



Research and
Development Center

发行业务壁垒坚固，全产业链运营优势突出

—中国电影(600977)公司深度报告

2021年02月25日

王建会
S1500519120001
021-61678587
wangjianhui@cindasc.com

相关研究

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
中国电影 (600977)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	13.42
52 周内股价波动区间 (元)	15.68-11.64
最近一月涨跌幅 (%)	-86.58
总股本 (亿股)	18.67
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	250.55

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

发行业务壁垒坚固，全产业链运营优势突出

2021 年 02 月 25 日

本期内容提要：

◆**公司为中影集团旗下核心影视资产，具备电影行业全产业链能力。**公司控股股东为中影集团，股权占比为 67.36%。公司旗下业务主要分为四块，电影发行业务、电影放映业务、影视服务业务和影视制片制作业务，2019 年各业务收入占比分别为 52.5%、21.1%、16.4%、9.3%，发行业务贡献最主要收入和毛利，公司的收入和利润与电影行业的情况相关度较大。

◆**基本面方面公司为国企背景，行业地位突出，发行业务拥有牌照壁垒和下游渠道优势，资金情况非常稳健。**

◆**1、行业地位铸就竞争壁垒，发行规模行业第一。**母公司中影集团是电影产业的国企领头羊，行业地位突出；在影片发行规模上，公司国产片和进口片发行规模均是行业第一，进口片与国产片基本各占总票房的一半，公司对进口片与国产片的收入依赖程度相当，进口片占据了重要的收入份额。

◆**2、拥有进口片发行的牌照优势。**我国在海外片进口上实行“一家进口，两家发行”的政策，中影集团唯一承担境外影片的进口业务，并负责向中国电影和华夏电影两家供片发行，公司发行的影片票房份额一般占当年分账总票房的 50% 左右。

◆**3、把握终端放映渠道，下属院线票房市占率第一。**公司拥有三条控股院线和四条参股院线，掌握全国 20% 的影院和票房，对发行业务形成有力支撑。放映板块以轻资产运营加盟模式为主，反应在经营模型上公司的固定成本比较低，2020H1 公司共有银幕数量 18499 个，其中自营（控股）影院 141 个，银幕数 1044 个。

◆**4、资金情况非常稳健，发行、放映作为现金牛为制片、服务业务提供资金。**公司货币资金从上市开始基本维持在 70 亿元以上，财务状况稳健。稳健的财务状况主要来源于发行、放映业务为主的业务结构，公司 2016-2019 年净营运资本规模（流动资产-货币资金-流动负债）为-4.9 亿元、-6.1 亿元、7.9 亿元、2.1 亿元，对比公司的收入规模来看，公司基本可以在不动用现金储备的情况下完成日常资金流转，同时满足公司制片业务所需现金。

◆**趋势分析：海外片进口预期将逐渐恢复，公司发行业务有望恢复正常。**好莱坞影片有可能在 2021-2022 年集中上映，疫情造成海外制片厂商影片积压，影响资金流，比如华纳宣布 2021 年 17 部影片将同步上线流媒体，从片单看 2021 年可能有 5 部漫威电影、3 部 DC 电影上映，并有《007：无暇赴死》《速度与激情 9》等多部大 IP 影片待上映，另外《阿凡达 2》《神秘海域》等电影正在制作中，预计 2022 年能实现上映。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预测 2020-2022 年公司营业收入为 32.52 亿元、96.50 亿元、114.69 亿元，归母净利润分别为-4.78 亿元、10.03 亿元、12.09 亿元，2021-2022 年基于 2020 年 2 月 23 日收盘价 13.42 元（总市值 251 亿元）的静态 pe 分别为 23、19 倍。我们基于 2021 年 10.03 亿净利润给予 30 倍估值，总市值在 301 亿元，给予“买入”评级。

◆**股价催化剂：**全球疫情得到控制，进口片预期增多。

◆**风险因素：**全球疫情控制不及预期，投资影片项目表现不及预期，海外制片商分账比例变动风险。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	9,038	9,068	3,252	9,650	11,469
增长率 YoY %	0.6%	0.3%	-64.1%	196.7%	18.8%
归属母公司净利润 (百万元)	1,495	1,061	-478	1,003	1,209
增长率 YoY%	54.9%	-29.0%	-145.0%	309.9%	20.6%
毛利率%	22.3%	21.6%	7.4%	21.6%	21.6%
净资产收益率ROE%	13.4%	8.9%	-4.1%	7.9%	8.7%
EPS(摊薄)(元)	0.80	0.57	-0.26	0.54	0.65
市盈率 P/E(倍)	17.89	26.77	—	23.20	19.24
市净率 P/B(倍)	2.39	2.37	2.01	1.84	1.68

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 02 月 23 日收盘价

与市场不同之处：

1、我们预测海外片恢复进度超出市场预期。好莱坞影片有可能在 2021-2022 年集中上映，疫情造成海外制片厂商影片积压，影响资金流，比如华纳宣布 2021 年 17 部影片将同步上线流媒体，从片单看 2021 年可能有 5 部漫威电影、3 部 DC 电影上映，并有《007：无暇赴死》《速度与激情 9》等多部大 IP 影片待上映，另外《阿凡达 2》《神秘海域》等电影正在制作中，预计 2022 年能实现上映。

2、公司发行为主的商业模式优势超出市场预期。首先以发行为主的业务模式，带来了不同于行业内其他公司的稳健的财务情况，即不同于纯内容公司营运资金占收入比重较高，又不同于纯院线公司在固定资产上有大量投资，拥有较少比例的控股院线、以轻资产发行业务为主的商业模式，让公司即占据渠道稳定的优势，又能够获得稳定的收入分成。其次在行业资金获取难度增加的背景下，70 亿货币资金保障了公司有足够资金参与项目投资，把握投资机会。

3、全产业链带来的优势超出市场预期。公司下属 3 条控股院线，4 条参股院线，总计覆盖 20% 的票房收入，对于影片的发行有非常突出的优势；公司历史上是由电影制片厂合并而来，影片制作上也有显著优势。

投资要点：

1、行业地位铸就竞争壁垒，发行规模行业第一。母公司中影集团是电影产业的国企领头羊，行业地位突出；在影片发行规模上，公司国产片和进口片发行规模均是行业第一，进口片与国产片基本各占总票房的一半，公司对进口片与国产片的收入依赖程度相当，进口片占据了重要的收入份额。

2、拥有进口片发行的牌照优势。我国在海外片进口上实行“一家进口，两家发行”的政策，中影集团唯一承担境外影片的进口业务，并负责向中国电影和华夏电影两家供片发行，公司发行的影片票房份额一般占当年分账总票房的 50% 左右。

3、把握终端放映渠道，下属院线票房市占率第一。公司拥有三条控股院线和四条参股院线，掌握全国 20% 的影院和票房，对发行业务形成有力支撑。放映板块以轻资产运营加盟模式为主，反应在经营模型上公司的固定成本比较低，2020H1 公司共有银幕数量 18499 个，其中自营（控股）影院 141 个，银幕数 1044 个。

4、资金情况非常稳健，发行、放映作为现金牛为制片、服务业务提供资金。公司货币资金从上市开始基本维持在 70 亿元以上，财务状况稳健。稳健的财务状况主要来源于发行、放映业务为主的业务结构，公司 2016-2019 年净营运资本规模（流动资产-货币资金-流动负债）为-4.9 亿元、-6.1 亿元、7.9 亿元、2.1 亿元，对比公司的收入规模来看，公司基本可以在不动用现金储备的情况下完成日常资金流转，同时满足公司制片业务所需现金。

目录

公司概况：中影集团旗下上市公司，业务涵盖电影全产业链.....	1
股权结构：国企背景，公司为中影集团旗下主要优质资产.....	7
公司业务：四块业务组成影视全产业链，发行牌照壁垒明显.....	7
电影发行业务：发行规模行业第一，牌照优势明显.....	9
电影放映业务：加盟为主自营为辅，院线票房市占率第一.....	10
影视制作制片业务和影视服务业务：制片、制作、器材、人才全面发展.....	11
财务分析：与行业关联度较大，收入和利润稳健.....	11
行业：银幕产出行至拐点，内容提质.....	12
电影大盘：有望保持每年10%左右的增长.....	14
渠道端：票房向龙头集中，单银幕产出有望进入提升通道.....	15
内容端：国产片制作水平提升，宣发优势明显.....	16
公司基本面分析：发行业务贡献持续现金流，全产业链全面发展.....	16
基本面一：行业地位铸就竞争壁垒，发行规模行业第一.....	18
基本面二：拥有进口片发行的牌照优势.....	19
基本面三：把握终端放映渠道，下属院线票房市占率第一.....	21
基本面四：资金情况非常稳健，发行、放映作为现金牛为制片、服务业务提供资金.....	22
展望：海外片进口预期将逐渐恢复，公司发行业务有望恢复正常.....	21
盈利预测及假设.....	24
估值与投资评级.....	26

表目录

表 1：中影院线业务影院、银幕数、实现票房规模情况.....	11
表 2：中影院线业务影院、银幕数、实现票房规模情况.....	11
表 3：发行票房前十名的公司.....	18
表 4：公司控股院线票房情况.....	21
表 5：公司院线业务主要数据.....	21
表 6：控股影院经营情况.....	22
表 7：公司近年出品影片示例.....	23
表 8：2021-2022 年有望上映的好莱坞影片（不完全统计）.....	24
表 9：2020-2022 年公司营业收入假设（单位：亿元）.....	25
表 10：2020-2022 年期间费用预测.....	25
表 11：2020-2022 年利润预测（单位：亿元）.....	25
表 12：电影行业各上市公司相对估值表.....	26

图目录

图 1：中国电影股权结构.....	7
图 2：中国电影发展历史.....	7
图 3 电影行业产业链.....	8
图 4：国产电影分账票房比例.....	8
图 5：公司主导或参与发行的影片数量（部）.....	9
图 6：公司主导或参与发行的影片票房（亿元）.....	9
图 7：公司主导或参与发行的影片票房占比.....	10
图 8：公司下属院线情况.....	10
图 9：制片板块业务情况（以 2019 年为例）.....	11
图 10：2016-2020Q3 营业收入及增长率（亿元）.....	13
图 11：2016-2020Q3 净利润及增长率（亿元）.....	13
图 12：2016-2020H1 各业务收入情况.....	13
图 13：2016-2020H1 各业务收入增速.....	13
图 14：2016-2020H1 各业务毛利情况.....	13
图 15：2016-2020H1 各业务毛利率情况.....	13
图 16：公司毛利率与期间费用率情况.....	14
图 17：2011-2020 年票房收入及增长率.....	14
图 18：2011-2020 年影院数量.....	15
图 19：2016-2020 年银幕数量.....	15
图 20：2011-2020 年单银幕产出.....	15
图 20：2015-2021 年春节档满意度走势.....	16
图 21：2017-2020 年国产片与进口片票房占比.....	16
图 22：2017-2019 年进口片票房（亿元）.....	17

