

# 传媒互联网行业—中国电影深度

2017年3月7日

## 兼具发行和放映优势，政策红利有望带动业绩超预期 买入（首次）

首席证券分析师 张良卫

执业资格证书号码：S0600516070001

zhanglw@dwzq.com.cn

021-60199740

盈利及估值重要数据	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入（百万元）	7,296.53	8,454.40	10,415.28	12,565.96
(+/-) (%)	22.42%	15.87%	23.19%	20.65%
净利润（百万元）	868.3	989.2	1,350.5	1,771.2
(+/-) (%)	75.88%	13.92%	36.53%	31.15%
EPS（元）	0.47	0.53	0.72	0.95
P/E	51.0	44.8	32.8	25.0

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 投资要点

■ **国有控股全产业链布局，电影行业老大哥**，公司具有雄厚的国有背景，控股股东中影集团隶属于广电总局，旗下 34 家二级控参股子公司，业务遍及影视制片制作、电影发行、电影放映和影视服务四大板块，布局涉及整个电影产业链，体量庞大。

■ **发行实力遇政策风口，衍生品产业初见成效**，《谅解备忘录》于 2017 年 2 月 17 日到期，新一轮谈判将开启；我国电影市场逐步开放，2016 年进口分账片达 38 部，已超配额，新谈判中配额有望提升；配额增加叠加好莱坞大片的票房业绩，作为我国两个进口电影发行方之一的中国电影预计将迎来发行业务的高增长，同时公司刚刚起步的衍生品业务也将大大受益于好莱坞大片的优质内容。

■ **票房回暖、优质内容驱动、渠道下沉助力，放映业务直接受益**，经过 2016 年票补降低、大片缺乏造成的票房低迷，2017 年票房预计将回暖，随着票补泡沫的挤出，《电影促进法》的颁布，海外片大热以及大片引进配额的预期增加，作为拥有 3 条全国前十大院线的龙头，中影放映业务将显著受益于票房的增长。同时，优质内容的驱动和渠道下沉获取的增量市场将促进单银幕收入的提升，巩固龙头地位，另外公司积极开展的网络运营业务也有着良好的态势。

■ **影视作品量大优质，中国巨幕走向世界，两大板块齐发力**，中国电影内容制作能力强，内容质量不断提升，带来巨大想象空间；2013-15 年中国电影主导或参与创作了 18 部票房过亿影片和《武媚娘传奇》等影视剧佳作，16 年上半年公司出品并投放市场的 12 部影片实现了 73.96 亿元的票房收入，占全国同期票房总额的 30.09%，作品占据票房榜前两位，其中《美人鱼》刷新了华语电影票房纪录。同时自主研发的中国巨幕正走向世界，在北美、印尼等地开始建设。

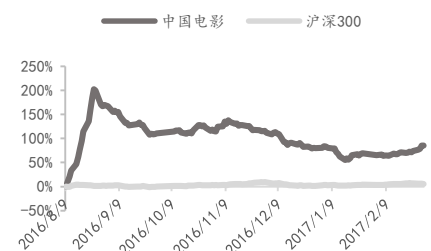
### 投资建议

我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 9.89 亿，13.51 亿，17.71 亿，摊薄后 EPS 分别为 0.53 元、0.72 元、0.95 元，对应当前股价估值分别为 45、33、25 倍。结合中国电影在行业内的龙头地位和行业平均估值水平，给予公司对应 16 年的业绩 60-65 倍，对应的目标价是 31.8-34.45 元，对应 17 年 PE 为 44-48。考虑到 17 年票房回暖预期增强及海外片配额的增加预期，首次覆盖给予买入评级。

### 风险提示

进口分账片配额未增长风险，票房不达预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	23.74
一年最低价/最高价	10.70/40.28
市净率（倍）	4.63
流通 A 股市值（亿元）	110.87

### 基础数据

每股净资产（元）	3.1
资本负债率（%）	39.79%
总股本（亿股）	18.67
流通 A 股（亿股）	4.67

### 相关研究

## 目录

<b>1. 中国电影：龙头上 A 股，深耕全产业链 .....</b>	<b>5</b>
1.1. 六十六载春与秋，实力雄厚龙头股 .....	5
1.2. 深耕影视全产业链，四大板块齐发展 .....	6
1.3. 业绩增长稳扎稳打，发行放映两手都硬 .....	7
<b>2. 发行业务实力雄厚，政策红利再造风口 .....</b>	<b>9</b>
2.1. 进口片发行优势绝对，新政驱动业绩增长 .....	9
2.2. 国产片发行进入新时代，老大哥依然是老大哥 .....	16
2.3. 衍生品产业初见成效，营销产品链日趋完善 .....	20
<b>3. 票房回暖再现新驱动，在线销售着力互联网 .....</b>	<b>22</b>
3.1. 票房回暖，放映业务直接受益 .....	22
3.2. 渠道下沉，三四线城市带来市场增量 .....	26
3.3. 内容为王，渠道驱动转向内容驱动 .....	28
3.4. 互联网+，在线销售稳健起步 .....	29
<b>4. 影视制片制作实力雄厚，中国巨幕走向世界 .....</b>	<b>30</b>
4.1. 优质内容层出不穷，影视制作规模庞大 .....	30
4.2. 中国巨幕走向世界前沿，高端技术驱动未来发展 .....	32
<b>5. 投资建议和盈利预测 .....</b>	<b>33</b>
<b>6. 风险提示 .....</b>	<b>34</b>

图表 1 中影股份及中影集团历史沿革.....	5
图表 2 中国电影股权结构.....	6
图表 3 中国电影主营业务.....	6
图表 4 各业务现状.....	7
图表 5 中国电影营业收入及趋势.....	8
图表 6 中国电影净利润及趋势.....	8
图表 7 中国电影毛利率与净利率.....	8
图表 8 中国电影各业务营收结构.....	9
图表 9 中国电影各业务毛利润结构.....	9
图表 10 进口电影“一家进口、两家发行”.....	10
图表 11 现行进口电影配额.....	10
图表 12 进口片发行情况.....	10
图表 13 票房过亿进口片占有率.....	11
图表 14 进口电影营收及占比.....	11
图表 15 进口电影毛利及占比.....	11
图表 16 2015-2016 年票房榜 Top10 中的分账片.....	12
图表 17 2015 年票房占比.....	12
图表 18 2016 年票房占比.....	12
图表 19 各类电影单片票房.....	13
图表 20 进口分账片配额逐步增加.....	13
图表 21 进口分账片配额逐步增加.....	14
图表 22 进口分账片近年已超配额.....	14
图表 23 进口分账片分账比例.....	14
图表 24 发行收入增量测算.....	15
图表 25 进口买断模式.....	15
图表 26 买断片票房分配.....	15
图表 27 2015-2016 年票房超亿买断片.....	16
图表 28 历年进口买断片配额.....	16
图表 29 国产片发行情况.....	17
图表 30 票房过亿国产片占有率.....	17
图表 31 电影变现渠道显著拓展.....	17
图表 32 发行模式多样化.....	18
图表 33 韩国电影发展经验.....	18
图表 34 国产电影份额稳步提升.....	18
图表 35 传统发行商和新参与者合作发行.....	19
图表 36 国产电影发行业务仍有空间.....	19
图表 37 电影营销业务营收及毛利率.....	20
图表 38 美国衍生品销售占比.....	20
图表 39 中国衍生品市场占比.....	20
图表 40 国内衍生品市场的测算.....	20
图表 41 产业巨头衍生品布局情况.....	21
图表 42 中国电影衍生产业研究院成立.....	21
图表 43 影家天猫旗舰店.....	21
图表 44 银幕广告.....	22

图表 45 首映礼活动.....	22
图表 46 全国票房收入、观影人次及其增速.....	23
图表 47 全国票房收入增速下降原因.....	23
图表 48 2016 年票房前十影片场均人次整体下降.....	23
图表 49 2015-2016 年票房超 14 亿大片.....	24
图表 50 《电影促进法》促进行业规范化发展.....	24
图表 51 2017 年部分优质电影.....	25
图表 52 控股院线票房收入与市场排名.....	25
图表 53 放映业务营收及毛利.....	26
图表 54 中韩美人均观影次数比较.....	26
图表 55 2015 年各省市人均观影频次.....	26
图表 56 2015-2016 年度各级城市票房占比.....	27
图表 57 春节档票房城市分布.....	27
图表 58 中影影院数量及增速.....	27
图表 59 中影银幕数量及增速.....	27
图表 60 2015 年各院线城市票房占比.....	28
图表 61 全国银幕增长数量及其增速.....	28
图表 62 15、16 年单影院及单银幕产出.....	28
图表 63 《大圣归来》票房带动排片.....	29
图表 64 春节档日票房走势.....	29
图表 65 优质电影评分高.....	29
图表 66 在线票务平台布局全产业链.....	29
图表 67 APP 与微信公众号.....	30
图表 68 中影云平台.....	30
图表 69 中国电影电影代表作.....	31
图表 70 中国电影热门电视剧.....	31
图表 71 国家中影数字制作基地.....	31
图表 72 《狼图腾》特效.....	31
图表 73 制片业务增速显著.....	32
图表 74 中国巨幕系统与 IMAX 的差别.....	32
图表 75 影视设备服务费营收增长显著.....	33
图表 76 中国巨幕系统销售情况.....	33
图表 77: 行业估值表.....	34

## 1. 中国电影：龙头上 A 股，深耕全产业

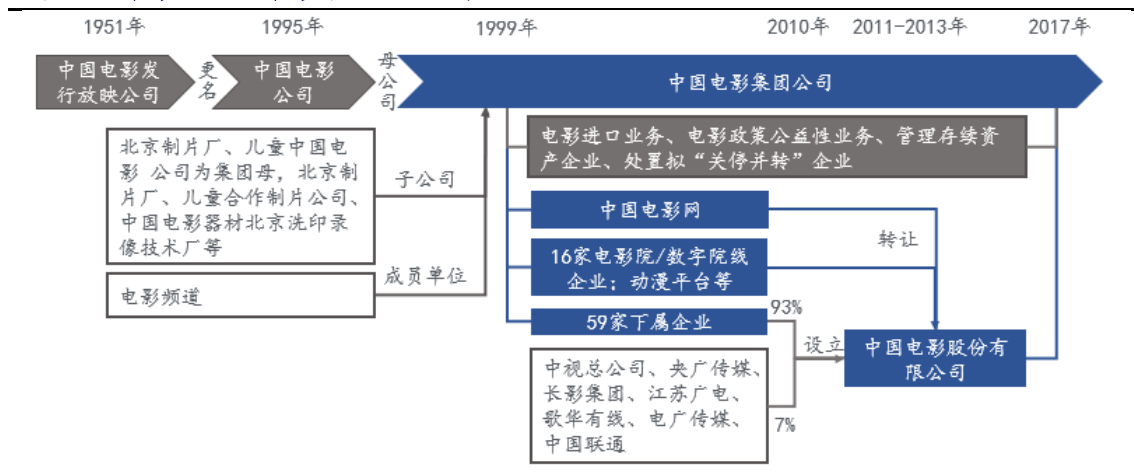
### 1.1. 六十六载春与秋，实力雄厚龙头股

创立于 2010 年的中国电影具有雄厚的国有背景，由中影集团、中视总公司、央广传媒、长影集团、江苏广电、歌华有线、电广传媒、中国联通等 8 家单位同发起设立。其中国有股东中影集团持股 93%，是中国电影的主发起人，以包括 59 家下属企业股权在内的资产进行出资。

中影集团历史悠久，是中国电影的龙头老大，其前身为成立于 1951 年的中国电影发行放映公司，1995 年更名为中国电影公司，1998 年，中国电影公司将北京电影制片厂等公司纳为子公司，组建中国电影集团公司。1999 年，中影集团正式成立，企业性质为全民所有制，隶属于国家新闻出版广电总局，经营范围包括影片及载体的进出口业务；对外影片广告业务，国内外影片广告业务，影视投资咨询服务等。

通过业务重组，中国电影接收中影集团主要经营性业务资产，2011 年到 2013 年间，中影集团向中国电影转让了 13 家电影院、中影数字院线以及江苏东方的 30% 股权，并将中国电影网的运营纳入中国电影。至今，中影集团已将除政策公益性业务外与电影相关的主要经营性业务资产均投入中国电影。

图表 1 中影股份及中影集团历史沿革



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

2016 年 8 月 9 日，中国电影股份有限公司成功登陆 A 股市场，以每股 8.92 元的价格向社会公开发行不超过 46,700 万股，占发行后总股本的 25.01%。

发行后，公司保持着强大的国资阵容，隶属于广电总局的中影集团仍为公司第一大股东，持有 67.36% 的股权，而广电总局在中国电影市场起着审查等重要作用，分量不言而喻。另外中国联通等 7 大股东均持有 0.72% 的股份，显示了国资委、地方政府和央视等在公司内的权益。上市后，社保基金也持有了 2.5% 的股份。

参控股公司涉及电影行业各板块，彰显公司雄厚实力。公司在全国



各地拥有 12 家二级全资子公司、5 家二级控股子公司、17 家二级参股子公司，业务遍及影视制片制作、电影发行、电影放映和影视服务板块各板块，布局涉及整个电影产业链，体量庞大。

图表 2 中国电影股权结构

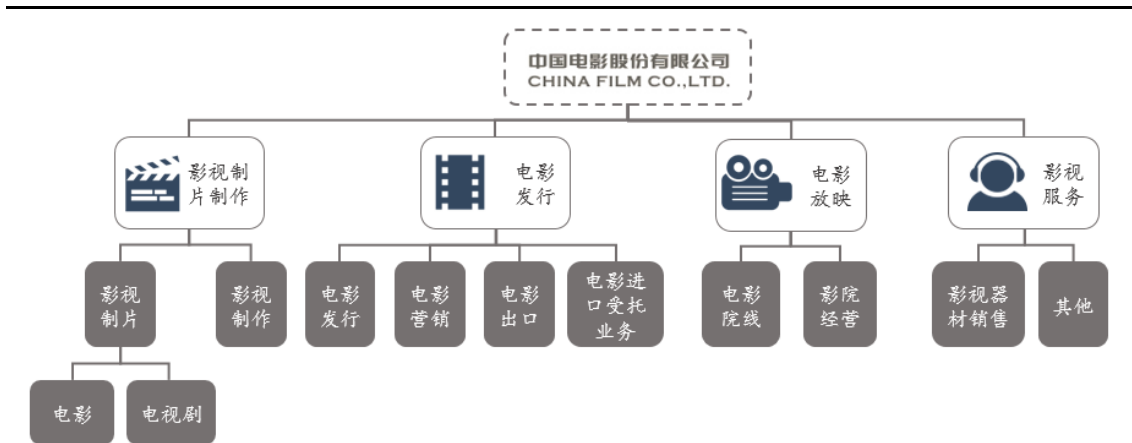


资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

### 1.2. 深耕影视全产业链，四大板块齐发展

公司的主营业务包括影视制片制作、电影发行、电影放映及影视服务业务。影视制片制作业务下设电影制片业务、电视剧制片业务和影视制作业务；电影发行业务包括电影发行业务、电影营销业务、电影进口受托业务和电影出口业务；电影放映业务包括电影院线和影院经营；影视服务业务包括影视器材销售业务和其他影视服务业务。

图表 3 中国电影主营业务



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

电影发行：公司拥有超强发行能力，手握珍贵发行权，战略性布局衍生品。电影发行是指发行方从电影制片方或其授权方取得影片发行权，

并分发到院线及影院。

1) 国产电影发行：公司具有全国顶级的电影发行能力，每年能够发行超百部国产电影。

2) 进口电影发行：公司是全国两个能够发行进口电影的发行商之一，进口电影发行权为公司带来了不可复制的竞争力。

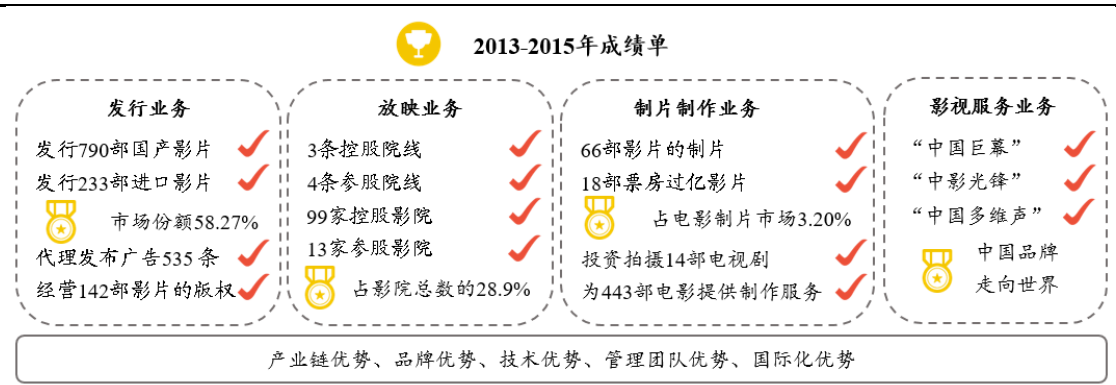
3) 电影营销：公司着力于电影营销业务，战略性布局衍生品产业，完善营销产品链，获得补充收益的同时占领战略高地。

电影放映：公司控股三大院线，参股四大院线，对影院实行统一排片、统一经营、统一管理；旗下影院覆盖大中城市，为观众提供影片放映以及相关的配套服务。

影视制片制作：公司主导或参与电影、电视剧的制片，产品数量多、质量高，是中国的老牌制片商；拥有 53 万平方米中影数字基地，专业提供影视制片业务。

影视服务：公司从事影视器材销售业务的中影器材公司成立于 1951 年 7 月，是新中国最早的电影器材贸易企业，主要开展影视摄制器材、后期制作设备、放映器材的销售、安装调试及售后服务，中国巨幕系统的销售与安装等服务。另外公司还从事包括票房监察等影视信息咨询业务以及演艺经纪业务在内的其他影视服务。

图表 4 各业务现状



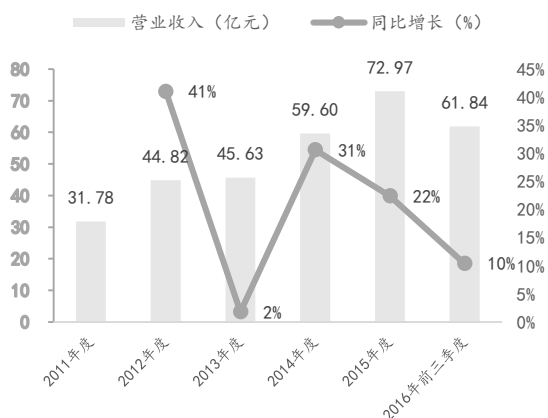
资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

### 1.3. 业绩增长稳扎稳打，发行放映两手都硬

近年来，中国电影业绩保持较快的增长，2015 年营收达到了 72.97 亿元，同比增长 22%；2016 年前三季度营业收入 61.8 亿，同比增长 10%，考虑到电影行业的不确定性，中国电影营收增速的波动在预期内。2015 年净利达到 10.36 亿元，同比增长 71%，2016 年前三季度归属母公司的净利润为 6.91 亿元，同比增长 3%。

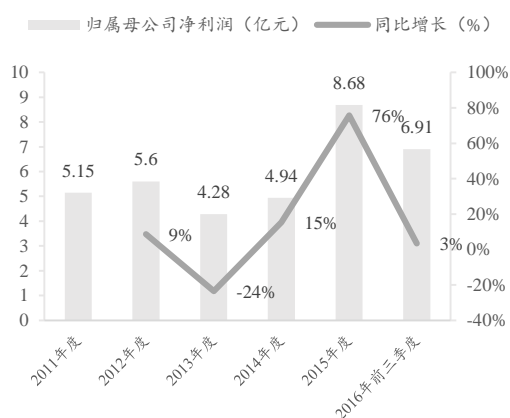
净利润增速不及同期营收增速主要是因为在公司规模快速扩大的情况下营业成本的上升，公司营业总成本三年复合增长率为 27.20%，高于 26.46% 的营业总收入的复合增长率，在各项业务中，影视制片制作业务方面成本增加最快，三年复合增速 34.64%。

图表 5 中国电影营业收入及趋势



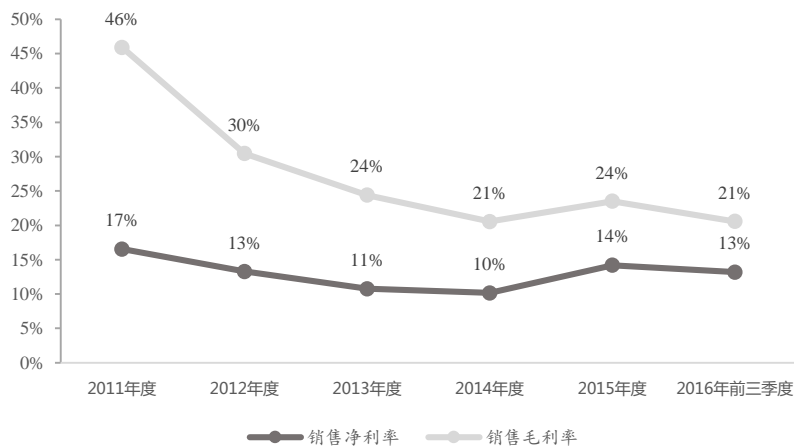
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 6 中国电影净利润及趋势



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 7 中国电影毛利率与净利率



资料来源: wind, 东吴证券研究所

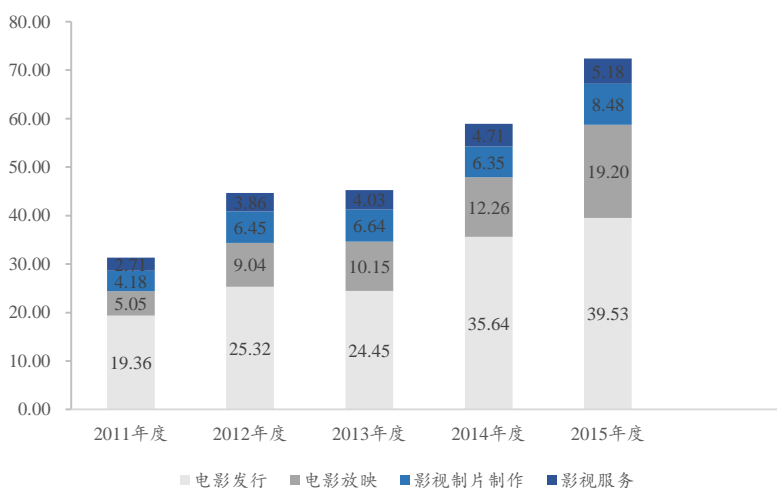
中国电影的主营业务分为电影发行、电影放映、影视制片制作、影视服务四个板块, 其中电影发行和电影放映为公司贡献主要业绩。

公司电影发行业务收入占营业总收入的比重最大, 在 2013 至 2016 年上半年分别贡献了 54.0%、60.4%、54.6%和 60.2%的营收, 53.2%、69%、57.5%和 68.5%的毛利润, 这与公司在国内电影发行市场的龙头地位有关。随着其他业务的发展, 发行业务占比略有下降。

电影放映业务 2013 至 2016 年上半年也分别贡献了 22.4%、20.8%、26.5%和 22.5%的营收以及 19.1%、22.2%、32.1%和 26.3%的毛利润, 并且随着公司开业影院的增加和电票房高长, 放映业务带来毛利相比上年增长了一倍, 成为公司另一个重要的利润来源并仍存在明显的上升趋势。

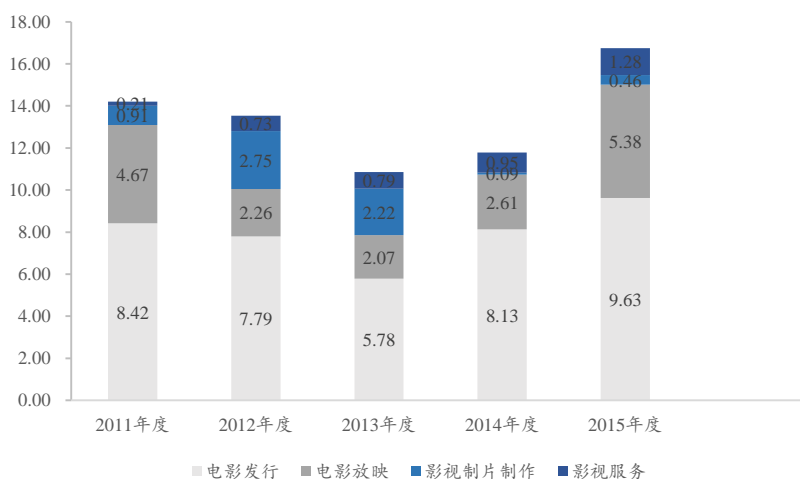


图表 8 中国电影各业务营收结构



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表 9 中国电影各业务毛利润结构



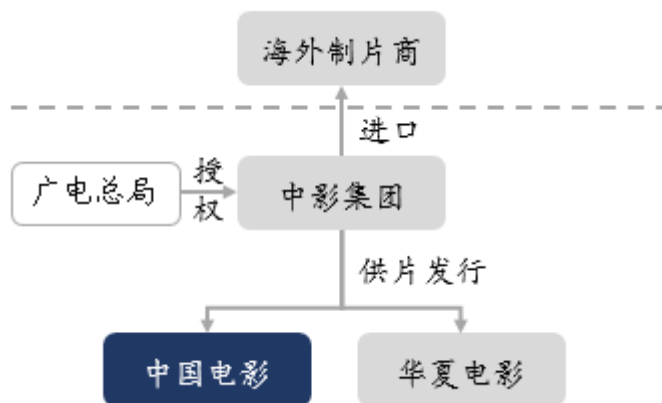
资料来源：wind，东吴证券研究所

## 2. 发行业务实力雄厚，政策红利再造风口

### 2.1. 进口片发行优势绝对，新政驱动业绩增长

对于国外电影的引进，我国实施严格的配额制度，利用“一家进口、两家发行”的原则进行管理。根据《电影管理条例》、《关于改革进口影片供片机制的暂行办法》（广影字[2003]第 418 号）的规定，广电总局授权中影集团进出口分公司唯一承担境外影片的进口业务，由中影集团进出口分公司负责向中影集团电影发行分公司和华夏电影发行公司供片发行。

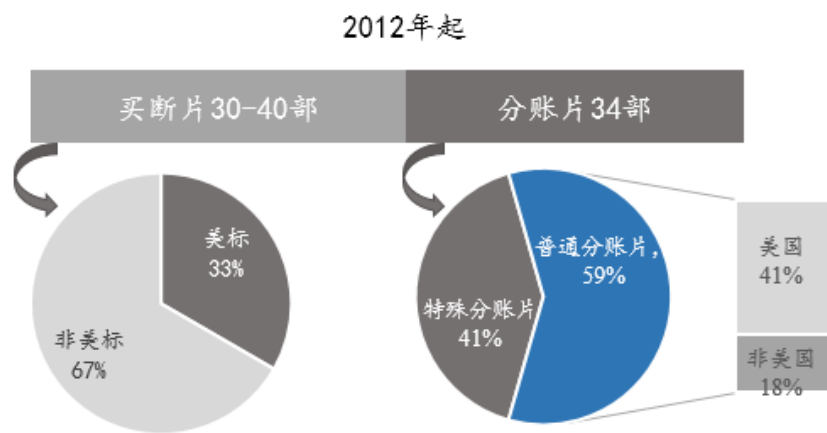
图表 10 进口电影“一家进口、两家发行”



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

现行政策下，进口电影可以分为进口分账片和进口买断片，每年可进口 34 部进口分账片和约 30-40 部进口买断片。其中包括普通分账片 20 部和特种分账片（IMAX、3D 等特殊制式）14 部，另外 20 部普通分账片中必须保证美国影片不能超过 14 部，而 14 部特种分账片则全部为好莱坞影片。

图表 11 现行进口电影配额



资料来源：时光网，《中国电影年鉴》，东吴证券研究所

作为两家发行公司之一，中影公司在进口电影发行领域具有绝对优势，2016 年上半年公司发行进口影片 40 部，实现票房 70.57 亿元，占同期进口影片市场份额的 60.87%，其中包括《疯狂动物城》票房排行第二的海外电影，保持了行业领先优势和市场主导地位。

图表 12 进口片发行情况

年度	全国进口影片发行情况	本公司主导或参与发行的进口影片情况

	总票房(亿元)	数量(部)	实现票房(亿元)	本公司占比
2016年H1	129.89	148	91.95	70.79%
2015年	169.33	75	88.71	52.39%
2014年	134.84	77	81.42	60.38%
2013年	90.02	71	58.79	65.31%
合计	394.19	223	228.92	58.07%

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

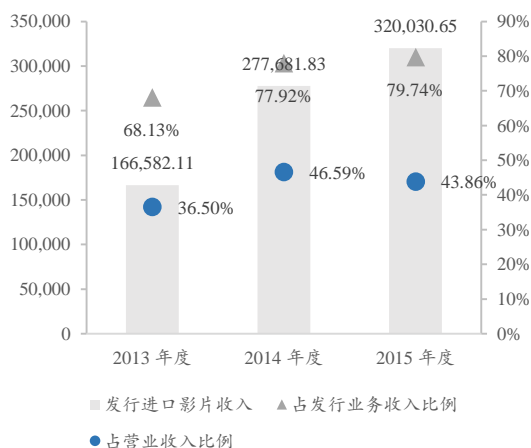
图表 13 票房过亿进口片占有率

年度	全国票房过亿进口影片数量(部)	公司主导或参与发行的票房过亿进口影片数量(部)	公司占比
2016年H1	40	26	87.50%
2015年	34	33	97.06%
2014年	30	30	100.00%
2013年	27	27	100.00%
合计	91	90	98.90%

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

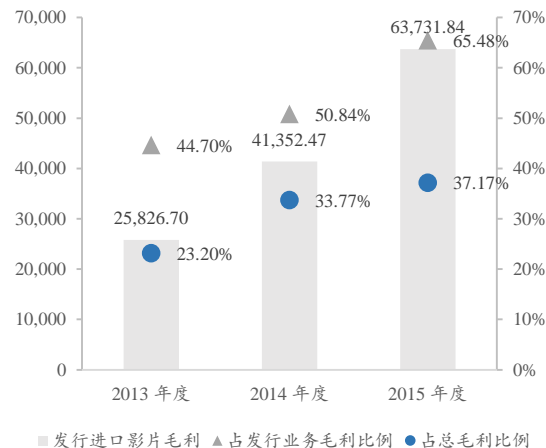
进口电影发行是中影公司非常重要的业务，进口配额一旦提高，可对公司整体业绩贡献重大增长，2015年进口电影发行业务营收占电影发行业务营收的79.74%，占总营收的43.86%，复合增长率24%，该业务在2015年贡献了37.17%的毛利润，并有着35%的三年复合增长。

图表 14 进口电影营收及占比



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 15 进口电影毛利及占比



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 2.1.1. 进口分账片票房喜人，新政在即配额有望增加

分账片往往大作云集，受到观众追捧，从1994年，首部进口分账大片《亡命天涯》上映一周获得2580万票房开始，国外分账片长期活跃在票房榜上。2016年分账片《疯狂动物城》、《魔兽》和《美国队长3》占据

了票房榜第二、三、四的位置，2015年和2016年80余部票房过亿的影片中均有26部进口分账片。

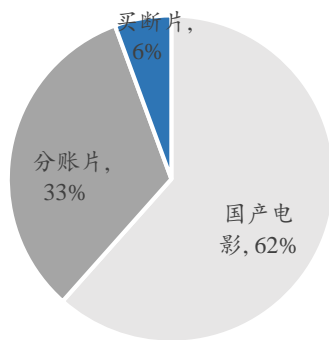
图表 16 2015-2016年票房榜 Top10 中的分账片

	分账片	发行方	中国发行方	票房	票房排行
2015年	速度与激情7	环球	中影、华夏	24.26亿元	2
	复仇者联盟2:奥创纪元	迪士尼	中影、华夏	14.65亿元	5
	侏罗纪世界	环球	中影、华夏	14.2亿元	7
2016年	疯狂动物城	迪士尼	中影、华夏	15.3亿元	2
	魔兽	环球	中影、华夏	14.72亿元	3
	美国队长3	迪士尼	中影、华夏	12.46亿元	4

资料来源：电影票房数据库，东吴证券研究所

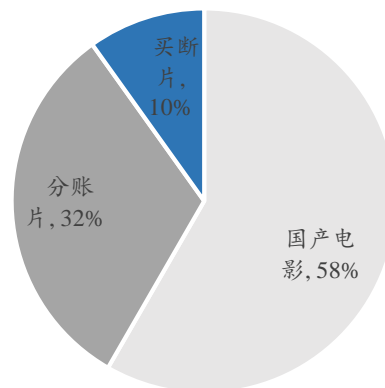
分账片盈利能力极佳，30余部影片贡献三分之一票房，在2015年和2016年上映的358和471部电影中，国外进口分账片虽然只有34和38部，但总票房分别达到了144.63亿元和145.33亿元，占当年总票房的33%和32%。近两年进口分账片的平均单片票房分别为4.25亿元和3.82亿元，平均观影人次在1506万人次和1361万人次，而买断片平均单片票房仅有0.54亿和0.87亿，国产片平均单片票房也只有0.98亿元和0.70亿元。

图表 17 2015年票房占比



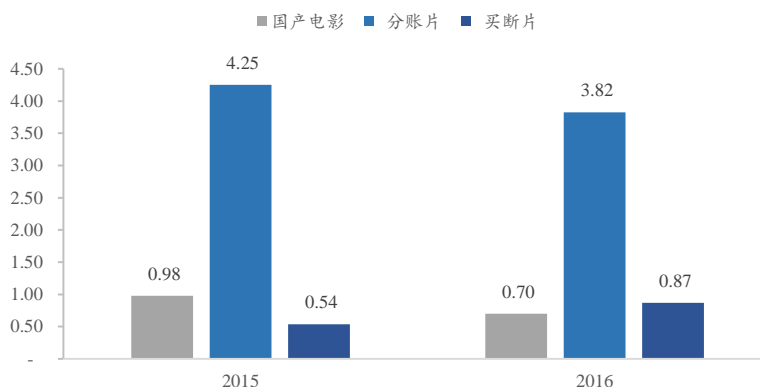
资料来源：1905电影网，东吴证券研究所

图表 18 2016年票房占比



资料来源：新传智库，东吴证券研究所

图表 19 各类电影单片票房



资料来源：新传智库，1905 电影网，东吴证券研究所

海外大片渗透三四线城市，单片票房有提升空间，2017 年前两月三线及以下城市海外大片票房大增，占比从 2016 年的约 30% 增长到超过 40%。目前一二线城市平均人均观影次数为 2.8 次/人，而三线及以下城市仅为 1.2 次/人，提升空间巨大，2017 年随着观影习惯的巩固和强 IP 续作的进入，三四线城市预期能够带动分账片单片票房。

图表 20 进口分账片配额逐步增加

	速度与激情		疯狂动物园		魔兽		生化危机：终章(2017年1-2月)		极限特工：终极回归(2017年1-2月)	
	票房(亿元)	占比	票房(亿元)	占比	票房(亿元)	占比	票房(亿元)	占比	票房(亿元)	占比
一线	5.49	22%	4.23	27%	3.23	22%	1.36	18%	1.92	15%
二线	11.60	46%	6.98	45%	6.88	47%	3.14	41%	4.45	35%
三线及以下	7.98	32%	4.37	28%	4.64	31%	3.11	41%	6.22	49%

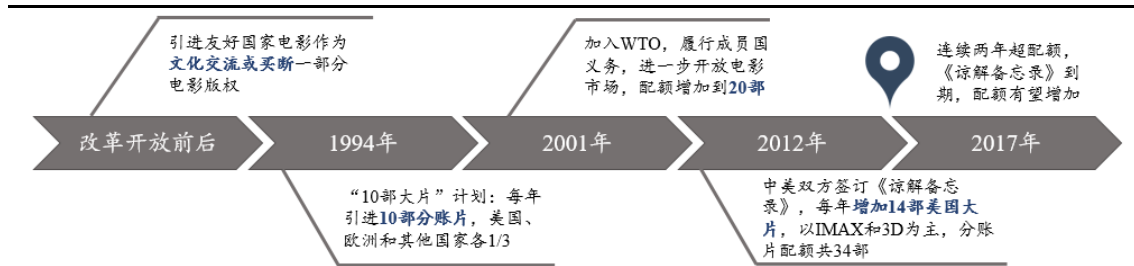
资料来源：猫眼电影专业版，东吴证券研究所

进口电影配额逐步增加，电影市场逐步开放，进口电影配额经历了多次的提额。改革开放前后采取友好交流和买断版权方式；1994 年启动的“10 部大片”计划设立了 10 部分账片配额；2001 年加入 WTO，电影市场进一步开放，配额增加到 20 部；2012 年中美签订《谅解备忘录》，增加 14 部美国进口大片，以 3D 和 IMAX 为主。

2016 年、2017 年配额已超，恰逢备忘录到期，配额有望增加，2016 年我国进口分账片已达 38 部，2017 年计划进口 39 部，超过 34 部的分账片配额，很可能是电影进口进一步放开的前奏。并且《谅解备忘录》在 2017 年 2 月也将过期，在重启的谈判中，配额增加的概率非常高。



图表 21 进口分账片配额逐步增加



资料来源：1905 电影网，东吴证券研究所

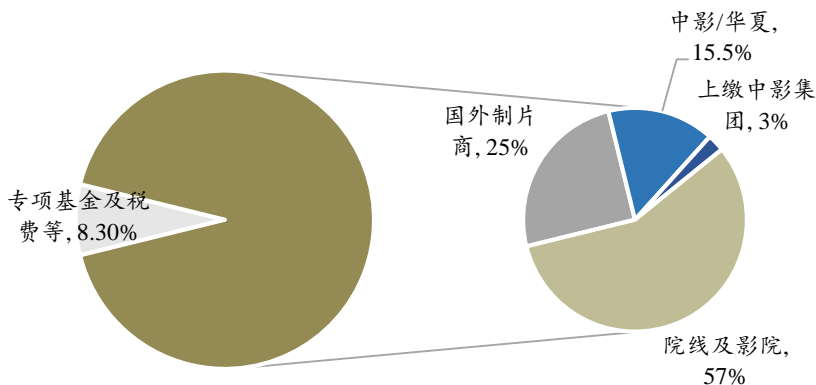
图表 22 进口分账片近年已超配额



资料来源：1905 电影网，东吴证券研究所

进口分账片发行利润可观，中影公司可获得进口分账片约 15.5% 的票房，在扣除 5% 的电影专项基金和 3.3% 的税后，分账片票房按照一定比例分账。根据 2012 年 2 月 18 日中美签署的《中华人民共和国与美利坚合众国关于用于影院放映之电影的谅解备忘录》（下称《谅解备忘录》），美国进口分账影片美国企业分账比例为 25%。同时中影公司及华夏公司作为发行方的分账比例约为 15.5%，并向中影集团支付 2.5% 的票房分成。

图表 23 进口分账片分账比例



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

假设随着强 IP 大片进入和大片在三四线城市的渗透，分账片单片

票房在 2016 年基础上能够得到 10% 的增长，分账比例不变情况下，2017 年平均每部分账片配额增加可以带来约 6500 万发行收入，配额增加 10 到 20 部时发行收入的增量测算如下表。

图表 24 发行收入增量测算

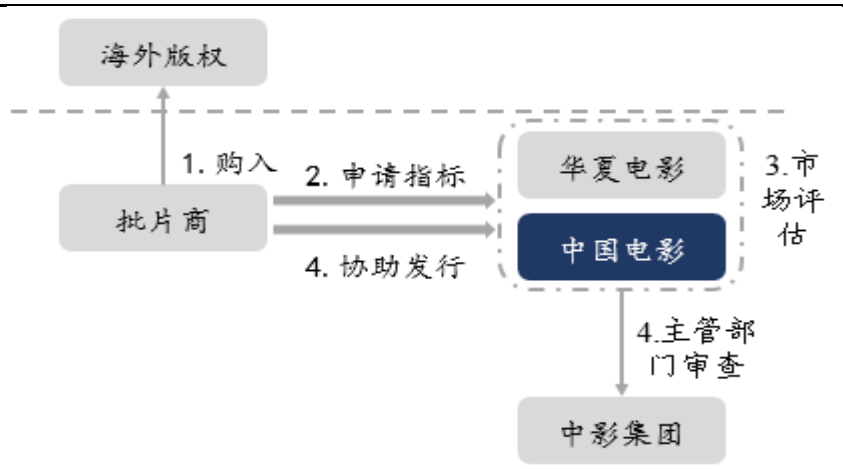
配额增加	单片票房(亿元)	分账比例	发行收入增量(亿元)
10	4.20	15.50%	6.51
15	4.20	15.50%	9.77
20	4.20	15.50%	13.03

资料来源：东吴证券研究所

### 2.1.2. 进口买断片爆款不断，配额较为灵活

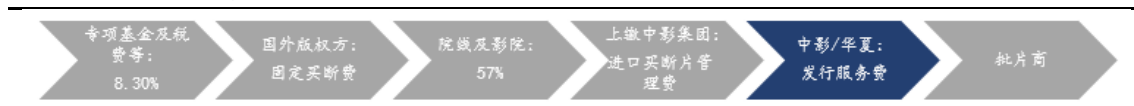
买断片是以固定的价格一次性买断某一区域某一时间内的电影发行放映版权的影片，国外制片商不参与票房分成，批片一般先由国内民营电影公司通过海外电影市场、专业第三方版权代理公司、直接洽谈等形式购入，然后向中影和华夏申请指标协商引进，再接受后者的市场评估和主管部门的审查。通过之后由中影、华夏发行，民营公司“协助推广发行”，买断片的票房扣除 8.3% 的专项基金和税后，需向中影集团上缴进口买断片管理费。中影公司和华夏公司收取一定发行费用。

图表 25 进口买断模式



资料来源：时光网，东吴证券研究所

图表 26 买断片票房分配



资料来源：招股说明书，时光网，东吴证券研究所

买断片爆款频现，引燃批片热情，批片审查周期长、上映时间晚，并且大多不是知名厂商的大作，成本较小，上映时容易遭遇票房冷清。2010 年，买断片《敢死队》创造了 2.15 亿票房，排在当年票房榜的第九位，成为中国第一部票房过亿的批片，2015 年和 2016 年《哆啦 A 梦：伴

我同行》、《惊天魔盗团2》和《你的名字》三部买断片票房甚至超过了5亿，2015和2016年的买断片的单片票房5400万和8700万，已形成一定体量，随着买断片票房的火热，越来越多的电影公司争相取得买断片上映指标。

图表 27 2015-2016年票房超亿买断片

	影片	票房	票房排名
2015年	哆啦A梦：伴我同行	5.29亿元	26
	极盗者	2.47亿元	51
	小王子	1.58亿元	64
	玩命速递：重启之战	1.28亿元	71
	精灵旅社2	1.19亿元	73
	我的个神啊	1.18亿元	75
	超能查派	1.03亿元	79
2016年	惊天魔盗团2	6.38亿元	21
	你的名字	5.76亿元	25
	荒野猎人	3.77亿元	39
	机械师2：复活	3.39亿元	43
	神战：权力之眼	2.35亿元	53
	最后的巫师猎人	1.79亿元	59
	神探夏洛克	1.61亿元	64
	圆梦巨人	1.43亿元	66
	航海王之黄金城	1.07亿元	78
	哆啦A梦：新·大雄的日本诞生	1.03亿元	80
	博人-火影忍者剧场版	1.03亿元	80

资料来源：电影票房数据库，东吴证券研究所

进口买断片并没有确定指标，从历年上映的买断片数量看，配额较为灵活，此次有望随分账片配额上调，中影公司和华夏公司均有一半的指标，因此可以期待从配额的调整中获益。

图表 28 历年进口买断片配额



资料来源：时光网，东吴证券研究所

## 2.2. 国产片发行进入新时代，老大哥依然是老大哥

中影公司一直以来都是国产电影发行的老大哥，发行能力达到每年超百部，且所发行电影质量上乘，票房表现领先。2016年上半年，公司

共主导或参与发行国产影片 148 部，实现票房 91.95 亿元，占同期国产片市场份额的 70.79%，较前三年合计 58.41% 的份额有了进一步上升。

图表 29 国产片发行情况

年度	全国国产电影发行情况	公司主导或参与发行的国产影片情况		
	总票房 (亿元)	数量 (部)	实现票房 (亿元)	占比
2016 年 H1	129.89	148	91.95	70.79%
2015 年	271.36	318	110.8	40.83%
2014 年	161.55	263	97.57	60.40%
2013 年	127.67	209	119.05	93.25%
合计	560.58	790	327.42	58.41%

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

图表 30 票房过亿国产片占有率

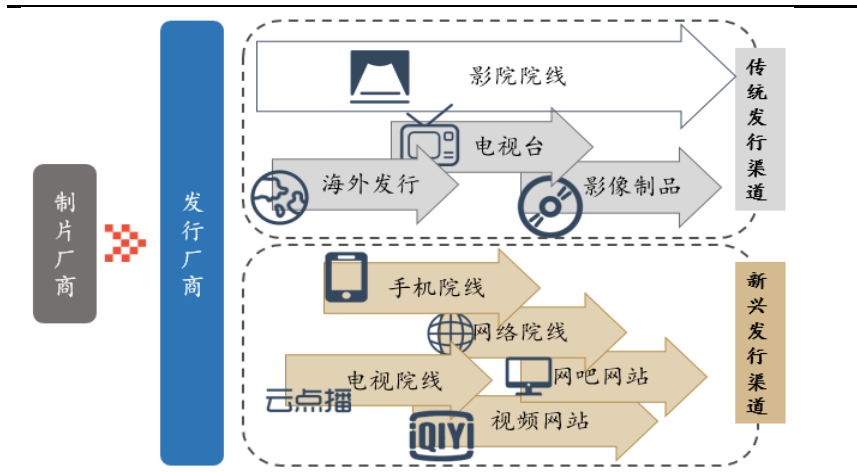
年度	全国票房过亿国产片数量 (部)	公司主导或参与发行的票房过亿国产片数量 (部)	公司占比
2015 年	47	47	100.00%
2014 年	36	25	69.44%
2013 年	32	32	100.00%
合计	115	104	90.43%

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

国产电影进入多屏时代，多窗口、宣发一体化成标配，电影市场蛋糕变大。随着互联网的普及和技术的发展，电影多屏放映成为趋势，因此，电影发行的渠道虽然仍然以电影院为主，但新媒体渠道的崛起使得版权分销有了新的变现方式，电影的收入得到了显著的扩展。

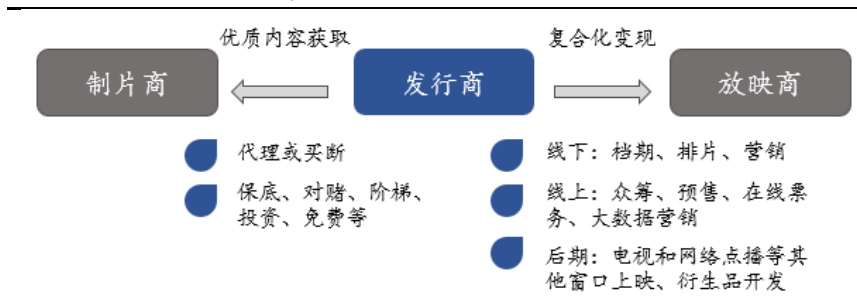
新时代的发行商需要兼备宣传发行一体化的能力，发行商不仅要与院线保持良好的关系，争取场次，安排档期，也要做好线上线下的宣传工作，另外传统发行公司也积极与新媒体发行公司合作，采用多种发行方式，覆盖多窗口，实现流量变现。

图表 31 电影变现渠道显著拓展



资料来源：艺恩，东吴证券研究所

图表 32 发行模式多样化

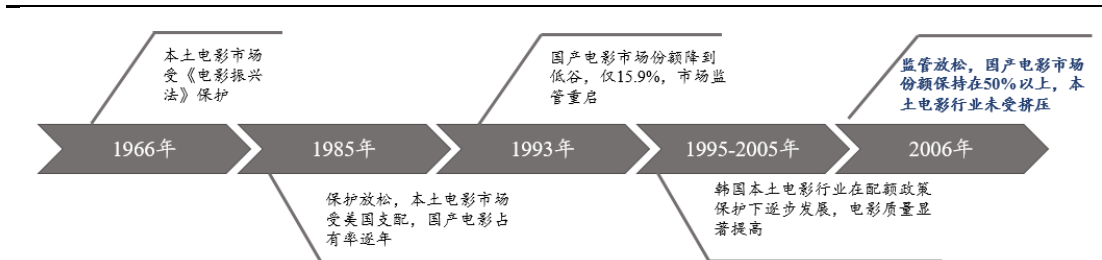


资料来源：艺恩，东吴证券研究所

国产电影质量正在不断提升，其在国内电影市场的份额相对稳固，因此进口电影配额的增加预计不会重创国产电影的发行。借鉴韩国电影行业的发展路径，第一次进口电影的配额取消后，本国电影市场暴跌，之后收紧的配额政策为国产电影发展赢得了十年的发展期，第二次配额放松后，韩国电影已经能够与进口电影相抗衡，市场趋于稳定。

