

影院微观数据研究 (2): 一二线持续加密、地产系积极入场

院线行业系列报告之五

核心观点

- 一二三线城市仍是影院扩张的主力地区，银幕增速高于四五线城市。由此导致：(1) 一二三线城市银幕的快速扩张带来稀释效应明显，新增影城对存量影城的票房形成严重分流，单银幕产出水平持续下滑，这一趋势在 2018 年并未改变。2018 年一二三线城市单银幕产出分别为 182.0、118.7 和 94.9 万元，同比分别下滑 14.5%、12.0% 和 10.8%；(2) 与此形成对比的是，由于四五线城市银幕增速大幅放缓，且票房仍保持较高增速，整体单银幕产出及上座率企稳。2018 年，四五线城市单银幕产出分别为 67.1 和 55 万元，超过 2015 和 2016 年的水平，且与 2017 年基本持平。
- 从扩张主体看：(1) 新增银幕数量最多的四家公司中三家为上市公司，其中万达电影、横店院线、大地影院扩张速度全行业领先；(2) 地产背景的影投公司成为院线行业重要的参与和扩张主体，2018 年新开业银幕最多的 25 家影投公司中，有 6 家为地产背景的公司。其中，新城发展旗下上海星轶影院 2018 年新开业银幕 166 张，位居全行业第五；(3) 除中大型影投公司外，小影投仍是行业重要的进入者，特别对于低线城市而言，小影城的扩张体量高于中大型影投。
- 单银幕产出反映各公司扩张策略及经营效率，2018 年平均单银幕产出最高的三家公司为上影、中影及万达，单银幕产出分别为 201.5、176.6 和 172.3 万元。各公司单银幕产出在 100-200 万元的影院数量占比最高，比重均为 40%-50%；但上影、中影及万达均有 30% 以上的影城单银幕产出不低于 200 万元（意味着高于全行业平均及自身平均水平）。结合单银幕产出及其区间分布看，上影、中影及万达表现较为突出，但若考虑到上影及中影主要布局一二三线城市，全国布局的万达单银幕产出具有绝对优势。
- 2018 年退出市场的影院数量进一步增加，关停影城主要集中在二、四、五线城市。2018 年关停的影院数量 315 家，较 2017 年的 245 家继续增长。从关闭影城的主体看：(1) 私人资本和单体影城作为扩张的主体，也是退出市场的主体。2018 年关闭的影院中，80% 均为没有明确影投归属的单体影城，且越往低线城市，小影投退出市场的占比越高，与新建影院的主体特征吻合；(2) 关闭的影城多为 4 厅以下的中小影院，占比达 73.3%；(3) 大型连锁影投整体关闭的影城数量较少，但星美影院 2018 年关闭影城 28 家，数量远超其他影投公司。

投资建议与投资标的

- 我们维持策略报告中的观点，考虑银幕增速及内容供给等因素，预计 2019 年票房增长中枢为 5%-10%，虽然中枢下移，我们认为仍然可关注两条主线逻辑：(1) 银幕增速下行，叠加部分存量影城退出市场，供给端竞争格局好转，利好龙头院线公司市占率提升及盈利能力触底回升，建议关注影城质量优异、扩张速度快的万达电影(002739, 买入)、横店影视(603103, 增持)；(2) 2019 年预计为进口片“大年”，有望成为全年重要票房拉动力，利好进口片发行公司，推荐中国电影(600977, 买入)。

风险提示

- 优质内容供应不足风险，新媒体竞争风险，市场竞争加剧风险



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股
行业 传媒
报告发布日期 2019 年 01 月 18 日

行业表现



资料来源: WIND

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

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

相关报告

2018 年电影市场盘点 2019-01-03
美国院线公司股价复盘及估值研究 2018-06-29
从 9956 家影院微观数据再看院线行业 2018-04-08

目 录

1 2018 年新增银幕主要来自哪些地区，哪些主体？	4
1.1 二三线城市是银幕扩张主力，一线城市银幕增速仍较高	4
1.2 扩张策略各有不同，地产商成为重要扩张主体	6
2 不同地区、不同影投的单银幕产出及上座率水平如何变化？	8
2.1 四五线城市单银幕产出及上座率逐渐企稳	8
2.2 不同影投单银幕产出对比：扩张策略及经营效率大不同	11
3 2018 年关闭的影城是否有增加？主要来自哪些地区和哪些影投？	12
投资建议	13
风险提示	14

