

文化产业行业研究—电影产业篇

一、市场特征

1、总体特征：票房持续增长，未来增长空间可期待

近十年来内地影市票房增长十分迅猛。整体大盘票房从 2002 年的 9.2 亿增长到 2017 年的 548.3 亿，年均 CARG 达到 34.6%。2012 年我国超越日本成为世界上第二大电影票仓，2016 年，票房增速下滑，2017 年《战狼》之后，拉升了 2017 年票房总体增长率。总体来说，票房未来增长空间很大，增速会放缓。本文将按照如下逻辑来对电影票房空间进行基本估算。电影票房的基本公式为“票房=观影人次 X 票价”，观影人次由观影人群基数（城市人口）和人均观影次数（个人的观影热情）决定的；票价的影响因素较为复杂，主要影响因素包括物价水平（CPI）和线上补贴的程度。测算的关键在于人均观影人次的估计，基于我国幅员辽阔，区域存在明显的阶梯差异，我们按照 1 至 4、5 线城市对观影人次进行分层，分别对标成熟市场的各个阶段，得到全国平均观影人次。

表 1-1 2016-2017 年 各类型城市人均观影人次及票房

城市	2016 年	2017 年	2017 年		
	人均观影人次	人均观影人次	人口（亿）	票房（亿）	比例（%）
一线城市	2.3	3.3	0.7	107.5	22%
二线城市	1.5	2.2	1.5	122.6	26%
三线城市	1.0	1.5	2.0	127.7	24%
四五线城市	0.5	0.8	2.0	74.5	11%
全国	1.11	1.63	7.71	548.3	-

数据来源：国家统计局、艺恩咨询

2020 年人均观影人次假设：一线城市人均观影人次类比韩国，达到 5 次；二线城市类比北美，人均观影人次达到 4 次，三线城市类比法国等欧洲国家，人均观影人次达到 3 次，四、五线城市人均观影次数类比日本，达到 1.5 次。综合全国城镇人口人均观影人次将达到 3.3 次，总观影人次将达到 28 亿。

票价假设：票补力度从 2016 年底开始消退，票价在 2017-2018 年触底回升，保持与 CPI 相适配的 1%-1.5%的年均增幅，2020 年平均票价达到 37 元。

表 1-2 2020 年我国电影票房预测

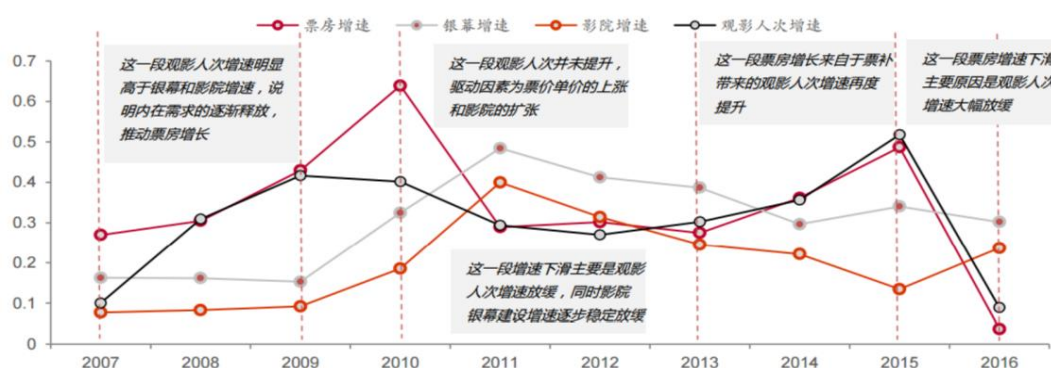
年份	人均观影	预计人均	预计票价	预计城市	预计票房	占全国票房
2020 年	次数参考	观影人次 (次)	(元)	人口 (亿)	(亿)	比例 (%)
一线城市	韩国, 5.0 次	5.0	45	1.0	224	20%
二线城市	北美, 4.2 次	4.0	36	2.0	286	26%
三线城市	法国, 3.7 次	3.0	36	2.5	269	25%
四五线市	日本, 1.7 次	1.5	33	2.0	100	9%
全国总计		3.3	37	8.8	1099	

数据来源：华泰证券研究所、艺恩咨询

按照以上的估计逻辑和假设下，2020 年我国票房将达到 1099 亿元，CAGR 达到 20%。这说明我国的电影市场还有较大的增长空间。

2、增长动力转换：荧幕建设放缓，效率提升和票补减弱成为常态。

对过去 10 年票房增长的动能进行分解可以发现 2014 年以前主要的增长动力都来自银幕数的扩张，而其他如上座率提升等因素贡献较小。而从 2014 年底开始，单块银幕的产出开始显著性上升，本文判断电影行业发展的下半场动力将由粗放式扩张切换至经营效率的提升，单银幕、单场、单座的产出或将持续上升，上座率也有进一步提升的空间。2016 年第 1 季度内地银幕同增 2166 块至 3.37 万块，与全球最大的银幕市场北美仅有约 6000 块差距。因此我们认为影院建设仍有 2-3 年的建设期，但很难维持过去 3 年超过 40%的年均增速。放映终端逐渐需要摆脱跑马圈地式的扩张，未来的增量会更多来自于精细化经营带来的单个终端产出的增长。



数据来源：艺恩咨询

图 1-1 观影人次、票房、影院数、银幕数同比增速对比

从 2014 年开始，单影院、单银幕、单座位的产出都已经开始上行，目前我国上座率仍存有较大提升空间，放映终端影院的效率改善主要来自于 3 点因素：一是三四线城市观影习惯的养成，这部分人口基数更大，因而在总体市场规模上有望继续拉开与一线城市的差距；第二是独立小院线和影院被收购兼并后经营效率的提升；第三是线上购票平台完成整合后对于影片票价的压制将减弱。

综上所述，电影票房增长的前半段动力来自影院和荧幕数量的激增，后半程票房增长的动力必然要回归到提高单荧幕产出率。

3、资本快速涌入，各个环节结构性重塑。

在国内娱乐行业大发展的风口，电影行业吸引了大量资金进入。相对下游终端渠道（院线、影院）环节来说，上游制作发行环节有投资期短、爆款产品回报率高、进入门槛低等特性。大量资金由制作环节进入电影市场。目前进入制作环节的资金主要可以分为三类，一是传统制片公司资金，二是想在泛娱乐领域进行深度布局的产业资本（如 BAT 的产业资金），三是传统行业中积累的需要找到短期增值途径的资金。

而对于电影制作而言，除了资金以外的生产要素如明星、导演、制作团队和发行团队等主要资源仍集中在传统制片公司当中，因而在单部影片的拼盘资金当中，传统公司能够以更少的资金实现主投主控，适当降低了单部影片的回本风险；另一方面利用这样的外来资金，制片公司也能够以同样的资金规模产出更多的电影，这也部分解释了近 10 年来电影数量的井喷。

4、电影行业互联网化趋势明显。

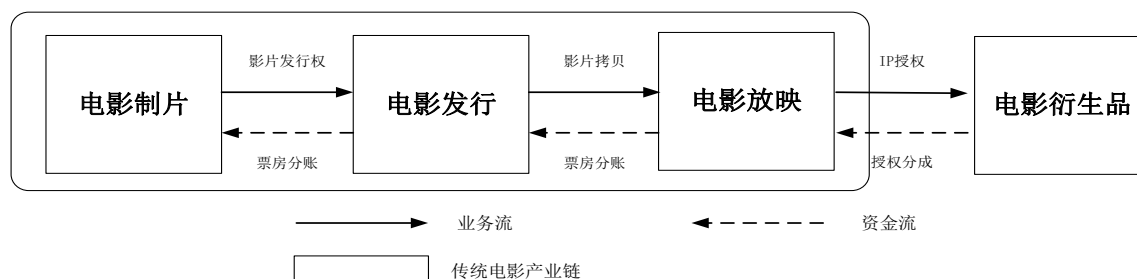
互联网巨头携渠道&用户优势，在行业上下游深度布局。互联网公司进入电影行业的切口是在线购票环节，这一环节容易标准化、与用户最接近、容易产生垄断、可以与 O2O 场景互动。但这一环节市场容量较小，在整体票房中仅有 1%-3%的分成。线上购票环节的出票占比预计在 2017 年已经达到 75%以上，这一环节的天花板效应已经开始显现。在线上售票占据一定市场份额后，互联网企业主动选择利用资本方式切入行业上下游各个环节。

除了在线购票平台之外，互联网公司也深入上下游产业链进行了广泛布局，在制

片、发行、衍生品等环节都对行业进行了结构性重塑。从发行环节来看，互联网平台在发行环节的比重越来越大。传统发行公司的优势在于地推队伍和影院资源。由于影院营销触达用户有限，覆盖半径过短，宣发工作正逐步转移至线上。线上渠道能导入社交、视频、票务等流量入口，整合品牌营销，构建线上宣发矩阵。购票平台拥有观影的垂直流量、更长的时间窗口和更广的人群覆盖。在攫取足够用户行为数据后，购票平台还能进行精准营销，比如利用大数据能分析观众的对电影的喜好、需求，能分析观众的喜好分布和地理分布，合理调配人力、物力和财力，进行精准营销，提高到达率。

二、电影产业链解析

电影产业链从上游到下游分为制片、发行和院线三个阶段。其中，制片决定了影片的内容质量并拥有电影的版权，发行负责电影的宣传和上映渠道，发行公司相当于影片的经销商和经纪人。院线连接了电影的生产者和电影的消费者，负责电影产品最终经济和社会效益的产生。



资料来源：作者整理

图 2-1 电影产业链

通常来说，电影产业链的利益分配以票房收入为主。我国现行对国产片的分账比例原则是制片方和发行方共同分得票房规模的 43%，院线分得 7%，影院分得 50%。

在美国电影市场，票房收入在电影总收益中的比重不到 30%，剩余部分由广义衍生品（家庭娱乐/数字电视、付费电视、视频点播、免费电视、电子游戏、唱片、图书以及特许授权商品等）组成。而在我国，收益结构恰恰相反，票房收入占到了绝大多数。NPD Group 数据显示，2016 年从好莱坞电影中衍生出来的商品，仅玩具 1 项便获得了 57 亿美元的销售收入，这个数字相当于 2016 年

我国全年电影票房收入的 86%。可见，我国电影产业的收益还有更大的拓展空间。



资料来源：华泰证券研究所

图 2-2 电影产业链票房分账比例

2.1 制片环节市场特征

制片环节是电影产业链的上游，包括电影的融资、拍摄和后期制作环节。制片公司拥有电影的版权。可以将电影某一期间的版权出售给某个渠道。国内电影票房收入分账是制片方和发行方按照协议来决定。

目前，国内电影制片行业的特征是横向兼并，寡头垄断格局逐步形成。纵向整合，构建电影全产业链模式。

第一，电影行业的特点决定了制片环节走向垄断。由于电影制作具备投资大、风险高的特点，加之当前我国金融环境对于影视类公司较为严格的融资审核制度。因此，只有大型制片公司能够担负巨额的影片制作成本和高市场风险。与此同时，受众群体对内容质量要求的提升以及头部明星的粉丝效应带来国产电视剧行业的制作成本逐年提升，因此，唯有具备资金实力的内容制作方才能承担头部大剧的制作成本。在综合成本和价格提升的行业背景下，同时具备优质内容的制作能力和资本实力的内容制作方才能全面受益。

第二，资本的逐利性导致了制片公司的横向兼并频繁。电影作为内容产业，主要的生产要素包括明星等人力投入和资金的投入。目前两类生产要素体现出不同特征，一方面电影行业资本供给过剩，电影公司制片资金来源益发丰富，院线公司在资本加持下疯狂并购；另一方面在内容水平无法差异化的情况下，明星成为电影产品最明显的标识，具有极强的流量吸附效应，因此价格普涨。随着我国电影工业化和市场化程度的深入，优秀的创作团队、导演和演员纷纷独立门户，成立个人工作室等。制片公司可以通过收购明星工作室的方式，完成产业的横向

一体化，快速获得互补性的资源和能力，有效地实现规模经济。例如，2015年，为了保证与冯小刚的长期合作。华谊兄弟以10.5亿的股权转让价款收购了冯小刚持股70%的浙江东阳美拉传媒有限公司。2017年长城影视为了获得与顾长卫和蒋雯丽的长期稳定合作关系，斥资13.50亿元以31倍的议价收购顾长卫公司首映时代100%股权。从产业的演进过程来看，电影明星和制片公司的关系基本经历了“单片雇佣合约”、“成立单独工作室”、“引入明星股东”、“收购明星体外公司，并附加对赌业绩”和“明星成立项目子公司分享单项目收益，保留未来入股可能性”几个阶段。

第三，电影制片收入的单一性和不确定性，导致制片公司沿产业链纵向整合冲动强烈。制片公司的现金流面临不稳定问题，需要衍生品、或者渠道收入平滑现金流。以好莱坞公司制片的能力来看，单年度的影片产能基本维持在20部以下。而20部的产量很难平滑制片公司的现金流收入，单独的制片公司将会面临经营不稳定的问题。而渠道的收入或者IP衍生品的收入往往较为稳定，能够降低电影公司的经营风险。因此在多次兼并之后，好莱坞制片公司都分属于不同的娱乐或者新闻集团，如迪士尼属于迪士尼集团、华纳兄弟属于时代华纳、环球影业属于新闻集团、哥伦比亚被索尼并购等。可以说电影特别是制片部门一般不是主力变现单元。我国目前的制片公司主要以电影票变现的主要原因是目前衍生、周边等配套产业未完全崛起，同时内容公司尚未与渠道深度结合，收入还停留在票房分账为主的阶段。

因此，电影制片公司通常具备向下游产业链整合的动力。形成全产业链布局一方面可以增加在整个产业链中的分成。另一方面，产业链上下游也会形成协同效应：下游发行、院线对于上游内容制作来说有着强有力的宣传和保障作用，而上游优质的内容提供也保证了下游发行、院线的良性发展。

综上所述，第一，由于制片行业收益的不稳定性，制片公司通常进行多元化的经营，在我国视频平台付费观看趋势的推动下，电影制片公司通过并购的方式逐步涉足视频制作业务。第二，拓展多元化的收入来源，制片公司的收入不再局限于票房分账收入，而是在围绕自身拥有的IP资源的前提下，延展IP产业链，从影视衍生品中获得收入。第三，纵向整合是产业发展趋势。处于产业链顶端的制片行业为了取得更高的收益，有向下整合产业链的冲动，掌握发行渠道和院线。

对标电影工业最发达的美国，好莱坞的工业电影基本被 6 大电影公司垄断，鉴于电影制片环节的高资金和技术壁垒属性，国内电影制片行业的垄断趋势不可避免。

2.2 发行环节的市场特征

发行环节负责影片的营销推广策略制定、实施及与院线洽谈拷贝投放、发行公司从制作公司手中购买或代理电影发行权，然后与院线公司合作，在合作院线的影院放映电影。国产分账影片制片方与发行方原则上分账比例不低于分账票房的 43%。中国电影市场的发行分为国产电影的发行和进口电影的发行。由于在国际贸易中，文化例外原则的影响，进口电影受到限制，目前由中国电影和华夏电影两家公司垄断发行。

国产电影发行市场呈现两大特征，第一是制片公司向下游延伸，大多涉足发行业务，第二是在线票务平台互与传统发行公司形成分庭抗礼之势。由于互联网平台在客户端的优势，目前国内在线票务市场收入、用户规模均稳步增加。根据易观智库数据预测，2017 年-2019 年，在线票务用户规模将保持 15% 以上的速度增长，到 2019 年，在线票务用户规模将达 2.1 亿人，比 2016 年增加了约 8000 万人。与此同时，在线票务收入规模也将保持增长，由 2016 年的 336.4 亿元增长到 2019 年的 804 亿元，3 年复合年均增长率达 33.8%，在线票务市场仍有较大发展空间。

同时，互联网票务平台依托自身的客户流量优势，整合上游的内容制作产业。除票务合作外，淘票票、猫眼、微影等平台都通过联合出品、联合发行等方式进入电影发行领域。

表 2-1 主要在线票务平台资源概览

在线票务平台	业务范围	发展历史	对接资源
猫眼电影	电影票务	脱胎于 2012 年成立的美团电影，2013 年更名猫眼电影，2015 年独立成立公司运行	美团、大众点评导流，光线传媒提供影业资源
微影时代	电影票务+演出票务+体育票务	2014 年 5 月成立运作“微票儿”。2015 年 12	腾讯社交平台导流，腾讯大数据提供精准营销

	<p>月并购格瓦拉，2016 年 9 月“微票儿”更名“娱票儿”</p> <p>阿里旗下支付宝、手淘、高德地图等导流，阿里影业提供内容资源，阿里系自有大数据推动精准营销。</p>
淘票票	<p>电影票务+演出票务+体育票务</p> <p>脱胎于 2014 年的淘宝电影，注入阿里影业，2016 年 5 月更名为淘票票</p>
	<p>本地生活综合服务</p> <p>2015 年 1 月成立电影事业部</p> <p>百度搜素、百度地图等多场景导流，入股星美影院布局影院资源，积累大量用户数据实现精准营销</p>
百度糯米	

资料来源：易观数据

制片方面，电影“用户口味”驱动的色彩越来越浓。一方面在线票务平台对于用户偏好的掌握精细化到了能辅助电影类型、主创和剧情选择的地步，如阿里影业曾经称请 IP 粉丝撰写编剧，显现了未来电影的创作将很大程度上受到用户偏好影响。从 O2O 方面而言，一方面在线购票选座本身就是一类 O2O，线上提供电影预定、网上快速选座、热门影院、热门影片优惠以及电影院排片等信息服务，线下影院进行影片观看消费；另一方面衍生品的消费而言，线上的用户优势正与影院的消费场景相结合共同推进行衍生品的贩卖，如万达院线投资时光网 20% 股权，围绕全面展开电影电商 O2O 业务，时光网商城上线 440 种电影衍生商品诸多都将登录万达影院进行体验式贩卖。

