

传媒行业

广视角 | 猫眼：移动互联网孵化新平台，赋能“泛文娱产业”

分析师： 旷 实 S0260517030002

杨艾莉 S0260517090002



010-59136610

010-59136612



kuangshi@gf.com.cn

yangaili@gf.com.cn

核心观点：

一、电影在线售票行业：移动互联网对传统文娱产业颠覆式变革的典范

2010年前后，电影票团购解决了观众对于低价和便捷性的两大需求。随着行业发展，在线电影售票凭借其标准化、高频特点，成为独立于团购的细分行业，BAT+M四大玩家聚集。在线售票的发展使得电影行业数据更加透明，由此带来院线排片、影院经营、制片宣发等传统电影产业环节的深刻变革。在线票务平台由单一售票为核心，走向对上游制片宣发、下游影院排片的深度参与。2017年中国电影市场在线售票率已经达到80%。随着行业两大玩家猫眼与微影时代的合并，新猫眼与淘票票两家成为行业双寡头。

二、猫眼的突围“切点与路径”：坚持初心、强执行力、稳扎稳打、互联网基因嫁接娱乐元素

从资本与资源角度，脱胎于美团电影业务的猫眼电影，起初在几大玩家中并不占优势。猫眼能成为行业的两大寡头之一，背后的原因可总结为：

1) 团购基因、执行力强：丰富地推经验+成本控制意识（合并后，猫眼总员工数仍控制在一千人左右规模）。

2) 稳定的管理层：猫眼虽经历大股东变更，但自美团分拆后，猫眼管理团队保持稳定。

3) 非售票业务拓展稳健：公开资料显示，猫眼由售票进入电影宣发等领域后，从未参与高风险的发行保底。由发行千万票房动画片到发行20亿票房热门电影，猫眼对非售票领域的拓展稳健。

4) 光线入股，引入电影行业资源：光线成为猫眼大股东后，为猫眼带来了传统电影行业的资源与经验，为猫眼的互联网、团购基因注入了“娱乐+电影”基因。

5) 坚守核心业务，未盲目进行品类扩张：猫眼早期专注于电影在线售票，未盲目进行品类的扩张。随着微影时代的并入，猫眼开始逐步向演出、体育赛事售票拓展。

三、行业竞争格局：双寡头，战略选择以及定位迥异

淘票票前身淘宝电影，2014年底才入局在线票务市场，但凭借强大的资本支持与淘宝、支付宝两大流量入口，市占率迅速提升（2017Q2市占率达30.06%，仅次于新猫眼，排名第二）。在经历核心高管的多次变更后，凭借阿里系强大的电商基因，淘票票的新定位是“做电影产业新基础设施”，不再将重点放在上游内容制作；而猫眼在光线、腾讯等股东的帮助下，由在线售票走向了电影投资、宣传、发行、售票等全产业链环节。淘票票、猫眼两大寡头战略选择与定位截然不同。经历疯狂票补与用户习惯的培养，在线售票领域的两大平台公司，将享受中国电影与泛娱乐产业发展红利。

风险提示：

电影票房增长乏力；优质电影内容缺乏；在线票务市场竞争加剧；猫眼向电影产业链上游拓展失败；电影发行竞争加剧。

相关研究：

传媒行业:广视角 抖音：切入音乐短视频垂直领域，年轻化视频社区变现潜力大	2018-01-29
传媒行业:广视角 实体书店：从“单一渠道”到“多维场景”，变现模式多元化	2017-08-27
传媒行业:广视角 《中国有嘻哈》：你有 freestyle 吗？——地下 rapper 的中国式崛起与反叛	2017-08-13
传媒行业:广视角 从 F1 和 NASCAR 看国内顶尖汽车赛事 CTCC 进阶之路	2017-08-04

目录索引

一、在线票务市场发展：互联网基因对传统电影行业的深刻改造	4
（一）缘起（2010-2013）：便捷与低价，在线票务击中传统购票两大痛点	4
（二）野蛮生长（2014-2017年初）：资本与流量的舞台	6
1、“BAT+M”入局，依靠流量导入打开市场份额	6
2、票补大战拉开帷幕，非人民币玩家出局	8
（三）（2017—今）市场出清，竞争主场 2C 变 2B	13
1、猫眼整合微影，在线票务进入双寡头时代	13
2、市场出清	17
3、双寡头格局下，票务平台对上下游话语权提升	19
二、猫眼：向上切入出品宣发，电影全产业链经营	21
（一）票务业务：率先结束票补，进入盈利周期	22
（二）影视宣发：线上线下互动营销，与光线、腾讯战略协同	23
（三）非票业务：大数据为行业赋能	26
三、淘票票：入局晚、态势强，后退一步做基础设施	27
（一）后起之秀市占率快速增长：资本实力与选片优势叠加	27
（二）淘票票与阿里影业战略变迁：由影视制作走向电影新基础设施	28
风险提示	32

图表索引

图 1: 2010 年格瓦拉与豆瓣网合作推出在线选座服务	5
图 2: 美团、大众点评进入在线票务市场	5
图 3: BAT 入局在线票务历程	7
图 4: 2015 年 Q1 在线票务市场格局	7
图 5: 《叶问 3》票房造假	11
图 6: 中国电影在线票务市场市占率变化情况	12
图 7: 猫眼微影合并时腾讯对旗下在线票务业务的整合	14
图 8: 合并时新猫眼股权结构	14
图 9: 2013-2017 年电影在线票务市场规模&线上化率	15
图 10: 2017 年 Q3 主要电影票 APP 月活跃用户数 (万人)	17
图 11: 2017 年 1-7 月电影票 APP 月活跃用户规模 (万人)	18
图 12: 新猫眼与淘票票的流量入口	18
图 13: 在线票务对电影产业链影响	19
图 14: 2017Q3 在线票务市场份额	19
图 15: 电影上映后数字版窗口期变化 (天)	20
图 16: 《机器之血》日票房走势 (左)、日排片走势 (右)	21
图 17: 猫眼发展历程	22
图 18: 2015 年-2017 年 5 月 31 日猫眼电影盈利状况 (万元)	23
图 19: 2016-2017 年猫眼参与发行出品影片数量	24
图 20: 猫眼在微信中的入口	26
图 21: 猫眼专业版部分功能	27
图 22: 淘票票市占率	28
图 23: 阿里影业各业务营收情况 (亿元)	29
图 24: 阿里影业各业务利润情况 (百万元)	30
图 25: 脱单电影院宣传海报	32
表 1: 2011-2012 年美团电影票业务情况	6
表 2: 微影时代融资情况	10
表 3: 猫眼融资情况	10
表 4: 淘票票融资情况	10
表 5: 百度糯米融资情况	10
表 6: 2016 年保底发行影片一览	13
表 7: 天津猫眼文化传媒有限公司主发行影片	16
表 8: 2017 年猫眼参与发行电影	24
表 9: 截至 2018 年 1 月 25 日猫眼电影社区规模	25
表 10: 截至 2018 年 1 月 25 日豆瓣电影社区规模	25
表 11: 阿里影业历任 CEO	29
表 12: 阿里影业电影代表作品	30
表 13: 阿里影业各业务收入情况 (万元)	31
表 14: 阿里影业各业务净利润情况 (万元)	31

一、在线票务市场发展：互联网基因对传统电影行业的深刻改造

电影产业链通常被分为制作、宣传与发行、放映三大环节。历经多年，虽然电影的技术与创新不断发展，但是三个核心产业链环节从未改变。2014年开始，随着中国互联网行业的O2O浪潮兴起，脱胎于团购业务的电影在线票务服务，伴随着中国电影市场的快速增长，独立成为与团购、外卖、打车等比肩的互联网O2O应用。

（一）缘起（2010-2013）：便捷与低价，在线票务击中传统购票两大痛点

2010年前，一个普通观众典型的电影购票场景是：观众到影院现场排队买票，无法提前了解票是否还有“余票”，也无法决定观影位置。通常而言，影院会通过当天的报纸、门户网站等刊载第二日的“影讯”。普通观众只能通过这些信息了解第二天的影片放映情况。对影院而言，只有在每天有限的时间内更好进行选片、排片，才能实现票房收益的最大化。但当时的影院很难提前预知观众对各个影片的需求，排片更多依靠的是影院经理的个人观点与历史经验。

2009年，国内最早的电影在线选座服务在格瓦拉推出。格瓦拉以上海为大本营与多家影院合作开始进行在线选座服务。在当时，影院在线选座仍然是一个小众的应用形式。2009年末，好莱坞3D电影《阿凡达》上映，在国内引起轰动。当时在国内并不多的IMAX影厅的成为最佳的观赏场所。《阿凡达》电影票、尤其是IMAX版本一时之间“一票难求”，格瓦拉因为与影院的合作，提前获得了一部分稀缺的《阿凡达》电影票，借此开始在上海市场声名鹊起。通过网络平台提前购票，锁定好的观影座位，在线售票平台为用户的购票和观影提供极大便利性。

格瓦拉从“在线选座”切入市场，为用户提供在线购票、选座服务，提升了购票环节的便捷程度。在发展思路上，格瓦拉选择了横向的品类拓展而非渠道下沉：在电影选座业务上，格瓦拉主要在上海等一线城市深耕，并未快速向二线三线城市拓展。但凭借公司在上海市场的先发优势与知名度，2014年在获得C+轮融资后，格瓦拉拓展了演出、运动、展览等其他娱乐相关售票、订场服务。

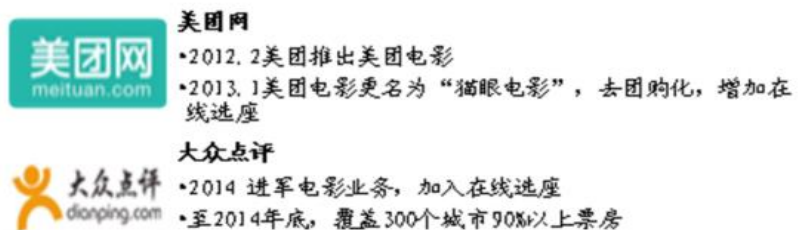
图 1：2010 年格瓦拉与豆瓣网合作推出在线选座服务



资料来源：腾讯科技，广发证券发展研究中心

2010年开始，借助于互联网团购的兴起，标准化、高频次的电影票销售成为各大团购网站竞争重镇，团购网站先后推出超低价电影票。根据中新网2011年报道，2011年热映的《变形金刚3》，北京各大影城门市票价为最低60元，最高150元，而在团购网站上，影票均价只20元左右，最低低至10元。**团购模式下的超低价，由影院和团购网站共同消化。**据中新网报道的院线地区负责人介绍，影院提供给团购网站的促销价格，一般等于或略低于制片方设置的“最低限价”，而团购网站为了争夺市场份额，向自有平台进行导流，会在“最低限价”的基础上补贴以进一步压低价格。**在2010年前后，看电影作为可选的娱乐消费之一，并非刚需，因此观众对价格敏感。**在低票价策略下，各大团购网站电影票交易额迅速提升。**根据网易科技，在2011年至2013年，美团电影票务交易额从1.2亿增长至15.04亿元。除美团外，大众点评、百度糯米等各大团购网站纷纷进入电影票团购市场。**

