

中国电影 (600977) 深度研究

全产业链运作的影视龙头，发行环节优势稳固

2019 年 04 月 17 日

【投资要点】

- ◆ 国资背景雄厚。中影集团隶属于广电总局，是公司控股股东和实控人，其余股东背后均有强大的国资阵容，能为公司带来资金、资源的支持，利于公司把握监管风向与内容尺度，降低政策风险。
- ◆ 公司主营影视制片制作、电影发行、电影放映、影视服务四大业务，从内容端到渠道端，布局全产业链：1) 制片业务逐步企稳，《流浪地球》的优异表现预计贡献近 3 亿收益，将在 Q2 确认。2) 发行市场市占率第一，近几年参与几乎所有票房过亿影片的发行，将持续受益于电影市场的马太效应；拥有国内唯二进口片发行资格，2019 年进口片体量及质量较去年均有提升，有望带来业绩弹性。3) 参控股 7 条院线，市占率第一，作为龙头院线有望受益于并购整合后的行业集中度提升，控股影院经营状况较好，单银幕票房收入及场均收入优于全国平均，非票业务仍有优化空间。4) “中国巨幕”系统以高性价比及丰富片源优势快速铺设，政策鼓励影院硬件升级，或刺激市场对“中国巨幕”系统与中影巴可设备的需求，影视服务业务有望保持快速增长。
- ◆ 中影营收净利规模仅次万达，折旧摊销会计处理谨慎，费控良好、存货管理优秀、现金流充裕、有息负债低，2016-2017 年股利支付率分别为 43.35%/63.65%，远高于可比院线公司，整体来看财务状况稳健。

【投资建议】

- ◆ 我们认为公司作为影视行业龙头，进行全产业链布局，拥有发行环节垄断优势，将受益于今年进口片量质提升，我们看好公司各项业务协同发展，首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	8988.02	9937.33	11964.30	13585.07
增长率 (%)	14.63	10.56	20.40	13.55
EBITDA (百万元)	2081.32	2790.92	2779.70	3062.44
归母净利润 (百万元)	965.28	1455.00	1397.96	1517.77
增长率 (%)	5.21	50.73	-3.92	8.57
EPS (元/股)	0.52	0.78	0.75	0.81
市盈率 (P/E)	38.03	25.23	26.26	24.18
市净率 (P/B)	3.55	3.30	3.09	2.88
EV/EBITDA	13.86	10.20	9.99	8.77

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 政策风险；票房表现不及预期；院线及渠道拓展不及预期；解禁风险。


东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持 (首次)

东方财富证券研究所

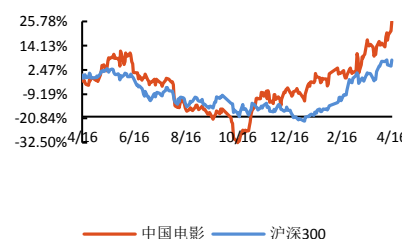
证券分析师: 陈博

证书编号: S1160517120001

联系人: 高思雅

电话: 021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	34110.09
流通市值 (百万元)	10322.55
52 周最高/最低 (元)	18.35/10.49
52 周最高/最低 (PE)	34.59/13.73
52 周最高/最低 (PB)	3.30/1.91
52 周涨幅 (%)	7.76
52 周换手率 (%)	385.99

相关研究

正文目录

1. 公司概况	5
1.1. 历史沿革	5
1.2. 国资背景雄厚，股权集中	5
1.3. 深耕影视行业，四大业务驱动	6
2. 影视龙头，全产业链运作	7
2.1. 制片制作业务盈利回暖	7
2.1.1. 制片业务逐步企稳，《流浪地球》增厚业绩	8
2.1.2. 拥有成熟的影视基地	9
2.2. 发行业务高壁垒，受益于进口片量质双升	10
2.2.1. 享受政策红利，电影发行绝对龙头	10
2.2.2. 进口片大年直接受益者	13
2.3. 参控股院线市占率第一，放映业务毛利率待提升	15
2.3.1. 放映终端经营指标喜忧参半	16
2.3.2. 龙头院线，影院增量提质	17
2.4. 影院硬件升级，影视服务业务有望保持快速增长	20
3. 财务分析	22
4. 盈利预测	26
5. 估值与投资建议	27
6. 风险提示	28

图表目录

图表 1: 中国电影历史沿革	5
图表 2: 中国电影前十大股东	5
图表 3: 中国电影营业收入及归母净利润	6
图表 4: 中国电影毛利率及净利率	6
图表 5: 中国电影四大业务板块	6
图表 6: 中国电影各业务收入占比	7
图表 7: 中国电影各业务毛利率对比	7
图表 8: 中国电影制片制作业务收入及毛利率	7
图表 9: 全国电影制片数量（部）及中影占比	8
图表 10: 中国电影制片票房及占比	8
图表 11: 中国电影 2018-2019 主导或参与出品的已上映作品	8
图表 12: 春节档 8 部影片单日票房贡献占比	9
图表 13: 春节档 8 部影片票房及评分	9
图表 14: 中国电影储备项目	9
图表 15: 中影基地制作作品数量	10
图表 16: 中国电影发行业务收入及毛利率	10
图表 17: 中国电影发行业务模式	11
图表 18: 中国电影进口片发行业务	11
图表 19: 国内电影产业链上下游分成比例	11
图表 20: 国内主发行公司影片票房排名	12
图表 21: 中国电影主导或参与发行影片票房及市占率	12
图表 22: 国内电影票房分布情况	12
图表 23: 国内过亿影片票房占总票房的比例	13
图表 24: 中国电影主导或参与发行票房过亿的影片数量与市场份额	13
图表 25: 国产片、进口片票房（亿）对比	14
图表 26: 2017-2018 进口片不同票房区间数量分布	14
图表 27: 国产片、进口片数量占比	14
图表 28: 进口片六大、非六大票房占比	14
图表 29: 2019 年大陆已上映及预计上映进口片	15
图表 30: 中影放映业务收入及毛利率	16
图表 31: 国内放映市场经营指标	16
图表 32: 中影参控股院线年票房（亿）	17
图表 33: 国内前十大院线排名	18
图表 34: 中影其余 4 家参控股院线票房排名及市占率	18
图表 35: 中影控股院线下属影院经营情况	18
图表 36: 国内前十大影投排名	19
图表 37: 中影全资和控股影院经营情况	19
图表 38: 可比公司卖品占放映收入比例及人均卖品支出	20
图表 39: 可比公司卖品业务毛利率	20
图表 40: 2017 年各院线公司主营业务收入占比	20
图表 41: 中影影视服务业务收入及毛利率	21
图表 42: 国内特殊影厅分类	21
图表 43: 中国巨幕厅数量	21
图表 44: 中国巨幕系统销售情况	22
图表 45: 中影与院线公司营业收入（亿）对比	22
图表 46: 中影与院线公司归母净利润（亿）对比	22
图表 47: 中影与院线公司毛利率对比	23
图表 48: 中影与院线公司净利率对比	23
图表 49: 中影与院线公司折旧摊销会计政策对比	23
图表 50: 中影与院线公司 EBITDA Margin 对比	23

图表 51: 中国电影三费	24
图表 52: 中影与院线公司期间费用率对比	24
图表 53: 中国电影经营性现金流及净利润（亿）	24
图表 54: 中影与院线公司资产负债率对比	24
图表 55: 中国电影存货（亿）及同比增速	25
图表 56: 2018H1 中影存货各项内容占比	25
图表 57: 中国电影库存商品情况	25
图表 58: 中影与影视剧制作公司存货周转率对比	25
图表 59: 中国电影与院线公司股利支付率对比	25
图表 60: 中国电影限售股解禁时间表	26
图表 61: 盈利预测关键财务数据	27
图表 62: DCF 估值模型（FCFF）的基本假设	27
图表 63: 可比公司估值	28
图表 64: 历史 PE（TTM）区间	28
图表 65: 历史 PB 区间	28

1. 公司概况

1.1. 历史沿革

2010年，经中宣部、广电总局批准，中影集团联合中视总公司、央广传媒、江苏广电、长影集团、中国联通、歌华有线、电广传媒7家单位共同发起设立了中国电影股份有限公司，中影集团将旗下制片、发行、放映等影视相关的优质资产注入公司。2016年公司正式登陆A股市场。

图表 1：中国电影历史沿革

时间	事件
1951年	成立中国电影发行放映公司
1992年	更名为中国电影发行放映输出输入公司
1995年	更名为中国电影公司
1998年	组建中国电影集团公司，中国电影公司为集团母公司，北京电影制片厂、中国儿童制片厂、中国电影合作制片公司、中国电影器材公司、北京洗印录像技术厂等为子公司，电影频道为其他成员单位
1999年2月4日	成立中影集团
2010年12月7日	8家单位发起设立中国电影股份有限公司，中影集团以货币资金、非货币经营性资产及59家下属企业的股权对本公司出资，持股93%，其余7家单位分别持股1%
2016年8月9日	公司登陆上交所，以8.92元/股的价格发行46700万股，占发行后总股份的25.01%

资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

1.2. 国资背景雄厚，股权集中

中影集团隶属于广电总局，是公司的控股股东和实际控制人，持股67.36%，股权结构集中。公司其余股东背后均有强大的国资阵容，包括国资委、地方人民政府、央视传媒等，能够为公司带来资金、资源的支持，增强公司品牌力，同时利于公司把握监管风向与内容尺度，降低政策风险。

图表 2：中国电影前十大股东

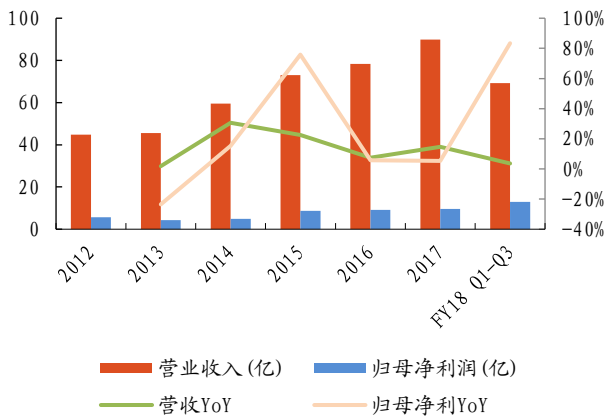
中影集团 67.36%	社保基金理事 会转持二户 2.5%	中国证 金公司 2.37%	中国 联通 0.72%	中视 总公司 0.72%	央广 传媒 0.72%	长影 集团 0.72%	社保基金 二零五 0.57%	工行博时精 选混合型证 券投资基金 0.43%	社保基金 二零三 0.3%
中国电影股份有限公司									

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.3. 深耕影视行业，四大业务驱动

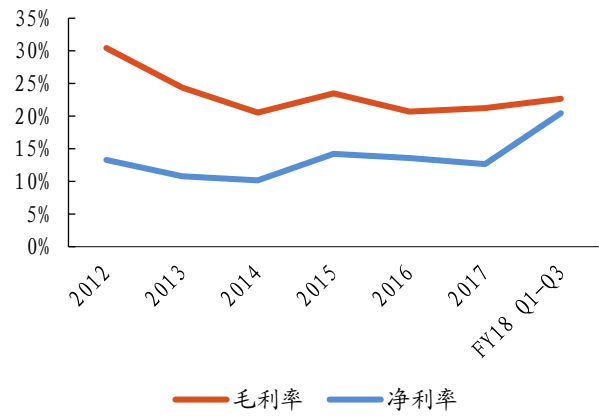
业绩稳步增长。2012-2017 年公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 14.93%、11.51%。2018 年前三季度实现归母净利润 12.98 亿（YoY+83.37%），主要因为 2018Q3 中影巴可完成并表产生 4.54 亿元投资收益。2012 年，受中美签署《谅解备忘录》的进口片政策变动影响，中影集团不再委托本公司从事相关进口影片的具体业务，公司毛利率有所下滑，到 2013 年趋于稳定。2018 年前三季度毛利率、净利率分别抬升至 22.67%、20.45%，主要因为影视制片制作业务有所改善。

