

2022年11月30日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 《阿凡达：水之道》能带来什么？从 VFX 到 IP

—影视院线行业深度报告

推荐(维持)

投资要点

分析师：朱珠 S1050521110001  
zhuzhu@cfsc.com.cn

## 行业相对表现

表现	1M	3M	12M
影视院线(申万)	18.0	-2.3	-5.1
沪深300	9.7	-5.6	-20.4

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 《阿凡达：水之道》定档 重燃观影需求

《阿凡达：水之道》定档12月16日上映，同步北美。阿凡达的存在，直接推动了电影技术革命，让电影从2D走向3D，让观众有了观影新体验，全球总票房达29.23亿美元；第二部《阿凡达：水之道》的再续有望再次推动内容与媒介行业的修复与新增。

### 《阿凡达：水之道》能带来什么？从 CINITY 到 VFX CG AIGC

放映技术从3D到CINITY，制作技术VFX有望再热。放映端CINITY在新建，制作端阿凡达两部电影背后特效公司Weta Digital维塔数码，其擅长VFX，全球视觉效果(VFX)市场规模从2021年843.69亿元有望增加至2027年的1738.88亿元(CAGR为12.8%)。Weta Digital维塔数码被Unity收购，使下一代“元宇宙”实时3D内容成为可能，助力挖掘元宇宙潜力。

### 阿凡达 IP 价值几何？打开人类想象力新篇章

从IP方法论角度看，IP的主体、感知、运营三角度看，阿凡达均具有，在IP运营中，时隔十年以上的阿凡达第二部电影推出，从时间维度已打造其一个世代的情怀。

### 行业评级及投资策略

给予电影院线行业推荐评级。2022年是后疫情时代电影市场的恢复之年，进口片也陆续顺利上映，展望2023年，低基数叠加内容定档的常态化，同比增长可期，国产影片与进口片有望双轮驱动2023年全国电影市场。投资维度，第一维度，可关注阿凡达电影直接受益的发行方(中国电影)、以及(万达电影、横店影视、博纳影业)为代表的院线三剑客；第二维度，可关注深耕打磨精品内容作品内容企业(华策影视、光线传媒、奥飞娱乐等)；第三维度，可关注因阿凡达IP打开想象力叠加新技术应用，驱动VFX、CG、AIGC等技术应用不同场景增加体验的标的如(风语筑、锋尚文化、视觉中国、丝路视觉等)。

### 风险提示

电影行业增速放缓风险；后疫情下回暖进展低于预期；优质影片供给的风险；推荐个股业绩不及预期的风险；电影等项目延期上映导致业绩波动风险；影院运营不及预期的风险；房屋租赁到期的风险；突发公共卫生事件的风险；宏观经济波动的风险等。

关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022-11-29 股价	EPS			PE			投资评级
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
001330.SZ	博纳影业	10.77	0.33	0.26	0.29	32.64	41.42	37.14	买入
603103.SH	横店影视	13.96	0.02	0.16	0.29	698.00	87.25	48.14	买入
300133.SZ	华策影视	4.83	0.21	0.25	0.31	23.00	19.32	15.58	买入
603466.SH	风语筑	11.93	1.04	0.25	0.37	11.47	47.72	32.24	买入
000681.SZ	视觉中国	12.19	0.22	0.21	0.24	55.41	58.05	50.79	买入
002292.SZ	奥飞娱乐	4.73	-0.26	0.09	0.2	-18.19	52.56	23.65	买入
002739.SZ	万达电影	13.19	0.05	-0.21	0.52	263.80	-62.81	25.37	未评级
300251.SZ	光线传媒	8.12	-0.11	0.15	0.32	-73.82	54.13	25.38	未评级
600977.SH	中国电影	13.20	0.13	0.06	0.5	101.54	220.00	26.40	未评级
300860.SZ	锋尚文化	51.99	0.67	0.54	2.81	77.60	96.28	18.50	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：未评级盈利预测取自万得一致预期）

## 正文目录

1、 《阿凡达：水之道》定档.....	4
1.1、 外部疫情反复 进口片定档重燃观影需求 .....	4
1.1、 《阿凡达》第一部电影影响：技术、内容、票房 .....	5
2、 《阿凡达：水之道》能带来什么？ .....	6
2.1、 情怀价值有望加持第二部 .....	6
2.2、 新技术应用之放映如何看？ 体验经济凸显 .....	7
2.3、 新技术之制作：VFX 有望再热 Unity 收购 Weta 探索元宇宙.....	8
2.4、 企业端布局 VFX、CG、AIGC 等进展 .....	11
2.5、 卡梅隆打造阿凡达 IP 价值几何？ 打开人类想象力新篇章.....	12
3、 行业评级及投资策略.....	17
4、 风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1：《阿凡达：水之道》想看人数 .....	4
图表 2：《阿凡达 1》全球累计票房 29.23 亿美元.....	5
图表 3：《阿凡达：水之道》影片预热 .....	6
图表 4：CINITY 财务数据 .....	7
图表 5：横店影视旗下 17 家（250 座以上）大影厅升级为 CINITY 影厅.....	8
图表 6：2022 年 3 月阿凡达特效公司 Weta Digital 更名为 Weta FX（因 Unity 收购） .....	9
图表 7：2021-2027 全球 VFX 视觉特效市场规模及复合增速.....	10
图表 8：2022-2029 全球 VFX 视觉特效市场规模及复合增速.....	10
图表 9：2022-2029 全球 VFX 视觉特效市场规模及复合增速、主要万家、全球分布及应用.....	11
图表 10：阿凡达 IP 系列电影及拟上电影时间表 .....	12
图表 11：阿凡达电影人物手办 .....	13
图表 12：IP 构建的圈层体系方法论.....	13
图表 13：2012-2023 年全国分账票房及假设、同比增速（上）、进口片票房占比（下） .....	14
图表 14：2010-2021 年全国分账票房及进口片头部影片、及票房占比.....	16
图表 15：《阿凡达：水之道》票房弹性测试（假设净票房 50 亿美元分 25%（上）、35%（下）票房.....	17
图表 16：关注公司及盈利预测 .....	19

