

传媒互联网行业—万达院线深度报告

2017年3月5日

“票房回暖”+“非票收入”双轮驱动，渠道龙头积极布局电影全产业链

买入（维持）

首席证券分析师 张良卫

执业资格证书号码：S0860514040001

zhanglw@dwzq.com.cn

021-60199740

盈利及估值重要数据	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入（百万元）	8000.7	11156.8	15054.8	20437.5
(+/-) (%)	49.85%	39.44%	34.94%	35.75%
净利润（百万元）	1185.83	1364.46	1898.97	2623.15
(+/-) (%)	48.05%	15.06%	39.17%	38.14%
EPS（元）	1.01	1.162	1.617	2.234
P/E	56.58	48.41	34.78	25.18

资料来源：wind，东吴证券研究所

投资要点

■ **万达院线渠道优势明显，17年有望迎来业绩拐点**，2016年万达院线单银幕票房超过行业近一倍，行业的竞争优势明显由于自建影院的投入扩张加速，利润为13.6亿，同比增速15.3%，低于营收38.73%的增速。未来一方面随着影院和银幕数的不断增加，新建影城带来的边际效应也将逐渐减弱；另一方面万达院线自建影院单银幕盈利能力强，缩短了回收成本时间，业绩有望在17年出现拐点。

■ **万达院线收购时光网，构筑电影生态服务圈**，万达收购时光网后共同构成覆盖超过2亿的高质量精准电影人群，（1）大数据分析目标观众画像，制定了精准化的促销策略；（2）结合时光网的衍生品设计能力与万达院线的营销能力，公司衍生品销售将会持续增加；（3）围绕“会员+”战略，布局娱乐场景。

■ **万达院线收购幕威时尚，拓展公司广告领域**，16年半年报显示，广告收入和贴片广告收入达到了7.3亿，涨幅较大。目前全国银幕数42052块，未来的银幕空间大概在80000块，万达院线银幕市场空间应在8000块，银幕的增加与广告收入的增长呈正相关关系，且预计随着银幕数的增多，边际效应也会不断增加，经过测算，预计2020年将获得超过50亿的广告收入。

■ **海外大片火爆扭转市场悲观预期，渠道龙头率先受益**，2016年票补的减少、优质内容的缺失、票价的降低是票房整体表现不佳的主要原因。2017年春节档票房回暖扭转了市场悲观预期，近期《极限特工3》、《生化危机：终章》、《爱乐之城》等引爆2月市场，伴随着一些海外具有票房保障优质电影IP续集播出，比如《金刚狼》、《速度与激情》等，预计将会推动一波观影热潮。

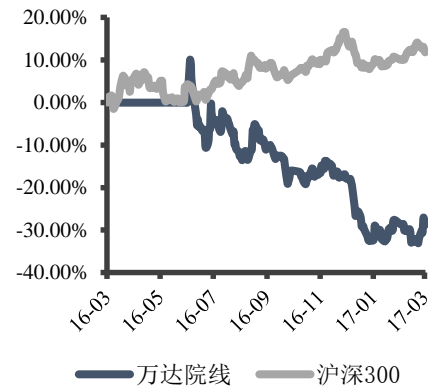
投资建议

由于16年票房的整体表现低于预期，我们调整万达院线的盈利预测，考虑到新建影城增加成本带来的边际效应递减及票房市场回暖，我们乐观预计净利润率将略有回升，预计公司2016-2018年净利润分别为13.6亿、19.0亿、26.2亿，摊薄后EPS分别为1.16、1.62、2.23，对应当前股价PE分别为48、35、25。结合万达行业龙头地位及行业平均估值水平，给予公司对应16年的业绩60-65倍，对应的目标价是70-75元，对应17年PE为43-46。非票收入的弹性增长，看好公司长期发展前景，维持买入评级。

风险提示

17年票房不达预期的风险，非票收入占比增速不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	56.93
一年最低价/最高价	49.02/91.40
市净率（倍）	6.44
流通A股市值（亿元）	240

基础数据

每股净资产（元）	3.38
资本负债率（%）	39.74%
总股本（亿股）	11.74
流通A股（亿股）	4.23

相关研究

1、《院线龙头地位稳固，非票收入增速明显，构筑国际化电影泛娱乐系统》

目录

1. 万达院线渠道优势明显，业绩有望在 17 年出现拐点	5
1.1. 院线大股东地位稳固，近期无大规模解禁	5
1.2. 院线龙头地位稳固，非票收入占比持续增加	6
1.3. 单银幕票房远高于行业平均，行业优势明显	8
1.4. 16 年业绩增速下滑，影院扩张增速加快，17 年业绩拐点有望出现	9
2. 万达院线收购时光网，构筑电影生态服务圈	12
2.1. 在线平台市场发展迅速，大数据助力精准营销	12
2.2. 国内衍生品市场一片蓝海，万达院线布局时光网有望业绩超预期	17
2.3. 整合优质资源，打造场景消费	21
3. 广告收入增长迅速，未来体量不容忽视	22
4. 海外大片火爆扭转市场悲观预期，渠道龙头率先受益	25
4.1. 16 年票房增速放缓，观影人数持续增长	25
4.2. 春节档票房回暖，扭转市场悲观情绪	27
4.3. 海外大片火爆，配额增加预期，进一步提振市场信心	29
4.4. 2017 年全国收入及万达院线国内票房收入测算	30
5. 投资建议和盈利预测	32
6. 风险提示	33

图表目录

图表 1: 万达院线的大股东及部分并购公司.....	5
图表 2: 万达院线大事记.....	5
图表 3: 万达院线限售股解禁情况.....	6
图表 4: 万达院线的票房收入.....	6
图表 5: 万达院线的观影人次变化.....	7
图表 6: 2016 年 TOP10 院线票房产出份额分布情况.....	7
图表 7: 非票收入占比及其增速.....	8
图表 8: 主营业务的毛利率比较.....	8
图表 9: 15、16 万达院线场均人次及票价.....	8
图表 10: 万达院线票房及单银幕票房比较.....	8
图表 11: 全国前十院线票房情况.....	9
图表 12: 万达院线营业收入趋势.....	10
图表 13: 万达院线营业净利润趋势.....	10
图表 14: 全国银幕增长数量及其增速.....	11
图表 15: 万达院线影院、银幕增长趋势.....	11
图表 16: 万达院线三四线城市票房占比情况.....	12
图表 17: 12-16 年在线购票占比.....	13
图表 18: 2016 年上半年在线票务市场竞争格局.....	13
图表 19: 2016 年在线票务平台布局全产业链.....	14
图表 20: 在线票务 1.0 时代.....	14
图表 21: 在线票务 2.0 时代.....	14
图表 22: 2016.01-2016.11 电影票房量级分布.....	15
图表 23: 2016 电影票号类型.....	15
图表 24: 时光网筛选演员界面.....	15
图表 25: 观影用户年龄分布.....	16
图表 26: 观影用户地域分布.....	16
图表 27: 《你的名字》受众年龄占比.....	16
图表 28: 《你的名字》受众性别占比.....	16
图表 29: 《你的名字》地区活跃比较.....	17
图表 30: 万达+时光网布局全产业链.....	17
图表 31: 美国衍生品销售占比.....	18
图表 32: 中国衍生品市场占比.....	18
图表 33: 国内衍生品市场的测算.....	18
图表 34: 产业巨头衍生品布局情况.....	18
图表 35: 时光网专业的媒体和服务平台.....	19
图表 36: 时光网部分授权 IP.....	19
图表 37: 《长城》衍生品.....	19
图表 38: “衍生π”品牌店.....	20
图表 39: 万达院线商品销售.....	21
图表 40: 万达院线销售占比.....	21
图表 41: 消费需求的变化.....	21
图表 42: 万达广场客流量情况.....	22

图表 43: 幕威时尚的主要业务.....	23
图表 44: 收购前幕威时尚营业收入与净利润.....	23
图表 45: 中、韩、美拥有银幕比较.....	24
图表 46: 万达院线银幕增长.....	24
图表 47: 全国银幕数市场空间的测算.....	24
图表 48: 万达院线广告收入的测算.....	24
图表 49: 全国票房收入、观影人次及其增速.....	25
图表 50: 中韩美人均观影次数比较.....	25
图表 51: 2015 年各省市人均观影频次.....	25
图表 52: 全国票房收入下降原因.....	26
图表 53: 16 年票房前十影片场均人次整体下降.....	26
图表 54: 2016 年票房前十的电影.....	26
图表 55: 2015 年票房前十的电影.....	27
图表 56: 16、17 年春节档票房对比.....	28
图表 57: 16、17 年观影人次对比.....	28
图表 58: 春节档票房城市分布情况.....	29
图表 59: 2017 年部分好莱坞强 IP 大片.....	29
图表 60: 一二线城市及三线城市的票房占比.....	30
图表 61: 一二线城市票房收入及环比增速.....	31
图表 62: 三线票房收入环比增速.....	31
图表 63: 一二线城市观影人次及环比增速.....	31
图表 64: 三线观影人次及环比增速.....	31
图表 65: 全国影院票房收入的测算.....	31
图表 66: 万达院线票房收入预测.....	32
图表 67: 行业估值表.....	33

1. 万达院线渠道优势明显，业绩有望在 17 年出现拐点

1.1. 院线大股东地位稳固，近期无大规模解禁

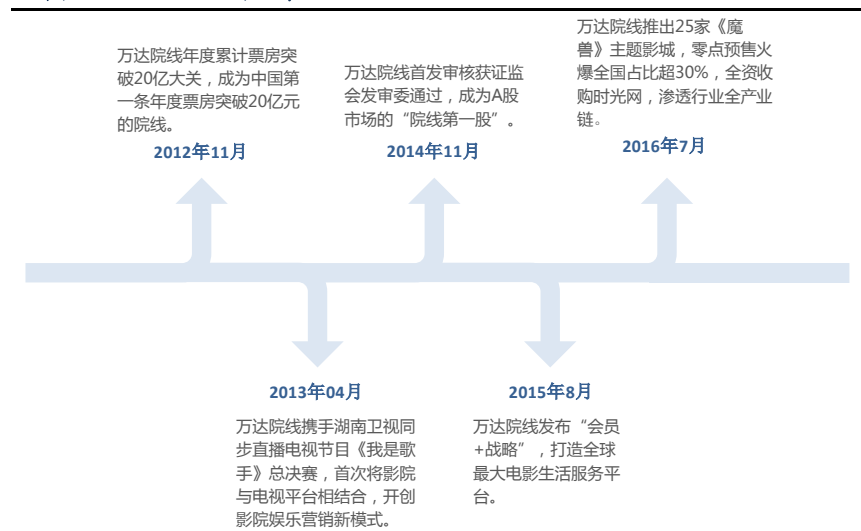
万达院线实际控制人为王健林，控股方为北京万达投资有限公司，控股方持股比例为 57.91%。万达院线主营为影院投资建设、院线电影发行、影院电影放映及相关衍生业务，为万达集团文化旅游产业板块的重要组成部分。“一切以观众的观影价值和观影体验为核心”是万达院线连锁经营服务的核心理念，“连锁经营能力、创新营销能力、服务品牌能力”是彰显万达电影核心竞争力的三大基本要素。