图表 3：中国电影营业收入及归母净利润



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 4：中国电影毛利率及净利率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

发行业务为核心，制片制作业务弹性较大。公司深耕影视行业，主营影视制片制作、电影发行、电影放映、影视服务四大业务，从内容端到渠道端，布局全产业链。

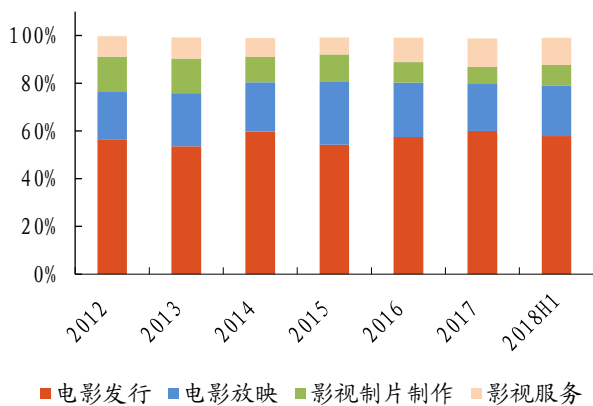
公司五成以上营收来自发行业务，包括电影发行、营销广告业务。中影控股 4 条院线，拥有 3 条参股院线，电影放映业务占比 20%左右。影视制片制作和影视服务两项业务收入较为平稳，占比均处于 10%左右。影视服务业务主要包括影视器材销售等业务，毛利率逐年抬升，而制片制作业务毛利率波动较大。

图表 5：中国电影四大业务板块



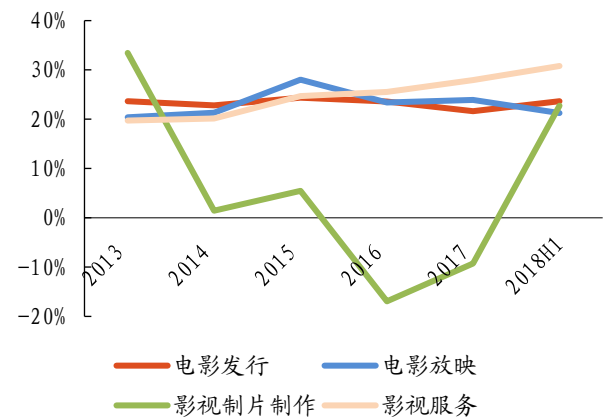
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 6：中国电影各业务收入占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 7：中国电影各业务毛利率对比



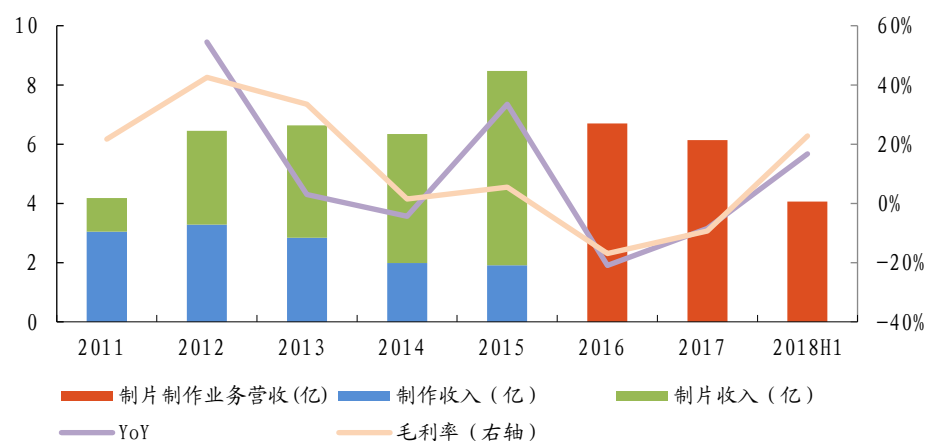
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2. 影视龙头，全产业链运作

2.1. 制片制作业务盈利回暖

公司影视制片制作业务主要包括电影、电视剧、动漫、网剧的制片投资收入，以及影视前、后期制作收入等，2011-2017 年此项业务收入 CAGR 为 6.62%，项目制特点致毛利率波动较大，FY16-17 毛利率为负，主要因为中美合拍片《长城》、《魔兽》亏损，2018H1 毛利率从-9.3%抬升至 22.75%，改善明显。

图表 8：中国电影制片制作业务收入及毛利率

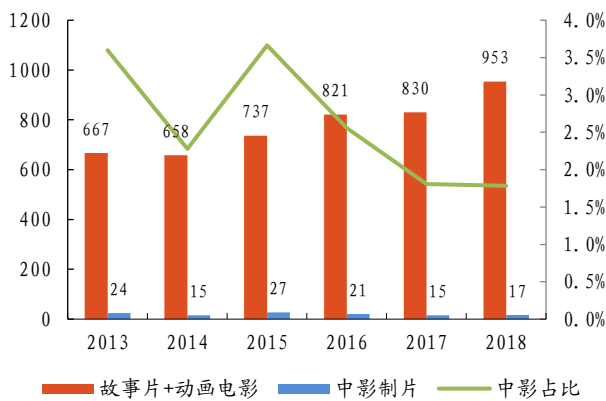


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

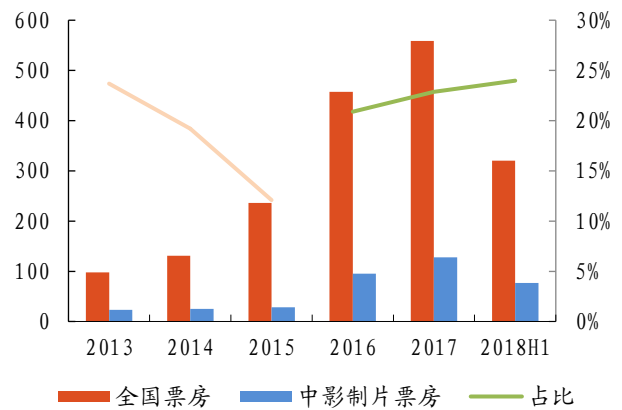
2.1.1. 制片业务逐步企稳，《流浪地球》增厚业绩

电影制片为主，电视剧、动画制片全覆盖。2013-2018年，全国共生产故事片、动画片共4666部，中影电影制片119部，占2.55%。2018H1公司主导或参与出品并投放市场的影片共8部，包括《唐人街探案2》、《捉妖记2》、《无问西东》等，累计实现票房76.83亿，占同期全国票房总额的23.98%。2018年公司主投或参与出品的电视剧《我的青春遇见你》、《热血勇士》、《人生若如初相见》、动画项目《精诚的心》等均取得良好的收视效果，仍有十余部项目在按计划推进中。

图表 9：全国电影制片数量（部）及中影占比



图表 10：中国电影制片票房及占比



资料来源：国家电影局，公司公告，东方财富证券研究所

注：2013-2015年为票房过亿国产片，2016-2018H1为全部影片情况
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

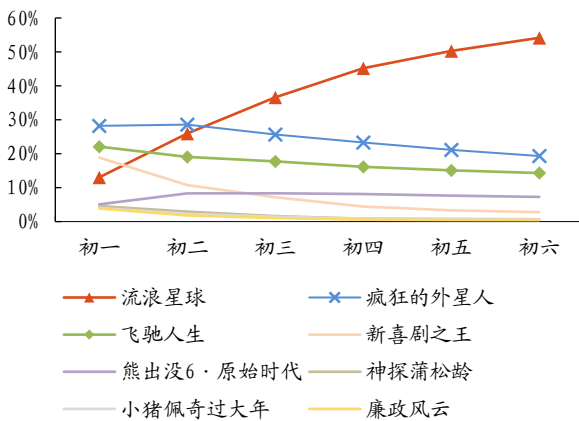
图表 11：中国电影 2018-2019 主导或参与出品的已上映作品

电影	上映时间	票房(亿)	电影	上映时间	票房(亿)	电视剧	上映时间	平台
无问西东	2018/1/12	7.54	欧洲攻略	2018/8/17	1.53	我的青春遇见你	2018/1/2	腾讯、芒果、优酷、湖南卫视
谜巢	2018/1/19	0.50	出山	2018/8/22	16.4w	热血勇士	2018/1/25	贵、辽、陕卫视、优酷、爱奇艺、搜狐、芒果
唐人街探案2	2018/2/16	33.97	信仰者	2018/8/24	0.12	人生若如初相见	2018/3/2	腾讯
捉妖记2	2018/2/16	22.37	摇滚小子	2018/8/28	40.3w	限定24小时	2018/7/25	腾讯
西游记女儿国	2018/2/16	7.27	大轰炸	2018/10/26	0.15	原生之罪	2018/12/20	爱奇艺
厉害了，我的国	2018/3/2	4.80	中国合伙人2	2018/12/18	0.20	重耳传奇	2019/3/12	腾讯、爱奇艺、优酷、浙江卫视
战神纪	2018/4/28	0.38	新喜剧之王	2019/2/5	6.24	精诚的心	2018/6	江苏优漫卫视、腾讯
猛虫过江	2018/6/15	2.03	流浪地球	2019/2/6	46.44	神奇马戏团之动物饼干	2018/7/21	0.65 亿票房
伊阿索密码	2018/6/22	0.01	梦想之城	2019/3/8	0.01	黑子的篮球	2018/8/24	679 万票房

注：红色为动画项目，截至2019/3/25；资料来源：公司公告，猫眼专业版，东方财富证券研究所

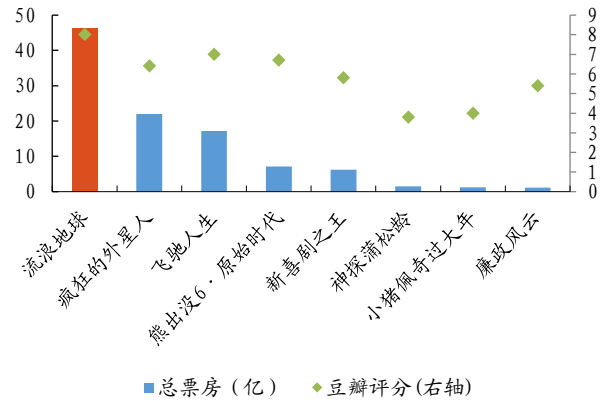
春节档黑马《流浪地球》增厚业绩。2019年春节档喜剧片表现不及预期，科幻片《流浪地球》凭借口碑逆袭，从最初排片处于劣势，跃升成为拉动大盘的主力，总票房破45亿，跻身影史第二，豆瓣评分高达8分，远超同期竞品。《流浪地球》截至3月3日斩获票房45.42亿，中影公告显示作为主出品和发行方，预计计入收益2.7-2.8亿，3月5日开始影片降价延期至5月5日。我们根据《流浪地球》第二轮档期（2019/3/5-5/5）前5周的票房表现，预计影片累计票房有望达到46.54亿，中影收益在2.77-2.87亿之间。此外，中影还参投了《新喜剧之王》，票房6.24亿，另两部动作科幻片《上海堡垒》、《希望岛》也将于2019年上映，公司制片业务逐步企稳。

图表 12: 春节档 8 部影片单日票房贡献占比



资料来源: 猫眼专业版, 东方财富证券研究所

图表 13: 春节档 8 部影片票房及评分



注: 截至2019/3/25; 资料来源: 猫眼, 豆瓣, 东方财富证券研究所

图表 14: 中国电影储备项目

电影				电视剧				动画
拿摩一等	港珠澳大桥	火山地狱	熊猫小丸子	奉天大饭店	杀手世界杯	冲上云霄	紫斑鱼	守龙者
半边天	记忆切割	欢迎来到熊仁镇	急先锋	蔓蔓青萝	笔仙	刀背	刺杀与信仰	生死斗牛场
上海堡垒	百万雄师	好小子, 好功夫	GO, GO 小萨	莫语者	乱花	倒霉男人	解救	魔象传说
中国游记: 龙牌之谜	最好的我们	蓝色列车	签证	巴清传	世家	养我一辈子	暗恋橘生淮南	神圣任务
希望岛	暴走巨轮	囡爸萌娃	再见哆啦A梦	大唐御史传奇	黑色灯塔	光荣与梦想	亲爱的, 你在哪里	一千零一夜至拯救黄金城
一切如你	我在你身边	伟大前程	泰迪大侠	隐战	盖世太保枪口下的中国女人	我的女孩别快哭	铁甲家族	熊猫总动员 2

注: 红色为预计 2019 年上映; 资料来源: 公司公告, 猫眼专业版, 艺恩, 东方财富证券研究所

2.1.2. 拥有成熟的影视基地

国内影视基地呈现建设热潮, 但存在盈利难、配套不齐全、科技含量不高、布局不够集中等问题。在市场竞争中, 浙江横店、宁波象山、上海车墩、北京

怀柔（即中影基地）等传统影视基地要素发展较为齐全，初步形成产业集群，华谊、万达等企业也在积极布局影视基地，如海口冯小刚电影公社、青岛万达影视产业园。

中影旗下的中影数字基地是亚洲地区规模最大、技术最先进、设施最完善的影视制作基地之一，自 2008 年成立以来，共参与影片制作项目 5000 余部，2017 年参与制作的影片合计票房贡献约占全国总票房的 77%。中影基地自主研发的“中影·神思”AI 人工智能修复系统、“中影·幻境”虚拟拍摄系统为经典老片重现，以及电影创作提供了更加智能高效的解决方案，紧跟影视作品越来越依赖棚拍的趋势，业内领先。

图表 15: 中影基地制作作品数量

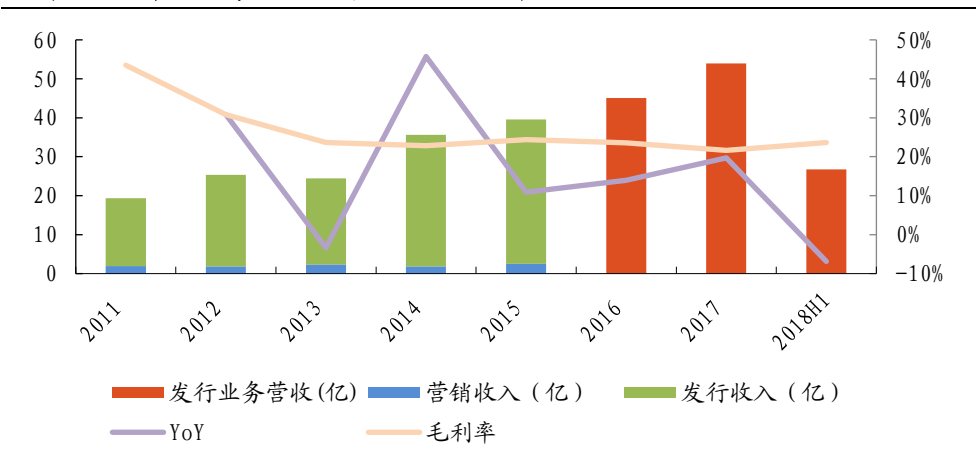
	作品总计	电影	电视剧	其他（纪录片、宣传片、专题片、广告等）
2013-2015	719	443	137	139
2016	294	209	41	44
2017	684	352	34	298
2018H1	503	376	26	101

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2.2. 发行业务高壁垒，受益于进口片量质双升

中影主要通过发行分公司和中数发展开展影片发行业务，2011-2017 年发行业务营收 CAGR 为 18.62%，近五年毛利率保持在 21%-24% 区间。中影的发行业务主要由电影发行(含电影出口)和影片营销宣传两部分收入构成，前者占比在 90% 以上，包括进口分账片/批片及国产片的发行。

图表 16: 中国电影发行业务收入及毛利率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2.2.1. 享受政策红利，电影发行绝对龙头

国内唯二进口片发行资格。我国进口影片管理秉持“一家进口、两家发行”原则，广电总局授予中影集团进出口公司进口片的引进权，中国电影和华夏电

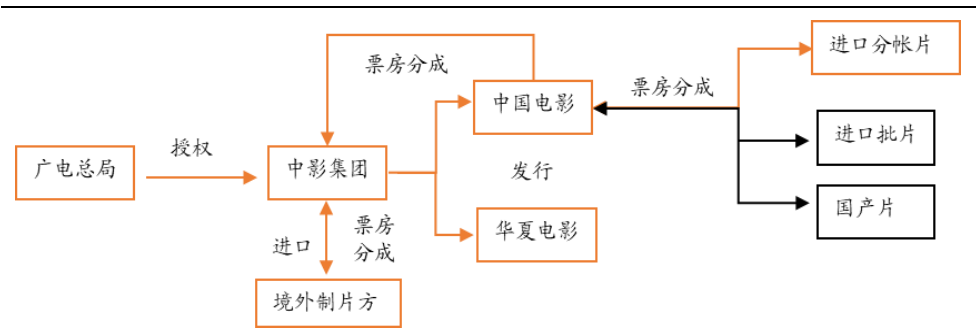
影拥有进口片发行权。进口片发行贡献了中影发行业务 80%的收入，大约影片票房的三分之一确认为收入，毛利率在 20%左右。

进口分账片方面，公司将扣除影院、院线及联合发行方之外的票房确认为发行收入，成本主要是向中影集团支付的进口片票房分成，包括由中影集团转付境外片方 25%的票房分账款，2.5%的票房分成服务费及 6%的影片进口环节增值税。

进口批片是国内片商以固定价格从境外片商处买断影片的放映权，然后向中影或华夏申请配额，通过内容审查后委托或联合中影及华夏发行。境外片商不参与票房分成，民营电影公司作为引进方获得 43%的票房分成，其中约 20%归属中影及华夏，中影及华夏还需向中影集团缴纳进口买断片管理费。

中影主要以联合发行的形式参与国产片发行，扣除影院、院线 57%的票房分账后，制片发行方约分得 43%的票房收入，其中发行方一般占到 5%。

图表 17：中国电影发行业务模式



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 18：中国电影进口片发行业务

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
进口片总票房	36.6	56.55	58.79	81.42	88.71	108.60
进口片发行收入（亿）	13.11	19.26	16.66	27.77	32.00	35.90
进口片发行收入/票房	35.81%	34.07%	28.34%	34.10%	36.08%	33.06%
占发行业务收入比例	67.70%	76.09%	68.13%	77.92%	80.95%	79.67%
进口片发行毛利率	-	-	15.50%	14.89%	19.91%	19.70%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 19：国内电影产业链上下游分成比例

影片类型	制片方	发行方	院线	影院	
进口分账片		25%	18%	7%	50%
进口批片	一次性买断，不参与票房分成	43%	7%	50%	
国产片		38%	5%	7%	50%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

发行市场市占率第一。根据猫眼专业版，中国电影主发行电影票房始终保持优势地位，近 6 年除 2015 年外其余年份均排名首位。中影进口片发行权优势使得中影主导或参与发行的进口片占全国进口片总票房 50-65%左右，而国产片的占比约在 40%左右。

图表 20: 国内主发行公司影片票房排名

排名	2013		2014		2015		2016		2017		2018	
	发行公司	票房(亿)	发行公司	票房(亿)	发行公司	票房(亿)	发行公司	票房(亿)	发行公司	票房(亿)	发行公司	票房(亿)
1	中国电影	45.85	中国电影	61.26	五洲电影	76.32	中国电影	95.44	中国电影	168.39	中国电影	185.35
2	华谊兄弟	27.35	华夏电影	33.59	华夏电影	63.1	华夏电影	81.71	华夏电影	153.36	华夏电影	178.34
3	北京光线	21.27	光线传媒	31.17	光线传媒	42.45	联瑞影业	35.35	聚合影联	62.13	猫眼微影	67.83
4	中影数字	12.18	博纳影业	28.37	中国电影	34.66	博纳影业	29.34	北京文化	59.83	博纳影业	51.19
5	华夏电影	9.56	万达影视	16.38	华谊兄弟	32.41	乐视影业	28.15	联瑞影业	39.95	五洲电影	45.21

资料来源: 猫眼专业版, 东方财富证券研究所

图表 21: 中国电影主导或参与发行影片票房及市占率

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	
国产片票房	全国	70.3	82.7	127.67	161.55	271.36	266.63	272.41	177.14
	中影	59.4	75	119.05	97.57	110.80	139.81	119.48	64.94
	占比	84.50%	90.69%	93.25%	60.40%	40.83%	52.44%	43.86%	36.66%
进口片票房	全国	60.84	88	90.02	134.84	169.33	190.49	240.70	120.47
	中影	36.6	56.55	58.79	81.42	88.71	108.60	150.32	71.27
	占比	60.16%	64.26%	65.31%	60.38%	52.39%	57.01%	62.45%	59.16%
全部影片票房	全国	131.14	170.70	217.69	296.39	440.69	457.12	513.11	297.61
	中影	96.00	131.55	177.84	178.99	199.51	248.41	269.80	136.21
	占比	73.20%	77.07%	81.69%	60.39%	45.27%	54.34%	52.58%	45.77%

注: 票房为报告期内上映影片票房总额, 不含服务费及二级市场放映收入;

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

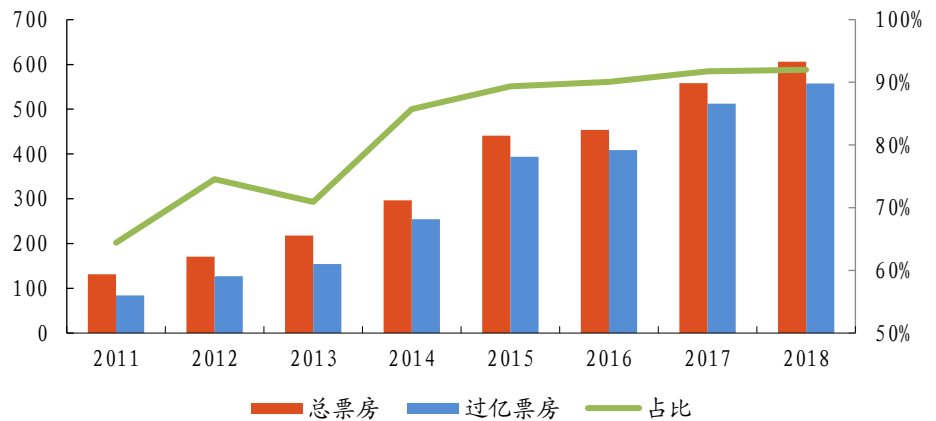
受益于头部票房集中度上升。近几年国内电影市场呈现出明显的头部集中态势, 票房两极分化明显。2018 年 81 部过亿影片票房占总票房的比例达到 92.01%, 2011 年这一数字为 64.42%; 且头部电影的票房区间逐年上移, 2018 年 3 部影片票房超 30 亿, 年度十强榜单的门槛线提升至 16.47 亿, 较 2017 年的年度十强榜单提升了 42.1%。中影凭借较高的行业话语权及议价权, 近几年参与了几乎所有票房过亿影片的发行, 将持续受益于电影市场的马太效应。

图表 22: 国内电影票房分布情况

总票房(亿)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
>30	0	0	0	0	0	1	1	3
>20	0	0	0	0	2	1	3	6
>10	1	1	1	3	8	9	15	17
>1	35	44	61	68	82	88	95	81

资料来源: 猫眼专业版, 东方财富证券研究所

图表 23: 国内过亿影片票房占总票房的比例



资料来源: 猫眼专业版, 东方财富证券研究所

图表 24: 中国电影主导或参与发行票房过亿的影片数量与市场份额

		2011	2012	2013	2014	2015
票房过亿国产片数量	全国	19	20	32	36	47
	中影	12	19	32	25	47
	占比	63%	95%	100%	69%	100%
票房过亿进口片数量	全国	17	23	27	30	34
	中影	17	23	27	30	33
	占比	100%	100%	100%	100%	97%

