

2021 春节档：最强春节档可期，关注产业链边际变化 ——2021 年度春节档专题报告

行业核心观点：

7 部影片汇集 2021 年大年初一，我们将对本次春节档的票房大盘表现进行预测，并分析上中下游参与者呈现的变化与新趋势以及相应的投资机会。

投资要点：

- **7 部大片汇集迎接最强春节档，疫情负面影响有限：**《唐探 3》基于前作的 IP 效应已锁定基本盘，不断刷新预售记录，印证了内容是观影的主要驱动力，疫情的潜在风险在严格防疫下并不会对观影市场带来不利影响。与往年春节档内容对标，加上就地过年政策指引（可替代的线下娱乐较少）、票价上涨等因素共同作用下，我们认为 2021 年春节档有望成为史上最强春节档。
- **中上游迎接新玩家，疫情催化线上宣发成为主流手段：**本次春节档中，除了传统参与方外，值得注意的有抖音文化参与了《刺杀小说家》以及 B 站参与了《新神榜》。二者在电影领域的布局不断深入，必要性上看布局电影可增益原有业务；可行性上看，双方的平台对于电影宣发有极大助力。抖音、B 站成为立足于内容传播的优势向上游进发的代表。疫情加速线上宣发走向成熟，从补充手段成为主流手段。线上宣发因投放面更广、更精准的数据画像、更短的转化链条及效果可测等优势，相较于线下路演较大的成本消耗、协调明星档期、现场安全保障以及较难看到转化率等具备显著优势。线下路演更像“品牌营销”，而线上宣发则达到“品效合一”的效果。
- **疫情加速长尾出清，下游院线终端拐点已现：**院线集中度呈现拐点向上特征。2014-2019 年，头部影投的份额逐年下降，这一下降趋势中止于 2020 年，疫情冲击之下中小影院被迫退出市场，龙头份额出现回升，2020 年的影投 CR3、CR5、CR10 均有所上升。
- **投资建议：**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。短期看丰富内容储备带动业绩持续回暖，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) 关注行业出清背景下的龙头院线。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。近年来低线城市票房占比不断提升，拥有较强管理能力和抗风险能力的院线或更受益于低线城市影院的加速整合过程，从而进一步扩大市场份额。
- **风险因素：**口碑、票房表现不及预期；疫情出现不利波动。

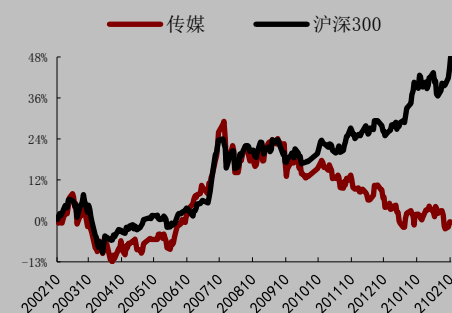
强于大市（维持）

日期：2021 年 02 月 10 日

盈利预测和投资评级

股票简称	19A	20E	21E	评级
光线传媒	0.32	0.08	0.27	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：2021 年 02 月 10 日

相关研究

万联证券研究所 20210208_公司事项点评_AAA_新媒股份（300770）事项点评报告
万联证券研究所 20210207_行业周观点_AAA_互联网传媒行业周观点（2.01—2.07）
万联证券研究所 20210202_公司事项点评_AAA_光线传媒（300251）事项点评报告

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

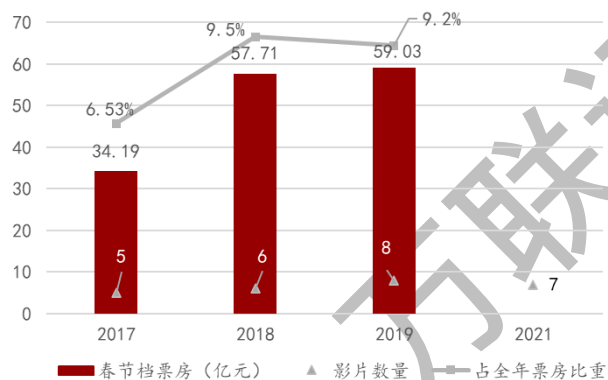
1、大盘前瞻：多重利好下，2021 档期有望成最强春节档	3
1.1 整体票房：疫情影响有限，大作云集、票价上涨驱动档期票房表现	3
1.2 内部结构：档期影片一超多强，下沉市场为主要票仓	5
1.2.1 影片：唐探 IP 效应预先锁定基本盘，余下影片口碑决定票房表现	5
1.2.2 渠道：下沉市场是档期主要票仓，就地过年或不改下沉占比提升的趋势 ...	6
2、行业影响：中上游迎接新玩家，下游终端拐点已现	7
2.1 制作与发行端：新玩家入场，疫情加快新宣发试炼	7
2.2 终端：疫情加速长尾出清，院线集中度已拐点向上	9
3、投资建议	9
4、风险提示	10
图表 1：2017-2019 年春节档票房及占全年比重	3
图表 2：2017-2019 年春节档平均票价	3
图表 3：2019VS2021 春节档影片上映首日票价对比	3
图表 4：2021 年春节档预售票房排行榜	4
图表 5：2021 年春节档影片预测票房	5
图表 6：2021 年春节档片单（大年初一上映）	5
图表 7：2021 年春节档观众首选影片用户画像图	6
图表 8：2015-2019 年春节档票房分城市层级贡献占比	6
图表 9：2015-2019 年总票房分城市层级贡献占比	6
图表 10：抖音、B 站春节档影片购票落地页	7
图表 11：B 站《新神榜：哪吒重生》线上营销示意图	8
图表 12：2014-2020 年影投 CR3、CR5、CR10 变动情况	9

1、大盘前瞻：多重利好下，2021 档期有望成最强春节档

1.1 整体票房：疫情影响有限，大作云集、票价上涨驱动档期票房表现

春节档为一年中最重要的电影档期，2020 年春节档流失后积累两年的期待下 2021 年春节档格外可期。为什么对 2021 年春节档票房充满信心？1) 从近年春节档看，口碑大片是带动档期票房的关键，最近可比档期 2019 年春节档影片均在无前作支撑下依靠口碑撑起 59.03 亿元票房，2021 年春节档中《唐人街探案 3》为“唐探”IP 系列作品，已奠定档期基本盘票房，其余多部作品上映后口碑发酵有望后续取得超此前预期的表现。2) 就地过年下，线下娱乐活动受限，观影活动成为主要选择，特别是对低线城市而言。3) 近年来票补退坡，票价上涨已成趋势，单价提升下推升票房收入。4) 疫情防控未对影院构成冲击，上座率限制影响有限。

图表1：2017-2019年春节档票房及占全年比重



图表2：2017-2019年春节档平均票价



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

注：部数仅考虑大年初一上映的影片，而后上映的不计入统计。

图表3：2019VS2021 春节档影片上映首日票价对比

均价+5.72%

影片名称	上映首日票价 (元)
流浪地球	49.60
疯狂的外星人	45.30
飞驰人生	44.40
新喜剧之王	44.10
廉政风云	46.20
熊出没·原始时代	42.90
神探蒲松龄	43.70

2019春节档

影片名称	上映首日票价 (元)
唐人街探案3	48.00
你好，李焕英	48.20
侍神令	48.60
刺杀小说家	49.00
熊出没·狂野大陆	47.10
新神榜：哪吒重生	47.00
人潮汹涌	46.40

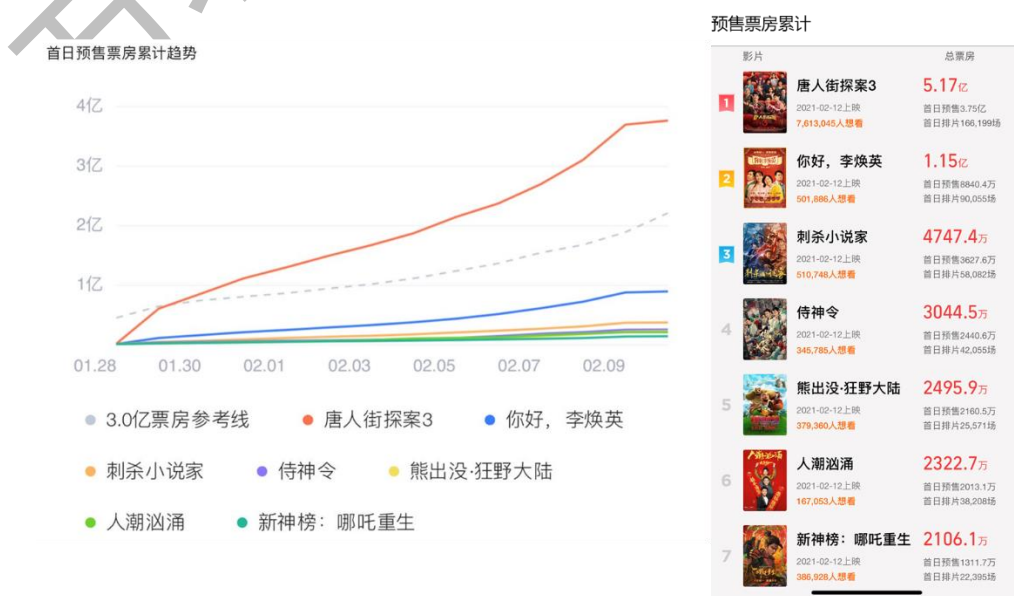
2021春节档

资料来源：猫眼专业版、万联证券研究所

疫情冲击可控的判断,可根据如下极限分析假设来说明——即便是极端情形下,上座率超 50%亦为数不多,且超过的原因是排片量有限,且该极端情形可能作用的地区对整体影响有限。根据最新消息,北京市疫情防控要求春节期间(2月11日至2月17日)各影院每场次的观影上座率不得超过 50%。压力测试考虑选取近年春节档的最热门的三个影片——《流浪地球》、《唐探 2》和《红海行动》进行对比。根据灯塔专业版北京市上座率的数据,《流浪地球》仅在上映首日的上座率略高于 50%,《红海行动》在上映的第一个星期上座率在 50%~60%,此后其上座率未超过 50%。《唐探 2》仅在上映后 3 日内上座率较高,分别为 70.9%, 63.6%, 56.9%, 原因是排座占比较低,只有 26%左右。而今年最热门的《唐探 3》,在北京的排座占比有 36.7%,足够满足观众的热情。影院仍存在调票、放缓开放预售场次等的灵活调控手段,有能力将热门场次的上座率控制在 50%内。据垂直媒体毒眸对业内电影数据分析师采访得知,北京只占全国票仓 2%-3%,故防疫措施对票房的潜在不利影响十分有限。对于其他低风险地区而言,在 1 月 27 日的国务院联防联控机制举行新闻发布会上,明确要求低接纳人数不能超过核定人数的 75%,这一上限远高于压力测试极限值。

预售反映市场信心,《唐探 3》不断创下预售记录。截至 2 月 10 日上午 10 时,据灯塔专业版统计春节档票房预售已超 7.7 亿,其中《唐探 3》以 5.17 亿元领跑,《你好,李焕英》居于第二梯队,余下 5 部影片差距不大。《唐探 3》在预售阶段不断创纪录,已提前反映市场信心,国产电影票房天花板或将打开。

图表4: 2021年春节档预售票房排行榜



资料来源: 灯塔专业版、万联证券研究所

注: 统计截至2021年2月10日10时50分。

图表5：2021年春节档影片预测票房

片名	预测票房（亿元）
唐人街探案 3	44.89
你好，李焕英	18.65
刺杀小说家	10.69
熊出没·狂野大陆	7.19
侍神令	5.05
人潮汹涌	4.53
新神榜：哪吒重生	4.28

资料来源：灯塔专业版、万联证券研究所

注：取多家预测机构的预测平均值。

1.2 内部结构：档期影片一超多强，下沉市场为主要票仓

1.2.1 影片：唐探IP效应预先锁定基本盘，余下影片口碑决定票房表现

《唐探 3》“一超”+余下 6 部“多强”，确定性与弹性兼具。毒眸联合灯塔研究院发布的《报告》显示，过去三年春节档都表现出了较强头部效应，由四部头部电影收获了 80% 的票房，《刺杀小说家》《人潮汹涌》和《侍神令》均有机会进入 80% 俱乐部。

图表6：2021年春节档片单（大年初一上映）

定档日期	片名	地区	导演	主要演员	类型	出品方
2021-2-12 (大年初一)	唐人街探案 3	中国大陆	陈思诚	王宝强、刘昊然、妻夫木聪	喜剧、悬疑	万达电影、中国电影
	熊出没·狂野大陆	中国大陆	丁亮	张伟、张秉君、谭笑	喜剧、科幻、动画	横店影视、猫眼电影
	刺杀小说家	中国大陆	路阳	雷佳音、杨幂、董子健	动作、奇幻、冒险	华策影视
	新神榜：哪吒重生	中国大陆	赵霁	杨天翔、张赫、宣晓鸣	动作、动画、奇幻	阿里巴巴、哔哩哔哩
	你好，李焕英	中国大陆	贾玲	贾玲、沈腾、陈赫	剧情、喜剧	北京文化、猫眼电影、腾讯控股（新丽传媒）、阿里巴巴
	侍神令	中国大陆	李蔚然	陈坤、周迅、陈伟霆	奇幻	华谊兄弟
	人潮汹涌	中国大陆	饶晓志	刘德华、肖央、万茜	剧情、喜剧、犯罪	光线传媒

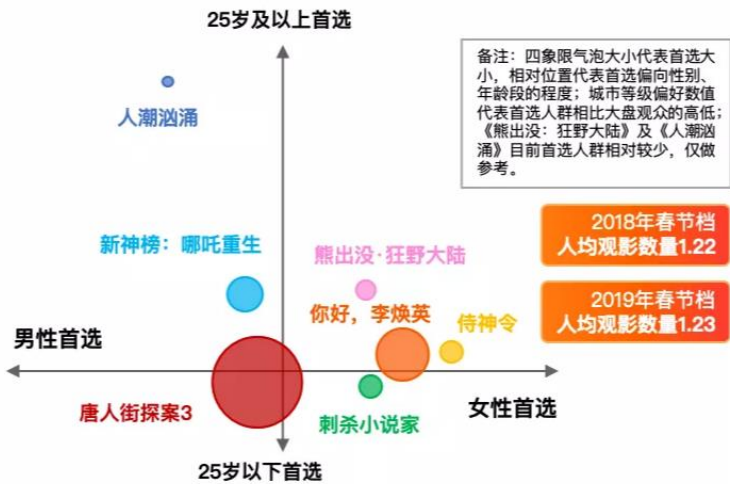
资料来源：猫眼专业版、万联证券研究所

注：出品方仅标注上市公司，排序不分先后。

多元化题材扩大受众面并提升人均观影数。今年春节档的影片兼顾了男性、女性、年轻和年长的人群偏好，且兼具喜剧、悬疑、奇幻、冒险和亲子等类型。用户画像方面，据猫眼研究院的《2021 春节档前瞻》所示，目前春节档七部影片累计想看的女性用户占比高于男性。《唐探 3》、《刺杀小说家》更受年轻观众青睐；《你好，李焕英》作为今年春节档唯一的纯喜剧电影，受众年龄较为均衡，且女性向较强；关于三部奇幻类型大片，《侍神令》的成熟观众相对较多，《人潮汹涌》和《新神榜：哪吒重生》则相

对更吸引男性观众；主打亲子市场的《熊出没》的首选观众偏向于年长女性人群。其中，多部影片圈定同类受众，有望提升人均观影数量。如象限图中《你好，李焕英》《侍神令》《刺杀小说家》偏重于青春女性，而喜爱《唐探3》的年轻男性观众同时也很可能被《新神榜：哪吒重生》吸引。

图表7：2021年春节档观众首选影片用户画像图



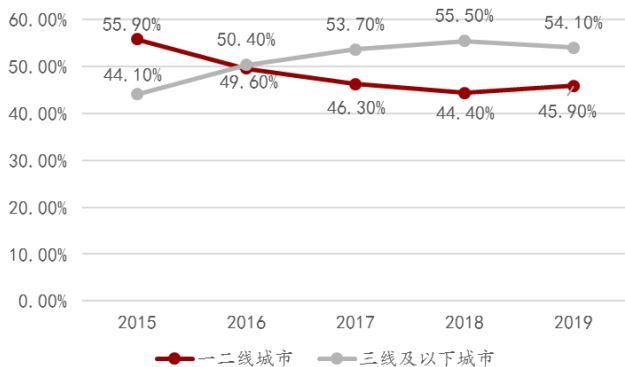
资料来源：猫眼专业版、万联证券研究所

1.2.2 渠道：下沉市场是档期主要票仓，就地过年或不改下沉占比提升的趋势

通常而言，春节档是渠道最为下沉的一个档期。根据艺恩的分城市层级票房数据，就全年总体而言，一二线城市票房占比显著高于三线及以下城市。而在春节档期间一二线城市票房占比显著低于全年水平。自2016年开始，三线及以下城市在春节档票房的占比高于一二线城市。

对低线城市而言，春节档对全年票房贡献的重要性更为凸显。尽管今年人们响应就地过年的号召，今年的返乡人数可能较往年有所减少，但庞大的人口基础及消费习惯是占据主导的变量，预计低线城市仍将为春节档票房的主力贡献地区，且拉长时间轴看低线城市票仓占比有望继续提升。

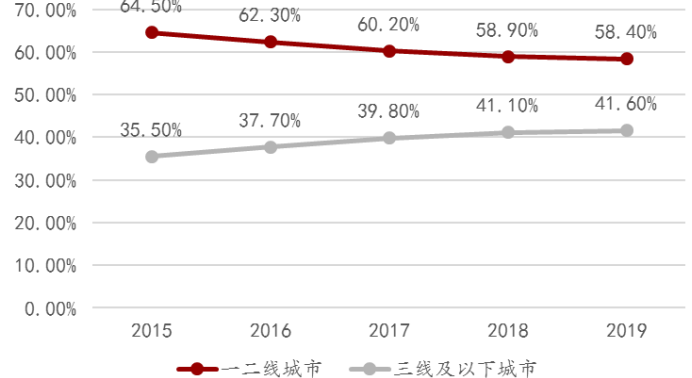
图表8：2015-2019年春节档票房分城市层级贡献占比



资料来源：艺恩、万联证券研究所

注：票房含服务费，下同。

图表9：2015-2019年总票房分城市层级贡献占比



资料来源：艺恩、万联证券研究所

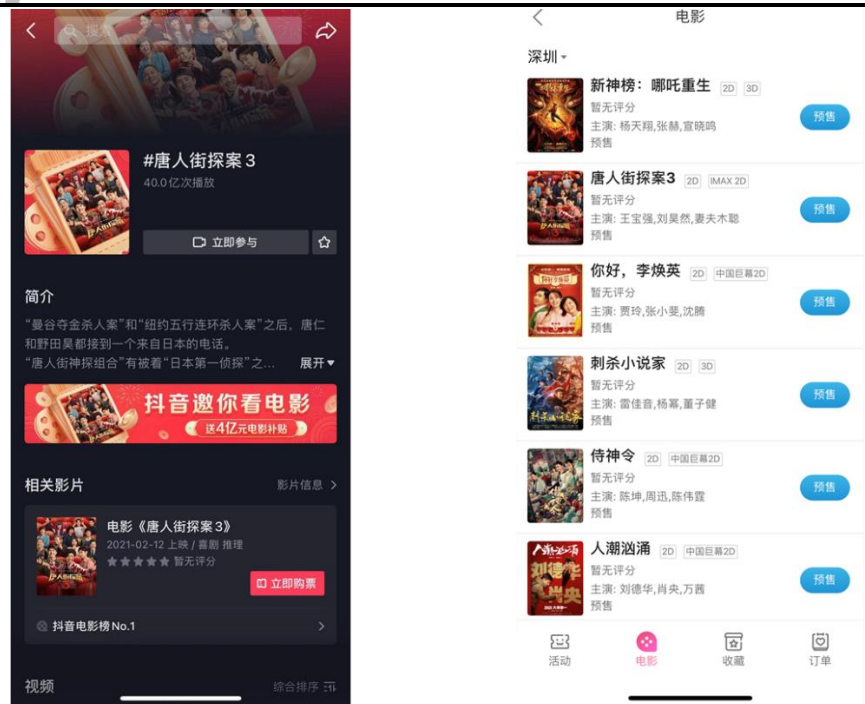
2、行业影响：中上游迎接新玩家，下游终端拐点已现

2.1 制作与发行端：新玩家入场，疫情加快新宣发试炼

本次春节档中，除了传统出品方与发行方外，值得注意的是 B 站哔哩哔哩影业参与出品《新神榜：哪吒重生》，抖音文化联合出品《刺杀小说家》。尽管这两个公司此前亦有参与电影出品发行，但本次担纲了更为重要的角色。B 站《新神榜：哪吒重生》符合平台主打的二次元文化，也具有成为 IP 的潜力，是 B 站影视出品的一次重要尝试。值得一提的是，主打潮流 IP 塑造的盲盒品牌泡泡玛特也作为联合出品方参与进来，为其在电影领域的首次试水。

抖音与 B 站的入局，从必要性来看，布局电影业务对各自业务发展有重要战略意义；从可行性上看，其平台对于电影宣发有极大助力。对于 B 站而言，受众有较强烈的观影需求及较高的观影品味。“电影”品类是 B 站最受欢迎的细分内容之一，大量电影的二创内容获得较高热度。除了对老电影的解读与再创作之外，不少新片也将 B 站作为前置宣传的重要平台。更多的独家优质 PGC 内容也有望吸引更多用户来到 B 站，布局电影成为其破圈的系列组合拳之一。短视频成为当下在线娱乐的第一大应用，是用户接收信息的最重要渠道之一，短视频的特质也易于精彩桥段的传播，曾带火多部经典影片，而后抖音亦选择上架这些影片，以免受众转移向其他长视频平台观影。抖音直播、带货已发展地较为成熟，电影作为文化类「商品」，「商品」属性也使得相关营销手段可复用到电影营销上来。抖音、B 站成为立足于内容传播的优势向上游进发的代表。目前，抖音中可跳转《唐探 3》购票，对应平台为淘票票；B 站则可购买除《熊出没》以外的 6 部影片，对应平台为 B 站自有“bilibili 会员购”。

图表10：抖音、B站春节档影片购票落地页



抖音-《唐人街探案3》影片页面

B站-春节档影片页面

资料来源：抖音、Bilibili、万联证券研究所

疫情影响线下路演，影片宣发上线上营销被更多选择，且取得了较好宣传效果。《你

好,李焕英》采用“云路演”方式在抖音上与观众互动交流,《唐探3》和《侍神令》在快手、抖音上进行物料投放。在《你好,李焕英》直播当天,灯塔数据显示,直播间互动数超过三千万,整体曝光量达1亿+,在直播时段,影片“想看”数实现了13253的新增量,并且登顶春节档影片想看日增榜首,“贾玲想关掉薇娅直播间的灯”等话题也登上了微博热搜。

线上宣发一定程度上因疫情倒逼而成熟,逐步成为主流标配性动作。以往线上宣发可能更多是一种补充手段,疫情影响线下宣传活动的开展,倒逼线上宣发快速走向成熟。相较线下宣发,线上宣发具备性价比比较高的优势,如投放面更广,且具有更精准的数据画像。**线下路演更像“品牌营销”,而线上宣发则达到“品效合一”的效果。**短视频购票转化率高,直播购票优惠核销率高,智能宣发成为主要玩法。这些大数据也为进一步优化投放提供决策依据。而线下路演有庞大的成本消耗、明星档期安排、现场安全等对路演的规模有所制约,路演并非票房的绝对保障,也很难看到实际的转化率。

图表11: B站《新神榜:哪吒重生》线上营销示意图

主站搜索-即可跳转购票及活动页



多部预告片-一览影片出片片段



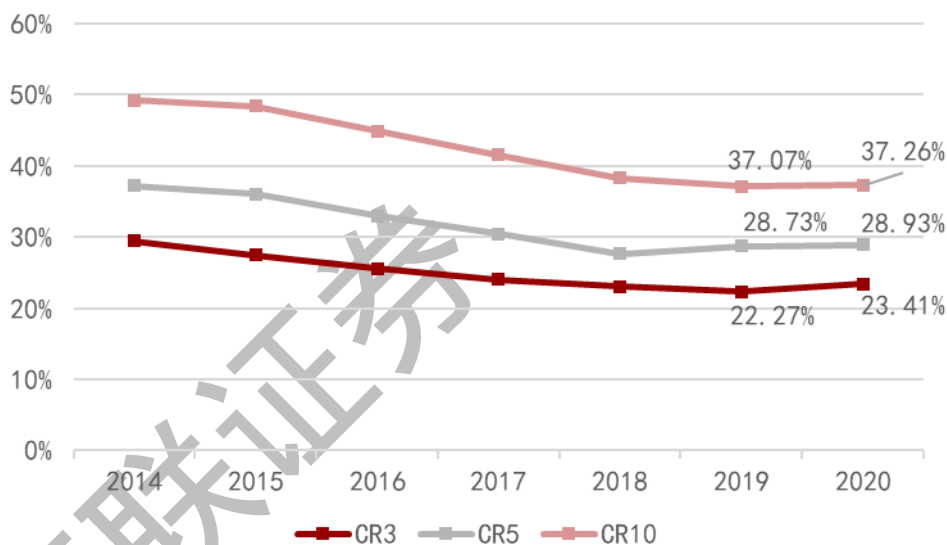
资料来源: Bilibili、万联证券研究所

票务平台通过与视频平台的数据打通,以新的宣发途径获得新的增量。2020年11月25日,猫眼“想看”数据与抖音数据全面打通,凡是挂载猫眼抖音小程序的直播和短视频,其内容对观众们观影兴趣的影响,都将直接体现在“想看”数据的变化上。对于今年的春节档,抖音与猫眼联合发起3场电影直播活动,分别为2月5日的《侍神令》、2月6日的《你好,李焕英》、2月7日的《人潮汹涌》。值得一提的是,刘德华参与了其主演的《人潮汹涌》的直播活动,以其国民偶像的魅力,创下单场直播破3200万观看人数记录,猫眼想看分钟增值7134的记录,1小时3500万点赞记录。这对于作为影视行业的枢纽的猫眼娱乐和作为用户生活方式记录平台的抖音都是一次数据上的质的补充,而从行业角度,这种数据互补带来的完整用户数据链路和生态的背后,是电影线上宣发精细化的全面升级。

2.2 终端：疫情加速长尾出清，院线集中度已拐点向上

院线集中度呈现拐点向上特征。据拓普数据，2014年至2019年，影投的头部占比呈现逐年下降的特征，这反映出院线集中度逐年下降的趋势。2020年疫情过后，院线受到冲击，不少中小影院退出市场。因此2020年的影投CR3、CR5、CR10均有所上升。

图表12：2014-2020年影投CR3、CR5、CR10变动情况



资料来源：拓普数据、万联证券研究所

注：集中度以票房占比计，票房不含服务费。

疫情加速长尾出清，对低线城市尤甚。对于一二线城市的影院而言，由于其位置的稀缺性以及商圈影院的存在必要性，即使影院在疫情影响下因面临短暂的现金流压力而濒临关闭，商场一般也会引入新影投公司接手，于是影院数量整体处于相对平衡的状态。而在三线以下城市并没有显著的位置稀缺性，在疫情之下首当其冲受到冲击。

3、投资建议

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，国庆档上映的《姜子牙》系光线工业化体系练兵及建设成效之再检验，一体化+工业化保障持续盈利能力，光线传媒为2020年度影视院线行业中唯一录得盈利的公司，商业模式优越性得以验证。短期看丰富内容储备带动业绩持续回暖，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) 关注行业出清背景下的龙头院线。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。据艺恩数据，近5年来，三线以下城市总票房占比逐年上升，与一二线城市的差距逐步缩小，具有较大潜力。在疫情加速长尾出清后，拥有较强管理能力和抗风险能力的院线或更受益于低线城市影院的加速整合过程，从而进一步扩大市场份额。

建议关注“剩者为王”下低线城市布局的相关院线。

- 万达电影（2020 年度预计归母净亏损 61.5-69.5 亿元，上年同期为亏损 48.5 亿元）作为影视行业的龙头，近年积极扩展业务范围，从放映业务延伸至电影投资、制作和发行及相关衍生业务，从海内到海外业务，同时全面覆盖电视剧制作及发行，游戏发行等业务，逐步完善全产业链布局。
- 横店影视（2020 年度预计归母净亏损 4.5-4.9 亿元，扣非归母净亏损 4.9-5.2 亿元，上年同期分别为盈利 3.06 亿元和 2.3 亿元）通过深耕低线城市战略布局，三四线城市贡献票房近五成。横店影视运营效率突出，费用率低于同业水平。据公司公告，2019 年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 3.6%，2.3% 和 -0.3%，远低于行业普遍水平，整体运营效率突出。在疫情带来的压力测试下，低成本的竞争优势更为明显。

4、风险提示

口碑、票房表现不及预期；疫情出现不利波动。

传媒行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2021年02月10日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产 最新	收盘 价	市盈率			市净率 最新	投资评级
		19A	20E	21E			19A	20E	21E		

300251	光线传媒	0.32	0.08	0.27	3.01	13.20	41.25	165.00	48.89	4.39	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