

传媒

行业深度分析

单银幕产出降幅收窄,行业集中度现企稳迹象: 关注政策扰动下院线行业的结构性机会

 投资评级 **领先大市-B 维持**

投资要点

◆ **院线行业:单银幕产出降幅收窄,有望迎来边际改善:**首先,需求、供给层面积极因素有望保障票房稳步增长。需求层面,个税修订将大幅降低居民个税缴纳额,改善可支配收入预期,正向影响大众观影需求;从渠道角度看,移动互联网红利逐渐消退,对线下娱乐侵蚀放缓,影院渠道有望增强。供给层面,2019年春节档好片密集,票房预期乐观;另外,2019年进口片有望成为票房的强力支撑。2018年我国人均观影次数仅1.23次,在2021年人均观影次数提升至1.6次的中性假设下,我们预计未来三年我国票房年复合增速约10%。其次,银幕增速可能放缓,单银幕产出有望迎来边际改善。《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》中提出2020年银幕总数的8万块目标,这意味着未来两年银幕数的年复合增速约15%。由于乡镇层面的影院建设大概率依靠政府补贴,我们认为8万块是较乐观的情形。假设2020年银幕总数增至7.5万块,则未来两年银幕数年复合增长13%,在票房中性假设下,单银幕产出的同比降幅将收窄至2%。

◆ **行业格局:万达为首多方竞争,集中度有望进一步提升:**(1) **万达电影为首多方竞争:**从院线口径的市占率看,万达院线多年来市占率稳居第一,2018年为13.58%,其他参与者有所分化。(2) **集中度有望提升:**2016年以来,受影院建设速度放缓、小影院经营不善而退出等因素影响,院线行业集中度有企稳迹象,2018年院线行业CR3的周度数据亦呈现出攀升态势,与美国成熟市场相比,我国院线行业集中度仍有提升空间。(3) **整合动力源于小影院整合和龙头扩张需求,**整合动力一方面来源于小影院被整合的可能:票补退场使得小影院价格优势大幅削弱,在成本相对固定的条件下,可能面临毛利率下滑的风险,存在退出或被整合的可能;另一方面来源于龙头院线的扩张需求:在影院资产价格合理的条件下,龙头院线有望适时入局,扩充规模提升体验,获取会员制带来的收益。

◆ **投资建议:**我们认为院线行业作为电影播映的最佳渠道,其渠道价值仍然值得挖掘,票补退场的趋势下,具备资金优势的龙头企业有望对院线行业进行进一步整合。从增量方面,我们认为院线行业的增量主要来自于低线城市的继续下沉和单银幕产出-投入的回升。在中性假设下,我们预计未来三年我国票房年复合增速约10%,院线公司盈利水平有望在2019年企稳。投资超额收益可能来自波段收益,特别是春节档、国庆档等关键档期。个股方面, **首推院线龙头万达电影:**万达院线在市占率、会员数量、单银幕产出等方面均处于行业领先地位;我们预计其单银幕产出-成本的增速有望于2019年回正,实现毛利率的回升;若能实现万达影视的成功注入,万达电影将形成院线终端、传媒营销、影视制作、影游互动为一体的业务平台。同时, **建议积极关注中国电影:**作为加盟模式院线龙

首选股票	评级
002739 万达电影	增持-A

一年行业表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.89	8.38	-8.63
绝对收益	-0.31	9.25	-35.18

分析师

付宇娣
 SAC 执业证书编号: S0910517090002
 fuyudi@huajinsec.cn
 021-20377039

分析师

宋怡萱
 SAC 执业证书编号: S0910518070002
 songyixuan@huajinsec.cn
 021-20377051

相关报告

传媒: 国家新闻出版广电总局发布国产网络游戏审批信息, 游戏版号放开 2019-01-02

传媒: 游戏版号放开确定性增强、院线行业再获政策支持, 上调行业评级 2018-12-23

传媒: 电影局印发《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》: 提振内需, 加速并购, 为院线重估价值提供保障 2018-12-17

传媒: 电影局促进电影院发展意见点评: 提振内需, 加速并购, 为院线重估价值提供保障 2018-12-14

传媒: 腾讯音乐将于12月12日纽交所上市, 微信小程序不断完善 2018-12-09

头，获取了毛利率较高的院线发行收入，同时完整覆盖电影行业全产业链，尤其是发行环节，中国电影与华夏发行垄断了进口片在国内的发行，2019年有望受益于进口片单的优厚。**横店影视**：以资产联结为主，2018年票房排名全国第三，仅次于万达院线与大地影院。2013-2015年受益于低线城市票房高增长，横店四、五线城市票房收入年复合增长率分别达到 82.75%、88.77%。未来有望受益于影院建设的进一步下沉和低线城市的增长潜力。

- ◆ **风险提示**：观影人次增长不及预期、影院扩张不及预期、单银幕产出的不确定性、院线集中度提升的不确定性

内容目录

一、院线行业：单银幕产出降幅收窄，有望迎来边际改善.....	6
(一) 需求、供给稳健，预计电影票房稳步增长.....	6
1、“口红经济”效应、可支配收入积极预期正向影响观影需求.....	6
2、2019 年影片供给乐观.....	9
3、中性预测：未来三年我国票房年复合增速约 10%.....	11
(二) 银幕增速放缓，单银幕产出有望迎来边际改善.....	14
(三) 票补放缓，院线发行话语权提升.....	15
二、行业格局：万达为首多方竞争，集中度有望进一步提升.....	16
(一) 院线行业集中度呈企稳迹象.....	16
(二) 万达为首，多方竞争.....	17
(三) 期待院线行业横向、纵向的进一步整合.....	20
三、投资建议.....	22
(一) 万达电影：院线龙头，纵向布局电影全产业链.....	22
1、先发优势显著，保有院线行业龙头地位.....	22
2、单银幕产出-单银幕成本增速有望回正，带来毛利率改善.....	24
3、非票业务占比较高，平滑电影放映业务放缓影响.....	27
4、拟置入优质影视制作资产，完善电影全产业链.....	28
(二) 中国电影：加盟模式院线龙头，有望受益于优厚进口片单.....	29
(三) 横店影视：影院下沉优势凸显.....	30
四、风险提示.....	32

图表目录

图 1：美国票房增速与 GDP 增速比较.....	6
图 2：日本票房增速与 GDP 增速比较.....	6
图 3：全国居民可支配收入、教育文娱支出占总消费支出的比重.....	6
图 4：我国 GDP 增速与观影人次增速的关系.....	6
图 5：短视频时长占比趋于平稳；抖音月活跃用户数环比增速下行.....	7
图 6：快手&抖音 2018 年 3 月用户在各线城市的分布情况.....	7
图 7：猫眼、淘票票 app（自有平台）月度独立设备数.....	8
图 8：猫眼电影演出微信小程序月活跃用户数.....	8
图 9：腾讯媒体内容成本投入情况（亿元 RMB、%）.....	8
图 10：爱奇艺内容成本投入情况.....	8
图 11：优酷视频内容版权摊销情况.....	8
图 12：进口片票房占比情况.....	11
图 13：决定单银幕产出的核心要素.....	11
图 14：中国电影票单价变动情况.....	12
图 15：中国观影人次变动情况.....	12
图 16：各线城市票仓占比.....	13
图 17：各线城市票房增长情况.....	13
图 18：各线城市 2017 年人均观影次数.....	13
图 19：美国人均观影次数高于中国人均观影次数.....	13
图 20：中国电影综合票房预测.....	14

图 21: 银幕数量与票房增长比较情况	14
图 22: 全国影院单银幕产出变动情况	14
图 23: 三种情形假设下的银幕增长情况	15
图 24: 票房中性假设下, 不同银幕增速对应的单银幕产出变动	15
图 25: 院线行业集中度有企稳迹象 (行业集中度为院线口径)	17
图 26: 2018 年周度数据表明, 院线行业 CR3 有震荡上升态势	17
图 27: 排名前十院线的历史市占率	19
图 28: 各院线/影投上市公司历年毛利率变动情况	19
图 29: 2017 年主要影投公司各线城市票房分布、放映业务毛利率	20
图 30: 影投公司单银幕产出对比	20
图 31: 各院线单银幕产出对比	20
图 32: 美国互联网公司对传统院线的影响; 院线行业的整合	21
图 33: 万达院线影院增长情况	23
图 34: 万达院线银幕增长情况	23
图 35: 万达院线月度影院数变动情况	23
图 36: 万达院线月度银幕数增长情况	23
图 37: 万达院线观影人次增长情况	24
图 38: 万达院线会员数量增长情况	24
图 39: 万达院线在各线城市的票房分布 (亿元)	24
图 40: 2018 年四线城市影投占有率	24
图 41: 万达院线国内单银幕产出高于全国平均水平	25
图 42: 放映业务对应各项营业成本占票房收入的比重	25
图 43: 影院物业租赁模式	26
图 44: 万达电影长期待摊费用、在建工程、固定资产增长情况	26
图 45: 万达放映业务成本 yoy 与长期待摊费用+在建工程+固定资产 yoy 的关系	26
图 46: 万达电影单银幕产出与单银幕成本之差的变动情况 (境内+境外口径)	27
图 47: 万达电影收入构成情况	27
图 48: 万达电影毛利构成情况	27
图 49: 万达电影主要业务板块毛利率变动情况	27
图 50: 万达电影广告收入增长情况	28
图 51: 我国影院视频广告刊例花费同比增长情况	28
图 52: 万达电影 PE-Band	28
图 53: 中国电影控股影院及旗下院线所属影院数量及增速	29
图 54: 中国电影控股影院及旗下院线所属影院票房增长情况	29
图 55: 中影投资票仓分布: 按不同线城市	29
图 56: 中国电影营收构成	29
图 57: 中国电影 PE-Band	30
图 58: 横店影视影院及银幕增长情况 (资产联结范围)	30
图 59: 横店影视旗下影院票房增长情况	30
图 60: 横店影视影院及银幕增长情况 (资产联结范围)	30
图 61: 横店影视旗下影院票房增长情况	30
图 62: 横店影视收入增长情况	31
图 63: 横店影视归母净利润增长情况	31
图 64: 横店影视 PE-Band	31
图 65: 院线板块基金持股比例 (整体法)	31

图 66: 影投/院线上市公司基金持股比例	31
表 1: 个税法修订、个税专项扣除办法对各收入水平人群的影响	7
表 2: 2019 贺岁及春节档好片云集	9
表 3: 2019 年进口片片单 (北美上映日期)	9
表 4: 历年国内票房 5 亿元以上的进口影片	10
表 5: 不同假设下 2021 年电影票房预测	13
表 6: 我国城市院线经营模式	18
表 7: 上市院线公司估值、财务指标及经营模式 (估值指标对应交易日为 2018 年 12 月 17 日)	18
表 8: 院线公司商誉情况	22

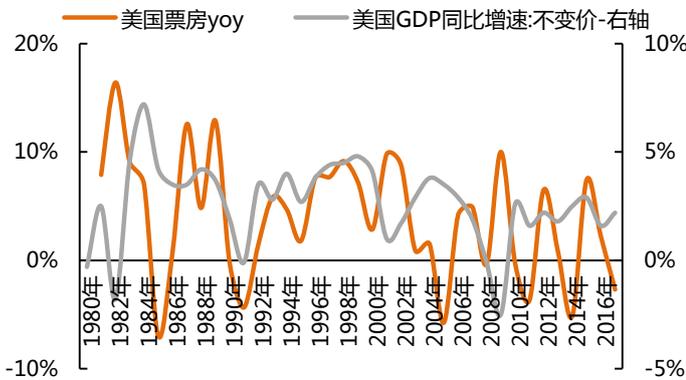
一、院线行业：单银幕产出降幅收窄，有望迎来边际改善

（一）需求、供给稳健，预计电影票房稳步增长

1、“口红经济”效应、可支配收入积极预期正向影响观影需求

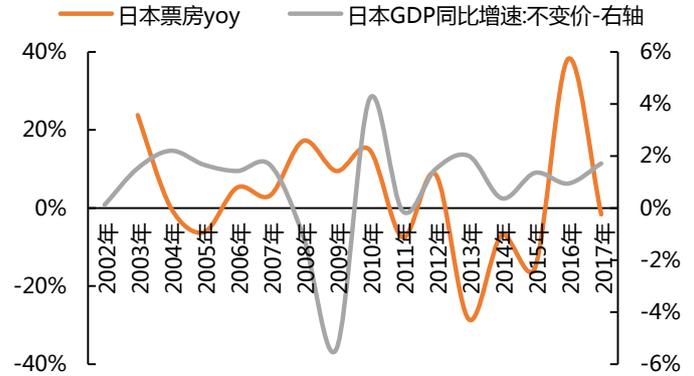
经济增长放缓，“口红经济”效应有望带动观影需求增长。参考美国、日本市场，在 GDP 下滑的年份，其电影票房增长稳健。电影作为相对廉价的消费方式，可满足消费者的消费欲望，提升其幸福感。

图 1：美国票房增速与 GDP 增速比较



资料来源：Wind，华金证券研究所

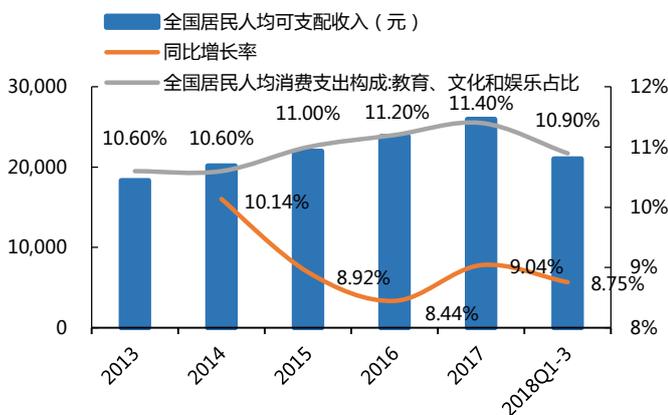
图 2：日本票房增速与 GDP 增速比较



资料来源：Wind，华金证券研究所

个税修订改善居民可支配收入预期，正向影响大众观影需求。2018 年前三季度全国居民人均可支配收入同比稳健增长 8.75%，考虑：①2018 年 10 月 1 日起个税免征额由 3,500 元提升至 5,000 元，②个税专项附加扣除自 2019 年 1 月 1 日起施行，不同收入水平居民均将受惠于减税政策，个税缴纳额将大幅降低，居民可支配收入有望保持稳健增长，大众观影频率有望提升。

