



回到电影最初的样子

投资要点

- **2019年票房增速继续回调。**2019年前四个月,全国累计实现票房约233亿(含服务费),较2018年前四个月241亿的水平下降了3%,票房市场整体依旧没有找到新的增长点,少数爆款很难带动全国票房反弹,未来票房增长水平将维持在一个相对平稳的区间。
- **票价提高压制观影需求。**2019年前四个月全国平均电影票价为39.4元,较2018年35.3元的水平增长超过10%。从2012年开始,全国的平均票价一直围绕35元上下浮动,且均没有超过36元,2019年全国的平均票价较往昔,出现了明显的上涨,冲击观影需求、导致票房增速乏力。
- **电影是一个价格需求弹性敏感的行业。**我们认为,电影市场是一个需求对价格相对比较敏感的领域,观众观影成本的上升,将直接导致需求的下降,这种成本的上升可以是绝对的(票补消失、提高票价)、也可以是相对的(网络视频观看的普及)。总而言之,受众对价格是关注且会影响消费决策的,从历史上几次观影成本提高和互联网流媒体的发展,都能印证上述观点。
- **欣赏水平不断升级的观众。**从2017年开始,全国观影群众的审美偏好就开始逐步转变,由前期注重IP和卡司转向内容本身;好口碑成为驱动好票房成绩的根本性因素,而卡司和IP相对弱化;尤其是纯粹的流量明星正在逐步退出院线大电影市场,行业回归初心。
- **院线的抉择。**目前,头部院线的集中度正在缓步提升;另一方面,三四线城市依旧是票房的主要增长动力。所以,要想提高市场份额,性价比相对更好的办法是继续做渠道下沉;而下沉的渠道受制于培育期和区域消费能力,盈利水平短期又难以快速体现,将冲击影院短期财务状况。在这样两个背景下,院线将面临扩大规模提升收入还是收缩扩张,保持盈利能力的抉择之中。
- **内容好还要时候好。**好的影视内容当然是决定一部电影是否成功的必要因素,但并非充分条件。我们认为,好的内容需要和当期社会舆论痛点匹配,直击观众内心需求才是决定爆款的关键。回顾《战狼2》、《我不是药神》、《流浪地球》等现象级作品,无不是恰好和当期社会舆论主要的关注点所契合,释放观众的内心潜在需求才是电影应该做的事。
- **回归初心。**我们认为,首先是观众的回归初心,经历了各种套路的中国观众,已经开始逐步把注意力回归到电影内容本身;观众的回归初心将带动制作方回归初心,近年来优秀的国产电影,噱头越来越少,诚意制作越来越多;最后是行业将回归为观众服务的宗旨,电影是满足人内心需求的产物,具备其他领域无法实现的心理满足感、优质影院体系作为实现这一切的渠道和平台、叠加高质量的体验感和社交属性,虽然已经由成长向消费切换,但仍然是非常优质的配置资产。
- **风险提示:**国家电影政策发生改变的风险、替代技术出现带来的风险。

西南证券研究发展中心

分析师:刘言

执业证号:S1250515070002

电话:023-67791663

邮箱:liuyan@swsc.com.cn

联系人:张闻宇

电话:021-58351917

邮箱:zwy@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源:聚源数据

基础数据

股票家数	152
行业总市值(亿元)	14,899.03
流通市值(亿元)	14,843.44
行业市盈率 TTM	27.66
沪深300市盈率 TTM	12.0

相关研究

1. 影视传媒行业周报(0505-0511):爱奇艺推出原创电影计划,影视现实题材崛起(2019-05-12)
2. 影视传媒行业周报(0428-0504):复联4票房近40亿,Q1游戏市场回暖(2019-05-06)
3. 影视传媒行业周报(0421-0427):复联4票房超20亿,电视剧去库存化(2019-04-28)
4. 影视传媒行业周报(0414-0420):宣发进入短视频时代,复联4预售票房近5亿(2019-04-21)
5. 影视传媒行业周报(0407-0413):复联4热度高涨,Q1游戏买量市场回暖(2019-04-14)

目 录

1 不再高增长的票房	1
全国票房增速逐步回落至理性增长区间	1
2 价格敏感的电影市场	2
2.1 2016 年票补大规模下降导致的观影成本上升	2
2.2 2018 年第四季度，国家再次严控票补	3
2.3 2019 年春节档的全面涨价明显压制观影人次	3
2.4 曾经的廉价娱乐已经“很贵”	4
3 观众终于升级了	5
3.1 口碑，已经成为电影的根本	5
3.2 电影已经不再是流量的天下	6
4 院线，新时期的新抉择	8
4.1 院线集中度开始提升	8
4.2 三四线城市依旧是票房主要增长动力	9
4.3 市场规模与盈利能力的抉择	9
5 爆款需要击中市场痛点	10
6 春节档、收入决定消费	11
结语	12

图 目 录

图 1: 2018.1-2019.4 全国票房情况.....	1
图 2: 2018、2019 年前四个月观影人次对比 (万人)	2
图 3: 全国平均票价走势 (元)	2
图 4: 2016 年的票房增长拐点.....	3
图 5: 2018 票补管制继续冲击票房.....	3
图 6: 春节档电影票价走势 (元)	4
图 7: 春节档观影人次走势 (亿人次)	4
图 8: 全国银幕总数.....	10
图 9: 单银幕产出 (万元)	10
图 10: 档期全国票房情况 (亿元)	11
图 11: 档期观影人次 (万人)	11

表 目 录

表 1: 2016-2019 年全国票房排名前十的作品口碑对比 (亿元)	5
表 2: 2018-2019 年综合流量明星排名.....	6
表 3: 当年票房排名前 5 的国产电影核心演员 (亿元)	7
表 4: 全国排名 TOP5 院线的市场占有率 (票房单位: 亿元)	8
表 5: 全国各线城市票房情况 (亿元)	9
表 6: 春节档各线城市票房情况 (亿元)	12

所有的失望都源于希望，对于大多数追逐成长的二级市场人士而言，这也许是近两年对电影行业相对贴切的内心写照。我们习惯于那个动辄 30% 以上行业增速的年代，似乎北美停滞多年的成熟市场只是另一个维度的传说。但，当各种故事讲到结局、当狂热资本回归理性，我们终要面对行业商业模式的增长本质：1) 更多的人看；2) 更贵的票价。所以，2019 年的电影市场现状，电影回归到他本来的样子，回归初心。

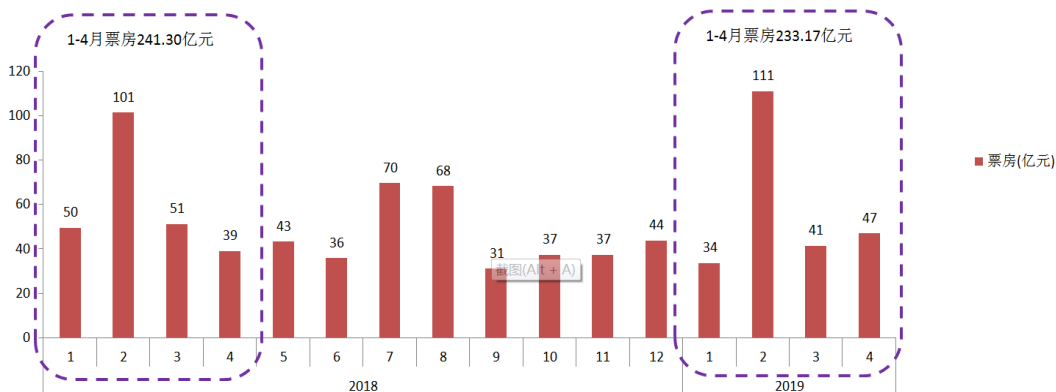
1 不再高增长的票房

2019 年，疲软的全国票房似乎也跟着地球一起在狼狈的“流浪”，即使超级英雄已尽全力，票房增速反弹的夙愿仍然竹篮打水。

全国票房增速逐步回落至理性增长区间

全国票房。2019 年前四个月，全国累计实现票房约 233 亿（含服务费），较 2018 年前四个月 241 亿的水平下降了 3%，票房市场整体依旧没有找到新的增长点，少数爆款很难带动全国票房反弹，在拉动全国票房增长的维度，《流浪地球》和《复仇者联盟 4》均超 40 亿票房也只是功亏一篑。

图 1：2018.1-2019.4 全国票房情况



数据来源：猫眼，西南证券整理

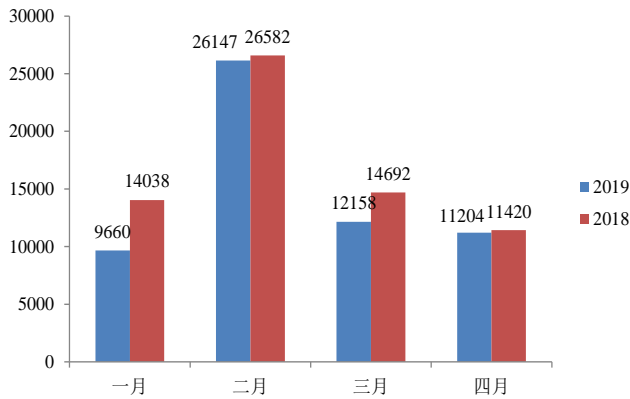
如果究其根本，全国票房无非是观影人次 \times 平均票价。

观影人次。2019 年前四个月，全国累计观影人次为 5.92 亿人次，较 2018 年 6.67 亿人次下滑了约 11%，且前 4 个月每个月观影人次的同比数据都处于下滑通道：1 月 0.97 亿人次（-34.74%）、2 月 2.61 亿人次（-1.64%）、3 月 1.22 亿人次（-17.25%）、4 月 1.12 亿人次（-1.89%）。

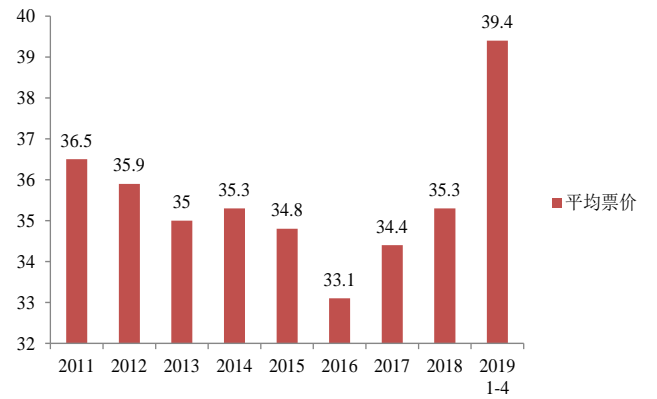
平均票价。2019 年最值得关注的变化，也就是平均票价。前四个月，全国平均电影票价为 39.4 元，较 2018 年 35.3 元的水平增长超过 10%。从 2012 年开始，全国的平均票价一直围绕 35 元上下浮动，且均没有超过 36 元，2019 年全国的平均票价较往昔，出现了明显的上涨。

从直观数据来看，2019 年前四个月票房整体成绩和 2018 年相比虽未能实现明显增长，

但是几乎相当；但更值得注意的是票房构成结构的变化，2019 年出现了明显的价格增长和需求下降的局面，我们认为，该现象或给整个院线产业乃至电影行业带来较为明显的影响，也说明了这个市场的供需本质。

图 2：2018、2019 年前四个月观影人次对比（万人）


数据来源：猫眼，西南证券整理

图 3：全国平均票价走势（元）


数据来源：猫眼，西南证券整理

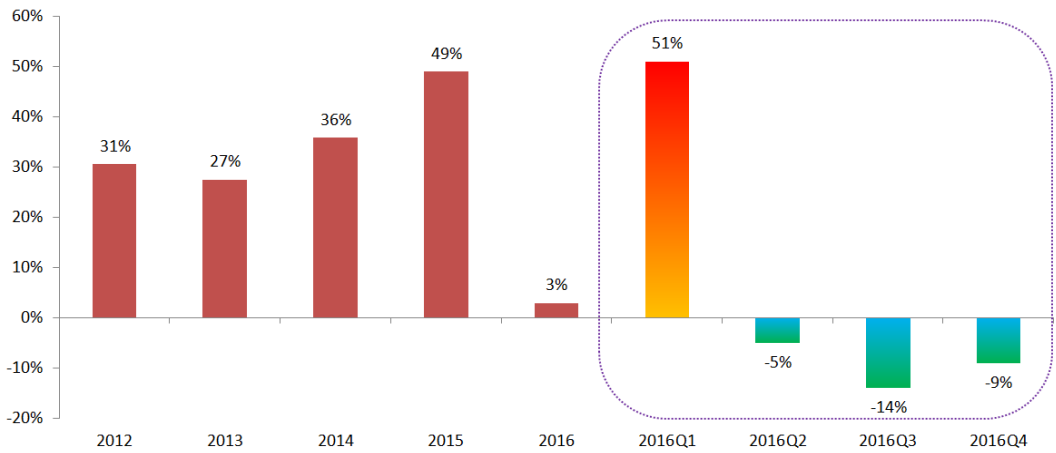
2 价格敏感的电影市场

电影是一个价格需求弹性敏感的行业。我们认为，电影市场是一个需求对价格相对比较敏感的领域，观众观影成本的上升，将直接导致需求的下降，这种成本的上升可以是绝对的（票补消失、提高票价）、也可以是相对的（网络视频观看的普及）。总归而言，受众对价格是关注且会影响消费决策的。

2.1 2016 年票补大规模下降导致的观影成本上升

2015 年，全国票房市场刚刚完成了 50% 的年度票房增长，全国票房累计突破 440 亿。2016 年第一季度，全国票房市场依旧高歌猛进，单季度票房突破 144 亿，同比增长超过 50%。但就在全市场继续推高全年票房预期的时候，2016 年第二季度票房却出现了急刹车，单季度票房为 100.9 亿，较 2015 年第二季度 106 亿的水平同比下降，这在传媒还是资本市场宠儿的年代几乎是不可想象的。

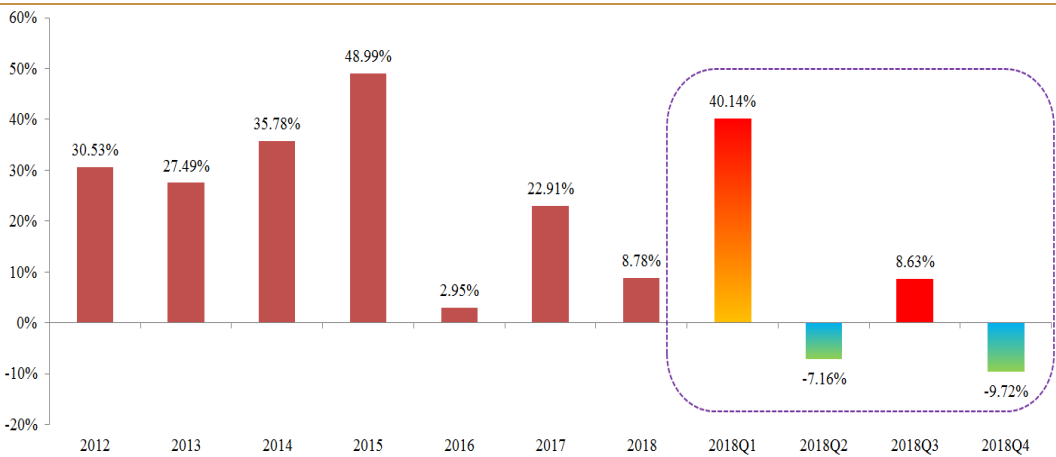
导致这一现象的核心原因就是国家打击虚假票房的背景下，各种类型的票补快速下降，2016 年全年票补不到 15 亿，较 2015 年 40+ 亿的水平大大下降，受众习惯的“9.9 元”看电影一夜之间从各大平台消失，而需要注意的是，全年平均票价虽然较 2015 年出现了约 2 元的下滑，但是这 2 元的降价远远不足以弥补受众需要自己承担以前由票补支撑的成本所带来的压力，市场也第一次对所谓的电影口红经济产生了动摇。

图 4：2016 年的票房增长拐点


数据来源：猫眼，西南证券整理

2.2 2018 年第四季度，国家再次严控票补

经过了一年多的适应期，市场逐步习惯了上涨以后的观影成本，2018 年第一季度票房开始回暖，尤其是第三季度，在 2017 年《战狼 2》的高基数下，单季度依旧实现了接近 10% 的增长，显示出观众的已经基本接纳目前的电影价格。但在 9 月底，从业者开始陆续发声，表示已经接到管理部门要求，严格限制电影票补。此举再一次提高观影成本，拖累了 2018 年第四季度的票房市场，票房增速应声下跌 10%。

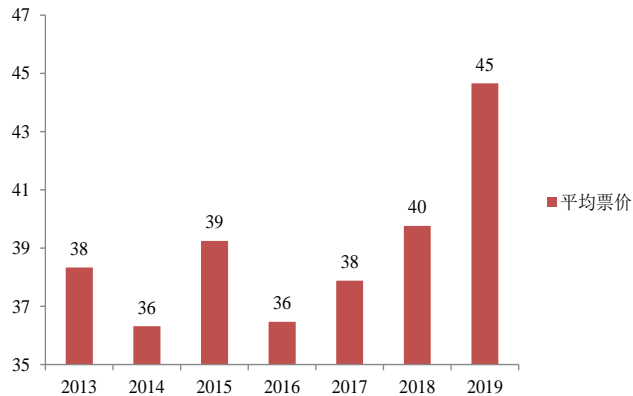
图 5：2018 票补管制继续冲击票房


数据来源：猫眼，西南证券整理

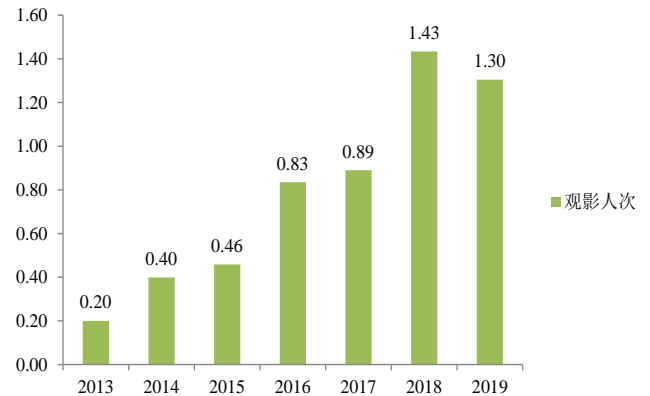
2.3 2019 年春节档的全面涨价明显压制观影人次

2019 年春节档，全国电影票价出现了一轮明显的上涨，全国平均票价首次突破 40 元，并接近 45 元的历史最高水平，比 2018 年提高了超过 10%；再叠加票补的基本消失，实际观影成本提高更多，直接导致 2019 年春节档观影人次出现了近年来的首次下滑，且下滑幅度超过 9%。

我们认为，当票价处于曾经 9.9 元的时候，观影的消遣属性导致受众在很大程度上对内容的容忍度比较高，但当票价已经超过 40 元甚至更多的时候，观众对于内容的要求会异常的苛刻，通俗的理解，即“一分钱一分货”，花了更多的钱，拍一个烂片来糊弄市场的行为将受到极大的排斥。

图 6：春节档电影票价走势（元）


数据来源：西南证券整理

图 7：春节档观影人次走势（亿人次）


数据来源：猫眼，西南证券整理

长期来看，推动票价增长的核心在于两个因素：1) 内容因素，即更好看的内容（整体而非单片）；2) 货币因素，即更高的收入水平，但这两个因素在短期内都很难发生明显的改变。于是，我们的结论是：在一定时间段内，电影的需求端对价格的敏感性是十分突出的，尤其是在电影已经不再属于“廉价娱乐品”的现在。我们认为，在如今票房+非票+广告“三驾马车”推动的院线市场，观影人次或是更重要的指标，因为除了票房，非票和广告的收入都和流量息息相关，所以，观影人次一旦出现下滑，市场的敏感度就会高于票房。好在，2019 年春节档以后，我们看到，全国票价开始明显回落。

2.4 曾经的廉价娱乐已经“很贵”

价格弹性不仅仅在于绝对的观影成本，有时候比较成本也尤为明显。

2014 年开始，受到资本市场无限青睐的电影市场被寄托了一个很重要的对抗周期属性，即“口红经济”论。但随着以 BAT 为代表的视频平台兴起以后，电影市场似乎已经显得不那么廉价。如今，腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆以及其他视频平台的月会员成本几乎不会超过 20 元，支付过后，除了仅仅延后一段时间看到院线大电影以外（极少影片会额外支付一个相对很低的观看费用），还能看到网大、综艺、电视剧等多种表现形式，且时间完全灵活。相比之下，仅从娱乐的角度，电影票的价格已经没有任何“廉价”优势，相反，影院观影成了一个追求高端观影效果、社交属性的较高端消费领域。所以，被市场寄予厚望的“小镇青年”发现，还有更便宜且娱乐性一点不差的消费项目以后，对电影的要求，已经不再是廉价消遣，而是提升到更高层次。所以，不仅仅自身、其他领域也在改变电影市场的需求弹性和消费选择。

3 观众终于升级了

根据前文对于电影市场的需求弹性的讨论，我们发现，现在市场普遍认为市场的观影水平在提高，也即是“这届观众终于升级了”，究其根本，或许观众因为电影市场化这么多年的洗礼，观影水平确实在提高；但从另一个角度而言，观众支付了更高的娱乐费用，自然会要求更好的观影体验，于是我们看到，“这届”观众更加注重内容，内容为王的直接原因，或许是一个“成本现象”。

3.1 口碑，已经成为电影的根本

我们认为，口碑在很大程度上能够反映出市场对一部电影的接纳程度，也即是这部电影是否是一部好的商业作品。

我们观测了 2016 年电影市场票房增长进入调整以后，全国票房排名前 10 的作品对应的豆瓣评分和猫眼评分，发现很明显的迹象，每一年票房排名靠前的作品，累计的口碑指数都在缓步增长：2018 年票房排名前 10 的作品，猫眼累计得分突破 90、豆瓣累计得分突破 70，在 2017 年的水平上进一步提高，考虑到 2019 年还有《八佰》、《攀登者》、《蜘蛛侠》等多部值得期待的作品，预计口碑指数将进一步提升。我们认为，该现象很好的显示出市场对于好口碑（也即是好内容）的作品，更加认可，也更愿意购票观看，内容为王成为票房核心驱动因素的迹象愈加凸显。

另一方面，前期比较火热的 IP，在进入 2016 年以后，对票房的吸引能力开始逐步减弱，尤其是在国产电影维度，该迹象更加明显，部分续作都未能继承前作的高口碑，虽然因为粉丝存在，还是获取了不错的票房成绩，但是经此一役，该 IP 的粉丝效应也被消耗殆尽，未来的 IP 效应更为孱弱。

表 1：2016-2019 年全国票房排名前十的作品口碑对比（亿元）

2019. 1-5 月					2018 年				
		票房	豆瓣评分	猫眼评分			票房	豆瓣评分	猫眼评分
1	流浪地球	46.55	7.9	9.2	1	红海行动	36.51	8.3	9.4
2	复仇者联盟 4	41.31	8.6	9.1	2	唐人街探案 2	33.98	6.7	9
3	疯狂外星人	22.02	6.4	8.5	3	我不是药神	31	9	9.6
4	飞驰人生	17.17	6.9	8.8	4	西虹市首富	25.48	6.5	9.2
5	大黄蜂	11.48	7	9.1	5	复仇者联盟 3	23.9	8.1	9
6	比悲伤更悲伤的故事	9.54	4.8	8	6	捉妖记 2	22.37	5	8.1
7	阿丽塔	8.96	7.6	9	7	毒液	18.7	7.2	9.2
8	反贪风暴	7.91	6.4	9.1	8	海王	18.52	7.6	9.4
9	熊出没	7.1	6.6	9.1	9	侏罗纪世界 2	16.96	6.7	8.6
10	新喜剧之王	6.24	5.7	8	10	前任 3	16.47	5.5	9.2
	合计	178.28	67.9	87.9		合计	243.89	70.6	90.7

表 1：2016-2019 年全国票房排名前十的作品口碑对比（亿元）（接上页）

2017 年					2016 年				
		票房	豆瓣评分	猫眼评分			票房	豆瓣评分	猫眼评分
1	战狼 2	53.1	7.1	9.7	1	美人鱼	33.86	6.7	9
2	速度与激情 8	25.18	7	9.3	2	疯狂动物城	15.28	9.2	9.5
3	羞羞的铁拳	20.69	6.9	9.1	3	魔兽 1	14.69	7.7	9
4	功夫瑜伽	16.45	5	8.4	4	美国队长 3	12.44	7.8	8.6
5	西游伏妖篇	15.62	5.5	7.7	5	三打白骨精	11.98	5.6	7.7
6	变形金刚 5	14.62	4.9	7.5	6	湄公河行动	11.82	8	9.3
7	摔跤吧爸爸	11.99	9	9.8	7	澳门风云 3	11.16	4.1	6.9
8	芳华	11.15	7.6	9	8	盗墓笔记	10.02	4.7	8
9	加勒比海盗 5	11.05	7.2	8.9	9	功夫熊猫	10.01	7.7	9
10	金刚骷髅岛	10.94	6.5	8.3	10	长城	9.78	4.9	8.4
合计		190.79	66.7	87.7	合计		141.04	66.4	85.4

数据来源：猫眼、豆瓣、西南证券整理

3.2 电影已经不再是流量的天下

曾几何时，流量经济的触角也伸到了电影领域，拥有顶级流量卡司助阵的电影，通常都有很好的票房，其粉丝带来了天然的营销和票房创造力，即使影片质量并不理想，流量明星演技也并不专业。但是，从 2017 年开始，我们认为这种现象也在发生本质性改变。

作为参考标准，我们选取了第三方明星流量监控机构“明星 ALL 榜”作为参考标准，其以网络流量为基础，根据微博明星势力榜、百度明星人气榜、百度搜索风云榜、寻艺新媒体艺等因素，排出了 2017-2019 年的流量综合指数排名前 20 的明星，大致如下：

表 2：2018-2019 年综合流量明星排名

2017 年		2018 年		2019 年	
鹿晗	96	王俊凯	93.85	朱一龙	92.71
王俊凯	95.3	易烊千玺	93.69	易烊千玺	91.95
迪丽热巴	93.2	朱一龙	93.53	王俊凯	91.7
赵丽颖	93.2	陈伟霆	90.67	蔡徐坤	91.18
易烊千玺	93.1	杨幂	90.5	黄子韬	89.14
薛之谦	89.5	迪丽热巴	90.36	迪丽热巴	88.72
王源	89.4	赵丽颖	90.34	张艺兴	88.25
杨幂	89.41	黄子韬	90.1	于朦胧	86.65
张艺兴	89.32	蔡徐坤	90.06	杨幂	86.4
关晓彤	89.2	鹿晗	88.92	王源	86.05
杨洋	89.27	罗云熙	88.1	陈伟霆	85.95
李易峰	89.2	杨紫	87.72	鹿晗	85.75
陈伟霆	89.09	金瀚	87.63	赵丽颖	85.25
吴亦凡	89.03	侯明昊	87.6	杨紫	84.21

2017年		2018年		2019年	
胡歌	88.04	张艺兴	87.43	陈乔恩	83.5
王凯	87.45	李易峰	86.16	李易峰	83.08
唐嫣	85.55	王源	86.03	吴磊	81.91
刘亦菲	84.17	薛之谦	85.78	关晓彤	81.91
刘更新	83.75	吴磊	85.5	白玉	80.27
钟汉良	83.4	钟汉良	83.02	林俊杰	77.7

数据来源：明星ALL榜、西南证券整理

从票房排名前五的作品基本可以看出，至少在票房成绩最好的影片结构之中，流量明星、“小鲜肉”等并不多，仅有的几位如吴亦凡、张艺兴等，也并非是全无演技的纯流量型艺人。而且从2017年开始，演技派明星所出演的作品，在票房成绩较好的作品之中的比例越来越高。我们认为，市场经过了前期对明星的单纯追捧，也已经回到了对内容本质的苛求，流量对票房的带动效应已经大不如前，甚至有少数作品，由全网顶级主演出演，票房却非常惨淡。我们认为，内容驱动的局面在目前的电影市场，已经形成且愈加明显。

表 3：当年票房排名前 5 的国产电影核心演员（亿元）

2019年		
	票房	核心演员
流浪地球	46.55	吴京、屈楚萧、赵今麦
疯狂外星人	22.02	黄渤、沈腾
飞驰人生	17.17	沈腾、黄景瑜
比悲伤更悲伤的故事	9.54	陈意涵、刘以豪
反贪风暴	7.91	古天乐、郑嘉颖
2018年		
	票房	核心演员
红海行动	36.51	张译、黄景瑜
唐人街探案 2	33.98	王宝强、刘昊然
我不是药神	31	徐峥
西虹市首富	25.48	沈腾
捉妖记 2	22.37	梁朝伟、白百合
2017年		
	票房	核心演员
战狼 2	53.1	吴京、张翰、吴刚
羞羞的铁拳	20.69	沈腾、马丽
功夫瑜伽	16.45	成龙、张艺兴
西游伏妖篇	15.62	吴亦凡、林更新、姚晨
芳华	11.15	黄轩、苗苗

数据来源：猫眼、西南证券整理

4 院线，新时期的新抉择

过去几年，电影行业的院线结构和城市结构一直都是市场关注的热点，前者决定了电影行业的“马太效应”是否能够兑现、后者决定了院线发展决策和利润成长弹性，成为决定院线行业投资选择的重要参考标准。而如何平衡市场份额和财务情况，将是考验投资人的最大挑战。

4.1 院线集中度开始提升

从院线集中度的情况来看，2019年前四个月，全国TOP5的院线累计实现票房约100亿（不含服务费），占全国同期票房比为46%，较2018年年底45.8%的水平进一步提高。从2016年开始，全国TOP5的影院票房占比一直处于增长的通道，但是速度并不快（TOP10同样的结论）。

我们认为，院线集中度提升是大势所趋，尤其是在2016年以后，全国票房市场开始逐步回归理性，这种回归的表现形式不仅是票房增速，还有热钱的退出。随着热钱在院线市场的逐步抽离，由货币堆积导致的“洛阳纸贵”现象得到缓解，院线无论是新建还是收购的价格都开始松动；另一方面，由于全国票房增速低于影院扩张速度，单银幕产出在持续下降，院线经营压力相应提升，一些不具备竞争力和资金实力的影院开始退出市场，其让出来的市场份额部分流到头部院线之中，导致头部影院的市场份额开始逐步提升。对于未来，我们认为这种趋势还将持续，尤其是我国预计2020年做到八万块银幕，单银幕的平均盈利能力在目前的环境下将进一步下滑，小型影院将面临生死存亡的抉择，届时头部院线有望进一步扩大市场份额。

表4：全国排名TOP5院线的市场占有率（票房单位：亿元）

2019.1-4				2018			
	全国票房	215.9			全国票房	565.8	
1	万达	30.3	14.0%	1	万达	77.5	13.7%
2	大地	21.7	10.1%	2	大地	56.1	9.9%
3	上海联合	17.1	7.9%	3	上海联合	44.8	7.9%
4	中影新干线	15.8	7.3%	4	中影新干线	41.0	7.2%
5	中影数字	14.5	6.7%	5	中影数字	39.9	7.1%
合计		99.4	46.1%	合计		259.3	45.8%
2017				2016			
	全国票房	523.9			全国票房	454.2	
1	万达	68.8	13.1%	1	万达	61.3	13.5%
2	大地	47.1	9.0%	2	大地	37.9	8.3%
3	上海联合	42.1	8.0%	3	上海联合	35.0	7.7%
4	中影新干线	38.1	7.3%	4	中影新干线	31.3	6.9%
5	中影数字	37.3	7.1%	5	中影星美	33.9	7.5%
合计		233.5	44.6%	合计		199.3	43.9%

数据来源：猫眼、淘票票、西南证券整理

4.2 三四线城市依旧是票房主要增长动力

从各线城市的票房占比情况来看，“小镇青年”在电影市场的消费份额依旧在稳步提升，其中三、四线城市的票房占比分别从 2016 年的 15.2%、20.8% 增长到 2019 年前四个月的 16.62%、25.16%；另一方面，一、二线城市因为市场基本进入相对成熟的周期，影院覆盖程度比较完善，受众人群的观影需求基本已经被激活，进入存量市场阶段，相对三、四线城市增速略低，整体市场份额出现了缓步的下降。

我们认为，我国城市居民结构和人口流动趋势短期内不会改变，所以三四线城市在短期内依旧是贡献全国票房增量的重要力量之一。

表 5：全国各线城市票房情况（亿元）

2019.1-4			2018		
全国	215.86		全国	565.84	
一线城市	38.9494	18.04%	一线城市	108.92	19.2%
二线城市	85.41	39.57%	二线城市	228.67	40.4%
三线城市	35.8692	16.62%	三线城市	88.95	15.7%
四线城市	54.30074	25.16%	四线城市	129.88	23.0%
2017			2016		
全国	523.86		全国	454.23	
一线城市	104.83	20.0%	一线城市	97.63	21.5%
二线城市	215.39	41.1%	二线城市	192.09	42.3%
三线城市	82.19	15.7%	三线城市	69.17	15.2%
四线城市	114.84	21.9%	四线城市	94.27	20.8%

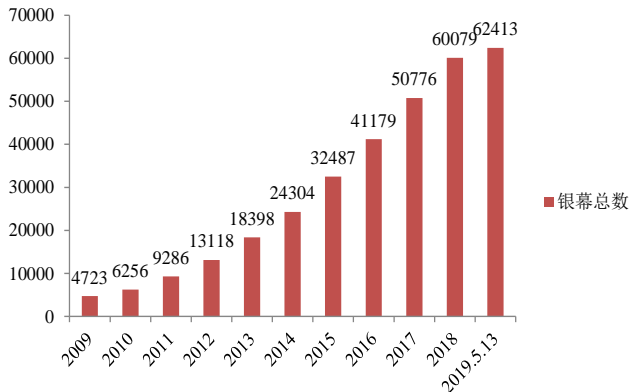
数据来源：猫眼、西南证券整理

4.3 市场规模与盈利能力的抉择

目前，院线和影院投资方面面临一个是市场规模和盈利能力的抉择问题：

抉择一，获取市场份额。一方面，一二线发达城市的市场已经进入存量博弈，要想获取市场份额，就要和其他影院正面竞争，加之一二线房租、人力成本都相对较高，从市场份额角度而言，性价比较低；另一方面，三四线城市还有比较明显的增量，在三四线铺设渠道（影院）对于提高公司整体的市场份额而言，性价比更高。

抉择二，提高盈利水平。目前，全国票房增速显著低于银幕增速，也即是单银幕产出在不断下滑（2018 年，全国单银幕平均产出跌破 100 万，至 94 万，较 2017 年继续下滑约 10 万元）；且新开影院需要较长培育期，在行业增速下滑的大背景下，回本周期被拉得更长；而新开影院的成本基本固定，不会随收入下滑而明显改变。所以，从财务的角度而言，不开或者关闭落后产能是相对最优选择。

图 8：全国银幕总数


数据来源：西南证券整理

图 9：单银幕产出（万元）


数据来源：西南证券整理

目前，影院面临着要么牺牲市场份额，保持短期利润水平；要么牺牲短期利润水平，提高市场份额的两难抉择之中。从目前的情况来看，因为影院商业模式特殊性，未来两年的渠道推广（新开影院）可能是在 1 年以前就已经确定，更改幅度有限，所以我们认为，受制于票房增速的压力，国内上市院线公司在短期或有收入上升、毛利率下降的情况，这种下降主要是新开影院成本开支和观影人次分流所致。

5 爆款需要击中市场痛点

爆款，是传媒行业对于二级市场的永恒魅力，而如何抓住爆款，则是投资能力的集中体现。对于电影而言，早期寻找爆款其实相对容易，顶级 IP+流量卡司，基本就可以确认爆款作品，但随着市场进入内容为王的时代，无论是 IP 还是卡司，对于票房催化的边际效应随着时间推移都在快速递减，而内容的好坏则是一个主观性极强的领域，使得博弈爆款的难度充满艺术性。

当所有的观点都指向内容的好坏之时，我们认为，还有一个更加重要关键，需要重视——即人和：目前的主流舆论矛盾和观众的核心聚焦领域，而这是可以把握的。

事件一，2017 年、《战狼 2》

2017 年，是我国的一个关键性年份，国内外重大政治事件不断，尤其是我国将在 2017 年召开十九大，各方舆论和关注点都聚焦在民族崛起的大方向上，全民族的民族自豪感、民族使命感、民族自信达到一个空前的高度。而这样的情绪正好需要一个释放窗口，叠加 2016 年年底新西兰撤侨事件，天时地利人和都和《战狼 2》的内容高度匹配，这也是导致《战狼 2》票房突破让人瞠目结舌的 50 亿水平的核心原因。

事件二，2018 年、《我不是药神》

这些年，医疗问题一直是社会关注的热点，随着国家卫生健康委员会和国家医疗保障局的正式挂牌和带量采购等事件，使得市场本来就敏感的神经被挑拨到一个高点，这个时候，一个现实主义题材的《我不是药神》登陆电影市场，该剧的真实写照让市场情绪感同身受，使得快速被推向高潮，同时也收获了远超预期的票房成绩，徐峥、王传君也成功从喜剧演员转型。

事件三，2019 年、《流浪地球》

2018 年，市场舆论开始向大国和平崛起的方向聚焦，各方都在探讨中国怎么在机遇和挑战并重的年代实现民族的伟大复兴，而和平崛起是主流舆论上听到最多的声音之一。大国崛起，一定是多方面的，这既包含科技、经济、军事等领域，当然也包含文化领域。一系列带有明显传统文化特色的综艺影视作品相继出现，且市场认可度极高。这个时候，另一个引爆点被激发：虽然我国电影票房已经成为全球第二，但因为多方面原因，一直缺少“硬核”科幻大片，这是一个国家电影工业化水平的重要体现，这在舆论主导大国崛起的背景下显得非常迫切。于是，舆论导致的全民心理需求和《流浪地球》完美匹配，推动《流浪地球》成为如今票房第二的佳作。

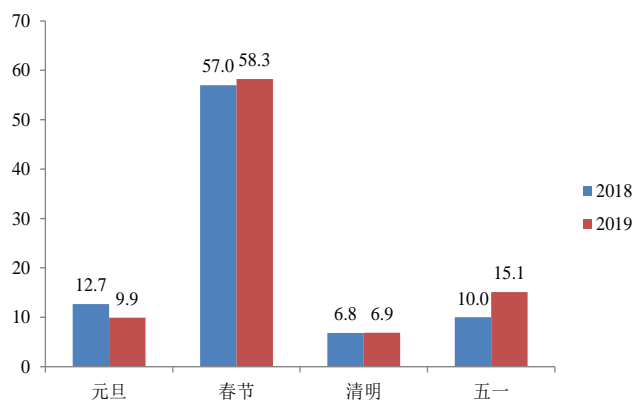
我们认为，未来这样的案例将再次循环，无论到时市场痛点是因为什么原因汇聚而成，只要影视文化表现形式在这个时候恰好满足到这样的市场痛点，那么票房必然会取得超出市场预期的好成绩。所以，好的内容+匹配市场心理需求，是促成电影爆款的最核心唯二因素。

6 春节档、收入决定消费

2019 年已经过去了四个多月，分别经历了四个核心档期：元旦档、春节档、清明档、五一档。其中，元旦档因为观影人次的下滑导致票房出现同比下滑；春节档因为票价的大幅度提升，虽然观影人次走弱，但是票房依旧同比小幅度增长；清明节档期和 2018 年几乎走平；五一档期因为《复仇者联盟 4》爆款且平均票价较高，而 2018 年同期并无可比的作品，导致票房出现明显增长。

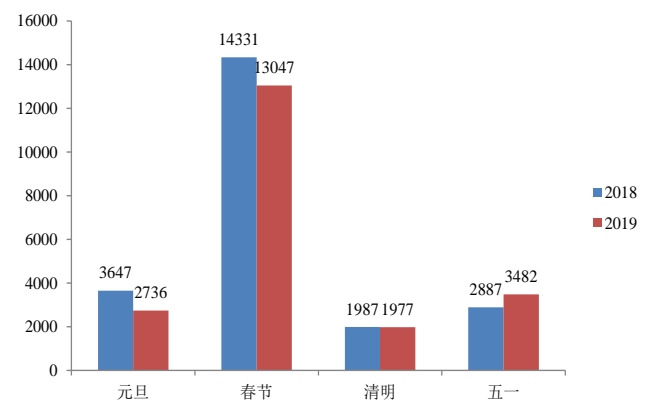
节假日档期的票房波动因为同期影片质量等原因，除春节档以外，其他时间对比参考性不够。

图 10：档期全国票房情况（亿元）



数据来源：wind、西南证券整理

图 11：档期观影人次（万人）



数据来源：wind 西南证券整理

从 2019 年春节档各线城市的票房情况来看，较 2018 年出现了比较明显的变化：

- 1) 一线城市的票房占比提高了约 1.5 个百分点，票价的提升对于一线城市消费能力较强的受众群体敏感性较弱，并未直接冲击观影人次；但因为一线城市行业基本处于成熟阶段，行业深度已经相对充分挖掘，总体票房增长约 14%，基本和同期票价增幅匹配，也即是票房增长主要源于票价增长；而观影人次因为消费能力对价格敏

感性相对较弱，观影人次并未出现明显下降；

- 2) 四线城市的票房占比下滑约 1.5 个百分点，考虑到 2019 年春节档高速增长的电影票价水平，观影人次是受到了明显的冲击。四线城市的收入水平低于一线城市，所以观众的需求价格敏感性也相对更强，票价的提升对其消费决策的影响权重更大。
- 3) 二三线城市票房基本走平，考虑到 2019 年均价的提高，观影人次都或多或少受到一定冲击，但是由于收入水平的原因，整体对于价格的敏感性虽然高于一线城市、但好于四线城市。

未来，随着院线市场化的推进，区域差别化定价的迹象会越来越明显，对于非价格敏感区域，内容选择大于价格选择；而对于四线及未来的农村院线等渠道，价格将是重要的票房决定因素。

表 6：春节档各线城市票房情况（亿元）

	2019		2018	
	票房	占比	票房	占比
四线城市	17.56	32.1%	18.35	33.6%
三线城市	11.23	20.5%	11.32	20.7%
二线城市	18.74	34.2%	18.59	34.0%
一线城市	6.78	12.4%	5.96	10.9%
全国	54.7	100.0%	54.6	100%

数据来源：猫眼、西南证券整理

结语

我们认为，影院行业如今已经发生改变，价格敏感性的凸显、不同区域的不同观影需求、增速回调的票房大环境，叠加欣赏水平日益提高的观影需求，行业周期的拐点已经出现。所以，对于影院行业，观察角度已经从成长逻辑向消费逻辑转换，在习惯不高的行业增速背景下，关注焦点将由过去的成长空间向业绩兑现水平倾斜。

短期而言，因为渠道扩张和行业增速调整，导致的业绩压力虽然值得重视，但是我们更应该关注到，成规模的、经营良好的影院体系具备良好的现金流、稳定的持续盈利能力和可控的成本风险。考虑到作为可选消费的一种，影院具备高质量的体验感和社交属性，长期来看是具备稳定且可增长的市场基础，仍然是国内值得配置的相对优质资产。

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyf@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn