

# 中国电影 (600977)

## —电影产业“龙头”，进口片直接受益者

投资评级 买入 评级调整 首次推荐 收盘价 23.54 元

### 投资要点:

#### 1、进口分账片引进数量有望增加，公司与华夏“独享”进口片发行

进口片“一家引进、两家发行”的政策无松动迹象，公司与华夏平分进口片的发行。进口片 2016 年票房收入为 190 亿元，同比增长了 12%，远远高于国内去年总票房增速。

2017 年 2 月 17 日《中美电影备忘录》已到期，未来进口片引进数量大概率增加，更多优质海外大片进入国内，对国内观影人群有巨大的拉动作用。

2017 年有多部好莱坞大片上映，已上映的《终极特工：终极回归》票房 11.28 亿元、《金刚狼 3：殊死一战》7.28 亿票房，正在上映的《金刚：骷髅岛》4 天票房收入已超 6 亿，后期《变形金刚 5》、《速度与激情 8》等多部系列 IP 电影将上映，其中《速度与激情 8》公司参与投资，金额为 1500 万美元，预计将直接给公司带来投资收益及积极影响。

去年进口分账片数量为 38 部，根据新传智库的统计，2015 年和 2016 年进口分账片的单部均票房分别为 4.25 亿元、3.82 亿元，则均值为 4.04 亿元/部，《中美电影备忘录》已到期，进口分账片大概率扩量，假设公司取得进口分账片片发行票房收入=进口片净票房收入\*15.5%\*0.5，据此我们可以大致测算出中国电影发行分账片的预期票房收益为 15 亿-16 亿。

#### 2、中国票房市场有望成为全球第一 公司或将受益

2016 年国内票房遇冷，票房增长仅增长 3%，票房市场进入“瓶颈期”，主要原因是影片质量没有提高，并非国内票房市场已到顶。在电影票价平稳的时候，票房市场的增长主要依赖观影人次的提升，影响观影人次的主要因素是观影频率。

目前国内人均观影人次仅为 1 次，远远低于国外城市市场的 3-4 次/人，如果仅考虑城镇人口，城镇人均观影次数也仅有 1.7 次，也大大低于国外成熟市场的人均观影次数。

观影人群的观影次数主要取决于影片的质量，2016 年电影票房 TOP10 的评分均值为 6.6，低于 2015 年的 7 分。国产片经过多年的发展之后，势必会有一个质的飞跃，加上进口片放量带来的优质片，国内票房市场 1000 亿有望近几年被突破。

#### 3、以发行为主体的全产业链型公司，是国内电影市场的龙头，

公司背靠中影集团，集制片制作、发行、放映、影视服务为一体，强大的制作能力为公司提供稳定可靠的主旋律电影，发行地位依托于进口片，实力不容小觑，控股 3 家院线和参股 4 家院线，且只有影院近百家，合计市场占有率 28%左右，中国巨幕是国内唯一可以对抗 IMAX 的技术设备，未来发展空间较大。

发布时间：2017 年 4 月 10 日

### 主要数据

52 周最高/最低价(元)	38.83/12.84
上证指数/深圳成指	3269.39/10603.28
50 日均成交额(百万元)	305.31
市净率(倍)	9.17
股息率	

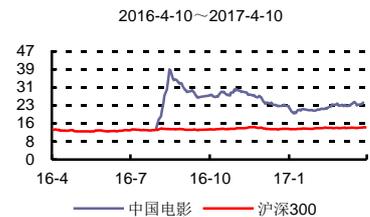
### 基础数据

流通股(百万股)	467.00
总股本(百万股)	1867.00
流通市值(百万元)	10993.18
总市值(百万元)	43949.18
每股净资产(元)	2.57
净资产负债率	113.63%

### 股东信息

大股东名称	中国电影集团公司
持股比例	67.36%
国元持仓情况	

### 52 周行情图



### 相关研究报告

### 联系方式

研究员： 孔蓉  
 执业证书编号：S0020512050001  
 电 话： 021-51097188-1872  
 电 邮： kongrong@gyzq.com.cn  
 地 址： 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安  
 徽国际金融中心 A 座国元证券  
 (230000)

#### 4、盈利预测和估值

公司作为国内电影产业的龙头，能够充分享受国内巨大的电影市场空间，看好公司未来的发展前景，预测公司 2016 年、2017 年、2018 年的营业收入为 84.4 亿、104.2 亿、130.9 亿，EPS 分别为 0.50 元、0.64 元、0.82 元，对应目前股价的 PE 分别为 48 倍、38 倍、29 倍，给予“买入”评级。

#### 5、风险提示

进口片引进不及预期、国内电影市场增速放缓、行业竞争激烈

## 目录

1、资源丰富，业务“即全又强” .....	6
1.1 国资背景“特设”，背靠广电总局 .....	6
1.2 中影集团做大股东，子公司群遍布产业链各环节 .....	6
1.3 四大业务模块，财务数据亮眼 .....	7
1.4 财务数据分析 .....	8
2、国内电影市场空间依然较大，进口片分账片引进数量有望增加 .....	9
2.1 中国电影曲折中前进，制作弱、发行及放映“热” .....	9
2.2 美国电影产业完善，票房市场空间已到“天花板” .....	17
2.3 全球票房龙头是北美，增长动力是中国 .....	22
2.4 票房增长仍有较大空间，市场到达千亿只是时间问题 .....	26
2.5 《中美电影备忘录》已到期，进口片引进数量有望增加 .....	29
3 “制作-发行-放映-服务”全产业链一条龙，彰显行业龙头地位 .....	34
3.1 制片能力强，制作实力傲视群雄 .....	34
3.2 国内发行巨头，与华夏电影共享进口片发行 .....	35
3.3 控股及参股多家院线，放映业务是未来的看点 .....	38
3.4 中国放映设备的代表：中国巨幕 .....	39
4、盈利预测与估值 .....	41
5、风险提示 .....	41
图 1 公司历史沿革 .....	6
图 2 公司股权结构 .....	7
图 3 公司控股子公司 .....	7
图 4 主营构成收入占比 .....	8
图 5 营业收入情况 .....	9
图 6 归属母公司净利润情况 .....	9
图 7 毛利率与净利润 .....	9
图 8 公司“三费”情况 .....	9
图 9 中国电影票房表现 .....	10
图 10 中国观影人次变化 .....	10
图 11 中国电影发展阶段 .....	10
图 12 我国电影产业链布局及主要参与者 .....	11
图 13 国产电影的分账 .....	11
图 14 国产电影数量及上映比 .....	12
图 15 国产片与进口片票房表现 .....	12
图 16 2015 年国内制片 TOP10 .....	12
图 17 国产电影发行市场占比情况 .....	13
图 18 进口片引进流程 .....	13
图 19 进口片票房分账详解 .....	14
图 20 中国电影及华夏电影“坐享”进口片发行收益 .....	14
图 21 院线与影院的关系 .....	15
图 22 美国电影产业发展阶段 .....	17
图 23 美国电影产业链 .....	17
图 24 美国票房表现 .....	22
图 25 美国票房增速 .....	22

图 26 北美地区观影次数表现 .....	22
图 27 北美地区人均观影次数变化 .....	22
图 28 全球票房收入（十亿美元） .....	23
图 29 国际票房收入（十亿美元） .....	23
图 30 2015 年全球票房 TOP10 .....	23
图 31 中国人均 GDP 的标下 .....	24
图 32 《泰坦尼克号》前后两次上映的表现 .....	24
图 33 中美票房表现对比 .....	24
图 34 中美票房差 .....	24
图 35 中美两地区人口差距 .....	24
图 36 中美两地区观影人次差距 .....	24
图 37 北美与中国人均观影次数对比 .....	25
图 38 中国、北美及韩国三地区人均观影次数对比 .....	25
图 39 票房空间逻辑 .....	26
图 40 中国观影人次变化 .....	27
图 41 人均观影人次变化 .....	27
图 42 中美人口数量对比 .....	27
图 43 国内银幕数量变化 .....	27
图 44 北美地区人均观影次数变化 .....	28
图 45 2015 年中、美、韩人均观影次数对比 .....	28
图 46 北美地区电影票价变化 .....	28
图 47 国内电影票价变化 .....	28
图 48 《金刚：骷髅岛》不同技术下的电影票价 .....	28
图 49 各类型进口片代表 .....	30
图 50 进口片的演进史 .....	31
图 51 《中美电影备忘录》主要条款及中国电影产业的外资限制 .....	32
图 52 进口分账片数量变化 .....	32
图 53 进口买断片数量变化 .....	32
图 54 国内影片上映数量 .....	33
图 55 进口片票房占比情况 .....	33
图 56 2016 年国产片与进口片数量对比 .....	33
图 57 2016 年国产片与进口片票房对比 .....	33
图 58 公司全产业链分布 .....	34
图 59 中影电影数字制作基地 .....	35
图 60 《变形金刚 5》与《速度与激情 8》 .....	38
图 61 影视服务营收情况 .....	41
表 1 2015 年及 2016 年票房 TOP10 国产片与进口片对比 .....	12
表 2 国产电影发行 TOP10 .....	13
表 3 2016 年中国院线 TOP10 数据情况 .....	15
表 4 近期上市公司并购影院情况汇总 .....	16
表 5 美国电影产业环节公司 .....	18
表 6 美国电影等级 .....	20
表 7 好莱坞票房“阶段式分账制” .....	21
表 8 2016 年 1 月北美上映影片前三周票房占比 .....	21
表 9 国内票房空间具体测算 .....	29

表 10 进口片类型区分 .....	30
表 11 2015-2016 未引进的北美票房 TOP20 影片 .....	33
表 12 公司电影制片数量 .....	34
表 13 公司主导或参与过亿票房影片数量 .....	34
表 14 公司主导或参与发行的国内外影片情况 .....	35
表 15 公司主导或参与发行的过亿国内外影片情况 .....	36
表 16 中国电影分账片发行收益测算 .....	36
表 17 2017 年进口大片汇总 .....	36
表 18 “速度与激情”与“变形金刚”IP 系列电影表现 .....	38
表 19 2016 年中国院线 TOP10 数据情况 .....	38
表 20 公司控股与参股院线的市场占有率 .....	39
表 21 公司电影放映业务收入与市场份额情况 .....	39
表 22 中国巨幕与 IMAX 的对比 .....	40
表 23 中国巨幕销售情况 .....	40

## 1、资源丰富，业务“即全又强”

### 1.1 国资背景“特设”，背靠广电总局

公司是根据财政部批复设立的国资背景的股份公司，公司成立于 2010 年，发起人有中影集团、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。设立之初，中影集团出资占股权比例为 93%，其余 7 家发起人占股均为 1%。

公司设立之初由中影集团牵头，中影集团为全资国有，隶属于广电总局，集团资源丰富。公司前后从中影集团、华龙制作获得了优质资产，包括 2011 年向中影集团及华龙制作公司收购上海中影环银电影城有限公司等 16 家公司股权，向华龙制作公司收购其所拥有的动漫平台项目，将中国电影网纳入公司。

图 1 公司历史沿革



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

### 1.2 中影集团做大股东，子公司群遍布产业链各环节

公司上市之前，中影集团股权占比为 93%，其余 7 家股东各占 1%，股权结构为“一大七小”，上市之后股权分流，社会公众持股 25%，原 8 大股东股权减少，但是中影集团的股权占比依然是大头，占比为 67.36%，同时引入全国社保基金，占比为 2.5%。

图 2 公司股权结构

股东名称	本次 A 股发行前		本次 A 股发行后	
	持股数 (万股)	所占比例	持股数 (万股)	所占比例
中影集团 (SS) <sup>注</sup>	130,200	93%	125,768.25	67.36%
中视总公司 (SS)	1,400	1%	1,352.35	0.72%
央广传媒 (SS)	1,400	1%	1,352.35	0.72%
长影集团 (SS)	1,400	1%	1,352.35	0.72%
江苏广电 (SS)	1,400	1%	1,352.35	0.72%
歌华有线	1,400	1%	1,400.00	0.75%
电广传媒	1,400	1%	1,400.00	0.75%
中国联通 (SS)	1,400	1%	1,352.35	0.72%
全国社会保障基金理事 会	-	-	4,670.00	2.50%
公众投资者	-	-	46,700.00	25.01%
<b>总计</b>	<b>140,000</b>	<b>100.00%</b>	<b>186,700.00</b>	<b>100.00%</b>

注：SS：代表 State-owned shareholder，即国有股股东。

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

公司从设立之初就掌控了影视全产业链资源，从制片制作到宣发，再到院线及放映，全部涉足其中，并且还拥有全亚洲最大的拍摄数字基地及巨幕设备，公司产业链非常齐全，资源配比是国内其他公司无法比拟的。

图 3 公司控股子公司

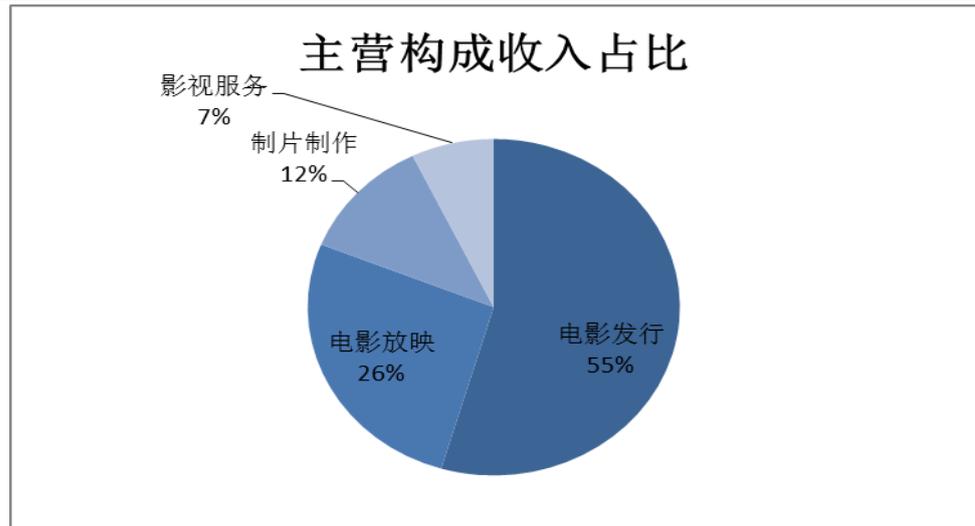


资料来源：公司公告、国元证券研究中心

### 1.3 四大业务模块，财务数据亮眼

本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。

图 4 主营构成收入占比



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

### 影视制片制作业务

包含了影视制片和影视制作两个模块，影视制片主要是策划环节，包括了项目策划、项目筹备及制片管理；而影视制作主要是具体项目的实施环节。

### 电影发行业务

主要包括电影发行业务、电影营销业务、电影进口受托业务、电影出口业务。近三年，本公司通过独立发行、联合发行、代理发行与协助发行等多种方式，共主导或参与发行国产影片 790 部，实现票房 327.42 亿元，占全国近三年国产影片票房总收入的 58.41%。

### 电影放映业务

主要包括电影院线业务与影院投资经营业务。截至 2015 年末，本公司在全国 49 条城市院线中拥有 3 条控股院线和 4 条参股院线，覆盖了全国 32 个省、自治区、直辖市的 221 个大中城市。以截至 2015 年末的数据计算，本公司控股和参股院线拥有的加盟影院数量占全国城市影院总量的 28.90%。2014 年和 2015 年，本公司下属 3 条控股院线分别实现票房 55.28 亿元和 88.89 亿元，分别占全国票房总额的 18.65%和 20.17%。

### 影视服务业务

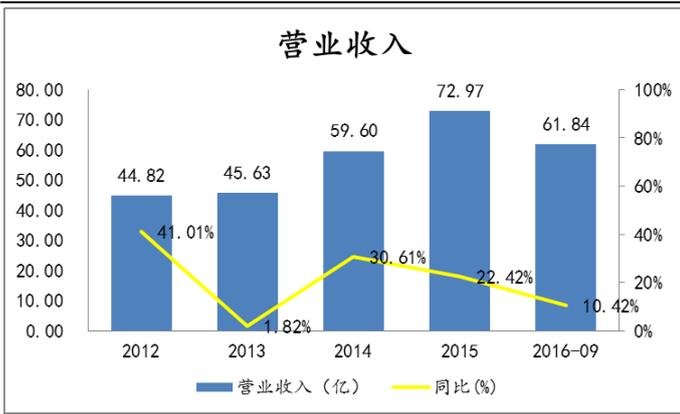
主要包括影视器材销售业务及其他影视服务业务。2011 年，本公司与电影科研机构合作研发了中国巨幕系统，该系统对标 IMAX 银幕系统，中国巨幕现已逐步成熟，已面上市场推广。

## 1.4 财务数据分析

公司 2015 年实现营业收入 72.57 亿元，同比增长 22%，2016 年前三季度共实现营业收入 61.8 亿元，同比增长 10%；2015 年公司归属于母公司净利润 8.68 亿元，大涨 75.88%，2016 年前三季度归属母公司净利润 6.91 亿元，同比增长 3.31%。

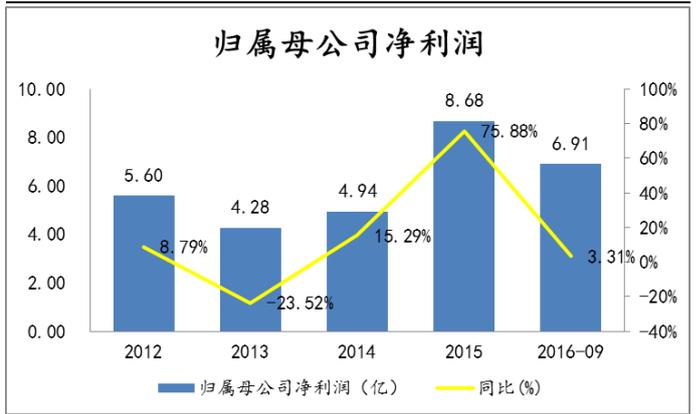
公司销售毛利率较为平稳，2016 年前三季度的毛利率为 20.56%，净利率 13.19%，净利率近两年有所增长；公司销售费用、管理费用和财务费用较为平稳。

图 5 营业收入情况



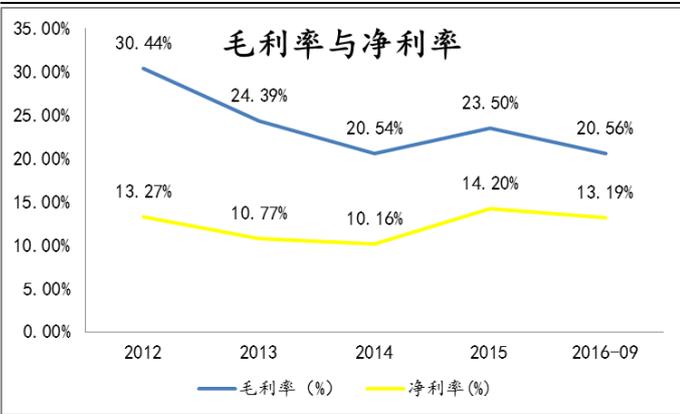
资料来源：wind、国元证券研究中心

图 6 归属母公司净利润情况



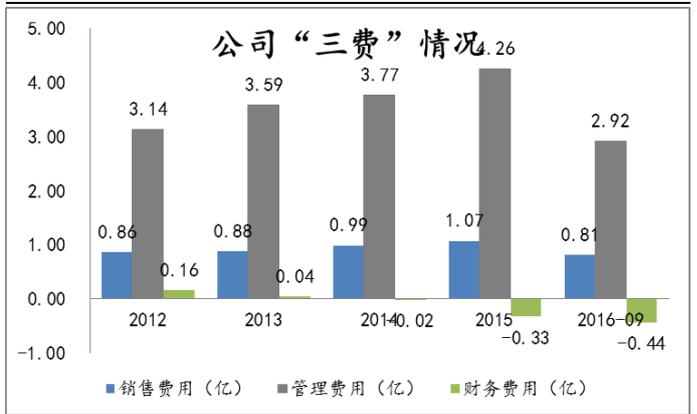
资料来源：wind、国元证券研究中心

图 7 毛利率与净利润



资料来源：wind、国元证券研究中心

图 8 公司“三费”情况



资料来源：wind、国元证券研究中心

## 2、国内电影市场空间依然较大，进口片分账片引进数量有望增加

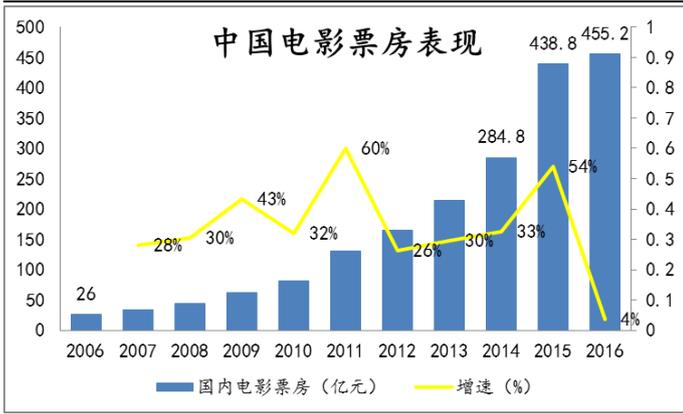
### 2.1 中国电影曲折中前进，制作弱、发行及放映“热”

票房 2016 年之前增速较高，其中 2015 年的增速高达 54%，2014 年为 33%，2016 年的票房增速放缓，票房为 455.2 亿元，增速从上一年度的 54% 降为 4%，观影人次 13.8 人次，人均观影人次为 1 次，增速亦降为 9.5%。

票房市场的大幅波动原因是多方面，其中影片质量和票补行为对票房的波动起到了主要的作用，影片质量是一个长期提高发展的过程，而票补行为则直接助推了票房的高速增长，根据光线传媒董事长及万达院线总裁透露的数据，2015 年票补高达 40 亿元，约占总票房的 10% 左右，进入 2016，在线电影票务平台格局已定，票补大大缩水，对 2016 年整个票房市场的增速产生了直接的影响。

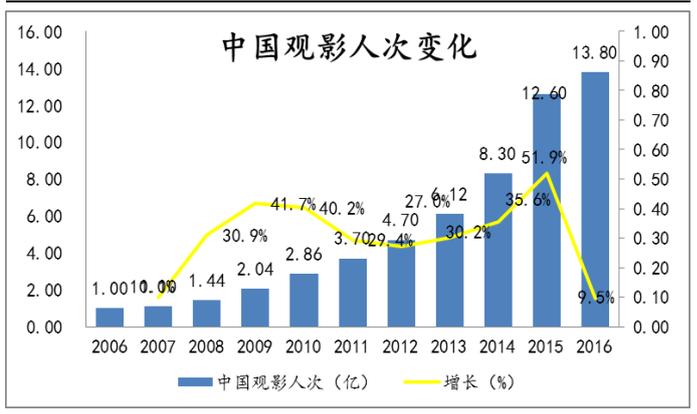
整体来看，国内票房市场增长进入一个瓶颈期，欲延续前几年的高速增长较困难。

图 9 中国电影票房表现



资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

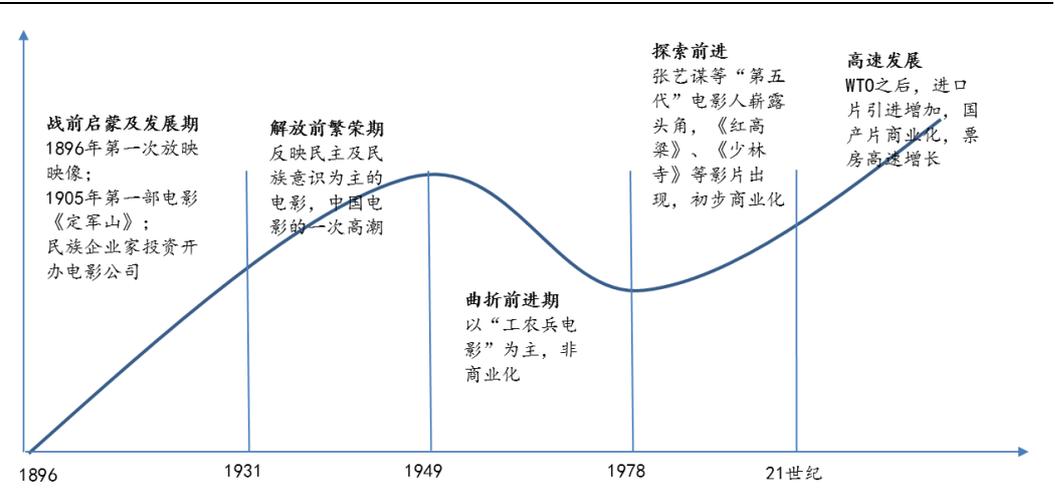
图 10 中国观影人次变化



资料来源：wind、艺恩智库、国元证券研究中心

中国电影的发张起源较早，但是过程较艰难，大致可以分为五个阶段：战前启蒙及发展阶段（1896年-1931年），这个时期电影刚被引进国内，多是电影尝试；解放前繁荣期（1931年-1949年），战争期间的电影反映民主与民族意识为主，民族企业家开始投资电影，特别是民国时期的上海，电影产业基本形成，电影明星出现；解放之后曲折前进（1949年-1978年），以工农兵电影为主，时代感较强，电影商业化受限；摸索中前进（1978年-2000年），第五代电影人为代表的出了许多出色的影片，国产影片尝试商业化运作，1994年开始，引进国外影片；21世纪之后，国产电影彻底商业化，产业链逐步完善，进口片数量引进“扩量”，票房市场“一路飙升”。

图 11 中国电影发展阶段

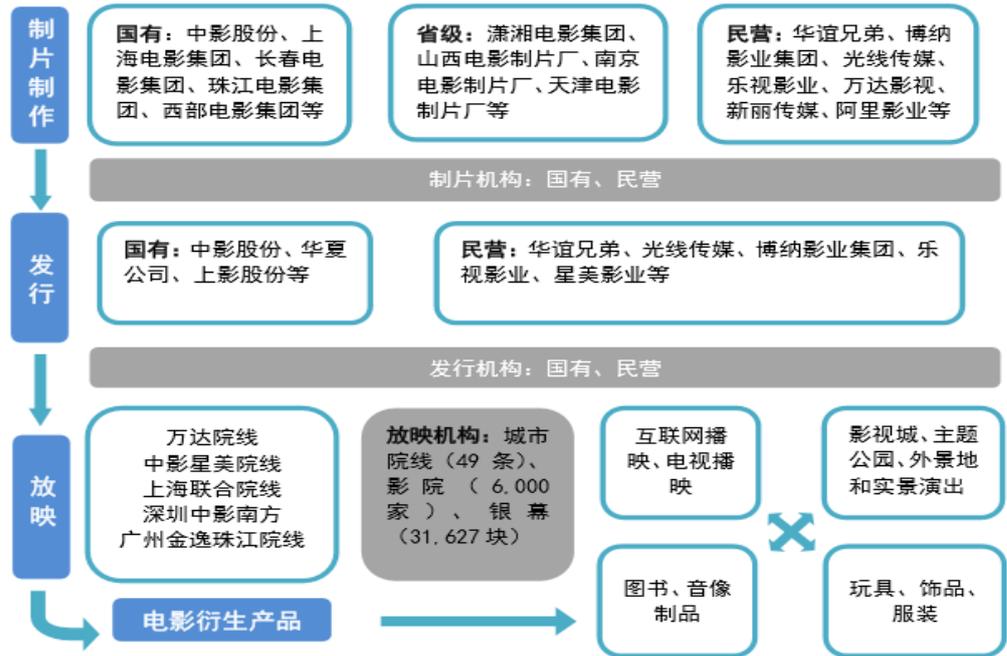


资料来源：国元证券研究中心

国内电影产业发展尽管时间较长，但是发展进程曲折，产业链并不完善，特别是在制作环节，长时间以来国产片都是产量大，但是高质量的影片少，国内票房市场依靠进口片来动，在发行和放映环节发展较为顺利，特别是在互联网的推动下，电影的宣发较为成功，院线的发展和影院扩建速度加快。

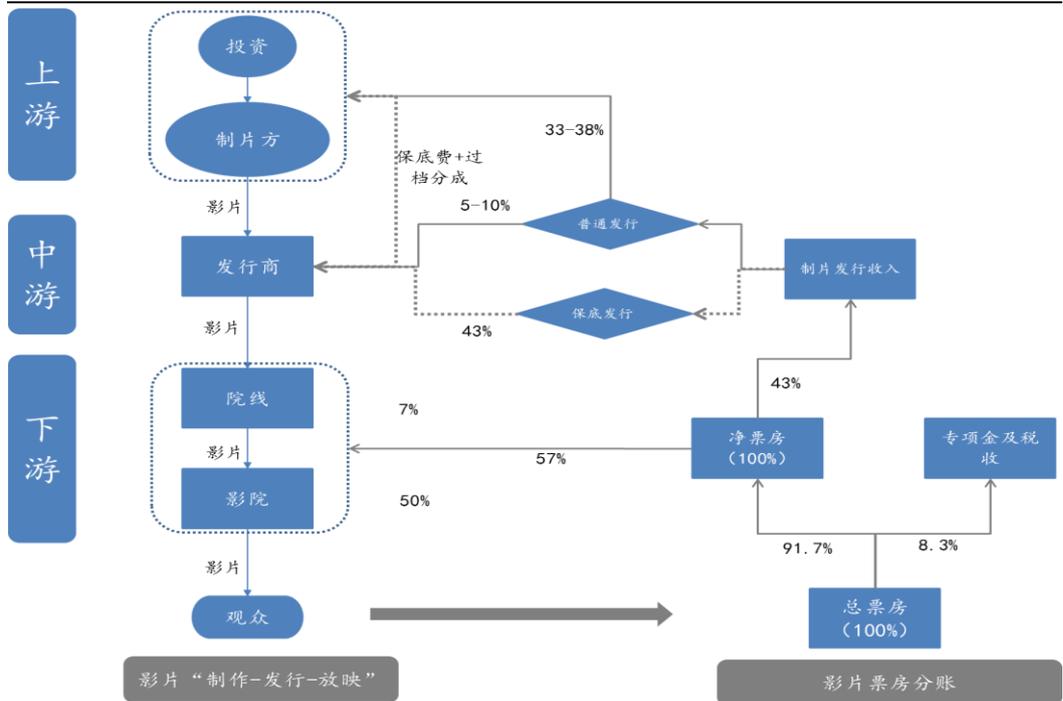
国内电影产业各环节的分账较为稳定，票房首先需要上交国家专项金及税收 8.3%，减去上交国家部分之后再向院线（含影院）、制片发行方分账，一般来说，院线分的净票房收入的 57%（约总票房的 53%），其余部分归制片发行方所有，根据具体发行方式再内部分账。

图 12 我国电影产业链布局及主要参与者



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

图 13 国产电影的分账



1) 制片制作环节，国产片产量大，上映数量及票房表现逐步提升

2000 年之后，国产电影（故事片）进入了迅猛发展时期，2002 年产量突破 100 部，2012 年到达一个高峰期，产量为 745 部，但是上映的电影只有 231 部，上映比为 31%，2016 年国产电影产量的产量为 772 部，上映比为 49%，国产电影上映数量逐渐在增加。

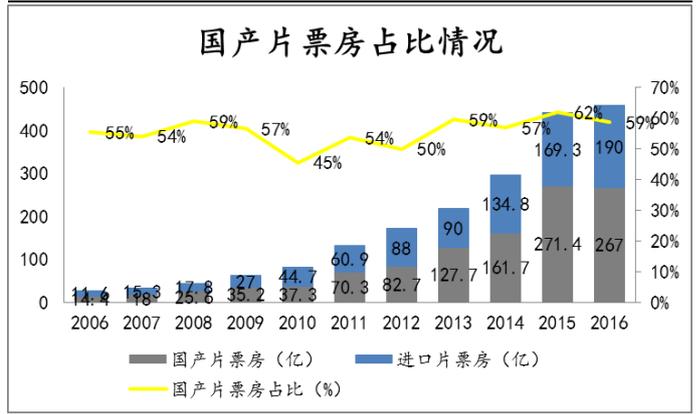
全国上映影片中，国产影片数量一直占据绝大多数，进口片引进数量受政策限制，2016 年进口片数量仅为 90 部。但是票房占比上，进口片一直以来都占据五成左右的票房比例，伴随国产片质量和口碑的提升，国产片票房占比有所上升，2016 年国产片票房占比约为 58%

图 14 国产电影数量及上映比



资料来源：wind、艺恩智库、国元证券研究中心

图 15 国产片与进口片票房表现



资料来源：wind、艺恩智库、国元证券研究中心

国产电影的上映比一直在上升，票房表现也逐渐转好，在每年的票房 TOP10 排名中，国产电影在数量和票房上都开始占据主动，利润 2015 年的票房 TOP10 中，国产片占了 7 位，平均票房高达 15 亿元，占 TOP10 总票房的 66%，票房冠军为国产片《捉妖记》（票房 24.4 亿元）。2016 年票房 TOP10 中国产片占 6 位，冠军为国产片《美人鱼》（票房 33.92 亿元）。

国产片在数量和票房上转好，但是质量依然有待提升，口碑上依然大大不如进口片，2015 年国产片的豆瓣评分平均为 6.8，进口片的评分则为 7.7，2016 年的对比更加明显，国产片评分仅为 5.7 分，进口片 8.1 分，相差巨大，国产片“高票房，低口碑”现象依然严重。

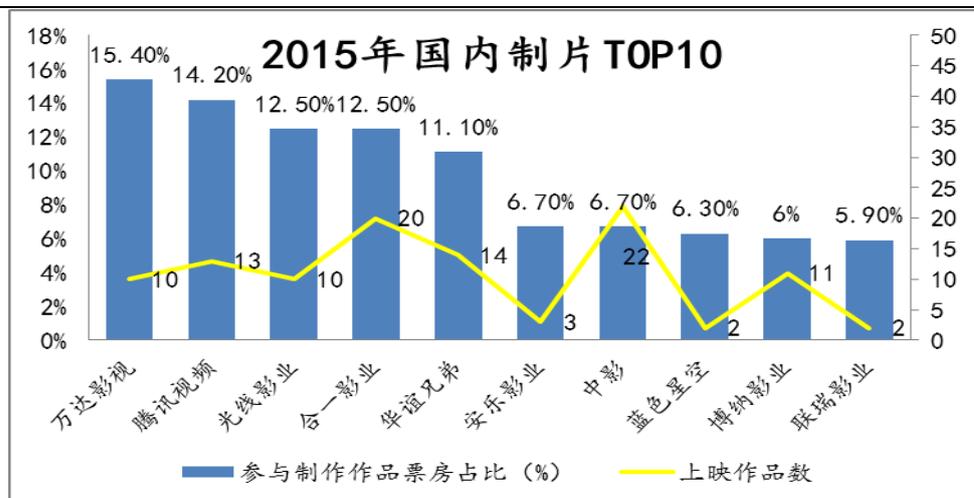
表 1 2015 年及 2016 年票房 TOP10 国产片与进口片对比

时间	国产片数量占比	国产片票房占比	国产片豆瓣评分	进口片豆瓣评分
2015 年	70%	66%	6.8	7.7
2016 年	60%	63%	5.7	8.1

资料来源：艺恩智库、豆瓣、国元证券研究中心

在制片环节，传统国企制片厂已经大大落后于民企制片公司，国企单位的商业化运作不如民企单位灵活，对市场的反应较慢。2015 年制片前五都是民营影视公司，前十名中仅有中影和蓝色星空是国企背景。

图 16 2015 年国内制片 TOP10



资料来源：艺恩咨询、国元证券研究中心

## 2) 国产片发行，市场由民营企业掌控

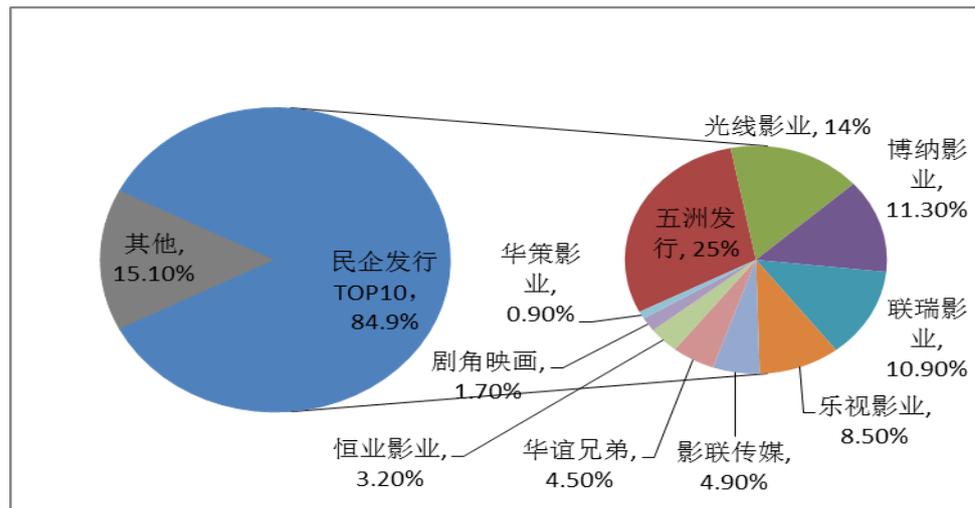
发行环节可以分为两种，一种是国产片的发行，国产片的发行主要以民营发行公司为主，民营发行公司 TOP10 基本垄断国产片的发行，2015 年 TOP10 民营发行公司占有市场比例高达 84.9%，其中五洲发行和光线影业比例最高，分别高达 25%和 14%。

表 2 国产电影发行 TOP10

公司名称	票房 (亿元)	发行数量
五洲发行	67.5	14
光线影业	37.9	11
博纳影业	30.6	13
联瑞影业	29.5	3
乐视影业	23	13
影联传媒	13.2	7
华谊兄弟	12.2	9
恒业影业	8.8	8
剧角映画	4.7	4
华策影业	2.4	4

资料来源：艺恩咨询、国元证券研究中心

图 17 国产电影发行市场占比情况



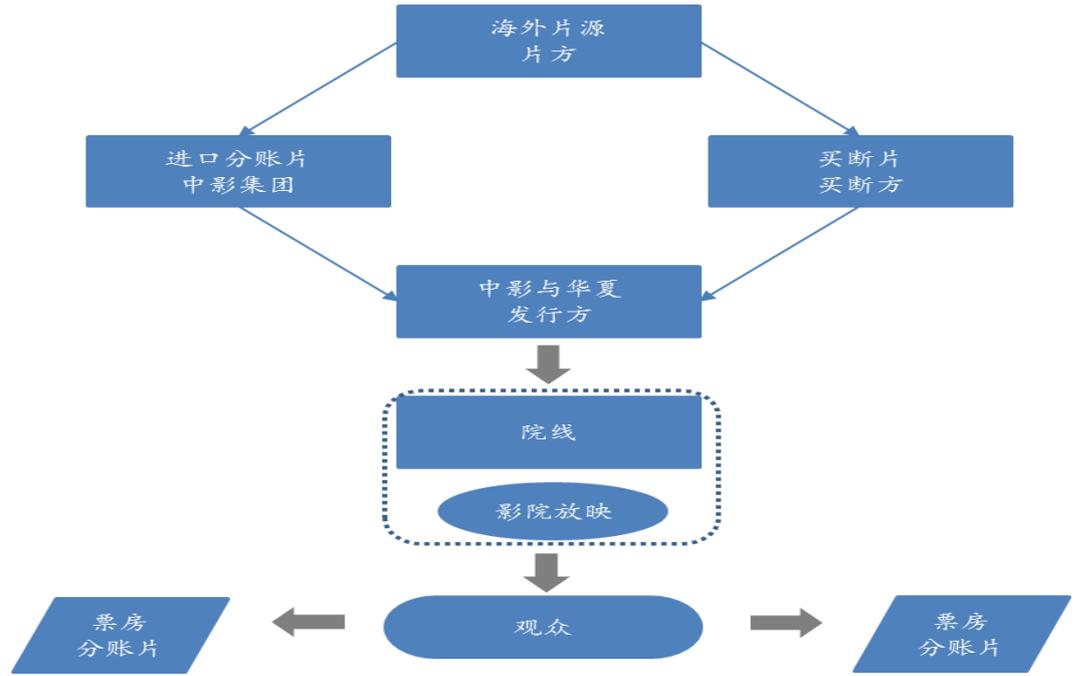
资料来源：艺恩咨询、国元证券研究中心

### 3) 进口片发行“一家进口，两家发行”

受制于我国特殊国情，进口片长期以来实行的是“一家进口，两家发行”制度，由中影集团负责引进，中影和华夏作为国内授权单位进行发行。受此政策的影响，中影和华夏一直享受进口片带来的票房红利，进口片尽管引进数量受限，但是票房表现优异，每年 34 部分账片加上几十部“买断片”的票房几乎占据了国内总票房的五成左右，政策获益性较强。

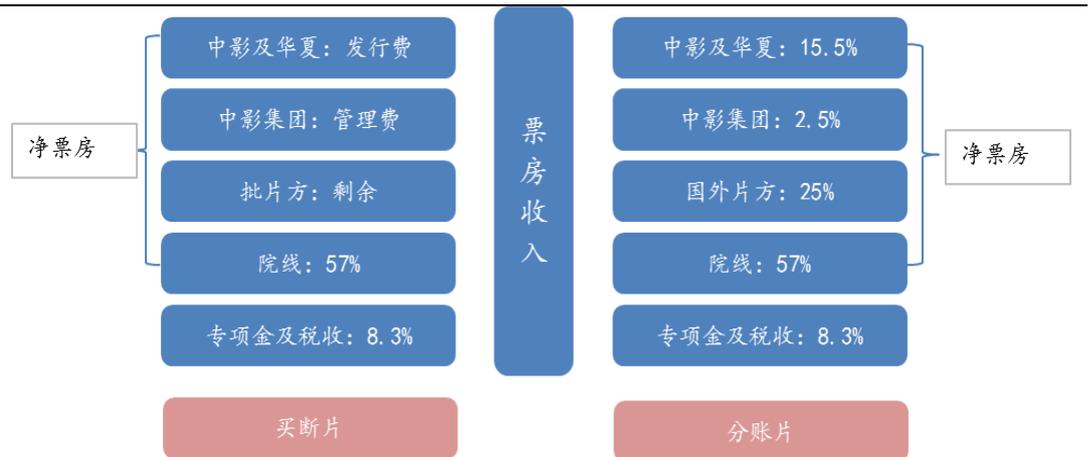
进口片分账有两种分账模式，一种是分账片模式，国外片方参与分账，另一种是买断片分账制，国外片方不参与分账，由买断方自负盈亏。在整个进口片环节中，发行和放映环节是不变的，发行都是中影和华夏执行，院线还是收取固定的票房比例。

图 18 进口片引进流程



资料来源：国元证券研究中心

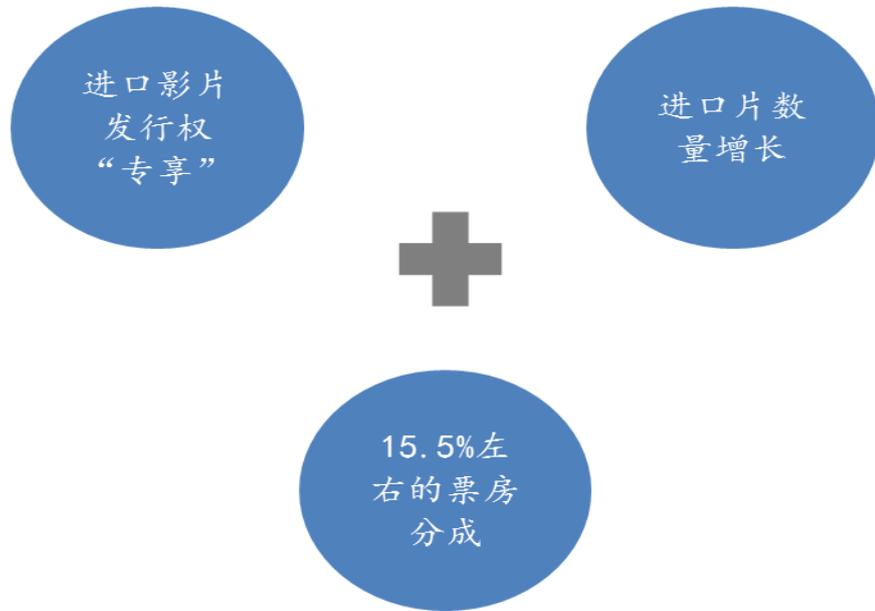
图 19 进口片票房分账详解



资料来源：国元证券研究中心

中国电影和华夏电影作为“一家引进、两家放映”制度下的先天受益者，坐享每年进口影片票房分成，分账片的分账比例高达 15%左右，加上每年不断增长的买断片的发行管理费，放映收入十分可观。

图 20 中国电影及华夏电影“坐享”进口片发行收益

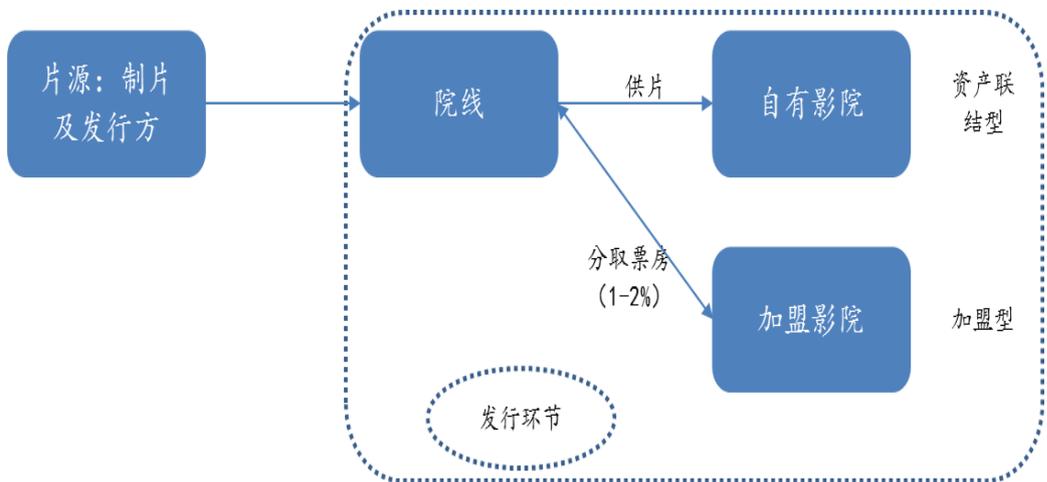


资料来源：国元证券研究中心

#### 4) 放映环节，票房分账比例高，尚未出现“霸主”

放映环节是票房分成最高的环节，也是资产最重的环节，由于国内制片方不能直接将影片交由影院放映，影院不能直接获得片源，只得通过院线获得片源，影院与院线的合作方式有两种，一种事院线自有影院，资产联结型，如万达院线旗下的影院；另外一种事加盟影院，影院与院线签署合作协议，院线为影院统一供片，获得 1-2%左右的票房分成，影院各自为政，独立性较强。

图 21 院线与影院的关系



资料来源：国元证券研究中心

院线方面，目前万达院线依靠强大的资源实力在全国扩张，市场占有率最高，2016年全年的市场占有率为 13.4%，但是中国电影直接控股了三家院线，其总市场占有率比万达院线要高，2016年市场占有率共 21.2%。但是万达院线的影院都是资产联结型自有影院，对排片的控制力更强，市场话语权并不比中影三家联合起来差。

表 3 2016 年中国院线 TOP10 数据情况

院线	票房（亿元）	市场占有率	平均票价	场均人次	上座率	院线类型
万达院线	60.9	13.4%	38	30	18.2%	资产联结
大地院线	36.7	8.1%	30	17	13.3%	混合型
上海联合	35.7	7.8%	36	24	16.6%	混合型
中影星美	34.5	7.6%	34	21	15.6%	加盟
中影南方	32.4	7.1%	34	18	15%	加盟
中影数字	29.5	6.5%	32	16	12.1%	资产联结
广州金逸	27.7	6.1%	34	21	14.1%	混合型
横店院线	20.7	4.5%	30	20	14.6%	混合型
浙江时代	14.5	3.2%	33	18	14.6%	混合型
华夏联合	14.4	3.2%	31	17	13.2%	加盟

资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

国内电影市场尚未完全成熟，院线作为产业的终端放映环节，掌握了将近 53%左右的票房分成，成为市场竞相追逐的产业环节。根据不完全统计，各上市公司 2015 年-2016 年对院线（含影院）的收购金额超 30 亿元，2017 年 1 月南海控股以 32.86 亿元收购橙天嘉禾，完成了今年院线领域最大的一笔收购，同时，南海控股还拥有大地院线，整合橙天嘉禾之后，大地院线+橙天嘉禾的组合市场占有率将得到提升。

表 4 近期上市公司并购影院情况汇总

并购方	被并购标的	时间	金额	备注
万达院线	世茂影投	2015.6	10 亿	旗下 14 家影管公司、17 家影院
	大连奥纳、广东厚品、赤峰北斗星	2016.2		共计 13 家影院、92 块银幕
橙天嘉禾	济宁影投	2015.9	2000 万	1 家影城
阿里影业	杭州星际（60.94%）	2016.8	3900 万，并注资 6100 万	11 个影厅，1 个 4D 厅及 1 个中国巨幕
完美世界	今典院线、今典影城、今典文化	2016.9	13.53 亿	共计 217 家影院、86 家为自营
中国电影	大连华臣（70%）	2016.10	5.53 亿	15 个影院，覆盖东北地区
汉鼎宇佑	杭州星影影城	2016.12	2800 万	7 个 3D 厅、900 个座
	深圳星海太平洋	2016.12	4200 万	12 个厅、1029 个座
南海控股（大地院线）	橙天嘉禾	2017.1	32.86 亿	76 家影院、531 块银幕、36 个城市

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

从整个国内电影票房市场来看，2016 年票房遇冷，增速大幅下跌表明国内票房市场增长遇到瓶颈，市场增速放缓已成事实，整个市场需要高质量的影片来再次“引爆”。

国内电影产业已经过约三十年的商业化发展，产业各环节已基本形成，但是制作环节弱，国产片产量大，精品少的局面一时难以解决，发行和放映环节是目前市场追逐较

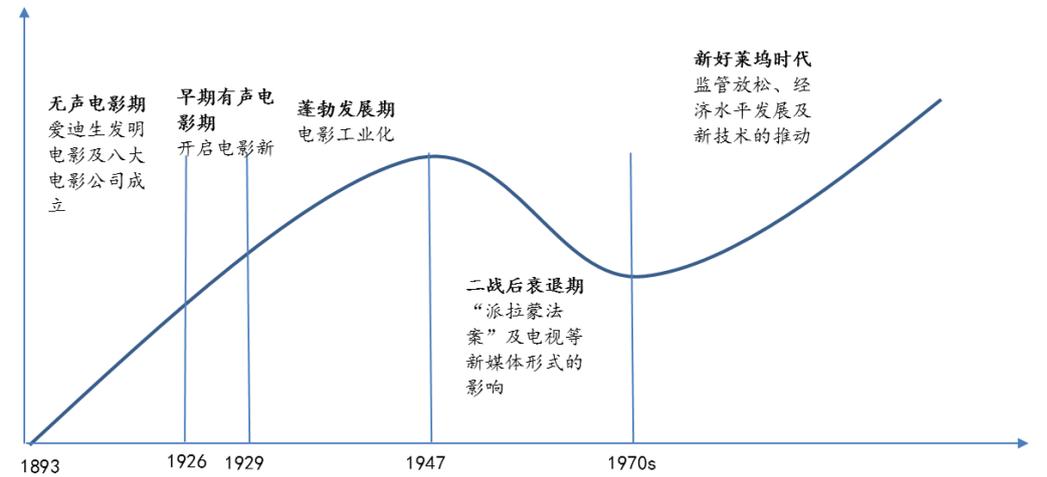
多的环节，国产影片的发行基本被以五洲发行为代表的民营企业垄断，中影和华夏坐享进口片的发行，进口片“一家引进，两家发行”的政策暂无变动迹象，而院线（含影院）占据产业链放映环节，掌控排片，对整个市场的影响较大，且票房分账比例较高，近两年来收购兼并较活跃。

