

影视娱乐

电影行业专题

中性

(维持评级)

2019年02月01日

猫眼娱乐：领先的电影票务平台，业务多元化拓展

证券分析师：张衡 021-60875160 zhangheng2@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517060002
 证券分析师：侯帅楠 021-60875168 houshuainan@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518090001

事件：

2019年1月23日猫眼娱乐发布公告，拟在香港IPO发售1.32亿股，其中香港发售1323.78万股，国际发售1.19亿股，每股发行价区间预计为14.8-20.4港元，拟于2月4日挂牌交易。猫眼娱乐成立于2013年，是一家国内互联网娱乐服务平台，主要营收来源于在线娱乐票务服务、娱乐内容服务、娱乐电商服务、广告服务及其他。**财务方面**，公司2015-17年收入CAGR高达107%，2018年1-9月，公司收入达到30.62亿元，同比增长100%。**运营方面**，按2018年前三季度电影票务交易总额计，猫眼是中国最大的在线电影票务平台，市场份额61.3%；截至2018年9月，猫眼MAU已达到1.35亿。**估值方面**，根据猫眼娱乐公告最高发行价格20.4港元计算，猫眼当前市值为230亿港元，对应2017年PS为8倍，与阿里影业2017年12倍PS相比，猫眼娱乐市值尚有一定提升空间。**在线票务渗透率基本饱和、市场格局趋于稳定市场现状下，我们看好猫眼娱乐在影视投资及宣发、衍生品等多元业务收入成长性，建议积极关注。**

评论：

■ 在线票务行业概览：市场渗透趋于饱和，双寡头格局形成

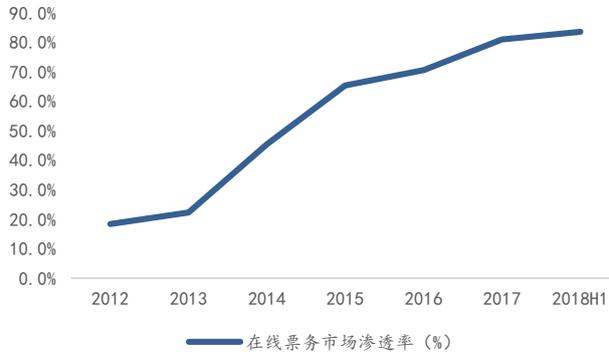
我国在线票务行业经过市场教育及形成期、并购整合期，目前已进入成熟期。截至2018年上半年，我国在线票务渗透率已达到83.6%，用户数已接近饱和；猫眼微影和淘票票合计市场份额高达92%，成为市场的“双寡头”。

2009-14年：行业形成期，在线票务网站市场格局高度分散。在线电影票务网站雏形始于格瓦拉2009年推出的在线选座服务，而后在2011-13年间，伴随团购网站兴起，美团、大众点评在线团购电影票务收入提升迅速。

2014-15年：BAT先后进入在线票务市场。2014年1月，百度收购糯米网，后百度成立电影事业部，正式进入在线票务市场；2014年5月，“微票儿”（微影时代）平台成立之初，腾讯为微影除管理层外第二大股东；2014年6月，阿里巴巴收购文化中国，并更名为阿里影业，淘票票（淘票票）票务业务上线，并于15年淘票票（淘票票）资产注入阿里影业。

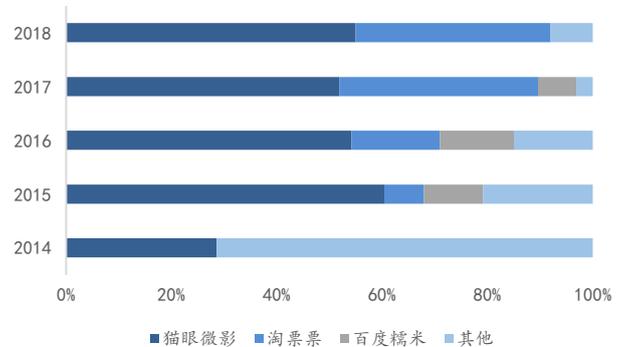
2015-18年：行业“双寡头”格局确立，行业集中度持续提升。2015年，阿里影业收购最大的院线票务系统提供商粤科软件，借助粤科这一线下售票系统，阿里影业迅速使院线能够直接对接阿里亿级用户群体；2015年12月，微影时代收购格瓦拉；2017年9月，猫眼和微影时代合并，组建新公司“猫眼微影”。2015-17年行业集中度提升迅速，据第三方统计机构易观智库统计，截至2017Q4，猫眼微影和淘票票在线票务市场份额分别为51.9%和37.7%，行业双寡头格局形成；2018年上半年，猫眼微影以超过55%的市场份额位列在线票务平台首位、淘票票以超过37%的市场份额位列第二位，市场集中度进一步提升。

