

若票补新规落地，对产业链各环节影响几何？

核心观点

- 目前线电影票务平台对每张出票收取 3-5 元的服务费，其中支付于售票系统的手续费一般为 1 元，票务平台获得 2 元的服务费收入。根据猫眼招股书，2018 年上半年票务服务收入 11.5 亿元，上半年出票人次约 4.36 亿，则平均单张票确认的服务费收入为 2.64 元。若实施新政策，线上售票手续费不高于 2 元，则猫眼的票务服务费预计每年将减少 24%（全年约 7 亿元体量）。但与此同时，票补成本将全面缩减，盈利有望改善（2018 年上半年猫眼销售及营销开支为 11.5 亿元）。另一方面，由于无法进行预售和票补，新的宣发手段受到影响，猫眼作为互联网发行公司的作用被削弱。
- 新政策若成真，对传统制片发行方而言偏利好，主要体现在几个层面：（1）由于未获得公映许可证的影片无法开展预售，且除了线下影城外各个环节不得进行票补，预计将倒逼发行方式回归传统发行；（2）片方减少票补投入，有望将重点回归到对优质内容的创作上，专注优质内容的片方有望获得更高的票房回报；（3）无力投入票补的中小影片生存空间将变大，优质影片有望获得更多排片机会。
- 对院线/影投而言：一方面，由于服务费不参与分成，近几年影院的确非常有动力参与票务服务费的分成，票务平台为了获得与影城的合作，也确实存在将部分服务费分给影院的情况，影院分走的部分约为 0.5-1 元/张。根据横店招股书，其收取的服务费为 1 元/张。如果新政策施行，影院服务费收入消失，将影响院线/影投获得此部分利润；但若节省的票务服务费通过票价回流，对影院影响将被缓冲。另一方面，线下影院在影片宣发、消费者购票等环节的影响力提升，中长期看有利于龙头公司广告、发行等非票房业务增长，加快行业出清速度。
- 短期看，票补若取消，需要客观看待其对大盘带来的冲击，对票房增速的短期影响也需要持续跟踪观察，因需求端受多重因素而非单一票价的影响，其中：（1）价格敏感型用户可能放弃部分观影，降低观影频次，影响整体票房；（2）平台及片方的票补在重要档期（如春节档、暑期档等）投入更多，此类档期占全年票房的比重高，但观影需求也相对更为刚性，即便没有票补，消费者的观影需求仍然旺盛；（3）新政策对线下的扶持较为明显，票补取消以及服务费下降后，若结算票价提升，将会降低对整体票房的负面冲击。长期看，有望使片方摆脱恶性竞争，更加注重内容，未来优质内容能持续拉动观众走进影院，带动整体电影行业健康发展。

风险提示

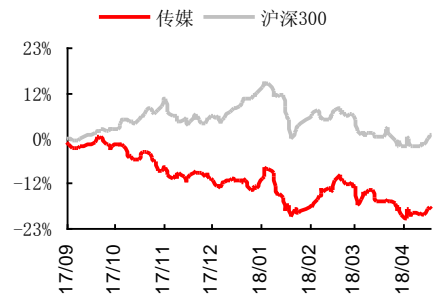
- 电影行业增长放缓风险，政策监管风险，宏观经济下行风险



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)
 国家/地区 中国/A 股
 行业 传媒
 报告发布日期 2018 年 09 月 20 日

行业表现



资料来源: WIND

证券分析师 **邓文慧**
 021-63325888-7041
 dengwenhui@orientsec.com.cn
 执业证书编号: S0860517100002

联系人 **马继愈**
 021-63325888-6107
 majiyu@orientsec.com.cn

相关报告

“听唱看玩”生态下的腾讯音乐娱乐集团 2018-09-18
 马太效应加剧，头部平台盈利加速提升 2018-09-12
 影视板块 2018 年半年报总结：严监管叠加强竞争，分化正在加剧 2018-09-05

目 录

| | |
|---|-----------|
| 1 行业现状：两大平台垄断竞争，购票场景完成转换 | 4 |
| 1.1 线上化率接近天花板，近一年来提升已较为缓慢 | 4 |
| 1.2 两强格局下对市场份额的争夺依然激烈 | 5 |
| 2 若新政策落地，对产业链各环节的影响几何？ | 7 |
| 2.1 对票务平台：购票、发行及票补等各环节均受影响 | 7 |
| 2.1.1 第三方线上售票手续费不高于 2 元将影响平台票务服务收入 | 7 |
| 2.1.2 限制预售及票补将影响互联网发行公司的宣发作用 | 8 |
| 2.1.3 票补减少料将改善盈利能力，结算周期缩短加大现金流压力 | 9 |
| 2.2 对产业链上下游：回归内容本源，回归线下体系 | 10 |
| 2.2.1 制片发行方：优质内容有望受益，传统发行话语权提升 | 10 |
| 2.2.2 院线/影投：不参与服务费分成影响利润，但线下影响力有望提升 | 11 |
| 2.3 对电影产业：长期看有利于整体内容质量的提升 | 11 |
| 风险提示 | 12 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 3：在线电影票务行业发展历程及重大事件 | 4 |
| 图 2：2012-2017Q1 在线购票渗透率 | 4 |
| 图 3：2017 年 10 月至今网售出票量（万张）及线上购票率 | 5 |
| 图 4：2014 年-2017 年暑期档在线电影票务平台市场份额变化 | 5 |
| 表 1：猫眼总交易额（百万元）及市占率测算 | 6 |
| 图 5：2017 年 10 月至今猫眼出票量（万张）及市占率 | 6 |
| 图 6：2015-2018H1 猫眼营业收入（百万元） | 7 |
| 图 7：2018 上半年猫眼娱乐收入拆分 | 7 |
| 表 2：猫眼总交易额（百万元）及市占率测算 | 7 |
| 表 3：猫眼参与的标志性电影项目 | 8 |
| 表 4：猫眼成本构成 | 9 |
| 表 5：按新政策规定模拟测算 2018H1 收入/成本及毛利率 | 9 |
| 表 6：猫眼财务数据 | 10 |
| 表 7：猫眼预付账款及应付账款数据 | 10 |
| 图 8：2018 年 1-8 月一至五线城市票房占比 | 11 |
| 图 9：2018 上半年猫眼娱乐收入拆分 | 11 |
| 图 10：“好口碑”影片前七日票房（亿元） | 12 |
| 图 11：“口碑欠佳”影片前七日票房（亿元） | 12 |

2017年9月，我们发布了报告《从“烧钱”的上半场走向“挣钱”的下半场》，对在线电影票务平台进行了深度的研究。一年来，电影票务行业在竞争格局、票补投入、产业链上下游延展等诸多领域都发生了巨大变化。猫眼微影合并后，票务平台集中度进一步提升，猫眼娱乐也于9月3日在港交所提交招股说明书。

同时，根据9月12日晚间消息，电影局预计将对在线购票实行新的政策，核心要求包括：（1）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。（2）第三方线上售票手续费不高于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。（3）未获得公映许可证的影片将无法开展预售。（4）线上售票商对影院的结算周期从今年10月1日开始变成8日内结算，明年十一一起要求即时结算。

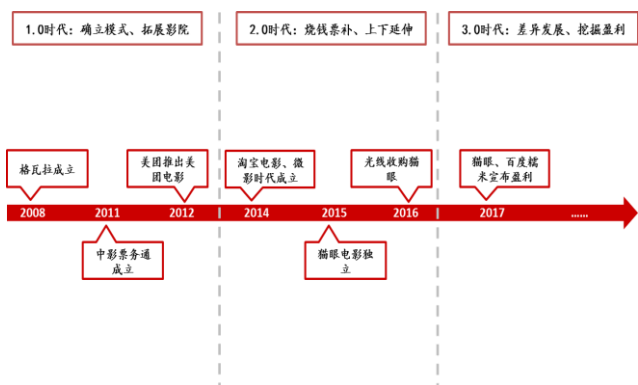
上述政策若开始实行，将对整个电影产业链带来深刻的变革和影响。因此，针对上述可能推出的政策，我们将结合猫眼IPO数据和行业最新数据，针对政策可能对票务平台和上下游各环节带来的影响进行探讨。

1 行业现状：两大平台垄断竞争，购票场景完成转换

1.1 线上化率接近天花板，近一年来提升已较为缓慢

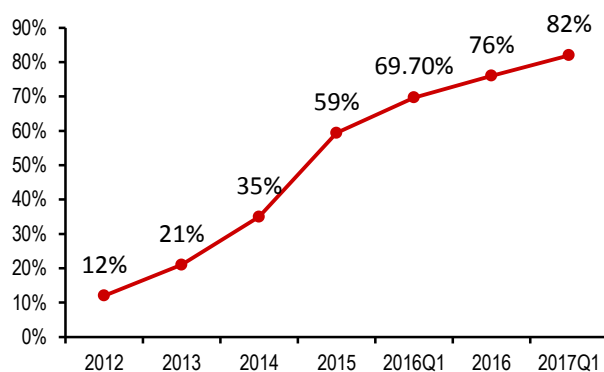
线上购票渗透率在用户补贴下快速提升，在线电影票务平台已成为用户购票的主流渠道。2008年格瓦拉的成立，标志着在线电影票务行业发展的开启。成立之初，在线电影票务平台以团购和在线选座为主要商业模式，通过保量包销模式拓展影院合作范围。至2012年，在线购票渗透率仅为12%。随着2013年美团电影更名为猫眼电影，以及2014年淘宝电影、微影时代的成立，在线电影票务市场高速发展，竞争白热化。各大电影票务平台大量推出9.9元、19.9元看电影的低价票，通过烧钱票补迅速扩大市场份额。伴随着各平台的大力推广投入而来的，是用户在线购票习惯的快速养成。至2017Q1，在线购票渗透率已达82%，线上化率在2013-2016年经历了快速提升。

图 1：在线电影票务行业发展历程及重大事件



资料来源：公开信息，东方证券研究所

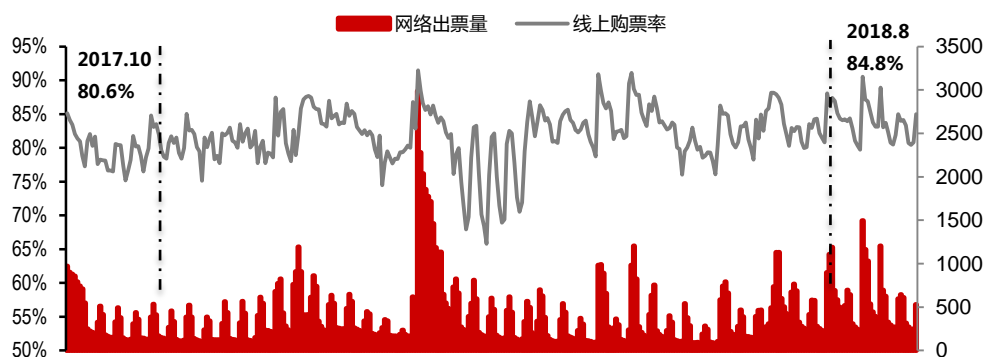
图 2：2012-2017Q1 在线购票渗透率



资料来源：猫眼《中国电影大数据深度解读》，比达咨询，东方证券研究所

线上购票渗透率已达较高水平，近一年来提升较为缓慢。猫眼微影合并后，我们使用猫眼专业版披露的每日出票数据计算线上化率，可以看到，2018年8月平均线上购票渗透率84.8%，较2017年10月提升4.2pct。线上化率已达到85%左右的较高水平，继续渗透的速度放缓且空间有限。我们认为，非线上出票主要包括：（1）线下柜台购票及观影券兑换；（2）包场购票；（3）部分新建影院暂未接入线上购票平台。

图 3：2017 年 10 月至今网售出票量（万张）及线上购票率

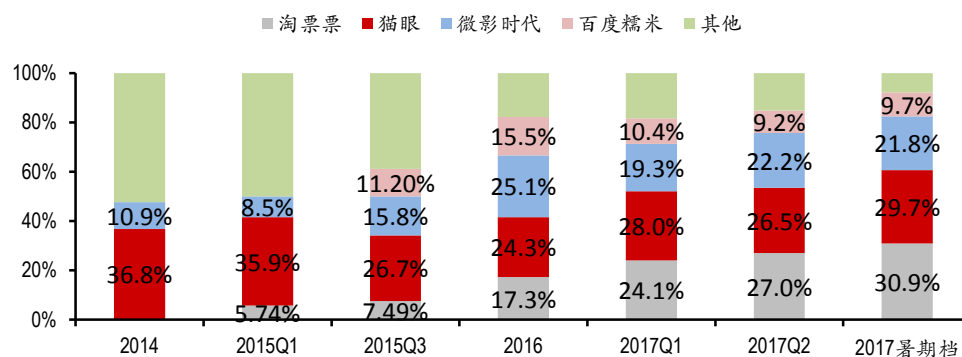


资料来源：猫眼电影专业版，东方证券研究所

1.2 两强格局下对市场份额的争夺依然激烈

猫眼微影合并前，在线电影票务行业以“BAT+M”四大平台为主要玩家。2013-2016年，有BAT股东背景的微票儿、淘宝电影、百度糯米以及起步较早的猫眼电影凭借资本优势逐渐脱颖而出，烧钱补贴使得中小平台逐步退出市场。其中，入局较晚的淘票票凭借持续票补投入，市场份额不断提高，至2017年暑期档市占率达30.9%，高于猫眼电影（29.7%）及微影时代（21.8%），百度糯米及其他中小平台市占率不断下滑，2017年暑期档CR4为92.2%。

