

国庆档将至，关注核心出品方&头部院线

——传媒行业事件点评报告

强于大市（维持）

日期：2020年09月29日

行业核心观点：

影院复工后首个重磅档期将至，档期内7部重点影片，包括3部春节档撤档影片。复工2个月有余，目前市场已预热充分，当前复工率已达9成，从周票房来看已恢复至疫情前水平，上座率75%限制对票房不利影响可基本忽略。充分看好供给端多部优质影片上映与被压制已久的需求端释放带来的共振，复工后院线影企业绩H2将回暖，建议关注相关影片核心出品方、龙头院线及低线城市布局的院线。

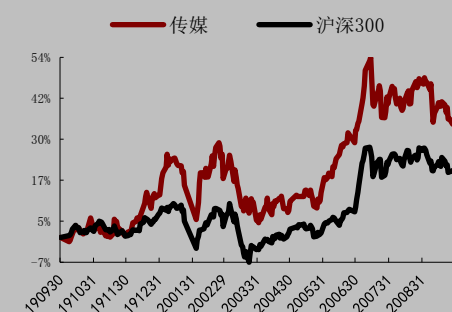
投资要点：

- **供需两端看好档期表现：**1) 需求端：代偿春节档+双节长假延长档期+可替代娱乐活动有限；2) 供给端：大众向、垂直向兼具，观众人均观影部数提升可期；“封神三部曲”之《姜子牙》热度最高，作为国产片总票房排名第二的《哪吒》之姊妹篇，观众有较高期待度，口碑奠定后热度有望进一步爆发；《我和我的家乡》票房表现好于此前“想看数”奠定的预期，知名导演、演员云集，受众层面更广，相较《我和我的祖国》用户更为下沉，与下沉市场占比提升趋势一致。
- **复工两个月有余，市场预热充分静待启幕：**1) 最新政策规定上座率可以调整到不高于75%，结合往期爆款影片上座率水平看，这一要求基本不会影响影片本应取得的表现；2) 从复工及票房恢复上看，全国整体复工近9成，大票仓复工率均较高，从周票房表现看已恢复至疫情前水平。
- **按照不同预期，票房预计为33-57亿元：**分拆人均票价及总人次预测，按照悲观/中性/乐观预期，预计档期票房约为37.25-55.37亿元，较上年下降21.23%-提升17.10%。
- **建议关注重点影片核心出品方、内容制作能力突出的公司；龙头院线及布局低线城市的相关院线：**1) 制作方：推荐卡位动画赛道、探路工业化制作，有望持续输出爆款的**光线传媒**，短期看十一档期《姜子牙》有望复刻《哪吒》票房成绩，中长期对标海外好莱坞影企有望获得新业务拓展（IP衍生）、市场容量、市占率、经营效率多维度提升；2) 院线：①疫情加速行业出清，“剩者为王”下盈利能力提升，政策明确表示推出一系列扶持政策，基于政策支持+龙头公司定增、整合举措，行业和龙头公司基本面得以改善。②近年来国产片票房崛起，春节档、国庆档为年内最大档期且影片多以国产片为主，从票房分布看低线城市占比不断提升，建议关注低线城市布局的相关院线。
- **风险提示：**口碑、票房表现不及预期；影片延期风险；股东减持风险；疫情反复风险。

盈利预测和投资评级

股票简称	19A	20E	21E	评级
新媒股份	3.36	2.48	3.22	买入
分众传媒	0.13	0.14	0.25	增持
芒果超媒	0.66	0.92	1.17	增持
视觉中国	0.31	0.35	0.45	增持
光线传媒	0.32	0.16	0.40	增持
完美世界	1.16	1.45	1.56	增持

传媒行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2020年09月29日

相关研究

- 万联证券研究所 20200928_公司事项点评_AAA_芒果超媒(300413)事项点评报告
- 万联证券研究所 20200927_行业周观点_AAA_互联网传媒行业周观点(09.21-09.27)
- 万联证券研究所 20200920_行业周观点_AAA_互联网传媒行业周观点(09.14-09.20)

分析师：夏清莹

执业证书编号：S0270520050001

电话：075583228231

邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理：杨岚

电话：075583221361

邮箱：yanglan1@wlzq.com.cn

目录

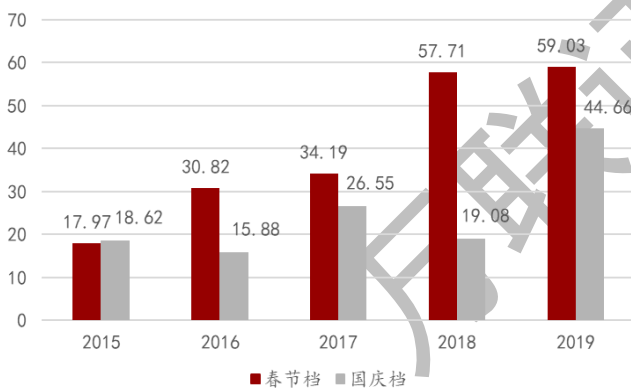
1、复工后首个重磅档期，多维度看好票房表现	3
1.1 从需求看：多重原因驱动观众走进影院	3
1.2 从供给看：大众向及相对垂直题材兼具，口碑不俗	3
1.3 从修复看：复工两个月有余，已预热充分静待启幕	7
1.4 按照不同预期，票房预计为 33-57 亿元	7
2、投资建议	9
3、风险提示	10
图表 1：15-19 年春节档、国庆档票房（亿元）	3
图表 2：历年春节档、国庆档总票房占比	3
图表 3：国庆档定档影片一览	3
图表 4：2020 国庆档主要影片重合度对比	4
图表 5：近年来热门档期观众重复观影数量占比	5
图表 6：人均观影量与七日档期票房正相关	5
图表 7：国庆档影片全网热度指数变化情况	5
图表 8：国庆档影片首日预售票房及想看情况	6
图表 9：《我和我的家乡》vs《我和我的祖国》	6
图表 10：《家乡》《祖国》二者可比程度高	6
图表 11：《家乡》相较《祖国》更为下沉	6
图表 12：《我和我的家乡》与《姜子牙》相比，预售成绩显著好于“想看数”	7
图表 13：复工后周票房 vs 去年同期票房表现情况（亿元）	7
图表 14：2020 年国庆档票房预测	8
图表 15：17-19 年国庆档分日票房占比表现：档期 1-4 天较为关键	8
图表 16：20H1 影视院线公司营收、归母净利润情况	9
图表 17：15-19 年春节档、国庆档中下沉市场（三四线城市及以下）占比情况	10

1、复工后首个重磅档期，多维度看好票房表现

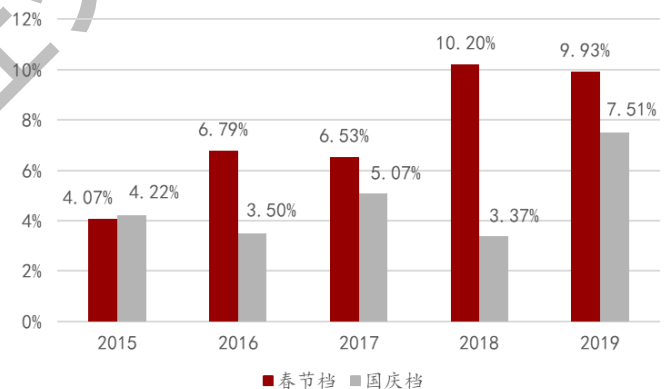
1.1 从需求看：多重原因驱动观众走进影院

多重利好驱动本次国庆档表现：代偿春节档+双节长假延长档期+可替代娱乐活动有限。1) 国庆档是年内两大档期（春节档、国庆档）之一，疫情原因导致春节档流失，国庆档有望实现代偿。春节档部分影片如《夺冠》、《姜子牙》、《急先锋》转档国庆，代偿效应可期，叠加国庆档主题影片《我和我的家乡》、《一点就到家》，使得本次国庆档实力叠加。2) 自7月20日复工以来，国庆档是首个小长假档期，且中秋、国庆双节同庆下档期延长至8日。从历年票房表现来看，双档在全年票房收入中占比逐年增加，19年因建国70周年3部重磅献礼片进一步带动国庆档票房占比提升。3) 出境游受限制，线下可选娱乐活动有限。国外疫情仍未得到有效控制，不出远门，电影将成线下娱乐热门可选活动之一。

图表1：15-19年春节档、国庆档票房（亿元）



图表2：历年春节档、国庆档总票房占比



资料来源：猫眼专业版、万联证券研究所

资料来源：猫眼专业版、万联证券研究所

1.2 从供给看：大众向及相对垂直题材兼具，口碑不俗

截至9月29日，包括提档至9月25日的《夺冠》在内，国庆档期内重点影片为7部，较上年减少1部。从题材分布上看，剧情、动画、动作、喜剧均有兼顾；从关注度上，本次共4部影片期待值较高，去年同期为3部。

图表3：国庆档定档影片一览

定档日期	片名	导演	类型	出品方
9月25日	夺冠	陈可辛	剧情	嘉映春天影业、华夏电影、欢喜传媒、阿里影业、联瑞影业、中国电影、峨眉电影、浙江影视、文投控股等
9月30日	急先锋	唐季礼	动作、冒险、喜剧	中影国际、中国电影、腾讯影业、上海理想境界影视、鼎盛创新资本、深圳广电影视、幸福蓝海（联合出品）
10月1日	姜子牙	程腾、李炜、王昕、李夏	动画、动作、冒险	光线影业、彩条屋影业、中传合道文化、可可豆动画、可可豆影视
10月1日	我和我的家乡	宁浩、徐峥、陈思诚等	喜剧、剧情	京西文化、中国电影、阿里影业、博纳影业、文投控股等45家


10月3日	木兰·横空出世	廖光华	动画、喜剧、动作	金川文化、 中国电影 、大地时代文化、金逸嘉逸电影、珠江影业、国影纵横、中影南方、 横店影视
10月4日	一点就到家	许宏宇	剧情、喜剧	嘉映春天影业、 中国电影 、阿里影业、华夏电影、联瑞影业、 横店影业 、上海翎刻闪耀影视、阿那亚影视
10月5日	再见吧！少年	林子平	剧情	爱奇艺影业

资料来源：猫眼专业版、万联证券研究所

注：统计截至9月29日，涉A股上市公司者加粗表示。

《夺冠》、《我和我的家乡》观影人群重合度较高，《一点就到家》等受众较为垂直，题材大众向及多元向有助于更大圈层受众观影。根据猫眼专业版9月22日国庆档预售开启前对档期内主要影片近30天想看新增重合度的统计显示，《一点就到家》、《木兰：横空出世》、《急先锋》与其他影片重合度较低，《夺冠》重合度最高，这一现象或解释了《夺冠》缘何提档。

图表4：2020国庆档主要影片重合度对比

《夺冠》与其他影片重合度		《急先锋》 9.3% ★★★	《姜子牙》 27.8% ★★★★★	《我和我的家乡》 25.1% ★★★★	《一点就到家》 3.4% ★	《木兰：横空出世》 7.5% ★★
《急先锋》与其他影片重合度	《夺冠》 14.2% ★★★★★		《姜子牙》 7.0% ★★★	《我和我的家乡》 7.1% ★★★★	《一点就到家》 1.2% ★	《木兰：横空出世》 1.6% ★★
《姜子牙》与其他影片重合度	《夺冠》 10.3% ★★★★★	《急先锋》 1.7% ★★		《我和我的家乡》 4.5% ★★★★	《一点就到家》 0.6% ★	《木兰：横空出世》 1.8% ★★★
《我和我的家乡》与其他影片重合度	《夺冠》 7.6% ★★★★★	《急先锋》 1.4% ★★★	《姜子牙》 3.7% ★★★★		《一点就到家》 0.7% ★	《木兰：横空出世》 1.0% ★★
《一点就到家》与其他影片重合度	《夺冠》 10.8% ★★★★★	《急先锋》 2.5% ★★	《姜子牙》 5.1% ★★★	《我和我的家乡》 7.8% ★★★★		《木兰：横空出世》 1.5% ★
《木兰：横空出世》与其他影片重合度	《夺冠》 16.2% ★★★★★	《急先锋》 2.3% ★★	《姜子牙》 10.7% ★★★★	《我和我的家乡》 7.5% ★★★★	《一点就到家》 1.0% ★	

资料来源：猫眼专业版、万联证券研究所

注：星星数越高，即重合度越高。

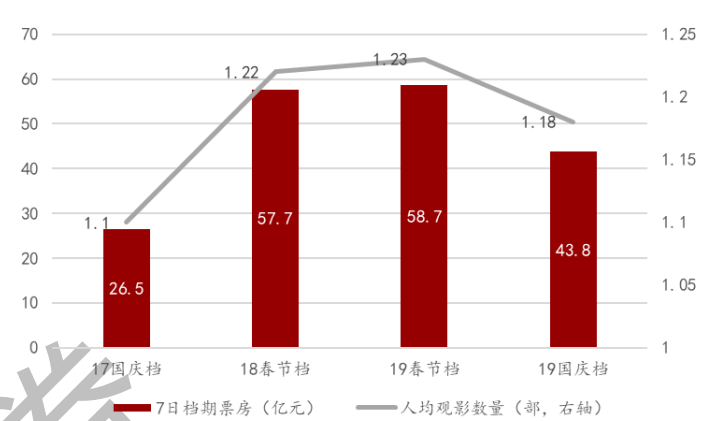
重合度高并不意味着零和博弈，观众对优质影片期待没有阈值上限。2018/2019年的春节档，观众最多观影数目达到4部、5部，可见优质影片将带动观众重复走进影院。相较于周期较长的暑期档，7日档期没有足够长的时间去发酵影片、突破圈层，拉动增量观众入场，猫眼专业版数据显示存量观众重复入场与档期内票房正相关。《夺冠》目前豆瓣评分7.3在国产片评分中属相对高分，《我和我的家乡》点映豆瓣评分4-5

星居多，多部优质大众向影片有望带动人均观影量提升。

图表5：近年来热门档期观众重复观影数量占比



图表6：人均观影量与七日档期票房正相关



资料来源：猫眼专业版、万联证券研究所

资料来源：猫眼专业版、万联证券研究所

从热度及预售票房情况来看，各梯队层次显著。《姜子牙》《我和我的家乡》暂处第一梯队，《夺冠》《急先锋》处第二梯队。截至9月29日20时，《姜子牙》预售总票房8574.7万元位居首位，《我和我的家乡》以6518.2万元位列第二。二者均为10月1日上映，首日预售票房差距仅876万，但总预售差距2000万显示《姜子牙》有更强势能。

图表7：国庆档影片全网热度指数变化情况



资料来源：灯塔专业版、万联证券研究所

图表8：国庆档影片首日预售票房及想看情况

影片名称	首日预售票房 (万元)	累计想看 (万)
夺冠	2581.7	196.05
姜子牙	6603.3	200.49
急先锋	1925.9	68.5
我和我的家乡	5727.2	54.24
一点就到家	142.7	5.07
木兰：横空出世	105.5	19.89
再见吧！少年	12.3	2.1

资料来源：灯塔专业版、万联证券研究所

注：统计截至29日20时。

《我和我的家乡》票房表现预计好于预期。该影片可对标去年《我和我的祖国》，二者结构类似（单元体结构，5个故事组成）、均由知名导演与演员加盟（《家乡》由张艺谋担当总监制，宁浩担任总导演，张一白担任总策划，宁浩、徐峥、陈思诚、闫非&彭大魔、邓超&俞白眉分别执导5个故事）。影片主题适逢国庆、叠加全家欢属性，相较于《祖国》更为下沉，根据灯塔专业版用户画像数据，《家乡》相较于《祖国》在三四线城市占比更大。《姜子牙》为国庆档关注度最高的影片，尽管《家乡》在各大平台“想看榜”中落后于《姜子牙》，但票房预售来看差距小于“想看榜”。

图表9：《我和我的家乡》vs《我和我的祖国》

影片名称	首日预售票房	累计想看 (万)	票房合计/预计
我和我的家乡	5434.7万元	54.24	24-30亿元
我和我的祖国	1.55亿元	91.74	27.74亿元
占比	35.06%	59.12%	N/A

资料来源：灯塔专业版、万联证券研究所

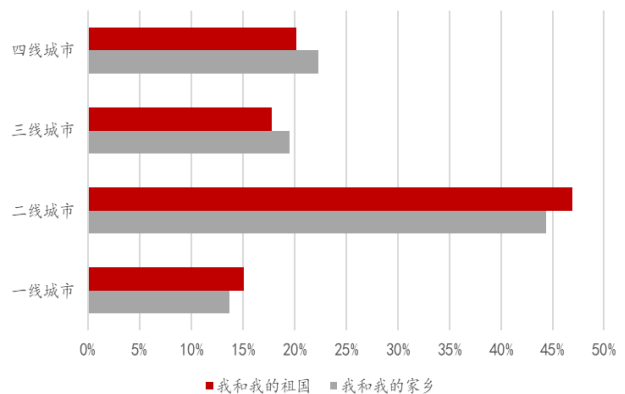
注：《我和我的家乡》首日预售票房统计截至9月29日16时，故实际“占比”应大于35.06%。