图 3：全国居民可支配收入、教育文娱支出占总消费支出的比重



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：我国 GDP 增速与观影人次增速的关系



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 1: 个税法修订、个税专项扣除办法对各收入水平人群的影响

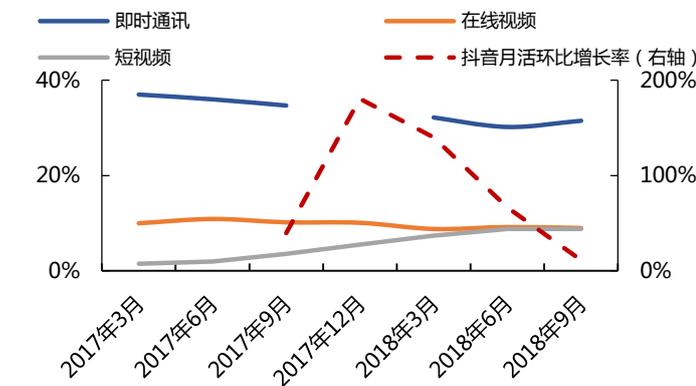
税前工资(元) (减除五险一金等扣除项后)	个税修订前		个税修订后		修订后 个税缴纳减少额	降低比例
	应纳税所得额(元)	每月个税(元)	应纳税所得额	每月个税(元)		
4,000	500	15	-1,000	0	-15	100%
8,000	4,500	345	1,900	57 ¹	-288	83%
16,000	12,500	2,120	10,000	790 ²	-1,330	63%
32,000	28,500	6,120	23,000	3,190 ³	-2,930	48%
64,000	60,500	15,670	54,600	11,970 ⁴	-3,700	24%

资料来源:《中华人民共和国个人所得税法(2018年8月31日修订)》,《个人所得税专项附加扣除暂行办法》,华金证券研究所

返乡创业人数高速增长,有望带回城市消费习惯,有利于带动乡镇、县级地区居民观影频次提升。根据发改委消息,我国自 2015 年开始积极引导农民工返乡创业。截至 2017 年底,341 个试点县市区返乡创业人数达到 161.8 万人,同比增长 28.6%,带动就业人数 580 万人;截至 2018 年 7 月,全国范围内返乡创业人数达到 740 万。创业及就业人口向低线城市回流有望带回城市消费习惯,带动低线城市居民观影频次提升。

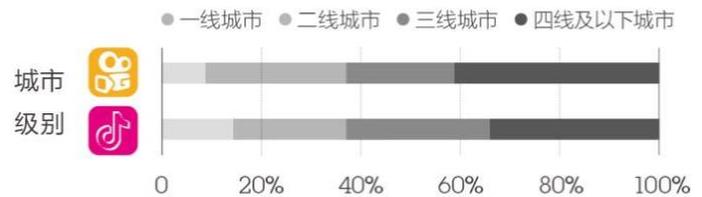
渠道方面,移动互联网红利逐渐消退,对线下娱乐侵蚀放缓。短视频作为 2017 年 Q4-2018 年 Q1 崛起的互联网新秀,以迅猛之势抢占用户时间,但 2018 年 Q3 以来,其时长占比趋于稳定,抖音 APP 月活用户数量的环比增速由 2018Q1 的 140% 降至 2018Q3 的 11%,用户规模进入成熟期,且向低线城市的下沉比例较高。而电影作为空间相对封闭的娱乐方式,其不受打扰、社交属性具备不可替代性,且其在四、五线城市的渗透比例仍有较大提升空间。猫眼、淘票票的用户热度表现相对稳定,表明用户观影需求稳健。

图 5: 短视频时长占比趋于平稳; 抖音月活跃用户数环比增速下行



资料来源: Questmobile, 华金证券研究所

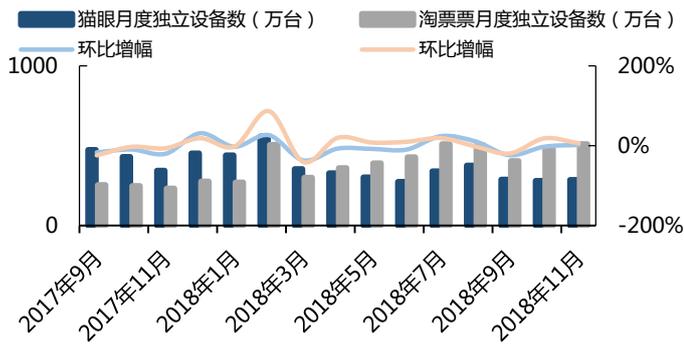
图 6: 快手&抖音 2018 年 3 月用户在各线城市的分布情况



资料来源: 第一财经周刊, 华金证券研究所

¹ 考虑住房租金专项抵扣
² 考虑住房租金专项抵扣/住房贷款利息专项抵扣
³ 考虑子女教育、住房贷款利息、赡养老人三项抵扣
⁴ 考虑子女教育、住房贷款利息、赡养老人、继续教育四项抵扣

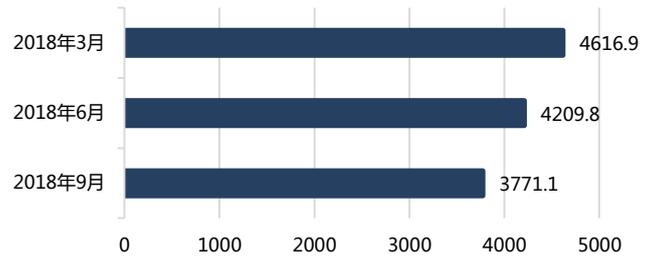
图 7: 猫眼、淘票票 app (自有平台) 月度独立设备数



资料来源: 艾瑞 app 指数, 华金证券研究所

图 8: 猫眼电影演出微信小程序月活跃用户数

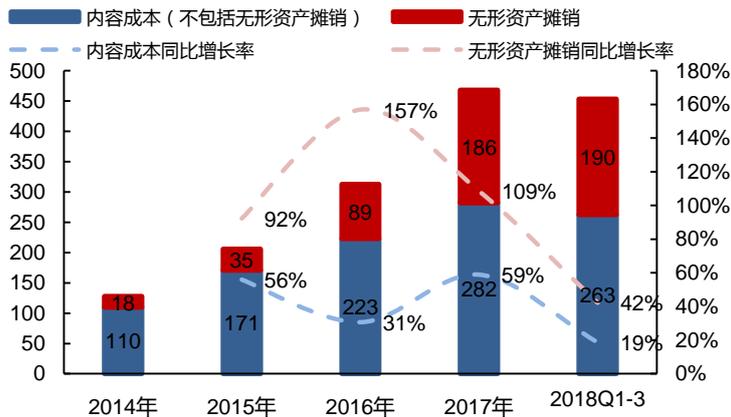
猫眼电影演出微信小程序月活跃数 (万)



资料来源: Quesmobile, 华金证券研究所

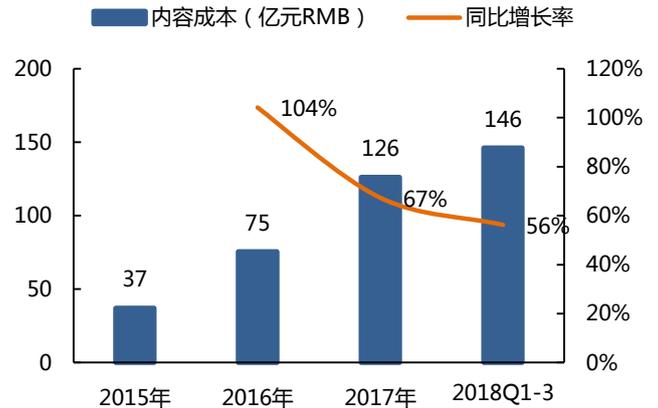
渠道此消彼长: 线上内容投入增速放缓, 线下渠道有望增强。2018 年 Q3 数据显示, 腾讯、爱奇艺、优酷的视频内容成本增速放缓, 同时, 受题材、税收、片酬等方面监管趋严的影响, 视频平台内容供给减弱, 影院渠道有望相对增强。展望 2019 年, 爱奇艺截至 2018Q3 货币资金为 58.31 亿元, 相对于其内容成本投入, 2019 年需启动融资以应对持续的资金需求。从内容公司、优爱腾 2019 年片单来看, 限价影响电视剧投入, 2019 年电视剧投入较少, 电视剧与电影的剪刀差有望减少。

图 9: 腾讯媒体内容成本投入情况 (亿元 RMB、%)



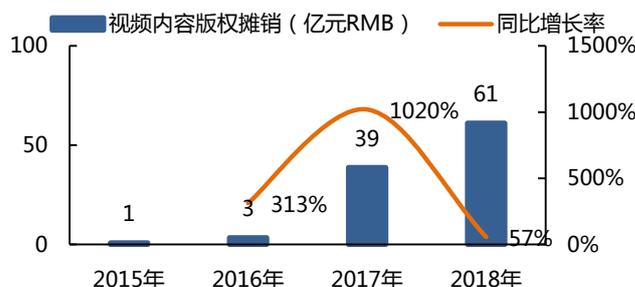
资料来源: 腾讯控股公司年报, 华金证券研究所

图 10: 爱奇艺内容成本投入情况



资料来源: 爱奇艺公司年报, 华金证券研究所

图 11: 优酷视频内容版权摊销情况



资料来源: 阿里巴巴公司年报⁵, 华金证券研究所

⁵阿里巴巴财报周期为上年 4 月 1 日-本年 3 月 31 日

2、2019 年影片供给乐观

2019 年春节档好片云集，春节档票房乐观。2019 年春节档有宁浩导演疯狂系列的第三部《疯狂的外星人》、韩寒《飞驰人生》、吴京《流浪地球》、周星驰《新喜剧之王》等重磅作品呈现，同时《小猪佩奇过大年》、《熊出没·原始时代》两部动画大 IP 上映，影片质、量值得期待。

表 2：2019 贺岁及春节档好片云集

上映日期	片名	相关上市公司	猫眼想看	发行方	制作方	影片类型	产地	导演	主演
2019/2/5	疯狂的外星人	光线传媒、欢喜传媒	139326	青春光线	欢喜传媒、坏猴子影业、光线影业、乐开花影业	喜剧/科幻	中国	宁浩	黄渤、沈腾
2019/2/5	飞驰人生		129871	猫眼微影	亭东影业、博纳影业、猫眼微影	喜剧/动作	中国	韩寒	沈腾、黄景瑜
2019/2/5	流浪地球	北京文化、中国电影	65996	北京文化、中国电影、太空堡垒文化、聚合影联	北京文化、郭帆文化	科幻	中国	郭帆	吴京、屈楚萧
2019/2/5	神探蒲松龄	爱奇艺	60426	爱奇艺	爱奇艺	奇幻/喜剧	中国	严嘉	成龙、阮经天
2019/2/5	新喜剧之王		20923	联瑞影业		喜剧	中国/中国香港	周星驰	王宝强
2019/2/5	小猪佩奇过大年	阿里影业	6981	淘票票	阿里影业、Entertainment One	动画	中国	张大鹏、内维尔·阿斯特利	
2019/2/5	熊出没·原始时代		3578	乐创影业	华强方特、乐创影业、猫眼微影、万达影视、横店影业	动画	中国	林汇达、丁亮	-

资料来源：艺恩，猫眼专业版，华金证券研究所

2019 年进口片有望成为票房的强力支撑。根据北美档期，2019 年有包括超级英雄、系列续集、动画、真人电影在内的多部大片预计上映，数量较 2018 年有望大幅增长。从近四年票房超 5 亿元人民币的进口影片数量看，其增速与我国票房大盘增速波动基本一致。2018 年大陆票房超过 5 亿元的进口片数量同比下降，截至 2018 年 12 月 19 日，2018 年进口片票房同比有所下降，在总票房中的占比为 38.55%，较 2017 年下降近 10 个百分点。2019 年进口片质、量均有提升，因此我们预计 2019 年进口片供给乐观有望为全国票房注入增长动力。

表 3：2019 年进口片片单（北美上映日期）

上映日期	片名	上映日期	片名
超级英雄-漫威		真人电影	
2018/5/18	死侍 2	2019/3/29	小飞象
2019/3/8	惊奇队长	2019/5/10	精灵宝可梦：大侦探皮卡丘
2019/5/4	复仇者联盟 4	2019/5/24	阿拉丁
2019/6/7	X 战警：黑凤凰	2019/7/19	狮子王

2019/7/5	蜘蛛侠：背井离乡	2019/12/18	宇宙巨人希曼
2019/8/2	X战警：新变种人		
超级英雄-DC		系列衍生	
2019/4/5	沙赞	2019/6/14	黑衣人行生电影
系列续集		2019/8/2	霍伯斯与肖
2019/1/18	玻璃先生	名导新片	
2019/5/17	疾速备战	2019/5/24	星际探索
2019/5/31	哥斯拉 2：怪兽之王	2019/7/26	好莱坞往事
2019/9/6	小丑回魂 2	2019/10/4	双子煞星
2019/11/1	终结者 6	小说改编	
2019/11/15	王牌特工 3	2019/3/1	混沌漫步
2019/12/20	星球大战 9	2019/8/9	阿特米斯的奇幻历险
精良动画		2019/10/11	金翅雀
2019/2/22	驯龙高手 3	全新重启	
2019/6/7	爱宠大机密 2	2019/4/5	新宠物坟场
2019/6/21	玩具总动员 4	2019/4/12	地狱男爵：血皇后崛起
2019/11/27	冰雪奇缘 2	2019/11/1	新霹雳娇娃

