

影视板块 2018 年半年报总结：严监管叠加竞争，分化正在加剧



核心观点

- **视频平台：付费探索超预期，产业影响力持续增强。**根据各公司中报，爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV 及 B 站付费用户分别达到 6620 万、7400 万、601 万及 300 万，相比 2017 年底，付费会员分别增长 30.3%、72.1%、33.3% 和 181.4%。各平台付费率持续提升，付费用户增长情况超预期。随着付费会员持续增长、自制内容矩阵不断成熟，视频平台收入增长亮眼，内容成本率控制得当。以爱奇艺为例，2018 年上半年内容成本合计约 86 亿元，占营收比重下降 2pct 至 77.5%。平台自制内容对活跃用户、付费会员的拉动作用凸显，爆款内容频现。2018 年上半年综艺播放量 TOP10 榜单中，有 50% 为平台自制综艺。
- **剧集板块：严监管加快分化，内容公司亟需开辟新模式。**我们认为，监管趋严短期将会导致部分中小公司项目暂停，加快行业洗牌。从长期趋势看，观众对影视剧的需求仍然旺盛，而规范化管理有利于供给端集约资源、提高产出效率。从板块内各公司的中报来看，下游视频平台战略调整、行业监管趋严的影响在内容公司业绩中已初露端倪。一方面，单集价格增速放缓，华策影视、慈文传媒 2018 年上半年影视剧单集平均销售价格约为 733 万元和 446 万元，与 2016、2017 年相比增速放缓明显；另一方面，头部公司积极与平台探索多元合作模式，联合投资、平台定制项目数量提升。预计这两大变化对公司收入规模、盈利能力、现金流状况等的影响还会持续。
- **电影市场：行业竞争影响板块业绩，积极扩张策略逐步显成效。**2018 上半年优质影片密集，国产片是拉动票房增长的主要动力。但渠道竞争仍然激烈，预计全年行业新增银幕数将超过 9000 块；且上半年万达（新增 34 家）、横店（新增 30 家）、金逸（新增 10 家）、上影（新增 3 家）等均保持积极扩张，除万达外影投公司市占率仍然下滑。由于市场竞争激烈、各个公司持续投入，上半年板块内各公司业绩表现相对平淡。

投资建议与投资标的

- 从 2018 年上半年影视各细分板块公司业绩来看，我们认为：（1）流媒体视频行业仍是传媒子行业中景气向上的细分子行业，观众从电视端向网络端转移的趋势继续。此外，视频平台自制内容影响力显著提升，对产业影响力持续增强；随着影视行业监管政策趋严，内容公司与平台的合作模式更趋多样，中长期利好视频平台影响力提升。我们持续看好视频平台长期价值，建议关注芒果超媒(300413, 未评级)及爱奇艺 (IQ.O, 未评级)。
- （2）在市场竞争依然激烈、各个公司持续投入的期间，院线公司业绩短期面临压力；非票收入能够平衡收入增长和盈利能力，但非票业务对公司运营能力要求更高。综合来看，万达电影(002739, 买入)、横店影视(603103, 增持)综合能力更加突出，建议关注。

风险提示

- 影片票房表现不达预期，政策监管风险，经济增长放缓风险

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	传媒
报告发布日期	2018 年 09 月 04 日



资料来源：WIND

证券分析师 邓文慧
021-63325888-7041
dengwenhui@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517100002

联系人 马继愈
021-63325888-6107
majiyu@orientsec.com.cn

相关报告	
银幕扩张惯性下渠道竞争依然激烈，看好流媒体视频平台长期价值	2018-09-03
亚马逊会员体系研究	2018-08-27
片方&平台纷纷表态抵制高片酬，靴子落地了么？	2018-08-12

目 录

1 网络视频/IP 内容：视频平台影响力持续增强，严监管加速内容公司分化... 4	
1.1 网络视频平台付费探索超预期，产业影响力持续增强.....4	
1.2 严监管加快分化，内容公司亟需开辟新模式.....5	
2 电影市场：行业竞争影响板块业绩，积极扩张策略逐步显成效..... 8	
2.1 优质影片密集，国产片成为拉动票房增长主要动力.....8	
2.2 渠道竞争仍然激烈，各上市院线公司保持积极扩张.....10	
2.3 上市公司业绩表现：业绩平淡，增速普遍不及行业整体增速.....11	
2.3.1 放映业务：万达积极扩张政策显成效，市占率企稳小幅提升.....12	
2.3.2 非票业务：与影城人次增长具有相关性，需要公司具有深度运营能力.....13	
2.3.3 盈利能力：毛利率下滑有所收窄，万达、横店盈利能力更趋健康.....14	
投资建议..... 15	
风险提示..... 16	