图表 1：万达院线的大股东及部分并购公司



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表 2：万达院线大事记

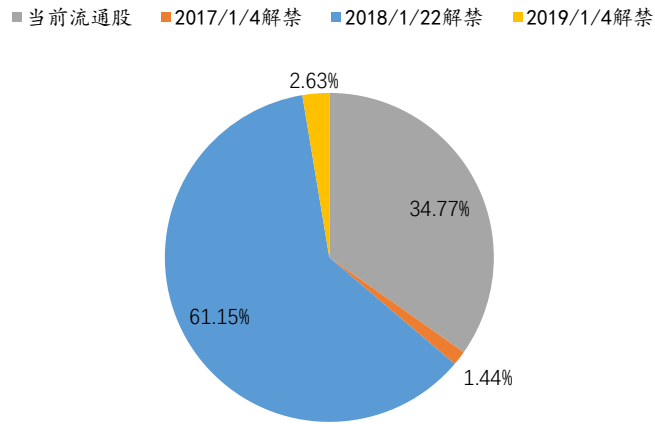


资料来源：万达院线官网，东吴证券研究所

目前万达院线的当前流通股占比为 35.21%，1 月 4 日有 1.44% 的股份

解禁，大规模的解禁将出现在 2018 年。

图表 3：万达院线限售股解禁情况

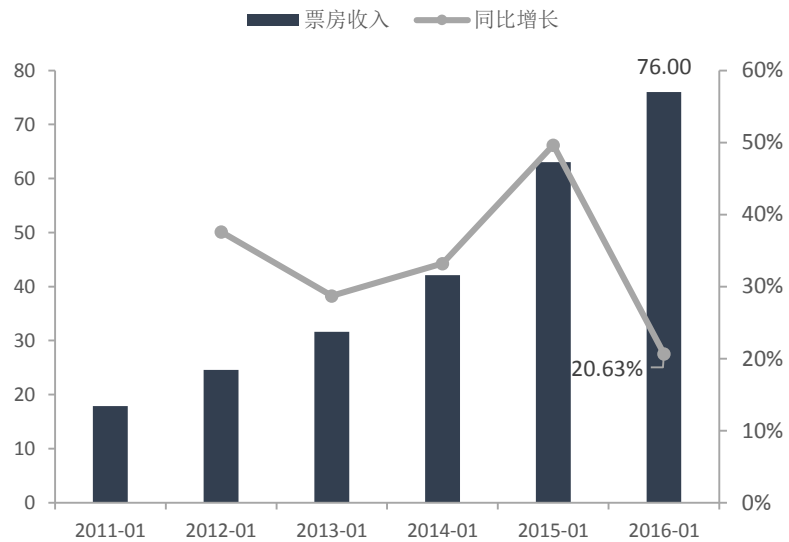


资料来源：wind，东吴证券研究所

1.2. 院线龙头地位稳固，非票收入占比持续增加

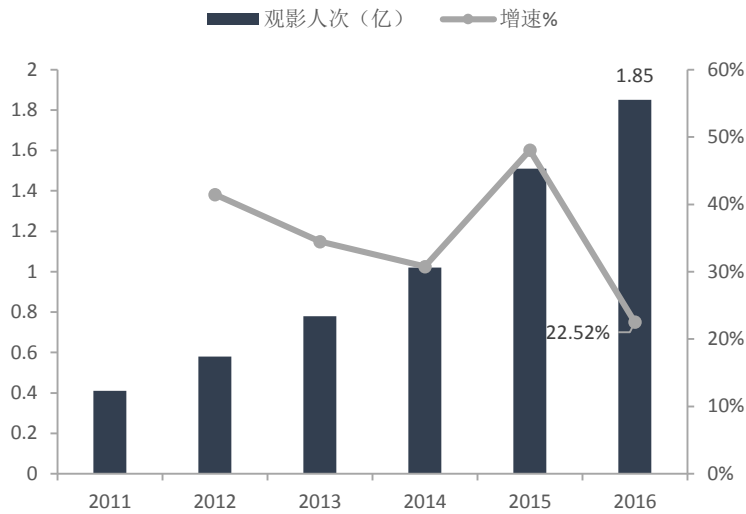
万达院线 2016 年累计票房收入 76 亿，同比增长 21%，16 年万达院线的观影人次为 1.85 亿人次，同比增长 22%，相较于 2015 年的 48.04% 的增速有明显下滑。但是相比较全国观影人次 8.9% 的增速，万达院线的观影人次增长速度与整个市场相比仍有明显优势。

图表 4：万达院线的票房收入



资料来源：wind，东吴证券研究所

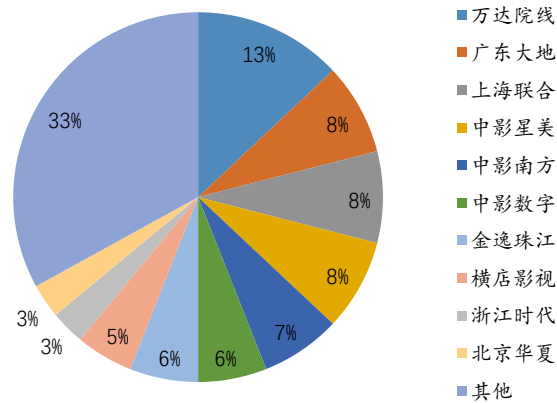
图表 5: 万达院线的观影人次变化



资料来源: wind, 东吴证券研究所

2016 年行业集中程度更加明显, TOP10 院线票房占比达到了 67%, 相比与去年增长了 28.8%, 影院行业抱团取暖趋势更为明显。根据猫眼大数据显示, 截止到 16 年末万达院线行业地位稳固, 2016 年票房产出份额占比为 13%, 较 15 年 11% 的份额产出占比略有上升, 连续第八年票房、观影人次和市场份额居行业第一。

图表 6: 2016 年 TOP10 院线票房产出份额分布情况

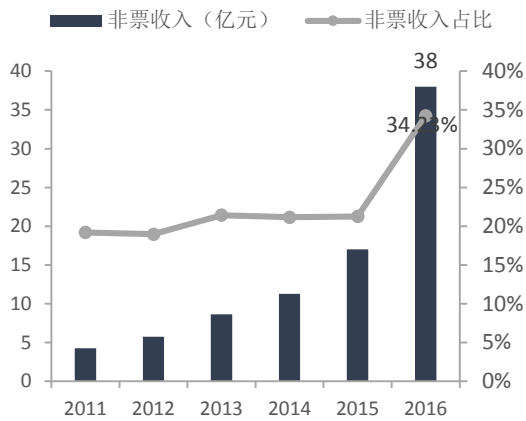


资料来源: wind, 东吴证券研究所

万达影院的非票收入是主要的一个利润来源, 万达院线在这一领域加快布局, 在商品销售中, 增加场景消费、VR 体验以及衍生品等, 2016 年非票收入达到了 38 亿元, 同比增长 101%, 占营业收入 34%, 相比较去年的 20.16% 有明显的增加。从非票收入的主营业务来看, 商品销售占比稳定, 影院广告收入和贴片广告增长明显。根据万达在衍生品及场景消费等方面的投入, 未来非票收入占比将持续增加, 预计 2017 年将超过 40%。

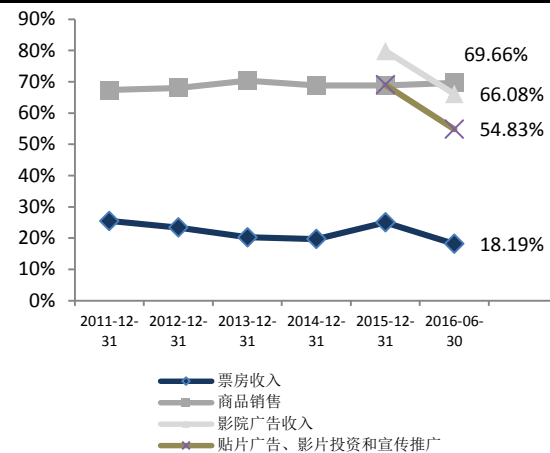
非票收入的毛利率相比较于传统的票房收入要高出很多，其中商品销售基本保持在 65%-70%之间，截止到 2016 年中季报，商品销售毛利率达到了 69.66%，相较上年略有增加；影院广告及贴片广告、影片投资相较于上一年有所降低，但仍超过 50%，大大超过票房的毛利率，随着银幕数的增长，未来潜力巨大。

图表 7：非票收入占比及其增速



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 8：主营业务的毛利率比较

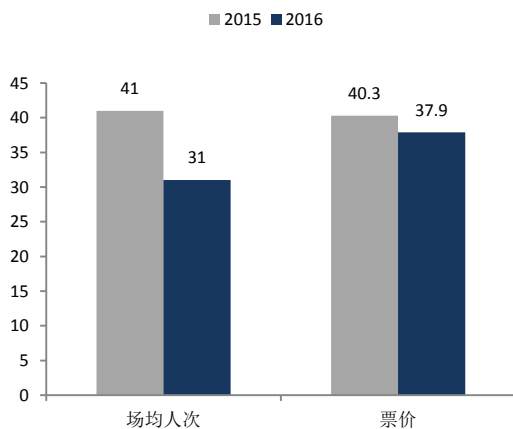


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

1.3. 单银幕票房远高于行业平均，行业优势明显

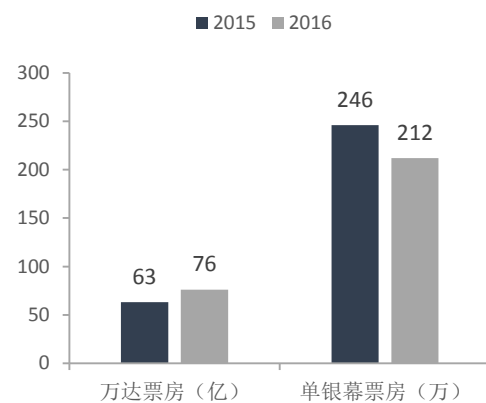
万达院线 2016 年累计票房收入 76 亿，同比增长 21%，人次、场次均有所上涨，场均人次及票价下跌明显，其中在场均人次及票价略有下跌的情况下，单银幕票房产出同比减少 28.2%。

图表 9：15、16 万达院线场均人次及票价



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 10：万达院线票房及单银幕票房比较



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2016 年万达院线平均票价为 37.9 元，高于行业的平均票价 33.1 元，单银幕票房为 212 万，超过了行业平均单银幕票房将近两倍，场均人次也远超行业平均水平，行业内竞争优势明显。

从行业内市场份额占比前 10 的院线公司相比情况看来，在场均人次、

平均票价及单银幕票房等方面都占据明显的优势。在表中可以看出，万达院线票房、场均人次、平均票价及单银幕票房方面都排在第一位，在场次方面广东大地排在了首位达到了 710 万。

图表 11：全国前十院线票房情况

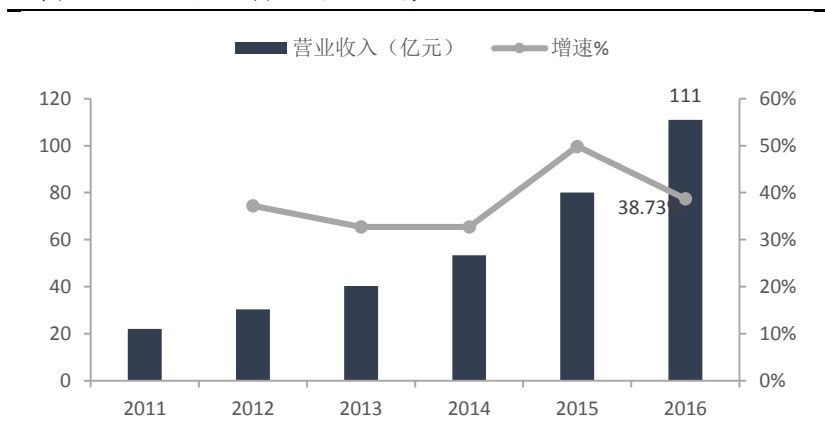
院线名称	票房(亿)	场次(万)	场均人次	平均票价	单银幕票房(万)
万达院线	60.73	523.9	31	37.9	205.5
广东大地	36.64	711.1	18	30.1	101.7
上海联合	35.69	406.1	25	36.1	159.8
中影星美	34.50	475.9	22	34.5	132.5
上海南方	32.36	521.7	19	33.6	115.0
中影数字	29.48	583.4	16	32.2	91.8
金逸珠江	27.68	386.5	22	33.9	148.7
横店影视	20.71	345.7	20	30.2	121.5
浙江时代	14.52	251.7	18	32.7	107.0
北京华夏	14.44	280.9	17	31.0	102.8

