

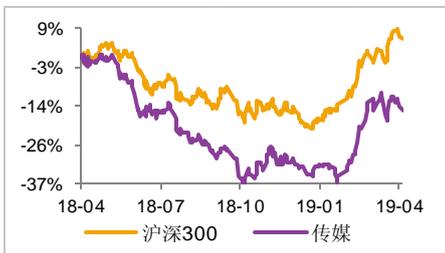


2019年04月16日

增持(维持)

分析师：陈净娴  
 执业编号：S0300516090001  
 电话：021-51759911  
 邮箱：chenzhengxian@lxsec.com

行业表现对比图(近 12 个月)



资料来源：聚源

相关研究

- 《【联讯传媒周报】板块有所回落，概念股涨幅居前》2019-04-01
- 《【联讯传媒周报】优选方向为基本面与高贝塔》2019-04-08
- 《【联讯传媒周报】板块估值中枢持续上扬》2019-04-15

传媒

【联讯传媒行业深度】中国在线票务行业——规模，资本和产业链资源为壁垒

投资要点

◇ 中国在线娱乐票务市场概览

中国在线票务市场的特质可概括如下：1. 整体市场平稳增长，预估 2018 年至 2022 年市场规模的复合增长率为 26%；2. 在线电影票务市场为主要营收贡献者，营收占比为 84%（2018 年）；3. 多元化方面表现较好者可录得更好的财务表现。

◇ 商业模式：规模、资本和产业链资源为壁垒，深刻理解产业规律的代言者可望为合作伙伴提供更高的 ROI

在线票务市场以票务平台为核心，产业链上游接内容生产方，即演出、体育赛事主办方，主办方发行的票务由自营票务平台或者第三方互联网票务平台分销，自营票务平台有专业票务代理平台（如大麦网和永乐票务等）和主办方类票务平台（聚橙网和开心麻花等），将票源直接销售用户或供给互联网票务交易服务平台（如摩天轮票务等），一部分票务由综合电商或生活服务平台（如淘票票等）代销，最后触达用户。

相较于传统售票，在线票务平台可直达终端用户，即使获取用户群数据，完成对用户的精准画像，并将数据提供给产业链相关各方，整体提升产业链服务效率。

◇ “猫眼”和“淘票票”已形成双寡头格局，差异化和多元化为市场份额和利润率跷跷板两端的决胜因素

猫眼和淘票票在规模、资本和产业链资源方面各有优略，行业双寡头格局明显。我们承认资本在竞争中扮演很重要的因素，但非充分条件，因为任何资本的本质都是获取回报，对产业链的理解才是能否走的更长远，专注、专业和富有创造力的团队，亦是能否为合作伙伴提供合理/满意的 ROI 的更为重要的因素，

◇ 投资要点

结合在线票务行业的壁垒，及与规模、资本和产业链资源三个维度的比对分析，标的指向猫眼娱乐（01896.HK，未评级）、阿里影业（01060.HK，未评级）和光线传媒（300251.SZ，买入）（持有猫眼娱乐约 20%的股份）。

◇ 风险提示

行业政策性风险；票房不及预期风险。



## 目 录

一、2018 年至 2022 年中国在线票务市场规模的复合增长率为 26%，在线电影票务为主要营收贡献者.....	4
二、在线票务商业模式：精准用户画像，提升产业链参与者 ROI.....	5
三、市场格局：双寡头格局凸显，产业链一体化为趋势，多元化为增长引擎.....	7
四、猫眼与淘票票在模、资本和产业链资源比对显示猫眼胜出.....	8
（一）猫眼娱乐：在线电影票务份额领先优势明显，为多元化的成功践行者.....	8
（二）淘票票：阿里嫡系，资本背景雄厚.....	10
五、投资建议.....	12
六、风险提示.....	13

## 图表目录

图表 1： 中国现场娱乐市场概览，电影为主要营收贡献者，2018 年营收占比 84%.....	4
图表 2： 预估 2018 年至 2022 年中国娱乐市场规模的复合复合增长率为 20%.....	4
图表 3： 预估 2018 年至 2022 年中国现场娱乐市场规模的复合复合增长率为 26%.....	4
图表 4： 中国在线现场娱乐票务市场规模.....	5
图表 5： 中国现场娱乐在线票务占比.....	5
图表 6： 预估 2019 年中国在线电影票务收入规模同比增长 38%.....	5
图表 7： 预估 2018 年中国在线电影票务渗透率为 83%.....	5
图表 8： 中国在线票务发展进程一览.....	6
图表 9： 现场娱乐在线票务产业链.....	6
图表 10： 中国在线票务集中度持续提升，2018 年猫眼份额上升 9 个百分点至 61%.....	7
图表 11： 行业壁垒决定了傍牢 BAT 大腿的参与者才能赢得天下.....	7
图表 12： 猫眼娱乐和淘票票在规模、资本及产业链资源维度对比显示猫眼胜出.....	8
图表 13： 猫眼娱乐主要股东.....	8
图表 14： 猫眼股权结构.....	9
图表 15： 猫眼娱乐主营业务收入.....	9
图表 16： 猫眼娱乐主营业务构成占比及变化.....	9
图表 17： 猫眼电影平台上售出电影票总交易额.....	10
图表 18： 猫眼电影平台上售出电影票数目.....	10
图表 19： 猫眼娱乐营业总收入变化.....	10
图表 20： 猫眼娱乐净利润变化.....	10
图表 21： 淘票票股权结构（截止 2018 年 5 月）.....	11
图表 22： 阿里巴巴主要业务图.....	11
图表 23： 阿里影业四大业务.....	11
图表 24： 阿里影业收入构成.....	12
图表 25： 阿里影业营业收入变化.....	12



