

分析师: 刘冉

登记编码: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50586281

研究助理: 乔琪

qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

电影行业专题研究: 政策曙光初现, 静待走出低谷

——传媒行业专题研究

证券研究报告-行业专题研究

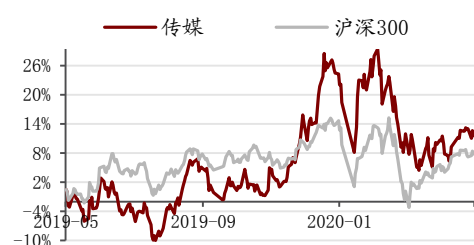
同步大市 (维持)

盈利预测和投资评级

发布日期: 2020年05月21日

公司简称	19EPS	20EPS	20PE	评级
光线传媒	0.32	0.29	38.59	增持
万达电影	-2.28	0.04	411.00	增持
中国电影	0.57	0.23	57.34	增持

传媒相对沪深300指数表现



相关报告

- 1 《传媒行业月报: 龙头游戏公司业绩高增, 关注电影行业复工逻辑》 2020-05-06
- 2 《文化传媒行业月报: 围绕年报与一季报业绩精选个股, 关注影视行业左侧机会》 2020-04-08
- 3 《文化传媒行业月报: 1月游戏市场规模高增, 短期调整不改长期趋势》 2020-03-05

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

投资要点:

- 虽然国家已经发文明确允许限流开放影剧院, 并且推行了一系列减税降费纾困措施来扶持行业发展, 但从目前的情况来看, 国内电影行业暂时还未能走出底部, 国内影院还有明确开业的痕迹, 具体何时才能正式恢复营业以及新片定档进度还需要等待观察。但我们认为在上层管理部门的协调下, 影院的开业和第一批新片的定档有望同步进行, 利用新片拉动观众前往影院, 再通过回暖的客流进一步带动影片定档。
- 总体来说, 我们对电影行业的发展持乐观态度。从短期来看, 虽然疫情短期对行业造成很大冲击, 但核心观众群体对于影院的重新开放抱着十分期待的心态, 近半观众群体表示未来观影频次会有补偿性上升; 从长期看, 国内目前人均年观影频次仅为1.7次, 相比成熟市场超过3次的人均年观影频次还有比较大的提升空间。
- 从行业内竞争格局来看, 由于影院关停时间长达4个月, 没有营业收入, 只有成本支出对行业内公司造成了极大的利润和现金流压力, 中小影院现金储备规模较小, 抗风险能力弱, 龙头公司在资本和政策的支持下依然能够在行业寒冬中继续进行扩张布局, 未来行业集中度存在进一步向头部靠拢的可能性。
- 从内容上, 虽然近期出现了部分院线影片转向网络端播放的影片, 但我们认为这主要是在疫情期间部分腰部影片为了回笼资金而做出的选择, 线下影院依然是头部影片最重要的盈利渠道, 未来头部电影还是会集中在线下影院播放。
- 投资标的上以行业龙头为主, 建议关注: 万达电影, 中国电影, 光线传媒。

风险提示: 影院开业进度滞后; 疫情反复难以控制; 观众观影情绪复苏不及预期; 影片票房不及预期; 新片定档进度落后

内容目录

1. 政策宣布影院复工在即，影视公司经历“至暗时刻”	3
1.1. 政策公布影院可以限流开放，全年预估票房损失 300 亿	3
1.2. 影视上市公司一季度亏损明显，现金流压力增大	3
2. 观众期待影院复工，需求端或将缓慢复苏	5
2.1. 核心群体对影院复工持积极态度	5
2.2. 电影行业复苏需上下游共同协作	6
2.3. 上座率限制影响不大	7
3. 税收、房租减免等纾困政策出台，但难以弥补长期停业带来的损失	8
4. 疫情冲击下龙头公司市占率可能上升	10
4.1. 单银幕产出连年下降，春节档缺失冲击低线城市影院	10
4.2. 行业受冲击明显，龙头公司逆势扩张	12
5. 院线转网或难以成为短期大趋势	13
5.1. 《囧妈》开启 2020 年院线电影转网步伐，但不能看作行业常态	13
5.2. 影院存在不可替代性，头部影片转网概率较低	15
6. 投资建议	18
7. 风险提示	19

图表目录

图 1: 2011-2020 国内电影市场票房	3
图 2: 疫情什么阶段适合进电影院	6
图 3: 黄金时段上座率 (18:00-21:00)	8
图 4: 2014-2019 年国内银幕数量及增幅	10
图 5: 2014-2019 年国内单银幕数票房产出及增幅 (不含服务费)	11
图 6: 不同线城市春节档票房占全年票房比重	12
图 7: 欢喜传媒 App Store 排名	14
图 8: 快手 App Store 排名	14
图 9: 西瓜视频 App Store 排名	15
图 10: 2017-2019 年 TOP5、TOP10、TOP20 影片票房占比	16
图 11: 网络电影部均成本	17
表 1: 影视类上市公司一季度业绩情况	4
表 2: 影视类上市公司一季度经营性现金流情况 (百万元)	4
表 3: 疫情后用户行为偏好 (节选)	5
表 4: 去影院观影的期待度	5
表 5: 疫情后用户行为偏好	6
表 6: 疫情后用户行为偏好 (节选)	7
表 7: 三四线城市影院表现	11
表 8: 2017-2019 年国内票房 TOP10	16

1. 政策宣布影院复工在即，影视公司经历“至暗时刻”

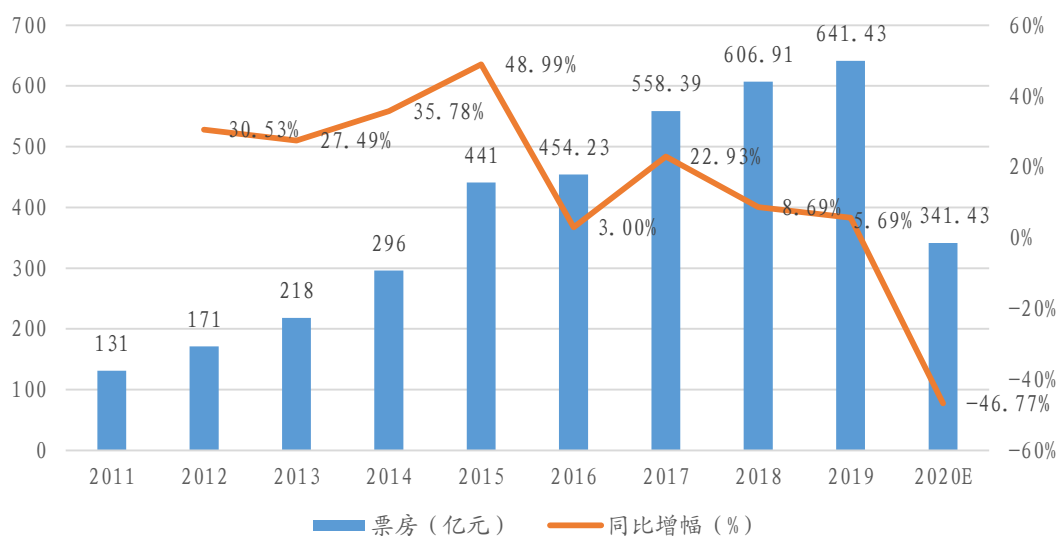
1.1. 政策公布影院可以限流开放，全年预估票房损失 300 亿

5月8日，国务院应对新型冠状病毒感染肺炎疫情联防联控机制印发《国务院应对新型冠状病毒感染肺炎疫情联防联控机制关于做好新冠肺炎疫情常态化防控工作的指导意见》，其中明确指出在落实防控措施前提下，全面开放商场、超市、宾馆、餐馆等生活场所；采取预约、限流等方式，开放公园、旅游景点、运动场所，图书馆、博物馆、美术馆等室内场馆，以及影剧院、游艺厅等密闭式娱乐休闲场所，可举办各类必要的会议、会展活动等。