图 23: 内地引进片主要类型.....	17
图 24: 公司发行影片数量.....	19
图 25: 公司发行影片票房 (亿元)	19
图 26: 我国分账片引入的历史变化	19
图 27: 增值税由海外片方承担前提下, 海外分账片的分账过程.....	20
图 28: 增值税由中影承担前提下, 海外分账片的分账过程	20
图 29: 2016-2020Q3 期末货币资金情况 (亿元)	22
图 30: 2016-2020Q3 公司经营现金净流量 (亿元)	22
图 31: 2016-2019 年净营运资本情况.....	23

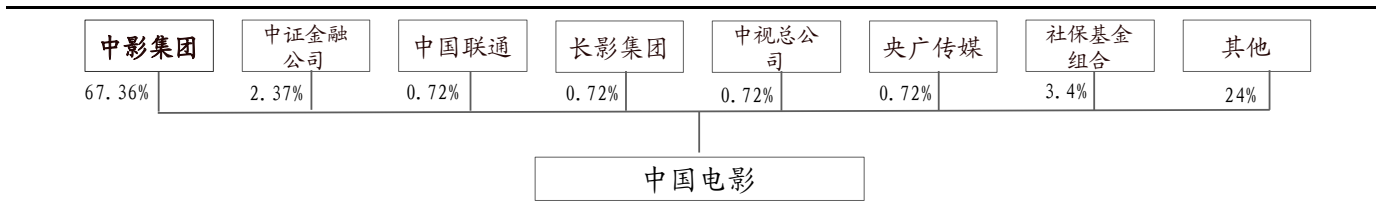
公司概况：中影集团旗下上市公司，业务涵盖电影全产业链

股权结构：国企背景，公司为中影集团旗下主要优质资产

公司控股股东为中影集团，股权占比为 67.36%。中影集团的前身为成立于 1951 年的中国电影发行放映公司（中国电影输出输入公司），1995 年更名为中国电影公司，1998 年，以中国电影公司为集团母公司，北京电影制片厂、中国儿童电影制片厂、中国电影合作制片公司、中国电影器材公司、北京电影洗印录像技术厂等公司作为子公司，电影频道作为其他成员单位，共同组建中国电影集团公司，形成影视产业的全产业链公司。

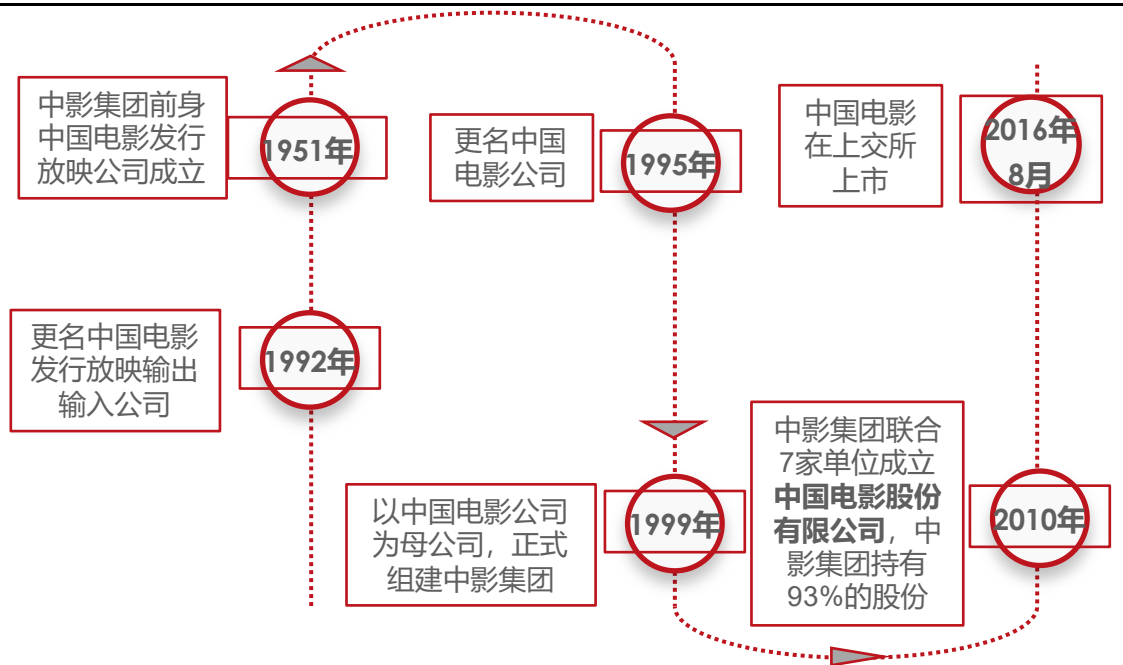
公司为中影集团旗下核心影视资产，具备电影行业全产业链能力。2010 年 12 月 9 日，中影集团联合中视总公司、央广传媒、长影集团、江苏广电、歌华有线、电广传媒、中国联通等 8 家单位共同出资发起设立中国电影股份有限公司，于 2016 年 8 月在上交所上市。中国电影从事电影制作、发行、院线和影投业务，此外公司还从事影视器材业务和影视服务业务，比如为电影从业人员提供专业培训等。

图 1：中国电影股权结构



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：中国电影发展历史



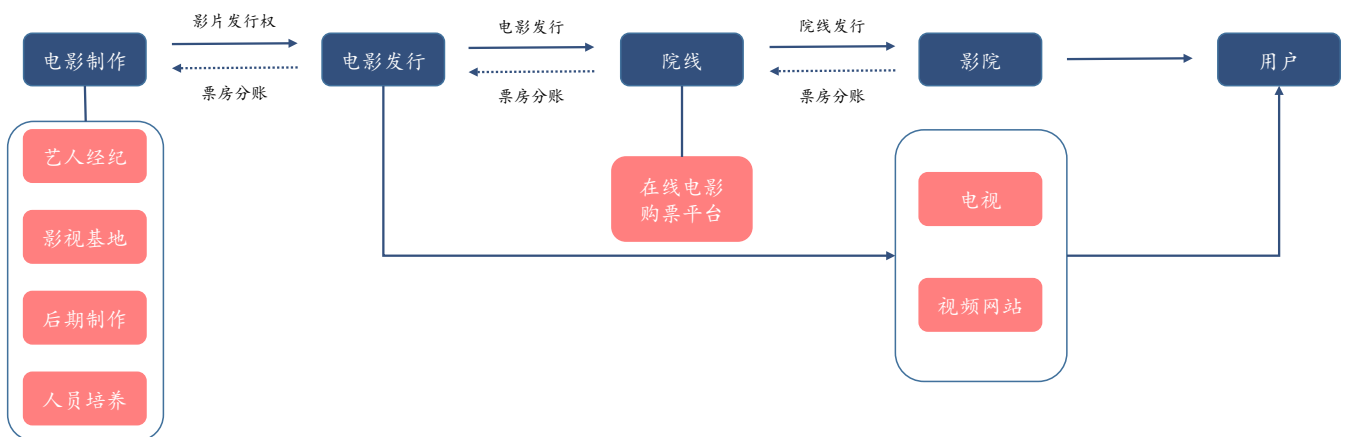
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司业务：四块业务组成影视全产业链，发行牌照壁垒明显

