

猫眼娱乐 (01896.HK) 深度研究报告

在线票务&娱乐内容龙头，电影主业拐点在即，现场演出贡献新增长

- ❖ **猫眼娱乐：在线娱乐票务龙头。**公司是国内领先的“科技+全文娱”服务提供商，大股东包括光线、腾讯、美团。目前业务主要包括在线娱乐票务服务、娱乐内容服务、广告服务及其他三部分。其中 **1) 在线娱乐票务** (24H1 营收占比~48%)：基石业务，主要包括电影 (占大头) 及现场娱乐演出相关票务服务；**2) 娱乐内容服务** (24H1 占比~47%)：基于自身票务系统大数据优势涉足电影上游出品与发行环节，近几年成长迅速，已成为国内领先的电影主控发行方；**3) 广告服务及其他** (24H1 占比~5%)：目前体量较小，基于自身丰富的宣传/服务产品以及多样的合作平台，为电影提供宣发、内容营销等增值服务。
- ❖ **电影大盘：24 年受供给周期影响承压，25 年低基数下增长确定性较强，长期看好政策支持下行业工业化程度提升。**1) 复盘 24 年：受供给周期影响承压，但市场已有充分预期。截至 10 月 30 日，24 年电影大盘实现票房 (含服务费) 383.5 亿元 (YOY-22%)，核心为供给周期影响下 24 年优质内容缺位；2) 展望 25 年：看好优质供给释放，明年国产片及进口片皆有望进入新一轮释放周期，看好需求提振，低基数下 25 年增长确定性较高，短期建议关注 25 年春节档预期；3) 长期看好政策支持下国内电影产业工业化程度提升，优质内容带动观影频次提升，国内电影大盘相较海外仍有较大增长空间。
- ❖ **在线娱乐票务：电影票务贡献稳定基本盘与现金流，现场娱乐为新增长点。**1) 电影票务：当前行业进入相对成熟期，在线电影票务“一超一强”格局基本确认。猫眼背靠股东坐拥腾讯+美团两大流量入口，拥有较强的流量及用户心智优势，优势有望保持。预计后续该业务主要随电影大盘波动；此外在线票务商业模式更“轻”，有望为公司贡献稳健现金流及盈利能力；2) 现场娱乐票务：行业景气度较高，23 年全国演出市场票房同比 19 年增长 151%，24H1 仍维持~30%同比增速。猫眼积极布局现场票务，包括利用资源优势积极获取头部演出总票代、基于自制内容优势打造差异化壁垒以及积极拓展港澳地区等。目前基数低增速快 (24H1 演唱会+音乐节 GMV 同比增长超 3 倍)，后续值得期待。
- ❖ **娱乐内容服务：发行优势已被验证，后续期待出品&发行参与度再提升。**1) 作为国内头部在线票务平台，积累了约六成电影用户数据，其对用户画像等更了解，从而提升了公司选片及发行的能力，叠加公司依靠腾讯、美团入口形成的流量优势，公司整体发行成功率较高。21 年起猫眼稳定位列国内发行公司前 3 名，优势已被验证；2) 后续期待什么？主要为出品&发行环节参与再深化，包括参与广度 (单档期发行&出品多部影片)、参与深度 (除主发外，出品端投资份额再提升)、积极尝试主投主控等，期待公司出品发行协同优势放大。
- ❖ **投资建议：25 年电影有望进入新一轮产品周期，看好行业修复。**我们看好猫眼电影相关业务优势持续，预计随大盘快速修复；同时现场演出票务有望贡献第二增长曲线。我们预测公司 24-26 年的营业收入分别为 40.43/50.19/57.86 亿元，同比增长-15%/24%/15%；经调整归母净利润分别为 6.63/9.17/10.74 亿元，同比增长-36%/38%/17%。采用相对估值法进行分析，按照 25 年 PE 估值 13X，合计对应目标市值 129 亿港元，对应目标价 11.2HKD，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：内容政策发生变化风险、票房不及预期、影片定档不及预期等**

主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	4,758	4,043	5,019	5,786
同比增速(%)	105.1%	-15.0%	24.1%	15.3%
归母净利润(百万)	910	553	812	969
同比增速(%)	765.5%	-39.3%	47.0%	19.3%
每股盈利(元)	0.79	0.48	0.70	0.84
市盈率(倍)	9.8	16.2	11.0	9.2
市净率(倍)	1.0	0.9	0.9	0.8

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2024 年 11 月 15 日收盘价

推荐 (首次)

目标价：11.2 港元

当前价：8.38 港元

华创证券研究所

证券分析师：刘欣

电话：010-63214660

邮箱：liuxin3@hcyjs.com

执业编号：S0360521010001

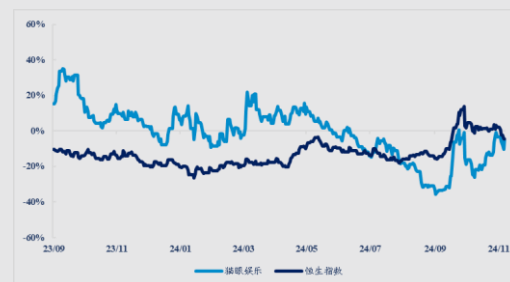
联系人：吴婧

邮箱：wujing6@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	115543
已上市流通股(万股)	115543
总市值(亿港元)	96.8
流通市值(亿港元)	96.8
资产负债率(%)	30.24
每股净资产(元)	7.98
12 个月内最高/最低价	11.08/5.56

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

我们对猫眼业务进行拆分，详细分析了电影票务业务是公司基石业务，行业竞争格局预计稳定，且为公司贡献稳定现金流及盈利；而现场演出票务有望成为新增长点。此外，公司在发行业务上已验证拥有稀缺优势，后续可期待公司优势在出品发行端进一步放大。

投资逻辑

行业维度看，24 年电影大盘受供给影响承压明显，25 年有望进入新一轮产品周期，行业低基数下增长确定性较强。我们看好猫眼电影相关业务优势持续，25 年有望随电影大盘快速修复，且公司在出品&发行端仍有进一步深入参与的空间，看好盈利能力再提升。此外，建议积极关注现场演出票务业务，有望为公司贡献新增长曲线。

关键假设、估值与盈利预测

我们预测公司 24-26 年的营业收入分别为 40.43/50.19/57.86 亿元，同比增长-15%/24%/15%；经调整归母净利润分别为 6.63/9.17/10.74 亿元，同比增长-36%/38%/17%。采用相对估值法进行分析，按照 25 年 PE 估值 13X，合计对应目标市值 129 亿港元，对应目标价 11.2HKD，首次覆盖，给予“推荐”评级。

目录

一、 猫眼娱乐：在线娱乐票务龙头	6
(一) 复盘发展历程：从在线票务网站到全文娱产业链公司	6
(二) 股权结构与管理层：背靠光线、腾讯、美团，高管经验丰富	7
(三) 财务分析：受电影大盘影响较大，但盈利能力趋势向上	9
二、 电影行业：跨越低谷，25 年迈入新一轮供给周期	12
(一) 复盘 2024 年：优质供给缺失，大盘承压明显	12
(二) 展望 2025：拐点明确，迈入新一轮产品释放周期，大盘复苏确定性强	13
(三) 长期增量空间：仍有空间，关注优质内容带动观影频次提升	14
三、 票务业务：是基本盘，也是新增长	17
(一) 电影票务：格局稳定，稳健的基本盘与现金流	17
1、 复盘行业：大战已过，“一超一强”格局确认。	17
2、 猫眼：基本盘扎实，主要随大盘波动，贡献稳定现金流	18
(二) 现场演出票务：高速增长新兴赛道	20
1、 现场演出行业：高景气度，票务格局较电影分散	20
2、 猫眼：拥有流量优势，积极布局自制内容打造差异化壁垒	22
四、 娱乐内容服务：发行优势被验证，期待后续出品&发行参与度再提升	23
(一) 大数据加持，被验证的发行能力	23
(二) 后续关注什么？产业链的延展与深化，期待份额的再提升	24
1、 产业链的再延展，从发行到出品，参与度深化	24
2、 份额再提升：重点档期及重点单片参与深度&广度提升	25
五、 盈利预测与投资建议	26
(一) 盈利预测	26
(二) 估值分析	26
六、 风险提示	27

图表目录

图表 1	公司发展历程	7
图表 2	公司股权结构 (截至 24/6/30)	8
图表 3	公司管理层介绍	8
图表 4	公司营业收入 (亿元, %)	9
图表 5	公司营收结构 (%)	9
图表 6	公司成本拆分 (%)	10
图表 7	公司销售毛利率 (%)	10
图表 8	公司费率 (%)	10
图表 9	公司归母净利润及其增速 (亿元, %)	10
图表 10	公司 Non-GAAP 净利润 (亿元, %)	11
图表 11	电影月度大盘 (含服务费, 亿元, %)	12
图表 12	2024 年大盘相较于 2019 年恢复率 (%)	12
图表 13	2019-2024 年 1-10 月上映新片数 (部, %)	12
图表 14	2019-2024 年 1-10 月影片数统计 (部)	12
图表 15	2019-2024M9 月度电影备案/立项公示数 (部)	13
图表 16	2025 年后续重点档期排片及储备影片	13
图表 17	中美电影票房 (亿元)	14
图表 18	美国人均观影频次	15
图表 19	中国人均观影频次	15
图表 20	中美电影平均票价对比 (元)	15
图表 21	2018-2023 年各票房体量影片票房分布	16
图表 22	2018-2023 年各票房体量新映影片数量	16
图表 23	2017-2023 年电影行业增速及出票线上化率	17
图表 24	2018 年前三季度在线电影购票市场格局	17
图表 25	淘票票 VS 猫眼购票界面/价格举例对比	18
图表 26	抖音宣发案例	18
图表 27	抖音电影票同时接入了猫眼和淘票票	18
图表 28	猫眼电影流量入口	19
图表 29	猫眼 MAU 各渠道贡献度	19
图表 30	猫眼电影票务收入拆分	20
图表 31	公司票务业务收入及占比 (亿元, %)	20
图表 32	演出票房收入 (亿元, %)	21
图表 33	分种类 2023 年演出场次及票房收入	21

图表 34	中国演出票务行业生态图谱	21
图表 35	猫眼部分总代项目	22
图表 36	猫眼自制《扬名立万》音乐剧	22
图表 37	国内 2017-2024 年发行方排名	23
图表 38	猫眼娱乐 2017-2024 年参与发行/联合发行票房市占率 (%)	24
图表 39	2017-2024 年电影票房前 10 影片梳理	24
图表 40	公司出品&联合出品影片数及占比 (部, %)	25
图表 41	公司出品&联合出品影片票房市占率 (%)	25
图表 42	猫眼娱乐分业务营收预测 (亿元)	26
图表 43	可比公司估值表	26
附录:	财务预测表	28

一、猫眼娱乐：在线娱乐票务龙头

猫眼娱乐是中国领先的“科技+全文娱”服务提供商，目前主营业务主要包括在线娱乐票务服务、娱乐内容服务、广告服务及其他三部分。其中**1) 在线娱乐票务服务**：基石业务，主要包括电影(占大头)及现场娱乐演出相关票务服务，21年前该部分营收占比超50%，23/24H1其营收占比分别为47.48%/48.19%，是公司稳定的收入来源；**2) 娱乐内容服务**：占比迅速提升，公司基于自身票务系统大数据优势涉足电影上游出品与发行环节，近几年成长迅速，成为国内领先的电影主控发行方，营收占比也持续提升(2016年占比24.5% VS 24H1占比46.5%)；**3) 广告服务及其他**：基于自身丰富的宣传/服务产品以及多样的合作平台，为电影提供宣发、内容营销等增值服务，目前该业务体量相对较少(24H1营收占比为4.6%)。

