



中航证券金融研究所  
分析师 裴伊凡  
证券执业证书号 S0640516120002  
电话: 010-59562517  
邮箱: peiyf@avicsec.com

## 2019 年电影行业专题报告： 院线市场中的“危”与“机”

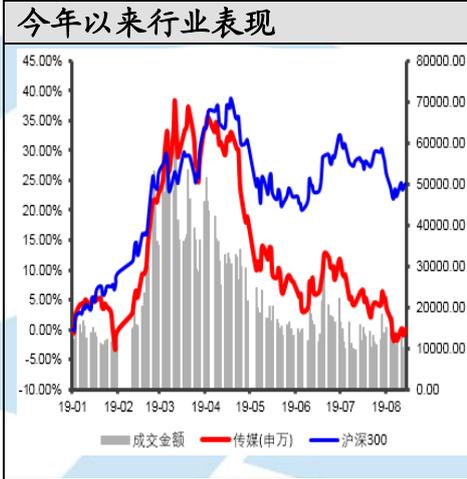
行业分类：电影

2019 年 08 月 15 日

**推荐评级** 中性

### 基础数据

上证指数	2,815.80
传媒（申万）指数	558.83
PE (TTM)	31.90



### 核心观点：

- **行业转型阵痛期，2019H1 票房人次双降：**2019 年上半年，全球电影市场整体表现冷清，北美票房约为 56.2 亿美元，同比下降 9.4%，中国影市表现也不容乐观，半年度电影票房和观影人次首次出现双降。2019 年 H1 电影总票房 311.1 亿元，同比下降 2.7%，观影人次 8.08 亿，同比下滑 10.3%，人次缩水超九千万，上座率及单座票房产出也持续下滑。国内电影“票补史”的一路狂欢到时至今日彻底终结，见证着国内互联网电影票务平台的多强争霸，也意味着新时代的到来，未来国内电影票房的增长将不再是低票价驱动。
- **院线加速洗牌，市场集中度有待提升：**（1）目前，全国院线行业渐渐由粗放式向精细化的发展阶段转型，各大院线公司不仅仅以跑马圈地为主，不同院线之间在排片安排和硬件设施上形成差异化的竞争力，行业竞争加剧，正值洗牌整合期，资源将向头部公司集中，龙头的抗风险能力凸显。（2）影院单屏幕产出下滑，经营面临较大挑战：整体看来，2018 年我国电影银幕终端仍维持较快扩张，银幕数量增速（18.32%）高于票房收入增速（9.06%），国内票房与观影人次增速明显没有跟上银幕数量增幅，单银幕票房产出继续下滑。
- **新模式驱动行业增长：**目前，中国观影人次早已远超美国，中国观众观影习惯渐渐养成，但是观众观影粘性仍与其他发达国家存在一定的差距。影院可以通过采取多元的经营和服务形式，充分开发影院的非票收入，实现“放映收入为主，卖品、广告多业态并重”的多元化盈利模式，有效提高对市场风险的抵御能力。影院作为社交的重要场所，不应仅局限于简单的观影需求，升级现有影院设备和丰富观影场景，提供内容和增值服务是影院引流的重要方式。未来，强体验感影院技术将成为主导趋势，电影新技术正在不断更迭，更广泛地应用到电影院中
- **风险提示：行业竞争加剧；市场票房不及预期；现金流压力，政策监管风险。**

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼  
公司网址：www.avicsec.com  
联系电话：0755-83692635  
传 真：0755-83688539

## 目录

一、 行业转型阵痛期，新增长模式迫在眉睫 .....	4
1.1 H1 电影行业遇冷，票房人次首次双降 .....	5
1.2 票补时代的终结，新增长模式的摸索 .....	8
1.3 一线城市抗风险能力强，三四五线市场下沉放缓 .....	9
二、 院线加速整合洗牌期，精细化管理有待提升 .....	11
2.1 院线：行业集中度低，龙头强者恒强 .....	11
2.2 影投：单屏产出下滑明显，影院经营面临挑战 .....	15
2.3 政策：加强深化院线改革，行业集中度有望提升 .....	18
三、 新趋势：探索生态圈新模式，多元化业态发展潜力大 .....	19
3.1 重点提升观影频次，差异化竞争求突围 .....	19
3.2 “影院+”打开变现空间，非票收入撬动行业新增长 .....	21
3.3 升级影厅观影体验，技术驱动行业进步 .....	23
四、 投资建议 .....	25
五、 风险提示 .....	25

## 图表目录

图表 1: 2005-2018 年中国人均 GDP 及增长率 .....	4
图表 2: 2012-2018 年全国电影票房变化及其在社消品零售总额中的占比变化趋势图 .....	4
图表 3: 2013-2018 年电影行业核心指标对比 .....	5
图表 4: 2013-2018 年中国（含服务费）VS 北美票房 .....	6
图表 5: 2013-2018 年中国 VS 北美票房增速比较 .....	6
图表 6: 2018 年中国和北美电影市场重要指标对比 .....	6
图表 7: 2016-2018 年不同年龄段观影人次占比 .....	7
图表 8: 2019 年上半年中国和北美电影数据 .....	7
图表 9: 2018 年 VS 2019 年上半年影片 .....	8



图表 10: 2014-2019 年中国电影行业平均票价 (服务费从 2017 年开始, 更新 2019 年截至 8 月)	8
图表 11: 2019 年上半年影院运营数据	9
图表 12: 2013-2018 年各线城市票房占比趋势	9
图表 13: 2014-2018 年我国不同城市的票房增速变化	10
图表 14: 2019 年上半年不同级别城市票房及增长率	10
图表 15: 2019 年上半年不同级别城市国产 VS 进口票房份额	11
图表 16: 中国电影改革历程	11
图表 17: 院线改革之前中国电影的发行放映机制	12
图表 18: 电影产业链图示	13
图表 19: 电影院线与影院的关联模式对比	14
图表 20: 2019 年 H1 院线票房 TOP5 市场集中度趋势 (数据截至 2019 年 6 月 30 日)	14
图表 21: 2019 年 H1 院线票房 TOP10 概况 (数据截至 2019 年 6 月 30 日)	15
图表 22: 2012-2018 年中国银幕数量及增长率比较	15
图表 23: 2018 年各类城市单影院的票房平均产出 (单位: 万元/年)	16
图表 24: 2012-2018 年中国银幕数量及增长率比较	16
图表 25: 2019 年 H1 影投票房 TOP5 市场集中度趋势	17
图表 26: 2019 年 H1 影投票房 TOP10 概况 (数据截至 2019 年 6 月 30 日)	17
图表 27: 2013-2018 年单银幕票房产出及同比	18
图表 28: 2016-2018 年猫眼电影观众购票频次分布	20
图表 29: 全球前十票房国家/地区人均观影频次对比 (截至 2017 年 12 月 31 日)	20
图表 30: 影院非票业务类型	21
图表 31: 2018 年横店影视分产品情况	22
图表 32: “影院+” 重构社交娱乐生态圈	23
图表 33: AMC 影院的 Dine-In 模式	23
图表 34: 我国特殊升级影厅类型	24
图表 35: 中国电影院技术发展趋势	24

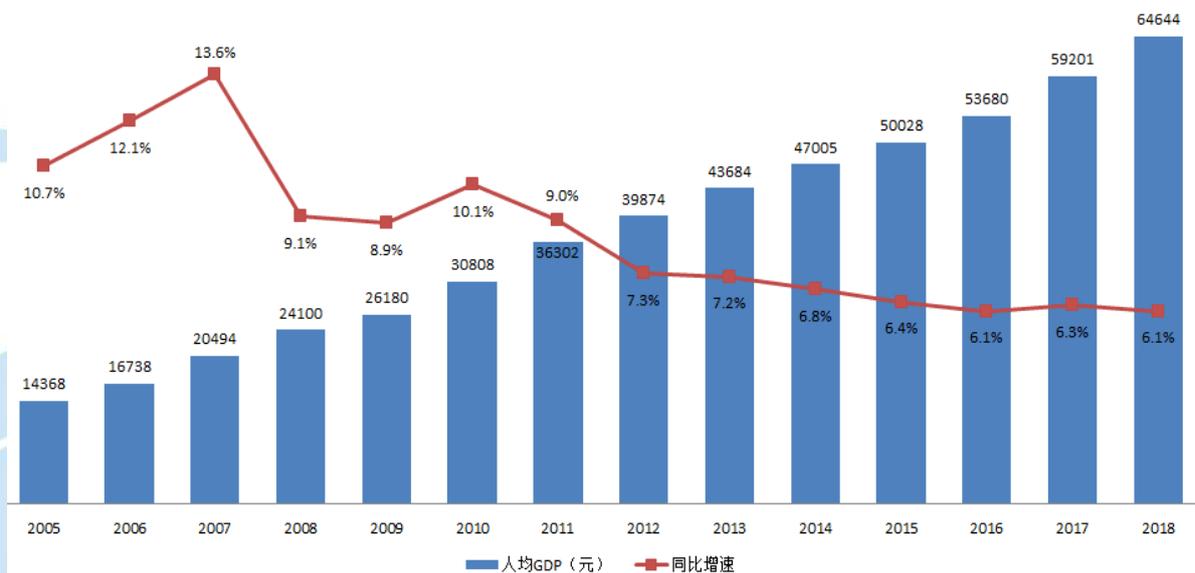


## 一、行业转型阵痛期，新增长模式迫在眉睫

不同的人均 GDP 阶段，经济、社会和政治都会自然地出现对应的现象和问题。通常来说，从落后国家到发达国家，也就是体现为人均 GDP 从 1000 美元到 10000 美元的这么一个加速发展的过程。突破 3000 美元，整个社会将出现全新的变化，3000-5000 美元之间，整个社会表现为城市化与工业化在加速，中产阶级在兴起，消费类型发生全新的变化。5000 美元之后，产业结构开始走向高级化，橄榄型社会开始形成，整个社会进入多元化。

2010 我国人均 GDP 突破 4000 美元，步入中等偏上国家行列。国际上一般认为，当人均 GDP 达到 3000 美元以上时，文化消费需求便开始大幅增长。眼下中国人均 GDP 已超 9000 美元，中国文化消费的高峰期已经来临，如何推动文娱产业的供给侧改革是下一个发展阶段的关键命题。

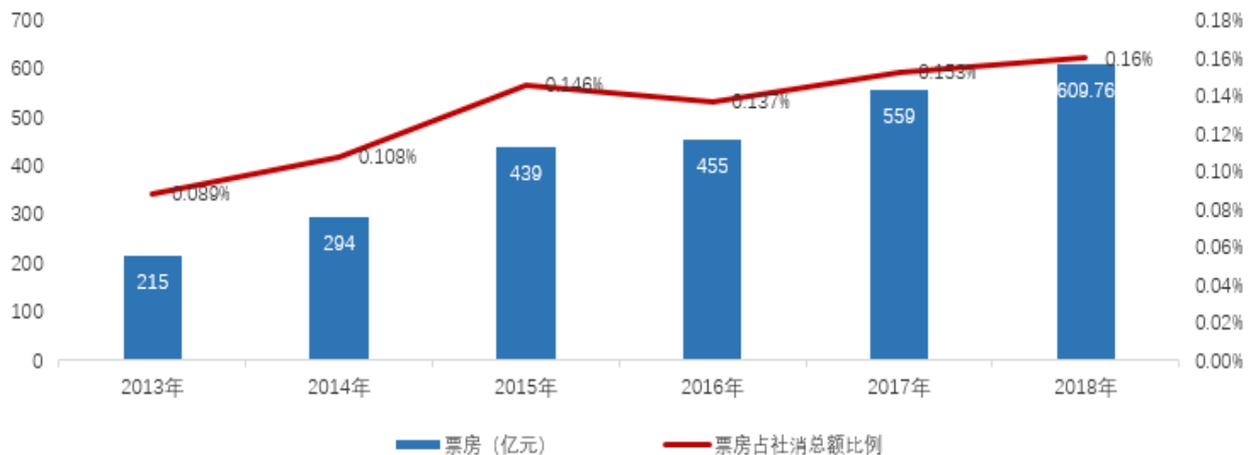
图表 1：2005-2018 年中国人均 GDP 及增长率



数据来源：Wind、中航证券金融研究所

从 2012 年至 2018 年，全国影院票房和全国社会消费品零售总额均呈现不断增长的趋势。除了 2016 年外，全国影院消费在社会消费品零售总额中的占比亦呈现平缓上升趋势。2018 年全国电影票房为 610 亿元，全国社会消费品零售总额为 380986.85 亿元，影院消费占社会消费品零售总额的 0.16%，份额同比仅有小幅提升。一方面，国民整体消费水平不断上升拉动了观影需求，另一方面也反映出了电影行业粗放式增长的高速增长时代告一段落，增速明显放缓，行业的潜力亟待新的模式激活。

图表 2：2012-2018 年全国电影票房变化及其在社消零售总额中的占比变化趋势图



数据来源：艺恩、wind、中航证券金融研究所

### 1.1H1 电影行业遇冷，票房人次首次双降

2010年，中国电影票房正式迈入“百亿时代”，2015年，直接越过300亿，跨进400亿时代，中国电影产业均呈现出蓬勃发展的势头。2018年，中国电影市场总票房正式突破600亿元，虽然票房增速明显放缓，但影片质量整体有所提升，爆款可圈可点，影片类型更加多元化，中国电影工业化体系正走向成熟。对比发达国家，上映数量、观影人次、播放场次、银幕数量等指标的增长趋势来看，我国电影产业仍有一定的提升空间。

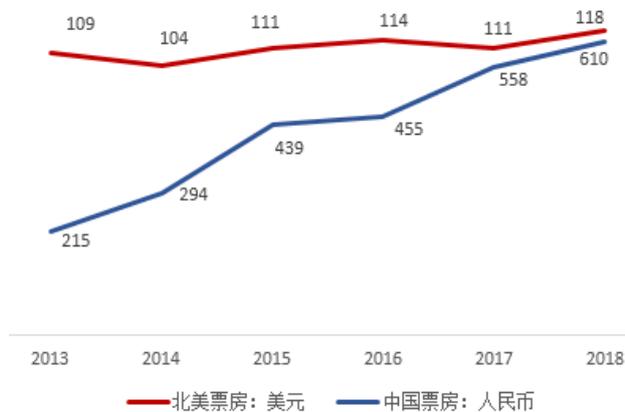
图表 3：2013-2018 年电影行业核心指标对比

指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
票房 (亿元)	215	294	439	455	559	610
同比增速	29.60%	37.10%	49.10%	3.80%	22.80%	9.06%
城市观影人次 (亿次)	6.1	8.3	12.6	13.8	16.2	17.2
同比增速	30.12%	35.62%	51.85%	9.49%	17.39%	5.93%
银幕数 (万张)	1.8	2.4	3.2	4.1	5.1	6.0
同比增速	38.5%	33.33%	33.33%	28.13%	24.39%	17.65%
平均票价 (元)		35.28	34.8	33.14	34.42	35.32
整体上座率		14.30%	17.40%	14.10%	13.30%	12.20%
单屏幕产出 (万元)		126	139	120	110	101
同比增速		5.00%	10.90%	-14.10%	-8.00%	-8.30%

数据来源：艺恩、猫眼、灯塔专业版、中航证券金融研究所

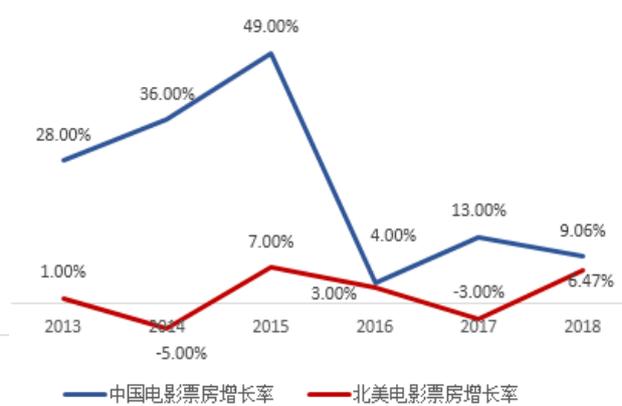
近年来，中国票房收入逐渐缩短与北美电影市场的差距，2018年度，全球票房首次超过410亿美元，而中国电影市场也实现了新的突破，票房收入（含服务费）实现609.76亿，同比增长9.06%，略低于年初市场预期，但却高于北美和全球票房增速。

图表 4：2013-2018 年中国（含服务费）VS 北美票房



数据来源：艺恩、中航证券金融研究所

图表 5：2013-2018 年中国 VS 北美票房增速比较



数据来源：艺恩、中航证券金融研究所

在人口红利减弱、票价上涨、观影人次下降、盗版侵权以及文娱方式愈加丰富等多重因素的影响下，2018 年国内电影行业增速显著放缓。与北美市场依靠票价增长模式不同，中国观影人次早已经远超美国，但是观影频次仍然较低，提升观众观影粘性是突破方向。

图表 6：2018 年中国和北美电影市场重要指标对比

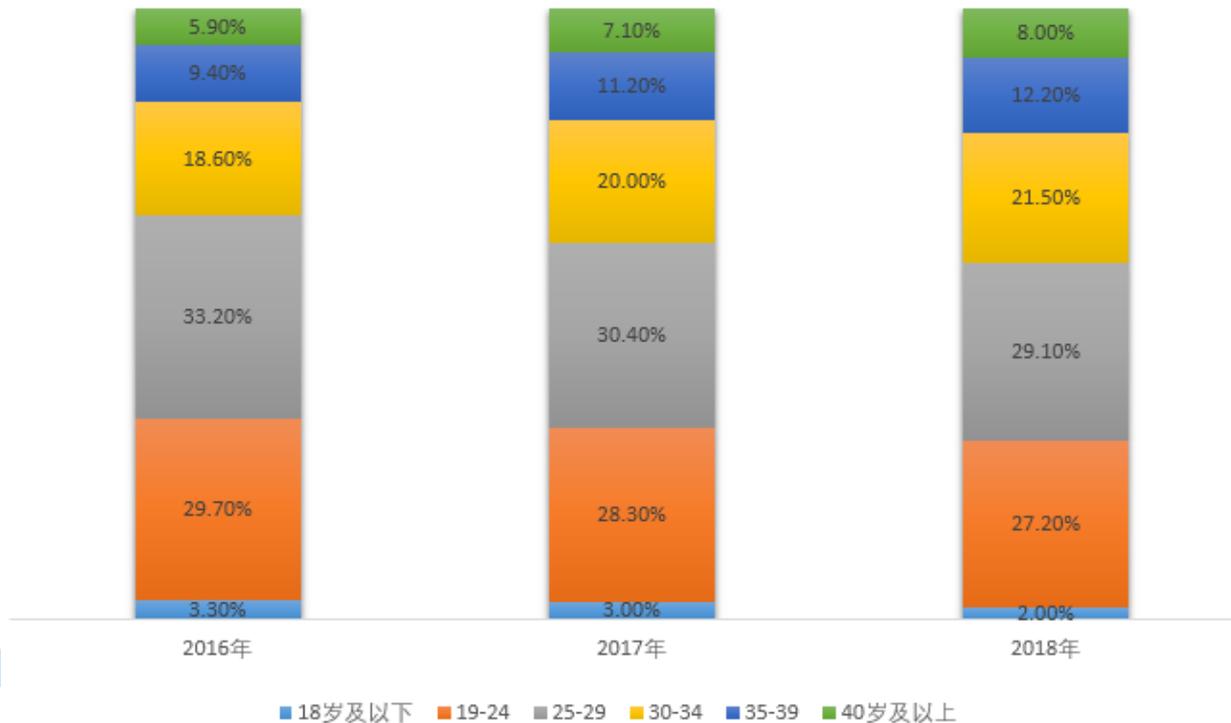
地区	观影人次 (亿)	人均观影频次	新上映影片数量	平均票价	TOP1 影片票房	头部票房占比
中国	17.16	2.1	504	33 ¥	红海行动 34.22 亿元	5.61%
北美	12.93	3.9	814	9.14 \$ (60.48 ¥)	黑豹 7 亿美元 (46.32 亿人民币)	5.92%

汇率参考影片上映年份 2018 年人民币平均汇率：1 美元兑 6.6174 元人民币

数据来源：艺恩、中航证券金融研究所

2018 年，我国观影人次增速放缓，但不同年龄段的观影人群占比更加均衡，2018 年 30 岁以上的观影人群占比大幅上升至 41.7%，比 2016 年同比增长 23%；而 25-29 岁的观影人次占比降幅最明显，比 2016 年同比下降 12%。

图表 7: 2016-2018 年不同年龄段观影人次占比



数据来源: 猫眼、中航证券金融研究所

2019 年上半年, 全球电影市场整体表现冷清, 北美票房约为 56.2 亿美元, 同比下降 9.4%, 中国影市表现也不容乐观, 半年度电影票房和观影人次首次出现双降。2019 年 H1 电影总票房 311.1 亿元, 同比下降 2.7%, 观影人次 8.08 亿, 同比下滑 10.3%, 人次缩水超九千万, 上座率及单座票房产出也持续下滑, 重点档期表现不一, 元旦档、五一档爆款缺失, 整体质量有所提升, 影片类型更丰富。

图表 8: 2019 年上半年中国和北美电影数据



**影院数量**  
(2019年H1, 有票房产出)  
10771家, 同比↑1004家



**银幕数量**  
(2019年H1, 有票房产出)  
64085块, 同比↑7302块



**影院新增**  
(2019年H1)  
722家, 同比↓12家



**银幕新增**  
(2019年H1)  
4585块, 同比↓207家

数据来源：艺恩、中航证券金融研究所

内容方面，2019年上半年新上映影片242部，同比增加18部，尤其是Q2同比去年影片数量增加明显。从票房表现来看，10亿量级影片只有6部，比去年同期减少3部：《流浪地球》（46.5亿）、《复仇者联盟4》（42.2亿）、《疯狂的外星人》（22亿）、《飞驰人生》（17.2亿）、《大黄蜂》（11.5亿）、《惊奇队长》（10.3亿）。

图表 9：2018年 VS 2019年上半年影片

	2018年上半年		2019年上半年	
	国产	进口	国产	进口
10亿及以上	5	4	3	3
5-10亿	4	3	3	4
1-5亿	10	15	11	18

数据来源：艺恩、中航证券金融研究所

影片的供给是影响电影票房的重要因素之一，2019年上半年42部影片过亿，国产影片总体票房过亿数量不及进口，尤其在1-5亿之间的“腰部”影片数量较少，且今年上半年10亿级以上的影片比去年少了3部，爆款影片的减少导致整体观影情绪不高。

## 1.2 票补时代的终结，新增长模式的摸索

**电影票价：**从2014年暑期档《变形金刚4：绝迹重生》开始，中国电影市场独有的“票补”登上历史舞台，迅速拉升整个电影大盘。2018年9月，根据新规要求停止一切线上票补，19.9元低价电影票成为历史，同时第三方售票平台服务费将不得超过2元。国内电影“票补史”的一路狂欢到时至今日彻底终结，见证着国内互联网电影票务平台的多强争霸，也意味着新时代的到来，未来国内电影票房的增长将不再是低票价驱动。

图表 10：2014-2019年中国电影行业平均票价（服务费从2017年开始，更新2019年截至8月）



数据来源：灯塔专业版、中航证券金融研究所

电影平均票价持续上涨是近几年行业的趋势，主要由供需关系的变化和互联网票务平台“票补”力度的减少所决定。银幕持续在增长，但看电影的观众数量却没有同比例地增长，上座率连连下滑是影院面临的残酷事实，而涨价或者不涨是院线都面临的博弈问题：涨价，观众不愿意走进电影院看电影；不涨价，其他新增的银幕对存量受众也有一定的分流；降价，单座的收益则会持续降低。

图表 11：2019 年上半年影院运营数据

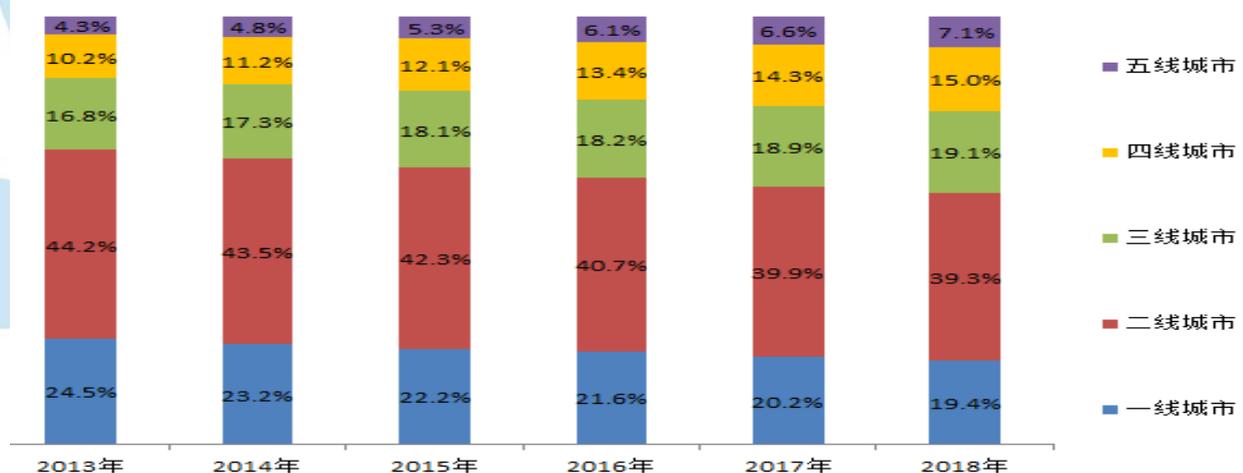


数据来源：艺恩、中航证券金融研究所

### 1.3 一线城市抗风险能力强，三四五线城市市场下沉放缓

从票房上来看，2013-2018 年间一、二线城市电影市场份额逐年回落，从 68.7% 降低到 58.7%；三四五线城市票房比例连续 5 年增长，从 31.3% 增加到 41.2%，随着影院的不断下沉渗透，走进电影院渐渐融入三四五线城市的日常娱乐生活。

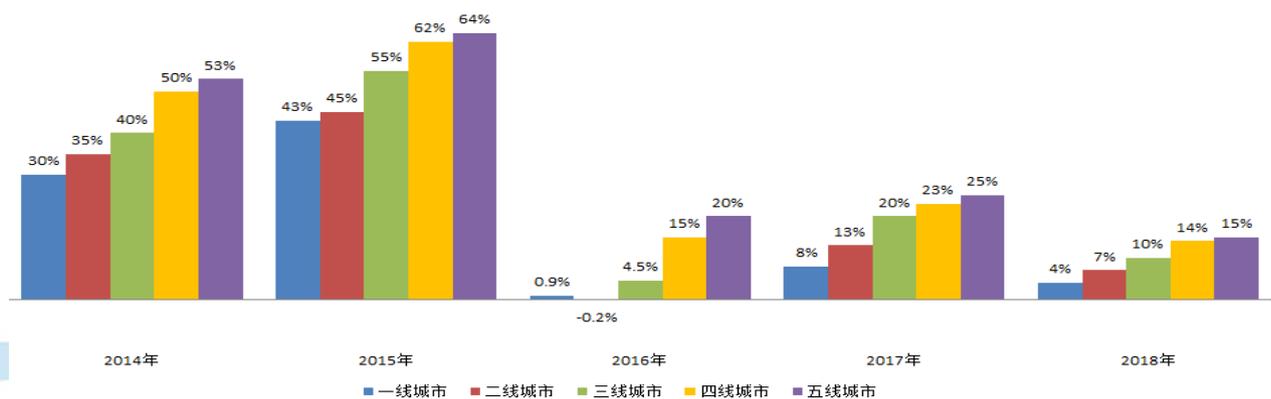
图表 12：2013-2018 年各线城市票房占比趋势



资料来源：艺恩、中航证券金融研究所

从同比增长趋势来看，四五线城市领跑票房增速。2018年中国电影总票房609.76亿元，同比增长9.06%，其中一二三四五线城市票房增速分别为4.3%、7.2%、9.7%、14.1%、15.3%，三四五线城市票房增速高于全国票房增长水平，小镇青年成为推动票房增长的主力军。

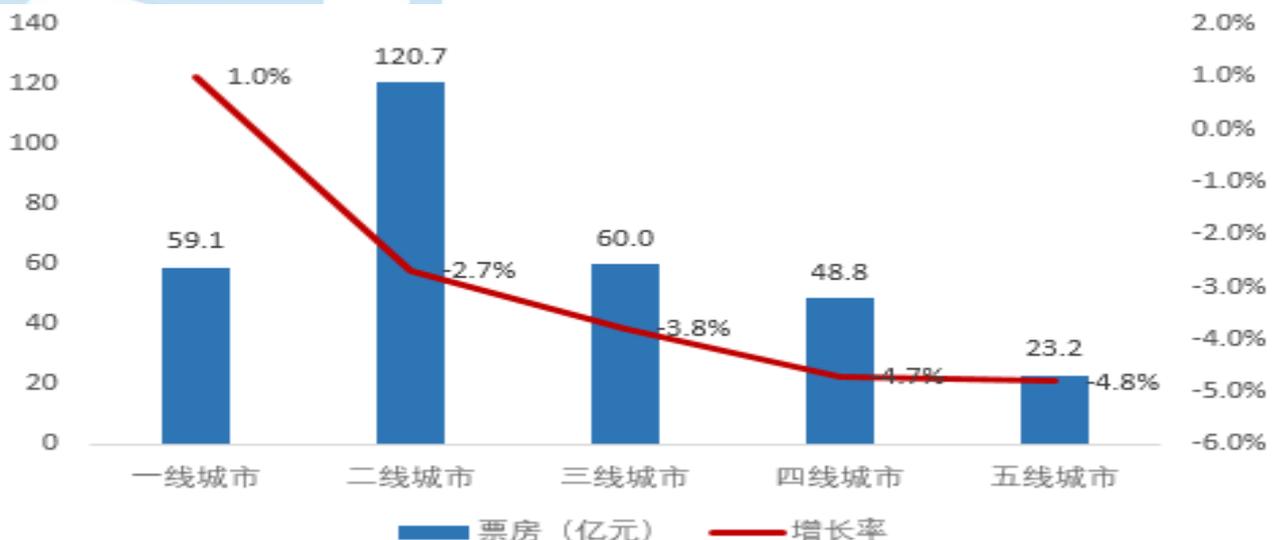
图表 13：2014-2018 年我国不同城市的票房增速变化



资料来源：横店影视年报、中航证券金融研究所

然而，2019年上半年，除一线城市外，其他级别城市票房同比去年普遍呈下滑趋势，其中三四五线城市降幅超过全年平均水平（-3%），抗风险能力较弱，市场下沉步伐放缓。相比一二线城市而言，三四五线城市的观影群众对价格敏感度更高，因此价格上涨会在一定程度上抑制他们的观影需求。

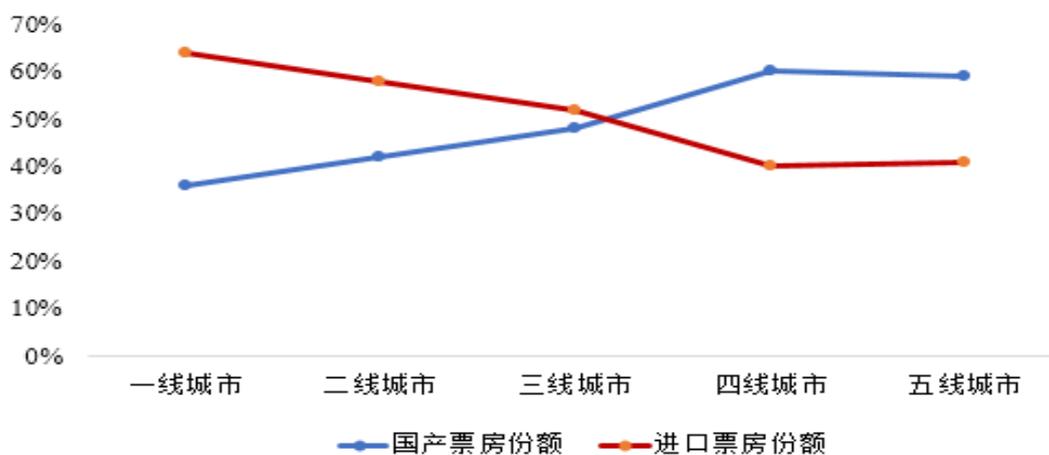
图表 14：2019 年上半年不同级别城市票房及增长率



数据来源：艺恩、中航证券金融研究所

2019年上半年，从影片来看，10亿级头部影片中，国产片和进口片数量相当，但是1-5亿级腰部影片的进口片数量明显多于国产片。从票房分布来看，一线城市进口份额超六成，而三四五线城市则是国产片份额更高。因为，大部分进口影片都主打特效观影，如IMAX、4DX、巨幕等，票价都高于普通2D版，出现较大涨幅。受短视频、直播等日益丰富的可选娱乐消费方式的影响，观众对电影票价的上涨更加敏感，尤其是三四五线城市观众感受最为明显。

图表 15：2019年上半年不同级别城市国产 VS 进口票房份额



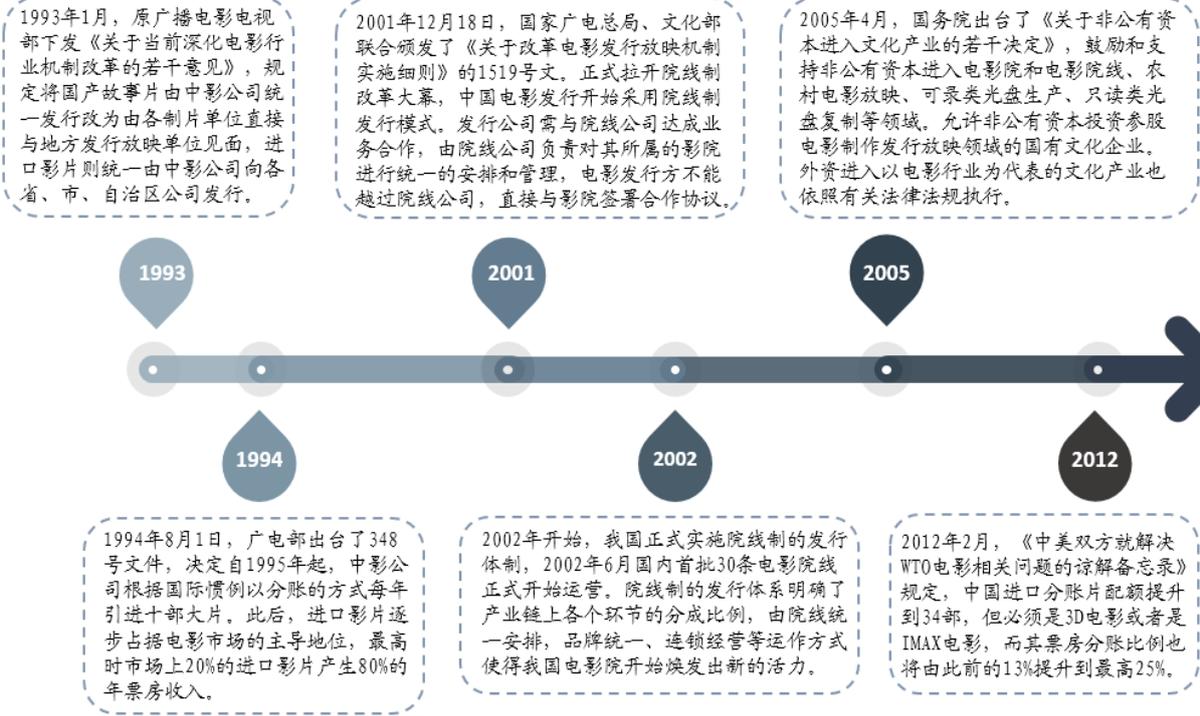
数据来源：艺恩、中航证券金融研究所

## 二、院线加速整合洗牌期，精细化管理有待提升

### 2.1 院线：行业集中度低，龙头强者恒强

2002年开始，我国正式实施院线制的发行体制，2002年6月国内首批30条电影院线正式开始运营。院线制的实行是新世纪以来中国电影改革的一个重大标志，它明确了产业链上各个环节的分成比例，由院线统一安排，品牌统一、连锁经营等运作方式使得我国电影院开始焕发出新的活力。

图表 16：中国电影改革历程



资料来源：前瞻网、中航证券金融研究所

院线制改革的提出正是因为原有体制涉及环节多、布局分散、结构单一不能适应现代化经营模式。实行以院线为主的发行放映机制，减少发行层次，改变按行政区域计划供片模式，变单一的多层次发行为院线为主的一级发行，发行公司和制片单位直接向院线公司供片。受益于院线制改革的推行，我国电影事业开始快速发展，中国电影市场长期被进口片垄断的局面也不断得到改善。

图表 17：院线改革之前中国电影的发行放映机制



资料来源：前瞻网、中航证券金融研究所

我国电影产业链主要包括电影制片、电影发行、放映（院线、影院）以及观众。制片环节的拍摄资金投入最大，经营风险较高；发行环节虽然资金投入较少，但是也存在较高的经营风险，需要对所映影片具有较强的市场判断能力和营销资源；在整个电影产业链中，院线及影院连接产业链上游的影片发行和下游的影院观影，片方将影片制作完成后，院线承担供片商的角色，从电影发行商处获得电影拷贝后，负责将影片在所属影院放映并统一安排。影院通常需要较多的资金投入影院建设和更新改造，投资回收周期较长，同时伴随着人口红利的减弱和行业竞争者的增多，单屏产出出现拐点，经营效率提升压力大。

图表 18：电影产业链图示



资料来源：横店影视招股说明书、中航证券金融研究所

我国院线及影院同属于放映环节，位处产业链中下游，我国院线下属影院的从属形式可分为资产联结和签约加盟两种：

- **资产联结型影院**，即院线以自身资本直接投资建设的影院。院线作为影院的母公司或股东，以内部管理的方式对影院的具体事务进行经营。资金实力雄厚的院线公司往往以自有资本直接对外投资、开发和建设影院，对影院的日常经营、管理有着绝对的控制力；
- **签约加盟形式**，即进入院线的影院主要以供片为纽带，在院线公司的指导下自主经营管理，院线公司对其管理控制相对较弱。

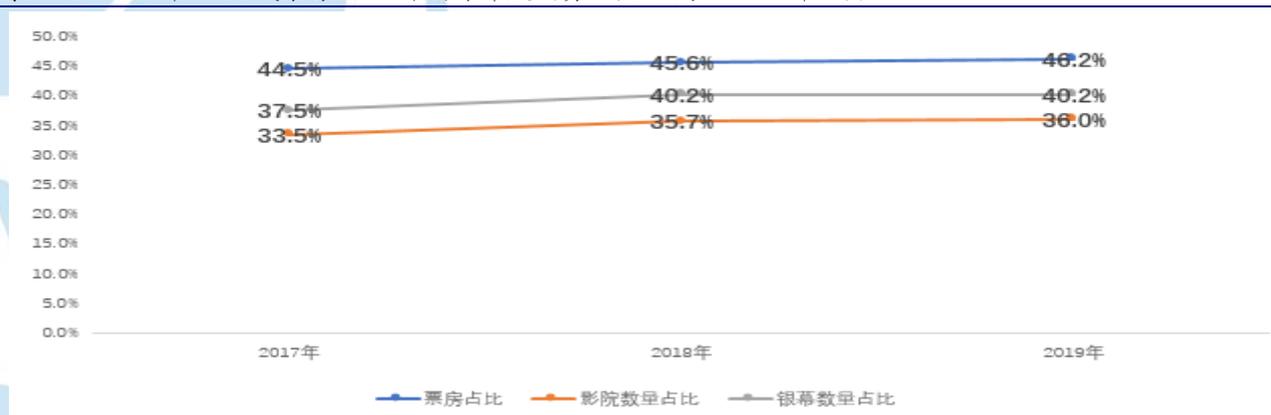
图表 19: 电影院线与影院的关联模式对比

经营模式	院线与影院的关系	优点	缺点
<b>资产联结 (直营)</b>	影院由院线直接投资兴建, 影院资产归院线所有, 依托资产联结模式, 以资本和供片为纽带, 实现对旗下影院的统一品牌、统一建设、统一管理、指导排片。	实现了资产、品牌运营的统一, 降低成本的同时, 形成品牌溢价; 易于形成商圈, 多层次满足消费者需求。	重资产模式, 资金链压力大
<b>签约加盟 (加盟)</b>	影院和院线没有资产从属关系, 只是以签约形式加入院线, 以供片为纽带, 实现统一供片, 但不能完全实现统一品牌、统一经营和管理。	加速院线的扩张, 在市场发展初期, 加盟的方式在市场的空白点快速占领制高点	以供片为纽带, 结构松散, 资产联结不紧密; 银幕建设相对滞后; 院线及影院的品牌意识欠缺, 影院的分众化、特色化、差异化不够明显。
<b>直营+加盟</b>	以上两种模式并行	院线发展速度快	对公司的管理能力要求较高

资料来源: 横店影视招股说明书、中航证券金融研究所

目前, 全国院线行业渐渐由粗放式向精细化的发展阶段转型, 各大院线公司不仅仅以跑马圈地为主, 不同院线之间在排片安排和硬件设施上形成差异化的竞争力, 行业竞争加剧, 正值洗牌整合期, 资源将向头部公司集中, 龙头的抗风险能力凸显。

图表 20: 2019 年 H1 院线票房 TOP5 市场集中度趋势 (数据截至 2019 年 6 月 30 日)



资料来源: 艺恩、中航证券金融研究所

2019 年上半年 TOP5 院线票房合计超 143 亿, 占总票房份额 46.2%, 市场集中度继续提升, 头部效应愈加显著。

图表 21: 2019 年 H1 院线票房 TOP10 概况 (数据截至 2019 年 6 月 30 日)

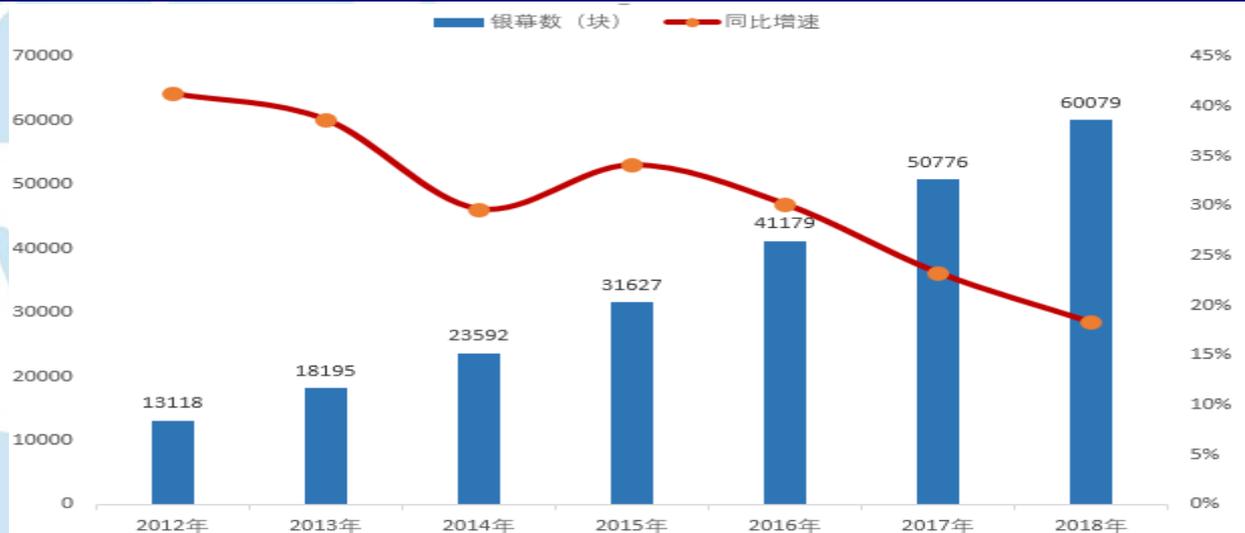
院线名称	票房同比	占有率	排名	影院占比	银幕占比
万达院线	3.2%	14.2%	1	5.6%	8.3%
大地院线	-4.1%	9.8%	2	9.9%	10.1%
上海联合院线	3.0%	8.1%	3	5.4%	6.0%
中影南方新干线	0.5%	7.5%	4	7.6%	7.9%
中影数字院线	-12.9%	6.5%	5	7.4%	7.9%
中影星美	-22.9%	5.4%	6	4.5%	4.9%
广州金逸珠江	-1.0%	5.0%	7	3.8%	3.9%
横店院线	-6.5%	4.3%	8	4.0%	4.1%
江苏幸福蓝海院线	15.3%	3.9%	9 (同比↑1)	3.2%	3.4%
华夏联合	3.4%	3.7%	10 (同比↓1)	3.8%	3.9%

资料来源: 艺恩、中航证券金融研究所

## 2.2 影投: 单屏产出下滑明显, 影院经营面临挑战

**银幕总数:** 截至 2018 年底, 全国共拥有银幕数 60079 块, 较 2017 年增加 9303 块, 同比增速 18.3%, 增速比 2017 年放缓了 5 个百分点。在 2012 年银幕数仅有 13118 块, 短短几年时间, 银幕数增长了 4 倍有余。整体看来, 2018 年我国电影银幕终端仍维持较快扩张, 稳居世界电影银幕数量首位。

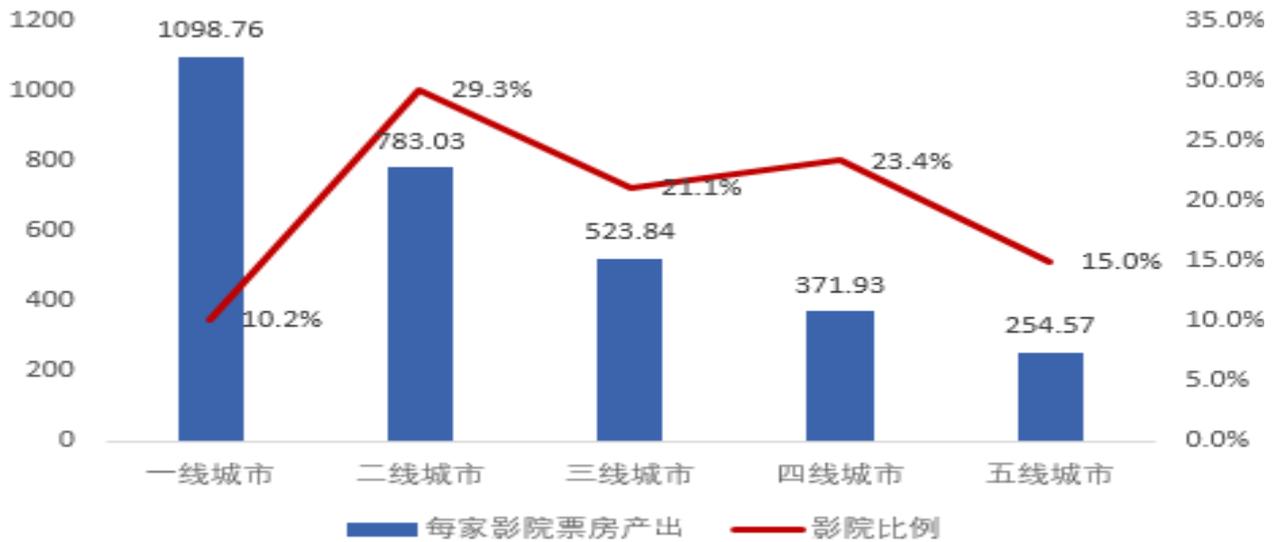
图表 22: 2012-2018 年中国银幕数量及增长率比较



数据来源: 中商产业、中航证券金融研究所

从影院与票房的产出来看, 平均每家影院的票房产出为 579.66 万元/年, 一线城市的影院效益最高, 市场相对成熟; 四五线城市影院数量比例高效益小, 票房产出率较弱。从历年情况来看, 五线城市终端发展进程约滞后二线城市 2 年。

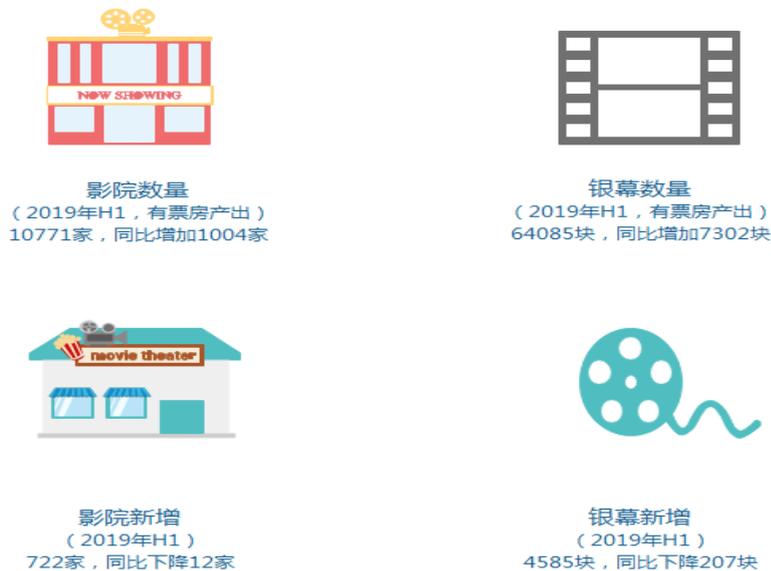
图表 23: 2018 年各类城市单影院的票房平均产出 (单位: 万元/年)



数据来源: 艺恩、中航证券金融研究所

2019 年上半年, 有票房产出的影院数量达 10771 家, 新开业影院 722 家, 银幕数量达 64085 块, 新增银幕 4584 块, 影院和银幕的新增速度均有所下滑。

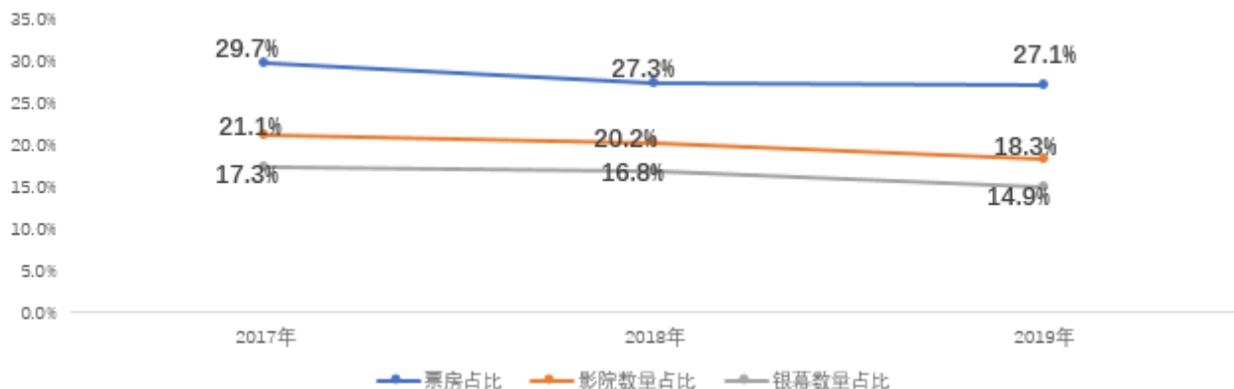
图表 24: 2012-2018 年中国银幕数量及增长率比较



数据来源: 艺恩、中航证券金融研究所

影投集中度持续下滑, 市场竞争加剧。2019 年上半年 TOP5 影投票房合计超 84 亿元, 占总票房份额 27.1%, 呈继续下滑之势, 影投市场竞争激烈。

图表 25: 2019 年 H1 影投票房 TOP5 市场集中度趋势



数据来源: 艺恩、中航证券金融研究所

图表 26: 2019 年 H1 影投票房 TOP10 概况 (数据截至 2019 年 6 月 30 日)

影投名称	票房同比	占有率	排名	影院占比	银幕占比
万达电影	-1.2%	13.6%	1	5.3%	7.9%
大地影院	-9.3%	4.4%	2	3.9%	3.9%
横店院线	-6.8%	3.6%	3(同比↑1)	3.1%	3.3%
金逸影视	2.0%	2.8%	4(同比↑1)	1.6%	1.8%
CGV影城投资公司	11.3%	2.7%	5(同比↑3)	1.0%	1.4%
博纳影院投资	9.0%	1.5%	6(同比↑3)	0.6%	0.9%
香港百老汇	11.4%	1.5%	7(同比↑1)	0.4%	0.6%
耀莱管理公司	-5.0%	1.4%	8(同比↓1)	1.0%	1.2%
上影影院	6.9%	1.3%	9(同比↑4)	0.5%	0.6%
UME电影集团	-8.2%	1.3%	10(同比↓2)	0.5%	1.0%

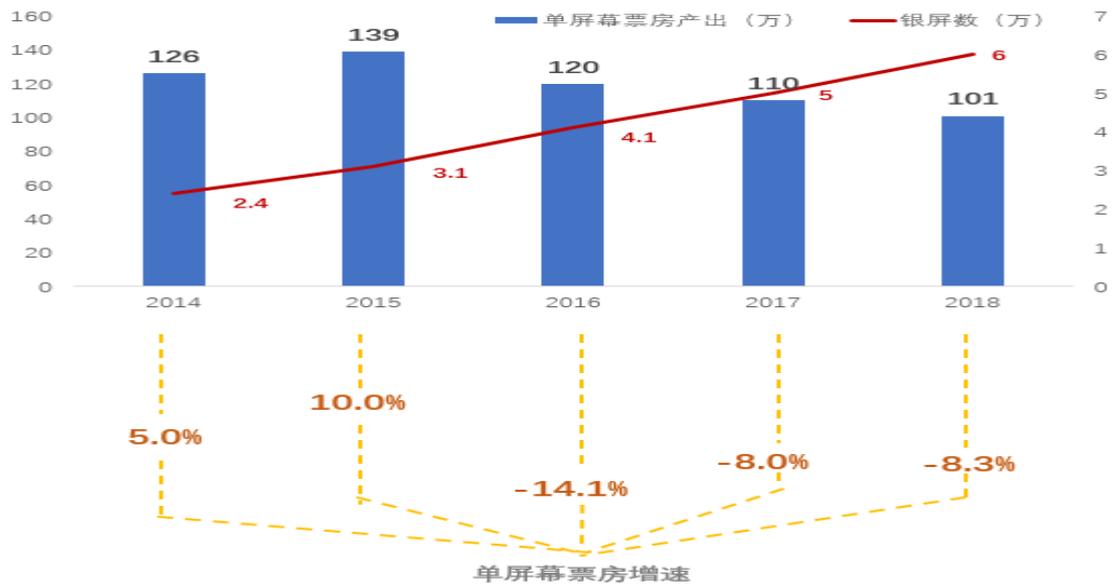
数据来源: 艺恩、中航证券金融研究所

**影院加速“洗牌”，单屏幕票房产出承压。**整体看来，2018 年我国电影银幕终端仍维持较快扩张，银幕数量增速（18.32%）高于票房收入增速（9.06%），国内票房与观影人次增速明显没有跟上银幕数量增幅，单银幕票房产出继续下滑。

整个电影市场票房增速的放缓加剧了影院市场的竞争，新增影院稀释了存量影院的人流，导致影院运营压力急剧加大。加之迫于行业租金和新建影院成本压力，影院经营整体盈利能力面临瓶颈，一系列问题使得 2018 年关闭影院数量较往年有所增长，影院迭代速度加快，影院行业洗牌已出现加速的态势。随着行业竞争的加剧和资本的回归理性，2019 年银幕的增长空间有限。

上一波靠城镇院线扩张和互联网票补红利驱动的粗放式票房增长带来的电影牛市已告一段落，而下一个十年，国产电影行业的结构化转型升级势在必行，以过去粗放式的影院下沉扩张驱动行业增长的逻辑受阻。票房增长并未跟上影院扩张速度，影院市场依旧是高度分散化的格局，影院经济效益持续下滑，经营面临巨大的考验。

图表 27: 2013-2018 年单银幕票房产出及同比



数据来源: 猫眼、中航证券金融研究所

### 2.3 政策: 加强深化院线改革, 行业集中度有望提升

2018 年 12 月, 国家电影局向各省、自治区、直辖市电影主管部门, 各电影院线公司下发《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》(简称《意见》), 这是电影管理职责划归中宣部后的第一个顶层设计文件。《意见》中进一步明确了电影院线市场的规范和扶持方向: 截止 2018 年底, 我国电影院线银幕数量为 60079 快, 要实现 2020 年银幕数量超过 8 万块, 2018-2020 年银幕数量复合增长率至少为 15.39%。

- **设定银幕总数目标:** 《意见》明确提出鼓励影院投资建设, 2020 年银幕数量超 8 万块。到 2020 年, 全国加入城市电影院线的电影院银幕总数达到 8 万块以上, 电影院和银幕分布更加合理, 与城镇化水平和人口分布更加匹配。
- **优化影院区域结构:** 通过财政补贴提升放映技术和设施改造, 提升县级影院、中西部影院建设改造。大中城市电影院建设提质升级, 先进放映技术和设施广泛应用, 舒适度等观影体验进一步提升; 县级城市影院数量稳步增长, 有条件的地区加入城市院线的乡镇电影院数量快速增长。
- **行业集中度将进一步提升:** 深化院线改革, 鼓励新建和并购重组, 实施院线市场化进入退出机制: 《意见》提升了院线设立门槛, 提出按照“统一品牌、统一排片、统一经营、统一管理”的要求, 投资建设或收购电影院, 扩大规模, 加强管理, 提升服务。明确指出成立电影院线公司的条件如下: (1) 控股影院数量不少于 50 家或银幕数量不少于 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, 未受到行政处罚或其他处理。 (5) 最近三个年度所属影院因违法违规经营行为受到行政处罚或其他处理的不超过 3 家, 且处罚期已满, 处罚措施已执行落实并整改到位。

鼓励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。在整合过程中，应遵守和履行院线与所属电影院原所签协议，尊重和维持电影院自主选择电影院线的权利。

实施电影院线年检制度，完善电影院线奖惩机制和退出机制。对于长期管理不善、经营乏力的院线公司，实行市场退出。

- **加快特色院线发展：**加快发展艺术电影放映联盟，为优秀艺术影片提供更大放映空间，加快发展“人民院线”，鼓励发展校园院线等特殊院线，面向特定观众群体发挥积极作用。

此次扶持政策或在中长期提振电影行业景气度，监管新规将促进行业得到更加明确的规范和整治，长期看好行业良性健康发展。新规将推动我国电影行业整体规模的发展，内容公司单片产出能力有望不断提升，院线产业整合有望提速。当前国内院线行业集中度低，还存在很大提升空间，结合国内院线市场已经出现的整合趋势，未来将会有一轮行业洗牌到来。这一系列措施一方面有利于院线公司做大做强，另一方面也为经营不善的影院敲响警钟。

2019年4月，点播院线上映窗口期被明确规定，院线电影盗版问题得到有效遏制。4月16日，中国电影制片人协会、中国电影发行放映协会全体会员共同制定签署《关于影片进入点播影院、点播院线发行窗口期的公约》。其中规定：院线电影在点播影院、点播院线上映的窗口期为影片在电影院线首轮上映档期的2倍，而电影院线的首轮上映档期由电影版权方决定。这一公约的签署，有效规范了市场秩序，并在一定程度上提高了电影产业的综合版权收益。

2019年上半年，中国电影在观众满意度、市场成熟度、新类型创作等多个方面继续做出努力，同时各级政府部门、行业协会也分别对规范市场等问题进行了深入探索，对影片盗版等行为进行了严厉打击，创作更纯粹、市场更规范、产业前景更广阔成为主管部门、行业协会和从业者一致追求的目标。

2019年7月，财政部下达2019年补助地方国家电影事业专项资金近10亿元：根据财政部公布的专项资金分配总表，专项资金2019年预算总额为97404万元。其中，51595万元已经提前下达，此次下达45809万元。财政部要求各地，对专项资金项目绩效目标做好绩效监控，确保年度绩效目标如期实现。同时，将各省市绩效目标及时分解，做好省市区内预算绩效管理管理工作。

2019年中央补助地方国家电影事业发展专项资金项目整体绩效目标包括，繁荣发展电影市场；支持中西部县城和乡镇影院建设试点，均衡发展电影市场，推动电影事业可持续发展，完成影院建设707家；提升少数民族语电影译制能力等。

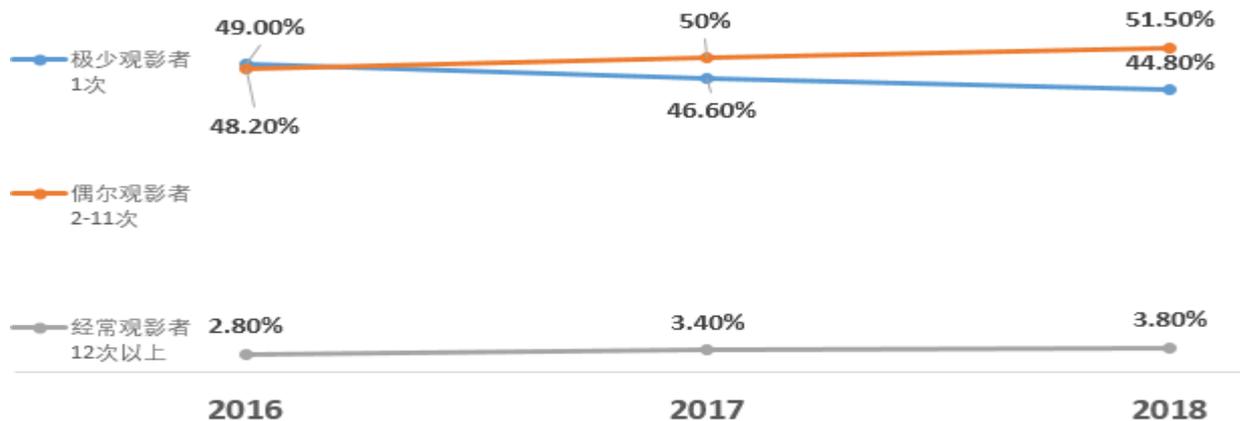
### 三、新趋势：探索生态圈新模式，多元化业态发展潜力大

#### 3.1 重点提升观影频次，差异化竞争求突围

近年，国内人口红利逐步减弱，观影人次增长放缓、单影院票房产出下降、场地租金人员成本逐步增长，多重因素对影院的经营带来巨大的挑战。随着行业的竞争越发激烈，如何提升经营效率，成为影院经理们必须要面临的挑战。

目前，中国观影人次早已远超美国，中国观众观影习惯渐渐养成，但是观众观影粘性仍与其他发达国家存在一定的差距。根据猫眼数据显示，中国电影观众的观影频次正在提升，偶尔观影者、经常观影者占比提升，极少观影者占比下降。

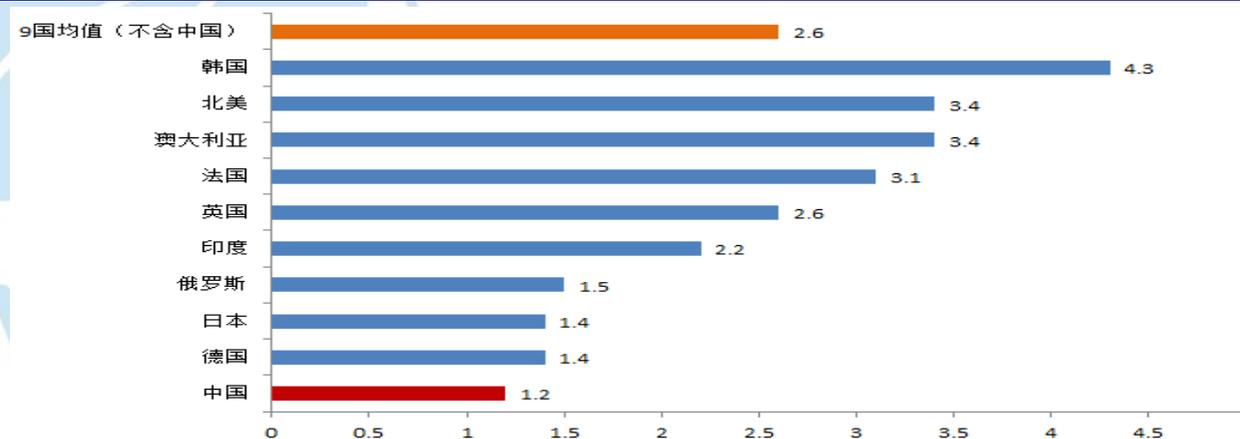
图表 28：2016-2018 年猫眼电影观众购票频次分布



数据来源：猫眼、中航证券金融研究所

中国作为世界第二大票房国家，人均观影频次低于前十国家中的其他 9 个国家，不及 9 国均值的一半，仅北美地区的 1/3 左右和韩国的 1/4 左右，由此可见国内观影频次仍有较大的提升空间，是未来行业寻求突破的重点方向。

图表 29：全球前十票房国家/地区人均观影频次对比（截至 2017 年 12 月 31 日）



数据来源：猫眼、中航证券金融研究所

**（1）会员服务提升高频观影群体的留存率：**海外院线市场均有院线推出个性化的会员服务，一般情况下，办理影城会员的票价优惠幅度在 20-30%，尤其是在国内电影市场“票补”取消的大背景下，会员和非会员的权限差异性能更加凸显，有利于针对性地吸引目标高频客户，增加其体验粘性。通过会员体系对用户人群的精准分层，充分利用从观影前到观影后的黄金时间，遵循观众的行为轨迹，触达每个观影客的真实体验，以此促达最高的用户转化率。

(2) “24 小时”影院应运而生，掘金都市新青年“夜经济”：随着 24 小时便利店、24 小时书店的发展，24 小时影院也正在成为各大城市“夜经济”的主力军。7 月，上海大光明电影院和国泰电影院成为了首批上海 24 小时影院。正常情况下，大部分电影院排映的最后一场往往是在晚上 11 点左右。影院经营的第一要义，就是要通过精细化管理降低成本。24 小时影城的经营成本增加部分主要来自人工和水电。在租期、房租、物业费不变的情况下，增加了营业时间，对影城来说也的确是一笔新的收入，但在成本不断上升的当下，节约人力成本就显得格外重要。因此对于中小影院来说，需要平衡好成本和收入，24 小时服务才能是影院新的业绩增长点。

(3) 根据人群和地域的不同差异化排片：由于观影群众和地域的天然差异性，院线和影院做相应的放映计划调整。根据对票仓的数据跟踪不难发现，一二线城市和三四五线城市，无论在观影时间和影片偏好上都存在一定的差异。在当下电影市场增速放缓的情况下，有相当多上座率并不高的票房的淡季，例如工作日的白天、饭点以及周末的一早一晚，都是影城经营中的低峰期，影城可以利用这个低峰期丰富排片吸引更多的受众，挖掘更多的长尾市场，提供经营效率。排片最需要去持续关注变化的观众需求、关注这个市场的不同趋势的发展，满足更广泛的观影的需求，是增加票房的好方式。

### 3.2 “影院+” 打开变现空间，非票收入撬动行业新增长

通常影院大部分的收入来自于票房收入，而非票房收入主要有三块业务构成：卖品，指影院在卖品部或其他公共区域提供包括爆米花、饮料、电影衍生产品、会员卡等在内的商品；广告收入，指片方贴片广告、院线贴片和影院映前广告及影院范围内通过 LED 显示屏、数字海报机、灯箱海报、X 展架、KT 板、纸立牌模型等阵地广告；长租类服务，将影院场地出租举行研讨会、发布会等活动带来的收入。

影院通过采取多元的经营和服务形式，充分开发影院的非票收入，实现“放映收入为主，卖品、广告多业态并重”的多元化盈利模式，有效提高对市场风险的抵御能力。

图表 30：影院非票业务类型



资料来源：互联网、中航证券金融研究所

对标海外电影海外市场，国内非票业务的占比还有较大的提升空间，有必要提升非票房收入占比的原因包括以下几点：

(1) **非票收入毛利高**：以横店影视为例，根据财报显示，公司在 2018 年度实现营业收入 27.24 亿元，同比增长 8.22%，主营业务主要分为电影放映、卖品业务、广告业务、院线发行业务及其他。作为公司最为重要的电影放映业务，2018 年此项营业收入约占横店影视整体收入的 77.71%，为 20.34 亿元，而成本达到 20.77 亿元，电影放映板块业务亏损近 4300 万元，毛利率从 2017 年的 4.66% 下降到 2018 年的 -2.11%，这已经是连续两年下降。但是，以爆米花代表的卖品业务毛利率为 76.80%，广告业务更是高达 99.88%。

图表 31：2018 年横店影视分产品情况

单位：元 币种：人民币

主营业务分行业情况						
分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
电影行业	2,616,112,249.99	2,150,041,967.80	17.82	8.44	12.37	减少 2.87 个百分点
主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
电影放映业务	2,033,683,534.22	2,076,610,265.99	-2.11	5.35	12.83	减少 6.77 个百分点
卖品业务	249,178,225.55	57,802,469.16	76.80	1.04	-5.34	增加 1.56 个百分点
广告业务	199,100,009.86	247,327.17	99.88	27.04	638.42	减少 0.10 个百分点

资料来源：公司公告、中航证券金融研究所

(2) **有效平滑经营曲线**：国内电影市场虽然今年延续了持续向上增长的势头，但随着三四线城市的院线市场接近饱和，荧幕数增速放缓，电影市场的业绩增速也随之放缓。随着国内娱乐产业的消费升级，院线的经营将迎来改革，非票房收入占比有望进一步得到提升，届时影视文化公司也将减少对票房收入的过度依赖，减轻电影“大小年”的影响，有效平滑经营曲线，对冲市场风险。

(3) **“影院+”打造以用户为核心的社交生态圈**：影院经营者可以积极探索新的经营思路，增强影院内的趣味性、社交性、娱乐性、差异化，升级设备提升观影体验，利用“影院+”模式：轻奢餐饮、快时尚餐饮、创意餐饮、中产休闲、儿童娱乐和儿童体验、成人健身、商务服务配套、文化产品服务等等“影院+其他业态”的手段，将影院打造成多元化的线下社交场景，达到吸引人流的目的。

影院行业不再是单纯的电影放映空间，应该顺应新时代和新的消费需求而进行不同的战略调整，影院做为连接文化消费和其他产业消费的枢纽平台，向“高端化”“个性化”“小众化”“服务化”的转变，综合地将观影人群、广告主、衍生品以及餐饮、游戏、生活方式服务等可能产生化学反应的异业与影院的大银幕场景有机互动，形成良性且平衡的消费生态圈。

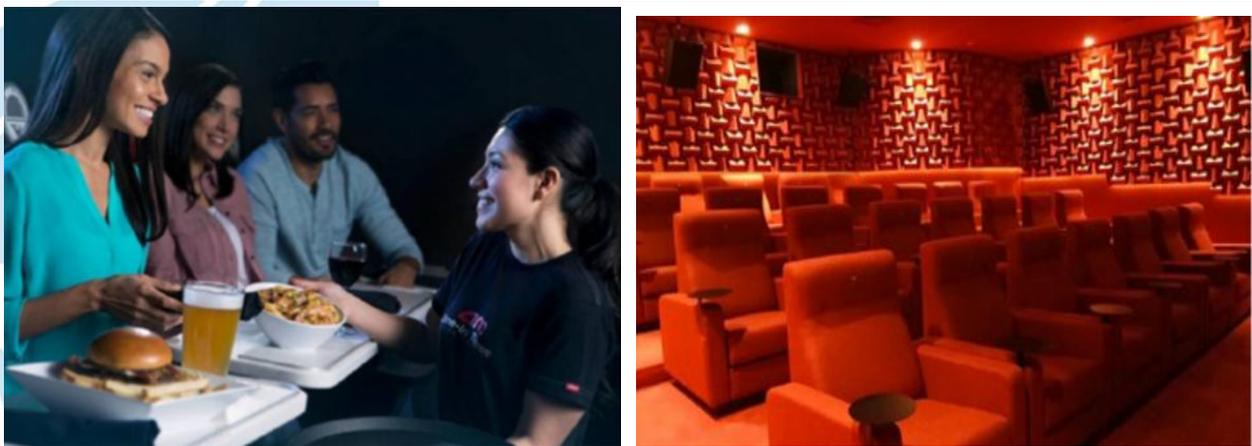
图表 32: “影院+” 重构社交娱乐生态圈



资料来源: 互联网、中航证券金融研究所

将餐饮引入影院是当前可行方案之一，例如美国 AMC 开创了座上用餐 (Dine-In) 服务，观影人群可以边观影边食用美食。此外，AMC 也参考麦当劳的备餐流水模式，开发建设集中食堂，形成统一标准。目前，在国内已经拥有类似的影院，如北京和上海的三克影院等。

图表 33: AMC 影院的 Dine-In 模式



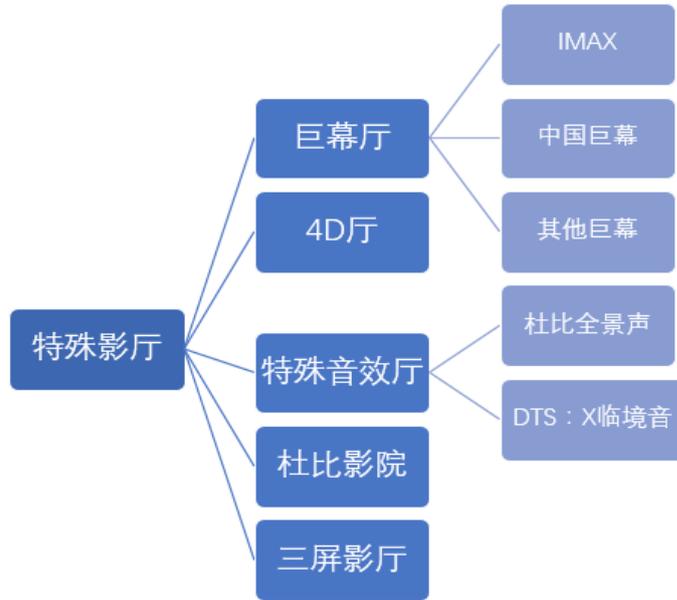
资料来源: 中国报告网、中航证券金融研究所

### 3.3 升级影厅观影体验，技术驱动行业进步

影院作为社交的重要场所，不应仅局限于简单的观影需求，升级现有影院设备和丰富观影场景，提供融合增值服务是影院引流的重要方式。

影院设备作为观影的直接载体，是不容忽视的硬件条件。目前，我国升级影厅包括 IMAX 厅、中国巨幕厅、杜比全景声、DTS:X 临境音、3D、4D 厅及杜比影院、ScreenX 三屏影厅等多种形式。国内 4D 影厅品牌有 4DX、MX4D、D-BOX 等；ScreenX 影厅让观众获得 270 度超广角身临其境之感，打造全新观影空间。

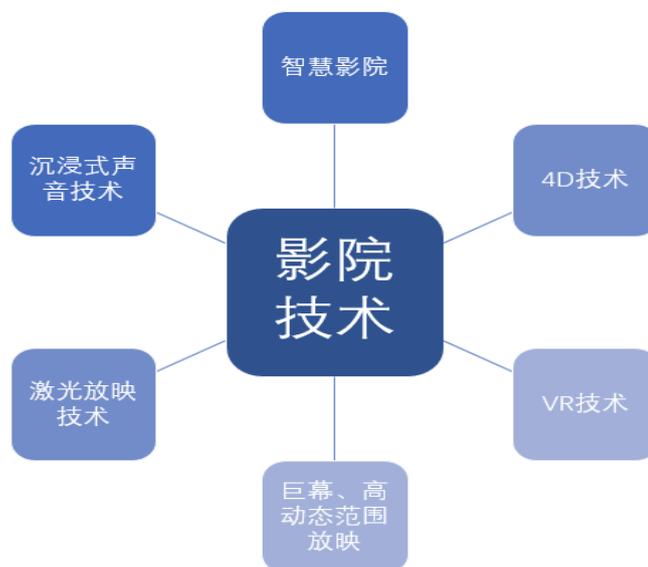
图表 34: 我国特殊升级影厅类型



资料来源：中国报告网、中航证券金融研究所

未来，强体验感影院技术将成为主导趋势，电影新技术正在不断更迭，更广泛地应用到电影院中，如：VR 技术、激光放映技术、巨幕放映高动态范围放映技术、沉浸式声音技术、4D 技术和智慧影院等，未来观影将逐步向高端化、舒适化、多维互动、强沉浸感发展，将电影院打造成一个“强体验消费”的观影场景。

图表 35: 中国电影院技术发展趋势



资料来源：互联网、中航证券金融研究所

#### 四、投资建议

所谓的电影市场黄金十年已经告一段落，今年是电影行业举步维艰的一年，从上半年看，电影市场票房和观影人次增长乏力，在市场流动性紧缩、内容消费习惯转变、行业监管政策调整及影视从业人员税务风波等的多重不利因素影响下，影视娱乐行业经受了资本流出、项目减产或延期、库存加剧、播出不确定性因素大增的多重压力，面临着前所未有的巨大困难和挑战。影院的平均上座率、单银幕产出、单座收益、场均人次、场均收益等数据均创 2014 年以来最低值，大批影院陷入生存危机，多家文娱上市影企股价下跌，不少老牌影视公司的市值甚至缩水了一半以上。中国电影市场迎来了真正的拐点，过去的粗放式增长模式已经不能再有力驱动行业的快速前进，新增长模式将推动电影市场的结构化洗牌，行业集中度持续提升，龙头的抗风险能力凸显。建议关注【横店影视】新业务拓展提升影院运营效率，低线城市持续扩张，下沉卡位优势明显、【万达电影】依托于万达集团多元业务的场景化营销优势，龙头经营效率凸显，非票收入助推盈利能力的提升。

#### 五、风险提示

- (1) **行业竞争加剧，单银幕产出持续下滑的风险：**随着竞争对手的粗放式扩张以及新的资本涌入，影院数量的增速超过观影人次的增速，叠加商业地产租金、人员成本等出现不同程度的上涨，导致经营效率持续下降。
- (2) **优质影片供给不足，整体票房市场不及预期的风险：**19 年上半年的票房和观影人次出现双降，加之对于影片内容的监管，如果下半年优质电影数量下降，将导致总体票房增速不及年初预期。
- (3) **现金流压力和资产减值风险：**随着竞争的加剧，作为重资产的影院，在投资回收周期不断延长的大环境下，如果长时间收入覆盖不了成本费用，现金流会面临严峻的考验，可能会出现资产减值。
- (4) **受其他休闲娱乐方式冲击的风险：**伴随着视频网站的蓬勃发展，观影需求可以随时随地更方便地获得满足，如果电影院不能与时俱进丰富线下场景消费，将会被更多其他的娱乐消费所替代。

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

**买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。

**持有**：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。

**卖出**：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

**增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。

**中性**：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。

**减持**：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

裴伊凡，SAC 执业证书号：S0640516120002，英国格拉斯哥大学经济学硕士，曾就职于中央电视台财经频道，现从事文化传媒行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。