



上海电影(601595.SH)

【联讯传媒公司深度】上海电影(601595.SH, 买入)地域领导者地位巩固

2019年03月26日

投资要点

买入(维持)

当前价: 15.47 元
目标价: 17.92 元

分析师: 陈净娴

执业编号: S0300516090001
电话: 021-51759911
邮箱: chenzhengxian@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

亿元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	1122.5	1210.0	1498.0	1782.0
(+/-)	7.34	7.80	23.8	19.0
归母净利润	239.9	223.6	289.4	370.0
(+/-)	1.5	-6.8	29.4	27.9
EPS(元)	0.64	0.60	0.78	0.99
P/E	24.2	25.8	19.8	15.6

资料来源: 联讯证券

◇ 2018 年中国电影票房同比增长 9%，预估未来三年增速平稳

2018 年中国电影票房突破 600 亿，同比增长 8.6%，增速疲软，较 2017 年的 22.91% 下降 14 个百分点。虽然票房增速有所下降，但 606 亿还是平稳发展过程中符合预期的。影院数增长的同时，影院的增速和票房的增速出现剪刀差，影院的增速快过票房增速，影院整体的单屏效益受到影响，单影院产出震荡下降以及单银幕产出的持续下降，可见渠道下沉以及影院数扩张并没有给整体票房带来增长的拐点。

◇ 产业链一体化为趋势，电影放映带动高利润的非票业务

公司的主营业务为电影发行及放映业务，包括电影发行和版权销售、院线经营、影院投资、开发和经营、广告营销、电子票务、技术服务等。上海电影现已形成“专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营”的完整电影发行放映产业链。虽然电影放映业务毛利润仅 10%-20%，但是有效带动了非票业务，如广告服务收入、卖品、推广服务费收入、版权收入等毛利率达到 85% 以上。

◇ 单银幕产出全院线排名第一，单屏效应体现强竞争力

影院经营作为公司的核心业务，继续保持稳健业绩。公司旗下连锁影院“SFC 上影影城”的经营效率依然远超行业平均水平，单银幕产出、单座位产出两项核心指标具有很高的市场竞争力。鉴于公司拥有大量一二线城市核心地段的影院资源，影院映前广告价格得以在激烈竞争中保证议价能力，成为主营业务中营收排名第二的业务。

◇ 投资评级与估值

我们看好上海电影，理由为，(1) 公司定位为“专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营”的商业模式清晰，主营业务带动高利润率周边业务，一二线城市核心地段的影院资源拥有对广告收入较高议价能力，理应享有较高估值；(2) 影院在一二三线城市布局合理，单银幕产出远高于市场平均，市场竞争力强。我们预估公司 2018 年、2019 年和 2020 年净利润分别为 2.2 亿、2.9 亿和 3.6 亿，分别对应每股盈利为 0.60 元、0.78 元和 0.99 元，分别对应 2018 年 2019 年和 2020 年的 PE 为 25.8 倍、19.8 倍和 15.6 倍，给予 2018 年 PE 26.0 倍，目标价设定为 17.92 元，维持「买入」的投资评级。

◇ 风险提示

院线竞争加剧，市场增速疲软。



目 录

一、投资摘要	4
(一) 投资评级与估值	4
(二) 关键假设点	4
(三) 有别于大众的认识	4
(四) 股价表现催化剂	4
(五) 核心假设风险	4
二、中国电影票房稳定增长，集中度提升中	5
(一) 2018 年票房同比增长 9%，国产片票房占比上升	5
(二) 渠道下沉+影院扩张降低单屏效应	6
(三) 万达龙头地位稳固，院线整体 CR 较低	8
(四) 中国和北美电影市场对比	10
三、上海电影——地域领导者地位巩固	12
(一) 公司简介	12
(二) 公司主营业务及商业模式	14
(三) 公司三年营收 CAGR 为 18%，净利润 CAGR 为 12.3%	15
1、公司三年营收 CAGR 为 9.5%，净利润 CAGR 为 33%	15
2、平均毛利率逐年下降，净利率稳定	16
3、ROE 与 ROIC 逐年下降	16

图表目录

图表 1: 2010 年-2018 年电影票房	5
图表 2: 2010 年-2018 年观影人次	5
图表 3: 2018 年电影票房排行前十	5
图表 4: 2012 年-2018 年国产影片和进口影片票房比例	5
图表 1: 2010-2018 年国产电影票房	6
图表 2: 2010-2018 年进口电影票房	6
图表 3: 2010-2018 年银幕数及增长率	6
图表 4: 2010-2018 年单银幕产出及增长率	6
图表 5: 2013-2018 年影院数及增长率	7
图表 6: 2013-2018 年单影院产出及增长率	7
图表 7: 2017 年各线城市票房情况	7
图表 8: 2013-2018 年各线城市票房占比趋势	8
图表 9: 2018 年各类城市单影院的票房平均产出	8
图表 10: 2016-2018 院线票房前十名	8
图表 11: 2018 年单银幕产出排名	9
图表 12: 2018Top10 院线市占率	9
图表 13: 2016-2018 年 CR4 和 CR10	9



图表 14: 院线行业金字塔.....	10
图表 15: 2013-2018 年北美电影票房及 YOY	11
图表 16: 2013-2018 年中国电影票房及 YOY	11
图表 17: 2013-2017 年中国和北美人均观影次数.....	11
图表 18: 北美院线市场份额	11
图表 19: 北美和中国院线的 CR4	12
图表 20: 董事及高级管理人员.....	12
图表 21: 前十大股东（截止 2018 年三季度）	13
图表 22: 1H18 电影放映收入为 4.5 亿元.....	13
图表 23: 1H18 电影放映收入占全部营收的 84.4%.....	13
图表 24: 至 3Q18 累计净利润为 1 亿（单位：百万）	13
图表 25: 母公司上影集团主营业务.....	14
图表 26: 上海电影主营业务	14
图表 27: 电影行业商业模式概览	15
图表 28: 电影行业盈利模式	15
图表 29: 2015-2017 年公司营收 CAGR 为 9.5%.....	16
图表 30: 2015-2017 年归母净利润 CAGR 为 12.3%.....	16
图表 31: 平均毛利率逐年下降，净利率稳定.....	16
图表 32: 平均毛利率逐年下降，净利率稳定.....	16
附录: 公司财务预测表（百万元）	18



一、投资摘要

- (1) **2018年中国电影票房同比增长9%，预估未来三年增速平稳。**2018年中国电影票房突破600亿，同比增长9%。虽然票房增速有所下降，但606亿还是平稳发展过程中符合预期的。受惠院线渠道下沉，我们预估未来三年增速有望保持平稳。
- (2) **产业链一体化为趋势，电影放映带动高利润的非票业务。**公司的主营业务为电影发行及放映业务，包括电影发行和版权销售、院线经营、影院投资、开发和经营、广告营销、电子票务、技术服务等。上海电影现已形成“专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营”的完整电影发行放映产业链。虽然电影放映业务毛利润仅10%-20%，但是有效带动了周边业务，如广告服务收入、卖品、推广服务费收入、版权收入等毛利率达到85%以上。
- (3) **单银幕产出全院线排名第一，单屏效应体现强竞争力。**影院经营作为公司的核心业务，继续保持稳健业绩。公司旗下连锁影院“SFC上影影城”的经营效率依然远超行业平均水平，单银幕产出、单座位产出两项核心指标具有很高的市场竞争力。鉴于公司拥有大量一二线城市核心地段的影院资源，影院映前广告价格得以在激烈竞争中保证议价能力，成为主营业务中营收排名第二的业务。

(一) 投资评级与估值

我们看好上海电影，理由为，(1)公司定位为“专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营”的商业模式清晰，主营业务带动高利润率周边业务，一二线城市核心地段的影院资源拥有对广告收入较高议价能力，理应享有较高估值；(2)影院在一二三线城市布局合理，单银幕产出远高于市场平均，市场竞争力强。