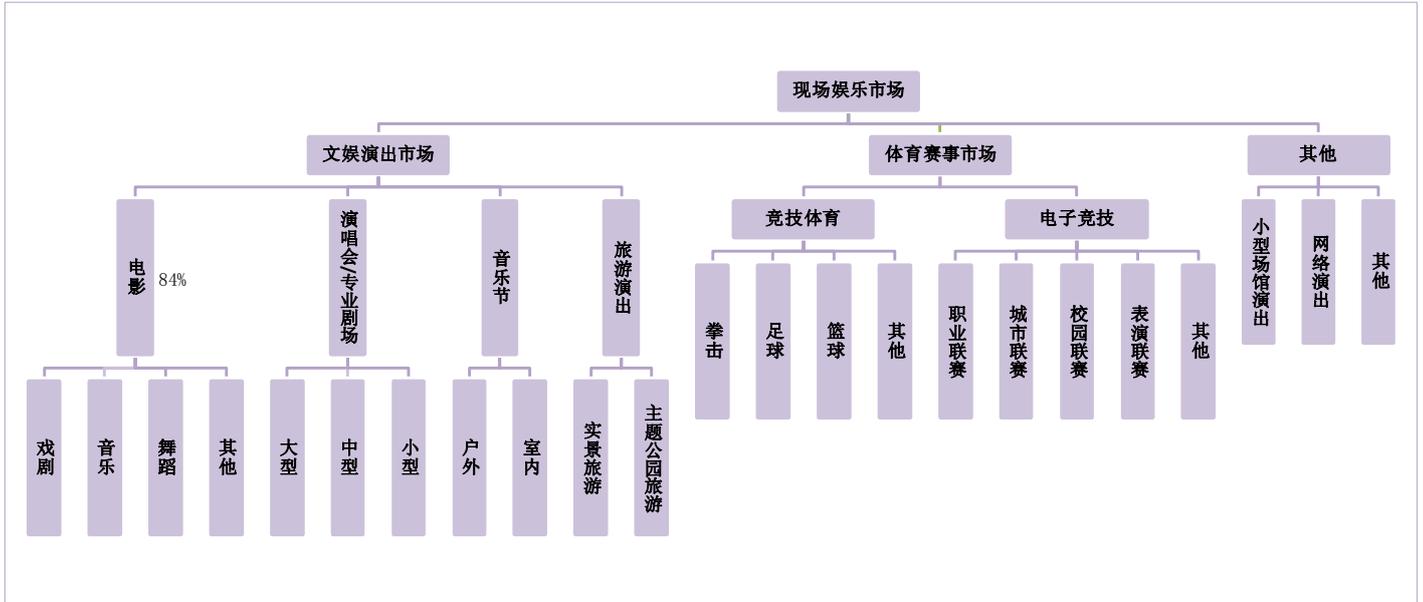
图表 26: 阿里影业归母净利润变化..... 12



## 一、2018年至2022年中国在线票务市场规模的复合增长率为26%，在线电影票务为主要营收贡献者

中国现场娱乐方式包含电影、体育和文艺等，电影为时下现场娱乐市场的主要营收贡献者，2018年占比为84%。

图表1：中国现场娱乐市场概览，电影为主要营收贡献者，2018年营收占比84%



资料来源：易观智库，联讯证券研究院

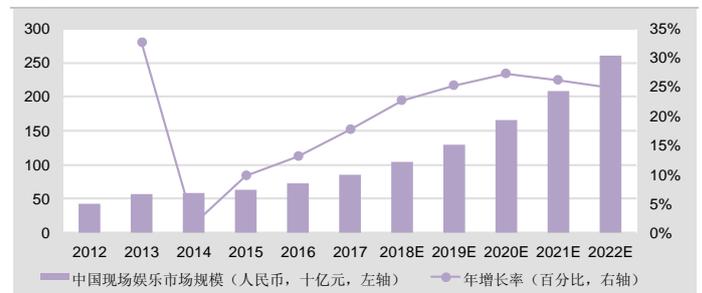
艾瑞数据显示，2018年中国娱乐市场规模为15,270亿元，为全球第二大市场，并预计2022年将增至32,138亿元，对应2018年至2022年市场规模的复合增长率为20%。其中，2018年现场娱乐市场规模为1,037亿元，（占比68%），并预估2022年现场娱乐市场规模将增至2,602亿元，对应复合增长率为26%。

图表2：预估2018年至2022年中国娱乐市场规模的复合增长率为20%



资料来源：艾瑞咨询，联讯证券研究院

图表3：预估2018年至2022年中国现场娱乐市场规模的复合增长率为26%



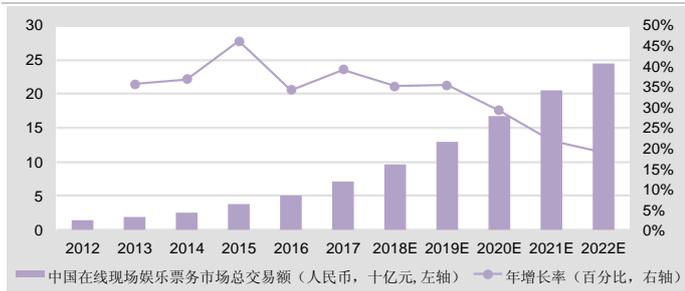
资料来源：艾瑞咨询，联讯证券研究院

消费升级及娱乐方式多元化推动现场娱乐需求上升。此外，受惠智能手机及移动支付进一步普及，线上消费便利性提升，推动在线娱乐票务渗透率提升。艾瑞咨询预估，中国在线娱乐票务市场规模将由2018年的960亿元增长至2022年的2,440亿元，对应



复合增长率为 26%。

图表4： 中国在线现场娱乐票务市场规模



资料来源：艾瑞咨询，联讯证券研究院

图表5： 中国现场娱乐在线票务占比



资料来源：艾瑞咨询，联讯证券研究院

其中，在线电影票务为目前中国在线娱乐票务的主要营收贡献者，2018 年占比为 84%。

2016 年在线票务渗透率 74%，比 2015 年增长了 2%，易观智库预计在线票务 2019 年渗透率为 88%。互联网在线票务平台流通效率极高、信息通畅及时、票务信息能够精准匹配市场需求、定价灵活、购票渠道多元化等特征能够很好地解决“买票难”、“卖票难”、买卖渠道分散、消费决策成本高等传统售票市场中存在的问题。因此，在线票务系统更适合时代的发展，大众的需求。

图表6： 预估 2019 年中国在线电影票务收入规模同比增长 38%



资料来源：易观，联讯证券研究院

图表7： 预估 2018 年中国在线电影票务渗透率为 83%



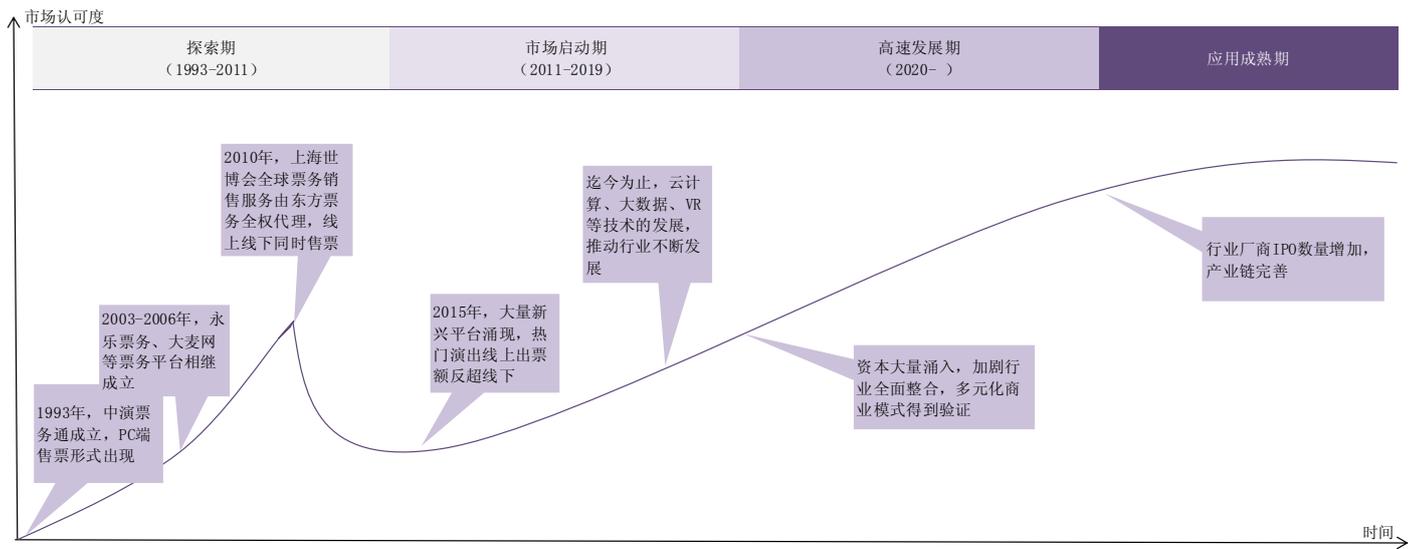
资料来源：易观，联讯证券研究院

## 二、在线票务商业模式：精准用户画像，提升产业链参与者 ROI

回顾中国现场娱乐在线票务平台发展历史，1993 年中演票务通的成立标志着线上票务销售模式出现。2011 年以前主要是传统票务代理公司以及后来的主办 PC 端网站，2011 年以后进入市场启动期，2015 年大量新型平台涌现，热门演出线上销售额反超线下，云计算、大数据等技术的发展不断推进行业增速加快，商业模式多元化趋势明显。



图表8：中国在线票务发展进程一览

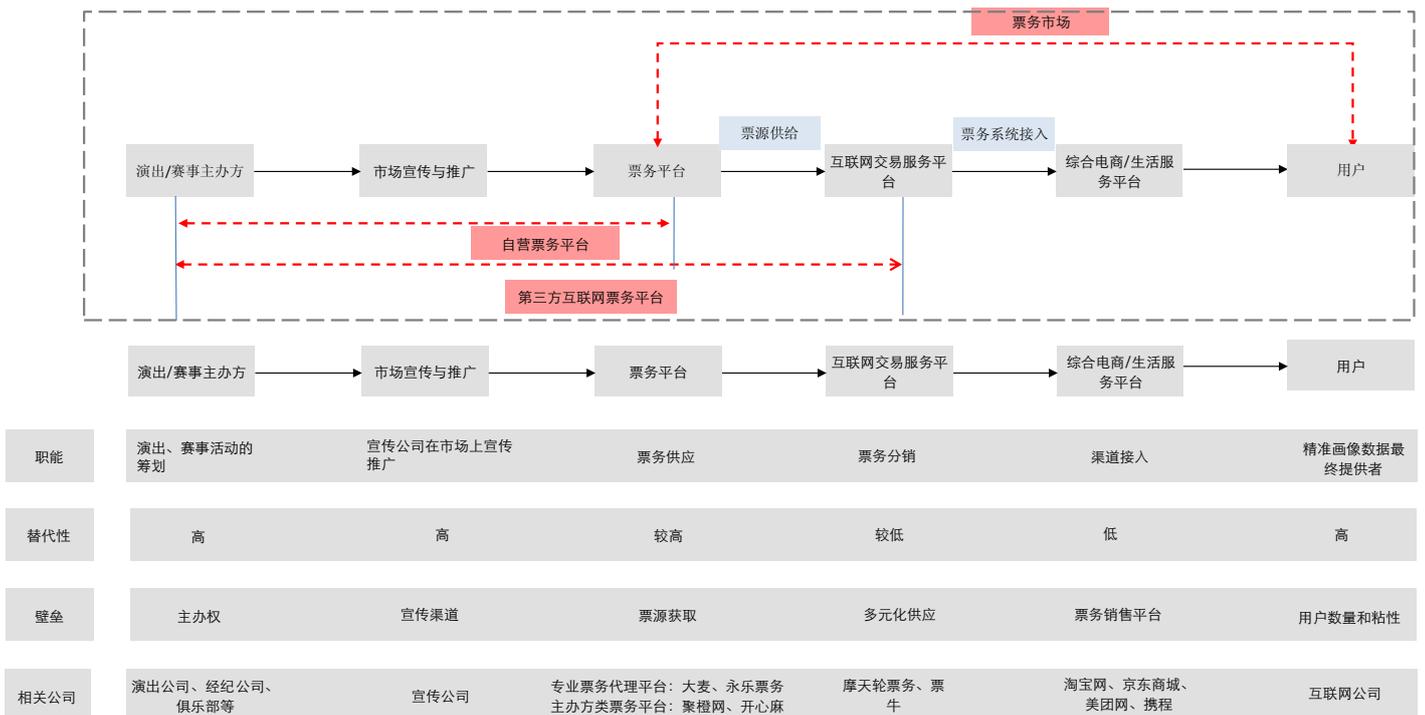


资料来源：易观智库，联讯证券研究院

在线票务产业以票务平台为核心，产业链上游接内容生产方，主办方发行的票务由自营票务平台或者第三方互联网票务平台分销，自营票务平台有专业票务代理平台（如大麦网和永乐票务等）和主办方类票务平台（聚橙网和开心麻花等），将票源直接销售用户或供给互联网票务交易服务平台（如摩天轮票务等），一部分票务由综合电商或生活服务平台（如淘票票等）代销，最后触达用户。

在线票务平台可直达终端用户，便于反馈用户群数据，对其精准画像，并数据提供给产业链相关各方，整体提升产业链服务效率。面临激烈的市场竞争，我们认为差异化和多元化的销售模式为发展方向。

图表9：现场娱乐在线票务产业链



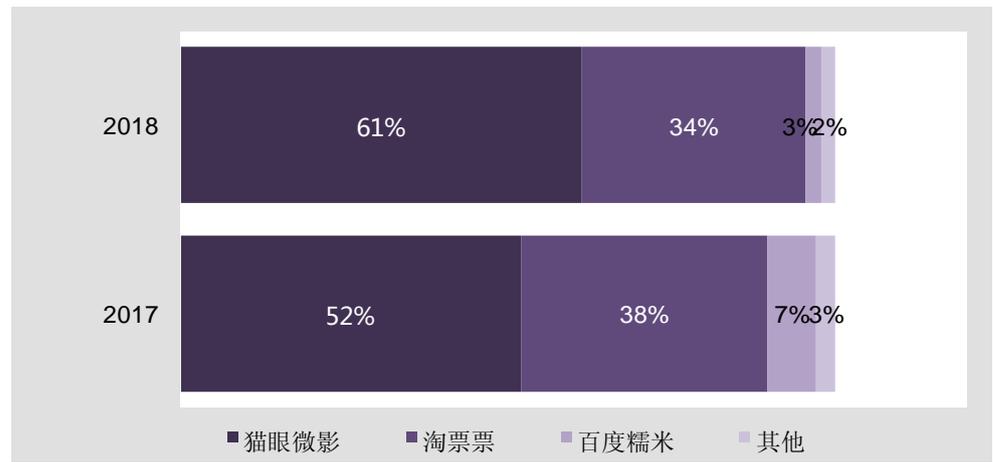
资料来源：联讯证券研究院



### 三、市场格局：双寡头格局凸显，产业链一体化为趋势，多元化为增长引擎

艾瑞咨询数据显示，以总交易额计，截止 2018 年 9 月 30 日，猫眼娱乐(01896.HK) 市场份额为 61%，大幅领先排名第二的淘票票（隶属于阿里影业(01060.HK)）的 34%。

图表10： 中国在线票务集中度持续提升，2018 年猫眼份额上升 9 个百分点至 61%



资料来源：艾瑞咨询，联讯证券研究院

在线票务商业模式具互联网属性，规模为极大壁垒，市场曾一度出现靠补贴赢得流量的局面，受惠行业监管限制票补，目前行业已回归理性，进入双寡头时代。该等商业模式的行业壁垒为规模、资本（资本需有效率的转化为规模和 ARPU 值）及产业链资源（如内容）。BAT 为中国互联网领域王者，拥有最大的用户规模和资本，产业链资源可以通过资本获得。

图表11： 行业壁垒决定了傍牢 BAT 大腿的参与者才能赢得天下



资料来源：联讯证券研究院



图表12: 猫眼娱乐和淘票票在规模、资本及产业链资源维度对比显示猫眼胜出

	猫眼娱乐	淘票票	权重	说明
规模	90	60	60%	2018年猫眼市场份额61%，淘票票份额34%
资本	60	80	20%	2018年阿里影业投资淘票票96.7%，腾讯控股间接合计持有猫眼娱乐16.3%股份
产业链资源	90	60	20%	猫眼娱乐背靠光线传媒电影资源丰富，淘票票背靠电商巨头阿里巴巴，拥有雄厚资本，可以换取产业链资源
总体评分	84	64		满分100

资料来源: 联讯证券研究院

#### 四、猫眼与淘票票在模、资本和产业链资源比对显示猫眼胜出

##### (一) 猫眼娱乐: 在线电影票务份额领先优势明显, 为多元化的成功践行者

猫眼娱乐作为中国娱乐票务服务行业的领导者, 利用互联网技术领先为用户提供有价值的服务。从 2016 年开始, 猫眼娱乐一直担任电影主控发行方, 按截止 2018 年 9 月 30 日九个月的电影票务总交易额计算, 猫眼娱乐占据 61.3% 的市场份额, 其提供的娱乐内容服务的电影占中国综合票房超过 90%, 平台平均月活跃用户达 1.346 亿, 是中国最大的在线电影社区。

在公司大股东中, Vibrant Wide Limited 由王长田拥有 100% 股权, 香港影业国际有限公司为光线传媒的间接全资附属公司, 而光线传媒则由光线控股拥有 44.06% 股权, 光线控股则由王长田拥有 95% 股权。因此, 公司实际掌控人为王长田, 同时, 公司依托腾讯、美团点评、新美大的资源支持, 暂居龙头地位。

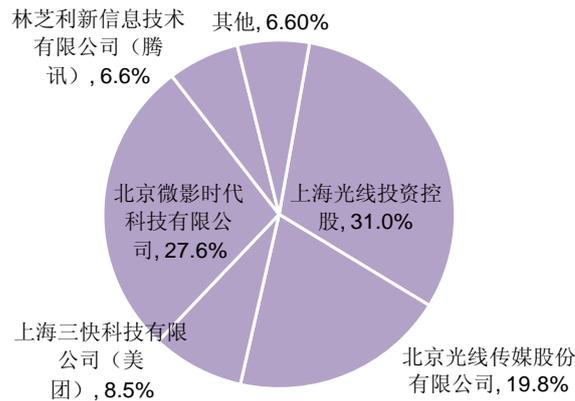
图表13: 猫眼娱乐主要股东

股东名称	占已发行普通股比例 (%)	股东类型
Vibrant Wide Limited	24.68	持股5%以上股东
香港影业国际有限公司	17.18	持股5%以上股东
Weying (BVI) Limited	13.99	持股5%以上股东
意像之旗投资(香港)有限公司	13.96	持股5%以上股东
Inspired Elite Investment Limited	7.34	持股5%以上股东
Weying NZ (BVI) Limited	2.35	其他
Weying MY (BVI) Limited	1.34	其他
合计	80.84	

资料来源: 公司资料, 联讯证券研究院



图表14： 猫眼股权结构



资料来源：公司公告，联讯证券研究院

票务销售为公司的主要业务，2018年票务销售占主营业务61%的比例，其次是影视娱乐占28%。2017年猫眼联合出品及主控发行了第一部电影《羞羞的铁拳》，综合票房达人民币22亿元，蝉联中国票房榜首20天，并连续两周获得超过30%的全国电影排片份额。

根据艾瑞咨询报告，猫眼在2015年、2016年和2017年的市场份额分别为44.6%、41.9%和47.1%。截止2018年9月30日的九个月内，中国电影票超过85%为线上售出。公司抓住机遇，继续做大做强主营业务，有选择性的开展合作项目，完成整体娱乐市场产业链布局。

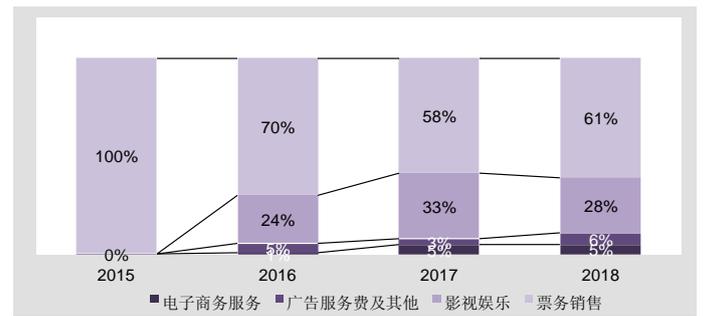
公司2015年至2018年营业收入的复合增长率为85%，其中票务销售的复合增长率为57%。从主营业务构成占比来看，公司从2015年开始业务多元化趋势明显。

图表15： 猫眼娱乐主营业务收入



资料来源：wind，联讯证券研究院

图表16： 猫眼娱乐主营业务构成占比及变化

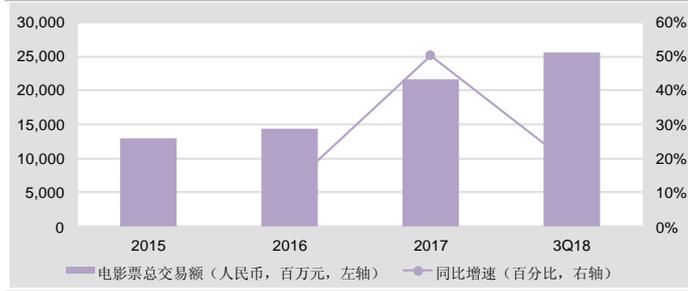


资料来源：wind，联讯证券研究院

猫眼平台上售出的电影票数从2015年的3.8亿张增至2018年前三季度6.8亿张，复合增长率为21.37%；电影票总交易额从2015年的1290.18亿元增长至2018年前三季度2562.47亿元，复合增长率为25.70%。

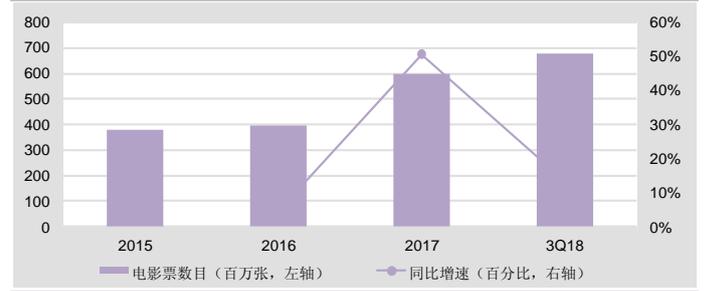


图表17: 猫眼电影平台上售出电影票总交易额



资料来源: 公司公告, 联讯证券研究院

图表18: 猫眼电影平台上售出电影票数目

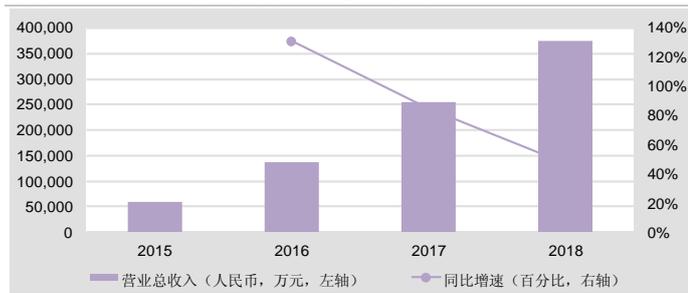


资料来源: 公司公告, 联讯证券研究院

虽然猫眼的主营业务由票务销售、影视娱乐、广告服务费和电子商务服务构成, 收入结构趋于多元化, 但是主要业务收入来源是票务销售。2015、2016 和 2017 年营业总收入分别为 5.97 亿元、13.78 亿元和 25.48 亿元, 三年复合增长率为 84.62%。净利润未能扭亏转盈, 但亏损额已经有所收窄。IPO 定价中, 猫眼娱乐定价区间为每股 14.80 港元至 20.40 港元, 最终招股价 14.80 港元, 位于定价区间低位, 募集资金主要用来提升平台实力、丰富内容供应加强服务, 研发以及技术基建, 寻求潜在的投资并购。2018 年 7 月, 猫眼投入 9.53 亿港元认购了欢喜传媒 15% 的股份。2019 年 3 月又宣布注入 3.9 亿港元, 以每股 1.65 港元的价格认购欢喜传媒 8.11% 的股份, 扩大后股本约 7.5%。

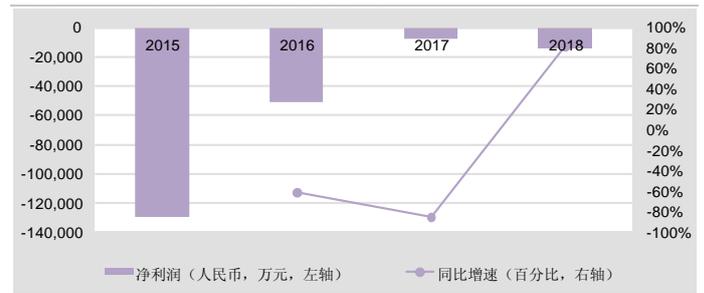
中国在线电影票务的渗透率由 2012 年的 18.4% 增加至 2018 年 9 月 30 日为止九个月的 85.5%, 在线电影票务市场相对饱和, 公司的相关业务发展也会受限。在宏观环境和行业因素的驱动下, 行业面临全面整合, 公司背后大股东是传统电影巨头之一的光线传媒, 会有更多的电影发行上的优势, 而公司在未来需要全产业链布局, 走多元化的商业模式, 更好的服务消费者, 继续为市场创造增量。

图表19: 猫眼娱乐营业总收入变化



资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表20: 猫眼娱乐净利润变化



资料来源: wind, 联讯证券研究院

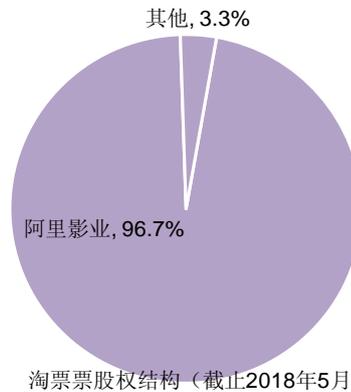
## (二) 淘票票: 阿里嫡系, 资本背景雄厚

Quest Mobile 发布移动互联网报告显示, 2017 年淘票票的活跃用户渗透率从 21.8% 升至 26.8% 成为行业第一。易观发布《2017 年暑期档电影市场观察》显示, 淘票票以 30.94% 的市场份额排名第一, 猫眼电影和娱票儿分别以 29.72% 和 21.84% 紧随其后, 百度糯米下滑至 9.71%。淘票票前身是淘宝电影。2014 年淘宝电影接入到影院售票系统, 成为在线票务平台的有力竞争力之一。2015 年, 淘宝电影和娱乐宝注入阿里影业, 形成内容生产制作、票务渠道发售和衍生品管理的全产业链。2016 年, 淘宝电影更名为淘票票, 一方面加大投入, 拓展市场份额, 另一方面公司与大麦网、阿里体育展开合作, 增加演出票务、体育票务等业务。同时, 淘票票也开始关注影片发行和制作业务。尽管淘



票票更趋向于互联网基因，没有太多电影领域的主控经验，但是可以依靠互联网身份，实现用户运营、片方营销平台和大数据平台三维联动，推动并实现中国电影线上宣发智能化。

图表21： 淘票票股权结构（截止 2018 年 5 月）



资料来源：公司公告，联讯证券研究院

淘票票股权结构中，阿里影业占比 96.7%，而在阿里影业的股东中，阿里巴巴集团持股 50.92%，作为唯一的大股东为阿里影业提供互联网平台资源。

图表22： 阿里巴巴主要业务图



资料来源：公司公告，联讯证券研究院

图表23： 阿里影业四大业务

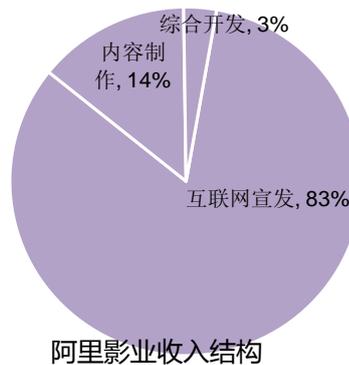


资料来源：公司公告，联讯证券研究院



阿里影业的收入结构大致分为三类：互联网宣传发行（在线票务）、内容制作与开发。利用阿里巴巴的资源优势，阿里影业的互联网宣发业务占比最多。据公司年报披露，2017年集团的互联网宣传发行业务取得收入26.586亿元，较2016年的11.632亿元剧增128.6%，主要由于在线售票手续费及在线宣传发行收入增长所致。

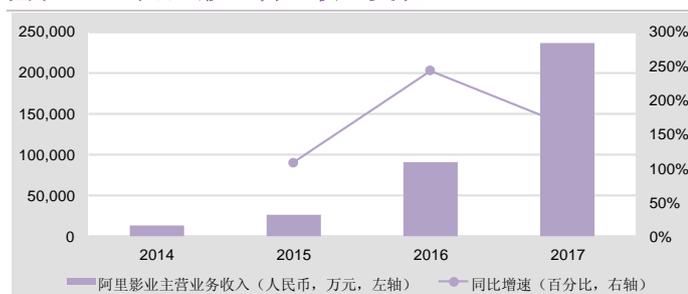
图表24：阿里影业收入构成



资料来源：公司财报，联讯证券研究院

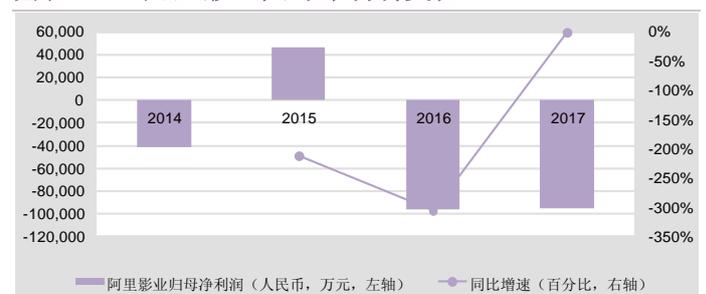
随着淘票票的市场份额稳步攀升，市场费用也在逐年增长，2017年主营业务收入23.66亿元，较上年同比增速161.57%；归母净利润亏损9.50亿元，较上年有所收窄。所有的业务收入部分大幅增长的业绩取决于互联网宣传发行部分，而内容制作部分属于业绩改善最强劲的部分。

图表25：阿里影业营业收入变化



资料来源：wind，联讯证券研究院

图表26：阿里影业归母净利润变化



资料来源：wind，联讯证券研究院

## 五、投资建议

中国在线票务市场的特质可概括如下：1. 整体市场平稳增长，预估2018年至2022年市场规模的复合增长率为26%；2. 在线电影票务市场为主要营收贡献者，营收占比为84%（2018年）；3. 多元化方面表现较好者可录得更好的财务表现。

我们认为中国在线票务市场赢家当具备如下特质：1. 于主要战场，即在线电影票务市场获得市场份额绝对主导权，因为电影子版块是在线票务最成熟也最大的市场，通过这个利基吸粉，累计用户规模；2. 雄厚的资本（通畅的融资渠道），该等资本可用于获取产业链相关资源并应对竞争对手的各类反击；3. 对产业链的深刻理解，便于有效率的利用资本，提升合作伙伴的ROI；4. 成功多元化，对用户实现多方位变现，除电影外，



还有演出、音乐剧、话剧、体育赛事及其他等；3. 拥有丰富的产业链资源。

## 六、风险提示

行业政策性风险；票房不及预期风险。



## 分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，现任传媒互联网组长。证书编号：S0300516090001。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)