图 4：2014 年-2017 年暑期档在线电影票务平台市场份额变化



资料来源：易观智库，东方证券研究所

猫眼微影合并后，我们通过交易额和出票数量两个维度来观察行业市占率变化。根据猫眼招股说明书披露的数据，以总交易额计，截至2018年6月30日止六个月，猫眼以60.9%的市占率领先市场，第二及第三大参与者的市场份额分别为33.9%及2.7%。2017上半年、2017全年及2018上半年，猫眼平台的总交易额（含票务服务费）分别为93、216.8和166.5亿元；结合行业整体票房和市占率情况，我们测算同期猫眼市占率分别为42.6%、46.7%和60.5%，与猫眼招股书披露的市占率基本一致。从半年度的数据看，猫眼市占率有所提升，但主要受到2017年10月猫眼微影合并的影响。

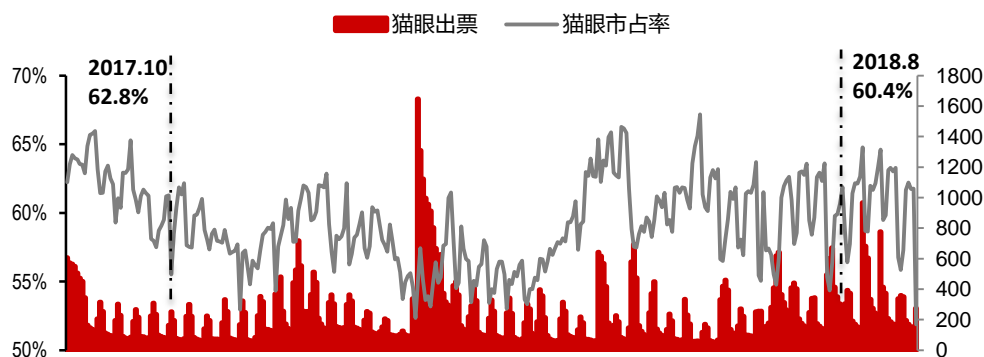
表 1：猫眼总交易额（百万元）及市占率测算

| 百万元人民币 | 2015 | 2016 | 2017H1 | 2017 | 2018H1 |
|---------------|----------|----------|---------|----------|----------|
| 猫眼总交易额（包括服务费） | 14,043.5 | 14,431.0 | 9,300.6 | 21,679.6 | 16,646.1 |
| 行业票房（含服务费） | | | 271.84 | 558.39 | 320.31 |
| 行业票房（不含服务费） | 438.80 | 455.37 | 255.14 | 523.86 | 299.69 |
| 行业服务费 | | | 16.70 | 34.53 | 20.62 |
| 行业线上化率 | | | 79% | 82% | 85% |
| 猫眼票务服务收入 | 594.5 | 960.1 | 601.3 | 1,490.0 | 1,148.4 |
| 猫眼市占率 | | | 42.6% | 46.7% | 60.5% |

资料来源：公司公告，艺恩数据，东方证券研究所

从出票量维度看，我们统计了2017年10月至2018年8月的猫眼出票数据，其更能反映猫眼微影合并后的市占率变化。可以看到，猫眼市占率经历了明显的先下降后提升的过程：2017年10月，猫眼平均市占率达62.8%，随后在淘票票持续补贴下有所下滑，特别是2018年2月春节期间，猫眼平均市占率下滑至55.5%。截止2018年8月，猫眼出票市占率60.4%，仍低于2017年10月的高点水平。

图 5：2017 年 10 月至今猫眼出票量（万张）及市占率



资料来源：猫眼电影专业版，东方证券研究所

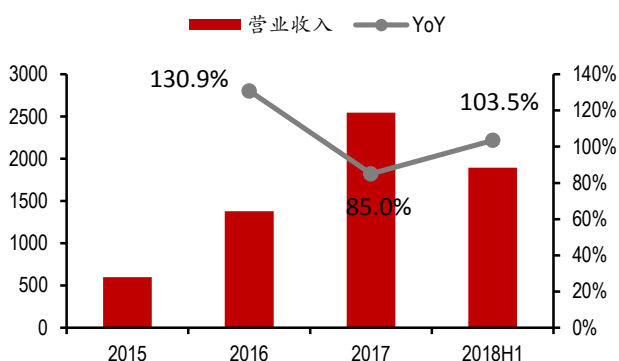
2 若新政策落地，对产业链各环节的影响几何？

2.1 对票务平台：购票、发行及票补等各环节均受影响

2.1.1 第三方线上售票手续费不高于 2 元将影响平台票务服务收入

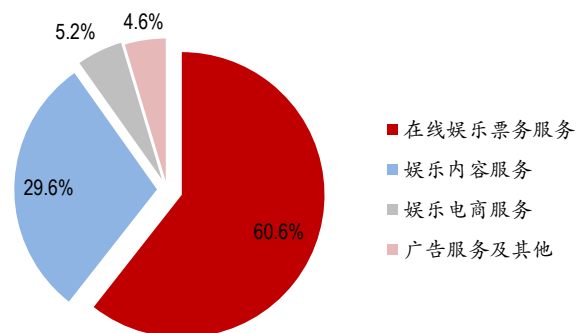
票务服务费是目前在线电影票务平台最重要的收入来源。根据猫眼招股说明书，目前票务平台的收入主要来源于：（1）在线娱乐票务服务：包括为电影及现场娱乐提供网上票务销售服务，向影院提供赋能服务（如智能分析、SaaS 解决方案等）；（2）娱乐内容服务：提供包括发行、推广及出品在内的娱乐内容服务；（3）娱乐电商服务：主要就销售卖品、衍生品及会员服务收取佣金；（4）广告服务及其他。2018 上半年，公司共实现营收 18.95 亿元，同比增长 103.5%，其中在线娱乐票务服务 11.48 亿元，占比 60.6%。

图 6：2015-2018H1 猫眼营业收入（百万元）



资料来源：猫眼娱乐招股说明书，东方证券研究所

图 7：2018 上半年猫眼娱乐收入拆分



资料来源：猫眼娱乐招股说明书，东方证券研究所

2015-2018H1，猫眼在线娱乐票务服务收入分别为 5.95 亿元、9.6 亿元（+61.5%）、14.9 亿元（+55.2%）和 11.48 亿元（+91%）。票务业务的快速增长主要得益于：（1）整体票房/观影人次的增长；（2）线上化率的提升；（3）收购微影；（4）单张票务服务费的提高。在暂不考虑现场演出、体育票务等佣金的情况下，我们测算猫眼票务服务佣金率由 2015 年 4.2% 逐渐提升至 2018 上半年的 6.9%。同时，根据我们的统计，猫眼 2018 年上半年共出票 4.36 亿张，票务服务收入 11.48 亿元，则平均单张票确认的服务费收入为 2.64 元（剔除给院线分成后的净额）。若实施新政策，线上售票手续费不高于 2 元，则猫眼的票务服务费预计每年将减少 24%（全年约 7 亿元体量）。

表 2：猫眼总交易额（百万元）及市占率测算

| 百万元人民币 | 2015 | 2016 | 2017H1 | 2017 | 2018H1 |
|---------------|----------|----------|---------|----------|----------|
| 猫眼总交易额（包括服务费） | 14,043.5 | 14,431.0 | 9,300.6 | 21,679.6 | 16,646.1 |
| 猫眼票务服务收入 | 594.5 | 960.1 | 601.3 | 1,490.0 | 1,148.4 |
| 猫眼佣金率 | 4.23% | 6.65% | 6.47% | 6.87% | 6.90% |

资料来源：猫眼娱乐招股说明书，东方证券研究所

2.1.2 限制预售及票补将影响互联网发行公司的宣发作用

依托在购票环节的核心入口地位和产业影响力，在线电影票务平台从参与联合发行、联合出品，逐步过渡为主控发行，电影出品发行收入成为重要收入来源。2016-2018H1 娱乐内容服务收入分别为 3.37 亿元、8.52 亿元 (+152.7%) 和 5.61 亿元 (+137.8%)，出品发行占总收入的比重提高至 2018 上半年的 29.6%。猫眼已成本国内重要的主控发行方，参与了《羞羞的铁拳》、《捉妖记 2》、《后来的我们》等影片的联合出品及主控发行。

表 3：猫眼参与的标志性电影项目

| 片名 | 上映时间 | 角色 | 综合票房（百万元） |
|-----------|-------------|------------|-----------|
| 邪不压正 | 2018 年 7 月 | 联合出品方主控发行方 | 583 |
| 我不是药神 | 2018 年 7 月 | 联合出品方 | 3,098 |
| 后来的我们 | 2018 年 4 月 | 联合出品方主控发行方 | 1,361 |
| 水形物语（美国） | 2018 年 3 月 | 协助推广 | 105 |
| 熊出没：变形记 | 2018 年 2 月 | 联合出品方 | 606 |
| 捉妖记 2 | 2018 年 2 月 | 联合出品方主控发行方 | 2,237 |
| 神秘巨星（印度） | 2018 年 1 月 | 协助推广 | 747 |
| 前任 3：再见前任 | 2017 年 12 月 | 联合出品方 | 1,941 |
| 天才枪手（泰国） | 2017 年 10 月 | 协助推广 | 271 |
| 羞羞的铁拳 | 2017 年 9 月 | 联合出品方主控发行方 | 2,213 |
| 春娇救志明 | 2017 年 4 月 | 联合出品方 | 175 |
| 大闹天竺 | 2017 年 1 月 | 主控发行方 | 756 |
| 情圣 | 2016 年 12 月 | 联合出品方主控发行方 | 657 |
| 我不是潘金莲 | 2016 年 11 月 | 主控发行方 | 482 |
| 驴得水 | 2016 年 10 月 | 联合出品方主控发行方 | 172 |