公司旗下业务主要分为四块，电影发行业务、电影放映业务、影视服务业务和影视制片制作业务，对应电影全产业链。行业商业模式为影院直接面向观众收费，行业收入为单张电

影票*卖出的电影票数量,产业链各组成部分对收入进行分成,全产业链意味着公司在制作、发行、放映中均可获得分成,并且不受某一瓶颈限制,产业话语权较大。

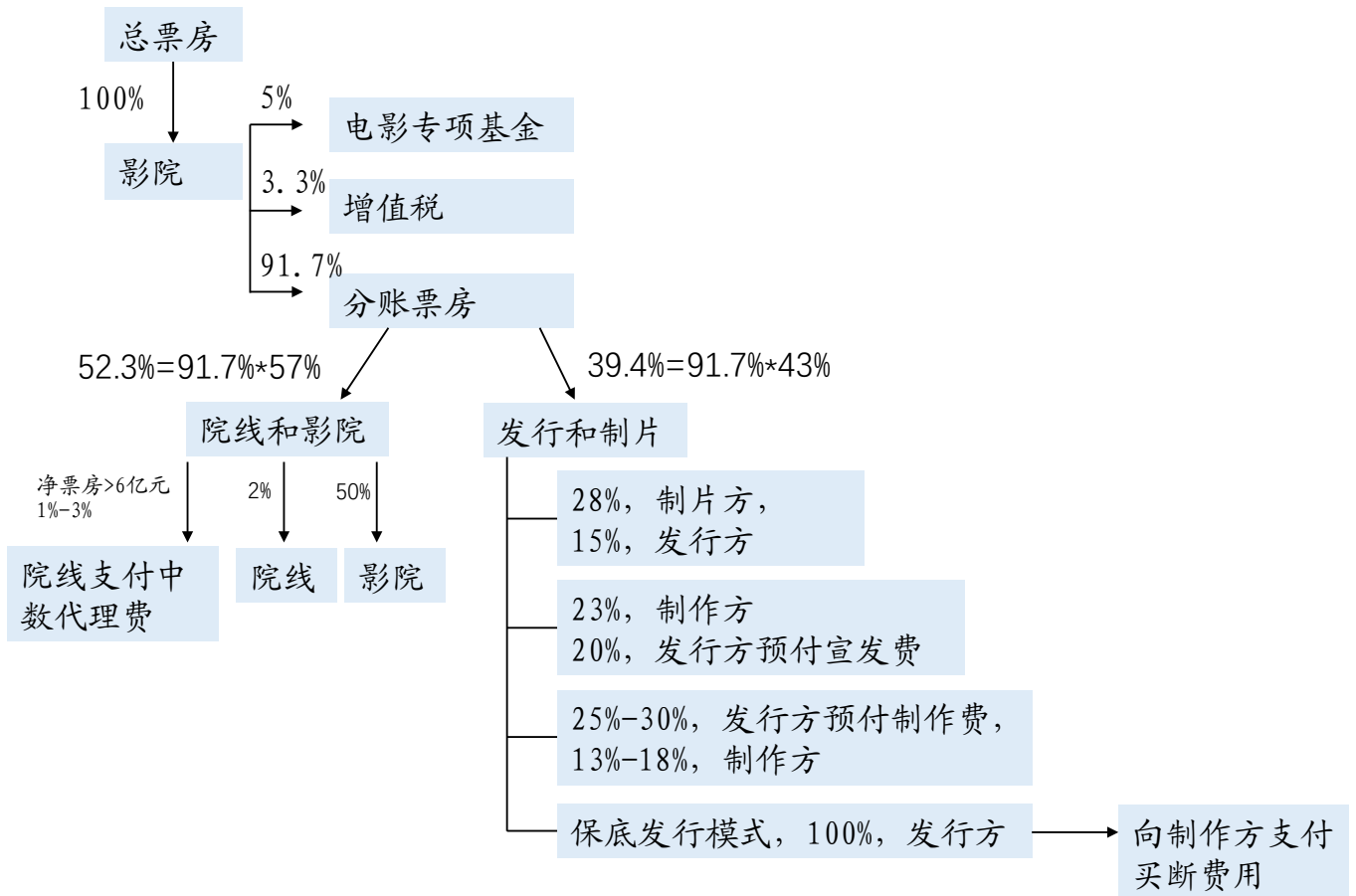
图 3 电影行业产业链



资料来源: 信达证券研发中心

经过多年发展和国外经验,我国电影行业形成了成熟的分账体系。按照目前分账规则,总票房的 8.3%上交为电影专项基金(5%)和增值税(3.3%),剩下的 91.7%为产业链进行分成的分账票房,又称为净票房。下游院线和影投端分得净票房的 57%,电影发行方和制片方收到剩下的 43%。在上游的分账约定中,发行方根据影片发行合同约定收取相应的影片发行服务费,之后将剩余票房分账款项支付给电影制片公司,此处的合同约定比例并无范例规制,由双方强势程度不同进行谈判,一般发行方占比在 5%-15%之间。

图 4: 国产电影分账票房比例



资料来源：信达证券研发中心

电影发行业务：发行规模行业第一，牌照优势明显

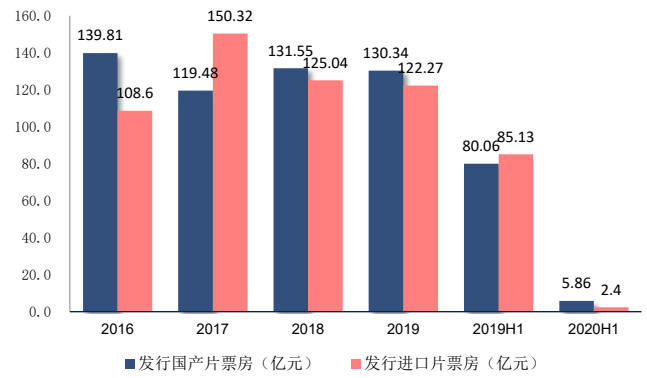
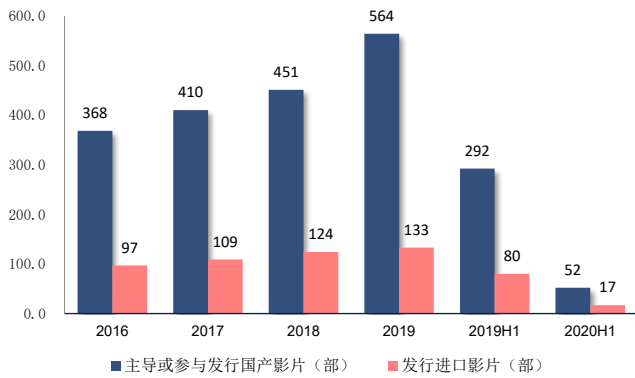
电影发行主要是指电影发行方从电影制片方或其授权方取得影片发行权，电影院线从电影发行方取得影片一定时期内在该院线所属影院的放映权，并分发到所属影院使影片得以呈现于观众的活动。作为连接电影制片方与院线、影院的中间环节，电影发行业务实现将影片通过一定的方式输送到影院与观众见面。

公司的电影发行业务主要分两块，国内影片发行和国外影片发行。主要通过发行分公司和中影数字发展开展影片的发行业务，通过发行分公司和营销分公司开展影片营销业务。子公司中影数字发展、中影今典与全国影院进行合作，将电影数字放映系统提供给影院使用，以提高发行业务的市场占有率。

发行规模居行业首位。2019 年公司主导或参与发行国产影片 564 部，票房共 130.34 亿元，占全国国产票房比重为 34.15%，发行进口影片 133 部，票房共 122.27 亿元，占全国进口片票房比重为 57.51%。按照猫眼专业版数据，到 2020 年底公司发行电影总票房 948.60 亿元，居电影发行公司首位。

图 5：公司主导或参与发行的影片数量（部）

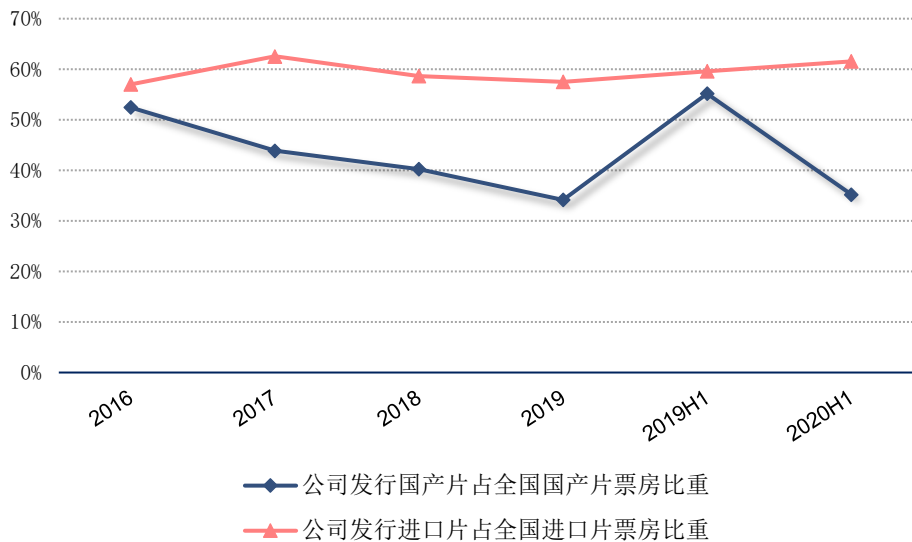
图 6：公司主导或参与发行的影片票房（亿元）



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 7: 公司主导或参与发行的影片票房占比

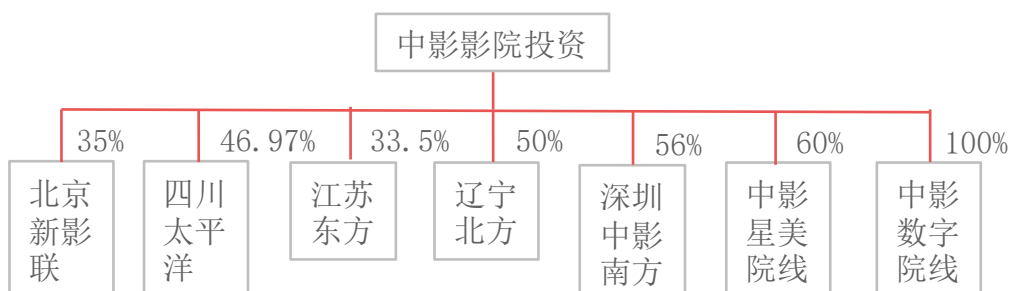


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

电影放映业务: 加盟为主自营为辅, 院线票房市占率第一

第二大块是位于产业链下游的影院放映业务。目前公司有 3 条控股院线, 分别为中影数字、中影星美和中影南方, 此外还有四条参股院线, 分别为江苏东方、四川太平洋、北京新影联和辽宁北方。

图 8: 公司下属院线情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

整个放映业务板块分为三部分, 1、影院投资业务, 为公司自营投资的影院, 影院收入计入

公司收入，2、院线业务，收取加盟影院的院线管理费用，3、云票务业务。

院线板块公司下属加盟影院规模行业第一。2019年公司加盟影院银幕数共17000块左右，占全国银幕总数的25.4%，全年共接待观影人次4.52亿人，占全国观影人次的26.1%，累计实现票房164.33亿元，占全国票房总数的27.6%。下属三条控股院线中影南方新干线、中数院线和中影星美分列票房第4名、第5名和第6名，为公司发行业务形成有力支撑。

表 1：中影院线业务影院、银幕数、实现票房规模情况

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020H1
中影院线总银幕数	11501	14214	16739	17699	17845
YOY		23.6%			
新增总银幕数		3,313	2525	960	146
观影人次（亿）	3.83	4.61	4.76	4.52	
合计票房（亿）	127.31	158.19	165.43	164.33	5.29
银幕数占全国比例	27.7%	28.0%	27.3%	25.4%	
票房占全国比例	28.0%	30.2%	29.3%	27.6%	25.8%
观影人次占全国比例	27.9%	28.5%	27.7%	26.1%	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

截至自营投资的影院小幅增加。2020H1公司控股影院141家，银幕数共1044块，2019年实现总票房为16.65亿元，单银幕产出162.3万元/年。从2016年上市以来控股影院数量呈现小幅增加趋势，扩张并不激进。

表 2：中影院线业务影院、银幕数、实现票房规模情况

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020H1
中影控股影院（家）	107	117	131	139	141
YOY		9.3%	12.0%	6.1%	
中影控股影院银幕数（个）		842	952	1026	1,044

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

影视制作制片业务和影视服务业务：制片、制作、器材、人才全面发展

制作制片业务包括制片和制作两大块。制片是指影视剧投资，本质是项目管理，是电影项目商业化的部分。制片围绕剧本、导演、演员、制片团队、制作成本和周期、宣传和发行方案进行论证与决策，并对影视剧的艺术质量、技术质量、成本周期、安全环保等方面承担管理职责的业务，包括项目策划、论证及确认，项目筹备，制片管理等工作环节。

图 9：制片板块业务情况（以 2019 年为例）

制片业务	电影制片	片名	出品方式	票房 (万元)	
		流浪地球	主投出品	468,016.80	
		误杀	参投出品	83,166.94	
		新喜剧之王	参投出品	62,710.29	
		最好的我们	主投出品	41,701.92	
	小小的愿望	参投出品	27,856.49		
	剧集制片	剧名	播出平台		
		重耳传奇	浙江卫视、爱奇艺、腾讯视频和优酷视频		
		鳄鱼与牙签鸟	湖南卫视、爱奇艺、腾讯视频和芒果TV		
		上锁的房间	优酷视频		
	动画制片	动画大电影	《疯狂斗牛场》 《巧虎与大飞船历险记》 《宠物联盟》	青少年和 儿童导向	
		动画系列片	《厨神小当家》第一季		