图表目录

图 1：一至五线城市 2017 与 2018 年银幕数量对比.....	4
图 2：2018 年一至五线城市银幕占比.....	4
表 1：2013-2018 年一至五线城市银幕扩张增速.....	5
图 18：三四五线城市影院密度与人口密度分布.....	5
图 19：一二线城市影院密度与人口密度分布.....	6
表 2：2018 年不同主体新开业银幕数量及地区分布.....	6
表 3：2018 年不同地区扩张主体分类占比.....	7
表 4：上市公司及地产背景影投 2018 年新开业影城地区分布.....	8
图 5：一至五线城市票房（亿元）及增速.....	9
图 6：一至五线城市 2017 及 2018 年票房份额对比.....	9
表 5：不同地区单银幕产出（单位：万元）及上座率水平对比.....	9
图 7：一至五线城市 2012-2018 年人均观影次数变化.....	10
图 7：不同地区人均观影次数对比.....	10
表 6：存量影城单银幕产出对比（单位：万元）.....	11
表 7：六家上市院线公司自有影投的单银幕产出区间分布.....	11
表 8：2013-2018 年关停影院数量.....	12
表 9：2013-2018 年关停影院数量.....	12

2018年4月，我们发布了院线行业系列报告之三——《从9956家影院微观数据再看院线行业》，利用54165块银幕的详细数据，加以匹配一至五线城市人口数等，对不同地区新增银幕数、单银幕产出、人均观影次数等进行了详细的分析，并提出了诸多重要结论。

2018年，全国净增加银幕数达9303块，终端渠道仍保持较快扩张，也导致整体单银幕产出仍有约9%的下滑。同时，不同城市、不同影投之间的票房增速、扩张速度亦出现新的分化。因此，本篇报告，我们将基于更新、更详细的数据，继续从微观视角出发，重点分析：

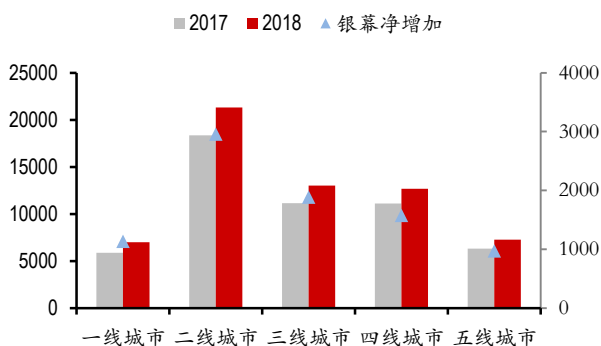
- (1) 2018年新增银幕主要来自哪些地区，哪些影投？不同扩张主体的新增银幕分布有何不同？
- (2) 不同城市、不同影投的单银幕产出和上座率水平有何变化？
- (3) 关停并转的影院数量是否有增加？关闭的影城主要来自哪些地区和哪些主体？

1 2018年新增银幕主要来自哪些地区，哪些主体？

1.1 二三线城市是银幕扩张主力，一线城市银幕增速仍较高

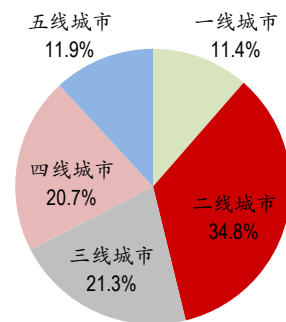
从银幕增长绝对数看，二三线城市是2018年银幕扩张的主力地区。与过往认为的渠道下沉主要来自低线城市的观点不同，从艺恩的银幕数据看，二三线城市是2012-2018年银幕扩张的主力。截止2018年末，一至五线城市分别拥有银幕6995、21302、13027和12676、7272块，分别较2017年净增加1136、2959、1886、1579和971块。其中二线及三线城市银幕数占比、净增银幕绝对数均最大。

图 1：一至五线城市 2017 与 2018 年银幕数量对比



资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

图 2：2018 年一至五线城市银幕占比



资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

从银幕扩张增速看，四五线城市2015年后银幕扩张增速大幅放缓，2018年银幕增速分别为14.2%和15.2%，在更低基数的情况下扩张速度亦低于一二三线城市。2018年，一二三线城市银幕增速分别为19.4%、16.1%和16.9%，其中一线城市扩张速度在所有地区中最高。

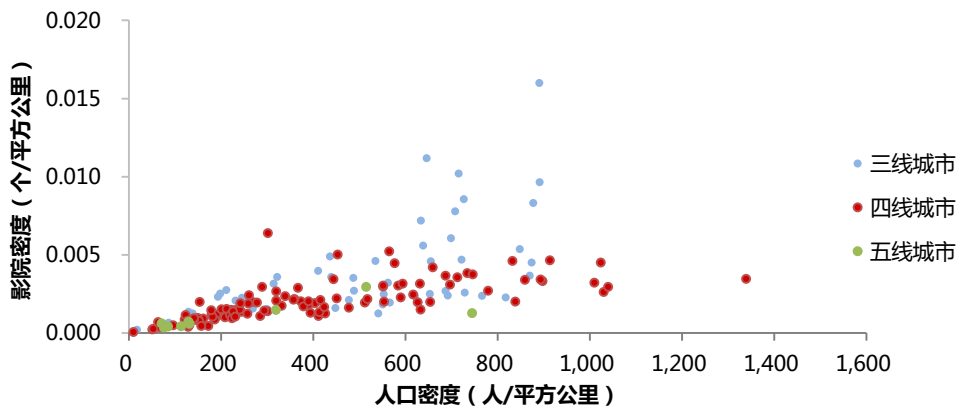
表 1：2013-2018 年一至五线城市银幕扩张增速

银幕增速	2013	2014	2015	2016	2017	2018
一线城市	18.7%	24.8%	15.4%	30.3%	21.2%	19.4%
二线城市	31.5%	24.3%	25.4%	24.4%	22.7%	16.1%
三线城市	24.6%	30.4%	26.9%	27.7%	24.3%	16.9%
四线城市	37.2%	39.7%	43.0%	25.2%	19.5%	14.2%
五线城市	46.0%	38.0%	50.9%	24.0%	19.5%	15.4%

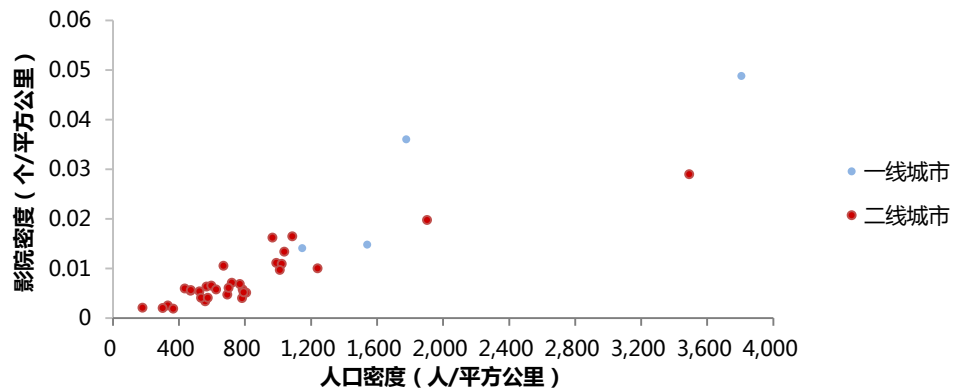
资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

我们在此前的报告中提出，三四五线城市的存量影院已经下沉到了人口密度较低的地区，相较于一线城市 1000 人/平方公里和二线城市 400-1200 人/平方公里的人口密度，目前四五线城市的大量影院分布在 400 人/平方公里甚至 200 人/平方公里以下的低人口密度地区。

实际上，影院的商业模式和票房收入极其依赖选址和周边人流，影院继续下沉至人口密度更低的地区，既没有经济性，也难以带来大量新增票房。我们假设低线城市居民的观影半径为 10 公里（已偏乐观），人口密度为 300 人/平方公里，人均观影次数 2 次/年，票价 30 元，则该地区潜在票房收入仅为 565 万元/年，即便考虑到低线城市租金、薪酬成本更低，也难以支撑 2 家以上的影院同时实现盈利。

图 3：三四五线城市影院密度与人口密度分布


资料来源：艺恩数据，Wind，东方证券研究所

图 4：一二线城市影院密度与人口密度分布


资料来源：艺恩数据，Wind，东方证券研究所

因此，我们认为渠道下沉的空间已不大，票房的增长已经难以通过人口红利、资本驱动、新建影院等外生性因素获得，未来电影市场的持续增长更加需要通过内容质量提升，从而带动人均观影次数提高进行驱动。实际上，四五线城市 2016-2018 年银幕增速的大幅降低，可能正是由于影城选址困难和新建影城的非经济性，因而资本扩张步伐放缓。

1.2 扩张策略各有不同，地产商成为重要扩张主体

我们详细统计了 2018 年新开业影院的地区分布、所属影投公司、银幕数量等，从扩张主体看：（1）新增银幕数量最多的四家公司中三家为上市公司，其中万达电影、横店院线、大地影院 2018 年新开业的银幕分别为 724、326 和 274 块，扩张速度全行业领先。此外，金逸影视 2018 年新开业银幕 179 块，扩张速度较以往年份有所提速；（2）地产背景的影投公司成为院线行业重要的参与和扩张主体，2018 年新开业银幕最多的 25 家影投公司中，有 6 家为地产背景的公司。其中，新城发展旗下上海星轶影院 2018 年新开业银幕 166 张，位居全行业第五。苏宁影投、保利影业、华润万象、红星美凯龙影业和恒大院线等扩张速度亦较快；（3）除中大型影投公司外，小影投仍是行业重要的进入者，特别对于低线城市而言，小影城的扩张体量高于中大型影投。这也是在行业进入壁垒不高的情形下，单体影城和私人资本大量进入，导致了考虑加盟影城后，TOP10 院线市占率持续提升，但 TOP10 影投市占率不断下滑，二者之间的剪刀差拉大，稀释效应明显。

注：（1）表 2 中数据来源于艺恩电影智库，部分上市公司 2018 年新开业影院数与实际公告披露数据存在一定差异；（2）文中定义的中大型影投指 2018 年扩张至少一家多厅影城，有明确影投归属的公司；小影投则为没有明确的影投公司归属的单体影城。

表 2：2018 年不同主体新开业银幕数量及地区分布

影投	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市	五线城市	合计
万达电影	47	227	166	175	109	724
横店院线	-	45	53	160	68	326

大地影院	30	98	61	55	30	274
金逸影视	7	90	48	19	15	179
上海星轶影院	-	68	83	7	8	166
CGV 影城投资公司	39	50	45	14	-	148
耀莱管理公司	25	41	33	22	7	128
博纳影院投资	27	64	19	15	-	125
比高集团	29	42	14	15	-	100
苏宁影投	10	41	32	10	-	93
保利影业	13	58	-	11	6	88
UME 影院集团	-	32	16	34	-	82
中影影院投资	16	26	13	16	8	79
华润万象	28	49	-	-	-	77
德信影业	5	29	19	6	7	66
红星美凯龙影业	25	31	9	-	-	65
西安奥斯卡	-	31	18	15	-	64
恒大院线	-	9	9	37	9	64
齐纳影业	-	34	16	9	-	59
中互晟嘉	34	18	-	-	7	59
中都影视	14	33	9	-	-	56
珠海诚丰	-	6	12	12	25	55
幸福蓝海影院发展	-	46	7	-	-	53
上影影院	14	31	-	-	-	45
大扬世纪	40	-	-	-	-	40

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所 注：标红的为 A 股上市公司旗下影投，灰色底纹为地产背景影投公司

表 3：2018 年不同地区扩张主体分类占比

银幕数量	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市	五线城市	合计
小影投	379	1237	981	894	669	4160
中大影投	829	1964	1032	894	480	5199
合计	1208	3201	2013	1788	1149	9359
占比	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市	五线城市	合计
小影投	31.4%	38.6%	48.7%	50.0%	58.2%	44.4%
中大影投	68.6%	61.4%	51.3%	50.0%	41.8%	55.6%

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

从各影投公司 2018 年新开业影院的地区分布看，不同主体的扩张策略存在明显区别：（1）万达、金逸及中影拥有全国扩张和布局能力，但其中金逸主要集中于二三线城市，中影 50%以上 2018 年新开业影院分布于一二线城市，而万达的布局则较为均匀；（2）横店、恒大等重点布局低线城市，2018 年新开业影院主要集中于三线及以下城市，没有一线城市影院开业；（3）上影及华润万象则主要布局一二线城市，幸福蓝海多集中于东部地区二三线城市。

表 4：上市公司及地产背景影投 2018 年新开业影城地区分布

影投	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市	五线城市
万达电影	6.5%	31.4%	22.9%	24.2%	15.1%
横店院线	0.0%	13.8%	16.3%	49.1%	20.9%
金逸影视	3.9%	50.3%	26.8%	10.6%	8.4%
上海星轶影院	0.0%	41.0%	50.0%	4.2%	4.8%
苏宁影投	10.8%	44.1%	34.4%	10.8%	0.0%
保利影业	14.8%	65.9%	0.0%	12.5%	6.8%
中影影院投资	20.3%	32.9%	16.5%	20.3%	10.1%
华润万象	36.4%	63.6%	0.0%	0.0%	0.0%
红星美凯龙影业	38.5%	47.7%	13.8%	0.0%	0.0%
恒大院线	0.0%	14.1%	14.1%	57.8%	14.1%
幸福蓝海影院发展	0.0%	86.8%	13.2%	0.0%	0.0%
上影影院	31.1%	68.9%	0.0%	0.0%	0.0%

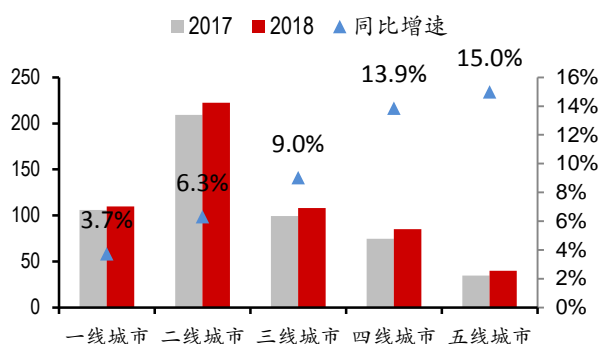
资料来源：艺恩数据，东方证券研究所 注：标红的为 A 股上市公司旗下影投，灰色底纹为地产背景影投公司

2 不同地区、不同影投的单银幕产出及上座率水平如何变化？

2.1 四五线城市单银幕产出及上座率逐渐企稳

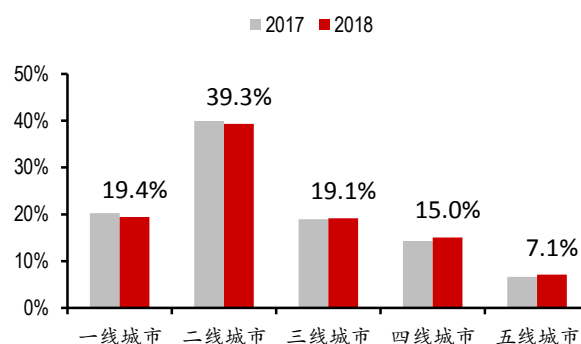
结合前文的分析，目前不同地区电影市场的特点可以总结为：（1）二三线城市是银幕扩张的主力地区，四五线城市银幕增速低于一二三线城市；（2）但与此同时，四五线城市的票房增速高于一二三线城市。2018 年，四、五线城市票房收入分别为 85.07 和 39.97 亿元，分别同比增长 13.9% 和 15.0%，增速高于一线（3.7%）、二线城市（6.3%）、三线城市（9.0%）及全国平均水平。三、四、五线城市票房占比分别为 19.1%、15.0%和 7.1%，份额同比继续提升。

图 5：一至五线城市票房 (亿元) 及增速



资料来源：艺恩电影智库，东方证券研究所

图 6：一至五线城市 2017 及 2018 年票房份额对比



资料来源：艺恩电影智库，东方证券研究所

因此，一二三线城市银幕的快速扩张带来稀释效应明显，新增影城对存量影城的票房形成严重分流，单银幕产出水平持续下滑，这一趋势在 2018 年并未改变。在不考虑票房培育期的情况下，2018 年一二三线城市单银幕产出分别为 182.0、118.7 和 94.9 万元，同比分别下滑 14.5%、12.0% 和 10.8%；同时，一二三线城市的上座率水平也仍处于下行趋势中，2018 年上座率分别为 16.34%、13.06% 和 11.54%，同比下滑 1.80pct、1.34pct 和 1.04pct。

表 5：不同地区单银幕产出 (单位：万元) 及上座率水平对比

单银幕产出	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
一线城市	202.9	204.3	212.7	263.0	203.5	180.8	157.2
二线城市	126.1	123.0	133.5	154.4	123.8	114.0	104.4
三线城市	78.7	85.2	92.3	113.0	92.5	89.0	83.0
四线城市	55.1	58.9	63.3	71.6	65.6	67.3	67.1
五线城市	42.5	45.1	50.1	54.5	52.8	55.2	55.0
全国平均	106.5	105.9	111.7	127.5	105.1	99.3	92.3
上座率	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
一线城市	19.74%	19.34%	20.00%	23.52%	19.51%	18.14%	16.34%
二线城市	16.81%	16.29%	16.75%	18.68%	15.23%	14.40%	13.06%
三线城市	14.54%	14.57%	14.79%	16.46%	13.38%	12.58%	11.54%
四线城市	13.13%	12.80%	12.36%	13.87%	11.24%	10.81%	10.21%
五线城市	11.15%	10.76%	10.31%	11.65%	9.46%	9.56%	9.14%
全国平均	16%	16%	16%	17%	14%	13%	12%