# 1、《阿凡达：水之道》定档

## 1.1、外部疫情反复 进口片定档重燃观影需求

在 2022 年 11 月 23 日猫眼官宣《阿凡达：水之道》定档 12 月 16 日上映，同步北美，截至 11 月 29 日，约一周时间该片的想看人数已达到 88.9 万人，距离第一部《阿凡达》内地上映已过去 10 年以上，《阿凡达：水之道》预告片一开场，Jake、Neytiri 和 Na Vi 的家人在潘多拉的森林里探险，开场为观众带来熟悉感。卡梅隆将一位半身瘫痪的士兵进入另一个世界，与一位异星公主坠入爱河，谱写出一首充满异域风情的太空幻想曲，并定义了科幻片的新标准。第一部与第二部电影间隔约 12 年 11 个月之久，其时间主要消耗在新技术研发与应用以及剧本创作，卡梅隆曾公开表示第一部电影备受观众支持的原因是“观众在电影中实现了梦幻般的渴望。”

阿凡达的存在，直接推动了电影技术革命，让电影从 2D 走向 3D，让观众有了观影新体验。第二部《阿凡达：水之道》，其中水成为主线之一，但是传统光学动作捕捉难以应对水面的反射，进而花费一年半时间全新开发出水下动作捕捉系统；同时，《阿凡达：水之道》将是第一部裸眼 3D 电影，其裸眼 3D 全息技术将再次驱动技术的关注（例如 VFX）。时间成本如何看？《阿凡达：水之道》从 2013 年开始拍摄，到 2022 年定档上映，在 9 年多时间维度对成本核算以及预算也是重点之一，但长周期维度看，阿凡达电影的出现，对剧本的打磨，对新技术的执着，再到系列电影的推出，其对行业带来的推动价值远高于其量化的制作成本。

图表 1：《阿凡达：水之道》想看人数



资料来源：猫眼 app，华鑫证券研究

2022 年第四季度，临近贺岁档，《阿凡达：水之道》定档也为中国票房市场带来新增量，虽外部因疫情波动带来短期阶段性扰动，但由于政策调整及时，待 12 月 16 日正式上映后，其对观影热度仍具有较大提振，从影院端看，具有 IP 属性的头部的优质内容的供给成为影院业绩修复的核心因子之一；从观众角度看，2022 年是不容易的一年，一部 190 分钟的电影体验新奇的宇宙，也是精神需求的一次补给。

## 1.1、《阿凡达》第一部电影影响：技术、内容、票房

**技术角度看**，《阿凡达》带火数字 3D，拉开世界 3D 电影工业序章，中国电影院也开启 IMAX 屏幕的扩容，全国影院从数量与设备质量上均开启全面提升，在制作工艺上《阿凡达》也实现多个首次，例如首次实现脸部 CG（电脑特效）精确捕捉，首次使用虚拟摄影机，首次将 3D 摄影机与 2D 结合，首次将 3D 拍摄机与虚拟摄影机结合，边拍边与 CG 人物互动；《阿凡达》的出现为科幻电影重建标准。

**内容角度看**，《阿凡达》的精神内容是超于国别、超越文化的，《阿凡达》影片中所大力宣扬的环境保护、共生融合理念向来为世人所接受，弘扬真善美的基调也让《阿凡达》从立场上有别于其他进口片；《阿凡达》讲述发生在宇宙另一角度叫做潘多拉星球，人类将地球的资源 and 生存环境开采得所剩无几的时候，把目光投向了宇宙中的“潘多拉星球”并前往潘多拉掠夺能源，人类作为星际殖民者，在《阿凡达》中展现了外星人拯救人类的人性，虽《阿凡达》中人类是入侵者但《阿凡达》作品本身赞美了人类的想象力。《阿凡达》虚构了一个潘多拉星球，其想象力叠加技术力，在十年前表现出来的作品是具有划时代意义。从《盗梦空间》的里梦境结构，《星际穿越》里的四维空间表现，《降临》中外星人的文字符号系统，让人类想象力不断跨越。

