

强烈推荐-A (维持)

万达院线 002739.SZ

目标估值：70.5-73.3 元
当前股价：54.26 元
2017 年 04 月 16 日

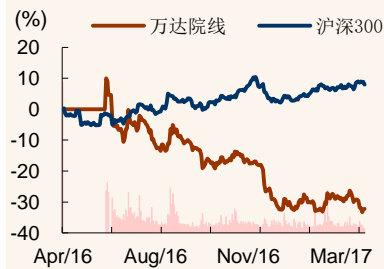
2017 年受益于票房增速拐点，非票房业务持续增长

基础数据

上证综指	3246
总股本 (万股)	117429
已上市流通股 (万股)	42285
总市值 (亿元)	637
流通市值 (亿元)	229
每股净资产 (MRQ)	8.8
ROE (TTM)	13.2
资产负债率	45.6%
主要股东	北京万达投资有限公
主要股东持股比例	57.91%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-18	-32
相对表现	-7	-24	-39



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《万达院线 (002739) —全产业链娱乐航母横空出世，做大格局势不可挡》2016-06-07
- 2、《万达院线 (002739) —影院扩张+影市联动助推院线一哥高成长》2015-04-26

顾佳

021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

王光兵

wanguangbing@cmschina.com.cn
S1090516080004

我们预测 2017 年我国电影票房增速将继 2016 年 3.3%后迎来向上拐点，万达院线作为国内龙头院线公司，有望受益。公司非票房收入持续增长，2016 年占比达到了 34%，未来非票房业务持续增长。目前对应 2017 年 35.9 倍 PE，维持“强烈推荐-A”投资评级。

- **公司影城及银幕数量持续增长，非票房收入占比较高。**截至 2017 年 3 月底，银幕数量达到了 3582 块，相对于 2015 年底增长了 40%左右。公司非票房收入持续增长，2016 年占比达到了 34%，未来非票房业务持续增长。
- **万达院线竞争优势明显，受益国内票房市场回暖。**从 2015 年全国前五大院线旗下影院的经营效率来看，万达院线在场均票房、场均人次、平均单厅产出等多项指标中全国第一。受益于终端硬件和内容端持续增长，预计 2017 年国内电影票房市场将回暖，万达院线作为国内龙头院线公司将最先受益。
- **万达集团在影视行业布局领先。**控股万达院线背靠母公司万达集团，万达集团近几年在文化娱乐板块持续布局，形成了内容制作、发行、放映到影院营销、衍生品等全产业链的大型娱乐集团。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**公司是国内院线龙头企业，2016 年非票房业务持续高增长，打造电影生活生态圈；看好公司 2017 年受益于国内电影票房增速拐点、进口片大年，我们预计公司 2017/2018 年归属于母公司净利润 17.7/20.9 亿元，对应 PE35.9/30.5 倍，维持强烈推荐评级！
- **风险提示：**电影行业增速放缓，市场竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	8001	11209	14384	17824	21809
同比增长	50%	40%	28%	24%	22%
营业利润(百万元)	1447	1554	2352	2784	3355
同比增长	54%	7%	51%	18%	21%
净利润(百万元)	1186	1366	1769	2094	2524
同比增长	48%	15%	29%	18%	21%
每股收益(元)	1.01	1.16	1.51	1.78	2.15
PE	53.7	46.6	35.9	30.5	25.2
PB	7.0	6.1	5.5	4.9	4.3

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、公司影城及银幕数量持续增长，非票房收入占比较高.....	4
二、国内院线迎来整合洗牌期，龙头强者恒强.....	7
1、国内电影产业链结构：院线占据重要位置，发行环节集中度高.....	7
2、国内院线行业竞争格局：梯次分明，龙头凸显.....	9
3、国内院线行业趋势：将进入整合期，集中度提升，龙头受益.....	11
三、万达院线竞争优势明显，受益国内票房市场回暖.....	13
1、公司影院经营效率全国第一.....	14
2、高品质影院提供非凡的观影体验.....	14
3、收购影时尚和时光网，拓展广告+衍生业务，非票房收入占比持续提升.....	15
4、2017 年国内电影票房预计将回暖.....	17
四、万达集团在影视行业布局领先.....	18
五、投资建议.....	21
六、风险因素.....	21

图表目录

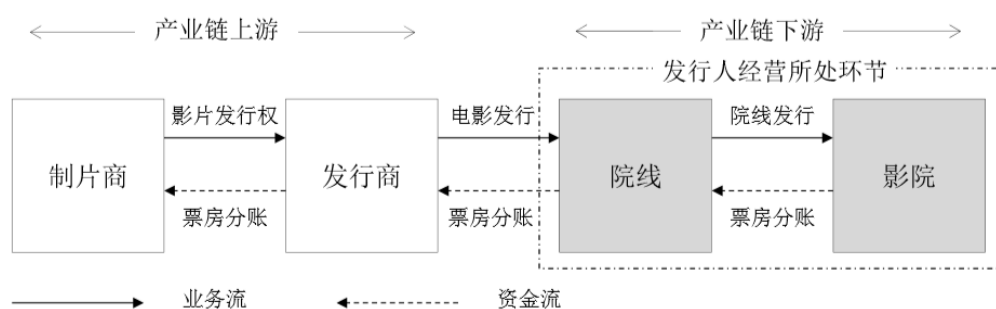
图 1：公司主营业务所处上下游产业链.....	4
图 2：公司影院及银幕数量增长情况.....	5
图 3：公司 2011-2016 年主营业务情况.....	6
图 4：公司 2011-2016 年分业务占比.....	6
图 5：公司 2012-2016 年归母净利润情况.....	6
图 6：公司 2012-2016 年分类业务毛利率情况.....	6
图 7：电影行业产业链构成环节.....	8
图 8：国产电影净票房收入的分账比例概览.....	9
图 9：2015 年中国前五大院线市场份额.....	错误!未定义书签。

图 10：我国院线影院数量和银幕数量	11
图 11：我国单银幕及单影院票房收入	11
图 12：美国院线公司票房市占率一览（2015 年）	12
图 13：我国院线公司票房市占率一览	12
图 14：2015 年排名前五院线场均票房及人次比较	14
图 15：2015 年排名前五院线每年单厅单座产出比较	14
图 16：杜比影院优点	15
图 17：慕威时尚主营业务	16
图 18：2015-2017 年各季度电影票房情况	17
图 19：2015 年各国及我国票房 10 亿以上省市人均年观影次数	18
图 20：电影公司 2015 年发行国产影片数量对比	19
图 21：传统民营发行公司市场份额	19
图 22：万达院线历史 PE Band	22
图 23：万达院线历史 PB Band	22
表 1：公司上市以来的院线行业并购情况	5
表 2：我国院线最新票房市场份额一览	9
表 3：2015 年中国前十大院线经营数据对比	10
表 4：2014 年中美电影发行市场集中度对比	12
表 5：历史上美国院线行业所涉兼并收购案例一览	13
表 6、我国现有城市院线的经营模式	13
附：财务预测表	23

一、公司影城及银幕数量持续增长，非票房收入占比较高

万达院线是一家自主投资建设及运营管理影院的电影院线公司，主营业务是影院投资建设、院线电影发行、影院电影放映及相关衍生业务（卖品销售、广告发布等）。公司采用资产联结模式开展业务，旗下院线均为自有，公司的主营收入来自于院线电影发行、影院电影放映的电影票房及相关衍生业务（包括商品销售收入、影院广告收入及贴片广告等）。

