

# 猫眼娱乐公司深度： 全文娱服务价值释放， 未来成长潜力可期

## 分析师及联系人

• 王傲野  
(8621)61118753  
wangay@cjsc.com.cn  
执业证书编号：  
S0490518010002

• 徐润  
(8621)61118753  
xurun@cjsc.com.cn  
执业证书编号：  
S0490520010001

报告日期	2021-03-31
港股研究	公司深度
评级	买入   首次
当前股价(HKD)	12.92

## 相关研究

猫眼娱乐(1896)

## 全文娱服务价值释放，未来成长潜力可期

### ● 在线电影票务龙头优势显著，全文娱服务战略下增长潜力仍在

猫眼娱乐依托强大的“互联网+娱乐”资源禀赋和线下业务能力，迅速发展成为我国在线电影票务龙头，目前市占率约 60%，领先地位稳固。公司成功构建数据驱动的高壁垒商业模式，用互联网重塑我国电影产业链并逐步提升行业话语权，依托线上渠道优势持续向产业链上游延伸，于 2019 年提出“猫爪战略模型”，为全文娱产业链提供服务，目前已经成为我国领先的全文娱观众入口、主流宣发平台和数据及产品平台。伴随全文娱服务平台战略的持续推进，公司营收增长后劲仍足，且营收结构或将持续优化。

### ● 行业边际变化：2021 年电影市场修复，在线电影票务竞争趋缓

在行业格局趋稳、后疫情时代修复期，票务平台的补贴意愿或将持续降低。2021 年春节档开门红，量价齐升驱动票房强劲增长，需求旺盛强化电影市场复苏信心，伴随进口影片陆续恢复引进，全年票房或将至 600 亿元，伴随用户在线购票习惯的养成以及市场竞争格局的初步稳定，猫眼和淘票票两大巨头继续大规模“烧钱”做票补的动力降低，猫眼的票补开支或有望持续收缩。

### ● 持续性业务：提供公司业绩基本盘，或将随电影大盘稳健增长

基于线上购票渗透率 90% 以上基本接近天花板、行业竞争趋缓，公司在线电影票务服务费率 and 市占率或有望保持稳定，未来公司在线票务收入或将伴随我国电影票房稳健增长而增长，叠加票补降温，或能够持续为公司提供稳健的现金流及利润来源。

伴随在线上渠道的核心能力持续强化，猫眼担任主控发行方角色的影片数量和票房体量持续提升，2019 年主发行影片票房已超 100 亿元，我们认为，公司在电影发行方面的通道价值日益凸显，未来电影发行业务或有望持续为公司提供相对稳健的收入来源。

### ● 增量弹性业务：电影投资制作及广告业务具备较强成长性

电影投资制作方面，公司利用大数据分析的优势能够更好地把握市场偏好、衡量投入回报比，通过分散投资，胜率较高，整体回报良好。截至 2021 年 3 月 31 日，春节档爆款电影《你好，李焕英》票房超过 53 亿元，公司作为该影片的出品和主控发行方，且是主要受益方之一，2021 年公司业绩或将得到显著提振。此外，公司也在加强对电视剧、网剧、网络电影投资制作的布局，未来公司投资制作业务发展空间仍然广阔。

2019 年公司广告业务及其他收入约 5.67 亿元，较 2018 年同比增长 170%。得益于“猫爪模型”的搭建和“腾猫联盟”深化合作，公司的营销平台和资金服务平台将持续发展，票务平台和产品平台中沉淀的大量优质用户价值或将得到有效开发，未来几年公司广告业务或仍有望保持较高速增长。

### 风险提示：

1. 电影市场修复进度不及预期的风险；
2. 行业监管政策变化的不确定性。

## 目录

在线电影票务龙头发力转型全文娱服务大平台 .....	5
持续推进全文娱服务，营收结构优化下增长仍有潜力 .....	5
构筑数据驱动的平台模式，公司竞争优势凸显 .....	7
互联网及内容禀赋优秀，高管团队履历亮眼 .....	8
2021 年电影市场修复，在线电影票务竞争趋缓 .....	10
2021 年春节档开门红，全年票房或将至 600 亿元 .....	10
在线电影票务双巨头竞争趋缓，票补或将持续降温 .....	13
基石及通道业务迎修复，增量业务提供可观弹性 .....	15
基石业务：在线电影票务提供持续现金流和利润来源 .....	15
通道业务：依托票务入口公司电影宣发通道价值凸显 .....	17
增量业务：电影投资及广告业务相对具备更高成长性 .....	19

## 图表目录

图 1：猫眼娱乐历史沿革 .....	5
图 2：2015 年至 2018 年前三季度猫眼娱乐在线电影票务市场占有率 .....	5
图 3：2019 年猫眼全文娱战略升级，五大平台构筑猫爪模型 .....	6
图 4：剔除 2020 年疫情影响，近年来猫眼娱乐总营收保持良好增长 .....	6
图 5：2019 年猫眼娱乐净利润成功实现扭亏为盈 .....	6
图 6：近年来猫眼娱乐营收结构逐步多元化 .....	7
图 7：猫眼娱乐营收成本构成中票房系统成本占比有所降低 .....	7
图 8：猫眼娱乐销售毛利率及销售净利率 .....	7
图 9：销售费用构成猫眼娱乐最主要的费用开支 .....	7
图 10：猫眼娱乐形成了“数据驱动”的商业模式 .....	8
图 11：猫眼娱乐利用数据驱动模式重塑我国影视产业链并逐步提升话语权 .....	8
图 12：猫眼娱乐股权结构（截至 2021 年 3 月 22 日） .....	9
图 13：微信、QQ、美团、大众点评等第三方入口为猫眼提供用户导流 .....	9
图 14：“腾猫联盟”主要聚焦“产品联通、资源协作、数据共享”三个层面 .....	9
图 15：量价齐升带动 2021 年春节档票房较 2019 年提升 32.5% .....	11
图 16：2021 年春节档一二线城市观影人次占比较 2019 年仅增 0.3% .....	11
图 17：2021 年春节档本地观影人次占比较 2019 年仅提升 3.2% .....	11
图 18：2020 年全国银幕数量同比增长 8% .....	12
图 19：2021 年 262 部国产影片储备进度（2020 年 10 月 29 日全国院线国产影片推介会公布） .....	12
图 20：我国在线电影票务行业发展进程 .....	13
图 21：至 2018 年三季度末我国在线电影票务渗透率已达 86% .....	14
图 22：猫眼娱乐销售费用主要用于营销及推广开支 .....	14
图 23：猫眼娱乐的营销推广开支主要用于用户激励 .....	14



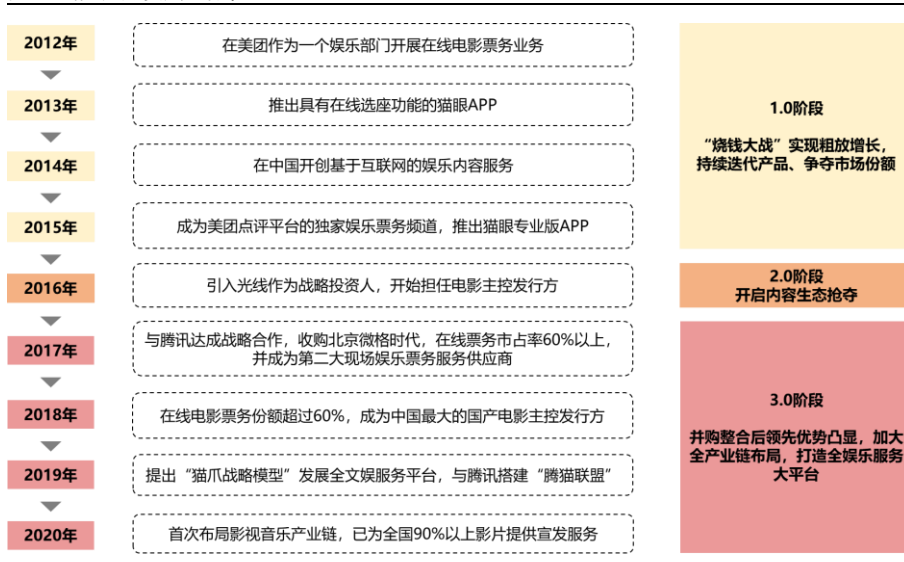
图 24: 猫眼娱乐的销售费用及销售费用率.....	15
图 25: 2015 年至 2019 年公司在线娱乐票务板块收入持续增长 .....	15
图 26: 2015 年至 2018 年前三季度猫眼在线娱乐票务板块营收构成.....	15
图 27: 2016 年至 2018 年前三季度公司平均每张票服务费约在 2~3 元区间.....	16
图 28: 2020 年 6 月猫眼为火箭少女 101 演唱会直播活动提供独家全方位票务代理和宣发合作 .....	16
图 29: 2020 年 7 月猫眼娱乐在猫眼专业版上线 “智能宣发”服务文娱宣发全链路.....	17
图 30: 2016 年至 2018 年前三季度猫眼娱乐娱乐内容服务收入构成明细 .....	18
图 31: 2016 年至 2020 年猫眼娱乐作为主发行方的电影情况 .....	18
图 32: 2016 年至 2020 年猫眼娱乐作为主出品方的电影项目 .....	19
图 33: 2016 年至 2019 年猫眼娱乐广告服务及其他收入呈快速增长趋势（单位：亿元） .....	20
表 1: 猫眼娱乐高管简介 .....	10
表 2: 2021 年北美已定档的部分重点影片（统计截至 2021 年 3 月 25 日，以实际定档为准） .....	12
表 3: 2016 年至 2018 年前三季度猫眼娱乐电影制作项目收入成本拆分（单位：万元） .....	19

## 在线电影票务龙头发力转型全文娱服务大平台 持续推进全文娱服务，营收结构优化下增长仍有潜力

猫眼娱乐由美团孵化，在国内电影行业爆发式增长、在线电影票务行业蓝海时切入赛道，乘移动互联网东风快速崛起，依托美团积累的流量优势和线下优势攻城掠地，**迅速成为我国在线电影票务龙头公司，并购微格时代后市场领先地位进一步得到强化，2018年、2019年公司在线电影票务交易总额的市占率均超过60%。**

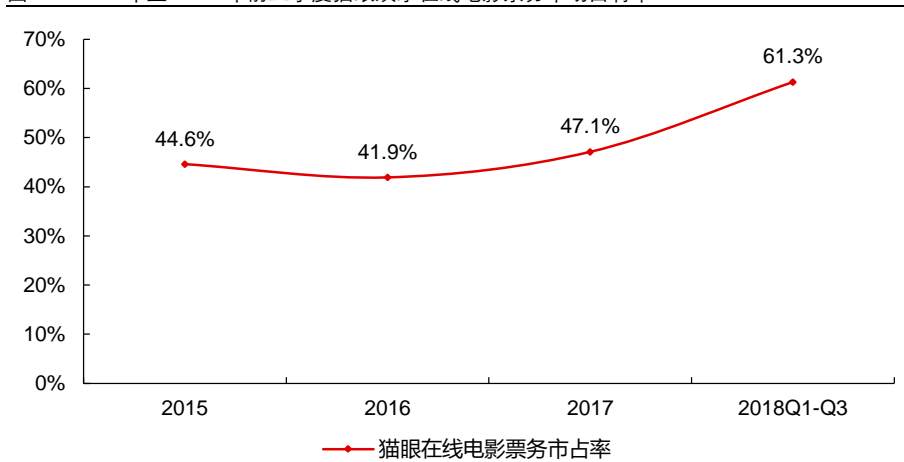
依托线上渠道优势，猫眼娱乐积极向电影产业链上游延伸，并于2019年提出“猫爪战略模型”，搭建全文娱服务大平台，为现场娱乐、短视频、视频、电影、文娱媒体、剧集、音乐、艺人 KOL 等全文娱产业链提供服务。**目前，猫眼娱乐已经成为我国领先的全文娱观众入口、主流宣发平台和数据及产品平台。**

图 1：猫眼娱乐历史沿革



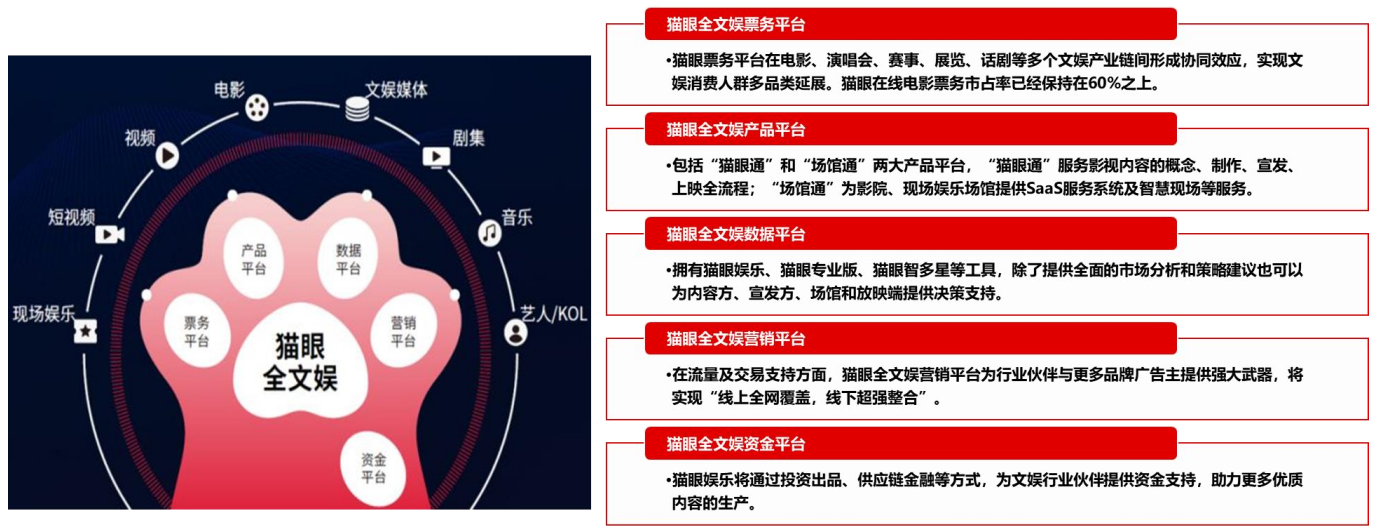
资料来源：猫眼娱乐公司公告，长江证券研究所

图 2：2015 年至 2018 年前三季度猫眼娱乐在线电影票务市场占有率



资料来源：猫眼娱乐招股说明书，长江证券研究所

图 3：2019 年猫眼全文娱战略升级，五大平台构筑猫爪模型



资料来源：猫眼娱乐官方网站，长江证券研究所

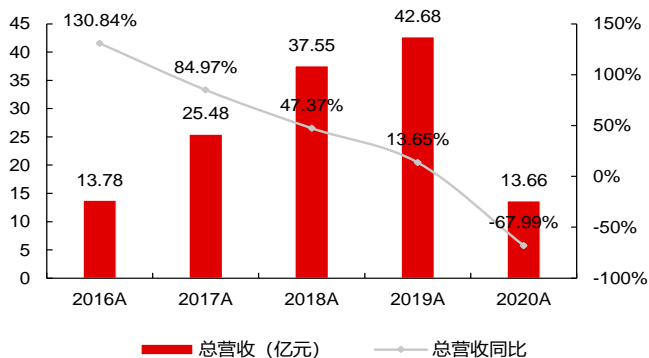
**我们认为，伴随全文娱服务平台战略的持续推进，公司营收规模增长后劲仍足，且营收结构或将持续优化。**

2015 年公司总营收 99.6%来自在线娱乐票务，到了 2019 年在线娱乐票务营收占比降低至 54%，娱乐内容服务和广告等业务营收贡献持续增长。票房系统成本和互联网基础设施成本为公司的主要营业成本开支，伴随公司业务向产业链上游延伸，内容宣发成本和制作成本的占比逐步提升。

公司具备较高的毛利率，2015 年~2019 年销售毛利率均超过 60%，但由于销售费用率较高，利润释放受到压制；伴随销售费用率逐步改善，2019 年公司首次实现扭亏为盈。

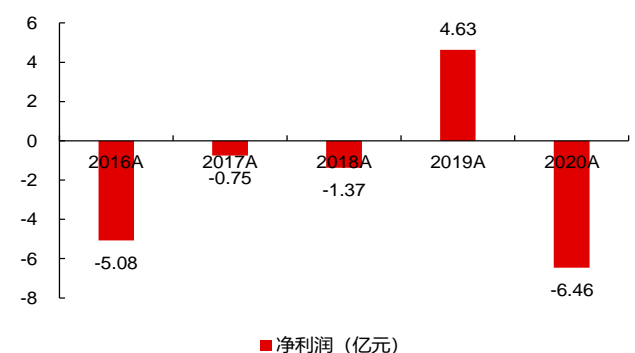
**2020 年受疫情影响公司营收和利润受损，但我们认为公司的长期价值不改，增长潜力仍在。**未来，公司在线电影票务作为公司的基石业务预计将提供相对稳健的收入来源，伴随行业竞争趋缓、销售费用率改善，在线票务业务利润或将逐步释放；影视宣发业务通道价值凸显、电影投资业务或将提供可观业绩弹性，娱乐内容业务或有望呈现稳中有增的态势；广告业务伴随线上线下整合营销能力的提升，或有望保持较快增长。

图 4：剔除 2020 年疫情影响，近年来猫眼娱乐总营收保持良好增长



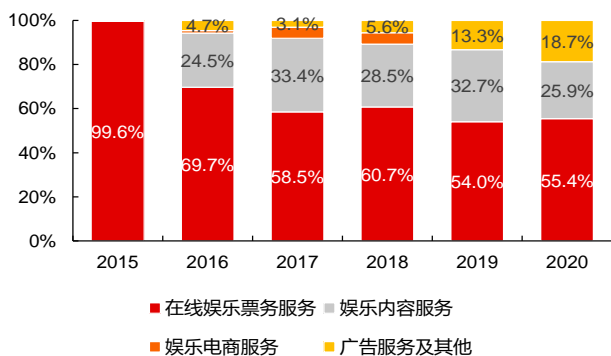
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 5：2019 年猫眼娱乐净利润成功实现扭亏为盈



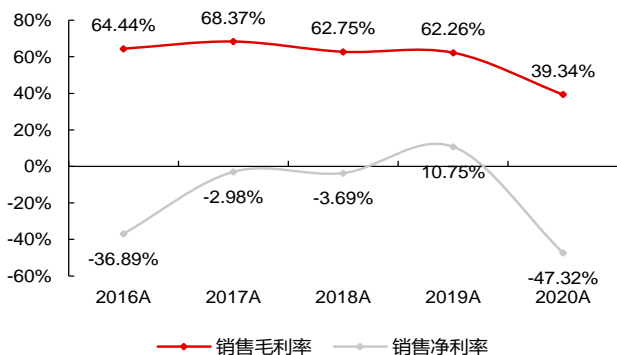
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 6：近年来猫眼娱乐营收结构逐步多元化



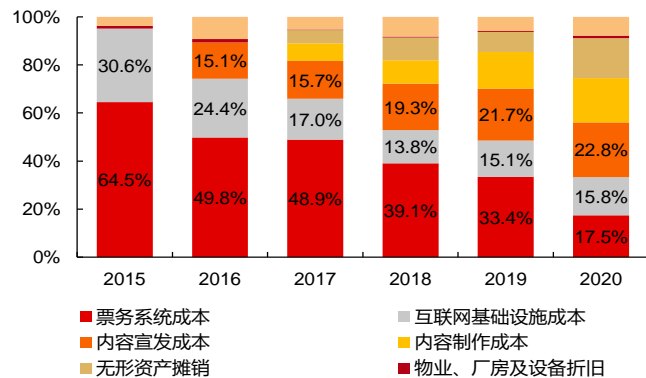
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 8：猫眼娱乐销售毛利率及销售净利率



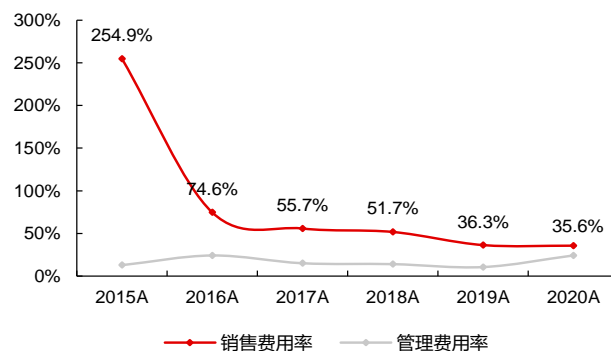
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 7：猫眼娱乐营收成本构成中票房系统成本占比有所降低



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 9：销售费用构成猫眼娱乐最主要的费用开支



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

## 构筑数据驱动的平台模式，公司竞争优势凸显

我国在线电影票务的商业模式可分为两个发展阶段：**O2O 阶段**和**数据驱动的平台阶段**。

在 O2O 模式阶段，票务 APP 主要做的是做补贴用低价票获取用户，让消费者完成从线下购票到线上购票的转移，从而向用户收取服务费。该阶段的在线票务行业进入壁垒很低：1) 不具备技术壁垒，开发一个在线购票 App 技术简单且成本不高；2) 规模效应不显著，成本主要是带宽成本，整体而言用户流量越大带宽成本越高，难以发挥成本端的规模效应；3) 不具备网络效应，在线票务平台作为一个工具性应用，“用完即走”的特征显著，用户粘性低，因而在平台之间的转换成本很低，很容易被竞争对手抢夺。以上特性决定了，处于 O2O 发展阶段的在线电影票务公司，加大线上票补力度便能够显著提升市场份额，各大平台跑马圈地，竞争渐趋白热化，陷入“烧钱”的混战格局。

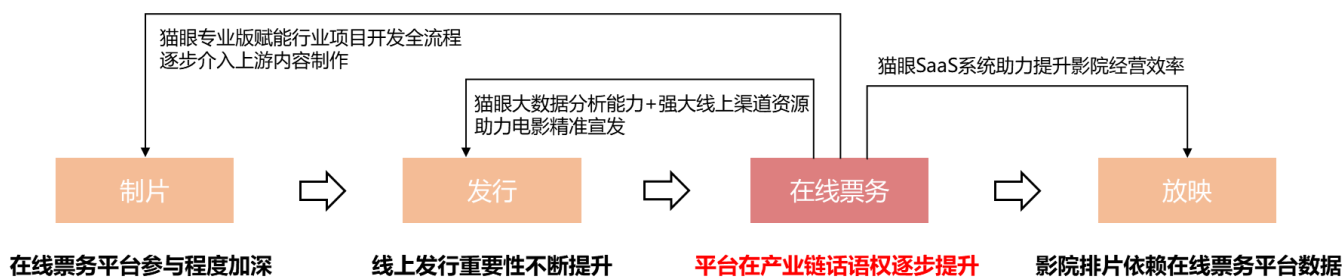
当 BAT 等巨头资本纷纷入场后，在线电影票务竞争进入下半场，内容和产业链布局成致胜关键。猫眼通过构建**数据驱动的高壁垒商业模式**：通过在线票务连接用户，建立用户数据分析基础；数据积累越多对用户洞察愈发精准，赋能娱乐产业链上游各环节，进而为消费者提供更好的服务；通过提供多元化一站式娱乐服务增强用户粘性，吸引更多用户，数据飞轮驱动下各项业务形成正循环快速发展，形成生态闭环，构建强大平台壁垒。

图 10：猫眼娱乐形成了“数据驱动”的商业模式



资料来源：长江证券研究所

图 11：猫眼娱乐利用数据驱动模式重塑我国影视产业链并逐步提升话语权



资料来源：长江证券研究所

## 互联网及内容禀赋优秀，高管团队履历亮眼

猫眼能够从 O2O 在线售票平台的红海竞争下脱颖而出并成功转型为高壁垒的数据驱动的票务龙头，主要得益于强大的股东资源禀赋加持和自身优秀的管理团队。

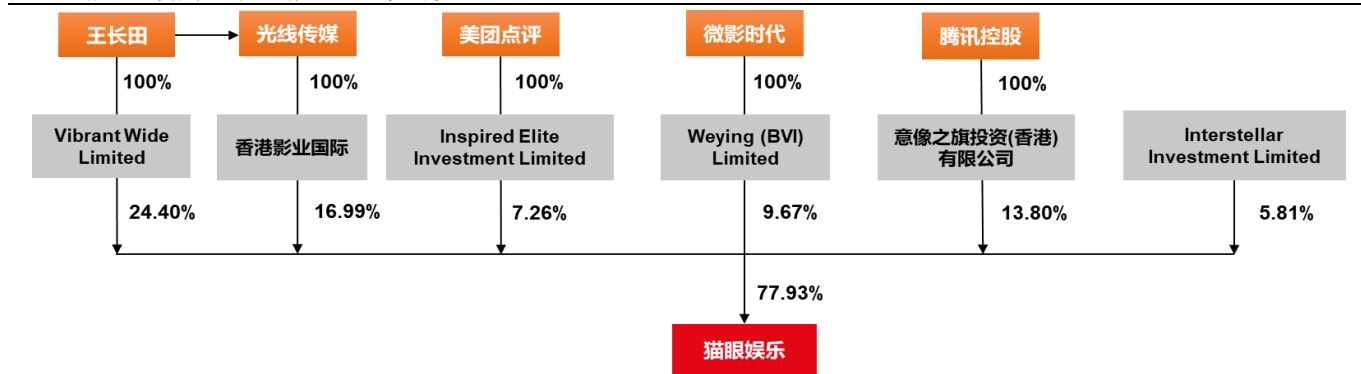
### 1、猫眼背靠光线、腾讯、美团等互联网及内容行业巨头，互联网和内容资源禀赋优秀：

一方面，腾讯、美团为猫眼提供强大的流量入口支持、数据共享以及互联网基础设施服务。猫眼主要的流量入口渠道来源分为三类：自有应用（猫眼电影、格瓦拉生活）、腾讯系入口（微信支付、微信小程序、QQ 钱包）、美团系入口（美团、大众点评），覆盖社交、电商、生活消费所有场景。截至 2020 年底，覆盖微信、抖音、百度等多个平台的猫眼小程序生态总用户规模已突破 4.5 亿。

另一方面，猫眼亦与腾讯、光线等股东展开深入的业务合作。猫眼除了向光线、腾讯等关联方销售预付卡及代金券、提供广告服务，依托自身在线上渠道的影响力，猫眼为光线和腾讯提供影视内容宣传发行服务并收取服务费。2019 年“腾猫联盟”成立后，猫眼与腾讯的合作关系进一步加深，双方未来将进行资源整合和深度协同，旨在打造中国最大的全链路文娱消费平台，为行业及创作者服务。

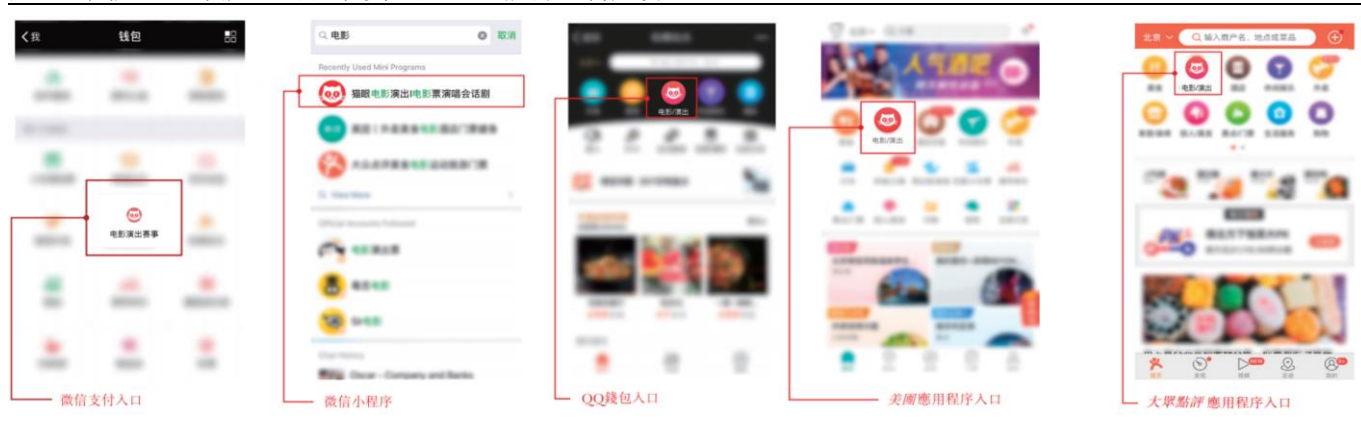


图 12：猫眼娱乐股权结构（截至 2021 年 3 月 22 日）



资料来源：香港交易所官网，Wind，长江证券研究所

图 13：微信、QQ、美团、大众点评等第三方入口为猫眼提供用户引流



资料来源：猫眼娱乐招股说明书，长江证券研究所

图 14：“腾猫联盟”主要聚焦“产品联通、资源协作、数据共享”三个层面

## 产品联通

- 基于微信生态、QQ、腾讯视频等腾讯系产品打通猫眼闭环购票，完善腾讯平台用户的购票体验

## 资源协作

- 腾讯将整合内容分发、互动社交、跨界联动、话题口碑、裂变产品及区域推广等多方面资源，并通过跨平台联动、社交营销等创新玩法，推动影视作品热度发酵。猫眼娱乐则将整合购票入口、精准营销、定制活动、短视频，以及线下发行等能力，最大化的覆盖用户范围，为行业提供定制化宣发服务

## 数据共享

- 双方将依托和整合各自的数据优势，为行业发展提供更为专业的决策引导，深入挖掘商业价值

资料来源：猫眼专业版，长江证券研究所

**2、公司核心高管人员履历优秀，深耕互联网及娱乐行业。**公司执行董事、首席执行官郑志昊具备互联网和娱乐行业超过 20 年经验，曾于美团点评、腾讯、微软等公司担任重要职务，公司核心管理团队拥有腾讯、京东、微软、百度及优酷土豆等公司的丰富管理经验。优秀的高管团队和强大的股东背景赋予猫眼互联网科技和娱乐产业的基因，叠加公司在线下业务能力，使得公司在发展中具备长远的战略眼光以及强大的执行力。

表 1：猫眼娱乐高管简介

姓名	职务	任职日期	简介
郑志昊	执行董事、首席执行官	2016-04-30	郑志昊先生，为本公司执行董事兼首席执行官，并于本集团旗下多家附属公司担任董事职务及高级管理层职位，包括自 2016 年 4 月起担任天津猫眼微影的董事及总经理，以及自 2018 年 2 月起担任猫眼科技的执行董事、法定代表人及经理。于 2001 年 4 月至 2005 年 2 月，郑先生担任微软公司的高级顾问。于 2005 年 2 月至 2006 年 9 月，郑先生历任微软（中国）有限公司上海分公司的高级程序经理及集团经理。于 2006 年 9 月至 2015 年 4 月先后担任腾讯科技（深圳）有限公司的部门总经理及副总裁。郑先生亦于 2014 年 3 月至 2015 年 11 月担任 Dianping Holdings Ltd. 的总裁兼首席产品官，负责多项产品的整体营运及管理，包括发展电影部门及管理娱乐业务，例如电影票务服务业务，并于 2015 年 11 月至 2016 年 4 月担任美团点评的平台事业群总裁，主要负责管理多项产品，包括电影票务服务、产品营运及技术。
顾思斌	总裁	2017-10-31	顾思斌先生，为本集团总裁，自 2017 年 10 月起担任天津猫眼微影总裁。顾先生在互联网及传媒行业拥有多年经验。于 2004 年 7 月至 2014 年 3 月，彼任职腾讯，并在（其中包括）互联网增值服务、会员制度、娱乐电商及虚拟小区建设等方面拥有丰富经验。于 2014 年 4 月至 2014 年 9 月，顾先生担任京东集团（一间于纳斯达克上市的公司）副总裁，负责其无线业务。于 2014 年 9 月至 2017 年 1 月，顾先生曾担任优酷土豆股份有限公司的首席产品官，负责产品研发、用户运营及付费会籍。
施康平	首席财务官	2018-02-28	施康平先生，为本集团首席财务官。彼自 2018 年 2 月起加入本集团，并担任天津猫眼微影的首席财务官。施先生拥有逾 20 年会计及财务经验。
康利	首席运营官	2016-04-30	康利先生，为本集团首席运营官。彼自 2016 年 4 月起加入本集团并担任天津猫眼微影的副总裁及自 2017 年 5 月起担任天津猫眼微影的首席运营官。康先生负责本集团的整体营运及发展。康先生拥有多年业务营运管理经验。于 2017 年 11 月至 2018 年 8 月在北京捷通无限科技有限公司担任董事。于 2013 年 3 月至 2016 年 4 月，担任天津三快科技有限公司高级运营总监，负责管理业务运作。
郑程杰	公司秘书	2018-08-31	郑程杰先生，于 2018 年 8 月获委任为本公司联席公司秘书。郑先生为方圆企业服务集团（香港）有限公司之经理，于企业秘书服务范畴拥有逾七年经验。
郑霞	公司秘书	2018-08-31	郑霞女士，于 2018 年 8 月获委任为本公司联席公司秘书。郑女士于 2018 年 5 月加入本公司担任法律总监。郑女士拥有逾 13 年的律师经验。郑女士为中国及纽约州的执业律师。

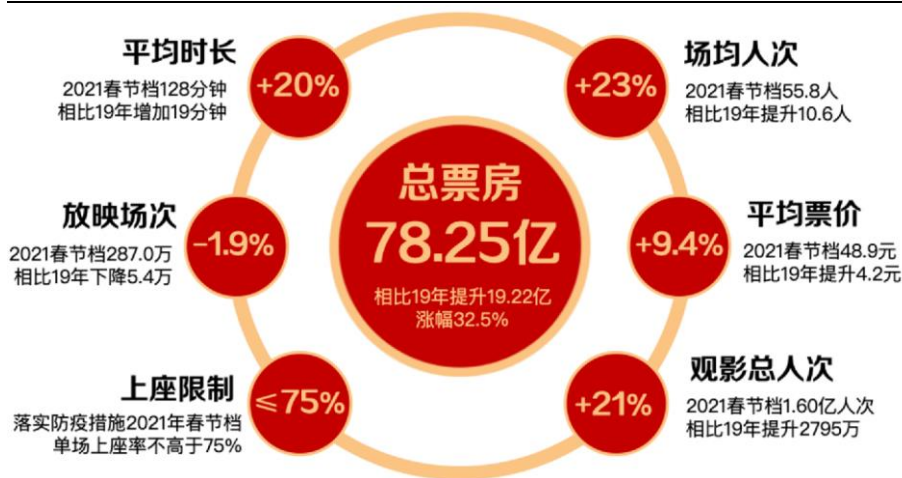
资料来源：Wind，长江证券研究所

## 2021 年电影市场修复，在线电影票务竞争趋缓 2021 年春节档开门红，全年票房或将至 600 亿元

**量价齐升驱动票房强劲增长，需求旺盛强化电影市场复苏信心。**2021 年春节档合计实现票房 78.25 亿元，较 2019 年春节档增长 32.5%，增长的主动为旺盛的观影需求和供不应求下的票价增长——2021 年春节档观影总人次 1.6 亿，较 2019 年提升 21%；放映场次 287.0 万场，较 2019 年下滑 1.9%；平均票价 48.9 元，较 2019 年提升 9.4%。

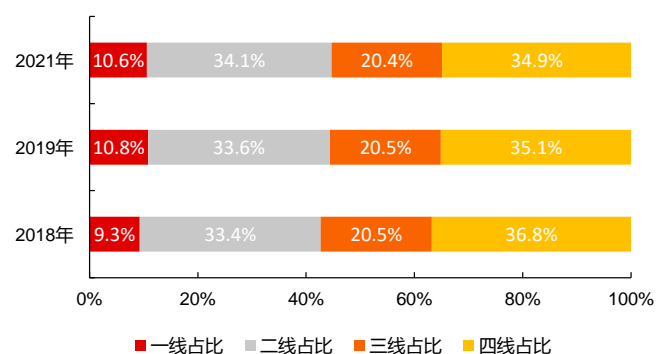
受疫情影响 2020 年电影市场整体处于非常态化经营状态，市场对于后疫情时期电影票房复苏存在担忧和观望情绪，而 2021 年春节档观影人次大幅增长证明需求仍然旺盛。从数据来看，“就地过年”对观影的促进作用相对有限，我们认为，春节档观影人次**强劲增长主要来源于观影需求长期压制和优质内容供给的集中释放**。春节档观影需求的强劲，增强了影片方、影院方、广告主等产业各环节的信心，或将进一步促进影片定档和影院广告投入恢复常态化。

图 15：量价齐升带动 2021 年春节档票房较 2019 年提升 32.5%



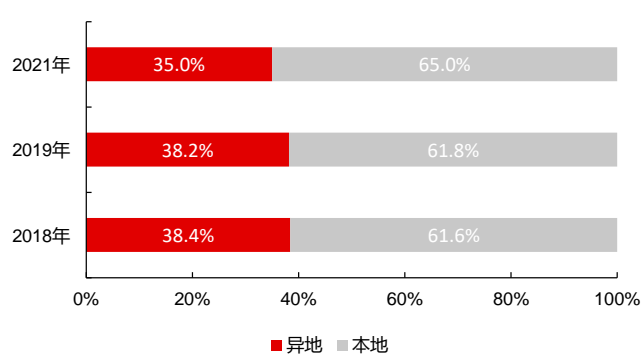
资料来源：猫眼专业版，长江证券研究所

图 16：2021 年春节档一二线城市观影人次占比较 2019 年仅增 0.3%



资料来源：猫眼专业版，长江证券研究所

图 17：2021 年春节档本地观影人次占比较 2019 年仅提升 3.2%



资料来源：猫眼专业版，长江证券研究所

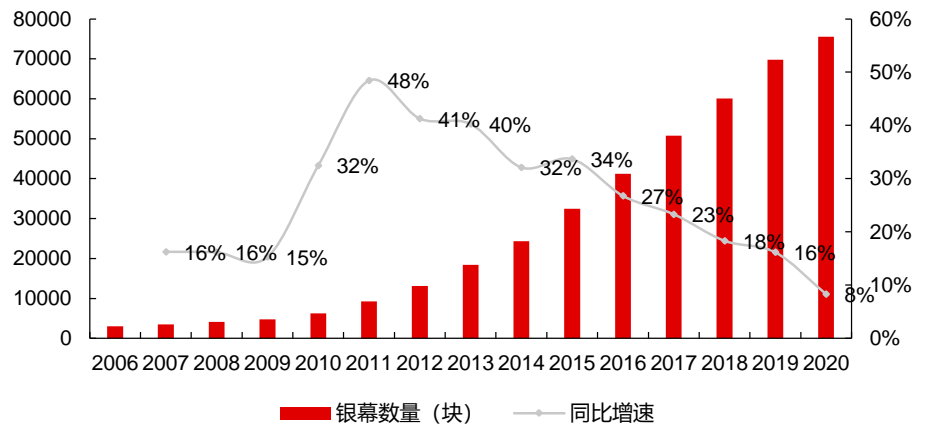
在需求端得到初步验证后，供给端情况成为 2021 年电影市场修复的关键。

放映渠道供给方面——全国银幕数量 2020 年达 75581 块，同比 2019 年仍保持增长 8%，我们预计 2021 年全国银幕数量或有望仍保持小幅增长的趋势；

影片内容供给方面，从目前公布的 2021 年国产影片和好莱坞影片定档信息来看，由于 2020 年疫情影响导致上映延期，优质电影内容供给数量仍然可观。根据 2020 年 10 月 29 日举办的全国院线国产电影推介发布会统计已定档于 2021 年和暂未确定但有望定档于 2021 年的国产院线电影共 262 部；根据 Box Office Mojo，截至 2021 年 3 月 25 日，北美已定档的重点影片约 30 部，包括《黑寡妇》、《速度与激情 9》、《碟中谍 7》、《蜘蛛侠 3》、《黑客帝国 4》、《毒液 2》、《007：无暇赴死》等，2021 年进口影片供给或有望恢复正常，预计或将为大盘贡献 200 亿元左右票房。

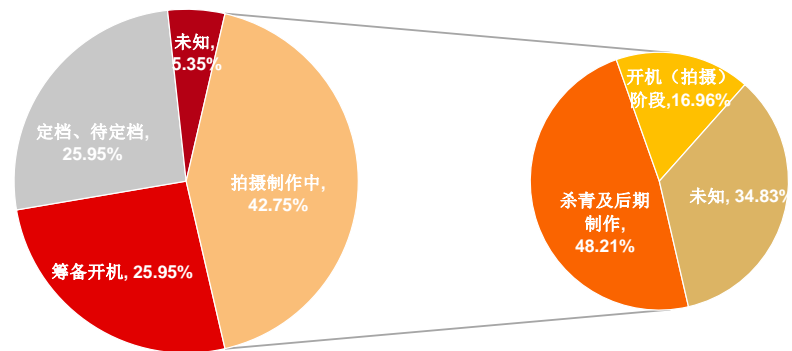
在疫苗接种逐步推进背景下，我们看好 2021 年电影市场有望恢复常态秩序，我国全年票房或有望修复至 600 亿元左右的规模。

图 18：2020 年全国银幕数量同比增长 8%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 19：2021 年 262 部国产影片储备进度（2020 年 10 月 29 日全国院线国产影片推介会公布）



资料来源：电影频道融媒体中心，1905 电影网，M 大数据，长江证券研究所

表 2：2021 年北美已定档的部分重点影片（统计截至 2021 年 3 月 25 日，以实际定档为准）

影片原名	影片译名（供参考）	北美上映时间	发行商
《猫和老鼠》	《猫和老鼠》	2021-2-26	华纳兄弟
《Raya and The Last Dragon》	《寻龙传说》	2021-3-5	迪士尼
《Godzilla vs. Kong》	《哥斯拉大战金刚》	2021-3-31	华纳兄弟
《Mortal Kombat》	《真人快打：毁灭》	2021-4-16	华纳兄弟
《Cruella》	《库伊拉》	2021-5-28	迪士尼
《A Quiet Place Part II》	《寂静之地 2》	2021-5-28	派拉蒙影业
《Fast & Furious 9》	《速度与激情 9》	2021-6-25	环球影业
《Peter Rabbit 2: The Runaway》	《比得兔 2：逃跑计划》	2021-7-2	索尼影业
《Black Widow》	《黑寡妇》	2021-7-2	派拉蒙影业
《Cinderella》	《灰姑娘》	2021-7-9	迪士尼
《Space Jam: A New Legacy》	《空中大灌篮 2》	2021-7-16	索尼影业
《Jungle Cruise》	《丛林奇航》	2021-7-16	华纳兄弟
《The Suicide Squad》	《X 特遣队：全员集结》	2021-7-30	迪士尼
		2021-8-6	华纳兄弟



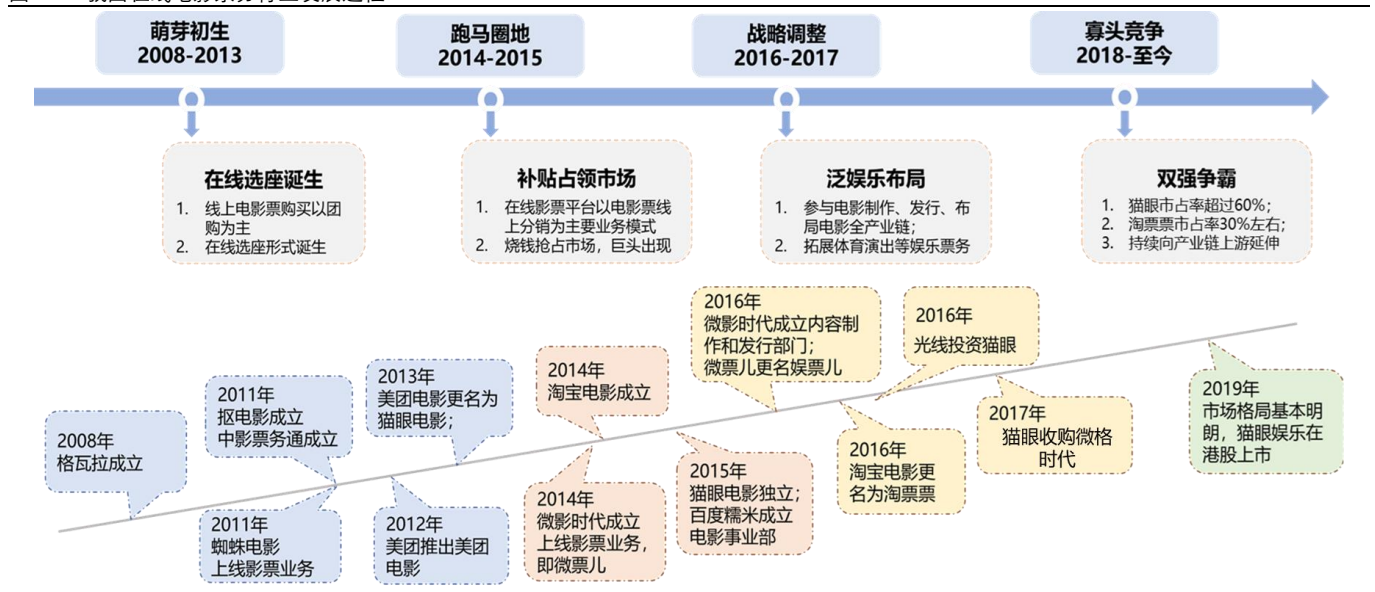
《Hotel Transylvania 4》	《精灵旅社 4》	2021-8-6	索尼影业
《Shang-Chi and the Legend of the Ten Rings》	《尚气》	2021-9-3	迪士尼
《Venom: Let There Be Carnage》	《毒液 2》	2021-9-17	索尼影业
《Infinite》	《无限》	2021-9-24	派拉蒙影业
《Dune》	《沙丘》	2021-10-1	华纳兄弟
《No Time to Die》	《007：无暇赴死》	2021-10-8	米高梅
《Snake Eyes: G.I. Joe Origins》	《特种部队：蛇眼起源》	2021-10-22	派拉蒙影业
《Eternals》	《永恒族》	2021-11-5	迪士尼
《Ghostbusters: Afterlife》	《超能敢死队》	2021-11-11	索尼影业
《Mission Impossible 7》	《碟中谍 7》	2021-11-19	派拉蒙影业
《Spider-Man: No Way Home》	《蜘蛛侠 3》	2021-12-17	索尼影业
《The King's Man》	《王牌特工：起源》	2021-12-22	20 世纪影业
《The Matrix 4》	《黑客帝国 4》	2021-12-22	华纳兄弟
《Sing 2》	《欢乐好声音 2》	2021-12-22	环球影业

资料来源：Box Office Mojo，长江证券研究所

## 在线电影票务双巨头竞争趋缓，票补或将持续降温

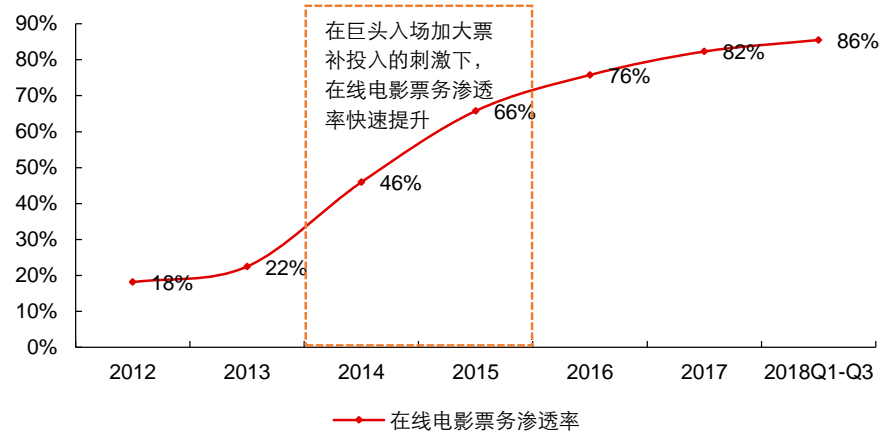
我国在线电影票务平台的崛起绕不开“票补”，正如互联网公司进入各传统细分领域的常规打法——利用补贴低价吸引用户，将其线下购买行为转移至线上，然后通过不断并购整合达到“赢家通吃”，互联网重塑电影产业价值链亦先选择了相对容易的下游购票环节，利用补贴吸引用户将线下购票行为转移至线上，在线购票率持续上升：从 2012 年约 18%提升至 2018 年 1~9 月约 86%，预计目前约保持在 90%左右。

图 20：我国在线电影票务行业发展进程



资料来源：猫眼娱乐招股说明书，Wind，新浪，长江证券研究所

图 21：至 2018 年三季度末我国在线电影票务渗透率已达 86%



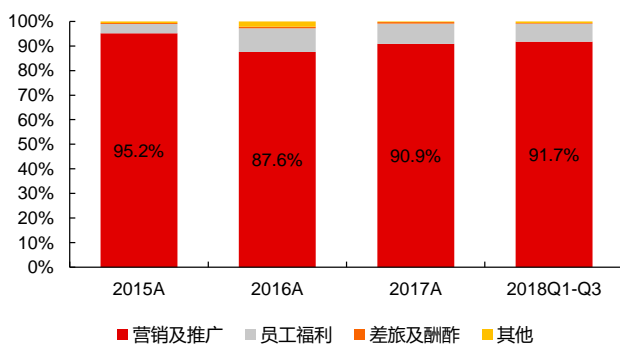
资料来源：猫眼娱乐招股说明书，猫眼专业版 APP，长江证券研究所

伴随用户在线购票习惯的养成以及市场竞争格局的初步稳定，猫眼和淘票票两大巨头继续大规模“烧钱”做票补的动力降低，猫眼娱乐票补开支有望持续收缩。

根据猫眼娱乐招股书披露，猫眼的销售费用 9 成以上用营销及推广开支，而营销推广开支绝大部分用于用户激励（也即票补）。

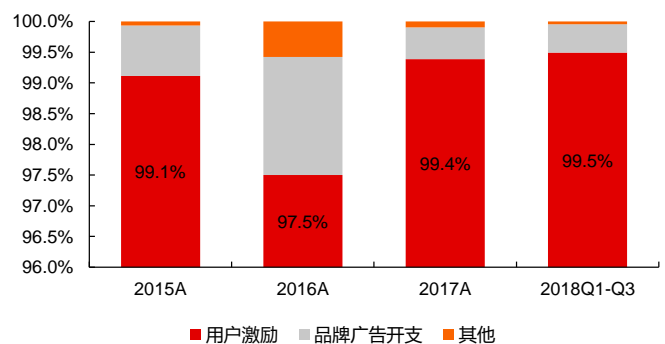
在巨头入场、票补激烈的 2015 年，猫眼娱乐销售费用高达 15.21 亿元；2018 年双强争霸格局下，作为行业第一，为应对第二名淘票票的“猛烈进攻”，猫眼采取了跟随策略投入大量补贴，因而 2018 年销售费用增至 19.40 亿元，由于淘票票发起攻势后未取得理想效果，2019 年双巨头的补贴动作大幅减少，猫眼娱乐的销售费用和销售费用率均明显下滑。2020 年受疫情影响，影院经营停摆近半年，全年票房收入大幅下滑，在线票务平台的收入亦受到较大影响。我们认为，在行业格局趋稳、后疫情时代修复期，票务平台的补贴意愿或将持续降低。

图 22：猫眼娱乐销售费用主要用于营销及推广开支



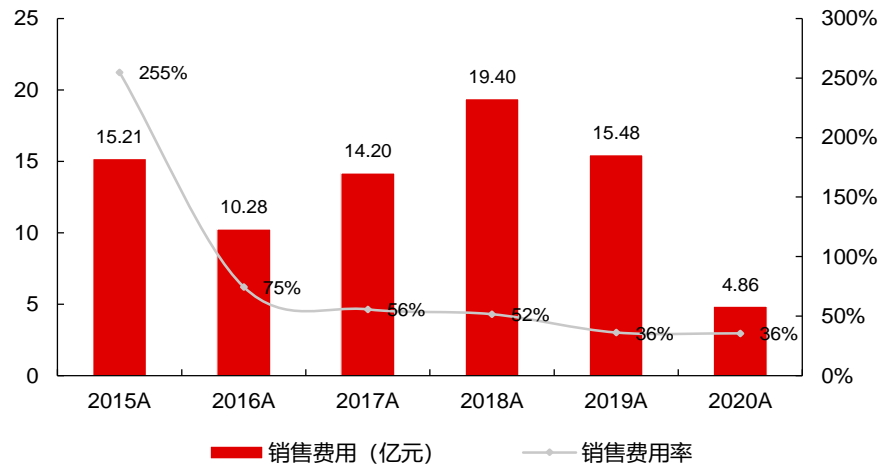
资料来源：猫眼娱乐公告，长江证券研究所

图 23：猫眼娱乐的营销推广开支主要用于用户激励



资料来源：猫眼娱乐公告，长江证券研究所

图 24：猫眼娱乐的销售费用及销售费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 基石及通道业务迎修复，增量业务提供可观弹性

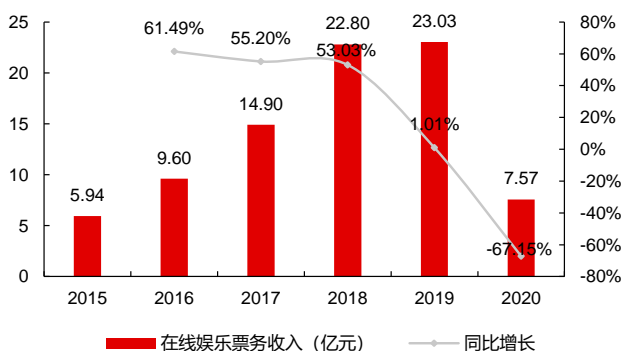
### 基石业务：在线电影票务提供持续现金流和利润来源

2020 年在线娱乐票务板块贡献了猫眼娱乐 55.4% 的营收，主要包括在线电影票务和现场娱乐票务，其中在线电影票务贡献板块主要收入来源。

在线电影票务的盈利模式为：猫眼对在平台购票的观众收取服务费，费率一般为用户支付的电影票价 4%~8%，平均约 2 元~3 元/张票，这部分确认为电影票服务的收入。

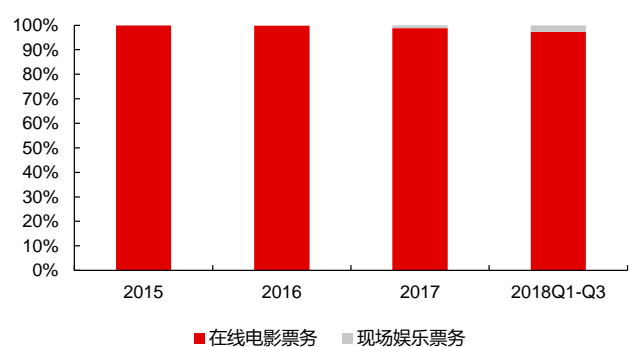
现场娱乐票务服务的盈利模式为：猫眼就现场娱乐票务服务按照终端客户支付票价的 3%~30% 收取佣金。猫眼在自有平台为演唱会、现场演出、展览及体育赛事等现场娱乐提供票务销售，部分活动向观众提供在线选座服务和退票服务，猫眼为活动筹办提供支持，包括场馆座位规划及定价、线上购票及黄牛识别、门票防伪印刷、现场登记服务及安保服务等。现场娱乐相对于电影属于低频消费，但单用户价值更高，通过高频业务带动低频业务，公司现场娱乐票务业务虽然基数较低但呈现快速增长趋势。

图 25：2015 年至 2019 年公司在线娱乐票务板块收入持续增长



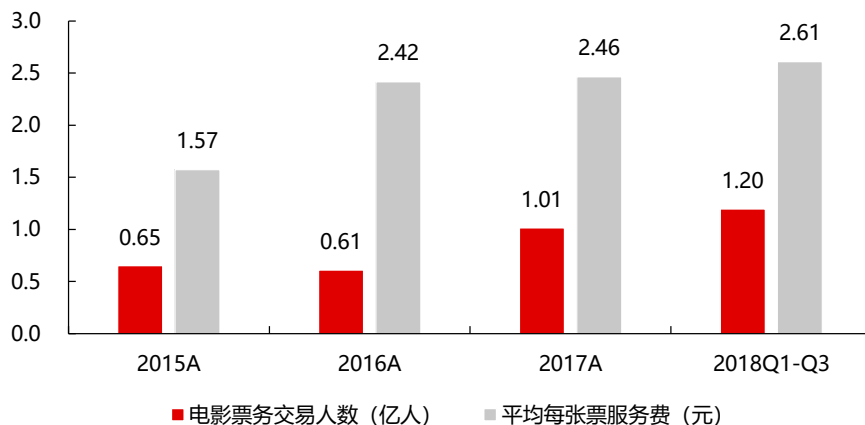
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 26：2015 年至 2018 前三季度猫眼在线娱乐票务板块营收构成



资料来源：猫眼娱乐招股说明书，长江证券研究所

图 27：2016 年至 2018 年前三季度公司平均每张票服务费约在 2~3 元区间



资料来源：猫眼娱乐招股说明书，长江证券研究所

2019 年，全国电影票房同比增长 5.4%、在线购票渗透率保持稳定，猫眼交易额同比上升 6.7%，出票量同比上升 0.9%，市占率超过 60%。2020 年受疫情影响，在线票务收入下滑明显。2021 年假设全年票房修复至 600 亿元、线上购票率为 90%、猫眼市占率仍保持约 60%、服务费率假设 7%，则在线电影票务收入或有望修复至 22.7 亿元左右。

**我们认为，基于线上购票渗透率 90% 以上基本接近天花板、行业竞争趋缓，公司在线电影票务服务费率及市占率或有望保持稳定，未来公司在线票务收入或将伴随我国电影票房稳健增长而增长，叠加票补降温，或能够持续为公司提供稳健的现金流及利润来源。**

现场娱乐票务方面，2019 年中国现场娱乐票务市场份额较 2018 年基本持平，猫眼交易总额较 2018 年同比增长 15.1%，2019 年公司作为票务总代理角色的项目场次数同比增长超过 800%，出票量同比增长 900%。2020 年疫情背景下，公司持续加强智慧场馆建设，并积极为疫情后的新娱乐场景做准备，比如增加旅游演艺类的票务合作，持续增强演出项目的合作储备，同时持续思考和探索在线演唱会等新业务模式和方向。**我们认为，公司在现场娱乐票务业务的总交易额及市占率仍有很大提升潜力。**

图 28：2020 年 6 月猫眼为火箭少女 101 演唱会直播活动提供独家全方位票务代理和宣发合作



资料来源：猫眼演出，长江证券研究所



## 通道业务：依托票务入口公司电影宣发通道价值凸显

猫眼在 2014 年开始在电影领域开展娱乐内容服务，凭借广泛的用户触达、创新的平台功能、成熟的大数据能力及整合良好的线下资源和合作伙伴资源，已经建立全渠道数据驱动娱乐内容服务商领先地位，并将服务从电影扩展至电视剧、网剧、网络电影、综艺及现场娱乐等领域。2020 年，公司持续建设数据平台，推出“智能宣发”，并进一步加强与腾讯视频、腾讯音乐、微博、抖音、百度等线上平台的合作，打通数据共享资源，完善电影分账票房、原声音乐、电影热度、用户搜索等方面的参考指标。基于以上能力，2020 年公司为 40 多部院线电影提供数据服务，覆盖国庆、贺岁、春节各大档期。

图 29：2020 年 7 月猫眼娱乐在猫眼专业版上线“智能宣发”服务文娱宣发全链路



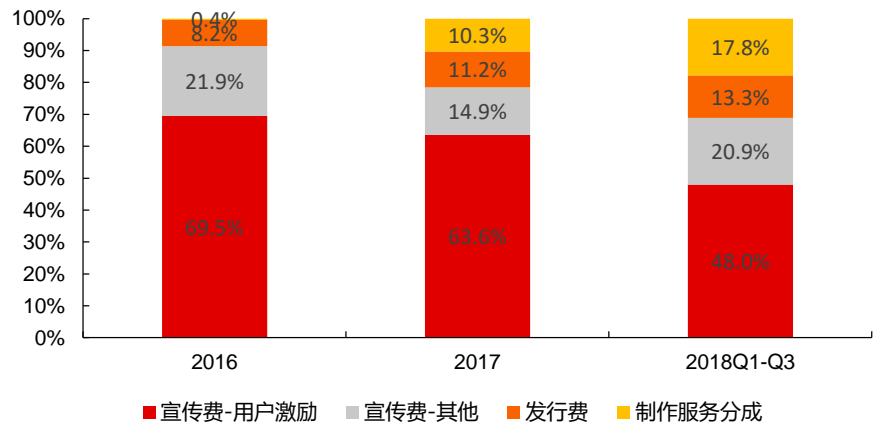
资料来源：猫眼研究院，长江证券研究所

公司的娱乐内容服务包括各种娱乐形式的宣发及制作。发行通常涉及：制定整体推广战略、合适的发行渠道和发行日期等。公司有时亦会以联合出品方的身份参与娱乐内容制作，以股权投资方式对制作投入资本，并对制作团队提供市场建议。

基于以上商业模式，公司娱乐内容服务收入主要来自三个方面：

- 1) 制作公司为获得公司宣传服务而支付的宣传费用。宣传费用的金额与相应的宣传成本和开支金额相同，对公司盈利能力并无直接影响，公司提供宣传服务有助于获取可收取发行费的电影发行方角色，以及建立和加强与业务伙伴之间的关系；
- 2) 发行费。公司担任电影主控发行方时收取 5%~12% 的发行费率，担任电影联合发行方时，可能按照预先约定的金额或者 1%~2% 的费率厘定发行费；
- 3) 公司提供制作服务或参与投资的项目的利润分成。当公司涉及其他联合出品方的概念孵化、选择制作团队及演员、拍摄及后期制作，并作为电影发行方制定宣发计划等，以及当公司与其他联合出品方就电影制作的主要相关活动商讨及共同做出决定时，公司作为投资制作方，按照对相关项目的所有权比例确认收入和成本；当公司不涉及项目制作过程，仅参与宣发工作，公司投资项目的主要目的是获取发行权及赚取发行费。

图 30：2016 年至 2018 前三季度猫眼娱乐娱乐内容服务收入构成明细



资料来源：猫眼娱乐招股说明书，长江证券研究所

基于猫眼在线上渠道的核心能力持续强化，公司担任主控发行方角色的影片数量和票房体量持续提升。公司在 2016 年开始担任电影主控发行方，截至 2018 年成为中国最大的国产电影主控发行方，2019 年由公司主控发行的影片多达 14 部，2020 年在疫情影响下发行影片数量和票房有所下滑，但 2021 年伴随电影行业逐步恢复常态化经营，公司电影发行业务快速修复，截至 3 月 28 日，公司担任主发行方的已上映影片有 4 部，合计票房近 60 亿元，包括《你好，李焕英》、《熊出没·狂野大陆》、《吉祥如意》、《合法伴侣》等，公司作为《你好，李焕英》的出品和主控发行方，且是主要受益方之一，2021 年公司电影发行收入有望得到显著提振。

我们认为，伴随公司在电影发行方面的通道价值日益凸显，未来电影发行业务或有望持续为公司提供相对稳健的收入来源。假设未来几年全国电影票房在 600~700 亿元左右，公司担任主控发行方的影片累计票房预计约 100~150 亿元，2019 年公司主发行影片票房已超 100 亿元，未来公司电影宣发业务虽增长空间有限，但或能提供持续收入来源。

图 31：2016 年至 2020 年猫眼娱乐作为主发行方的电影情况

2020			2019			2018			2017			2016		
作品	上映日期	票房 (亿元)	作品	上映日期	票房 (亿元)	作品	上映日期	票房 (亿元)	作品	上映日期	票房 (亿元)	作品	上映日期	票房 (亿元)
别告诉她	2020-1-10	0.04	白蛇：缘起	2019-1-11	4.68	捉妖记2	2018-2-16	22.37	大闹天竺	2017-1-28	7.56	年兽大作战	2016-2-8	0.34
麦路人	2020-9-17	0.18	飞驰人生	2019-2-5	17.28	后来的我们	2018-4-28	13.61	重返·狼群	2017-6-16	0.33	我叫MT之山口山战记	2016-6-17	0.12
姜子牙	2020-10-1	16.02	一吻定情	2019-2-14	1.73	邪不压正	2018-7-13	5.83	血战湘江	2017-6-30	0.74	驴得水	2016-10-28	1.72
风平浪静	2020-11-6	0.84	老师·好	2019-3-22	3.55	一出好戏	2018-8-10	13.55	大护法	2017-7-13	0.88	我不是潘金莲	2016-11-18	4.82
一秒钟	2020-11-27	1.31	反贪风暴4	2019-4-4	7.99	李茶的姑妈	2018-9-30	6.04	破局	2017-8-17	0.65	冲天火	2016-11-25	0.36
紧急救援	2020-12-18	4.85	银河补习班	2019-7-18	8.78	一百年很长吗	2018-12-1	0.01	羞羞的铁拳	2017-9-30	22.13	我在故宫修文物	2016-12-16	0.06
			鼠胆英雄	2019-8-2	1.01	来电狂响	2018-12-28	6.41	相爱相亲	2017-11-3	0.18	情圣	2016-12-30	6.57
			使徒行者2：谍影行动	2019-8-7	7.02				心理罪之城市之光	2017-12-22	2.24			
			我和我的祖国	2019-9-30	31.69									
			大约在冬季	2019-11-15	2.27									
			早安公主	2019-12-13	0.20									
			半个喜剧	2019-12-20	1.88									
			叶问4：完结篇	2019-12-20	11.81									
			亲爱的新年好	2019-12-31	0.63									
累计数量 (部)	6				14			7			8			7
累计票房 (亿元)	23.24				100.52			67.82			34.71			14.00

资料来源：猫眼专业版 APP，长江证券研究所

## 增量业务：电影投资及广告业务相对具备更高成长性

电影投资制作方面，公司利用大数据分析的优势能够更好地把握市场偏好、衡量投入回报比，通过分散投资，胜率较高，整体回报良好。

早期公司以参投为主，2020 年疫情背景下，公司投资的《囧妈》、《大赢家》及时调整发行策略，选择在西瓜视频播出，影院复工后公司投资的《送你一朵小红花》、《晴雅集》、《紧急救援》等票房亦表现良好。截至 2021 年 3 月 31 日，公司参与出品的《你好，李焕英》票房已超过 53 亿元，或有望为公司带来丰厚投资回报。自 2019 年以来公司开始自主开发院线电影，《了不起的老爸》、《天才游戏》、《扬名立万》、《三贵情史》、《平原上的摩西》、《我经过风暴》及《新五朵金花》等自主开发电影将陆续上映，预计 2021 年公司电影投资制作业务亦将有所修复。公司也在加强对电视剧、网剧、网络电影投资制作的布局，未来公司投资制作业务发展空间仍然广阔。

表 3：2016 年至 2018 年前三季度猫眼娱乐电影制作项目收入成本拆分（单位：万元）

	2016A	2017A	2018Q1-Q3
获利电影制作项目收入	730	7860	15960
获利电影制作项目成本	0	1280	4280
获利电影制作项目毛利	730	6580	11680
亏损电影制作项目收入	-610	910	230
亏损电影制作项目成本	0	4700	7000
亏损电影制作项目毛利	-610	-3790	-6770
电影制作项目总收入	120	8770	16190
电影制作项目总成本	0	5980	11280
电影制作项目总毛利	120	2790	4910

资料来源：猫眼娱乐招股说明书，长江证券研究所

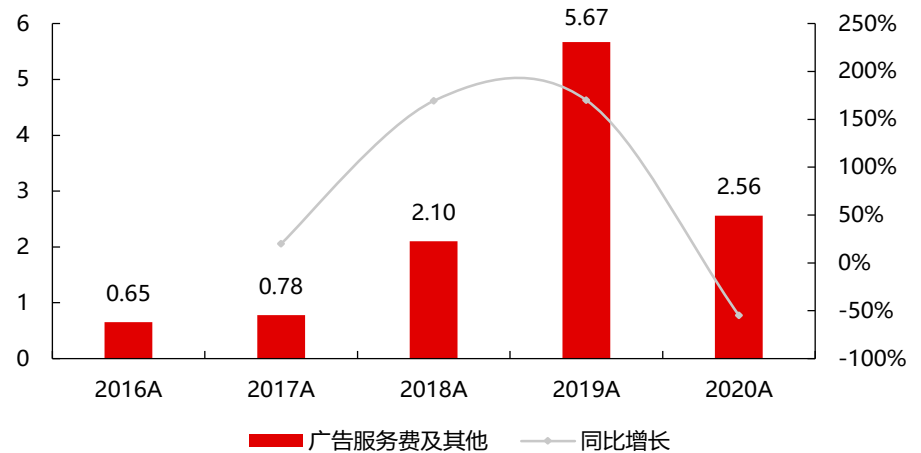
图 32：2016 年至 2020 年猫眼娱乐作为主出品方的电影项目

2020			2019			2018			2017			2016		
作品	上映日期	票房 (亿元)	作品	上映日期	票房 (亿元)	作品	上映日期	票房 (亿元)	作品	上映日期	票房 (亿元)	作品	上映日期	票房 (亿元)
囧妈	2020-1-25	0.02	新喜剧之王	2019-2-5	6.27	捉妖记2	2018-2-16	22.37	西游伏妖篇	2017-1-28	16.52	年兽大作战	2016-2-8	0.34
大赢家	2020-3-20	-	飞驰人生	2019-2-5	17.28	熊出没·变形记	2018-2-16	6.05	大闹天竺	2017-1-28	7.56	我叫MT之山口山战记	2016-6-17	0.12
风平浪静	2020-11-6	0.84	熊出没·原始时代	2019-2-5	7.17	后来的我们	2018-4-28	13.61	记忆大师	2017-4-28	2.92	中邪	2016-7-23	0.00
一秒钟	2020-11-27	1.31	一吻定情	2019-2-14	1.73	路过未来	2018-5-17	0.03	春娇救志明	2017-4-28	1.75	驴得水	2016-10-28	1.72
紧急救援	2020-12-18	4.85	老师·好	2019-3-22	3.55	邪不压正	2018-7-13	5.83	夏天19岁的肖像	2017-5-27	0.09	我不是潘金莲	2016-11-18	4.82
晴雅集	2020-12-25	4.51	反贪风暴4	2019-4-4	7.99	李茶的姑妈	2018-9-30	6.04	重返·狼群	2017-6-16	0.33	冲天火	2016-11-25	0.36
送你一朵小红花	2020-12-31	14.32	秦明·生死语者	2019-6-14	0.30	来电狂响	2018-12-28	6.41	绝世高手	2017-7-7	1.01	我在故宫修文物	2016-12-16	0.06
注：囧妈、大赢家在西瓜视频播出			银河补习班	2019-7-18	8.78				心理罪	2017-8-11	3.04	情圣	2016-12-30	6.57
			使徒行者2：谍影行动	2019-8-7	7.02				破局	2017-8-17	0.65			
			送我上青云	2019-8-16	0.30				羞羞的铁拳	2017-9-30	22.13			
			少年与海	2019-9-30	0.00				相爱相亲	2017-11-3	0.18			
			雪人奇缘	2019-10-1	1.45				奇门遁甲	2017-12-14	2.99			
			犯罪现场	2019-10-12	2.55				心理罪之城市之光	2017-12-22	2.24			
			受益人	2019-11-8	2.19									
			大约在冬季	2019-11-15	2.27									
			吹哨人	2019-12-6	0.50									
			半个喜剧	2019-12-20	1.88									
			亲爱的新年好	2019-12-31	0.63									
累计数量 (部)		7			18			7			13			8
累计票房 (亿元)		25.84			71.85			60.34			61.41			14.01

资料来源：猫眼专业版 APP，长江证券研究所

广告方面，公司持续推进映前广告和线下娱乐广告合作，整合娱乐消费市场的“电影+演出+其他娱乐消费场景”的全文娱广告营销，实现广告呈现从用户购票环节、到线下取票、到观影的映前广告的全流程闭环。截至 2020 年 6 月底，公司已经与上千家影院及多个品牌广告主达成业务合作，锁定优质合作资源，随着影院的有序复工，2021 年公司广告业务有望大幅修复。我们认为，得益于“猫爪模型”的搭建和“腾猫联盟”深化合作，公司的营销平台和资金服务平台将持续发展，票务平台和产品平台中沉淀的大量优质用户价值或将得到有效开发，未来几年公司广告业务或仍有望保持较高速增长。

图 33：2016 年至 2019 年猫眼娱乐广告服务及其他收入呈快速增长趋势（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

综上，我们认为，在电影市场的修复、票补投入的降温、主投/发行的爆款电影项目的加持下，2021 年公司业绩或将迎来显著修复。从中长期维度看，未来依托全国电影市场的稳健增长，公司的在线电影票务和电影宣发业务将持续为公司提供相对稳健的收入来源，为公司提供一个相对稳定的业绩底盘，而公司的电影投资业务和广告业务的成长性更大，未来有望为公司的业绩提供更多增量空间，我们看好猫眼娱乐作为全文娱服务平台的长期发展前景。



## 投资评级说明

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

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 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

中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址：

### 上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层  
P.C / (200122)

### 武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。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。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

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、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。