**票房角度看**，《阿凡达》的全球总票房已达到 29.23 亿美元，也再次证明其全球影响力。第二部电影实在时隔 12 年 11 个月之后，其票房的号召力有望持续。

图表 2：《阿凡达 1》全球累计票房 29.23 亿美元



资料来源：猫眼专业 app，华鑫证券研究

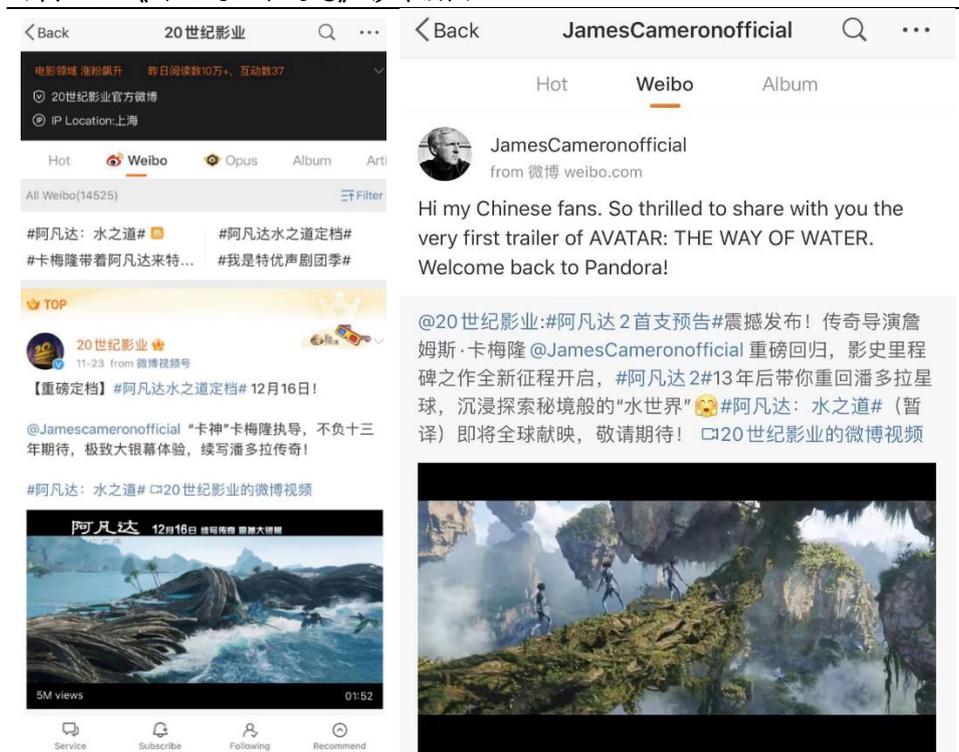
## 2、《阿凡达：水之道》能带来什么？

### 2.1、情怀价值有望加持第二部

2010年1月4日，《阿凡达》在中国上映，2022年12月16日，《阿凡达：水之道》将在中国上映，间隔12年11个月；《阿凡达》第二部有望再燃观影热度。如上图所示，第一部在中国首映一举取得13.4亿元票房（2010年），刷新中国影史票房记录。阿凡达能取得该成绩，第一，得益于制作精良 经典标杆，从电影的拍摄制作上来看，《阿凡达》在3D立体拍摄技术上的创新为全行业树立了标杆，比如立体摄像机、立体抠像、虚拟摄像机、CG场景和虚拟场景制作、动作拾取、3D立体合成等技术在电影拍摄制作上的应用，即使放到12年后的今天，其特效与3D技术也是头部内容作品水平；第二，3D启蒙之作，《阿凡达》作为3D电影的里程碑，为影迷带来心灵盛宴。

内容行业，打造出从产品到商品再到艺术品，其核心离不开直抵人心的精神内核（《阿凡达》第一部电影简述为了开采潘多拉星球的资源，人类化身“阿凡达”前往潘多拉，开启卧底与反卧底任务，《阿凡达》的内核放到2022年，依旧具有较强的现实意义和人文关怀。影片中呈现的对自然的尊重敬畏，是在警醒人类进步不能以牺牲环境为代价），同时，前沿技术的辅助，更利于其内核的展现。阿凡达的出现，为内容行业带来新标杆，第二部的上映，其情怀价值也有望持续加持。

图表3：《阿凡达：水之道》影片预热



资料来源：20世纪影业官微、卡梅隆官微，华鑫证券研究

## 2.2、新技术应用之放映如何看？体验经济凸显

### ➤ 放映技术看：从 3D 到 CINITY

中影 CINITY 与《阿凡达：水之道》的技术合作关系在历次研讨会中逐步释放。2019 年《双子杀手》的上映让 CINITY 的技术为市场接纳。如同《阿凡达》推动数字 3D 的快速发展，《阿凡达：水之道》也有望成为 CINITY 技术的又一较佳应用案例。2019 年 8 月，华夏电影正式发布 CINITY 品牌及 CINITY 影院系统，CINITY 电影放映系统创造性地融合了 4K、3D、高亮度、高帧率、高动态范围、广色域、沉浸式声音七大电影放映领域的高新技术，也是我国自主品牌和知识产权的高新技术格式电影放映系统。CINITY 影厅呈现出更细腻饱满、有质感的画面效果，使得影片在大银幕上具有更突出的高级，让观众全身心地有沉浸式体验。

2021 年 6 月，中国电影发布公告称，拟以自有资金 3.3 亿元收购 CINITY 相关公司股权，本次股权交易，CINITY 产品运营主体为中国电影（占股 80%），2021 年 10 月 29 日中国电影指出，CINITY 业务正式纳入公司科技板块，纳入公司的合并报表范围，华夏电影发行有限公司占股 20%；自 2019 年 8 月 CINITY 投放市场以来，截至 2021 年第一季度末，CINITY 已与万达、金逸、博纳、百老汇、奥斯卡、上影等影院投资和院线公司开展合作，全国已建成运营的 CINITY 影厅共 45 个，待建储备项目约 50 个，覆盖全国 21 个省份 28 个城市，涵盖了一、二线城市。据中国电影公告指出，CINITY 业务划入公司科技业务，进而我们看到 2021 年年报中指出，截至 2021 年底，全国已建成 CINITY 影厅 60 个，CINITY 版影片已上映超百部，为科技馆专向定制的 CINITY science 产品已获中标应用，公司的科技业务营收为 14.047 亿元（主要来自高格式电影业务即 CINITY 放映系统及相关技术产品，以及电影器材业务包括国产化影视设备生产、电影专业设备及相关产品进出口、影院设计咨询服务、影院信息化建设、影视器材展会服务等业务），若该部分收入均来自 CINITY 助力，即 CINITY 年度收入占比中国电影约 24%，增厚公司净利润约 1 亿元左右。

图表 4：CINITY 财务数据

时间	营收（亿元）	净利润（亿元）	利润率	CINITY（厅数）
2019-12-31	3.16	-0.029		
2020-10-29	1.116	0.085	7.62%	
2021-12-31	14.047	1.07	7.62%	60 个（全国建成）

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

\*2020 年受疫情影响

\*假设 2021 年年底其利润率与 2020 年趋同（保守估算）

### ➤ 横店影视 vs CINITY（新增 17 家 CINITY 厅）

2022 年 11 月，具有我国自主品牌和知识产权的高新技术格式电影放映系统 CINITY 日前公布，已与横店影视达成全方位战略合作，本次合作覆盖山东、天津、江苏、福建、湖北、湖南、四川、贵州、云南等全国 17 个东、中、西部省市，且均为 250 座以上的大型影厅（约 17 家），其中大部分城市为 CINITY 首次进驻。

图表 5: 横店影视旗下 17 家 (250 座以上) 大影厅升级为 CINITY 影厅



资料来源: wind 资讯、CINITY 微博官网、中国电影导演协会, 华鑫证券研究

综上, 从放映端看, 新技术的不断迭代助力线下体验经济价值凸显。院线作为线下媒介之一, 在线上内容供给丰富叠加获取内容便捷后, 是否会取代线下影院成为新思考, 但通过从放映端的 3D 到 CINITY, 线下媒介获新技术加码, 线下媒介利于虚实融合体验经济再提升。新技术不会止步于 CINITY, 技术的不断迭代利于线下媒介体验经济价值重估。

### 2.3、新技术之制作: VFX 有望再热 Unity 收购 Weta 探索元宇宙

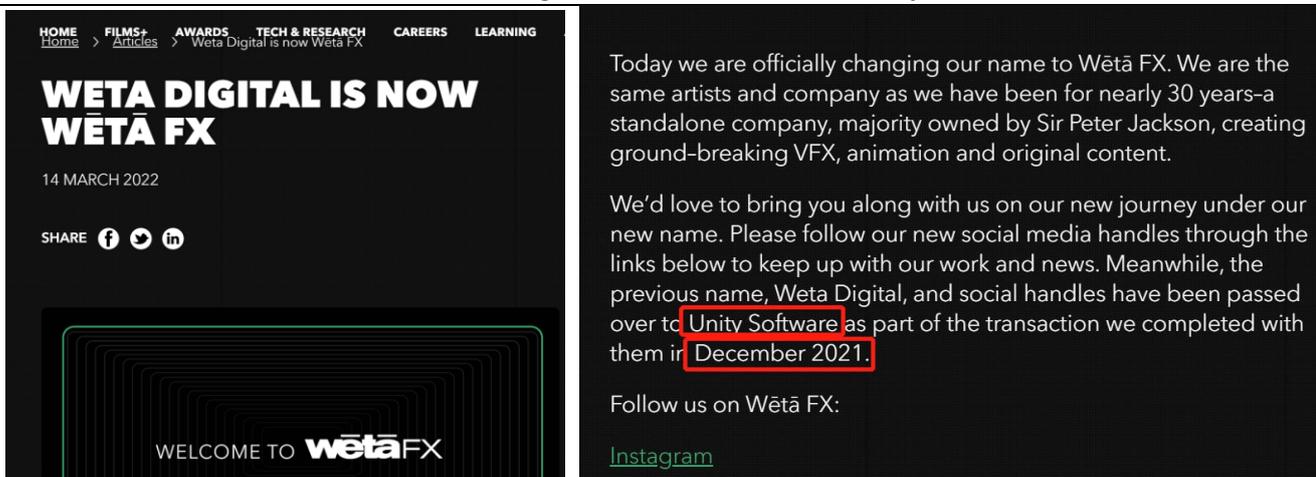
从 Weta Digital 到 Weta FX, Unity 推动新工具用于元宇宙建设。从制作角度看, 《阿凡达》电影的制作离不开视觉特效公司 Weta Digital。维塔数码 (Weta Digital) 成立于 1993 年, 是一家全球领先的综合性视觉特效公司, 总部设在新西兰首都惠灵顿, 其业务范围包括设计、专业道具造型和修补、生物道具制作、盔甲武器制作、微雕、大型场景、布景和服装等制作, 电影如《阿凡达》、《魔戒三部曲》、《金刚》等片中的特效均出自于维塔的制作团队。2021 年 11 月 10 日, 维塔数码被 Unity 以现金和股票组合的形式出资 16.25 亿美元收购, 在 2021 年 12 月该交易完成, 即 Weta Digital 更名为 Weta FX。

#### ➤ Unity+Weta Digital: 使得元宇宙实时 3D 内容成为可能 AIGC 经济价值可持续

Unity 指出, 通过收购 Weta Digital VFX 团队叠加 Unity 深入开发, 使下一代“元宇宙”实时 3D 内容成为可能, 助力挖掘元宇宙潜力。Unity 和 Weta Digital 联合可使得任何行业的任何艺术家, 利用创造性的想象力和先进工具 (例如 Manuka、Gazebo、Barbershop、Lumberjack、Loki、Squid、Koru 等) 降低创作门槛, 利于增厚元宇宙中实时 3D 内容, Unity 也可将这些工具云化。我们认为, 2021 年 Unity 收购 Weta Digital VFX, 为其元宇宙的发展补齐内容创作环节, 和目前 AIGC 的发展如出一辙, Unity 可通过本次交货获得用于可互操作的 3D 艺术创作的基础数据平台, 使数百位艺术家可轻松地无缝协作, WetaFX 团队将在未来几年创建 VFX 时继续积累资产。Unity 将允许用户使用 DCC 画布, 艺术家可在 Weta 使用越来越多强大的工具制作电影, 并从内容库资产用于自身项目中。在元

宇宙中，需要大量实时内容供给，AIGC 以及 VFX 等技术加持，使其内容数字化资产厚度有望持续扩容，效率提升，技术发展推动了内容生产方式的升级，提高内容生产效率，利于加速驶向人机共创的元宇宙新未来。

图表 6: 2022 年 3 月阿凡达特效公司 Weta Digital 更名为 Weta FX (因 Unity 收购)



资料来源: Weta FX 官网, 华鑫证券研究

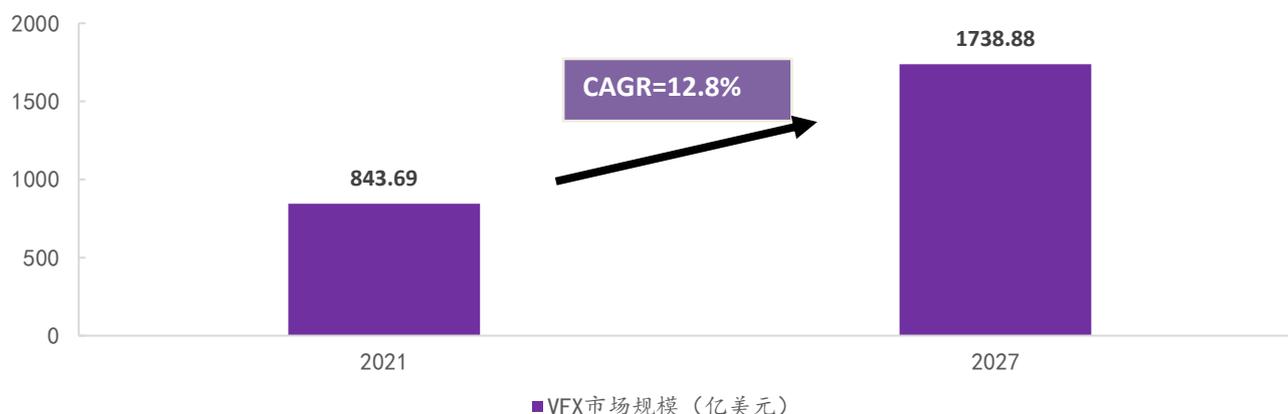
➢ 全球视觉效果 (VFX) 市场规模从 2021 年 843.69 亿元有望增加至 2027 年的 1738.88 亿元 (CAGR 为 12.8%)