(一) 复盘发展历程：从在线票务网站到全文娱产业链公司

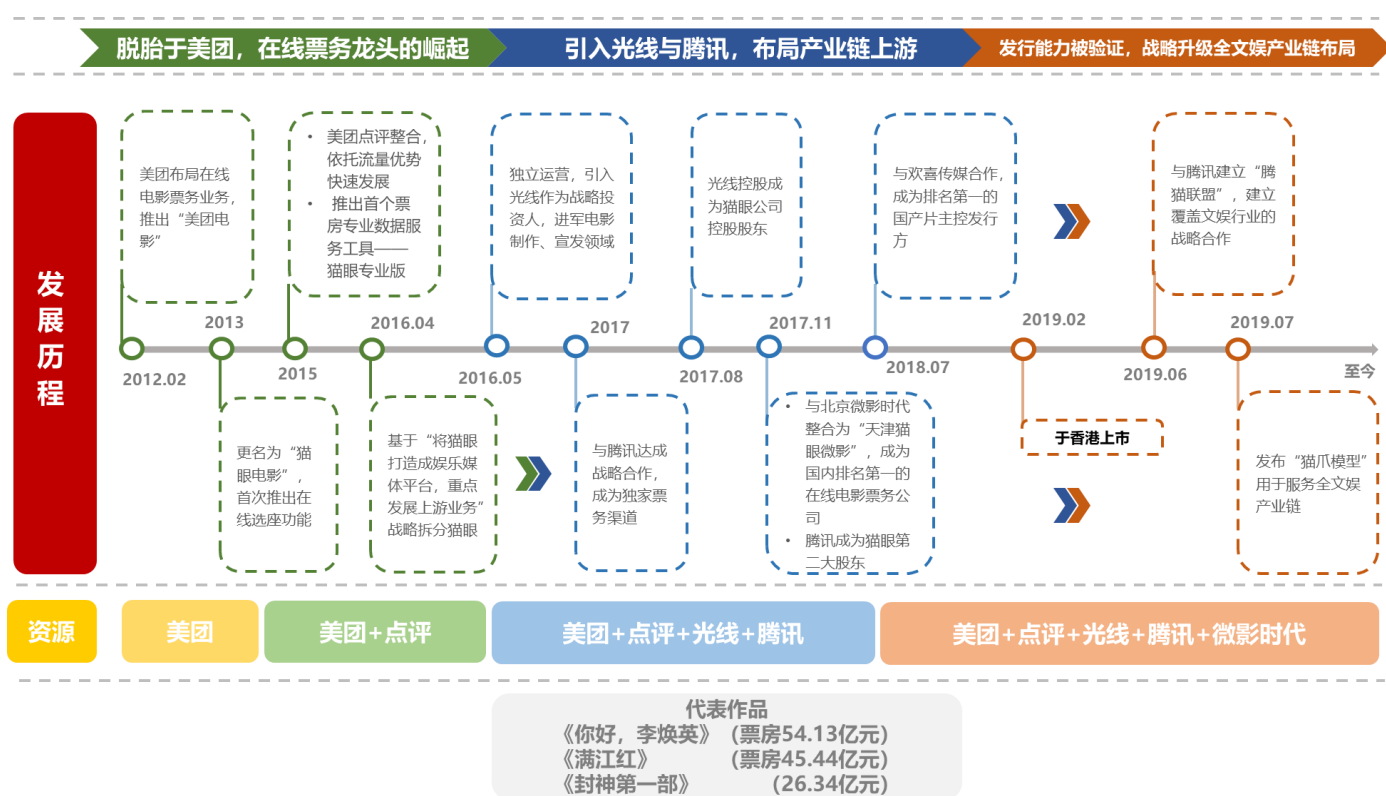
复盘公司发展历程，我们认为主要分为三个阶段，分别对应公司从**票务-电影产业链-全文娱产业链拓展的三大阶段**。

第一阶段(2012-2016)：脱胎于美团，在线票务龙头的崛起。2012年2月，美团开始布局在线电影票务业务并推出APP“美团电影”(猫眼娱乐最初雏形)，2013年更名为“猫眼电影”并首次推出在线选座功能。2015年，美团与点评整合，公司10月接手点评的娱乐业务，依托美团与点评的流量优势快速发展。同年，公司也推出了首个实现秒级实时更新电影票房统计的专业数据服务工具——猫眼专业版。2016年4月，美团CEO王兴基于“将猫眼打造成娱乐媒体平台，重点发展电影上游业务”的战略愿景拆分猫眼。

第二阶段(2016-2018)：拆分之后，引入光线与腾讯，布局产业链上游。**1) 光线入局，切入产业链上游**：2016年5月，公司从点评剥离后完全独立运营，同年引入光线作为战略投资人(拿到猫眼电影57.4%股权)，背靠光线丰富的电影制宣经验及资源，公司开始进军电影制作、宣发领域。2017年8月光线控股再次收购猫眼19.73%的股权，成为公司控股股东。2018年7月与欢喜传媒签订合作协议，大力发展发行业务，同年公司成为排片第一的国产片主控发行方。**2) 腾讯入局，业务再整合**：2017年公司与腾讯达成战略合作，成为腾讯社交网络平台独家娱乐票务渠道；同年11月猫眼与北京微影时代整合为“天津猫眼微影”，成为国内排名第一的在线电影票务公司，将猫眼的业务扩展到电影的制作、宣传、发行各个环节；同时获得腾讯一笔10亿人民币的投资，成为猫眼的第二大股东。

第三阶段(2019-至今)：发行能力被验证，战略再升级——全文娱产业链布局。2019年2月公司于香港上市。一方面，公司深扎主业，发行能力被不断验证，代表作品包括《你好，李焕英》(票房54.13亿元)、《满江红》(票房45.44亿元)、《封神第一部》(26.34亿元)等；另一方面，公司战略不断升级，从电影走向全文娱产业链，2019年6月与腾讯宣布成立“腾猫联盟”，共同建立覆盖泛文娱行业服务的战略合作，7月发布“猫爪模型”用于服务全文娱产业链，当前已涉足包含音乐会、现场表演、展览和体育活动等的各类现场娱乐活动、电视剧领域等，但相比于取得一定成果的电影领域，全文娱布局仍处于早期。

图表 1 公司发展历程

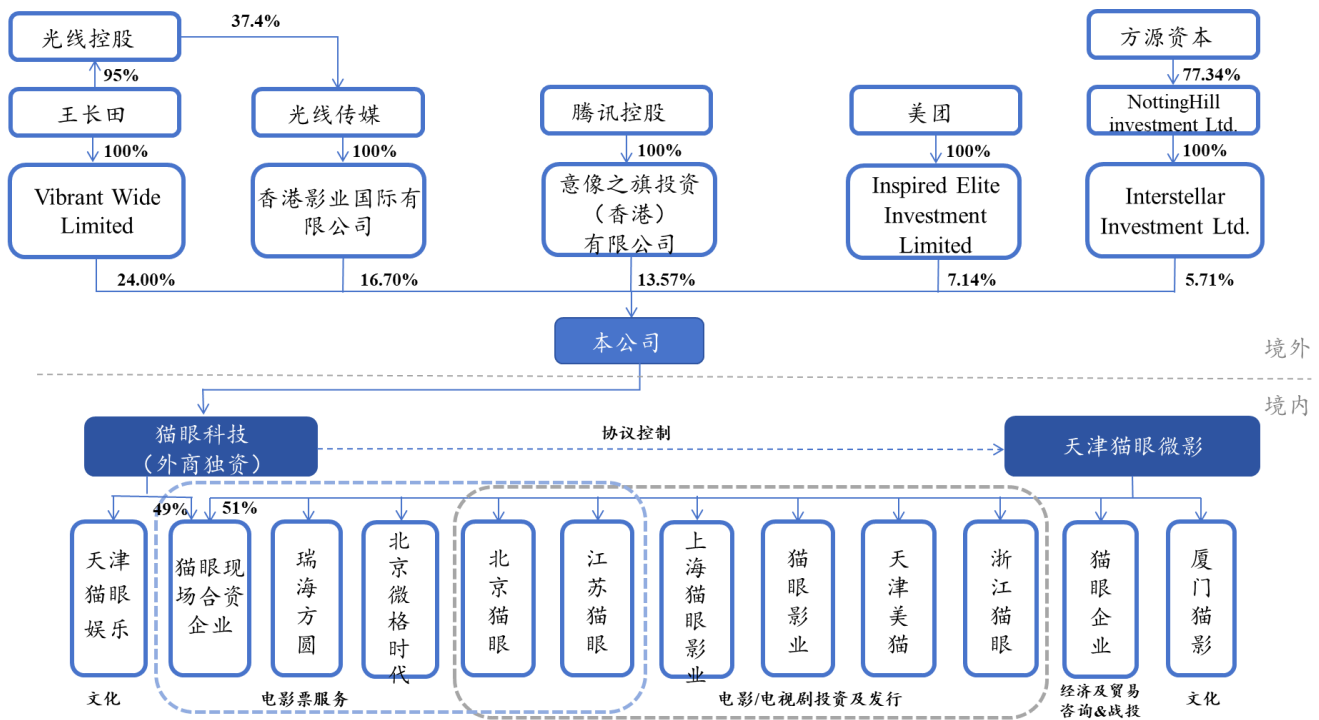


资料来源：深响，市值风云，每经影视，界面新闻，华创证券

(二) 股权结构与管理层：背靠光线、腾讯、美团，高管经验丰富

股权结构较为集中，股东赋能发展。截至 2024 年 6 月 30 日，公司控股股东为王长田先生（亦是光线传媒董事长），其通过 Vibrant Wide Limited 和香港影业国际有限公司总计控制猫眼娱乐 40.7% 的股权。此外，腾讯、美团、方源资本分别持有公司股权 13.57%、7.14%、4.42%，北京微影时代截至 24/6/30 持股已低于 5%。大股东也是赋能猫眼稳健发展的重要支撑，光线传媒是国内领先的电影制作/发行公司，将为公司制宣业务提供较好助力，而腾讯、美团则是公司重要的流量来源之一。

图表 2 公司股权结构 (截至 24/6/30)



资料来源: 公司财报, 公司招股说明书, 华创证券

高管团队稳定, 从业经验丰富。公司管理层皆出自于光线传媒、腾讯、美团以及影视行业的专家, 具备丰富的从业经验, 且在公司内任职时间较长, 对公司认同感较深。董事长王长田为光线传媒董事长兼总经理, 具备丰富的媒体/电影行业经验及资源。首席执行官郑志昊具有超 15 年的互联网及传媒行业的从业经验, 先后任职于微软、腾讯、美团点评等, 任职美团点评期间, 主要负责发展电影部门及管理娱乐业务, 对行业理解深刻。

图表 3 公司管理层介绍

姓名	职务	履历
王长田	董事长, 非执行董事	男, 复旦大学新闻学学士, 2016 年 7 月起担任天津猫眼微影董事长, 2000 年 4 月起担任光线传媒董事长兼总经理, 并担任其多家附属公司的董事职位; 2016 年 8 月及 2017 年 6 月起担任华兴证券有限公司及北京中关村银行股份有限公司的董事。
郑志昊	执行董事, CEO	男, 山东大学应用化学学士, 肯塔基大学理学硕士, 2016 年 4 月起担任天津猫眼微影的董事及总经理, 2018 年 2 月至 2021 年 7 月期间担任猫眼科技的执行董事、法定代表人及经理。2001 年 4 月至 2005 年 2 月曾任微软高级顾问, 2005 年 2 月至 2006 年 9 月任微软上海分公司高级程序经理及集团经理, 2006 年 9 月至 2015 年 4 月先后任腾讯科技部门总经理及副总裁, 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, 2015 年 11 月至 2016 年 4 月担任美团平台事业群总裁, 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。
陈少晖	非执行董事, 天津猫眼微影董事	男, 北京大学经济学学士, 哈佛商学院工商管理硕士。自 2017 年 3 月起担任天津猫眼微影董事。2004 年 6 月至 2005 年 10 月曾任科尔尼分析师, 2005 年 10 月至 2008 年 8 月任中经合集团的投资经理, 2011 年 1 月至 2014 年 10 月任腾讯投资执行董事, 2014 年 11 月加入美团, 目前担任其首席财务官兼高级副总裁。2018 年 7 月至 2023 年 3 月任光线传媒的董事
李晓萍	非执行董事, 天津猫眼微影董事	女, 2017 年 9 月起担任天津猫眼微影董事。1999 年 10 月起担任光线传媒的副总经理, 2009 年 7 月起担任其董事, 2011 年 3 月起担任光线影业的总裁

