

中性（维持）

风险评级：中风险

2021年1月4日

陈伟光

SAC 执业证书编号：

S0340520060001

电话：0769-22110619

邮箱：

chenweiguang@dgzq.com.cn

研究助理：罗炜斌

SAC 执业证书编号：

S0340119020010

电话：0769-23320059

邮箱：

luoweibin@dgzq.com.cn

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

电影行业专题报告

春节档期临近行业短期有望迎催化，对标北美市场长期看需求释放及供给变革

投资要点：

- **电影市场逐渐恢复，重磅档期临近短期有望迎催化。**随着国内疫情得到控制，全国电影院在2020年7月20日陆续恢复营业。截至2020年12月31日，复工后全国电影票房（含服务费）为180.51亿元，恢复至19年同期的60.81%；观影人次为4.88亿，恢复至19年同期的59.22%。从近年数据来看，无论是票房占比，还是观影人次占比，春节档的重要性仅次于暑期档，档期效应明显。随着春节档期临近，多部影片陆续定档，在2020年低基数下今年春节档票房有望迎来较大增长，相关公司股价有望迎来催化。
- **对标北美市场，行业长期仍有较大发展空间。**需求端方面，2000年北美人均年观影次数已经达到4.06次，2002年达到高点，即4.94次；而我国2014年的人均年观影次数仅为0.61次，即使到了2019年也仅提升至1.23次，与北美市场相比差距还比较大，未来仍有较大的深挖空间。假设我国单票价格、人口数量维持在2019年的水平，若未来人均年观影次数分别提升至2/3/4次，对应票房分别达到1039.49/1559.23/2078.98亿元，分别较2019年票房增长62.04%/143.06%/224.09%，长期看票房具备突破千亿可能。供给端方面，疫情虽加速了行业出清，部分头部院线及影投的市占率有所提升，但目前行业集中度与北美头部院线的市占率相比仍然偏低，2019年国内CR3院线/影投票房占比分别为31.39%和21.28%，而2017年北美CR3院线票房占比已经达到63.53%，相比之下国内的集中度仍有较大提升空间。同时，国内影院目前还是依赖票务收入，非票收入占较低，而北美三大院线非票业务收入占比基本在30%以上，国内影院后续业务结构仍有进一步优化的空间。
- **投资策略：维持中性评级。**短期来看，春节档重磅档期临近，在19年低基数下今年春节档有望迎来较大增长，相关公司股价有望迎来催化，如万达电影、中国电影、横店影视、光线传媒等。长期来看，对标北美市场，国内电影市场仍有较大发展空间，一是需求层面看人均观影次数提升推动票房增长；二是供给层面看行业集中度提升以及非票收入占比提升。落实标的上，长期看好经营效率好、具备产业链整合能力、非票收入增长潜力强/占比较高的相关标的，如横店影视、万达电影等。
- **风险提示：**国内疫情反复影响影院营业；影片供给数量及质量不及预期；观影需求释放不及预期；行业整合及发展速度不及预期。

目录

1. 电影市场逐渐恢复，重磅档期临近短期有望迎催化	4
1.1 随着疫情受控，电影市场逐渐恢复	4
1.2 重磅档期临近，行业短期有望迎催化	6
2. 对标北美市场，行业长期仍有较大发展空间	8
2.1 需求：人均观影次数仍有较大提升空间，综合票房具备突破千亿可能	8
2.2 供给：行业集中度仍然偏低，非票收入占比具备提升空间	12
2.2.1 无论是从银幕或是票房来看，国内电影市场的行业集中度仍然偏低	12
2.2.2 北美头部院线非票业务收入占比基本在 30%以上，国内影院非票收入仍有较大发展空间	17
3. 投资策略	20
4. 风险提示	20

插图目录

图 1：2020 年复工后电影票房恢复情况	5
图 2：2020 年复工后电影票房各月恢复情况	5
图 3：2020 年复工后观影人次恢复情况	5
图 4：2020 年复工后观影人次各月恢复情况	5
图 5：各档期票房占全年总票房比例的情况	6
图 6：各档期观影人次占全年观影人次比例的情况	7
图 7：北美电影市场票房情况	8
图 8：1980-2002 北美电影票销量情况	9
图 9：1980-2002 北美电影票单票价格情况	9
图 10：1980-2002 北美人口数量情况	9
图 11：1980-2002 北美人均年观影次数	9
图 12：2003-2019 北美电影票销量情况	10
图 13：2003-2019 北美电影票单票价格情况	10
图 14：2003-2019 北美人口数量情况	10
图 15：2003-2019 北美人均年观影次数	10
图 16：我国电影市场综合票房情况	11
图 17：我国电影票销量情况	11
图 18：我国电影票单票价格情况	11
图 19：我国人口数量情况	11
图 20：我国人均年观影次数	11
图 21：北美电影市场银幕数量情况	12
图 22：AMC 院线银幕数量情况	12
图 23：Regal Entertainment Group 院线银幕数量情况	13
图 24：Cinemark 院线银幕数量情况	13
图 25：AMC 票房收入情况	13
图 26：Regal Entertainment Group 票房收入情况	13
图 27：Cinemark 票房收入情况	14
图 28：国内头部院线银幕数量情况	14
图 29：国内头部影投银幕数量情况	14
图 30：Cinemark 非票业务收入情况	17
图 31：Cinemark 票业务收入情况	17
图 32：AMC 非票业务收入情况	17

图 33 : AMC 票务业务收入情况	17
图 34 : Regal Entertainment Group 非票业务收入情况	18
图 35 : Regal Entertainment Group 票务业务收入情况	18
图 36 : 万达电影非票业务收入情况	18
图 37 : 万达电影票务业务收入情况	18
图 38 : 上海电影非票业务收入情况	19
图 39 : 上海电影票务业务收入情况	19
图 40 : 横店影视非票业务收入情况	19
图 41 : 横店影视票务业务收入情况	19
图 42 : 金逸影视非票业务收入情况	19
图 43 : 金逸影视票务业务收入情况	19

表格目录

表 1 : 影院复工相关政策	4
表 2 : 复工后票房 Top5 影片情况 (截至 2020 年 12 月 31 日)	5
表 3 : 春节档影片定档情况	7
表 4 : 我国票房发展空间预测	12
表 5 : 头部院线票房收入情况	14
表 6 : 头部影投票房收入情况	15
表 7 : 复工后头部院线票房收入情况 (截至 2020 年 12 月 31 日)	15
表 8 : 复工后头部影投票房收入情况 (截至 2020 年 12 月 31 日)	16
表 9 : 2020 年电影公司资源整合情况	16
表 10 : 重点公司盈利预测及投资评级 (截至 2020 年 12 月 31 日)	20

1. 电影市场逐渐恢复，重磅档期临近短期有望迎催化

1.1 随着疫情受控，电影市场逐渐恢复

电影院已于 2020 年 7 月 20 日陆续恢复营业。2020 年年初为了防止新冠疫情扩散，全国电影院在 1 月 23 日基本停止营业。随着国内疫情得到控制，电影院逐渐具备了开放的条件。2020 年 7 月 16 日，国家电影局下发《关于在疫情防控常态化条件下有序推进电影院恢复开放的通知》，允许低风险地区的电影院在 7 月 20 日有序恢复营业，每场上座率不得超过 30%，同时需要减少排片、控制放映时间、加强影院消毒等。随后的 8 月 17 日、9 月 15 日，电影放映协会分别下发《电影放映场所恢复开放疫情防控指南》第二版及第三版，分别将每场上座率进一步放开至 50%和 75%。

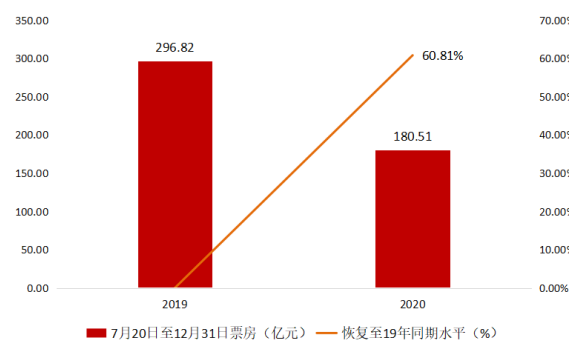
表 1：影院复工相关政策

时间	发布单位	政策	主要内容
2020/7/16	关于在疫情防控常态化条件下有序推进电影院恢复开放的通知	国家电影局	1、低风险地区在电影院各项防控措施有效落实到位的前提下，可于 7 月 20 日有序恢复开放营业。中高风险地区暂不开放营业。 2、全部采取网络实名预约、无接触方式售票；实行交叉隔座售票，保证陌生观众间距 1 米以上；每场上座率不得超过 30%。 3、电影放映场所减少放映场次，日排片减至正常时期的一半，控制观影时间，每场不超过两个小时，延长场间休息时间，对影厅充分清洁与消毒；不同影厅错时排场，避免进出场观众聚集。
2020/8/17	《电影放映场所恢复开放疫情防控指南》（第二版）	电影放映协会	全部采取网络实名预约、无接触方式售票；实行交叉隔座，确保安全距离；每场上座率不得超过 50%。
2020/9/15	《电影放映场所恢复开放疫情防控指南》（第三版）	电影放映协会	全部采取网络实名预约、无接触方式售票；原则上每场上座率不得超过 75%。

