

上海电影（601595）

专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营，掘金电影产业链 增持（首次）

2016年10月11日

首席证券分析师 张良卫

执业资格证书号码：S0600116070001
zhanglw@dwzq.com.cn
021-60199740

研究助理 唐思思

执业资格证书号码：S06001116070033
tangss@dwzq.com.cn
021-60199792

盈利及估值重要数据	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入（百万元）	900.18	1112.68	1392.10	1755.17
(+/-) (%)	28.06	23.61	25.11	26.08
净利润（百万元）	192.77	215.10	266.69	339.68
(+/-) (%)	19.44	11.58	23.99	27.37
EPS（元）	0.52	0.58	0.71	0.91
P/E	0.00	67.60	54.52	42.81

投资要点

■ **专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营。**公司是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一，2015年公司参与发行的影片票房收入达21.79亿元。放映方面，公司拥有的综合性院线票房为31.5亿元，位列城市院线第四名。公司拥有276块自有影院银幕，还投资经营了上海影城、上海永华影城等影院。

■ **区位+协同优势。**上海电影是少数几个具有从发行到院线到影院一体化生产链的影业公司。公司以票房排名第二的上海市为本营，全面渗透全国票房TOP10城市，在上海票房市占率30%，在北京市市占率排名第四。

■ **公司表现出良好的成长能力与营业能力。**公司主营业务收入稳步增长，2015年营业收入和净利润同比增速分别达到28.06%、16.65%。从收入结构来看，电影放映业务贡献七成以上的收入。从现金流来看，经营活动现金流量净额分别为16755万元、24706万元和30917万元，占净利润79.31%、116%和154.50%，整体现金流较充裕。

■ **未来发展看点。**1) **专业一体化。**院线逐步渗透上游发行行业，因此拥有整个发行放映产业链的企业在行业中更占优势，上海电影将稳固这一优势。2) **加快电商渗透步伐。**2015年在线票务占据整体票房市场57.5%，公司将加大在线票务建设力度。

投资建议

预计16-18年EPS分别为0.58、0.71、0.91元，对应PE为67.6、54.52、42.81，看好公司长期发展前景，首次覆盖给予增持评级。

风险提示

侵权盗版的风险、经营业绩未达预期
企业规模扩大导致的风险

发行数据	
发行价格(元)	10.19
发行规模(万股)	9350
发行方式	网下询价 上网定价
发行日期	2016年8月4日
上市日期	2016年8月17日
主承销商	中金公司

募投项目

1. 新建影院及影院升级改造
2. 信息系统建设项目
3. 补充公司流动资金

特别提示:

“炒新”有风险，投资需谨慎

目录

1. 定位一线重要城市的影投实力者，营收增长强劲	4
1.1. 十年奋斗，打通电影产业链一条龙服务	4
1.2. 公司发行及放映业务持续健康发展，高速增长中结构收入优化	5
2. 打造“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	6
2.1. 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	7
2.2. 上海电影下属联和院线为全国票房排名前列	8
2.3. 公司在影院投资及经营领域已完成初步业务布局，区位优势突出	10
3. 国内电影市场飞速发展，为公司腾飞提供沃土	11
3.1. 全国电影票房收入井喷式增长，国产电影票房与质量齐飞	11
3.2. 电影发行市场尚显薄弱，行业集中度高	13
3.3. 一亿以上票房院线占据大头，单一终端走向产业链上游，发挥多重作用	14
3.4. 影院、银幕数量增长，数字放映以及3D、IMAX等新型放映技术推动票房增长，盈利渠道更加多元化	15
4. 公司未来发展布局：强化自身优势，加大渠道和在线平台渗透力度	17
4.1. 产业链协同优势：形成完整发行放映产业布局，具有垂直一体化的协同发展优势	17
4.2. 区位优势：院线及自有影院进入全国重要票房市场	17
4.3. 背靠上海电影（集团）有限公司，坐拥丰富资源	18
4.4. 领先技术打造顶级观影体验	19
4.5. 良好的品牌形象助力公司传播企业文化	19
4.6. 加大二、三线城市市占率，扩张势在必行	19
4.7. 发力在线票务，注重数字营销	20

图表目录

图表 1: 上海电影历史沿革	4
图表 2 : 2013-2015 上海电影营业收入构成 (单位: 万元)	5
图表 3: 2011-2016.03 年上海电影营业收入	6
图表 4: 上海电影业务覆盖范围	7
图表 5: 上海电影发行电影举例	8
图表 6: 2013-2015 年联和院线观影人次、场次、票房收入激增	9
图表 7: 2015 年联和院线市场份额排名第四	9
图表 8: 2013-2015 年联合院线影院数和银幕数逐年增长	10
图表 9: 2013-2015 年自有影院银幕数及票房收入	11
图表 10: 2010-2015 年全国电影综合收入持续走高	11
图表 11: 2011-2015 国产电影片产量及过亿票房数量趋势	12
图表 12: 2016 至 2015 近十年国内电影上映率比较	12
图表 13: 电影成为信息流, 娱乐生活进入多窗口时代	13
图表 14: 2010-2014 年国内电影产业版权收入分类, 新媒体版权收入比重上涨	14
图表 15: 中国院线数量上涨, 一亿以上票房院线占据大头	14
图表 16: 2015 年 Top10 院线市场份额及票房增长率, 联合院线位居第四	15
图表 17: 院线由单一终端走向产业链上游, 发挥多重作用	15
图表 18: 2011-2015 年全国城市院线市场影院和荧幕数	16
图表 19: 六大银幕票房、场次、人次, 银幕数激增助力票房增长	16
图表 20: 从发行到放映, 上海电影布局生产链一体化	17
图表 21: 公司影院占据上海的各大核心商圈与主要新兴区域	18
图表 22: Top10 影投公司 1-5 线城市票房占比	20
图表 23: 上海电影设立天下票仓平台, 打造在线票务市场	20

1. 定位一线重要城市的影投实力者，营收增长强劲

1.1. 十年奋斗，打通电影产业链一条龙服务

上海电影股份有限公司的前身东方发行于1994年由上海电影制片厂有限公司设立，是从事电影发行和放映业务的核心企业之一，2010年东方发行划拨至上影集团。2010年和2012年，上影集团将与电影发行业务处于同一产业链的院线经营及影院投资、开发和经营业务通过无偿划转或协议转让的方式注入东方发行。同时，2012年7月，东方发行整体变更为上影股份有限公司。改制后，上海电影股份有限公司的核心业务为电影发行和版权销售、院线经营以及影院投资、开发和经营。

图表 1: 上海电影历史沿革

时点	历史大事件
1994年10月7日	上海电影制片厂出资人民币500万元，设立上海东方影视发行有限责任公司
2002年8月27日	东方发行注册资本增加至人民币900万元，增加部分由上海电影制片厂全额认缴
2010年12月28日	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
2010年-2012年 (三次股权转让)	2010年12月10日，上影集团将其所持有的上海影城100%的股权、成都影城90%的股权、昆明影城90%的股权、上海光启影城70%的股权、上影依普亚51%的股权、南京影城51%的股权、上海莘庄影城51%的股权、上海星汇影城50%的股权、上海国泰影城49%的股权和上海龙之梦影城49%的股权无偿划转至东方发行；上海电影制片厂同意将其所持有的成都影城10%的股权、昆明影城10%的股权无偿划转至东方发行。
	2012年3月6日，上影集团将其持有的上海永华影城100%的股权、广州影城100%的股权、杭州影城100%的股权、上海南桥海上影城51%的股权、宁波影城51%的股权、上海喜玛拉雅影城51%的股权、上海曹杨影城49%的股权、海南宜欣影城11.76%的股权无偿划转至东方发行。
	2012年6月18日，上影集团同意将其持有的上海超极电影世界100%的股权无偿划转至东方发行
2012年6月27日	永乐股份将其所持有的联和院线60%的股权、辽宁新玛特影城30%的股权、青岛影城30%的股权和上海农村数字院线40%的股权协议转让至东方发行
2012年6月29日	东方发行注册资本增加至人民币942.2157万元，公司类型变更为有限责任公司(国内合资)，新增注册资本人民币42.2157万元，由精文投资出资，占公司注册资本的4.48%
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%。