图 2：美团、大众点评进入在线票务市场



资料来源：网易新闻，广发证券发展研究中心

在早期的电影在线售票发展中，低价成为最核心的卖点。这一阶段，格瓦拉可以实现在线选座的平台，但大量的团购网站还并未完全接入影院在线售票系统，他们则依靠低价，通过发放团购验证码而实现用户低价购买电影票。

这一阶段的专业票务网站、团购网站解决了电影观众对便捷性、低价的需求，快速打开市场，但仍处于早期市场开拓阶段，至2013年全国电影售票在线化率为22.3%。从头部平台来看，2011年美团电影票团购交易额1.2亿元，占全国票房比例为0.91%，2012年美团电影票交易额增长近4倍至5.95亿元，已经成为美团的重要业务（在总销售额中占12%），但在全国电影票房的占比也仅为3.5%。

表 1：2011-2012 年美团电影票业务情况

	美团电影票团购成交额 (亿元)	中国电影票房 (亿元)	在全国票房中 占比 (%)	美团总销售额 (亿元)	在美团总销售额中 占比 (%)
2011	1.2	131.15	0.91	18.19	7
2012	5.95	170	3.50	49.58	12

资料来源：广电总局官网，网易科技，广发证券发展研究中心

（二）野蛮生长（2014-2017 年初）：资本与流量的舞台

1、“BAT+M”入局，依靠流量导入打开市场份额

电影在线票务位于产业链后端，自身不拥有渠道，需要依靠电影院为最终的服务落地场景。但电影在线售票类似于O2O打车，具有标准化、高频次的特点。随着团购网站、早期在线选座对市场培育和用户教育，到2014年BAT先后进入在线票务市场：

- 2014年1月，百度收购糯米网，后更名百度糯米；2014年8月，百度糯米推出“一毛钱看电影”史上最低票价；2015年1月百度成立电影事业部，正式进入在线票务市场。2016年春节档，百度糯米占据4成以上在线票务市场份额，排名第一，对全国票房贡献28.3%；但至2016年末，百度整体O2O战略举棋不定，百度糯米电影一直未能实现独立，其在票务市场的份额被淘票票后来居上。
- 2014年5月，微影时代成立，独立运作“微票儿”（微信电影票）平台，成立之初，腾讯为微影除管理层外第二大股东。微影时代从2014年到2016年先后经历过四轮融资，腾讯作为微影时代原始股东，参与了天使轮、A轮的融资，2015年B轮1.05亿美元融资中腾讯继续领投，并入万达和中国文化产业投资基金等股东。C、D轮融资中腾讯皆有跟投。
- 2014年6月，阿里巴巴耗资约62.44亿元收购文化中国并更名为阿里影业，同月，淘宝电影线上业务开展（淘票票前身）。2015年4月，阿里将淘宝电影票和娱乐宝两项资产注入阿里影业。

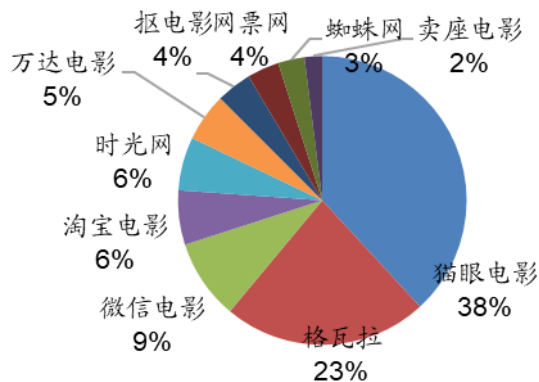
图 3: BAT 入局在线票务历程



资料来源：易观数据，广发证券发展研究中心

与百度依靠收购团购网站进入电影市场不同，微票儿、淘宝电影在上线伊始，就是以独立的在线电影票务平台切入市场。这两家还拥有巨大的平台流量导入优势。2014年CNNIC报告指出中国手机网民约5.6亿，根据腾讯财报披，微信合并WeChat用户数已达6亿，可以说微信几乎实现了网民全覆盖。而微信电影票一上线便占据了微信钱包页面的“一级入口”。另一方面，看电影本身即为社交行为，微信的社交属性使得微信电影票产生之日起便是社交与电商的结合。淘宝电影则是借助淘宝的电商基因，在手机淘宝、支付宝、UC浏览器等阿里系应用平台获得流量入口。根据易观数据，虽然拥有强流量入口，但至2015年Q1，微信电影票与淘宝电影的市场份额分别为9%、6%，相较于行业领先者的猫眼电影和格瓦拉仍有较大差距，这主要是因为在发展前期二者均将重心放在对全国范围内的影院连接，而不是对用户的营销。根据腾讯网报道，在2014年内，微信电影票实现覆盖全国3000家影院，对比2014年底全国总计的5813家影院，其覆盖率达到52%。

图 4: 2015 年 Q1 在线票务市场格局



资料来源：易观数据，广发证券发展研究中心

2、票补大战拉开帷幕，非人民币玩家出局

在线票务平台提供的产品服务差异性小，且由于市场培育时间短，用户忠诚度低。绑定热门影片的低价“票补”成为迅速抢占市场的有力手段。所谓票补是指在线票务平台为了吸引用户，以低于广电总局对电影票的最低限价（普遍低于40元，甚至低至9.9元）向用户出售电影票。低价票背后的补贴一般有三个来源：

- 1) **平台补贴：**在线票务平台为抢占市场份额，吸引用户在自家平台上进行购票，对最低限价和用户支付价格之间的差额进行补贴；这时，用户拿到的电影票上显示的是35元，但用户实际支付的是9.9元。则在线票务平台需要为每张电影票补贴24.1元。
- 2) **片方补贴：**电影片方为了增加上座率、提高后续排片将部分宣发费用用作补贴；其补贴方式与平台补贴类似。片方为最低限价与用户实际支付价之间的差额买单。
- 3) **品牌方补贴：**电影品牌合作方补贴消费者。通常情况下以银行信用卡的用户活动为典型代表。

票补大战于2014年率先拉开帷幕——根据网易新闻报道，2014年猫眼（美团电影此时已更名）提前十五天独家预售国庆档影片《心花路放》，在全国100个城市1000家影院展开买票可获赠美团10元团购代金券和9.3元起独家预售两大活动，片方和猫眼电影共投入了宣传推广以及补贴资源达到1亿元以上，预售阶段《心花路放》观众有一半以上来自猫眼平台。虽然单片票补达到1亿元，在当时是一个巨额的数字。但最终《心花路放》以3500万小成本，斩获11.67亿元票房成2014年国产影片票房榜首。同时，猫眼平台在电影观众中的知名度再度提升。根据猫眼专业版数据，《心花路放》的观影人次总计为3395万，根据百家号“金错刀”对猫眼电影负责人徐梧的采访报道，猫眼对《心花路放》的票房贡献40%，猫眼平台因为《心花路放》一部影片，就带来了约1358万用户的交易。考虑到2014年整体在线购票渗透率尚不高，《心花路放》上映前猫眼用户体量约3000万（腾讯新闻报道）。则此次《心花路放》的票补活动将为猫眼带来数量众多的新注册用户。假设1358万购票用户中，有50%为新注册用户，则此次活动为猫眼带来了679万新用户。以1亿元补贴费用计算，单个新用户的获取成本仅为14.7元。从互联网产品获取新用户的角度来看，1亿元的《心花路放》补贴实际上是一笔非常合算的买卖。

2015年成为中国电影市场发展的井喷期。从票房和观影人次来看，根据猫眼专业版，2015年分别达到441亿元，12.22亿人次。从电影行业基础设施的影院来看，根据时光网，2015年，中国市场拥有7205家影院，32487块银幕。由2010年的21.4万人拥有一块银幕，提升至2015年的4.22万人拥有一块。2015年也正是票补大战也进入最为激烈的阶段，票补对拉动整体票房增长功不可没，光线传媒总裁王长田微博透露：2015年中国电影市场的票补大约在40亿-50亿元，约占票房总额的10%。去掉这50亿，2015年总票房为390亿，同比仍然有31.82%的增长率。从在线票务市场的发展来看，2015年在线票务市场线上化率达到72.1%，较上一年提升26.3个百分点。2015年春节档八部主打影片同日上映，各票务平台的补贴集中爆发，《天将雄狮》上映三天，仅猫眼一家票补达到5000余万元。百度糯米一个月光在补贴电影票上就烧掉了3亿多元。2015年暑期档大火的三部影片《捉妖记》、《煎饼侠》、《大圣归来》，国庆档的《港囧》，春节档的《美人鱼》背后都有票补的身影。据钛媒体，其中《捉

妖记》、《煎饼侠》、《港囧》的票补总量都在5000万左右,《大圣归来》票补也接近1000万。而且不仅票务平台补,各家片方也纷纷拿出了大笔预算投入到票补中。

如前所述,虽然在线票务平台不直接拥有渠道,但其在使用场景上却距离观众最近,随着线上购票率的不断提升,观众的购票决策越来越依赖在线购票平台。各家平台开始意识到自己的价值,并为用户提供了更多的服务。以猫眼平台为例,其上除了电影评价评分系统,打破了在电影评论上豆瓣、时光网、格瓦拉几家的绝对垄断。同时,在平台上增加了大量的媒体娱乐内容,让平台从一个购票的工具逐渐演变成一个以电影为核心的娱乐媒体。

在线票务平台的业务延伸,也深刻影响了电影产业链的上下游:

- **对影院:** 过去,影院大厅的“阵地广告”是极具商业价值的——除了观影目标明确的观众外,大多数普通观众通常是在影院前厅进行影片观看选择,影院大厅摆满了各种上映影片的宣传物料。在线票务平台发展成熟后,观众的观影决策在平台上完成,影院前厅成为线下打印电影票的场所。影院广告价值从大厅的阵地广告向影厅内的“映前广告”转移。
- **对影院经理:** 每家电影院的经营目标是在有限时段内获取足够多的票房。这就需要对影院进行合理化的排片。优化的排片结构,是每家影院经理最首要的目标。过去,影院经理的排片主要依靠提前的看片与个人经验。而随着越来越多影院接入了互联网化的在线售票平台,各家影院的排片数据得以在平台上汇聚。影院经理可以参考全国的排片数据,对自家影院排片进行参考。这样,影院排片就减少了随机性,提升排片的科学性。过去,影院经理是各个电影发行人员“公关”的重要对象,而随着行业数据的公开,影院排片中的人情因素逐渐减少。
- **对影片:** 过去影片的宣传,通常透过大众媒体与硬广进行。现在在线票务平台的广告宣传价值大幅度提高。在影片宣传发行中,与在线票务平台的配合,成为不可绕开的环节。

从2014年开始,在线票务市场不仅齐聚了BAT、团购网站等互联网玩家,还有包括垂直电影社区,大型院线自有平台等多种玩家。

- **BAT+M:** 票补大战的先锋。根据网易财经报道,2015年猫眼、微票儿的票补金额均在10亿元级别,其他主要票务平台如百度糯米的票补也在亿级别。各平台背后的企业也在不遗余力地向在线票务业务投入资金,获取用户。2015年4月,阿里影业斥资8.3亿元收购了专注于影院售票系统的粤科软件。