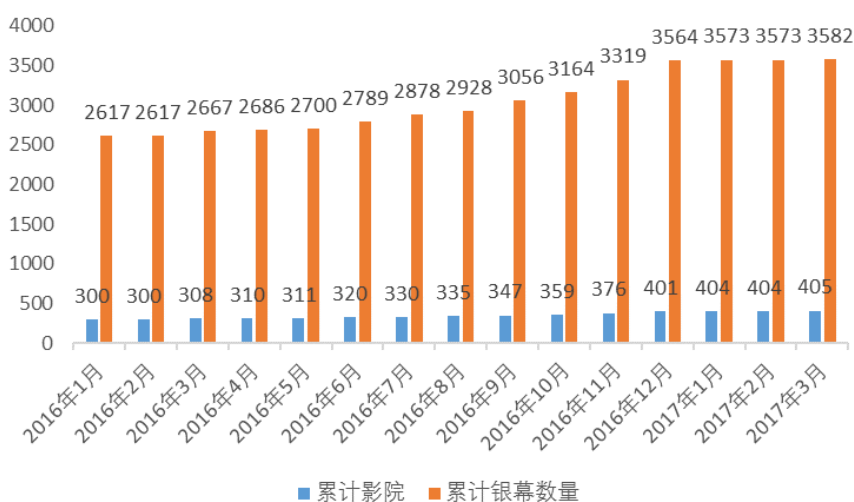
图 1：公司主营业务所处上下游产业链



资料来源：招股说明书，招商证券

公司影城及银幕数量持续增长。公司在 2015 年底时拥有开业影院 292 家，银幕数量达到了 2557 块；截至 2017 年 3 月，公司拥有开业影院 405 家，相比 2015 年底增长了 38%，银幕数量达到了 3582 块，增长了 40%左右。公司影院数量的增长主要得益于国内外终端影院的持续开拓：（1）国内领域，公司坚持自有影院建设+外延并购同步发展，其中收购了大连奥纳、广东厚品等硬投公司；（2）海外领域，公司在 2015 年并购了澳大利亚第二大院线公司 Hoyts。

图 2：公司影院及银幕数量增长情况



资料来源：公司公告、招商证券

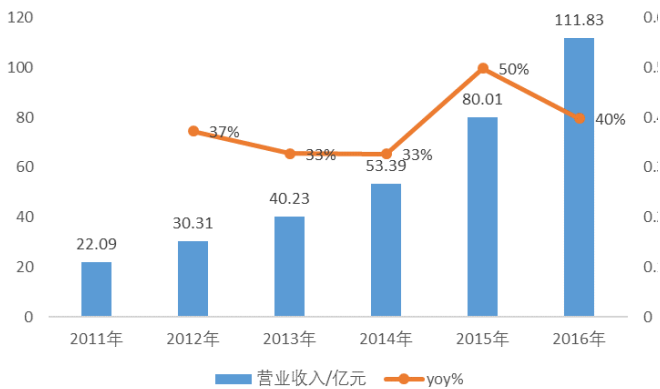
表 1：公司上市以来的院线行业并购情况

时间	并购标的	交易对价	备注
2015 年	Hoyts	22.46 亿元	Hoyts 在澳洲和新西兰拥有 52 家影院，共计 424 个银幕，为澳大利亚的第二大连锁影院
2015 年	世茂影投	10 亿元	持有 18 家影院
2016 年	广东奥纳		6 家影城、46 块银幕
2016 年	厚品文化及赤峰北斗星		7 家影城、46 块银幕

资料来源：公司公告，招商证券

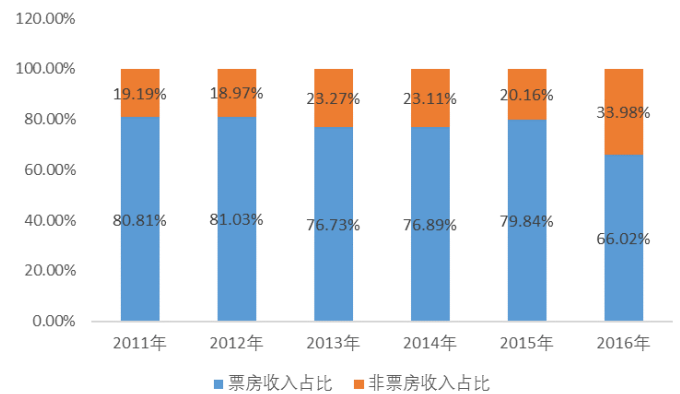
公司自 2011 年以来, 主营业务快速增长, 2011-2016 年主营业务年复合增长率达 38.3% (高于同期国内电影票房市场的年复合增长率, 国内 2011 年国内电影票房为 131.2 亿元, 2016 年增长到 455.2 亿元, 2011-2016 年复合增长率为 28.2%)。公司主营业务分产品看, 院线电影发行、影院电影放映的电影票房收入占比最高, 2011-2012 年票房收入占比超过 80%, 近年来公司非票房收入占比持续增长, 2016 年公司非票房收入占比达到了 34%, 主要原因是收购慕威时尚 100% 股权于 2015 年 12 月开始并表, 慕威时尚主要业务包括电影实时大数据应用、好莱坞影片投资和宣传推广、电影媒体广告整合营销等。

图 3：公司 2011-2016 年主营业务情况



资料来源：wind、招商证券

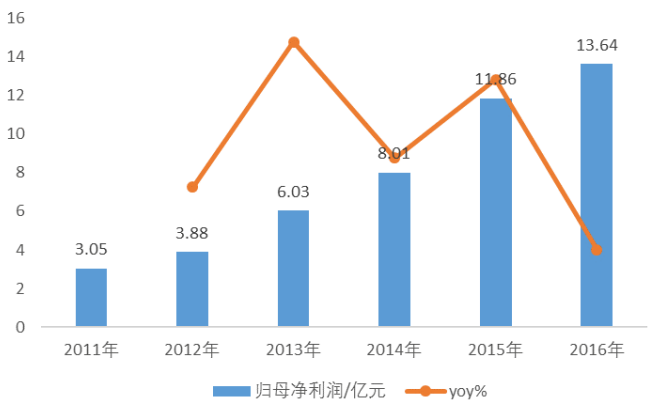
图 4：公司 2011-2016 年分业务占比



资料来源：wind、招商证券

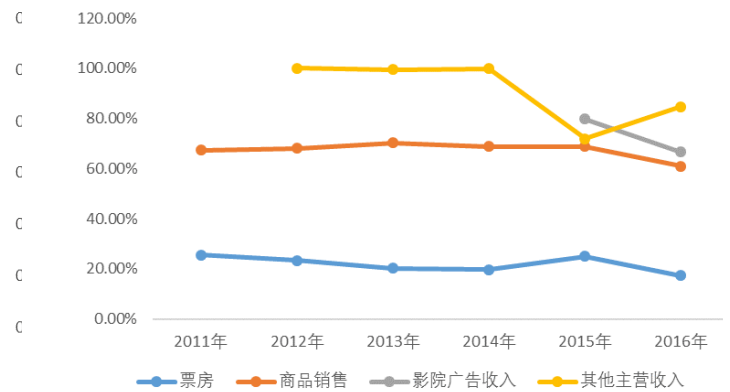
公司自 2011 年以来的盈利在主营业务快速增长的带动下也实现了高速增长，2011-2016 年主营业务年复合增长率达 35%，公司 2016 年年报显示，公司 2016 年实现归母净利润 13.64 亿元，同比增长 15.05%。公司毛利率分产品看，公司票房收入的毛利率维持在 15%以上的水平，2016 年公司票房收入毛利率为 17.35%；公司商品销售和广告收入的毛利率一直维持在高位，超过 60%。

图 5：公司 2012-2016 年归母净利润情况



资料来源：wind、招商证券

图 6：公司 2012-2016 年分类业务毛利率情况



资料来源：wind、招商证券

2016 年公司实现营业收入 111.83 亿元，同比增长 39.77%，营业收入大幅增长的原因是（1）公司加大自建及并购影城力度，不断提高票房收入；（2）另一方面切实推进“会员+”发展战略，大力拓展非票房收入，报告期内公司非票房业务增长迅速，收入占比达到了 34%。2016 年公司实现归母净利润 13.64 亿元，同比增长 15.05%。

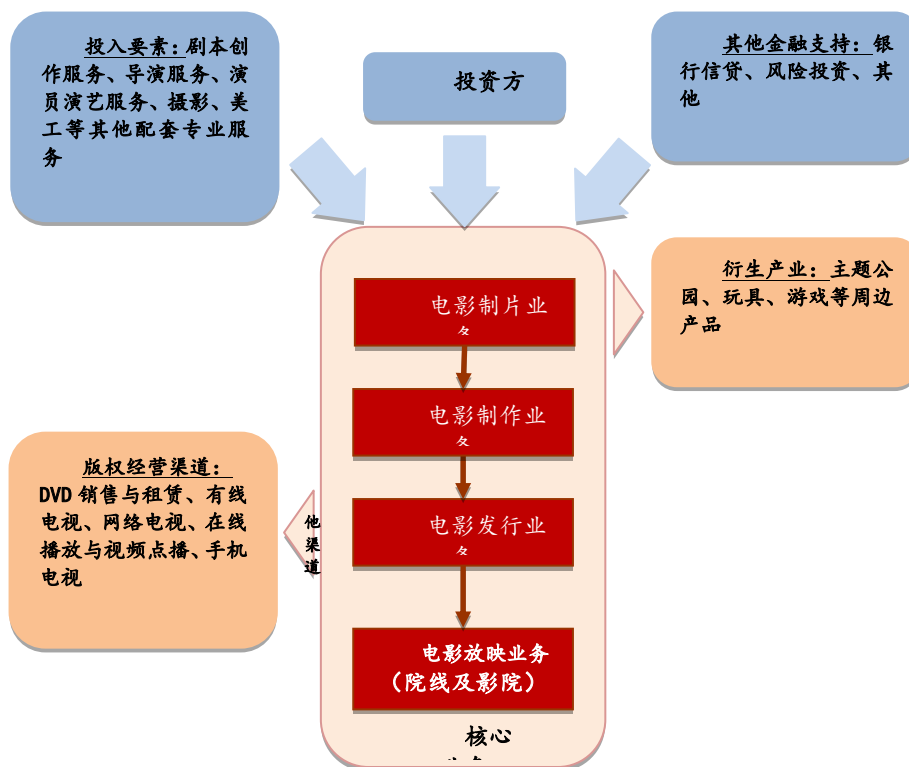
二、国内院线迎来整合洗牌期，龙头强者恒强

近年来我国观众观影娱乐习惯逐步形成，电影票房过去 10 年保持较高增速，电影市场步入发展快车道，院线、影院和银幕数量也迎来快速增长。目前我国电影产业链中，上游的制作和中游的发行环节已形成较高的市场集中度，而处于下游放映环节的院线、影院行业市场集中度也在不断提升，2015 年前五大院线票房份额 44.1%，前十大院线票房份额 66.5%。不过相对于国外成熟市场院线行业的集中度，以及国内制作、发行环节的集中度而言，院线行业市场集中度还有进一步整合提升的空间。近两年院线公司密集上市，形成重要的资本板块，在资本助力下，未来院线龙头公司资源整合和经营效率将不断提升，强者恒强。

1、国内电影产业链结构：院线占据重要位置，发行环节集中度高

我国院线为电影发行放映体制的主体，票房分账比例高，占据整个电影产业渠道端的重要位置。我国的“院线制”于 2001 年起在国家行政引导下起步，引入市场化机制，由院线直接对接发行制片单位，确立了院线为电影发行放映的主体渠道地位。在政策推动下，我国院线行业稳健增长，截至 2015 年我国影院数量达到 6,484 家，2012-15 年复合增速为 21%；银幕数量达 32,487 块，2012~15 年复合增速为 35%；2015 年城市院线数也从 2002 年的 30 家增长到 49 家。我国院线及影院同属于放映环节，位处产业链中下游，**院线与影院之间的关系实际分为资产联结和签约加盟两种，目前国内大型院线在不断提高自有影院及资产联结方式的比重。按照现行的票房分账制度，在扣除了 8.3% 电影发展基金和税金的净票房中，院线和影院一般可占 57% 的比例，确保了较好的现金流水平。**我国的电影产业链自上而下包括制片、制作、发行、放映、衍生等环节，院线在产业链中占据重要一环，目前一些院线公司还向制作、发行等上游环节渗透。

图 7：电影行业产业链构成环节



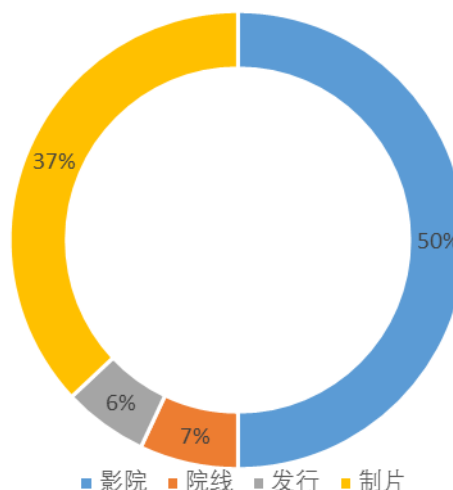
资料来源：上海电影招股说明书、招商证券

电影发行市场集中度高，国有企业具备进口发行垄断优势，民营企业院线联盟和发行矩阵模式领先。传统国有发行公司仍处于强势地位，中影集团和华夏电影是目前国内获准从事进口片引进的公司，在当下“一家进口、两家发行”的进口影片政策下具有发行垄断优势，此外上海电影由于区位优势也具有较好的市场表现。2013-2015 年中国电影主导或参与发行国产影片 790 部，实现票房 327.42 亿元，占同期全国国产影片票房总额的 58.41%，主导或参与发行进口影片 223 部，实现票房 228.92 亿元，占同期全国进口影片票房总额的 58.07%；上海电影发行国产电影 71 部，其中全国独家发行电影 27 部，联合发行电影 44 部，实现票房收入 21.79 亿元，占同期全国国产影片票房总额的 3.89%。**传统民营发行公司中，院线联盟和发行矩阵模式领先。**2012-2015 年，五洲、光线、博纳、乐视四个行业龙头的市占率保持提升，其中五洲增长最快一跃成为 2015 年最大的民营发行公司，而华谊兄弟份额逐年下滑。在主发国产片的发行场次方面，五洲、光线名列前茅。从发行影片的首日场次表现上看，院线联盟模式的五洲和发行矩阵模式的光线的场次保证能力排在前列。**目前国内排名前四的发行企业电影票房市场份额已经达到近 70%，集中度很高。**

总体而言，我国电影产业链上游制作、中游发行市场竞争加剧，国有企业依然保持传统优势，但部分民营企业已异军突起，而发行领域的市场集中度已经处于较高水平，对下

游院线形成潜在压力。院线行业处于产业链下游的放映环节，相对上游制作和中游发行环节而言，业务风险相对较小、收入回报较为稳定，根据目前行业一般操作惯例，电影发行方与院线、影院方一般按照 43 : 57 的比例对影片净票房收入进行分配。电影发行公司在获得分账收入后，根据影片发行合同约定收取相应的影片发行服务费，之后将剩余票房分账款项支付给电影制片公司。但随着上游压力和议价能力的提升，院线行业整合势在必行，院线作为重要的渠道企业，通过兼并收购等形成规模将有利于其获得对制作发行方更大的议价权，增强对影院的控制力，实现规模经营降低营业成本和管理成本，从而提升盈利水平。

图 8 : 国产电影净票房收入的分账比例概览



资料来源：广电总局、招商证券

2、国内院线行业竞争格局：梯次分明，龙头凸显

国内院线梯次分明，龙头凸显，竞争加剧。根据 2016 年数据，我国前五大院线票房合计市占率为 43.7%，前十大院线票房市占率达 67.1%，与 2015 年相比小幅提升。其中万达院线市占率位列我国院线行业第一，是行业内唯一票房市占率超过 10%的企业，广东大地、中影星美、上海联合、中影南方新干线、中影数字、广州金逸珠江的市占率都在 6%-8%左右，形成第二梯队。

表 2 : 我国院线最新票房市场份额一览

排名	2015 年			2016 年		
	院线	票房 (亿元)	全国票房占比	院线	票房 (亿元)	全国票房占比
1	万达	59.8	13.60%	万达	60.7	13.28%

