

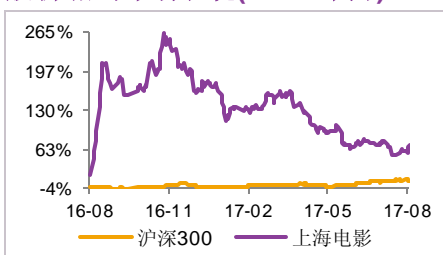


2017年08月04日

买入(首次评级)

当前价: 24.88 元
目标价: 28.00 元

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	1045.7	1237.7	1442.7	1671.6
(+/-)	16.17%	18.36%	16.57%	15.86%
归母净利润	236.28	298.40	378.10	453.48
(+/-)	22.57%	26.29%	26.71%	19.94%
EPS(元)	0.633	0.799	1.012	1.214
P/E	38.62	30.58	24.13	20.12

资料来源: 联讯证券研究院

上海电影(601595.SH)

【联讯传媒公司深度】上海电影(601595.SH, 买入)院线区域领导者优势明显

投资要点

◇ 中国电影票房仍处于高增期

2016年中国内地电影票房457亿, 同比下降4%, 增速为历史新低, 1H17, 中国内地电影票房271亿, 同期增长10%, 业已回暖。考量中国人均观影人次仍低(2016年不足1.0次), 仅不到同期北美市场的三分之一, 我们认为中国电影票房仍处于高增期。

◇ 上市后加速院线布局, 拓宽终端放映渠道, 院线业务将保持稳定增长

在一线城市影院趋于饱和的背景下, 联合院线在二三线城市深耕, 不断扩大规模, 并且借助资本市场上市募资7.7元, 计划自建32家影院, 加速院线布局。2016年联和院线新开业加盟影院90家, 截至2016年底, 院线加盟影院共381家, 影院分布在27个省份, 123个城市。2017年仅第一季度, 新增44家影院。随着公司旗下院线影院数量不断增长, 终端放映渠道逐步拓宽, 我们预计公司院线业务将持续增长。

◇ 在线票务市场持续增长, O2O电影类电商入口价值将不断释放

公司旗下的电子商务网站“天下票仓”于2014年正式上线, 已经形成了集在线票务、网上营销和电子商务服务于一体的、覆盖全国的综合性的电影市场网络平台, 是公司在“互联网+”时代重要的产业延伸。天下票仓的目标是充分发挥上影垂直一体化的产业链优势, 深度整合发行营销资源, 构建出完整的“影院+会员+平台”业务模型和生态链。依托上影股份旗下院线及发行资源的“天下票仓”, 后续将大力整合电影发行放映产业链资源, 为电影的发行放映、宣传营销和电影衍生品销售提供网络增值服务, 定位于长三角第一、国内一流的融合在线订票、本地化社交及文化娱乐资讯服务、移动互联网等多种新模式的O2O电影类电子商务平台, 入口价值将不断释放。

◇ 投资建议及盈利预测

我们首次覆盖上海电影, 给予「买入」的投资评级。我们预估公司2017年、2018年和2019年归属母公司所有者净利润分别为2.98亿、3.78亿和4.53亿, 同比增速分别为26%、27%和20%, 分别对应2017年、2018年和2019年每股收益0.80元、1.01元和1.21元, 目前股价分别对应2017年PE30.6x和2018年PE24.1x, 我们以2017年PE35.0x为基准, 目标价设定为28.00元, 首次覆盖给予「买入」的投资建议。

◇ 风险提示

票房增速不及预期。



目 录

一、投资摘要	4
(一) 投资评级与估值	4
(二) 关键假设点	4
(三) 有别于大众的认识	4
(四) 股价表现催化剂	5
(五) 核心假设风险	5
二、公司概况	5
(一) 历史沿革：国有资产改制，专业影视发行机构起家	5
(二) 公司主营业务稳定增长	6
二、行业：电影票房仍有增长空间，院线并购整合加剧	7
(一) 电影市场：票房增速趋于稳定，人均观影次数提升是票房的主要增长动力	7
(二) 院线并购风潮助推产业发展，中国银幕数激增赶超北美	10
(三) 独立发行影片处境艰难，制发一体仍是主要市场特征	13
三、公司：发行、院线、影院经营、在线票务“四轮驱动”，助力公司业绩稳定增长	15
(一) “发行+院线+高端影院”全产业链布局，可望较大程度分享行业红利	15
1、发行：背靠上影集团，深挖优质发行片源	15
2、院线：上市后加速院线布局，拓宽终端放映渠道	16
3、影院：不断提升影院质量，增强自有影院竞争及盈利能力	17
(二) 在线票务市场持续增长，公司深挖“电商+影院”O2O 入口价值	18
四、盈利预测及估值	19
五、风险提示	20

图表目录

图表 1：上海电影历史沿革	6
图表 2：公司历年营业收入及增速	6
图表 3：公司分业务的营业收入变化情况	7
图表 4：公司历年毛利及毛利率	7
图表 5：公司历年净利及增长率	7
图表 6：历年中国电影票房及增速	8
图表 7：90 后观影人群占比超过 60%	8
图表 8：三四线城市观影人群占比上升	8
图表 9：中国历年观影人次与增长率	9
图表 10：中国历年人均观影次数	9
图表 11：17 年上半年电影票房收入排名	9
图表 12：2016 年各国人均观影次数对比	10
图表 13：历年电影平均票价（元）	10
图表 14：中长期票房测算	10



图表 15: 2017 上半年院线排行及同期对比	11
图表 16: 北美院线 CR4	11
图表 17: 中国院线 CR4	11
图表 18: 中国历年银幕数及增长率	12
图表 19: 银幕单产和增长率	12
图表 20: 国内院线非票收入占比	13
图表 21: 国外院线非票收入占比	13
图表 22: 联合发行和独立发行分布 (票房>1000 万)	14
图表 23: 联合发行和独立发行分布 (票房<1000 万)	14
图表 24: 2016 上半年发行国产片总票房过亿民营发行公司	14
图表 25: 侠探杰克海报	15
图表 26: 上影集团近期参与制片优质作品	16
图表 27: 旗下院线各类项目数据	16
图表 28: 2017 上半年发行国产片总票房过亿民营发行公司	17
图表 29: 自有影院银幕数 (块)	17
图表 30: 自有影院票房收入 (亿元)	17
图表 31: 自有影院银幕单产 (万元)	18
图表 32: 在线电影票务市场规模及增速	18
图表 33: 天下票仓 logo	19
图表 34: 上海电影历史 PE 区间	20
图表 35: 上海电影历史 PB 区间	20
附录: 公司财务预测表	21



一、投资摘要

- (1) 中国电影票房仍处于高增期: 2016 年中国内地电影票房 457 亿, 同比下降 4%, 增速为历史新低, 1H17, 中国内地电影票房 271 亿, 同期增长 10%, 业已回暖。考量中国人均观影人次仍低 (2016 年不足 1.0 次), 仅不到同期北美市场的三分之一, 我们认为中国电影票房仍处于高增期。
- (2) 上市后加速院线布局, 拓宽终端放映渠道, 院线业务将保持稳定增长: 在一线城市影院趋于饱和的背景下, 联合院线在二三线城市深耕, 不断扩大规模, 并且借助资本市场上市募资 7.7 元, 计划自建 32 家影院, 加速院线布局。2016 年联和院线新开业加盟影院 90 家, 截至 2016 年底, 院线加盟影院共 381 家, 影院分布在 27 个省份, 123 个城市。2017 年仅第一季度, 新增 44 家影院。随着公司旗下院线影院数量不断增长, 终端放映渠道逐步拓宽, 我们预计公司院线业务将持续增长。
- (3) 在线票务市场持续增长, O2O 电影类电商入口价值将不断释放: 公司旗下的电子商务网站“天下票仓”于 2014 年正式上线, 已经形成了集在线票务、网上营销和电子商务服务于一体的、覆盖全国的综合性的电影市场网络平台, 是公司在“互联网+”时代重要的产业延伸。天下票仓的目标是充分发挥上影垂直一体化的产业链优势, 深度整合发行营销资源, 构建出完整的“影院+会员+平台”业务模型和生态链。依托上影股份旗下院线及发行资源的“天下票仓”, 后续将大力整合电影发行放映产业链资源, 为电影的发行放映、宣传营销和电影衍生品销售提供网络增值服务, 定位于长三角第一、国内一流的融合在线订票、本地化社交及文化娱乐资讯服务、移动互联网等多种新模式的 O2O 电影类电子商务平台, 入口价值将不断释放。

(一) 投资评级与估值

我们首次覆盖上海电影, 给予「买入」的投资评级。我们预估公司 2017 年、2018 年和 2019 年归属母公司所有者净利润分别为 2.98 亿、3.78 亿和 4.53 亿, 同比增速分别为 26%、27%和 20%, 分别对应 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益 0.80 元, 1.01 元和 1.21 元, 目前股价分别对应 2017 年 PE30.6x 和 2018 年 PE24.1x, 我们以 2017 年 PE35.0x 为基准, 目标价设定为 28.00 元, 首次覆盖给予「买入」的投资建议。

(二) 关键假设点

中国电影票房市场主要由观影人次增加驱动。

(三) 有别于大众的识别

在线票务市场入口价值有待进一步反映至市值。



（四）股价表现催化剂

爆款票房的出现。

（五）核心假设风险

中国电影票房增速不如预期。

二、公司概况

上海电影股份有限公司是上海电影（集团）有限公司的控股子公司，2012年7月31日由上海电影（集团）有限公司和上海精文投资有限公司共同发起设立。公司是行业内少数形成“专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营”的完整电影发行放映产业链的公司，在电影发行及放映业务的各个领域均具有领先的市场地位。同时公司在全国范围内经营33家影院，不仅拥有上海影城、上海永华影城等一批技术先进、经营良好、票房领先的影院，还拥有“上影国际影城”及“海上国际影城”两个连锁影院品牌。此外，公司还拥有深厚的院线资源。全国最大的电影院线之一“上海联和电影院线有限责任公司”是上影股份的全资子公司。

（一）历史沿革：国有资产改制，专业影视发行机构起家

上影股份的前身是上海东方影视发行有限责任公司，是上海电影（集团）有限公司旗下的专业影视发行机构。公司成立于1994年——中国电影产业改革之初，由原上海电影制片厂宣发部独立组建而成，是全国第一家由制片厂经营的影视发行公司。2010年上海电影制片厂有限公司将其所持有的东方发行100%的股权无偿划转至上海电影（集团）有限公司。2012年7月31日，东方发行整体变更为上影股份有限公司，转制后，上海电影股份有限公司（筹）已收到发起人以净资产缴纳的注册资本人民币280,000,000元，上影集团持267,454,673股，占比95.52%，精文投资持12,545,327股，占比4.48%。



图表 1：上海电影历史沿革

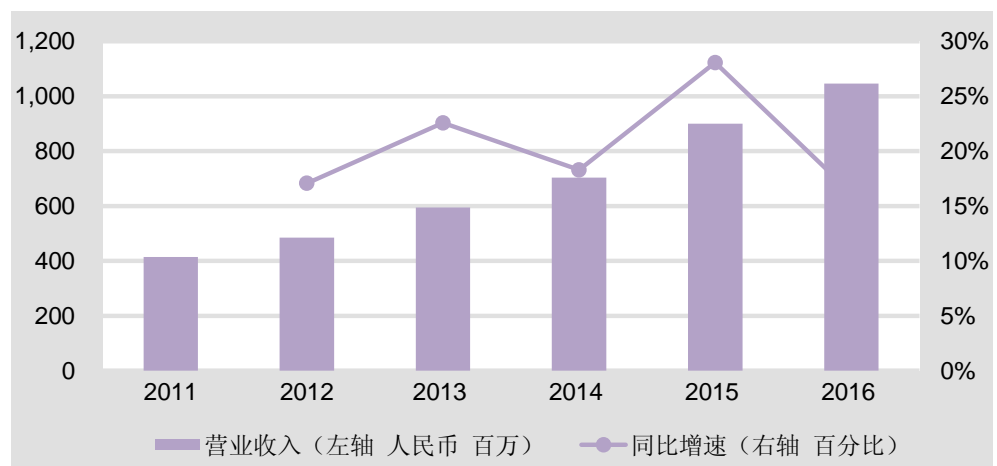


资料来源：联讯证券整理

（二）公司主营业务稳定增长

公司的主营业务为电影发行及放映业务，具体包括电影发行和版权销售、院线经营、影院投资、开发和经营、广告营销、电子票务、技术服务等业务。在电影发行及放映业务的各个领域均具有领先的市场地位。近年来公司营业收入呈现持续快速增长态势，2013年、2014年、2015年和2016年的营业收入较上年分别实现22.56%、18.28%、28.06%、16.17%的增幅。

图表 2：公司历年营业收入及增速

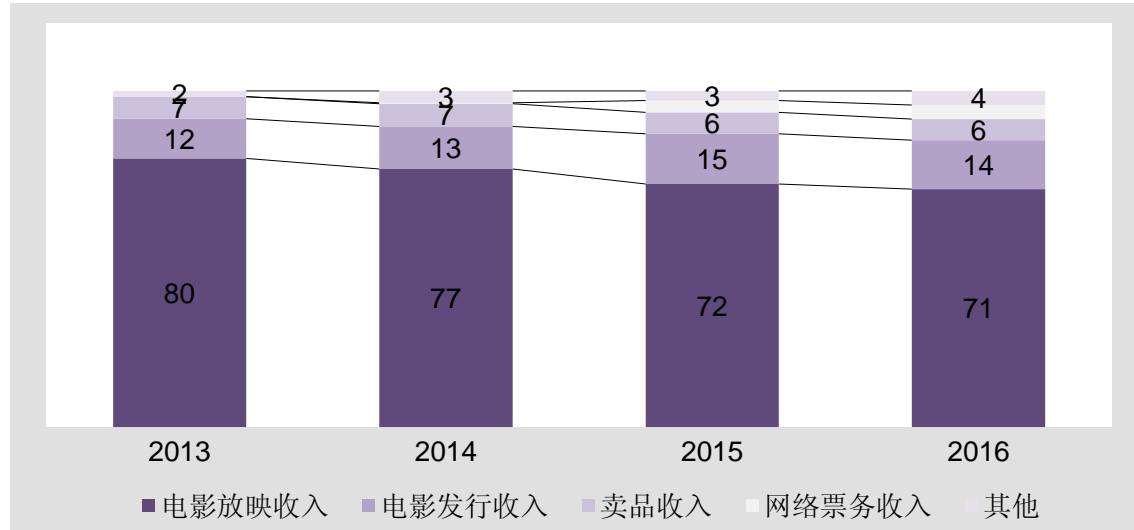


资料来源：wind，联讯证券

从收入结构来看，公司电影放映、电影发行、卖品和广告服务业务对营业收入贡献的比例最高，2013年、2014年、2015年及2016年，上述四项业务的收入贡献合计分别为94.15%、92.26%、90.80%及82.43%。



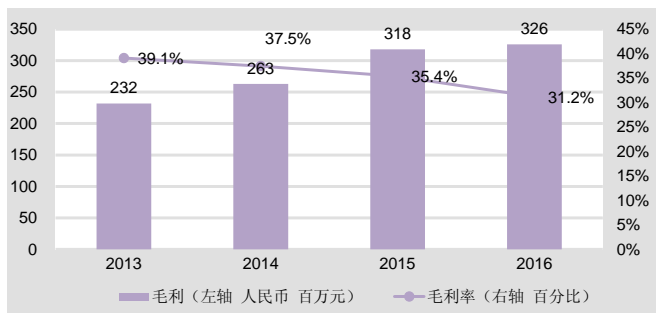
图表 3：公司分业务的营业收入变化情况



资料来源：公司公告，联讯证券

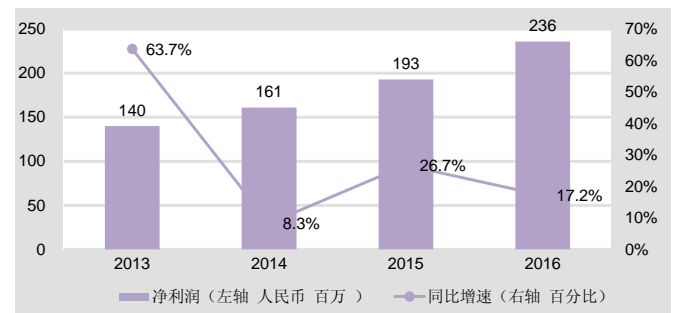
利润方面，公司 2013、2014、2015、2016 年营业毛利分别为 2.32 亿元、2.63 亿元及 3.18 亿元，3.26 亿元，主营业务毛利占比约为 70%-80%左右，净利润分别为 1.4 亿元，1.61 亿元、1.93 亿元、2.36 亿元。在坚持“发行优先”战略下，发行业务首次超过放映业务，成为利润贡献主体。

图表 4：公司历年毛利及毛利率



资料来源：公司公告，联讯证券

图表 5：公司历年净利及增长率



资料来源：公司公告，联讯证券

二、行业：电影票房仍有增长空间，院线并购整合加剧

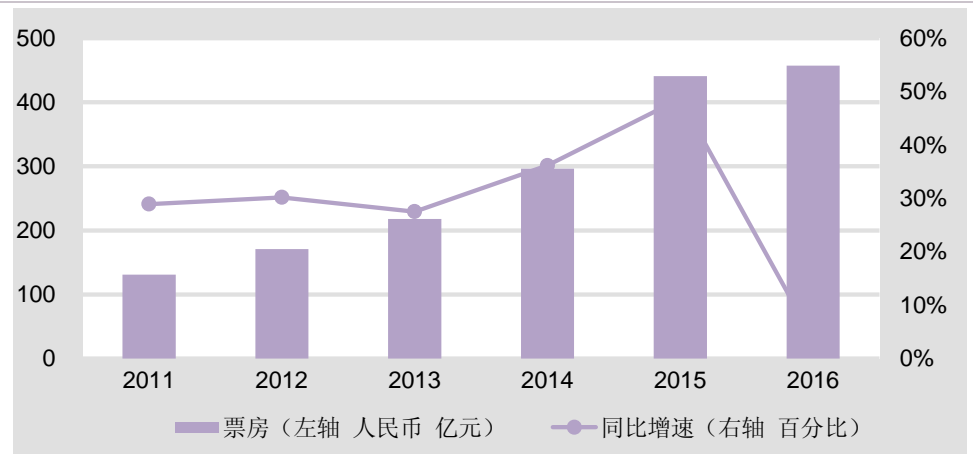
(一) 电影市场：票房增速趋于稳定，人均观影次数提升是票房的主要增长动力

2016 年中国全年电影票房 457.12 亿，同比增速 3.73%。2003 年至 2015 年是中国电影市场的快速增长期，年复合增速达到 35%，2015 年达到 48% 高峰。2016 年全年票房 457.12 亿，较去年 440.69 亿票房同比增加 3.73%，创下 10 年新低。爆炸式增长不再，良好观影习惯养成，观影愈发趋于理性，票房增速趋于稳定。2017 年上半年，中国内地



影市累计票房约 271.37 亿元，同期增长 10.34%。

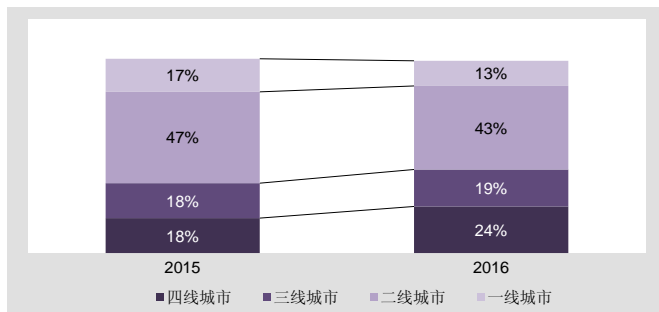
图表 6：历年中国电影票房及增速



资料来源：艺恩，联讯证券

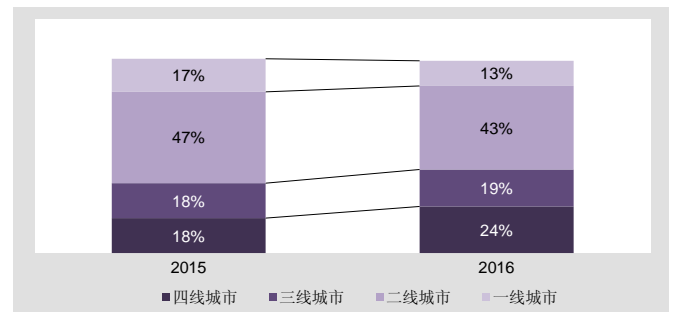
市场逐步向三四线城市下沉，90 后成观影人群主力。根据猫眼数据，90 后已经替代 80 后成为电影市场消费主力军，90 后观影人次比例由 56% 上升至 60%；“小镇青年”崛起也表明电影市场逐步向三四线城市下沉，三四线观影人群比例由 36% 上升至 43%。

图表 7：90 后观影人群占比超过 60%



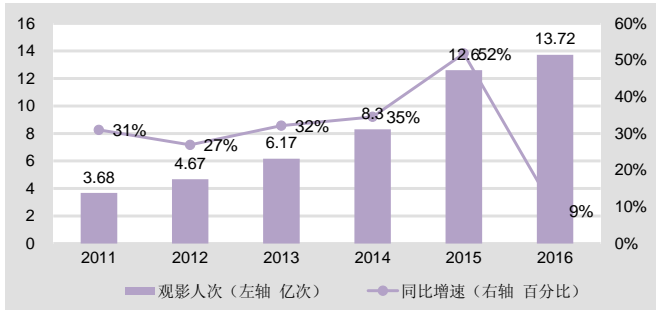
资料来源：速途研究院，联讯证券

图表 8：三四线城市观影人群占比上升

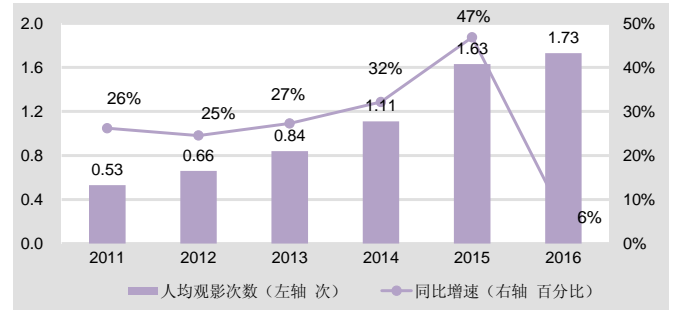


资料来源：速途研究院，联讯证券

2016 年观影人次同比增长 8.89% 高于总体票房增长，但增速回落。16 年观影人次达 13.73 亿人次 (+8.89%)，增速回落，人均观影次数 1.73 次。2016 年放映场次突破 7478 万场，同比增长 36.9%。17 年上半年观影 7.79 亿人次，同期增长 7.75%；放映场次达到 4461 万，同期增长 28.89%，场均观影人次为 18 人。2017 年中国观影人次将达到 17 亿，预计 2018 年将保持 25% 以上的增长率，有望突破 23 亿人次。

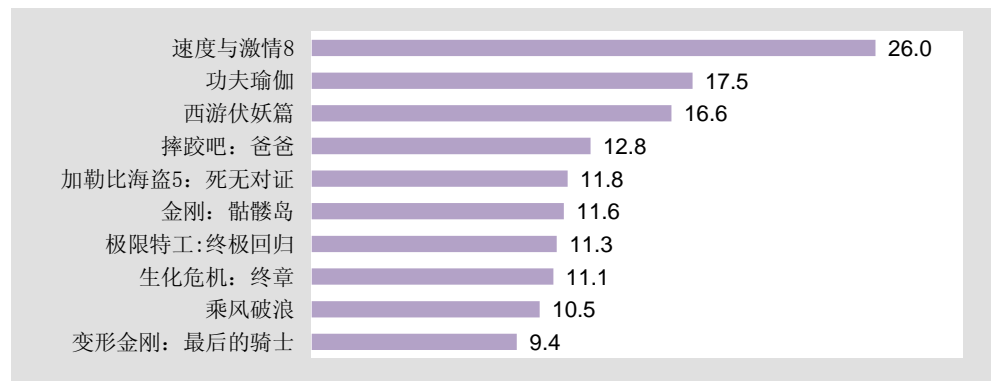

图表 9：中国历年观影人次与增长率


资料来源：中国产业信息网，联讯证券

图表 10：中国历年人均观影次数


资料来源：中国产业信息网，联讯证券

进口电影大年，强 IP 进口分账片驱动 17 年票房。 17 年上半年头部国产片票房不俗但优秀作品数量不足，票房超 10 亿的国产片有 3 部，榜首《功夫瑜伽》票房 16 亿，TOP10 国产片票房 76.40 亿表现良好，TOP20 国产片也取得了 92.43 亿票房，但头部内容的集中度的显著升高。考虑到暑期档有《悟空传》、《三生三世十里桃花》、《建军大业》、《战狼 2》等备受期待的国产片，以及下半年陆续有优秀国产片电影上映，预计全年国产片票房预计基本持平。