图表目录

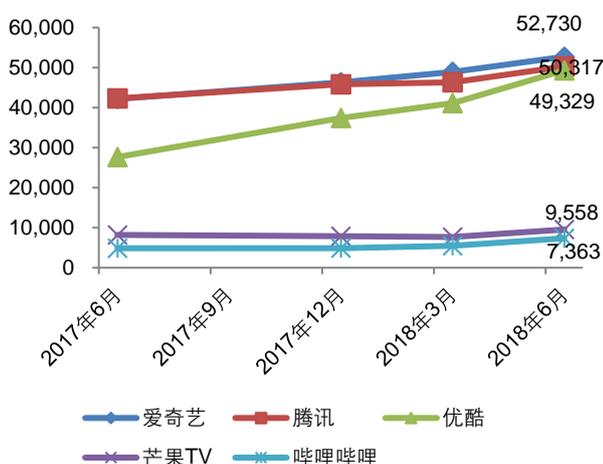
图 1：主要视频平台 MAU（万）	4
图 2：主要视频平台付费用户数（万）	4
表 1：爱奇艺主要财务数据	4
图 3：2018 年综艺节目播放量（标红为平台自制综艺）	5
图 4：视频网站网剧播放量/电视剧播放量	5
图 5：影视内容板块营业收入（亿元）	6
图 6：影视内容板块净利润（亿元）	6
图 7：华策影视&慈文传媒单集价格（万元）	7
图 8：主要影视公司毛利率	7
图 9：欢瑞世纪影视业务主营业务成本构成（百万元）	7
图 10：经营活动产生的现金流量净额/营业收入	8
表 2：电影市场关键指标对比	8
图 11：2010-2018H1 年国产电影与进口电影票房占比	9
图 12：2011-2018H1 年国产片与进口片票房增速对比	9
图 13：一至五线城市票房及增速	10
图 14：一至五线城市票房份额对比	10
表 3：电影市场关键指标对比	10
表 4：主要院线公司自营影城扩张情况	11
表 5：TOP10 影投公司票房（亿元）及市场份额	11
表 6：院线公司营收收入及净利润对比（单位：亿元）	12
表 7：主要院线公司资产联结影城票房收入及市占率	12
图 15：院线公司营收结构对比	14
图 16：院线公司综合毛利率	15
图 17：院线公司放映业务毛利率	15

1 网络视频/IP 内容：视频平台影响力持续增强，严监管加速内容公司分化

1.1 网络视频平台付费探索超预期，产业影响力持续增强

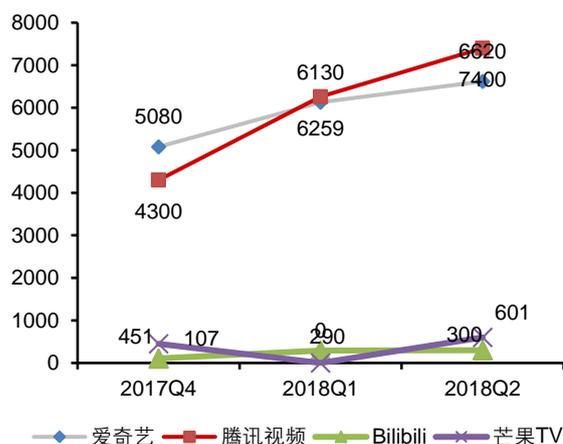
网络视频平台用户数稳健增长，付费率持续突破。根据 Questmobile 数据，截至 2018 年 6 月，爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果 TV 及 B 站的 MAU 分别为 5.3 亿、5.0 亿、4.9 亿、9558 万及 7363 万，环比增速分别为 7.7%、8.6%、19.9%、24.4% 和 34.7%，各视频平台用户数持续保持增长。此外，根据各公司中报，爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV 及 B 站付费用户分别达到 6620 万、7400 万、601 万及 300 万，相比 2017 年底，付费会员分别增长 30.3%、72.1%、33.3% 和 181.4%。各平台付费率持续提升，付费用户增长情况超预期。

图 1：主要视频平台 MAU (万)



资料来源：Questmobile，东方证券研究所

图 2：主要视频平台付费用户数 (万)



资料来源：公司公告，东方证券研究所

随着付费会员持续增长、自制内容矩阵不断成熟，视频平台收入增长亮眼，内容成本率控制得当。以爱奇艺为例，上半年营业收入约 111 亿元，同比增长 54%，其中，会员服务收入约 46 亿元，同比增长 67%；在线广告收入约 47 亿元，同比增长 48%。2018 年上半年内容成本合计约 86 亿元，占营收比重下降 2pct 至 77.5%。

表 1：爱奇艺主要财务数据 (单位：亿元)

	2018Q1	YOY	2018Q2	YOY
会员服务	21.0	67%	25.0	66%
在线广告	21.0	52%	26.0	45%
内容分销	2.7	44%	5.4	18%
其他	4.1	51%	5.4	62%

合计	49.0	57%	62.0	51%
内容成本	39	54%	47	47%
销售管理费用	7.0	42%	9.5	51%
研发费用	3.9	44%	4.4	50%
合计	48	44%	61	47%
经营利润	-11	2%	-13	31%
经营利润率	-22%		-21%	

资料来源：公司公告，东方证券研究所

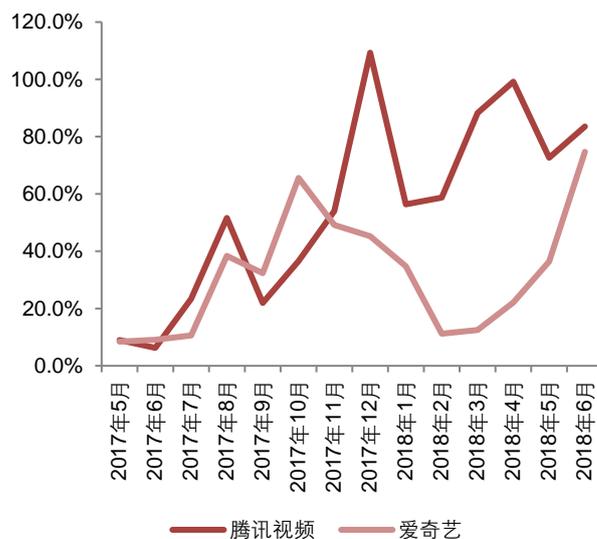
平台自制内容对活跃用户、付费会员的拉动作用凸显，爆款内容频现。视频网站已非常清楚看到，只有自制的、独家的内容，才有助于平台差异化定位，拉动用户付费率，提升留存；同时控制成本，最终实现规模化盈利。2018年上半年综艺播放量TOP10榜单中，有50%为平台自制综艺，《偶像练习生》、《创造101》、《明星大侦探》等节目引起全网讨论；在剧集上，爱奇艺、腾讯视频网剧播放量占电视剧播放量比重在2018年6月份已经接近80%；奇艺独家播出的《延禧攻略》8月份网播量达到136.6亿，有望成为本年度最火的网剧。

