

猫眼娱乐： 背靠腾讯和美团，猫眼从Hello Kitty到大老虎的转变

公司分析

分析人

张士豪

2020311440

金融工程 20-1

1477752027@qq.com

任课老师

宋顺林

► 猫眼娱乐：以电影票务为核心的文娱行业巨头

猫眼娱乐成立于2012年，前身是美团旗下的在线电影票务平台。后经过几次资本结构的重改以及发展，成为独立的法人企业。猫眼电影最早的业务为在线电影票务，这也是它最重要的业务之一。

► 我国电影市场仍有巨大倍扩张空间，寡头竞争格局已经成型

从2016年以来，电影的在线票务全面增长，而且国内线下演出市场的总体经济规模也达到了469.22亿元，现场演出内容增速超出20%。这也说明了中国文娱产业的蓬勃发展：电影行业的崛起只是大众娱乐消费需求的一个代表，人们对于线下的文娱演出也有着巨大的消费潜力。

► 猫眼娱乐拥有四大核心竞争力

公司的核心竞争力主要来源于市场份额、资本充足、产业链齐全与品牌建设四个方面。

► 多因素构成业绩压力，后疫情时代再度出发

从宏观背景来看，虽然新冠疫情对中国及世界整体经济形势带来一定冲击，尤其是对于猫眼这样从事娱乐产业的企业几乎是毁灭性打击，但是仅仅过了一年，猫眼就恢复到了和疫情之前相当的水平，甚至在某些指标上还有所超越，所以疫情防控常态化以后，猫眼应当会取得更高的收益。此外，疫情的冲击也加速了猫眼的转型，促使其加大对于文娱完整生态链的投入，猫眼有望利用现有形式突破竞争格局限制，抢占更多市场份额，打造自身规模效应和影响力。

我们从资产负债表、利润表、现金流量三张表入手，分析了公司各项财务指标的状况与趋势，发现了不少可圈可点之处

► 盈利预测与投资评级

我们预计公司在2020-2022年营业收入为13.63亿元、47.33亿元、56.29亿元，同比增长-68.1%、247.3%、18.9%，年内利润为-6.23亿元、6.60亿元、8.09亿元，同比增长-45.7%、13.9%、14.4%，2021-2022年内利润对应2021年3月29日收盘价（12.72港元，10.710元）的静态PE分别为18倍、15倍。我们认为公司在积极拓展电影发行资源以及其他形式内容发行，娱乐内容业务将成为公司主要的增长点，另外随着媒体渠道的不断拓展广告业务也将有较大提升，估值上给与公司基于2021年年内盈利25倍PE的估值，对应总市值165亿元（196港元），每股股价14.49元（17.22元）。

► 财务报表表现可圈可点

► 风险提示：疫情背景下营运风险；与投资方的合作；巨额的亏损（现金流问题）；商誉减值风险；同行竞争风险等。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,369	4,900	5,307	6,428	7,850
货币资金	1,540	2,140	2,506	3,419	4,458
应收账款	552	319	491	538	620
预付账款/其他应收款	2,336	1,853	1,719	1,882	2,171
存货	28	35	38	38	48
其他流动资产	482	398	398	398	398
非流动资产	5,982	5,709	5,582	5,458	5,337
权益法投资	37	37	37	37	37
固定资产	34	26	27	27	27
无形资产	5,341	5,204	5,077	4,952	4,831
其他非流动资产	114	64	64	64	64
资产总计	11,351	10,609	10,888	11,886	13,186
流动负债	2,855	2,820	2,436	2,653	3,060
短期借款	1,162	1,013	0	0	0
应付账款	368	289	368	391	449
其他流动负债	1,239	1,476	2,047	2,240	2,585
非流动负债	208	165	165	165	165
递延所得税负债	186	156	156	156	156

负债合计	3,063	2,985	2,615	2,832	3,239
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
资本公积	8,283	8,264	8,264	8,264	8,264
留存收益	5	-641	10	790	1,684
归属母公司股东权益	8,288	7,623	8,274	9,054	9,948
负债和股东权益	11,351	10,609	10,889	11,886	13,187

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-909	347	1,409	921	1,045
净利润	464	-642	651	780	894
折旧摊销	164	158	142	139	136
财务费用	31	38	13	-9	-12
营运资金变动	-1,695	790	601	9	25
其他非现金调整	128	3	3	3	3
投资活动现金流	-915	94	-17	-17	-17
资本支出	22	13	15	15	15
投资减少	3,741	0	0	0	0
投资增加	4,518	-109	0	0	0
其他投资现金流	-116	-3	-3	-3	-3
筹资活动现金流	1,850	-187	-1,026	9	12
债务增加	1,360	0	0	0	0
减：债务减少	1,142	0	0	0	0
股本增加	1,633	0	0	0	0
其他筹资活动	0	0	0	0	0
短期借款	0	-149	-1,013	0	0
现金净增加额	4	600	366	913	1,040

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,267.5	1,365.7	4,093.5	4,480.4	5,169.3
营业成本	-1,610.4	-828.4	-1,675.0	-1,775.6	-2,042.3
营业费用	-1,547.8	-485.8	-1,038.0	-1,128.4	-1,295.5
管理费用	-447.8	-353.6	-470.8	-515.2	-620.3
财务费用	13.8	21.9	13.3	8.9	11.8
其他经营净收益	14.3	-302.1	-20.0	-20.0	-20.0
投资收益/亏损	-0.6	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5
营业利润	675.8	-604.2	889.8	1,041.2	1,191.2
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	661.4	-628.6	874.0	1,047.5	1,200.5
所得税	-202.7	-17.7	-218.5	-261.9	-300.1
净利润	458.9	-646.3	655.5	785.7	900.4
少数股东损益	-4.6	-4.7	4.7	5.7	6.5
归属母公司净利润	463.5	-641.6	650.7	780.0	893.9
EPS (元/股)	0.41	-0.57	0.58	0.69	0.79

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	13.6%	-68.0%	199.7%	9.5%	15.4%
营业利润 (%)	-586.2%	-189.4%	-247.3%	17.0%	14.4%
归属母公司净利润 (%)	-438.3%	-238.4%	-201.4%	19.9%	14.6%
盈利能力					
毛利率 (%)	62.3%	39.3%	59.1%	60.4%	60.5%
净利率 (%)	10.9%	-47.0%	15.9%	17.4%	17.3%
ROE (%)	5.5%	-8.5%	7.9%	8.7%	9.1%
偿债能力					
资产负债率 (%)	27.0%	28.1%	24.0%	23.8%	24.6%
净负债比率 (%)	37.0%	39.2%	31.6%	31.3%	32.6%
流动比率	1.9	1.7	2.2	2.4	2.6
速动比率	1.1	1.1	1.5	1.7	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.1	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	9.7	3.1	10.1	8.7	8.9
应付账款周转率	4.9	2.5	5.1	4.7	4.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.41	-0.56	0.57	0.68	0.78
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.80	0.30	1.24	0.81	0.92
每股净资产 (最新摊薄)	7.28	6.69	7.26	7.95	8.73
估值比率					
P/E	27.19	-19.64	19.37	16.16	14.10
P/B	2.95	9.23	3.08	2.81	2.44

目录

1、猫眼娱乐：以电影票务为核心的文娱行业巨头.....	4
1.1、公司简介.....	4
1.3、商业模式.....	5
2、市场行情.....	9
3、财务报表概览.....	11
3.1、资产负债表.....	11
3.2、利润表.....	12
3.3、现金流量表.....	13
4、财务指标分析.....	14
4.1 盈利能力.....	11
4.2 营运能力.....	12
4.3 偿债能力.....	11
5、总结与估值.....	20
6、风险警示.....	22
6.1、疫情冲击.....	22
6.2、与投资方的合作.....	22
6.3、巨额的亏损（现金流问题）.....	22
6.4、商誉减值.....	22

1、猫眼娱乐：以电影票务为核心的文娱行业巨头

1.1、公司简介

猫眼娱乐，前身为美团网于2012年成立的娱乐部门，开展在线电影票务业务。2015年5月，猫眼成立独立法人实体天津猫眼微影文化传媒有限公司（曾用名：天津猫眼文化传媒有限公司）以承接上述业务。于2016年开始作为电影主控发行方开展业务，并开始从事其他娱乐业务。

猫眼娱乐是中国提供创新互联网赋能娱乐服务的领先平台，提供在线娱乐票务服务、娱乐内容服务、娱乐电商服务、广告服务及其他^[3]。

2018年9月3日，猫眼娱乐递交招股书，将赴港上市。2019年2月4日，猫眼娱乐（1896.HK）在港交所上市。2019年6月17日起，正式获纳入恒生股通指数。2019年8月15日发布2019年上半年财报，披露公司首次盈利。

1.2、股东变局和高管团队

猫眼创立之初到今天，其业务范围有了许多拓展。反映在业务变化背后的是股东的变化，持有大量资金的投资者的介入对新兴企业的发展意义重大。猫眼在2016年从美团独立成立独立法人，这时的股权由上海三快科技（68%）及北京三快科技（32%）持有（控股股东分别为王兴和穆荣均）。