图 1: 我国在线票务市场渗透率变化



资料来源: 易观智库, 国信证券经济研究所整理

图 2: 我国在线票务市场格局变化



资料来源: 猫眼招股书, 国信证券经济研究所整理
注: 猫眼 2015-16 年猫眼微影市场份额为猫眼、微影、格瓦拉之和

■ 猫眼娱乐发展历程: 深耕电影票务业务, 业务边界不断扩展

公司前身成立于 2012 年, 是美团旗下的一个开展在线电影票务业务部门。2013 年“美团电影”更名为“猫眼电影”, 并推出具有在线座位选择功能的猫眼 app。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, 美团和大众点评合并, 猫眼也与大众点评电影频道整合。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, 开始作为电影发行方开展业务, 并开始从事其他娱乐业务。2016 年至 2017 年, 公司进行多轮前投资, 并引入光线、微影及腾讯成为战略投资者。

表 1: 猫眼娱乐发展史

时间	事件
2012 年	开始在美国作为一个娱乐部门开展在线电影票务业务
2013 年	推出具有在线座位选择功能的猫眼 app
2014 年	1) 在中国开创基于互联网的娱乐内容服务; 2) 参与发行《心花路放》
2015 年	成为美团点评平台的独家娱乐票务频道, 推出猫眼专业版 app
2016 年	引入光线作为战略投资人, 开始担任电影的主控发行方; 光线控股及光线传媒合计持股 57.4%
2017 年	1) 与腾讯达成战略合作伙伴关系并成为腾讯社交网络平台的独家娱乐票务渠道; 2) 收购北京微格时代; 3) 以总交易额及售票量计, 占中国在线电影票务业务市场份额的 60% 以上; 4) 第二大现场娱乐票务服务供货商
2018 年	1) 在 2018 年上半年, 为占中国综合票房的 90% 的电影提供娱乐内容服务; 2) 截至 2018 年 6 月 30 日止 18 个月, 成为排名第一的国产片主控发行方

资料来源: 猫眼招股书, 国信证券经济研究所整理

■ 股权结构: 光线、腾讯、美团点评三大股东实力雄厚

2016 年 4 月猫眼从美团分拆独立并获得其 A 轮融资; 2017 年猫眼与微影战略合并, 成立“猫眼微影”公司, 随后获得腾讯的 10 亿投资, 估值 200 亿。猫眼招股书显示, 光线及其关联方为第一大股东, 持股比例为 48.80%; 腾讯持股比例为 16.27%; 美团持股比例为 8.56%。

背靠腾讯和美团两大股东, 渠道优势明显。通过与腾讯的战略合作, 猫眼拥有微信钱包及 QQ 钱包的少数几个专用入口之一, 并且是唯一的电影、现场表演及体育赛事入口, 同时接入“猫眼电影演出”微信小程序、流量红利明显。同时, 猫眼还是美团 app 及大众点评 app 上娱乐票务及服务的独家业务合作伙伴。

图 3：猫眼娱乐股权结构

备注	股东名称	直接持股数量	占已发行普通股比例(%)	股东类型
光线及关联方持股 48.8%	Vibrant Wide Limited	55.60	28.77	持股 5% 以上股
	香港影业国际有限公司	38.70	20.03	持股 5% 以上股
	Weying(BVI) Limited	31.52	16.32	持股 5% 以上股
腾讯持股 16.27%	意像之旗投资(香港)有限公司	31.43	16.27	持股 5% 以上股
美团点评持股 8.56%	Inspired Elite Investment Limited	16.54	8.56	持股 5% 以上股
	Weying NZ (BVI) Limited	5.30	2.74	其他
	Weying MY (BVI) Limited	3.02	1.56	其他
	合计	182.11	94.25	