图 3：2018 年综艺节目播放量（标红为平台自制综艺）

排名	综艺	当季播放量（亿）	播出平台
2018Q1			
1	偶像练习生	24.3	爱奇艺
2	歌手 第二季	19.9	多平台
3	王牌对王牌 第三季	15.9	腾讯视频
4	吐槽大会 第二季	14.4	腾讯视频
5	明星大侦探 第三季	13.9	芒果TV
6	声临其境 第一季	13.3	多平台
7	喜剧总动员 第二季	12.7	多平台
8	欢乐喜剧人 第四季	12.5	优酷
9	王者出击	10.9	腾讯视频
10	萌仔萌萌宅	9.4	芒果TV
2018Q2			
1	足球解说大会	96.1	PPTV
2	奔跑吧 第二季	57.6	多平台
3	创造101	49.1	腾讯视频
4	歌手 第二季	22.4	多平台
5	极限挑战 第四季	21.8	多平台
6	向往的生活 第二季	21.2	多平台
7	我是大侦探	20.4	多平台
8	这！就是铁甲	18.1	优酷
9	妈妈是超人 第三季	15.7	爱奇艺
10	热血街舞团	12.8	爱奇艺

资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

图 4：视频网站网剧播放量/电视剧播放量



资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

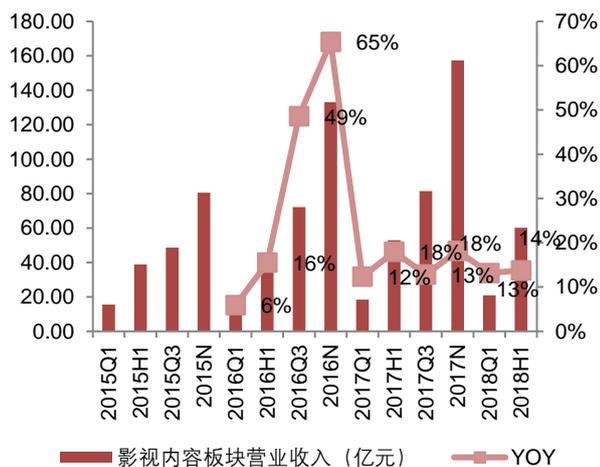
1.2 严监管加快分化，内容公司亟需开辟新模式

8月11日，爱奇艺、优酷、腾讯视频、正午阳光、华策影视、柠萌影业、慈文传媒、耀客传媒、新丽传媒联手发布《关于抑制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》，以响应6月份中宣部、文化和旅游部、税务总局等联合提出的加强对影视行业天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问

题进行治理的要求。我们认为，监管趋严短期预计将会导致部分中小公司项目暂停，加快行业洗牌。从长期趋势看，观众对影视剧的需求仍然旺盛，而规范化管理有利于供给端集约资源、提高产出效率。从板块内各公司的中报来看，下游视频平台战略调整、行业监管趋严的影响在内容公司业绩中已初露端倪。

板块业绩未有明显边际改善，部分公司业务停滞。本段选取华策影视、慈文传媒、鹿港文化、欢瑞世纪、唐德影视、新文化、骅威文化共7家公司作为样本，2018年上半年板块营业收入和净利润为60.2和8.8亿元，同比增速分别为14%和16%，相比2018Q1，板块表现有所回升，主要由于（1）华策影视、唐德影视、慈文传媒等公司Q2确认多部项目收入；（2）欢瑞世纪周播剧场广告成本同比大幅减少；（3）慈文传媒会计估计调整导致坏账冲回。影视内容公司业绩从2017Q1开始回落，目前没有明显边际改善。此外，骅威文化、华录百纳等公司的影视剧业务上半年几近停滞，税收审计趋严、融资收紧等外部因素将进一步加快行业洗牌。

图 5：影视内容板块营业收入（亿元）



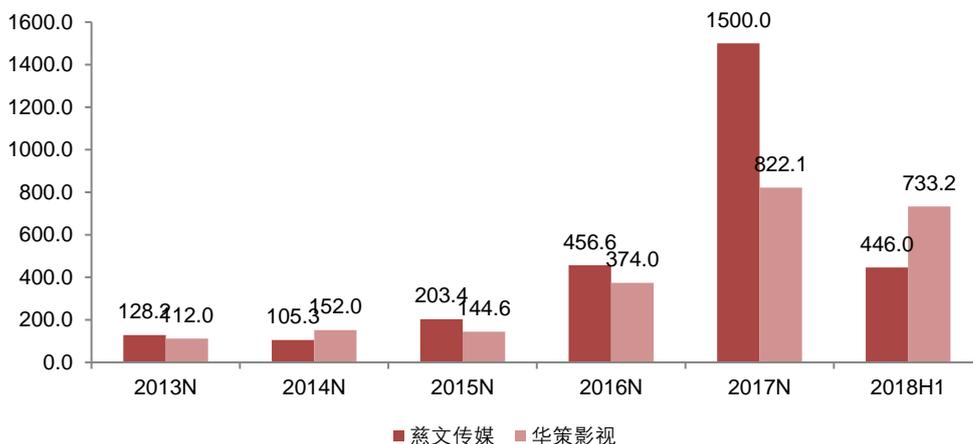
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 6：影视内容板块净利润（亿元）



