

传媒

行业动态分析

猫眼娱乐：在线电影票务市占率维持第一，内容出品发行优势增强

投资要点

事件：3月25日晚，猫眼娱乐披露2018年财报：2018年公司实现营业收入37.55亿元（+47.4%），年内亏损1.38亿元，亏损金额同比扩大82.1%，EBITDA扭亏为盈，为910万元。

◆ **收入高增，毛利率降低、捷通无限商誉减值导致期内亏损扩大：**报告期内亏损金额较大，主要由于①娱乐内容服务成本抬升、无形资产摊销导致毛利率下降；②其他亏损净额3,220万元，主要由于出售捷通无限股权产生的商誉减值所致。**盈利水平方面，**2018年：公司毛利率62.75%，同比下降5.62个百分点，主要由于成本端内容宣发成本、内容制作成本分别同比增长113%、128%，拉低娱乐内容服务的毛利率，另外，也有无形资产摊销的原因；销售费用率51.7%，同比下降4.1个百分点，主要由于用户激励降低，营销及推广开支17.39亿元（+35%），同比增速低于营收增速；管理费用率13.93%，基本与上期持平。

◆ **在线电影票务市占率维持第一，出品发行优势凸显：1.并购微影使得公司在线娱乐票务收入维持高成长，且市占率第一：**2018年公司在在线娱乐票务实现收入22.80亿元（+53%），主要由于2017年9月微影并表事项，且我国票房稳步增长。2018年猫眼在线电影票务市场份额超60%，维持市占率第一的位置。

2.出品发行优势凸显：2018年公司实现娱乐内容服务收入10.69亿元（+25%），公司2016年开始参与电影的主控发行，2017年实现娱乐内容服务收入高增长（+153%）；2018年公司更加积极地参与到内容制作中，业务范围扩展至电视剧和网剧出品业务，娱乐内容服务进入稳健增长阶段。2018年公司以联合出品方或主控发行方的身份参与《来电狂响》、《李茶的姑妈》、《邪不压正》、《我不是药神》、《捉妖记2》、《后来的我们》等影片中；电视剧/网络剧方面，陆续参与《归去来》及《老中医》等知名剧作，2018年来源于发行、制作服务收入高速增长。**与欢喜传媒达成深度合作，有利于娱乐内容服务拓展：**公司认购欢喜传媒增发股份2.366亿股，对价约3.91亿港元，认购完成后公司持有欢喜传媒7.5%的股份。

3.其他业务：2018年公司实现娱乐电商服务收入1.96亿元（+54%），主要由于会员订阅服务以及食品和饮料销售增加；**广告服务及其他收入2.1亿元（+166%），**主要由于广告主数量增加，报告期内猫眼帮助优衣库、Miss Dior和哈根达斯等知名品牌进行线上线下联动的娱乐整合营销。

◆ **盈利预测：**根据猫眼娱乐2018年财报对合并业务部分未来5-7年收益的增速区间预测，以及2019年以来在线票务平台服务费的上涨，我们上调2019-2022年猫眼娱乐的收入增速，预计公司2019-2022年收入依次为45亿元、53亿元、

投资评级 **领先大市-B 维持**

首选股票 **评级**

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.77	3.58	-13.98
绝对收益	5.37	27.32	-19.42

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：收入利润增速放缓，期待手游增速回升及产业互联网增长潜力 2019-03-22

传媒：藏器于身，待时而动 2019-03-19

传媒：超高清+5G 协同发展，有望推动移动互联网流量持续高增长 2019-03-04

传媒：版号发放常态化，建议关注产品线丰富的游戏大厂 2019-02-18

传媒：猫眼娱乐：收入高增，向内容制作发行纵向延伸 2019-01-30

61 亿元和 69 亿元，同比增速依次为 20%、18%、15%和 14%。盈利方面，我们预计公司 2020 年可实现期内盈利。

- ◆ **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

内容目录

一、收入高增，毛利率降低、捷通无限商誉减值导致期内亏损扩大	4
二、在线电影票务市占率维持第一，出品发行优势凸显	5
三、盈利预测	6
四、风险提示	7
（一）票务平台政策风险	7
（二）双寡头竞争格局下的资金不足风险	7
（三）影视行业供给侧改革带来的风险	7

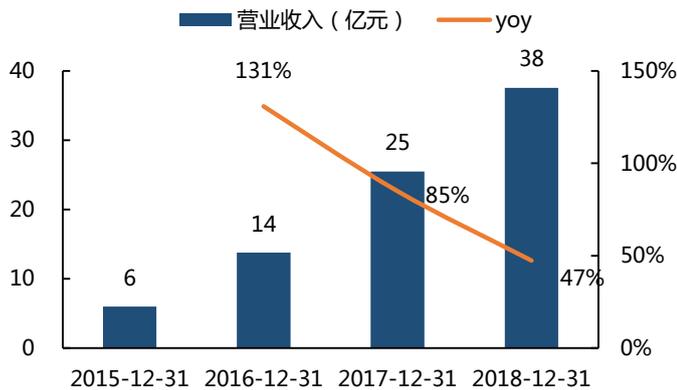
图表目录

图 1：猫眼娱乐营业收入变动情况	4
图 2：猫眼娱乐期内亏损变动情况	4
图 3：2018 年猫眼娱乐 EBITDA 已转正（亿元）	4
图 4：猫眼娱乐期间费用率变动情况	5
图 5：猫眼娱乐营销及推广开支变动情况（百万元，%）	5
图 6：猫眼娱乐营业收入构成	6
图 7：公司娱乐内容服务构成	6
表 1：按性质分的开支	5
表 2：猫眼娱乐收入预测	6

一、收入高增，毛利率降低、捷通无限商誉减值导致期内亏损扩大

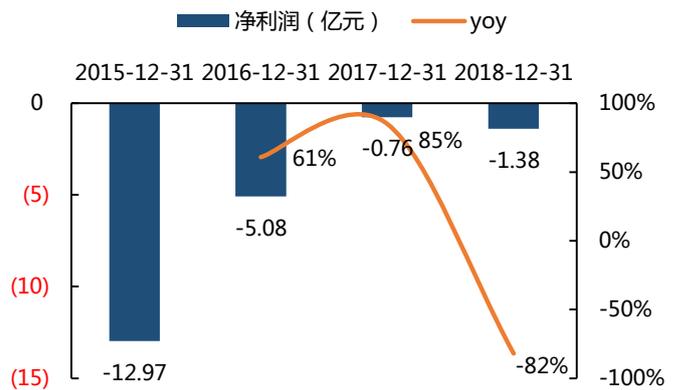
3月25日晚,猫眼娱乐披露2018年财报:2018年公司实现营业收入37.55亿元(+47.4%),年内亏损1.38亿元,亏损金额同比扩大82.1%,EBITDA扭亏为盈,为910万元。报告期内亏损金额较大,主要由于①娱乐内容服务成本抬升、无形资产摊销导致毛利率下降;②其他亏损净额3,220万元,主要由于出售捷通无限股权产生的商誉减值所致。

图 1: 猫眼娱乐营业收入变动情况



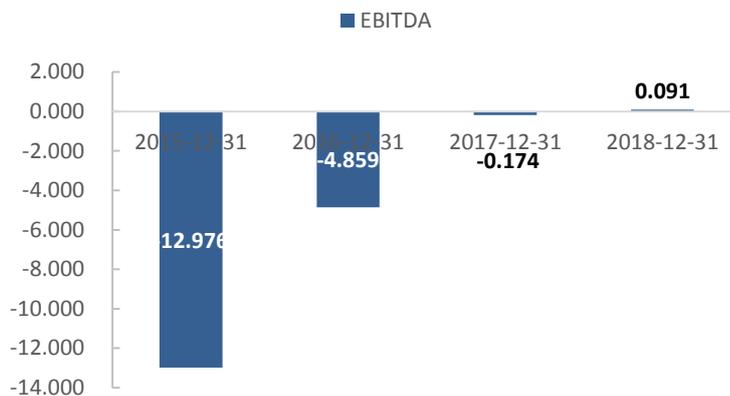
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2: 猫眼娱乐期内亏损变动情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

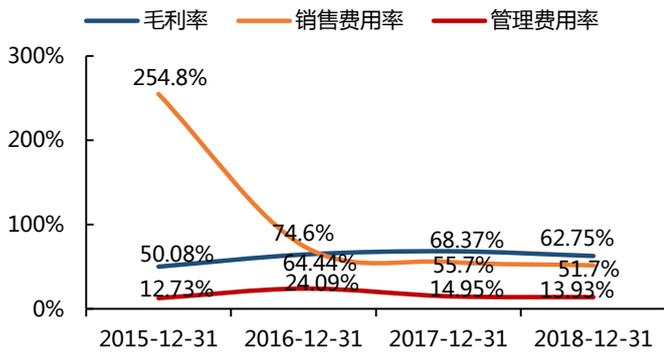
图 3: 2018 年猫眼娱乐 EBITDA 已转正 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

盈利水平方面, 2018年: 公司毛利率62.75%, 同比下降5.62个百分点, 主要由于成本端内容宣发成本、内容制作成本分别同比增长113%、128%, 拉低娱乐内容服务的毛利率, 另外, 也有无形资产摊销的原因; 销售费用率51.7%, 同比下降4.1个百分点, 主要由于用户激励降低, 营销及推广开支17.39亿元(+35%), 同比增速低于营收增速; 管理费用率13.93%, 基本与上期持平。

图 4：猫眼娱乐期间费用率变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：猫眼娱乐营销及推广开支变动情况（百万元，%）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 1：按性质分的开支

百万元，%	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营销及推广开支	1448.4	900.6	1,289.59	1,738.63
yoy		-38%	43%	35%
票务系统成本	192.1	244.1	393.53	545.66
yoy		27%	61%	39%
内容宣发成本		74	126.56	269.81
yoy			71%	113%
互联网基础设施成本	91.3	119.7	136.76	193.05
yoy		31%	14%	41%
无形资产摊销			45.06	137.70
yoy				206%
内容制作成本			59.80	136.31
yoy				128%
物业、厂房及设备折旧	3.4	9.1	3.47	10.87
yoy		168%	-62%	214%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、在线电影票务市占率维持第一，出品发行优势凸显

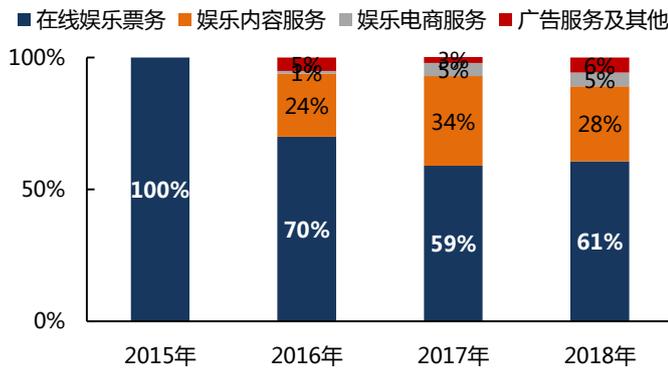
并购微影使得公司在线娱乐票务收入维持高成长，且市占率第一：2018 年公司在线娱乐票务实现收入 22.80 亿元（+53%），主要由于 2017 年 9 月微影并表事项，且我国票房大盘的稳步增长。2018 年猫眼在线电影票务市场份额超 60%，维持市占率第一的位置。

出品发行优势凸显：2018 年公司实现娱乐内容服务收入 10.69 亿元（+25%），公司 2016 年开始参与电影的主控发行，2017 年实现娱乐内容服务收入高增长（+153%）；2018 年公司更加积极地参与到内容制作中，业务范围扩展至电视剧和网剧出品业务，娱乐内容服务进入稳健增长阶段。2018 年公司以联合出品方或主控发行方的身份参与《来电狂响》、《李茶的姑妈》、《邪不压正》、《我不是药神》、《捉妖记 2》、《后来的我们》等影片中；电视剧/网络剧方面，陆续参与《归去来》及《老中医》等知名剧作，2018 年来源于发行、制作服务收入高速增长。猫眼专业版数据显示，2019 年，猫眼承担主出品角色的电影总票房在公司榜单排名第五，承担主发行角色的电影总票房排名第四，出品发行优势凸显。

与欢喜传媒达成深度合作，有利于娱乐内容服务拓展：公司认购欢喜传媒增发股份 2.366 亿股，对价约 3.91 亿港元，认购完成后公司持有欢喜传媒 7.5% 的股份。①公司拥有欢喜传媒集团的电影、电视剧、网剧优先投资权及独家宣发权，②公司将与欢喜传媒集团联合投资电影、电视剧、网剧项目，③公司将在猫眼网站及应用程序中为欢喜传媒集团的新媒体视频内容及服务提供服务入口。

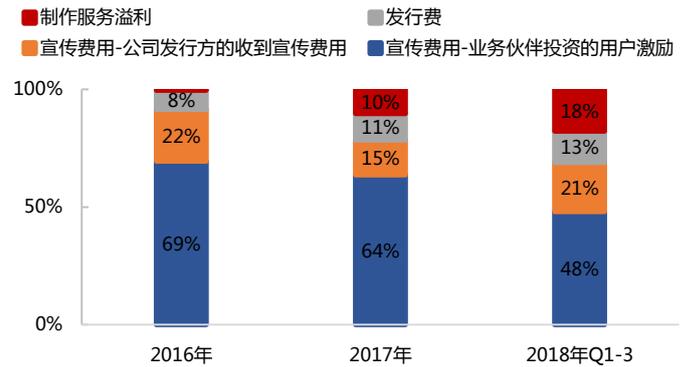
2018 年公司实现娱乐电商服务收入 1.96 亿元 (+54%)，主要由于会员订阅服务以及食品和饮料销售增加；广告服务及其他收入 2.1 亿元，主要由于广告主数量增加，报告期内猫眼帮助优衣库、Miss Dior 和哈根达斯等知名品牌进行线上线下联动的娱乐整合营销。

图 6：猫眼娱乐营业收入构成



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：公司娱乐内容服务构成



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

三、盈利预测

根据猫眼娱乐 2018 年财报对合并业务部分未来 5-7 年收益的增速区间预测，以及 2019 年以来在线票务平台服务费的上涨，我们上调 2019-2022 年猫眼娱乐的收入增速，预计公司 2019-2022 年收入依次为 45 亿元、53 亿元、61 亿元和 69 亿元，同比增速依次为 20%、18%、15%和 14%。盈利方面，我们预计公司 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	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
在线电影票务	5.94	9.60	14.90	21.74	24.65	28.08	31.66	35.26
YoY		62%	55%	46%	13%	14%	13%	11%
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	10.69	12.86	15.03	17.10	19.40
YoY			153%	25%	20%	17%	14%	13%
娱乐电商服务	0.01	0.16	1.27	1.96	2.49	2.91	3.12	3.28
YoY		1011%	718%	54%	27%	17%	7%	5%
广告服务及其他	0.01	0.65	0.79	2.10	3.50	4.77	6.27	8.04
YoY		7975%	22%	166%	66%	36%	31%	28%
总收入	5.96	13.77	25.19	37.57	44.96	52.87	60.77	69.23
YoY		131%	83%	49%	20%	18%	15%	14%

资料来源：公司公告，华金证券研究所预测

四、风险提示

（一）票务平台政策风险

监管层面若对在线票务平台的服务费收取加以限制，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