国内电影产业正处于发展阶段，市场尚未出现一家独大的局面，各产业环节也没有出现垄断现象，整个市场格局未定，市场变动较大，未来可能形成几家独大的局面或者一超多强。

## 2.2 美国电影产业完善，票房市场空间已到“天花板”

电影发源于美国，经过早期无声电影时期、早期有声电影时期、战前繁荣期、战后衰退期及好莱坞新时代，到目前为止已经历了一百多年的发展。无论是从电影拍摄制作的技术，还是产业体系的完善性，美国电影产业都是全球最好的电影产业。而国内的电影市场发展经历几次中断，而且真正商业化运作发展仅二三十年，整个电影产业体系远未达到美国的电影产业成熟度。

图 22 美国电影产业发展阶段

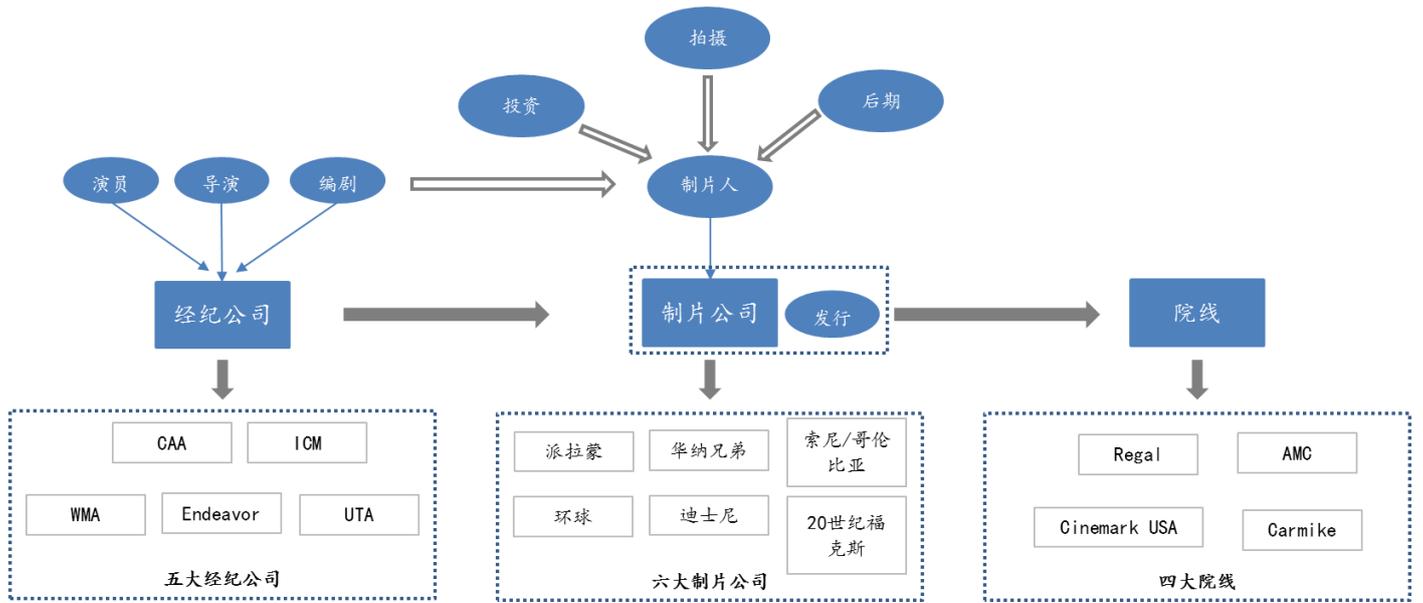


资料来源：互联网整理、国元证券研究中心

1948年之前的“黄金好莱坞”时代，电影产业以寡头全产业链垄断为主，以派拉蒙为例，公司以制片为中心，涵盖了上游演员、导演的经纪业务以及下游的院线放映业务，形成全产业链的垄断。

1948年之后，美国通过“派拉蒙法案”，美国电影产业走向制片与放映分制体系，加上拥有导演及演员的经济公司，美国电影产业被分割为三大块：经纪公司、制片方、院线，三者形成了美国电影产业的主体。目前美国电影产业中，形成了五大经纪公司、六大电影制片方、四大院线的产业体系。

图 23 美国电影产业链



资料来源：互联网整理、国元证券研究中心

美国电影产业经过百年的演变之后，形成了几个特点，分别是“制片人中心”、“产业环节竞争垄断”、“分级制”。

### 1) 制片人中心制

编剧、导演及演员一般与经纪公司签订合同，经纪公司将编剧的原始剧本投向各家制片公司，制片公司进行立项并且安排制片人，制片人将演员、导演、编剧汇聚起来，对电影项目做预算及找投资，包括拍摄计划安排及后期制作、上映前试映，一般都是制片人统筹安排，整个电影产业流程以制片人中心，各自分工合作。

### 2) 环节竞争垄断

1948年之后的美国电影产业被“分割”，早期全产业垄断模式被分割成了三个环节，分别是：经纪、制片及放映。各环节又是竞争性垄断市场，经纪环节以五大经纪公司为主，制片环节原有八大制片厂，后期经过收购兼并之后剩下六大制片厂，放映环节是四大院线，各环节市场集中度较高。

表 5 美国电影产业环节公司

环节	公司	简介
五大经纪公司	CAA	CAA 是公认的全球最有权势、也最令人生畏的经纪公司，网罗了电影、电视、音乐、体育界的一大批超级巨星，包括电影导演斯蒂文·斯皮尔伯格、电影明星威尔·史密斯、布拉德·皮特、乔治·克鲁尼，电视名嘴欧普拉·温弗瑞、职业体育明星勒布朗·詹姆斯和佩顿·曼宁。因其对华语电影业的渗透，这家公司在国内电影业也很有名气。
	WMA	WMA 是经纪业的百年老店，在美国国内就设立了三个分部（总部当然在洛杉矶），而且在海外还有两个办事处，分别设在了上海和伦敦。旗下巨星如云，包括迈克尔·贝、克林特·伊斯特伍德、丹泽尔·华盛顿、梅尔·吉布森和娜塔莉·波特曼。
	ICM	ICM 还是好莱坞经纪业五大家族中唯一一家公司名称上有国际这个词的，在伦敦、巴黎、马德里和罗马都设有办事处，帮助旗下明星开拓国际市场。上世纪 90 年代中期是 ICM 的最辉煌时期，公司年收入超过 1 亿美元，拥有梅尔·吉布森、阿诺德·

		施瓦辛格这些超级巨星。
	UTA	UTA 创建于 1991 年，是好莱坞五大经纪公司中的后起之秀，由鲍尔·班尼戴克和领先艺术家两家中型经纪公司合并而成。经纪人总数已经膨胀至约 100 人，而且业务已扩展到娱乐业的所有领域，包括职业体育、音乐、视频游戏。很多好莱坞一线明星都是 UTA 的客户，其中包括约翰尼·德普、哈里森·福特、米莉·赛鲁斯、科恩兄弟。
	Endeavor	Endeavor 是好莱坞经纪行业五大家族中的菜鸟。然而这家公司虽然只有 14 年的历史，却大有后来居上的势头，旗下不仅有马特·达蒙、罗伯特·德尼罗、凯拉·奈特莉和杰西卡·阿尔巴这些电影巨星，更在电视业呼风唤雨。
六大制片商	华纳兄弟	华纳兄弟包括几大子公司，包括华纳兄弟影业、华纳兄弟制片厂、华纳兄弟电视公司、华纳兄弟动画制作、华纳家庭录影、华纳兄弟游戏、DC 漫画公司和 CW 电视台。 著名的作品有《蝙蝠侠》系列、《超人》系列、《黑客帝国》系列、《哈利波特》系列、《指环王》系列、《霍比特人》系列、《地心引力》、《盗梦空间》还有《星际穿越》以及 2016 年上映的《蝙蝠侠大战超人》。
	派拉蒙	公司是六大制片中最老的，是美国电影战前黄金期的霸主，其行业垄断地位直接导致了“派拉蒙法案”，从此制片与放映分制，1993 年被维亚康姆收购。 出品了《勇敢的心》、《阿甘正传》、《泰坦尼克号》(与二十世纪福克斯共同出资)、《碟中谍》、《变脸》、《楚门的世界》和《拯救大兵瑞恩》这些名片，但派拉蒙也是好莱坞大公司中最不擅长开发系列电影的，只有《星际旅行》、《碟中谍》、《古墓丽影》寥寥几套系列电影。
	20 世纪福克斯	1935 年，由 20 世纪和福克斯合并而成，旗下有两家特殊子公司蓝天工作室和福克斯探照灯。出品电影有《星球大战》三部曲，《X 战警》，《小鬼当家》系列、《独立日》、《荒岛余生》和《博物馆之夜》，蓝天工作室制作的三部影片《冰河世纪》、《机器人》和《冰河世纪 2》，而福克斯探照灯影业则是独立电影业的一颗明星，曾发行过《阳光小美女》等叫好又叫座的影片。2009 年出品了《阿凡达》。
	迪士尼	迪士尼电影公司是迄今为止唯一一家没有被交易过的好莱坞大公司。二十世纪三四十年代，依靠米老鼠起家，四十年代，涉足真人电影领域，先后收购了独立电影界巨头米拉麦克斯、3D 动画霸主皮克斯、动漫巨头漫威和卢卡斯影业之后，迪士尼更是巩固了自己作为顶级电影公司的地位。
	环球	又称环球影业，是全球最大的电影、电视制片厂之一。主要作品：《大白鲨》、《外星人》等影片，以及后来的《侏罗纪公园》、(《回到未来》系列)、朗·霍华德《阿波罗 13 号》。随着《谍影重重》《速度与激情》系列的大红大紫，环球影片地位稳步上升。2010 年，米高梅公司破产，环球影片回归好莱坞头把交椅。
	索尼/哥伦比亚	是索尼影视娱乐有限公司旗下的影片制作和销售的旗舰公司，哥伦比亚电影集团公司每年制作 30 多部电影，最近的产品包括已经在国内发行了的《蜘蛛侠》系列、《精灵鼠小弟》、《霹雳

		天使》和《功夫》等等。
四大院线	Regal	Regal 十几年时间里通过吞并小型院线而实现快速扩张。已是美国第一大院线运营商，拥有 580 家影院、7394 块屏幕。
	AMC	美国 AMC 影院公司是排名世界第二的院线集团，旗下拥有 346 家影院，共计 5028 块屏幕。2012 年 5 月 21 日上午，大连万达集团和美国 AMC 影院公司终于签署并购协议。
	Cinemark	成立 1984 年，影院遍布北美、欧洲、中南美及亚洲等十几个国家，全球拥有超过 7000 块银幕。
	Carmike	2016 年被 AMC 收购，成为万达旗下院线公司，旗下拥有屏幕月 3000 个，主要面向美国郊区和农村地区。

资料来源：互联网整理、国元证券研究中心

### 3) 分级制

美国电影分级制度是由 MPAA（即美国电影协会）负责组织的由家长们组成的委员会，根据电影的主题、语言、暴力程度、裸体程度、性爱场面和毒品使用 场面等，代表大部分家长可能给予的观点对电影进行的评价。其目的是提前给家 长提供电影的相关信息，帮助父母们判断哪些电影适合特定年龄阶段的孩子们观 看。评级与电影内容的好坏并无关联。

分级委员会 CARA 由孩子家长们组 成，委员会中的家长成员在受雇之前从事的 行业必须与电影行业无主要联系，该协会的资金主要来源于对电影发行商根据特定电影给 予的一定比例的要价。

美国电影分级并不是强制执行的制度，决定电影是否要被分级是电影制片方的独立 选择。但是基本上所有的电影制片商都选择提交电影分级，而且所有的 MPAA 的成员也 都同意把他们要公映的所有电影进行分级。另外，电影的预告片、海报、网络广告等也 需要 CARA 审核通过。

表 6 美国电影等级

等级	解析	高票房代表作
G 级	大众级，任何人都可以观看	《玩具总动员 3》全球 10.6 亿美元、《海底总动员》全球 9.7 亿美元、《狮子王》全球 8.4 亿美元
PG 级	辅导级，该级别电影中的一些内容可能不适合儿童观看	《神偷奶爸》系列全球超过 10 亿美元
PG-13 级	特别辅导级，建议 13 岁后儿童观看	《阿凡达》全球 27 亿美元、《泰坦尼克号》全球 18 亿美元、《变形金刚》系列全球 33 亿美元、《暮光之城》全球票房总计 24 亿美元、《哈利波特》系列全球票房总计 74 亿美元、漫威宇宙系列 135 亿美元、《速度与激情》总计票房 28 亿美元等
R 级	限制级，建议 17 岁以上观看	《黑客帝国》系列在全球收获 15 亿美元、《耶稣受难记》全球 6.1 亿美元、《泰迪熊》全球 5.43 亿美元、《宿醉》系列全球已超 10 亿美元等
NC-17 级	17 岁以下（包括 17 岁）禁止观看	《情迷六月花》在北美票房只有 2000 万，是 NC-17 级票房最高的作品

NR/OR	未定级的电影	《罗宾汉 2010》、《黑夜传说》首部曲
M/X/P	不准在大院线放映的电影	比如李小龙的《唐山大兄》和华纳兄弟公司的《发条橙》，还有阿诺德·施瓦辛格主演的《全面回忆 90 版》

资料来源：百度百科、国元证券研究中心

### 美国电影分账制度：阶段式分账制

美国的票房分成制度是阶段弹性分账，根据影片上映时间阶段，制片方和放映方对票房进行分账，分账票房是排除放映成本之后的票房，放映成本含场地、人工、水电费等固定费用。一般放映首周的分账比例是 9:1 或 8:2，制片方拿九成，放映方拿 1 成，到第二周，分账比例可能变为 8:2，随着放映时间的拉长，放映方的分账也逐步上调。整个分账比例在放映前都已谈定，制片方的分账比例大于放映方。经纪公司、演员、导演、编剧的收入从制片方处取得。

表 7 好莱坞票房“阶段式分账制”

参与方	首周	第二周	第三周	第四周	延续期
制片方	90%	80%	70%	60%	依次下调
放映方	10%	20%	30%	40%	依次上调
说明	制片方与放映方事先约定好分账比例，视具体情况调整分账比例。此处设定比例为公开资料整理，具体比例不定。				

资料来源：互联网整理、国元证券研究中心

美国票房分账制度对制片方比较有利，影片上映前三周的表现决定了影片最终的票房总和，无论是从卡司的级别、导演的影响力还是宣发影响，前三周对影片的吸金影响是最大的，随着口碑的传播，影片上映时间会相应调整，上映表现不佳则减少后期拍片，否则将继续加排场次及上映时间，这一点跟国内票房市场是一致的。

对放映院线的保护也是比较合理的，普通片方在上映一段时间之后会减少票房分账，相应部分由院线获得。当片方手握大片时，片方偏强势，前期获得的收入会相应较多，但是大片的排片时间长，院线获得的收益也相应增加。如果遇到表现欠佳的影片，院线可能会想片方索要补偿，视情况，片方可以向院线补偿，维持长期合作关系。

表 8 2016 年 1 月北美上映影片前三周票房占比

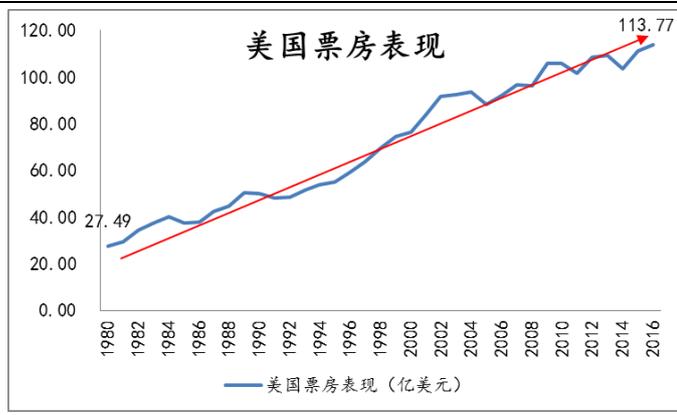
影片	集中上映周数	前三周票房(万美元)	总票房(万美元)	前三周占比 (%)
森林	3	2498.3	2498.3	100%
佐州自救兄弟 2	8	7085.63	8950.45	79%
13 小时：班加西的秘密士兵	5	4284.81	5047.13	85%
北极移民	3	1596.48	1596.48	100%
下流祖父	4	2937.98	3312.9	89%
灵偶契约	5	2688.15	3336.06	81%
第五波	5	2573.50	3195.62	81%

资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

### 美国电影票房市场增速放缓，观影人次下降

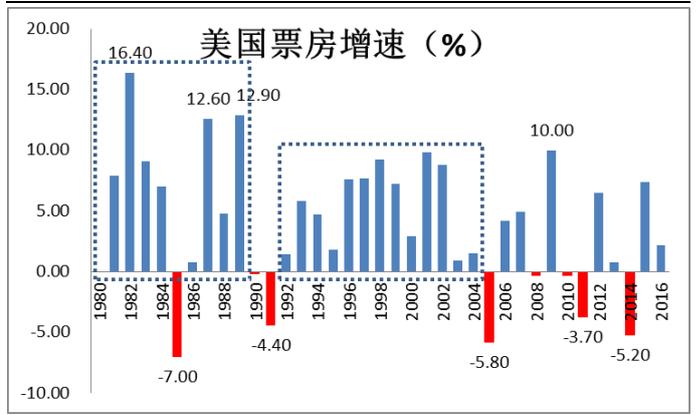
1980年美国票房收入仅为27.49亿美元，到2016年，美国票房已经增长至113.77亿美元，复合增长为4%。80年代增速较快，增速一度超过10%，进入90年代之后增速放缓至10%以下，近年来票房增速又涨又跌，整个票房市场增长明显放缓。

图 24 美国票房表现



资料来源：BOM、wind、国元证券研究中心

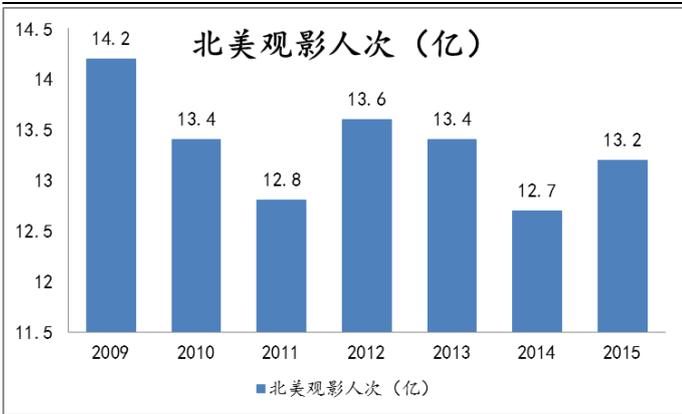
图 25 美国票房增速



资料来源：BOM、win、国元证券研究中心

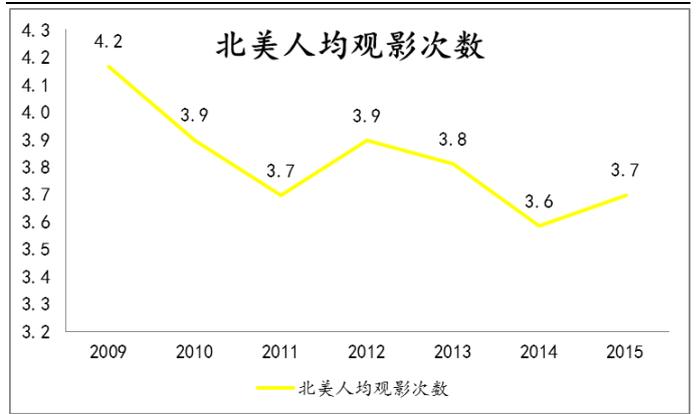
近年来尽管北美地区的票房表现良好，但是观影人次和人均观影次数都在下降，2009年观影人次为14.2亿人次，到2015年观影人次将为13.2亿人次，人均观影次数也从2009年的4.2次降到2015年3.7次，表现为观影人群的“萎缩”，北美地区票房市场“天花板”已现。

图 26 北美地区观影次数表现



资料来源：MPAA、国元证券研究中心

图 27 北美地区人均观影次数变化



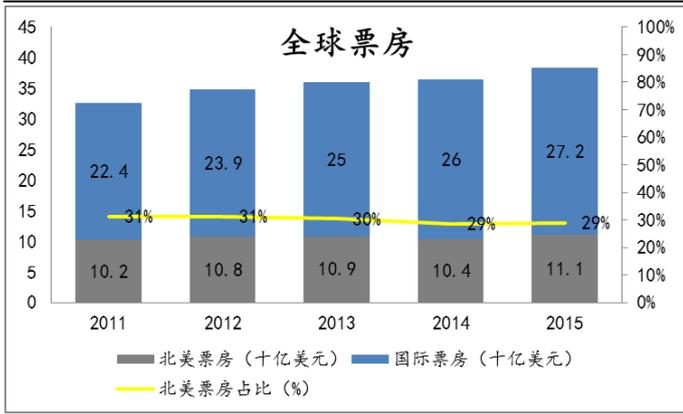
资料来源：MPAA、国元证券研究中心

### 2.3 全球票房龙头是北美，增长动力是中国

根据MPAA的数据，2015年全球票房收入383亿美元，其中北美票房市场贡献了111亿美元，占全球票房收入的29%，相较于2014年的全球票房收入占比下跌了1个百分点，但是这种趋势一直在持续。以中国市场为主的亚太市场是全球票房增长的主要来源，整体票房收入2015年为141亿美元，超过美国的111亿美元，其中中国市场2015年贡献了68亿美元，是除去北美票房市场之外最大的单独个体票房市场。

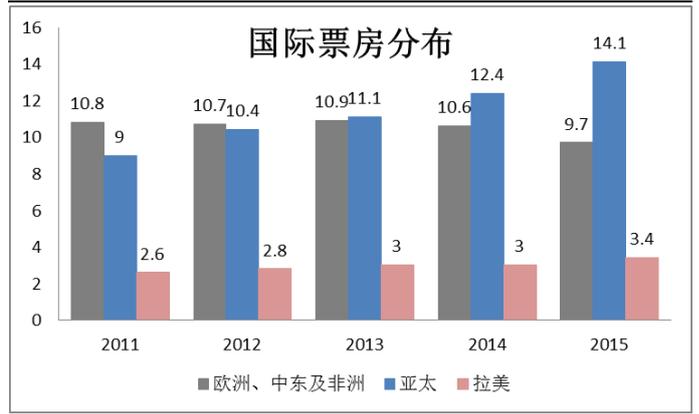
2016年的全球票房市场基本与2015年持平，北美票房市场仅增长3亿美元，全年票房为114亿美元，中国票房市场2016年遇冷，全年票房455亿元，仅增长3.89%。

图 28 全球票房收入（十亿美元）



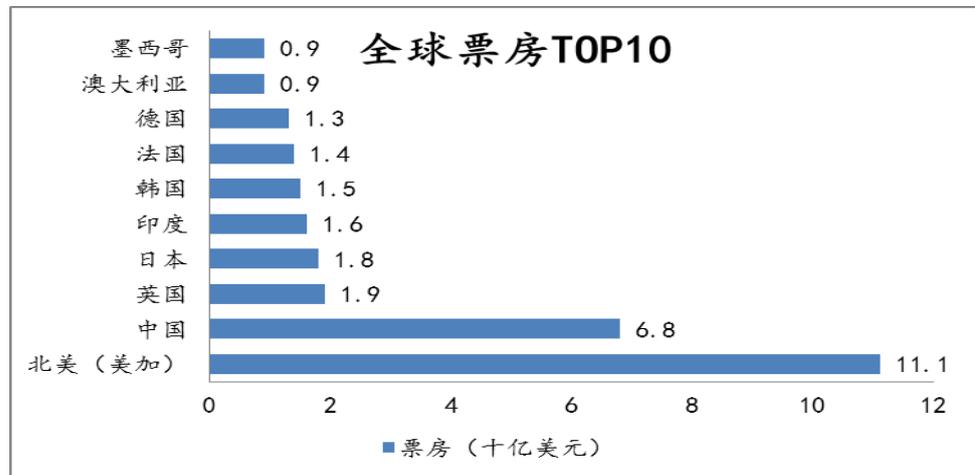
资料来源：MPAA、国元证券研究中心

图 29 国际票房收入（十亿美元）



资料来源：MPAA、国元证券研究中心

图 30 2015 年全球票房 TOP10



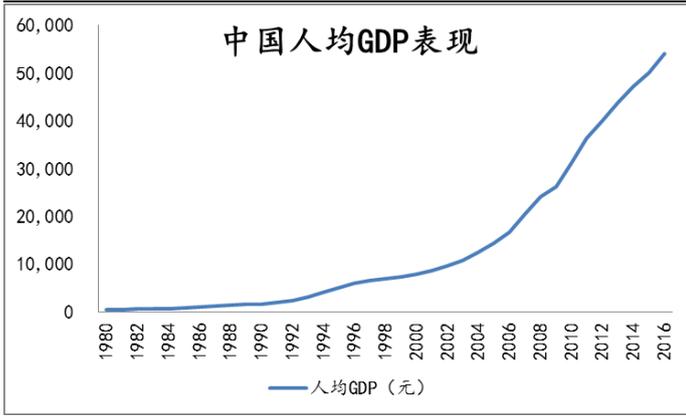
资料来源：MPAA、国元证券研究中心

**国内票房的快速增长主要得益于两点：**

1) **居民生活水平的提高**，80年代之后的人均 GDP 增速普遍位于 10%左右，2003 年人均 GDP 为 1 万元，仅过 4 年，2007 年即突破 2 万元大关，3 年之后又突破 3 万元。收入增长之后，生活水平随之提升，消费方式逐步提升，电影作为一种文化消费方式，得以快速发展是经济发展的必然产物；

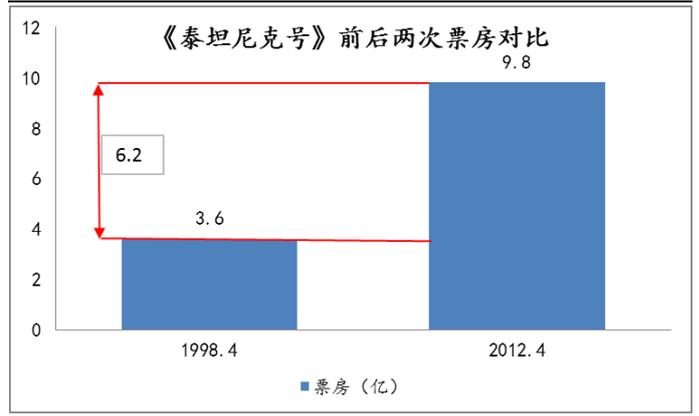
2) **市场的教育以及消费习惯的改变**：1998 年一部《泰坦尼克号》风靡全球，1998 年 4 月，该影片在大陆上映，录得票房收入 3.6 亿元，但是其盗版碟片的销量金额是 3.6 亿元无法计量的；2012 年 4 月，《泰坦尼克号》3D/IMAX 版本重新上映，在大陆获得票房近 10 亿元。2009 年《阿凡达》在国内上映，对国内票房市场的影响至今未消。观影人群已经从盗版及 PC 端走向大银幕，对电影的消费不局限于一次时间的消遣，更多的是希望精神上得到满足，消费习惯已经改变，对国内票房的影响是长期性。

图 31 中国人均 GDP 的标下



资料来源: wind、国元证券研究中心

图 32 《泰坦尼克号》前后两次上映的表现

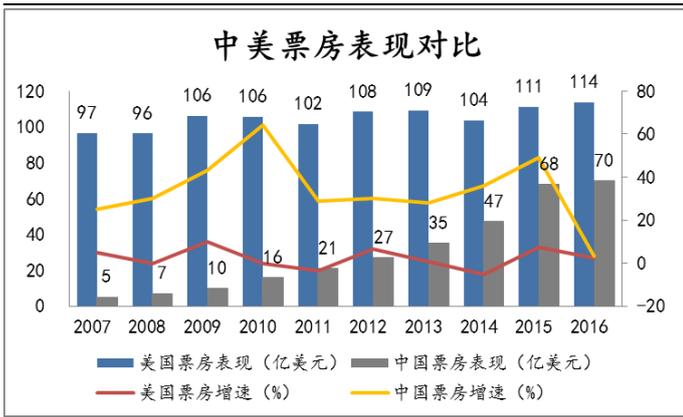


资料来源: 时光网、国元证券研究中心

**中美票房差距缩小，观影人次增长是主营**

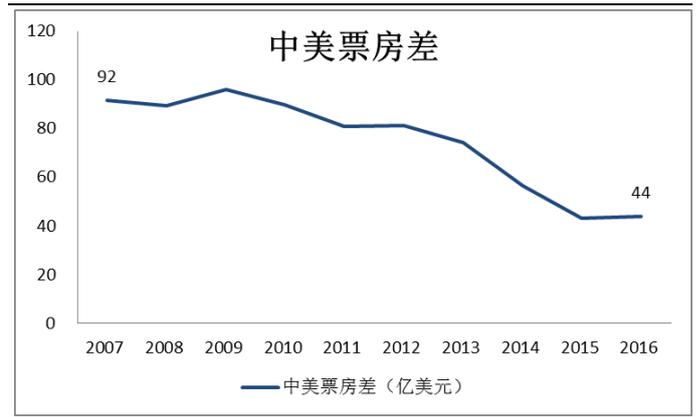
2009 年之前，中国票房市场不满 10 亿美元，票房收入只是美国票房收入的零头，但是进入 2010 年之后，票房收入一路高歌猛进，平均增速超过 30%，中美票房之差从 2007 年近百亿美元降至目前仅 44 亿美元，超过美国票房市场成为世界第一大票房市场只是时间问题。

图 33 中美票房表现对比



资料来源: BOM、艺恩智库、国元证券研究中心

图 34 中美票房差

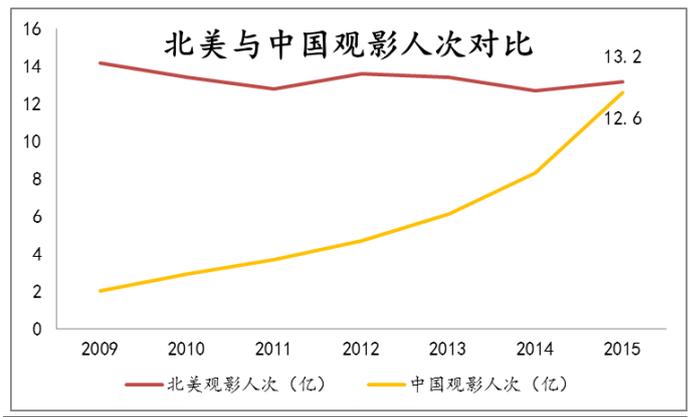
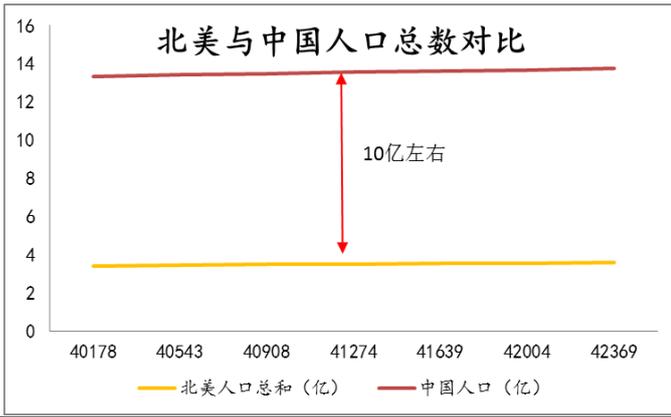


资料来源: BOM、艺恩智库、国元证券研究中心

中国与北美票房之差在 2009 年为 90 亿元左右，其中观影人次的差距比较明显，2009 年中国人口总数 13.3 亿人，北美地区（美国+加拿大）总人口仅为 3.4 亿人，人口差距到 2015 年基本维持不变。随着国内票房市场的兴起和观影人群习惯的改变，中国观影人群从 2009 年的 2 亿人次快速增长至 2015 年的 12.6 亿人次，北美地区 2015 年的观影人次基本与中国持平，为 13.2 亿人次，两地区的观影人次趋同，但是人口总数差距依然为 10 亿人左右。

图 35 中美两地区人口差距

图 36 中美两地区观影人次差距

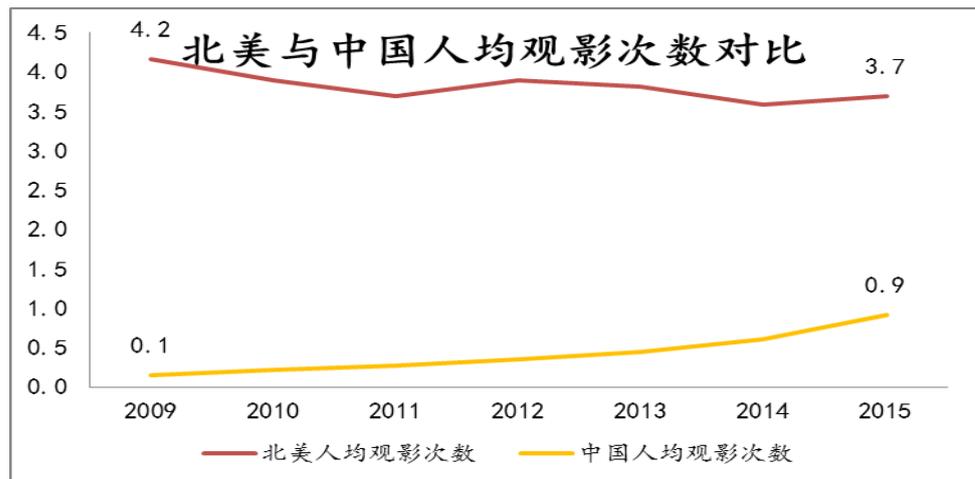


资料来源：wind、国元证券研究中心

资料来源：时光网、国元证券研究中心

总人口相差 10 亿人，而观影人次开始倒挂十多亿次，到 2015 年才基本持平，导致的结果就是北美和中国两地区人均观影次数的巨大差距，北美成熟市场的人均观影人次 2009 年超过 4 次/人，而 2009 年的中国票房市场刚刚兴起，此时的人均观影次数仅为 0.1 次/人。2009 年之后的国内票房市场增速超过 30%，观影人次急速攀升，到 2015 年已为 12.6 亿次，人均观影次数亦接近每人一年 1 次，为 0.9 次/人，而北美地区人均观影次数一直在下降，反映出成熟市场的观影状态。