资料来源：猫眼招股书，国信证券经济研究所整理

■业务分析：在线电影票务市占率持续提升，影视娱乐、衍生品业务多点开花

猫眼娱乐的营业收入来源于四大业务：在线娱乐票务服务、娱乐内容服务、娱乐电商服务和广告服务。从单一的票务业务中拓展多元化业务，猫眼不断开疆拓土，布局泛娱乐产业。

图 4：猫眼娱乐主营业务介绍

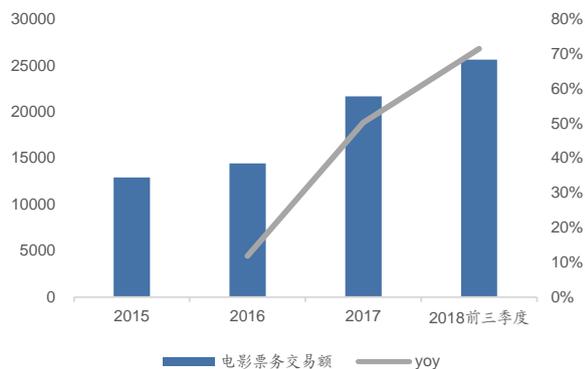
猫眼娱乐四大业务	简介
在线娱乐票务服务	<ul style="list-style-type: none"> 在线电影票务 在线现场娱乐票务
娱乐内容服务	<ul style="list-style-type: none"> 电影宣发和出品 电视剧、网剧、网络大电影、综艺及现场娱乐发行、推广及制作 卖品在线预定
娱乐电商服务	<ul style="list-style-type: none"> IP 衍生品销售 影院联营会员卡
广告服务及其他	—

资料来源：猫眼招股书，国信证券经济研究所整理

1) 猫眼娱乐拥有领先的票务平台，电影票务市占率第一

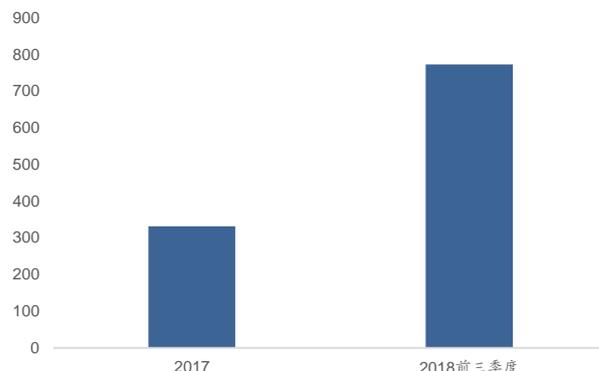
截至 2018 年 9 月 30 日，中国 600 多个城市的 95.2% 的电影院通过猫眼进行在线销售电影票。根据艾瑞咨询报告，按 2018 年 1-9 月电影票务交易总额计，猫眼是中国最大的在线电影票务平台，市场份额 61.3%；以 2018 年 1-9 月总交易额计，猫眼在在线现场娱乐票务行业排名第二。

图 5: 猫眼电影票务交易额 (含服务费口径, 百万元)



资料来源: 猫眼招股书, 国信证券经济研究所整理

图 6: 猫眼娱乐现场娱乐票务交易额 (百万元)

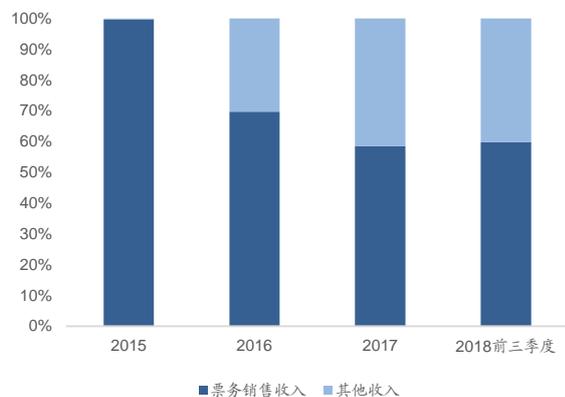


资料来源: 猫眼招股书, 国信证券经济研究所整理

电影票服务费是在线票务平台的最主要的收入来源。2015-18 年前三季度公司票务销售收入占比分别为 100%/70%/58%/60%; 2016-18 年前三季度票务销售收入同比增速达到 61%/55%/86%, 是公司最核心的收入来源及成长引擎。

