

上海电影

海派巨擘今起航，谱写电影新高度

首次覆盖

投资亮点

上海电影主营电影发行和放映业务，是业内少数形成“专业化发行+综合型院线+高端影院经营”的国有上市企业。首次覆盖给予“推荐”评级，相对估值目标价 49 元，距当前股价有 25% 上涨空间，理由如下：

- ▶ **发行和影院双轮驱动的战略清晰，产业链卡位优越。**公司依托线下渠道资源掌握排片权，在发行上占据先机。发行业务进步显著，过去三年复合增长率高达 84.1%。同时，公司显著受益于集团完整的电影产业链和丰厚的平台资源。
- ▶ **影院运营规模和效率均处于业内的领先地位。**旗下联和院线的票房收入位列全国第四，并且平均单日单厅产出、平均单日单座产出、场均人次和场均票房等指标上均远超行业平均。在国内院线市场高度分散、亟待整合的大环境中，公司有望凭借规模和效率的优势，不断扩大市场份额。
- ▶ **看好未来公司通过影院扩张+产业链一体化整合加速成长，夯实院线龙头地位。**公司有望通过自建和并购双管齐下的模式，扩大影院经营范围。同时将积极向上游的 IP、创作和制作，下游的营销和衍生进行业务延伸，打造电影全产业链的一体化整合。

我们与市场的最大不同：详细阐释“上影网”的布局逻辑，认为公司通过建设在线票务平台，积极促进收入来源多元化，有望探索票房分成以外的利润增长点。

潜在催化剂：票房市场份额显著提升，资本运作助推产业横向和纵向整合以及国企改革取得实质性进展。

财务预测

预测公司 2016~2018 年归属母公司净利润为 2.42 亿元、3.08 亿元和 4.00 亿元，对应 EPS 依次为 0.65 元、0.82 元和 1.07 元。

估值与建议

采用相对估值法，综合选取 A 股电影院线公司作为比较标的。2017 年选取标的的平均估值约为 48 倍市盈率，对应市值为 148 亿。但 2017 年的业绩不能充分体现公司的龙头地位、潜在增长和长期价值，因此给予公司估值 25% 的溢价。给予公司 2017 年 60 倍市盈率，对应目标价 49 元/股，2017/18 年市盈率分别为 60 和 46 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险

政策风险、投资与经营成本上升、跨区域经营风险。

印培

分析员

pei.yin@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080514080001

孟玮

分析员

wei.meng@cicc.com.cn

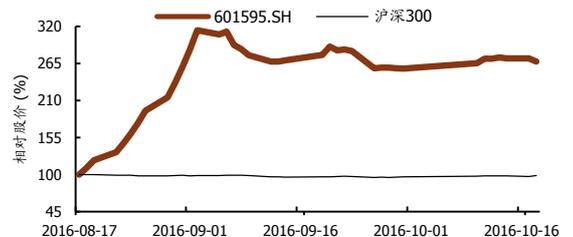
SAC 执业编号: S0080515080003

SFC CE Ref: BHP638

首次覆盖推荐

股票代码 601595.SH
 评级 * 推荐
 最新收盘价 人民币 39.30
 目标价 人民币 49.00

52 周最高价/最低价 人民币 49.55~12.23
 总市值(亿) 人民币 147
 30 日日均成交额(百万) 人民币 362.35
 发行股数(百万) 374
 其中: 自由流通股(%) 25
 30 日日均成交量(百万股) 9.00
 主营行业 传媒



| (人民币 百万) | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 703 | 900 | 1,235 | 1,746 |
| 增速 | 18.3% | 28.1% | 37.2% | 41.4% |
| 归属母公司净利润 | 161 | 193 | 242 | 308 |
| 增速 | 15.1% | 19.4% | 25.3% | 27.4% |
| 每股净利润 | 0.58 | 0.69 | 0.65 | 0.82 |
| 每股净资产 | 2.12 | 2.79 | 5.10 | 5.80 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股经营现金流 | 0.88 | 1.10 | 1.10 | 1.48 |
| 市盈率 | 68.2 | 57.1 | 60.8 | 47.7 |
| 市净率 | 18.6 | 14.1 | 7.7 | 6.8 |
| EV/EBITDA | 43.1 | 36.8 | 36.4 | 28.5 |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 平均总资产收益率 | 14.7% | 13.4% | 10.3% | 9.2% |
| 平均净资产收益率 | 30.5% | 28.1% | 18.0% | 15.1% |

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

| 财务报表 (百万元) | | | | | 主要财务比率 | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E |
| 利润表 | | | | | 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 703 | 900 | 1,235 | 1,746 | 营业收入 | 18.3% | 28.1% | 37.2% | 41.4% |
| 营业成本 | 440 | 582 | 795 | 1,124 | 营业利润 | 12.0% | 18.4% | 33.0% | 41.0% |
| 营业税金及附加 | 6 | 8 | 10 | 15 | EBITDA | 16.2% | 17.4% | 25.1% | 24.7% |
| 营业费用 | 16 | 19 | 28 | 42 | 净利润 | 15.1% | 19.4% | 25.3% | 27.4% |
| 管理费用 | 85 | 108 | 154 | 224 | 盈利能力 | | | | |
| 财务费用 | 2 | -1 | 5 | 2 | 毛利率 | 37.4% | 35.4% | 35.6% | 35.7% |
| 其他 | 2 | 3 | 4 | 5 | 营业利润率 | 21.8% | 20.2% | 19.6% | 19.5% |
| 营业利润 | 153 | 182 | 242 | 341 | EBITDA 利润率 | 35.2% | 32.3% | 29.4% | 25.9% |
| 营业外收支 | 53 | 59 | 60 | 43 | 净利润率 | 23.0% | 21.4% | 19.6% | 17.6% |
| 利润总额 | 204 | 238 | 298 | 379 | 偿债能力 | | | | |
| 所得税 | 33 | 38 | 48 | 60 | 流动比率 | 1.39 | 1.13 | 2.30 | 2.11 |
| 少数股东损益 | 10 | 7 | 9 | 11 | 速动比率 | 1.39 | 1.13 | 2.29 | 2.11 |
| 归属母公司净利润 | 161 | 193 | 242 | 308 | 现金比率 | 0.93 | 0.76 | 1.91 | 1.71 |
| EBITDA | 248 | 291 | 363 | 453 | 资产负债率 | 47.3% | 49.7% | 36.0% | 38.8% |
| 资产负债表 | | | | | 净债务资本比率 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 货币资金 | 515 | 577 | 1,795 | 2,143 | 回报率分析 | | | | |
| 应收账款及票据 | 205 | 230 | 315 | 446 | 总资产收益率 | 14.7% | 13.4% | 10.3% | 9.2% |
| 预付款项 | 3 | 4 | 5 | 7 | 净资产收益率 | 30.5% | 28.1% | 18.0% | 15.1% |
| 存货 | 1 | 3 | 4 | 6 | 每股指标 | | | | |
| 其他流动资产 | 45 | 41 | 41 | 41 | 每股净利润 (元) | 0.58 | 0.69 | 0.65 | 0.82 |
| 流动资产合计 | 770 | 856 | 2,161 | 2,643 | 每股净资产 (元) | 2.12 | 2.79 | 5.10 | 5.80 |
| 固定资产及在建工程 | 144 | 195 | 239 | 278 | 每股股利 (元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产及其他长期资产 | 244 | 466 | 506 | 538 | 每股经营现金流 (元) | 0.88 | 1.10 | 1.10 | 1.48 |
| 非流动资产合计 | 455 | 788 | 901 | 1,000 | 估值分析 | | | | |
| 资产合计 | 1,225 | 1,644 | 3,062 | 3,644 | 市盈率 | 68.2 | 57.1 | 60.8 | 47.7 |
| 短期借款 | 120 | 202 | 184 | 184 | 市净率 | 18.6 | 14.1 | 7.7 | 6.8 |
| 应付账款及票据 | 208 | 309 | 423 | 597 | EV/EBITDA | 43.1 | 36.8 | 36.4 | 28.5 |
| 其他流动负债 | 224 | 245 | 334 | 471 | 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动负债合计 | 552 | 756 | 941 | 1,252 | | | | | |
| 长期借款和应付债券 | 8 | 7 | 107 | 107 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 27 | 55 | 155 | 155 | | | | | |
| 负债合计 | 579 | 817 | 1,102 | 1,414 | | | | | |
| 股东权益合计 | 593 | 781 | 1,905 | 2,165 | | | | | |
| 少数股东权益 | 53 | 46 | 55 | 66 | | | | | |
| 负债及股东权益合计 | 1,225 | 1,644 | 3,062 | 3,644 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | | | | |
| 净利润 | 161 | 193 | 242 | 308 | | | | | |
| 折旧和摊销 | 52 | 61 | 70 | 83 | | | | | |
| 营运资本变动 | -87 | -92 | -115 | -177 | | | | | |
| 其他 | -48 | -18 | 0 | 0 | | | | | |
| 经营活动现金流 | 247 | 309 | 411 | 552 | | | | | |
| 投资活动现金流入 | -41 | -268 | -153 | -154 | | | | | |
| 投资活动现金流出 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 投资活动现金流 | -41 | -268 | -153 | -154 | | | | | |
| 股权融资 | 0 | 0 | 908 | 0 | | | | | |
| 银行借款 | -26 | 81 | 82 | 0 | | | | | |
| 其他 | -47 | -61 | -26 | 0 | | | | | |
| 筹资活动现金流 | -70 | 22 | 960 | -50 | | | | | |
| 汇率变动对现金的影响 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 现金净增加额 | 136 | 63 | 1,217 | 348 | | | | | |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

上海电影股份有限公司主营业务为电影发行及放映服务，具体包括电影发行和版权销售、院线经营以及影院投资、开发和经营业务。公司成立于2012年，并于2016年8月在上交所上市，是上影集团控股的国有上市公司。公司拥有丰富的影院和院线资源，曾主导发行过多部优秀国产片，是行业内少数形成“专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营”的完整电影发行放映产业链的公司，未来将积极推进新影院投资建设以及影院现代化改造升级。



目录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 一、公司分析：传承上影悠久积淀，发行院线双轮驱动 | 5 |
| 1. 历史和股权结构：背靠上海电影集团，分享强势资源平台红利 | 5 |
| 2. 主营业务：影院经营和发行是收入的主要来源 | 6 |
| 3. 业绩增长稳健，2013~2015年营业收入复合增速达23.07% | 8 |
| 二、市场概览：票房屡创纪录，享新人口红利 | 10 |
| 1. 中国电影市场一枝独秀，面向长期维持稳健增速 | 10 |
| 2. 院线市场高度分散，龙头企业有望迎来行业整合 | 12 |
| 3. 中国电影发行市场集中度提高，竞争加剧 | 14 |
| 三、核心优势：承载历史之积淀，谱写影视新高度 | 16 |
| 1. 享“上影”之金字招牌，承60载之文化积淀 | 16 |
| 2. 影院运营规模和效率均处于业内领先地位 | 18 |
| 3. 发行优先的战略清晰，产业链卡位优越 | 21 |
| 四、未来战略：纵横双向整合夯实龙头地位 | 23 |
| 1. 自建+外延式并购双管其下，扩大影院经营规模 | 23 |
| 2. 积极谋求上下游业务延伸，打造产业链垂直一体化整合 | 24 |
| 3. 逐鹿票务电商，探索多元化变现空间 | 25 |
| 五、盈利预测及估值建议 | 27 |
| 六、风险提示 | 31 |
| 1. 产业准入政策变动风险 | 31 |
| 2. 影院投资及经营成本上升 | 31 |
| 3. 跨区域经营风险 | 31 |

图表

| | |
|---|----|
| 图表 1：上海电影发展历程 | 5 |
| 图表 2：本次公开发行人前后的股权结构 | 6 |
| 图表 3：上海电影主营业务承载主体 | 6 |
| 图表 4：上海电影的主要业务模式 | 7 |
| 图表 5：票房分账模式 | 7 |
| 图表 6：2013~2015年公司营业收入、净利润及增速 | 8 |
| 图表 7：2013~2015年公司各业务分部收入及占比 | 8 |
| 图表 8：2013~2015年公司各业务分部毛利率 | 9 |
| 图表 9：2013~2015年公司销售费用率、管理费用率、净利率及加权平均净资产收益率 | 9 |
| 图表 10：2014年世界电影票房前十大国家（地区）票房收入及增速、银幕数前十大国家银幕数量及增速 | 10 |
| 图表 11：2010~2015年中国电影票房收入、观影人次及银幕数量 | 10 |
| 图表 12：2016~2019年中国电影票房预测 | 11 |
| 图表 13：2010~2014年中国城镇人均观影人次及与相关国家对比（2014年） | 11 |
| 图表 14：2015年中国电影票房一、二、三、四线城市分布 | 12 |
| 图表 15：2015年中国电影票房收入前十大省级行政区票房收入及增速 | 12 |
| 图表 16：2014年中国前十大电影发行公司市场份额 | 12 |
| 图表 17：2015年中国前五大院线市场份额 | 12 |
| 图表 18：美国电影市场主要发行公司（左）和院线公司（右）市场份额 | 13 |
| 图表 19：2015年中国电影院线梯队划分 | 13 |
| 图表 20：2015年中国第二梯队院线市场表现 | 14 |
| 图表 21：2015年中国票房收入前十位的民营电影发行机构 | 14 |



| | |
|--|----|
| 图表 22: 我国电影发行市场主流的三种发行模式 | 15 |
| 图表 23: 上影集团旗下 22 家单位 | 16 |
| 图表 24: 上影厂、美影厂自建立以来的部分作品 | 17 |
| 图表 25: 不同类型影城与院线的关系及各自特点 | 18 |
| 图表 26: 2012~2015 年加盟影院数量及银幕数 | 18 |
| 图表 27: 公司加盟影院的地区分布 (截至 2015 年底) | 18 |
| 图表 28: 2015 年中国票房收入前十位的院线 | 19 |
| 图表 29: 2012~2015 年联和院线票房收入 | 19 |
| 图表 30: 全国院线以票房计的市场份额 (2015 年) | 19 |
| 图表 31: 公司自建影院的地区分布 (截至 2015 年底) | 19 |
| 图表 32: 上海城区自建影院分布 (截至 2015 年底) | 19 |
| 图表 33: 前 10 院线运营效率比较 | 20 |
| 图表 34: 公司自建影院平均单银幕产出 | 20 |
| 图表 35: 票房收入 TOP5 院线平均单厅单座产出 (2015) | 20 |
| 图表 36: 2012~2015 年联和院线观影人次 | 21 |
| 图表 37: 票房收入前五大院线场均票房及人次 (2015) | 21 |
| 图表 38: 2012~2015 年电影代理发行收入与数量 | 21 |
| 图表 39: 2014 年相关电影发行公司所发行电影票房情况 | 21 |
| 图表 40: 公司近年发行的部分影片 | 22 |
| 图表 41: 上海联和院线牵头组建的“四海电影发行联盟” | 22 |
| 图表 42: 新建影院区域分布 | 23 |
| 图表 43: 新建影院项目开业时间预计 | 24 |
| 图表 44: 上影集团 2016 年部分电影计划 | 25 |
| 图表 45: 天下票仓网站和 APP | 25 |
| 图表 46: 上影网会员服务平台 | 26 |
| 图表 47: 收入分类预测表 | 28 |
| 图表 48: 历史及预测财务数据 | 29 |
| 图表 49: 可比公司估值比较 | 30 |
| 图表 50: P/E Band | 30 |
| 图表 51: P/B Band | 30 |