我们预估公司2018年、2019年和2020年净利润分别为2.2亿、2.9亿和3.6亿，分别对应每股盈利为0.60元、0.78元和0.99元，分别对应2018年2019年和2020年的PE为25.8倍、19.8倍和15.6倍，给予2018年PE 26.0倍，目标价设定为17.92元，维持「买入」的投资评级。

(二) 关键假设点

我们预估2019年、2020年和2021年营业收入的同比增速分别为7.8%、23.8%和19.0%，主要增长动能为银幕数的增长以及单银幕产出的增加。

(三) 有别于大众的识别

公司旗下的联和院线，在上海的领导者地位巩固，赋予其估值溢价。

(四) 股价表现催化剂

票房爆款，行业大的整合发生，市场领导者估值溢价提升。

(五) 核心假设风险

院线竞争加剧，市场增速疲软。

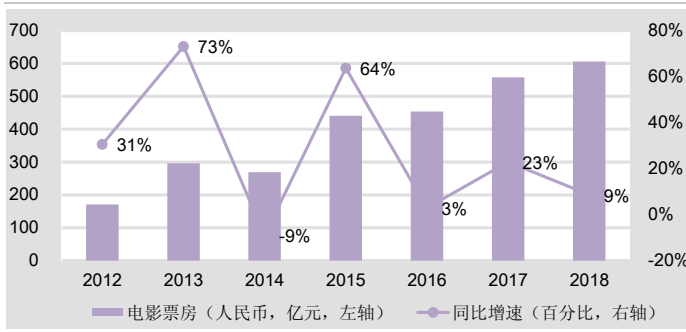


二、中国电影票房稳定增长，集中度提升中

(一) 2018年票房同比增长9%，国产片票房占比上升

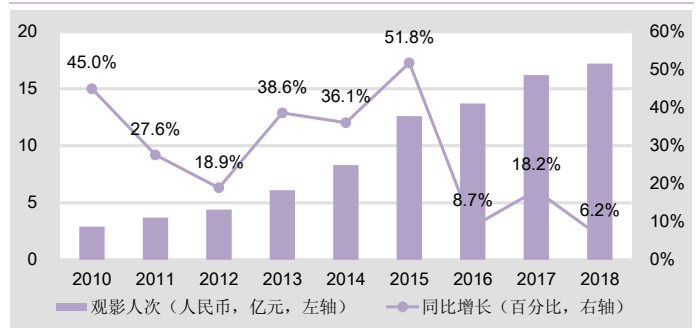
根据猫眼数据，2018年中国电影票房突破600亿，同比增长9%，较2017年的23%下降14个百分点。市场在短暂回暖后继续降温，票房增速虽有所下降，但总体还是符合平稳发展过程中的预期。近三年(2016-2018)年复合增长率10.1%。全年观影人次17.17亿，同比增长5.9%，近三年(2016-2018)年复合增长率7.88%。

图表1：2010年-2018年电影票房



资料来源：猫眼票房、联讯证券研究院

图表2：2010年-2018年观影人次



资料来源：艺恩数据、联讯证券研究院

2018年国产影片无论是从数量还是质量上大幅超过进口影片，国产影片票房占总票房的62%，再次回到2015年的巅峰。高票房区中，Top10影片票房高达243.9亿，占全年总票房的40.2%，其中国产影片在占Top10影片票房的68%。

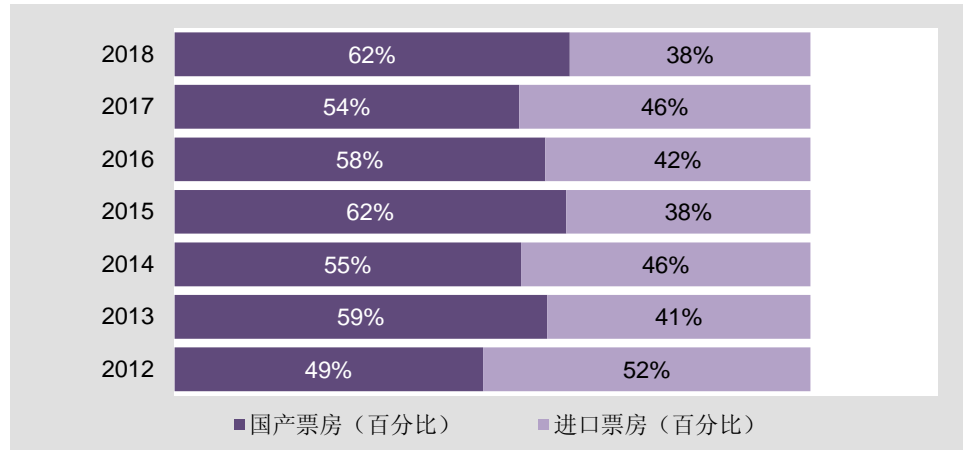
图表3：2018年电影票房排行前十

2018年电影票房排行榜 (top10)					
排名	影片名	年票房 (亿元)	类型	国家/地区	上映时间
1	红海行动	36.51	动作	中国/中国香港	2018/2/16
2	唐人街探案2	33.98	喜剧	中国	2018/2/16
3	我不是药神	31.00	剧情	中国	2018/7/5
4	西虹市首富	25.48	喜剧	中国	2018/7/27
5	复仇者联盟3: 无限战争	23.91	动作	美国	2018/5/11
6	捉妖记2	22.37	喜剧	中国/中国香港	2018/2/16
7	毒液: 致命守护者	18.7	动作	美国	2018/11/9
8	海王	18.52	动作	美国	2018/12/7
9	侏罗纪世界3	16.96	动作	美国	2018/6/15
10	前任3: 再见前任	16.47	喜剧	中国	2017/12/29

资料来源：猫眼、联讯证券研究院

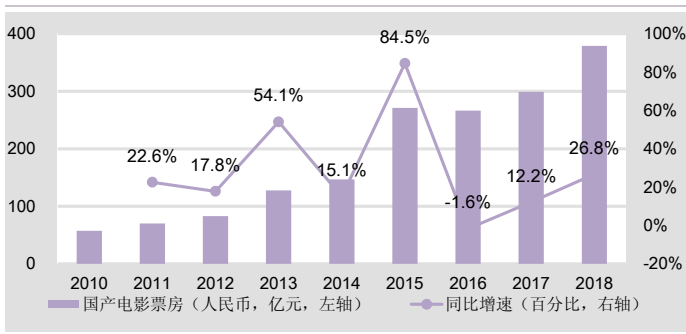
根据猫眼电影的数据，2018年的409部新片中，票房超过10亿的有16部，比去年增加3部，合计票房314.1亿，占年度总票房的51.8%，占新片总票房的54.2%。10+亿影片中有8部是国产片，合计票房189.2亿，占10+亿影片总票房的60.2%，大大超过去年的52.5%。并且2018年排名前4的影片全部是国产片，国产影片的良好口碑和制作会为中国电影市场票房增长带来可持续的动力。