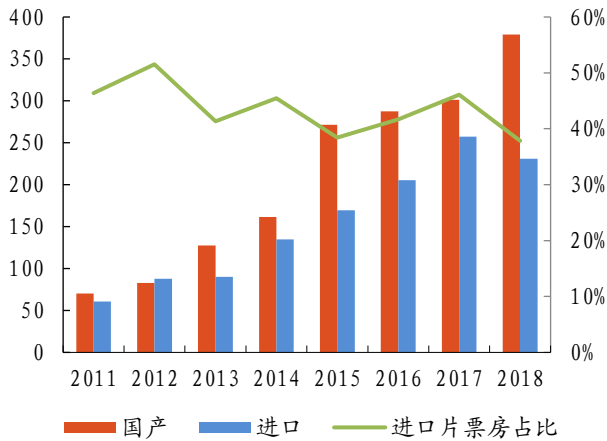
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

2.2.2. 进口片大年直接受益者

进口片吸金作用仍强。2018 年国产电影表现强势, 票房占比超过 60%, Top5 中占据 4 席, 进口片票房占比降至 37.85%, 主要因为腰部影片乏善可陈, 小体量影片数量增多, 1-10 亿体量的进口片票房占比从 2017 年的 48% 降至 42%, 而 1 亿以下进口片票房占比 8%, 2017 年只有 4%。

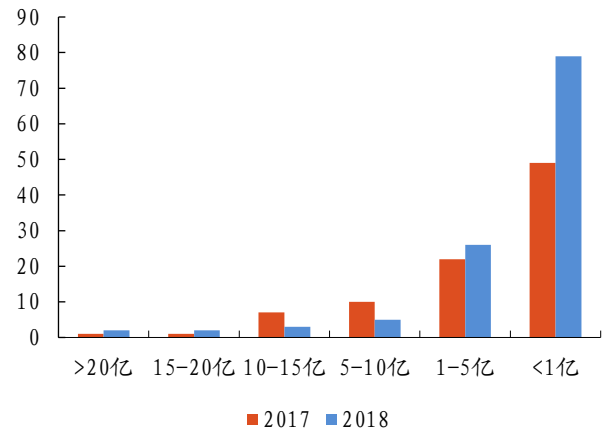
不过近几年进口片数量占比仅 20% 左右, 但贡献了四成左右票房, 吸金作用不可小觑。好莱坞六大仍具备较强的票房号召力, 数量占比从 2017 年的 36.13% 降至 29.6%, 但票房占比上升至 85.6%, 超级英雄电影《复联 3》、《海王》、《毒液》包揽进口片票房三甲。

图表 25: 国产片、进口片票房（亿）对比



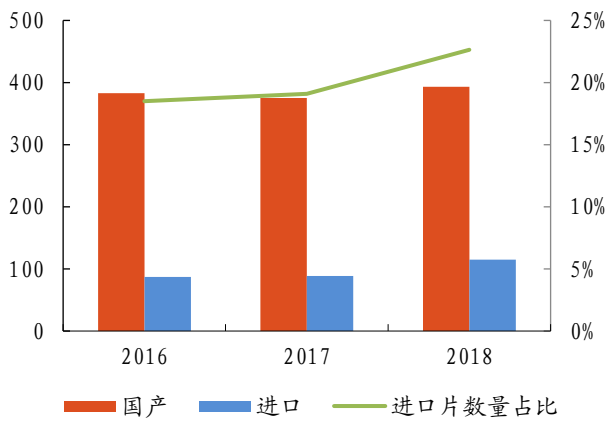
资料来源: 国家电影局, 东方财富证券研究所

图表 26: 2017-2018 进口片不同票房区间数量分布



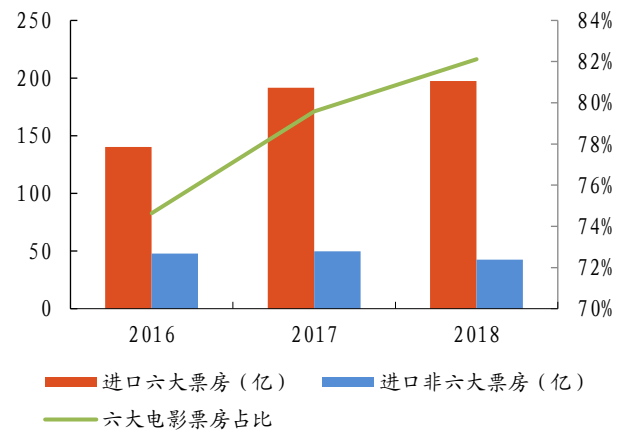
资料来源: 猫眼专业版, 东方财富证券研究所

图表 27: 国产片、进口片数量占比



资料来源: 猫眼专业版, 东方财富证券研究所

图表 28: 进口片六大、非六大票房占比



资料来源: 猫眼专业版, 东方财富证券研究所

受益于进口片优厚片单。2019 年好莱坞重磅影片项目众多, 已上映及有望引进影片包括大 IP 续作 (《终结者 6》《星球大战 9》)、超级英雄片 (《惊奇队长》、《复联 4》、《X 战警》、《神奇女侠 1984》、《蜘蛛侠》)、动画巨制 (《冰雪奇缘 2》、《玩具总动员 4》)、小语种类型片 (《海市蜃楼》《调音师》)、名导新片 (《好莱坞往事》、《双子煞星》) 等, 体量及质量较去年均有提升, 将为中影的发行业务带来业绩弹性。

将于 4 月 24 日上映的《复联 4》是今年最重磅进口片, 从前作看, 复联 1、2、3 部票房分别为 5.68/14.64/23.9 亿, 且首周票房表现分别占累计票房的 20.95%/65.98%/53.22%, 考虑到同期无强势竞品, 以及影片具备粉丝基础又是系列大结局, 预计《复联 4》票房有望超 25 亿, 冲击 30 亿, 假设中影与华夏均分发行分账, 中影预计获得 2.1-2.5 亿元收入。

图表 29：2019 年大陆已上映及预计上映进口片

影片	上映时间	票房 (亿)	影片	上映时间	票房 (亿)	预计可能上映影片	
大黄蜂	2019/1/4	11.47	奎迪：英雄再起	2019/1/4	0.17	玩具总动员 4	人尽皆知
惊奇队长	2019/3/8	10.33	今夜在浪漫剧场	2019/2/14	0.12	哥斯拉 2：怪兽之王	绝杀慕尼黑
阿丽塔：战斗天使	2019/2/22	8.94	德鲁大叔	2019/1/11	0.12	速度与激情：特别行动	特别行动
绿皮书	2019/3/1	4.76	森林奇缘	2019/1/11	0.08	冰雪奇缘 2	何以为家
驯龙高手 3	2019/3/1	3.66	养家之人	2019/1/11	0.06	终结者 6	急速逃脱
死侍 2：我爱我家	2019/1/25	2.86	精灵怪物	2019/3/29	0.06	星球大战 9	冰海陷落
密室逃生	2019/1/18	2.32	22 年后的自白	2019/1/11	0.05	神奇女侠 1984	急速备战
雷霆沙赞！	2019/4/5	2.28	把哥哥退货可以吗	2019/3/15	0.02	王牌特工 3	22 英里
小飞象	2019/3/29	1.27	篮球冠军	2019/3/22	0.01	X 战警：新变种人	疯狂大变身
调音师	2019/4/3	1.16	警告	2019/3/29	0.01	X 战警：黑凤凰	阿特米斯的奇幻历险
夏目友人帐	2019/3/7	1.15	祈祷落幕时	2019/4/12	0.01	狮子王	新霹雳娇娃
海市蜃楼	2019/3/28	1.04	魔神 Z	2019/3/8	0.00	蜘蛛侠：背井离乡	本回家了
波西米亚狂想曲	2019/3/22	0.91	虫林大作战	2019/4/13	-	精灵宝可梦：大侦探皮卡丘	拉普拉斯的魔女
掠食城市	2019/1/18	0.50	神奇乐园历险记	2019/4/19	-	罗宾汉：起源	宝莱坞机器人 2.0
狂暴凶狮	2019/3/22	0.45	境·界	2019/4/19	-	一条狗的使命 2	白牙
我的英雄学院	2019/3/15	0.39	复仇者联盟 4	2019/4/24	-	好莱坞往事	女王的柯基
一条狗的回家的路	2019/1/18	0.36	冰雪女王 4	2019/4	-	双子煞星	天作谜案
命运之夜	2019/1/11	0.32	大侦探皮卡丘	2019/5/10	-	最后的勇士	冷血追击
我想吃掉你的胰脏	2019/1/18	0.24	一个母亲的复仇	2019/5/10	-	巴比龙	爱丽丝梦游仙境
乐高电影 2	2019/3/22	0.18	阿拉丁	2019/5/25	-	星际探索	多莲的精选集
朝花夕誓	2019/2/22	0.17	爱宠大机密 2	2019/6	-	银魂 2	天上再见

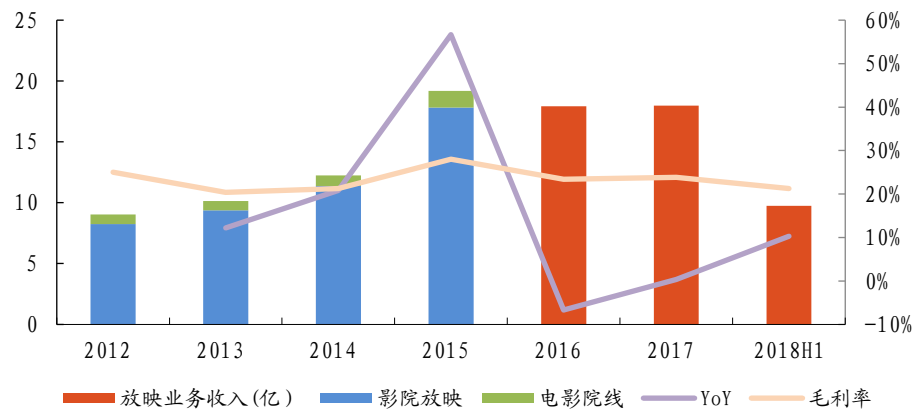
资料来源：猫眼专业版、灯塔专业版，东方财富证券研究所

2.3. 参控股院线市占率第一，放映业务毛利率待提升

中影电影放映业务主要包括电影院线和影院投资经营，其中 90%以上来自旗下影院提供的影片放映机相关的配套服务（卖品、衍生品销售等），院线分账占比逐渐降低。2016 年因全国票房增速放缓，大盘表现低迷，公司放映业务也受到影响，近几年影院扩张不断摊薄单银幕票房产出，致毛利率下滑，2018H1

维持在 21.27%。

图表 30: 中影放映业务收入及毛利率



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

2.3.1. 放映终端经营指标喜忧参半

银幕单产、影院场均收入连续三年下滑。2018 年全国票房同增 9.06% 致 609.8 亿, 创历史新高, 但票房增速放缓, 市场开始进入理性调整阶段。全国城市电影院线观影人次达 17.16 亿, 同增 19.93%, 平均票价小幅上升, 影院定价能力有所改善。2018 年全国新增银幕 9303 块, 银幕总数达到 60079 块, 同增 18.32%, 但单银幕票房收入 101.49 万, 较 2017 年下跌 7.83%, 放映场次首度破亿, 但场均收入同比下跌 5.13%, 票房增长未跟上放映终端扩张速度, 影院精细化管理与运营压力不断增大。