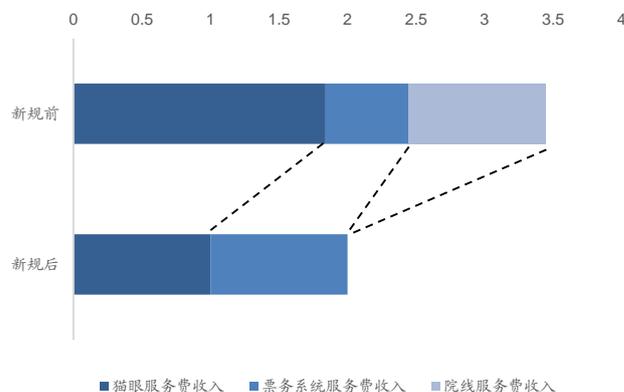
单张电影票务费提升是在线票务平台收入成长的重要驱动力。在线票务平台票务销售收入增长贡献由单张电影票务费增长情况和票务销售规模增长情况两大因素共同驱动, 而票务销售规模与票房大盘增长情况和票务网站市占率相关; 以猫眼为例, 公司在线票务服务收入由 2015 年的 5.95 亿元增加 61.5% 至 2016 年的 9.60 亿元, 而 16 年票房大盘增速仅为 4%, 猫眼 15-16 年市场份额维持在 30-33% 之间, 因此 16 年票务收入增长主要源于所售每张票的服务费增加所致: 我们通过公司招股书分析得到, 2015-18 前三季度猫眼对单张电影票收取的服务费分别为 1.06/1.80/1.83/2.05 元, 逐年呈上升趋势。

图 7: 2015-18 前三季度猫眼票务销售收入占比变化



资料来源: 猫眼招股书, 国信证券经济研究所整理

图 8: 网传票务新政前后各方单张影票收取服务费变化 (元)



资料来源: 猫眼招股书, 国信证券经济研究所整理

服务费相关政策若出现变化, 将对猫眼娱乐收入产生较大的负面影响。通过猫眼招股书分拆及公开信息分析, 当前市场单张电影票服务费收取现状为: 票务平台 (猫眼) 收取 2.05 元, 系统服务商收取 0.65 元, 院线/影投收取 1 元左右; 共计服务费在 3-4 元之间。相关新闻显示, 服务费新政实施后单张电影票服务费收取情况将为: 票务平台收取 1 元, 系统服务商收取 1 元, 院线/影投 0 元。我们测算网传新政下, 对票务平台的在线票务收入的负面影响约为 26%。

表 2: 新政前后猫眼单张电影票服务费收取状况分析

猫眼/票务系统服务费分配测算		2015	2016	2017	18 前三季度
新规前	猫眼票务总交易额 (包含服务费, 百万元)	14,044	14,431	21,680	25,625
	猫眼票务销售收入 (百万元)	594	960	1490	1832
	猫眼票务系统成本 (百万元)	192	244	394	440
	电影票数目 (百万张)	380	397.5	598.5	679.4
	单张电影票服务费收入 (元)	1.56	2.42	2.49	2.7
	单张电影票的票务系统成本 (元; 即系统服务商单票收入)	0.51	0.61	0.66	0.65
	单张电影票的猫眼服务费收入 (元)	1.06	1.80	1.83	2.05
新规后	单张电影票的票务系统成本 (元; 即系统服务商单票收入)	1.00	1.00	1.00	1.00
	单张电影票的猫眼服务费收入 (元)	1.00	1.00	1.00	1.00
新规对猫眼票务销售收入影响回溯		28%	-17%	-20%	-26%

资料来源: 猫眼招股书, 国信证券经济研究所整理

2) 猫眼拥有领先的娱乐内容平台, 影片宣发市场认可度高

2018 年 1-9 月, 猫眼提供娱乐内容服务的电影约占中国综合票房的 90%。根据艾瑞咨询报告, 按 2016 年到 2018 年 9 月的综合票房计, 猫眼已经成为中国排名第一的国产电影主控发行方。