图表4：2012年-2018年国产影片和进口影片票房比例



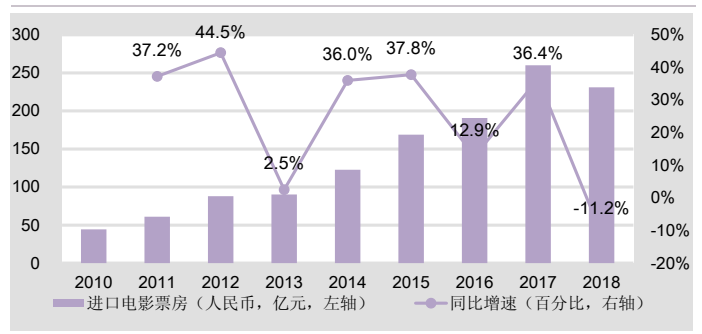
资料来源: 猫眼、联讯证券研究院

图表1: 2010-2018 年国产电影票房



资料来源: 艺恩数据、联讯证券研究院

图表2: 2010-2018 年进口电影票房

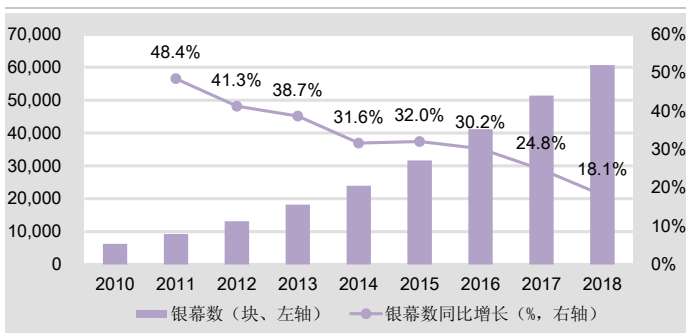


资料来源: 艺恩数据、联讯证券研究院

(二) 渠道下沉+影院扩张降低单屏效应

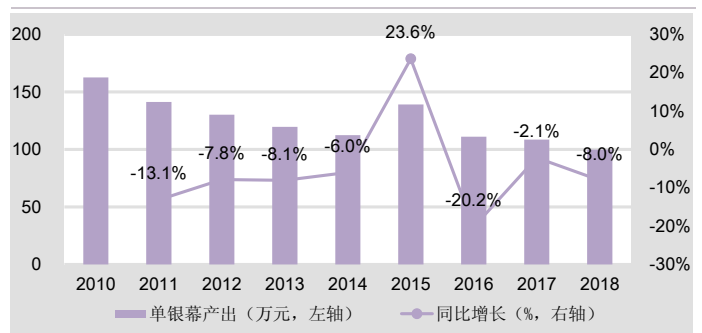
2017 年, 传统媒体板块广告投放的整体下降趋势有所缓和。电视广告明显止跌回升, 从 2016 年下降 3.7% 逆转为 2017 年增长 1.7%, 2018 年一季度增速达 16.5%, 对广告市场增长的影响力从拖后腿, 变成了积极拉升。广播广告的增幅进一步扩大, 自 2015 年下降探底后, 连续两年增速加快, 截止 2018 年一季度, 增速已达 15.8%。而报纸、杂志、传统户外和交通类视频广告的降幅均有所收窄。

图表3: 2010-2018 年银幕数及增长率



资料来源: 艺恩数据、联讯证券研究院

图表4: 2010-2018 年单银幕产出及增长率



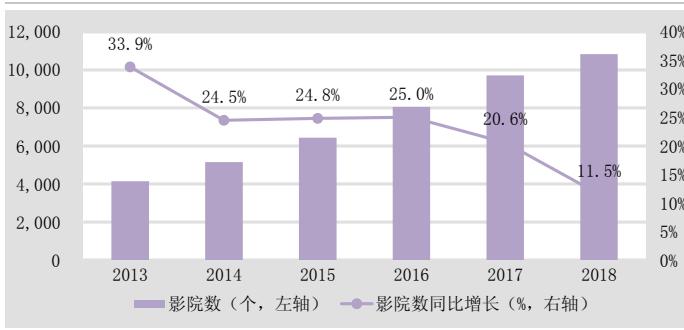
资料来源: 艺恩数据、联讯证券研究院

2018 年中国影院总数为 10831 家, 比 2017 年增加了 1120 家, 同比增长 11.5%; 单影院产出为 559.5 万/年, 比 2017 年减少了 15 万/年, 同比减少 2.6%。2018 年中国银幕总数为 60675 块, 比 2017 年增加了 9303 块, 同比增长 18.1%; 单银幕产出为 99.88



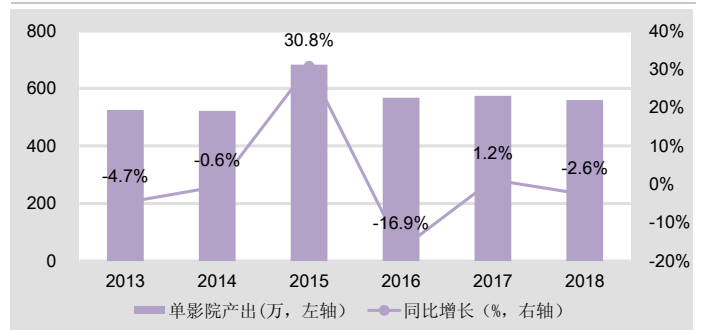
万/年，同比减少 9 万/年，同比减少 8%。

图表5：2013-2018 年影院数及增长率



资料来源：艺恩数据、联讯证券研究院

图表6：2013-2018 年单影院产出及增长率



资料来源：艺恩数据、联讯证券研究院

2013-2018 年间，一二线城市的电影市场份额逐年下降，四五线城市份额稳健增长。根据艺恩数据，四五线城市的票房占比从 2013 年的 14% 增加到 2018 年的 22%。从同比增长趋势来看，四五线城市增速处于相对高位。但从影院增长数量上看，一二三线城市影院及银幕增长率远高于四五线城市影院增长率。

图表7：2017 年各线城市票房情况



资料来源：公开资料整理、联讯证券研究院

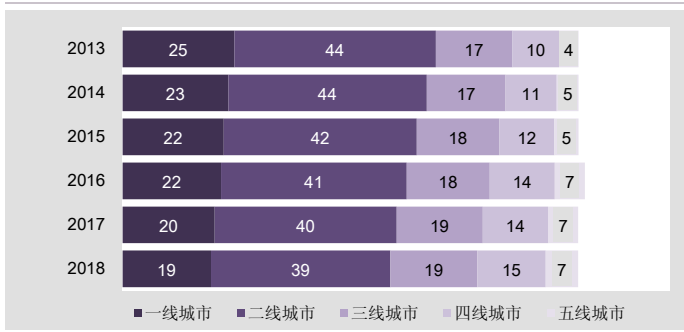
虽然四五线城市影院和银幕增速大幅放缓，而票房仍保持较高增速，整体单银幕产出稳定，四五线城市单银幕产出整体较低。大量的新增银幕对总票房的贡献越来越小，却带来了越来越严峻的竞争，影院终端的基本面有恶化的趋势。

我们认为，四五线城市的渠道下沉并不能带来票房的持续高速增长，相反可能会降低单影院产出、单银幕产出、以及单座位产出。渠道的下沉仍需考虑四五线城市的消费能力情况，四五线城市票房的体量和目标群体数量还是无法和一二线城市相比。长期来看，四五线城市的消费能力依旧不如一二线城市，四五线城市的单银幕的产出和单影院产出仍会落后于整体的水平。因此，渠道下沉并不一定能提高利润增长率，相反可能会损失



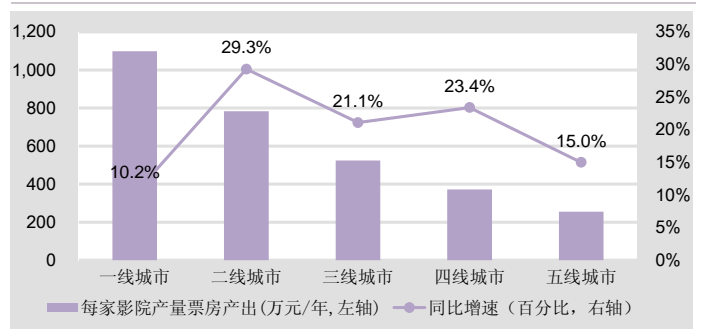
更高的机会成本。

图表8: 2013-2018年各线城市票房占比趋势



资料来源: 艺恩数据、联讯证券研究院

图表9: 2018年各类城市单影院的票房平均产出



资料来源: 艺恩数据、联讯证券研究院

同时,一二三线城市银幕的快速扩张也会对存量影院的票房产生稀释效应。受到宏观经济持续下滑的影响,消费者的消费能力并没有随着影城数量的增长而上升,这导致新增影城将会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,预计,这一趋势到2019年也不会改变。根据《2018中国电影市场年报》,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%。

(三) 万达龙头地位稳固,院线整体CR较低

2016-2018年我国院线Top3的龙头没有发生改变,Top3分别是万达院线、大地院线以及上海联合。2018年万达的表现中规中矩,票房同比增长12.4%,超过全国平均水平,市场份额也有所增长,从12.2%增至13.6%。大地院线增长幅度最大,以24.4%的同比增幅排名第一,2倍于万达的增速,市场份额也从去年的8.0%一跃至今年的9.9%。上海联合表现较为稳定,票房同比增长6.74%,略低于全国票房平均增幅。

图表10: 2016-2018院线票房前十名

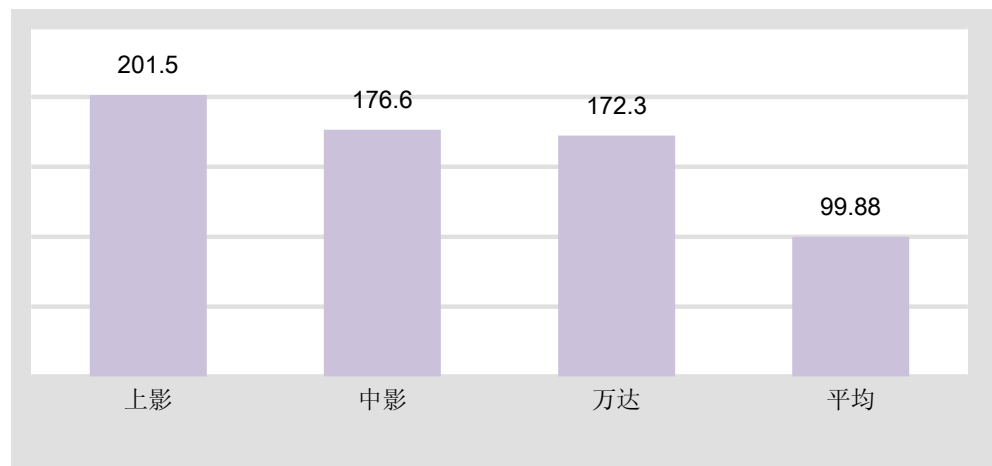
排名	院线	2018		2017		2016	
		票房收入(亿)	市场份额	票房收入(亿)	市场份额	票房收入(亿)	市场份额
1	万达院线	76.82	13.59%	68.41	12.24%	60.88	13.32%
2	大地院线	55.82	9.87%	44.95	8.04%	36.69	8.03%
3	上海联合	44.97	7.95%	42.13	7.54%	35.69	7.81%
4	中影南方	42.1	7.45%	38.2	6.83%	34.49	7.55%
5	中影数字	41.17	7.28%	37.99	6.80%	32.36	7.08%
6	中影星美	36.35	6.43%	37.36	6.68%	29.5	6.45%
7	广州金逸	27.72	4.90%	28.18	5.04%	27.68	6.06%
8	横店影视	24.58	4.35%	22.72	4.06%	20.71	4.53%
9	华夏联合	19.69	3.48%	17.68	3.16%	14.53	3.18%
10	幸福蓝海	19.41	3.43%	16.87	3.02%	14.44	3.16%

资料来源: 搜狐网、联讯证券研究所

根据公开信息整理,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。上影及中影主要布局一二三线城市,而的万达是在全国布局。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,各自展现出自身水平和经营效率。



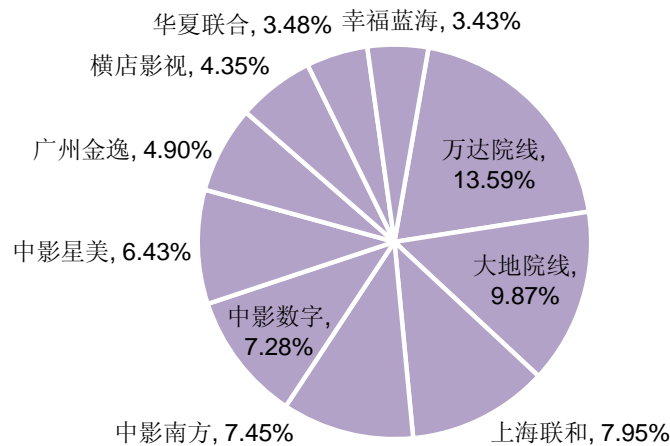
图表11： 2018 年单银幕产出排名



资料来源： 搜狐网、联讯证券研究所

TOP5 的院线中，排在第四和第五位的中影南方以及中影数字与排在第三位的上海联合市占率较为接近，市占率随时可能会超过上海联合。但是，这仅仅反映了两家公司的扩张战略，在单银幕产出这一重要指标的落后使得中影南方和中影数字在经营效率上无法超越上海联合。

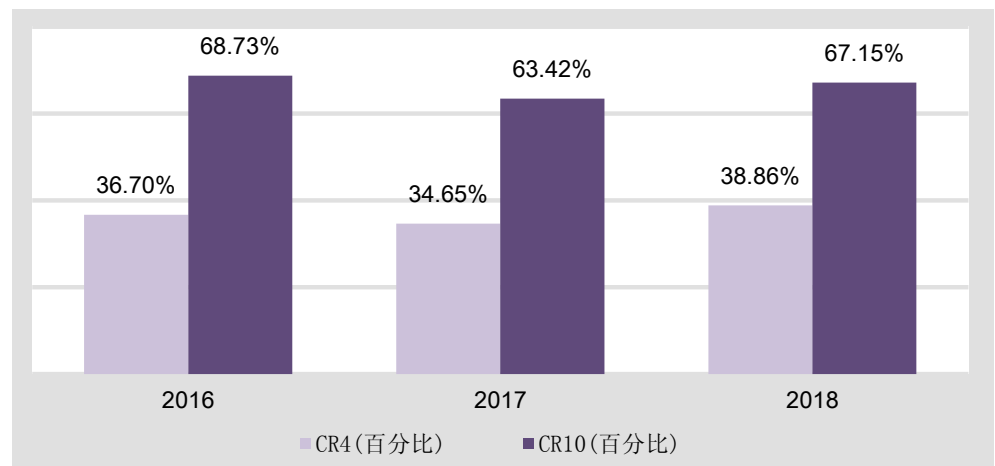
图表12： 2018Top10 院线市占率



资料来源： 搜狐网、联讯证券研究所

2016-2018 年，院线 CR4 在 35%-40%之间，而 CR10 在 65%左右，呈低集中寡占，可见院线竞争激烈。龙头万达院线市占率最高，达到 13.6%。其余院线均未超过 10%。TOP10 中的中影星美、广州金逸、横店影视等市占率不到龙头的一半，行业整体呈现金字塔形。

图表13： 2016-2018 年 CR4 和 CR10



资料来源：搜狐网、联讯证券研究所

图表 14：院线行业金字塔



资料来源：联讯证券研究所

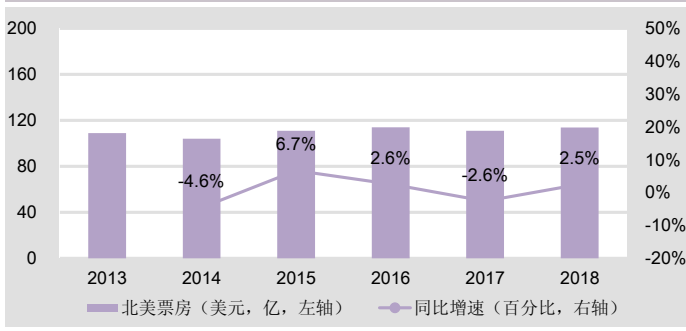
（四）中国和北美电影市场对比

北美电影票房在全球电影总票房中的占比很高，维持在 30%左右。虽然近年来北美电影票房收入在全球总票房收入中的占比有所下降，从 2011 年的 31.3%降至 2017 年的 27.3%，但从总体贡献度上看，北美依然是全球最大的电影市场。不过北美电影市场作为最为成熟的电影市场，行业已经已达到饱和状态，每年的电影票房在 110-115 亿美元之间，从 2013 年-2018 年的年均复合增长率为 0.7%。