2	中影星美	37.4	8.50%	广东大地	36.7	8.03%
3	广东大地	35	7.90%	上海联合	35.7	7.81%
4	上海联合	30.7	7.00%	中影星美	34.5	7.55%
5	中影南方新 干线 广州金逸珠 江	29.7	6.70%	中影南方新 干线	32.3	7.07%
6		28.9	6.60%	中影数字	29.5	6.46%
7	中影数字	21.1	4.80%	广州金逸珠 江	27.7	6.06%
8	浙江横店	19.8	4.50%	浙江横店	20.7	4.53%
9	浙江时代	15.6	3.50%	浙江时代	14.5	3.17%
10	江苏幸福蓝 海	13.6	3.10%	华夏联合	14.4	3.15%
前三合计		132.2	30.0%		133.1	29.1%
前五合计		192.6	43.7%		199.9	43.7%
前十合计		291.6	66.2%		306.7	67.1%

资料来源：中国电影发行放映协会，《中国电影市场报告》、招商证券

院线资源较为集中，单影院及单荧幕收入 2013 年迎来向上拐点。2015 年中国电影市场票房达到 440 亿，同比增长 48.7%，观影人次达 14 亿人次。过去几年在电影市场票房高速增长下，院线行业同周期向上，院线、影院和银幕数量也迎来快速增长，截至 2015 年我国影院数量达到 6,484 家，2012-15 年复合增速为 21%；银幕数量 2015 年达 32,487 块，2012-15 年复合增速为 35%。分析 2015 年度排名前十的院线，可以看出影院总数合计达到 3302 家，占全国总量 51%，银幕数合计达到 18420 块，占全国总量 57%，可见资源集中度也很高。从影院使用效率上看，单银幕及单影院票房收入 2013 年迎来拐点，2014/2015 年不断提升，2015 年单银幕票房产出为 139 万元，单影院票房产出为 679.7 万元。可见拥有资源越多，获得的票房收益产出也将越多，龙头院线经营优势也将越大。

表 3：2015 年中国前十大院线经营数据对比

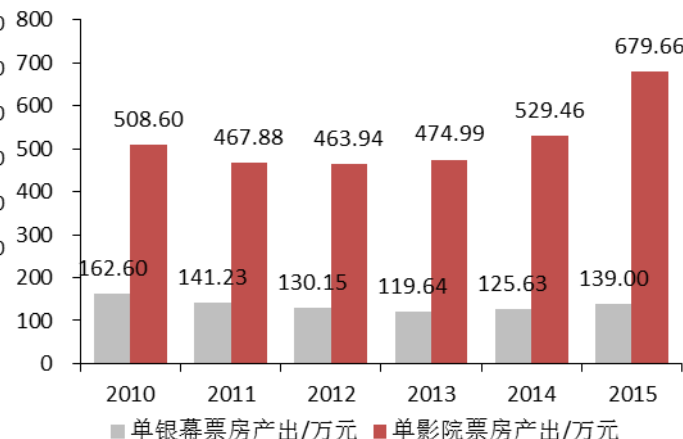
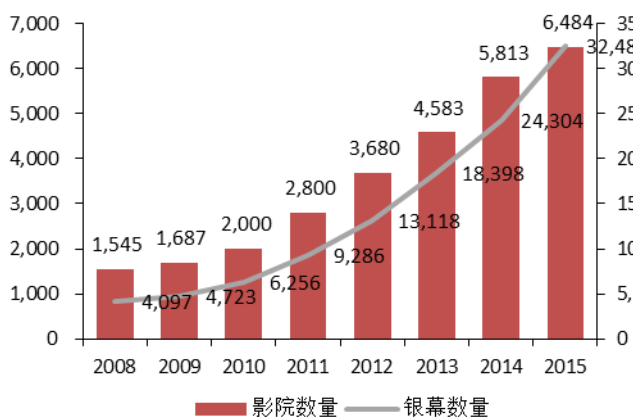
排名	单位名称	放映场次 (万场)	观影人次 (万人)	票房收入 (亿元)	影院数 (家)	银幕数 (块)	座位数 (万个)
1	万达院线	365.59	14,569	59.7	225	2,007	-
2	中影星美	356.77	10,883	38.12	462	2,137	30.3
3	广东大地	528.17	11,465	35.28	596	3,003	39.4
4	上海联合	272.24	8,459	31.5	295	1,622	25.49
5	中影南方新干线	356.48	8,295	29.76	410	2,166	28.64
6	广州金逸珠江	303.33	7,918	28.9	306	1,588	24.27
7	中影数字	276.87	6,269	21.02	451	2,511	20.55

8	浙江横店	256.81	6,267	19.69	230	1,411	18.92
9	浙江时代	207.85	4,596	15.7	190	1,192	15.51
10	江苏幸福蓝海	133.28	3,863	13.2	137	783	11.27
合计		3057.39	82584	292.87	3302	18420	214.35

资料来源：《中国电影报》、招商证券

图 9：我国院线影院数量和银幕数量

图 10：我国单银幕及单影院票房收入



资料来源：艺恩咨询、wind、招商证券

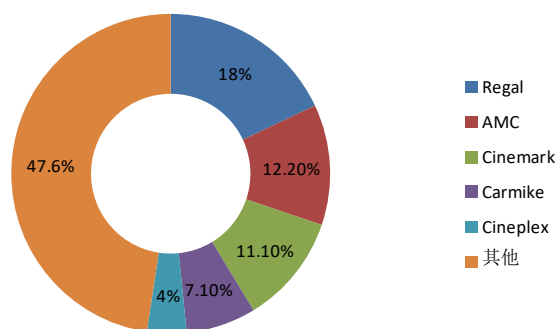
资料来源：国家广电总局/国家新闻出版总局、艺恩咨询、招商证券

院线公司纷纷上市，有助借助资本力量发展壮大。从影院数量、银幕数、票房收入对比：中国电影、上海电影、万达院线、星美控股、金逸股份、幸福蓝海都属于第一、二阵营。

3、国内院线行业趋势：将进入整合期，集中度提升，龙头受益

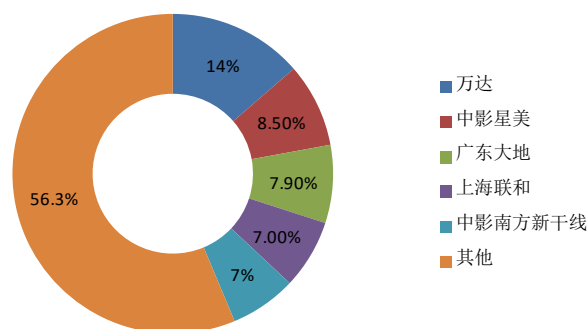
相较美国成熟市场，中国院线行业集中度有进一步提升空间。对比中国院线行业票房市场集中度，2015 年，美国前五大院线集中度超过 52%，而对比国内该数据不到 44%，院线行业集中度有进一步提升的空间。再对比中美两国电影制作发行市场的格局，美国的电影制作发行龙头企业实力更为均衡，2014 年六大发行公司股份均超过 10%，对比国内则发现中影、华夏电影凭借进口发行垄断优势份额遥遥领先于市场其他企业，前四大发行公司集中度高达 70%。上游发行方集中度较高，相对强势，对下游院线形成一定压力。院线只有形成一定规模，才能获得对上游发行方较大的议价权。**随着万达院线、上海电影、中国电影、幸福蓝海等公司纷纷上市，未来借助资本市场平台，实现优质影片、人才等资源向其倾斜，进一步实现两级分化。**

图 11：美国院线公司票房市占率一览（2015 年）



资料来源：IHS、招商证券

图 12：我国院线公司票房市占率一览



资料来源：《中国电影报》、招商证券

表 4：2014 年中美电影发行市场集中度对比

排名	国内电影发行票房市场份额一览		排名	美国电影发行市场份额一览	
1	中国电影	32.80%	1	福克斯	17.30%
2	华夏电影	22.89%	2	博伟/迪士尼	15.60%
3	光线影业	7.75%	3	华纳兄弟	15.10%
4	博纳影业	5.99%	4	索尼	12.20%
5	上海电影	5.20%	5	环球	10.80%
6	万达影视	4.10%	6	派拉蒙	10.20%
7	影联传媒	2.26%	7	20 世纪福克斯	7.10%
8	华谊兄弟	2.00%	8	狮门影业	2.10%
9	福建恒业	1.77%	9	温斯坦	1.80%
10	安石英纳	1.52%	10	相对论传媒	1.60%