资料来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

1.4. 16 年业绩增速下滑，影院扩张增速加快，17 年业绩拐点有望出现

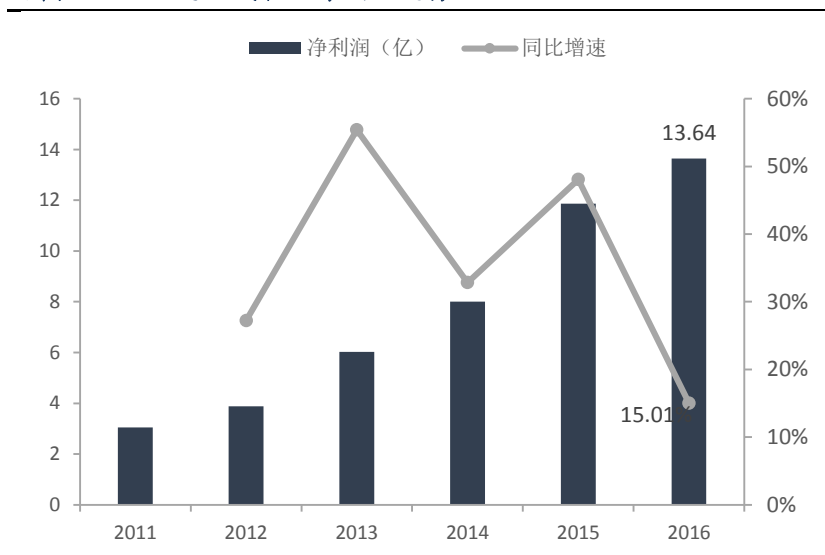
2016 年万达院线营业收入达到了 111 亿，远超去年的 80 亿，同比 2015 年增长了 38.73%，相比较于 15 年 49.86% 的增速有所下滑，但是考虑到 16 年电影市场整体表现比较低迷，增速只有 3.7%，万达院线的营业收入水平仍在预期之内。营业净利润为 13.6 亿，较上年同比增长 15.05%，增速下滑明显。

图表 12: 万达院线营业收入趋势



资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 13: 万达院线营业净利润趋势

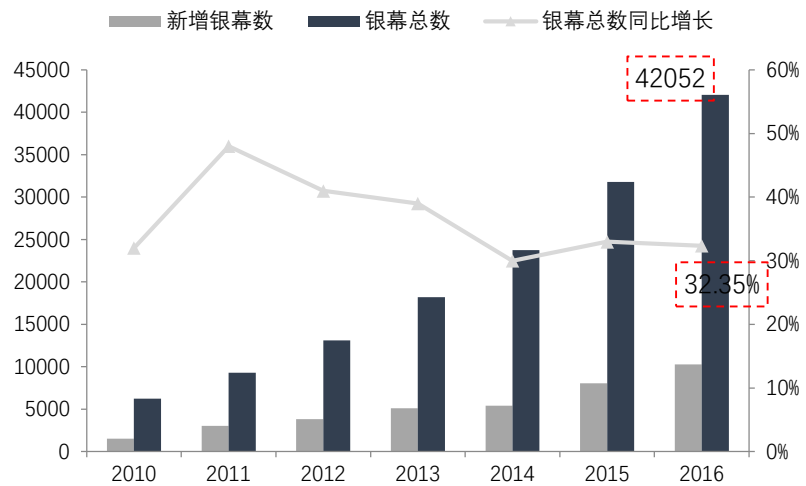


资料来源: wind, 东吴证券研究所

2016 年影院扩张速度与 15 年持平, 在票房整体表现整体低迷的情况下, 截至目前全国影院达到 7835 家, 同比增长 24%, 银幕数达到 42052 块, 同比增长 33%, 银幕数已经超过了北美。

2016 年单影院票房产出较 2015 年下滑 17%, 单银幕票房产出较 2015 年下滑 22%, 且近 68% 的影院票房产出低于行业平均水平, 影院经营面临较大压力, 影院兼并趋势明显。

图表 14: 全国银幕增长数量及其增速

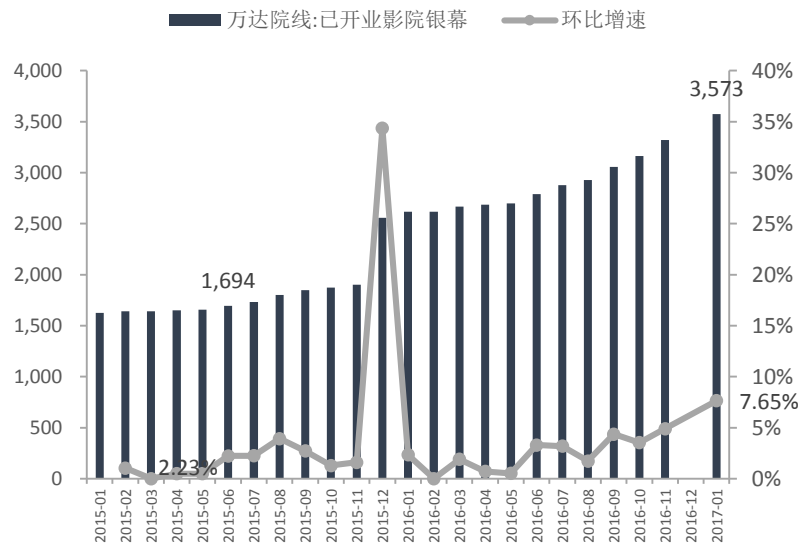


资料来源: 猫眼专业版, 东吴证券研究所

万达院线影院、银幕数增长迅猛, 截止到 2017 年 1 月拥有影院 404 家, 银幕 3573 块, 16 年增长了 1016 块, 增速达到了 39.7%。预计未来二三年内每年新增影院 150-200 家, 银幕 1000-1200 块。

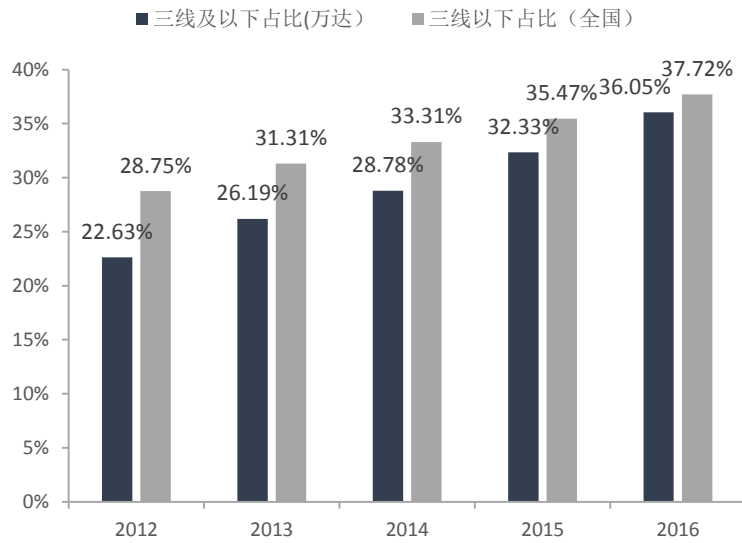
万达院线银幕占比基本保持在 6%-8% 之间, 2016 年银幕占比为 8.4%, 与 15 年的 7.8% 相比上升明显。且随着三四线城市观影习惯的养成和观影年龄的递延, 万达院线加快了三四线城市的布局, 三四线城市票房占比增速明显, 且高于行业占比增速。

图表 15: 万达院线影院、银幕增长趋势



资料来源: 猫眼专业版, 东吴证券研究所

图表 16：万达院线三四线城市票房占比情况



资料来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

我们认为净利润增速下滑明显一方面是因为 16 年电影票房市场表现低迷，增速放缓，单银幕票房下降，一定程度上影响了业绩；另一方面自建和并购影城力度的增大，营业成本方面增长加快，新建影城未达盈亏平衡点。未来一方面随着影院和银幕数的不断增加，新建影院的占比将会逐渐降低，带来的边际效应也将逐渐减弱；另一方面万达院线自建影院单银幕盈利能力强，缩短了回收成本周期。假设新开一家八银幕影城平均需要 500 万，根据目前情况万达单银幕票房收入在 200 万左右，则一家影城的票房收入为 1600 万，按照以毛利率 20% 计算，票房毛利润为 320 万，则在 1.5 年左右万达院线可收回成本。由于 16 年万达院线在自建影院上投入力度较强，业绩有望在 17 年出现拐点。

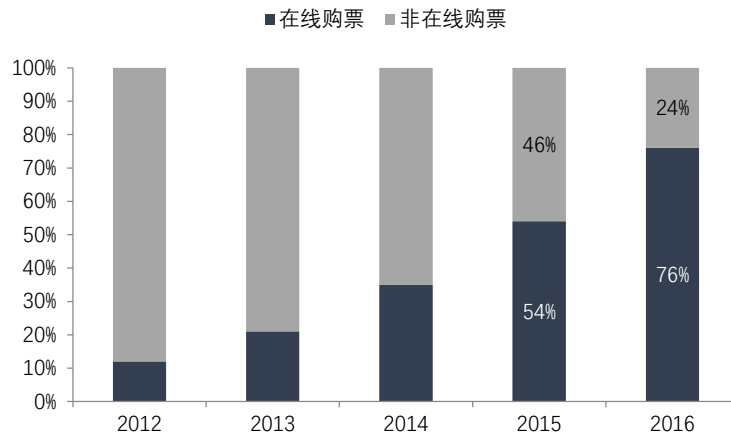
2. 万达院线收购时光网，构筑电影生态服务圈

2.1. 在线平台市场发展迅速，大数据助力精准营销

2016 年在线票务市场发展迅速，已成为主要的购票渠道，占比达到了 76%，与 2015 年的 54% 相比有了大幅增长。在线市场已经接近饱和，线上化继续增长空间有限，这也是 2016 年票补退化的主要原因。

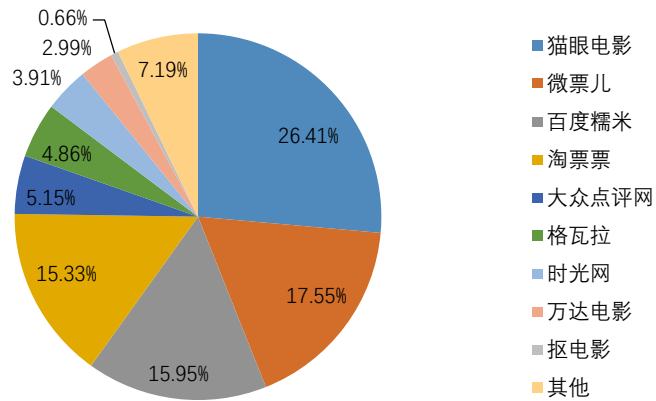
2016 年在线票务市场进一步集中，“猫眼+BAT”占据票务市场的前四位，其中猫眼以 24.41% 的市场份额占据市场第一位，微票儿、百度糯米和淘票票分别以 24.41%、17.55%、15.95% 占据二、三、四位。时光网凭借着自身的优势，占据 3.91% 的在线票务市场规模，行业内排名第 7 位。

图表 17: 12-16 年在线购票占比



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

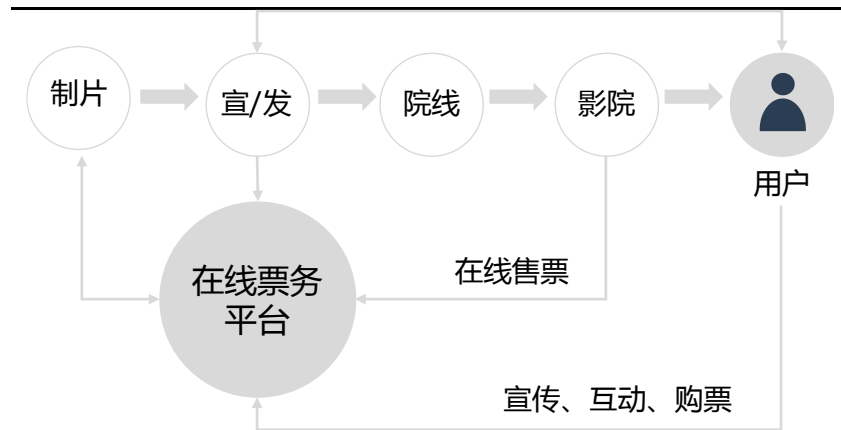
图表 18: 2016 年上半年在线票务市场竞争格局



资料来源: 易观智库, 东吴证券研究所

2016 年在线票务行业告别了粗放式的低价补贴圈地的在线票务 1.0 阶段, 并且开始“娱乐+平台”全产业链布局的 2.0 模式。在 1.0 时代, 在线票务平台主要用开展红包、约看、众酬等多种方式触达观众, 影片宣发费用补贴的方式抢占市场; 到了 2.0 时代, 在线平台将主要运用大数据于 IP 开发、电影出品、发行、营销、衍生品等, 布局全产业链, 构筑电影生态闭环。

图表 19：2016 年在线票务平台布局全产业链



资料来源：易观智库，东吴证券研究所

图表 20：在线票务 1.0 时代



资料来源：易观智库，东吴证券研究所

图表 21：在线票务 2.0 时代

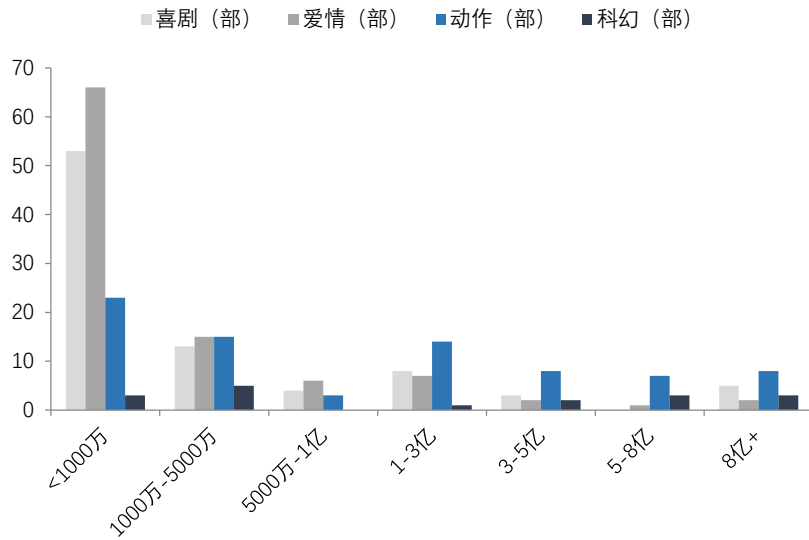


资料来源：易观智库，东吴证券研究所

在线票务平台可提供服务大数据，为制片方提供大数据用户洞察；通过连接上用户，构建电影社交平台，提高宣传覆盖面；根据用户信息建立不同影片用户资料库，帮助片商锁定目标群体，对于针对不同人群拍什么类型的片子做出最优决策。大数据还可通过对导演、演员、制片、编剧等已拍片的类型、作品数量和票房建立不同的资料库，为拍片选导演、演员等做出决策。

时光网专业版大数据显示，在 2016 年电影类型偏好方面 31.60% 的人对于动作影片较为偏好，排在了第一位，爱情片与科幻片分别以 27.80% 和 16.60% 占据第二位和第三位。在电影票房量级方面小于 1000 万的影片占比最高，超过 8 亿的影片类型中动作片占有绝对优势。

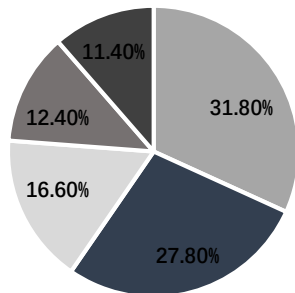
图表 22: 2016.01-2016.11 电影票房量级分布



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 23: 2016 电影票号类型

■ 动作 ■ 爱情 ■ 科幻 ■ 喜剧 ■ 其他



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

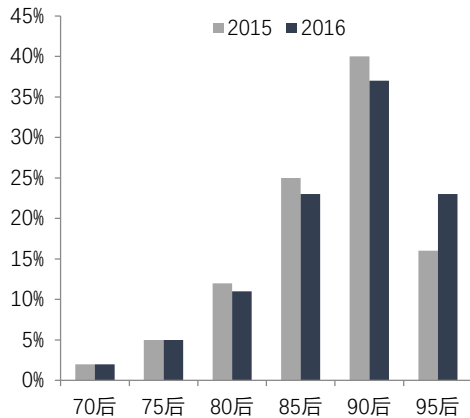
图表 24: 时光网筛选演员界面



资料来源: 时光网, 东吴证券研究所

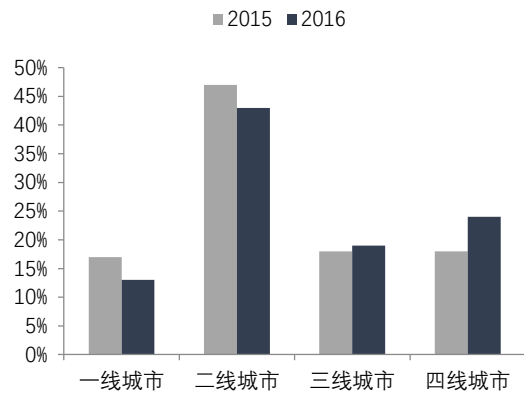
利用大数据, 院线平台可以针对特定的人群和区域更精准的进行制片与排片。根据猫眼大数据显示, 2016 年观影用户中, 90 后用户占比达 60%, 已成为观影主力, 其中 95 后观影用户群体增长迅速。2016 年 12 月观影用户地域分布构成中, 三四线城市用户占比逐步扩大, 一二线城市占比逐渐缩小。三四线新建影城增速明显, 线上购票更加普及。

图表 25: 观影用户年龄分布



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 26: 观影用户地域分布

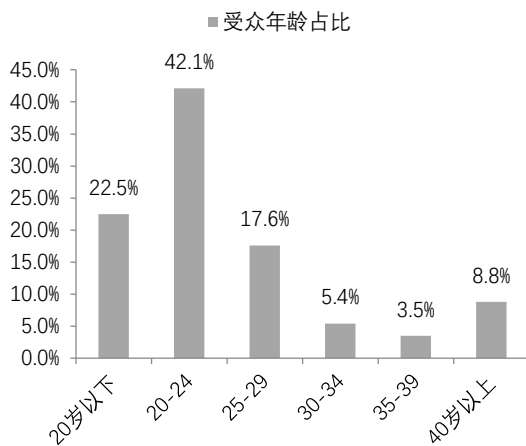


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

利用预售影片宣传方提前精准定位目标观影群体, 以光线传媒发行《你的名字》为案例, 通过想看该影片用户的男女比例、年龄结合和预售的城市的活跃度让片方精准的投放营销资源, 最大限度扩大在核心观影人群中的影响力。

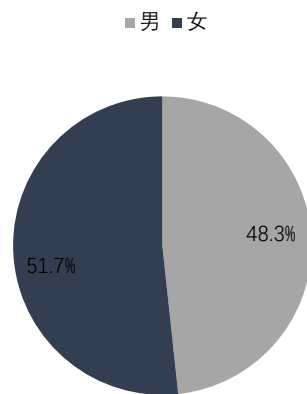
猫眼电影利用平台大数据, 分析目标观众画像, 制定了精准化的促销策略。据数据显示, 20~24 岁的观众是该片营销的重点, 且对价格比较敏感。针对这一重点人群制定了同款滤镜创意营销, 火爆微信、QQ 空间等社交平台。

图表 27: 《你的名字》受众年龄占比



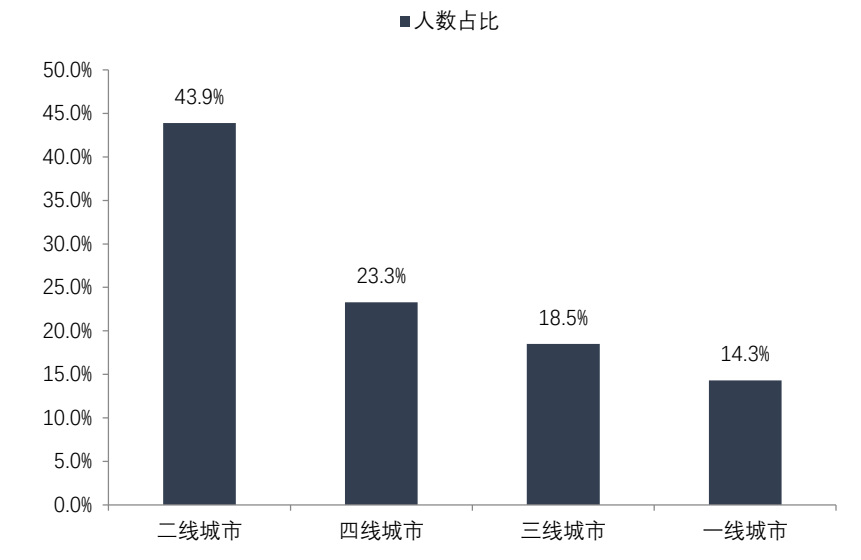
资料来源: 时光网专业版, 东吴证券研究所

图表 28: 《你的名字》受众性别占比



资料来源: 时光网, 东吴证券研究所

图表 29: 《你的名字》地区活跃比较

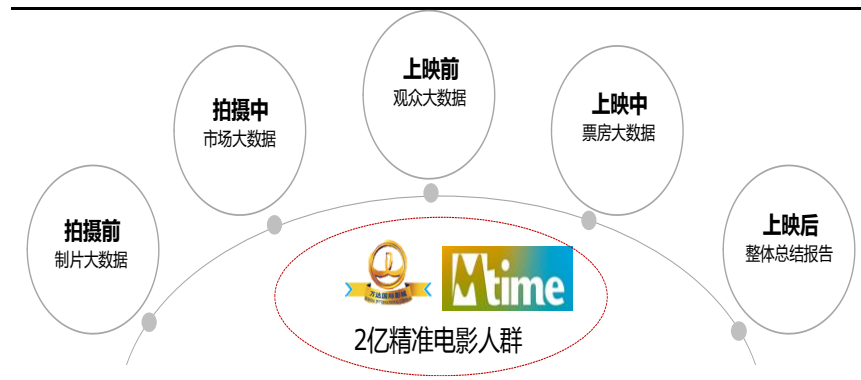


资料来源: 时光网, 东吴证券研究所

目前时光网拥有 PC 端 6000 万用户、手机 8000 万用户, 而万达有 7000 万会员, 万达收购时光网后共同构成覆盖近 2 亿的高质量精准电影人群。

对于时光网过去 11 年的大数据重新梳理, 服务市场可以分为两部分, 一部分是看电影人的 B2C, 一部分是做电影人的 B2B。从拍摄前的制片大数据、拍摄中的市场大数据到上映前的观众大数据最后至上映中票房大数据、上映后整体总结报告, 形成一个 B2B 电影生态闭环。

图表 30: 万达+时光网布局全产业链



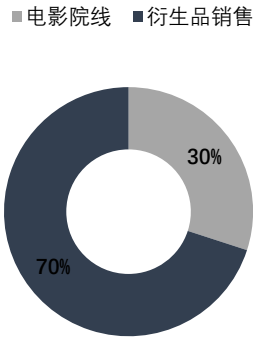
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2.2. 国内衍生品市场一片蓝海, 万达院线布局时光网有望业绩超预期

以美国为首的海外电影产业已经形成了机制健全、信息充分流通的产业链生态圈。根据 NPD Group 提供的数据, 2015 年从好莱坞电影中衍生出来的玩具收入达到了 57 亿美元, 衍生品的收入高达电影总收入的

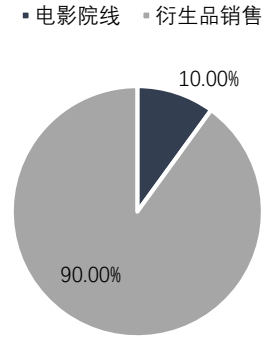
70%，这个数字是 2015 年中国电影票房的 85%。中国是全球第二大电影票房市场，但是在衍生品市场的开发上几乎是一片空白，衍生品收入只占到国内电影收入的 10%。国产电影的衍生品的开发基本上还停留在营销宣传的辅助阶段，并非聚焦在衍生品本身价值的开发。

图表 31：美国衍生品销售占比



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 32：中国衍生品市场占比



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

国内目前已对衍生品市场有所重视，假设未来四年中国票房有 20% 的增速，未来四年衍生品销售收入占票房收入的 15%，20%，25%，30%。对我国衍生品市场进行测算。

图表 33：国内衍生品市场的测算

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
衍生品销售收入 (亿元)	45.5	82	131	196	282
票房收入 (亿元)	455	546	655	786	943

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

随着中国电影规模的不断扩大，衍生品的开发已经逐步引起重视，产业巨头开始布局全产业链，如阿里旗下的阿里鱼、腾讯旗下的可可影、光线传媒并购猫眼、万达院线并购时光网等，衍生品有望在此基础上迎来爆发。

图表 34：产业巨头衍生品布局情况

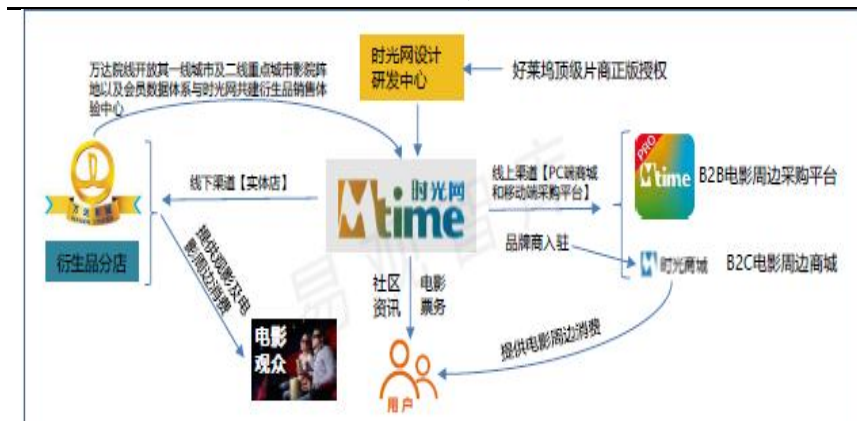
公司	制片	发行	票务	周边衍生品
腾讯	企鹅影业 腾讯影业 华谊兄弟	微票时代	微票儿	可可影
阿里	阿里影业 博纳	阿里影业 联瑞影业	淘宝电影	阿里鱼
百度	爱奇艺影业		百度糯米	

	华策影视			
乐视	乐视影业	乐视影业	永乐票务（体育）	乐视商城
万达	传奇影业 万达影视	万达影视 五洲发行	时光网	时光网
光线	光线传媒	光线传媒	猫眼	猫眼

资料来源：新闻整理，东吴证券研究所

时光网成立于 2005 年，2011 年开始尝试电影业务，市场占有率始终不高。在此背景下，时光网在 2014 年就积极发展提早布局衍生品市场，时光网与多家全球知名电影公司合作开发衍生品，并获得了迪士尼、漫威、DC、环球等多家品牌的正版授权，拥有大量的 IP 资源，是国内被授权种类最多的被授权方。与此同时，时光网还拥有自己的衍生品设计团队 Designed by Mtime，拥有衍生品独立自主设计、生产能力。Designed by Mtime 曾设计魔兽衍生品，销售火爆，在影片上映前超过了 1 个亿的销量，为国内顶尖的衍生品设计团队。此次设计的《长城》衍生品品类众多，包括服饰、筷子、麻将等，在市场上同样引起巨大的反响。

图表 35：时光网专业的媒体和服务平台



资料来源：易观，东吴证券研究所

图表 36：时光网部分授权 IP

	主题：星球大战 侠盗一号
	主题：冰雪奇缘 公主系列
	主题：美国队长 钢铁侠 蜘蛛侠

资料来源：时光网官网，东吴证券研究所

图表 37：《长城》衍生品



资料来源：时光网官网，东吴证券

2015 年 12 月 10 日，万达院线旗下衍生品品牌“衍生π”正式发布，首批 11 家衍生品店正式运营，在《星球大战》上映之际与全国影迷见面。“衍生π”是万达院线推出的以电影衍生周边为主的专属门店，提供多种电影周边产品和优惠福利，销售的商品均为世界一线品牌，其中包括孩之宝系列、奥飞系列、威龙系列等，商品涵盖面广，品种多样，做工精良。其中包括当今炙手可热的《变形金刚》系列，《复仇者联盟》系列，《星球大战》系列等高级手办模型。

2016 年上半年，万达自有衍生品品牌“衍生π”已开业衍生品店累计超过 30 家。目前影时光的线下零售店正在与万达的衍生品零售店衍生π打通，之后会以影时光品牌统一亮相。万达衍生品团队也并入了时光网，时光网取代总部管理衍生品团队，负责产品规划和设计，落地销售则由万达影院完成。结合时光网的衍生品设计能力与万达院线的营销能力，未来万达院线的衍生品销售将会持续增加。公司 2016 年衍生品销售主要以线下为主。根据趋势预测，万达将在 2017 年大力发展线下衍生品店，并在下属影城建设不少于 100 个衍生品店。

图表 38：“衍生π”品牌店

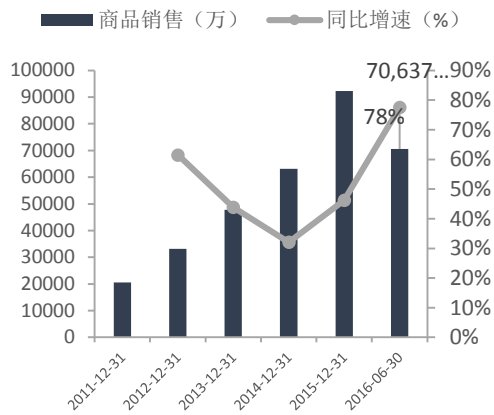


资料来源：百度图库，东吴证券研究所

截止到 2016 年二季度，万达院线的商品销售占比基本维持在 10%-15%，随着国内衍生品市场的开发，预计衍生品市场会有突破性的增长，未来两年有望突破 25%。

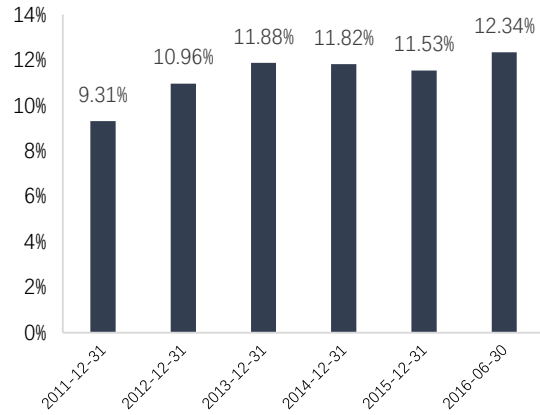
衍生品和电影是相互促进的作用，爆款电影会吸引消费者购买衍生品，17 年多部超强 IP 影片登陆中国市场将会极大的促进我国的衍生品市场。另外时光网拥有我国顶尖的衍生品销售团队，《魔兽》与《长城》衍生品的火爆也将对于 17 年的衍生品市场产生一定的带动作用。

图表 39: 万达院线商品销售



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 40: 万达院线销售占比

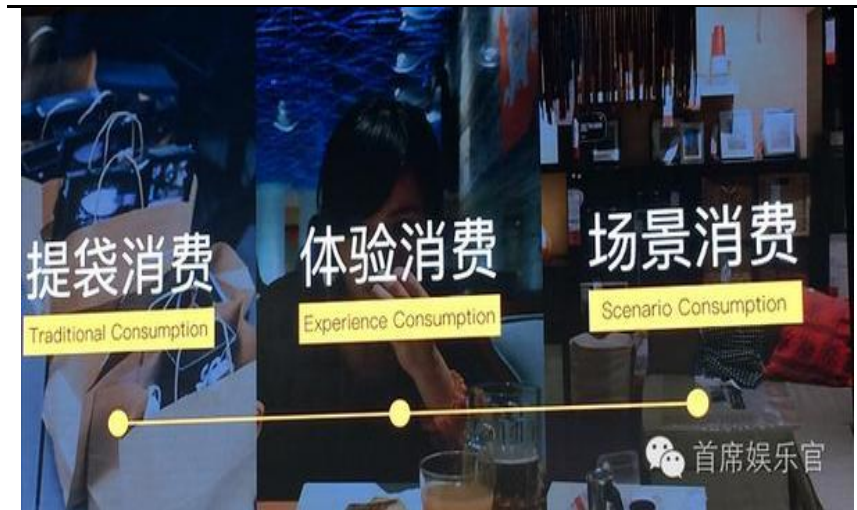


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2.3. 整合优质资源, 打造场景消费

目前消费需求已经从以沃尔玛为代表的“提袋消费”到以体验、场景为核心的“场景消费”时代。在过去的 10 年来, 逛街看电影等户外实景社交比例不降反增, 互联网的发展并没有取代现场体验, 而有些购买决策也必须在现场达成, 营销回归线下场景是商业回归本质的必然结果。

图表 41: 消费需求的变化



资料来源: 百度图库, 东吴证券研究所

场景消费时代, 体育、健身等多个业态开始进入购物中心。环境变化带来的营销模式也在变化, 影院是场景消费中最主要的入口。消费者光顾购物中心的首要目的是看电影, 其次是餐饮。消费者到购物中心去的同时, 37%的消费者会选择看电影, 有理由相信, 影院是未来场景消费的重要场所。

万达院线通过“会员+”来打通商业场景的不同场景, 万达院线拥有 8,000 万会员, 活跃度超过 85%, 会员对票房的贡献超过 85%。通过万达

影城，消费者将与多个场景形成连接。切实推进“会员+”战略，为会员构造娱乐场景：公司会员数量继续保持增长。公司围绕“会员+”战略，布局娱乐场景，通过设计升级，为会员打造最佳的观影氛围。通过科技升级，引进百家杜比影院，为会员提供最佳观影体验；通过构建多屏互动、影游联动的营销平台、VR 体验、多元娱乐体验、搭建游戏线下分发平台等方式，为会员构造娱乐场景。通过娱乐营销，创新营销模式，围绕影城建立场景消费平台，最大限度挖掘会员价值，提升会员粘性。万达所提供的商业实景，可以同时覆盖全国 174 个城市，400 多个万达影院，直接辐射影院、餐饮等场景。协同整合万达商业资源，目前万达拥有 173 座万达广场，102 家酒店，2831 万平米物业面积，3 个大型文旅项目，9 个超大型文化项目，60 家儿童娱乐项目。

VR 方面，万达将与 HTC 等合作，在院线布置 VR 体验区，目前有 40 个体验区，营销效果好，和 VR 内容互动也会成为 IP 转化的途径。万达 2015 年举办《英雄联盟》城市英雄争霸赛“万达院线外卡赛”，通过打造线下游戏体验和消费场景，使得共有近五千名选手报名，观赛人数 11000 人，上座率高达 80%。2016 年，万达将提供 4D 观影体验，APP 增加约吧功能服务社交需求，并和腾讯签署战略合作协议，在院线内提供腾讯游戏体验，加大 VR 体验投入，并提供更多的电影相关衍生品。

图表 42：万达广场客流量情况

时间	万达广场年客流量	万达影城年观影人次	观影人次占广场客流量比率
2014 年	16.3 亿	1.02 亿	6.3%
2015 年	20.3 亿	1.47 亿	7.2%

资料来源：新闻整理，东吴证券研究所

3. 广告收入增长迅速，未来体量不容忽视

2015 年万达院线通过收购慕威时尚，实现电影媒体整合营销，参与好莱坞影片投资以及宣传推广拓展公司业务领域。利用慕威时尚公司，全面整合电影媒体资源，整合大客户资源，由传统的客户广告到给客户提供电影整合营销。

慕威时尚主要业务包括电影实时大数据应用、好莱坞影片投资和宣传推广工作和电影媒体广告整合营销。业务服务内容包括为电影制片公司、发行方、院线公司等电影用户提供可视化数据分析辅助决策，帮助其提升票房收入及相关业务收益；参与好莱坞影片制作的投资，同时协助相关影片在中国地区宣传推广工作；帮助广告客户利用电影媒体进行品牌或产品宣传。主要途径包括但不限于电影植入广告、贴片广告、广告品牌与电影进行联合推广，影院阵地线上及线下活动等。

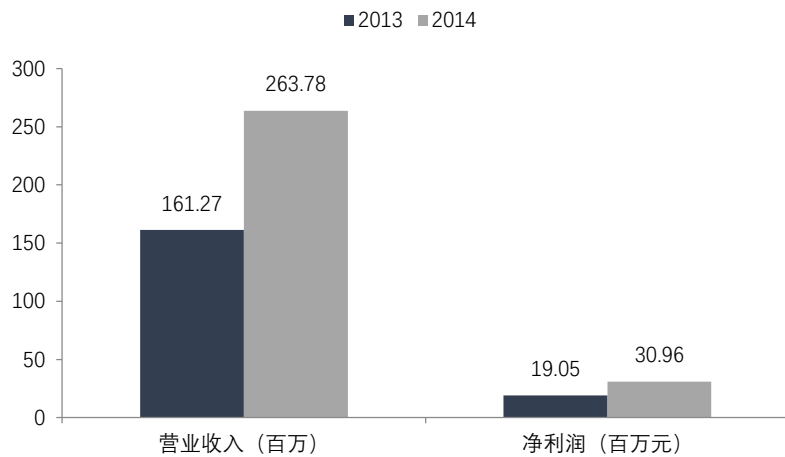
在收购前，慕威时尚在 13 年、14 年的营业收入分别是 1.61 亿和 2.64 亿，净利润分别为 0.19 亿和 0.31 亿。

图表 43：幕威时尚的主要业务

业务类型	业务服务内容	主要客户或服务领域
电影实时大数据应用	为电影制片公司、发行方、院线公司等电影用户提供可视化数据分析辅助决策、帮助其提升票房收入及相关业务收益。	电影院线公司、电影行业用户公司自身业务决策运营。
好莱坞影片投资和宣传推广	参与好莱坞影片制作的投资，同时协助相关影片在中国地区宣传推广工作。	好莱坞电影公司及其影片
电影媒体广告整合营销	帮助广告客户利用电影媒体进行品牌或产品宣传。主要途径包括当不限于电影植入广告、贴片广告、广告品牌与电影进行联合推广，影院阵地线上及线下活动等。	品牌广告客户

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 44：收购前幕威时尚营业收入与净利润

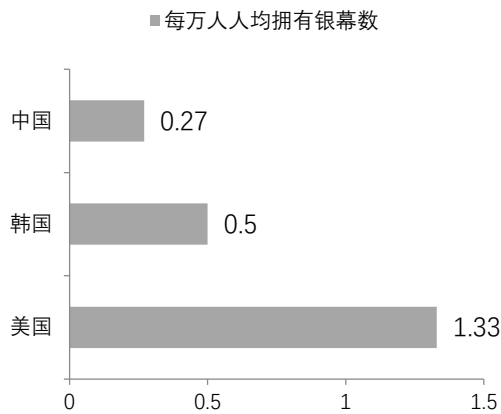


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

中国银幕总数发展迅速，2016 年更是首次超过北美，但是人均银幕数占有量相比较于发达国家还有较大的差距。数据显示，目前中国每万人人均拥有银幕总数为 0.27，韩国的人均拥有银幕数为 0.5，美国人均拥有银幕总数为 1.33。未来我国的银幕总数有望和韩国持平，银幕数仍有较大的成长空间。

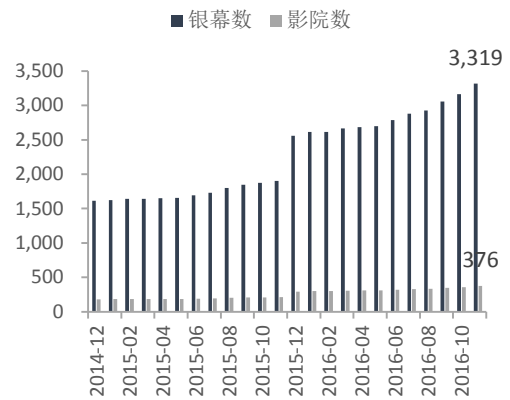
万达院线影院数、银幕数增长迅猛，截止到 2017 年 1 月拥有影院 404 家，银幕 3573 块，16 年增长了 1016 块，增速达到了 39.7%。预计未来二三年内每年新增影院 150-200 家，银幕 1000-1200 块。依托于银幕数增长的广告收入未来也将持续增长。

图表 45: 中、韩、美拥有银幕比较



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 46: 万达院线银幕增长



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

目前我国的每万人人均持有银幕数为 0.27, 而韩国达到了 0.5, 美国为 1.33。假设我国与韩国的每万人人均持有银幕数持平, 银幕数则在现有的基础上增加一倍, 截止目前全国银幕数为 42052 块, 则未来银幕数为 80000 块, 目前万达银幕数为 3319 块, 考虑到万达院线的并购加速以及占据市场份额的逐步增长, 万达院线的银幕市场空间应该在 8000 块, 目前万达预计每年增加 1000-1200 块的银幕数量, 则在 4 年后将达到 8000 块的市场空间。

图表 47: 全国银幕数市场空间的测算

	全国银幕数 (块)	万达院线银幕数 (块)
2016A	45052	3319
2020E	80000	8000

资料来源: 资料整理, 东吴证券研究所

万达院线 15 年下半年的广告收入为 5.2 亿, 银幕数为 2557 块, 每块平均为 20.34 万元, 16 年中报的广告收入 7.3 亿, 银幕数为 2789, 平均每块为 26.17 万元, 银幕的增加与广告收入的增加呈正相关关系, 且预计随着银幕数的增多, 边际效应也会不断增加, 预计 2020 年将会超过 50 亿的广告收入。

图表 48: 万达院线广告收入的测算

	银幕数 (块)	广告收入
2016 中报	2789	7.3 亿
2020E	8000	50 亿

资料来源: 资料整理, 东吴证券研究所

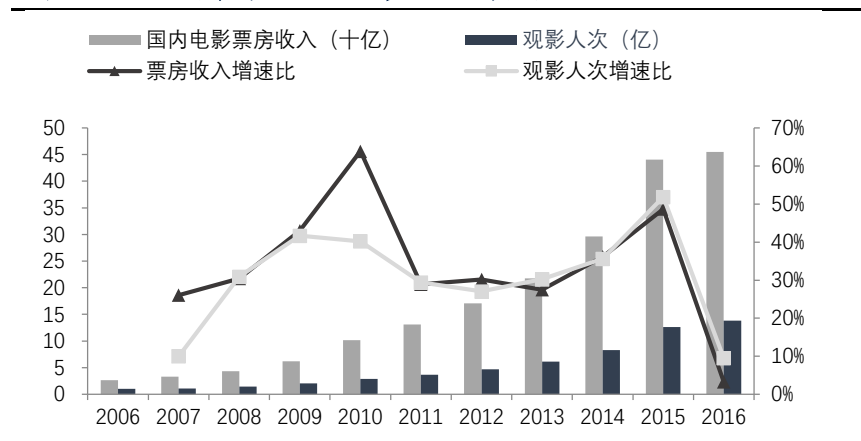
4. 海外大片火爆扭转市场悲观预期，渠道龙头率先受益

4.1. 16 年票房增速放缓，观影人数持续增长

2016 年电影市场整体表现比较起伏，年初的高开后逐渐走低，最终以小幅微涨收尾。2016 年整体总票房为 455 亿元，相比较于 2015 年 441 亿元的票房，增长了 3.7%。相比较 15 年增速下降明显。观影人次达到了 13.8 亿，相比较 2015 年 12.6 亿的观影人次，增长了 9.5%，并且首次超过了北美。

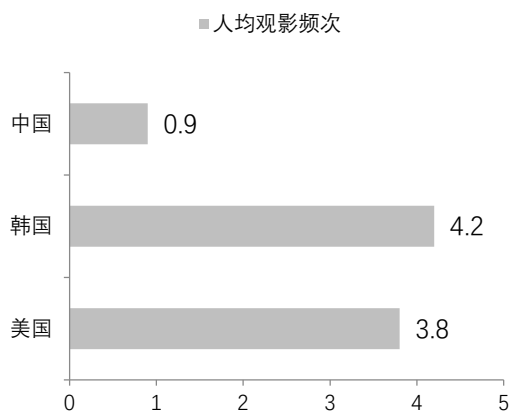
我国总人次虽然超过北美，但是由于我国庞大的人口基数，在人均观影频次上仍远远低于一些发达国家，其中，中国人均 0.9，美国 3.8，韩国更是达到 4.3，未来我国的票房仍有巨大的潜力。就国内而言各地人均观影次数相差明显，北上广及其江浙一带的人均观影次数显著高于其他地区，其中北京更是高达 3.3 次，低于韩国的 4.3 次，接近于美国人均观影 3.8 次。

图表 49：全国票房收入、观影人次及其增速



资料来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

图表 50：中韩美人均观影次数比较



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 51：2015 年各省市人均观影频次

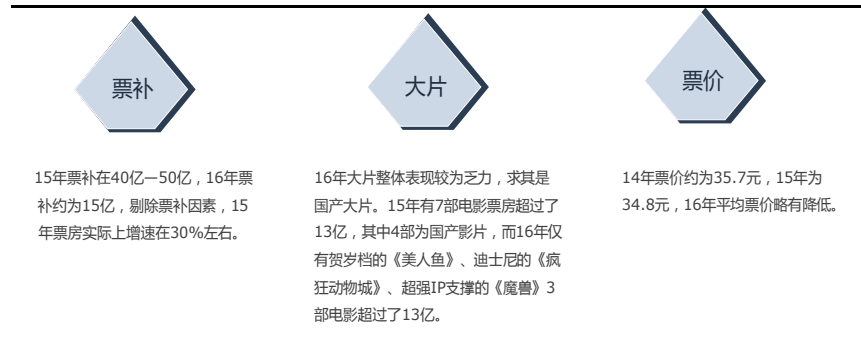


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2016 年电影市场整体比较低迷的原因主要有三个方面造成的，首先

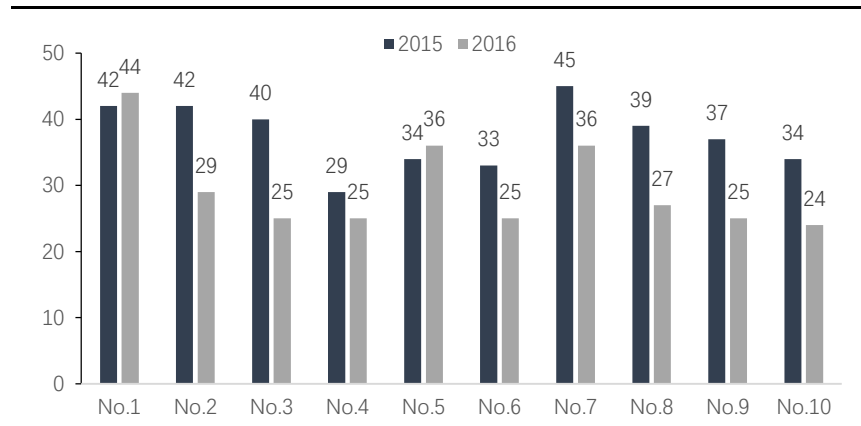
是票补的因素。15 年由于在线平台抢占市场份额，票补大概在 40 亿-50 亿，2016 年随着在线平台市场份额接近饱和，猫眼+BAT 市场份额逐渐稳定，票补下降明显，约为 15 亿。其次，16 年大片整体表现乏力，尤其是国产大片，缺乏优质内容。15 年有 7 部电影票房超过 13 亿，其中 4 部位国产影片，而 16 年仅有贺岁档的《美人鱼》、迪士尼的《疯狂动物城》、超强 IP 支撑的《魔兽》3 部电影超过了 13 亿。15 年前 25 名电影场次人均相较 15 年下降 17.9%，累计票房收入下降 2.3%。票价的持续降低也是票房表现不佳的原因。14 年平均票价约为 35.7，15 年约为 34.8 元，16 年平均票价持续呈现下降趋势约为 33.1 元。

图表 52：全国票房收入下降原因



资料来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

图表 53：16 年票房前十影片场均人次整体下降



资料来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

图表 54：2016 年票房前十的电影

影片名	类型	总票房	平均票价	场均人次	豆瓣评分	上映日期
美人鱼	喜剧	33.92 亿	37	44	6.9	2016.02.08
疯狂动物城	动画	15.30 亿	34	29	8.2	2016.03.04
魔兽	动作	14.72 亿	37	25	7.8	2016.06.08
美国队长 3	动作	12.46 亿	35	25	6.4	2016.05.06
西游记之孙悟空三打白	奇幻	12.01 亿	37	36	5.7	2016.02.08

骨精						
湄公河行动	动作	11.84 亿	30	25	8.1	2016.09.30
澳门风云 3	动作	11.18 亿	36	36	4.0	2016.02.08
盗墓笔记	奇幻	10.04 亿	35	27	4.8	2016.08.05
功夫熊猫 3	动画	10.02 亿	36	25	7.7	2016.02.29
奇幻森林	奇幻	9.79 亿	34	24	7.8	2016.04.15

资料来源：艺恩，东吴证券研究所

图表 55：2015 年票房前十的电影

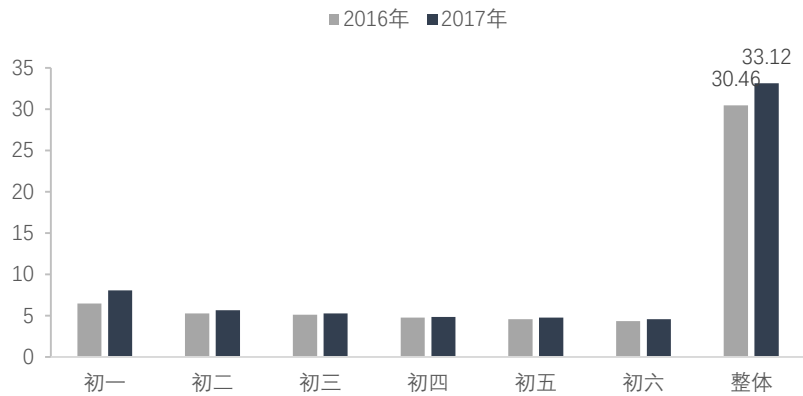
影片名	类型	总票房	平均票价	场均人次	豆瓣评分	上映日期
捉妖记	奇幻	24.40 亿	37	42	6.8	2015.07.16
速度与激情 7	动作	24.27 亿	39	42	8.3	2015.04.12
港囧	喜剧	16.14 亿	33	40	5.7	2015.09.25
复仇者联盟 2：奥创纪元	科幻	14.64 亿	40	29	7.1	2015.05.12
夏洛特烦恼	喜剧	14.42 亿	32	34	7.4	2015.09.30
侏罗纪世界	动作	14.21 亿	38	33	7.7	2015.06.10
寻龙诀	动作	13.74 亿	36	45	7.6	2015.12.18
煎饼侠	喜剧	11.60 亿	33	39	6.1	2015.07.17
澳门风云 2	动作	9.75 亿	39	37	5.6	2015.02.19
西游记之大圣归来	动画	9.56 亿	35	34	8.2	2015.07.10

资料来源：艺恩，东吴证券研究所

4.2. 春节档票房回暖，扭转市场悲观情绪

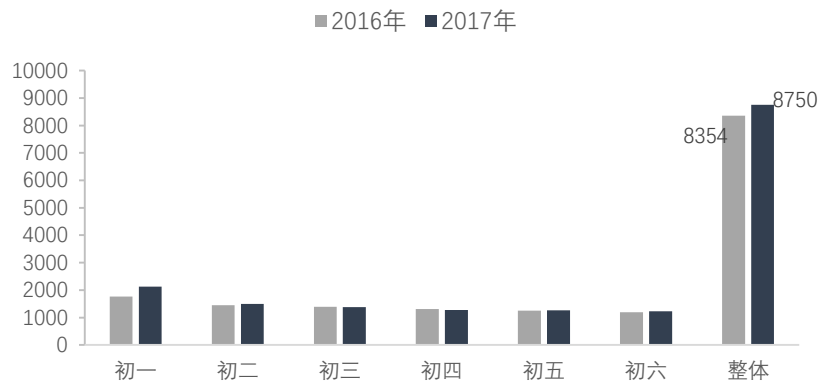
春节档（初一至初六）票房合计约为 33.12 亿，观影人次 8750 万，16 年同期票房合计 30.46 亿，观影人次为 8354 万，票房同比增长 8.73%，观影人次同比增长 4.74%。由于电影票房的统计口径出现变化，新票价包含网售服务费，网售服务费约为 3 元，相较于（初一至初六）37.8 元的票价，网售服务费占比大约在 8% 左右。2016 年在线平台售票份额为 76%，根据此数据进行测算，统计口径的变化带来 6.08% 的票房增长，剔除此项影响，春节档（初一至初六）票房同比 16 年增长约为 2.65%。从大年初一突破 8 亿大关，创下单日票房记录后，由于几部票房占比较高影片评分不佳等因素，票房走势呈现出后劲不足的态势。渠道驱动效应减弱，内容驱动时代到来，其中《西游伏妖篇》以 11.52 亿领跑春节档，《功夫瑜伽》以 8.7 亿位居第二，成为档期最大黑马，《大闹天竺》后劲不足以 5.7 亿位居第三。

图表 56: 16、17 年春节档票房对比



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 57: 16、17 年观影人次对比

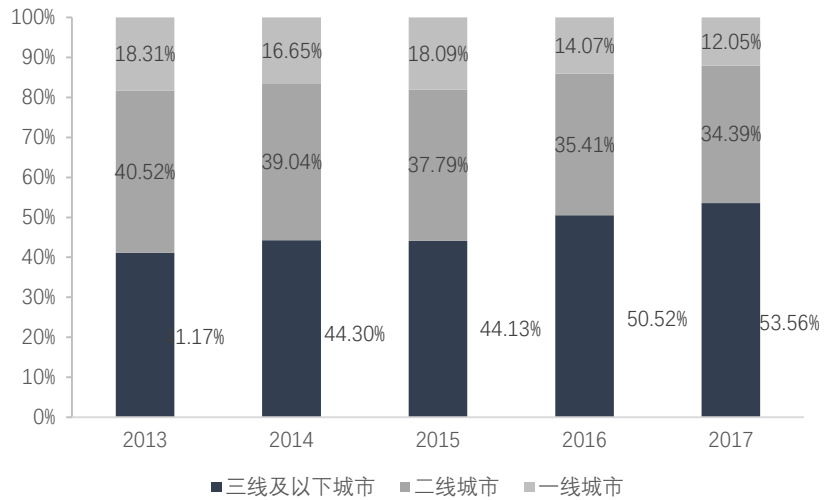


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

票补是支撑春节档票房增长的重要因素。15 年电商票补规模达到 40 亿元, 随着 16 年“猫眼+BAT”四大在线票务平台市场份额的稳定, 票补急剧下降只有 15 亿左右, 这也是 16 年电影市场增速放缓的主要原因。而在 17 年春节档, 票补力度比 2015 年更大。淘票票、格瓦拉、微票等都推出了春节档特惠活动, 8.8 元抢票《功夫瑜伽》、《健忘村》, 5.8 元看《西游伏妖篇》、《大闹天竺》等。同时春节档预售火爆, 据猫眼专业版显示, 截止 1 月 28 号 0 点, 当天预售总票房已达 3.45 亿元, 《西游伏妖篇》更是在上映前 34 小时预售破亿元, 创造了预售破亿最快记录。

另一方面, 三四线城市的占比增速提升也是主要原因。从春节档(初一至初六)的票房城市分布情况来看, 三线及以下城市的票房占比达到了 53.56%, 超过了去年同期的 50.52%, 更是远超 16 年整年的 37.75%。从变化趋势看一方面是因为春节期间是全年三四线人口分布的最高时期, 一二线城市的回流给三四线城市带了较强的购买力。16 年各大院线加快对三四城市布局, 影院数和银幕数的快速增长, 吸收了更多三四线城市的人口红利, 从观影地区和用户年龄的分布来看, 三四城市的观影习惯正在形成, 城市青年逐渐成长为观影主力人群。

图表 58：春节档票房城市分布情况



资料来源：Wind，东吴证券研究所

4.3. 海外大片火爆，配额增加预期，进一步提振市场信心

2月票房59.4亿，环比上月增长21%，2017年前两月票房108.4亿（含服务费），同比上年基本持平，考虑到去年1季度有《美人鱼》表现超出预期及总票房同比15年增速明显，2017年前两月票房已扭转前期悲观预期。

《极限特工3》票房超过10亿，总票房冲进进口片总榜前十位，《爱乐之城》上映4日打破中国上映歌舞片票房纪录，《生化危机：终章》3天狂揽6.7亿票房，游戏改编再创佳绩，海外片带动票房回暖预期进一步增强。

随着海外大量具有票房保障的优质电影IP均有续集播出，比如《金刚狼》、《速度与激情》、《雷神》、《加勒比海盗》等，预计将会推动一波观影热潮。

图表 59：2017 年部分好莱坞强 IP 大片

影片名	类型	出品公司	导演	主演	上映日期
金刚狼 3	科幻	二十世纪福斯	詹姆斯·曼高德	休·杰克曼	2017. 3. 3
速度与激情 8	动作	环球影业	加里·格雷	范·迪塞尔	2017. 4. 14
银河护卫队 2	科幻	漫威影业	詹姆斯·古恩	克里斯·帕拉特	2017. 5. 5
加勒比海盗 5	科幻	迪士尼	乔阿吉姆·罗恩尼	约翰尼·德普	2017. 5. 26
变形金刚 5: 最后的骑士	科幻	派拉蒙	迈克尔·贝	马克·沃尔伯格	2017. 6. 23

猩球崛起：终极之战	科幻	二十世纪福斯	马特·里夫斯	安迪·瑟金斯	2017. 7. 14
雷神 3：诸神黄昏	科幻	漫威影业	塔伊加·维迪提	克里斯·海姆斯沃斯	2017. 11. 3
星球大战 8	科幻	卢卡斯，迪士尼	莱恩·约翰逊	奥斯卡·伊萨克	2017. 12. 15

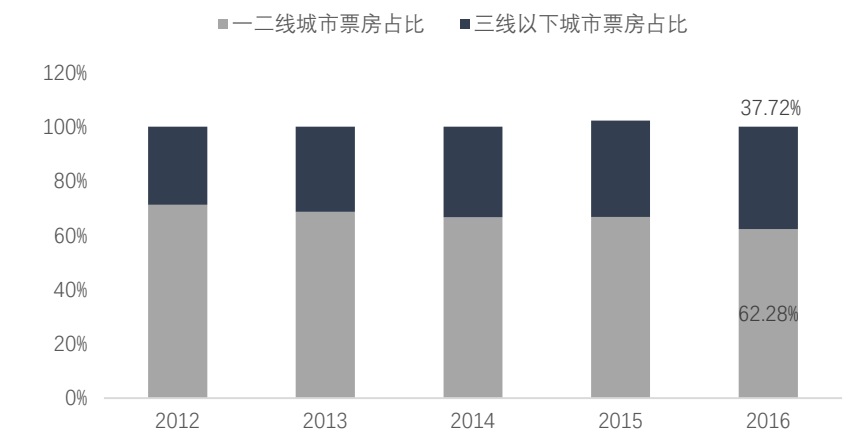
资料来源：艺恩，东吴证券研究所

4.4. 2017 年全国票房收入及万达院线国内票房收入测算

近年来，一二线城市电影市场发展已经较为成熟，观影人次增速逐渐趋缓，低于全国观影人次环比增速。城市票房份额逐年下滑，由 2011 年的 71.25% 下滑至 2016 年的 62.28%，五年下滑了近 9%。未来进一步激发观影需求难度加大。三线以下城市票房和观影人次持续高速增长，票房和观影人次平均增速在 40% 左右，票房份额快速提升，由 2011 年的 28.75% 提升至 37.72%。三线以下城市目前平均人均观影次数仅为 1.2 次/人，对比一二线城市 2.8 次/人的数字，还有很大的提升空间。

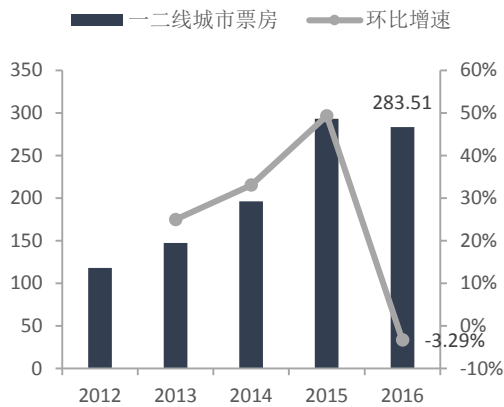
电影作为娱乐商品，需求弹性较大，一定范围内降低票价带来的流量更多。2016 年电影平均票价为 33.1 元，下降了 4.9%。三线以下城市影院对比一二线城市，运营成本（房租、人力成本）更低，票价存在的下降空间更大，同时为了进一步打开市场、吸引人群，影院也有降低票价的动力，这也和城市消费水平和能力相匹配。

图表 60：一二线城市及三线城市的票房占比



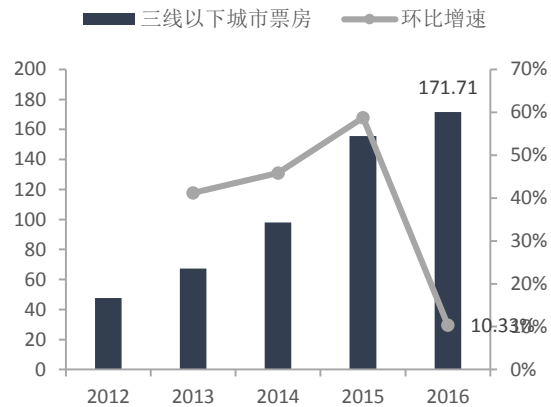
资料来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

图表 61: 一二线城市票房收入及环比增速



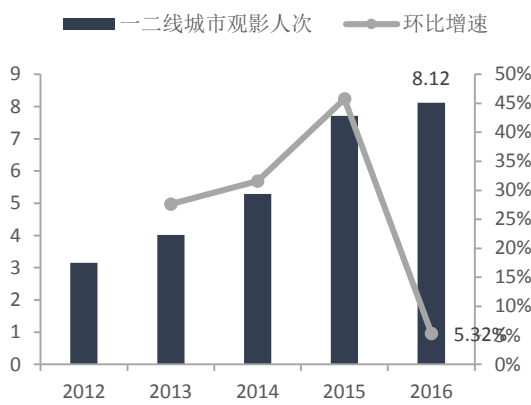
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 62: 三线票房收入环比增速



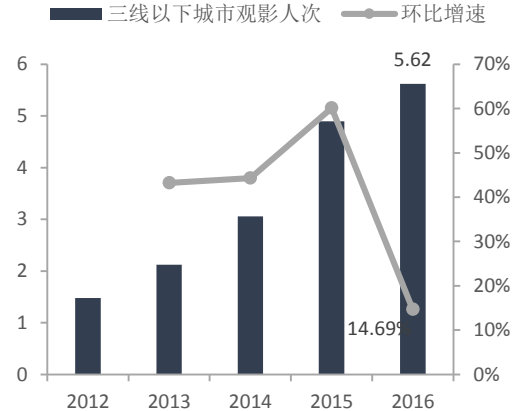
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 63: 一二线城市观影人次及环比增速



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 64: 三线观影人次及环比增速



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

综合上述各种因素, 其中人均观影频次相较于国外仍有很大空间, 15 年由于票补、内容优质等原因增速为 52%, 16 年总人次增速虽有所下降, 但仍保持在 9.5%, 考虑到 17 年多部火爆 IP 影片引进, 影院、银幕的持续增长以及三四线城市的快速拓展, 观影人次增速有望加快, 达到 20%左右; 随着在线票务市场份额接近饱和, 行业集中度的提高, 三四线城市的占比逐渐增高, 预计平均票价将会继续下降, 下降幅度在 2%左右。综上所述, 剔除服务费的影响预计 17 年票房收入实际增速约为 15%。

图表 65: 全国影院票房收入的测算

	观影人次 (亿)	平均票价	票房收入 (亿)
2016A	13.73	33.10	457
2017E	16.22	32.44	526

资料来源: 资料整理, 东吴证券研究所

万达院线 15 年市场份额占比 13.6%, 16 年市场占比份额为 14%, 据万达发布会表示每年将会新增 1000-1200 块银幕, 银幕占比将会持续增加,

根据 16 年银幕总数占比在 8.4%左右,且公司单银幕票房近行业平均的两倍,估计到 16 年底万达院线的市场份额会达到 16%左右,综合 16 年全年,预计全年票房收入占比将达 15%。

图表 66: 万达院线票房收入预测

	全国票房收入 (亿)	市场份额	万达院线国内票房收入 (亿)
2016A	457	14%	64
2017E	526	15%	79

资料来源: 资料整理, 东吴证券研究所

5. 投资建议和盈利预测

1) 票房收入。16 年票房收入受整体电影市场的低迷有所放缓, 预计 17-18 年随着电影市场的回暖以及行业集中度的加剧, 万达院线的市场份额及票房收入将进一步增长, 剔除服务费影响, 预计 17 年票房收入增速在 15%左右, 万达院线的市场份额会达到 15%左右, 国内票房收入增长约为 15 亿, 综合考虑国外票房因素的影响, 预计万达院线票房收入增速在 20%以上。

2) 商品销售。商品销售是未来万达院线弹性最大的业务, 非票收入的占比有望达到营收的 50%, 以观影人次增长为基础的爆米花逐步向以“IP”、创意为主的玩具、服装、VR 场景转变, 随着时光网衍生品设计能力和万达院线线下销售能力的结合, 以及娱乐场景的布局, 我们乐观预计未来衍生品收入将保持 50%左右的增速。

3) 广告收入。广告收入已成为万达院线短期的主要增长点, 16 年由于银幕基数小, 广告收入呈现爆发式的增长, 随着基数的增大, 银幕数增长产生的边际效应减弱, 预计银幕数每年增长 1000-1200 块, 17 年增速在 35%左右, 18 年增速大概在 26%左右。随着银幕数的增多, 一方面院线面对广告主的议价能力变强, 另一方面广告价格也会逐渐提升。根据 16 年上半年单银幕广告收入增加 30%, 综合单银幕广告收入增速可能放缓的因素下, 17-18 年广告收入增速约为 70%, 40%以上。

由于 16 年扩张加快, 自建城影城成本较高, 业绩增速在 15%左右, 17 年业绩将出现拐点, 17-18 利润增速将保持在 30%以上。2016/17/18 年净利润分别为 13.6, 19.0, 26.2 亿元, 对应 EPS 分别为 1.16, 1.62, 2.23 元, 对应 PE 为 48, 35, 25X。

我们选取了同属于院线板块的中国电影、上海电影、幸福蓝海及文投控股作为估值比较, 结合万达院线在行业内的龙头地位, 给予公司对应 16 年的业绩 60-65 倍, 对应的目标价是 70-75 元, 对应 17 年 PE 为 43-46。考虑到电影票房回暖预期的增强, 非票收入占比增长迅速, 业绩 17 年有望出现拐点, 维持“买入”评级。

图表 67：行业估值表

可比公司	目前股价（元）	2016E	2017E	2018E
上海电影	37.51	60	48	38
中国电影	23.50	44	33	28
幸福蓝海	29.32	66	49	37
文投控股	22.80	68	52	42
行业平均		60	46	36

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

6. 风险提示

- (1) 2017 年票房收入增速不及预期；
- (2) 非票收入的占比增速不及预期。

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	4,763.2	7,791.4	11,461.8	15,001.5	营业收入	8,000.7	11,156.4	15,054.8	20,437.5
货币资金	4,113.7	7,594.2	10,526.4	14,402.9	营业成本	5,236.1	7,546.1	10,107.1	13,782.1
应收和预付款项	558.4	94.9	784.8	411.0	营业税金及附加	348.5	457.7	642.2	858.9
存货	82.0	93.1	141.5	178.4	营业费用	376.6	524.5	736.0	984.4
其他流动资产	9.1	9.1	9.1	9.1	管理费用	525.3	754.7	1,059.1	1,416.4
非流动资产	10,297.5	8,924.6	7,551.3	7,208.7	财务费用	59.7	66.0	-4.7	-79.7
长期股权投资	12.2	12.2	12.2	12.2	资产减值损失	11.7	1.1	1.6	2.1
投资性房地产	-	-	-	-	投资收益	4.4	-	-	-
固定资产和在建工程	1,701.1	1,432.7	1,163.9	894.4	其他经营损益	114.1	-	-	-
无形资产和开发支出	5,830.5	5,757.3	5,684.1	5,610.9	营业利润	1,447.3	1,822.6	2,536.6	3,503.9
其他非流动资产	2,753.7	1,722.4	691.2	691.2	营业外净收支	114.1	-	-	-
资产总计	15,060.7	16,716.0	19,013.2	22,210.2	利润总额	1,561.4	1,822.6	2,536.6	3,503.9
流动负债	2,035.2	2,495.4	3,129.3	4,028.7	所得税	373.4	455.6	634.1	876.0
短期借款	-	-	-	-	净利润	1,188.0	1,366.9	1,902.4	2,627.9
应付和预收款项	2,035.2	2,495.4	3,129.3	4,028.7	少数股东损益	2.2	2.5	3.4	4.8
长期借款	3,372.4	3,372.4	3,372.4	3,372.4	归属母公司股东 净利润	1,185.8	1,364.5	1,899.0	2,623.2
其他负债	494.9	494.9	494.9	494.9	EBIT	1,543.5	1,885.1	2,527.0	3,417.7
负债合计	5,902.5	6,362.7	6,996.6	7,896.1	EBITDA	2,031.1	3,256.8	3,898.7	3,758.1
股本	1,174.3	1,174.3	1,174.3	1,174.3					
资本公积	4,590.9	4,590.9	4,590.9	4,590.9	重要财务与估值 指标	2015A	2016E	2017E	2018E
留存收益	3,344.3	4,537.0	6,196.8	8,489.6	每股收益(元)	1.0	1.2	1.6	2.2
归属母公司股东权益	9,109.5	10,302.2	11,962.0	14,254.8	每股净资产(元)	7.8	8.8	10.2	12.1
少数股东权益	5.8	8.3	11.7	16.5	发行在外股份(百万股)	1,027.1	1,457.0	1,457.0	1,457.0
股东权益合计	9,115.3	10,310.4	11,973.7	14,271.3	ROIC(%)	72.4%	17.5%	32.5%	55.7%
负债和股东权益合计	15,017.9	16,673.1	18,970.3	22,167.3	ROE(%)	13.0%	13.2%	15.9%	18.4%
					毛利率(%)	34.6%	32.4%	32.9%	32.6%
					EBIT Margin(%)	19.3%	16.9%	16.8%	16.7%
现金流量表 (百万 元)	2015A	2016E	2017E	2018E	销售净利率(%)	14.8%	12.3%	12.6%	12.9%
经营性现金净流量	2,166.7	3,714.9	3,161.8	4,120.7	资产负债率(%)	39.2%	38.1%	36.8%	35.6%
投资性现金净流量	-3,485.5	-	-	-	收入增长率(%)	49.9%	39.4%	34.9%	35.8%
筹资性现金净流量	3,942.5	-234.4	-229.5	-244.1	净利润增长率(%)	48.0%	15.1%	39.2%	38.1%
现金流量净额	2,644.1	3,480.5	2,932.2	3,876.5	P/E	55.7	48.4	34.8	25.2
折旧与摊销	4.9	13.7	13.7	3.4	P/B	7.3	6.4	5.5	4.6
资本支出	7.0	-	-	-	EV/EBITDA	32.0	18.9	15.1	14.6
经营营运资本增加	-3.4	-8.8	1.4	-11.8					

资料来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>