

姜姝

分析师 SAC 执业编号: S1130517110003
(8621)61038213
jiangshu@gjzq.com.cn

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

票补政策可能发生重大变革，长期利好电影行业发展

事件

- 近期多个媒体报道，票补政策可能会发生重大变革，我们引用了新浪娱乐的报导，变革的内容预期：一是发行方、制片方、院线方不允许进行网络售票平台补贴投放，销售价不能高于结算价，也不能低于最低票价；二是第三方线上售票平台服务费不高于 2 元，其中系统服务商收取 1 元，网络售票平台收取 1 元，院线/影投不得参与分配；三是未获得公映许可证的影片将无法开展预售；四是线上售票商对影院的结算周期从今年 10 月 1 日开始变为 T+7，明年十一开始变为 T+0。我们预判了如果政策正式落地以后对行业的影响。

评论

短期可能会对三线以下城市的观影需求略有不利影响，长期利好中国电影产业的发展。我们认为票补取消对一二线城市的观影需求没有实质性影响，三线以下城市的观众可能会对价格有一定的敏感度，取消票房可能会在短期略微影响一下观影需求。从本质上来讲，票补作为一种营销手段确实对票房的数据逻辑进行了干扰，大量补贴掩盖了片子本身的不足，同时预售的虚假繁荣也给影片的排片造成了干扰。我们认为取消票补，是让票房反映其商业逻辑本质，就是依靠内容的高品质和口碑，来获得票房的正循环，对促进国产电影的长期发展反而是利好。

对院线行业影响不大：从票房服务费的分成来看，院线之前从票房服务费里的分成比例不一，我们估算了万达 17 和 18 年上半年在线票务服务费收入对总收入的影响约 1.1%和 1.2%，其毛利润对总毛利润的影响约 2.8%和 3.4%，影响不大，我们认为对其他院线的影响差不多量级或更少。此外线上售票商对影院的结算周期调整也有利于院线行业现金流的回笼。整体影响中性，长期利好。

影响最大的是在线票务平台，目前票务服务收入占比较高。从猫眼的数据来看，在线娱乐票务服务 2018 年上半年收入占比 60.6%，仍是最主要的收入来源。我们根据招股书估算猫眼平均每张票收到的服务费约 2.4 元左右，平均每张票支付给票务系统公司的费用约 0.6 元左右。如果按照媒体披露的方法进行限价，以 18 年上半年的数据为基准，总收入预计会下滑 11.32%左右，毛利率可能由 62.6%下滑至 51.6%左右。阿里影业旗下的淘票票披露的数据不太详细，我们预测影响可能类似。

票补是之前在线票务平台重要的营销手段，取消票补会对商业模式和竞争格局产生重大影响。2018 年上半年猫眼的销售及营销开支是 11.46 亿元，占收入比例高达 60%，同比增长 114%，我们判断其主要是票补的金额，预计淘票票的票补处于同一量级。取消票补以后，流量入口、大数据分析能力，对上游内容的判断能力，以及资金实力的比拼将成为关键要素，对中小票务平台影响更大，有利于龙头集中度提升。从前两个龙头来看，淘票票由于股东结构更好，受到阿里的支持（流量入口、数据分析、资金支持等）预计会更多，猫眼可能受到的不利影响会更大（线上售票商对影院的结算周期调整对现金流产生更不利的影响），从而影响港股 IPO 定价造成融资额低于预期。

