

文化传媒行业

票房增速持续回落，行业短期承压

核心观点:

国产片回落显著，进口片表现不俗，低线票房失速下滑。根据艺恩数据显示，2019Q1 实现票房 186 亿元 (YOY-8.0%)，不含服务费票房 172 亿元 (YOY-9.3%)。Q1 共上映 73 部国产片，实现票房 124.5 亿元，同比下滑 17.0%；23 部进口电影，实现票房 61.5 亿元，同比增长 17.6%。进口片票房占比提升 7.2pct 至 33.1%。TOP10 国产片加权平均猫眼评分为 8.94 分 (主要由动画电影和小众剧情片推高)，TOP10 进口片加权平均猫眼评分 8.74 分，同比均有小幅提升，头部电影质量仍在改善。但从电影类型来看，迎合 1~2 线城市人群偏好的科幻类电影票房占比达到 45%，喜剧、爱情等优质电影内容仍然缺乏，3~5 线城市票房下滑幅度均超过 10%。

单银幕产出加速下行，影院关停量预计将进一步提升。根据艺恩数据显示，截至 2019 年 3 月 31 日，全国运营影院数量为 10532 家，同比增长 10.47%，银幕数量为 62513 块，同比增长 13.19%。由于银幕扩张以及票房低迷，2019Q1 单银幕产出为 29.77 万元/块 (YOY-18.68%)，创下一季度历史最大跌幅。行业经营压力增大加速影院关停，我们统计得到 2019 年 1~2 月全国累计关停影院数量合计 86 家 (YOY+65.38%)，关停银幕数量 286 块 (YOY+53.76%)，预计全年关停率将同比提升 1~2pct，净银幕增速回落至个位数水平。

头部影投扩张速度显著放缓，新院线牌照或加剧短期竞争。影投方面，Q1 前 15 的影投公司合计新建 56 家影城 (YOY-38.46%)，由于长尾扩张较快，影投票房 CR10 下降 1.45pct 至 38.87%。院线层面，博纳影投获得院线牌照，第二梯队院线品牌竞争或将加剧，我们按照最新的院线组建要求筛选得到符合条件的 7 家影投公司，其 2018 年票房合计 43.25 亿元，占全国总票房的 7.65%，若其获得院线牌照，一方面会减少头部院线 (万达院线、中影系和联合院线) 的加盟收入，另一方面将加剧第二、三梯队院线竞争。

投资建议: 票房增速的短期不确定性放大，单银幕产出下滑趋势尚未扭转，院线基本面仍处于底部，但国内电影产业的长期投资逻辑未破坏：2018 年新建银幕增速拐点已经出现，净新增银幕增速预计在 2019 年回落至个位数，渠道扩张压力正在放缓，而低线城市观影频次仍有较大提升空间。建议关注两条选股线路：1) 短期来看，优质进口片的持续迭代将成为今年影市主基调，具备进口片发行资质和特效厅覆盖率高的院线有望受益，如中国电影，万达电影。2) 长期来看，a、账面现金和项目储备充沛支撑其在“后渠道扩张时代”持续提升市占率 (自主扩张+完成收购)；b、持续采取低线扩张战略，率先占据未来票房增长基点的公司，如万达电影、横店影视。

风险提示: 政策补贴退坡；内容监管趋严；票房增速不及预期。

行业评级

买入

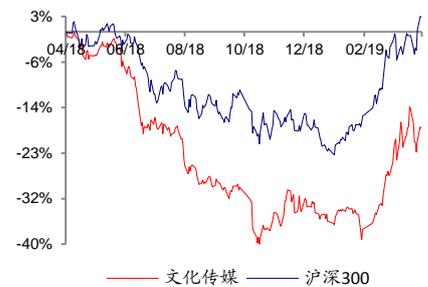
前次评级

买入

报告日期

2019-04-03

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究:

横店影视 (603103.SH): 低线扩张战略持续推进，短期业绩承压 2019-03-12

文化传媒行业:《国家职业教育改革实施方案》发布，民办职业教育有望受益 2019-02-14

文化传媒行业:《鼓励外商投资产业目录(征求意见稿)》发布，民办教育领域外商投资释放积极信号 2019-02-11

联系人: 吴桐 021-60759783

wutong@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表（多家公司 2018 年实际净利润数据已披露，如注释所示）

| 股票简称 | 股票代码 | 评级 | 货币 | 股价 | 合理价值 | EPS(元) | | PE(x) | | EV/EBITDA(x) | | ROE(%) | |
|------|-----------|----|-----|----------|-------|--------|--------|--------|-------|--------------|-------|---------|-------|
| | | | | 2019/4/2 | (元/股) | 2018E | 2019E | 2018E | 2019E | 2018E | 2019E | 2018E | 2019E |
| 光线传媒 | 300251.SZ | 买入 | 人民币 | 8.94 | - | 0.48 | 0.37 | 10.05 | 23.41 | 34.1 | 25.4 | 16.46 | 11.00 |
| 横店影视 | 603103.SH | 增持 | 人民币 | 25.3 | 27.38 | 0.71 | 0.72 | 35.74 | 35.14 | 18.4 | 19.0 | 14.60 | 13.00 |
| 芒果超媒 | 300413.SZ | 买入 | 人民币 | 45.66 | 45.5 | 0.90 | 1.20 | 50.60 | 38.09 | 14.0 | 8.9 | 16.40 | 18.20 |
| 视觉中国 | 000681.SZ | 买入 | 人民币 | 27.3 | 30.8 | 0.55 | 0.72 | 49.55 | 37.92 | 41.8 | 31.6 | 13.00 | 15.00 |
| 平治信息 | 300571.SZ | 买入 | 人民币 | 61.3 | - | 1.80 | 2.30 | 33.97 | 26.65 | 20.3 | 15.5 | 49.89 | 36.50 |
| 万达电影 | 002739.SZ | 买入 | 人民币 | 22.05 | - | 0.73 | 0.92 | 30.05 | 23.97 | 16.5 | 14.0 | 10.63 | 11.00 |
| 完美世界 | 002624.SZ | 买入 | 人民币 | 30.7 | 34.32 | 1.30 | 1.56 | 23.71 | 19.73 | 20.39 | 14.59 | 20.37 | 17.50 |
| 吉比特 | 603444.SH | 买入 | 人民币 | 205.83 | 198 | 9.59 | 11.04 | 21.47 | 18.65 | 14.71 | 11.57 | 23.08 | 21.04 |
| 三垒股份 | 002621.SZ | 增持 | 人民币 | 24.57 | - | 0.09 | 0.47 | 279.20 | 51.93 | 177.81 | 26.29 | 2.45 | 11.98 |
| 科斯伍德 | 300192.SZ | 买入 | 人民币 | 11.33 | - | 0.31 | 0.50 | 36.24 | 22.47 | 20.01 | 11.32 | 10.19 | 13.12 |
| 分众传媒 | 002027.SZ | 买入 | 人民币 | 6.60 | - | 0.40 | 0.46 | 16.62 | 14.23 | 13.36 | 10.79 | 46.61 | 19.43 |
| 新经典 | 603096.SH | 买入 | 人民币 | 61.87 | 68.49 | 1.83 | 2.28 | 33.76 | 27.14 | 23.8 | 18.8 | 14.20 | 16.2 |
| 中南传媒 | 601098.SH | 增持 | 人民币 | 13 | - | 0.69 | 0.7 | 18.86 | 18.57 | 6.7 | 5.4 | 9.30 | 8.00 |
| 美团点评 | 03690.HK | 买入 | 港元 | 51.75 | 62.4 | -1.92 | -0.76 | - | - | - | - | -135.70 | -6.70 |
| 爱奇艺 | IQ.O | 买入 | 美元 | 24.79 | 30.52 | -12.59 | -10.98 | - | - | - | - | -50 | -78 |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：1) 光线传媒、芒果超媒、万达电影、完美世界、三垒股份、科斯伍德、分众传媒、中南传媒等 2018 年净利润为实际公布值

2) 美团点评 2019 年预计亏损，2019~2021 年参考 PS 估值分别为 2.6x、2.0x 和 1.7x

3) 爱奇艺 2019 年预计亏损，2019~2021 年参考 PS 估值分别为 3.8x、3.1x 和 2.6x

目录索引

| | |
|--|----|
| 一、内容端：国产电影票房同比下滑 17%，《流浪地球》创下最高春节档票房纪录 | 6 |
| 1.1 票房增速呈“倒 V 型”，《流浪地球》票房位居历史第二 | 6 |
| 1.2 科幻题材占比提升：一线票房领跑，低线票房失速下滑 | 8 |
| 1.3 前瞻：《复仇者联盟 4》、《雷霆沙赞！》等硬核进口片压阵，叠加多元国产片加持，Q2 票房增速有望回暖 | 10 |
| 二、渠道端：春节档迎来银幕投建高峰，票房增速下滑带动新建速度快速回落 | 12 |
| 2.1 头部影投扩张速度显著放缓，新院线牌照或加剧短期竞争 | 13 |
| 2.2 单银幕产出加速下行，影院关停量预计将进一步提升 | 16 |
| 三、电影产业链整体业绩下滑，短期探底仍将持续，关注单银幕产出拐点和各家片单 ... | 19 |
| 3.1 横店影视：低线扩张战略持续推进，短期业绩承压 | 20 |
| 3.2 万达电影：资产重组过会，泛文娱产业链即将起航 | 21 |
| 3.3 电影院线上市公司 2019 年参与片单情况 | 25 |

图表索引

| | |
|---|----|
| 图 1: 单季电影票房 (亿元) 和同比增速 (%) | 6 |
| 图 2: 2016~2019 年月度票房走势图 (亿元, 不含服务费) | 6 |
| 图 3: 2005~2019Q1 国产片和进口片票房及国产片占比 (%) | 7 |
| 图 4: TOP10 国产片和进口片的猫眼加权平均分 | 8 |
| 图 5: 各类型影片在 1~5 线城市的票房占比情况 | 9 |
| 图 6: 各线城市 2019Q1 票房 (亿元) 和同比增速 | 9 |
| 图 7: 各线城市 2019Q1 观影人次和同比增速 | 9 |
| 图 8: 全国总体影院数量 (家) 和同比增速 (%) | 12 |
| 图 9: 全国总体银幕数量 (块) 和同比增速 (%) | 12 |
| 图 10: 2017~2019 年第一季度季度累计新建银幕数量 (块) | 12 |
| 图 11: 2018 和 2019Q1 各线城市新建银幕 (块) 和同比增速 (%) | 13 |
| 图 12: 2018 和 2019 年 1~2 月影院关停数量 (家) | 13 |
| 图 13: TOP15 的影投公司在 2019 和 2018Q1 新建影院对比 (家) | 14 |
| 图 14: 影投公司票房集中度 (%) | 14 |
| 图 15: 单银幕产出 (万元/块) 和同比增速 (%) | 16 |
| 图 16: 2019Q1 分城线单银幕产出 (万元/块) 和同比增速 (%) | 16 |
| 图 17: 一线城市银幕数量 (块) 和单银幕产出变化走势 (万元/块) | 17 |
| 图 18: 二线城市银幕数量 (块) 和单银幕产出变化走势 (万元/块) | 17 |
| 图 19: 三线城市银幕数量 (块) 和单银幕产出变化走势 (万元/块) | 17 |
| 图 20: 四线城市银幕数量 (块) 和单银幕产出变化走势 (万元/块) | 17 |
| 图 21: 票房驱动因子拆解 (%) | 18 |
| 图 22: 横店影视的营业收入 (亿元) 和同比增速 (%) | 20 |
| 图 23: 横店影视的归母净利润 (亿元) 和同比增速 (%) | 20 |
| 图 24: 横店影视的营业收入 (亿元) 和同比增速 (%) | 21 |
| 图 25: 横店影视的归母净利润 (亿元) 和同比增速 (%) | 21 |
| 图 26: 万达电影的单银幕产出 (万元/块, TTM) | 22 |
| 图 27: 万达电影 (影投) 在 1~5 线城市票房市占率变动 (%) | 22 |
| 图 28: 万达电影人均广告收入和人均卖品收入情况 (元/人) | 23 |
| 图 29: 资产重组后万达电影的整体业务布局 | 23 |
| 图 30: 三家标的公司营收 (亿元) 和同比增速 (%) | 24 |
| 图 31: 三家标的公司净利润 (亿元) 和同比增速 (%) | 24 |
| 图 32: 传媒行业总体, 电影院线和影视制作的 PE-TTM 估值情况 | 28 |

表 1: 2019 和 2018 年第一季度 TOP15 电影类型、区间票房贡献、观影人次和评分情况..... 8

表 2: 2019 年 4~6 月想看人数超过 1 万人电影定档情况 (更新日期: 2019 年 3 月

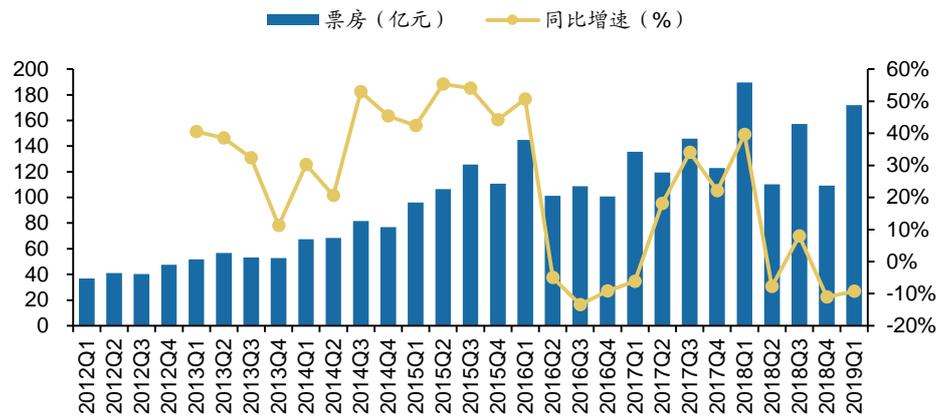
| | |
|--|----|
| 31 日，按照想看人数排序) | 10 |
| 表 3: TOP10 院线票房和集中度 (亿元, %, 不含服务费) | 15 |
| 表 4: 满足组建院线条件且与目前上市院线公司的股权关系比例低于 30% 的影投公司情况 | 15 |
| 表 5: 电影院线行业重要个股的财务情况和盈利预测 | 19 |
| 表 6: 新媒诚品签署投资协议的电视剧情况 | 24 |
| 表 7: 电影院线上市公司参与片单一览 (注: 统计时间: 2019 年 3 月 31 日) .. | 25 |
| 表 8: 电影院线行业重要个股的财务情况和盈利预测 | 28 |

一、内容端：国产电影票房同比下滑 17%，《流浪地球》创下最高春节档票房纪录

1.1 票房增速呈“倒V型”，《流浪地球》票房位居历史第二

根据艺恩数据显示，2019年1~3月累计实现票房186.09亿元（YOY-8.0%），不含服务费票房171.89亿元（YOY-9.3%）。

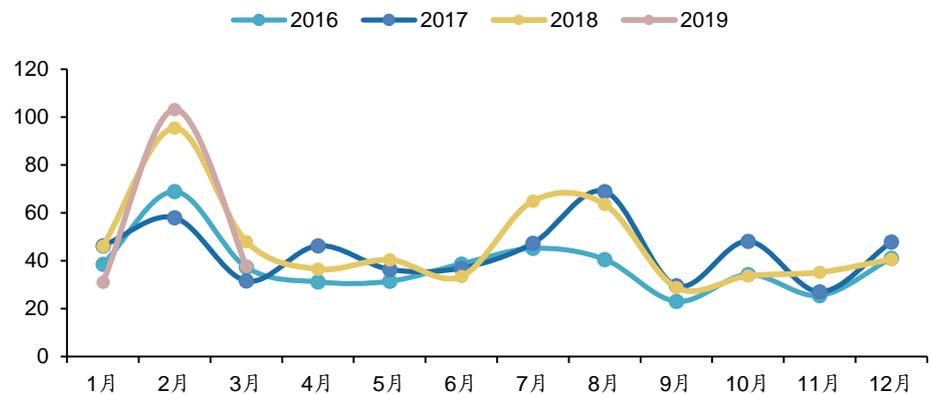
图1：单季电影票房（亿元）和同比增速（%）



资料来源：艺恩数据，广发证券发展研究中心

月度增速呈“倒V型”。1月优质内容匮乏，单月实现票房33.67亿元（YOY-32.0%），不含服务费票房31.02亿元（YOY-32.7%）。《大黄蜂》、《白蛇缘起》等电影累计贡献票房24.35亿元，头部影片票房下滑30.4%。2018年同期影市优质电影内容包括《前任3：再见前任》、《无问西东》、《神秘巨星》、《勇敢者游戏：决战丛林》和《星球大战：最后的绝地武士》，累计贡献票房35亿元。

图2：2016~2019年月度票房走势图（亿元，不含服务费）



资料来源：艺恩数据，广发证券发展研究中心

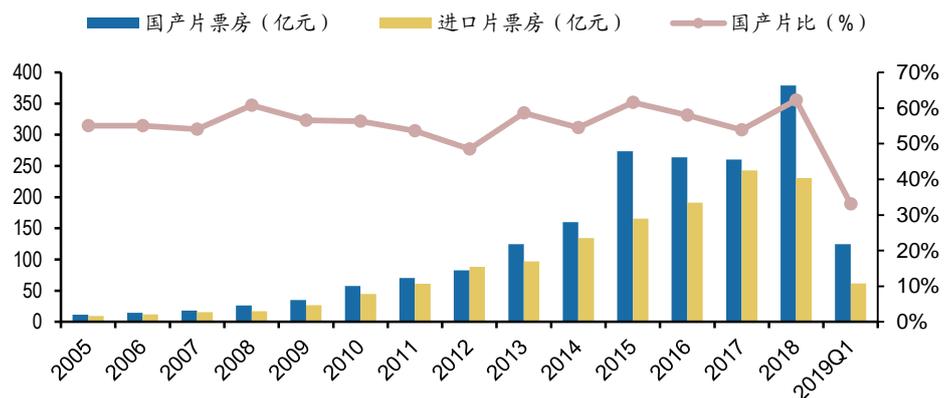
2月春节档推动票房增长，单月实现票房111.07亿元（YOY+9.46%），不含服务费

票房103.18亿元 (YOY+8.17%)。伴随《疯狂外星人》、《流浪地球》、《飞驰人生》和《熊出没原始时代》等大制作电影上线,2019年春节档(除夕到初六)实现票房58.07亿元 (YOY+0.64%),不含服务费票房54.1亿元 (YOY-0.92%)。其中,国内首部高质量硬核科幻电影《流浪地球》票房表现亮眼,截至2019年3月31日,累计票房46.5亿元,创下春节档电影票房历史新高。

3月进口片表现不俗,但单月实现票房41.34亿元(YOY-19.27%),不含服务费票房37.71亿元 (YOY-21.44%)。《惊奇队长》、《绿皮书》、《驯龙高手3》和《阿丽塔:战斗天使》等进口片贡献票房约34.22亿元,占全月票房的82.8%。票房同比下滑主要受春节档电影上映时间影响,去年包括《红海行动》、《唐人街探案2》等在内的2月中旬上映影片递延至3月份贡献票房16.17亿。

国产电影票房回落,进口片表现亮眼。我们将2019和2018第一季度TOP15的电影按照类型、猫眼评分和国产进口进行划分,如表1所示。从电影制作地划分来看,2019Q1共上映73部国产电影,实现票房为124.5亿元,同比下滑17.0%;23部进口电影,实现票房61.5亿元,同比增长17.6%,占总票房比重提升7.2pct至33.1%。

图3: 2005~2019Q1国产片和进口片票房及国产片占比 (%)

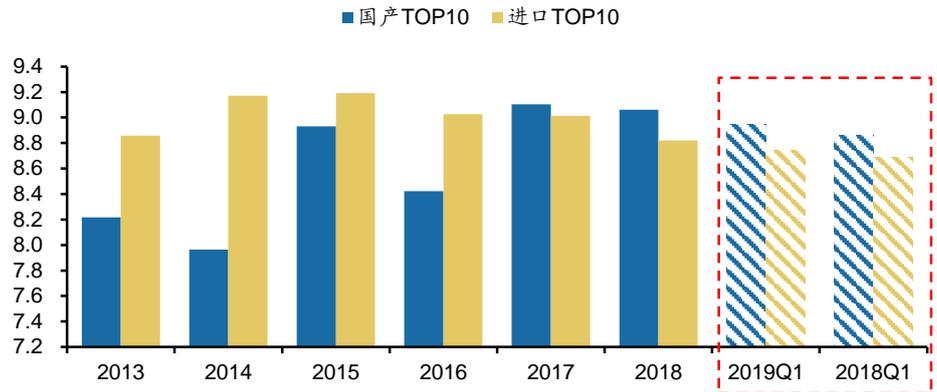


资料来源: 艺恩数据, 广发证券发展研究中心

总体电影质量持续改善,动画电影和小众剧情片推高国产片评分。2019Q1票房排名前十国产影片包括动画电影《白蛇:缘起》(4.49亿元,9.3分),《熊出没·原始时代》(7.14亿元,9.1分),小众剧情片《老师·好》(2.19亿元,9.1分)、《“大”人物》(3.80亿元,9.4分),推高TOP10国产片票房加权平均猫眼评分至8.94分,同比提高0.09分。由于动画电影、小众剧情片的受众面相对较窄,难以起量,最终呈现出电影市场“叫好不叫座”的现象。

排名前十进口片的票房加权平均分为8.74分,相比同期高出0.05分,主要受益于《阿丽塔:战斗天使》、《绿皮书》、《驯龙高手3》等,这三部影片评分均超过9分。按照豆瓣评分验算, TOP10国产电影加权平均分为7.14分,同比提升0.69分, TOP10进口电影的加权平均分为7.02分,同比下降0.2分。

图4: TOP10国产片和进口片的猫眼加权平均分



资料来源: 猫眼 APP 专业版, 广发证券发展研究中心

表 1: 2019 和 2018 年第一季度 TOP15 电影类型、区间票房贡献、观影人次和评分情况

| 2019Q1 | | | | | 2018Q1 | | | | |
|------------|-------|------|-----------|-----------|--------------|-------|------|-----------|-----------|
| 电影名称 | 影片类型 | 猫眼评分 | 区间票房 (亿元) | 观影人次 (亿人) | 电影名称 | 影片类型 | 猫眼评分 | 区间票房 (亿元) | 观影人次 (亿人) |
| 流浪地球 | 科幻/冒险 | 9.3 | 46.47 | 1.04 | 红海行动 | 剧情/动作 | 9.4 | 35.99 | 0.91 |
| 疯狂的外星人 | 剧情/喜剧 | 8.5 | 22.02 | 0.52 | 唐人街探案 2 | 喜剧/动作 | 9.0 | 33.92 | 0.88 |
| 飞驰人生 | 喜剧/动作 | 8.8 | 17.16 | 0.41 | 捉妖记 2 | 喜剧/奇幻 | 8.1 | 22.37 | 0.58 |
| 大黄蜂 | 动作/冒险 | 9.1 | 11.48 | 0.32 | 前任 3: 再见前任 | 喜剧/爱情 | 9.2 | 16.47 | 0.47 |
| 惊奇队长 | 科幻/冒险 | 8.7 | 10.13 | 0.27 | 无问西东 | 爱情/战争 | 8.6 | 7.54 | 0.24 |
| 比悲伤更悲伤的故事 | 剧情/爱情 | 8.0 | 9.00 | 0.29 | 神秘巨星 | 剧情/喜剧 | 9.3 | 7.47 | 0.25 |
| 阿丽塔: 战斗天使 | 科幻/冒险 | 9.0 | 8.93 | 0.24 | 西游记女儿国 | 喜剧/爱情 | 7.9 | 7.27 | 0.18 |
| 熊出没·原始时代 | 冒险/动画 | 9.1 | 7.14 | 0.18 | 黑豹 | 科幻/动作 | 8.4 | 6.61 | 0.18 |
| 新喜剧之王 | 剧情/喜剧 | 8.0 | 6.24 | 0.15 | 熊出没·变形计 | 喜剧/动画 | 9.1 | 6.03 | 0.17 |
| 绿皮书 | 剧情/喜剧 | 9.5 | 4.70 | 0.14 | 环太平洋: 雷霆再起 | 科幻/冒险 | 8.1 | 5.49 | 0.15 |
| 白蛇: 缘起 | 爱情/动画 | 9.3 | 4.49 | 0.13 | 勇敢者游戏: 绝战丛林 | 动作/冒险 | 8.6 | 4.92 | 0.14 |
| “大”人物 | 动作/犯罪 | 9.1 | 3.80 | 0.10 | 古墓丽影: 源起之战 | 动作/冒险 | 8.3 | 4.86 | 0.14 |
| 来电狂响 | 剧情/喜剧 | 8.6 | 3.67 | 0.10 | 厉害了, 我的国 | 纪录片 | 9.6 | 4.4 | 0.14 |
| 驯龙高手 3 | 动画/动作 | 9.1 | 3.64 | 0.10 | 移动迷宫 3: 死亡解药 | 动作/惊悚 | 8.0 | 3.15 | 0.09 |
| 死侍 2: 我爱我家 | 喜剧/动作 | 7.5 | 2.86 | 0.09 | 小萝莉的猴神大叔 | 剧情/喜剧 | 9.5 | 2.84 | 0.09 |

数据来源: 猫眼App专业版, 广发证券发展研究中心

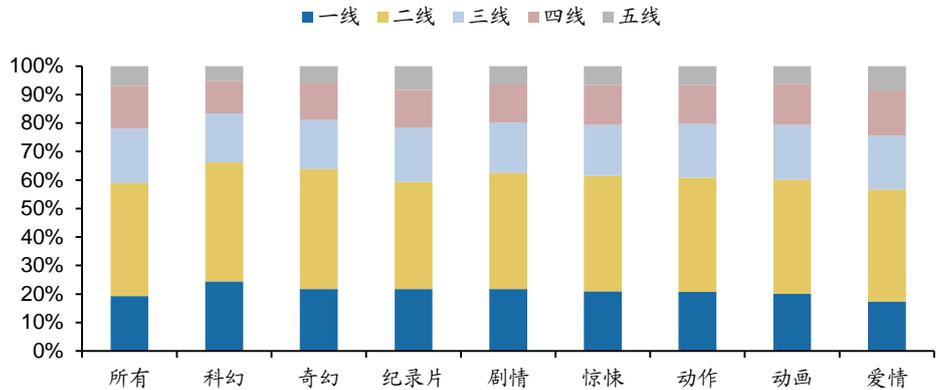
注: 蓝色底色为进口电影, 猫眼评分和票房数据的统计时间为2019年3月31日

1.2 科幻题材占比提升: 一线票房领跑, 低线票房失速下滑

根据艺恩发布的《2018年中国电影市场城市热度趋势报告》数据显示, 我们定义低线TGI指数=类型片在3~5线城市票房占比/所有影片在3~5线的票房占比, 计算得到

低线城市各类型电影的TGI指数中，爱情电影最高为1.05，科幻和奇幻电影最低分别为0.82和0.88。根据猫眼专业版的电影类型划分，2019Q1上映科幻片共计8部，贡献票房83.61亿元（《流浪地球》票房贡献过半），票房占比达44.95%。所以，从需求端来看，由于2019Q1科幻片的放映场次和票房占比提升，缺乏更受低线人群欢迎的喜剧、爱情类电影，导致低线城市票房失速下滑。

图5：各类型影片在1~5线城市的票房占比情况

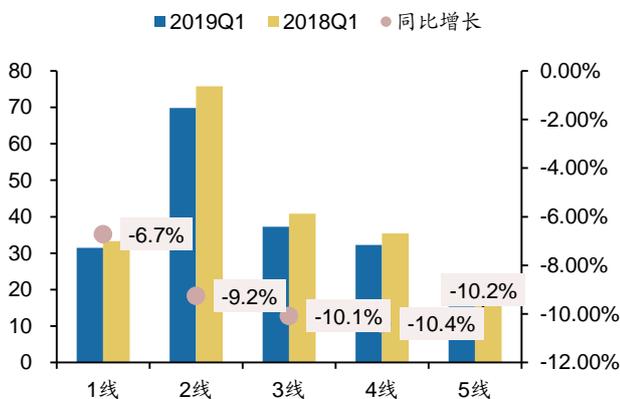


资料来源：艺恩数据，广发证券发展研究中心

低线城市增速下滑明显，3线及以下票房占比下降0.49pct至45.57%。从城线划分来看，2019年1~3月，1线城市实现票房（不含服务费，下同）31.51亿元（YOY-6.73%），占总票房的16.93%，2线城市实现票房69.8亿元（YOY-9.25%），占总票房37.50%，3~5线城市票房分别为37.23亿元，32.24亿元，35.43亿元，同比分别下降10.09%，10.38%和10.21%。

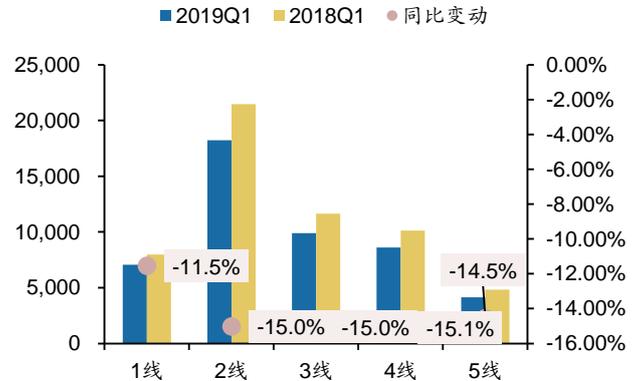
从观影人次来看，2019年1~3月份，总观影人次为4.79亿人，同比下降14.50%，减少近8100万人次。城线结构来看，1线城市观影人次为7069万人次（YOY-11.54%），2线城市为1.82亿人次（YOY-15.0%），3~5线城市分别为9887万人次，8605万人次和4135万人次，分别同比下滑15.05%，15.11%和14.54%。

图6：各线城市2019Q1票房（亿元）和同比增速



数据来源：艺恩数据App，广发证券发展研究中心

图7：各线城市2019Q1观影人次和同比增速



数据来源：艺恩数据App，广发证券发展研究中心

1.3 前瞻:《复仇者联盟 4》、《雷霆沙赞!》等硬核进口片压阵, 叠加多元国产片加持, Q2 票房增速有望回暖

截至2019年3月31日, 我们梳理得到2019年4~6月定档电影合计61部, 猫眼想看人数超过5千人的32部, 想看人数超过1万的17部。重磅电影《复仇者联盟4: 终局之战》定档4月24日, 随着影片宣传在各渠道快速扩散, 猫眼想看人数已突破67万, 参考“复联”系列前三部电影的国内票房分别为5.68亿元(2012年), 14.64亿元(2015年), 23.90亿元(2018年), “终局之战”有望实现票房更大的突破。另外, DC宇宙英雄系列《雷霆沙赞!》定档4月5日, 想看人数8.9万人, 为同档期期待值最高的进口片, 同类电影《海王》(2018年12月上映) 获得20.12亿票房。

国产片方面, 古天乐、郑嘉颖主演的“反贪”系列电影《反贪风暴4》定档于4月4日, 想看人数为14.2万, 同系列可比电影《反贪风暴3》票房为4.42亿元。郭采洁、郑恺主演的“前任”系列爱情片《下一任: 前任》定档于5月1日, 猫眼想看人数为10.4万人, 同类电影《前任3: 再见前任》(2017年12月上映) 获得19.41亿票房。由韩国导演金振成指导, 陈都灵、刘昊然主演的青春悬疑剧《双生》定档于4月19日, 猫眼想看人数为10.5万人, 在“唐探”系列悬疑片中表现出色的刘昊然在该片中一人分饰两角, 有望实现新突破。

复盘来看, 2018年4~6月TOP5电影也以进口片为主, 包括《复仇者联盟3》22.36亿元、《侏罗纪世界2》14.06亿元、《头号玩家》12.99亿元和《狂暴巨兽》9.38亿元。而2019Q2不仅有大的IP进口片压阵, 同时也有丰富多题材国产片加持, 根据可比电影票房预测, 2019Q2包括《复仇者联盟4》, 《下一任: 前任》, 《雷霆沙赞!》、《双生》和《反贪风暴4》在内的头部电影票房贡献有望达到75亿元, 2019Q2的票房约为115~119亿元, 同比增长5%~8%。

表 2: 2019 年 4~6 月想看人数超过 1 万人电影定档情况 (更新日期: 2019 年 3 月 31 日, 按照想看人数排序)

| 上映日期 | 电影 | 想看人数 | 导演 | 主演 | 主类型 | 制作公司 | 发行公司 | 可比电影 票房 |
|-----------|---------------|--------|-----------------|--------------------|-----|-------------------------------|-----------------|---------------------|
| 2019/4/24 | 复仇者联盟 4: 终局之战 | 638000 | 安东尼·罗素/ 乔·罗素 | 乔什·布洛林 克 里斯·帕拉特 | 动作 | 漫威影业 | 华夏发行/中影 | 复仇者联盟 3 23.91 亿元 |
| 2019/4/4 | 反贪风暴 4 | 142000 | 林德禄 | 古天乐, 郑嘉颖 | 动作 | 东方影业/天马影 联 | 猫眼微影/天津 耳东影业 | 反贪风暴 3 4.43 亿元 |
| 2019/4/19 | 双生 | 105000 | 金振成 | 陈都灵 刘昊然 | 剧情 | 春秋时代 (霍尔果斯) | 五洲电影 | 左耳 4.85 亿元 |
| 2019/5/1 | 下一任: 前任 | 104000 | 陈鸿仪 | 郭采洁 郑恺 | 爱情 | 阿荣影业/诚城影 视/丰泰时代/华 汇兄弟影业 | 五洲电影 | 前任 3 19.42 亿元 |
| 2019/4/19 | 如影随心 | 85000 | 霍建起 | 陈晓 杜鹃 | 爱情 | 万达电影/宇乐乐 文化传媒 | 五洲电影 | 纽约纽约 950 万元 |
| 2019/4/5 | 雷霆沙赞! | 89000 | 大卫·F·桑德伯 格 | 扎克瑞·莱维 马 克·斯特朗 | 动作 | 寰亚电影/万达影 视 | 华夏发行/中影 | 海王 20 亿元 |
| 2019/4 | 沉默的证人 | 67000 | 雷尼·哈林 | 杨紫, 张家辉 | 动作 | 寰亚电影/万达影 视 | 五洲电影 | 三人行 1.0 亿元 |
| 2019/4/4 | 风中有朵雨做的 | 67000 | 娄烨 | 井柏然, 马思纯 | 剧情 | | | 白日焰火 |

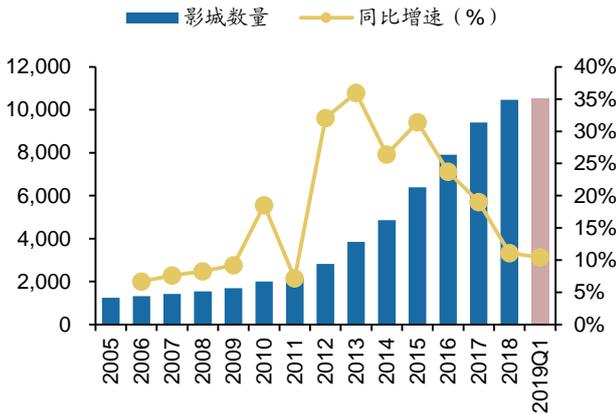
| 云 | | | | | | | | 1.0 亿元 |
|-----------|----------|-------|-----------------|----------------|-----|-----------------------------|----------------------------|-------------------|
| 2019/4/12 | 秦明·生死语者 | 49000 | 黄彦威/李海蜀 | 严屹宽 代斯 | 剧情 | 乐创文娱 | 乐创影业/乐视影业(北京) | 傲娇与偏见 1.2 亿元 |
| 2019/4/19 | 转型团伙 | 44000 | 吴镇宇 | 吴镇宇 乔杉 | 喜剧 | | 边边角角/二十 一世纪新银幕/ 环球联影 | 神探蒲松龄 1.25 亿元 |
| 2019/5/1 | 港珠澳大桥 | 27000 | 闫东 | | 纪录片 | 珠海文广传媒 | 基点影视/ 源纳影视 | 厉害了我的国 4.8 亿元 |
| 2019/4/26 | 动物出击 | 10000 | 冯小宁 | | 科幻 | | 中影 | 营救汪星人 210.2 万元 |
| 2019/4/5 | 奇迹: 追逐彩虹 | 26000 | 麦咏麟/绍尔·鲁 宾内克 | 薇洛·西尔德斯, 吴磊 | 奇幻 | Friendship Films Limited | 南宋御街文化/ 星美影视发行 | 大师兄 1.46 亿元 |
| 2019/4/12 | 我的宠物是大象 | 16000 | 邵晓黎 | 刘青云 尤靖茹 | 喜剧 | 东阳映亚/银都机 构 | 博纳文化 | 摩登年代 0.68 亿元 |
| 2019/4/12 | 在乎你 | 11000 | 毕国智 | 俞飞鸿 大泽隆夫 | 爱情 | 伯乐世纪/博集工 作室/雪梨文化 | 启泰远洋/喜鹊 电影 | 太平轮 0.51 亿元 |

资料来源: 猫眼APP数据, 广发证券发展研究中心

二、渠道端：春节档迎来银幕投建高峰，票房增速下滑带动新建速度快速回落

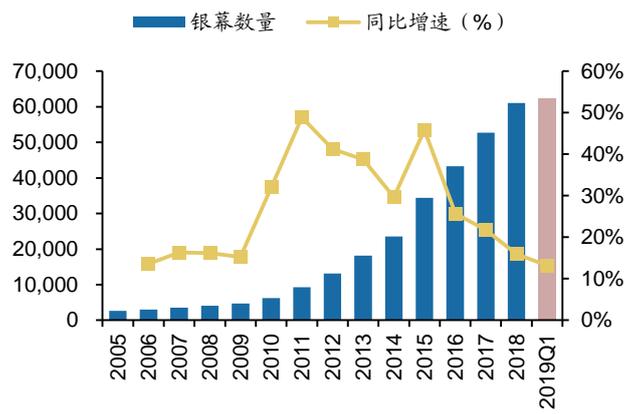
根据艺恩数据显示，截至2019年3月31日，全国运营影院数量为10532家，同比增长10.47%，银幕数量为62513块，同比增长13.19%。

图8：全国总体影院数量（家）和同比增速（%）



数据来源：艺恩数据App，广发证券发展研究中心

图9：全国总体银幕数量（块）和同比增速（%）

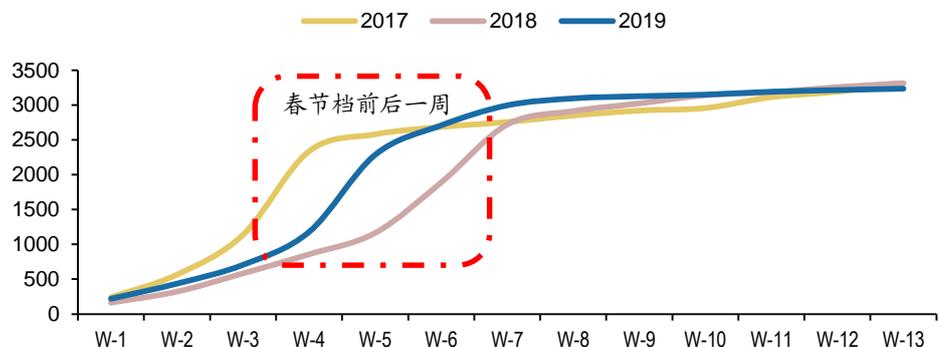


数据来源：艺恩数据App，广发证券发展研究中心

新影院赶期春节档，Q1新建银幕超过3000块，票房回落后边际增速加快下行。根据艺恩数据显示，2019Q1全国新建影院数量为518家，与去年同期持平；新建银幕数量3236块，同比减少2.38%。由于新影院选择在春节档前后开业，在吸引客流上具有“成本低，效果好”的特点。2014~2018年间选择在第一季度营业的影院数量占全年新建数量的比重从20.77%提升至35.7%，2019年第一季度有超过2000块银幕在春节档前后落成，约占Q1新建总量的三分之二。

2019Q1票房负增长将导致全年票房增速预期下调，新建影院规模将加速回落：2019年3月18~31日期间，新建银幕数仅为44块，同比大幅下降66.4%。我们认为2019Q1新建银幕占全年比重预计提升至38%~40%，估算得到全年新增银幕数量约为8000~8500块，相比2018年12月的全国银幕数量增长14%~14.8%。

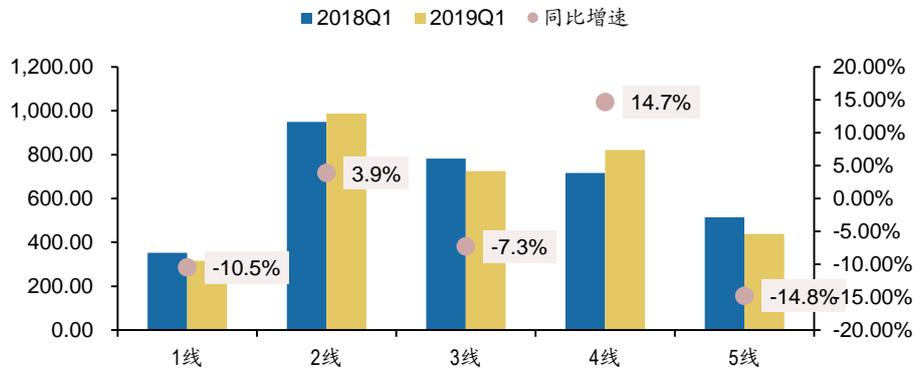
图10：2017~2019年第一季度周度累计新建银幕数量（块）



资料来源：艺恩数据，广发证券发展研究中心

2线和4线城市为Q1扩张的主要方向，分别新建136座和137座影城，占全部新建影城数量的52.7%。新建银幕数量分别为987块和821块，同比增长3.89%和14.66%。1、3、5线的新建速度出现不同程度回落，分别同比回落10.5%、7.3%和14.8%。

图11: 2018和2019Q1各线城市新建银幕(块)和同比增速(%)

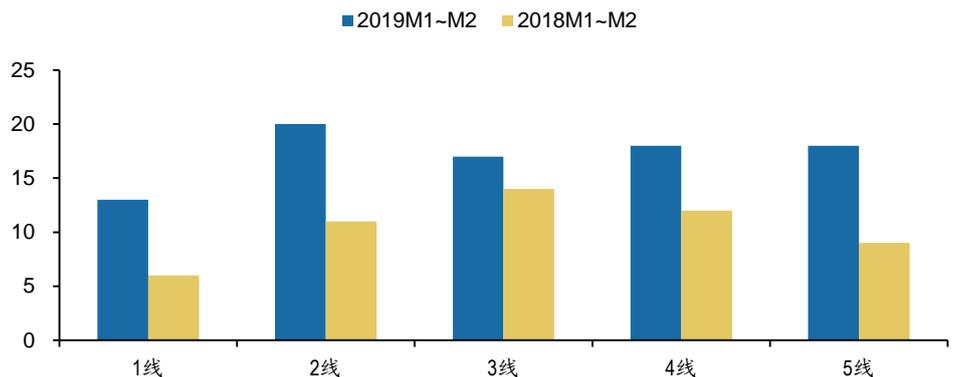


资料来源: 艺恩数据, 广发证券发展研究中心

关停情况: 由于3月关停数据需要4月票房数据验证, 我们统计得到2019年1~2月全国累计关停影院数量合计86家(YOY+65.38%), 关停银幕数量286块(YOY+53.76%)。其中, 1线城市关停银幕39块(YOY+63%), 2线城市103块(YOY+158%), 3线城市51块(YOY+28%), 4~5线分别为52块(同比持平)和41块(YOY+37%)。4线城市的电影市场具有相对较高的票房增速和全国最低的关停率水平, 这也说明了影投公司选择4线城市新建影院的原因。

从具体影投公司来看, 星美影院关停3家影城, 万达电影关停1家影城(蚌埠文化广场店), 浙江时代关停1家影城, 恒大院线关停1家影城, 金逸影视关停2家影城。

图12: 2018和2019年1~2月影院关停数量(家)



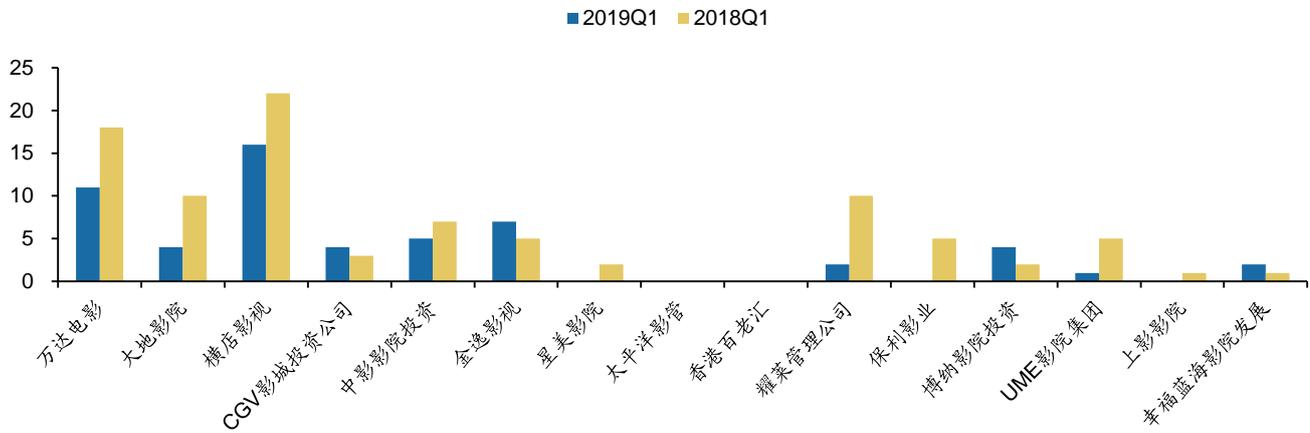
资料来源: 艺恩数据, 广发证券发展研究中心

2.1 头部影投扩张速度显著放缓, 新院线牌照或加剧短期竞争

随着票房进入个位数增长, 且短期增速的不确定性放大, 头部影投普遍放缓扩张速度。2019年1~3月TOP15影投公司合计新建56家影城, 同比下滑38.46%。其中, 万达电影2019Q1新建影院11家, 同比减少7家; 横店影视新建16家, 同比减少6家; 大

地影院新建4家，同比减少6家；中影影院投资新建5家，同比减少2家；耀莱新建2家，同比减少8家。仅有金逸影视、博纳影院、幸福蓝海影院发展同比提速，分别新建7家、4家和2家。

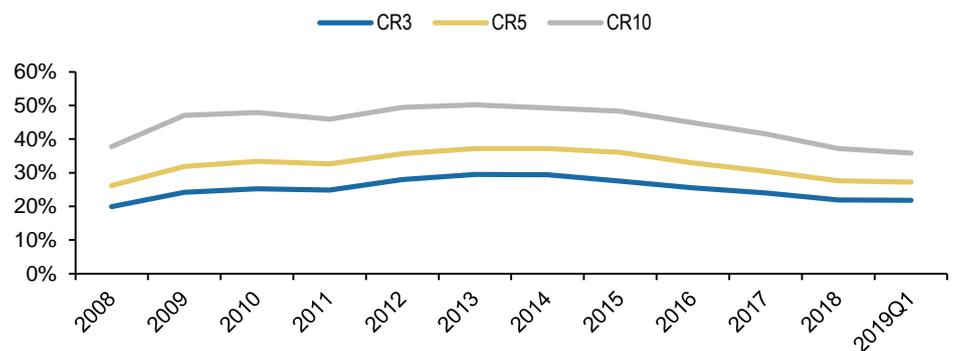
图13: TOP15的影投公司在2019和2018Q1新建影院对比(家)



资料来源: 艺恩数据, 广发证券发展研究中心

由于长尾扩张速度较快, 影投公司票房集中度仍在持续下降。2019年1~3月, 影投公司的CR3、CR5、CR10的市占率分别为21.79%、27.26%和35.82%, 同比下降0.23pct、0.52pct和1.45pct。受影院关停影响, 星美影院的市占率下降从3.07%下降至0.84%, 此外大地影院的市占率也下滑0.11pct。值得注意的是, 在整体市占率下滑的情况下, CGV影城投资和金逸影视的市占率分别提升0.28pct和0.15pct。

图14: 影投公司票房集中度(%)



资料来源: 艺恩数据, 广发证券发展研究中心

院线集中度同比提升。2019Q1票房的亮点主要在于进口片实现两位数增长, 所以在1~2线进口片接受度较高地区, 拥有高渠道占比的院线公司相对受益。2019Q1万达院线市占率提升0.27pct至13.35%, 上海联和院线票房为市占率提升0.54pct至7.73%, 幸福蓝海院线市占率提升0.55pct至3.78%。

由于3~5线票房增速下滑显著, 横店院线实现票房7.88亿元, 同比下降9.8%, 市占率小幅下降0.03pct至4.59%。中影星美受影院关停影响, 市占率大幅下降1.54pct至5.44%。总体来看, 与2018Q1相比, 院线票房CR10提升1.10pct, CR5提升1.05pct,

CR3提升0.91pct。头部院线品牌市占率提升显著。

表 3: TOP10 院线票房和集中度 (亿元, %, 不含服务费)

| 院线名称 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019Q1 | 2018Q1 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 北京万达院线 | 42.09 | 59.66 | 61.03 | 68.37 | 77.42 | 23.41 | 25.29 |
| 广东大地院线 | 23.5 | 35.29 | 36.69 | 44.88 | 56.08 | 17.72 | 19.34 |
| 上海联和院线 | 22.2 | 31.39 | 36.07 | 42.13 | 44.83 | 13.29 | 13.63 |
| 深圳中影南方新干线 | 19.82 | 29.77 | 32.31 | 38.24 | 40.91 | 12.25 | 12.88 |
| 中影数字院线 | 11.05 | 21 | 29.17 | 37.94 | 40.72 | 11.68 | 11.69 |
| 中影星美院线 | 24.47 | 38.15 | 34.42 | 37.34 | 36.26 | 9.35 | 13.23 |
| 广州金逸珠江院线 | 20.83 | 28.84 | 27.65 | 28.18 | 27.48 | 8.23 | 8.79 |
| 浙江横店院线 | 10.6 | 19.77 | 20.71 | 22.72 | 24.58 | 7.88 | 8.74 |
| 华夏联合电影院线 | 6.78 | 11.91 | 14.42 | 17.67 | 20.47 | 6.32 | 6.77 |
| 江苏幸福蓝海院线 | 7.77 | 13.23 | 14.14 | 16.88 | 19.50 | 6.49 | 6.11 |
| CR10 | 64.26% | 65.86% | 67.35% | 67.65% | 68.67% | 67.84% | 66.74% |
| CR5 | 45.22% | 44.27% | 44.04% | 44.21% | 45.98% | 45.57% | 44.52% |
| CR3 | 30.60% | 30.33% | 29.39% | 29.67% | 31.54% | 31.65% | 30.74% |

资料来源: 艺恩数据APP, 广发证券发展研究中心

博纳影投获得院线牌照, 第二梯队院线品牌竞争或将加剧。2018年12月13日, 国家电影局下发的《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》提出“院线制改革不断深化”的目标任务, 鼓励发展电影院线公司。目前博纳影院投资有限公司已获得院线牌照, 而此前旗下影院主要加盟院线包括万达院线, 中影南方新干线, 浙江时代等院线公司, 假若影城供片合同到期后陆续转至自身院线旗下, 将减少原院线的加盟费收入, 按照2018年博纳影投8.08亿票房, 1%加盟费计算将有800万元营业利润调减影响。

按照“意见”中提出院线成立要求: 1) 控股影院数量不少于50家, 银幕数量不少于300块; 2) 控股影院上一年度合计票房收入不低于5亿元; 3) 所属影院正常上缴电影事业发展专项资金; 4) 最近三个年度申请主体无违法违规经营行为。我们筛选得到2018年满足条件的影投公司包括CGV影城投资公司、恒大院线、耀莱管理公司、UME影院投资、香港百老汇和卢米埃影业等9家影投。如果排除外资绝对控股的CGV和百老汇后, 仍有7家影投公司有望获得院线牌照, 其2018年票房合计43.25亿元, 占全国总票房的7.65%。如果获得院线牌照, 主要影响原加盟院线品牌, 如中影南方新干线, 上海联合院线, 万达院线, 中影数字院线等。

同时, 票房规模低于3亿的小影投公司有超过450家, 为满足获得院线牌照要求, 可能进行兼并收购, 从而促进长尾整合。

表 4: 满足组建院线条件且与目前上市院线公司的股权关系比例低于 30%的影投公司情况

| 影投公司名称 | 2018 年观影人次 (万人) | 2018 年票房 (亿元, 不含服务费) | 服务费 (亿元) | 银幕数量 (块) | 旗下影城原主要加盟院线 |
|------------|--------------------|-------------------------|-------------|-------------|-------------------------|
| CGV 影城投资公司 | 4215.13 | 16.06 | 1.42 | 906 | 上海联和院线, 武汉天河, 中影数字院线 |
| 恒大院线 | 1784.86 | 5.31 | 0.68 | 869 | 中影数字院线 |
| 耀莱管理公司 | 2745.74 | 8.62 | 0.52 | 777 | 上海联和院线、万达院线 |
| UME 影院集团 | 2142.84 | 8.08 | 0.64 | 625 | 中影南方新干线, 上海联和院线, 中影数字院线 |

| | | | | | |
|--------|---------|------|------|-----|--------------------------|
| 博纳影院投资 | 2318.07 | 8.08 | 0.70 | 529 | 万达院线, 中影南方新干线, 浙江时代 |
| 香港百老汇 | 2005.76 | 9.08 | 0.55 | 385 | 红鲤鱼数字院线, 上海联和院线, 中影南方新干线 |
| 卢米埃影业 | 1842.44 | 6.73 | 0.56 | 325 | 四川太平洋, 浙江星光, 中影数字院线 |

资料来源: 猫眼专业版APP, 广发证券发展研究中心

注意: 考虑到影投公司与上市院线公司存在深度股权绑定影投公司独立获牌动机较小, 如橙天嘉禾、保利影业等。

2.2 单银幕产出加速下行, 影院关停量预计将进一步提升

2019Q1单银幕产出为29.77万元/块, 同比下降18.68%, 下滑幅度超过单银幕产出最大下滑年份2016年的17.51%。单银幕产出加速下行, 将带来影院关停率继续提升, 预计2019年的关停率将同比提升1~2pct。

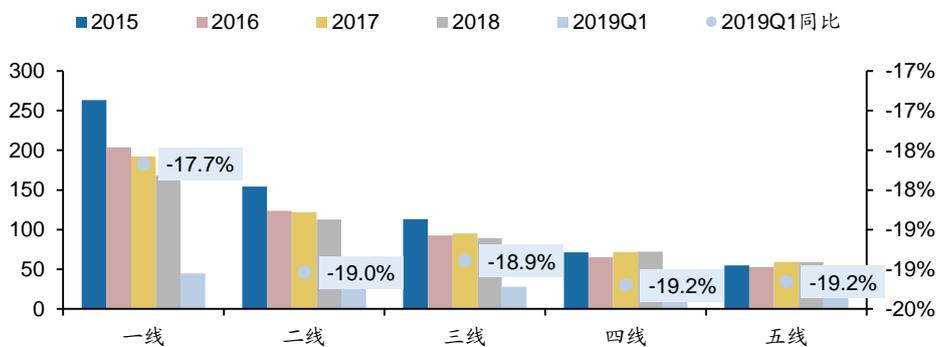
图15: 单银幕产出(万元/块)和同比增速(%)



资料来源: 艺恩数据, 广发证券发展研究中心

分城线来看, 2019年1~3月一线城市单银幕产出为44.68万元/块, 同比下降17.7%, 二线城市单银幕产出32.35万元/块, 同比下降19%, 3~5线城市单银幕产出分别为28.02、24.56和20.53万元/块, 同比降幅约19%。

图16: 2019Q1分城线单银幕产出(万元/块)和同比增速(%)

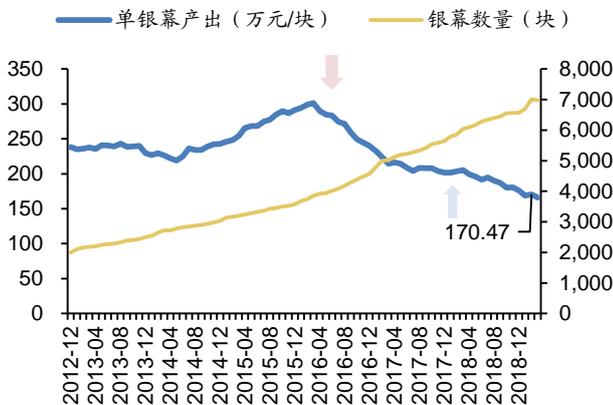


资料来源: 艺恩数据, 广发证券发展研究中心

长视角：各线城市的单银幕产出仍处于下行通道，3月银幕增速边际放缓

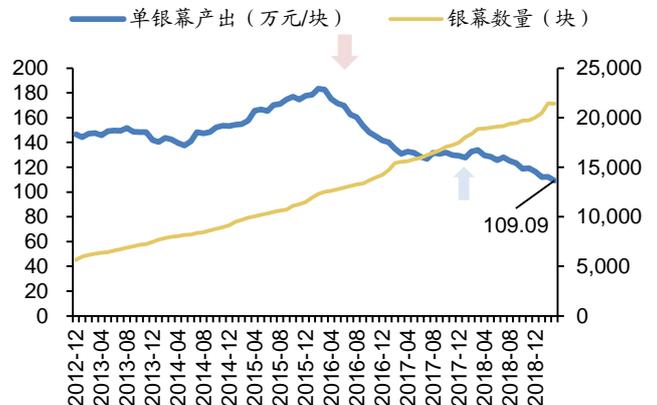
为了更好地展现高频数据下的市场特征，我们详细统计了从2013年1月~2019年3月的月票房同比增速情况，为保持口径相同，我们用各线城市前12个月累计票房除以该线的期初和期末银幕数量的平均值来计算单银幕产出（万元/块）。分城线单银幕产出的总体走势相同，均表现为“2016年3月见顶，2017年7月见底”，第一轮回落期的下跌幅度普遍在28%~30%之间。在17年暑期档《战狼2》和18年春节档驱动下，2017年8月~2018年3月1~2线城市的单银幕产出逐渐企稳，3~5线城市甚至出现12%~20%的回升。2018年4月以来银幕增速依然保持两位数水平，而票房却多次出现超过5%的负增长（18Q2、18Q4、19Q1），单银幕产出迅速回落，且在2019Q1有加速下行迹象。

图17：一线城市银幕数量（块）和单银幕产出变化走势（万元/块）



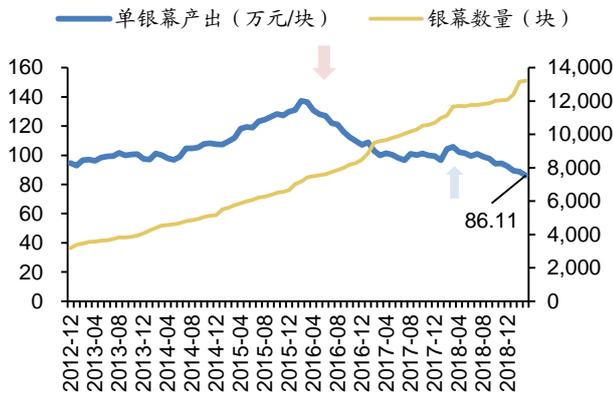
数据来源：艺恩数据App，广发证券发展研究中心

图18：二线城市银幕数量（块）和单银幕产出变化走势（万元/块）



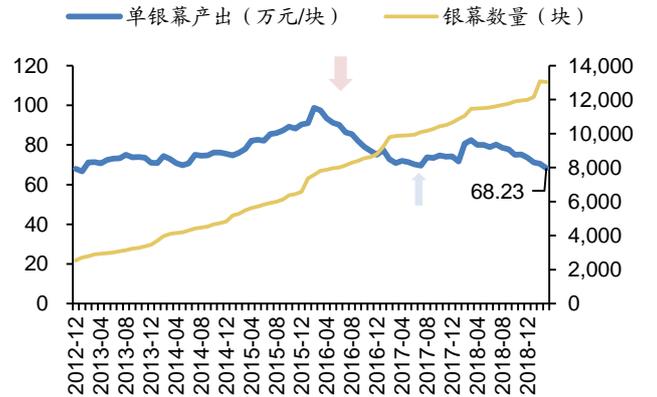
数据来源：艺恩数据App，广发证券发展研究中心

图19：三线城市银幕数量（块）和单银幕产出变化走势（万元/块）



数据来源：艺恩数据App，广发证券发展研究中心

图20：四线城市银幕数量（块）和单银幕产出变化走势（万元/块）



数据来源：艺恩数据App，广发证券发展研究中心

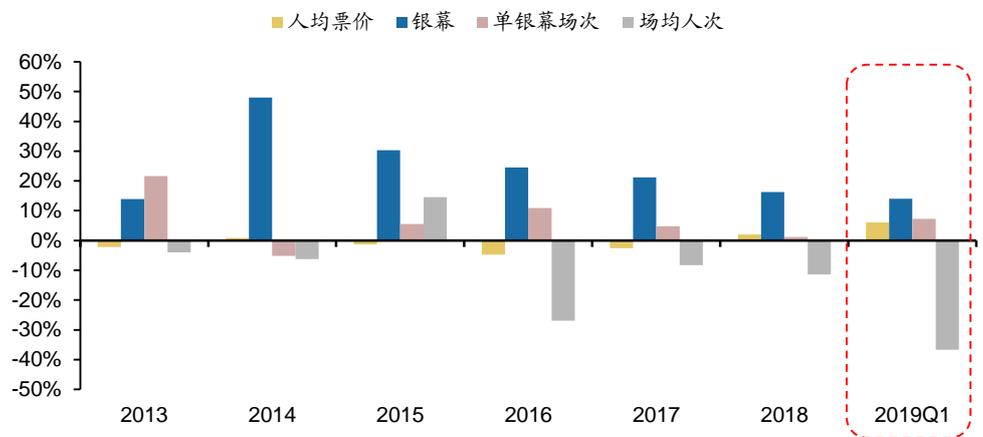
微透视：票价短期提升过快对获客能力产生负面影响

为了更准确地反映出单银幕产出的变化，我们将单银幕产出拆解为人均票价，单银

幕场次，场均人次三个指标，分别体现影院的定价能力、产能利用率和获客能力。从增速贡献来看，2018年以来，得益于线上票补减少以及渠道扩张速度放缓，影城定价能力得到边际改善，2018年人均票价提升至32.93元，2019Q1继续提升至35.85元，票房增速贡献6.09%。

同时银幕数量增长至6.25万块，同比增加7289块，同时单银幕场次也从去年同期的471.5场提升至500场，渠道两位数扩张（13.19%）叠加银幕利用率几乎打满（日均5.5场），合计产生21.28%票房增速正贡献。但是由于票价和银幕扩张过快，同时缺乏受低线城市群众喜爱的喜剧、动作、爱情类电影，影院的获客能力下滑，场均人次从2018Q1的21.5人/场下滑至15.3人/场，获客能力的快速下滑完全冲减了前面定价能力改善、渠道扩张和银幕利用率提升的正面影响，最终票房总体下滑9.3%。

图21：票房驱动因子拆解（%）



数据来源：艺恩APP，广发证券发展研究中心

对于票价问题，我们的观点和结论如下：

第一，票价恢复长期增长是必然趋势。2018年10月11日，国务院办公厅发布《关于印发完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）》，文中指出“推动‘互联网+电影’业务创新，完善规范电影票网络销售及服务相关政策”。我们认为随着在线补贴逐步弱化，长期遏制票价增长的因素将得以解除。北美市场的人均票价在过去20年每年增长3%~5%，我们认为未来票价增长将是长期票房增长的重要动力。

第二，短期票价增长过快将抑制市场需求。2019Q1票房增速不及预期，低线城市票房占比下降，我们认为除部分电影内容不及预期外，票价过快增长引起观影人次下滑也是重要原因。由于内容质量是影响测算的外生变量，我们以2018年和2019年春节档为例(春节档电影内容丰富，对弹性估算的影响较小，同时春节档作为核心档期，其价格弹性具有代表性意义)，对各线城市观影人次的票价弹性进行测算。

第三，各线城市观影票价弹性异质性显著，应进行差异化定价。2019年春节档1~5线票价提升幅度分别为10.19%、11.67%、10.8%、9.38%和8.83%，观影人次变化分别为2.76%、-11.0%、-12.18%、-12.88%和-12.69%。观影需求的票价弹性=观影人次变化幅度/票价变化幅度，算得2019年1~5线的观影需求票价弹性分别为0.27、-0.94、-1.13、-1.37和-1.44。从结果来看，1线观影群体价格敏感度较低，在10.19%的票价提升下，观影人次仍能继续提升，而低线城市人群价格非常敏感，票价涨幅几乎完全被需求减少吸收，甚至引起总票房下滑。

我们认为，票价长期稳步增长将改善影院经营环境，但是短期过快增长不仅无法实现更高的票房，同时会因为观影人次下滑而引起非票收入减少。春节档后，电影片方和影院也开始重新调整定价策略，根据猫眼APP数据可以看到，目前票价逐渐回归，平均票价已下降至35元/张。

三、电影产业链整体业绩下滑，短期探底仍将持续，关注单银幕产出拐点和各家片单

电影产业整体业绩普遍下滑，基本面探底仍在持续。截至2018年3月31日，除上海电影外，主要上市院线公司都以业绩预告、快报和年报等方式披露了2018财年的业绩情况。资产联结型持续扩张能力较强的院线公司基本上实现和票房增速同步，如万达电影18年实现营业收入140.86亿元（YOY+6.47%），横店影视27.24亿元（YOY+8.2%），而金逸影视由于扩张速度相对较慢，营收同比下滑8%未能跑过大盘。幸福蓝海营收增长来自影视剧业务，主要得益于笛女传媒并表。

由于单银幕产出下滑导致毛利率回落，资产联结型比重较高的万达电影、横店影视和金逸影视的净利润分别同比下滑15%、3%和25%。中国电影通过收购中影巴可(国产放映设备生产和销售)，净利润预计同比增长45%~60%。

表 5: 电影院线重要个股的 2018 年业绩汇总

| 公司名称 | 公告类型 | 营业收入 | 增速 | 净利润 | 增速 | 业绩变动主要原因 |
|------|------|-------|--------|-----------|---------|---|
| 万达电影 | 业绩快报 | 140.9 | 6.5% | 12.9 | -14.7% | 公司新增影城数量继续保持较快增长，营业收入实现稳健增长，但全国市场竞争加剧，新开影城市场培育期有所延长，影城单银幕产出下降。 |
| 横店影视 | 年报 | 27.2 | 8.2% | 3.2 | -3.0% | 多元化业务保持较快增长推动营收增加，但由于银幕扩张快于票房增速，单银幕产出和放映毛利率继续下滑。 |
| 金逸影视 | 业绩快报 | 20.1 | -8.2% | 1.6 | -24.6% | 银幕数的增长远高于票房的增长，公司单银幕票房产出有所下降；公司近3年的银幕增速远低于全国银幕增速，且新建影城的成长周期对公司营收利润形成了一定影响。 |
| 幸福蓝海 | 业绩快报 | 16.5 | 9.1% | (5.3) | -574% | 收购笛女传媒产生的4.82亿元商誉；计提坏账准备3.87亿元。 |
| 中国电影 | 业绩预告 | | | 14.0~15.4 | 45%~60% | 公司积极应对市场环境变化，坚持稳健发展方针，持续优化产业布局，各项业务保持了良好的发展态势。 |
| 光线传媒 | 业绩快报 | 15.3 | -17.2% | 14.1 | 72.9% | 2018年公司参与投资、发行并计入票房的影片共十五部，总票房为73.8亿元；主要确认了3部电视剧投资、发行收入，较上年同期大幅增长；将对商誉等资产计提资产减值准备。 |
| 华谊兄弟 | 业绩快报 | 39.0 | -1.2% | (9.9) | -219% | 2018年上映主要影片票房未达预期；电视剧方面储备项目在开发制作过程中，收益预计将在以后年度体现；品牌授权与实景娱乐板块收入较上年同期相比有所下降；计提商誉减值准备。 |
| 北京文化 | 年报 | 12.1 | -8.8% | 3.3 | 5.0% | 本报告期内公司综艺项目收入和影视经纪业务收入较上年同期有所减少，影视业务产生的收益较上年同期有所增加。 |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

短期行业承压不改变长期看好逻辑。无论从人均观影频次，还是从观影人群年龄结

构和总人口年龄结构的严重错配都可以看出中国电影市场存在巨大的发展潜力。而要实现电影市场的长期稳健发展,对于上游的内容生产方而言,需要继续丰富题材,提升电影内容质量,让更多的人走进影院,对于下游的电影放映方而言,一方面要将影院下沉到低线城市,另一方面则应该提供差异化会员服务,提升高频观影群体的留存率。详细分析见前期报告《微暗下的光芒:票房和银幕增速同步回落,国产片和人均票价提升为亮点》。

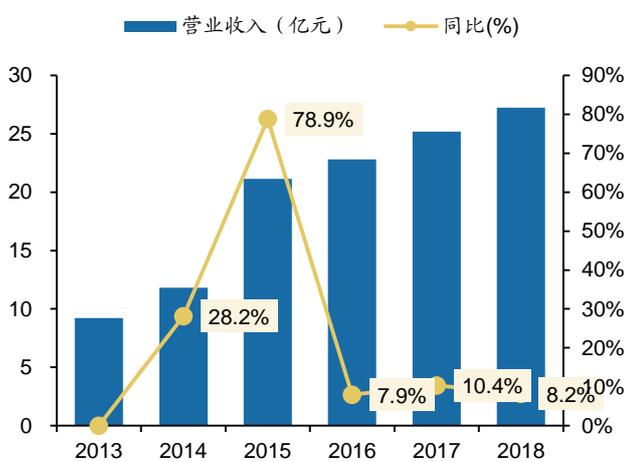
持续关注行业拐点:“新建银幕拐点”>“净新增银幕拐点”近似为“单银幕产出拐点”。目前我们已经观测到2018年新建银幕增速拐点已经出现(新建银幕首次负增长,同比减少8%),净新增银幕=新建银幕-关停银幕,2018年关停银幕数量2238块,净新增银幕数量7055块,净新增银幕增速13.98%,根据前面分析2019年新增率约为14%~14.8%,关停率比2018年提升1~2pct,净新增率约为8%。我们认为2020年或将看到净新增银幕拐点(净新增率低于票房增速),此拐点近似为单银幕产出拐点(因为期内关停银幕仍对当年有票房贡献,从总量上计算存在幸存者偏差)。

行业经营压力叠加政策鼓励,我们认为2019年行业的并购重组机会有望增加。由于影院的经营压力逐渐增大,或直接关停,或转卖给其他影投或院线。对于经济实力强的龙头院线而言,渠道扩张方式有了更多的选择。并购重组也得到政策支持,2018年12月印发的《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》文中指出“鼓励电影院线公司依法依规并购重组。鼓励跨地区、跨所有制进行院线整合,推动电影院线规模化、集约化发展”。从目前各家院线上市公司的资金情况和潜在负债能力来看,横店院线、万达电影和中国电影在行业整合上具备相对优势。

3.1 横店影视:低线扩张战略持续推进,短期业绩承压

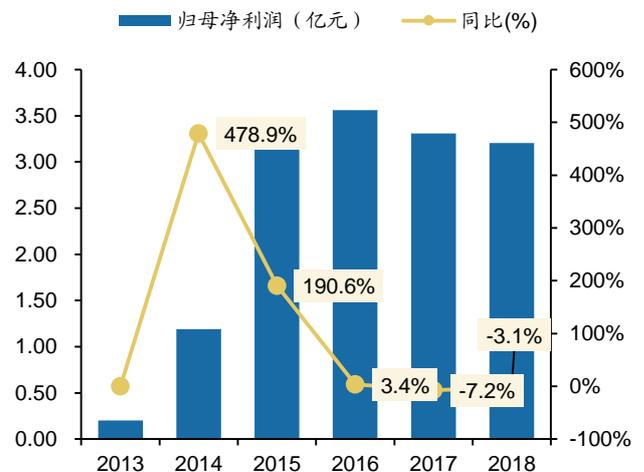
营收保持正增长,净利润增速小幅下滑。2018年横店影视的营业收入同比增长8.2%至27.25亿元,归母净利润同比下滑3.0%至3.21亿元,跌幅相对2017年收窄。从单季净利润来看,2018Q1~Q3的归母净利润分别为1.89亿元、0.39亿元、0.96亿元,第四季度由于总票房同比下滑11%,出现小幅亏损244.32万元。

图22:横店影视的营业收入(亿元)和同比增速(%)



数据来源:Wind,广发证券发展研究中心

图23:横店影视的归母净利润(亿元)和同比增速(%)



数据来源:Wind,广发证券发展研究中心

渠道增长较快,放映毛利率继续下滑。2018年放映营业成本同比上涨12.83%至20.77亿元,放映收入增速低于营业成本增速,放映业务毛利率回落至-2.11%,同比减少

6.77pct。2018年非票收入达到6.86亿元，同比增长17.83%，占营业收入的比重达到25.2%，同比提升2.1pct。

广告收入保持较快增速，人均卖品收入基本企稳。在广告业务上，公司持续加大广告业务招商力度和优化组合投放方案，2018年实现广告收入1.99亿元，同比增长27.04%，人均广告收入为2.95元，同比增长24.15%。在卖品业务上，2018年实现卖品收入2.49亿元，同比增长1.04%，人均卖品收入为3.7元，相比2017年减少0.04元，连续下滑4年后已基本企稳。

项目储备丰富，低线扩张战略持续推进。截至2018年12月31日，公司拥有约300家储备项目，2019年将继续加快影院发展速度，计划新开影院60家，新增银幕390块左右。与同行比较来看，截至2018年12月31日，横店院线的3~5线的影城数量占比为72.39%（继续提升2.68pct），领先于全国前十大院线平均水平（52.71%）。

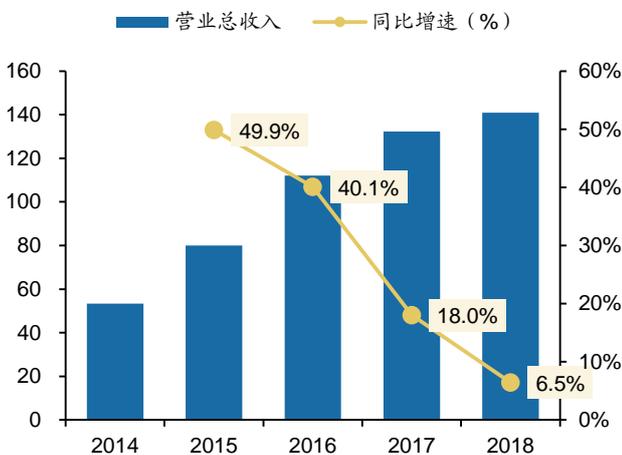
投资建议：凭借低线影院先发优势和持续扩张，横店影视将充分享受电影市场长期增长红利，但短期依然面临票房增速下滑，影院成本增长较快的压力。我们预计2019~2021年归母净利润为3.27、3.63和4.12亿元，同比增长1.9%，11.0%和13.5%。

风险提示：短期3~5线单银幕产出下滑较快；非票业务开展不及预期。

3.2 万达电影：资产重组过会，泛文娱产业链即将起航

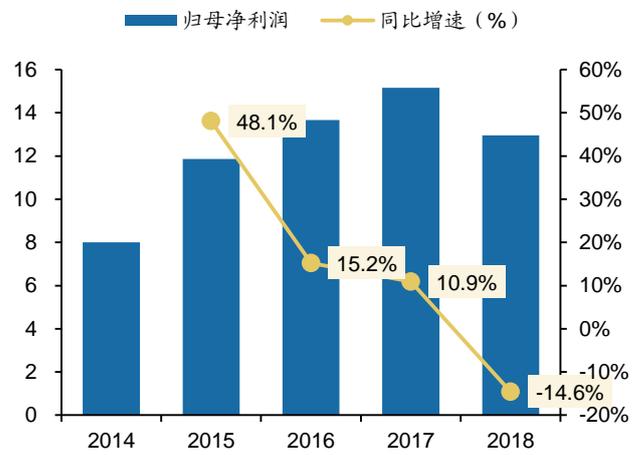
根据万达电影3月21日发布的“发行股份购买资产暨关联交易报告书”显示，2018年营业收入140.86亿元，同比增长6.47%；归母净利润12.95亿元，同比下降14.56%。

图24：横店影视的营业收入（亿元）和同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图25：横店影视的归母净利润（亿元）和同比增速（%）



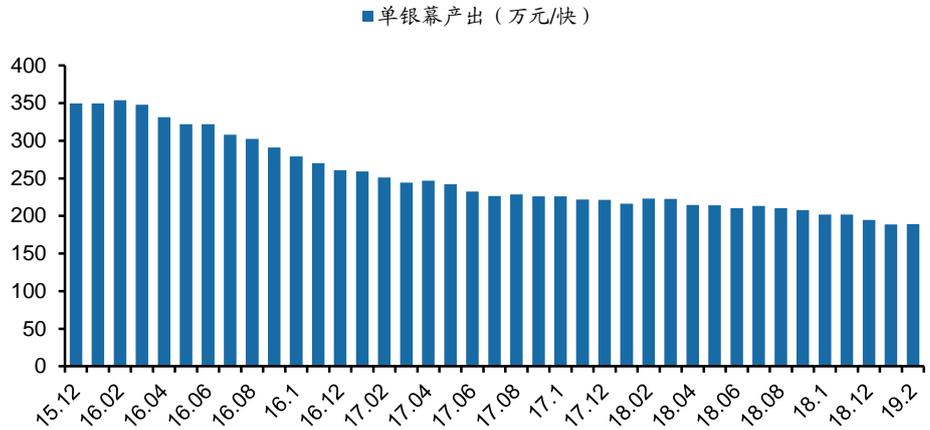
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

影城数量稳步扩张，放映收入同比增长8.81%。2018年放映收入为90.68亿元，同比增长8.8%。根据万达经营简报显示，2019年万达净新增影城79家至605家，净新建银幕708块至5279块。根据艺恩数据显示，2019年万达电影投资新建影城合计88家，其中1线城市6家，2线城市30家，3~5线城市分别为20家、20家和12家，3线及以下影城数量占比达到59.1%，低线城市扩建占比逐年提升。

高速扩张带来单银幕产出和毛利率下行。从单银幕产出来看，我们计算得到2015年12月~2019年2月万达电影的TTM-单银幕情况，截至2019年2月单银幕产出为189.28万元/块，同比下降15%。单银幕产出持续下行，一方面因为行业整体竞争趋于激烈，

银幕扩张速度快于票房增长，另一方面由于万达目前大多数新建影院都位于3线以下城市，导致单银幕产出被摊低。由于万达电影的扩建速度较快，新开业影城需要经过培育期，从而导致营业成本增速快于营收增速，毛利率从2015年的34.55%下滑至2018年30.4%。

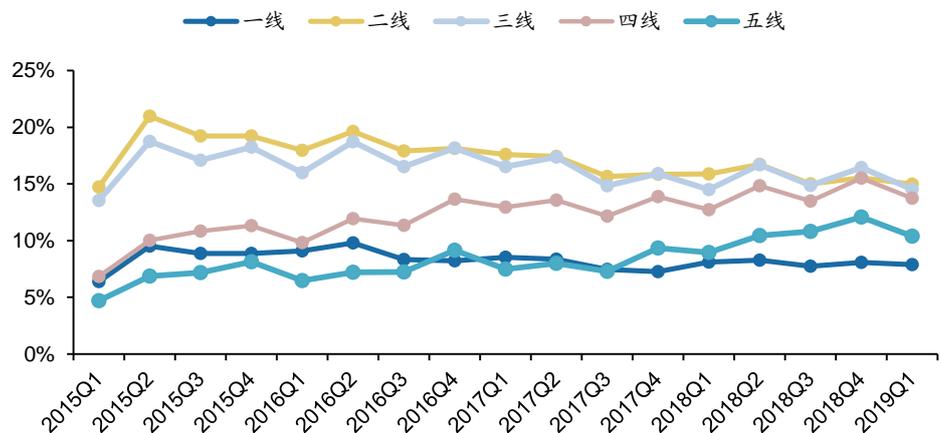
图26: 万达电影的单银幕产出 (万元/块, TTM)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

Q1放映收入前瞻: 1~3线票房同比下滑显著, 4~5线市占率小幅提升。根据艺恩数据显示, 万达影投在2019Q1实现票房24.31亿元(YOY-7.32%), 不含服务费票房22.50亿元(YOY-9.91%)。2019Q1观影人次为5206万人, 同比下降18.79%, 票务业务和非票业务收入都将面临下滑压力。分城线票房情况(不含服务费): 1线城市2.3亿元(YOY-9.21%), 市占率7.88%, 下降0.22pct; 2线城市9.6亿元(YOY-14.34%), 市占率下降0.89pct至14.98%; 3~4线城市实现票房分别为5亿元和4.1亿元, 同比下滑9.95%, 3.38%; 在整体票房下滑5线城市票房逆势上涨4.5%至1.48亿元, 3线以下市占率提升2.46pct。

图27: 万达电影(影投)在1~5线城市票房市占率变动(%)

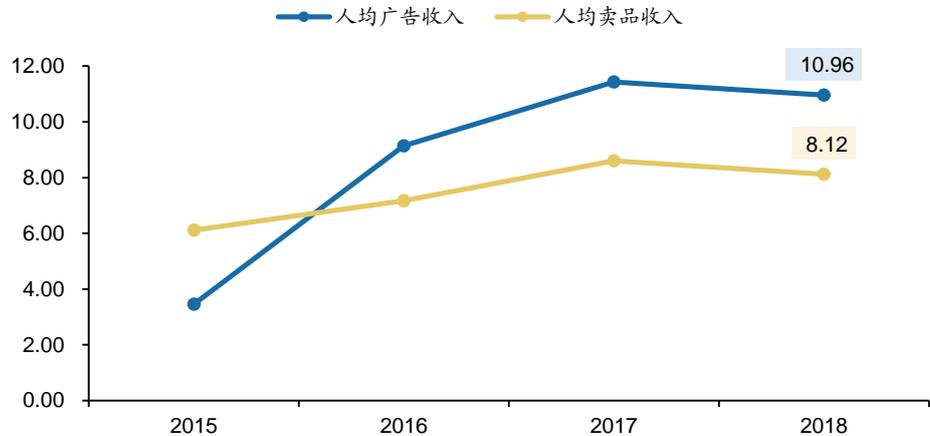


数据来源: 艺恩APP, 广发证券发展研究中心

2018年万达电影的非票业务收入43.89亿元, 同比增长4.3%, 占营收比重下降0.64pct至31.16%。拆分来看, 受广告行业整体增速回落影响, 2018年万达电影实现广告收入252.03亿元(未经审计), 同比增长5.03%, 人均广告收入贡献10.96元,

同比下降4.1%。商品、餐饮销售收入186.86亿元（未经审计），同比增长3.38%，人均卖品收入8.12元，同比下降5.61%。

图28: 万达电影人均广告收入和人均卖品收入情况（元/人）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2018年广告收入和商品、餐饮销售收入未经审计

资产重组终过会，开启从1到N的新征程。在2019年2月27日，万达电影重组获得中国证监会条件通过。根据万达电影2019年3月21日发布的修订稿，万达电影拟向万达投资等20名交易对方发行股份购买其持有的万达影视95.77%的股权，交易价格为105.24亿元，相比2018年11月重组方案的股权比例和对价都稍下调。万达投资、莘县融智、林宁女士承诺万达影视2018~2021年度净利润数分别不低于7.63亿元、8.88亿元、10.69亿元、12.74亿元。本次交易完成后，万达电影将直接持有万达影视95.77%的股权，上市主体将成为以院线为基石，传媒、平台、内容和游戏四大板块共同发展的全产业链影视娱乐上市公司。

图29: 资产重组后万达电影的整体业务布局



数据来源: 万达电影官网, 广发证券发展研究中心

万达影视内容控投能力强，项目储备丰富保证营收稳定增长。2018年，万达影视所投资影片的票房总计为131亿元，约占国内总票房的34.65%。在主投产品《唐人街探案2》、《快把我哥带走》和参投电影《熊出没·变形记》推动下，全年实现营业收入22.58亿元，同比增长11.90%，归母净利润8.43亿元，同比增长41.54%。

在作品储备方面，2019年将上映万达影视参与的电影有4部，重点影片有预计2019年

8月上映的雷尼·哈林执导犯罪动作电影《沉默的证人》，预计2020年1月上映的《唐人街探案3》，IP大作《鬼吹灯之天星术》、《全职高手之巅峰荣耀》和动画版《寻龙诀》，多类型作品储备为万达影视营业收入的持续增长提供了保障。

新媒诚品业绩增长稳定，获得两部当代都市剧制作备案。2016~2018年新媒诚品主营业务收入分别为1.68亿元、3.73亿元和3.95亿元，呈现良好增长态势，2018年主要出售作品包括《长安诺》、《正阳门下小女人》、《头号前妻》和《深圳合租记》，实现净利润1.57亿元，同比增长15.12%。储备作品方面，2018年12月至今新媒诚品已获得《爱情高级定制》和《我是那冬冬》两部当代都市电视剧的制作备案，其他投资作品包括《从前有座灵剑山》、《明月曾照江东寒》、《激荡》和《大耍儿之西城风云》等。此外，万达影视开发的《西域列王纪》、《斗破苍穹》等超级IP项目以参投的系列电影作品，未来都将成为影视剧业务未来重要项目来源。

表 6: 新媒诚品签署投资协议的电视剧情况

| 名称 | 题材 | 投资情况 | 计划上映年份 |
|----------|-------|------|--------|
| 伞兵魂 | 军旅剧 | 主投 | 2019年 |
| 大耍儿之西城风云 | 热血青春剧 | 主投 | 2019年 |
| 恋爱才是正经事 | 都市职场剧 | 主投 | 2020年 |
| 激荡 | 都市情感剧 | 主投 | 2020年 |
| 百年新娘 | 古装武侠剧 | 主投 | 2020年 |
| 正阳门下年轻人 | 都市情感剧 | 主投 | 2021年 |
| 西域列王纪 | 古装历史剧 | 主投 | 2021年 |
| 亲爱的他们 | 都市情感剧 | 主投 | 2021年 |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

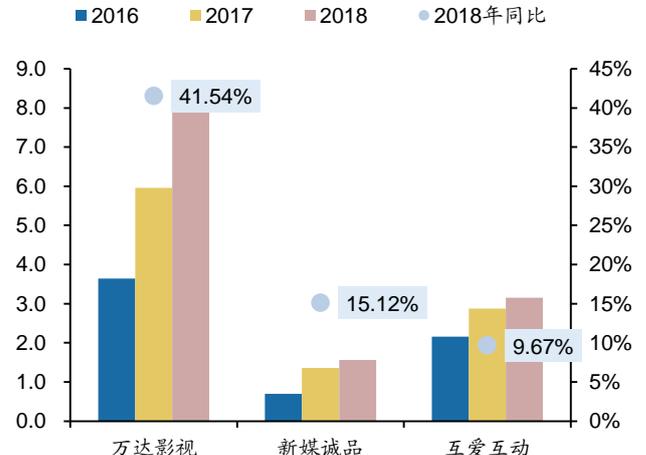
游戏类型多样化，3款作品获得版号。互爱互动已发行和运营约50款网页和移动游戏产品，类型涵盖三国、仙侠、武侠、体育、魔幻等。目前已完成页游向手游转型，手游收入占比超过85%。2018年营收为7.36亿元（未审计），营收小幅下滑。在产品储备上，互爱互动在2018年12月版号发放恢复后已获得3个游戏版号，分别是“影游联动”的回合制卡牌手游《莽荒纪：至尊》，由《胡莱三国》团队打造的SLG手游《秦皇汉武》和ARPG手游《无尽战记》。

图30: 三家标的公司营收(亿元)和同比增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: 三家标的公司净利润(亿元)和同比增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

投资建议: 完成资产注入后, 万达电影将实现电影产业链全覆盖, 打通游戏、影视剧等内容IP变现窗口, 兼具渠道和内容优势。放映业务上, 万达电影渠道扩张能力稳定, 随着扩张战略向低线转移, 4~5线票房市占率持续提升, 有望在低线城市观影需求释放中持续受益。卖品业务上, 依托集团强大的商业对接能力和海外非票运营经验, 人均非票收入遥遥领先同行水平。此外, 2018年公司组建了财务共享中心和电影远程放映系统, 减少影院人力投入, 积极控制成本。

业绩承诺的延长, 显示了对万达影视注入资产持续增长的信心。 对于注入的影视和游戏资产, 2018~2021年的承诺净利润分别不低于7.63亿元、8.88亿元、10.69亿元和12.74亿元。

短期虽然面临Q1票房负增长带来的冲击, 但与同行相比, 万达电影拥有超过300块IMAX银幕, 杜比影厅25个, 同时自主研发X-land银幕将超过100块, 有望从以动作、科幻类型为主的进口片票房增长中受益, 在国产片票房下滑情况下, 收入韧性更强。

风险提示: 业绩加速下滑; 计划内的电影、影视剧未能如期播出; 加盟影城撤出。

3.3 电影院线上市公司 2019 年参与片单情况

截至2019年3月31日, 我们梳理主要电影院线上市公司2019年参与片单情况, 其中北京文化参与电影12部, 已上映的两部中《流浪地球》创下46.48亿元, 按票房折算预计将带来1.8~1.9亿元投资受益, 约有10部电影待上映。光线传媒参与电影13部, 其中《疯狂外星人》创下22亿票房, 预计确认收入6.85亿元。中国电影参与37部, 已上映电影中由其参与投资和发行的《流浪地球》贡献收益2.7~2.8亿元, 其余待上映电影以进口片发行为主。猫眼娱乐参与电影14部, 万达电影参与12部, 华谊兄弟参与电影3部。

表 7: 电影院线上市公司参与片单一览 (注: 统计时间: 2019 年 3 月 31 日)

| 电影名称 | 上映日期 | 票房 (万元) | 导演 | 演员 | 涉及上市公司 | 参与环节 |
|---------|-----------|------------|-------|------------------|--------|--------------|
| 海上浮城 | 2019/1/25 | 51.3 | 海上浮城 | 海上浮城 | | 出品 |
| 流浪地球 | 2019/2/5 | 464800 | 郭帆 | 屈楚萧 / 吴京 / 李光洁 | | 制作, 发行, 出品 |
| 妈阁是座城 | 2019/4/1 | --- | 李少红 | 白百何 / 黄觉 / 吴刚 | | 出品 |
| 岁月忽已暮 | 2019 | --- | 秦小珍 | 张子枫 / 姜潮 / 宋威龙 | | 出品 |
| 特警队 | 2019 | --- | 丁晟 | 凌潇肃 / 贾乃亮 / 金晨 | | 出品, 发行 |
| 你是凶手 | 2019 | --- | 王昱 | 宋佳、王千源、冯远征 | 北京文化 | 投资、宣发 |
| 全民直播 | 2019 | --- | 胡茄 / | 张子贤 / | | 投资、宣发 |
| 成长在明天 | 2019 | --- | 叶京 | --- | | 投资、宣发 |
| 跳舞吧! 大象 | 2019 | --- | 林育贤 / | 艾伦、金春花 | | 投资、宣发 |
| 被光抓走的人 | 2019 | --- | 董润年 / | 黄渤、王珞丹 | | 投资、宣发 |
| 热带往事 | 2019 | --- | 温世培 / | 彭于晏、张艾嘉 / | | 投资、宣发 |
| 诗眼倦天涯 | 2019 | --- | 徐浩峰 / | 陈坤、周迅、宋佳 | | 投资 |
| 四个春天 | 2019/1/4 | 1058.2 | 陆庆屹 | 陆运坤 / 李桂贤 | | 出品, 发行 |
| 羞答答的铁男 | 2019/1/20 | -- | 至尊玉 | 柯达 / 郭诗佳 / 意辰 | 光线传媒 | 制作 |
| 疯狂的外星人 | 2019/2/5 | 220100 | 宁浩 | 黄渤 / 沈腾 / 汤姆·派福瑞 | | 发行, 出品, 联合发行 |
| 阳台上 | 2019/3/15 | 392.1 | 张猛 | 周冬雨 / 王锵 | | 发行, 出品 |

| | | | | | | |
|----------|-----------|--------|---------|-----------------|------|------------|
| 风中有朵雨做的云 | 2019/4/4 | --- | 娄烨 | 井柏然/马思纯 | | 出品 |
| 雪暴 | 2019/4/30 | --- | 崔斯韦 | 张震/倪妮/廖凡 | | 出品 |
| 东北往事之二十年 | 2019/5/1 | --- | 孔二狗 | 夏雨/张静初/胡军 | | 出品 |
| 凤凰 | 预计 2019 | --- | 毛启超 | -- | | 出品 |
| 姜子牙 | 预计 2019 | --- | 程腾/李炜 | -- | | 出品 |
| 龙岭迷窟 | 预计 2019 | --- | 非行 | 赵立新/蔡珩/顾璇 | | 出品 |
| 墨多多谜境冒险 | 预计 2019 | --- | 王竞 | : 秦昊 / 柳岩 / 莫玺杨 | | 出品 |
| 哪吒之魔童降世 | 预计 2019 | --- | 饺子 | -- | | 出品 |
| 南方车站的聚会 | 预计 2019 | --- | 刁亦男 | 胡歌 / 桂纶镁 / 廖凡 | | 出品 |
| 天乩之天帝传说 | 2019/2/23 | | 杨虓//彭禺厶 | 刘学义 / 朱佳希 / 赵芮菡 | | 出品 |
| 八佰 | 2019/7/1 | --- | 管虎 | 张译 / 姜武 / 王千源 | 华谊兄弟 | 制作, 出品 |
| 手机 2 | 预计 2019 | | 冯小刚 | 葛优 / 范冰冰 / 张国立 | | 其他出品 |
| “犬”人物 | 2019/1/10 | 37900 | 五百/ | 王千源/包贝尔 | | 联合出品 |
| 白蛇: 缘起 | 2019/1/11 | 44800 | 黄家康/赵霁 | --- | | 联合出品 |
| 飞驰人生 | 2019/2/5 | 171600 | 韩寒 | 沈腾/黄景瑜 | | 出品, 发行 |
| 廉政风云 | 2019/2/5 | 1.14 亿 | 麦兆辉 | 刘青云/张家辉 | | 联合出品, 联合发行 |
| 流浪地球 | 2019/2/5 | 464800 | 郭帆 | 吴京/屈楚萧 | | 联合出品 |
| 情圣 2 | 2019/2/5 | 19.5 | 宋晓飞/董旭 | 吴秀波/白百何 | | 联合出品 |
| 熊出没·原始时代 | 2019/2/5 | 71300 | 丁亮/林汇达 | 宋祖儿/谭笑 | | 出品, 联合发行 |
| 一吻定情 | 2019/2/14 | 17300 | 陈玉珊 | 王大陆/林允 | 猫眼娱乐 | 出品, 发行 |
| 老师·好 | 2019/3/22 | 23500 | 张栾 | 于谦/汤梦佳 | | 出品, 发行 |
| 反贪风暴 4 | 2019/4/4 | 27.1 | 林德禄 | 古天乐/郑嘉颖 | | 出品, 发行 |
| 风中有朵雨做的云 | 2019/4/4 | --- | 娄烨 | 井柏然/马思纯 | | 联合出品 |
| 狗眼看人心 | 2019/4/20 | --- | 吴楠 | 黄磊/闫妮 | | 发行 |
| 风林火山 | 2019 香港 | --- | 麦浚龙 | 金城武/梁家辉 | | 出品, 联合发行 |
| 爵迹 2 | 预计 2019 | --- | 郭敬明 | 范冰冰/吴亦凡 | | 出品 |
| 飞驰人生 | 2019/2/5 | 171600 | 韩寒 | 沈腾/黄景瑜 | | 联合出品 |
| 廉政风云 | 2019/2/5 | 11400 | 麦兆辉 | 刘青云/张家辉 | | 联合出品 |
| 情圣 2 | 2019/2/5 | 19.5 | 宋晓飞/董旭 | 吴秀波/白百何 | | 其他出品 |
| 熊出没·原始时代 | 2019/2/5 | 71300 | 丁亮/林汇达 | 宋祖儿/谭笑 | | 联合发行 |
| 一吻定情 | 2019/2/14 | 17300 | 陈玉珊 | 王大陆/林允 | | 联合出品 |
| 过春天 | 2019/3/15 | 981.4 | 白雪 | 黄尧/孙阳 | 万达电影 | 发行, 出品 |
| 人间·喜剧 | 2019/3/29 | 5971.2 | 孙周 | 艾伦/王智 | | 出品 |
| 反贪风暴 4 | 2019/4/4 | 27.1 | 林德禄 | 古天乐/郑嘉颖 | | 联合出品 |
| 如影随心 | 2019/4/19 | --- | 霍建起 | 陈晓/杜鹃 | | 出品 |
| 沉默的证人 | 预计 2019 | --- | 雷尼·哈林 | 张家辉/杨紫 | | 出品 |
| 枪炮腰花 | 预计 2019 | --- | 张猛 | 王千源/黄景瑜 | | 出品 |
| 未来机器城 | 预计 2019 | --- | 安恪温/龙子乔 | 冯远征//石班瑜 | | 出品 |
| 大黄蜂 | 2019/1/4 | 114700 | 塔拉维斯·奈特 | 海莉·斯坦菲尔德 | | 其他, 发行 |
| 奎迪: 英雄再起 | 2019/1/4 | 1712.8 | 斯蒂芬·卡普尔 | 史泰龙/迈克尔·B·乔丹 | 中国电影 | 其他, 发行 |
| 22 年后的自白 | 2019/1/11 | 534.2 | 入江悠 | 藤原龙也/伊藤英明 | | 其他, 发行 |
| 德鲁大叔 | 2019/1/11 | 1207.4 | 查理斯·斯通 | 尼克·科罗尔/沙奎尔·奥尼尔 | | 其他, 发行, 发行 |

| | | | | | |
|------------------|-----------|--------|-----------|---------------------------------|---------|
| 命运之夜——天之杯：恶兆之花 | 2019/1/11 | 3161.5 | 须藤友德 | 杉山纪彰/下屋则子 | 发行,其他 |
| 汝海风云 | 2019/1/11 | 24.1 | 张艺飞 | 刘牧/爱戴 | 发行 |
| 养家之人 | 2019/1/11 | 630.6 | 诺拉·托梅 | 莎拉·乔德利/索玛·查亚 | 其他,发行 |
| 掠食城市 | 2019/1/18 | 5048.4 | 克里斯蒂安·瑞沃斯 | 海拉·希尔莫/罗伯特·席安 | 发行 |
| 密室逃生 | 2019/1/18 | 23200 | 亚当·罗比特 | 泰勒·拉拜/黛博拉·安沃尔 | 其他,发行 |
| 我想吃掉你的胰脏 | 2019/1/18 | 2388.5 | 牛岛新一郎 | 高杉真宙/Lynn | 发行,其他 |
| 死侍2: 我爱我家 | 2019/1/25 | 28600 | 大卫·雷奇 | 瑞安·雷诺兹/乔什·布洛林 | 发行 |
| 流浪地球 | 2019/2/5 | 464800 | 郭帆 | 吴京/屈楚萧 | 出品,发行 |
| 新喜剧之王 | 2019/2/5 | 62400 | 周星驰 | 王宝强/鄂靖文 | 出品 |
| 一切如你 | 2019/2/9 | -- | 黄宏/黄兆函 | 于蓝/秦怡 | 出品,发行 |
| 今夜在浪漫剧场 | 2019/2/14 | 1231.1 | 武内英树 | 绫濑遥/坂口健太郎 | 发行 |
| 蓝色生死恋 | 2019/2/14 | 149.2 | 王才涛 | 许凯/赵露思 | 发行 |
| 朝花夕誓-于离别之朝来起约定之花 | 2019/2/22 | 1722.2 | 筱原俊哉 | 石见舞菜香/入野自由 | 发行 |
| 驯龙高手3 | 2019/3/1 | 36400 | 迪恩·德布洛斯 | 杰伊·巴鲁切尔/亚美莉卡·费雷拉 | 发行 |
| 惊奇队长 | 2019/3/8 | 102300 | 安娜·波顿 | 布丽·拉尔森/麦肯娜·格瑞丝 | 发行 |
| 梦想之城 | 2019/3/8 | 109.7 | 刘抒鹃 | 金巧巧、保剑锋 | 制作 |
| 魔神Z | 2019/3/8 | 40.6 | 志水淳儿 | 森久保祥太郎/茅野爱衣 | 发行 |
| 狂暴凶狮 | 2019/3/22 | 4437.3 | 迪克·麦斯 | 索菲·范·德温 Abbey/Hoes | 发行 |
| 乐高大电影2 | 2019/3/22 | 1769.5 | 迈克·米歇尔 | 克里斯·帕拉特/伊丽莎白·班克斯/威尔·阿奈特/蒂芬妮·哈迪什 | 发行 |
| 海市蜃楼 | 2019/3/28 | 7762 | 奥利奥尔·保罗 | 阿德丽安娜·尤加特 | 发行 |
| 警告 | 2019/3/29 | 57.2 | 丹尼尔·卡尔帕索罗 | 劳尔·阿雷瓦洛/奥拉·加里多 | 发行 |
| 小飞象 | 2019/3/29 | 8005.2 | 蒂姆·波顿 | 柯林·法瑞尔/妮可·帕克 | 发行 |
| 调音师 | 2019/4/3 | 175.8 | 奥利维耶·特雷内 | 格雷戈瓦·勒普兰斯-林盖/格莱高利·嘉德波瓦 | 发行 |
| 雷霆沙赞 | 2019/4/15 | 1.7 | 大卫·F·桑德伯格 | 扎克瑞·莱维/马克·斯特朗 | 发行 |
| 巴比龙 | 2019/4/19 | --- | 弗兰克林·斯凡那 | 史蒂夫·麦奎因/达斯汀·霍夫曼 | 发行 |
| 港珠澳大桥 | 2019/5/1 | -- | 闫东 | --- | 出品 |
| 半边天 | 2019/5/10 | --- | 丹妮拉·托马斯 | 王璐丹/刘蓓 | 联合出品 |
| 上海堡垒 | 预计 2019 | --- | 滕华涛 | 鹿晗/舒淇 | 联合出品,发行 |
| 我想静静 | 预计 2019 | --- | 张坚庭 | 心凌/余少群 | 发行 |
| 希望岛 | 预计 2019 | --- | 提莫·沃伦索拉 | 安迪·加西亚//段奕宏/ | 出品 |
| 一个母亲的复仇 | 预计 2019 | --- | 拉维·德耶瓦尔 | 希里黛玉/萨佳·阿里 | 发行 |
| 中国游记·龙牌之谜 | 预计 2019 | --- | 伊哥·斯坦普陈科 | 成龙/杰森·弗莱明 | 出品 |
| 最后的勇士 | 预计 2019 | --- | 戴米特里·迪亚琴科 | 维克多·霍林雅克 | 发行 |

数据来源：万达电影，光线传媒，华谊兄弟，北京文化2018年半年报，猫眼App专业版，广发证券发展研究中心

估值情况来看：截至2019年3月31日，电影院线行业PE-TTM为25x，影视制作行业PE-TTM为18.5x，均低于传媒行业总体PE-TTM为28x的水平。从历史来看，2017

年1月~2018年9月，电影院线相对传媒行业总体估值水平始终处于溢价状态。

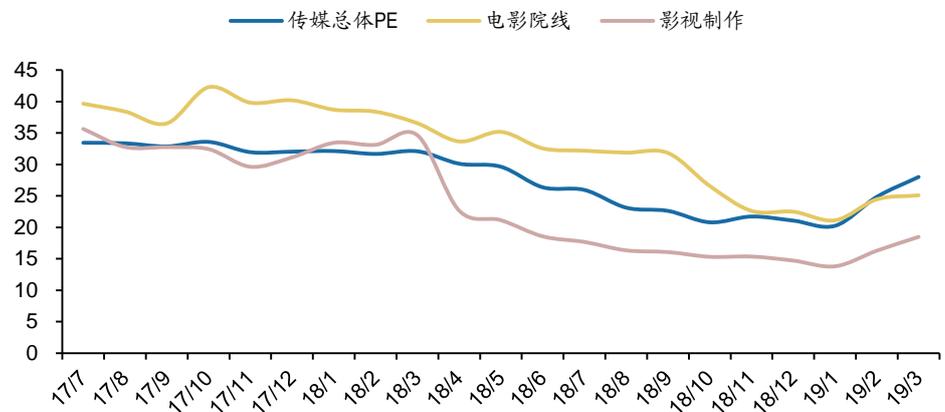
表 8: 电影院线行业重要个股的财务情况和盈利预测 (统计日期: 2019 年 4 月 2 日)

| 代码 | 行业 | 公司名称 | 总市值 (亿元) | EPS(元/股) (未覆盖公司按市场一致预期) | | | | | P/E | | | | |
|-----------|------|--------|-------------|----------------------------|-------|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 16A | 17A | 18A | 19E | 20E | 16A | 17A | 18E | 19E | 20E |
| | | | | 002739.SZ | 万达电影 | 379.06 | 1.16 | 1.29 | 0.74 | 0.92 | 1.03 | 18.55 | 16.68 |
| 603103.SH | 横店影视 | 111.48 | 0.89 | 0.80 | 0.71 | 0.72 | 0.80 | 27.65 | 30.76 | 34.66 | 34.18 | 30.76 | |
| 002905.SZ | 院线 | 金逸影视 | 49.00 | 0.73 | 0.79 | 0.59 | 0.89 | 1.03 | 25.07 | 23.17 | 30.74 | 20.38 | 17.68 |
| 601595.SH | | 上海电影 | 55.88 | 0.63 | 0.69 | 0.65 | 0.78 | 0.98 | 23.65 | 21.73 | 23.06 | 19.19 | 15.33 |
| 300528.SZ | | 幸福蓝海 | 32.86 | 0.30 | 0.30 | -1.43 | 0.57 | 0.63 | 29.21 | 29.22 | -6.17 | 15.37 | 13.93 |
| 600977.SH | | 中国电影 | 331.77 | 0.49 | 0.52 | 0.78 | 0.73 | 0.84 | 36.16 | 34.37 | 22.93 | 24.28 | 21.22 |
| 300251.SZ | | 光线传媒 | 253.46 | 0.25 | 0.28 | 0.48 | 0.37 | 0.45 | 34.56 | 30.86 | 17.98 | 23.35 | 19.20 |
| 300027.SZ | 影视内容 | 华谊兄弟 | 152.33 | 0.29 | 0.30 | -0.35 | 0.30 | 0.35 | 18.85 | 18.39 | -15.4 | 18.06 | 15.63 |
| 000802.SZ | | 北京文化 | 90.35 | 0.73 | 0.43 | 0.46 | 0.62 | 0.72 | 17.29 | 29.11 | 27.73 | 20.20 | 17.52 |
| 01896.HK | 在线票务 | 猫眼娱乐 | 194.39 | -0.45 | -0.07 | -0.12 | 0.53 | 1.13 | — | — | — | 32.68 | 15.25 |

数据来源: 艺恩数据App, 广发证券发展研究中心

注: 中国电影、上海电影尚未披露2018年实际业绩为预测值, 其余公司均以通过快报、年报形式披露18年业绩, 对应的2018年EPS和PE为实际值, 万达电影、横店影视和光线传媒为覆盖标的

图 32: 传媒行业总体, 电影院线和影视制作的PE-TTM估值情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注意: 传媒行业共包括153家A股传媒互联网标的公司

风险提示

- 1) 竞争加剧, 成本提升的风险。随着龙头院线的跨区域扩张以及新兴投资主体陆续进入, 影院数量仍然保持两位数增长, 从而导致整体的单银幕产出持续下滑, 同时也推升了商业地产租金成本的上涨。

- 2) 票房市场不及预期的风险。虽然2018年春节档,国产电影交出了优异的成绩单,但总体来看“叫好又叫座”的国产影片数量仍较少,非档期优质内容匮乏,上座率低。另外,目前进口影片数量受限,且内容质量分化也较为明显,导致票房增速波动加大。
- 3) 影院现金流压力和资产减值风险。院线公司若持续保持高速扩张,影城盈利能力不断下滑。而租金、人力成本存在刚性上涨的压力,在目前投资回收周期不断延长的环境下,可能出现现金流风险和资产减值风险。
- 4) 补贴退坡或停止的风险。目前政府补贴收入对院线公司在三四线城市投建院线的影响因素,同时也是上市院线的利润构成项目,税收优惠和政府补贴占上市院线净利润的10%~15%,未来投建补贴逐步取消可能会对新建和改造影院的盈利产生一定程度影响。
- 5) 影片调档或撤档风险。可能由于题材或者档期拥挤等原因,部分影片可能发生调档或者撤档的情况,由此对相应的投资和宣发公司造成经济损失。

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 朱可夫：分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
- 吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-----------------------------|--------------------------------|---------------------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼 | 深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层 | 北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层 | 上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼 | 香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券在过去12个月内与华谊兄弟(300027)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。