王华	非执行董事，天津猫眼微影董事，猫眼影业执行董事兼经理	女，2016年7月起担任天津猫眼微影董事，2016年8月起担任猫眼影业的执行董事兼经理，以及2016年8月起担任北京猫眼的执行董事、总经理及法定代表人。此外也担任光线传媒多家附属公司的董事及高级管理职位。
唐立淳	非执行董事	男，上海交通大学工商管理学士，2020年1月15日任公司非执行董事。2012年5月起担任方源资本(亚洲)有限公司董事，2007年10月至2012年4月于罗兵咸永道会计师事务所工作并担任经理
孙忠怀	非执行董事	男，中国人民大学工商管理硕士，2022年11月16日任本公司非执行董事。2003年7月加入腾讯，现担任腾讯副总裁及腾讯在线视频首席执行官，2021年8月31日任柠萌影视传媒有限公司董事，并于2021年9月24日调任为其非执行董事
郑霞	法律总监，公司秘书	女，纽约州的执业律师，中国政法大学法学学士及法律硕士，南加州大学法学硕士，2018年8月任为本公司联席公司秘书。郑女士于2018年5月加入本公司，现任副总裁等职务。
郑程杰	公司秘书	男，澳洲昆士兰大学商学士(金融)及香港大学法学硕士(中国法)，2018年8月任本公司联席公司秘书。郑先生为方圆企业服务集团(香港)有限公司副总监。

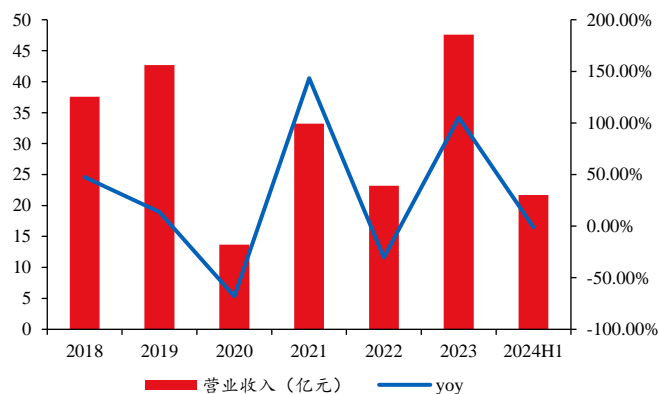
资料来源: wind, 华创证券

(三) 财务分析: 受电影大盘影响较大, 但盈利能力趋势向上

营收受大盘影响有所波动, 但整体趋势向上。趋势看, 公司营收稳步增长, 24H1 实现营收 21.71 亿元 (yoy-1.2%), 其中 19 年未受疫情冲击时营收高达 42.68 亿元, 而 15 年全年营收仅 5.97 亿元。逐年复盘看, 营收趋势有所波动, 其中 20-22 年主要受疫情影院关停冲击; 23 年已有明显好转, 但 24H1 受电影大盘平淡影响有所小幅回调。

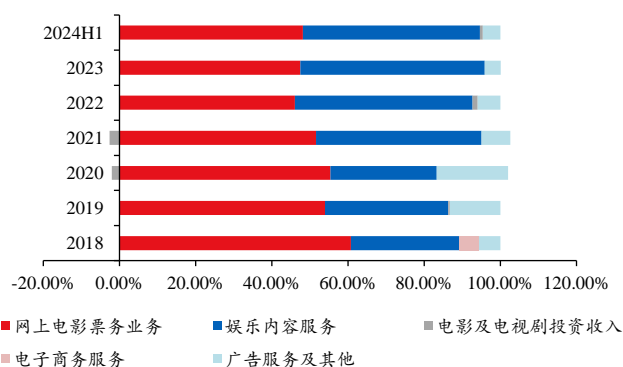
收入结构趋于多元化。营收结构看, 一方面, 在线电影票务是核心主业 (贡献近半数的收入); 另一方面, 基于自身强势的票务业务所拓展的娱乐内容服务蓬勃发展, 营收占比提升迅速 (从 18 年 28% 提升至 24H1 的 46.5%)。此外, 公司还有小部分广告及电影及电视剧投资收入, 总营收占比维持在个位数左右。

图表 4 公司营业收入 (亿元, %)



资料来源: 公司财报, 华创证券

图表 5 公司营收结构 (%)



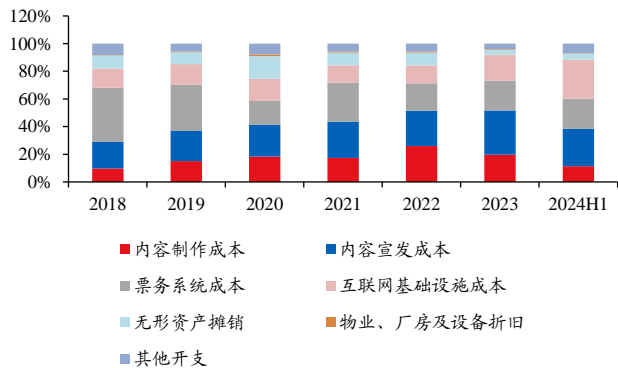
资料来源: 公司财报, 华创证券

成本拆分看, 公司成本主要分为两大部分, 1) **票务业务相关成本**: 主要包括票务系统以及互联网基础设施相关成本, 其中票务系统成本和出票量相关, 互联网基础设施主要为云服务器, 偏固定成本属性; 2) **娱乐内容业务相关成本**: 主要包括内容制作与内容宣发成本, 主要根据项目数量及体量波动。

毛利率整体维持高位, 受疫情影响有所波动。18-19 年公司毛利率稳定维持 60% 左右, 此

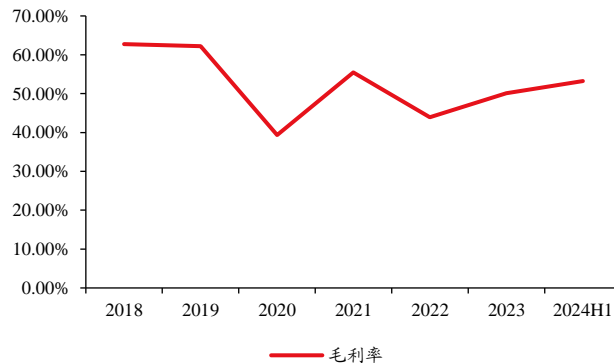
后 20/22 年受疫情影响较大毛利率有所下滑 (20/22 年分别为 39%/44%)，主要系云服务器等成本较为刚性，21 年疫情影响稍弱毛利率有所回升。23 年及往后，票务业务基本回归正常，而公司发行能力提升，高票房下有望带动毛利率小幅提升。

图表 6 公司成本拆分 (%)



资料来源：公司财报，华创证券

图表 7 公司销售毛利率 (%)

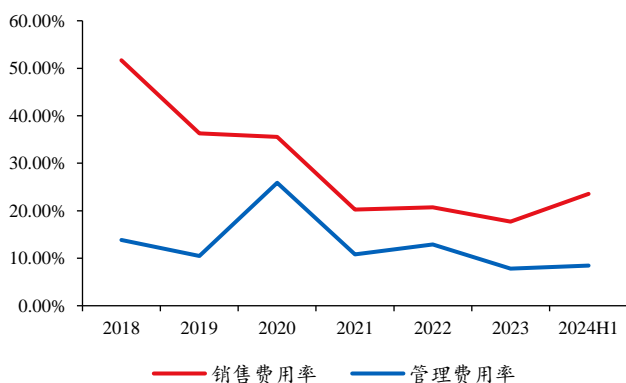


资料来源：公司财报，华创证券

费率总体呈下降趋势。公司的销售费率整体趋势显著下降，从 18 年的 51.68% 降至 24H1 的 23.58%；管理费率在 20 年受疫情影响有所增加 (主要系人员费用较为刚性)，此后波动下降至常规水平。

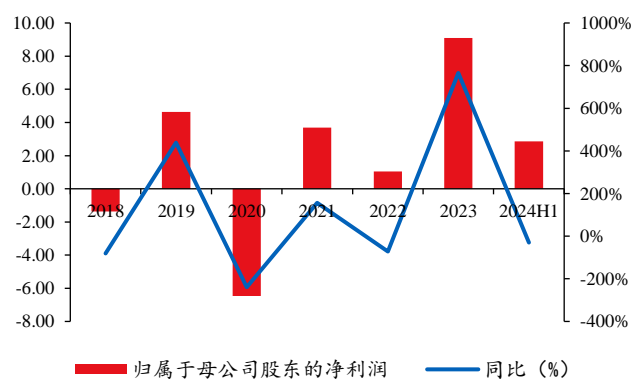
盈利能力趋势向上，整体韧性较强。随着 18 年以后票补的逐渐减少+公司费用控制，公司盈利能力有所提升，除 20 年受疫情影响较大致亏损之外，其余年份皆保持盈利能力 (包括受疫情影响较重的 22 年)，体现出较强的韧性。23 年公司实现归母净利润 9.1 亿元，同比明显回暖，主要系大盘恢复+优异的发行能力贡献较大弹性；但 24H1 受优质供给缺失影响业绩承压明显。此外，公司 Non-GAAP 利润也体现出类似趋势。

图表 8 公司费率 (%)



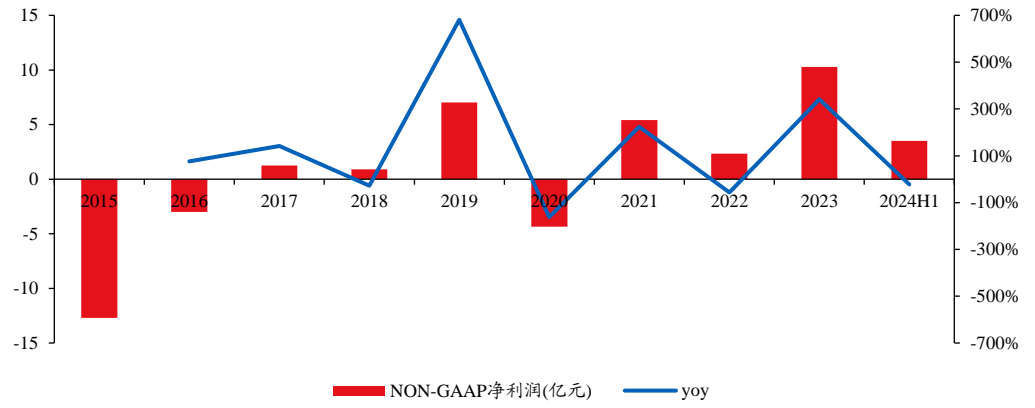
资料来源：公司财报，华创证券

图表 9 公司归母净利润及其增速 (亿元, %)



资料来源：公司财报，华创证券

图表 10 公司 Non-GAAP 净利润 (亿元, %)



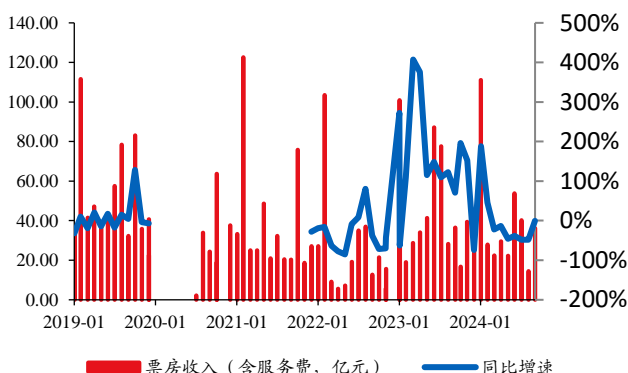
资料来源: 公司财报, 华创证券

二、电影行业：跨越低谷，25 年迈入新一轮供给周期

(一) 复盘 2024 年：优质供给缺失，大盘承压明显

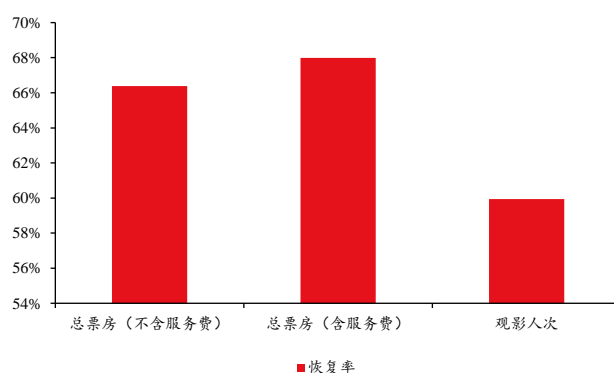
复盘今年大盘走势：后程乏力，有所承压。 1) 票房角度看，截至 10 月 31 日，2024 年电影大盘实现票房 (含服务费) 383.92 亿元 (YOY-22%)，观影总人次 9.05 亿人 (YOY-22%)。2024 年开年受益春节档维持复苏趋势，1-3 月合计实现票房 165 亿元，YOY+4%；但从 4 月起恢复不及预期，Q2-Q3 票房 (含服务费) YOY-38%；2) 档期角度看，受供给影响分化较严重，部分大档期表现平淡。上半年元旦/春节/清明档票房创影史同档期新高，五一档票房并列影史同档期第二，整体表现较好；但暑期档/国庆档仅实现 116/21 亿票房，YOY-44%/-23%，表现偏弱。

图表 11 电影月度大盘 (含服务费, 亿元, %)



资料来源：猫眼专业版，华创证券

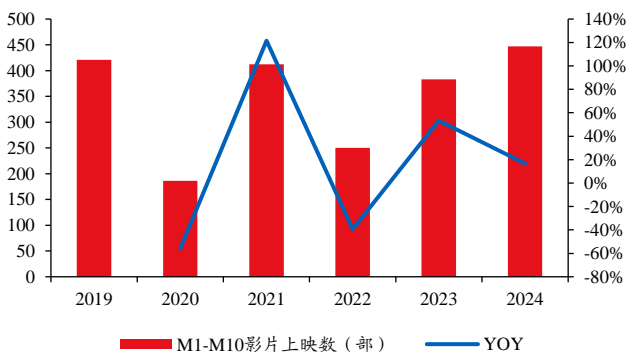
图表 12 2024 年大盘相较于 2019 年恢复率 (%)



资料来源：猫眼专业版，华创证券，数据截至 2024/10/31

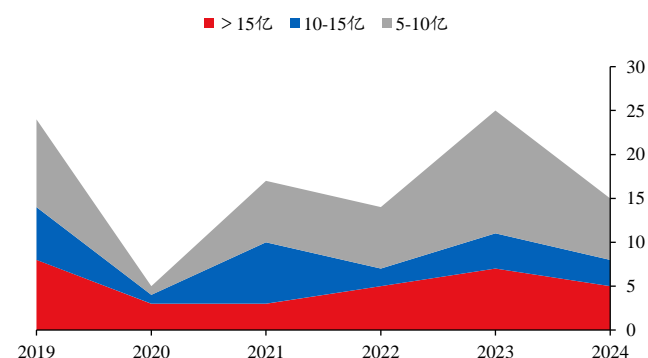
追溯其背后原因，供给有大小年。 2023 年受益疫后复苏+积压供给释放，短期迎来一波优质影片释放“小阳春”；而影片本身拥有一定的制作周期，库存片已经历一轮释放+优质新片尚未制作完成致使 24 年优质供给相对有限。**数量并未失速，但优质内容缺位。** 我们统计了历年 1-10 月上映新片数，24 年上映影片数达 447 部 (YOY+17%)，整体供给数量并未失速。但供给质量下降明显，统计 1-10 月影片结构，2024 年票房 15 亿/5 亿以上的影片数分别为 5 部/15 部，分别同比下降 29%/40%。

图表 13 2019-2024 年 1-10 月上映新片数 (部, %)



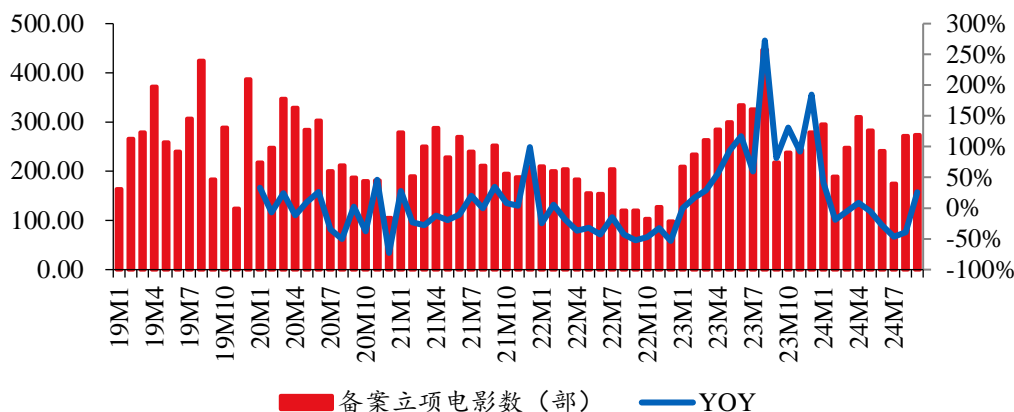
资料来源：灯塔专业版，华创证券

图表 14 2019-2024 年 1-10 月影片数统计 (部)



资料来源：猫眼专业版，华创证券

图表 15 2019-2024M9 月度电影备案/立项公示数 (部)



资料来源: wind, 华创证券

(二) 展望 2025: 拐点明确, 迈入新一轮产品释放周期, 大盘复苏确定性强

年内有望温和复苏。11 月起将逐步开启贺岁档&跨年档, 建议积极关注票房边际变化。当前贺岁档&跨年档已有多部影片定档, 其中不乏期待值较高的《“骗骗”喜欢你》、《有朵云像你》、《分手清单》等, 此外还有较多进口片待映, 期待年内温和复苏。

更期待 25 年产品释放, 关注春节档预期。明年国产片及进口片皆有望进入新一轮释放周期, 24 年低基数下增长确定性较高。1) 国产片: 复盘 19 年至今电影备案/立项数, 23 年下半年备案立项数量明显增多, 行业供给储备依旧充足, 预计该部分影片有望 25 年起陆续进入释放周期。多款重磅产品明年有望上线, 包括《哪吒 2》、《封神第二部》、《蛟龙行动》、《唐探 1900》等; 2) 进口片: 好莱坞有望走出罢工影响, 25 年大片储备丰富, 包括《美国队长: 美丽新世界》《碟中谍 8》《阿凡达 3》等。对明年电影大盘更加乐观, 短期建议关注 25 年春节档预期。

图表 16 2025 年后重点档期排片及储备影片

上映时间	影片名	类型	导演	主演	想看人数	上市公司参与程度
元旦档						
2024/12/31	"骗骗"喜欢你	爱情/喜剧	苏彪	金晨,孙阳,李雪琴,王皓,王耀庆	11.3 万	猫眼、儒意影业、万达出品
2024/12/31	有朵云像你	爱情/剧情/奇幻	姚婷婷	屈楚萧,王子文	7807	万达、儒意、猫眼、横店出品
2024/12/31	分手清单	喜剧/爱情	田羽生	欧豪, 曾梦雪	3555	中影、淘票票出品
2024/12/31	夜半凶宅	恐怖/惊悚	王盈希、陈京	陈美行、王城钧	1680	
2024/12/31	直播惊魂夜	惊悚/恐怖/悬疑	马帅	魏璐、吴旭东	848	
待定						
2025/1/29	熊出没:重启未来	动画/科幻/冒险/喜剧	林永长		1.5 万	华强方特出品
2025/1/29	封神第二部	奇幻/战争/古装	乌尔善	娜然,黄曦彦,李昀锐,艾力江·库尔	7.7 万	北京文化出品
待定	哪吒之魔童闹海	剧情/动画	饺子		16.1 万	光线传媒出品
待定	蛟龙行动	剧情/动作	林超贤	黄轩,于适,杜江	4 万	博纳影业出品

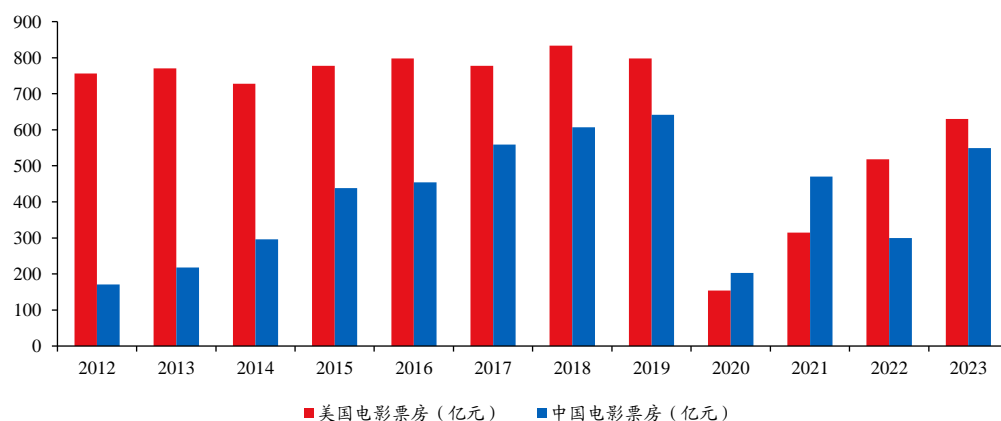
待定	唐探 1990	剧情/喜剧 / 悬疑	陈思诚	王宝强、刘昊然	1744	
待定	射雕英雄传:侠之大者	武侠	徐克	肖战,庄达菲,梁家辉	15.3 万	中影、联瑞、横店出品
待定	无名之辈 2	剧情/喜剧	饶晓志	刘德华、陈明昊	1565	英皇影业出品
待定	误杀 3	犯罪/悬疑/剧情	甘剑宇	肖央	5605	万达电影
待定	平原上的火焰	爱情/犯罪	张骥	周冬雨、刘昊然	38.1 万	猫眼出品发行
待定	天才游戏	悬疑	程亮	彭昱畅、丁禹兮	9.5 万	猫眼、光线出品
待定	盗火者	剧情/谍战	徐展雄	王源、张雪迎	9.4 万	猫眼出品
待定	狂野时代	剧情/科幻	毕赣	易烊千玺、舒淇	7.6 万	华策出品
待定	猎毒	动作/犯罪	高子彬	杨紫、王千源	7.6 万	淘票票出品, 万达联合出品
待定	小倩	动画	毛起超	-	6.2 万	光线出品
待定	水饺皇后	剧情	刘伟强	马丽、惠英红	4.7 万	猫眼、淘票票出品
待定	即兴谋杀	悬疑/犯罪	程亚楠	李庚希、邓家佳	2.3 万	猫眼出品
待定	第十七条	剧情				光线传媒出品
待定	转念花开	剧情/犯罪	贾玲	张小斐、杨紫	1908	
待定	酱园弄	剧情/犯罪	陈可辛	章子怡,王传君,易烊千玺,梅婷	24.2 万	欢喜传媒、猫眼、中影出品

资料来源: 猫眼专业版, 华创证券 数据截至 24/10/31

(三) 长期增量空间: 仍有空间, 关注优质内容带动观影频次提升

对标海外成熟市场, 国内大盘预计仍有增量。我们对标电影市场较为成熟的美国, 根据 Box office Mojo, 2019 年美国实现电影票房 114.44 亿美元, 基于美元:人民币 1:7 的汇率进行换算, 最终票房约为 801 亿元。而国内 19 年实现票房 (含服务费) 641 亿元, 对标美国起码仍有 25% 的增量空间。

图表 17 中美电影票房 (亿元)

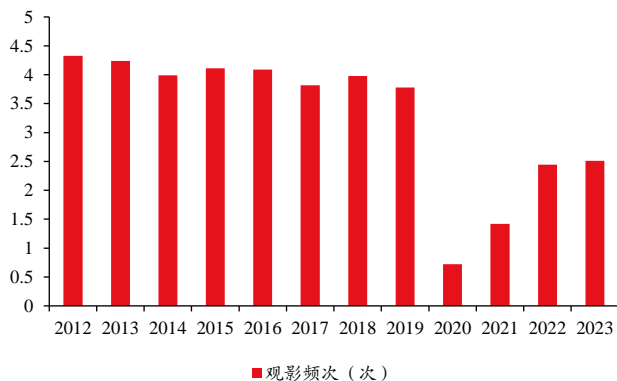


资料来源: Box office Mojo, 猫眼专业版, 华创证券, 其中美元:人民币按 1:7 进行换算

增长动因拆解看, 表观看为人均观影频次驱动。我们认为电影票房=观影人口*观影频次*平均票价, 当前观影人口基数已超越北美, 但 1) 人均观影频次仍有较大差距, 以同未受到影响的 19 年为例, 北美观影人次为 3.8 次/人/年(同期国内仅为 1.23 次/人/年), 预计

仍有提升空间；2) 人均票价看，目前国内平均票价相较于北美仍有较大差距。

图表 18 美国人均观影频次



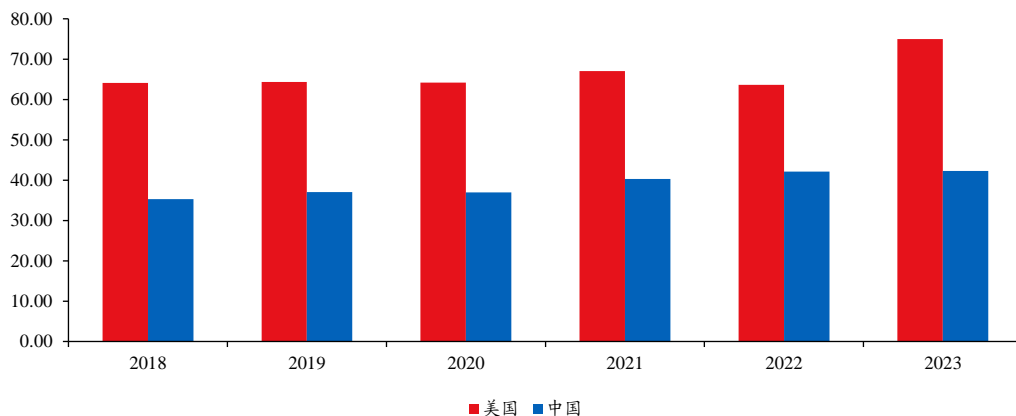
图表 19 中国人均观影频次



资料来源: boxofficemojo, MPA, 转引自中国电影报, 欧洲视听观察组织, 转引自影视产业观察, 观研报告网, 华创证券

资料来源: 猫眼专业版, 华创证券

图表 20 中美电影平均票价对比 (元)



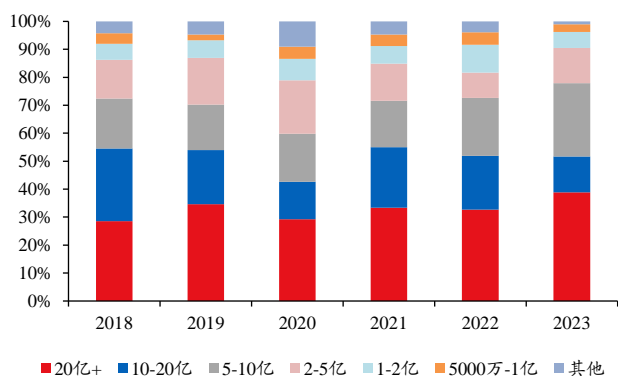
资料来源: MPA, 转引自中国电影报, 欧洲视听观察组织, 转引自影视产业观察, 观研报告网, 猫眼专业版, 华创证券, 其中美元: 人民币按 1:7 进行换算

人均观影频次提升的内在动因是什么？——优质供给增加。目前国内人均观影频次低有很多原因，包括周末黄金档不够旺盛、剧本杀等线下娱乐分流较多等，但归根到底电影行业本质是供给决定需求，优质供给足够多的情况下会自发形成口碑式传播，激发观众观影热情，观影频次会相应提升（北美观影频次高也与好莱坞影片较为稳定的高水平相印证），因此长期建议关注优质供给带动大盘增长。

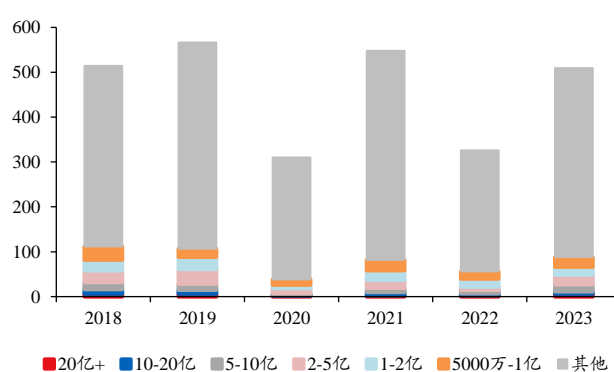
国产电影崛起，优质内容更受关注。根据拓普数据，我们统计了 2018-2023 年票房 5 亿以上的影片，票房视角看占比分别为 72%/70%/60%/72%/73%/78%，占比提升明显；数量视角看，其占比和数量相较疫情中有明显提升，但距疫情前仍有差距。数量未明显增多但票房占比显著提升，也一定程度说明了观众对优质内容的偏好提升。

国内产业配套政策有望陆续落地，期待国内电影市场工业化程度提升。对比国内，北美

拥有更加完善的电影产业配套政策，包括更完善的电影项目评估及商业贷款机制，该制度下优质潜力内容获取更多资金支持，引导行业良性发展。展望后续，若国内银行体系加大对电影产业金融支持，有望更多增量资金有效流入电影市场，激发创作活力，长期利好国内影片质量提升及工业化程度提高。当前，2024年8月21日中国工商银行与国家电影局签署战略合作协议，后续双方将在国产电影创作生产和宣传发行、扩大电影市场消费、支持电影基础设施升级发展、完善电影产业链、提升中国电影国际影响力、支持电影科技发展等各方面展开合作。

图表 21 2018-2023 年各票房体量影片票房分布


资料来源：拓普数据《2023 中国电影年度市场研究报告》，华创证券

图表 22 2018-2023 年各票房体量新映影片数量


资料来源：拓普数据《2023 中国电影年度市场研究报告》，华创证券

三、票务业务：是基本盘，也是新增长

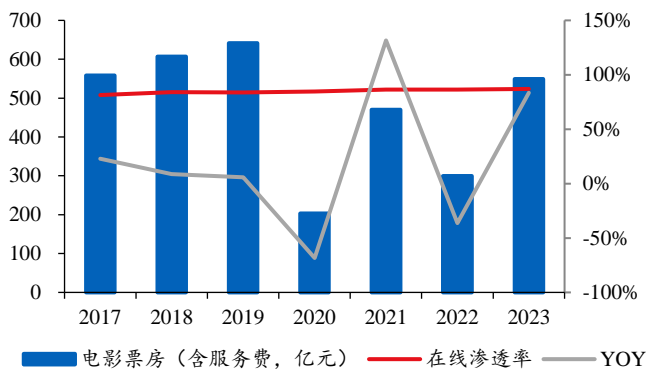
(一) 电影票务：格局稳定，稳健的基本盘与现金流

1、复盘行业：大战已过，“一超一强”格局确认。

大战已过，“一超一强”格局确认。在线电影票务平台起始于 2008 年，格瓦拉是首个推出的在线票务平台，并于 2010 年推出在线选座服务，2011 年起蜘蛛电影、抠电影、美团电影等相继入局，早期以跑马圈地为主。2013 年美团电影更名为“猫眼电影”，2014 年大厂阿里（淘宝电影）、腾讯（微影时代）、百度（百度糯米）等相继入局，行业进入白热化竞争阶段，各家通过票补价格战、独家影片资源等方式抢占市场份额，BAT 凭借突出的资本优势跑出，中小厂商逐步退出市场。2016 年起票补显著减少，同时开始新一轮整合（17 年微影与猫眼合并，百度糯米退出票务竞争），行业激烈竞争告一段落，猫眼与淘票票 6:4 鼎立格局基本确定，并开始重点向产业链上游延伸。

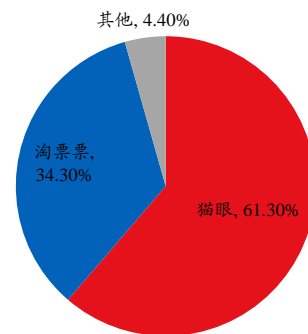
我们认为过去的票务平台大战伴随的是行业的快速增长以及线上化渗透率的提升，本质上是用短期利润换增量用户与市场。而站在当今，我们预计在各家流量入口没有明显变化的情况下行业格局稳固。

图表 23 2017-2023 年电影行业增速及出票线上化率



资料来源：猫眼专业版，华创证券

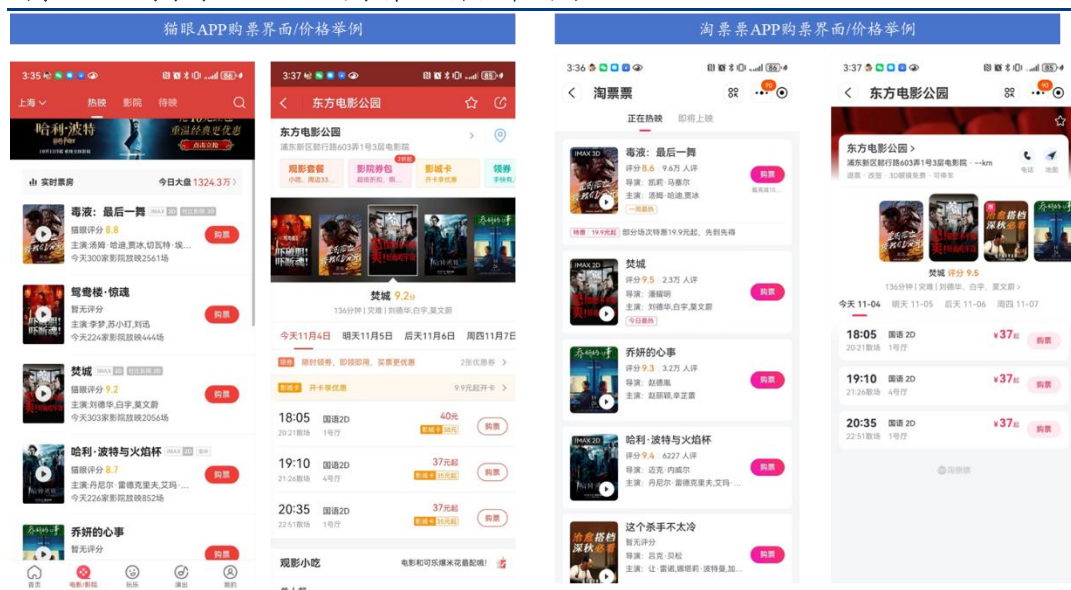
图表 24 2018 年前三季度在线电影购票市场格局



资料来源：艾瑞咨询，转引自公司招股说明书，华创证券

- **已有参与者：**以猫眼/淘票票为例，行业整体增速放缓，线上化渗透率基本到顶，且当前各家平台影片资源基本一致，目前的票务平台更类似于基础设施。因此我们认为一方面，通过大规模票补抢占存量市场的用户性价比并不高，且作为工具类 APP，用户粘性也存疑；另一方面，比起β属性更重的票务领域，上游制片发行弹性更大，大家目前重心更多是基于票务领域的数据积淀攫取上游发行/制片份额。

图表 25 淘票票 VS 猫眼购票界面/价格举例对比



资料来源：猫眼APP，淘票票，华创证券

➢ **新入局者：理性竞争，较难改变格局。**以抖音为主要代表，2021年，抖音收购了票务平台“影托邦”，但从当前运营措施看，抖音并未采取激烈的价格战来抢占市场份额。我们推测原因主要在于1)在线票务格局已基本稳定，且电影票务增量比起广告、电商、本地生活而言较为有限，不会是抖音核心发力方向；2)纵观电影产业链，抖音核心优势在于宣发营销(e.g.:《消失的她》、《孤注一掷》在抖音的短视频营销)，票务与发行涉及到与全国影城对接，抖音在该方面积累并不具备优势，因此推测抖音布局票务更多是基于补全产业链布局的考虑(可以通过短视频直接转化买票，抖音布局影托邦的同时也接入了猫眼和淘票票也可以印证这一观点)。

图表 26 抖音宣发案例



资料来源：抖音APP，华创证券

图表 27 抖音电影票同时接入了猫眼和淘票票



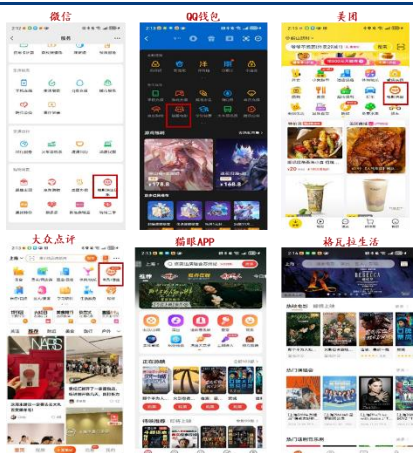
资料来源：抖音APP，华创证券

2、猫眼：基本盘扎实，主要随大盘波动，贡献稳定现金流

猫眼背靠股东优势，坐拥腾讯+美团两大流量入口。猫眼票务业务目前拥有三大流量来源（腾讯系+美团系+自有平台）+六大 APP 入口（微信、QQ；美团 APP、大众点评；猫眼和格瓦拉生活）。其中腾讯及美团是公司重要的流量来源，根据公司招股书显示，截至 3Q18，猫眼电影 MAU 构成中腾讯系、美团系、自有平台分别为 0.56/0.72/0.07 亿。

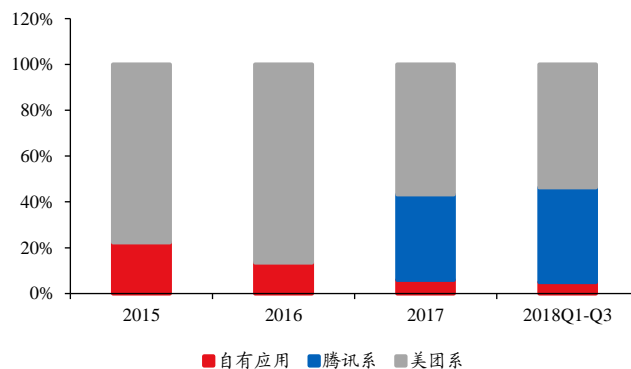
后续流量及市占率优势有望保持。根据招股书，猫眼与微信、美团点评的入口协议 2022 年 9 月到期，与 QQ 钱包的入口协议 2025 年 9 月到期。2023 年 2 月 14 日，公司宣布与美团、腾讯延续合作，其中美团合作延续至 2025 年 12 月 31 日，与腾讯合作延续至 2024 年 12 月 31 日，其中与腾讯的框架服务费 23/24 年分别为 1.1/1.5 亿元（与出票量相关）。我们认为腾讯、美团本身即是猫眼股东，且目前票务平台格局稳定，与自家已有龙头合作是最为划算且稳妥的方式，预计后续继续合作概率较大，流量优势稳固下市占率有望保持优势。

图表 28 猫眼电影流量入口



资料来源：各公司 APP，华创证券

图表 29 猫眼 MAU 各渠道贡献度



资料来源：猫眼招股说明书，华创证券

未来电影票务业务主要随大盘波动。猫眼电影票务收入=观影人次*线上渗透率*公司市占率*单张服务费，进一步拆解各驱动因素：1) 线上化渗透率&公司市占率：正如我们前文所分析的，当前已基本处于稳定状态，变化幅度相对较小；2) 单张服务费：涨价需与上游制片方与下游近 12000 家影院对接与协商，难度相对较大，且当前在线票务平台服务费抽成模式已较为成熟，预计后续变动空间较为有限；3) 观影人次【核心驱动因素】：纯 β 指标，主要随大盘波动，也是后续票务业务变动的主要驱动力。

图表 30 猫眼电影票务收入拆分

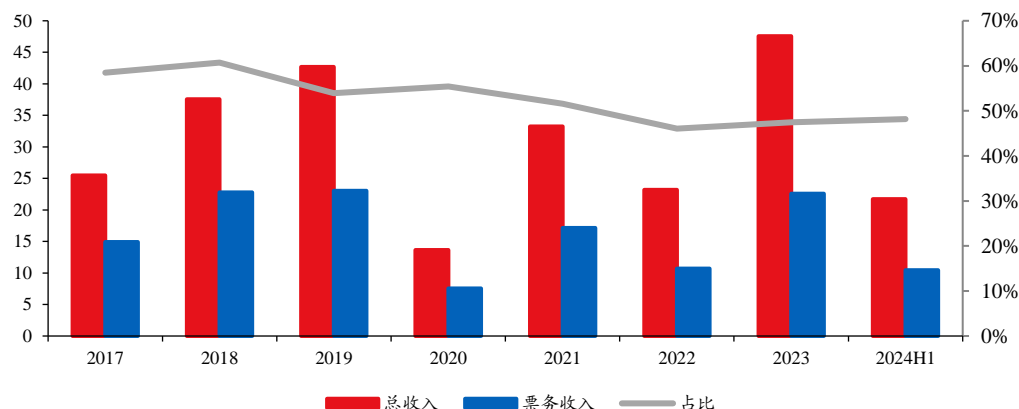
$$\text{票务收入} = \text{观影人次} \times \text{线上渗透率} \times \text{猫眼市占率} \times \text{单张服务费}$$

	服务费 (亿元)	服务费/含服务费总票房	服务费/(含服务费总票房*线上化率)	总出票 (亿张)	网络出票 (亿张)	线上化率	单票服务费(元)
2017	69.5	12.44%	15.29%	16.22	13.2	81%	5.27
2018	69.9	11.52%	13.69%	17.18	14.45	84%	4.84
2019	61.01	9.51%	11.36%	17.28	14.47	84%	4.22
2020	50.7	24.96%	29.47%	5.49	4.65	85%	10.90
2021	41.22	8.76%	10.16%	11.67	10.07	86%	4.09
2022	20.05	6.70%	7.75%	7.11	6.14	86%	3.27
2023	51.27	9.34%	10.73%	12.98	11.29	87%	4.54

资料来源: 猫眼专业版, 华创证券

扎实的基本盘, 贡献现金流与稳健属性。从收入结构看, 票务业务基本占公司总收入的45%+, 后续市占率稳定情况下预计依旧是扎实的基本盘。从商业模式看, 其也为公司贡献了更强的“稳定”属性。电影票务业务本质是“渠道商”, 通过观影人次收取稳定的服务费, 1) 比起纯上游内容布局公司而言 (盈利取决于内容质量及最终票房表现), 票务业务模式更“轻”且盈利确定性更强, 贡献更稳健的现金流及盈利能力; 2) 比起同为“渠道”的院线影院公司而言, 公司业务模式更轻, 资产负担相对更小。

图表 31 公司票务业务收入及占比 (亿元, %)



资料来源: 公司财报, 华创证券

(二) 现场演出票务: 高速增长新兴赛道

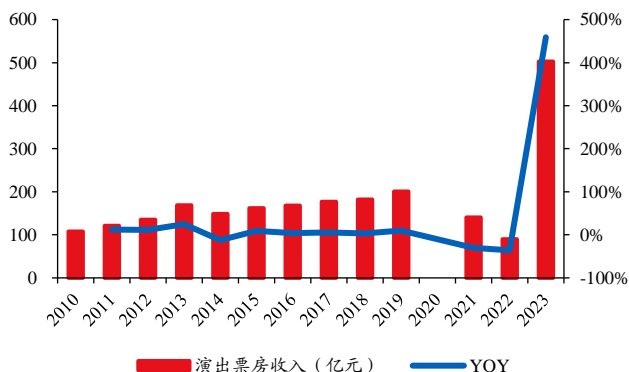
1、现场演出行业: 高景气度, 票务格局较电影分散

现场演出 23 年高增, 24 年仍保持较好活力。中国演出行业协会数据显示 2023 年全国演出市场疫后强势复苏, 2023 年演出场次达 44.06 万场 (不含农村演出和娱乐场所演出), 同比 2019 年增长 123.55%; 票房收入为 502.32 亿元, 同比 2019 年增长 150.65%。24 年仍保持较好活力, 行业景气度维持。2024 年上半年全国营业性演出 (不含娱乐场所演出) 场次 25.17 万场, 同比增长 30.19%; 票房收入 190.16 亿元, 同比增长 13.24%。

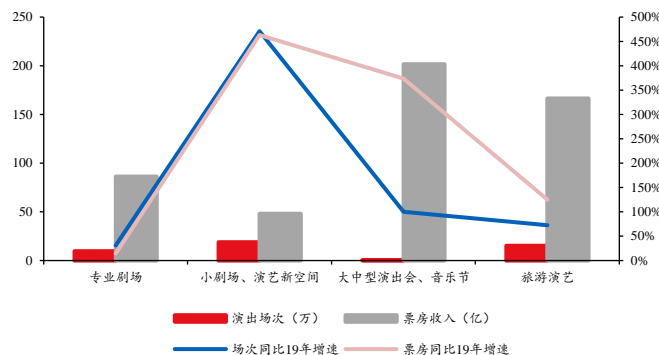
演唱会、音乐节带动效应凸显。2023 年 2000 人以上大中型演唱会、音乐节演出场次 0.56 万场, 同比 2019 年增长 100.36%; 票房收入 201.71 亿元, 同比 2019 年增长 373.60%。

2023 年演唱会和音乐节热度持续走高，5000 人以上的大型演唱会、音乐节票房较 2019 年增长超过 3 倍，场次较 2019 年增长 97.23%。

图表 32 演出票房收入 (亿元, %)



图表 33 分种类 2023 年演出场次及票房收入

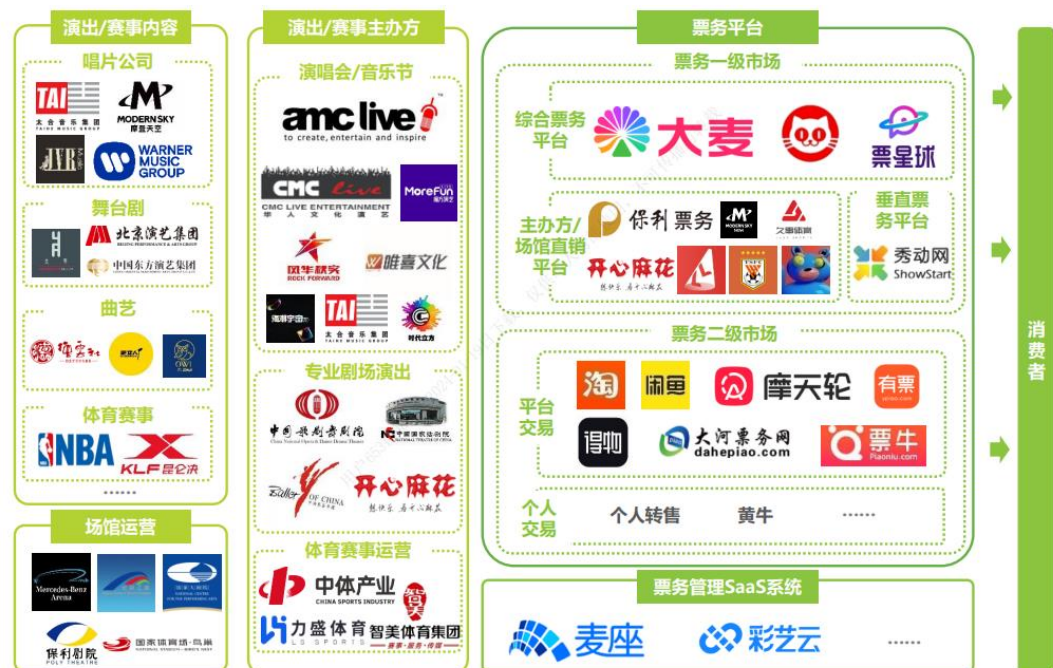


资料来源: wind、中国演出行业协会, 华创证券

资料来源: 中国演出行业协会, 华创证券

票务系统复杂度高于电影票务。 1) 更非标: 体现在票源、票价区间、票务系统 take rate 等各方面; 2) 二级市场更为发达: 由于现场演出 (尤其是演唱会门票) 具备较强稀缺性, 因此其票务二级市场更为发达。目前格局看, 票务一级市场包括综合票务平台 (以大麦、猫眼、票星球为典型代表, 定价相对透明, 其中秀动更侧重音乐类型的线下演出, 大麦网和猫眼覆盖类型较全) 和主办方/场馆直销平台, 二级市场包括淘宝、闲鱼、摩天轮等平台交易和转售/黄牛等个人交易。从一级市场看, 通过在演出票务行业的多年深耕, 大麦网在业内的市场占有率独处第一梯队。2024 财年大麦网的头部明星演唱会覆盖率接近 100%; 猫眼紧随其后。

图表 34 中国演出票务行业生态图谱



资料来源: 艾瑞咨询《2023 年中国演出票务行业研究报告》

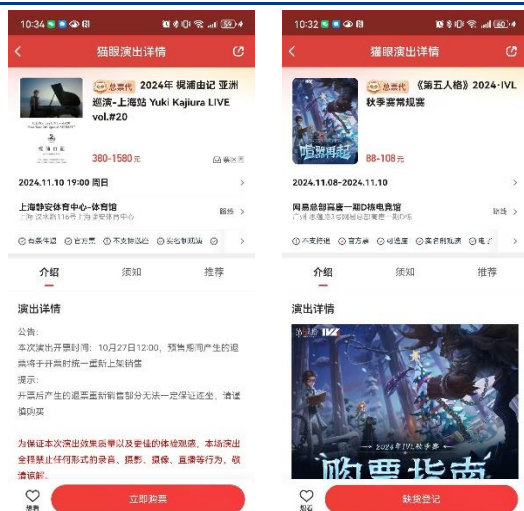
2、猫眼：拥有流量优势，积极布局自制内容打造差异化壁垒

背靠资源优势有望覆盖更多头部演出。公司凭借自身流量优势对头部演出实现较好覆盖，猫眼已拿到包括张学友、陈奕迅、周杰伦、林俊杰等多位头部艺人多站演出的票务总代理；此外，公司目前也是腾讯的英雄联盟、王者荣耀赛事总票代，23 年服务体育赛事超 300 场。未来公司在总票代的占比上仍有进一步提升空间。

自制内容打造差异化壁垒。公司近几年持续拓展沉浸式剧场，包括沉浸式美食互动剧《玩味探险家》、沉浸式互动剧《玩味制片厂》落地上海、沉浸式游戏剧场《扬名立万》等，有望构筑自身差异化内容壁垒。

现场演出发展迅速。根据公司财报披露，2023 年公司线下演出的总收入和 GMV 均创历史同期新高；24H1 公司服务演唱会项目超 3000 场，演唱会+音乐节 GMV 同比增长超 3 倍；本地演出覆盖了超 95%。

图表 35 猫眼部分总代项目



资料来源：猫眼 APP，华创证券

图表 36 猫眼自制《扬名立万》音乐剧



资料来源：猫眼 APP，华创证券

利用已有票务经验，积极开拓海外市场。22 年公司 与香港城市售票网建立了合作关系，为其提供演出活动支持服务，23H1 推出票务平台 UUTIX，正式上线香港自营演出票务业务，此外，在澳门地区与腾讯视频及金沙中国建立了战略合作伙伴关系，在大型线下活动、休闲娱乐节目内容录制、线上营销推广等多个领域开展全面深入合作。此外，公司在东南亚、中东、拉美等多地区持续积极探索合作场景。

四、娱乐内容服务：发行优势被验证，期待后续出品&发行参与度再提升

(一) 大数据加持，被验证的发行能力

公司核心优势在于丰富的用户数据可反哺发行，提升发行能力与最终成功率。公司作为国内头部的在线票务平台，积累了约六成的电影用户数据，相较于纯发行公司而言，其用户对用户画像、偏好等更了解，从而提升了公司选片及发行的能力，再叠加公司依靠腾讯、美团入口形成的流量优势，公司整体发行成功率较高。同时，在当前票务格局较为稳定的情况下，公司积累的核心优势可复制性弱。

此外，公司通过股权、合作等模式与优质内容团队绑定。以欢喜传媒为例，截至 24/6/30，公司持有欢喜传媒 5.7% 的股权，通过股权合作模式与欢喜传媒优质创作团队及优质项目绑定，有望获取相关优质影片更高的话语权，典型合作影片为《满江红》(票房 45 亿)。

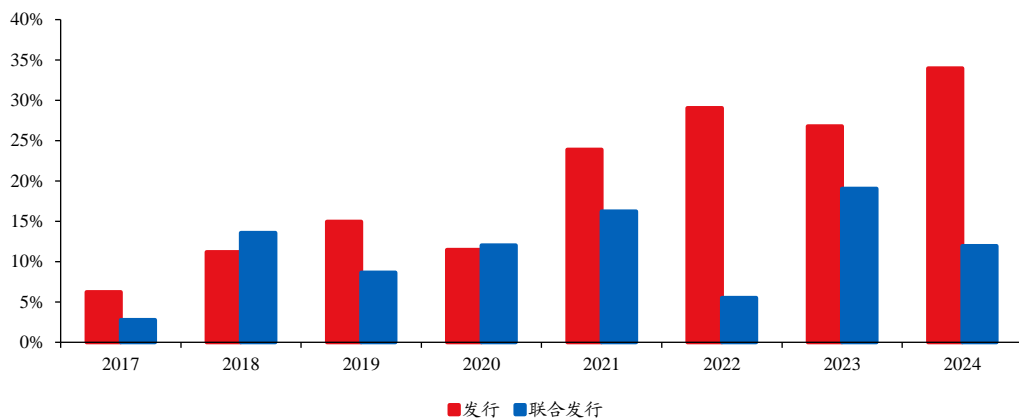
纵观公司发行履历，能力兑现，稳步上升。1) 市场排名看，自 2017 年起天津猫眼微影文化传媒有限公司均跻身发行公司排行前 10 名(排名口径为参与发行的国内影片票房总和，未考虑份额等因素)，且排名有提升趋势，21 年起基本稳定在前三；2) 市场份额看，2017-2024 年公司参与发行/联合发行市占率波动提升；截至 24/11/5，其发行/联合发行市占率分别为 34%/12%；3) 发行单片看，重要档期、头部大片基本不缺位，已反复验证其发行能力。

图表 37 国内 2017-2024 年发行方排名

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	中国电影	中国电影	中国电影	阿里影业	中国电影	猫眼娱乐	中国电影	中国电影
2	华夏电影	华夏电影	华夏电影	中国电影	猫眼娱乐	中国电影	猫眼娱乐	猫眼娱乐
3	聚合影联	猫眼娱乐	光线传媒	华谊兄弟	华夏电影	博纳影业	阿里影业	阿里影业
4	北京文化	博纳影业	猫眼娱乐	华影天下	阿里影业	华夏电影	阿里影业	华夏电影
5	猫眼娱乐	五洲电影	博纳影业	联瑞影业	万达电影	阿里影业	华夏电影	联瑞影业
6	华影天下	北京文化	迪士尼	华夏电影	博纳影业	开心麻花	光线传媒	上狮文化
7	博纳影业	光线传媒	北京文化	北京文化	北京精彩	新丽传媒	北京文化	郭帆影业
8	光线传媒	新丽传媒	阿里影业	猫眼娱乐	五洲电影	西虹市影业	联瑞影业	万达电影
9	耀莱影视	阿里影业	联瑞影业	光线传媒	儒意影视	阿里影业	人间指南	新丽传媒
10	北京合瑞	环球影业	新丽传媒	联瑞影业	联瑞影业	上狮文化	儒意影视	联瑞影业

资料来源：猫眼专业版，华创证券，注：其中 24 年数据截至 24/11/5

图表 38 猫眼娱乐 2017-2024 年参与发行/联合发行票房市占率 (%)



资料来源：猫眼专业版，华创证券

注：口径为参与发行&联合发行影片票房总和/总票房，未考虑份额等因素；其中 24 年数据截至 24/11/5

图表 39 2017-2024 年电影票房前 10 影片梳理

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	战狼2	红海行动	哪吒之魔童降世	八佰	长津湖	长津湖之水门桥	满江红	热辣滚烫
2	速度与激情8	唐人街探案2	流浪地球	我和我的家乡	你好，李焕英	独行月球	流浪地球2	飞驰人生2
3	羞羞的铁拳	我不是药神	复仇者联盟4	姜子牙	唐人街探案3	这个杀手不太冷静	孤注一掷	抓娃娃
4	功夫瑜伽	西虹市首富	我和我的祖国	金刚川	我和我的父辈	人生大事	消失的她	第二十条
5	西游伏妖篇	复仇者联盟3	中国机长	夺冠	速度与激情9	万里归途	封神第一部	熊出没·逆转时空
6	变形金刚5：最后的骑士	捉妖记2	疯狂的外星人	拆弹专家2	怒火重案	奇迹笨小孩	八角笼中	默杀
7	摔跤吧！爸爸	毒液：致命守护者	飞驰人生	除暴	中国医生	侏罗纪世界3	长安三万里	志愿军：存亡之战
8	芳华	海王	烈火英雄	宠爱	哥斯拉大战金刚	熊出没·重返地球	熊出没·伴我熊芯	年会不能停！
9	加勒比海盗5：死无对证	侏罗纪世界2	少年的你	我在时间尽头等你	送你一朵小红花	阿凡达：水之道	坚如磐石	哥斯拉大战金刚2：帝国崛起
10	金刚：骷髅头	前任3：再见前任	速度与激情：特别行动	误杀	悬崖之上	神探大战	人生路不熟	你想活出怎样的人生
猫眼参与度	10%	20%	30%	20%	50%	30%	60%	50%

资料来源：猫眼专业版，华创证券

注：其中黄色底色是猫眼作为发行方，橙色底色是猫眼作为联合发行方

(二) 后续关注什么？产业链的延展与深化，期待份额的再提升

展望后续，公司发行业务已位列头部，市占率基数已然不低，但我们认为后续仍有提升空间，主要基于两点逻辑：1) β 为主+ α 为辅，作为主要发行方享受行业成长及头部影片占比提升；2) α 为主，对公司有能力做到份额提升乐观，包括同档期发行多部影片，提升覆盖度，更积极参与出品环节等。

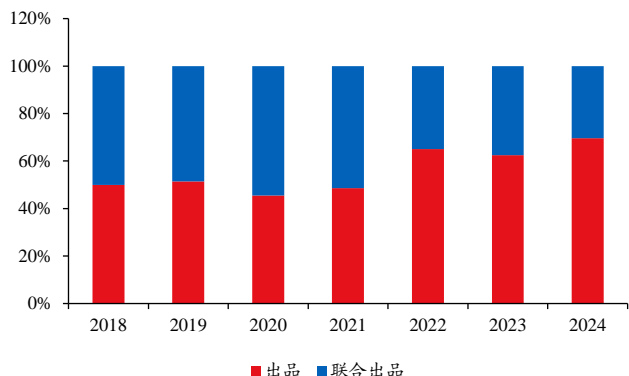
1、产业链的再延展，从发行到出品，参与度深化

积极涉足出品领域，参与程度提升。公司拥有基于票务平台积累的大数据资源，对消费者喜爱的电影内容风向把握较准。因此对于优质影片，公司会积极参与前端出品投资环节，拟在发行之外获得更多收益。

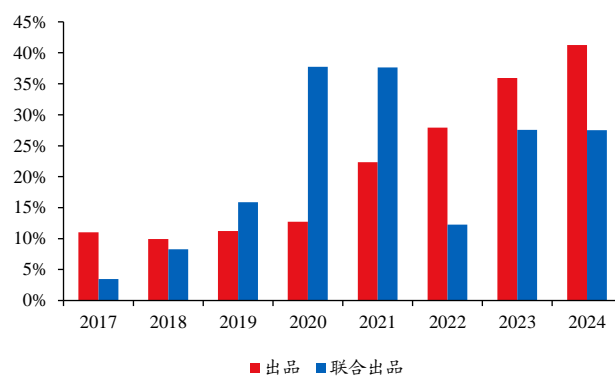
复盘公司过去出品参与深度：1) 数量维度看：出品&联合出品数量逐年提升，出品影片数占比明显提升（参与出品影片数占公司参与投资总影片数占比 20 年 VS 24 年 \approx 45%: 70%）；2) 市占率维度看：18 年至今呈现逐年上升趋势，18 年公司出品/联合出品市占率分别为 10%/8%，至 2024 年市占率已提升至 41%/28%；3) 头部单片看：在 17-24 年国产片票房 Top3 共 24 部影片中，公司参与出品或联合出品了 12 部电影，参与率达 50%；其

中 21-24 年 12 部影片中，公司参与了 8 部，参与率达 67%，参与程度明显上升。

图表 40 公司出品&联合出品影片数及占比 (部, %)



图表 41 公司出品&联合出品影片票房市占率 (%)



资料来源：猫眼专业版，华创证券

注：其中 24 年数据截至 24/11/5

资料来源：猫眼专业版，华创证券

注：口径为参与出品&联合出品影片票房总和/总票房，未考虑份额等因素；其中 24 年数据截至 24/11/5

公司具备参与内容出品的能力与优势，原因在于：1) 本质也是所积累的大数据及用户画像的再次复用，公司具备精准的选片眼光；2) 出品&发行协同效应强，一方面公司基于本身发行优势拿内容投资话语权更强，更有利于争取优质影片份额，放大收益；另一方面，比起高风险的纯内容投资而言，投资+发行协同有望降低投资单片的盈亏平衡线，有利于拿更多的项目，从而提高公司内容项目盈利能力。

2、份额再提升：重点档期及重点单片参与深度&广度提升

展望后续，期待公司参与广度及深度的再提升，有望将公司已有优势进一步放大

- **参与广度**：当前公司基本不会缺席国内影片各大小档期，后续期待单个档期参与程度提升，包括单档期发行&投资多部影片，e.g.:24 年元旦档已有成功实践，公司同档期共出品&发行《一闪一闪亮星星》、《年会不能停!》、《金手指》、《舒克贝塔.五角飞碟》四部影片，档期内共实现票房 10.9 亿元，占档期总票房~71%；
- **参与深度**：主要指重点单片除主发外，出品端投资份额进一步提高；
- **发力主投主控**：除参与出品&发行外，公司也积极尝试主投主控自制内容，小成本真人电影、动画电影等皆有涉及，且已有部分成功尝试（2021 年公司主投主控小成本影片《扬名立万》表现出色——票房 9.26 亿），可期待关注公司大数据及发行能力复用及内容自制能力跑通。

五、盈利预测与投资建议

我们预测公司 24-26 年的营业收入分别为 40.43/50.19/57.86 亿元,同比增长-15%/24%/15%;经调整归母净利润分别为 6.63/9.17/10.74 亿元,同比增长-36%/38%/17%。采用相对估值法进行分析,按照 25 年 PE 估值 13X,合计对应目标市值 129 亿港元,对应目标价 11.2HKD,首次覆盖,给予“推荐”评级。

(一) 盈利预测

(1) 票务销售:一方面,电影票务 24 年受大盘影响短期承压,25 年起行业进入新一轮释放周期,有望重回增长;另一方面,现场演出维持高景气度,预计现场演出票务快速增长,预计 24-26 年营收增速为-20%/22%/12%。

(2) 影视娱乐:24 年受电影低迷大盘影响有所承压,25 年起有望重回增长,且公司作为国内头部的影片出品发行商,预计增速高于行业,预计 24-26 年营收增速为-15%/26%/18%。

(3) 广告服务及其他:公司持续整合行业资源赋能广告营销等方案提升,预计该业务保持稳健增长,预计 24-26 年营收增速为 22%/25%/20%。

图表 42 猫眼娱乐分业务营收预测 (亿元)

亿元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	37.55	42.68	13.66	33.23	23.19	47.57	40.43	50.19	57.86
yoy		14%	-68%	143%	-30%	105%	-15%	24%	15%
票务销售	22.8	23.03	7.57	17.14	10.68	22.59	18.07	22.05	24.68
yoy		1%	-67%	126%	-38%	112%	-20%	22%	12%
影视娱乐	10.69	13.81	3.81	14.44	10.82	23.04	19.65	24.83	29.26
yoy		29%	-72%	279%	-25%	113%	-15%	26%	18%
广告服务及其他	2.1	5.67	2.56	2.53	1.38	1.98	2.42	3.02	3.62
yoy		170%	-55%	-1%	-45%	43%	22%	25%	20%

资料来源:wind,华创证券预测

(二) 估值分析

我们采用相对估值法进行分析,将选取行业内可比公司的平均 PE 倍数进行市值预测,考虑到内容公司业绩具备不确定性,而公司处于港股市场,因此给予公司市盈率 2025 年 13 倍,合计对应目标市值 129 亿港元,对应目标价 11.2HKD,首次覆盖,给予“推荐”评级。

图表 43 可比公司估值表

	市值 (百万元)	归母净利润 (百万元)			YoY		PE		PEG	
		2023	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
光线传媒	26,490	417.8	586.9	1,048.2	40%	79%	45	25	1.12	0.32
阿里影业	12,781	285.0	849.7	1,021.2	198%	20%	15	13	0.08	0.62
万达电影	26,523	912.2	434.0	1,246.1	-52%	187%	61	21	-1.17	0.11
横店影视	8,720	165.9	117.9	307.9	-29%	161%	74	28	-2.56	0.18

平均							49	22	-0.63	0.31
----	--	--	--	--	--	--	----	----	-------	------

资料来源: wind, 华创证券, 其中阿里影业数据为 FY24/FY25E/FY26E 净利润, 数据截至 24/11/15, 预测数据为 wind 一致预期

六、风险提示

内容政策发生变化风险: 若内容政策发生变化, 公司参与影片可能存在无法定档风险, 将影响公司业绩

票房不及预期: 若大盘票房不及预期, 将影响公司票务收入及利润; 若公司参与影片票房不及预期, 将影响公司娱乐内容板块收入及利润

影片定档不及预期: 若公司参与影片定档情况发生改变, 可能影响公司当期收入及利润

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2,147	3,740	4,005	4,848
应收款项合计	3,332	3,183	3,915	4,521
存货	39	40	43	51
其他流动资产	1,555	692	922	1,079
流动资产合计	7,073	7,655	8,885	10,499
固定资产净额	28	27	24	26
权益性投资	14	35	32	27
其他长期投资	496	429	460	461
商誉及无形资产	4,882	4,775	4,666	4,561
土地使用权	0	0	0	0
其他非流动资产	47	44	50	47
非流动资产合计	5,467	5,310	5,232	5,122
资产总计	12,540	12,965	14,117	15,621
应付账款及票据	881	632	823	966
短期借贷及长期借贷				
当期到期部分	250	250	250	250
其他流动负债	2,269	2,374	2,569	2,997
流动负债合计	3,400	3,256	3,642	4,213
长期借贷	0	0	0	0
其他非流动负债	102	134	126	124
非流动负债合计	102	134	126	124
负债总计	3,502	3,390	3,768	4,337
归属母公司所有者权益	9,041	9,580	10,357	11,295
少数股东权益	-3	-5	-8	-11
股东权益总计	9,038	9,575	10,349	11,284

负债及股东权益总计

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1496	911	591	1135
现金收益	910	553	812	969
存货影响	121	138	142	134
经营性应收影响	400	99	-474	-70
经营性应付影响	64	122	111	102
投资活动现金流	-831	20	-65	-23
资本支出	-25	-30	-30	-30
长期投资减少	-11	46	-27	3
少数股东权益增加	-2	0	0	0
其他长期资产的减少/(增加)	-793	4	-8	4
融资活动现金流	-243	662	-261	-269
借款增加	-85	0	0	0
股利分配	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
其他融资活动产生的现金流量净额	-158	662	-261	-269

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,758	4,043	5,019	5,786
主营业务收入	4,757	4,043	5,019	5,786
其他营业收入	1	0	0	0
营业总支出	3,587	3,239	3,882	4,457
营业成本	2,373	2,188	2,578	2,958
营业开支	1,214	1,051	1,305	1,499
营业利润	1,172	804	1,136	1,329
净利息支出	-76	-18	-28	-36
权益性投资损益	-20	-22	-22	-22
其他非经营性损益	-122	-120	-120	-120
非经常项目前利润	1,105	681	1,023	1,223
非经常项目损益	48	25	15	15
除税前利润	1,154	706	1,038	1,238
所得税	246	155	228	272
少数股东损益	-3	-2	-3	-3
持续经营净利润	911	553	812	969
非持续经营净利润	0	0	0	0
净利润	910	553	812	969
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	910	553	812	969
EPS (摊薄)	0.79	0.48	0.70	0.84

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	105.1%	-15.0%	24.1%	15.3%
归属普通股股东净利润增长率	765.5%	-39.3%	47.0%	19.3%
获利能力				
毛利率	50.1%	45.9%	48.6%	48.9%
净利率	19.1%	13.7%	16.2%	16.7%
ROE	10.6%	5.9%	8.1%	8.9%
ROA	8.0%	4.3%	6.0%	6.5%
偿债能力				
资产负债率	27.9%	26.1%	26.7%	27.8%
流动比率	2.1	2.4	2.4	2.5
速动比率	2.1	2.3	2.4	2.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.79	0.48	0.70	0.84
每股经营现金流	1.29	0.79	0.51	0.98
每股净资产	7.88	8.29	8.96	9.78
估值比率				
P/E	9.8	16.2	11.0	9.2
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8

传媒组团队介绍

组长、首席分析师：刘欣

中国人民大学硕士。先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）、民生证券（2019-2020），从事 TMT 行业研究工作。所在团队 2016/2017 年连续两年获得新财富最佳分析师评选文化传媒类第三名，2016 年水晶球评选第三名，2016 年金牛奖第三名，2017 年水晶球第五名，2017 证券时报金翼奖第一名，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名等。

联席首席分析师：廖志国

莫纳什大学硕士。2021 年加入华创研究所。

分析师：刘文轩

威斯康星大学麦迪逊分校硕士，2024 年加入华创研究所，曾任职于德邦研究所。2023 年所在团队获得 21 世纪金牌分析师传媒互联网第五名，港股及海外市场第五名。

分析师：赵海楠

复旦大学硕士。曾任职于浙商证券研究所，2023 年所在团队获得 Wind 第 11 届金牌分析师传媒第二名。2024 年加入华创证券研究所。

研究员：郭子萱

哥伦比亚大学硕士。曾任职于瑞银证券，2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：吴婧

上海交通大学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
上海机构销售部	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张晨奂	销售经理		zhangchenhuan@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	胡玉青	销售经理		huyuqing@hcyjs.com
招莉	销售经理		zhaoli1@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522