图表 31: 国内放映市场经营指标

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
票房(亿)	217.69	296.39	440.69	492.83	559.1	609.8
YoY		36.15%	48.69%	11.83%	13.45%	9.06%
院线(条)	45	47	48	48	49	48
影院(家)	4213	5228	6270	7882	9504	10625
YoY		24.09%	19.93%	25.71%	20.58%	11.80%
银幕(块)	18195	23592	31627	41179	50776	60079
YoY		29.66%	34.06%	30.20%	23.31%	18.32%
平均单银幕票房(万)	119.64	125.63	139.34	119.68	110.11	101.49
YoY		5.01%	10.91%	-14.11%	-7.99%	-7.83%
观影人次(亿人)	6.17	8.34	12.6	13.72	16.2	17.16
YoY		35.17%	51.08%	8.89%	18.08%	5.93%
平均票价(元)	35.28	35.54	34.98	35.92	34.51	35.53
YoY		0.73%	-1.58%	2.70%	-3.92%	2.96%
场次(亿场)	0.29	0.41	0.54	0.74	0.95	1.09
YoY		43.32%	32.53%	36.83%	27.37%	14.96%

场均收入(元)	760	722	810	662	589.66	559.41
YoY		-5.00%	12.19%	-18.27%	-10.93%	-5.13%

资料来源：国家电影局，东方财富证券研究所

政策支持放映业发展，行业集中度有望提升。2018年12月，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》，指出到2020年全国银幕总数达到8万块以上。要实现2020年8万块的目标，预计2019-2020年全国银幕的年均增长率为15.39%，以此计算2019年大盘增速要超过6.36%，单银幕票房收入降幅才有望收窄。2019Q1全国票房186.13亿，同比下降7.95%，表现不容乐观，我们预测全年增速低于6%，银幕单产拐点预计在2020年才会出现，具体要看政策后续落地情况。

《意见》提出院线公司成立门槛，即控股影院不少于50家或银幕数量不少于300块，控股影院上一年度合计票房收入不低于5亿元，有利于降低新建院线风险；同时鼓励城市院线向乡镇下沉，有利于释放低线城市消费潜力；鼓励院线企业并购重组，大型骨干院线有望受益于并购整合后的行业集中度提升。

2.3.2. 龙头院线，影院增量提质

中影参控股7条院线，市占率第一。中影控股4家院线公司，分别是中影数字、中影星美、深圳中影南方和辽宁北方，参股3家院线公司，包括北京新影联、四川太平洋和江苏东方。2018年全国共有跨省城市院线48条，院线排名趋于稳定，票房前十位市占率升至68.52%，中影南方新干线、中影数字、中影星美稳居全国院线4-6位，合计票房市占率20.71%左右，市场排名第一。

2018年，中影参控股7条院线合计票房占全国市场份额26.89%。不过仅中影南方、中影数字和四川太平洋院线票房收入实现正增长，但不及大盘增幅，其余均为负增长，或受到2018年进口电影票房同比下滑10.6%的影响。

图表 32：中影参控股院线年票房（亿）

	持股比例	2015	2016	YoY	2017	YoY	2018	YoY
中影南方新干线	56%	25.82	31.25	21.03%	38.11	21.95%	41	7.58%
中影数字	100%	16.86	27.94	65.72%	37.34	33.64%	39.93	6.94%
中影星美	60%	33.03	33.88	2.57%	37.32	10.15%	36.27	-2.81%
四川太平洋	46.97%	12.54	12.33	-1.67%	15.04	21.98%	16.36	8.78%
北京新影联	29.29%	9.38	10.01	6.72%	9.81	-2.00%	9.58	-2.34%
辽宁北方	50%	7.22	6.7	-7.20%	7.18	7.16%	6.82	-5.01%
江苏东方	33.5%	1.69	1.95	15.38%	2.4	23.08%	2.22	-7.50%

资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

图表 33: 国内前十大院线排名

2015			2016			2017			2018		
院线	票房 (亿)	市占率	院线	票房 (亿)	市占率	院线	票房 (亿)	市占率	院线	票房 (亿)	市占率
万达院线	58	13.15%	万达院线	61.3	13.50%	万达院线	68.79	13.13%	万达院线	77.47	13.69%
大地院线	40.54	9.19%	大地院线	37.91	8.35%	大地院线	47.14	9.00%	大地院线	56.07	9.91%
中影星美	33.03	7.49%	上海联合	35	7.71%	上海联合	42.08	8.03%	上海联合	44.84	7.92%
上海联合	26.71	6.06%	中影星美	33.88	7.46%	中影南方 新干线	38.11	7.27%	中影南方 新干线	41	7.25%
金逸珠江	25.93	5.88%	中影南方 新干线	31.25	6.88%	中影数字	37.34	7.13%	中影数字	39.93	7.06%
中影南方 新干线	25.82	5.85%	中影数字	27.94	6.15%	中影星美	37.32	7.12%	中影星美	36.27	6.41%
横店影视	17.89	4.06%	金逸珠江	27.05	5.96%	金逸珠江	28.09	5.36%	金逸珠江	27.51	4.86%
中影数字	16.86	3.82%	横店影视	20.4	4.49%	横店院线	22.92	4.38%	横店院线	24.61	4.35%
浙江时代	14.34	3.25%	华夏联合	14.36	3.16%	华夏联合	17.84	3.41%	华夏联合	20.44	3.61%
幸福蓝海	12.57	2.85%	浙江时代	14.29	3.15%	幸福蓝海	17.06	3.26%	幸福蓝海	19.57	3.46%
其他	169	38.39%	其他	150.85	33.21%	其他	167.2	31.91%	其他	178.13	31.48%

注：红色为中影控股院线；资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

图表 34: 中影其余 4 家参控股院线票房排名及市占率

	2015			2016			2017			2018		
	排名	票房 (亿)	市占率	排名	票房 (亿)	市占率	排名	票房 (亿)	市占率	排名	票房 (亿)	市占率
四川太平洋	11	12.54	2.84%	12	12.33	2.71%	12	15.04	2.87%	12	16.36	2.89%
北京新影联	14	9.38	2.13%	14	10.01	2.20%	15	9.81	1.87%	16	9.58	1.69%
辽宁北方	18	7.22	1.64%	19	6.7	1.48%	20	7.18	1.37%	20	6.82	1.21%
江苏东方	31	1.69	0.38%	30	1.95	0.43%	33	2.4	0.46%	35	2.22	0.39%

资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

图表 35: 中影控股院线下属影院经营情况

	2012	2013	2014	2015	2016
票房(亿)	35.27	41.32	55.28	88.89	95.85
影院(家)	547	638	921	1323	1550
银幕(块)	2943	3484	4767	6814	8902
单银幕票房收入(万)	119.84	118.60	115.96	130.45	107.67
观影人次(万次)	9626	11774	15784	25447	28730
平均票价(元)	36.64	35.09	35.02	34.93	33.36
放映场数(万场)	398.38	494.34	674.15	990.12	1514.15
场均收入(元)	885.34	835.86	820.00	897.77	633.03
上座率	17.71%	16.61%	17.09%	22.03%	-

注：即中影南方、中影数字、中影星美；资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

影投集中度不高，中影排名第六，公司主要通过中影影院投资公司开展影院的投资与经营管理工作，截至 2018H1，中影共拥有 128 家营业控股影院，15

家参股影院，共计 143 家。2018 年万达、大地、横店院线仍为全国前三影投公司，中影投资实现票房收入 14.27 亿，全市场排名第 6。2018 年，影投 CR3 为 21.72%(YoY+0.17pct)，CR5 为 26.86%(YoY-0.85pct)，CR10 为(YoY-1.67pct)，前十大影投公司仅万达院线市占率小幅上升 0.23pct，头部分化明显。

图表 36：国内前十大影投排名

2016			2017			2018		
影投	票房(亿)	市占率	影投	票房(亿)	市占率	影投	票房(亿)	市占率
万达院线	60.87	13.40%	万达院线	68.64	13.10%	万达院线	75.45	13.33%
大地院线	21.98	4.84%	大地院线	24.54	4.68%	大地院线	46.44	8.21%
横店院线	18.24	4.02%	横店院线	19.73	3.77%	横店院线	21.01	3.71%
金逸影视	17.07	3.76%	金逸影视	16.41	3.13%	CGV 影城	16.06	2.84%
中影投资	14.51	3.19%	星美影城	15.88	3.03%	金逸影视	15.25	2.30%
星美影城	14.2	3.13%	中影投资	14.89	2.84%	中影投资	14.27	2.31%
CGV 影城	12.69	2.79%	CGV 影城	14.58	2.78%	星美影城	11.05	1.95%
橙天嘉禾	7.6	1.67%	耀莱影城	8.55	1.63%	百老汇	8.95	1.26%
耀莱影城	7.16	1.58%	博纳影业	7.86	1.50%	耀莱影城	8.56	1.30%
博纳影业	6.86	1.51%	百老汇	7.57	1.45%	博纳影业	8.08	1.43%
其他	273.05	60.11%	其他	325.21	62.08%	其他	340.72	60.21%

资料来源：猫眼专业版，东方财富证券研究所

非票业务具备成长空间。2018 年单体影院营收情况不甚乐观，根据猫眼数据，全年票房收入在 5000 万以上的影院仅 10 家，与 2017 年的 14 家相比降幅达 28.57%。不过对比来看，中影控股影院的经营状况较好，单银幕票房收入及场均收入优于全国平均，始终维持着较高的上座率。

2012-2015 年中影卖品收入分别为 0.97/1.17/1.27/1.99 亿，占影院放映业务收入 11.8%/12.5%/12.9%/11.1%，影院收入结构相较于万达、横店仍有优化空间，人均卖品支出有望抬升。

图表 37：中影全资和控股影院经营情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
票房(亿)	7.71	8.77	11.46	17.06	-	15.86	8.24
全资/控股影院(家)	59	73	89	99	107	117	128
银幕数(块)	389	506	637	658	-	842	930
单银幕票房收入(万)	198.20	173.32	179.91	259.27	-	188.36	88.60
观影人数(万人次)	2186.21	2629	3437	5058	-	4887	2500.39
平均票价(元)	35.27	33.37	33.34	33.73	-	32.45	32.95
放映场数(万场)	61.84	73.73	92.84	117.5	-	-	-
场均收入(元)	1246.77	1189.5	1234.4	1451.9	-	-	-
上座率	20.46%	21.10%	21.95%	26.81%	-	18.23%	17.26%

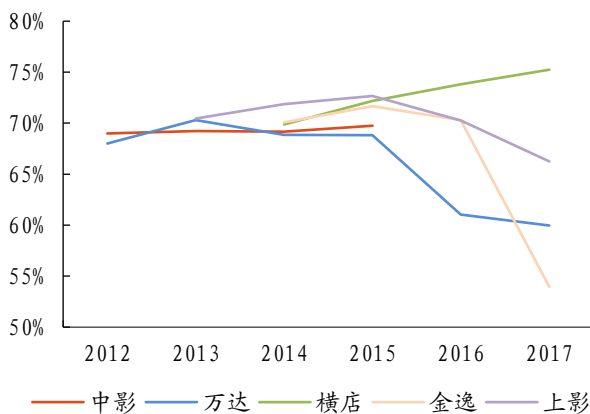
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 38: 可比公司卖品占放映收入比例及人均卖品支出

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
卖品/放映占比						
中影	11.77%	12.52%	12.91%	11.14%		
万达	13.52%	15.48%	14.46%	14.45%	17.62%	21.69%
横店			17.30%	14.20%	13.30%	12.80%
金逸			9.61%	9.33%	10%	11.30%
上影		8.25%	8.86%	8.80%	8.88%	9.99%
人均卖品支出（元）						
中影	4.44	4.46	4.27	3.93	-	-
万达			6.19	6.28	6.45	6.62
横店	-	-	5.28	4.30	3.90	3.71
金逸	-	-	3.66	3.34	3.35	3.87
上影	-		3.75	3.70	3.73	3.74

