

传媒

行业分析

猫眼娱乐：收入高增，向内容制作发行纵向延伸

投资要点

- ◆ **2018年收入维持高增长，利润预计亏损1.453亿，主要由于用户激励金额仍在高位：**公司2018年Q1-3实现营业收入31亿元，同比增长100%，经营亏损1.44亿元，亏损金额同比收窄5%。最新财务数据表明，2018年M1-11公司实现收入35亿元，经营亏损1.177亿元，亏损金额较Q1-3有所收窄，主要源于票补力度减弱。公司预计2018年全年归母净利润亏损1.453亿元。2018年Q1-3公司毛利率有所下降，主要由于内容宣发及制作成本大幅提升。
 - ◆ **猫眼维持在线电影票务龙头地位，在线现场娱乐票务高增：**从出票量份额看，猫眼仍处于在线电影票务龙头地位。2018年Q1-3猫眼娱乐各渠道合计的平均月活用户数为1.346亿，同比增长85%。2018Q1-3猫眼在线现场娱乐票务收入5,000万元，同比增长逾10倍，市占率提升至11.3%，排名行业第二。
 - ◆ **注重娱乐内容服务业务，纵向布局产业链：**猫眼的娱乐内容服务收入主要来源于宣传费用、发行费以及制作服务溢利，宣传费用主要由两部分构成，其一为业务伙伴（影片制作方）投资的用户激励，其二为公司作为发行方收到的宣传费用。从收入构成看，来自制片方的用户激励占比下降，而作为发行方收到的宣发费用以及参与投资收到的制作服务溢利占比提升，表明公司制作、发行业务权重提升，2018Q1-3公司共参与12部电视剧的联合出品。**猫眼看重产业纵伸，将进一步布局内容制作、发行、在线视频资产。**猫眼娱乐拟收购的标的包括欢喜传媒15%股权及其他四家公司股权，其中A公司主要从事在线视频业务，B公司主要从事娱乐内容制作，C公司主要从事电影制作及发行业务，D公司主要从事线下娱乐业务。
 - ◆ **盈利预测及估值：**根据最新招股书数据，我们略上调猫眼娱乐的收入预测，预计2018-2020年收入规模依次为38亿元、44亿元和51亿元，预计2020年可实现期内盈利。
- 猫眼娱乐已发行股本966,186,295股，本次IPO拟全球发售132,377,000股股份，发售价不高于20.40港元/股，且预期不低于14.80港元/股。据此，猫眼估值区间为：163亿~224亿港元，折合人民币140亿~192亿元。彭博消息显示，猫眼将发行价定在推介区间低端，即14.8港元/股，对应估值140亿元人民币，相较我们之前的DCF绝对估值区间有所下降，可能受票补退场影响，平台价值略有降低。
- ◆ **风险提示：**票务平台政策风险、双寡头竞争格局下的资金不足风险、影视行业供给侧改革带来的风险

 投资评级 **领先大市-B 维持**

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.92	-1.40	-14.54
绝对收益	0.17	1.29	-39.49

分析师

 付宇娣
 SAC 执业证书编号：S0910517090002
 fuyudi@huajinsec.cn
 021-20377039

分析师

 宋怡萱
 SAC 执业证书编号：S0910518070002
 songyixuan@huajinsec.cn
 021-20377051

相关报告

- 传媒：版号发放常态化，建议关注产品线丰富的游戏大厂 2019-01-28
- 传媒：春节档临近，建议关注相关宣发、制作方及院线标的 2019-01-21
- 传媒：投资者诉祥瑞源文化虚假陈述案件胜诉，投资者权益得到保障，上市公司信息披露监管加严 2019-01-18
- 传媒：单银幕产出降幅收窄，行业集中度现企稳迹象：关注政策扰动下院线行业的结构性机会 2019-01-17
- 传媒：国家新闻出版广电总局发布国产网络游戏审批信息，游戏版号放开 2019-01-02

内容目录

一、2018 年收入维持高增长，利润预计亏损 1.453 亿	3
二、猫眼维持在线电影票务龙头地位，在线现场娱乐票务高增	5
三、注重娱乐内容服务发展，纵向布局产业链	6
四、盈利预测及估值	8
五、风险提示	8
(一) 票务平台政策风险	8
(二) 双寡头竞争格局下的资金不足风险	8
(三) 影视行业供给侧改革带来的风险	8