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

制作是影视项目艺术性的部分，向影视剧生产提供摄影，照明，美术置景，服化道，摄影棚租赁，画面、声音和特效制作，数字放映母版制作，译制，影片素材等方面的服务，分为拍摄前、拍摄中和拍摄后三个主要环节。公司主要通过中影数字基地开展制作工作。公司影视制作业务以完善的电影制作能力和专业的技术专家队伍保持了国际领先水平，2019年中影基地共为660部影视作品提供制作服务，包括《流浪地球》《少年的你》《急先锋》等451部电影作品，《新世界》《光荣时代》等41部电视剧作品，以及168部纪录片、宣传片和专题片。

因公司历史为几大制片厂合并形成，制作业务是公司传统优势业务。2019年中影声画制作中心负责声音后期全流程制作的《流浪地球》获金鸡最佳录音奖，人工智能图像处理系统“中影·神思”荣获2018中国广播影视科技创新奖高新技术研究与开发二等奖，2019年后期业务的营业收入同比增长27%，其中视效制作业务的营业收入同比增长约75%，随着制作业务市场开拓和效率提升，公司制片业务有望获得较快发展。

影视服务分为影视器材业务和其他影视服务业务。影视器材业务包括影视放映机销售和租赁服务、国产巨幕放映系统和影视信息化管理系统服务等，主要通过中影器材和珠海中影开展影视器材销售业务。电影器材较为昂贵，承制方一般采用按天或者按月租赁器材场地的方式组织拍摄。其他影视服务业务主要包括演艺经纪、票房监察、行业咨询和演艺导演专业培训等。

财务分析：与行业关联度较大，收入和利润稳健

公司收入和利润一直保持稳定增长，与行业趋势的关联度较大。2019年营业收入增长率下降到0.3%，主要由于电影行业总票房增长率下降，利润端从2016-2019年年复合增长率为

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 12

5.3%，2018 年利润较高为中影巴可并表导致原账面投资重置为公允价值，投资收益增加的结果，影响金额在 4.54 亿元。

图 10: 2016-2020Q3 营业收入及增长率 (亿元)

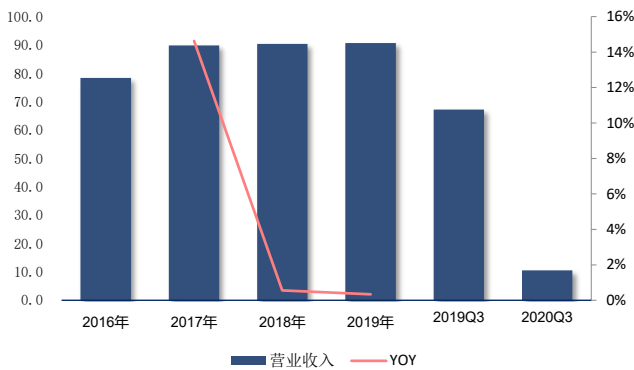
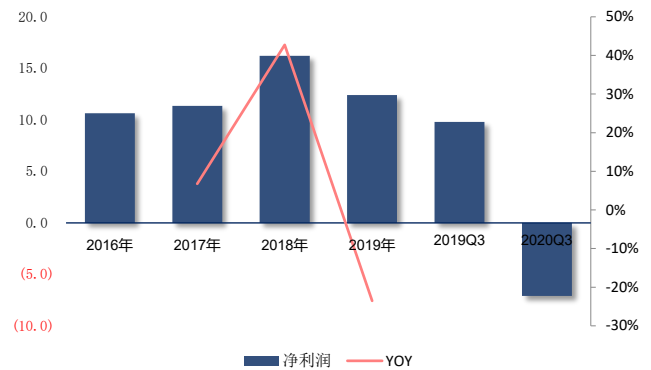


图 11: 2016-2020Q3 净利润及增长率 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

四大业务中发行板块贡献最多收入和毛利。2016-2019 年公司发行业务收入占比在 50%-60% 之间，但业务增速较低，从 2016-2019 年复合增长率为 1.9%，主要因海外影片近年票房比较稳定，电影行业增长主要由国产片票房增长带动。第二大业务是电影放映业务，收入占比在 20%-23% 之间，2016-2019 年复合增长率为 2.1%，主要因影院扩建放缓及单银幕收入下降。第三大业务为影视服务业务，收入占比在 10%-17% 之间，2018 年该项收入增长主要因中影巴可并表所致，该项业务收入也较为稳定。第四大业务为制片业务，收入占比在 6%-10% 之间，2016-2019 年的复合增长率为 8%，说明每年制片的投资规模比较稳定。

图 12: 2016-2020H1 各业务收入情况

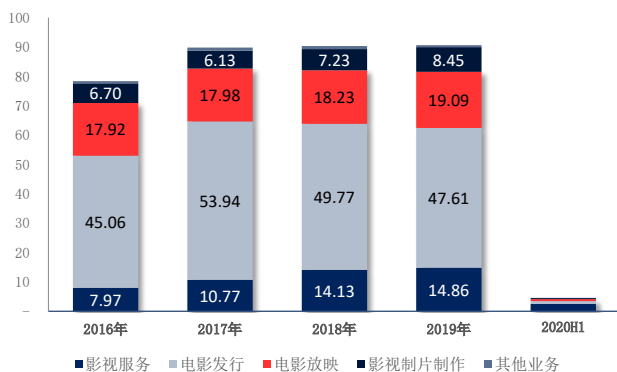
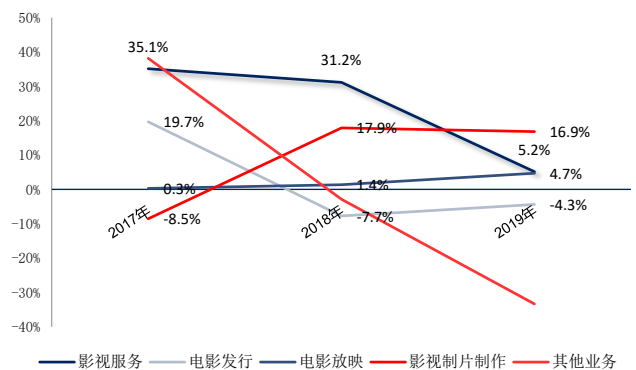


图 13: 2016-2020H1 各业务收入增速



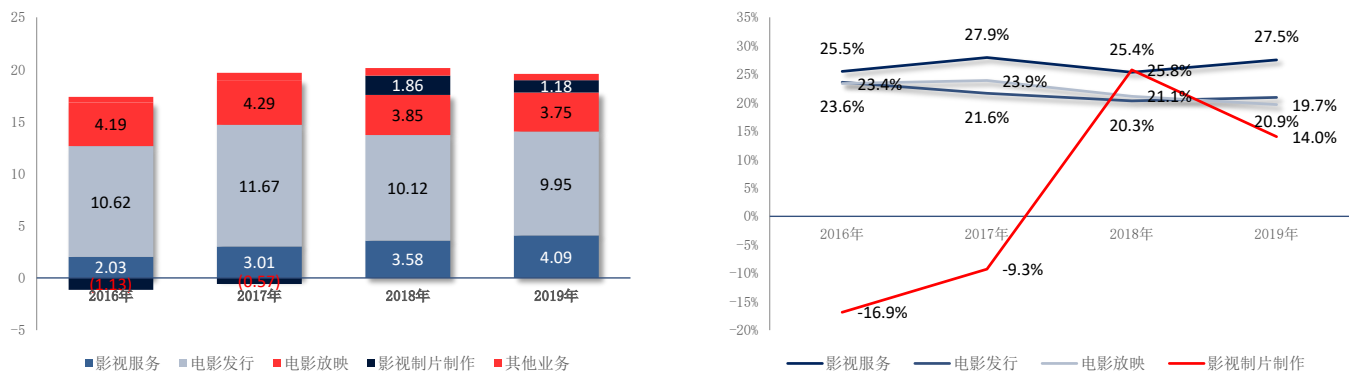
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

各业务毛利率分布在 20%-30% 之间，发行业务贡献最主要毛利，影视服务业务毛利率最高。影视服务业务毛利率在 25%-27% 之间，电影发行业务毛利率小幅下降，2019 年毛利率为 20.9%，电影放映业务 2019 年毛利率在 19.7%，影视制片业务 2016-2017 年是亏损的，2018-2019 年毛利率回归正值，主要因制片投资本身风险较大，利润波动较大。

图 14: 2016-2020H1 各业务毛利情况

图 15: 2016-2020H1 各业务毛利率情况

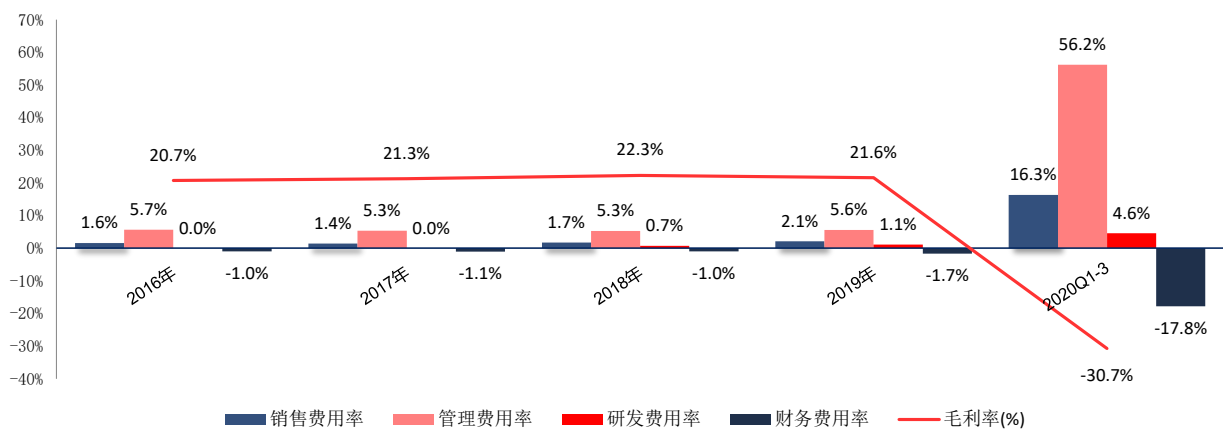


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

期间费用率维持在 20%-23%之间, 在正常经营年份变化不大。其中管理费用率 5%-6%之间, 销售费用率 1%-2%之间, 财务费用率-1%左右, 主要因公司现金充足, 收取理财收益所致。

图 16: 公司毛利率与期间费用率情况



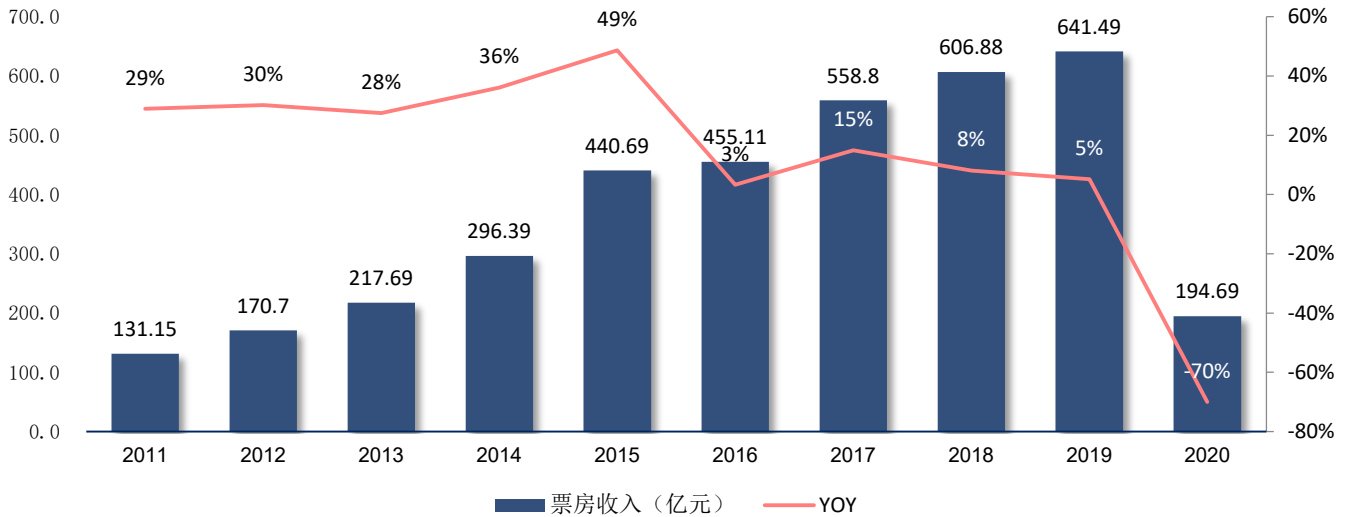
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

行业: 单银幕产出行至拐点, 内容持续提质

电影大盘: 有望保持每年 10%左右的增长

除开疫情因素, 大盘票房持续稳步增长。2019 年电影大盘总票房达到 641.49 亿元, 同比增长 5%, 电影票房在经历了 2016 年之前的高增长之后进入稳定增长阶段。现阶段增长的主要驱动力从渠道转移到了高质量的内容、提价以及覆盖更多三四线城镇、银发观影人次, 提升观影频率。

图 17: 2011-2020 年票房收入及增长率



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

渠道端: 票房向龙头集中, 单银幕产出有望进入提升通道

影院数量增速下滑, 2021 年受疫情影响数量有所下降。影院及银幕数量从 2019 年开始增速放缓, 2020 年疫情给影院造成重大损失, 因此 2021 年统计数据影院数和银幕数已经有所下滑, 但长期行业数量有望维持已有数量, 小幅震荡或增长, 以后年度预计年复合增长率在 5% 左右。(2021 年数据截止到 2 月 19 日)

图 18: 2011-2020 年影院数量

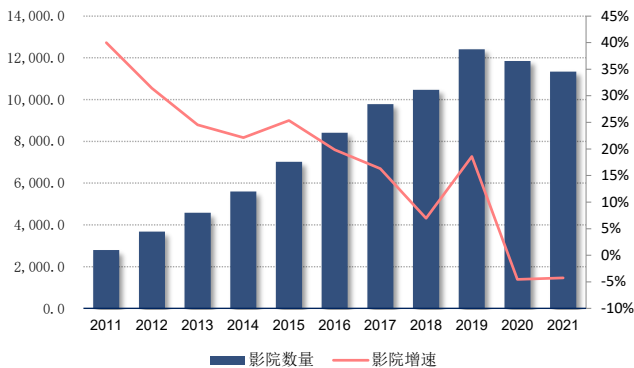
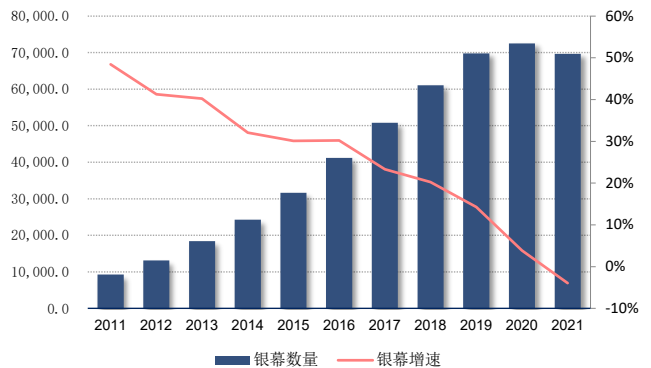


图 19: 2016-2020 年银幕数量

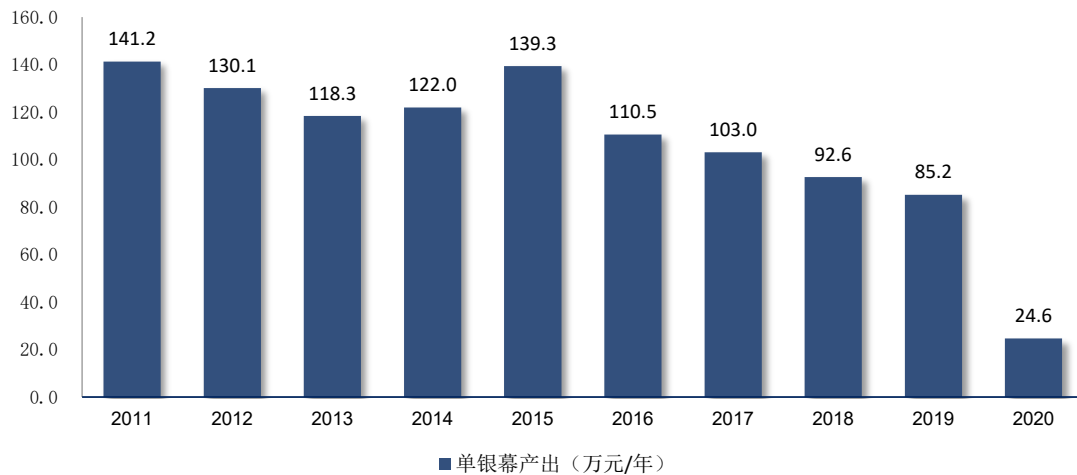


资料来源: 灯塔专业版, 信达证券研发中心

资料来源: 灯塔专业版, 信达证券研发中心

单银幕产出呈现下降趋势, 2021 年有望进入提升周期。2020 年之前单银幕产出 (年总票房/银幕数量) 持续下降, 主要因为票房增速慢于银幕增速, 行业竞争压力增加, 行业上座率持续在 15% 以下。但 2021 年有望进入单银幕产出提升的周期, 疫情对行业的影响正在逐渐消退, 电影大盘票房有望持续 2019 年以来的增长趋势, 我们预计未来行业复合增长率在 5% 左右, 同时新增影院和银幕数量逐年下降, 单银幕产出有望提升。

图 20: 2011-2020 年单银幕产出



资料来源：万得，信达证券研发中心

内容端：国产片制作水平提升，宣发优势明显

国产片制作水平不断增长。从 2021 年春节档看出，我国电影制作水平（剧情、特效等方面）逐渐成熟，奇幻影片《刺杀小说家》形成了独特的中国奇幻风格，《唐人街探案 3》《你好，李焕英》看出导演对叙事的功力，新一代导演、团队正在成长，内容水平也在不断提升。

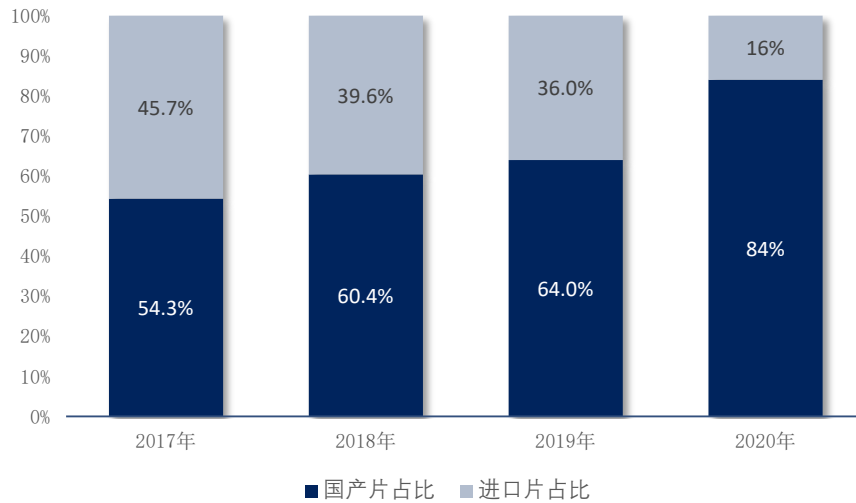
图 21：2015-2021 年春节档满意度走势



资料来源：中国电影发行放映协会，信达证券研发中心

国产片票房占比逐渐提升。国产片占比从 2017 年的 54% 提升到 2019 年的 64%，2020 年疫情影响海外片进口，国产片占比提升至 84%，这也说明我国电影行业可以完成自循环，不依赖好莱坞等海外内容。

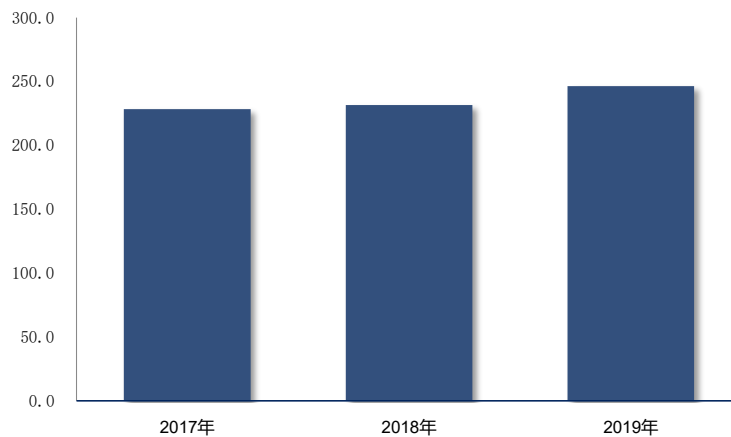
图 22：2017-2020 年国产片与进口片票房占比



资料来源：猫眼专业版，中国电影发行放映协会，信达证券研发中心

海外片票房维持稳定小幅增长。从 2017-2019 年年复合增长率在 3.9%，海外片票房稳定主要因进口数量比较稳定，以及受众稳定，多是对国外文化、经典 IP 或工作室有了解的观众。漫威电影、DC 英雄、碟中谍等系列 IP 持续更新在国内形成了固定观影人群，皮克斯等电影工作室在国内有很高的口碑，诺兰、斯皮尔伯格等好莱坞大导演在国内也有强大的票房号召力。分账片由中影集团负责谈判，每年有 34 部限额，批片在经历了一轮数量上的爆发之后也逐渐稳定下来，而且批片体量比较小，有上映滞后期，票房体量一般也较小。