此次《指导意见》的发布正式将影院的复工提上了日程。受疫情的影响，国内电影院自1月底全部暂停营业，虽然在3月中旬左右，新疆、青海、内蒙古等部分省市地区陆续出现了小范围的影院复工，但3月27日国家电影局又下发了紧急通知要求全国影院暂停复工。截止目前，国内影院关停时间已经接近4个月，根据4月29日国家电影局召开的会议表示，预估今年票房损失可能在300亿元以上。

参考2019年641.48亿元的年票房收入，若减去300亿元的预估票房损失，预计2020年票房收入可能在340亿元左右，同比降幅可能在46.76%左右，系数年来首次出现同比减少的情况。

图 1: 2011-2020 国内电影市场票房



资料来源：猫眼专业版，中原证券

注：2020年票房为2019年票房减去300亿

1.2. 影视上市公司一季度亏损明显，现金流压力增大

我们整理了部分A股中主营电影业务类（包括上游内容以及下游放映）上市公司2020年一季度的业绩情况，可以发现疫情对电影公司一季度产生的影响极大。营业收入基本都有不同程度的下降，同比降幅最少的华谊兄弟也到达了60%以上，而幸福蓝海和北京文化营业收入降

幅都在 90%以上。

在收入明显减少但租金、人力等刚性成本却依然存在的条件下，电影公司净利润方面下滑更为明显，除了光线传媒之外全部都出现了亏损，其中万达电影亏损近 6 亿元，文投控股、幸福蓝海、金逸影视净利润同比减少幅度在 500%以上。

表 1: 影视类上市公司一季度业绩情况

证券简称	营业总收入 (百万元)	营业总收入同比增长率	归母净利润 (百万元)	归母净利润同比增长率
中国电影	258.42	-88.39%	-227.18	-163.95%
幸福蓝海	40.33	-93.39%	-101.88	-870.78%
文投控股	114.13	-76.37%	-169.41	-5,245.72%
万达电影	1,254.69	-70.12%	-599.94	-249.75%
上海电影	45.77	-83.93%	-70.90	-253.62%
金逸影视	66.52	-88.17%	-153.13	-573.94%
华谊兄弟	228.60	-61.38%	-143.38	-52.64%
横店影视	91.55	-89.52%	-137.63	-186.60%
光线传媒	226.30	-75.29%	29.48	-67.82%
北京文化	1.18	-96.62%	-19.24	-9.93%

资料来源: Wind, 中原证券

除了净利润亏损之外，由于影院关闭，影片撤档，大部分收入来自于票房的电影行业几乎都遭遇了经营活动产生的现金流入大幅下滑的情况，但由于租金、水电、人工等刚性成本依然需要支付，因此 2020 年一季度大部分电影公司经营性现金流都呈现净流出的情况，仅有文投控股和万达电影能够在一季度保持正向经营性现金流。

如果进一步综合考虑除了与经营活动相关的现金流出之外，还需要另外支付投资款、偿还借款及利息等投资、筹资活动款项，那么 2020 年一季度电影相关公司现金及现金等价物净增加额基本都处于下降之中。

表 2: 影视类上市公司一季度经营性现金流情况 (百万元)

证券简称	20Q1 经营活动现金流入	20Q1 经营活动现金流出	20Q1 经营活动现金流净额	20Q1 现金及现金等价物净增加额
中国电影	800.95	1,363.36	-562.41	-1111.93
幸福蓝海	208.62	213.40	-4.77	-38.25
文投控股	397.52	381.88	15.64	-100.07
万达电影	2,189.19	2,060.24	128.95	-602.43
上海电影	156.42	226.39	-69.96	-133.78
金逸影视	145.04	297.57	-152.52	-106.50
华谊兄弟	160.43	554.68	-394.25	-285.90
横店影视	217.17	308.73	-91.57	-209.50
光线传媒	315.09	660.69	-345.60	-337.72
北京文化	398.71	529.68	-130.97	-60.63

资料来源: Wind, 中原证券

可以看出自 1 月末影院关停之后，国内的电影产业一直处在经营困境之中，不论是盈利能

力还是现金流都遭到了比较明显的冲击。

2. 观众期待影院复工，需求端或将缓慢复苏

2.1. 核心群体对影院复工持积极态度

灯塔研究院此前推出《万物复苏，向阳生长——2020年中国电影市场复苏策略报告》，通过分析用户数据，对中国电影市场复苏节奏作出了预判。

根据报告显示，疫情后，电影购票用户对“去电影院观影”的意愿最为强烈，在最想做的事情中占比超八成，说明电影购票用户十分希望能够回归影院，一线至四线用户比例都达到了80%以上。

表 3: 疫情后用户行为偏好 (节选)

(%)	大盘	<25 男	>25 男	<25 女	>25 女	一线	二线	三线	四线	武汉
去电影院看电影	83	88	79	87	83	85	82	80	88	78
跟朋友约会聚餐	58	59	53	68	59	55	59	59	58	71
境内旅行	29	23	31	17	35	28	30	27	31	23
去商场购物	29	30	21	40	31	24	32	28	23	46
看演唱会	17	14	14	23	20	21	17	16	14	12
去 KTV 唱歌	17	15	17	25	16	17	17	20	19	16
去健身房健身	16	18	17	11	17	17	16	17	16	16

资料来源：灯塔研究院《万物复苏，向阳生长——2020年中国电影市场复苏策略报告》，中原证券

在另一份由中国电影家协会联合猫眼研究院发布的《疫情影响下的电影行业发展对策研究——观众观影意愿》调研报告中也得到了类似的结论。超过七成的受访用户表示对于前往影院观影“非常期待”或“比较期待”。

表 4: 去影院观影的期待度

		男 < 25 岁	男 > 25 岁	女 ≤ 25 岁	女 > 25 岁	一线城市	二线城市	三四线城市
Base=1530		303	486	255	486	288	717	525
非常期待	34%	50%	39%	26%	23%	30%	32%	38%
比较期待	38%	36%	33%	44%	42%	34%	41%	36%
一般	18%	10%	12%	22%	26%	18%	17%	19%
不太期待	7%	2%	12%	7%	6%	15%	8%	3%
完全不期待	3%	3%	4%	1%	2%	3%	3%	3%

资料来源：《疫情影响下的电影行业发展对策研究——观众观影意愿》调研报告，中原证券

虽然两份调研报告的样本对象都是基于网络平台的购票观众，调研结果更偏向于核心观众群体的态度而非普通大众，但从调查结果来看，核心群体对于电影院的复工明显抱着十分积极的态度。

另外对于未来观影频次方面，有 43% 的受访用户表示会有提升，其中 17% 的用户表示会有很大提升，其中年轻男性和四线城市观众“会有一定提升”的比例较高。另外 42% 的用户表示会基本维持原状，仅 21% 的用户表示频次可能下降。

