2018 年进口片分析及 2019 年展望

东方证券 ORIENT SECURITIES

深度报告

【行业·证券研究报告】

核心观点

- **2018 年 1-10 月进口片票房同比下滑 23.2%，买断片数量大幅增长。**2018 年 1-10 月，进口片票房约为 159.5 亿元，同比下降 23.2%，市场份额下降至 32.5%。在中美贸易战及进口片政策仍未明确的背景下，2018 年 1-10 月上映的进口片数量较去年同期仍有增长。截至 10 月 31 日，国内共新增上映进口分账片 27 部，买断片 71 部，共 98 部进口影片，高于 2017 年同期的 68 部。但其中，新上映的分账片数量（27 部）较去年同期（30 部）有所下降，增量主要来自日本、印度、欧洲、澳大利亚等国的批片。
- **高票房的头部影片与中等体量的腰部影片均缺乏，是 2018 年进口片票房下滑较多的核心原因。**我们详细统计了历年进口影片信息，可以发现 2018 年进口影片的票房区间分布存在以下特征：（1）超过 1 亿票房的电影大幅减少，2018 年 1-10 月 26 部，2017 年同期 41 部；（2）超过 10 亿票房的电影大幅减少，2018 年 1-10 月共 4 部，2017 年同期 7 部。背后的核心原因在于多数中小体量的进口片质量有所下滑，2018 年 1-10 月所有进口电影和 1-10 亿票房进口电影的豆瓣平均得分均较 2017 年有所下降，仅 10 亿以上电影的质量大幅提升，4 部平均分高达 8.1 分（去年同期 7 部平均分 7.0）。
- **从供给角度看，每年全球票房排名前五十的大片已基本引进。**我们详细统计了 2014-2018 年全球票房前 100 影片的引进情况，可以发现在目前片的配额下，真正的大制作、高票房和高口碑电影已基本引进。2014-2017 年，全球票房前二十影片的引进比例达 90%、90%、80%和 85%，全球票房前五十的引进比例为 62%、68%、80%和 66%。2018 年 1-10 月，票房前 20 影片引进比例与之前年份基本一致，但票房前 50 影片仅引进 27 部，引进比例 54%，引进数量明显偏少。我们认为核心原因在于 2018 年是好莱坞影片小年，除 TOP20 大片外，腰部影片质量平淡，存在较多音乐剧、恐怖片等未能引进。
- **我们统计了 2019 年可能引进的进口片单情况，主要包括：**（1）超级英雄类，包括漫威《惊奇队长》、《复仇者联盟 4》、《蜘蛛侠：背井离乡》，DC《神奇女侠 1984》等；（2）系列续集类，包括《王牌特工 3》、《终结者 6》、《星球大战 9》等；（3）精品动画类，包括《驯龙高手 3》、《玩具总动员 4》、《冰雪奇缘 2》等；（4）名导新片类，包括詹姆斯·格雷执导的《星际探索》、李安的全新力作《双子煞星》等。整体而言，2019 年好莱坞重磅影片项目众多、类型多样、值得期待，进口片品质预计较 2018 年有所提升。

投资建议与投资标的

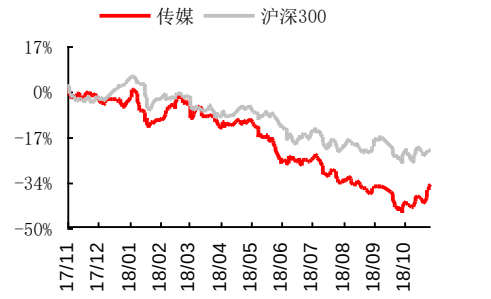
- 短期来看，新一轮进口片政策仍未有进一步通知，中影公司和华夏公司作为发行进口影片的主体，持续受益于“一家进口，两家发行”的制度红利；同时，2016 年起进口片数量已突破原有配额限制，2019 年进口片质量突出，有望驱动进口影片票房重回高增长。中长期看，进口片的“鲶鱼效应”有望刺激国产片苦炼内功、提升质量。我们看好通过内生+合作+外延方式提升制片/发行能力、坚持优质影片产出的制片/发行公司。看好中国电影(600977，买入)、万达电影(002739，买入)，建议关注光线传媒(300251，增持)等。

风险提示

- 政策监管风险，优质内容供应不足风险，外方分账比例大幅提升风险

行业评级	看好 中性 看淡 （维持）
国家/地区	中国/A 股
行业	传媒
报告发布日期	2018 年 11 月 20 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师 邓文慧
021-63325888-7041
dengwenhui@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517100002

联系人 马继愈
021-63325888-6107
majiyu@orientsec.com.cn

相关报告

建议关注“龙头成长”与“稳健防御”两条投资主线	2018-11-05
迪士尼加码流媒体视频，对 Netflix 冲击几何？	2018-10-29
多因素导致 9 月及国庆档票房下滑，建议关注高分红、稳增长的出版传媒龙头	2018-10-10

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

1 我国进口影片管理制度 4
1.1 《谅解备忘录》已于 2017 年到期，新政策仍未明确 4
1.2 分账片/买断片产业链分账比例及模式 5
2 2018 年进口影片的特点、变化及趋势 7
2.1 1-10 月进口片票房同比下滑 23.2%，买断片数量大幅增长 7
2.2 未来边际增量将主要来自中等票房影片 9
3 2019 年为进口影片“大年” 10
投资建议 11
风险提示 12

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图表目录

表 1：进口影片政策梳理.....4
图 1：1994-2017 年进口分账片数量.....5
图 2：1994-2017 年进口分账片及买断片数量.....6
表 2：进口影片产业链各主体分账比例（按总票房口径）.....6
图 3：买断片引进-审批-上映详细流程.....7
图 4：2013-2018 年国产片与进口片票房增速对比.....7
图 5：2013-2018 年国产片与进口片票房份额对比.....7
图 6：2010-2018YTD 分账片票房占比均在 70%以上.....8
图 7：TOP10 影片票房占比.....8
表 3：2017 与 2018 年 1-10 月进口片票房与评分区间分布.....8
图 8：全球票房前二十影片引进数量及比例.....9
图 9：全球票房前五十影片引进数量及比例.....9
表 4：部分未被引进的高票房影片汇总.....9
表 5：2018Q4 及 2019 年预计上映的进口片片单.....10

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1 我国进口影片管理制度

1.1 《谅解备忘录》已于 2017 年到期，新政策仍未明确

我国对电影进口执行严格的配额制度，按照“一家进口，两家发行”的原则进行进口影片的管理。根据《电影管理条例》、《关于改革进口影片供片机制的暂行办法》（广影字[2003]第 418 号）的规定，由国家广电总局授权中影集团进出口分公司唯一承担境外影片的进口业务，接受国家广电总局电影局的政策指导和宏观调控，影片报国家广电总局电影审查委员会审查通过并引进后，由中影集团进出口分公司负责向中影电影发行分公司和华夏电影发行公司供片发行。

进口电影配额制是伴随着分账影片进入中国而形成。20 世纪 70 年代至 90 年代，能在国内上映的外国电影，全部为中影进出口公司采用版权买断形式进口。在交易环节上通常由国外制片商成批打包售予中方，因此买断片又称为批片。但是，此类影片通常价格低廉且为旧电影，好莱坞大片难以通过国际通行的分账形式进入中国市场。

为了刺激票房增长，重新激活观众观影热情，1994 年 8 月 1 日，广电部电影局出台《关于进一步深化电影行业机制改革的通知》(348 号文)，明确规定自 1995 年起，由中影公司每年以分账发行的方式进口 10 部“基本反映世界优秀文明成果和当代电影艺术、技术成就”的进口大片。分账片得以进入中国，进口片配额制度也正式形成。

此后，2002 年与 2012 年是进口片配额进一步放开的两个重要时点：（1）1999 年，中国达成入世协议，在加入 WTO 的条款中，中方承诺自入世后允许每年以分账形式进口 20 部外国影片用于影院放映。因此，2002 年起引进的分账片从 10 部增加至 20 部。（2）2012 年 2 月 18 日，中美两国政府在京签署了《中华人民共和国与美利坚合众国关于用于影院放映之电影的谅解备忘录》，增加引进 14 部美国高技术格式特种分账片，进口分账影片美国企业的分账比例由 13%提高至 25%。