图 23: 2017-2019 年进口片票房 (亿元)



资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

图 24: 内地引进片主要类型

批片

- 批片是指国内片方以固定价格买断影片放映权不与外国厂商分成，不受配额影响，但是数量有限。

分账片

- 分账片是指借国内电影机构在大陆分销影片，按比例分成，受引进配额限制。又分普通分账影片（20部2D电影）和特种分账影片（14部3D或者IMAX电影）

合拍片

- 合拍片即合资片，属国产片，不受配额影响

资料来源：信达证券研发中心

公司基本面分析：发行业务贡献持续现金流，全产业链全面发展

基本面一：行业地位铸就竞争壁垒，发行规模行业第一

母公司中影集团是电影产业的国企领头羊。中影集团在电影产业从计划经济时期转向市场经济时成立，计划经济时期创作、生产、发行相互独立，改革时将中国电影公司、北京电影制片厂、中国儿童电影制片厂等八家单位并入中影集团，形成了制片、制作、发行、放映全产业链的生产模式，是早期电影行业最主要的市场参与者、领导者，有显赫的行业地位。

发行规模上，公司国产片和进口片发行规模均是行业第一。根据猫眼专业版公司发行的全部电影票房为 992.68 亿元，第二名是华夏电影发行公司，第三名为光线传媒，总票房和上述两家国营机构差别较大。公司控制过发行的影片主要有《战狼 2》《流浪地球》《复仇者联盟 4：终局之战》等。

表 3：发行票房前十名的公司

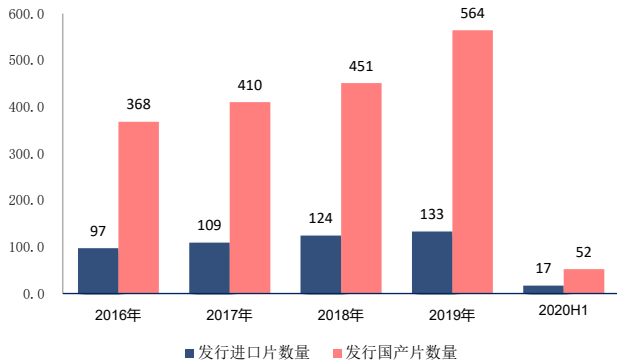
发行公司	发行总票房（亿元）
中国电影股份有限公司	992.68
华夏电影发行有限责任公司	832.18
北京光线传媒股份有限公司	332.25
博纳影业集团股份有限公司	295.58
天津猫眼微影文化传播有限公司	279.63
五洲电影发行有限公司	228.77
华谊兄弟传媒股份有限公司	187.58
北京京西文化旅游股份有限公司	176.49
阿里巴巴影业集团有限公司	153.92
天津联瑞影业有限公司	136.33

资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

进口片与国产片基本各占总票房的一半。从数量上看国产片远超进口片，因进口片有配额限

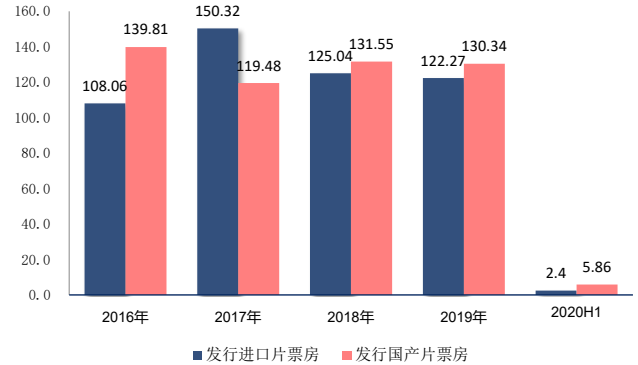
制（超过 34 部因为有发行批片），但在票房上两者相差不大，也就是说在发行业务上，公司对进口片与国产片的收入依赖程度类似，进口片占据了重要的收入份额。

图 25: 公司发行影片数量



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 26: 公司发行影片票房（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

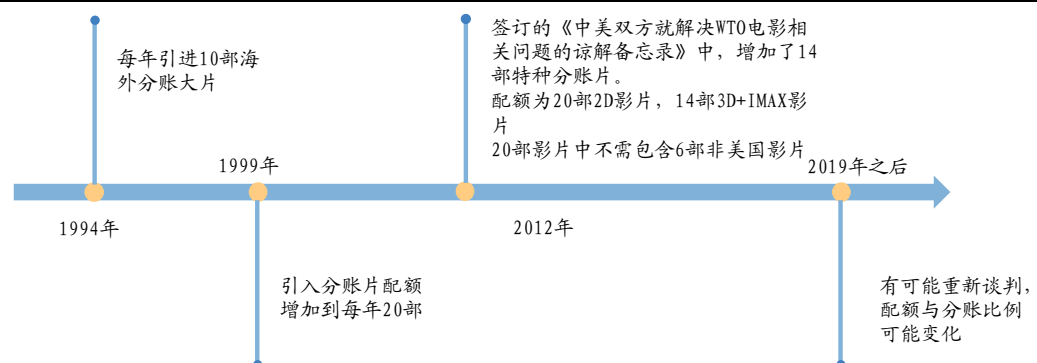
基本面二：拥有进口片发行的牌照优势

在海外片进口配额的政策条件下，公司拥有进口片的发行牌照优势。我国在海外片进口上实行“一家进口，两家发行”的政策，中影集团唯一承担境外影片的进口业务，并负责向中国电影和华夏电影两家供片发行，公司发行的影片票房份额一般占当年分账总票房的 50% 左右。

进口片分为分账片和买断片（又称批片），两种模式在进口额度、分账规则、上映时间等各方面存在不同。以分账片形式进口的影片，电影版权所有者不卖断发行权，而是委托中介机构代理发行，并事先商定比例，按影片的票房收入分成，以使制片方、发行机构和放映单位利益共享、风险共担的进口影片。

分账片的引进历史：最新的分账规则是 2012 年签订的《中美双方就解决 WTO 电影相关问题的谅解备忘录》，对分账片的数量和分账比例进行了调整。1994 年开始，中国内地每年引进 10 部海外分账大片，1999 年底，分账片增加到 20 部。2012 年则在原有的基础上增加了 14 部特种分账片，即针对 3D 和 IMAX 电影的引进（特种分账片和普通分账片的最明显区别，就在于这部影片是否引进了 2D 版本）。目前我国每年分账片的配额为 34 部，其中普通分账片（即 2D 电影）为 20 部，大部分都来自好莱坞六大制片厂，其中必须保证引进 6 部非美国影片；特种分账片（即 IMAX 3D 电影）为 14 部（但 2016 年是例外情况，共引入了 38 部分账片）。除了数量之外，2012 年的备忘录提高了海外片方的分账比例，从 13% 提高到了 25%。

图 27: 我国分账片引入的历史变化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

分账片分账比例：根据 2012 年《中美电影谅解备忘录》，国外片方分得票房的 25%，但并未明确增值税的责任，大概影响 2 个百分点左右最终票房分账。

假设增值税由海外片方承担：总票房先提取 8.3% 作为专项基金和国内放映的增值税，余下的净票房中进行发行方和渠道方的分成（91.7%），净票房的 57% 为国内院线分成，25% 属于海外票房，剩下的比例属于发行方。同时公司对从院线取得的收入记收入，对上游的分账记成本。对上游分账包括海外版权方获得净票房的 25%，中影集团获得净票房 2.5% 管理费，其余为公司利润。其中收入约总票房的 39.43%，利润约总票房的 14.21%，毛利率为 36.05%（未扣除人工成本等）。

图 28：增值税由海外片方承担前提下，海外分账片的分账过程

100%				
总票房				
8.30%	91.70%			
税收	分账票房			
	22.9%	68.78%		
	国外票房	国内电影院 发行方		
		52.27%	16.51%	
		国内电影院 发行方		
			2.29%	14.21%
			集团管理费	中影利润

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

假设增值税由中影承担：总票房的 8.3% 为专项基金和国内放映的增值税，余下净票房中 57% 由下游院线和影院获得，剩下 43% 公司计收入；按总票房的 25% 分给国外制片方（制片方在税收之前分账，不承担税收大概有 2 个点的影响），公司计成本，同样中影集团获得 2.5% 的管理费，计成本，其余为公司利润。

图 29：增值税由中影承担前提下，海外分账片的分账过程

100%				
总票房				
25%	75%			
国外票房	我国电影产业链			
	8.30%	66.700%		
	税收	电影院、发行方		
		52.0%	14.659%	
		电影院、院线	发行方	
			2.29%	12.37%
			集团管理费	中影利润

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

基本面三：把握终端放映渠道，下属院线票房市占率第一

公司拥有三条控股院线和四条参股院线，掌握全国 20%的影院和票房，对发行业务形成有力支撑。公司控股院线市占率整体稳定，2019 年四条院线票房总额为 125.34 亿元，市占率达到 21.08%，高于万达院线的 13.50%，排名第一，其中中影数字、中影南方和中影星美的市占率排名稳居 4-6 名，控股院线票房市占率高可保证公司核心发行业务的顺利落地。

表 4：公司控股院线票房情况（不含服务费）

		2016	2017	2018	2019
中影星美	票房收入	33.88	37.33	36.27	31.57
	排名	4	6	6	6
	票房占比	7.5%	7.1%	6.4%	5.3%
中影数字	票房收入	27.94	37.34	39.92	42.61
	排名	6	5	5	5
	票房占比	6.2%	7.1%	7.1%	7.2%
中影南方	票房收入	31.26	38.12	41.01	43.95
	排名	5	4	4	4
	票房占比	6.9%	7.3%	7.3%	7.4%
辽宁北方	票房收入	6.71	7.19	6.83	7.21
	排名	19	20	20	19
	票房占比	1.5%	1.4%	1.2%	1.2%
合计		99.79	119.98	124.03	125.34

资料来源：公司公告，猫眼专业版，信达证券研发中心

放映板块以轻资产运营加盟模式为主，反应在经营模型上公司的固定成本比较低。2020H1 公司共有银幕数量 18499 个，其中自营（控股）影院 141 个，银幕数 1044 个，推断加盟银幕数量有 17455 个，银幕数量占全国总银幕数量的 27.59%。院线业务以收取管理费为主，影院票房收入归属于影投公司，但院线控制旗下影院排片，对发行业务有极强的助力作用。

表 5：公司院线业务主要数据

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020H1
中影院线总银幕数（块）	11501	14840	17358	18353	18499
YOY		29.0%	17.0%	5.7%	
新增总银幕数（块）		3339	2518	995	146

观影人次 (亿)	3.83	4.61	4.76	4.52	
合计票房 (亿)	127.31	158.19	165.43	164.33	5.29
全国银幕数量 (块)	41542	50776	61279	69787	
全国观影人次 (亿)	13.72	16.2	17.2	17.3	
全国票房 (亿)	455.11	523.24	565.4	594.53	20.48
银幕数占全国比例	27.7%	29.2%	28.3%	26.3%	27.59%
票房占全国比例	28.0%	30.2%	29.3%	27.6%	25.8%
观影人次占全国比例	27.9%	28.5%	27.7%	26.1%	

资料来源: 公司公告, 猫眼专业版, 信达证券研发中心

控股影院方面, 公司经营水平位于行业前列。2019 年实现票房 16.65 亿元, 规模较小, 影院板块固定成本不高。经营效率远高于全国水平, 2019 年单银幕产出高出全国平均水平一倍左右, 达到 162.3 万元/年。

表 6: 控股影院经营情况

	2017 年	2018 年	2019 年
控股影院总票房 (亿元)	15.86	15.89	16.65
中影控股影院单银幕产出 (万元/年)	188.4	166.9	162.3
YOY		-11.4%	-2.8%
全国平均单银幕产出 (万元/年)	103.2	94.04	85.19
YOY		-8.9%	-9.4%

资料来源: 公司公告, 猫眼专业版, 信达证券研发中心

基本面四: 资金情况非常稳健, 发行、放映作为现金牛为制片、服务业务提供资金

公司货币资金从上市开始基本维持在 70 亿元以上, 财务状况稳健。公司货币资金项目在 2016 年末为 74.57 亿元 (占总资产 52%), 2019 年末为 83.28 亿元 (占总资产 48%), 2020 年由于疫情收入下降, 2020Q3 货币资金下降到 61.16 亿元。从 2016 年以来经营现金流量一直保持为正 (除了 2020 年疫情影响), 2016-2019 年经营现金净流量分别为 3.53、14.73、5.63、19.48 亿元。

图 30: 2016-2020Q3 期末货币资金情况 (亿元)

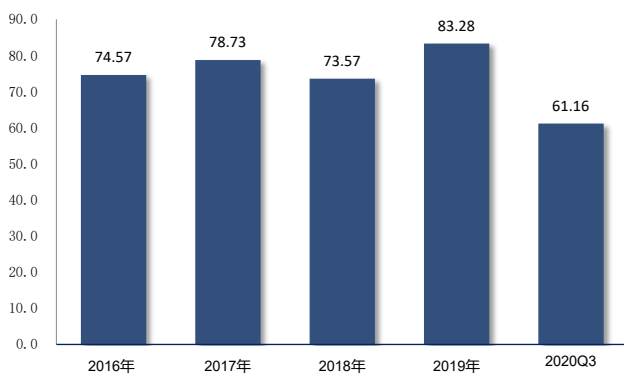
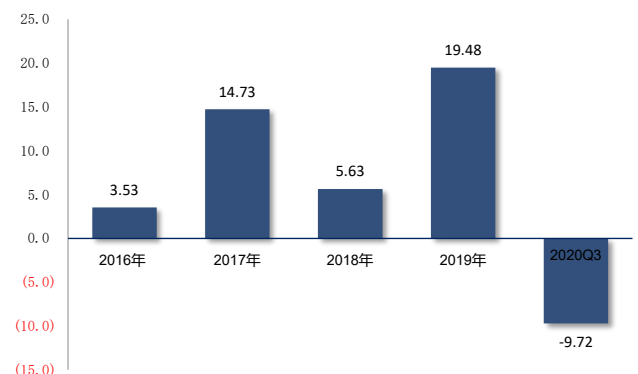


图 31: 2016-2020Q3 公司经营现金净流量 (亿元)



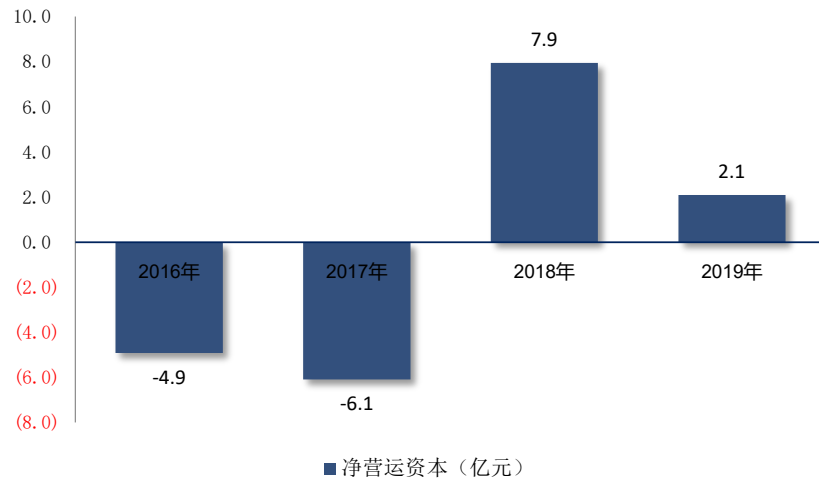
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

稳健的财务状况主要来源于发行、放映业务为主的业务结构。分析公司的业务结构分为三块, 发行、放映业务两块业务为先收钱再分钱的模式, 现金流为正, 发行业务为先收到影院回款, 再向制片方分账, 完全不需要垫付资金, 放映业务为影院收到钱再向发行方结算, 需要事先垫付固定资产投资, 在以后期间收回, 但公司自营的影院规模较少, 大部分为轻资产的加盟业务, 因此这两块业务都是现金流为正的。现金流为负的业务是制作周期长的电影制片业务, 需要垫付大量资金, 项目周期长达两年。公司 2016-2019 年净营运资本规模 (流动资产-货币资金-流动负债) 为-4.9 亿元、-6.1 亿元、7.9 亿元、2.1 亿元, 对比公司的收入规模

来看,公司基本可以在不动用现金储备的情况下完成日常资金流转,同时满足公司制片业务。

图 32: 2016-2019 年净营运资本情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

雄厚财力加行业地位支撑公司制片业务。公司近年出品了多个大体量电影项目,比如《流浪地球》《战狼 2》《我和我的家乡》《唐人街探案 3》等,制片偏向主旋律作品,参投作品能在优秀项目中获取投资机会。

表 7: 公司近年出品影片示例

片名	票房	上映时间	出品位次 (猫眼)
流浪地球	46.88	2019年2月5日	1
唐人街探案 3	38.42	2021年2月2日	4
美人鱼	33.93	2020年7月20日	8
我和我的家乡	28.29	2020年10月1日	2
捉妖记 2	22.37	2018年2月16日	4
送你一朵小红花	14.32	2020年12月31日	4
误杀	13.33	2020年7月20日	3
金刚川	11.23	2020年10月23日	1
夺冠	8.36	2020年9月25日	7

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

展望: 海外片进口预期将逐渐恢复, 公司发行业务有望恢复正常

2020年新冠疫情对电影行业有沉重的打击,主要有以下几点,1、电影院关闭半年无法开放,整个行业半年无收入;2、影片拍摄进度受阻,下半年开业缺少片源,3、市场恢复期漫长,大盘较冷与片方不敢将片源投入市场之间形成恶性循环,档期冷热不均更加严重,3、海外从2020年3月份开始疫情进入严重阶段,电影院无法放映,制片方持续推迟定档,同时影响我国电影进口,期间《花木兰》等影片在海外上线流媒体平台,进行pvod模式发行,加剧了海外影院的焦虑,同时助长了国内盗版的蔓延,最终《花木兰》仅收获2.78亿元国内票房。

预期2021年进口片有望逐渐恢复,主要有以下几点原因:

1、海外疫情新增到顶进入下行阶段。全球正在进入新冠疫苗的接种阶段,经济有望进入复苏周期;

2、我国海外进口片源可选择性将增加。好莱坞影片占我国进口电影比例较大，而分账电影与国外上映时间同步，疫情造成北美影院无法开门导致影片定档一再受阻，也影响我国电影进口。现阶段无论是海外片采用 PVOD 模式发行，还是国外电影市场的复苏趋势，都有望增加我国进口电影的片源选择。

好莱坞影片有可能在 2021-2022 年集中上映。疫情造成海外制片厂商影片积压，影响资金流，比如华纳宣布 2021 年 17 部影片将同步上线流媒体，从片单看 2021 年可能有 5 部漫威电影、3 部 DC 电影上映，并有《007：无暇赴死》《速度与激情 9》等多部大 IP 影片待上映，另外《阿凡达 2》《神秘海域》等电影正在制作中。

表 8：2021-2022 年有望上映的好莱坞影片（不完全统计）

电影名称	上映时间	制片方
5 部漫威电影		
毒液 2	2021 年 6 月 25 日	索尼漫威
蜘蛛侠 3	2021 年 12 月 17 日	迪士尼
黑寡妇	2021 年 5 月 7 日	迪士尼
《莫比亚斯：暗夜博士》	2021 年 10 月 8 日	索尼
永恒族	2021 年 11 月 5 日	迪士尼
3 部 DC 系列电影		
新蝙蝠侠	2022 年 3 月 4 日	华纳 DC 电影
海王 2	2022 年 12 月 16 日	华纳 DC 电影
X 特遣队：全员集结	2021 年 8 月 6 日	华纳 DC 电影
其他影片		
猫和老鼠	2021 年 2 月 26 日	
007：无暇赴死	2021 年 11 月 20 日	
速度与激情 9	2021 年 4 月 2 日	
阿凡达 2	2022 年 12 月 16 号	
彼得兔 2	2021 年 6 月 11 日	
王牌特工·源起	2021 年 8 月 20 日	
灰姑娘	2021 年 7 月 16 日	
生化危机重启版	2021 年 9 月 13 日	
黑亚当	2021 年 12 月 22 日	
超级宠物	2022 年 5 月 22 日	
闪电侠	2022 年 7 月 1 日	
雷霆沙赞！众神之怒	2022 年 11 月 4 日	
神秘海域	2022 年 2 月 11 日	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

