

投资评级 **买入** 维持

5月25日收盘价(元)	13.02
52周股价波动(元)	11.19-17.40
总股本/流通A股(亿)	18.67/18.67
总市值/流通市值(亿)	243/243

国字号电影工业巨头，疫后复苏渐行渐近

投资要点：

- **中影集团上市平台，行业地位超然：**中国电影是中影集团联合中国联通、长影集团等单位组建的股份所有制公司。公司既是国家宣传的喉舌，又是重点影视制作基地与影视人才培育的摇篮，更是投资推广优秀影视作品的专业性平台，在电影工业体系里扮演着中流砥柱的角色。
- **全产业链布局，制片、发行、放映、服务四大板块齐头并进：**2019年制片业务收获颇丰，主投主发《流浪地球》收获46.8亿票房及2.8亿净利润。公司为国家级文化宣传阵地，将携《夺冠》《紧急救援》《我和我的家乡》角逐主旋律竞赛。发行方面公司享受进口电影发行的行政垄断，48亿发行收入中40亿来自进口电影，发行业务10亿稳定毛利率不可破。放映方面公司通过影投及7家参控院线控制了26%的影院份额，是影院市场事实上的领导者，银幕数量跟随大盘温和扩张。服务板块以巴可放映机及中国巨幕CGS为核心，放映机已进入了全国过半数影院，目前正在推进激光技术革命；中国巨幕是国内唯一能够与IMAX抗衡的巨幕放映系统。
- **协同效应突出：**影院起家的万达组建五洲发行，横店26亿保底《囧妈》试水内容端，内容与渠道交融之势不可阻挡，而中国电影在上市之初已经获得中影集团核心优质业务的注入，业务链条贯穿上中下游，先天禀赋优越，19年春节档强制排片操作已初露锋芒。
- **疫情之后，两大复苏路径并行不悖：**复苏路径一，优质存货加速释放。5月8日国务院官宣电影行业复工，预计影院6月实际开业，《1917》《信条》《花木兰》将成为首批上画好莱坞大片，利好中影、华夏两大发行方。复苏路径二，行业出清逆势出击。2018-2019行业寒冬已消灭一批影视工作室，2020年疫情冲击导致更大范围的停工歇业，中影手握80亿现金储备，享受幸存者红利，更为从容地打扫战场逆势出击，年初至今公司已抛出3项电影、影院投资计划，累计投资规模超10亿。
- **财务表现稳健，估值上行空间充足：**稳健是公司财务上的最大特色，过去2年均实现了90亿收入、20亿毛利，停业状态下在手现金可以维持3年以上的消耗，财务强度冠绝同行。疫情导致电影行业业绩估值双杀，公司股价创近一年新低。目前240亿的估值只反映了发行及制片业务的价值，分部估值法下合理市值应为437亿元，最迟将于明年兑现。剧震之下稳定性的价值弥足珍贵，发行业务制度红利不变，渠道实力依旧在线，电影精品产出能力的提升将成为有力的催化剂。

分析师:麦浩明
Tel:18998532338
Email:maihm3@foxmail.com

一、中影集团上市平台，行业地位超然

中影集团前身是 1951 年成立的中国电影发行放映公司，1995 年更名为中国电影公司，1999 年由原中国电影公司、北京电影制片厂、中国儿童电影制片厂、中国电影合作制片公司、中国器材公司、电影卫星频道节目中心、北京电影洗印录像技术厂、华韵影视光盘有限责任公司 8 家单位组建中影集团，企业性质为全民所有制，直属国家广电总局管辖，是影视产业国字号大型电影集团。

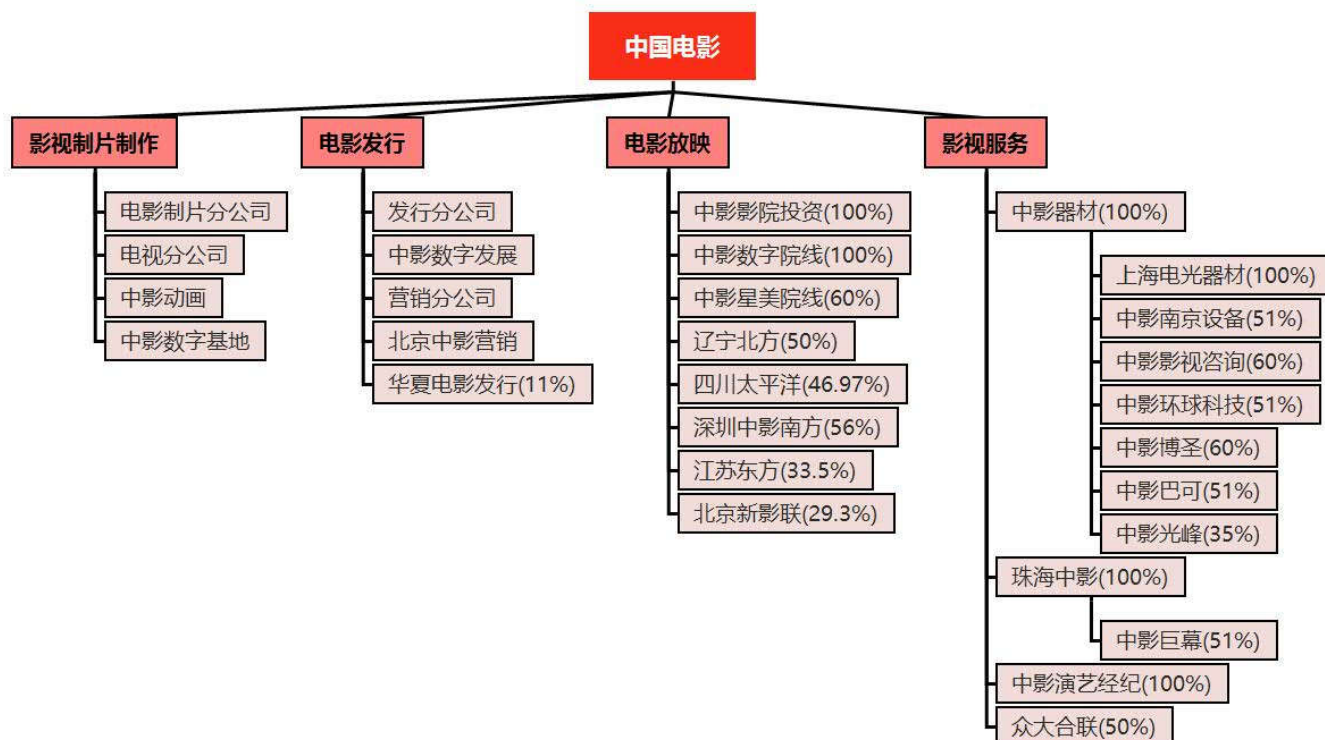
中国电影又称中影股份，是中影集团联合中国联通、长影集团、江苏广电、歌华有线、电广传媒、中国联通组建的股份所有制公司。公司既是国家宣传的喉舌，又是重点影视制作基地与影视人才培育的摇篮，更是投资推广优秀影视作品的专业性平台，在电影工业体系里扮演着中流砥柱的角色。

从公司股东构成和每年补助金额可以侧面体现公司超然的行业地位，中影集团作为控股股东持股比例 67.36% 绝对控股，中国证金作为第二大股东持股 2.38%。2018 年公司获得补助 2.25 亿元，2019 年获得补助 1.62 亿元，其中包含了 4800 万的重点制片基地补贴、4300 万的国家电影事业发展专项资金返还、1400 万的宣传文化发展专项资金、1000 万的电影精品专项资金。中国电影仅每年获得的补贴金额，已超过上海电影、金逸影视、幸福蓝海等一众电影公司的净利润。