2012年	上影电影重组上海超极电影世界、杭州影城
2013年12月10日	上海电影股份有限公司旗下“天下票仓”网站正式上线。
2014年	上海电影股份有限公司收购了上影集团持有的上海华威影城51%的股权，股权转让价格为人民币529.57万元。

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

1.2. 公司发行及放映业务持续健康发展，高速增长中结构收入优化

上海电影股份有限公司主要从事电影发行和版权销售、院线经营以及影院投资、开发和经营，其中电影放映收入为公司主要营收来源，2013-2015三年营收占比均在70%以上。其次，公司利用其前身东方发行积累的优质资源继续挖掘发展发行业务，电影发行是公司重增长最快的主营业务营收来源，2015年增长率为56.5%，三年来占据公司总营收均大于10%，位居第二。同时，公司利用电影院区位优势向观影人群销售食品饮料和其他电影衍生品等卖品，收入逐年增长。2014年公司网络票务收入从零到有，在2015年实现质的飞跃，获取2842.9万元的营业收入。

2013至2015年来，总体来说，各项主要业务收入均逐年大幅度增长，如放映收入由2013年的4亿元增至2015年的5.8亿元；再如电影发行收入也从2013年的5,057万增至2015年的11,938万元，增长两倍以上。另一方面，电影票房营收占比减少，随之伴随着电影发行、网络票务等收入占比的上升，表明公司业务收入结构不断优化，显示出平衡健康的盈利能力。

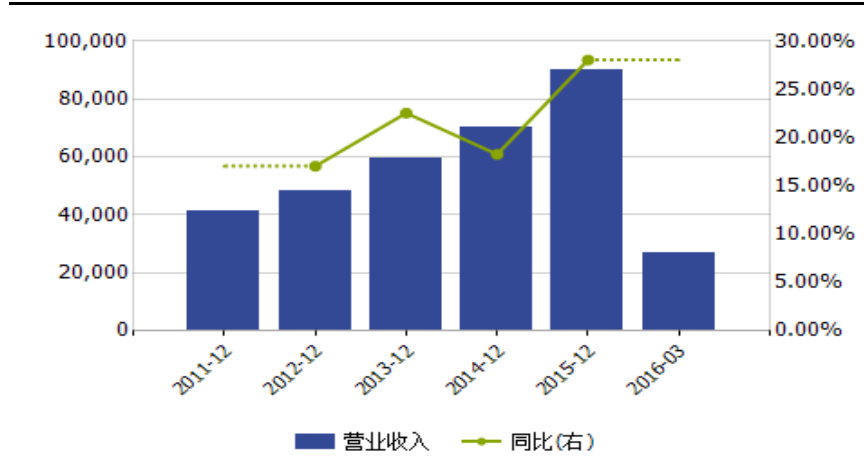
图表 2：2013-2015 上海电影营业收入构成（单位：万元）

项目	2015年度			2014年度			2013年度	
	金额	比例	增长率	金额	比例	增长率	金额	比例
电影放映收入	57,873.5	72.3%	18.3%	46,402.3	76.8%	15.2%	40,278.5	79.9%
电影发行收入	11,937.6	14.9%	56.5%	7,628.7	12.6%	28.1%	5,956.7	11.8%
卖品收入	5,092.7	6.4%	23.9%	4,111.0	6.8%	23.7%	3,323.0	6.6%
网络票务收入	2,842.9	3.6%	1393.2%	190.4	0.3%	-	-	-
设备销售收入	1,376.6	1.7%	-	-	-	-	-	-
版权收入	601.3	0.8%	-65.3%	1,732.1	2.9%	168.1%	646.0	1.3%
管理服务收入	286.0	0.4%	-19.9%	356.9	0.6%	69.3%	210.8	0.4%
合计	80,010.5	100.0%	-	60,421.4	100.00%	-	50,415.0	100.0%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2011年至2015年,公司总营业收入持续增长,特别是继2014年后,公司营业收入年增长率大幅上升,由2014年的6亿元增至2015年的8亿元人民币。

图表 3: 2011-2016.03 年上海电影营业收入

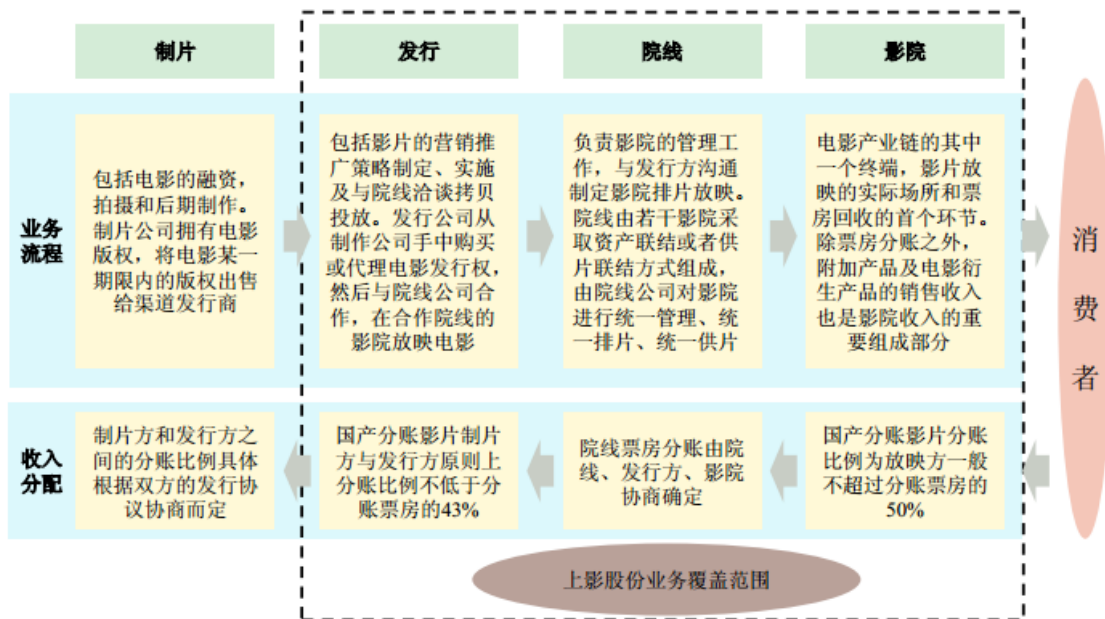


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2. 打造“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

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、院线经营以及影院投资、开发和经营业务。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。公司还是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,下属联和院线为全国票房排名第二位的院线,并且拥有上海影城、上海永华影城等一批技术先进、经营良好、票房领先的影院。公司将继续以建设“全球影业最具影响力的现代企业”为愿景,努力将公司打造成为市场占有率领先、综合竞争力领先的全球一流的标杆企业。

图表 4: 上海电影业务覆盖范围



资料来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

2.1. 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

上海电影股份有限公司影视发行分公司的前身为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。东方发行成立于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。

作为母公司上海电影(集团)公司的唯一授权发行方, 上海电影股份有限公司影视发行分公司不断拓展影视版权的全媒体营销。公司依托上影集团700多部电影片库的宝贵资源, 并积极在市场上通过代理、购买、分成等多种模式累积了大量的国内外电影版权, 建立了全国范围的市场分销体系。目前, 一个覆盖全国的新媒体电影版权销售网络已基本形成, 全球版权销售渠道也已努力构建完成。

上海电影是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, 共发行国产电影71部, 其中全国独家发行电影27部, 联合发行电影44部。其中2013年20部, 2014年29部, 2015年度22部, 发行了《喜羊羊与灰太狼》系列、《北京遇上西雅图》、《被偷走的那五年》、《一步之遥》、《撒娇女人最好命》、《催眠大师》、《十万个冷笑话》、《天将雄师》、《北京·纽约》、《失孤》等叫好又叫座的电影。2015年度, 公司参与发行(包括全国发行及联合发行)的影片的票房收入达到21.79亿元。上影股份的发行业务发展极其迅猛, 实际上已是公司增长最快的业务。

图表 5: 上海电影发行电影举例



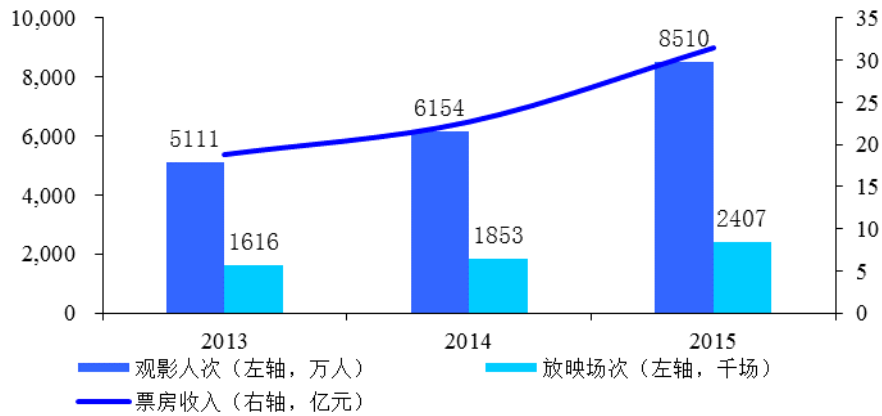
资料来源: 东吴证券研究所

2015年6月17日,上海电影股份有限公司联合浙江时代电影大世界有限公司、江苏幸福蓝海院线有限公司、四川省电影公司和河南奥斯卡电影院线有限公司在上海电影节上宣布正式联手,发起成立“四海电影发行联盟”。这五家影视公司以院线业务见长,在渠道方面占有较大优势,院线方结盟做发行,无疑将对传统制片方做发行的模式产生冲击,一轮行业洗牌即将开始。联盟成员将以“四海”为唯一的发行业务平台,凭借深度整合后的渠道优势,在宣传、票务和排片三个领域实现资源深度共享,通过产业链的互相打通,采用统一的发行和排映策略,共同拓展全国性的电影发行及营销市场。

2.2. 上海电影下属联和院线为全国票房排名前列

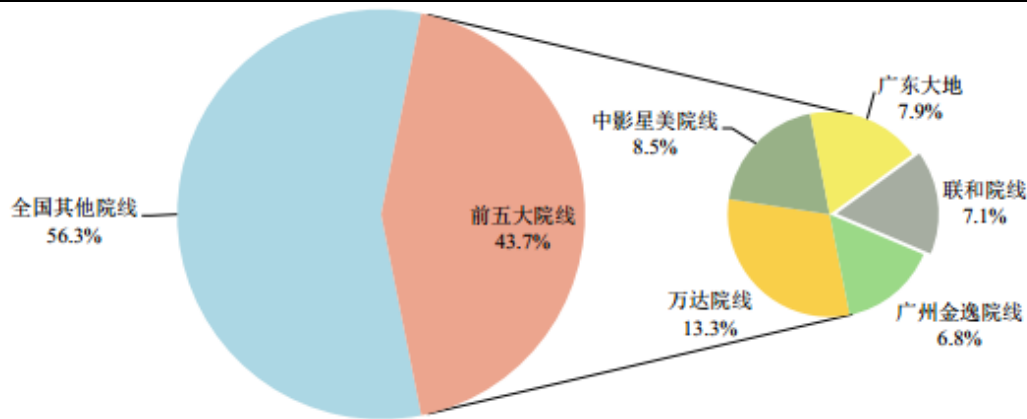
报告期内,联和院线旗下影院、观影人次、票房收入逐年增长。2013年联和院线的票房为18.8亿元,位列城市院线第二名;2014年及2015年,联和院线的票房分别为22.7亿元及31.5亿元,均位列城市院线第四名。2015比2014年增长近39%,占全国市场份额7.16%,连续13年保持大幅增长。同时2015年,联和院线观影人次8510万人,放映超过240万场,观影人次及放映场次均显著增长。

图表 6: 2013-2015 年联和院线观影人次、场次、票房收入激增



资料来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图表 7: 2015 年联和院线市场份额排名第四



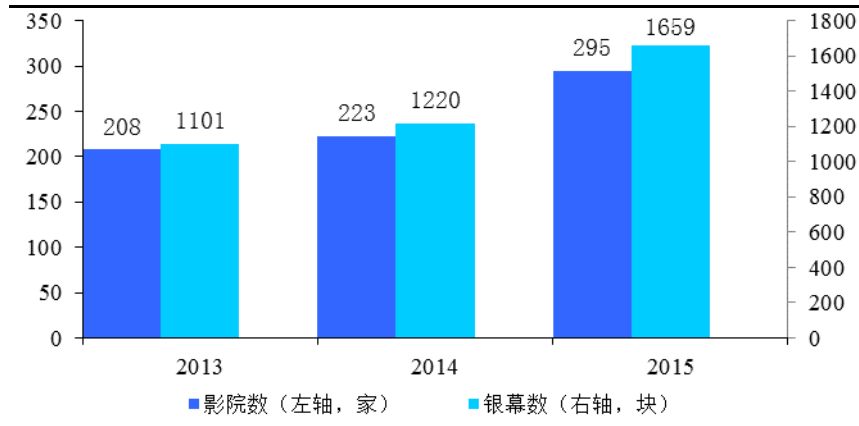
资料来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

联和院线的加盟影院包括具有资产联结关系的影院以及加盟供片关系的影院, 其中, 虽然具有资产联结关系的影院的数量占比较小, 但是, 由于公司投资的影院以高端影院为主, 经营情况良好, 占据票房收入的重要比重, 形成以自身资产联结影院为核心、自有影院和加盟影院并重的综合型影院经营格局, 在影城管控能力以及快速扩张之间形成平衡。

联和院线已经形成了以长三角为基地、在重要电影市场重点布局的区位优势, 在全国城市票房第二位的上海市场中的份额连续三年接近 50%。2015 年, 联合院线加强全国跨区域布局, 已经涉及全国 26 个省(市) 109 个城市的 295 家影院, 1659 个银幕。这一数字仍在不停增长, 截至目前, 上影联和院线拥有影院 320 家影院、1800 块银幕、28 万个座位、其中 IMAX 影厅 27 个, 3D 影厅 1330 个。加盟联和的北

京耀莱影城位居全国影院第一名。联和院线在其 2014 年度票房收入最大的十个省区中的影院数占到其影院总数的 75.78%，票房收入占到 88.44%。

图表 8: 2013-2015 年联合院线影院数和银幕数逐年增长



资料来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

上海农村数字电影院线有限公司成立于 2006 年 3 月, 隶属上海联和电影院线, 主要负责上海 1481 个行政村、100 家农村数字电影流动放映队。

2.3. 公司在影院投资及经营领域已完成初步业务布局, 区位优势突出

上海电影股份有限公司影院管理分公司是上影股份旗下专业的影院管理公司。公司依托上影的品牌和资源优势, 以影院建设与运营管理为核心, 着力打造国内一流的现代化影院管理团队。

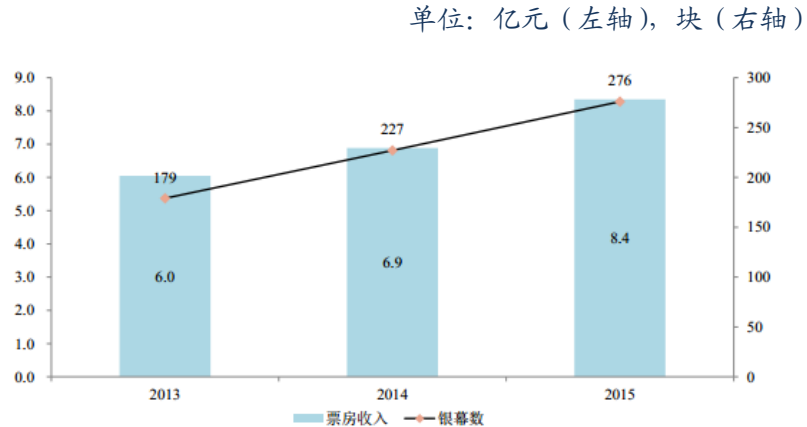
公司投资经营了上海影城、上海永华影城等一批技术先进、经营良好、票房领先的影院。上海影城已连续十六届作为“上海国际电影节”的主会场; 旗舰影院上海永华电影城, 多年蝉联全国票房冠军。已经在包括上海在内的全国重要电影票房市场中形成了初步业务布局。作为业务起步于上海的影业公司, 凭借长期的经营积淀, 公司具有资产联结关系的影院占据了上海的各大核心商圈与主要新兴区域, 下属影院票房收入长期占据上海近 30% 或以上的市场份额, 具有一定区位优势。

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, 公司资产联结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。

公司大部分资产联结影院占据区位、人流等经营优势, 上座率与平均票价较高, 2015 年, 自有影院平均上座率达到 22.68%, 平均票价达到 41.98 元, 其中上海永华影城、上海新世纪影城等知名影城的上座率和票价更是处于较高水平。公司投资的北京耀莱成龙国际影城五棵松店及上海市永华电影城分别位于全国影院票房第一和第八。

同时，随着公司实力增强，公司加大了自有影院建设力度，票房收入持续上升。2015年，公司资产联结影院已拓展到全国20个城市，共有取得放映许可证并实际运营的资产联结影院53家，包括独立IMAX影厅一家，其中控股影院34家。公司已拥有276块自有影院银幕，票房收入达8.4亿元。未来预计公司影院投资经营的规模将进一步提升。

图表 9: 2013-2015 年自有影院银幕数及票房收入



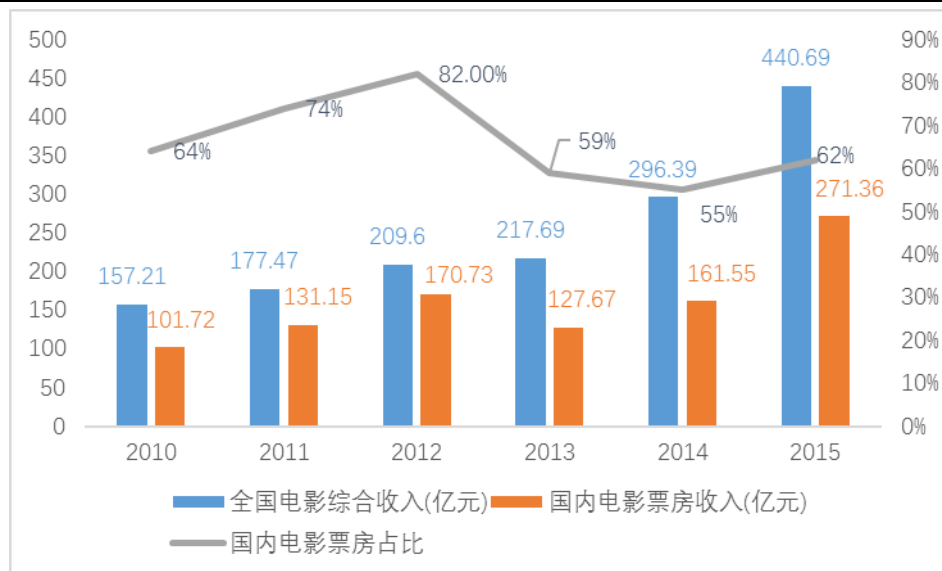
资料来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

3. 国内电影市场飞速发展, 为公司腾飞提供沃土

3.1. 全国电影票房收入井喷式增长, 国产电影票房与质量齐飞

全国电影票房收入井喷式增长, 相比于2014年, 2015年票房总收入440.69亿, 增长48%。另一方面, 票房收入在电影综合收入中的比重也明显上升, 从2010年的66.41%上升至2014年的79.59%。以电影票房收入衡量, 我国电影市场已经成为仅次于美国的全球第二大电影市场。

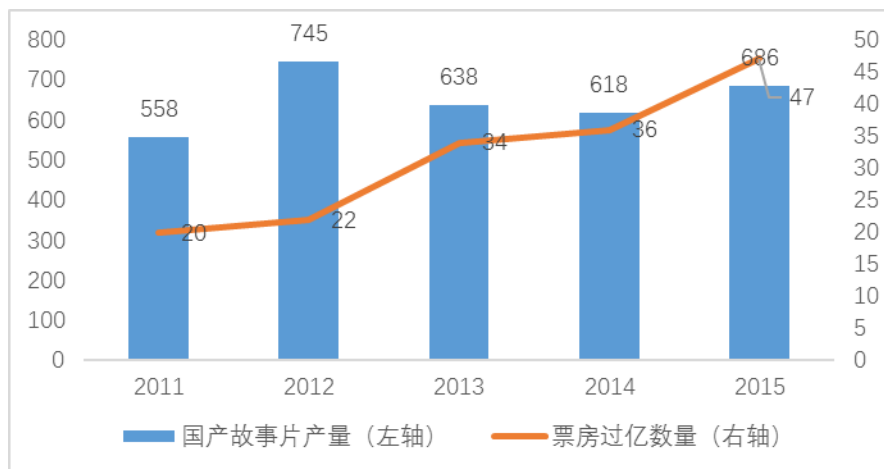
图表 10: 2010-2015 年全国电影综合收入持续走高



资料来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

国产电影总体票房增长，2015年达到271.36亿元，占据全国票房总收入六成比例。国产优质影片逐步获得市场认可，票房超过一亿元的影片由2011年的20部增长至2015年的47部。其中《捉妖记》票房超过20亿，《港囧》、《夏洛特烦恼》、《寻龙诀》、《煎饼侠》票房超过10亿。2015年总票房排名前十的影片，国产电影占据七席，而外片仅仅取得三席。国产电影经过近几年的蛰伏和打磨，类型片开发日趋完善，影片水准一再提升，在票房表现上同外片已形成分庭抗礼的局势。上海电影主要从事国产商业影片的发行，并参与部分进口买断片的协助推广，因此国产电影市场的成熟是公司发行业务发展的一片沃土。

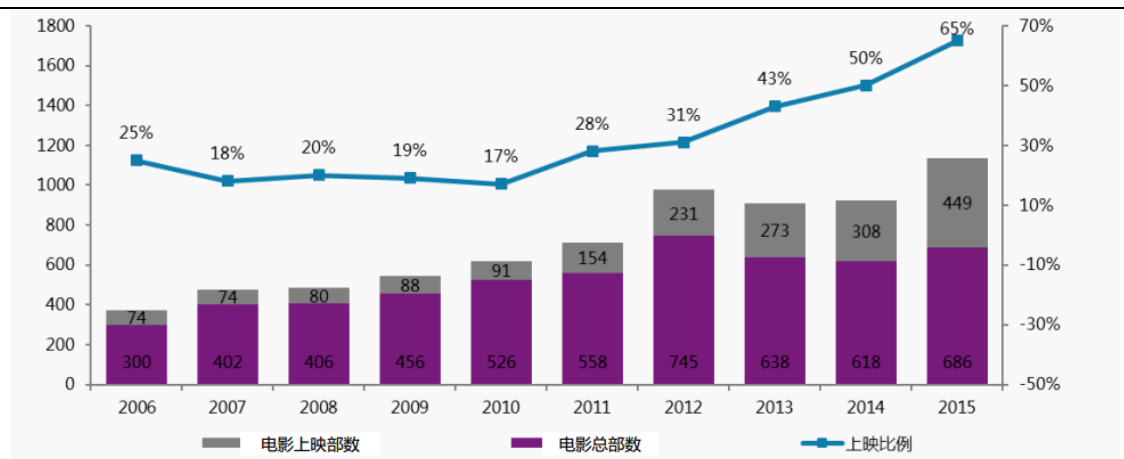
图表 11: 2011-2015 国产电影产量及过亿票房数量趋势



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

以2012年为分界点，国产故事片产出总数开始从稳步增长变为减量减速，国产片从数量竞争开始步入到单片产出效果和票房竞争阶段，提高产能利用率成为关键。作为电影生产的最后一个环节，院线上映成为衡量影片投资回报的基本要素，国产电影上映比例已从2010年的低谷阶段阶梯上涨至65%，投资风险率有所降低。

图表 12: 2016 至 2015 近十年国内电影上映率比较



资料来源：艺恩咨询，东吴证券研究所

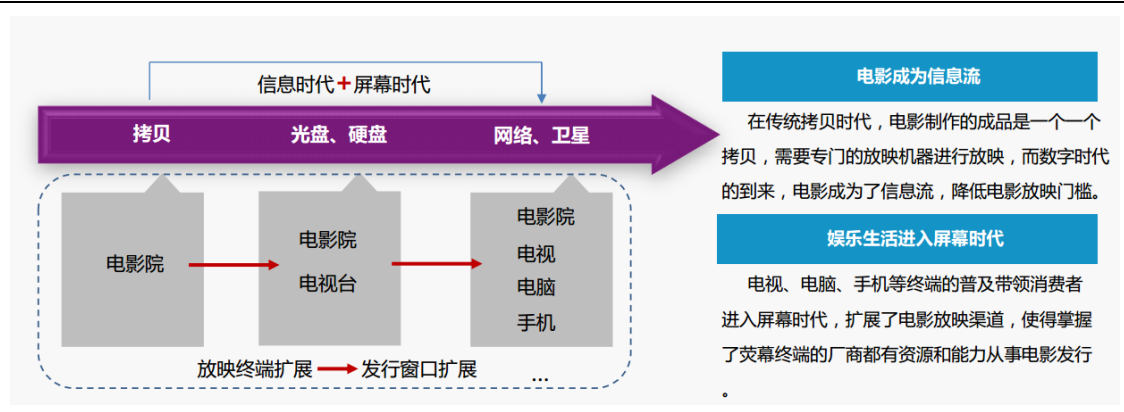
3.2. 电影发行市场尚显薄弱，行业集中度高

2015年，我国共生产获得公映许可证的故事片686部，但仅有320部影片上映，除了制作水平、影片属性以及影院终端不足等原因，产业链条上发行环节薄弱也一定程度上制约了影片上映数量。

我国发行公司行业门槛高，市场集中度高，竞争剧烈。2014年，包括中影集团和华影公司这两家具有进口影片发行权的公司在内，票房数量排名前十位的国内电影发行公司市场份额合计86.28%。

伴随着数字技术的发展及普及，数字化发行替代拷贝发行的趋势明显，大幅度降低影片发行成本，扩大影片放映范围。而且终端影院和银幕的高速增长使我国电影市场已能满足多部大片同时上映。一方面，电影发行介质的变革为发行公司多元化的影片推广运作提供了发展空间，亦对发行公司的专业化经营能力以及合作的院线网络资源等提出更高的要求，因此，对于能够与下游院线保持良好关系、甚至实现产业链一体化的发行公司而言，往往能够具有较大的发展潜力。

图表 13: 电影成为信息流，娱乐生活进入多窗口时代

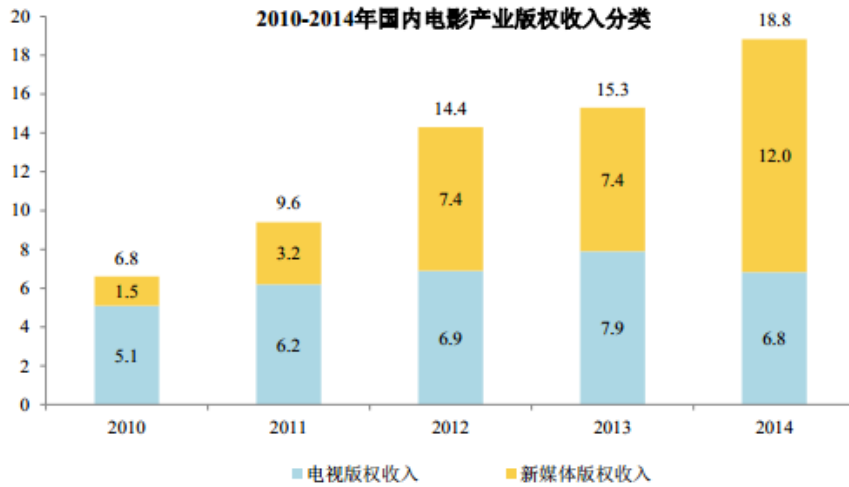


资料来源：艺恩咨询，东吴证券研究所

电影版权经营收入近年来持续上升，2014年总规模达到18.83亿，其中，随着盈利模式的成熟以及资金实力的壮大，国内视频网站对于内容的争夺日益激烈，从而推动新媒体版权收入维持在较高水平，达12.0亿，2010年-2014年年均复合增长率为68%。电影版权经营已逐渐成为除影院票房收入和广告收入之外的第三大收入渠道。

尽管中国电影产业的版权经营取得了长足的发展，但是相对于美国等电影产业发达国家，仍有较大的发展空间。美国电影的非票房版权收入比例高于票房收入，成为电影产业重要的收入来源。随着我国电影市场的发展、知识产权保护的加强和网络电视、有线电视、无线电视、新媒体等渠道建设的完善，未来版权经营在电影产业中的重要性将不断提高，形成电影产业的多层次发行结构，有助于专业化电影发行公司实现更为多元化的盈利渠道。

图表 14: 2010-2014 年国内电影产业版权收入分类, 新媒体版权收入比重上涨

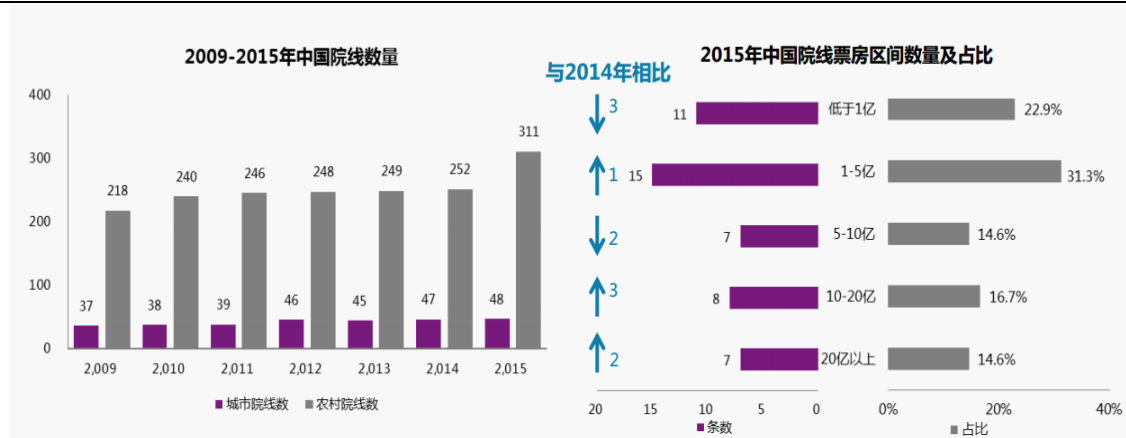


资料来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

3.3. 一亿以上票房院线占据大头, 单一终端走向产业链上游, 发挥多重作用

截止到 2015 年底, 中国城市院线数为 48 条, 农村院线 311 条, 放映 5438 万场次, 观影人次 12.60 亿, 刷新多项票房纪录。2015 年城市院线总票房为 438.5 亿元, 其中过亿院线为 37 条, 比 2014 年增加 4 条, 10 亿以上规模院线数量增长最多; 1-5 亿票房院线数量最多, 接近 1/3。