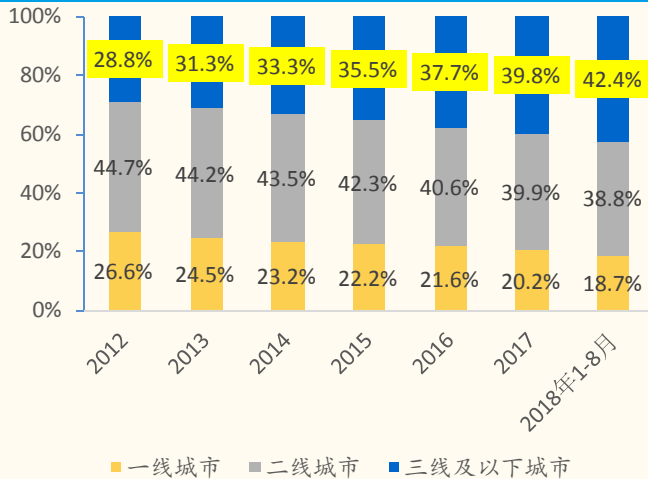
风险提示

目前的监管措施还只是媒体的猜测，正式的监管文件尚未发布，一旦正式发布，可能条款上会有一些差别，造成市场未预期的风险。国庆档期是之前票补的重要档期之一，随着国庆档期的临近，如果监管落地，短期可能会对国庆档期票房造成不利影响。

对电影行业的影响

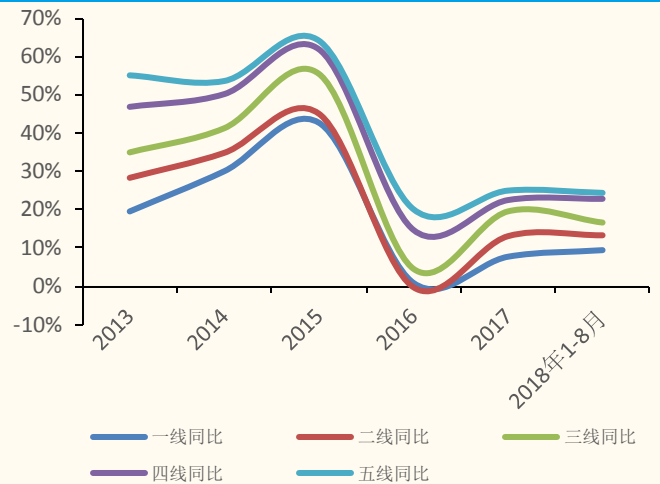
- **短期可能会对三线以下城市的观影需求略有不利影响。**全国 18 年上半年的平均票价为 35.63 元（含服务费），从全球范围来看属于比较低的水平。我们认为票补取消对一二线城市的观影需求没有实质性影响，三线以下城市的观影人群可能会对价格有一定的敏感度，取消票房可能会在短期略微影响一下观影需求（票补高峰的档期是春节档和国庆档）。目前三线以下城市票房占比约 42%，票房增速也是比一二线城市更高。

图表 1：一二线以及三线以下城市票房占比



来源：艺恩，国金证券研究所

图表 2：各线城市票房同比增速



来源：艺恩，国金证券研究所。

- **长期利好中国电影产业的发展。**从本质上来讲，票补作为一种营销手段确实对票房的数据逻辑进行了干扰，大量补贴带来的票房繁华掩盖了片子本身的不足，同时预售的虚假繁荣也给影片的排片造成了干扰，而观众冲着高票房去观看的电影有可能出现低于预期，票房高开低走的情况。之前票补也出现过一些行业丑闻，比如《后来的我们》的退票事件。美国亚马逊旗下的 Box Office Mojo（票房统计网站）之前未将很多中国的高票房电影统计入排名榜单也是怀疑中国票房的真实性——票补的影响无从判断。我们认为取消票补，是让票房反映其商业逻辑本质，就是依靠内容的高品质和口碑，来获得票房的正循环，对促进国产电影的长期发展反而是利好。这样会促进电影的内容生产方更注重内容本身，而不是通过资金来堆砌票房。目前处于中美贸易的敏感期，我们认为如果这项政策正式落地，代表了监管当局希望促进国产电影工业发展的长远思维，同时也有利于和进口片进行公平竞争。
- **对院线行业影响不大。**如果政策落地，虽然短期对票房会有不利影响，长期利好中国电影产业发展，我们对未来几年的票房预测不会有实质性的变化。从票房服务费的分成来看，院线之前从票房服务费里的分成比例不一，我们预计每张票可能一元左右，按照 35 元左右的电影票价，再考虑 80% 左右的线上渗透率，占比仅有 2.3% 左右。因为万达的国内票房服务费分成列在其他收入项中，我们根据下表中的假设对其进行估算，发现其对 17 年和 18H1 的收入影响分别是 1.1% 和 1.2%，对应毛利率的影响约为 2.8% 和 3.4%，影响不大，我们认为对其他院线的影响差不多量级或者更少。此外线上售票商对影院的结算周期调整也有利于院线行业现金流的回笼。两相抵消，我们认为对院线行业的影响是短期中性，长期利好。

