

猫眼娱乐 (1896.HK) / 影视传媒

核心票务回归盈利性平衡, 娱乐矩阵构建长期竞争力

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 11.46 (HKD)

分析师: 李俊松

香港执业证书编号: BEY885

执业证书编号: S0740518030001

Email: lijun@r.qizq.com.cn

分析师: 赵坤

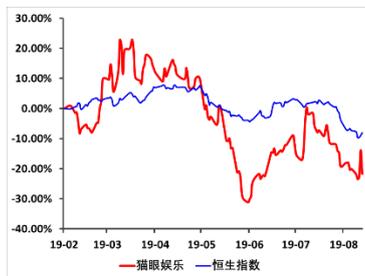
执业证书编号: S0740516080002

Email: zhaokun@r.qizq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	1126.26
流通股本(百万股)	1126.26
市价(港元)	11.46
市值(百万港元)	12906.94
流通市值(百万港元)	12906.94

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,547.98	3,754.96	4506.70	5583.86	7068.60
增长率 yoy%	84.91%	47.37%	20.02%	23.90%	26.59%
净利润	-75.47	-137.09	646.49	1047.53	1396.39
增长率 yoy%	-	-	-	62.03%	33.30%
每股收益(元)	-	-	0.57	0.93	1.24
每股现金流量	0.06	0.06	0.08	0.18	0.18
净资产收益率	-	-	8.33%	13.80%	16.77%
P/E	-	-	-	28.15	17.37
PEG	-	-	-	0.28	0.39
P/B	-	-	-	2.40	2.19

### 投资要点

- 中期业绩公告概述:** 公司 2019 年上半年同比增长 4.7% 至 1984.6 百万元, 毛利保持稳定 2019 年上半年为 1186.8 百万元, 同比增长为 0.1%。2019 年期内净利润为人民币 257.4 百万元, 2018 年上半年期内净亏损 231.1 百万元。2019 年上半年期内经调整 EBITDA 为人民币 511.7 百万元, 2018 年同期为 64.2 百万元。
- 线上娱乐票务业务回归盈利性:** 2019 年上半年, 中国电影市场仍经历自下而上的结构性调整(影片票房头部集中和价格因素带来的绝对量调整), 同期总票房为人民币 311.7 亿元, 同比下降 2.7%, 而同期观影人次为 8.08 亿, 同比下降 10.3%。相对而言公司整体线上娱乐票务亦受到部分影响, 2019 年同期下降 5.7%, 收入为 1083.0 百万元(2018H1 为 1148.4 百万元)。在成本端, 根据“票务系统成本”和“互联网基础设施成本”的合计成本为 369.8 百万元(2018H1 为 386.7 百万元), 2019 年相较 2018 年同期亦下降 4.37%, 基本符合收入端的同期变化。在费用端, 作为核心开支中心的销售/营销开支(往年主要为用户激励政策)同期减少 46.7% 至 610.7 百万元。所以从整体来看, 该部分业务的回归盈利性的预期符合前期判断。
- 娱乐内容服务构建长效矩阵:** 正如我们在之前深度报告中所提及的, 作为互联网票务平台的产业深入转化入口, 公司仍在致力于实现娱乐行业的多

元化的赋能业务。其旗下的猫眼专业版在 2019 年上半年同期月活增长 26.6%。“猫眼研究院”作为业内领先的影视数据分析平台，实现了从市场环境、选角匹配、剧本评估、影片测试、宣发策略等方面的深入解析（已同 IMAX、索尼、腾讯影业建立合作关系）。“猫眼通”作为全文娱智能化管理工具，能够帮助同业实现概念阶段、制作阶段、宣发阶段、上映阶段的智能化管理，截止 2019 年上半年，已为 120 多个影视项目提供专业服务。而在影视发行端，公司主控发行的《来电狂响》、《白蛇-缘起》、《飞驰人生》、《反贪风暴 4》、《老师好》等票房均相对突出。联合发行的《熊出没-原始时代》、《最好的我们》，和已投资的《流浪地球》、《长安十二时辰》均获得了高度评价。从营收结构的整体变化来看，该部分收入绝对数额和相对占比在稳定增长，但是成本端也对毛利率产生了一定影响。

