

研究所

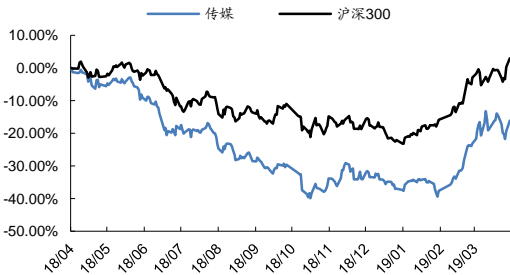
证券分析师:
021-68591581
联系人:
021-50479967

代鹏举 S0350512040001
daipj@ghzq.com.cn
朱珠 S0350117070022
zhuz@ghzq.com.cn

2019 一季度票房 172 亿元低开 静待二季度增速回正

——传媒行业深度报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
传媒	9.2	34.0	-17.7
沪深 300	5.9	33.7	2.2

相关报告

《传媒行业周报: 拉动内需靠内容 关注广电与院线》——2019-03-31

《传媒行业周报: 业绩改善有望接档政策的催化助力 关注业绩渐修复标的》——2019-03-24

《传媒行业周报: 全民阅读六入政府报告 关注超高清视频下内容与广电》——2019-03-17

《传媒行业深度报告: 超高清视频政策下看内容与广电板块选择》——2019-03-15

《传媒行业周报: 关注细分领域主业渐修复标的》——2019-03-10

投资要点:

■ **2019 一季度分账票房 172 亿元 同比减少 9.3%; 票价上涨影响观影人次。** 2019 年一季度全国总票房 186.05 亿元, 同比减少 8%, 分账票房 171.85 亿元, 同比减少 9.3%; 观影人次 4.77 亿次, 同比减少 15%, 2019 年一季度观影人次减少超 8000 万; 单月平均票价看, 2019 年 2 月平均票价 39.4 元, 同比增加 10.06%, 为近三年中二月单月平均增速的峰值。2019 年一季度借助《流浪地球》的爆款, 前三部电影票房集中度提升 0.5 个百分点。由于 2019 年春季档较 2018 年提前 10 天, 部分影片集中抢占春季档致贺岁档无爆款加持, 票价的上涨以及春季档后无爆款接档致观影人次下滑。

■ **分类看, 2019 年一季度中一二线分账票房 29 亿元/66 亿元, 同比分别减少 6.4%/9.5%, 三四线分账票房 29 亿元/46 亿元, 同比分别减少 9.8%/11.3%, 二三四线票房下跌幅度超过全国总票房跌幅。** 对比万达电影、金逸影视、横店影视、上海联合四家 2019 年一季度票房数据, 上海联合与金逸影视票房增速跌幅相对较小, 万达电影与横店影视票房跌幅相对较大, 主要原因除了行业性整体票房下滑 9% 因素之外, 万达电影与横店影视在影院布局处于扩张状态, 新增影院在 1-2 年内内容处于培育期, 新增影院在没有足够多优质及爆款影片支撑下, 票房增速下跌幅度凸显, 若电影爆款增多叠加票价常态化下, 也将较先受益。

院线集中度角度看, 2019 年前十大院线占一季度票房 67.9%, 较 2018 年同期的 67.55% 提升 0.35 个百分点, 2019 年前五大影投占一季度票房 27.02%, 较 2018 年同期的 26.93% 提升 0.09 个百分点。2019 年一季度院线前五大及前十集中度均有所提升(见表 6); 前五大影投占一季度票房 27.02%, 提升 0.09 个百分点, 但 2019 年前十大影投占一季度票房 35.33%, 较 2018 年同期占比略有下滑, 凸显出全十大影投中后五大运营能力有所下降。

■ **2019 年第二季度票房增速有望回正。** 2019 年一季度由于春季档的高票价, 观影人次下滑 15%, 且观影人次的下滑可能带来潜在毛利率较高的非票业务收入下滑, 2019 年一季度院线标的龙头万达电影已下跌 1.4%; 四月中下旬已定档的中外影片关注度均较高如

《反贪风暴 4》《风中有朵雨做的云》《复仇者联盟 4: 终局之战》《雪暴》，五月又迎来四天小长假叠加 2018 年二季度票房低基数（2018 年第二季度分账票房 110.2 亿元，同比减少 7.7%），2019 年第二季度票房增速有望回正。

- **2019 年 3 月博纳影业取得院线牌照，院线牌照放开，市场加速竞争。** 2018 年 12 月 11 日国家电影局向各省、自治区、直辖市电影主管部门，各电影院线公司下发《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》，意见指出实现由电影大国向电影强国迈进，到 2020 年全国加入城市电影院线的电影院银幕总数达 8 万块以上，鼓励电影院线公司依法依规并购重组，鼓励跨地区、跨所有制进行院线整合，推动电影院线规模化、集约化发展，深化电影院线制改革。博纳影业取得院线牌照为院线市场加速竞争拉开序幕。
- **行业评级及投资策略** **推荐评级。**我们认为虽 2018 年电影市场经历了高开低走，2019 年 1 月开局差强人意，但我们也看到 2018 年的《红海行动》《我不是药神》，2019 年一季度的《流浪地球》（以 43 亿元暂居 2019 年票房冠军），中国已用作品证明其具备生产优质内容能力；**内容端看**，上映影片能否成为爆款，取决多种因素，但核心是电影内容引起观众共鸣；**渠道端看**，春季档涨价带来二线及以下观众对票价的敏感度类似压力测试，票价回归合理区间叠加优质内容，新增的观影观众有望逐步回归线下影院。**投资角度看**，内容公司在单部影片中参与制作、发行或联合发行方，可带来业绩弹性的可关注**光线传媒、华谊兄弟**；**院线角度看**，院线牌照放开下市场加速竞争，前五大影投集中度在 2019 年一季度已提升，后续有望继续提升，可关注**万达电影、横店影视**。
- **风险提示：** 市场竞争加剧风险；新传播媒体竞争的风险；优质影片供给的风险；募集资金投资项目实施的风险；新增折旧影响公司盈利能力的风险；业绩下滑的风险；人才资源不足风险；影院运营不及预期的风险；宏观经济波动风险；推荐公司业绩不及预期的风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-04-02 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
603103.SH	横店影视	25.30	0.73	0.71	0.76	34.66	35.63	33.29	买入
300251.SZ	光线传媒	8.94	0.28	0.46	0.36	32.17	19.43	24.83	买入
002739.SZ	万达电影	22.05	1.29	0.89	0.92	17.09	24.78	23.97	未评级
601595.SH	上海电影	15.29	0.69	0.72	0.92	22.16	21.24	16.62	未评级
300027.SZ	华谊兄弟	5.65	0.30	0.37	0.45	18.83	15.27	12.56	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：未评级盈利预测取自万得一致预期）

内容目录

1、 2019 一季度总结:分账票房 172 亿元 同比减少 9.3%.....	5
1.1、 票价上涨影响观影人次 前三部电影占比 46.1%集中度提升	5
1.2、 2019 一季度一至四线票房增速均下滑	6
2、 第二季度展望: 2019 年二季度票房增速有望回正	9
2.1、 《复仇者联盟 4》定档 4 月 24 日有望提振五一小长假.....	9
2.2、 2019 年二季度中外影片关注度均高.....	10
3、 院线牌照放开 市场加速竞争	12
4、 行业评级及投资策略	15
5、 风险提示	16

图表目录

图 1: 电影产业链各环节	12
图 2: 2009-2016 年中国城市院线及农村院线	13
表 1: 2017-2019 年一季度票房 (综合与分账)、观影人次、平均票房以及同比增速	5
表 2: 2019 年春节档七天假期票房数、出票数与日均票房数	6
表 3: 2018-2019 年一季度前三部影片票房及占一季报票房比例	6
表 4: 2019 年一季度总分账票房、一至四线分账票房以及同比增速	7
表 5: 2019 年一季度总分账票房、一至四线分账票房以及同比增速	8
表 6: 2018-2019 年一季度前五大、前十大院线、影投票房及占一季度票房比例	9
表 7: 2012-2019 年清明节档期票房、同比增速以及占全年比例 (2019 年为假设数据)	10
表 8: 2012-2019 年五一档期票房、同比增速以及占全年比例 (2019 年为假设数据)	10
表 9: 2017-2019 年季度分账票房以及同比增速 (2019 年余下三个季度为假设)	11
表 10: 2019 年 4-5 月拟将上映的重点电影及基本情况	11
表 11: 2009-2018 年中国电影银幕数、新增银幕数以及同比增速	14

1、2019 一季度总结:分账票房 172 亿元 同比减少 9.3%

1.1、票价上涨影响观影人次 前三部电影占比 46.1% 集中度提升

2019 年一季度全国总票房 186.05 亿元,同比减少 8%,分账票房 171.85 亿元,同比减少 9.3%;观影人次 4.77 亿次,同比减少 15%,2019 年一季度观影人次减少超 8000 万;单月平均票价看,2019 年 2 月平均票价 39.4 元,同比增加 10.06%,为近三年中二月单月平均增速的峰值,仅春节档七天中,日均票房增幅在 10%左右,但总体春季档票房出票同比减少 9.5%,减少 1376 万张,票价涨跌对观影人次的增减影响凸显观众对票价的敏感度仍较高。

表 1: 2017-2019 年一季度票房 (综合与分账)、观影人次、平均票房以及同比增速

2017 年	票房含服务费 (亿元)	票房不含服务费 (亿元)	票房不含服务费同比增速	人次 (亿次)	人次同比增速	平均票价 (元)	平均票价同比增速
201701	48.92	46.14		1.36		33.80	2.42%
201702	61.7	57.79		1.72		33.60	-5.62%
201703	33.66	31.46		1.02		30.90	-9.38%
2017Q1合计	144.28	135.39		4.10			-12.58%
2017Q1同比增速	-0.3%	-6.4%		-2.1%			
2018 年	票房含服务费 (亿元)	票房不含服务费 (亿元)	票房不含服务费同比增速	人次 (亿次)	人次同比增速	平均票价	平均票价同比增速
201801	49.5264	46.12	0%	1.48	9%	31.10	-7.99%
201802	101.477	95.38	65%	2.66	55%	35.80	6.55%
201803	51.21	48.00	53%	1.47	44%	32.60	5.50%
2018Q1合计	202.21	189.50		5.61			4.06%
2018Q1同比增速	40.2%	40.0%		36.8%			
2019 年	票房含服务费 (亿元)	票房不含服务费 (亿元)	票房不含服务费同比增速	人次 (亿次)	人次同比增速	平均票价 (元)	平均票价同比增速
201901	33.68	31.02	-33%	0.97	-35%	32.10	3.22%
201902	110.97	103.09	8%	2.61	-2%	39.40	10.06%
201903e	41.40	37.74	-21%	1.19	-19%	31.00	-4.91%
2019Q1合计	186.05	171.85		4.77			8.36%
2019Q1同比增速	-8.0%	-9.3%		-15.0%			

资料来源:猫眼 app、国海证券研究所

表 2: 2019 年春节档七天假期票房数、出票数与日均票房数

2019 春节档	总出票 (万张)	总出票同比增速	网售出票 (万张)	猫眼出票 (万张)	网售出票占比	猫眼占网售出票比例	日均单价 (元)	日均单价同比增速
20190204	110.6	16.42%	96.0	54.6	86.80%	56.88%	34.4	7.8%
春节初一 20190205	3212.0	-1.56%	2939.1	1753.1	91.50%	59.65%	42.2	13.1%
初二 20190206	2210.7	-14.22%	1956.8	1116	88.51%	57.03%	42.0	10.5%
初三 20190207	2071.8	-11.82%	1826.2	1051.1	88.15%	57.56%	41.7	9.7%
初四 20190208	1918.3	-11.54%	1677.4	975.6	87.44%	58.16%	41.2	9.3%
初五 20190209	1876.8	-8.83%	1627	940	86.69%	57.78%	41.0	9.9%
初六 20190210	1753.7	-13.12%	1510.4	865.8	86.13%	57.32%	40.9	9.7%
春节档合计	13153.9		11632.9	6756.2	88.44%	58.08%		
春节档总出票同比增速	-9.471%							
春节档减少出票数	-1376.20							

资料来源: 猫眼 app、国海证券研究所

电影角度看, 春节档 (2019 年 2 月 5 日) 上映的三部电影位居 2019 年一季度的冠亚季军, 《流浪地球》以 43.23 亿元分账票房占比 25.1%, 《疯狂的外星人》以 20.45 亿元分账票房占比 11.8%, 《飞驰人生》以 15.94 亿元分账票房占比 9.2%, 前三部合计占一季度票房比例为 46.1%, 2018 年同期前三部《红海行动》《唐人街探案 2》《捉妖记 2》分别以 33.75/31.84/21.21 亿元占比 17.8%/16.7%/11.1%, 前三部合计占一季度票房比例为 45.6%, 2019 年一季度借助《流浪地球》的爆款, 前三部电影票房集中度提升 0.5 个百分点。

表 3: 2018-2019 年一季度前三部影片票房及占一季报票房比例

	2018 (2 月 16 日 上映)	分账票房 (亿元)	占一季度票房 比例	2019 (2 月 5 日 上映)	分账票房 (亿 元)	占一季度票房 比例
1	《红海行动》	33.75	17.8%	《流浪地球》	43.23	25.1%
2	《唐人街探案 2》	31.84	16.7%	《疯狂的外星人》	20.45	11.8%
3	《捉妖记 2》	21.21	11.1%	《飞驰人生》	15.94	9.2%
合计			45.6%			46.1%

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

由于 2019 年春季档较 2018 年提前 10 天, 部分影片集中抢占春季档致贺岁档无爆款加持 2019 年 1 月票房 (单月分账 31 亿元, 同比减少 33%, 观影人次下滑 35%), 2019 年 3 月后半月无春节档二次加热下, 以及过了窗口期的《疯狂外星人》《新喜剧之王》转到线上分流院线票房下, 关注度较高影片档期排列不均致使月度票房数据、观影人次波动较大, 票价的上涨 (票补减少) 以及春季档后无爆款接档、线上分流致观影人次下滑。

针对票房票补, 猫眼娱乐财报会议中指出, 票房票补在 2019 年春季档已趋向理性, 猫眼平台的补贴金额下降。通过票房补贴拉动观影人次的促销模式已弱化, 市场逐渐从票价补贴驱动转向内容驱动。中长期看, 回归内容竞争而非资本补贴竞争下行业数据趋向健康与真实, 也利于优质影片排档。

1.2、2019 一季度一至四线票房增速均下滑

分类看, 2019 年一季度中一二线与三四线票房增速均下滑, 其中一二线分账票房 29 亿元/66 亿元, 同比分别减少 6.4%/9.5%, 三四线分账票房 29 亿元/46 亿

元，同比分别减少 9.8%/11.3%，二三四线票房下跌幅度超过全国总票房跌幅。

表 4: 2019 年一季度总分账票房、一至四线分账票房以及同比增速

月份	全国总计分账票房			一线城市			二线城市		
	2019年	2018年	同比增长	2019年	2018年	同比增长	2019年	2018年	同比增长
1	31.02	46.12	-32.74%	6.29	9.43	-33.25%	12.82	19.22	-33.30%
2	103.17	95.38	8.17%	14.58	11.81	23.45%	37.63	34.22	9.96%
3	37.74	48.00	-21.38%	8.27	9.89	-16.35%	16.00	20.03	-20.12%
1-3月	171.93	189.50	-9.3%	29.15	31.13	-6.37%	66.45	73.47	-9.55%

月份	三线城市			四线城市		
	2019年	2018年	同比增长	2019年	2018年	同比增长
1	4.64	6.83	-32.06%	7.03	10.45	-32.74%
2	19.24	18.44	4.34%	30.93	30.49	1.44%
3	5.42	7.21	-24.78%	7.81	10.66	-26.70%
1-3月	29.30	32.48	-9.78%	45.77	51.60	-11.29%

资料来源：猫眼 app、国海证券研究所

院线角度，上海联合与金逸影视票房增速相对跌幅较小，万达电影与横店影视票房相对跌幅较大。对比万达电影、金逸影视、横店影视、上海联合四家 2019 年一季度票房数据，万达电影在 2019 年一季度中总票房 22.2 亿元，同比减少 11.57%，其中，一二线票房分别为 2.24 亿元/9.95 亿元，同比减少 9.17%/15.68%；三四线票房分别为 4.11 亿元/5.83 亿元，同比减少 14.5%/2%；对比之下，金逸影视在 2019 年一季度中总票房 8.8 亿元，同比减少 6.4%，其中，一二线票房分别为 2.14 亿元/3.22 亿元，同比分别减少 8.5%/5.4%，三四线票房分别为 1.3 亿元/1.6 亿元，同比分别减少 11%/0.26%，上海联合与金逸影视票房增速相对跌幅较小，万达电影与横店影视票房相对跌幅较大，主要原因除了行业性整体票房下滑 9% 因素之外，万达电影与横店影视在影院布局处于扩张状态，新增影院在 1-2 年内内容处于培育期，新增影院在没有足够多优质及爆款影片支撑，票房增速下跌趋势进而凸显，若电影爆款增多叠加票价常态化下，最先受益的也将这两家。

表 5: 2019 年一季度总分账票房、一至四线城市分账票房以及同比增速

万达电影	公司总票房 (亿元)		同比增速	一线城市票房 (亿元)		同比增速	二线城市票房 (亿元)		同比增速	三线城市票房 (亿元)		同比增速	四线城市票房 (亿元)		同比增速
	2019年	2018年		2019年	2018年		2019年	2018年		2019年	2018年		2019年	2018年	
1月	4.27	6.08	-29.77%	0.48	0.68	-28.81%	2.01	3.04	-33.88%	0.75	1.08	-30.97%	1.03	1.28	-19.53%
2月	13.02	12.35	5.43%	1.13	1.01	11.88%	5.56	5.47	1.65%	2.56	2.57	-0.39%	3.75	3.29	13.98%
3月	4.87	6.63	-26.55%	0.62	0.77	-19.39%	2.38	3.29	-27.66%	0.81	1.16	-30.44%	1.05	1.38	-23.91%
1-3月	22.16	25.06	-11.57%	2.24	2.46	-9.17%	9.95	11.80	-15.68%	4.11	4.81	-14.50%	5.83	5.95	-2.02%

金逸影视	公司总票房 (亿元)		同比增速	一线城市票房 (亿元)		同比增速	二线城市票房 (亿元)		同比增速	三线城市票房 (亿元)		同比增速	四线城市票房 (亿元)		同比增速
	2019年	2018年		2019年	2018年		2019年	2018年		2019年	2018年		2019年	2018年	
1月	1.51	2.23	-32.29%	0.47	0.74	-36.41%	0.61	0.87	-30.01%	0.20	0.31	-36.10%	0.23	0.30	-24.22%
2月	4.76	4.17	14.15%	1.05	0.86	22.53%	1.83	1.59	15.09%	0.81	0.77	4.33%	1.06	0.93	14.12%
3月	1.94	2.37	-18.14%	0.62	0.75	-16.48%	0.78	0.94	-17.27%	0.26	0.34	-23.11%	0.28	0.34	-18.25%
1-3月	8.21	8.77	-6.39%	2.14	2.34	-8.52%	3.22	3.40	-5.42%	1.27	1.43	-11.07%	1.57	1.57	-0.26%

横店影视	公司总票房 (亿元)		同比增速	一线城市票房 (亿元)		同比增速	二线城市票房 (亿元)		同比增速	三线城市票房 (亿元)		同比增速	四线城市票房 (亿元)		同比增速
	2019年	2018年		2019年	2018年		2019年	2018年		2019年	2018年		2019年	2018年	
1月	1.3	2.06	-36.89%	0.06	0.10	-46.56%	0.45	0.78	-41.70%	0.20	0.30	-35.61%	0.60	0.88	-32.34%
2月	5.03	4.68	7.48%	0.14	0.14	0.75%	1.35	1.30	3.85%	0.80	0.79	1.14%	2.72	2.44	11.48%
3月	1.54	1.98	-22.22%	0.07	0.11	-31.02%	0.56	0.73	-22.84%	0.22	0.30	-26.83%	0.69	0.85	-18.26%
1-3月	7.87	8.72	-9.75%	0.27	0.35	-22.93%	2.36	2.80	-15.68%	1.21	1.39	-12.91%	4.01	4.17	-3.84%

上海联和	公司总票房 (亿元)		同比增速	一线城市票房 (亿元)		同比增速	二线城市票房 (亿元)		同比增速	三线城市票房 (亿元)		同比增速	四线城市票房 (亿元)		同比增速
	2019年	2018年		2019年	2018年		2019年	2018年		2019年	2018年		2019年	2018年	
1月	2.56	3.66	-30.05%	1.07	1.54	-30.52%	0.97	1.41	-30.95%	0.27	0.39	-29.09%	0.23	0.32	-26.97%
2月	7.43	6.17	20.42%	2.31	1.80	28.33%	2.87	2.47	16.19%	1.14	0.97	16.99%	1.06	0.90	18.04%
3月	3.27	3.86	-15.28%	1.42	1.61	-11.80%	1.23	1.48	-16.89%	0.33	0.40	-18.96%	0.29	0.35	-18.64%
1-3月	13.26	13.69	-3.14%	4.8	4.95	-3.03%	5.07	5.36	-5.34%	1.74	1.76454	-1.32%	1.58	1.57099	0.62%

资料来源: 猫眼 app、国海证券研究所

- 院线集中度角度看, 2019 年前十大院线占一季度票房 67.9%, 较 2018 年同期的 67.55% 提升 0.35 个百分点, 2019 年前五大影投占一季度票房 27.02%, 较 2018 年同期的 26.93% 提升 0.09 个百分点

2019 年一季度前五大院线合计 78.47 亿元, 占一季度总票房 45.6%; 前十大院线合计 116.78 亿元, 占一季度总票房 67.9%; 影投集中度角度看, 2019 年一季度前五大影投合计 46.47 亿元, 占一季度总票房 27.02%; 前十大影投合计 60.76 亿元, 占一季度总票房 35.33%; 2019 年一季度院线前五大及前十集中度均有所提升; 前五大影投占一季度票房 27.02%, 提升 0.09 个百分点, 但 2019 年前十大影投占一季度票房 35.33%, 较 2018 年同期占比略有下滑, 凸显出全十大影投中后五大运营能力有所下降。

表 6: 2018-2019 年一季度前五大、前十大院线、影投票房及占一季度票房比例

2019年一季度院线Top5、Top10占一季度全国总票房比例			2018年一季度院线Top5、Top10占一季度全国总票房比例		
	2019年1-3月全国不含服务费票房	172		2018年1-3月全国不含服务费票房	189.5
1	万达电影	23.51	1	万达电影	25.06
2	大地院线	17.75	2	大地院线	19.31
3	上海联和	13.31	3	上海联和	13.69
4	中影南方	12.26	4	中影南方	12.95
5	中影数字	11.64	5	中影数字	13.39
	Top5合计	78.47		Top5合计	84.4
	Top5占一季度全国票房比例	45.62%		Top5占一季度全国票房比例	44.54%
6	中影星美	9.36	6	中影星美	13.23
7	金逸影视	8.24	7	金逸影视	8.77
8	横店影视	7.9	8	横店影视	8.72
9	华夏联合	6.3	9	华夏联合	6.82
10	幸福蓝海	6.51	10	幸福蓝海	6.07
	Top10合计	116.78		Top10合计	128.01
	Top10占一季度全国票房比例	67.90%		Top10占一季度全国票房比例	67.55%
2019年一季度影投Top5、Top10占全国总票房比例			2018年一季度影投Top5、Top10占全国总票房比例		
	2019年1-3月全国不含服务费票房	172		2018年1-3月全国不含服务费票房	189.5
1	万达院线	22.22	1	万达院线	24.81
2	大地影院	8.25	2	大地影院	9.2
3	横店院线	6.65	3	横店院线	7.53
	Top3合计	37.12		Top3合计	41.54
	Top3占一季度全国票房比例	22%		Top3占一季度全国票房比例	22%
4	CGV影城	4.85	4	CGV影城	4.78
5	金逸影视	4.5	5	金逸影视	4.72
	Top5合计	46.47		Top5合计	51.04
	Top5占一季度全国票房比例	27.02%		Top5占一季度全国票房比例	26.93%
6	中影投资	4.16	6	中影投资	4.57
7	星美影城	2.66	7	星美影城	5.63
8	百老汇	2.52	8	百老汇	2.49
9	耀莱影城	2.49	9	耀莱影城	2.73
10	博纳影业	2.46	10	博纳影业	2.49
	Top10合计	60.76		Top10合计	68.95
	Top10占一季度全国票房比例	35.33%		Top10占一季度全国票房比例	36.39%

资料来源: 猫眼 app、国海证券研究所

2、 第二季度展望: 2019 年二季度票房增速有望回正

2.1、 《复仇者联盟 4》定档 4 月 24 日有望提振五一小长假

回看 2012-2018 年, 清明节票房占全年票房比例在 1-1.3% 区间, 进而其档期表现对全年业绩贡献较小。相比之下, 2012-2018 年五一档票房占全年票房比例在 1.3-2% 区间, 五一若有爆款电影可提振 5-6 月票房, 也是第二季度的观察点。

2018 年第二季度单季度 4-6 月分账票房 110.17 亿元, 2018 年五一档 9.35 亿元, 同比增速 26.5%, 其中票房冠军为国产片《后来的我们》, 该片在上映档期内贡献 2018 年第二季度 12.66 亿元; 对比 2019 年五一档在《复仇者联盟 4》加持下, 我们预计 2019 年五一档票房增速约为 20-30%。若 2019 年五一档增速分别为 25%/30%, 即 2019 年五一档分账票房需分别为 11.7/12.2 亿元, 以《复联 3》取得 22 亿元票房为先例, 预计《复仇者联盟 4: 终局之战》将提振 2019 年五

一档票房；同时，2018年《复联3》上映于2018年5月11日分账票房22.37亿元，2019年4月24日《复联4》的定档也有望对冲2018年5月的票房。

表 7：2012-2019 年清明节档期票房、同比增速以及占全年比例（2019 年为假设数据）

	清明假期区间	清明档期票房 (亿元)	同比增速 (%)	全年占比(%)	清明档票房冠军
2012	4.2-4.4	1.45		0.88%	《诸神之怒》
2013	4.4-4.6	2.82	94.29%	1.31%	《北京遇上西雅图》
2014	4.5-4.7	3.69	30.78%	1.25%	《美国队长2》
2015	4.4-4.6	5.22	41.40%	1.19%	《战狼》
2016	4.2-4.4	5.85	12.09%	1.29%	《我的特工爷爷》
2017	4.2-4.4	5.61	-4.17%	1.07%	《金刚：骷髅岛》
2018	4.5-4.7	6.40	14.16%	1.13%	《头号玩家》
2019E	4.5-4.7	6.50	1.54%		4.5-4.7为清明假期，目前猫眼档期期为7部
		7.00	9.35%		
		7.50	17.16%		

资料来源：猫眼 app、国海证券研究所

表 8：2012-2019 年五一档期票房、同比增速以及占全年比例（2019 年为假设数据）

	五一假期区间	五一档期票房 (亿元)	同比增速 (%)	全年占比(%)	五一档票房冠军	冠军电影总 票房(亿 元)
2012	4.29-5.1	2.34		1.41%	《泰坦尼克号3D》(2012-4-10)	9.46
2013	4.29-5.1	4.49	91.63%	2.09%	《致我们终将逝去的青春》(2013-4-26)	7.19
2014	5.1-5.3	3.75	-16.48%	1.27%	《同桌的你》(2014-4-25)	4.55
2015	5.1-5.3	6.35	69.33%	1.45%	《速度与激情7》(2015-4-12)	24.26
2016	4.30-5.2	6.57	3.46%	1.44%	《北京遇上西雅图之不二情书》(2016-4-29)	7.85
2017	4.29-5.1	7.39	12.48%	1.41%	《速度与激情8》(2017-4-14)	25.18
2018	4.29-5.1	9.35	26.52%	1.65%	《后来的我们》(2018-4-28)	12.66
2019E	5.1-5.4	11.22	20.00%		《复仇者联盟4：终局之战》(2019-4-24 中国) 2D/3D)	30
		11.69	25.00%			40
		12.16	30.00%			50

资料来源：猫眼 app、国海证券研究所

2.2、2019 年二季度中外影片关注度均高

2018 年单季度看，由于春季档的爆款《红海行动》助推 2018 年一季度分账票房同比增速 40%，随后无爆款下 2018 年二季度同比增速为-7.7%，2018 年三季度由于国产片《我不是药神》(7 月 5 日上映)助推 2018 年三季度票房增速回正至 8%，2018 年第四季度的贺岁档影片市场较冷，大片抢占 2019 年春季档进而单季度票房下滑 11.9%，由于电影市场呈现季节的波动性，进而公司业绩层面

如院线标的的业绩也会呈现季节的波动，2019年一季度由于春季档的高票价，观影人次下滑15%，且观影人次的下滑可能带来潜在毛利率较高的非票业务收入下滑，一季度院线标的龙头万达电影下跌1.4%。

表 9: 2017-2019 年季度分账票房以及同比增速 (2019 年余下三个季度为假设)

2017季度	2017季度分账票房	同比增速	2018季度	2018季度分账票房	同比增速	2019季度	2019季度分账票房	同比增速 (E)
2017Q1	135.39	-6.1%	2018Q1	189.5	40.0%	2019Q1	171.93	-9.3%
2017Q2	119.43	18.3%	2018Q2	110.2	-7.7%	2019Q2(假设)	120.12	9%
2017Q3	145.79	34.4%	2018Q3	157.57	8.1%	2019Q3(假设)	181.21	15%
2017Q4	123.2	22.5%	2018Q4	108.49	-11.9%	2019Q4(假设)	135.61	25%
年度合计	523.86		年度合计	565.84		年度合计 (E)	608.87	
				8.0%			7.6%	

资料来源: 猫眼 app、国海证券研究所

*Q1\Q2\Q3\Q4 分别为第一季度、第二季度、第三季度、第四季度

目前阶段看，4月份中下旬定档影片较丰富较如《反贪风暴4》《风中有朵雨做的云》《秦明生死语者》《复仇者联盟4:终局之战》《雪暴》，2015年新经典出品的《祈祷落幕时》(东野圭吾)获2014年吉川英治文学奖，其同名电影定档即将于2019年4月12日登陆中国大荧幕，以及4月份待定的根据严歌苓小说改编的《妈阁是座城》，四月中下旬已定档的中外影片关注度均较高，五月又迎来四天小长假以及叠加2018年二季度票房低基数，2019年第二季度票房增速有望回正。

表 10: 2019 年 4-5 月拟将上映的重点电影及基本情况

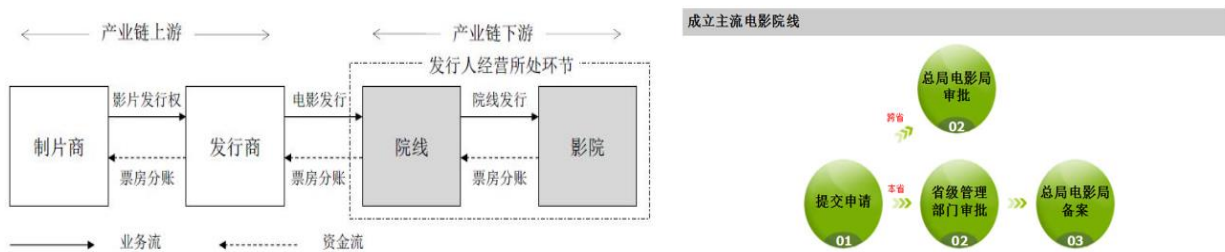
上映时间	影片名	制作/出品公司	发行公司
2019年4月4日	反贪风暴4	天马影联影视文化(北京)/东方影业	天津猫眼微影文化传媒/耳东影业(天津)
2019年4月4日	风中有朵雨做的云	北京光线影业有限公司等	霍尔果斯青春光线影业有限公司
2019年4月5日	奇迹:追逐彩虹	见证分享(北京)文化投资/Iron Films Limited/Friendship Films (The Wonder) Limited	北京星美影视发行/北京南宋御街文化传媒
2019年4月5日	雷霆沙赞	美国华纳兄弟影业公司等	中国电影集团公司/华夏电影发行
2019年4月11日	秦明生死语者	乐视影业/天津猫眼等	乐视影业等
2019年4月19日	转型团伙	爱奇艺影业等	凤凰传奇影业等
2019年4月24日	复仇者联盟4:终局之战	美国漫威影业/华特迪士尼	-
2019年4月30日	雪爆	麦颂影视等	和力辰光等
2019年4月待定	妈阁是座城	北京文化/博纳影业	伯乐影视/完美影视等
2019年5月1日	下一任:前任	中青新影等	影聚天际等
2019年5月1日	东北往事之二十年	霍尔果斯青春光线等	耳东文化等

资料来源: 猫眼电影、国海证券研究所

3、院线牌照放开 市场加速竞争

2001年12月，广电总局和文化部颁发《关于改革电影发行放映机制的实施细则(试行)》，明确提出院线制将成为我国电影发行放映的主要机制，减少发行层次，改变按行政区域计划供片模式，变单一的多层次发行为以院线为主的一级发行，发行公司和制片单位直接向院线公司供片。2002年6月，全国首批30条电影院线正式成立运营，院线制全面改革打破了按行政区域划分的计划供片模式。开启我国电影市场运行机制新模式。院线制建立初期，大多数院线由当地省、市电影公司改制而成。伴随市场准入的不断放宽，国家允许、鼓励民营资本进入院线竞争，以万达电影为代表的民营院线迅速崛起并形成全国化的竞争格局。截至2016年底，中国城市院线数48条。

图 1：电影产业链各环节



资料来源：2016年中国电影市场报告、广电总局、国海证券研究所

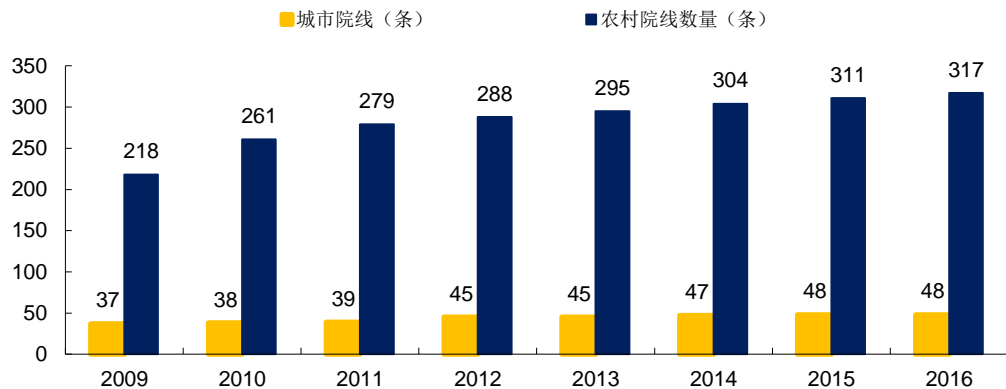
2018年12月11日，国家电影局向各省、自治区、直辖市电影主管部门，各电影院线公司下发《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》，指出推动中国电影在新时代迈上新台阶，实现由电影大国向电影强国迈进，现就进一步加快电影院建设、促进电影市场繁荣发展提出意见：

- 1、到2020年，全国加入城市电影院线的电影院银幕总数达到8万块以上，电影院和银幕分布更加合理，与城镇化水平和人口分布更加匹配；
- 2、大中城市电影院建设提质升级，先进放映技术和设施广泛应用，舒适度等观影体验进一步提升；
- 3、县级城市影院数量稳步增长，有条件的地区加入城市院线的乡镇电影院数量快速增长；
- 4、院线制改革不断深化，涌现出一批实力较强、经营规范、资产联结为主的大型骨干电影院线，特色院线形成差异化优势。

同时，本次意见鼓励电影院线公司依法依规并购重组，鼓励跨地区、跨所有制进行院线整合，推动电影院线规模化、集约化发展，深化电影院线制改革。鼓励发展电影院线公司，按照“统一品牌、统一排片、统一经营、统一管理”的要求，投资建设或收购电影院，扩大规模，加强管理，提升服务。该意见指出，成立电影院线公司须具备以下条件：

- (1) 控股影院数量不少于 50 家或银幕数量不少于 300 块。
- (2) 控股影院上一年度合计票房收入不低于 5 亿元。
- (3) 所属影院正常上缴电影事业发展专项资金。
- (4) 最近三个年度申请主体无违法违规经营行为, 未受到行政处罚或其他处理。
- (5) 最近三个年度所属影院因违法违规经营行为受到行政处罚或其他处理的不超过 3 家, 且处罚期已满, 处罚措施已执行落实并整改到位

图 2: 2009-2016 年中国城市院线及农村院线



资料来源: 中国电影招股书、横店影视招股书、国海证券研究所

如下表, 2018 年电影银幕 6 万块, 同比增速 18.31%, 该增速超过 2018 年全干过电影 8% 增速, 单银幕产出拐点未至, 但我们也看到新增银幕数的同比增速从 2016 年的 18.88% 下降至 2017 年的 0.47%, 2018 年新增银幕数为 -3.06%。2018 年 12 月院线新政之后, 2019 年 3 月 19 日博纳影业取得院线牌照。截至 2018 年年底博纳已完成 68 家影院, 收购近 30 家影城, 2019 年预计将新开 25 家, 实现 2019 年年底的 100 家影院 (15 亿元票房), 博纳院线牌照的发放, 也凸显出院线牌照市场化放开, 进入与退出机制也将利于行业集中度提升。

表 11: 2009-2018 年中国电影银幕数、新增银幕数以及同比增速

	中国电影银幕数 (块)	银幕同比增长	中国电影银幕新增数 (块)	新增银幕数同比增速
2009	4723		526	
2010	6256	32.46%	1533	191.44%
2011	9286	48.43%	3030	97.65%
2012	13118	41.27%	3832	26.47%
2013	18195	38.70%	5077	32.49%
2014	23592	29.66%	5397	6.30%
2015	31627	34.06%	8035	48.88%
2016	41179	30.20%	9552	18.88%
2017	50776	23.31%	9597	0.47%
2018	60079	18.32%	9303	-3.06%

资料来源: 中国电影协会、CBO、猫眼 app、wind 资讯、国海证券研究所

4、行业评级及投资策略

推荐评级。我们认为虽 2018 年电影市场经历了高开低走，2019 年 1 月开局差强人意，但我们也看到 2018 年的《红海行动》《我不是药神》，2019 年一季度的《流浪地球》（以 43 亿元暂居 2019 年票房冠军），中国已用作品证明其具备生产优质内容能力；**内容端看**，上映影片能否成为爆款，取决多种因素，但核心是电影内容引起观众共鸣；**渠道端看**，春季档涨价带来二线及以下观众对票价的敏感度类似压力测试，票价回归合理区间叠加优质内容，新增的观影观众有望逐步回归线下影院。投资角度看，内容公司在单部影片中参与制作、发行或联合发行方，可带来业绩弹性的可关注光线传媒、华谊兄弟；院线角度看，院线牌照放开下市场加速竞争，前五大影投集中度在 2019 年一季度已提升，后续有望继续提升，可关注万达电影、横店影视。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-04-02 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
603103.SH	横店影视	25.30	0.73	0.71	0.76	34.66	35.63	33.29	买入
300251.SZ	光线传媒	8.94	0.28	0.46	0.36	32.17	19.43	24.83	买入
002739.SZ	万达电影	22.05	1.29	0.89	0.92	17.09	24.78	23.97	未评级
601595.SH	上海电影	15.29	0.69	0.72	0.92	22.16	21.24	16.62	未评级
300027.SZ	华谊兄弟	5.65	0.30	0.37	0.45	18.83	15.27	12.56	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：未评级盈利预测取自万得一致预期）

5、风险提示

- 1) 市场竞争加剧风险;
- 2) 新传播媒体竞争的风险; 优质影片供给的风险;
- 3) 新增折旧影响公司盈利能力的风险;
- 4) 业绩下滑的风险; 人才资源不足风险;
- 5) 影院运营不及预期的风险;
- 6) 宏观经济波动风险; 推荐公司业绩不及预期的风险;

【传媒与互联网组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

朱珠，会计学学士、商科硕士，拥有实业及资产管理从业经历，目前主要负责文化传媒、互联网行业研究

【分析师承诺】

代鹏举，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。