资料来源：互联网公开资料，东莞证券研究所

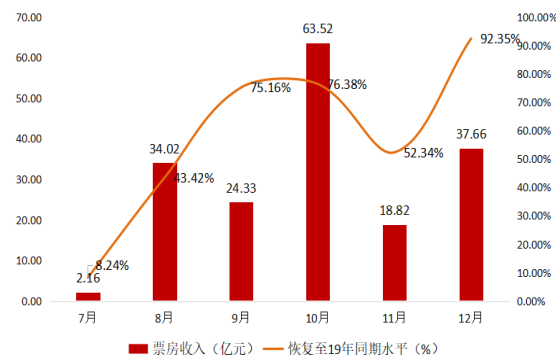
电影市场逐渐恢复。从电影票房（含服务费，下同）来看，截至 2020 年 12 月 31 日（从 2020 年 7 月 20 日开始统计，下同），据灯塔数据显示，全国电影票房为 180.51 亿元，恢复至 19 年同期的 60.81%。按月拆分来看，7 月份票房仅恢复至 19 年同期的 8.24%，处于较低的水平，主要原因是大多消费者仍处于观望的状态。随后 8 月、9 月、10 月票房恢复速度较快，分别恢复至 19 年同期的 43.42%、75.16%和 76.38%，呈现逐月改善的态势，一方面是消费者的观影信心提升、前期压制的观影需求释放，另一方面是优质内容供给增加，以及叠加暑期、国庆档期等效应影响。随后的 11 月票房恢复有所打断，仅恢复至 19 年同期的 52.34%，主要原因是 11 月缺乏优质的新片上映，全月票房过亿的新上映影片仅有 2 部。12 月份票房则在《紧急救援》、《拆弹专家 2》等多部优质影片的带动下恢复至 19 年同期的 92.35%，系 2020 年行业复工后首次恢复至 90%以上。

图 1：2020 年复工后电影票房恢复情况



数据来源：灯塔数据，东莞证券研究所

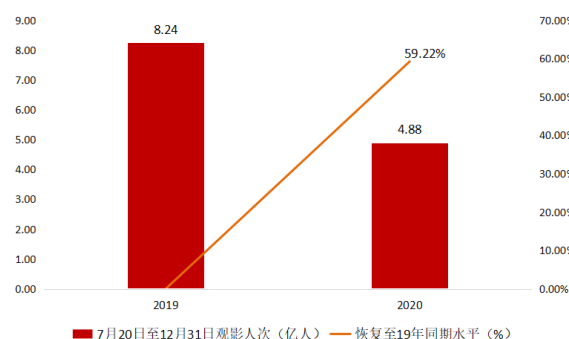
图 2：2020 年复工后电影票房各月恢复情况



数据来源：灯塔数据，东莞证券研究所

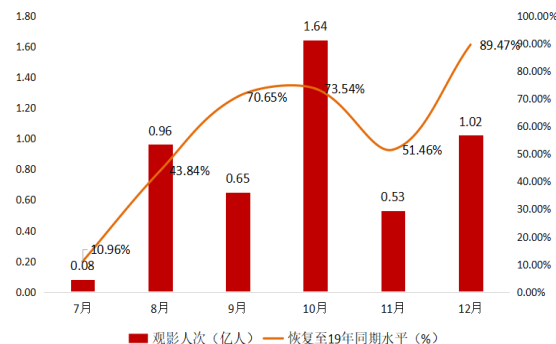
从观影人次来看，截至 2020 年 12 月 31 日，据灯塔数据显示，全国电影市场的观影人次为 4.88 亿，恢复至 19 年同期的 59.22%。按月拆分来看，8 月-10 月需求恢复速度较快，观影人次分别恢复至 19 年同期的 43.84%、70.65%和 73.54%，同样呈现逐月改善的情况。12 月观影人次恢复至 19 年同期的 89.47%，较之前的几个月份出现明显复苏。

图 3：2020 年复工后观影人次恢复情况



数据来源：灯塔数据，东莞证券研究所

图 4：2020 年复工后观影人次各月恢复情况



数据来源：灯塔数据，东莞证券研究所

票房头部效应明显，优质内容需求旺盛。截至 2020 年 12 月 31 日，全国票房 Top5 影片分别为《八佰》、《我和我的故乡》、《姜子牙》、《金刚川》以及《夺冠》，累计贡献票房 95.00 亿元，占复工后全国票房的比例高达 52.63%，19 年同期票房 Top5 影片累计票房占总票房的比例约为 47.08%，提升 5.55 个百分点，票房头部效应进一步加剧。从影片的评分来看，2020 年票房 Top5 影片的平均得分超 9 分，但较 19 年同期票房 Top5 影片的均分有所下滑，主要是受《姜子牙》评分较低所影响。

表 2：复工后票房 Top5 影片情况（截至 2020 年 12 月 31 日）

2019			2020		
影片	票房	猫眼评分	影片	票房	猫眼评分
哪吒	50.03	9.60	八佰	31.09	9.20
我和我的祖国	28.12	9.70	我和我的家乡	28.3	9.20
中国机长	29.04	9.40	姜子牙	16.03	8.30
烈火英雄	17.03	9.40	金刚川	11.22	9.40
少年的你	15.56	9.40	夺冠	8.36	9.00
累计票房	139.78	——	——	95.00	——

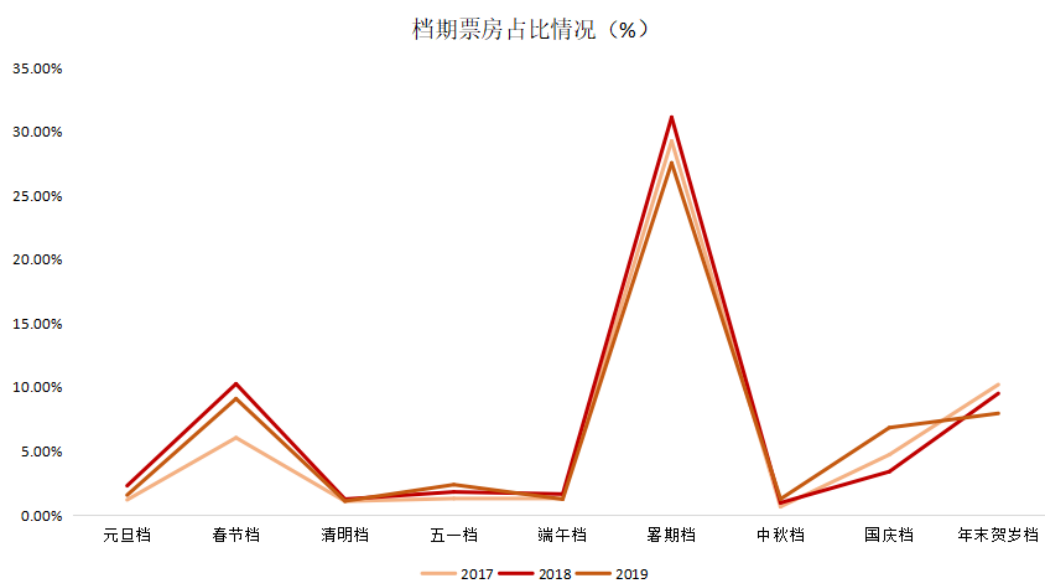
累计票房占比	47.08%	——	——	52.63%	——
猫眼平均得分	——	9.50	——	——	9.02

资料来源：猫眼，灯塔数据，东莞证券研究所

1.2 重磅档期临近，行业短期有望迎催化

春节档临近，档期效应明显。根据 wind 分类，国内电影市场分为 9 个重要的电影档期，分别为元旦档、春节档、暑期档等。其中，近年票房占比最高的档期均为暑期档，17-19 年票房占比分别高达 29.24%、31.09%和 27.52%。其次票房占比较高的档期为年末贺岁档及春节档。具体来看，17-19 年年末贺岁档票房占比分别为 10.18%、9.49%和 7.93%；17-19 年春节档票房占比分别为 6.03%、10.24%和 9.08%，票房占比总体上升。

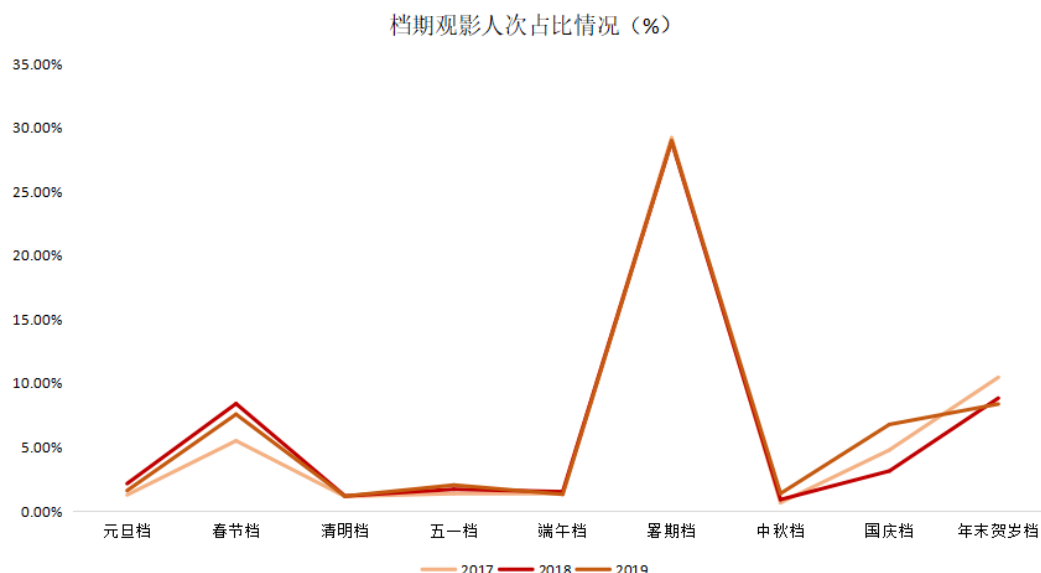
图 5：各档期票房占全年总票房比例的情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

从观影人次来看，近年观影人次占比最高的档期均为暑期档。其次观影人次占比较高的档期为年末贺岁档及春节档。具体来看，17-19 年贺岁档观影人次占比分别为 10.44%、8.81%和 8.35%；17-19 年春节档观影人次占比分别为 5.48%、8.38%和 7.55%。总体来看，无论是从票房占比，还是观影人次占比，年末贺岁档及春节档的重要性仅次于暑期档。

图 6：各档期观影人次占全年观影人次比例的情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

多部影片陆续定档春节档，《唐人街探案3》市场期待较高。截至1月3日，春节期间共有8部影片定档，其中7部影片定档大年初一，1部影片定档大年初三，多为喜剧、奇幻、动画等合家欢类型题材。具体来看，据猫眼数据显示，大年初一定档的7部影片中《唐人街探案3》的猫眼想看指数已经超过350万，物料播放累计超1亿次，远高于同期竞品，市场期待较高，相关公司包括万达、中影等。

此外，《你好，李焕英》、《熊出没·狂野大陆》、《侍神令》以及《刺杀小说家》等四部影片猫眼想看指数均在20万人次以上，而《侍神令》、《刺杀小说家》的物料播放在2千万次以上，相关公司同样值得关注。

表 3：春节档影片定档情况

时间	影片	类型	猫眼想看指数（万人次）	物料播放（次）	主要演员	相关公司
2月12日	唐人街探案3	喜剧、悬疑	351.96	1.26 亿	王宝强、刘昊然等	万达影视、中国电影等
	你好，李焕英	喜剧、剧情	49.80	141.3 万	贾玲、沈腾等	北京文化、猫眼等
	熊出没·狂野大陆	喜剧、科幻、动画	30.11	743.4 万	——	横店影业、猫眼等
	侍神令	奇幻	31.02	2521.8 万	陈坤、周迅等	工夫影业、华谊兄弟等
	刺杀小说家	奇幻、动作、冒险	24.94	2763.6 万	雷佳音、杨幂等	华策影业、阿里影业等
	新神榜：哪吒重生	动作、奇幻、动画	14.96	100.2 万	——	阿里影业、哔哩哔哩影业等
	人潮汹涌	剧情、喜剧、	6.95	684.5 万	刘德华、肖央	英皇影业、光

		犯罪			等	线影业等
2月14日	我的初恋十八岁	爱情、青春	5.46	19.4万	林辰涵、曹峻祥等	沙漠之狐影视、森威文化等

资料来源：猫眼，东莞证券研究所

2. 对标北美市场，行业长期仍有较大发展空间

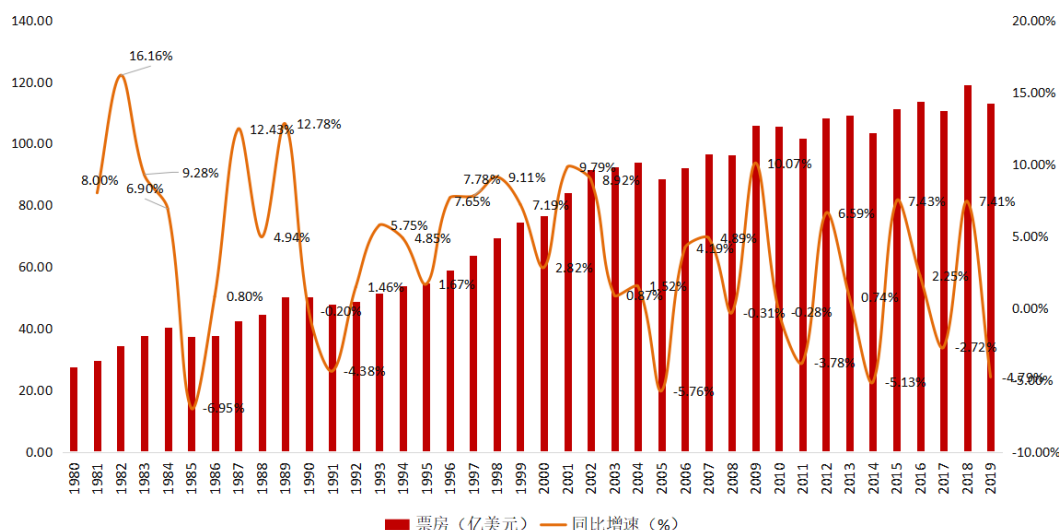
据 Statista 数据显示，北美电影市场的票房从 1980 年的 27.50 亿美元增长至 2019 年的 113.20 亿美元，1980-2019 年复合增速为 3.69%，多年来始终占据着全球电影市场的最大票仓。他山之石可以攻玉，下面将通过需求、供给两个角度比较北美以及国内电影市场的情况。

2.1 需求：人均观影次数仍有较大提升空间，综合票房具备突破千亿可能

电影票房的计算公式为：票房=电影票销量*单票票价。其中，公式可进一步拆分为：票房=地区人口*人均观影次数*单票票价。可见，电影票房的变动主要由电影票销量以及单票价格所影响，而电影票的销量又能够进一步拆分为地区人口以及人均观影次数。

北美电影市场快速发展期主要靠单票价以及人均观影次数提升所驱动，发展稳定期则主要依赖单票票价提升所支撑。从 1980-2019 年数据来看，北美电影市场主要可以分为两个阶段，第一阶段为快速发展期，即 1980-2002 年，电影票房从 27.50 亿美元增长至 91.60 亿美元，年复合增速为 5.62%；第二阶段为发展稳定期，即 2003 年-2019 年，电影票房从 92.40 亿美元增长至 113.20 亿美元，年复合增速为 1.28%。

图 7：北美电影市场票房情况

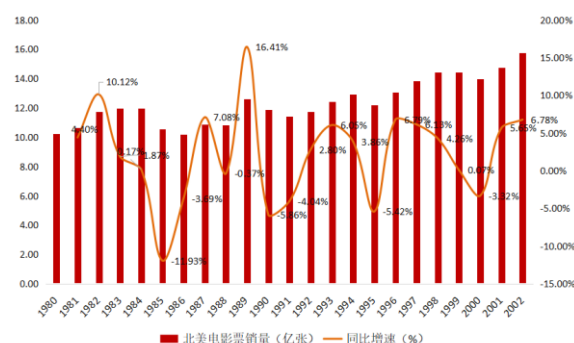


资料来源：Statista，东莞证券研究所

快速发展期：据 Statista 数据，1980-2002 年北美电影市场票房从 27.50 亿美元增长至 91.60 亿美元，年复合增速为 5.62%。其中，电影票销量、单票票价的复合增速分别为 1.99%

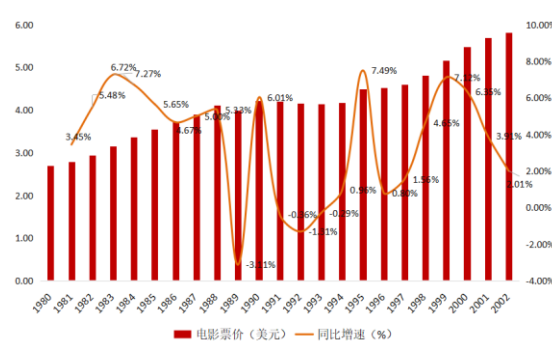
和 3.56%，电影票销量增加以及单票票价提升驱动北美电影市场的快速发展，且单票票价的上升所驱动的作用更加明显。

图 8：1980-2002 北美电影票销量情况



数据来源：Statista，东莞证券研究所

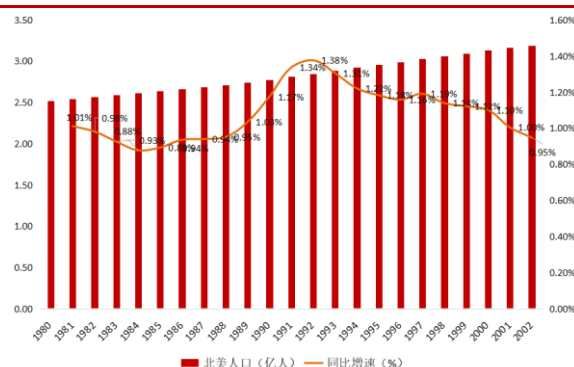
图 9：1980-2002 北美电影票单票价格情况



数据来源：Statista，东莞证券研究所

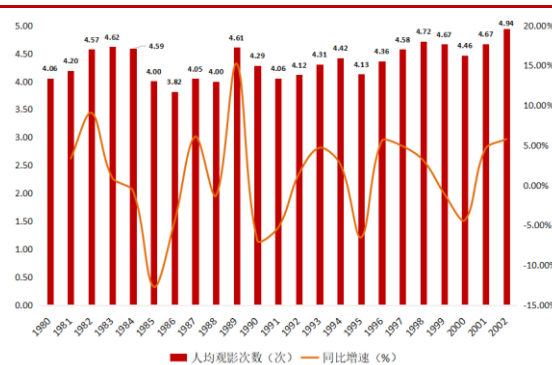
若将电影票销量进一步拆分，北美人口数量从 1980 年的 2.52 亿人次增长至 2002 年的 3.19 亿人次，复合增速为 1.08%；人均年观影次数从 1980 年的 4.06 次提升至 2002 年的 4.94 次，复合增速为 0.90%。可见，电影票销量增长的背后，主要是由于人口数量的增长，以及人均观影次数提升所推动。

图 10：1980-2002 北美人口数量情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

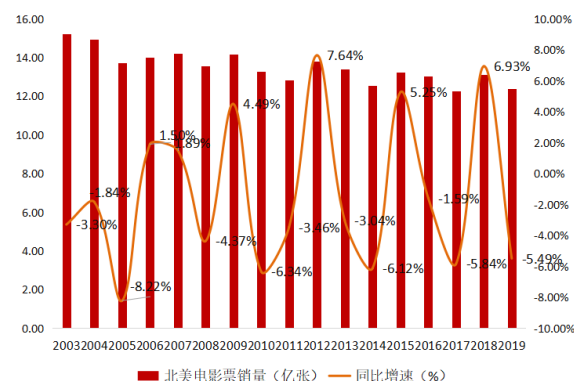
图 11：1980-2002 北美人均年观影次数



数据来源：Statista，wind，东莞证券研究所

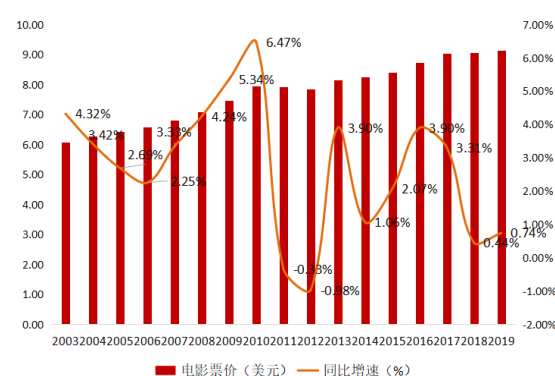
发展稳定期：随着市场发展逐渐成熟，北美电影市场逐渐进入平稳发展阶段，据 Statista 数据，北美电影票房从 92.40 亿美元增长至 113.20 亿美元，2003-2019 年电影票房的复合增速回落至 1.28%。其中，电影票销量、单票票价的复合增速分别为-1.29%和 2.60%，可见单票票价的提升是驱动北美电影市场第二阶段发展的重要驱动力。

图 12：2003-2019 北美电影票销量情况



数据来源：Statista，东莞证券研究所

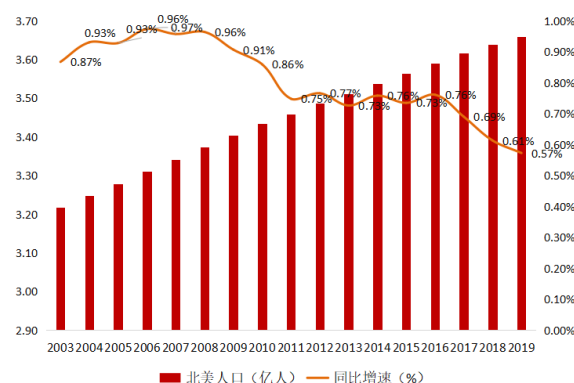
图 13：2003-2019 北美电影票单票价格情况



数据来源：Statista，东莞证券研究所

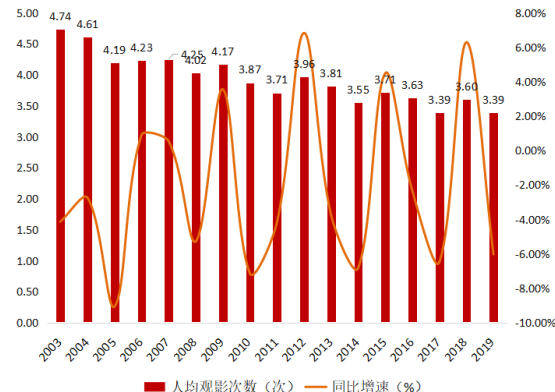
若将电影票销量进一步拆分，北美人口数量从 2003 年的 3.22 亿人次增长至 2019 年的 3.66 亿人次，复合增速为 0.81%；人均年观影次数从 2003 年的 4.73 次下滑至 3.39 次，复合增速为-2.07%。电影票销量的复合增速出现下滑，主要原因在于人均年观影次数的下滑。

图 14：2003-2019 北美人口数量情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

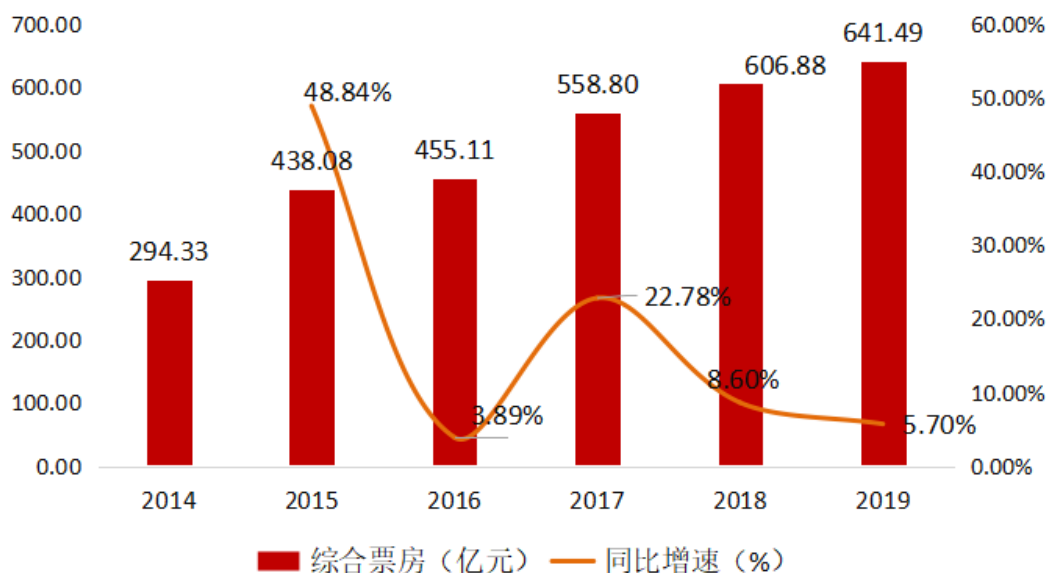
图 15：2003-2019 北美人均年观影次数



数据来源：Statista，wind，东莞证券研究所

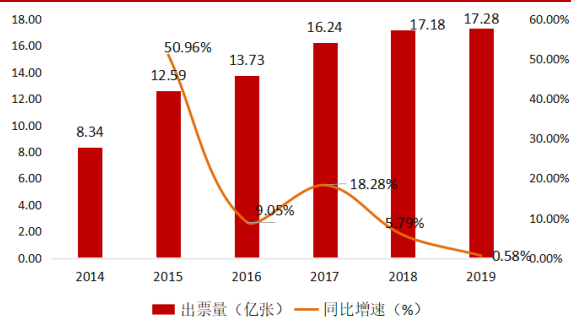
目前我国电影市场发展主要依赖人均观影次数以及单票价提升所驱动。据灯塔数据显示，2019 年我国票房（含服务费）为 641.49 亿元，2014-2019 年复合增速为 16.86%。其中，单票票价从 35.29 元增长至 37.12 元，复合增速为 1.02%；电影票销量从 8.34 亿张增长至 17.28 亿张，复合增速为 15.68%。可见近年我国电影市场的发展主要受单票价格提升、以及电影票销量增长推动，且电影票销量增长所发挥的作用更加明显。