表 3: 部分由猫眼娱乐进行宣发的标志性影片

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: 猫眼招股书, 国信证券经济研究所整理

3) 猫眼拥有领先的娱乐行业用户及从业人员在线社区, 构建了良好用户生态

猫眼平台有六大流量入口: 美团、点评、微信、QQ、猫眼和格瓦拉, 方便消费者在任何时间、地点都能够使用猫眼。根据艾瑞咨询报告, 按 2018 年 1-9 月平均月度活跃用户计, 猫眼是中国最大的在线电影社区, 月活跃用户超过 1.346 亿。截至 2018 年 9 月 30 日, 猫眼平台上的媒体内容在第三方平台的月均观看量为 12 亿次, 预告片观看量累计 22 亿次, 电影评分 1.58 亿条, 电影评论 0.7 亿条。在口碑驱动票房的电影市场, 消费者越来越重视内容的口碑, 猫眼平台的用户评分、评论以及丰富的内容数据库就成了消费者观影决策的主要参考依据。

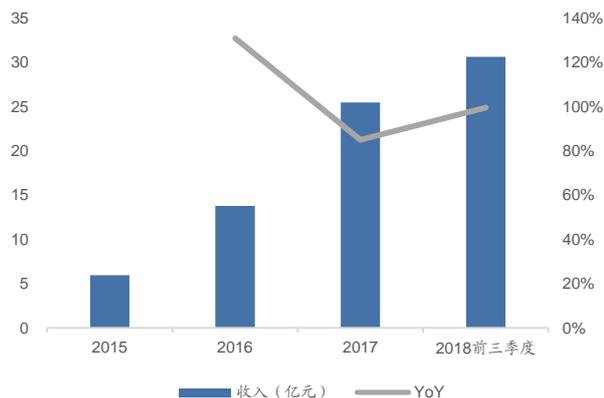
此外, 猫眼的内容数据库中有超过 80 万部电影、12 万部电视剧以及 250 万名专业人士的资料, 猫眼专业版还提供热度、票房、播放量、想看等统计功能, 丰富的内容数据库为中国娱乐行业专业人士搜寻资料提供了极大的便利, 按 2018 年 1-9 月的平均月活跃用户计, 猫眼专业版 APP 是中国娱乐行业最受欢迎的专业 APP。

■财务数据：收入成长迅速，市场扩张下费用率依然高企

营业收入及增速

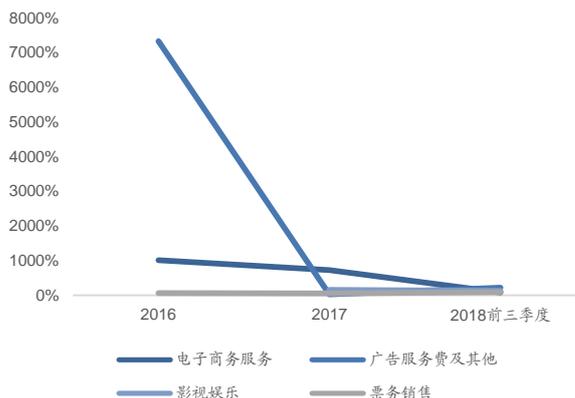
2015年、2016年和2017年，猫眼娱乐的营业收入分别为5.97亿、13.78亿和25.48亿元人民币，CAGR高达107%；2018年前三季度，猫眼娱乐营业收入为30.62亿，同比增长99.55%。近年来营收增长的主要原因是在线娱乐票务服务以及娱乐内容服务所得收益增加。

图 9：2015-2018 前三季度猫眼娱乐营业收入及同比增速



资料来源：猫眼招股书，国信证券经济研究所整理

图 10：2016-2018 前三季度猫眼娱乐各业务收入同比增速



资料来源：猫眼招股书，国信证券经济研究所整理

营业收入构成

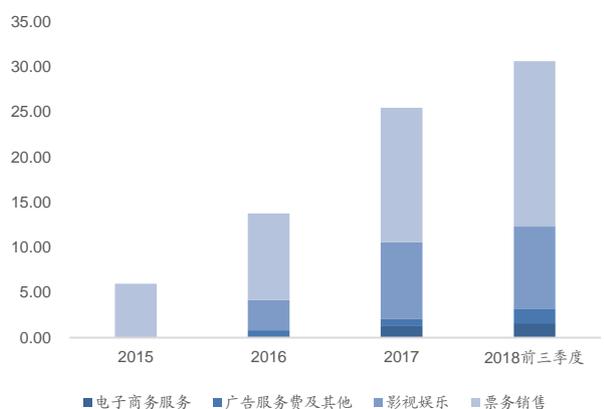
2018年前三季度票务服务收入为18.32亿元，同比增长85.6%，占总收入60%。票务服务收入增加的主要原因为：业务整体扩张，收购微影；国内票房总数增加，带动了票务服务发展。

2018年前三季度影视娱乐所得收益为9.1亿元，同比增长121.5%，占总收入的30%，业务收入增加得益于公司不断扩展电影发行、宣传及投资业务。

2018年前三季度电子商务收入为1.6亿元，同比增长83%，收入增加的主要原因在于会员服务销售以及卖品销售增加。

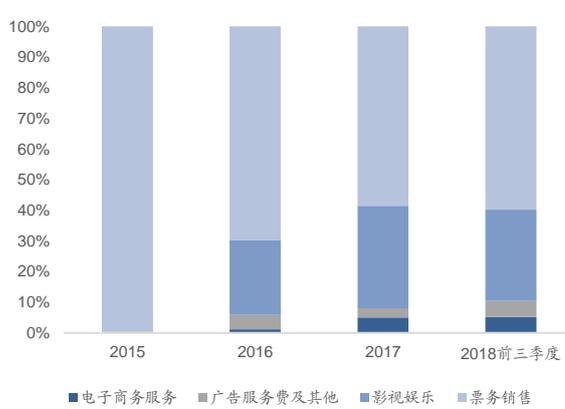
2018年前三季度广告服务及其它业务收入为1.6亿元，同比增长217%，主要由于认可公司广告解决方案效果的品牌或内容广告的广告主数目增多。

图 11：2015-18 前三季度猫眼娱乐营业收入各项构成(亿元)



资料来源：猫眼招股书，国信证券经济研究所整理

图 12：2015-18 前三季度猫眼娱乐营业收入构成占比

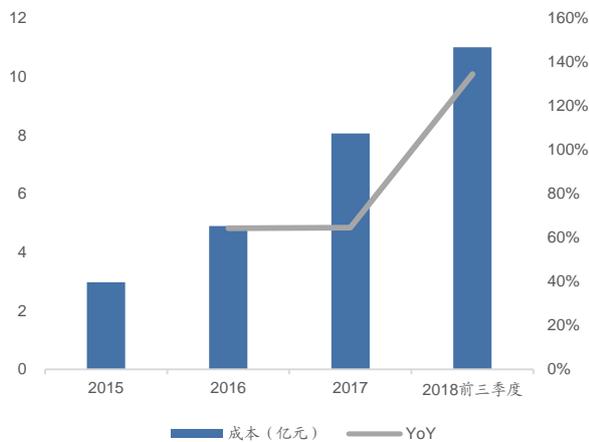


资料来源：猫眼招股书，国信证券经济研究所整理

营业成本及增速

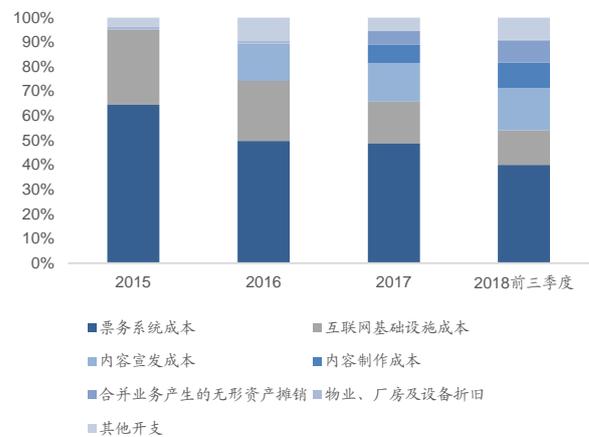
2018年前三季度营业成本11亿元，同比增长135%。成本增加的主要原因：售票系统成本增加（与电影票务服务的增长一致）；娱乐内容服务持续增长，内容宣发成本增加；于2017年9月完成微影收购事项后无形资产摊销增加。

图 13: 2015-18 前三季度营业成本及同比增速



资料来源: 猫眼招股书, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2015-18 前三季度营业成本构成占比

