

2020秋季策略会 信创与数字经济论坛

电影产业链变化与投资机会

中信证券研究部 传媒与互联网组

2020年9月9日

- **国内影院复工后发先至，复工6周后票房修复赶上日、韩复工4个月的修复水平。**根据boxofficemojo 数据，8月国内票房与观影人次为去年同期的40%+，影院复工率达到90%+，放映场次恢复到去年同期的70%左右。受《八佰》的强势拉动，近2周电影票房与观影人次均超出去年同期30%以上。国内票房市场复工6周即达到日、韩市场复工4个月的修复水平。我们认为，电影产业链的投资逻辑既有短期来自复工带来的触底反弹，更兼具中长期产业链供需格局演变下的基本面支撑。
- **内容端：内容为王，优质作品的门槛抬升，头部制作公司受益。**国产电影叫好叫座，优质内容具有稀缺性和强影响力。**融资方面：**影视行业融资规模自2019年断崖式下滑，近年来A股主要影视公司股权融资锐减，债权融资成为主要融资手段且迎来债务偿还的高峰期；**投入产出方面：**头部作品制作成本、票房份额与投入产出比的提高进一步抬升了准入门槛，资本驱动效应明显；**题材方面，**国产动画电影依然有挖掘空间，政策鼓励国产科幻电影；**竞争态势方面：**头部制作公司依托资本优势与融资能力，加上优质生产要素继续回流与集中，有望稳定和提升市场份额，关注光线传媒、华谊兄弟。
- **宣发端：集中度提升整合效应加剧，互联网平台强化产业链拓展。**互联网化宣发对传统宣发模式带来较大的挑战，近年来电影宣发市场集中度提升明显。在线票务平台双寡头猫眼娱乐与阿里影业依托用户与数据优势进军电影宣发市场，均取得较显著的成功。同时，在线票务平台进一步突出其内容战略，强化内容出品资源与能力，加强与内容制作型企业的连接，逐步由渠道型向平台型公司方向拓展，关注猫眼娱乐等。

- **渠道端：短期看复工修复，中期看行业经营拐点带来戴维斯双击，长期关注行业整合。**
 - 近年来渠道供给端无序扩张导致单屏产出与盈利水平下降。2017年以来供给端结构性优化陆续启动，中小影院成为关停主力。疫情冲击下资金链压力推动供给端战略收缩，行业供需格局有望改善，带动单屏产出迎来拐点以及院线资产盈利与估值修复。院线资产风险经历近2年陆续释放（商誉等资产减值计提），账面资产质量有所改善。
 - 国内院线集中度依然偏低。借鉴美国近20年行业集中度提升历程，结合国内院线及影投资产证券化水平来看，我们认为院线资产集中度有提升空间，但也任重道远。北美院线先后经历了2轮集中度提升历程（被动整合与主动整合），均带来板块盈利与估值水平的明显提升。
 - 短期来看，头部院线依托较强资金储备和融资能力，资金链压力较小，抗风险能力强；中长期来看，龙头企业经营效率与规模效应优势明显，有望持续提升市场份额。关注万达电影、横店影视、上海电影、中国电影等。

- **风险提示：疫情反弹风险；排片集中导致内容端不确定性风险；观影需求修复不达预期的风险；影院与银幕数继续无序扩张的风险；常态化防疫管控要求收紧的风险。**

CONTENTS

目录

内容端：内容为王，优质作品资本门槛抬升，头部制作公司受益

宣发端：集中度提升整合效应加剧，互联网平台强化产业链拓展

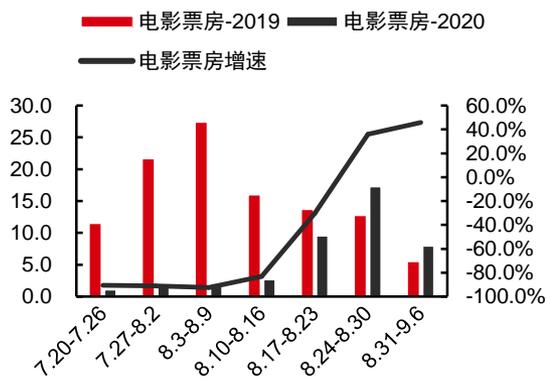
渠道端：院线整合尚有空间任重道远，供给收缩将带来戴维斯双击

风险提示

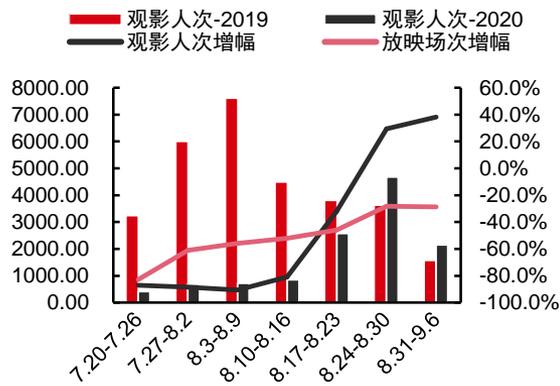
影院复工成效对比：国内后发先至，复苏成效领先

- 国内8月票房修复到去年同期40%以上，近2周票房超去年同时期30%以上：**国内影院复工至今共6周，累计实现票房42.7亿元，为去年同期的40%，复工以来单周最高票房达17.3亿元。8月全国累计票房33亿元，为去年同期的42%，观影人次达9455万，为去年同期的43%。得益于电影《八佰》的持续发力，近2周周票房规模及观影人次超出去年同期30%+。受限于常态化防疫管控的要求，当前电影放映场次修复到去年同期的70%左右，影院复工率约为90%。考虑到诸多大片在9-10月陆续上映（信条、花木兰、姜子牙、我和我的家乡、急先锋、夺冠、一点就到家等），预计票房修复力度将继续加码。
- 横向对比：疫情管控成效助力国内电影复苏领先海外。**日韩地区影院4月底到5月陆续复工，北美地区影院复工分批推进波折不断。从票房来看，北美地区当前票房规模依然仅为去年同期的10%左右；日本地区票房规模修复到50%左右（复工已达4个月）；韩国票房规模修复到去年同期的40%左右水平（复工已超4个月）；国内由于《八佰》的拉动，近2周票房规模与观影人次均超出去年同期30%左右水平。表明观影需求依然旺盛，优质内容依然是观影需求的强力保证。**国内影院复工仅6周即达到日韩地区复工4个月以上的票房修复水平。**

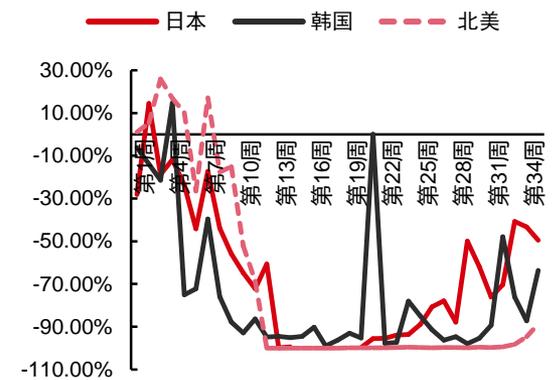
国内电影复工以来周票房（亿元）



国内电影复工观影与放映场次（万）



2020年北美、日韩票房同比增速



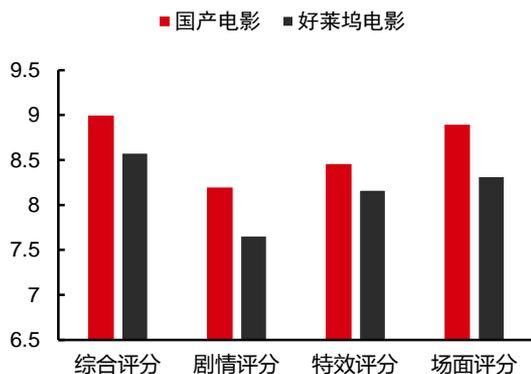
资料来源：boxofficemojo, 中信证券研究部

- **短期关注影院复工数据持续向好带来的反弹机会：**复工修复的逻辑持续得到验证，后续诸多大片的排片以及疫情防控对观影的限制逐步放松，有望进一步带动观影需求的修复和增长。
- **中长期来看，电影产业链经历了数年的调整，叠加此次疫情的冲击效应，产业链供需格局发生了明显的变化。从产业链基本面变化的角度，有望进一步挖掘板块中长期价值与投资机会。**

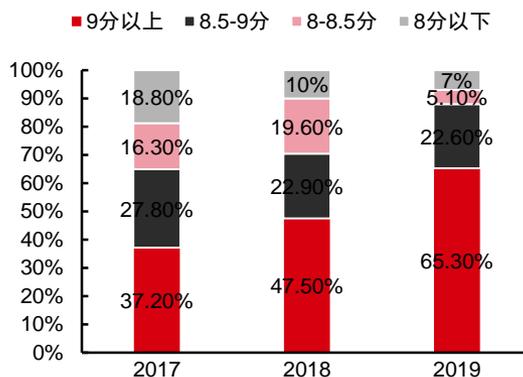
内容端：国产电影较好叫座，优质内容公司具备持续投资价值

- **优质内容叫好叫座，国产电影质量提升：** 2017年-2019年，猫眼电影评分9分以上的电影票房占比从37.2%提升到65.3%，而相应8分以下评分的电影票房占比从18.8%逐步压缩到7%，优质内容叫座效应明显。与此同时，国产电影质量显著提升，19年TOP20票房电影的观众评分均优于进口大片，显示国产内容在挖掘本地化优势和开发符合观众偏好的内容方面取得有效成绩，成为国产片票房增长的保障。
- **头部效应凸显，优质内容依然稀缺和具有产业链影响力：** 2016年以来TOP10电影票房占比从31%持续提升到44.5%，显示内容层面的头部效应愈加凸显，优质内容制片方依然有明显的稀缺性。虽然随着技术的进步，渠道端的竞争格局也处于不断演绎当中，但内容依然是渠道构建壁垒和形成用户粘性的核心稀缺资源。
- **单部内容作品本身具备不确定性，但是通过平台化运作以及产业链优势资源的积累，能够维持整体平台优质内容的相对确定性（与头部游戏研发商相似），因此优质内容制作公司本身依然具备持续性投资价值。**

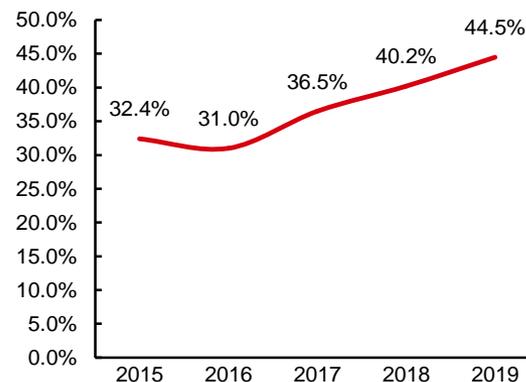
2019年TOP20票房评分



2017-2019年各评分段票房占比



TOP10电影占全年票房比例

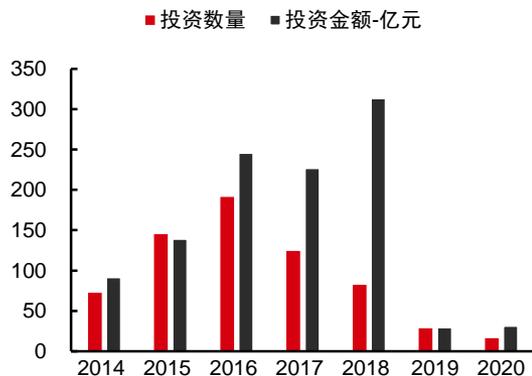


资料来源：猫眼专业版，灯塔专业版，中信证券研究部

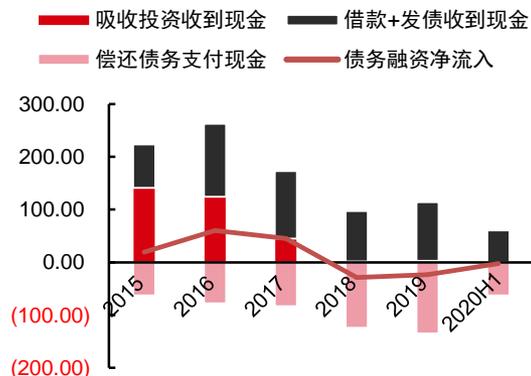
■ 影视资产融资环境明显收紧 & 电影作品头部效应加剧，投资门槛提升

- 近2年股权融资困难且处于偿债高峰期：2016-2018年是产业链融资高峰期，2018年融资额达313亿元，2019年锐减到不足30亿元，降温显著。2018年之后发股融资愈加困难，借款+发债成为主要的融资方式。相应的2018-2019年历史债务集中到期，导致板块资产处于债务融资净流出阶段。投资降温、融资困难背景下具有较强融资能力和资本储备的企业具备明显优势。与此同时，腾讯、阿里以及猫眼等互联网平台不断强化影视内容投资，加强向内容端的渗透与拓展，也将进一步压缩中小影视制作企业的生存空间。
- 马太效应下，电影内容作品资本驱动型特征进一步凸显：2010年以来，国产电影票房TOP10的影片合计制作成本从此前的10亿元级别逐年攀升到当前的25亿元以上，其占国产票房比例也从30%+提升到近65%。同时票房/制作成本比值从1.9提升到2019年的9.93。表明国产电影头部集中效应下，资本驱动型特征更加凸显，头部作品的收益更为可观。
- **融资收紧+资本驱动效应意味着头部作品的准入门槛提升，具有资本优势和融资能力强的内容制作企业优势更加明显。**

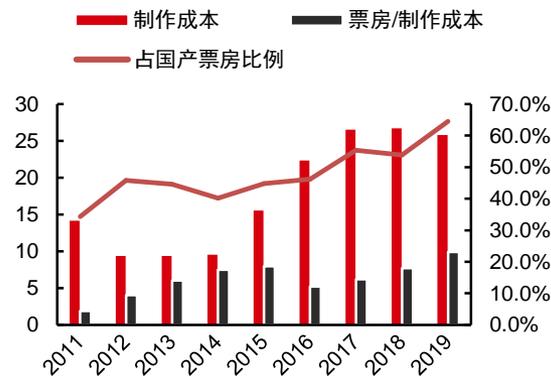
影视行业投资情况（个，亿元）



A股电影产业链公司融资（亿元）



历年TOP10国产电影情况（亿元）

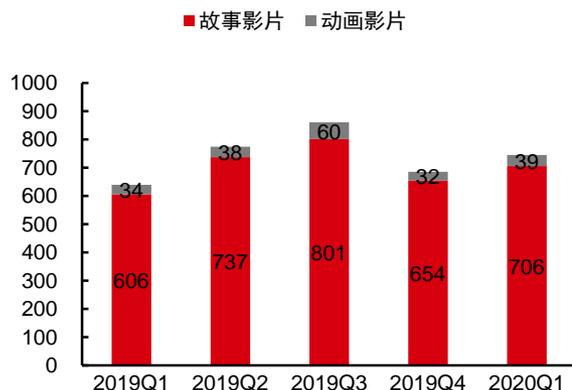


资料来源：IT桔子，Wind，猫眼专业版，中信证券研究部

内容端：疫情是否将导致明年片源紧张？

- **1月底-4月初，受疫情影响，剧组拍摄有所延迟，复工进度尚好，整体影响预计有限：**
- **电影制作备案公示情况：**8月初国家电影局披露截止3月的电影制作备案公示。20Q1全国故事影片备案公示达706家，较2019Q1增加100家。虽然疫情使相应时间后延，但预计对电影制作意愿影响有限。
- **剧组拍摄进度情况：**早在4月初期，上海约50%影视企业复工，江苏主要影视企业90%以上有限复工，受疫情影响自1月底停摆的剧组拍摄在3-4月陆续进行复工，预计整体拍摄进度影响有限。
- **影片产量与储备：**近年来上映国产片数量逐年增加，2019年上映国产新片416部，上映进口新片129部，2020年截至8月底累计上映国产新片和进口新片53/16部（去年同期为239/87部）。预计**20Q4与21H1**新片上映节奏将明显加快，集中排片可能增加头部作品间的竞争。
- **考虑疫情后剧组复工节奏较快，且影院停摆期间前期储备影片依然丰富，疫情得到有效控制情况下，预计片源紧张可能性不大；若疫情反弹，则可能导致影片投资积极性下滑。**

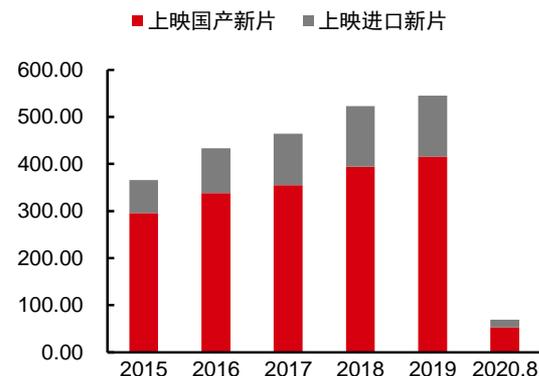
国产电影备案公示数量（部）



历年国产故事片产量（部）



近年上映影片数（部）



小结：内容端投资机会

- 国产电影质量持续提升，内容为王，优质内容公司具备持续性价值
- 资本降温、融资趋紧+影片投资资本驱动特征明显，优质作品的进入门槛提升
- 国产动画电影依然有挖掘空间，政策鼓励国产科幻电影
- 头部制作公司依托资本优势与融资能力，加上优质生产要素继续回流与集中，有望稳定和提升市场份额，关注光线传媒及华谊兄弟等。

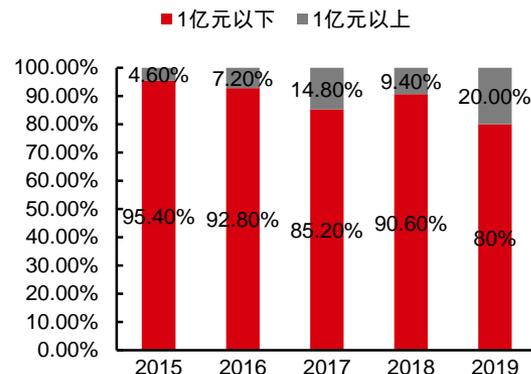
光线传媒历年经营情况（亿元）



TOP50票房中动画电影（亿）



近年来国产动画电影票房类型



资料来源：猫眼专业版，Wind，中信证券研究部

CONTENTS

目录

内容端：内容为王，优质作品资本门槛抬升，头部制作公司受益

宣发端：集中度提升整合效应加剧，互联网平台强化产业链拓展

渠道端：院线整合尚有空间任重道远，供给收缩将带来戴维斯双击

风险提示

宣发端：互联网平台延伸产业链，对传统宣发形成冲击

- 多元化电影发行方，互联网平台依托用户与数据优势不断提升影响力：**
 - 1) **影视制作公司：**主要包括传统影视公司光线传媒、华谊兄弟、北京文化等。其大多都有质量较高主控影片以及一定渠道能力。但影视公司数量众多，整体渠道力较弱，发行主要依赖院线及票务平台；
 - 2) **院线及院线联盟：**发行控制力较好，近年来份额提升尚不明显；
 - 3) **互联网票务平台：**主要为猫眼及淘票票。其发行能力自16年后提升迅速，逐渐从以营销服务为主的联合发行向主控发行转型。2015年，国内电影主控发行票房榜TOP10的公司均为传统发行公司。随着线上购票比例不断提升，在线票务平台逐渐介入电影发行环节。2019年，猫眼娱乐与阿里影业均进入国内电影发行方TOP10阵营，成为国产电影宣发的重要力量。
- 在线票务平台宣发优势明显，依托用户、数据基础以及预售模式提升宣发效率：**传统发行模式以地推为主，对院线依赖度较高，观众碎片化时间没有得到很好的利用并且缺乏用户反馈。在票务平台依托用户购票所积累的大数据支持下，票务平台可针对性地推送影片上映信息，此外通过预售模式为片方精准营销提升宣传效率，通过口碑发酵提前提升关注度和话题度，预售数据可以引导下游院线及影院排片。

电影发行方2019年票房排名

排名	发行方	部数	票房(亿元)
1	中国电影	105	251
2	华夏电影	86	240
3	猫眼娱乐	14	96
4	博纳影业	10	77
5	光线传媒	8	57
6	北京文化	5	49
7	阿里影业	12	46
8	联瑞影业	4	43
9	新丽传媒	3	36
10	五洲电影发行	4	33

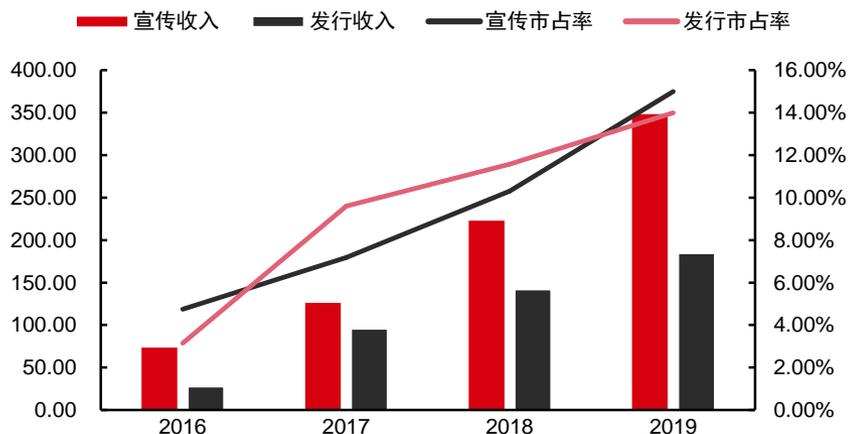
传统发行与在线票务平台发行对比

发行方式	发行方法	优劣势	代表公司
传统发行	线下为主：场景营销、城市营销、地面广告	曝光量较小；地网销售团队很难覆盖所有影院，费时费力。	影联传媒、博纳影业、光线传媒
票务平台发行	线上线下结合：线上部分主要是植入广告、页面广告、预售活动	发行速度更快，曝光量大，可以提前锁定排片。提供用户反馈信息，相对更为灵活。	猫眼微影、阿里影业（淘票票）

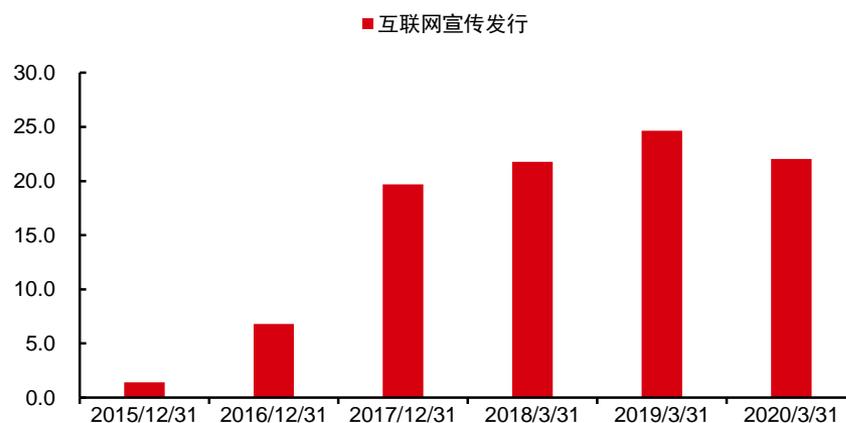
■ 在线票务平台宣发业务不断发展壮大，并进一步突出内容战略，打造全文娱服务平台

- **票务平台进入电影宣发领域并取得显著成功：**基于票务平台对下游影院议价能力、以及大数据分析预测能力等优势，票务平台近年来强势进入电影宣发领域。猫眼于2014年参与电影宣发，2016年首次担任电影的主控发行方，逐步成为国内民营电影宣发企业的首位；阿里影业旗下一站式宣发平台灯塔聚焦宣发全流程数字化，19/20财年服务国内50%的院线电影，2大主流票务平台在电影宣发领域均取得较显著成功。
- **猫眼娱乐和阿里影业在实现票务-宣发领域成功拓展后，进一步向内容端发力：**2019年全国票房TOP30影片中国产片占18部，其中猫眼主控发行、联合出品、联合发行的影片有12部，并且通过投资欢喜传媒、耳东影业加强在内容制作与投资领域的布局，此外向剧集、网络电影、短视频内容的出品方向进一步发力；阿里影业2019/2020财年参与国产电影票房TOP20中的12部，出品及发行票房近150亿元，此外也进一步参与剧集制作领域。围绕内容领域的投资及深度参与，正成为猫眼与阿里影业打造全文娱产业链服务平台的重要组成部分。

猫眼娱乐宣发业务收入与市场份额（百万元，%）



阿里影业互联网宣传发行业务收入（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

备注：市占率数据为估算数据，阿里影业互联网宣发业务包括了票务业务、云智系统业务、宣发及参投业务等。

小结：宣发端投资机会

- 传统宣发重人力模式面临挑战，互联网宣发平台重要性凸显，其市占率有望进一步提升；
- 疫情冲击下传统宣发企业逐步出清，在线票务两大寡头由票务切入到发行并进一步拓展到内容出品，有望从渠道型公司拓展为平台型企业，关注猫眼娱乐等。

CONTENTS

目录

内容端：内容为王，优质作品资本门槛抬升，头部制作公司受益

宣发端：集中度提升整合效应加剧，互联网平台强化产业链拓展

渠道端：院线整合尚有空间任重道远，供给收缩将带来戴维斯双击

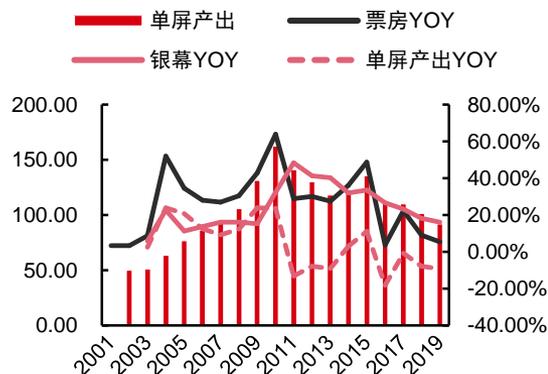
风险提示

渠道端：影院资产迎转折，相当于美国2000年左右发展阶段

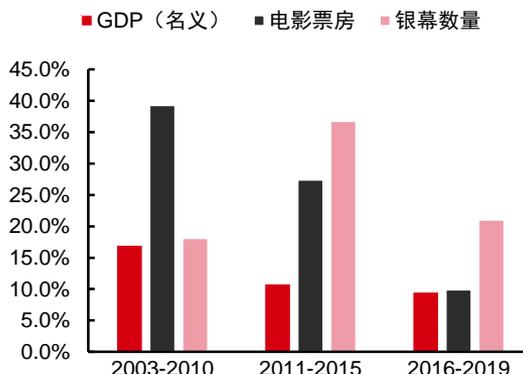
■ 中国银幕扩张与票房市场发展阶段相当于北美市场2000年前后水平：

- 经济增速降档 & 票房增速放缓 & 银幕增速放缓但依然处于较高水平。2016-2019年，国内票房复合增长9.9%（2011-2015年CAGR为27.4%），银幕复合增长21.1%（2011-2015年CAGR为36.8%），银幕增速显著高于票房增速，银幕增速开始降档但增幅依然较高；单屏产出2016-2019年持续下降，2019年单屏产出约92万元（含票务服务费），首次下降到100万元以下，降幅逐步趋缓；银幕数持续快速扩张导致渠道端竞争激烈，单屏效应持续弱化；
- 当前中国CR3影投与CR3院线的票房份额分别仅20%/30%，2015年以来持续维持低位；
- 持续下滑的产出效应（单屏产出）叠加疫情冲击，高度分散的供给端竞争格局急需提升市场份额。

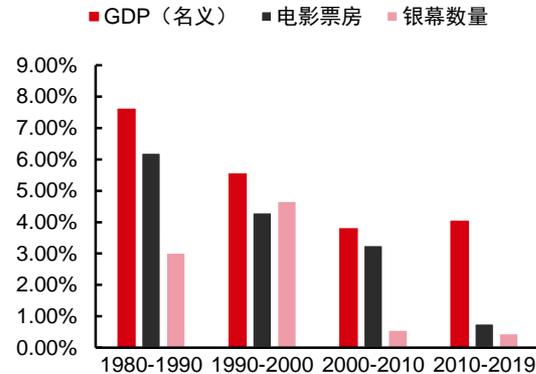
国内单屏产出规模（万元）



国内GDP、票房与银幕三项指标增速对比



美国经济、银幕与票房三项指标增速对比

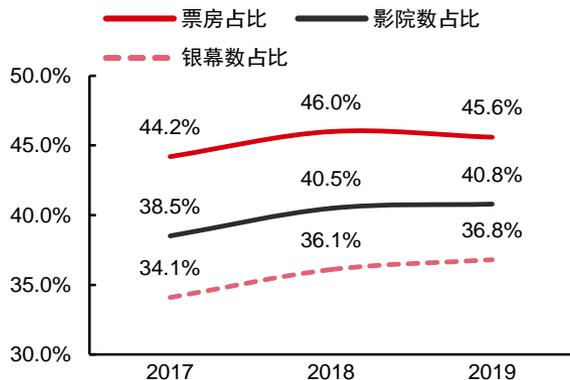


资料来源：国家电影局，艺恩，中信证券研究部

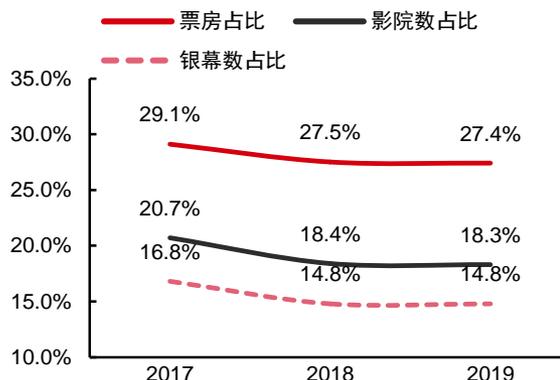
渠道端：高度分散，结构性出清启程

- **头部院线、影投份额偏低，整合效应尤需加强：**2019年，国内CR5的院线银幕市占率约36.8%，CR5影投银幕市占率不到15%且逐年下行，显示近年来银幕的高速扩张加速了行业份额的分散。**渠道端的高度分散，导致存量竞争趋于激烈，分流效应明显。**
- **中小影院供给弹性大且经营偏弱，疫情下抗风险能力接受考验，复工初期是考验的重要时期：**头部院线与影投的票房份额均显著高于其银幕及影院份额，显示头部企业经营效益更具规模优势。而中小影院相对抗风险能力更弱，影院复工一段时间内经营预计依然以亏损为主，资金链面临考验，疫情影响将加速部分经营不善、抗风险能力较弱的中小影院出局。重点观察复工初期中小影院的经营状况与实际出清情况。
- **影院结构性调整已拉开帷幕，中小影院成关停主力：**2016年以来票房增速趋缓，行业内影院结构性调整拉开帷幕，关停数量占比逐年增加。2019年全国关停影院数达656家，占年末影院数量的5.8%，近三年关停的影院中，中小型影院占比近八成。
- **互联网渠道对院线电影的冲击？**我们认为院线电影与网络电影的商业模式及观影体验依然存在较大差异，中短期内头部院线电影在网络端点播付费首映的模式依然面临明显挑战。

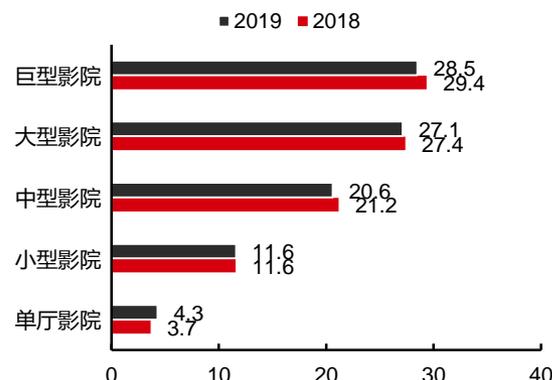
2017-2019年CR5院线情况



2017-2019年CR5影投情况



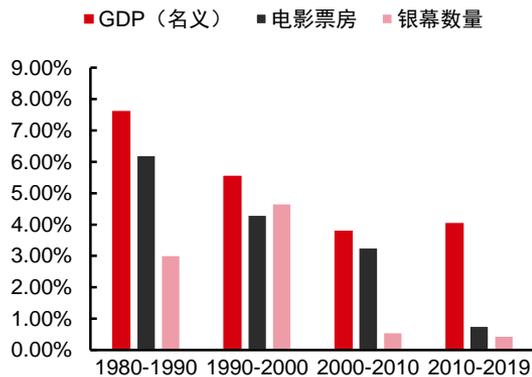
各类型影厅单日单座票房（元）



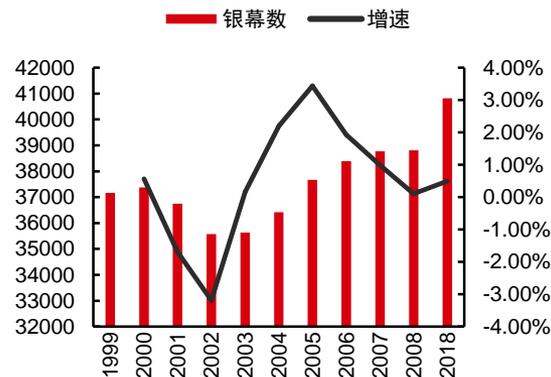
美国院线整合路径：经营承压后迎来20年的并购整合

- **美国影院整合经历了两个阶段：**①1996-2004年，行业经营承压（融资成本抬升、商业租金上行）带来破产潮，通过合并+并购，三大院线巨头格局初步形成，AMC、Regal、CNK市占率分别从6.5%、4.3%、5.3%提升到9.9%、16.6%、6.1%。②2005年以来，三大院线巨头持续并购整合，合计支付超60亿\$整合近1.3万块银幕，市占率从2004年的32.6%持续提升到现在近50%。北美院线整合前后近20年，才形成当前CR3占据半壁江山的格局。
- **2000年以前，美国院线处于高速扩张期，2000年后供给扩张显著放缓：**从美国近40年影院发展来看，2000年前是美国影院高速扩张的阶段，尤其是1990-2000年十年间银幕复合增速达到4.67%，而同期电影票房增速约4.31%。2000-2010年，美国银幕数量复合增长仅约0.57%，2010年以来银幕复合增长不到0.5%，至今美国电影银幕数也仅达到40000张量级。