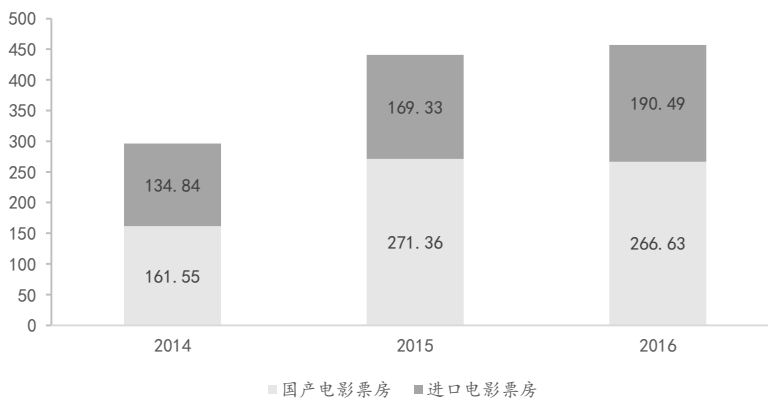
目前我国国产电影优质内容逐年增长，发行宣传也更具多样性，近三年国产电影占总票房份额分别达到 54%，61%和 58%，票房榜前十的电影中，国产电影从 2014 年的 5 部增长到 2015 和 2016 年的 7 部，国产电影《美人鱼》占领历史票房榜榜首，可见我国国产电影已具备应对进口配额增加的压力，并不会被明显挤压。

图表 33 韩国电影发展经验



资料来源：东吴证券研究所

图表 34 国产电影份额稳步提升



资料来源：搜狐新闻，东吴证券研究所



中影积极参与新模式发行，巩固老大哥地位，中影公司作为经验丰富、实力雄厚的全产业链型电影发行商，资金实力雄厚、对产业链的掌控能力强，在发行市场上具有很大的影响力，积极采用独立发行、联合发行、代理发行与协助发行等多种方式发行国产电影。2016年，中影、龙腾、联瑞、和和、光线五家影视公司共同作为《美人鱼》的发行方，与制片方签下了20亿票房保底，《美人鱼》最终获得了33.9亿票房，成为票房冠军，因此互联网玩法的增加，让中影公司能够从更大、更活跃的国产电影发行市场获益。

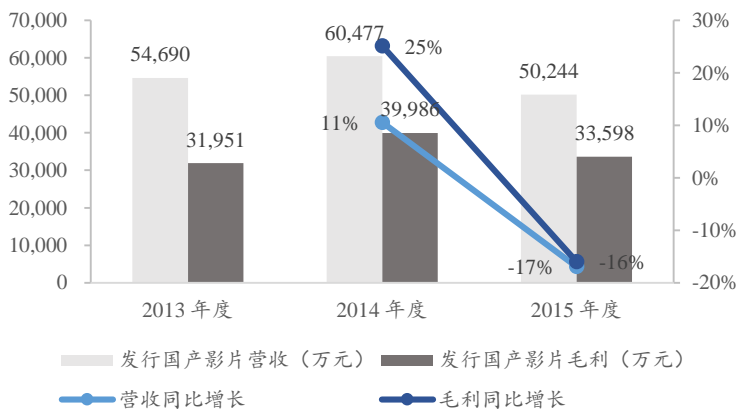
图表 35 传统发行商和新参与者合作发行



资料来源：艺恩，东吴证券研究所

2016年上半年国产电影发行业绩喜人，占有率显著提升，票房有望翻倍。2015年，国产电影发行营收有所下滑，但2016年公司着力拓展业内外合作，整合影视宣发资源，创新网络营销模式，提高市场占有率。2016年上半年，公司共主导或参与发行国产影片148部，实现票房91.95亿元，占同期国产片市场份额的70.79%，超过进口电影的市场占有率。

图表 36 国产电影发行业务仍有空间

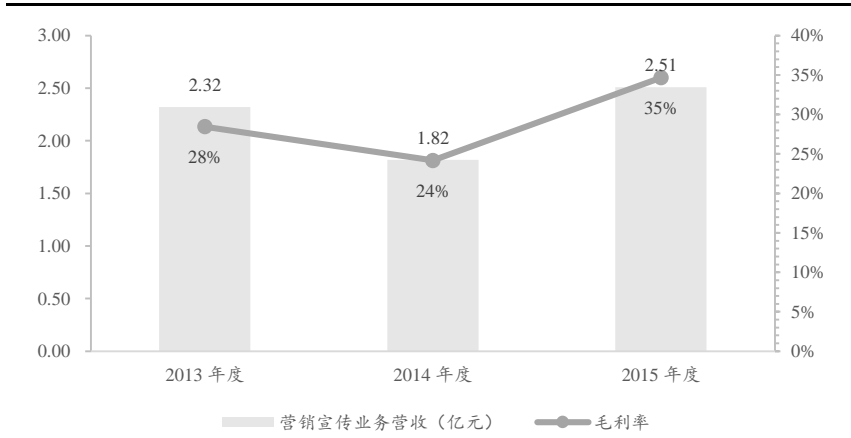


资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

### 2.3. 衍生品产业初见成效，营销产品链日趋完善

电影营销业务呈现营收毛利率均提升的趋势，电影营销业务在中影总营收中占比不高，仅为3%，但近年来收到广告业务和衍生品业务驱动，营收和毛利的复合增长率分别为3%和10%。

图表 37 电影营销业务营收及毛利率

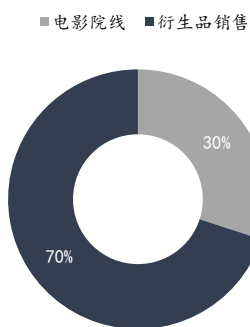


资料来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

#### 2.3.1. 衍生品市场可上百亿，中国电影抢占先机

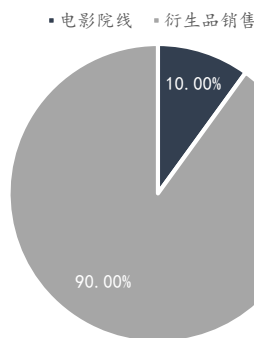
对标美国为首的海外电影产业，我国尚未形成机制健全、信息充分流通的产业链生态圈，衍生品市场开发尚在起步阶段，衍生品收入仅为国内电影收入的10%。而2015年仅好莱坞电影相关玩具收入就达到了57亿美元，衍生品收入高达电影总收入的70%，是同年中国电影票房的85%，随着衍生品产业逐步受到重视，假设未来四年中国票房增速为15%，衍生品销售收入占比分别为15%、20%、25%和30%，预计我国衍生品市场在2020年将达到200亿左右。

图表 38 美国衍生品销售占比



资料来源：NPD Group，东吴证券研究所

图表 39 中国衍生品市场占比



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 40 国内衍生品市场的测算

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
衍生品销售收入 (亿元)	45.7	79	120	173	238

票房收入 (亿元)	457	525	603	693	796
-----------	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

中影衍生品业务启动, 各大巨头纷纷开始布局衍生品产业, 例如阿里旗下的阿里鱼、腾讯旗下的可可影、光线传媒并购猫眼、万达院线并购时光网。中影在市场先机的抢占上并未落后。

2015年10月14日, 中影公司与北京电影学院成立“中国电影衍生产业研究院”, 标志着中影在衍生产业有着宏大的布局。目前公司从事了142部影片的版权经营工作, 开发相关衍生商品, 包括玩具模型、家居用品、3C数码等数十个品类产品。仅《建党伟业》一部影片, 就开发了邮票、瓷器、南湖船、印玺、贵金属章、图书等6大类授权产品以及卡包、雨伞等30余种衍生商品。目前中影影家衍生品专营店渠道覆盖影院50余家, 进驻罗森、7-ELEVEN等商超门店, 并与多家院线达成合作意向; “影家微店”和“影家天猫旗舰店”已建成上线, 发展态势喜人。

图表 41 产业巨头衍生品布局情况

公司	制片	发行	票务	周边衍生品
中影	制片分公司	发行分公司	中影云平台	影家
腾讯	企鹅影业 腾讯影业 华谊兄弟	微票时代	微票儿	可可影
阿里	阿里影业 博纳	阿里影业 联瑞影业	淘宝电影	阿里鱼
百度	爱奇艺影业 华策影视		百度糯米	
乐视	乐视影业	乐视影业	永乐票务(体育)	乐视商城
万达	传奇影业 万达影视	万达影视 五洲发行	时光网	时光网
光线	光线传媒	光线传媒	猫眼	猫眼

资料来源: 新闻, 东吴证券研究所

图表 42 中国电影衍生产业研究院成立



资料来源: 百度图片, 东吴证券研究所

图表 43 影家天猫旗舰店



资料来源: 天猫, 东吴证券研究所

### 2.3.2. 加强银幕广告平台建设，提升立体营销覆盖规模

中影重视电影发行营销业务，积极加强银幕广告平台建设，提升立体营销覆盖规模，中影以出品影片为依托，与国内知名制片机构密切合作，形成基于影院平台的完整营销产品链，包括电影贴片、映前广告、电影植入、内容元素授权、首映礼活动等整合营销，成为电影广告市场上的生力军。2013到2015年，公司共在155部国产及进口影片中利用植入式广告、贴片广告等方式代理发布了535条各类广告；在87家影院投放了360台兼具电影票销售及广告发布功能的售票终端广告媒体机。至2016年中，中影银幕广告已覆盖全国172个城市、627家影院的4430块银幕，全国银幕广告份额位列前茅。

图表 44 银幕广告



资料来源：百度图片，东吴证券研究所

图表 45 首映礼活动



资料来源：百度图片，东吴证券研究所

随着银幕广告的建设和营销产品链的完善，营销业务的业绩有望进一步提升。

## 3. 票房回暖再现新驱动，在线销售着力互联网

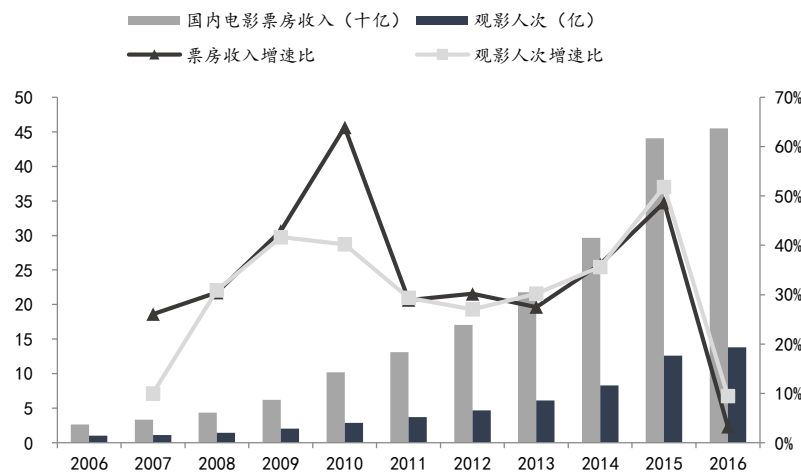
### 3.1. 票房回暖，放映业务直接受益

由于票补减少、内容不佳和票价降低，2016年电影市场增速显著下降。2016年整体总票房为457亿元，相比较于2015年441亿元的票房，增长了3.7%，相比较15年增速下降明显。增速下降主要是由于：

- 1) 2016年，在线票务平台猫眼+BAT格局逐渐稳定，票补从2015年的约40-50亿下降到约15亿。2015年剔除票补的实际增速约为30%。
- 2) 优质内容缺乏，大片整体表现乏力，尤其是国产大片。2015年7部电影票房超过13亿，包括4部位国产影片，而2016年仅有贺岁档的《美人鱼》、迪士尼的《疯狂动物城》、超强IP支撑的《魔兽》3部。2016年前25名电影平均场次人均相较15年下降17.9%，累计票房收入下降2.3%。
- 3) 票价的持续降低。2014年平均票价约为35.7，2015年约为34.8元，2016年平均票价下降到约为33.1元。



图表 46 全国票房收入、观影人次及其增速



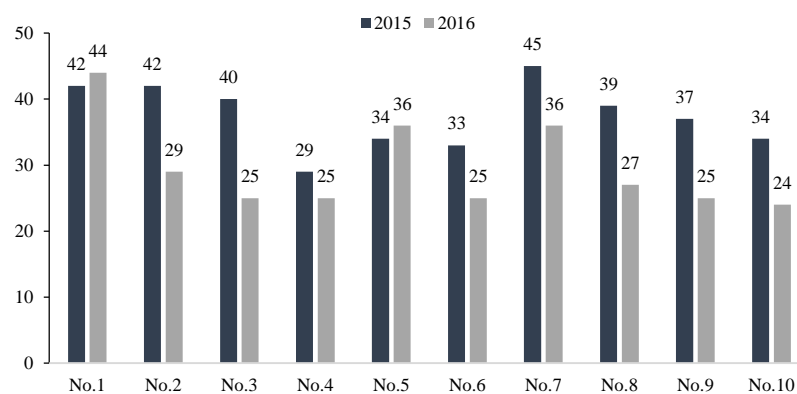
资料来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

图表 47 全国票房收入增速下降原因



资料来源：东吴证券研究所

图表 48 2016年票房前十影片场均人次整体下降



资料来源：猫眼专业版，东吴证券研究所



图表 49 2015-2016 年票房超 14 亿大片

时间	影片名	类型	总票房	平均票价	场均人次	豆瓣评分	上映日期
2016	美人鱼	喜剧	33.92 亿	37	44	6.9	2016.02.08
	疯狂动物城	动画	15.30 亿	34	29	8.2	2016.03.04
	魔兽	动作	14.72 亿	37	25	7.8	2016.06.08
2015	捉妖记	奇幻	24.40 亿	37	42	6.8	2015.07.16
	速度与激情 7	动作	24.27 亿	39	42	8.3	2015.04.12
	港囧	喜剧	16.14 亿	33	40	5.7	2015.09.25
	复仇者联盟 2: 奥创纪元	科幻	14.64 亿	40	29	7.1	2015.05.12
	夏洛特烦恼	喜剧	14.42 亿	32	34	7.4	2015.09.30
	侏罗纪世界	动作	14.21 亿	38	33	7.7	2015.06.10
	寻龙诀	动作	13.74 亿	36	45	7.6	2015.12.18

资料来源：电影票房数据库，东吴证券研究所

票补泡沫挤出，行业规范出台，优质 IP 登陆，票房预期回暖。2017 年电影行业将扭转前期悲观预期，主要有以下利好因素：

1) 2017 年在在线平台市场的市场份额已经固定的情况下，票补继续下降的空间也已缩小。

2) 2016 年底出台的《电影促进法》对票房进行了规范，在挤掉泡沫之后，票房的增长将更为健康，对票房市场的长期发展产生利好。

3) 海外大量具有票房保障的优质电影 IP 均有续集播出，比如《金剛狼》、《速度与激情》、《雷神》、《加勒比海盗》等，预计将会推动一波观影热潮。

4) 2017 年春节档、海外片带动票房回暖预期，2017 年前两月票房 108.4 亿元（含服务费），同比基本持平，2 月份票房 59.4 亿元，环比增长 21%。海外片火爆，《极限特工 3》票房超 10 亿，《爱乐之城》上映 4 日打破中国歌舞片记录，《生化危机：终章》3 天狂揽 6.7 亿票房。前两月票房表现为全年奠定基础。

图表 50 《电影促进法》促进行业规范化发展



**简政放权增加电影市场供给，激发市场创新活力。**

相关举措包括取消《电影拍摄许可证（单片）》，将市场准入门槛进一步降低；下放若干行政审批事项，之前由广电总局审批权限这次被大部分下放到省、自治区、直辖市；取消一般题材剧本审查，将电影分为一般题材和特殊题材两类，一般题材剧本取消审查环节，只需要将电影剧本更改备案；组织专家评审，进行电影审查应当组织不少于三名专家进行评审，由专家提出评审意见。



**政策和财政双扶持，推动产业快速发展。**

政策支持，即各级政府将电影产业发展纳入本级国民经济和社会发展规划，国家制定电影及相关产业政策；主流题材支持，即国家支持创作、摄制各类优秀国产影片，地方政府对电影创作、摄制提供必要的便利和帮助；经济支持，即政府在财政、税收、土地、金融、用汇等方面对电影产业采取优惠措施，激励资本投入、降低运营成本；产业发展支持，即积极扶持电影科技研发、公益放映、人才培养、境外推广等事业发展，为电影产业发展夯实工业基础、培育人才梯队、拓展电影市场空间。



**明确相关处罚措施，长期利好市场可持续发展**

严厉打击偷瞒报票房，电影院未如实统计销售收入，处 5 万元以上 50 万元以下罚款；情节严重的，责令整顿；情节特别严重的，吊销许可证；禁止无龙标影片参加影展，未经许可擅自举办涉外电影节（展），或者提供未取得《电影公映许可证》的电影参加电影节（展）的，5 年内不得从事相关电影活动；禁止放映插播广告；违反者由县级人民政府电影主管部门给予警告，责令改正；情节严重的，处 1 万元以上 5 万元以下的罚款。

资料来源：材料整理，东吴证券研究所

图表 51 2017年部分优质电影

影片名	类型	出品公司	导演	主演	上映日期
大闹天竺	喜剧	光线影业	王宝强	王宝强	2016.12.23
终结者 2: 审判日	科幻	Pacific Western	詹姆斯·卡梅隆	阿诺·施瓦辛格	2016.12
金刚狼 3	科幻	二十世纪福斯	詹姆斯·曼高德	休·杰克曼	2017.3.3
速度与激情 8	动作	环球影业	加里·格雷	范·迪塞尔	2017.4.14
银河护卫队 2	科幻	漫威影业	詹姆斯·古恩	克里斯·帕拉特	2017.5.5
加勒比海盗 5	科幻	迪士尼	乔阿吉姆·罗恩尼	约翰尼·德普	2017.5.26
变形金刚 5: 最后的骑士	科幻	派拉蒙	迈克尔·贝	马克·沃尔伯格	2017.6.23
猩球崛起: 终极之战	科幻	二十世纪福斯	马特·里夫斯	安迪·瑟金斯	2017.7.14
雷神 3: 诸神黄昏	科幻	漫威影业	塔伊加·维迪提	克里斯·海姆斯沃斯	2017.11.3
星球大战 8	科幻	卢卡斯, 迪士尼	莱恩·约翰逊	奥斯卡·伊萨克	2017.12.15

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

中影作为院线龙头, 将率先受益于票房的回暖, 中影是电影放映的龙头, 截至 2016 年上半年, 公司拥有 3 条控股院线和 4 条参股院线, 102 家控股影院和 13 家参股影院, 占全国城市影院总量的 28.90%, 共拥有 11,062 块银幕和 149.16 万个座位, 约占全国影院市场份额的 31%, 2014 年和 2015 年, 控股院线分别实现票房 55.28 亿元和 88.89 亿元, 占全国票房总额的 18.65% 和 20.17%。

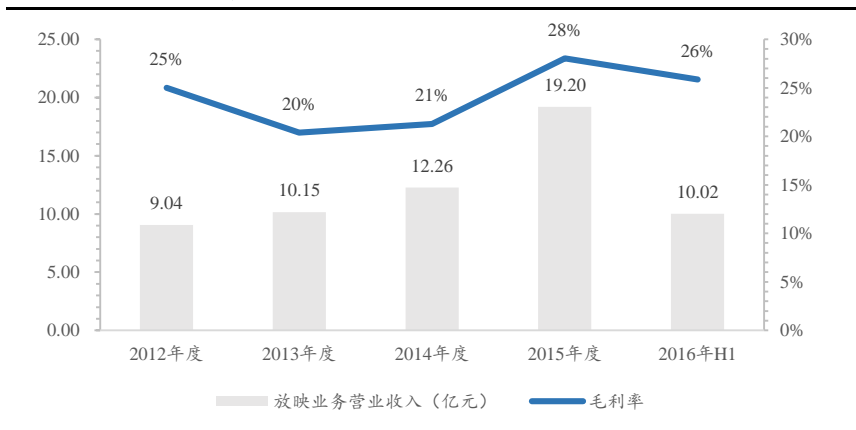
放映业务 2015 年贡献了 26.5% 的营收和 32.1% 的毛利, 毛利率为 28%, 是中影较为重要的业务, 可以期待在票房回暖的情况下放映业务的业绩将稳定增长。

图表 52 控股院线票房收入与市场排名

院线	2015 年票房收入 (亿元)	排名	2014 年票房收入 (亿元)	排名	2013 年票房收入 (亿元)	排名
中影星美	38.12	2	24.45	2	18.38	3
深圳中影南方	29.76	5	19.82	6	15.43	5
中影数字院线	21.02	7	11	8	7.5	10
合计	88.89	-	55.28	-	41.97	-

资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图表 53 放映业务营收及毛利

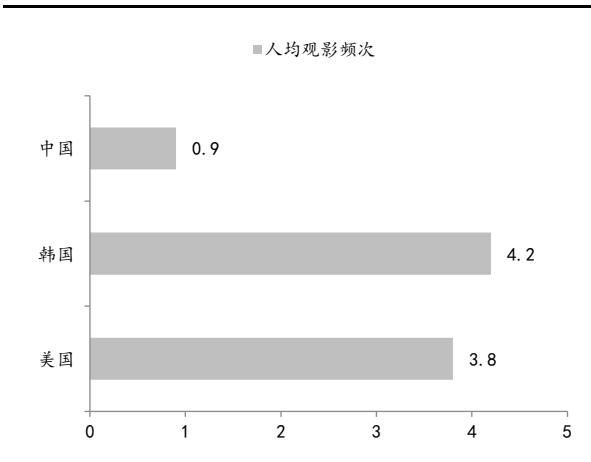


资料来源: wind, 东吴证券研究所

### 3.2. 渠道下沉, 三四线城市带来市场增量

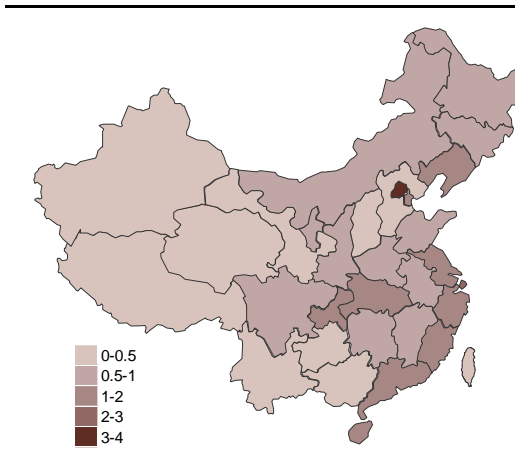
我国观影存在显著地区性差异, 三四线城市空间可观, 我国人均观影频次仅有 0.9, 远低于美国的 3.8 和韩国的 4.3, 并且有着显著的地区差异, 北上广及其江浙一带的人均观影次数显著高于其他地区, 一二线城市 2.8, 而三线以下城市目前平均人均观影人次仅为 1.2, 仍然是较为空白的市场。

图表 54 中韩美人均观影次数比较



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

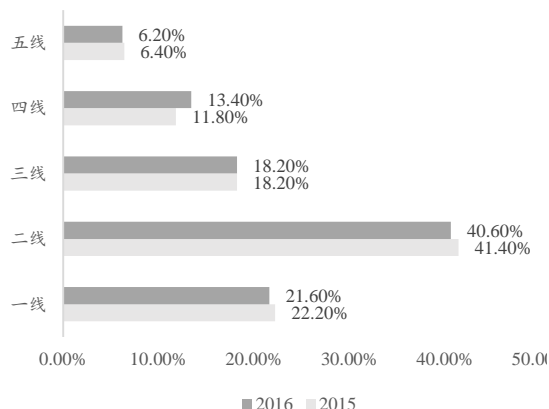
图表 55 2015年各省市人均观影频次



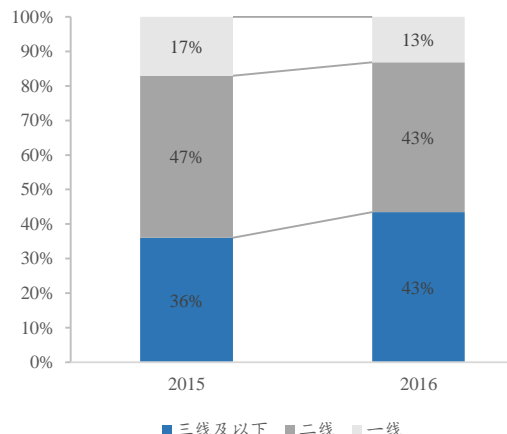
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

小城市影院票房增速超过大城市, 2016 年三线及以下城市票房收入占总收入的 37.8%, 较 2015 年增长了 1.4%, 而一二线城市票房收入占比则降低了 1.4%, 三四线观影人群占比从 2015 年的 36% 增长到了 2016 年的 43%。可以想见随着一二线城市市场趋近饱和, 三四线城市正在成为新的增长点。

图表 56 2015-2016 年度各级城市票房占比



图表 57 春节档票房城市分布



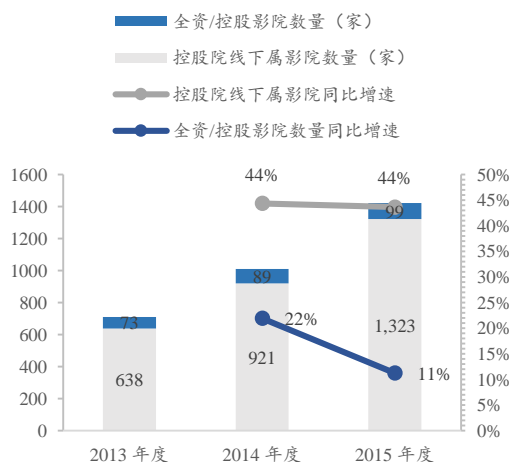
资料来源：艺恩，东吴证券研究所

资料来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

渠道下沉，中影布局三四线城市，保持高速增长，“全国布局”是中影的战略支点之一，要求在重点发展一、二线城市的同时，也要重视三四线城市的市场，齐头并进。中影控股院线的影院保持着高达约 40% 的年增速，在锦州、唐山、桂林、东莞、文昌等三四线城市都开设有影院。2015 年三线及以下城市自营影院票房收入占 2015 年总票房收入的 31.2%，渠道下沉已有初步成效。

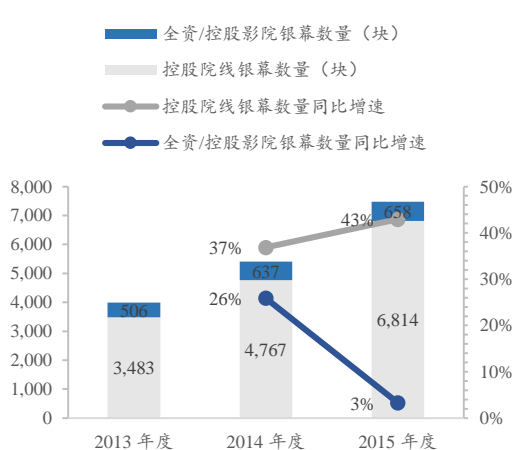
2016 年 10 月，中国电影以 5.53 亿元收购大连华臣 70% 股权，华臣的布局主要集中在东北地区，包括丹东、营口等城市，加强了中影在三四线城市的布局。未来公司计划将投资、改建、收购超过 150 家影院，新增银幕超过 900 块、座位超过 15 万个，实现 40% 以上的市场份额。

图表 58 中影影院数量及增速



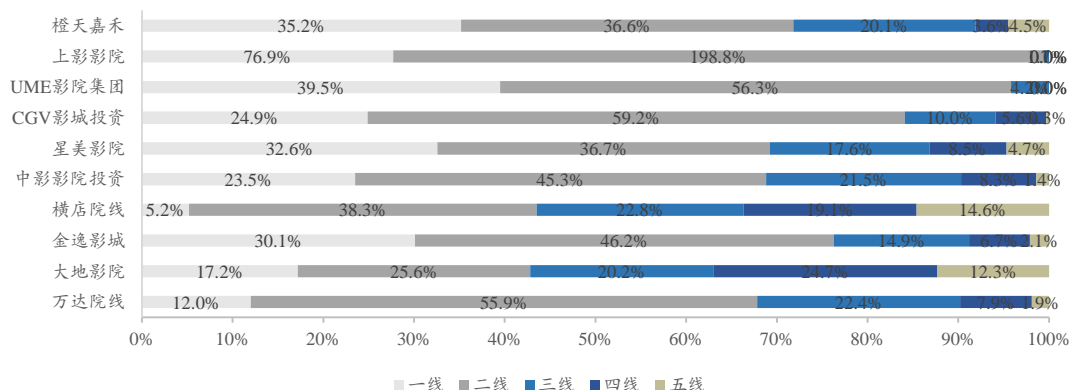
资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

图表 59 中影银幕数量及增速



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

图表 60 2015年各院线城市票房占比



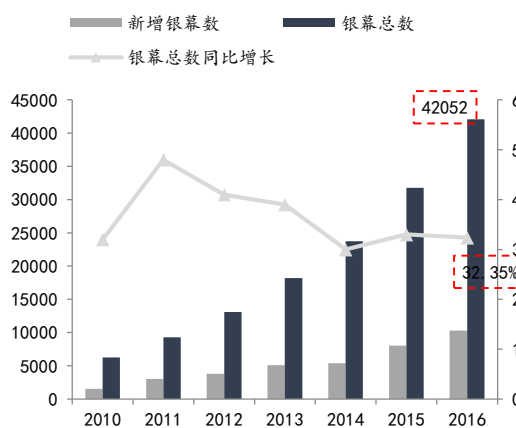
资料来源：艺恩，东吴证券研究所

### 3.3. 内容为王，渠道驱动转向内容驱动

2016年，院线持续扩张并未成比例带动票房，单产下滑。影院保持着较高速的扩张，至目前全国影院达到7835家，同比增长24%，增速与2015年持平，银幕数达到42052块，同比增长33%，银幕数已经超过了北美，有饱和趋势。

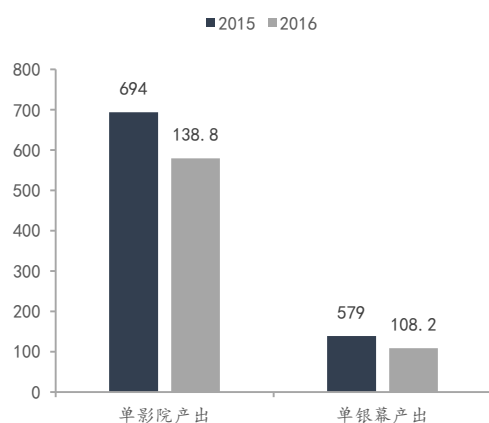
但2016年总票房457亿元，同比增长仅3.7%，远低于2015年48.7%的增速。影院增长与票房增长并不成正比，单屏屏产出下降较为明显，2016年单影院票房产出较2015年下滑17%，单银幕票房产出较2015年下滑22%。

图表 61 全国银幕增长数量及其增速



资料来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

图表 62 15、16年单影院及单银幕产出



资料来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

内容为王，优质内容驱动效应显著。我国电影市场正在经历从渠道驱动转向内容驱动的过程，每年都有电影以优质内容取胜，成为票房黑马。2015年上映的《大圣归来》首日排片率仅7.80%，收获票房1,795.6万元，但上映第三日，影片凭借良好的口碑在排片率仅为13%左右的情况下票房突破了1亿元，最终该片推迟下线，收获票房9.56亿元，刷新



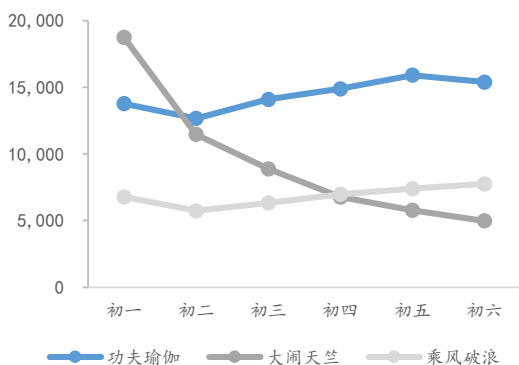
中国动画电影票房榜。2017年春节档,《功夫瑜伽》和《乘风破浪》同样凭借突出的内容在上映两日后票房大增,逆袭《大闹天竺》。

图表 63 《大圣归来》票房带动排片



资料来源:艺恩,东吴证券研究所

图表 64 春节档日票房走势



资料来源:猫眼专业版,东吴证券研究所

图表 65 优质电影评分高



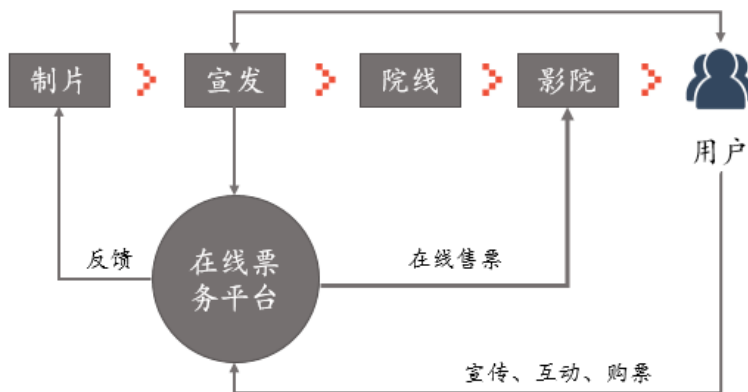
资料来源:豆瓣电影,东吴证券研究所

中影院线规模大,布局全产业链,对优质内容的生产和把握能力强,有望率先把握优质内容带来的增量。

### 3.4. 互联网+, 在线销售稳健起步

随着互联网化的进程,在线票务平台已经成为电影产业链的重要一环。在线票务平台不仅能够宣传互动、在线销售并收取服务费,而且能够使得预售、用户数据统计、精准营销等功能成为可能,甚至能够将信息反馈到发行、制片环节,中影这样的全产业链龙头能够有效利用在线票务平台进行更深层次的产业链布局。

图表 66 在线票务平台布局全产业链



资料来源:资料整理,东吴证券研究所

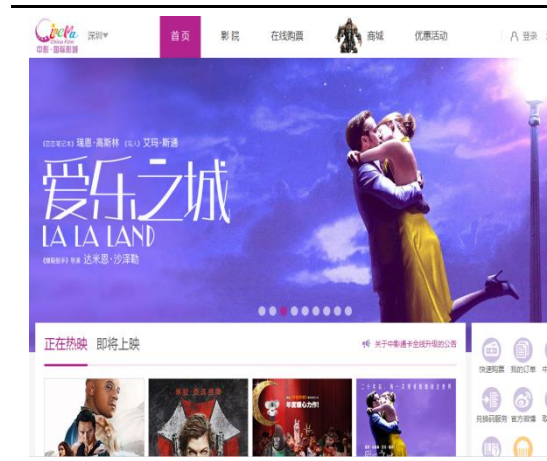
公司着力加强影院在线销售及管理业务发展，公司影院网络运营平台“中影云平台”、“中影电影”APP和“中影电影”微信公众号的各项业务功能日趋完善，其中“中影云平台”覆盖影院已达105家，发展态势良好。截至2016年6月，公司通过在线平台销售票影近2000万张，以3元每张的服务费计算，在放映收入的基础上额外获得了约6000万元的服务费收入。

图表 67 APP与微信公众号



资料来源：专业版APP，东吴证券研究所

图表 68 中影云平台



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

## 4. 影视制片制作实力雄厚，中国巨幕走向世界

### 4.1. 优质内容层出不穷，影视制作规模庞大

大片云集，电影制作梦工厂。公司具有强大的电影制作能力，2013到2015年，主导或参与创作生产并过审的各类影片66部，占全国故事和动画影片总产量的3.20%，实现票房收入98.90亿元，占票房总额的17.64%。2016年上半年，公司出品并投放市场12部影片，实现票房收入73.96亿元，占票房总额的30.09%。

公司制作的电影质量不断提高，2013-2015年共有18部影片票房过亿，其中《致我们终将逝去的青春》在2013年国产影片中票房排名第二；《心花路放》和《西游记之大闹天宫》在2014年国产影片中分列票房前两位。2016年上半年，《美人鱼》和《西游记之孙悟空三打白骨精》分列前两位，《美人鱼》更是刷新了华语电影票房纪录。

在国际合作方面，公司与海外主流制片机构联合出品了《功夫熊猫3》、《魔兽》和《卧虎藏龙：青冥宝剑》，在国内取得27.2亿元的票房佳绩。

图表 69 中国电影电影代表作



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

好剧荟萃，老牌电视制片商。2013 到 2015 年，电视分公司共投资拍摄电视剧 14 部、521 集，其中包括了《裸婚之后》、《武媚娘传奇》等兼具收视率和口碑的佳作。

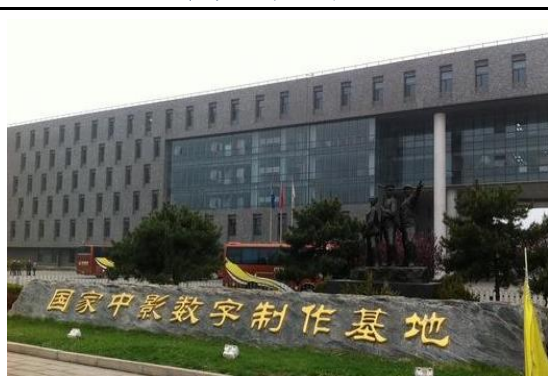
图表 70 中国电影热门电视剧



资料来源：收视率排行，东吴证券研究所

规模庞大，专业影视制作商。中影拥有占地面积约 53 万平方米的数字基地和 4 万多平方米的影视拍摄外景地，代表作包括《狼图腾》等特效电影。2016 年上半年共为 86 部电影作品、20 部电视剧及 53 部宣传、纪录片和广告项目提供了制作服务，其中包括电影《我的战争》、《林海雪原》、《功夫瑜伽》等影片的雪效制作；《昨日重现》、《北极》等影片的特效镜头制作；《滚石演唱会》、BBC《捕食者》的立体转制等项目。

图表 71 国家中影数字制作基地



资料来源：百度图片，东吴证券研究所

图表 72 《狼图腾》特效

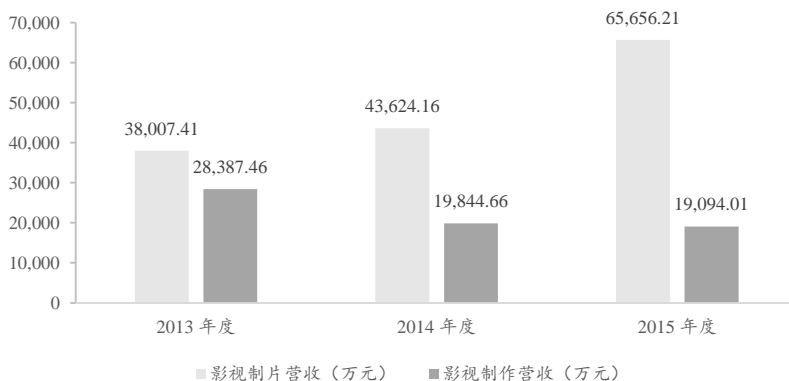


资料来源：百度图片，东吴证券研究所



公司影视制片业务总体收入较为平稳，影视制片增速明显，影视剧投资力度加大。制片制作总营收从2013年的6.64亿增长到2015年的8.48亿，主要是由于影视制作营收增速显著，从3.80亿元增长到6.57亿元，复合增速达到31.43%。但由于公司加大了对影视剧投资的力度，与影视制片业务直接相关的摄制成本大幅增加，制作制片业务的毛利润连年下降，2016年上半年出现3千万的亏损。但随着投资剧目的播出，前期投入有望获得回报。

图表 73 制片业务增速显著



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

#### 4.2. 中国巨幕走向世界前沿，高端技术驱动未来发展

中影公司一贯重视影视高科技产品研发，自主研发的中国巨幕系统一定程度上优于IMAX。2016年上半年，内嵌DTS:X临境音技术、增加了放映质量闭环控制系统，运算速度更快、自动化程度更高的“第三代中国巨幕系统”研发成功并走向世界，影视服务业务走上新台阶。2016年上半年，国内“中国巨幕”影院已达143家，同比增长54%，北美和印尼的“中国巨幕”影院建设也已启动。在美国，中国电影与好莱坞电影服务提供商DELUXE合作设立了“中国巨幕”母版制作实验室，完成300部中外影片巨幕版制作。

图表 74 中国巨幕系统与IMAX的差别

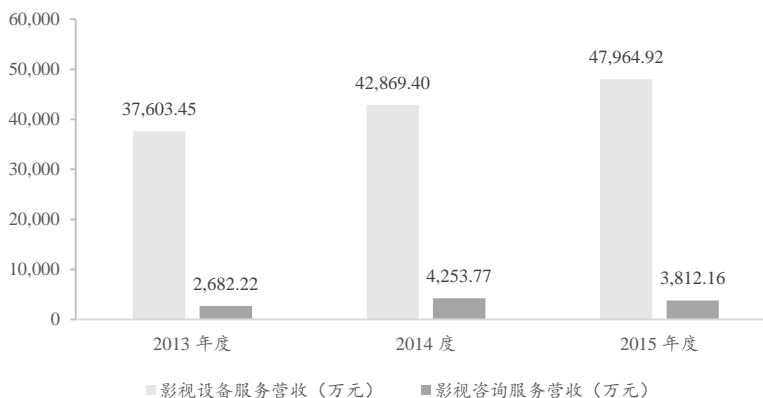
类别		中国巨幕	IMAX
设备技术	银幕	大于20m*12m巨型高增益金属银幕	大于20m*12m巨型金属银幕
	音响	音响系统配置全景声还音技术，此技术为多维多声道技术	音响系统仅为5.1声道
	核心系统	中国巨幕的图像优化处理核心系统完全符合DCI标准，包含多项自主研发的软件系统	物理加密
		采用图像优化器对锐度、均匀度、重合度、变形等参数进行优化处理	双机重合
	放映机	采用世界上两台亮度最高的双机放映系统（巴可DP32B），单机可达33000流明 放映画面色彩深度：4:4:4，12比特；优化处理	使用相同型号放映机

	48 比特；超过 DCI 标准	
--	-----------------	--

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

中国巨幕技术成熟，降低价格增加销量，推动业绩进一步提升。包括中国巨幕在内的影视设备服务业务营收连年增长，中国巨幕价格下降但销量增加。影视服务业务营收从 2013 年的 3.7 亿增长到 2015 年的 4.7 亿元，复合增长率 12.94%，中国巨幕技术成熟，单价降低到最低 118 万，销量同时增长了 3 倍，并且毛利率不降反升，可见中国巨幕的可盈利性。

图表 75 影视设备服务费营收增长显著



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

图表 76 中国巨幕系统销售情况

年份	来源单位	销量	单价 (万元)	收入 (万元)	成本 (万元)	销售毛利 (万元)	毛利率
2015	中影数字巨幕	30	172.25	4,236.00	2,192.00	2,044.00	48.25%
	中影博圣	16	118.5	1,896.00	1,692.00	204.00	10.76%
2014	中影数字巨幕	12	208.86	2,506.32	1,459.56	1,046.77	41.77%
2013	中影数字巨幕	4	293.03	1,172.14	843.59	328.55	28.03%

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

### 5. 投资建议和盈利预测

1) 发行收入，2016 年缺乏进口强 IP 大片，发行收入增速有所放缓，增速在 15%-20% 之间。预计 2017 年将有 12-15 部强 IP 进口大片上映，根据年初《极限特工 3》和《生化危机 6》的表现，该类影片票房预计在 8-10 亿，其中有《变形金刚 5》、《速度与激情 8》等超强 IP 续作，很可能延续以往表现突破 20 亿票房，海外分账影片有望带来 40 亿的增量，预计 2017 年海外片票房增速将接近 30%，海外片发行收入占公司总发行收入的 80%，预计 2017 年发行业务整体增速将超 25%。

2) 放映收入，2016 年受电影市场票房低迷的影响，预计放映收入增

速在 10%左右。2017 年电影市场回暖，春节档票房喜人，《极限特工》、《生化危机》等强 IP 进口大片带动票房爆发，预计全年票房增长约 15%，考虑院线集中度的逐渐提升，市场占有率将有所提高提高，预计放映收入增速略超 15%。

3) 制片制作，由于 2016 年缺乏高票房、高收视的作品，该业务处于亏损状态。2017 年公司多部作品上映，包括“建国三部曲”系列第三部《建军大业》，鉴于前两部作品均为低成本高票房的佳作，可以期待《建军大业》将为公司制片制作业务带来较乐观的增速，该业务将扭亏为盈。

4) 影视服务，基于“中国巨幕系统”等技术的成熟、品牌效应的形成以及海外市场的开拓，影视设备服务业务收入将有显著的增长，16-18 年增速预计将超过往年 13%的水平，达到约 20%；预计影视咨询服务收入预计延续往年表现，影视服务业务总体增速约 20%。

预计 2016/17/18 年中国电影营业收入分别为 84.54, 104.15, 125.66 亿元；备考净利润分别为 9.89, 13.51, 17.71 亿元；对应 EPS 分别为 0.53, 0.72, 0.95 元，对应 PE 为 45, 33, 25X。

我们选取了同属于发行院线板块的万达院线、上海电影、光线传媒及华谊兄弟作为估值比较，结合中国电影在行业内的龙头地位和行业平均估值水平，给予公司对应 16 年的业绩 60-65 倍，对应的目标价是 31.8-34.45 元，对应 17 年 PE 为 44-48。考虑到 17 年票房回暖预期增强及海外片配额的增加预期，首次覆盖给予买入评级。

图表 77：行业估值表

可比公司	目前股价（元）	2016E	2017E	2018E
万达院线	56.93	48	35	25
上海电影	37.51	60	48	38
光线传媒	9.72	39	32	26
幸福蓝海	30.1	67	50	37
行业平均		54	41	32

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 6. 风险提示

- (1) 进口分账片配额增上情况不及预期；
- (2) 票房增速不达预期。



中国电影财务预测表(百万元)

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>6,260.8</b>	<b>8,402.9</b>	<b>11,938.9</b>	<b>15,340.2</b>	<b>营业收入</b>	<b>7,296.5</b>	<b>8,454.4</b>	<b>10,415.3</b>	<b>12,566.0</b>
货币资金	3,022.2	4,284.3	7,149.1	9,524.9	营业成本	5,582.1	6,468.7	7,849.3	9,352.8
应收和预付款项	1,756.1	2,646.4	2,770.8	3,758.7	营业税金及附加	106.0	111.1	138.9	166.7
存货	1,262.2	1,252.1	1,798.8	1,836.5	营业费用	107.1	179.8	224.7	269.6
其他流动资产	220.2	220.2	220.2	220.2	管理费用	426.3	588.4	735.4	882.5
<b>非流动资产</b>	<b>3,824.6</b>	<b>3,090.6</b>	<b>2,356.7</b>	<b>1,764.9</b>	财务费用	-32.7	-137.1	-207.8	-282.6
长期股权投资	301.8	301.8	301.8	301.8	资产减值损失	55.8	63.0	63.0	63.0
投资性房地产	-	-	-	-	投资收益	91.3	-	-	-
固定资产和在建工程	2,651.5	2,074.2	1,496.8	919.5	其他经营损益	222.2	-	-	-
无形资产和开发支出	105.9	91.3	76.8	62.3	<b>营业利润</b>	<b>1,143.2</b>	<b>1,180.6</b>	<b>1,611.9</b>	<b>2,113.9</b>
其他非流动资产	765.4	623.3	481.2	481.2	营业外净收支	222.2	-	-	-
<b>资产总计</b>	<b>10,085.3</b>	<b>11,493.5</b>	<b>14,295.6</b>	<b>17,105.1</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,365.4</b>	<b>1,180.6</b>	<b>1,611.9</b>	<b>2,113.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,566.6</b>	<b>4,811.3</b>	<b>6,024.7</b>	<b>6,750.7</b>	所得税	329.0	-	-	-
短期借款	320.0	-	-	-	净利润	1,036.4	1,180.6	1,611.9	2,113.9
应付和预收款项	4,246.6	4,811.3	6,024.7	6,750.7	少数股东损益	168.1	191.4	261.4	342.8
长期借款	-	-	-	-	<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>868.3</b>	<b>989.2</b>	<b>1,350.5</b>	<b>1,771.2</b>
其他负债	75.0	75.0	75.0	75.0	EBIT	1,331.0	1,106.9	1,483.2	1,926.4
<b>负债合计</b>	<b>4,641.6</b>	<b>4,886.3</b>	<b>6,099.7</b>	<b>6,825.7</b>	EBITDA	1,945.8	1,777.9	2,154.2	2,455.3
股本	1,400.0	1,400.0	1,400.0	1,400.0					
资本公积	598.8	598.8	598.8	598.8	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
留存收益	2,795.4	3,767.6	5,094.8	6,835.5	每股收益(元)	0.47	0.53	0.72	0.95
归属母公司股东权益	4,794.2	5,766.3	7,093.6	8,834.3	每股净资产(元)	2.57	3.09	3.80	4.73
少数股东权益	649.5	841.0	1,102.3	1,445.1	发行在外股份(百万股)	1,027.1	1,457.0	1,457.0	1,457.0
<b>股东权益合计</b>	<b>5,443.7</b>	<b>6,607.3</b>	<b>8,195.9</b>	<b>10,279.4</b>	ROIC(%)	27.9%	44.8%	71.8%	238.1%
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>10,085.3</b>	<b>11,493.5</b>	<b>14,295.6</b>	<b>17,105.1</b>	ROE(%)	18.1%	17.2%	19.0%	20.0%
					毛利率(%)	23.5%	23.5%	24.6%	25.6%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	EBIT Margin(%)	18.2%	13.1%	14.2%	15.3%
经营性现金净流量	2,012.9	1,525.4	2,759.4	2,218.6	销售净利率(%)	14.2%	14.0%	15.5%	16.8%
投资性现金净流量	-785.8	-	-	-	资产负债率(%)	46.0%	42.5%	42.7%	39.9%
筹资性现金净流量	-125.3	-263.3	105.4	157.1	收入增长率(%)	22.4%	15.9%	23.2%	20.6%
<b>现金流量净额</b>	<b>1,101.7</b>	<b>1,262.0</b>	<b>2,864.8</b>	<b>2,375.7</b>	净利润增长率(%)	71.1%	13.9%	36.5%	31.1%
折旧与摊销	6.1	6.7	6.7	5.3	P/E	51.0	44.8	32.8	25.0
资本支出	4.8	-	-	-	P/B	9.2	7.7	6.2	5.0
经营营运资本增加	-2.9	3.3	-5.2	3.2	EV/EBITDA	15.9	16.6	12.5	10.2

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

