

IMAX CHINA (1970)

巨幕行业的代名词，票房回暖高弹性品种

——公司首次覆盖

	陈筱 (分析师)	陈融 (分析师)
	021-38675863	021-38675863
	chenxiao@gtjas.com	chenrong016553@gtjas.com
证书编号	S0880515040003	S0880518080002

本报告导读:

公司为影院巨幕行业的规则制定者，属于技术驱动型娱乐公司。随着 IMAX 巨幕渗透率提升和好莱坞片大年来袭，IMAX 票房将重拾升势，公司业绩高弹性得以释放。

摘要:

- **首次覆盖，给予增持评级。**随着 IMAX 巨幕在国内商圈的进一步渗透以及 IMAX 基因在华语片的不断注入，公司有望长期享受国内票房增长的红利。预测 2018-2020 年的 EPS 分别为 1.06/1.33/1.47 港元，分别增长 10.35%/25.83%/10.77%。给予目标价 27.35 港元，增持评级。
- **国内电影市场整体向好，特殊屏幕与优质内容需求攀升。**2018 年国内票房 609.76 亿元，同比增长 9.1%，国产片票房占比已达 61.2%。国内观影习惯逐步成熟，对于优质电影的内容需求亦大大增强。随着电影局《促进电影市场繁荣意见》提出“重点扶持、鼓励升级巨幕、激光放映机等先进设备的影院，并予以 20% 的采购补助”，将助力 IMAX 进一步实现国内银幕扩张，同时培育高端观影文化。
- **公司为巨幕行业开创者和领导者，致力于提供沉浸式的巨幕观影体验。**公司利用专有的 IMAX 高分辨率摄影机、DMR 数字原底翻版技术、专业影院设计建立从拍摄到放映一条龙服务的“巨幕生态圈”，较传统屏幕拥有更大的视觉和听觉体验。并通过领先的 IMAX 播映技术实现垄断优势，向上游制片方和下游影院方提供服务，获取 IMAX 格式影片的票房分成，实现低风险与轻资产运营，业绩弹性巨大。
- **在屏幕方面，公司将提升分成模式占比，提高经营弹性。**截至 2018H1，公司在大中华区已铺设 569 块屏幕，分成模式占比 62.7%；而在手的 318 块屏幕订单中，分成模式占比 78%。丰厚的在手订单为公司未来三年业绩增长提供保障，分成模式占比提升亦将提高经营弹性。**在内容方面，2019 年好莱坞大片众多 IMAX 票房增长可期，华语片 IMAX 基因不断加强。**2019 年为进口片大年，多部超级英雄系列电影以及《冰雪奇缘 2》等特效动画扎堆上映，IMAX 票房有望实现大幅增长。同时公司也通过调整选片策略、前期参与影片制作、提高转制率等方式为华语片注入 IMAX 基因，从而享受更大的票房红利。
- **风险提示：**电影产业发展速度不达预期风险，竞争风险。

财务摘要 (百万美元)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	46.64	55.95	78.22	110.59	134.55	157.62	168.05
(+/-)%	39.80	41.39	7.18	6.70	6.38	17.15	6.61
毛利	46.46	72.28	69.30	77.36	83.83	94.15	96.94
净利润	22.78	-181.87	36.09	43.71	48.24	60.70	67.23
(+/-)%	30.51	-898.32	119.84	21.13	10.67	25.83	10.77
PE		-49.40	-18.16	30.81	20.11	15.98	14.43
PB		-59.08	10.00	5.12	3.29	2.73	2.30

评级: **增持**

当前价格 (港元): 21.55

2019.01.22

交易数据

52 周内股价区间 (港元)	16.04-30.55
当前股本 (百万股)	357.94
当前市值 (百万港元)	7606

相关报告

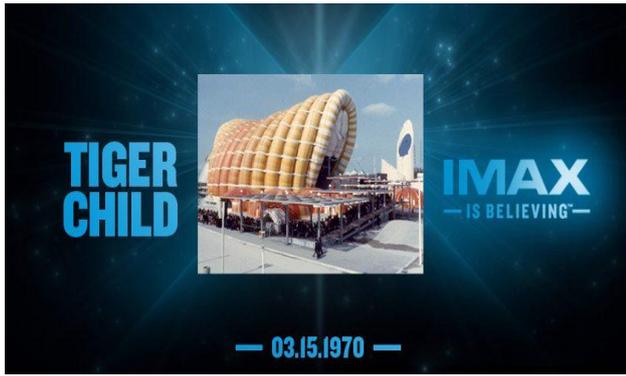
- 《票房回归稳定增长，政策推动渠道变革》
- 《春节档预售开启，档期票房有望持续增长》
- 《进口大片压阵，期待国产爆款》

目录

1. 技术驱动型娱乐公司，巨幕行业规则制定者	3
1.1. 科技与艺术结合，开创巨幕观影文化	3
1.2. 《阿凡达》引爆巨幕观影热潮，十年成就巨幕王者	4
1.3. 管理团队经验丰富，母公司提供强力技术支持	5
1.4. 轻资产商业模式，享受投入低风险与票房高弹性	6
1.4.1. 影片服务	6
1.4.2. 影院服务	7
1.4.3. 产业链上下游话语权强大，实现轻资产与低风险运营	8
1.5. 营收利润增长稳定，多项业务毛利率维持高位	8
2. 多重利好提振票房，巨幕行业 IMAX 独占鳌头	10
2.1. 现状：票房观影人次稳步上升，优质国产内容强势崛起	10
2.1.1. 票房增速进入稳态化，稳坐全球第二大龙头	10
2.1.2. 国产电影领跑大盘增长，头部集中趋势延续	11
2.2. 展望：观影文化逐步成熟，优质内容、渠道下沉推动增长	13
2.2.1. 政策需求双驱动，低线城市票房市场有待挖掘	13
2.2.2. 观影品味日趋成熟，内容与体验决定票房	14
2.3. 巨幕时代群雄逐鹿，IMAX 品牌、技术优势显著	15
2.3.1. 消费升级下的影厅升级，特殊技术打造差异化观影体验	15
2.3.2. 百花齐放，IMAX VS 杜比 口碑技术优势显著	16
3. 屏幕端：分成模式占比提升，全线布局打破票房瓶颈	18
3.1. 银幕扩张速度可观，分成模式占比不断提升	18
3.2. 在手订单储备丰厚，院线商、地产商双宠儿	20
3.3. 头部城市存量翻新，低线下沉培育观影后备军	21
4. 内容端：好莱坞大年来袭弹性可期，华语片 IMAX 基因不断植入	23
4.1. 选片策略优化，双制片模式包揽头部爆款	23
4.2. 2019 好莱坞大片年来袭，公司业绩弹性可期	24
4.3. 深入参与华语片制作，植入 IMAX 基因	26
5. 盈利预测与估值	28
6. 风险提示	29
6.1. 电影产业发展速度不达预期风险	29
6.2. 竞争风险	30

1961 年美国施乐公司 (Xerox) 推出世界上第一台普通纸复印机—914, 进而开创了办公文印产业, 在英文里 “Xerox” 成为 Copy (复印) 的代名词。而在 1970 年大阪世博会上, 第一部 IMAX 电影《Tiger Child》与世人见面, IMAX 放映机呈现 70 毫米胶片影片全画幅, 极致的细节展现与沉浸式的观影体验使观众为之痴迷, 也为电影行业带来了深远的变革。IMAX 全称 Image Maximum, 其最大的技术特点为提供比普通银幕多 40% 画面内容的 1:1.89 巨大画幅。它的出现使影片播放有了巨幕格式的新选择, 而随着技术快速在全球影院实现商业化扩张, IMAX 成为了巨幕行业的代名词。

图 1: IMAX 以其无与伦比的体验成为巨幕行业代名词



资料来源: Blu-ray Forum

图 2: IMAX 比普通银幕多呈现 40% 的影像



资料来源: starwarsimax

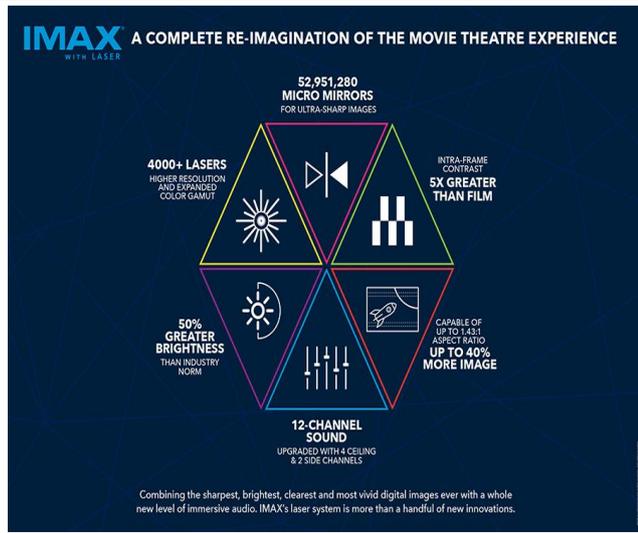
1. 技术驱动型娱乐公司，巨幕行业规则制定者

1.1. 科技与艺术结合，开创巨幕观影文化

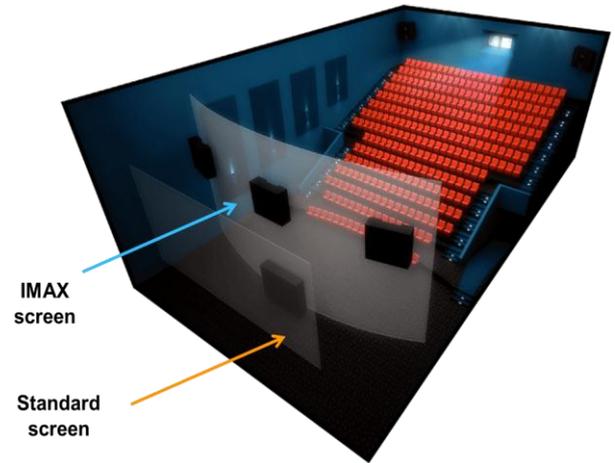
IMAX 技术最早于 1967 年由加拿大娱乐技术公司 IMAX Corporation 公司研发问世。此后 50 年间 IMAX Corporation 致力于为全球观众提供沉浸式顶级观影体验, 并利用专有的 IMAX 高分辨率摄影机、DMR 数字原底翻版技术、专业影院设计建立从拍摄到放映一条龙服务的 “巨幕生态圈”。目前 IMAX Corporation 拥有 1400 家 IMAX 影院, 分布全球超过 79 个国家和地区, 是好莱坞电影重要的影片播映平台, 也是世界上最具话语权的特殊电影技术领导者。IMAX China 为 IMAX Corporation 中国区控股子公司, 也是 IMAX 品牌大中华区独家授权方和上映 IMAX 影片的唯一商业平台。IMAX Corporation 于 1994 年在纳斯达克上市, IMAX China 于 1998 年首次进入中国, 并于 2015 年 10 月在香港上市。

图 3: IMAX 致力于为消费者提供顶级沉浸式观影体验

图 4: IMAX 能展现更多的图像细节及声道



数据来源：Museum of Discovery and Science



数据来源：www.ieee.ca

1.2. 《阿凡达》引爆巨幕观影热潮，十年成就巨幕王者

IMAX China 于 1998 年以向博物馆与科学中心提供影像系统为契机进入中国市场，2001 年在上海科技馆开设全中国最早的两块 IMAX 银幕。此后 20 年间公司业务重心逐渐转向商业影院，是中国早期巨幕观影文化的培育者和推动者。2010 年《阿凡达》IMAX 银幕+3D 技术组合带来的震撼视觉体验引爆中国观影市场，大中华区 14 块 IMAX 银幕贡献 1.58 亿票房，占总票房 11.4%，让 IMAX 巨幕正式走入内地观众视野。全球范围内 IMAX 也凭借不到总银幕数 3% 的份额拿下 12% 的总票房，使其与好莱坞合作关系更为紧密。2010-2018 年，大中华区 IMAX 影院快速扩张，多部 IMAX 影片取得优异票房，公司凭借先发口碑和技术优势成为国内非传统影院技术领导者。截至 2018 年第三季度，IMAX China 在大中华区共运营 595 商业块屏幕，占据特殊格式影片超过 80% 的票房，国内历史票房前十影片除《美人鱼》外均有 IMAX 身影，并与万达等诸多院线方、制片商建立良好合作关系。

图 5: 《阿凡达》成就 IMAX 发展里程碑



资料来源：时光网

表 1: 中国历史票房前十影片 9 部上映 IMAX 格式

排名	影片	类型	总票房 (亿元)	上映日期	有无 IMAX
1	战狼 2	国产	56.79	2017.7	有
2	红海行动	国产	36.51	2018.2	有
3	唐人街探案 2	国产	33.98	2018.2	有
4	美人鱼	国产	33.92	2016.2	无
5	我不是药神	国产	31.00	2018.7	有
6	速度与激情 8	进口	26.71	2017.4	有
7	西虹市首富	国产	25.47	2018.7	有
8	捉妖记	国产	24.40	2015.7	有
9	速度与激情 7	进口	24.27	2015.4	有
10	复仇者联盟 3: 无限战争	进口	23.91	2018.5	有

资料来源：猫眼，国泰君安证券研究

表 2: IMAX 进入中国之后发展迅速，培养了巨幕电影观影习惯，推动电影市场发展

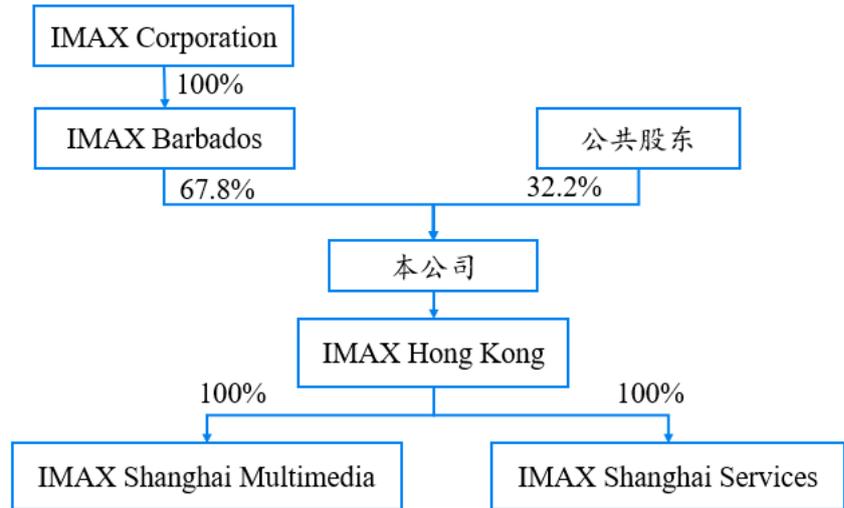
时间	里程碑
1967 年	IMAX Corporation 在加拿大成立，专门从事电影技术及放映业务
1994 年	IMAX Corporation 在纳斯达克上市，自 2011 年起在纽约证券交易所上市
1998 年	IMAX Corporation 通过向博物馆与科学中心提供其影院系统首次于中国开展业务
2001 年	IMAX Corporation 于上海设立代表办事处。大中华首间 IMAX 影院于上海科技馆安装与 SFC 上影签订中国区第一份合约
2003 年	中国第一间商业 IMAX 影院和平影都于上海开业
2007 年	IMAX Corporation 与万达院线订立协议，在大中华开设 10 间商业 IMAX 影院。为当时该区域内最大的多间 IMAX 影院交易
2009 年	IMAX Corporation 与华谊兄弟建立合作伙伴关系，发行最多三部主流中国电影《阿凡达》在 14 块 IMAX 银幕上映，总票房 24 百万美元，将 IMAX 观影正式带入大众视野
2010 年	发布首部华语 IMAX 格式影片《唐山大地震》，单 IMAX 银幕票房 18.4 万美元 创立 IMAX China，目的是在大中华进行并监督 IMAX 影院业务拓展。与星汇控股签署了首份混合收入分成协议
2012 年	公司在大中华开设第 100 间影院，年末影院总数达到 128 间 与幸福蓝海签订第一份混合收入分成协议
2013 年	公司扩展了与万达院线订立的协议至开设 210 间影院。 公司在中国上映了 25 部 IMAX 格式影片，首次在一年内突破 20 部影片
2015 年 10 月	IMAX China (1970.HK) 于香港上市 《速度与激情 7》以 24.27 亿元创下当时中国区票房纪录
2016 年	第二、三个完全收入分成协议分别与金逸和卢米埃签订 与万达新签署 150 块完全收入分成银幕，万达成为公司第一大合作商
2017 年	上映 51 部 IMAX 影片（含港台），大中华区商业影院总数达 526 间
2018 年上半年	上映 23 部 IMAX 影片（含港台），大中华区商业影院总数达 552 间

资料来源：公司官网，国泰君安证券研究

1.3. 管理团队经验丰富，母公司提供强力技术支持

公司股权结构稳定，母公司 IMAX Corporation 掌握绝对控股权。IMAX Corp 为 IMAX China 提供包括影院系统及设备、电影技术等核心技术及服务，为公司的最大供应商。双方签订协议至少 25 年以上，长期来看有利于公司以较低的研发成本掌握世界领先巨幕技术。此外，公司管理团队多深耕电影娱乐行业多年，如执行董事陈建德先生曾在索尼影视中国区担任高管 11 年，对于内容端 IMAX 格式影片的筛选、硬件端屏幕的拓展经验丰富。领导团队与万达院线等建立战略合作关系，与韩国、香港及国内顶级商业放映商都有良好的伙伴关系。

图 6: IMAX China 股权结构稳定



资料来源：公司招股书，国泰君安证券研究

1.4. 轻资产商业模式，享受投入低风险与票房高弹性

公司凭借垄断性的技术优势切入电影产业链，以技术服务享受上游制片方和下游影院方的票房分成。公司的业务可分为影片服务业务与影院服务业务。公司通过为制片方提供 IMAX 摄影机或 IMAX 格式影片转制服务，升级影片质量实现 IMAX 增量票房，从而享受票房分成。同时通过为影院方提供 IMAX 影厅设计、屏幕安装维保等服务，实现 IMAX 增量票房，获得票房分成。因此，公司在不承担上游影片投资、下游影院投资风险的情况下，仅通过技术服务获得高弹性票房分成收入。

图 7: IMAX China 与制片方与影院方合作深入，提供顶级观影体验



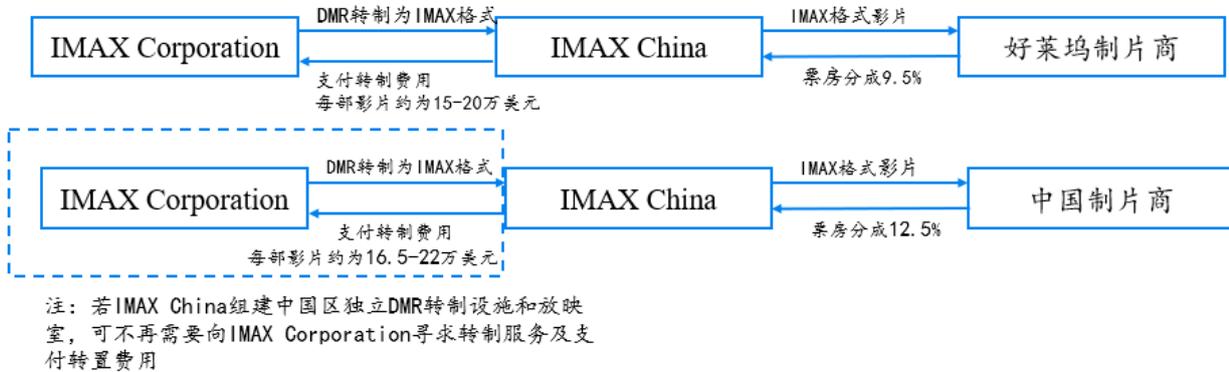
资料来源：Seeking Alpha

1.4.1. 影片服务

影片服务业务指利用 DMR (Digital Re-Mastering) 转制技术将普通格式影片转制为 IMAX 格式，收入来自于向制片商收取的 IMAX 票房分成，外语片分成比例为 9.5%，华语片分成比例为 12.5%。目前转制电影仍以

好莱坞电影为主，但华语片数量正逐渐上升。根据 IMAX China 财报，单部好莱坞电影 2D 转制成本约为 15 万美元，3D 转制成本约为 20 万美元，华语影片转制成本在此基础上增加 10%。

图 8: IMAX China 影片业务模式——以 DMR 转制服务获得分成



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

1.4.2. 影院服务

影院服务业务包括设计、采购和为放映商合作伙伴影院提供数码影院系统，以及提供项目管理和持续维护服务。收入来自于放映商，主要有以下三种模式：

- **销售模式：**公司将 IMAX 影院系统一次性出售给影院方，收取一次性固定成本、安装费用及后续持续和年度维护费用。目前普通 IMAX 影院设备约 130 万美元，激光设备费用约 150 万美元。与院线的合作大多以销售模式开始，也是目前与中小型院线合作的主要模式。
- **全面分成模式：**公司不收取任何前置费用，向放映商出租 IMAX 影院系统并提供相关服务，设备产权仍归公司所有，设备折旧摊销记账，收入来自于后期 IMAX 票房分成，比例约为 15-18%。目前只与万达、金逸、卢米埃、CGV 和华润合作，合约期限一般为 10-12 年。
- **混合分成模式：**前期收取少量前置费用，后期收取一定比例 IMAX 票房分成，约为 10-12%，不承担设备折旧费用，后期票房收入全部计入利润，毛利率 100%，设备产权归放映商所有。目前只与万达、金逸、卢米埃、CGV 和华润合作，合约期限一般为 10-12 年。

表 3: IMAX China 影院业务模式——针对不同合作方提供不同的合作模式

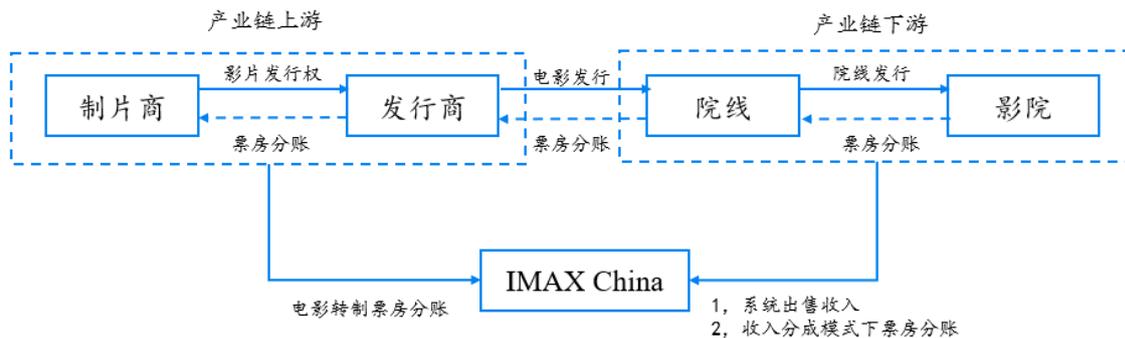
	销售模式	全面分成模式	混合分成模式
前置费用	IMAX 普通影院系统 约 130 万美元 IMAX 激光影院系统 约 150 万美元	无前置费用	IMAX 普通影院系统 约 50 万美元 IMAX 激光影院系统 约 70 万美元
票房分成比例	无	15-18%	10-12%
设备产权归属	影院方	IMAX China	影院方
合作方	中小型院线	万达、金逸、卢米埃、CGV、华润	万达、金逸、卢米埃、CGV、华润
收入及成本	收入：影院系统出售收入	收入：票房分成	收入：少量前置费用，票房分成

资料来源：公司财报，国泰君安证券研究

1.4.3. 产业链上下游话语权强大，实现轻资产与低风险运营

IMAX China 商业模式的最大特点是凭借品牌和技术方面的强大竞争力，从电影产业链上下游两个环节分别以固定较低的成本赚取收益，并享受巨大的票房增长红利。影片业务下转制成本较为固定，业绩随票房收入变动有较大弹性，以较小的成本撬动巨大的票房收入分成弹性。影院业务下，销售模式毛利率维持在 65-70% 高位，分账模式下，即使为全面分账模式，影院系统成本摊销后年均成本约为 4 万美元。而 IMAX 年均单银幕票房产出约为 60 万美元，按照最低 9.5%（制片分成）+15%（放映商分成）分账比例依然有较好的利润收入。此外，IMAX 在谈判中处于强势地位，能够灵活根据电影市场情况选择影院模式组合。在这样轻资产经营模式下，IMAX China 可从屏幕扩张带来一次性销售收入与总票房增加、优化选片策略增加单屏收入、转向分成模式提高票房分账率三管齐下提高营收，最终成长为稳定分享电影市场消费升级的最大受益者。

图 9：IMAX China 商业模式——以技术和服务输出获得上下游 IMAX 票房分成



IMAX China 不同模式组合下票房总分账比例

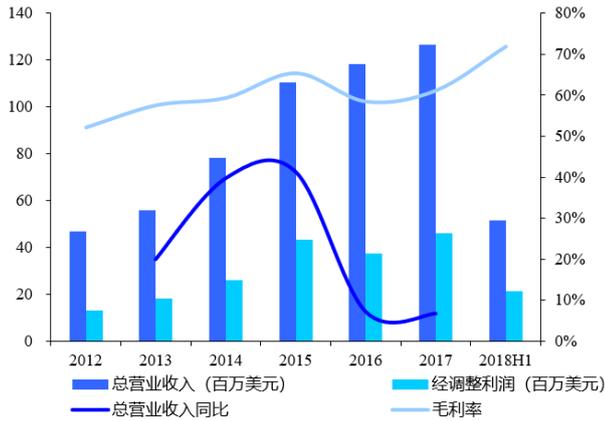
影片类型	销售模式	混合分账模式	全面分账模式
进口影片	9.5%	19.5%-21.5%	24.5%-27.5%
国产影片	12.5%	22.5%-24.5%	27.5%-30.5%

数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

1.5. 营收利润增长稳定，多项业务毛利率维持高位

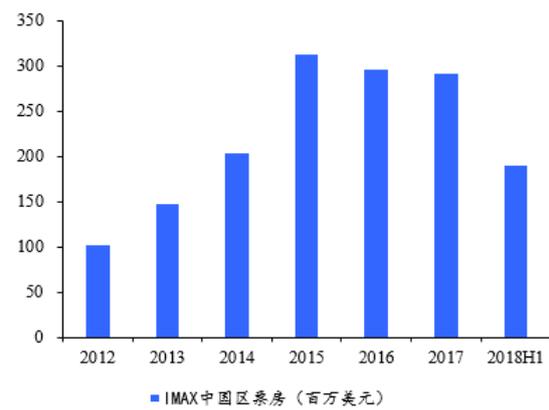
受益于影院网络的持续扩大和成本管控，公司总营收和盈利能力近年来保持不断上升趋势。2017 年由于国内票房市场增速放缓，IMAX China 总营业收入为 126.4 百万美元，同比增长 6.7%，增速略有下降，但总体仍呈上升趋势，2012-2017 年复合年均增速为 22.07%。总体业务毛利率始终维持在较高水平，约为 60%，在 2018 年上半年达到 71.90% 的历史新高。2018 年上半年实现净利润 20.47 百万美元，同比增长 24.11%，2013-2017 年经调整利润复合年均增速达 28.4%。2018 年上半年公司票房收入开始回升，为 189.2 百万美元，同比上升 13%。

图 10: 2012-2018H1 总营收上升, 毛利率高位维持



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

图 11: IMAX China 中国区票房受整体票房影响较大



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

2017年起公司进行了财务核算调整, 将主营业务重新划分为**网络业务** (主要包括影片业务与原影院业务中票房分账收入) 和**影院业务** (包括影院系统销售业务、分成模式下预收费用和影院维护业务), 其中与票房相关业务营收增速迅猛, 2018年上半年首次超过影院相关业务成为主要收入来源。考虑到2018年上半年公司票房收入开始回升及电影行业的预期增长, 票房收入相关业务占比的上升有助于保障公司营收的可持续性与高收益性。且从公司过往毛利率表现来看, 在票房快速增长期, 公司的毛利率也会相应提升, 这是由于公司多项成本固定 (如影片转制成本、设备折旧等), 因此公司收入与市场整体票房高度相关, 并呈现更高的弹性。此外, 公司凭借强大的技术优势、影院网络规模的持续扩张, 各项业务毛利率始终保持高位。

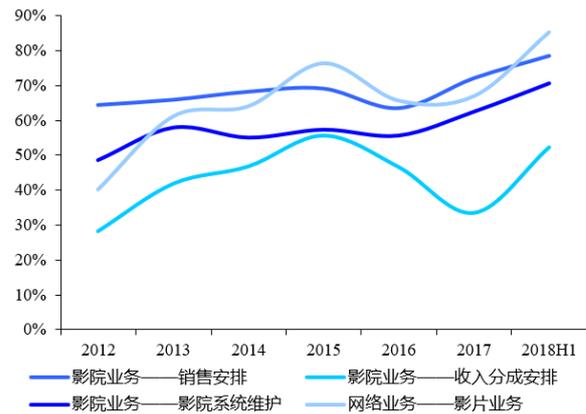
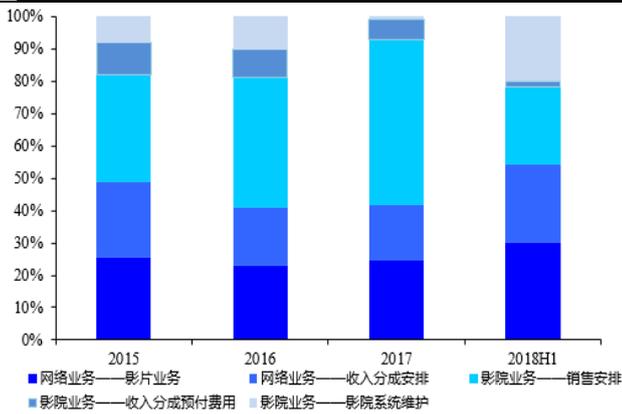
表 1: IMAX China 网络业务、影院业务收入及成本细分 (2017年调整后)

业务	收入	成本
网络业务	<p>影片 转制为 IMAX 格式的好莱坞或华语影片票房分成, 向制片商收取</p> <p>收入分成安排——或有租金 全面或混合收入模式下 IMAX 影片票房分成, 向放映商收取</p> <p>销售安排——或有租金 销售模式下超出固定最低持续付款的或有租金及固定预付费用或持续费用, 向放映商收取</p>	<p>电影 DMR 转制成本和市场推广成本</p> <p>全面收入分成模式下影院系统资本化折旧</p> <p>无</p>
影院业务	<p>销售安排 IMAX 影院系统及相关服务的一次性销售收入, 向放映商收取</p> <p>收入分成安排——预付费用 混合收入模式下影院系统少量固定预付费用收入, 向放映商收取</p> <p>影院系统维护 影院系统维护收入, 向放映商收取</p>	<p>IMAX 影院系统成本及安装等相关服务成本</p> <p>混合收入分成安排下影院系统成本及安装等相关服务成本</p> <p>维护服务成本</p>
其他影院	3D 眼镜、银幕、音效、部件及其他物品的售后市场销售收入	相关物品成本及销售成本

资料来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

图 12: 2015-2018H1 票房相关业务营收占比上升

图 13: 2012-2018H1 各项业务毛利率增长稳定



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

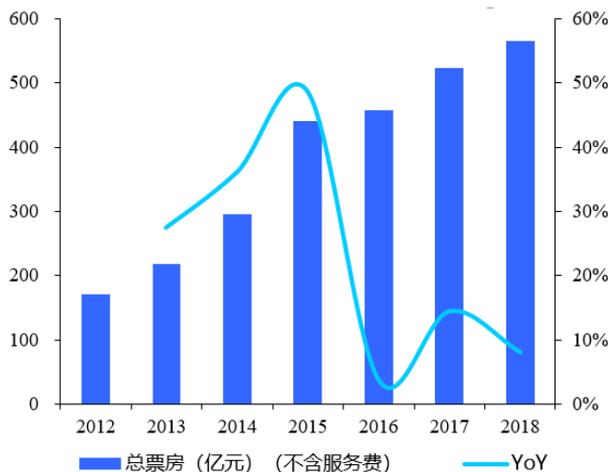
2. 多重利好提振票房，巨幕行业 IMAX 独占鳌头

2.1. 现状：票房观影人次稳步上升，优质国产内容强势崛起

2.1.1. 票房增速进入稳态化，稳坐全球第二大龙头

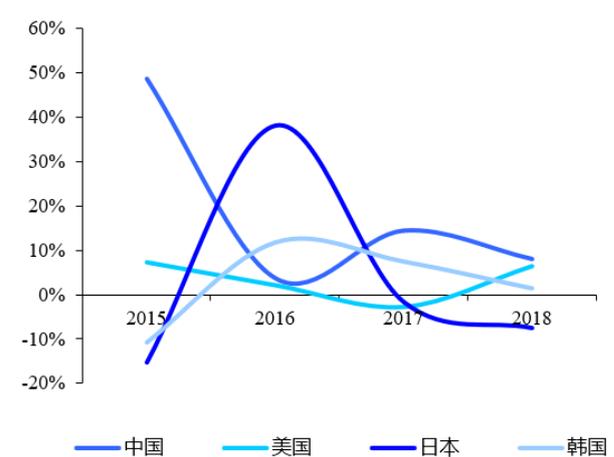
中国电影市场近年来保持稳定的增长态势，由于观影文化的逐渐形成、屏幕数量快速增长、在线票务的跨越式发展和影片质量的提升，我国票房、观影人次增速位于世界前列，为全球第二大电影市场。2018 年国内票房 609.76 亿元（含服务费），同比增长 9.1%，剔除服务费后净票房约为 565.73 亿元，同比增长 8.0%，虽增速有所回落，但近三年年化增速均在 10% 左右，远超美国韩国个位增速以及日本的负增长。2018 累计观影人次为 17.16 亿人，同比增长 5.93%，并且随着影片质量改善、政策规范以及票务逐渐取消，票价水平开始回升，2018 年人均票价 33 元。

图 14：2012-2018 年全国电影票房增长稳定



数据来源：艺恩，国泰君安证券研究

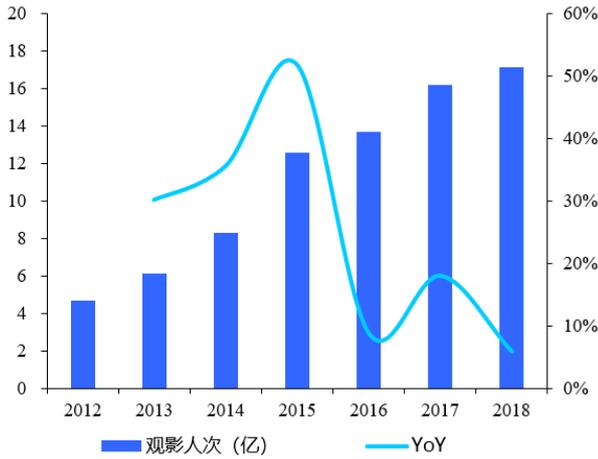
图 15：中国电影票房增速远高于美日韩市场



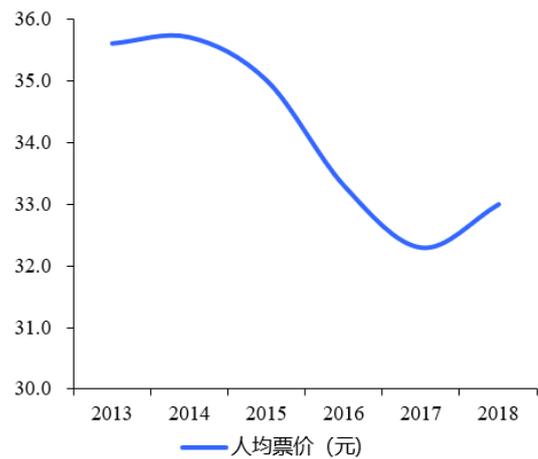
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 16：2012-2018 年全国观影人次增长稳定

图 17：2013-2018 人均票价有所回升



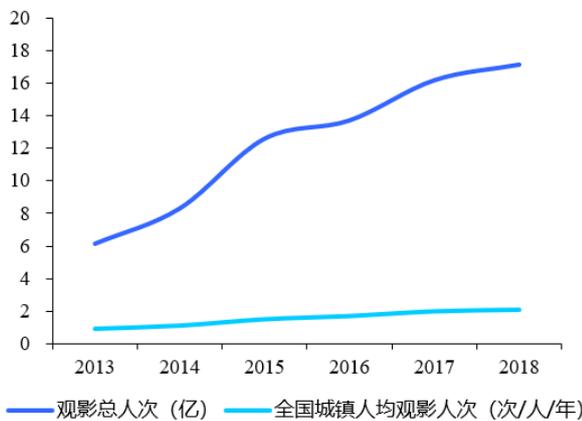
数据来源：艺恩，国泰君安证券研究



数据来源：艺恩，国泰君安证券研究

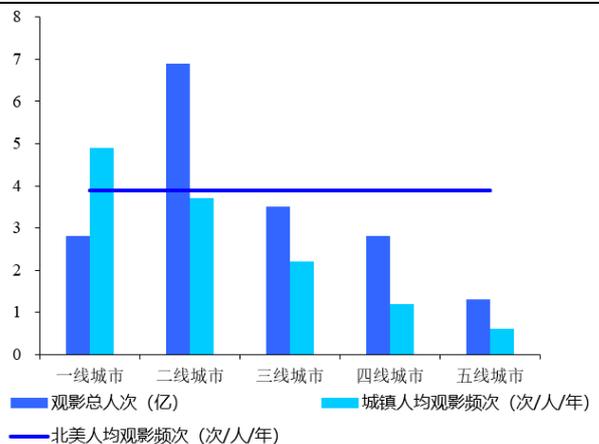
虽然票房规模及观影人次呈上升趋势，但从银幕密度及观影频次等因素考虑，对比海外成熟市场，国内电影市场还有较大上升空间。2018 年银幕数量同比增长 18% 至 60079 块，一二三四五线人均观影次数分别为 4.2/2.4/1.2/0.6/0.5 次。对比海外市场，北美万人屏幕拥有量 1.27 块，人均观影频次 4.6 次/年；日本和韩国市场，人均观影频次也分别为 5.2 和 1.4 次，相比之下国内观影频次仍有巨大潜力。目前三四线城市票房增速远高于一二线城市，2018 年票房占比由 30.9% 提升至 41.4%，体现其庞大的观影需求，考虑到较大的人口基数和可大幅提升的人均观影频次，国内电影市场未来仍有较大增长空间。

图 18: 2013-18 年观影总人次及人均观影频次稳增



数据来源：艺恩，国泰君安证券研究

图 19: 2018 各线城市观影人次及城镇人均观影频次

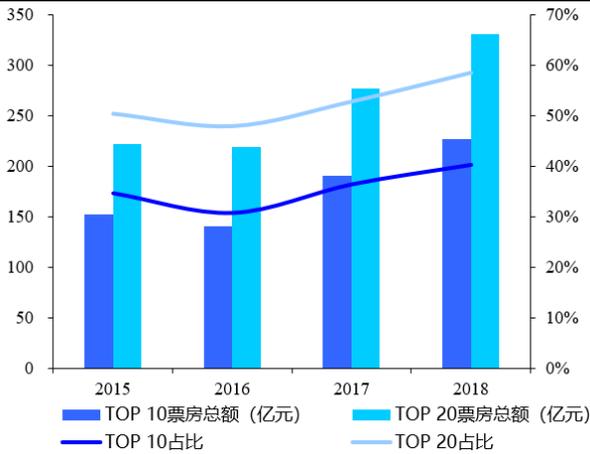


数据来源：艺恩，国泰君安证券研究

2.1.2 国产电影领跑大盘增长，头部集中趋势延续

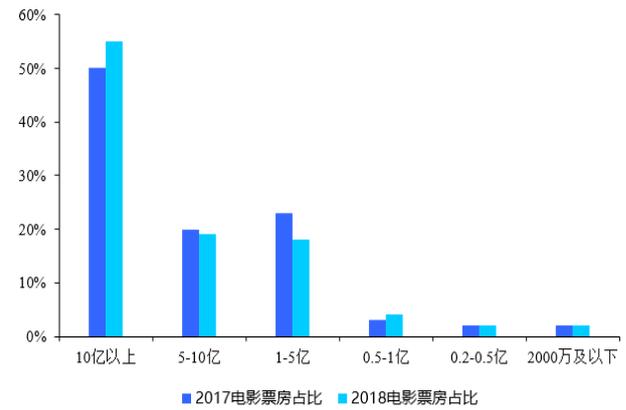
近年来电影市场马太效应愈发强烈，票房进一步向头部影片集中。2018 年共上映 542 部电影，10 亿以上票房电影共 17 部，数量占上映影片总总数 3.1%，票房占比 54%，而 2017 年 466 部上映影片中，10 亿以上电影 15 部，数量占比 3.2%，票房占比 46%，2018 年以更少的头部影片数量占据更大比例的票房收入，TOP10/20 影片票房比重也从 2015 年的 34.65%、50.47% 分别上升至 40.24%、58.36%，票房头部集中度进一步提升。

图 20: TOP10/20 影片票房占总票房比重提升



数据来源: 艺恩, 国泰君安证券研究

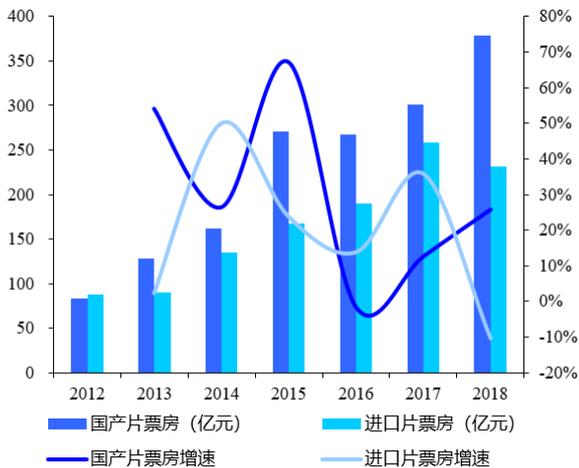
图 21: 2018 年国内票房向头部影片进一步集中



数据来源: 艺恩, 国泰君安证券研究

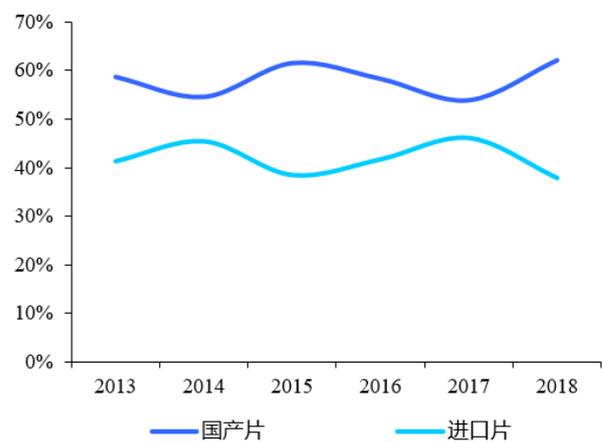
国产片由于内容质量显著提升, 市场份额提升明显, 口碑票房双丰收。2018 年 430 部国产片票房收入 370.31 亿元(含服务费), 同比增长 9.8%, 占总票房 61.2%, 为历史新高。相比之下进口片票房负增长, 同比下降 13.2%, 占总票房的 38.8%, 原因主要是主力好莱坞影片多为续作。随国内观众观影口味逐步提升, 以及国产电影制作水准的不断提高, 如《红海行动》延续战争片传奇、《我不是药神》聚焦社会现实等国产片在 2018 年创造佳绩。2018 年票房前十国产片占据 6 个席位, 涉及题材多样化, 平均豆瓣评分从 2017 年的 6.09 上升至 2018 年的 6.9 分, 成为票房强势主力军。

图 22: 2012-18 国产片、进口票房及同比增速情况



数据来源: 猫眼, 国泰君安证券研究

图 23: 2013-18 年国产片、进口片票房占比变动大



数据来源: 猫眼, 国泰君安证券研究

表 4: 2018 TOP10 进口、国产影片票房及豆瓣评分——国产片质量与票房提升明显

排序	进口电影	票房(亿元)	豆瓣评分	排序	国产电影	票房(亿元)	豆瓣评分
1	复仇者联盟 3: 无限战争	23.9	8.1	1	红海行动	36.5	8.3
2	毒液: 致命守护者	18.7	7.3	2	唐人街探案 2	34.0	6.7
3	海王	18.7	7.8	3	我不是药神	31.0	9.0

4	侏罗纪世界 2	18.5	6.7	4	西虹市首富	25.5	6.6
5	头号玩家	13.0	8.7	5	捉妖记 2	22.4	5.0
6	碟中谍 6: 全面瓦解	12.5	8.1	6	前任 3: 再见前任	16.5	5.5
7	巨齿鲨	10.5	5.8	7	后来的我们	13.6	5.9
8	狂暴巨兽	10.0	6.4	8	一出好戏	13.6	7.1
9	蚁人 2: 黄蜂女现身	8.3	7.3	9	无双	12.7	8.1
10	神秘巨星	7.5	7.7	10	超时空同居	9.0	6.9
进口片合计		141.6	7.4	国产片合计		214.8	6.9

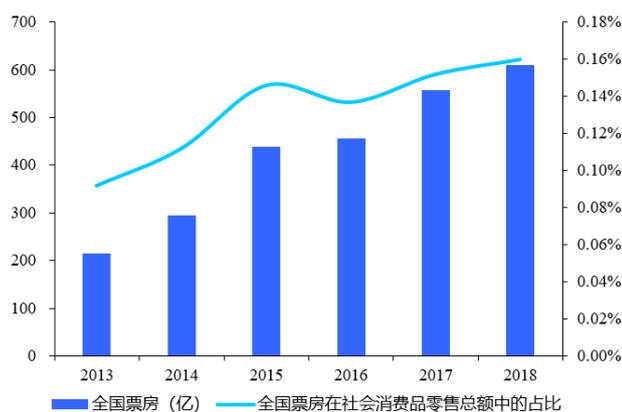
资料来源: 豆瓣, 艺恩, 国泰君安证券研究

2.2. 展望: 观影文化逐步成熟, 优质内容、渠道下沉推动增长

2.2.1. 政策需求双驱动, 低线城市票房市场有待挖掘

需求端来看, 随着观影文化的逐步形成、观影频次的上升, 国内观影需求增长仍有较大空间。2013-2018 年, 影院消费在社会消费品零售额中占比呈总体上升趋势, 票房年均增长率也高于同期全国社消零售总额增长, 显示出国民对于影院消费的热情。在影片题材上, 动作片、喜剧片观影需求最为旺盛, 2017 年合计票房占比超过 50%, 但供需指数均超过 1, 供不应求 (供需指数=人次占比/场次占比, 大于 1 为供不应求), 未来相关优质影片的上映有望带动庞大电影票房增量。而低线城市观影文化仍在培育当中, 人均观影频次较低, 但目前票房占比逐步由 2014 年的 30.9% 提升至 2018 年的 41.1%, 增速也高于一二线城市, 未来增长潜力巨大。

图 24: 影院消费在社消零售额中占比不断上升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 5: 动作类、喜剧类电影供不应求

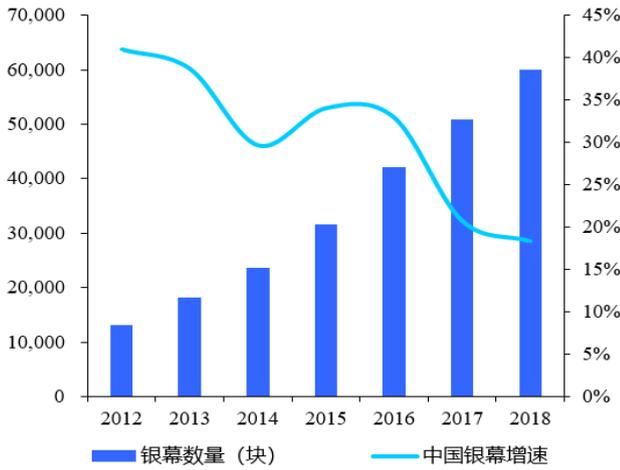
主类型	部数占比	票房占比	人次占比	场次占比	供需指数
喜剧	14%	23%	24%	21%	1.10
动作	9%	36%	36%	31%	1.15
奇幻	3%	12%	12%	9%	1.18
剧情	23%	14%	14%	14%	1.00
战争	2%	1%	1%	1%	0.88

数据来源: 艺恩, 国泰君安证券研究

供给端来说看, 国产片制作逐渐由量转质, 优质影片数量上升; 银幕及影院建设持续扩张, 并为匹配低线城市观影需求, 银幕、先进设备下沉县级等区域。2018 年新增影院 1120 家, 新增银幕 9303 块, 同比增长 18%, 银幕增速略有放缓。2018 年 12 月 11 日电影局印发《关于加快电

影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》，主要内容及驱动行业增长因素包括：1) 明确提出到 2020 年银幕数量超 8 万块，预期未来 2 年银幕年均增长 10000 块；2) 财政补贴鼓励乡镇影院、中西部地区县城影院建设升级，银幕分布匹配城镇化水平及人口分布，有利于渠道下沉及挖掘蓝海市场；3) 重点扶持、鼓励升级巨幕、激光放映机等先进设备的影院，予以 20% 的采购补助，该建议将直接有助 IMAX China 低线城市银幕扩张，同时培育该区域高端观影文化。

图 25: 2012-2018 年国内银幕数量增长稳定



数据来源：艺恩，国泰君安证券研究

表 5: 《意见》大力补贴县镇影院建设及设备升级

扶持对象	补贴内容
新建或改扩建并加入城市院线的乡镇电影院	每家不超过 30 万元
通过国家电影事业发展专项资金资助中西部地区县城、市新建、扩建影院	每家新建影院资助不超过 30 万元，每家改扩建影院不超过 20 万元
集中连片特殊困难地区”的县级城市影院	每家 10 万—15 万元
电影院安装巨幕系统、激光放映机等先进技术设备	资助金额不超过设备采购支出的 20%，每家影院不超过 50 万元

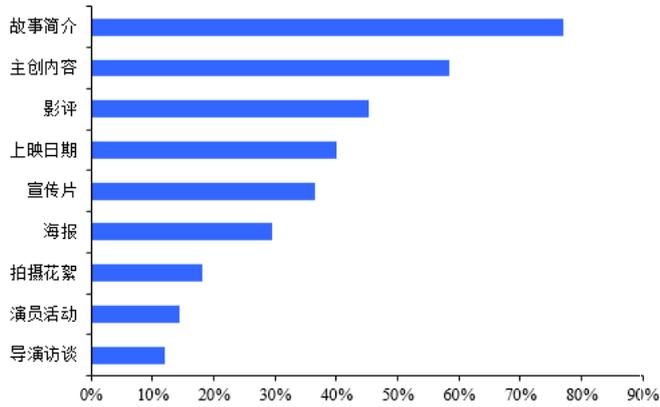
资料来源：电影局官网，国泰君安证券研究

2.2.2. 观影品味日趋成熟，内容与体验决定票房

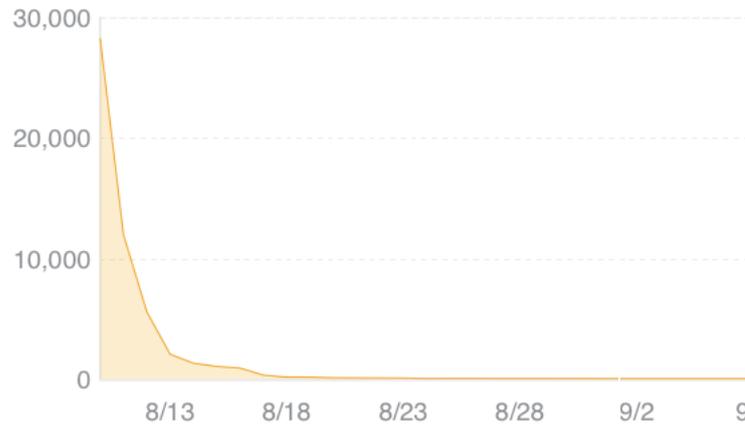
随着观影习惯逐渐成熟，消费者从盲目追逐“强 IP+流量明星”转向好故事高评分电影，影片质量与票房相关度提升。根据新传智库的中国电影受众市场研究，故事简介、主创内容和影评成为吸引观众走进影院的前三大因素，电影信息获取多来自于微博、豆瓣等社交网站评价，口碑成为潜在观影人群是否购票的重要原因。回顾 2018 年电影市场，《无名之辈》、《无问西东》等优质影片以出色内容和口碑弥补前期宣发劣势，上映多日票房屡创新高，而消费 IP 的《爱情公寓》则于首映高开后暴跌。从影片评分来看，豆瓣评分前 10 影片票房占比从 2017 年的 7.69% 大幅提升至 19.3%，影片内容与票房相关性增强，体现国内观影品味逐渐成熟。

图 26: 影片剧情和评价成为电影主要吸引点

图 27: 《爱情公寓》票房首映高开后暴跌



数据来源：新传智库，国泰君安证券研究



数据来源：猫眼专业版，国泰君安证券研究

表 6: 2017-2018 豆瓣评分 TOP10 影片票房 (万元, 含服务费)

排序	2017 年影片	豆瓣评分	票房 (万)	2017 年票房占比	2018 年影片	豆瓣评分	票房 (万)	2018 年票房占比
1	一念无明	8	873	0.04%	红海行动	8.4	365,077	6.02%
2	麦兜响当当	7.4	1,177	0.05%	爆裂无声	8.3	5,388	0.09%
3	记忆大师	7.3	27,852	1.28%	无问西东	7.7	75,360	1.24%
4	春娇救志明	7.3	16,571	0.76%	米花之味	7.6	222	0.00%
5	八月	7.2	434	0.02%	超时空同居	7.2	89,772	1.48%
6	乘风破浪	7	98,040	4.49%	妈妈咪鸭	7.1	3,723	0.06%
7	喜欢你	7	19,815	0.91%	大世界	7	261.8	0.00%
8	提着心吊着胆	6.8	1,279	0.06%	唐人街探案 2	6.9	339,800	5.60%
9	少年巴比伦	6.8	295	0.01%	南极之恋	6.8	234,000	3.86%
10	健忘村	6.7	1,520	0.07%	熊出没	6.8	55,819	0.92%
	平均分	7.2	-		平均分	7.4	-	
	TOP10 总票房	-	167,856	7.69%	TOP10 总票房	-	1169,423	19.28%

资料来源：豆瓣，艺恩，国泰君安证券研究

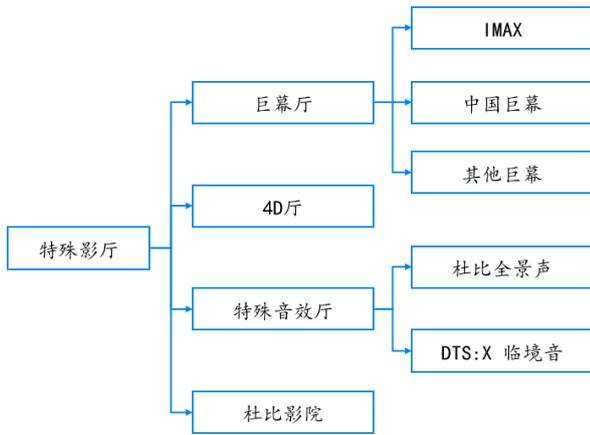
2.3. 巨幕时代群雄逐鹿，IMAX 品牌、技术优势显著

2.3.1. 消费升级下的影厅升级，特殊技术打造差异化观影体验

随电影技术的不断革新，以及观众对高品质、个性化观影体验的需求越来越强烈，特殊影院近年来迅速崛起，百花齐放。目前国内非传统格式银幕主要分为巨幕厅、4D 厅、特殊音效厅和杜比影院四大类，各有其侧重效果。根据艺恩咨询调研数据显示，69.2%的观众在对于最想看的电影时会优先选择特殊影厅，因此特殊影厅单银幕观影人次大幅高于普通影院，辅以更高的单票价，其单厅票房普遍高于普通影厅。截至 2017 年 6 月，全国特殊影厅数量约为 45000 间，2015.6-2017.6 同比增速高于普通影厅，目前 21.6%的影院已配比非传统格式银幕，其中一线城市大

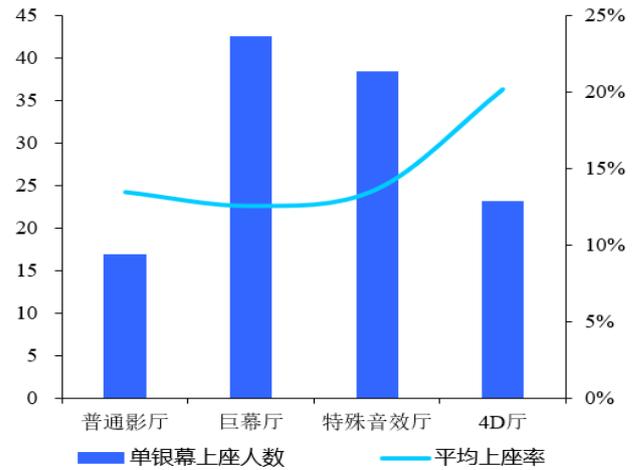
多多厅配比。

图 28: 国内特殊影厅可分为四大类



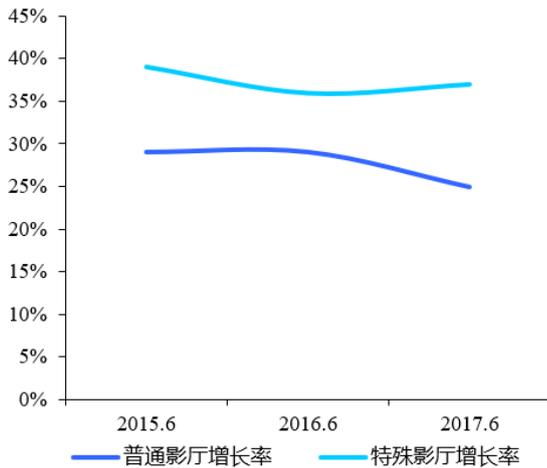
数据来源: 艺恩, 国泰君安证券研究

图 29: 特殊影厅上座率高于普通影厅



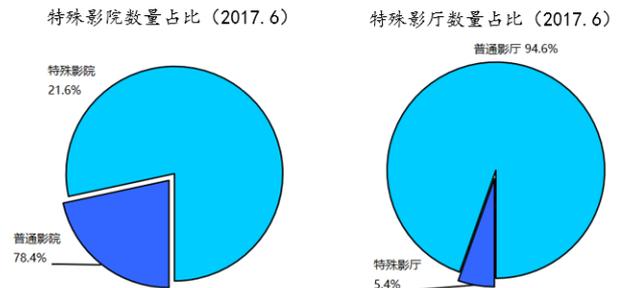
数据来源: 艺恩, 国泰君安证券研究

图 30: 2014-2017 特殊影厅增长速度高于普通影厅



数据来源: 艺恩, 国泰君安证券研究

图 31: 截至 2017.6 超两成影院拥有特殊影厅



数据来源: 艺恩, 国泰君安证券研究

表 7: 不同特殊影厅各有其侧重效果, IMAX 影厅整体优势显著

屏幕类型	研发公司	首个屏幕推出时间	重点效果	屏幕尺寸及分辨率	成本 (人民币)	数量
IMAX	IMAX China	2003	高分辨率、巨幕	22*16m 2-4k	800-900 万	595
中国巨幕	中影集团	2012	亮度高、音效好	20*12.5m 2k	200-300 万	约 310
杜比	杜比实验室, 万达	2016	立体音效	4k	超过 1000 万	36
4DX	CJ CGV	2015	全感官特效	NA	NA	2016 年与万达签约 160 块银幕
X-LAND	万达	2012	巨幕	4k	NA	NA

资料来源: 艺恩, 国泰君安证券研究

2.3.2. 百花齐放, IMAX VS 杜比 口碑技术优势显著

杜比影院是综合运用由杜比实验室研发的杜比全景声和杜比视界的影院，2016年亚洲首批杜比影院落户万达院线。目前大部分观众对杜比实验室的了解停留在其2012年推出的杜比全景声技术，该系统通过两侧及顶棚三围音箱设计，能够真实地营造出具有动态感的音效，实现声场包围。杜比实验室2015年正式进军影院系统及巨幕领域，目前杜比影院并非全部配比巨幕系统，在中国区主要通过万达、金逸等院线合作实现扩张，2016年、2018年分别宣布与其开设150家、40家影院，但截至目前影院数量仍停留在36家，覆盖率及票房收入均较低。

表 8：杜比影院与 IMAX 效果对比，各有千秋

	杜比影院	激光 IMAX	数字 IMAX
投影系统	双激光 4K “杜比视界”	双激光 4K	双氙气 2K
分辨率	4K/4K	4K+/4K	2.9K/2K
色彩空间	Rec. 2020	Rec. 2020	DCI-P3
标称亮度 (2D/3D)	31FL/14FL	?/14FL	15FL/5.5FL
3D 眼镜	杜比 3D	杜比 3D	线偏振光
音响系统	杜比全景声	IMAX12 声道	IMAX 6 声道
画幅	~2:1	1.43:1	1.89:1

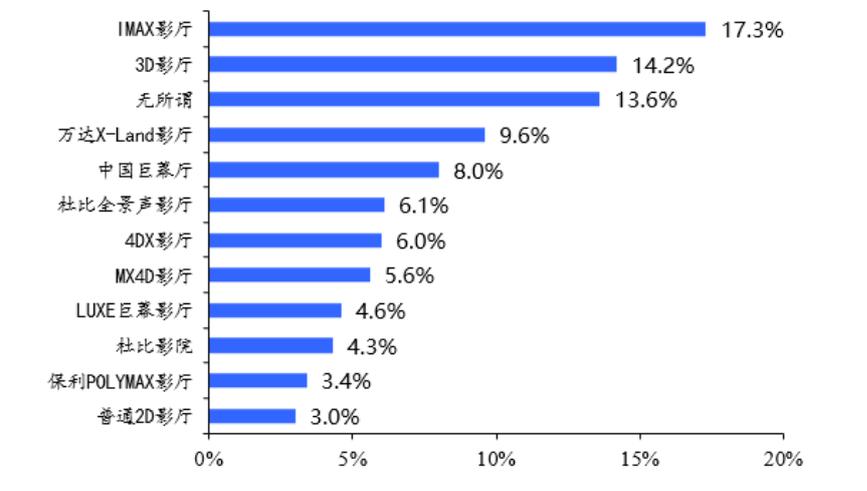
资料来源：时光网，国泰君安证券研究

虽然 IMAX 与杜比两者在技术效果上各有千秋，但综合考虑双方成本、品牌认可度等方面，我们认为 IMAX 有以下显著优势：

- **低成本快速扩张：**目前 IMAX 提供销售、混合分成、全面分成三种合作方式，影院方面能够根据自身财务状况灵活选择，万达等前五大院线商正逐渐转向全面分成模式。截至 2018 年年底银幕存量 595 块，预期未来三年年均银幕增速仍保持在 100 块，将进一步提高各大核心商圈渗透率。相比之下杜比影院现有银幕数量及扩张速度均被碾压，目前合作商只有万达和金逸，过去 3 年内仅增加 36 家影院，考虑到杜比总体改造成本偏高，至少在 1000 万人民币以上，我们认为短期内其银幕数量难以实现量级跨越。
- **品牌先发优势：**IMAX China 是中国巨幕观影文化的教育者，其卓越的品牌形象已经深入人心。根据艺恩《中国特殊影厅市场报告》显示，IMAX 对消费者吸引力以 17.6% 位居第一，杜比全景声厅和杜比影院则分别为 6.1% 和 4.3%，由于影院数量覆盖有限和宣传重点模糊，目前大部分观众无法明确分辨杜比全景声影厅与杜比影院的区别。
- **院线、制片双向切入，合作紧密，低风险运营：**IMAX 已经跳出普通设备提供商的角色定位，凭借其独特的 IMAX 转制技术和 IMAX 摄影机与制片方建立了紧密合作，能够参与到影片选择和相关推广活动中，每一次 IMAX 影片的上映都是对其品牌的二次宣传，而非

如杜比影院等只能静待观众选择。最后，其产业链上下游双向分成模式也使得 IMAX China 盈利能力更健康和更具持续性。

图 32: 影厅观众吸引力占比，IMAX 远高于其他竞争对手



数据来源：艺恩《中国特殊影厅市场报告》，国泰君安证券研究

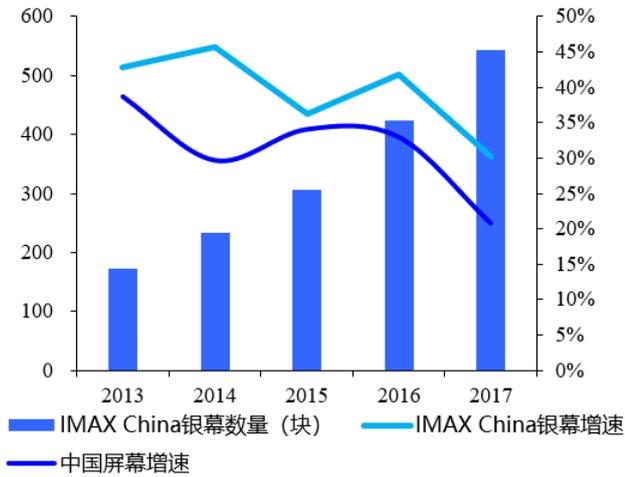
3. 屏幕端：分成模式占比提升，全线布局打破票房瓶颈

3.1. 银幕扩张速度可观，分成模式占比不断提升

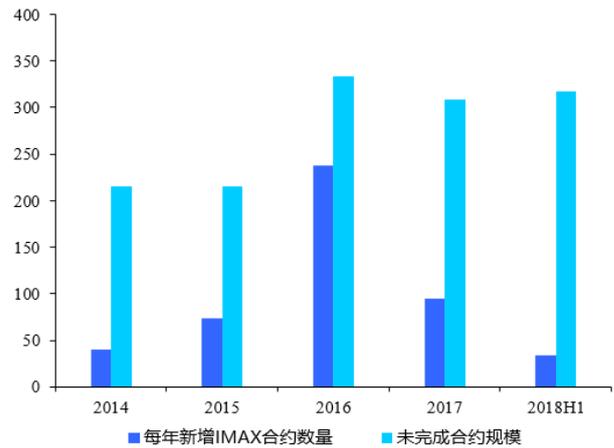
银幕网络扩张仍是推动 IMAX China 业务增长的核心驱动力。近年来 IMAX 通过与各大院线的合作维持着高速扩张的态势，截至 2018 年底银幕数量约为 600 余块，共分布 179 个城市，2012-17 复合年均增速 33.56%，增速及银幕数量均远高于中国银幕数量及其竞争对手。截至 2018 上半年未完成合约量 318 份，2017 年新增屏幕安装量 120 块创历史新高。IMAX 影院网络的扩大会直接带动公司票房收入，而所放映影片的整体 IMAX 票房收入潜力以及 IMAX 本身的高溢价票值会增加 IMAX 格式对制片商的吸引力。随着公司不断吸引顶级优质影片内容，对放映商合作伙伴的价值亦相应提高，有助于进一步扩大影院规模，最终实现业务增值循环。目前，公司在大中华区圈定 1200 个商圈，每个商圈能容纳一间 IMAX 影院并且不会对最近的 IMAX 影院业务和财务情况产生不利影响，未来 IMAX 影院数量仍有巨大的上升空间。

图 33: IMAX 屏幕增速高于同期中国屏幕

图 34: IMAX China 新增合约量和未完成订单数量



数据来源：公司财报，艺恩，国泰君安证券研究



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

分成模式屏幕数占比提升，业绩弹性将进一步提升。截至 2018H1，公司已安装的 569 块屏幕中影中分成模式屏幕共 357 块，占影院总数 62.74%，而 2012 年占比为 57.65%。目前未完成的 318 块屏幕订单中。分成模式屏幕数占比 78%，预期在 3 年内完成建设。2016 年公司与万达签订 150 间收入分成模式影院系统，当年金逸与卢米埃也转为全面分成合作伙伴 (FULL JV)，票房分成模式已成为公司新增银幕订单的主要合作方式。分账模式下，短期内通过减少院线方预付费用与其达成长久合作关系，并使双方利益一致，目前仅与前五大院线商的合作，有利于公司在较短时间内迅速占领各核心商圈；长期来看，分成模式将成为公司签约的主流模式，高票房收入带来的高分成将使公司业绩弹性进一步扩大。

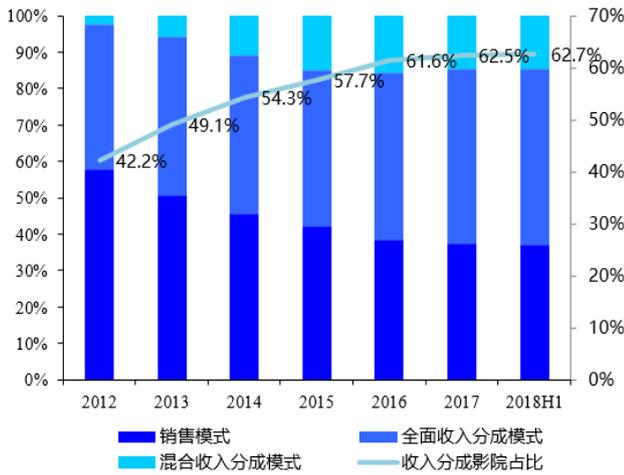
表 9: 2018H1 主要影院公司收入和利润增速，IMAX China 弹性处于领先

公司简称	收入增速	归母净利润增速	扣非后归母净利润增速
IMAX 中国	-0.16%	24.11%	20.13%
中国电影	1.48%	10.97%	5.39%
横店影视	18.02%	13.14%	11.99%
万达电影	11.38%	1.46%	1.97%
上海电影	1.21%	-45.04%	-44.60%
金逸影视	-5.07%	-11.14%	-31.69%
票房增速		17.82%	

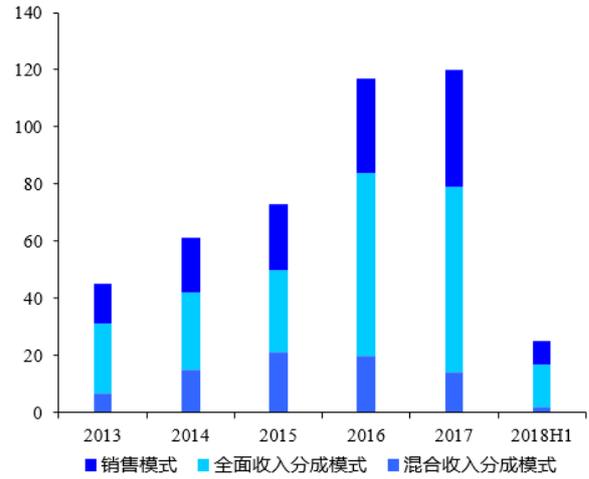
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 35: 公司收入分成模式屏幕占比不断提升

图 36: 2013-2018H1 分成模式数量提升



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

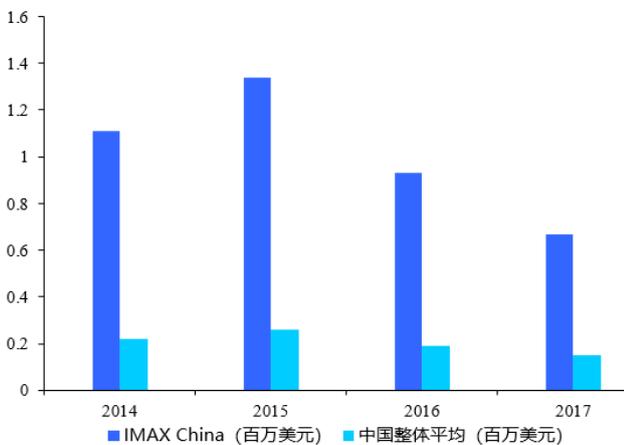


数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

3.2. 在手订单储备丰厚，院线商、地产商双宠儿

公司凭借与电影行业众多主要参与者的稳固合作关系拥有丰厚的订单储备，且预期继续依靠领先技术和品牌优势成为院线扩张网络的首选合作伙伴。目前 IMAX China 国内放映合作商数量超过 60 个，与前十大放映商均有合作，全球最大的放映商万达自 2012 年以来便是公司最大的客户，截至 2018 年旗下 IMAX 银幕数量 300 块，占大中华区 IMAX 银幕总数 50%。IMAX 银幕更高的单票值和上座率使得其单屏幕票房远高于同期普通屏幕。此外当影片质量逐步提升、号召力强时，主打高端视听效果的 IMAX 影院能够吸引更多愿意支付高溢价的观众，引导可观人流，2018 年春节档开片周末票房前一百名的中国影城中有 83 家为 IMAX 影院。综合考虑下不少大合作商都会回头签约更多订单，例如金逸于 2016 年签署 40 家全分账协议后，2018 年 4 月又新签 30 家影院，成为 IMAX 中国区第三大合作伙伴。考虑到 IMAX 有限的 1200 个影院划分区域，院线商将会更积极地与 IMAX 签订合同抢占先机，而全分账模式的提出无疑又进一步打消了他们的成本顾虑。

图 37: IMAX China 单屏幕票房远高于全国同期



数据来源：艺恩，国泰君安证券研究

图 38: IMAX 上座率远高于普通影厅



数据来源：猫眼，国泰君安证券研究

表 10: IMAX China 与国内龙头院线商合作历程——订单源源不断

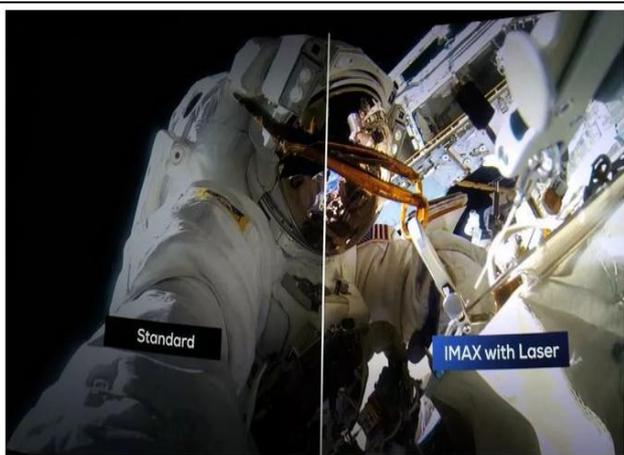
年份	协议内容
----	------

2016 年	与万达院线签约新增 150 间收入分成模式影院系统，签约后万达 IMAX 银幕总量 360 间，其中 345 间采用收入分成安排。
2016 年	与金逸签署 40 家 IMAX 影院全分账协议，金逸成为 IMAX 在中国第二家全分账影院合作伙伴，旗下 IMAX 银幕总量 60 间。
2016 年	CJ CGV 旗下 IMAX 银幕总量 120 间，其中 100 间在中国。
2017	与幸福蓝海新签署 40 间收入分成模式 IMAX 影院，分布一线至四线城市，计划大部分在 2020 年底前开业，其余将在 2021 年底前开业，签约后幸福蓝海 IMAX 银幕总量 72 间，成为 IMAX 全球第五大以及亚太第三大院线合作伙伴
2017 年	与博纳影业新签署 30 间 IMAX 影院，计划从 2016 年到 2022 年，每年新开业五家影院，博纳旗下 IMAX 银幕总量 35 间，成为 IMAX 中国市场前五大院线合作伙伴之一。
2017 年	与大地影院签署 5 间 IMAX 影院，签约后大地影院 IMAX 银幕总量 10 间，其中原橙天嘉禾的 5 家院已开业运营。
2018 年	与金逸新签署 30 家 IMAX 影院，预期近半数 2019 年前结束安装，从 2018-2023 年陆续开业，覆盖一线到四线城市，签约后金逸旗下 IMAX 银幕总量 90 间，58 间签约待开业，金逸成为 IMAX 中国区第三大合作伙伴。

资料来源：公司官网，国泰君安证券研究

IMAX 作为高端零售及娱乐消费的代表，拥有着强大的客流引导能力，使得公司成为了高端商业综合体运营商的首选合作伙伴。目前公司与万达广场、华润、龙湖等商业地产开发商均建立合作关系，共同确定新的潜在 IMAX 影院位置。2018 年 IMAX 推出革命性的新一代激光系统，万达、华润迅速分别签约 13、14 间激光系统影院。该系统提供 1.9:1 的画幅宽高比，12 个独立声道音效系统具有标准音响系统 10 倍的动态范围，是目前业内最领先的电影放映技术并且短期内难以被超越。此外，该系统能在各类、甚至是较小的普通商业影院实施改造，后续维护费用较低，校准程序也得到了极大地简化。预期该系统的安装将为商业综合体吸引可观人流，而 IMAX 不断更迭的顶尖技术创新和高端品牌形象也会使其保持对高端商业地产开发商合作吸引力。

图 39: IMAX 激光系统提供震撼观影效果



数据来源：Engadget 中国

图 40: 首间 IMAX 激光影厅落户上海寰映影城



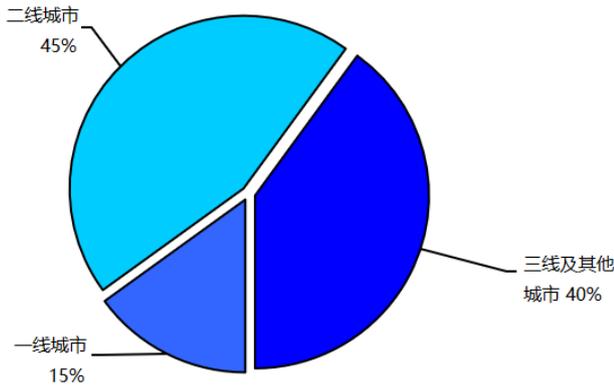
数据来源：公司官网

3.3. 头部城市存量翻新，低线下沉培育观影后备军

一二线城市 IMAX 超半数银幕已全面覆盖该区域核心商圈，影院改造将为其提供存量翻新市场。截至 2017 年年底，IMAX 一线城市影院数量 81 间，占其大中华区银幕总数 15%，二线城市 235 间，占比达 46%，目

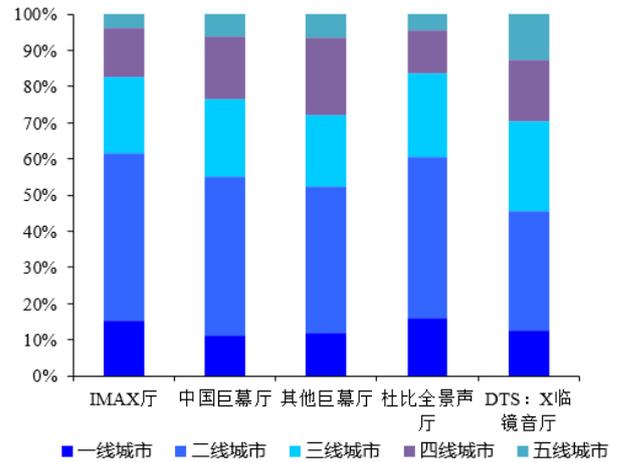
前头部城市核心商圈IMAX已基本覆盖。公司正逐步向其外围区域扩张，如上海松江、嘉定等区域，进一步提高渗透率。此外，由于一二线城市部分影院建设时间较早，考虑到新建影院大多配比多个特殊影厅，对原有配套设施较为落后的影院造成较大竞争压力，预期未来2-3年内一二线城市影院翻新数量占比会逐步提升，IMAX将凭借显著品牌、技术优势和远高于其他影厅的单银幕票房成为院线商首选合作伙伴，从而进一步提高头部城市渗透率。

图 41: IMAX China 在二三线城市分布广泛



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

图 42: IMAX 一二线城市分布比例高于其他影厅

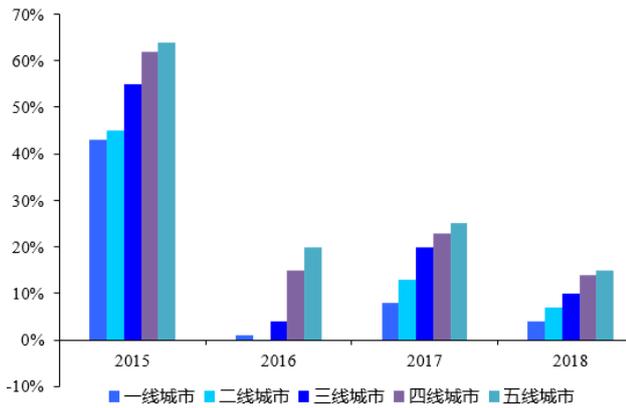


数据来源: 艺恩, 国泰君安证券研究

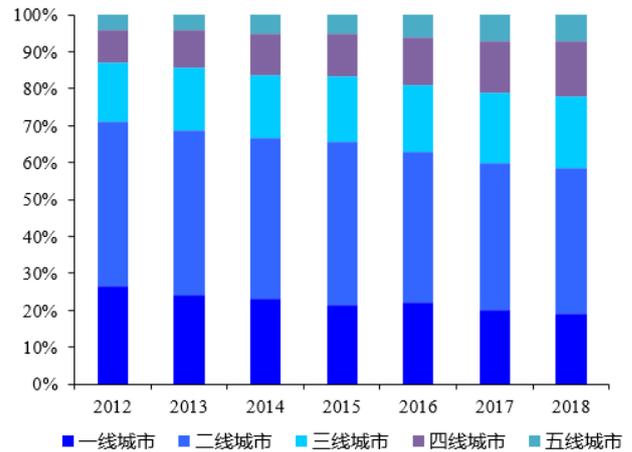
IMAX China 银幕渠道下沉走在行业前列，目前三四线城市观影人次及票房增速均高于中国观影市场同期，有望成为公司业绩新增长引擎。截至2017年6月，公司未完成订单40%位于低线城市，2017年以来新签协议中银幕分布均覆盖一线至四线城市。低线城市观影市场近年来发展迅速，2018年三四五线票房增速分别为9.7%、14.1%和15.3%，票房占比由2012年的29%上升至41%。预期一方面由于消费水平及人群综合审美的提升，高端观影文化将进一步形成；另一方面城镇化过程中居民周边新商业综合体中的娱乐消费方式会反向促进娱乐新需求，并且由于竞争压力较小和当地娱乐方式缺乏，低线城市IMAX单票价往往高于头部城市，因此综合考虑供给与需求共振，低线城市IMAX票房增长有望助力公司营收再上一层楼。

图 43: 2015-2018 各线城市票房出现不同幅度增长

图 44: 2012-18 城市票房占比，低线城市占比提升



数据来源：艺恩，国泰君安证券研究



数据来源：艺恩，国泰君安证券研究

4. 内容端:好莱坞大年来袭弹性可期, 华语片 IMAX 基因不断植入

4.1. 选片策略优化, 双制片模式包揽头部爆款

IMAX China 凭在影片内容上具有绝对选择权, 并建立专业团队不断优化选片策略, 确保爆款影片全覆盖。错过 2016 年的《美人鱼》、2017 年的《战狼 2》对 IMAX 来说是惨痛的教训, 因此公司随后成立专业选片小组, 包括多位华语市场资深电影从业者, 根据电影样片以及实时票房反馈确定上映影片。考虑到近年来优质华语内容的崛起, IMAX China 也注重优化华语片与好莱坞选片比例。目前来看策略调整反馈较好, 2018 年票房 TOP10 影片除《前任 3》外均有 IMAX 格式上映, 9 月《敦刻尔克》全国票房 TOP20 影院中超过 15 家为 IMAX 影院, 体现了 IMAX 技术和品牌与优质内容相结合后释放的票房潜力。12 月的《海王》IMAX 总票房、2019 年开篇《大黄蜂》首周末 IMAX 票房分别高达 1.86 亿、4300 万人民币, 占总票房比例超过 10%。

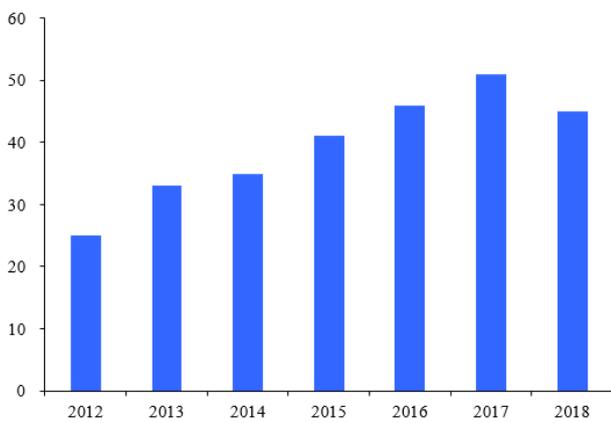
表 11: 2018TOP9 票房电影均有 IMAX 格式上映

排名	影片	类型	总票房 (亿元)	有无 IMAX 格式
1	红海行动	国产	36.51	有
2	唐人街探案 2	国产	33.98	有
3	我不是药神	国产	30.97	有
4	西虹市首富	国产	25.47	有
5	复仇者联盟 3: 无限战争	进口	23.91	有
6	捉妖记 2	国产	22.37	有
7	毒液: 致命守护者	进口	17.47	有
8	海王	进口	18.50	有
9	侏罗纪世界 2	进口	16.96	有
10	前任 3: 再见前任	国产	16.45	无

数据来源：猫眼，国泰君安证券研究

为合理利用各档期优质影片资源以及降低选片风险，IMAX 目前采用双制式策略，在同一档期上映多部 IMAX 格式影片，给观众更多选择权。公司于 2017 年扩大转制团队，一个档期挑选最有潜力的 1-4 部影片上映，2014 到 2017 年 IMAX 格式影片数量从 25 部上升至 51 部，考虑到大部分影片上映周期在 2-3 周以及优质影片数量有限，预期未来 IMAX 格式影片数量在 50-60 部之间。2018 年春节档共有《红海行动》、《捉妖记 2》和《唐人街探案 2》三部影片上映，中国区 IMAX 票房 1.12 亿人民币，同比增长 74%，春节档开片周末票房前一百名的中国影城中有 83 家为 IMAX 影院，体现 IMAX 强大的票房吸引力。目前 2019 年春节档热度前三的《疯狂外星人》、《流浪地球》和《飞驰人生》均有 IMAX 格式上映，预期上述 3 部影片将为公司创造春节档票房新高。

图 45: IMAX 格式电影上映数量稳步提升 (部)



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

图 46: 2019 年春节档将有三部 IMAX 影片上映



数据来源: 猫眼

4.2. 2019 好莱坞大片年来袭, 公司业绩弹性可期

好莱坞大片 IMAX 基因浓厚, 也是其票房收入的主要来源。2019 年多部优质进口片的强势袭来, 预期 IMAX China 将是票房最大受益者。2010 年《阿凡达》拉开了以 IMAX 为代表的巨幕新时代, 而后《星际穿越》、《火星救援》、《海王》等宏伟巨制更是将 IMAX 呈现的视觉体验优势凸显的淋漓尽致。2017 年好莱坞电影贡献了 75.9% 的 IMAX 银幕票房, 2018 年 IMAX 全球单年票房突破 10 亿, 排行前十影片均为好莱坞影片。IMAX 凭借行业领先的摄影机及放映系统技术还介入影片内容开发, 多位好莱坞制作人如诺兰、阿布拉姆均是 IMAX 技术的忠实拥护者, 预期双方合作将进一步加深。国内大部分好莱坞进口片都会以 IMAX 格式上映, 而根据目前公布的进口片片单来看, 2019 年为进口片大年, 多部超级英雄系列电影、《星球大战 9》等热门 IP 以及《冰雪奇缘 2》等特效动画扎堆上映, 预计将为 IMAX 贡献票房新高。

表 12: 2019 年好莱坞预定档影片情况, 大片云集

影片	定档日期	出品公司	是否为续集/ 前作名称	大陆/北美 上映时间	大陆/北 美票房	猫眼 想看
大黄蜂	2019/1/4 (中国)	派拉蒙/孩之宝	变形金刚 5: 最后的 骑士	2017/6/23	15.51 亿	169967
玻璃先生	2019/1/18	环球影业	分裂	2016/12/26 (奇)	\$1.38 亿	280

幻电影节上映)

乐高大电影 2	2019/2/8	华纳兄弟/LEGO 等	乐高大电影	2014/2/7	\$2.58 亿	894
忌日快乐 2	2019/2/14	环球影业/Blumhouse	忌日快乐	2018/2/2	6126.2 万	437
混沌漫步	2019/3/1	Quadrant Pictures	否			231
惊奇队长	2019/3/8	漫威影业	否			39893
游乐园	2019/3/22	派拉蒙	否			4
小飞象	2019/3/29	20 世纪迪斯尼	否			269
雷霆沙赞	2019/4/5	华纳兄弟/DC 漫画 /Callahan Filmworks	否			5650
宠物公墓	2019/4/5	派拉蒙	宠物坟场	1989/4/21		41
怪医杜立德	2019/4/12	福克斯阿根廷分公司	否			721
地狱男爵：血皇 后崛起	2019/4/12	狮门影业	地狱男爵 2	2008/11/21	1530.0 万	631
复仇者联盟 4	2019/5/3	漫威影业	复仇者联盟 3:无限 战争	2018/5/11	23.90 亿	179681
精灵宝可梦： 大侦探皮卡丘	2019/5/10	传奇影业、华纳兄弟	精灵宝可梦：波尔 凯尼恩与机巧的玛 机雅娜	2017/11/11	2565.0 万	17357
疾速逃亡	2019/5/17	狮门影业	疾速特攻	2017/2/10	\$9202.9 万	374
阿拉丁	2019/5/24	迪斯尼	否			240
星际探索	2019/5/24	20 世纪福克斯	否			38
哥斯拉：怪兽之 王	2019/5/31	华纳影业、传奇影业	哥斯拉：怪兽行星	2018/9/21	161.5 万	12345
X 战警：黑凤凰	2019/6/7	20 世纪福克斯	X 战警：天启	2016/6/3	8.00 亿	12560
爱宠大机密 2	2019/6/7	照明娱乐公司	爱宠大机密	2016/8/2	3.88 亿	1066
新霹雳娇娃	2019/6/7	哥伦比亚	霹雳娇娃 2	2003/8/8	1500.0 万	51
弗莱斯基	2019/6/7	狮门影业	否			10
黑衣人：全球追 缉	2019/6/14	哥伦比亚	黑衣人 3	2012/5/25	5.03 亿	738
玩具总动员 4	2019/6/21	迪斯尼、皮克斯动画工 作室	玩具总动员 3	2010/6/16	1.17 亿	3226
蜘蛛侠：英雄远 征	2019/7/5	哥伦比亚	蜘蛛侠：英雄归来	2017/9/8	7.74 亿	19925
狮子王	2019/7/19	迪斯尼	否			6460
霍伯斯与肖：速 度与激情外传	2019/7/26	环球影业	速度与激情 8	2017/4/14	26.70 亿	1496
好莱坞往事	2019/7/26	哥伦比亚	否			448
X 战警：新变种人	2019/8/2	20 世纪福克斯/漫威影 业	X 战警：天启	2016/6/3	8.00 亿	13460
阿特米斯的奇幻 历险	2019/8/9	迪斯尼	否			69
小丑回魂 2	2019/9/6	美国新线电影公司	小丑回魂	2017/8/29 (伦敦 恐怖电影节上 映)	\$3.27 亿	728
愤怒的小鸟 2	2019/9/20	哥伦比亚	愤怒的小鸟	2016/5/20	5.12 亿	185

双子煞星	2019/10/4	派拉蒙/天舞影业	否			153
王牌特工 3	2019/11/8	二十世纪福克斯	王牌特工 2: 黄金圈	2017/10/20	4.74 亿	379
邦德 25	2019/11/8	Eon Productions Ltd.	007: 幽灵党	2015/11/13	5.41 亿	105
终结者 6	2019/11/15	派拉蒙	终结者 5	2015/8/23	7.25 亿	3717
冰雪奇缘 2	2019/11/27	迪斯尼	冰雪奇缘	2014/2/5	2.98 亿	14404
勇敢者游戏 2	2019/12/13	索尼影业	勇敢者游戏: 决战丛林	2018/1/12	4.91 亿	456
宇宙巨人希曼	2019/12/18	索尼影业	否			45
星球大战 9	2019/12/20	迪斯尼	星球大战 8	2018/1/5	2.67 亿	2345
阿丽塔: 战斗天使	2019 中国上映	20 世纪福克斯				14838
驯龙高手 3	2019 中国上映	梦工厂动画 /Mad Hatter Entertainment	驯龙高手 2	2014/8/14	4.02 亿	12291

资料来源: 猫眼, 国泰君安证券研究

4.3. 深入参与华语片制作, 植入 IMAX 基因

IMAX China 积极深入华语制作, 通过设立电影基金、提供 IMAX 摄像机的方式培育优质华语影片并为其注入 IMAX 基因。一方面, 2016 年公司与华人文化投资基金设立“中国电影基金”, 计划未来 3 年内约投资 15 部华语片, 单影片投资额为 300-700 百万美元, 从而加强公司与国内厂制片方和电影制作人的合作, 为影片注入 IMAX 元素。另一方面, 公司积极为华语导演提供 IMAX 激光拍摄机, 首部全程采用数字 IMAX 摄影机拍摄的华语影片《八佰》将于 2019 年 9 月上映, 全面还原抗日战争期间八百壮士英勇反抗的历史, 该电影的上映预期不仅为 IMAX 贡献口碑、票房双丰收, 也会让更多华语导演认识到 IMAX 摄像机的技术魅力, 未来将带动更多的优质 IMAX 华语片上映。

图 47: Alexa65 摄影机将呈现更好的 IMAX 效果



数据来源: 公司官网

图 48: 《八佰》为首部采用 IMAX 摄影机拍摄华语片

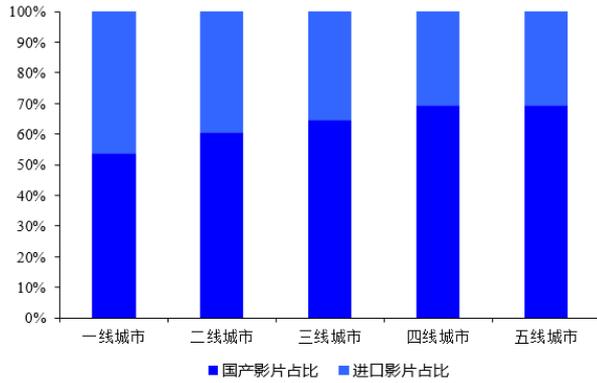


数据来源: 猫眼

IMAX China 培育优质华语内容, 不仅有助于培养全线 IMAX 观影文化, 也能够促进中国观影市场的进一步成熟。目前一二线城市观影习惯已向成熟, IMAX 影厅上座率较高, 而对于仍有巨大电影票房潜力的低线城市, 观众更偏爱易引起共鸣的华语片, 2018 年低线城市国产片票房占比

高达约 70%，头部城市则只有 53.6%，因此公司采取优质华语影片+IMAX 银幕下沉策略有利于充分挖掘低线票仓，教育三四五线城市高端观影文化。此外，优质华语片对好莱坞档期的补充有利于引导工作日及非热门档期影院客流，通过 IMAX 全档期高质量内容输出培育稳定的日常观影需求，最终助力国内观影市场的进一步成熟。

图 49: 2018 各线城市国产票房与进口票房占比对比



数据来源：艺恩，国泰君安证券研究

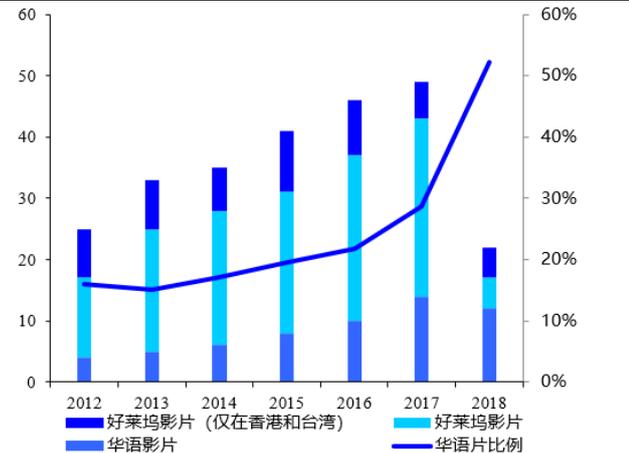
图 48: IMAX 合理安排华语片、好莱坞片上映档期



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

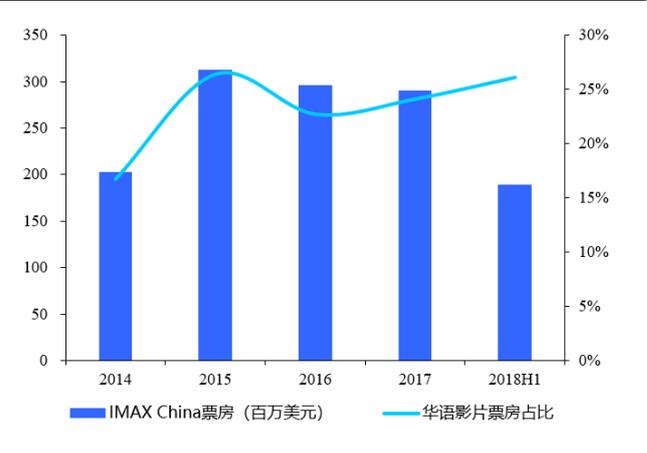
近年来华语影片逐渐从数量野蛮生长转变为以内容为核心的多样化类型发展，票房口碑均开始回升。IMAX China 不断积极调整战略，提高国产片转制渗透率。目前 IMAX 格式华语片数量已从 2012 年的 4 部上升至 2017 年的 14 部，票房贡献占比也由 2014 年的 24.1% 上升至 2018H1 的 26.1%，由于华语片 IMAX 分成比例高于好莱坞，因此华语片占比较高的年份 IMAX 总票房增长明显。2018 年暑期档得益于《动物世界》、《我不是药神》在内的 5 部当月排名票房前六的华语片，IMAX 票房同期增长 54%，2018 年《红海行动》、《唐人街探案 2》等多部爆款华语片均为 IMAX 贡献了高额票房。华语影片的崛起补充了 IMAX 影片组合，有利于公司充分利用好莱坞空白档期或特定节日档期提高 IMAX 格式影片上映率，有助于院线、制片两大业务量的提升。此外华语片没有进口配额限制，票房分账比例也更高，预期随影片数量的进一步提升将为 IMAX 带来可观票房增长。

图 50: IMAX 电影部数，其中华语片比例提升



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

图 51: IMAX China 票房，华语片票房占比提升



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

5. 盈利预测与估值

公司作为巨幕行业开创者和领导者，以垄断性的 IMAX 播映技术切入上下游票房的分成，享受低风险与轻资产运营。随着 IMAX 巨幕在国内商圈的进一步渗透以及 IMAX 基因在华语片的不断注入，公司有望长期享受国内票房增长的红利。我们预计 2018-2020 年 IMAX 大中华区屏幕数增长至 652 块、766 块和 873 块，且随着 IMAX 票房占总电影票房的比重上升，IMAX 票房收入也进一步增长。由此我们预测 2018-2020 年 EPS 分别为 1.06/1.33/1.47 港元（以 2019/1/22 美元兑港元 1:7.84 计算），分别增长 10.35%/25.83%/10.77%。通过 FCFE 模型绝对估值法，假设现金流永续增长率为 4.8%，给予目标价 26.83 港元。

表 13: 对于公司 2018-2020 年屏幕数、IMAX 票房的预测

	2017A	2018E	2019E	2020E
-其中：销售模式	204	237	269	291
-全面分账模式	260	316	377	426
-混合分账模式	80	99	120	156
IMAX 大中华区银幕总数（块）	544	652	766	873
全国电影票房（十亿人民币）	52.4	56.58	63.37	68.44
-同比增速	15.00%	10.00%	12.00%	12.00%
IMAX 票房占比	3.68%	3.83%	4.50%	4.70%
IMAX 票房(百万美元)	291	320	421	475
-同比增速	-1.70%	10.31%	20.87%	10.57%

资料来源：国泰君安证券研究

图 52: 对于公司未来三年的销售预测

销售预测			
单位：百万美金			
项 目	20180101- 20181231E	20190101- 20191231E	20200101- 20201231E
销售收入小计	134.55	157.62	168.05
YoY	6.38%	17.15%	6.61%
其他业务收入	-	-	-
营业总收入	134.55	157.62	168.05
销售成本小计	50.72	55.95	61.34
营业总成本	50.72	55.95	61.34
毛利	83.83	101.67	106.70
平均毛利率	62.31%	64.50%	63.50%

数据来源：国泰君安证券研究

图 54: 公司资产负债表预测(单位：百万美金)

图 53: FCFE 估值模型假设

资产贴现率		加权平均资本成本WACC	
行业Beta	1.500	债务比率D/(E+D)	22.43%
无风险利率Rf	2.50%	权益比率E/(E+D)	77.57%
市场组合平均收益率Rm	6.00%	债务利率	0.00%
风险溢价	3.50%	实际税率	22.00%
资产贴现率	7.75%	WACC	6.01%

数据来源：国泰君安证券研究

资产负债表					报告截止日:			
报告截止日:	20181231E	20191231E	20201231E	20211231E	20181231E	20191231E	20201231E	20211231E
流动资产:					流动负债:			
现金及现金等价物	147.03	177.71	207.78	280.48	应付账款及票据	3.31	3.45	3.86
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	应交税金	7.20	8.67	9.70
其他短期投资	13.96	17.07	20.41	23.76	交易性金融负债	0.00	0.00	0.00
应收款项合计	49.45	57.00	62.04	69.07	短期借贷	0.00	0.00	0.00
应收账款及票据	24.93	30.04	32.56	36.49	其他流动负债	50.77	57.00	61.88
其他应收款	24.52	26.96	29.48	32.58	流动负债合计	61.28	69.13	75.44
存货	6.18	6.80	7.34	8.10	非流动负债:			
其他流动资产	0.84	0.84	0.84	0.84	长期借贷	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	217.46	259.42	298.41	382.26	其他非流动负债	23.88	23.88	23.88
非流动资产:					非流动负债合计	23.88	23.88	23.88
固定资产	115.21	141.79	176.35	196.35	总负债	85.16	93.00	99.32
权益性投资	0.00	0.00	0.00	0.00	股东权益:			
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	优先股	0.00	0.00	0.00
可供出售投资	0.00	0.00	0.00	0.00	普通股股本	0.04	0.04	0.04
其他长期投资	43.43	43.43	43.43	43.43	储备	294.49	355.19	422.42
商誉及无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	库存股	0.00	0.00	0.00
其中:商誉	0.00	0.00	0.00	0.00	其他综合性收益	0.00	0.00	0.00
土地使用权	0.00	0.00	0.00	0.00	普通股权益总额	294.53	355.22	422.46
其他非流动资产	3.59	3.59	3.59	3.59	少数股东权益	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	162.22	188.81	223.37	243.37	股东权益合计	294.53	355.22	422.46
资产总额	379.68	448.22	521.78	625.62	负债及股东权益合计	379.68	448.22	521.78

资料来源: 国泰君安证券研究

相对估值法下, 我们选取可比公司上海电影、金逸影视、横店影视、中国电影以及同为平台内容提供商的视觉中国进行对比估值。根据可比公司估值, 2018~2020 年公司同行业可比公司平均估值分别为 25.89/22.07/18.84 倍 PE, 相应的公司对应估值水平为 20.40/16.21/14.63 倍, 公司估值具有相当的吸引力。

我们认为, 公司在影视行业中属于轻资产高弹性品种, 行业地位优势突出, 应给与相应估值溢价。基于相对估值方法, 我们给予公司 2018 年行业平均估值 56.89 倍, 相对估值法下公司合理估值为 27.35 港元。

表 14: 可比公司估值比较 (截止到 2019 年 1 月 22 日收盘价, 其中 IMAX China 单位为港元)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股) (wind 一致预期)			PE		
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
601595.SH	上海电影	12.89	48.14	0.62	0.72	0.75	20.74	17.79	17.08
002905.SZ	金逸影视	13.97	37.55	0.81	0.90	0.99	17.30	15.61	14.07
603103.SH	横店影视	23.62	107.00	0.87	1.05	1.26	27.12	22.46	18.78
600977.SH	中国电影	15.06	281.17	0.75	0.73	0.84	19.98	20.57	18.03
000681.SZ	视觉中国	24.48	171.50	0.55	0.72	0.93	44.30	33.91	26.23
行业均值							25.89	22.07	18.84
1970.HK	IMAX CHINA	21.55	77.14	1.06	1.33	1.47	20.40	16.21	14.63

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

综合绝对估值法与相对估值法, 我们给予目标价 27.35 港元。

6. 风险提示

6.1. 电影产业发展速度不达预期风险

电影产业受政策因素影响较大，存在一定的波动性；且票房市场的景气度受影片内容影响较大，亦有一定的波动性。

6.2. 竞争风险

虽然公司竞争优势无可比拟，但存在竞争对手通过资本投入进行高额补贴抢占市场的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		