资料来源：《中美电影产业比较研究》、招商证券

电影票房增速将逐步趋缓，参考成熟市场惯例，行业也有望进入并购整合活跃期。参考美国院线发展历史，1948 年之前形成五大好莱坞公司垂直垄断局面被打破后，制放分离下目前的前五大院线大多为上市公司，票房市场份额超过 60%，银幕份额占比也超过 50%，对于上游制片发行方具备较强的议价能力。20 世纪 90 年代，美国电影票房增速开始趋缓，同时也进入了院线行业收购兼并的活跃期，单体经营的影院大多被院线集团收入囊中，且部分中小院线也曾因过度扩张遭遇财务困境，在 20 世纪 90 年代和 21 世纪初被大型院线收购，大型院线从而构筑高竞争壁垒，形成规模化效应奠定坚实基础，带来管理成本下降，营销能力提升。当前，我国院线行业的龙头纷纷上市，利用资本平台，通过收购兼并扩大市占率的路径已打通。在电影票房增速未来几年将逐步趋缓，院线下沉逐步饱和的背景下，参考美国以及成熟市场的行业惯例，我们认为此时将

大量的展开行业内并购整合。

表 5：历史上美国院线行业所涉兼并收购案例一览

时间	收购方	标的资产	备注
20 世纪 90 年代中	Regal Cinemas	Cobb Theaters 等几家小型院线	收购小型院线是自建多厅影院的补充
1998 年	Regal Cinemas	Act III Theaters	实现控制美国中型城市及周边市场
2002 年	AMC	General 院线	-
2006 年	AMC	Loews Cineplex Entertainment	两家公司实现合并
2006 年	Carmike	GKC Theatre	-
2008 年 5 月	Regal 娱乐集团	Consolidated Theatres	是 Regal 历史上最大的并购案
2012 年 5 月	万达集团	AMC	中国民营院线公司在美国最大的并购
2016 年 3 月	AMC	Carmike	两者联合将成为全球最大的电影连锁院线

资料来源：艺恩网、招商证券

院线纵向整合或成方向，实现垂直领域产业链延伸。国内电影产业链涉及制片制作、发行、放映三个环节。上市公司中，华谊兄弟、博纳影业（港股）、光线传媒等参与了制片和发行，上海电影具有发行、放映两项业务，而中国电影业务涵盖了影视制片制作、电影发行、电影放映及影视服务等全产业链。

三、万达院线竞争优势明显，受益国内票房市场回暖

院线与影院之间的关系实际分为资产联结和签约加盟两种，目前国内大型院线在不断提高自有影院及资产联结方式的比重，抬升竞争壁垒和服务品质，强化自有品牌的价值。万达院线采用纯资产联结模式，能够以资本和供片为纽带，实现对旗下影院的统一品牌、统一建设、统一管理、统一排片。

表 6、我国现有城市院线的经营模式

经营模式	院线与旗下影院的关系	代表院线	特点
纯资产联结	影院由院线直接投资兴建，影院资产归院线所有	万达院线	依托资产联结模式，院线能够以资本和供片为纽带，实现对旗下影院的统一品牌、统一建设、统一管理、统一排片。国外院线普遍采取此模式
以资产联结为主，加盟为辅	旗下大部分影院由院线直接投资，影院资产归院线所有，但同时也鼓励加盟影院的进驻	广州金逸珠江、广东大地	在自有影院中能够实现统一经营和管理，但不能实现全院线在各方面的统一
签约加盟为主，资产联结为辅	旗下大部分影院和院线没有资产从属关系，只是以签约形式加入	中影星美、北京新影联、上海联和	以供片为纽带，实现统一排片，但不能完全实现统一品牌、统一经营和管理。是我国特有的院线形态

院线

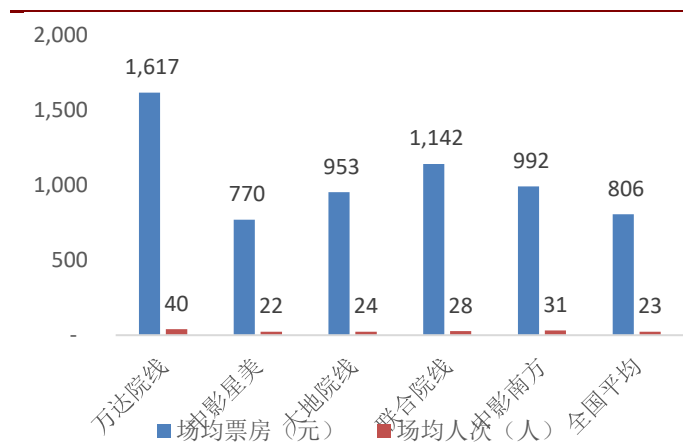
资料来源：万达院线招股说明书、招商证券

1、公司影院经营效率全国第一

从 2015 年全国前五大院线旗下影院的经营效率来看，万达院线在场均票房、场均人次、平均单厅产出等多项指标中全国第一：

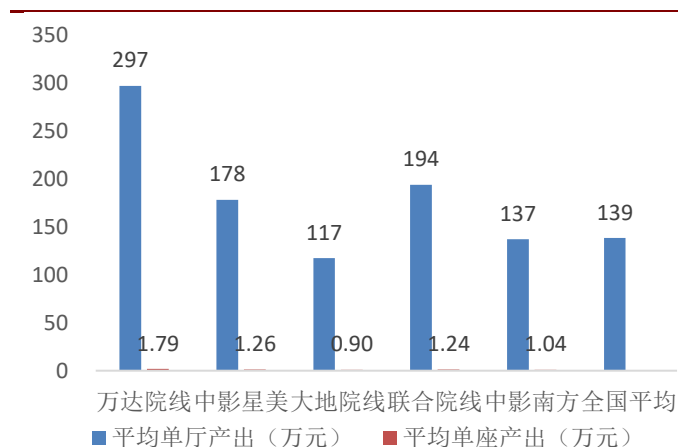
- 1) 场均票房万达院线排名第一达 1,617 元，全国平均为 806 元。
- 2) 场均观影人次方面，全国平均为 23 人次，万达院线均场人次为 40 人次。
- 3) 平均每年单厅产出来看，万达院线达 297 万元，全国平均为 139 万元。

图 13：2015 年排名前五院线场均票房及人次比较



资料来源：中国电影招股说明书、公开资料整理、招商证券

图 14：2015 年排名前五院线每年单厅单座产出比较



资料来源：中国电影招股说明书、公开资料整理、招商证券

2、高品质影院提供非凡的观影体验

万达院线定位精品院线，高品质的硬件环境为观众提供非凡的观影体验。2015 年推出“万达 9 号厅革命”，借助于科视、RealD 和杜比三大公司提供的技术支持，从“幕”、“声”、“画”、“3D”四个维度诠释了 9 号厅为影迷带来的四大顶级“发烧”体验。2016 年 1 月 27 日，万达院线宣布和杜比公司达成了战略合作，双方计划将在 5 年内在中国建立 100 家杜比影院。所谓的杜比影院指的就是杜比公司提供的一种电影院的整体解决方案，包括影院整体设计、座椅设计、银幕大小、放映设备、音效等与电影院相关的方方面面。

图 15：杜比影院优点



资料来源：杜比公司官网、招商证券

3、收购影时尚和时光网，拓展广告+衍生业务，非票房收入占比持续提升

公司通过收购慕威时尚和时光网，拓展了公司广告+衍生品业务，2016 年公司年报数据显示非票房收入占比达到了 34%。

2015 年公司通过发行股份及支付现金方式购买慕威时尚 100% 股权，交易对价 12 亿元，交易对手承诺慕威时尚 2015/2016 年净利润分别不低于 6000/7800 万元；其中慕威时尚 2015 年实现净利润 6785 万元，2016 年实现净利润 10310 万元，2015/2016 年均超过了业绩承诺。

慕威时尚的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、电影媒体广告整合营销等。旗下品牌“影时尚”在行业内具有较高的知名度。

图 16：慕威时尚主营业务

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、院线公司等电影行业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。	品牌广告客户

资料来源：公司公告、招商证券

- (1) 电影实时大数据应用：慕威时尚拥有的可视化电影数据分析工具——电影实时大数据决策系统（FilmBI），可以实时获取全国 85%以上主流影院的每日十万以上场次数据和数百万的上座数据，并及时进行分析。
- (2) 好莱坞影片投资和宣传推广：2014 年，慕威时尚参与了《忍者神龟》、《星际穿越》的电影投资，协助《变形金刚 4》、《忍者神龟》在中国地区进行宣传推广。2015 年，慕威时尚参与投资了《终结者 5》和《碟中谍 5》等好莱坞电影，并负责《终结者 5》整体营销协助推广工作和《碟中谍 5》部分协助推广工作。
- (3) 电影媒体广告整合营销：慕威时尚与多家好莱坞著名电影公司、中国电影股份有限公司以及国内数家制片公司和电影院线公司建立了长期友好的合作关系，为国内外知名企业策划执行电影的植入广告、贴片广告、联合宣传推广、影院阵地活动等营销服务。

2016 年公司收购时光网 100%股权，交易对价 2.8 亿美元。时光网是国内具有较强影响力的影视媒体及电商服务平台，拥有全球规模领先的影视数据库、千万级高质量的电影会员及全球影视娱乐媒体资源，与国内外片商和全国众多影院建立了长期合作关系，可以为电影观众提供从媒体资讯，到评分影评，到在线购票，再到正版衍生品的一站式电影服务体验。

- (1) 衍生品开发：时光网近年来获得了迪士尼、漫威、DC、环球等多家品牌的正版衍生品授权，衍生品销售的规模效益越发显现，在线销售平台、仓储物流体系的规模运营、产品设计日趋成熟并且更加适应消费者的需要；
- (2) 电影营销业务线上线下整合：标的公司的线上资源、公司的线下资源打通整合，

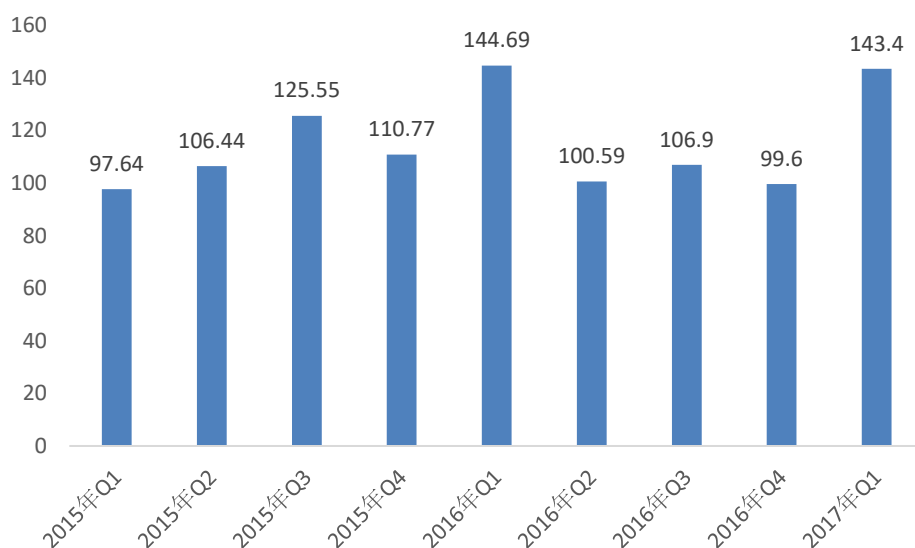
为国内外电影片方提供一站式的营销及解决方案，标的公司的电影营销业务会有新的增长；

- (3) 在线售票业务规模扩大：收购完成后，公司的院线资源与标的公司的在线票务系统整合，双方会员整合产生协同效应，会进一步扩大标的公司在线售票的业务规模，扩大在线票务的市场份额。

4、2017 年国内电影票房预计将回暖

2013 年、2014 年和 2015 年，我国电影市场票房收入分别为 217.69 亿元、296.39 亿元、440.69 亿元和 457 亿元。2016 年我国电影市场票房收入达到 457 亿元，同比增长 3.7%，主要原因在于 2016 年 Q2、Q3 和 Q4 票房市场都出现了不同程度的下滑（2016 年 Q2 同比下滑 5.5%，2016 年 Q3 同比下滑 14.86%，2016 年 Q4 同比下滑 10%）。究其原因在于 2016 年国内电影市场相对于 2015 年存在以下问题：1、缺少具有良好口碑和话题性强的“爆款”产品，2015 年拥有多部口碑和票房双丰收的佳作（包括《寻龙诀》、《大圣归来》、《煎饼侠》、《夏洛特烦恼》等），而 2016 年除了周星驰导演出品的《美人鱼》外，以火热 IP+“小鲜肉”模式的作品表现不尽如人意，比如吴亦凡主演的《致青春 2》及《夏有乔木，雅望天堂》。2、电商票补不断下降，观众的实际购买电影成本上升，对走进电影院看电影的观众形成了一定的分流。

图 17：2015-2017 年各季度电影票房情况

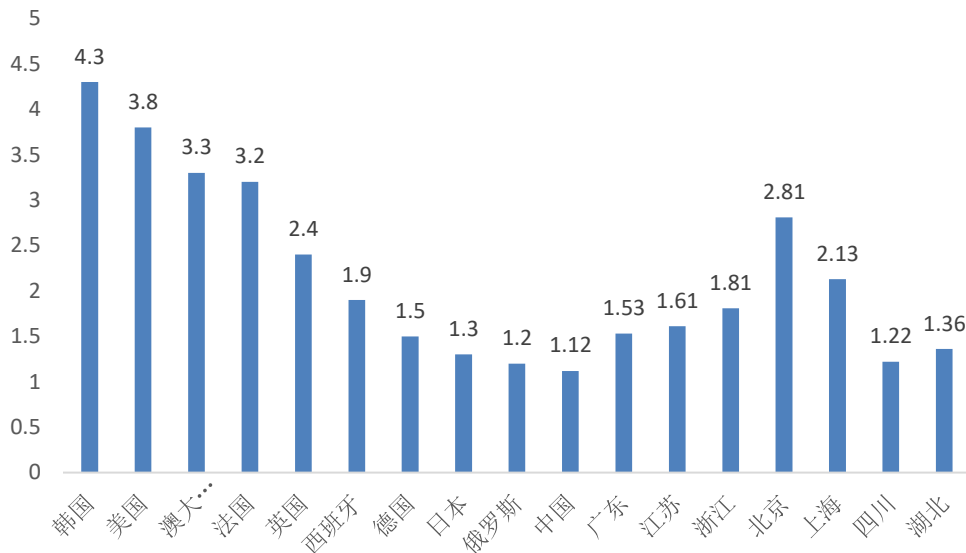


资料来源：广电总局、招商证券

我国电影市场仍有较大发展空间。截止 2015 年的数据，中国年人均观影次数仅 1.12 次，相比于韩国的 4.3 次、美国的 3.8 次均有较大幅度的提升空间。从省市层面比较，目前国内北京的人均年观影次数最高，为 2.81 次；其他国内发达地区如上海 2.13 次、

浙江 1.81 次、江苏 1.61 次、广东 1.53 次，位居全国前列。假设国内人均观影人次可以达到英国的水平 2.4 次/年，我国电影市场规模就可以再翻一番，仍有较大的发展空间。

图 18：2015 年各国及我国票房 10 亿以上省市人均年观影次数



资料来源：广电总局、招商证券

2017 年国内电影票房预计将回暖。(1) 硬件设备供给持续增长，2016 年末，全国影院总数超过 8000 家，银幕总数达 4.12 万，同比增长 30%，成为世界上电影银幕最多的国家。(2) 内容供应端：2016 国外进口片表现差强人意，2017 强势影片轮番上映。2016 年也是国外进口片“小年”，整体影片没有话题性超强的“爆款”影片，排名第一的《疯狂动物城》票房表现比 2011 年进口片票房第一名的《速度与激情 7》少了近 10 亿元。而 2017 年强势系列影片将轮番上映，包括了《生化危机 6：终章》、《金刚狼 3》、《速度与激情 8》、《银河护卫队 2》、《加勒比海盗 5》、《变形金刚 5》、《神偷奶爸 3》等。因此预计 2017 年国内电影票房市场将回暖，万达院线作为国内龙头院线公司将最先受益。