在2016年和2017年，光线和腾讯等投资者相继为猫眼注入资金，光线进入过程：2016年5月光线控股收购共计38.4%公司股权，收购对价32亿元，光线传媒收购19%公司股权，收购对价15.83亿元，后2017年8月光线控股进一步收购公司19.7%股权，收购对价17.76亿元。2017年光线控股按9.999亿元对价转让给光线传媒11.1%公司股权，其后公司股东结构为光线控股（47%）、光线传媒（30.1%）、上海三快科技（12.9%）、历史ESOP平台（员工持股平台）（10.0%）。

腾讯进入过程：2017年9月公司购买林芝利新（腾讯持股平台）拥有的瑞海方圆100%股权，对价为8.97亿元，林芝利新获得6.6%公司股份，瑞海方圆为微信支付电影及现场娱乐票务服务入口独家运营商。后在2017年林芝利新从光线控股手中收购4.9%公司股份，对价为5亿元。

北京微影时代进入过程：2017年9月公司购买北京微格时代100%股权，购买对价39.74亿元，微影时代旗下“娱票儿”为当时市场前三的票务平台，该并购后线上票务平台格局基本确立。

截止2020年6月30日，公司主要股东有王长田（光线传媒控股股东）、腾讯、美团点评、北京微影时代、方源资本、CEO郑志昊等。王长田先生通过Vibrant Wide Limited与上市公司光线传媒共计持有公司41.66%的股权，腾讯持股占比13.89%，美团点评持股占比7.31%，北京微影时代在19年12月份减持后持股9.74%，方源资本在19年12月份进入增持占比至5.84%，CEO郑志昊持股1.7%，前六大股东合计占普通股比例78.57%。

大股东明细

股东名称	身份	持股比例	持股数量
Vibrant Wide Limited	实益拥有人	24.36%	277,979,625
香港影业国际有限公司	实益拥有人	16.95%	193,486,220
Inspired Elite Investments Limited	实益拥有人	7.25%	82,693,975
美团	于受控发团的权益	7.25%	82,693,975
Crown Holdings Asia Limited	于受控发团的权益	7.25%	82,693,975
Songtao Limited	于受控发团的权益	7.25%	82,693,975
TMF Ltd	受托人	7.25%	82,693,975
王兴	于受控发团的权益	7.25%	82,693,975
意像之旗投资（香港）有限公司	实益拥有人	13.77%	157,169,260
腾讯	于受控发团的权益	13.77%	157,169,260

数据来源：公司官网，Wind

管理层核心人物

姓名	身份	权益性质	股份数量	持股比例
郑志昊	于受控发团的权益	好仓	19,277,225	1.69%
	实益拥有人	好仓	19,938,539	1.75%
王长田	于受控发团的权益	好仓	312,722,773	27.40%
		淡仓	158,743,027	13.91%
王罕	实益拥有人	好仓	45,000	0.04%

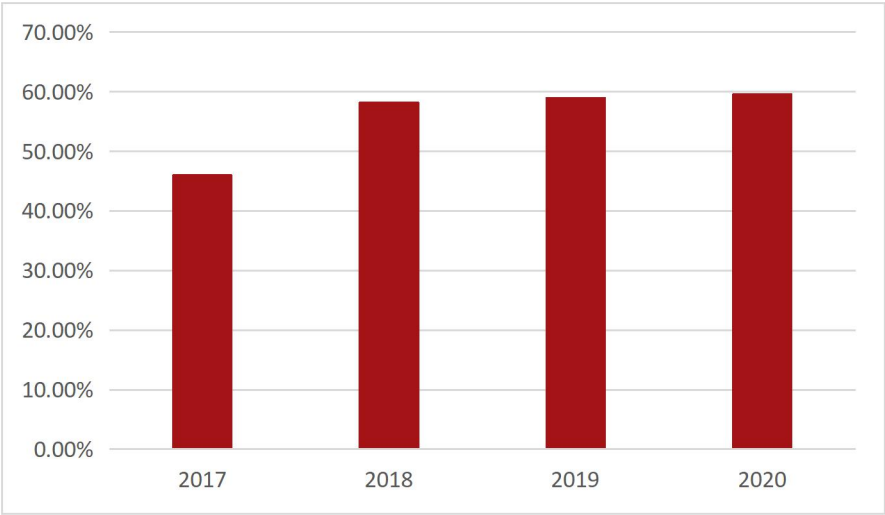
数据来源：公司官网，Wind

1.3、商业模式

1.3.1、品牌优势

作为国内在线票务平台的的引领者，从诞生之初，猫眼就是国内在线票务行业的领头羊，一直占据着较大市场份额。此外，猫眼多业务的扩展也让其成为有名的影视文娱出品人和投资人。在国内，与其定位相当的淘票票的市场份额和猫眼仍有着一定的差距。

猫眼娱乐市占率情况

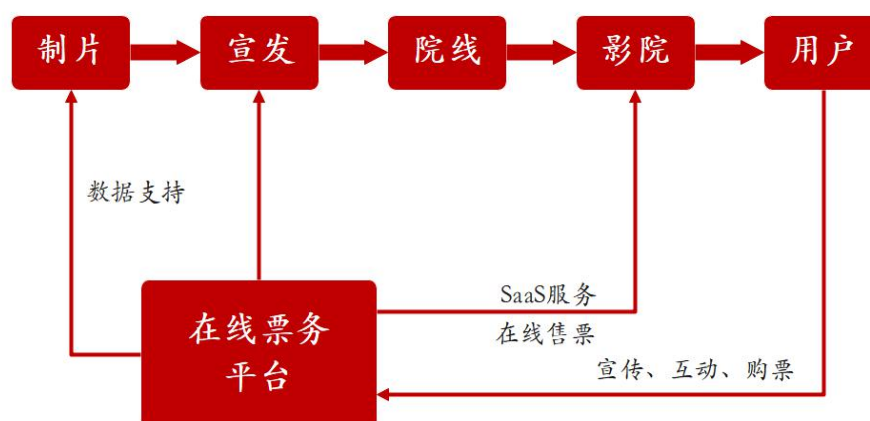


数据来源：公司官网，Wind

1.3.2、传统业务模式

我们先来看看猫眼的传统业务，我们需要明白一点，猫眼的出现离不开美团的推动，美团最早开始做线上交易，开辟了线上售卖电影票务的服务，这就是猫眼的前身。所以我们不难知道，猫眼的传统业务就是线上出售电影票务，说白了就是一个“票贩子”。只不过这个“票贩子”有强大背景——背靠腾讯和美团，这也使得猫眼能够依托美团和微信的接口为用户提供服务，即使后来猫眼作为独立的公司成立，有了自己的APP，不过其主要业务仍然围绕票务出售，可能有所拓展的就是不再局限于高频的电影票，慢慢涉及一些相对低频的演出票务。

猫眼传统商业模式示意图



数据来源：公司官网，Wind

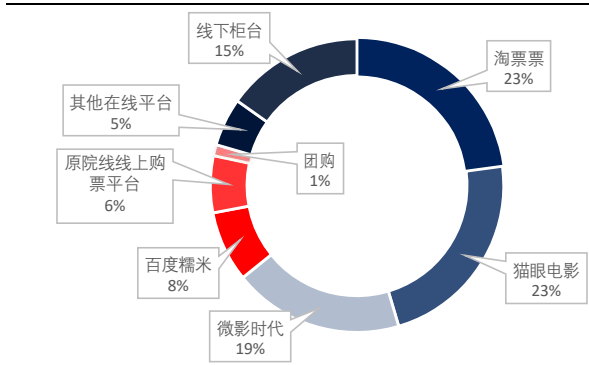
1.3.2、业务变革

公司脱胎于美团 OT0 业务。2012 年美团成立在线电影购票入口，并于次年推出单独 APP 猫眼，2015 年成立独立法人猫眼微影，在美团与点评合并后与点评娱乐业务合并，2016 年与美团点评剥离。

在市场导入期与成长期，公司通过票补等方式进行平台拉新，成功抢占市场。在互联网 OT0 业务涌现的 2014 年左右，市场上有 10 余种电影消费类 APP，比如百度糯米、淘票票、微影、拉手网等，集社区影评、在线选座、电影票务功能于一身。电商平台为了进行平台拉新，片方为了吸引更多观影人次，两者按一定比例协商进行票补，市场上出现了大量的 9.9 元、

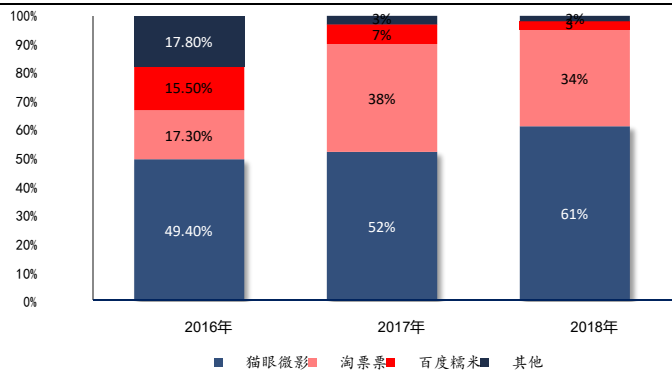
19.9 元的电影票，票补最严重的 2015 年，440 亿票房中大约有 30-50 亿元票房来自票补，烧钱形式的扩张给票务平台带来财务负担，也让公司在 2019 年票补下降之后才实现盈利，但公司市场份额一直处于行业头部。2017 年并购微影后行业格局企稳，公司和淘票票出票比例分别在 60%、30%，成为最终的竞争赢家。

2017Q2 中国电影票出票额市场份额



资料来源:比达咨询, 信达证券研发中心

2016-2018 年票务平台市场份额变化



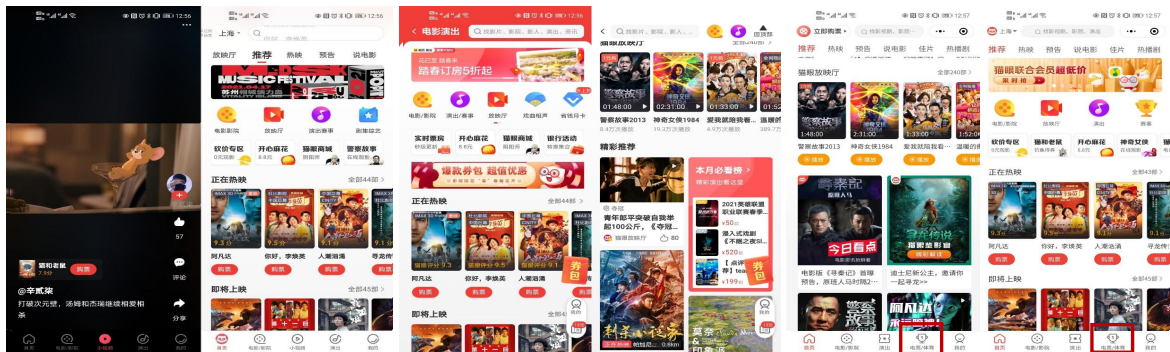
资料来源:比达咨询, 信达证券研发中心

2016年之后公司开发新的业务模式, 在票务平台基础上向上游发行与投资制片切入。从2014年开始公司开始陆续与上游片方合作推广影片, 比如在《港囧》、《美人鱼》合作中探索“吃喝玩乐多场景营销+24 小时发行”, 在 2016 年公司开始担任电影的主控发行方, 运用终端数据指导宣传物料、路演面对核心人群的精准投放, 最终《驴得水》以低成本获得 1.7 亿元票房, 根据公司公告, 截止 2018 年 9 月 30 日, 按综合票房口径公司是排名第一的国产片主控发行方。

2019 年公司业务规划变为为全文娱行业伙伴提供高价值的行业洞见及服务, 深化产业平台能力并加强基础设施建设, 通过多元化服务为行业赋能。猫眼专业版向全文娱行业延展, 不仅接入电影数据, 还有电视剧、网生内容、短视频相关行业数据及信息, 全文娱智能工具化平台“猫眼通”帮助影视行业实现全流程一站式管理, 目前已为 200 个影视项目提供专业服务; 还推出了覆盖全文娱领域的数据分析平台“猫眼智多星”, 覆盖社媒渠道、长视频、短视频平台等多渠道上千维度的数据分析指标。公司正式转型成以大数据为中心赋能全文娱行业的影视基础设施平台。

传统票务平台、数据平台外, 公司推出产品平台、资金平台、营销平台和资金平台, 组成覆盖全文娱各链条的“猫爪模型”。营销平台方面, 公司持续建设全网络覆盖、线下整合的聚合性营销平台, 拓展营销场景, 推出多元化的娱乐整合营销服务; 资金平台方面, 向行业输出定制化资金解决方案, 帮助行业解决融资难、资金流转速度慢的行业痛点, 服务对象面对影院、电影发行方、电视剧出品方和演出主办方等。通过五大平台, 公司形成了行业各类服务的全覆盖, 从票务、宣发向基础设施推进。

猫眼不同入口的程序界面



1.3.3、“猫爪”模型绘蓝图

在2019年7月9日召开的“猫眼全文娱战略升级发布会”上，猫眼公布了“猫眼全文娱猫爪模型”。猫爪模型由猫眼全文娱票务平台、猫眼全文娱产品平台、猫眼全文娱数据平台、猫眼全文娱营销平台，以及猫眼全文娱资金平台五大平台组成，服务于电影、剧集、现场娱乐、音乐、艺人、短视频等全文娱产业链。

有了这五大平台，猫眼娱乐完成了一个涵盖全行业、全产业链的生态化 布局，成为中国娱乐行业的基础设施。

猫爪模型



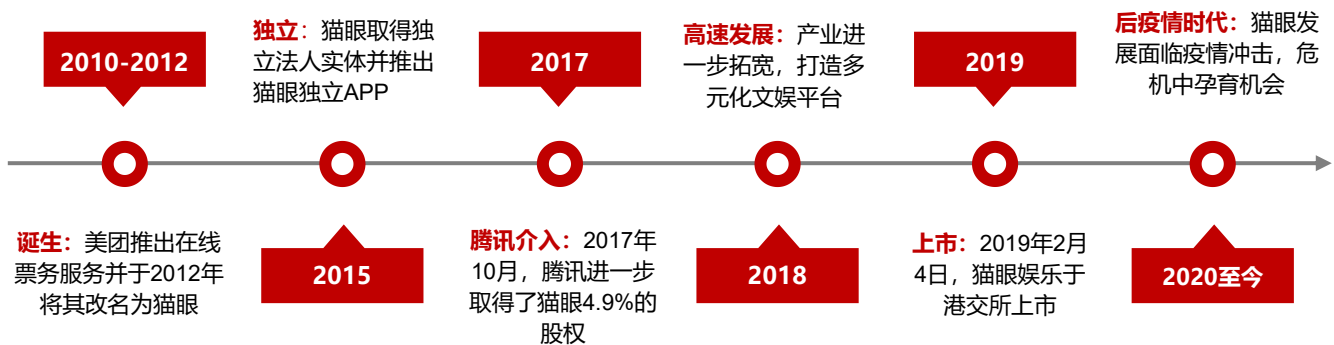
大家都知道，在好莱坞有著名的六大电影公司，他们不仅仅是制作、发行公司，还是其庞大的娱乐产业模式的冰山一角。“六大”同时提供资金、资源、商务甚至生产要素的重新组合，布局电视、传媒、电影、版权运营。“六大”构建了一个让艺术家、创作者发挥创意、才华、产生好的艺术作品、商业产品的平台。

可以看出，“六大”所做的事情，正是猫眼影业前进的方向。猫眼娱乐 首席运营官康利在发布会上说：我们要做离用户最近的“六大”。当然，所谓“六大”只是一个代词，在中国还没有一个公司或者平台，能够完成“六大”所具备的功能，猫眼娱乐要来干这个事情。

猫眼的野心已经不是要做中国最大的“票贩子”了，而是要去成为电影的出品和宣发单位。

1.4 发展历程

于2012年成立。但是随着中国电影行业的发展和猫眼业绩的飞升，猫眼于2015年成立独立法人实体（天津猫眼微影文化传媒有限公司）来继续运营原先的工作，并在此基础上不断拓展其他相关业务。截至2021年，猫眼提供的在线娱乐服务有在线娱乐票务服务、娱乐内容服务、娱乐电商服务、广告服务及其他。其中在线娱乐票务涵盖了包括电影票务外的演唱会、舞台剧、脱口秀、电竞赛事、休闲展览、音乐节、沉浸密室等。



数据来源：公司官网，Wind

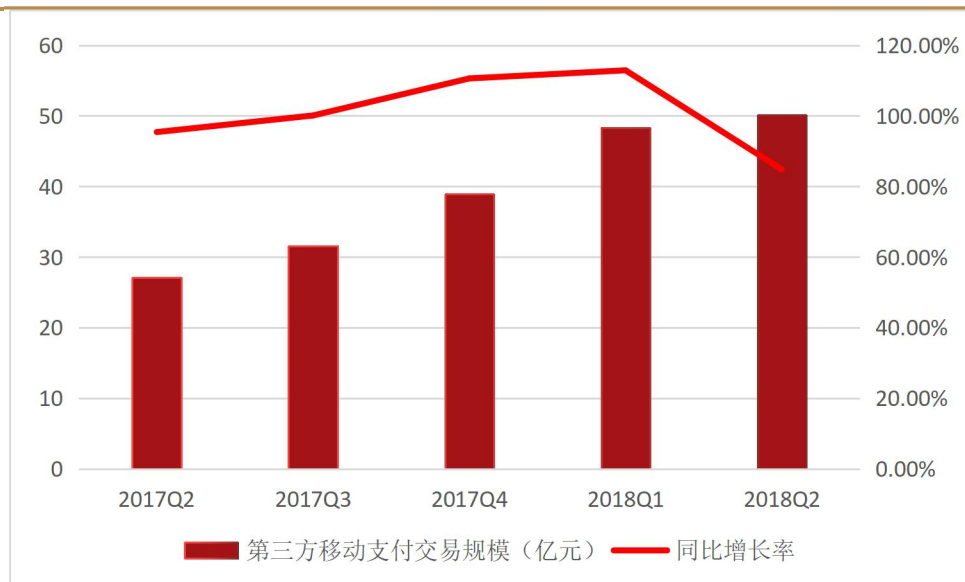
公司发展历程

2、市场行情

移动互联网给娱乐行业带来重大变革，在线票务平台的出现改变了传统电影售票模式，冲击了传统的电影宣发模式。在线票务行业步入成熟期，猫眼娱乐和淘票票组成双寡头，其中猫眼娱乐市场份额超60%。2018年9月3日，猫眼正式向港交所递交IPO申请，这一举动再次吸引了人们对于猫眼和淘票票两家在线票务领域的双寡头大战的关注度。2017年9月21日，经过猫眼和微影双方多轮谈判后对外宣布，新公司“猫眼微影”将以猫眼为主体，整合双方相关业务，这是在腾讯推动下，面对来势汹汹的淘票票做出的战略调整。合并后的猫眼微影占2017年第四季度在线票务市场份额的51.87%，淘票票占37.74%，与上一季度数据对比，猫眼微影在该季度市场份额保持稳定，并凭借猫眼早期发展过程中积累的海量用户资源等优势，暂时领跑在线票务市场。对比之下，曾长期处于亏损状态的淘票票在第四季度市场份额增长3个百分点的成绩，也暗示了其发展势头仍不容小觑。

从2016年以来，电影的在线票务全面增长，而且国内线下演出市场的总体经济规模也达到了469.22亿元，现场演出内容增速超出20%。这也说明了中国文娱产业的蓬勃发展：电影行业的崛起只是大众娱乐消费需求的一个代表，人们对于线下的文娱演出也有着巨大的消费潜力。

第三方移动支付交易规模柱状图

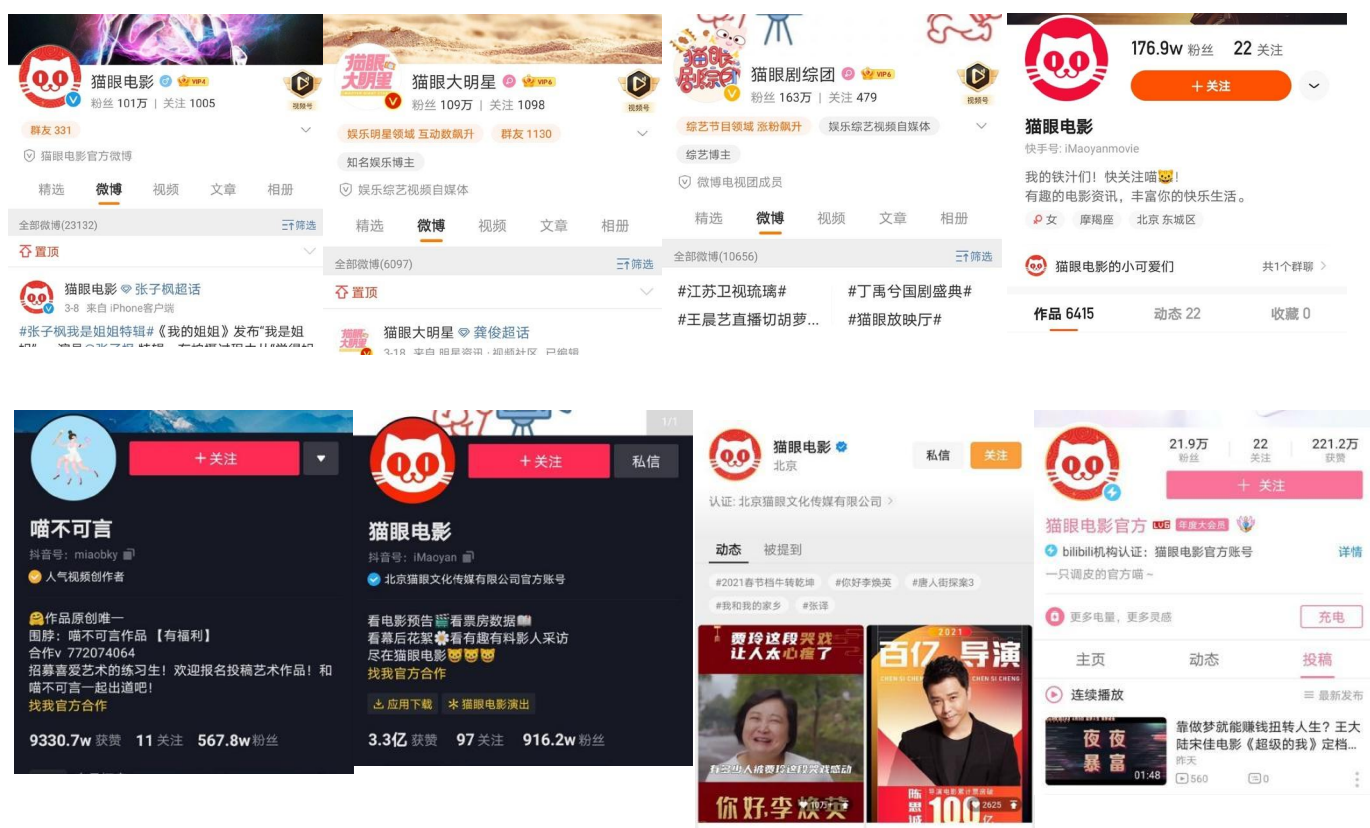


数据来源：公司官网，Wind

值得一提的是，尽管猫眼和淘票票占据了在线票务的大部分，但是越来越多的细分化小众平台如雨后的春笋般冒出，例如自称音乐演出神器的“有演出”，强调原创性音乐的秀动网。而且在未来，二三线城市的广大线下演出市场还有待开发。

此外，在线票务平台的竞争经过多年的发展后在最近几年呈现出稳定竞争的格局，猫眼在行业内的市场占有率仍然是遥遥领先。根据相关机构的调研，我们发现公司的市场占有率在2017年到2018年期间从46.0%上升到了58.2%，而随后的2019和2020年市占率虽然有所提高但已经趋于稳定。猫眼的多场景流量入口全覆盖战略起到了很好的效果，据统计，猫眼2020年在各大平台上覆盖的用户规模超过了4.5亿。

猫眼在各大流量平台上的自媒体矩阵



3、财务报表概览

3.1、资产负债表

下图为猫眼娱乐披露的2021年上半年资产负债表

	附註	於2021年 6月30日 (未經審核) 人民幣千元	於2020年 12月31日 (經審核) 人民幣千元
資產			
非流動資產			
物業、廠房及設備	13	24,765	26,082
使用權資產	14	14,805	21,639
無形資產	13	5,131,993	5,204,121
以權益法入賬的投資	15	45,638	37,121
按公允價值計入其他全面收益的金融資產	16	368,209	316,265
按公允價值計入損益的金融資產	17	25,000	28,313
遞延所得稅資產	18	11,855	11,930
預付款項、押金及其他應收款項	20	34,213	63,675
		5,656,478	5,709,146
流動資產			
存貨		24,251	35,154
應收賬款	19	467,325	318,970
預付款項、押金及其他應收款項	20	1,994,117	1,853,259
按公允價值計入損益的金融資產	17	778,771	397,864
原到期日超過三個月的定期存款	21	50,000	—
受限制銀行存款	21	90,000	154,000
現金及現金等價物	21	1,973,351	2,140,149
		5,377,815	4,899,396
資產總值		11,034,293	10,608,542
權益			
本公司權益持有人應佔權益			
股本	25	154	153
儲備	26	8,350,848	8,264,140
累計虧損		(243,610)	(641,234)
權益總額		8,107,392	7,623,059
負債			
非流動負債			
遞延所得稅負債	18	144,236	156,456
租賃負債	14	1,361	8,620
		145,597	165,076
流動負債			
借款	22	876,543	1,013,467
租賃負債	14	10,691	14,216
應付賬款	23	376,925	289,209
其他應付款項、應計費用及其他負債	24	1,462,285	1,476,012
即期所得稅負債		54,860	27,503
		2,781,304	2,820,407
負債總額		2,926,901	2,985,483
權益及負債總額		11,034,293	10,608,542

3.1.1、资产结构分析

在猫眼的资产构成中，流动资产与非流动资产处于一个相当的地位。流动资产率（流动资产率=流动资产/总资产*100%）约为 48.7%，在这种情况下，猫眼承担了一定的风险，同时也能够维持一个不错的收益水平。再仔细来看，可以发现在非流动资产中，无形资产占据了绝大部分，无形资产一般包括专利权、

商标权、非专利技术、著作权、土地使用权、特许权、租赁权等。无形资产的突出特性在于没有实物形态，它只表明公司拥有法定权利，或者是表明公司拥有获得高于一般受益水平的能力。无形资产在总资产中的比例，代表了企业科技化、现代化的程度。猫眼的高份额无形资产也就反映了猫眼的高科技化和现代化，具有更高的科技竞争力，这也是猫眼能够持续发展的重要保证之一。

3.1.2、负债与权益结构分析

我们首先来看负债权益比率，负债权益比率的计算方法是以负债占所有者权益的百分比的方式，表示机构资本结构的比率，反映了被考量的企业的财务结构的强弱。我们计算大致可以得出猫眼的负债权益比率约为 36.1%。从数据中可以看出平均每 100 元的企业自有资金（即股东出资）可以承担 36.1 元的负债，那么猫眼的债权人的利益是可以得到一个相对较好的保障的。

再来看长期负债比重，该指标是用来核算企业长期负债在总负债中的比重，根据猫眼披露的数据，计算得这一指标应为 4.97%。可以看出猫眼对于外来长期资金的依赖程度很低。与之相对应的必然是较高的流动负债比重，这也应当引起猫眼高层的注意。

3.1.3、资产负债率

我们计算下猫眼的资产负债率（资产负债率=负债总额/资产总额），可得猫眼在 2021 上半年的资产负债率约为 26.5%。对于企业而言，这样的资产负债率算不上高，甚至相对较低，这表明了猫眼就有较强的偿债能力，但是这也表明了猫眼没有将资本充足有效得利用起来。当然这或许和猫眼的“出生”有关，毕竟背后一直有资本大佬的支持，所以负债在资本中相对较低的占比也可以理解了。

3.2、利润表

下图为猫眼娱乐 2021 年上半年利润表：

	附註	截至6月30日止六個月	
		2021年 (未經審核) 人民幣千元	2020年 (未經審核) 人民幣千元
收益	6	1,799,790	203,050
收益成本	7	(754,340)	(223,609)
毛利/(毛虧)		1,045,450	(20,559)
銷售及營銷開支	7	(320,803)	(170,827)
一般及行政開支	7	(178,640)	(204,379)
金融資產減值虧損淨額	19,20	(41,579)	(135,555)
其他收入	8	8,160	121,986
其他虧損淨額	8	(3,092)	(15,174)
經營溢利/(虧損)		509,496	(424,508)
財務成本淨額	9	(1,320)	(7,758)
分佔以權益法入賬的投資虧損	15	(983)	(367)
除所得稅前溢利/(虧損)		507,193	(432,633)
所得稅(開支)/抵免	10	(120,116)	1,979
期內溢利/(虧損)		387,077	(430,654)
以下人士應佔溢利/(虧損)：			
—本公司權益持有人		387,077	(430,654)
本公司權益持有人應佔每股盈利/(虧損) (以每股人民幣元列示)			
—每股基本盈利/(虧損)	11	0.34	(0.38)
—每股攤薄盈利/(虧損)	11	0.34	(0.38)

期內溢利／(虧損)	387,077	(430,654)
其他全面收益：		
將不會重新分類至損益的項目		
來自本公司的貨幣換算差額	(10,729)	28,814
按公允價值計入其他全面收益之權益投資公允價值變動	10	5,388
期內其他全面收益，扣除稅項	64,952	34,202
期內全面收益／(虧損)總額	452,029	(396,452)
以下人士應佔全面收益／(虧損)總額：		
—本公司權益持有人	452,029	(396,452)

3.2.1、盈利情况分析

疫情防控常态化，猫眼强势扭亏为盈。

根据年报显示，截止 6 月 30 日，猫眼娱乐 2021 年上半年收益为 17.99 亿人民币，较上年同期增长超 800%，毛利、净利皆扭亏为盈，上半年的毛利达到了 10.46 亿元，经调整净利为 4.84 亿元。当然，相较于 2019 年同期的数据，猫眼的收益并没有上升。但是考虑到疫情的冲击与影响，猫眼能够取得与 2019 年相当的成绩，这一方面反映了中国大众对于娱乐消费的欲望没有因为疫情而消减，另一方面也表现了猫眼其顽强的“生命力”。

3.2.2、收益分析

在线票务服务仍是主要收益来源，娱乐内容服务发展迅速。

对于猫眼2021年上半年的主要利润来源，其在利润表中也有所展现：

	截至6月30日止六個月	
	2021年 (未經審核) 人民幣千元	2020年 (未經審核) 人民幣千元
在線娛樂票務服務	1,013,475	103,806
娛樂內容服務	668,364	4,958
廣告服務及其他	126,248	83,610
	1,808,087	192,374
電影及電視劇投資(虧損)/收入(附註17(b))	(8,297)	10,676
總收益	1,799,790	203,050

我们从上面的表格可以看出，猫眼的主要收益来源仍然是在线娱乐票务服务，占比超过了56%，已经回复到与2019年同期相当的水平，由于疫情冲击，这样的结果自然远远低于猫眼应当从在线票务服务上获取的收益，我们可以想象，倘若没有疫情，猫眼在这项指标上或许会取得更好的成绩。除此以外，有一个非常值得注意的点，那就是娱乐内容服务的收益相较于2019同时期不仅没有下降，反而比前年的数据更高了。这应当让所有对于猫眼的投资者感到兴奋，我们也可以从另一方面来看，猫眼从娱乐内容服务所获取的收益占比从2019年的33.5%上涨到了2021年的37.0%，这也说明猫眼将越来越多的精力投入到娱乐内容的制作上去，这也是猫眼娱乐能够在这个产业可持续发展的一个必然道路。

3.3、现金流量表

下图为猫眼娱乐 2021 年上半年现金流量表：

		截至6月30日止六個月	
	附註	2021年 (未經審核) 人民幣千元	2020年 (未經審核) 人民幣千元
融資活動所得現金流量			
借款所得款項	22	340,200	480,000
償付借款	22	(477,124)	(861,600)
第三方貸款所得款項	24	41,605	74,580
租賃付款的本金部分		(11,251)	(7,016)
受限制銀行存款減少	21	64,000	101,001
根據購股權計劃發行新股份	25, 26	4,284	191
融資活動所用現金淨額		(38,286)	(212,844)
現金及現金等價物減少淨額			
期初的現金及現金等價物		2,140,149	1,540,414
現金及現金等價物匯兌(虧損)/收益		(7,168)	14,262
期末的現金及現金等價物		1,973,351	1,171,325

		截至6月30日止六個月	
	附註	2021年 (未經審核) 人民幣千元	2020年 (未經審核) 人民幣千元
經營活動所得現金流量			
經營所得/(所用)現金		553,241	(426,337)
已付利息	9	(17,398)	(19,248)
已付所得稅		(104,904)	(78,136)
經營活動所得/(所用)現金淨額		430,939	(523,721)
投資活動所得現金流量			
購買物業、廠房及設備	13	(9,632)	(4,449)
購買無形資產	13	(107)	(3,119)
出售物業、廠房及設備之所得款項		74	-
按公允價值計入損益的金融資產之付款	17	(698,427)	(140,754)
出售按公允價值計入損益的金融資產所得款項	17	315,734	395,225
出售按公允價值計入其他全面收益的金融資產所得款項	16	20,255	4,523
已收利息	9	16,545	12,307
投資電影及電視劇的應收款項墊款	20	(160,579)	(37,195)
償還投資電影及電視劇的應收款項	20	50,238	20,950
貸款予第三方之墊款	20	(26,884)	(49,316)
償還第三方貸款	20	-	57,141
原到期日超過三個月的定期存款(增加)/減少	21	(50,000)	100,000
以權益法入賬的投資付款	15	(9,500)	(2,099)
投資活動(所用)/所得現金淨額		(552,283)	353,214

企业一个会计期间的活动可以分为三类：经营活动、投资活动和融资活动。三种活动分别战胜的现金流量依次可以用CFO，CFI，CFF表示。先来总体考察，在三大指标中CFO>0，CFI<0，CFF<0。这说明了猫眼的经营情况相对良好，但是仍然在偿还以前的债务，另外需要在其他方面继续投资，所以需要随时关注企业经营情况的变化，方式财务状况恶化。

在猫眼投资活动现金流中，可以发现对于金融资产和电影电视剧的投资占据了猫眼投资活动现金流出的大部分，这说明了猫眼在娱乐行业源头多 做出的努力，试图建立一套完整的产业链。可以发现购买固定资产的现金流 虽然不多，但是其远大于出售固定资产的现金流流入，意味着猫眼在原有经营规模的基础上，试图通过对内扩张及产品优化的战略进一步提升市场占有率和核心产品竞争力。

在猫眼筹资活动现金流中，可以发现猫眼的偿付借款几乎占据了所有的现金流出，这也表明了疫情对于猫眼的冲击，需要垫付大量过去的借款。相比而言2020年的偿付借款数量更加庞大，而没有疫情的2019年同期所偿付的借款数量就显得较为稀少。所以，我们应当相信，当疫情防控进入常态化猫眼的表现也应当更加出色。

4、财务指标分析

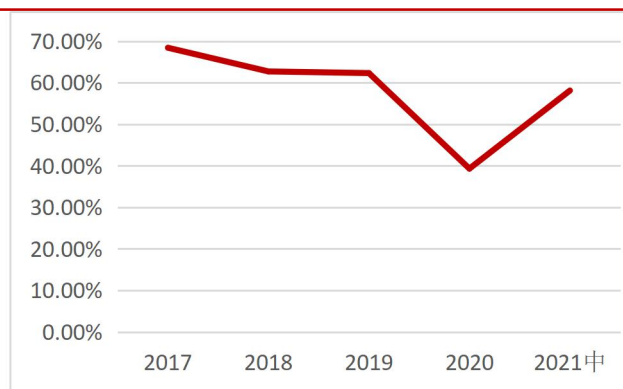
4.1、盈利能力分析

盈利能力是指企业在一定时期内获取利润的能力，是企业资本增值的能力。五粮液的营业收入、净利润、毛利率和净利率一直呈现稳步上升的趋势，稳定的获利能力使其在行业中脱颖而出。通过杜邦分析，较高的净资产收益率（ROE）也反映了该公司多元化战略和品牌战略实施的成功，也说明了公司的运营方式很有效，使得企业整体的盈利能力增强。

4.1.1 净利率和毛利率

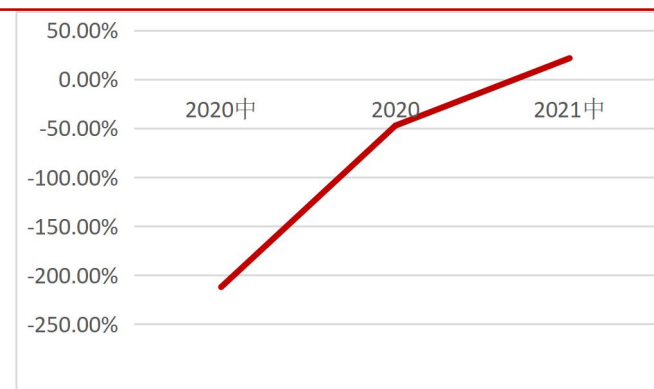
2021年上半年的毛利率为58.09%，相较于2020年有了较大的提升，基本达到了疫情前销售毛利率水平，考虑到疫情的影响依旧存在，能够有这样的数据也算是超出了预期。这也反映了猫眼多元化、多平台的战略取得了阶段性的成果。此外，猫眼的净利率从2020中期报告的-212.09%快速上升到了2021年上半年的21.51%，我们有理由相信，猫眼在未来将会取得更高的利润率

近年来公司毛利率



数据来源：巨潮资讯网

近年来公司净利率



数据来源：巨潮资讯网

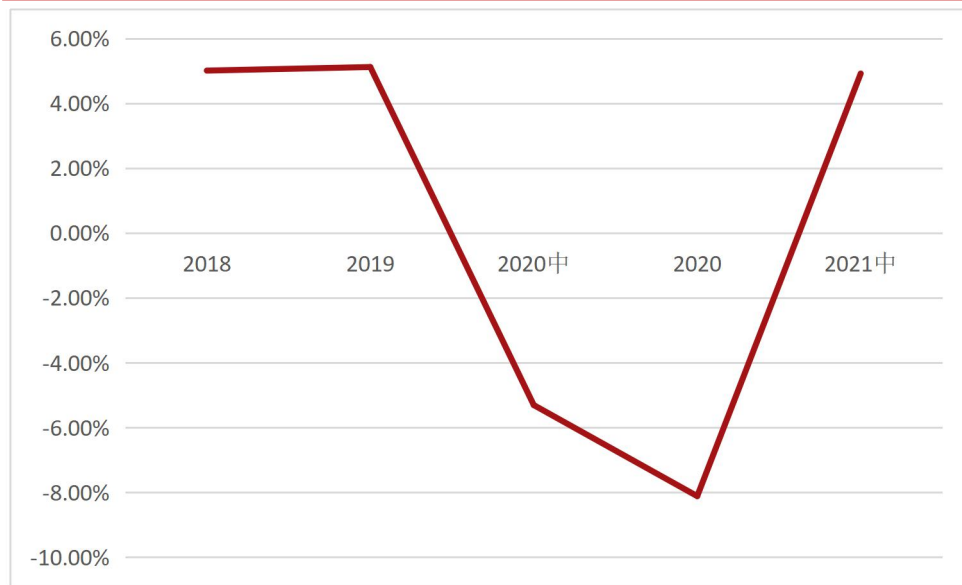
4.1.3 净资产收益率（ROE）

净资产收益率，即ROE，又称股东权益报酬率，代表着净利润和平均股东权益的白封闭，能够放映股东权益的收益水平，用以衡量公司运用自由资本的效率。

对于大部分像猫眼娱乐这样的企业而言，负债的增加会导致净资产收益率（ROE）的下降。

2017年以来，公司的净资产收益率呈逐年上升趋势，并逐渐与行业平均拉开较大的差距。而2020年由于疫情冲击，猫眼娱乐的净资产收益率出现大幅下滑，尤其在2020上半年尤为明显，随后2021年净资产收益率开始回升并且基本达到疫情前水平，我们有理由相信，随着疫情防控常态化，该公司的ROE会持续上升。

近年来公司净资产收益率



数据来源：国资委，Wind，萝卜投研

4.1.4 表外无形资产分析 ROE 来源

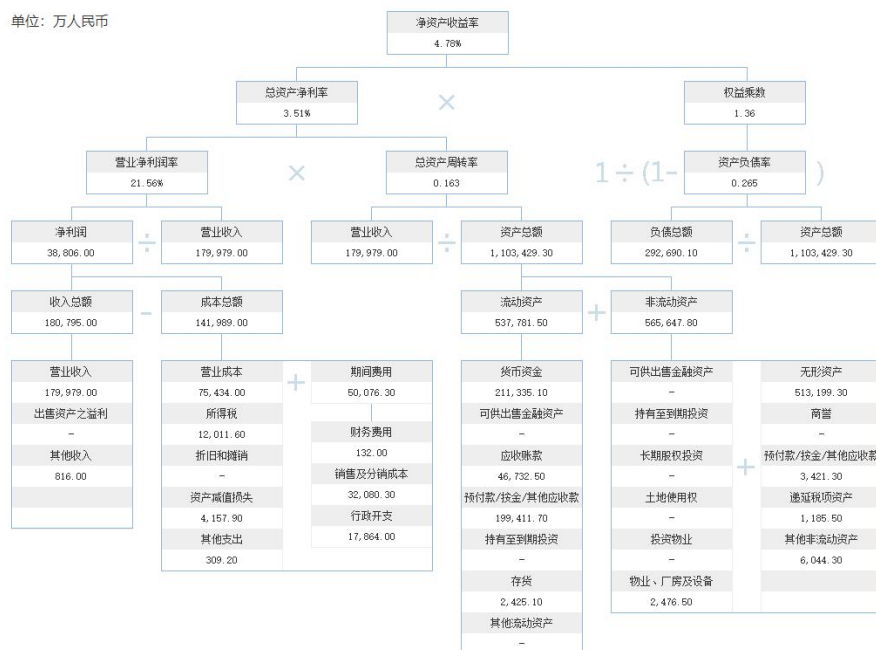
参照前文分析，技术、品牌、人力和企业文化等。

4.1.5 杜邦分析 ROE 来源

以 2021 年上半年为例，公司 ROE 为 4.78%，销售净利率 21.56%，总资产周转率 0.163 次，权益乘数为 1.36 倍。较 2020 年同期而言，公司的 ROE 有明显的上升，这部分的主要原因疫情防控常态化，影院运营得到恢复，此外猫眼也拓展了其他业务。随着时间的发展，我们有理由相信猫眼会有越来越多的成长点。

猫眼年报杜邦分析

单位：万人民币



数据来源：国资委，Wind，萝卜投研

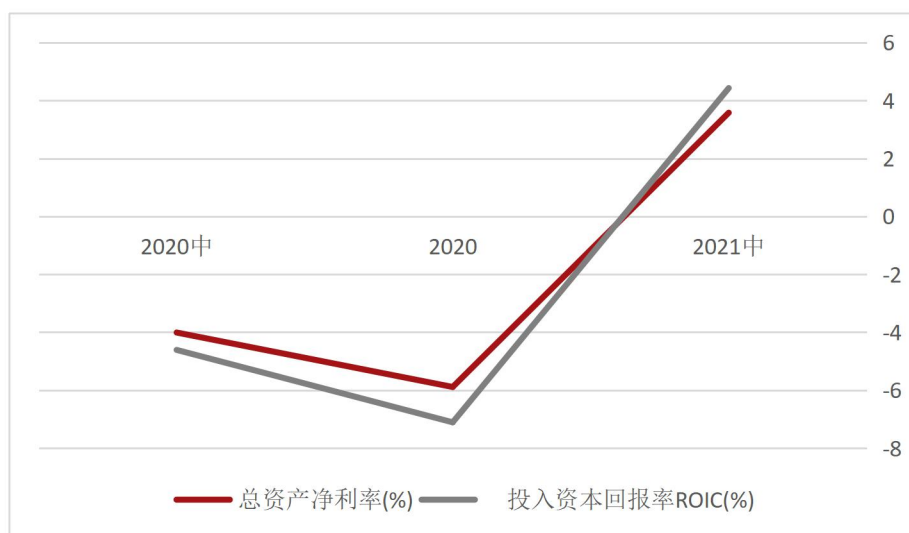
首先，公司凭借其优秀的产品质量、技术优势、品牌效应和渠道加持等优势获得了出色的销售净利率，考虑到公司的资产周转率与权益乘数均低于行业平均水平，可见其销售净利率非常优秀。

资产周转率很低也反映了这整体的“重资产”的特点，2021年公司资产周转率维持0.163。一方面，电影前期的宣发需要大量的资金支持，缺乏现金流难以流转；另一方面，出品相关的电影也需要大量资金支持。

最后，公司的权益乘数为1.36，较2020年同期略有上升。公司较低的权益乘数，一方面反映公司在应用杠杆上并不如同行业的其他公司积极；但另一方面，也说明财务杠杆较低，运营较为稳健，这与资产周转率低的缺陷相契合，有利于应对2020年的疫情冲击以及大宗商品的供给冲击。

总而言之，重资产与稳健经营模式是拖累公司 ROE 的主要原因，也是文娱行业共同的问题所在。但是，公司凭借较为出色的同业竞争优势，获取了远超平均水平的销售净利率，使其ROE表现远超行业的优秀标准水平。

猫眼总资产净利率和投入资本回报率



数据来源：国资委，Wind，萝卜投研

4.2、营运能力分析

公司的营运能力呈现出明显短板，但符合其业务与战略特点，总资产周转率略低于行业平均水平，存货周转率较低，无形资产周转率较高，各资产周转率都呈现出上升趋势。总体上，虑及多品牌战略与在线票务平台竞争格局，公司营运能力仍可接受，但存在明显的改进空间。

4.2.1 存货周转率

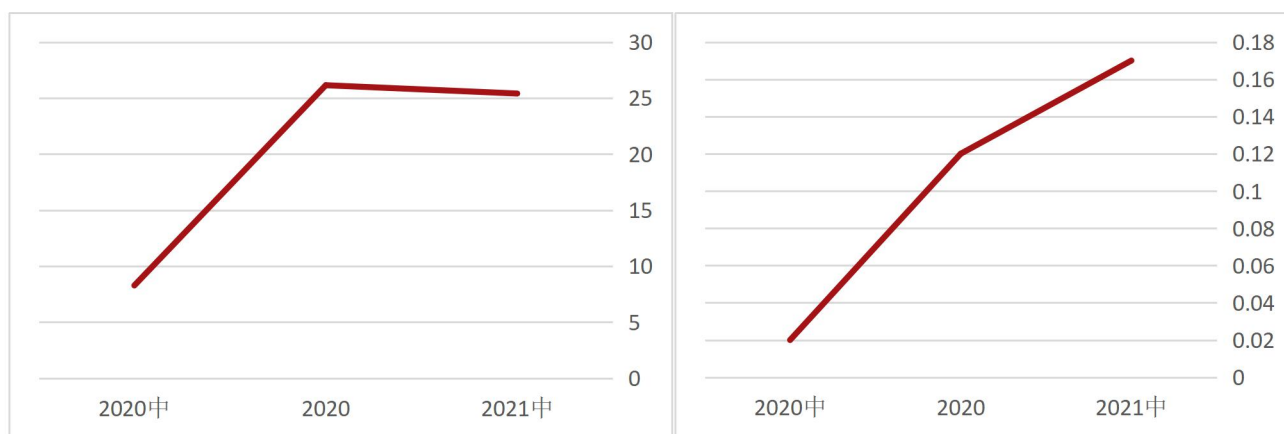
总体上来说，猫眼的存货周转率呈现上升趋势，并且相较于行业一般水平较高。这和猫眼多平台、多元化文娱产业的战略有关。随着猫爪模型的提出，猫眼的电影生态产业链愈发完善，涵盖了从投资、制作、出品、宣发等一系列环节，庞大的产业链从来猫眼存货周转率的稳健上升。

4.2.2 总资产周转率

公司的总资产周转率并不高，甚至略低于行业的平均水平，卖方议价能力较弱，这与公司长期以来的电影票务补贴策略有关。在猫眼建设初期，为了快速的

占据市场份额，猫眼常常推出超低价电影票，对于线上购票的用户进行了大量的补贴，在这一过程中，卖方的议价能力较弱。但是随着行业竞争格局逐渐稳定，猫眼的产业业务不断拓展，总资产周转率也有了较大的提升。

猫眼存货周转率和总资产周转率



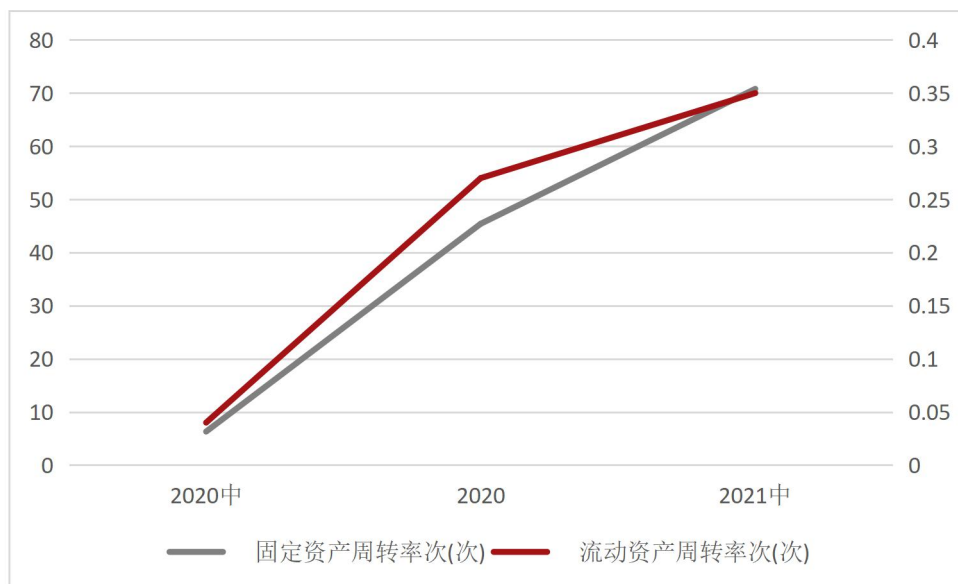
数据来源：国资委，Wind，萝卜投研

4.2.3 其他资产周转率

其他资产周转率包括固定资产周转率和流动资产周转率。

固定资产流动水平较高，流动资产流动水平较低，呈现出相同的增长趋势。

猫眼固定资产周转率和流动资产周转率



数据来源：国资委，Wind，萝卜投研

4.3、偿债能力分析

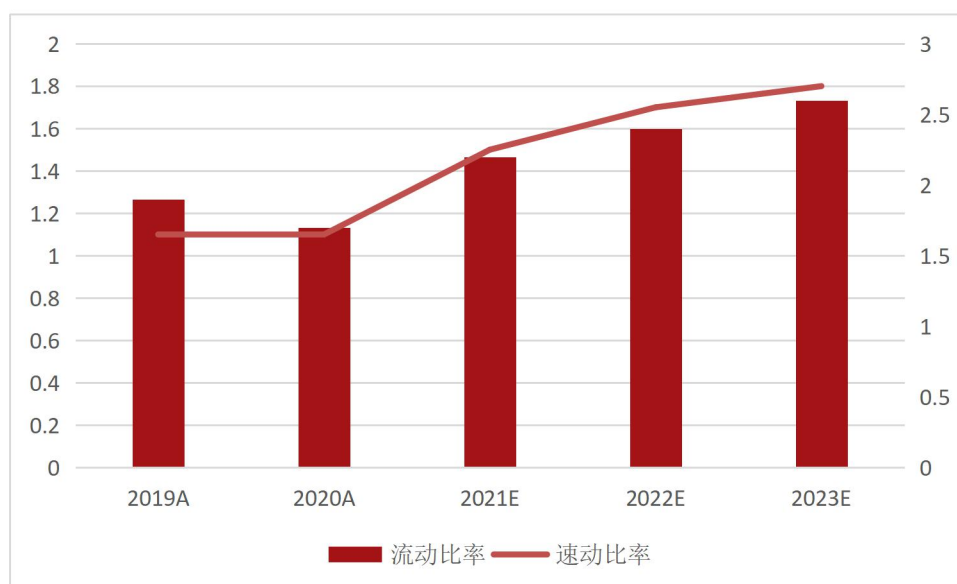
偿债能力是公司能否健康经营发展的关键，能够反映企业财务状况和经营能力。近三年来，猫眼娱乐的流动比率、速动比率和现金比率都高于行业平均值，这说明猫眼的账面资金可以随时支付流动负债，财务风险较低。此外，

猫眼的资产负债率远低于行业平均值，说明公司长期偿债能力较强，财务风险相对较低。总体而言，无论是长期还是短期，猫眼娱乐具有较强的偿债能力，承担着较低的财务风险。

4.3.1 短期偿债能力

总体上来说，流动比率和速动比率都呈现出上升的趋势。均高于行业平均水平，流动资产流动负债的三倍以上；这意味着即使有60%的流动资产不能在短期内变现，也能够保证公司全部的流动负债都得到偿还。公司资产变现能力与短期偿债能力强大。公司速动比率明显高于行业平均水平，近三年平均值也在2左右浮动。其中2020年由于在推进猫眼全生态平台而扩大产业规模等方面扩大开支使得现金流量大幅下降、速动比率落入阶段性低位。这表明公司短期偿债能力较好。

猫眼速动比率和流动比率

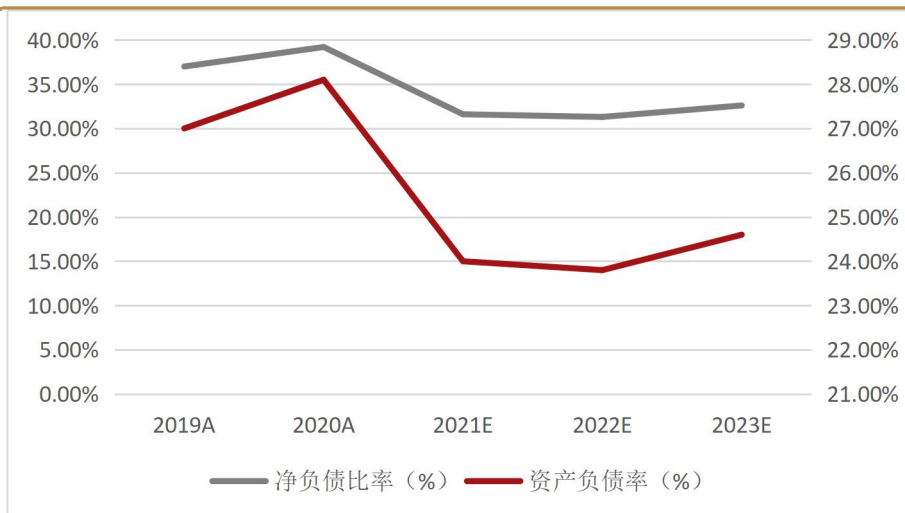


数据来源：国资委，Wind，萝卜投研

4.3.2 长期偿债能力

公司的净负债比率和资产负债率呈现出相同的趋势，都在2020年达到了顶峰，考虑到疫情的影响，这也可以理解。随着疫情的平复，线下影院的开放，净负债比率和资产负债率都会迎来一波快速下降，然后缓慢回升。总体而言，未来企业的资产负债率不算高，能够维持一定的偿债能力。

猫眼净负债比率和资产负债率



数据来源：国资委，Wind，萝卜投研

5、总结与估值

5.1、总结

从宏观背景来看，虽然新冠疫情对中国及世界整体经济形势带来一定冲击，尤其是对于猫眼这样从事娱乐产业的企业几乎是毁灭性打击，但是仅仅过了一年，猫眼就恢复到了和疫情之前相当的水平，甚至在某些指标上还有所超越，所以疫情防控常态化以后，猫眼应当会取得更高的收益。此外，疫情的冲击也加速了猫眼的转型，促使其加大对于文娱完整生态链的投入，猫眼有望利用现有形式突破竞争格局限制，抢占更多市场份额，打造自身规模效应和影响力。

从业务增速及战略调整来看，猫眼娱乐上市后可以融到更多的资本，用来做进一步的建设与投资，不断完善自身市场战略部署，未来预计收入及净利润将保持高速增长，但增速比例可能会受到新冠疫情等诸多因素的影响稍有下降。但是究竟猫眼是否值得投资，我觉得可以再等待等待，等到疫情影响已经很小或者完全消失的时候，或许就能给出一个确定的建议。

猫眼全文娱平台



在阅读猫眼财报和相关资料的这几天，或许给我感受到的最深的东西就是资本的力量。中国做在线票务最早是格瓦拉，但是他因为没有有一个强大的投资方早早地就被受够了。中国在线票务市场经过近十年的大浪淘沙和近两年“核弹一样”的疫情的打击，最终还能够稳住脚跟只有那么几家——猫眼，淘票票，大麦等。其实不只是在票务这一个行业，几乎所有的在线服务行

业到经过激烈的市场竞争后只能存活下来那么几家。从我个人使用的产品而言，我似乎能感觉到这些包括在线票务、网约车、外卖、网购、移动支付在内的各种网络服务逐渐形成了向阿里和腾讯两大巨头靠拢的局势，资本为他们选择了各自的阵营——一面是以腾讯美团为首，另一面是以阿里作为自己的核心。或许只有得到了资本的援助才能够在这个竞争激烈，不断有后来人居上的产业立足生存吧。

	最新修订时间	2018年 (千元)	2019年 (千元)	2020年 (千元)	2021年 上限 (千元)	2022年 上限 (千元)	备注
腾讯电影及电视剧宣发框架协议	2021年2月26日	550	2994	11505	180000		2021年委聘公司至少两部电影主控宣发方提供服务，在谈的两部电影宣传服务费在50百万-70百万之间，根据票房收取的发行服务费预期在30百万-50百万之间；腾讯将委聘公司为其宣发服务提供支持，合作将设计月5-15部电影或电视剧，将产生10百万-50百万元的服务费。
与腾讯音乐科技（TME集团）订立音乐版权授权合作框架协议	2020年12月16日			300	25000	30000	将音乐作品授权TME，TME向本集团支付版权使用费
光线业务合作及服务框架协议	2019年9月10日		30,000	46,500	67,425		

5.2、估值

由我们在上文的盈利能力分析中预测，我们预测猫眼娱乐从2020年开始未来三年的营业收入分别为13.64亿元、47.43亿元和56.22亿元，同比增长率分别为-67.1%、246.9%和18.7%，当期利润分别为-6.23亿元、6.60亿元，8.09亿元，同比增长-45.7%、13.9%和14.4%。其中，2021年和2022年的当期利润对应的收盘价为2021年3月29日收盘价（12.27港元，10.710人民币）的静态PE值分别为18倍和15倍。此外，在疫情冲击下，我们也相信公司在积极拓展除了传统电影票务发行以外的业务，它们也尝试去拓展电影的发行资源和利用其他方式发行，多元化文化娱乐服务将成为猫眼娱乐的主要增长点。值得一提的是，随着媒体渠道的不断发展和拓展，猫眼的广告业务也会得到一个较大的提升并成为公司未来增长的一个新的动力。

相对估值表

	证券代码	总市值（亿元）	营业收入			归母净利润			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
猫眼娱乐	1986.HK	148(港币)	42.68	13.63	47.33	4.59	(6.23)	6.60	34.96	-	18.48
中国电影	600977	263.62	90.68	27.59	88.67	10.61	(4.08)	9.92	24.84	-	26.59
万达电影	002739	407.11	154.35	62.09	170.62	(47.29)	(34.25)	16.24	-	-	25.08
横店影视	603103	102.11	28.14	0.00	30.35	3.10	0.00	3.60	32.99	-	28.36
光线传媒	300251	348.51	28.29	12.58	27.50	9.48	3.73	10.52	36.78	93.47	33.14
上海电影	601595	57.59	11.07	3.82	11.13	1.37	(2.89)	1.43	42.00	-	40.42
行业平均											30.72

数据来源：公司官网，Wind

5.3、投资建议

由我们在上文的盈利能力分析中预测，我们预测猫眼娱乐从2020年开始未来三年的营业收入分别为13.64亿元、47.43亿元和56.22亿元，同比增长率分别为-67.1%、246.9%和18.7%，当期利润分别为-6.23亿元、6.60亿元、8.09亿元，同比增长-45.7%、13.9%和14.4%。其中，2021年和2022年的当期利润对应的收盘价为2021年3月29日收盘价（12.27港元，10.710人民币）的静态PE值分别为18倍和15倍。此外，在疫情冲击下，我们也相信公司在积极拓展除了传统电影票务发行以外的业务，它们也尝试去拓展电影的发行资源和利用其他方式发行，多元化文化娱乐服务将成为猫眼娱乐的主要增长点。值得一提的是，随着媒体渠道的不断发展和拓展，猫眼的广告业务也会得到一个较大的提升并成为公司未来增长的一个新的动力。最终，在估值上，我认为给与公司基于2021年当期内盈利的PE值的25倍是一个合理的估值，对应的总市值为165亿元（196亿港币），每股的价格是14.49元（17.22港币）。

6、风险警示

6.1、疫情冲击

我想到的第一条就是疫情，从2020年年初开始，新冠疫情已经反反复复地持续了两年。疫情的冲击导致大量的影片无法上线，电影院无法开业。首先，电影院必然损失惨重。但是提供票务服务甚至是电影投资方的猫眼，其所承担的风险必然是更大的。所幸，中国的疫情管控到位，人们对于电影的热情高涨。在过去一年的春节档、国庆档、五一档的票房都有着不俗的成绩。这也是为什么在疫情背景下猫眼仍然能够持续盈利的原因之一。但是从长期来看，疫情在国内不断地反反复复出现，这仍然是不可控的因素，并且自从复工复产以来，电影业的复苏不达预期，这对于猫眼的发展是个必须考虑的因素。

6.2、与投资方的合作

猫眼之所以能够在短期内取得较高的市场份额，很大程度上是依托原本的微信美团等在自己程序内部提供的接口服务，由于微信和美团本身具有大量的用户，所以猫眼能够在短期内获得大量的用户，但是这部分用户往往并不是对猫眼具有依赖，而是他们对微信或者美团的使用已经成为习惯。不过就目前来说，腾讯与猫眼已经签订了一份2024年到期的合约，而且在此前双方也达成了“腾猫联盟”以期更深入的合作，所以短期内不会有解约的风险。此外，腾讯和美团是猫眼的两个主要股东之一，为了能够和阿里控股的淘票票、大麦等进行竞争，他们与猫眼的合作应当会继续。与这两个相比，或许大众点评与猫眼的合作更值得担心，毕竟美团与大众点评本身就是彼此最大的竞争者之一。

6.3、巨额的亏损（现金流问题）

几乎与所有互联网代售交易平台一样，在运营初期为了占据更大的市场份额，往往会用自己的收入作为给用户的补贴，但是持续的市场营销造成了巨额的亏损，现金流出太快，而各业务线的发展又急需大量资金的投入支持。从2015年到2018年前三个月猫眼电影累计亏损额达到21.13亿元，可以说是六成以上的收入拿来获客。而在猫眼提出了“猫爪战略”后，这对于猫眼来说是个不小的挑战，需要拿出不少的精力和大量的财力来投入和铺垫。

6.4、商誉减值

猫眼在并购微影时代后致使其商誉大增至45.2亿元。而突增至如此高的数据，令猫眼今后可能面临很大的商誉减值风险，而商誉减值又会对公司整体市值产生不利影响，并对猫眼近几年的业绩形成压力。