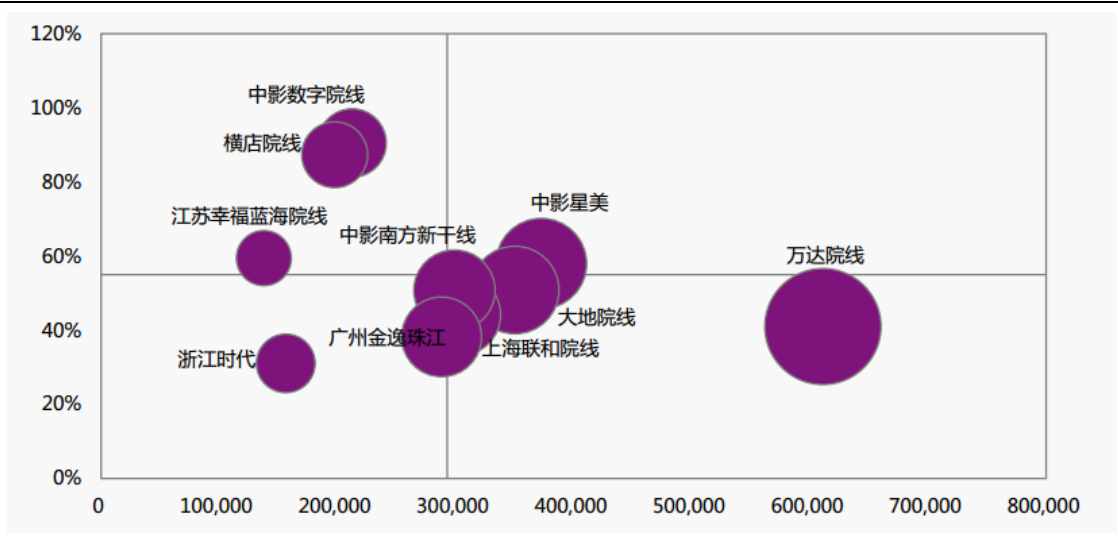
图表 15: 中国院线数量上涨, 一亿以上票房院线占据大头



资料来源: 艺恩咨询, 东吴证券研究所

我国院线行业市场格局高度集中。2015 年, 以票房收入衡量, 前五大院线市场份额占比超过 40%。Top10 院线在 2015 年一共贡献了 292.7 亿的票房, 占中国整体票房的 66.8%。其中上海联和院线以 31.5 亿的票房以及超过 40% 的增长率, 占市场份额 7.16%, 位居第四。

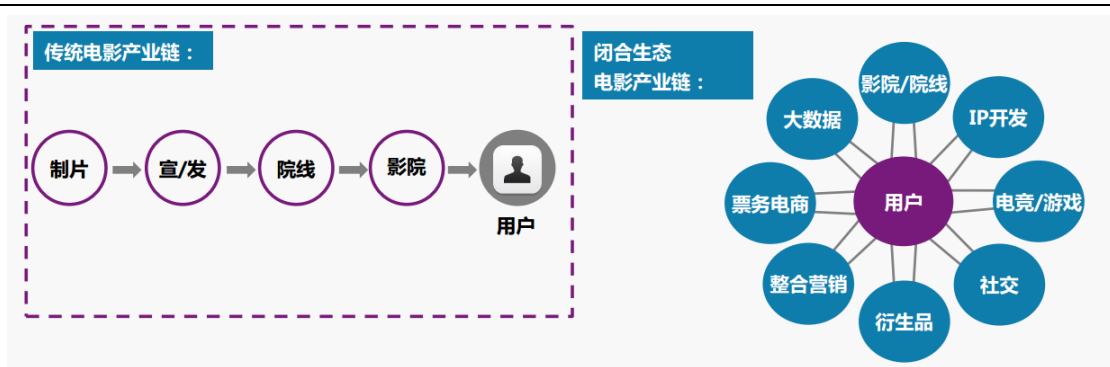
图表 16: 2015 年 Top10 院线市场份额及票房增长率, 联合院线位居第四



资料来源: 艺恩咨询, 东吴证券研究所

院线由单一终端走向产业链上游, 发挥更大作用。电影行业从“制作-发行-终端-用户”的线性布局向“用户中心”的闭合生态圈转型, 院线由以前的单一终端逐步渗透产业链上游, 从传统的票房收入向多元盈利模式转型, 在泛娱乐跨界合作不挖掘影院本身社交属性方面, 也将发挥更为重要的作用。

图表 17: 院线由单一终端走向产业链上游, 发挥多重作用

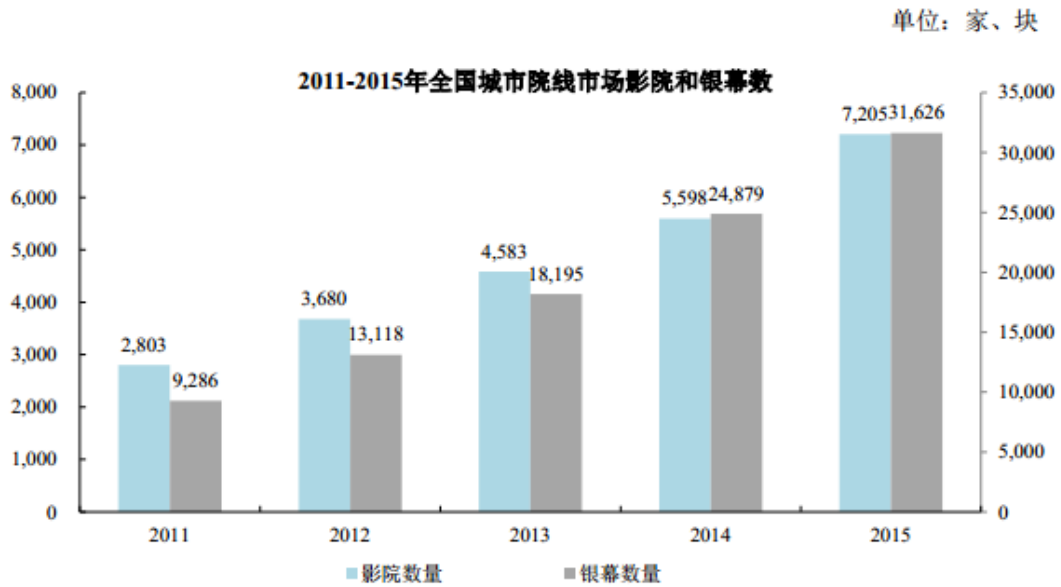


资料来源: 艺恩咨询, 东吴证券研究所

3.4. 影院、银幕数量增长, 数字放映以及 3D、IMAX 等新型放映技术推动票房增长, 盈利渠道更加多元化

院线制改革以来, 全国影城数量从 2011 年的 2,803 家增长到 2015 年 7,205 家, 年均复合增长率达到 20.78%, 银幕数量从 2011 年的 9,286 块增长至 2015 年的 31,626 块, 年均复合增长率为 27.77%。过去的一年里, 几乎平均每一小时就会增加一块新的银幕, 总银幕数较去年增加 8027 块。银幕总数量的增长已成为推动中国电影票房增长的关键因素。