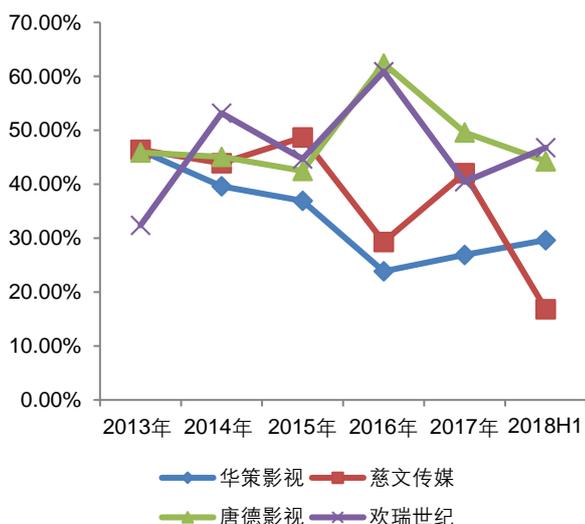
资料来源：Wind，东方证券研究所

单集价格增速放缓，头部公司积极与平台探索多元合作模式。《联合声明》发布之前，网上传闻广电总局将要求网络平台对剧集单价进行限制，按照单集 800 万、600 万、400 万、300 万进行限制。根据我们的调研情况，平台层面暂时并没有收到相关窗口指导，限价规定暂时还未被搬上台面。但根据我们的统计，华策影视、慈文传媒 2018 年上半年影视剧单集平均销售价格约为 733 万元和 446 万元，与 2016、2017 年相比增速放缓明显。此外，以华策、慈文为代表的头部影视剧公司加快与视频平台进行定制剧合作，例如华策影视《蜜汁炖鱿鱼》、《完美机芯人》等，慈文传媒《沙海》、《爵迹》均为平台定制剧。

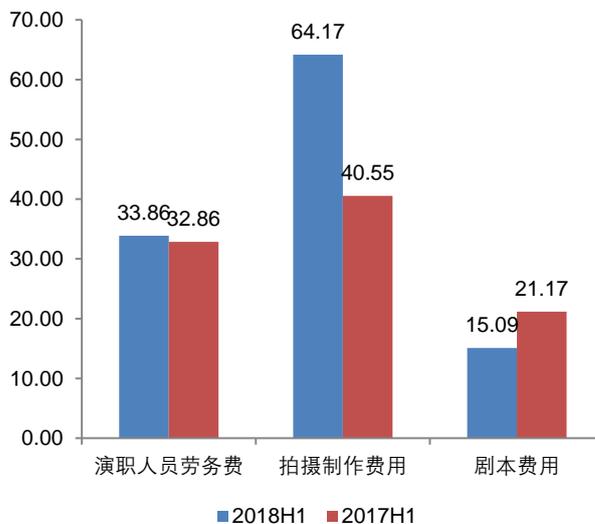
图 7：华策影视&慈文传媒单集价格（万元）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

毛利率小幅回升，与平台合作模式影响毛利率水平。由于投资份额稀释、演员成本上升等原因，从2016年开始，影视公司毛利率呈下降趋势，2018年上半年华策、欢瑞世纪毛利率有所回升，但仍低于2016年之前水平。随着影视剧公司与平台合作模式多样化，定制剧收入占比成为扰动毛利率的因素，以慈文传媒为例，毛利率同比下降约12pct，主要受承制项目毛利率较低所影响。此外，根据欢瑞世纪中报披露，2018年上半年，演职人员劳务费增速放缓，而拍摄制作费用同比大幅增长；随着行业规范化进程加快，预计这一成本结构调整还将继续。

图 8：主要影视公司毛利率


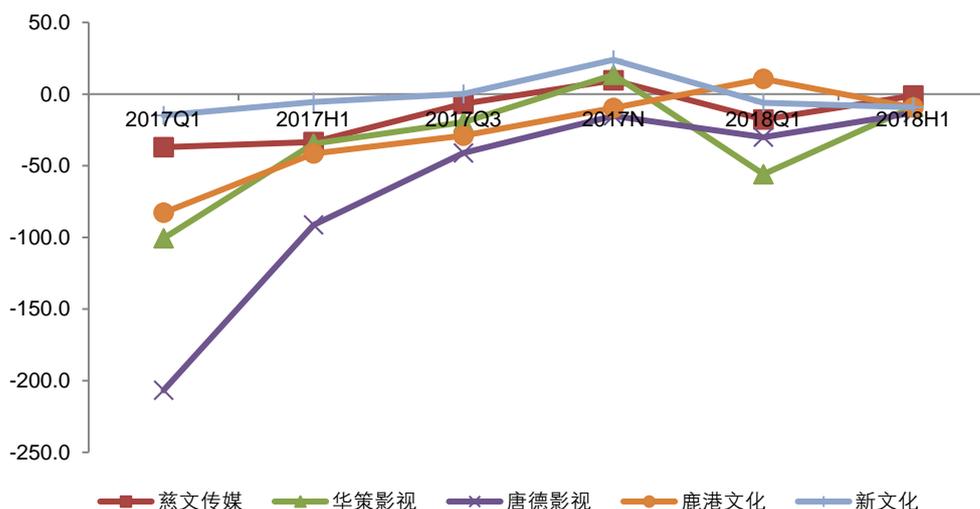
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 9：欢瑞世纪影视业务主营业务成本构成（百万元）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

现金流状况整体趋于改善，供需双方合作模式多元化将持续利好内容公司现金流。受项目拍摄周期及回款周期影响，影视剧公司通常需要垫付大量项目投入资金，因而现金流状况较差。根据经营活动产生的现金流量净额/营业收入指标，2017Q1 以来，华策、慈文、唐德等公司现金流状况均有所改善，主要由于（1）对优质项目提前获得预售款，例如华策影视预收款从 2017Q3 开始入账；（2）与视频平台采取定制合作模式，减轻前期占款压力，例如慈文传媒与爱奇艺和腾讯视频合作《爵迹》、《沙海》项目。

图 10：经营活动产生的现金流量净额/营业收入（%）



资料来源：Wind，东方证券研究所

2 电影市场：行业竞争影响板块业绩，积极扩张策略逐步显成效

2.1 优质影片密集，国产片成为拉动票房增长主要动力

2018 年上半年，国内电影市场共实现票房（剔除网购服务费，下同）299.7 亿元，同比增长 17.5%；观影人次 9.0 亿，同比增长 15.4%。由于银幕数量及放映场次均在快速增长，2018H1 整体上座率 13%，同比仍下滑 1pct。值得注意的是，2018 年上半年平均票价 33.3 元，同比提升 1.8%，扭转了 2011 年以来持续下跌的趋势。整体而言，票价提升能否延续有待观察，但我们在《美国院线公司股价复盘及估值研究》中提出，对于成熟市场而言，提高票价带来的低速增长具有稳定性和持续性，因此在中长期看票价对市场规具有重要意义。

表 2：电影市场关键指标对比

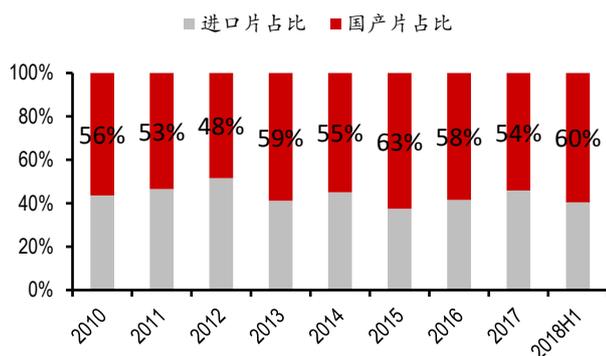
指标	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
票房（亿元）	440.7	457.1	523.2	255.1	299.7

yoy	48.7%	3.7%	14.5%	3.8%	17.5%
观影人次 (亿人)	12.6	13.7	16.2	7.8	9.0
yoy	51.8%	8.9%	18.1%	7.9%	15.4%
上座率	17.0%	14.0%	13.0%	14.0%	13.0%
yoy	1%	-3.00%	-1.00%	-2.00%	-1.00%
平均票价 (元)	34.98	33.32	32.30	32.71	33.30
yoy	-2.06%	-4.75%	-3.06%	-3.81%	1.8%

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

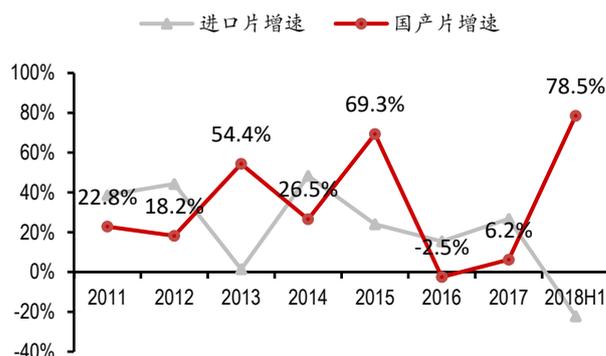
国产片票房增速的大幅回升，国产片成为拉动上半年市场增长的主要动力。2018年上半年，国产片共实现票房178.2亿元，同比增长78.5%；国产影片市场份额59.6%，较2017年提高5.5pct。进口片票房约120.8亿元，同比下降22.2%，进口影片市场份额达40.4%。

图 11：2010-2018H1 年国产电影与进口电影票房占比



资料来源：艺恩电影智库，东方证券研究所

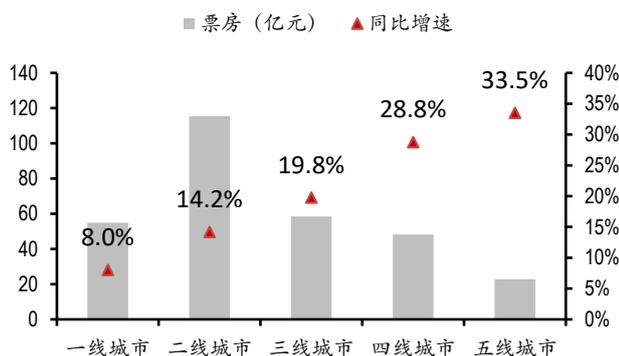
图 12：2011-2018H1 年国产片与进口片票房增速对比



资料来源：艺恩电影智库，东方证券研究所

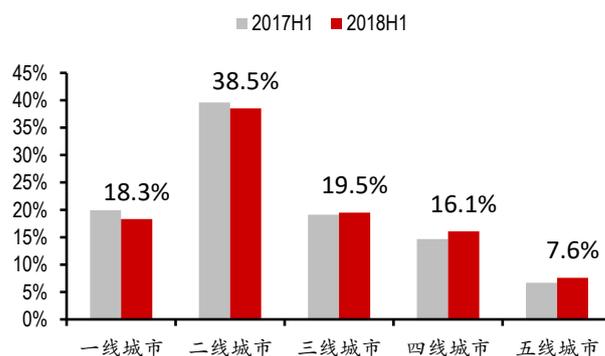
三四五线城市票房保持高增长，票房占比持续增加。2018年上半年，三四五线城市票房收入分别为58.42、48.15和22.78亿元，分别同比增长19.8%、28.8%和33.5%，票房增速大幅超出一、二线城市及全国平均水平。三、四、五线城市票房收入占比分别为19.5%、16.1%和7.6%，同比均有不同幅度提升。

图 13：一至五线城市票房及增速



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 14：一至五线城市票房份额对比



资料来源：艺恩电影智库，东方证券研究所

2.2 渠道竞争仍然激烈，各上市院线公司保持积极扩张

终端维持高增长，预计 2018 年银幕扩张仍有惯性。2017 年，全国共拥有银幕数量 50776 块，较 2016 年增加 9597 块，同比增速 23%，国内终端渠道扩张依旧维持较高增速。截止 2018 年 6 月底全国银幕 55623 块，较 2017 年底增加 4847 块，预计全年仍然有 9000 块新增银幕。渠道竞争仍然激烈，终端与收入增速之间的“剪刀差”仍然存在。

表 3：电影市场关键指标对比

年度	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
影院数	3680	4583	5598	7018	8410	9781	-
影院数增加	880	903	1015	1420	1392	1371	-
银幕数	13,118	18,398	24,304	31,626	41,179	50,776	55,623
银幕数增加	3832	5280	5906	7322	9553	9597	4,847
银幕增速	41.3%	40.3%	32.1%	30.1%	30.2%	23.3%	-
票房增速	30.2%	27.5%	36.2%	48.7%	3.7%	14.5%	-
单银幕产出	130	118	122	139	111	103	-
yoy	-8%	-9%	3%	14%	-20%	-7%	-

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

从上市公司半年报看，万达（新增 34 家）、横店（新增 30 家）、金逸（新增 10 家）、上影（新增 3 家）等均保持积极扩张，但市占率上并未体现。从影投公司数据看，2018 年 1-6 月前十大影投合计实现票房 116.71 亿元，同比上升 6.88%；市占率 39.00%，同比下滑约 3.80pct。除香港百老汇代替保利影业跻身前 10 名外，其余 9 家影投公司票房市占率均出现下滑。

影投市占率下滑的背后，反映的是：（1）除横店、中影外，上半年其余公司扩张速度不及全市场，大量新资本持续涌入；（2）观影人次自然增长放缓，新增终端对存量影城造成非常强的稀释效应，这种现象在一二线城市尤为明显。（3）影城目前的差异化不突出，品牌效应并不明显。

表 4：主要院线公司自营影城扩张情况

	2011N	2012N	2013N	2014N	2015N	2016N	2017N	2018H1
万达电影	83	114	142	182	240	348	463	497
中国电影			73	89	99	107	117	128
上海电影					34	40	54	57
幸福蓝海			31	42	52	64	68	71
横店影视	46	76	98	137	176	220	266	296
金逸影视	55	87	110	124	129	140	149	156

资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 5：TOP10 影投公司票房（亿元）及市场份额

2018 年 1-6 月				2017 年 1-6 月		
影投名称	票房	市占率	增速	影投名称	票房	市占率
万达电影	40.68	13.59%	11.46%	万达电影	36.50	14.31%
大地影院	18.04	6.03%	4.59%	大地影院	17.24	6.76%
横店院线	11.40	3.81%	15.13%	横店院线	9.90	3.88%
星美影院	8.47	2.83%	-1.06%	星美影院	8.56	3.35%
中影影院投资	8.31	2.78%	-1.92%	金逸影视	8.47	3.32%
CGV 影城投资公司	8.13	2.72%	3.04%	中影影院投资	7.89	3.09%
金逸影视	7.85	2.62%	6.25%	CGV 影城投资公司	7.39	2.90%
太平洋影管	4.99	1.67%	9.27%	太平洋影管	4.57	1.79%
香港百老汇	4.45	1.49%	-1.40%	耀莱管理公司	4.51	1.77%
耀莱管理公司	4.39	1.47%	5.43%	保利影业	4.17	1.63%
CR10	116.71	39.00%	6.88%	CR10	109.2	42.80%

资料来源：艺恩电影智库，东方证券研究所；注：标红的为市占率有所提升的影投公司

2.3 上市公司业绩表现：业绩平淡，增速普遍不及行业整体增速

从营业收入及净利润增速来看，上半年院线公司普遍不及行业整体增速，业绩平淡。其中，万达电影实现营业收入 73.7 亿元，同比增长 11.4%；净利润 9 亿元，同比增长 1.5%。受并表笛女传媒影响，幸福蓝海 2018H1 的收入及净利润增长在六家公司中均为最高，实现营业收入 9.6 亿元，同比增长 31.9%；净利润 0.9 亿元，同比增长 40.9%。2018H1，中国电影、横店影视实现营业收入

46.2 和 14.7 亿元，分别同比增长 1.5% 和 18%，净利润分别为 7.5 和 2.3 亿元，同比增长 10.4% 和 12.9%。中国电影净利增速高于营收增速的主要原因在于其他经营收益的增加，如投资收益等。此外，上海电影 2018H1 实现营业收入 5.3 亿元，同比增长 1.3%；净利润 0.6 亿元，同比下滑 46.2%，主要由于旗舰店停业、发行团队调整、收入确认延期等原因。由于报告期内加快扩张节奏，金逸影视 2018H1 实现营业收入 10.1 亿元，同比下滑 5.1%；净利润 0.9 亿元，同比下滑 11.2%。

表 6：院线公司营业收入及净利润对比（单位：亿元）

营业收入对比												
公司	万达电影		中国电影		上海电影		幸福蓝海		横店影视		金逸影视	
年度	营收	增速	营收	增速	营收	增速	营收	增速	营收	增速	营收	增速
2014	53.4	32.7%	59.6	30.6%	7.0	18.3%	8.6	14.9%	11.8	28.2%	18.9	16.5%
2015	80.0	49.9%	73.0	22.4%	9.00	28.1%	14.4	66.4%	21.1	78.9%	23.3	22.8%
2016	112.1	40.1%	78.4	7.5%	10.5	16.2%	15.4	7.0%	22.8	7.9%	21.6	-7.3%
2017	132.3	18.0%	89.9	14.6%	11.2	7.3%	15.2	-1.4%	25.2	10.4%	21.9	1.6%
2018H1	73.7	11.4%	46.2	1.5%	5.3	1.3%	9.6	31.9%	14.7	18.0%	10.1	-5.1%

净利润对比												
公司	万达电影		中国电影		上海电影		幸福蓝海		横店影视		金逸影视	
年度	净利润	增速	净利润	增速	净利润	增速	净利润	增速	净利润	增速	净利润	增速
2014	8.0	32.7%	6.1	23.2%	1.7	18.8%	0.8	-26.5%	1.2	460.3%	1.4	191.7%
2015	11.9	48.0%	10.4	71.1%	2.0	16.6%	1.1	36.1%	3.5	190.5%	2.5	78.9%
2016	13.7	15.1%	10.6	2.7%	2.4	19.0%	1.2	3.0%	3.6	3.2%	2.0	-19.9%
2017	15.2	10.8%	11.4	6.8%	2.5	6.7%	1.15	-2.5%	3.3	-7.2%	2.1	6.7%
2018H1	9.0	1.5%	7.5	10.4%	0.6	-46.2%	0.9	40.9%	2.3	12.9%	0.9	-11.2%

资料来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

2.3.1 放映业务：万达积极扩张政策显成效，市占率企稳小幅提升

2018 年上半年万达电影、横店影视、中国电影、金逸影视、上海电影、幸福蓝海自有影投票房收入分别为 40.7、11.4、8.3、7.9、3.7、3.8 亿元，分别同比增长 17.8%、15.4%、5.4%、-7.2%、14.6% 及 5.3%，除万达外，其余公司票房收入增速均低于上半年整体票房市场增速。需要提出的是，万达电影上半年国内票房市占率为 13.6%，同比小幅提升约 0.1pct，自 5 月份以来，公司市占率企稳并开始出现小幅提升，公司积极的渠道扩张政策逐步开始获得效果，在一线、四线和五线城市的侧重扩张有效平衡了重要假期票房流动。

表 7：主要院线公司资产联结影城票房收入及市占率

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月
行业整体						
总票房（亿元）	46.09	95.28	47.95	36.37	40.19	33.38
同比增速	-0.4%	64.4%	52.0%	-21.2%	10.6%	-9.5%
累计票房	46.09	141.37	189.32	225.69	265.88	299.26

累计增速		35.7%	39.5%	24.1%	21.8%	17.3%
万达电影						
单月票房	6.06	12.29	6.58	5.02	5.98	4.72
累计票房	6.06	18.35	24.93	29.95	35.93	40.65
累计增速	-4.6%	31.8%	35.8%	20.7%	21.6%	17.8%
票房市占率	13.1%	13.0%	13.2%	13.3%	13.5%	13.6%
横店影视						
单月票房	1.79	3.97	1.71	1.33	1.44	1.19
累计票房	1.79	5.76	7.47	8.8	10.24	11.43
累计增速	-7.3%	33.5%	36.8%	21.5%	19.8%	15.4%
票房市占率	3.9%	4.1%	3.9%	3.9%	3.9%	3.8%
金逸影视						
单月票房	1.25	2.19	1.3	1.01	1.17	0.94
累计票房	1.25	3.44	4.74	5.75	6.92	7.86
累计增速	-12.0%	5.8%	9.2%	-3.2%	-4.4%	-7.2%
票房市占率	2.7%	2.4%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%
中影影院投资						
单月票房	1.34	2.37	1.39	1.05	1.19	0.99
累计票房	1.34	3.71	5.1	6.15	7.34	8.33
累计增速	-2.2%	20.1%	22.9%	10.2%	8.4%	5.4%
票房市占率	2.9%	2.6%	2.7%	2.7%	2.8%	2.8%
上影影城						
单月票房	0.59	0.86	0.66	0.49	0.57	0.53
累计票房	0.59	1.45	2.11	2.6	3.17	3.7
累计增速	20.4%	36.8%	40.7%	26.8%	20.5%	14.6%
票房市占率	1.3%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
幸福蓝海						
单月票房	0.56	1.15	0.61	0.47	0.55	0.45
累计票房	0.56	1.71	2.32	2.79	3.34	3.79
累计增速	-16.4%	15.5%	20.8%	9.8%	8.8%	5.3%
票房市占率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%

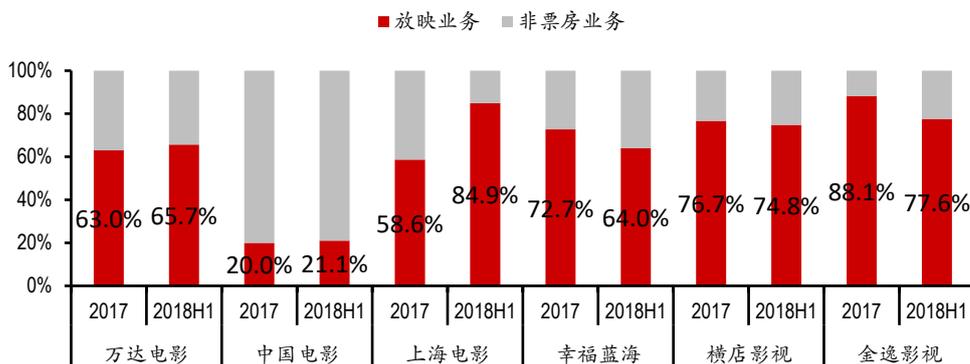
资料来源：艺恩电影智库，东方证券研究所

2.3.2 非票业务：与影城人次增长具有相关性，需要公司具有深度运营能力

从收入结构看，六家院线公司的统计口径及业务范围有所不同，但整体而言除中国电影以发行业务为主外，万达电影、上海电影、幸福蓝海、横店影视和金逸影视五家公司的营业收入主要来源于影院放映（票房）及院线发行收入。2018H1，万达电影、横店影视、中国电影、金逸影视、上海电影、幸福蓝海六家公司影院放映收入占比分别为66%、75%、21%、78%、85%和64%。六家公司中，横店影视、金逸影视、幸福蓝海非票业务收入增速超过放映业务，占比提升，主要由于这三家公司此前非票业务占比较低，2018年以来通过增加卖品种类、调整广告策略、外延并购等方式提高非票业务运营能力，取得较好效果。而万达电影、中国电影和上海电影非票业务收入占比较2017年有所下滑，我们认为，卖品、广告、发行等非票业务与影城观影人次增长有较强相关性，

当体量较大时，需要通过例如外延并购、增加外部渠道资源等方式才能实现占比持续提升，更加考验公司运营能力。

图 15：院线公司营收结构对比



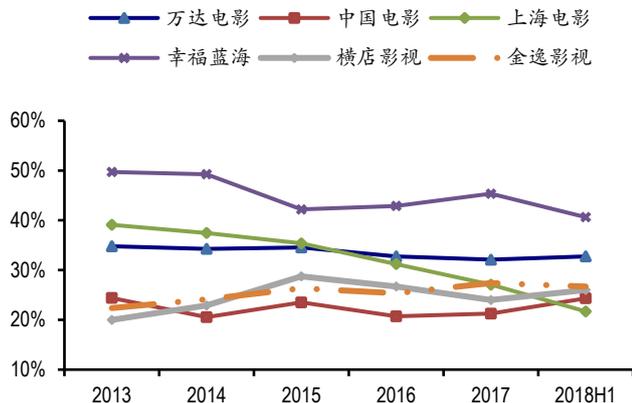
资料来源：wind，公司公告，东方证券研究所，注：幸福蓝海为放映业务+发行业务占比

2.3.3 盈利能力：毛利率下滑有所收窄，万达、横店盈利能力更趋健康

2018H1，六家上市公司中，上海电影、幸福蓝海和金逸影视毛利率环比有所下降，分别下降 5.37pct、4.72pct、0.68pct；万达电影、中国电影和横店影视毛利率环比有所回升，分别上升 0.66pct、3.07pct、2.01pct。2018H1 年万达电影、上海电影和金逸影视的放映业务毛利率分别为 14.46%、12.15% 和 12.45%，分别环比上升 2.40pct、17.65pct 和 1.83pct。中国电影、幸福蓝海的放映业务毛利率分别为 21.27%、35.27%，环比下降 2.61pct、2.87pct。

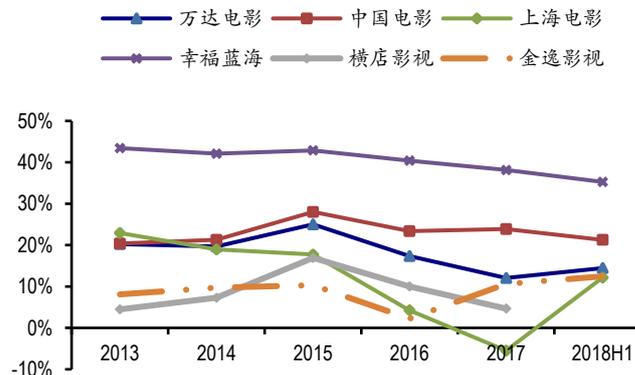
2018 年上半年整体毛利率下滑趋势相较 2016、2017 年大幅收窄，主要由于（1）万达、横店积极扩张终端战略逐步见效，上半年票房收入增速环比提升，同时，非票业务占比和毛利率提升进一步提升整理毛利率水平。（2）中国电影与幸福蓝海均出现放映毛利率下降，但整体毛利率上涨的情况，前者是因为电影发行与影视制片业务毛利率上涨带动，后者是因为电视剧毛利率大幅上涨。（3）金逸影视放映业务毛利率大幅提升主要由于公司于年初调整折旧摊销会计估计。（4）上海电影放映毛利率上涨，但整体毛利率下降，主要原因在于自营影城持续跑赢行业，但发行业务大规模调整带来整体毛利率的下降。

图 16：院线公司综合毛利率



资料来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

图 17：院线公司放映业务毛利率



资料来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

投资建议

从 2018 年上半年影视各细分板块公司业绩来看，我们认为，

(1) 流媒体视频行业仍是传媒子行业中景气向上的细分子行业，观众从电视端向网络端转移的趋势继续。此外，视频平台自制内容影响力显著提升，平台对产业影响力持续增强；随着影视行业监管政策趋严，内容公司与平台的合作模式更趋多样，中长期利好视频平台影响力提升。我们持续看好视频平台长期价值，建议关注芒果超媒(300413，未评级)及爱奇艺(IQ.O，未评级)。

(2) 受持续扩张投入、非票业务表现较预期平淡等因素影响，上半年院线上市公司业绩较为平淡。在市场竞争依然激烈、各个公司持续投入的期间，业绩短期面临压力；非票收入能够平衡收入增长和盈利能力，但一方面非票收入与观影人次具有相关性，另一方面非票业务增长情况取决于公司运营能力。总体来看，万达电影(002739，买入)、横店影视(603103，增持)的综合能力更加突出。

风险提示

- **影片票房表现不达预期风险**

影片票房受影片质量、上映档期、营销力度、观众偏好等多重因素影响，任何因素的变化都可能导致影片票房表现不达预期。

- **政策监管风险**

影视内容板块受政策监管的影响较大，诸多新的内容形式在政策监管逐步介入后将受到相应掣肘，未来若监管政策进一步收紧，相关产业将受到较大影响。

- **经济增长放缓风险**

传媒互联网行业与经济大周期的相关性虽然没有如其他版块明显，但经济的增长放缓仍然对版块增长预期会有影响。特别是对于传媒板块中对于经济增长及转型引起的消费水平及居民文化品位的提升，对于电影、电视剧以及其他新兴内容等各方面都会有较大影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