图表 11：17 年上半年电影票房收入排名


资料来源：艺恩，联讯证券

2016 年中国票房 65.71 亿美元仅次于北美排名第二，观影人次首次超过北美 13.34 亿次成为全球观影人次最多的国家地区。目前无论从人均票房还是人均观影次数角度看，与欧、美韩等发达地区还有一定差距。



图表 12: 2016 年各国人均观影次数对比

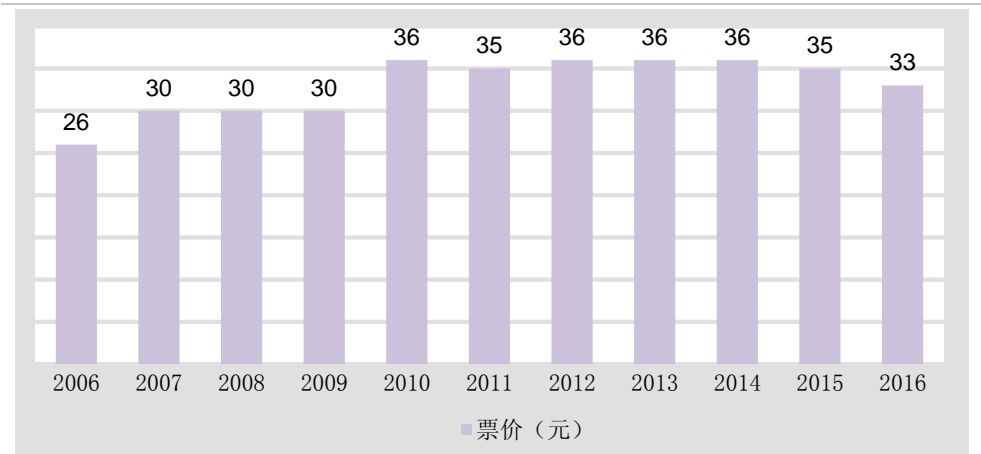
国家	票房(美元, 亿元)	观影人次(亿 人次)	城市人口(亿 人)	人均票房(人民币 元)	人均观影人次
北美	105.7	13.34	2.92	36.25	4.6
日本	16.4	1.66	1.19	13.85	1.4
韩国	13.7	2.17	0.42	32.87	5.2
英国	15.4	1.72	0.54	28.61	3.2
法国	-	2.13	0.53	-	4.0
德国	-	1.31	0.61	-	2.1
中国	65.7	13.72	7.63	8.62	1.8

资料来源

来源: 联讯证券

在电影票价刚性(未来持续在 30-35 元之间波动)下,我们认为城镇化、人均观影次数提升是电影市场增长的主要动力,我们预计中期(2020 年左右)城镇人口约为 8.4 亿人次,人均观影次数将达到 3 次,票房市场空间在 756 亿元。而长期(2025 年)来说有望突破千亿规模。

图表 13: 历年电影平均票价(元)



资料来源: 中国产业信息网, 联讯证券

图表 14: 中长期票房测算

	中期(2020年)	长期(2025年)
城镇化率(%)	60	65%
城市人口(亿人)	8.4	9.1
人均观影人次(次)	3.0	3.5
票价(元)	30	33
总票房(人民币 亿元)	756	1,051

资料来源: 中国产业信息网, 联讯证券

(二) 院线并购风潮助推产业发展, 中国银幕数激增赶超北美

院线并购加剧。17 年上半年 35 家院线票房过亿, 比去年同期多 2 家, 其中万达院线以



36.14 亿稳居冠军宝座, 同期上升 9.95%, 广东大地以 23 亿蝉联亚军, 同期上升 15.12%, 上海联合以 21.94 亿由去年同期的第四名上升至第三名, 同期上升 22.91%, 中影星美则从去年同期的第三名下降至第六名, 最终报收 19.17 亿。从年初的恒大谋逾 4 亿收购美嘉两影城, 再到此前大地收购橙天嘉禾以及万达院线 3 亿元增资博纳影业, 几大院线纷纷加入并购热潮, 更加助推了各大院线的飞跃式增长。

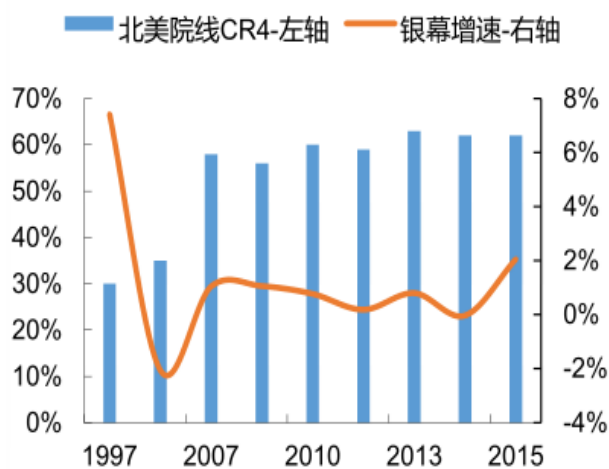
图表 15: 2017 上半年院线排行及同期对比

排名	院线名称	1H17票房(人民币 亿)	院线名称	2016年票房
1	万达院线	36.1	万达院线	32.9
2	广东大地	23.0	广东大地	20.0
3	上海联合	21.9	中影星美	18.6
4	中影数字	19.8	上海联合	17.9
5	深圳中影	19.6	深圳中影	17.1
6	中影星美	19.2	中影数字	15.4
7	广州金逸	14.8	广州金逸	15.2
8	横店影视	12.0	横店影视	11.4
9	幸福蓝海	8.8	浙江时代	8.1
10	华夏联合	8.7	华夏联合	7.8

资料来源: 艺恩, 联讯证券

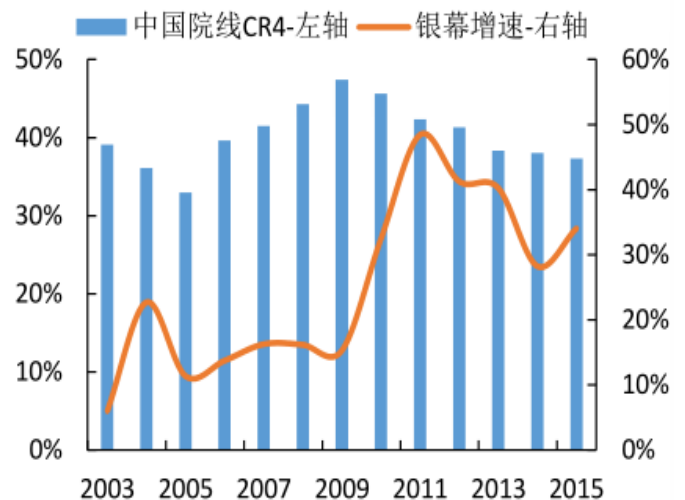
野蛮生长阶段已过, 各院线加大影院投资, 借助资本大力争夺份额, 产业迈入整合期。北美市场在 1999 年前经历十年银幕扩张期(96-99 年高度泡沫化), 伴随银幕增速骤降, 院线进入大规模整合, 其 CR4 在 10 年时间里从 35% 提升到 60% 以上。目前国内院线 CR4 为 37%, 还存在大量的整合空间, 如果以影投公司计算集中度, 则 CR4 仅为 27%, 整合的空间更大。当前我国整体银幕扩张增速下滑已成趋势但仍有正增长的空间。目前龙头公司为了占有更好的区位和地位优势正加快市占率的整合, 这将使市场迎来第一次的整合浪潮; 而当影院建设渐趋接近天花板, 影院的盈利能力出现问题时, 院线或将迎来第二轮的整合潮。