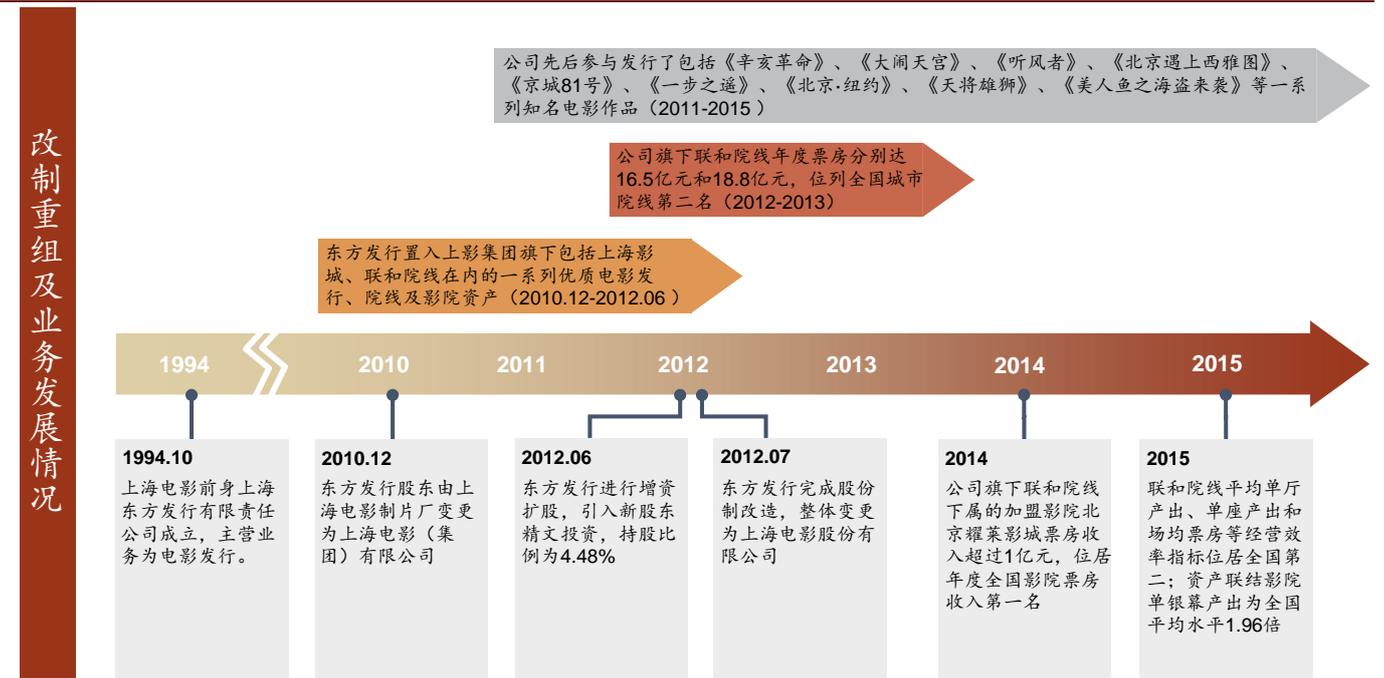


一、公司分析：传承上影悠久积淀，发行院线双轮驱动

1. 历史和股权结构：背靠上海电影集团，分享强势资源平台红利

上海电影股份有限公司（以下简称“上海电影”）前身为上海东方发行有限责任公司（以下简称“东方发行”）成立于1994年10月，是上海市国资委下属的主营电影发行的国有控股公司。2010至2012年期间，东方发行相继置入上影集团旗下的一系列优质电影发行、院线和影院资产，初步搭建起完整的电影发行、院线和影院产业链。2012年年中，东方发行引入新股东精文投资并完成股份制改造，整体变更为上海电影股份有限公司，建立了规范的公司治理结构。

图表1：上海电影发展历程

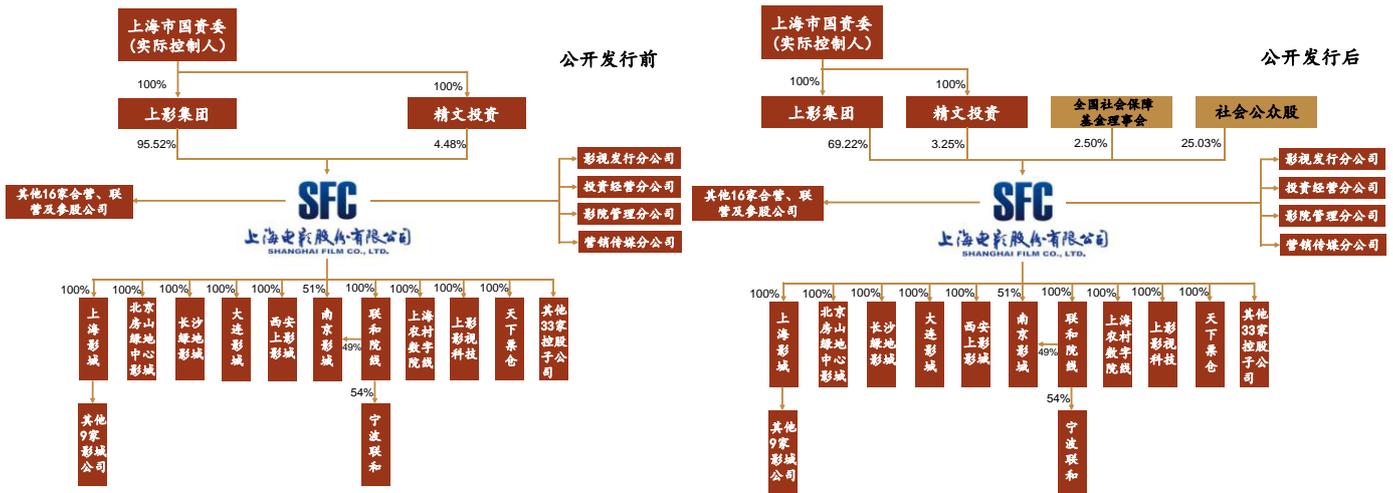


资料来源：招股说明书，中金公司研究部

本次公开发行前，上海电影由上影集团控股 95.5%，精文投资参股 4.5%。上影集团和精文投资的股东均为上海市国资委，上海市国资委持有上影集团和精文投资 100% 的股权。上影集团和精文投资为受同一国有资产管理机构控制的企业，不构成关联关系。8 月份公司上市后，上影集团、精文投资、全国社会保障基金理事会和社会公众股占股权比例分别为 69.22%、3.25%、2.50% 和 25.03%，公司的实际控制人仍为上影集团。



图表 2：本次公开发行前后的股权结构

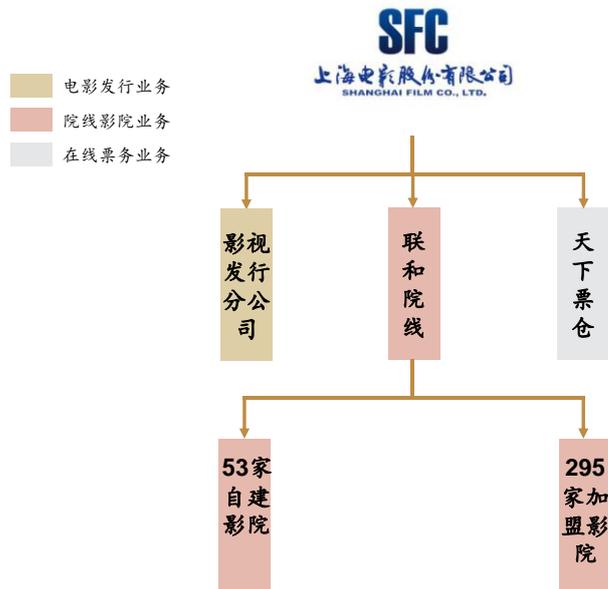


资料来源：招股说明书，中金公司研究部

2. 主营业务：影院经营和发行是收入的主要来源

公司以电影发行业务起家，逐渐构建起从发行、院线和影院经营的电影产业链。目前公司的主营业务分为三部分：发行业务由影视发行分公司负责，分公司前身是东方发行有限责任公司，主营电影发行业务。院线业务的主体是上海联和院线，目前已经拥有 53 家自建影院、242 家加盟影院，银幕总数达到 1659 块。此外，公司下属全资子公司天下票仓负责公司“上影网”O2O 电子商务平台建设。

图表 3：上海电影主营业务承载主体



资料来源：艺恩咨询，中金公司研究部

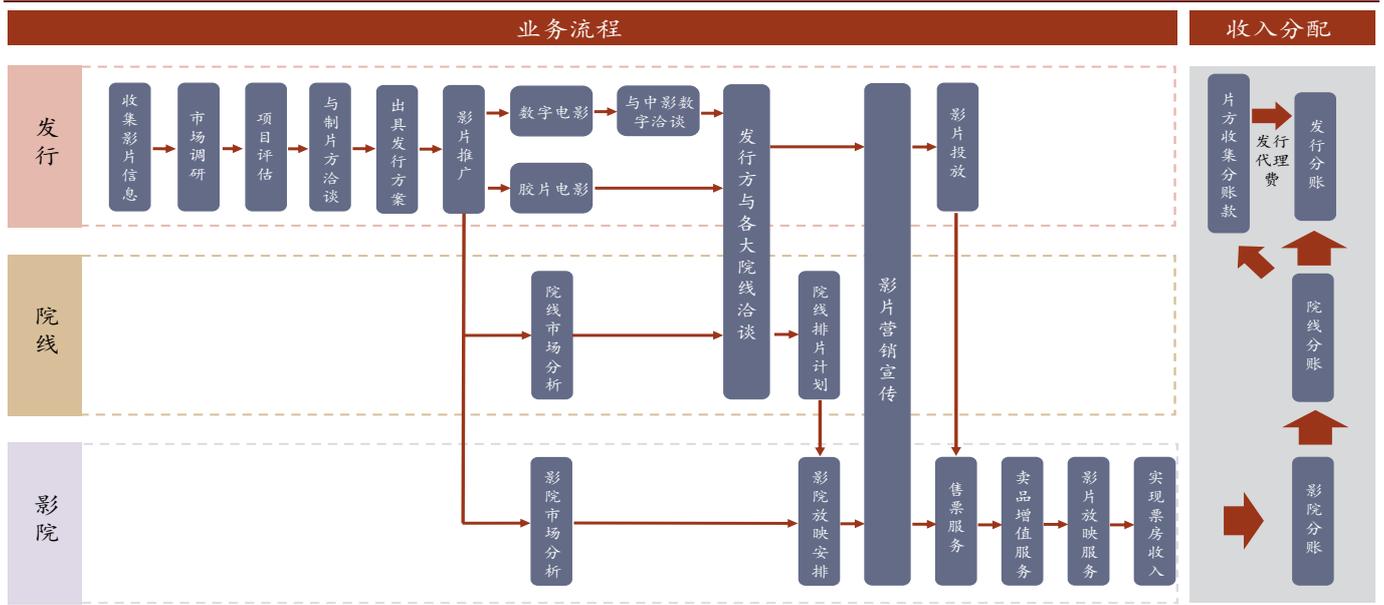
院线与发行业务双轮驱动，构成收入的主要来源。公司业务的主要收入包括电影放映收入、发行收入（包括院线发行和代理发行）、卖品收入和广告收入。其中，电影放映和发行的收入占比超过 70%。电影放映收入主要为下属控股影院销售电影票获得的收入，发行收入主要为联和院线和东方发行按照分账协议确定的比例获取的净票房收入。



电影放映和发行业务的盈利模式均为票房分账，且处于票房分账的上游，往往可以取得稳定的现金流和可控的风险。从影院放映环节来看，公司下属影院实际取得的票房分账比例（税前）在54~60%之间，基本保持稳定。从发行环节来看，代理发行通常分得票房的1~6%，院线发行通常分得票房的3~5%。由于发行市场竞争激烈，发行业务的分账比例呈稳中有降的态势。

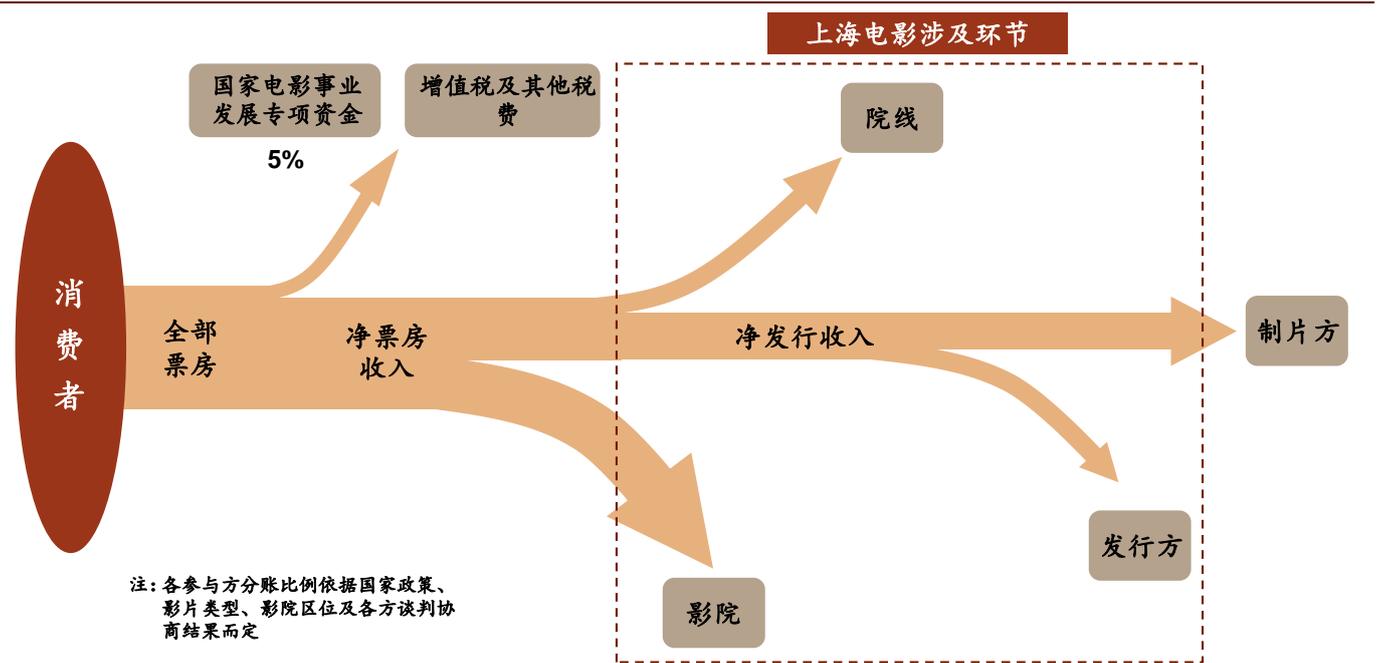
放映和发行业务形成良性互动的格局。凭借院线及影院带来的丰富渠道资源，公司在发行业务上的议价能力和市场地位显著增强；同时作为经验丰富的发行方，公司对全国各地的加盟影院有着强大的吸引力，不断吸引到优质影院的加盟。若一部电影由上海电影发行并在联和院线内的公司自有影院上映，则影院、院线和发行三个环节的票房分账款可全部归入本公司，接近全部票房的60%，充分体现了公司所拥有的发行放映完整产业链在收益分配方面的突出优势。

图表4：上海电影的主要业务模式



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

图表5：票房分账模式



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

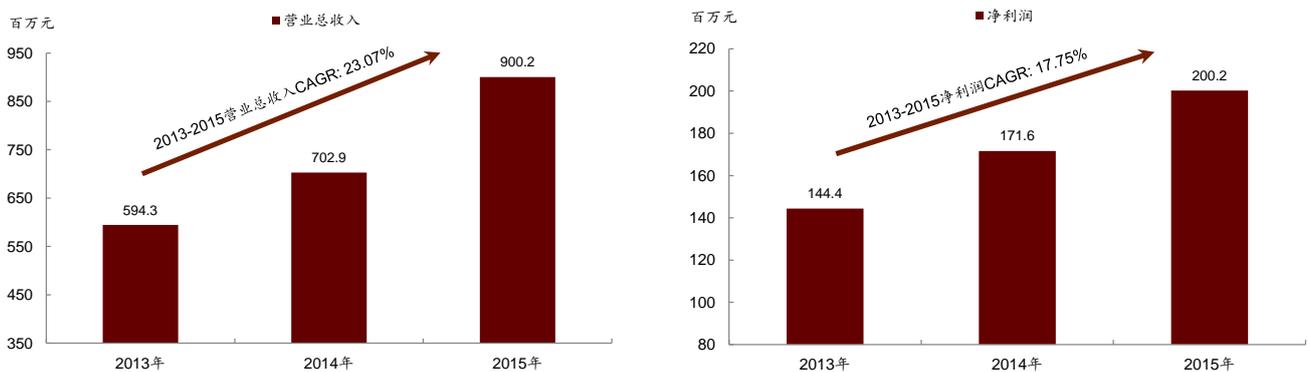


3. 业绩增长稳健，2013~2015年营业收入复合增速达23.07%

近年来，公司依托新加盟的影院和承接优质影片的发行工作，实现了营业收入的持续增长；此外公司毛利率稳定在较高水平，并严格控制各项期间费用，实现了高利润率下的业绩快速增长。

2015年公司的营业收入和净利润分别为9.00亿元和2.00亿元。2013~2015年收入与利润的复合增速分别为23.07%和17.75%，净利润增速略低于收入增速。

图表6：2013~2015年公司营业收入、净利润及增速

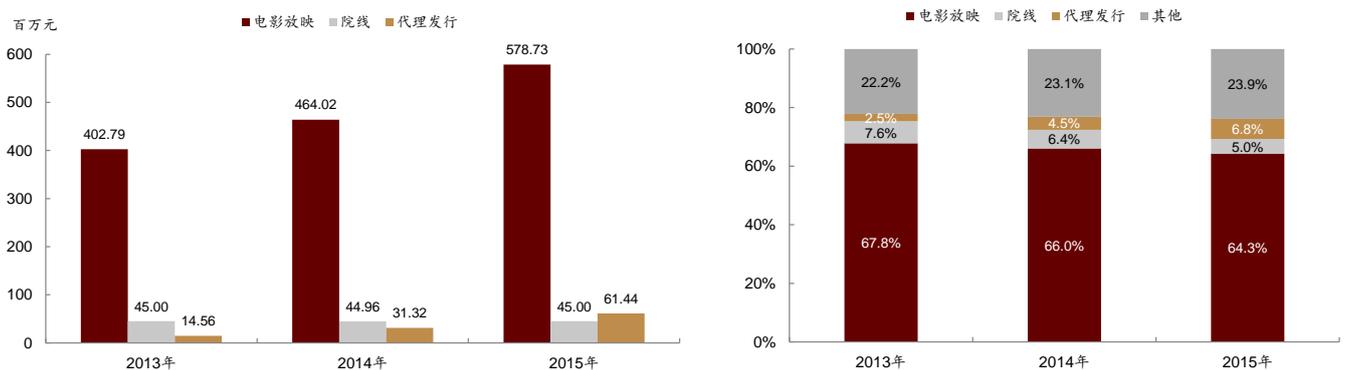


资料来源：招股说明书，中金公司研究部

收入方面，2013~2015年电影放映收入稳步增长，电影发行增长迅速，收入占比逐年提升。2013~2015年，公司电影放映收入复合增速为19.87%，代理发行收入复合增速为105.42%。代理发行收入占比从2013年的2.5%提升到2015年的6.8%，放映及院线收入占比则略有下降。

毛利率及净利率方面，2013~2015年，由于公司部分影院装修、刚开业或设备更新，导致相关费用增加，综合毛利率出现小幅下降，从2013年的39.09%下降至2015年的35.37%。净利率则受益于公司对期间费用的精简和控制，始终维持在22%以上的较高水平。由于2015年新开业影院较多，导致营业成本和管理费用数额均有较大增长，因此2015年净利率较2014年出现小幅下降，由24.41%下降至22.24%。

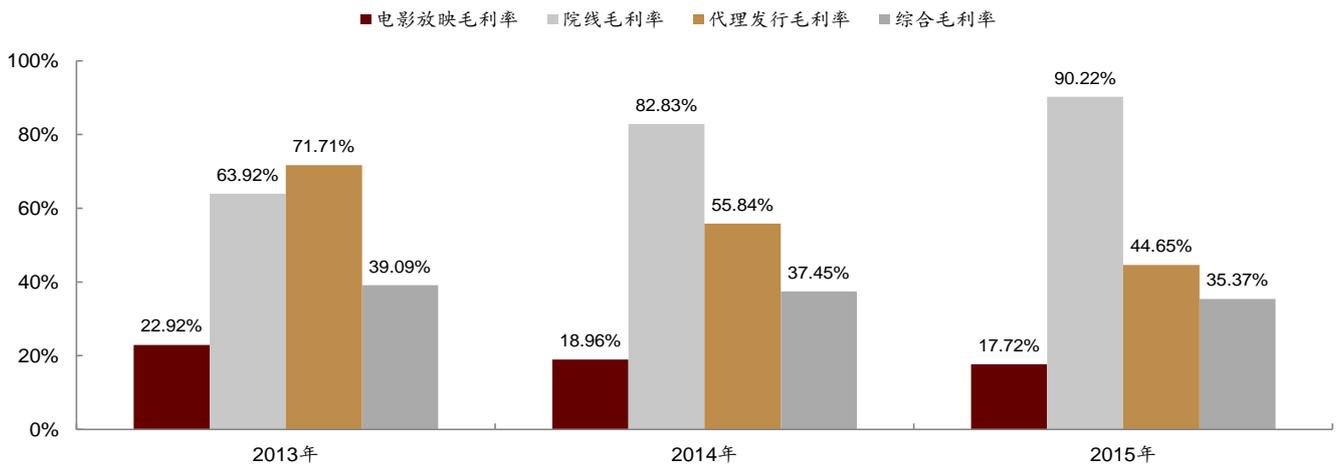
图表7：2013~2015年公司各业务分部收入及占比



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

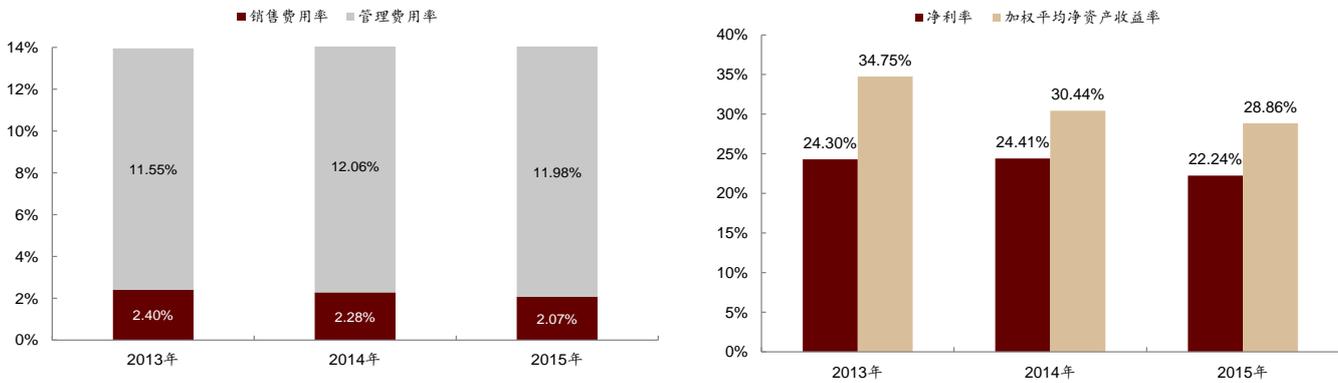


图表 8: 2013~2015 年公司各业务分部毛利率



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

图表 9: 2013~2015 年公司销售费用率、管理费用率、净利率及加权平均净资产收益率



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

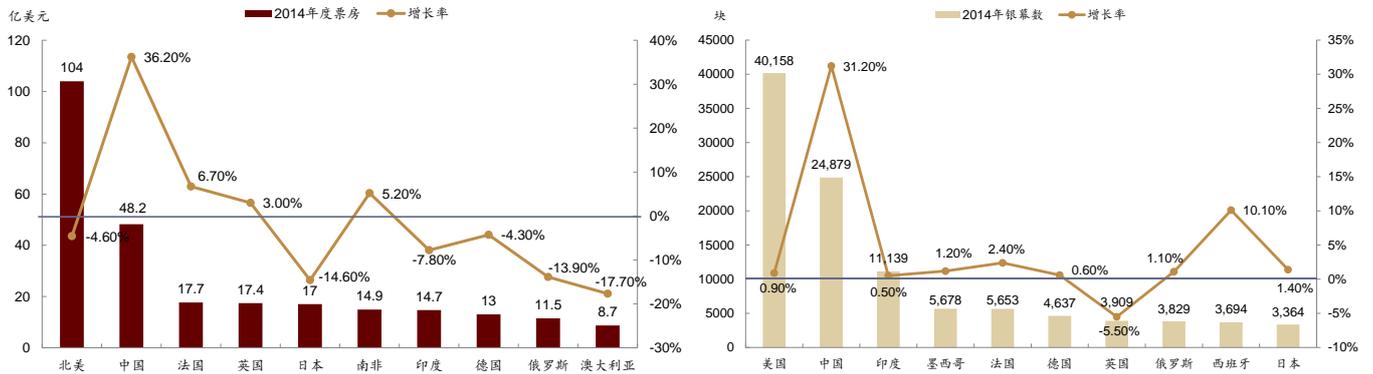


二、市场概览：票房屡创纪录，享新人口红利

1. 中国电影市场一枝独秀，面向长期维持稳健增速

中国电影票房望超500亿，银幕数增速领先全球。北美、欧洲和东亚三大电影市场是支撑整个世界电影市场的核心区域。2012年中国电影票房收入达到27.4亿美元（171亿元人民币），超越日本，跃居世界第二位。银幕数量方面，中国影院银幕数近5年均呈现两位数高速增长，2011~2015年增长率分别达到48.43%、41.27%、38.7%、31.20%和34.01%，是前十大电影市场中唯一一个电影银幕数高速扩张的国家。在世界主要电影市场表现低迷的情况下，中国电影市场一枝独秀，表现出强劲的增长势头。

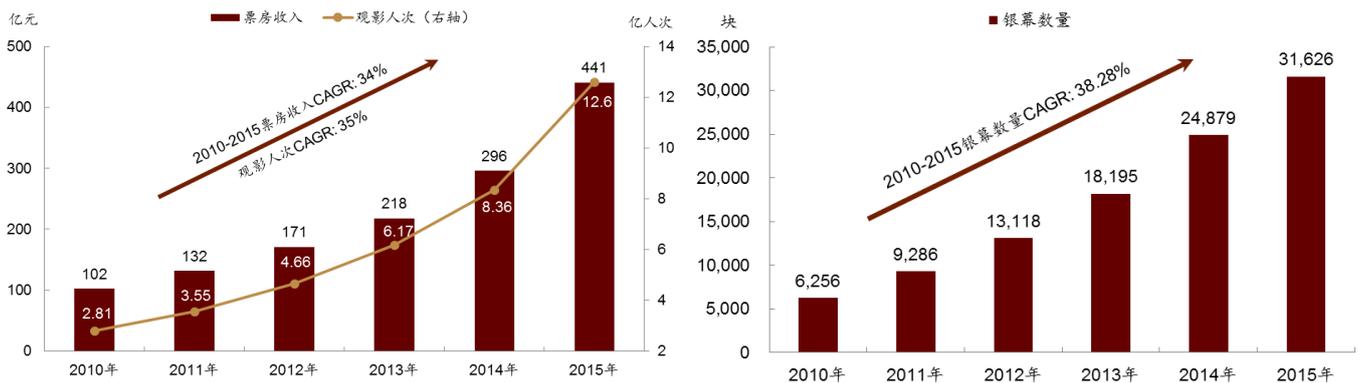
图表 10：2014 年世界电影票房前十大国家（地区）票房收入及增速、银幕数前十大国家银幕数量及增速



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

2010~2015年，中国电影票房收入由102亿元增加至441亿元，年均复合增长率34%，远高于同期GDP增速；观影人次由2010年的2.81亿人次增加至2015年的12.6亿人次，年均复合增长率35%。全国银幕总数相继突破10000、20000和30000块大关，由2010年的6256块增长至2015年的31626块，年均复合增长率高达38.28%。

图表 11：2010~2015 年中国电影票房收入、观影人次及银幕数量

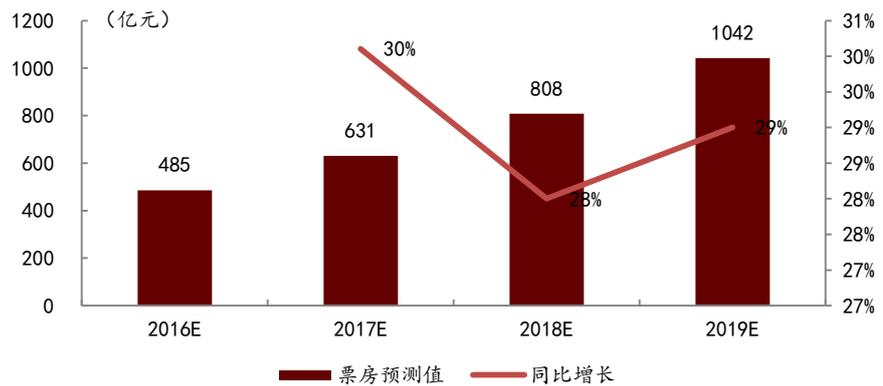


资料来源：艺恩咨询，招股说明书，中金公司研究部

2016年受制于网络票补显著缩水和片源供应不足，票房增速有所下滑，但票房年底仍有望超过500亿，发展至较大的市场规模。过去4年，国产电影市场“大小年”间隔出现的规律非常明显。随着2017年电影片源的显著改善，以及同比基数的降低，全行业景气度有望再度恢复到较高的水平。预计2017年开始票房市场将会恢复至30%左右的强劲增速。



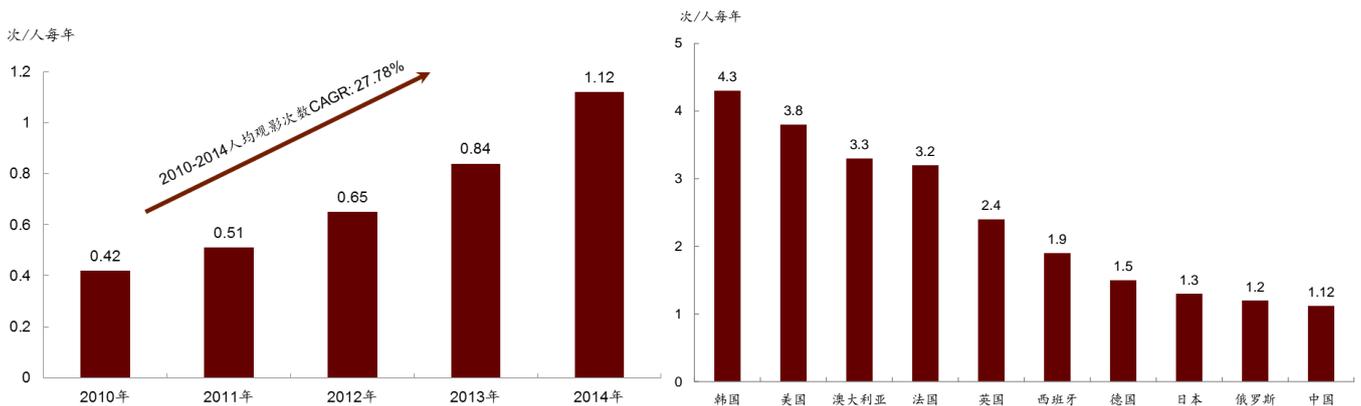
图表 12: 2016~2019 年中国电影票房预测



资料来源：艺恩咨询，中金公司研究部

观影习惯逐渐普及，市场空间仍然广阔。观影习惯是决定电影市场成熟程度的重要指标，从人均年观影次数来看，中国城镇人口的影院观影习惯目前正在形成和普及，城镇人口年平均观影次数由 2010 年的 0.42 次提升为 2014 年的 1.12 次，但是与美欧日韩等电影发达国家或地区差距巨大，仍有较大的发展空间。预计 2019 年左右票房市场有望达到 1000 亿的规模，在目前的基础上再翻一倍。

图表 13: 2010~2014 年中国城镇人均观影人次及与相关国家对比 (2014 年)

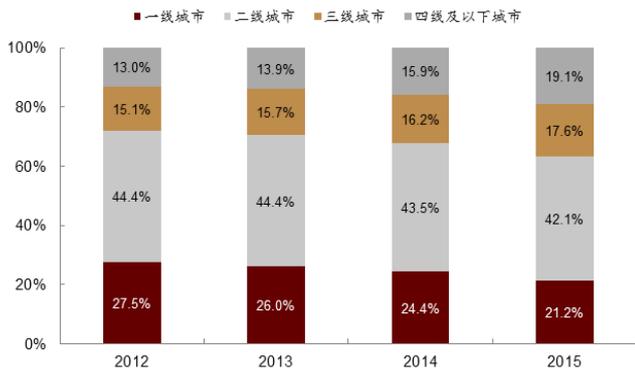


资料来源：招股说明书，中金公司研究部

渠道下沉为大势所趋，三四线城市银幕数迅速渗透。伴随电影市场规模的迅速扩大，经济发达的三、四线城市电影消费需求开始发力，主力院线也开始从一二线城市向三四线发达城市下沉。以江苏、四川、山东为代表的新兴经济发达地区票房增速显著高于北京、上海等成熟市场的票房增速，这些区域将是未来院线扩张新的热点。

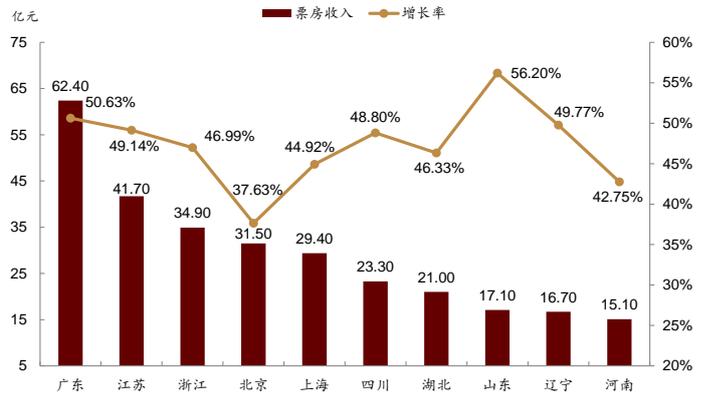


图表 14: 2015 年中国电影票房一、二、三、四线城市分布



资料来源：艺恩咨询，中金公司研究部

图表 15: 2015 年中国电影票房收入前十大省级行政区票房收入及增速

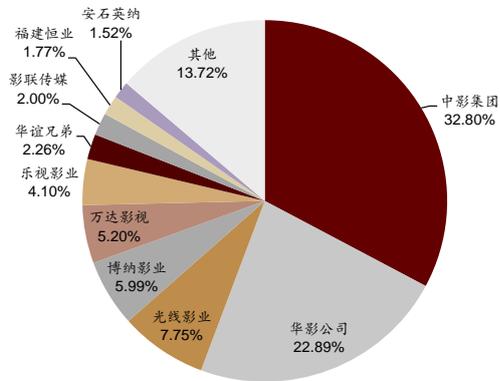


资料来源：艺恩咨询，中金公司研究部

2. 院线市场高度分散，龙头企业有望迎来行业整合

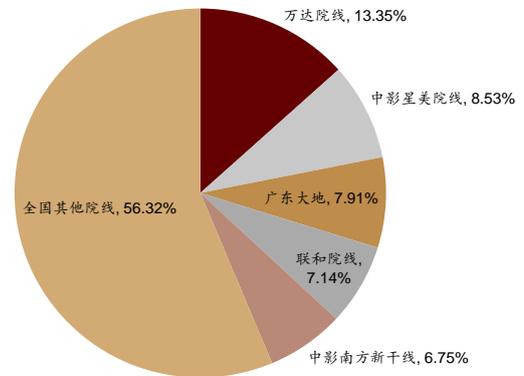
与美国等成熟电影市场相比，我国电影市场格局集中度较低。以美国为例，前六大电影发行公司垄断了全美超过 80% 的票房收入，前三大电影院线公司则垄断了全国超过 50% 的票房收入。而在中国，根据艺恩咨询的统计数据，截至 2015 年底，我国共有 48 条城市院线，在以票房收入计的市场份额中，前十大院线占 66.8%，同比增加 0.4ppt；而前五大院线则占 44.1%，同比下降 0.7ppt。院线市场竞争格局维持高度分散的态势。

图表 16: 2014 年中国前十大电影发行公司市场份额



资料来源：艺恩咨询，中金公司研究部

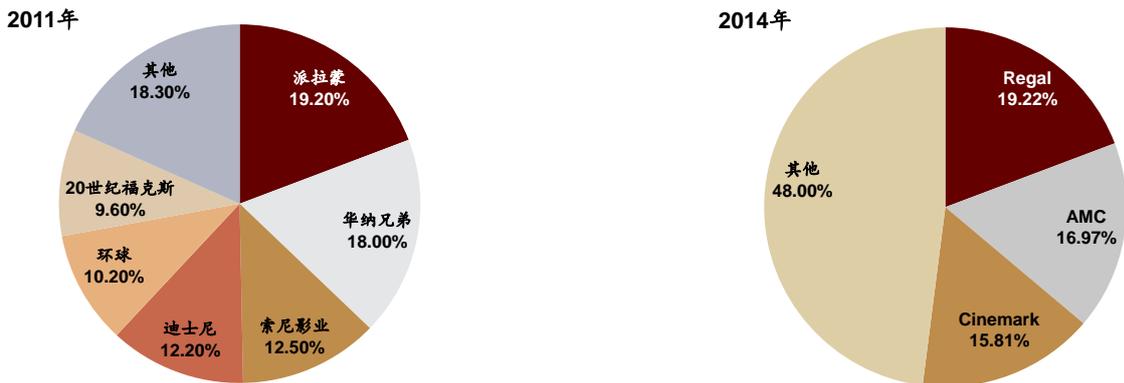
图表 17: 2015 年中国前五大院线市场份额



资料来源：国家新闻出版广电总局，艺恩咨询，中金公司研究部



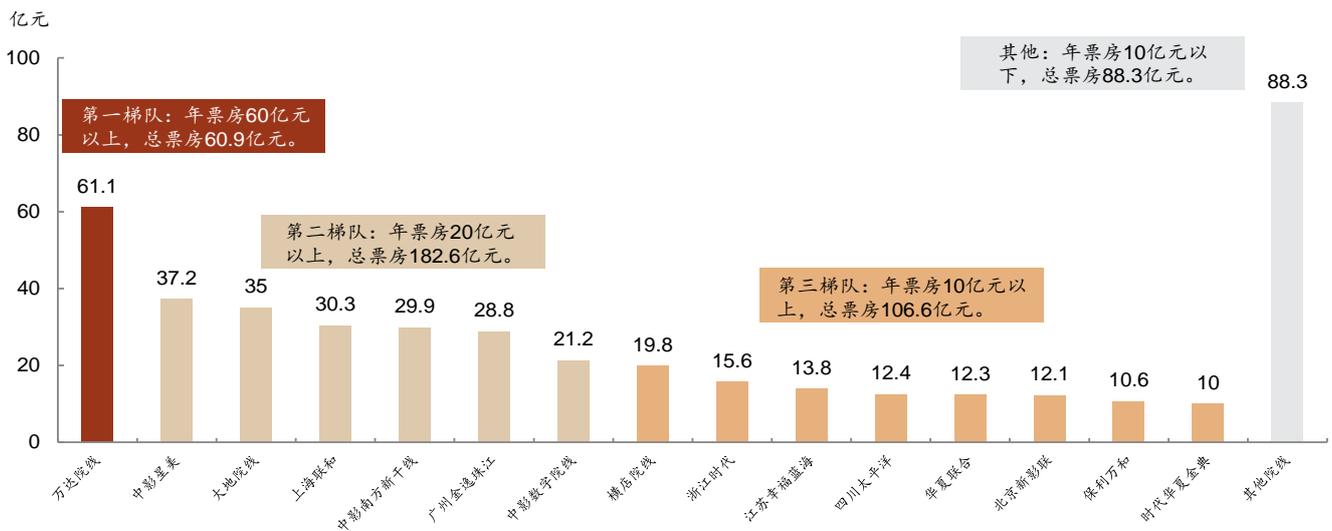
图表 18：美国电影市场主要发行公司（左）和院线公司（右）市场份额



资料来源：艺恩咨询，雪球，中金公司研究部

目前中国电影院线市场已形成实力分化的三大梯队。万达院线一家为第一梯队，上影联和院线及其他几家年票房20亿以上的组成第二梯队，年票房10~20亿之间院线的则组成第三梯队。第二梯队院线已成为中国票房的中坚力量，贡献了超过40%的票房收入。这一梯队的院线公司票房占比相差不大，均处于4.8~8.5%之间。在未来几年，随着中国院线市场的日臻成熟，第二梯队院线间将展开激烈竞争，通过并购、洗牌等方式重塑市场格局，走向“崛起”和“衰落”的两极分化。

图表 19：2015年中国电影院线梯队划分



资料来源：艺恩咨询，中金公司研究部



院线市场的集中度提升是大势所趋，龙头整合已大举开启。国内影投公司数目众多，78%是年票房不足1亿的小企业，仅占12%的市场份额。随着院线行业的竞争加剧，小企业生存日益艰难，于是倾向于加入强势的院线，从而获取更加高效的统筹管理，更加丰富的影片资源和更加突出的品牌效应。因此，院线市场集中度提升是大势所趋。行业龙头万达院线于2015年先后收购世茂影院和澳大利亚第二大影院运营商 Hoyts，拉开了院线行业整合的大幕。

图表 20: 2015 年中国第二梯队院线市场表现

| 2015年第二梯队院线市场表现 | | | | | | | | |
|-----------------|---------|-------|------|------|------|-------|-----------|-----------|
| 排名 | 院线 | 票房(亿) | 票房占比 | 场次占比 | 人次占比 | 上座率 | 2015票房增长率 | 2014票房增长率 |
| 2 | 中影星美 | 37.2 | 8.5% | 6.9% | 8.4% | 19.8% | 57.9% | 33.4% |
| 3 | 大地院线 | 35.1 | 8.0% | 9.7% | 9.1% | 16.6% | 51.0% | 48.5% |
| 4 | 上海联和院线 | 30.4 | 6.9% | 4.9% | 6.6% | 20.0% | 44.2% | 32.3% |
| 5 | 中影南方新干线 | 29.9 | 6.8% | 6.6% | 6.6% | 17.2% | 50.7% | 42.0% |
| 6 | 广州金逸珠江 | 28.8 | 6.6% | 5.6% | 6.3% | 16.6% | 38.2% | 36.2% |
| 7 | 中影数字院线 | 21.2 | 4.8% | 6.6% | 5.0% | 13.6% | 90.5% | 43.0% |