回顾电影视觉特效的发展与备受重视，离不开 1977 年第一部《星球大战》的成功 (1976 年卢卡斯因第一部电影需要成立特效公司工业光魔)，卢卡斯构筑了星际帝国，影片中微缩模型的大量使用并没有影响其整体视觉效果的优质，反倒是确立了科幻电影中星际景象的典范地位，也让工业光魔名声大振；1993 年工业光魔 (Industrial Light & Magic 即 ILM) 第一次利用数字技术制作了斯皮尔伯格电影《侏罗纪公园》中的恐龙再次引领数字特效风潮，随后《魔戒三部曲》奠定了 Weta Digital 的行业地位。

从市场规模看，VFX (Visual effects, 简称 VFX 即视觉特效)，VFX 通过创造图像和处理真人拍摄范围以外镜头的各种处理，特效涉及真人镜头和计算机生成图像 (CGI) 的合成

以创造虚拟的真实场景。2021 年，全球视觉效果 (VFX) 市场规模达到 843.69 亿元，预计至 2027 年，全球视觉效果 (VFX) 市场规模将会达到 1738.88 亿元 (复合增速 12.8%)、

图表 7：2021-2027 全球 VFX 视觉特效市场规模及复合增速



资料来源：Market Monitor，华鑫证券研究

➢ 全球视觉效果 (VFX) 市场规模从 2022 年 112.5 亿美元有望增加至 2029 年的 211.3 亿美元 (CAGR 为 8.2%)

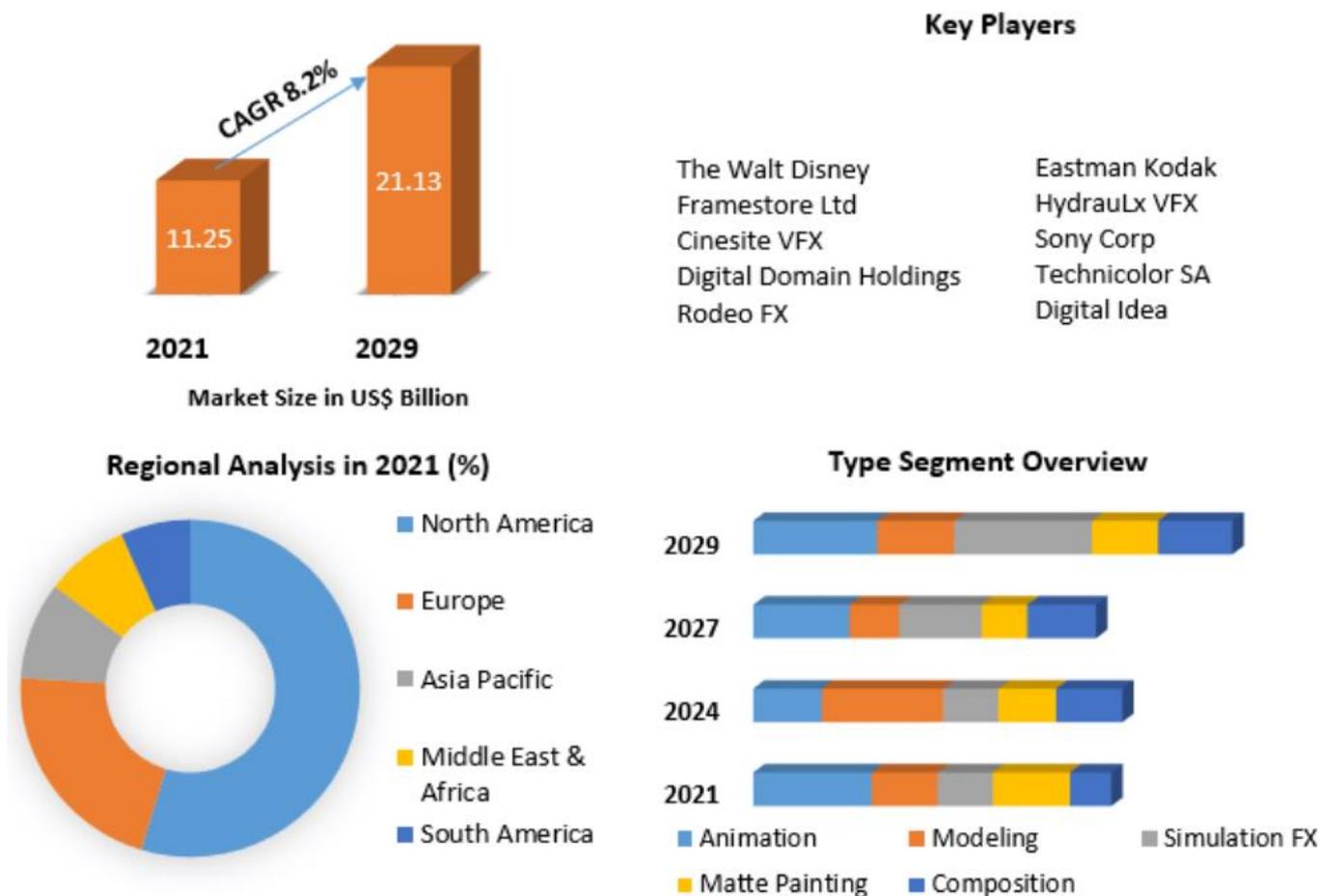
从市场规模看，全球视觉效果 (VFX) 市场规模有望从 2022 年的 112.5 亿美元增加至 2029 年的 211.3 亿美元 (复合增速 8.2%)；从应用分类中，VFX 用于动漫、模型、数字绘画等。2021 年 VFX 主要应用在北美洲、欧洲、亚太地区。

图表 8：2022-2029 全球 VFX 视觉特效市场规模及复合增速

Visual Effects (VFX) Market			
Report Coverage	Details		
Base Year:	2021	Forecast Period:	2022-2029
Historical Data:	2017 to 2021	Market Size in 2021:	US\$ 11.25 Bn.
Forecast Period 2022 to 2029 CAGR:	8.2%	Market Size in 2029:	US\$ 21.13 Bn.
Segments Covered:	by Type	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Animation</li> <li>• Modeling</li> <li>• Simulation FX</li> <li>• Matte Painting</li> <li>• Composition</li> </ul>	
	by Application	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Movies</li> <li>• Television</li> <li>• Gaming</li> <li>• Advertisement</li> </ul>	