图表 3: 万达国内票务服务费分成收入和毛利润估算 (2017 和 2018H1)

| | 2017 | 2018 上半年 |
|----------------------|--------------|----------|
| 万达国内观影人次 (亿次) | 1.87 | 1.07 |
| 全国线上售票渗透率 | 80% (艾瑞咨询统计) | 85%(假设值) |
| 万达国内出票数 (亿张) | 1.50 | 0.91 |
| 万达国内票务服务费分成 (亿元) | 1.50 | 0.91 |
| 万达其他收入 (亿元) | 6.88 | 2.77 |
| 万达其他收入毛利率 | 78.26% | 90.14% |
| 万达国内票务服务费分成的毛利润 (亿元) | 1.17 | 0.82 |
| 万达总收入 (亿元) | 132.29 | 73.67 |
| 万达总毛利润 (亿元) | 42.47 | 24.13 |
| 万达国内票务服务费分成/总收入 | 1.13% | 1.23% |
| 万达国内票务服务费分成的毛利润/总毛利润 | 2.76% | 3.40% |

来源: 公司公告, 国金证券研究所, 备注: 因为万达国内票务服务费分成算在其他收入中, 我们用其他收入的毛利率近似替代其毛利率, 另外假设万达国内每张票可以分到 1 元的服务费分成。

对在线票务平台的影响

- 这次变更影响最大的就是在线票务平台, 收入结构、商业模式、竞争格局可能都会发生重大变革。根据艾瑞咨询的数据, 2018 年上半年根据电影票务总交易额统计, 猫眼是最大的在线电影票务服务提供商, 市场份额为 60.9%。从猫眼的收入来看, 在线娱乐票务服务 2018 年上半年收入占比 60.6%, 仍是最主要的收入来源, 而且该比例比 17 年全年的 58.5% 仍有提升。

图表 4: 猫眼各项收入占比

| 主营业务收入明细 | 截至 12 月 31 日 | | | | | 截至 6 月 30 日 | | | | |
|----------|--------------|---------|-------|---------|-------|-------------|------|---------|-------|---------|
| | 单位: 亿元 | 2015 年 | 收入占比 | 2016 年 | 收入占比 | 2017 年 | 收入占比 | 2017 年 | 收入占比 | 2018 年 |
| 在线娱乐票务服务 | 5.95 | 99.63% | 9.60 | 69.70% | 14.90 | 58.48% | 6.01 | 64.57% | 11.48 | 60.60% |
| 娱乐内容服务 | 0.00 | | 3.37 | 24.49% | 8.52 | 33.45% | 2.36 | 25.31% | 5.61 | 29.58% |
| 娱乐电商服务 | 0.01 | 0.23% | 0.16 | 1.13% | 1.27 | 4.99% | 0.49 | 5.26% | 0.98 | 5.19% |
| 广告服务及其他 | 0.01 | 0.13% | 0.65 | 4.69% | 0.79 | 3.08% | 0.45 | 4.86% | 0.88 | 4.63% |
| 总计 | 5.97 | 100.00% | 13.78 | 100.00% | 25.48 | 100.00% | 9.31 | 100.00% | 18.95 | 100.00% |

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- 我们估算猫眼平均每张票收到的服务费为 2.4 元左右。根据猫眼披露的在线娱乐票务服务收入和猫眼的总交易额 (含服务费), 可以算出平均收费的比例逐年稳步增加, 从 2015 年的 4.23% 上升至 2018 年上半年的 6.9%, 体现了猫眼在产业链上票务分配上的议价能力逐步增强。一般我们的电影票上标的服务费是 2-5 元不等, 但是并不是所有的服务费都直接能被在线票务平台收到, 一般院线 (或影院公司) 也会参与分成 (分成比例根据谈判能力不等), 另外还需要给系统服务方支付费用。根据招股书披露, 猫眼的收入确认规则里提到, “来自线上电影票务服务的收益按净额基准确认, 原因为贵集团并不被视为主要责任人, 亦无需就所放映的电影负责, 且并不能厘定票价。贵集团仅自电影院收取佣金。” 根据该描述, 在线票务服务的收入确认已经剔除了给院线的分成做净额法确认。我们根据全国的平均票价以及猫眼的服务费收取比例估算平均每张票收到的服务费约 2.4 元左右。

