



强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
中国电影	600977.SH	21.25	买入
金逸影视	002905.SZ	20.55	增持
横店影视	603103.SH	25.79	未有评级
万达电影	002739.SZ	26.19	增持

资料来源：万得，中银国际证券
以2019年4月22日当地货币收市价为标准

主要催化剂/事件

《复仇者联盟4：终局之战》将于2019年4月24日全国上映

相关研究报告

《传媒行业2019年一季报前瞻》20190415

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

方光照

(8621)20328348

guangzhao.fang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519010001

刘昊涯

(021)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

电影行业专题报告

蓄势待发：《复仇者联盟4》到底能为2019年电影市场带来多少票房弹性

截至4月22日，《复仇者联盟4：终局之战》的想看人数已经达到348.9万人，点映及预售票房达到5.7亿，首映日及点映票房超3亿，均超过历年好莱坞电影预售情况。通过对历史进口电影票房、观影人次、票价因素的分析，我们预计《复仇者联盟4》的总票房预计将在35-42亿之间，受此影响，二季度整体票房有望达到155亿元，同比增长23%，上半年票房超过330亿元，同比有望止跌回升。推荐A股市场唯一能开展进口电影发行业务的中国电影，建议关注院线类上市公司：万达电影、横店影视、金逸影视。

支撑评级的要点

- 由华特迪士尼和漫威影业出品，中国电影、华夏电影引进发行的科幻电影《复仇者联盟4：终局之战》将于2019年4月24日在中国内地上映。截至4月22日，《复仇者联盟4：终局之战》的想看人数已经达到348.9万人，点映及预售票房达到5.7亿，首映日及点映票房超3亿，均超过历年好莱坞电影预售情况。
- 一季度电影市场同比回落，二季度迎来进口电影黄金档期。2019年一季度全国电影票房总额达到186.16亿元，同比下滑7.94%；观影人次4.80亿人，同比下滑14.47%。二季度一直是进口电影的集中上映期，历史数据显示，重点进口电影的票房水平是二季度整体票房的风向标。
- 《复仇者联盟4》预计票房将在35亿至42亿之间，上半年整体票房有望止跌回升。根据对历史进口电影的票房、观影人次及高票房电影占总票房比重等因素分析，预计《复仇者联盟4》电影票房将在35-42亿之间，二季度总票房有望达到155亿元，同比增长23%，上半年总票房将同比增长3%。

重点推荐

- 推荐A股市场唯一能开展进口电影发行业务的中国电影，建议关注院线类上市公司：万达电影、横店影视、金逸影视

评级面临的主要风险

- 《复仇者联盟4》票房低于预期，放映后口碑下滑。



目录

电影前瞻：最后的“复仇者联盟”即将到来	4
“复联4”对国内电影市场的影响	9
投资建议:	15
风险提示.....	16



图表目录

图表 1. 《复仇者联盟 4：终局之战》海报.....	4
图表 2. 《复仇者联盟 4》主要营销事件.....	5
图表 3. 所有漫威系列电影海报.....	5
图表 4. 第一阶段时间线.....	6
图表 5. 第一阶段漫威系列主要电影.....	6
图表 6. 第二阶段时间线.....	6
图表 7. 第二阶段漫威系列主要电影.....	7
图表 8. 第三阶段时间线.....	7
图表 9. 第三阶段漫威系列主要电影.....	8
图表 10. 第四阶段时间线.....	8
图表 11. 2019 年一季度和 2018 年一季度票房对比.....	9
图表 12. 2019 年一季度和 2018 年一季度观影人次对比.....	9
图表 13. 2018 年和 2019 年一季度单周电影票房收入变化.....	9
图表 14. 2019 年一季度 TOP10 影投公司票房水平.....	10
图表 15. 2019 年一季度和 2018 年一季度 TOP10 电影对比.....	10
图表 16. TOP20 国产电影和进口电影对比.....	11
图表 17. 进口电影票房 TOP5 的观众年龄分布.....	11
图表 18. 非春节档期票房 TOP5 的观众年龄分布.....	11
图表 19. TOP20 的电影上映日期分季度比较.....	12
图表 20. 进口电影票房 TOP5 前 14 天票房变化.....	12
图表 21. 非春节档期票房 TOP5 前 14 天票房变化.....	12
图表 22. 《复仇者联盟 3》营销事件类型及数量.....	13
图表 23. 《我不是药神》营销事件类型及数量.....	13
图表 24. 《复仇者联盟 4》票房区间预测.....	13
图表 25. 2019 年上半年国内电影市场票房区间预测.....	14
图表 26. 2019 年二季度预计上映的重点电影.....	14
图表 27. 2014 年-2018 年 H1 公司电影发行业务变化及占比.....	15
附录图表 28. 报告中提及上市公司估值表.....	17



电影前瞻：最后的“复仇者联盟”即将到来

由华特迪士尼和漫威影业出品，中国电影、华夏电影引进发行的科幻电影《复仇者联盟 4：终局之战》将于 2019 年 4 月 24 日在中国内地上映。电影由罗素兄弟执导，小罗伯特·唐尼等主演，从 2017 年 8 月起开拍，历时近一年半时间，是漫威宇宙“无限传奇”（The Infinity Saga）的终结篇。《复仇者联盟 4：终局之战》的故事发生在灭霸消灭宇宙一半的生灵并重创复仇者联盟之后，剩余的超级英雄们将背水一战，为逝去的生命与灭霸决一死战。

图表 1. 《复仇者联盟 4：终局之战》海报



资料来源：百度百科，中银国际证券

作为复仇者联盟系列的结局电影，《复仇者联盟 4》从开拍之日起就不断进行营销造势。2018 年 12 月，电影便公布了全球首支预告片，不间断的电影营销宣传表现出迪士尼希望该电影突破以往所有科幻电影纪录的决心。截至 4 月 22 日，根据阿里“灯塔”数据显示，《复仇者联盟 4：终局之战》的想看人数已经达到 348.9 万人，点映及预售票房达到 5.7 亿，首映日及点映票房超 3 亿，均超过历年好莱坞电影预售情况。

图表 2. 《复仇者联盟 4》主要营销事件

时间	营销事件主题
2019/4/19	《复仇者联盟 4: 终局之战》影迷盛典, 盛况献礼无限传奇, 终局之战屡破记录
2019/4/19	4DX《复联 4》动感打响终局之战, 预售空前火爆一票难求
2019/4/19	曝《复仇者联盟 4: 终局之战》主创感谢视频
2019/4/18	罗素兄弟硬核强推: 看《复联 4》没有比 IMAX 更好的选择!
2019/4/17	《复仇者联盟 4: 终局之战》超豪华阵容降临上海
2019/4/15	曝高虐预警! 六元老最后齐聚,《复联 4》开启“告别之战”
2019/4/12	《复仇者联盟 4》IMAX 无界海报发布
2019/4/12	《复仇者联盟 4: 终局之战》电影主题特展磅礴亮相, 中国风险谱惊艳四座
2019/4/12	曝《复仇者联盟 4: 终局之战》北美全新电视预告震撼出击
2019/4/11	看见英雄: 漫威影业与徕卡相机共同推出主题影展致敬不凡的英雄瞬间
2019/4/9	曝《复联 4》曝新片段, 事态严重! 美队曝粗口
2019/4/3	《复仇者联盟 4》IMAX 北美专属海报曝光
2019/4/2	曝《复仇者联盟 4》最新预告: 最后一战, 不惜一切代价!
2019/3/29	《复仇者联盟 4: 终局之战》4 月 24 日领先全球, 漫威英雄最后集结, 无限传奇史诗终局
2019/3/28	《复联 4》发布 IMAX 摄影机特辑, 罗素兄弟盛赞 IMAX, 3D 版是绝佳之选
2019/3/14	曝《复仇者联盟 4》曝北美正式预告, 为逝去战友绝地出击
2019/2/4	曝《复仇者联盟 4》2019 超级碗预告, 英雄残将悲壮集结
2018/12/7	曝《复仇者联盟 4》全球首支预告片, 6 位初代复仇者联盟全回归

资料来源: 猫眼电影, 中银国际证券

漫威“电影宇宙”时间线回顾: 22 部英雄系列电影打造一代科幻电影传奇

1939 年 4 月, 漫威公司创造出第一位变种人超级英雄: 纳摩, 同年漫威漫画公司成立。通过漫画起家, 漫威影业公司(Marvel Studios)掌握丰富的版权资源, 为电影创作提供了大量文本内容。2008 年 5 月, 漫威公司通过《钢铁侠》启动了其“电影宇宙”计划, 其给观众看的并不仅仅是一个电影系列, 而是形成一个丰富独特的宇宙。

在十一年的时间里, 漫威以超级英雄为中心, 使用庞大的漫画资源、独特的彩蛋惊喜以及精彩的故事衔接, 通过跨界作品搭建出一个具有真实感的宇宙。在这个统一的宇宙中, 不断出现新超级英雄, 通过整合再推出的方式无限延伸新的故事情节以及时空设定。超级英雄们并不是独立出现, 而是会相互遇到并且发生故事, 漫威通过不同的电影呈现出来, 让观众感受并认同其打造的宇宙世界观。

图表 3. 所有漫威系列电影海报



资料来源: 豆瓣电影, 中银国际证券



此外，漫威公司利用影迷们为了更加了解电影，会去关注周边产业，如漫威漫画、电视剧的心理，开启了其他计划，如番外短片《神盾顾问》、电视剧《神盾局特工》等。这对于漫威影业下一部电影的制作也有很大裨益。通过越来越多的故事来完善观众脑海中的漫威电影宇宙世界观，以保证影片的票房，形成良性循环。

漫威“电影宇宙”第一阶段：从钢铁侠引入系列电影——复仇者联盟诞生

图表 4. 第一阶段时间线



资料来源：豆瓣电影，中银国际证券

2008年第一部《钢铁侠》开启了漫威“电影宇宙”的第一阶段，出身在富豪家庭的天才托尼在遇难后改进盔甲功能，化身“钢铁侠”，以一个义务警察的身份保护世界和平。同年穿插了绿巨人独立电影《无敌浩克》。

2011年4月推出《雷神》，被放逐到地球的雷神托尔学习了如何成为一个真正的英雄。同年7月《美国队长》以二战时期为背景，史蒂夫·罗杰斯参加美军秘密试验，被注射超级士兵血清后成为“美国队长”，与纳粹展开对抗。

图表 5. 第一阶段漫威系列主要电影



资料来源：豆瓣电影，中银国际证券

2012年第一阶段收官之作《复仇者联盟》中，神盾局指挥官尼克将钢铁侠、美国队长、雷神托尔、绿巨人、黑寡妇和鹰眼六位超级英雄组成复仇者联盟，携手对付《雷神》中被流放的邪神洛基。

漫威“电影宇宙”第二阶段：复仇者联盟成立——新角色开始陆续推出

图表 6. 第二阶段时间线



资料来源：豆瓣电影，中银国际证券



2013年《钢铁侠3》打开了第二阶段，在《复仇者联盟》纽约大战结束后，托尼的生活被强敌毁灭殆尽，他必须依靠高科技装备以及过人才智，保护自己和亲人同时揪出幕后元凶。同年上映了《雷神2：黑暗世界》，在纽约大战结束一年后，雷神托尔押送着弟弟洛基回到仙宫接受审判，此时一股强大的远古黑暗势力正在逼近。

2014年有《美国队长2：冬日战士》，史蒂夫和黑寡妇强强联手，在华盛顿共同迎战黑暗劲敌冬兵。同年首次推出《银河护卫队》，因偷走神秘球体而被疯狂追杀的“星爵”彼得·奎尔结盟卡魔拉、火箭浣熊、树人格鲁特和毁灭者德拉克斯，并拯救整个银河系。

图表7.第二阶段漫威系列主要电影

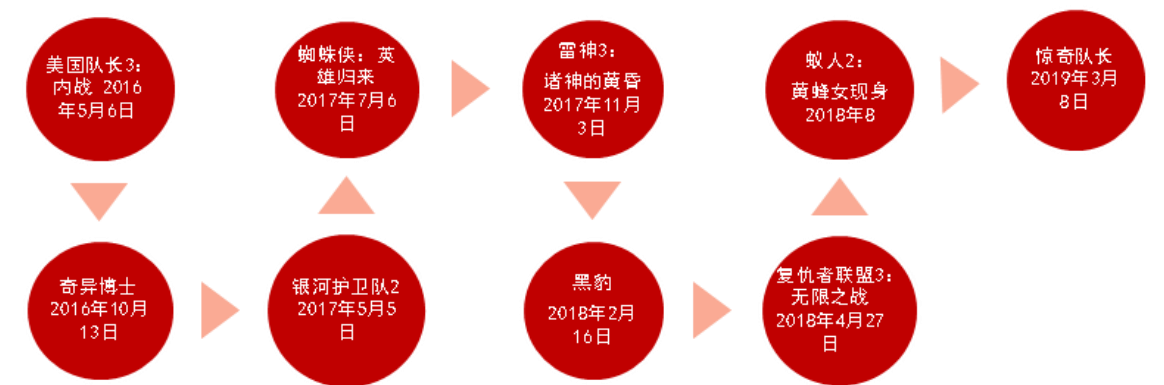


资料来源：豆瓣电影，中银国际证券

2015年推出《复仇者联盟2：奥创纪元》，当钢铁侠试图启动处于休眠状态的维持和平计划时，事情出了差错。于是，在地球面临生死存亡的紧急关头时，超级英雄们挺身而出阻止可怕的人工智能机器人“奥创”制定恐怖计划。收官之作《蚁人》中，职业骗子斯科特·朗拥有身体变小力量，必须接受自己的英雄身份并帮助他的导师生化学家汉克·皮姆保护他所发明的蚁人战服。

漫威“电影宇宙”第三阶段：超级英雄们的团结——分离——再相聚

图表8.第三阶段时间线



资料来源：豆瓣电影，中银国际证券

2016年的《美国队长3：内战》是第三阶段开端标志，这是复仇者联盟自上映以来内部的第一次分崩离析。同年《奇异博士》的出现则是漫威开启多元宇宙的开端，神经外科医生史蒂芬·斯特兰奇在一次车祸中失去了双手，最后至尊魔法师让他成为了拥有超凡魔力的奇异博士。



2017年漫威推出了《银河护卫队2》，护卫队成员在外太空的冒险之旅中解开彼得·奎尔的身世之谜。而《蜘蛛侠：英雄归来》则是自从索尼的《蜘蛛侠》三部曲和两部《超凡蜘蛛侠》过后漫威影业和索尼联合拍摄的新蜘蛛侠电影，同年上映的还有《雷神3：诸神的黄昏》，托尔被囚禁在宇宙另一端的星系中，争分夺秒试图回到阿斯加德，阻止死神海拉发动巨大劫难摧毁阿斯加德及其所有的文明。

图表 9. 第三阶段漫威系列主要电影



资料来源：豆瓣电影，中银国际证券

2018年推出第一部黑人超级英雄独立电影《黑豹》。同年《复仇者联盟3：无限之战》中，超级英雄们第一次遭遇团灭的惨败。《蚁人：黄蜂女再现》和2019年3月的第一部女性超级英雄独立电影《惊奇队长》标志着第三阶段的完结。

漫威“电影宇宙”第四阶段：复仇者联盟终结——漫威宇宙新开始

图表 10. 第四阶段时间线



资料来源：豆瓣电影，中银国际证券

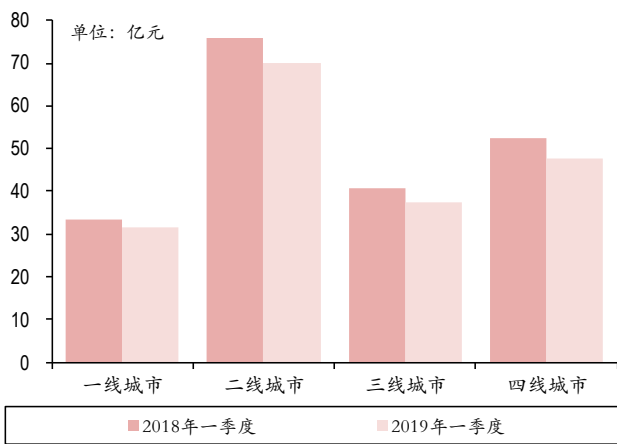
从2019年4月开始，《复仇者联盟4：终局之战》和《蜘蛛侠：英雄远征》，以及2020年《银河护卫队3》，预测漫威主场将从地球正式转移至宇宙，漫威宇宙才刚刚开始。

“复联4”对国内电影市场的影响

票补“退潮”票价回升影响整体电影市场

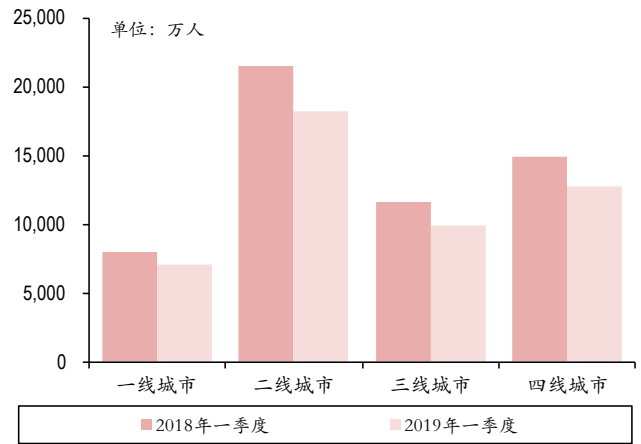
一季度国内电影市场整体较去年有所回落。根据猫眼电影数据，2019年一季度全国电影票房总额达到186.16亿元，同比下滑7.94%；观影人次4.80亿人，同比下滑14.47%；放映场次达到3139.9万场，同比增长20.13%；平均票价38.81元，同比增长7.64%。从城市划分方面来看，四线城市票房回落最大，同比下降9.2%；二、三、四线城市的观影人次均下滑15%左右，一线城市相对较少，同比下滑11.5%，因此我们推断，2019年一季度票补的减少提升了整体电影票价水平，使得二至四线城市整体受到了一定的影响。

图表 11.2019 年一季度和 2018 年一季度票房对比



资料来源：猫眼电影，中银国际证券

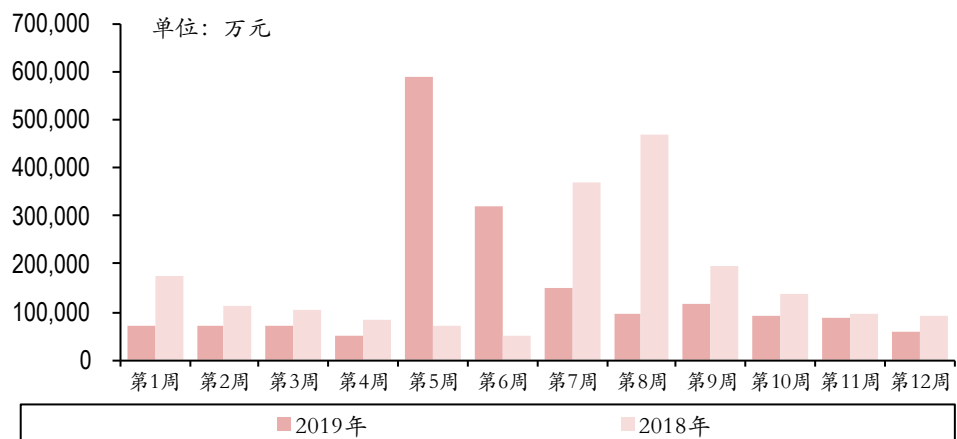
图表 12. 2019 年一季度和 2018 年一季度观影人次对比



资料来源：猫眼电影，中银国际证券

根据猫眼数据显示，截至2018年底，我国影院数量已达到10416家，较2017年底9319家同比增长11.77%，影院增速低于一季度电影放映场次增速；从周票房来看，除了春节档两轴变化明显外，其余单周票房成绩方面2019年均低于2018年同期水平。因此我们认为在票补退潮，票价提升的大背景下，若无具有超级票房号召力的电影上映的情况下，2019年中国电影总票房可能会低于2018年水平，影院公司可能通过增加电影放映场次的方式来缓解下滑的速度。

图表 13.2018 年和 2019 年一季度单周电影票房收入变化



资料来源：万得，中银国际证券



以院线经营为主营业务的上市公司票房水平也有所下滑。根据猫眼电影数据显示，万达电影、横店影视、金逸影视单季度票房收入分别为 22.18 亿元、6.62 亿元和 4.49 亿元，同比分别减少 10.6%、11.0% 和 4.9%。

图表 14. 2019 年一季度 TOP10 影投公司票房水平

影投公司	票房 (亿元)	观影人次 (万人)	平均票价 (元)
万达院线	22.18	5133	43.2
大地影院	8.22	2236	36.8
横店院线	6.62	1918	34.5
CGV 影城	4.83	1091	44.3
金逸影视	4.49	1198	37.5
中影投资	4.15	1168	35.5
百老汇	2.52	527	47.8
博纳影业	2.45	642	38.1
幸福蓝海	2.68	747	35.9
SFC 上影	2.08	504	41.3

资料来源：猫眼电影，中银国际证券

从一季度电影票房 TOP10 来看，2019 年一季度 TOP10 电影票房总额达到 143.54 亿元，略低于 2018 年同期水平；2019 年春节档《流浪地球》开创中国硬科幻电影元年，累计票房达到 46.48 亿元，是一季度电影市场的最大亮点，也造成了一定“虹吸效应”，使得其他头部电影表现略逊往期。

图表 15. 2019 年一季度和 2018 年一季度 TOP10 电影对比

2019 年一季度电影 TOP10			2018 年一季度电影 TOP10		
电影名称	累计票房	上市公司	电影名称	累计票房	上市公司
流浪地球	46.48	北京文化、中国电影	红海行动	35.99	博纳影业
疯狂的外星人	22.02	光线传媒	唐人街探案 2	33.92	万达电影
飞驰人生	17.17	博纳影业	捉妖记 2	22.37	中国电影、横店影视、金逸影视
大黄蜂	11.48	派拉蒙影业	前任 3: 再见前任	16.47	华谊兄弟
惊奇队长	10.2	漫威影业	无问西东	7.54	中国电影、幸福蓝海
比悲伤更悲伤的故事	9.14	-	神秘巨星	7.47	印度阿米尔·汗影视
阿丽塔: 战斗天使	8.94	二十世纪福斯电影	西游记女儿国	7.27	-
熊出没·原始时代	7.14	万达电影、金逸影视、横店影视	黑豹	6.61	漫威影业
新喜剧之王	6.24	中国电影、新文化、金逸影视、横店影视	熊出没·变形记	6.03	光线传媒、万达电影、横店影视、金逸影视
绿皮书	4.73	梦工厂影业	环太平洋: 雷霆再起	5.5	环球影片

资料来源：猫眼电影，中银国际证券

《复仇者联盟 4》有望提振电影市场票房信心

国产电影和进口电影的差距正在缩小。最新数据显示，国产电影 TOP20 的票房总额达到 466.7 亿元，比进口电影 TOP20 的票房总额（331.6 亿元）高出 135 亿元。从上映时间来看，国产电影 TOP20 中有 10 部在 2018 年后上映，而进口电影 TOP20 中，2018 年后上映的只有 6 部；从中可知，近年来随着国产电影的不断发展，电影观众对国产电影的制作质量更加认可，对进口电影则更加理性。

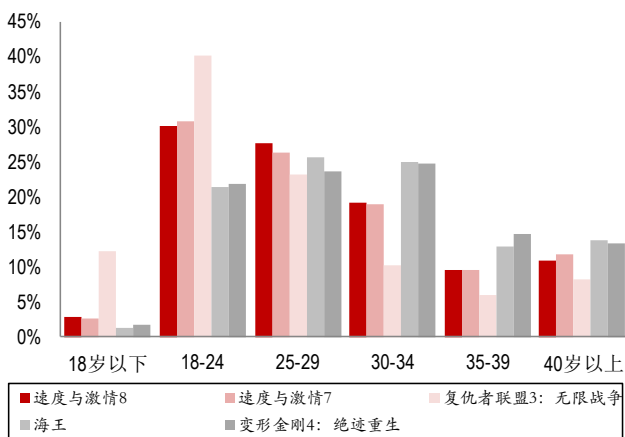
图表 16.TOP20 国产电影和进口电影对比

进口电影 TOP20				国产电影 TOP20				
序号	电影名称	上映日期	票房 (亿元)	观影人次 (万人)	电影名称	上映日期	票房 (亿元)	观影人次 (万人)
1	速度与激情 8	2017/4/14	26.71	7219	战狼 2	2017/7/27	56.8	15776
2	速度与激情 7	2015/4/12	24.27	6222	流浪地球	2019/2/5	46.5	10341
3	复仇者联盟 3: 无限战争	2018/5/11	23.91	6291	红海行动	2018/2/16	36.5	9361
4	海王	2018/12/7	20.12	5590	唐人街探案 2	2018/2/16	34.0	8712
5	变形金刚 4: 绝迹重生	2014/6/27	19.78	4708	美人鱼	2016/2/8	33.9	9168
6	毒液: 致命守护者	2018/11/9	18.71	5196	我不是药神	2018/7/5	31.0	8857
7	功夫瑜伽	2017/1/28	17.53	4612	西虹市首富	2018/7/27	25.5	7279
8	侏罗纪世界 2	2018/6/15	16.96	4711	疯狂的外星人	2019/2/5	22.0	5243
9	变形金刚 5: 最后的骑士	2017/6/23	15.51	4193	羞羞的铁拳	2017/9/30	22.0	6672
10	疯狂动物城	2016/3/4	15.30	4501	前任 3: 再见前任	2017/12/29	19.4	5548
11	魔兽	2016/6/8	14.72	3979	飞驰人生	2019/2/5	17.2	4088
12	复仇者联盟 2: 奥创纪元	2015/5/12	14.64	3661	港囧	2015/9/25	16.1	4891
13	侏罗纪世界	2015/6/10	14.21	3739	夏洛特烦恼	2015/9/30	14.4	4505
14	头号玩家	2018/3/30	13.97	3880	芳华	2017/12/15	14.2	4184
15	阿凡达	2010/1/4	13.40	2680	后来的我们	2018/4/28	13.6	4004
16	摔跤吧! 爸爸	2017/5/5	12.99	4331	一出好戏	2018/8/10	13.6	3872
17	美国队长 3: 英雄内战	2016/5/6	12.46	3561	无双	2018/9/30	12.7	3538
18	碟中谍 6: 全面瓦解	2018/8/31	12.45	3365	人再囧途之泰囧	2012/12/12	12.7	3975
19	寻梦环游记	2017/11/24	12.12	3564	西游降魔篇	2013/2/10	12.5	3117
20	加勒比海盗 5: 死无对证	2017/5/26	11.80	3278	西游记之孙悟空三打白骨精	2016/2/8	12.0	3246

资料来源: 猫眼电影, 中银国际证券

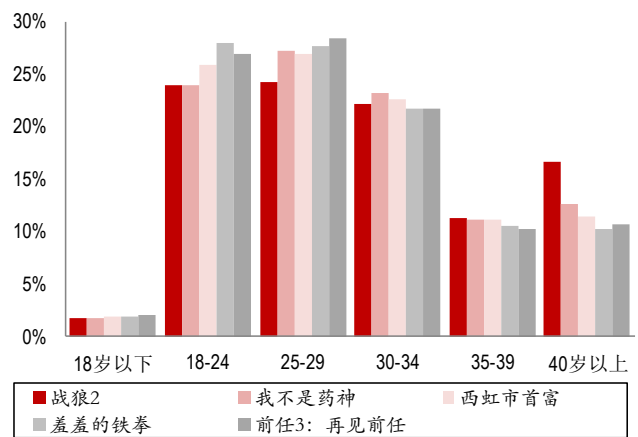
进口电影的受众更加年轻化, 国产电影覆盖面更广。根据阿里“灯塔”数据显示, 无论是进口电影还是国产电影, 18-35 岁是电影主力观影人群; 进口电影的受众人群更加集中在 18-30 岁的区间, “速度与激情”系列和“复仇者联盟”系列该特点较为突出; 国产电影的受众区间稍显平滑, 但部分电影 40 岁以上观影人群较多, 以《战狼 2》为例, 该片 40 岁以上观影受众的占比达到 16.6%, 显著高于其他电影。

图表 17.进口电影票房 TOP5 的观众年龄分布



资料来源: 阿里“灯塔”, 中银国际证券

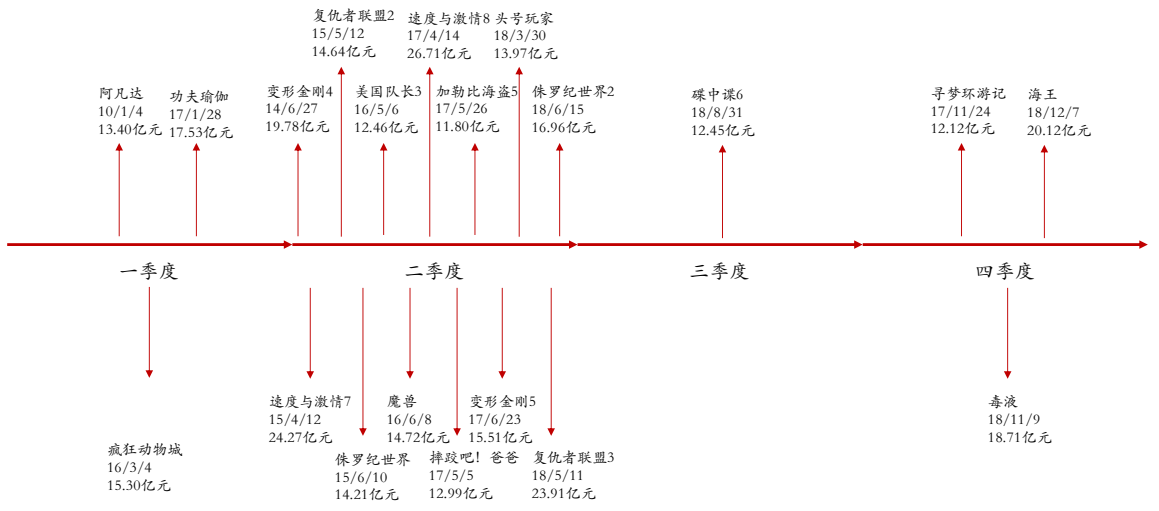
图表 18.非春节档期票房 TOP5 的观众年龄分布



资料来源: 阿里“灯塔”, 中银国际证券

二季度一直是进口电影的集中上映期。过往数据显示，一季度由于春节档的原因，国产电影的票房占比始终高于进口电影，三季度则因为暑期档一直被默认为“国产电影保护季”，因此重要进口电影为了保证票房水平往往集中在二、四季度上映。TOP20的进口电影中有13部在各档期年的二季度上映，而在一季度和三季度上映的仅有4部。

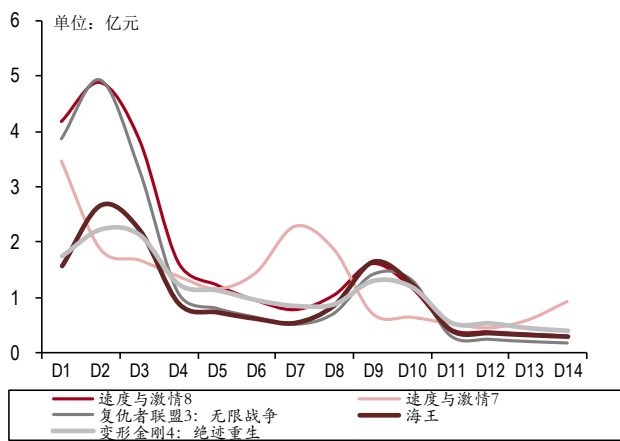
图表 19.TOP20 的电影上映日期分季度比较



资料来源：阿里“灯塔”，中银国际证券

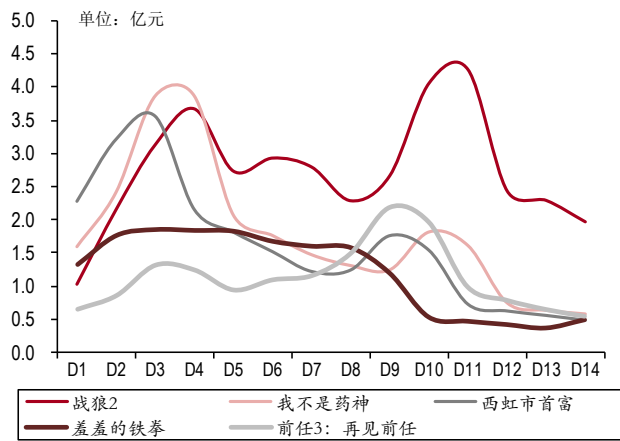
国产电影高票房看重口碑，进口电影看重前期营销。从票房变化趋势来看，进口电影TOP5的票房集中贡献点无一例外在首个周末（《速度与激情7》在周日上映），此后呈现断崖式下滑，第二个周末的票房峰点明显低于首周；国产电影票房则并未出现断崖式下滑的趋势，部分电影甚至第二个周末票房显著高于首周，《前任3》的票房则呈逐渐上升的趋势，在第二个周末达到票房峰点。

图表 20.进口电影票房 TOP5 前 14 天票房变化



资料来源：阿里“灯塔”，中银国际证券

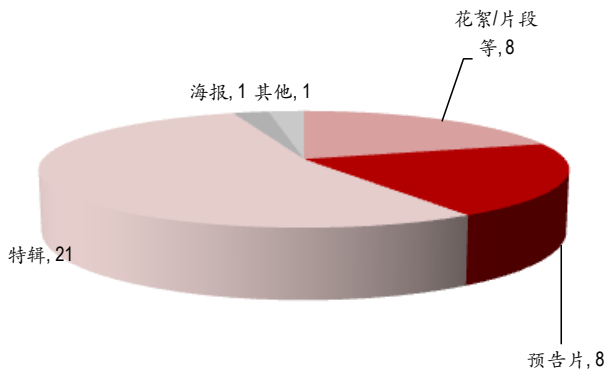
图表 21. 非春节档期票房 TOP5 前 14 天票房变化



资料来源：阿里“灯塔”，中银国际证券

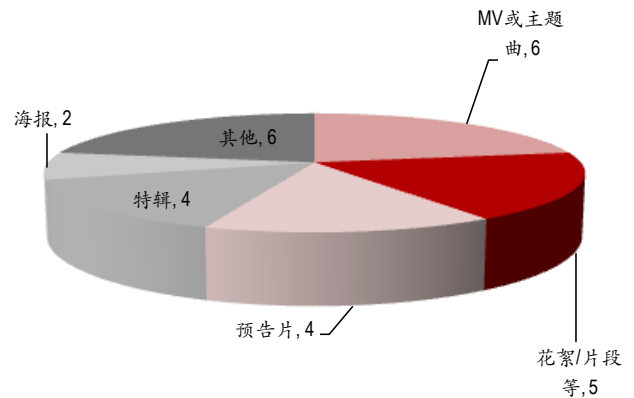
进口电影因为放映档期、时间等因素限制，在营销宣传方面采用了集中营销的策略，注重前期宣传及首个周末的票房成绩；而国产电影在营销方面更加谨慎，会根据电影上映后的口碑变化来制定后续营销策略。数据显示，《复仇者联盟3：无限战争》在上映前后共有39个营销事件，其中上映后的营销事件仅有10个，表明其营销重心集中在前期；《我不是药神》则有27个营销事件，其中14个营销事件发生在上映后，点映和首映的高分口碑使得电影营销的时间线更加延长。

图表 22. 《复仇者联盟 3》营销事件类型及数量



资料来源：阿里“灯塔”，中银国际证券

图表 23. 《我不是药神》营销事件类型及数量



资料来源：阿里“灯塔”，中银国际证券

根据阿里“灯塔”数据显示，截至 2019 年 4 月 22 日，《复仇者联盟 4：终局之战》的预售票房总额为 5.7 亿元，购票人次达到 849.9 万人，平均票价为 67 元。在票房预测方面，我们做如下假设：

- 1) 观影人次：数据显示，进口电影 TOP10 的平均观影人次在 5300 万人，最高达到 7200 万人；而漫威系列票房超 10 亿的电影中，《复仇者联盟 3》观影人次 6250 万人，为历史最高，平均观影人次为 4200 万；考虑票价上涨因素，我们预计《复仇者联盟 4》的观影人次将在 6000 万人到 6500 万人之间。
- 2) 平均票价：根据阿里“灯塔”数据显示，目前电影平均票价在 67 元，春节档电影平均票价为 44.6 元，假设电影平均票价在 55-70 元之间波动。

综上所述，我们预计《复仇者联盟 4：终局之战》的票房将在 35 亿-42 亿之间。

图表 24. 《复仇者联盟 4》票房区间预测

观影人次 (亿·竖向) / 票价 (元·横向)	55	60	65	70
0.65	35.8	39.0	42.3	45.5
0.64	35.2	38.4	41.6	44.8
0.63	34.7	37.8	41.0	44.1
0.62	34.1	37.2	40.3	43.4
0.61	33.6	36.6	39.7	42.7
0.60	33.0	36.0	39.0	42.0

资料来源：阿里“灯塔”，中银国际证券

在对 2019 年二季度电影总票房影响方面，则需考虑高票房电影对票房的“虹吸效应”。以 2017 年的《战狼 2》为例，《战狼 2》于 2017 年 7 月 27 日上映，第三季度累计票房 52.96 亿元，占第三季度总票房 (146 亿元) 比重达 36.3%。同时，阿里“灯塔”数据显示，2018 年和 2017 年二季度进口电影总票房分别为 68 亿元和 100 亿元，占当季度总票房比重分别为 57.6% 和 78.8%。2017 年二季度的《速度与激情 8》单季度票房为 26.6 亿元，占比为 20.9%；2018 年二季度的《复仇者联盟 3：无限战争》单季度票房为 22.5 亿元，占比为 19%。

我们假设《复仇者联盟 4：终局之战》的票房占 2019 年二季度票房比重在 15%-35% 之间，预计二季度电影票房区间为 125 亿-230 亿，中值为 155 亿；而上半年国内电影市场总票房预计将达到 330 亿元，同比增长 3%。



图表 25. 2019 年上半年国内电影市场票房区间预测

《复仇者联盟 4》票房 (亿·横向) / 占二季度 票房比重 (%·竖向)	35	39	43
15%	233.3	260.0	286.7
20%	175.0	195.0	215.0
25%	140.0	156.0	172.0
30%	116.7	130.0	143.3
35%	100.0	111.4	122.9

资料来源: 阿里“灯塔”, 中银国际证券

图表 26. 2019 年二季度预计上映的重点电影

电影名称	上映日期	想看人数 (人)	有关上市公司	导演	主演
复仇者联盟 4: 终局之战	2019/4/24	3,345,296	迪士尼、中国电影、上海电影	乔·罗素	小罗伯特·唐尼
九龙不败	2019/4/30	32,875	博纳影业	陈果	张晋、安德森·席尔
雪暴	2019/4/30	37,849	和力辰光、光线传媒	崔斯韦	张震/廖凡/倪妮
动物出击	2019/4/30	34,872	中国电影	冯小宁	景熙童
冰雪女王 4: 魔镜世界	2019/4	93,831		阿列克谢·特斯蒂斯林	
碟仙实录	2019/4	39,270		程中豪	李漫荻/齐炫宇
罗马	2019/4	27,393		阿方索·卡隆	雅利扎·阿巴里西奥
本回家了	2019/4	15,258		彼得·赫奇斯	茉莉娅·罗伯茨
下一任: 前任	2019/5/1	308,511		陈鸿仪	郭采洁/郑恺
港珠澳大桥	2019/5/1	42,004	中国电影	闫东	
悟空奇遇记	2019/5/1	13,861		殷玉麒	张震/李珊珊
大侦探皮卡丘	2019/5/10	377,092		罗伯·莱特曼	瑞安·雷诺兹
一个母亲的复仇	2019/5/10	12,147		拉维·伍迪沃	希里黛玉
妈阁是座城	2019/5/17	4,491	博纳影业、北京文化	李少红	白百何/黄觉
双生	2019/5/18	182,381		金振成	陈都灵/刘昊然
哥斯拉 2: 怪兽之王	2019/5	263,508		迈克尔·道赫蒂	米莉·博比·布朗
冰海陷落	2019/5	80,427		多诺万·马什	杰拉德·巴特勒
人尽皆知	2019/5	16,121		阿斯哈·法哈蒂	哈维尔·巴登
回到过去拥抱你	2019/6/28	3,738	文投控股	花明	侯明昊/彭昱畅
画皮前传	2019/6	53,939	华谊兄弟		陈坤
麦子的盖头	2019/6	13,099		鲁坚	徐岑子/王挺

资料来源: 阿里“灯塔”, 百度百科, 中银国际证券

投资建议：

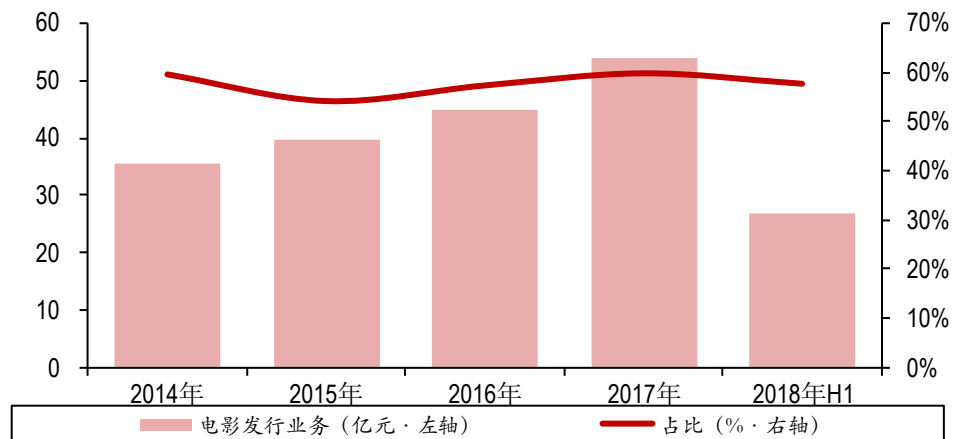
随着《复仇者联盟 4：终局之战》的上映，预计 2019 年二季度国内电影市场将有望回暖。通过对历史进口电影票房、观影人次、票价的因素的分析，我们预计《复仇者联盟 4》的总票房预计将在 35-42 亿之间，受此影响，二季度整体票房有望达到 155 亿元，同比增长 23%，上半年票房超过 330 亿元，同比增长 3%。

标的推荐方面，重点推荐**中国电影**，建议关注院线类上市公司：**万达电影、横店影视、金逸影视**。

中国电影：根据公司招股说明书显示，在进口影片发行领域，国内仅有公司和华夏电影公司能够开展进口影片的发行业务。在公司和华夏电影公司承担的进口分账影片发行业务方面，发行数量原则上两家公司各占进口分账影片配额的 50%。财报数据显示，2016 年和 2017 年，公司分别发行进口电影 97 部（票房 108.6 亿）和 109 部（票房 150.3 亿），占同期进口电影票房总额比重分别为 57.01% 和 62.54%；2018 年上半年发行进口电影 67 部（票房 71.27 亿元），占同期进口电影票房总额比重达 59.16%。

从业务结构方面来看，电影发行业务收入占公司收入比重始终维持在 55%-60% 之间，因此，假如《复仇者联盟 4》获得良好的票房成绩，将有望对公司的全年业绩产生积极的推动作用。

图表 27.2014 年-2018 年 H1 公司电影发行业务变化及占比



资料来源：万得，中银国际证券



风险提示

《复仇者联盟4》票房低于预期，放映后口碑下滑。



附录图表 28. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净
			(元)	(亿元)	2017A	2018E	2017A	2018E	资产 (元/股)
600977.SH	中国电影	买入	21.25	397	0.52	0.81	40.9	26.2	5.6
002905.SZ	金逸影视	增持	20.55	55	0.79	0.59	26.0	34.8	7.0
603103.SH	横店影视	未有评级	25.79	117	0.73	0.71	35.3	36.3	4.6
002739.SZ	万达电影	增持	26.19	461	0.86	0.73	30.4	35.8	10.6

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 4 月 22 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371