与此相对的中国的电影市场仍有较大的发展空间，票房能够实现高速增长。虽然近两年票房增速疲软，但 2018 年最低 8.6%的增速仍高于北美市场的 2.5%。中国票房从 2013 年-2018 年的年均复合增长率为 18.6%。

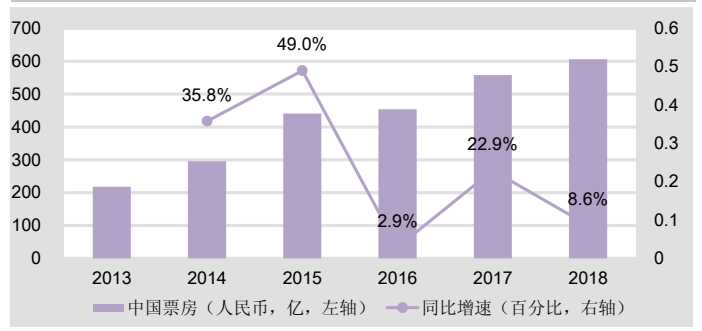


图表15: 2013-2018 年北美电影票房及 YOY



资料来源: 公开数据整理、联讯证券研究院

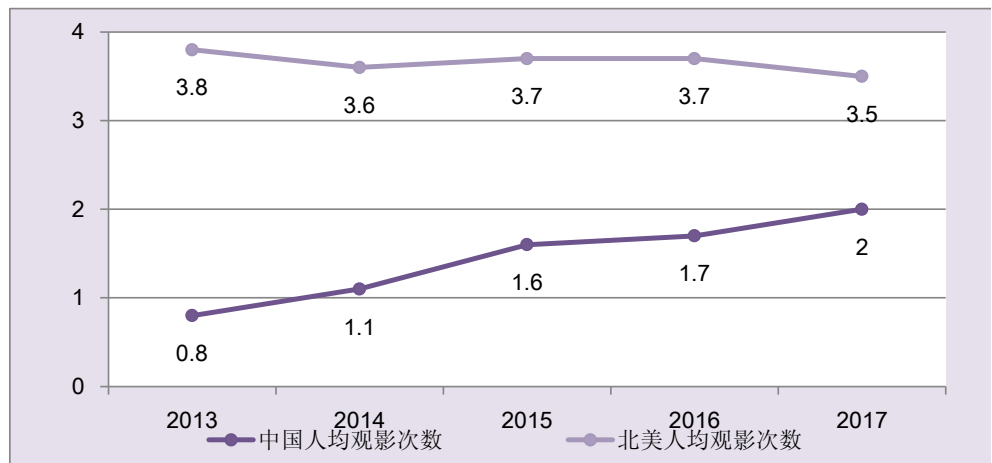
图表16: 2013-2018 年中国电影票房及 YOY



资料来源: 艺恩、联讯证券研究院

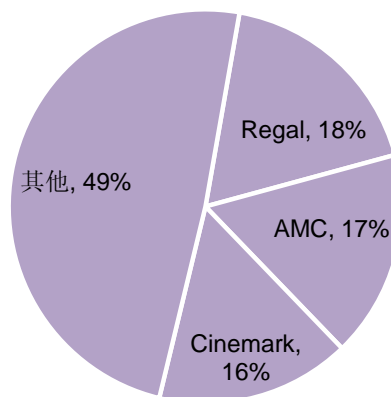
从观影人次来看, 中国和北美地区的市场的人均观影人次存在较大差距。北美地区人均观影次数稳定在 3.5 次-3.8 次之间, 而中国的人均观影次数逐年上升, 2017 年达到 2 次, 且从趋势来看, 中国电影票房会继续上升。因此可以预计中国电影市场仍然具有强大的上升空间。

图表17: 2013-2017 年中国和北美人均观影次数



资料来源: 公开数据整理、联讯证券

图表18: 北美院线市场份额

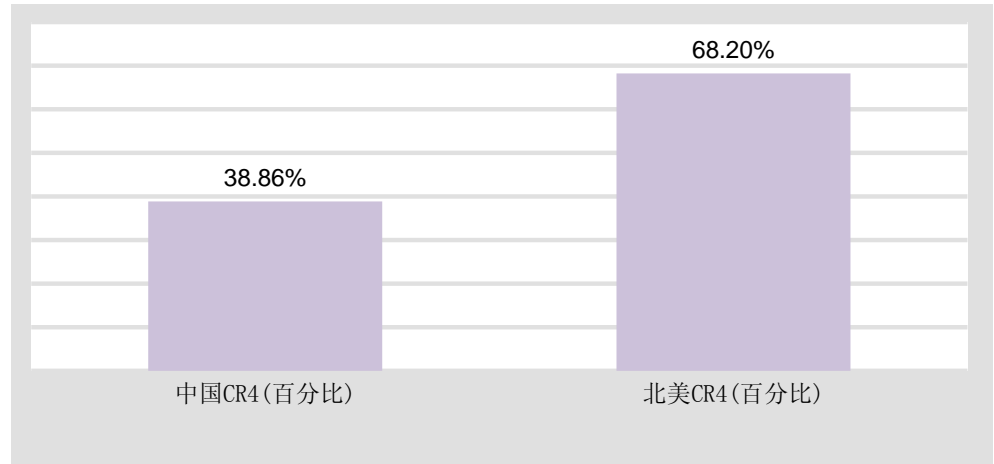


资料来源: 公开数据整理、联讯证券



从市场结构上看,中国的院线分布相对较为分散,而北美的院线主要由 Regal、AMC 以及 Cinemark 三大院线控制,CR3 达到 51%。作为全球电影市场的标杆,我们可以猜测,中国院线的 TOP3 仍然具有进一步增加市占率的可能性,形成规模效应。

图表19: 北美和中国院线的 CR4



资料来源: 公开资料整理, 联讯证券研究院

三、上海电影——地域领导者地位巩固

(一) 公司简介

图表20: 董事及高级管理人员

姓名	职务	任职日期	个人简历
任仲伦	董事长 董事	2015/8/13	中国国籍, 1955年出生, 无境外永久居留权, 上海交通大学工商管理专业硕士学位, 教授, 历任上海师范大学中文系教师, 党支部书记, 副主任, 教授, 文汇报社《文汇报》负责人, 中共上海市委宣传部文艺处处长, 副局长巡视员, 上海市作家协会党组书记(主持工作), 副主席. 2003年起任上海文化广播影视集团副总裁, 上海电影(集团)公司/上海电影(集团)有限公司党委书记, 董事长. 自2006年2月起担任上海东方影视发行有限责任公司董事长, 2012年7月起任本公司董事长.
马伟根	副董事长 董事	2015/8/13	中国国籍, 1963年出生, 无境外永久居留权, 上海师范大学中国语言文学专业学士学位, 讲师, 历任上海师范大学中文系分团委书记, 学生党支部书记, 上海市教育党委组织处主任科员, 上海市教育党委统战部主任科员, 上海市作家协会办公室副主任, 上海电影(集团)有限公司办公室副主任兼东方电影频道党总支书记. 2007年起任上海电影(集团)有限公司党群工作部主任兼离休办主任, 期间曾在上海对口支援都江堰灾后重建指挥部工作. 2018年4月起任上海电影(集团)有限公司党委副书记, 副总裁. 2012年7月至2015年8月任本公司监事. 自2012年7月起任本公司党委书记, 2015年8月起任本公司副董事长.
许为群	董事	2015/8/13	中国国籍, 1967年出生, 无境外永久居留权, 大专学历, 会计师, 注册资产评估师. 历任新联纺进出口公司, 经昌色织厂, 达新染织总厂会计, 橡胶制品四厂会计主管, 大诚会计师事务所审计员, 上海财瑞资产评估有限公司评估部项目经理, 上海东洲资产评估有限公司市场部副总经理. 2015年1月起任上海精文投资有限公司资产部主任, 2017年7月起任精文投资首席风控官, 资产部主任. 自2015年3月起任本公司董事.
陈果	董事	2018/7/26	中国国籍, 1980年出生, 无境外永久居留权, 上海交通大学工商管理学硕士. 历任上海市金山区广播电视台新闻记者, 上海美亚宽频在线有限公司编导, 上海永乐文化传播有限公司编导, 上海电影(集团)有限公司东方电影频道总编室助理, 上海联和电影院线有限责任公司总经理. 2012年7月至2018年1月任本公司副总经理. 自2018年1月起任本公司总经理.
戴运	董事 董事会秘书	2018/7/26	中国国籍, 1982年出生, 无境外永久居留权, 英国牛津布鲁克斯大学理学硕士. 曾就职于英国普瑞克投资集团金融财务部, 日本瑞穗证券株式会社上海代表处, 申银万国证券研究所, 申银万国证券股份有限公司投资银行部. 自2014年2月起任本公司投资总监. 自2018年1月起任本公司副总经理, 2018年3月起任本公司董事会秘书.
王艳	董事	2018/7/26	中国国籍, 1976年出生, 无境外永久居留权, 上海大学国际商学院会计系本科学历, 中级会计师. 历任嘉里建设管理(上海)有限公司会计主任, 上海永华影城有限公司财务经理, 上海上影依普亚影城开发管理有限公司财务总监. 2012年9月至2018年2月任本公司计划财务部副总监. 2012年7月至2018年2月任本公司职工监事. 2018年3月起任上海电影(集团)有限公司计划财务部副主任.
王蕊	财务总监	2014/9/1	中国国籍, 1973年出生, 无境外永久居留权, 英国牛津布鲁克斯大学工商管理硕士学位, 英国特许公认会计师(ACCA). 历任上海张江(集团)有限公司信息产业办公室项目经理, 英国伦敦Butler&Co会计师事务所高级审计师, 上海复旦张江生物医药股份有限公司财务总监, 董事会秘书, 金盟集团财务总监. 自2012年9月起任本公司财务总监.

资料来源: wind, 联讯证券研究院



公司于 2016 年在上海证券交易所主板上市交易，公司的主营业务是电影发行及放映业务，具体包括电影发行和版权销售、院线经营以及影院投资、开发和经营业务。公司是行业内少数形成“专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营”的完整电影发行放映产业链的公司，在电影发行及放映业务的各个领域均具有领先的市场地位。公司下属的联和院线为全国票房排名第二位的院线。公司将继续以建设“全球影业最具影响力的现代企业”为愿景，将公司打造成为市场占有率领先、综合竞争力强的标杆企业。

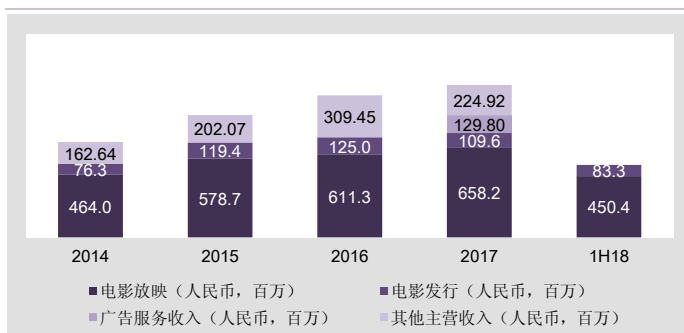
图表21：前十大股东（截止 2018 年三季报）

姓名	职务	任职日期	个人简历
任仲伦	董事长 董事	2015/8/13	中国国籍，1955年出生，无境外永久居留权，上海交通大学工商管理专业硕士学位，教授。历任上海师范大学中文系教师，党支部书记，副主任，教授，文汇报社《文汇报影时报》负责人，中共上海市委宣传部文艺处处长，副局长巡视员，上海市作家协会党组书记（主持工作），副主席。2003年起任上海文化广播影视集团副总裁，上海电影（集团）公司/上海电影（集团）有限公司党委书记，董事长。自2006年2月起担任上海东方影视发行有限责任公司董事长，2012年7月起任本公司董事长。
马伟根	副董事长 董事	2015/8/13	中国国籍，1963年出生，无境外永久居留权，上海师范大学中国语言文学专业学士学位，讲师。历任上海师范大学中文系分团委书记，学生党支部书记，上海市教育党委组织部主任科员，上海市教育党委统战部主任科员，上海市作家协会办公室副主任，上海电影（集团）有限公司办公室副主任兼东方电影频道党总支书记。2007年起任上海电影（集团）有限公司党群工作部主任兼离休办主任，期间曾在上海对口支援都江堰灾后重建指挥部工作。2018年4月起任上海电影（集团）有限公司党委副书记，副总裁。2012年7月至2015年8月任本公司监事。自2012年7月起任本公司党委书记，2015年8月起任本公司副董事长。
许为群	董事	2015/8/13	中国国籍，1967年出生，无境外永久居留权，大专学历，会计师，注册资产评估师。历任新联纺进出口公司，经昌色织厂，达新染织总厂会计，橡胶制品四厂会计主管，大诚会计师事务所审计员，上海瑞瑞资产评估有限公司评估部项目经理，上海东洲资产评估有限公司市场部副总经理。2015年1月起任上海精文投资有限公司资产部主任，2017年7月起任精文投资首席风控官，资产部主任。自2015年3月起任本公司董事。
陈果	董事	2018/7/26	中国国籍，1980年出生，无境外永久居留权，上海交通大学工商管理学硕士。历任上海市金山区广播电视台新闻记者，上海美亚宽频在线有限公司编导，上海永乐文化传播有限公司编导，上海电影（集团）有限公司东方电影频道总编室助理，上海联和电影院线有限责任公司总经理。2012年7月至2018年1月任本公司副总经理。自2018年1月起任本公司总经理。
戴运	董事 董事会秘书	2018/7/26	中国国籍，1982年出生，无境外永久居留权，英国牛津布鲁克斯大学理学硕士。曾就职于英国普瑞克投资集团金融财务部，日本瑞德证券株式会社上海代表处，中银万国证券研究所，中银万国证券股份有限公司投资银行部。自2014年2月起任本公司投资总监。自2018年1月起任本公司副总经理，2018年3月起任本公司董事会秘书。
王艳	董事	2018/7/26	中国国籍，1976年出生，无境外永久居留权，上海大学国际商学院会计系本科学历，中级会计师。历任嘉里建设管理（上海）有限公司会计主任，上海永华影城有限公司财务经理，上海上影依普亚影城开发管理有限公司财务总监。2012年9月至2018年2月任本公司计划财务部副总监。2012年7月至2018年2月任本公司职工监事。2018年3月起任上海电影（集团）有限公司计划财务部副主任。
王蕊	财务总监	2014/9/1	中国国籍，1973年出生，无境外永久居留权，英国牛津布鲁克斯大学工商管理硕士学位，英国特许公认会计师（ACCA）。历任上海张江（集团）有限公司信息产业办公室项目经理，英国伦敦Butler&Co会计师事务所高级审计师，上海复旦张江生物医药股份有限公司财务总监，董事会秘书，金盟集团财务总监。自2012年9月起任本公司财务总监。

资料来源：wind，联讯证券研究院

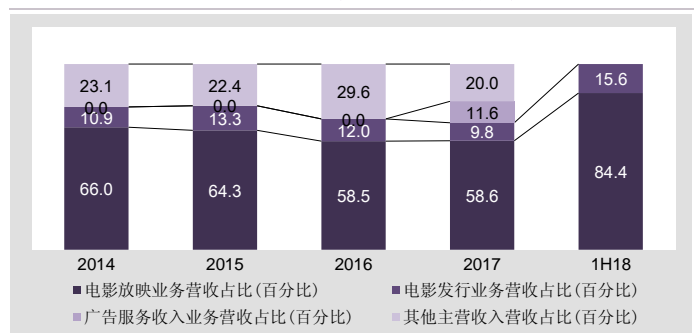
1H18 电影放映收入为 4.5 亿元，占比 84.4%。截止 3Q18，累计净利润 0.98 亿元。

图表22：1H18 电影放映收入为 4.5 亿元



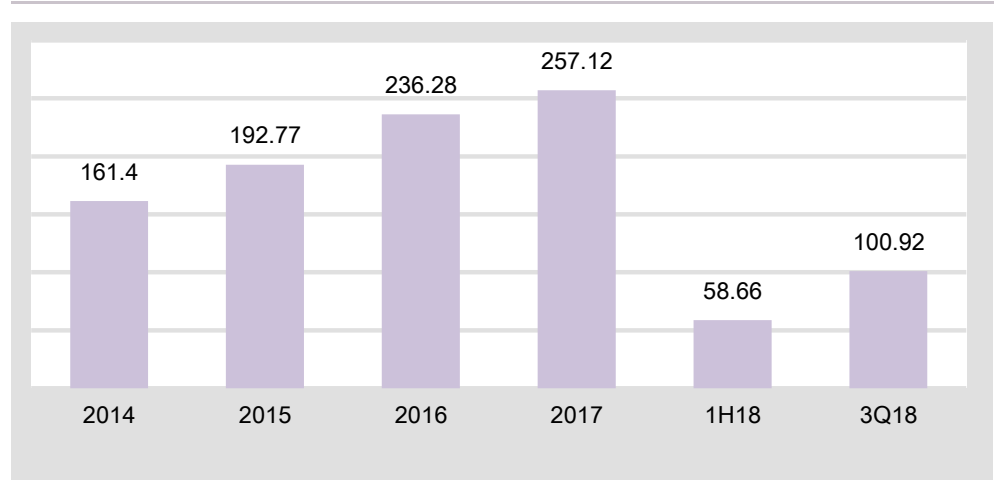
资料来源：公司年报，联讯证券研究院

图表23：1H18 电影放映收入占全部营收的 84.4%



资料来源：公司年报，联讯证券研究院

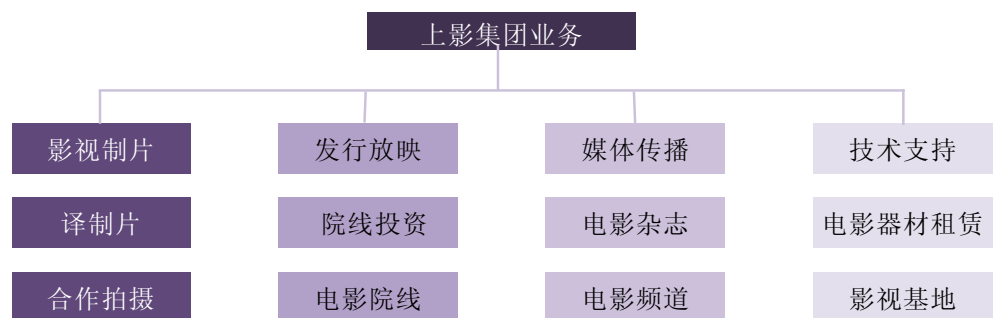
图表24：至 3Q18 累计净利润为 1 亿（单位：百万）



资料来源：公司年报、联讯证券研究院

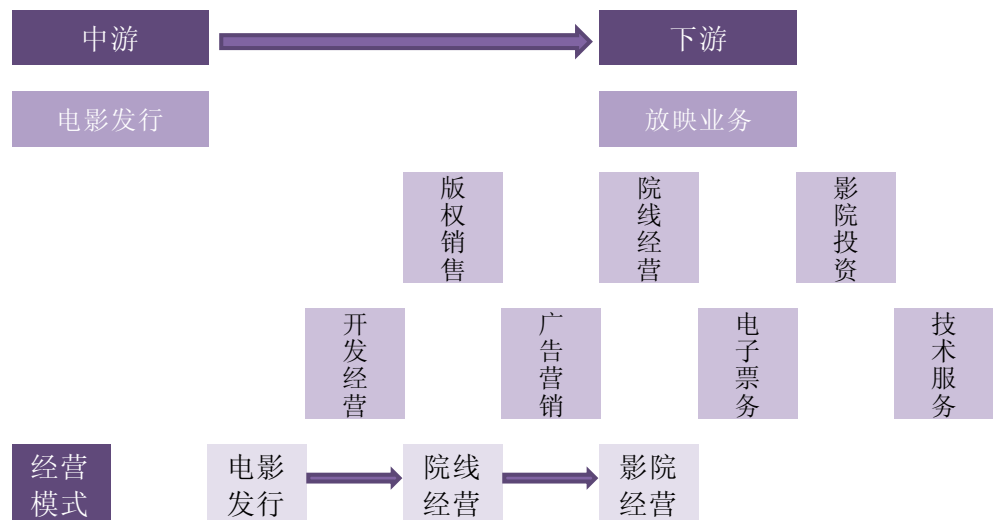
(二) 公司主营业务及商业模式

图表25： 母公司上影集团主营业务



资料来源：联讯证券研究院

图表26： 上海电影主营业务



资料来源：联讯证券研究院

上海电影的主营业务是电影发行及放映业务，具体包括电影发行和版权销售、院线



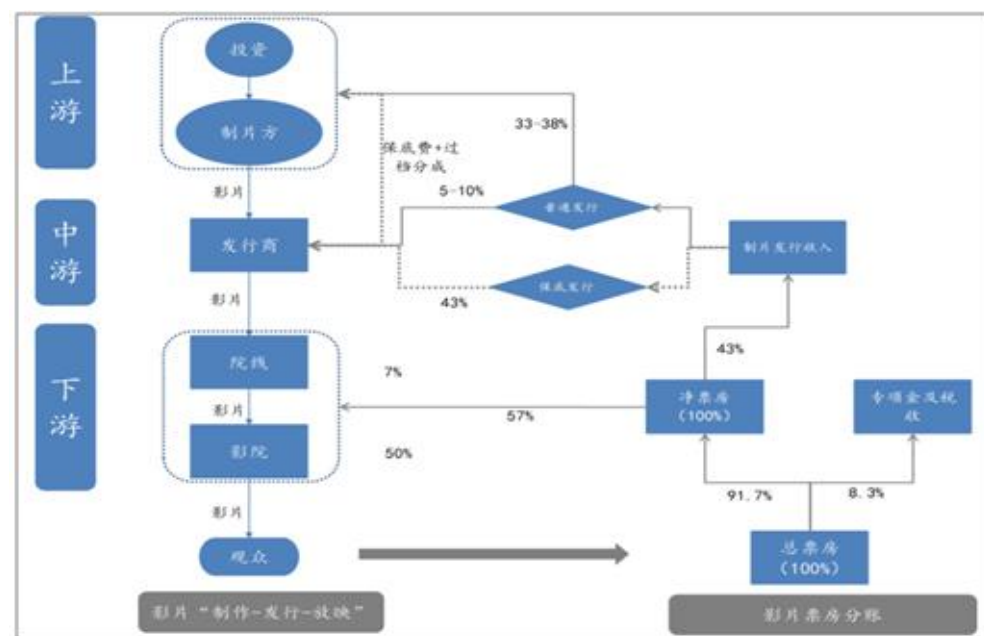
经营以及影院投资、开发和经营业务。经营模式为“专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营”，完成了电影行业中下游一体化。