收入及毛利率预测：

受疫情影响，2020 年公司各业务收入下降明显，同样毛利率也有所下滑，其中电影发行业务、影视服务、制片制作业务资产较轻，主要为人工成本、分账等变动成本，毛利率仍为正数，分别为 7.5%、10.9%、9%，电影放映业务由于房租等固定成本较高，假设毛利率为-10%。

假设 2021-2022 年公司业务重回正轨，从影视制作数量、出品数量、发行国内外影片数量上看均恢复到 2019 年水平，假设总营业收入增速分别为 196.7%、18.8%，毛利率维持 2019

年水平为 21.6%。

表 9：2020-2022 年公司营业收入假设（单位：亿元）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业总收入	78.41	89.88	90.38	90.68	32.52	96.50	114.69
影视服务	7.97	10.77	14.13	14.86	7.43	14.86	16.35
电影发行	45.06	53.94	49.77	47.61	16.99	50.97	63.71
电影放映	17.92	17.98	18.23	19.09	4.96	19.82	22.79
影视制片制作	6.70	6.13	7.23	8.45	2.81	9.83	10.81
其他业务	0.76	1.05	1.02	0.68	0.34	1.02	1.02
YOY							
营业收入		14.6%	0.6%	0.3%	-64.1%	196.7%	18.8%
影视服务		35.1%	31.2%	5.2%	-50%	100%	10%
电影发行		19.7%	-7.7%	-4.3%	-64%	200%	25%
电影放映		0.3%	1.4%	4.7%	-74%	300%	15%
影视制片制作		-8.5%	17.9%	16.9%	-67%	250%	10%
其他业务		38.2%	-2.9%	-33.3%	-50%	200%	0%
毛利率(%)	20.7%	21.3%	22.3%	21.6%	7.4%	21.6%	21.6%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

期间费用预测：

表 10：2020-2022 年期间费用预测

	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
税金及附加	115.24	115.44	120.28	42.34	126.81	150.00
税金及附加/营业收入	1.28%	1.28%	1.33%	1.30%	1.31%	1.31%
销售费用	122.58	152.35	187.00	325.24	193.00	229.37
销售费用/营业收入	1.36%	1.69%	2.06%	10.00%	2.00%	2.00%
管理费用	437.85	478.21	506.47	520.38	530.75	630.77
管理费用/营业收入	4.87%	5.29%	5.58%	16.00%	5.50%	5.50%
研发费用	41.96	64.71	96.55	97.57	77.20	91.75
研发费用/营业收入	0.47%	0.72%	1.06%	3.00%	0.80%	0.80%
其他收益	183.09	134.99	177.49	97.57	144.75	172.03
其他收益/营业收入	2.04%	1.49%	1.96%	3.00%	1.50%	1.50%
投资收益	118.57	647.79	165.43	97.57	144.75	172.03
投资收益/营业收入	1.32%	7.17%	1.82%	3.00%	1.50%	1.50%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

利润预测：

表 11：2020-2022 年利润预测（单位：亿元）

	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
资产减值损益（损失以“-”号填列）	-70.64	-62.82	53.31	174.11	0.00	0.00
营业利润（亏损以“-”号填列）	1,521.87	2,005.95	1,684.29	-578.31	1,554.06	1,877.47
占营业收入比重	16.93%	22.20%	18.57%	-17.78%	16.10%	16.37%
营业利润 YOY	37.47%	31.81%	-16.04%	-134.34%	368.72%	20.81%
营业外收入	13.47	13.73	17.78	5.00	20.00	20.00
占营业收入比重	0.15%	0.15%	0.20%	0.15%	0.21%	0.20%
营业外支出	3.79	1.38	0.35	0.80	1.00	1.00
占营业收入比重	0.04%	0.02%	0.00%	0.02%	0.01%	0.01%
营业外收支	9.67	12.36	17.43	4.20	19.00	19.00
占营业收入比重	0.63%	0.61%	1.02%	-0.73%	1.21%	1.12%
利润总额（亏损总额以“-”号填列）	1,531.54	2,018.31	1,701.73	-574.11	1,573.06	1,896.47

	占营业收入比重	17.04%	22.33%	18.77%	-17.65%	16.30%	16.54%
减：所得税费用		395.47	396.54	461.16	22.96	393.26	474.12
	占利润总额比重	25.82%	19.65%	27.10%	-4.00%	25.00%	25.00%
合并报表的净利润		1,136.08	1,621.77	1,240.57	-597.08	1,179.79	1,422.36
	占营业收入比重	12.64%	17.94%	13.68%	-18.36%	12.23%	12.40%
	增长率 (YOY)	6.78%	42.75%	-23.51%	-148.13%	297.59%	20.56%
减：少数股东损益		170.79	126.98	179.12	-119.42	176.97	213.35
	占合并报表净利润比重	15.03%	7.83%	14.44%	20.00%	15.00%	15.00%
净利润 (归属于母公司所有者的)		965.28	1,494.79	1,061.45	-477.66	1,002.82	1,209.00
	占营业收入比重	10.74%	16.54%	11.70%	-14.69%	10.39%	10.54%
	增长率 (YOY)	5.2%	54.9%	-29.0%	-145.00%	309.94%	20.6%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

综上所述，我们预测 2020-2022 年公司营业收入为 32.52 亿元、96.50 亿元、114.69 亿元，归母净利润分别为 -4.78 亿元、10.03 亿元、12.09 亿元，2021-2022 年基于 2020 年 2 月 23 日收盘价 13.42 元（总市值 251 亿元）的静态 pe 分别为 23、19 倍。

估值与投资评级

我们基于 2021 年 10.03 亿净利润给予 30 倍估值，总市值在 301 亿元，给予“买入”评级。

表 12：电影行业各上市公司相对估值表

	证券代码	总市值	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
中国电影	600977	250.55	90.68	32.52	96.50	10.61	(4.78)	10.03	23.60	-	24.98
万达电影	002739	457.52	154.35	62.21	171.50	(47.29)	(31.01)	16.22	-	-	28.20
横店影视	603103	93.80	28.14	13.57	30.66	3.10	(1.92)	3.69	30.31	-	25.42
光线传媒	300251	389.88	28.29	12.58	27.50	9.48	3.73	10.52	41.14	104.56	37.07
上海电影	601595	51.95	11.07	3.82	11.13	1.37	(2.89)	1.43	37.88	-	36.46
平均											31.79

资料来源：万得，信达证券研发中心

注：() 内数值为负，中国电影预测值为本文预测，其余公司预测值为万得一致预测，PE 的价格标准为 2021 年 2 月 23 日收盘价。

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	11,616	12,048	11,353	13,539	16,119
货币资金	7,357	8,328	6,221	9,101	10,585
应收票据	124	21	1	21	19
应收账款	1,474	1,612	1,426	1,692	2,042
预付账款	296	219	241	265	270
存货	1,795	1,386	2,311	1,451	2,217
其他	570	483	1,154	1,009	986
非流动资产	4,721	5,210	4,787	4,559	4,320
长期股权投资	655	964	1,164	1,164	1,164
固定资产(合计)	2,477	2,250	1,922	1,773	1,604
无形资产	209	204	184	164	144
其他	1,380	1,792	1,518	1,458	1,408
资产总计	16,337	17,259	16,141	18,098	20,439
流动负债	3,634	3,541	2,949	3,675	4,563
短期借款	136	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	1,593	1,641	1,815	1,658	2,217
其他	1,905	1,900	1,134	2,017	2,346
非流动负债	687	779	779	779	779
长期借款	0	0	0	0	0
其他	687	779	779	779	779
负债合计	4,321	4,320	3,728	4,454	5,342
少数股东权益	842	945	826	1,003	1,216
归属母公司股东权益	11,174	11,993	11,587	12,641	13,881
负债和股东权益	16,337	17,259	16,141	18,098	20,439

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9,038	9,068	3,252	9,650	11,469
同比(%)	0.6%	0.3%	-64.1%	196.7%	18.8%
归属母公司净利润	1,495	1,061	-478	1,003	1,209
同比(%)	54.9%	-29.0%	-145.0%	309.9%	20.6%
毛利率(%)	22.3%	21.6%	7.4%	21.6%	21.6%
ROE%	13.4%	8.9%	-4.1%	7.9%	8.7%
EPS(摊薄)(元)	0.80	0.57	-0.26	0.54	0.65
P/E	17.89	26.77	—	23.20	19.24
P/B	2.39	2.37	2.01	1.84	1.68
EV/EBITDA	10.50	12.14	-18.45	10.32	7.97

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9,038	9,068	3,252	9,650	11,469
营业成本	7,024	7,110	3,012	7,567	8,992
营业税金及附加	115	120	42	127	150
销售费用	152	187	325	193	229
管理费用	478	506	520	531	631
研发费用	65	97	98	77	92
财务费用	-88	-156	-146	-109	-159
减值损失合计	63	-53	-174	0	0
投资净收益	648	165	98	145	172
其他	4	368	98	145	172
营业利润	2,006	1,684	-578	1,554	1,877
营业外收支	12	17	4	19	19
利润总额	2,018	1,702	-574	1,573	1,896
所得税	397	461	23	393	474
净利润	1,622	1,241	-597	1,180	1,422
少数股东损益	127	179	-119	177	213
归属母公司净利润	1,495	1,061	-478	1,003	1,209
EBITDA	1,861	1,656	-925	1,376	1,594
EPS(当年)(元)	0.80	0.57	-0.26	0.54	0.65

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	563	1,948	-2,188	2,155	1,243
净利润	1,622	1,241	-597	1,180	1,422
折旧摊销	658	609	-180	220	220
财务费用	8	9	0	0	0
投资损失	-648	-165	-98	-145	-172
营运资金变动	-1,126	351	-1,483	919	-208
其它	50	-96	170	-19	-19
投资活动现金流	-367	-303	82	724	241
资本支出	-269	-308	624	39	39
长期投资	-418	-95	-720	500	0
其他	321	100	178	185	202
筹资活动现金流	-716	-676	0	0	0
吸收投资	23	216	0	0	0
借款	121	-151	0	0	0
支付利息或股息	-818	-722	0	0	0
现金流净增加额	-520	968	-2,106	2,879	1,484

研究团队简介

王建会，信达证券传媒团队首席研究员，复旦大学金融学硕士，3年卖方研究经验，2019年11月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

王婷，南京大学经济学硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖网络游戏和整合营销。

王晓羽，上海财经大学金融硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖游戏与海外互联网。

李盈睿，西南财经大学财务管理硕士，2020年加入信达证券研发中心，主要覆盖影视、出版板块。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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。