

2015 年 2 月 10 日

传媒

行业深度分析

证券研究报告

# 电影市场深度报告：一元复始，万象更新

■行业龙头已在产业链全方位布局：14 年能够明显看到，电影市场的龙头在比以前任何一年都更加积极地布局产业链上下游，展望未来电影市场的竞争将从发行延展到整个产业链，成为生态和集团之争。市场的进入门槛将进一步提高，同时国际化和大 IP 成为整体布局中的亮点。

■制片领域，Top 10 影片的票房占比继续下降，类型片支撑起电影市场的“中产阶级”拉动内容消费。国产片依旧严重依赖营销，而引进片的口碑与票房之间有更好的线性关系。新导演占据市场半壁江山已成事实但并非常态，一批优秀的年轻导演未来将持续贡献优质内容，导演工作依旧是需要时间沉淀的“手艺活”，无论是类型片导演还是多元化导演只要水准过硬一定能穿越时代。

■宣传与发行市场，光线、博纳、乐视、万达和华谊的市场份额过半，15 年的片单也体现出龙头公司的底蕴。BAT 已经纷纷进入市场，短期内更多是参与电影的投资和宣传。在线购票短期作用被放大，长期价值仍被低估。40%的线上购票不代表能够影响 40%观众的决策，立体式营销和发行作用仍然强大。但长期看，猫眼、格瓦拉等新锐完全可以布局电影资讯、社区、电影片花及周边、衍生品销售等上下游，进而形成互联网宣发的完整生态。

■院线市场万达领跑，但市场份额没有向巨头集中的趋势。卖品、广告仍有继续提升的空间。另外关注“后电影”市场，互联网各屏幕的点播已经有成熟的用户习惯，广电体系的公司也在积极布局电视院线发力映后市场。

■投资建议：在市场整合阶段中，建议关注全面布局、能够发挥产业链协同效应、有潜力成为未来电影巨头的公司，包括光线传媒、乐视网、万达院线和华谊兄弟，另外还有港股的阿里影业和博纳影业。此外还建议关注能够有效利用自身优势进行产业布局的公司，如奥飞动漫、华录百纳。

■风险提示：行业增速低于预期；短期行业竞争加剧；

投资评级 领先大市-A

维持评级

首选股票

目标价

评级

## 行业表现



资料来源：Wind 资讯

| %    | 1M     | 3M     | 12M    |
|------|--------|--------|--------|
| 相对收益 | -17.61 | -39.97 | -44.28 |
| 绝对收益 | -5.58  | 6.31   | 18.88  |

## 相关报告

传媒:传媒互联网一周观点: 2015-01-12  
积极因素已经体现, 重点关注互联网板块  
传媒:市场选择风格, 但积极因素在积累 2015-01-07  
传媒:传媒互联网一周观点: 2014-12-30  
成长股分化中底部寻找互联网为代表优质标的

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 1. 综述：14 年中国电影票房距 300 亿一步之遥 市场风格更加多元.....   | 5  |
| 1.1. 全球视角：全球市场格局稳定 亚太地区需求强劲.....            | 5  |
| 1.2. 中国市场：票房距离 300 亿一步之遥 90 后已成为观影主力人群..... | 7  |
| 1.3. 趋势：内容充分供给的拉动力不可忽视 影片的“中产阶级”日渐成型.....   | 9  |
| 2. 影片：类型片发展推动电影多元化 国产影片依旧依赖营销.....          | 12 |
| 2.1. 影片风格的多元化进程仍在继续.....                    | 12 |
| 2.2. 营销在国产片中扮演重要角色 类型片影响力日渐提升.....          | 12 |
| 2.3. 新导演成为主角并非常态 导演和风格均可穿越时代.....           | 14 |
| 3. 发行：发行领域成为各巨头切入点 APP 成为另类发行平台.....        | 18 |
| 3.1. 综述：电影营销费用保持稳健增长 互联网巨头已纷纷切入宣发领域.....    | 18 |
| 3.2. 发行格局：传统龙头仍保持强势 新进入者跃跃欲试.....           | 18 |
| 3.2.1. 发行格局：14 年光线、博纳和乐视位居前三.....           | 18 |
| 3.2.2. 互联网巨头集中于 2014 年纷纷进入市场.....           | 20 |
| 3.2.3. 在线购票应用成为重要的宣传和分发渠道.....              | 21 |
| 3.2.4. 电影营销公司也是宣发的有机部分 后续还需依赖产业链的延展.....    | 24 |
| 4. 播映：院线格局仍较为分散 关注“后电影”市场.....              | 26 |
| 4.1 万达领跑院线市场 但格局依旧分散.....                   | 26 |
| 4.2 影院非票房收入还需继续拓展.....                      | 28 |
| 4.3 互联网和电视端均有望成为大屏的有效补充.....                | 30 |
| 5. 趋势：电影已成为产业链整体竞争 国际化和大 IP 将成为亮点.....      | 31 |
| 5.1. 行业龙头着手布局完整产业链 已有集团竞争趋势.....            | 31 |
| 5.2. 更多公司开始国际化布局.....                       | 32 |
| 5.3 电影仍主要是 IP 的变现渠道 关注 15 年几部重磅影片.....      | 32 |
| <br>图 1：2007-2013 全球各地区电影票房.....            | 5  |
| 图 2：北美市场电影票房变化.....                         | 5  |
| 图 3：2006-2014 年国产故事片总量.....                 | 7  |
| 图 4：2005-2014 年国内电影票房及增速.....               | 7  |
| 图 5：2005-2014 年国内银幕数及增速.....                | 8  |
| 图 6：观影人群的年龄结构.....                          | 9  |
| 图 7：华谊兄弟旗下两家影院开业前三年票房.....                  | 9  |
| 图 8：票房同比增速和上一年银幕数同比增速对比.....                | 10 |
| 图 9：前十大影片票房及占总票房比重.....                     | 10 |
| 图 10：2013-2014 每月票房增速对比.....                | 11 |
| 图 11：电影市场产业链.....                           | 11 |
| 图 12：2013-2014 年 Top 10 影片的豆瓣标签分布.....      | 12 |
| 图 13：2013-2014 年票房在 2-5 亿之间的影片标签分布.....     | 12 |
| 图 14：14 年票房过亿国产电影散点图.....                   | 13 |
| 图 15：14 年票房过亿国产电影散点图.....                   | 13 |
| 图 16：中国电影营销费用及增速.....                       | 18 |

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图 17: 华语片 Top 10 宣发渠道占比均值 .....            | 18 |
| 图 18: 2011-2014 华谊、光线、博纳、乐视和万达的总市场份额 ..... | 19 |
| 图 19: 2014 年发行市场格局 .....                   | 19 |
| 图 20: 2012-2014 网络购票占比 .....               | 21 |
| 图 21: 2013-2015 在线选座比重 .....               | 21 |
| 图 22: 2013 年 Top 8 院线和猫眼、格瓦拉的票房销售额 .....   | 22 |
| 图 23: 用户在线订票时间分布 .....                     | 22 |
| 图 24: 猫眼电影的社区功能 .....                      | 23 |
| 图 25: 在线购票网站与 APP 具备上下游拓展的空间 .....         | 23 |
| 图 26: 时光网近日上线商城业务试水衍生品经营 .....             | 24 |
| 图 27: 2004-2013 院线及银幕增加情况 .....            | 26 |
| 图 28: 主要院线新开影院家数 .....                     | 27 |
| 图 29: 国外代表公司估值情况 .....                     | 28 |
| 图 30: 电影产业收入结构 .....                       | 29 |
| 图 31: 万达院线和金逸影视次均卖品收入与广告收入 (单位: 元) .....   | 29 |
| 图 32: AMC 营业收入结构 .....                     | 30 |
| 图 33: 不同设备收看网络视频内容差异 (14 年 12 月) .....     | 30 |
| 图 34: 行业龙头的产业链布局已经开始 .....                 | 31 |
| 图 35: 国产电影游戏改编概况 .....                     | 33 |
| 图 36: 近期海外影片改编游戏概况 .....                   | 33 |

## 报告的不同之处：

我们将本篇电影行业深度报告命名为“一元复始，万象更新”。复卦取自周易，一元复始指新的一年开始，万象更新指的是事物或景象改换了样子，出现了一番新气象。随着万达院线的成功上市，乐视影业计划注入上市公司，奥飞影业、游族影业等相继设立，已经有充分的材料和数据让我们完整地、无偏地观察整个行业：

1) 14 年能够明显看到，电影市场的龙头在比以前任何一年都更加积极地布局产业链上下游，展望未来电影市场的竞争将从发行延展到整个产业链，成为生态和集团之争。市场的进入门槛将进一步提高，同时国际化和大 IP 成为整体布局里的亮点。

2) 制片领域，Top 10 影片的票房占比继续下降，类型片支撑起电影市场的“中产阶级”拉动内容消费。国产片依旧严重依赖营销，而引进片的口碑与票房之间有更好的线性关系。新导演占据市场半壁江山已成事实，但这并不是常态，参照欧美有 80% 以上的票房来自执导 3 部影片以上的导演。当前的导演年轻化更多是市场存在巨大的需求缺口，成熟导演的供给却极为有限。一批优秀的接地气的年轻导演未来将持续贡献优质内容，导演工作依旧是需要时间沉淀的”手艺活“，无论是类型片导演还是多元化导演只要水准过硬一定能穿越时代。

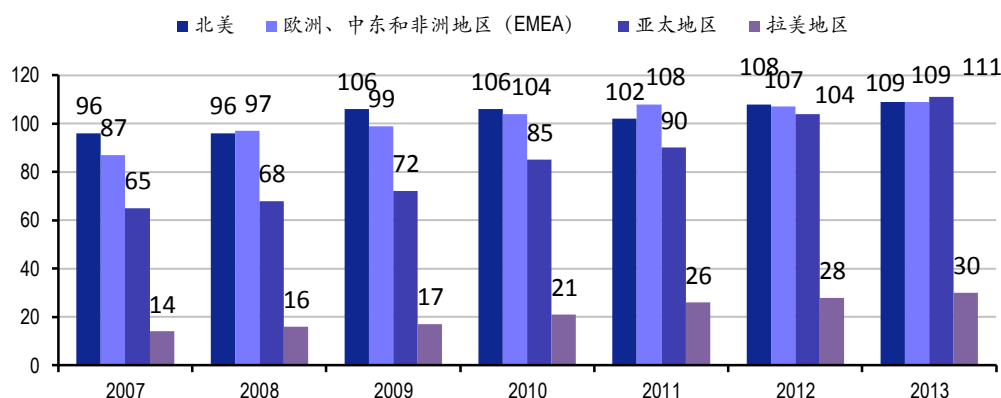
3) 宣传与发行市场，光线、博纳、乐视、万达和华谊的市场份额过半，15 年的片单也体现龙头的底蕴。BAT 已纷纷进入市场，短期内更多是参与电影的投资和宣传，发行依旧有较高的进入门槛。在线购票短期作用被放大，长期价值仍被低估。40% 的线上购票不代表能够影响 40% 观众的决策，营销和发行作用仍然强大。但长期看，猫眼、格瓦拉等新锐完全可以布局电影资讯、社区、电影片花及周边、衍生品销售等上下游，进而形成互联网宣发的完整生态。

4) 万达依旧在院线中领跑，但市场份额没有向巨头集中的趋势。卖品、广告仍有继续提升的空间。另外关注“后电影”市场，互联网各屏幕的点播已经有成熟的用户习惯，广电体系的公司也在积极布局电视院线发力映后市场。

### 1.1. 全球视角：全球市场格局稳定 亚太地区需求强劲

根据公开数据，全球电影市场总体保持稳中有增的趋势。北美和欧非中东地区的总票房从2007年的87亿美元、96亿美元增至2013年各自109亿美元。增速最快的是亚太地区，亚太地区2007年市场规模为65亿美元，2013年为111亿美元，6年增长了70.77%。而拉美地区基数较低，从2007年的14亿美元增至2013年的30亿美元，6年增长了114%。

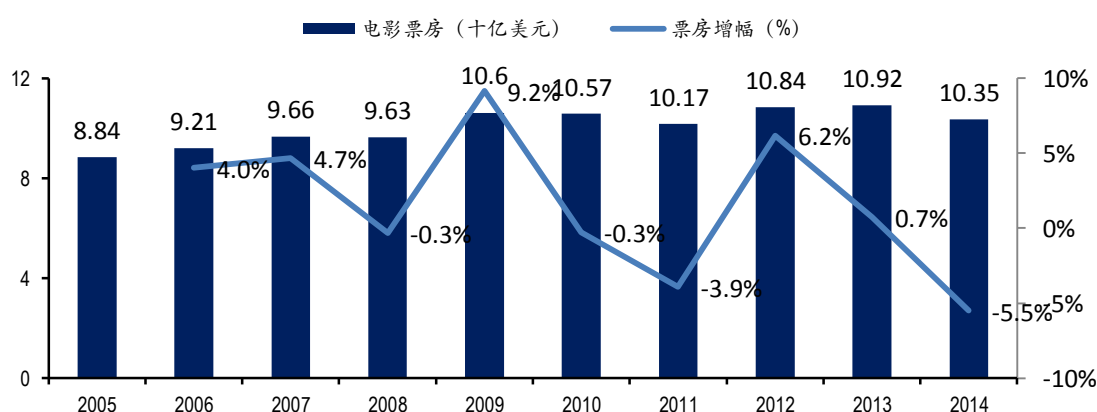
图 1：2007-2013 全球各地区电影票房（单位：亿美元）



数据来源：Motion Picture Association of America, "Theatrical Market Statistics 2013", 安信证券研究中心

而根据 Box Office Mojo 最新披露的数据，北美市场 2014 年全年产出票房 103.513 亿美元，较 2013 年的 109.24 亿下降 5.2%。共有 684 部新片在全美 5000 多家影院与观众见面，影片数量上基本与 2013 年（687 部）持平，其中大规模上映（指同一时期在超过 600 家以上影院放映）影片 152 部，多于去年的 147 部。

图 2：北美市场电影票房变化



数据来源：Box Office Mojo, 安信证券研究中心

14 年北美票房 Top10 中，《银河护卫队》、《饥饿游戏 3：嘲笑鸟》和《美国队长 2：冬日战士》票房位居前三位，分别为 3.33 亿美元、3.16 亿美元和 2.60 亿美元。

表 1：2014 年北美票房 Top 10（单位：万美元）

|   | 片名           | 总票房   | 首映周   | 制作成本  | 上映日期      | 发行方 | 影史排名 |
|---|--------------|-------|-------|-------|-----------|-----|------|
| 1 | 《银河护卫队》      | 33297 | 9432  | 17000 | 8 月 1 日   | 迪士尼 | 31   |
| 2 | 《饥饿游戏 3：嘲笑鸟》 | 31617 | 12189 | 12500 | 11 月 21 日 | 狮门  | 38   |

|    |                |       |       |       |          |         |     |
|----|----------------|-------|-------|-------|----------|---------|-----|
| 3  | 《美国队长 2: 冬日战士》 | 25977 | 9502  | 17000 | 4 月 4 日  | 迪士尼     | 75  |
| 4  | 《乐高大电影》        | 25776 | 6905  | 6000  | 2 月 7 日  | 华纳      | 77  |
| 5  | 《变形金刚 4: 绝迹重生》 | 24544 | 10003 | 21000 | 6 月 27 日 | 派拉蒙     | 89  |
| 6  | 《沉睡魔咒》         | 24141 | 6943  | 18000 | 5 月 3 日  | 迪士尼     | 95  |
| 7  | 《X 战警: 逆转未来》   | 23392 | 9082  | 20000 | 5 月 23 日 | 20 世纪福斯 | 104 |
| 8  | 《猩球崛起: 黎明之战》   | 20855 | 7261  | 17000 | 7 月 11 日 | 20 世纪福斯 | 138 |
| 9  | 《超能陆战队》        | 20645 | 5621  | 16500 | 11 月 7 日 | 迪士尼     | 141 |
| 10 | 《超凡蜘蛛侠 2》      | 20285 | 9161  | 20000 | 5 月 2 日  | 索尼      | 146 |

数据来源: Mtime 时光网, 安信证券研究中心

而展望全球市场, 由于亚洲市场的出色表现, 《变形金刚 4: 绝迹重生》以 10.87 亿美元的票房位居第一位。《银河护卫队》和《沉睡魔咒》位列二三位。值得一提的是, 《变形金刚 4》的海外票房比例高达 77.4%, 在 2014 年总票房 Top 10 影片中位列第一。另外海外票房比例超过 70% 的还有《超凡蜘蛛侠 2》、《猩球崛起: 黎明之战》和《星际穿越》。

表 2: 2014 年全球票房 Top 10 (单位: 亿美元)

|    | 片名             | 总票房   | 首映周   | 制作成本  | 上映日期      | 发行方     | 影史排名 |
|----|----------------|-------|-------|-------|-----------|---------|------|
| 1  | 《银河护卫队》        | 33297 | 9432  | 17000 | 8 月 1 日   | 迪士尼     | 31   |
| 2  | 《饥饿游戏 3: 嘲笑鸟》  | 31617 | 12189 | 12500 | 11 月 21 日 | 狮门      | 38   |
| 3  | 《美国队长 2: 冬日战士》 | 25977 | 9502  | 17000 | 4 月 4 日   | 迪士尼     | 75   |
| 4  | 《乐高大电影》        | 25776 | 6905  | 6000  | 2 月 7 日   | 华纳      | 77   |
| 5  | 《变形金刚 4: 绝迹重生》 | 24544 | 10003 | 21000 | 6 月 27 日  | 派拉蒙     | 89   |
| 6  | 《沉睡魔咒》         | 24141 | 6943  | 18000 | 5 月 3 日   | 迪士尼     | 95   |
| 7  | 《X 战警: 逆转未来》   | 23392 | 9082  | 20000 | 5 月 23 日  | 20 世纪福斯 | 104  |
| 8  | 《猩球崛起: 黎明之战》   | 20855 | 7261  | 17000 | 7 月 11 日  | 20 世纪福斯 | 138  |
| 9  | 《超能陆战队》        | 20645 | 5621  | 16500 | 11 月 7 日  | 迪士尼     | 141  |
| 10 | 《超凡蜘蛛侠 2》      | 20285 | 9161  | 20000 | 5 月 2 日   | 索尼      | 146  |

数据来源: Mtime 时光网, 安信证券研究中心

而在发行商排名上, 福克斯以 19.13 亿美元的票房位居首位, 年度票房同比增长 65%。迪士尼和华纳分别以 15.95 亿和 15.4 亿票房位居二三位。狮门影业的名次再次提升, 从 2013 年的第七位升至 2014 年的第六位。

表 3: 北美十大发行商票房收入与份额

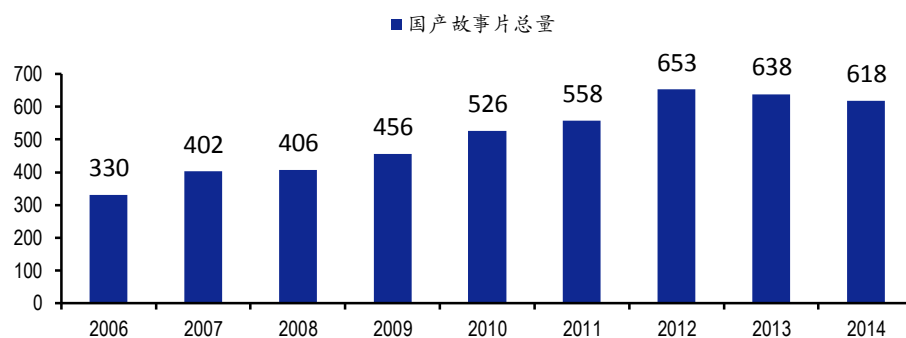
| 位次 |    | 片方   | 年度票房<br>(亿美元) | 同比涨跌 | 影片数量 | 市场份额   |
|----|----|------|---------------|------|------|--------|
| 本年 | 上年 |      |               |      |      |        |
| 1  | 5  | 福克斯  | 19.13         | 65%  | 33   | 18.70% |
| 2  | 2  | 迪士尼  | 15.95         | -5%  | 17   | 15.60% |
| 3  | 1  | 华纳   | 15.4          | -16% | 31   | 15%    |
| 4  | 4  | 索尼   | 12.9          | 7%   | 44   | 12.60% |
| 5  | 3  | 环球   | 12.23         | -20% | 30   | 12%    |
| 6  | 7  | 派拉蒙  | 10.44         | 11%  | 18   | 10.20% |
| 7  | 6  | 狮门   | 7.3           | -31% | 22   | 7.10%  |
| 8  | 8  | 韦恩斯坦 | 2.15          | -56% | 19   | 2.10%  |
| 9  | 9  | 相对论  | 1.86          | -23% | 12   | 1.80%  |
| 10 | 11 | 开路   | 1.63          | 11%  | 9    | 1.60%  |

数据来源: 腾讯娱乐, 安信证券研究中心

## 1.2. 中国市场：票房距离 300 亿一步之遥 90 后已成为观影主力人群

根据《中国电影市场报告》披露的数据，2014 年中国国产故事片总量为 618 部，连续两年数量有所下降，故事片的总供给经历了多年的快速上升后，从 2012 年开始保持相对稳定。

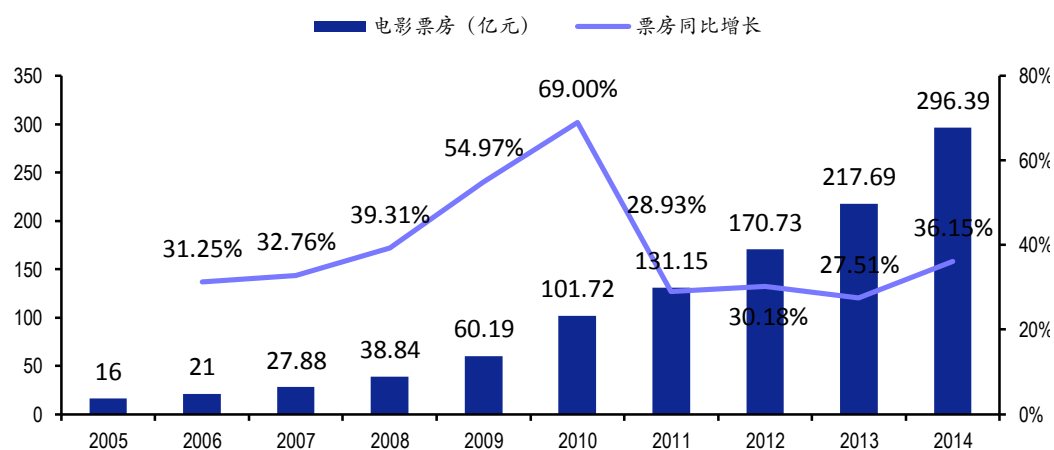
图 3：2006-2014 年国产故事片总量



数据来源：《中国电影市场报告》，安信证券研究中心

14 年中国电影票房达到 296.39 亿元，同比增长 36.15%。尽管距离 300 亿票房大关仅有一步之遥，但 2014 年增速较 13 年的 27.51% 有较大幅度提升。2011-2014 年总体票房增速在 25%-40% 的区间中。

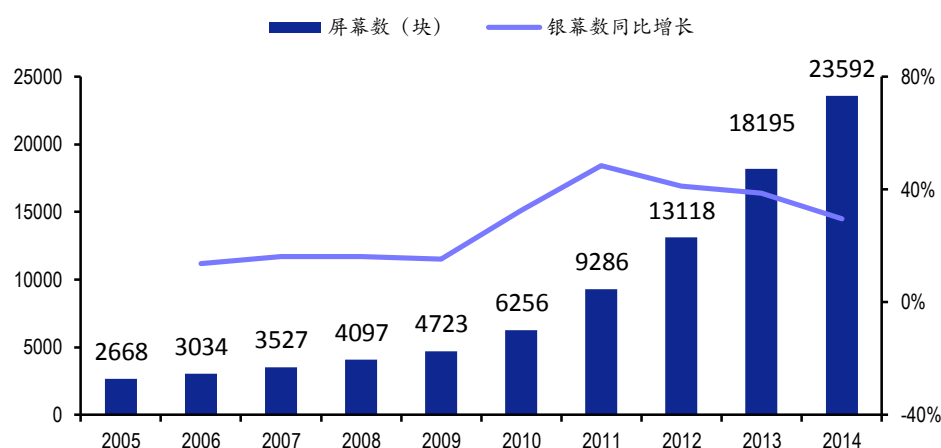
图 4：2005-2014 年国内电影票房及增速



数据来源：广电总局电影局，安信证券研究中心

新增银幕数仍然保持快速增长，同比增速相对 13 年有所降低。2014 年国内新增银幕 9357 张，同比 2013 年增长 29.66%。2010-2014 年保持 39.35% 的高速复合增长。

图 5：2005-2014 年国内银幕数及增速



数据来源：新闻出版广电总局电影局，安信证券研究中心

2014 年国产片的票房贡献 161.55 亿元，占总票房比重为 54.51%，较 2013 年的 58.65% 有所降低。国产片票房占比过去 5 年中维持在 45%-60% 的区间内，份额相对稳定。

表 4：国产影片票房及占比

| 年份   | 国产票房 (亿元) | 占比     |
|------|-----------|--------|
| 2007 | 18.01     | 54.13% |
| 2008 | 26.05     | 60.01% |
| 2009 | 35.04     | 56.46% |
| 2010 | 57.34     | 56.37% |
| 2011 | 70.31     | 53.61% |
| 2012 | 82.73     | 48.46% |
| 2013 | 127.67    | 58.65% |
| 2014 | 161.55    | 54.51% |

数据来源：广电总局电影局，安信证券研究中心

具体到国内票房市场的影片排名，国产片前十位平均票房为 6.76 亿，位居前三的分别为《心花路放》(11.67 亿)、《西游记之大闹天宫》(10.46 亿) 和《爸爸去哪儿》(6.96 亿)。得益于变形金刚的拉动，引进片前十位的平均票房为 7.47 亿元，位居前三位的分别是《变形金刚 4：绝迹重生》(19.79 亿)、《星际穿越》(7.51 亿) 和《X 战警：逆转未来》(7.24 亿)。

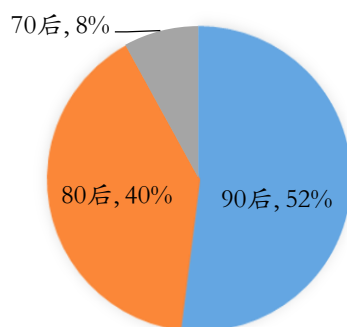
表 5：国产影片和海外影片 Top 10

| 排名 | 国内影片 Top10  | 票房    | 海外影片 Top10  | 票房    |
|----|-------------|-------|-------------|-------|
| 1  | 心花路放        | 11.67 | 变形金刚 4：绝迹重生 | 19.79 |
| 2  | 西游记之大闹天宫 3D | 10.46 | 星际穿越        | 7.51  |
| 3  | 爸爸去哪儿       | 6.96  | X 战警：逆转未来   | 7.24  |
| 4  | 分手大师        | 6.66  | 美国队长 2      | 7.21  |
| 5  | 后会无期        | 6.3   | 猩球崛起 2：黎明之战 | 7.11  |
| 6  | 匆匆那年        | 5.76  | 银河护卫队       | 5.95  |
| 7  | 澳门风云        | 5.25  | 超凡蜘蛛侠 2     | 5.91  |
| 8  | 小时代 3：刺金时代  | 5.22  | 哥斯拉         | 4.81  |
| 9  | 一步之遥 3D     | 4.79  | 霍比特人 3：五军之战 | 4.64  |
| 10 | 同桌的你        | 4.56  | 敢死队 3       | 4.53  |
| 平均 |             | 6.76  |             | 7.47  |

数据来源：互联网公开信息，安信证券研究中心

根据猫眼电影统计的数据，90 后在整体观影群里中占比过半。90 后和 80 后的份额分别为 52%和 40%，70 后占比为 8%。

图 6：观影人群的年龄结构

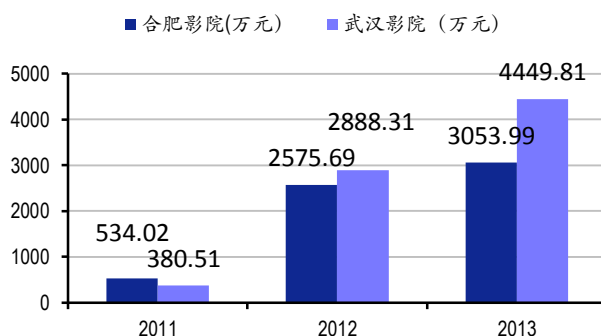


数据来源：猫眼电影，安信证券研究中心

### 1.3. 趋势：内容充分供给的拉动力不可忽视 影片的“中产阶级”日渐成型

我们以华谊兄弟旗下的合肥影院和武汉影院为例，这两家影院均为 2011 年 1 月完成注册，从前三年的票房状况可以看出，新开影院需要时间吸引用户，票房会在第二至第三年发展到正常水平。

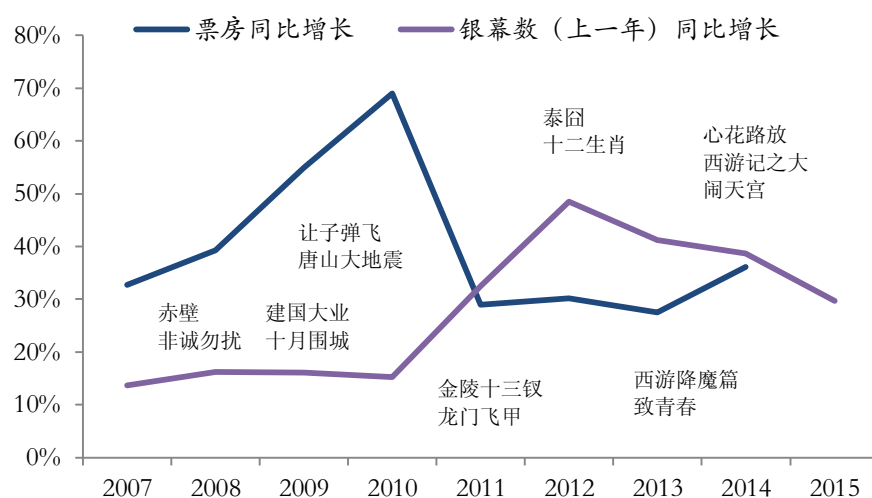
图 7：华谊兄弟旗下两家影院开业前三年票房



数据来源：华谊兄弟年报，安信证券研究中心

从上图中的票房表现不难看出，新增屏幕带来的票房增量是有滞后性的。为了简化分析，我们仅将国内票房增速和上一年的银幕增速进行对比。我们发现，2010 年前票房增速远高于上银幕下沉带来的增长，优质影片持续拉动用户走入影院。受到单银幕性价比的持续提升，2011 年银幕建设快速推进，2011-2014 年银幕增长高于票房增长，银幕下沉成为票房增长的主要推动力。

图 8：票房同比增速和上一年银幕数同比增速对比

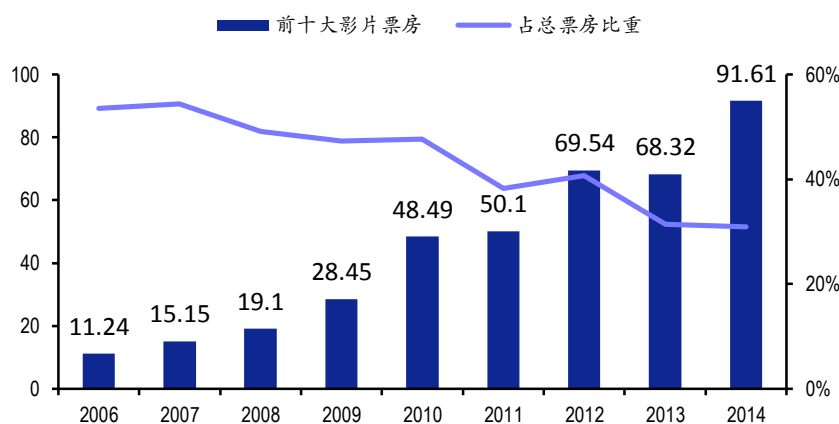


数据来源：新闻出版广电总局电影局, 证券研究中心

注：图中的影片为当年国产电影票房 Top 2

我们认为电影票房的内容拉动来自于优质影片的供给逐渐充分。我们统计了 2006-2014 年票房 Top 10 影片，总票房已从 2006 年的 11.24 亿元提升至 2014 年的 91.61 亿元，但占当年总票房比重已从 2006 年的 53.5% 降低至 14 年的 30.9%。

图 9：前十大影片票房及占总票房比重



数据来源：互联网公开数据, 安信证券研究中心

与 Top 10 渗透率持续降低相对应，电影票房的“中产阶级”在逐渐成型。根据我们的统计，票房在 2-5 亿之间的影片 2012 年仅有 3 部，14 年已高达 16 部。票房从 2012 年的 8.58 亿增至 2014 年的 50.68 亿，复合增速 143%，14 年已能占据总票房的 17.10%。

表 6：2-5 亿影片数量及总贡献票房

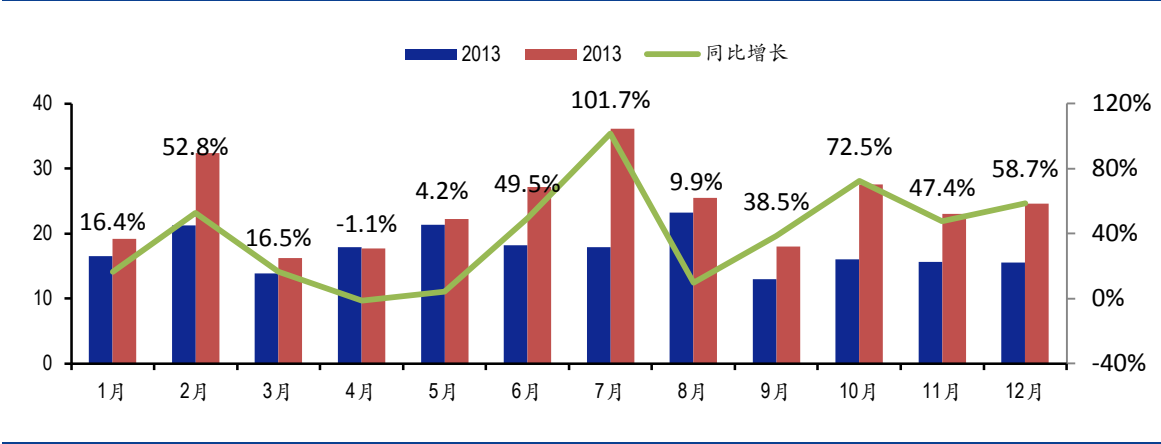
|          | 2012  | 2013   | 2014   |
|----------|-------|--------|--------|
| 影片数      | 3     | 12     | 16     |
| 票房总计     | 8.58  | 34.8   | 50.68  |
| 占当年总票房比重 | 5.03% | 15.99% | 17.10% |

数据来源：互联网公开数据, 安信证券研究中心

用单月的同比增速进行也得以印证，单月增速超过 50% 的月份有 4 个：2 月（新年档叠加

情人节档)、7月(变形金刚4等引进片)、10月(十一档)和12月(圣诞档)。6月和11月的票房增速也高于45%，体现出整体票房分布的多点开花。

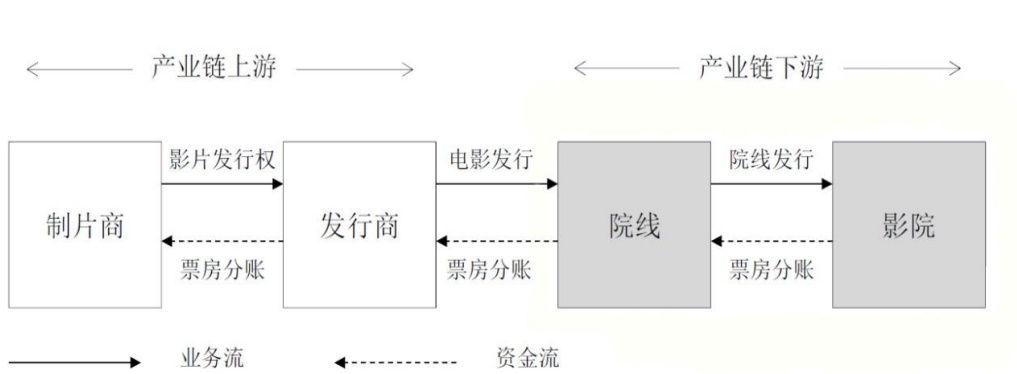
图 10：2013-2014 每月票房增速对比



数据来源：互联网公开数据，安信证券研究中心

从产业链上主要分为制片商、发行商、院线和影院四个环节。其中制片和发行处于产业链上游，而院线和影院处于下游。以下几个章节我们分环节进行分析和讨论。

图 11：电影市场产业链

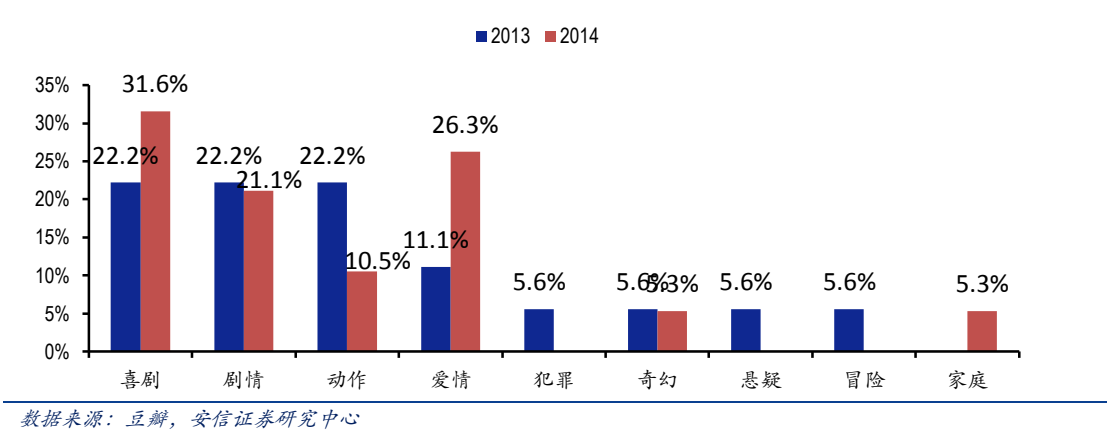


数据来源：万达院线招股书,安信证券研究中心

2.1. 影片风格的多元化进程仍在继续

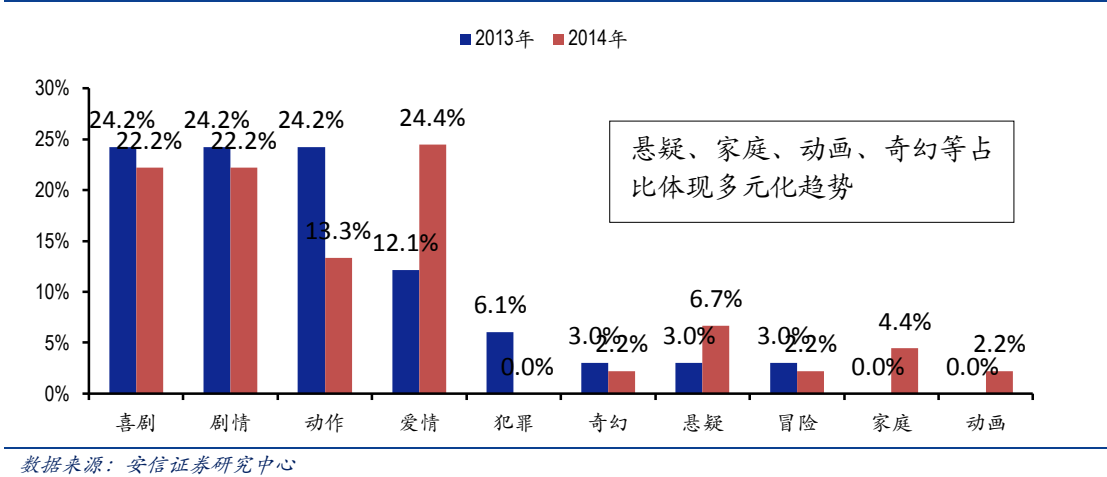
我们选取了 2013 和 2014 年国产影片票房的 top10，统计各影片的豆瓣前两个类型标签。经过统计我们发现，最具票房吸引力的影片风格主要集中在喜剧、剧情、动作和爱情四个领域，而犯罪、奇幻、悬疑、冒险和家庭等标签出现的频率较少。

图 12：2013-2014 年 Top 10 影片的豆瓣标签分布



国产电影的多元化趋势更多体现在票房的中上游影片中。我们统计了 13 和 14 年票房在 2-5 亿之间的国产电影的豆瓣前两个类型标签，尽管喜剧、剧情、动作和爱情仍是主流，但动画、家庭和悬疑等类型的比重有所提升。

图 13：2013-2014 年票房在 2-5 亿之间的影片标签分布



2.2. 营销在国产片中扮演重要角色 类型片影响力日渐提升

我们在豆瓣和时光网上采集了中国电影市场过亿票房的 66 部电影的评分和点评人数，并将电影票房与点评人数进行回归，置信区间为 5%。我们发现 F 值均远低于 5%，说明样本能够非常好地描述整个观影群体，我们可以利用这些数据做更多的研究分析。

表 7：电影票房和点评人数的回归

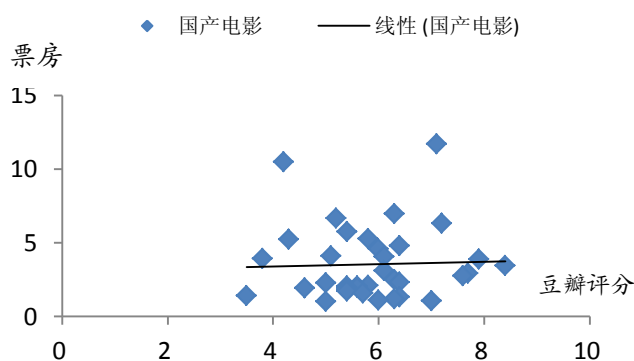
| 重要参数 | 国产片 |     | 引进片 |     |
|------|-----|-----|-----|-----|
|      | 豆瓣  | 时光网 | 豆瓣  | 时光网 |

|        |       |          |       |       |
|--------|-------|----------|-------|-------|
| 相关系数 R | 0.27  | 0.45     | 0.50  | 0.40  |
| F 值    | 0.001 | 8.16E-06 | 0.005 | 0.030 |

数据来源：豆瓣、时光网、安信证券研究中心

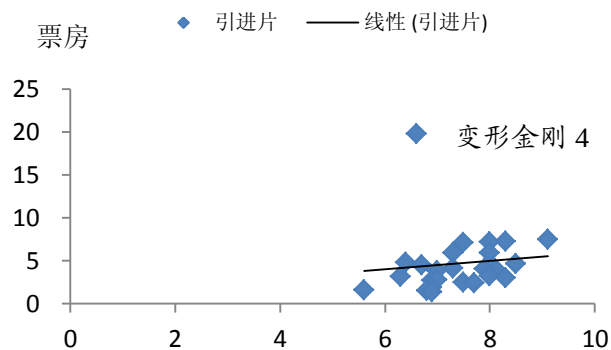
我们分别将国产电影和海外电影的票房和豆瓣评分画出散点图，我们发现国产片中偏离先线性较为明显的是《心花路放》和《西游记之大闹天宫》，而引进片则是《变形金刚 4》。尽管《变形金刚 4》斩获超过 19 亿元的票房，其 6.6 分的豆瓣评分在引进片中并不算高。

图 14：14 年票房过亿国产电影散点图



数据来源：安信证券研究中心

图 15：14 年票房过亿国产电影散点图



数据来源：安信证券研究中心

我们扣除偏离趋势线的影片数据进行回归（《心花路放》、《西游记之大闹天宫》和《变形金刚 4》）。我们以 5% 为置信区间，发现国产片的 F 值远大于 0.05，即并不能说电影评分越高票房越好，而引进片的线性拟合效果很好，评分和票房之间有显著正相关性。

表 8：电影票房和评分的线性回归

| 重要参数   | 国产片  |      | 引进片    |        |
|--------|------|------|--------|--------|
|        | 豆瓣   | 时光网  | 豆瓣     | 时光网    |
| 相关系数 R | 0.01 | 0.01 | 0.427  | 0.28   |
| F 值    | 0.64 | 0.63 | 0.0039 | 0.0032 |

数据来源：豆瓣、时光网、安信证券研究中心

我们在 13 年做过同样的数据分析，得出的结论与 14 年的完全一致：国产片的票房与口碑并没有强相关性，而引进片的线性拟合效果更好，可以得出口碑越好票房更好的结论。

在 13 年的电影票房分布中，奇异点来自两类：一类是口碑非常好、极适合部分人口味的类型片，以《无人区》（西部/犯罪）、《全民目击》（律政/悬疑）和激战（港片）为代表；另一类是依靠核心粉丝带动和营销制胜的电影，如《小时代》和《富春山居图》。优质的类型片颠覆了评分体系，而对于品质尚可的电影营销变得愈发重要。《富春山居图》票房 3 亿位居国产电影第十位，说明尽管营销重要，还不至于只靠营销就能进入行业最前列。

表 9：13 年电影票房偏离趋势线较大的影片

| 国内市场  |        |      | 海外市场      |        |      |
|-------|--------|------|-----------|--------|------|
| 名称    | 票房     | 豆瓣评分 | 名称        | 票房     | 豆瓣评分 |
| 富春山居图 | 3.0012 | 2.9  | 疯狂原始人     | 3.9476 | 8.9  |
| 特殊身份  | 1.55   | 3.8  | 重返地球      | 2.14   | 5.5  |
| 快乐到家  | 1.5367 | 3.3  | 生化危机 5：惩罚 | 1.1    | 5.4  |
| 小时代   | 4.8807 | 4.8  |           |        |      |
| 无人区   | 2.58   | 8.2  |           |        |      |
| 全民目击  | 1.8117 | 7.7  |           |        |      |

数据来源：评分人数和评分数据于14年1月2日搜集于豆瓣、时光网，安信证券研究中心

我们认为国产片的这一数据现象有两个方面得以解释：1) 在国产影片的宣传和发行中，由于优质影片还不够多，营销扮演了较为重要的价值，使得部分营销出众、口碑一般得影片获得了较好的票房；2) 类型片有了更多尝试，部分优质影片本身受众有限，但在粉丝用户中获得了极好的口碑。

## 2.3. 新导演成为主角并非常态 导演和风格均可穿越时代

我们梳理了2014年国产影片票房Top 10的导演结构，三部影片《爸爸去哪儿》、《分手大师》和《后会无期》的导演均为首次执导，作品总数在3部以内的导演还有《小时代3：刺金时代》的郭敬明和《同桌的你》的郭帆。新锐导演在占据前十的五个席位，且年龄均在30至35岁之间。

表 10：2014 年国产影片 Top 10

| 排名 | 影片          | 票房    | 导演  | 导演年龄 | 导演总作品数 | 豆瓣类型标签Top 2 |
|----|-------------|-------|-----|------|--------|-------------|
| 1  | 心花路放        | 11.67 | 宁浩  | 38   | 7      | 喜剧、爱情       |
| 2  | 西游记之大闹天宫 3D | 10.46 | 郑保瑞 | 43   | 12     | 动作、奇幻       |
| 3  | 爸爸去哪儿       | 6.96  | 谢涤葵 |      | 1      | 喜剧、家庭       |
| 4  | 分手大师        | 6.66  | 邓超  | 34   | 1      | 剧情、喜剧       |
| 5  | 后会无期        | 6.30  | 韩寒  | 32   | 1      | 剧情、喜剧       |
| 6  | 匆匆那年        | 5.76  | 张一白 | 51   | 8      | 爱情          |
| 7  | 澳门风云        | 5.25  | 王晶  | 59   | 72     | 喜剧、动作       |
| 8  | 小时代3：刺金时代   | 5.22  | 郭敬明 | 31   | 3      | 剧情、爱情       |
| 9  | 一步之遥 3D     | 4.79  | 姜文  | 52   | 5      | 喜剧、爱情       |
| 10 | 同桌的你        | 4.56  | 郭帆  | 34   | 2      | 剧情、爱情       |

数据来源：豆瓣网、时光网、安信证券研究中心

新锐导演占据半壁江山并不是常态。从全球的成熟市场上看，电影市场的新陈代谢处于适度调整的状态。根据我们的统计，2013年电影票房过亿美元的影片中，近五年出道的导演占比为12%，贡献票房占比8.7%。导演过3部影片以内的导演占比为21%，贡献票房19.4%。成熟导演仍是绝对主力，新锐导演需要时间和经验的打磨。

表 11：2013 年好莱坞全球票房过亿影片的年轻导演表现

| 2013 年好莱坞全球票房过亿美元电影中：    | 导演人数 | 票房累计（亿美元） |
|--------------------------|------|-----------|
| 近5年内出道的导演(2009-2013年处女作) | 7    | 16.13     |
| 总量                       | 57   | 184.90    |
| 占比                       | 12%  | 8.7%      |
| 导演3部影片以内的年轻导演（含3部）       | 12   | 35.82     |
| 总量                       | 57   | 184.90    |
| 占比                       | 21%  | 19.4%     |

数据来源：豆瓣，时光网，格瓦拉，微信公众号“电影票房”，安信证券研究中心

新锐导演填补了国产影片中新锐导演占据重要地位，喜剧片、青春片等风格年轻导演较为“接地气”固然重要，也需要看到观影群体对影片的需求持续增加，供给却弹性不足，所以会出现大量新锐导演填补市场空缺。我们整理了第五代、第六代及其他重要导演近五年的作品，2014年19位导演共执导8部影片，其中7部已在内地上映。这一数量远不能完成广大观影群众日益高涨的娱乐需求。

第五代第六代导演已不接地气的观点在数据上并不能站住脚。我们统计 14 年已经出票房数据的 6 部影片，平均票房为 3.13 亿元（注：尚未下线的《智取威虎山》票房已超过 8.7 亿）。这一数据仍远高于国产片平均票房，我们认为年轻导演的全面崛起的论点明显具有幸存者偏差(Survivorship Bias)。

表 12：第五代、第六代和其他代表性导演的近五年作品

|         | 序号 | 导演  | 年份   | 作品       | 票房/亿  | 豆瓣类型标签<br>Top2 |
|---------|----|-----|------|----------|-------|----------------|
| 第五代导演   | 1  | 陈凯歌 | 2010 | 赵氏孤儿     | 1.96  | 剧情、动作          |
|         |    |     | 2012 | 搜索       | 1.76  | 剧情、悬疑          |
|         |    |     | 2010 | 山楂树之恋    | 1.44  | 剧情、爱情          |
|         | 2  | 张艺谋 | 2011 | 金陵十三钗    | 5.92  | 剧情、历史          |
|         |    |     | 2014 | 归来       | 2.92  | 剧情、爱情          |
|         | 3  | 田壮壮 | 2012 | 关公       |       |                |
|         | 4  | 黄建新 | 2011 | 建党伟业     | 4.12  |                |
|         | 5  | 霍建起 | 2011 | 秋之白华     | 0.03  | 剧情、爱情          |
|         |    |     | 2013 | 萧红       |       | 剧情、传记          |
| 第六代导演   | 1  | 贾樟柯 | 2010 | 海上传奇     |       | 纪录片、历史         |
|         |    |     | 2013 | 天注定      |       | 剧情             |
|         |    |     | 2012 | 王的盛宴     | 0.74  | 历史、古装          |
|         | 2  | 陆川  | 2013 | 上海，我爱你   |       | 爱情             |
|         |    |     | 2012 | 有种       |       | 剧情、爱情          |
|         | 4  | 姜燚  | 2011 | 花        |       | 剧情、爱情          |
|         |    |     | 2012 | 浮城谜事     |       | 剧情             |
|         |    |     | 2014 | 推拿       | 0.076 | 剧情             |
|         | 5  | 王小帅 | 2010 | 日照重庆     | 0.013 | 剧情             |
|         |    |     | 2012 | 我 11     |       | 剧情、犯罪          |
|         |    |     | 2014 | 闯入者      |       | 剧情             |
|         |    |     | 2011 | 天国       |       | 剧情             |
|         | 6  | 王超  | 2014 | 幻想曲      |       | 剧情             |
|         |    |     | 2012 | 杀生       | 0.19  | 剧情、悬疑          |
|         |    |     | 2013 | 厨子戏子痞子   | 2.69  | 喜剧、动作          |
|         | 8  | 王全安 | 2010 | 团圆       |       | 剧情、家庭          |
|         |    |     | 2012 | 白鹿原      | 1.3   | 剧情、历史          |
|         |    |     | 2012 | 将令       |       | 纪录片            |
|         | 1  | 姜文  | 2010 | 让子弹飞     | 6.65  | 剧情、喜剧          |
|         |    |     | 2014 | 一步之遥 3D  | 5.13  | 喜剧、爱情          |
|         |    |     | 2010 | 唐山大地震    | 6.48  | 剧情、家庭          |
| 其他代表性导演 | 2  | 冯小刚 | 2010 | 非诚勿扰 2   | 4.74  | 喜剧、爱情          |
|         |    |     | 2012 | 一九四二     | 3.61  | 剧情、历史          |
|         |    |     | 2013 | 私人订制     | 5.82  | 喜剧             |
|         |    |     | 2010 | 狄仁杰之通天帝国 | 2.96  | 剧情、动作          |
|         |    |     | 2011 | 龙门飞甲     | 5.41  | 动作、武侠          |
|         | 3  | 徐克  | 2013 | 狄仁杰之神都龙王 | 6.02  | 动作、悬疑          |
|         |    |     | 2014 | 智取威虎山 3D | 在映    | 动作、战争          |
|         |    |     | 2011 | 等待       |       |                |
|         | 4  | 陈可辛 | 2011 | 武侠       | 1.75  | 剧情、动作          |
|         |    |     | 2013 | 中国合伙人    | 5.39  | 剧情             |
|         |    |     | 2014 | 亲爱的      | 3.43  | 剧情、家庭          |
|         | 5  | 王晶  | 2010 | 美丽密令     | 0.362 | 喜剧             |

|  |  |      |             |        |       |
|--|--|------|-------------|--------|-------|
|  |  | 2010 | 未来警察        | 0.579  | 科幻    |
|  |  | 2011 | 财神客栈        | 1.04   | 喜剧、动作 |
|  |  | 2011 | 异度幻觉 猛鬼爱情故事 |        | 剧情、爱情 |
|  |  | 2012 | 百家乐翻天       | 0.0204 | 喜剧、爱情 |
|  |  | 2012 | 嫁个 100 分男人  | 0.2445 | 喜剧、爱情 |
|  |  | 2012 | 大上海         | 1.46   | 剧情、动作 |
|  |  | 2013 | 笑功震武林       | 0.6824 | 喜剧、动作 |
|  |  | 2013 | 烂滚夫斗烂滚妻     |        | 喜剧    |
|  |  | 2014 | 澳门风云        | 5.25   | 喜剧、动作 |
|  |  | 2011 | 单身男女        | 0.9615 | 喜剧、爱情 |
|  |  | 2012 | 夺命金         | 0.248  |       |
|  |  | 2012 | 高海拔之恋 II    |        | 爱情    |
|  |  | 2013 | 毒战          | 1.45   | 剧情、动作 |
|  |  | 2013 | 盲探          | 1.64   | 喜剧、爱情 |
|  |  | 2014 | 单身男女 2      | 1.95   | 喜剧、爱情 |

数据来源：互联网公开材料,安信证券研究中心

卓越的类型片导演和多元化导演均能保持长期的贡献和影响，海外有大量老而弥坚的大师级导演，无论像风格几十年如一日的彼得·杰克逊还是尝试多样类型的马丁斯科塞斯，均体现出优秀的导演能够穿越时代和主题的变迁。

表 13：国内外的类型片和多元化代表导演

| 国内：类型片导演 |              |      |          | 国内：多元化导演 |             |               |
|----------|--------------|------|----------|----------|-------------|---------------|
| 陈可辛      | 《双城故事》       | 1991 | 爱情       | 张艺谋      | 《红高粱》       | 1987 战争       |
|          | 《新难兄难弟》      | 1993 | 喜剧       |          | 《代号美洲豹》     | 1989 惊悚       |
|          | 《风尘三侠》       | 1993 | 喜剧       |          | 《菊豆》        | 1990 爱情       |
|          | 《金枝玉叶》       | 1994 | 喜剧       |          | 《大红灯笼高高挂》   | 1991 爱情       |
|          | 《甜蜜蜜》        | 1996 | 爱情       |          | 《秋菊打官司》     | 1992 喜剧       |
|          | 《麻麻帆帆》       | 1996 | 喜剧       |          | 《活着》        | 1994 历史       |
|          | 《金枝玉叶 2》     | 1996 | 喜剧       |          | 《摇啊摇，摇到外婆桥》 | 1995 犯罪       |
|          | 《情书》         | 1999 | 喜剧       |          | 《有话好好说》     | 1997 喜剧       |
|          | 《三更》         | 2002 | 恐怖/悬疑    |          | 《一个都不能少》    | 1999 喜剧       |
|          | 《如果·爱》       | 2005 | 爱情/歌舞    |          | 《我的父亲母亲》    | 1999 爱情       |
|          | 《投名状》        | 2007 | 动作/战争/历史 |          | 《幸福时光》      | 2000 喜剧       |
|          | 《武侠》         | 2011 | 动作/悬疑/武侠 |          | 《英雄》        | 2002 动作/武侠/古装 |
|          | 《中国合伙人》      | 2013 | 喜剧       |          | 《十面埋伏》      | 2004 动作/爱情/武侠 |
|          | 《亲爱的》        | 2014 | 剧情/家庭    |          | 《千里走单骑》     | 2005 家庭       |
|          |              |      |          |          | 《满城尽带黄金甲》   | 2006 动作/爱情    |
|          |              |      |          |          | 《三枪拍案惊奇》    | 2009 喜剧/古装    |
|          |              |      |          |          | 《山楂树之恋》     | 2010 爱情       |
|          |              |      |          |          | 《金陵十三钗》     | 2011 历史/战争    |
|          |              |      |          |          | 《归来》        | 2014 剧情/爱情/历史 |
| 海外：类型片导演 |              |      |          | 海外：多元化导演 |             |               |
| 彼得·杰克逊   | 《群尸玩过界》      | 1992 | 喜剧/恐怖    | 马丁·斯科塞斯  | 《穷街陋巷》      | 1973 犯罪       |
|          | 《罪孽天使》       | 1994 | 惊悚/同性/犯罪 |          | 《再见爱丽丝》     | 1974 爱情       |
|          | 《恐怖幽灵》       | 1996 | 喜剧/恐怖/奇幻 |          | 《出租车司机》     | 1976 犯罪       |
|          | 《指环王：护戒使者》   | 2001 | 动作/奇幻/冒险 |          | 《纽约，纽约》     | 1977 喜剧/音乐    |
|          | 《指环王 2：双塔奇兵》 | 2002 | 动作/奇幻/冒险 |          | 《愤怒的公牛》     | 1980 传记/运动    |
|          | 《指环王 3：王者归来》 | 2003 | 动作/奇幻/冒险 |          | 《喜剧之王》      | 1982 喜剧/犯罪    |

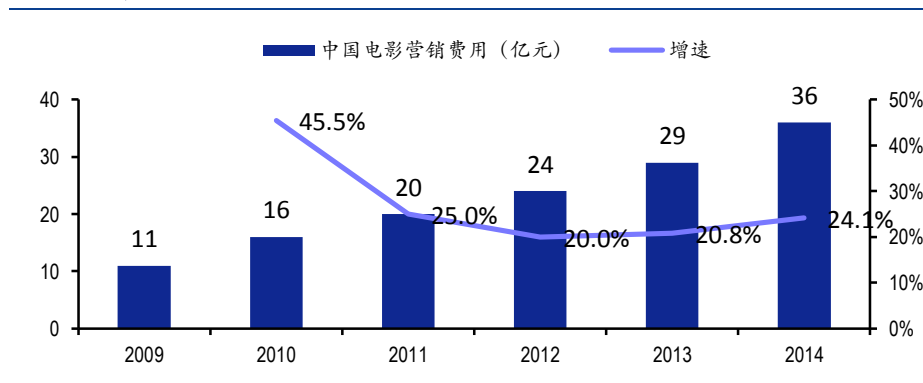
|              |      |          |           |      |          |
|--------------|------|----------|-----------|------|----------|
| 《金刚》         | 2005 | 冒险       | 《下班后》     | 1985 | 喜剧/惊悚    |
| 《可爱的骨头》      | 2009 | 惊悚/家庭/奇幻 | 《金钱本色》    | 1986 | 运动       |
| 《霍比特人：意外之旅》  | 2012 | 动作/奇幻/冒险 | 《基督最后的诱惑》 | 1988 | 传记/历史/宗教 |
| 《霍比特人：史矛革之战》 | 2013 | 动作/奇幻/冒险 | 《纽约故事》    | 1989 | 喜剧/爱情    |
| 《霍比特人3：五军之战》 | 2014 | 动作/奇幻/冒险 | 《盗亦有道》    | 1990 | 传记/犯罪    |
|              |      |          | 《恐怖角》     | 1991 | 惊悚/犯罪    |
|              |      |          | 《纯真年代》    | 1993 | 爱情       |
|              |      |          | 《赌城风云》    | 1995 | 传记/犯罪    |
|              |      |          | 《穿梭阴阳界》   | 1999 | 惊悚       |
|              |      |          | 《纽约黑帮》    | 2002 | 历史/犯罪    |
|              |      |          | 《飞行家》     | 2004 | 传记       |
|              |      |          | 《无间行者》    | 2006 | 惊悚/犯罪    |
|              |      |          | 《禁闭岛》     | 2010 | 悬疑/惊悚    |
|              |      |          | 《雨果》      | 2011 | 儿童/传记/奇幻 |
|              |      |          | 《华尔街之狼》   | 2013 | 喜剧/传记/犯罪 |

数据来源：互联网公开材料,安信证券研究中心

### 3.1. 综述：电影营销费用保持稳健增长 互联网巨头已纷纷切入宣发领域

宣传和发行是将影片与观众建立沟通桥梁的重要渠道。根据艺恩咨询的数据，2009 年中国电影营销费用从 2009 年的 11 亿元增至 2014 年的 36 亿元。增速从 2011 年起稳定在 20% 至 25% 之间。

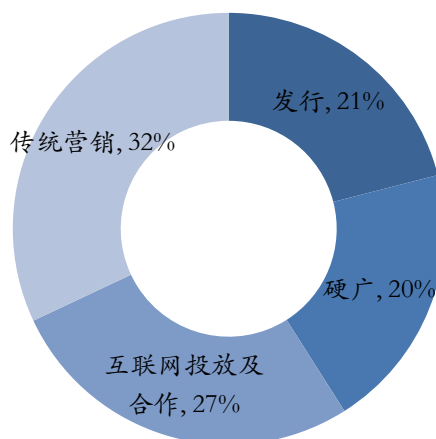
图 16：中国电影营销费用及增速



数据来源：艺恩咨询，安信证券研究中心

发行仍是当前宣发环节的核心，互联网巨头积极切入已不可忽视。尽管宣发渠道的分布较为平均，但发行的市场规模更加集中，对下游影院影响力也更强，目前仍扮演最重要角色。以视频网站、门户、在线购票 APP 等为代表的互联网厂商已纷纷进入宣发领域，2011 年成立的乐视影业已发展成整个宣发行业的龙头之一。

图 17：华语片 Top 10 宣发渠道占比均值



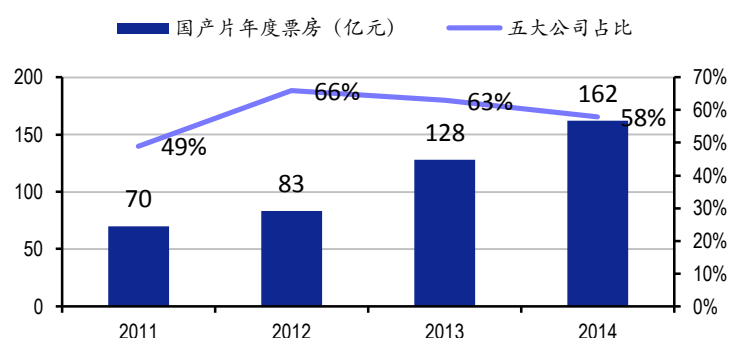
数据来源：腾讯娱乐，安信证券研究中心

### 3.2. 发行格局：传统龙头仍保持强势 新进入者跃跃欲试

#### 3.2.1. 发行格局：14 年光线、博纳和乐视位居前三

根据艺恩咨询提供的数据，2014 年华谊、光线、博纳、乐视和万达五大公司的市场份额为 58%，较 13 年的 63% 有所降低。

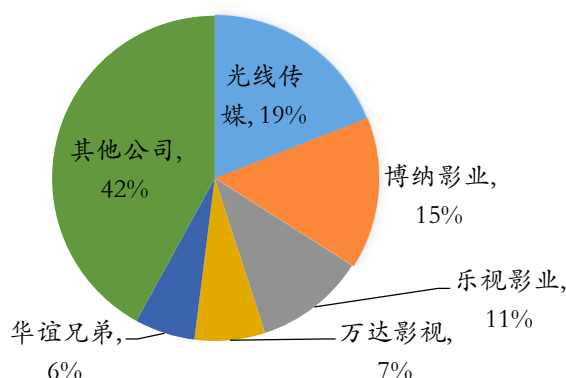
图 18: 2011-2014 华谊、光线、博纳、乐视和万达的总市场份额



数据来源：艺恩咨询，安信证券研究中心

市场份额上，光线传媒以 19% 位居第一，博纳影业、乐视影业和万达影视分别以 15%、11% 和 7% 的市场份额排名二至四位。华谊兄弟以 6% 的份额位居第五。

图 19: 2014 年发行市场格局



数据来源：艺恩咨询，安信证券研究中心

15 年几家龙头公司继续发力。以春节档为例大年初一上映的影片五大巨头均有参与：万达影业和光线影业一同发行《钟馗伏魔：雪妖魔灵》，光线影业还发行了《冲上云霄》；华谊兄弟发行成龙的大片《天降雄狮》，博纳影业发行两部影片《爸爸的假期》和《澳门风云 2》，乐视影业发行《爸爸去哪儿 2》，此外还有中影发行的《狼图腾》。

表 14: 2015 年计划发行新片

| 公司   | 2015 年计划发行新片                                                                                                    |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 光线影业 | 《钟馗伏魔之雪妖魔灵》、《鬼吹灯之寻龙诀》、《冲上云霄》、《我叫 MT 之勇者斗恶龙》、《龙之谷 2》、《秦时明月 2》、《左耳》、《横冲直撞好莱坞》、《从你的全世界路过》、《谁的青春不迷茫》、《全民危机》、《大鱼海棠》等 |
| 博纳影业 | 《一代宗师 3D》、《澳门风云 2》、《爸爸的假期》、《我是路人甲》、《烈日灼心》、《暴疯语》、《新娘大作战》、《神秘宝藏》、《三少爷的剑》、《杀破狼 2》、《怪谈》                             |
| 乐视影业 | 《暴走神探》、《消失的凶手》、《熊出没之雪岭雄风》、《爸爸去哪儿 2》、《何以笙箫默》                                                                     |
| 万达影业 | 《奔跑吧兄弟》、《一路惊喜》、《钟馗伏魔》、《滚蛋吧，肿瘤君》、《煎饼侠》、《火烧云》、《鬼吹灯之寻龙诀》                                                           |
| 华谊兄弟 | 《奔跑吧兄弟》、《大喜临门》、《老炮儿》、《失孤》、《少年班》、《鬼吹灯之寻龙诀》、《旧社会》、《天降雄狮》、《三城记》、《摇滚藏獒》、《神魔》、《栀子花开》、《命中注定》、《纽约纽约》                   |

数据来源：艺恩咨询，公司三季报，安信证券研究中心

### 3.2.2. 互联网巨头集中于 2014 年纷纷进入市场

乐视影业 11 年进入电影发行市场，已成功成为行业领先者之一。14 年代表作有《归来》、《小时代 3》、《敢死队 3》、《老男孩之猛龙过江》等作品，以 11% 的份额位居 14 年发行商第三位。

互联网巨头集中于 2014 年纷纷进入市场。14 年 3 月阿里巴巴已 62.4 亿港币购买文化中国 60% 的股权，之后更名为阿里影业；爱奇艺和优酷土豆也分别于 7 月和 8 月成立了爱奇艺影业和合一影业。2015 年 1 月，媒体报道百度今日成立了百度影业，原班人马来自糯米团队。

表 15：互联网公司纷纷进入市场，乐视影业估值已达 48 亿元

| 公司名称     | 成立时间    | CEO      | 融资情况                                              | 参与项目                                                                                                            |
|----------|---------|----------|---------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 乐视影业     | 2011    | 张昭       | A 轮融资 2 亿元, 估值 15.5 亿元;<br>B 轮融资 3.4 亿元, 估值 48 亿元 | 《归来》、《敢死队 3》、《小时代 3》、《冰封 3D: 重生之门》、《太平轮》、《老男孩之猛虎过江》                                                             |
| 爱奇艺影业    | 2014.07 | 李岩松      |                                                   | 《一步之遥》、《西游记之孙悟空三打白骨精》、《破风》                                                                                      |
| 百度影业     | 2015.01 | 徐勇明（负责人） |                                                   | 媒体报道百度于近日成立了电影业务部，对外将称“百度影业”。该部门将由百度原商业知心产品高级总监徐勇明负责，原班人马来自百度收购而来的糯米团购。百度影业将专注于垂直 O2O 领域的电影在线选座和购票业务，以及参与影视投资等。 |
| 优酷土豆合一影业 | 2014.08 | 朱辉龙      |                                                   | 《黄金时代》、《坏姐姐之拆婚联盟》、《匆匆那年》、《智取威虎山》、《微爱之渐入佳境》、《有一个地方只有我们知道》、《巴黎假期》、《师父》                                            |
| 阿里影业     | 2014.03 | 张强       | 阿里巴巴斥资 50 亿元收购香港公司文化中国，后改名为阿里影业                   | 《亲爱的》、《心花路放》、《狼图腾》、《三生三世十里桃花》、《还珠格格》、《鬼吹灯》、《亿万继承人》、《捉鬼敢死队》，另周星驰、陈可辛、柴智屏、王家卫分别投资每人五部电影筹划中                        |

数据来源：公开信息、安信证券研究中心整理

尽管巨头们纷纷进入市场，但商业模式依旧以参投和互联网营销为主。爱奇艺和优酷土豆的合一影业能够在大数据挖掘和电影宣传上有所助力，但后续行业格局是否有大的变化还需观察。

表 16：2014 年新成立电影公司模式对比

| 公司名称  | 进入方式 | 主要盈利模式                                          | 2014 年项目片单             |
|-------|------|-------------------------------------------------|------------------------|
| 爱奇艺影业 | 新设   | 参投电影/电影众筹/大数据挖掘/在线售票/在线购票/网游/衍生品开发及销售/电影网络版权货币化 | 《一步之遥》《破风》《西游记之三打白骨精》  |
| 游族影业  | 新设   | 参投电影/电影大数据分析/IP 改编                              | 《三体》《地域变》《华夏之王》        |
| 合一影业  | 新设   | 参投电影/线上线下的融合的营销模式/互联网电影制法/大数据分析/衍生经济/IP 孵化等     | 《智取威虎山》《匆匆那年》《微爱之渐入佳境》 |
| 阿里影业  | 收购重组 | 参投电影/游戏+电影/IP 孵化及开发                             | 《心花路放》《亲爱的》            |
| 奥飞动漫  | 新设   | 动漫+儿童电影+衍生品产业链/海外参投                             | 《喜洋洋与灰太狼》《巴拉拉小魔仙》      |

数据来源：艺恩咨询、安信证券研究中心

### 3.2.3. 在线购票应用成为重要的宣传和分发渠道

在线购票 APP 已成为重要的宣传和分发渠道。以《心花路放》为例，美团旗下猫眼电影首次涉入电影产业上游成为联合出品方，并成为本片的唯一在线预售平台。美团网 CEO 王兴在发布会现场宣布，《心花路放》自 9 月 15 日开展预售至今一周的时间，已在猫眼电影售出 100 万张电影票，创造了 4000 万预售票房。

从万达院线的前五大客户及其收入占比也能够看到在线售票渗透率快速提高的趋势。以 2014 年 H1 为例，前五大客户分别为美团（北京三快）、大众点评（汉海信息，2012-2013 中的汉涛信息也是大众点评）、淘宝、格瓦拉（格瓦商务）和成都全搜。前五大客户占主营业务收入比重，从 2012 年的 3.93% 迅速提升至 2014H1 的 7.69%。

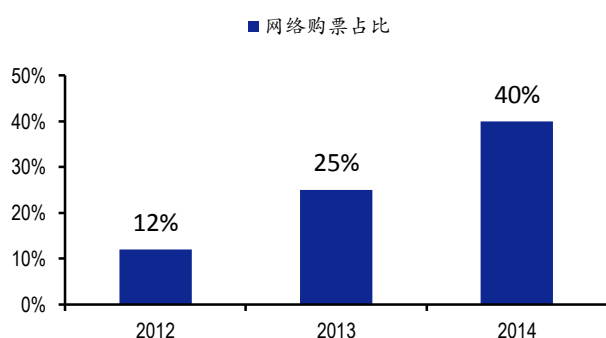
表 17：万达院线前五大客户

| 2014 年上半年 |                |          |           | 2013 年         |          |           | 2012           |          |           |
|-----------|----------------|----------|-----------|----------------|----------|-----------|----------------|----------|-----------|
| 序号        | 客户名称           | 销售额      | 占主营业务收入比重 | 客户名称           | 销售额      | 占主营业务收入比重 | 客户名称           | 销售额      | 占主营业务收入比重 |
| 1         | 北京三快科技有限公司     | 5190.69  | 2.10%     | 成都全搜索科技有限责任公司  | 5684.09  | 1.41%     | 北京三快科技有限公司     | 4130.63  | 1.36%     |
| 2         | 汉海信息技术（上海）有限公司 | 3989.18  | 1.61%     | 上海格瓦商务信息咨询有限公司 | 4121.30  | 1.02%     | 上海格瓦商务信息咨询有限公司 | 3190.63  | 1.05%     |
| 3         | 淘宝（中国）软件有限公司   | 3413.98  | 1.38%     | 北京三快科技有限公司     | 3589.58  | 0.89%     | 成都全搜索科技有限责任公司  | 1687.79  | 0.56%     |
| 4         | 上海格瓦商务信息咨询有限公司 | 3400.65  | 1.337%    | 汉海信息技术（上海）有限公司 | 3333.92  | 0.83%     | 中国移动通信有限公司     | 1582.52  | 0.52%     |
| 5         | 成都全搜索科技有限责任公司  | 3042.05  | 1.23%     | 上海汉涛信息咨询有限公司   | 3213.25  | 0.80%     | 上海汉涛信息咨询有限公司   | 1306.23  | 0.43%     |
| 合计        |                | 19036.55 | 7.69%     |                | 19942.14 | 4.96%     |                | 11897.81 | 3.93%     |

数据来源：万达院线招股书，安信证券研究中心

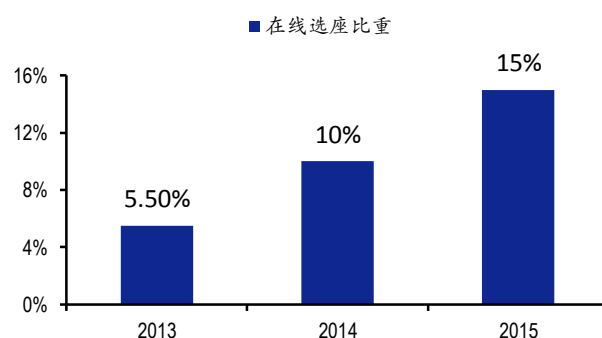
猫眼电影的统计数据也能支持这一趋势：网络购票占比已从 2012 年的 12% 迅速增至 2014 年的 40%。而在线选座的比重 13 年为 5.5%，预计 15 年将达到 15%。

图 20：2012-2014 网络购票占比



数据来源：猫眼电影，安信证券研究中心

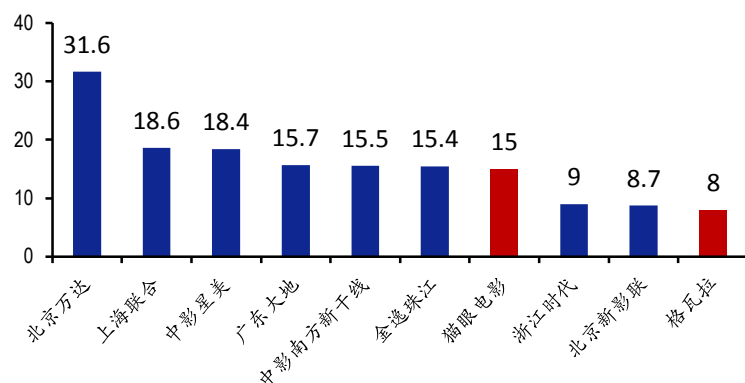
图 21：2013-2015 在线选座比重



数据来源：腾讯娱乐，安信证券研究中心

在线售票倚靠其强用户流量，有望成为虚拟发行渠道。随着在线售票的渗透率迅速提升，在线售票 APP 的影响力将有巨大的提升空间。如果我们将 2013 年猫眼电影和格瓦拉的票房销售和传统院线放在一起对比，猫眼电影的 15 亿元票房将排在全国院线的第七位，格瓦拉凭借 8 亿的票房销售位居 Top 10。而根据媒体报道，2014 年猫眼电影共实现电影票销售达到 50 亿元，已超过院线排名首位的万达院线（14 年票房 42 亿左右）。

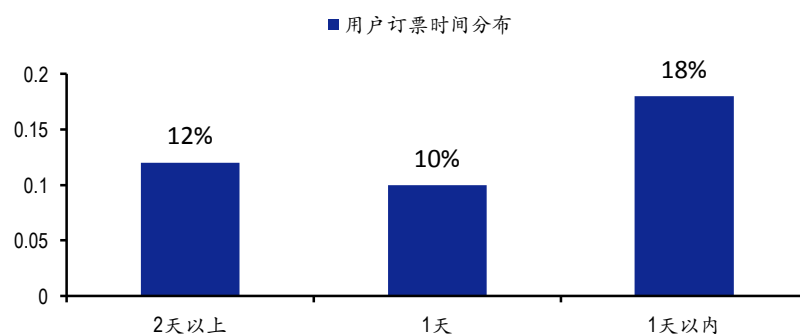
图 22：2013 年 Top 8 院线和猫眼、格瓦拉的票房销售额



数据来源：互联网公开材料，安信证券研究中心

当评价新趋势时，往往会高估短期影响而低估长期带来的变化。根据猫眼电影披露的数据，14 年 40% 的用户在线订票，其中 12% 提前两天以上订票，10% 提前一天订票，剩余 18% 是当日订票。但 40% 的网络售票并不意味着 40% 用户来自于网络宣发的贡献，网络购票对部分用户并不一定能够起到影响决策的作用，尤其是当日购票群体很大程度将网络购票视作提前订座的方式。

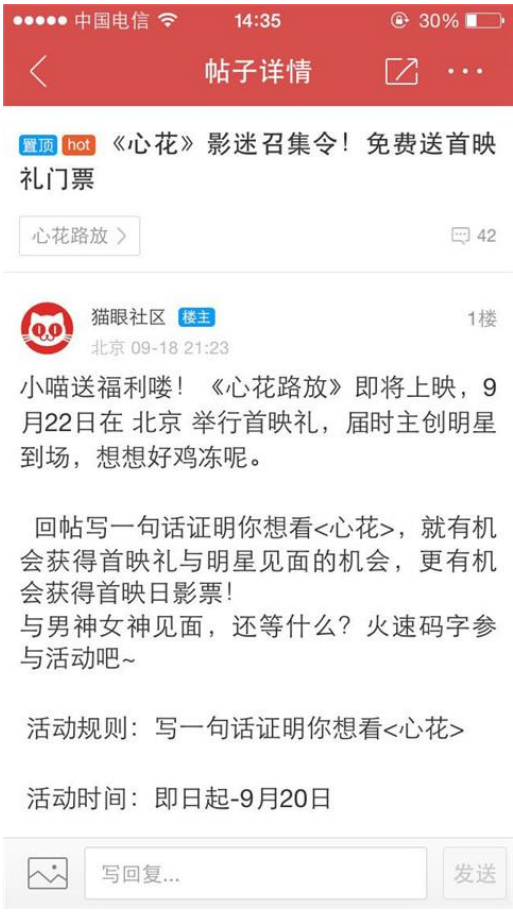
图 23：用户在线订票时间分布



数据来源：猫眼电影，安信证券研究中心

但从长期趋势看，售票网站和 APP 有望成为宣发平台，从而影响用户的观影决策。在获得海量用户之后，在线售票网站或 APP 有更多的横向拓展的空间。我们认为资讯、社区、视频均是很好的拓展渠道。以猫眼电影为例，14 年已经成功上线社区功能。我们认为资讯和社区有望成为用户的消费引导，从而起到互联网宣发的作用。

图 24：猫眼电影的社区功能



数据来源：猫眼电影、安信证券研究中心

以格瓦拉和猫眼电影为代表在线购票网站和 APP 已经聚合大量用户，如果能够成功拓展上下游，用户粘性有望进一步提升，有助于影响电影受众的决策，从而有更强的宣发效力。

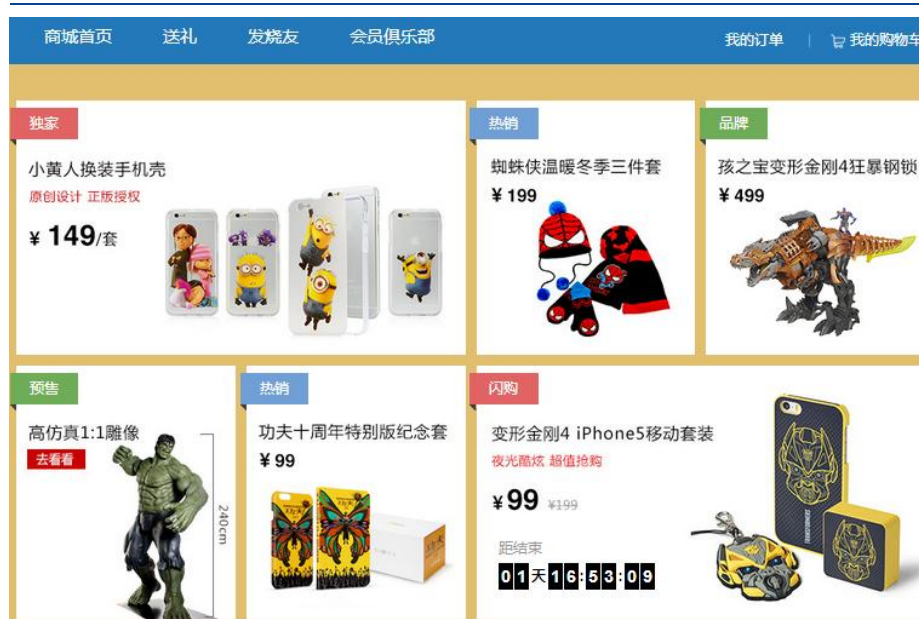
图 25：在线购票网站与 APP 具备上下游拓展的空间



数据来源：安信证券研究中心

时光网旗下的时光商城已在近日上线，已有蜘蛛侠、变形金刚、小黄人等 IP 衍生品可供用户购买。

图 26：时光网近日上线商城业务试水衍生品经营



数据来源：时光网、安信证券研究中心

### 3.2.4. 电影营销公司也是宣发的有机部分 后续还需依赖产业链的延展

电影宣传公司也是宣发环节中的有机部分，我们整理了部分电影营销公司资料，两家拿到 5000 万以上融资的剧角映画和无限自在，均已不只是单纯的电影营销公司，而是在产业链上下游进行了延展。以获得奥飞动漫战略投资的剧角映画为例，旗下研发项目有《端脑》、《雏蜂》、《镇魂街》，这三部优质的 IP 作品目前在网络漫画点播平台均获得近十亿的点击量，拥有共计千万粉丝关注。

表 18：部分代表性电影宣传公司简介

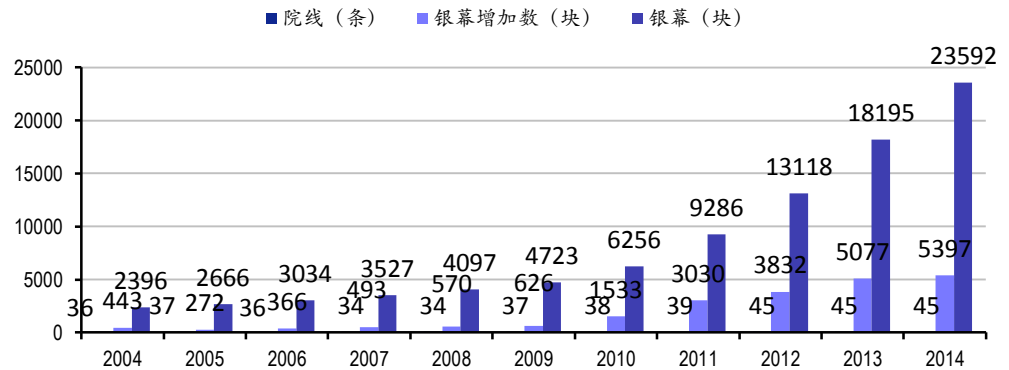
| 宣传营销公司 | 成立时间 | 创始人 | 创始人背景                            | 代表作                              | 融资情况                                        |
|--------|------|-----|----------------------------------|----------------------------------|---------------------------------------------|
| 麦特文化   | 2008 | 陈砺志 | 之前任光线传媒《娱乐现场》制片人                 | 小时代、楚汉传奇、精忠岳飞、致我们终将失去的青春         |                                             |
| 伟德福思   | 2008 | 郑珣  | 编辑 娱乐策划                          | 泰坦尼克号 3D 版、环太平洋、一代宗师、锦衣卫、失恋 33 天 | 2013 年由传媒梦工厂创投基金投资。创新工场追投                   |
| 聚思传媒   | 2009 | 李庆  | 此前先后在杂志《TimeOut》和《25ans 安》出任艺术总监 | 人生囡途之泰囧、狼图腾、第三种爱情                | 2010 年得到凤仪传媒天使投资                            |
| 影行天下   | 2009 | 安玉刚 | 大四起开始从事影视推广工作                    | 哈利波特、盗梦空间、私人订制                   |                                             |
| 光合映画   | 2010 | 陈炯  | 资深媒体人                            | 命运呼叫转移、一场风花雪月的事、心术、兰陵王           |                                             |
| 比格魔威   | 2011 | 章杰  | 曾在《南京日报》做记者                      | 碟中谍 4、龙门飞甲、2013 东方卫视春晚           |                                             |
| 剧角映画   | 2011 | 梁巍  | 曾任湖南卫视节目编导                       | 让子弹飞、那些年，我们追过的女孩儿                | 千万级别 A 轮融资；B 轮 6000 万融资，天星资本和同创伟业领投，估值超 3 亿 |
| 无限自在   | 2011 | 朱玮杰 | 曾任东南早报娱乐部主任                      | 催眠大师、天机富山春居图、中国梦想秀               | A 轮千万级别，俞敏洪旗下洪泰基金 2014 年向自在影业注资 5000 万      |



#### 4.1 万达领跑院线市场 但格局依旧分散

根据艺恩的数据，电影银幕从2004年的2396块增至2014年的23592块。院线数在过去三年稳定在45条没有继续增长。

图 27：2004-2013 院线及银幕增加情况



数据来源：艺恩咨询，安信证券研究中心

院线的经营模式主要分纯资产联结、资产联结为主加盟为辅和签约加盟为主三种模式。纯资产联结以万达院线为代表，能够实现旗下影院的统一品牌和统一管理，海外对标院线也大多是这一模式。以资产联结为主加盟为辅的模式以广东大地和金逸珠江为代表，而中影星美、北京新影联和上海联合则是以签约加盟为主、资产联结为辅。

表 19：院线经营模式

| 经营模式          | 院线与旗下影院的关系                             | 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            | 依托资产联结模式，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。国外院线普遍采取此模式 |
| 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的进驻 | 广州金逸珠江、广东大地     | 在自有影院中能够实现统一经营和管理，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、北京新影联、上海联合 | 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                   |

数据来源：万达院线 IPO 申报稿，安信证券研究中心

院线并未表现集中趋势，前七大院线票房 14 年共计 164.8 亿元，同比增长 32.69%，低于行业 36% 的整体增速。

表 20：前七大院线的票房变化

| 排名 | 院线   | 2012 年票房 | 2013 年票房 | 2014 年票房 | 14 年同比增幅 |
|----|------|----------|----------|----------|----------|
| 1  | 北京万达 | 24.56    | 31.6     | 42.12    | 33.29%   |
| 2  | 上海联合 | 16.5     | 18.6     | 22.24    | 19.57%   |
| 3  | 中影星美 | 16.2     | 18.4     | 24.44    | 32.83%   |
| 4  | 广东大地 | 11.05    | 15.7     | 23.49    | 49.62%   |

|    |         |       |       |       |        |
|----|---------|-------|-------|-------|--------|
| 5  | 中影南方新干线 | 13.26 | 15.5  | 19.81 | 27.81% |
| 6  | 金逸珠江    | 11.75 | 15.4  | 20.86 | 35.45% |
| 7  | 浙江时代    | 7.16  | 9     | 11.84 | 31.56% |
| 总计 |         |       | 124.2 | 164.8 | 32.69% |

数据来源：互联网公开数据、1905 电影网，安信证券研究中心

市场份额上，排名前三的万达院线、中影星美和大地院线的份额分别为 14.34%、8.32%和 7.94%。万达以 41 元大幅领先行业平均，北京新影联和广州金逸珠江分别以 39 元和 38 元排在二三位。

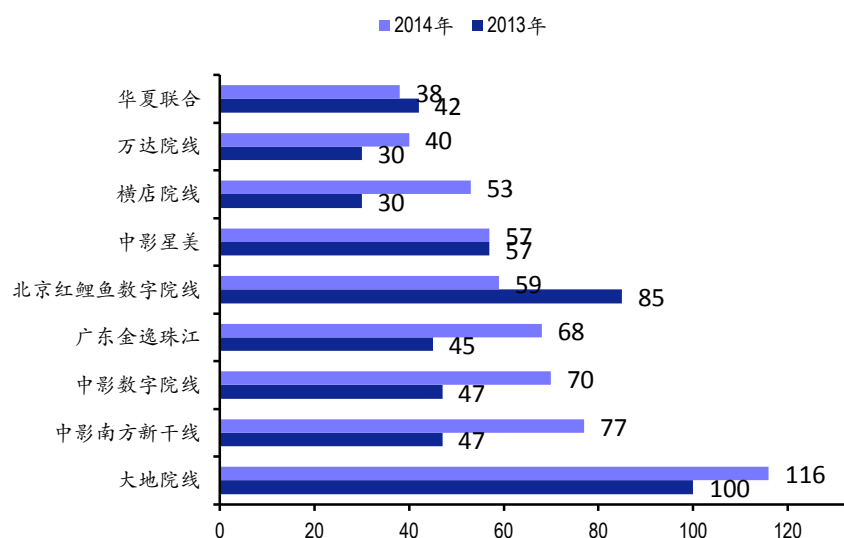
表 21：2014 年院线票房排名

| 票房排行 | 电影院线     | 票房（万）     | 平均票价 | 人次（万）    | 场均人次 | 份额     |
|------|----------|-----------|------|----------|------|--------|
| 1    | 万达院线     | 420937.59 | 41   | 10176.33 | 35   | 14.34% |
| 2    | 中影星美     | 244177.11 | 36   | 6745.29  | 24   | 8.32%  |
| 3    | 大地院线     | 233000.35 | 31   | 7550.79  | 19   | 7.94%  |
| 4    | 上海联合院线   | 222195.67 | 36   | 6093.52  | 29   | 7.57%  |
| 5    | 广州金逸珠江   | 208383.13 | 38   | 5468.59  | 21   | 7.10%  |
| 6    | 中影南方新干线  | 198055.61 | 35   | 5570.11  | 22   | 6.75%  |
| 7    | 浙江时代     | 118167.25 | 35   | 3349.12  | 20   | 4.03%  |
| 8    | 中影数字院线   | 109720.38 | 33   | 3290.43  | 15   | 3.74%  |
| 9    | 横店院线     | 105656.87 | 32   | 3322.76  | 19   | 3.60%  |
| 10   | 北京新影联    | 101163.48 | 39   | 2583.54  | 27   | 3.45%  |
| 11   | 四川太平洋    | 86924.47  | 34   | 2536.32  | 24   | 2.96%  |
| 12   | 江苏幸福蓝海院线 | 77702.41  | 37   | 2116.99  | 26   | 2.65%  |
| 13   | 保利万和     | 71776.71  | 36   | 1973.83  | 21   | 2.45%  |
| 14   | 时代华夏今典   | 67807.55  | 31   | 2181.96  | 13   | 2.31%  |
| 15   | 华夏联合     | 65859.42  | 33   | 2011.53  | 16   | 2.24%  |

数据来源：新浪微博 ID “电影贺炜”，安信证券研究中心

从新开影院数量上，大地院线 2014 年新开 116 家影院，13 年新开 100 家，均排在第一位。而院线龙头万达 14 年新开 40 家影院，较 13 年的 30 家同样有所增长。中影南方新干线、中影数字院线和广东金逸珠江的新开影院数量排名靠前。

图 28：主要院线新开影院家数



数据来源：公开资料，安信证券研究中心

目前院线的票房那个分布仍较为分散, 20 亿以上的院线有 5 家, 12 和 13 年均只有 1 家。10-20 亿的院线有 5 家, 1-5 亿的院线则高达 14 家, 仍有充分的整合空间。

表 22: 院线的票房分布

| 票房范围    | 2014 年 |          | 2013 年 |          | 2012 年 |          |
|---------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|
|         | 院线数    | 票房合计 (万) | 院线数    | 票房合计 (万) | 院线数    | 票房合计 (万) |
| 20 亿以上  | 5      | 1328694  | 1      | 316080.5 | 1      | 245650.5 |
| 10—20 亿 | 5      | 632763.6 | 5      | 835256.4 | 5      | 687739.4 |
| 5—10 亿  | 9      | 605481.1 | 7      | 500997.4 | 5      | 323789.6 |
| 1—5 亿   | 14     | 314688.5 | 16     | 423861   | 14     | 348226.1 |
| 1 亿以下   | 12     | 53704.21 | 17     | 69099.03 | 10     | 52113.79 |
| 合计      | 45     | 2935331  | 46     | 2145294  | 35     | 1657519  |

数据来源: 新浪微博 ID “电影贺炜”, 安信证券研究中心

我们以美国上市的 AMC、Cinemark 和 Regal、澳大利亚上市大的 Amalgamated 和韩国上市的 CJ CGV 作为参照, 以上院线公司对应 15 年 PE 在 17-25 倍之间, P/S 在 15 年 0.9-1.5 倍。

图 29: 国外代表公司估值情况

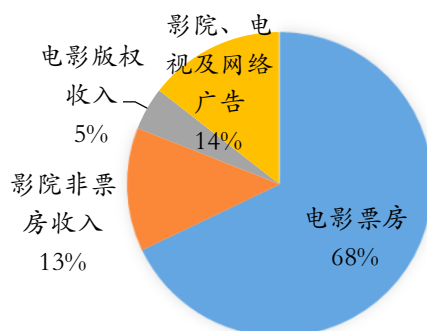
| Company              | 市值<br>(百万美元) | PE   |      |      | Price to Sales |      |      | PEG  |      |      | ROE  |      |      |
|----------------------|--------------|------|------|------|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                      |              | FY14 | FY15 | FY16 | FY14           | FY15 | FY16 | FY14 | FY15 | FY16 | FY14 | FY15 | FY16 |
| AMC ENTERTAINMENT    | 2,677        | 45.8 | 24.8 | 20.3 | 1.0            | 0.9  | 0.9  | 0.0  | 0.1  | 5.3  | 7%   | 5%   | 7%   |
| CINEMARK HOLDINGS    | 4,120        | 21.8 | 17.3 | 15.9 | 1.6            | 1.4  | 1.4  | 0.0  | 0.1  | 3.7  | 16%  | 18%  | 17%  |
| REGAL ENTERTAINMENT  | 3,267        | 22.1 | 17.0 | 16.7 | 1.1            | 1.0  | 1.0  | 0.0  | 0.1  | 3.6  | -18% | -27% | -34% |
| AMALGAMATED HOLDINGS | 1,409        | 21.7 | 18.5 | 17.1 | 1.6            | 1.5  | 1.4  | 0.0  | 0.1  | 3.9  | 9%   | 10%  | 10%  |
| CJ CGV               | 1,227        | n.a. | n.a. | n.a. | 1.3            | 1.1  | 0.9  | n.a. | n.a. | n.a. | 8%   | 12%  | 14%  |
| 平均值                  |              | 27.9 | 19.4 | 17.5 | 1.3            | 1.2  | 1.1  | 0.0  | 0.1  | 4.1  | 0.0  | 0.0  | 0.0  |

数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

## 4.2 影院非票房收入还需继续拓展

票房仍是电影的最核心收入来源, 根据艺恩的数据, 电影票房占总体收入 68%, 排名二至四位的分别是影院、电视及网络广告 (14%)、影院非票房收入 (13%) 和电影版权收入 (5%)。

图 30：电影产业收入结构



数据来源：艺恩咨询，安信证券研究中心

电影非票房收入已在持续成长。我们以万达院线为例，每次观影贡献广告收入 2.12 元，2011 年仅为 1.52 元，贡献卖品收入 6.39 元，2011 年为 5.03 元。

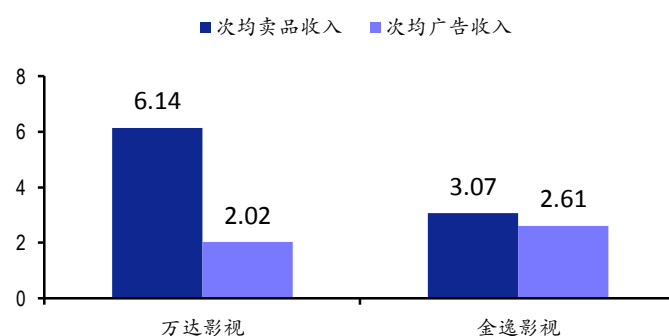
表 23：万达院线收入构成

|           | 2011 年    | 2012 年    | 2013 年    | 2014 上半年  |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 观影人次 (万人) | 4086.00   | 5841.00   | 7780.00   | 4709.00   |
| 卖品收入 (万元) | 20565.58  | 33215.36  | 47775.23  | 30078.71  |
| 广告收入 (万元) | 6230.50   | 7713.53   | 15724.95  | 9993.13   |
| 票房收入 (万元) | 178475.00 | 245600.00 | 316149.00 | 198800.00 |
|           | 2011 年    | 2012 年    | 2013 年    | 2014 上半年  |
| 次均卖品收入    | 5.03      | 5.69      | 6.14      | 6.39      |
| 次均广告收入    | 1.52      | 1.32      | 2.02      | 2.12      |
| 次均票房      | 43.68     | 42.05     | 40.64     | 42.22     |

数据来源：万达院线 IPO 申报稿，安信证券研究中心

而对比万达院线和金逸影视的次均数据，金逸影视的每次观影贡献广告收入更高，达到 2.61 元。

图 31：万达院线和金逸影视次均卖品收入与广告收入 (单位：元)



数据来源：万达院线 IPO 申报稿、金逸影视 IPO 申报稿，安信证券研究中心

我们参考万达旗下的美国上市院线公司 AMC，2014 年公司营收 19.83 亿美元，其中食品和饮料贡献 5.82 亿美元，占整个营收的 29.35%。而根据 2014 年上半年的数据，万达院线的卖品收入占整个营业收入的 12.59%，以卖品、广告为代表的非票房收入仍有持续提升的空间。

图 32: AMC 营业收入结构

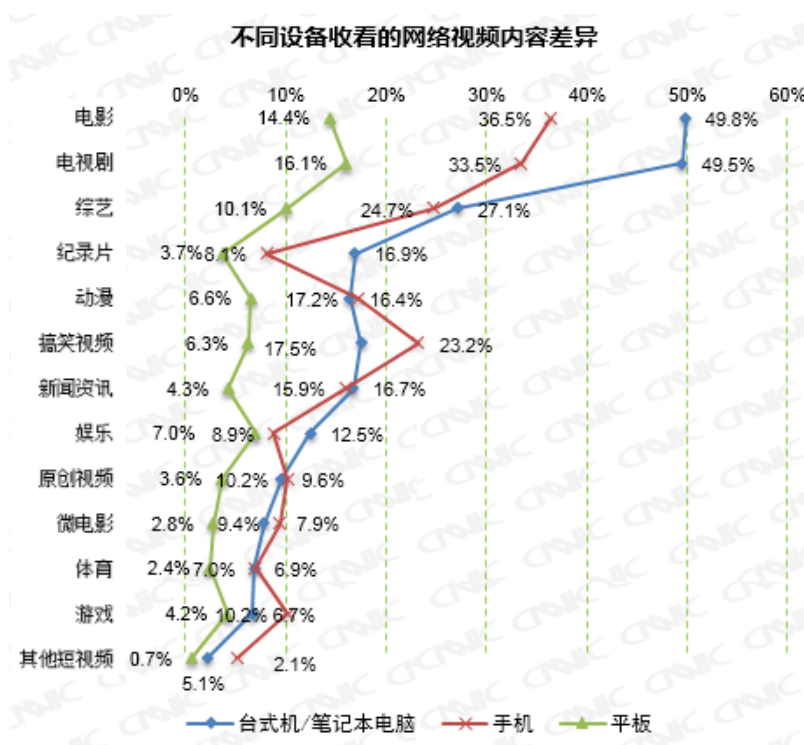
| Revenues (in millions) | September YTD |         |       |
|------------------------|---------------|---------|-------|
|                        | 2014          | 2013    | % chg |
| Admissions             | \$1,305       | 1,365   | -4.4% |
| Food & Beverage        | 582           | \$589   | -1.1% |
| Other                  | 96            | \$82    | 16.3% |
| Total revenues         | \$1,983       | \$2,036 | -2.6% |

数据来源: AMC、安信证券研究中心

#### 4.3 互联网和电视端均有望成为大屏的有效补充

观看电影已经各互联网终端成熟的用户习惯。根据 CNNIC 最新提供的数据,网络视频内容观看上,14.1%用户通过 Pad 观看电影,而 PC 端和手机端的比重分别为 49.8%和 36.5%。

图 33: 不同设备收看网络视频内容差异 (14 年 12 月)



数据来源: CNNIC、安信证券研究中心

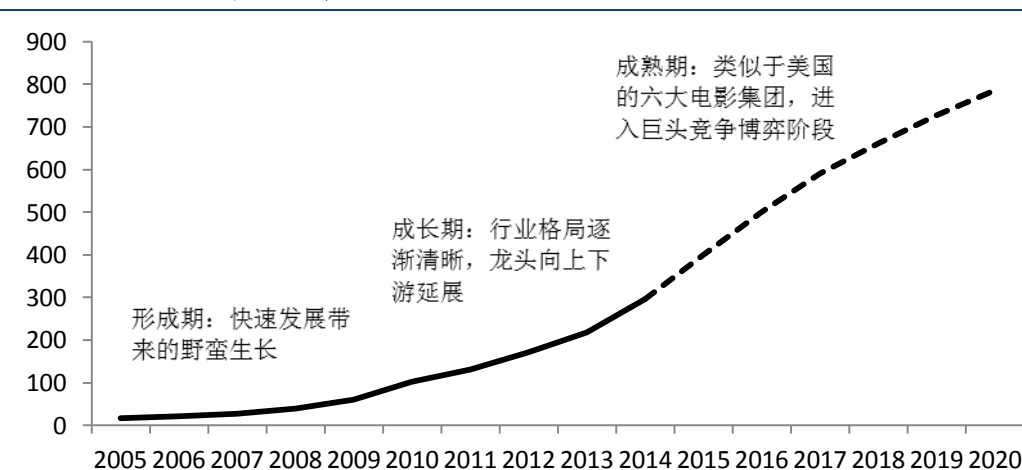
而有线网络运营商也在进一步拓展电影的映后市场。歌华有线前期公告,已与东方有线、天津广电、重庆有线、河北广电等 25 家省市有线网络公司签署了《电视院线项目合作协议》,并联合上述公司及后续拟签约的公司共计 30 余家省市有线网络公司在北京举办中国电视院线峰会,发起成立中国电视院线联盟。

“中国电视院线”联盟覆盖超过 2000 万高清双向用户,近 2 亿有线电视用户。歌华有线介绍,“中国电视院线”联盟成员将共同出资成立“中国电视院线”运营公司,设立专业化联合运营实体,实现产业化、资本化运营的目标。同时,建立版权基金,吸引有实力的上游版权方及战略投资方,独家买断优质影片。

## 5.1. 行业龙头着手布局完整产业链 已有集团竞争趋势

我们认为电影产业也将符合产业 S 型发展路径：在市场化早期快速发展带来行业的野蛮生长，成长期龙头公司逐渐构建自己的进入门槛，同时着手布局产业链上下游。最终产业的成熟期会进入巨头竞争阶段。

图 34：行业龙头的产业链布局已经开始



数据来源：安信证券研究中心

我们梳理了行业龙头的产业链布局，14 年有明显向产业链上下游迅速扩张的趋势，已经呈现出集团作战的趋势。我们认为行业大趋势不可避免。

表 24：行业龙头的产业链布局梳理

|      | 投资与宣发                                                                                                                               | 售票与播映                                                             | 电影映后市场                                                                           |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| 光线传媒 | 投资发行：14 年市场份额 19%，有强大的驻地网发行团队                                                                                                       | 播映：与 360 成立合资公司                                                   | 衍生品：与 360 成立合资公司<br>游戏：投资仙海科技、妙趣横生、热峰网络等公司<br>动漫：投资彼岸天、蓝狐文化<br>实景娱乐：开发“中国电影世界”项目 |
| 华谊兄弟 | 投资发行：14 年市场份额 6%<br>宣传：与腾讯成立粉丝互动平台“星影联盟”                                                                                            | 在线售票：收购卖座网 51% 股权<br>影院：旗下华谊兄弟影院<br>在线播映：影视作品新媒体版权同等条件下优先与腾讯及阿里合作 | 游戏：收购银汉科技 88% 的股权<br>实景娱乐：冯小刚电影公社和华谊兄弟电影世界                                       |
| 乐视影业 | 投资发行：14 年 11% 市场份额，拥有庞大的地面发行团队，覆盖 100 余座城市，1200 余家电影院<br>宣传：乐视体系下多屏联动                                                               | 在线售票：乐影客<br>在线播映：乐视网、乐视视频 APP、超级电视等多屏                             | 衍生品：乐影客进行衍生品销售                                                                   |
| 博纳影业 | 投资发行：14 年 15% 市场份额                                                                                                                  | 影院：博纳影院                                                           |                                                                                  |
| 万达影业 | 投资发行：14 年 7% 市场份额                                                                                                                   | 万达院线<br>万达电影网在线售票                                                 | 衍生品：万达院线的卖品销售和广告                                                                 |
| 阿里影业 | 投资发行：与周星驰、王家卫、陈可辛、柴智屏等人有长期合作协议，15 年 1 月发布了第一个项目《摆渡人》。CEO 提出，要建起一支全国最大的地网发行团队，未来人数将多达 200 到 300 人。<br>宣传：“娱乐宝”产品进行融资；入股优酷土豆和新浪微博配合宣发 | 在线售票：入股美团网<br>在线播映：入股优酷土豆；入股华数传媒；天猫魔盒和阿里云 OS                      |                                                                                  |

数据来源：安信证券研究中心根据公开资料整理

## 5.2. 更多公司开始国际化布局

目前中国电影在全球的票房号召力较为有限，国内公司的国际化布局更多是参与好莱坞影片投资，将优质的海外内容引入国内，并获取衍生品开发权益。我们将扣除电影专项基金和营业税及附加后的票房作为原始比例进行分账，从分账比例可以看出进口片发行有较大空间。

表 25：票房分账比例

|       | 制片       | 发行     | 院线   | 影院     |
|-------|----------|--------|------|--------|
| 国产片   | 38-43%   | 4-6%   | 3-7% | 50-52% |
| 进口批片  | 50-150 万 | 43%    | 5%   | 52%    |
| 进口分账片 | 13-20%   | 22-28% | 5-7% | 50-52% |

数据来源：互联网公开信息，安信证券研究中心

我们将国际化布局分为三个层次：第一个级别是参与海外影片的单片投资，例如华谊兄弟 14 年投资布拉德·皮特主演的《狂怒》、奥飞影业投资三部好莱坞影片《幽魂》、《刺客信条》和《细胞分裂》等；第二个级别是全面合作，前期电广传媒发布公告，与狮门影业达成合作协议，在合作期内，狮门影业所有计划投资、满足合作条件的影片，电广传媒根据双方的约定进行投资；第三个级别是股权合作，奥飞动漫 15 年公告入股 451 媒体集团，复星资本 14 年 6 月与 Studio 8 签署投资协议，此外马云、王健林也数次与好莱坞电影公司传出“绯闻”。

表 26：部分公司的国际化布局

| 合作方式 | 合作细节                                                                                                                                                                                                                                           |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 单片投资 | 乐视影业：2014 年乐视影业投资合拍《敢死队 3》、《机器军团》<br>华谊兄弟：2014 年公司参与投资布拉德·皮特主演的《狂怒》，15 年华谊兄弟将参与制作由约翰尼·德普主演的《疾速追杀》和基努·里维斯主演的电影《贵族大盗》<br>奥飞动漫：子公司奥飞香港不超过 6000 万美元投资《幽魂》、《刺客信条》和《细胞分裂》三部大片，并获得大中华地区独家发行权及部分商品化权益<br>博纳影业：Studio 8 和博纳影业一同加盟投拍李安导演新作《比利·林恩漫长的中场休息》 |
|      | DMG：2013 年公司出品《钢铁侠 3》，2014 年公司出品约翰尼·德普主演的《超级骇客》，2015 年公司将出品两部好莱坞影片《Autobahn》和《Point Break》                                                                                                                                                     |
|      | 电广传媒：与美国狮门影业达成合作协议，双方拟共同投资影片制作、发行，并进行电影衍生产品的开发营运。在合作期内，狮门影业所有计划投资、满足合作条件的影片，公司根据双方的约定进行投资。                                                                                                                                                     |
| 股权投资 | 奥飞动漫：奥飞入股 451 媒体集团，将在 451 集团中占股 19.99%，享有相关影片在大中华区的发行权以及的 IP（形象版权）的商品化权益。451 集团是美国的一家具备衍生品开发能力的电影娱乐公司，创始人团队包括《变形金刚》导演迈克尔·贝、美国 GEG 集团的“IP 运营大师”坚特尔兄弟等人。                                                                                         |
|      | 复星资本：复星资本于 14 年 6 月与美国 Studio 8 签署投资协议，Studio 8 由华纳兄弟影片集团前总裁、好莱坞“教父”级人物 Jeff Robinov 创办。<br>光线传媒：光线传媒携手七星娱乐媒体集团，成立上海明星影业股份有限公司，公司面向国际市场制作高品质电影，第一批项目将有 10 部电影和 3 部电视剧。                                                                         |

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

## 5.3 电影仍主要是 IP 的变现渠道 关注 15 年几部重磅影片

电影已经成为大 IP 经营理念下一个优质的变现出口。好的国产动漫（《喜羊羊与灰太狼》、《熊出没》、《秦时明月》）、电视剧（《咱们结婚吧》、《何以笙箫默》）均计划在 15 年上映）、综艺节目（《爸爸去哪儿》、《奔跑吧兄弟》）和网络小说（《小时代》、计划 15 年上上映的《鬼吹灯之寻龙诀》）均以电影成为其商业变现的一环，已经证明优质 IP 对粉丝的影响力已毋庸置疑。

然而以电影为原生 IP 通过其他渠道变现，目前的效果仍然有限。根据北京商报的记者统计，14 年上映的 311 部影片中 59 部有同名游戏，而 81% 的受调查者表示不会选择该类游戏。根据艺恩的部分统计，12 个电影 IP 改编游戏中 5 个选择改编为跑酷游戏，4 个选择 RPG 类进行改编。

图 35：国产电影游戏改编概况

| 影片        | 游戏       | 游戏类型      | 开发商       | 平台             |
|-----------|----------|-----------|-----------|----------------|
| 大闹天宫      | 大闹天宫OL   | RPG       | 墨麟科技      | 页游             |
|           | 大闹天宫     | RPG       | T4GAME呈天游 | Android        |
| 爸爸去哪儿     | 爸爸去哪儿    | 跑酷        | 蓝飞互娱      | Android、iOS、WP |
| 分手大师      | 分手大师     | 跑酷        | 光线游戏      | Android、iOS    |
| 老男孩之猛龙过江  | 老男孩之猛龙过江 | 跑酷        | 可可梦       | Android        |
| 熊出没之夺宝奇兵  | 熊出没之熊大快跑 | 跑酷        | 乐堂动漫      | Android、iOS    |
| 痞子英雄：黎明升起 | 痞子英雄2    | 飞行射击      | 华录文化      | Android        |
| 一步之遥      | 一步之遥     | 格斗        | 4399游戏    | Android、iOS    |
| 心花路放      | 心花路放     | 跑酷        | 触控科技      | Android、iOS    |
| 魁拔：战神崛起   | 魁拔：战神崛起  | 卡牌/消除     | 空中网       | Android、iOS    |
| 秦时明月      | 秦时明月2    | 卡牌/对战/RPG | 触控科技      | Android、iOS    |
|           | 秦时明月     | RPG       | 骏梦游戏      | 页游             |
| 黑猫警长2     | 黑猫警长     | 横版动作      | 巨人移动      | Android、iOS    |
| 单身男女2     | 天天来塔防    | 塔防/关卡     | 腾讯互娱      | Android、iOS    |

数据来源：艺恩咨询、安信证券研究中心

而近期海外上映影片风格较为多元，包括动作、卡牌、跑酷、竞速、FPS、塔防、太空模拟等多种风格。而强电影 IP 如《变形金刚 4》则有多种方式改编，包含将变形金刚元素加入到原有游戏中进行合作。

图 36：近期海外影片改编游戏概况

| 影片    | 游戏             | 游戏类型       | 平台              |
|-------|----------------|------------|-----------------|
| 银河护卫队 | 银河护卫队：宇宙武器     | 动作         | iOS/Android     |
| 猩球崛起  | 瘟疫公司           | 病毒模拟/DLC合作 | iOS/Android     |
| 星际穿越  | 星际穿越           | 太空模拟       | iOS/Android     |
| 变形金刚4 | 变形金刚：崛起        | 卡牌         | iOS/Android     |
|       | 小不点王国          | 加入元素合作     | iOS/Android     |
|       | 愤怒的小鸟：变形金刚     | 加入元素合作     | iOS/Android     |
| 卑鄙的我  | 卑鄙的我：胶囊快跑      | 跑酷         | iOS/Android/WP8 |
| 明日边缘  | 明日边缘：活着 死去 重复  | FPS        | iOS/Android     |
| 赛车总动员 | 赛车总动员：急速闪电     | 竞速         | iOS             |
| 星球大战  | 星球大战：指挥官       | COC类       | iOS             |
|       | 星球大战：突击队       | 卡牌         | iOS             |
|       | 星球大战：宇宙防御      | 塔防         | iOS             |
|       | 星球大战弹珠台        | 弹珠台        | iOS             |
|       | 星球大战旅途：魅影危机    | 故事书/竞速     | iOS             |
| 阿甘正传  | Run Forest Run | 跑酷         | iOS             |

数据来源：艺恩咨询、安信证券研究中心

通过国内外电影改编游戏类型进行对比，当前电影作为原生 IP 在国内更多是以换皮方式改编为游戏进行快速变现。这也与当前电影绝大部分是中小规模投资、青春片大行其道直接相关。15 年陆续出品的几部重磅影片，《钟馗伏魔之雪妖魔灵》、《鬼吹灯之寻龙诀》等影片均有多个巨头共担风险，其 IP 价值值得期待。

表 27：部分大投资电影介绍

| 影片 | 参与方 | 简介 |
|----|-----|----|
|----|-----|----|

|             |                        |                                                                                                                          |
|-------------|------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 《钟馗伏魔之雪妖魔灵》 | 大盛国际出品，携手光线影业、万达五洲联合发行 | 影片讲述了盛世唐朝时期在西部的边境之城扈都发生的钟馗对抗魔界的故事。由赵天宇执导，鲍德熹担任监制、摄影指导及特效总监。影片投资 2 亿，全程 3D 实拍，并采用世界先进的动态捕捉技术。                             |
| 《鬼吹灯之寻龙诀》   | 出品公司万达影视，华谊兄弟，光线传媒     | 由导演乌尔善执导，陈坤、黄渤、舒淇、杨颖、夏雨领衔主演。该影片是一部天下霸唱写的盗墓小说《鬼吹灯》的后四部改编拍摄的电影“鬼吹灯”之《寻龙诀》。                                                 |
| 《盗墓笔记》大电影   | 欢瑞世纪、光线传媒、南派投资         | “盗墓笔记大计划”将由欢瑞世纪、光线传媒、南派投资共同完成。“盗墓笔记”大电影将根据单部小说为基础进行创作，第一部将于 2015 年开机，预计 2016 年与观众见面。《盗墓笔记》还将推出超级季播剧，单集投资过千万，成为有史以来最贵的剧集； |

数据来源：互联网公开信息、安信证券研究中心

## 6 投资建议：布局未来的产业巨头 同时关注特色型影业公司

我们的投资建议分为两类：

- 1) 在市场整合阶段中，建议关注全面布局、能够发挥产业链协同效应、有潜力成为未来电影巨头的公司，包括光线传媒、乐视网、万达院线和华谊兄弟，另外还有港股的阿里影业和博纳影业。
- 2) 此外还建议关注能够有效利用自身优势进行产业布局的公司，如突出国际化并有良好衍生品经营体系的奥飞动漫，在泛内容领域具备龙头地位的华录百纳等。