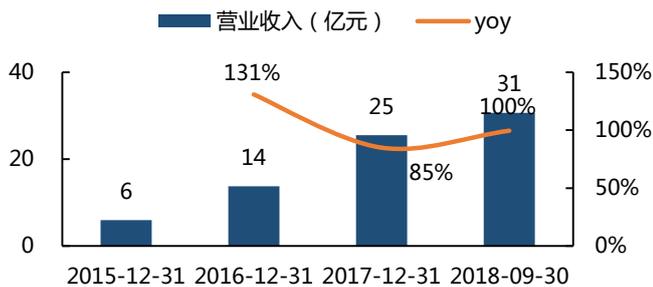
图表目录

图 1：公司营业收入变动情况	3
图 2：公司净利润变动情况	3
图 3：公司销售费用变动情况	3
图 4：公司研发支出变动情况	3
图 5：公司盈利水平变动情况	3
图 6：公司经营性现金净流量情况（万元）	4
图 7：公司投资性现金净流量情况（万元）	4
图 8：公司筹资性现金净流量情况（万元）	4
图 9：公司营收构成情况	4
图 10：猫眼、淘票票核心 app 月度独立设备数	5
图 11：猫眼出票市场份额	5
图 12：猫眼各渠道月活跃用户数量（百万）	5
图 13：猫眼电影票务总交易额	6
图 14：猫眼娱乐出售电影票数目及单价（含服务费）	6
图 15：公司娱乐内容服务构成	6
图 16：猫眼娱乐电影内容服务收入来源	7
图 17：猫眼股权收购计划	7
表 1：猫眼娱乐在线娱乐票务构成	5
表 2：猫眼娱乐收入预测	8

一、2018 年收入维持高增长，利润预计亏损 1.453 亿

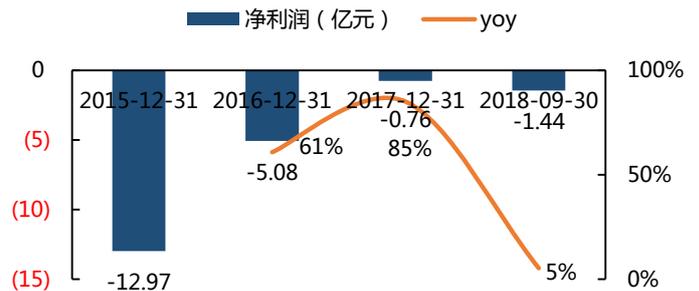
猫眼娱乐 2018 年收入维持高增长，归母净利润预计亏损 1.453 亿，主要由于用户激励金额仍在高位。公司 2018 年 Q1-3 实现营业收入 31 亿元，同比增长 100%，经营亏损 1.44 亿元，亏损金额同比收窄 5%。最新财务数据表明，2018 年 M1-11 公司实现收入 35 亿元，经营亏损 1.177 亿元，亏损金额较 Q1-3 有所收窄，源于票补力度的减弱，销售费用率降低（2018M1-11 销售费用率 52%，2018Q1-3 销售费用率 56%）。公司预计 2018 年归母净利润亏损 1.453 亿元。

图 1：公司营业收入变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司净利润变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

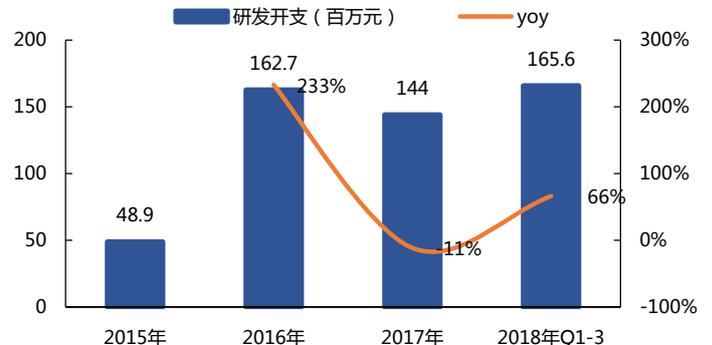
2018 年 Q1-3，公司销售费用 17.24 亿元，其中用户激励占比约 91%；研发支出 1.656 亿元，同比增长 66%。