图 16：我国电影市场综合票房情况



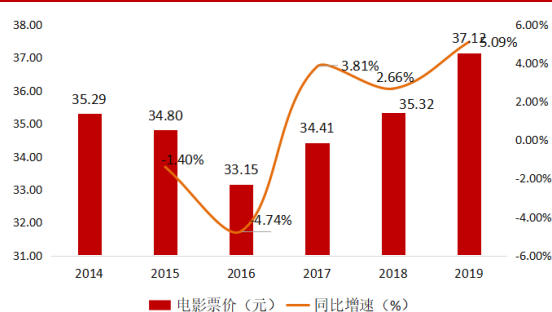
资料来源：灯塔数据，东莞证券研究所

图 17：我国电影票销量情况



数据来源：灯塔数据，东莞证券研究所

图 18：我国电影票单票价格情况



数据来源：灯塔数据，东莞证券研究所

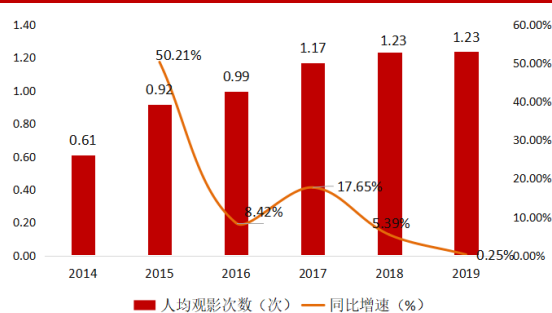
若将电影票销量进一步拆分，2019 年我国人口数量为 14 亿人，14-19 年复合增速为 0.47%；19 年我国人均年观影次数为 1.23 次，14-19 年复合增速达到 15.15%。可见，电影票销量增长的背后，主要是由于人口数量的增长，以及人均观影次数提升所推动，且人均观影次数提升的作用更加明显。

图 19：我国人口数量情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 20：我国人均年观影次数



数据来源：灯塔数据，wind，东莞证券研究所

注：不包含香港、澳门特别行政区和台湾省以及海外华侨人数。

对照北美市场的发展情况，我国电影市场仍处于北美电影市场的第一阶段，即快速发展期。与北美电影市场的快速发展期相比，虽然我国电影市场发展同样是依赖单票价提升以及人均观影次数增加所驱动，但我国的观影频率远低于北美市场。2000 年北美电影市场人均年观影次数已经达到 4.06 次，并在 2002 年达到高点，即 4.94 次；而我国 2014 年的人均年观影次数仅为 0.61 次，即使到了 2019 年也仅提升至 1.23 次，与北美市场相比差距还比较大，未来仍有较大的深挖空间。

假设我国单票价格、人口数量维持在 2019 年的水平，若未来人均年观影次数提升至 2 次、3 次、4 次，对应票房分别达到 1039.49、1559.23 和 2078.98 亿元，分别较 2019 年票房增长 62.04%、143.06%和 224.09%，票房仍有较大的发展空间。

表 4：我国票房发展空间预测

2019 年单票价格（元）	2019 年人口数量（亿人）	人均年观影次数（次）	票房（亿元）	较 2019 年增速（%）
37.12	14.00	2	1039.49	62.04%
		3	1559.23	143.06%
		4	2078.98	224.09%

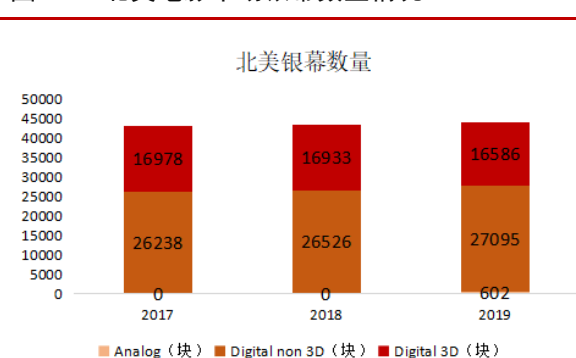
资料来源：wind，灯塔数据，东莞证券研究所

2.2 供给：行业集中度仍然偏低，非票收入占比具备提升空间

2.2.1 无论是从银幕或是票房来看，国内电影市场的行业集中度仍然偏低

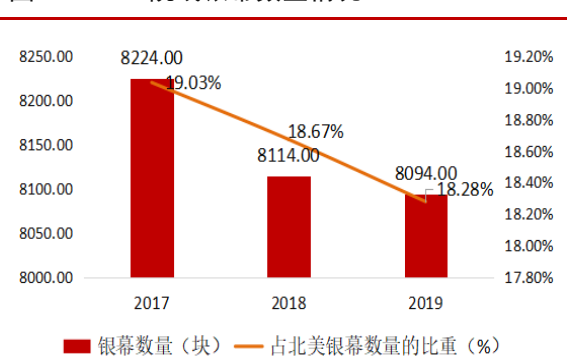
从银幕数量来看，北美前三大院线的市占率超 45%。据 MPAA 数据显示，2019 年北美地区银幕数量达到 4.43 万个，较 2017 年的 4.32 万个增长了 2.47%，其中传统银幕 602 个、数字非 3D 银幕 2.71 万个、数字 3D 银幕 1.66 万个。同期北美三大院线 AMC、Regal Entertainment Group 以及 Cinemark 的银幕数量分别为 8094、7211 和 4645 块，分别占 2019 年北美银幕数量的比重为 18.28%、16.28%和 10.49%，合计达到 45.05%。

图 21：北美电影市场银幕数量情况



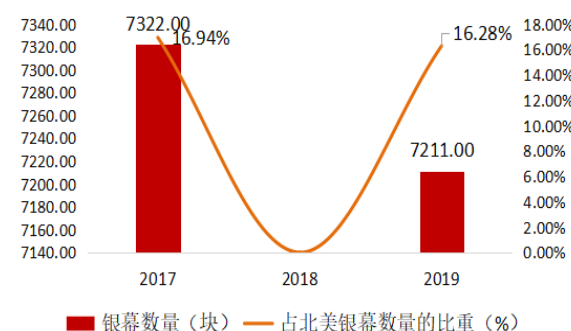
数据来源：MPAA，东莞证券研究所

图 22：AMC 院线银幕数量情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

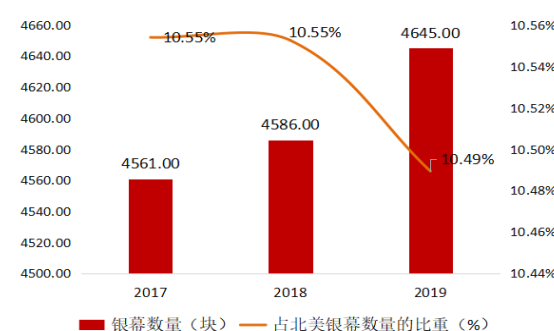
图 23: Regal Entertainment Group 院线银幕数量情况



数据来源: wind, 官方网站, 东莞证券研究所

注: RGC最新年报披露至2017年, 2018年无公开披露数据, 2019年数据取自官网

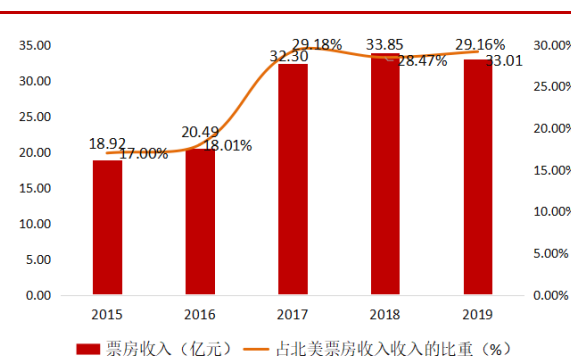
图 24: Cinemark 院线银幕数量情况



数据来源: wind, 东莞证券研究所

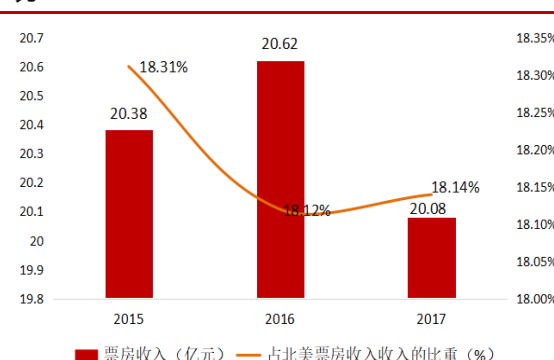
从票房收入来看, 北美前三大院线的市场份额进一步提升。2015 年 AMC、Regal Entertainment Group 以及 Cinemark 三家公司的票房收入分别为 18.92、20.38 以及 17.66 亿美元, 累计达 56.96 亿美元, 占当期北美票房收入的比例达到 51.18%; 2017 年三家公司票房收入累计达到 70.33 亿美元, 占当期北美票房收入的比例已经提升至 63.53%。Regal Entertainment Group 由于退市原因, 后续并无公布 2018 及 2019 年的票房数据, 若将其剔除后, AMC 和 Cinemark 累计票房占当期北美市场票房的比例从 2015 年的 32.87% 增长至 2019 年的 45.11%, 两大巨头的市场份额也是进一步提升。综上, 无论是从银幕数量、还是票房收入来看, 北美院线的头部集中度比较高。