表 5: 疫情后用户行为偏好

(%)	大盘	<25 男	>25 男	<25 女	>25 女	一线	二线	三线	四线	武汉
会有很大提升	17	21	19	17	14	16	17	19	19	9
会有一定提升	26	39	25	27	20	26	25	26	30	19
没有变化	42	33	41	42	46	44	42	40	42	44
会有一定程度下降	12	6	12	11	15	10	14	12	8	27
会有很大程度下降	9	1	3	2	5	4	3	3	1	2

资料来源：灯塔研究院《万物复苏，向阳生长——2020 年中国电影市场复苏策略报告》，中原证券

2.2. 电影行业复苏需上下游共同协作

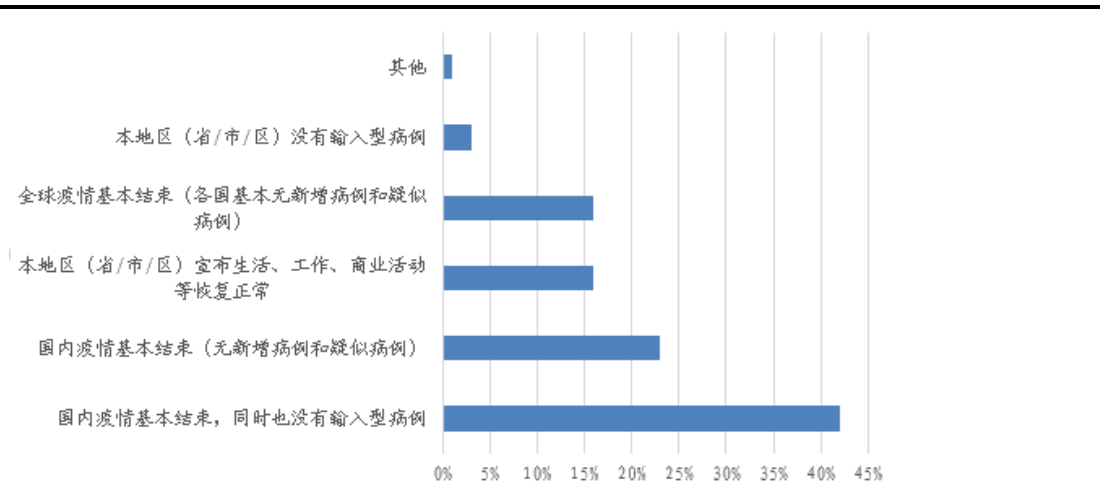
从调查的结果来看，可以预见观众对于看电影的娱乐需求比较强烈，并且前期被压制的观影频次也会出现一定程度的反弹，影院恢复正常经营之后观影频次可能会有一定程度的提升。但从具体的现实情况来看，即使政策上已经出现了允许复工的情况，影院仍然需要面临两个十分迫切且重要的问题。

1) 虽然观众群体十分期待电影院的重新开业，但当下仍然对影院安全问题存在担忧情绪。

根据《疫情影响下的电影行业发展对策研究——观众观影意愿》调研结果，有 42% 的受访人群表示在“国内疫情基本结束，同时也没有输入型病例”时才适合进电影院，23% 的受访用户表示“国内疫情基本结束（无新增病例和疑似病例）”时才适合进入影院。

换言之，虽然政策已经允许影院复工，但在目前国内部分省市仍有新增以及外来输入病例的情况下，大部分的观众对电影院的安全仍然处于比较担忧的状态。即使陆续影院复工开业，也可能在短期内依然会尽量避免前往影院。

图 2: 疫情什么阶段适合进电影院



资料来源：《疫情影响下的电影行业发展对策研究——观众观影意愿》调研报告，中原证券

2) 在影片供应上新片已经全部撤档, 暂时还未有重量级的影片宣布在近期定档, 从影片内容的供给上对观众的吸引力比较弱。

对于一部电影来说, 其收益来自于上映期间的票房收入以及在公映结束之后将网络播放权出售给视频平台的收入。这其中票房收入是最主要的收入来源, 不考虑密钥延期的情况, 其能够获得票房收益的周期仅为上映期间的 30 天左右, 如果观众对于影院复业前期的观望情绪比较浓重而避免前往影院或出现影片扎堆定档的情况, 则内容方需要更加合理安排定档时间, 否则上座率和票房不达预期很有可能导致影片亏损。

从另一方面来看, 新片的上映和观众的观影欲望是相辅相成的关系, 是电影市场复苏的重要推动力。根据灯塔研究院的调研结果显示, 超过七成的用户表示“有喜欢的电影上映”会成为前往影院的重要因素, 仅有 28% 的观众表示老片重映能够吸引他们前往影院。

表 6: 疫情后用户行为偏好 (节选)

(%)	大盘	<25 男	>25 男	<25 女	>25 女	一线	二线	三线	四线	武汉
有喜欢的电影上映	75	75	75	79	75	74	76	76	75	72
影城的防疫措施到位	58	52	54	61	64	65	57	53	57	67
票价便宜	40	39	44	41	36	38	39	45	39	43
有喜欢的经典老片重映	28	35	25	34	26	30	28	24	32	24
周围的人开始去电影院	14	14	14	13	15	13	14	15	14	23

资料来源: 灯塔研究院《万物复苏, 向阳生长——2020 年中国电影市场复苏策略报告》, 中原证券

总的来说, 我们认为对于目前电影院来说, 采用老片重映的方式提振观众情绪以及频次的效果可能不明显, 观众更加期待有质量的新片上映, 但新片的上映还需要慎重考虑目前环境下票房收益问题。

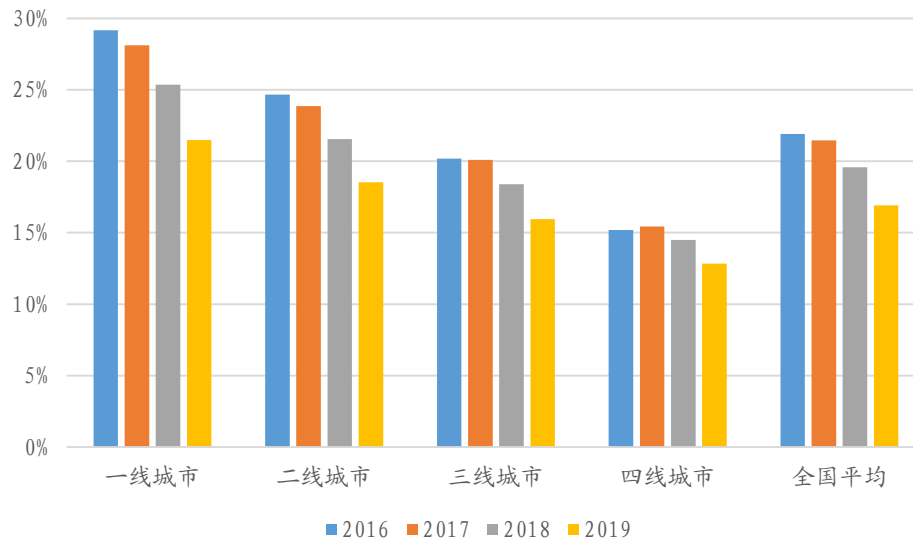
如果没有足够的观众流向影院, 可能会导致“观众避免前往影院——片方担忧影片票房收益不愿定档——没有新片更加无法吸引观众”的恶性循环, 反而使影院开业后的成本高于停业期间成本。因此可能需要有关部门从上层决策层面来协调上下游关系, 探讨影片的档期以及公映计划, 尽量保证各方利益, 吸引观众流向影院, 共渡难关, 重振国内电影市场。

2.3. 上座率限制影响不大

至于对于目前影院限流预约开放的政策我们认为对观众流量造成的影响不大, 从贵州省的具体措施来看, 影院以 50% 上座率作为上限, 其他省市虽然还没有具体的措施出台, 但参考文旅部印发的《剧院等演出场所恢复开放疫情防控措施指南》中剧院上座率不超过 30% 的规定, 预计影院上座率限制可能会控制在 30%-50% 左右。

根据灯塔专业版数据显示，在每天下午 6 点-9 点的黄金时段，2019 年一线城市上座率也仅为 21.49% 左右，全国平均在 16.92%，如果综合考虑非黄金时段的上座率，那么上座率数据还会有一定下滑。

图 3: 黄金时段上座率 (18:00-21:00)



资料来源：灯塔专业版，中原证券

如果具体到比较热门影片，观察 2019 年票房最高的电影《哪吒之魔童降世》的上座率表现，其在部分一线城市影院黄金时段的上座率可能超过 50%，但从全国平均水平来看，在黄金时段最高上座率基本在 50% 左右，而一部腰部电影的单日平均上座率可能在 15%-20% 左右，头部电影可能提升至 30% 左右，距离 50% 的上限还存在一定差距。换言之，如果上座率限制在 50% 以内可能只会对部分核心影院的头部影片产生影响，如果上座率限制在 30% 以内，可能会进一步影响部分腰部影片，但对全国整体水平影响比较有限。

综合考虑目前观众的情绪、新上映影片的档期以及各地区对于影院复工的指导政策，我们认为电影市场下半年虽然有可能出现补偿性的观影频次提升，但主要以循序渐进方式实现，短期密集出现大规模观影频次提升的可能性不高，后续还要观察国内外新片的具体定档节奏。

3. 税收、房租减免等纾困政策出台，但难以弥补长期停业带来的损失

根据 4 月 29 日国家电影局的会议精神，要进一步加大帮扶力度，把短期纾困和长远发展有机结合，**尽快出台财税政策的落地细则**，鼓励各地因地制宜出台扶持政策，推动形成有利于产业发展的政策环境。要用好金融服务，与有关政策性银行、商业银行加强合作，积极吸引社会资本投入，鼓励担保和保险机构加强融资担保支持。**对电影院要给予特殊扶持政策，积极协调出租方减免租金，推动电影专项资金给予贷款贴息，支持各地购买发放电影票券。**

另外，根据 5 月 14 日财政部网站显示，财政部、税务总局以及财政部、国家电影局发布

两则公告，分别是《关于电影等行业税费支持政策的公告》以及《关于暂时免征国家电影事业发展专项资金政策的公告》。

两份公告中明确了几点政策：

- 1) 免征湖北省 2020 年全年国家电影事业发展专项资金；其他省、自治区、直辖市自 2020 年 1 月 1 日至 8 月 31 日免征国家电影事业发展专项资金。
- 2) 符合公告规定的免征条件但缴费人在公告发布之日前已缴费的，可抵减缴费人以后月份应缴纳的国家电影事业发展专项资金或予以退还。
- 3) 对于提供电影放映服务的纳税人（指持有《电影放映经营许可证》的单位利用专业的电影院放映设备，为观众提供的电影视听服务）2020 年取得的收入免征增值税。
- 4) 电影行业企业（限于电影制作、发行和放映等企业，不包括通过互联网、电信网、广播电视网等信息网络传播电影的企业）2020 年发生的亏损最长结转年限由 5 年延长至 8 年。
- 5) 免征 2020 年文化事业建设费。
- 6) 公告发布日前已征的应予以**免征税费**，可抵减纳税人和缴费人以后月份应缴纳的税费或予以退还。

目前国内电影市场的票房大体由以下几个部分组成：电影票价中包含了 3.3%的税费以及 5%的电影事业发展专项资金，扣除此部分费用后，剩余的票房作为净票房收入按照 57%: 43%的比例由影院以及院线方（影院 50%、院线 7%）与内容出品方（制片方与发行方）共同分成（具体分成比例可能有浮动）。

在文化事业建设费的征收上，国家对于提供广告服务的广告媒介单位以及户外广告经营单位按照提供广告服务取得的计费销售额的 3%计算应缴费额（主要是针对行业内映前广告）。

综合考虑 2020 年票房损失以及增值税、文化事业建设费、电影事业发展专项资金的征收比例来看，粗略测算 2020 年可能为全行业释放出约 20 亿元左右的净利润。

另外，各地方政府也针对电影行业的平稳有序运转出台了各类扶持政策，根据 4 月 29 日国家电影局会议发言摘编显示北京市、浙江省、广东省以及四川省四个省市地区都通过安排资金补贴、金融扶持等各项措施保障地区内电影企业的纾困发展。

除了国家和地方政府下发的税收、文化事业建设费、电影事业发展专项资金的免征、返还等措施之外，对于影院来说，租金减免是另一个非常重要的扶持举措。部分上市公司在公告中也提到了在关停期间与租赁物业协商减免部分租金。

我们统计了主营下游影院业务的上市公司 2020 年一季度成本情况，通常而言，影院营业成本中占比最高的为票房分账成本，其次是房屋租赁、折旧及摊销、职工薪酬、物业管理费等。

其中票房分账成本约占总成本的 40%-45%左右，房屋租金占营业总成本 10%-15%左右。6 家院线类上市企业 2020 年一季度营业成本同比降幅在 44%-75%之间，除了票房分账成本的减少之外，预计人员薪酬支出以及房租费用也存在不同程度减少的情况，显示出市场上确实存在租金减免的情况。

总体而言，此次免征电影事业发展专项资金、增值税、文化建设费、租金减免等措施都能够一定程度上减少影院经营压力，提高转结年限也增大了企业调节空间，但由于电影事业专项发展资金、增值税、文化建设费等都是基于电影票房收入按比例征收，在没有几乎没有票房收入的情况下，免征的效果比较有限，难以弥补影院长期停业造成的损失。

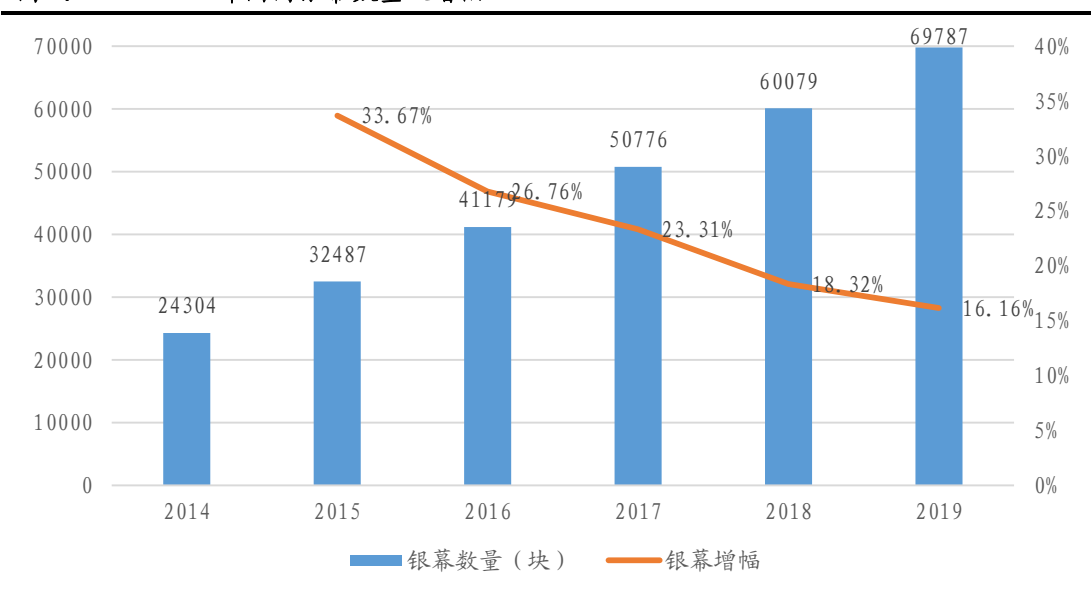
4. 疫情冲击下龙头公司市占率可能上升

4.1. 单银幕产出连年下降，春节档缺失冲击低线城市影院

截止至 2019 年 12 月 31 日，全国银幕新增 9708 块，总量达到 69787 块，同比增加 16.16%，近 7 万块的银幕数量已经居世界首位，与此同时也要看到，银幕数量的同比增幅已经连续 5 年下降，在市场票房增速放缓以及同行业竞争激励的双重压力之下，银幕数量快速增长的步伐正在逐步放缓。

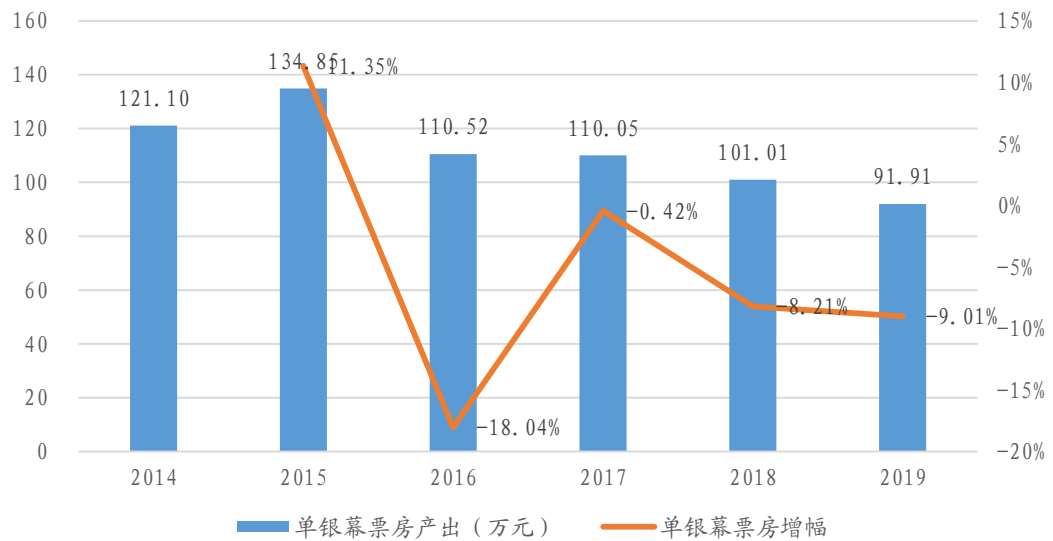
对比国内银幕数量增速与国内票房与观影人次增速发现，银幕增速始终高于观影人次和票房的增速，单银幕票房产出连续多年在下行通道之中，参考 2019 年票房和银幕数据，平均单银幕贡献票房 91.91 万元，同比减少 9.01%，也是数年来首次低于 100 万元。

图 4：2014-2019 年国内银幕数量及增幅



资料来源：国家电影局，中原证券

图 5：2014-2019 年国内单银幕数票房产出及增幅（不含服务费）



资料来源：猫眼，广电总局，中原证券

目前国内电影市场预计票房损失达到 300 亿元的情况下，2020 年单银幕票房产出可能仅为 60 万元左右，尤其是对于许多高度依赖于春节档的三四线城市影院来说，上半年春节档的缺失更是带来了难以弥补的损失。

我们随机选取了三家位于三四线城市（河南省洛阳市、广东省汕头市和四川省德阳市）的影院数据作为样本，并随机选取某个普通工作日、非档期周末以及春节假期单日的票房和上座率等经营数据进行对比发现，在春节期间这三座影院单日的票房收入基本都可以达到普通周末的 5 倍以上，达到普通工作日的 10 倍以上，由客流集中带来的影院上座率也明显远高于普通工作日和周末。

表 7：三四线城市影院表现

	影院 A	影院 B	影院 C
工作日单日票房	1.4 万元	5744 元	6079 元
工作日上座率	10.0%	7.9%	6.4%
周末单日票房	2.4 万元	1.5 万元	1.3 万元
周末上座率	17.4%	19.4%	13.6%
春节单日票房	19.4 万元	8.2 万元	8.6 万元
春节单日上座率	49.0%	73.6%	37.8%

资料来源：灯塔专业版，中原证券

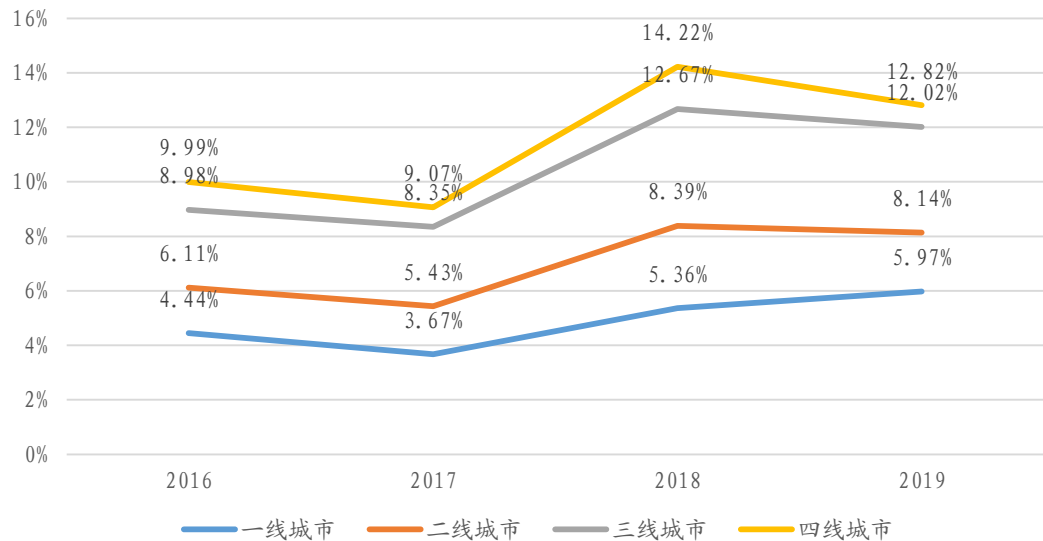
再对比春节档在不同线城市全年票房的占比发现，城市线级越低，春节档占全年票房的比例就越高，三四线城市在春节档 7 天的票房占全年票房的比重已经超过了 12%，这一比例要明显高于一二线城市。

由于春节假期涉及大量的人口流动而且是非常典型的由一二线城市流向三四线城市，三四

线城市线下娱乐活动相对匮乏，春节期间从一二线城市流入的人群会向电影院聚集，其他诸如国庆档、暑期档等重要档期难以获得如此宝贵的流入人口资源，因此三四线城市影院对于春节档的依赖程度也明显高于一二线城市。

在另一方面，虽然春节档的缺席也会对一二线城市的影院带来比较大的压力，但由于一二线城市的影院在非假期时段的经营相对比较平稳，可以一定程度上对抗春节档期的风险，以一线城市为例，春节档票房的占比不到全年票房的 6%，因此受影响相对比较小。

图 6：不同线城市春节档票房占全年票房比重



资料来源：灯塔专业版，中原证券

4.2. 行业受冲击明显，龙头公司逆势扩张

根据《经济日报》新闻数据显示，2020 年初至今，有 5328 家影视公司注销或吊销，是 2019 年全年注销或吊销数量的 1.78 倍；2020 年前两个月，影院类企业新增不足 8000 家，与 2019 年同期相比，新增数量下滑了 25%。毫无疑问，现金流压力正在明显对行业带来困境，国内电影产业目前正在经历“至暗时刻”。

虽然 2020 年电影行业整体遇到了比较大的经营困境，但行业内头部企业反而逆势开启了扩张的步伐，4 月万达电影发布公告称拟定增募集资金 31.45 亿元用于在 2020-2022 年在全国新建影院 162 家，银幕 1258 块，其中 2020 年新建 59 家，银幕 466 块。上海电影拟出资 8000 万元参股新设公司上影资产管理(上海)有限公司推动影院终端产业整合。金逸影视拟出资 7.92 亿元设立产业投资基金，围绕影院为核心的上下游关联产业进行投资，包括股权投资、项目投资。

大型头部公司的资金实力相对雄厚，抗风险能力比较强，旗下影院的经营效率领先优势明显，广告与卖品等非票业务的收入占比结构更加合理，多元化经营能力强，因此能够在行业洗牌期逆势布局。

从政策层面，在 2018 年底国家电影局下发的文件《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》以及 2020 年 4 月 29 日召开的会议都提到了鼓励跨地区院线兼并重组，推动电影院规模化，集约化发展，探索院线做大做强。参考比较成熟的北美院线市场来看，前三大院线的市场份额超过 50%，而国内基本在 30% 左右，还存在提升空间。我们认为从行业环境、国家政策导向方面都显示出了未来院线行业向头部集中的趋势。

5. 院线转网或难以成为短期大趋势

5.1. 《囡妈》开启 2020 年院线电影转网步伐，但不能看作行业常态

在电影行业面临经营困境的时刻，部分上游影片方为了回笼资金，缓解现金流压力，将原本定于院线的影片播放权出售给流媒体平台，转向网络首播。《囡妈》、《大赢家》、《肥龙过江》、《我们永不言弃》等影片都是原本定于院线端但在疫情期间转为网络播放的影片。

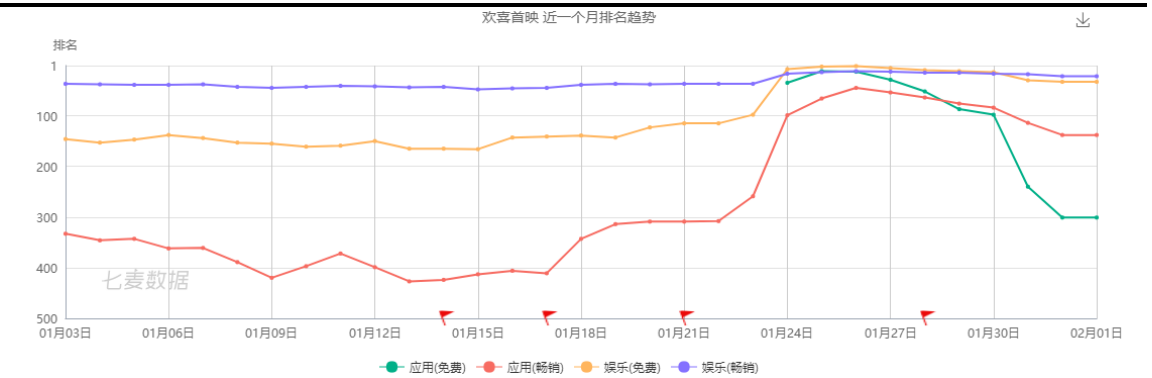
其中《囡妈》作为院线转网的开启者，其 6.3 亿元的“天价”也备受市场关注。根据欢喜传媒 1 月 24 日（大年三十）发布的公告显示，欢喜传媒与头条系的母公司字节跳动达成了合作意向，合作分为两个阶段：第一阶段是 6 个月内，字节跳动向欢喜传媒支付人民币 6.3 亿元获得若干新电影（现阶段主要是《囡妈》，预计未来会涉及更多的内容）及网剧在授权领域的网络播放权，同时双方在流量导入、宣传推广、广告植入等方面达成合作；第二阶段是截止至 2022 年底，双方将共建院线频道、流媒体平台以及共同出资制作购买影视内容的新媒体版权。

换句话说，6.3 亿元的交易费用并不仅仅是《囡妈》单部影片的费用，而是包含了未来更多内容合作播放费用；根据此前横店影视和欢喜传媒达成的合作显示，如果《囡妈》票房达到 24 亿元，则欢喜传媒能够获得约 6 亿元左右的收益，考虑到 6.3 亿元包含了未来更多的合作内容，基本可以将《囡妈》视作按照低于原定的保底票房价格出售了网络播放权。

根据欢喜传媒的公告显示，《囡妈》是欢喜传媒独家投资制作的电影，总成本约 3.5 亿元人民币。由于电影行业的成本大多数反应在影片上映之前而收益则主要依靠影片上映之后的票房收入，如果影片无法如期上映，会对公司的现金流造成非常大的压力。在无法确定何时才能改档上映的情况下，通过网络平台播放并锁定 6.3 亿元的收益可以有效缓解公司的现金流压力。

在另一方面，通过此次和头条系的合作，欢喜传媒旗下的欢喜首映 APP 也得到了一定程度的曝光，在 App Store 的娱乐类免费应用排行榜中一度冲至第二名。

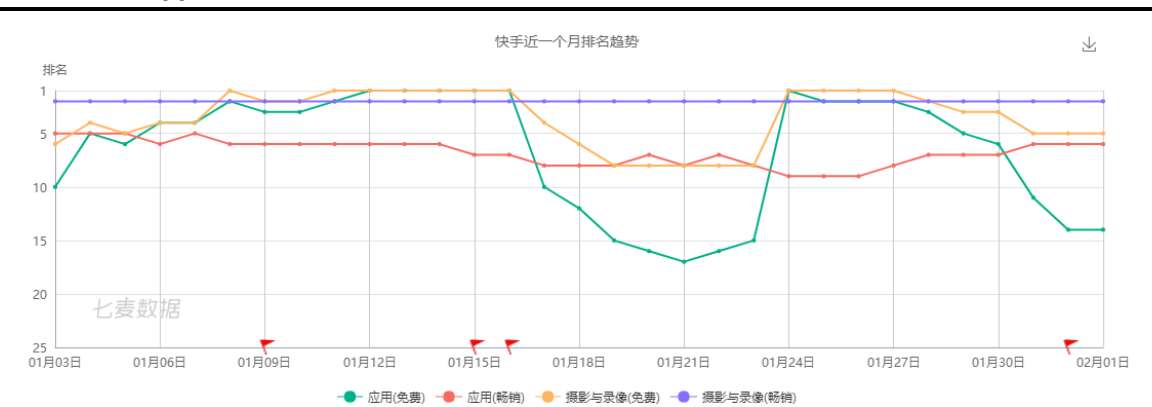
图 7: 欢喜传媒 App Store 排名



资料来源: 七麦数据, 中原证券

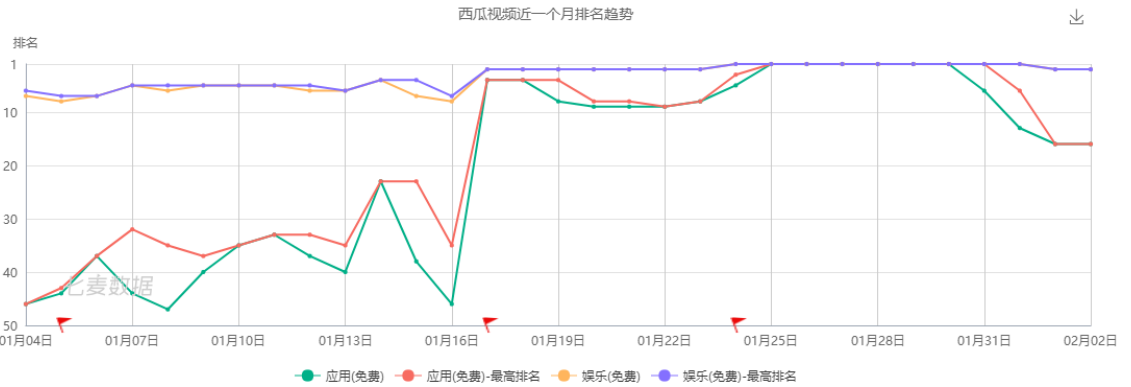
2020 年春节, 快手通过和春晚深度绑定以及派发 10 亿元红包的方式, 使快手 App 在 App Store 的排名大幅提升并再次回到第一名。从字节跳动的角度来看, 此次通过网络播放春节档影片的方式拉动用户规模增长, 使其旗下应用西瓜视频在 1 月 25 日-1 月 30 日超越快手成为了免费应用榜第一名。截止 1 月 27 日零时, 《囧妈》在头条系四大平台(抖音、西瓜视频、今日头条、抖音火山版)及智能电视鲜时光三日总播放量超过了 6 亿, 总观看人次 1.8 亿次, 仅湖北一省, 《囧妈》的播放量就超过 2500 万次

图 8: 快手 App Store 排名



资料来源: 七麦数据, 中原证券

图 9: 西瓜视频 App Store 排名



资料来源：七麦数据，中原证券

除了对字节跳动旗下视频应用的用户规模拉动之外，此次和欢喜传媒的合作也是公司进军长视频领域的重要战略之一。目前在国内的长视频领域呈现出“三超一强”的竞争格局，体现在爱奇艺、腾讯视频、优酷以及芒果超媒占据了主要的市场份额，在用户日常使用的认知中，字节跳动旗下包括抖音、西瓜视频、火山小视频等大都看作短视频应用。

短视频和长视频应用主要体现在短视频领域中 UGC 和 PUGC 占据了内容生产的主要部分，而长视频领域则主要依靠专业化程度更强、内容质量较高的 PGC，通过和专业影视机构欢喜传媒的合作，能够有效增加头条系旗下应用中 PGC 内容的比例，从而在长视频领域能够占据一席之地，预计未来头条系旗下的应用会和更多的专业影视内容机构合作，增加头条系在长视频领域的话语权。

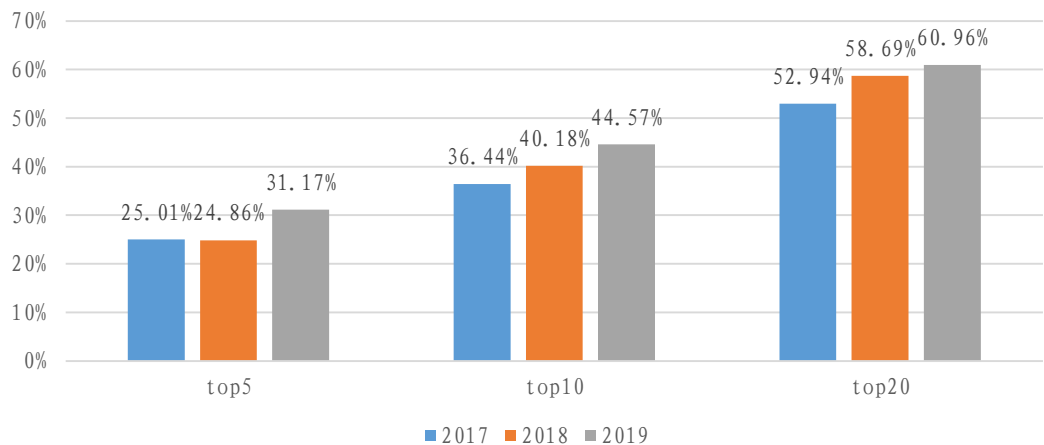
5.2. 影院存在不可替代性，头部影片转网概率较低

总体而言，我们认为这一次欢喜传媒和字节跳动的合作虽然具有一定的代表意义，但并不意味着未来电影行业格局会发生重大变化：

- (1) 首先，对于目前的头部电影内容来说，院线依然是最好的渠道，头部影片的票房集中度不断上升且票房天花板不断被抬高。

观察票房收入 TOP5、TOP10、TOP20 影片集中度连续数年上升，2019 年票房收入最高的 20 部影片已经占据了全年总票房的 60%，TOP5 影片票房占比也达到了 30%以上，头部影片的马太效应明显。

图 10: 2017-2019 年 TOP5、TOP10、TOP20 影片票房占比



资料来源: 猫眼专业版, 中原证券

此外, 观察过去三年票房最高的电影中, 2017 年《战狼 2》票房 56.82 亿元, 之后出现了明显的断层现象, 当年票房第二、三的《速度与激情 8》以及《羞羞的铁拳》票房仅为 26.71 亿元与 22.13 亿元; 2018 年头部影片分配较为平均, TOP3 影片票房都超过了 30 亿元且彼此差距较小; 到了 2019 年出现了 3 部票房超过 40 亿元的影片, 分别是《哪吒之魔童降世》、《流浪地球》和《复仇者联盟 4》, 其中《哪吒》单片票房超过了 50 亿元。可以明显看出头部影片的票房天花板正在不断被突破。

表 8: 2017-2019 年国内票房 TOP10

2017		2018		2019	
影片名称	总票房	影片名称	总票房	影片名称	总票房
战狼 2	56.83	红海行动	36.51	哪吒之魔童降世	50.03
速度与激情 8	26.71	唐人街探案 2	33.97	流浪地球	46.81
羞羞的铁拳	22.13	我不是药神	31.00	复仇者联盟 4: 终局之战	42.49
功夫瑜伽	17.49	西虹市首富	25.48	我和我的祖国	31.23
西游伏妖篇	16.52	复仇者联盟 3: 无限战争	23.90	中国机长	29.03
变形金刚 5: 最后的骑士	15.51	捉妖记 2	22.37	疯狂的外星人	22.17
摔跤吧! 爸爸	12.99	毒液: 致命守护者	18.70	飞驰人生	17.26
芳华	11.88	海王	18.51	烈火英雄	17.03
加勒比海盗 5: 死无对证	11.80	侏罗纪世界 2	16.96	少年的你	15.56
金剛: 骷髏島	11.59	前任 3: 再见前任	16.47	速度与激情: 特别行动	14.34

资料来源: 猫眼专业版, 中原证券

基于以上两点趋势, 相比采取零窗口期网络播放的模式, 头部影片内容从院线渠道收取的收益会更加丰厚, 在院线下映之后还可以再次通过出售网络播放权继续获取二次收益。

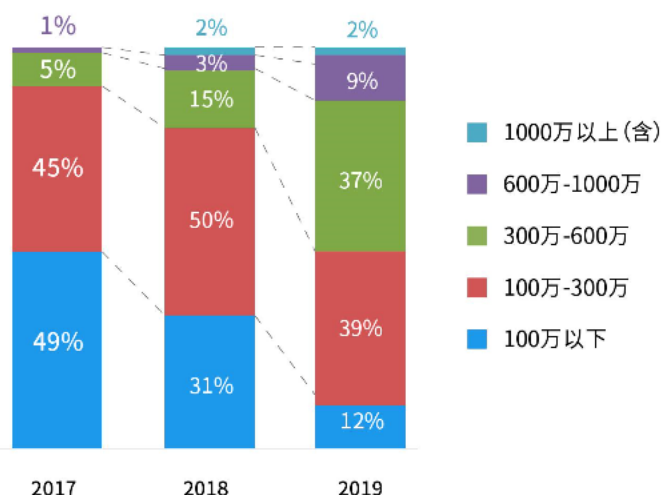
而《囡妈》作为原定于春节档的头部影片，高达 6.3 亿元的交易价格仅能作为一个特例看待，其带来的宣传效应以及对 App 下载流量的推动也应当看做支付对价中的一部分。此后如果再有院线电影转向网络端，话题效应会明显减弱，难以达到《囡妈》的宣传热度。

(2) 《囡妈》作为原本预定春节档的热门影片，其投入制作的成本是按照院线电影的标准，远超一般的网络电影的制作成本，视频平台难以大量采购。

根据爱奇艺发布的《2019 网络电影行业报告》显示，虽然 2019 年网络电影的部均投资正在明显上升，但仅有 2% 的影片部均成本在 1000 万以上，不但远低于《囡妈》3.5 亿元的制作成本，也低于许多腰部院线影片的投入。因此，对于网络视频平台来说，采购院线影片的成本要远高于普通的网络电影。

图 11：网络电影部均成本

网络电影部均投资成本分布趋势



资料来源：爱奇艺，云合数据，中原证券

根据爱奇艺披露的报告显示，2019 年亏损约 103 亿元，而在 2019 年仅其内容成本就达到了 222 亿；2020 年一季度虽然营业收入和会员规模都有增长，但依然亏损了约 22 亿元人民币，内容成本 59 亿元。在目前国内长视频平台内容成本高企，长期普遍亏损的大环境下，大量采购院线级别电影的网络首播权从成本上难以持续。

(3) 影院仍然有其明显的不可替代性。

由于影院的放映设备对影片体验的提升十分明显，因此对于追求仪式感以及观影体验的观众来说，线下影院的功能是网络播放无法达到的。尤其是部分高投入的特效大片，巨幕、全息、IMAX、3D、杜比等光影音效是家用电视或手机屏幕无法比拟的。

除了光影特效之外，一些院线电影在拍摄手法、画面比例、音乐声效等诸多细节上都是为大银幕量身定制，小屏幕难以体现。

(4) 欢喜传媒此次通过免费网络播放《囡妈》的方式恶化了公司与下游院线公司的关系。

各影院在春节前针对《囡妈》的上映做了大量的宣传投入，但在《囡妈》放弃了院线渠道之后，院线无法再从《囡妈》获取票房收益，宣传投入变为沉没成本，对于缺失了春节档收益的院线公司来说无疑是雪上加霜。

在多地电影从业者联合发布的声明中，如果《囡妈》执意通过网络平台免费播放，那么未来欢喜传媒和徐峥出品的电影作品予以一定程度而抵制。未来如果再有院线影片临时转为线上播放则需要思考是否会恶化与院线之间的关系。

而4月29日国家电影局会议也进一步强调了要维护电影“窗口期”规则，坚守契约精神、强化诚信意识。统筹好线上供给，同时加强对院线电影网络播出和网络电影发展的通盘规划，积极利用互联网推动电影发展。

综合考量之下我们认为字节跳动采购《囡妈》的网络首播权，主要包含着头条系进军长视频的经营策略，以及吸引用户流量和社交网络讨论的营销策略。

短期内，对于目标10亿至30亿以上票房的高投入、大制作、长周期的院线电影来说，仅通过互联网渠道发行收回成本的可能性较低，线下影院依然是其最优的盈利选择；而部分腰部影片可能能够通过通过网络平台方协商分账权益覆盖投资成本，实现一定程度盈利。

总体而言，我们认为网络电影和院线电影仍然会拥有比较明显分界线，影院恢复正常营业后，短期内，长视频平台对院线电影产业链的冲击性不大。

6. 投资建议

虽然国家已经发文明确允许限流开放影剧院，并且推行了一系列减税降费纾困措施来扶持行业发展，但从目前的情况来看，国内电影行业暂时还未能走出底部，国内影院还有明确开业的痕迹，具体何时才能正式恢复营业以及新片定档进度还需要等待观察。但我们认为在上层管理部门的协调下，影院的开业和第一批新片的定档有望同步进行，利用新片拉动观众前往影院，再通过回暖的客流进一步带动影片定档。

总体来说，我们对电影行业的发展持乐观态度。从短期来看，虽然疫情短期对行业造成很

大冲击，但核心观众群体对于影院的重新开放抱着十分期待的心态，近半观众群体表示未来观影频次会有补偿性上升；从长期看，国内目前人均年观影频次仅为 1.2 次，相比成熟市场超过 3 次的人均年观影频次还有比较大的提升空间。

从行业内竞争格局来看，由于影院关停时间长达 4 个月，没有营业收入，只有成本支出对行业内公司造成了极大的利润和现金流压力，中小影院现金储备规模较小，抗风险能力弱，龙头公司在资本和政策的支持下依然能够在行业寒冬中继续进行扩张布局，未来行业集中度存在进一步向头部靠拢的可能性。

从内容上，虽然近期出现了部分院线影片转向网络端播放的影片，但我们认为这主要是在疫情期间部分腰部影片为了回笼资金而做出的选择，线下影院依然是头部影片最重要的盈利渠道，未来头部电影还是会集中在线下影院播放。

投资标的上以行业龙头为主，建议关注：万达电影，中国电影，光线传媒。

7. 风险提示

- 1、影院开业进度滞后
- 2、疫情反复难以控制
- 3、观众观影情绪复苏不及预期
- 4、影片票房不及预期
- 5、新片定档进度落后

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。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。