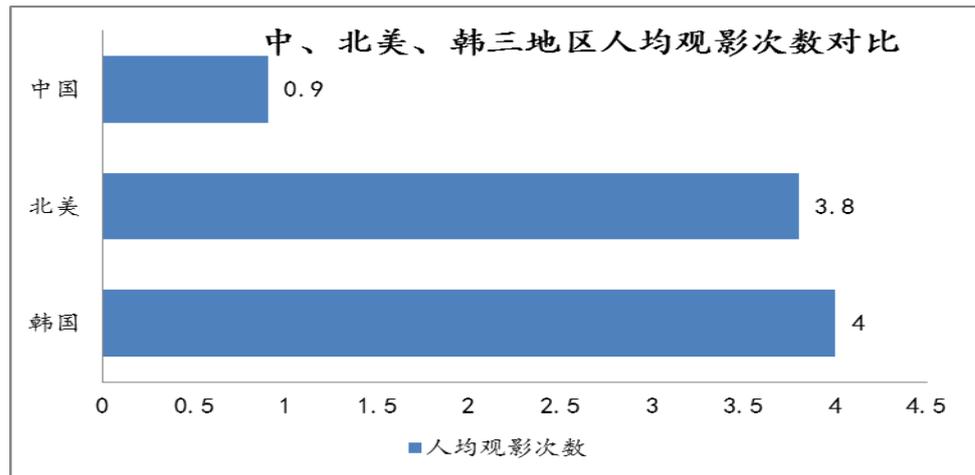
图 37 北美与中国人均观影次数对比



资料来源：wind、艺恩咨询、国元证券研究中心

根据国内最新的数据，2016 年全国观影人次为 13.6 亿人次，按照 2016 年国家统计局的数据，2016 年全国人口总数为 13.8 亿，人均观影次数为 0.99%，跟北美地区人均观影次数差距依然比较大。北美票房市场发展历史较早，市场成熟期长，相对而言韩国电影市场发展较晚，但是韩国人均观影次数约为 4 次/人，根据韩国电影振兴委会的数据，韩国从 2013 年开始，每年观影次数都超过 2 亿次，韩国总人口约 0.5 亿。中国的总人口为世界第一而观影人次较低，虽观影次数增加，未来仍有上升空间。

图 38 中国、北美及韩国三地区人均观影次数对比



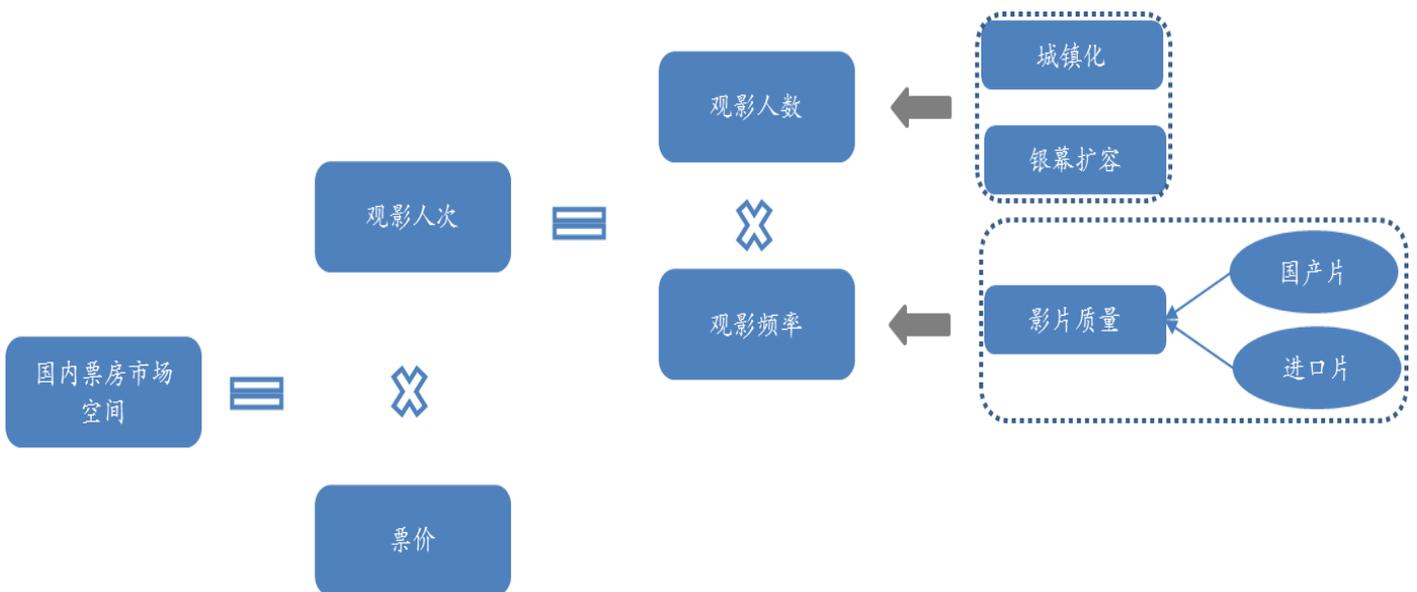
资料来源：wind、韩国电影振兴委员会、国元证券研究中心

## 2.4. 票房增长仍有较大空间，市场到达千亿只是时间问题

2016年，中国电影票房仅增长4%左右，基本与2015年持平，给国内情绪高涨的票房市场泼了一盆冷水，那么国内电影票房市场是否已经到顶？答案显然是否定的，国内票房市场的空间主要源自于观影次数的变化，长期来看影响观影次数的原因有两个，1) 观影人数，影响观影人数的因素又有两个，一个是城镇化带来的观影人数，另一个银幕扩张带来的容量数；2) 观影频率，片源质量的好坏是影响观影人群进入影院的最主要原因。

中美两国人口相差10亿人，而目前中国的票房市场为美国票房市场的60%，观影人次相当，人均观影人次相差3次/人左右。无论从观影人数，还是频率，中国电影市场的空间依然巨大。

图 39 票房空间逻辑



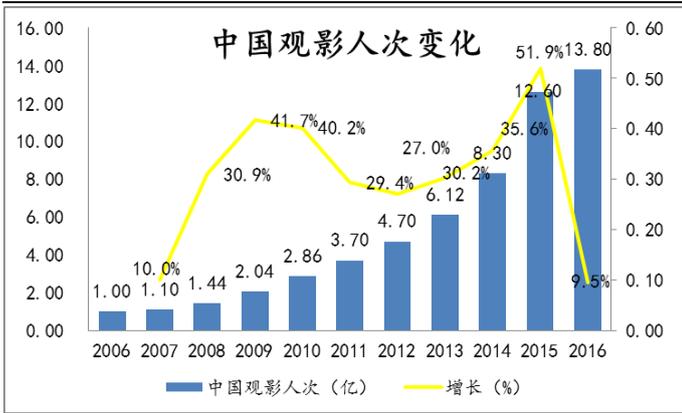
资料来源：国元证券研究中心

### 观影人次，观影人数基础大，观影频率有提升空间

近11年我国观影人次的CAGR为27%，2016年观影人次为13.8亿，与2016年总人口相当，人均观影次数为1次。由于2016年票房市场表现较为平稳，所以2016年观

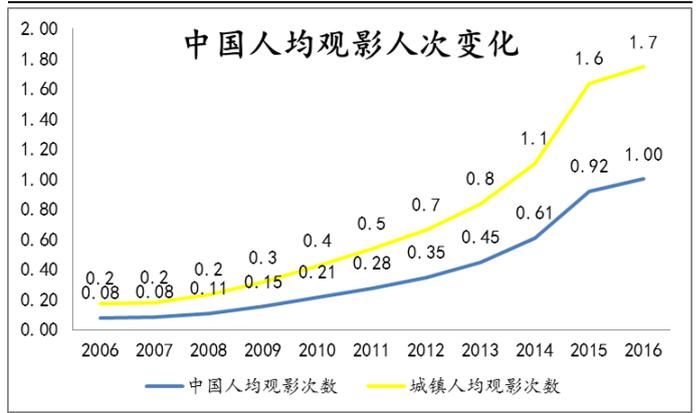
影人次增长仅为 8.9%，增速下降幅度较大，但是不能认为观影人次已经到顶。

图 40 中国观影人次变化



资料来源：wind、国元证券研究中心

图 41 人均观影人次变化

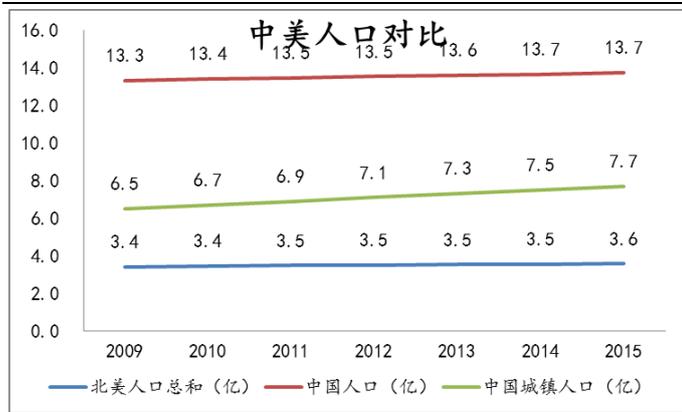


资料来源：wind、国元证券研究中心

测算观影人次从两个方面出发，观影人数和观影频率， $\text{观影人次} = \text{观影人数} \times \text{观影频率}$ 。  
**观影人数**

观影人数的空间体现在两方面，1) 人口空间，2016 年我国人口总数为 13.8 亿，人口增长率为 0.59%，城镇人口 7.9 亿，城镇人口增长率为 2.83%。相比之下，北美地区总人口（美加）仅 3.6 亿；2) 影院接纳能力，影院和银幕的扩张扩大观影接纳能力，2016 年全国影院数量月 7000 家，银幕数量为 41179 块，2015 年北美地区银幕总数为 40547 块，银幕增长较少。

图 42 中美人口数量对比



资料来源：wind、国元证券研究中心

图 43 国内银幕数量变化



资料来源：wind、国元证券研究中心

未来观影人数基数大，仅国内城镇人口总数就有 7.7 亿（2015 年），为北美地区总人口的两倍有余。加上影院扩展带来的观影接纳能力上升和观影教育，未来观影人数增长空间尚足。

**观影频率**

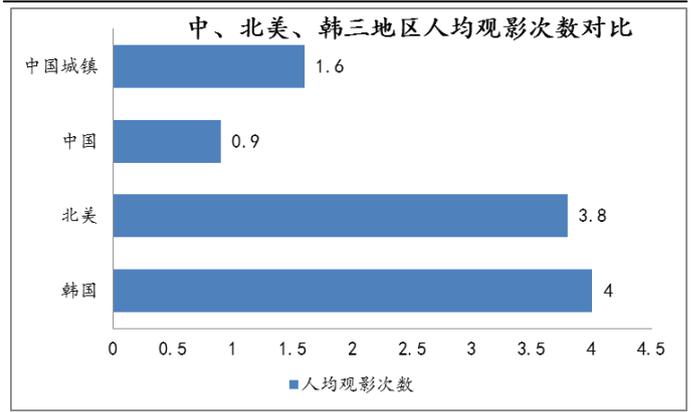
根据 2016 年观影人次和我国人口总人口及城镇人口相比，我们总人口观影次数仅为 1 次/人，2015 年为 0.9 次，城镇人口观影次数为 1.7 次/人，2015 年为 1.6 次/人，与北美等成熟市场相比相差甚远，北美地区人均观影次数长期较为稳定，高峰时期人均观影次数达 4.4 次（2006 年、2007 年），韩国地区人均观影次数近年来增长较快，2015 年突破 4 次/人，达到 4.2 次，国内观影频率提升至 2-3 次/人是未来的趋势。

图 44 北美地区人均观影次数变化



资料来源：MPAA、国元证券研究中心

图 45 2015 年中、美、韩人均观影次数对比

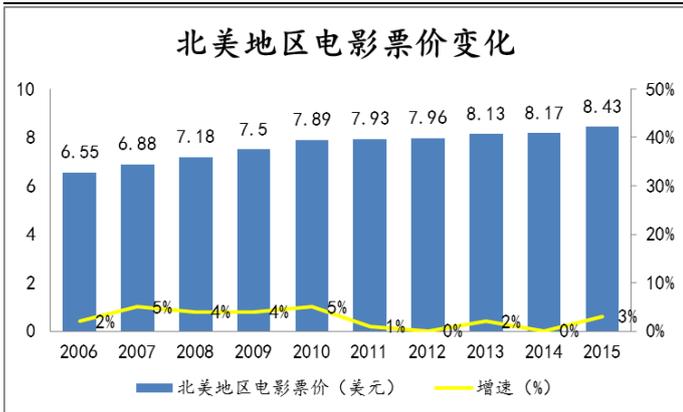


资料来源：wind、韩国振兴委员会、国元证券研究中心

**国内电影票价表现平稳，技术进步或带来票价的增长**

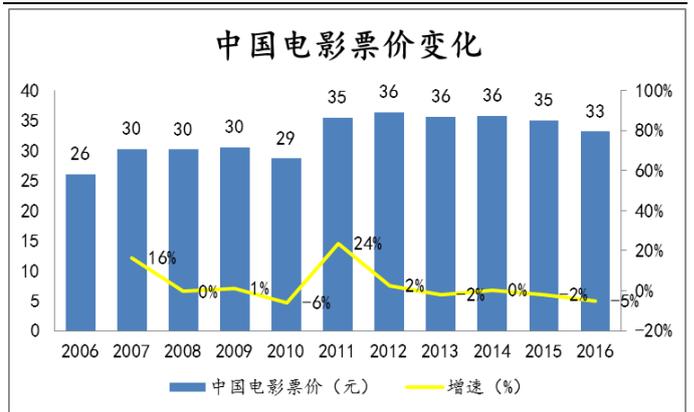
电影票价方面采用历史票房/观影人次得出，2011 年票价增长了 24%，主要原因是 3D 技术所带来的票价提升，近年来 IMAX 等影院高端服务设备开始升级，抵消了部分由于影院扩展和在线票务所带来的票价下降影响，2016 年票价为 33 元，比 2015 年下降了 5%。同时观察北美地区票价可以看出，2015 年北美地区票价为 8.43 美元，增长 3%，北美地区市场成熟，票价较为稳定。我国票价现阶段较平稳。

图 46 北美地区电影票价变化



资料来源：MPAA、国元证券研究中心

图 47 国内电影票价变化



资料来源：wind、国元证券研究中心

技术进步对票价的影响也是显而易见的，2009 年一部《阿凡达》让 IMAX “出尽风头”，此时国内仅有 14 块 IMAX 屏幕，3DIMAX 票价高达 150 元/张，同期普通电影票价仅为 40 元左右，IMAX 票价几乎是普通票的 3 倍。3D+IMAX 技术对整个国内票价市场起到了一次助推作用，2009 年国内仅有 IMAX 屏幕 14 块，2016 年 IMAX 在国内已安装了 424 块屏幕，随着新建影院的增多和影院的改造升级，IMAX 的铺设有望持续攀升。

除了 IMAX，公司自有品牌中国巨幕也日渐成熟，加上杜比全景、4K 等新技术，国内影院更新换代将加速，技术的进步将助推电影票价的进一步上涨。

我们选取正在上映影片《金刚：骷髅岛》作为票价分析案例，对比不同技术下的电影票价。（选取影院：万达影城-金山店，时间段：18:00-20:00）

图 48 《金刚：骷髅岛》不同技术下的电影票价



资料来源：猫眼、国元证券研究中心

### 国内票房市场空间具体测算

测算方法：**测算票房空间：票房空间=观影人次\*票价**

票房空间=票价（变动较小）\*观影人次（观影人数\*观影频率）

假设 1、票价稳定，取近五年均值，可知票价为 35 元；

假设 2、影片质量逐渐提升，特别是国产片；

假设 3、国内经济发展稳定，国民收入水平稳步上升；

假设 4、观影人数取 2016 年人口数量。

表 9 国内票房空间具体测算

	观影人数	观影频率 (次)	观影人次= 观影人数* 观影频率	电影票价	票房空间 (亿)
总人口	13.8	1	13.8	35	483
	13.8	1.5	20.7	35	725
	13.8	2	27.6	35	966
城镇人口	7.9	1.7	13.43	35	470
	7.9	2	15.8	35	553
	7.9	3	23.7	35	830

资料来源：国元证券研究中心

根据上述推理可知，国内票房市场空间主要依赖于观影频率的提升，影响观影频率的最主要因素是影片质量，在影片质量提升的过程中，票房过千万只是时间问题。

## 2.5 《中美电影备忘录》已到期，进口片引进数量有望增加

2017 年 2 月 17 日，《中美双方就解决 WTO 电影相关问题的谅解备忘录》（简称“中美电影备忘录”）到期，由此引发的猜想多次见诸媒体，对于分账片的数量、国外片方的发行权及分账比例成了最主要探讨的问题。在 2015 年 9 月，在中国领导人访问美国期间，中影集团与美国电影协会签署了《分账影片进口发行合作协议》，是《中美电影备忘录》基础之上的商业合同，但是没有涉及到新的分账片引进数量等条款。根据数据显示，2016 年进口分账片为 38 部，打破历史常规数据 34 部，似乎预示着进口分账片大概率突破数量限制，加上 2017 年《中美电影备忘录》到期，一切猜想就显得“顺理成章”。

### 识别进口分账片与买断片，解析《中美电影备忘录》

**进口分账片**，是指国外电影通过中影集团引入国内发行放映，并且国外片方享有票房分账权，进口分账片的引进、发行都是特殊方式，统一由中影集团引进，中国电影和华夏电影发行，国外片方分的票房 25%。

**进口分账片中还有一种叫特种分账片**，是指在常规电影技术的基础上衍生出来的一种新的电影类型，比如 3D、IMAX 和 IMAX3D 电影。

**买断片**，进口买断片(又名批片、买断片)是国内电影市场上一种特殊的进口影片类型，是指国内片商以固定的价格把影片的放映权从国外片商处买断，而国外片商不参与中国票房分成的电影。即一次性买断某区域的发行权`一次性付款。亏，赚，自负。

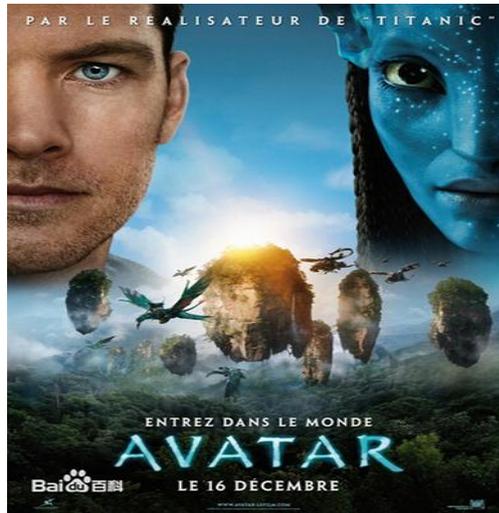
买断片引进可灵活操作，近年来发展迅速，数量和票房上都有很大的突破，2016年买断片引进数量突破 50 部，票房收入超 43 亿元，单部票房收入近亿元。

表 10 进口片类型区分

进口片类型	片源	引进	发行	国外片方是否参与分账	是否有数量限制
分账片	国外	中影集团	中影与华夏	是	是
特种分账片	国外	中影集团	中影与华夏	是	是
买断片	国外	中影集团协助	中影与华夏	否	否

资料来源：国元证券证券研究中心

图 49 各类型进口片代表



进口分账片代表  
中国票房  
13.4亿元



特种分账片代表  
中国票房  
9.46亿元

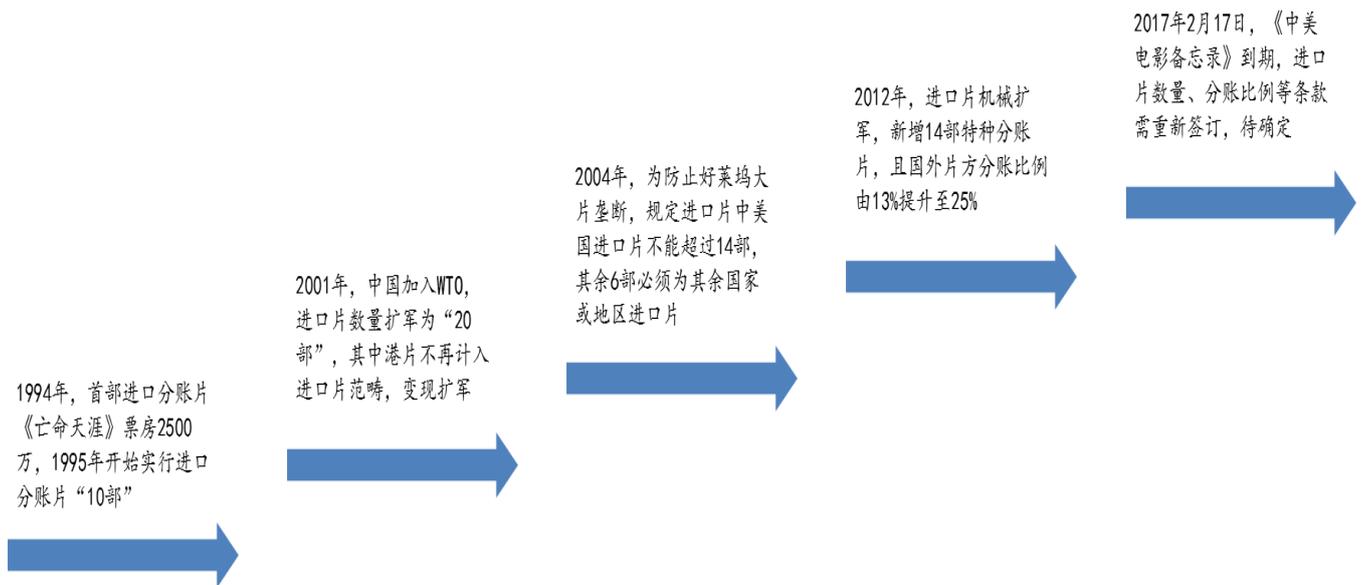


买断片代表  
中国票房  
4.53亿元

资料来源：百度图片、艺恩智库、国元证券研究中心

进口片的进入国内经过了二十多年的发展，进口分账片从最初的 10 部到后来的 20 部，再到后来的 34 部，数量逐步攀升。票房方面也是快速增长，1994 年引入的首部进口片《亡命天涯》取得票房 2500 万元，1998 年的《泰坦尼克号》取得创纪录的 3.6 亿元，此后几乎每年都有进口片大卖，上十亿已不再是“新闻”。

图 50 进口片的演进史

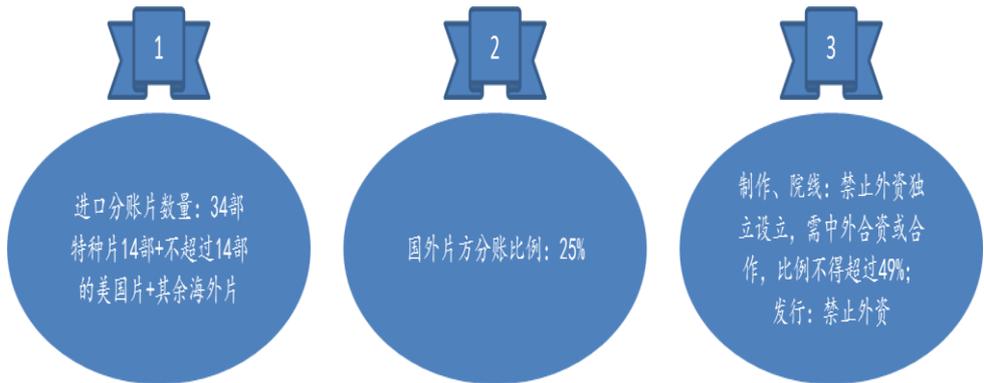


资料来源：互联网资料整理、国元证券研究中心

《中美电影备忘录》是中国加入 WTO 之后与美国签署的影片进口相关协议，就进口片的数量和分账比例做了明确的说明，对于两国电影产业有着重大的影响。一方面是海外片源收益，中国庞大的新兴票房市场是任何人都无法忽视的；第二个方面则是对国内电影票房市场的影响，整体来说有好有坏，利好于新电影技术及理念的引入，不利于国内“脆弱”的电影产业自主发展。

2017 年到期《中美电影备忘录》主要涉及两个方面，1) 引进分账片数量规定为 34 部，其中 14 部为技术类型的特种分账片，基本被好莱坞大片承包，其余 20 部影片中最多不得超过 14 部为美国影片，其余 6 部为其他国家或地区影片；2) 海外片方票房分账比例为 25%。另外，根据国家相关法律规定，国外资本有条件允许在国内制作和开设院线，需中外合资或合作，外资比例不得超过 49%，电影发行外资不得参与，所以国外电影公司想完全进入中国电影市场，还需等待。

图 51 《中美电影备忘录》主要条款及中国电影产业的外资限制



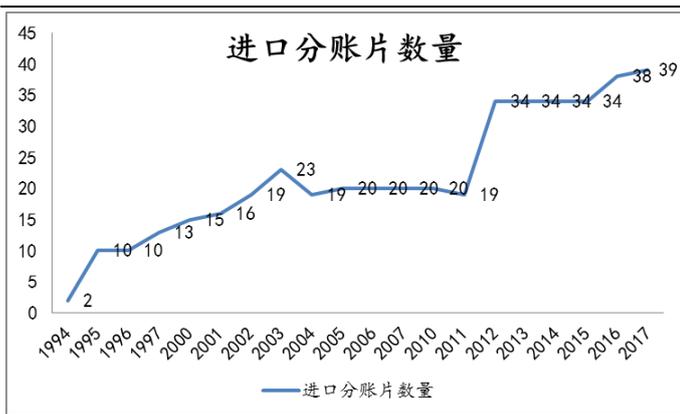
资料来源: 国元证券研究中心

### 进口片数量攀升, 占据票房市场半壁江山

1994年首部进口分账片《亡命天涯》开始, 我国进口片的数量不断增长, 进口分账片1995年实行“10部”制, 但是实际操作过程中经常超额进口。2001年中国进入WTO之后进口片进入“20部”时代, 数量保持每年20部进口的额度限制, 2012年增加14部特种分账片, 数量为34部, 2016年激增至38部, 打破34部数量限制。

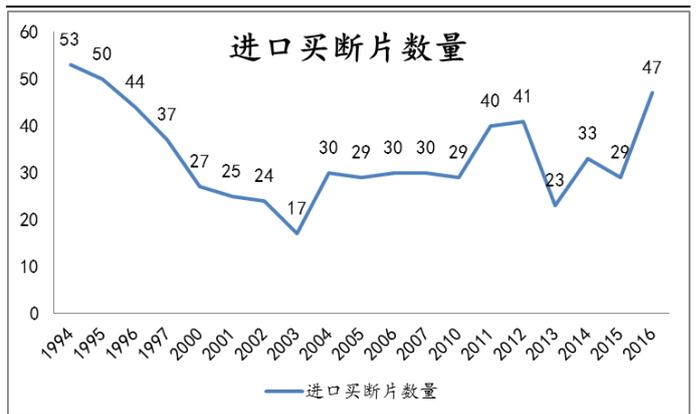
进口买断片由于其特殊性, 每年进口的数量不断变化, 买断代理商根据经验自行决定买断决定。1995年开始进口影片有了分账制度之后, 国外片方会尽量选择分账制, 通过中影集团引入国内, 国外片方可以获得相应的票房分成。但是海外高质量的片源较多, 为买断代理方提供了较好的引入基础, 每年引入数量不定。随着国内资本出海和国内票房的兴起, 进口买断片引入数量有持续扩量的趋势, 2016年买断片高达47部, 多部买断片实现高票房。

图 52 进口分账片数量变化



资料来源: 1905 电影网、国元证券研究中心

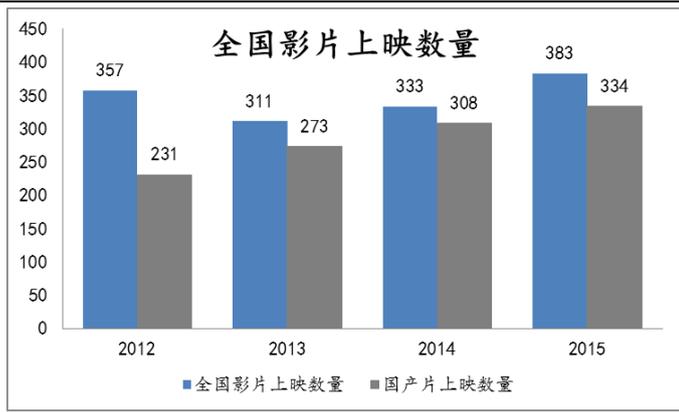
图 53 进口买断片数量变化



资料来源: 时光网、国元证券研究中心

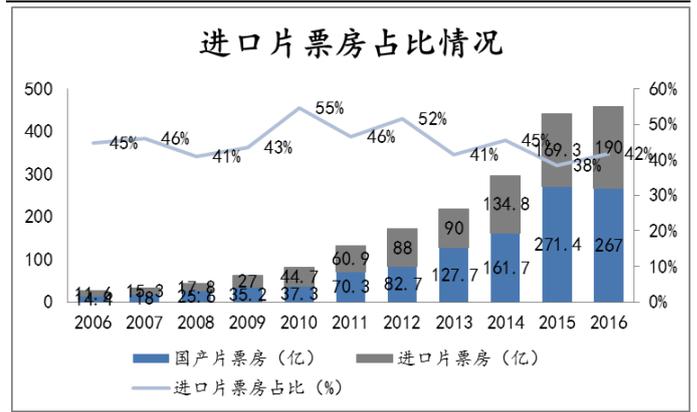
进口分账片引进数量受限, 买断片尽管没有具体数量限制, 但是有较大的风险, 整个进口片的数量十分有限。但是票房确占据了国内票房市场的半壁江山, 2016年国内共商业影片471部, 其中国产片381部, 进口片90部, 进口片占全部上映影片数量的19%, 票房收入确占42%, 进口片票房为190亿元。

图 54 国内影片上映数量



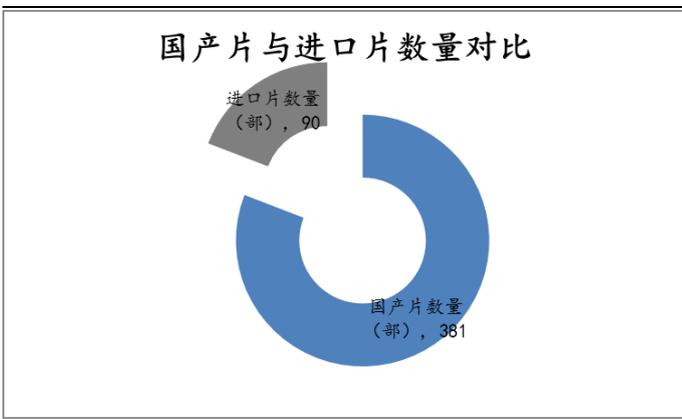
资料来源：中国产业信息网、国元证券研究中心

图 55 进口片票房占比情况



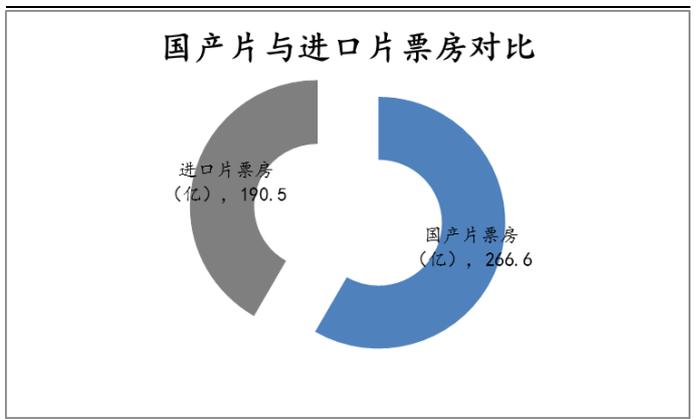
资料来源：中商情报网、国元证券研究中心

图 56 2016 年国产片与进口片数量对比



资料来源：新传智库、国元证券研究中心

图 57 2016 年国产片与进口片票房对比



资料来源：新传智库、国元证券研究中心

尽管国产电影经过多年的发展已有长足进步，票房收入占比已经超越进口片，其主要原因：1) 数量取胜，进口片数量收到国家引进限制，每年数量十分有限；2) 国产片保护，特别是每年 7 月和 8 月的国产片保护期，该时间段内进口片不得上映，这个时间段是暑期档，观影人数以学生群体为主，观影消费能力较强。

尽管进口片的数量不断增长，但是依然有许多优质的海外影片未进入国内电影市场，特别是好莱坞大片。试想如果进口片引进数量（特别是分账片）不受数量限制或扩大引进数量，国内票房市场中引进片票房占比将可能重新占据过半市场份额。

表 11 2015-2016 未引进的北美票房 TOP20 影片

未引进好莱坞影片	北美上映时间	北美票房 (亿美元)	平分 (时光网)
X 特遣队	2016.8	3.25	6.6
超能敢死队	2016.7	1.28	6.4
乌龙特工	2016.6	1.27	6.5
完美音调 2	2015.5	1.84	7.2
五十度灰	2015.2	1.66	5.9
冲出康普顿	2015.8	1.61	7.5

资料来源：时光网、国元证券研究中心

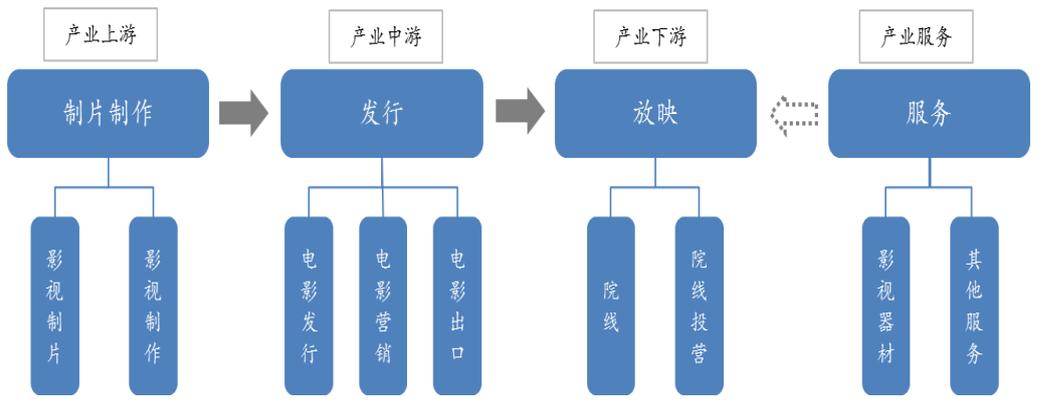
根据历史进口片的引进数量变化和中国电影市场的开放趋势，进口分账片的引进数量增长的概率较大，加上进口片的单片票房较高，票房号召力大，国内票房市场被再次

“唤醒”的概率亦较高。

### 3 “制作-发行-放映-服务”全产业链一条龙，彰显行业龙头地位

公司背靠中影集团，是国内少有的全产业链“全而强”的标的，公司四大业务板块：影视制片制作、电影发行、电影放映及影视服务业务，在各自的环节占据重要地位。

图 58 公司全产业链分布



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

#### 3.1 制片能力强，制作实力傲视群雄

公司是主旋律电影电视的主要制片制作单位，2013 年至 2015 年，公司在创作生产的电影数量及票房表现等方面均保持了行业领先优势。

表 12 公司电影制片数量

制片数量	2015	2014	2013	合计
公司电影制片数量	27	15	24	66
全国故事影片、动画影片生产数量	737	658	667	2,062
本公司电影制片业务市场份额	3.66%	2.28%	3.60%	3.20%

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

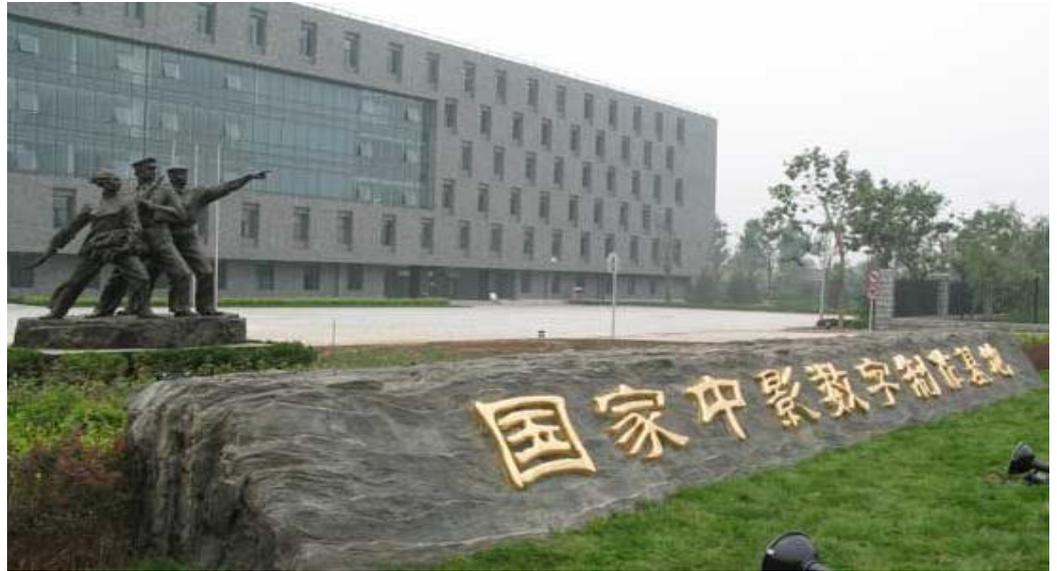
表 13 公司主导或参与过亿票房影片数量

年度	全国票房过亿国产影片情况		本公司创作生产的票房过亿国产影片情况		本公司市场份额	
	影片数量 (部)	影片票房 (亿元)	影片数量 (部)	影片票房 (亿元)	影片数量占比	影片票房占比
2015 年	47	235.89	8	28.52	17.02%	12.09%
2014 年	36	130.86	4	25.12	11.11%	19.20%
2013 年	32	97.70	6	23.14	18.75%	23.68%
合计	115	464.45	18	76.78	15.65%	16.53%

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

公司拥有中影电影数字制作基地是亚洲地区规模最大、技术最先进、设施最完善的影视制作基地之一，拥有包括世界级规模的 5,000 平方米摄影棚在内的 16 座不同规模的摄影棚和顶级摄影照明器材。

图 59 中影电影数字制作基地



资料来源：百度百科、国元证券研究中心

与横店影视城、中视传媒无锡影视基地、涿州影视城等国内其他以外景地为主的大型影视基地相比，中影数字基地建有以可兼容 5.1、7.1、11.1、13.1 多种声音格式、多达几十个独立通道监听的混合录音棚为代表的电影后期制作系统，具备电影的声音制作、画面剪辑、数字中间片制作、视觉特效制作、动画制作、电影数字母版制作、洗印以及译制等完善的电影制作能力。

### 3.2 国内发行巨头，与华夏电影共享进口片发行

发行是公司的传统业务，也是公司收入的最大来源，2015 年主营收入中 54.18% 来自于公司发行业务，为公司贡献了近 40 亿元的收入。随着国内电影票房的兴起和进口片数量的增加，公司未来发行业务收入有望持续增长。

无论是国产影片还是进口片，公司主导或参与发行的影片数量占据市场的五成左右，在过亿主力票房当中几乎全部参与，公司在发行市场中的龙头地位“无人能及”。

表 14 公司主导或参与发行的国内外影片情况

片源	年度	总票房	公司主导或参与发行		
			数量（部）	实现票房	公司占比
国产片	2015	271.36	318	110.80	40.83%
	2014	161.55	263	97.57	60.40%
	2013	127.67	209	119.05	93.25%
	合计	560.58	790	327.42	<b>58.41%</b>
进口片	2015	169.33	75	88.71	52.39%
	2014	134.84	77	81.42	60.38%
	2013	90.02	71	58.79	65.31%

	合计	394.19	223	228.92	58.07%
--	----	--------	-----	--------	--------

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

表 15 公司主导或参与发行的过亿国内外影片情况

片源	年度	过亿票房数量	公司主导或参与发行	公司占比
国产片	2015	47	47	100.00%
	2014	36	25	69.44%
	2013	32	32	100.00%
	合计	115	104	90.43%
进口片	2015	34	33	97.06%
	2014	30	30	100.00%
	2013	27	27	100.00%
	合计	91	90	98.90%

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

### 进口分账片引进数量增长对公司发行影响的测算

中影和华夏是唯一两家进口片发行方，对进口片发行基本是平分，根据公司招股说明书中数据，公司 2015 年主导或者参与发行的进口片实现票房占进口片总票房的 52.39%，2014 年占 60.38%，2013 年占 65.31%。与此同时，在过亿票房的进口片中，公司几乎全部参与。

据此我们可以假设公司取得进口分账片片发行票房收入=进口片净票房收入\*15.5%\*0.5

去年进口分账片数量为 38 部，根据新传智库的统计，2015 年和 2016 年进口分账片的单部均票房分别为 4.25 亿元、3.82 亿元，则均值为 4.04 亿元/部，《中美电影备忘录》已到期，进口分账片大概率扩量，假设公司取得进口分账片片发行票房收入=进口片净票房收入\*15.5%\*0.5，据此我们可以大致测算出中国电影发行分账片的预期票房收益为 15 亿-16 亿。

表 16 中国电影分账片发行收益测算

2017 年分账片假设数	均票房：3.82 亿		均票房：4.04 亿		均票房：4.25 亿	
	分账片票房 (亿)	中影发行收益 (亿元)	分账片票房 (亿)	中影发行收益 (亿元)	分账片票房 (亿)	中影发行收益 (亿元)
40	153	12	162	13	170	13
50	191	15	202	16	213	16
60	229	18	242	19	255	20
均值	191	15	202	16	213	16

资料来源：国元证券研究中心

表 17 2017 年进口大片汇总

影片	分账片或买断片	商业时间	国内票房 (亿元) 截止 3.27	发行公司
极限特工：终极回归	分账片	2017.2.10	11.27	中影、华夏

生化危机：终章	分账片	2017.2.24	11.12	中影、华夏
金刚狼 3：殊死一战	分账片	2017.3.3	7.26	中影、华夏
一条狗的使命	买断片	2017.3.3	5.85	华夏
金刚：骷髅岛	分账片	2017.3.24	5.36	中影、华夏
美女与野兽	分账片	2017.3.17	5.13	中影、华夏
星球大战外传：侠盗一号	分账片	2017.1.6	4.78	中影、华夏
太空旅客	分账片	2017.1.13	3.15	中影、华夏
爱乐之城	买断片	2017.2.14	2.48	中影
欢乐好声音	分账片	2017.2.17	2.14	中影、华夏
刺客信条	买断片	2017.2.24	1.61	中影
乐高蝙蝠侠大电影	分账片	2017.3.3	0.44	中影、华夏
最终幻想 15：王者之剑	买断片	2017.3.10	0.29	中影
天空之眼	买断片	2017.1.13	0.17	华夏
天才捕手	买断片	2017.3.10	0.15	中影
<b>合计</b>			<b>61.2</b>	
速度与激情 8	分账片	2017.4.14		中影、华夏
攻壳机动队	分账片	2017.4.07		中影、华夏
变形金刚 5	分账片	2017.6.1		中影、华夏
守护者：世纪战元	买断片	2017.5.1		华夏
日月人鱼：国王的女儿		2017.6.1		
蓝精灵：寻找神秘村		2017.4.21		

资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

未上映的进口大片中，《速度与激情 8》和《变形金刚 5》都是系列 IP 电影，历史票房表现优悦，《变形金刚 3》和《变形金刚 4》分别于 2011 年、2014 年上映，获得票房都超过 10 亿元，票房分别为：10.7 亿元、19.8 亿元。《速度与激情 7》2015 年在国内上映，斩获票房 24.3 亿元，位居 2015 年票房榜第二名，与第一名《捉妖记》票房仅差 0.13 亿元。两部电影都将在上半年上映，观影群众基础较广，有望延续的票房表现。

其中公司还投资了《速度与激情 8》1500 万美元，与环球制片有限公司就影片《速度与激情 8》进行项目投资合作，在区域内为该影片提供影院发行，而公司作为《速度与激情 8》的投资方，或受市场关注。

图 60 《变形金刚 5》与《速度与激情 8》



资料来源：艺恩网、国元证券研究中心

表 18 “速度与激情”与“变形金刚”IP 系列电影表现

“速度与激情”系列	国内上映时间	票房（亿元）	豆瓣评分
速度与激情 1	2008.9.1	0.13	7.6
速度与激情 2	未上映	/	7.1
速度与激情 3	未上映	/	6.6
速度与激情 4	2009.4.15	未知	7.6
速度与激情 5	2011.5.12	2.5	8.4
速度与激情 6	2013.7.26	4.1	7.7
速度与激情 7	2015.4.12	24.3	8.3
合计/平均		31.03	7.6
“变形金刚”系列	国内上映时间	票房（亿元）	豆瓣评分
变形金刚 1	2007.7.11	2.9	8.1
变形金刚 2	2009.6.24	4	7.6
变形金刚 3	2011.7.21	10.7	7
变形金刚 4	2014.6.27	19.8	6.6
合计/平均		37.4	7.3

资料来源：艺恩智库、猫眼、国元证券研究中心

### 3.3 控股及参股多家院线，放映业务是未来的看点

截至 2015 年末，本公司共控股 3 家电影院线公司和参股 4 家电影院线公司。以截至 2015 年末的数据计算，本公司控股和参股院线拥有的加盟影院数量占全国城市影院总量的 28.90%。

2016 年 10 月，公司 5.53 亿元收购了大连华臣 70%的股权，巩固公司在国内院线市场中的领先地位。

表 19 2016 年中国院线 TOP10 数据情况

院线	票房（亿元）	市场占有率	平均票价	场均人次	上座率
万达院线	60.9	13.4%	38	30	18.2%

大地院线	36.7	8.1%	30	17	13.3%
上海联合	35.7	7.8%	36	24	16.6%
中影星美	34.5	7.6%	34	21	15.6%
中影南方	32.4	7.1%	34	18	15%
中影数字	29.5	6.5%	32	16	12.1%
广州金逸	27.7	6.1%	34	21	14.1%
横店院线	20.7	4.5%	30	20	14.6%
浙江时代	14.5	3.2%	33	18	14.6%
华夏联合	14.4	3.2%	31	17	13.2%

资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

公司旗下控股三家院线及参股四家院线，通过对比 2015 年、2016 年这 7 家院线的的数据，可以发现 7 家院线总票房 125 亿左右，占国内总票房的 28%。其中中影数字为公司全资子公司，公司旗下影院为院线自有，是资产联结性。截至 2015 年末，公司共拥有 99 家控股影院和 13 家参股影院，下属控股影院共拥有 658 块银幕和 10.56 万个座位。

表 20 公司控股与参股院线的市场占有率

院线	股权	2015 票房 (亿元)	2015 排名	2016 年票房 (亿)	2016 排名	2015 市场占有率 (%)	2016 市场占有率 (%)	备注
中影数字	100.00%	21.02	7	29.50	6	4.79%	6.48%	资产联结型
中影星美	60.00%	38.12	2	34.50	4	8.68%	7.58%	
中影南方	56.00%	29.76	5	32.40	5	6.78%	7.12%	
辽宁北方	50.00%	8.40	18	6.70	19	1.91%	1.47%	
四川太平洋	33.50%	12.40	11	11.90	12	2.82%	2.62%	
江苏东方	33.50%	2.10	32	2.00	30	0.48%	0.44%	
北京新影联	29.29%	12.20	12	10.70	13	2.78%	2.35%	
合计		124.00		127.70		28.25%	28.07%	

表 21 公司电影放映业务收入与市场份额情况

项目	2015 年	2014 年	2013 年
公司电影放映业务收入	19.20	12.26	10.15
全国电影放映业务收入	222.88	149.90	113.99
公司放映业务收入市场份额	8.61%	8.18%	8.90%

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

### 3.4 中国放映设备的代表：中国巨幕

公司影视服务业务主要有影视器材和影视信息咨询业务、演艺经纪业务等业务，2011

年，本公司与电影科研机构合作研发了中国巨幕系统，打破了外国公司在高技术格式电影领域的垄断。并且中国巨幕的单价不断下降，销量逐步上升，单价从 2013 年的 293 万元下降到 2015 年的 118 万元，价格优势明显。

表 22 中国巨幕与 IMAX 的对比

类别	中国巨幕	IMAX
造价	100 万-300 万	700 万-800 万
版权费用	无	7 万美元/年
拷贝转制费用	几十万元	超千万
票价（2015 年北京地区）	90 元左右	140 元左右
单银幕均票房（2015 年）	45.73 万美元	119.3 万美元
市场份额（2015 年）	11.5%	81.1%
尺寸	20*12 米	22*12.5 米
亮度	36000 流明	30000 流明
音响	11.1 声道	6.1 声道
分辨率	220 万	220 万

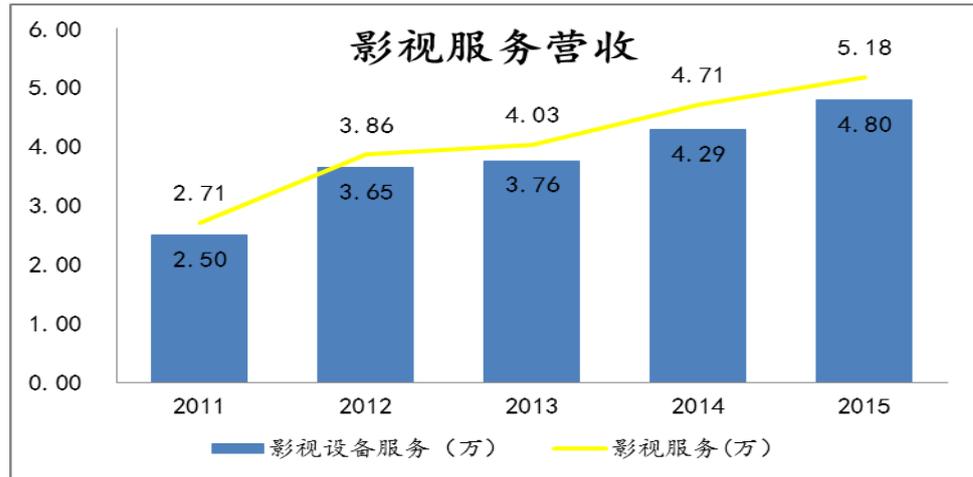
资料来源：娱乐资本论、国元证券研究中心

表 23 中国巨幕销售情况

时间	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	118.05	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	1,172.64	843.59	328.55	28.03%

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

图 61 影视服务营收情况



资料来源：wind、国元证券研究中心

## 4、盈利预测与估值

1、影视制作制片方面，2017 年暑期将上映《建军大业》，考虑其低成本及前两部（“建国大业”（3.9 亿）、“建党伟业”（4.1 亿））的高票房表现，我们看好《建军大业》的票房表现，同时，4 月 14 日即将上映的《速度与激情 8》公司投资了 1500 万美元，考虑国产电影的成长空间及《速 8》带来的收益，影视制作制片预计增速 25%；

2、电影发行方面，综合考虑国内票房空间和进口片的放量预期，《速度与激情 8》和《变现金刚 5》等未上映大片有望延续高票房表现，我们预计今年公司发行业务增速有望达 25%，如果中美两国今年完成电影进口协议的谈判和协议签订，则 2018 年将会是一个进口片大年，增速有望加大；

3、放映业务方面，公司控股 3 家院线及参股 4 家院线，并且 2016 年收购了大连华臣，公司在院线的市场占有率有望持续提高，目前市场占有率合计为 28%左右，影院的非票房收入是公司未来值得挖掘的业务，综合考虑，放映业务增速预计 25%；

4、影视服务方面，中国巨幕逐步走向成熟，公司有院线和影院优势，且属国企背景，市场空间较大，这块业务增速保守估计 10%。

公司作为国内电影产业的龙头，能够充分享受国内巨大的电影市场空间，看好公司未来的发展前景，预测公司 2016 年、2017 年、2018 年的营业收入为 84.4 亿、104.2 亿、130.9 亿，EPS 分别为 0.50 元、0.64 元、0.82 元，对应目前股价的 PE 分别为 48 倍、38 倍、29 倍，给予“买入”评级。

## 5、风险提示

进口片引进不及预期、国内电影市场增速放缓、行业竞争激烈

## 国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

### 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)