资料来源：Maximize Market Research，华鑫证券研究

图表 9：2022-2029 全球 VFX 视觉特效市场规模及复合增速、主要万家、全球分布及应用



资料来源：Maximize Market Research，华鑫证券研究

## 2.4、企业端布局 VFX、CG、AIGC 等进展

**VFX 之风语筑 (603466)**：公司致力于数字新媒体技术研发及数字内容生产、分发与管理，依托公司创意、设计和内容制作能力，结合长年积累的 CG 特效、人机交互、裸眼 3D、全息影像、5G 云 XR、AI 人工智能、大数据可视化等关键技术手段，公司的产品及系统广泛应用于政务服务、城市文化体验、数字展示、文化旅游、广电 MCN、新零售体验及数字艺术消费等众多领域，公司将以 5G“新基建”为战略基石，加强 5G 后端应用，加大对 5G 实时云渲染，全息现实，VR、AR、MR，4K/8K 超高清视频等数字新媒体技术的投入，强化数字文化 IP 的开发、打造及运营能力，巩固数字内容的生产制作及场景供给优势，力争成为全球新媒体数字科技的超前引领者及优质数字内容全渠道服务商。

**凡拓数创 (301313)**：专注研发 3D 可视化技术的优势，凡拓数创为客户提供数字展示一体化服务，包括 3D 数字内容制作、VR/AR 展示等，业务范围涵盖产业地产、园区、商业综合体等领域。

**CG 之丝路视觉 (300556)**：基于 CG、VR、AR 等数字视觉科技应用，丝路视觉提供以创

意为核心，以市场需求为导向的数字创意服务，包括设计可视化、数字营销、展览展示三大主营业务板块，布局视觉前沿科技应用研发，覆盖 VR/AR/MR（丝路视创）等新型数字化基础建设的数字视觉技术应用研究，赋能产业新一轮数字化升级。

**AIGC 之视觉中国（000681）：**公司旗下“元视觉”艺术网共发行已收录入“元视觉”艺术网“AIGC”专辑的艺术作品 17 件，AI 斯坦主题系列作品 200 件；并与腾讯会议达成协议，入驻腾讯会议应用市场，为腾讯会议用户提供包括插画、摄影图片、动态图片以及 AIGC-人工智能生成图片在内的各类虚拟背景图片。

**VFX 之海外公司工业光魔（ILM）：**ILM 不断推动视觉效果发展，从掌握蓝屏摄影、哑光绘画、模型和微型建筑的传统艺术开始，ILM 推进了光学合成艺术，并率先发展了运动控制摄影、数字合成和许多其他效果技术的进步。自 20 世纪 80 年代以来，ILM 在故事片中使用计算机图形和数字成像方面处于领先地位，开发了变形、包络和胶片输入扫描技术等突破性技术。最近，ILM 推出 StageCraft 实时虚拟制作平台和 StageCraft 主导的舞台，让故事讲述者在如何计划、开发和捕捉方面拥有灵活性。

**CG 之海外公司数字领域：**精通于粒子系统以及真人 CG 结合。

## 2.5、卡梅隆打造阿凡达 IP 价值几何？打开人类想象力新篇章

IP（Intellectual Property），天生具备文化属性和情感认同价值。新一代的年轻消费群体，作为数字化世代的原住民，对 IP 的天然接受度、想象力和创造力，亦在不断突破人们的固有认知，并拉动整个消费市场环境的变化。IP 的价值观与当下社会意识及目标群体推崇的文化属性之间的契合度，是决定 IP 成功与否的关键基础条件之一。卡梅隆打造的阿凡达系列，从第一部到第二部，其凸显的精神内核是超越种族、超越国别的，同时利用新技术如 VFX 等构建想象中的星球（潘多拉世界），再一次带领观众走进卡梅隆打造的宇宙，是人类想象力极致的体现，是前言技术的窗口，进而树立了阿凡达 IP 走进大众心智标杆。

图表 10：阿凡达 IP 系列电影及拟上电影时间表

时间	片名	票房（中国区）亿元
2010-01-04（中国）	《阿凡达》	17.15
2022-12-16（中国）	《阿凡达：水之道》（第二部）	？
2024-12-20（美国）	《阿凡达 3：带种者》	？
2026-12-18（美国）	《阿凡达 4：祖古骑士》	？
2028-12-22（美国）	《阿凡达 5：追寻伊娃》	？

资料来源：猫眼 app，华鑫证券研究

### ➤ 阿凡达 IP：一个世代的情怀

从 IP 方法论角度看，IP 的主体、感知、运营三角度看，阿凡达均具有，从构建主体中阿凡达是想象中的远在 2154 年的潘多拉星球，可自由构建人物属性及世界观；IP 感知维度中通过身高 3 米的蓝色类人生物 Na Vi 人外形给与视觉冲击，电影未正式上映之际，其相关人物 IP 的手办已推出；在 IP 运营中，时隔十年以上的阿凡达第二部电影推出，从时间维度已打造其一个世代的情怀。

图表 11：阿凡达电影人物手办



资料来源：Hottoys 官网，华鑫证券研究

图表 12：IP 构建的圈层体系方法论

## IP构建的圈层体系

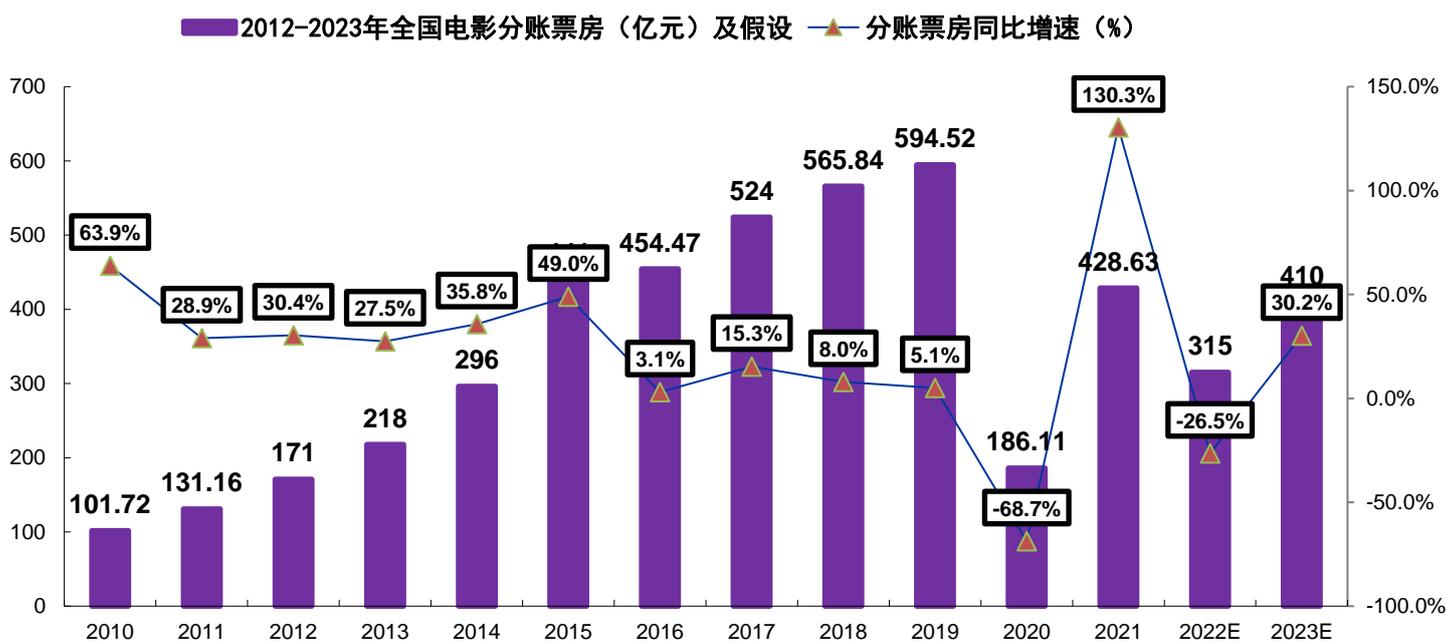


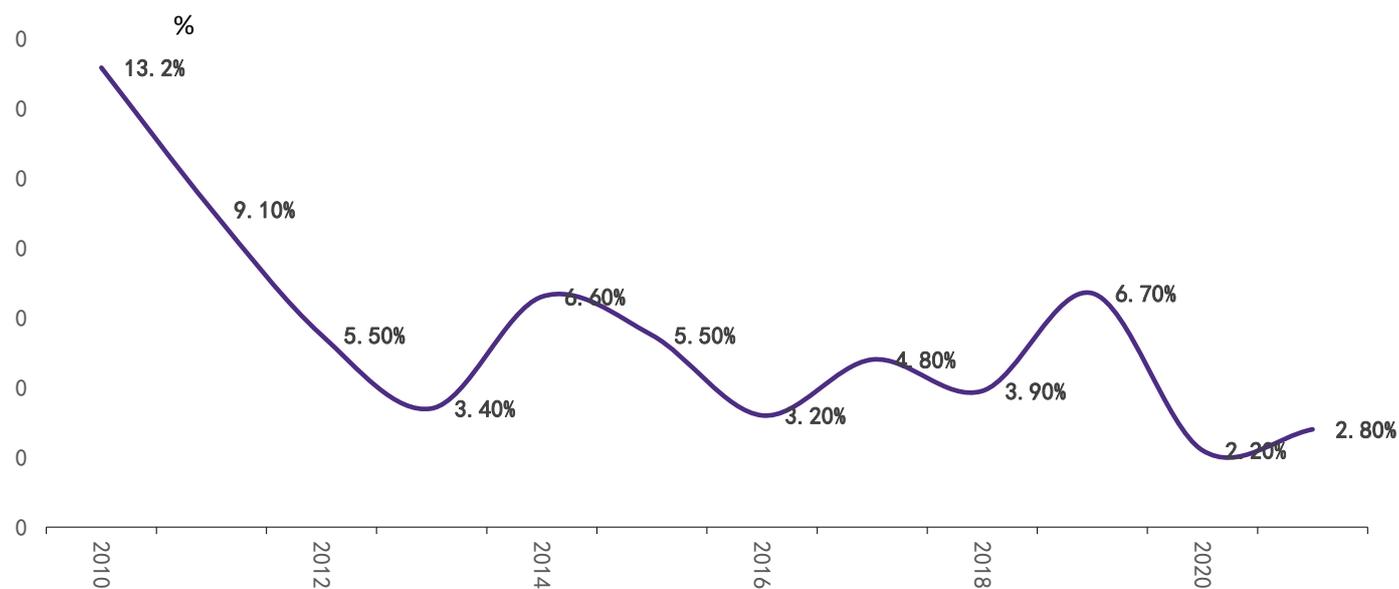
资料来源：O1 Research，华鑫证券研究

➤ 精品化、全球化、系列化对票房的影响

纵观中国票房的发展趋势，我们看到全国分账票房从 2009 年的 62 亿元增加至 2021 年的 428.6 亿元，2019 年破 500 亿元，2020 年由于疫情因子致当年票房不具参考。进口片对全国票房的拉动在逐步弱化，如下图所示，从 2010 年《阿凡达》在中国上映取得分账票房占比 13.2% 的两位数增速后，2011 至 2021 年期间，进口片的头部单片分账票房均在个位数占比，**第一**，进口片对观影热度的号召力仍在，但由于审美疲劳下部分影片的内核同质化致单片对票房的吸金能力走弱；**第二**，娱乐供给看，媒介如短视频、小红书、微博、微信朋友圈对影片的口碑传播会影响未观看人群的选择，同时有限娱乐时间中新内容供给增多，可选项增多对其产生分流；**第三**，国产片的质量在逐步提升（中间有波折，但仍有黑马）。从时间成本维度看精品化是内容产品获得较高回报的核心，全球化的大背景是经济后盾下的文化传播（迪士尼的全球发行能力的前提是美国经济的发展叠加迪士尼自身原创内容资产的累积）；系列化是一把双刃剑，系列化意味高期待，如何保持持续的高质量输出即回归到精品化的维度。

图表 13：2012-2023 年全国分账票房及假设、同比增速（上）、进口片票房占比（下）





资料来源：猫眼专业 app，华鑫证券研究

图表 14: 2010-2021 年全国分账票房及进口片头部影片、及票房占比

时间	全国分账票房 (亿元)	头部进口片票房占比	头部进口片
2010	101.72	13.2%	《变形金刚 3》
2011	131.16	9.1%	《泰坦尼克号》重映
2012	171	5.5%	《钢铁侠》
2013	218	3.4%	《变形金刚 4》
2014	296	6.6%	《速度与激情 7》
2015	441	5.5%	《魔兽》
2016	454.47	3.2%	《速度与激情 8》
2017	524	4.8%	《复仇者联盟 3》
2018	565.84	3.9%	《复仇者联盟 4》
2019	594.52	6.7%	《信条》
2020	186.11	2.2%	《速度与激情 9》
2021	428.63	2.8%	《变形金刚 3》

