

春节档整体不及预期，持续看好优质内容方

最近一年行业指数走势



联系信息

陶冶

分析师

SAC 证书编号: S016051711002

taoye@ctsec.com

汪哲健

联系人

wangzhejian@ctsec.com

相关报告

- 《进入预报密集披露期，建议继续关注春节档行情:传媒行业周报(第4周)》
2019-01-28
- 《电影板块领涨春季估值修复，春节档预售有望持续催化行情:传媒行业周报(第3周)》
2019-01-21
- 《2019年引进片内容前瞻:好莱坞六大片单饱满，预计19年大概率为好莱坞大年:传媒行业专题报告》
2019-01-15

投资要点:

● 整体票房持平，高票价背景下观影人次与上座率数据不及预期

2019年春节档整体票房基本持平，其中平均票价上升(yoy +11.08%)与观影人次(yoy -10.70%)降低作用相抵。关于春节档大盘数据，2019年大年初一至大年初六中国电影市场累计实现票房53.87亿元，同比减少0.80%。其中，观影人次为1.29亿人次，同比减少10.70%，平均票价为42元，同比增加11.08%。本次春节档，整体排座达3.46亿座，同比增加19.48%，但上座率仅为37%，相较18年同期减少12.59pct。

● 三四五线城市观影者对价格更为敏感，上座率较一二线跌幅明显

由于三线及以下城市居民对高票价电影接受程度不及一二线城市城市居民，2019年春节档院线下沉趋势并不明显。2019年春节档，三线及以下城市票房占比为54.52%，同比降低1.40%；三线及以下观影人次占比为55.65%，同比降低1.07%。关于平均票价，一线至五线城市的平均票价均有一定程度的涨幅，涨幅分别为11.1%、15.4%、12.8%、12.8%、13.2%。票价上涨的同时，上座率均有一定程度的下跌，其中三四五线城市上座率下跌幅度明显高于一二线：一线至五线的上座率下跌幅度分别为7%、12%、14%、16%、14%。考虑到上座率受新增银幕与排座增加影响较大，我们需要观察观影人次数据：一线至五线城市的观影人次变化幅度分别为+3.14%、-10.58%、-11.18%、-11.68%、-11.71%，票价上涨对于二三四五线城市的观影情绪有明显的负面影响。

● 春节档内容质与量齐升，但高票价限制了票房潜力

由于票补总量减少且投放模式改变、叠加院线及部分影院主动或被动调整经营策略，此次春节档票价提升明显(且平均票房不能充分体现此次涨价)。票补的减少与高票价本身限制了票房表现，导致了本次春节档口碑为王的现象：口碑较好的《流浪地球》以明显快于18年春节档《红海行动》逆袭速度逆袭，而口碑相对一般的其他作品的票房数据从初二起便发生幅度明显的跳水。

● 投资建议及重点公司

春节档整体与观影人次数据低于预期，但结构中有一定机会，【中国电影】、【北京文化】出品发行的《流浪地球》凭借口碑实现逆袭，截至初五票房达15.9亿，提前锁定了春节档票房冠军，目前猫眼预测票房达到51.26亿元。根据公开信息测算，我们预计该片投资方总毛利达约10亿人民币，后续具体核算与分配以上市公司公告为主。我们持续推荐中国电影行业全产业链龙头【中国电影】以及中国优质内容方【光线传媒】。

● 风险提示：电影内容供给不及预期、观影情绪下降风险、系统性风险

表 1：重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (02.01)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
300251	光线传媒	253.46	8.64	0.28	0.83	0.41	30.86	10.41	21.07	买入
600977	中国电影	293.49	15.72	0.52	0.81	0.79	30.23	19.41	19.90	买入

数据来源: Wind, 财通证券研究所

1、2019 年春节档票房同比持平

2019 年春节档整体票房基本持平 (yoy -0.80%)，其中平均票价上升 (yoy +11.08%) 与观影人次 (yoy -10.70%) 降低作用相抵。关于春节档大盘数据，2019 年大年初一至大年初六中国电影市场累计实现票房 53.87 亿元，同比减少 0.80%。其中，观影人次为 1.29 亿人次，同比减少 10.70%，平均票价为 42 元，同比增加 11.08%。本次春节档，整体排座达 3.46 亿座，同比增加 19.48%，但上座率仅为 37%，相较 18 年同期减少 12.59pct。

表 1：春节档数据一览

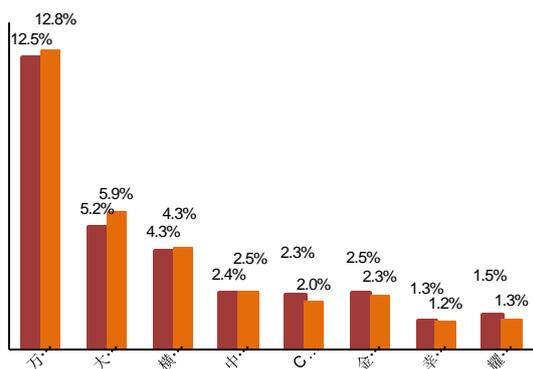
	正月初一	正月初二	正月初三	正月初四	正月初五	正月初六	合计
2019 年	2 月 5 日	2 月 6 日	2 月 7 日	2 月 8 日	2 月 9 日	2 月 10 日	合计
全国票房 (亿元)	13.50	9.23	8.58	7.86	7.64	7.06	53.87
同比增长	10.84%	-5.91%	-3.92%	-3.91%	-0.52%	-6.19%	-0.80%
观影人次 (万人)	3,190	2,194	2,054	1,904	1,860	1,688	12,890
同比增长	-2.24%	-14.85%	-12.58%	-12.19%	-9.63%	-16.39%	-10.70%
平均票价 (元)	42	42	42	41	41	42	42
同比增长	13.51%	10.70%	9.93%	7.89%	10.81%	13.13%	11.08%
上座率	49%	36%	35%	34%	34%	33%	37%
同比增长 (PCT)	-15.00%	-16.00%	-13.00%	-12.00%	-10.00%	-10.90%	-12.59%
排座 (万座)	6,512	6,118	5,779	5,601	5,486	5,097	34,593
同比增长	26.99%	23.27%	17.96%	17.52%	17.97%	12.11%	19.48%

数据来源：艺恩，财通证券研究所

注：表中票房为剔除服务费后的票房

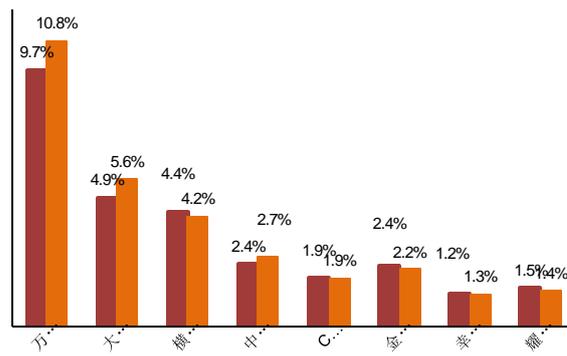
影投市占率方面，万达院线、大地院线、中影投资市占率有小幅度的降低，横店院线、CGV 影城、金逸影视、幸福蓝海市占率有小幅度的上升。

图 1：初一至初五主要影投市占率市占率对比



数据来源：艺恩数据，财通证券研究所

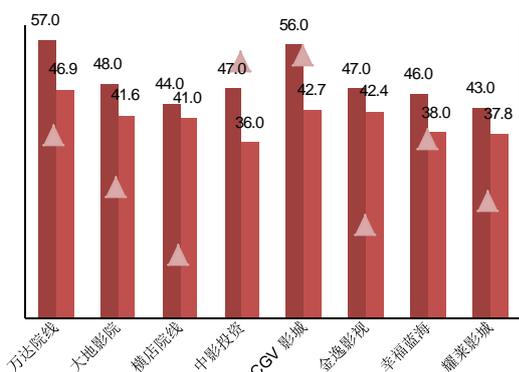
图 2：初一至初五主要影投观影人次占比对比



数据来源：艺恩数据，财通证券研究所

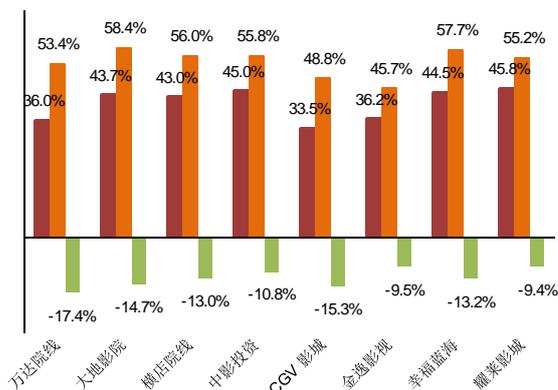
2019 年春节档期间，主要影投的平均票价均有幅度不一的涨幅：其中 CGV 影城、中影投资、万达院线、幸福蓝海涨幅较高，分别达到 31.06%、30.45%、21.62%、21.15%。上座率方面，主要影投的上座率均有幅度不一的降低，其中万达院线、CGV 影城、大地影院、幸福蓝海、中影投资降幅较高，分比为 17.4%、15.3%、14.7%、13.2%、13.0%。

图 3：初一至初五主要影投平均票价对比



数据来源：艺恩数据，财通证券研究所

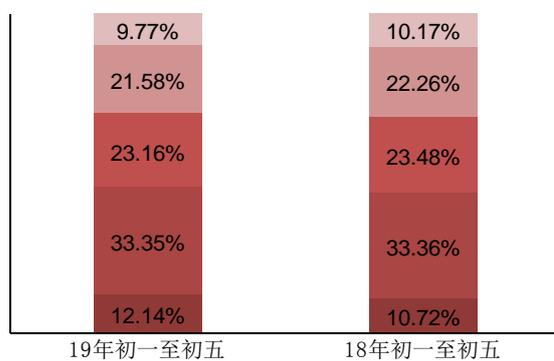
图 4：初一至初五主要影投上座率对比



数据来源：艺恩数据，财通证券研究所

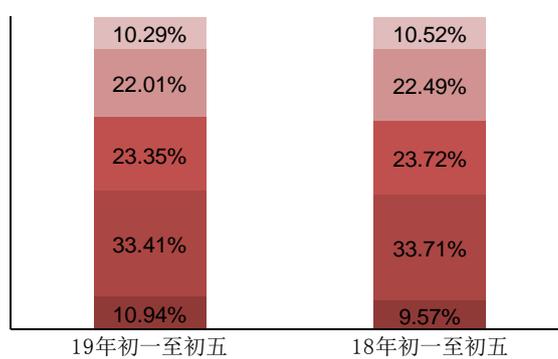
或由于三线及以下城市居民对高票价电影接受程度不及一二线城市城市居民，2019 年春节档院线下沉趋势不复存在。2019 年春节档，三线及以下票房占比为 54.52%，同比降低 1.40%，2018 年同期为 55.91%；三线及以下观影人次占比为 55.65%，同比降低 1.07%，2018 年同期为 56.72%。

图 5：初一至初五各线各线城市票房占比



数据来源：艺恩数据，财通证券研究所

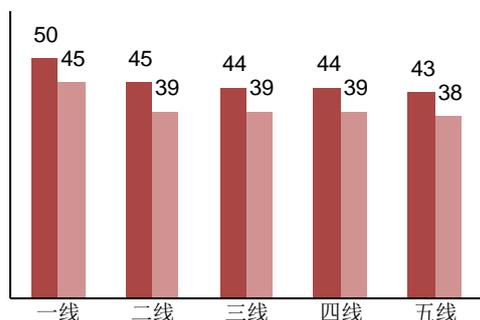
图 6：初一至初五各线各线城市观影人次占比



数据来源：艺恩数据，财通证券研究所

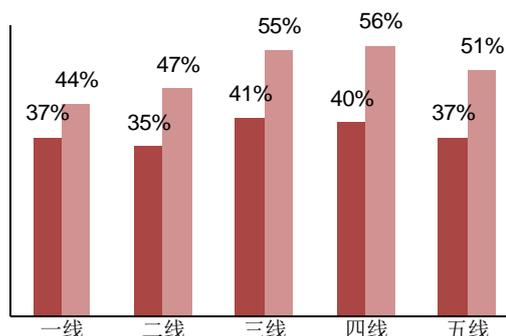
关于平均票价，一线至五线城市的平均票价均有一定程度的涨幅，涨幅分别为 11.1%、15.4%、12.8%、12.8%、13.2%。票价上涨的同时，上座率均有一定程度的下跌，其中三四五线城市上座率下跌幅度明显高于一二线：一线至五线的上座率下跌幅度分别为 7%、12%、14%、16%、14%。在票价上浮幅度接近的情况下，一二线城市的上座率相对稳定主要原因为三四五线城市居民对价格相对敏感。

图 7：初一至初五各线城市平均票价



数据来源：艺恩数据，财通证券研究所

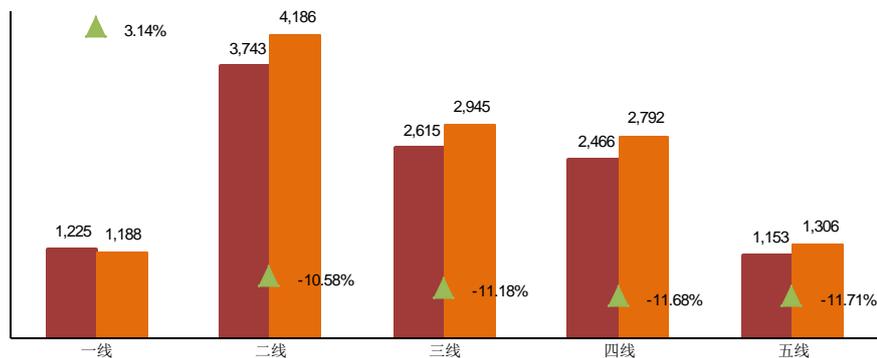
图 8：初一至初五各线城市上座率



数据来源：艺恩数据，财通证券研究所

由于上座率指标受新增排座（新增银幕）影响影响较大，我们认为观影人次的更能反应观影情绪的状况。关于初一至初五的观影人次，一线至五线城市的观影人次变化幅度分别为+3.14%、-10.58%、-11.18%、-11.68%、-11.71%。票价上涨对于二三四五线城市的观影情绪有明显负面影响。

图 9：初一至初五各线城市观影人次



数据来源：艺恩数据，财通证券研究所

电影内容方面，2019 年春节档电影的数量与质量均高于 2018 年。数量方面，2019 年有 6 部真人电影与 2 部动画电影，2018 年有 5 部真人电影与 1 部动画电影。质量方面，2019 年春节档电影实际口碑要好于 2018 年春节档电影：从豆瓣评分维度，2019 年春节档票房前四电影的均分为 6.8 分（远高于 2018 年的 6.1 分），总体均分为 6.0 分（亦高于 2018 年的 5.9 分）。从市场反馈来看，本次春节档高票价的直接受益者便是《流浪地球》，完成了 2018 年《红海行动》的“高口碑—高上座率—提高排片—口碑发酵—票房后劲强劲”经典逆袭剧本。毕竟，在高票价背景下，广大观影群众将对内容质量更为挑剔，并减少对质量相对较差的内容进行观影。我们预计《流浪地球》的票房及排片的优势将会在春节档剩余的时间及春节档后一两周内进一步放大。

表 2：2019 年春节档与 2018 年春节档口碑对比

2019 年春节档	豆瓣评分	猫眼评分	目前票房	2018 年春节档	豆瓣评分	猫眼评分	综合票房
流浪地球	8.0	9.3	18.76	红海行动	8.3	9.4	36.50
疯狂的外星人	6.5	8.4	13.93	唐人街探案 2	6.7	9.0	33.97
飞驰人生	7.0	8.8	10.01	捉妖记 2	5.0	8.1	22.37
喜剧之王	5.8	7.9	5.21	西游记女儿国	4.4	7.9	7.27
神探蒲松龄	4.2	7.7	1.26	熊出没·变形记	6.8	9.1	6.05
廉政风云	5.6	6.8	0.94	祖宗十九代	4.2	7.6	1.69
熊出没·原始时代	6.5	9.2	4.53				
小猪佩奇过大年	4.2	5.4	1.11				
票房前四均分	6.8	8.6		票房前四均分	6.1	8.6	
总体均分	6.0	7.9		总体均分	5.9	8.5	

数据来源：猫眼专业版、豆瓣，财通证券研究所

注：2019 年票房截至 2019 年 2 月 10 日 16:00

2、票补减少、形势预判错误和院线经营压力大是高票价的根本原因

为什么今年春节档电影内容质量和数量齐升，但是票房表现不及去年？

表面的原因在于电影质量的小幅提升无法支撑起价格大幅度的抬升。票价的高企，对于质量过硬、具备口碑的头部电影的出票影响相对较小，但是对于口碑相对一般的作品将是致命打击。在集中投放于初一的票补褪去之后，除了《流浪地球》外每一部电影的票房、观影人次、上座率都出现暴跌。理性地说，今年影片的品质放在历史中实属上乘，如此高的跌幅在中国春节档历史亦及其特殊。面对高票价，观众直接放弃了春节观影这已培养成熟的习惯。可以说，此次春节档的高票价将对中国电影产业的发展均有一定负面影响。

那么，为什么会出现高票价的情况？

原因有三：

1、票补减少。虽然之前票补新政并未落地，但电影行业各方在经历 2018 年各项事件（范冰冰等明星涉税事件、《后来的我们》退票事件、网传票补新政等等）之后均趋于理性，春节档票补总量较少。由于票补重心迁移至“增加预售票补——增加预售——增加排片”的逻辑链条上，票补均集中投放于预售阶段，初二及之后随着票补的褪去，影片大部分影片内容无法支撑高票价便发生了上座率跳水的现象。

2、院线与影院错估形式，选择“高品质高价格”策略。在上映之前，此次春节档被包括院线方在内的多方认定为“史上最强春节档”，尤其是周星驰、成龙、宁浩、黄渤、王宝强、韩寒、沈腾等顶级阵容。但事与愿违，除了《流浪地球》品质一枝独秀外，其他影片虽不算差，但多多少少没有达到“最强春节档”的预期。同时，我们认为春节档的票房相较普通档期，电影内容质量的解释能力较弱（由于春节档大量观影者为轻度观影者而非影迷），春节档的“观影仪式感”、“票价”两个变量解释力较强。

3、部分影院（尤其是三四五线城市的部分影院）经营压力较大，部分影院“被迫”提升票价。随着院线下沉进程推进，银幕数的增加亦伴随着部分影院单银幕产出较低甚至无法覆盖成本的情况。春节档收入将很大程度上影响其一整年盈利与否。在返乡大潮及“春节观影仪式化”的背景下，部分影院选择将票价定位远高于日常价格的策略，通过一锤子买卖实现创收。以华东地区某县城的新建影院为例（见下图），该影院 18 年全年票房收入约为 1000 万元（注影院仅能保留其中约 51%），而 2019 年春节档中 5 日票房和即达 153 万元。但三四五线城市居民对价格相对敏感，三四五线票房潜力未得到释放。

图 10: 某典型影院 18 年全年票房约为 1000 万



数据来源: 猫眼专业版, 财通证券研究所

图 11: 某典型影院 19 年春节档五日票房即达 153 万元

日期	票房	人次	场次	场均人次	平均票价
2019-02-03 周日	1.2万	384	39	10	31
2019-02-04 周一	2.8万	599	9	67	47
2019-02-05 周二	37.3万	7708	55	141	48
2019-02-06 周三	25.9万	5163	58	90	50
2019-02-07 周四	24.0万	4938	54	92	48
2019-02-08 周五	22.6万	4508	54	84	50
2019-02-09 周六	23.0万	4537	54	85	50
2019-02-10 周日	20.6万	3887	52	75	53
2019-02-11 周一	1.6万	318	49	7	51
2019-02-12 周二	1147	23	50	1	49

数据来源: 猫眼专业版, 财通证券研究所

3、投资建议

春节档整体与观影人次数据低于预期, 但结构中有一定机会, 【中国电影】、【北京文化】出品发行的《流浪地球》凭借口碑实现逆袭, 截至初五票房达 15.9 亿, 提前锁定了春节档票房冠军, 目前猫眼预测票房达到 51.26 亿元。根据公开信息测算, 我们预计该片投资方总毛利达约 10 亿人民币, 后续具体核算与分配以上市公司公告为主。中国电影行业将向“内容为王”逻辑靠拢, 我们持续推荐中国电影行业全产业链龙头【中国电影】以及中国优质内容方【光线传媒】。

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。