四、万达集团在影视行业布局领先

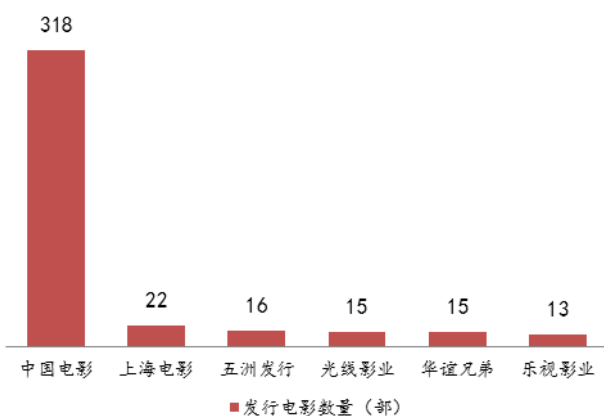
万达院线背靠母公司万达集团，万达集团近几年在文化娱乐板块持续布局，形成了内容制作、发行、放映到影院营销、衍生品等全产业链的大型娱乐集团。

内容制作：包括了万达影视、传奇影业和青岛东方影都。(1) 万达影视成立于 2009 年，是中国领先的民营电影制作公司。万达影视与业内众多知名导演、编剧、监制、演员及多个影视工作室建立了良好的合作关系，代表作品包括《寻龙诀》、《唐人街探案》、《滚蛋吧！肿瘤君》、《北京爱情故事》、《催眠大师》、《警察故事 2013》、《火锅英雄》、《夏

洛特烦恼》、《煎饼侠》等。2015 年万达影视投资影片票房总计 61.5 亿元，约占国产片票房份额 23%，位列国内民营电影制作公司第一。（2）传奇影业是一家美国独立电影制片公司，以电影开发、制作及共同投资为主营业务，同时兼有电视剧开发、制作及发行业务及少量其他业务（数字网络及数据分析业务、真人秀节目制作、动漫产品制作等）。传奇影业自成立以来参与投资的主要电影产品包括《侏罗纪世界》、《盗梦空间》、《星际穿越》、《哥斯拉》、《环太平洋》、《史前一万年》、《德古拉元年》等，以及《蝙蝠侠：黑暗骑士崛起》、《蝙蝠侠：黑暗骑士》、《蝙蝠侠：侠影之谜》等“蝙蝠侠”系列电影，《超人：钢铁之躯》、《超人归来》等“超人”系列电影，《宿醉》、《宿醉 2》、《宿醉 3》等“宿醉”系列电影，《诸神之战》、《诸神之怒》等“诸神”系列电影。（3）青岛东方影都是万达集团在青岛投资 500 亿元建设的全球投资规模最大的影视产业基地，项目占地 376 万平方米、总建筑面积 540 万平方米，包括影视产业园、电影博物馆、影视会展中心等多个项目，将打造影视拍摄、影视制作、影视会展、影视旅游综合功能的全产业链。

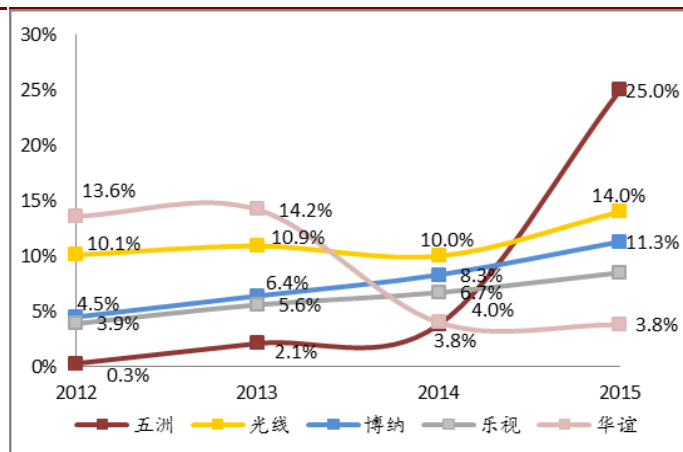
发行业务：五洲发行，万达影视的联营企业五洲发行亦是国内电影发行领域的优秀企业，2015 年五洲发行所发行影片票房总计 67.5 亿元，发行电影 16 部，排在中国电影和上海电影之后，位列民营电影发行公司首位。

图 19：电影公司 2015 年发行国产影片数量对比



资料来源：公司公告、招商证券

图 20：传统民营发行公司市场份额



资料来源：公司公告、招商证券

放映：包括了万达院线、AMC 和 Hoyts 等。 AMC 是美国仅次于 Regal 集团的第二大院线，旗下在美国共有 346 间影院共 5028 块银幕。其中 IMAX 银幕 120 快，3D 银幕 2170 块，是全球最大的 IMAX 和 3D 银幕运营公司。除美国外，AMC 在英国，法国和香港也有据点。Hoyts 是澳大利亚的第二大院线，其在澳大利亚运营 42 家影院，新西兰运营 10 家影院，共计 424 快银幕。除院线业务外，Hoyts 是澳大利亚和新西兰地区最大的电影广告渠道运营商，同时还提供商场和加油站的户外广告渠道运营业务。

影院营销：影时尚和 Propaganda 等。2016 年 5 月公司收购 Propaganda GEM 100% 的股权。Propaganda 是一家拥有全球资源的娱乐整合营销公司，与世界各大知名制片商的超级大片均有深度合作，服务大量世界知名品牌客户，业务覆盖全球。曾与《变形金刚》、《碟中谍》、《钢铁侠》、《复仇者联盟》、《我，机器人》、《007》、《阿凡达》、《超人》、《蝙蝠侠》、《蜘蛛侠》、《速度与激情》、《飓风营救》、《神奇四侠》、《玩命快递》等在世界范围内极具影响力与号召力的经典影片进行广告植入合作。服务客户包括 BMW、LAMBORGHINI、GUCCI、BVLGARI、PIAGET、CARRERA、LACOSTE、PANDORA、RIMOWA、DIOR、NOKIA、LONGINES、SWATCH、MIDORI、BOSCH、PANASONIC、CASIO、MINI、Glory mall、CAMPARI、Telia、CLEARBLUE、APPLE、TAMPAX、HUBLOT 等世界一线品牌。当前营销行业已进入场景营销的 5.0 时代。影院是场景消费重要入口，电影是消费者选择购物中心的重要目的。从各媒介来看，最近几年传媒媒介广告收入在下降，但新媒体广告在增长，其中增长最快的是影院视频广告，2015 年增长 53.7%，远高于广告行业平均水平。院线成为重要入口有五大因素：1、电影行业前景广阔；2、内容驱动营销；3、观影的社交属性；4、电影院成为商场的主要客流渠道；5、多媒体矩阵，院线拥有众多多媒体矩阵。万达院线连续 7 年票房和观影人次排名全国第一，平均票价 40.9 元，上座率 24.3%，单荧幕产出都处于行业领先水平。截至 2016 年底，公司影院数量超过 400 家，银幕数量超过 3500 块，未来几年每年增长 150-200 家影院。

在这个背景下，2016 年底万达传媒正式成立，其战略就是整合万达资源，传承商业的力量，基于万达的场景进行营销融合。万达集团拥有无可替代 场景盛宴：全球最大院线、全球最大体育公司、173 座万达广场、102 家星级酒店、2831 万平米物业、3 座大型文化度假场所、60 家以上儿童业态场所等。万达传媒认为融合的时代正在来临，媒介内容融合，传播渠道融合，媒介终端融合是趋势，就是线下和线上、媒介和渠道、内容和情感、品牌和营销融合。

游戏和衍生品：包括互爱互动和时光网等。互爱互动凭借对市场需求的把握及创新能力，持续推出热门游戏来迎合玩家不断变化的喜好，从网页社交游戏到网页 RPG 游戏再到移动网络游戏，成为业内为数不多的能够不断成功转型的公司，亦是我国为数不多的收入排名靠前且同时占据网页游戏和移动游戏市场优势地位的发行商。凭借对市场需求的把握及创新能力，持续推出热门游戏来迎合玩家不断变化的喜好，从网页社交游戏到网页 RPG 游戏再到移动网络游戏，成为业内为数不多的能够不断成功转型的公司，亦是我国为数不多的收入排名靠前且同时占据网页游戏和移动游戏市场优势地位的发行商。万达集团在国内电影市场的制作、发行、放映等领域均占据重要角色，未来有望继续

和万达院线进行整合，本公司自收购澳洲第二大院线 Hoyts 公司后，进一步实现影视业务的全球化拓展，全面覆盖北美等重要影视发展区域，从而增强本公司在全球电影市场的竞争力和国际化水平。

五、投资建议

公司是国内院线龙头企业，2016 年非票房业务持续高增长，打造电影生活生态圈；看好公司 2017 年受益于国内电影票房增速拐点、进口片大年，我们预计公司 2017/2018 年归属于母公司净利润 17.7/20.9 亿元，对应 PE35.9/30.5 倍。

维持强烈推荐评级，目标价 70.5 元-73.3 元，距离现价仍有 30%-35% 的增长空间。

六、风险因素

1) 电影行业票房增速放缓的风险

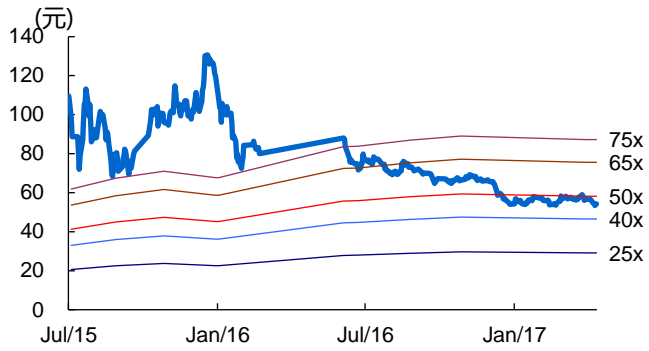
电影行业票房增速经历了过去几年高增长后平均增速下滑，2016 年仅略超 3%。行业之前受益于渠道下沉、票补因素和优质影片供应带来的消费需求。未来可能面临这些因素的推动减缓而带来行业票房增速下滑的风险。

2) 市场竞争加剧

影视行业持续增长，吸引了更多的公司进入这个行业，未来整个行业竞争加剧将产生经营风险。

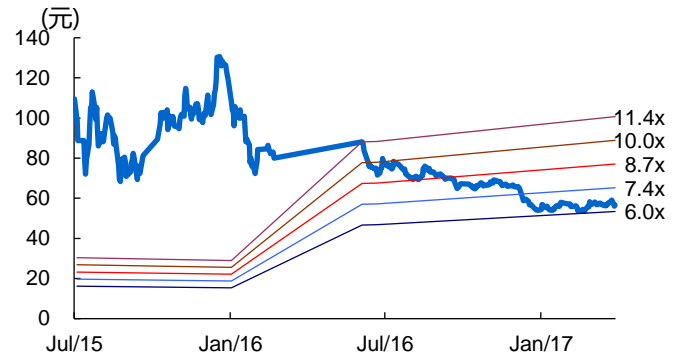
PE-PB Band

图 21 : 万达院线历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 22 : 万达院线历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4962	3833	5507	7660	10205
现金	4312	2474	3609	5855	7994
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	11	14	17	21
应收款项	384	690	664	755	924
其它应收款	94	221	283	351	429
存货	82	159	587	246	303
其他	90	279	350	435	535
非流动资产	10497	15259	15122	15020	14944
长期股权投资	12	16	16	16	16
固定资产	1624	2142	2676	3117	3482
无形资产	659	730	657	591	532
其他	8201	12371	11774	11297	10915
资产总计	15459	19092	20629	22680	25149
流动负债	2525	5478	5280	5765	6336
短期借款	0	500	0	0	0
应付账款	619	664	828	1031	1269
预收账款	735	879	1096	1364	1679
其他	1172	3435	3355	3371	3388
长期负债	3818	3222	3222	3222	3222
长期借款	3372	2813	2813	2813	2813
其他	446	408	408	408	408
负债合计	6343	8700	8501	8987	9558
股本	1174	1174	1174	1174	1174
资本公积金	4712	4857	4857	4857	4857
留存收益	3223	4355	6089	7652	9548
少数股东权益	6	5	7	9	12
归属于母公司所有者权益	9110	10387	12121	13684	15579
负债及权益合计	15459	19092	20629	22680	25149

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2089	1928	2773	3844	3833
净利润	1186	1366	1769	2094	2524
折旧摊销	488	739	1041	1006	981
财务费用	78	213	162	162	162
投资收益	(4)	(37)	(55)	0	0
营运资金变动	343	(595)	161	242	87
其它	(1)	240	(306)	340	79
投资活动现金流	(3486)	(3696)	(904)	(904)	(904)
资本支出	(1098)	(1496)	(904)	(904)	(904)
其他投资	(2387)	(2199)	0	0	0
筹资活动现金流	3943	(599)	(734)	(693)	(790)
借款变动	(1562)	34	(592)	0	0
普通股增加	674	0	0	0	0
资本公积增加	4699	146	0	0	0
股利分配	(250)	(587)	(35)	(531)	(628)
其他	381	(192)	(107)	(162)	(162)
现金净增加额	2546	(2367)	1135	2247	2138

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8001	11209	14384	17824	21809
营业成本	5236	7538	9397	11693	14394
营业税金及附加	348	389	500	619	757
营业费用	377	693	892	1105	1352
管理费用	525	889	1136	1462	1788
财务费用	60	191	162	162	162
资产减值损失	12	(8)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	55	0	0
投资收益	4	37	0	0	0
营业利润	1447	1554	2352	2784	3355
营业外收入	130	261	0	0	0
营业外支出	16	10	0	0	0
利润总额	1561	1805	2352	2784	3355
所得税	373	437	581	688	829
净利润	1188	1368	1771	2096	2526
少数股东损益	2	1	2	2	3
归属于母公司净利润	1186	1366	1769	2094	2524
EPS (元)	1.01	1.16	1.51	1.78	2.15

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	50%	40%	28%	24%	22%
营业利润	54%	7%	51%	18%	21%
净利润	48%	15%	29%	18%	21%
获利能力					
毛利率	34.6%	32.8%	34.7%	34.4%	34.0%
净利率	14.8%	12.2%	12.3%	11.7%	11.6%
ROE	13.0%	13.2%	14.6%	15.3%	16.2%
ROIC	9.1%	9.5%	12.7%	13.4%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	41.0%	45.6%	41.2%	39.6%	38.0%
净负债比率	22.2%	17.8%	13.6%	12.4%	11.2%
流动比率	2.0	0.7	1.0	1.3	1.6
速动比率	1.9	0.7	0.9	1.3	1.6
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
存货周转率	86.2	62.6	25.2	28.1	52.4
应收账款周转率	34.1	20.9	21.2	25.1	26.0
应付账款周转率	12.3	11.8	12.6	12.6	12.5
每股资料 (元)					
每股收益	1.01	1.16	1.51	1.78	2.15
每股经营现金	1.78	1.64	2.36	3.27	3.26
每股净资产	7.76	8.85	10.32	11.65	13.27
每股股利	0.50	0.03	0.45	0.53	0.64
估值比率					
PE	53.7	46.6	35.9	30.5	25.2
PB	7.0	6.1	5.5	4.9	4.3
EV/EBITDA	29.6	24.9	14.5	13.0	11.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016 年新财富第四名，金牛奖第二名

王光兵，招商证券研发中心传媒行业分析师。北京大学硕士，2016 年加入招商证券。2016 年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名成员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式