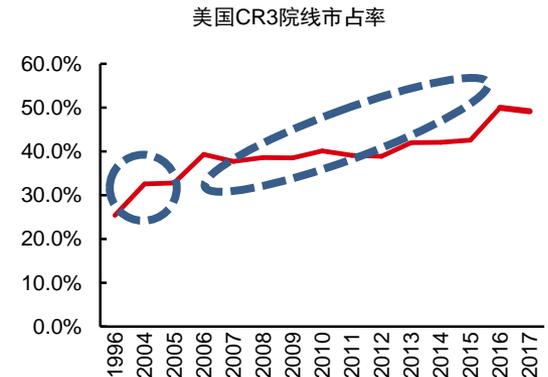
美国GDP、银幕与票房三项指标增速



美国银幕数量及增长（块）



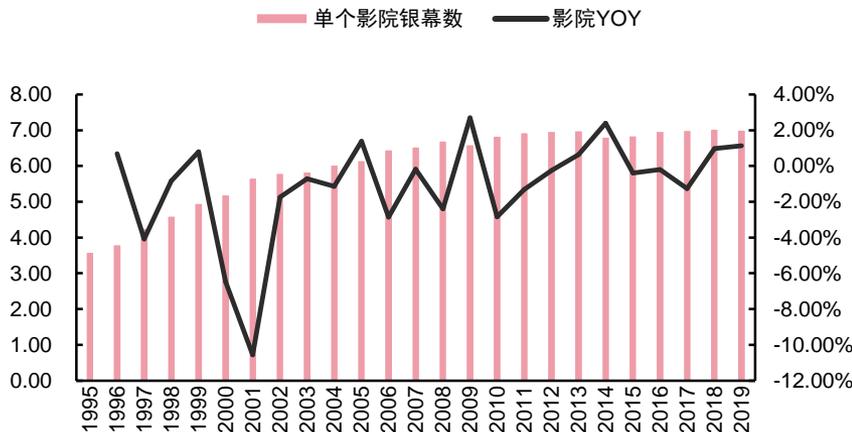
美国CR3院线银幕市占率



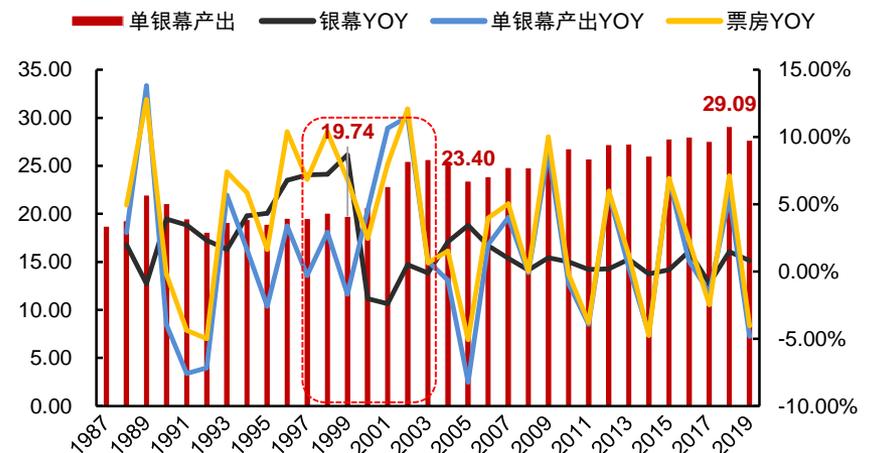
美国院线并购效应：单屏产出持续提升

- 北美院线整合的行业成效验证：一阶段单屏产出增长30%（复合增长7%），二阶段单屏产出增长24%（复合增长1.21%），期间大中型影院成为主流
 - 1998-2004年阶段：影院显著下降，银幕增速逆转，单屏产出增长30%。期间票房复合增长5.2%。银幕数自1999年阶段见顶后连续2年合计下降4.4%后保持波动，单银幕产出从1999年的19.74万增长到2003年的25.67万，增长30%（复合增长近7%）。
 - 2005年以来：银幕数趋稳，单银幕产出与票房共振增长。期间票房复合增长1.85%，影院数量维持在5800家左右，银幕数复合增长0.63%，相对趋稳，单银幕产出增长24%（复合增长1.21%），从2005年的23.4万持续波动增长到2018年的29.09万美元。
 - 在此过程中，北美单影院平均银幕数持续增长，从1995年的3.6块持续提升到当前的7块，意味着小影院逐步退出，大中型影院成为主流。

北美影院增长与单影院银幕数（块）



北美历年影院、银幕增速及单影院平均银幕数（块）



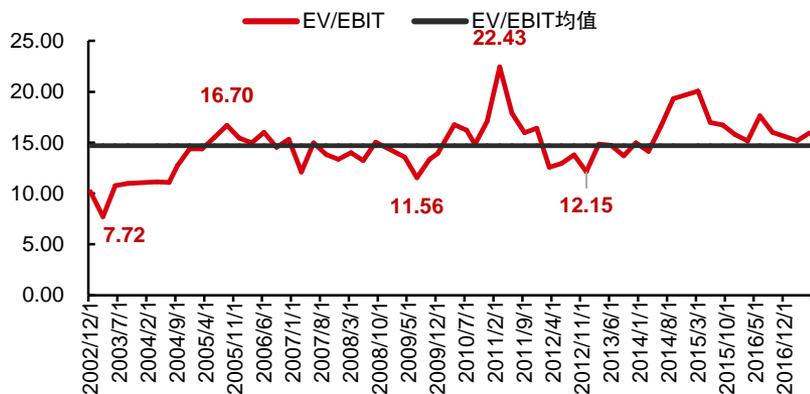
资料来源：Regal、AMC 等财报，wind，中信证券研究部

资料来源：Regal、AMC 等财报，wind，中信证券研究部

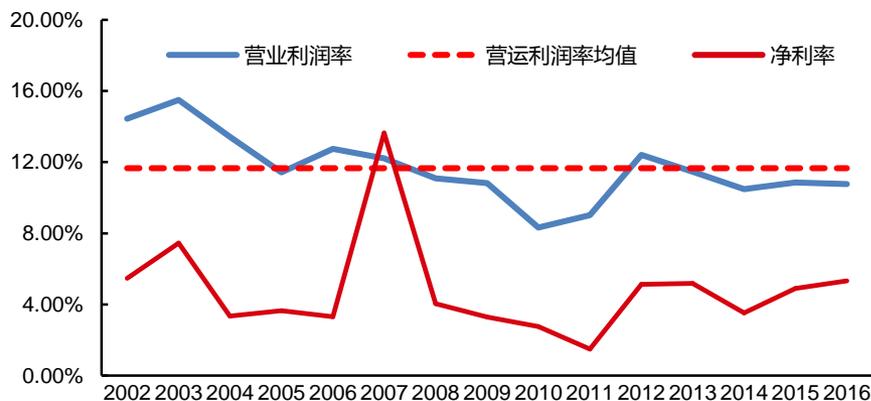
美国院线并购效应：一阶段盈利和估值均显著修复，二阶段维持较高估值——以Regal为例

- **北美院线企业整合的成效：RGC2002-2016年营收复合增长2.91%（行业票房复合增长1.52%）；公司期间营运利润率相对稳定，平均达11.67%，平均估值（EV/EBIT）15倍，保持较高水平。由于期间财务费用率与实际所得税率维持高位，公司平均净利率仅约4.2%，第一阶段也是公司净利率最高时期。**
 - **第一阶段：**RGC在1998-2002年先后进行收购和完成破产重组，2002年上市到2005年期间，营收从21.4亿美元增长到2005年的25.2亿美元，复合增长5.5%。营业利润率维持较高水平，期间公司估值水平持续抬升，企业价值倍数从7倍左右提升到2005年的16.7倍。
 - **第二阶段：**2005-2010年，公司营收复合增长2.21%，期间营业利润率从11.44%降到8.32%，估值水平从2005年最高16.7倍降到2009H2的11.6倍。随着2010年公司营业利润率探底（8.32%）后逐步反弹到2012年的12.41%，估值反弹到历史高位的22.43倍。此后公司营业利润率在均值水平窄幅波动，估值整体高于历史均值。
- **对国内院线的启示：**北美院线整合带来单屏产出提高，盈利水平在第一阶段后明显改善，估值翻番（从7倍提升到16.7倍，上市期间均值为14.7倍），第二阶段一度达到最高值22.43倍（均值的1.53倍）。北美院线整合过程中企业基本面的变化及估值水平的趋势值得参考。国内影院盈利水平远高于北美，绝对估值能给予溢价。

Regal历年企业价值倍数水平



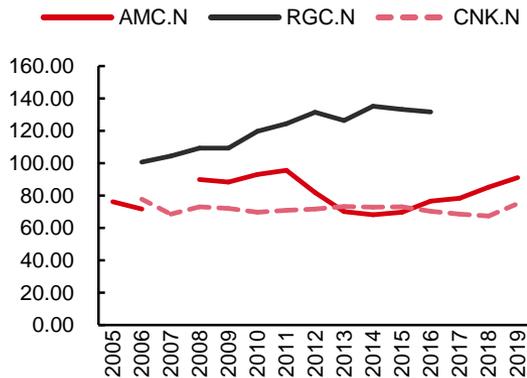
Regal历盈利水平



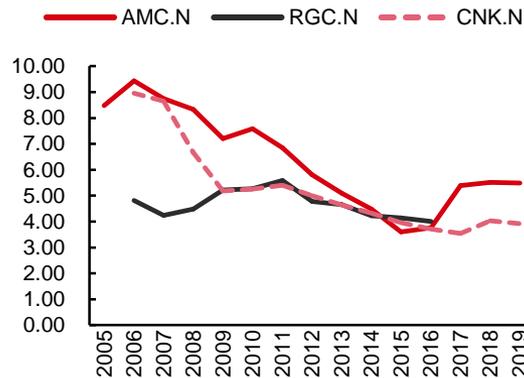
美国院线整合经验教训：现金收购提升杠杆水平，警惕财务与并购风险

- **现金收购提升杠杆水平，并购效应参差不齐**：由于主要并购均以现金或现金+股权方式支付，CR3院线巨头的资产负债率维持提升态势。2006-2011年期间，三大巨头的财务费用率均在5%以上，尤其是RGC的杠杆水平提升明显，资产负债率超过130%；AMC经历2016-2017年多个大额并购后资产负债率也提升到91.12%，**CNK**由于稳健的发展节奏（自建+适度收购），财务杠杆水平相对持稳，资产负债率维持在70%水平波动，财务费用率近年来控制在4%左右。AMC由于近几年多个大额并购且估值较高，公司商誉规模提升到47.89亿元，商誉占总资产比例长期稳定在40%以上，而主要带贷款规模（含经营租赁负债）2019年达到近102亿元，占公司总资产的71.4%。因此，企业的横向整合对企业的现金流带来比较大的考验，应该基于自身财务可承受范围，避免财务压力较大压制公司业绩，尤其需要警惕并购失败带来的商誉风险。

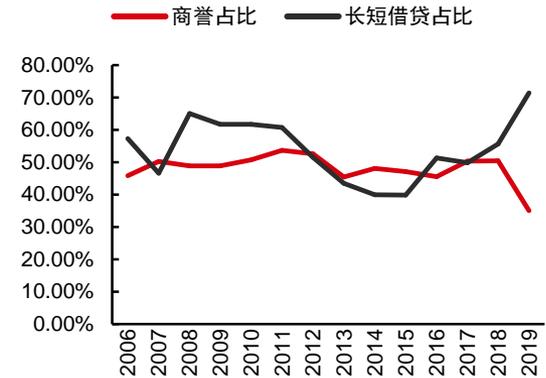
CR3院线资产负债率（%）



CR3院线财务费用（亿\$）



AMC资产负债结构（%）

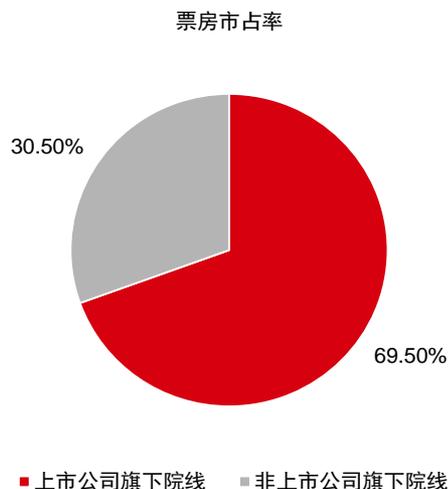


资料来源：Regal、AMC 等财报，中信证券研究部

国内渠道端整合空间与节奏？空间较大，任重道远

- **国内院线影投高度分散，整合空间巨大，但整合进程预计任重道远**
 - **非上市院线票房份额30%，10家市占率1%以上非上市院线份额合计18%：**国内头部10家院线大都已经上市。非上市的票房份额约30%，其中票房份额超1%的非上市院线共10条，市场份额合计18%，有望成为优先整合的资产，而诸多高度分散的小院线相对整合难度较大。
 - **影投CR5市场份额不到27%，票房份额达1%的影投仅15家且大都上市：**国内影投分散，集中度尚有提升空间。头部影投目前均已上市，中小影投众多使短期内可并购标的有限，整合进度预计较慢。
- **行业经营承压叠加疫情冲击，供给侧扩张将明显放缓，但整体集中度提升任重道远：**北美院线整合的进程得益于第一阶段经营困难带来的强强合并与整合，奠定了头部院线的发展格局。当前国内疫情冲击下诸多院线、影院面临经营压力，有可能加快供给侧的优化整合与出清，强化头部企业的市场份额。中长期来看，目前国内主要的院线和影投公司大都已上市，中短期，部分腰部资产相对而言整合价值较大。预期国内院线整合会伴随着腰部整合长尾、头部整合腰部的节奏推进。

2019年上市院线票房市占率



国内主要影投情况

影投	市占率-2016	市占率-2019	2019票房-亿	涉及公司
万达	14.5%	13.2%	78.32	万达电影
大地	5.5%	4.4%	26.35	南海控股
横店	4.1%	3.6%	21.23	横店影视
CGV	2.9%	2.9%	17.23	韩国CJ
中影	3.6%	2.9%	17.07	中国电影
金逸	3.8%	2.7%	15.87	金逸影视
博纳	1.6%	1.7%	9.93	
幸福蓝海	1.6%	1.6%	9.67	幸福蓝海
百老汇	1.3%	1.6%	9.55	
耀莱	1.7%	1.6%	9.25	文投控股
SFC上影	1.3%	1.3%	7.78	上海电影
UME	1.6%	1.3%	7.65	华人文化收购
保利	1.4%	1.2%	6.91	保利文化
卢米埃	1.2%	1.1%	6.68	
橙天嘉禾	1.6%	1.0%	6.19	橙天嘉禾

国内渠道整合尚处早期，将持续考验企业整合能力

- **国内上市影院横向收购依然处于早期，整合能力将持续考验并购主体：**2015-2018年，国内影院资产并购节奏加快，期间最大的收购是南海控股30多亿元收购橙天嘉禾100%权益以及万达电影10+亿元收购世茂影院等，但因并购对价偏高，效果不达预期。此外，2012-2015年期间，万达先后收购AMC（26亿美元）、澳洲HG公司（22.5亿元），在海外并购整合方面步伐较快，但也持续考验公司自身的整合能力。整体来看，国内渠道整合依然处于起步阶段，横向整合空间较大，但由于体量高度分散也对整合带来挑战。同时上市公司应在现金流与融资能力可支撑的前提下，维持“自建+恰当时机的并购整合”来持续提升自身市场份额和品牌水平，从而强化对产业链上下游的影响。我们看好国内渠道中长期横向整合的空间与趋势，但也应认识到渠道整合面临的挑战，预期节奏偏缓，任重道远。

近年来国内影院并购情况

时间	收购方	被收购方
2015年	当代东方	3200万元收购中广院线
2015年	万达	10亿元收购了世茂影院旗下15家影院，14家影院共105块银幕。单银幕对价约952万元
2016年	汉鼎宇佑	2700万收购杭州星影；4100万收购太平洋影业；900万收购乐清时代
2016年2月	万达	大连奥纳、厚品化及赤峰北斗星，13家影院92块银幕
2016年8月	阿里影业	1亿元控股影院运营商杭州星际80%股权
2016年9月	完美世界	今典旗下的 217 家影院
2016年10月	中影	原拟5.53亿现金收购大连华臣70%股权，后改由并购基金收购
2016年	新华联	博纳与新华联签署协议，新华联出资 1.5 亿，双方在影视院线方面展开积极合作
2017年1月	橙天嘉禾	南海控股以30.2亿现金支付方式收购橙天嘉禾影城（中国）的全部权益。涉及76家影院共531块银幕，单银幕对价约568.7万元
2017年1月	阿里影业	7000万元收购了南京派瑞55%股份，涉及13家影院
2017年	保利影业	6.8亿元收购星星文化，涉及21家影院
2018年7月	苏州影城	收购首映国际影城西安解放路店
2018年7月	嘉凯城	收购北京明星时代影院投资公司和艾美影院投资公司100%股权，总交易金额5.95亿元

短期直营占比高的资产戴维斯双杀明显，中长期戴维斯双击效应有望凸显

- 疫情冲击下（供给端竞争格局恶化背景下），直营占比高的资产“戴维斯双杀”明显，中长期（行业集中度提升，单屏产出拐点向上）戴维斯双击效应有望凸显
 - 预期疫情影响将加速中小影院出清（或影院扩张节奏显著收缩），扭转行业供给端过度竞争格局，强化马太效应。未来一段时期，料头部院线和影院将通过自建+整合提升市场份额和集中度，强化产业链上下游影响力，加强自身全产业链延伸的能力和议价水平（头部院线和影院对于制片方和物业方有明显的议价能力）。
 - 因此，疫情对直营影院占比比较高的资产短期冲击比较大。未来随着行业竞争格局改善，反弹和受益最明显的预计将是直营占比高、资金实力雄厚、具有明显经营效益的资产，戴维斯双击效益明显（如横店影视、万达电影等资产）。
- 影院资产的投资逻辑更多是看行业供给出清带来供需格局改善的中长期拐点机会。

主要影院上市公司影院类型情况（家，块）

	直营影院数	直营银幕数	加盟影院数	加盟银幕数	合计影院数	合计银幕数	直营影院占比	直营银幕占比
万达电影	656	5806			656	5806	100.00%	100.00%
横店影视	367	2303	84	477	451	2780	81.37%	82.84%
金逸影视	186	1288	238	1379	424	2667	43.87%	48.29%
中国电影	139	1026	3009	18331	3148	18353	4.42%	5.59%
幸福蓝海	86	621	312	1857	398	2478	21.61%	25.06%
上海电影	60	425	678	4205	738	4630	8.13%	9.18%

资料来源：各上市公司公告，Wind，中信证券研究部

基于不同情形下的未来5年国内单屏产出测算

如下表所示，基于银幕减少程度、以及票房规模预测的⑤种情形，预测未来5年单银幕票房产出情况：

- 如情形①、②假设银幕2-3年内去化22.5%-25%，票房预期在2023年修复到2019年水平，则单屏产出在未来5年有望逐年修复到120万元，相当于回到行业2013-2014年的水平；
- 如情形③、④考虑银幕去化力度2-3年内达到30%-35%，票房预期在2022年修复到2019年水平，则单屏产出有望在未来5年达到120-140万元水平，相当于行业2014-2015年水平；
- 如情形⑤考虑银幕去化2年内达到40%，票房预期到2024年才修复到2019年水平，但由于供给侧竞争缓解，单屏产出未来5年有望在120万水平持稳。
- 目前看，预期影院出清节奏更倾向于情形①和②，即产能逐步出清，票房在未来2年左右逐步修复到2019年前水平，单屏产出预计在2021年左右修复向上。

假设银幕减少及票房增长不同情形下，未来5年单屏产出情况

敏感性测算	情形①	情形②	情形③	情形④	情形⑤		情形①	情形②	情形③	情形④	情形⑤	备注
银幕减少数(假设)						对应银幕数						
2020E	-10.0%	-15.0%	-20.0%	-25.0%	-30.0%	2020E	62808	59319	55830	52340	48851	若银幕数减少较低，如情形①，则票房修复较慢，到2023年票房修复到2019年水平；
2021E	-7.5%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	2021E	58098	53387	50247	47106	43966	
2022E	-5.0%	0.0%	0.0%	3.0%	5.0%	2022E	55193	53387	50247	48519	46164	
2023E	3.0%	3.0%	3.0%	5.0%	8.0%	2023E	56849	54989	51754	50945	49857	
2024E	3.0%	4.0%	4.0%	7.0%	10.0%	2024E	58554	57188	53824	54512	54843	
票房增速						对应票房-亿元(假设)						
2020E	-92.2%	-88.3%	-84.4%	-80.5%	-76.7%	2020E	50	75	100	125	150	若银幕数减少适中，如情形③，则票房在2021年修复到2019年水平；
2021E	1000.0%	666.7%	525.0%	400.0%	266.7%	2021E	550	575	625	625	550	
2022E	9.1%	8.7%	8.0%	4.0%	4.5%	2022E	600	625	675	650	575	
2023E	8.3%	8.0%	7.4%	7.7%	4.3%	2023E	650	675	725	675	600	
2024E	7.7%	7.4%	6.9%	7.1%	8.3%	2024E	700	725	775	700	650	
单屏产出YOY						预测单屏产出(万元)						
2020E	-91.4%	-86.3%	-80.5%	-74.1%	-66.7%	2020E	8	13	18	24	31	若银幕去化太多，如情形⑤，则票房前期修复进程较慢，到2024年才修复到2019年票房水平。
2021E	1089.2%	751.9%	594.4%	455.6%	307.4%	2021E	95	108	124	133	125	
2022E	14.8%	8.7%	8.0%	1.0%	-0.4%	2022E	109	117	134	134	125	
2023E	5.2%	4.9%	4.3%	2.6%	-3.4%	2023E	114	123	140	137	120	
2024E	4.6%	3.3%	2.8%	0.1%	-1.5%	2024E	120	127	144	138	119	

小结：渠道端的投资机会

- 渠道端无序扩张导致过去几年单屏产出持续下滑。预计结构性优化叠加供给侧扩张收缩背景下，单屏产出有望迎来拐点向上，带动院线资产盈利水平与估值的修复。
- 近年来，主要影视资产商誉风险陆续释放，商誉资产占总资产比重下行，同时资产减值损失率计提显著提升（主要是存货跌价损失计提比例提升以及商誉减值损失集中释放），行业资产风险释放明显，当前行业资产账面质量有所改善。
- 头部院线依托较强资金储备和融资能力，预计资金链压力较小，抗风险能力强，经营效率较高，规模效应明显，中长期有望提升市场份额和盈利水平，关注万达电影、横店影视、中国电影、上海电影等。

主要影视资产风险释放较为充分

证券简称	商誉占资产 比重-2017	商誉占资产 比重-2018	商誉占资产 比重-2019	资产减值损 失率计提- 2017	资产减值损 失率计提- 2018	资产减值损 失率计提- 2019	影院复工至 今涨跌幅	影院年初至 今涨跌幅
万达电影	42.34%	41.37%	30.22%	0.08%	0.14%	18.21%	3.8%	5.7%
横店影视	0.51%	0.48%	0.45%	0.01%	0.00%	0.00%	6.0%	20.4%
上海电影	0.49%	0.46%	0.41%	0.03%	0.95%	0.07%	2.7%	24.9%
金逸影视	0.01%	0.00%	0.00%	0.20%	0.51%	0.15%	11.4%	17.2%
幸福蓝海	15.08%	1.03%	0.95%	0.60%	26.61%	1.12%	34.3%	42.6%
文投控股	33.53%	37.68%	32.59%	0.04%	3.74%	0.43%	11.3%	-3.1%
中国电影	0.00%	3.03%	2.63%	0.46%	0.38%	0.31%	8.1%	3.3%
光线传媒	1.90%	0.14%	0.14%	1.45%	6.27%	2.57%	20.5%	43.2%
华谊兄弟	15.12%	11.37%	5.40%	1.37%	6.97%	19.44%	32.7%	29.6%

资料来源：各上市公司公告，Wind，中信证券研究部
备注：涨跌幅截至2020年9月8日。

CONTENTS

目录

内容端：内容为王，优质作品资本门槛抬升，头部制作公司受益

宣发端：集中度提升整合效应加剧，互联网平台强化产业链拓展

渠道端：院线整合尚有空间任重道远，供给收缩将带来戴维斯双击

风险提示

- 疫情反弹风险
- 排片集中导致内容端不确定性风险
- 观影需求修复不达预期的风险
- 影院与银幕数继续无序扩张的风险
- 常态化防疫管控要求收紧的风险



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

王冠然（首席传媒分析师）

执业证书编号：S1010519040005

免责声明

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH00000113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规则（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理。本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”分发及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期对分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2020版权所有。保留一切权利。