图表27： 电影行业商业模式概览

	投资者	制片方	发行商	院线	影院
职能	电影投资	电影拍摄, 后期制作	影片发布, 宣传与市场推广	影片区域发行、宣传与市场推广	影片阵地宣传、市场推广
集中度	较高	较高	高	较高	一般
份额	光线传媒, 万达电影占有较大份	光线传媒, 万达电影占有较大份	华夏电影、中国电影和光线传媒占有绝大部分市场份额。	CR4达到38%	
未来趋势		投资主体呈现集中化趋势	投资主体呈现集中化趋势	投资主体呈现集中化趋势	投资主体呈现集中化趋势

资料来源：联讯证券研究院

图表28： 电影行业盈利模式



资料来源：联讯证券研究院

(三) 公司三年营收 CAGR 为 18% 净利润 CAGR 为 12.3%

1、公司三年营收 CAGR 为 9.5% 净利润 CAGR 为 33%

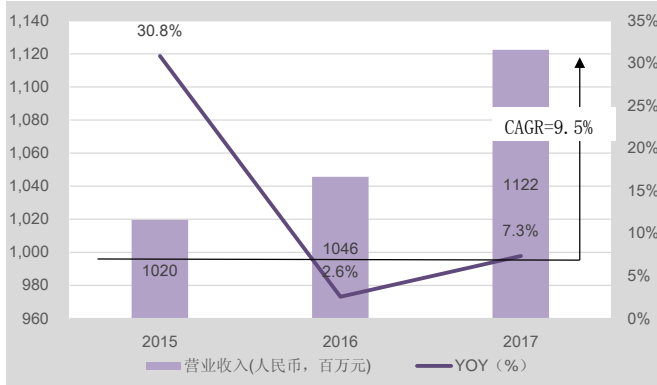
2015-2017 年营业收入分别为 10.20 亿元、10.46 亿元和 11.22 亿元，同比增长率分别为 30.8%、2.6%和 7.3%，CAGR 为 9.5%。2018 年上半年公司营业收入 5.34 亿元，同比上年同期增速为 1.26%。

2015-2017 年归母净利润分别为 1.93 亿、2.36 亿和 2.57 亿，同比增长率分别为



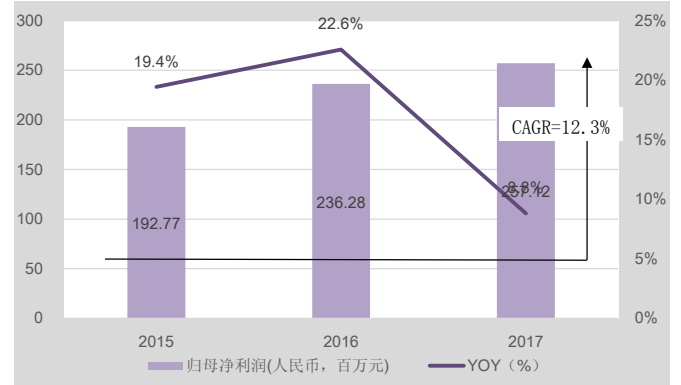
19.4%、22.6%和 8.8%，CAGR 为 12.3%。

图表29: 2015-2017 年公司营收 CAGR 为 9.5%



资料来源: 公司财报, 联讯证券

图表30: 2015-2017 年归母净利润 CAGR 为 12.3%



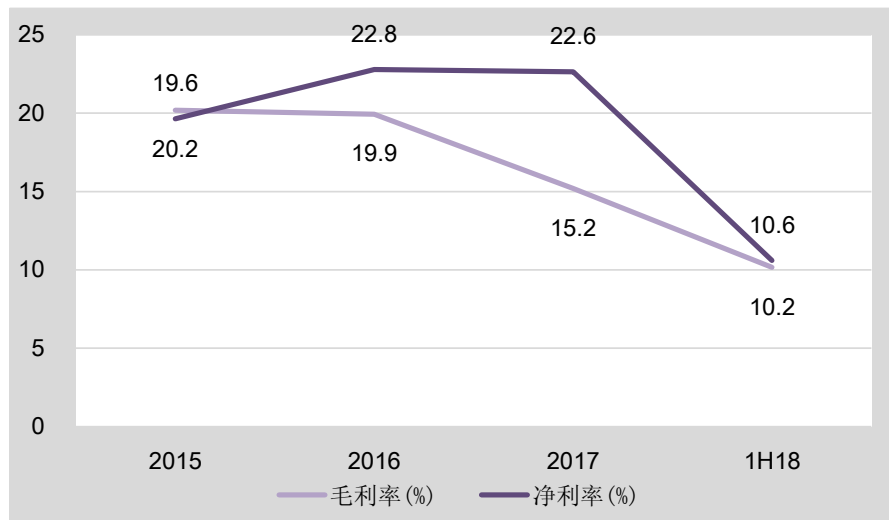
资料来源: 公司财报, 联讯证券

2、平均毛利率逐年下降, 净利率稳定

毛利率方面, 公司 2015-2017 年毛利润分别为 1.82 亿元、2.08 亿元和 1.70 亿元, 对应毛利率分别为 20.2%、22.8%和 22.6%。

净利率方面, 公司 2015-2017 年净利润分别为 2.0 亿元、2.4 亿元和 2.5 亿元, 对应净利率分别为 19.6%、22.8%和 22.6%。

图表31: 平均毛利率逐年下降, 净利率稳定

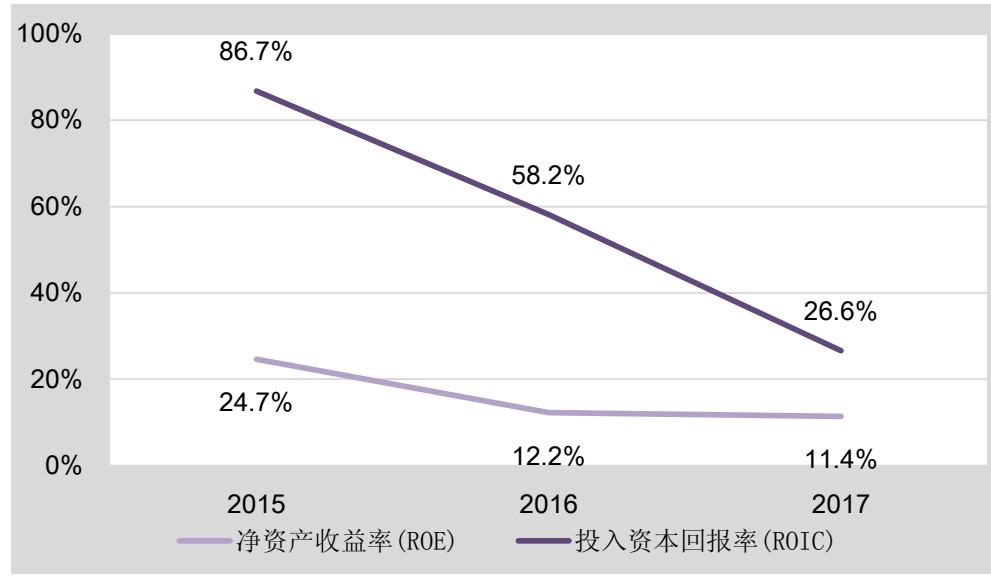


资料来源: 公司公告、联讯证券研究院

3、ROE 与 ROIC 逐年下降

2016-2017 年, 公司上市之后, ROIC 与 ROE 逐年降低。

图表32: 平均毛利率逐年下降, 净利率稳定



资料来源：公司公告、联讯证券研究院



分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，负责传媒互联网领域的研究，之前曾任职于凯基证券和川财证券研究所。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com