图 3：公司销售费用变动情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

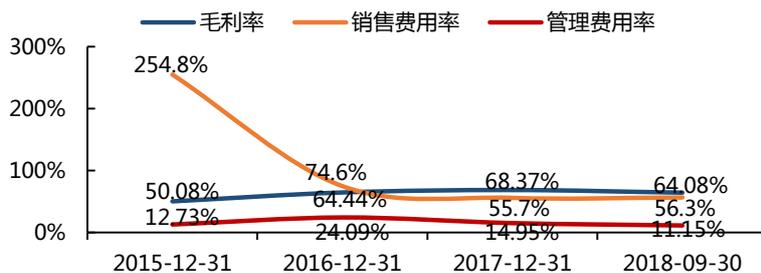
图 4：公司研发支出变动情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

2018 年 Q1-3 公司毛利率下降的主要原因：内容宣发成本及内容制作成本同比增长 284%。

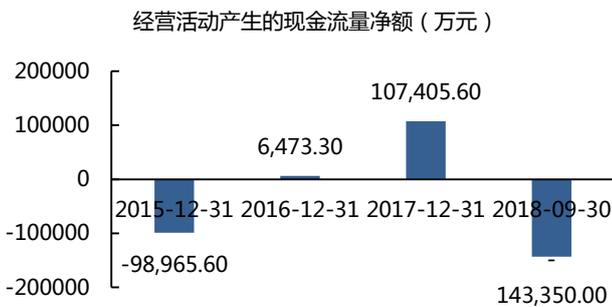
图 5：公司盈利水平变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

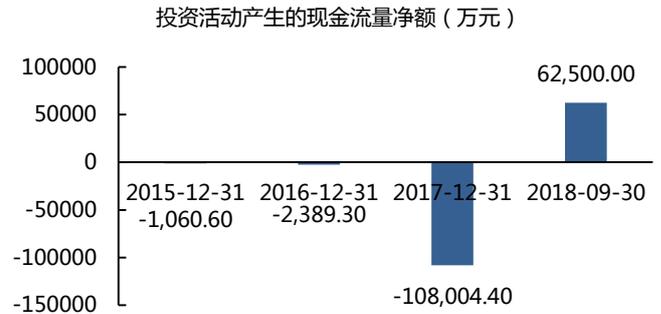
2018年Q1-3, 经营活动所用现金净额为14.335亿元, 主要由于包括预付款项、押金及其他应收款项在内的流动资产大幅增加, 包括其他应付款项、应计费用及其他负债在内的流动负债大幅减少, 导致营运资金大幅增加; 投资活动所得现金净额6.25亿元, 主要由于银行理财产品到期现金回流; 融资活动所得现金净额8.49亿元, 主要来自于短期借款所得款项及发行2018年可转换债券。

图 6: 公司经营性现金净流量情况 (万元)



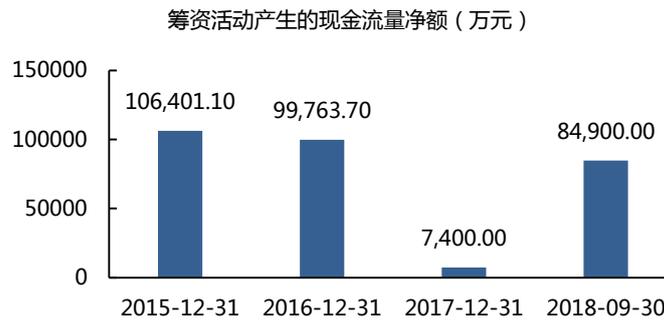
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 7: 公司投资性现金净流量情况 (万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

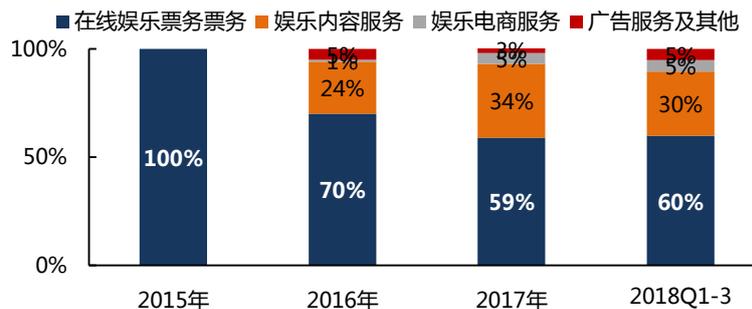
图 8: 公司筹资性现金净流量情况 (万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司主营业务主要包括: 在线娱乐票务服务、娱乐内容服务、娱乐电商服务、广告服务及其他。在线娱乐票务业务占比由2015年的近100%下降至2018Q1-3的60%, 主要由于公司2016年起开展电影发行业务, 因此娱乐内容服务占比逐步提升至30%左右。

图 9: 公司营收构成情况

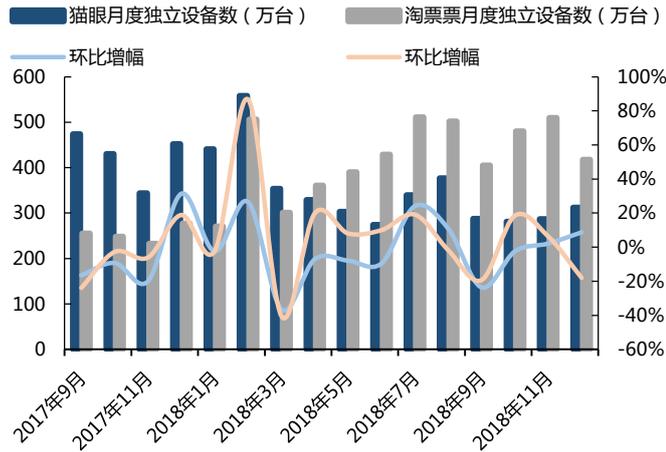


资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、猫眼维持在线电影票务龙头地位，在线现场娱乐票务高增

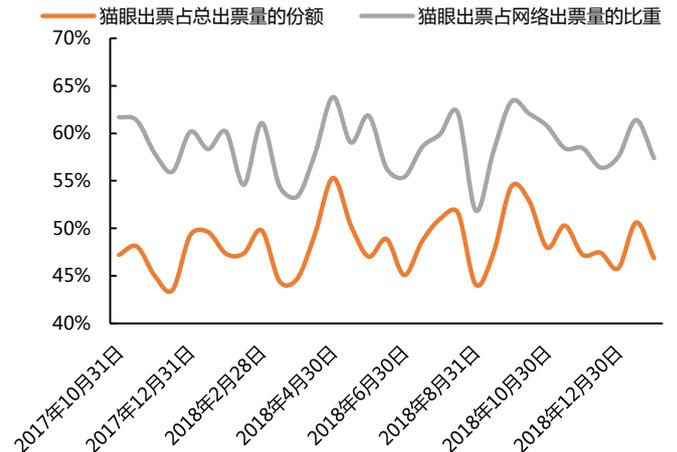
猫眼、淘票票双寡头竞争，C端流量此消彼长，从出票量份额看，猫眼仍处于龙头地位。2018年Q1-3猫眼娱乐各渠道合计的平均月活用户数为1.346亿，同比增长85%，其中自有app月活680万，微信及QQ应用程序月活5,560万，美团及大众点评月活7,220万。猫眼出票量占网络出票总量的比例约60%上下。

图 10：猫眼、淘票票核心 app 月度独立设备数



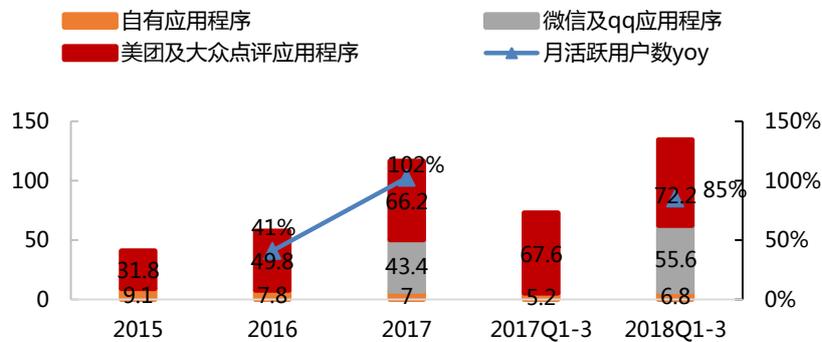
资料来源：艾瑞 app 指数，华金证券研究所

图 11：猫眼出票市场份额



资料来源：猫眼专业版 APP，华金证券研究所

图 12：猫眼各渠道月活跃用户数量 (百万)