表 1：进口影片政策梳理

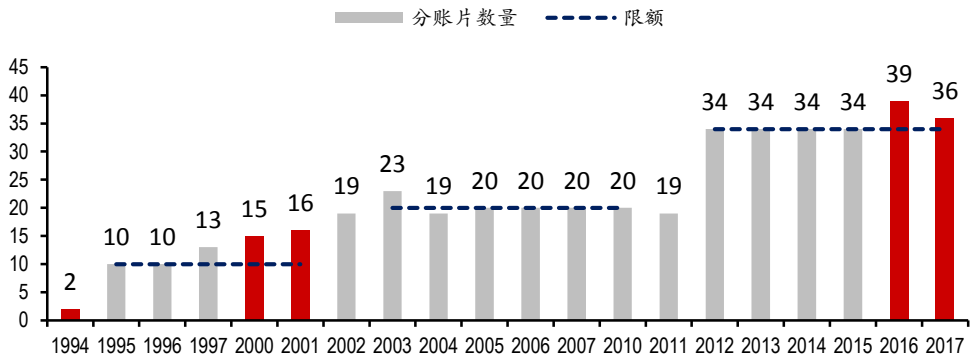
时间	政策	主要内容
1994.8.1	《关于进一步深化电影行业机制改革的通知》(348 号文)	自 1995 年起，由中影公司每年以分账发行的方式进口 10 部“基本反映世界优秀文明成果和当代电影艺术、技术成就”的进口大片。
1999	WTO' report of the working party on the accession of CHINA Part II-Schedule of Specific Commitments on Services	在与中国《电影管理条例》相一致的情况下，允许每年以分账形式进口 20 部外国影片用于影院放映。
2004.5	《关于电影引进分账大片限额的修订通知》	未来 20 部分账影片限额中，美国影片不能超过 14 部，必须保证 6 部非美国片。
2004.12		中影、华夏每年至少要完成 10 部非美进口买断片的引进与发行，允许其他公司以“协助推广”的方式参与北美买断影片的发行。

2012.2.18	**《中华人民共和国与美利坚合众国关于用于影院放映之电影的谅解备忘录》**	增加引进 14 部美国高技术格式特种分账片，进口分账影片美国企业的分账比例由 13%提高至 25%。
2015.9.26	《分账影片进口发行合作协议》	中影集团与美国电影协会在 2012 年“备忘录”基础上签署的一份具体的商业合同，具体细节未披露。

资料来源：广电总局，公开信息，东方证券研究所

目前，《中华人民共和国与美利坚合众国关于用于影院放映之电影的谅解备忘录》已于 2017 年 2 月 17 日到期，后续配额的进一步放开成为业内一致预期。详细回顾过去每轮政策放开的历史和 1994-2016 年的进口分账片数量，我们发现每次配额增加前均有约 2 年的“缓冲期”：（1）1999 年入世协议签署之后的 2000 和 2001 年，是配额正式增加至 20 部前的“缓冲期”；（2）从 2010 年 1 月中国同意遵循 WTO 的裁定（要求中国解除针对进口出版物外资经销商的歧视措施），到 2012 年 2 月正式达成谅解备忘录，中国政府同样争取了 2 年的“缓冲期”。在“缓冲期”内，进口分账片的数量往往会突破配额限制，这可以理解为一种政策调整前“市场测试”。2016 及 2017 年，在《谅解备忘录》即将到期的背景下，进口分账片数量再次突破 34 部的限额。但截至目前，在中美贸易战背景下，新的政策暂未明确，对进口片配额、分账比例等仍未有进一步通知。

图 1：1994-2017 年进口分账片数量



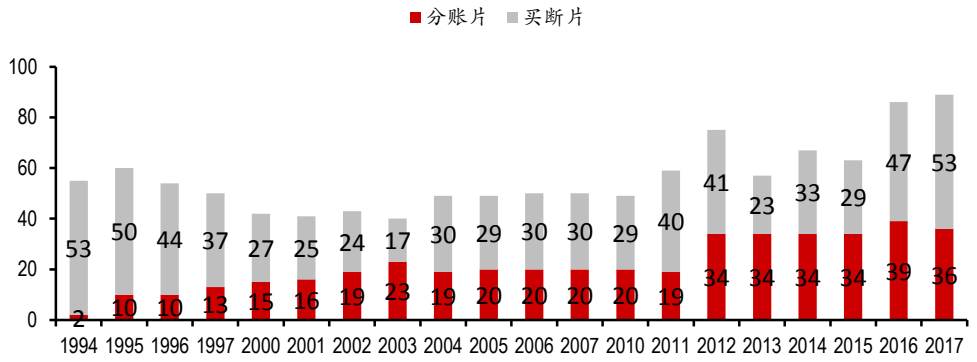
资料来源：《中国电影年鉴》，《中国电影报》，艺恩数据，公开信息，东方证券研究所

1.2 分账片/买断片产业链分账比例及模式

在现行政策下，每年有 34 部进口分账片和约 30-40 部进口买断片能够登上中国大银幕。34 部分账片分为普通分账片（20 部）和特种分账片（14 部，IMAX、3D 等特殊制式）。其中，20 部普通分账片中必须至少包含 6 部非美影片，而 14 部特种分账片则全部为好莱坞影片。此外，30 部买断片为 10 部美标 20 部非美标。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 2：1994-2017 年进口分账片及买断片数量



资料来源：《中国电影年鉴》，《中国电影报》，艺恩数据，公开信息，东方证券研究所

分账片与买断片最重要区别在于国外制片商是否参与国内票房分账。进口分账片的外国制片商可参与中国票房分成，分账比例为票房的 25%；中影公司及华夏公司作为发行方的分账比例约为 12%，并向中影集团支付 2.5%的票房分成。分账片多为国际一线公司制作的新片，其中大多数来自好莱坞六大制片厂——迪士尼、华纳兄弟、20 世纪福克斯、派拉蒙、哥伦比亚以及环球。

表 2：进口影片产业链各主体分账比例（按总票房口径）

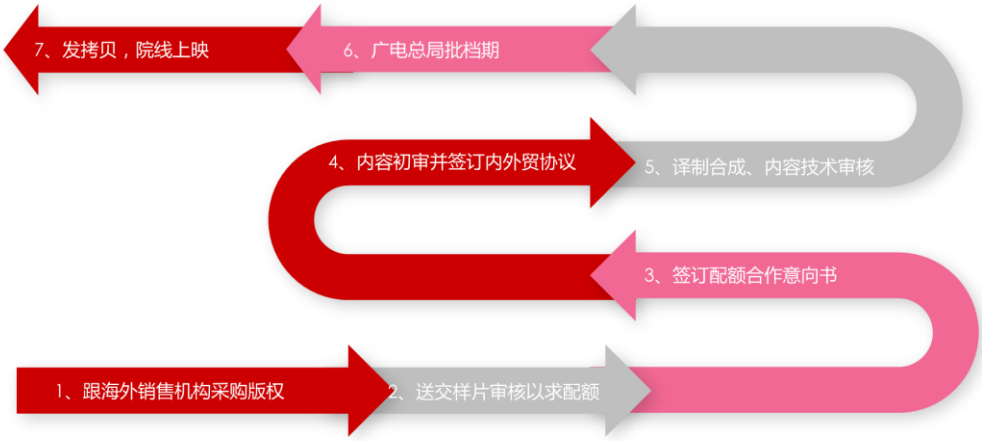
类型	国外制片商	批片商	中影/华夏	上缴中影集团	院线及影院	专项基金及税费等
分账片	25%	/	12%	2.5%	50%	10%
买断片	固定买断费	20-25%	12%	进口买断片管理费	50%	10%

资料来源：中国电影招股说明书，公开信息，东方证券研究所

进口买断片是国内片商以固定价格把影片的放映权从国外片商处买断，国外制片厂不再参与中国票房分成。在实际运作中，买断片一般由民营电影公司在各大电影节或美国电影市场（AFM）出资买断，然后向中影或华夏申请“指标”，通过审查后由民营公司委托或联合中影及华夏发行。民营电影公司作为引进方，一般能获得票房的 37%，但其中的部分（约 35%）归属中影及华夏，最终引进方获得票房的 20%-25%，中影公司及华夏公司获得剩余部分，同时向中影集团缴纳一定比例的进口买断片管理费。民营电影公司作为参与买断片引进和发行的主体，由于一次性买断了影片的放映权，制片方不再参与票房分成，因此若影片取得较好的票房表现，引进方在排除买断费、发行费和译制费等费用的基础上，可以获得较大的回报。但与此同时，买断片也存在两大风险：一是政策风险，批片从引进到上映的整个流程较为复杂，其中最重要的环节在于获得中影/华夏的配额，容易出现买断后无法上映的情况；二是市场风险，买断片的业绩弹性取决于票房收入和买断费用，考验引进方对优质影片的挖掘和市场方向的把握。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 3：买断片引进-审批-上映详细流程



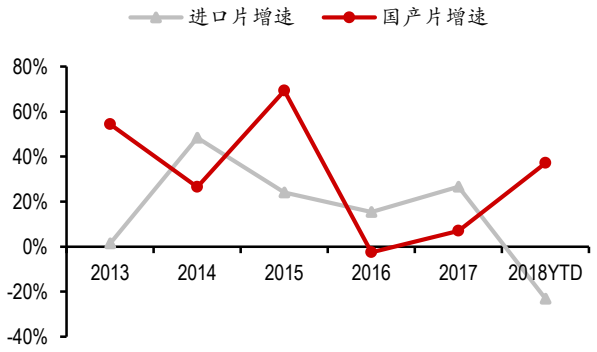
资料来源：公开信息，东方证券研究所

2 2018 年进口影片的特点、变化及趋势

2.1 1-10 月进口片票房同比下滑 23.2%，买断片数量大幅增长

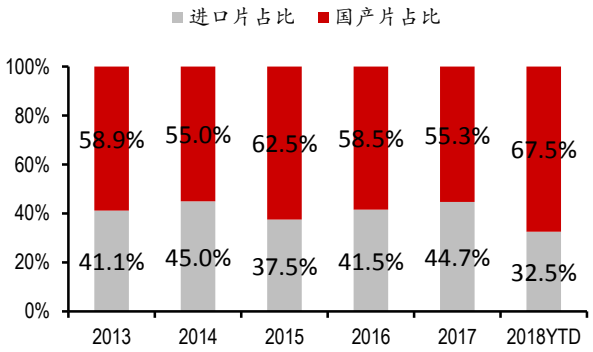
2018 年 1-10 月，国内电影市场共实现票房（剔除票务服务费后，下同）490.49 亿元，同比增长 9.2%。其中，国产片是拉动票房增长的核心动力，进口片票房大幅下滑。2018 年 1-10 月，国产片共实现票房 331 亿元，同比增长 37.2%；进口片票房约为 159.5 亿元，同比下降 23.2%。国产影片市场份额达 67.5%，进口片市场份额下降至 32.5%。1-10 月票房前十影片中共有国产影片 7 部，数量较以往大幅提升，《红海行动》、《唐人街探案 2》、《我不是药神》等国产影片实现口碑与票房的双丰收。

图 4：2013-2018 年国产片与进口片票房增速对比



资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

图 5：2013-2018 年国产片与进口片票房份额对比



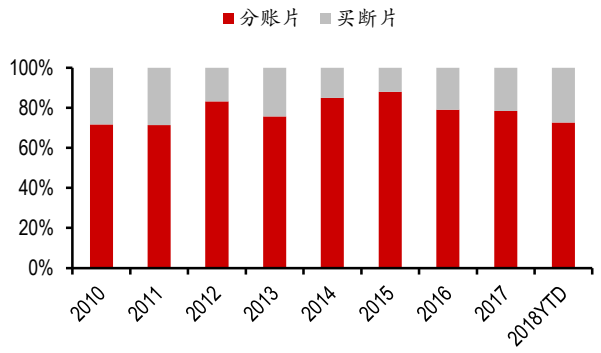
资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

买断片带动 1-10 月进口片上映数量大幅增加。实际上，根据我们的统计，在中美贸易战及进口片政策仍未明确的背景下，2018 年 1-10 月上映的进口片数量较去年同期仍有增长。截至 10 月 31 日，国内共新增上映进口分账片 27 部，买断片 71 部，共 98 部进口影片，高于 2017 年同期的 68 部。但其中，新上映的分账片数量（27 部）较去年同期（30 部）有所下降，增量主要来自日本、印度、欧洲、澳大利亚等国的批片。

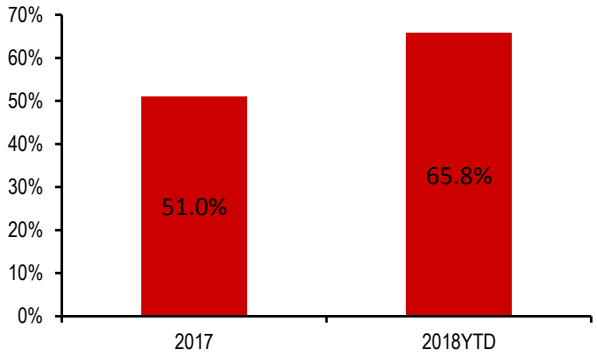
但是，买断片数量的增加并未带动票房的同比增长。2018 年 1-10 月，买断片共实现票房 43.8 亿元，同比下降 21.8%；分账片共实现票房 115.9 亿元，同比下降 23.4%。**对于进口影片而言，其头部效应仍然明显，主要体现在：**（1）分账片体量更大，2010-2018 年分账片票房占进口片票房的比重均在 70%以上；（2）票房 TOP10 的头部占比较大，2017 年及 2018 年 1-10 月 TOP10 影片票房占比分别为 51%和 65.8%。

图 6：2010-2018YTD 分账片票房占比均在 70%以上



资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

图 7：TOP10 影片票房占比



资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

高票房的头部影片与中等体量的腰部影片均缺乏，是 2018 年进口片票房下滑较多的核心原因。我们详细统计了历年进口影片信息，可以发现 2018 年进口影片的票房区间分布存在以下特征：（1）超过 1 亿票房的电影大幅减少，2018 年 1-10 月 26 部，2017 年同期 41 部；（2）超过 10 亿票房的电影大幅减少，2018 年 1-10 月共 4 部，2017 年同期 7 部。背后的核心原因在于多数中小体量的进口片质量有所下滑，2018 年 1-10 月所有进口电影和 1-10 亿票房进口电影的豆瓣平均得分均较 2017 年有所下降，仅 10 亿以上电影的质量大幅提升，4 部平均分高达 8.1 分（去年同期 7 部平均分 7.0）。

表 3：2017 与 2018 年 1-10 月进口片票房与评分区间分布

年度	票房＞1 亿	票房＞10 亿	全部影片平均得分	票房 1-10 亿平均分	票房＞10 亿平均分
2017	41	7	6.9	7.2	7.0
2018	26	4	6.8	6.9	8.1

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

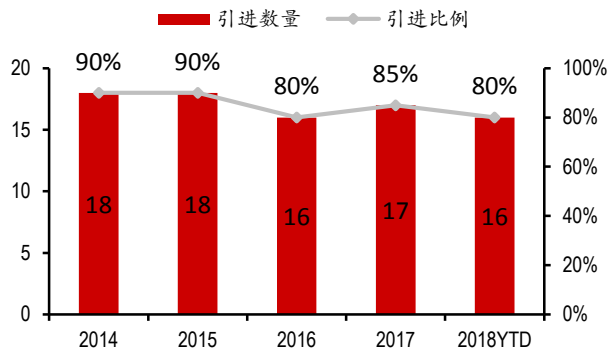
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

值得注意的是，2017 年 10 亿以上影片数量更多，但平均评分较低，主要原因在于部分口碑不佳的影片仍获得 10 亿以上票房，如《变形金刚 5：最后的骑士》、《极限特工 3：终极回归》等。但 2018 年 TOP10 的高票房影片中并不存在豆瓣评分 6 分以下的电影，可以侧面反映出观众观影阈值和对影片质量的鉴别能力日渐提高，口碑差的电影较难持续获得高票房。同时，2017 年印度电影《摔跤吧！爸爸》获得近 12 亿票房成为黑马，2018 年印度电影引进明显增多，也都获得了比较好的票房和口碑，如《神秘巨星》《小萝莉的猴神大叔》《起跑线》等。

2.2 未来边际增量将主要来自中等票房影片

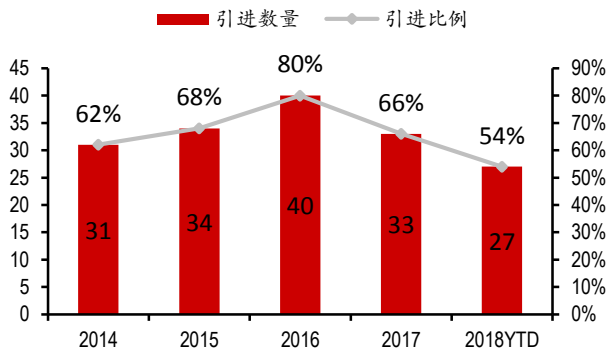
从供给角度看，每年全球票房排名前五十的大片已基本引进。我们详细统计了 2014-2018 年全球票房前 100 影片的引进情况，可以发现在目前 34 部分账片和 30-40 部买断片的配额下，真正的大制作、高票房和高口碑电影已基本引进。2014-2017 年，全球票房前二十影片的引进比例达 90%、90%、80%和 85%，全球票房前五十的引进比例为 62%、68%、80%和 66%。2018 年 1-10 月，票房前 20 影片引进比例与之前年份基本一致，但票房前 50 影片仅引进 27 部，引进比例 54%，引进数量较往年明显偏少。我们认为核心原因在于 2018 年是好莱坞影片小年，除 TOP20 大片外，腰部影片质量平淡，存在较多音乐剧、恐怖片等未能引进。

图 8：全球票房前二十影片引进数量及比例



资料来源：Box office mojo，东方证券研究所

图 9：全球票房前五十影片引进数量及比例



资料来源：Box office mojo，东方证券研究所

未被引进的高票房影片主要有以下几类：（1）过于血腥或包含成人内容的 R 级和 NC-17 级影片，如《死侍》、《疯狂的麦克斯 4：狂暴之路》和《五十度灰》等；（2）大量恐怖片或悬疑片均未被引进，如《伸冤人》、《招魂 2》等；（3）部分与国内价值观不符或政治敏感类影片。而即使配额增加，上述三类影片能够引进的概率仍较低。因此，未来进口影片的增量更有可能来自全球票房排名 50 名以后的中小票房影片。

表 4：部分未被引进的高票房影片汇总

影片名	上映时间	全球票房（百万美元）
死侍 2	2018	$734.20
一个明星的诞生	2018	$341.50

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

月光光心慌慌	2018	$251.00
小丑回魂	2017	$700.40
逃出绝命镇	2017	$255.40
宝贝老板	2017	$528.00
死侍	2016	$783.10
自杀小队	2016	$745.60
招魂 2	2016	$320.30
五十度灰	2015	$571.00
疯狂的麦克斯 4：狂暴之路	2015	$378.40
恐龙当家	2015	$332.20
美国狙击手	2014	$547.40
乐高大电影	2014	$469.20
消失的爱人	2014	$369.30

资料来源：box office mojo，东方证券研究所

3 2019 年为进口影片“大年”

我们统计了 2019 年可能引进的进口片单情况，主要包括：（1）超级英雄类，包括漫威《惊奇队长》、《复仇者联盟 4》、《蜘蛛侠：背井离乡》，DC《神奇女侠 1984》等；（2）系列续集类，包括《王牌特工 3》、《终结者 6》、《星球大战 9》等；（3）精品动画类，包括《驯龙高手 3》、《玩具总动员 4》、《冰雪奇缘 2》等；（4）名导新片类，包括詹姆斯·格雷执导的《星际探索》、李安的全新力作《双子煞星》等。整体而言，2019 年好莱坞重磅影片项目众多、类型多样、值得期待，进口片品质预计较 2018 年有所提升。

表 5：2018Q4 及 2019 年预计上映的进口片片单

影片名	（预计）上映时间	出品公司
滴答屋	2018 年 11 月 1 日	安培林娱乐
胡桃夹子与四个王国	2018 年 11 月 2 日	华特·迪士尼电影公司
毒液：致命守护者	2018 年 11 月 9 日	哥伦比亚影业、腾讯影业、漫威娱乐
神奇动物：格林德沃之罪	2018 年 11 月 16 日	华纳公司
无敌破坏王 2：大闹互联网	2018 年 11 月 23 日	华特·迪士尼影片公司
摘金奇缘	2018 年 11 月 30 日	华纳兄弟影业公司
海王	2018 年 12 月 7 日	华纳兄弟影片公司
玻璃先生	2019 年 1 月 18 日	环球影业、试金石公司
驯龙高手 3	2019 年 2 月 22 日	梦工厂
混沌漫步	2019 年 3 月 1 日	狮门影业、Eagle Films
惊奇队长	2019 年 3 月 8 日	漫威影业
小飞象	2019 年 3 月 29 日	华特·迪士尼影片公司
新宠物坟场	2019 年 4 月 5 日	派拉蒙影业公司

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

沙赞	2019 年 4 月 5 日	新线电影公司、DC 娱乐公司
地狱男爵：血皇后崛起	2019 年 4 月 12 日	美国狮门影片公司
复仇者联盟 4	2019 年 5 月 3 日	漫威影业
精灵宝可梦：大侦探皮卡丘	2019 年 5 月 10 日	美国传奇影业、华纳兄弟影片公司
疾速备战	2019 年 5 月 17 日	美国狮门影片公司
星际探索	2019 年 5 月 24 日	二十世纪福克斯
阿拉丁	2019 年 5 月 24 日	华特·迪士尼影片公司
哥斯拉：怪兽之王	2019 年 5 月 31 日	美国华纳影片公司、传奇影业
爱宠大机密 2	2019 年 6 月 7 日	照明娱乐公司
X 战警：黑凤凰	2019 年 6 月 7 日	二十世纪福克斯
未命名黑衣人衍生电影	2019 年 6 月 14 日	哥伦比亚影片公司
玩具总动员 4	2019 年 6 月 21 日	迪士尼·皮克斯
蜘蛛侠：背井离乡	2019 年 7 月 5 日	漫威影业
狮子王	2019 年 7 月 19 日	华特·迪士尼影片公司
霍伯斯与肖	2019 年 7 月 26 日	环球影业
好莱坞往事	2019 年 7 月 26 日	索尼电影娱乐公司
X 战警：新变种人	2019 年 8 月 2 日	二十世纪福克斯
阿特米斯的奇幻历险	2019 年 8 月 9 日	华特·迪士尼影片公司
新霹雳娇娃	2019 年 9 月 27 日	索尼电影娱乐公司
双子煞星	2019 年 10 月 4 日	派拉蒙影业公司、天舞影业
金翅雀	2019 年 10 月 11 日	华纳兄弟影业
神奇女侠 1984	2019 年 11 月 1 日	华纳兄弟影片公司、DC 娱乐公司
王牌特工 3	2019 年 11 月 8 日	二十世纪福克斯
终结者 6	2019 年 11 月 15 日	派拉蒙影业公司
冰雪奇缘 2	2019 年 11 月 27 日	华特迪士尼动画工作室
宇宙巨人希曼	2019 年 12 月 18 日	索尼电影娱乐公司
星球大战 9	2019 年 12 月 20 日	华特·迪士尼影片公司

资料来源：猫眼电影，公开信息，东方证券研究所

投资建议

短期来看，新一轮进口片政策仍未有进一步通知，中影公司和华夏公司作为发行进口影片的主体，持续受益于“一家进口，两家发行”的制度红利；同时，2016 年起进口片数量已突破原有配额限制，2019 年进口片质量突出，在数量和质量双重驱动下进口影片票房有望重回高增长。中长期看，进口片的“鲶鱼效应”有望刺激国产片苦炼内功、提升质量，预计国内电影制片/发行商与海外优质电影公司深度合作的案例将更趋频繁。我们看好通过内生+合作+外延方式提升制片/发行能力、坚持优质影片产出的制片/发行公司，以及具有丰富的批片引进和发行资源/经验，资金实力雄厚的龙头制片/发行商。看好中国电影(600977，买入)、万达电影(002739，买入)，建议关注光线传媒(300251，增持)等。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

风险提示

- **政策监管风险**

影视内容板块受政策监管的影响较大，诸多新的内容形式在政策监管逐步介入后将受到相应掣肘，未来若监管政策进一步收紧，相关产业将受到较大影响。

- **优质内容供应不足风险**

影视内容板块的增长和波动与优质内容的供应情况息息相关，若行业优质内容供应不足，则会影响板块整体业绩兑现并加大整体波动。

- **外方分账比例大幅提升风险**

在目前政策下，分账片外方分账比例为 25%。若未来政策调整后外方分账比例进一步提升，将对国内发行方的业绩产生较大影响。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼
联系人： 王骏飞
电话： 021-63325888*1131
传真： 021-63326786
网址： www.dfzq.com.cn
Email： wangjunfei@orientsec.com.cn