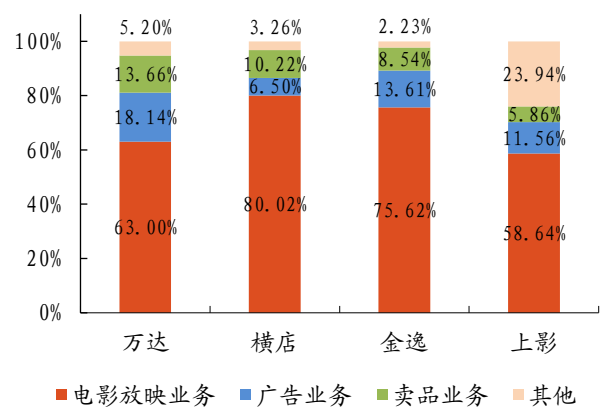
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 39: 可比公司卖品业务毛利率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 40: 2017 年各院线公司主营业务收入占比

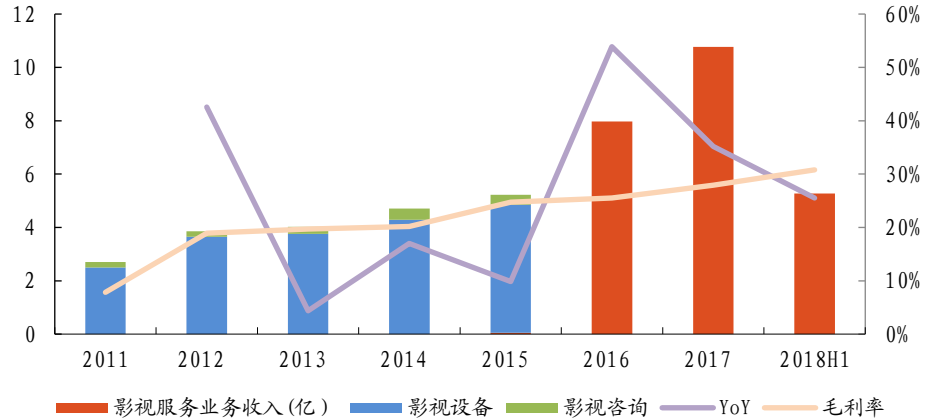


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2.4. 影院硬件升级，影视服务业务有望保持快速增长

中影影视服务业务主要包括影视器材及咨询服务业务。中影主要通过中影器材、珠海中影等 9 家子公司开展影视器材业务，主要销售“中国巨幕”系统、数字电影放映机/服务器、3D/环音系统、数字放映设备耗材等，收入占比在 90% 以上；其他影视服务业务包括演艺经纪、票房检查、影视教育培训等。2018H1 影视服务业务实现营收 5.27 亿，同增 25.53%，毛利率逐年抬升，达到 30.8%，同增 3.56pct。

图表 41：中影影视服务业务收入及毛利率



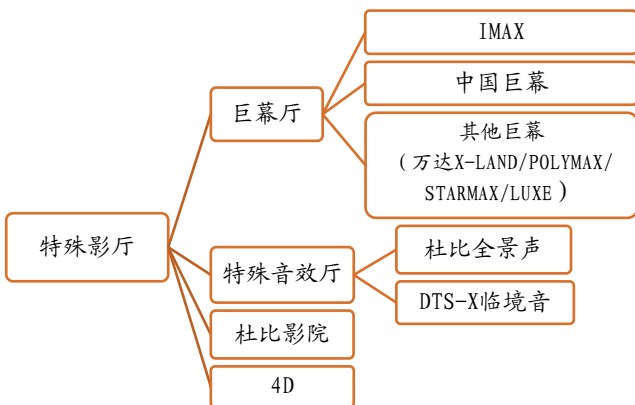
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

加大技术研发，中国巨幕铺设加快。2011年中影与电影科研机构合作研发了中国巨幕系统，近几年铺设迅速，同时单价下降，毛利率逐步抬升。2017年中国巨幕新增影厅96家，达到288家，覆盖全国140个城市。

巨幕厅两大品牌对比，IMAX厅数约为中国巨幕厅数的1.8倍，中国巨幕有两点优势：1)对放映影片格式无限制，只需通过简单专制，这意味着更丰富的片源，而IMAX只支持IMAX格式；2)性价比更高，中国巨幕造价100-200万，IMAX需要180万美元。中影巨幕的高端巨幕格式(PLF)及CGS系统解决方案，中影光峰的ALPD®激光放映技术、中影巴可“全激光影城”解决方案，为产业发展提供了成本更低、质量更高的选择。

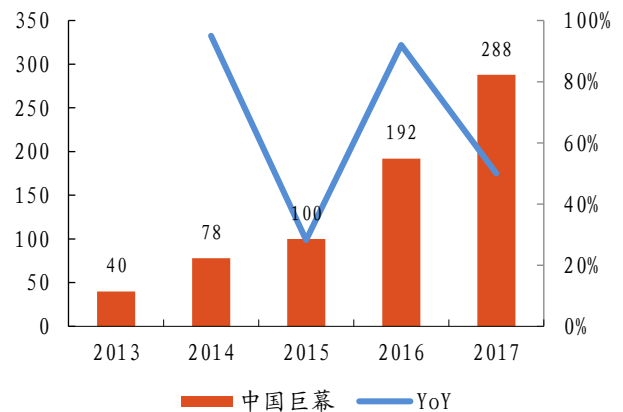
此外，2017年10月中影器材拟以2000万美元，联合巴可中国、巴可伟、深圳光峰、CITIC在香港共同投资设立中光巴可，并持有20%股权，中光巴可主要面向中国大陆以外的全球市场提供高端影院解决方案，公司未来有望在出海方面发力，抓住“一带一路”沿线国家电影市场发展机遇，提高中国巨幕系统的市占率及品牌力。

图表 42：国内特殊影厅分类



资料来源：艺恩，东方财富证券研究所

图表 43：中国巨幕厅数量



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 44：中国巨幕系统销售情况

年份	来源单位	销量	单价(万)	收入(万)	成本(万)	毛利率
2012	中影数字巨幕	3	318.52	955.56	728.97	23.71%
2013	中影数字巨幕	4	293.03	1172.12	843.59	28.03%
2014	中影数字巨幕	12	208.86	2506.32	1459.56	41.76%
2015	中影数字巨幕	30	172.25	4236.00	2192.00	48.25%
	中影博圣	16	118.50	1896.00	1692.00	10.76%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

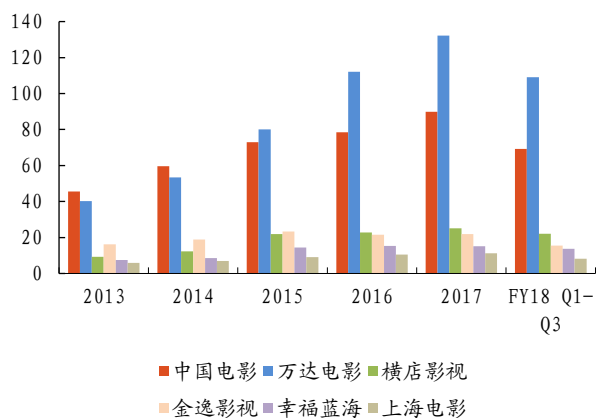
中影巴可并表，政策刺激需求。2018Q3 中影巴可完成并表，由此产生 4.54 亿元投资收益。中影巴可主要为国内院线提供数字电影放映机及安装服务，具有独立生产组装巴可全系列 2K 数字放映机等能力，长期保持市占率第一。2018 年 12 月中国电影局印发《意见》鼓励电影院积极采用先进技术，对放映环境和设备设施进行升级改造，提高放映质量。通过国家电影事业发展专项资金对电影院安装巨幕系统、激光放映机等先进技术设备给予资助，或将进一步刺激市场对“中国巨幕”系统与中影巴可设备的需求，进一步夯实公司该项业务的优势。

3. 财务分析

营收净利仅次于万达，折旧摊销会计处理积极。我们将院线公司与中影进行对比，院线龙头万达电影营业收入及归母净利润规模居首，中影仅次于万达，远超其他院线公司。由于业务结构不同，中影较院线公司毛利率水平较低，净利率与万达相当；万达毛利率稳定在 30%以上，高费用率致净利率较低；上海电影毛利率逐年下滑，高净利率或难以保持。

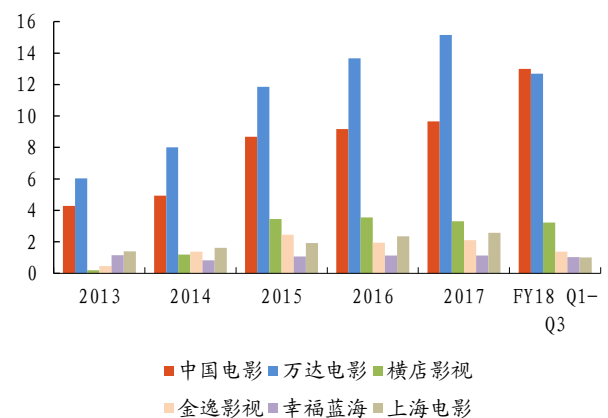
中影 2015-2017 年折旧摊销费用占扣非净利的 84.85%、89.1%、78.71%，对比同行公司，中影采用的折旧摊销政策更为谨慎，而看 EBITDA Margin，中影 2018H1 达到 27%以上，表现优于多数院线公司。

图表 45：中影与院线公司营业收入（亿）对比



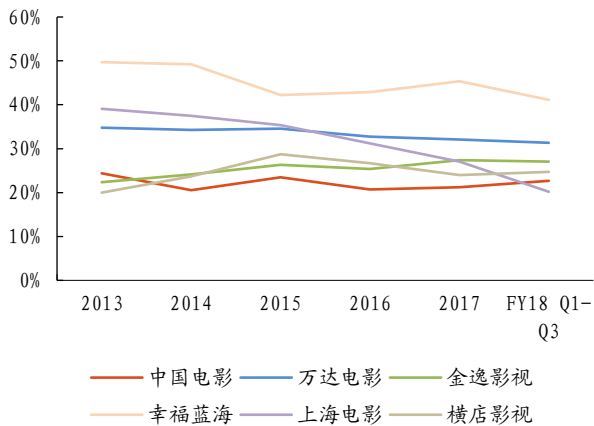
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 46：中影与院线公司归母净利润（亿）对比



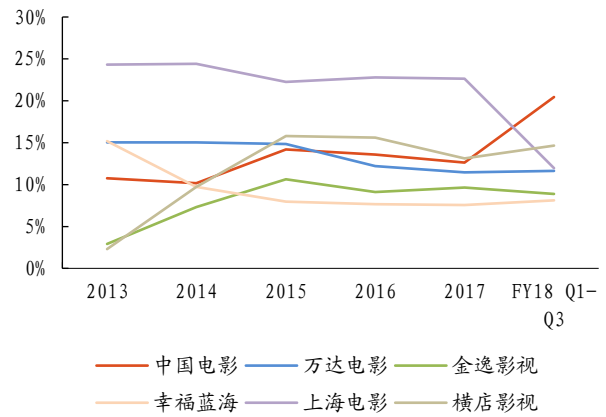
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 47: 中影与院线公司毛利率对比