资料来源：猫眼招股说明书，华金证券研究所

2018Q1-3猫眼在线现场娱乐票务收入5,000万元，同比增长逾10倍，市占率约11.3%，排名行业第二。佣金率方面，公司一般按客户所支付票价的3%-30%收取佣金。

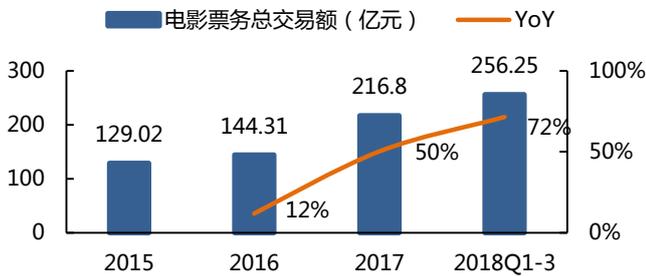
表 1：猫眼娱乐在线娱乐票务构成

在线娱乐票务业务构成 (亿元)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 Q1-3
在线电影票务	5.94	9.58	14.73	17.81
yoy		61%	54%	82%
在线现场娱乐票务	0.01	0.02	0.17	0.50
yoy		2.33	7.65	10.98
合计	5.95	9.60	14.90	18.32
yoy		61%	55%	86%

资料来源：猫眼招股说明书，华金证券研究所

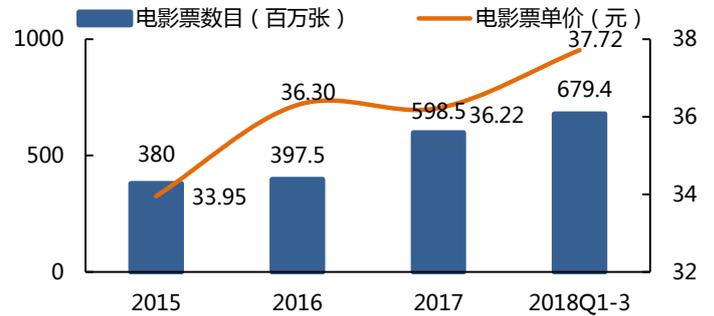
2018年Q1-3, 猫眼电影票务总交易额 256.25 亿元, 同比增长 72%; 售出电影票数量 6.79 亿张, 平均票价 37.72 元/张, 较 2017 年全年水平上涨 4%。

图 13: 猫眼电影票务总交易额



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 猫眼娱乐出售电影票数目及单价 (含服务费)



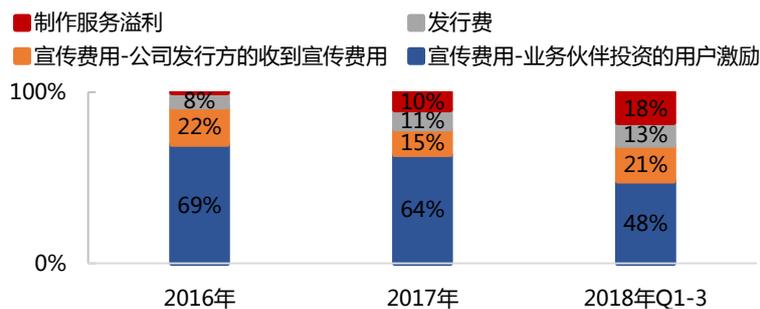
资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、注重娱乐内容服务发展，纵向布局产业链

猫眼娱乐注重出品发行业务拓展。公司娱乐内容服务收入主要来源于宣传费用、发行费以及制作服务溢利，宣传费用主要由两部分构成，其一为业务伙伴（影片制作方）投资的用户激励，其二为公司作为发行方收到的宣传费用。从收入构成看，来自制片方的用户激励占比下降，公司作为发行方收到的宣发费用以及参与投资收到的制作服务溢利占比提升。

公司于 2016 年开始参与电影的主控发行并迅速成为中国排名第一的国产电影主控发行方；2018 年初，开始提供电视剧的宣发服务，2018Q1-3 公司参与 12 部电视剧的联合出品，包括《长安十二时辰》。

图 15: 公司娱乐内容服务构成

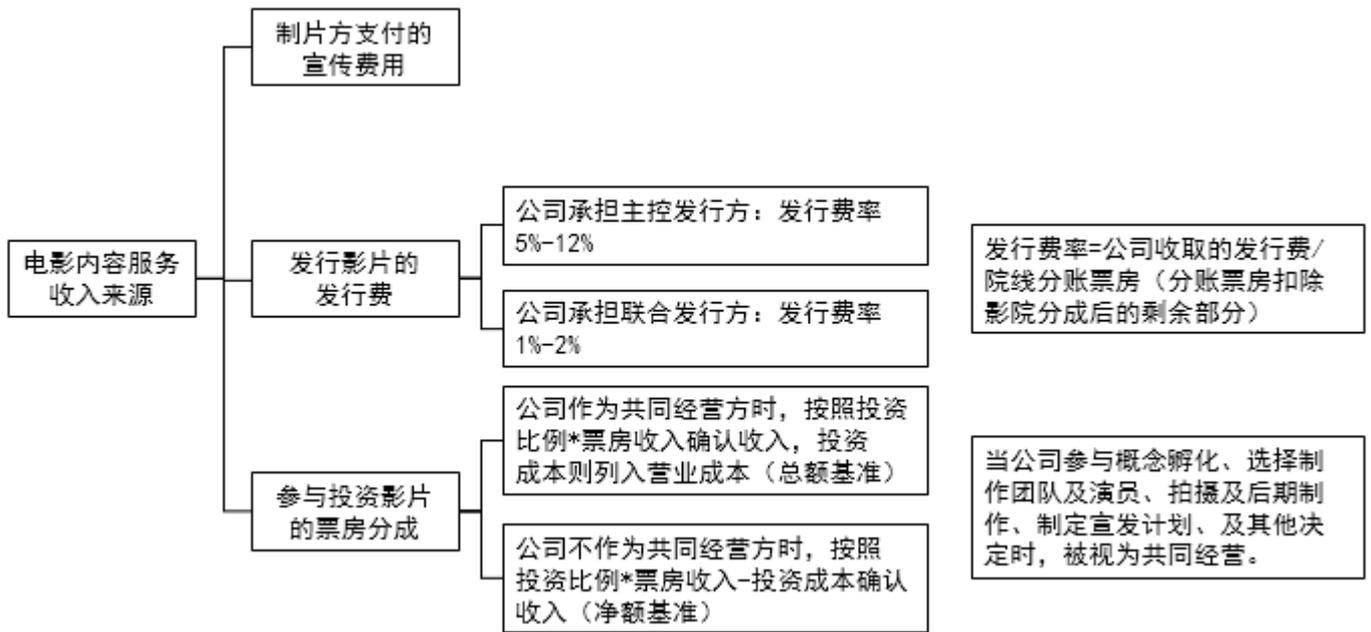


资料来源: 猫眼招股说明书, 华金证券研究所

公司电影内容服务收入主要来源于电影制作公司的宣传费用、所发行电影票房的发行费、参与投资影片的票房收益利润分成。①电影制作公司支付的宣传费用主要用于电影宣发成本，此部分收入对公司的盈利水平影响较小；②发行费方面，当公司担任主控发行方时，收取的发行费率通常介于 5%-12%，当公司担任联合发行方时，收取的发行费率介于 1%-2%，发行费率=公司收取的发行费/院线分账票房总额，院线分账票房=分账票房-影院分成部分；③参与投资影片的收益确认分总额基准和净额基准两大类，当公司参与概念孵化、选择制片团队及演员、拍摄及后期制作、制定宣发计划及其他决定时，被视为共同经营方，按照投资比例*票房收入确认收入，