表 2: 微影时代融资情况

时间	轮次	投资方	投资额	股权占比	投后估值
2014.6.2	天使轮	腾讯产业共赢基金/中信资本/鲁信创投	未透露	未透露	未透露
2014.7.3	A 轮	腾讯产业共赢基金	300 万美元	未透露	未透露
2015.4.27	B 轮	腾讯产业共赢基金(领投)/中国文化产业投资基金/万达集团/安赐资本/刚泰文化	1.05 亿美元	未透露	未透露
2015.11.17	C 轮	文资华夏(领投)/腾讯/安赐资本/远洋资本/万达集团/纪源资本/诺亚歌斐/南方资本/新希望	15 亿人民币	25%	60 亿
2016.4.27	C+轮	天神娱乐(领投)/腾讯(3.36 亿)/华人控股/光大金控/乐逗游戏	30 亿人民币	25.72%	116.61 亿

资料来源: 网易财经, 广发证券发展研究中心

表 3: 猫眼融资情况

时间	轮次	投资方	投资额	股权占比	投后估值
2016.4.12	A 轮	美团(新美大)	亿元及以上	未透露	83 亿
2016.5.28	并购	光线传媒	47.64 亿	57%	83.63 亿
2017.9.5	战略投资	光线传媒(领投)	9.99 亿	11.11%	90 亿
2017.11.10	战略投资	腾讯(领投)	10 亿	未透露	200 亿

资料来源: 创业邦, 广发证券发展研究中心

表 4: 淘票票融资情况

时间	轮次	投资方	投资额	股权占比	投后估值
2016.5.15	A 轮	蚂蚁金服(阿里巴巴)/新浪微博/华策影视/和和影业/博纳影业/南派泛娱/联瑞影业	17 亿	12.40%	137 亿
2017.7.24	战略投资	阿里影业(阿里巴巴)(领投)	13.33 亿	9.12%	146.16 亿

资料来源: 创业邦, 广发证券发展研究中心

表 5: 百度糯米融资情况

时间	轮次	投资方	投资额	股权占比	投后估值
2013.8.23	并购	百度	1.6 亿美元	59%	未透露
2014.1.24	并购	百度	未透露	41%	未透露

资料来源: 创业邦, 广发证券发展研究中心

- **垂直电影社区：以格瓦拉、时光网、豆瓣电影为代表。**这些平台在社区与用户运营上颇具心得，积累了一大批资深的电影用户。格瓦拉是中国最早的在线选座平台，用户体验优质；时光网依靠大量影片资料库，被称为是中国的“IMBD”；豆瓣电影，平台聚集了大量资深电影观众。当时，仅格瓦拉参与了这场票补大战。2014年7月，格瓦拉拿到的2亿元的C+轮融资，支撑其参与了2014-2015年的票补大战。根据搜狐报道，2015年格瓦拉陆续投入6000万在包括《狼图腾》、《复仇者联盟2》、《闯入者》、《念念》等电影的票补上。但因为这些电影题材并不大众，最终在票房和新用户获取上并无亮点。大规模票补带来的是紧张的资金链。
- **院线自有平台：**面对互联网公司在电影售票上的疯狂投入，拥有终端的院线公司纷纷开始搭建自有的平台。万达、上影、等多家公司纷纷推出自有售票平台。

从疯狂的票补大战结果来看，电影在线票务具有典型的O2O业务竞争特点，垂直化、更好用户体验、社区用户、线下渠道、成立时间早都不构成竞争壁垒，这场战争中，资金成为唯一的砝码。

2015年12月，格瓦拉被微影时代收购。在线票务市场迎来了第一轮整合。到2016Q2，在线票务市场4大家，猫眼、淘宝电影、微影时代、百度糯米占据了85%市场份额。剩余数十家平台只占据不到15%的份额。

3、电影市场降温，票补热度减退

就在中国电影市场与在线售票都以令人兴奋的速度快速发展之时，在2016年Q2，一切戛然而止。这本质上与电影市场影片质量下降有关，导火索则是行业主管部门对票补乱象的治理有关。

2016年3月电影《叶问3》上映，这本来是一部普通的类型电影，但却被媒体报道出影片在全国大范围进行的“买票房”行为。根据人民网，《叶问3》上映18天的累计票房达到7.5亿元，但是其中却包含了大量在午夜“幽灵场”的排片。午夜排片中票价高达200元以上，并且午夜场均处于爆满状态。或者在白天的上映中，《叶问3》在影院中大量前排位置被买走，而真正观赏效果最好的中间排位置却空着。这显示了大量非真正观众的购票行为。

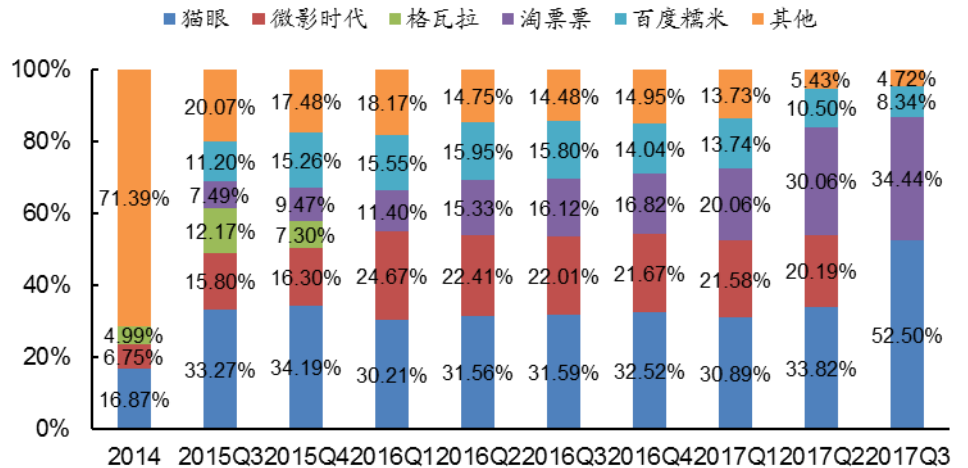
图 5：《叶问3》票房造假



资料来源：虎嗅网，广发证券发展研究中心

从2016年Q2开始，各家在线票务平台也主动减少了补贴，这既与《叶问3》带来的处罚有关，更重要的是与互联网平台关心的线上化率密切相关。经过2012-2014年的市场培育到2014-2016年的市场井喷，中国电影票线上购票率已经飞快的达到了70%。此时，平台获取新用户的难度提升。对平台而言，已经完成了通过烧钱获取新用户的阶段，要开始进入平台对用户的收割期。

图 6: 中国电影在线票务市场市占率变化情况



资料来源：易观智库，广发证券发展研究中心

注：2015Q3/Q4“微影时代”名为“微票儿”

另一方面，观众逐渐回归理性，单纯依靠票补已经难以持续吸引观众走入影院。2016年暑期档，《致青春2》与《寒战2》、《大鱼海棠》同日上映，其中《致青春2》由微影时代保底4亿发行，在目标任务的压力下，微票推出了9元观影的票补活动。上映首日18:00之前，《致青春2》票房排片领先，但由于影片本身质量一般（豆瓣评分仅4.1），当晚黄金档《寒战2》即实现口碑逆袭。根据猫眼专业版，最终《寒战2》以6.77亿票房收官，《致青春2》只有3.36亿元。如果从与票补密切联系的保底发行来看，大规模票补通常是为了完成保底发行目标，16年众多保底发行失败的案例，也使市场对票补这一灵丹妙药产生了怀疑。

表 6: 2016 年保底发行影片一览

电影名称	发行方	保底票房	实际票房	保底结果	豆瓣评分
美人鱼	和和影业、光线传媒	16-18 亿	33.86 亿	成功	6.7
盗墓笔记	世纪长龙	10 亿	10.02 亿	成功	4.7
绝地逃亡	和和影业、联瑞影业、唐德影视	10 亿	8.87 亿	失败	5.5
铁道飞虎	微影时代	10 亿	6.99 亿	失败	5.3
封神传奇	博纳影业	10 亿	2.83 亿	失败	2.9
叶问 3	大银幕、火传媒	10 亿	7.69 亿	失败	6.3
我不是潘金莲	文投控股（耀莱影视）	5 亿	4.82 亿	失败	6.7
致青春·原来你还在这里	微影时代、华夏电影	4 亿	3.7 亿	失败	4.1
夏有乔木，雅望天堂	恒业影业	4 亿	1.56 亿	失败	4.7
梦想合伙人	恒业影业	3 亿	8084 万	失败	3.9

资料来源：猫眼专业版，腾讯网，豆瓣，广发证券发展研究中心

（三）（2017—今）市场出清，竞争主场 2C 变 2B

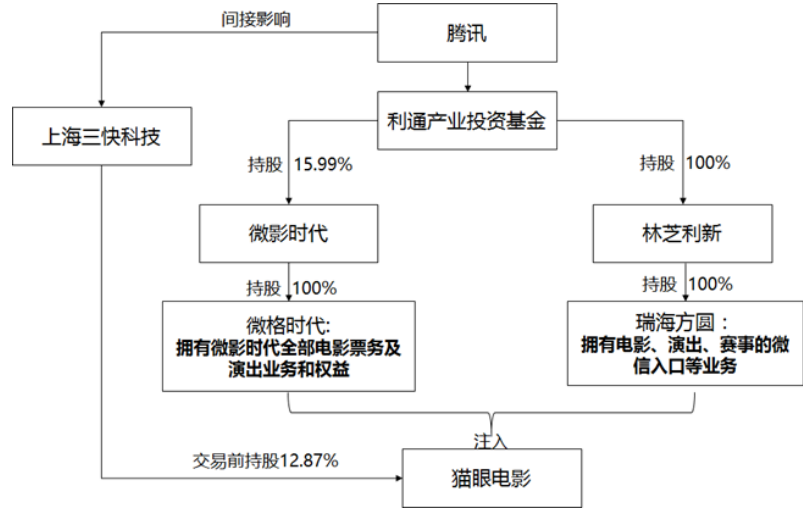
1、猫眼整合微影，在线票务进入双寡头时代

2017年9月，猫眼、微影时代宣布合并。根据光线传媒发布的公告，猫眼将进行增资扩股，而微影时代以其持有的微格时代100%股权作价39.74亿元分两次注入猫眼，第一次以微格时代估值中的37.71亿元取得猫眼27.59%股权，第二次由猫眼视情况增发；林芝利新以其持有的瑞海方圆100%股权作价8.97亿元增资猫眼，取得6.56%股权。第一次发股完成后，微影时代、林芝利新成为猫眼新股东，微格时代及瑞海方圆成为猫眼文化的全资子公司，光线传媒持有猫眼文化的比例由30.11%变更为19.83%。此次交易中，猫眼整体估值由90亿元上升至136.7亿元。此外，微影时代、林芝利新及上海三快（美团）在此次交易中承诺不直接或间接从事与猫眼文化相关业务相竞争的业务。

同时，猫眼和微影时代宣布实现战略合作，将共同组建一家新公司“猫眼微影”。猫眼将注入全部业务，包括电影和演出票务业务、行业专业服务、电影投资宣发等。微影时代将注入电影票务、演出业务。新公司将由王长田担任董事长，微影创始人李宁任副董事长，原猫眼CEO郑志昊任CEO。

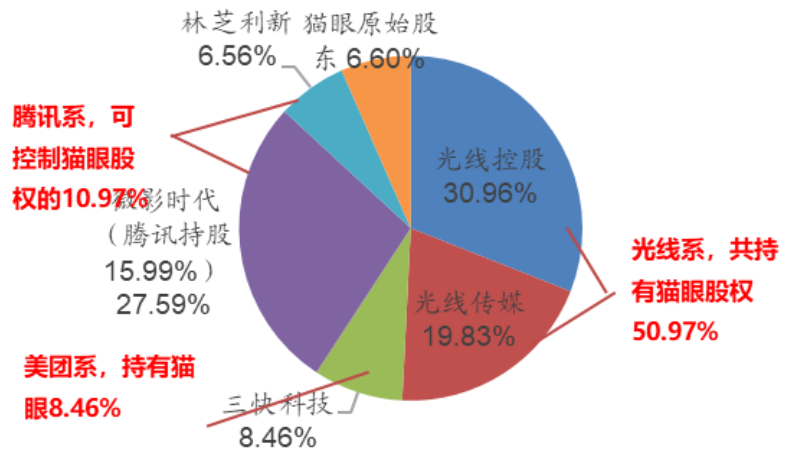
根据新浪网报道，2017年11月，腾讯再次以10亿元增资猫眼，此次增资中猫眼估值约200亿元。

图 7: 猫眼微影合并时腾讯对旗下在线票务业务的整合



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

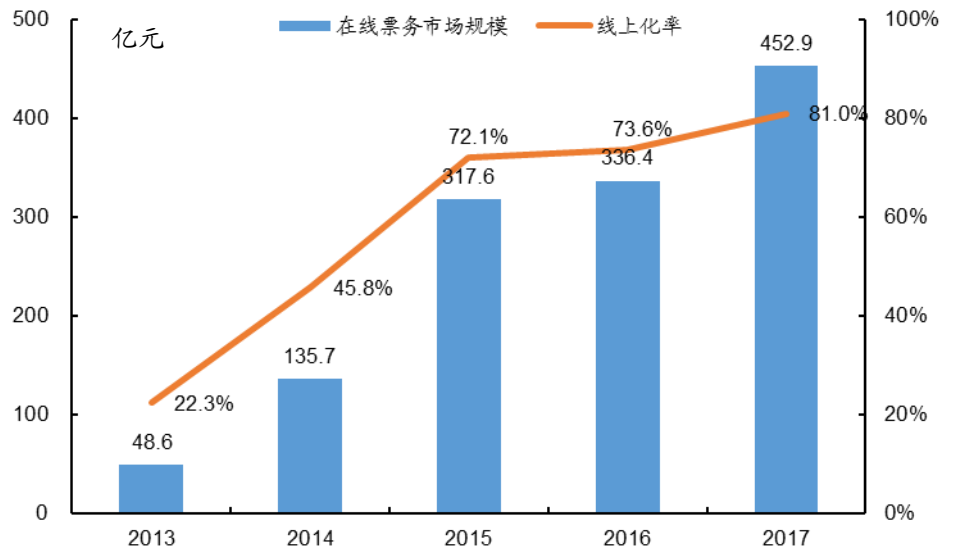
图 8: 合并时新猫眼股权结构



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

微影时代在成立初期, 拥有远高于同业其他平台的流量入口, 加上强有力资本支持下的票补, 微影时代的市占率一路上扬, 到2015年Q4旗下“微票儿”的市占率已达16.3%, 仅次于猫眼。从流量入口、资本实力来看, 微影时代似乎都更胜一筹。从行业背景来看, 经过上半场票补大战, 2015年票务市场在线化率达到72.07%, 对比2014年的45.78%, 大幅上扬了26个百分点。而到了2017年, 在线票务市场趋于饱和, 线上化率达到了81%, 与2016年相比仅仅增长7个百分点。票务平台的竞争主场从新用户争夺, 转移至对存量用户的更好服务, 以及在电影产业链的上下游的布局。

图 9：2013-2017 年电影在线票务市场规模&线上化率



资料来源：易观智库，广发证券发展研究中心

在上游出品发行方面，2015年暑期档，微影时代以联合发行方式参与了多部影片，包括国产动画影史票房冠军《西游记之大圣归来》（9.56亿元）。除了《西游记之大圣归来》外，2015年微影时代还参与了多部电影的出品发行，**2015年1-10月，全国上映影片数目不到300部，其中微影时代参与营销发行的影片近100部，但以联合出品、联合发行为主。**不同于新兴的在线票务，电影产业链整体较为传统，电影项目给新兴平台开放的投资份额较少（微影时代电影宣传负责人表示，和讯网报道）。如此壁垒下，**新兴的平台需要以保底、垫付宣发费等高成本、高风险方式，才能与传统公司争夺出品发行份额。**2016年微影时代一方面加大电影出品发行项目数量，另一方面增强了参与程度，根据新浪网，2016年微影时代合作影片130部，其中联合出品、发行53部，同时通过重金保底获得《铁道飞虎》、《致青春2》等多个发行项目。**虽然依靠强大的资本实力，微影时代通过“票补”+“保底发行”迅速切入产业链，但保底发行等方式将电影项目风险转移至电影发行方，要求发行方能够精准预判电影票房。**与微影时代在电影宣发的激进投资相对应的是，其一系列保底发行项目表现不佳：

- 《铁道飞虎》10亿保底，最终总票房6.99亿元；
- 《致青春2》4亿保底，最终总票房3.36亿元；
- 《盗墓笔记》10亿联合保底，最终总票房10.02亿元；
- 《陆垚知马俐》3亿保底，最终总票房1.91亿元。

不仅国产电影投资受挫，微影时代2017年参与的海外电影项目也表现不及预期。2017年，微影时代参与了派拉蒙的大制作影片《攻壳机动队》、《变形金刚5》的全球投资，根据百家号，微影时代对《攻壳机动队》全球票房分账10%，对《变形金刚5》全球票房分账不到10%，根据网易财经，《攻壳机动队》成本高达3.2亿美元，北美票房仅为4056万美元，中国内地票房2.03亿元人民币。《变形金刚5》北美票房

1.3亿美元，中国内地票房15.47亿，票房成绩是《变形金刚》全系列的最低值，收入远不及预期。作为强互联网基因的O2O平台，微影时代在电影宣发、制作上，缺乏积淀，但却以大手笔的保底、投资承揽了电影项目的巨大风险。

此外，在线票务大战尚未分出胜负时，微影时代便快速的向非电影领域拓展，微影时代快速的向非电影领域拓展。2014年，微影时代成立了专注于体育、演出等方向VC+产业投资的微影资本，由微影时代CEO李宁担任微影资本的创始人兼CEO。根据清科研究所，微影资本的募集基金规模近30亿元。其中，由微影时代与诺亚财富共同成立的文化产业基金，初始规模近20亿元。在售票领域，微影时代向演出票务、体育票务拓展，2015年11月，微影时代宣布将旗下体育业务分拆，成立“微赛体育”，目的为全面布局体育产业。微影时代在产品和资金的分散布局导致其在线票务的本行反而发展得不甚理想，虽然其坐拥微信的流量入口，但电影在线售票业务的品牌名称却又多次变更（“微票儿”、“娱票儿”、“微信电影票”等），一定程度上也造成用户对其品牌认知的减弱。

猫眼在微影时代更早之前，也向电影产业链上游延伸，但相对而言猫眼的策略更加稳扎稳打，2016年春节，猫眼第一部主发行的动画电影《年兽大作战》在激烈竞争的春节档并不显眼，最终只获得了3442万元的票房。但这之后，猫眼明确了自己的发行思路，与微影时代以高举高大的模式参与大明星、大制作的影片不同，猫眼参与的几乎都是体量较小的动画或普通真人电影。2017年猫眼再次进入春节档，主发行影片《大闹天竺》，该片获得超过7个亿票房。在2017年，猫眼参与主发行的影片开始有所增加，如《大护法》、《破局》、《心理罪》，以及2017年国庆档的冠军影片《羞羞的铁拳》。2018年春节档，猫眼团队主发行了电影《捉妖记2》，票房达22.19亿。

表 7: 天津猫眼文化传媒有限公司主发行影片

上映时间	发行影片	类型	票房 (不含服务费)
2016年2月	年兽大作战	动画	3442万
2016年10月	驴得水	剧情/喜剧	1.72亿
2016年12月	你的名字(日本)	动画	5.75亿
2016年12月	情圣	喜剧/爱情	6.57亿
2017年1月	大闹天竺	喜剧/动作	7.18亿
2017年7月	大护法	动画	8246万
2017年8月	破局	动作/犯罪	6109万
2017年9月	羞羞的铁拳	喜剧/爱情	20.68亿
2017年12月	心理罪之城市之光	剧情/动作	2.11亿
2018年2月	捉妖记2	喜剧/奇幻	21.16亿

资料来源：猫眼专业版，广发证券发展研究中心

从猫眼2016年首次主发行电影至今，公司未参与任何电影的保底发行。从早期千万票房量级的动画片到开始参与10亿以上级别的影片。猫眼的发行业务走的是一条循序渐进的道路。而猫眼在一步步踏实的进行发行和影片投资的过程中，也逐渐开始获取行业内最优质的资源。继《驴得水》、《羞羞的铁拳》两部电影后，根据猫眼专业版显示，开心麻花团队的新一部电影《李茶的姑妈》将于2018年9月30日上映（猫

眼为该片除开心麻花之外的第二大出品方)。

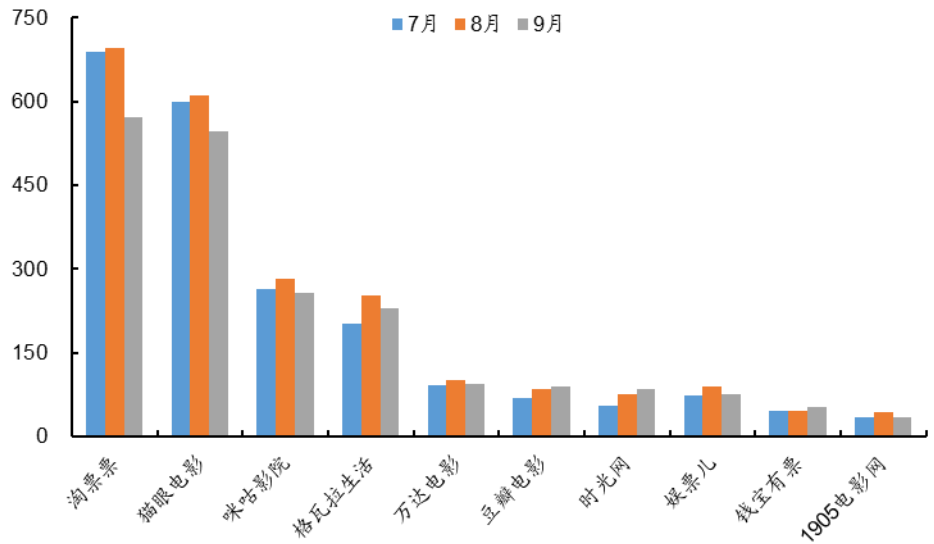
同时，在猫眼的电影售票业务领先的期间，猫眼仍然专注于电影售票业务中，而并没有过快向演出、体育等低频的票务市场进行拓展。

2、市场出清

1) 用户

2017年Q3的在线票务市场已经呈现双寡头格局，在一系列整合之后，新猫眼拥有新美大及腾讯旗下app，淘票票也坐拥阿里旗下各类支付应用。根据易观数据，2017年Q3淘票票市场份额34.44%，排名第二，次于新猫眼。

图 10: 2017 年 Q3 主要电影票 APP 月活跃用户数 (万人)

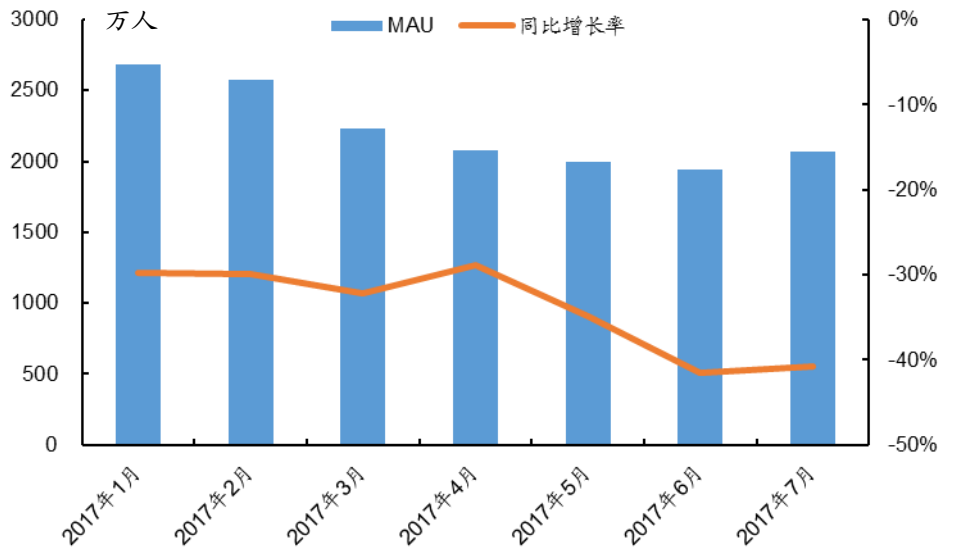


资料来源：比达咨询，广发证券发展研究中心

2) 入口：借助超级 APP 间接引流

独立的票务 APP 用户使用场景相对单一，主要为在线购票，占领用户时间少。因此，行业发展到相对成熟阶段时，电影票务独立 APP 的用户规模下降难以避免。根据 QuestMobile 数据，2017 年以来，票务独立 APP 用户规模同比持续下降，下降幅度基本维持在 30% 左右。因此借助超级 APP 实现用户引流，抢占用户入口，在行业发展相对成熟阶段至关重要。

图 11: 2017 年 1-7 月电影票 APP 月活跃用户规模 (万人)



资料来源: 易观智库, 广发证券发展研究中心

背靠阿里巴巴的淘票票, 最重要的流量入口是支付结算 APP“支付宝”。根据支付宝全民账单, 2016 年支付宝拥有全国 4.5 亿用户, 这一数字在 2017 年为 5.2 亿。以 2017 年全年平均票价 32.3 计算, 假设每个活跃用户贡献一张电影票, 则支付宝内淘票票每日贡献票房最高约 1.58 亿元。此外, 高德地图可实现查询附近电影院然后直接购票, 也是一个重要的流量入口。

图 12: 新猫眼与淘票票的流量入口



资料来源: 比达咨询, 广发证券发展研究中心

随着猫眼、微影合并, 新猫眼将获得包括美团、大众点评、猫眼、微信在内的四大流量入口。根据搜狐, 截至 2017 年 10 月, 新猫眼的流量入口主要有: 猫眼、美团、大众点评、微信小程序、娱票儿、格瓦拉、微信钱包、QQ 钱包等。根据网易新闻, 猫眼流量约 70%-80%来自腾讯系入口。

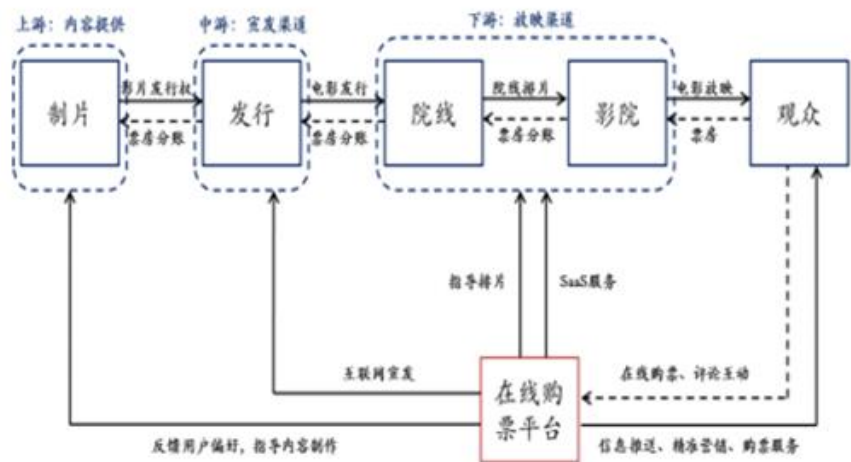
3) 变现: 2017年1月25日起国家电影专项资金办公室开始将服务费纳入总票房。

随着在线票务平台的兴起，在观众购票过程中每张影票会收取3-5元的网络代售服务费（具体数额根据影片、影城的不同而略有差异）。从行业经验来看，服务费中大约有三分之一分给售票系统提供商，三分之一分给院线，剩余三分之一为在线票务平台的分成。

3、双寡头格局下，票务平台对上下游话语权提升

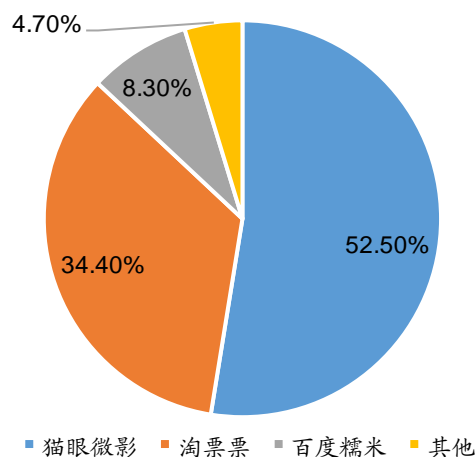
随着猫眼微影的合并，新猫眼总计获得50%+的市场份额，在线票务市场呈现新猫眼、淘票票双寡头格局。由此，票务市场成为整个电影产业链中市场集中度最高的环节，票务市场对上下游的话语权进一步加强。

图 13：在线票务对电影产业链影响



资料来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

图 14：2017Q3 在线票务市场份额



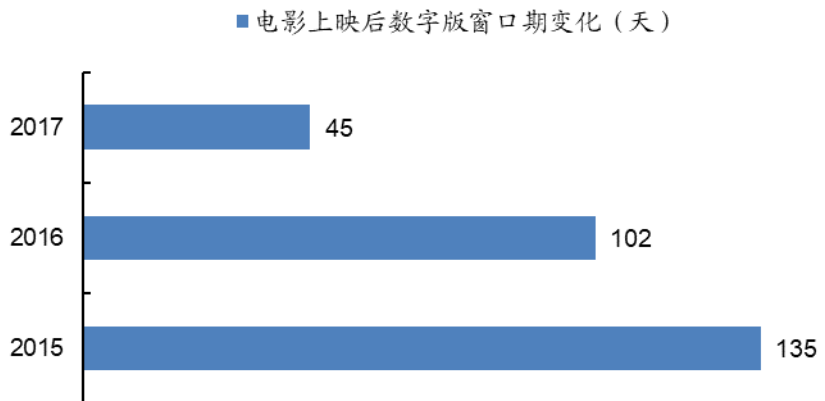
资料来源：易观智库，广发证券发展研究中心

1) 对于上游内容方而言，目前票务市场线上化率已高达80%，用户决策从电影院转移到线上，在线票务平台便不仅是一个出票窗口，更成为电影产业中一个重要的消费场景。

用户在与互联网票务平台合作宣发已成为必然趋势。前面我们提到，在发展初期，作为新进入玩家，票务平台一般很难获得电影出品、宣发份额。当行业内只剩下两个寡头时，票务平台有望以更小的代价深入参与产业链上游。

此外，值得关注的是，近年来电影窗口期逐渐缩短的趋势明显。“窗口期”概念来源于好莱坞，指电影在院线等不同平台播出的留存时间。2015年来，电影在院线上映窗口期从135天迅速缩短为45天。比如，2017年12月29日上映的《解忧杂货店》不到1个月内就可在爱奇艺上观看，而在2015年，时间差则可能是3个月以上。如何在更短的窗口期提升影院票房，对前期电影宣发效率提出更高要求，具体而言，需要精细化运作，包括受众人群画像、精准营销活动、影院差异化排片以及票价制定策略等等，而这些都是线上发行的优势所在。所以说，“零窗口期”的紧逼促使电影发行向更高效化的方向发展，而在线宣发顺势而为地位越发凸显。

图 15: 电影上映后数字版窗口期变化 (天)



资料来源：中国电影网，广发证券发展研究中心

2) 对下游院线而言，在线票务平台的预售结果将对后期排片起到指导性作用。《羞羞的铁拳》、《战狼 2》，在预售阶段，票房就已经突破千万。而票务预售，一定程度上指导了影院排片。

在观众信息获取方面，过去影院只能了解最终售票的结果，但是对购票观众的画像则一无所知。影院自建会员体系，挖掘忠实观众成为影院的新需求。从结果来看，除了如万达等管理规范完善的大型院线，建立了完善的会员体系外（据公司公布，会员贡献的收入占 85%以上，截止至 2017 年公司会员数过亿），其他院线自行建立的会员尚难成体系。随着在线票务平台的发展，各家院线开始在平台上发行自己的线上电子会员。通常形成下，每个用户只需要大概另行花费 20 元左右，便可以办理某院线的会员卡，而此后，在该院线的每次购票享受会员价格。

4、后票补时代：首周末票房成关键，片方为抢占排片买单票补差价

零窗口期的另一个表现是，上映影片的“生命周期”正在变短，除了少部分凭借口碑强势延续高票房或者“逆袭”的影片外，大部分影片的主要票房由上映首周末、次周末贡献。以 2018 年贺岁档为例，12 月 22 日（周五）上映了包括《妖猫传》、《心理罪城市之光》、《机器之血》3 部影片，从几部影片的票房走势及排片走势

来看，上映两周后排片占比均下降到1%以下，全部票房主要由首周末、次周末贡献。因此，对于片方而言，通过票补拉动上映前几日的票房甚为关键。因此，当票务平台逐渐摆脱依靠大规模票补来争夺用户的市场份额时，超低价票补差价实际上主要由片方负责。

图 16: 《机器之血》日票房走势(左)、日排片走势(右)



资料来源：猫眼专业版，广发证券发展研究中心

由于各种形式的票补，都属于各方进行的线下交易，可能存在着不透明甚至骗票补的行为。2017年11月，淘票票专业版将向B端客户开放数据平台，披露影片营销费用的实时支出情况和具体流向，票补数据可以精确到每日与城市的具体额度。而考虑到票补带来非良性竞争、高额宣发成本，各大片方在春节档联合提出：2018年春节档限制最低票价，不得低于19.9元（观众实际支付），补贴票数不超过50万张。可以看到，行业发展进入成熟期后，各个参与方对待观众竞争更加理性。

二、猫眼：向上切入出品宣发，电影全产业链经营

猫眼前身是美团网旗下的电影业务，成立于2012年。2013年，“美团电影”更名为“猫眼电影”。2015年7月，猫眼电影独立为美团网旗下全资子公司猫眼文化传媒有限公司。2015年10月，美团和大众点评正式宣布合并，猫眼公司也于12月完成与大众点评电影频道的整合，获得大众点评入口。2016年4月，美团大众点评正式将猫眼进行分拆并完全独立运营。

图 17: 猫眼发展历程



资料来源：网易新闻，新浪网，广发证券发展研究中心

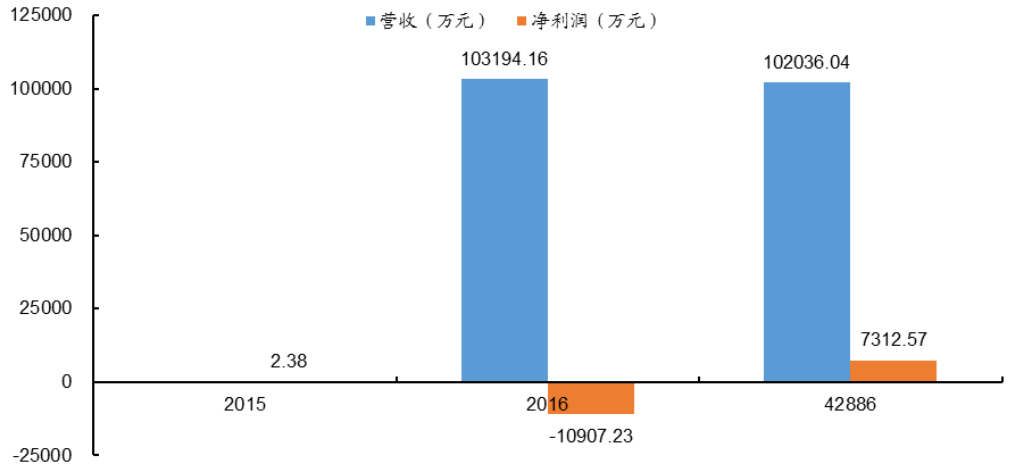
2016年5月，上市公司光线传媒公告了与猫眼电影的交易。根据当时的公告，光线传媒与控股股东光线控股共同投资猫眼电影 57.4%的股权，其中，光线控股拟以其持有的 1.76 亿股光线传媒股份换取三快科技持有的猫眼电影 28.8%的股权，以 8 亿元现金为对价购买上海三快持有的猫眼电影 9.6%的股权。上市公司光线传媒以 15.83 亿元现金为对价购买上海三快持有的猫眼电影 19%股权。此次交易中，猫眼估值约为 83.31 亿元。此次交易成为传统电影公司与互联网公司最重要的一次合并。

- **对光线传媒：**从 2012 年的《泰囧》开始，公司确立了民营电影公司龙头的地位。在内容制作之外，公司希望拥有渠道。公司于 2015 年开始宣布与 360 合资成立付费视频网站“先看网”。然而当时的中国在线视频行业，已经进入了比在线票务行业更大规模的资本竞争。先看网成立不久后，360 宣布退出合资公司。其后在 2016 年光线也宣布关闭先看网业务。除此之外，自建影院虽然也是直接的渠道布局，但对于光线这样的内容基因公司来说，影院的重资产投入以及管理运营，也并非公司所擅长。
- **对猫眼：**在光线入股之前，猫眼是一家纯粹的互联网公司。随着在线票务市场完成线上化率的提升，进入存量用户占据主导的阶段，猫眼并没有选择如微影一般的横向品类扩张，而是希望能深耕电影产业上下游。而此时，光线作为股东的进入，正好为猫眼提供了传统电影产业的宣传、发行、制作经验。

（一）票务业务：率先结束票补，进入盈利周期

光线董事长王长田在 2017 年上海电影节中国影视领袖峰会上透露，猫眼 2017 年一季度收入超过 6 亿元，前三个月月均利润超 5000 万，单月最低利润 4000 万；其中非票务收入、电影投资和发行收入都有迅猛增长。值得关注的是，猫眼 2015 年净利润仅为 2.38 万元，2016 年未经审计营收为 10.5 亿元，净亏损 5.11 亿元（根据光线公告数据）。从成本端来看，在线票务平台的最大成本为票务补贴，猫眼从亏损走向盈利的直接原因便是，2016 年下半年以来猫眼逐渐减少票务补贴。

图 18: 2015 年-2017 年 5 月 31 日猫眼电影盈利状况 (万元)



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

这一状况的改变主要受制于行业发展规律: 互联网平台发展早期需投入大量补贴, 以“免费”模式培养用户习惯并抢占市场份额。实际上, “票补”与“烧钱”大战在所有的 O2O 细分行业都曾出现过, 团购、打车、共享单车等都经历过这一阶段。然而, 补贴与烧钱只是行业发展的一个阶段, 并非持续状态。目前可以看到的是, 团购、打车早已结束了补贴。但用户并没有因为补贴减少而离场——早期的补贴建立起的用户习惯已经让用户在生活中难以离开这些互联网应用。

再讨论猫眼从 14 年率先打开票补模式, 到 2016 年下半年迅速减少补贴, 再到 2017 年的补贴寥寥, 主要原因在于:

- 1) 猫眼长期保持业内龙头, 用户习惯逐渐形成:** 自美团展开电影票团购以来, 猫眼在线票务的市占率长久保持业内第一, 用户习惯逐渐养成, 即使票补力度减小, 仍能留存相当比例用户。在 2017 年淘票票仍然采用票大规模补策略时, 猫眼仍能基本维持 30%以上市占率。
- 2) 线上化率进入高位, 边际新用户成本陡升:** 补贴的目的是获取用户。根据易观智库数据, 2017 年票务市场线上化率已达 81%, 剩下不到 19%的用户, 主要为老人、学生等在使用移动互联网方面使用不便利的人群。获取此部分新用户从线下进入线上难度大, 边际成本高。
- 3) 价格敏感性用户的忠诚度难以培养:** 利用票补争夺存量用户, 更多是针对价格敏感性客户, 对平台忠诚度太低, 票补的效用低。

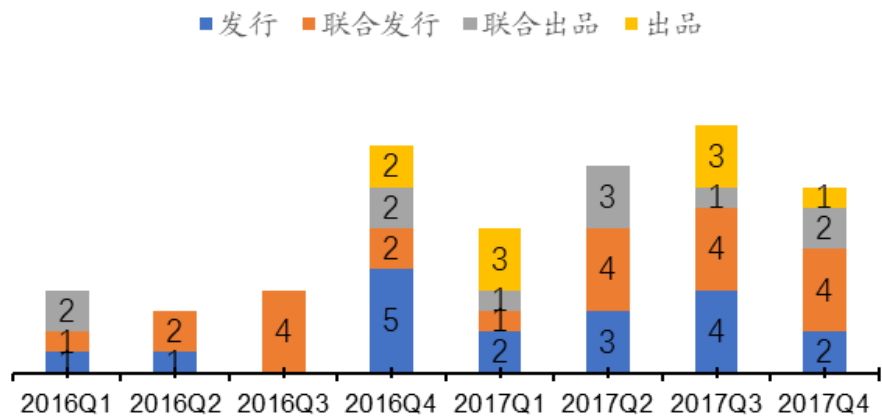
(二) 影视宣发: 线上线下互动营销, 与光线、腾讯战略协同

猫眼从 2014 年最早在行业内开始影视宣发业务, 与《心花路放》合作通过“点映和预售发行”开辟了互联网发行新模式。不同于淘票票纯粹的互联网基因, 猫眼最早由美团网的电影业务发展而来, 在起步阶段主要依靠逐个影城的线下推广模式抢占先机, 在电影宣发上不仅运用大数据分析的优势, 而且更强调线上线下的互动营销。
以猫眼主发行的《羞羞的铁拳》为例, 影片于 2017 年国庆档上映, 八月底就开启“天南地北笑在一起”50 城 40 天全国路演。《羞羞的铁拳》也与美拍合作“我有一招武林

绝学”定制视频活动，与咸鱼合作独家拍电影正品周边等。在猫眼对《羞羞的铁拳》的推广中，结合线上线下多种形式，使影片获得了更高层次的曝光。《羞羞的铁拳》上映后票房表现出色，最终成为继《战狼 2》、《美人鱼》和《捉妖记》后第四部票房过 20 亿的国产电影。《羞羞的铁拳》上映首日，猫眼平台出票占比超 70%，充分反映了前期猫眼的有效宣发对影片票房的助推作用，猫眼在电影项目上的运作、包装、开发能力得到市场认可。

1) 光线入股将助力猫眼影视宣发、出品：光线的入股使猫眼进一步向上游内容资源靠拢，更深入的参与到影片制作和发行中，进一步消解传统发行商的发行权取得优势，对上游片方话语权进一步增强。之前猫眼参与的电影一联合出品、联合发行为主，光线增持后，猫眼越来越多的主控发行一些项目。此外，二者互相配合将形成覆盖线上、线下的全方位宣发网络，形成远超竞争对手的强大壁垒。2015 年参与出品发行的影片共 8 部，2016 年参与出品发行影片 20 部，到 2017 年猫眼参与出品发行电影数量已达 39 部。

图 19: 2016-2017 年猫眼参与发行出品影片数量



资料来源：猫眼专业版，广发证券发展研究中心

表 8: 2017 年猫眼参与发行电影

名称	票房 (不含服务费) (亿)	上映时间	出品方式
大闹天竺	7.18	2017.1.28	出品/发行
西游伏妖篇	15.63	2017.1.28	出品
羞羞的铁拳	20.68	2017.9.30	出品/发行
绝世高手	0.95	2017.7.07	出品
心理罪	2.89	2017.8.11	出品
大护法	0.82	2017.7.13	发行
破局	0.61	2017.8.17	发行
心理罪之城市之光	2.11	2017.12.22	发行

资料来源：猫眼专业版，广发证券发展研究中心

2) 猫眼助力光线向渠道发展：光线作为影视龙头公司，拥有丰富的电影制作、投资、

发行经验，但其却缺少对渠道、对观众的直接接触和大数据沉淀。而猫眼是中国最大的电影大数据平台，并拥有活跃的用户社区。早在2015年12月，猫眼已拥有超过2亿用户，积累超过5亿次的消费数据。覆盖购票用户超1亿，日活跃（DAU）用户数超1000万。

借助猫眼所掌握的海量用户观影互动数据，上市公司对投资、制作、发行的影片进行精准营销，将互联网渠道优势与公司优质内容制作领域优势相结合，形成线上线下优势互补，很大程度上拉动票房增长。猫眼文化强大的用户行为数据分析能力可以显著增强上市公司影视内容制作的针对性及适销性，可有效降低文化内容产品的市场风险。持股猫眼有助于巩固上市公司的行业领先地位。

表9：截至2018年1月25日猫眼电影社区规模

电影	观众评分数量(万)	短评数量(万)	长评数量
芳华	59.9	21.87	221
前任3: 再见前任	91	31.58	135
寻梦环游记	67.7	26.41	79
妖猫传	23.9	9.51	128
机器之血	12.5	4	19
二代妖精之今生有幸	17.3	6.70	76
帕丁顿熊2	13.7	4.75	29

资料来源：猫眼专业版，广发证券发展研究中心

表10：截至2018年1月25日豆瓣电影社区规模

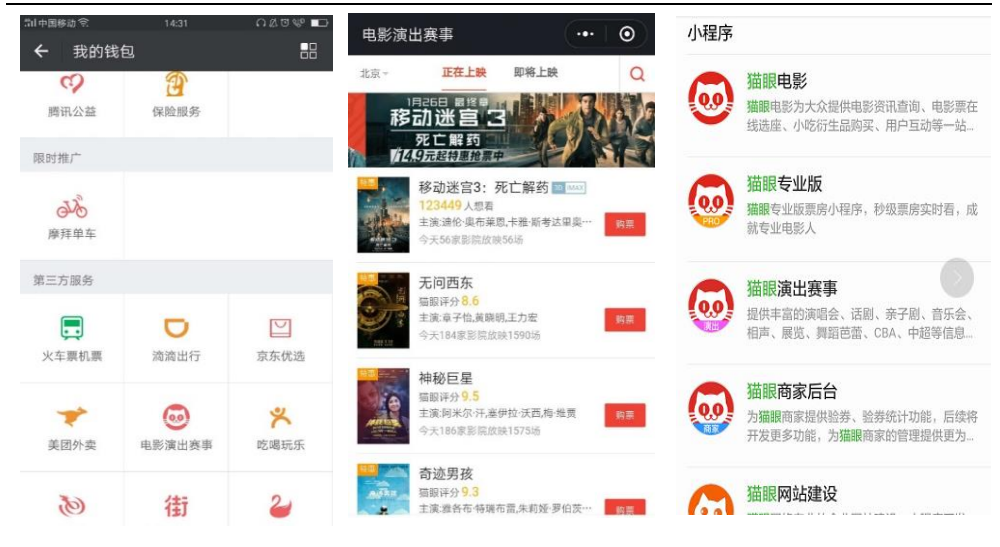
电影	观众评分数量(万)	短评数量(万)	长评数量
芳华	29.13	13.13	9842
前任3: 再见前任	12.10	6.27	3836
寻梦环游记	36.80	16.53	4349
妖猫传	20.90	11.40	5537
机器之血	1.19	0.66	209
二代妖精之今生有幸	3.34	2.07	753
帕丁顿熊2	6	2.82	324

资料来源：豆瓣，广发证券发展研究中心

3) 腾讯为猫眼提供流量入口和泛文娱生态支持

2017年11月，腾讯再次以10亿元增资猫眼，此次增资中猫眼估值约200亿元。目前腾讯持有新猫眼股份将超过15%，成为继光线系、微影后，猫眼最大的股东。至此，猫眼将获得包括美团、大众点评、猫眼、微信在内的四大流量入口。腾讯的加持不仅仅是腾讯开放的流量入口，更是整个腾讯布局的泛文娱生态，这也是猫眼未来能够进行持续发展的根本动力来源。2011年腾讯在国内最早开始提“泛文娱”的概念，目前腾讯已将腾讯游戏、阅文集团、腾讯动漫、腾讯影业、腾讯电竞五大实体业务平台共同整合成的腾讯互娱，建立起了泛娱乐业务矩阵。腾讯总裁刘炽平表示合并后的猫眼微影将成为腾讯泛娱乐领域的重要战略合作伙伴，腾讯除了在微信、QQ等平台上支持新公司的业务，还将在电影、演出、视频、技术等领域与新公司展开更深度和全面的合作。

图 20: 猫眼在微信中的入口



资料来源：微信客户端，广发证券发展研究中心

4) 合并微影，实现品类扩张

在猫眼独立发展的阶段，猫眼坚持聚焦在电影售票这一高频次、大众化的品类。而随着微影时代以及格瓦拉的并入，猫眼在其他低频、高价格的品类上实现的扩张。目前，猫眼平台上已经开始销售包括话剧、演唱会等在内的演出票务，以及部分体育赛事的票务。电影票务仍然是猫眼最核心重要的品类。通过低价、高频次的电影票务导入用户，并在部分用户实现高价格、低频次的其他票务变现。在用户新增放缓的阶段，品类的扩张实现了对存量用户的多层次变现。

(三) 非票业务：大数据为行业赋能

猫眼依靠多年积累的平台优势，陆续为行业推出了“影院营销平台、电影宣发平台、影视人合作平台和影视数据平台”等专业数据和服务，为行业提供数字化价值。

猫眼旗下“猫眼专业版”提供了影视行为齐全的数据库，数据服务包括秒级更新的实时票房、历史数据查询、票房预测服务、上座率、场均人次等。2017年9月，猫眼专业版推出了“每日真实出票量和营销费用查询”功能，解决了行业内关于出票量和票补不透明的问题。

同时，猫眼专业版开始向影视行业提供寻求合作的资讯平台。在“影视人”的子栏目中，片方可以发布对演员、摄像、等专业影视工种的招聘需求或剧本、投资方面的合作。通过对行业信息平台的搭建，猫眼专业版再度建立起对行业的影响力。

图 21: 猫眼专业版部分功能



资料来源: 猫眼专业版, 广发证券发展研究中心

猫眼的影院大数据服务系统“数据魔方”向合作影院独家开放大数据, 构建用户画像, 帮助影院精准了解各类用户线上消费行为, 协助其制定和调整经营策略。目前猫眼全国合作影院超过 6000 家, 数据魔方的普及率已经超过 57%。

为了协助影院加强会员运营, 猫眼还推出了影院联名卡系统, 协助影院圈定用户, 提升留存率和用户忠诚度。目前猫眼已经和 2300 多家影院合作了会员卡项目。

除票务合作以外, 猫眼与 4800 多家影院开展了卖品合作, 与 2000 多家影院开展了衍生品电子商务。猫眼 CEO 郑志昊在腾讯全球合作伙伴大会上透露, 2016 年大地影院与猫眼合作后, 在线卖品收入较一年前增长了 3 倍, 影院新客占比超过 50%, 用户月均购票频次比之前提升一倍。

三、淘票票: 入局晚、态势强, 后退一步做基础设施

(一) 后起之秀市占率快速增长: 资本实力与选片优势叠加

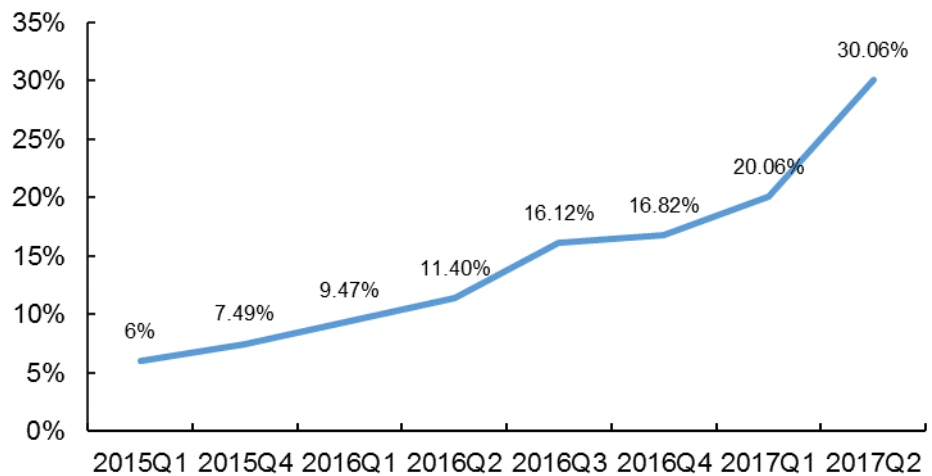
淘票票前身淘宝电影, 于 2014 年底上线, 彼时行业内票补已拉开帷幕, 猫眼电影、格瓦拉、微信电影强敌环绕, 如时光网、万达电影等玩家尚未出局。上线后, 淘票票市占率突出重围, 从 2015 年 Q1 的 6% 增长至 2017 年 Q2 市占率超 30%。复盘淘票票市占率的成长之路, 其在 2016Q2、2017Q2 两个阶段经历了较大幅度的增长。

2016 年 5 月, 阿里影业旗下“淘宝电影”获得 17 亿元人民币的 A 轮融资, 估值 137 亿元, 更名为“淘票票”。此轮融资鼎晖投资、蚂蚁金服、新浪网领投, 多家影视产业链上下游机构参与, 包括和和影业、博纳影业、华策影视、南派泛娱、瑞联影业等。在此轮融资后, 淘票票携雄厚资金入局暑期档竞争, 参与出品、发行的影片有 7 部, 其中参与发行的《绝地逃亡》、《寒战 2》分别是暑期档票房亚军和季军。经此一

役，淘票票的市场份额迅速提升至 20% 左右，仅次于猫眼排名第二。同样是参与影片的出品发行，相较于同期也具备雄厚资金实力、却表现不及预期的微影时代，淘票票的优势在于阿里影业在电影产业中的雄厚资源储备——阿里影业的大多数电影项目由淘票票优先宣发，此外各大影视公司股东也为淘票票的宣发助力。

根据易观国际数据，2017 年 Q2，淘票票市占率达 30%，与猫眼电影的市占率差距缩小。在主要玩家市占率越来越相近的阶段，短期内具体影片的选择都会直接影响各家市占率情况。2017 年淘票票参与出品、发行的影片有 9 部，协助推广、联合推广的影片 2 部，其中包括《绣春刀：修罗战场》、《战狼 2》、《一条狗的使命》等热门影片。

图 22: 淘票票市占率



资料来源：易观智库，广发证券发展研究中心

（二）淘票票与阿里影业战略变迁：由影视制作走向电影新基础设施

不同于早已从美团独立的猫眼电影，淘票票成立后不久便被注入阿里影业，是阿里影业产业链布局下的重要一环，我们需要将淘票票放入阿里影业的整体版图中来看待。每任 CEO 上任后，都对淘票票以及阿里影业的战略布局进行了调整。

- **张强：CEO 张强在位时是阿里影业快速扩张的时期。张强在任时主导了阿里影业的多个内容制作项目。包括《摆渡人》《三生三世十里桃花》等电影项目。同时，2015 年阿里影业通过并购拓展业务版图，2015 年收购最大的院线票务系统提供商粤科软件，同年 12 月以 31 亿元收购淘宝电影（淘票票）、C2B 融资平台娱乐宝。在票务层面建立起触达平台。**
- **俞永福：CEO 俞永福在位时有两个关键词，一是 IP 协同开发，二是新基础设施建设。在 2017 年上海电影节上，俞永福宣布阿里影业要进行“新基础设施建设”，即在用户处达、内容产业化和商业化这三个维度上为阿里的电影产业赋能。淘票票就是电影基础设施的首要载体。此外 2017 年，阿里影业收购了派瑞影院管理有限公司控股，后者于 3 月与中国巨幕达成战略合作。俞永福替代张强，被外界认为是“阿里影业不再做内容”的一个开始。**
- **樊路远：CEO 樊路远曾是淘票票的初创人，同时也曾负责支付宝、余额宝。他加入后，将俞永福时期阿里影业的“新基础设施”战略的延续。**

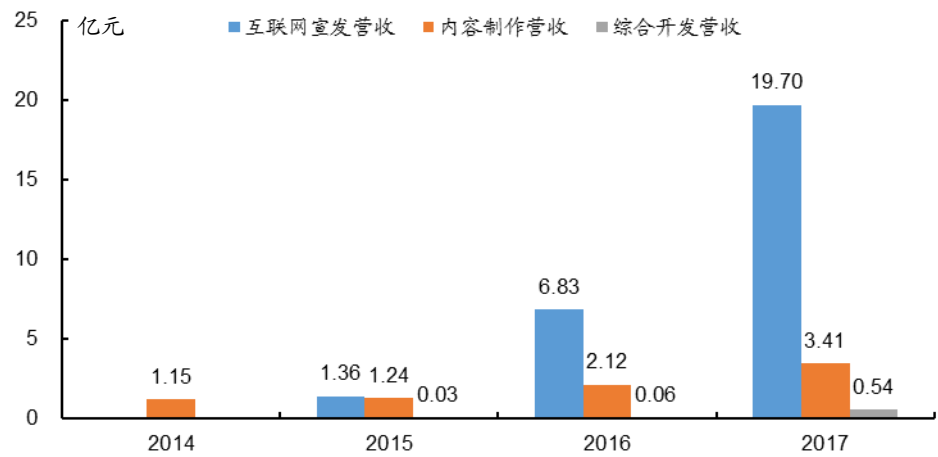
从历任CEO的发展思路 and 战略举措可以看到阿里影业作为互联网公司影视行业内的探索过程：由传统影视制作公司逐步向基于互联网的电影产业新基础设施转型。

表 11: 阿里影业历任 CEO

任职时间	CEO	曾任职
2014年8月-2016年12月	张强	中国电影董事副总经理，《中国合伙人》、《致青春》总策划
2016年12月-2017年8月	俞永福	UC 董事长兼 CEO
2017年8月-今	樊路远	淘票票初创人，首创快捷支付，推出余额宝

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 23: 阿里影业各业务营收情况 (亿元)



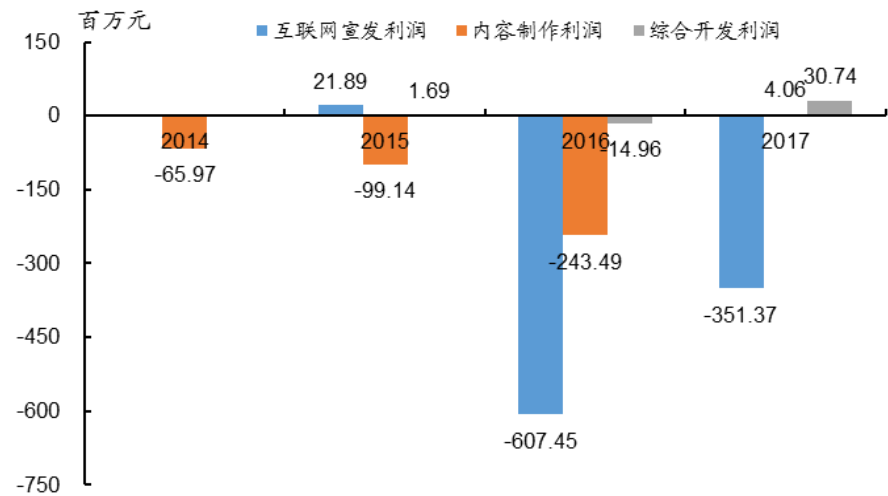
资料来源：阿里影业年报，广发证券发展研究中心

注：2017 年数据未经审计

1、由上游内容制作起步

2014年6月，阿里巴巴收购文化中国，成公司控股股东，并将公司改名为阿里巴巴影业集团。并购之初，阿里影业继承了文化中国的主业，仍聚焦于电影、电视剧的制作，而阿里集团的大数据、云计算等经验，只是为影视剧制作服务。这一战略方向，从公司高管及业绩两个维度均可见一斑。从高管层面来看，此阶段阿里影业 CEO 由张强担任，张强时任中国最资深的影视企业——中影集团的高管。2014年阿里影业营收 1.27 亿元，其中影视制作带来收入 1.15 亿元，占总营收 91%。2014 年的阿里影业，更像是一个传统影视公司。拥有互联网资本背景的阿里影业，虽然在资金、渠道上优势明显，但其影视制作存在一定短板。2014 年参与出品发行的电影有，《亲爱的》（票房 3.44 亿元）、《心花路放》（票房 11.69 亿元，2014 年度票房亚军）。虽然影片票房表现不错，但是公司仅是跟投，对业绩贡献有限。2014 年阿里影业影视制作板块亏损 6597 万元。

图 24: 阿里影业各业务利润情况 (百万元)



资料来源: 阿里影业年报, 广发证券发展研究中心

注: 2017 年数据未经审计

2016 年上半年阿里影业主发行的国产片份额仅为 0.6%，联合出品或发行的影片票房成绩在四大票务平台中位列第三，由其主投的电影目前只有《摆渡人》、《三生三世十里桃花》，缺少主控影片，去年底上映的首部主控电影《摆渡人》票房不足 5 亿元，而票房反响不错的《亲爱的》《碟中谍 5》等影片，阿里影业只是跟投，并未主导，2016 年，阿里影视业务（内容制作）依然没有改写命运，报告期亏损超 2.43 亿元。

表 12: 阿里影业电影代表作品

名称	票房 (不含服务费) (亿)	上映时间	角色
羞羞的铁拳	20.68	2017.9.30	联合出品
前任 3: 再见前任	18.08	2017.12.29	联合出品发行
西游伏妖篇	15.63	2017.1.28	出品发行
芳华	13.33	2017.12.15	联合出品
乘风破浪	9.78	2017.1.28	出品
三生三世十里桃花	5.01	2017.8.30	制作出品
摆渡人	4.78	2016.12.23	出品 联合发行
拆弹专家	3.73	2017.4.28	联合出品
妖铃铃	3.40	2017.12.29	联合出品发行
喜欢你	1.98	2017.4.27	出品
暴雪将至	0.25	2017.11.17	出品发行
西游记女儿国	6.86	2018.2.16	联合出品发行

资料来源: 阿里影业官网, 猫眼专业版, 广发证券发展研究中心

2、并购拓展业务板块，打造基础设施，向互联网靠拢。

业务层面，**2015年阿里影业通过并购拓展业务版图：2015年收购最大的院线票务系统提供商粤科软件，15年12月以31亿元收购淘宝电影、C2B融资平台娱乐宝。**也是从2015年，阿里影业开始在财报中披露互联网宣发业务情况。2015年互联网宣发业务营收1.36亿元，净利润2189万元，该项业绩主要来源于粤科软件。

表 13: 阿里影业各业务收入情况 (万元)

	2016	2015	2016年增速
互联网宣传与发行	68261	13625	401%
内容制作	21183	12422	71%
综合开发	601	281	114%
其他业务	413	44	839%

资料来源：阿里影业年报，广发证券发展研究中心

2016年第四季度，俞永福出任阿里影业董事会主席及首席执行官，并对阿里影业的业务进行了调整。调整后的业务包括互联网宣传发行、内容制作、综合开发。

2016年是淘票票市场份额迅猛增长，对应阿里影业的互联网宣发业务营收同增401%至6.83亿元，但大规模票补此时已使得该项业务亏损6.07亿元。与此同时，互联网宣发业务的营收占比也从52%上升至75%，阿里影业的业务进一步向互联网宣发倾斜。

表 14: 阿里影业各业务净利润情况 (万元)

	2016	2015
互联网宣传与发行	-60745	2189
内容制作	-24349	9914
综合开发	-1496	169
其他业务	413	22

资料来源：阿里影业年报，广发证券发展研究中心

粤科软件是影院出票系统提供商之一，据其官网介绍，凤凰佳影在全国1000万票房以上影院客户占比达到60%，是国内最大的影院出票系统提供商。影院售票系统是整个在线票务产业链的平台化底层应用之一，掌握着院线和影院最一线信息，包括排片信息、价格体系、会员数据和卖品收入等。在线票务平台是虚拟院线，停留在网络售票和影片营销窗口的层面，但是借助粤科这一线下售票系统，才能构建一条实体化的虚拟院线，使院线直接对接阿里现有的亿级用户群体。

3、未来：做电影新基础设施，影院升级创造产业增量

阿里影业定位电影新基础设施建设：2017年8月，阿里巴巴合伙人樊路远出任阿里影业CEO。樊路远自阿里影业成立以来，即担任执行董事及执行委员会成员。此外，他还是淘票票业务的创始人，除此之外，樊路远于2007年及加入阿里，对支付宝及蚂蚁金服的发展做出了重要贡献。樊路远的加入，一方面意味着淘票票在阿里影业业务版图中的重要性再度提升。另一方面，阿里影业俞永福在2017年多次强调，阿里影业的定位明确于电影新基础设施建设，樊路远在支付宝等科技基础设施方面的丰富经验，或许将助推阿里影业顺利推进这一定位。

2017年12月8日，2017中国文娱产业峰会举行，阿里影业高级副总裁、淘票票总裁李捷指出，用户观影欲望下降，最大原因是用户体验不足。下一步淘票票要做的是影院升级，围绕电影院本身，通过合作打造，进一步优化场景感和体验感。淘票票用“同好+社交+情感”打造的脱单电影院，在2017年双11脱单场开了96场，平均上座率36.71%，是大盘平均上座率的两倍，其中哈尔滨脱单场上座率高达73.5%。

图 25：脱单电影院宣传海报



资料来源：淘票票，广发证券发展研究中心

下游整合院线，淘票票试水影院升级：影院是电影产业链最终的消费场景，2015年以来，阿里影业通过一系列资本运作，开始对下游影院的整合。

- 2015年10月，与大地影院达成战略合作。
- 2016年5月阿里影业认购大地影院10亿人民币可转债，持股4.76%；
- 2016年8月亿元收购收购杭州星际60.94%股权；
- 2016年12月投资爱尔兰影院数据公司 Showtime。
- 2017年上半年，阿里影业收购了派瑞影院管理有限公司，成为它的控股股东，后者于3月与中国巨幕达成战略合作。

截至2017年，内地电影线上票务市场规模为425亿元，淘票票总裁李捷曾公开表示，“以中国14亿人口的基数而言，出现1000亿的票房市场是非常正常的。”由此可见，阿里通过淘票票铺陈基础设施，整合院线等战略充分表示，淘票票与猫眼走出了两条不同的道路。淘票票将主要精力放在了对下游影院的基础服务上，而不再花费过多精力在上游的影片投资制作方面。

风险提示

电影票房增长乏力；优质电影内容缺乏；在线票务市场竞争加剧；猫眼向电影产业链上游拓展失败；电影发行竞争加剧

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。
- 杨琳琳：资深分析师，华中科技大学管理学硕士，2012年加入广发证券发展研究中心，2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第2名（团队）。
- 沈明辉：分析师，华南理工大学管理学硕士、广告学学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 杨艾莉：分析师，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 杨晓峰：联系人，北京大学计算机技术硕士，湖南大学金融学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 朱可夫：联系人，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。

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。
- 谨慎增持：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
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路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	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。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。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，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股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。