表 2-2 四大票务平台在电影产业链资源对接概览

	上游	中游	下游
猫眼电影	内容制作：光线传媒、猫眼影业	票务：猫眼 电影宣发及推广：美团、猫眼、光线	覆盖影院：7600+
娱票儿	内容制作：娱跃影业、省	票务：格瓦拉、娱票儿、	覆盖影院：8500+

	广影业、腾讯影业、企鹅影业等	腾讯系列产品入口 宣发：娱跃发行、腾讯系列产品	
淘票票	内容制作：阿里影业	票务：淘票票、淘宝系列产品入口 宣发：淘票票、淘宝系列产品	覆盖影院：7000+
百度糯米		票务：百度糯米 宣发：百度糯米	覆盖影院：7400+

资料来源：易观数据

2.3 院线环节的市场特征

院线环节是电影产业链的最下游，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合或者供片联结方式组成，由院线公司对影院进行统一管理、统一排片、统一供片。电影产业链的终端，影片放映的实际场所和票房回收的首个环节。除票房分账之外，附加产品及电影衍生品生产和销售收入也是影院收入的重要组成部分。

从院线市场格局上看，一方面，院线市场呈现一超多强局面，处于垄断竞争的市场格局下。2017年票房市场份额排名前三为万达院线(12.8%)、大地院线(8.7%)和上海联合院线(7.9%)。前三名市场份额29.4%，前十名市场份额67.5%，相比于2016年行业集中度有小幅提高，但对比成熟电影市场代表，北美前三大院线公司REGAL、AMC、CINEMARK市场占有率超过60%，对比来看，国内院线的行业集中度依然不高。

表 2-3 2016 年和 2017 年 1-8 月票房收入前十的院线排名及市场份额

2017 年 1-8 月			2016 年		
排名	院线	市场份额	排名	院线	市场份额
1	万达院线	12.8%	1	万达院线	13.4%
2	大地院线	8.7%	2	大地院线	8.1%
3	上海联合院线	7.9%	3	上海联合院线	7.6%

4	中影南方新干线	7.3%	4	中影星美	7.3%
5	中影数字院线	7.3%	5	中影南方新干线	6.9%
6	中影星美	7.1%	6	中影数字院线	6.3%
7	广州金逸珠江	5.4%	7	广州金逸珠江	6.2%
8	横店院线	4.4%	8	横店院线	4.6%
9	华夏联合	3.3%	9	浙江时代	3.3%
10	江苏幸福蓝海	3.2%	10	江苏幸福蓝海	3.2%
CR10		67.5%	CR10		66.8%

资料来源：艺恩咨询

另一方面，院线整合成为趋势。在电影票房市场增速放缓的情况下，院线产业将加速洗牌。整合的形式将主要是一线城市龙头院线并购三四线城市的小院线和独立影院。原因在于一是小院线的经营将越来越艰难，其开发和对接信息平台成本过高，收入完全依托于第三方购票平台；盈利形式单一，几乎不存在非票房收入，衍生品的议价能力远远弱于大院线；同时在影片供应上，小院线相比大院线对上游片方资源的调动也较难。其二是大院线足够的动力和资金进行并购。大院线，比如万达、大地院线，已经登录资本市场，筹资方式丰富；同时过去几年电影市场的飞速发展给渠道带来了充沛的现金流；而自建影院的方式见效慢，回款期较长，相比之下并购小院线的成本和风险较小；而类似万达院线这样的一线城市占优的龙头面临一二线城市饱和的问题，有极强的扩张动力。

表 2-4 国内重点院线上市公司概况

企业	公司概况
万达电影	市场覆盖率最高院线，连续 5 年稳居市场份额占比第一。 拥有万达影视、万达院线、五洲发行、时光网等，完整电影产业链条。 渠道下沉成果显著，二三四线城市成为票房贡献主流。
大地院线	渠道下沉，差异化经营，以地区消费水平制定差异化的票价。 连锁经营，统一管理，低价竞争。
上海电影	背靠上影，立足上海票仓，走高端优质路线。 加盟经营方式，布局二、三线城市。 依托“天下票仓”电子商务平台，构建“影院+会员+平台”业务模式和生态链。

横店影视	1、重点布局二线城市的时，提前布局高速增长县级影院市场。 2、资产联结型影院规模优势。 3、控股股东优势。
------	---

资料来源：wind

三、投资逻辑

3.1 投资逻辑概述

目前整个影视传媒领域主要包括 3 类玩家，一类是传统内容提供商，如华谊等电影内容提供商、华策等剧集内容提供商；第二类是掌握渠道、分管发行的“渠道商”，如互联网渠道的 BAT、社交网络渠道的平台商等；第三类是增值服务与辅助硬件设备提供商，包括游戏主机厂商、衍生服务、商品提供商等。电影作为最重要的娱乐内容形式和最广阔的娱乐领域子行业，三类厂商都不满足于本领域的扩张，而开始尝试进行互相跨界整合。目前整合最有效的手段仍是资本收购，导向是以用户为中心。目前呈现的趋势是内容公司通过嫁接、投资、被入股投资，已经与渠道商和增值服务提供商深度结合。影视公司在 A 股市场给予高估值后，也开始以资本手段切入下游的各个领域。如光线传媒联合股东控股猫眼；华谊兄弟接受阿里以及腾讯入股；华策影视参投万达影视、淘宝电影等。

综合来看，现阶段对于电影产业的投资逻辑可以总结如下：

第一，纵向产业链整合，进击娱乐集团的龙头厂商。

第二，内容领域持续高溢价，与互联网渠道深度融合的标的。

3.2 重点关注投资标的推荐

(1) 光线传媒 (300251)：整合上游和互联网渠道，进击中国娱乐集团

光线传媒通过 2012 年《泰囧》一举树立电影行业龙头地位，并在 5 年间保持 20%左右的国产电影市场份额，持续领先同行。

表 3-1 重点影业公司 2015-2016 票房情况统计

	2015 年总票房 (亿元)	2016 年总票房 (亿元)	同比	16 年上映影片 部数	16 年过亿影片 部数

光线传媒	55.8	60.6	8.7%	13	6
乐视影业	22.7	37.2	63.8%	10	10
博纳影业	31.4	36.8	17.4%	12	7
万达影业	61.5	32.1	-47.9%	8	4
华谊兄弟	43	23.8	-44.6%	8	4

注：总票房统计公司参与制作和发行的所有影片，会出现同一影片重复计入不同公司情况

资料来源：艺恩咨询

表 3-2 公司投资或发行的主要影片代表

公映年份	电影名称	类型	导演	主演	累计票房 (亿元)
2016	美人鱼	爱情/喜剧	周星驰	邓超、张雨绮等	33.92
2016	从你的全世界路过	爱情/喜剧/都市	张一白	邓超、白百何等	8.14
2016	大鱼海棠	动画	梁旋	——	5.65
2015	港囧	喜剧	徐峥	徐峥、赵薇等	16.14
2015	寻龙诀	动作/奇幻	乌尔善	陈坤、黄渤	16.83
2014	致我们终将逝去的青春	爱情/剧情	赵薇	赵又廷、韩庚等	7.19
2012	泰囧	喜剧	徐峥	徐峥、王宝强	12.71

资料来源：艺恩咨询

2016年，光线总营收17.31亿元，同比上涨13.66%，其中电影及衍生品业务占比为71.28%。光线已经逐步摆脱单一依靠电影票房收入的经营模式，产品多样化也分散了电影制片投资的风险。

表 3-3 2008-2016 年光线传媒投资影片的票房占比

年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
投资影片数量	5	8	7	7	12	9	12	15	13
票房总额 (亿元)	0.51	2.00	3.14	5.6	16.1	23.27	31.39	55.76	64.2

票房占国产电 影比例	1.99%	5.69%	5.48%	8%	20%	19%	19.5%	20%+	20%+
---------------	-------	-------	-------	----	-----	-----	-------	------	------

资料来源：wind

综合来说，光线传媒公司的核心竞争力有以下几点：

第一，多元化布局，降低经营风险。

光线传媒的制片业务范围涉及到电影、电视剧、动漫等多种类别。影视业务方面，在当前市场中网络视频平台付费上升的趋势下，在电影业务保持投入的基础上，增加对剧集业务的投入。近年来，投资了欢瑞世纪、新丽传媒等制作公司，将产品从大荧幕扩展到付费视频平台，顺应了市场的发展趋势。动漫业务方面：光线布局动漫领域较早，于 2015 年投资创建彩条屋，当时彩条屋已投资 13 家动漫公司，形成从 IP 源头到作品创作制作再到周边衍生的动漫集团。到 2017 年，光线传媒已与漫言星空、凝羽动画等近 20 家国内顶尖及一流的团队合作，发行《大鱼海棠》、《你的名字》、《大护法》等知名动漫作品。

表 3-4 光线传媒投资的主要动漫业务公司

公司名称	投资时间	股权占比	主营业务/代表作品
彼岸花	2013	30%	大鱼海棠
十月文化	2015	20%	大圣系列
玄机科技	2015	5%	秦时明月
通耀科技	2016	19%	主营日漫 IP 代理合作，《你的名字》
好传动画	2016	30%	《大护法》、《大理寺日记》

资料来源：天风证券研究所

第二，领先布局线上宣发平台，形成线上线下协同互动。2016 年 5 月，光线传媒与光线控股共同投资猫眼文化，光线传媒以现金 15.83 亿取得猫眼文化 19% 的股权，光线控股通过股权置换及现金购买方式合计取得 38.4% 的股权，光线系共持股 57.4%。光线传媒作为传统内容制作公司，具备强大的内容运作能力，而猫眼作为互联网平台，拥有 C 端海量用户，并通过大数据分析及技术优势能够较为准确描述用户画像，根据用户喜好进行产品推广。光线和猫眼具有的不同基因，能够进行优势互补，光线通过绑定猫眼，获取强势互联网平台，补足线上

缺口。光线与猫眼能够共同进行资源协同，提升在影片投资领域话语权，合作打造电影内容优势，有助于进一步提升光线在国产片市场份额占比。

表 3-5 猫眼电影出品发行的主要电影

影片名称	上映时间	实际票房（亿）	合作方式
心花怒放	2014	11.7	出品
智取威虎山	2015	8.82	发行
港囧	2015	16.14	联合发行
唐人街探案	2015	8.24	联合出品
美人鱼	2016	33.92	联合出品
驴得水	2016	1.73	出品、发行
我不是潘金莲	2016	4.83	发行
嫌疑人 X 的献身	2017	4.02	联合发行

资料来源：天风证券研究所

综合来说，光线整合内容产业各个领域，包括影视、文学、动漫、游戏、音乐、新媒体、VR 等，以战略投资方式投资近 60 家公司，形成光线为核心的泛娱乐生态圈。光线传媒以绝对国产电影制作发行优势，叠加猫眼强势互联网渠道，持续横纵向整合内容产业链，成为中国最有机会对标美国六大的综合娱乐传媒集团。

（2）华谊兄弟（300027）：绑定旗下艺人资源，精品剧路线稳健

华谊兄弟作为国内文化娱乐第一股，是国内影视传媒行业的一艘航母。在 2016 年华谊兄弟总营收和净利润均有所下降，电影票房也未达预期，但是品牌授权及实景娱乐收入增长迅速，2017 年，随着《芳华》等电影的热映（截止 2018 年 1 月 8 日《芳华》票房达到 12.72 亿），公司业绩有望提升。公司的核心优势在于强大的股东背景、深度绑定优秀导演和艺人、全产业链布局。

第一，强大的股东背景。2015 年 8 月，公司采取非公开发行股票方式以每股 24.73 元引入阿里巴巴、腾讯、平安等机构投资者。强大的股东背景为华谊兄弟布局综合娱乐、稳步快速发展提供了强有力的支持。从 2010 年以来，华谊兄弟也稳居票房前十的电影公司行列。

表 3-6 2010-2016 票房前 10%电影公司分布表

排名	影视公司	2010 年以来票房前 10%电影部数	占比
1	华谊兄弟	10	14.29%
2	中国电影	10	14.29%
3	博纳影业	8	11.43%
4	上海电影	3	4.29%
5	万达影业	2	2.86%
6	光线传媒	2	2.86%
7	新画面影业	2	2.86%
合计		37	52.86%

数据来源：中国票房，国泰君安证券研究所

第二，人才绑定+强强联合是公司推出优质作品的保证。公司深度绑定冯小刚、管虎、张国立等优秀人才，积极在内容端上拓展，推进国际化，与国内外优秀电影公司合作，保证了公司高水平的电影制作能力。优秀导演是电影品质和票房的保证。依据 2010 年以来年度票房排名前十名的国产电影（共 70 部）的票房、导演、制作公司信息来看，共 17 位导演的有两部以上的作品取得年度前十名票房，这 17 位导演的年度前十票房电影共 40 部，占总数的 57.14%，其中冯小刚四部作品取得年度票房前十。其中，与华谊兄弟深度绑定的导演有 4 位，占据 24%的份额。

第三，纵向延伸产业链，布局全产业链经营。华谊兄弟以电影制作为起点，不断完善电影全产业链，布局院线和发行领域，保证了公司影视娱乐板块的稳步发展。

华谊兄弟于 2016 年聘用原万达文化集团副总裁叶宁，其分管万达文化集团旗下万达院线、万达影视、五洲电影发行 有限公司、华夏时报、大众电影等业务系统。叶宁带领万达电影制作和发行业务两年时间即跻身中国影视制发行业第一梯队，并在 2014 年创造了投资、发行所有影片无一亏损的影视行业奇迹。2016 年，华谊成立由叶宁掌舵的华影天下项目，集合了电影圈“上、中、下”游力量的发行公司：从善于影视制作的传统大牌“华谊”、拥有影院与发行渠道的“上海电影”，到互联网发行的新势力“微影时代”。华影天下有望在发行市场取得令人瞩目的成绩，从而给整个公司带来良好的业绩。

第四，对标环球影城，拓展实景娱乐项目。华谊兄弟以影视 IP 为基点，线下向实景娱乐拓展。华谊兄弟凭借其在影视行业 22 年积累的 IP 资源以及其整合各方资源的能力，于 2011 年开始了品牌授权与实景娱乐这一领域的尝试。2014 年 6 月 7 日“1942 民国街”正式开街，再现了《1942》《唐山大地震》《非诚勿扰》等冯氏经典电影场景，现已成为年度游客人数百万量级的旅游景点，2016 年收入达到 2.57 亿元。截至 2016 年末，公司累计签约项目已达 16 个，未来，华谊兄弟苏州电影世界、华谊兄弟（郑州）电影小镇、华谊兄弟（长沙）电影小镇将陆续开业，3 年计划落地 20 个项目。

华谊兄弟以内容为驱动力，影视作品向线下衍生为电影公社、电影世界等品牌授权及实景娱乐产品，向线上和游戏、粉丝社区为代表的互联网娱乐板块融通联动，实现三大板块良性互动，不断延伸 IP，使其价值最大化。未来，在中国人民娱乐消费需求旺盛的大背景下，华谊兄弟有望凭借其良好的品牌口碑、多年的探索经验以及优质的内容（IP）创作能力，不断完善大娱乐的生态系统，成为中国综合性娱乐航母。

（3）万达电影（002739）：电影生态圈构建者

万达集团自 2004 年起涉足电影产业，起初以电影放映和院线建设为切入口，在国内大规模投资建设电影院，并采用将影院与万达广场捆绑的方式导入客流量，增加观影人数的同时带动商场中餐饮、零售、娱乐等业态协同发展。截止 2017 年年中，万达电影票房收入、观影人次、市场占有率等指标继续保持全国第一。近年来电影行业发展迅速，但市场规模扩大的同时也伴随着经营风险的扩大。2016 年内地票房增幅仅为 3.73%，连续 5 年以超过 30% 的幅度高速增长的中国电影市场遭遇“滑铁卢”，国产片票房更是同比下跌近 2%，内地影市的发展在 2016 年进入了瓶颈期。受影响最大的莫过于院线及放映公司，因此万达电影从下游入手进行纵向一体化战略布局整合是对电影市场经营风险的分散和在不确定性市场环境下的主动权争夺。

（1）制片环节

2011 年万达集团设立万达影视传媒进军电影制片制作，万达与一系列导演、编剧、演员建立了良好的合作关系，出品了大量高票房、高口碑的作品。

表 3-7 2012-2017 年万达电影制作的国产电影 TOP50 影片列表

年份	作品数量	电影名称
2012	4	《Hold 住爱》、《听风者》、《边境风云》、《地下十八层》
2013	4	《警察故事 2013》、《宫锁沉香》、《太极侠》、《粉红女郎·爱人快跑》
2014	7	《一步之遥》、《白发魔女之明日天国》、《智取威虎山》、《催眠大师》、《北京爱情故事》、《归来》、《单身男女 2》
2015	10	《夏洛特烦恼》、《煎饼侠》、《滚蛋吧！肿瘤君》、《一路惊喜》、《我的青春期》、《寻龙诀》、《赤盗》、《咱们结婚吧》、《斗破苍穹》
2016	3	《唐人街探案》、《火锅英雄》、《情圣》
2017	9	《悟空》、《情圣》、《缝纫机乐队》、《心理罪》、《记忆大师》、《京城 81 号》、《解忧杂货铺》、《十万个冷笑话 2》、《父子雄兵》

资料来源：猫眼电影专业版

为了提升自身制片实力，吸收海外成熟制片公司经验，万达于 2016 年 1 月收购美国传奇影业公司，传奇影业公司拥有丰富的制片经验与大量优质 IP，《蝙蝠侠》系列影片，《盗梦空间》、《宿醉》、《侏罗纪世界》、《环太平洋》、《超人：钢铁之躯》等影片为国内观众熟知。

（2）发行环节

万达是其与大地时代、金逸影视、横店影视合资的发行公司——五洲电影发行的第一大股东，万达以此为支点，支撑其在电影发行环节的业务开展。2015 年五洲电影发行公司共发行影片 16 部，取得累计票房 67.52 亿元，其中《夏洛特烦恼》、《寻龙诀》、《煎饼侠》票房均破 10 亿。五洲电影主要四大股东主营业务均为电影放映与院线经营，为其发行作品的票房提供了强有力的渠道支持，院线经营公司在发行环节的纵向整合提前锁定了大量端口流量，使得电影产业下游的利润得到了更多的保障。

（3）IP 衍生品及电影生态

国外成熟的电影公司如好莱坞“五大”制片的收入（Revenue）比例都要高于营业利润（Operating Profit）占比，这与国内公司制片收入与营业利润占比双高的现象相反。这说明我国电影公司营收还停留在票房分账阶段，衍生、周边等配套产业未完全崛起。

国外成熟的电影衍生品产业巨头迪士尼电影 IP 可以通过“票房——影像制

品——主题乐园——衍生品售卖”进行四轮变现，万达电影板块业务也在朝着这个方向发展。2016年万达收购时光网，交易金额2.8亿美元。作为著名的国内电影观众网络互动社区和电影IP产品电商，时光网在电影衍生品售卖和电影观影社交圈经营方面的经验极为丰富。万达以时光网作为电影衍生品售卖和电影观影生态体系建设的切入点，其对于电影IP延伸产业链的布局可见一斑。

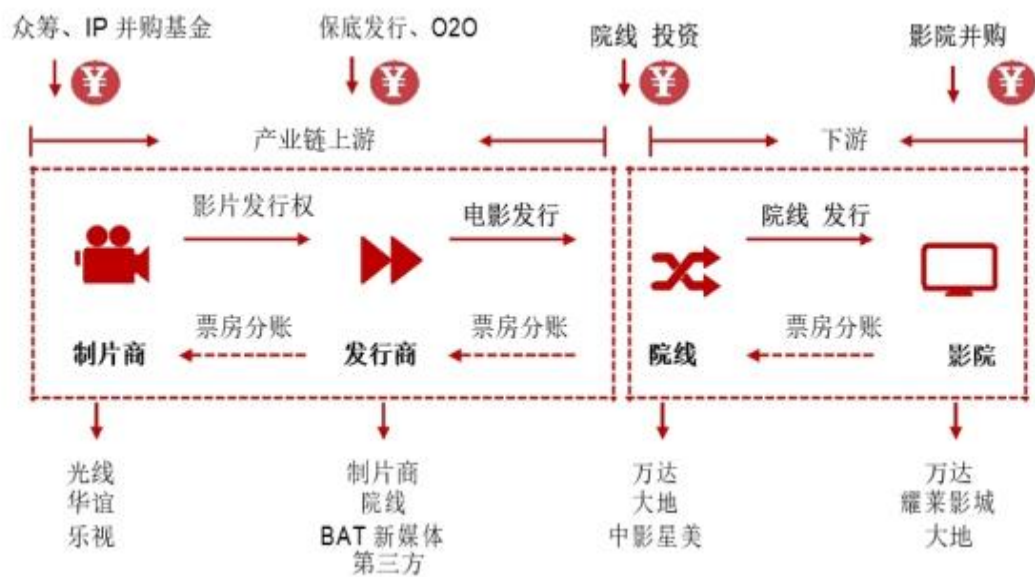
2017年万达电影实现营业收入132亿元，同比增长18%，其中非票房收入51亿元，占营业收入39%，同比增长31%。万达电影通过纵向一体化的方式，实现了在电影产业的全产业链布局，提升了公司的市场价值。

3.3 金融资本参与电影产业投资的一般模式

(1) 资本快速催熟整个电影行业；泛娱乐整合正在逐步形成

资金在过去10年进入了电影产业链各个环节，快速捏合各个环节。在电影市场高速发展的过程当中，资本迅速切入各个环节实现自我增值。

首先进入的环节是渠道，2005年前后万达院线等一系列民营院线成立，标志着商业地产开发开始与银幕扩张抱定，开启了银幕狂飙突进的序幕。2011年左右团购网站兴起，电影线上购票因其易于标准化的特性通过团购得到迅速普及，千团大战当中资本也涌入了票补环节。而在2012年前后，华谊兄弟和光线传媒登录创业板，《泰囧》将国内电影票房上限提升至10亿元以上，资本开始迅速渗透进入上游内容制片换季。2013年后在线购票平台猫眼创立，资本通过疯狂票补加速完成了购票环节的线上化，并以此为依托切入了发行和营销领域。



资料来源：华泰证券研究所

图 3-1 各类资金在过去 10 年快速进入电影产业链各个环节

(2) 上游 IP 资源抢夺吹响金融资本介入“集结号”

2014 年底起 IP 价格经历了几轮暴涨。其原因一方面是中国电影工业化水平开始足以支撑系列电影的生产；另一方面是产业链前端的小说市场已经完成资源整合，正版、规范化的运作开始启程，而 2005 年左右兴起的网络小说热养成的粉丝也成长至适龄阶段。而 IP 的获得渠道，最简单易行的方式就是版权购买和 IP 并购。

供需叠加助推 IP 价格暴涨，IP 产业链的中游如影视公司开始成立大量并购基金，引入金融资本抢夺优质 IP 资源。并购基金与私募基金广泛介入影视公司 IP 抢夺的“圈地运动”已经成为行业共识。

以上市公司为例，公司层面上 2015 年国内共产生 IP 相关收购 42 起。影视上下游企业发生并购 10 起，其中骅威文化、美盛文化、凯撒股份等都完成了向影视传媒行业的转型，三家都成立了各自的并购基金，分别收购了大量 IP；而出了 IP 本身的购买或者 IP 公司的收购外，2015 年如中南重工、万好万家等传统企业也沿 IP 产业链进行了近 10 起系列并购布局。

表 3-8 IP 并购案例

	骅威文化	凯撒股份	美盛文化	中南文化
成立基金	骅威哲兴互联网基	国金凯撒产业基金，规模	参投创新工场基金，	与中植资本设立中南文化

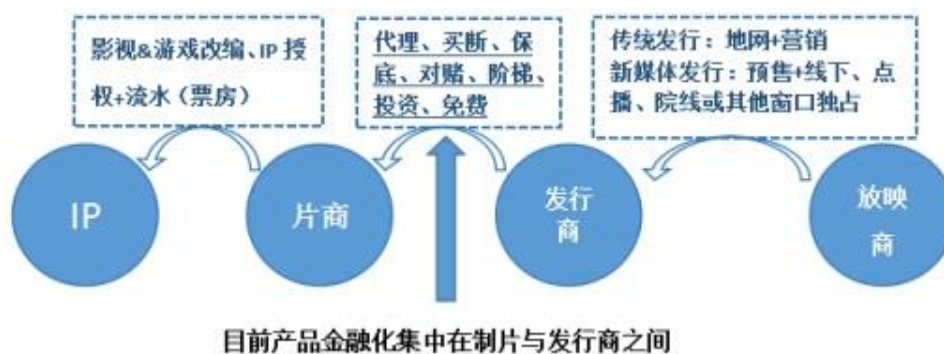
	金，规模 1 亿元 中骅文化资本，共出资 1.7 亿元	2.6 亿元 国金凯撒二期产业基金，规模 3 亿元	规模不超过 25 亿元	传媒基金 芒果文创，规模约 10 亿元
成立时间	<ul style="list-style-type: none"> • 2015 年 6 月 • 2015 年 7 月 	<ul style="list-style-type: none"> • 2015 年 3 月 • 2015 年 8 月 	<ul style="list-style-type: none"> • 2015 年 12 月 	<ul style="list-style-type: none"> • 2014 年 4 月 • 2015 年 12 月
业务范围	夯实网络、文学、影视、音乐文学、虚拟现实、智能硬件等互联网文化产业布局	互联网游戏、广告、文学、视频及影视、动漫及其衍生品	计划打造创新创业的新平台，实现产业集群的新生态	投资电影、电视剧、综艺节目、音乐、动漫、体育、移动互联网应用等文化创意类项目

资料来源：华泰证券研究所

成熟市场中同样存在电影的私募基金，但更多是负责电影投拍的资金制作。如美国市场上派拉蒙与美林证券合作的 Melrose 基金；索尼和环球分别与德意志银行支持的私募股权基金 Relativity 合作发行设立的基金；华纳兄弟与传奇影业合作发起电影基金。一方面是以股权形式参与电影制作发行，降低投资成本，另一方面是为电影公司提供债股的结构化融资。电影公司与电影私募基金之间能够形成良性的互动，如华纳之前以 4 亿美金并购了沙丘娱乐，后者在与福克斯合作期间，先后推出了《X 战警》、《纳尼亚传奇》等著名系列电影。

(2) 中游发行环节各式金融产品深度“试水”

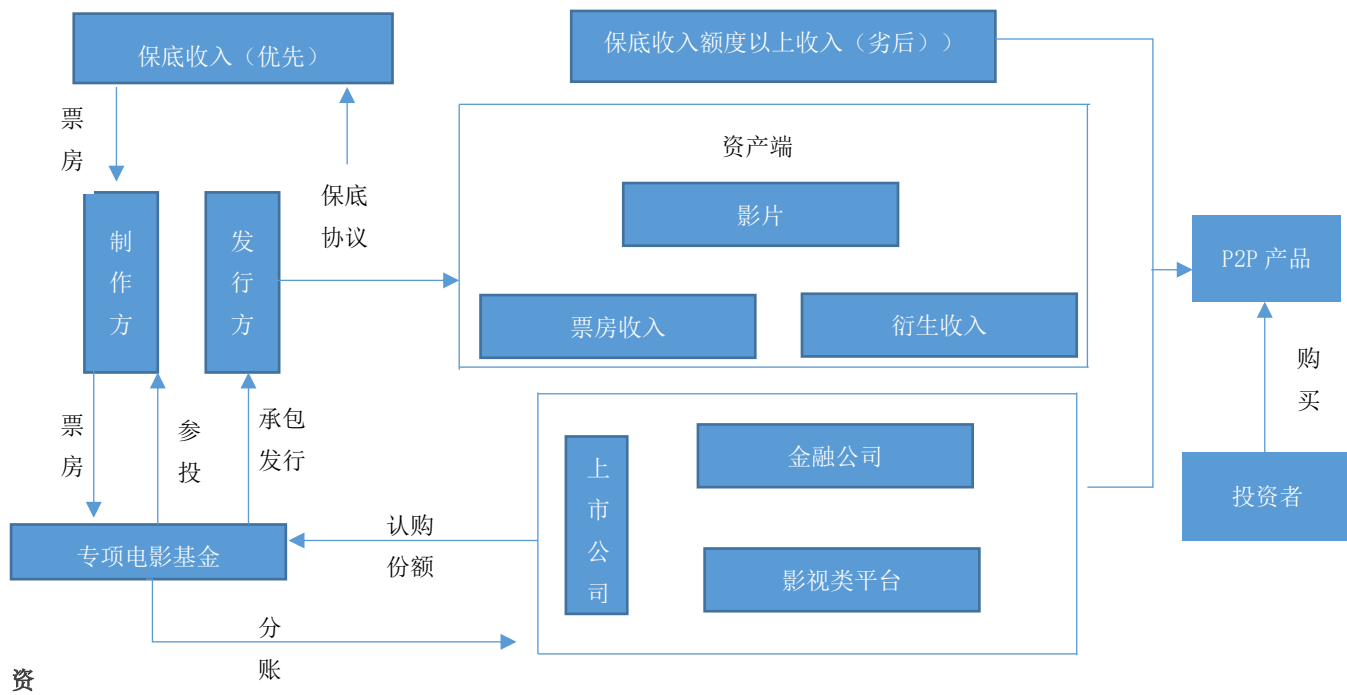
电影产品金融化在国内更多的“试水”在于发行环节，主要形式包括票房保底、买断和对赌协议等。



资料来源：华泰证券研究所

图 3-2 电影产品金融资本参与环节

票房保底，就是发行方对于制片方的一个票房承诺，制定一个双方都可以接受的价格。即使实际票房没有达到这个保底票房数字，发行方还是要按这个数字分账给制片方，但超出保底数字的话，那分账比例会对发行方更有利。保底发行成功与否取决于保底额的确定。相较互联网公司或者新手制片公司，传统影业龙头市场影响力更大、发行经验丰富、市场判断能力更强、整个项目参与度高，因而在最终的定价上拥有一定优势。



资料来源：华泰证券研究所

图 3-3 电影保底发行结构图