图 25: AMC 票房收入情况



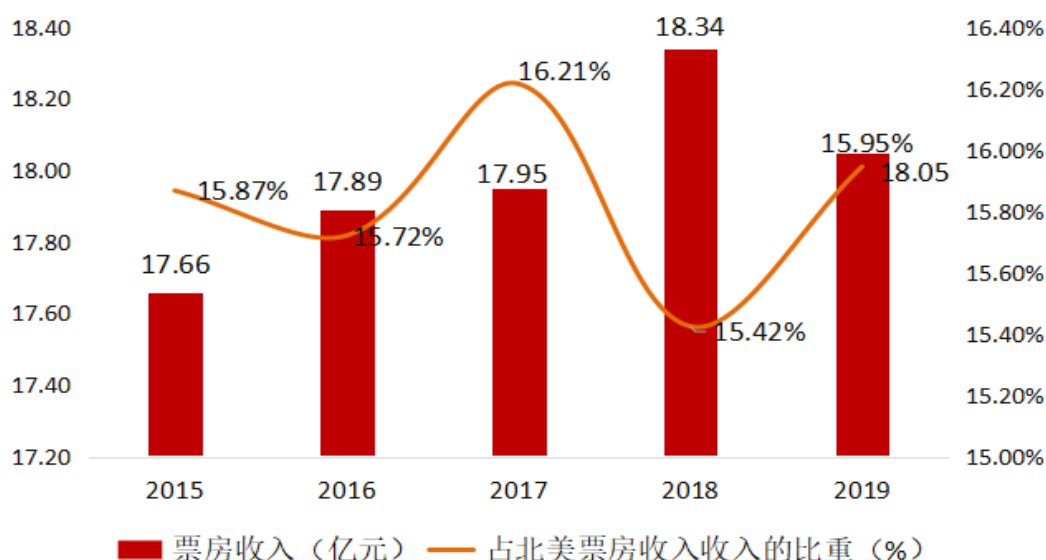
数据来源: wind, 东莞证券研究所

图 26: Regal Entertainment Group 票房收入情况



数据来源: wind, 东莞证券研究所

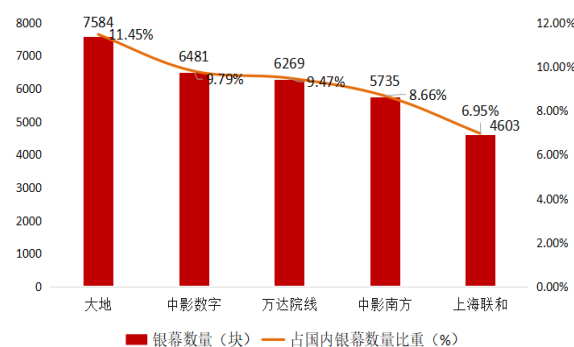
图 27: Cinemark 票房收入情况



资料来源: wind, 东莞证券研究所

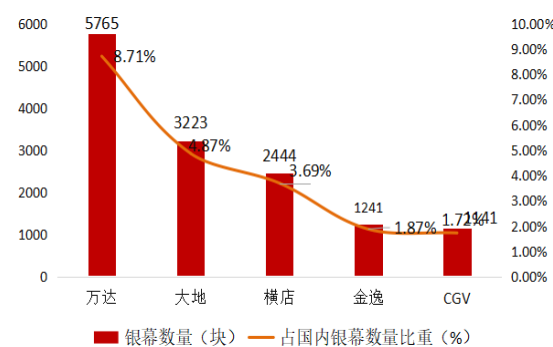
与北美市场相比,国内电影市场头部集中度仍然偏低。从银幕来看,截至 1 月 3 日,国内银幕数量 CR3 院线分别为万达、大地以及上海联和,累计拥有银幕 1.85 万块,占当期国内银幕数量的比重为 27.87%; CR5 院线拥有银幕累计 3.07 万块,占当期国内银幕数量的比重为 46.31%。影投方面, CR3、CR5 影投累计分别拥有银幕 1.14 和 1.38 万块,占当期国内银幕数量的比重分别为 17.26%和 20.86%。

图 28: 国内头部院线银幕数量情况



数据来源: 灯塔数据, 东莞证券研究所

图 29: 国内头部影投银幕数量情况



数据来源: 灯塔数据, 东莞证券研究所

从票房来看,近年国内 CR3 院线的票房集中度基本维持在 31%附近,2019 年较 2017 年提升 0.29 个百分点,CR5 院线的票房集中度 2019 年为 45.95%,较 2017 年提升了 0.39 个百分点,但无论是 CR3 还是 CR5,票房集中度的提升幅度并不明显。从影投来看,近三年 CR3、CR5 的票房集中度总体呈现下降的态势,2019 年 CR3、CR5 的集中度分别为 21.28%和 27.09%,分别较 2017 年下降了 1.40 和 1.81 个百分点。

表 5: 头部院线票房收入情况

2017			2018			2019		
院线	票房（亿）	市占率	院线	票房（亿）	市占率	院线	票房（亿）	市占率

	元)	(%)		元)	(%)		元)	(%)
万达	72.72	13.01%	万达	79.62	13.12%	万达院线	88.36	13.77%
大地	56.96	10.19%	大地	59.36	9.78%	大地	61.94	9.66%
上海联和	44.09	7.89%	上海联和	47.67	7.85%	上海联和	51.06	7.96%
中影南方	40.99	7.34%	中影南方	44.92	7.40%	中影南方	47.58	7.42%
中影数字	39.82	7.13%	中影数字	44.56	7.34%	中影数字	45.80	7.14%
CR3	173.77	31.10%	CR3	186.65	30.76%	CR3	201.36	31.39%
CR5	254.58	45.56%	CR5	276.13	45.50%	CR5	294.74	45.95%

资料来源：灯塔数据，东莞证券研究所

表 6：头部影投票房收入情况

2017			2018			2019		
院线	票房（亿元）	市占率（%）	院线	票房（亿元）	市占率（%）	院线	票房（亿元）	市占率（%）
万达	75.30	13.48%	万达	81.15	13.37%	万达	85.17	13.28%
大地	29.90	5.35%	大地	29.42	4.85%	大地	28.31	4.41%
横店	21.54	3.85%	横店	22.56	3.72%	横店	23.01	3.59%
星美	17.41	3.12%	中影	17.48	2.88%	CGV	18.68	2.91%
中影	17.33	3.10%	CGV	17.06	2.81%	中影	18.59	2.90%
CR3	126.74	22.68%	CR3	133.13	21.94%	CR3	136.49	21.28%
CR5	161.48	28.90%	CR5	167.67	27.63%	CR5	173.76	27.09%

资料来源：灯塔数据，东莞证券研究所

疫情加速行业出清，部分头部院线/影投市占率有所提升。受疫情影响，行业长达半年处于停工状态，影院在收入停顿的情况下仍要支出场地租金、人工费用等刚性成本，资金压力非常大，部分中小影院因资金压力不断退出市场，据拓普数据，截至 2020 年 12 月 20 日，全国营业的影院较 19 年同期减少了 241 家。

受部分影院退出市场影响，万达院线市场份额逆势增长，截至 2020 年 12 月 31 日，万达市场份额达到 15.87%，较 19 年同期提升了 0.92 个百分点；而大地、上海联和、中影数字、中影南方等院线的市场份额则出现不同程度下降。影投方面，CR5 影投中万达、大地的市场份额逆势扩张，分别较 19 年同期增加了 0.76 和 0.41 个百分点。

表 7：复工后头部院线票房收入情况（截至 2020 年 12 月 31 日）

院线	2019		2020		市占率变动幅度（%）
	票房（亿元）	市占率（%）	票房（亿元）	市占率（%）	
万达	44.38	14.95%	28.65	15.87%	0.92%
大地	31.43	10.59%	17.48	9.68%	-0.91%
上海联和	25.63	8.63%	13.76	7.62%	-1.01%
中影数字	23.76	8.00%	12.21	6.76%	-1.24%
中影南方	23.85	8.04%	13.40	7.42%	-0.61%
CR3	101.44	34.18%	59.89	33.18%	-1.00%

CR5	149.05	50.22%	85.50	47.37%	-2.85%
-----	--------	--------	-------	--------	--------

资料来源：灯塔数据，东莞证券研究所

表 8：复工后头部影投票房收入情况（截至 2020 年 12 月 31 日）

院线	2019		2020		市占率变动幅度 (%)
	票房（亿元）	市占率（%）	票房（亿元）	市占率（%）	
万达	42.87	14.44%	27.44	15.20%	0.76%
大地	14.25	4.80%	9.40	5.21%	0.41%
横店	11.73	3.95%	7.06	3.91%	-0.04%
CGV	9.34	3.15%	5.45	3.02%	-0.13%
中影	9.84	3.32%	4.46	2.47%	-0.84%
CR3	68.85	23.20%	43.90	24.32%	1.12%
CR5	88.03	29.66%	53.81	29.81%	0.15%

资料来源：灯塔数据，东莞证券研究所

同时，多个上市公司通过并购基金或定增方式整合行业资源。其中，上海电影在 3 月 8 日率先公告，通过设立上影资产管理公司，缓解长三角及周边区域影院的经营压力，推动影院终端产业的整合。

表 9：2020 年电影公司资源整合情况

时间	公司	公告	内容
2020/3/8	上海电影	关于对外投资暨关联交易的公告	为了保障电影产业的健康有序发展，缓解长三角及周边区域影院的经营压力，并推动影院终端产业的整合，上海电影于 3 月 8 日与上影集团、精文投资签署《合资公司合同》，出资 8,000 万元，共同投资设立上影资产管理（上海）有限公司（暂定名，具体以工商登记为准），上海电影持有其 40% 股权。
2020/3/19	金逸影视	关于投资设立文化产业投资基金的公告	公司为推动公司战略布局，提升公司竞争力及行业地位，在实现产业协同效应的同时也能获得较高的资本增值收益，公司拟与锦翊投资共同投资设立文化产业投资基金，该基金募集总规模为 8 亿元，首期认缴 2 亿元，其中：锦翊投资作为基金普通合伙人，拟出资 800 万元，占 1%；公司作为基金有限合伙人，拟以自有资金出资 79,200 万元，占 99%；孚惠资本为基金管理人。 该基金将围绕影院为核心的上下游关联产业进行投资，包括股权投资、项目投资，以期实现良好的投资效益和产业协同。
2020/4/30	万达电影	非公开发行 A 股股票预案（修订稿）	本次发行募集资金总额（含发行费用）不超过人民币 43.50 亿元（含本数），扣除发行费用后的募集资金净额将用于新建影院、补充公司流动资金及偿还借款。其中，31.45 亿元用于新建影院 162 家。
2020/12/8	横店影视	关于现金收购资产暨关联交易的公告	公司拟以现金方式收购横店控股持有的影视制作 100% 股权及横店影业 100% 股权，收购价格分别为 2,054.37 万元、10,173.02 万元，共计 12,227.39 万元。 本次交易完成后，影视制作及横店影业将成为上市公司全资子公司，上市公司将整合优化各方资源，充分发挥产业链上下游之间的协同作用，为公司带来新的经济增长点。

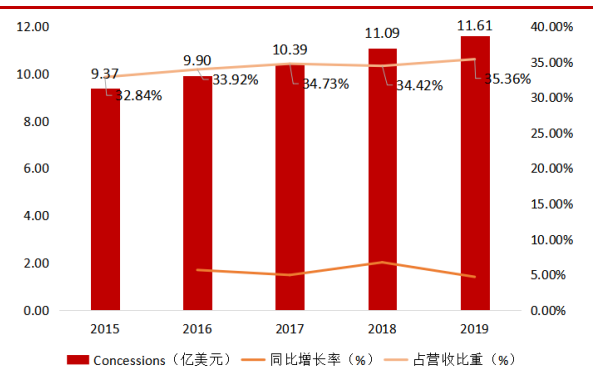
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

虽然疫情加速了行业出清，部分头部院线及影投的市占率有所提升，同时多个上市公司也推出了相应的方案进行资源整合，但总体来看，国内电影行业的行业集中度与北美市场相比仍然偏低，后续仍有较大的提升空间。

2.2.2 北美头部院线非票业务收入占比基本在 30%以上，国内影院非票收入仍有较大发展空间

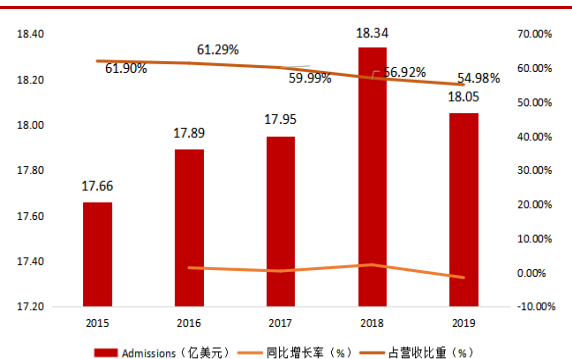
北美院线的收入主要来源于三类，一是电影放映收入，即票房收入，二是非票业务收入，主要包括食品/饮料、衍生品等卖品以及广告收入，三是其他收入，包括会员费等。从北美三大院线的业务收入构成来看，Cinemark 的非票业务收入占比最高。具体来看，Cinemark 进一步扩大了食物、软饮以及酒精饮品的销售种类，同时通过促销活动增加客户的购买，受此带动，Cinemark 的授权收入从 2015 年的 9.37 亿美元增长至 2019 年的 11.61 亿美元，2015-2019 复合增速为 5.51%，高于同期公司 0.55% 的票房收入复合增速。从收入占比来看，Cinemark 的授权收入占总营收的比重从 2015 年的 32.84% 进一步提升至 2019 年的 35.36%。

图 30：Cinemark 非票业务收入情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 31：Cinemark 票务业务收入情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

AMC 非票业务方面，除了增加食品及饮料的种类外，还在美国、欧洲地区的影院经营餐厅，既在影院内提供独立就餐区，也提供影厅内部的送餐服务，进一步丰富餐饮服务。AMC 的餐饮收入从 2015 年的 9.10 亿美元增长至 2019 年的 17.20 亿美元，2015-2019 年复合增速达到 17.25%，高于同期票务收入 14.93% 的复合增速。从收入占比来看，AMC 的餐饮收入占比从 2015 年的 30.88% 提升至 2019 年的 31.44%。

图 32：AMC 非票业务收入情况

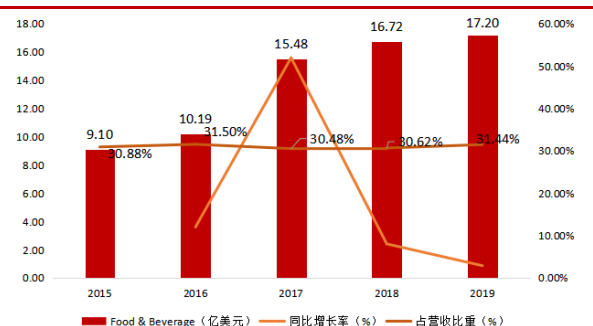
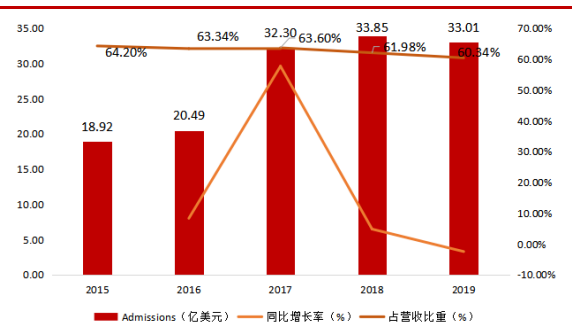


图 33：AMC 票务业务收入情况

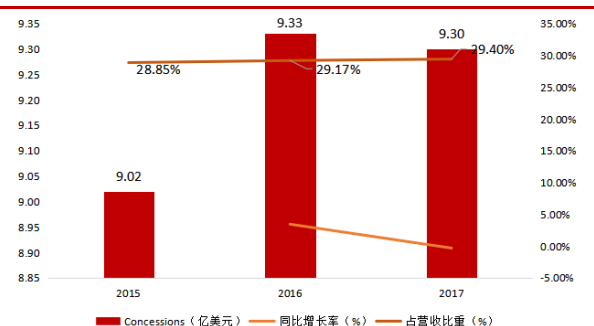


数据来源: wind, 东莞证券研究所

数据来源: wind, 东莞证券研究所

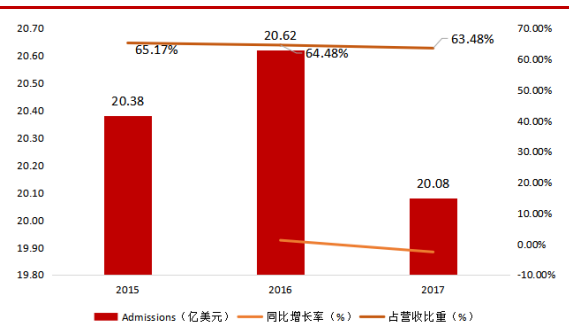
Regal Entertainment Group 方面,授权收入从 2015 年的 9.02 亿美元增长至 2017 年的 9.30 亿美元, 2015-2019 年复合增速为 1.54%, 高于同期票务收入-0.74%的复合增速。从收入占比来看, 2017 年 Regal Entertainment 的授权收入占比为 29.40%, 较 2015 年提升了 0.56 个百分点。总体来看, 近年北美三大院线非票业务收入的复合增速要高于同期票房收入的增速, 同时非票业务收入的占比基本保持在 30%以上。

图 34: Regal Entertainment Group 非票业务收入情况



数据来源: wind, 东莞证券研究所

图 35: Regal Entertainment Group 票务业务收入情况

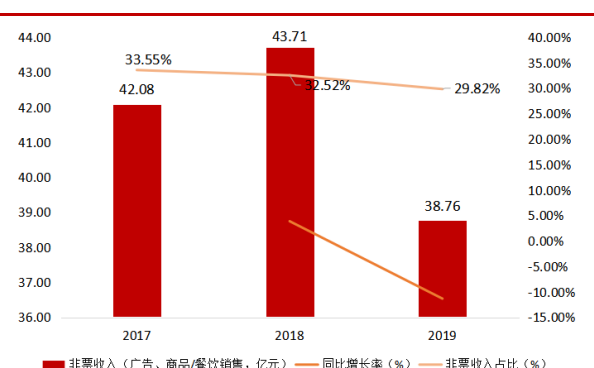


数据来源: wind, 东莞证券研究所

A 股上市公司方面, 我们统计了有单独披露卖品（或餐饮）、广告等销售金额的电影渠道公司, 分别为万达电影、横店影视、金逸影视以及上海电影; 同时单列了放映收入作为票房收入, 卖品（或餐饮）以及广告收入作为非票收入, 在此基础上计算公司的非票收入占比。

具体来看, 万达电影 2019 年的非票收入(广告、商品/餐饮销售)为 38.76 亿元, 2017-2019 复合增速为-4.03%, 低于同期观影收入 4.62%的复合增速; 从收入占比来看, 万达 2019 年非票业务收入占比为 29.82%, 与北美头部院线的非票收入占比较为接近。

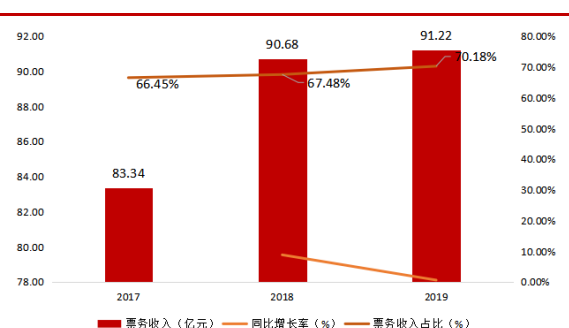
图 36: 万达电影非票业务收入情况



数据来源: wind, 东莞证券研究所

注: 非票收入占比=非票收入/(非票收入+票务收入)
*100%

图 37: 万达电影票务业务收入情况



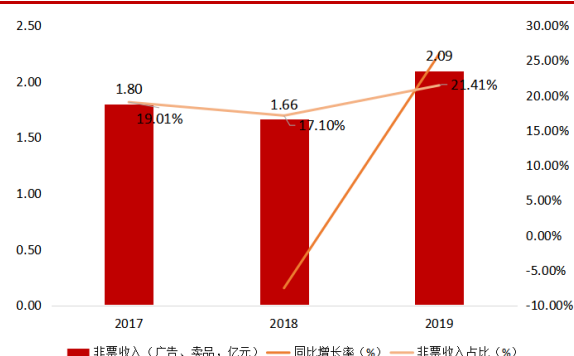
数据来源: wind, 东莞证券研究所

注: 票务收入占比=票务收入/(非票收入+票务收入)
*100%

上海电影 2019 年的非票收入(广告、卖品)为 2.09 亿元, 2017-2019 年复合增速为 7.90%, 高于同期放映收入 0.15%的复合增速; 从收入占比来看, 上海电影 2019 年非票业务收入

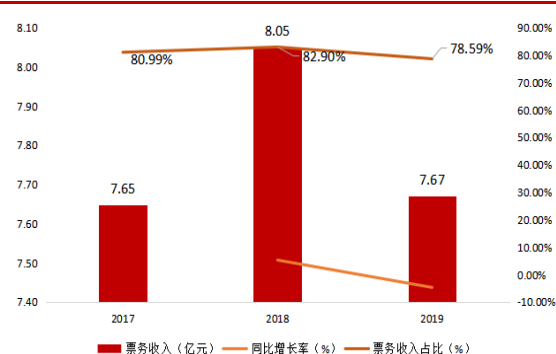
占比为 21.41%，较 2017 年提升了 2.40 个百分点，呈现逐年提升的趋势。

图 38：上海电影非票业务收入情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

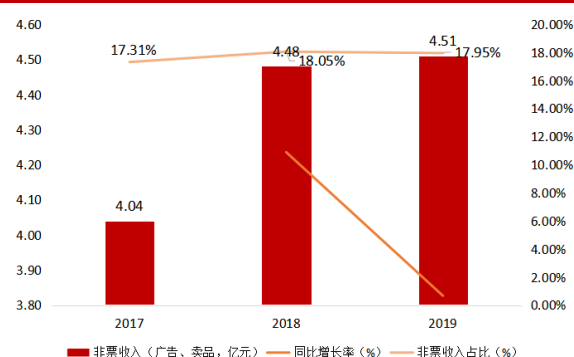
图 39：上海电影票务业务收入情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

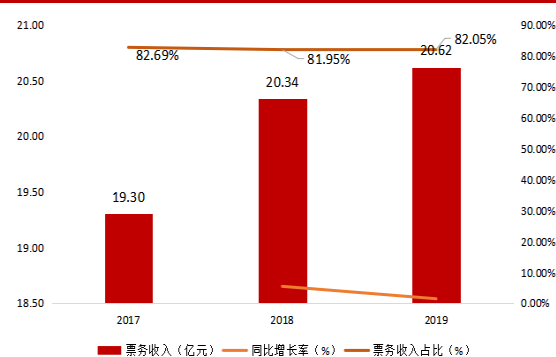
横店影视 2019 年的非票收入(广告、卖品)为 4.51 亿元，2017-2019 年复合增速为 5.66%，高于同期放映收入 3.36%的复合增速；从收入占比来看，横店影视近年的非票收入占比基本维持稳定，2019 年为 17.95%，较 2018 年略有下降。

图 40：横店影视非票业务收入情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

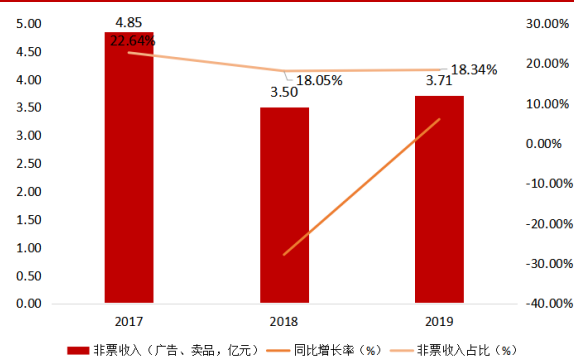
图 41：横店影视票务业务收入情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

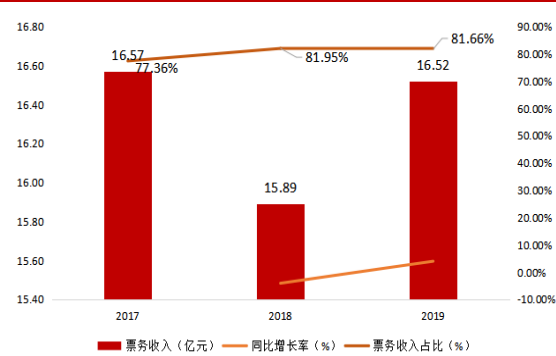
金逸影视 2019 年的非票收入(卖品、广告)为 3.71 亿元，2017-2019 年复合增速为-12.54%，远低于同期放映收入-0.15%的复合增速；从收入占比来看，金逸影视近年的非票收入占比有所下滑，2019 年为 18.34%，较 2017 年大幅降了 4.30 个百分点。

图 42：金逸影视非票业务收入情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 43：金逸影视票务业务收入情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

总体来看，仅万达的非票收入占比与北美头部院线接近，其余三家的非票业务收入占比相对较低，后续提升的空间较大。从非票业务收入复合增速来看，上海电影、横店影视近年的增长动力较足，均高于同期放映收入的复合增速，而金逸影视、万达电影近年非票业务收入的复合增速则出现负增长。

3. 投资策略

维持中性评级。随着国内疫情受控、居民生活恢复正常，国内电影市场逐渐恢复，票房、观影人次恢复进度较好。短期来看，春节档重磅档期临近，多部优质影片陆续定档，在19年低基数下今年春节档票房有望迎来较大增长，相关公司股价有望迎来催化，如万达电影、中国电影、横店影视、光线传媒等。

长期来看，对照北美电影市场，行业仍有较大发展空间。需求端方面，我国的人均年观影次数与北美市场相比依然偏低，随着人均观影次数提升，后续票房具备突破千亿元可能。从供给端来看，疫情虽加速了行业出清，部分头部院线及影投的市占率有所提升，但目前行业集中度与北美头部院线的市占率相比仍然偏低，后续有较大提升空间。而且国内影院目前还是依赖票务收入，非票收入占比较低，后续业务结构具备进一步优化的空间。落实标的上，长期看好经营效率好、具备产业链整合能力、非票收入增长潜力强/占比较高的相关标的，如横店影视、万达电影等。

表 10：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2020 年 12 月 31 日）

代码	名称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			评级	评级变动
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
002739.SZ	万达电影	18.08	-2.12	-0.75	0.72	——	——	25.11	谨慎推荐	首次
300251.SZ	光线传媒	12.07	0.32	0.14	0.36	37.72	86.21	33.53	谨慎推荐	维持
600977.SH	中国电影	12.46	0.57	-0.13	0.59	21.86	——	21.12	谨慎推荐	维持
603103.SH	横店影视	18.85	0.49	-0.29	0.58	38.47	——	32.50	谨慎推荐	首次

资料来源：wind，东莞证券研究所

4. 风险提示

国内疫情反复影响影院营业；影片供给数量及质量不及预期；观影需求释放不及预期；行业整合及发展速度不及预期。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn