研究报告 院线行业深度报告
增持（首次）

从旧增量走向新增量，在确定性中寻找弹性！

张良卫
传媒与互联网
首席证券分析师
S0600516070001
TEL：021-60199740
zhanglw@dwzq.com.cn

2017年7月

目录



- 趋势确定性已具，旧增量到新增量
- 横纵整合夺份额，龙头向王者跃迁
- 增量之外找弹性，眼光长远看非票
- 看好整合长逻辑，坚定推荐龙头股

单片票房不确定性过大
很难预测

整体增速确定性放缓
寻找新增量

银幕扩张带来的
渠道红利减弱

优质内容缺乏
观影需求未满足

窗口期缩短
网络渠道挤压

三四线观影
习惯形成

口碑为王
带来正向反馈

鲇鱼效应促进
国产片提升

龙头

横向并购
提高市场占有率

纵向并购
布局全产业链

特色化
差异化竞争

网络院线
线上下整合

弹性

影院广告
高转化、高增长

卖品
增长空间巨大

场景消费
综合娱乐入口

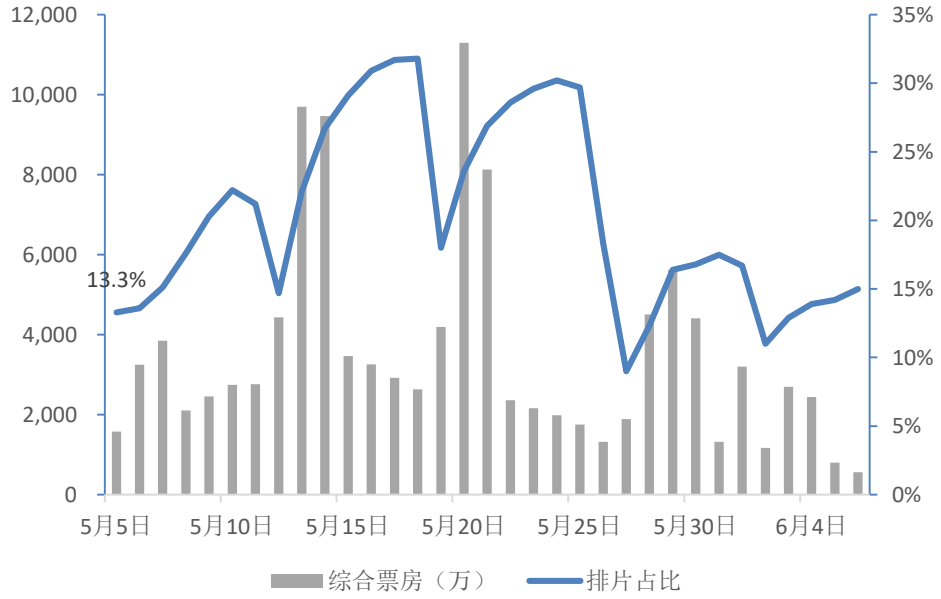
趋势确定性已具，旧增量到新增量

1.1 意料中的意外，精准预测难度大

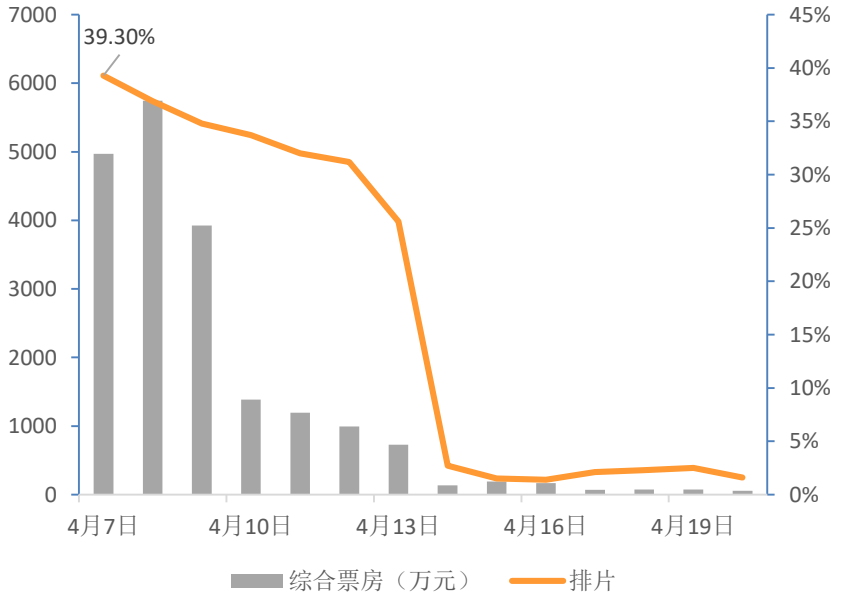
单片票房不确定性过大，很难精准预测

- 作为内容导向的行业，我们很难精确预测每一部影片的票房成绩，上映后的口碑、假期情况、甚至是天气的因素都会对结果产生影响
  - 《摔跤吧！爸爸》首日排片13.3%，凭借高口碑拉高排片，上映时间超过1个月，票房超过10亿
  - 《攻壳特工队》汇集高粉丝IP、知名影星、高调宣发，首日排片39.3%，热度快速褪去，累计票房仅2亿

《摔跤吧！爸爸》票房及排片



《攻壳特工队》票房及排片



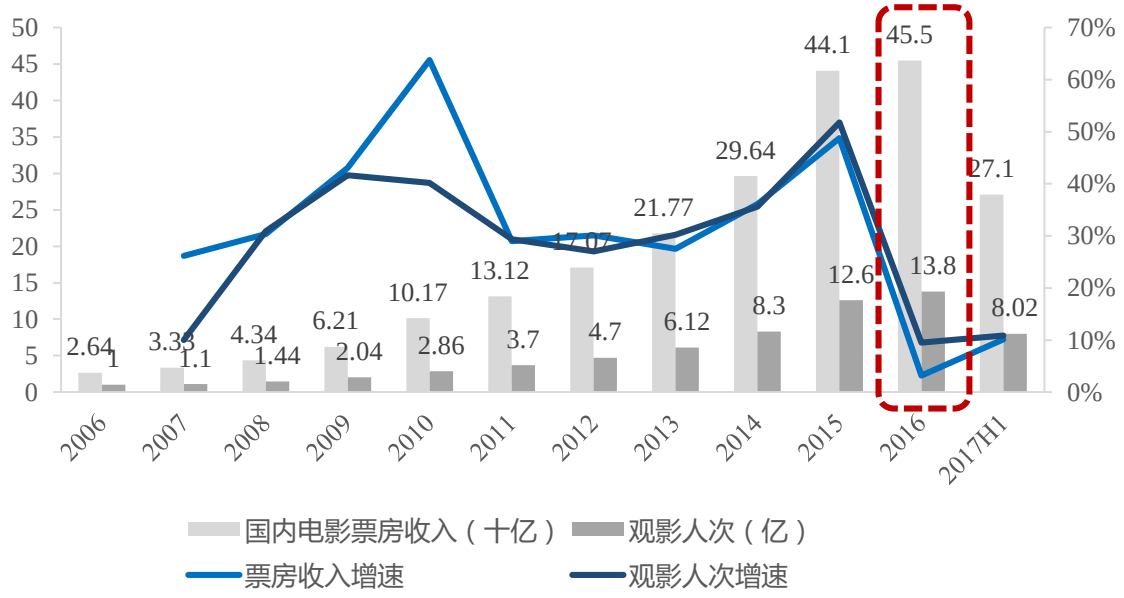
资料来源：猫眼专业版，艺恩，东吴证券研究所

1.2 趋势具备确定性，从旧增量到新增量

1.2.1 整体票房增速趋缓已是不争的事实

- 2016年票房增速显著下降，总票房455亿元，同比增长了3.2%，相比较15年增速下降明显
  - 2016年在线票务平台猫眼+BAT格局趋稳，票补从15年约40-50亿下降到约15亿，15年剔除票补实际增速约为30%
  - 优质内容缺乏，大片表现乏力，15年7部电影票房超过14亿（4部国产片），16年共有3部，TOP25总票房基本持平
  - 票价持续降低，2014年平均票价约为35.7，2015年约为34.8元，2016年平均票价下降到约为33.1元

2016年票房增速显著放缓



2016年票房增速乏力原因



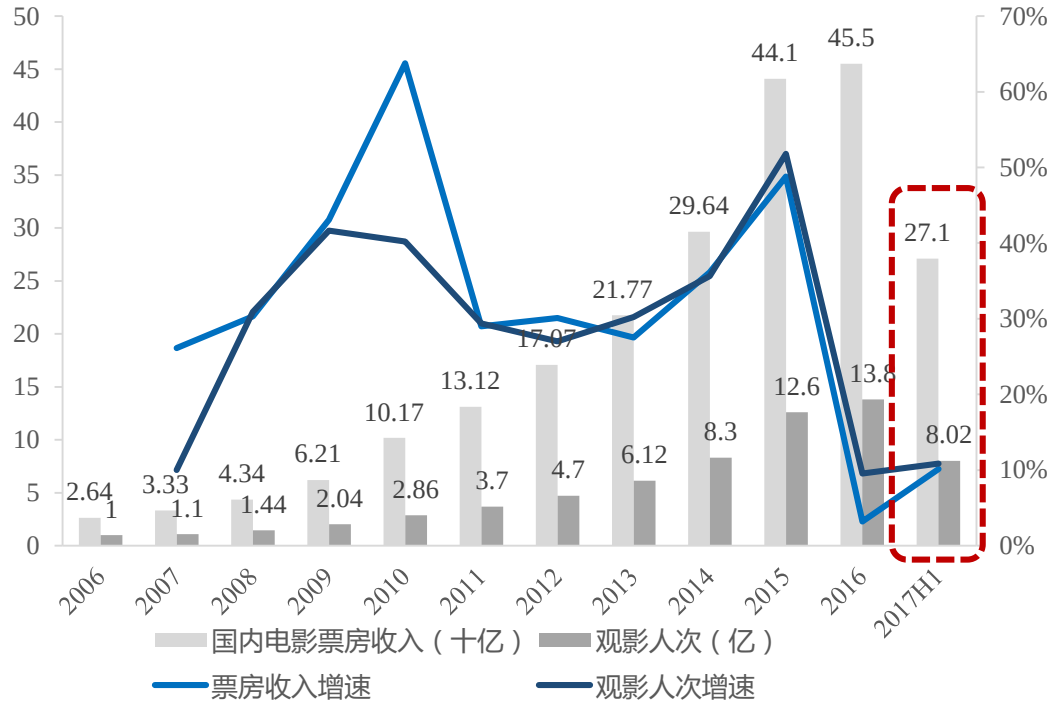
资料来源：猫眼专业版，艺恩，东吴证券研究所

1.2 趋势具备确定性，从旧增量到新增量

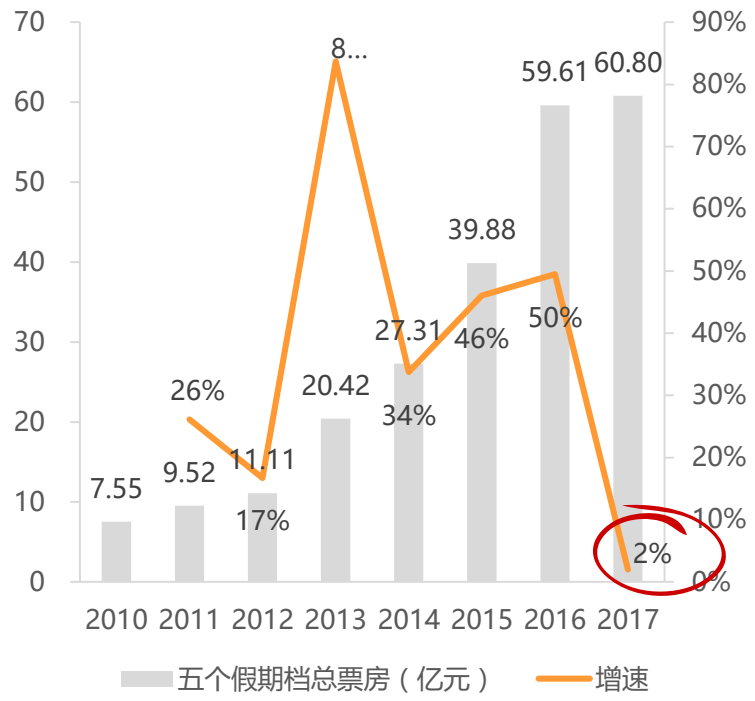
1.2.1 整体票房增速趋缓已是不争的事实

- 2017年票房驱暖，但增速无法回到15年的高位，增速放缓的趋势不可否认
  - 上半年票房达到271.26亿，增速10.14%；剔除服务费票房254.59亿元，增速3.47%
  - 17年五大假期档（元旦、春节、清明、五一、端午）总票房60.80亿元，同比仅增长了2%

2017年上半年票房驱暖



五大假期档票房收入及增速



资料来源：猫眼专业版，艺恩，东吴证券研究所

1.2 趋势具备确定性，从旧增量到新增量

1.2.1 整体票房增速趋缓已是不争的事实

- 进口电影大年，强IP进口分账片驱动17年票房，预计票房可达530亿左右，增速在15%左右
  - 根据2015至2016年的票房分布看，国产电影票房规模维持在基本稳定的状态，进口电影票房增速主要体现在进口片数量的增加以及批片中优质内容对单片票房的提升
  - 2017年进口分账大片成主旋律，预计票房超过20亿的大片将出现2部，IP大片引领下分账片票房总计将达到约211亿

2015-2016票房分析

	票房			数量			单片票房		
	2015	2016	YoY	2015	2016	YoY	2015	2016	YoY
国产电影	271	267	-2%	278	381	37%	0.98	0.70	-28%
进口电影	169	190	12%	80	90	13%	2.12	2.12	0%
分账片	145	145	0%	34	38	12%	4.25	3.82	-10%
买断片	25	45	83%	46	52	13%	0.54	0.87	62%
总计	441	457	4%	358	471	32%	1.23	0.97	-21%

分账片票房测算（亿元）

	超20亿大片	强IP	IP	NON-IP
数量	2	6	15	13
单片票房	25	10	5	2
合计	50	60	75	26
总计	211			

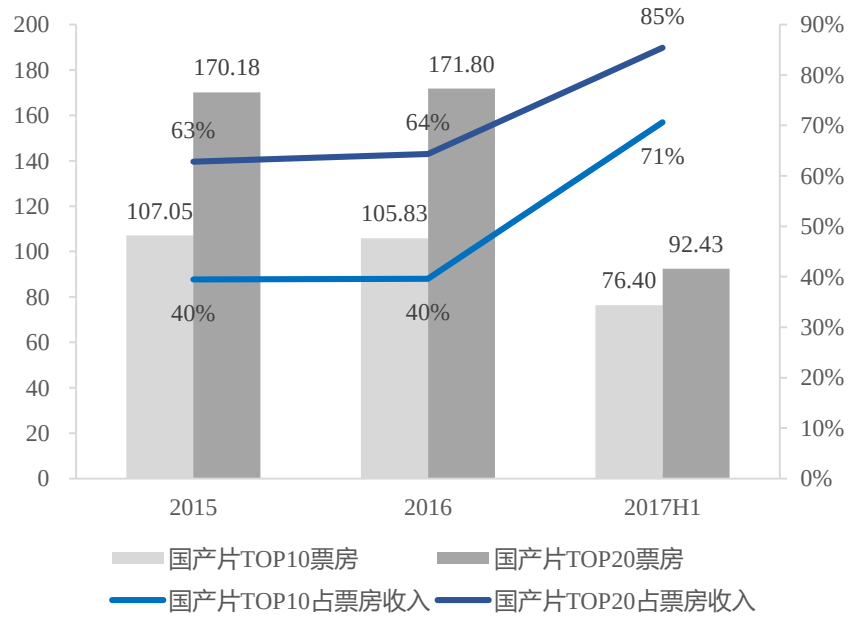
资料来源：猫眼专业版，艺恩，时光网，东吴证券研究所

1.2 趋势具备确定性，从旧增量到新增量

1.2.1 整体票房增速趋缓已是不争的事实

- 进口电影大年，强IP进口分账片驱动17年票房，预计票房可达530亿左右，增速在15%左右
  - 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，以及后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

国产片头部票房集中度



资料来源：猫眼专业版，艺恩，时光网，东吴证券研究所

2017年暑期档国产片

上映日期	电影名称	主演	导演	猫眼想看
7月1日	明月几时有	周迅、彭于晏、霍建华	许鞍华	38307人
7月6日	京城81号2	张智霖、梅婷、钟欣潼、耿乐	钱人豪	81009人
7月7日	秘果	陈飞宇、欧阳娜娜	绕雪漫	11915人
7月7日	绝世高手	卢正雨、郭采洁、范伟	卢正雨	22742人
7月13日	悟空传	彭于晏、倪妮、欧豪、余文乐、郑爽等	郭子健	213019人
7月13日	大护法	小连杀，图特哈蒙，金士杰等	不思凡	9502人
7月21日	三生三世十里桃花	刘亦菲、杨洋	赵小丁	464257人
7月28日	战狼2	吴京、卢靖姗等	吴京	193602人
7月28日	建军大业	刘烨、朱亚文、黄志忠、王景春、马天宇等	刘伟强	38588人
8月11日	绣春刀·修罗战场	张震、杨幂、张译、雷佳音、李媛、辛芷蕾	路阳	44312人
8月11日	心理罪	程浩	陈若轩等	42117人

1.2.1 整体票房增速趋缓已是不争的事实

- 进口电影大年，强IP进口分账片驱动17年票房，预计票房可达530亿左右，增速在15%左右
  - 进口批片受到上映时间落后和网络资源的影响单片票房不足1亿，17年凭借《摔跤吧！爸爸》等爆款有望取得50亿票房，增速在10%左右
  - 对综合进口分账片、进口批片和国产片票房表现的预期，2017年整体票房预计将达到530亿左右，增速在15%左右

2017年票房测算

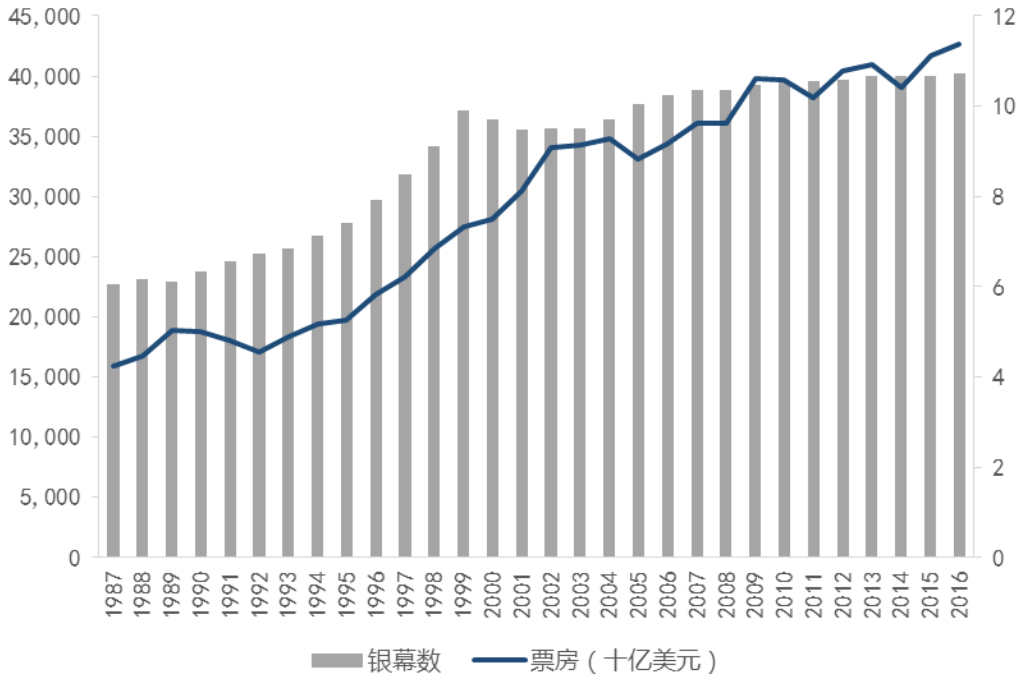
	票房预测	增速
分账片	211	45%
买断片	50	11%
2017年进口电影票房	261	37%
2017年国产电影票房	267	0%
2017年预计总票房	528	15%

资料来源：猫眼专业版，艺恩，时光网，东吴证券研究所

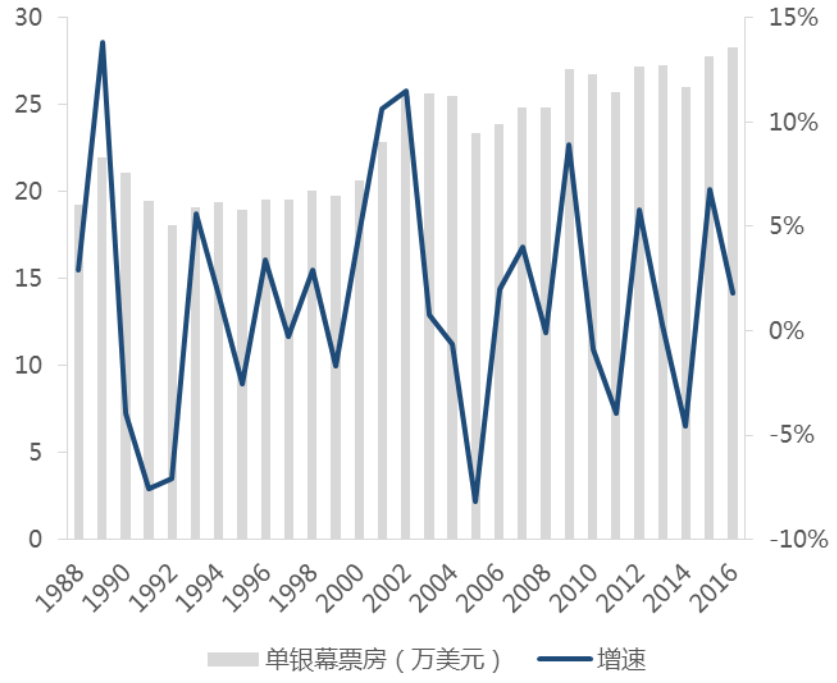
1.2.2 增速放缓背后的逻辑——银幕扩张的驱动效应减弱

- 就北美院线发展的经验看，银幕扩张对票房的驱动无法永久持续，驱动因素在银幕达到饱和后发生转变
  - 2000年开始银幕覆盖逐渐饱和，数量进入稳定期，维持在4万左右
  - 银幕数量与票房增长在前期保持一致，后期对票房的驱动减弱，票房增长驱动力转变
  - 单银幕票房在银幕增长过程中持续负增长或低增长，银幕产出效率不能保持

北美票房及银幕数



北美单银幕票房及增速



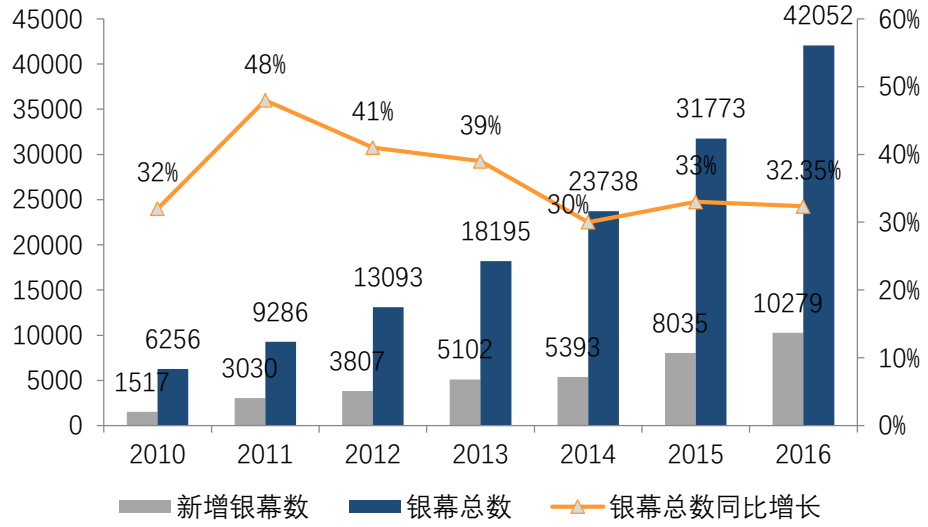
资料来源：NATO，东吴证券研究所

1.2 趋势具备确定性，从旧增量到新增量

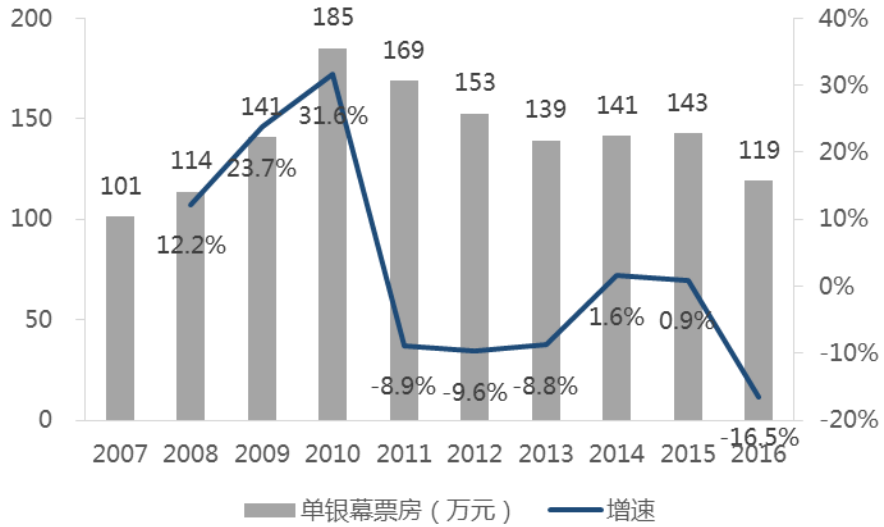
1.2.2 增速放缓背后的逻辑——银幕扩张的驱动效应减弱

- 我国银幕数量仍快速增长，但平均单银幕票房持续降低，银幕增长无力带动票房增长，票房增速放缓
  - 2010年来银幕数量增速保持在30%以上，16年银幕总数达到超过4万块，当年新增银幕超过1万块，已跃居世界第一
  - 单银幕票房呈负增长趋势，剔除票补影响并考虑年内平均银幕数后，6年内单银幕票房下滑近50万，16年降幅约16%
  - 银幕扩张速度将开始放缓，17年前上半年银幕增长仅2886块，未来银幕扩张对票房的驱动将继续放缓

中国近年银幕数量及增长



单银幕票房及增速



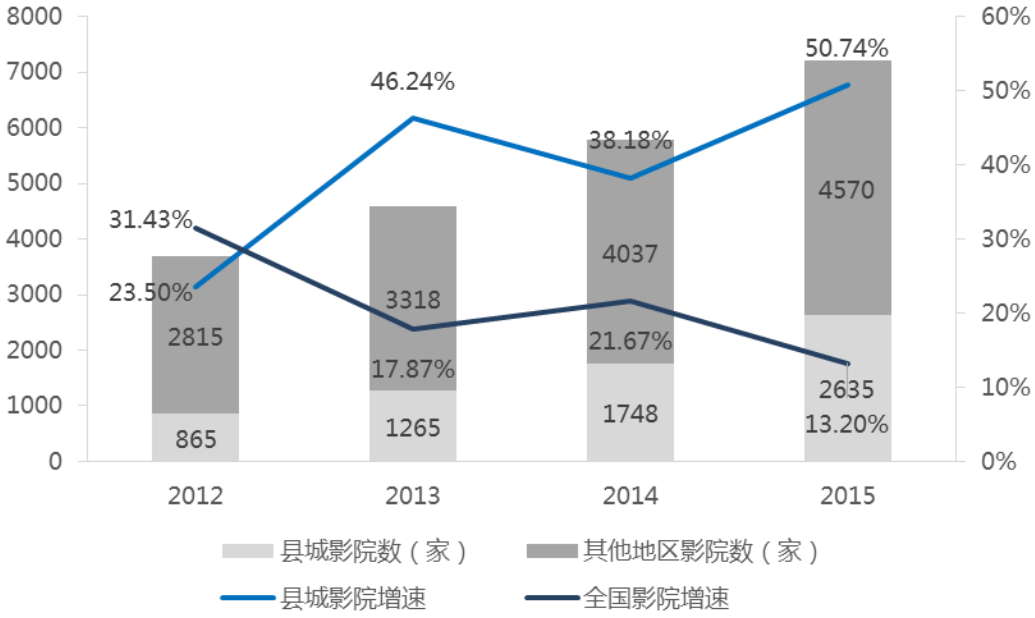
资料来源：猫眼专业版，东吴证券研究所
注：单银幕票房适当剔除票补，单银幕票房计算使用年内平均银幕数

1.2 趋势具备确定性，从旧增量到新增量

1.2.2 增速放缓背后的逻辑——银幕扩张的驱动效应减弱

- 院线在三四线广泛拓展，覆盖范围达到各县市，渠道下沉带来的直接红利放缓，后期需要依赖需求的挖掘
  - 2013年县城影院数量达到1265家，同比增长46.24%，超过全国影院17.87%的增速，此后县城影院增速维持在38%以上，远高于全国；15年县城影院增速高达50.74%
  - 县城影院占比从12年的23.5%增长至15年的36.6%，影院分布广泛，西北部影院密度提高，渠道进一步下沉空间有限

2012-2015县城影院数量



我国电影院分布



资料来源：猫眼专业版，东吴证券研究所
县城统计维度：县级行政区划（包含县级市、旗等）及以下地区影院

1.2 趋势具备确定性，从旧增量到新增量

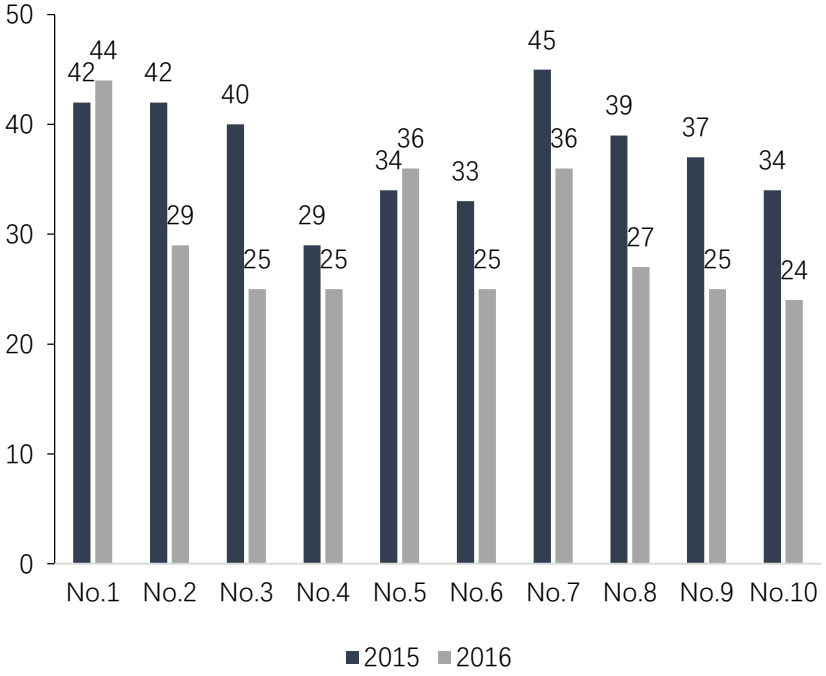
1.2.2 增速放缓背后的逻辑——内容驱动乏力

- 2016年头部内容票房低于预期，内容对票房的驱动显出疲态，进口大片不足，国产片无力引领大盘
  - 进口大片不足的情况下，国产电影缺乏带动整体票房的能力，16年票房超过14亿的电影仅3部，其中仅1部为国产片，与15年4部国产片3部进口片相比差距甚大
  - 2016年票房前十影片场均人次整体下降，头部影片影响力欠缺，缺乏优质内容引燃观影热情

2015-2016年票房超14亿大片

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

16年票房前十影片场均人次

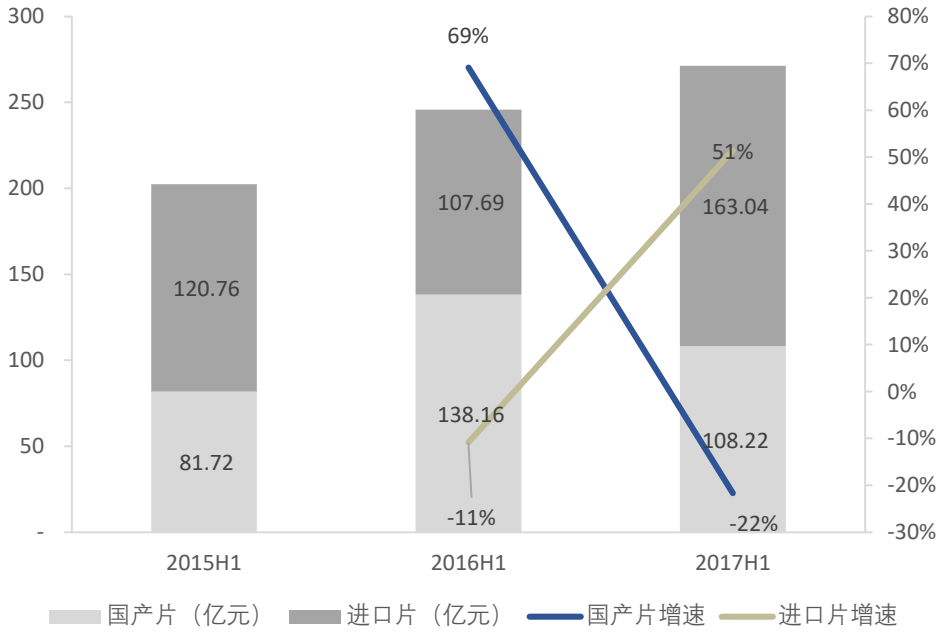


资料来源：猫眼专业版，艺恩，东吴证券研究所

1.2.2 增速放缓背后的逻辑——内容驱动乏力

- 2017年成为进口电影大年，进口电影火爆的主旋律持续，国产电影爆款的缺失导致票房增速上扬乏力
  - 上半年进口片独大，进口片票房高达163.04亿，同比增长51%；4-5月在《金刚》《速8》《加勒比海盗》等进口IP大片带动下，进口电影票房占比超70%，体现压倒性优势
  - 上半年票房过10亿的10部电影中仅三部中国电影，且集中在春节档，后期持续缺乏国产爆款

进口电影票房占比提高



资料来源：猫眼专业版，艺恩，东吴证券研究所

17年上半年票房过10亿电影

排名：影片名	类型	总票房（万）	平均票价	场均人次	国家及地区
1.速度与激情8	动作	266870	37	30	美国
2.功夫瑜伽	喜剧	175259	38	33	印度/中国
3.西游伏妖篇	奇幻	165593	39	36	中国香港/中国
4.摔跤吧！爸爸	喜剧	129277	30	22	印度
5.变形金刚5：最后的骑士	动作	128855	37	27	美国
6.加勒比海盗5：死无对证	动作	117824	36	22	美国
7.金刚：骷髅岛	动作	114974	35	20	美国
8.极限特工：终极回归	动作	112742	36	23	美国
9.生化危机：终章	科幻	111181	35	20	美国/德国
10.乘风破浪	剧情	104851	36	27	中国

1.2.2 增速放缓背后的逻辑——内容驱动乏力

- 内容提升是个缓慢的过程，需要人才、经验等各方面的积累
  - 业内人士普遍认为，我国电影行业并不缺资金和IP，但电影人才短缺的情况非常突出，无法适应高速发展的行业需求，专家普遍认为我国电影行业专业人才缺口达到20-40万
  - 但我国电影人才的缺口并不是由于高校培养的缺乏，我国有401个高校开设戏剧与影视专业，16年毕业生87912人，但教学和产业脱节、专业高校毕业生不足，仍然有待长期经验、人才积累

中国人才缺口大



中国影视行业从业者人才缺口大概20万。

——电影局局长张宏森 2015



电影人才缺40万人。

——著名导演冯小刚 2016

16年戏剧与影视类专业毕业生情况

学校名称	2016毕业生人数
中央戏剧学院	570
上海戏剧学院	502
北京电影学院	671



401所高校



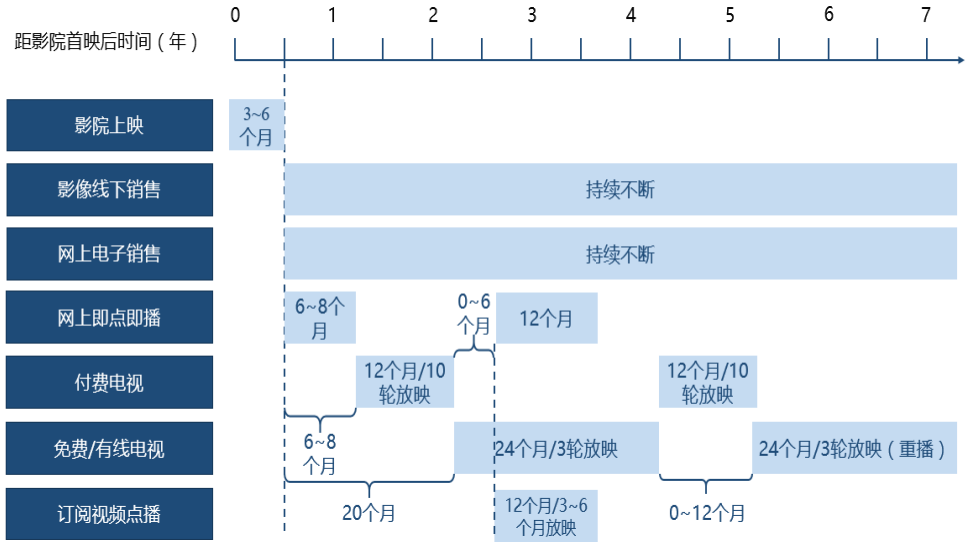
87912名毕业生

资料来源：搜狐新闻，学校官网，东吴证券研究所

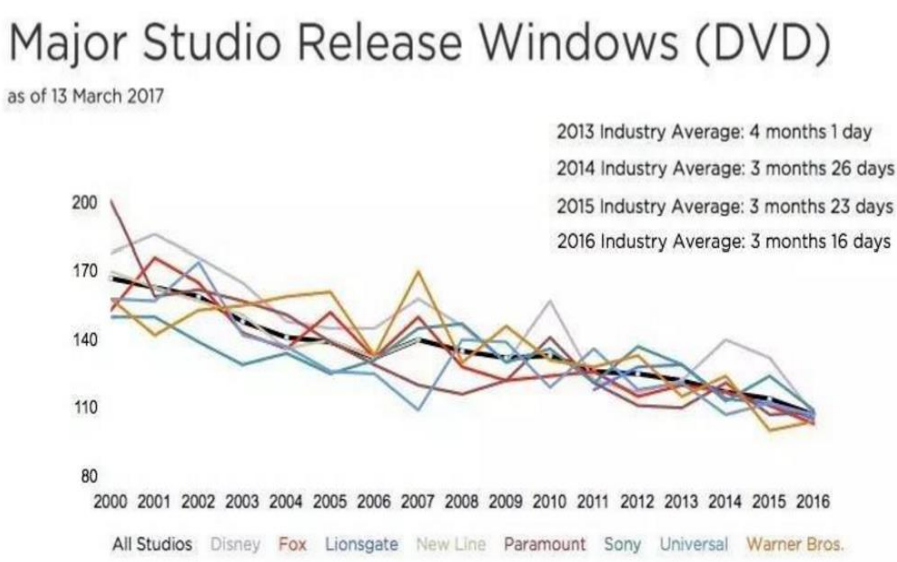
1.2.2 增速放缓背后的逻辑——线上渠道的影响

- 院线作为电影的一种线下变现渠道，线上渠道的发展使得院线窗口期不断缩短，对票房产生了不可避免的影响
  - 好莱坞影片窗口期较长，3-6个月之内只能在电影院看到（通常都放不了那么长时间）；6个月之后可陆续通过购买DVD、付费电子下载和视频点播方式观看；1年之后可通过付费电视观看；约2年之后通过公共电视免费看，由电视台支付版权费
  - 近年，好莱坞电影窗口期逐渐从超过4个月缩短至3个半月，Netflix等平台试图缩短窗口期受到院线的抵制

好莱坞窗口期



DVD窗口期缩短



资料来源：知乎，东吴证券研究所

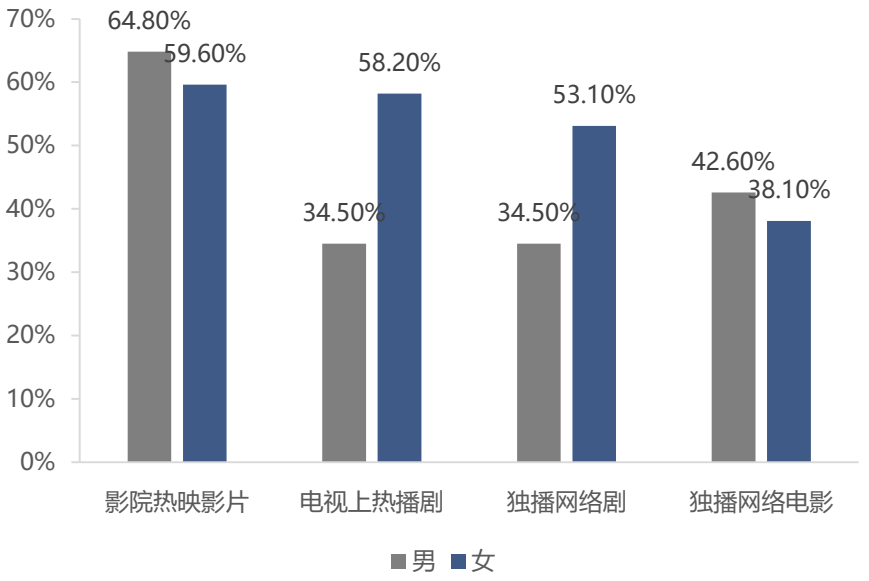
1.2.2 增速放缓背后的逻辑——线上渠道的影响

- 院线作为电影的一种线下变现渠道，线上渠道的发展使得院线窗口期不断缩短，对票房产生了不可避免的影响
  - 国内院线电影上映时间通常只有2-3周，火爆大片的排片可以延长至1个月；而窗口期则通常仅有1个半月至2个月，远低于好莱坞电影，并且可以通过电视盒子等多终端进行观看，致使很多观众选择等待视频网站资源上映，对票房实质上产生了一定的冲击
  - 而视频平台上院线热映电影成为观众付费最大的内容品类，线下院线电影观众一定程度上流向了线上

春节档部分影片窗口期

	窗口期（天）	票房（亿元）	三大视频平台点击量（亿次）
功夫瑜伽	57	16.48	2.87
西游伏妖篇	76	15.66	2.63
乘风破浪	62	9.80	2.62
大闹天竺	60	7.20	2.68
情圣	62	5.12	2.61
熊出没之奇幻空间	55	5.22	3

付费视频内容，哪些对你影响最大？



资料来源：猫眼专业版，艺恩，东吴证券研究所

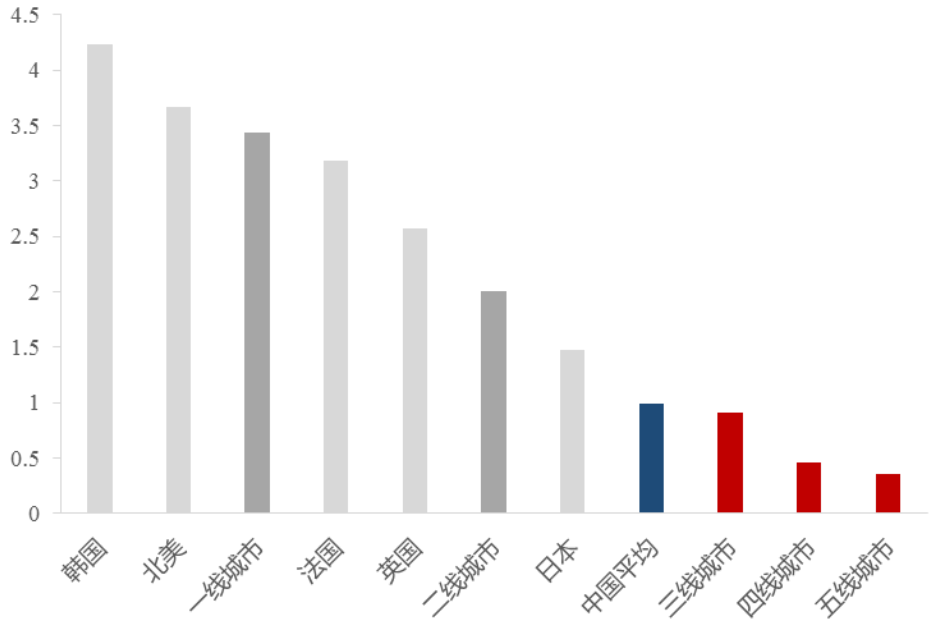
1.2.3 寻找新增量——三四线观影习惯形成，观影人次有望提升

- 目前我国人均观影频次差距较大，下沉的渠道有望激发三四线观影需求，观影习惯一旦形成，平均观影人次仍有较大空间
  - 观影频次区域差异大，北京人均观影频次超过3次，江苏、浙江等东南沿海省份超过2次，中西部部分省份不足1次
  - 三四线需求尚未挖掘，16年全国人均观影频次在0.99次，仅一线城市以3.43次接近了韩国的4.23次和北美的3.66次，三线及以下城市的观影频次不足1次，空间仍大

16年各省市人均观影频次



16年人均观影频次排行

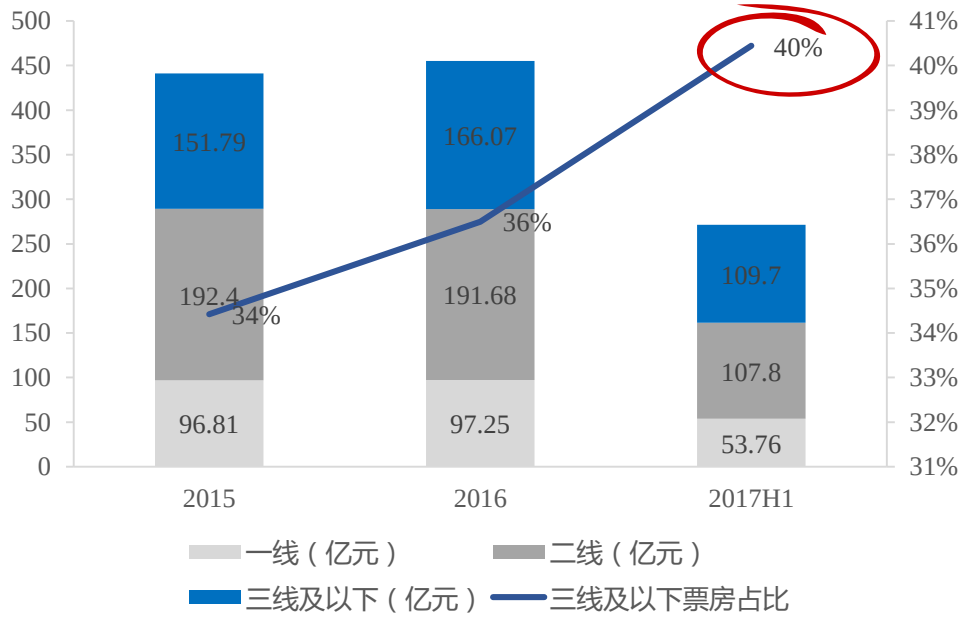


资料来源：猫眼专业版，艺恩，wind，东吴证券研究所

1.2.3 寻找新增量——三四线观影习惯形成，观影人次有望提升

- 随着院线渠道下沉逐步完成和三四线城市经济水平提升、文化娱乐消费提高，三四线城市成为未来票房增长的驱动力
  - 三四线城市票房占比逐步提高，17年上半年三四线城市贡献了40%的票房，与二线城市票房差距缩小至2亿
  - 小镇青年观影品味提高，进口电影三线及以下城市票房占比逐步提升，17年占比可超过40%

票房分布及三四线城市占比



资料来源：猫眼专业版，艺恩，东吴证券研究所

进口大片票房分布

		一线	二线	三线及以下
速度与激情7（2015.4）	票房(亿元)	5.49	11.6	7.98
	占比	22%	46%	32%
疯狂动物园（2016.3）	票房(亿元)	4.23	6.98	4.37
	占比	27%	45%	28%
魔兽（2016.6）	票房(亿元)	3.23	6.88	4.64
	占比	22%	47%	31%
生化危机：终章（2017.2）	票房(亿元)	2.16	4.53	4.43
	占比	19%	41%	40%
极限特工：终极回归（2017.2）	票房(亿元)	2.12	4.42	4.74
	占比	19%	39%	42%
金刚狼3（2017.3）	票房(亿元)	1.71	3.06	2.51
	占比	23%	42%	34%
速度与激情8（2017.4）	票房(亿元)	5.37	10.55	10.53
	占比	20%	40%	40%

1.2.3 寻找新增量——口碑为王，优质内容供不应求

- 内容为王逻辑反复验证，高口碑带动高排片成为惯例，未来电影将进入内容和票房的积极正向反馈循环
  - 《摔跤吧！爸爸》豆瓣评分9.2分，评论数超过了12万，凭借口碑逆袭《银河护卫队2》
  - 《疯岳俏佳人》等国产片由于内容、口碑不佳，豆瓣评分不超过5分，在拥有明星主演的情况下票房依然惨淡

摔跤吧！爸爸口碑逆袭



导演: 涅提·蒂瓦里
编剧: 比于什·古普塔 / 施热亚·简
主演: 阿米尔·汗 / 法缇玛·萨那·纱卡 / 桑亚·玛荷塔 / 阿帕尔夏克提·库拉那 / 沙克希·坦沃 / 更多...
类型: 剧情 / 传记 / 运动
制片国家/地区: 印度
语言: 印地语
上映日期: 2017-05-05(中国大陆) / 2016-12-23(印度)
片长: 161分钟(印度) / 140分钟(中国大陆)
又名: 我和我的冠军女儿(台) / 摔跤吧！ 老爸 / 摔跤家族 / दंगल / Wrestling Competition
IMDb链接: tt5074352

豆瓣评分
9.2 ★★★★½ 278959人评价

5星 65.1%
4星 29.3%
3星 5.1%
2星 0.4%
1星 0.2%

好于 98% 运动片
好于 99% 传记片

	豆瓣评分	评论数	猫眼观众评分	猫眼专业评分
摔跤吧！爸爸	9.2	122255	9.8	8.1
银河护卫队2	8.2	61413	9.1	6.7

低口碑难得高票房

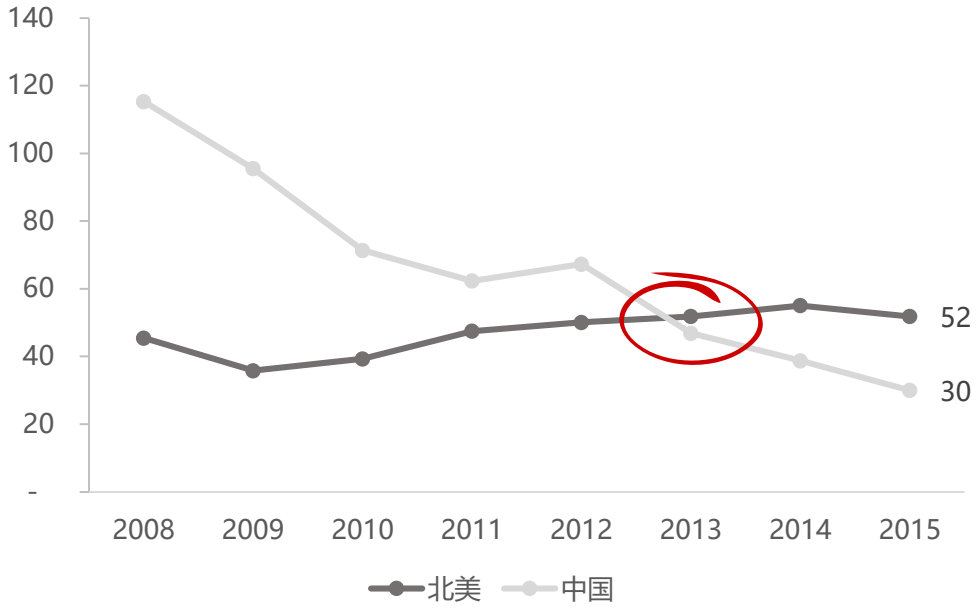
电影	演员	票房	豆瓣评分
疯岳俏佳人	岳云鹏/袁姗姗	5949万	3.4
欢乐喜剧人	郭德纲/岳云鹏	5912万	2.7
合约男女	郑秀文/张孝全	5585万	4.6
上海王	胡军/余男	1307万	5.0
碟仙诡谭2	张韶涵/方力申	1169万	3.2

资料来源：猫眼专业版，豆瓣，东吴证券研究所

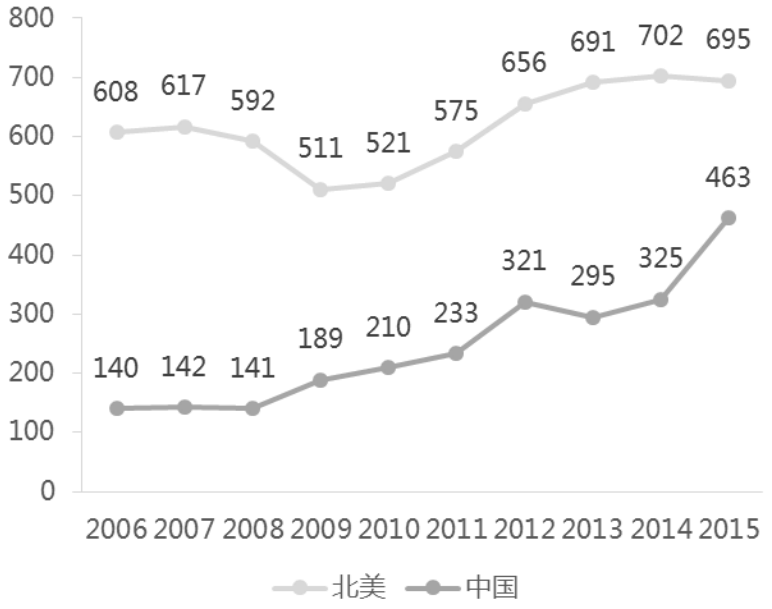
1.2.3 寻找新增量——口碑为王，优质内容供不应求

- 我国电影供需指数远低于美国，院线电影供不应求，对优质内容的旺盛需求意味着一旦有优质内容出现即有望成为爆款
  - 我国院线电影供需指数自2013年起低于北美，15年供需指数30远低于北美的52，电影供给显著不足
  - 我国上映电影数量虽然一路攀升，但仍然显著低于美国，14年上映电影数量仅为北美的一半，15年上映电影数量增长至463部，仍远低于北美

中美院线电影供需指数



中美上映电影数量

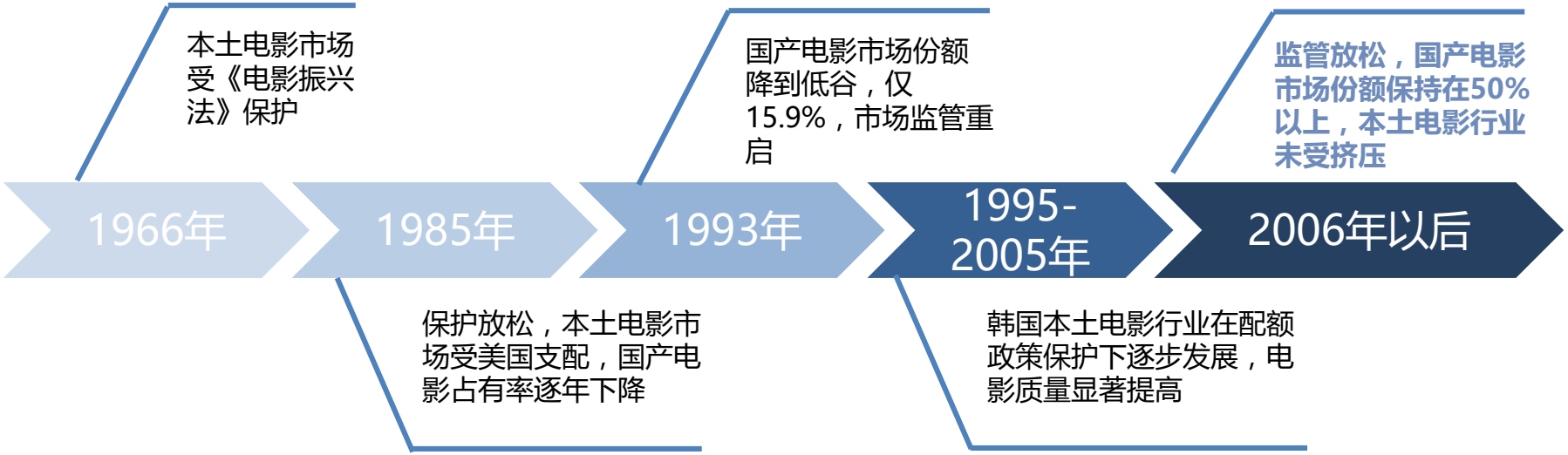


资料来源：艺恩，东吴证券研究所
注：供需指数=供给（影片数）/需求（观影人次）*1亿

1.2.3 寻找新增量——鲇鱼效应，国产电影成为最大变量

- 参考韩国电影行业的发展路径，配额政策仅用于为本国电影行业争取发展时间，适当放松配额有利于国产电影的品质提升
  - 第一次进口电影的配额取消后，本国电影市场暴跌
  - 缩紧的配额政策为国产电影发展赢得了十年的发展期
  - 第二次配额放松后，韩国电影已经能够与进口电影相抗衡，市场趋于稳定

韩国电影发展历程

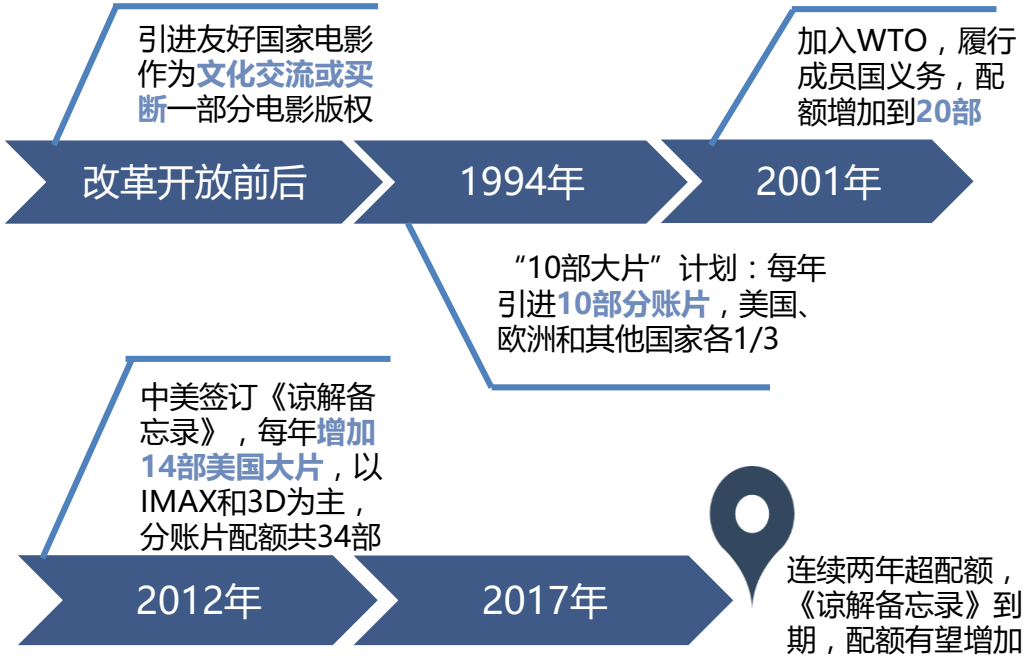


资料来源：公开资料，东吴证券研究所

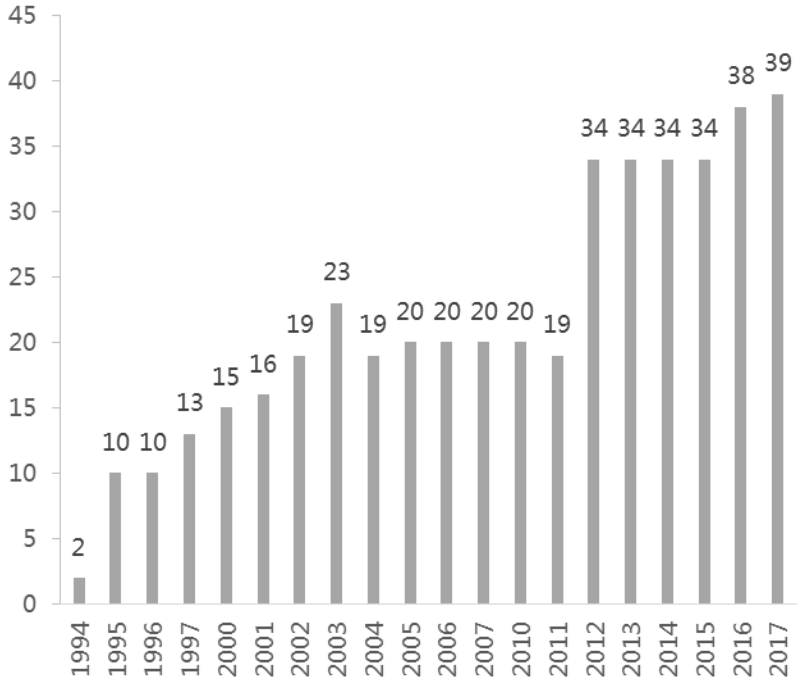
1.2.3 寻找新增量——鲇鱼效应，国产电影成为最大变量

- 进口电影配额有望增加，对国产电影产生刺激作用，在推动票房的同时促进国产电影向优质化转变，有利于行业长期发展
  - 进口电影配额逐步增加，电影市场逐步开放，进口电影配额经历了多次的提额
  - 16年我国进口分账片达38部，超过34部的分账片配额，很可能是电影进口进一步放开的前奏
  - 《谅解备忘录》在2017年2月也将过期，在重启的谈判中，配额增加的概率非常高。

进口分账片配额历史



进口分账片近年已超配额

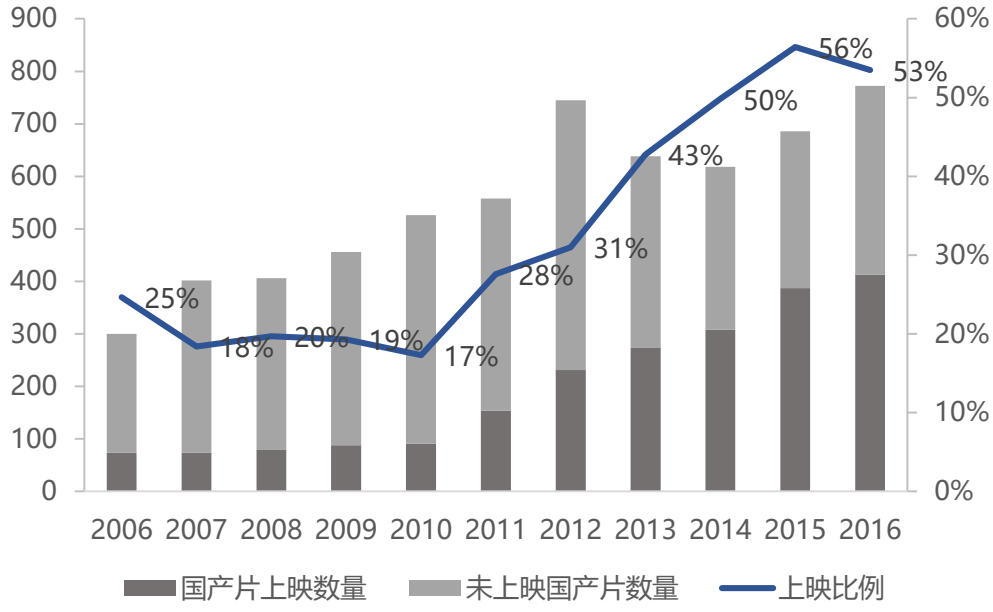


资料来源：猫眼专业版，1905电影网，东吴证券研究所

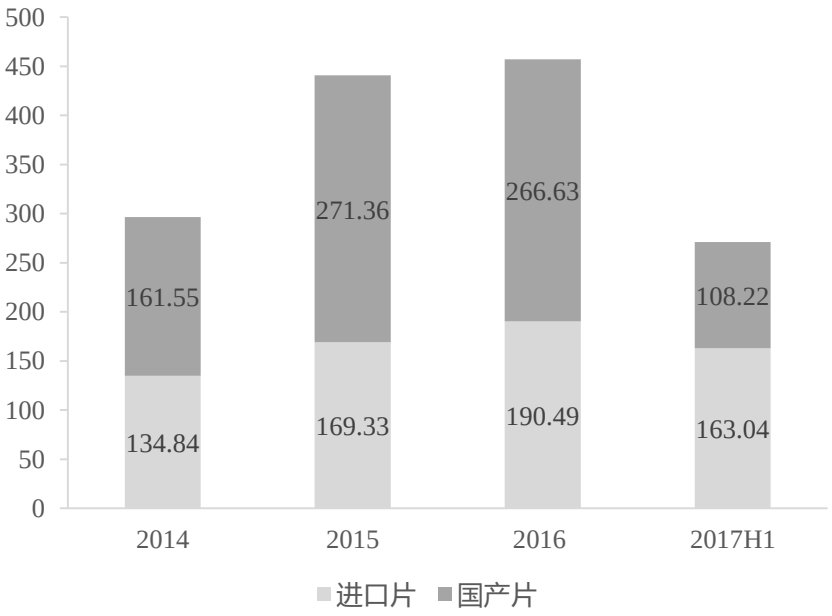
1.2.3 寻找新增量——鲇鱼效应，国产电影成为最大变量

- 我国国产电影质量正在逐步提升，优质国产电影在进口电影刺激下有望成为未来的巨大增量，在内容端提供长期空间弹性
  - 我国院线电影上映率逐年提高、国产电影票房逐步提升，16年上映国产片413部，上映率为53%；国产片票房近三年逐步升高，占比分别达到54%、61%和58%，17年优质国产片稀缺，显著受进口片挤压，国产片票房比例回落至44%
  - 未来预期进口片带来的刺激能够长期推动国产电影向优质化发展

我国院线电影上映情况



我国国产电影票房比例

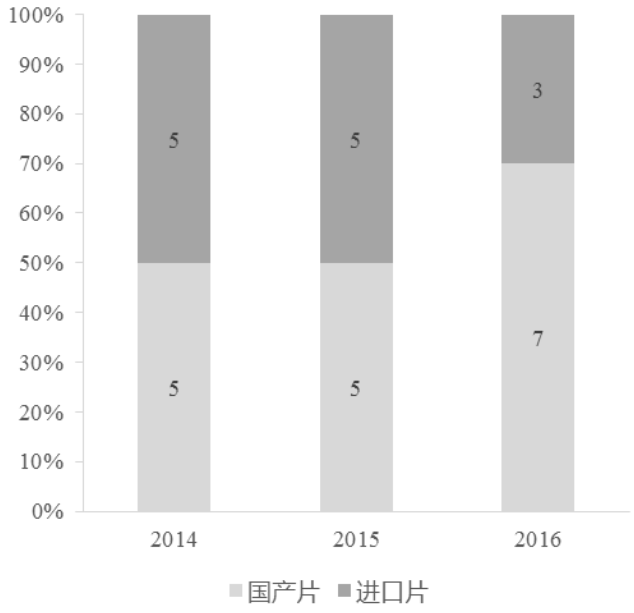


资料来源：猫眼专业版，艺恩，东吴证券研究所

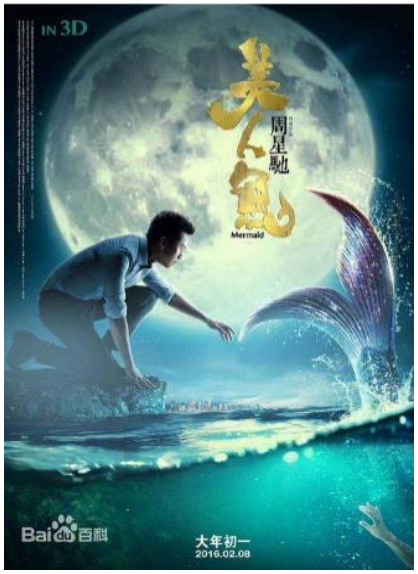
1.2.3 寻找新增量——鲇鱼效应，国产电影成为最大变量

- 我国并非缺乏优质内容制作能力，而是受困于团队不足带来的产能低下，在人才和经验的积累下，国产电影有望崛起
  - 优质头部国产片先例已具，《美人鱼》占领历史票房榜榜首，近三年票房榜前十中的国产片均超过半数
  - 但目前头部数量不足，且质量参差，15年来票房榜前十的国产电影票房和豆瓣评分的标准差均有显著上升，差距增大

2014-16年票房榜TOP10国产片比例

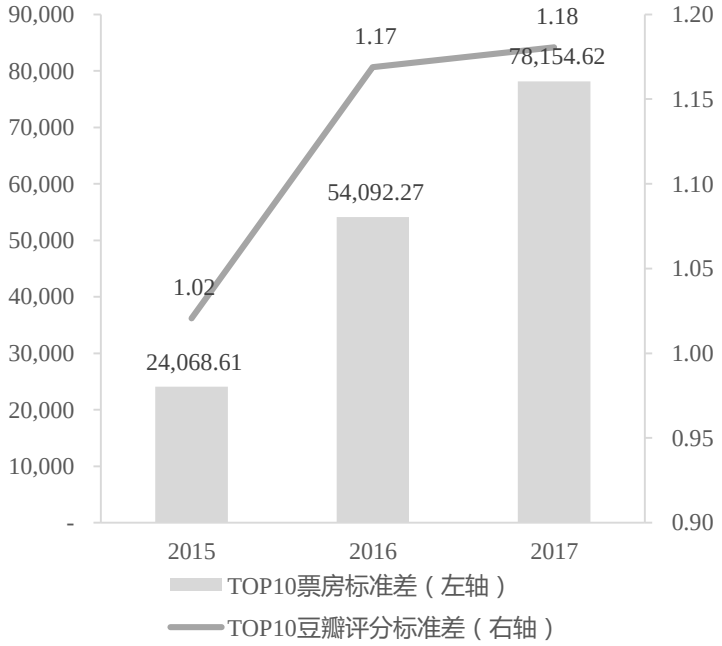


累计票房榜冠军



票房：33.92亿

TOP10国产片差距增大



资料来源：猫眼专业版，豆瓣，东吴证券研究所

1.2.3 寻找新增量——鲇鱼效应，国产电影成为最大变量

- 产学结合，人才和团队培养的培养日益受到重视，优质内容制作能力和产能有望提高，国产电影有望成为最大增量
  - 中国电影、华策影视等影视制作公司纷纷与著名艺术学院展开深度合作，通过共建产业基金、联和办学、共建平台等方式培养专业人才，提高优质内容制作能力和产能，助力产业发展

产业界与学术界的联合有望快速提升人才团队实力



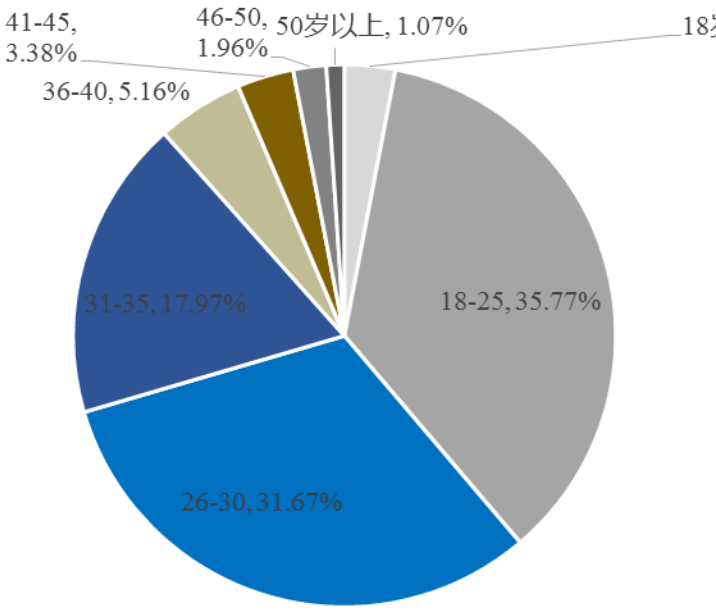
资料来源：猫眼专业版，搜狐新闻，东吴证券研究所

- 时代影业与北京电影学院在剧本开发、影视创作、影视创新、新导演挖掘等方面达成战略合作。
- 华夏幸福与北京电影学院共同打造“北京东部影视产业集群”，共建“北京电影学院教学实践区”、“青年电影制片厂影视创作拍摄中心”，预计总投资约30亿元；共同发起组建“北京电影学院国际电影产业投资基金”，整合相关电影产业资源，扶持学生创业，培养优秀青年导演、演员以及剧本。
- 华策影视与浙江省新闻出版广电局、桐乡市人民政府、浙江传媒学院携手共建“浙江传媒学院华策电影学院”，是国内首家由政府、高校及企业共同建设的，具有“混合制”特色的传媒学院。
- 中国电影与北京电影学院合作共建的“中国电影衍生产业研究院”正式成立，全日制本科专业 “电影衍生品设计专业”将对外招生。
- 阿里影业与上海戏剧学院、复星集团在上海宣布达成初步合作，三方将以上戏下属的电影学院为创新平台，探索影视艺术高端人才培养新模式。

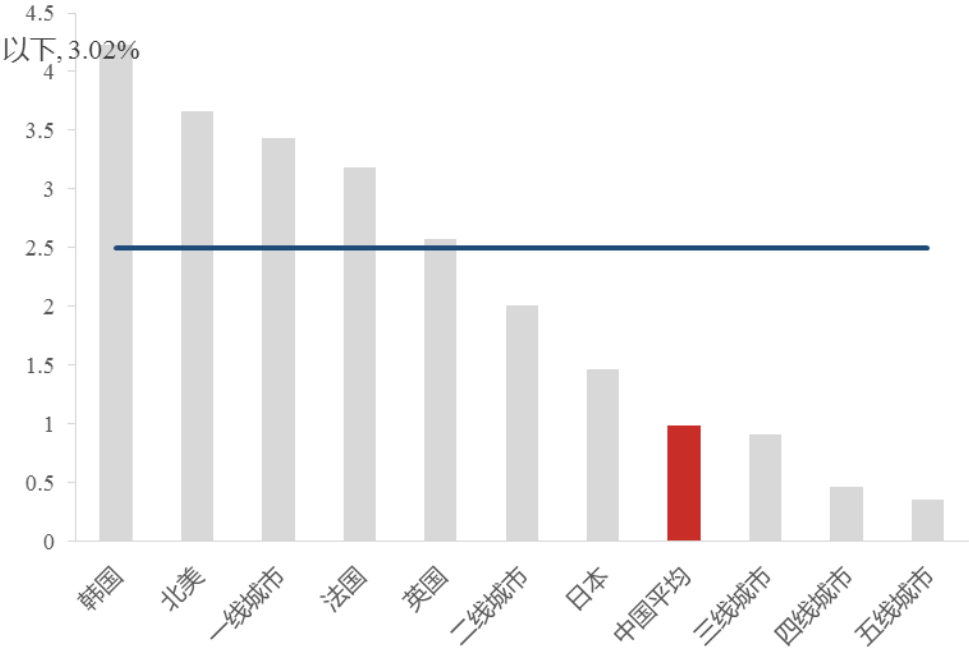
1.3.1 低线城市和新生人群双驱动，人均观影次数尚存在空间

- 我国观影的频次上存在显著的地区和年龄差异，随着低线城市和新生代对观影的促进，人均观影次数尚存在提升的空间
  - 目前我国观影人群主要集中在18至30岁，随着观影人群年龄的提高，40岁以上人群也将成为重度观影人群
  - 参考韩国、北美、法国、英国和日本人均观影频次的均值，随着观影习惯的养成，我们假设观影人次复合增长率在15%-20%，我国平均观影人次在2021年左右可达到约2.5次

中国观影人群年龄分布



人均观影次数测算

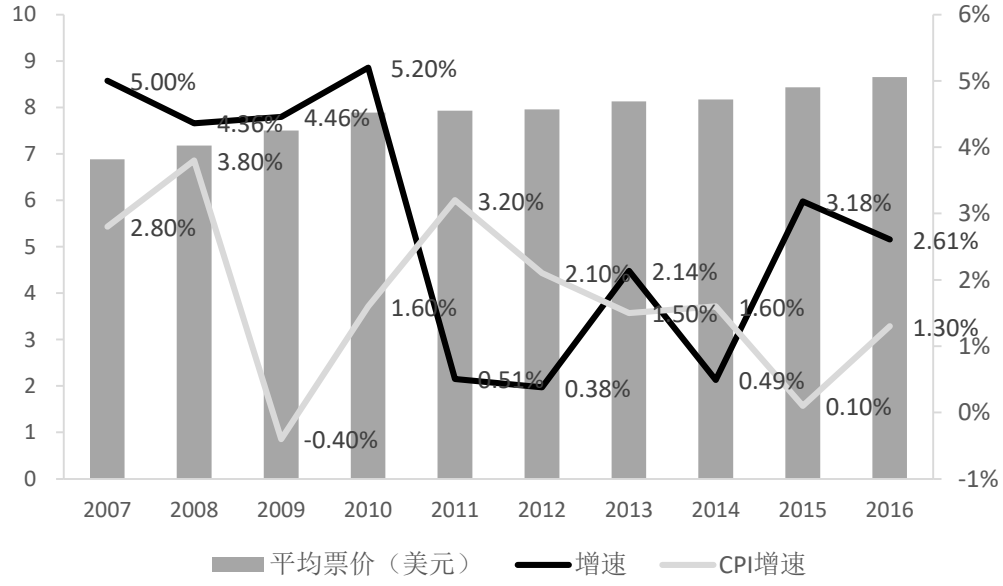


资料来源：猫眼专业版，艺恩，东吴证券研究所

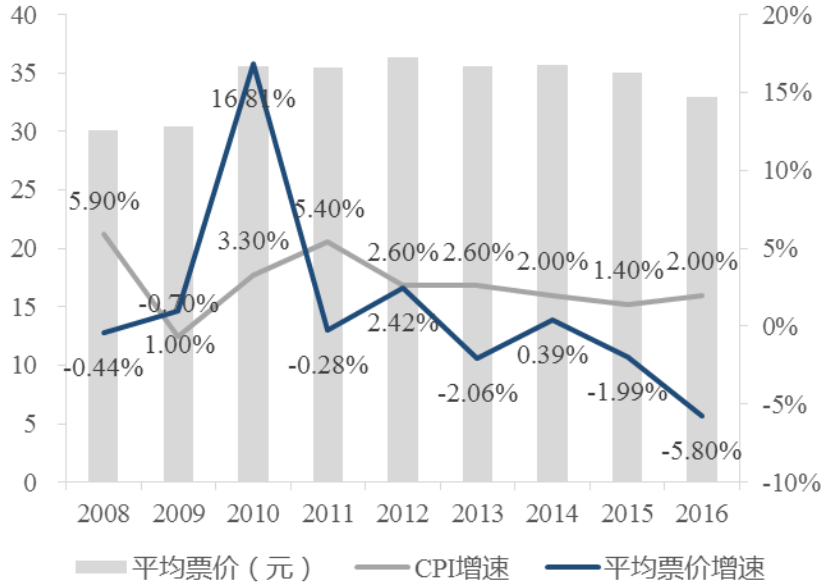
1.3.2 大银幕观影和消费水平提高，平均票价具有提升空间

- 我国平均票价受渠道下沉影响而下降，随着渠道布局趋稳，对标美国平均票价走势，预期未来平均票价有望提升至35以上
  - 受渠道下沉加速、优质内容缺乏影响，我国平均票价降低，增速远低于CPI，16年平均票价32.97元，同比下降5.8%；而美国平均票价持续提高，过去10年中平均票价复合增速2.58%，增速基本高于CPI；预计票价具有上升的长期趋势
  - 随着我国渠道下沉布局完善，考虑到IMAX、巨幕和VIP观影对票价的提升、优质内容对支付意愿的驱动，我国平均票价有望提升至35-40元

美国电影平均票价及增速



中国电影平均票价及增速



资料来源：NATO，东吴证券研究所

1.3.3 我国电影票房市场长期空间在1100至1300亿的水平

- 根据对平均票价和人均观影频次的估计，我们认为我国电影票房的空间在1100至1300亿左右
  - 乐观估计：我国人均观影频次可达2.8次，平均票价增长至38元，市场规模可达1470亿
  - 中性估计：我国人均观影人次在2.5次的水平，平均票价约35元，市场规模在1210亿左右
  - 悲观估计：我国人均观影人次增加1.2次，平均票价维持在16年的水平，则市场规模可达973亿

票房市场空间测算

人均观影频次 \ 平均票价	32	35	38
2.2	972.93	1064.14	1155.35
2.5	1105.60	1209.25	1312.90
2.8	1238.27	1354.36	1470.45

资料来源：东吴证券研究所

横纵整合夺份额，龙头向王者跃迁

2.1.1 北美院线发展：从独立到垄断，从垄断到寡头

- 北美院线经历了100多年的发展，经历了从独立影院到院线垄断，再进入龙头时代的过程
  - 1905年独立影院开始普及，放映市场高度自由化；经过5年的发展，连锁院线出现，五大电影公司割据市场
  - 1950年开始行业垄断被打破，竞争者入局；在此之后北美院线进入了“三大院线+若干小院线”的寡头垄断阶段

北美影院发展历史

镍币影院	电影宫	多厅影院	巨型多厅影院
(1905-1910)	(1910-1950)	(1950-1995)	(1995至今)
▪ 独立影院开始普及，电影以节目形式播放 ▪ 观影消费停留在大众水平 ▪ 放映市场竞争高度自由化	▪ 连锁院线雏形出现 ▪ 观影消费提升至中上阶级水平 ▪ 院线业走向垄断格局，五大电影公司割据市场	▪ 单影院多块荧幕成为主流 ▪ 影院更加侧重功能性 ▪ 行业垄断格局被打破，大量新竞争者入驻	▪ 24厅巨型影院出现 ▪ 艺术院线和汽车院线产生，市场走向成熟化，多样化 ▪ 龙头公司通过兼并收购和内生发展不断壮大

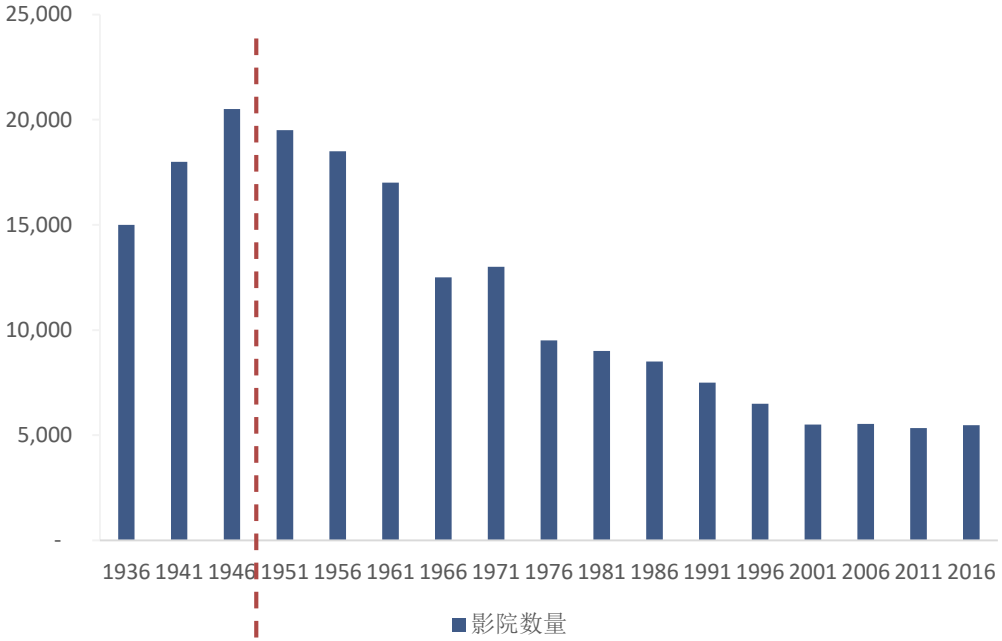
资料来源：《好莱坞电影：美国电影工业发展史》，东吴证券研究所

2.1 横向整合，永恒不变的话题

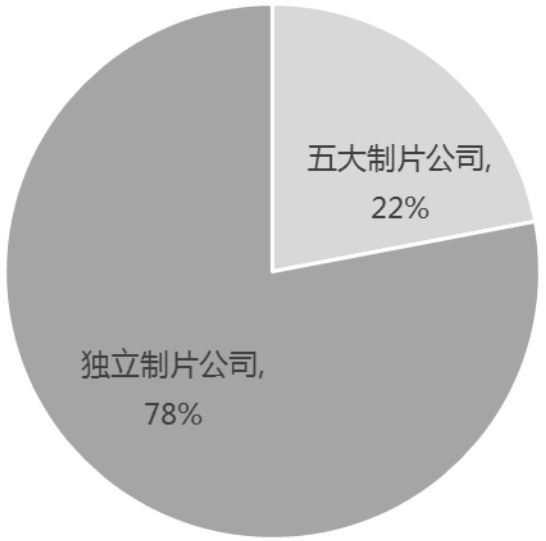
2.1.1 北美院线发展：从独立到垄断，从垄断到寡头

- 参考北美影院的发展历程，经历过快速扩张的院线市场终将进入整合洗牌阶段
  - 1946年以前全美约有超过2万家影院，座位数超过1千万个；格局处于垄断模式，几大制片厂拥有其中的22%，超过一半的影院座位数不足500个，绝大部分为独立制片商拥有和经营的
  - 1946年之后，行业进入整合洗牌期，影院数量快速缩减，直至近10年维持在不足6000家的水平

北美影院数量



1945年北美制片公司占有座位比例

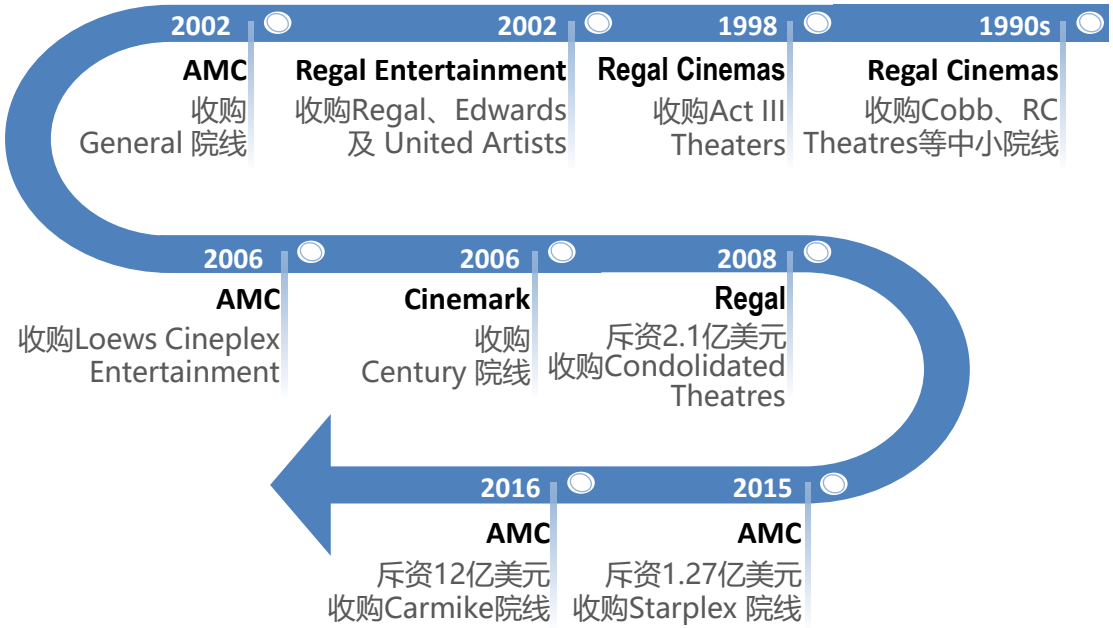


资料来源：《好莱坞电影：美国电影工业发展史》，东吴证券研究所

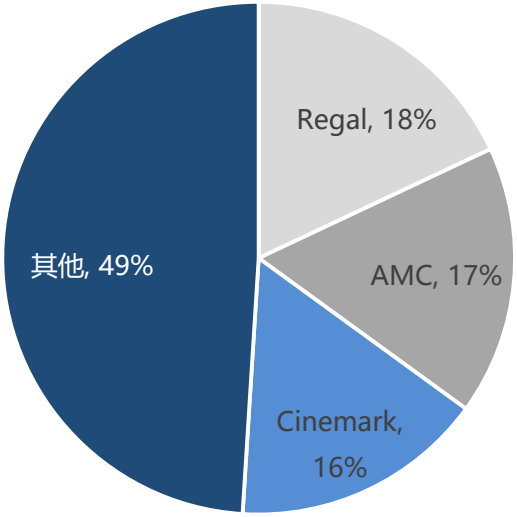
2.1.1 北美院线发展：从独立到垄断，从垄断到寡头

- 在洗牌整合阶段，并购事件频繁发生，形成了“三大院线+若干小院线”的寡头垄断阶段
  - 从19世纪90年代开始，院线公司经历了大量并购，直至16年AMC仍然斥资12亿美元并购美国第四大院线Carmike
  - 至2015年美国三大院线Regal、AMC、Cinemark银幕数占比为48.5%；合计占有票房市场的51.18%，在AMC完成并购后在美国45个州拥有超过600家影院，将成为美国乃至世界最大的电影院线

美国影院并购事件



2015年美国院线公司格局

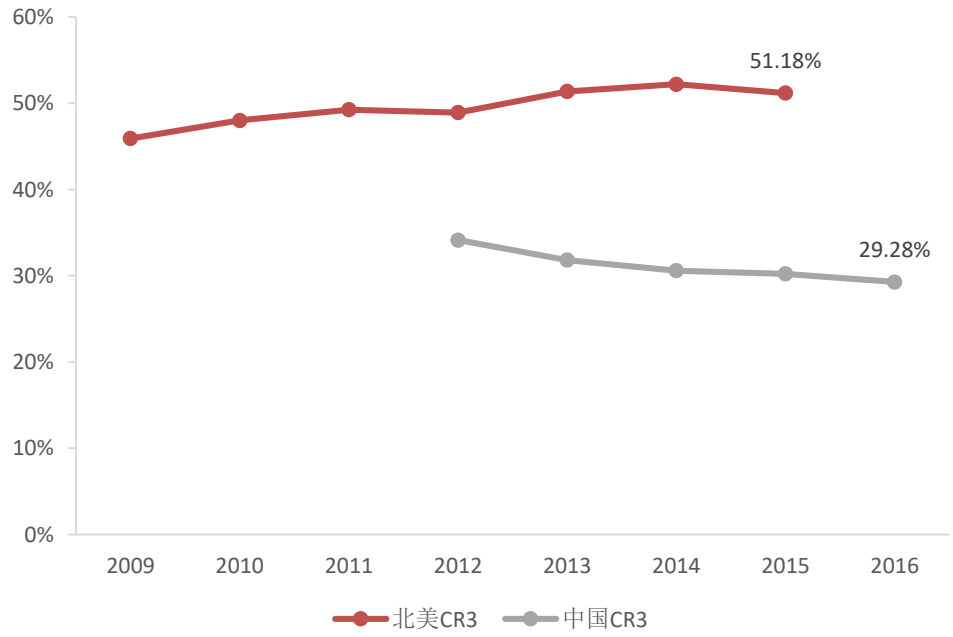


资料来源：MPAA，东吴证券研究所

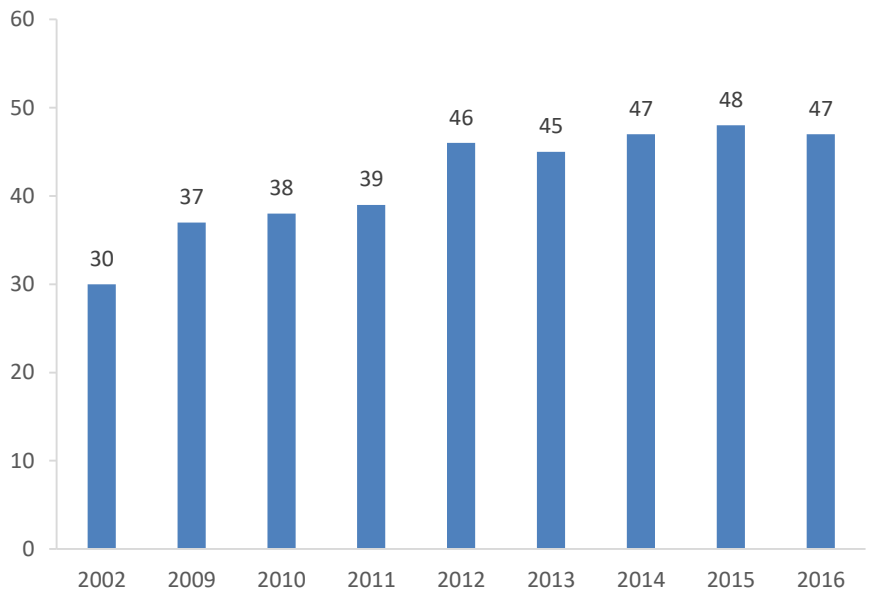
2.1.2 我国院线集中度尚低，行业整合空间明显

- 与美国相比，我国院线集中度远远偏低，院线公司数量也并未收缩，龙头对行业进行整合是未来趋势
  - 美国前三大院线占有率不断提高，15年集中度已高达51.18%；我国前三大院线16年占有率仅29.28%，市场处于分散竞争的阶段
  - 近年来院线公司数量持续增加，12年开始在45-48家的水平波动，行业将加速整合

中美院线集中度



国内院线企业数量



资料来源：MPAA，中国电影放映协会，艺恩，东吴证券研究所

2.1.3 多模式联和经营并存，龙头院线地位稳固

- 我国院线经营模式多样，主要包括自建、加盟等模式，院线对资产的控制程度不同
  - 以万达为代表的自建模式下，影院由院线直接投资建设，能够保持统一品牌、统一管理，与国外院线模式相同
  - 广州金逸等院线采用自建为主、加盟为辅的模式，能够统一经营、管理自有影院，但无法进行全面统一
  - 中影星美、上海联和采用加盟为主的模式，以供片为纽带进行统一排片，但不能统一管理，是我国特有院线形态

城市院线经营模式

经营模式	院线与旗下影院关系	代表院线	特点
纯资产联结	影院由院线直接投资兴建，影院资产归院线所有	万达院线	依托资产联结模式，院线能过以资本和供片为纽带，实现对旗下影院的统一品牌、统一建设、统一管理、统一排片。国外院线普遍采取此模式
以资产联结为主加盟为辅	旗下大部分影院由院线直接投资，影院资产归院线所有，但同时也鼓励加盟院线的进驻	广州金逸珠江、广东大地	在自有影院中能够实现统一经营和管理，但不能实现全院线在各方面的统一
签约加盟为主，资产联结为辅	旗下大部分影院和院线没有资产从属关系，只是以签约形式加入院线	中影星美、北京新影联、上海联和	以供片为纽带，实现统一排片但不能实现统一品牌、统一经营和管理。是我国特有的院线形态

资料来源：万达招股说明书，东吴证券研究所

2.1.3 多模式联和经营并存，龙头院线地位稳固

- 从我国历年的院线票房排名看，院线格局稳定，万达、中影、上影、幸福蓝海市占率稳定
  - 我国院线龙头当属万达院线，其票房份额维持在13%以上
  - 第二梯队包括中影星美、上海联合院线、大地院线、中影南方和广州金逸，其票房占比在7%-8%左右
  - 就集团来看，中影控股的中影星美、中影南方和中影数字三大院线票房占比达到约21%左右，具有明显优势

我国历年院线排名

2012年院线排名		2013年院线排名		2014年院线排名		2015年院线排名		2016年院线排名	
院线排名	票房（亿）	院线排名	票房（亿）	院线排名	票房（亿）	院线排名	票房（亿）	院线排名	票房（亿）
万达院线	24.61	万达院线	31.61	万达院线	42.08	万达院线	59.66	万达院线	60.89
中影星美	16.19	上海联合	18.4	中影星美	24.47	中影星美	37.73	大地院线	36.69
上海联合	15.75	中影星美	18.33	大地院线	23.52	大地院线	35.28	上海联合	35.69
中影南方	13.12	大地院线	15.91	上海联合	22.2	上海联合	30.96	中影星美	34.5
广州金逸	11.65	中影南方	15.53	广州金逸	20.83	中影南方	29.78	中影南方	32.36
大地院线	11.08	广州金逸	15.41	中影南方	19.82	广州金逸	28.86	中影数字	29.5
北京新影联	8.2	浙江时代	9.01	浙江时代	11.94	中影数字	21.23	广州金逸	27.68
浙江时代	7.18	北京新影联	8.75	中影数字	11.05	横店院线	19.77	横店院线	20.71
四川太平洋	6.14	横店院线	7.75	横店院线	10.6	浙江时代	15.66	浙江时代	14.53
横店院线	5.62	中影数字	7.51	北京新影联	10.16	幸福蓝海	13.24	华夏联合	14.44
合计	119.54	合计	148.21	合计	196.67	合计	292.17	合计	306.99

四大院线集团市占率

	2017年H1	2016年市占率	2015年市占率
万达院线	13.4%	13.6%	10.5%
中国电影（控股三大院线）	21.7%	21.2%	19.5%
上海电影	8.1%	7.8%	6.8%
幸福蓝海	3.2%	3.1%	2.9%

资料来源：wind，东吴证券研究所

2.1.4 并购频发，院线整合大幕开启

- 2016年，行业内大公司并购影院的局面已经是风起云涌
  - 万达院线连续收购了大连奥纳、广东厚品以及赤峰北斗星等三家影城（共19家影院），并增资博纳影业
  - 中国电影拟以5.53亿元收购大连华臣70%的股份，大连华臣旗下的15家影院主要分布在东北三省
  - 完美世界收购今典院线、今典影城和今典文化100%的股权
  - 阿里影业认购了大地影院10亿元可转债，又以1亿元投资了杭州星际

院线并购案例

万达电影 WANDA CINEMAS	• 大连奥纳共有6家影城、46块银幕，2015年度票房总计为1.3亿元 • 厚品文化及赤峰北斗星共有7家影城、46块银幕，2015年票房总计为0.78亿元 • 增资博纳，其新增影院加盟万达，已开业博纳影院在有效期届满后加盟万达院线
	• 华臣集团旗下拥有三家分公司、15家影城，大连华臣传媒有限公司、大连华臣农村数字电影院线、大连华臣电影院线有限公司，共 17 项全资子公司
完美世界 PERFECT WORLD	• 今典影城及其旗下合计86家影院，217家影院，13-15年票房收入分别为5.00亿元、6.80亿元、9.98亿元，复合增长率达41.28%，15年排名第15位
阿里巴巴·影业集团 Alibaba·Pictures	• 认购大地影院10亿元可转债，大地影院在全国开设超过500家影院，票房位列前五 • 以1亿元投资了杭州星际

资料来源：Mtime时光网，东吴证券研究所

2.2 纵向整合，协同效应最大化

2.2.1 北美产业链发展：具有强势地位的环节进行纵向整合

- 美国制片与院线在100年里相互博弈，制片的强势地位决定了其在产业链中强大的话语权，具备全方位整合能力
  - 大制片时代：五大电影公司市占率达88%，直接控制核心渠道，垄断放映市场
  - 后好莱坞时代：派拉蒙判决通过，制片与放映分离，电影公司减少影片制作，院线议价能力弱
  - 集团化时代：1980年开始电影巨头开拓国际市场并重新涉足院线，哥伦比亚、环球、派拉蒙、华纳都先后购买了美国部分院线，占据美国全部约22,000张银幕中的约16%；并且基于新传播方式打造传媒集团。

美国电影产业链发展历史

大制片时代
1920 - 1950

- 通过收购整合，五大电影公司产生并控制了制片行业，市场占有率达88%
- 五大电影公司通过产业链垂直一体化占据核心院线渠道，垄断放映市场
- 美国电影消费，影院数量，观影人次达到历史高点

后好莱坞时代
1950 - 1980

- 派拉蒙判决通过，制片业与放映业被迫分割，电影公司开始集中少数影片生产
- 院线数量与观影人次大大下降，电影公司不断加大单部影片制作和宣传费用
- 影片减产变化削弱了院线的议价能力，放映商开始采用饱和式放映策略

集团化时代
1980 至今

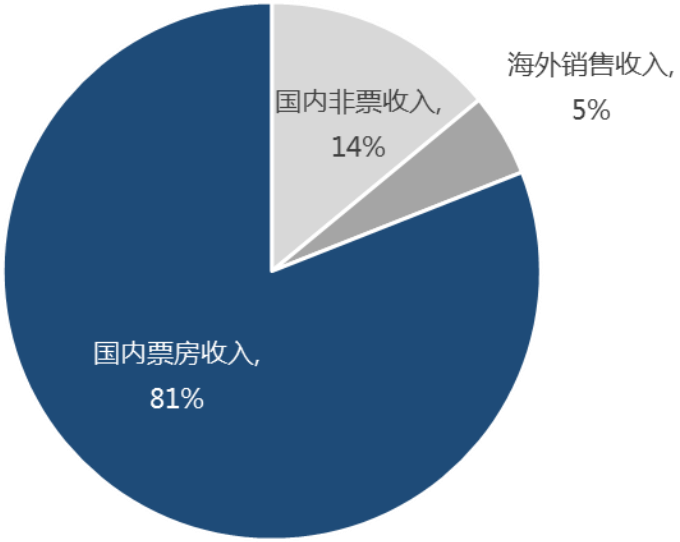
- 电影巨头进军海外，美国电影全球化
- 电影公司重新涉足院线，基于新传播方式横向整合，打造新兴传媒集团
- 巨型多厅影院的出现和资本推动促使放映业出现新一轮收购浪潮，整体影院数量减少，银幕数量上升

资料来源：《好莱坞电影：美国电影工业发展史》，东吴证券研究所

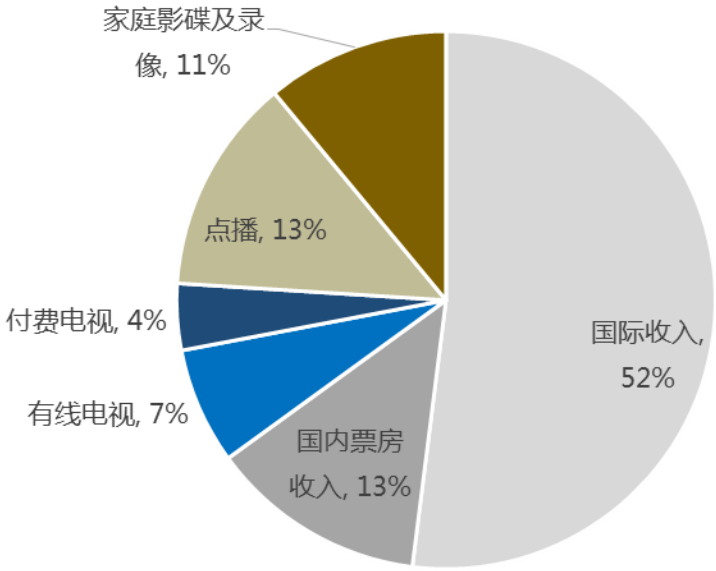
2.2.2 国内渠道话语权强，具备纵向整合能力

- 渠道话语权重：国内制片方收入单一，票房收入占比高，依赖院线排片
  - 好莱坞影片通过多渠道取得收入，国内票房收入占比仅有13%，有线电视、付费电视、点播、影碟等渠道均提供了重要的收入，国际市场提供了好莱坞影片52%的收入
  - 国内影片81%的收入来自于票房，非票收入占比仅在14%左右，且明显受限于国内市场
  - 收入渠道单一导致制片方对排片的依赖度高，院线渠道的话语权在产业链中非常重

中国影片收入分布



好莱坞影片收入分布

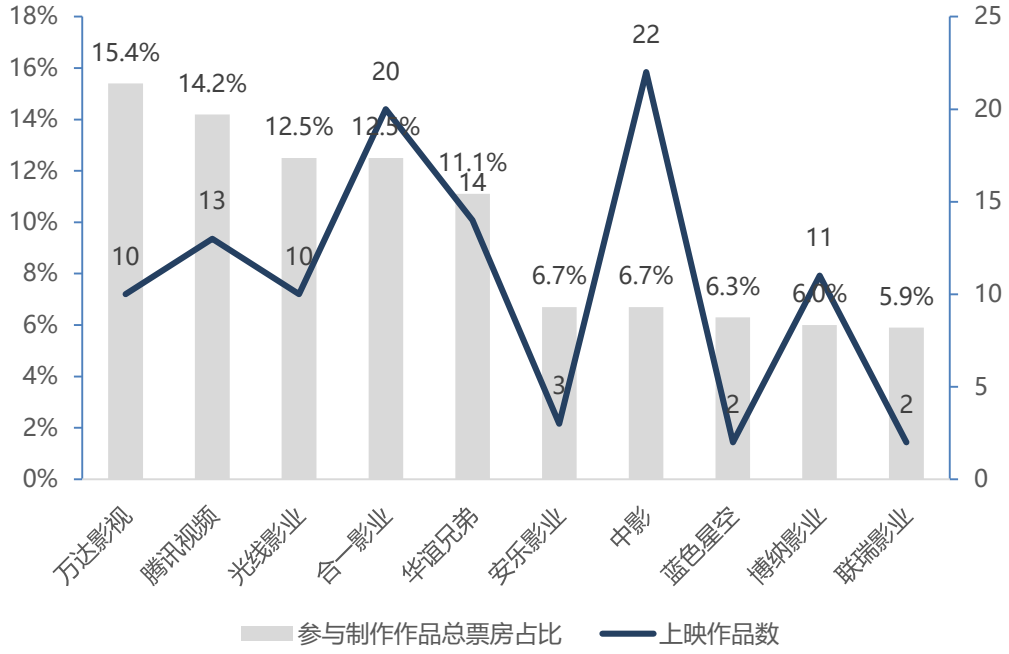


资料来源：艺恩，MPAA，彭博，东吴证券研究所

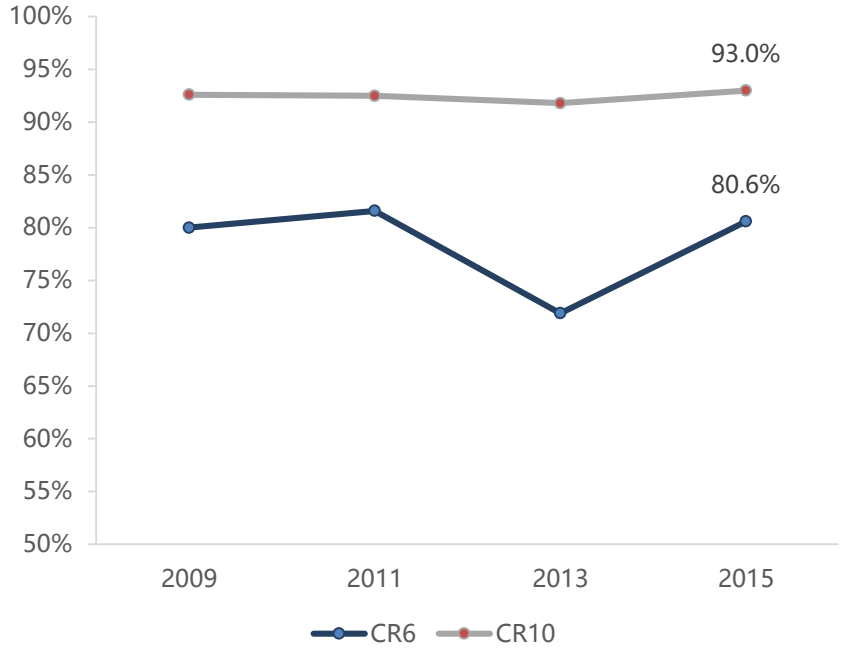
2.2.2 国内渠道话语权强，具备纵向整合能力

- 渠道话语权重：我国制片产业集中度远低于美国，议价能力低
  - 美国制片行业集中度非常高，迪士尼、20世纪福克斯、华纳兄弟、NBC环球、索尼哥伦比亚以及派拉蒙前六大制片公司15年市占率达到了80.6%，收入总计近60亿，大制片公司在产业链上的高低位决定了其对渠道的控制力
  - 我国第一梯队制片公司制作作品的票房占比在15%左右，上映作品数量在10部左右，考虑到我国上映率偏低，实际集中度远低于美国，导致对下游渠道的控制力薄弱

15年重点制片机构总票房及上映数量



美国制片行业市场集中度



资料来源：艺恩，MPAA，彭博，东吴证券研究所

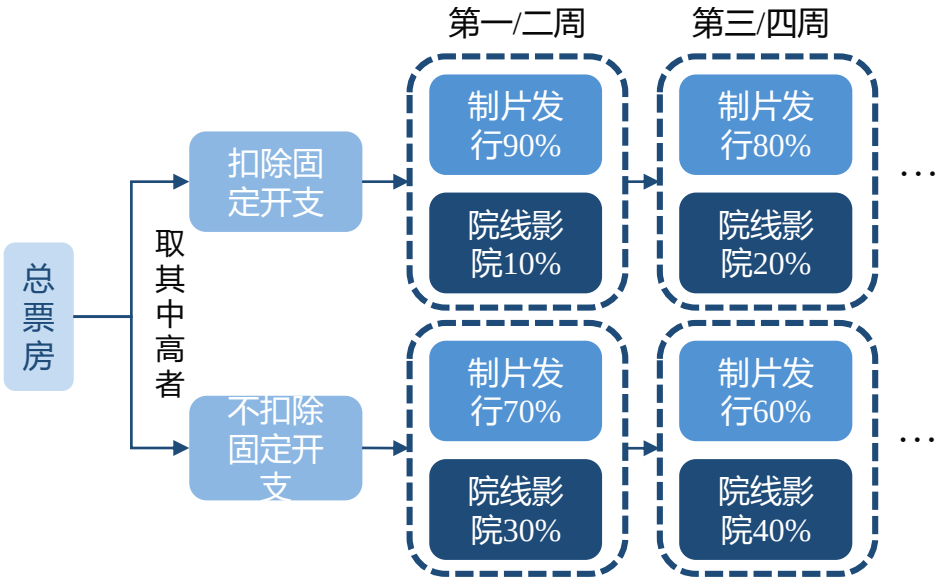
2.2.2 国内渠道话语权强，具备纵向整合能力

- 渠道过重的话语权导致在票房分账模式上较为强势
  - 美国采取阶梯式分帐模式鼓励延长电影上映时间，可选择扣除固定开支后院线分成10%，每两周提高10%的模式；也可选择乘以保底系数后院线分成30%，每两周增加10%的模式；通常在电影上映期间制片方分成比例可达到50%
  - 我国现阶段采用固定比例分帐模式，扣除9%-12%的税费后，院线分成57%，高于制片方且与电影上映的时间无关

中国现行票房分账模式

电影专项基金		5%
增值税		3%
中影数字代理费		1%-3%
净票房	制片发行方	43%
	影院	50%
	院线	7%

美国阶梯式分账模式



资料来源：艺恩，MPAA，彭博，东吴证券研究所

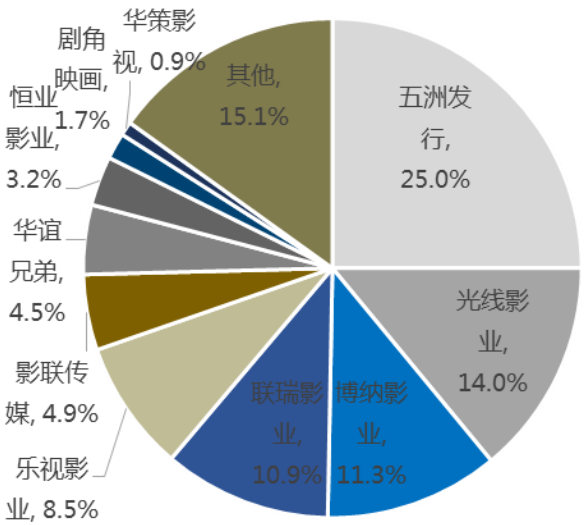
2.2.3 产业链现拐点，院线公司地位动摇

- 随着内容为王趋势的凸显和发行公司的联和，制片方、发行方的话语权提高，渠道端分账比例有所动摇
  - 11年开始，张艺谋等强势的内容端开始争取更高的分账，《金陵十三钗》率先在国内争取了按票房分段分账，此后华谊兄弟的《一九四二》等电影的阶梯分账尝试体现了内容端话语权的提升
  - 五大发行方联合要求将分账比例变为45%比55%；占比80%市场份额的27大院线联和拒绝更改分账比例

中国阶梯分账尝试

《金陵十三钗》	前5亿票房按45:55分账，达5亿后按41:59分账
《一九四二》	3亿之内按43:57分账，超过3亿按45:55分账，超过8亿按47:53分账
《王的盛宴》	首周43%，次周41%，再次周39%，直至下片
《十二生肖》	3亿之内按43:57分账，超过3亿按45:55进行，超过8亿按47:53分账
《西游降魔篇》	3亿之内按43:57分账，超过3亿按45:55分账，超过8亿按照47:53分账

15年民营发行公司主发国产片市场份额



目前影片发行体系

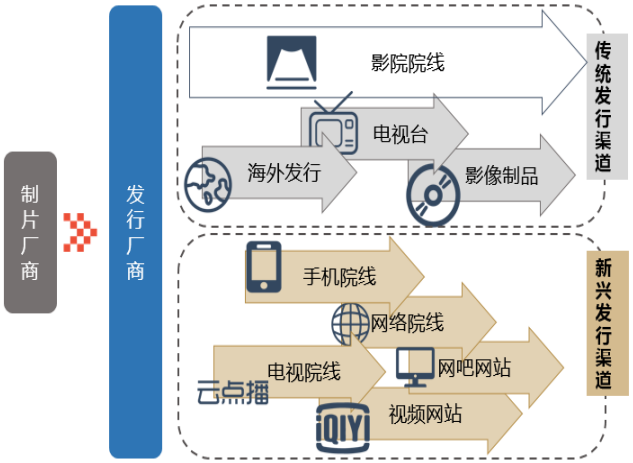


资料来源：艺恩，腾讯财经，东吴证券研究所

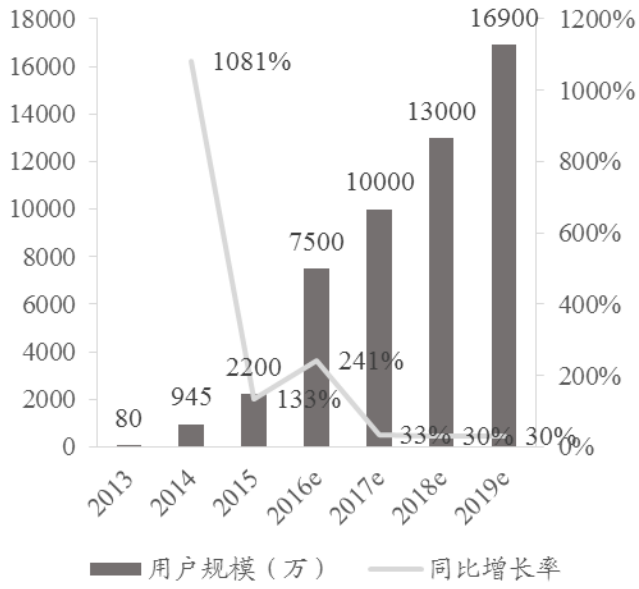
2.2.3 产业链现拐点，院线公司地位动摇

- 新媒体爆发付费习惯形成，多样化放映渠道出现，窗口期缩短，院线地位受到威胁
  - 电影放映新兴渠道爆发，网络院线、电视院线和视频网站等渠道增加了电影的变现方式
  - 新兴渠道用户付费习惯形成，视频付费用户规模16年已达到7500万，17年将增至1亿，新兴渠道变现能力强
  - 电影院线与视频等新兴渠道的窗口期不断缩短，从13年的将近4个月缩短至16年的约1个月，院线的话语权受威胁

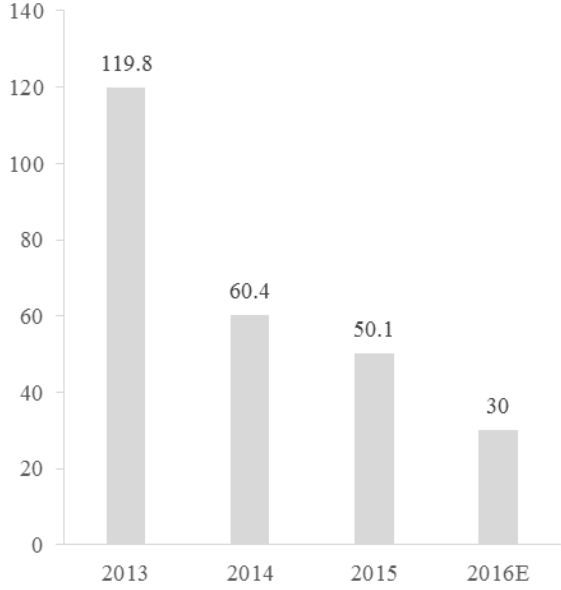
放映渠道多样化



国内视频付费用户规模



国产电影网络与院线平均窗口期（天）



资料来源：艺恩，艾瑞，东吴证券研究所

2.2.4 院线公司纵向整合，发挥协同效应

- 院线龙头频频涉足上游制作，纵向整合赢得产业链协同将成趋势
  - 万达、中影等公司均全方位布局制作发行放映一体化，且通过并购、投资等方式强化各个环节实力
  - 制作或参投电影作品票房成绩可观，内容质量与渠道优势形成显著协同

院线龙头全渠道布局

	制片	发行	院线
万达电影 WANDA CINEMAS	• 万达集团具有优质影片制作能力	• 联合大地时代电影发行、广州金逸影 视传媒、横店电影院线共同投资的五洲发行	• 院线龙头，市占率第一 • 截止2017年5月31日，拥有已开业影院418家，3,670块银幕 • 博纳旗下影院加盟万达
	• 老牌制片公司，2013-2015年共有18部影片票房过亿 • 拥有约53万平方米的数字基地和4万多平方米的影视拍摄外景地	• 国内两家具有进口片发行资质的公司之一 • 积极进行国产片发行，发行电影票房占比超过50%	• 拥有3条控股院线4条参股院线，102家控股影院和13家参股影院，占全国城市影院总量的28.90% • 自有影院超过99家
SFC 上海电影股份有限公司 SHANGHAI FILM CO.,LTD.	• 上海电影集团具有强大的制作能力	• 联合浙江时代院线、江苏幸福蓝海院线、四川省电影公司、河南奥斯卡电影院线成立四海发行	• 前三大院线，截至 2016 年底，院线加盟影院共 381 家，银幕约 2346块，座位数约 34.16 万

资料来源：艺恩，艾瑞，东吴证券研究所

2.2.5 探索电影特色小镇，最大化IP价值

- 院线公司在打通产业链的基础上，能够将获得的IP版权更好的进行利用，包括对电影特色小镇等模式的探索
  - 由于电影能够最大程度上放大IP效应，院线公司和制作公司因而具备了先天的IP孵化和利用的优势，电影IP能够授权给万达乐园等园区进行二次开发
  - 华谊兄弟等电影制作公司已率先进行了电影特色小镇的探索，围绕电影IP复现电影场景吸引游客， 截至16年11月，华谊兄弟已布局了15个电影小镇，计划完成20个项目签约

华谊兄弟电影小镇（1942街）



万达乐园（南宁）



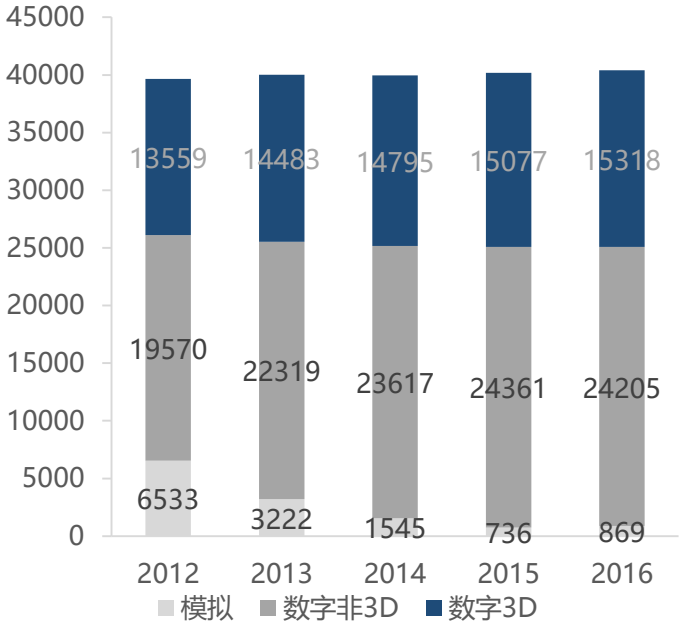
资料来源：艺恩，艾瑞，东吴证券研究所

2.3 特色化发展，深挖消费需求升级

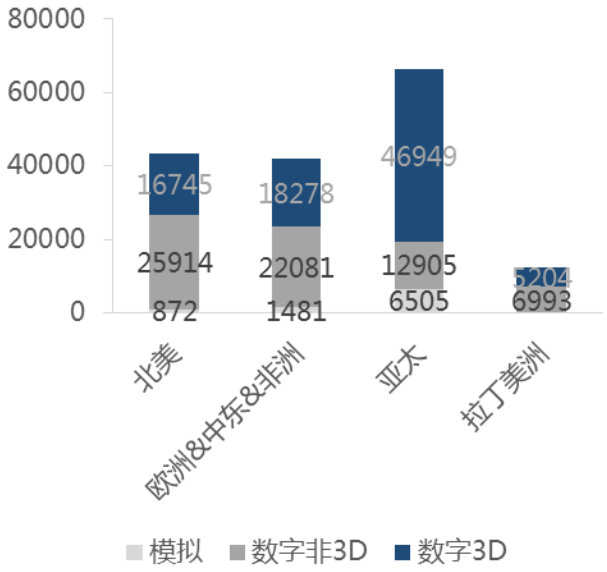
2.3.1 3D银幕激增，院线向优化体验发展

- 就全球来看，影院对科技感、观影体验的重视程度都有所提升，尤以亚太地区为最
  - 美国近年来快速淘汰了模拟信号银幕，大规模引入数字放映和3D数字放映，16年3D银幕数量增加至15318个
  - 全球各个地区3D银幕均快速铺开，亚太地区数字3D银幕占比最高，达到了70%，消费升级在院线领域快速体现
  - 观众对于放映方式已有明显偏好，24.53%的观众已不满足于3D，追求观影效果更好的IMAX

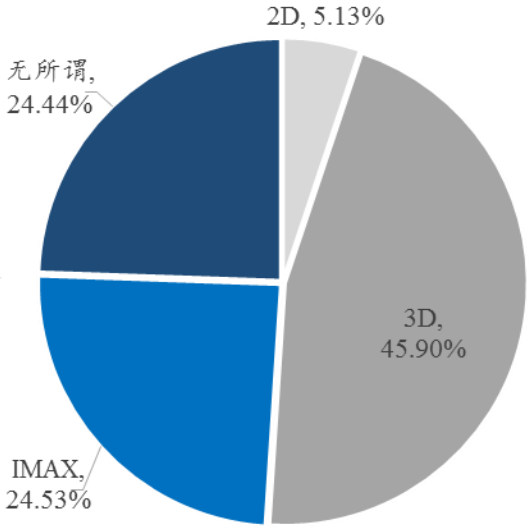
美国3D银幕显著增加



2016年电影银幕及地区分布



2015年放映方式偏好



资料来源：艺恩，艾瑞， MPAA ，东吴证券研究所

2.3.2 消费升级深度影响，特色化发展深挖需求

- 观众的观影需求上升至观影效果更好的特效影厅，特效影厅能够提高票价，吸引观众，同样是影院大力发展的方向
  - 特效影厅包括IMAX、杜比影院、中国巨幕、4DX以及影院自行开发的巨幕等，其中国内特效影院主要采用中国巨幕和IMAX，部分影厅则具备杜比全景声音效
  - 中国巨幕与IMAX相比性价比高，截至2016年已有192家“中国巨幕”正式投入商业运营，覆盖全国110个城市

中国巨幕系统与IMAX的差别

	中国巨幕	IMAX
银幕	大于20m*12m巨型高增益金属银幕	大于20m*12m巨型金属银幕
音响	音响系统配置全景声还音技术，此技术为多维多声道技术	音响系统仅为5.1声道
核心系统	中国巨幕的图像优化处理核心系统完全符合DCI标准，包含多项自主研发的软件系统	物理加密
	采用图像优化器对锐度、均匀度、重合度、变形等参数进行优化处理	双机重合
放映机	采用世界上两台亮度最高的双机放映系统（巴可DP32B），单机可达33000流明	使用相同型号放映机
	放映画面色彩深度：4:4:4，12比特；优化处理48比特；超过DCI标准	
票价	票价在60-70元左右	票价通常超过100元
竞争力	中国自研，性价比高	全套售后，体系成熟
缺陷	没有成熟的转制系统	价格较高

资料来源：艺恩，艾瑞，招股说明书，东吴证券研究所

中国巨幕厅和IMAX厅



2.3.2 消费升级深度影响，特色化发展深挖需求

- 银幕技术绝不会停留在巨幕的阶段，未来观影体验将蕴含无线想象力
  - 随着科技日新月异，像ScreenX、4DX、SphereX和SoundX等银幕将代表无限的想象力和创造力
  - ScreenX简单点说就是三面银幕，带给观众更强的沉浸感和立体感，15年中国首个ScreenX影厅落户万达影院，到16年底国内已经有超过20个影厅，放映了《快手枪手快枪手》《危城》《大话西游3》等影片

ScreenX版《大话西游3》



资料来源：艺恩，艾瑞，东吴证券研究所

2.3.2 消费升级深度影响，特色化发展深挖需求

- 特色影院频频出现，凭借各自的特色吸引观众，深挖个性化需求
  - 各个院线纷纷在各代表性地区建设特色影院，以云端观影、汽车影院、优美的环境等特色形成标志

特色影院深挖个性需求

- 金逸电影广州塔空中会所 ——云端上的奢华电影会所
  - 在广州塔的云端享受尊贵的电影体验，完场后还可以360度环绕俯瞰广州华丽夜景
  - 影城的4D动感影厅配置了可进行200毫米上下运动、左右19度翻滚运动、前后23度俯仰运动的座椅，绝对的4D动感体验
- 枫花园汽车电影院——在爱车里圆私人影院梦
  - 枫花园汽车电影院是国内最早的汽车影院，占地66000平方米
  - 全钢铸造的超大屏幕，呈向前倾斜状。停车场按照科学设计，使各个角度的观众在良好的视觉中，把电影声音引进汽车内
- 中影国际影城——躺在床上看电影
  - 有3个是半卧式VIP厅，提供“床位”总数近30张，每张床宽1.4米、长1.8米，配有床头柜
  - 影厅提供情侣鸡尾酒、果盘等，每个VIP厅还拥有不同的色彩主题，营造出各具特色的浪漫氛围
- 中影欢乐海岸影城——在海边看场电影
  - 总投资超过6000万元，总建筑面积约11000平方米，由国外知名建筑大师进行设计，深圳城中唯一的独栋式多厅影城
  - 有深圳最大的IMAX影厅，看完电影可以在海边散步，听海风的歌儿，闻海浪的气息







资料来源：艺恩，艾瑞，东吴证券研究所

2.4 探索线上下院线整合，抓住流失需求

- 院线公司打造线上影院具有独特优势，能够通过纵向整合或自身与片方的强关系优先获取优质电影资源，同时线下积累的优质会员具有强观影需求
  - 优质独占内容是取得用户的关键，现阶段视频网站凭借独播内容购买来获取市场份额，而院线公司能够凭借行业地位和产业链拓展，取得独特的内容优势，例如万达能够获得传奇影业热门电影的播放权，进而形成一定壁垒
  - 此外，院线公司拥有大量对电影具有高度忠诚和粘性的观众，万达院线会员数量8000万，与时光网合并后会员达2亿，线上下的打通能够为网络院线提供高消费频次、高消费意愿的高价值用户，起点更高

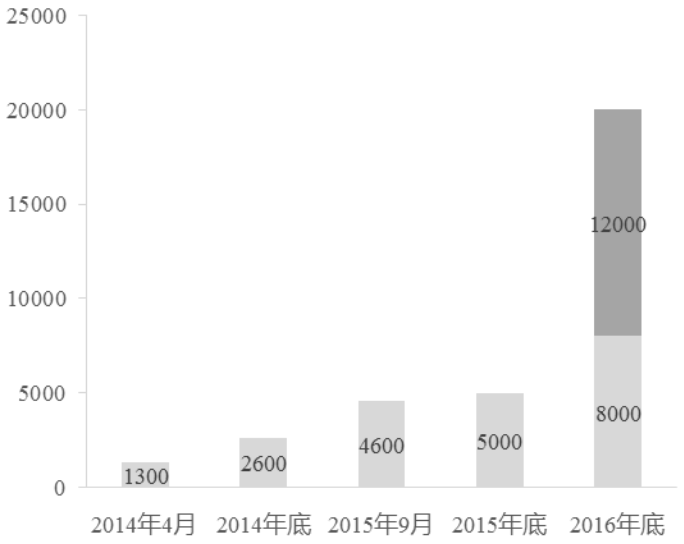
优质独播内容拉动视频网站会员数

视频网站	独播内容	新增会员数
爱奇艺	《盗墓笔记》	260万
爱奇艺	《太阳的后裔》	500万
乐视网	《太子妃升职记》	220万

各大视频门户网站付费用户数

网站名称	付费会员数量	活跃用户（2017.5）
爱奇艺	2000万（2016.6.1）	54169万
腾讯	2000万（2016.11.4）	49062万
优酷	3000万（2016.12）	30636万
乐视	2000万（2016年初）	13762万

万达会员不断增长



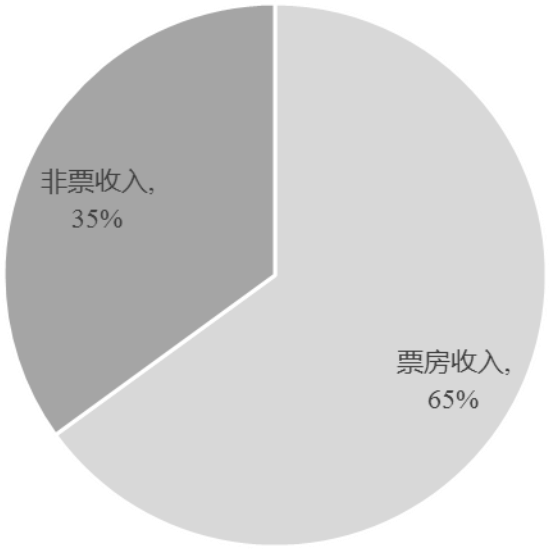
资料来源：艺恩，艾瑞，东吴证券研究所

增量之外找弹性，眼光长远看非票

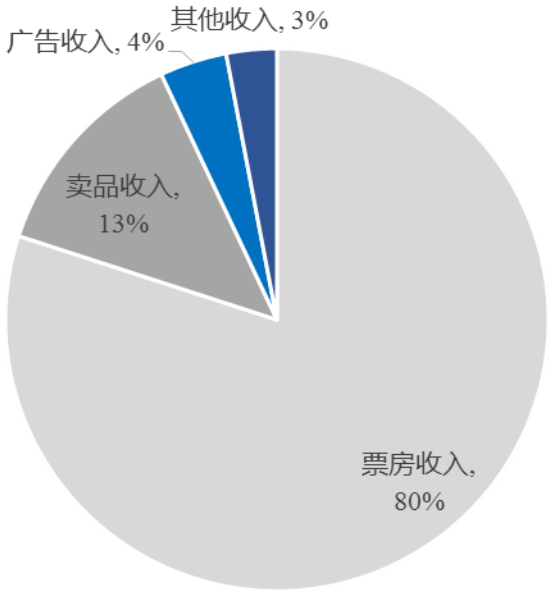
影院收入单一，非票收入增值空间大

- 与美国影院不同，我国影院的收入较为单一，非票收入占比过小，但同时意味着具有更大的空间和弹性
  - 美国影院的非票房收入占比达到了35%以上，票房收入占65%；相比之下，国内的票房收入占了80%，非票房收入仅占20%，其中卖品收入13%，广告收入仅4%
  - 王长田在上海电影节上说，中国电影产业未来能破3000亿，其他收入是来源于版权销售、点播分成、衍生品等等

美国影院收入结构



国内影院收入结构

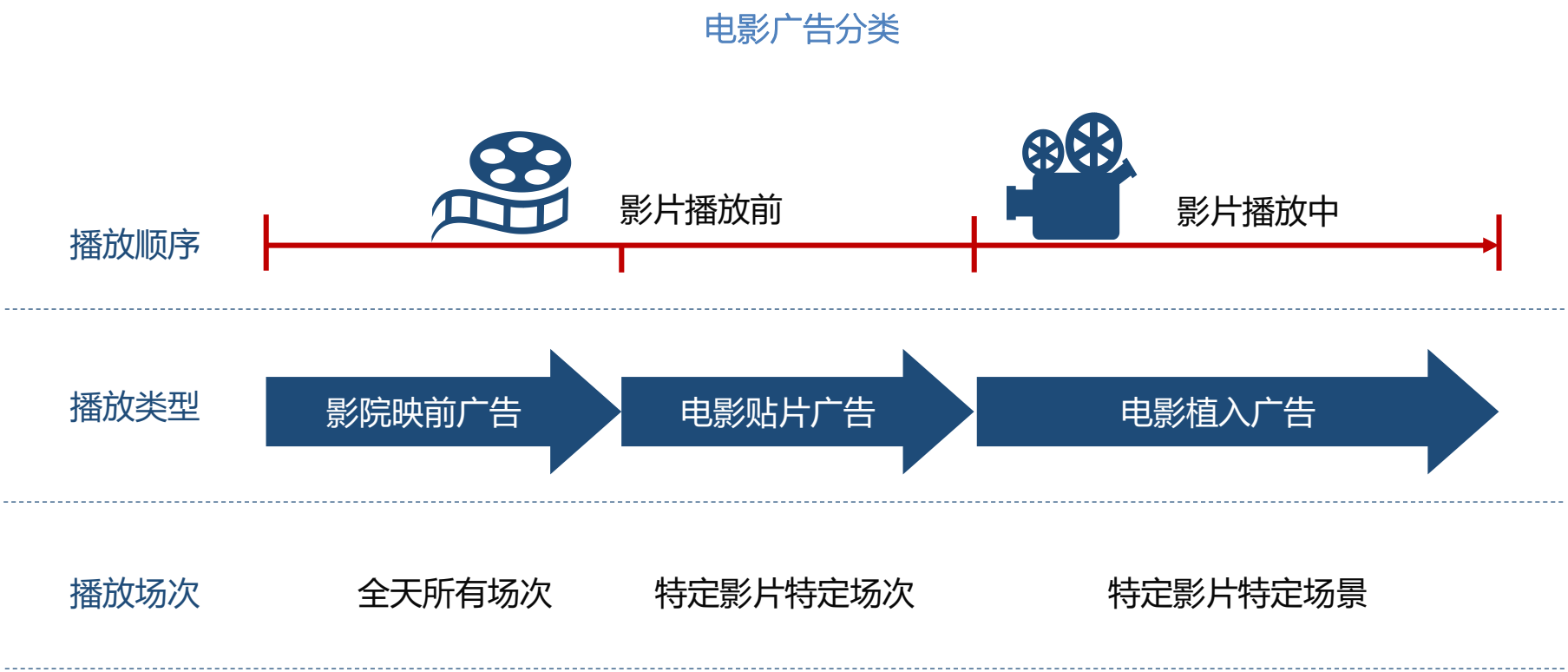


资料来源：艺恩，东吴证券研究所

3.1 映前广告效果卓越，院线自营或成趋势

3.1.1 广义的映前广告包括映前和贴片两种形式

- 电影广告包括影片放映前的映前广告和贴片广告，以及影片中植入的植入广告，广义的映前广告包括映前广告和贴片广告
  - 广义的映前广告包括映前广告和贴片广告，均再电影放映前播出，贴片广告距离正片更为接近，但仅在特定影片特定场次播出



资料来源：艺恩，东吴证券研究所

3.1 映前广告效果卓越，院线自营或成趋势

3.1.1 广义的映前广告包括映前和贴片两种形式

- 狭义映前广告与影院贴合，贴片广告与影片贴合；两者的运营均涉及院线影院方，本报告中研究包括两者的广义映前报告
  - 狭义上的映前广告由代理商和院线自营，随影院投放；贴片广告则由票房和影院运营，随影片投放
  - 狭义上的映前广告更为灵活、风险低，可自由选择投放周期、城市和影院，贴片广告则只能选择影片和场次以及区域，与影片高度贴合，但风险高、投入高

	映前广告	贴片广告
广告运营方	代理商+影院院线自营	片方+影院
理论位置	正片开始，龙标出现前10分钟	正片开始，龙标出现前5分钟
投放终端	随影院投放	随影片投放
投放周期	以周（7天的倍数）为基本投放周期，为争取周五至周日的强观影轮次，一般广告为周四上刊，周三下刊。	随影片上刊而统一上刊，但下刊时间不固定，根据各影院场次消耗而定。一般为影片投放后的14天左右，会全部下刊（影片上映前两周一般为观影人次最为集中的周期）。
投放方式	灵活、可自由选择投放周期（7天、14天、28天等）、城市及影院	先选择影片，再选择总投放场次（一般为4万-6万场），可选择全国贴片和区域贴片。
投放费用	同等场次情况下，映前广告投放费用要低于贴片广告，这与广告位置、投放范围、投放档期、影片是否具有强票房号召力、广告主及银幕资源等因素密切相关。	
优点	灵活、低风险、相对低价格、可准确配合投放营销周期。	广告与影片贴合度较高，容易引起观影者共鸣。贴片一般投放的都是具有强票房号召力的影片，广告覆盖人次容易达到最佳。
缺点	广告与影片关联度得不到保证，受众共鸣程度低；广告位置相对不佳，覆盖不到所有进场观众。	操作周期长，配合复杂，好片投放机会少且成本高。高风险，高投入一旦影片改档，投放方整体影响计划会被耽误，且有巨额损失。
变量	位置，如某些大片（通常为国内大片）没有贴片广告时，映前广告就可以占据贴片广告的最佳投放位置，高正片更近，看到的观影者也越多。	

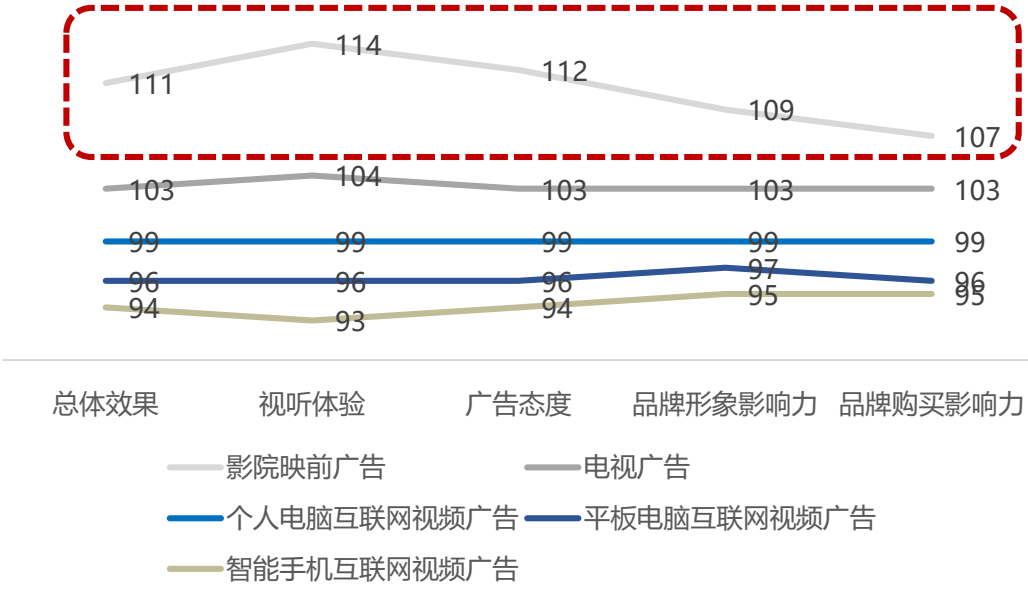
资料来源：凡影，东吴证券研究所

3.1 映前广告效果卓越，院线自营或成趋势

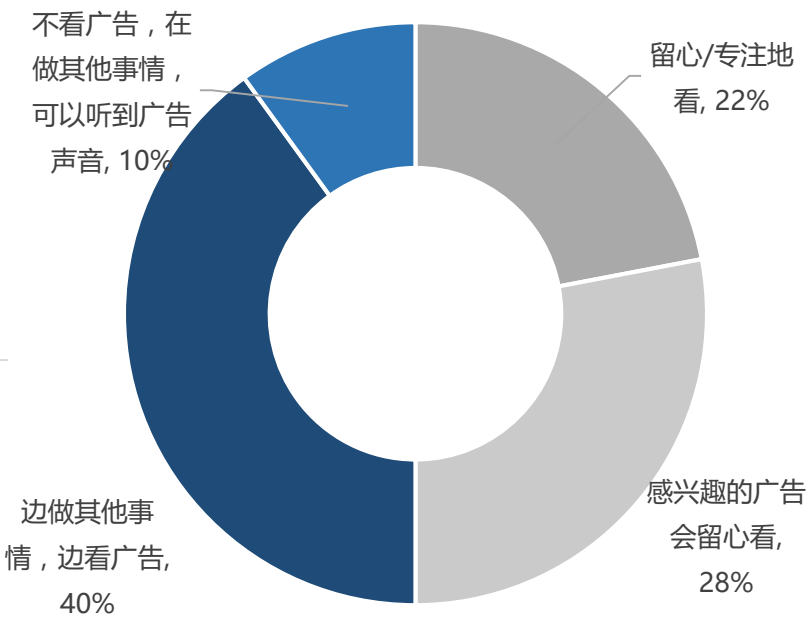
3.1.2 映前广告可视率高，转化效果卓越

- 影院媒体具有锁定高消费人群、视听效果震撼、以及广告关注度超高等特征，使其具备了超高的广告传播价值
  - 影院映前广告在总体效果、视听体验、广告态度、品牌形象影响力、品牌购买影响力的维度上均优于其他形式的广告
  - 银幕广告播放时，受众留心观看的比例达到50%，边看边做其他事情的比例达到40%，即使无法达成主动观看的效果，剩余10%的观众仍然能够听到广告声音

媒体广告效果比较



银幕播放广告时受众行为



资料来源：益普索，东吴证券研究所

3.1 映前广告效果卓越，院线自营或成趋势

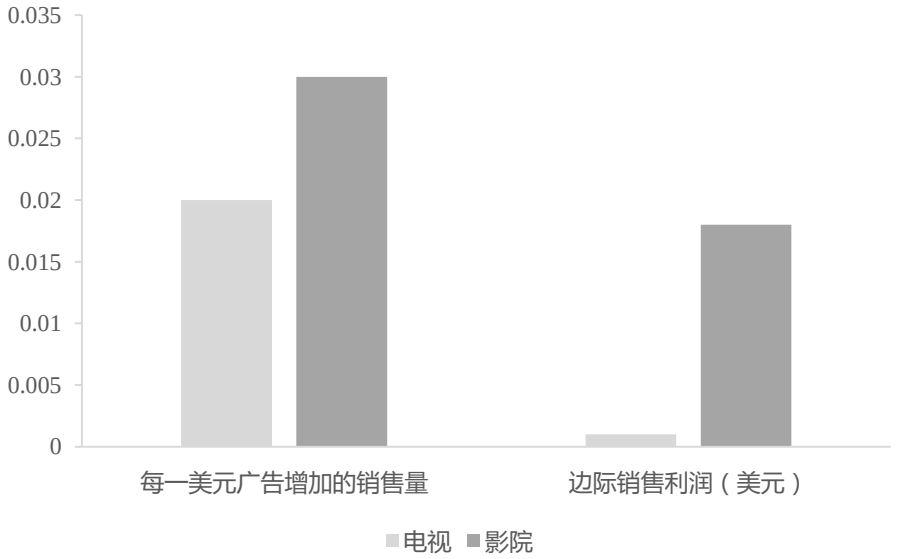
3.1.2 映前广告可视率高，转化效果卓越

- CAC（美国美国影院广告协会）对映前广告效果进行了量化调研，清晰验证了映前广告的高转化率
  - 电影媒体的平均投资回报收益为1.92美元，电视媒体的为0.73美元，电影媒体是电视媒体的2.5倍多
  - 每一美元映前广告的消费，比每一美元电视广告的消费，可以多产生1.37倍的销售量增加。更重要的是，下一笔在映前广告消费的投入，比下一笔在电视广告消费的投入，能多产生18倍的边际销售利润。

院线是最具回报率的媒介

媒介	费用	投资回报	投资回报率
电视	3.23	2.35	0.73
影院	0.49	0.94	1.92
网络	0.1	0.05	0.49
总计	3.82	3.34	3.14

映前广告转化率高



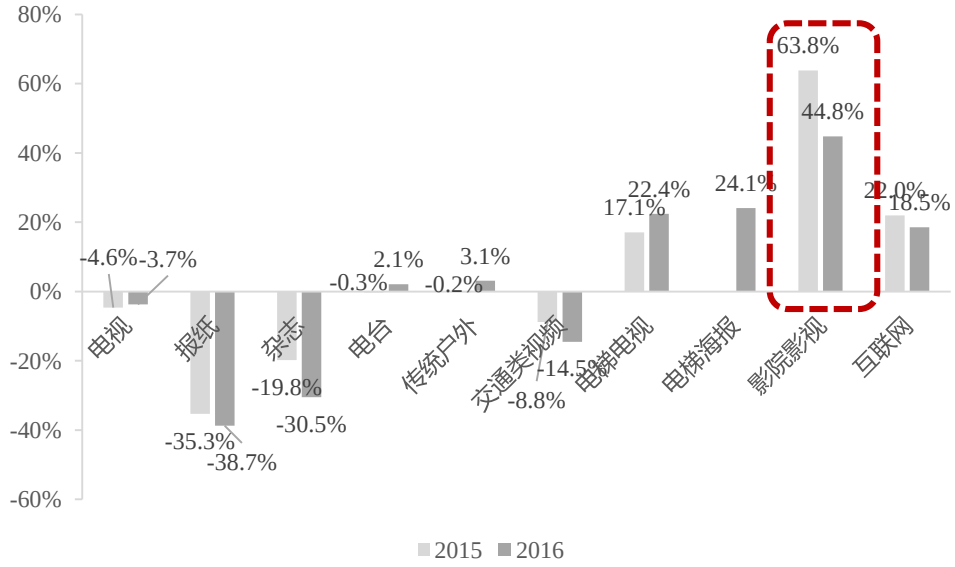
资料来源：凡影，东吴证券研究所

3.1 映前广告效果卓越，院线自营或成趋势

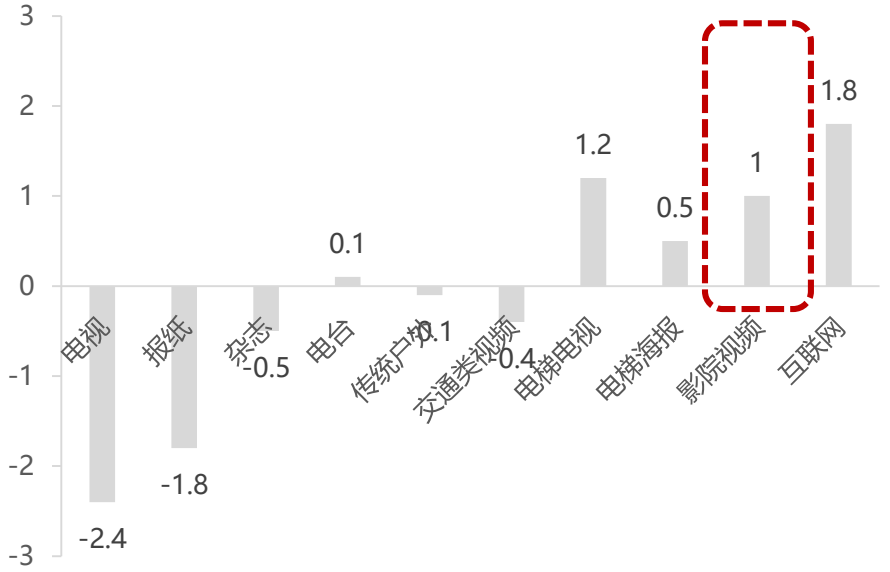
3.1.3 受益于良好效果和银幕扩张，映前广告增速显著

- 受益于映前广告良好的广告效果，映前广告刊例花费和增长贡献量位居前列，映前广告的价值得到体现
  - 15至16年影院影视广告是各类媒介广告中刊例花费增幅最高的，16年中国广告市场整体刊例下降0.6%，影院媒体刊例同比增长44.8%，甚至高于互联网刊例同比增长18.5%
  - 16年影院视频广告作为高速增长的媒介广告，贡献了1%的增长，仅落后于电梯电视广告和互联网广告

2016 年中国各媒介广告刊例花费变化



2016年各媒介广告增长贡献量（%）

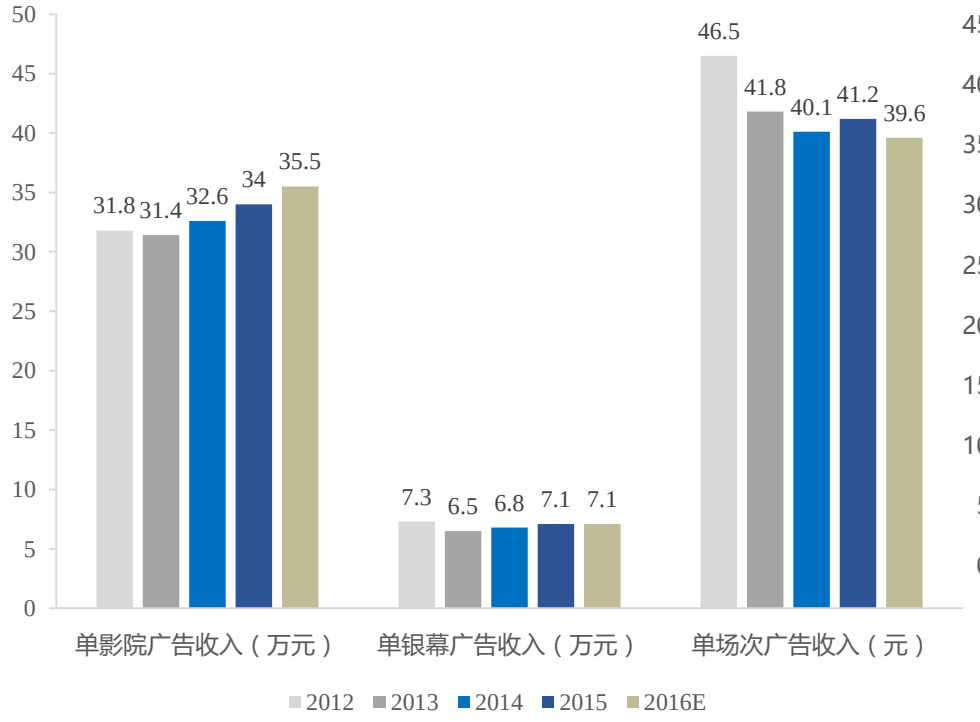


资料来源：CTR，东吴证券研究所

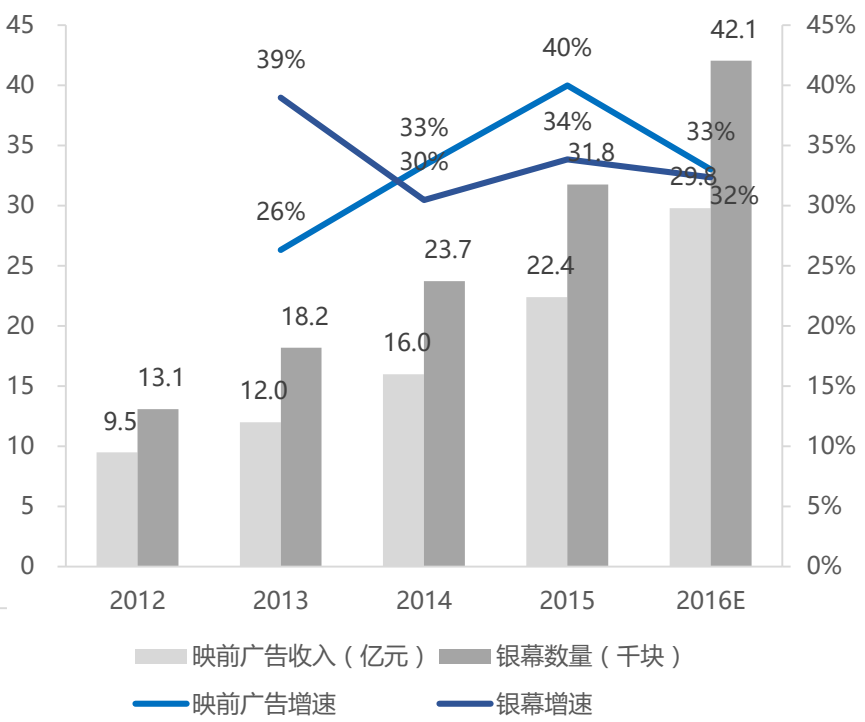
3.1.3 受益于良好效果和银幕扩张，映前广告增速显著

- 此外映前广告的增长与银幕扩张高度相关，映前广告规模的增长显著受益于银幕的扩张
  - 2012年至2016年单银幕广告收入维持在7万元左右，单影院广告收入保持着增长趋势
  - 过去五年内映前广告市场规模的增速与银幕扩张的速度高度契合，复合增长率分别为33.1%和33.9%

2012-2016年全国单影院、单银幕、单场次广告收入贡献量变化



2012-2016年全国映前广告收入与银幕数量



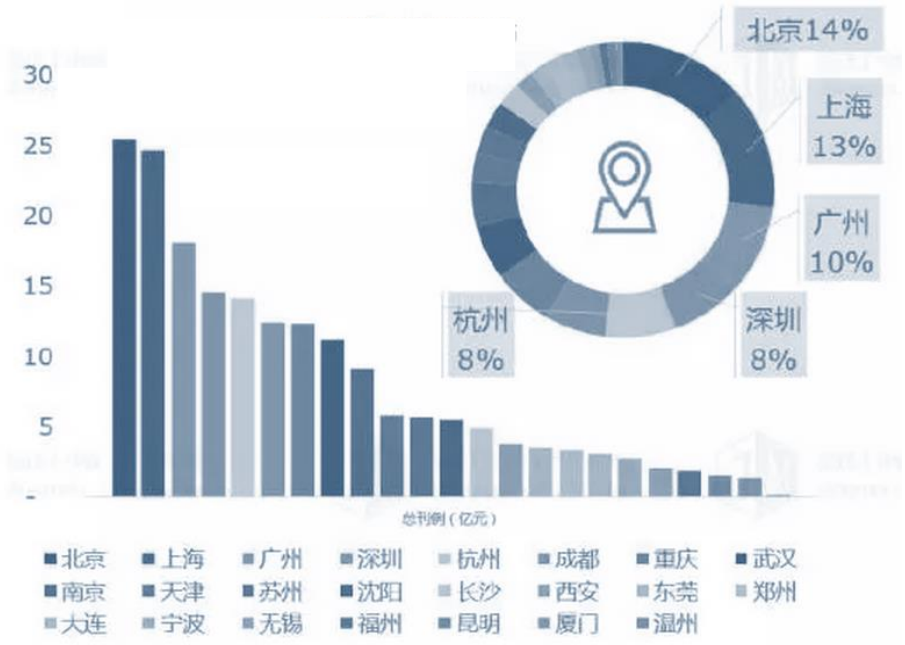
资料来源：艺恩，艾瑞，东吴证券研究所

3.1 映前广告效果卓越，院线自营或成趋势

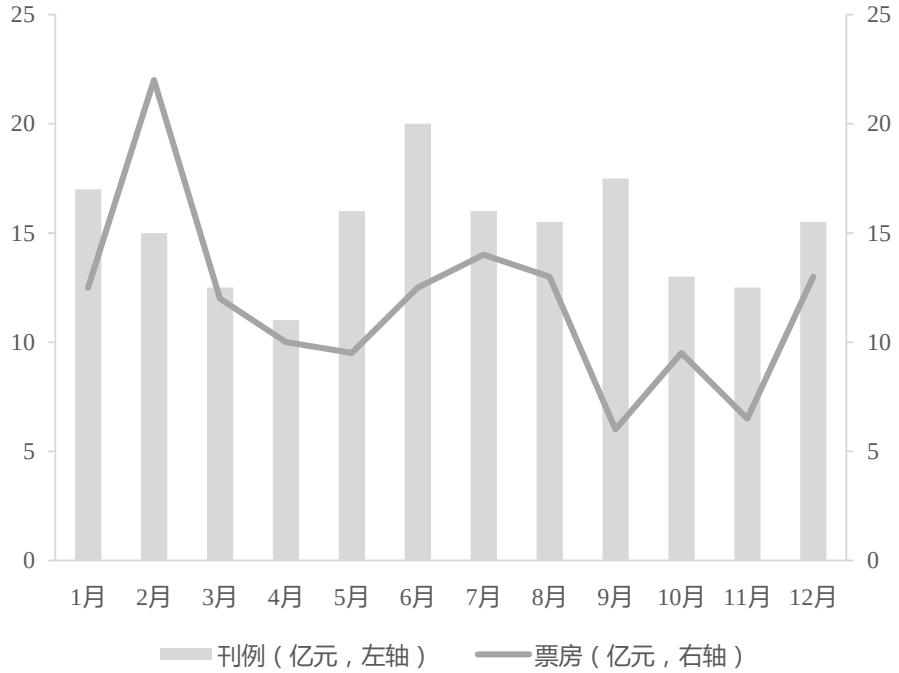
3.1.3 下沉滞后，票房上行，映前广告空间巨大

- 映前广告投放的下沉滞后于银幕的下沉，票房带动刊例强势上扬，映前广告远未到顶
  - 映前广告伴随着渠道地下沉向低线城市延伸，根据《晶茂2016电影行业白皮书》统计，目前北上广深在映前广告刊例投放比例中占比达到了45%，仍为投放重仓，广告与票房存在明显的滞后，预计二三线将成为增长的重点
  - 根据晶茂的统计，刊例与票房呈强相关关系，随着票房的增长和对票房的强预期，旺季刊例持续上涨的空间仍大

各城市投放刊例分布



刊例与票房强相关



资料来源：晶茂，东吴证券研究所

3.1.4 院线与广告公司争鸣，分众与万达争霸

- 映前广告报价复杂，主要由广告公司和院线公司运营，目前院线成立广告公司进行运营的趋势显著
  - 影院/院线端传统的报价系统复杂，最少以厅为单位，包括单厅单场价格、单厅包月包季度包年甚至是整个影院的包年价格等等
  - 以往以广告公司签约影院投放广告为主，后期规模相对较大的院线及影投成立广告公司，打包出售映前广告成为惯例

广告公司与院线公司比较

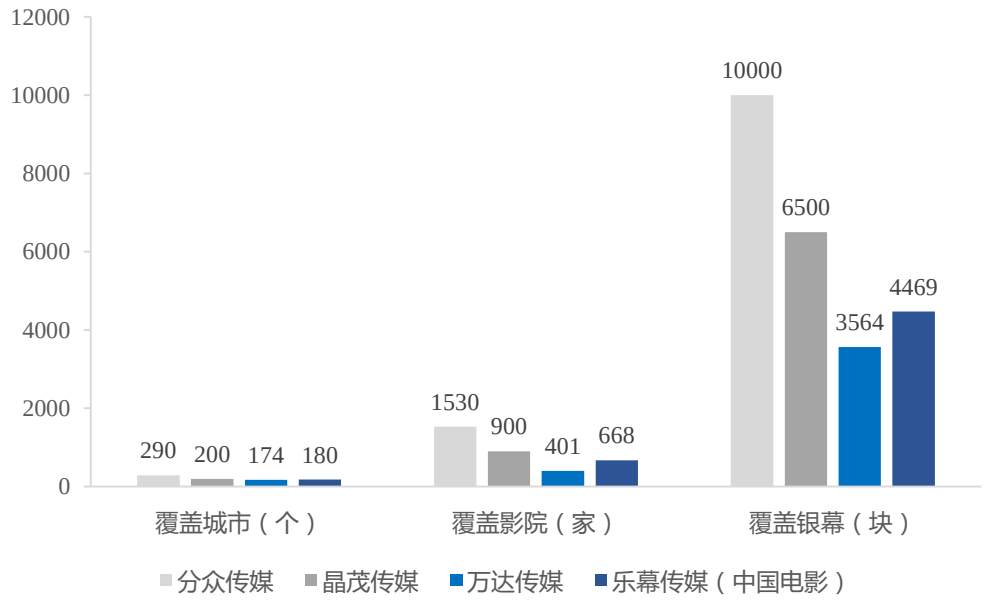
	代表公司	媒介资源	运营能力
广告公司	分众传媒 晶茂（中国）电影传媒 Jingmao Film Media	• 中介属性，签约大量不同品牌的院线，灵活性、多样性、整合能力强 • 多媒介联动，全方位满足需求广告主需求	• 广告主资源丰富，多年合作关系 • 运营团队专业，提供全面优质的营销方案和服务 • 运营经验丰富，具有规模效应
院线自营	万达传媒 WANDA MEDIA 乐幕传媒 Love Movie（中影旗下）	• 自营属性，院线较为单一、区位灵活性较差，但控制能力强，统一性高 • 媒介单一，主要局限于映前广告和阵地广告	• 广告主资源较少 • 营销运营专业性较弱 • 依托院线优质资源，完成经验积累方可提高运营能力

资料来源：CTR，东吴证券研究所

3.1.4 院线与广告公司争鸣，分众与万达争霸

- 目前国内运营影院映前广告的公司中，分众晶视、晶茂传媒、万达传媒和乐幕传媒（中影旗下）竞争力较强
  - 四大运营商合并资源可覆盖全国约75%的票房和73%的人次，影院占全国比约34%，银幕占全国比约48%
  - 其中分众传媒凭借早期开拓市场的先发优势以及签约的超过10000块银幕成为广告系的龙头，而万达传媒则凭借高质量的院线资源异军突起

四大运营商资源



四大运营商竞争力

分众传媒 Focus Media：先入优势，签约影院多，市占率超过50%

晶茂（中国）电影传媒 Jingmao Film Media：依托搜狐的互联网渠道，线上下结合

万达传媒 WANDA MEDIA：院线资源优质，控制力强

乐幕传媒 Love Movie：控/参股院线众多，受益于全产业链布局

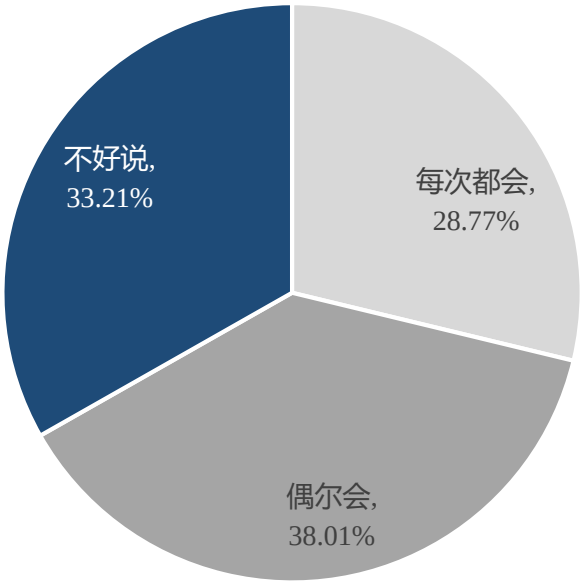
资料来源：艺恩，东吴证券研究所

3.2 消费需求多样化，卖品收入弹性可期

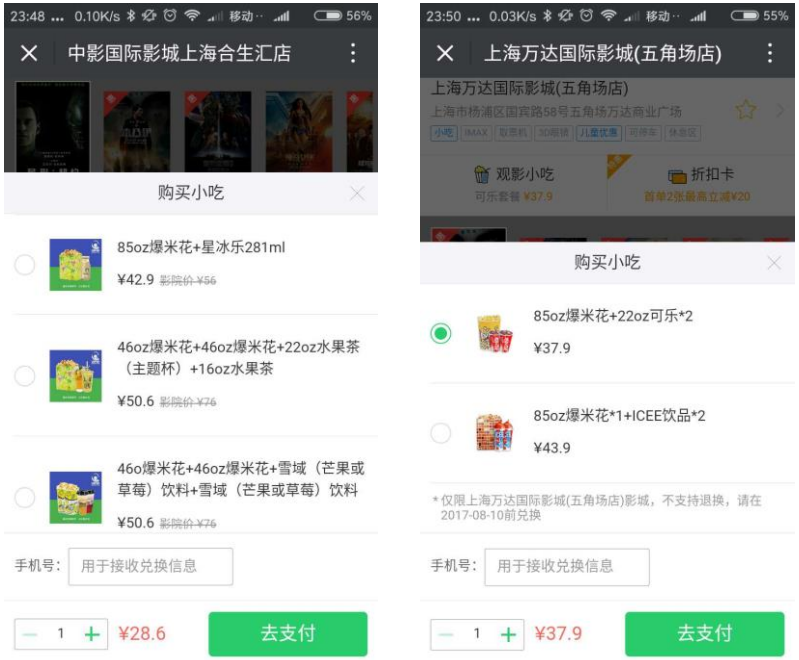
3.2.1 饮品爆米花与观影人次正相关，渗透率有望提高

- 饮品爆米花购买习惯固定，收入与观影人次高度相关，随着在线购买的普及，渗透率有望提高
  - 饮品爆米花销售是院线的重要收入，购买习惯稳定，28.77%的观众每次都会购买，毛利率高达70%至90%
  - 随着在线购票的渗透率超过80%，饮品爆米花实现在线购买，有望进一步提高购买比例

看电影时你会选购电影院的爆米花吗？



影院小吃实现在线购买

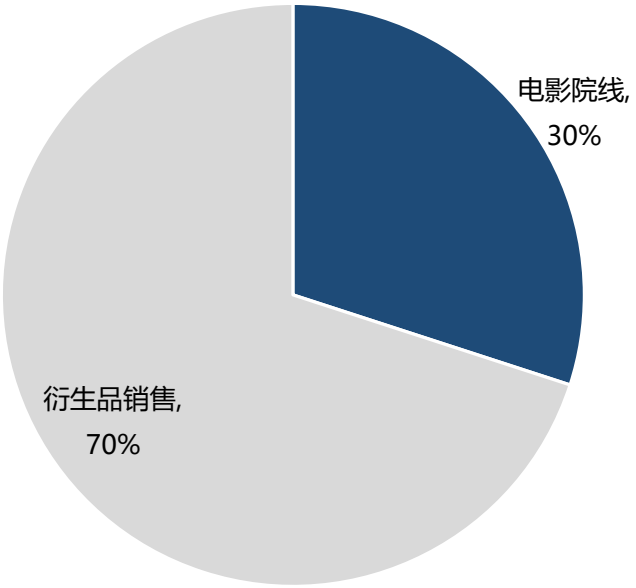


资料来源：艺恩，艾瑞，东吴证券研究所

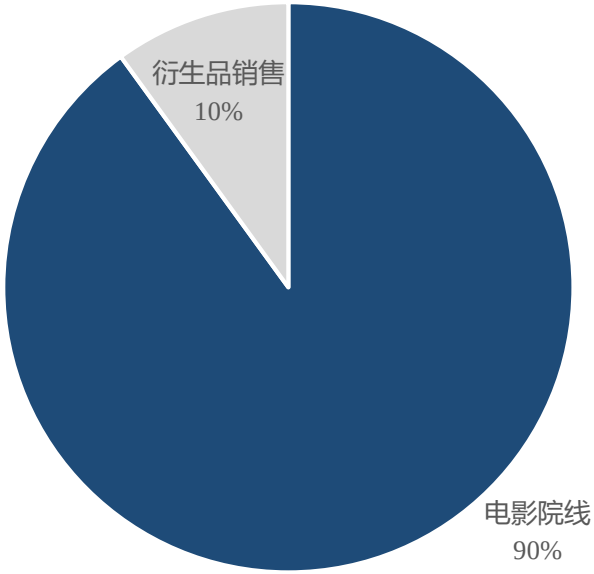
3.2.2 衍生品销售正起步，2021年预计市场规模超过300亿

- 国内衍生品的开发刚刚起步，还停留在营销宣传的辅助阶段，并非聚焦在衍生品本身价值的开发
  - 15年好莱坞电影中衍生玩具收入达到了57亿美元，衍生品的收入高达电影总收入的70%，是15年中国电影票房的85%
  - 中国衍生品收入只占到国内电影收入的10%，衍生品开发刚刚处于起步阶段，尚为一片蓝海

美国衍生品销售占比



中国衍生品市场占比



资料来源：艺恩，艾瑞，东吴证券研究所

3.2 消费需求多样化，卖品收入弹性可期

3.2.2 衍生品销售正起步，2021年预计市场规模超过300亿

- 随着中国电影规模的不断扩大，衍生品的开发已经逐步引起重视，产业巨头开始布局全产业链，衍生品有望引来爆发
  - 产业巨头的布局包括阿里旗下的阿里鱼、腾讯旗下的可可影、光线传媒并购猫眼、万达院线并购时光网开设衍生π商店、中影开设影家天猫店等

产业巨头衍生品布局情况

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

线上下衍生品销售



资料来源：艺恩，艾瑞，天猫，东吴证券研究所

3.2.2 衍生品销售正起步，2021年预计市场规模超过300亿

- 对标北美衍生品与票房收入的比例，参考对电影票房市场规模的测算，我国衍生品市场规模可超300亿，将是可观的增量
  - 国内目前已对衍生品市场有所重视，假设未来四年中国票房有15%的增速，未来五年衍生品销售收入占票房收入的15%，20%，25%，30%，35%对我国衍生品市场进行测算，对应市场规模可达320亿

衍生品市场规模测算

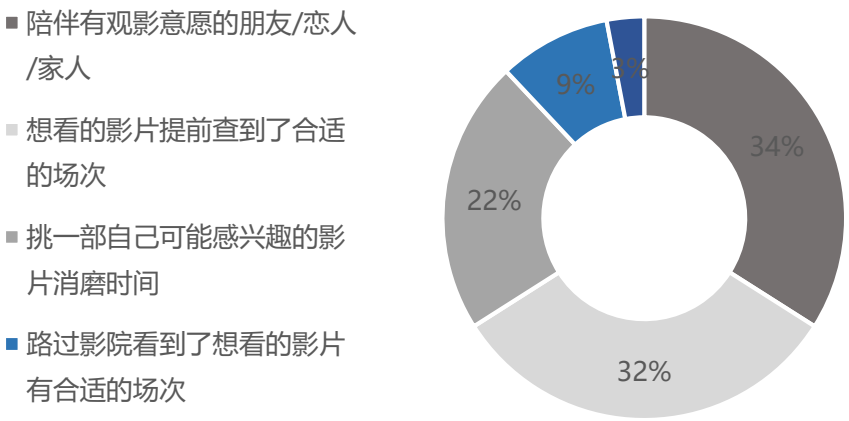
	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
衍生品销售收入（亿元）	45.5	79	120	173	238	320
票房收入（亿元）	455	525	603	693	796	915

资料来源：东吴证券研究所

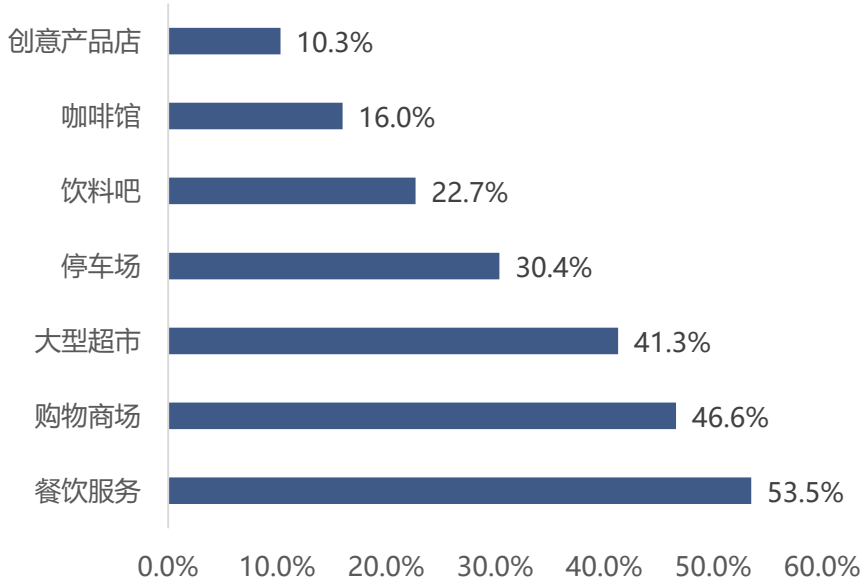
3.3 观影行为深度场景化，深挖场景消费机会

- 观影具有强社交属性，观影场景鲜明，院线公司有望通过合作或利用自由资源，广泛挖掘观影场景中的机会
  - 观影人群的行为模式和需求都是规律而“场景化”的，观影前，观众大多在影院周边餐饮消费；散场后，在商场周边娱乐、闲逛或者有打车需求也很常见；经调查，观众最关注的配套设施是餐饮服务、购物商场和大型超市，在线购票观众中79%的人会同时进行餐饮消费
  - “未来影院，将是基于场景消费的娱乐综合体。”——万达院线总裁曾茂军

观影人群观影动机



影院配套设施关注度



资料来源：艺恩《2014-2015年中国电影观众研究报告》，艾瑞，东吴证券研究所

看好整合长逻辑，坚定推荐龙头股

4.1 万达电影：渠道龙头全产业布局，电影生态初具

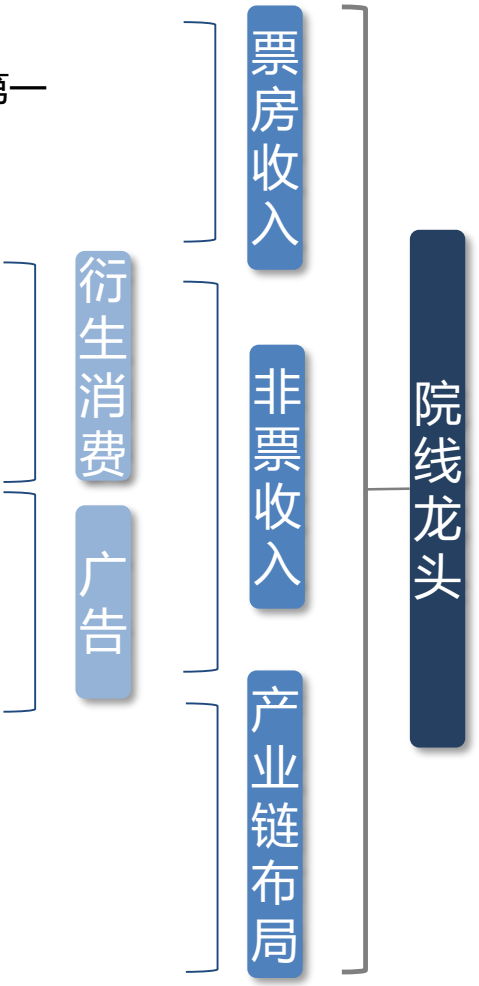
四大逻辑推荐万达电影

万达渠道龙头地位稳固，稳抓新增速
- 渠道龙头地位稳固，市场份额连续八年行业第一，影院多项指标行业第一
- 院线持续扩张，加速布局三四线，战略匹配三四线的新增速
- 增资博纳影业，旗下影院并入万达，强强联手夯实龙头地位

万达收购时光网，构筑电影生态服务圈
- 收购时光网，共同覆盖近2亿精准电影人群，拟17年建设线上院线
- 时光网专业设计团队+万达“衍生π”店，衍生品销售有望进一步提升
- 围绕“会员+”战略，布局场景消费

万达广告收入增长迅速，未来体量不容忽视
- 成立万达传媒，积极扩展业务领域
- 银幕增长仍有空间，广告收入未来体量巨大

万达布局全产业链，从渠道龙头走向电影龙头
- 改名“万达电影”，布局全产业链
- 内容资产注入的预期增强



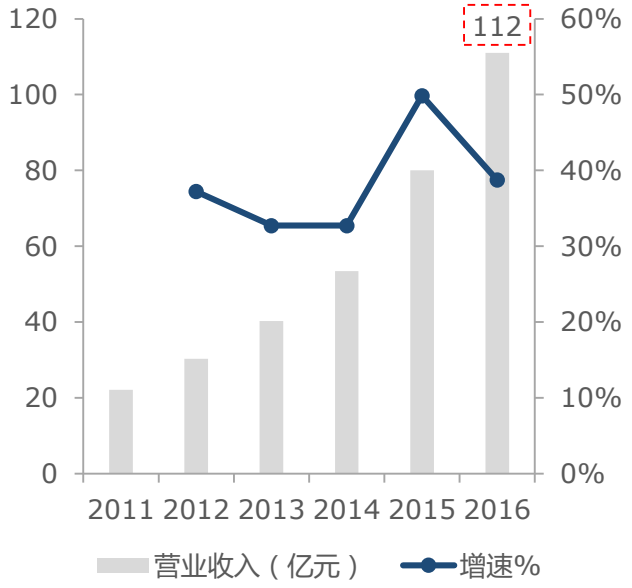
资料来源：东吴证券研究所

4.1 万达电影：渠道龙头全产业布局，电影生态初具

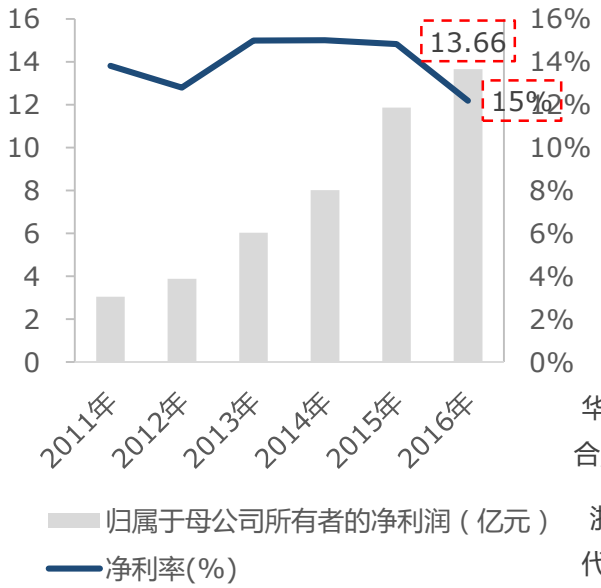
4.1.1 渠道龙头地位稳固，稳抓新增速

- 11年来万达电影增速维持高位，营收复合增速38%，归属净利润复合增速35%，行业龙头地位稳固
  - 万达电影2016年营业收入达112.1亿，同比增长了40.1%；实现归属利润13.7亿元，同比增长15.23%。
  - 16年票房产出份额占比为13.6%，较15年11%的份额产出占比有所上升；17年上半年万达依然以超过13%的市占率保持领先

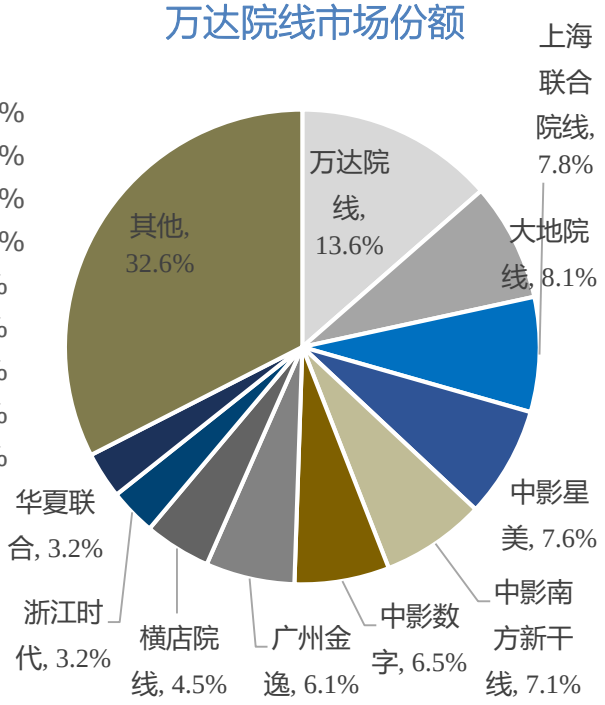
万达电影营收变化趋势



万达电影归属净利变化趋势



万达院线市场份额



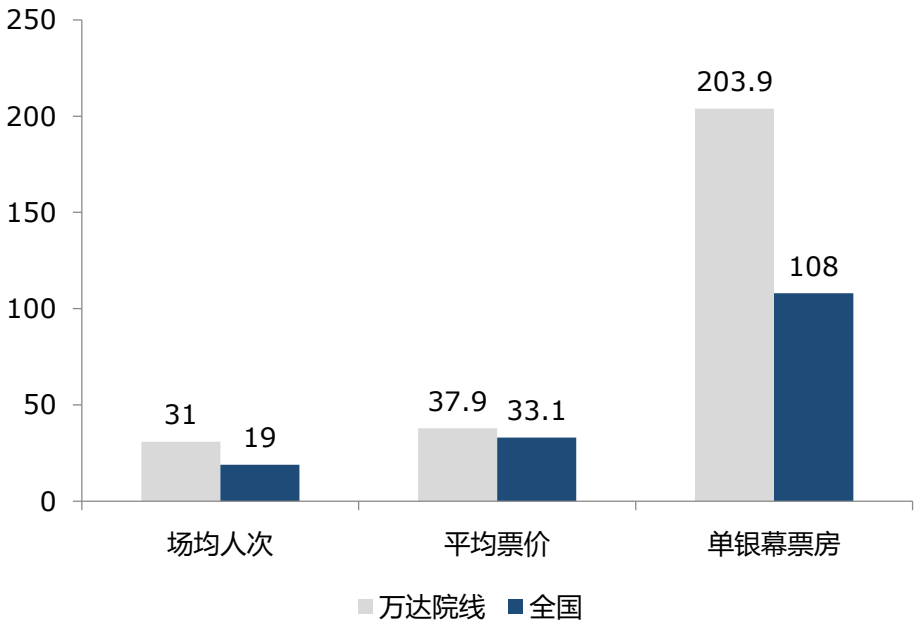
资料来源：wind，东吴证券研究所

4.1 万达电影：渠道龙头全产业布局，电影生态初具

4.1.1 渠道龙头地位稳固，稳抓新增速

- 连续第八年票房、观影人次和市场份额均居行业第一，万达电影院线龙头地位稳固
  - 2016年万达院线平均票价、场均人次、单银幕票房均远超行业平均水平，占据明显优势，其中单银幕票房为212万，超过行业平均将近一倍，单银幕收入高也意味着新建影城回收成本更快
  - 在行业TOP10院线公司中，万达同样表现突出，场均人次、平均票价及单银幕票房等方面都占据明显的优势

万达院线与全国的行业指标比较



2016市场份额占比TOP10院线比较

院线名称	票房（亿）	场次（万）	场均人次	平均票价	单银幕票房（万）
万达院线	60.73	523.9	31	37.9	212
广东大地	36.64	711.1	18	30.1	101.7
上海联合	35.69	406.1	25	36.1	159.8
中影星美	34.5	475.9	22	34.5	132.5
中影南方	32.36	521.7	19	33.6	115
中影数字	29.48	583.4	16	32.2	91.8
金逸珠江	27.68	386.5	22	33.9	148.7
横店影视	20.71	345.7	20	30.2	121.5
浙江时代	14.52	251.7	18	32.7	107
北京华夏	14.44	280.9	17	31	102.8

资料来源：wind，猫眼专业版，东吴证券研究所

4.1 万达电影：渠道龙头全产业布局，电影生态初具

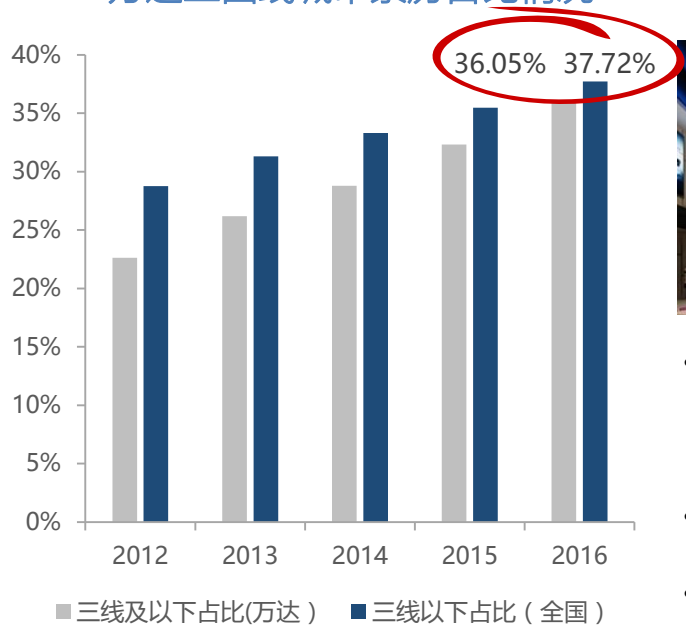
4.1.1 渠道龙头地位稳固，稳抓新增速

- 影院持续扩张，渠道下沉稳步推进，三四线布局成效已现；增资博纳影业，旗下影院将加盟万达，形成强强联手
  - 16年万达影院、银幕数增长迅猛，深度布局三四线，17年前五个月扩张放缓，6月份恢复扩张，上半年全国2886块新增银幕中占436块，至6月底拥有已开业影院455家，银幕共4000块；渠道下沉初具成效，低线票房占比与全国的差距逐渐缩小
  - 公司同时进行横向整合，3亿增资博纳，其新增影院加盟万达院线，已开业影院在有效期届满后加盟万达院线

万达银幕数量增长趋势



万达三四线城市票房占比情况



博纳影院加盟万达



- 截至2017年6月，博纳影业旗下开业自营影院达到41家，银幕338张，包括16张中国巨幕和5张 IMAX 巨幕。
- 影院覆盖一线城市，以及28个省市。
- 公司与IMAX公司签订重大合作协议，成为其中国前五大院线合作伙伴之一。

资料来源：wind，猫眼专业版，东吴证券研究所

4.1 万达电影：渠道龙头全产业布局，电影生态初具

4.1.2 收购时光网，构筑电影生态服务圈

- 时光网拥有PC端6000万用户、手机8000万用户，而万达有8000万会员，共同构成覆盖超过2亿的高质量精准电影人群
  - B端：大数据连接产业上游，为制片提供数据支持；C端：大数据助力精准投放营销资源
  - 建立时光网直播分发平台，依靠内容的稀缺性，将内容直接对接到直播平台；17年年底，将开通点播业务，做分账模式的网络院线，致力于将时光网打造成科技型和平台公司

时光网：打造电影生态圈



时光网：打造平台公司



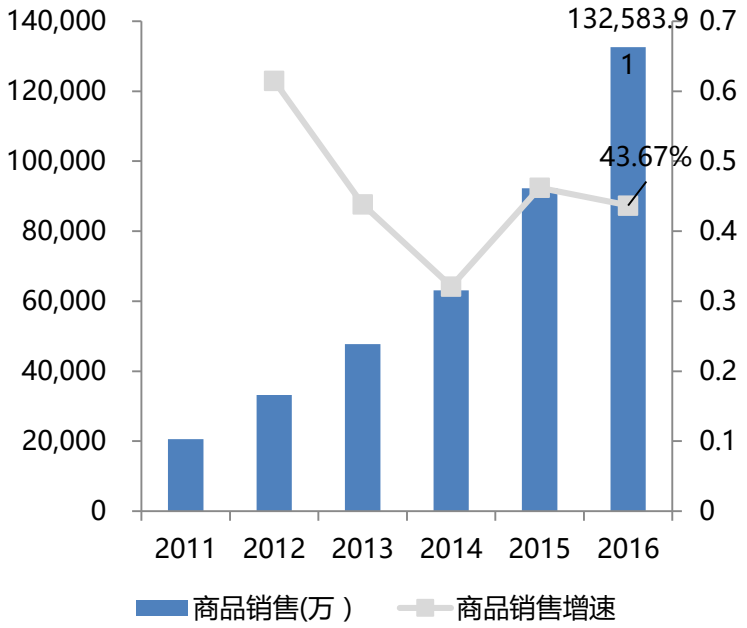
资料来源：猫眼，东吴证券研究所

4.1 万达电影：渠道龙头全产业布局，电影生态初具

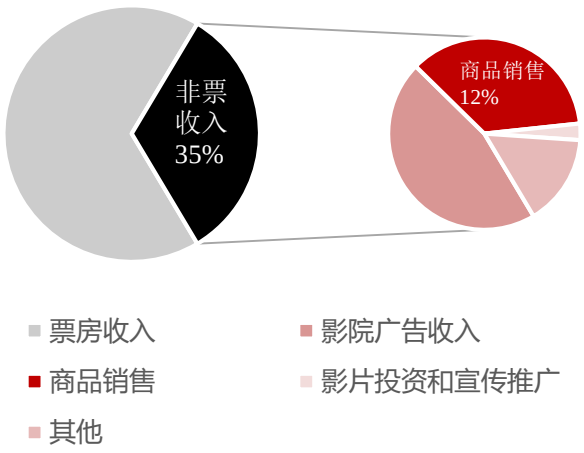
4.1.2 收购时光网，构筑电影生态服务圈

- 时光网已与全球多家知名电影公司合作开发衍生品，分别获得了DC、漫威、迪士尼以及环球等品牌的正版授权，是国内授权品类最全面的的被授权方，拥有大量的IP资源
  - 2016年万达电影的商品销售收入占比11.83%，同比增长43.67%；万达计划在下属影城建设不少于100个衍生品店
  - 随着国内衍生品市场的进一步开拓，预计万达衍生品销售会有突破性的增长，未来两年有望突破20%

万达商品销售收入变化



2016年万达电影各业务占比



万达衍生品销售



资料来源：wind，百度图片，东吴证券研究所

4.1.2 收购时光网，构筑电影生态服务圈

- 围绕“会员+”战略，整合优质资源，打造场景消费：影院是入口、人次即流量、娱乐为体验、场景做连接
  - 万达拥有8000万会员，活跃度超过85%，会员对票房的贡献超过85%
  - 万达所提供的商业实景，可以同时覆盖全国 174 个城市， 400 多个万达影院，直接辐射影院、餐饮等场景；同时，万达将与HTC等合作，在院线布置VR体验区，目前有40个体验区，营销效果好

万达广场客流量情况

时间	万达广场年客流量	万达影城年观影人次	观影人次占广场客流量比率
2014年	16.3亿	1.02亿	6.3%
2015年	20.3亿	1.47亿	7.2%

万达“会员+”战略



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

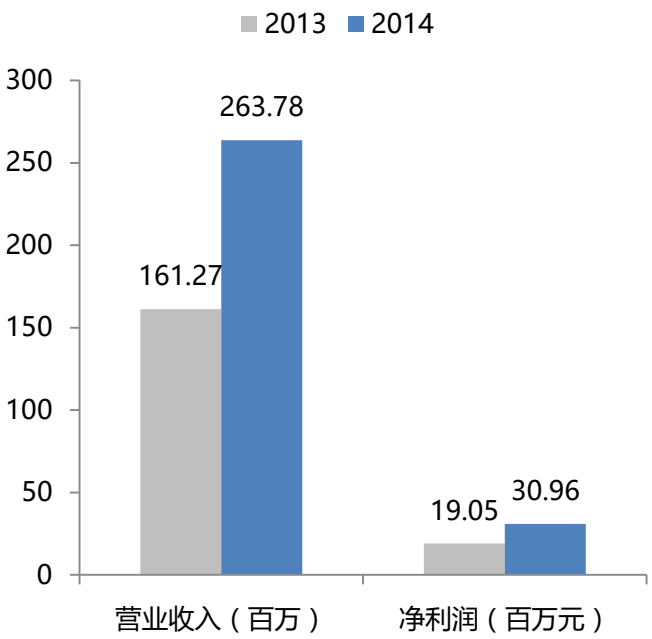
4.1.3 广告收入增长迅速，未来体量不容忽视

- 收购慕威时尚，成立万达传媒，积极拓展广告业务领域
  - 2015年底万达收购慕威时尚，全面整合电影媒体资源，整合大客户资源，从传统的客户广告向为客户提供电影整合营销转变；参与好莱坞影片投资以及宣传推广，扩展公司业务领域
  - 收购前慕威时尚的13年、14年的营业收入分别是1.61亿和2.64亿，净利润分别为0.19亿和0.31亿

广告业务

业务类型	业务服务内容	主要客户或服务领域
电影实时大数据应用	为电影制片公司、发行方、院线公司等电影用户提供可视化数据分析辅助决策、帮助其提升票房收入及相关业务收益。	电影院线公司、电影行业用户公司自身业务决策运营。
好莱坞影片投资和宣传推广	参与好莱坞影片制作的投资，同时协助相关影片在中国地区宣传推广工作。	好莱坞电影公司及其影片
电影媒体广告整合营销	帮助广告客户利用电影媒体进行品牌或产品宣传。主要途径包括当不限于电影植入广告、贴片广告、广告品牌与电影进行联合推广，影院阵地线上及线下活动等。	品牌广告客户

收购前慕威时尚营业收入与净利润



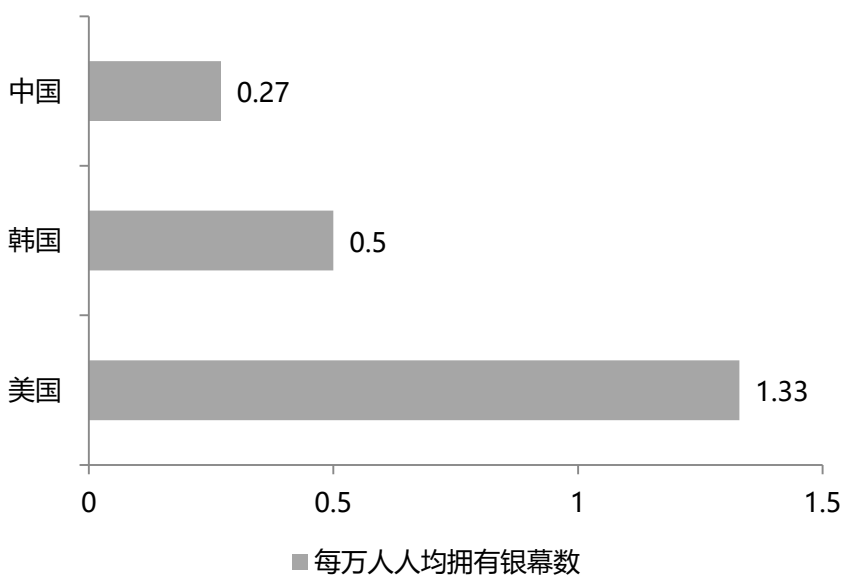
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4.1 万达电影：渠道龙头全产业布局，电影生态初具

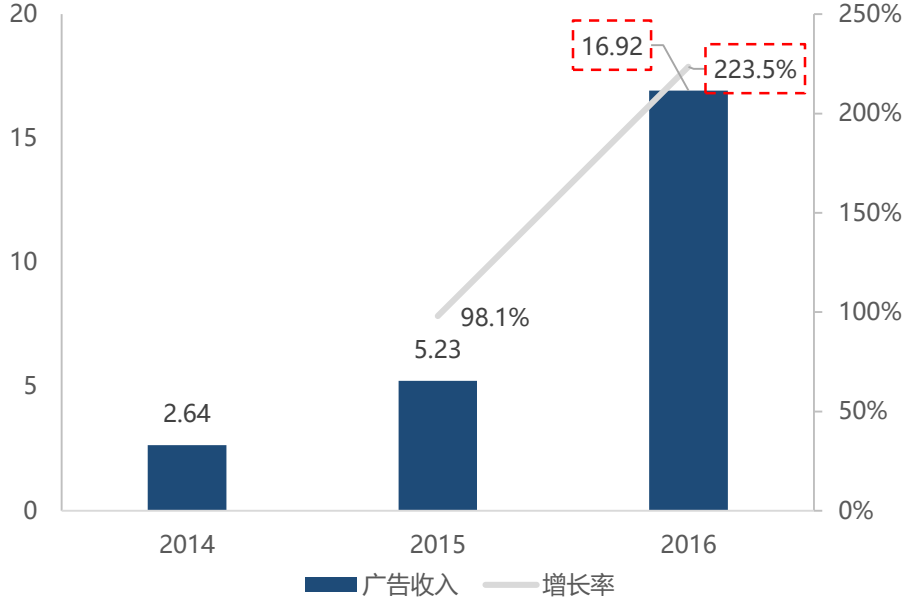
4.1.3 广告收入增长迅速，未来体量不容忽视

- 银幕增长仍有空间，渗透率逐步提高，广告收入未来体量巨大
  - 从中国每万人人均拥有银幕总数来看中国相较于美国和韩国都有较大差距，未来我国银幕的增长空间依旧很大
  - 万达院线影院、银幕数增长迅猛，预计每年新增银幕1000-1200块；同时博纳影业映前广告交由万达传媒代理
  - 万达2016年广告收入16.92亿，同比增长223%，占比15%，依托于银幕数增长的广告收入，未来将持续增长

中、韩、美拥有银幕比较



万达电影广告收入变化（亿）



资料来源：wind，东吴证券研究所

4.1.4 布局全产业链，从渠道龙头走向电影龙头

- 2017年5月19日，公司全称由“万达电影院线股份有限公司”改名“为万达电影股份有限公司”，证券简称由“万达院线”改为“万达电影”，携手集团中万达影业和传奇影业，布局全产业链的格局逐渐清晰，万达有望从渠道龙头向全产业链龙头发展

万达电影生活生态圈



资料来源：东吴证券研究所

4.1 万达电影：渠道龙头全产业布局，电影生态初具

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

17年有望出现业绩拐点，维持 “买入”评级

- 预计公司2017-2019年净利润为19.0亿、26.2亿、34.5亿，摊薄后EPS为1.62、2.23、2.94，对应PE为31、23、17倍
  - 票房收入：预计17-18年随着电影市场的回暖以及行业集中度的加剧，预计万达电影的市场份额会达到15%左右，票房收入增速在20%以上；商品销售：未来万达电影弹性最大的业务，17年非票收入的占比有望达到营收的40%；广告收入：已成为万达电影短期的主要增长点，预计17-18年广告收入增速约为70%、40%以上
  - 结合万达行业龙头地位及上下游整合打造生态闭环，给予公司对应17年的业绩43-46倍，对应的目标价是70-75元，对应18年PE为31-33
  - **风险提示：17年票房增速不达预期的风险；非票收入占比增速不达预期的风险**

万达电影财务预测

财务摘要（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入（百万元）	11209.3	15054.8	20437.5	26228.1
同比%	40.10%	34.31%	35.75%	28.33%
净利润（百万元）	1366.5	1898.9	2620.7	3454.8
同比%	15.23%	38.97%	38.01%	31.82%
每股净收益（元）	1.16	1.62	2.23	2.94

可比公司估值

可比公司	目前股价（元）	2017E	2018E	2019E
上海电影	24.88	31	24	19
中国电影	18.72	27	21	17
幸福蓝海	16.55	34	25	19
文投控股	22.56	58	47	39
行业平均		37	29	23

资料来源：东吴证券研究所

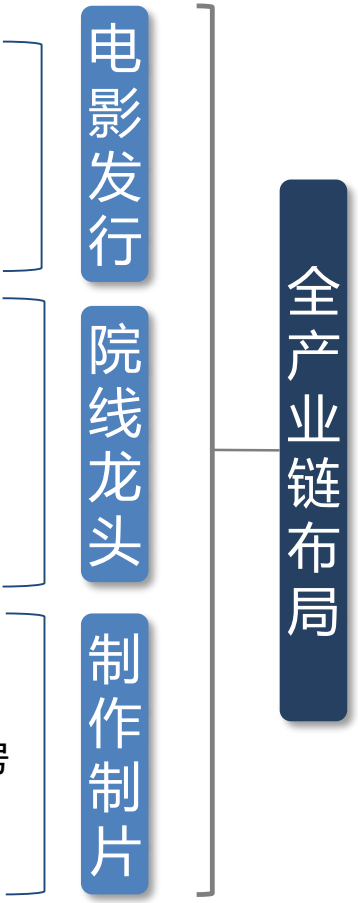
4.2 中国电影：发行+院线+制片，三大逻辑推中影

三大逻辑推中国电影

独享政策红利，发行收入收益海外片爆发
- 两大进口电影发行商之一，海外片发行市占率60% ，受益于进口片火爆
- 资金雄厚经验丰富，积极参与国产电影新模式发行，巩固行业地位

三大控股院线市场份额占比高，放映收入随电影市场增长
- 三大控股院线均列全国前十，票房占有率之和达21%，院线龙头地位稳固
- 收购大连华臣，布局渠道下沉，受益于三四线票房增速
- 在线平台逐步发展，利用在线票务平台进行更深层次的产业链布局

制片业务弹性较大，《建军大业》有望小成本搏大票房
- 老牌影视制作制片公司，积累经验提高优质作品制作能力
- 1500 万美元投资四月头部进口大片《速8》，《建军大业》有望小成本搏大票房
- 自研的中国巨幕逐渐走向国际市场，以高端技术受益于影院特色化发展

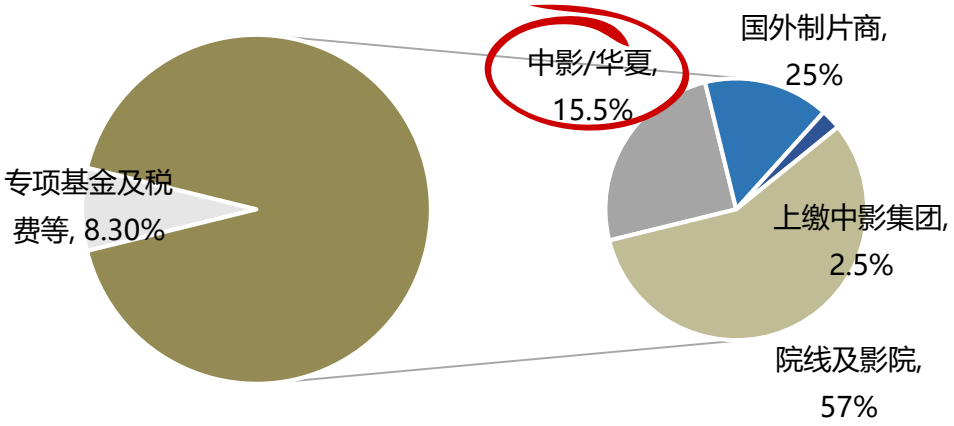


4.2 中国电影：发行+院线+制片，三大逻辑推中影

4.2.1 发行业务实力雄厚，长期独享政策红利

- 中影公司在进口电影发行领域具有绝对优势，作为两个能够发行海外电影的公司之一，享受政策红利，受益于海外片爆发
  - 进口分账片发行利润可观，在扣除5%的电影专项基金和3.3%的税后，中影公司可获得进口分账片约15.5%的票房
  - 2016年上半年公司发行进口影片40部，实现票房70.57亿元，占同期进口影片市场份额的60.87%，其中包括《疯狂动物城》票房排行第二的海外电影，保持了行业领先优势和市场主导地位

进口分账片分账比例



中国电影进口片发行情况

年度	全国进口影片发行情况	本公司主导或参与发行的进口影片情况		
	总票房(亿元)	数量（部）	实现票房（亿元）	本公司占比
2016年H1	129.89	148	91.95	70.79%
2015年	169.33	75	88.71	52.39%
2014年	134.84	77	81.42	60.38%
2013年	90.02	71	58.79	65.31%
合计	394.19	223	228.92	58.07%

资料来源：1905电影网，招股说明书，东吴证券研究所

4.2 中国电影：发行+院线+制片，三大逻辑推中影

4.2.1 发行业务实力雄厚，长期独享政策红利

- 充分利用丰富的发行经验、雄厚发行实力和全产业链的布局，发行龙头地位稳固
  - 中影积极参与新模式发行，巩固老大哥地位，16年中影、龙腾、联瑞、和和、光线五家影视公司共同保底发行票房榜首《美人鱼》，新模式发行让中影公司能够从更大、更活跃的国产电影发行市场获益
  - 16年前50的国产和进口片中，中影发行占有率均超过50%，发行业务具有显著优势

传统发行商和新参与者合作发行



万达院线广告收入（亿）变化

影片类型	合计全国总票房（万元）	公司主导或联合发行部分	
		实现票房（万元）	占比
前 50 排名国产影片	2,370,567	1,321,520	55.75%
前 50 排名进口影片	1,830,986	960,078	52.44%

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

4.2 中国电影：发行+院线+制片，三大逻辑推中影

4.2.1 发行业务实力雄厚，长期独享政策红利

- 积极布局衍生品，拓展广告业务，营销产品链日趋完善
  - 中影与北影成立“中国电影衍生产业研究院”，开发相关衍生商品，包括玩具模型、家居用品等数十个品类产品，影家衍生品专营店渠道覆盖影院50余家，“影家微店”和“影家天猫旗舰店”已建成上线，发展态势喜人
  - 重视电影发行营销业务，积极加强银幕广告平台建设，提升立体营销覆盖规模，至2016年中，中影银幕广告已覆盖全国172个城市、627家影院的4430块银幕，全国银幕广告份额位列前茅

中影衍生品布局



银幕广告与首映礼营销



资料来源：搜狐新闻，东吴证券研究所

4.2.2 三大控股院线位列前十，放映收入联动票房增长

- 参控股院线市占率达27.68%，控股院线市占率达21%，布局渠道下沉，院线龙头受益于票房增长
  - 中国电影16年末共拥有3条控股院线、4条参股院线，107家控股影院和13家参股影院，旗下控参股院线和控股影院合计覆盖全国11,501块银幕和154.99万个座位，银幕市场占有率为27.68%
  - 16年控参股院线观影人次共3.83亿人次，合计实现票房收入127.31亿元，占全国票房总收入的27.85%；公司三大控股院线位列全国前十，票房市占率约21%，公司旗下33家影院跻身全国影院票房百强
  - 2016年10月，公司以5.53亿元收购大连华臣70%股权，华臣的布局主要集中在东北地区，包括丹东、营口等城市，加强了中影在三四线的城市的布局

中国电影控股院线历年票房（亿元）及排名

院线	2016年票房收入	排名	2015年票房收入	排名	2014年票房收入	排名	2013年票房收入	排名
中影星美	34.43	4	38.12	2	24.45	2	18.38	3
深圳中影南方	32.31	5	29.76	5	19.82	6	15.43	5
中影数字院线	29.1	6	21.02	7	11	8	7.5	10
合计	95.84	-	88.89	-	55.28	-	41.97	-

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

4.2.2 三大控股院线位列前十，放映收入联动票房增长

- 公司着力加强影院在线销售及管理业务发展，线上下联动营销售票，深度利用观众数据反哺产业链上游
  - 公司影院网络运营平台“中影云平台”、“中影电影”APP和“中影电影”微信公众号的各项业务功能日趋完善，其中“中影云平台”覆盖影院已达105家，发展态势良好
  - 截至2016年6月，公司通过在线平台销售影票近2000万张，以3元每张的服务费计算，在放映收入的基础上额外获得了约6000万元的服务费收入

APP与微信公众号



中影云平台



资料来源：官方公众号，官网，东吴证券研究所

4.2.3 制片业务弹性较大，中国巨幕走向世界

- 公司具有强大的电影制作能力，历年来优质作品不断呈现，17年有望凭借《建军大业》取得丰厚票房收入
  - 16年公司出品并投放市场的各类影片共21部，实现票房收入95.43亿元，占全国同期影片票房总额的20.88%；公司出品并投放市场影片中8部票房过亿，四部进入全年票房排名前十，包括刷新了华语电影的票房纪录的《美人鱼》
  - 17年公司以1500 万美元投资四月头部进口大片《速8》，并且考虑到《建国大业》的3.9亿和《建党伟业》的3.7亿的票房成绩，将在8月1号上映的《建军大业》有望小成本搏大票房，目标票房达到8亿，带来丰厚业绩

2016年全国票房排名前十影片中公司出品影片情况

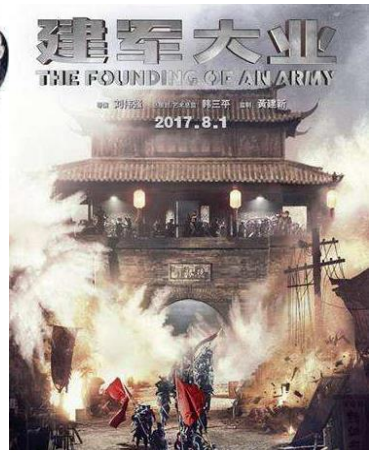
年度排名	影片名称	上映日期	放映场次（千场）	观众人次（万人）	票房收入（万元）
1	美人鱼	2月8日	2,070.82	9,247	339,323
3	魔兽	6月8日	1,542.48	3,971	147,194
5	西游记之孙悟空三打白骨精	2月8日	892.4	3,277	120,180
8	功夫熊猫3	1月29日	1,098.38	2,816	100,262

资料来源：艺恩，东吴证券研究所

17年制片业务有望创造超预期业绩



1500 万美元投资《速8》



《建军大业》献礼建军90周年

4.2.3 制片业务弹性较大，中国巨幕走向世界

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

中国巨幕系统销售情况

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

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

4.2 中国电影：发行+院线+制片，三大逻辑推中影

长期看好公司全产业布局，维持“买入”评级

- 17年院线、发行和制片业务均有望超预期，长期看好公司全产业布局，维持买入评级
  - 发行收入：受益于进口片火爆，预计2017年发行业务整体增速将超25%；放映收入：考虑行业整体增速和市占率，预计增速约15%；制片制作：17年《建军大业》有望以小成本博大票房，制片业务扭亏为盈；影视服务：预计影视咨询服务收入预计延续往年表现，影视服务业务总体增速约20%
  - 预计公司2017-2019年净利润分别为13.10、16.38、20.16亿，摊薄后EPS分别为0.70、0.88、1.08元，对应当前股价PE分别为27、21、17倍
  - **风险提示：17年票房增速不达预期的风险；分账片配额重谈的政策性风险**

中国电影盈利预测

财务摘要（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入（百万元）	7,840.7	10,281.5	12,343.0	14,902.3
同比%	7.46%	31.13%	20.05%	20.74%
净利润（百万元）	917.5	1,310.4	1,637.8	2,016.4
同比%	5.66%	42.83%	24.99%	23.11%
每股净收益（元）	0.49	0.70	0.88	1.08
PE	38	27	21	17

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

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。

行业投资评级：

增持： 预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持： 预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

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

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

东吴证券 财富家园