资料来源: 猫眼专业 app, 华鑫证券研究

图表 15: 《阿凡达: 水之道》票房弹性测试 (假设净票房 50 亿元美国分 25% (上)、35% (下) 票房)

《阿凡达2》进口分账比例假设	电影事业专项资金和特别营业税 (上缴8.3%)	8.30%	0.7
		分成比例	50亿元净票房已剔除中国区数字费票房 (亿元)
第一次分配	美国区域 (美方分25%)	25%	12.5
	中国区域 (发行方 中影华夏)	17%	8.5
	中国区域 (影院方 全国影投)	58%	29.0
第二次分配	全国院线影投分成	58%	29.0
	全国院线影投分成 (万达14%+横点3.6%+博纳1.7%)		
	万达 (下属影院746家)	14%	4.1
	横店 (下属影院445家)	3.6%	1.0
	博纳 (下属影院107家)	1.7%	0.5
《阿凡达2》进口分账比例假设	电影事业专项资金和特别营业税 (向中国上缴8.3%)	8.30%	0.7
		分成比例	50亿元净票房已剔除中国区数字费票房 (亿元)
第一次分配	美国区域 (美方分35%)	35%	17.5
	中国区域 (发行方 中影华夏)	17%	8.5
	中国区域 (影院方 全国影投)	48%	24.0
第二次分配	全国院线影投分成	48%	24.0
	全国院线影投分成 (万达14%+横点3.6%+博纳1.7%)		
	万达 (下属影院746家)	14%	3.4
	横店 (下属影院445家)	3.6%	0.9
	博纳 (下属影院107家)	1.7%	0.4

资料来源: 猫眼专业 app, 华鑫证券研究

### 3、行业评级及投资策略

给予电影院线行业推荐评级。2022 年是后疫情时代电影市场的恢复之年, 进口片也陆续顺利上映, 但 2022 年也是二十大召开年, 外部事件也对电影市场带来波动, 展望 2023 年, 低基数叠加内容定档的常态化, 同比增长可期, 企业端博纳影业在 2022 年顺利上市,

请阅读最后一页重要免责声明

17

电影市场有望涌现更多主流价值影片，为我国从电影大国迈向电影强国打下坚实基础。媒介变迁下触达内容更加便捷，但线下观影带来的体验经济具有差异性，线下观影体验的核心来自优质内容的供给，国产影片与进口片有望双轮驱动 2023 年全国电影市场。

**政策端**，2021 年 11 月 9 日，国家电影局发布了《“十四五”中国电影发展规划》，聚焦建成电影强国远景目标，指出“十四五”时期电影发展要实现以下目标：努力实现市场和产业体系更加健全，电影发行放映机制改革持续深化，市场规模稳居世界前列，国产影片年度票房占比保持在 55% 以上，到 2025 年银幕总数超过 10 万块，结构分布更加合理，电影产业链条延伸拓展，电影消费模式创新升级，电影综合收入稳步提高。聚焦 2035 年建成电影强国的远景目标。若 10 年周期看，新技术的产生驱动新体验经济，传统的影院的观影功能在 10 年后也许会被另一种体验所取代或者不是核心功能，但影院的物理存在是无法替代。内容是流动的，优质内容的分发渠道可线上也可线下，若从 5-10 年维度看（2025-2030），院线作为电影内容主要传播的属性预计在新技术驱动下实现升级，线上与线下的边界也将模糊与融合，内容分发体验方式也有望实现融合，助推线下院线市场的扩容。

#### 投资维度，

**第一维度**，可关注阿凡达电影直接受益的发行方（中国电影）、以及（万达电影、横店影视、博纳影业）为代表的院线三剑客；

**第二维度**，可关注深耕打磨精品内容作品内容企业（华策影视、光线传媒、奥飞娱乐等）；

**第三维度**，可关注因阿凡达 IP 打开想象力叠加新技术应用，驱动 VFX、CG、AIGC 等技术应用不同场景增加体验的标的如（风语筑、锋尚文化、视觉中国、丝路视觉等）。

文化传媒互联网新消费行业的发展是伴随内容与新媒介融合以及新用户圈层需求的共振，精神内容需求伴随物质满足后不断提升。从内容到媒介再到新世代用户均在助力中国文化强国的实现，电影作为文化强国分支，从供给与需求两端叠加新技术驱动，均有望持续受益行业的修复与新增。

图表 16：关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022-11-29 股价	EPS			PE			投资评级
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
001330.SZ	博纳影业	10.77	0.33	0.26	0.29	32.64	41.42	37.14	买入
603103.SH	横店影视	13.96	0.02	0.16	0.29	698.00	87.25	48.14	买入
300133.SZ	华策影视	4.83	0.21	0.25	0.31	23.00	19.32	15.58	买入
603466.SH	风语筑	11.93	1.04	0.25	0.37	11.47	47.72	32.24	买入
000681.SZ	视觉中国	12.19	0.22	0.21	0.24	55.41	58.05	50.79	买入
002292.SZ	奥飞娱乐	4.73	-0.26	0.09	0.2	-18.19	52.56	23.65	买入
002739.SZ	万达电影	13.19	0.05	-0.21	0.52	263.80	-62.81	25.37	未评级
300251.SZ	光线传媒	8.12	-0.11	0.15	0.32	-73.82	54.13	25.38	未评级
600977.SH	中国电影	13.20	0.13	0.06	0.5	101.54	220.00	26.40	未评级
300860.SZ	锋尚文化	51.99	0.67	0.54	2.81	77.60	96.28	18.50	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：未评级盈利预测取自万得一致预期）

## 4、风险提示

电影行业增速放缓风险；后疫情下回暖进展低于预期；优质影片供给的风险；推荐个股业绩不及预期的风险；电影等项目延期上映导致业绩波动风险；影院运营不及预期的风险；房屋租赁到期的风险；突发公共卫生事件的风险；宏观经济波动的风险等。

## ■ 传媒新消费组介绍

**朱珠：**会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒互联网新消费等。

**于越：**理学学士、金融硕士，拥有实业经验，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒游戏互联网板块等。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。