图表10：《家乡》《祖国》二者可比程度高



资料来源：豆瓣电影、万联证券研究所

图表11：《家乡》相较《祖国》更为下沉



资料来源：灯塔专业版、万联证券研究所

图表12: 《我和我的家乡》与《姜子牙》相比, 预售成绩显著好于“想看数”

影片名称	首日预售票房	累计想看 (万)	票房预计
我和我的家乡	5504.7万元	54.38	24-30亿元
姜子牙	6231.0万元	200.59	10-17亿元
占比	88.34%	27.11%	N/A

资料来源: 灯塔专业版、万联证券研究所

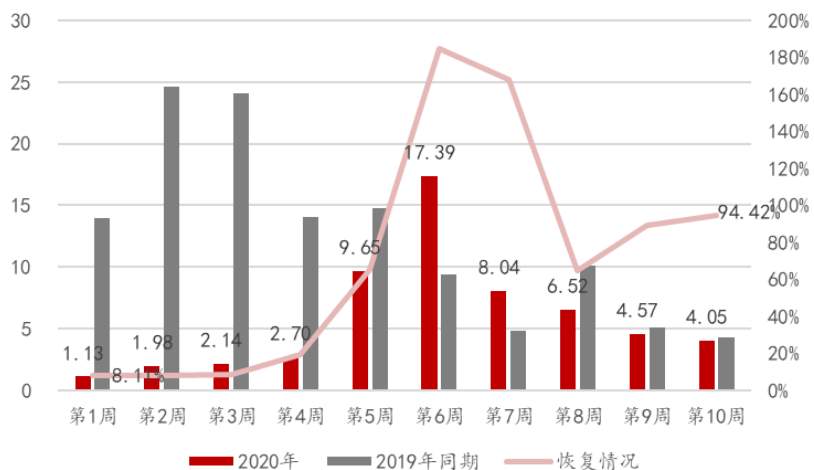
注: 首日预售票房统计截至9月29日17时。

1.3 从修复看: 复工两个月有余, 已预热充分静待启幕

政策放宽, 当前上座率限制对票房不利影响可基本忽略。9月15日, 电影发行协会发布《电影放映场所恢复开放疫情防控指南(第三版)》, 指出在防控得当的基础上上座率可以调整到不高于75%, 这一比例对热门档期不利影响可基本忽略。以国庆档历史最高单片票房者《我和我的祖国》为例, 上映首日(9月30日)和十一当天黄金场(18:00-20:59)上座率分别为84.5%、80.6%, 而后日期和所有其余时段场次上座率均低于75%; 今年为止票房冠军《八佰》上映后黄金场上座率峰值74.7%也仅有1天出现, 其余日期黄金场上座率多在50%上下。

复工2个月有余, 目前票房与去年几近持平。复工首周周票房仅1.13亿元, 占去年同期比重8.11%, 而截至9月27日的复工后第10周票房已达去年同期94.42%。《八佰》上映甚至带动票房连续2周大幅超过去年同期水平, 大片带动效应明显, 克服疫情不利因素。猫眼专业版显示, 截至9月28日全国复工影院数达10041家, 复工率88.49%(低于80%者为新疆8.82%, 西藏61.76%、辽宁65.9%、贵州72.37%, 据“新疆发布”消息, 9月28日起, 新疆各地影院在落实防控措施前提下, 有序恢复营业), 大票仓复工率均较高。

图表13: 复工后周票房vs去年同期票房表现情况(亿元)



资料来源: 灯塔专业版、万联证券研究所

1.4 按照不同预期, 票房预计为33-57亿元

1) 总人次: 考虑到档期长度(实际假期8天, 国庆档从9月30日记则为9天, 预测

以7天为基准)、头部影片热度(主要由头部影片拉动,而Top2皆有已获票房验证的姊妹篇《我和我的祖国》《哪吒之魔童降世》),以及疫情尚未解除下,其余替代性线下娱乐活动受限,在悲观、中性、乐观预期下总人次分别较上年同期-20%/0%/+10%。

2) 人均票价:考虑到档期内最热门影片《姜子牙》为3D影片,票单价相对2D影片较高,预计拉动人均票价上行,故人均票价在悲观、中性、乐观预期分别为37/38/40元。

图表14: 2020年国庆档票房预测

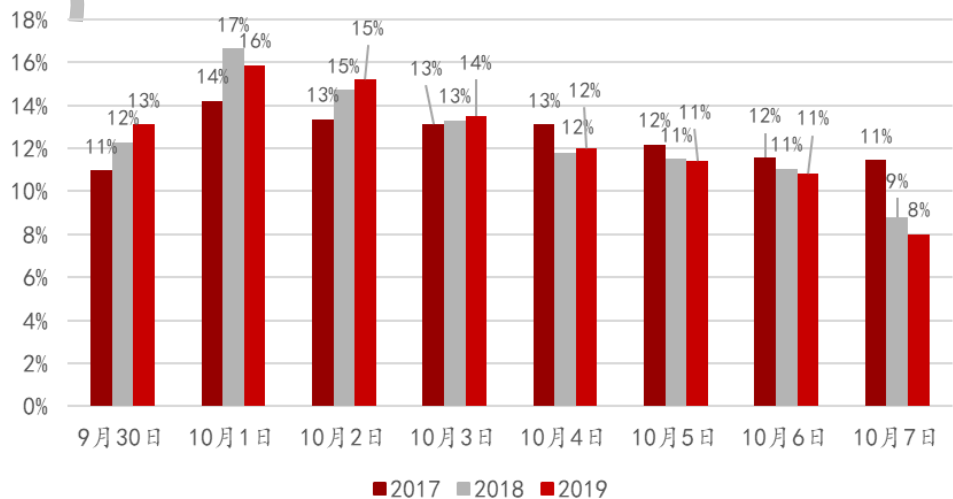
	2015	2016	2017	2018	2019	2020 悲观	2020 中性	2020 乐观
国庆档票房 (亿元)	18.62	15.88	22.71	19.08	47.29	37.25	47.82	55.37
YoY		-14.72%	43.01%	-15.97%	147.79%	-21.23%	1.13%	17.10%
总人次(万)			6662	5408	12584	10067.2	12584	13842.4
YoY				-18.82%	132.69%	-20%	0	10%
人均票价(元)			34.09	35.29	37.58	37	38	40

资料来源:猫眼专业版、万联证券研究所

注:16-18年档期票房均指国庆档所处周的周票房、该周对应的总人次。

根据上述假设,预计档期总票房在37.25-55.37亿元,较上年下降21.23%-提升17.10%。

图表15: 17-19年国庆档分日票房占比表现: 档期1-4天较为关键



资料来源:猫眼专业版、万联证券研究所

国庆档进一步奠定后市信心,后续表现重点看上映首日口碑、再看1-4日票房表现情况。口碑对票房有着至关重要的作用,对高期待值影片来说,好口碑将进一步扩大圈层;对于此前热度不高者,良好的口碑也将带来爆发弹性。结合17-19年国庆档日票房占比,第3-4日将迎来日票房占比峰值,故从档期1-4日票房表现可基本推定整个档期表现情况。

2、投资建议

影视院线行业为传媒行业中受疫情冲击最大领域之一，20H1 除光线传媒盈利 0.21 亿元 (YoY-80.46%) 外，其余公司均为亏损，7 月 20 日影院复工后板块将在 H2 实现业绩回暖。

图表 16：20H1 影视院线公司营收、归母净利润情况

证券代码	证券简称	20H1 营业收入 (亿元)	营收 YoY	20H1 归属 母公司股东 的净利润 (亿元)
300027.SZ	华谊兄弟	3.24	-69.88%	-2.31
002739.SZ	万达电影	19.72	-73.93%	-15.67
300251.SZ	光线传媒	2.59	-77.86%	0.21
601595.SH	上海电影	0.57	-89.54%	-2.39
600977.SH	中国电影	4.61	-90.48%	-5.02
000802.SZ	北京文化	0.06	-91.37%	-0.64
603103.SH	横店影视	0.98	-92.92%	-3.06
002905.SZ	金逸影视	0.68	-93.33%	-3.14

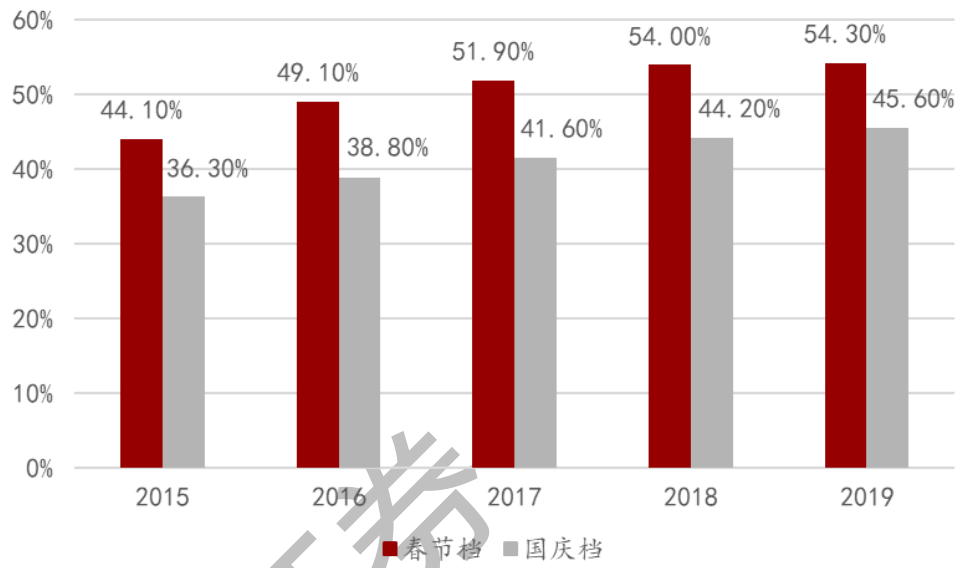
资料来源：Wind、万联证券研究所

注：按营业收入从高至低排序。

1) 关注重点影片核心出品方、内容制作能力突出的公司。推荐卡位动画赛道、探路工业化制作，有望持续输出爆款的光线传媒，短期看十一档期《姜子牙》有望复刻《哪吒》票房成绩，中长期对标海外好莱坞影企有望获得新业务拓展 (IP 衍生)、市场容量、市占率、经营效率多维度提升。

2) 关注龙头院线及布局低线城市的相关院线。1) 自 2015 年来，全国银幕数量保持高歌猛进态势，但单银幕产出逐年下降，影院的过快增长导致区域内竞争加剧。疫情影响下 20 年票房损失严重，但较长停工时间导致中小影院出清，加速院线整合，有望提升存留下来的影院平均盈利水平。政策明确表示推出一系列扶持政策，基于政策支持+龙头公司定增、整合举措，行业和龙头公司基本面得以改善。2) 近年来国产片票房崛起，春节档、国庆档为年内最大档期且影片多以国产片为主，从票房分布看低线城市占比不断提升，建议关注低线城市布局的相关院线。

图表17：15-19年春节档、国庆档中下沉市场（三四线城市及以下）占比情况



资料来源：猫眼专业版、万联证券研究所

3、风险提示

口碑、票房表现不及预期；影片延期风险；股东减持风险；疫情反复风险。

传媒行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2020年09月29日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率			市净率	投资评级
		19A	20E	21E	最新		19A	20E	21E	最新	
300770	新媒股份	3.36	2.48	3.22	18.51	93.37	38.69	37.65	29.00	9.08	买入
002027	分众传媒	0.13	0.14	0.25	0.93	7.82	48.15	55.86	31.28	8.28	增持
300413	芒果超媒	0.66	0.92	1.17	5.45	66.93	52.97	72.75	57.21	12.23	增持
000681	视觉中国	0.31	0.35	0.45	4.44	14.93	55.13	42.66	33.18	3.36	增持
300251	光线传媒	0.32	0.16	0.40	3.01	15.90	36.88	99.38	39.75	5.26	增持
002624	完美世界	1.16	1.45	1.56	7.85	33.21	38.05	22.90	21.29	6.36	增持

资料来源: 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场