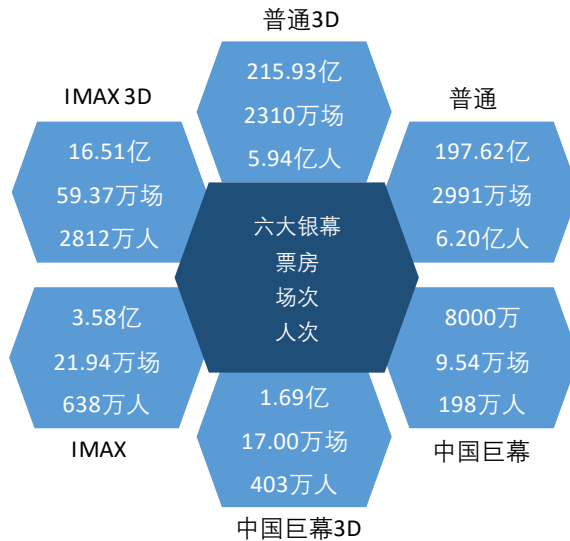
图表 18: 2011-2015 年全国城市院线市场影院和荧幕数



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

与此同时，我国数字放映以及 3D、IMAX 等新型放映技术的应用也在加快普及，推动影院向“第三代”迈进，在为观众提供更好的观影感受时，也有助于提升票房收入。截止到 2015 年，我国已经基本实现全面数字化放映，3D、IMAX 等也已占据票房收入的 55%。

图表 19: 六大银幕票房、场次、人次，银幕数激增助力票房增长



资料来源：2015 中国电影市场报告，东吴证券研究所

盈利渠道多元化开始显现。国外，票房收入并不是电影收入的最大来源，卖品销售、广告经营等均占据了相当高的营业收入。2014 年，中国电影贴片广告收入为 6.5 亿，映前广告收入为 12 亿，广告总收入从 2005 年的不足 1 亿增长至 2014 年的 33.5 亿。未来，中国影院经营将形成较为多元化的创收渠道。

4. 公司未来发展布局：强化自身优势，加大渠道和在线平台渗透力度

4.1. 产业链协同优势：形成完整发行放映产业布局，具有垂直一体化的协同发展优势

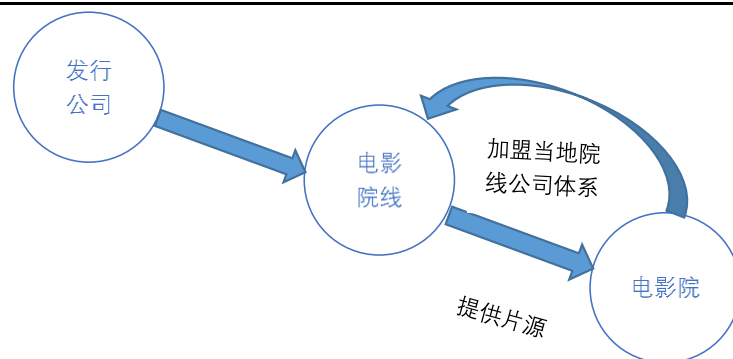
由于中国电影产业的市场化发展时间相对有限，仅有部分国有大型电影集团具备完整的电影产业链。上海电影是少数几个具有从发行到院线到影院一体化生产链的影业公司。

集团凭借专业化的发行能力，成熟的发行经验以及敏锐的市场洞察力，往往对影片的市场前景有着精准的判断与预测。在此基础上，公司选择合适的有前景的影片发行，并因地制宜得配置相关的营销推广策略，提高电影票房收入。

集团拥有的综合性院线作为连接发行公司与电影院的桥梁，一方面能够利用下游影院的渠道资源，有效支撑发行公司获得影片发行权，并根据市场情况向上游发行公司及时反馈市场信息，协助发行公司相应调整营销策略；另一方面，借助与上游发行公司之间紧密合作关系，院线公司也能为影院争取优质片源拷贝并提供排片、票房分析、影片宣发等服务，从而为吸引影院加盟、提升影院运营效率提供支持。

影院作为目前电影行业最重要的收入渠道，公司拥有的 276 块自有影院银幕为公司的发行业务和院线业务增强了议价能力。

图表 20：从发行到放映，上海电影布局生产链一体化



资料来源：东吴证券研究所

4.2. 区位经营优势：院线及自有影院进入全国重要票房市场

公司的院线及自有影院起步于全国重要的金融与商业中心——上海，并以此为中心在全国范围内辐射，目前公司已经在全国重要的票房市场完成了产业初步布局，形成了区位优势。一方面，公司依靠“连线、兼并”的策略，其隶属公司联和院线采取全方位的营销策略积极吸引加盟影院，在全国主要票房市场占据了显著的市场份额，并逐步发展为全国性院线。2015 年底，联和院线加盟影院 295 家，相比 2014 年度显著增长，遍布全国 26 个省级行政区，其中加盟的北京耀莱影城更是凭借

4.4. 领先技术打造顶级观影体验

公司主要定位于高端影院，目前，公司投资的影院已经基本上实现数字化放映，在现代化多厅影院以及高端影院经营方面形成了较为突出的竞争优势，上海永华影城及上海超极电影世界系全国首批五星级影院（共计六家），而上海影城则是“上海国际电影节”会场；此外，公司上海永华影城、昆明影城、辽宁新玛特影城、上海喜玛拉雅影城、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。同时先后制作试映多部4D电影，积累了包括4D特效电影开发人员、软件开发人员和技术经理的完整技术团队，形成独特自主研发技术优势。

4.5. 良好的品牌形象助力公司传播企业文化

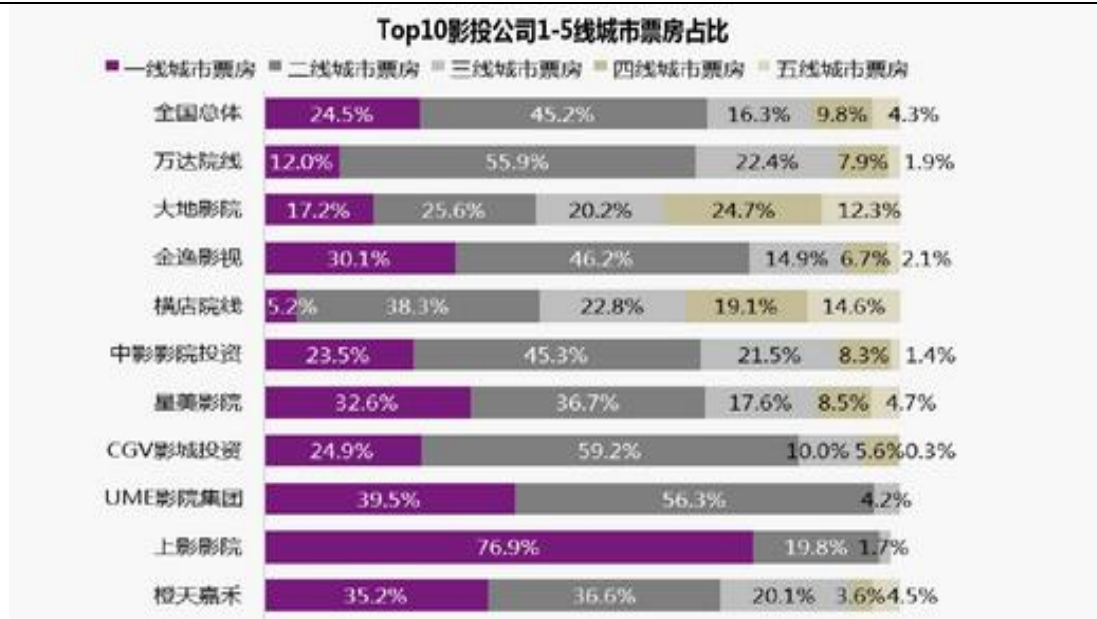
公司积极响应国家文化产业政策的号召，兼顾经济效益与社会效益，在满足观众观影需求的同时，不断提高观众观感体验，优先推展既向上又向善的影片资源；在公司业务稳定增长的同时，积极发展品牌建设，宣传企业文化价值。东方发行、联和院线均在行业内具有较高的知名度，而部分知名影院已经成为重要的电影文化艺术场所，例如，上海影城更是上海的电影文化地标以及“上海国际电影节”会场，拥有较高的市场声誉。同时联和院线推动的“电影阳光卡”等经营措施，在提高影院利用效率的同时，加强了联和院线及下属影院的市场影响力，获得了广大群众的欢迎和高度认可；2013年上海艺术电影联盟成立，公司旗下5家影院首批加入联盟，占联盟影院半数，积极开拓院线制下影院的专业化、个性化发展道路，满足观众对于高质量、多元化影片的观赏需求。

4.6. 加大二、三线城市市占率，扩张势在必行

随着一线城市影院建设的逐渐饱和，影院投资逐渐向二、三线城市流动，城市层级下沉。2014年新增1234家影院，除北京、上海、广州、深圳4个一线城市之外，二、三线城市共建设803家影院，占总影院数的65%，一线城市仅占10%。除一线城市影院建设市场的相对饱和之外，二、三线城市的建设和经济发展也是重要的原因，它们的人口规模都在百万以上，拥有一定的居民消费能力。此外，观影人群市场呈下沉化趋势，近年来，二、三线城市观影人次占比33%以上，巨大的市场潜力和相对合理化的成本投入，诱使影院投资公司纷纷将目光锁定二、三线城市。

相比于其他影投公司二线城市票房为主，上海影院属下上影影院一线城市票房占据绝对优势，这一方面说明公司已牢牢把握住以上海、广州等一线主要票房市场，另一方面也说明公司随着二三线电影市场的迅速发展和愈发的重要性，公司仍有很大发展空间和发展潜力去强化全国性的自有影院建设布局。公司也将瞄准这一部分市场，积极布局黄山、沈阳、宁波、昆明、青岛等潜力城市。

图表 22: Top10 影投公司 1-5 线城市票房占比



资料来源: 艺恩咨询, 东吴证券研究所

4.7. 发力在线票务, 注重数字营销.

2015, 全国在线购票在国内电影总票房中所占份额为 57.5%, 在线购票所带来的便捷性以及消费者移动端、碎片化消费模式的养成使这一比例还将不断攀升。在此背景下, 2013 年, 公司成立天下票仓网络平台经营影院网络代理售票业, 提供快捷、简单的网络购票体验。实现线上购票、营销、宣传, 与线下的取票机取票为一体用户消费体验, 实现 O2O 闭环。2015 年度公司网络票务实现收入 2,723.26 万元, 毛利率较上年提高 45.64 个百分点, 天下票仓平台目前网站日均访问量 10 万以上, 购票网络覆盖全国 500 余家影城, 取票终端网络业已覆盖 23 省市 70 余家影城, 全年售票 900 余万张, 票房合计约 2.4 亿元。此外, 天下票仓亦与多家同业或异业平台合作, 如前五大在线选座及团购平台格瓦拉、美团网、时光网、蜘蛛网及大众点评网, 建立了多个公开资讯发布渠道, 联合推出多项线上线下联动的营销推广活动, 推动公司、影院与合作方业务的共同发展。

图表 23: 上海电影设立天下票仓平台, 打造在线票务市场



资料来源: 公开资料, 东吴证券研究所

资产负债表 (百万)

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	855.60	1116.41	1463.71	1961.41
现金	577.39	795.78	1073.93	1481.59
应收账款	216.66	227.45	289.76	366.14
其它应收款	13.04	42.55	48.82	59.95
预付账款	3.76	4.86	6.04	7.44
存货	3.26	4.29	3.68	4.80
其他	41.48	41.48	41.48	41.48
非流动资产	788.37	628.46	720.96	774.77
长期投资	296.66	306.66	318.66	330.66
固定资产	194.74	210.84	293.16	336.75
无形资产	238.79	52.79	50.96	49.19
其他	58.17	58.17	58.17	58.17
资产总计	1643.97	1744.87	2184.67	2736.18
流动负债	756.00	627.12	782.56	974.35
短期借款	183.93	0.00	0.00	0.00
应付账款	309.31	279.60	358.23	447.96
其他	262.76	347.52	424.33	526.39
非流动负债	60.97	63.97	66.97	68.97
长期借款	6.86	9.86	12.86	14.86
其他	54.11	54.11	54.11	54.11
负债合计	816.98	691.10	849.53	1043.32
少数股东权益	45.60	57.28	71.95	89.99
股本	280.00	280.00	280.00	280.00
资本公积	6.38	6.38	6.38	6.38
留存收益	469.36	684.46	951.16	1290.84
归属母公司股东	781.40	996.50	1263.19	1602.87
负债和股东权益	1643.97	1744.87	2184.67	2736.18

现金流量表 (百万)

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	309.17	267.98	393.61	493.97
净利润	200.17	226.78	281.37	357.71
折旧摊销	61.04	45.71	49.50	58.19
财务费用	4.81	3.80	1.02	1.32
投资损失	-28.96	-23.72	-24.56	-25.01
营运资金变动	75.86	15.40	86.28	101.76
其它	-3.75	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-268.43	137.92	-117.44	-86.99
资本支出	-153.79	124.20	-130.00	-100.00
长期投资	-169.38	-10.00	-12.00	-12.00
其他	54.74	23.72	24.56	25.01
筹资活动现金流	21.89	-187.51	1.98	0.68
短期借款	0.00	-183.93	0.00	0.00
长期借款	0.00	3.00	3.00	2.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	21.89	-6.57	-1.02	-1.32
现金净增加额	62.63	218.39	278.15	407.67

利润表 (百万)

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	900.18	1112.68	1392.10	1755.17
营业成本	581.79	722.47	896.71	1112.00
营业税金及附加	7.62	12.18	13.67	17.50
营业费用	18.62	24.48	34.80	52.66
管理费用	107.86	132.41	169.84	228.17
财务费用	-1.19	-25.98	-33.27	-55.01
资产减值损失	3.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	28.96	23.72	24.56	25.01
营业利润	210.60	270.84	334.91	424.86
营业外收入	28.09	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.55	0.00	0.00	0.00
利润总额	238.14	270.84	334.91	424.86
所得税	37.96	44.05	53.55	67.15
净利润	200.17	226.78	281.37	357.71
少数股东损益	7.40	11.68	14.67	18.03
归属母公司净利润	192.77	215.10	266.69	339.68
EBITDA	245.33	266.85	326.58	403.03
EPS(元)	0.52	0.58	0.71	0.91

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	0.28	0.24	0.25	0.26
营业利润	0.23	0.29	0.24	0.27
归属于母公司净利	0.19	0.12	0.24	0.27
获利能力				
毛利率	0.35	0.35	0.36	0.37
净利率		0.21	0.19	0.19
ROE(%)	0.25	0.22	0.21	0.21
ROIC(%)	0.93	-12.22	-11.12	-3.59
偿债能力				
资产负债率(%)	0.50	0.40	0.39	0.38
净负债比率(%)	0.27	0.03	0.02	0.02
流动比率	1.13	1.78	1.87	2.01
速动比率	1.13	1.77	1.87	2.01
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.66	0.71	0.71
应收账款周转率	4.58	—	4.85	—
应付账款周转率	3.48	—	3.76	—
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊)	0.52	0.58	0.71	0.91
每股经营现金流	0.83	0.72	1.05	1.32
每股净资产(最新)	2.09	2.67	3.38	4.29
估值比率				
P/E	0.00	67.60	54.52	42.81
P/B	0.00	14.59	11.51	9.07
EV/EBITDA	-1.50	37.97	30.18	23.45

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免責聲明

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>