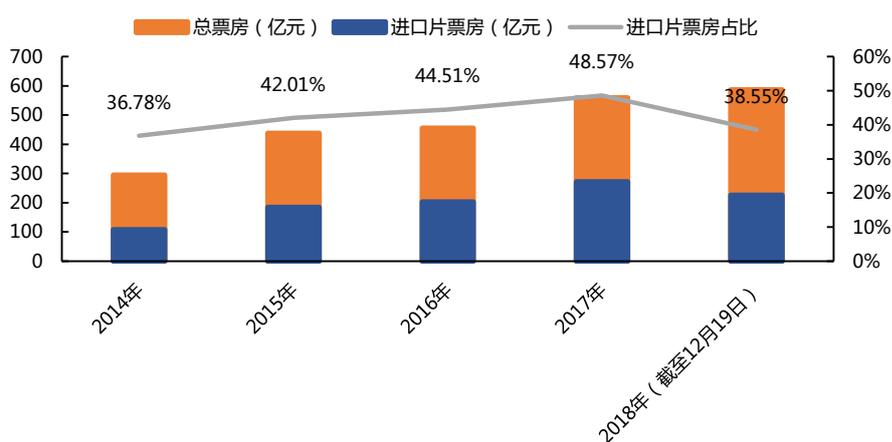
资料来源：百家号，Box Office Mojo，华金证券研究所

表 4：历年国内票房 5 亿元以上的进口影片

2018 年	票房 (亿元)	2017 年	票房 (亿元)	2016 年	票房 (亿元)	2015 年	票房 (亿元)
复仇者联盟 3：无限战争	23.9	速度与激情 8	26.7	疯狂动物城	15.27	速度与激情 7	24.26
海王	19.04	变形金刚 5：最后的骑士	15.51	美国队长 3	12.43	复仇者联盟 2	14.64
毒液：致命守护者	18.69	摔跤吧！爸爸	12.99	奇幻森林	9.76	侏罗纪世界	14.2
侏罗纪世界 2	16.95	寻梦环游记	12.12	星球大战：原力觉醒	8.1	霍比特人：五军之战	7.64
头号玩家	13.96	加勒比海盗 5：死无对证	11.79	X战警：天启	8	终结者：创世纪	7.25
碟中谍 6：全面瓦解	12.45	金刚：骷髅岛	11.58	奇异博士	7.5	蚁人	6.71
狂暴巨兽	10.03	极限特工：终极回归	11.25	惊天魔盗团 2	6.37	末日崩塌	6.29
蚁人 2：黄蜂女现身	8.31	生化危机：终章	11.09	蝙蝠侠大战超人：正义黎明	6.18	火星救援	5.85
神秘巨星	7.47	神偷奶爸 3	10.37	神奇动物在哪里	5.9	007：幽灵党	5.41
摩天营救	6.69	蜘蛛侠：英雄归来	7.74	愤怒的小鸟	5.12	哆啦 A 梦：伴我同行	5.3
黑豹	6.62	雷神 3：诸神黄昏	7.43	独立日：卷土重来	5.02	超能陆战队	5.24
环太平洋：雷霆再起	6.33	猩球崛起 3：终极之战	7.4				
		金刚狼 3：殊死之战	7.3				
		正义联盟	6.9				
		银河护卫队 2	6.86				
		新木乃伊	6.25				
		神奇女侠	6.1				
		美女与野兽	5.9				

资料来源：猫眼，华金证券研究所

图 12: 进口片票房占比情况

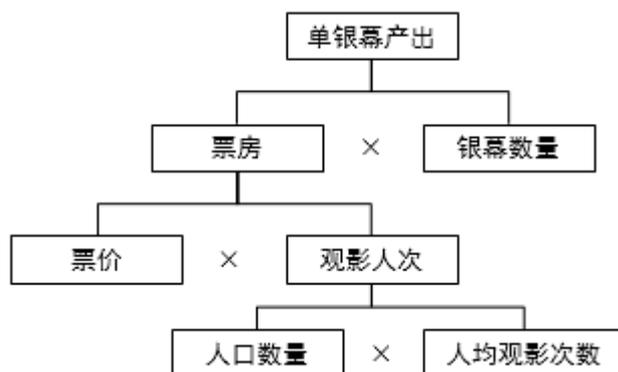


资料来源: 电影情报处, 华金证券研究所

3、中性预测: 未来三年我国票房年复合增速约 10%

单银幕产出取决于票房与银幕数量的变动, 而票房则主要取决于票价、人均观影次数两个指标。

图 13: 决定单银幕产出的核心要素



资料来源: 华金证券研究所整理

票价: 从以往电影票价波动看, 其变动幅度不大, 2018 年平均票价 35.33 元, 同比上浮 2%, 我们假设未来票价每年以 0.5% 的增幅缓慢上升。

图 14: 中国电影票单价变动情况

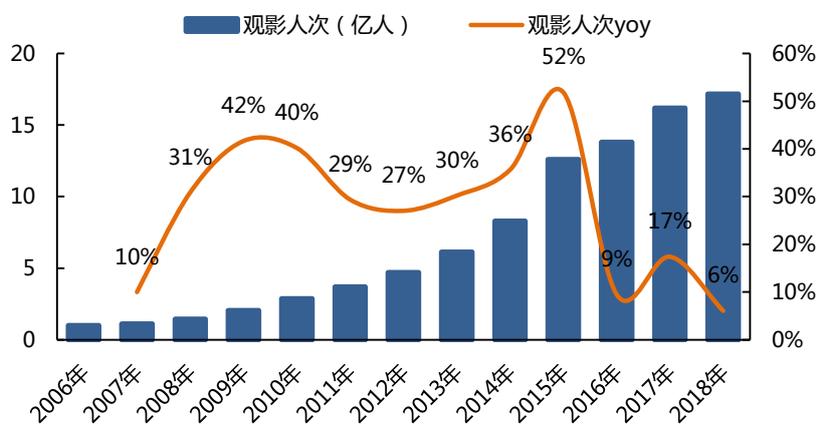


资料来源: Wind, 猫眼专业版, 淘票票专业版, 华金证券研究所整理

三线及以下城市观影人次仍有较大提升空间。

从历年增长情况看, 2006-2010 年, 消费者观影需求高涨观影人次高速增长; 2010-2015 年, 影院建设高速进行, 尤其是 2014-2015 年票补的大范围投入推动观影人次增速达到高峰; 2016 年以来, 票补力度减弱, 影院下沉速度放缓, 观影人次增速放缓; 2018 年电影票价有所上浮, 爆款影片减少, 2018 年观影人次同比增速降至 6%。

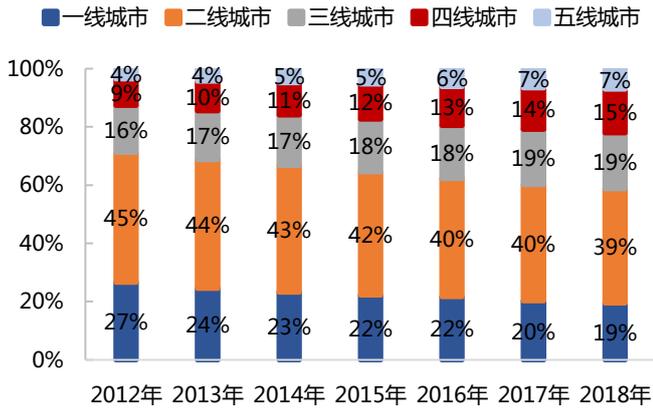
图 15: 中国观影人次变动情况



资料来源: Wind, 猫眼专业版, 淘票票专业版, 华金证券研究所整理

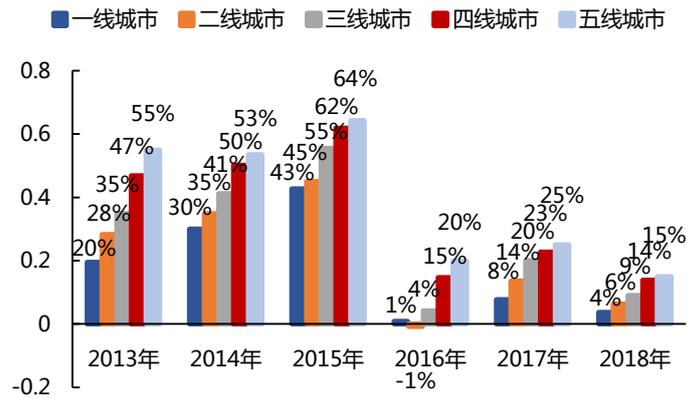
分线城市票房数据表明, 2018 年三线及以下城市票仓占比提升至 41%, 票房同比增速在 9% 以上。从人均观影次数看, 一线至五线城市 2017 年人均观影次数由高到低依次为 3.24、2.49、1.11、0.57、0.38。一线城市居民观影频率已接近美国平均水平, 但二线及以下城市人均观影次数仍有提升空间, 我国居民可支配收入的稳健提升是推升观影频率的重要因素。

图 16: 各线城市票房占比



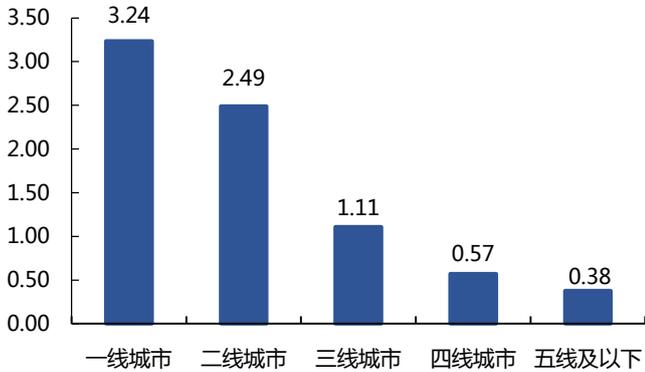
资料来源: 艺恩数据, 华金证券研究所

图 17: 各线城市票房增长情况



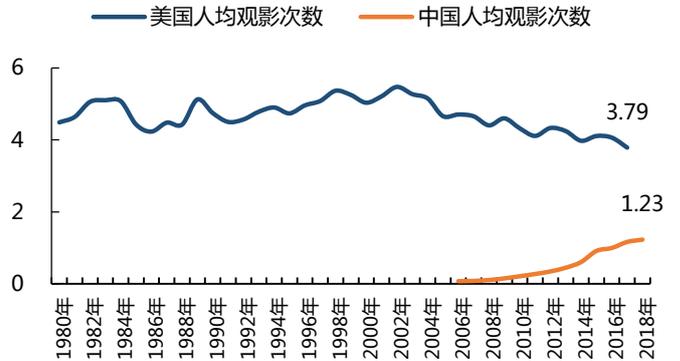
资料来源: 艺恩数据, 华金证券研究所

图 18: 各线城市 2017 年人均观影次数



资料来源: 艺恩网, 中国产业信息网, 华金证券研究所

图 19: 美国人均观影次数高于中国人均观影次数



资料来源: Wind, 华金证券研究所

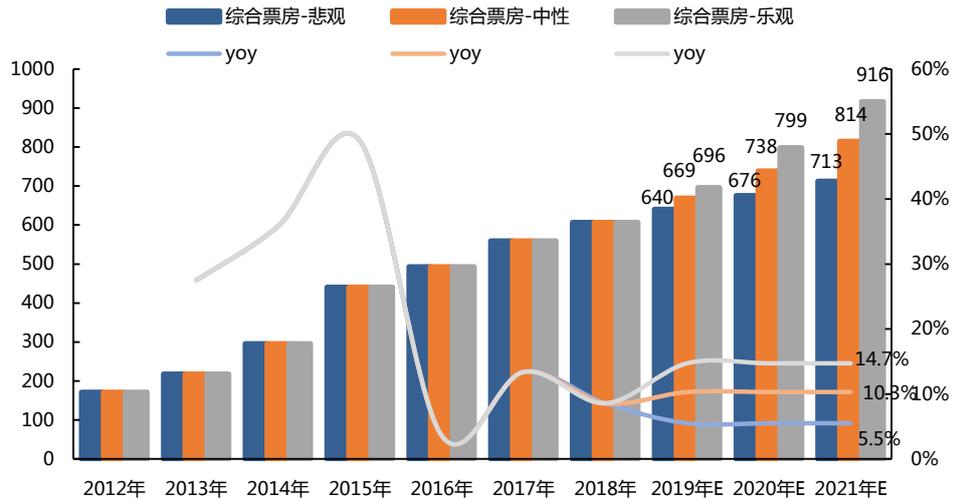
中性预测: 未来三年我国票房年复合增速约 10%。2018 年我国人均观影次数为 1.23 次, 我们分悲观、中性、乐观三种情形对 2021 年人均观影次数进行假设。**悲观假设下, 2021 年人均观影次数达 1.4 次, 对应未来三年票房年复合增速约 5.50%, 2021 年票房大盘达到 713 亿元; 中性假设下, 2021 年人均观影次数达 1.6 次, 对应未来三年票房年复合增速约 10.30%, 2021 年票房大盘达到 814 亿元; 乐观假设下, 2021 年人均观影次数达 1.8 次, 对应未来三年票房年复合增速约 14.70%, 2021 年票房大盘达到 916 亿元。**

表 5: 不同假设下 2021 年电影票房预测

	悲观	中性	乐观
2021 年人均观影次数	1.4	1.6	1.8
2019-2021 年票房年复合增速	5.50%	10.30%	14.70%
2021 年电影票房 (亿元)	713	814	916

资料来源: 华金证券研究所整理

图 20: 中国电影综合票房预测

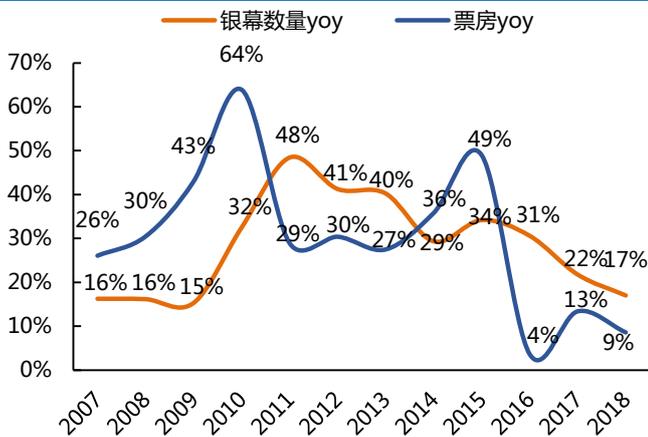


资料来源: 猫眼, 华金证券研究所预测

(二) 银幕增速放缓, 单银幕产出有望迎来边际改善

单银幕产出是影院盈利能力的重要指标: 单银幕产出=票房/银幕数量, 当票房增速低于银幕数量增速时, 单银幕产出将下滑。2016 年以来随着电影票房增速降至银幕增速以下, 单银幕产出同比均下滑, 但降幅呈现向 0 收敛态势。

图 21: 银幕数量与票房增长比较情况



资料来源: Wind, 猫眼, 华金证券研究所

图 22: 全国影院单银幕产出变动情况



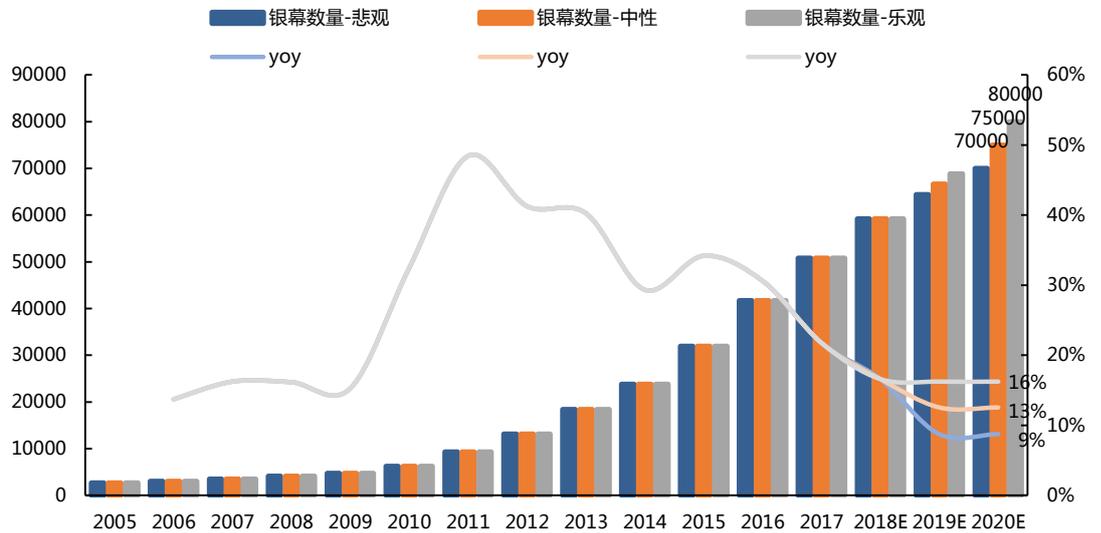
资料来源: Wind, 猫眼, 华金证券研究所

2018 年 12 月 13 日国家电影局印发《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》，提出到 2020 年全国加入城市电影院线的电影院银幕总数达到 8 万块以上，截至 2018 年末，我国银幕数量接近 6 万块，要达到 2020 年 8 万块的目标，预计 2019-2020 年银幕数年复合增速约 15%。

虽然《意见》中提出对乡镇电影院的新建或改扩建给予每家不超过 30 万的资助，但与影院初始投资成本相比资助金额尚小，预计乡镇区域影院的下沉仍依赖于政府补贴，因此我们分悲观、中性、乐观三种情形看待 2020 年的银幕建设目标。悲观假设下，2020 年银幕总数增至 7 万块，未来两年年复合增速 9%，在票房中性假设下，单银幕产出增速将在 2019 年转正，

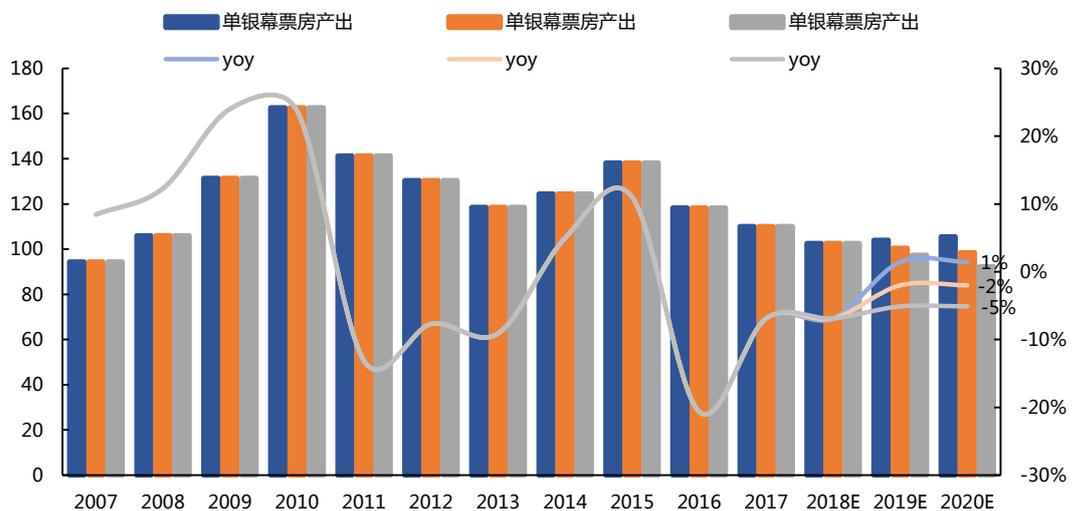
2019-2020 年年复合增速 1%；中性假设下，2020 年银幕总数增至 7.5 万块，未来两年年复合增速 13%，在票房中性假设下，单银幕产出未来两年同比降幅收窄至 2%；乐观假设下，2020 年银幕总数增至 8 万块，未来两年年复合增速 16%，在票房中性假设下，单银幕产出未来两年同比降幅收窄至 5%。

图 23：三种情形假设下的银幕增长情况



资料来源：艺恩数据，《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》，华金证券研究所

图 24：票房中性假设下，不同银幕增速对应的单银幕产出变动



资料来源：艺恩数据，《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》，华金证券研究所

（三）票补放缓，院线发行话语权提升

2014 年兴起的票补+预售模式赋予在线票务平台较大的线上发行优势，主要体现在两个方面：一是锁定排片优势：猫眼等在线票务平台改变了传统的发行-影城-排片的 B 端传导链条，而是通过票补或预售等方式在购票环节率先撬动 C 端观众，提升上座率，提升影城排片率；二是

提高发行效率：在线票务平台拥有影片上映前观众的“想看”指标、上映后的观众画像和院线特征，有利于宣发工作中精准定位目标用户和重点院线，提高发行效率；同时，可以根据票房反响灵活调整发行方式。

2018年9月，根据新浪娱乐报道，国家电影局可能针对票补、预售及结算推出“新政”，票补方面，可能要求发行方、制片方、院线方不再进行网络售票平台补贴投放（发布之日起执行），销售价即为结算价（不含网络售票平台手续费），销售价不能高于结算价且不能低于最低票价。票补取消、预售减少趋势下，线上发行优势减弱，促使电影发行回归“地网”的传统模式，看重路演、看片会、点映、区域上映的落地执行，院线排片话语权回升。

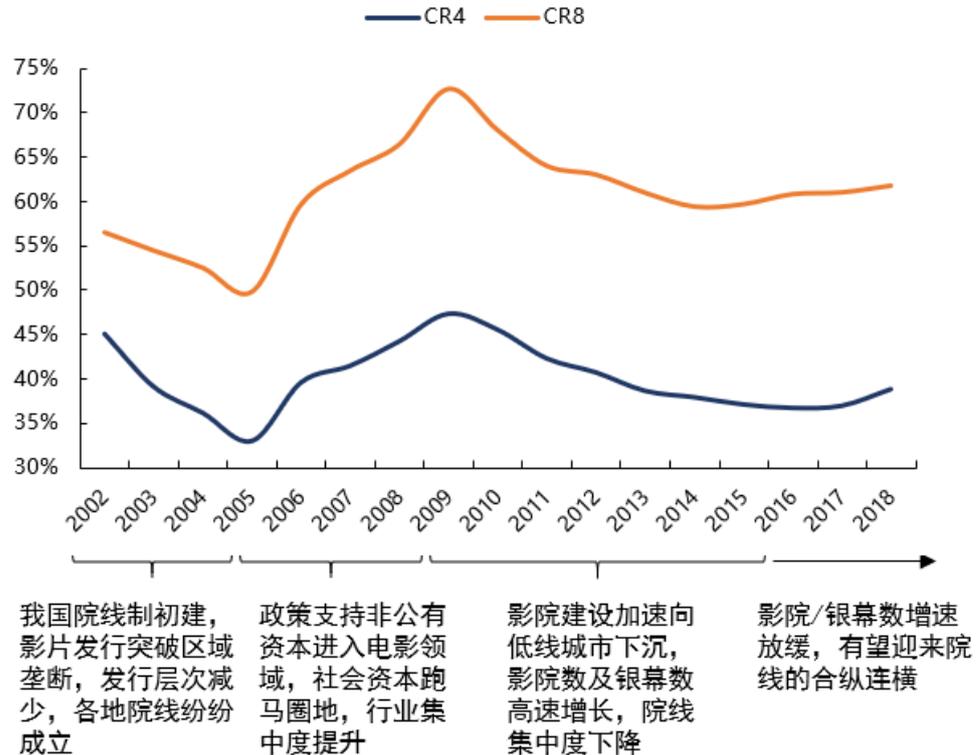
二、行业格局：万达为首多方竞争，集中度有望进一步提升

（一）院线行业集中度呈企稳迹象

2016年以来院线行业集中度呈现企稳迹象。2002-2005年：我国院线制初建，这个阶段发展特点是院线建设突破区域垄断，减少地方层级由高到低的发行层次，中国院线向市场化转变。2002年6月1日全国首批30条电影院线正式成立运营，2006年院线数量增至37条，市场参与者增加，集中度降低。2006-2010年：院线拓展期，2005年政策提出鼓励和支持非公有资本进入电影领域，推动电影行业市场化发展；2005年万达院线成立，而后吸引了包括金逸、大地等其他社会资本的进入，2006年起各院线通过自建、加盟的方式跑马圈地，行业集中度提高。消费者观影需求高涨，单银幕产出节节攀升，银幕效率较高。2011年-2015年：影院加速新建，向低线城市下沉的过程使得院线行业集中度再次下滑。2016年以来，受影院建设速度放缓、小影院经营不善而退场等因素影响，院线行业集中度有企稳迹象。从2018年院线行业CR3的周度数据看，集中度逐渐攀升。

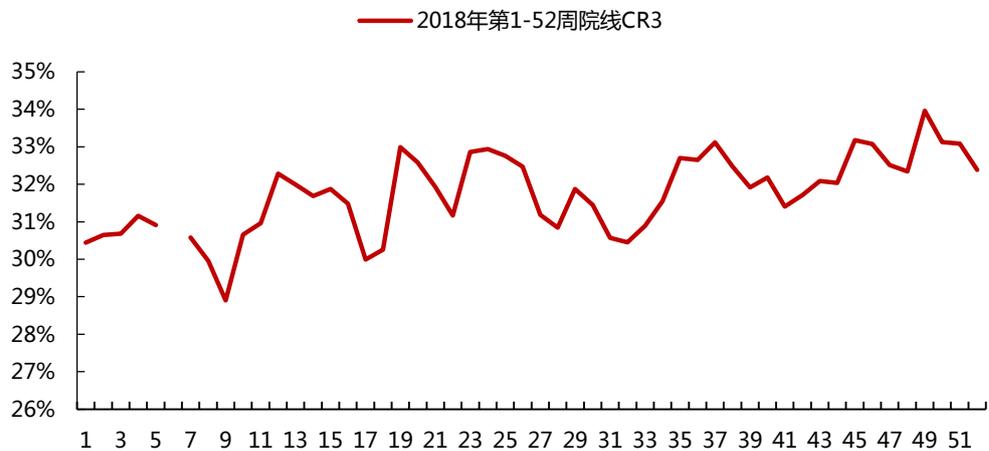
2018年我国院线行业CR4约39%，远低于美国院线行业集中度（美国院线行业CR4高于60%），仍有提升空间。一方面来源于小影院被整合的需求：票补取消导致票价上升，小影院价格优势大幅削弱，价格敏感者大概率减少观影次数，部分重观影体验的消费者可能选择龙头院线，小影院在成本较固定的条件下，面临毛利率的下滑，可能存在被整合的需求。另一方面来源于龙头院线的扩张需求：票补取消后院线会员制有望重出江湖，在影院资产价格合理的条件下，龙头院线有望适时入局，扩充规模提升体验，获取会员制带来的收益。

图 25: 院线行业集中度有企稳迹象 (行业集中度为院线口径)



资料来源:《中国电影院线市场集中度分析》，艺恩数据，华金证券研究所整理

图 26: 2018 年周度数据表明，院线行业 CR3 有震荡上升态势



资料来源:艺恩网，华金证券研究所

(二) 万达为首，多方竞争

我国院线公司经营模式主要包括纯资产联结、资产联结为主加盟为辅以及加盟为主资产联结为辅三大类。资产联结模式下，影院由院线公司控股，票房收入并入所属院线公司；签约加盟模式下，影院与院线之间没有资产从属关系，影院只是以签约形式加入院线，服从院线的统一排片，向院线公司缴纳加盟费，一般占其票房收入的 2% 左右。在 A 股上市的院线资产中，万达院

线采取纯资产联结模式；金逸院线、横店院线以资产联结为主，签约加盟为辅；幸福蓝海、上海联合院线、中国电影旗下院线则以签约加盟为主，资产联结为辅。

表 6: 我国城市院线经营模式

经营模式	院线与旗下影院的关系	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，院线能够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，但同时也鼓励加盟影院的进驻	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，但不能完全实现统一品牌、统一经营和管理。是我国特有的院线形态

资料来源：万达电影招股说明书，华金证券研究所

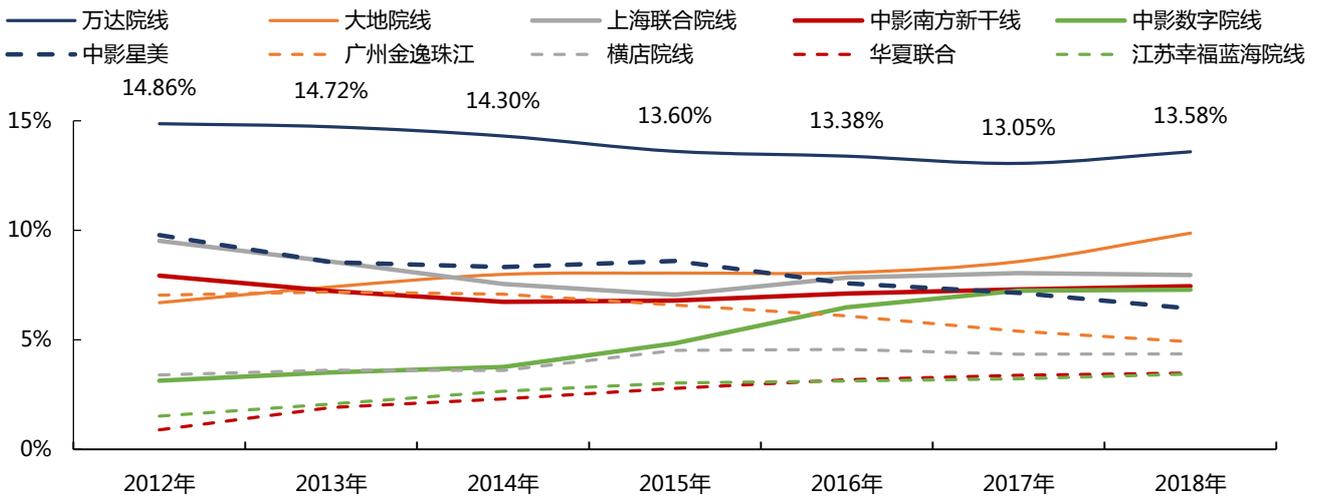
表 7: 上市院线公司估值、财务指标及经营模式（估值指标对应交易日为 2018 年 12 月 17 日）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE (2018E)	2017 年营业收入 (亿元)	电影放映收入 _2017 年 (亿元)	电影放映毛利率 _2017 年	院线经营模式
002739.SZ	万达电影	405.31	23.46	132.29	83.34	12.06%	纯资产联结，直营连锁
603103.SH	横店影视	97.40	24.48	25.18	19.3	4.66%	资产联结为主，签约加盟为辅
600715.SH	文投控股	97.57	0.00	22.77	10.63	15.11%	资产联结，持有江苏耀莱影城 100% 股权
002905.SZ	金逸影视	35.05	16.15	21.91	16.57	10.62%	资产联结为主，签约加盟为辅
300528.SZ	幸福蓝海	32.42	17.51	15.17	11.03	38.04%	加盟为主，资产联结为辅， 毛利率水平高于行业平均的原因是：营业成本中仅考虑分账成本，未考虑租金、折旧摊销、物业管理费、设备租金等因素
601595.SH	上海电影	47.55	20.49	11.22	6.58	-5.50%	下属联合院线以加盟为主， 近两年毛利率连续下滑原因：租金、人力成本、折旧摊销费用快速攀升
600977.SH	中国电影	266.98	18.87	89.88	17.98	23.88%	加盟为主，资产联结为辅

资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

万达院线市占率稳居第一，其他参与者有所分化。万达院线多年来市占率稳居第一，2018 年市占率略有提升，至 13.58%；市占率处于提升趋势的院线包括：大地院线、中影数字院线、横店院线、华夏联合、幸福蓝海院线；市占率下滑的院线有中影星美、金逸院线。星美影城由于前期快速扩张推升成本，导致资金链紧张，出现拖欠员工工资、物业租金、电影版权费的现象，闭店潮导致中影星美院线市占率下滑。金逸院线主要由于旗下部分加盟影院转入其他院线公司，且自身拓展速度放缓，导致其市占率呈下滑趋势。

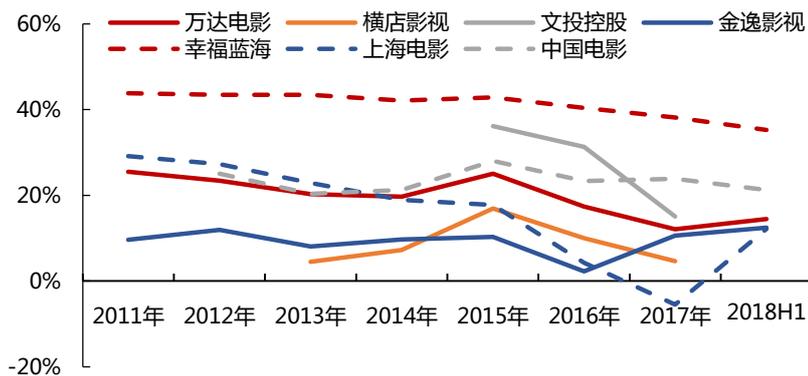
图 27: 排名前十院线的历史市占率



资料来源: 艺恩数据, 华金证券研究所

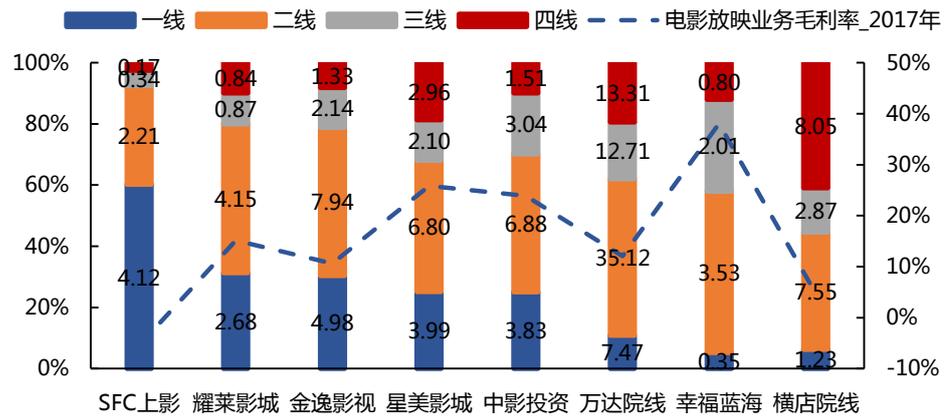
各院线公司电影放映业务毛利率差异可能源于影院在各线城市的分布差异、会计核算方法的不同等因素。幸福蓝海的电影放映成本中仅包含分账成本, 不包括租金、物业、设备等成本, 因此其放映业务毛利率较高, 暂不具备可比性。中国电影放映业务毛利率较高, 一方面由于中影投资旗下四线城市影院占比较低, 另一方面公司将院线发行收入(加盟影院缴纳的加盟费)划入电影放映收入, 而这部分收入毛利率高达 90%左右。上海电影下属联和院线同为加盟为主的电影院线, 其院线发行收入未划入放映收入, 且 2016 年-2017 年受租金及工资费用抬升影响, 毛利率下滑幅度较大。万达电影、金逸影视、横店影视、文投控股的放映业务毛利率均体现其控股影院的盈利水平, 不包括加盟院线的发行收入。横店影视在四线城市的下沉比例最高, 这也是其放映业务毛利率较低的原因, 而万达院线能在三四线城市下沉良好的同时, 实现较高的放映毛利率, 凸显较强的运营能力。

图 28: 各院线/影投上市公司历年毛利率变动情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

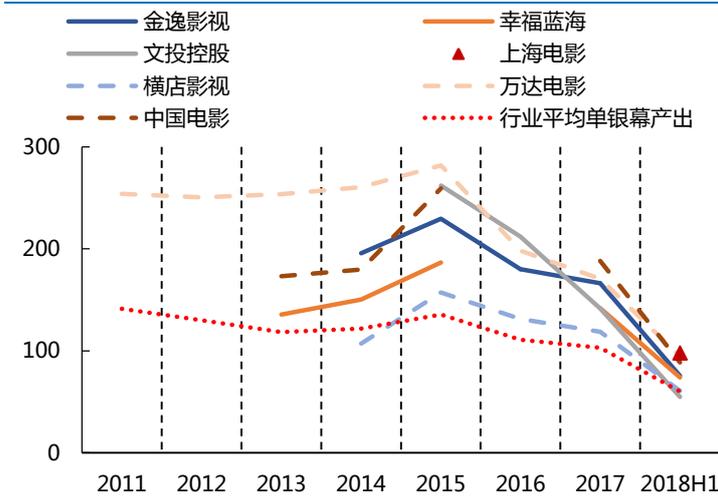
图 29: 2017 年主要影投公司各线城市票房分布、放映业务毛利率



资料来源: 艺恩数据, 公司公告, 华金证券研究所

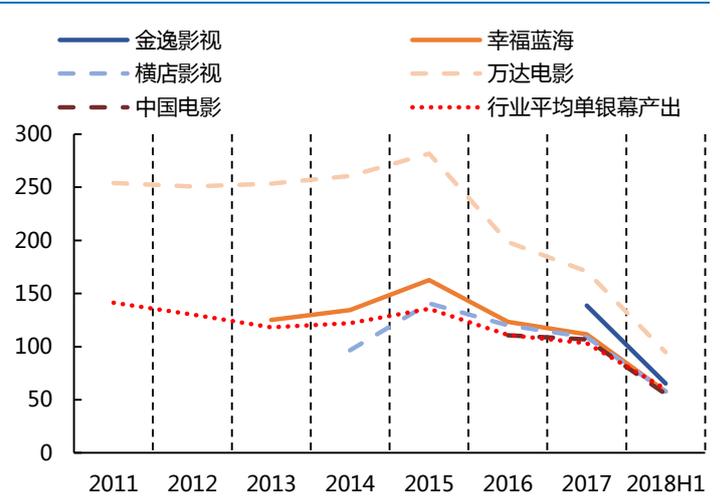
从影投口径看, 上市院线资产的单银幕产出水平均高于行业平均, 万达电影行业领先。

图 30: 影投公司单银幕产出对比



资料来源: 公司公告, 猫眼, 华金证券研究所

图 31: 各院线单银幕产出对比



资料来源: 公司公告, 猫眼, 华金证券研究所

(三) 期待院线行业横向、纵向的进一步整合

①美国观影会员制公司 **MoviePass** 的经验。MoviePass 是美国一家提供观影订阅服务的公司, 2011 年成立, 2016 年之前订阅基本套餐是 50 美元/月, 可在所支持影院无限次观影。在美国 10 美元左右的票价水平上, 该订阅服务适用于每月看五场以上电影的消费者, 核心服务人群是重度电影用户。但 2016 年 Netflix 联合创始人 Mitch Lowe 成为 MoviePass 的 CEO 之后, 对公司的经营策略有所改变, 希望通过降低会员费获取用户, 用户入口即数据优势, 未来旨在成为美国人出门娱乐的一站式平台, 进而靠广告收入及商家合作佣金实现数据的货币化。2017 年, MoviePass 注入一家专门做电影行业数据分析的上市公司 Helios&Matheson, 随后会员费降至 9.95 美元/月, MoviePass 面临对影院的高额补贴压力。面临资金链紧张的状况, 2018 年 MoviePass 多次调整服务内容, 曾尝试包月费提价、高峰时段加价、限制可选影片或可选影院范围等手段控制成本, 目前仍处于烧钱阶段。

面临 **MoviePass** 的挑战，院线公司推出自有会员服务。在会员数量积累到一定规模后，**MoviePass** 可能通过限定影片范围、影院范围对产业带来影响，因此美国 **AMC** 院线今年 6 月推出了自己的订阅服务，会员费 19.95 美元/月，每周可在 **AMC** 影院观看最多三部影片（包括 **IMAX** 和 **3D**），另外还允许 **AMC** 的 A 级会员享受免费升级爆米花和饮料的服务，以及快速取票、不收取在线服务费等其他优惠。**AMC** 管理层认为他们所提供的是“可持续的价格”。

我国电影票补则类似于美国 **MoviePass** 的烧钱模式，相似地，票补的退潮有望推动院线会员制的回归。

②科恩传媒集团获得竞购 **Landmark** 股权。**Landmark** 是全美最大的艺术连锁院线，在 27 个市场经营着 252 块银幕，**Landmark** 以放映艺术电影和商业电影相结合的方式运营。其影院几乎都设在纽约、亚特兰大、西雅图、洛杉矶等主要城市，在独立电影市场享有极高的市场份额。收购方科恩传媒集团创立于 2008 年，成立初期主营电影发行，其中外国影片占比较高，是美国最大的法国电影发行商，服务对象为年龄较大的人群。而后开始从事经典影片的修复、重映，收购片库，并与流媒体平台合作分发其片库资源。收购 **Landmark** 之前，科恩集团已陆续收购了一些濒临破产的影院。收购影院有利于进一步完善其制片、发行、片库到影院的产业链，尤其是打通艺术电影的放映渠道。

包括奈飞、亚马逊及科恩传媒等在内的竞购方对 **Landmark** 的竞购对中国影市亦有参考意义——资本巨头的进入有望推动行业整合，提升银幕效率。

图 32：美国互联网公司对传统院线的影响；院线行业的整合



资料来源：硅发布公众号，华金证券研究所整理

7 家 A 股上市的院线公司中，万达电影、幸福蓝海和文投控股的商誉占总资产的比重较高。万达电影商誉主要产生于收购慕威时尚、时光网和 Hoyts 院线，其中慕威时尚主要负责营销业务，已完成 2015、2016 年业绩承诺，时光网主要负责在线票务和卖品业务，Hoyts 为澳洲院线业务，目前发展稳健，我们认为商誉减值风险较低。幸福蓝海商誉主要产生于 2017 年 12 月收购影视制作公司笛女传媒，笛女传媒 2017-2021 年业绩承诺依次为 7,500 万元、8,500 万元、9,500 万元、10,000 万元、10,500 万元，2017 年已完成业绩承诺；考虑到影视制作行业政策、项目进度的不确定性，需关注笛女传媒的商誉减值风险。文投控股商誉主要产生于收购耀莱影城、都玩网络，目前均已完成业绩承诺，目前院线、游戏业务较为稳定，商誉减值风险较低。

表 8: 院线公司商誉情况

证券代码	证券简称	2018/9/30 商誉(亿元)	2018/9/30 总资产(亿元)	商誉占总资产 比重	商誉主要来源	业绩承诺完成情况
002739.SZ	万达电影	96.60	224.00	43%	收购慕威时尚、时光网、澳洲 Hoyts 院线产生	慕威时尚已完成业绩承诺；时光网、Hoyts 无业绩承诺
002905.SZ	金逸影视	0.00	28.82	0%		
300528.SZ	幸福蓝海	5.07	32.28	16%	收购影视剧制作公司笛女传媒产生	笛女传媒 2017-2021 年业绩承诺依次为 7,500 万元、8,500 万元、9,500 万元、10,000 万元、10,500 万元；2017 年已完成
600715.SH	文投控股	37.29	103.50	36%	收购耀莱影城、都玩网络产生	业绩承诺均已完成
601595.SH	上海电影	0.15	28.85	1%		
603103.SH	横店影视	0.15	32.16	0%		
600977.SH	中国电影	4.95	178.19	3%		

资料来源: Wind, 公司公告, 华金证券研究所

三、投资建议

我们认为院线行业作为电影播映的最佳渠道,其渠道价值仍然值得挖掘,票补退场的趋势下,具备资金优势的龙头企业有望对院线行业进行进一步整合。从增量方面,我们认为院线行业的增量主要来自于低线城市的继续下沉和单银幕产出-投入的回升。在中性假设下,我们预计未来三年我国票房年复合增速约 10%,院线公司盈利水平有望在 2019 年企稳。投资超额收益可能来自波段收益,特别是春节档、国庆档等关键档期。个股方面,首推院线龙头**万达电影**:万达院线在市占率、会员数量、单银幕产出等方面均处于行业领先地位;我们预计其单银幕产出-成本的增速有望于 2019 年回正,实现毛利率的回升;若能实现万达影视的成功注入,万达电影将形成院线终端、传媒营销、影视制作、影游互动为一体的业务平台。同时,建议积极关注**中国电影**:作为加盟模式院线龙头,获取了毛利率较高的院线发行收入,同时完整覆盖电影行业全产业链,尤其是发行环节,中国电影与华夏发行垄断了进口片在国内的发行,2019 年有望受益于进口片单的优厚。**横店影视**:其在低线城市下沉幅度较大,有望受益于影院建设的进一步下沉和低线城市较大的增长潜力。

(一) 万达电影:院线龙头,纵向布局电影全产业链

1、先发优势显著,保有院线行业龙头地位

公司前身万达院线有限成立于 2005 年 1 月 20 日,公司借助国内电影市场蓬勃发展的契机,以及股东商业地产的优势,实现影院投资的快速增长,长期保有行业龙头地位。2015 年公司收购澳洲第二大院线 Hoyts 公司,实现院线资产的海外布局;同年,公司收购国内世茂影城,获得

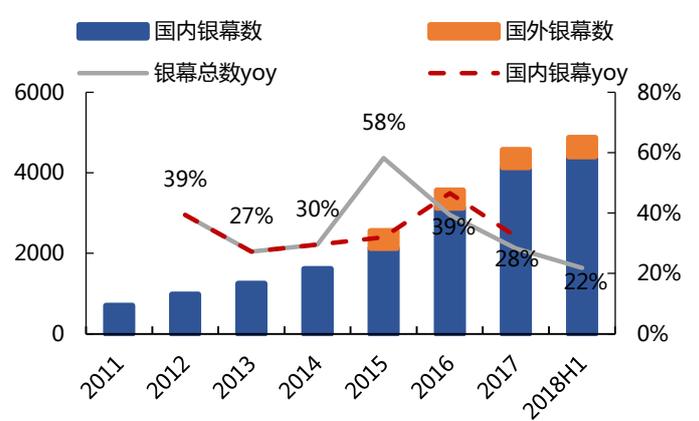
优质影院资源。月度数据表明，2018年6月以来，公司直营影院数量同比增速降至19%，2018年12月，该增速降至15%，随行业增速放缓，但仍高于行业整体增速。

图 33: 万达院线影院增长情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 34: 万达院线银幕增长情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 35: 万达院线月度影院数变动情况



资料来源: 万达电影经营简报, 华金证券研究所

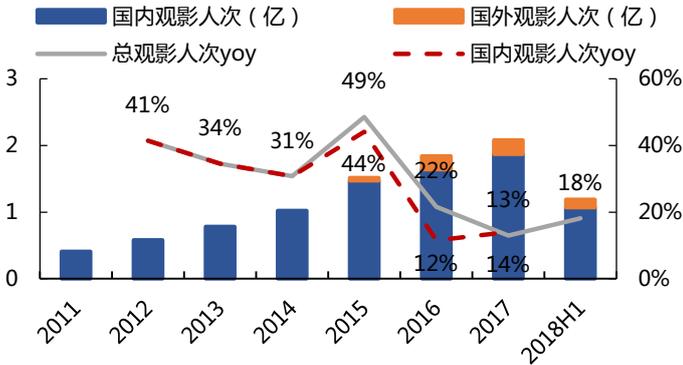
图 36: 万达院线月度银幕数增长情况



资料来源: 万达电影经营简报, 华金证券研究所整理

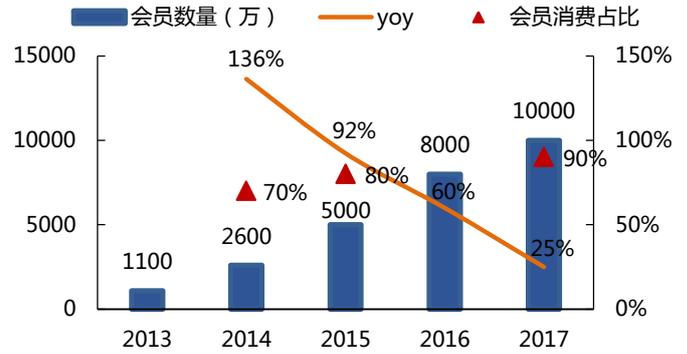
万达电影会员体系全国领先。万达电影网新版自 2011 年 5 月上线，会员体系不断完善。2016 年公司完成收购时光网，整合其会员体系，扩大公司在线票务业务，2017 年公司会员数量破亿，同比增长约 25%。万达电影会员观影频次高，2014 年持卡会员观影频次超过 6 次，会员对票房的贡献较大，2017 年上半年会员消费占比超过 90%。在院线会员制有望回归的趋势下，万达院线具备绝对优势。

图 37: 万达院线观影人次增长情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

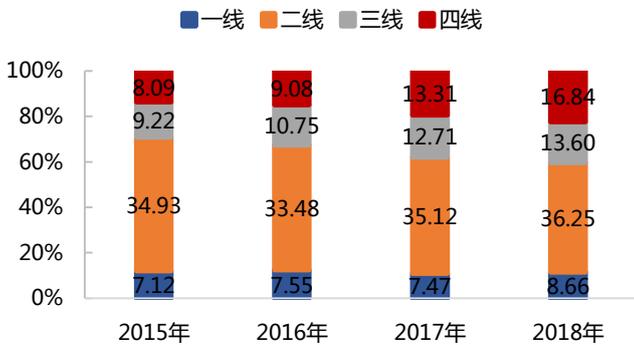
图 38: 万达院线会员数量增长情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

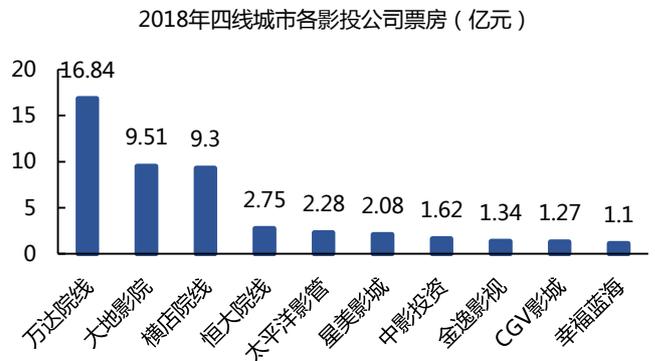
低线城市下沉良好，有利于进一步扩张。2018 年万达院线在三四线城市票房占其总票房的 40%，下沉良好。四线城市票房占有率角度（影投口径），万达院线、大地影院和横店院线排名前三，万达院线占四线城市总票房的 12.74%。

图 39: 万达院线在各线城市的票房分布 (亿元)



资料来源: 猫眼, 华金证券研究所

图 40: 2018 年四线城市影投占有率

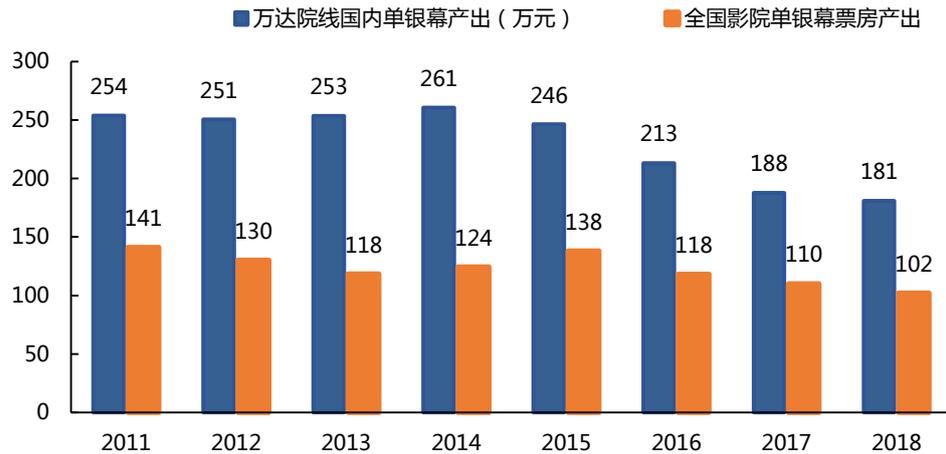


资料来源: 猫眼, 华金证券研究所

2、单银幕产出-单银幕成本增速有望回正，带来毛利率改善

单银幕产出：万达院线单银幕产出高于行业平均水平。

图 41：万达院线国内单银幕产出高于全国平均水平

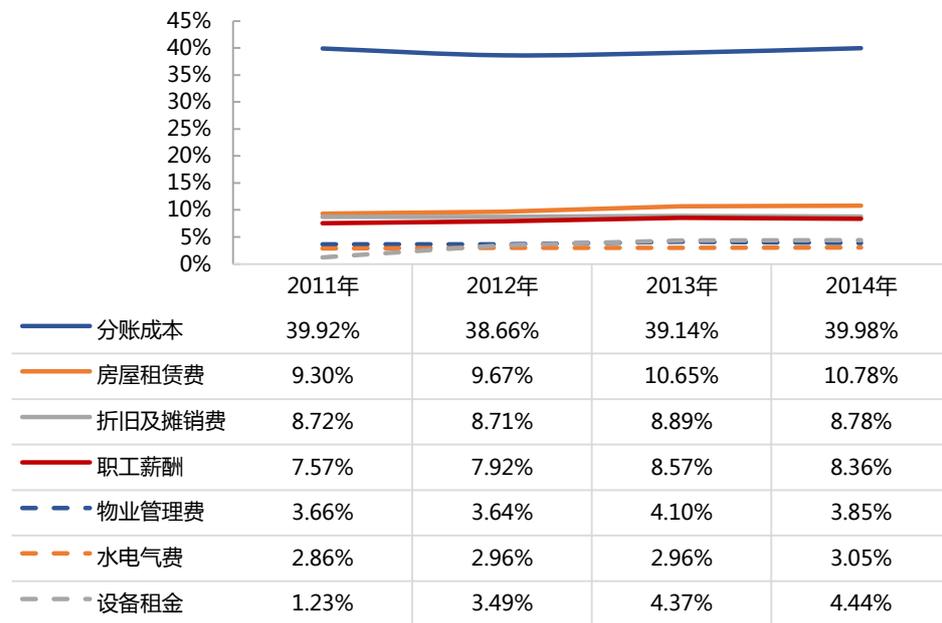


资料来源：公司公告，中国产业信息网，华金证券研究所

单银幕成本测算：

公司电影放映业务成本主要由分账成本、租金、折旧及摊销费、职工薪酬、物业管理费、水电气费、设备租金构成，2014 年上述成本占票房收入的比重依次为 39.98%、10.78%、8.78%、8.36%、3.85%、3.05%、4.44%。

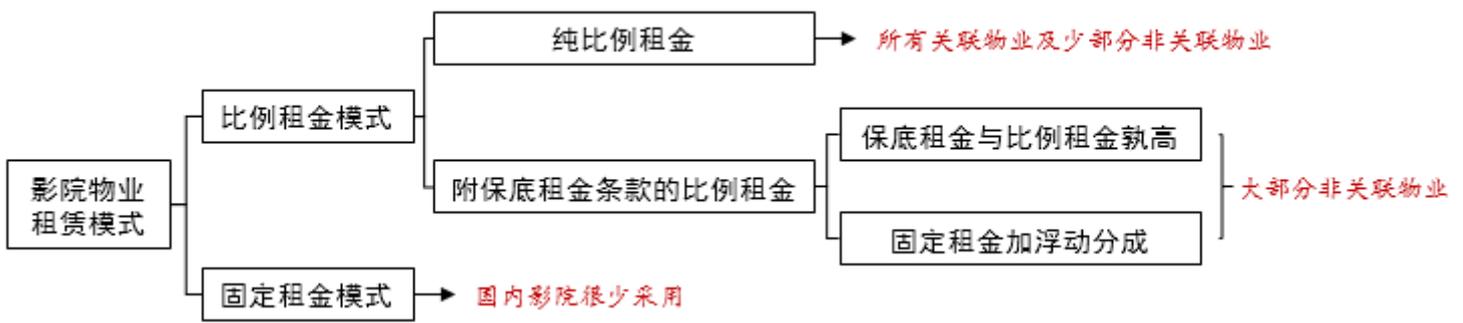
图 42：放映业务对应各项营业成本占票房收入的比重



资料来源：公司公告，华金证券研究所

国内影院大多采用比例租金模式：影院物业租赁主要包括比例租金、固定租金两种模式，固定租金是指以固定金额作为租金标准，国内影院较少采用；比例租金模式下，纯比例租金即指以影院票房的百分比收取租金，附保底租金条款的比例租金则设有保底租金额。万达院线所有关联物业及少部分非关联物业适用纯比例租金模式，大部分非关联物业适用附保底租金条款的比例租金。因此租金成本亦与票房收入呈比例关系。

图 43: 影院物业租赁模式



资料来源: 万达电影招股说明书, 华金证券研究所

放映业务成本中, 分账成本、租金成本更多地与票房收入挂钩, 而折旧摊销、职工薪酬、物业管理、水电气费、设备租金、氙灯则更多的受影院扩张速度的影响。在票房增速放缓时, 我们认为通过公司影院扩张速度判断放映业务成本增长具有一定意义。

$$\text{单银幕成本} = \frac{\text{分账成本} + \text{房屋租赁} + \text{折旧摊销} + \text{职工薪酬} + \text{物业管理} + \text{水电气费} + \text{设备租金} + \text{氙灯}}{\text{银幕数量}}$$

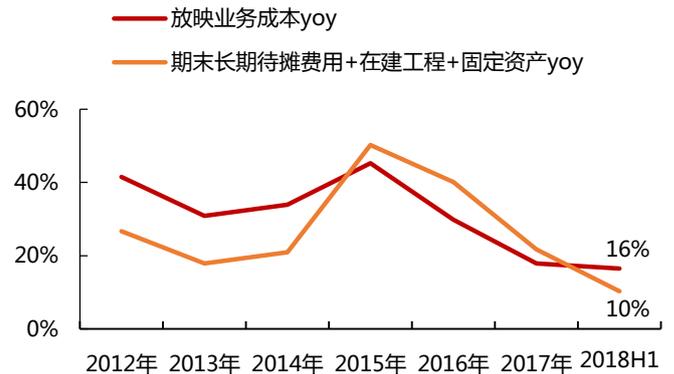
在建工程、长期待摊费用和固定资产是反映公司影院资产扩张的主要指标。公司在建工程主要包括处于建设期尚未开业的影院建设改造工程; 长期待摊费用中经营租赁房产装修及改造款占比接近 100%; 固定资产则主要包括装修完成的机器设备。因此在建工程+长期待摊费用+固定资产总额可以反映目前公司在建及已开业未进行折旧/摊销的影院资产额, 其增速自 2016 年起逐渐下降, 2018 年上半年末的同比增速降至 10%, 我们假设 2018 年全年公司放映业务成本同比增长 13%。

图 44: 万达电影长期待摊费用、在建工程、固定资产增长情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

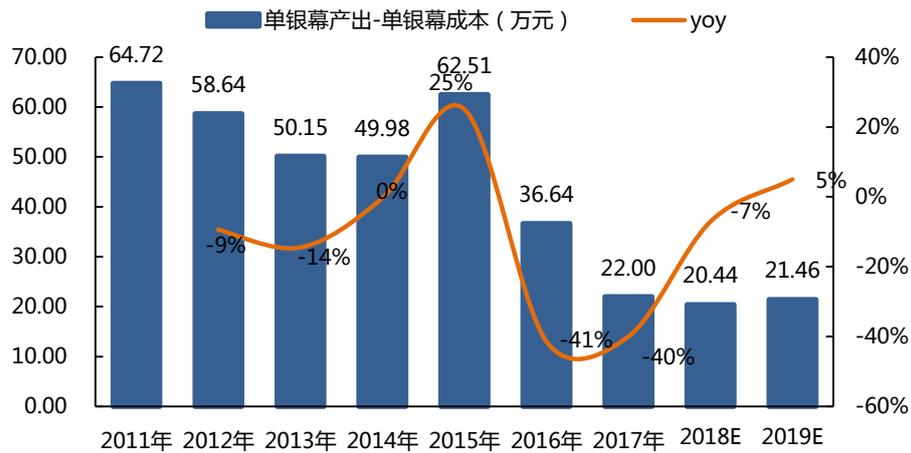
图 45: 万达放映业务成本 yoy 与长期待摊费用+在建工程+固定资产 yoy 的关系



资料来源: Wind, 华金证券研究所

通过对万达电影票房收入、放映业务成本及银幕数量的预测, 我们预计万达电影单银幕产出-单银幕成本增速有望于 2019 年回正, 实现毛利率的回升。

图 46: 万达电影单银幕产出与单银幕成本之差的变动情况 (境内+境外口径)

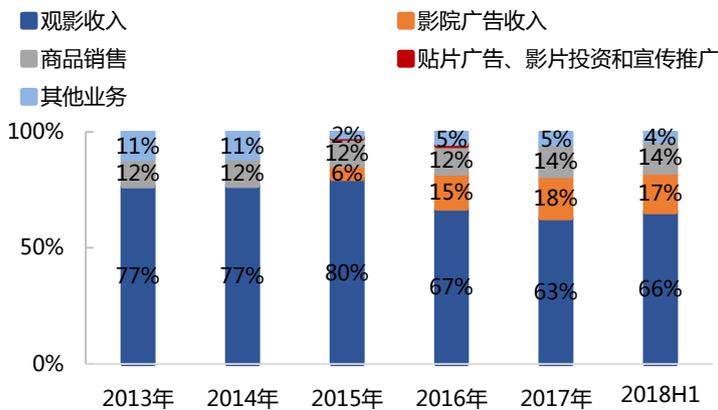


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

3、非票业务占比较高, 平滑电影放映业务放缓影响

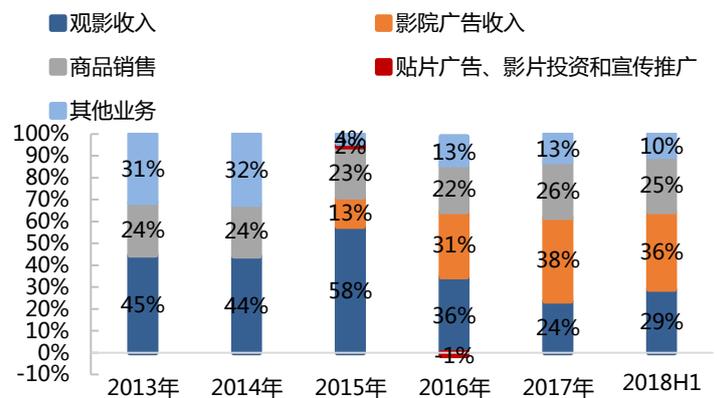
2018 年上半年数据表明, 万达电影非票业务收入占比 34%, 毛利占比 71%, 非票业务毛利率较高, 有利于平滑放映业务增速放缓、毛利率下滑风险。

图 47: 万达电影收入构成情况



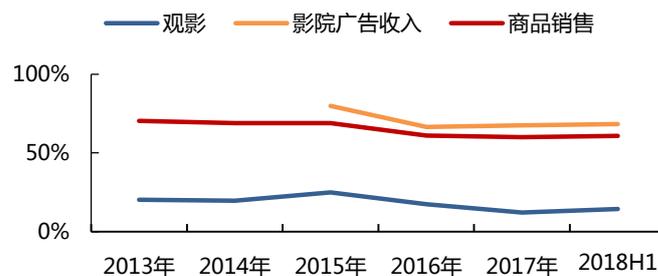
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 48: 万达电影毛利构成情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 49: 万达电影主要业务板块毛利率变动情况



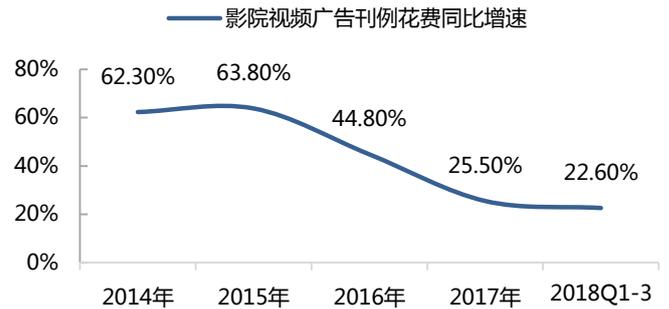
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 50: 万达电影广告收入增长情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 51: 我国影院视频广告刊例花费同比增长情况

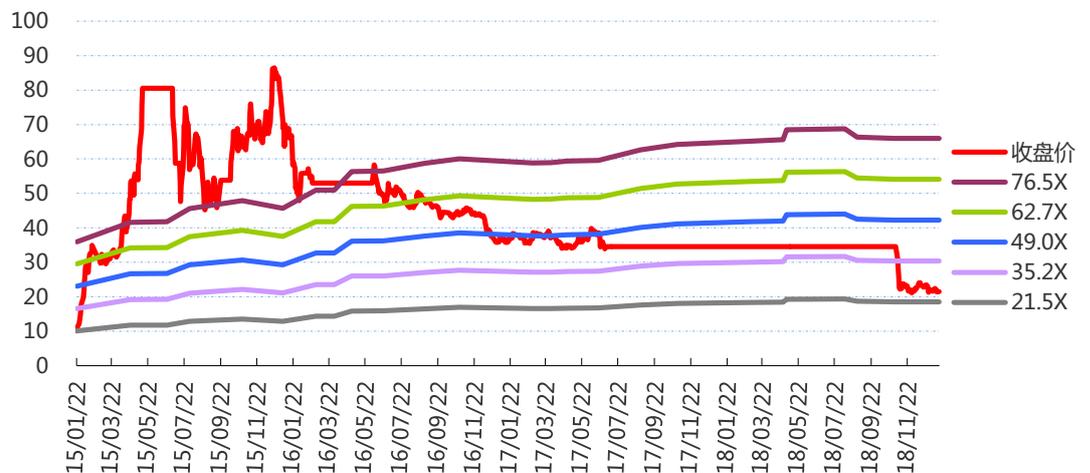


资料来源: CTR, 华金证券研究所

4、拟置入优质影视制作资产，完善电影全产业链

万达电影拟向万达投资等 21 名交易对方以发行股份方式购买其持有的万达影视 96.83% 股权，交易对价 106.51 亿元。万达影视主营电影、电视剧的投资、制作和发行，以及网络游戏发行和运营，其中电视剧业务主要由其控股子公司新媒诚品运营，网络游戏业务主要由其全资子公司互爱互动运营。电影方面，万达影视制作团队具备稳定出色的电影制作能力和投拍能力，主投《唐人街探案》系列、《寻龙诀》、《记忆大师》、《催眠大师》等，参投《神奇女侠》、《熊出没·变形记》、《心理罪》、《解忧杂货店》等电影，发行影片影响力大，2017 年所投影片票房总计 158.44 亿元，约占国内总票房的 28.34%；电视剧方面，万达影视主投《贤妻》、《谁是真英雄》、《绝地枪王》等，参投《马上天下》、《老公们的私房钱》等剧；游戏发行方面，互爱互动已发行多款页游和移动网络游戏产品。通过本次交易，公司由下游院线切入中游制作，将建成集院线终端、传媒营销、影视 IP、线上业务、影游互动为一体的五大业务平台，向国内领先的泛娱乐平台型公司更进一步。万达影视 2018-2021 年度承诺净利润不低于 7.63 亿元、888 亿元、10.69 亿元和 12.74 亿元。

图 52: 万达电影 PE-Band



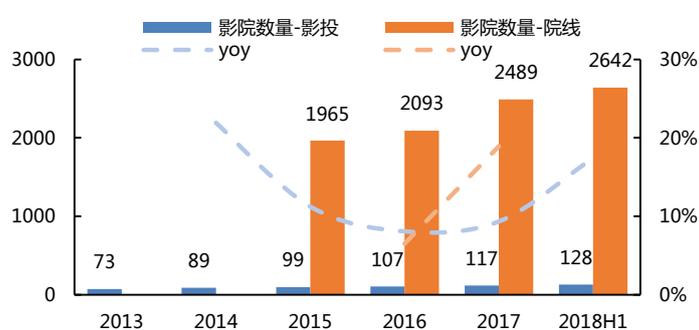
资料来源: Wind, 华金证券研究所

（二）中国电影：加盟模式院线龙头，有望受益于优厚进口片单

中国电影是我国加盟模式院线龙头，其控股院线包括中数院线、中影南方新干线、中影星美和辽宁东方，参股院线包括新影联、四川太平洋和江苏东方。截至2018年上半年旗下签约加盟型影院2,642家，占全国影院总数的26%；2018H1院线口径实现票房收入88.31亿元，占票房大盘的27%以上。公司在签约加盟影院处获取的院线发行收入毛利率高，有利于提升其放映业务盈利水平。

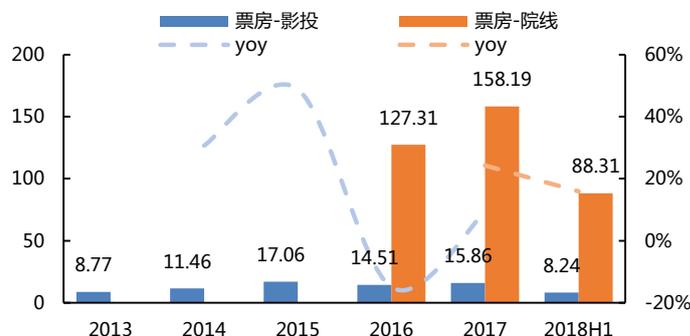
公司业务完整覆盖我国电影行业的产业链体系，业务范围涉及影视制片、制作、发行、营销、院线、影院、器材生产与销售、放映系统租赁、演艺经纪、影视培训等众多业务环节。尤其是发行环节，公司与华夏发行垄断了进口片在国内的发行，2019年有望受益于进口片单的优厚。

图 53：中国电影控股影院及旗下院线所属影院数量及增速



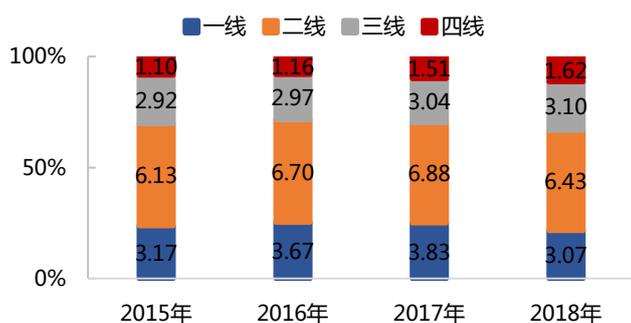
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 54：中国电影控股影院及旗下院线所属影院票房增长情况



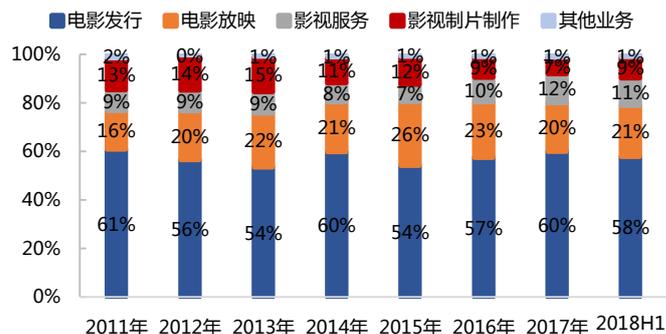
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 55：中影投资票仓分布：按不同线城市



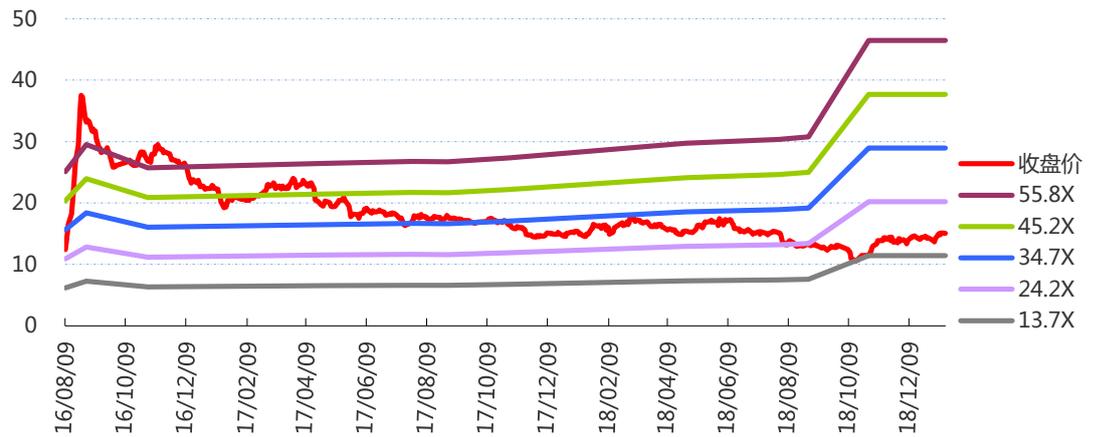
资料来源：猫眼，华金证券研究所

图 56：中国电影营收构成



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 57: 中国电影 PE-Band

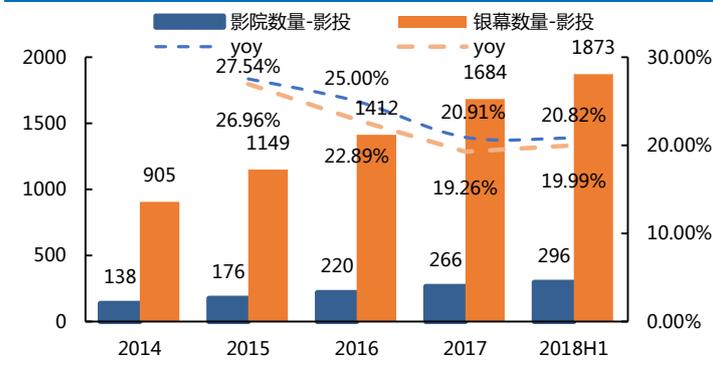


资料来源: Wind, 华金证券研究所

(三) 横店影视: 影院下沉优势凸显

2018 年横店院线 59% 的票房收入来源于三四线城市, 下沉幅度较大, 有望受益于影院建设的进一步下沉和低线城市较大的增长潜力。横店院线受益于布局低线城市, 2013-2015 年公司四、五线城市的资产联结型影院票房收入复合增长率分别为 82.75%、88.77%。

图 58: 横店影视影院及银幕增长情况 (资产联结范围)



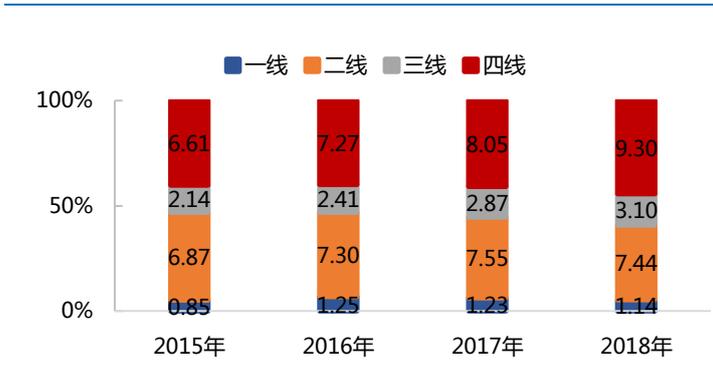
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 59: 横店影视旗下影院票房增长情况



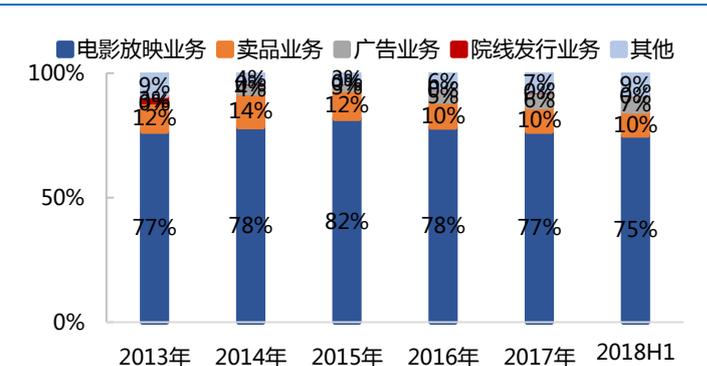
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 60: 横店影视影院及银幕增长情况 (资产联结范围)



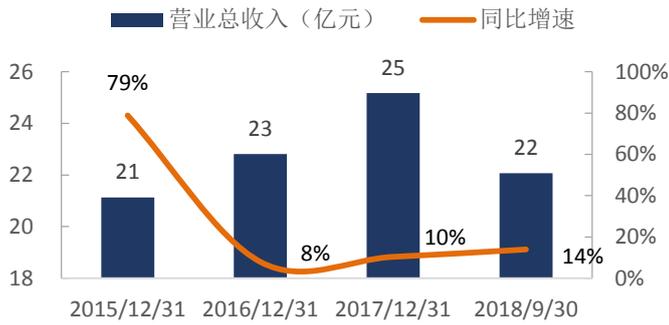
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 61: 横店影视旗下影院票房增长情况



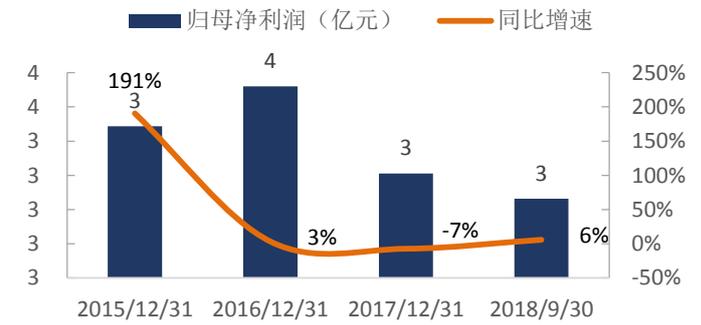
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 62: 横店影视收入增长情况



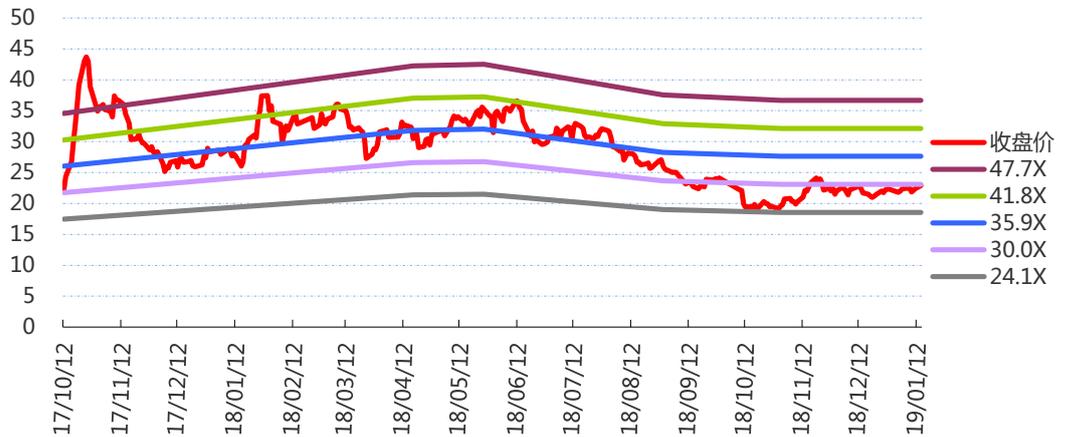
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 63: 横店影视归母净利润增长情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

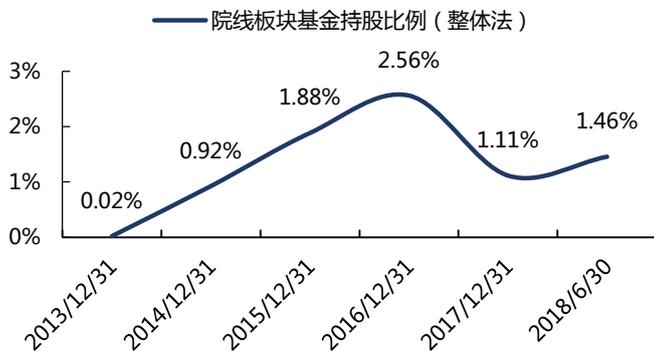
图 64: 横店影视 PE-Band



资料来源: Wind, 华金证券研究所

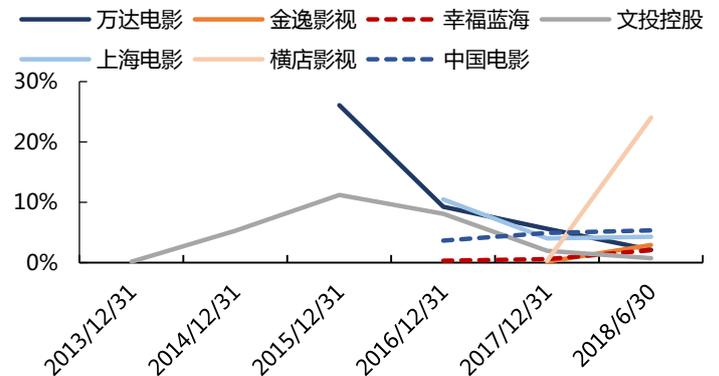
从基金持股比例看,截至 2018 年上半年末,院线公司基金持股比例(整体法)处于较低水平,建议积极关注。

图 65: 院线板块基金持股比例(整体法)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 66: 影投/院线上市公司基金持股比例



资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、风险提示

观影人次增长不及预期：全国观影人次与影片质量、票价及居民收入相关。若影片质量不及预期，可能导致爆款数量减少，影响全国票房表现；另外，在票补退场趋势下，消费者面临的电影票价有提升趋势，可能造成价格敏感人群观影次数下降。

影院扩张不及预期：2018年全国影院数量同比增速降至11%左右，未来乡镇层面的下沉仍有赖于政府补贴，因此存在2020年全国银幕数量低于8万块目标的风险。

单银幕产出的不确定性：我国票房增速及银幕数量增速均有所放缓，对单银幕产出的影响仍存在不确定性。

院线集中度提升的不确定性：2016年院线行业集中度有企稳迹象，但目前院线资产价格仍需观察。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

付宇娣、宋怡萱声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com