- **猫爪战略模型定位全产业链服务平台：**从公司对于“猫爪战略模型”的定位来看，全文娱产业票务平台、产品平台、数据平台、营销平台及资金平台的推进，说明其商业模式正在从 C 端向 B 端转型，亦代表着正在从“掘金者”向“服务商”转型，从资本投入效率上来讲，一方面即对应了线上票务渗透率见顶及电影市场结构转型的环境下的被动选择，另一方面也对应了平台化进入寡头竞争后，对新利润增长点的主动探索。虽然从公司的整体营收结构来看，该部分的绝对贡献仍相对较小，对于估值的溢价提升亦相对较弱，但是我们认为值得长期持续跟踪。
- **投资建议：**作为互联网细分领域-在线票务平台的稀缺性标的，公司在在线电影票务和在线现场票务两个业务方向的行业领先地位，决定了其长期稳定规模的营收基础，保持长期看好。从 2019 年上半年的行业数据来看，电影票务业务收入存在持续承压的可能性，但是考虑到用户激励支出的持续收窄，维持其盈利扭亏预期不变。长期继续看好公司在 B 端业务的收入提升。基于上述未来预期，我们预计 2019-2020 年公司对应净利润 646.49、1047.53、1396.39 百万元人民币，对应 EPS 为 0.57、0.93、1.24 元，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**1、在影视娱乐业务扩张中，具体投资项目的风险性；2、文化产业政策的监管存在不确定性。3、B 端业务和 C 端业务的数据协同效应不达预期。

**图表 1: 猫眼娱乐财务报表预测**

利润表 (人民币百万元)						
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1377.51	2547.98	3754.96	4506.70	5583.86	7068.60
主营业务收入	1377.51	2547.98	3754.96	4506.70	5583.86	7068.60
其他营业收入						
营业总成本	1849.95	2606.89	3864.30	3730.21	4331.76	5400.84
营业成本	489.89	805.95	1398.71	1802.68	2121.86	2615.38
营业开支	1360.06	1800.94	2465.59	1927.53	2209.89	2785.46
财务费用	-472.43	-58.91	-109.34	776.49	1252.10	1667.76
加: 权益性投资损益	-3.60	-11.25	-6.82	13.52	16.75	21.21
其他非经营性损益		1.44	-1.78			
非经常项目前利润	-476.04	-68.71	-117.94	762.97	1235.34	1646.56
加: 非经常项目损益	-22.30	-7.12	-30.10			
除税前利润	-498.33	-75.83	-148.04			
减: 所得税	9.83	0.18	-9.65	116.47	187.81	250.16
少数股东损益		-0.54	-1.31	1.03	1.88	2.50
持续经营净利润(含少数股东权益)	-508.16	-75.47	-137.09	646.49	1047.53	1396.39
加: 非持续经营净利润		0.01	0.01			
净利润	-508.16	-75.47	-137.09	646.49	1047.53	1396.39
归属普通股股东净利润	-508.16	-75.47	-137.09	646.49	1047.53	1396.39

现金流量表 (人民币百万元)						
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	-508.16	-75.47	-137.09	646.49	1047.53	1396.39
加: 折旧与摊销	9.14	48.52	111.58	124.85	143.85	170.05
营运资本变动	322.42	880.98	-1522.57	-442.17	-633.61	-873.37
其他非现金调整	241.34	220.02				
经营活动产生的现金流量净额	64.73	1074.06	-1548.08	329.17	557.77	693.08
出售固定资产收到的现金						
减: 资本性支出	29.60	25.75	2.66	12.45	8.02	7.71
投资净额	4.32	-952.77	1068.25	-600.00	-800.00	-500.00
其他投资活动产生的现金流量净额	1.39	-101.53	-6.64	-39.36	-18.64	-21.55
投资活动产生的现金流量净额	-23.89	-1080.04	1064.27	-626.91	-810.62	-513.84
债务增加	400.00		850.01	400.00	400.00	400.00
减: 债务减少		400.00				
股本增加	597.64	500.00	0.13	1557.92		
减: 股本减少						
其他筹资活动产生的现金流量净额		-26.00				
筹资活动产生的现金流量净额	997.64	74.00	850.14	1957.92	400.00	400.00
汇率变动影响		-0.11				
现金及现金等价物净增加额	1038.48	67.90	366.33	1660.17	147.14	579.24
现金及现金等价物期初余额	63.75	1102.23	1170.13	1536.46	3196.63	3343.78
现金及现金等价物期末余额	1102.23	1170.13	1536.46	3196.63	3343.78	3923.01

资产负债表 (人民币百万元)						
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产:</b>						
现金及现金等价物	1102.23	1170.13	1536.46	3196.63	3343.78	3923.01
交易性金融资产						
其他短期投资		963.14	384.72	673.93	673.93	577.53
应收款项合计	461.84	1186.49	1639.84	1968.11	2438.52	3086.92
应收账款及票据	140.83	311.00	324.59	389.57	482.68	611.02
其他应收款	321.01	875.49	1315.25	1578.55	1955.84	2475.89
存货	0.29	3.65	13.47	4.80	5.55	6.87
流动资产合计	1564.35	3323.40	3574.48	5843.48	6461.78	7594.33
<b>非流动资产:</b>						
固定资产净值	3.58	31.80	30.91	37.14	41.14	45.00
权益性投资		39.07	37.30	43.53	47.53	51.39
其他长期投资		32.80	38.80	332.70	35.80	185.75
商誉及无形资产		5608.22	5390.77	5265.92	5122.07	4952.02
其他非流动资产		3.50	4.14	10.78	50.14	68.78
非流动资产合计	3.58	5715.39	5501.92	5690.06	5296.69	5302.94
<b>总资产</b>	1567.93	9038.79	9076.40	11533.54	11758.47	12897.26
<b>流动负债:</b>						
应付账款及票据	124.75	331.20	295.20	196.81	236.99	265.05
应交税金	20.41	60.60	47.50	116.47	187.81	250.16
交易性金融负债			358.01			
短期借贷及长期借贷当期到期	381.86		600.00			
其他流动负债	1022.36	2893.94	1872.16	3109.56	3248.05	3407.63
流动负债合计	1549.37	3285.73	3172.85	3422.85	3672.85	3922.85
<b>非流动负债:</b>						
长期借贷						
其他非流动负债	4.15	221.78	197.00	347.00	497.00	647.00
非流动负债合计	4.15	221.78	197.00	347.00	497.00	647.00
<b>总负债</b>	1553.52	3507.51	3369.85	3769.85	4169.85	4569.85
归属母公司股东权益	14.40	5520.22	5701.95	7758.06	7581.11	8317.40
少数股东权益		11.06	4.60	5.63	7.51	10.01
股东权益合计	14.40	5531.28	5706.55	7763.69	7588.62	8327.41

比率分析						
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	0.64	0.68	0.63	0.60	0.62	0.63
三费/销售收入	0.98	0.70	0.65	0.43	0.40	0.40
EBIT/销售收入	0.20	0.05	0.03	0.17	0.22	0.24
销售净利率	-0.37	-0.03	-0.04	0.14	0.19	0.20
EPS	-	-	-	0.57	0.93	1.24
BPS	0.01	4.91	5.07	6.89	6.74	7.39
PE	-	-	-	28.15	17.37	13.03

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**分析师承诺:**

**负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:**

1. 本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 同时在此承诺, 在执业过程中, 谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
3. 本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则, 并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
4. 本人承诺由本人出具的所有报告中的内容或观点, 不会直接或间接地收到任何形式的补偿, 并且不存在任何形式的利益关联。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议, 且仅限中国内地使用。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。