投资成本则计入营业成本（总额基准），当公司参投的目的仅为取得影片发行权，而不作为共同经营方时，按照投资比例*票房收入-投资成本确认收入（净额基准）。

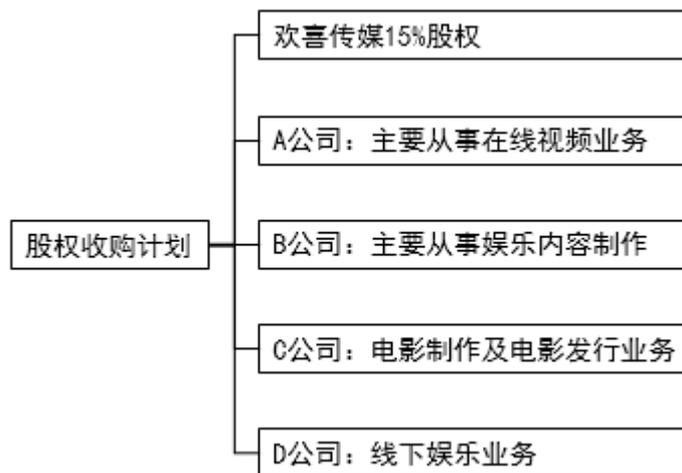
图 16: 猫眼娱乐电影内容服务收入来源



资料来源：猫眼招股说明书，华金证券研究所

猫眼看重产业纵伸，将进一步布局内容制作、发行、在线视频资产。根据招股说明书信息，猫眼娱乐计划收购的标的包括欢喜传媒 15%股权及其他四家不具名公司股权，其中 A 公司主要从事在线视频业务，截至 2017 年 12 月 31 日总资产约 1,600 万，2017 年度总收益及税前亏损分别为 2,400 万元、170 万元；B 公司主要从事娱乐内容制作，截至 2017 年 12 月 31 日，总资产约为 2.83 亿元，2017 年度总收益及税前溢利分别为 3.76 亿元和 8,700 万元；C 公司主要从事电影制作及发行业务，截至 2017 年 12 月 31 日总资产约 2.45 亿元，2017 年度总收益及税前溢利分别为 1.94 亿元、2,900 万元；D 公司主要从事线下娱乐业务，2017 年 12 月 31 日总资产约 4,130 万元，2017 年度总收益及税前亏损分别为 480 万元、580 万元。

图 17: 猫眼股权收购计划



资料来源：猫眼招股说明书，华金证券研究所

四、盈利预测及估值

根据最新招股书数据，我们略上调猫眼娱乐的收入预测，预计 2018-2020 年收入规模依次为 38 亿元、44 亿元和 51 亿元，预计 2020 年可实现期内盈利。

表 2：猫眼娱乐收入预测

年度营收预测 (亿元, %)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
在线电影票务	5.94	9.60	14.90	21.74	22.92	24.71	26.60	28.21
YoY		62%	55%	46%	5%	8%	8%	6%
现场娱乐在线票务			0.33	1.08	1.47	2.07	2.62	3.25
YoY				227%	35%	41%	27%	24%
娱乐内容服务		3.37	8.52	11.22	12.71	14.36	15.90	17.56
YoY			153%	32%	13%	13%	11%	10%
娱乐电商服务	0.01	0.16	1.27	2.21	3.03	3.85	4.51	5.19
YoY		1011%	718%	74%	37%	27%	17%	15%
广告服务及其他	0.01	0.65	0.79	2.24	4.11	6.31	9.38	13.65
YoY		7975%	22%	184%	84%	54%	49%	46%
总收入	5.96	13.77	25.19	38.49	44.24	51.30	59.01	67.85
YoY		131%	83%	53%	15%	16%	15%	15%

资料来源：招股说明书，华金证券研究所

猫眼娱乐已发行股本 966,186,295 股，本次 IPO 拟全球发售 132,377,000 股股份，发售价不高于 20.40 港元/股，且预期不低于 14.80 港元/股。据此，猫眼估值区间为：163 亿~224 亿港币，折合人民币 140 亿~192 亿元。彭博消息显示，猫眼将发行价定在推介区间低端，即 14.8 港元/股，对应估值 140 亿元人民币，相较我们之前的 DCF 绝对估值区间有所下降，可能受票补退场影响，平台价值略有降低。

五、风险提示

（一）票务平台政策风险

2018 年春节监管部门即出台限制票补的双限令，提出最低 19.9 元的限价、票补最高张数不得超过 50 万张的通知；目前针对网络售票平台票补、预售、服务费等方面的“新政”正在酝酿中，未来若对在线票务平台的优惠政策加以更多的限制，可能影响其收入增长。

（二）双寡头竞争格局下的资金不足风险

猫眼与淘票票为争夺市场份额已上演多轮票补大战，同时，双方在 to B 端宣发业务方面亦竞争激烈。猫眼可能面临资金不足的风险。

（三）影视行业供给侧改革带来的风险

目前监管层面对影视行业内容题材、演员片酬、税收政策等多方面加强指导和监管，短期内可能造成作品供给短缺，影响猫眼的影视剧出品发行业务。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

付宇娣、宋怡萱声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com