图表 16: 北美院线 CR4



资料来源: 中国产业信息网, 联讯证券

图表 17: 中国院线 CR4



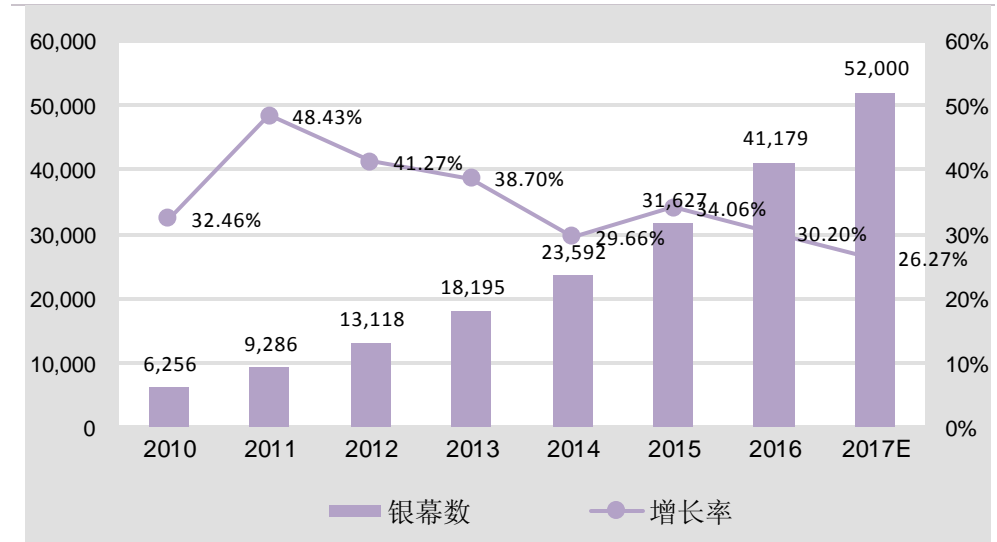
资料来源: 中国产业信息网, 联讯证券

全国银幕数保持持续增长的趋势, 但银幕单产下滑较大。刚刚过去的 2016 年, 中国电



影市场结束了连续 5 年 30% 的增长，全年票房止步 457 亿元，涨幅仅 3.37%。但是，内地银幕数量的野蛮增长却依然没有停止——2016 年我国新增 9552 块大银幕，涨幅超过 30%；2016 年末我国以 4.1 万块的银幕总数超过美国，成为世界上拥有最多电影银幕的国家。但从相对值而言，与美国还有一定差距，截止 2016 年底，我国人口为 138271 万人，每 100 万人拥有银幕数量为 29.78 块，相较美国 124 块/百万人而言，我国每 100 万人拥有量还有 94 块的差距。因此预计未来五年，我国银幕数量将继续维持高速增长，2017 年银幕总数或达 52000 块。

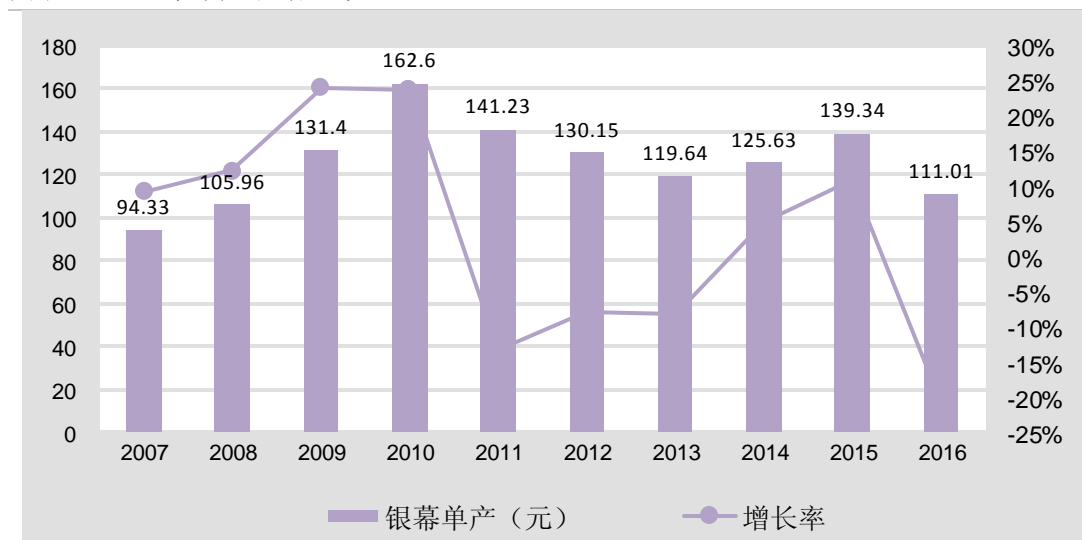
图表 18：中国历年银幕数及增长率



资料来源：中国产业信息网，联讯证券

随着 2016 年票房市场增速放缓，导致单屏产出也出现较大下滑。随着影院市场正在加速并购整合，银幕数量不断增长，预计未来单屏产出仍将呈下滑趋势，市场需要消化低效产能。

图表 19：银幕单产和增长率



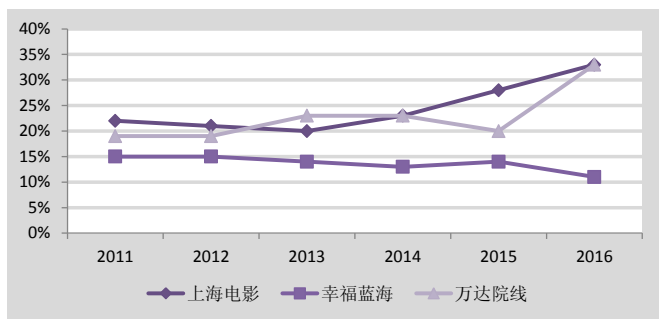
资料来源：中国产业信息网，联讯证券



各院线非票房收入的比重和经营效率逐步提高。随着来自票房的增量进入增长放缓区间，院线在非票收入上的商业化能力将越来越重要。目前各大院线通行的几类方式包括：1、搭建卖品直营渠道，包括中影、万达、幸福蓝海等均有自己的电商网站和衍生品销售直营渠道。中影旗下有两家“影家”衍生品测试店已经开业。2、增加卖品购买场景和消费场景；根据调研，大部分观众检票前会在大厅停留约 15~20 分钟，目前线上购票率高达 76%，这在客观上减少了人流在电影院里面的停留时间，电影院正积极推出措施延长客流时间，提高客单转化率，具体包括提供 VR 设备消费、打造开放式影厅、预留影片体验开放区、专门设立衍生品区等。3、加大广告的投放力度，主要包括常规的映前广告、海报、喷绘、展架/易拉宝、展示体验等。

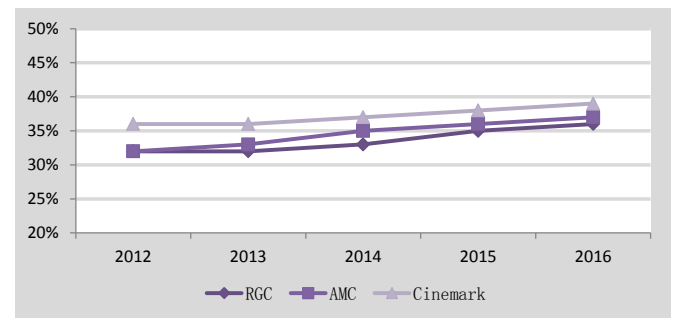
从国内的厂商来看，院线大力拓展非票收入已收到了一定的效果。万达与时光网在魔兽衍生品上合作授权销售，最终销售收入已经过亿，2016 年万达的餐饮、商品同增 44% 至 13.3 亿元，非票收入已经占据公司收入的 1/3 以上。对标国外的情况来看，北美的三条院线 Regal、AMC、Cinemark 的非票收入均在 30%-40% 的区间内，国内厂商近年来有所上升，但多集中在 10-30% 的区间内，未来还有较大的提升空间。

图表 20：国内院线非票收入占比



资料来源：中国产业信息网，联讯证券

图表 21：国外院线非票收入占比

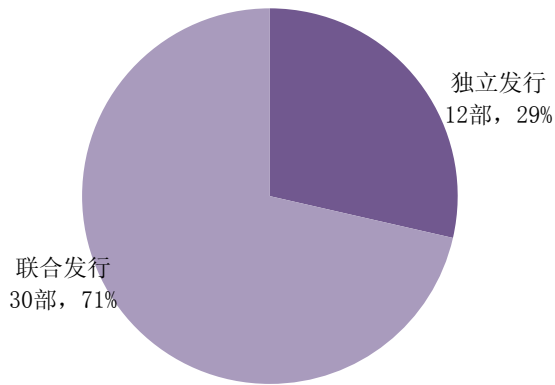


资料来源：中国产业信息网，联讯证券

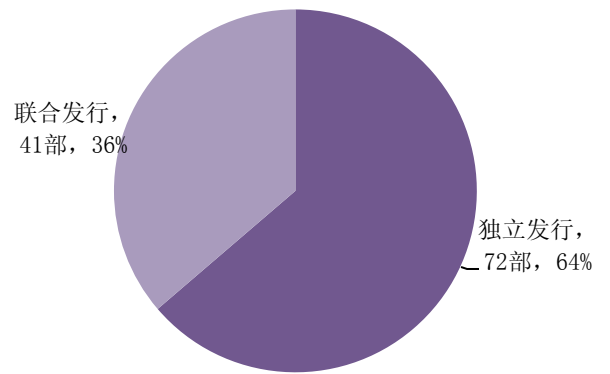
（三）独立发行影片处境艰难，制发一体仍是主要市场特征

2016 年国产影片发行市场上“制发一体”仍是主要特征，为了获得一些优质影片的宣发权，越来越多的发行公司正逐步通过联合投资的形式向电影上游业务靠拢。主发国产片票房份额 TOP15 的民营发行公司中，联瑞、五洲发行、博纳位居前三甲、安石英纳、安乐影业凭借高票房影片入围前五、乐视影业、光线传媒等老牌发行公司发行份额较为稳定，在线票务平台在票补大战之后，也逐步发力电影制片和发行，通过联合出品和联合发行的形式向电影产业上游渗透。