二、四大业务齐头并进

中国电影是国内电影行业中综合实力最强、产业链最为完整的电影龙头公司，旗下囊括制片、发行、放映、影视服务四大业务。

图 1 中国电影业务结构版图



1、影视制片制作

影视制片即围绕剧本、导演、演员、制片团队、制作成本和周期进行论证和决策，并对影视作品的艺术质量、技术质量、成本周期、安全环保等方面承担管理职责，工作环节包括项目策划、论证及确认、项目筹备、制片管理等。中影作为国字号制片方除了追求制片业务盈利外，还要兼顾社会效益，拍摄制作一些公益性、文宣性质的电影电视项目。

制片业务侧重于创意设计和项目管理，而执行层面需要依靠影视制作来落地。影视制作是指提供影视作品的拍摄与生产服务，从业务环节来看，在拍摄前环节提供摄影棚租赁、置景、美术设计、摄影灯光设备器材租赁及服化道制作，在拍摄中环节协助剧组分镜拍摄，提供录音、粗剪等服务，在拍摄后提供声音及特效制作、画面剪辑、译制、中间片和数字母版制作等服务。**公司拥有全亚洲规模最大、技术最先进、设施最完善的影视基地——中影基地。**中影基地前身是北京电影厂，目前已搬迁至怀柔区杨宋镇，全称“国家中影数字制作基地”。基地共分 11 个区域，16 个大型摄影棚占地面积 4 万平方米，其中包括 5000 平米的单体超大摄影棚，16000 平米的大型器材服装道具库，10000 平米的大型置景车间，**年产能达到：胶片电影 80 部、数字电影 100 部、电视电影 200 部、电视剧 500 部，处于国内电影制作领域的标杆地位。**

中影旗下共有 4 家制片公司，分别生产故事片、动画片、电视剧、网剧网大，生产故事片的制片公司影响力最大。2019 年公司出品电影 23 部，实现票房 74 亿元，国产影片票房份额 18%，头部作品包括《流浪地球》《误杀》《新喜剧之王》。其中春节档上映的《流浪地球》为公司主投主发电影，改编自刘慈欣同名小说，以 46.8 亿票房和 7.9 分豆瓣评分跻身中国影史票房前 3，被誉为国产硬科幻大片的开山之作。另外两部电影《误杀》和《新喜剧之王》分获 8.3 亿和 6.3 亿票房。

表 1 公司出品电影代表作

电影	票房 (亿元)	豆瓣评分	上映时间	公司参与角色
战狼 2	56.82	7.1	2017	联合出品
流浪地球	46.8	7.9	2019	出品
唐人街探案 2	33.98	6.7	2018	联合出品
美人鱼	33.93	6.7	2016	出品
捉妖记 2	22.27	5.0	2018	出品
功夫瑜伽	17.53	5.0	2017	出品
西游伏妖篇	16.57	5.5	2017	出品
魔兽	14.72	7.7	2016	联合出品
西游记之孙悟空三打白骨精	12	5.6	2016	联合出品
长城	11.74	4.9	2016	联合出品
功夫熊猫 3	10.02	7.7	2016	联合出品

数据来源：猫眼

主旋律大热的受益者：主旋律电影一般指服务于国家意识形态的电影，传达时代主流的文化价值观，注重对爱国主义情怀的渲染。传统主旋律电影的代表作是“建国三部曲”——《建国大业》《建党伟业》《建军大业》，分别于 2009、2011、2017 年上映。传统主旋律电影将政治思想的表达作为首要任务，忽视了商业性和市场诉求，依靠堆砌明星的方式来吸引观众。例如建国 60 周年献礼电影《建国大业》邀请了 172 位明星出演，张国立、唐国强、许晴、李连杰、葛优、刘德华、黎明、赵薇等演员阵容囊括了老中青三代明星，但仍无法改变观众眼中“气氛沉重”、“题材刻板”、“教育意义远超欣赏意义”的印象。从 2019Top10 电影评论关键词可以看出，影片的剧情和故事情节是观影和评分的主要依据，观影本质是娱乐需求、感受性消费，极少观众会通过观影来表达“爱国”的诉求。

表 2 头部电影评论关键词

评论提及关键词	TOP1	TOP2	TOP3	TOP4	TOP5
哪吒之魔童降世	剧情	特效	画面	泪点	故事

流浪地球	特效	剧情	情节	场面	故事
复仇者联盟 4	剧情	特效	场面	情节	故事
我和我的祖国	故事	场景	画面	爱国	场面
中国机长	剧情	特效	场面	情节	场景
疯狂的外星人	特效	剧情	情节	故事	内容
飞驰人生	剧情	故事	特效	画面	场景
烈火英雄	场面	剧情	特效	泪点	场景
少年的你	剧情	画面	场景	故事	情节
速度与激情：特别行动	剧情	场面	特效	情节	画面

数据来源：猫眼

近年民营电影公司的入局为主旋律电影增添了更多的商业化元素，博纳影业接连推出了《十月围城》《智取威虎山》《湄公河行动》《红海行动》《中国机长》等票房大卖的主旋律电影，不再拘泥于生硬的说教，主动追求情节上的创新，在电影语言表达上更加年轻化，采用商业片导演来拍摄，题材类型更加多元化，从传统的叙事片拓展至战争片、悬疑片、警匪片、动作片等，如将《智取威虎山》打造成好莱坞式谍战大片，将《红海行动》打造成中国版《黑鹰坠落》等。

主旋律电影的热度在 2019 年国庆档达到了极致，《我和我的祖国》《中国机长》《攀登者》三部主旋律电影合力拿下超过 50 亿元票房，国庆档累计观影人次超 1.17 亿次，39% 的上座率甚至超过春节档，主旋律商业电影风头正旺一时无两。华夏电影董事长傅若清认为《我和我的祖国》的成功经验在于影片制作的十二字方针——历史瞬间、全民记忆、迎头相撞，把小人物的经历撞进历史大事件、时代和社会大背景中。

表 3 主旋律电影成功代表

影片	上映年份	票房（亿元）	当年票房排名	出品方
建国大业	2009	4.16	3	电影频道、上海电影、寰亚电影、英皇电影、华录百纳、博纳影业等
十月围城	2009	2.91	4	中国电影、博纳影业、天娱传媒、江苏广电等
建党伟业	2011	4.05	6	中国电影
智取威虎山	2014	8.83	4	博纳影业
战狼	2015	5.4	24	春秋时代影业、登峰国际
湄公河行动	2016	11.73	7	火红电影、博纳影业
战狼 2	2017	56.39	1	登峰国际、嘲风影业
红海行动	2018	36.22	1	博纳影业、解放军海政电视艺术中心、星梦工场、英皇影业
流浪地球	2019	46.18	2	中国电影、北京文化、登峰国际、郭帆文化
我和我的祖国	2019	31.4	4	华夏电影、博纳影业、阿里影业
中国机长	2019	38.84	5	博纳影业、阿里影业、博纳影业、中植集团
攀登者	2019	10.88	14	上海电影

数据来源：猫眼

主旋律在 2019 年开始成为国产电影主流，2020 年还会有《紧急救援》《夺冠》《我们的西南联大》《我和我的家乡》等主旋律电影上映。中影股份作为四大国有电影制片厂之首，扮演着国家级文化与价值观念宣传阵地的重要角色，肯定不会缺席主旋律电影的盛宴。根据北京文化和中国电影两家公司年报季报信息，《我和我的家乡》计划 5 月开机，定档于 2020 年国庆节上映，这是今年唯一一部已敲定档期的国产电影。作为《我和我的祖国》姐妹篇，《我的家乡》将沿用前作的成功模式，邀请多位电影人参与创作，全片由 5 个短篇构成，目前已经确定了徐峥、宁浩、闫非和彭大魔、邓超和俞白眉、

陈思诚 5 组导演，并由张艺谋担任总监制、宁浩担任总导演、张一白担任总策划，强大主创阵容加持，该部电影以喜剧亲情为主要题材，目标冲击 20 亿+票房。

中国电影总经理傅若清称：“暑期档一定会有一些有体量的影片上映，国庆档会呈现出以往国庆档期的热潮”。除了《我和我的家乡》之外，春节档撤下来的《夺冠》和《紧急救援》也很适合在今年国庆档上映，其中《夺冠》讲述中国女排的故事，陈可辛导演、巩俐主演，也是由中国电影参与出品。

2、电影发行营销

电影发行的主要工作是从制片方或授权方取得影片发行权，制定发行方案，联系电影院线排档，制作和发运数字母版及拷贝，分发管理放映密钥，分发管理海报等宣传品、票房统计与结算等。电影宣传主要是制定影片宣传计划，确定投放渠道与合作媒体，制作和投放宣传策略，策划首映礼发布会等宣传活动。

中国电影主要通过子公司中影发行和中数发展开展电影宣发业务，公司是国内唯二拥有进口分账电影发行权的公司。我国对电影进口实行严格的配额管理制度，根据《电影管理条例》《关于改革进口影片供片机制的暂行办法》，**广电总局授权中影集团进出口分公司唯一承担境外影片进口业务，接受电影局的政策指导和宏观调控，经审查通过后向中国电影发行分公司和华夏电影发行公司供片发行，原则上两家公司各占进口分账片配额的 50%。**

进口电影分为分账片和买断片两种，差异在于国外片方是否参与国内票房分账。90 年代以前国内进口的外国电影均为版权买断的批片，1995 年开始每年可以引进 10 部分账电影，2002 年入世后分账片数量增加至 20 部，2012 年中美重新签订备忘录增加 14 部特种分账片（IMAX、3D）的配额，并将美国片方的分账比例由 13%提高至 25%。20 部普通分账片中必须包含 6 部非美影片，14 部特种分账片全部为 IMAX 或 3D 制式的好莱坞影片。从近几年的数据来看，事实上每年都会有 40 部左右的进口分账片和数量不限的买断片进入国内上映。

外国制片商可以按照 25%的比例参与分账片票房分成，中影和华夏根据净票房的 43%确认分账收入，在扣除片方分成和相关税金后确认毛利。买断片是由国内片商买断后从国外引进，引进后必须委托中影和华夏发行，中影和华夏仍旧能获得稳定的票房分账收入，批片商获得票房分账的 20%-25%，2019 年实际引进批片数量达到 86 部。

表 4 进口分账电影分账模式

专项基金	税收及附加	影院及院线分成	中影+华夏	集团进出口	外国片方分成	预提所得税	进口增值税
5%	3.3%	91.7%*57%		2.50%	25.00%	2.78%	1.88%
				分账片发行业务分账成本			
				分账片发行业务营收			
净票房							

2019 年中影发行国产电影 564 部，累计票房 130 亿元，占同期全国国产影片票房总额的 34%；发行进口影片 133 部，票房 122 亿元，占同期进口影片票房总额的 58%，全年前 10 票房影片中有 3 部为公司主发行（《流浪地球》《复仇者联盟 4》《速度与激情：特别行动》）。向来以民营第一发行方自居的猫眼娱乐全年不过发行 14 部电影票房 74 亿，相比之下中国电影无论是数量还是质量上均形成压倒性优势，凭借制度赋予的行政垄断优势，在电影发行这一版图上占据牢固的统治地位。

从收入和毛利贡献来看，进口片发行是公司最为稳固的基本盘，80%的发行收入来自于进口片。根据招股说明书数据，2015 年公司 73 亿营收中，进口电影发行占据了其中的 32 亿，毛利率稳定在 20%以上。2015 年全国进口电影票房 170 亿元，公司进口片发行收入实际占比为 19%，国产电影发行收入约占所发电影票房的 5%-6%。

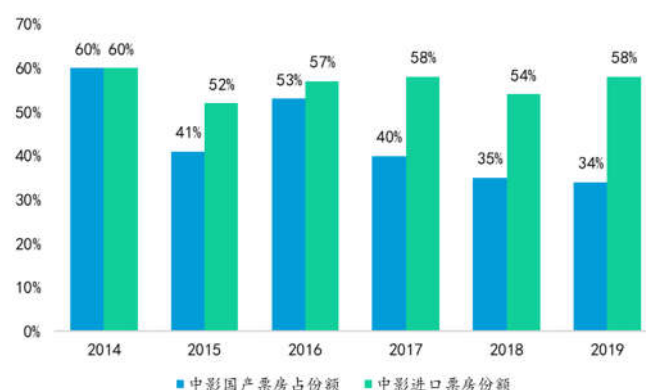
近年来中影进口电影份额稳定在 55%以上，国产份额稳定在 35%，前者是由制度红利所保障，后者是长期市场竞争

的结果。测算公司 47.6 亿元的发行收入中有 7-8 亿来自国产电影，40 亿来自进口电影。发行业务分账模式定形，毛利率稳定在 20% 之上，因此发行业务能够稳定贡献 10 亿毛利。

图 2 国产与进口电影票房对比



图 3 中影国产与进口电影份额



数据来源：公司公告、猫眼

公司的广告业务主要为利用影院映前广告、贴片广告、植入式广告、阵地广告等方式为品牌客户提供广告营销，主要通过子公司中影营销开展。截至 2019 年年底中影银幕广告平台已签约影院 718 家，覆盖银幕 4700 块，占全国银幕总数的 7%，现保有资源主要为公司控股影院、博纳院线等银幕广告资源。

3、电影放映

公司的电影放映业务包括影院投资业务、电影院线业务和电影票务业务。影投业务即公司自有的中影国际影城，通过子公司中影影院控股 139 家影院、1026 块银幕，另有参股影院 14 家。2019 年公司新开影院 11 家，新增银幕 89 块，年度增长约 8%。2019 年控股影院实现总票房 16.65 亿元，占全国票房总额的 2.8%，业内排名前 5，观影人次 4899 万人次，平均上座率 14.24%。

表 5 10 大影投公司排名 (2018)

排名	影投	总影院数	票房 (亿)	总人次 (万人)	上座率	场均人次	平均票价
1	万达电影	548	76.39	19863	13.33%	21	38.46
2	大地影院	433	26.57	8306	11.95%	16	31.99
3	横店院线	320	21.12	6755	11.55%	16	31.28
4	CGV 影投	116	16.07	4217	13.42%	23	38.1
5	中影影投	131	16.03	4937	15.87%	25	32.47
6	金逸影视	173	15.26	4416	11.67%	19	34.57
7	星美影院	286	11.61	3403	12.55%	18	34.13
8	太平洋影管	93	9.21	2805	17.23%	22	32.83
9	香港百老汇	51	9.03	1988	16.24%	26	45.41
10	耀莱影管	104	8.67	2766	14.84%	20	31.37

国内政策规定了任何一家影院想要获得放映电影、获得票房收入的权利必须加入院线。影投对影院拥有直接管理权，对其行为进行规范与约束，例如 2019 年春节档期间中影以行政指派的方式安排旗下影院必须给到《流浪地球》30% 以上的排片，而院线与影院的关系不如影投紧密。院线是为影院提供影片的发行主体单位，对旗下影院实行统一的排片建议和物料支持，扮演着渠道的角色。截至 2018 年年底，全国共有 48 条商业院线，影院加入院线后需缴纳一定的加盟费，院线能够从票房中拿到 5% 的分账收入。

一般来说一家影院归属于某一影投公司，但可以加入不同的院线，如万达电影旗下既有影投业务万达影院，也有院线业务万达院线，万达院线旗下除了万达影院，还包括了CGV、耀莱旗下的影院。中影旗下影投业务经营主体为中影影院投资，院线业务经营主体包括中影南方新干线、中影数字院线、中影星美、辽宁北方等。公司还参股了新影联、四川太平洋和江苏东方3家院线，控股参股院线旗下共有3009家加盟影院，银幕18331块，年内新增加盟影院178家，新增银幕960块。全年观影人次共4.52亿人次，实现票房164.33亿元。**全国票房前10院线中公司占据3席，中影南方新干线、中数院线和中影星美分列第4、5、6名。公司通过旗下院线和影投覆盖了全国18353块银幕，市场份额26.3%，并且对参控院线都有较强的控制能力，是影院市场事实上的领导者。**

表6 国内院线公司排名 (2018)

排名	院线	总影院数	票房(亿)	票房占比	上座率	场均人次	平均票价
1	万达院线	577	77.43	13.68%	13.31%	21	38.39
2	大地院线	1,048	56.10	9.91%	12.09%	15	31.31
3	上海联和	563	44.86	7.93%	13.83%	19	34.71
4	中影南方(控股)	782	41.04	7.25%	12.68%	15	32.47
5	中影数字(控股)	723	40.77	7.20%	10.51%	14	31.53
6	中影星美(控股)	533	36.28	6.41%	13.77%	18	33.4
7	金逸珠江	385	27.51	4.86%	11.89%	18	33.5
8	横店院线	404	24.61	4.35%	11.49%	16	31.08
9	华夏联合	391	20.43	3.61%	11.41%	15	32.46
10	幸福蓝海	310	19.44	3.44%	13.43%	18	32.12
12	四川太平洋(参股)	292	16.36	2.89%	14.81%	18	32.19
17	北京新影联(参股)	111	9.58	1.69%	15.64%	21	36.11
20	辽宁北方(控股)	168	6.80	1.20%	12.87%	14	29.2
34	江苏东方(参股)	61	2.21	0.39%	11.08%	14	29.36

公司放映业务收入过去5年稳定在18亿元左右，上下波动不超过1亿元。2015年年底公司影投控制的影院99家、银幕658块，至今已增长至139家影院、1026块银幕。但同时也需看到近3年放映业务表现并不理想，屏幕数稳定扩张但收入并没有增长，实际上是由于全行业单银幕产出下降，行业整体单银幕产出从2015年的128万元下降至2019年的87万元。

影院资产对整体盈利能力形成拖累，以影投资产最为优质的万达电影和中影两家为观察对象，万达的放映业务毛利率已从历史高位25%下滑至6.6%，中影则是从28%下滑至19%，净利率只有6%，净利润只有1.2亿元。行业已形成扩张越快毛利率下沉越快的普遍规律，而一旦停止扩张份额马上被挤占，随之而来是收入的全面下滑。

过去4年银幕扩张的速度连续快于票房增长的速度，产能过剩较为严重，影院资产的盈利前景仍然较为尴尬，但迫于渠道的重要性的保持份额的考虑主要玩家不得不维持一定的规模扩张。以影院为基本盘的万达、横店试图用金元战略挤出小型影投公司，2019年两家公司分别新增银幕数量562块、306块，占全年银幕净增数7166块的8%、4%。**中影的策略是跟随，亦步亦趋地温和扩张，2020年中影计划投资建设控股影院10家，新增银幕80块。**

表7 上市院线公司情况对比

上市院线公司情况	万达电影	上海电影	金逸影视	横店影视	中国电影	幸福蓝海
业务范围	院线+出品+发行	院线+发行	院线	院线	院线+发行+制片制作+设备销售	院线+出品+发行+电视剧
院线业务收入占比(%)	90%	95%	100%	100%	27.50%	75%

国内票房占比 (%)	13.30%	1.29%	2.71%	3.64%	2.66%	1.35%
国内影院数量 (家)	603	60	186	367	139	80
国内银幕数量 (块)	5343	425	1288	2306	1026	592
三至五线银幕占比 (%)	49.71%	16.31%	29.67%	70.34%	43.59%	43.83%
过去三年新建银幕数量 (块)	217	22	52	151	42	52
2020 年新建影院计划 (家)	50-70	3	25	60	10	27
I、上市院线经营数据						
单银幕产出 (万元/块)	156	180	125	93	169	133
单银幕非票收入 (万元/块)	84	66	32	31	88	47
单银幕人力成本 (万元/块)	25.5	23	18	18.6	19	24
单影院折旧摊销成本 (万元/块)	24.5	47.25	28	15	13.5	28
单银幕租金成本 (万元/块)	16.18	21.65	22.5	16.6	24.3	21.5
II、上市院线财务数据						
院线营业收入 (亿元)	142.62	10.46	20.69	28.13	24.89	16.49
预计放映毛利率 (%)	6.33%	-7.12%	7.99%	-4.69%	11.38%	10.30%
非票收入/放映收入 (%)	53.85%	36.67%	25.60%	33.33%	52.07%	35.34%
预计非票业务毛利率 (%)	61.10%	81.10%	79.40%	89.19%	36.40%	75.01%
预计院线业务毛利率 (%)	25.50%	16.55%	22.55%	20.65%	19.95%	27.20%

数据来源：广发证券

4、影视服务

公司影视服务板块两大核心业务是中国巨幕 CGS 系统和放映器材业务。

中国巨幕通过子公司珠海中影下属的中影数字巨幕（北京）有限公司开展。目前国内认可的巨幕品牌有 IMAX、中国巨幕和杜比影院 3 家，杜比影院还涉及音响系统，而中国巨幕与 IMAX 直接形成头对头竞争关系。巨幕放映系统以更宽幅完整的画面、更高的清晰度和对比度、更加鲜明的色彩和对比度、更加震撼的音效为卖点，提供更具沉浸感的观影体验，吸引更多的观众入场观看，自然拥有更高的票房回报。**根据 IMAX 年报披露，2019 年中国平均每块银幕的票房为 14 万美元，而 IMAX 影院的单银幕票房达到 57 万美元，达到普通影厅的 4 倍之多。**

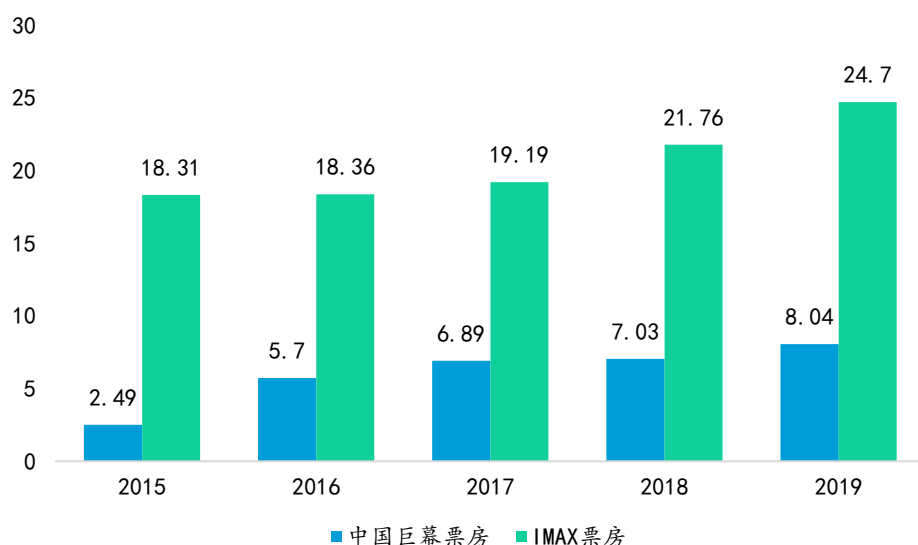
2011 年中国巨幕第一代系统诞生，2012 年正式进入商用，3 年时间建设了超百家影厅。中国巨幕厅银幕最大有效画面标准设计为 1:1.85 等宽形式，IMAX 数字放映系统提供 1:1.89 的画幅，中国巨幕厅采用 20 米宽*12 米高的巨幅金属银幕，标准的 IMAX 银幕为 22 米宽*16 米高，将观影视角范围从传统影院的 54 度提高到 70 度，两者都能提供全画幅影片内容。在亮度方面，中国巨幕 CGS 第四代产品可以提供 10FL 以上亮度，比 IMAX 影片亮度更高，更远高于一般影厅 4.5FL 的亮度，解决了佩戴 3D 眼镜后亮度偏暗眼睛酸涩的问题。中国巨幕和 IMAX 目前都可以播放 4K 分辨率的电影，支持多种立体声制式，可以说**在技术上的差距并不明显，且中国巨幕拥有优异的性价比优势，目前投资一套 CGS 系统的成本在 450 万左右，投资成本为 IMAX 系统的一半，平均回收周期为 2-3 年，票价也更为亲民。**

中影的 CGS 和 IMAX 都是一套从制作、转码、放映、音效到影院几何设计的完整解决方案，IMAX 的杀手锏可能在于 IMAX 摄影机。IMAX 摄影机是世界上公认分辨率和动态范围最高的摄影机之一，对光线和色彩有着惊人的捕捉能力，被视为电影拍摄的黄金标准。不过 IMAX 摄影机对影片的制作体量和技术操作有较高要求，全球 IMAX 摄影机只有 5 部，且只租不卖，只有《星际穿越》《变形金刚》《复仇者联盟 4》等大制作电影才会使用，国内的《八佰》和《唐人街探案 3》是少有的采用 IMAX 摄影机拍摄的电影作品。

中国巨幕 CGS 作为巨幕电影系统的后来者，尚处于快步追赶阶段。2019 年新增投入运营的中国巨幕影厅共有 30 家，保持与市场同步增速，截至年底国内共建有中国巨幕影厅 352 家，而 IMAX 影院 717 家；中国巨幕制作影片 100 部，占

全市场新片的 1/6，中国巨幕厅全年总票房 8.04 亿元，而 IMAX China 票房为 3.7 亿美元，中国巨幕票房收入约为 IMAX 的 1/3，IMAX 单场次产出在 2000 元，而中国巨幕的单场次产出在 1500 元。

图 4 中国巨幕票房与 IMAX 票房对比 (亿元)



数据来源：公司公告

公司的器材业务以子公司中影器材为主体开展，依托于巴可的放映机技术、光峰的 ALPD 激光光源技术成为器材市场不可或缺的重要力量。2016-2019 年公司影视服务板块分别实现营收 7.97/10.77/14.13/14.86 亿元，实现毛利 2.03/3.01/3.58/4.09 亿元，拆分到子公司、孙公司层面发现主要为中影器材旗下中影巴可贡献。

表 8 中影影视服务业务构成 (单位：亿元)

	影视服务营收	影视服务毛利	中影器材营收	中影器材净利润	中影巴可营收	中影巴可净利润
2016	7.97	2.03	18.84	1.81	15.18	2.7
2017	10.77	3.01	19.31	1.89	13.54	1.43
2018	14.13	3.58	15.3	6.07		
2019	14.86	4.09	16.62	1.84		

数据来源：公司公告

比利时巴可是全球知名的放映设备供应商，巴可所部署的数字电影放映机销量全球第一，全球份额 50%以上，2019 年实现收入 10.83 亿欧元，净利润 0.95 亿欧元。2011 年巴可子公司巴可伟视、巴可中国与中影子公司中影器材合资成立中影巴可，作为在中国市场生产和销售数字电影放映产品的平台。中影巴可总部及工厂位于北京昌平，年产量最高达到 6000 台。2018 年 10 月中影以 1.76 亿元收购中影巴可 9% 股权实现并表，持股比例提升至 51%，并确认一次性投资收益 4.54 亿元，同时公告以 2000 万美元投资中光巴可 20% 股权。中光巴可 (Cinionic) 由巴可、深圳光峰科技、中影器材和中信产业基金共同成立，总部设在香港，并在美国、比利时、墨西哥等地设立办事处，目标是向海外市场推广高端激光放映技术，以巴可的放映机技术、光峰科技的 ALPD 激光技术和中影股份的 CGS 巨幕技术为技术内核，中光巴可自成立后连续 2 年亮相美国电影西部博览会 CinemaCon，充分体现母公司对前沿放映技术的支持。

2019 年中影巴可推出新一代 S4 系列激光放映机，将画质从 2K 推升至 4K，使用寿命从 3 万小时延长至 4 万小时。截至 2019 年年底，中影巴可放映机在全国已安装 37000 套，市场占有率 51%。2019 年中影巴可放映机全国新装 5500 台，稳居金逸、横店、上影等院线 5 大供应商之列。

图 5 中影巴可电影放映机系列



数据来源：公司官网

过去几年电影放映机领域经历了一轮技术革命，激光光源技术逐渐取代传统的氙灯光源。中国电影与光峰科技合资成立了子公司中影光峰，将其先进的 ALPD 激光光源技术推向大规模商用。**ALPD 技术在光效、亮度、色域、对比度、使用寿命上较传统氙灯放映设备有着全方位优势。**目前中影光峰提供的激光放映机光效达到 13lm/W，3 倍于氙灯的 4.2lm/W，即在同等的能量消耗下能够提供更高的光照度。公司激光放映机亮度高达 51000 流明，远高于其他光源的 35000 流明。ALPD 技术色域覆盖 98.5% 满足 REC2020 色域标准，高于国际通行的 DCI 标准，且对比度高达 3000:1；激光放映机还提供超过 3 万小时的寿命，寿命后期衰减不超过 20%，而一般的氙灯使用寿命只有 1200 小时，每几个月需要更换一次，制约激光技术完全替代的只有初装成本一个因素。

以巴可的几款电影放映机为例，高端激光放映机整机价格 330 万左右，其中灯源价格 4 万，而传统氙灯整机价格只有 80 万，为了提高下游客户的接受程度，中影光峰采取分时租赁的方式向各家影院租赁激光光源，模式一为改造影院旧放映机，将传统放映机改造为 ALPD 激光电影放映机，影院使用按时付费；模式二是影院购置新放映机，中影光峰将激光光源提供给中影巴可，由中影巴可生产销售放映机进入影院，影院采购的整机但内容不含激光光源，激光光源所有权仍归属于中影光峰，影院向中影光峰支付费用。目前中影光峰已进入了中影下属影院、横店、金逸、幸福蓝海、大地影院、恒大影院等。**根据中国电影发行放映协会数据，2018 年年底国内电影放映厅总数 60079 个，安装激光电影放映设备 23431 台，中影光峰部署了其中的 14018 台，以 60% 份额占据市场领导地位。**

表 9 激光放映机与氙灯放映机参数对比

	RGB 激光	氙灯
型号	DP4K-60L	DP2K-32B
整机价格	300 万元	60 万元
对比度	2800:1	2000:1
输出亮度	60000 流明	33000 流明
使用寿命	30000 小时衰减 20%	1200 小时衰减 60%
灯源价格	40000 元	6000 元
每年换灯费用	0	54000 元
年总费用	32850 元	75900 元

数据来源：巴可中国

三、全产业链运作，协同效应突出

不谋全局者不足以谋一隅，全产业链布局、集团化经营是头部电影公司共同追求的目标。当今电影行业内容与渠道的交融之势越发明显，一方面是院线公司向宣发和出品拓展，如万达影视联合大地、金逸、横店组建五洲发行公司；万达电影以发行股份购买资产的方式将万达影视放进上市公司；横店影视以 26 亿保底发行《囡妈》插足内容投资。另一方面是内容公司积极布局渠道，如光线传媒忌惮于渠道方的强势，控股互联网宣发票务龙头猫眼；华谊兄弟除了自建院线业务外，还参与大地院线定增，并联手上映和大地投资设立华影天下发行公司。**中国电影在上市之初已经获得中影集团核心优质业务的注入，业务链条贯穿器材——制片——出品——发行——放映，先天禀赋优越。**

中影旗下 7 条院线，4 条控股 3 条参股，在参控院线中都拥有很强的话语权，实际控制的影院份额达到了 26%。在《流浪地球》这一经典项目身上，出品、制作与发行的协同效应体现得淋漓尽致。从 2018 年 12 月开始中影已启动《流浪地球》的发行工作，规划了五位一体的发行策略，包括长线推介、校园路演、13 城看片、产业链护航、市场分级下沉、二轮路演等几大发行动作。影片上映之际中影向旗下参控股院线发出通知，要求各大院线努力完成《流浪地球》首周排片不低于 30% 的任务。凭借着过硬的质量和中影的保驾护航，《流浪地球》的排片只用 4 天就从首映日的 11.4% 爬升至 30% 之上。

强大的制作实力也功不可没。中影在《长城》《魔兽》等电影的合拍过程中积累了丰富的拍摄和制作经验，《流浪地球》制作期间曾经与美国工业光魔洽谈特效制作，但最后因成本问题交由国内团队完成特效制作。《流浪地球》创作历时 4 年，动用了 7000 多人的庞大制作团队，制作 2200 多个特效镜头、3000 多张概念设计图、8000 多张分镜画稿、1 万多件道具制作及 10 万延展平米的实景搭建，而幕后功臣特效团队多人来自于中影，当中的很多人是因为参与了中影的《狼图腾》等电影才踏上特效创作的道路。

四、两大复苏路径并行不悖

1、复苏路径一：优质存货释放

影院重开已提上日程。4 月 29 日国家电影局召开会议，指出我国电影发展长期向好的条件和环境没有改变，仍处于黄金发展期。会议强调政策端进一步加大帮扶力度，尽快出台财税、租金、金融服务方面的扶持政策，保障重点影片的创作生产。在具体政策层面，鼓励各地因地制宜出台扶持政策，包括协调出租方减免租金，推动电影专项资金给予贷款贴息，支持各地购买发放电影票券，积极吸引社会资本投入，鼓励金融机构加强融资和担保支持。在企业发展方面，探索院线重组做大做强有效方式，鼓励跨地区兼并充足，继续稳步推进人民院线、艺术电影放映联盟、点播影院发展，推动影院提高经营能力，迎接复工后的补偿性观影消费。

5 月 8 日国务院官宣电影行业复工，目前行业预期最快 6 月 10 日电影院正式开放，争取在暑期档结束前上映几部新片。3 个月的暑期档是每年的第一大档期，观影人数超 5 亿，正常情况暑期档至少会有 5 部 10 亿级别和 10 部 5 亿级别电影上映，但今年复映之初不会有大体量的新片公映，片方不敢贸然冒险，前期预计暑期档上映的《封神》和《拆弹专家 2》都没有开展宣发，可以预计暑期档主要以重映老片和前期积压的好莱坞分账片为主。

中影和华夏计划第一期拿出 30 余部影片，未来可能达到 50 部，助力受影响较大的影院终端复工。进口电影方面，影院恢复营业之后第一部引进片可能是奥斯卡最佳摄影、最佳音响效果、最佳视觉效果奖得主《1917》，网上已流传引进海报。《1917》以一镜到底为最大卖点，号称呈现直播般的沉浸式观影体验，将由中国电影和阿里影业联合发行。另外暑期档将会有《信条》《花木兰》和《神奇女侠 2》3 部 A 级以上体量的进口片，其中《信条》为世界级名导诺兰烧脑新作；《花木兰》由刘亦菲主演，迪士尼根据中国观众口味精心打造，目前已占据想看排名榜前 3；《神奇女侠 2》为美式超英片，盖尔加朵主演，前作全球票房 8.22 亿美元。11 月之后秋冬季重点电影是漫威超英片《黑寡妇》和 007 系列电影《007：无暇赴死》。

表 10 近期拟进口电影名单

电影	北美档期	公司	票房体量	备注
信条	2020/7/17	华纳	A	未改档
花木兰	2020/7/24	迪士尼	S	原档期 3 月 27 日
海绵宝宝：营救大冒险	2020/8/7	派拉蒙	D	原档期 5 月 22 日
神奇女侠 2	2020/8/14	华纳	A	原档期 6 月 5 日

新变种人	2020/8/28	迪士尼/20 世纪	C	原档期 4 月 3 日
寂静之地 2	2020/9/4	派拉蒙	C	原档期 3 月 20 日
怪物猎人	2020/9/4	腾讯	B	未改档
王牌特工：源起	2020/9/18	迪士尼/20 世纪	C	未改档
尼罗河上的惨案	2020/10/9	迪士尼/20 世纪	C	未改档
法兰西特派	2020/10/16	迪士尼/20 世纪	D	原档期 7 月 29 日
智能大反攻	2020/10/23	索尼	C	原档期 9 月 18 日
特种部队：蛇眼起源	2020/10/23	派拉蒙	B	未改档
黑寡妇	2020/11/6	迪士尼	S	原档期 5 月 1 日
心灵奇旅	2020/11/20	迪士尼	C	原档期 6 月 19 日
哥斯拉大战金刚	2020/11/20	传奇	A	未改档
007：无暇赴死	2020/11/25	环球	A	原档期 4 月 8 日
失控玩家	2020/12/11	迪士尼/20 世纪	B	原档期 7 月 3 日
沙丘	2020/12/18	传奇	C	未改档
西区故事	2020/12/18	迪士尼/20 世纪	D	未改档
猫和老鼠	2020/12/23	华纳	B	未改档
疯狂原始人 2	2020/12/23	环球	C	未改档
壮志凌云 2：独行侠	2020/12/23	派拉蒙	B	原档期 6 月 26 日

数据来源：一起拍电影

国产电影方面，公司共有 14 部主导或参与出品的电影将于 2020 年年内上映。《囧妈》《夺冠》《唐人街探案 3》《急先锋》为春节档撤档电影，《囧妈》已被字节跳动购得版权并在网上上映，其他 3 部撤档电影择日上映，全年多部电影爆款可期。

(1)《唐探 3》为万达电影主投的年度重磅作品，唐探经典 IP，前作以高口碑打出 30 亿+的票房高度。新作沿用主创班底，在侦探悬疑剧情中添加日本及黑帮元素，破圈效果显著，春节档期间想看指数、预售票房双第一，映前预测票房 40 亿元以上。

(2)《夺冠》为中影主投主发，以中国女排奋斗史为题材的主旋律电影，主创阵容以陈可辛和巩俐为核心，映前预测票房 20 亿元以上。

(3)《我和我的家乡》为《我和我的祖国》姐妹篇，中影和北京文化主投，邀请张艺谋担任总监制，徐峥、宁浩、闫非和彭大魔、邓超和俞白眉、陈思诚五大新生代名导团队合作。该片是目前唯一确定档期的国庆档主打电影，票房目标也在 20 亿元以上。

(4)《美人鱼 2》是华谊兄弟和中影主投作品，周星驰经典 IP，华谊兄弟年内两部重头戏之一，前作《美人鱼》凭借 34 亿票房荣膺 2016 年票房冠军。

(5)《封神》是北京文化 2020 年主打作品，项目筹备至今超过 3 年。封神系列三部曲投入超 10 亿，导演乌尔善已有多部奇幻电影成功经验，代表作《寻龙诀》曾获 16.82 亿票房，乌尔善为专心准备《封神》不惜推掉《寻龙诀 2》的片约。

2019 年全年国内市场只有 6 部电影票房在 20 亿以上，而 2020 年中影出品作品中具有冲击 20 亿+票房的新作已有 5 部，龙头地位和资源优势进一步巩固。

表 11 中国电影 2020 电影片单

序号	作品名称	类型	项目进度	主要演职人员
1	囧妈	故事片	已在网络播映	导演：徐峥；主演：徐峥、袁泉、沈腾
2	夺冠	故事片	待上映	导演：陈可辛；主演：巩俐、吴刚
3	唐人街探案 3	故事片	待上映	导演：陈思成；主演：王宝强、刘昊然
4	急先锋	故事片	待上映	导演：唐季礼；主演：成龙、杨洋、艾伦
5	封神	故事片	后期制作中	导演：乌尔善；主演：黄渤、费翔、李雪健、夏雨、陈坤、袁泉
6	美人鱼 2	故事片	后期制作中	导演：周星驰、田羽生 主演：林允、娜迪、苗溢伦、胡嘉豪、郑冀峰、景如洋、虞嘉娜
7	妈妈的神奇小子	故事片	后期制作中	导演：尹志文；主演：卢文骏、吴君如
8	希望岛	故事片	后期制作中	导演：Timo Vuorensola (芬兰)； 主演：段奕宏、安迪·加西亚、凤小岳
9	尖峰姐妹	故事片	后期制作中	导演：金依萌；主演：马丽、贝丝·比尔斯
10	第十一回	故事片	后期制作中	编剧/导演：陈建斌；主演：陈建斌、周迅、董成鹏、窦靖童、春夏
11	我和我的家乡	故事片	制作中	导演：宁浩；演员待定
12	直立象传说	动画电影	待上映	导演：Kirby Alkins、黄军
13	一千零一夜之拯救黄金城	动画电影	待上映	导演：李克、孙继楠
14	厨神小当家 (第二部)	动画电影+剧集	待播映	导演：川崎逸朗、金鹤
15	记忆切割	故事片	待上映	导演：果静林；主演：果静林、郭采洁
16	征途	故事片	待上映	导演：陈德森；主演：刘宪华、何润东
17	极地搜救	故事片	待上映	导演：罗志良；主演：甄子丹、潘斌龙、程煜、谷智鑫
18	西游记之再世妖王	动画电影	待上映	导演：王云飞
19	蓝盔行动	纪实电影	待上映	维和战士

数据来源：公司公告

2、复苏路径二：行业出清，逆势出击

近半年电影行业收入缺失，但人力开支、设备租赁、场地租金等固定成本却无法减少，对于影院院线等重资产行业伤害尤其大。根据横店影视的数据，一个 6 厅影院的建设成本为 830 万元，按照 8 年折旧和摊销每年折旧摊销额为 104 万元，除折旧外租金、人工成本为主要成本项。横店影视历史上租金成本占票房收入的 12%-13%，单影院每季度的租金+人力的现金支出约为 60 万元，一年的固定现金支出就是 240 万元，分账成本按 40% 计算，假设还有 30% 的非票收入，则当全年票房收入小于 500 万元时影院开始亏损，小于 400 万元开始亏蚀现金。

这是根据横店影视的数据测算的结果，而横店影视 70% 的影城分布在三至五线城市，成本相对较低，一二线城市影院的盈亏平衡点更高。2017-2019 年间国内已累计关停影院 1449 家、银幕 6163 块。截至 2019 年年底，国内有 5364 家影院票房在 300 万以下，占比达到 47%，即使剔除 4 厅以下的迷你影院，还有 2311 家，这部分影院长期挣扎在生死线上，可见半年停业的冲击足以导致行业 20% 的影院关闭。

2018-2019 年的税务清查已消灭了一批影视工作室，2020 年的疫情又出清了大量影院，行业困境为龙头公司带来了幸存者红利，巨额的现金储备提供了充足的回旋空间。2020 年 4 月 25 日中国电影与 2019 年报一同披露新项目筹备计划，拟大手笔投资拍摄 2 部电影，计划投资总额 3.5-4 亿元。电影一为《英雄虎胆》，根据 1958 年的经典电影《英雄虎胆》剧本改编，讲述解放军侦查科长曾泰化装潜伏到残匪老巢，揪出我军内部特务，并协助大部队将匪徒一网打尽的故事。本片预计投资总额为 2 亿元，邀请庄文强担任编剧和导演。庄文强的《无间道》为港式犯罪电影的殿堂级作品，2019 年作品《无双》获 38 届香港电影金像奖最佳电影，名导助阵更有机会让传统题材老树开新芽。电影二为《无限深度》，讲述老一代铁道兵和新一代铁建工程师齐心协力，拯救身陷险境的孩子和受灾城市的故事，预计投资总额 1.5-2 亿元，导演为李骏。

2020年5月8日中国电影公告对参股公司天天中影现金增资2.4亿元，其他股东《时事报告》杂志社、学习出版社同比例增资。本次增资完成后天天中影的注册资本达到10.19亿元，该公司自2019年5月成立后尚未实际开展业务，10亿资金主要用来打造中影国际影城旗舰店，如全额用于新增银幕产能至少相当于新建过百块银幕资源。

五、财务表现稳健，估值上行空间充足

1、稳健是公司最大的特色

2019年公司实现营收90.68亿元，同比零增长，过半收入来自于电影发行业务，电影放映和影视服务收入占比分别达到21%和16%。公司综合毛利率21.6%，毛利与营收的构成相近。发行和放映业务较为稳健，除2017年大年之外每年都能够稳定贡献15亿元左右毛利。影视服务占比较小但增长相对快，制片业务偶有亏损，2019年制片业务营收8.45亿元，《流浪地球》《小小的愿望》《暗恋橘生淮南》《天火》《误杀》5部主要作品贡献其中3.99亿元。影视作品存货前5名分别为《急先锋》《美人鱼2》《征途》《亲爱的，你在哪里》《直立象传说》，除了《美人鱼2》处于后期制作状态外，其他作品已完成制作择时上映。

图6 中国电影营收构成

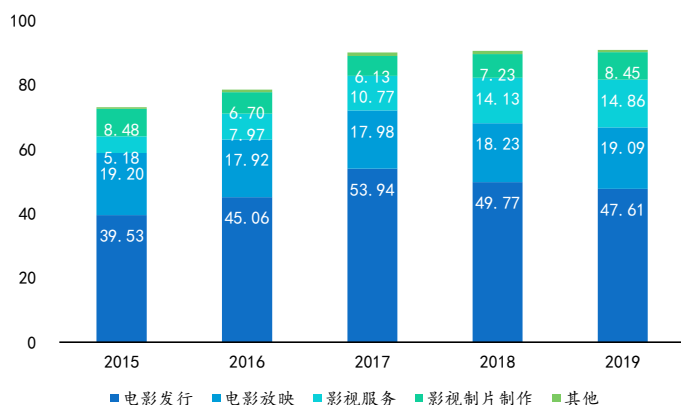
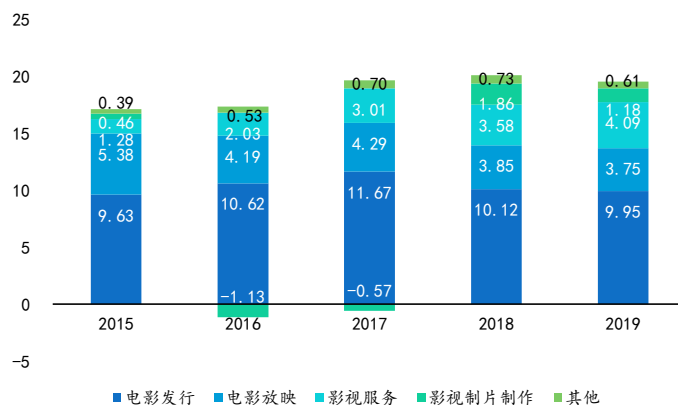


图7 中国电影毛利构成



数据来源：公司公告

目前公司共有在手现金72.15亿元、交易性金融资产（多为理财产品）6.98亿元，占总资产比例高达48.5%，是占比最大的资产类别。公司没有有息负债，现金储备冠绝全行业，同业中净现金规模最大的光线传媒也只有20亿元现金。2019年中影实现归母净利润10.61亿元、自由现金流17.67亿元，成长性不足，但胜在盈利稳定，现金流充沛。

充足的现金储备是公司一以贯之的财务策略。即使经历了2020年上半年电影行业的停摆，公司财务状况仍然健康。按照2020年Q1经营活动现金流净流出5.6亿计算，**停业状态下公司现金仍然可以维持3年以上**，而同样情景下大部分公司无法撑过1年，重资产模式受伤尤甚。

停业时间越长，越能体现公司的幸存者红利，在同业无法维持正常经营的时候，中影股份仍然可以清扫战场逆势出击，堪称全行业最有资本打消耗战和持久战的公司。2020年2月27日，中影公告与华夏电影的新合作方案，计划使用5亿元用于共同开发和投资优质影视项目，而此前两家公司的合作局限在发行层面，从未有在出品投资上的合作尝试。在疫情形势严峻、影院复业充满未知数的2月底，中影敢于抛出这一体量不小的计划，财务坚强度可见一斑。

2、分部估值合理市值437亿元

(1) 器材板块主要包括中影器材和中国巨幕两块资产。

中影器材估值参考巴可和光峰科技。巴可公司在比利时上市，目前营收规模为 10.8 亿欧元，净利润 0.95 亿欧元，市值为 18 亿欧元，市盈率约为 20 倍。光峰科技 2019 年营收 19.79 亿元，归母净利润 1.86 亿元，目前市值 108 亿元，约为 5 倍市销率、60 倍市盈率。2019 年中影器材营收 16.6 亿元，净利润 1.84 亿元，参考巴可 20 倍 PE 合理估值在 37 亿元。

中影巨幕估值参考港股上市的 IMAX China，IMAX 是巨幕技术的全球领导者，提供专有的沉浸式影片技术，以 IMAX 影院建设及 IMAX 电影票房分成为主管业务。IMAX CHINA 是 IMAX 品牌中国地区的子公司，2019 年营收 9.68 亿港元，净利润 3.34 亿港元，市值 40 亿港元，对应估值约为 12 倍 PE。当前估值处于历史低位区间，主要是反应年内电影市场停摆的利空，该公司过去 3 年的估值中枢实际在 20 倍 PE 左右，合理市值在 70 亿港元。国内共建有 IMAX 影院 717 家，IMAX China 票房为 3.7 亿美元，中国巨幕影厅 352 家，中国巨幕厅票房 8.04 亿元，票房份额约为 IMAX 的 1/3，仅从规模上去类比，考虑 A 股溢价，中国巨幕的合理估值应在 30 亿元。综上器材板块的合理估值为 67 亿元。

(2) 发行业务分国产电影发行和进口电影发行两块，近 3 年公司份额较为稳定，得益于近期参与多部头部电影的发行，假设国产电影发行份额上升至 40%，进口电影份额维持在 58%。在一个正常年份电影市场票房总额约为 650 亿元，按 4:6 比例大约是 250 亿的进口片票房和 400 亿的国产片票房，公司将获得 50 亿元的发行收入和 6.4 亿元净利润。

制片制作业务方面，2019 年公司出品电影 23 部票房 74 亿，国产电影份额 18%，实现营收 9.6 亿元、营业利润 0.92 亿元、净利润 0.7 亿元。得益于中影在项目选择和把控能力上的加强，目前片单中已有 5 部 20 亿+票房潜力电影，主导或参与出品电影票房很有可能过百亿，保守假设制片制作板块贡献净利润 1 亿元以上。

发行和制片合计 7.4 亿元净利润，参照 A 股、H 股头部出品发行公司光线传媒、猫眼娱乐 25-30XPE 的估值，两块业务的合理估值在 200 亿元左右。

(3) 放映板块，公司直营影院中影影投下属影院 139 家，荧幕数量 1026 块，票房 16.6 亿元，另有 7 条加盟院线中影南方、中影数字、中影星美、辽宁北方、新影联、太平洋、江苏东方共 3009 家影院、18331 块银幕，票房 164 亿元。

参照最近 3 年同行业估值水平，横店影视市销率平均为 4 倍，上海电影市销率平均为 5.3 倍，金逸影视平均市销率为 2.3 倍，万达电影平均市销率为 2.5 倍。万达电影还包含了出品发行、游戏等业务，另外 3 家为纯正影院院线股，中影旗下影院院线拥有规模和份额优势，单银幕产出仅低于上影，理应拥有同业中靠前的估值。放映板块 2019 年 22 亿元营收，跟随大盘每年有 5% 增长，暂按 4 倍市销率估值 90 亿元。

表 12 近年影院收购案例

收购时间	被购买方	购买方	收购对价 (亿元)	影院数	银幕数	单银幕价格 (万元)	PS
2015	世贸影院	万达电影	10	14	105	952.4	4.56
2016	今典影城&今典文化&今典院线	完美世界	13.53	86	441	306.8	1.85
2016	华彩天地	当代东方	1.58				2.29
2016	太平洋影业	汉鼎宇佑	0.41				1.55
2016	乐清时代	汉鼎宇佑	0.09				1.76
2017	橙天嘉禾 (中国)	大地影院	33.87	76	531	637.9	2.62
2018	明星时代影院	嘉凯城	5.65				5.31
2018	艾美(北京)影院	嘉凯城	0.3				3.04

数据来源：国盛证券

(4) 考虑到公司拥有 80 亿元的净现金，SOTP 下合理市值应为 437 亿元。对应的是影视行业经营正常化后的情景，

可能要等到 2021 年才能兑现。公司的稳健特色已被市场充分认识，股价波动幅度明显低于行业均值，但公司也因国企体制和资金使用效率低下而被市场保守定价，常年维持 20 多倍 PE 的估值，较头部公司 30 倍估值有所折让。疫情后竞争格局可能生变，剧震之下稳定性的价值弥足珍贵，发行业务制度红利不变，渠道实力依旧在线，电影精品产出能力的提升将成为有力的催化剂。