图表 5: 估算猫眼平均每张票收到的服务费

| | 2015 年 | 2016 年 | 2017 上半年 | 2017 年 | 2018 年上半年 |
|------------------|--------|--------|----------|--------|-----------|
| 总交易额 (含服务费, 亿元) | 140.44 | 144.31 | 93.01 | 216.80 | 166.46 |
| 在线娱乐票务服务 (亿元) | 5.95 | 9.60 | 6.01 | 14.90 | 11.48 |
| 在线娱乐票务服务/总交易额 | 4.23% | 6.65% | 6.47% | 6.87% | 6.90% |
| 全国平均票价 (含服务费, 元) | | | | 34.51 | 35.63 |
| 平均每张票收到的服务费 (元) | | | | 2.37 | 2.46 |

来源: 招股说明书, 国金证券研究所, 备注: 总交易额可能包含其他演出的线上售票, 我们这里假设全部为电影票进行近似估算。

- 我们估算猫眼平均每张票支付给票务系统公司的费用大约为 0.6 元左右。猫眼披露了成本中的票务系统成本, 公司提到 “我们向票务系统公司支付费用, 以使用其票务信息系统建立及维持与影院的联系”。我们估计票务系

统成本主要是向票务系统公司支付的费用。根据该费用与对应的票房服务收入的比例估算可得，猫眼平均每张票支付给票务系统公司的费用约 0.6 元左右。

图表 6：估算猫眼平均每张票支付给票务系统公司的费用

| | 2015 年 | 2016 年 | 2017 上半年 | 2017 年 | 2018 年上半年 |
|-----------------------|--------|--------|----------|--------|-----------|
| 在线娱乐票务服务 (亿元) | 5.95 | 9.60 | 6.01 | 14.90 | 11.48 |
| 票务系统成本(亿元) | 1.92 | 2.44 | 1.72 | 3.94 | 2.84 |
| 票务系统成本/在线娱乐票务服务 | 32.31% | 25.42% | 28.67% | 26.41% | 24.70% |
| 平均每张票收到的服务费 (元) | | | | 2.37 | 2.46 |
| 平均每张票支付给票务系统公司的费用 (元) | | | | 0.63 | 0.61 |

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **对线上售票平台服务费限价会对在线票务平台的收入产生不利影响。**如果线上售票平台服务费限价 2 元正式实施，以猫眼为例，18 年上半年在线娱乐票务服务的收入会下滑 18.7%，总收入预计会下滑 11.32%。如果同时规定给其中系统服务商收取 1 元，以猫眼为例，则成本上升，毛利率由 18 年上半年的 62.6%可能下滑至 51.6%。
- **票补是之前在线票务平台重要的营销手段，取消票补会对商业模式和竞争格局产生重大影响。**猫眼的招股书披露“我们的销售及营销开支主要包括营销及推广开支以及与营销人员有关的雇员福利开支”，我们估计大部分和票补相关，其中 16 年比 15 年出现负增长也和 16 年票补监管严厉的行业趋势一致。销售及营销开支占收入的比例，2018 年上半年高达 60.44%，对公司的盈利情况影响极大。猫眼 2017 年经调净利润 2.16 亿元，2018H1 经调净亏损 2070 万元，从盈利转为亏损，除了毛利率下滑以外，销售及营销开支也有很大的影响（同比上涨了 114%，远高于 17 年的 38%），主要是今年春节档竞争加剧，淘票票和猫眼争相进行大规模票补有关。

图表 7：猫眼销售及营销开支

| | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年上半年 | 2017 年 | 2018 年上半年 |
|--------------|---------|---------|-----------|--------|-----------|
| 销售及营销开支 (亿元) | 15.21 | 10.28 | 5.35 | 14.20 | 11.46 |
| 同比 | NA | -32.43% | NA | 38.11% | 114.11% |
| 销售及营销开支/收入 | 254.92% | 74.61% | 57.45% | 55.71% | 60.44% |

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **一旦取消票补以后，在线票务平台比拼的方向会发生变化，可能对淘票票更有利。**我们认为流量入口、大数据分析能力，对上游内容的判断能力，以及资金实力的比拼将成为关键要素。流量入口上猫眼拥有腾讯提供的微信钱包及 QQ 钱包的少数几个专用入口之一，同时是美团和大众点评上票务服务的独家合作伙伴。从猫眼的股东结构来看，光线及其关联方、腾讯和美团点评持股比例分别为 48.8%、16.27%和 8.56%，腾讯和美团的占比都不算很高。而淘票票是阿里影业的全资子公司，依托于大阿里系的巨大流量入口，可以给到更深层次的支持，我们认为在流量上和股东支持力度上淘票票更胜一筹。
- **线上售票商对影院的结算周期变更对在线票务平台的资金实力提出了更高的要求。**从猫眼和阿里影业的现金流情况来看，年度会有一些波动，但是整体来看仍是烧钱为主，造血能力不强，主要依赖于融资输血。18 年上半年猫眼经营和投资活动现金流量净额为负 4.67 亿元，账上现金 7 亿元左右，现金压力比较大。17 财年（截至 18 年 3 月底结束）阿里影业经营和投资活动现金流量净额为负 19.8 亿元，账上现金为 16.9 亿元左右。从账上剩余资金来看，阿里略胜一筹，猫眼则需要看此次港股 IPO 融资额度情况。从股东输血情况来看，阿里影业的大股东主要是阿里和优酷（也是阿里控制），而文娱一向是阿里非常重视的战略板块，阿里影业的资金支出也会有阿里兜底，底气较足。所以我们判断这项政策变更对中小在线平台更为不利，有利于龙头集中度提升，而猫眼和阿里来看，可能对猫眼更为不利。

图表 8：猫眼现金流情况

| 单位：亿元 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年上半年 | 2017 年 | 2018 年上半年 |
|-------------|--------|--------|-----------|--------|-----------|
| 经营活动现金流量净额 | -9.90 | 0.65 | 2.15 | 10.74 | -12.45 |
| 投资活动现金流量净额 | -0.11 | -0.24 | -4.96 | -10.80 | 7.78 |
| 筹资活动现金流量净额 | 10.64 | 9.98 | 0.00 | 0.74 | -0.01 |
| 现金及现金等价物净增加 | 0.64 | 10.39 | -2.80 | 0.68 | -4.47 |
| 期初现金及现金等价物 | 0.00 | 0.64 | 11.02 | 11.02 | 11.70 |
| 期末现金及现金等价物 | 0.64 | 11.02 | 8.22 | 11.70 | 7.05 |

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 9：阿里影业现金流情况

| 单位：亿元 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流量净额 | -4.88 | -20.10 | -7.68 |
| 投资活动现金流量净额 | -60.29 | 27.42 | -15.12 |
| 筹资活动现金流量净额 | 95.26 | 16.86 | -12.92 |
| 现金及现金等价物净增加 | 30.09 | 24.18 | -35.72 |
| 期末现金及现金等价物 | 36.78 | 62.21 | 16.86 |

来源：公司公告，国金证券研究所，备注：阿里影业的财报年以次年 3 月底为结束日期。

- **对光线传媒的影响：猫眼发行价可能低于预期影响到光线传媒的部分估值。**光线传媒持有猫眼 19.46%的股权，其市值部分隐含了部分对猫眼港股 IPO 以后市值的预期。如果政策落地，猫眼的发行价可能低于预期，从而部分影响到光线传媒的市值。

风险提示

- 目前的监管措施还只是媒体的猜测，正式的监管文件尚未发布，一旦正式发布，可能条款上会有一些差别，造成市场未预期的风险。国庆档期是之前票补的重要档期之一，随着国庆档期的临近，如果监管落地，短期可能会对国庆档期票房造成不利影响。

公司投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH