

2019“国庆档”票房点评

2019年10月07日

“国庆档”持续验证“内容为王”逻辑，供给改善下关注两条投资主线 增持（维持）

证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
证券分析师 王建会
执业证号：S0600519070001
021-60199793
wangjianhui@dwzq.com.cn

投资要点

- **“国庆档”票房同比大幅增长，主旋律影片迎来爆发时点。**2019年国庆档（2019.9.30-2019.10.6）共实现票房46.37亿元，同比增长143%，扣除服务费票房43.13亿元，是近年来国庆档票房的最好成绩。在观影人次方面，与去年相比19年国庆档观影人次大幅增加，从去年同档期的6173.43万人增加到今年的12400万人（2018年国庆档按9.30-10.6，19年数据从9.30-10.6），同比增加131%；在票价方面，19年国庆档平均票价小幅升高达到37.4元，同比提高6%。票房主要集中在《我和我的祖国》、《中国机长》、《攀登者》这三部主旋律献礼影片上，主旋律影片迎来爆发时点。
- **内容端：高口碑迎来高票房，持续验证“内容为王”逻辑：**“国庆档”票房大幅增长的同时，我们看到与2017、2018年国庆档电影纵向比较来看，2019年国庆档的影片口碑相比去年回归幅度明显，尤其是影院观众给出的猫眼评分大幅上升，达到平均9.5的水平，显著高于2018年8.3分，略高于2017年的9.2分，高口碑取得高票房，“内容为王”的逻辑再次得到验证和强化，也证明了需求端的潜力，从今年的海外片和动画片的破纪录来看，我们认为国内票房增长乏力主要来源于优质内容的缺乏，内容供给边际改善下，整体票房增速有望回暖。
- **渠道端：头部影投公司格局稳定，银幕扩张放缓，出清加速，单银幕产出拐点可期。**目前头部影投公司市占率趋于稳定状态，且由于影投行业的因素，我们认为短期内头部影投公司的市占率很难得到较大幅度的提升，当前格局短期来看有望持续保持稳定的状态。另外截止到2019年H1银幕数量达到64540块，我们认为当前的银幕扩建的空间有限，扩建放缓是趋势，内容供给边际改善下，影院的经营效率有望得到一定的提升，单银幕产出的拐点可期。
- **展望：内容供给改善下Q4票房高增速可期，2020年有望迎来电影大年。**内容供给改善下Q4影片储备充足，整体票房有望回升，一方面国庆档影片仍将继续发力，猫眼给出《我和我的祖国》《中国机长》《攀登者》预测票房分别为31亿、29亿、11亿元，若能实现70亿元的总计票房，三部影片已经达到去年Q4票房的60%，另一方面国庆档后部分积压影片有望陆续上映，包括《少年的你》、《八佰》等关注度较高影片。展望2020年电影票房仍然值得期待，2020年春节档目前已定档9部影片，其中包括口碑和票房双丰收的《唐人街探案》系列、继《湄公河行动》《红海行动》之后林超贤导演第三部作品《紧急救援》、与《哪吒之魔童降世》同工作室出品的《姜子牙》、以及徐峥囧系列新作品《囧妈》等重量级影片，另外2020年海外片有望迎来大年，如《花木兰》、《速度与激情9》、《阿凡达2》、《哥斯拉大战金刚》、《X战警：新变种人》等，整体票房成绩值得期待。

投资观点

两条投资主线：1、龙头渠道公司—万达电影、中国电影、横店影视、猫眼娱乐；2、优质内容制作公司—光线传媒。

- **风险提示：**1、银幕扩建放缓不及预期的风险；2、内容监管趋严的风险；3、海外片分账协议重谈的风险；4、项目进度不及预期的风险。

行业走势



相关研究

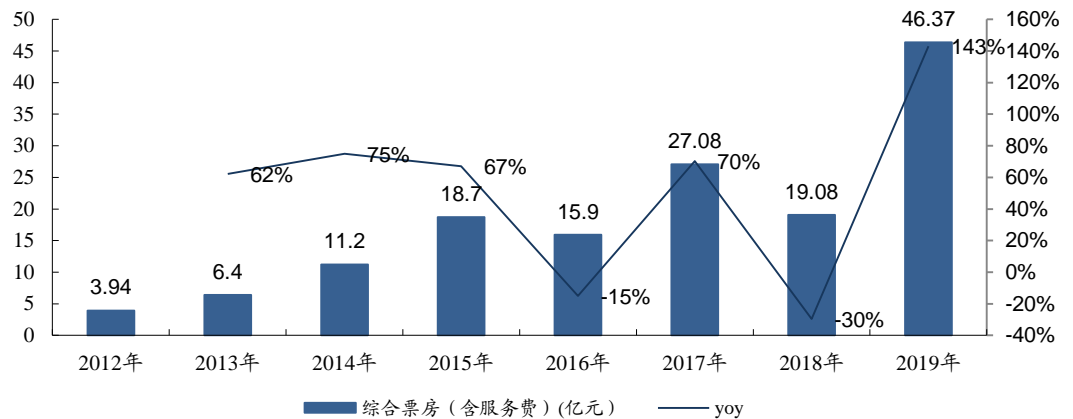
- 1、《云游戏系列报告二——聚焦云端，引领游戏行业“技术革命”》2019-04-10
- 2、《文化传媒行业2018年电影市场总结：2019票房增速不宜过于悲观，Q1紧抓两条投资主线》2019-01-08
- 3、《关于院线、内容、实景几个问题的讨论研究》2018-07-30

1. “国庆档”持续验证“内容为王”逻辑，内容供给边际改善下，2020年有望成为电影大年

1.1. “国庆档”票房同比大幅增长，主旋律影片迎来爆发时点

2019年国庆档（2019.9.30-2019.10.6）共实现票房46.37亿元，同比增长143%，扣除服务费票房43.13亿元，是近年来国庆档票房的最好成绩。根据猫眼电影数据，今年国庆档在10月4日即超过17年27亿的国庆档票房记录，用时3天15个小时。今年国庆档票房主要依靠建国70周年献礼影片推动，三部主旋律电影累计票房超过40亿元，贡献主要票房收入，受国庆献礼的影响，海外片上映稀少，只有两部动画电影上映，分别为梦工厂分账片《雪人奇缘》和之前上映的《名侦探柯南》，两部影片国庆档累计票房贡献不超过1亿元。

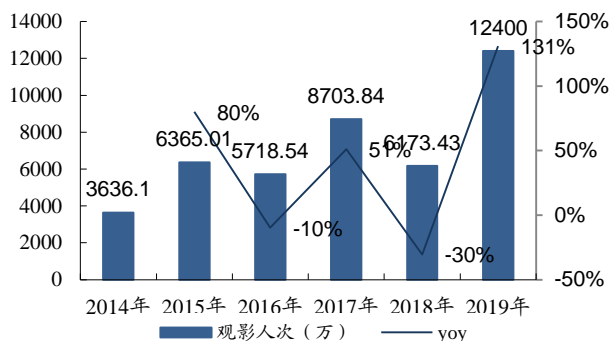
图1：2019年国庆档总票房和增速情况



数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

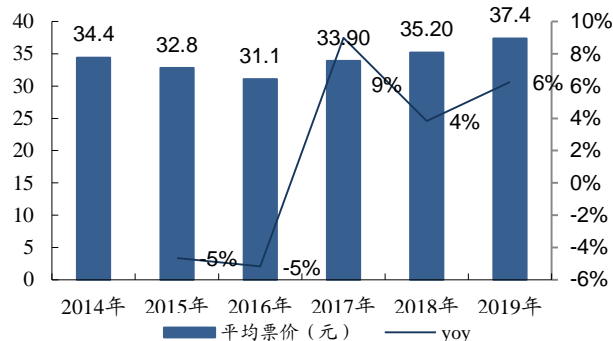
根据灯塔专业版数据，与去年相比19年国庆档观影人次大幅增加，从去年同档期的6173.43万人增加到今年的12400万人（2018年国庆档按9.30-10.6，19年数据从9.30-10.6），同比增加131%，为历史最高观影人次记录，同时与之前认为主旋律电影的平均票价可能偏低的猜想不同，19年国庆档平均票价小幅升高达到37.4元，同比提高6%，为近五年来国庆档最高票价水平。我们认为在内容为王下票价的小幅提升对于观影人次的影响逐渐减弱，优质内容可以部分抵消价格上升导致的观影人次下降。

图 2: 2012-2019 年国庆档观影人次



数据来源: 灯塔专业版, 东吴证券研究所

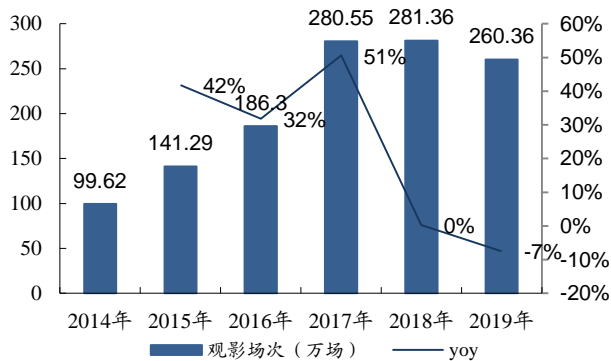
图 3: 2012-2019 年国庆档平均票价



数据来源: 灯塔专业版, 东吴证券研究所

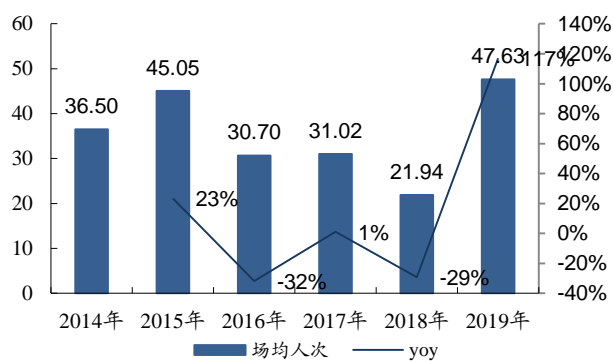
从观影场次看, 2019 年观影场次同比下降 7% 至 260.36 万场, 但场均人次提高 117% 至 47.63 场/人, 从侧面也一定的反应出影院渠道扩张放缓, 影投公司转入精细化经营阶段, 单银幕产出的拐点有望到来。

图 4: 2014-2019 年国庆档观影场次



数据来源: 灯塔专业版, 东吴证券研究所

图 5: 2014-2019 年国庆档场均人次



数据来源: 灯塔专业版, 东吴证券研究所

2019 年国庆档几乎由主旋律国产电影全部占据, 三部献礼片贡献主要票房, 头部效应明显。截止 2019.10.6, 根据猫眼专业版数据, 《我和我的祖国》综合票房 20.44 亿元, 《中国机长》综合票房 17.39 亿元, 《攀登者》综合票房 7.17 亿元, 总票房贡献占比前十名票房中仅《雪人奇缘》和《名侦探柯南》为进口片, 贡献票房占比为 1.6%。

表 1: 19 年国庆档票房 top10 影片数据

| 影片 | 综合票房 | 综合票房占比 | 场次 | 人次 | 上映时间 |
|--------|-----------|--------|--------|----------|--------------|
| 我和我的祖国 | 204368.28 | 44.0% | 950557 | 5436.8 万 | 2019-9-30 上映 |
| 中国机长 | 173900.34 | 37.4% | 863517 | 4588.7 万 | 2019-9-30 上映 |
| 攀登者 | 71684.62 | 15.4% | 527161 | 1896.7 万 | 2019-9-30 上映 |
| 雪人奇缘 | 7590.13 | 1.6% | 112641 | 211.6 万 | 2019-10-1 上映 |

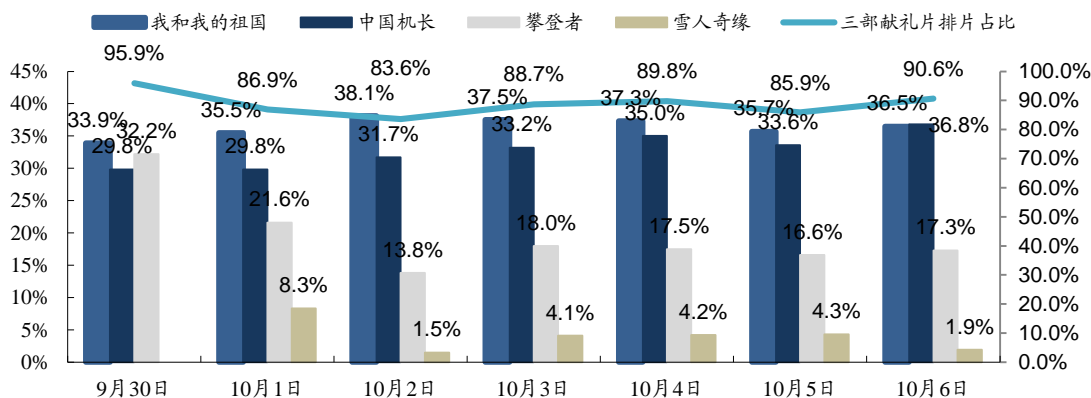
| | | | | | |
|------------|---------|-------|-------|--------|--------------|
| 哪吒之魔童降世 | 1747.68 | 0.3% | 22361 | 53.2 万 | 2019-7-26 上映 |
| 罗小黑战记 | 550.74 | 0.1% | 8005 | 16.2 万 | 2019-9-7 上映 |
| 美食大冒险之英雄烩 | 254.48 | <0.1% | 11063 | 8.0 万 | 2018-8-17 上映 |
| 亲密旅行 | 232.07 | <0.1% | 9377 | 6.7 万 | 2019-10-3 上映 |
| 疯狂梦幻城 | 203.36 | <0.1% | 541 | 6.2 万 | 2019-9-21 上映 |
| 名侦探柯南:馆青之拳 | 168.89 | <0.1% | 2900 | 5.3 万 | 2019-9-13 上映 |

数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所整理

1.2. 内容端：高口碑迎来高票房，持续验证“内容为王”逻辑

2019 年国庆档的主要定位为向建国七十周年献礼，三部献礼大片为国庆档主要上新影片。从排片场次看出，三部献礼片七天排片总占比均在 85%以上，其中《我和我的祖国》排片占比最高，平均为 36.4%，《中国机长》平均排片为 32.8%，《攀登者》平均排片为 19.6%，后期排片占比降低在 17%附近。而去年国庆档排片相对较为分散，前三部头部影片的排片在 70%左右，单部影片在 20%-25%的排片占比。

图 6: 19 年国庆档排片占比



数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

与 2017、2018 年国庆档电影纵向比较来看，2019 年国庆档的影片口碑相比去年回归幅度明显，尤其是影院观众给出的猫眼评分大幅上升，达到平均 9.5 的水平，显著高于 2018 年 8.3 分，略高于 2017 年的 9.2 分，其中《我和我的祖国》评分为 9.7 分，居猫眼评分总榜第二名，《中国机长》、《攀登者》、《雪人奇缘》评分均为 9.4 分。同时深度影迷给出的豆瓣评分为平均 7.3 分，也显著高于 2018 年 6.0 分，口碑回升明显。

表 2: 2017-2019 年票房 top4 影片猫眼评分对比

| 2019 年 top4 影片 | 猫眼评分 | 2018 年 top4 影片 | 猫眼评分 | 2017 年 top4 影片 | 猫眼评分 |
|----------------|------|----------------|------|----------------|------|
|----------------|------|----------------|------|----------------|------|

| | | | | | |
|--------|-----|-------|-----|-------|-----|
| 我和我的祖国 | 9.7 | 无双 | 8.9 | 羞羞的铁拳 | 9.1 |
| 中国机长 | 9.4 | 李茶的姑妈 | 7.9 | 英伦对决 | 8.4 |
| 攀登者 | 9.4 | 影 | 8.1 | 追龙 | 9 |
| 雪人奇缘 | 9.4 | 胖子行动队 | 8.3 | 缝纫机乐队 | 9.3 |
| 平均评分 | 9.5 | 平均评分 | 8.3 | 平均评分 | 9.0 |

数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

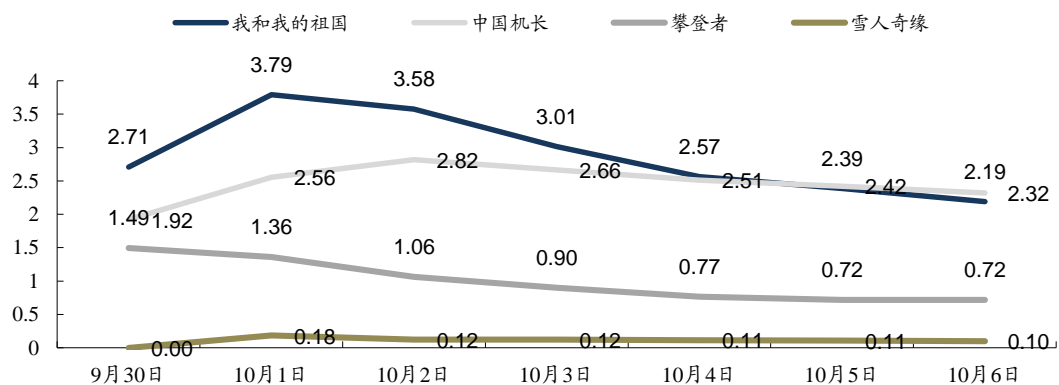
表 3：2017-2019 年票房 top4 影片豆瓣评分对比

| 2019 年 top4 影片 | 豆瓣评分 | 2018 年 top4 影片 | 豆瓣评分 | 2017 年 top4 影片 | 豆瓣评分 |
|----------------|------|----------------|------|----------------|------|
| 我和我的祖国 | 8.0 | 无双 | 8.1 | 羞羞的铁拳 | 7.4 |
| 中国机长 | 7.0 | 李茶的姑妈 | 4.6 | 英伦对决 | 7.3 |
| 攀登者 | 6.7 | 影 | 7.2 | 追龙 | 7.6 |
| 雪人奇缘 | 7.5 | 胖子行动队 | 4.2 | 缝纫机乐队 | 6.9 |
| 平均评分 | 7.3 | 平均评分 | 6.0 | 平均评分 | 7.3 |

数据来源：豆瓣，东吴证券研究所

观众的口碑直接反应在电影的票房上，《我和我的祖国》、《中国机长》以高口碑推动票房一路上升，并在七天内一直保持高排片率，国庆档两部影片的综合票房分别为 20 亿元和 19 亿元，而攀登者 9.30 首映后口碑有所滑坡，观众的观影选择直接表现在排片率上，从首映当天的 32% 的排片率下滑到 16% 的排片率，同时票房也低于前两部影片，最终国庆档票房为 7 亿元。我们认为从 2017 年开始的内容驱动票房的趋势仍在加深，在此次国庆档的表现更加突出：三部影片是同一题材、宣发导向相同、首映排片相当以及都有头部明星出演的情况下，口碑对票房的影响力进一步得到验证。

图 7：国庆档四部头部影片总票房收入（亿元）

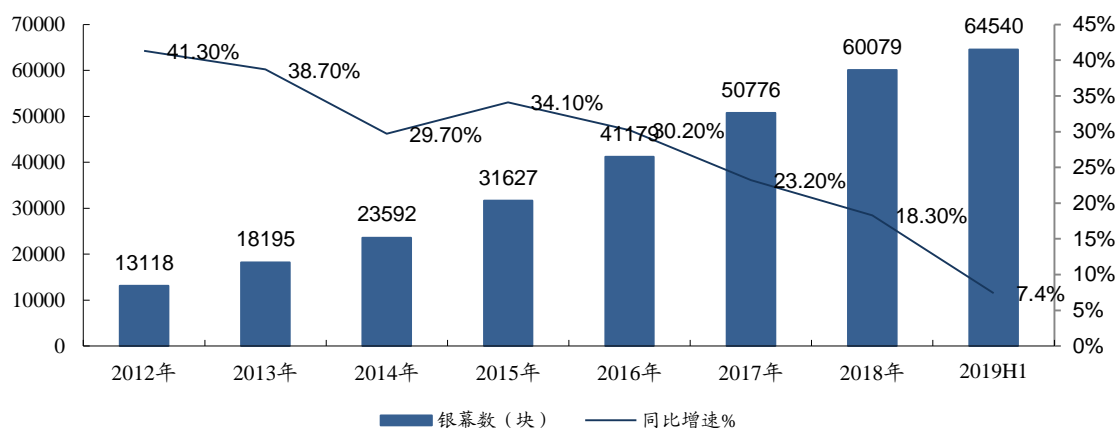


数据来源：艺恩数据，东吴证券研究所

1.3. 渠道端：头部影投公司格局稳定，银幕扩张放缓，出清加速，单银幕产出拐点仍需持续关注

2019 年下半年新增影院数量放缓，而内容供给边际有所改善，头部院线和影投公司有望受益于票房增速回升和银幕扩建的放缓，截止到 2019 年 H1 银幕数量达到 64540 块，我们认为当前的银幕扩建的空间有限，扩建放缓是趋势，另外一方面，随着单银幕产出的下滑，中小影院退出将加速。

图 8：2012-2019H1 银幕数量及增速

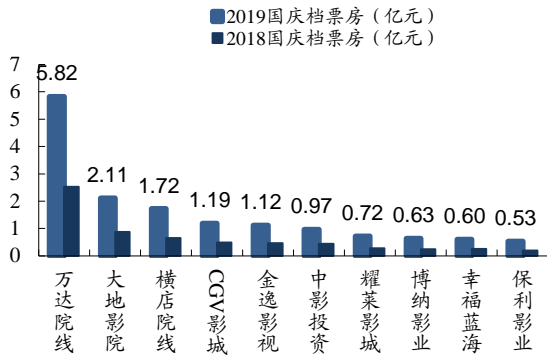


数据来源：艺恩数据，东吴证券研究所

就国庆档票房来看，今年头部影投公司票房排名稳定，但腰部略有变化。与 18 年国庆档相比前 7 名影投公司的排名没有变化，去年第 8 名幸福蓝海今年下降 1 名，排名第 9，去年第 10 名的博纳影业上升两名，排名第 8，而去年排名第 16 的保利影业则跻身前 10，百老汇影投公司下降为第 11 名。

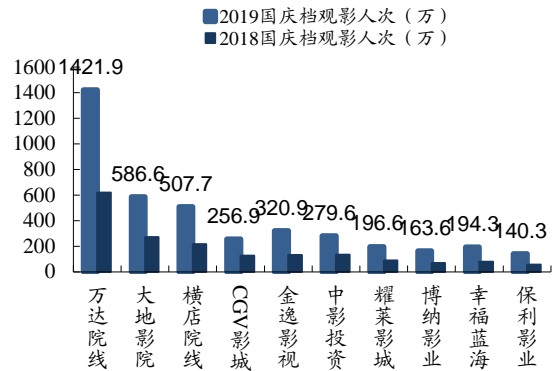
与电影大盘的情况相似，top10 影投公司在今年国庆档的票房、观影人次以及场均人次方面相比去年都有翻倍的提高，top10 影投公司总票房为 15.4 亿元，同比增长 139.25%，（同影院比较而非与去年 top10 影院比较，下同）总观影人次 4068.4 万人，同比增长 125.8%，场均人次平均为 62.5 人，同比增长 107%，平均票价为 36.99 元，同比增长 8.73%。与大盘相比变动相比，平均票价增长高于大盘，而观影人次同比增长低于大盘。

图 9: 国庆档 top10 影投公司票房



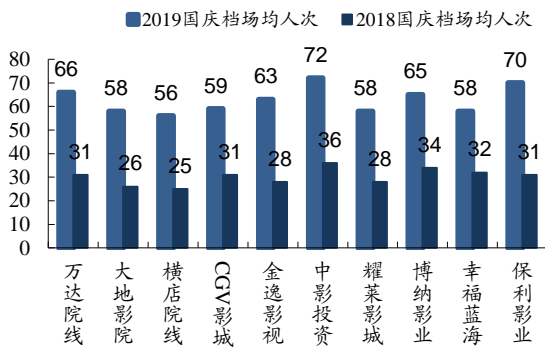
数据来源: 猫眼专业版, 东吴证券研究所

图 10: 国庆档 top10 影投公司观影人次



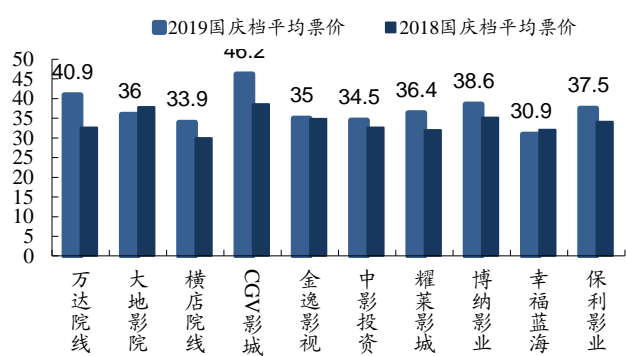
数据来源: 猫眼专业版, 东吴证券研究所

图 11: 国庆档 top10 影投公司场均人次



数据来源: 猫眼专业版, 东吴证券研究所

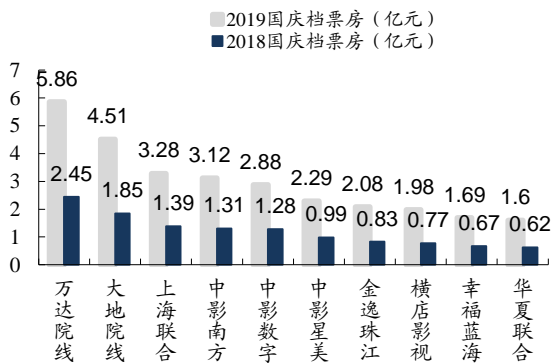
图 12: 国庆档 top10 影投公司平均票价



数据来源: 猫眼专业版, 东吴证券研究所

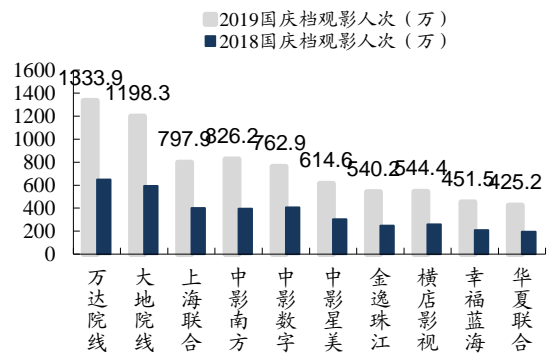
按总票房计算, 今年国庆档院线票房前十排名并无变化, 前十院线票房占总票房的比例略有降低, 总观影人次比例略有升高。2019 年 top10 院线票房为 29.29 亿元, 占总票房比例为 63.2%, 去年同期为 63.8%, 下降 0.6 个百分点, top10 院线观影人次为 7495.1 万人, 占总观影人次比例为 60.4%, 去年同期为 59.2%, 同比上升 0.6 个百分点。

图 13: 国庆档 top10 院线票房



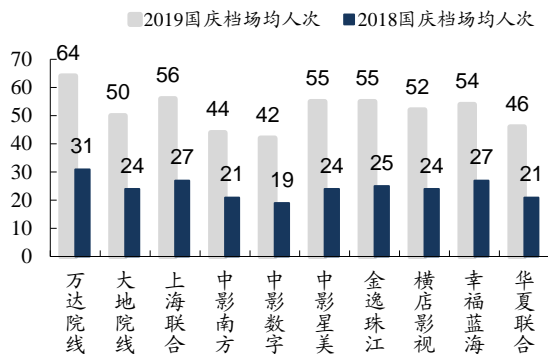
请务必阅读正文之后的免责声明部

图 14: 国庆档 top10 院线观影人次



数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

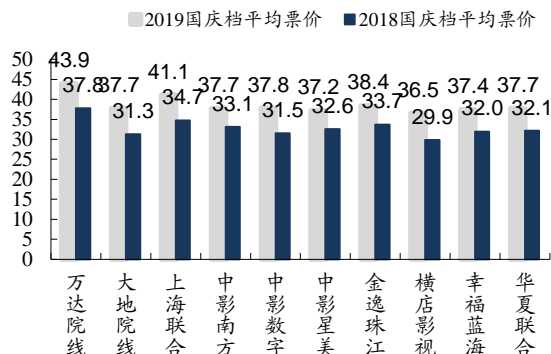
图 15: 国庆档 top10 院线场均人次



数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

图 16: 国庆档 top10 院线平均票价



数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

1.4. 内容供给改善下 Q4 票房高增速可期，2020 年有望迎来电影大年

内容供给改善下 Q4 影片储备充足，整体票房有望回升。一方面国庆档影片仍将继续发力，猫眼给出《我和我的祖国》《中国机长》《攀登者》预测票房分别为 31 亿、29 亿、11 亿元，若能实现 70 亿元的总计票房，三部影片已经达到去年 Q4 票房的 60%，另一方面国庆档后部分积压影片有望陆续上映，包括《少年的你》、《八佰》等关注度较高影片，海外片方面 Q4 仍有相当关注度的进口片定档上映，比如迪士尼影片《沉睡魔咒 2》、李安新电影《双子杀手》、昆汀导演莱昂纳多主演的《好莱坞往事》等。

表 4: 2019Q4 部分主要影片

| 影片 | 类型 | 影片 | 类型 | 影片 | 类型 |
|--------|----|--------|----|-------|----|
| 我和我的祖国 | 国产 | 沉睡魔咒 2 | 进口 | 叶问 4 | 国产 |
| 中国机长 | 国产 | 双子杀手 | 进口 | 少年的你 | 国产 |
| 攀登者 | 国产 | 好莱坞往事 | 进口 | 八佰 | 国产 |
| 雪人奇缘 | 进口 | 天气之子 | 进口 | 兰心大剧院 | 国产 |

数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所整理

表 5: 2018 年四季度主要电影及综合票房

| 电影 | 综合票房 | 综合票房占比 |
|----------|-------|--------|
| 毒液：致命守护者 | 18.70 | 15.90% |

| | | |
|---------------|-------|--------|
| 海王 | 18.52 | 15.70% |
| 无双 | 12.19 | 10.30% |
| 无名之辈 | 7.94 | 6.70% |
| 影 | 5.62 | 4.70% |
| 李茶的姑妈 | 4.97 | 4.20% |
| 神奇动物：格林德沃之罪 | 3.99 | 3.30% |
| 蜘蛛侠：平行宇宙 | 3.54 | 3.00% |
| 找到你 | 2.80 | 2.30% |
| 来电狂想 | 2.73 | 2.30% |
| 无敌破坏王 2：大闹互联网 | 2.71 | 2.30% |

数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所整理

展望 2020 年电影票房仍然值得期待。2020 年春节档目前已定档 9 部影片，其中包括口碑和票房双丰收的《唐人街探案》系列、继《湄公河行动》《红海行动》之后林超贤导演第三部作品《紧急救援》、与《哪吒之魔童降世》同工作室出品的《姜子牙》、以及徐峥囡系列新作品《囡妈》等重量级影片，另外 2020 年海外片有望迎来大年，如《花木兰》、《速度与激情 9》、《阿凡达 2》、《哥斯拉大战金刚》、《X 战警：新变种人》等，整体票房成绩值得期待。

表 6：2020 年春节档已定档影片

| | 题材 | 猫眼想看人数 |
|---------|----------|--------|
| 唐人街探案 3 | 悬疑、喜剧、动作 | 365055 |
| 紧急救援 | 灾难、动作 | 74314 |
| 姜子牙 | 动画、动作、冒险 | 73225 |
| 囡妈 | 剧情、喜剧 | 34327 |
| 源·彩虹 | 家庭、奇幻 | 32716 |
| 中国女排 | 剧情 | 26630 |
| 急先锋 | 动作、冒险 | 8628 |
| 金禅降魔 | 神话、魔幻 | 4026 |
| 大红包 | 爱情、喜剧 | 3528 |

数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所整理

表 7：2020 年主要海外片

| 系列电影 | 主要动漫 | 其他重点影片 |
|------|------|--------|
|------|------|--------|

| | | |
|-------------|-----------|---------|
| 王牌特工：源起 | 彼得兔 2 | 深海异兽 |
| 喋血战士 | 魔法环游记 | 绅士 |
| 哥斯拉大战金刚 | 海绵宝宝 3 | 花木兰 |
| X 战警：新变种人 | 阿特米斯的奇幻历险 | 壮志凌云独行侠 |
| 007：间不容死 | 灵魂环游记 | 信条 |
| 黑寡妇 | 小黄人大眼萌 2 | 怪物猎人 |
| 速度与激情 9 | 瑞亚和最后一条龙 | 尼罗河上的惨案 |
| 神奇女侠 1984 | 疯狂原始人 2 | 沙丘 |
| 莫比亚斯（吸血鬼系列） | | 神秘海域 |
| 蛇眼（特种部队系列） | | |
| 永恒族（漫威宇宙系列） | | |
| 密室逃生 2 | | |
| 阿凡达 2 | | |

数据来源：互联网资料，东吴证券研究所整理

2. 投资观点：内容供给改善下，建议关注两条投资主线

2.1. 主抓渠道端投资主线

院线渠道公司近两年随着银幕的持续扩张，内容监管层面的趋严等因素，单银幕产出持续下滑，经营效率持续走低，股价持续下行，头部渠道公司估值已进入安全配置区域，2020 年有望在内容供给改善的带动下以及行业中小亏损影院出清，扩建放缓的影响下，单银幕产出有望迎来拐点，当前时点建议左侧布局龙头院线公司万达电影、中国电影、横店影视、猫眼娱乐。

万达电影：单银幕产出优势明显，院线龙头地位稳固，场景化消费持续布局。

万达院线市占率长期保持在 14% 上下，连续九年位居国内首位，单银幕产出接近行业两倍。另外非票收入快速发展，广告方面，公司贴片广告具备场均人次+高放映技术优势，阵地广告受益于庞大的人流量及宽敞的候影间，营销价值领先同业；卖品方面，观影人次带动消费，17 年与 COSTA 签署合作协议，在各省万达影城全面开展咖啡业务布局；衍生品方面，收购时光网提供 O2O 销售渠道，同时实现开放性全平台多屏互动直播，提高电影营销壁垒，预计未来非票收入快速增长成为公司业绩重要驱动力。

收购万达影视：形成产业闭环，建设泛娱乐化平台。万达影视主营电影、电视剧的投资、制作和发行，以及网络游戏发行和运营业务，交易完成后，上市公司既有的庞大院线终端和会员体系的显著优势，将与万达影视所积累的 IP 资源和集电视剧、电影、游戏于一体的业务资源形成良性互动关系，助力于公司持续地建设泛娱乐化平台，另外万达影视参与投资制作的影片规模不断加大，一方面，分账票房持续为公司业绩提供直接的增长动力，另一方面，投资影片有助于公司储备优质 IP，为影剧联动、影游联动、

版权经营模式多样化提供可能。

风险提示：票房回暖不及预期的风险；项目进度不及预期的风险。

中国电影：国产电影发行份额提高和进口电影市场回暖支撑电影发行业务表现良好：公司上半年电影发行业务实现 29.04 亿元收入，同比增长 8.74%，在电影票房总体低迷的情况下，业绩增长相对于 2018 年出现了明显的提升。《流浪地球》《复仇者联盟 4：终局之战》《蜘蛛侠：英雄远征》等全国票房排名前十影片均为公司主导或联合发行，体现了公司的行业领先优势和市场主导地位。报告期内，由于《流浪地球》的超预期表现，公司发行国产影片占国产影片票房的比例由去年同期的 36.66% 迅速提高至 55.18%；而 2018 年是进口电影小年，今年上半年在整体票房低迷的情况下，进口影片整体增长了 17.43%，上述两因素共同推动公司收入状况优于行业。

公司影院规模继续扩大，行业扩张步伐依然持续：公司旗下控股院线和控股影院合计覆盖全国 17,500 块银幕和 222.01 万席座位，相比于去年同期的 15945 块和 207.74 万均有所上升，但公司银幕市场占有率却从 28.67% 下降到 26.95%，虽然行业处于低迷的阶段，但业内公司扩张的步伐依然持续。公司现金充沛，未来有望扩大分红比例：公司因享有政策优势而可以经营发行进口影片的现金牛业务，自上市以来，公司现金流状况都很良好，现金资产稳步提高，截止二季度末，公司现金资产达到 90 亿，超过当前市值的 1/3，当前股息率为 1.95%，未来有望扩大分红比例。

风险提示：票房回暖不及预期的风险；项目进度不及预期的风险。

横店影视：储备项目充裕，持续布局三四五线城市，实现率先卡位优势。公司保持影院稳定扩张，截止 2019 年 H1 拥有自建影院 340 家，银幕 2138 块，自建影院票房收入稳定行业第三，储备项目充裕，目前拥有 300 多个已签约影院储备项目，另外公司在布局二线城市同时，加速布局票房高速增长三四五线城市，已有项目中三四五线城市布局占比达 70%，提前布局实现率先卡位优势，我们认为公司自建规模逐渐扩张的同时，一方面提高了公司对于客户、供应商的议价能力，另一方面有利于形成规模效应，不断提升公司盈利能力和品牌影响力。

非票收入占比持续提高，增加业绩弹性。公司非票业务占比持续保持提升，加速推进“影院综合体”建设战略，依托影院线下流量，在保持传统卖品销售的同时，持续深度挖掘线下场景消费，一方面积极推进高科技休闲体验、游戏娱乐、便利超市、特色餐饮等场景消费和产品消费，增加了客户粘性，一定程度上提高了单人消费，另一方面加快整合各方广告资源，发展银幕广告业务，积极打造影院阵地广告、数字海报机、影厅冠名、灯箱广告等综合业务，持续打造具有明显区域优势、目标群体、精确客户群体的广告及宣传的商业平台，我们认为多元化变现模式的挖掘将持续的提高影院经营效率，增加业绩弹性。

风险提示：票房回暖不及预期的风险；项目进度不及预期的风险。

猫眼娱乐：“一个基本盘”趋于稳定，内容供给层面边际有望改善，助力在线电影票购票业务回暖。2019年H1电影票购票受行业影响略有下滑，但截止目前公司仍为最大的线上电影票务交易平台，市占率较上年同期有所上升，超过60%，下滑主要由于2019年H1内容监管逐渐趋严，优质内容供给方面受到一定的冲击，整体票房表现较为低迷，后续我们认为随着内容监管层面的边际改善，电影票务业务有望改善。公司此前业绩亏损主要受行业竞争期大量票补拖累，后续电影票购票业务将支持公司业绩基本盘，未来三年有望持续实现稳定增长。

深度切入互联网流量运营提供弹性增量，“猫爪模型”提供想象空间。公司在基本盘增速趋缓的情况下，持续深入布局电影及全娱乐产业链，切入互联网流量运营：1、依靠线上流量优势及积累的数据优势发力上游制片、发行业务及TOB业务；2、持续布局现场娱乐票务业务，目前仅次于大麦网；3、切入流量运营发力电商及广告业务。三块业务目前仍处于高速增长阶段，且有较大的发展空间和潜力，我们预计将成为公司未来三年内营收端高增长的主要驱动力。另外公司推出“猫爪模型”，完善在票务平台、产品平台、数据平台、营销平台及资金平台等五大平台方面能力，持续推荐全文娱战略，提供想象空间。

风险提示：票房回暖不及预期的风险；项目进度不及预期的风险。

2.2. 建议重点关注优质制作公司

电影制作公司短期弹性较大，“内容为王”下，精品制作能力的愈发重点，建议关注光线传媒（春节档上映影片《姜子牙》，有望提升公司的市值空间）。

光线传媒：内容为王下电影龙头地位稳固，布局优质剧集带来稳定增量项目储备丰富。公司2018年投资发行《超时空同居》《狗十三》等电影共计15部，实现总票房达73.8亿元，同比去年大幅提升，多部影片均获得质量与口碑双丰收。从行业层面来看，渠道扩张的边际效应减弱，内容驱动票房增速的效应越来越明显，公司凭借的发行眼光和行业地位，影片票房份额有望持续提升，持续巩固龙头地位，另一方面，大力增加动画电影投入，建立彩条屋品牌，投资优质动漫公司，有望每年贡献3-5个好项目，暑期档火爆上映的《哪吒之魔童降世》为带来可观业绩的同时也兑现了公司的持续动画电影布局，2020年春节档即将上映的《姜子牙》有望延续火爆趋势，提升公司的估值空间。另外动画电影IP的打造也有望助力光线打造IP衍生品、实景娱乐一体化模式。另外公司持续加大布局优质剧集制作，稳定带来业绩增量。

渠道端绑定猫眼，有望持续带来多重收益。猫眼积极布局体育、演出等全娱乐票务平台，并加速切入电影上游发行和下游衍生品、影院商圈广告等，且在政策管控电影票补的情况下，预计盈利期将加速到来，未来望为公司稳定贡献投资收益，另外猫眼合并

微影、取得微信入口和用户数据有助于公司更高效地定位目标观众、提升线上宣发能力，形成线下推广与线上营销一体化的宣发模式，同时渠道入口也具备打造衍生品商城的能力，公司有望进一步借助渠道布局加速发展衍生品业务。

风险提示：内容监管趋严的风险；项目进度不及预期的风险。

3. 风险提示

- 1、银幕扩建放缓不及预期的风险；
- 2、内容监管趋严的风险；
- 3、海外片分账协议重谈的风险；
- 4、项目进度不及预期的风险；

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

