

正文目录

一、产业背景：仍处高速发展期，离天花板尚远	4
1.1 量、收齐增，电影市场增长迅猛	4
1.2 市场成长空间巨大，供给侧持续发力	7
1.2.1 场均人次大幅下滑是 2016 年票房增速骤减的核心诱因	7
1.2.2 需求端：对标美国，我国电影市场仍是“初生的婴儿”	8
1.2.3 供给端：多种因素促进电影内容质量、观影效果提升	11
二、产业链分析“互联网+”与垂直一体化趋势	13
2.1 制片业：市场高度分散，优秀影片相对集中，互联网重塑制作方式	16
2.2 发行业：国企寡占，民营稳定，在线票务平台迅速兴起	17
2.3 院线与影院放映业：市场集中度有待提高，并购整合空间大	20
2.4 动作频频，影视巨头玩转全产业链	23
三、投资逻辑与建议	24
四、风险提示	27

图表目录

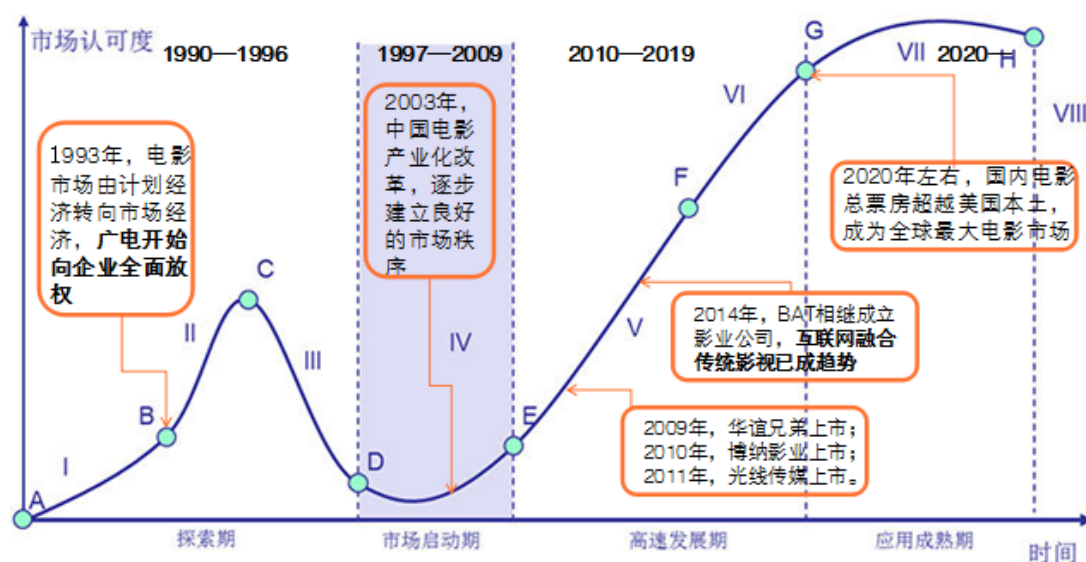
图表 1	中国电影行业的 AMC 生命周期模型	4
图表 2	2011—2016 年中国电影产量	5
图表 3	2011—2016 年中国电影票房持续增长	5
图表 4	中美电影票房比迅速提高，达 60%以上	5
图表 5	2011—2016 年中国影院建设和银幕数突飞猛进	6
图表 6	2011—2016 年观影人次保持增长趋势	6
图表 7	2011—2016 年电影放映场次稳步上升	6
图表 8	2016 年中国电影票房分拆模型	7
图表 9	IP 助力之下，口碑是关键，营销是保障	8
图表 10	我国城镇人均观影支出稳步上升	9
图表 11	我国电影发售窗口期	9
图表 12	好莱坞电影发行窗口期模式	10
图表 13	我国电影海外销售收入占比低	10
图表 14	我国电影非票房收入占比不到 20%	10
图表 15	国家促进电影产业发展主要相关文件	11
图表 16	部分影视公司的人才培养计划	12
图表 17	IMAX 影院数和影片票房持续增长	13
图表 18	互联网时代的电影产业链业务流程	14
图表 19	国产片票房分账占比	15
图表 20	进口片票房分账占比	15

图表 21 中国电影产业链主要子行业格局	15
图表 22 2015 年主要制片公司产量和市场份额	16
图表 23 2016 年 10 亿以上票房影片集中在少数主流片商	16
图表 24 2016 年民营电影公司发行权力排行榜 TOP10	18
图表 25 我国电影发行行业波特五力分析	18
图表 26 我国电影线上购票市场生态演进趋势	19
图表 27 传统与互联网发行公司对比	19
图表 28 我国院线与影院业务和票房收入分配流程	20
图表 29 我国院线经营模式	21
图表 30 2016 年中国院线市场份额 TOP10	21
图表 31 美国院线并购史	22
图表 32 我国电影院线行业波特五力分析	22
图表 33 国内主流片商的全产业链布局	23
图表 34 2012.12-2013.9 光线传媒行情图	24
图表 35 光线传媒影片产出持续增长	25
图表 36 光线传媒影视剧业务收入稳中上升	25
图表 37 公司发行业务收入持续增长	26
图表 38 市场话语权：中国电影>万达院线	26

一、产业背景：仍处高速发展期，离天花板尚远

2003年产业化改革以来，我国电影产业取得了突飞猛进的发展。故事片产量从2002年的100部增至2016年的772部；同时票房也实现高速增长，从2002年的9.2亿元增至2016年的457.12亿元，复合增长率达32%；影院和银幕等基础设施的建设进展迅速，2016年，我国电影银幕数达到4.1万块，超越北美成为银幕数最多的市场。虽然2016年统计票房增速急剧下滑，仅为3.73%，但是考虑到票补减少、影院漏报以及2017年将在线售票服务费纳入票房等因素之外，2016年的实际票房增速仍在20%以上。因此，从生命周期模型来看，我国电影行业仍处在成长期。

图表1 中国电影行业的AMC生命周期模型



资料来源：艾瑞咨询、互联网公开信息

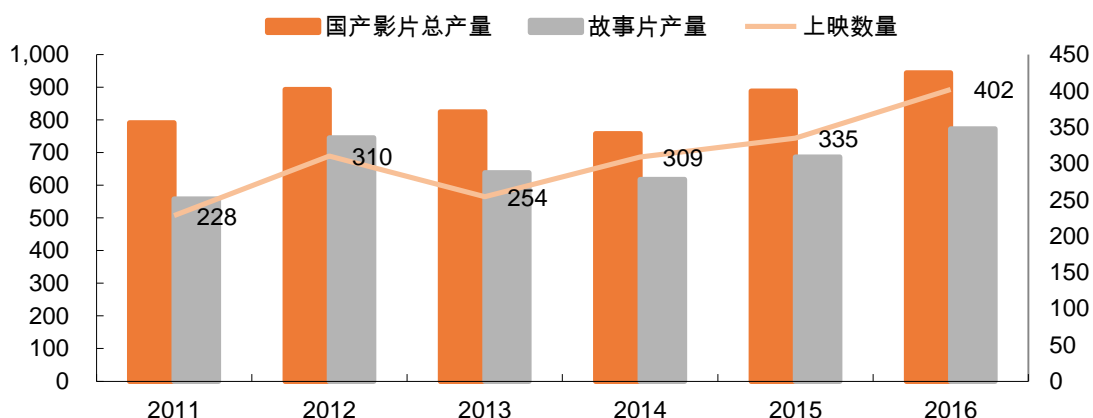
未来在政策利好、银幕数继续增长、消费升级、内容质量提升等多重有利因素的刺激下，我国电影市场仍将保持高速增长：预计2025年左右，我国银幕数将超过18.8万块，国内电影票房将超过1000亿。另外，考虑到我国电影收入的渠道必将越来越多元化，电影产业收入大规模增长是发展趋势。

1.1 量、收齐增，电影市场增长迅猛

从产量来看，中国现在已经成为世界第三大电影生产国。目前我国每年拍摄近800部故事片。再加上其他类型的影片——比如动画片、纪录片、包括传统意义上的科教片，总数接近1000部。这是电影创作生产力的宏观景观，它预示着中国电影生产力的活跃，反映了

中国是一个具有大型的、完整的电影产业框架的国家,电影产业已经进入稳步发展的阶段。2017年3月1日起,《电影产业促进法》开始实施,一系列规定将极大调动影视生产者的积极性,预计未来几年电影产量可能大增,类型也将更加丰富多彩。

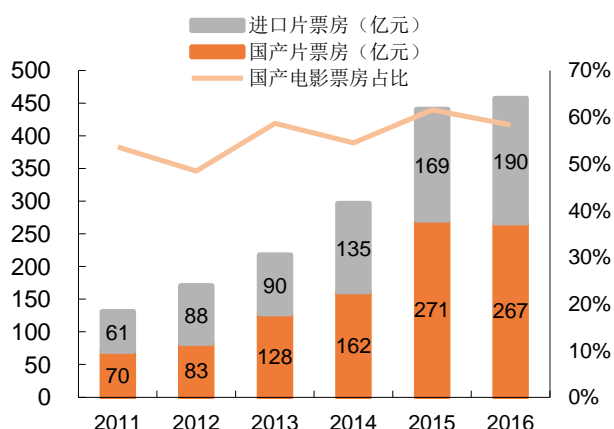
图表2 2011—2016年中国电影产量



资料来源:Wind、互联网公开信息

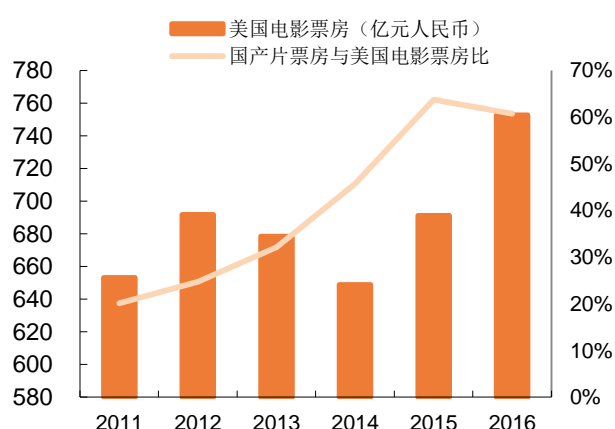
- 从票房来看,增速迅猛,其中国产片票房占比目前稳定在60%左右。一方面,我国电影票房与北美电影票房的比值越来越高,2002年,我国电影的票房不到美国的1%,而目前已达到60%以上。另一方面,我国电影票房的增速远高于北美电影票房,而由于今年好莱坞电影业遭遇瓶颈,其票房的CAGR仅为约2.3%,甚至有几年出现负增长。

图表3 2011—2016年中国电影票房持续增长



资料来源:Wind、互联网公开信息

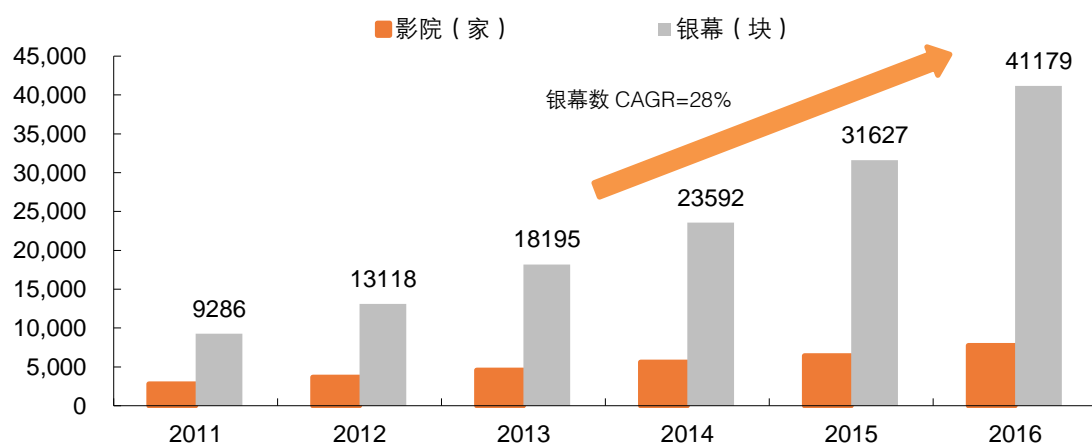
图表4 中美电影票房比迅速提高,达60%以上



资料来源:Wind、互联网公开信息

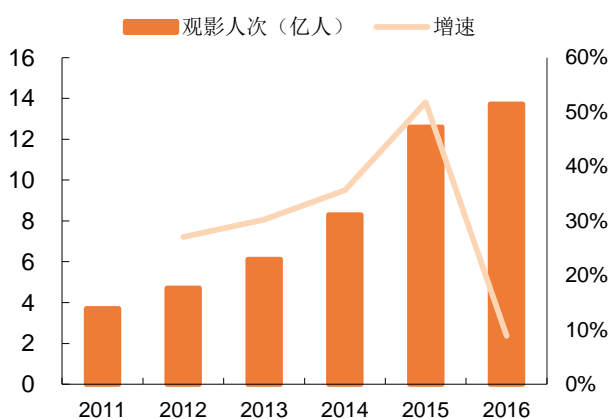
- 从影院和银幕建设来看，可以用“突飞猛进”来形容。截止 2016 年底，我国拥有影院 7730 家，同比增长约 20%，银幕数达到 41179 块，同比增长约 30%。与此同时，我国电影市场年观影人次和放映场次仍保持增长。2016 年全国院线观影人次达到 13.7 亿，人均观影次数自上世纪 90 年代以来首次达到 1 次；2011–2016 年全国院线电影放映场次 CAGR 达 56.5%，2012 年之后由于基数增大，放映场次增速下降，但每年仍保持在 35% 以上。

图表5 2011—2016 年中国影院建设和银幕数突飞猛进



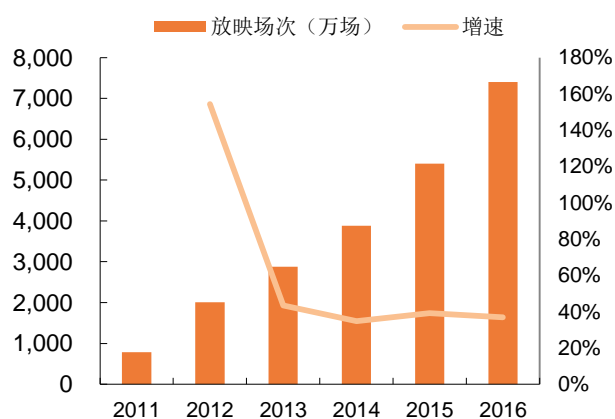
资料来源:Wind、互联网公开信息

图表6 2011—2016 年观影人次保持增长趋势



资料来源:Wind、互联网公开信息

图表7 2011—2016 年电影放映场次稳步上升



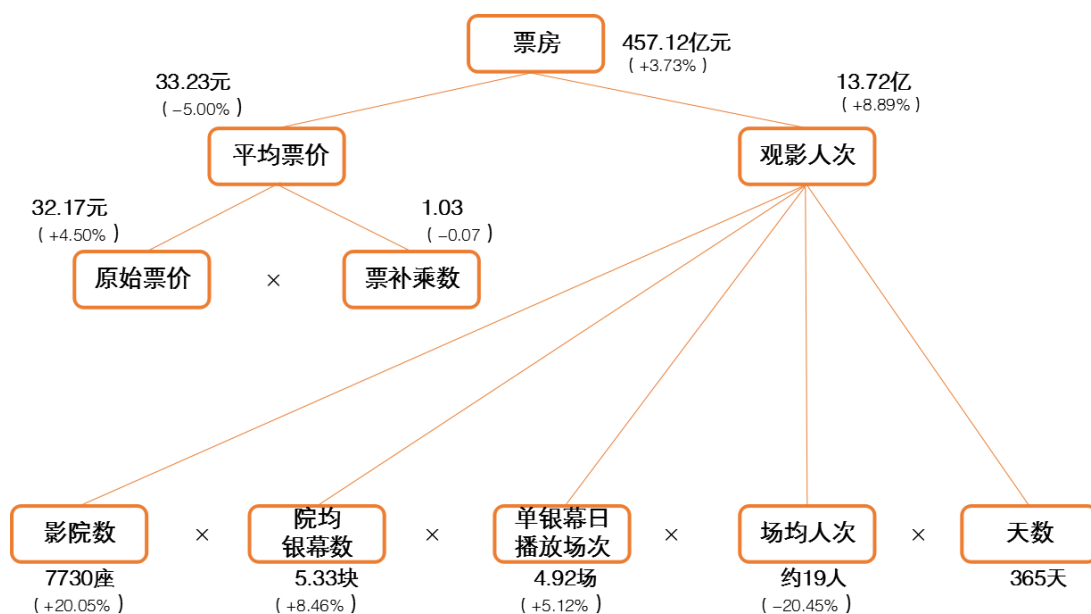
资料来源:Wind、艺恩网

1.2 市场成长空间巨大，供给侧持续发力

1.2.1 场均人次大幅下滑是 2016 年票房增速骤减的核心诱因

2015年，国内院线电影票房增速为48.69%，而2016年的增速骤降至3.73%，增速下降近45个百分点。从观影人次的各个分解因素来看，我国影院和银幕数远未达到天花板。目前，我国每万人银幕数仅有不到0.30块，而美国是1.36块。考虑到我国庞大的人口基数，尤其是四、五线城市的广阔空间，若我国每万人银幕数达到美国的水平，则我国院线银幕总数将达到18.8万块，按照20%的复合增长率保守测算，2025年左右将达到此目标。因此在短期内，影院和银幕数不是制约我国观影人次的因素。另外，受制于基础设施和自然时间，单银幕日播放场次基本稳定，不会有太大波动，因此也不是制约票房的主要因素。

图表8 2016年中国电影票房分拆模型



资料来源：Wind、互联网公开信息

根据测算，2016年票房增速急剧下滑的主要原因为：

- 优质影片缺乏+网大、直播等新娱乐形态爆发，2016年全国场均观影人次下降20.45%，使票房增速下降约25.4个百分点。影院和银幕数继续保持高速增长，场均人次却大幅下降，说明观影人次的增长速度大幅低于银幕数的增长，我国电影票房的增长不再取决于影院和银幕的扩张。
- 从需求端来看：一方面，2016年网大、直播等新娱乐形态迅速增长，分流了大量观众；另一方面，从图表3可以看出，2016年我国国产片票房首次出现下降，说明观众对电影内容质量的要求越来越高，而我国电影制作的现状显然难以满足观众需求，“萨伊定律”在电

影放映上不再适用。

- **从供给端来看：**一部影片的观影人次与观众口碑、宣发策略、IP 价值指数等因素密切相关。2016 年院线电影整体口碑不如 2015 年，口碑的缺失缘自影片内容质量的下滑，尤其是根据大 IP 改编的影片，口碑集体“沦陷”，甚至烂片迭出，打击了观众的观影积极性。预计未来纯粹依靠大 IP、小鲜肉等博眼球的票房增长逻辑将逐渐失效。

图表9 IP 助力之下，口碑是关键，营销是保障

部分上映影片	场均人次 (人)	豆瓣评分	营销事件数 (起)	上映前 IP 价值 指数
《熊出没之熊心归来》	30	6.2	9	7.0
《乘风破浪》	20	7.0	25	0.3
《盗墓笔记》	13	4.7	34	10.0
《微微一笑很倾城》	13	6.3	23	2.3
《驴得水》	11	8.3	14	0.3
《从你的全世界路过》	11	5.3	20	3.8
《大闹天竺》	11	3.9	32	0.2
《摆渡人》	8	4.0	20	4.0
《三少爷的剑》	8	4.9	12	1.2
《爵迹》	5	3.7	34	0.8

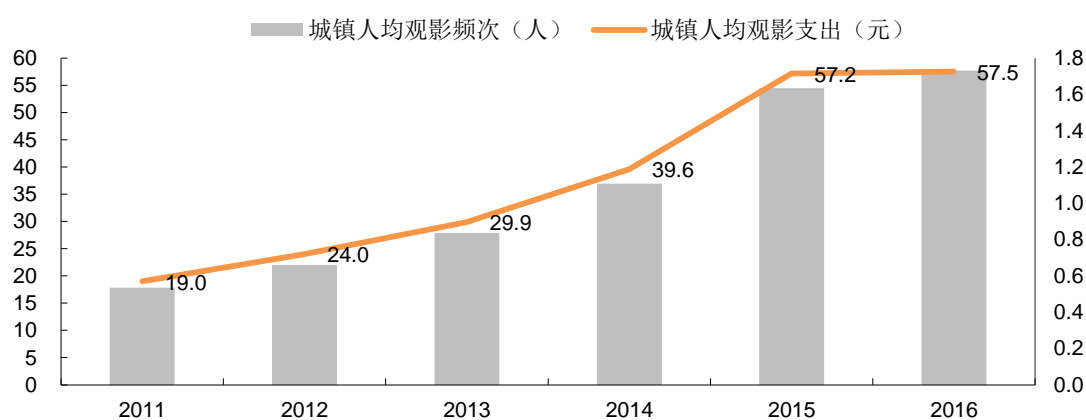
资料来源：艺恩网、豆瓣电影、娱乐资本论

- **2016年电影票补减少近30亿，使票房增速下降约6.8个百分点。**2014、2015年各大在线票务平台为争夺市场份额，不惜重金投入大量票补，2015年的440亿票房中，票补大约有45亿，占比10%左右，而2016年票补只有15亿左右。

1.2.2 需求端：对标美国，我国电影市场仍是“初生的婴儿”

与美国相比，我国城镇人均观影支出增长空间巨大。截止2016年底，我国总人口约13.8亿，其中城镇人口约7.9亿，是美国总人口的2倍多。美国按全国人口计算的人均观影支出约为190元人民币，而我国城镇人均观影支出仅为57.5元。如果我国城镇人均观影支出达到美国的水平，我国电影票房将超过1500亿元，这还不包括广大的农村电影放映市场。

图表10 我国城镇人均观影支出稳步上升



资料来源：Wind、互联网公开信息

我国电影的发行放映渠道少、周期短，收入来源仍比较单一，非票房收入占比较不到 20%，海外销售收入占比不到 15%，版权销售市场前景广阔。这种状况与文化差异、我国电影产业的发展历史等制度性因素有关，然而差距意味着成长空间，未来我国电影的价值在版权销售。

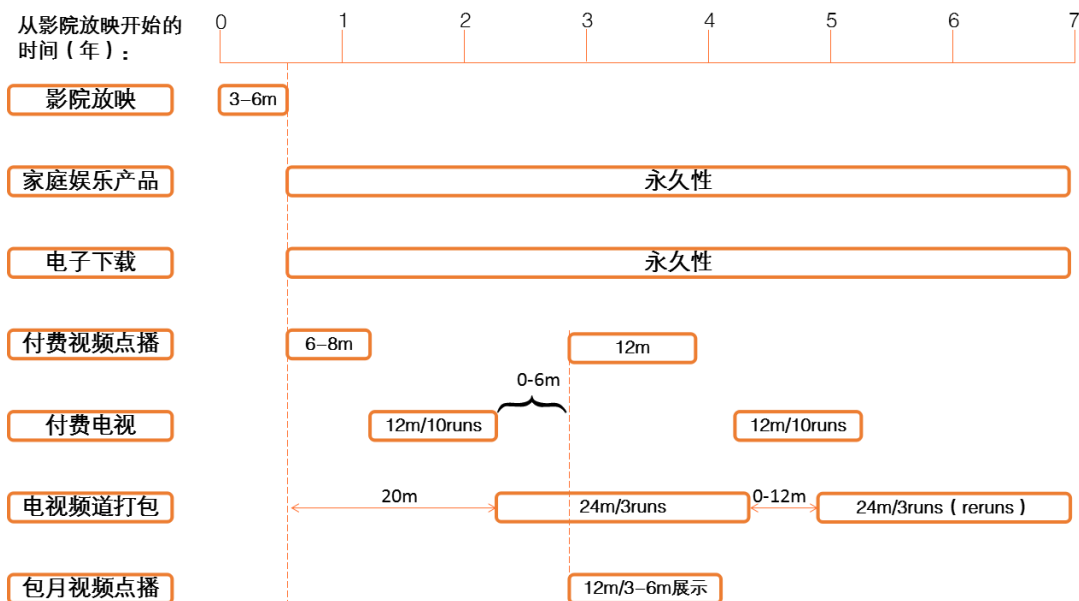
➤ 我国电影的发行渠道较少，且周期短。“窗口期”是电影公司的的生命线。自从 1980 年代开始，好莱坞电影制片厂就通过设置一整套时间窗口体系来向不同介质的市场发行其产品，以获取最大可能的收入。因此，好莱坞电影的收入来源除了票房以外，还有许多长线收入，而票房在电影收入中的占比越来越低。近年来，我国网络播放平台发展迅猛。目前，院线票房、流媒体播放、其他版权售卖是我国电影收入的三个核心部分。但是相比之下，我国电影发行渠道较少且周期短，更少有出现品牌化的系列影片，电影很难取得持续收入。

图表11 我国电影发售窗口期

播放渠道	时间	观看
院线	4-9 周	只能在影院观看
网络视频	院线下线后，持续 2-4 周	网上付费观看或下载（盗版猖獗）
网络电视	网络视频免费后 1 周内	单片付费点播（很少）
公共电视	6 个月之后	免费观看，但电视台需付费给制片公司

资料来源：《中国电影市场》、互联网公开信息

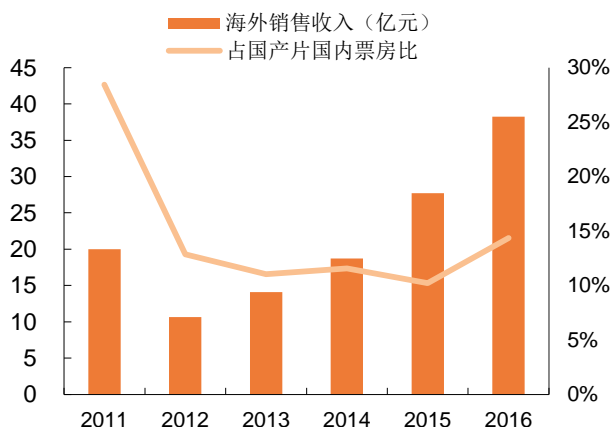
图表12 好莱坞电影发行窗口期模式



资料来源:《好莱坞模式:美国电影产业研究》

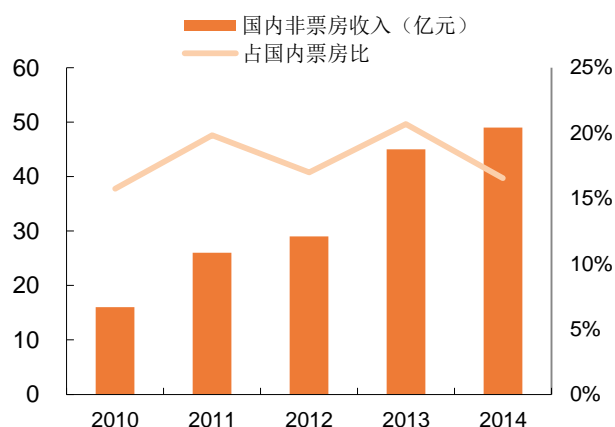
- 我国电影的非票房收入占票房收入比通常不到 20%，而美国电影的非票房收入通常是其票房收入的 2-3 倍。2016 年国产片海外销售收入仅为 38.25 亿元，仅为当年国产片国内票房的 14.35%，而美国电影的海外发行收入是其本土票房的 2-3 倍，接近其国内票房总量。综合对比中美两国的市场和综合国力，我国电影的非票房收入和海外销售还有很大的提升空间。

图表13 我国电影海外销售收入占比低



资料来源: Wind、互联网公开信息

图表14 我国电影非票房收入占比不到 20%



资料来源: Wind、互联网公开信息

1.2.3 供给端：多种因素促进电影内容质量、观影效果提升

巨大的市场空间是繁荣的前提，供给侧的持续发力是动力。在政策利好频出的大背景下，未来我国电影收入的提高将不再取决于院线和影院的粗放式扩张，而更多依靠电影工业体系的完善、制片质量提升以及放映技术进步等生产性要素质量和效率的提升。

- **第一部法律出台，政策支持力度不断加大。**电影产业作为文化产业的一部分，具有科技含量高、附加值高、资源消耗少、环境污染小的特点。大力繁荣发展电影产业，对于扩大中华文化国际竞争力和影响力，增强国家文化软实力具有重要意义。2016年11月7日，全国人大常委会通过《电影产业促进法》(下称“该法”)，是我国文化领域的第一部法律。该法的核心是“放管结合，加强监管”，“放”的是制作端的审批权，取消了“电影摄制许可证”，影片审查权下放给地方广电部门，设立制片公司的门槛降低等，这些规定将极大激发电影人的创作积极性。“管”的是内容质量和行业乱象，该法加强了对票房造假和盗版影片的打击力度，有利于规范行业发展、提高影片放映收入。同时，该法提出了一系列电影产业支持、保障措施，包括引导相关文化产业专项资金、基金加大对电影产业的投入力度，鼓励保险机构依法开发适应电影产业发展需要的保险产品，实施电影人才扶持计划等，这些措施有利于降低电影投资风险，提升影片质量。该法已于2017年3月1日开始实施。2017年3月21日，全国电影市场专项治理办公室通报首批326家瞒报票房影院，且责令其向片方返还截留片款，并对其中126家实施停业整顿，力度之大前所未有。

图表15 国家促进电影产业发展主要相关文件

时间	文件名称	主要内容	性质或作用
2009.7.22	《文化产业振兴规划》	明确了文化产业振兴的指导思想与八大重点工作	我国 第一部文化产业专项规划 ,标志着文化产业已经上升为国家的战略
2010.1.21	《关于促进电影产业繁荣发展的指导意见》	继续扩大院线经营规模;鼓励加大投融资政策支持	有利于建设自主经营的电影产业运营体系
2014.6.19	《关于支持电影发展若干经济政策的通知》	通过文化产业发展专项资金重点支持电影产业发展;对电影产业实行金融支持、税收优惠政策;实行支持影建设的差别化用地政策	贯彻十八届六中全会精神,开启了国家多部委联合扶持电影产业的先河
2016.11.7	《中华人民共和国电影产业促进法》	减少电影生产和发行的行政审批,降低电影产业的市场准入门槛;加强打击票房造假、盗版影片	文化产业第一部法律 ,有利于促进电影市场繁荣、提升影片质量、提高影片收入

资料来源：国务院、互联网公开信息

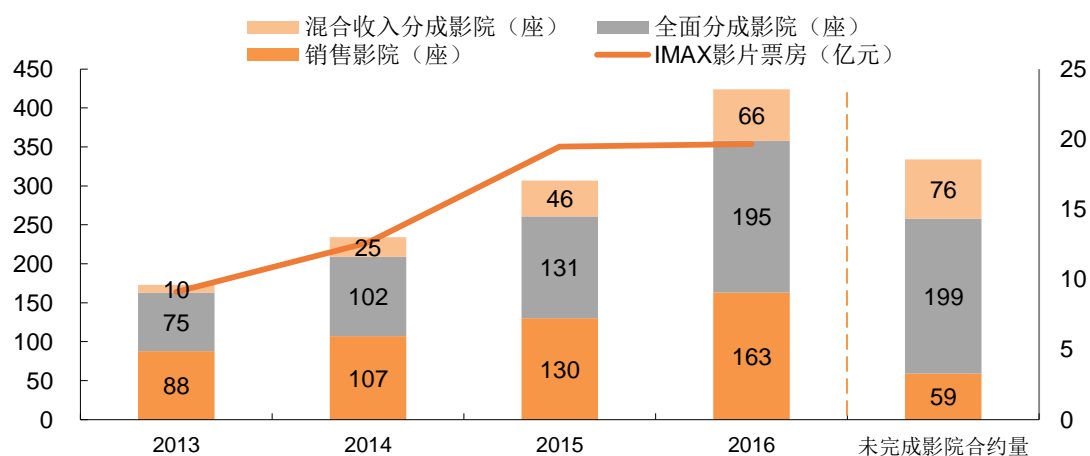
- **影视人才培养和影片内容质量的提升越来越受业界重视。**小鲜肉“面瘫”演技、替身、抠图、“五毛”特效等在我国电影制作中广泛存在，故事情节雷同、人物塑造“脸谱化”、演员固定化等越来越为观众所诟病。“良心制作”稀缺，观众逐渐产生审美疲劳。靠稀有的大IP不断“换汤水”、靠情怀或颜值消费粉丝，都不是长久之计，建设一套能持久产出优质内容的现代化影视工业体系才是根本。电影行业的火热褪去后，越来越多的企业认识到内容质量对于企业持续经营的重要性，纷纷推出自己的人才培养计划。市场和高校的产、学、研连接越来越紧密，对于我国现代化电影工业体系的构建具有深远的意义。

图表16 部分影视公司的人才培养计划

时间	相关企业或高校	主要内容
2010.3.23	中影集团+众多高校	面向全国院校开展影视艺术及CG技术等数字艺术类专业人才联合培养
2015.10.28	阿里+优酷+北影等	聚合产业资源、扶持年轻力量、打造电影产业新业态
2016.7.23	华策集团+ACCD	设立奖学金，培育国际化的影视人才
2016.11.8	上戏+阿里+复星	联合探索影视艺术高层次复合型人才培养的新模式
2017.3.16	优酷+上戏	激励学生，培养“演技不面瘫、演戏不替身”良心艺人

资料来源：互联网公开信息

- **放映品质不断提升，影院观影体验效果越来越好。**电影放映技术的革新是行业发展的支撑，自从2009年《阿凡达》带领全球观众领略了3D/IMAX的视觉震撼之后，全球电影全面迈入“3D时代”，观众的观影热情持续高涨。2010年，IMAX CHINA公司成立，专门在大中华地区推行IMAX放映技术，近年发展迅猛。另外，我国拥有自主品牌的中影数字巨幕也于2012年正式进入运营阶段，在放映和做版上目前已拥有自己的核心技术，在市场上也正在以其高性价比的优势逐渐崛起。截止2016年底，中国巨幕影厅已走进全国86个城市，银幕数突破180块，并已走出国门打入美国及东南亚市场，未来这项强大的国产电影技术将会走近更多影院。预计十三五期间在全国范围内将建设超过300个中国巨幕影厅，将新增票房约40亿元。

图表17 IMAX 影院数和影片票房持续增长

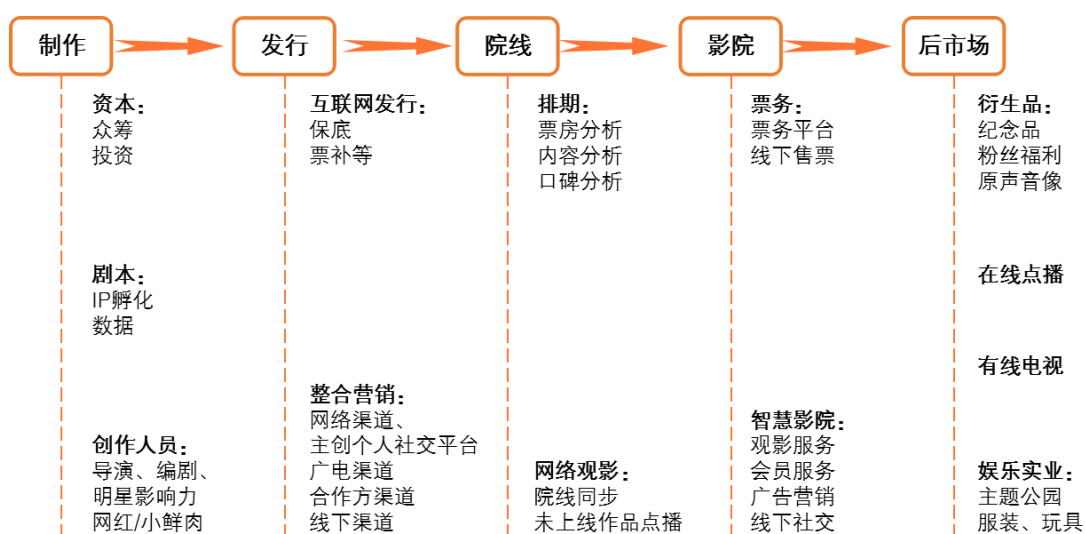
资料来源：IMAX CHINA 公司年报（票房已按当年平均汇率换算成人民币）

2016 年我国电影市场上，再次因技术的革新在局部引发一波观影热潮。如《比利·林恩》的 120 帧/4K/3D，是 120 帧技术在全球首次投入商业电影放映，仅上海影城的“120 帧/4K/3D”影厅 18 天票房就超过 1800 万元。再如被冠以“华语首部全真人 CG 电影”头衔的《爵迹》亮相银幕，尽管招致诸多怀疑和批评，但仍反映了观众对新技术的超高热情。目前，激光、巨幕、高动态范围等放映技术正在推动影院放映变革，随着国内影视行业下游竞争的加剧以及互联网的普及，影院的体验对于消费者越来越重要，未来有竞争力的会是高概念的影片和高概念的影院。预计未来将有越来越多创作者做出新技术的尝试，影院的改造和观众的观影积极性仍将有很大释放空间。

二、 产业链分析 “互联网+”与垂直一体化趋势

经过 20 余年市场化运作，我国形成了较为完整的电影产业链。目前，中国电影产业核心业务环节包括电影制片、发行、院线以及影院等环节，并与电影投融资以及电影音像制品等其他渠道版权经营业务结合，形成“大电影”产业链。近年来，为了应对网络视频平台的冲击，一方面，影视产业链垂直一体化进程加速向前，无论是上游制作公司还是下游平台或院线都将产业链延伸纳入战略规划。另一方面，互联网入局影视，渗透到影视产业链各个环节，二者深度交融，对产业格局产生了深远影响。预计未来电影制片行业的竞争将加剧，拥有可持续精品内容制作能力的公司将拥有强大竞争优势，传统发行市场的寡占格局正在被网络发行平台打破，院线和影院端整合空间较大，未来市场集中度将不断提高。

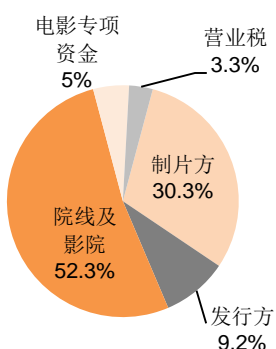
图表18 互联网时代的电影产业链业务流程



资料来源: Umeng

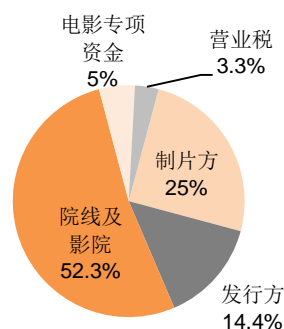
- **从业务流程来看:** 主要有 1) 制片: 包括电影的融资、拍摄和后期制作, 制片公司拥有电影的版权, 将电影某期限内的版权出售给发行商; 2) 发行: 包括影片的营销推广策略制定、实施及与院线洽谈拷贝投放; 3) 院线: 负责影院的管理工作, 与发行方沟通制定影院排片放映, 院线由若干影院采取资产联结或者供片联结的方式组成, 由院线公司对影院进行统一管理、统一排片、统一供片;
- **从收入分配来看:** 目前, 以票房收入为主要收入来源的盈利模式造成产业链各个环节的主要收入均为票房分账收入。其中, 影院通过放映服务从消费者率先取得票房收入, 在扣除国家电影事业发展专项资金及与院线约定的适用流转税和附加后, 定期或者按照单部影片, 由影院作为分账的起始环节, 按照产业链各业务环节由下至上进行票房分账。分账由发行方、院线、影院三方协商确定, 国内的票房分账比例基本遵循: 可分配票房首先缴纳电影专项资金 5%和营业税 3.3%, 剩下的票房院线及影院分 57%, 投资制作方 33%, 发行方 6%–10%。

图表19 国产片票房分账占比



资料来源:中国电影报、互联网公开信息

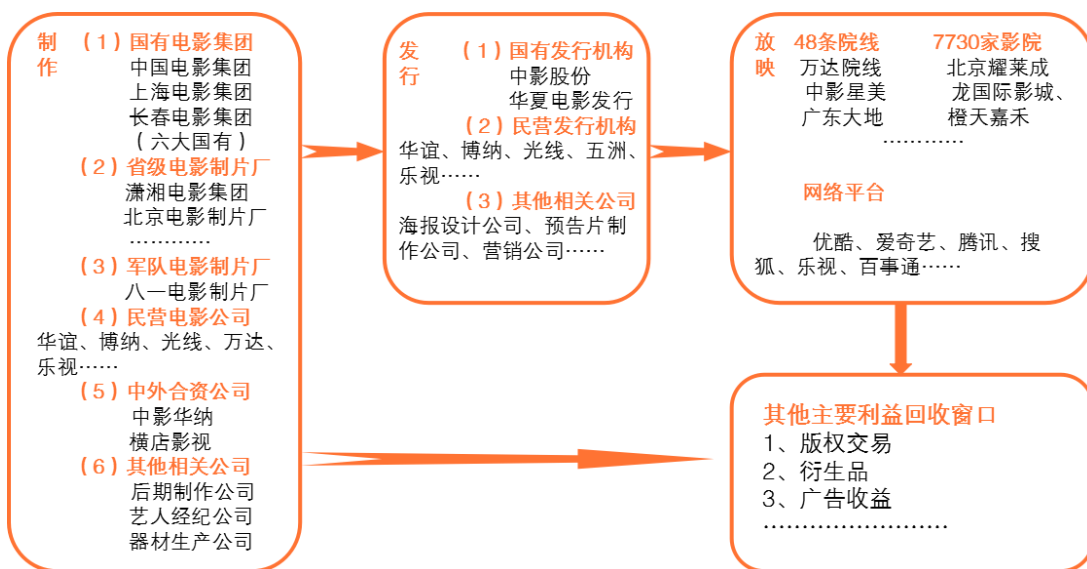
图表20 进口片票房分账占比



资料来源:中国电影报、互联网公开信息

➤ **从行业格局来看:** 目前, 中国电影制作企业形成以六大国有电影集团为主体, 省级电影制片厂为枝干以及五大民营制片公司为代表的民营影视公司遍地开花的市场竞争格局; 发行业形成以中影、华夏两大国企为主导的寡占格局; 院线数量基本稳定, 维持“一超多强”格局, 影院数快速增长, 市场集中度仍有待提升。

图表21 中国电影产业链主要子行业格局

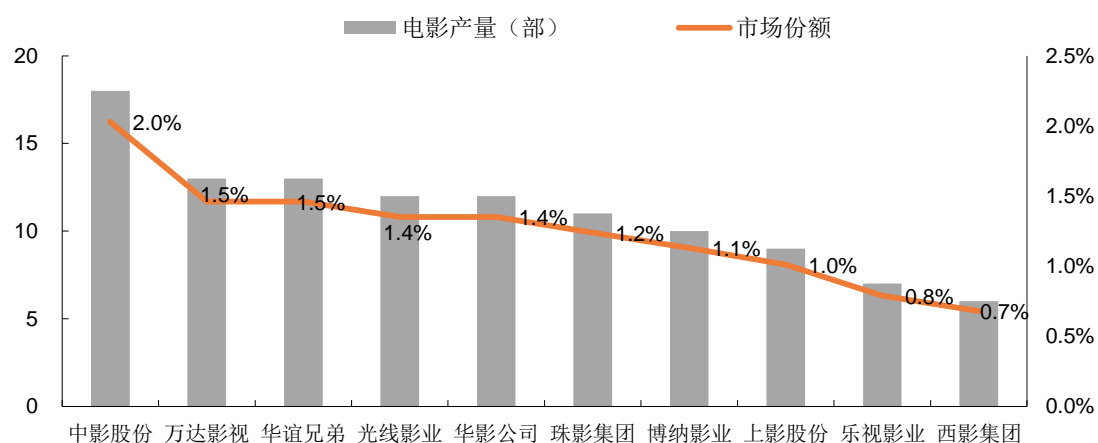


资料来源: 互联网公开信息

2.1 制片业：市场高度分散，优秀影片相对集中，互联网重塑制作方式

由于进入门槛不断降低，我国电影制片公司数量众多，竞争激烈。2015 年前十大制片公司的影片产量仅占 12.5%。但是，优质、高票房影片主要集中在中影、五大民营片商等少数影视公司

图表22 2015 年主要制片公司产量和市场份额



资料来源：中国产业信息网

图表23 2016 年 10 亿以上票房影片集中在少数主流片商

影片	主要制作公司（国内）	票房（亿元）
《美人鱼》	中影集团、星辉海外、和和影业、光线影业	33.92
《魔兽》	万达（传奇影业）、华谊兄弟、腾讯影业、中影集团	14.72
《孙悟空三打白骨精》	星皓影业、中影集团、爱奇艺影业	12.01
《湄公河行动》	博纳影业、华夏电影、蓝色星空	11.84
《长城》	乐视影业、中影集团、万达（传奇影业）	11.75
《澳门风云 3》	博纳影业、邵氏、中国星	11.18
《盗墓笔记》	上海电影、乐视影业、南派泛娱	10.04
《功夫熊猫 3》	中影集团、东方梦工场	10.02

资料来源：电影票房网、艺恩网

“互联网+”与“+互联网”，电影制作方式的颠覆和重塑。随着互联网技术的不断发展，新思维和新工具被带入电影制作环节，传统的电影制作方式逐渐被颠覆。具体来讲，在网络文学的浪潮下，内容制作逐渐 IP 化，大数据成为电影项目筹划的重要技术手段，众筹为电影融资提供有效补充，观众可以通过互联网工具参与或影响电影的制作。

- **互联网公司全方位涉入电影产业。**2014 年以来，BAT 不断地在电影产业链的各个环节大张旗鼓地布局，之所以进入这个当前不到 500 亿元的行业，主要是基于以下考虑：1) 目标直指未来的黄金市场—文化产业市场，文化行业被誉为没有“天花板”的蓝海。这不仅

是由于文化行业本身是投资回报最好的行业之一，还得益于国家战略和政策的支持；2）互联网公司一直激烈地争夺着流量入口，随着 PC 端和移动端布局的初步完成，内容成为另一个重要的流量入口。

- **传统的电影制片机构也在自我转型和互联网化。**传统影视公司围绕产业链的细分领域也进行了互联网化的尝试，主要通过对外并购、产品研发等手段覆盖在线购票相关业务，在制作方面也越来越多地使用互联网技术。
- **内容的 IP 化：**IP 之所以大行其道，主要有两个原因，一方面，长期以来都是渠道为王，因为渠道有稳定的流量，是可持续性的强势。而内容是不稳定的，有时强势，有时弱势。而 IP 是基于观众对内容品牌的认同，它解决了内容不可持续性强势的问题；另一方面，当前好剧本相对匮乏。对于影视公司来说，如果囤有一批强势 IP，无疑将拥有巨大竞争优势。
- **大数据与电影制作：**利用大数据进行项目决策、选择主创团队甚至后期的宣发指导。它可以辅助项目决策，确定类型、主创、剧情；另外，通过大数据进行受众分析，包括受众定位、观看行为分析，使得制作的产品更加贴近市场需求和观众口味，还可以预测票房，吸引投资。
- **互联网金融与电影制作：**影视产业的融资渠道越来越多元化。一方面，影视产业可以借助资本的力量进行提升与膨胀发展；另一方面，传统主流金融机构的进入，一定程度上会进一步规范融资流程，降低融资风险，提振预期收益率。所以，“影视众筹”基本成为目前影视融资的主流转向。除了众筹之外，类似众筹模式的互联网金融产品也不断涌现，如阿里巴巴推出的娱乐宝、百度推出的百发有戏等。
- **社交网络/工具与电影制作：**制片方可以通过论坛、微博、微信等社交工具搜集潜在观众的需求和爱好，让他们的想法和意见参与到电影制作中。

2.2 发行业：国企寡占，民营稳定，在线票务平台迅速兴起

在电影价值链中，发行商连接制片和院线，通过渠道网对影片进行价值缩放，是必不可少的中间环节，在产业链中地位比较强势。从好莱坞电影发行业的发展历史来看，发行商能消除制片商和放映商之间的信息不对称、提高影片放映效率，从而最大化影片放映收入。因此，宣发能力是发行商的核心竞争力。我国电影发行行业呈现以国企为主导的寡头竞争格局，总体稳定。其主要威胁来自互联网，因此主流片商纷纷调整发行策略，拥抱互联网，目前二者基本能实现合作共赢。

- **目前国内的电影发行公司仍然是“2+5”格局。**以中影和华夏两家国企为主体，五洲发行（原万达影业主导）、博纳、乐视、光线、华谊等五家民营企业为支撑，和和、联瑞、恒业

等后起之秀常凭借一两部极度卖座的电影冲进前十，但很不稳定，风险较高。对于进口影片，我国实行“一家进口，两家发行”的政策，中影集团将影片引进后，由中影和华夏垄断发行，因此民营企业在竞争中无法与其抗衡。

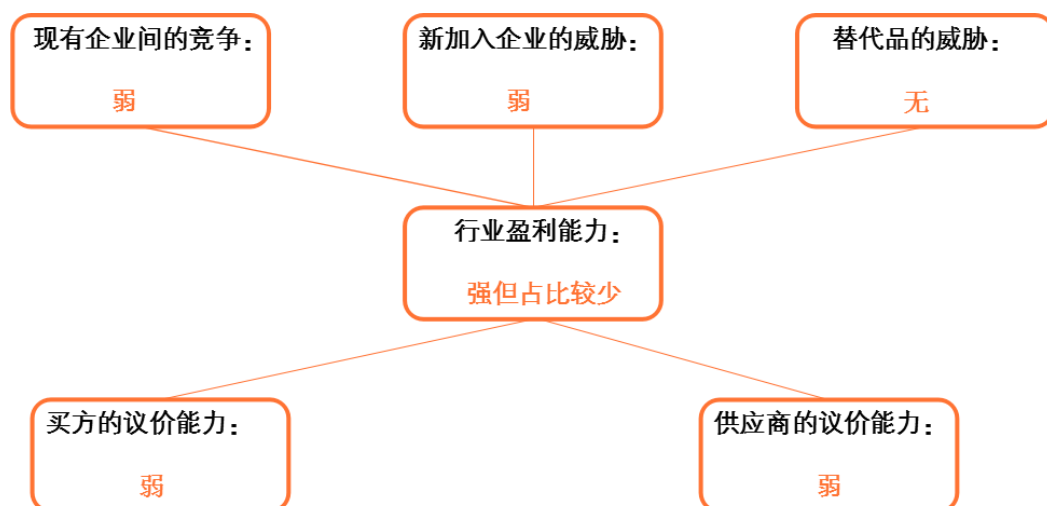
图表24 2016年民营电影公司发行权力排行榜 TOP10

序号	公司名称	票房（亿）	市场份额	代表作品及其票房（亿）	
1	和和影业	46.85	10.25%	《美人鱼》	33.92
2	博纳影业	30.27	6.62%	《湄公河行动》	11.84
3	乐视影业	22.42	4.90%	《爵迹》	3.83
4	安乐影业	17.89	3.91%	《北京遇上西雅图2》	7.87
5	光线影业	17.23	3.77%	《从你的全世界路过》	8.14
6	五洲发行	16.36	3.58%	《唐人街探案》	8.24
7	安石英纳	12.26	2.68%	《西游记之孙悟空三打白骨精》	12.01
8	世纪长龙	10.04	2.20%	《盗墓笔记》	10.04
9	微影时代	8.14	1.78%	《致青春2》	3.37
10	大银幕电影发行	8.02	1.75%	《叶问3》	7.70

资料来源:娱乐资本论、艺恩网

- **行业壁垒较厚，盈利能力强。**政策对发行牌照的发放有较大限制，外商无法进入，国内传统片商也很难突破老牌发行商建立的渠道壁垒。相较于制片商而言，发行商收入较稳定，盈利能力强，但从目前的票房分账模式来看，其占比较少。

图表25 我国电影发行行业波特五力分析

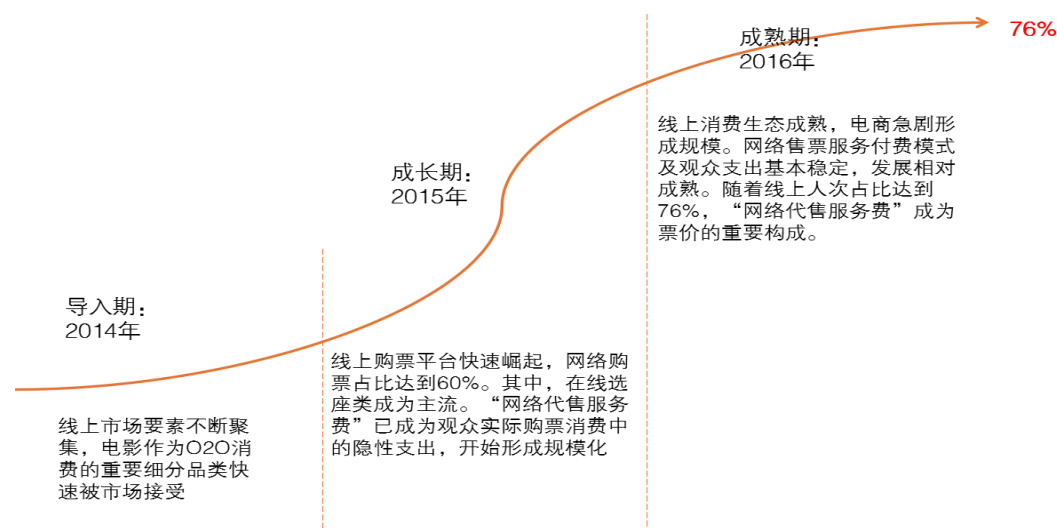


资料来源:根据互联网公开信息分析

- **网络平台已成为重要的宣传和分发渠道。**互联网化发行的标志性事件是2014年9月猫眼在《心花路放》上映前，为该片预售了1亿票房，这让影片在竞争激烈的国庆档大放异彩。

近年来,传统影视公司与在线平台的合作发行成为趋势,互联网化的发行策略不断多元化。相较于传统的地面发行方式,在线售票平台的优势在于拥有庞大的用户和流量基础,变现能力强,且能利用互联网大数据优化宣发策略,在发行、销售的过程中通过第一手数据资源为影片制作与创意提高市场预测和智力支持,挖掘潜在观众,实现精准营销。

图表26 我国电影线上购票市场生态演进趋势



资料来源:艺恩智库

图表27 传统与互联网发行公司对比

	传统发行公司				新媒体发行公司	
	制发一体	发放一体	全产业链	第三方发行	在线票务平台	视频平台
代表公司	上影股份 乐视影业 光线传媒	五洲发行 幸福蓝海	中影股份 博纳影业 华谊兄弟	永乐影业 寰亚影视 联瑞影业	微票 猫眼 百度糯米 淘票票	爱奇艺 优酷 腾讯视频 乐视视频
优势	掌握内容生产、优质IP和制作能力	掌握变现渠道	全产业链掌控,是行业的驱动引擎	中小成本电影和差异化竞争	庞大的用户和流量基础,变现能力强	发行成本低,影片持续期长
劣势	受内容制约、波动性大,变现渠道较单一	终端受新媒体渠道分流威胁	管理要求高、应变能力较弱	地位较弱,上下游缺乏资源支持	烧钱模式不可持续,缺乏放映端支撑	视听效果相对较差,高品质内容较少,盗版猖獗

资料来源:36Kr、互联网公开信息

■ **策略一:高额保底+多轮点映+在线网站预售刷票。**首先一部影片会找一个互联网化的发行

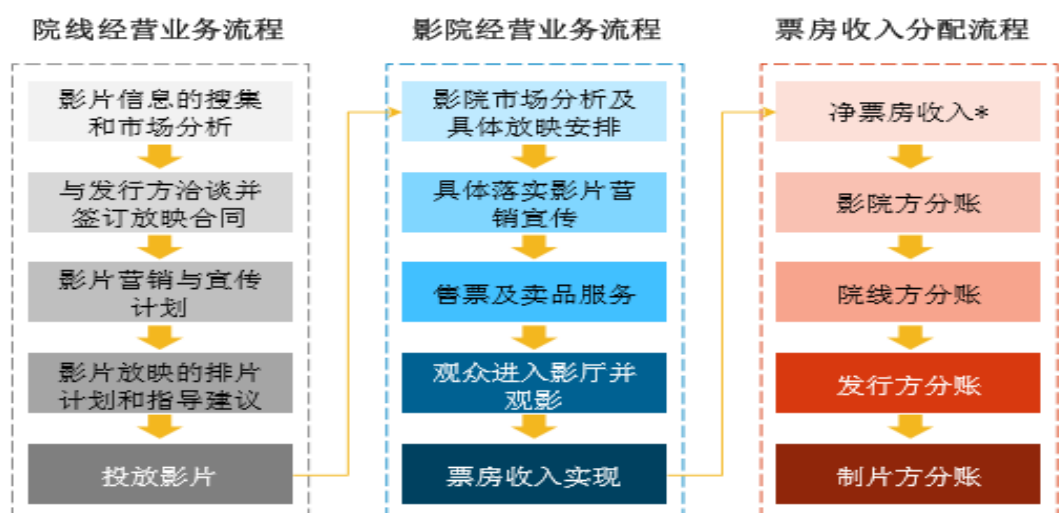
公司发行，可能是 BAT 或视频网站的影业公司，也可能是在线售票网站或者新式互联网化的发行公司。这些发行公司为了抢夺一线大片，会给片方一个基本可以保本的保底，然后在此基础上再根据票房分成。在“保底”发行的情况下，加入互联网化发行的两个基本特征：多轮点映和在线预售。目前，这种发行方式十分普及。

- **策略二：联合出品。**发行方为影片寻找三种互联网公司做联合出品方：**1) 众筹平台**，如娱乐宝、百度百发、京东众筹等平台；**2) 在线售票网站**，如美团猫眼、微信电影票等；**3) 视频网站**，如优酷、爱奇艺等。其中，众筹平台解决了部分资金和部分宣传作用，在线售票网站提供了预售和在线售票的保障，视频网站提供了电影必须的宣传资源。
- **策略三：跨行业的整合，提高发行环节的增值服务。**如广告植入、大片跟广告品牌赞助捆绑营销等。互联网发挥自身大数据的优势，在发行、销售的过程中通过第一手数据资源为影片制作与创意提高市场预测和智力支持。

2.3 院线与影院放映业：市场集中度有待提高，并购整合空间大

2002 年 6 月 1 日全国首批 30 条电影院线正式成立运营，开启了我国电影市场运行机制的新模式。历经十余年，院线制全面改革打破了按行政区域划分的计划供片模式，变单一的多层次发行为以院线为主的一级发行，减少了发行层次，优化了产业结构。目前，我国院线经营模式主要有三种，以签约加盟式为主，市场格局基本稳定，前五名院线市场排名少有变动。

图表28 我国院线与影院业务和票房收入分配流程



资料来源:中国产业信息网

- **从经营模式来看**，按院线与旗下影院的关系，我国现有城市院线的经营模式可分为三种：

图表29 我国院线经营模式

经营模式	与旗下影院关系	代表院线	特点
纯资产联结	影院由院线直接投资兴建，影院资产归院线所有	万达院线	院线能够以资本和供片为纽带，实现对旗下影院的统一品牌、统一建设、统一管理、统一排片， 国外院线普遍采用此模式。
以资产联结为主，加盟为辅	旗下大部分影院由院线直接投资，影院资产归院线所有，但同时也鼓励加盟影院进驻	广州金逸珠江 广东大地	在自有影院中能够实现统一经营管理，但不能实现全院线在各方面的统一。
签约加盟为主，资产联结为辅	旗下大部分影院和院线没有资产从属关系，只是以签约形式加入院线	中影星美 上海联合 北京新影联	以供片为纽带，实现统一排片，但不能完全实现统一品牌、统一经营和管理， 是我国特有的院线形态。

资料来源:中国产业信息网

- **继续呈现“一超多强”的市场格局。**截至 2016 年底，全国注册院线共 48 条，其中票房超过 10 亿元的由 15 条院线，万达院线以 61.03 亿元（仅国内）票房稳居全国院线首位。我国院线市场集中度仍较低，美国前四大院线的市场份额达 60%以上，韩国前三院线占比达 96%，而我国院线行业 CR4 仅为 36.8%，CR8 为 60.8%。根据行业的发展规律并参照美国院线的发展历程，未来我国院线市场集中度将进一步提升，且将在院线和影院两个层面同时开展：一方面，院线自身的发展有提升规模的需求，且政策已基本停止发放全国院线牌照，因此院线只能通过并购实现发展目标；另一方面，由于院线对加盟式影院的控制力度相对较弱，发展纯资产联结型院线是趋势，未来独立影院将会从院线加盟转为被并购。

图表30 2016 年中国院线市场份额 TOP10

院线公司	票房 (亿元)	市场份额	银幕 (块)	放映场次 (万场)	观影人次 (万人)
万达院线	61.03	13.35%	3947	457	16102
广东大地	36.69	8.03%	3854	666	12176
上海联合	36.07	7.89%	2346	332	9940
中影星美	34.42	7.53%	2767	413	10063
中影南方新干线	32.31	7.07%	2956	486	9616
中影数字	29.17	6.38%	3575	518	9068
金逸珠江	27.65	6.05%	1951	305	8151
浙江横店	20.71	4.53%	1736	323	6850
浙江时代	14.55	3.18%	1980	235	4448
华夏联合	14.42	3.15%	1612	258	4650

资料来源:Wind、中国电影报

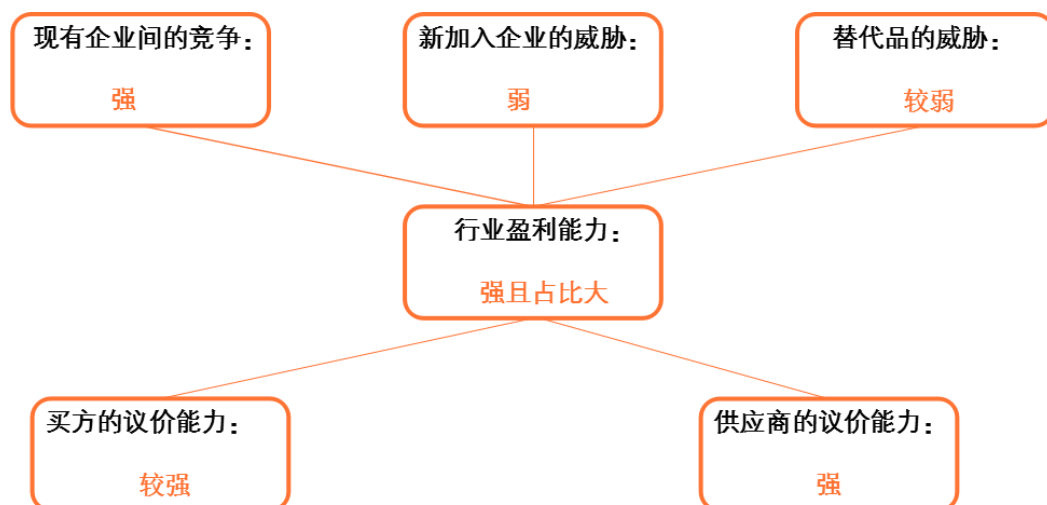
图表31 美国院线并购史

时间	收购方	标的资产	备注
20 世纪 90 年代中	Regal Cinemas	Cobb Theaters 等几家小型院线	收购小型院线是自建多厅影院的补充
1998 年	Regal Cinemas	Act III Theaters	实现控制美国中型城市及周边市场
2002 年	AMC	General 院线	-
2006 年	AMC	Loews Cineplex Entertainment	两家公司实现合并
2006 年	Carmike	GKC Theatre	-
2008 年 5 月	Regal 娱乐集团	Consolidated Theatres	是 Regal 历史上最大的并购案
2012 年 5 月	万达集团	AMC	中国民营院线公司在美国最大的并购
2016 年 3 月	AMC	Carmike	两者联合将成为全球最大的电影连锁院线

资料来源:中国产业信息网

- **行业盈利能力最强且占比大。**院线和影院作为直接面向观众的终端，在以票房收入为主的电影产业链中拥有强势地位，因此在票房收入分配中占比最大，达到净票房收入的 57%，且是离现金流最近、回收最快的一环。同时，目前的市场竞争也较强，加之 PC、手机屏等智能硬件对院线屏幕的替代趋势加剧，未来差异化、个性化或将成为发力点，如汽车影院、私人定制影院等，这些新的观影模式将通过改善线下用户体验，产生新的营收模式。

图表32 我国电影院线行业波特五力分析



资料来源:根据互联网公开信息分析

2.4 动作频频，影视巨头玩转全产业链

由于影视行业收入波动性较大，单一环节的布局不利于企业的稳定经营。同时，在“泛娱乐”产业持续繁荣的背景下，文化产业各子行业间的联动性不断加强，单一业务的影视公司在面对激烈的外部竞争时比较弱势，唯有加强各业务之间的协调配合，才能在未来的竞争中占得先机。

图表33 国内主流片商的全产业链布局

	投资与制作	发行与放映	衍生市场
中影股份	国内制片数最多的影视公司 拥有中影数字基地、中影动画等	国内电影发行龙头 拥有3条控股院线和4条参股院线 2016.10 收购大连华臣（70%） 2017.3 投资互联网院线基（49.93%）	2015.6 与华纳兄弟电影签约合作在大陆地区影院及在线商店销售华纳出品影片衍生产品
光线传媒	2012.8 入股欢瑞世（4.81%） 2013.10 入股新丽传（27.6%） 参股华晟领势创业等3家文化类并购基金； 2015.3 引入阿里成为二股东	网络视频： 2015.11 控股先看网络 2016.5 增资浙江齐聚（呱呱视频） 在线售票： 2015.7 收购网票网（68.55%） 2016.5 控股猫眼（51%）	游戏： 参股天神娱乐、蓝弧文化、热锋网络、仙海网络、日本通曜等 实景娱乐： 2014.6 开发“中国电影世界”项目 动漫： 成立彩条屋影业、参股魔法文化、漫言星空等18家公司
华谊兄弟	2014.11 引入战投阿里、腾讯、平安； 2015.10 收购东阳东（70%） 2015.11 收购东阳美（69%） 2016.8 发起“建投-华谊兄弟影院信托受益权资产支持专项计划”……	互联网营销： 2012 入股超凡网络（08121.HK） 发行： 2016.6 微影时代联合成立华影天下 在线售票： 2014.6 控股卖座网（51%） 放映： 旗下15家华谊品牌影院（2015年底） 2017.1 入股大地院线	游戏： 2013.7 收购银汉科技（88%） 2014.7 收购乐恒互动…… 实景娱乐： 13个项目（截止2015年底） 艺人经纪： 2016.3 入股韩国SIM（26.5%） 互联网娱乐： 2012.7 成立华谊创星（833568） 2014.8 与腾讯合作打造星影联盟
乐视网	花儿影视 乐视影业	在线售票： 乐影客 在线播映： 乐视视频、乐视网、超级电视、TCL 新媒体等多渠道	乐影客的衍生品销售
博纳影业	投资制作诸多影片 2015.11 投资 TSG 2016.4 私有化引入阿里、腾讯、新华联等机构	发行： 是其核心业务，国内稳居前三 影院： 旗下40家博纳品牌影院（2016.12）	影院衍生品销售
万达集团	万达影视、青岛影投（含传奇影业） 2015.4 入股韩特效公司 DS 2015.6 收购慕威时尚 2016.11 全资收购 DCP（全球最大电视直播制作商）	2012.5 万达院线收购 AMC 院线（美国第二）； 2015.6 收购 Hoyts 集团（澳洲第二） 2016.7 收购时光网（100%） 2016.3 AMC 收购 Carmike、7月并购 Odeon & UCI 院线（欧洲第一）	“会员+”发展战略（拥有7000万的万达影院会员和时光网的1.4亿用户）； 计划将公司打造成为平台型、生态型的娱乐公司

阿里影业	2015.3 入股光线传 (8.78%) 2014.1 入股华谊兄 (8.03%) 2015.12 入股博纳影 (8.29%) 2017.3 合一影业并入 融资: 娱乐宝	售票: 淘票票 (自有)、粤科 (线下) 宣发: 2013.4 入股新浪微博 (30.5%) 播映: 2014.4 入股华数传媒 (20%) 2015.10 收购合一集团 (优酷土豆)、 2016.5 入股大地院线 (4.76%)、 天猫魔盒	阿里大文娱产业: 体育、游戏、动漫等; 淘票票、天猫等平台衍生品销售
------	---	---	---

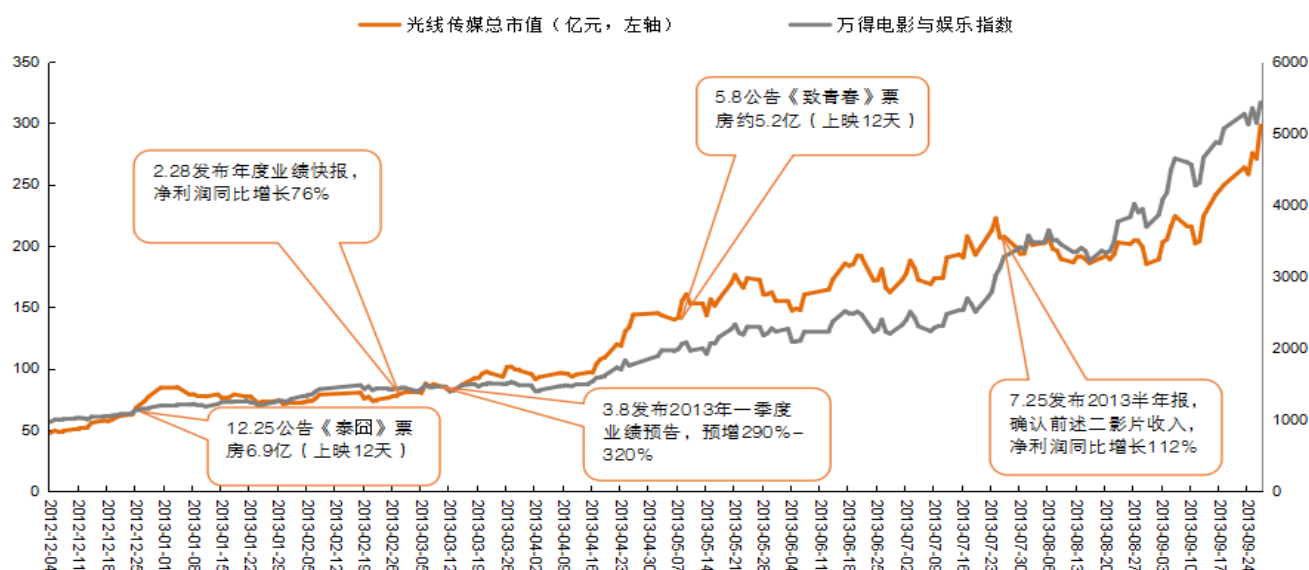
资料来源: 根据互联网公开信息整理

三、投资逻辑与建议

对于以内容制作为主的公司, 在曾经的火热之后, 投资者越来越关注其长期投资价值, 建议关注具有核心 IP、稳定的主创团队和优质项目经验的公司。

- **1.0 时代: 爆品刺激。**2012 年底到 2013 年的手游市场并购火爆, 引发二级市场娱乐传媒行业的火热行情。万得电影与娱乐指数上涨超过 500%, 同期光线传媒总市值上涨达到近 600%。由其投资的《泰囧》票房超预期达到 12 亿元以上, 创造国产片票房最高纪录。随后, 超级 IP 电影《致我们终将逝去的青春》票房破 5 亿元, 两部爆款影片刺激光线股价走强。在娱乐传媒行业的火热初期, 这种仅靠一两部爆款驱动股价上升的逻辑效果较明显, 目前似乎越来越不受市场认可, 但是不排除将有影片实现超预期票房引爆个股行情的可能。

图表34 2012.12-2013.9 光线传媒行情图



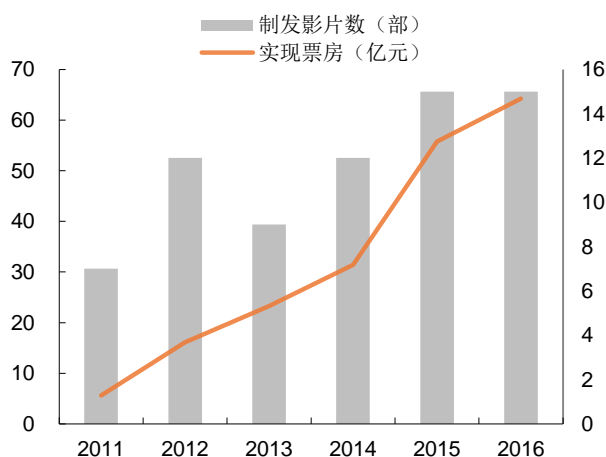
资料来源: Wind、公司公告

- **2.0 时代：持续精品内容+强势分发渠道。**拥有持续生产优质内容能力的影视公司才能获得持续的经营现金流，因而才具有长期投资价值，而强势的发行渠道是实现其价值的保证。

推荐标的：光线传媒（300251）：

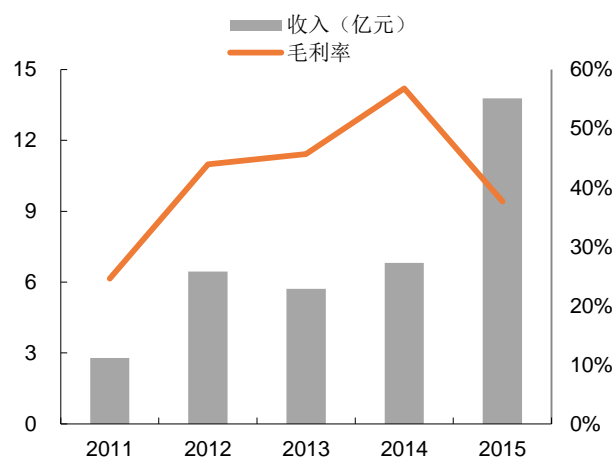
- **公司简介：**公司成立于 1998 年 10 月，原业务为广告营销。通过并购整合，进行不断的业务拓展，公司逐渐发展成综合性娱乐传媒集团，并于 2011 年 8 月在创业板上市。目前其业务以内容为核心、以影视为驱动，在横向的内容领域覆盖及纵向的产业链延伸方面同时布局。其中，电影业务自 2006 年起步后增长迅猛，占其总营收的 85%以上，成为其支柱性收入来源。
- **电影制作环节：**公司已累计投资发行影片 90 余部，近年其制发影片数量基本稳定在每年 15 部左右，实现票房持续稳定增长，CAGR 近 63%，远高于市场平均复合增长率。公司十分重视人才培养，未来光线将建立公司内部制片人制，培养 20 名尖端制片人，继续采用“明星导演+光线制片”的模式制作影片。目前，这一模式在《泰囧》《分手大师》《谁的青春不迷茫》《大闹天竺》等项目中都取得巨大成功。另外，公司未来的战略新方向之一是推动技术与内容的结合，公司投资的 VR/AR 及一家视频技术公司已经迅速与公司业务发生了紧密互动，为公司内容的丰富、创新提供了重要支持，也使公司能够保持在内容-技术结合领域的前瞻性。

图表35 光线传媒影片产出持续增长



资料来源：公司年报

图表36 光线传媒影视剧业务收入稳中上升



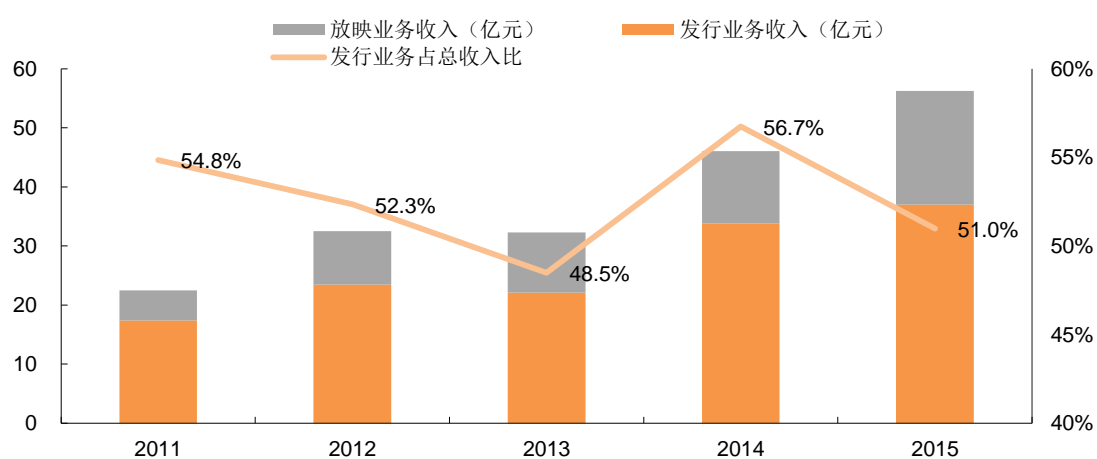
资料来源：Wind

- **发行环节：**光线影业建立了全国最大的地面电影发行网，发行人员每日驻守全国票房最高的 70 余座城市，进行贴近式网络营销。近年，公司积极布局互联网发行平台，2016 年 5 月分别控股猫眼电影（在线票务市场份额 30%以上，稳居行业第一）和增资浙江齐聚时代（呱呱视频），并与优酷、爱奇艺等主流网络视频平台建立良好合作关系，目前其发行业务在国内民营电影公司中稳居前五。

电影发行业务的投资风险较低，盈利稳定。对于以发行业务为核心的公司，建议关注发、放结合紧密且具有核心壁垒的公司。**推荐标的：中国电影（600977）：**

- **国内最大的影视发行公司。**2010年，由中影集团联合中视总公司、央广传媒、长影集团等7家单位共同出资发起设立的股份有限公司，2016年8月通过IPO上市。公司是集电影制片、发行、放映及影视服务等业务于一身的全产业链式影视传媒企业，电影发行是公司的核心业务，收入占比稳定在50%以上。公司与华夏电影发行公司垄断进口片的发行权，其中，公司市场份额占比稳定在60%以上。2017年2月17日，中美电影行业进行新一轮谈判，预计未来进口分账片配额将在34部的基础上大幅提升，对公司是长期利好。

图表37 公司发行业务收入持续增长



资料来源：Wind

- **可调动银幕数最大的院线公司。**截止2016年6月底，公司旗下能够调动的银幕数量超过1.1万块，占全国总银幕数的四分之一以上，远大于万达院线。公司持续加大对影院建设的投资力度：2016年8月公司上市募集资金40.93亿元，拟投入12.74亿元用于数字影院项目建设，使用募集资金7.06亿；2016年10月，公司斥资5.53亿元收购大连华臣影业70%股权，旗下纯资产联结型院线再添新军。

图表38 市场话语权：中国电影>万达院线

公司	院线与影院	银幕数	实现票房(亿元)
中国电影	3条控股院线(均为票房前八)+四条参股院线 102家控股影院+13家参股影院+1323家加盟影院	11062	68.11
万达院线	影院320家	2789	33.60

资料来源：公司公告(2016半年报)

根据第二部分的分析，我国院线行业集中度仍较低，我国 48 条城市院线中，其中大约有 70% 处在生存线上。因此，对于以院线业务为核心的公司，建议关注具有并购整合预期的院线公司。

推荐标的：万达院线、幸福蓝海。

四、 风险提示

票房增长不及预期。