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 48: 中影与院线公司净利率对比



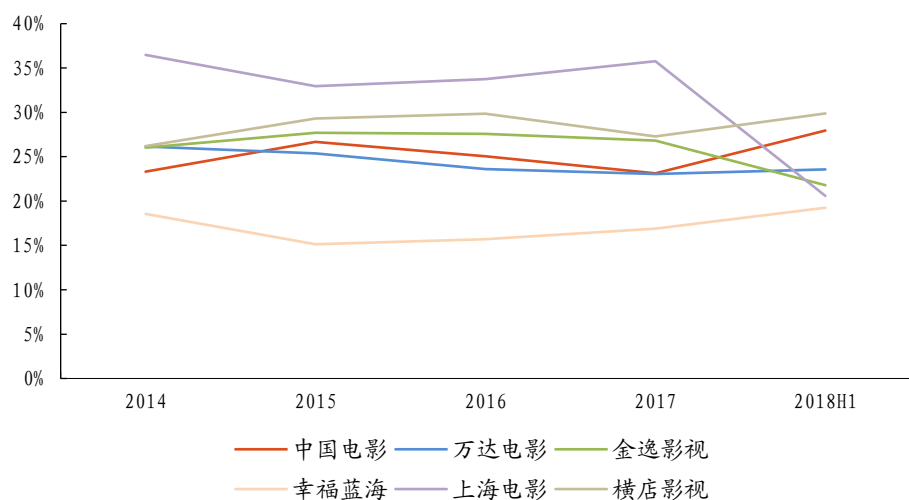
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 49: 中影与院线公司折旧摊销会计政策对比

	固定资产折旧		无形资产摊销	长期待摊费用 摊销
	房屋及建筑物	专用设备	软件	
中国电影	5-35 年	5-10 年	5-10 年	5-8 年
万达电影	35-40 年	10-20 年	-	按收益期摊销
金逸影视	20 年	5-10 年	使用年限、合同规定的受益年限和法律规定的有效年限三者中最短者分期平均摊销	装修工程 5 年
幸福蓝海	20 年	5-10 年	5 年	按收益期摊销
上海电影	40 年	5-10 年	5 年	按收益期摊销
横店影视	20 年	5-10 年	10 年	影城装修费 8 年

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

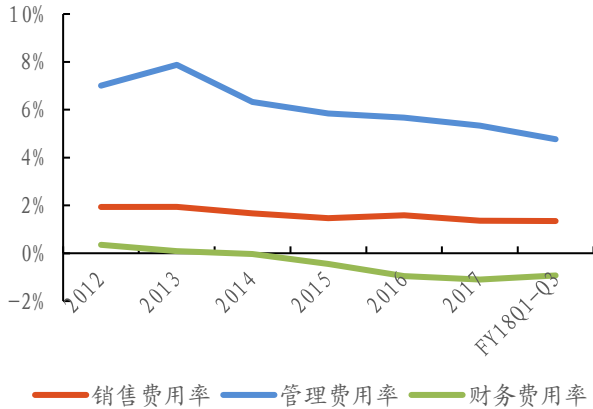
图表 50: 中影与院线公司 EBITDA Margin 对比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

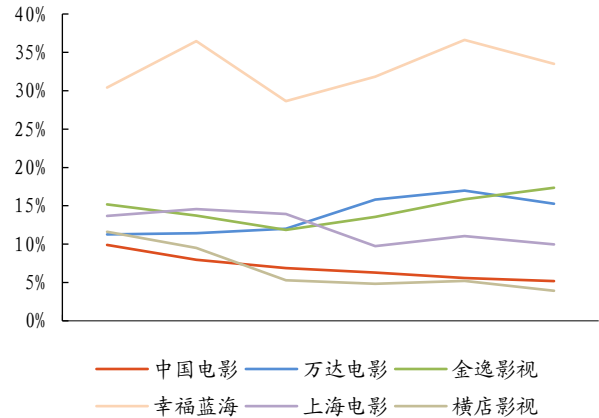
费控良好。中国电影销售费用率及管理费用率逐年下降, 期间费用率远低于可比公司。幸福蓝海期间费用率高企, 主要是因为资产联连接型院线及影城业务扩张, 这也解释了其毛利率高但净利率偏低的原因。

图表 51: 中国电影三费



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

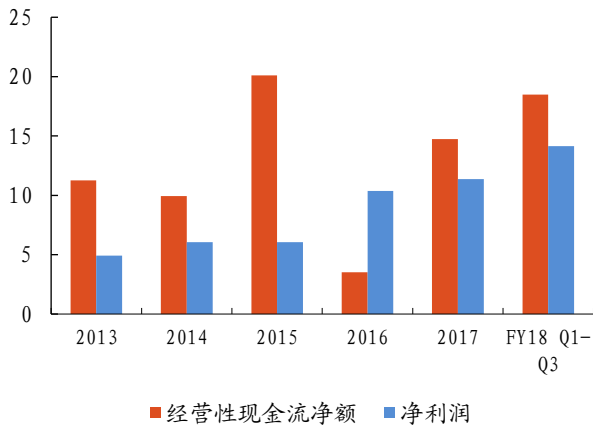
图表 52: 中影与院线公司期间费用率对比



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

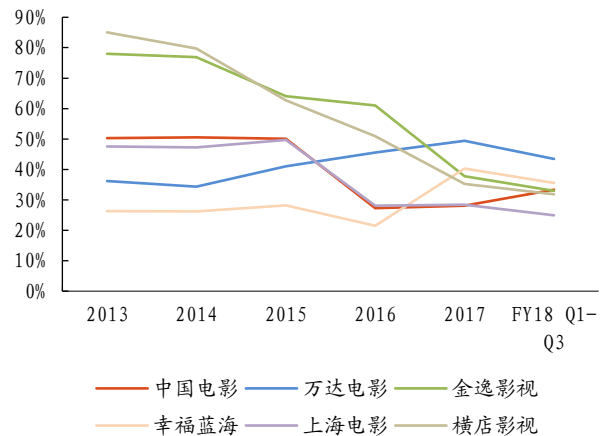
现金流充裕。2016 年受影片结算周期影响, 公司应付账款同比减少 44.36%, 致经营性现金净流量低于净利润, 其余年份经营性现金净流量都远高于净利润。截至 FY18Q3 账面现金超过 70 亿, 并无短期及长期借款, 有息负债低, 资产负债率高主因流动负债中应付账款占比逾六成, 应付账款主要是对中影集团待结算票房分账及其他片方的票房分账款。

图表 53: 中国电影经营性现金流及净利润 (亿)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

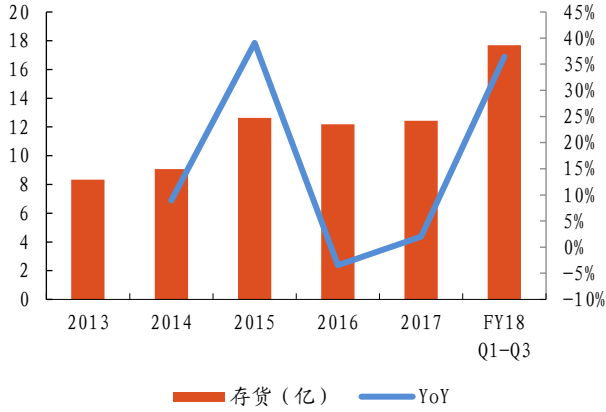
图表 54: 中影与院线公司资产负债率对比



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

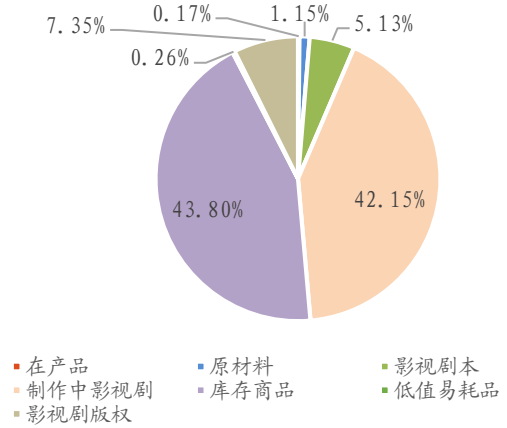
存货管理优秀。2016-2017 年中影存货几乎维持不变, 2018 年前三季度存货同增 36.42%, 主要是新增投入拍摄影片增长所致。存货中主要是库存商品(即买断影片)和制作中的影视剧, 而其中库存商品占比从 2013 年的 17.36% 上升至 2018H1 的 43.8%, 而其跌价准备占库存商品的比例从 1.61% 降至 0.67%, 说明买断影片增多且未能如约上映的电影有所减少。同其他影视剧制作公司对比看, 中影的存货周转率高于光线及华谊。

图表 55: 中国电影存货(亿)及同比增速



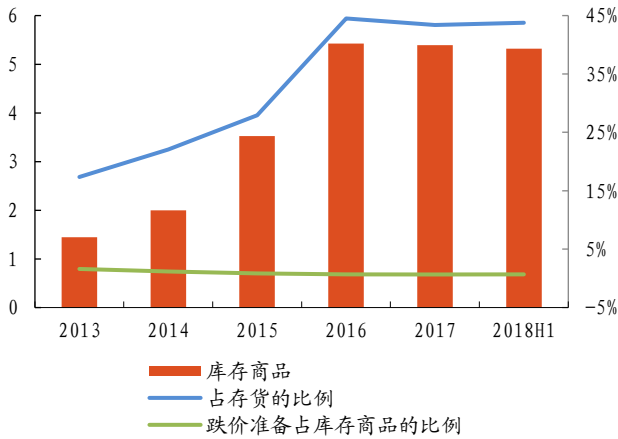
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 56: 2018H1 中影存货各项内容占比



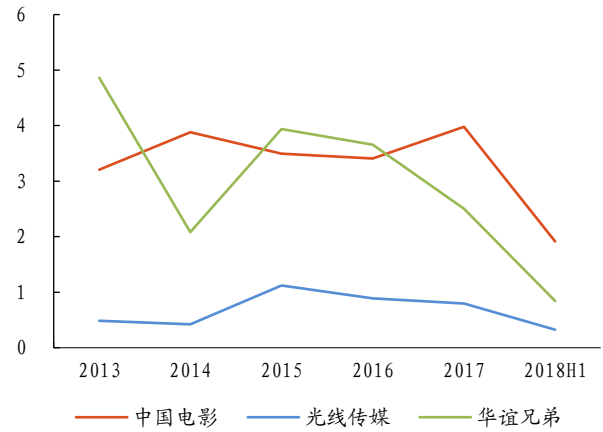
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 57: 中国电影库存商品情况



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

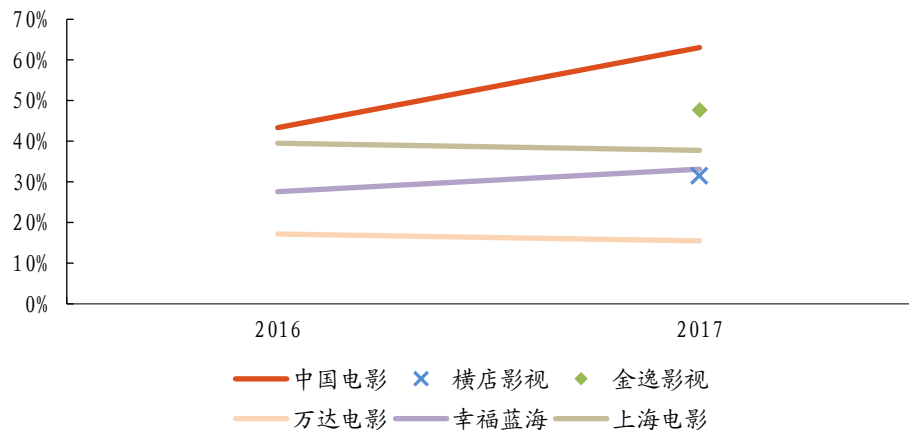
图表 58: 中影与影视剧制作公司存货周转率对比



注: 计算时销售成本为影视剧业务相关成本
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

高分红。中影 2016-2017 年每 10 股现金分红派息分别为 2.13/3.26 元, 现金分红总额为 3.98/6.09 亿, 股利支付率为 43.35%/63.65%, 远高于可比院线公司。

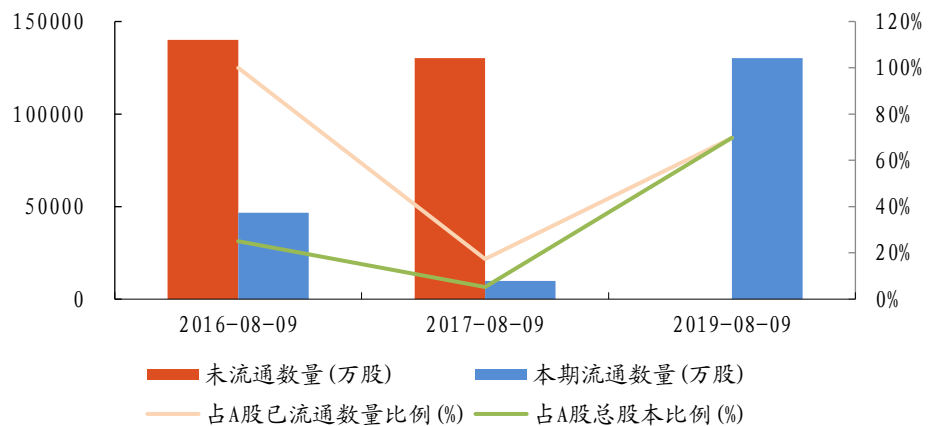
图表 59: 中国电影与院线公司股利支付率对比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

存在解禁风险。2019年8月，中影总股本的69.74%将解禁流通，解禁股份近96.6%来自中国电影集团公司，或对股价造成压力。

图表 60：中国电影限售股解禁时间表



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

4. 盈利预测

影视制片制作业务：2018年国内电影票房同增8.53%至606亿元，公司上半年参与的《唐人街探案2》、《捉妖记2》、《无问西东》、《厉害了，我的国》等影片票房表现优异，2018H1公司制片业务毛利率达22.75%，改善明显，但下半年大盘遇冷，公司参与《欧洲攻略》、《大轰炸》、《中国合伙人2》等影片票房表现一般，头部影片缺失，共计实现票房4.7亿，预计全年此项业务收入同比小幅下滑。2019年公司参与出品的《流浪地球》成为春节档票房黑马，国内票房有望为公司贡献2.8亿左右收益，后续仍有多部影视剧上线，预计2019-2020年制片业务收入增速分别为20.39%、10%，毛利率分别为9.9%、10%。

电影发行业务：公司具有国内唯二进口片发行资格，2018年国内进口电影票房同比下滑10.6%至230.79亿元，公司进口片发行业务或受到拖累。不过2019年是进口片大年，多部优质影片有望引进，预计2018-2020年发行业务收入增速分别为3.8%/21.36%/10%，毛利率维持在22%左右。

电影放映业务：公司未来每年新建影院10-15家，而新建影院需要10-12个月培育期，考虑票房市场增速及中影主控影院经营稳健，预计未来三年放映业务营收增速为10.92%/11.11%/10%，毛利率维持在20%左右。

影视服务业务：中影巴可完成将增厚营收，而受政策鼓励，影院对银幕及放映设备的需求将进一步刺激公司相关产品的销售，预计公司影视服务业务营收及毛利率水平维持上行趋势。

预计公司2018/2019/2020年营业收入分别为99.37/119.64/135.85亿元，归母净利润分别为14.55/13.98/15.18亿元。EPS分别为0.78/0.75/0.81元，对应的PE分别为25/26/24倍。

图表 61：盈利预测关键财务数据

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	8988.02	9937.33	11964.30	13585.07
增长率（%）	14.63	10.56	20.40	13.55
EBITDA（百万元）	2081.32	2790.92	2779.70	3062.44
归属母公司净利润（百万元）	965.28	1455.00	1397.96	1517.77
增长率（%）	5.21	50.73	-3.92	8.57
EPS（元/股）	0.52	0.78	0.75	0.81
市盈率（P/E）	38.03	25.23	26.26	24.18
市净率（P/B）	3.55	3.30	3.09	2.88
EV/EBITDA	13.86	10.20	9.99	8.77

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

5. 估值与投资建议

绝对估值

首先采用绝对估值方法进行估值。根据基本假设计算出公司对应加权平均资本成本 WACC 为 8.29%。以 WACC 做折现率对公司进行 FCFE 估值，在已知三年显性期，假设三年半显性，三年过渡期后进入永续增长的四段式模型，公司价值约为 403.63 亿元，对应权益价值为 396.74 亿元，对应当前股本每股价值为 21.25 元。

图表 62：DCF 估值模型（FCFE）的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
股票 Beta	0.98	WACC	8.29%
市场收益率 Rm	8.38%	半显性增速	8.00%
无风险利率 Rf	3.42%	永续增速	2.00%
风险溢价	4.97%	公司价值	40363.42
实际税率	25.00%	股票价值	39674.00
债务利率	5.00%	每股价值	21.25

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

相对估值

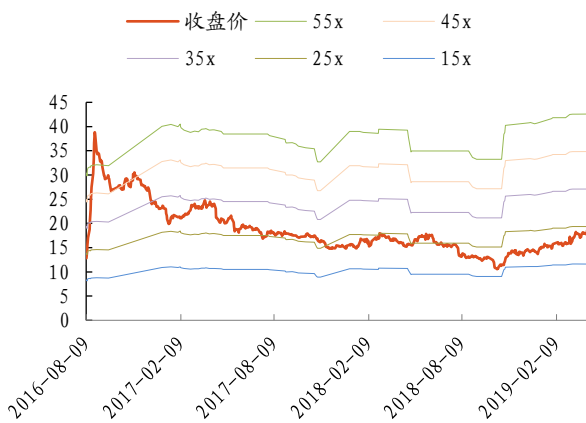
当前中国电影 PE（TTM）扣非为 37.28 倍，2018-2020 年对应 PE 分别为 25.23/26.26/24.18 倍，略高于行业平均。我们认为公司作为影视行业龙头，进行全产业链布局，拥有发行环节垄断优势，将受益于今年进口片量质提升，我们看好公司各项业务协同发展，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 63: 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE			
			TTM	2018E	2019E	2020E
002739.SZ	万达电影	406.72	29.80	27.45	23.85	21.04
603103.SH	横店影视	116.38	46.81	30.51	31.15	27.03
002905.SZ	金逸影视	57.28	54.95	26.30	26.49	23.35
300528.SZ	幸福蓝海	33.65	-4.21	18.36	15.73	14.26
601595.SH	上海电影	56.77	49.91	25.40	19.62	15.34
300251.SZ	光线传媒	251.41	62.33	11.22	23.95	19.86
300027.SZ	华谊兄弟	159.59	55.88	104.31	19.20	16.38
	平均		42.21	34.79	22.86	19.61
600977.SH	中国电影	367.05	39.28	25.23	26.26	24.18

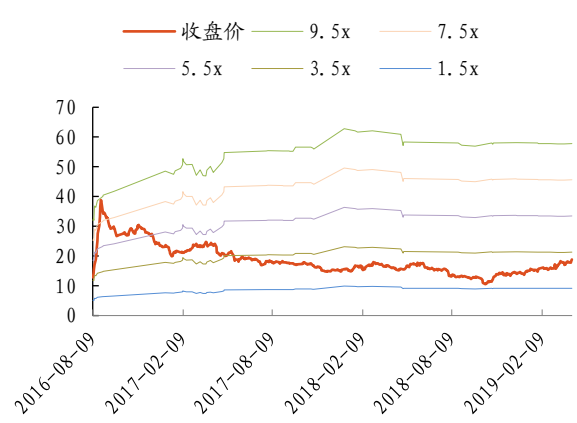
注：数据截至 2019/4/12；资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 64: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 65: 历史 PB 区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

6. 风险提示

政策变动风险；
票房表现不及预期；
院线及渠道拓展不及预期
解禁风险。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	11122.83	12312.51	13886.74	15471.79
货币资金	7872.91	8253.35	8954.50	9877.20
应收及预付	1930.08	2617.87	3132.57	3626.89
存货	1243.23	1364.68	1723.06	1891.08
其他流动资产	76.62	76.62	76.62	76.62
非流动资产	4181.53	4348.51	4395.52	4349.65
长期股权投资	571.77	559.27	802.27	1015.27
固定资产	2549.78	2381.08	2136.12	1806.16
在建工程	176.58	46.58	102.58	180.58
无形资产	467.58	680.76	673.73	666.81
其他长期资产	415.82	680.82	680.82	680.82
资产总计	15304.36	16661.03	18282.26	19821.44
流动负债	3874.07	4152.04	4749.17	5105.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	3859.07	4137.04	4734.17	5090.78
其他流动负债	15.00	15.00	15.00	15.00
非流动负债	419.69	419.69	419.69	419.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	419.69	419.69	419.69	419.69
负债合计	4293.76	4571.74	5168.86	5525.48
实收资本	1867.00	1867.00	1867.00	1867.00
资本公积	4271.53	4271.53	4271.53	4271.53
留存收益	4211.83	5013.38	5757.89	6622.21
归属母公司股东	10336.18	11137.73	11882.24	12746.57
少数股东权益	674.42	951.56	1231.15	1549.40
负债和股东权益	15304.36	16661.03	18282.26	19821.44

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8988.02	9937.33	11964.30	13585.07
营业成本	7078.24	7695.46	9263.22	10492.67
税金及附加	115.24	121.24	143.57	167.10
销售费用	122.58	135.15	159.13	180.68
管理费用	479.80	526.68	628.13	710.50
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-98.85	-94.47	-99.04	-107.45
资产减值损失	70.64	75.16	65.86	68.46
公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	118.57	628.00	243.00	213.00
资产处置收益	-0.16	-0.50	0.00	0.00
其他收益	182.45	194.00	180.00	150.00
营业利润	1521.23	2299.62	2226.44	2436.12
营业外收入	14.10	10.40	13.60	16.20
营业外支出	3.79	0.50	3.30	4.30
利润总额	1531.54	2309.52	2236.74	2448.02
所得税	395.47	577.38	559.19	612.01
净利润	1136.08	1732.14	1677.56	1836.02
少数股东损益	170.79	277.14	279.59	318.24
归属母公司净利	965.28	1455.00	1397.96	1517.77
EBITDA	2081.32	2790.92	2779.70	3062.44

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1472.71	1181.69	1810.30	2052.26
净利润	1136.08	1732.14	1677.56	1836.02
折旧摊销	648.63	575.87	641.99	721.87
营运资金变动	-268.91	-563.58	-321.81	-349.19
其它	-43.08	-562.74	-187.44	-156.44
投资活动现金流	-561.14	-125.46	-455.70	-476.10
资本支出	-592.50	-810.46	-455.70	-476.10
投资变动	31.36	685.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-492.71	-675.80	-653.45	-653.45
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	15.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	96.38	0.00	0.00	0.00
其他	-604.09	-675.80	-653.45	-653.45
现金净增加额	418.86	380.44	701.15	922.71
期初现金余额	7457.31	7872.91	8253.35	8954.50
期末现金余额	7875.31	8253.35	8954.50	9877.20

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%)				
营业收入增长	14.63	10.56	20.40	13.55
营业利润增长	36.41	51.17	-3.18	9.42
归属母公司净利润增长	5.21	50.73	-3.92	8.57
获利能力 (%)				
毛利率	21.25	22.56	22.58	22.76
净利率	10.74	14.64	11.68	11.17
ROE	9.34	13.06	11.77	11.91
ROIC	7.88	10.32	8.53	8.59
偿债能力				
资产负债率 (%)	28.06	27.44	28.27	27.88
净负债比率	-0.71	-0.68	-0.68	-0.69
流动比率	2.87	2.97	2.92	3.03
速动比率	2.55	2.64	2.56	2.66
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.62	0.68	0.71
应收账款周转率	6.63	6.00	5.81	5.54
存货周转率	5.75	5.90	6.00	5.81
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.78	0.75	0.81
每股经营现金流	0.79	0.63	0.97	1.10
每股净资产	5.54	5.97	6.36	6.83
估值比率				
P/E	38.03	25.23	26.26	24.18
P/B	3.55	3.30	3.09	2.88
EV/EBITDA	13.86	10.20	9.99	8.77

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。