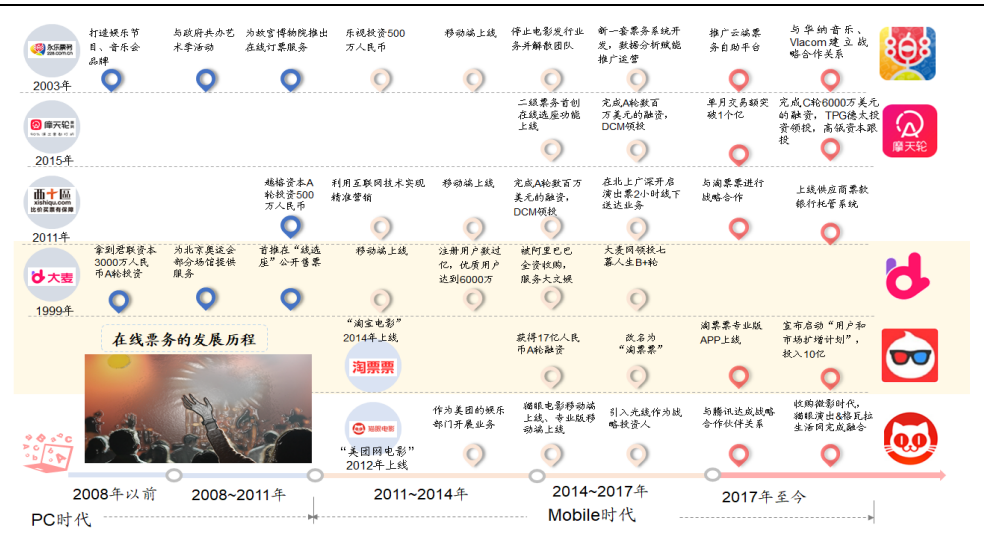


数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

3.1 融资加速，竞争分化，行业集中度仍待提升

2012~2015年，随着移动互联网和线上支付普及，票务平台从PC端进入移动端。老牌在线票务平台永乐票务和大麦网先后在2013年7月和2014年12月推出其移动端产品，2015年大麦网注册用户数过亿，永乐票务超过3000万人。此外，新生代的互联网公司也加入竞争，包括2009年进军演出领域的聚橙网，2011年成立的西十区，2015年的摩天轮。截至2015年底，全国现场娱乐票务规模达到38亿元，已初具规模。

图30：现场娱乐在线票务主要参与主体的发展历程



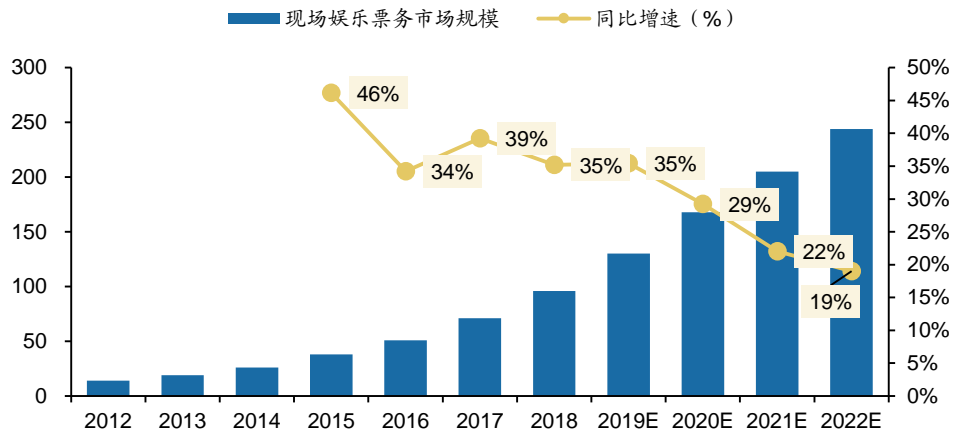
资料来源：永乐票务、摩天轮、西十区、淘票票、猫眼电影，广发证券发展研究中心

2016年至今，融资加速，竞争分化，具有互联网巨头背景的头部平台继续向综合票务平台发展，而第二、三梯队公司则寻求在垂直细分领域的突破。2016年永乐票务挂牌新三板，2018年上半年与华纳音乐、Viacom建立战略合作关系，着重发力演唱会和体育赛事领域。大麦网在2017年3月被阿里巴巴全资收购，融入阿里大文娱版图，淘票票为其提供流量接口。摩天轮在2016~2018年间，完成从A到C轮的共计5次融资，累计融资金额超过1亿美金，以“海量折扣票”为核心营销方式开拓市场，2017年8月平台注册用户突破100万，2018年4月的单月交易突破1亿元。聚橙网在2016~2017年先后完成了D轮和E轮融资，在全国范围内拥有100家剧院运营权，深耕音乐剧和舞台剧等细分领域。西十区也完成A到C轮融资，累计融资金额超过2亿元，致力于打造现场娱乐票务的自由交易平台（B2B、B2C、C2B），截至2017年7月，已与国内大多数票务机构建立业务合作关系，票源数量超过4万个。

同时，猫眼在稳定电影市场的份额后开始拓展业务边界，凭借微影时代的前期资源积累和流量优势在演出领域迅速发展，成长为全国最大的现场娱乐综合票务平台之一。在资本推动下，2016~2018年间市场交易规模保持年均35%以上增速水平，根据猫眼招股书数据，2018年底，在线票务交易规模已接近百亿元。

根据猫眼招股书中艾瑞咨询数据，2019~2022年国内现场娱乐票务市场将逐渐从过去30%以上增速进入20%的稳步增长区间，预计到2022年市场规模将达到244亿元。

图31：现场娱乐票务市场规模（亿元）和同比增速（%）



资料来源：猫眼招股书，广发证券发展研究中心

3.2 微影时代完成初始积累，猫眼演出服务增长迅速

微影时代完成初始资源积累，推出“猫眼演出”品牌。微影时代在2015年开始拓展演出和体育业务，截至2016年底，微票儿平台进驻了1200多家剧场、体育馆和展馆，完成初始资源积累。

2017年9月，微影与猫眼合并后推出“猫眼演出”品牌，提供现场娱乐在线票务服务，上线演出活动涵盖演唱会、音乐会、休闲展览、戏曲艺术、亲子/舞蹈和体育赛事等八大类。用户可根据类型、时间、热度筛选感兴趣活动。另外，猫眼增设“为你推荐”栏目，基于平台的历史消费行为和文娱大数据信息，为用户推荐活动。

图32：猫眼演出和格瓦拉生活的现场娱乐服务情况

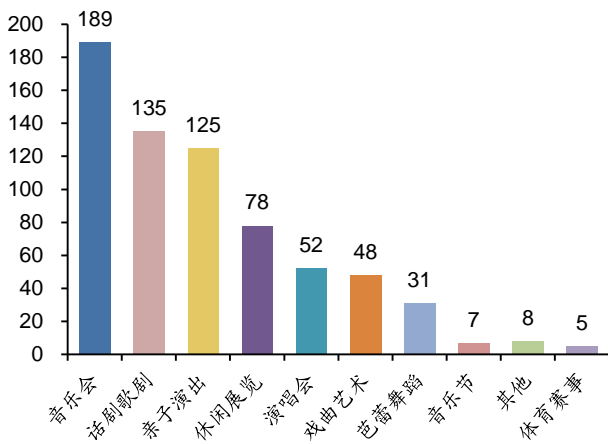


资料来源：猫眼演出官网，广发证券发展研究中心

截至2018年9月30日，猫眼平台已与国内超过2000家场馆运营方和现场娱乐主办方达成合作。除提供在线票务销售渠道外，也可为活动方提供座位规划、门票防伪印刷、现场登记、保安、黄牛识别等增值服务。猫眼演出在现场娱乐票务服务总交易额约为256亿元，行业排名第二，市场份额为11.3%。

音乐会、话剧歌剧、亲子演出为三大主力品类，票价多在100~300元之间。根据猫眼App数据，我们统计得到猫眼在上海地区（上海地区的演出活动丰富，数据具有代表性）的各类现场娱乐活动总计686项。其中上线活动数量前三的类别分别为音乐会189项、话剧歌剧135项、亲子演出125项。从价格来看，我们按照最低价和最高价的平均统计得到12%的项目价格在100元以内，53%的项目价格位于100~300元之间，接近35%的项目价格超过300元。价格中位数为230元附近，约为上海地区电影票价（2018年为42元/人）的5.4倍。按6%的服务费率计算，单张演出票务带来的收入约为13.8元。

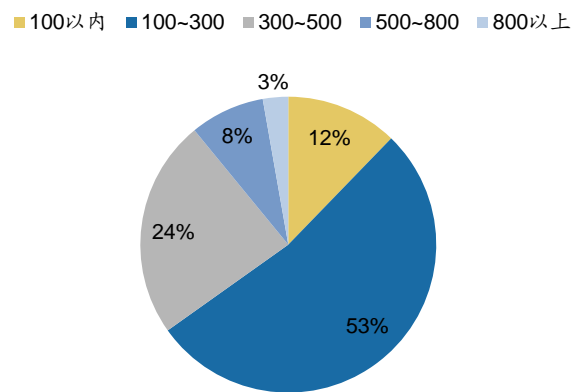
图33: 上海地区猫眼现场娱乐活动的数量分布 (项)



数据来源: 猫眼 App, 广发证券发展研究中心

注: 统计时间为 2019 年 4 月 18 日

图34: 上海地区猫眼现场娱乐价格分布 (元)



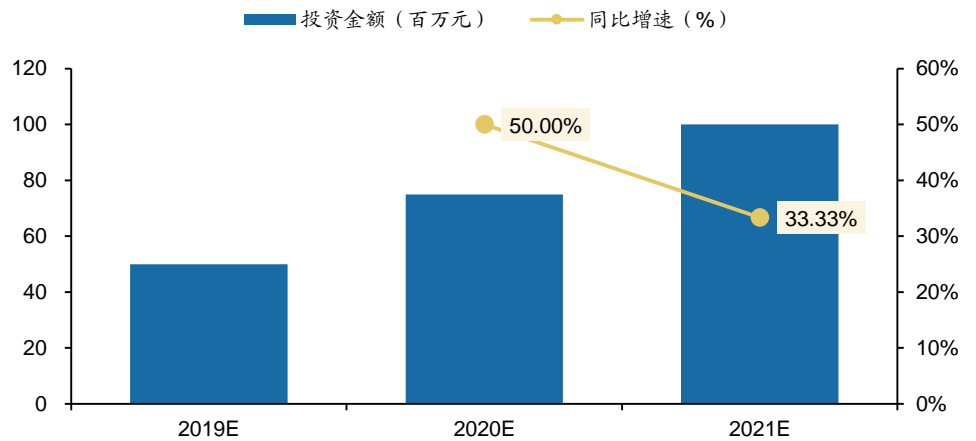
数据来源: 猫眼 App, 广发证券发展研究中心

注: 统计时间为 2019 年 4 月 18 日

亲子演出和休闲展览的独占比例较高。我们将上海地区猫眼的活动项目和大麦的活动项目进行了重合度匹配分析，总量来看，猫眼平台独家现场演出项目为239个，占其上海地区上线活动总数的43.45%。独占比例排名前三的细分类别为，亲子演出独家项目为104个，独占比例达为85%；休闲展览独家项目为43个，独占比例55%；戏曲艺术独家项目为19项，独占比例40%。在演唱会、音乐会、话剧歌剧等项目上重合度较高。

联合腾讯投资现场娱乐活动，提升平台影响力。根据招股书显示，公司与腾讯达成娱乐内容投资合作协议，2019年预计投资一场平均票价为1000元，容纳3万人的大型演唱会或多场平均票价800元的容纳1万人的小型演唱会。2020~2021年，联合投资演唱会活动数量增加至2~3场和4~5场。2019~2021年的联合投资的现场娱乐及其他娱乐内容的投资预算分别为5000万元，7500万元和1亿元。

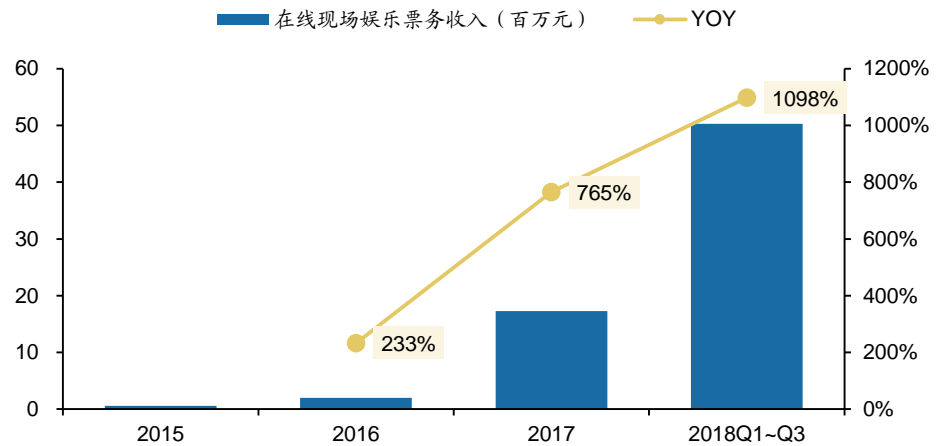
图35: 与腾讯联合投资的现场娱乐活动投资预算(百万元)和增速(%)



资料来源: 猫眼招股书, 广发证券发展研究中心

映射到营业收入上, 完成微影时代收购后, 猫眼现场娱乐票务收入从2016年的200万元大幅增长765%至2017年的1730万元, 由于2017年9月完成并表, 2018Q1-Q3的收入规模达到5030万元, 同比增长1098%, 预计全年收入超过7000万元。现场娱乐票务业务保持高速增长, 有望在继电影票务后成为猫眼中长期业绩的增长点。

图36: 现场娱乐票务营业收入(百万元)和同比增速(%)



资料来源: 猫眼招股书, 广发证券发展研究中心

四、掘金电影产业链，猫眼内容服务能力持续提升

以在线票务平台为核心，猫眼娱乐不断向电影产业链上游延伸，深度参与电影发行、制作，完成电影产业链的全覆盖。

图37：猫眼娱乐历年服务片单一览

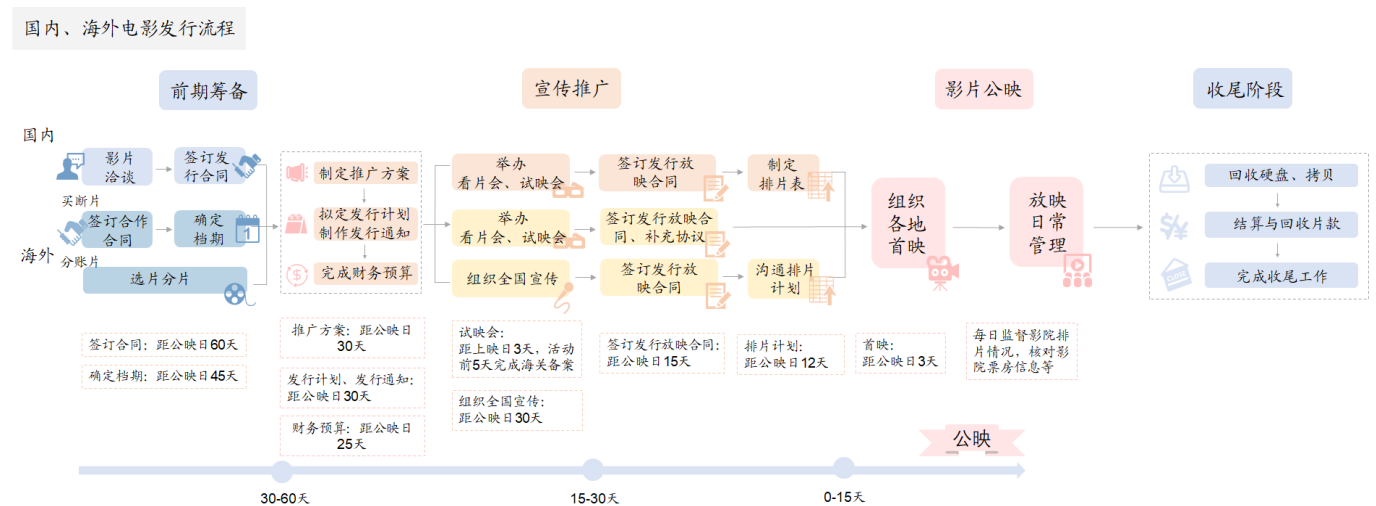


资料来源：猫眼专业版 App，广发证券发展研究中心

4.1 发行市场多方角力，在线票务平台优势显著

国内和海外电影的发行流程如下图所示。

图38：国内和海外电影的发行流程图



资料来源：中国电影招股书，广发证券发展研究中心

国产电影发行主体多元化。目前，国产电影发行市场主体大致可分为三类：影视制作公司，院线及院线联盟，互联网票务平台。

1) 影视制作公司中担任发行工作的主要为电影质量好、产量高、同时具备一定的渠道能力，包括传统影视公司，如光线传媒、华谊兄弟、万达影业、博纳影业等，以及

互联网影视公司，如阿里影业、腾讯影业、乐视影业等。

2) 部分影院覆盖范围广，控制力强的龙头院线公司也在发行市场占据重要地位，如中国电影、联和院线、大地院线、时代院线等。由于影院扩张速度较快，独立院线的市场份额逐年下滑，为强化其在电影发行市场的地位，开始组建发行联盟。2014年，由万达影视联合大地、金逸和横店等院线公司组建“五洲电影发行公司”，成立至今已参与发行包括《战狼2》、《唐人街探案2》和《我不是药神》等在内的多部影片。2015年6月，由幸福蓝海、上海联和、浙江时代、河南奥斯卡和四川太平洋等五家公司成立“四海电影发行联盟”，担任了《美人鱼》、《羞羞的铁拳》和《西游伏妖篇》等影片的发行工作。2018年5月，联盟成员发生调整，幸福蓝海、浙江时代、河南奥斯卡、四川省电影公司和珠江影业合资设立国影纵横发行公司。

3) 2015~2018年间，在线票务平台发展迅速，相比“地网”宣发模式，在线票务平台可实现一站式渠道对接，票补流向清晰，宣发效果好，迅速成为片方激励投放首选。此外，随着行业整合完成，合作影院数量增加，猫眼和淘票票的平台效应愈发显著，发行能力迅速提升，逐渐从以营销服务为主的联合发行方向主发行转型。

票务平台格局稳定，渠道对接力强，优势显著。从三大发行主体各自的优劣势来看，影视制作公司优势在主控电影的发行权，劣势在于目前国内影视制作公司的数量众多，单家产能有限，渠道掌控力较弱，即使是主投主控的电影也需要依赖院线发行方或在线票务平台。院线和院线联盟的优势在于旗下影城数量较多，直接为观众提供观影服务，可以直接指导和监控影城排片，劣势在于院线行业竞争日益激烈，前十大院线的集中度不足70%，且目前除万达和横店院线的自营比例超过70%外，大多数院线的自营比例较低，其对加盟影院的排片控制力相对较弱。而院线联盟由于联盟成员的内部博弈，发行业务的稳定性较弱，如2017年四海发行联盟业务暂停和2018年新组建国影纵横。在线票务平台是电影产业链中集中度最高的一环，优势在用户基数庞大，渠道对接能力强，可根据人群画像实现精准分发，优势显著，劣势在部分头部电影的发行参与度仍然较浅。

表 4: TOP10 院线票房和集中度 (亿元, %, 不含服务费)

院线名称	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
北京万达院线	42.09	59.66	61.03	68.37	77.42	23.41
广东大地院线	23.5	35.29	36.69	44.88	56.08	17.72
上海联和院线	22.2	31.39	36.07	42.13	44.83	13.29
深圳中影南方新干线	19.82	29.77	32.31	38.24	40.91	12.25
中影数字院线	11.05	21	29.17	37.94	40.72	11.68
中影星美院线	24.47	38.15	34.42	37.34	36.26	9.35
广州金逸珠江院线	20.83	28.84	27.65	28.18	27.48	8.23
浙江横店院线	10.6	19.77	20.71	22.72	24.58	7.88
华夏联合电影院线	6.78	11.91	14.42	17.67	20.47	6.32
江苏幸福蓝海院线	7.77	13.23	14.14	16.88	19.50	6.49
CR10	64.26%	65.86%	67.35%	67.65%	68.67%	67.84%
CR5	45.22%	44.27%	44.04%	44.21%	45.98%	45.57%
CR3	30.60%	30.33%	29.39%	29.67%	31.54%	31.65%

资料来源：艺恩数据App，广发证券发展研究中心

根据猫眼专业版App数据,我们统计得到2018年参与国产电影发行(包括联合发行)的TOP5的公司分别为华夏发行、淘票票、猫眼微影(17部电影,合计票房208亿元),五洲电影(16部电影,合计票房157亿元),影联传媒,北京文化(10部电影,合计票房79亿元)。剔除共同参与影片,2018年淘票票和猫眼两大在线票务平台发行电影的合计票房为266亿元,占全年总票房的43.90%。从参与发行的单片票房排名来看,猫眼微影以12.2亿元/部的成绩位列前五大电影发行商的第一,淘票票以10.9亿元/部位列第二。

图39: 国产电影发行市场的参与主体



资料来源:猫眼娱乐,淘票票,光线传媒,万达电影,广发证券发展研究中心

4.2 平台地位持续巩固,猫眼成为国产电影发行龙头

猫眼娱乐参与了包括《红海行动》、《美人鱼》、《西虹市首富》等高票房影片的联合发行,承担了《捉妖记2》、《羞羞的铁拳》和《飞驰人生》等优质影片的主发行工作。根据猫眼专业版数据统计,2014年至今公司参与发行电影数量约57部,累计票房313亿元。2018年全年参与17部影片的发行工作,总票房207.18亿元(YOY+193%),参与影片的质量提升明显。根据招股书数据,截至2018年9月30日,国内前五大主控发行方(负责整体宣发策略及协调宣发过程的各项工作)参与发行的国产电影票房市占率为55.2%,其中猫眼娱乐位列第一。

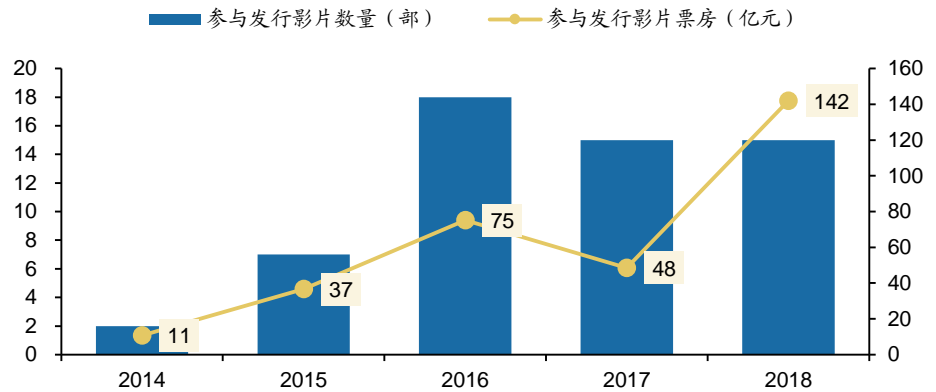
公司担任影片的主控发行方时,收取发行费率(发行费/院线的分账票房总额)通常为5%~12%,联合发行方的费率一般为1%~2%。2016年至今,伴随参与发行影片数量和主发行份额的增长,猫眼娱乐的发行收入保持高速增长态势,2017年实现收入0.96亿元,同比增长244.41%,2018年1~9月实现营收1.21亿元,已超过2017年全年,同比增长77%。

影片宣传推广服务收入主要包括两部分,一部分来自猫眼担任影片发行方时连带宣传推广责任,2018年前三季度实现收入1.9亿元,占总宣传推广收入比例的30%。另一部分则来自第三方投资用于其影片宣传和用户激励,2018年前三季度实现收入1.9亿元,占总宣传收入比例的70%。我们认为相比其他渠道,在猫眼平台投放用户激励更为公开、透明,有利于片方进行预算管理和投资收益测算。

总体来看,我们认为猫眼在发行业务上的优势凸显,宣发收入将保持中高增速,且

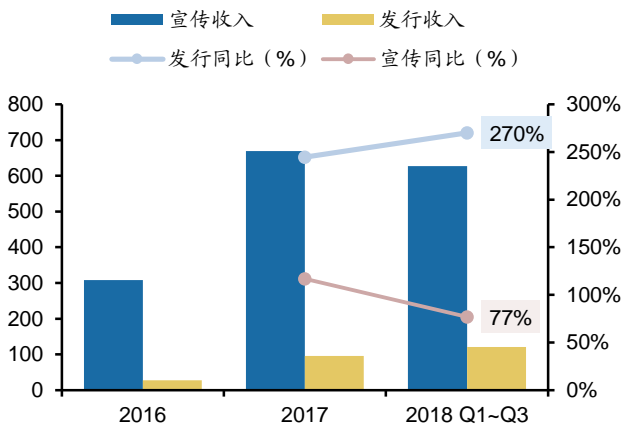
负责发行的宣传比例将持续增加。

图40: 猫眼娱乐2014~2018年参与发行和联合发行的影片数量和票房



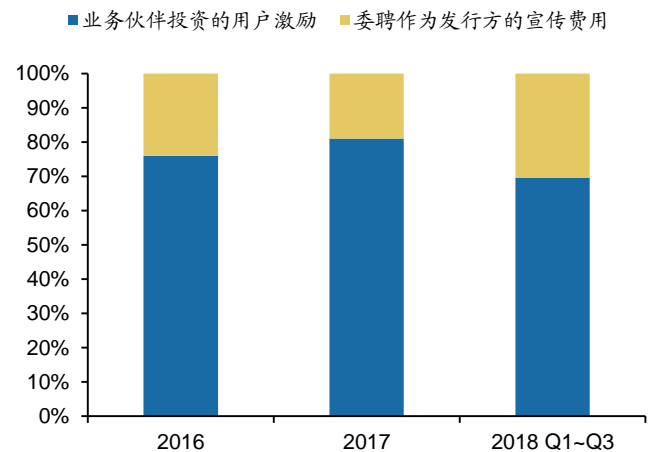
资料来源: 猫眼专业版 App, 广发证券发展研究中心

图41: 猫眼娱乐宣传和发行收入(百万元)及增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图42: 猫眼娱乐宣传收入构成(%)

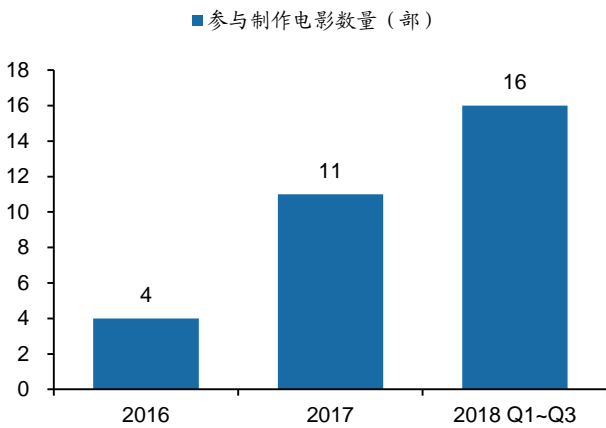


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

4.3 深度参与影视制作，股权绑定优质资源方

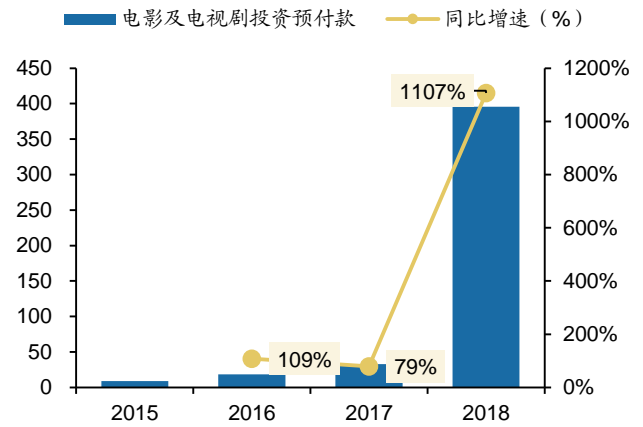
猫眼在2015年开始参与电影制作环节，部分影片实现从概念孵化，制作团队选择到后期制作的全流程参与，2016年~2018年前三季度，猫眼累计参与31部电影的制作。其中不乏《流浪地球》、《美人鱼》、《我不是药神》、《捉妖记2》、《羞羞的铁拳》等票房超过15亿的热门影片。2019年，由猫眼参与出品或联合出品的电影数量达到20部。猫眼参与影片投资，不仅可以获得电影的投资收益分成。同时，参与影片制作的全流程有助于提升品牌认知度，积淀投资经验和产业资源，增加主控发行的影片数量。

图43: 猫眼参与电影制作数量 (部)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图44: 猫眼影视投资预付款和同比增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 5: 2019 年公司参与出品和联合出品的片单情况 (统计日期为 2019 年 4 月 29 日)

电影名称	票房 (亿元)	导演	主演	时间	档期	参与环节
“大”人物	3.79	五百	王千源, 包贝尔, 王迅	2019/1/10	非档期	联合出品
白蛇: 缘起	4.48	黄家康, 赵霁	杨天翔, 唐小喜	2019/1/11	非档期	联合发行, 联合出品
飞驰人生	17.16	韩寒	沈腾, 黄景瑜, 尹正	2019/2/5	春节档	发行, 出品
新喜剧之王	6.24	周星驰	王宝强, 田启文, 鄂靖文	2019/2/5	春节档	出品
流浪地球	46.51	郭帆	吴京, 李光洁	2019/2/5	春节档	联合出品
熊出没·原始时代	7.14	丁亮, 林汇达	宋祖儿, 孟雨田, 刘思奇	2019/2/5	春节档	联合发行, 出品
廉政风云	1.14	麦兆辉	刘青云, 张家辉	2019/2/5	春节档	联合发行, 联合出品
一吻定情	1.73	陈玉珊	王大陆, 林允	2019/2/14	非档期	发行, 出品
老师·好	3.42	张栾	于谦, 汤梦佳, 王广源	2019/3/22	非档期	发行, 出品
风中有朵雨做的云	0.65	娄烨	井柏然, 宋佳, 马思纯	2019/4/4	清明档	联合出品
反贪风暴 4	7.84	林德禄	古天乐, 郑嘉颖	2019/4/4	清明档	发行, 出品
使徒行者 2: 谍影行动		文伟鸿	张家辉, 古天乐	2019/8/9	未定档	出品
爵迹 2		郭敬明	王俊凯, 范冰冰, 吴亦凡	2019	未定档	出品
京剧猫: 霸王折		许刚	杨鸥, 李正翔, 孟祥龙	2019	未定档	出品
大约在冬季		王维明	马思纯, 白宇	2019	未定档	出品
保持沉默		周可	周迅, 吴镇宇, 祖峰	2019	未定档	联合出品
秦明·生死语者		李海蜀	严屹宽, 代斯	2019	未定档	出品
风林火山		麦浚龙	梁家辉, 金城武, 刘青云	2019	未定档	联合发行, 出品

数据来源: 猫眼专业版App, 广发证券发展研究中心

注: 《反贪风暴4》、《风中有朵雨做的云》、《老师好》等影片仍在上映, 采用猫眼专业版App预测票房

我们认为猫眼影视投资能力有望持续提升主要有以下几个方面的原因:

1) 上映率下降, 参与国产电影投资风险较高, 项目甄别能力成为关键

从电影的制作机构数量来看, 我们统计得到2012~2018年间, 每年完成电影备案的制作机构数量从1061家上涨至2445家, 累计涨幅达到118.5%。备案电影数量从1730部增长至3222部, 累计涨幅86.24%。从产出率和上映率来看, 根据艺恩数据, 2018年国产电影总产量为1082部 (YOY+11.55%), 算得2018年产出率 (国产电影产出

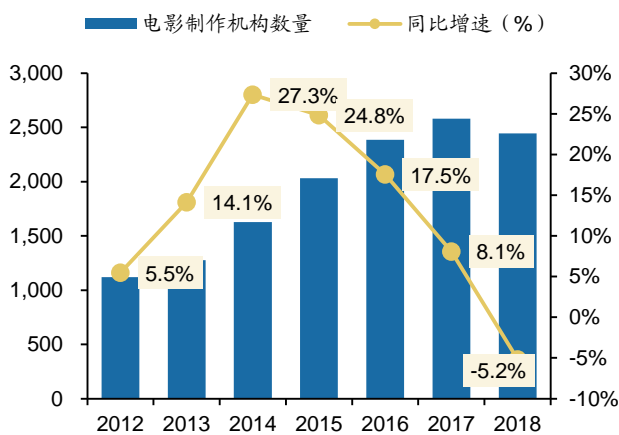
数/备案数)为35%，同比提升6.18pct；上映国产片数量为381部(YOY+1.6%)，算得2018年上映率(国产电影上映数/产出数)35.2%，同比减少3.5pct。2018年电影从备案到上映的完成率仅为12%，说明电影投资项目甄别难度大，需要丰富的历史项目经验和大量的产业数据支持。

猫眼积累了丰富影视产业上游数据，猫眼专业版App资料库的“影片榜”、“影人榜”和“公司榜”囊括了参与过历史上映影片的国内外演员、导演和影视制作公司的相关数据资料，有效提高其项目甄别和风险控制能力。

2) 投资回收期长，纯上游制作资金压力较大，“渠道+内容”整合已成趋势

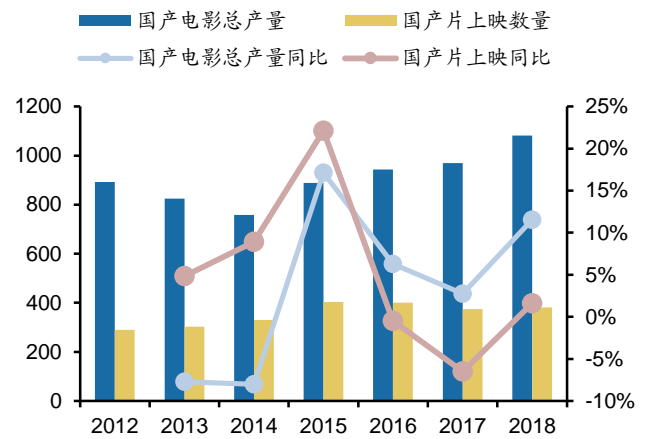
票房分账模式使得下游院线和影城的现金流充沛，上游制作公司，投资回收期长(从备案到上线需要1~2年时间)，现金流短缺，财务波动较大，融资环境严峻，难以实现规模扩张。近年来下游渠道参与上游制作的投资情况也可印证此观点，无论是参与电影数量还是参与电影的票房情况，全产业链经营的万达、中影等在出品公司靠前。我们认为上下游产业融合是行业发展趋势，而猫眼平台作为现金流最前端的入口，相比影城更为充裕，有效支撑其影视制作投资业务发展。

图45: 电影制作机构数量(家)和同比增速(%)



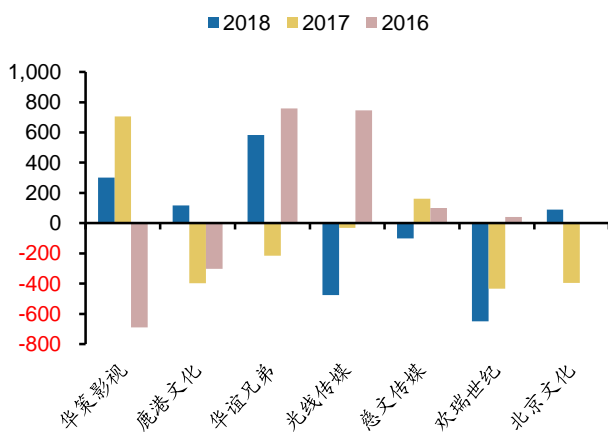
数据来源: 国家广电总局, 广发证券发展研究中心

图46: 国产电影备案和上映数量(部)和同比增速(%)



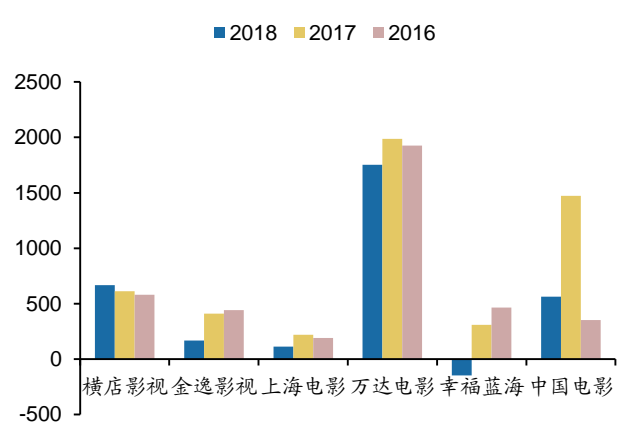
数据来源: 艺恩数据, 广发证券发展研究中心

图47: 主要影视制作公司的经营性现金流(百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图48: 主要院线公司的经营性现金流(百万元)

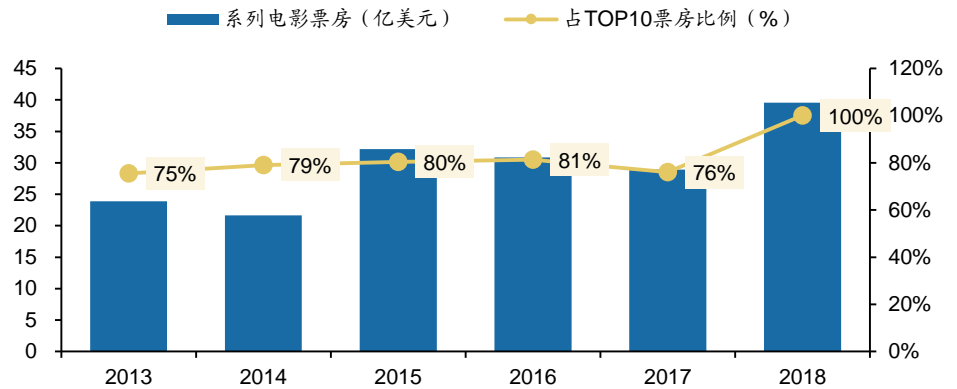


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3) 电影工业化时代IP价值突显，率先绑定优质内容生产方

2008~2018年，北美TOP10票房影片中属于系列电影的票房占比稳定在80%，2018年该比例甚至达到100%。较为知名的系列电影如“漫威系列”、“DC系列”、“速度与激情系列”、“侏罗纪公园”、“哈利波特系列”、“星球大战系列”和“指环王系列”等。目前，国产电影中“唐人街探案”、“捉妖记”、“反贪风暴”和“熊出没”等电影IP也完成多轮迭代，续集表现强势。参考海外电影市场发展情况，我们认为在电影工业化完成后，IP价值将越发凸显，渠道方应率先绑定优质内容生产方。

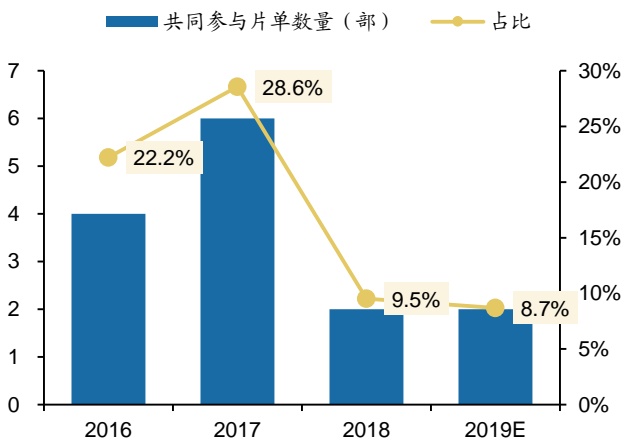
图49：北美每年排名前十电影中系列片票房（亿美元）和占比（%）



资料来源：Box Office Mojo，广发证券发展研究中心

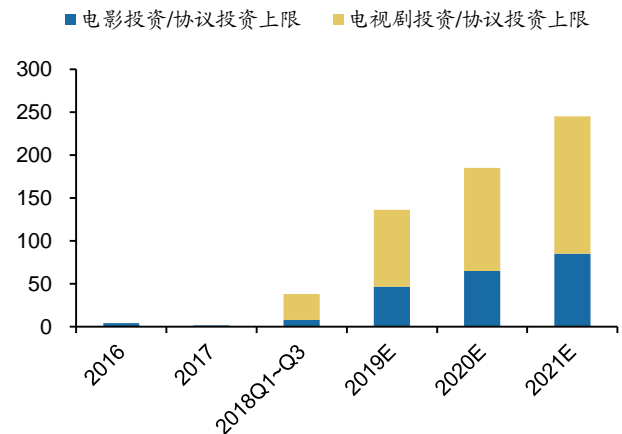
与光线、腾讯签订影视制作联合投资协议，借助三方资源优势丰富产量。猫眼与光线传媒从2016年开始合作投资制作电影，2018年合作投资电视剧，2018年前三季度的联合制作的电影项目投资金额为800万元，同比增长400%，联合制作的电视剧项目投资金额为3020万元。2018年12月10日，双方签订电影和电视剧投资制作合作协议，合作框架建议的2019~2021年电影投资金额上限分别为4680万元、6500万元和8500万元，电视剧投资上限金额分比为8920万元，1.2亿元和1.6亿元。2019~2021年公司预计投资于与腾讯联合制作电影的金额分别为8000万元（7~8部）、9600万元和1.15亿元，联合制作电视剧的金额分别为9600万元（4部）、1.15亿元（4~5部）和1.38亿元（5部）。

图50：猫眼与光线共同参与电影数量（部）和占比（%）



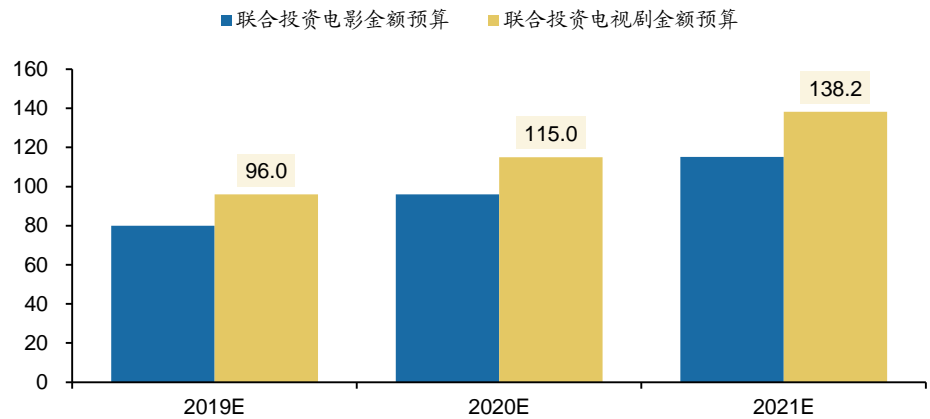
数据来源：猫眼专业版 App，广发证券发展研究中心

图51：猫眼投资于光线联合制作项目的金额（百万元）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

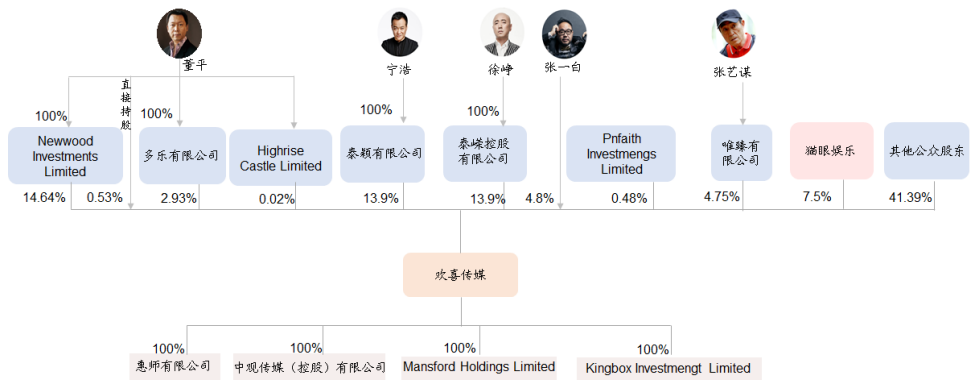
图52: 猫眼预计投资于腾讯联合制作影片和电视剧的金额 (百万元)



资料来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

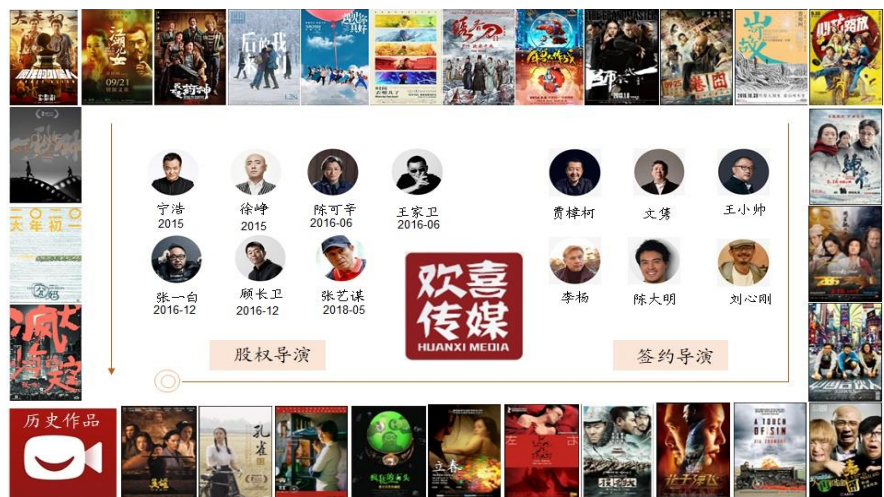
战略投资欢喜传媒, 绑定优质内容生产方公司。2019年3月12日, 猫眼定向认购欢喜传媒增发的2.37亿股股权, 认购价格为1.65港元/股, 折合对价3.91亿港元。增发完成后, 猫眼娱乐占欢喜传媒的总股权的7.5%, 成为公司第四大股东。

图53: 欢喜传媒的股权结构 (%)



资料来源: 欢喜传媒招股书, 权益变动报告, 广发证券发展研究中心

图54: 欢喜传媒股东导演和签约导演情况



资料来源: 欢喜传媒官网, 广发证券发展研究中心

欢喜传媒导演资源强大，具备国内顶尖的影视制作能力。欢喜传媒由董平、宁浩、徐峥和项绍琨在2015年联合创办，通过股权和签约形式凝结了国内一流的导演团队。公司旗下的股权导演包括，创始股东宁浩、徐峥、陈可辛、王家卫、张一白、顾长卫、张艺谋。签约导演包括贾樟柯、文隽、王小帅、李杨、陈大明和刘心刚。根据猫眼App专业版，我们梳理得到目前欢喜传媒导演团队的作品和合作情况如下表所示，平均创作要求为2~3年/部，给予导演充分的创作时间和空间，确保产品的质量，“慢工出细活”是公司能持续创作优质电影作品的重要原因。

表 6: 欢喜传媒旗下的导演的代表作品、历史票房总计和合作内容

导演	绑定关系	担任导演影片 票房总计	代表作品	双方合作内容
宁浩		39.16 亿元	《疯狂的石头》、《无人区》、《心花路放》、 《疯狂的外星人》	每三年导演 1-2 部电影
徐峥		28.82 亿元	《人在囧途》、《泰囧》、《港囧》	每三年导演 1-2 部电影
陈可辛		11.17 亿元	《甜蜜蜜》、《中国合伙人》、《投名状》、 《七月与安生》	至少两部执导、共同执导的作品的优先投资权（不超过 60%）；新媒体平台互联网独家发行。
王家卫	股权关系	1.49 亿元	《花样年华》、《春光乍泄》、《阿飞正传》、 《东邪西毒》	两季网剧的独家权利和新媒体互联网独家发行权。 1.1 亿港元网剧资金
顾长卫		4.07 亿元	《红高粱》、《阳光灿烂的日子》、《孩子王》	至少两部顾长卫执导的电影的独家权利， 新媒体平台独家互联网发行。
张一白		16.79 亿元	《匆匆那年》、《从你的全世界路过》、 《开往春天的地铁》	至少两部张一白执导的电影向欢喜传媒提供独家权利，以供欢喜传媒投资（不少于 55%）于有关拟定电影及总共两季的网络系列影视剧制作。
张艺谋		37.10 亿元	《活着》、《归来》、《红高粱》	张艺谋执导的三部网络系列影视剧、电影的投资权
贾樟柯		1.14 亿元	《天注定》、《站台》、《小武》	独家或优先投资最少三部由贾樟柯执导的新电影，亦将投资其新导演计划中多部电影，可获优先发行权及新媒体独家权。
文隽	签约合作	1295.9 万元	《停不了的爱》、《靓妹仔》、 《风云雄霸天下》	执导或监制的 2 部影视作品优先投资权；新作品的优先投资权和全球优先发行权；新作品在新媒体平台独家发行权及转售权
王小帅		5971.3 万元	《地久天长》、《闯入者》、《极度寒冷》	
刘心刚		—	《五星饭店》、《棋逢对手》、《女人帮》、 《云上的诱惑》	
李杨		52.5 万元	《盲井》、《盲山》、《盲道》	
陈大明		7085.1 万元	《鸡犬不宁》、《我知女人心》、《飞鹰》	

数据来源：欢喜传媒招股书，16、17、18年报，广发证券发展研究中心

猫眼与欢喜传媒签订在以下业务领域进行战略合作：

- 1) 猫眼拥有欢喜传媒集团的电影及电视剧/网剧的优先投资权和独家宣发权。
- 2) 猫眼和欢喜传媒将以合作伙伴身份共同投资电影，电视剧和网剧。
- 3) 猫眼将在网站和App中为欢喜传媒的新媒体视频内容及服务“欢喜首映”提供服务入口，并利用我们的互联网资源和技术促进及协助其影视内容的运营和扩展。

影片排产丰富，猫眼作为优先投资方有望持续受益。2019~2022年欢喜传媒合作导演计划片单数量超过30部，截至目前，包括《猪先生》、《拿摩一等》、《甜心格格之精灵来了》、《面条侠：无处藏身》、《中国大妈》、《中国女排》和《双雄会》在内的多部影片已获得电影制作备案。

表 7: 与欢喜传媒合作的导演未来三年的影视片单

合作导演	2019 年预计完成片单	2020~2022 年预计完成片单
宁浩	《我和我的祖国》(联合导演)	《黄金大劫案》(电视剧)
徐峥	《我和我的祖国》、《猪先生》	《囧妈》
陈可辛	《李娜》	《美丽昏迷》《等待》《中国大妈》《谋杀亲夫》 《中国女排》、《皇后大道开膛手》
王家卫	《明天我要嫁给你了》	《离我远一点》、《天堂旅馆第一季》(网剧)、《天堂旅馆第二季》(网剧)、《堂口之争》、《古驰》
顾长卫	《我和我的祖国》(联合导演)	《伟大的和平来自于对战争的不懈准备》、 《暗暗喜欢的男孩》
张一白	《疯犬少年的天空》	《太阳的后裔》、《葡萄藤下的玫瑰》
张艺谋	《一秒钟》	《悬崖之上》
贾樟柯	《拿摩一等》、《平静》、《一个桶》	《在清朝》、《双雄会》、《状元图》、《西游记》
文隽	《甜心格格之精灵来了》	
王小帅	《嗨，纳莎》、 《地久天长》(已上映)	《一夜天堂》
李杨	《拿摩一等》	《决不饶恕》、《永不言败》
陈大明	《面条侠：无处藏身》	

数据来源：豆瓣电影，广发证券发展研究中心

综上所述，腾讯、光线和欢喜传媒的业务合作丰富公司可投项目数量，文娱大数据有效提升影视项目甄别和风控能力，充裕现金流平抑项目投资周期长的资金压力，我们认为以上三大优势是猫眼影视娱乐内容服务能力持续提升的主要原因。

从经营数据来看，2016~2018年前三季度，猫眼参与制作影片的亏损率从75%下降至50%，制作服务的收益分成收入从120万元增长至1.62亿元，2018年前三季度同比增长577%，电影制作毛利率从-65.6%提升至30.3%，多项指标均有显著改善。

五、多元变现，娱乐电商和广告业务表现不俗

猫眼娱乐的电商平台涵盖卖品、衍生品及影城会员服务。卖品方面，猫眼与影城在卖品上达成合作，上线了影城供应的卖品，用户可在购票界面附加选择小吃（爆米花、薯条）、饮料（可乐、果茶）等各式套餐。猫眼平台按照卖品销售金额的7%~10%提取佣金。

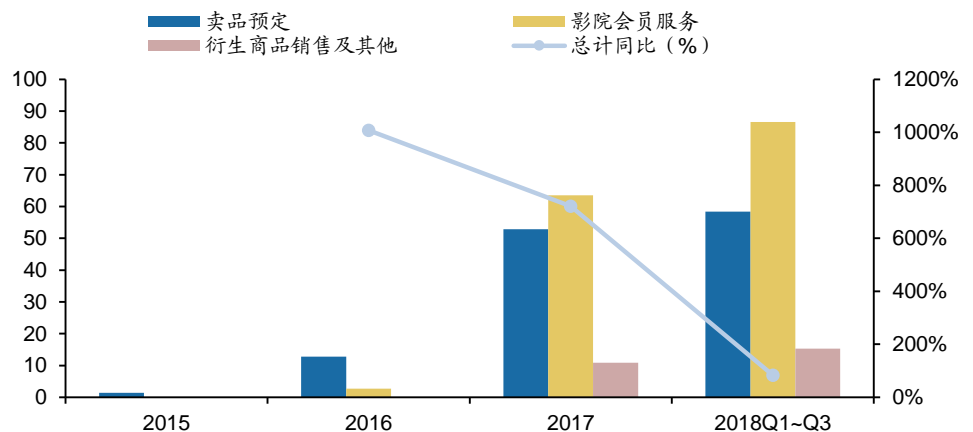
图55：“套餐销售+周边商城+影城会员”等非票服务



资料来源：猫眼 App，猫眼 Web，广发证券发展研究中心

在影城会员服务方面，用户可在猫眼APP购买影城会员卡（不可储值，价格在20~40元不等，有效期在3~6个月），享受首单立减及会员价购买影票服务，根据与影投公司合作情况不同，会员卡类型可分为地区/单店卡及全国卡，如万达影城、中影折扣卡仅在部分区域可用，而横店、SFC及金逸院线则为全国范围可用。猫眼平台按照会员卡销售金额的3%~20%提取佣金。

图56：猫眼娱乐电商服务的营业收入构成（百万元）和同比增速（%）



资料来源：猫眼 App，猫眼 Web，广发证券发展研究中心

衍生品方面，猫眼APP拥有独立的线上商城，主要品类包括3C配件、手办、服饰等，价格上从10元的手机壳到1800元的音响均有分布。平台会动态上新目前的热门电影周边产品，同时也会根据用户的历史观影进行算法推荐。猫眼电商的经营模式为平

台加盟型，按照交易金额的10%-30%抽取佣金。

从营业收入来看，2015~2018年间猫眼娱乐电商服务收入保持高速增长，从2015年的140万元增长至2018年的1.96亿元。从业务结构来看，2018年前三季度，影城折扣卡销售佣金收入达到8660万元，同比增长101.86%，占比超过50%。其次为卖品套餐预订服务和衍生品销售服务，收入分别为36.43%和9.54%。

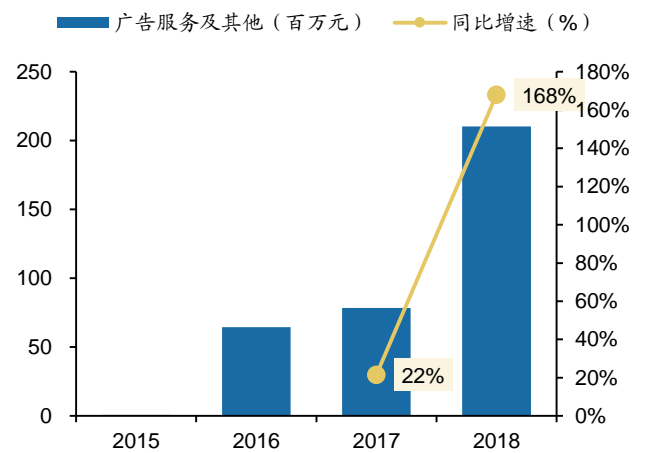
广告业务方面，猫眼主要广告资源位置主要分布在PC端和Web端，广告形式主要为开屏和首页Banner广告，计价模式主要采用CPM。为提升用户体验和培育独立流量，猫眼App内部广告主要为配合电影推广的广告，且广告主可投放的广告位相对较少。通过与知名消费品牌（优衣库、CHANEL、Dior而合作），2018年猫眼广告及其他收入达到2.1亿元，同比增长168%。

图57：猫眼线上广告资源位分布



数据来源：猫眼 App，猫眼 Web，广发证券发展研究中心

图58：猫眼广告及其他收入(百万元)和同比增速(%)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

其他业务方主要包括为影城提供SaaS服务。根据猫眼招股书显示，截至2018年9月30日，国内超过600个城市，约95%的电影院与猫眼平台实现在线票务销售合作。通过为影院提供在线电影售票服务，影院与平台完成连接。猫眼具备紧密的影院合作关系以及海量的用户消费数据成为其ToB服务的重要基础，公司可为影院提供专用的SaaS解决方案：从“线上市场推广、交易处理、会员管理”到“排片优化、业绩分析”的全环节信息化服务，优化影院的资源运用和运营效率。

六、盈利预测和投资建议

图59: 猫眼电影相关业务的盈利模式



资料来源: 猫眼招股书, 广发证券发展研究中心

5.1 在线娱乐票务业务的盈利预测

猫眼娱乐的在线娱乐票务业务包括在线电影和现场娱乐票务服务两部分构成, 我们分别对两者未来三年的营业收入进行预测。需要注意的是, 根据公司的会计政策, 在线娱乐票务服务收入按照净额基准确认, 即扣除支付给影院的部分后确认收入。

在线电影票务的服务收入增长驱动因素包括:

1) 宏观因素: 中国电影总票房、线上购票渗透率、服务费率

电影总票房可以拆解为人均票价、银幕、单银幕场次和场均人次等四部分构成, 分别代表定价、渠道、产能利用率和获客能力四种因子, 根据前文对中国票房的分析, 我们认为虽然因为票价波动和优质内容短缺, 造成短期票房增速不确定性放大, 但电影作为重要文娱消费品, 长期将保持稳健增长。结合猫眼招股书中艾瑞研究数据和艺恩数据分析, 我们认为2019~2021年线上渗透率逐年提升0.5%。2018年线上购票的服务费率约为7.9% (即单张出票包含2.6元服务费), 参考国内O2O龙头大众点评9%费率, 仍有小幅提升空间, 预计未来三年的服务费率分别为8.4%、8.6%和8.9%。

2) 微观因素: 猫眼娱乐的市占率、与影院分成比例

我们认为行业补贴战的红海时代已经结束, 观影人群日渐成熟, 票补的引流效应正逐渐减弱, 同时也是重要的监管规范方向, 在行业没有非理性票补发生的情况下, 我们认为美团点评和“微信+QQ”两大生态支持下, 叠加公司积极进行品牌推广培育独立流量, 拥有更完善的服务体系和更强的新影院签约能力的头部平台将持续聚集流量, 预计2019~2021年猫眼娱乐的GMV市占率分别提升0.8pct、1.0pct和0.5pct。在影院分成比例方面, 根据前文对于院线竞争格局的判断, 一方面, 票房增速不及预期和银幕持续扩张导致整体经营压力增大, 另一方面, 由于院线牌照放开后, 腰部影投公司的竞争将愈发激烈, 猫眼娱乐平台仍能保持较强的议价能力, 2019~2021年的服务费率再分成比率假设为86.5%、86%和85%。

综上所述, 算得2019~2021年猫眼娱乐电影票务收入分别为24.14亿元、26.82亿元

和29.84亿元，分别同比增长9.27%，11.09%和11.25%。

表 8: 2019~2021 年猫眼娱乐在线电影票务服务收入预测 (单位: 人民币)

在线电影票务业务	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总票房 (不含服务费, 亿元)	438.72	455.28	523.80	565.39	582.52	627.26	667.86
YOY (%)		3.77%	15.05%	7.94%	3%	8%	6%
在线购票率 (%)	65.80%	75.48%	87.71%	91.79%	92.0%	92.5%	93.0%
线上票房金额 (不含服务费, 亿元)	288.70	343.63	459.42	519.00	535.92	580.21	621.11
全国服务费 (亿元)	28.87	35.71	34.54	41.12	45.02	49.90	55.28
服务费率 (%)	10%	10.39%	7.52%	7.92%	8.40%	8.60%	8.90%
在线票房 GMV (含服务费, 亿元)	317.57	379.34	493.95	560.12	580.93	630.11	676.38
测算猫眼出票的票房市占率 (%)	40.63%	38.04%	43.89%	61.2%	62%	63%	63.50%
猫眼交易总额 (GMV, 亿元)	129.02	144.31	216.80	342.79	360.18	393.82	429.50
GMV 的佣金率 (%)	4.60%	6.64%	6.79%	6.45%	6.70%	6.81%	6.95%
服务费再分成 (%)	50.64%	70.53%	90.53%	87.80%	86.50%	86.00%	85.00%
在线电影票务收入(百万元)	593.90	958.10	1472.70	2209.51	2414.26	2682.03	2983.66
YOY		61.32%	53.71%	50.03%	9.27%	11.09%	11.25%

数据来源: 艺恩数据App, 猫眼招股书, 广发证券发展研究中心

注: 服务费率=全国服务费/线上票房 (不含服务费)

表 9: 在线电影票务营业收入对票房增速和服务费率的敏感性分析

2019 年在线电影票务 收入 (百万元)	2019 年不含服务费票房同比增速 (%)				
	1%	2%	3%	4%	5%
8.20%	2310.35	2333.22	2356.10	2378.97	2401.85
8.30%	2338.52	2361.68	2384.83	2407.98	2431.14
8.40%	2366.70	2390.13	2413.56	2437.00	2460.43
8.50%	2394.87	2418.58	2442.30	2466.01	2489.72
8.60%	2423.05	2447.04	2471.03	2495.02	2519.01

数据来源: 广发证券发展研究中心

我们结合猫眼娱乐招股书中披露的中国在线现场娱乐票务市场总交易额数据, 对现场娱乐票务业务收入进行预测。2018年前三季度, 猫眼娱乐现场娱乐服务的佣金率约为6.3%, 实现收入5030万元, 同比增长1097% (主要受微影时代并表影响)。我们认为猫眼的现场娱乐票务分销能力随平台用户规模增长而提升, 预计2019~2021年的抽佣率分别为6.8%、7.2%和7.5%。算得2019~2021年现场娱乐在线票务收入分别为1.15亿元、1.69亿元和2.31亿元, 分别同比增长62.6%、47.4%和36.2%。

表 10: 2019~2021 年猫眼娱乐现场娱乐在线票务服务收入预测 (单位: 人民币)

现场娱乐在线票务业务	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
现场娱乐总交易额 (亿元)	38.00	51.00	71.00	96.00	130.00	168.00	205.00
YOY		34.21%	39.22%	35.21%	35.42%	29.23%	22.02%
猫眼平台预计 GMV (百万元)	12.00	33.33	247.14	831.60	15.60	22.68	30.75

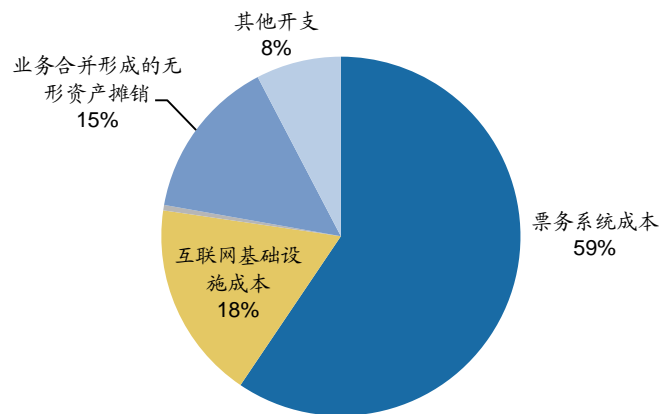
预计市占率 (%)	0.35%	0.82%	4.20%	11.69%	13.0%	14.0%	15.0%
预计佣金率 (%)	4.50%	4.80%	5.80%	6.30%	6.80%	7.20%	7.50%
现场娱乐在线票务收入 (百万元)	0.60	2.00	17.30	70.69	114.92	169.34	230.63
YOY		233.33%	765.00%	308.59%	62.58%	47.36%	36.19%

数据来源：猫眼专业版App，猫眼招股书，18年报，广发证券发展研究中心

注：2018年的现场娱乐相关数据为预测值

在线娱乐的营业成本主要包括票务系统成本、互联网基础设施成本（服务器和带宽成本）、物业、厂房和设备折旧成本（电脑设备折旧）、业务合并产生的无形资产摊销（包括商标、供应商关系、软件、业务合作协议和客户关系等）以及其他开支。我们根据业务性质将营业成本明细归类，属于共同费用的按照营收比重分摊算得2018年在线娱乐票务的营业成本为9.18亿元，18年毛利率为59.74%，明细构成比例如下图所示。随着资产合并形成的固定资产折旧和无形资产摊销的减少，在线票务业务的毛利率将有所提升，预计2019~2021年的毛利率分别为63.8%，62.7%和63.7%。

图60：在线票务的营业成本构成 (%)



资料来源：猫眼招股书和18年报，广发证券发展研究中心

5.2 娱乐内容服务盈利预测

在电影发行方面，猫眼娱乐已成为中国最大的国产电影主控发行方。电影服务收益包括：1) 电影制作公司支付的宣传费用，包括支付电影宣发成本；2) 发行费；3) 提供制作服务/投资电影的利润分成。

我们认为猫眼平台作为片方激励投放渠道的首选，宣传收入将伴随整体票房市场持续增长，尤其是担任发行方的宣传收入占比将逐渐提升（2018年前三个季度为36%），2019~2021年宣传收入分别为7.96、9.53和10.86亿元，发行方的宣传收入占比逐渐提升至45%。值得注意的是，担任发行方的宣传收入在用户使用折扣券后将计入营业成本，所以宣传业务本身不会影响公司的盈利能力，但作为发行的配套流程，可以强化公司发行能力，增加公司发行收入。

我们认为凭借着公司的平台优势，公司承担主发行比例和发行票房占比将持续提升，实现“费率+规模”双增长，预计2019~2021年发行收入分别为1.51、1.91和2.21亿元。

综上所述，预计2019~2021年公司的宣发收入分别为9.46、11.44和13.08亿元，分别同比增长5.5%、20.9%和14.3%。

表 11: 2019~2021 年猫眼娱乐现场娱乐内容服务收入预测(单位: 百万元, 人民币)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
宣传费用	-	308.3	668.8	749.8	795.7	952.8	1086.5
发行费用	-	27.8	95.8	146.8	150.6	191.0	221.1
宣传、推广费用	-	336.09	764.55	896.60	946.28	1143.84	1307.61
YOY (%)			127.48%	17.27%	5.54%	20.88%	14.32%

数据来源: 猫眼招股书, 18年报, 广发证券发展研究中心

在电影制作方面, 猫眼娱乐作为电影产业链的最大中间票务平台, 上下游延伸能力突出, 背靠A股影视制作龙头光线传媒以及互联网龙头腾讯, 旗下PCG事业群拥有国内最大的视频流媒体平台, 猫眼与两者在影视制作业务方面都达成了业务合作协议。此外, 2019年3月, 公司战略投资欢喜传媒, 参与优质影视内容制作得到提升。

根据猫眼专业版App, 我们梳理得到2019年猫眼娱乐参与出品或联合出品片单, 预计制作服务分成收益3.26亿元, 同比增长90%。2020~2021年的制作服务分成收益分别为4.41亿元和5.29亿元, 分别同比增长35%和20%。

综上, 2019~2021年猫眼娱乐内容服务收入分别为12.73、15.85和18.37亿元, 分别同比增长19%、24.5%和15.9%。毛利率为54.65%、50.24%和47.83%, 下降原因主要为作为发行方宣传费用的占比提升, 导致内容宣发成本提升。

5.3 娱乐电商服务盈利预测

与在线娱乐票务业务相同, 娱乐电商服务收益也将按照净额基准确认。作为影票选购的增值服务, 我们按照10%的综合佣金率计算得到2018前三个季度的卖品和衍生品交易额为7.37亿元, 占猫眼平台电影票业务GMV的3%, 相比2017年提升0.1%。假设2019~2021年卖品和衍生品的交易额与电影票务业务GMV的比值逐年提升1%, 按照10%综合佣金率计算得到2019~2021年卖品和衍生品的销售收入分别为1.15、1.30和1.46亿元。

表 12: 2019~2021 年猫眼娱乐电商收入预测(百万元, 单位: 人民币)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
卖品和衍生品销售	1.4	12.8	63.7	102.8	115.3	130.0	146.0
影院会员服务	-	2.7	63.5	92.96	125.50	156.87	191.39
娱乐电商服务(百万元)	1.4	15.5	127.2	195.8	240.76	286.83	337.42
YOY	-	1007.14%	720.65%	53.93%	22.96%	19.14%	17.64%

数据来源: 猫眼招股书, 18年报, 广发证券发展研究中心

随着影院与猫眼合作关系深入, 影院会员销售量有望持续增长, 假设未来三年影院会员服务收入保持25%的年均复合增速, 2019~2021年分别实现收入1.26、1.57和1.91亿元。两者合计得到2019~2021年猫眼娱乐电商服务总收入为2.41、2.87和3.37亿元, 分别同比增长23.0%、19.1%和17.6%, 毛利率稳定在90%附近。

5.4 广告及其他收入盈利预测

公司广告收入主要包括两个部分：1) 互联网广告（猫眼WebApp）；2) 出票机广告，主要投放的广告主为文娱和快消类公司。未来的增长驱动力包括：流量价值的提升（独立MAU、时长、频次）以及广告资源位数量增长。

在互联网广告方面，流量价值的提升，我们认为公司未来会持续培育独立流量，以减少对美团和腾讯的生态流量依赖，增强自身流量变现能力和多元业务拓展能力。另外，猫眼在文娱资讯上加大PGC内容投入，用户使用频次、时长有望提升，单位流量价值也将进一步增长。广告资源位方面，在用户数量培育期，更多地考虑到用户使用体验，除了App开屏广告和首页Banner广告外，整体广告位数量较少。我们认为随着用户培育期完成，文娱资讯内容不断丰富，潜在可增加广告位数量较多。

出票机的广告收入增长主要受出票机数量和影院观影人次的变化，出票机数主要受全国新增影院数的影响（预计未来3年复合增速为6.5%），影院观影人次取决于影片内容和用户观影习惯的长期培养。我们预计2019~2021年广告及其他收入分别为3.0、3.56和4.03亿元，分别同比增长42.6%、18.7%和13.2%。

综合以上预计结果，猫眼娱乐在2019~2021年的营业收入为43.43、50.79和57.91亿元，分别同比增长15.66%、16.95%和14.03%。

表 13: 猫眼娱乐各项收入预测汇总（百万元，单位：人民币）

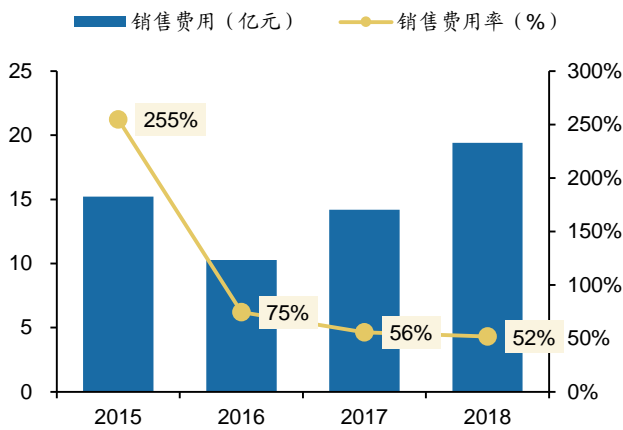
各业务收入	2015	2016	2017	2018 Q1~Q3	2018	2019E	2020E	2021E
在线娱乐票务服务	594.5	960.1	1,490.0	1,831.6	2280.2	2529.2	2851.4	3214.3
		61%	55%	85.9%	53.03%	10.92%	12.74%	12.73%
娱乐内容服务	-	337.3	852.3	910.2	1068.6	1273.1	1585.0	1837.0
			153%	121.5%	25.38%	19.14%	24.50%	15.90%
娱乐电商服务	1.4	15.5	127.2	160.3	195.8	240.8	286.8	337.4
		1007%	721%	83.0%	53.93%	22.96%	19.14%	17.64%
广告服务及其他	0.8	64.6	78.5	160.2	210.4	300.0	356.0	403.0
		7975%	22%	216.0%	168.03%	42.59%	18.65%	13.22%
总营业收入	596.7	1,377.5	2,548.0	3,062.3	3,755.0	4,343.0	5,079.2	5,791.8
YOY		131%	85%	99.6%	47.37%	15.66%	16.95%	14.03%

数据来源：猫眼招股书，18年报，广发证券发展研究中心

期间费用率预测：猫眼娱乐的销售费用主要包括用户激励和雇员福利开支，2018年前三季度，用户激励费用（15.74亿元）和雇员福利开支（1.27亿元）合计占营销推广费用的比例为98.79%。2018年公司的销售费用率为51.68%，同比减少4.04pct。

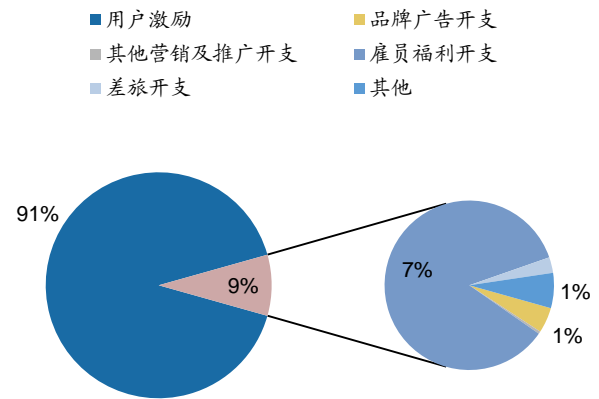
票补是销售费用的核心构成项，是影响公司利润的主要因素。2018Q1~Q3的单张票补（计入销售费用）的金额为2.32元/张，形成用户激励15.74亿元（占销售费用的90%），销售费用率56.31%，是导致公司亏损的核心原因。

图61: 销售及营销开支 (亿元) 和销售费用率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图62: 2018Q1~Q3销售及营销开支的构成(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

我们认为2019年票补下降受以下因素驱动: 1) 在线票务平台进入双寡头格局, 用户粘性逐渐形成, 平台方为抢夺市场份额进行高额票补的效益较低; 2) 政府部门进一步规范网络售票, 2018年春节期间最低票价不得低于19.9元/张, 2018年10月国务院办公厅发布《关于印发完善促进消费体制机制实施方案(2018—2020年)》中指出“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”, 我们认为票补行为将得到规范, 以促进电影产业的有序发展。3) 用户的观影需求驱动因素已从票价转向电影内容本身, 详细可见前期报告《广视角 | 电影口碑和观众预期的力量是如何影响票房的》。

综上所述, 我们预计2019~2021年销售费用中的单张出票补贴金额分别为1.25、1.15和1.16元/张, 分别同比下降32.39%和7.93%, 折算得到对应的销售费用率分别为32.12%、27.37%和25.75%。

表 14: 单张票补对销售费用和归母净利润的敏感性分析 (单位: 人民币)

预计2019年单张出票补贴 (元/张, 计入销售费用)	2019年预计销售费用 (百万元)	2019年预计归母净利润 (百万元)
1.05	974.89	824.04
1.15	1067.74	753.65
1.25	1163.42	681.10
1.35	1253.43	612.85
1.45	1346.28	542.46

数据来源: 广发证券发展研究中心

可比公司估值:

公司参与到电影产业链多个业务环节, 我们选择国内A股主要上市院线公司、影视制作公司以及同在港股上市的阿里影业(淘票票平台为其主要营收构成)作为可比公司。国内龙头院线公司如中国电影、万达电影和横店影视2019年的PE估值在24x~31x之间。光线传媒、华谊兄弟和北京文化等影视制作公司2019年的平均PE估值为22.7x。我们按照2019年院线龙头的平均估值28.5x和影视制作行业的平均估值