联合发行的影片票房总体高于独立发行。2016 年上半年共上映国产电影一百多部，票房超 1000 万的影片中，由一家公司独立发行的影片数量占比为 28.6%，超七成影片由两家及以上公司联合发行。票房在 1000 万以下的影片中，独立发行的影片数量为占比 63.7%，仅有 36.3% 的影片由两家及以上公司联合发行。联合发行的优势在于其发行方往往也是电影的投资出品方，制发一体配套发行更易发挥团队的主观能动性，多家公司联合发行，资源优势互补也更有利于推高影片票房。


图表 22: 联合发行和独立发行分布 (票房>1000 万)


资料来源: 数据前瞻网, 联讯证券

图表 23: 联合发行和独立发行分布 (票房<1000 万)


资料来源: 数据前瞻网, 联讯证券

星美参与发行影片票房最高, 联瑞、五洲、博纳位居主发份额前三甲。发行总体份额: 星美参与发行影片票房最高, 联瑞、四海位居第二和第三。从 2016 年上半年典型民营企业发行的影片数量来看, 星美发行、五洲发行、光线传媒、影联传媒主发及参与发行影片数最多, 均为 5 部。其中星美发行总票房最高, 达 46 亿, 5 部影片有 4 部票房过亿; 五洲发行总票房达 16.3 亿, 有 4 部影片票房过亿; 光线传媒发行总票房 5.6 亿, 有两部影片过亿。联瑞共发行 3 部影片, 票房均过亿, 总票房 45 亿, 发行国产片总票房位居第二; 四海发行, 共发行 3 部国产影片, 总票房 35.2 亿, 发行国产片总票房位居第三; 博纳影业发行 3 部影片, 累计票房 12.1 亿, 其中 2 部票房过亿。

图表 24: 2016 上半年发行国产片总票房过亿民营发行公司

发行公司	发行影片总量	发行影片总票房 (亿元)	发行票房过亿影片数量
星美发行	5 部 (主发 1 部)	46	4 部
五洲发行	5 部 (主发 5 部)	16.3	4 部
光线传媒	5 部 (主发 4 部)	5.6	2 部
爱奇艺影业	4 部 (主发 4 部)	2.5	1 部
影联传媒	5 部 (主发 5 部)	1.9	无
联瑞影业	3 部 (主发 1 部)	45	3 部
四海发行	3 部 (无主发)	35.2	1 部
博纳影业	3 部 (主发 3 部)	12.1	2 部
华谊兄弟	3 部 (主发 3 部)	7.5	2 部
乐视影业	3 部 (主发 3 部)	5.5	3 部
恒业影业	3 部 (主发 3 部)	1.5	无
安石英纳	2 部 (主发 2 部)	12.2	1 部
安乐影业	2 部 (主发 2 部)	11.1	2 部

资料来源: 艺恩, 联讯证券



三、公司：发行、院线、影院经营、在线票务“四轮驱动”，助力公司业绩稳定增长

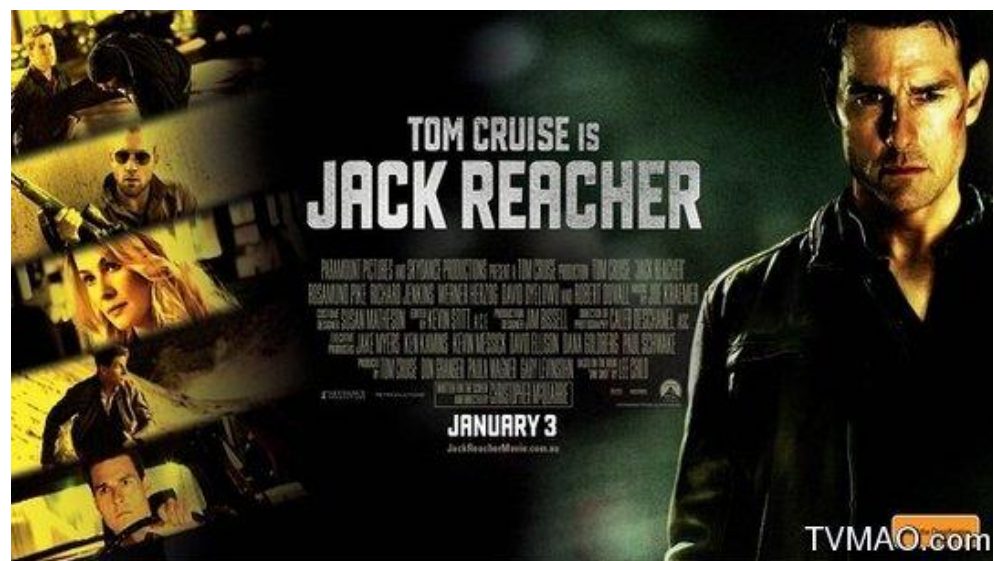
（一）“发行+院线+高端影院”全产业链布局，可望较大程度分享行业红利

基于长期良好的专业化运营基础，公司不仅形成完整的电影发行放映产业链，更是在电影发行放映的各个业务环节均具备较强的市场竞争力，形成“专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营”的产业布局。

1、发行：背靠上影集团，深挖优质发行片源

在电影发行业务方面，公司为全国最早从事市场化电影发行业务、累计发行影片最多的专业化电影发行公司之一。2016 年公司共发行 20 部影片，参与区域发行的影片票房 40 亿元，同比增长 30%。公司发行的影片《盗墓笔记》票房突破 10 亿元，并于 2016 年暑期主发的国产影片《神秘世界历险记 3》及协发影片《新大头儿子与小头爸爸》分别占领了暑期国产动画电影的冠亚军。2016 年发行分公司还相继承担了好莱坞分账大片《愤怒的小鸟》、《星际迷航 3》、《侠探杰克》等多部进口分账大片的全国协助推广工作，并与美国派拉蒙影业达成了长期的战略合作。此外，在《喜乐长安》、《盗墓笔记》等影片的新媒体视频版权、海外版权的授权销售金额也取得满意业绩。

图表 25：侠探杰克海报



资料来源：网络图片，联讯证券

公司的控股股东为上影集团，是历史最悠久的国有大型影视集团之一，旗下上海电影制片厂（主营制片）、上海美术电影制片厂（主营动画电影，拥有诸多 IP）。上影集团近几年，上影商业片占比逐渐提高，主投主控作品不断增加。而影片的独家发行权全权交给上海电影，上海电影拥有得天独厚的发行片源优势。此外，2017 年 1 月上海电影与派拉蒙影业达成三年期协议，期间将投资派拉蒙制作的所有电影，上海电影将协助推广派拉蒙在中国上映的电影，达成融资协议后，派拉蒙每年将制作 15-17 部新电影，而其中包括《钢铁侠》在内的多部超级 IP 系列电影。随着公司不断深挖优质发行片源，再叠加控股公司的制片能力提升，我们预计未来公司的发行业务持续增长。



图表 26: 上影集团近期参与制片优质作品

电影名称	上映时间	电影票房 (万元)	电影类型	发行方
一代宗师 3d	2015 年 1 月 8 日	6289.8 万元	动作	博纳影业、华夏电影
天降雄狮	2015 年 2 月 19 日	6777.6 万元	动作/古装/战争	上海电影、耀莱影视、华谊兄弟、三快科技
山河故人	2015 年 10 月 30 日	3222.0 万元	剧情/怀旧	四海电影发行联盟、猫眼文化
剩者为王	2015 年 11 月 6 日	6149.3	爱情/喜剧/都市/职场	世纪长龙、乐视影业、五洲发行、南派泛娱、微影时代、上海电影
铁道飞虎	2016 年 12 月 23 日	69911.2	战争/枪战	耀莱影视

资料来源: 艺恩, 联讯证券

2、院线: 上市后加速院线布局, 拓宽终端放映渠道

公司下属的联和院线是国内成立最早、也是最大的电影院线之一, 其加盟影院数量和票房规模在数十年的市场竞争中始终处于领先地位。在以上海作为业务发展基地的基础上, 公司稳步推进全国业务布局。在院线经营方面, 依靠“连线、兼并”的策略, 联和院线采取积极的市场营销手段吸引加盟影院, 逐步发展为全国性院线, 尤其是在全国主要城市票房市场中占据了较为显著的市场份额。2016 年联和院线完成票房 36.1 亿, 占全国票房 7.93%, 同比增长 14.8%, 放映场次 354.3 万, 同比增长 47.2%, 观众人次 9943.7 万, 同比增长 16.9%。同时, 联和院线加大拓展力度、加强服务功能、深化制度管理, 院线年终位列全国院线票房第三位。

图表 27: 旗下院线各类项目数据

项目	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
影院数 (家)	381	295	223	208
银幕数 (块)	2,346	1,659	1,220	1,101
票房收入 (万元)	361,000	314,594	227,420	188,261
观影人次 (万人)	9,944	8,510	6,154	5,111
放映场次 (千场)	3,543	2,407	1,853	1,616

资料来源: 艺恩, 联讯证券

在一线城市影院趋于饱和的背景下, 联合院线在二三线城市深耕, 不断扩大规模, 并且借助资本市场上市募资 7.7 元, 计划自建 32 家影院, 加速院线布局。2016 年联和院线新开业加盟影院 90 家, 截至 2016 年底, 院线加盟影院共 381 家, 影院分布在 27 个省份, 123 个城市。2017 年仅第一季度, 新增 44 家影院。此外, 为了吸引更多影院加盟, 巩固加盟关系, 提高院线的市场份额, 联和院线采用了代垫设备采购款、提供设备租赁和融资租赁等各种方式。联和院线利用其与设备供应商多年合作优势, 于 2010 年替加盟影院统一采购影院数字放映设备, 并代垫相关款项。2011 年开始, 联和院线与加盟影院达成协议, 由部分加盟影院直接向供应商采购数字设备, 联和院线替影院向设备供应商全额支付设备采购款, 影院再于 2-5 年内分期偿还给联和院线。2015 年开始, 联和院线与加盟影院达成协议, 联和院线向影院融资租出 IMAX 等放映设备, 由加盟影院按照租赁协议在 10 年内分期偿还。通过这些优惠措施, 联和院线能够在开拓加盟影院数量的同时, 也可以成功和旗下加盟影院保持长期绑定关系, 增加影院粘性。随着公司旗下院线影院数量不断增长, 终端放映渠道逐步拓宽, 我们预计公司院线票房分账收入将持续增长。



图表 28：2017 上半年发行国产片总票房过亿民营发行公司

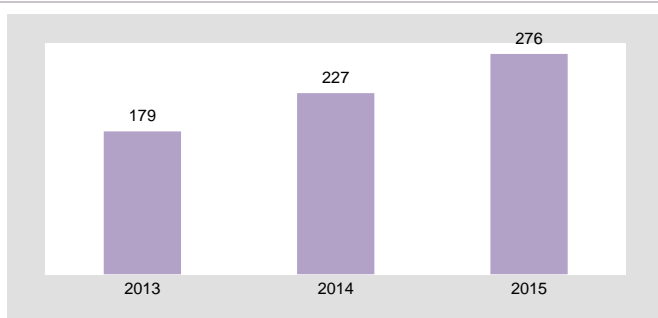
院线	新增影院（家）
中影数字影院	62
北京红鲤鱼数字影院	54
中影南方新干线	51
上海联合院线	44
大地院线	39
四川太平洋院线	22
横店院线	20
江苏幸福蓝海院线	20
其他院线	265

资料来源：数据前瞻网，联讯证券

3、影院：不断提升影院质量，增强自有影院竞争及盈利能力

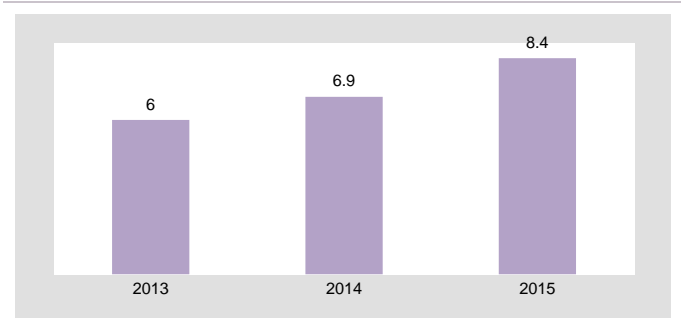
公司投资经营了上海影城、上海永华影城等一批技术先进、经营良好、票房领先的影院。已经在包括上海在内的全国重要电影票房市场中形成了初步业务布局。公司下属影院票房收入长期占据上海近 30% 或以上的市场份额，形成突出的区位优势。在公司业务稳步增长的同时，公司高度重视品牌建设，形成了良好的品牌形象，以上海影城为代表的部分知名影院已经成为重要的电影文化艺术场所。2016 年公司直控经营的 40 家影院共计票房 62,022.8 万，同比增长 4.42%；卖品营业额 6,251.92 万，同比增长 6.74%。随着公司未来资金实力加强，自有影院建设力度加大，公司影院投资经营的规模将进一步提升。

图表 29：自有影院银幕数（块）



资料来源：公司公告，联讯证券

图表 30：自有影院票房收入（亿元）

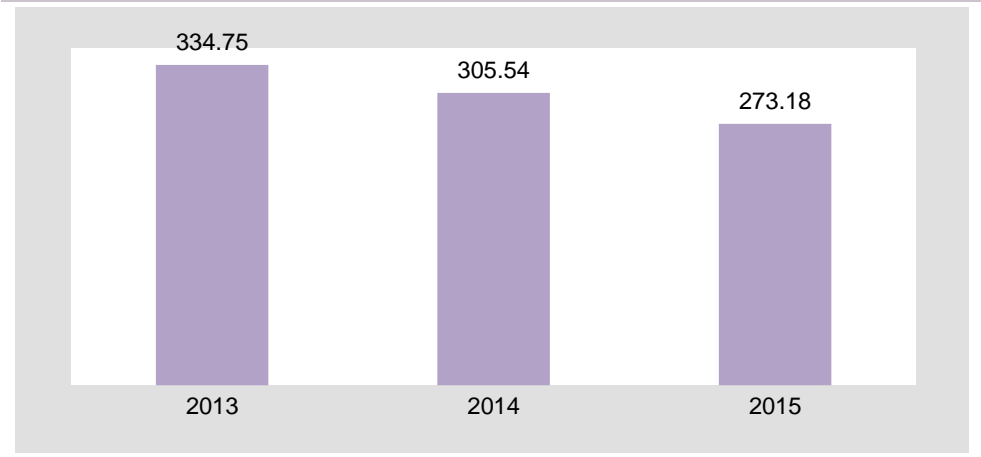


资料来源：公司公告，联讯证券

凭借长期的专业化运营优势、独特的影院区位优势、良好的影院品牌形象以及成熟、系统的影院管理措施，公司拥有一批经营良好、市场认可度高的自有影院。公司投资的影院主要位于经济发达的地区，并且影院定位较为高端，具有较为突出的市场竞争能力以及良好的盈利能力，单银幕票房产出显著高于行业平均水平。2015 年度，公司自有影院的单银幕产出达到 273.18 万元，为全国城市院线平均单银幕产出 139.34 万元的 1.96 倍。



图表 31：自有影院银幕单产（万元）



资料来源：公司公告，联讯证券

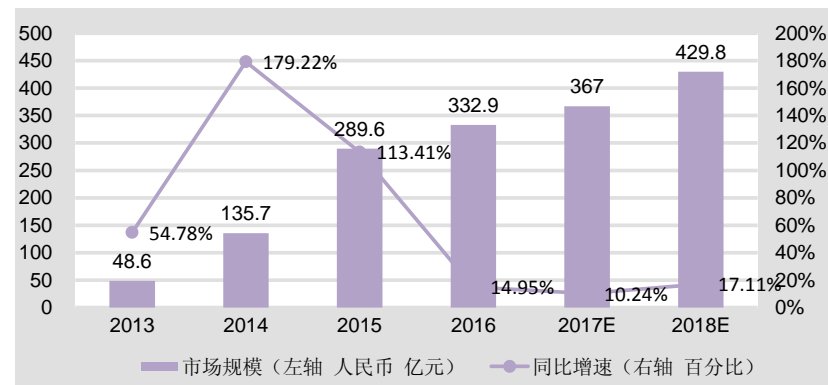
目前，公司投资的影院已经基本上实现数字化放映；此外，公司上海永华影城、昆明影城、辽宁新玛特影城、上海喜马拉雅影城、上海江桥影城及湛江影城等六座影城已经建成 4D 影厅；上海影城及湛江影城已经建成杜比全景声厅。随着电影技术的发展，公司将继续提升影院质量，加快建设拥有良好观影环境和先进放映技术的第三代影院，并结合公司自有运营经验及技术能力，通过对自有影院进行持续改造，为观众营造良好的观影范围及独特的观影感受，进一步巩固和提升公司在影院经营，尤其是高端影院经营方面的市场竞争能力。

（二）在线票务市场持续增长，公司深挖“电商+影院”O2O 入口价值

除对已有的影院体系不断扩张外，公司也计划进一步在轻资产、高毛利的在线票务领域重点布局，充分挖掘用户数据价值，打造“上影生态环”。

在线电影票务市场规模在 2016 年后增速放缓。数据显示 2013 年国内在线电影票务市场交易规模为 48.6 亿元，2014 年提升至 135.7 亿元，增长率为 179%，增速明显。2016 年在线电影票务市场规模增至 332.9 亿元，但增速回落。我们预计 2017 年在线电影票务市场规模将达到 367 亿元，2018 年将突破 400 亿元人民币。互联网在线购票平台票补下降明显，15 年票补规模约为 40-50 亿，16 年大幅下降至 10-15 亿，行业发展趋于健康。

图表 32：在线电影票务市场规模及增速



资料来源：中国产业信息网，联讯证券



上海电影旗下的电子商务网站“天下票仓”于 2014 年正式上线，已经形成了集在线票务、网上营销和电子商务服务于一体的、覆盖全国的综合性电影市场网络平台，是公司在“互联网+”时代重要的产业延伸。天下票仓的目标是充分发挥上影垂直一体化的产业链优势，深度整合发行营销资源，构建出完整的“影院+会员+平台”业务模型和生态链。2016 年天下票仓已接入上线影院为 1,207 家，会员总数为 406.3 万人，实现营收和利润方面同比较大幅度的增长。

图表 33：天下票仓 logo



资料来源：网络图片，联讯证券

依托上影股份旗下院线及发行资源，大力整合电影发行放映产业链资源。具有规模效应的在线票务平台拥有最接近真实电影市场的大数据，对上座率、排片有着很强的前瞻指引性。这种基于大数据的线上发行对影院、制片方有着更大价值，是对传统发行规则的替代与升级。在线票务作为旧发行规则的挑战者、新发行规则的创造者，是打通电影制、发、放产业一体化道路上无法绕过的一块重要拼图，其价值稀缺性日益得到凸显。因此，公司将进一步与互联网巨头在支付和流量导入上深入合作，同时对原有的第三方票务代理网站的合作，从原有的单个影院合作改变成整条院线及其他院线的影院联合合作，由天下票仓统一提供接口，实现数据和服务的共享。依托上影股份旗下院线及发行资源的“天下票仓”，后续将大力整合电影发行放映产业链资源，为电影的发行放映、宣传营销和电影衍生品销售提供网络增值服务，定位于长三角第一、国内一流的融合在线订票、本地化社交及文化娱乐资讯服务、移动互联网等多种新模式的 O2O 电影类电子商务平台，入口价值将不断释放。

四、盈利预测及估值

我们首次覆盖上海电影，给予「买入」的投资评级。我们预估公司 2017 年、2018 年和 2019 年归属母公司所有者净利润分别为 2.98 亿、3.78 亿和 4.53 亿，同比增速分别为 26%、27%和 20%，分别对应 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益 0.80 元，1.01 元和 1.21 元，目前股价分别对应 2017 年 PE30.6x 和 2018 年 PE24.1x，我们以 2017 年

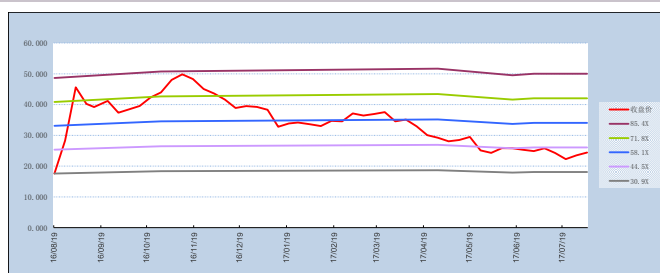


PE35.0x 为基准，目标价设定为 28.00 元，首次覆盖给予「买入」的投资建议。

五、风险提示

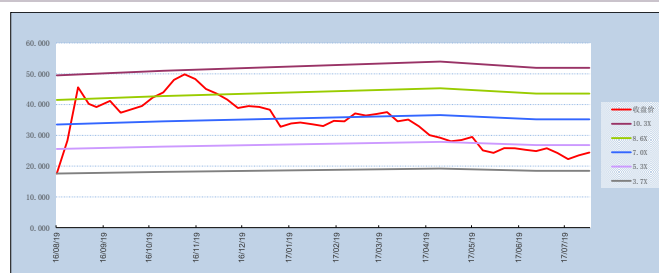
电影票房不及预期的风险。

图表 34：上海电影历史 PE 区间



资料来源：Wind，联讯证券

图表 35：上海电影历史 PB 区间



资料来源：Wind，联讯证券



附录：公司财务预测表

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,036	1,590	2,014	2,652	经营性现金净流量	192	535	378	585
应收和预付款项	321	264	417	372	投资性现金净流量	-477	31	31	31
存货	6	0	7	1	筹资性现金净流量	790	-11	14	21
其他流动资产	428	428	428	428	现金流量净额	505	554	424	638
长期股权投资	110	110	110	110					
投资性房地产	0	0	0	0					
固定资产和在建工程	252	198	140	81	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
无形资产和开发支出	67	61	55	49	收益率				
其他非流动资产	458	355	252	252	毛利率	31%	35%	37%	38%
资产总计	2,679	3,007	3,424	3,945	三费/销售收入	10%	8%	7%	7%
短期借款	19	0	0	0	EBIT/销售收入	26%	26%	28%	29%
应付和预收款项	558	623	682	775	EBITDA/销售收入	34%	39%	39%	33%
长期借款	50	50	50	50	销售净利率	23%	24%	26%	27%
其他负债	75	75	75	75	资产获利率				
负债合计	702	748	807	900	ROE	12%	14%	15%	15%
股本	374	374	374	374	ROA	10%	11%	12%	12%
资本公积	820	820	820	820	ROIC	58%	29%	55%	75%
留存收益	736	1,016	1,370	1,795	增长率				
归属母公司股东权益	1,930	2,209	2,564	2,989	销售收入增长率	16%	18%	17%	16%
少数股东权益	47	49	52	56	EBIT 增长率	17%	19%	25%	19%
股东权益合计	1,977	2,259	2,616	3,045	EBITDA 增长率	19%	38%	17%	-5%
负债和股东权益合计	2,679	3,007	3,424	3,945	净利润增长率	19%	26%	27%	20%
					总资产增长率	70%	12%	14%	15%
					股东权益增长率	147%	15%	16%	17%
					经营营运资本增长率	172%	-70%	191%	-90%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	资本结构				
营业收入	1,046	1,238	1,443	1,672	资产负债率	26%	25%	24%	23%
减: 营业成本	719	808	905	1,029	流动比率	296%	351%	404%	430%
营业税金及附加	10	12	14	16	速动比率	224%	285%	342%	377%
营业费用	19	22	26	30	资产管理效率				
管理费用	86	99	115	134	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
财务费用	-4	-25	-37	-49	固定资产周转率	4.4	6.3	10.3	20.6
资产减值损失	6	5	8	10	应收账款周转率	3.5	5.1	3.7	4.8
加: 投资收益	23	0	0	0	存货周转率	111.9	1,911.6	124.8	695.2
公允价值变动损益	0	0	0	0					
其他经营损益	0	0	0	0					
营业利润	231	317	412	501					
加: 其他非经营损益	50	37	37	37					
利润总额	281	354	448	538					
减: 所得税	43	53	67	81					
净利润	238	301	381	457					
减: 少数股东损益	2	2	3	4					
归属母公司股东净利润	236	298	378	453					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，负责传媒互联网领域的研究，之前曾任职于凯基证券和川财证券研究所。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

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

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com