资料来源：猫眼娱乐招股说明书，东方证券研究所

在线电影票务平台的宣发方式主要围绕点映、预售及票补等环节进行，特别是票补已成为重要的宣发手段。现阶段宣发费用的很大一部分用于投入票补，大量的票补投入在影片预售阶段可对市场产生一定的刺激，进而拉动影片的排片和热度。因此，票务平台进行票补不仅在于争夺市占率，也是最直接、转化率最明显的宣发手段。若禁止投入票补及未获得公映许可证的影片开展预售，则意味着影片在宣发上失去一大重要渠道，发行策略将会发生较大变化；同时，在线电影票务平台作为互联网发行公司的作用被削弱。因此，政策若实施，短期看将影响票务平台发行能力和相关收入的拓展；但长期看，观众手机购票的习惯已经形成，票务平台入口地位难以被撼动，同时发行团队已初步构建完毕，票务平台可能寻求其他方式向上游延伸。

2.1.3 票补减少料将改善盈利能力，结算周期缩短加大现金流压力

新政策对票务平台成本费用的影响主要体现在两个方面：（1）由于影院售票系统拥有牌照壁垒，目前指定的售票系统仅有 7 种，在线电影票务平台通过接入售票软件进行销售，需向其提供佣金分成。目前在线电影票务平台对每张出票收取 3-5 元的服务费，其中包含了支付于售票系统的手续费，票务系统成本体现了此项分成。猫眼娱乐 2015-2018H1 票房系统成本占票务服务收入的比重分别为 32.3%、25.4%、28.7%和 24.7%。根据我们的统计，按照 2018 上半年猫眼出票 4.36 亿张，票务系统成本 2.84 亿元测算，单张票给予售票系统的分成平均为 0.65 元。

表 4：猫眼成本构成

| 百万元人民币 | 2015 | 2016 | 2017 | 2017H1 | 2018H1 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 票务系统成本 | 192.1 | 244.1 | 393.5 | 172.4 | 283.7 |
| 票务系统成本/票务服务收入 | 32.3% | 25.4% | 26.4% | 28.7% | 24.7% |
| 互联网基础设施成本 | 91.3 | -119.5 | 136.8 | 53.3 | 103.0 |
| 内容宣发成本 | | -74.0 | 126.6 | 18.0 | 159.5 |
| 内容投资成本 | | | 59.8 | 12.0 | 56.5 |
| 无形资产摊销 | | | 44.6 | | 66.8 |
| 物业、厂房及设备折旧 | | 15.0 | 2.0 | 0.6 | 1.8 |
| 其他开支 | 14.8 | 37.2 | 42.7 | 18.7 | 38.3 |
| 总成本 | 298.2 | 489.9 | 806.0 | 274.9 | 709.6 |

资料来源：猫眼娱乐招股说明书，东方证券研究所

若此后严格按照新政策执行，第三方线上售票手续费不高于 2 元，其中系统服务商收取 1 元，网络售票平台收取 1 元，则以 2018 年上半年的数据进行模拟测算，猫眼娱乐票务服务收入将由 11.5 亿元降低至 8.72 亿元，票房系统成本则由 2.84 亿元提升至 4.35 亿元，猫眼综合毛利率将由 62.6% 下滑至 46.8%。若售票系统单张票的分成金额不变（仍维持单张票 0.65 元），则收入端减少后综合毛利率下滑至 56.2%。

表 5：按新政策规定模拟测算 2018H1 收入/成本及毛利率

| 猫眼出票（万张） | 平均单张票收入（元） | 新政策收入（百万元） | 原综合毛利率 |
|--------------|------------|----------------|----------|
| 43,581.9 | 2.64 | 871.6 | 62.6% |
| 原票务系统成本（百万元） | 平均单张票分成（元） | 新政策票务系统成本（百万元） | 新政策综合毛利率 |
| 283.7 | 0.65 | 435.8 | 46.8% |

资料来源：猫眼娱乐招股说明书，东方证券研究所

（2）费用端，2015-2018H1，猫眼娱乐销售及营销开支分别为 15.21 亿元、10.28 亿元（-32.4%）、14.2 亿元（+38.1%）和 11.46 亿元（+114.1%），其中主要以用户激励（即票补）为主。从销售

及营销开支看，2016 年经历了票补的减少后，2017、2018H1 票补再次大幅增长，是造成公司持续亏损的核心原因。若新政策实施，票补成本将全面缩减，料将推动票务平台盈利能力改善。

表 6：猫眼财务数据

| 百万元人民币 | 2015 | 2016 | 2017 | 2017H1 | 2018H1 |
|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|----------------|
| 毛利 | 298.5 | 887.6 | 1742 | 656.4 | 1185.6 |
| 毛利率 | 50.0% | 64.4% | 68.4% | 70.5% | 62.6% |
| 销售及营销开支 | 1,521.1 | 1,027.8 | 1,419.5 | 535.0 | 1,145.5 |
| 一般及行政开支 | 76.3 | 332.3 | 381.3 | 188.8 | 208.5 |
| 净利润 | -1297.5 | -508.2 | -76.1 | -117.6 | -231.2 |

资料来源：猫眼娱乐招股说明书，东方证券研究所

此外，网传新规中也包括票务平台对影院的结算周期要求，线上售票商对影院的结算周期从今年 10 月 1 日开始变成 8 日内结算，明年十一一起要求即时结算。从猫眼的财务数据看，截止 2018 年 6 月 30 日：（1）账上现金及现金等价物余额为 7.05 亿；（2）预付账款、押金及其他资产 12.33 亿，其中在线娱乐票务及娱乐电商服务押金 5.66 亿，占预付账款的 45.9%；（3）在线娱乐票务及娱乐电商服务应付款项达 13.56 亿元，占其他应付款项的 65.3%。从行业目前的情况下，平台与大影院的结算周期约为一周，小影院更长。若新规成真，将在一定程度上加大猫眼的现金流压力。

表 7：猫眼预付账款及应付账款数据

| 百万元人民币 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018H1 |
|-------------------|-------|---------|---------|---------|
| 现金及现金等价物期末余额 | 63.7 | 1,102.2 | 1,170.1 | 705.3 |
| 在线娱乐票务及娱乐电商服务押金 | 344.6 | 281.0 | 320.1 | 565.9 |
| 在线娱乐票务及娱乐电商服务应付款项 | 816.2 | 875.0 | 1,917.4 | 1,355.6 |

资料来源：猫眼娱乐招股说明书，东方证券研究所

2.2 对产业链上下游：回归内容本源，回归线下体系

2.2.1 制片发行方：优质内容有望受益，传统发行话语权提升

我们认为，新政策若成真，对传统制片发行方而言偏利好，主要体现在几个层面：

（1）由于未获得公映许可证的影片无法开展预售，且除了线下影城外各个环节不得进行票补，预计将倒逼发行方式回归传统发行，传统发行方话语权增强，地网发行重要性提升；

（2）以往大力票补带来的低价票影响了观众的观影决策，甚至带来“劣币驱逐良币”问题。片方减少票补投入，有望将重点回归到对优质内容的创作上。优质影片不仅对行业而言是重要拉动力，对片方而言，在行业进入人均观影次数提升的内生驱动阶段，票房与内容质量的相关性更高。专注优质内容的片方有望获得更高的票房回报。

(3) 同时，无力投入票补的中小影片生存空间将变大，优质影片有望获得更多排片机会，专注创作的中小片方将更有机会获得市场认可。

2.2.2 院线/影投：不参与服务费分成影响利润，但线下影响力有望提升

一方面，由于服务费不参与分成，近几年影院的确非常有动力参与票务服务费的分成，票务平台为了获得与影城的合作，也确实存在将部分服务费分给影院的情况，影院分走的部分约为 0.5-1 元/张。根据横店招股书，其收取的服务费为 1 元/张。如果新政策施行，影院服务费收入消失，将影响院线/影投获得此部分利润；但若节省的票务服务费通过票价回流，对影院影响将被缓冲。另一方面，线下影院在影片宣发、消费者购票等环节的影响力提升，中长期看有利于龙头公司广告、发行等非票房业务增长，加快行业出清速度。

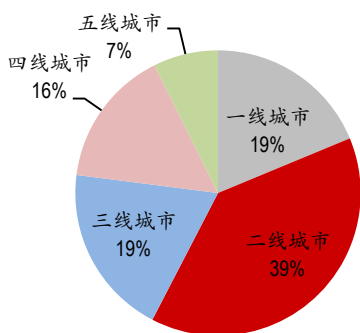
2.3 对电影产业：长期看有利于整体内容质量的提升

新政策对整体电影票房的影响，我们认为需要从短期和长期两个维度去观察：

短期看，市场担忧票补减少后将降低观影需求和整体票房收入。我们认为，需求端受多重因素而非单一票价的影响，其中：

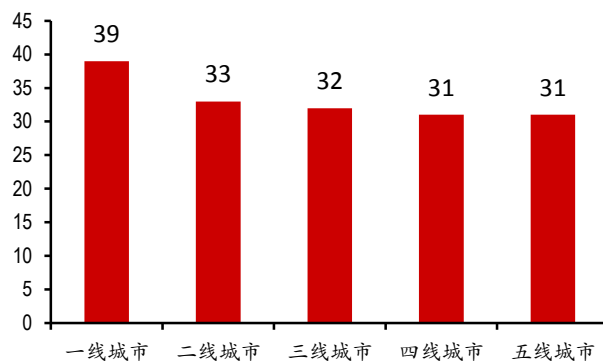
(1) 价格敏感型用户可能放弃部分观影，降低观影频次，影响整体票房。根据 2018 年 1-8 月的数据看，目前除一线城市平均票价偏高外（39 元），二至五线城市平均票价已趋同，约为 31-33 元；同时，一至五线城市票房占比分别为 19%、39%、19%、16%和 7%。消费者对价格的敏感性受票价高低、个人收入高低等多重因素的影响；

图 8：2018 年 1-8 月一至五线城市票房占比



资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

图 9：2018 上半年猫眼娱乐收入拆分



资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

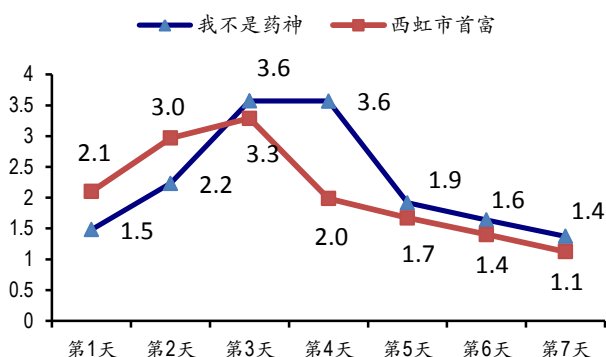
(2) 平台及片方的票补在重要档期投入更多，如春节档、暑期档等。此类档期占全年票房的比重高、但观影需求也相对更为刚性，即便没有票补，消费者的观影需求仍然旺盛；

(3) 新政策对线下的扶持较为明显，票补取消以及服务费下降后，若结算票价提升，将会降低对整体票房的负面冲击。

因此，综合上述几点因素考虑，票补若取消，需要客观看待其对大盘带来的冲击，对票房增速的短期影响也需要持续跟踪观察。

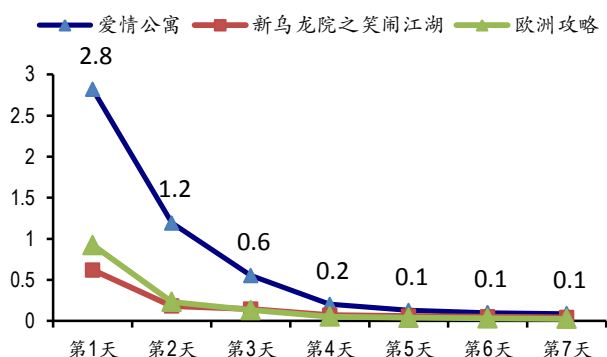
长期看，有望使片方摆脱恶性竞争，更加注重内容，未来优质内容能持续拉动观众走进影院，带动整体电影行业健康发展。从今年暑期档的各影片的票房表现看，虽然第一天可以通过票补拉高票房及排片，但若口碑欠佳，后续票房将跳水，并加速口碑恶化；而口碑较好的影片，则可以通过点映及补贴起到较为良好的拉动效果。这一方面说明目前国内消费者的观影习惯更加成熟，选择观影时更加注重内容质量而非票价；另一方面，若票补禁止后使片方更加专注内容回归本源，从长期看无疑更有利于拉动国内电影市场的发展。

图 10：“好口碑”影片前七日票房（亿元）



资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

图 11：“口碑欠佳”影片前七日票房（亿元）



资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

风险提示

● 电影行业增长放缓风险

在线电影票务平台的发展与电影行业发展密切相关，若由于优质内容供给不足等原因导致电影市场增长放缓，将于在线电影票务行业的发展产生不利影响。

● 政策监管风险

文化娱乐行业具有较强的意识形态属性，电影的拍摄、发行和上映等环节均受到较强的政策监管，存在一定的政策风险

● 宏观经济下行风险

文化娱乐行业的发展与经济发展状况密切相关，宏观经济增速大幅下行，将影响消费者文化娱乐支出。同时，上市公司业绩可能受较大影响

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