22.7x为基准,以猫眼娱乐2019年在线票务业务和娱乐服务营业利润贡献为权重,计算得到猫眼娱乐2019年的合理PE估值为27.5x,接近一个月平均汇率1.1706,折合19.24港元/股。

表 15: 涉及行业的可比公司估值表 (注: 统计日期为 2019 年 4 月 30 日, 货币单位: 人民币)

代码	行业	公司名称	总市值 (亿元)	EPS(元/股)					P/E				
				(其他公司按市场一致预期)									
				16A	17A	18A	19E	20E	16A	17A	18A	19E	20E
01896.HK	综合娱乐	猫眼娱乐	154.97	-0.45	-0.07	-0.12	0.70	0.99	—	—	—	22.9	15.9
01060.HK	在线票务	阿里影业	411.18	-0.04	-0.04	-0.06	-0.02	0.02	—	—	—	—	86.0
002739.SZ		万达电影	391.39	1.16	1.29	0.73	0.74	0.84	19.2	17.2	30.2	30.1	26.4
603103.SH		横店影视	103.33	0.89	0.80	0.71	0.72	0.80	25.6	28.5	32.2	31.6	28.6
002905.SZ	院线	金逸影视	56.07	0.73	0.79	0.59	0.75	0.96	28.7	26.5	35.5	27.7	21.6
601595.SH		上海电影	53.75	0.63	0.69	0.63	0.73	0.89	22.7	20.9	22.9	19.6	16.2
300528.SZ		幸福蓝海	31.22	0.30	0.30	-1.43	0.59	0.68	27.8	27.8	—	14.1	12.3
600977.SH		中国电影	336.81	0.49	0.52	0.80	0.76	0.84	36.7	34.9	22.5	23.8	21.6
300251.SZ		光线传媒	227.94	0.25	0.28	0.47	0.25	0.31	31.1	27.8	16.6	31.4	24.7
300027.SZ	影视制作	华谊兄弟	148.41	0.29	0.30	-0.39	0.29	0.33	18.4	17.9	—	18.2	15.9
000802.SZ		北京文化	82.19	0.73	0.43	0.46	0.62	0.71	15.7	26.5	25.2	18.5	16.1

数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 万达电影、横店影视和光线传媒为覆盖标的,按照广发证券的最新盈利预测。阿里影业的财报从4月1日开始,净利润为NON-GAAP口径数据,2018年的财报尚未披露。

FCFE估值: 由于公司上市时间较短,我们参考可比公司阿里影业股价收益率和香港恒生指数收益率的周度数据算得去杠杆后的 β 值为0.8173,按照猫眼2018年资本结构加杠杆得到猫眼 β 值为1.1793。采用十年期国债收益率作为无风险利率3.41%,恒生指数十年期回报率为8.00%。根据CAPM模型计算得到公司的权益报酬率为8.82%,假设长期增长率为0.5%,采用FCFE模型得到目前合理总市值为246.77亿元,按照当前股本折合25.65港元/股。

表 16: 猫眼娱乐权益现金流量和估值情况 (除特殊注明外, 货币单位: 人民币)

FCFE 估值	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
权益现金流 (百万元)	639.32	978.98	1,178.86	1,382.77	1,609.94	1,901.15	2,089.63	2,273.41	2,422.33	2,571.32
折现率 (%)	8.82%	8.82%	8.82%	8.82%	8.82%	8.82%	8.82%	8.82%	8.82%	8.82%
时间因子	0.67	1.67	2.67	3.67	4.67	5.67	6.67	7.67	8.67	9.67
折现因子	94.46%	86.80%	79.76%	73.30%	67.35%	61.89%	56.88%	52.26%	48.03%	44.13%
PV (百万元)	603.90	849.77	940.31	1,013.53	1,084.37	1,176.70	1,188.49	1,188.19	1,163.37	1,134.81
PV (TV) (百万元)	14,030									
股权价值 (百万元)	24,677									
总股本 (百万股)	1126.3									
汇率 (HKD/CNY)	1.1706									
每股价值 (港元/股)	25.65									

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

综合两种方法得到猫眼娱乐的每股合理估值为19.24~25.65港元/股。出于稳健性考虑,我们认为公司的每股合理价值为19.24港元/股。

投资建议：猫眼娱乐作为全国最大的在线票务平台，将长期受益于国内电影和现场娱乐市场的持续增长，猫眼在国产电影发行市场的市占率稳步提升。借助积累的庞大用户娱乐偏好数据，娱乐内容服务能力持续增强。此外，丰富的经营数据积累和广泛的影院合作为公司下游赋能业务提供了良好的发展空间。我们认为随着票补的依赖度逐渐下滑，公司利润将得到持续释放，预计19~21年GAAP归母净利润分别为6.74、9.68和12.0亿元，分别同比增长591.9%、43.54%和23.98%，当前股价对应PE为22.9x、15.9x和12.9x，每股合理价值19.24港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

七、风险提示

- 1) 中国娱乐行业整体，尤其是电影票房增速不及预期。2019Q1电影票房增速同比下滑约9%，短期电影票房增速的不确定性放大。出票量下滑或将对公司在线票务收入产生负面影响。
- 2) 主要竞争对手非理性增加票补，导致猫眼市占率下滑或盈利周期拉长的风险。目前线上票务行业已基本达成补贴持续减弱的一致预期，但如果主要竞争对手采取非理性的补贴措施可能导致公司市占率下滑，或者公司在补贴投入上同步跟进，导致盈利周期拉长。
- 3) 影院整合速度超预期，导致平台的议价能力减弱的风险。虽然短期来看，影投公司的集中度仍处于下降通道，但随着行业竞争加剧带来的经营压力增大，有可能会加速推动影投公司的整合速度，从而对猫眼平台的服务费分成产生负面影响。
- 4) 对战略伙伴的生态流量依赖度较高的风险。目前包括微信、QQ和美团点评导入的用户流量超过平台总体流量的90%，自有APP流量和交易贡献规模偏低。如果战略合作关系无法维持，可能面临流量流失的风险。
- 5) 新业务开展速度不及预期的风险。由于用户在猫眼平台购买非电影票的习惯尚未形成，在线娱乐票务服务中展会、演唱会和体育赛事等市场的开拓进度或不及预期。文娱大数据服务未能寻找到较好的变现模式。
- 6) 监管政策对线上票务服务约束超预期的风险。2018年10月11日，国务院办公厅发布《关于印发完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）》指出“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”。随着后续政策细则落地，可能出现对下游影院或上游片方相对有利，而对线上平台相对不利的政策条件。
- 7) 公司参与投资、宣发的电影内容上映效果不及预期，或未能如期上映的风险。目前，观众对影片题材、类型和剧情的偏好经常发生变化，公司投资和宣发的电影的投资收益低于初始预期，甚至出现亏损。另一方面，目前内容监管趋于严格，可能面临电影调档或撤档的风险。
- 8) 商誉减值风险。公司收购微影产生了约45亿的商誉资产，若未来经营环境持续恶化，可能出现大额商誉减值。
- 9) A股和H股市场的估值水平不同。与公司业务和经营范围相似公司主要在A股上市，上或由于市场因素导致估值存在一定的不可比性。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3323	3574	4765	6324	8074
货币资金	1170	1536	2466	3661	5092
应收及预付	2062	2955	3422	4079	4651
存货	4	13	16	19	21
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	5715	5502	5340	5204	5092
长期股权投资	39	37	37	37	37
固定资产	32	31	26	22	18
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	1086	939	781	650	541
其他长期资产	33	39	39	39	39
资产总计	9039	9076	10105	11528	13166
流动负债	3286	3173	3520	3963	4385
短期借款	0	600	0	0	0
应付及预收	331	295	342	409	466
其他流动负债	2933	1905	2203	2577	2938
非流动负债	222	197	197	197	197
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	1	2	3	4	5
其他非流动负债	222	197	197	197	197
负债合计	3508	3370	3717	4160	4582
股本	0	0	0	0	0
资本公积	5838	6157	6157	6157	6157
留存收益	-318	-455	337	1448	2979
归属母公司股东权益	5520	5702	6376	7344	8544
少数股东权益	11.1	4.6	11.4	23.7	40.1
负债和股东权益	9039	9076	10105	11528	13166

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2023E
营业收入	2548	3755	4343	5079	5792
营业成本	806	1399	1620	1936	2207
销售费用	922	1420	1724	1940	1395
管理费用	263	381	341	384	424
研发费用	144	214	248	290	331
利息收入	2	0	28	40	58
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	-59	-109	904	1290	1587
营业外收支	-7	-30	0	0	0
利润总额	-66	-139	904	1290	1587
所得税	0	-10	227	327	405
国际准则-净利润	-76	-138	681	980	1216
少数股东损益	-0.5	-1.3	6.8	12.3	16.4
基于股份薪酬开支	184.5	161.9	161.2	162.2	162.0
NonGAAP-归母净利	125	91	835	1130	1362
GAAP-EBITDA	-18	9	1050	1436	1727
GAAP-EBIT	-66	-139	904	1290	1587
GAAP-EPS (元/股)	-0.1	-0.1	0.6	0.9	1.1

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1074	-1518	962	1227	1462
净利润	-75	-138	681	980	1216
折旧摊销	49	148	168	140	116
营运资金变动	881	-1534	86	80	102
其它	220	7	27	27	27
投资活动现金流	-1080	762	-6	-5	-4
资本支出	-26	-148	6	5	4
投资变动	1	2	3	4	5
其他	-953	-572	0	0	0
筹资活动现金流	74	1125	-27	-27	-27
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	500	0	0	0	0
其他	0	798	0	0	0
现金净增加额	68	369	929	1195	1431
期初现金余额	1102	1170	1536	2466	3661
期末现金余额	1170	1539	2466	3661	5092

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	85.0%	47.4%	15.7%	17.0%	14.0%
营业利润增长	-87.5%	85.6%	-926.5%	42.7%	23.1%
归母净利润增长	85.1%	-81.6%	591.9%	43.5%	24.0%
获利能力					
毛利率	68.4%	62.8%	62.7%	61.9%	61.9%
净利率	-3.0%	-3.7%	15.7%	19.3%	21.0%
ROE	-1.4%	-2.4%	10.6%	13.1%	14.0%
ROIC	-1.5%	-2.7%	15.0%	22.4%	28.9%
偿债能力(%)					
资产负债率	38.8%	37.1%	36.8%	36.1%	34.8%
净负债比率	-19%	2%	2%	2%	2%
流动比率	1.0	1.1	1.4	1.6	1.8
速动比率	1.0	1.1	1.3	1.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	8.2	11.6	11.6	11.6	11.6
存货周转率	221.1	103.8	103.8	103.8	103.8
每股指标(元)					
每股收益	-0.1	-0.1	0.8	1.1	1.4
每股经营现金流	1.0	-1.3	0.9	1.1	1.3
每股净资产	4.9	5.1	5.7	6.5	7.6
估值比率					
P/E	—	—	22.9	15.9	12.9
P/B	—	—	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	—	—	16.2	11.3	8.8

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 朱可夫：分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
- 吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与华谊兄弟(300027)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。