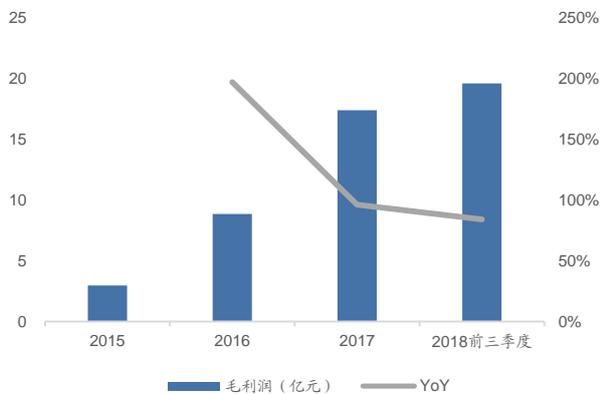


资料来源: 猫眼招股书, 国信证券经济研究所整理

毛利润及毛利率

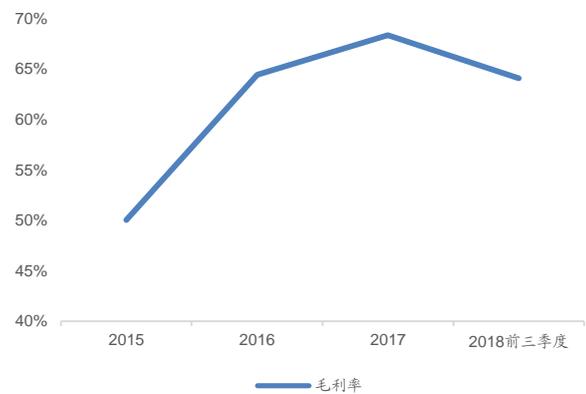
2018 前三季度毛利润为 19.62 亿元, 同比增长 84%, 毛利率为 64.08%。2018 前三季度毛利率较 2017 年有所下降, 原因在于内容宣发及推广成本补偿收益占收益百分比上升, 其次因无形资产摊销所致。

图 15: 2015-18 前三季度毛利润及同比增速



资料来源: 猫眼招股书, 国信证券经济研究所整理

图 16: 2015-18 前三季度毛利率



资料来源: 猫眼招股书, 国信证券经济研究所整理

三费及增速

管理费用变化趋于平稳, 但 2018 前三季度销售及营销费用出现大幅度增长。期间销售及营销费用 17.24 亿元, 同比增长 87%, 主要是由于为了推广公司的服务而增加的用户激励。

图 17: 2015-18 前三季度三费及同比增速



资料来源: 猫眼招股书, 国信证券经济研究所整理

图 18: 2015-18 前三季度净利润与经调整净利润



资料来源: 猫眼招股书, 国信证券经济研究所整理

净利润

猫眼娱乐的净利润(含少数股东权益)从 2015 年的-12.97 亿元到 2017 年的-0.76 亿元, 连续三年亏损大幅度收窄, 2018 前三季度净利润为-1.44 亿元; 经调整净利从 2015 年的-12.70 亿元跃升至 2017 年的 1.24 亿元, 三年间盈利能力逐渐加强, 并在 2017 年实现盈利, 2018 前三季度经调整后净亏损 0.169 亿元, 去年同期小幅盈利 0.124 万元。

■ 估值及投资建议

猫眼娱乐与阿里影业收入构成均以在线票务和影视娱乐投资、宣发为主。根据猫眼娱乐公告最高发行价格 20.4 港元计算, 猫眼当前市值为 230 亿港元, 对应 2017 年 PS 为 8 倍。阿里影业当前市值为 330 亿港元, 对应 2017 年 PS 为 12 倍; 从相对估值角度, 猫眼娱乐市值尚有一定提升空间。在线票务渗透率基本饱和、市场格局趋于稳定市场现状下, 我们看好猫眼娱乐在影视投资及宣发、衍生品等多元业务收入成长性, 建议积极关注。

表 4: 猫眼娱乐与阿里影业估值对比

代码	名称	总市值 (亿元)	营业收入-2017 (亿元)	PS-2017
1896. HK	猫眼娱乐	197.80	25.48	7.76
1060. HK	阿里影业	287.15	23.66	12.14
300251. SZ	光线传媒	254.05	18.38	13.82
300027. SZ	华谊兄弟	131.36	39.26	3.35
000802. SZ	北京文化	89.92	13.17	6.83

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

■ 风险提示

政策风险、国内电影票房增长不及预期、宏观经济风险等。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032