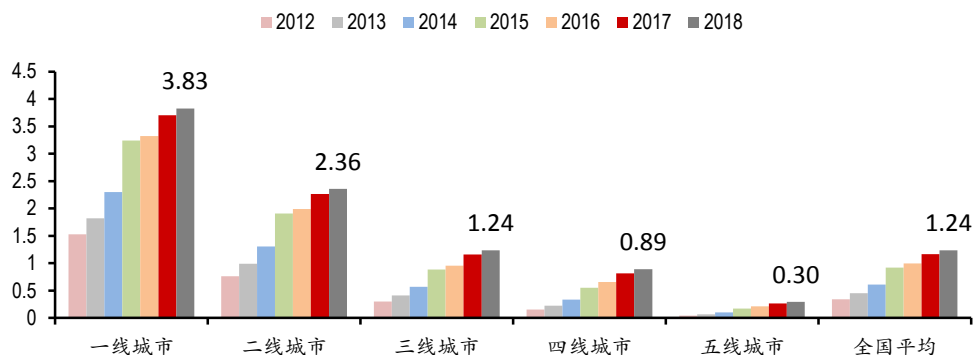
资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

与此形成对比的是，由于四五线城市银幕增速大幅放缓，且票房仍保持较高增速，整体单银幕产出及上座率企稳。2018 年，四五线城市单银幕产出分别为 67.1 和 55 万元，超过 2015 和 2016 年的

水平，且与 2017 年基本持平。从上座率看，2018 年四五线城市分别为 10.21%和 9.14%，较 2017 年下滑幅度较小。

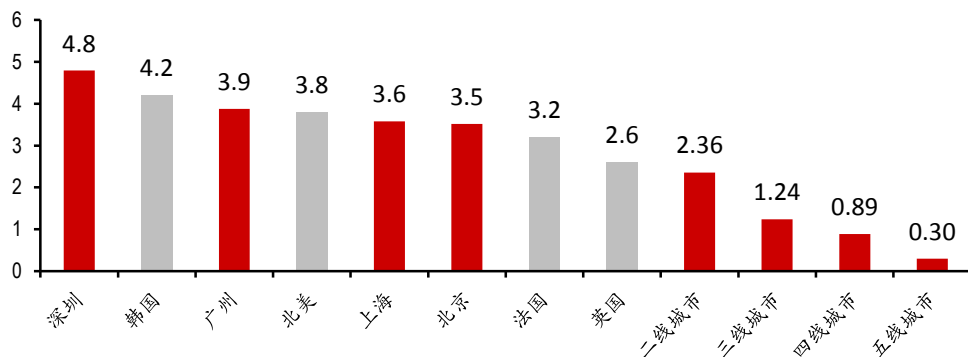
票房增速与单银幕产出分化的背后，是观影习惯成熟度的差异。目前一二线城市人均观影次数已达较高水平，而三四五线城市的人均观影次数仍较低、提升空间大，是票房增速最快的地区。整体来看，2018 年一线城市和二线城市人均观影次数分别为 3.83 和 2.36 次，较 2017 年继续提升；其中，深圳、广州、上海及北京 2018 年人均观影次数分别为 4.8、3.9、3.6 和 3.5 次，已达到甚至超过成熟市场水平，未来继续提升的空间有限，决定了其票房收入难以再次大幅提升。而三四五线城市 2018 年人均观影次数仅分别为 1.08、0.82 和 0.28 次，理论上仍具有较大提升空间。

图 7：一至五线城市 2012-2018 年人均观影次数变化



资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

图 8：不同地区人均观影次数对比



资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

2.2 不同影投单银幕产出对比：扩张策略及经营效率大不同

我们详细统计了六家上市院线公司所有自有影城的票房及银幕数，并对比了不同公司的单银幕产出。为剔除新开业影院的影响，我们仅考虑在2017年及以前开业的存量影院。从统计数据中我们看到：