资料来源：艺恩咨询，中金公司研究部

3. 中国电影发行市场集中度提高，竞争加剧

我国电影发行业务分为进口分账影片发行与国产影片发行。目前，中影集团和华夏电影发行公司是仅有的两家获得进口影片全国发行权的专营商，是我国规模最大的两家电影发行公司。其他发行公司主要发行国产影片及协助推广进口买断片。

近年来，我国国产影片的发行市场出现了集中度提高、竞争加剧的发展趋势。2015年票房收入TOP10的民营发行公司贡献了超过80%的票房，其中票房前五的发行公司市场份额达到70%，较2014年的46%有了大幅提升。传统五大发行公司五洲发行（万达影视）、光线影业、华谊兄弟、博纳影业和乐视影业2015年市场份额为超过63%，也较2014年的46%出现大幅提升。

图表 21: 2015 年中国票房收入前十位的民营电影发行机构

| 序号 | 公司名称 | 电影数量(部) | 票房(亿) | 市场份额 |
|----|------|---------|-------|-------|
| 1 | 五洲发行 | 14 | 67.5 | 25.0% |
| 2 | 光线影业 | 11 | 37.9 | 14.0% |
| 3 | 博纳影业 | 13 | 30.6 | 11.3% |
| 4 | 联瑞影业 | 3 | 29.5 | 10.9% |
| 5 | 乐视影业 | 13 | 23 | 8.5% |
| 6 | 影联传媒 | 7 | 13.2 | 4.9% |
| 7 | 华谊兄弟 | 9 | 12.2 | 4.5% |
| 8 | 恒业影业 | 8 | 8.8 | 3.2% |
| 9 | 剧角映画 | 4 | 4.7 | 1.7% |
| 10 | 华策影业 | 4 | 2.4 | 0.9% |
| 合计 | | 86 | 229.8 | 84.9% |

资料来源：艺恩咨询，中金公司研究部

目前我国电影发行市场形成了三种主流的发行模式——发行矩阵模式、自有影院模式和明星驱动模式。发行矩阵模式是指发行人员长期布局在主要票仓城市，利用长期与影院维护的关系和策划当地活动帮助影片提升场次，代表公司有光线影业和乐视影业。自有影院模式则是利用旗下自有影院保证排场次，对于非自有影院则待电影上映前再奔赴各主要城市宣传，代表公司是万达主导的五洲发行、上影主导的四海联盟和博纳影业。明星驱动模式则是依靠影片主创团队进行宣传、依靠大导演和大明星提升关注度、借话题和热度提升排片，代表公司是华谊兄弟。



拥有自有影院的公司因其掌控排片权，在发行中占据先机。近年来，院线利用其渠道资源深度介入发行领域成为趋势。2014 年底万达影视联合大地时代电影发行、广州金逸影视传媒、横店电影院线共同投资的五洲发行成为第一家院线联盟背景的发行公司。2015 年上影集团联合浙江时代院线、江苏幸福蓝海院线、四川省电影公司、河南奥斯卡电影院线成立四海发行公司，进一步推动院线进军发行市场。万达五洲仅用了短短两年时间便将发行份额提升至市场第一，彰显院线方在发行业务上的巨大潜力。

图表 22：我国电影发行市场主流的三种发行模式

| 模式 | 代表公司 | 核心发行能力 | 优势 | 劣势 |
|--------|--------------------|---------------------|---|---|
| 发行矩阵模式 | 光线影业、乐视影业 | 城市布局的广度、深度； 宣传能力 | 扎根城市，熟悉当地情况； 深度经营与影院的关系， 在一定程度上充当影院的 智囊团 | 对驻地发行人员综合能力 要求高；产生较高的固定 运营成本；同时模式壁垒 低，竞争激烈 |
| 自有影院模式 | 五洲发行、四海联盟、博 纳影业 | 影院资源 | 影院资源能保证影片场次 | 对非旗下影院的关系维护 稍弱 |
| 明星驱动模式 | 华谊兄弟 | 丰富的明星资源 | 明星自带宣传光环，粉丝 效应强烈 | 消费者鉴赏能力提升，越 发关注电影内容，明星也 不再是电影排片的天然保 证 |

资料来源：艺恩咨询，中金公司研究部



三、核心优势：承载历史之积淀，谱写影视新高度

1. 享“上影”之金字招牌，承60载之文化积淀

公司控股股东上海电影（集团）有限公司是目前中国最具规模和实力的现代电影集团之一，拥有超过60年的历史文化遗产，“上影”的品牌价值得天独厚。上影集团由上海电影制片厂、上海美术电影制片厂、上海电影股份有限公司等单位组成，旗下持股22家子公司，历史最早可追溯至上世纪50年代。2003年全面推进转企改革以来，上影集团已经形成了以影视产品创作、生产、宣传、销售、发行、放映等业务为主、包括影视周边及衍生品在内的完整产业链。在我国稳步迈入“十三五”、文化产业大发展大繁荣的历史当口，上影集团交出了一份亮丽的成绩单：2015年集团利润达4亿元；联和院线票房收入31.5亿元；上影参与发行影片32部，总票房近52亿元。近年来，集团先后四次被评为“全国文化企业30强”，在“五个一工程奖”、中国电影华表奖、中国电影金鸡奖等重要奖项上都留下了“上影”的名字。

图表 23：上影集团旗下 22 家单位

| 公司名称 | 持有股权比例 | 亮点 |
|-------------------|--------|--|
| 上海电影制片厂有限公司 | 100% | 中国电影老企业，是中国三大电影基地之一。 |
| 上海上影电影制作有限公司 | 100% | 成立于1996年12月5日，主营影视投资、道具租赁、场地服务。 |
| 上海上影南国影业有限公司 | 48% | 成立于1996年6月13日，主营广播电视节目制作、发行，文化娱乐活动策划。 |
| 上海美术电影制片厂有限公司 | 100% | 中国规模最大的美术电影制片基地，成立于1957年4月。 |
| 上海电影译制厂有限公司 | 100% | 成立于1957年4月1日，是国内唯一的译制外国影视片的专业译制厂。 |
| 上海昆仑影业有限公司 | 51% | 中国私营电影企业一共摄制了9部影片，拍摄了多部人民解放战争为背景的影片，在中国电影史上占有重要地位。 |
| 上海上影电通影视文化传播有限公司 | 51% | 多元化、综合性的影视企业，由上海电影（集团）有限公司和北京电通广告有限公司共同出资，总部位于上海电影广场。 |
| 上海上影大耳朵图图影视传媒有限公司 | 90% | 上海电影（集团）公司旗下从事动画电影、电视策划、制作、推广发行、衍生产品授权开发的专业性公司。 |
| 上海电影（集团）电视剧制作有限公司 | 51% | 自成立后相继创作了几万余部（集）的电视剧、报道剧、戏剧电视剧、电视小品、专题片和电影作品，曾荣获多项国家级和国际级大奖。 |
| 上海电影技术厂有限公司 | 100% | 成立于1957年，是承担电影底片洗印加工和后期制作的专业化电影生产加工基地。 |
| 上海美术设计有限公司 | 100% | 上海电影（集团）有限公司旗下一家专业从事行销传播、陈列展示、建筑装饰的综合型国有服务企业。 |
| 上海永乐文化传播有限公司 | 79% | 成立于1999年10月13日，主营图文编辑、文化信息咨询、展览服务。 |
| 银星宾馆 | 实际管理 | 成立于1993年10月7日，上海市宝通路的一家小型饭店 |
| 上海梦影酒楼有限公司 | 100% | 开业时间1993年10月1日，地处上海闹市中心交通便利，酒楼环境幽静，设施齐全。 |
| 上海东娱影视乐园有限公司 | 100% | 成立于2008年6月10日，主营影视旅游景点开发，提供演出场所，实业投资。 |
| 上海电影发展总公司 | 100% | 成立于1992年9月21日，主营建筑材料，文教用品，五金。 |
| 上海新光影艺苑有限公司 | 100% | 始建于民国19年，曾作为中国电影史上第一部国产有声电影的首映影院而载入史册。 |
| 上海永乐股份有限公司 | 89% | 上海电影（集团）有限公司控股的中国大陆电影业首家股份制企业，曾被评为国家广播电影电视部先进集体和上海市优秀企业。 |
| 上影寰亚文化发展（上海）有限公司 | 50% | 上海电影与香港寰亚综艺娱乐于2009年成立的一家中港合资的影视娱乐与演艺经纪公司。 |
| 上海上影英皇文化发展有限公司 | 50% | 由上海电影集团与香港英皇娱乐合资，深耕电视剧领域，三年中创下6部优秀电视剧登陆央视播出的纪录。 |
| 上影特艺影视技术（上海）有限公司 | 51% | 上海电影与特艺集团共同出资成立，致力于打造亚洲领先的电影科技基地，帮助国内导演在家门口实现“大片梦”。 |
| 上海电影艺术发展有限公司 | 100% | 成立于2013年12月26日，主营博物馆投资，展览展示服务，文化艺术交流策划。 |

资料来源：上影集团官方网站，中金公司研究部



上海作为中国最早开放的通商口岸和工商业最繁荣的城市，一直以来便是中国洞悉世界的窗口和东西文化交流融合的最前沿。自开埠以来，其开放包容的格局使得东方与西方、古老与现代、传统与时尚得以自由地对话、碰撞，中国电影在这里孕育而生。1896年，中国第一场“西洋影戏”在上海放映；1913年，上海制作完成了中国第一部短故事片；1921年，中国第一部正式意义的电影在上海诞生。从此，上海电影迅速发展，逐渐将自身的风格深深融入到中国电影的发展进程中，培育起了中国电影现实主义精神和传统民族风情。新中国成立后，上海电影更是迈入丰收期。短短十年间，上影厂、美影厂、译制厂等相继成立，各路精英汇聚申城，新片佳作层出不穷。上海成为中国民族电影的重要基地和“半壁江山”。改革开放后，在市场经济大潮的洗礼下，上海电影整合集中了策划、制作和发行等多方面优势资源，组建了上海电影集团。从此，上海电影以及“上影”品牌便与中国文化走向现代、走向未来的进程紧密联系在一起。

在我国现代化建设稳步推进、文化产业大发展大繁荣的时代背景下，上海提出了建设国际文化大都市战略，旨在成为文化交流的“码头”和文化原创的“源头”。当下，上海汇聚了一大批具有先进制作理念的制片公司和优秀的演艺人才，为电影发展提供了肥沃的土壤。同时，上海国际电影节已成为亚太地区最具影响力的电影盛会，充分发挥着国际化电影文化交流的桥梁作用。在上海电影承前启后、上海建设国际文化大都市的进程中，上影集团提出了“聚焦突破、三箭齐发”的发展战略，成为影视创作和生产的桥头堡，致力于建设产业链完整、多片种繁荣、国际影响力领先的现代影业集团。

在创作上，上影集团始终坚持主流价值、艺术价值和商业价值的三足鼎立，与上海电影与生俱来的不拘一格及人文关怀一脉相承。上影集团前身上海电影制片厂和上海美术电影制片厂与新中国一同诞生于60年前的峥嵘岁月。自建立以来，上影厂、美影厂经历一甲子的时代变迁，出产了一批又一批独具风格、特色鲜明的经典佳作。其中，既有《铁道游击队》、《渡江侦察记》、《草原英雄小姊妹》等影片紧抓时代脉络、唱响了主旋律的最强音，又有《城南旧事》、《芙蓉镇》、《宝莲灯》等作品，凭借细致入微、以小见大的人文情怀赢得广大观众的情感共鸣和思想认同，更有《功夫之王》、《大灌篮》、《建国大业》等群星云集的精品大作，激发市场热情、引导市场聚焦的同时实现了商业、艺术和思想三位一体的有机统一。

图表 24：上影厂、美影厂自建立以来的部分作品

| 制作方 | 序号 | 制作时间 | 作品名称 |
|-----------|----|------|---------|
| 上海电影制片厂 | 1 | 1954 | 鸡毛信 |
| | 2 | 1956 | 铁道游击队 |
| | 3 | 1974 | 渡江侦察记 |
| | 4 | 1980 | 天云山传奇 |
| | 5 | 1983 | 城南旧事 |
| | 6 | 1986 | 芙蓉镇 |
| | 7 | 1994 | 活着 |
| | 8 | 1999 | 中华英雄 |
| | 9 | 2005 | 伯爵夫人 |
| | 10 | 2006 | 东京审判 |
| | 11 | 2009 | 建国大业 |
| | 12 | 2012 | 大闹天宫3D |
| 上海美术电影制片厂 | 1 | 1958 | 猪八戒吃西瓜 |
| | 2 | 1960 | 小蝌蚪找妈妈 |
| | 3 | 1962 | 没头脑和不高兴 |
| | 4 | 1964 | 大闹天宫 |
| | 5 | 1964 | 草原英雄小姊妹 |
| | 6 | 1979 | 哪吒闹海 |
| | 7 | 1984 | 黑猫警长 |
| | 8 | 1986 | 葫芦兄弟 |
| | 9 | 1999 | 宝莲灯 |
| | 10 | 2008 | 葫芦兄弟 |
| | 11 | 2012 | 遭遇大王奇遇记 |

资料来源：公司资料，中金公司研究部

在现代片场改建上，上影集团将以国际化和技术化为主线，打造个性鲜明、主题突出的中国环球影城。为了优化制片基地、拍摄场景区、旅游休闲区三大功能，上影已经与行业领先的德国巴伯尔斯堡电影制片厂、英国松林制片厂、美国特艺集团、中国华强集团



等开展了合作。其中英国松林是世界先进片场，生产过电影“007”系列、《哈利·波特》系列，上影将与其合作改建车墩拍摄基地。上影已经规划将目前的7个摄影棚拓展到13个，总面积22000平方米，超越了世界级片场的规模。未来还将以车墩现代片场建设和电影后期制作技术为双轴核心，通过提高电影现代技术的覆盖能力和运用能力，打造影视摄制良性生态链。在此基础上，拓展老上海城市建筑特色景观和电影人文历史风貌，形成独具特色的电影文化旅游创新模式，进一步使上影在现代片场服务、电影特效制作等领域，保持全国领先水平。

上影集团完整的电影产业链为上海电影的业务经营提供了巨大的资源和平台红利。上影集团覆盖了从上游的电影电视创作、IP储备、技术服务到中游的发行、传播再到下游的放映和影视周边产业开发的完整产业链。上海电影在开展业务时可以得到来自集团层面的全方位协同和支持。上影集团产业闭环的打造有效提高了上影的整体实力，各环节的互相支持也为企业经营提供了安全保障。公司将在集团打造的产业闭环平台上享受持续的红利。

2. 影院运营规模和效率均处于业内领先地位

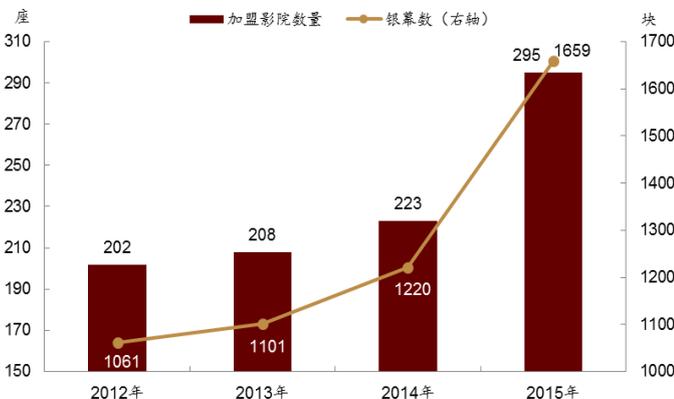
公司旗下的联和院线票房收入的市场占有率位列行业第四。2012~2015年，联和院线旗下影院数量和票房收入稳步增长，截至2015年底，共有影院295家，其中自有影院53家，加盟影院242家，银幕数1659块，遍布全国23个省级行政区。2015年，在以票房收入衡量的市场份额排名中，联和院线市占率约7%，位列全国第四。

图表 25：不同类型影城与院线的关系及各自特点

| 类型 | 院线与影城的关系 | 特点 |
|----------------|--|--|
| 资产联结 (自建影院) | 影院主要由院线或其母公司、关联方直接投资兴建 | 院线向影城统一供片，院线和影城一般处于同一控制下，需要有强大资金支持扩张 |
| 供片联结 (加盟影院) | 大部分影院和院线没有资本联系，只是以签约形式加盟院线 | 院线向影城统一供片，扩张灵活，主要依靠供片关系实现影城管理 |
| 综合型 | 根据发展需要，院线自身直接投资一定数量的影院，同时部分影院以签约形式加盟院线 | 以自建影院和发展加盟影院并重，院线向影院统一供片、提供标准化服务，在影城管控能力以及快速扩张之间形成平衡，以拓展电影市场 |

资料来源：招股说明书，中金公司研究部

图表 26：2012~2015 年加盟影院数量及银幕数



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

图表 27：公司加盟影院的地区分布（截至 2015 年底）



资料来源：联和院线网，招股说明书，中金公司研究部



图表 28：2015 年中国票房收入前十位的院线

| 序号 | 院线名称 | 票房 | 占国内电影票房收入之比 |
|-----------|---------|--------|-------------|
| 1 | 万达院线 | 60.94 | 13.89 |
| 2 | 中影星美 | 37.25 | 8.49 |
| 3 | 大地院线 | 35.07 | 7.99 |
| 4 | 上海联和院线 | 30.59 | 6.97 |
| 5 | 中影南方新干线 | 29.9 | 6.82 |
| 6 | 广州金逸 | 28.81 | 6.57 |
| 7 | 中影数字院线 | 21.24 | 4.84 |
| 8 | 横店院线 | 19.77 | 4.51 |
| 9 | 浙江时代 | 15.6 | 3.56 |
| 10 | 幸福蓝海院线 | 13.75 | 3.13 |
| 前十名票房收入合计 | | 292.92 | 66.77 |

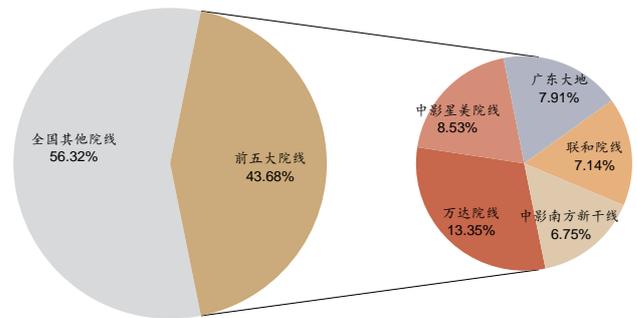
资料来源：艺恩咨询，中金公司研究部

图表 29：2012~2015 年联和院线票房收入



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

图表 30：全国院线以票房计的市场份额 (2015 年)



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

联和院线旗下自建影院定位高端。院线下属资产联结型影院多占据各大核心商圈与主要新兴区域，人流密度大、消费水平高、商业价值大。公司自建影院中超过 75% 位于富裕的长三角地区，显著受益于区域高消费、高增长的红利。2015 年，公司自建影院单银幕产出达 273.18 万元，是同期全国城市院线平均单银幕产出 139.34 万元的 1.96 倍。

图表 31：公司自建影院的地区分布 (截至 2015 年底)



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

图表 32：上海城区自建影院分布 (截至 2015 年底)



资料来源：招股说明书，中金公司研究部



联和院线市场化经营时间较长，具有较为成熟、系统的影院管理措施，在影院特别是高端影院的运营方面具有充足的经验。长期以来，通过协助影院进行数字放映设备升级等硬件支持以及提供票房分析等软件服务，联和院线已经形成了成熟的多样化影院营销机制，推动了院线规模的持续增长以及与影院之间形成稳定的合作关系。同时，通过会员卡、网上订票、团购等方式，院线也绑定了一批稳定的会员群体。在影院投资及经营业务方面，公司拥有一批长期从事影院投资建设的专业人员，并与美国 EPT 成立合资公司，在影院的选址方面具有一套完整的项目评价体系，区分高端影院及经济型影院、重点城市影院及二三线城市影院，确保影院选址的科学合理及影院投资的收益。另外，借助上海电影发行和放映业务的紧密合作，院线公司也能为影院争取优质片源拷贝并提供排片、票房分析、影片宣发等服务，从而为吸引影院加盟、提升影院运营效率提供支持。

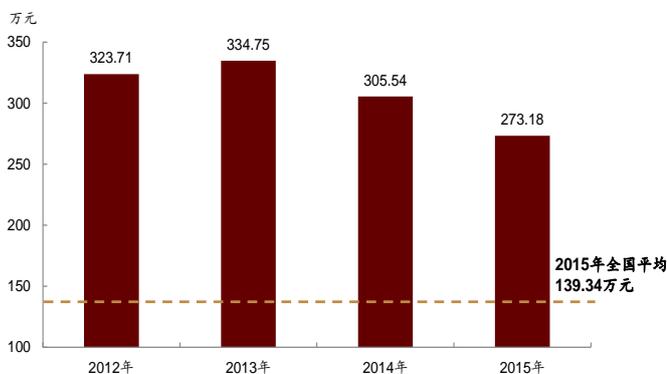
专业的院线管理措施显著提高了下属影院经营效率。在衡量院线运营效率的平均单日单厅产出、平均单日单座产出、场均人次和场均票房等指标上，联和院线均处于全面领先地位。2015年，在票房收入排名前五的院线中，联和院线的平均单厅产出和单座产出分别以 188 万元和 1.28 万元的优异表现排名第二，仅次于万达院线；场均票房上，联和院线也以 1142 元的成绩排名第二，较排名第三的中影南方新干线优势明显；场均人次也以 28 人的成绩排名第三。公司下属的资产联结型影院 2015 年单银幕产出也达到 273.18 万元，为全国城市院线平均单银幕产出 139.34 万元的 1.96 倍。在艺恩咨询发布的中国电影院线运营效率指标对比中，联和院线已连续 4 年综合排名高居第二，仅次于万达院线。

图表 33：前 10 院线运营效率比较

| 票房排行 | 影投公司 | 单日单座收益 | 单日单厅收益 | 场均人次 | 场均票房(元) | 综合排名指数 |
|------|----------|--------|----------|--------|---------|--------|
| 1 | 万达院线 | 49[3] | 8186[2] | 40[2] | 1634[1] | 2 |
| 2 | 大地影院 | 30[9] | 4225[9] | 25[8] | 781[9] | 8 |
| 3 | 金逸影视 | 41[5] | 6488[5] | 28[6] | 1042[6] | 5.5 |
| 4 | 横店院线 | 31[7] | 4337[8] | 27[7] | 838[8] | 8 |
| 5 | 中影影院投资 | 47[4] | 7554[4] | 41[1] | 1399[3] | 3 |
| 6 | 星美影院 | 28[10] | 3927[10] | 22[10] | 771[10] | 10 |
| 7 | CGV 影城投资 | 37[6] | 6440[6] | 34[4] | 1275[5] | 5.25 |
| 8 | UME 影院集团 | 65[1] | 7821[3] | 30[5] | 1288[4] | 3.25 |
| 9 | 上影影院 | 55[2] | 8564[1] | 37[3] | 1596[2] | 2 |
| 10 | 橙天嘉禾 | 31[8] | 4625[7] | 24[9] | 869[7] | 7.75 |

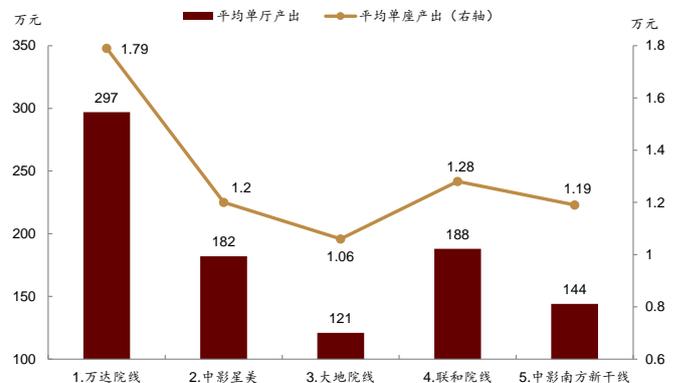
资料来源：艺恩咨询，中金公司研究部

图表 34：公司自建影院平均单银幕产出



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

图表 35：票房收入 TOP5 院线平均单厅单座产出(2015)



资料来源：艺恩咨询，中金公司研究部

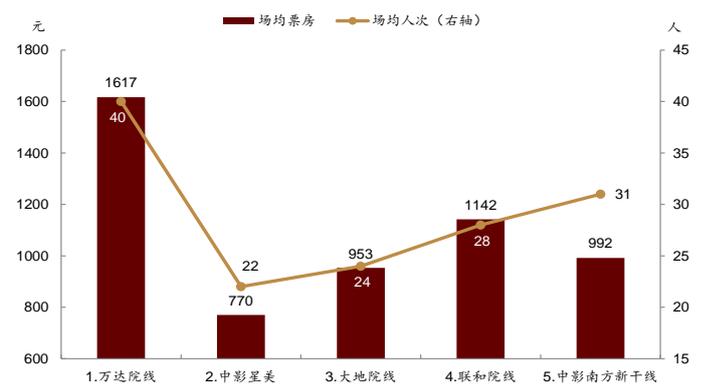


图表 36: 2012~2015 年联和院线观影人次



资料来源: 招股说明书, 中金公司研究部

图表 37: 票房收入前五大院线场均票房及人次 (2015)



资料来源: 艺恩咨询, 中金公司研究部

3. 发行优先的战略清晰, 产业链卡位优越

公司明确提出了“发行优先”为主导的战略发展规划, 以“突出发行优先, 完善市场布局”为策略, 打造独特的“发行生态环”。公司将构建版权运营、发行营销和终端管理三大核心业务体系, 全面提升互联网思维能力、资本运营能力和垂直整合能力, 实现垂直一体化的整合和品牌驱动。

公司掌控线下变现渠道, 具备强劲的发行话语权。影片的宣传营销和放映的场次资源是发行方最重要的两项职能。公司由于掌控了线下渠道资源, 可以对于自有影院进行指导排片, 对于加盟影院进行建议排片, 对于争取场次资源有强大的话语权。同时, 多年的影院经营经验沉淀了电影消费群体的观影习惯和诉求, 在电影题材的把控、本地化和精细化的宣发上具备精准的市场洞察力。此外, 公司卡位变现渠道, 在产业链中具备较强的议价能力。

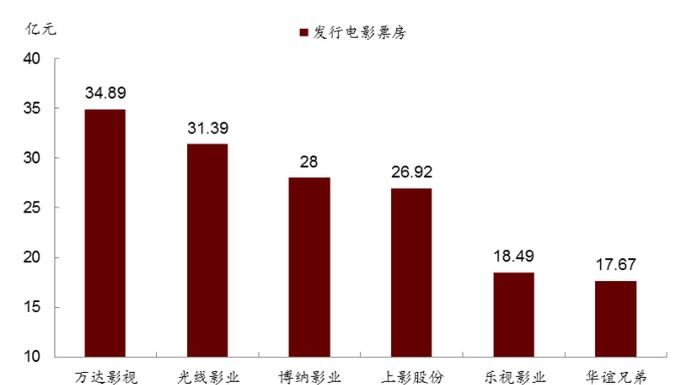
依托渠道优势, 公司的发行业务进步显著。2012至2015年, 公司发行影片规模逐年增加, 代理发行的影片从2012年的16部上升至22部, 代理发行收入也由2012年的984.26万元增加到2015年的6144.23万元, 年均复合增长率达84.13%。2015年公司所发行电影票房为21.79亿元, 市场地位稳固。公司近年发行的《天将雄狮》、《何以笙箫默》、《失孤》、《盗墓笔记》等一系列优秀影片均取得了出色的票房, 使得代理发行业务收入快速提升。目前, 公司已经建立起上百人的发行地推团队, 覆盖全国TOP50的票仓城市, 有望通过充分的市场化运营, 在竞争激烈的发行行业中站稳脚跟。

图表 38: 2012~2015 年电影代理发行收入与数量



资料来源: 招股说明书, 中金公司研究部

图表 39: 2014 年相关电影发行公司所发行电影票房情况



资料来源: 招股说明书, 中金公司研究部



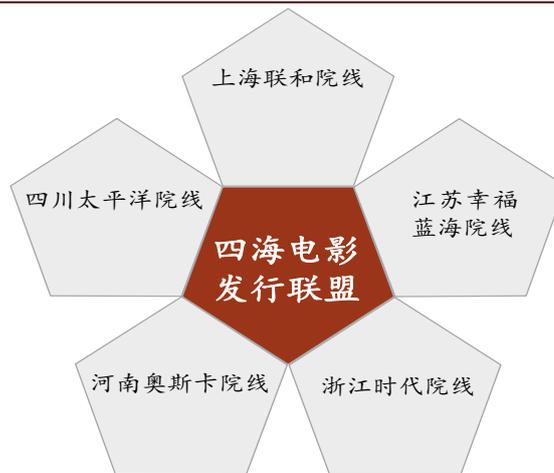
图表 40：公司近年发行的部分影片

| 发行年份 | 片名 | 签约方 |
|---------|------------|------------|
| 2012 | 《大闹天宫》 | 上影集团 |
| 2012 | 《听风者》 | 美亚华天下 |
| 2012 | 《遭遇大王奇遇记》 | 美影厂 |
| 2013 | 《金箍棒传奇》 | 炫动传播 |
| 2013 | 《北京遇上西雅图》 | 安乐电影 |
| 2013 | 《天机·富春山居图》 | 派格太合泛在文化传媒 |
| 2014 | 《一步之遥》 | 一步到位影视 |
| 2014 | 《京城81号》 | 恒业电影 |
| 2014 | 《催眠大师》 | 万达影视 |
| 2015上半年 | 《十万个冷笑话》 | 炫动传播 |
| 2015上半年 | 《天将雄师》 | 耀莱影视 |
| 2015上半年 | 《失孤》 | 华谊兄弟 |

资料来源：招股说明书，中金公司研究部

牵头设立四海联盟，构建全国性发行平台。2015年6月，作为上海国际电影节的主办方，上海电影宣布牵头设立以渠道资源为核心的“四海电影发行联盟”，包括了上海联和院线、江苏幸福蓝海院线、浙江时代院线、河南奥斯卡院线和四川太平洋院线。五大发起方旗下院线共有725家影院、3825块银幕，2015年票房总额80.35亿元，占全国市场份额18.3%。联盟各方将充分发挥各自的宣传资源、票务资源及排片资源优势，建立覆盖全国的领先电影发行平台。

图表 41：上海联和院线牵头组建的“四海电影发行联盟”



资料来源：公司资料，中金公司研究部



四、未来战略：横纵双向整合夯实龙头地位

上海电影无论在资源积累、运营经验还是长期定位上都已占据先机，我们看好未来公司通过影院扩张+产业链垂直一体化整合不断扩大市场份额，夯实院线龙头地位。同时，公司前瞻布局“上影网”，积极促进收入来源多元化，探索票房分成以外的利润增长点。

1. 自建+外延式并购双管其下，扩大影院经营规模

自建影院方面，公司根据“以上海为基地，以华东为重点，深入长江沿线，占领京粤制高点”的发展思路，计划在上海、南京、广州、杭州等票房收入过亿的城市中扩大自有影院经营网络。上市后，公司在未来3年拟投资7.69亿元在13个城市投资建设32个现代化多厅影院。项目建成后，本公司自有影院将达到85家以上，拥有至少437块银幕，分布在全国13个省级行政区的22个城市。其中，公司计划在上海投资11家五星级多厅影院；江苏、浙江两省投资9家五星级多厅影院，涉及苏州、无锡、宁波、宿迁、湖州5个地级城市；在其他一线城市、省会城市及沿海发达地区投资12家五星级多厅影院，涉及北京、长沙、合肥、西安、成都、昆明、湛江7个城市。

公司凭借严格的项目选址、丰厚的投资经验以及与地产商的稳定合作关系，在影院经营领域形成良好的区位优势。公司新建影院项目位于一线城市及省会城市和长三角珠三角经济发达城市，城市人口密度高，经济发达，人均可支配收入处于较高水平，有利于公司旗下影院独特竞争力的发挥，符合公司高端影院的定位与经营战略。沭阳乐之地影城位于江苏省人口最多的县域沭阳，当地目前仅有可统计票房的现代化多厅影院一家，具有较大市场发展空间。此外，公司影院投资与全国领先的商业地产开发公司形成战略合作，10家影院项目建于建筑面积超过10万平方米的超大规模商业体中，商业体本身的影响力为影院开业后较快达到较高观影人次水平奠定基础。

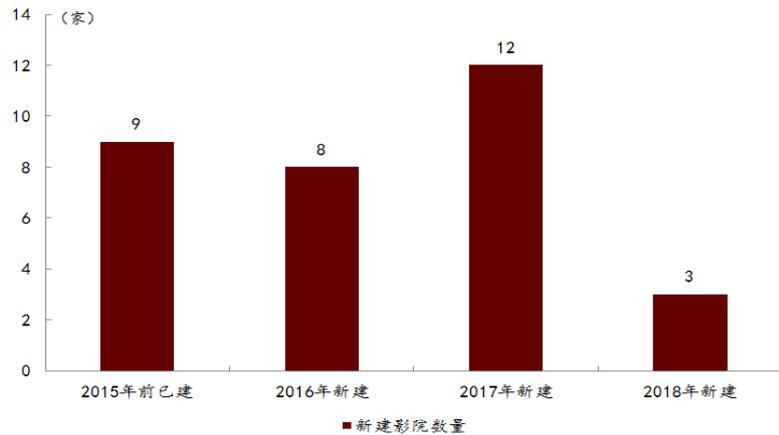
图表 42：新建影院区域分布

| 地区分类 | 地区概况 | 投资影院 |
|--------|-----------------------|---|
| I类地区 | 一线城市中心市区 | 上海城开影城（IMAX）、上海缤谷广场影城（IMAX）、上海黄浦乐家影城、上海农工商118影城、上海丁香路影城 |
| II类地区 | 一线城市卫星城区 | 北京房山绿地中心影城、上海江桥影城、上海嘉定影城、上海南桥影城、上海江镇新都汇影城、上海新场中优城市广场影城、上海影视乐园特艺电影城 |
| III类地区 | 省会城市和长三角珠三角经济发达城市中心城区 | 龙湖西安紫都城影城、龙湖西安时代天街影城（IMAX）、西安镐都商业广场影城、成都时代天街影城（IMAX）、昆明益新万象城影城、昆明银海尚御影城、昆明西城时代影城（IMAX）、昆明南悦城影城（IMAX）、昆明大都影城、长沙绿地影城（巨幕）、苏州吴江金球影城（巨幕）、昆山中楠影城（巨幕）、无锡崇安红豆影城、江阴影城（巨幕）、湖州嘉凯城影城、湛江影城（巨幕） |
| IV类地区 | 省会城市和江浙经济发达城市卫星城区 | 无锡硕放影城（巨幕）、无锡东港红豆广场影城、龙湖宁波星悦荟影城、江苏沭阳乐之地影城（巨幕） |

资料来源：艺恩咨询，中金公司研究部



图表 43：新建影院项目开业时间预计



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

同时，公司拟投资 6331 万用于现有影院的改造升级项目。公司计划在 14 个现有旗下影院改建 2 个 IMAX 厅、11 个 4D 影厅和 11 个全景声影厅。新建影院和升级项目完成后，公司将合计拥有 10 块 IMAX 屏幕，46 个 4D 影厅及 21 个全景声影厅。这有助于公司夯实高端影城的定位、顺应影视技术的发展趋势以及观众观影需求的变化，打造差异化的竞争优势。

自建影院受制于有限的资金和资源，不足以支撑公司的扩张速度。上市之后，公司会将资本运作提升到重要的战略高度，加快产业并购。公司是优先上市的院线公司之一，在资本上占尽先机。公司会积极找寻区位优势、协同效应显著的影院资产，并将其纳入上影的院线体系。

自建影院+外延式并购结合的方式，有望推动公司在院线行业整合的浪潮中获得超越行业的增长速度，从而不断扩大经营规模和质量，提高市场占有率，夯实龙头地位。公司的经营经验有望复制到新建或收购影院中，帮助提升新影院的经营状况和效率，长期增厚业绩。同时，占据规模和运营的先发优势之后，公司也将获得产业链上下游一体化整合的高议价权。

2. 积极谋求上下游业务延伸，打造产业链垂直一体化整合

美国“六大”的产业链一体化模式，不仅可以通过整合协调实现资源的最大化利用，而且能够有效地通过产业链多个环节的变现，有效地抵御电影行业的项目投资风险。公司基于良好的产业链卡位，将积极向上游的 IP、创作和制作，下游的营销和衍生进行业务延伸，打造电影全产业链的垂直一体化整合，提升综合实力。

一方面，上影集团拥有数家优质的内容制作公司。这些公司在中国电影市场高速增长、观众观影偏好瞬息万变的新时代，并没有停滞不前，而是在坚持主流、艺术与商业统一的同时，更加注重对市场的把握，并在创作和 IP 方面彰显出潜力。这些资产短期内未能注入上市公司，但随着历史负担的逐步剥离和经营状况的日渐改善，面向长期仍有望注入上市公司，实现产业链各个环节的无缝对接。

- ▶ **作品紧随时代脉搏。**《盗墓笔记》、《九州·华胥引》和《法门寺密码》等影片主打古装玄幻风，粉丝群体庞大、消费能力强，受到了新生代观影群众的高度青睐。《盗墓笔记》是 2016 年暑期档唯一一部票房突破 10 亿的电影。《幸福不像花儿一样》则讲述了海归回国艰苦创业的故事，紧扣时代脉搏，传播励志正能量。
- ▶ **拥有“黑猫警长”等著名动漫 IP。**2016 年即将登场的《黑猫警长之翡翠之星》、《大耳朵图图》大电影重塑经典 IP，传承原作精华的同时更融入时代气息，不仅令观众耳目一新，更能畅享当下动漫产业巨大的成长红利。



图表 44：上影集团 2016 年部分电影计划

| 类型 | 序号 | 作品名称 | 备注 |
|------|----|-------------|-------------------------------------|
| 电影 | 1 | 盗墓笔记 | 鹿晗、井柏然、王景春主演，李仁港导演；《盗墓笔记2》也确认原班人马拍摄 |
| | 2 | 铁道飞虎 | 成龙主演，红色经典动作喜剧 |
| | 3 | 九州·华胥引 | 陈嘉上监制 |
| | 4 | 繁花 | 改编自金宇澄小说，王家卫导演 |
| | 5 | 法门寺密码 | 徐克导演，悬疑武侠题材 |
| | 6 | 围猎 | 陈道明主演，中法合拍，反腐题材 |
| | 7 | 村戏 | 郑大圣导演 |
| | 8 | 葫芦兄弟 | 江志强制片，真人版电影 |
| | 9 | 幸福不像花儿一样 | 海归创业题材 |
| | 10 | 神奇 | 与美国NBA合作，青春励志题材 |
| | 11 | 魔咒钢琴 | 二战历史题材 |
| 动画电影 | 1 | 黑猫警长之翡翠之星 | 经典IP激活计划 |
| | 2 | 大耳朵图图之美食狂想曲 | 速达导演动画大电影 |

资料来源：集团网站，中金公司研究部

另一方面，公司也计划充分利用资本的力量，积极寻求第三方标的，未来有望通过外延式并购的方式，完善产业链版图，实现电影产业上、中、下游的良性循环，向综合性的影视航母迈进。

3. 逐鹿票务电商，探索多元化变现空间

公司已提出“上影网”电子商务平台建设项目。该项目致力于打造长三角第一、国内一流的融合在线订票、本地化社交及文化娱乐资讯服务、移动互联网等多种新模式的 O2O 电影类电子商务平台，借力上海电影的产业链优势搭建完整的电影 O2O 生态体系。目前公司的收入主要依赖于票房分成，而“上影网”面向长期打开业务的多元化变现空间。

首先，基础的 B2C 在线电影售票平台沉淀优质会员，品牌效应有望提升会员黏性。该部分功能主体“天下票仓”网络售票平台已完成开发并上线运营 2 年。目前天下票仓网站日均访问量 10 万以上，购票网络覆盖全国 500 余家影城，取票终端已覆盖 23 省市 70 余家影城，系统已实现与多个第三方在线选座及团购网站后台对接，完成了在线购票、会员注册/积分兑换、互动分享和综合性支付平台的搭建等功能。通过 B2C 在线购票平台，公司可以最大程度发掘高附加值的会员用户，并借助联和院线深厚的用户资源开展一系列个性化、精准化和定制化会员服务，提高消费者对公司品牌的忠诚度。

图表 45：天下票仓网站和 APP



资料来源：天下票仓网站，中金公司研究部



其次，在 B2B 业务经营上，“上影网”将借助上海电影发行放映产业链的优势地位，向上打通制片方和发行方，向下连结影院，建设专业的电影娱乐门户社交网站和推广渠道，并基于用户大数据深入挖掘会员价值。此外，大数据时代（DT 时代）的到来也为“上影网”充分发挥 C 端资源优势提供了广阔空间，利用在线票务平台积累的海量用户数据，公司可为 B 端客户提供影片销售、排片、会员观影行为等大数据分析和精准营销服务，探索新业务的盈利模式，并为从制片商、发行商、院线到影院再到消费者的全产业链参与方提供了即时在线互动平台。

整合打造电影周边衍生产品的电子商务平台，进军电影衍生品蓝海，探索新盈利增长点。与北美电影市场每年数十亿美元的衍生品收入相比，目前国内的电影衍生品市场几乎是一片空白，销售收入只刚刚跨过千万元人民币的门槛，发展空间十分巨大。上海电影依靠自身强势渠道、会员数据资源及集团内丰富的 IP 储备和影视资源介入电影衍生品业务，与相关衍生品合作商进行全面合作，将衍生品网销业务与购票和社交平台紧密结合，新增盈利增长点的同时也增强了用户的互动，构建了囊括电影核心产业链和周边衍生产业链的一站式电影服务 O2O 平台。

图表 46：上影网会员服务平台



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

“上影网”虽然短期不直接贡献利润，但是战略性地积累用户数据，并前瞻布局上下游资源和衍生品平台，为用户价值的深入挖掘和衍生品变现奠定基础。面向长期，“上影网”有望引领公司探索新的利润增长点，多元化收入来源，打破传统院线盈利模式中对于票房分成的高度依赖。



五、盈利预测及估值建议

我们对公司 2016~2018 年盈利预测做出如下假设：

1) 预测公司 2016~2018 年营业收入依次为 12.35 亿元、17.46 亿元和 24.89 亿元，同比增长率依次为 37.2%、41.4%和 42.5%。公司的主营业务分为电影放映及发行两类。电影放映方面，公司未来三年计划加快影院投资建设进程，以高端影院建设为重点，实现在全国主要城市重要商圈的合理布局，因此联和院线下属的控股影院数量将得以有较大增长，同时高端化的经营策略也将带动单银幕产出的稳步提升，预测电影放映营业收入 2016~2018 年增长率为 37.9%、44.5%和 45.8%。在电影发行方面，院线发行业务上，联和院线未来将在全国范围内持续推动新影院加盟及原有影院续期，加盟影院数量保持快速增长，另外综合考虑新加盟影院和院线提供增值服务等因素，院线和影院分账比例将稳中有升，预测院线发行业务收入 2016~2018 年增长率为 73.3%、50.3%和 47.1%。代理发行业务上，伴随公司全国发行影片规模的逐年增加和发行影片票房的出色表现，公司发行业务收入也将取得快速提升，预测代理发行业务收入 2016~2018 年增长率为 49.3%、54.7%和 48.2%。

2) 预测公司 2016~2018 年电影放映业务毛利率分别为 18.5%、19.2%和 19.5%，院线发行业务毛利率为 90.0%、90.0%和 85.0%，代理发行业务毛利率分别为 45.0%、48.5%和 46.0%。电影放映业务方面，公司未来致力于优质高端影院经营，单银幕票房产出持续提升，市场竞争能力和盈利能力突出，但同时受新建影院扩张及租金成本上升等影响，公司电影放映业务毛利将保持基本稳定。院线发行业务上，由于上一批集中采购的固定资产已基本折旧完毕，因此未来院线发行业务毛利将保持在目前的较高水平，随着新设备的折旧增加，毛利率将有所下降。代理发行业务上，公司全国发行影片规模迅速增加，带动同期代理发行收入和宣发投入及人力成本同步增长，因此未来代理发行业务毛利率也将保持相对稳定。随着公司业务规模的快速扩张，预测公司 2016~2018 年综合毛利率依次为 35.6%、35.7%和 34.5%。

3) 预测公司 2016~2018 年销售费用率分别为 2.3%、2.4%和 2.5%，管理费用率分别为 12.5%、12.8%和 13.0%。公司 2013~2015 年销售费用率分别为 2.4%、2.3%和 2.1%，呈稳步下降态势，主要是由于在收入保持快速增长的情况下，公司的办公费、广告费等销售支出相对固定且不断精简。预计未来伴随公司发行业务的扩大，公司销售费用将与营业收入保持同步增长，销售费用率保持稳定。公司 2013~2015 年管理费用率分别为 11.5%、12.1%和 12.0%，管理费用的增长主要来自公司本部、影院及院线管理人员薪酬的上升和租金成本的提高。预计未来管理费用的增长依然以这两方面为主，管理费用率保持稳定。

4) 预测公司 2016~2018 年有效税率均为 15.9%。公司 2013~2015 年有效税率分别为 14.9%、16.0%和 15.9%，低于公司整体适用所得税税率 25%，主要由于公司下属全资子公司上海影城享受免征企业所得税优惠政策，期限自 2009 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日。此后财政部、国家税务总局和中宣部又联合下发通知，规定之前已审核认定享受税收优惠的转制文化企业，可继续享受相关税收优惠政策，时间期限为 2014 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日。因此在 2018 年底之前，上海影城将继续享受免征所得税的优惠政策。



图表 47：收入分类预测表

| (单位：人民币百万元) | 2013A | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 电影放映业务 | | | | | | |
| 营业收入 | 402.79 | 464.02 | 578.73 | 797.97 | 1,152.67 | 1,680.59 |
| 增长率 | 17.1% | 15.2% | 24.7% | 37.9% | 44.5% | 45.8% |
| 毛利率 | 22.9% | 19.0% | 17.7% | 18.5% | 19.2% | 19.5% |
| 院线发行业务 | | | | | | |
| 营业收入 | 45.00 | 44.96 | 57.93 | 100.38 | 150.91 | 222.03 |
| 增长率 | -12.6% | -0.1% | 28.8% | 73.3% | 50.3% | 47.1% |
| 毛利率 | 63.9% | 82.8% | 90.2% | 90.0% | 90.0% | 85.0% |
| 代理发行业务 | | | | | | |
| 营业收入 | 14.56 | 31.32 | 61.44 | 91.74 | 141.89 | 210.28 |
| 增长率 | 48.0% | 115.1% | 96.1% | 49.3% | 54.7% | 48.2% |
| 毛利率 | 71.7% | 55.8% | 44.6% | 45.0% | 48.5% | 46.0% |
| 卖品业务 | | | | | | |
| 营业收入 | 33.23 | 41.11 | 50.93 | 62.64 | 77.05 | 96.31 |
| 增长率 | 23.5% | 23.7% | 23.9% | 23.0% | 23.0% | 25.0% |
| 毛利率 | 70.5% | 71.9% | 72.7% | 70.0% | 70.0% | 70.0% |
| 广告业务 | | | | | | |
| 营业收入 | 63.87 | 67.09 | 68.31 | 78.55 | 94.27 | 117.83 |
| 增长率 | 231.9% | 5.0% | 1.8% | 15.0% | 20.0% | 25.0% |
| 毛利率 | 76.6% | 81.1% | 69.1% | 69.1% | 69.1% | 69.1% |
| 其他业务 | | | | | | |
| 营业收入 | 34.85 | 54.44 | 82.83 | 103.54 | 129.43 | 161.78 |
| 增长率 | 4.2% | 56.2% | 52.2% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 毛利率 | 81.5% | 67.2% | 62.7% | 60.0% | 60.0% | 60.0% |
| 合计 | | | | | | |
| 营业收入 | 594.30 | 702.95 | 900.18 | 1,234.83 | 1,746.21 | 2,488.83 |
| 增长率 | 22.6% | 18.3% | 28.1% | 37.2% | 41.4% | 42.5% |
| 综合毛利率 | 39.1% | 37.4% | 35.4% | 35.6% | 35.7% | 34.5% |

资料来源：招股说明书，中金公司研究部



图表 48：历史及预测财务数据

| 单位 (人民币百万元) | 2013A | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 损益表 | | | | | | |
| 营业收入 | 594 | 703 | 900 | 1,235 | 1,746 | 2,489 |
| 营业成本 | -362 | -440 | -582 | -795 | -1,124 | -1,630 |
| 营业税金及附加 | -13 | -6 | -8 | -10 | -15 | -21 |
| 销售费用 | -14 | -16 | -19 | -28 | -42 | -62 |
| 管理费用 | -69 | -85 | -108 | -154 | -224 | -324 |
| 财务费用 | 2 | -2 | 1 | -5 | -2 | 10 |
| 资产减值损失 | -1 | -1 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 137 | 153 | 182 | 242 | 341 | 463 |
| 投资净收益 | 19 | 18 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| 公允价值变动净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收入 | 14 | 33 | 28 | 28 | 10 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | -1 | -1 | -1 | 0 |
| 税前利润 | 170 | 204 | 238 | 298 | 379 | 492 |
| 所得税 | -25 | -33 | -38 | -48 | -60 | -78 |
| 少数股东损益 | -4 | -10 | -7 | -9 | -11 | -13 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 140 | 161 | 193 | 242 | 308 | 400 |
| 现金流量表 | | | | | | |
| 经营活动现金流净额 | 168 | 247 | 309 | 411 | 552 | 749 |
| 投资活动现金流净额 | -9 | -41 | -268 | -153 | -154 | -154 |
| 融资活动现金流净额 | 9 | -70 | 22 | 960 | -50 | -151 |
| 货币资金增加额 | 168 | 136 | 63 | 1,217 | 348 | 444 |
| 资产负债表 | | | | | | |
| 流动资产： | 569 | 770 | 856 | 2,161 | 2,643 | 3,283 |
| 货币资金 | 379 | 515 | 577 | 1,795 | 2,143 | 2,587 |
| 应收项目 | 144 | 205 | 230 | 315 | 446 | 635 |
| 存货 | 1 | 1 | 3 | 4 | 6 | 9 |
| 非流动资产： | 407 | 455 | 788 | 901 | 1,000 | 1,088 |
| 固定资产及在建工程 | 116 | 144 | 195 | 239 | 278 | 309 |
| 无形资产 | 51 | 55 | 55 | 57 | 60 | 63 |
| 长期待摊费用 | 91 | 128 | 170 | 206 | 235 | 259 |
| 资产合计 | 976 | 1,225 | 1,644 | 3,062 | 3,644 | 4,371 |
| 流动负债： | 352 | 552 | 756 | 941 | 1,252 | 1,727 |
| 短期借款 | 49 | 29 | 184 | 184 | 184 | 184 |
| 应付项目 | 196 | 339 | 451 | 615 | 868 | 1,258 |
| 非流动负债： | 113 | 27 | 61 | 161 | 161 | 61 |
| 长期借款 | 86 | 8 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 其他非流动负债 | 26 | 19 | 49 | 149 | 149 | 49 |
| 负债合计 | 464 | 579 | 817 | 1,102 | 1,414 | 1,788 |
| 股东权益 | 467 | 593 | 781 | 1,905 | 2,165 | 2,503 |
| 负债及股东权益合计 | 976 | 1,225 | 1,644 | 3,062 | 3,644 | 4,371 |

资料来源：招股说明书，中金公司研究部

预测公司 2016~2018 年归属母公司净利润为 2.42 亿元、3.08 亿元和 4.00 亿元，对应当前总股本数 3.735 亿股的 EPS 依次为 0.65 元、0.82 元和 1.07 元。



采用相对估值法，综合选取 A 股电影院线公司作为比较标的。2017 年选取标的的平均估值约为 48 倍市盈率，对应市值为 148 亿。

公司无论是背靠的资源平台还是运营效率，都在行业内处于领先的水平，有望成为院线板块的龙头。公司影院建设高峰始于 2016 年，考虑到影院建设周期，预计新建影院的利润兑现高峰期在 2018 年。因此，2017 年的利润不足以充分体现新建影院带来的业绩提升。此外，公司将充分利用资本的力量，积极进行产业链的垂直一体化整合，有望通过并购向营销、游戏、内容制作等与影院产生显著协同效应的业务拓展，不断增强在产业链中的话语权。因此，公司面向长期无论是业绩增速、产业链地位还是整体协同都有望获得长足的发展。

基于上述几点因素，我们认为 2017 年的业绩不能充分体现公司的龙头地位、潜在增长和长期价值，需要给予估值溢价。给予公司估值 25% 的溢价，因此给予公司 2017 年 60 倍市盈率，对应目标价 49 元/股，2017/18 年市盈率分别为 60 和 46 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

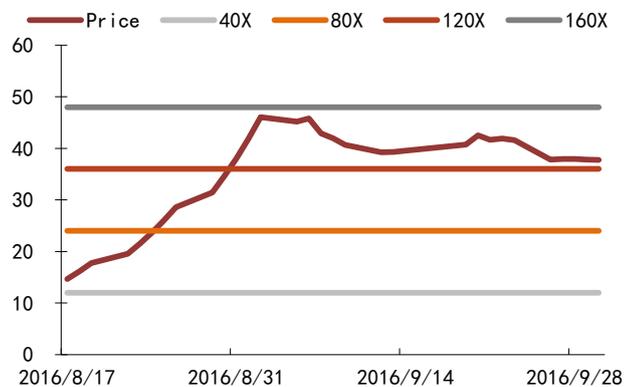
图表 49：可比公司估值比较

| 证券代码 | 证券简称 | 总市值 (亿元) | 收盘价 (元) | 净利润 | | | EPS | | | 市盈率 | | |
|-----------|------|-------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2015A | 2016E | 2017E | 2015A | 2016E | 2017E | 2015A | 2016E | 2017E |
| 002739.SZ | 万达院线 | 772 | 65.70 | 11.86 | 15.00 | 20.00 | 1.01 | 1.28 | 1.70 | 65 | 51 | 39 |
| 300528.SZ | 幸福蓝海 | 117 | 37.60 | 1.07 | 1.55 | 2.03 | 0.34 | 0.50 | 0.65 | 109 | 75 | 58 |
| 600715.SH | 文投控股 | 378 | 22.94 | 1.38 | 5.75 | 7.67 | 0.08 | 0.35 | 0.47 | 274 | 66 | 49 |
| 601595.SH | 上海电影 | 149 | 40.02 | 1.93 | 2.42 | 3.08 | 0.52 | 0.65 | 0.82 | 77 | 62 | 49 |
| 600977.SH | 中国电影 | 509 | 27.28 | 8.68 | 10.84 | 13.60 | 0.46 | 0.58 | 0.73 | 59 | 47 | 37 |
| 平均值 | | | | | | | | | | 117 | 60 | 46 |

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

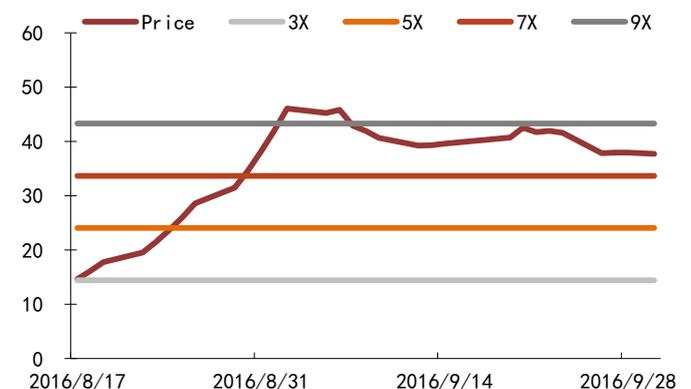
注：灰色标示的为中金覆盖公司，采用中金公司盈利预测；其他公司尚不在中金公司覆盖范围，采用万得平均盈利预测

图表 50：P/E Band



资料来源：艺恩咨询，中金公司研究部

图表 51：P/B Band



资料来源：艺恩咨询，中金公司研究部



六、风险提示

1. 产业准入政策变动风险

国家对本公司主营业务涉及的电影发行、院线以及影院等业务实行许可经营制度。未来，若公司无法满足产业准入要求或者国家产业准入门槛进一步提高，将对公司生产经营产生较大影响。另一方面，随着市场化以及国际化程度的日益提高，未来若相关产业准入壁垒降低或者进一步对外资开放，将进一步加剧行业竞争态势，使得公司面临较大的挑战。

2. 影院投资及经营成本上升

公司今后将着力于现代化多厅影院的建设投资，其中 3D、IMAX 等价格较高的放映设备更是成为影院建设的重要组成部分，从而推动影院投资以及后续的固定资产折旧等逐渐上升。另外，租金成本是影院经营成本的重要组成部分，若本公司在加大影院投资后无法取得理想的票房收入或者影院房产租赁成本持续上升，将对公司的盈利能力产生不利影响。

3. 跨区域经营风险

本次发行及募集资金投资项目投产后，公司对外投资设立的子公司数量将进一步增长，经营区域将进一步扩展至北京、西安、苏州、无锡、长沙等城市。跨区域经营规模的持续扩大一方面将对公司的整体发展战略及经营规划提出考验，另一方面也将对公司的人力资源管理、财务管控、内部沟通反馈等方面提出更高要求，跨区域经营风险进一步增长。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司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。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：上海电影股份有限公司。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

