

**持有****影视行业明显复苏, 公司密集布局内容制作****猫眼娱乐 (1896. HK)**

2020-09-07 星期一

**投资要点**

目标价: **16 港元**  
 现价: 14.68 港元  
 预计升幅: 8.9%

➤ **公司上半年业绩受疫情冲击较大:**

根据中期财报披露, 公司上半年实现收益 2.031 亿元, 去年同期为 18.85 亿元, 大幅下降的原因主要是疫情期间, 线下影院持续关闭, 直到 8 月才开始有序复工, 因此公司在疫情期间线上票务业务基本没有任何收入来源; 期内亏损净额为 4.3 亿元, 去年同期为盈利 2.57 亿元。经调整 EBITDA 为亏损人民币 2.84 亿元, 经调整净利润为亏损 3.07 亿元。

**重要数据**

日期	2020-09-07
收盘价 (港元)	14.68
总股本 (百万股)	1,130
总市值 (百万港元)	16,700
净资产 (百万港元)	9,252
总资产 (百万港元)	12,672
52 周高低 (港元)	16.36/8.01
每股净资产 (港元)	8.19

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

➤ **电影市场复工明显回暖, 观影热情持续提升:**

随着国家电影局 7 月中旬下发影院复工通知, 被压抑近半年的观影需求终于得以释放, 曾经定档春节档的影片大作开始陆续排片。另外复工后情人节档期总票房恢复到去年同期 90%, 观众的热情在持续提升。我们预计国庆档有更多的大作上映, 行业会进一步恢复。公司在在线票务市场份额中稳居第一, 因此能够最大程度享受行业回暖的影响。

➤ **持续对内容进行投入, 内容制作能力增厚:**

2020 年上半年, 公司持续对影视作品内容进行投入, 目前内容储备丰富。电影方面, 公司的自主开发电影已经完成拍摄, 并将陆续定档; 公司参与出品和发行的影片已经开始排片。剧集方面, 公司也参与出品了诸多剧集, 自制剧也开始进行布局。这些内容的投入, 为未来公司打造内容平台提供了坚实基础。

➤ **调整为“持有”评级, 目标价 16 港元:**

由于影院复工时间迟于我们此前的预期, 因此我们进一步下调了公司 2020 年整体收入预期, 但是由于公司基本面及行业地位没有出现改变, 而且从目前影院开始整体复苏, 公司业务开始企稳回暖, 是行业回暖的直接受益者。综上我们将公司评级调整为“持有”评级。

**主要股东**

VibrantWide (24.68%)
香港影业国际 (17.18%)
微影 (13.99%)
腾讯 (13.96%)
美团 (7.34%)

**相关报告**

猫眼娱乐 (1896. HK) - 首发报告-20190920  
 更新报告-20200326

**研究部**

姓名: 李承儒  
 SFC: BLN914  
 电话: 0755-21519182  
 Email: licr@gyqz.com.hk

百万人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
营业额	3,755	4,268	1,143	3,990	5,043
同比增长 (%)	47.37%	13.65%	-73.22%	249.11%	26.40%
毛利率	62.75%	62.26%	30.46%	57.97%	59.02%
净利润	-138	459	-610	679	993
同比增长 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	46.32%
净利润率	-3.69%	10.75%	-53.40%	17.01%	19.69%
每股盈利	-0.12	0.40	-0.54	0.60	0.87
PE@14.68HKD	N/A	32.63	-24.53	22.06	15.07

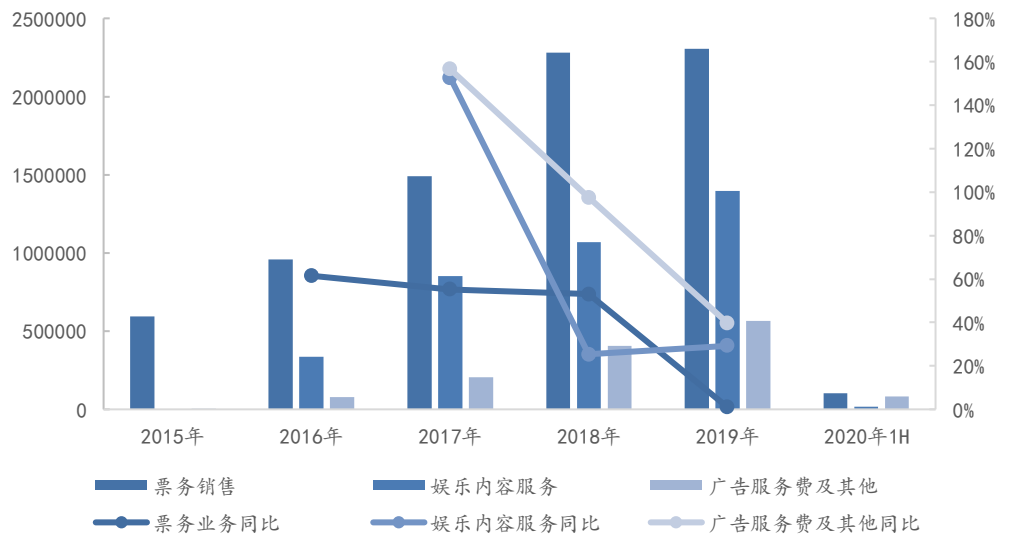
资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 公司上半年业绩受疫情冲击较大：

根据中期财报披露，公司上半年实现收益 2.031 亿元，去年同期为 18.85 亿元，大幅下降的原因主要是疫情期间，线下影院持续关闭，直到 8 月才开始有序复工，因此公司在疫情期间线上票务业务基本没有任何收入来源；期内亏损净额为 4.3 亿元，去年同期为盈利 2.57 亿元。经调整 EBITDA 为亏损人民币 2.84 亿元，经调整净利润为亏损 3.07 亿元。分业务来看，在线娱乐票务业务收入上半年同比减少 90.4%。该减少主要是由于影院关闭使得综合票房以及观影人次较去年同期有明显减少。娱乐内容服务业务同比减少 97.5%，减少主要是因为疫情冲击，公司参与出品、宣传发行的影片全部撤档，所有项目无法按期上映。广告业务收入同比减少 85.3%，主要是由于疫情原因导致用户使用公司平台的次数有明显降低，而广告商在公司平台的广告投放需求减少。

**图 1：广告及宣发业务保持高速增长，公司影响力进一步得到市场认可**

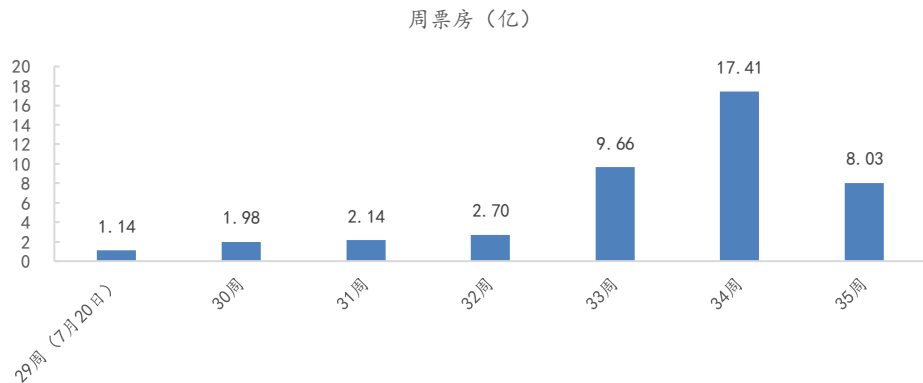


资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

### 电影市场复工明显回暖，观影热情持续提升：

随着国家电影局 7 月中旬下发影院复工通知，被压抑近半年的观影需求终于得以释放，曾经定档春节档的影片大作开始陆续排片。根据 8 月各大电影院表现情况来看，国产战争题材电影《八佰》抢头筹，上映 8 天累计票房已近 15 亿，另外复工后情人节档期总票房恢复到去年同期 90%，观众的热情在持续提升。我们预计国庆档有更多的大作上映，行业会进一步恢复。公司在在线票务市场份额中稳居第一，因此能够最大程度享受行业回暖的影响。

**图 2：影院复工后，观众热情持续提升**



资料来源：猫眼专业版、国元证券经纪(香港)整理

**进一步与腾讯大文娱体系打通，影响力不断提升：**

公司未来将继续加强和大股东腾讯的合作，例如今年7月猫眼专业版上线“有你音乐榜”，从大数据方式提供音乐内容的宣发和数据分析，这是基于和腾讯音乐数据合作的缩影。腾讯作为公司股东和战略合作方，未来在大文娱战略下，还会和腾讯影业有很多合作机会。例如可以和腾讯作为电影的出品方和发行方一起投资，和腾讯视频一起制作网络剧集，把电音电视剧的ost打包放在猫眼平台等，另外现场娱乐方面也会和腾讯加强合作，例如未来王者荣耀北京赛事独家票务代理就是由公司接手，各种线上演唱会也是和腾讯音乐深度绑定。腾讯设在公司的董事，也具备很深的大文娱背景，同时也是腾讯影业、阅文集团的董事，因此在未来可预期范围内，会有更多内容、数据、底层的合作会在出现。

**持续对内容进行投入，内容制作能力增厚：**

2020年上半年，公司持续对影视作品内容进行投入，目前内容储备丰富。电影方面，公司以出品人发行人的自主开发电影《风平浪静》、《起跑》、《平原上的摩西》等影片已经完成拍摄，并将陆续定档；公司参与出品和发行的《紧急救援》、《反贪风暴5》等影片已经开始排片。剧集方面，公司参与出品了诸多剧集，公司参与出品的《局中人》、《什刹海》已于2020年上半年试播阶段取得优异表现，《老酒馆》等剧集获得了第26届上海电视节白玉兰奖的若干奖项，另外公司与腾讯视频等平台合作定制了《乌鸦小姐与蜥蜴先生》、《通天塔》等多个网剧项目。同时公司加大对自制剧的投入、打造优质剧集，积极推进开发与筹备《庭外辩护》、《天才棋士》等多部剧集工作。这些内容的投入，为未来公司打造内容平台提供了坚实基础。

**公司未来发展展望：**

由于疫情影响，公司 2020 年收入增长受到严重冲击，但公司基本面没有改变，依然是中国目前最大的在线票务平台，同时在产业链中影响力仍然稳步提升。因此未来公司主要关注点在于疫情过去后中国票房市场回暖速度及公司主宣发项目个数增长：

- 公司 2020 年收入大幅下滑，并出现亏损；
- 随着疫情的恢复，公司收入水平逐渐恢复，并且在 2021 年扭亏；
- 公司线上宣发实力在与腾讯合作后进一步提升，合作项目数量增长；

**调整为持有评级，目标价 16 港元：**

由于影院复工时间迟于我们此前的预期，因此我们进一步下调了公司 2020 年整体收入预期，但是由于公司基本面及行业地位没有出现改变，而且从目前影院开始整体复苏，公司业务开始企稳回暖。因此我们采用现金流估值法进行估值，得出公司合理市值约 181 亿港元，对应目标价 16 港元，相较于现价预计有 8.9% 的升幅，调整为“持有”评级。

## 财务报表摘要

### 损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	<b>3,755</b>	<b>4,268</b>	<b>1,143</b>	<b>3,990</b>	<b>5,043</b>
成本	(1,399)	(1,610)	(795)	(1,677)	(2,067)
毛利	<b>2,356</b>	<b>2,657</b>	<b>348</b>	<b>2,313</b>	<b>2,977</b>
销售费用	(1,940)	(1,548)	(414)	(1,058)	(1,267)
管理费用	(523)	(448)	(692)	(442)	(527)
其他收益	(32)	11	0	0	0
经营溢利	<b>(139)</b>	<b>672</b>	<b>(758)</b>	<b>812</b>	<b>1,182</b>
财务费用	(7)	(14)	(14)	(14)	(14)
投资溢利	(32)	11	0	0	0
除税前溢利	<b>(179)</b>	<b>669</b>	<b>(771)</b>	<b>799</b>	<b>1,169</b>
所得税	10	(203)	6	(120)	(175)
净利润	<b>(169)</b>	<b>466</b>	<b>(765)</b>	<b>679</b>	<b>993</b>
增长					
总收入(%)	47.4%	13.7%	-73.2%	249.1%	26.4%
净利润(%)	N/A	N/A	-264.1%	-188.7%	46.3%

### 资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
物业, 厂房及设备	31	34	30	31	31
无形资产	5,391	5,376	5,176	5,091	5,017
权益法投资	37	38	38	38	38
金融资产	39	410	410	410	410
递延所得税资产	4	10	4	4	4
预付款项		114	114	114	114
固定资产合计	<b>5,502</b>	<b>5,982</b>	<b>5,772</b>	<b>5,687</b>	<b>5,613</b>
存货	13	28	8	26	33
应收账款	325	552	86	447	591
其它应收款项	1,315	2,336	710	2,520	3,145
短期金融资产	385	482	482	482	482
货币资金	1,536	1,540	2,148	1,832	2,584
存款		431	431	431	431
流动资产合计	<b>3,574</b>	<b>5,369</b>	<b>3,864</b>	<b>5,739</b>	<b>7,266</b>
短期借款	600	1,162	1,162	1,162	1,162
金融负债	358	0	0	0	0
应付账款	295	368	156	256	292
其他流动负债	1,905	1,239	338	1,227	1,528
应交所得税	15	87	15	15	15
流动负债合计	<b>3,173</b>	<b>2,855</b>	<b>1,670</b>	<b>2,659</b>	<b>2,997</b>
递延税项负债	197	208	208	208	208
长期负债合计	<b>197</b>	<b>208</b>	<b>208</b>	<b>208</b>	<b>208</b>
股东权益合计	<b>5,707</b>	<b>8,288</b>	<b>7,758</b>	<b>8,558</b>	<b>9,674</b>

### 财务分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率(%)	62.8%	62.3%	30.5%	58.0%	59.0%
经营利润率(%)	-3.7%	15.7%	-66.3%	20.4%	23.4%
净利率(%)	-4.5%	10.9%	-67.0%	17.0%	19.7%
ROE	-3.0%	5.6%	-9.9%	7.9%	10.3%
营运表现					
费用/收入(%)	65.6%	46.8%	96.8%	37.6%	35.6%
实际税率(%)	6.9%	30.2%	0.8%	14.7%	14.8%
应收账款天数	31	47	27	40	42
应付账款天数	76	82	71	55	51
财务状况					
负债/权益	0.59	0.37	0.24	0.34	0.33
收入/总资产	0.41	0.38	0.12	0.35	0.39
总资产/权益	1.59	1.37	1.24	1.34	1.33

### 现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2018A	2019E	2020E	2021E	2021E
除税前收益	(148)	662	(616)	799	1,169
非现金调整	361	163	234	223	213
资本变动	(1,303)	(1,970)	999	(1,201)	(438)
已付所得税及利息	(36)	(203)	6	(120)	(175)
经营活动现金流	<b>(1,125)</b>	<b>(1,348)</b>	<b>623</b>	<b>(299)</b>	<b>769</b>
金融资产变动	564	(468)	0	0	0
购买固定资产	(12)	(12)	(13)	(14)	(14)
购买无形资产	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
其他投资活动	(8)	0	0	0	0
投资活动现金流	<b>542</b>	<b>(483)</b>	<b>(16)</b>	<b>(17)</b>	<b>(17)</b>
债务融资	949	(228)	0	0	0
资本融资	0	2,063	0	0	0
融资活动现金流	<b>949</b>	<b>1,835</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
现金变化	366	4	607	(315)	751
期初持有现金	1,170	1,536	1,540	2,148	1,832
汇兑变化	(0)	0	0	0	0
期末持有现金	<b>1,536</b>	<b>1,540</b>	<b>2,148</b>	<b>1,832</b>	<b>2,584</b>

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼  
电话：(852) 37696888  
传真：(852) 37696999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>