（1）终端持续扩张下，各公司所受的稀释效应均较为明显，2018年60%以上的存量影院票房均有所下滑。其中，万达、横店、中影及上影票房仍有所增长的存量影院占比相对较高，分别为41.6%、43.5%、41.4%及44.6%；但若与2017年各公司的新增影院占比和存量影城票房变动匹配后，我们认为万达、横店及上影的存量影城质量较为优异；（2）单银幕产出反映各公司扩张策略及经营效率，2018年平均单银幕产出最高的三家公司为上影、中影及万达，单银幕产出分别为201.5、176.6和172.3万元。此外，重点布局四五线城市的横店影视平均单银幕产出低于其他五家公司；（3）从各公司单银幕产出的区间分布看，各公司单银幕产出在100-200万元的影院数量占比最高，比重均为40%-50%；但上影、中影及万达均有30%以上的影城单银幕产出不低于200万元（意味着高于全行业平均及自身平均水平）。结合单银幕产出及其区间分布看，上影、中影及万达表现为突出，但若考虑到上影及中影主要布局一二三线城市，全国布局的万达单银幕产出具有绝对优势。

表 6：存量影城单银幕产出对比（单位：万元）

公司	万达	横店	中影	上影	金逸	幸福蓝海
票房增长的影院数量	193	120	46	25	24	17
票房增长的影院占比	41.6%	44.9%	41.4%	44.6%	16.8%	25.8%
存量影城票房变动(万元)	19,799.0	-724.15	-3518.75	2030.11	-20374.48	-4116.20
2017年新建影院比重	33.0%	20.9%	9.3%	35.0%	6.4%	6.3%
最高单银幕产出	481.48	329.80	440.90	773.72	822.26	318.96
最低单银幕产出	20.50	13.28	44.38	65.03	12.16	32.75
平均单银幕产出	176.57	118.00	172.25	201.51	150.06	151.76

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所 注：计算单银幕票房产出和票房分布区间的样本为2017年底之前开业的影城在2018年的票房数据，可剔除新开业影院的影响

表 7：六家上市院线公司自有影投的单银幕产出区间分布

单银幕产出 区间分布	万达		横店		中影		上影		金逸		幸福蓝海	
	影院数	占比	影院数	占比	影院数	占比	影院数	占比	影院数	占比	影院数	占比
400万以上	8	1.7%	0	0.0%	3	2.7%	5	8.9%	6	4.2%	0	0.0%
300-400	28	6.0%	3	1.1%	9	8.1%	5	8.9%	7	4.9%	2	3.0%
200-300	121	26.1%	23	8.6%	22	19.8%	11	19.6%	8	5.6%	12	18.2%
100-200	210	45.3%	112	41.9%	52	46.8%	26	46.4%	64	44.8%	32	48.5%
100万以下	97	20.9%	129	48.3%	25	22.5%	9	16.1%	58	40.6%	20	30.3%
200万以上 合计	157	33.8%	26	9.7%	34	30.6%	21	37.5%	21	14.7%	14	21.2%

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

3 2018 年关闭的影城是否有增加？主要来自哪些地区和哪些影投？

2018 年退出市场的影院数量进一步增加，关停影城主要集中在二、四、五线城市。我们定义的关闭影院为 T-1 年开业的影院中，在 T 年已无专资编码和票房信息的影城。2018 年关停的影院数量 315 家，较 2017 年的 245 家继续增长。其中，一至五线城市关停影院数量分别为 21、75、60、91 和 68 家，占总关停影院数的 6.7%、23.8%、19.0%、28.9% 和 21.6%。

表 8：2013-2018 年关停影院数量

城市/年度	2013	2014	2015	2016	2017	2018	占比
一线城市	18	6	19	10	13	21	6.7%
二线城市	13	22	30	31	60	75	23.8%
三线城市	29	24	31	14	48	60	19.0%
四线城市	25	18	26	35	81	91	28.9%
五线城市	13	13	12	16	43	68	21.6%
合计	98	83	118	106	245	315	100.0%

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所 注：实际关闭影院数与统计数可能存在一定差异

4 厅以下的中小影城是关闭主体，大影投中星美关闭的影院数量较多。从关闭影城的主体看，我们认为有以下显著特征：（1）私人资本和单体影城作为扩张的主体，也是退出市场的主体。2018 年关闭的影院中，80% 均为没有明确影投归属的单体影城，且越往低线城市，小影投退出市场的占比越高，与新建影院的主体特征吻合；（2）关闭的影城多为 4 厅以下的中小影院，占比达 73.3%；

（3）大型连锁影投整体关闭的影城数量较少，但星美影院 2018 年关闭影城 28 家，数量远超其他影投公司。除星美外，北京新影联、中影影院投资、大地影院等关停影院数量居前，但均仅为 2-3 家的体量。

我们认为，随着行业竞争的加剧和票房增长中枢的下移，部分影城的经营压力将持续加大并最终退出市场，叠加部分资本的退出，预计 2019 年银幕增速将进一步放缓，新增银幕数量约 6000 块，增速约 10%。

表 9：2013-2018 年关停影院数量

城市	小影投	占比	4 厅以下	占比
一线城市	12	57.1%	14	66.7%
二线城市	53	70.7%	38	50.7%
三线城市	49	81.7%	48	80.0%
四线城市	73	80.2%	68	74.7%
五线城市	65	95.6%	63	92.6%
合计	252	80.0%	231	73.3%

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所 注：实际关闭影院数与统计数可能存在一定差异，小影投的定义与前文一致

投资建议

本篇报告中，我们利用 10000 家以上的影院和 60000 块银幕的微观数据，详细分析了 2018 年新增银幕的区域、扩张主体、不同地区和影投的单银幕产出等。我们认为：

- **一二三线城市仍是影院扩张的主力地区，银幕增速高于四五线城市。**由此导致：（1）一二三线城市银幕的快速扩张带来稀释效应明显，新增影城对存量影城的票房形成严重分流，单银幕产出水平持续下滑，这一趋势在 2018 年并未改变。（2）与此形成对比的是，由于四五线城市银幕增速大幅放缓，且票房仍保持较高增速，整体单银幕产出及上座率企稳。票房增速与单银幕产出分化的背后，是观影习惯成熟度的差异。目前一二线城市人均观影次数已达较高水平，而三四五线城市的人均观影次数仍较低、提升空间大，是票房增速最快的地区。
- **从扩张主体看：**（1）新增银幕数量最多的四家公司中三家为上市公司，其中万达电影、横店院线、大地影院 2018 年新开业的银幕分别为 724、326 和 274 块，扩张速度全行业领先；（2）地产背景的影投公司成为院线行业重要的参与和扩张主体，2018 年新开业银幕最多的 25 家影投公司中，有 6 家为地产背景的公司；（3）除中大型影投公司外，小影投仍是行业重要的进入者，特别对于低线城市而言，小影城的扩张体量高于中大型影投。
- **单银幕产出反映各公司扩张策略及经营效率，2018 年平均单银幕产出最高的三家公司为上影、中影及万达，**单银幕产出分别为 201.5、176.8 和 172.3 万元。但若考虑到上影及中影主要布局一二三线城市，全国布局的万达单银幕产出具有绝对优势。
- **2018 年退出市场的影院数量进一步增加，关停影城主要集中在二、四、五线城市。**2018 年关停的影院数量 315 家，较 2017 年的 245 家继续增长。关闭的影城多为 4 厅以下的中小影院，星美影院 2018 年关闭影城 28 家，数量远超其他影投公司。

我们维持策略报告中的观点，考虑银幕增速及内容供给等因素，预计 2019 年票房增长中枢为 5%-10%，虽然中枢下移，我们认为仍然可关注两条主线逻辑：（1）银幕增速下行，叠加部分存量影城退出市场，供给端竞争格局好转，利好龙头院线公司市占率提升及盈利能力触底回升，建议关注影城质量优异、扩张速度快的万达电影(002739, 买入)、横店影视(603103, 增持)；（2）2019 年预计为进口片“大年”，有望成为全年重要票房拉动力，利好进口片发行公司，推荐中国电影(600977, 买入)。

风险提示

- **优质内容供应不足风险**

随着观众观影行为的成熟，电影行业的增长和波动，与优质内容供应的相关性不断提升。若行业优质内容供应不足，将拖累观影人次及整体票房增长，影响板块整体业绩兑现并加大波动，从而影响相关公司整体业务发展

- **新媒体竞争风险**

以互联网为代表的新媒体已经通过改变消费者的消费理念、消费方式和信息获取方式等，对包括电影在内的传统行业构成了冲击和挑战。新媒体凭借其价廉、便利、选择性强等优势，使影院终端消费者通过网络平台进行观影的成本降低、机会增加，对电影市场带来一定影响。

- **市场竞争加剧风险**

在国家鼓励影院投资建设的大背景下，各大院线的竞争将更加激烈，除了既有影院投资主体继续加快投资外，来自业外的新投资主体也逐渐涌现。同时，电影内容制作的主体也不断丰富。随着影院数量进一步增长和影视制作公司的增加，相关产业链主体将面临越来越广泛而激烈的竞争。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

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

公司投资评级的量化标准

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

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

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

行业投资评级的量化标准：

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

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

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

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

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

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

