

万达院线 (002739)

—国内院线龙头，进击的文化巨人

投资评级 买入 评级调整 评级不变 收盘价 51.50 元

投资要点:

1、院线龙头，市场占有率第一，公司是国内唯一一家纯资产联结型院线，截止 2016 年，拥有影院 346 家，银幕 3115 块，是全国自有影院及银幕最多的院线。2016 年来自国内的票房收入为 64 亿元，占国内票房市场的 13.6%，占据市场第一。公司 2017 年计划新建影院 100-150 家，银幕数将突破 4000 块。同时公司拥有 IMAX 银幕 202 套，11 套杜比系统，占国内高端放映系统一半以上。国内票房市场未来将达 1000 亿元，根据国内票房分账比例，院线占大头 (57%)，万达院线作为国内院线当之无愧的龙头，直接收益最大。

2、非票收入占比达 33%，增长空间巨大，根据北美三大院线的营收结构占比，非票收入占比超过 35%，平均非票收入达 77 亿元，而万达院线 2016 年的非票收入仅为 38 亿元，差距较大。公司每年新建影院数超百家，食品饮料及广告收入将得到快速增长，衍生品市场在国内尚处于蓝海，尚未得到完全开发，公司收购时光网，提前布局衍生品市场，衍生品收入是未来公司非票收入的爆发点。

3、更名万达电影，期待资源整合，公司背靠万达集团，集团旗下拥有众多电影产业资源，包括上游制片环节的万达影视及传奇影业，发行环节的五洲发行，以及全球最大院线集团 AMC (含 Carmike、欧洲 Odeon、北欧院线集团)，以及主题乐园，整条电影产业丰富且强大。尽管公司 2016 年中止了收购万达影视、传奇影业和互爱互动，但是可以看出公司资源整合的预期较强。

4、《中美电影备忘录》已到期需重签，进口分账片引进数量有望增长，2016 年进口分账片引进数量 38 部，超过规定数量 4 部，全年进口片 90 部，票房共 190 亿，占全国总票房 42%。4 月 14 日上映的《速 8》上映 4 天票房已超 16 亿元，总票房超 25 亿有望。进口分账片质量优、票房高，能够带动国内观影热情。分账片引进数量增加直接带动国内票房的上升，院线直接受益。

5、盈利预测及估值：我们预测公司 2017 年、2018 年的 EPS 为 1.54 元、2.03 元，对于目前股价的 PE 分别为 33 倍、25 倍，给予“买入”评级。

6、风险提示，国内票房市场不及预期，进口片不及预期，院线（影院）扩张加速带来的市场饱和和风险。

发布时间：2017 年 4 月 19 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	88.33/51.50
上证指数/深圳成指	3222.17/10450.86
50 日均成交额(百万元)	275.08
市净率(倍)	5.82
股息率	0.39%

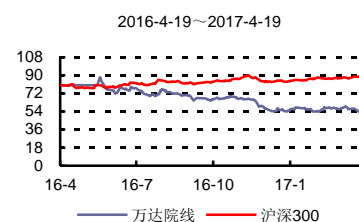
基础数据

流通股(百万股)	422.85
总股本(百万股)	1174.29
流通市值(百万元)	21776.69
总市值(百万元)	60476.19
每股净资产(元)	8.85
净资产负债率	83.76%

股东信息

大股东名称	北京万达投资有限公司
持股比例	57.91%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-公司点评：万达院线 (002739) 更名“万达电影”，行业龙头地位显露无疑》，2017-3-31

《国元证券公司研究-公司点评：万达院线 (002739) 2 月份数据持续向好，静待 2017》，2017-3-8

《国元证券公司研究-国元证券公司研究-万达院线 (002739) 公司点评：并购巩固电影产业链布局，迈向全球娱乐巨头》，2016-5-13

联系方式

研究员：孔蓉
 执业证书编号：S0020512050001
 电话：021-51097188-1872
 电邮：kongrong@gyzq.com.cn
 地址：中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

目录

1、万达集团的终端之一，进击的文化巨人.....	4
1.1 国内第一批成立的院线之一，扩张脚步不停歇.....	4
1.2 股权集中于万达集团，旗下子公司达 274 家.....	4
1.3 票房业务持续增长，非票收入占比继续扩大.....	5
2、国内院线进入兼并整合阶段，公司是院线市场的最强者.....	6
2.1 他山之石，北美票房市场稳定、院线市场巨头垄断.....	6
2.2 国内票房市场空间较大，院线市场集中度低.....	10
2.3 国内唯一纯资产联结型院线，效益最高，国内院线当之无愧的龙头.....	15
2.4 进口分账片引进数量有望增加，万达院线收益较大.....	18
3、非票收入逐年增长，打开公司业绩空间.....	20
3.1 非票收入占比达 33%，业绩空间被打开.....	20
3.2 掘金影院广告，映前广告市场空间刚打开.....	21
3.3 收购时光网，抢占衍生品市场及在线票务市场，完善电影服务生态圈.....	22
4、更名万达电影，进入资产整合期.....	25
5、盈利预测及估值.....	28
6、风险提示.....	28
图 1 公司历史沿革.....	4
图 2 公司股权结构及子公司情况.....	4
图 3 公司营收及归母净利润情况.....	5
图 4 公司主营构成占比情况.....	5
图 5 公司毛利率及净利率情况.....	6
图 6 公司主营构成毛利率情况.....	6
图 7 北美票房表现.....	6
图 8 北美观影人次变化.....	6
图 9 北美院线的发展历程.....	7
图 10 北美影院数量变化.....	8
图 11 2015 北美三大院线市场占有率.....	8
图 12 北美三大院线市场集中度变化.....	8
图 13 2016 年北美三大院线营收及净利润.....	9
图 14 近五年北美三大院线营收变化.....	9
图 15 2016 年北美三大院线各业务收入.....	10
图 16 近五年北美三大院线非票收入占比变化.....	10
图 17 北美三大院线影院数量.....	10
图 18 北美三大院线银幕数量.....	10
图 19 中国电影票房表现.....	11
图 20 中国观影人次变化.....	11
图 21 中国人均观影人次变化.....	11
图 22 2015 年中、美、韩人均观影次数对比.....	11
图 23 国产电影的分账.....	12
图 24 院线经营模式.....	13
图 25 国内院线及影院数量.....	13
图 26 国内银幕数量.....	13
图 27 中美院线 TOP3 的市场占有率.....	15

图 28 2016 年院线票房表现	16
图 29 2016 年院线观影人次	16
图 30 2016 年院线平均票价	16
图 31 2016 年院线上座率	16
图 32 2016 年院线的单银幕产出	17
图 33 资产联结院线的自有影院数	17
图 34 资产联结院线的自有银幕数	17
图 35 进口分账片数量变化	18
图 36 进口片票房占比情况	18
图 37 2016 年国产片与进口片数量对比	18
图 38 2016 年国产片与进口片票房对比	18
图 39 公司非票收入情况	20
图 40 公司各业务毛利率	20
图 41 与北美三大院线非票收入占比对比	21
图 42 2016 年公司非票收入与北美三大院线的差距	21
图 43 映前广告	21
图 44 映前广告	21
图 45 国内映前广告市场规模	21
图 46 单影院及银幕映前广告收入	21
图 47 慕威时尚业绩承诺完成情况	22
图 48 时光网与万达院线的结合	22
图 49 电影在线票务平台的交易规模和渗透率	23
图 50 电影在线票务平台的用户量	23
图 51 2016 年上半年电影在线票务平台市场格局	23
图 52 2015 年全球衍生品市场收入	24
图 53 2015 年全球衍生品各地区市场收入	24
图 54 时光网《速 8》衍生品	24
图 55 2015 年独家代理《魔兽》电影衍生品	24
图 56 公司未来五大业务平台	25
图 57 万达集团电影产业群	25
图 58 30-40 年代好莱坞的“五大三小”电影公司	26
图 59 “五大三小”的垂直化一体化产业	26
图 60 30-40 年代美国电影市场集中度	27
表 1 公司限售股解禁情况	5
表 2 国内票房空间具体测算	11
表 3 院线设立条件及要求	13
表 4 近期上市公司并购影院情况汇总	14
表 5 2016 年中国院线 TOP10 数据情况	14
表 6 2016 年国内院线 TOP10 运营数据对比	15
表 7 进口分账片数量增长对万达院线的影响	19
表 8 2017 年进口片汇总	19

1、万达集团的终端之一，进击的文化巨人

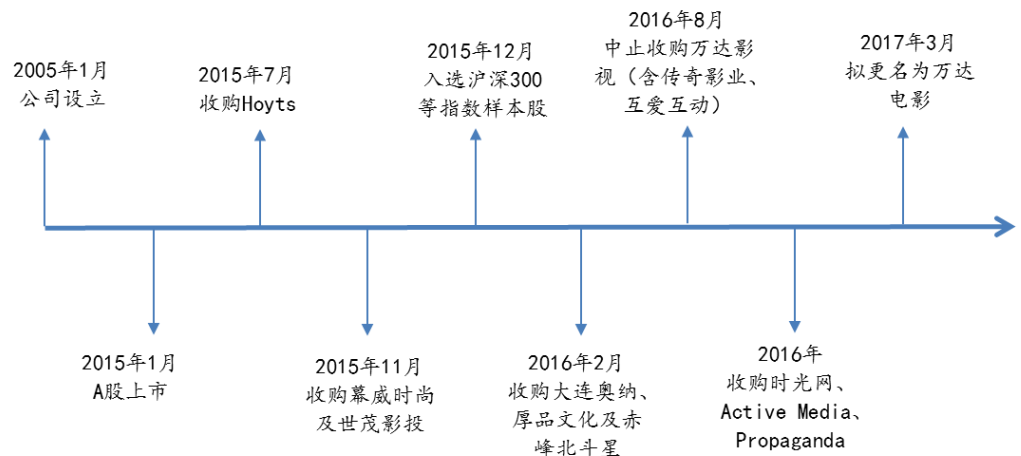
1.1 国内第一批成立的院线之一，扩张脚步不停歇

公司成立于 2005 年 1 月，是国内设立最早的院线之一，是一家自主投资建设及运营管理影院的电影院线公司。公司 2015 年 1 月在 IPO 上市，借助资本市场的力量持续拓展公司业务。

伴随国内电影市场的蓬勃发展，公司通过资产联结形式在全国范围内积极部署影院，截止 2016 年，公司已经拥有影城 401 座，银幕 3564 块，银幕占全国总量的 8.7%。

外延方面，公司先后收购了澳洲第二大连锁影院 Hoyts、世茂影投、大连奥纳、厚品文化及赤峰北斗星，拓展中外影院资源。此外公司还收购了影院广告及票务衍生品方面的资源，丰富公司业务，增加非票收入来源。

图 1 公司历史沿革



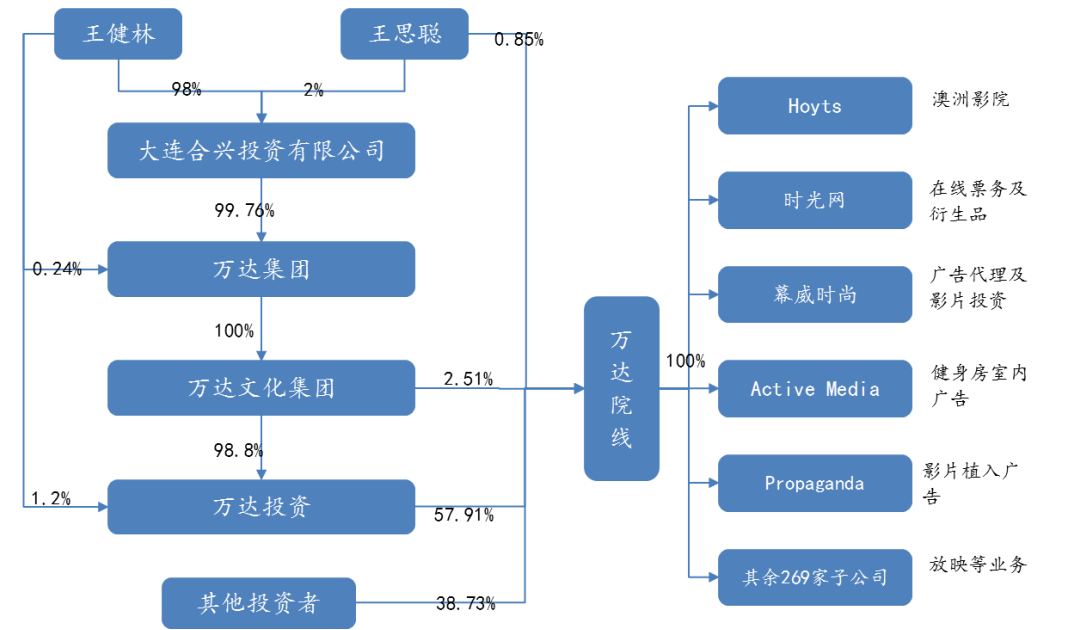
资料来源：公司公告、国元证券研究中心

1.2 股权集中于万达集团，旗下子公司达 274 家

公司第一大股东为万达投资，持有公司 57.91%股权，其余股东持股比例都未超过 5%，第二大股东万达文化持有公司 2.51%股权，万达投资为万达文化的子公司，股权非常集中，背靠万达集团，实际控制人为王健林。

公司 2016 年并表子公司有 274 家，子公司业务集中于电影放映、电影广告等电影产业，其中含 200 多家连锁影城、澳洲第二大连锁影院 Hoyts、广告代理慕威时尚、电影广告植入 Propaganda、在线票务及衍生品平台时光网等，子公司之间业务协同能力较强。

图 2 公司股权结构及子公司情况



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

公司 2015 年 1 月份上市，同年在收购幕威时尚和世茂影投过程中发行了约 5400 万股用于资产购买和募集资金，公司限售股数量集中在大股东万达投资手中，其余限售股占比较小，限售股解禁时间集中为 2018 年 1 月及 2019 年 1 月，其他时间段无限售股解禁。

表 1 公司限售股解禁情况

解禁时间	解禁股数	解禁股占比	解禁股来源	备注
2018.1.4	3,342,111	0.26%	定增	价格 74.04 元
2018.1.22	714,000,000	60.8%	IPO	
2019.1.4	34,104,540	2.9%	定增	价格 74.04 元

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

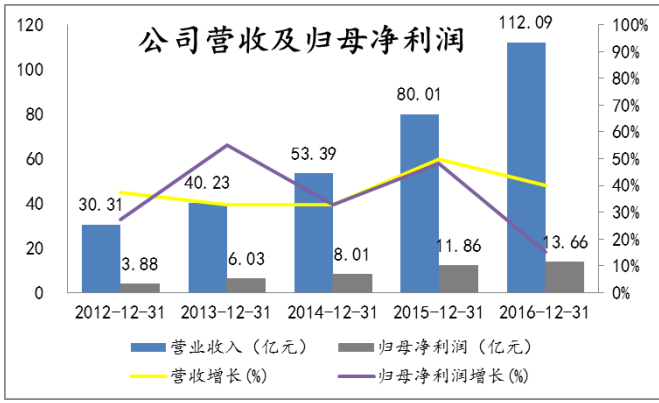
1.3 票房业务持续增长，非票收入占比继续扩大

公司业务包括四大模块，分别是票房收入、影院广告收入、商品销售收入、影片投资和宣传推广。公司 2016 年营业收入为 112.09 亿元，同比增长了 40.1%，归母净利润为 13.66 亿元，同比增长 15.23%。其中，票房收入依然是公司主要收入来源，2016 年票房收入为 75.25 亿元，占 2016 年总收入的 67.13%，占比持续下降，非票收入的规模增幅较大，其中广告收入达 16.92 亿元、商品销售收入 13.26 亿元、影片投资和宣传推广收入为 1.02 亿元，整个非票收入的占比高达 32.87%，跟国外成熟市场的非票收入占比相当。

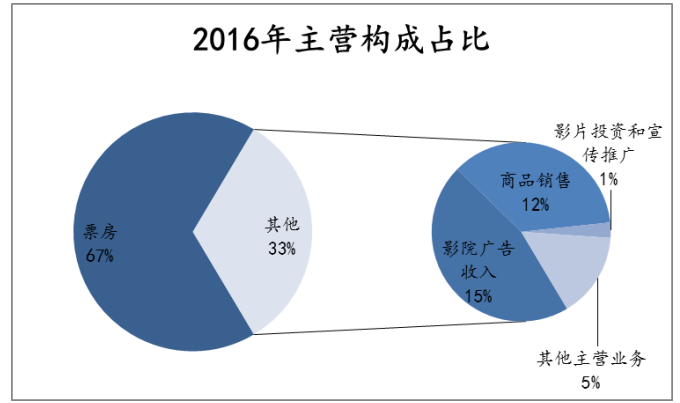
公司业绩持续增长的动力主要来自于国内电影市场的兴起和并表业务，公司通过资产联结方式在全国部署影院，统一排片管理，在院线影院端占据领先地位。

图 3 公司营收及归母净利润情况

图 4 公司主营构成占比情况



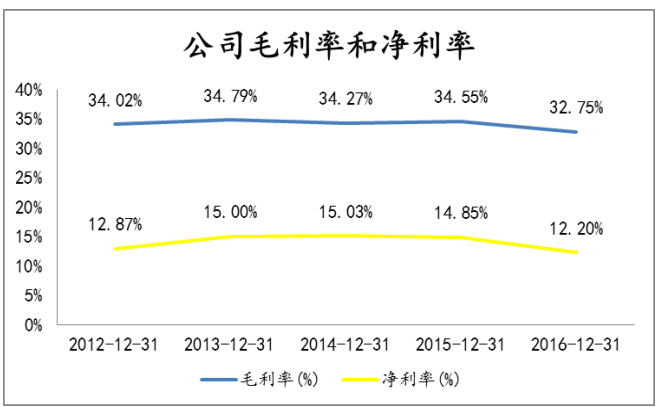
资料来源: wind、国元证券研究中心



资料来源: wind、国元证券研究中心

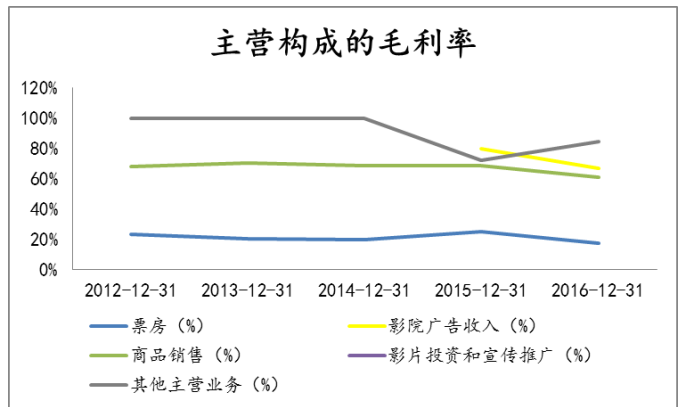
公司毛利率和净利率较稳定，2016年毛利率和净利率分别为32.75%和12.2%，小幅下降了1.8个百分点和2.65个百分点。但是各业务的毛利率相差比较大，票房收入主要是按照净票房比例分成，毛利较低，2016年票房毛利为17.35%，但是非票收入的毛利率较高，其中影片广告的毛利率为66.59%、商品销售为61.04%。近年来净利率降低的一个主要原因是公司新建影院带来成本提升，成本摊销和各项费用增加，而毛利率有望随着非票收入的提升而得到改善。

图 5 公司毛利率及净利率情况



资料来源: wind、国元证券研究中心

图 6 公司主营构成毛利率情况



资料来源: wind、国元证券研究中心

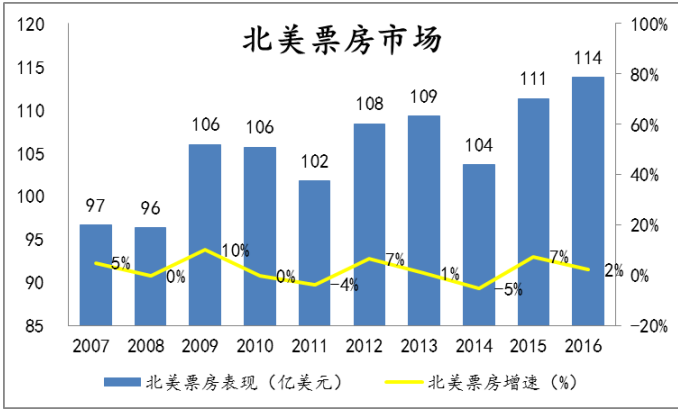
2、国内院线进入兼并整合阶段，公司是院线市场的最强者

2.1 他山之石，北美票房市场稳定、院线市场巨头垄断

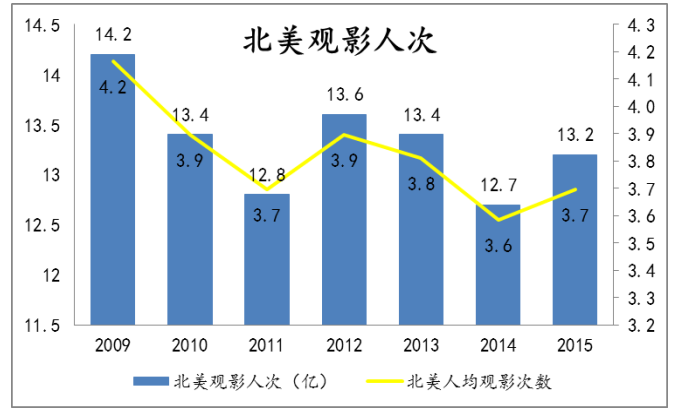
北美电影票房市场经历时间长，市场已非常成熟，票房表现稳定。2016年北美票房为114亿美元，增长2%，涨幅较小，近10年来的复合增长仅为1.6%。尽管票房有所增长，但是观影人次在逐渐下降，2015年的观影人次为13.2亿，相较于2009年1.42亿人次，下降了1亿，人均观影次数从2009年的4.2次下降到2015年的3.7次。整个北美电影市场进入了增长瓶颈期，电影产业格局已定，“五大经纪公司+六大制片厂+三大院线”的产业格局较稳定。

图 7 北美票房表现

图 8 北美观影人次变化



资料来源: MPAA, wind, 国元证券研究中心

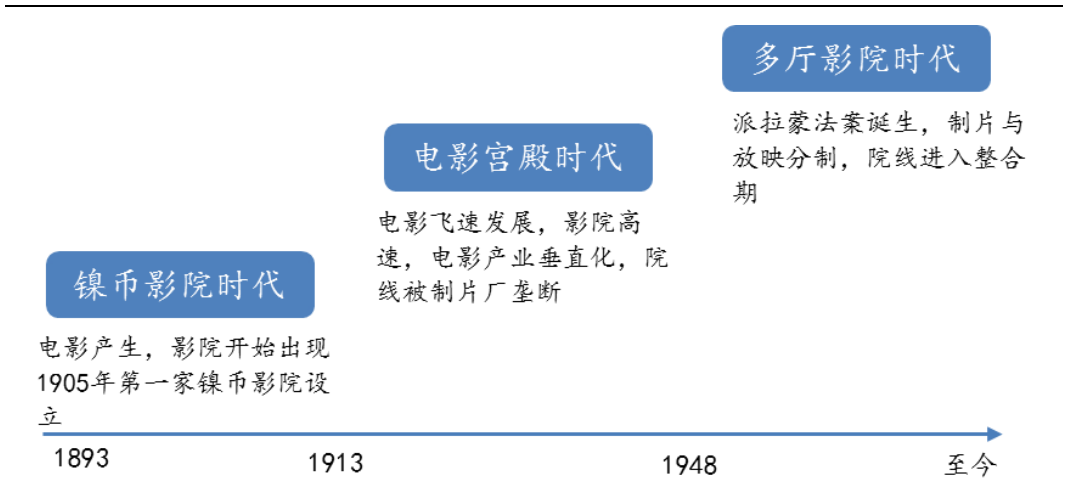


资料来源: MPAA, wind, 国元证券研究中心

北美影院市场大致经过了三个阶段: 镍币影院时代 (1893 年-1913 年)、电影宫殿时代 (1913 年-1948 年)、多厅影院时代 (1948 年-至今), 影院发展跟随电影市场的兴衰及新技术的出现而变化。影院数量经过前期的扩展之后进入整合期, 数量不断减少。目前全球多厅影院模式的起源就是来自于北美, 北美主要院线都是资产联结型。

1948 年美国通过“派拉蒙”法案, 将垂直化的大制片厂拆分, 制片和放映环节自此被分开, 产业各环节独立发展, 六大制片厂把握着北美大部分的优质片源, 放映端的影院话语权相对较弱。

图 9 北美院线的发展历程



资料来源: 国元证券研究中心

镍币影院时代

1905 年第一家镍币影院在匹兹堡设立, 开启独立影院时代, 电影作为一种新颖的娱乐形式被大众所接受, 由于票价为 5 美分, 所以称为镍币影院, 这个时候的影院设立多为个人投资行为, 成本较低, 北美地区遍地开花, 环球、福克斯、米高梅等创始人也开始进入影院行业, 纷纷设立影院, 市场竞争激烈。

电影宫殿时代

20 世纪 10 年代开始, 豪华装饰的大型影院开始出现, 每个影院可容纳观众数千人, 票价上涨, 影院摆脱了低票价时代, 开始走中高端路线。这个时候的宫殿式影院开始于制片商结盟, 稳定片源, 派拉蒙的前身拉斯基产生, 初步形成连锁影院形式。由于市场的不断崛起, 市场充分竞争, 为了稳定片源, 影院与制片商的结盟更为紧密, 电影上下

游环节整理形成垄断，到 40 年代产生了所谓的“五大制片商”，电影产业形成垄断格局，派拉蒙就是其中最大的垄断者。

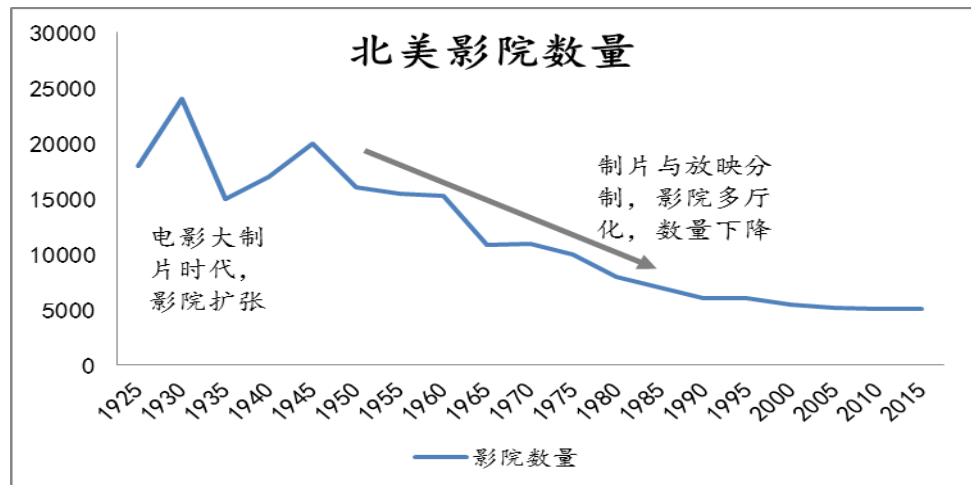
多厅影院时代

1948 年美国派拉蒙法案之后，制片与放映分制，影院开始独立发展，观影多样化，同时电视的普及带来观影人数的减少，巨型影院已经过时，多影厅开始出现，影片不只是来自八大制片商，还有来自独立制片商的影片。多影厅起源于 1963 年德沃德（AMC 前身），多影厅模式占美国影院的比例超过 96%，模式被全球其他地区复制，成为全球影院主要放映模式。

1995 年 AMC 发明并且设立了首家巨型多厅影院（24 个影厅），巨型多厅影院的出现给小影院带来了经营压力，同时观影人数逐步下降，院线（影院）行业随即进入兼并整合阶段，并且形成了 Regal、AMC、Cinemark、Carmike 几大巨头，占据市场份额的 50%以上。

镍币影院时代和电影宫殿时代是电影从产生到高速发展的时代，影院伴随产业的发展而数量猛增，在 1948 年“派拉蒙”法案出台之前达到了最高峰。但是随着电视、DVD 等新娱乐播放形式的产生，观影人数被分流，加上“4664”婴儿潮的到来，观影人群进入影院的意愿减弱，逐步被电视等形式代替，影院数量急剧下降。

图 10 北美影院数量变化

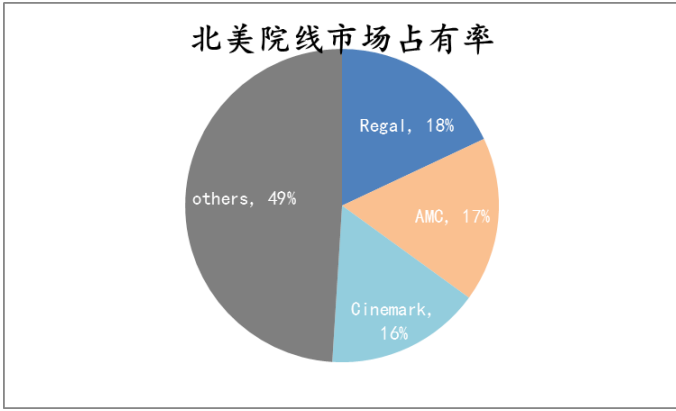


资料来源：《美国电影工业发展史》、NATO、国元证券研究中心

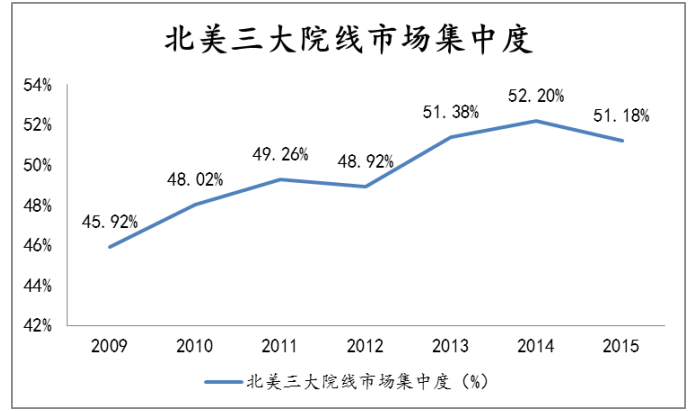
北美院线市场目前的格局是“三大院线+若干小院线”的寡头垄断阶段，市场前三院线分别是 Regal、AMC、Cinemark，从银幕数量来看，三大院线 2015 年银幕数占比为 48.5%。从票房收入口径统计，三大院线 2015 年合计占有票房市场的 51.18%，而 2000 年的市场占有率仅有 35%，市场集中度不断提升。随着北美票房市场进入瓶颈期，小院线崛起的概率进一步减少，加上近年来 IMAX 等高技术升级的高成本，小院线运营压力增大，北美院线市场的集中度有进一步增长的可能。

图 11 2015 北美三大院线市场占有率

图 12 北美三大院线市场集中度变化



资料来源：MPAA、国元证券研究中心



资料来源：MPAA、国元证券研究中心

Regal

Regal 是北美地区最大的院线，影院遍布全美 42 个州，截止 2016 年，旗下拥有 561 家影院、7267 块银幕，2016 年的观影人次达 2.11 亿。2016 年营业收入 31.97 亿元，净利润 1.7 亿元。

AMC

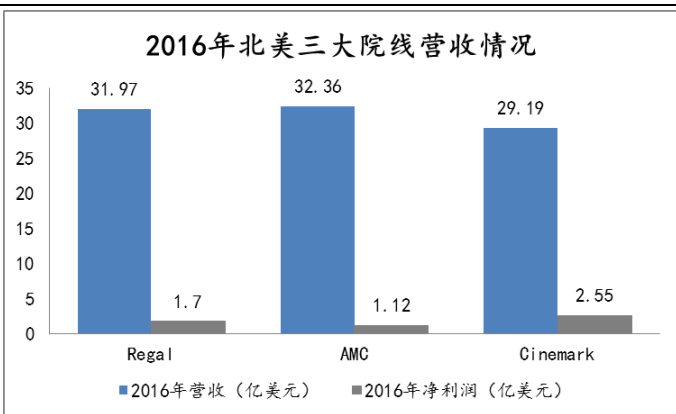
AMC 是北美第二大院线，公司 2012 年被万达集团收购，2016 年 11 月收购 Odeon 和 UCI 影院，2016 年 12 月作价 8.58 亿美元收购北美第四大影院 Carmike，并购完成之后，AMC 成为全球最大的院线（影院），在全球共有影院 906 家，银幕 10558 块，其中美国地区影院 660 家、银幕 8293 块，影院遍布 44 个州。2016 年营收 32.36 亿美元，净利润 1.12 亿美元，其中票房收入 20.49 亿美元，占总收入的 63.34%。

Cinemark

Cinemark 是北美地区第三大院线，截止，2016 年，公司已有影院 526 家，银幕 5903 块，其中美国影院数量为 339 家，银幕 4559 块，影院遍布全美 41 个州。2016 年的营收为 29.19 亿美元，净利润 2.55 亿美元。

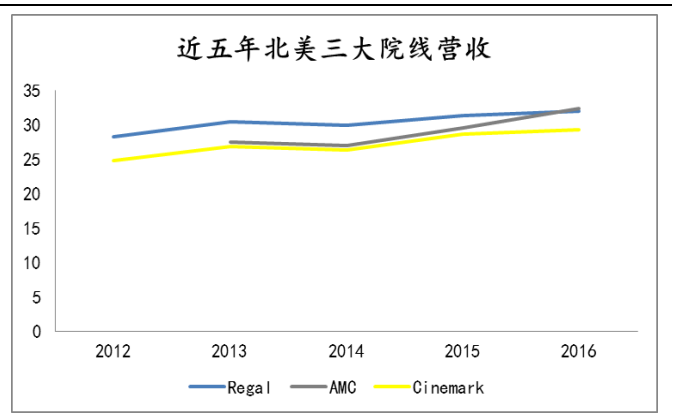
2016 年三大院线的营收相差无几，AMC 以 32.36 亿美元的收入稍稍领先，但是 Cinemark 的净利润更高，几乎是其他两个院线的两倍。三家院线的票房收入也相当，Regal 票房收入 20.62 亿元近比 AMC 多 0.13 亿美元，非票收入占三家总营收的 35% 以上，其中 Regal 的非票收入占比为 35%，AMC 为 37%，Cinemark 为 39%。

图 13 2016 年北美三大院线营收及净利润



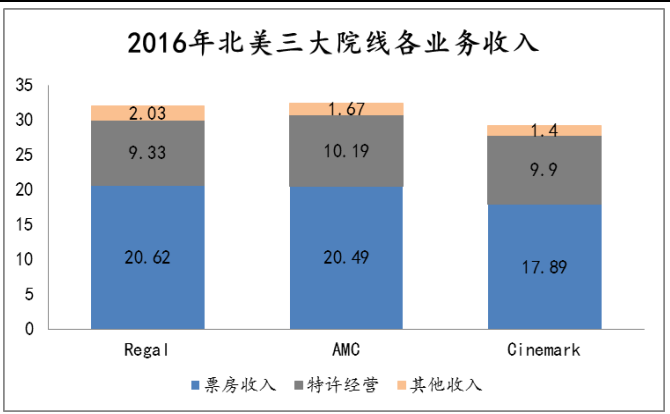
资料来源：wind、国元证券研究中心

图 14 近五年北美三大院线营收变化



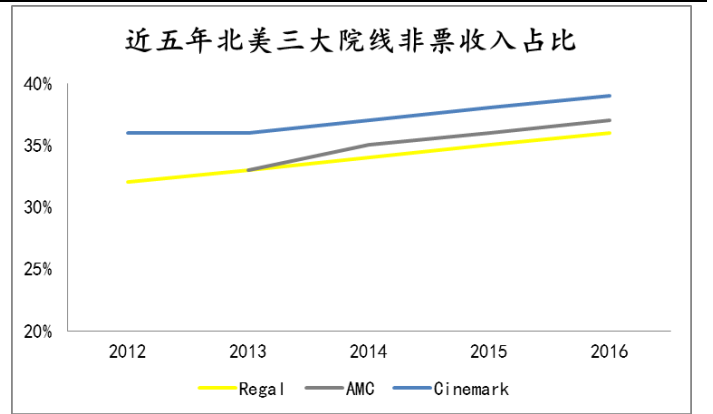
资料来源：wind、国元证券研究中心

图 15 2016 年北美三大院线各业务收入



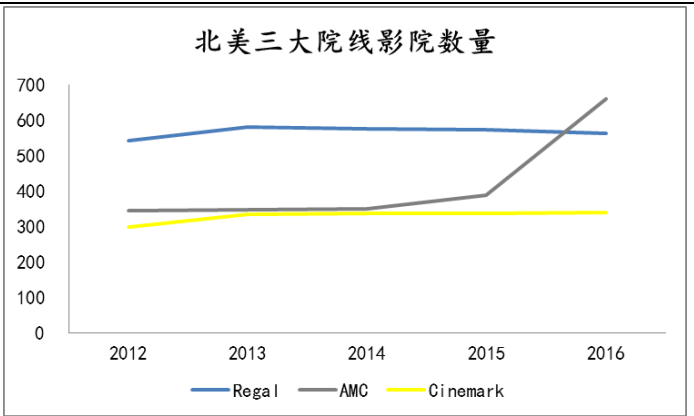
资料来源: wind、国元证券研究中心

图 16 近五年北美三大院线非票收入占比变化



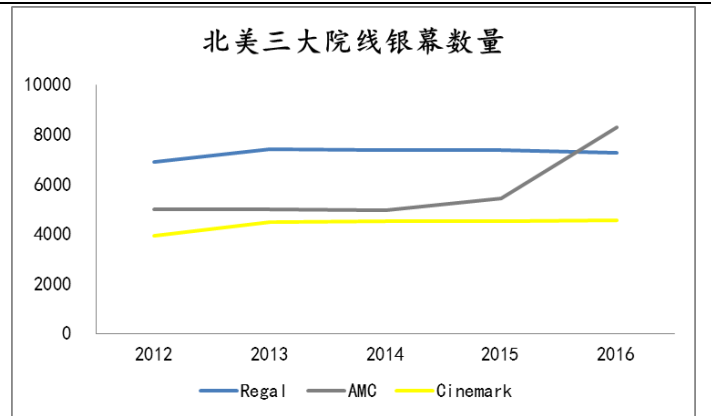
资料来源: wind、国元证券研究中心

图 17 北美三大院线影院数量



资料来源: 各公司年报、国元证券研究中心

图 18 北美三大院线银幕数量



资料来源: 各公司年报、国元证券研究中心

2016 年北美地区票房收入共 114 亿美元，三家院线的票房占整个市场的 51%，并且比例较为稳定，在票房市场稳定的情况之下，三大院线寡头垄断的局面将继续维持。非票收入将持续增长，成为院线重要的收入来源。

北美地区院线发展历史近百年，从大众化镍币时代到高端化的影院皇宫时代，再到反垄断趋势下的制片与放映分制，影院独立发展，多厅影院代替影院皇宫，制片方与院线相互牵制，制片方控制片源（特别是六大制片商），院线（影院）控制终端放映环节，采取阶段性票房分账模式，放映时间越长，院线分得票房越多，首周上映，院线的分账比例为 10%，每往后延长反映一周，分账比例增长 10%。

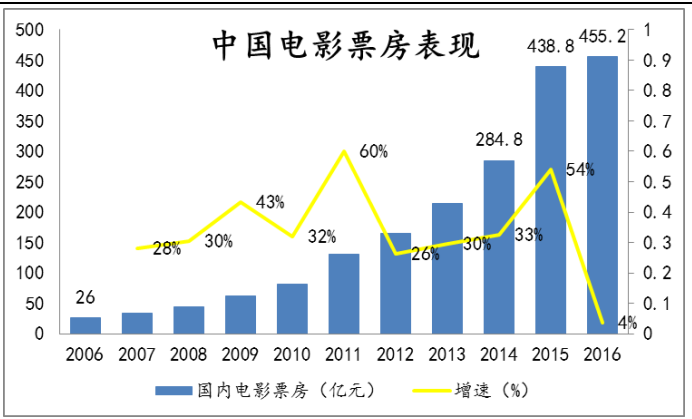
北美地区院线进入多厅时代，大院线的资金实力和片源获取更有优势，市场向前三大院线集中，各大院线扩大市场份额比例的方法通常只有兼并收购的方式。北美电影产业已成熟，票房增长有限，整个市场进入存量竞争阶段，各大院线票房收入稳定和非票收入增长是两大趋势。

2.2 国内票房市场空间较大，院线市场集中度低

1) 国内票房市场空间较大，院线（影院）分账比例最高

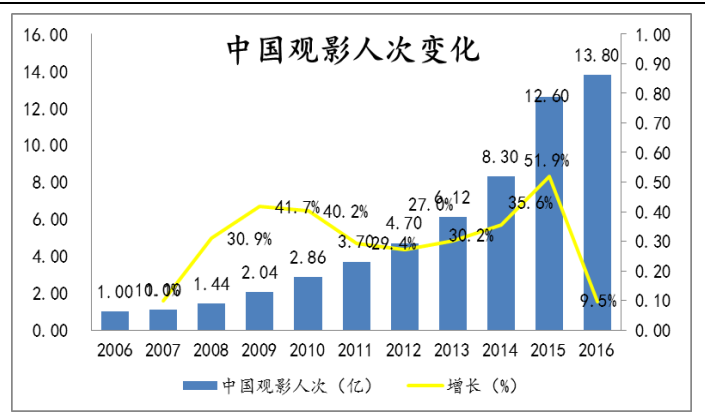
票房 2016 年之前增速较高，其中 2015 年的增速高达 54%，2014 年为 33%，2016 年的票房增速放缓，票房为 455.2 亿元，增速从上一年的 54%降为 4%，观影人次 13.8 人次，人均观影人次为 1 次，增速亦降为 9.5%。

图 19 中国电影票房表现



资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

图 20 中国观影人次变化

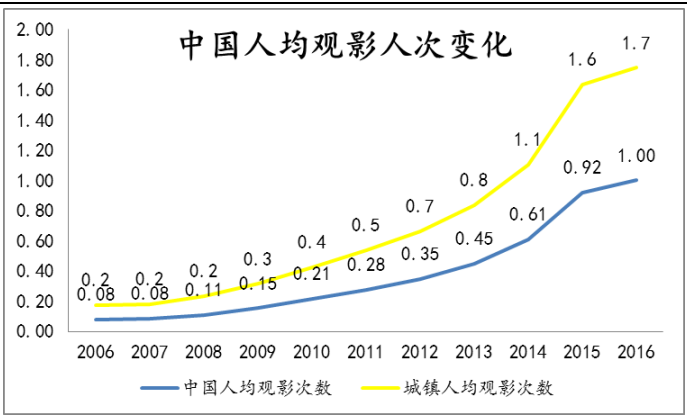


资料来源：艺恩智库、wind、国元证券研究中心

票房市场的大幅波动原因是多方面，其中影片质量和票补行为对票房的波动起到了主要的作用，影片质量是一个长期提高发展的过程，而票补行为则直接助推了票房的高速增长，根据光线传媒董事长及万达院线总裁透露的数据，2015年票补高达40亿元，约占总票房的10%左右，进入2016，在线电影票务平台格局已定，票补大大缩水，对2016年整个票房市场的增速产生了直接的影响。

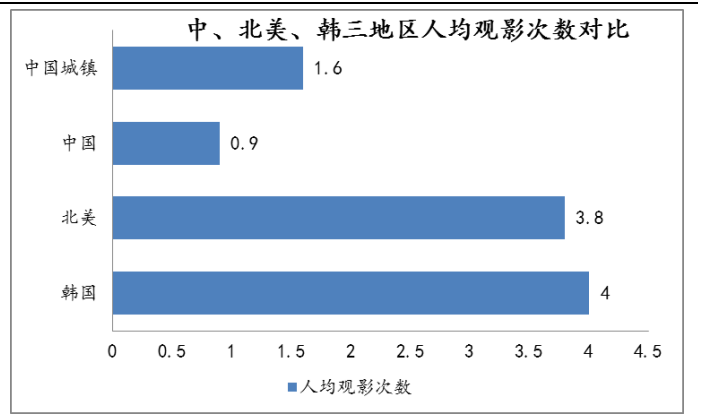
整体来看，国内票房市场增长进入一个瓶颈期，欲延续前几年的高速增长较困难。但是，从人均观影次数的对比来看，国内票房增长空间依然较大。

图 21 中国人均观影人次变化



资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

图 22 2015 年中、美、韩人均观影次数对比



资料来源：艺恩智库、wind、国元证券研究中心

国内票房市场空间具体测算

测算方法：测算票房空间：票房空间=观影人次*票价

票房空间=票价（变动较小）*观影人次（观影人数*观影频率）

假设 1、票价稳定，取近五年均值（35 元）及复合增长 2%情况下的值（35.7 元）；

假设 2、影片质量逐渐提升，特别是国产片；

假设 3、国内经济发展稳定，国民收入水平稳步上升；

假设 4、观影人数取 2016 年人口数量。

表 2 国内票房空间具体测算

	观影人数	观影频率 (次)	观影人次= 观影人数*	票价 35 元情况下的票房	票价 35.7 元情况下的票

			观影频率	(亿)	房(亿)
总人口	13.8	1	13.8	483	493
	13.8	1.5	20.7	725	739
	13.8	2	27.6	966	985
城镇人口	7.9	1.7	13.43	470	479
	7.9	2	15.8	553	564
	7.9	3	23.7	830	846

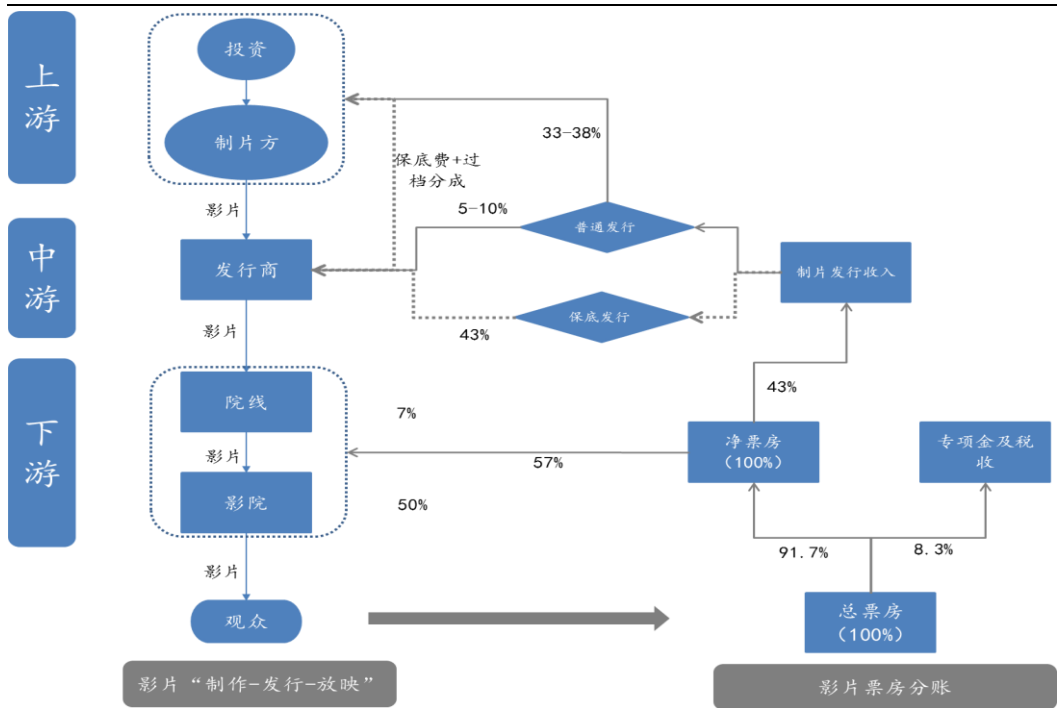
资料来源：国元证券研究中心

2017年我国人均观影次数仅为1次，城镇人均观影次数也仅为1.7次，远远低于成熟市场的3-4次的人均观影次数。加上《中美电影备忘录》2017年2月份已到期，进口分账片引进数量增长的概率较大，在国产片质量暂无明显提升的情况下，依靠进口片拉动票房增长的趋势较明显。

根据历史数据，人均观影次数从0.1次增长到0.5次耗时5年，从0.5次上增到1次耗时3年，根据我们的测算，人均观影次数增长一倍，到2次/人，未来3-5年的时间内，国内票房空间可达700亿-1000亿。

院线（影院）作为电影产业的终端放映环节，直接与客户连接，影院的投入属于重资产，在分账比例上占大头，分账比例为净票房的57%左右。由于国内票房市场空间较大，院线（影院）尚未出现一家独大的局面，院线希望通过扩建和并购的方式扩大市场占有率。

图 23 国产电影的分账



资料来源：国元证券研究中心

2) 国内院线市场集中度低，市场进入整合期

2001年12月18日实施的《关于改革电影发行放映机制的实施细则（试行）》基本确定了以院线为主的发行放映机制，减少发行层次，改变以往按区域实行行政计划供片的模式，院线有设立可以是资产联结型、也可以是加盟型，或者二者混合设立，万达

院线是国内唯一一家纯资产联结型院线，对影院的掌控力最强。

表 3 院线设立条件及要求

设立条件	省内院线	跨省院线
影院数	10 家以上	15 家以上
实行计算机售票影院数	8 家以上	10 家以上
上缴专项基金额	不低于 800 万	不低于 1000 万
其他	外资不得独立设立院线、影院，合作方式设立情况下，外资占比不得超过 49%。	
	每个省市不得超过三家，一个影院只能加盟一个院线，加盟期限不得少于 3 年。	

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

图 24 院线经营模式

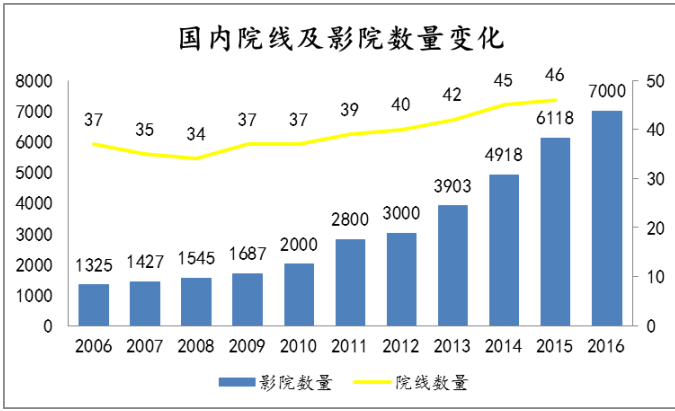
经营模式	院线与旗下影院的关系	代表院线	特点
纯资产联结	影院由院线直接投资兴建，影院资产归院线所有	万达院线	依托资产联结模式，院线能够以资本和供片为纽带，实现对旗下影院的统一品牌、统一建设、统一管理、统一排片。国外院线普遍采取此模式
以资产联结为主，加盟为辅	旗下大部分影院由院线直接投资，影院资产归院线所有，但同时也鼓励加盟影院的进驻	广州金逸珠江、广东大地	在自有影院中能够实现统一经营和管理，但不能实现全院线在各方面的统一 ⁶
签约加盟为主，资产联结为辅	旗下大部分影院和院线没有资产从属关系，只是以签约形式加入院线	中影星美、北京新影联、上海联和	以供片为纽带，实现统一排片，但不能完全实现统一品牌、统一经营和管理。是我国特有的院线形态 ⁷

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

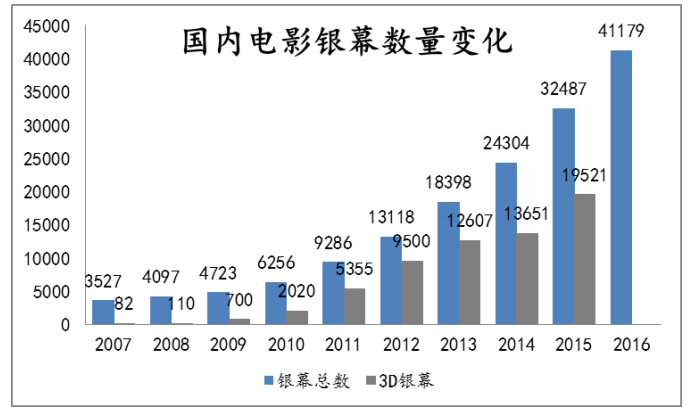
院线根据规模不同可以分为省内院线和跨省院线，每个省市设立院线不得超过 3 家，一个影院只能加盟一个院线，加盟期限至少 3 年，合约到期可更换加盟院线。国内院线数量随着市场的兴起而逐渐增长，最初院线设立数量为 30 家，到 2015 年底，院线数量已达 46 家，影院数量已超 7000 家。2016 年我国电影银幕总数超过美国银幕数量（40759 块），达到 41179 块，一半以上是 3D 银幕，其中 IMAX 银幕超过 350 块。

图 25 国内院线及影院数量

图 26 国内银幕数量



资料来源：wind、国元证券研究中心



资料来源：wind、国元证券研究中心

根据艺恩智库最新的数据，2017年第一季度，我国影院新增577家，银幕增加3232块，日均增加36块。影院数量的扩张和银幕数量的增长幅度较大，行业正处于高速发展中，伴随电影行业发展进入平稳期，未来院线（影院）将走向整合期，大影院兼并中小影院，扩大规模效应将成为趋势。

表4 近期上市公司并购影院情况汇总

并购方	被并购标的	时间	金额	备注
万达院线	世茂影投	2015.6	10亿	旗下14家影管公司、17家影院
	大连奥纳、广东厚品、赤峰北斗星	2016.2		共计13家影院、92块银幕
橙天嘉禾	济宁影投	2015.9	2000万	1家影城
阿里影业	杭州星际（60.94%）	2016.8	3900万，并注资6100万	11个影厅，1个4D厅及1个中国巨幕
完美世界	今典院线、今典影城、今典文化	2016.9	13.53亿	共计217家影院、86家为自营
中国电影	大连华臣（70%）	2016.10	5.53亿	15个影院，覆盖东北地区
汉鼎宇佑	杭州星影影城	2016.12	2800万	7个3D厅、900个座
	深圳星海太平洋	2016.12	4200万	12个厅、1029个座
南海控股（大地院线）	橙天嘉禾	2017.1	32.86亿	76家影院、531块银幕、36个城市

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

目前国内前十大院线控制市场份额的67%左右，但是CR4或者CR3的份额只有37%和29%，市场处于充分竞争状态，万达院线占据市场第一，但是比例仅有13.4%，其他院线的市场份额都未超过10%。而且各院线格局具有较强的地域特性，利润万达院线北方市场居多，大地院线和广州金逸则在广州深圳等地，以上海电影为主导的上海联合主要控制上海等长三角地带，跨地域的院线以万达院线为主，且一二三城市都有布局。

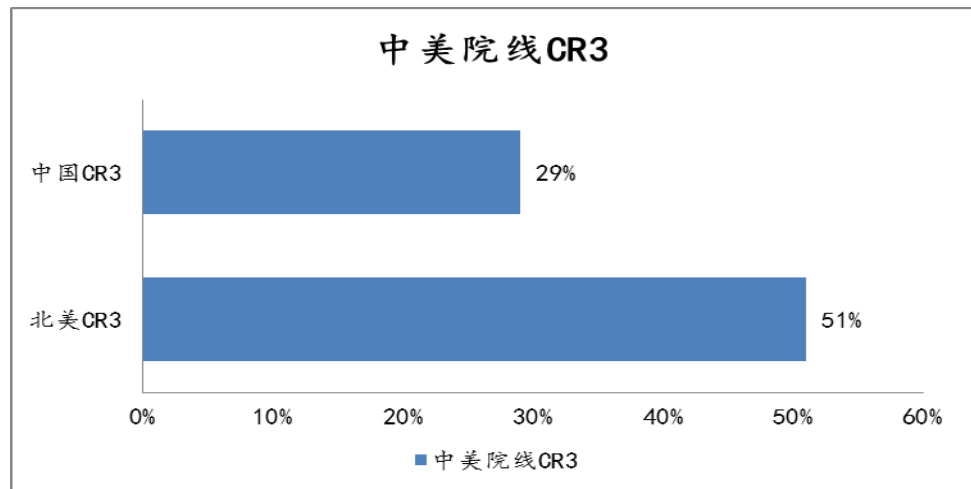
表5 2016年中国院线TOP10数据情况

院线	票房（亿元）	市场占有率	平均票价	场均人次	上座率	院线类型
万达院线	60.9	13.4%	38	30	18.2%	资产联结
大地院线	36.7	8.1%	30	17	13.3%	混合型
上海联合	35.7	7.8%	36	24	16.6%	混合型
中影星美	34.5	7.6%	34	21	15.6%	加盟
中影南方	32.4	7.1%	34	18	15%	加盟
中影数字	29.5	6.5%	32	16	12.1%	混合型
广州金逸	27.7	6.1%	34	21	14.1%	混合型
横店院线	20.7	4.5%	30	20	14.6%	混合型
浙江时代	14.5	3.2%	33	18	14.6%	混合型
华夏联合	14.4	3.2%	31	17	13.2%	加盟

资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

尽管我国票房市场增长空间较大，且单银幕产出远远低于北美等发达地区，根据2016年票房数据和银幕数据可知，北美地区单银幕产出高达27.94万美元，去年尽管我国的银幕数量已经超过了美国的银幕数量，但是票房总量上的差距导致我国单银幕产出仅有16.02万美元，单银幕产出相差巨大。银幕的增长速度超过票房的增长速度，导致近期单银幕产出持续下降，但是由于我国票房空间较大，短期的票房“遇冷”并非代表院线市场已到达天花板。随着市场的不断发展，院线充分竞争的状态持续时间不会太久，以万达院线为首的龙头院线将持续扩建和并购，市场集中度将进一步提升。

图 27 中美院线 TOP3 的市场占有率



资料来源：国元证券研究中心

2.3 国内唯一纯资产联结型院线，效益最高，国内院线当之无愧的龙头

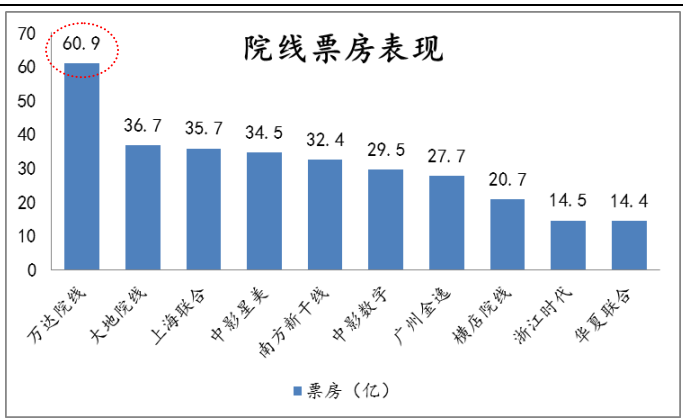
万达院线目前占据院线市场的第一，市场占有率为13.4%，比例处于逐步提升中。此外公司的观影人数、上座率、票价等指数都是国内院线中最高的，单银幕产出最高，效益最好。同时，公司是国内目前为止唯一一家纯资产联结型院线，旗下影院为公司自有。

表 6 2016 年国内院线 TOP10 运营数据对比

院线	影院数	银幕数	票房 (亿)	观影人次 (亿)	票价 (元)	上座率 (%)
万达院线	349	3115	60.9	1.61	38	18.2%
大地院线	773	4036	36.7	1.22	30	13.3%
上海联合	431	2461	35.7	0.99	36	16.6%
中影星美	475	2782	34.5	1	34	15.6%
南方新干线	594	3103	32.4	0.96	34	15%
中影数字	629	3604	29.5	0.92	32	12.1%
广州金逸	381	1999	27.7	0.82	34	14.1%
横店院线	299	1809	20.7	0.68	30	14.6%
浙江时代	245	1413	14.5	0.44	33	14.6%
华夏联合	300	1586	14.4	0.47	31	13.2%

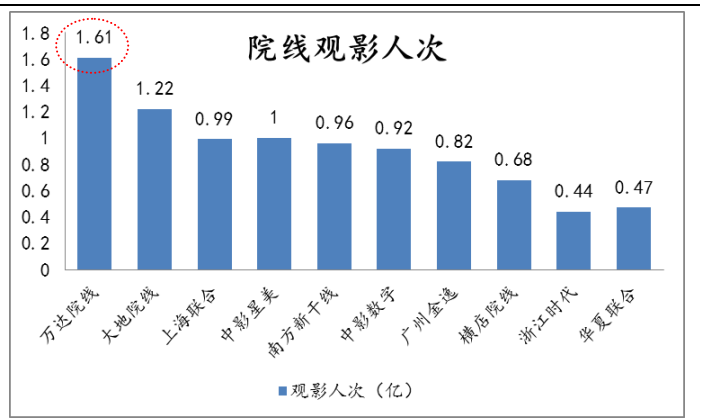
资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

图 28 2016 年院线票房表现



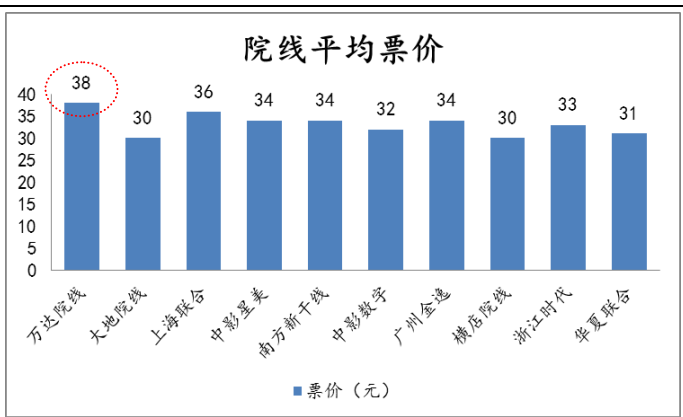
资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

图 29 2016 年院线观影人次



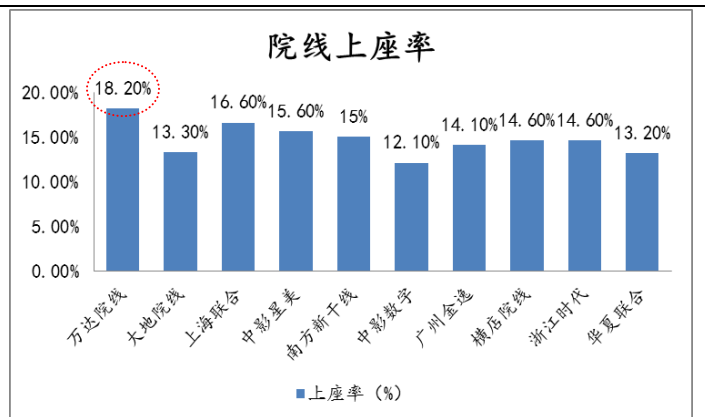
资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

图 30 2016 年院线平均票价



资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

图 31 2016 年院线上座率



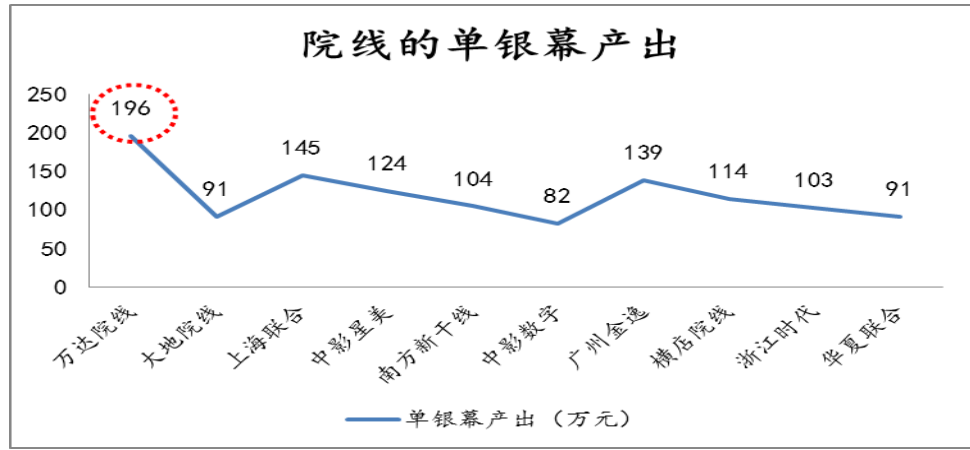
资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

万达院线影院数量和银幕数都不是最多的院线，但是其票房收入最高，表明其影院运营效率较高，单银幕产出为 195.5 万元/年，远远高于其他院线。公司是纯资产联结型，净票房 57% 的分账比例都能纳入公司营收，而加盟院线只能获得 7% 左右的加盟服务费，营收能力相差巨大。资产联结型的院线在排片、管理等环节的掌控力更强，国内电影产业跟美国的“制片-放映”分制不同，全产业链布局是各大公司追求的目标，在相同片源的

情况下，排片能力更强的院线对整个电影市场的话语权更强，产业协同效应更好。

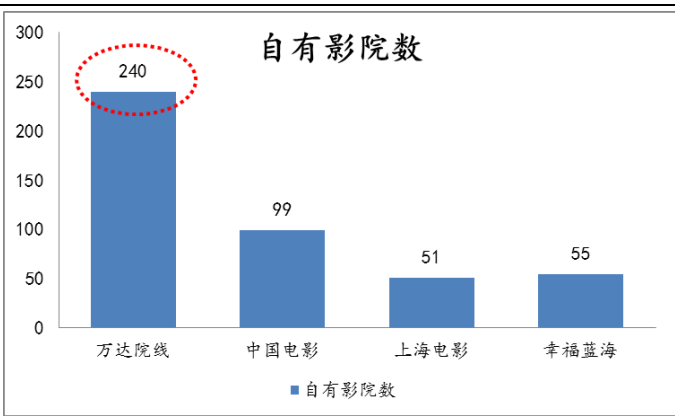
在 A 股上市的 4 家院线中，万达院线的影院自有，其他三家的影院部分自有，上海电影的影院自有数为 51 家、中国电影自有影院为 99 家、幸福蓝海为 55 家，万达院线自有影院远远超过其他院线自有影院数。

图 32 2016 年院线的单银幕产出



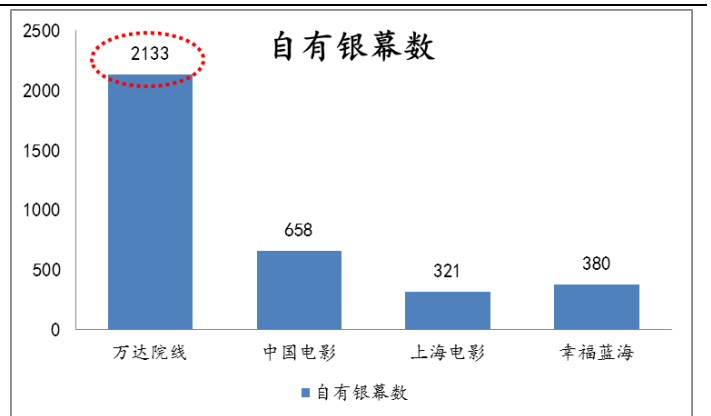
资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

图 33 资产联结院线的自有影院数



资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

图 34 资产联结院线的自有银幕数



资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

国内影院数量大幅增长的同时，3D、IMAX、杜比等高端放映技术也开始普及，其中 3D 银幕 2007 年全国才 82 套，经过 10 年的发展，到 2015 年 3D 银幕数量已经达到 19521 块，占全部银幕总数的 60%。2016 年国内共有 IMAX 银幕 424 套，其中万达院线拥有 202 套，占全国 IAMX 总量的一半，公司拥有全国数量最多的杜比影院（11 个），同时还有 4D 影厅 113 个。高端技术是提高观影体验的重要条件，能够迎合现代观影人群的观影需求，也是提高电影票价的重要因素之一，IMAX3D 电影票价比普通 3D 电影票价高 50%左右。

对比国内外票房市场，可以看出国内票房市场并未到达市场天花板，只是缺乏高质量的影片将观众吸引进影院，国内人均观影人次仅 1 次，增长空间巨大，票房空间伴随观影人次的增长而增长。国外院线市场的格局已定，CR3 的比例高达 51%，而我国 CR3 的比例仅有 29%，万达院线作为国内院线的龙头占有市场份额比例仅为 13.4%，资产联结型的院线在获取票房收入上有巨大分账优势，同时自有影院在增加非票收入的时候可以计入公司总营收，这个是加盟型院线无法比拟的优势。万达院线自有影院扩张会增加

公司的成本，短期内会影响公司的毛利率，但是国内票房市场空间较大，影院市场格局未定，通过新设影院及兼并其他影院的方式来扩展市场份额能够增加公司的规模效应，减少公司边际成本。

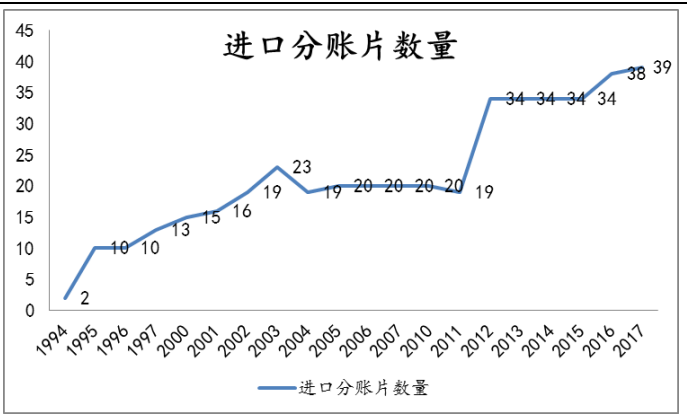
总体来讲，万达院线已处于行业龙头地位，市场份额将逐渐扩大，影院经营效益在同行业中属于第一，行业正处于整合阶段，高市场份额、高运营效率将助推万达院线走上“超级巨头院线”的位置。

2.4 进口分账片引进数量有望增加，万达院线收益较大

2017年2月《中美电影备忘录》到期，新的备忘录将重新协议签订，根据历史及市场需求预期，可以判断未来进口分账片的引进数量将增加。进口分账片基本涵盖了国外最优秀、票房最高的影片，进口分账片数量从90年代的“10部”，到2002年WTO时候的“20部”，再到后来的“34部”，到2016年引进进口分账片已破38部，数量逐步攀升。

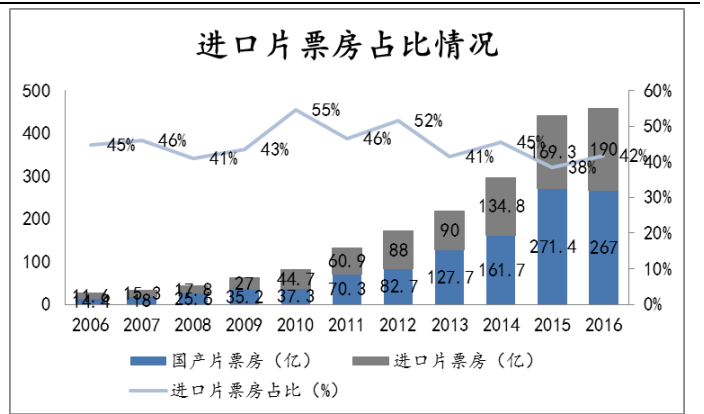
进口分账片及买断片构成整个进口片，由于国产片的质量还无法跟进口片相匹敌，进口片的引进数量尽管每年只有几十部，但是瓜分了国内近五成的票房收入，进口分账片的制片方能够获得25%的净票房收入分成。

图 35 进口分账片数量变化



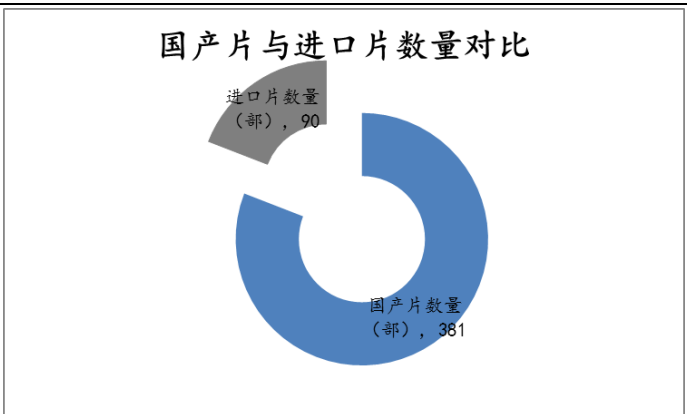
资料来源：1905 电影网、国元证券研究中心

图 36 进口片票房占比情况



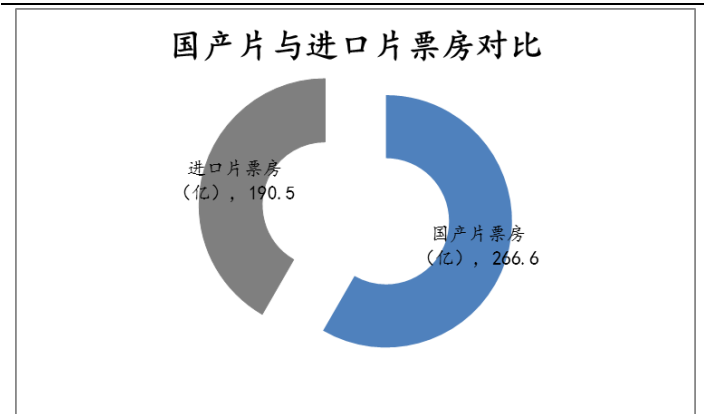
资料来源：中国情报网、国元证券研究中心

图 37 2016 年国产片与进口片数量对比



资料来源：新传智库、国元证券研究中心

图 38 2016 年国产片与进口片票房对比



资料来源：新传智库、国元证券研究中心

院线作为票房产业分账比例最高的环节，分账比例高达 57%，进口分账片的引进势

必会推动票房的上涨，票房上涨将使院线直接收益。万达院线作为国内唯一一家纯资产联结型的院线，57%的票房分账直接计入公司营收，对公司的业绩推动效果较明显。同时，公司拥有全国最多的IMAX及杜比系统，进口分账片一般都是这两种放映系统之一，高端放映系统带来观影新体验的同时能够提高电影票价，并且公司的市场占比还处于上升阶段，未来市场份额超过15%的可能性较大。

去年进口分账片数量为38部，根据新传智库的统计，2015年和2016年进口分账片的单部均票房分别为4.25亿元、3.82亿元，则均值为4.04亿元/部，我们可以测算一下，如果进口分账片的引进数量达40部、50部、60部的情况下，万达院线将获得的进口分账片票房收入。

表 7 进口分账片数量增长对万达院线的影响

引进数量 假设	均票房：3.82 亿			均票房：4.04 亿			均票房：4.25 亿		
	分账片 票房收 入(亿)	万达市场 占有率 (13%)	万达市场 占有率 (15%)	分账片 票房收 入(亿)	万达市场 占有率 (13%)	万达市场 占有率 (15%)	分账片 票房收 入(亿)	万达市场 占有率 (13%)	万达市场 占有率 (15%)
40	153	20	23	162	21	24	170	22	26
50	191	25	29	202	26	30	213	28	32
60	229	30	34	242	32	36	255	33	38

资料来源：国元证券研究中心

根据我们的测算，如果进口分账片引进数量增加，则公司作为国内第一大院线获得票房收入可达20亿-38亿左右，2016年进口分账片的票房约145亿，按照13.4%的市场占有率测算，公司2016年进口分账片票房收入约19亿元，根据我们的测算，进口分账片引进数量的增加将是公司在这一块的业务收入增加5%-100%。

4月14日上映的好莱坞大片《速度与激情8》上映首日以打破国内首映票房纪录(4.15亿元)，该影片同时支持IMAX及杜比系统，在万达影院可以选择观看，该影片的火热上映有望带动观众的观影热情，票房收入突破25亿的概率较大。

表 8 2017 年进口片汇总

影片	分账片或买断片	商业时间	国内票房(亿元)截止3.27	发行公司
极限特工：终极回归	分账片	2017.2.10	11.27	中影、华夏
生化危机：终章	分账片	2017.2.24	11.12	中影、华夏
金刚狼 3：殊死一战	分账片	2017.3.3	7.26	中影、华夏
一条狗的使命	买断片	2017.3.3	5.85	华夏
金刚：骷髅岛	分账片	2017.3.24	5.36	中影、华夏
美女与野兽	分账片	2017.3.17	5.13	中影、华夏
星球大战外传：侠盗一号	分账片	2017.1.6	4.78	中影、华夏
太空旅客	分账片	2017.1.13	3.15	中影、华夏
爱乐之城	买断片	2017.2.14	2.48	中影
欢乐好声音	分账片	2017.2.17	2.14	中影、华夏

刺客信条	买断片	2017.2.24	1.61	中影
乐高蝙蝠侠大电影	分账片	2017.3.3	0.44	中影、华夏
最终幻想 15: 王者之剑	买断片	2017.3.10	0.29	中影
天空之眼	买断片	2017.1.13	0.17	华夏
天才捕手	买断片	2017.3.10	0.15	中影
合计			61.2	
速度与激情 8	分账片	2017.4.14	14.79 (上映 4 天)	中影、华夏
攻壳机动队	分账片	2017.4.07		中影、华夏
变形金刚 5	分账片	2017.6.1		中影、华夏
守护者: 世纪战元	买断片	2017.5.1		华夏
日月人鱼: 国王的女儿		2017.6.1		
蓝精灵: 寻找神秘村		2017.4.21		

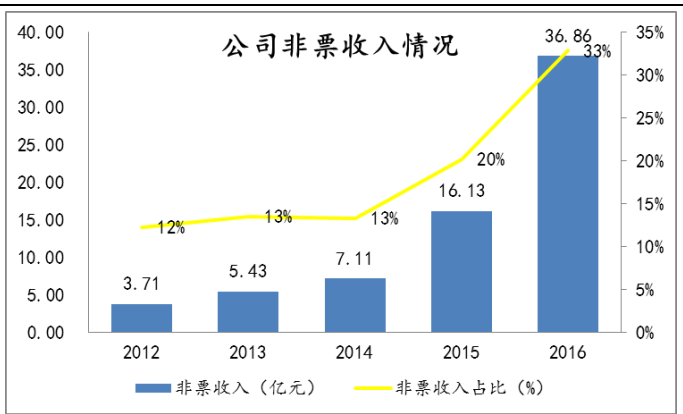
资料来源: 艺恩智库、国元证券研究中心

3、非票收入逐年增长，打开公司业绩空间

3.1 非票收入占比达 33%，业绩空间被打开

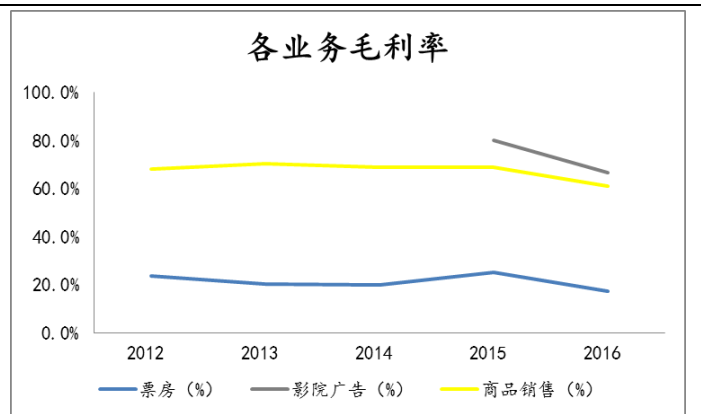
非票收入主要来源包括：影院广告（含映前广告）、商品销售收入（影院食品饮料及电影衍生品）等等。公司 2016 年非票收入达 36.84 亿元，占公司营收比例为 33%，超过 2015 年 10 个百分点，主营结构收入占比与国外成熟市场影院接近。公司收购幕威时代之后，影院广告收入大增，2016 年收入为 16.92 亿元，占整个营收的 15%，其中映前广告作为全新的广告市场，市场空间较大。公司并购时光网之后，持续抢占在线票务市场和衍生品市场，其中衍生品市场是潜力巨大的待挖掘市场。

图 39 公司非票收入情况



资料来源: wind、国元证券研究中心

图 40 公司各业务毛利率

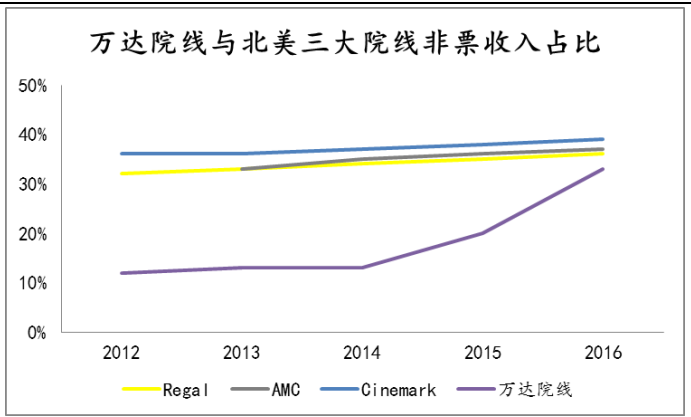


资料来源: wind、国元证券研究中心

公司各项业务中票房收入是主力，但是影片成本较高，这一块业务的毛利率比较低，2016 年票房收入毛利率只有 17.4%，远低于影院广告及商品销售的毛利率。2016 年国内票房“遇冷”的情况下公司非票收入的提升打开公司业绩空间。

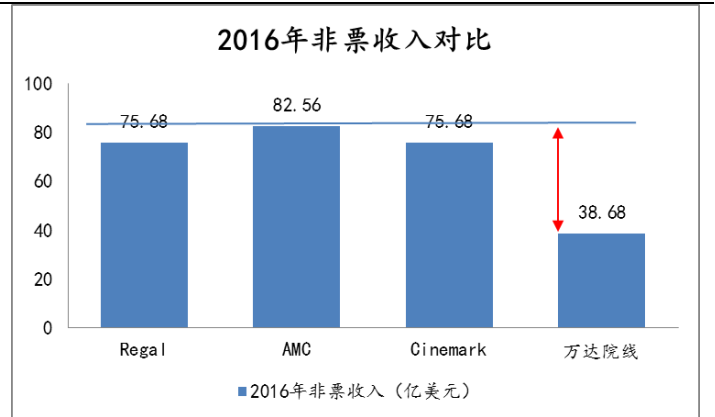
尽管公司非票收入占比 33%与北美三大院线占比相差不大，但是收入仅 36.86 亿元，与北美三大院线的收入差距较大，Regal 和 Cinemark2016 年非票收入约为 75.68 亿元，是万达院线的两倍。但是北美地区电影市场已到天花板，国内电影市场尚处于上升阶段，非票收入的差距就是未来 3-5 年的增长空间。

图 41 与北美三大院线非票收入占比对比



资料来源：wind、各公司年报、国元证券研究中心

图 42 2016 年公司非票收入与北美三大院线的差距



资料来源：wind、各公司年报、国元证券研究中心

3.2 掘金影院广告，映前广告市场空间刚打开

电影广告业务包括：映前广告、电影贴片广告和电影植入广告，映前广告投向各大影院，影院具有独立选择性，这部分收入也是影院自有的收入，不需要分账。贴片广告和植入广告与影片结合，受影片自身质量影响。

图 43 映前广告



资料来源：互联网、国元证券研究中心

图 44 映前广告



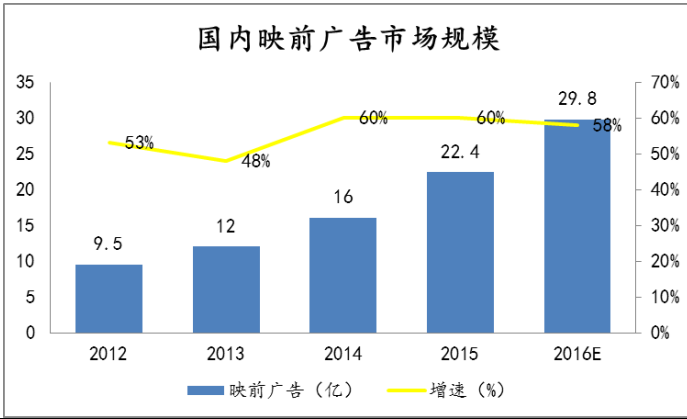
资料来源：互联网、国元证券研究中心

公司自有影院 349 家，银幕 3115 块，是一个巨大的广告投放平台，由于资源自有，该部分收入直接计入公司营收，不需参与分账，而加盟型院线则无法获得这部分收入。

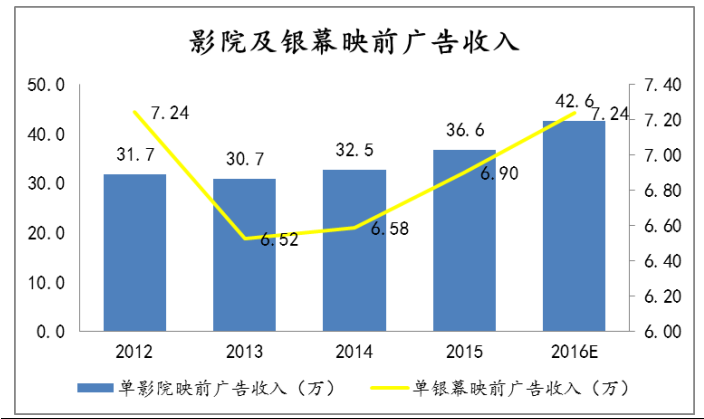
根据艺恩咨询的数据，2016 年的映前广告达 29.8 亿元，复合增长率高达 26%，伴随银幕数量和观影人次的增长，映前广告的市场空间较大。

图 45 国内映前广告市场规模

图 46 单影院及银幕映前广告收入



资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

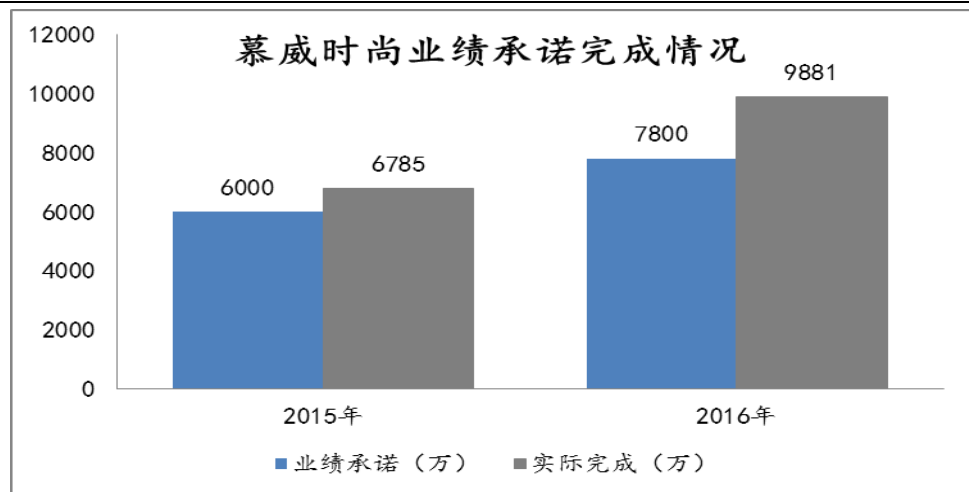


资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

公司自有影院及银幕是映前广告和地推广告的投放阵地，贴片广告、植入广告业务主要依靠子公司慕威时尚和 Propaganda。

公司在影院广告已完成布局，2015 年作价 12 亿元收购了电影广告整合营销公司慕威时尚，慕威时尚拥有一套可视化实时电影大数据决策系统-FilmBI，是目前国内电影行业首个实时大数据智能分析平台，可以为影片的投资宣传、电影媒体广告精准投放、电影院线经营决策等提供重要指导。在电影贴片广告及广告植入方面有丰富的经验。慕威时尚承诺 2015 年、2016 年的净利润分别不得低于 6000 万和 7800 万，现都已顺利完成。2016 公司收购了影片广告植入商 Propaganda。

图 47 慕威时尚业绩承诺完成情况



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

3.3 收购时光网，抢占衍生品市场及在线票务市场，完善电影服务生态圈

公司 2016 年完成对时光网 100% 股权的收购，作价 2.8 亿美元。时光网业务主要包括电影在线票务、电影衍生品电商及电影营销推广业务。2016 年时光网实现扭亏为盈，净利润为 1107 万元，时光网与公司各项业务的协同性较强，万达会员与时光网会员之间重合度较强。

图 48 时光网与万达院线的结合

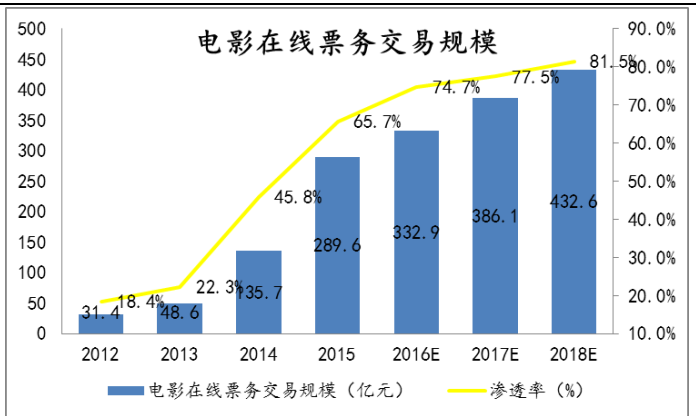


资料来源：易观智库、国元证券研究中心

电影在线票务，背靠万达院线，交易量有望大幅提升

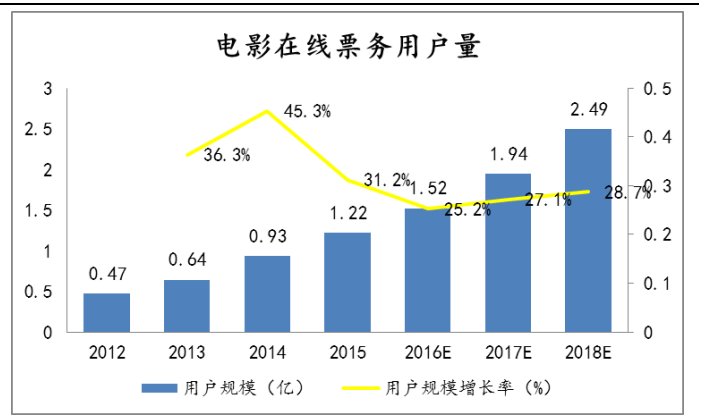
2016年电影网络购票渗透率超过74.7%，电影在线票务市场发展迅猛，从2008年时候的电影票团购开始，到后来的在线票务平台“烧钱圈用户”，现如今在线票务平台市场格局初定，平台市场份额增长空间有限，平台功能多样化。电影在线票务的商业模式主要是收取3元/张左右的服务费。

图 49 电影在线票务平台的交易规模和渗透率



资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

图 50 电影在线票务平台的用户量



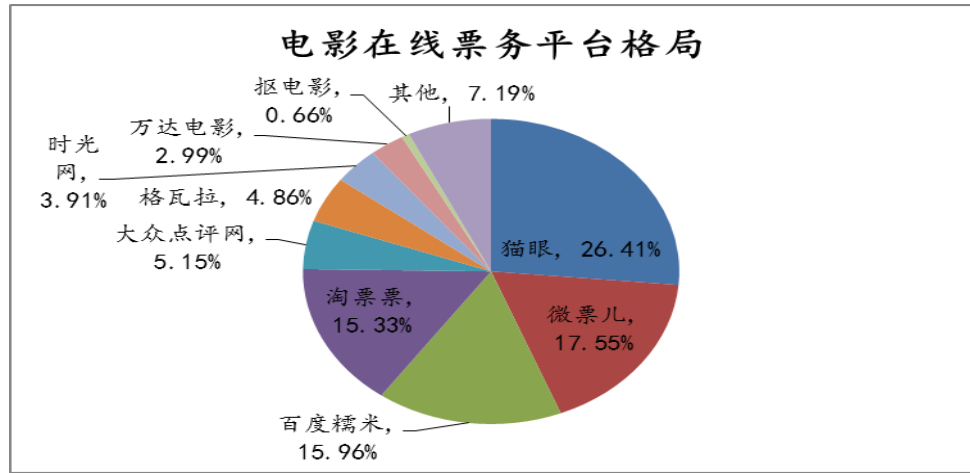
资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

跟艾瑞咨询和易观智库的数据，2016年电影在线票务平台交易规模332亿元，用户数为1.52亿，渗透率为74.7%。

2016年票房“遇冷”与在线票务平台票补减少有关，票补减少侧面放映电影在线票务平台已过“少前期”，行业进入平稳整合期，主要电影在线票务平台都已找到“靠山”，实现资源互补，例如猫眼与光线，淘票票与阿里，时光网与万达院线。

时光网和万达电影两个在线票务平台合计为6.9%，市场份额扩大。背靠万达349家影院，时光网的在线票务交易有望得到提升。

图 51 2016年上半年电影在线票务平台市场格局

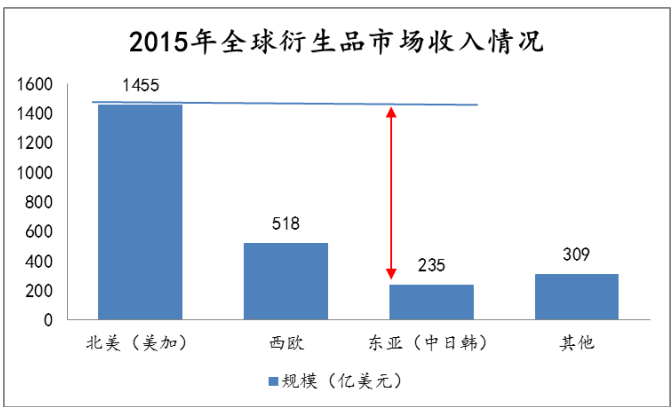


资料来源：易观智库、国元证券研究中心

衍生品蓝海一片，时光网是正版衍生品第一交易平台

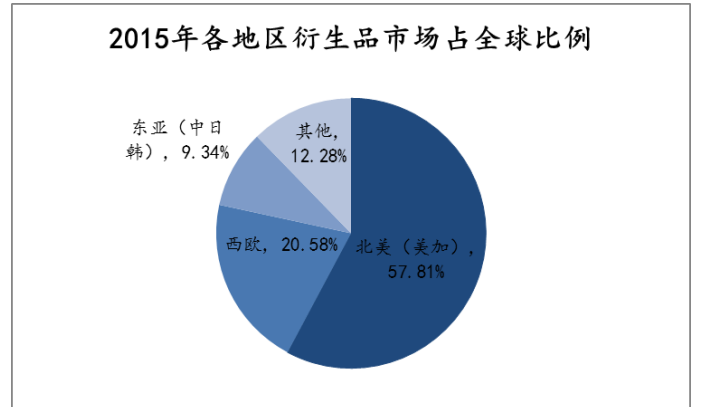
根据 LIMA 的数据，2015 年全球衍生品市场月 2517 亿美元，其中北美地区占 57.81%，约 1455 亿美元，而东北亚（中日韩）地区衍生品市场总额才 235 亿美元，仅占全球衍生品市场份额的 9.34%。

图 52 2015 年全球衍生品市场收入



资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

图 53 2015 年全球衍生品各地区市场收入



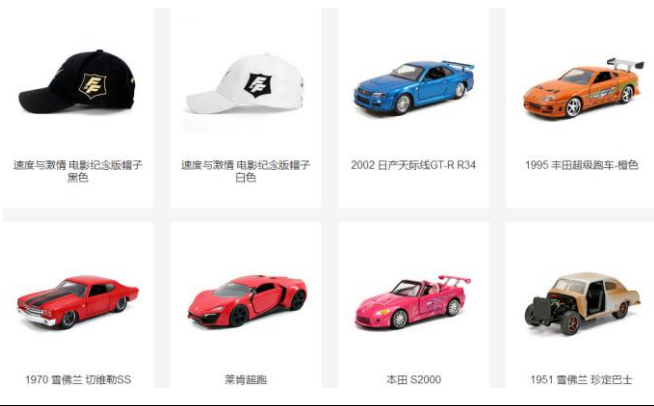
资料来源：艺恩智库、国元证券研究中心

2015 年爆款 IP 《星球大战-原力觉醒》电影席卷全球，截至目前，该部影片北美票房成绩 9.36 亿美元，内地票房 8.25 亿人民币。票房大卖的同时，电影衍生品市场也如火如荼，根据 NPD 集团的调查，2015 年 9 月售卖开始到 12 月份，《星球大战-原力觉醒》系列衍生品的一个项目就贡献了超过 7 亿美元的销售收入，预测上映一年的衍生品销售额能达到 30 亿-50 亿美元之间。

国内衍生品市场刚刚兴起，市场上流通的衍生品主要以山寨为主，授权商品较少，随着版权意识的觉醒和市场的规范，衍生品市场有望爆发。时光网是国内较早进入正版衍生品领域的平台，平台衍生品包含了各类电影衍生品，价格从几十到数千元。2015 年，时光网作为国内《魔兽》电影衍生品独家代理平台，出售相关衍生品金额超亿元，引起市场的极大关注。

图 54 时光网《速 8》衍生品

图 55 2015 年独家代理《魔兽》电影衍生品



资料来源：时光网、国元证券研究中心



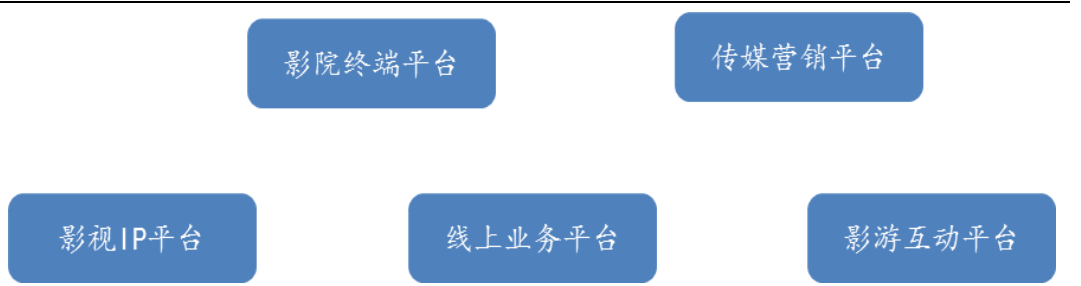
资料来源：时光网、国元证券研究中心

2015 年北美地区票房收入 111 亿美元，但是衍生品收入为 1455 亿美元，衍生品收入是票房手的 13 倍。我国票房收入有望在未来 3-5 年内超过北美地区，但是衍生品市场尚未建成，如按照北美地区衍生品与票房的收入对比，则我国衍生品市场空间巨大，蓝海一片。时光网是国内领先的正版衍生品电商平台，并入万达大家庭之后，资源背景更加丰富，有望在衍生品市场兴起之时取得先机。

4、更名万达电影，进入资产整合期

公司 2017 年 3 月发布公告，拟更名为万达电影，将整合电影产业链资源，持续推进公司电影生活生态圈建设。公司拟将对组织架构进行调整，最终建成院线终端平台、传媒营销平台、影视 IP 平台、线上业务平台、影游互动平台五大业务平台

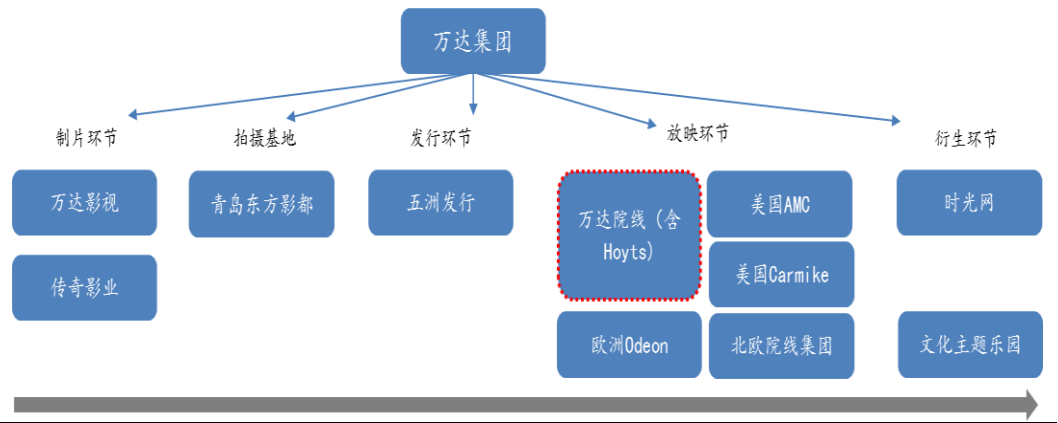
图 56 公司未来五大业务平台



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

公司背靠万达集团，产业背景丰富，万达集团旗下文化板块除了万达院线之外，还拥有电影制片商万达影视（含传奇影业）、全球最大的院线 AMC（含 Carmike、Odeon、北欧院线），控股了国内最大的电影发行公司五洲发行（44.5%的股权），还有各类线下主题乐园及儿童乐园，集团旗下业务涵盖了电影产业的整个环节，产业实力极强。

图 57 万达集团电影文化产业群



资料来源：万达集团官网、国元证券研究中心

公司 2016 年计划将万达影视、传奇影业及互爱互动注入到万达院线，由于体量大等原因重组中止。但是集团电影产业资源未来持续注入上市公司的概率较高。

参考美国 30-40 年代“五大三小”电影公司，市场集中度高达 95%

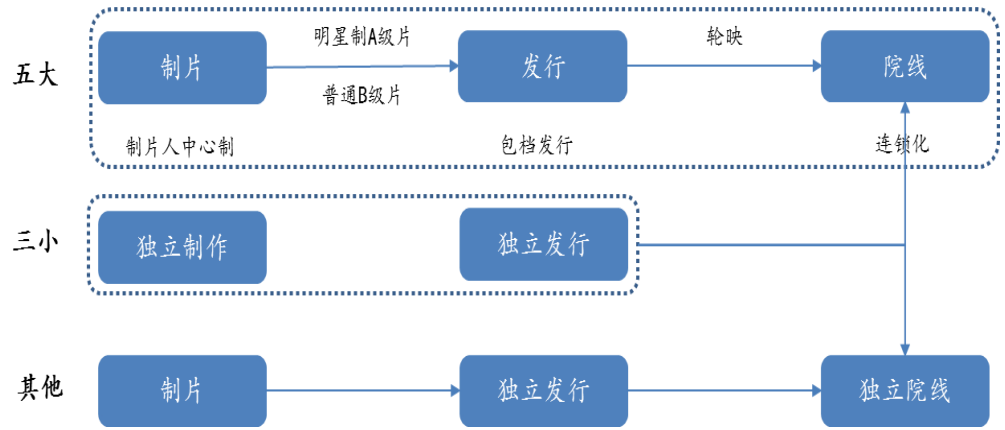
1948 年“派拉蒙”法案之前的美国电影市场曾经出现过“五大三小”电影公司垄断局面。“制片-放映”分制制度未产生之前，由于电影产业的兴旺，制片厂通过产业链内的垂直兼并和收购，逐渐形成了“五大”电影公司及“三小”电影公司，五大分别是“米高梅”、“福克斯”、“派拉蒙”、“华纳兄弟”、“雷电华”，三小分别是“环球影业”、“联艺”、“哥伦比亚”，“五大”及“三小”控制了上游制片及下游院线发行，拒绝独立制片商的影片进入影院，“五大”垄断了电影收入的 88%，“五大”及“三小”控制了市场的 95%，市场集中度较高。

图 58 30-40 年代好莱坞的“五大三小”电影公司



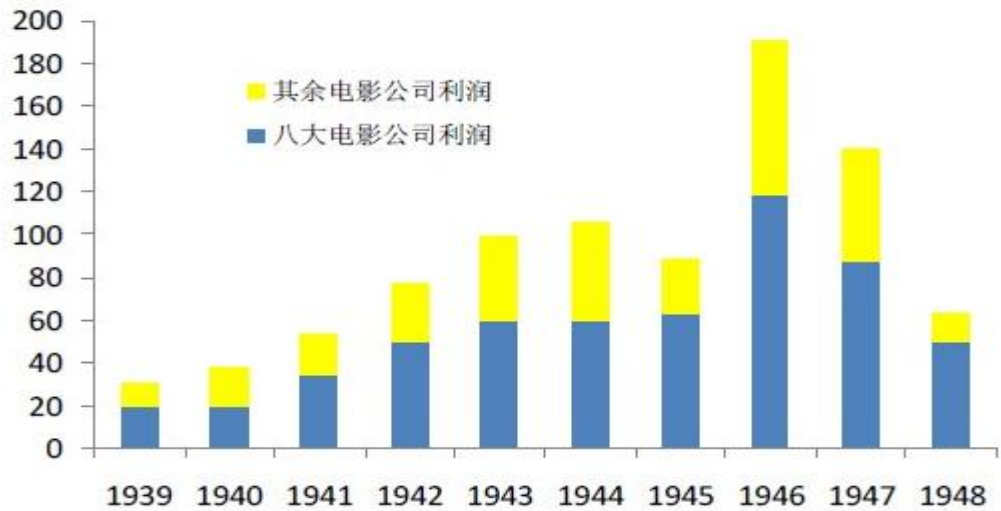
资料来源：互联网、国元证券研究中心

图 59 “五大三小”的垂直化一体化产业



资料来源：天拓咨询、国元证券研究中心

图 60 30-40 年代美国电影市场集中度



资料来源：天拓咨询、国元证券研究中心

与美国电影产业的“制片-放映”分制不同，我国电影产业并没有明确的产业分制政策，短期内出台类似政策的可能性较小。导致国内各巨头对电影实行全产业链布局，目前全产业链布局较完整、体量较大的主要有三家，分别是中影、上影和万达集团。

万达集团旗下的电影产业布局较强，上游的万达影视和传奇影业制片质量较高，五洲发行的发行实力市场首屈一指，院线环节更是国内其他院线无法比拟，国内院线市场第一，国外拥有院线也是全球最强院线资源，各环节较强，整合协同能力高。

同时，万达院线在 2017 年 4 月正式携游戏产品单进入游戏行业，产品单包括《射雕英雄传手游》、《河神》、《秦时明月》、《蛮荒记》等十几款作品。公司有望将游戏产品与电影产业相结合，实现真正的影游互动，同时公司拥有数量众多的线下影院场地资源，为游戏竞技等活动提供了较好的线下活动场所。

国内电影产业尚处于上升期，票房市场暂时性增长放缓，长期来看市场巨大，3-5 年超越北美地区成为全球票房第一的概率较高。伴随电影市场的发展，国内电影产业格局将逐步显现，万达院线背靠万达集团，集团旗下电影产业资源丰富，整合协作能力较强，未来必将成为国内电影产业巨头之一。

5、盈利预测及估值

公司票房收入分为国内票房收入和国外票房收入，国外票房收入主要是澳洲 Hoyts 的票房收入，由于澳洲近几年票房表现平稳，波动较小，未来两年来自 Hoyts 的票房收入应较为稳定。公司通过新建影院和并购的方式继续抢占国内院线市场，未来两年市场占有率增至 14%或 15%的概率较大，公司票房收入取决于国内整体票房收入，我们预测未来两年票房收入的增速 10%及 20%左右。据此，我们预测万达院线 2017 年、2018 年的票房增速为 10%和 20%。

广告业务方面，随着公司影院数量和银幕数量的增长，映前广告和场地广告的经营有望大幅增加，根据我们的预测，今明两年公司影院数量约为 450 家和 550 家，银幕数量每年增长 1000 块左右，影院自有的情况下广告收入计入公司主营收入，预计 2017 年、2018 年的广告收入增速为 50%和 40%。

商品销售方面，食品饮料等商品收入跟随影院扩张而增长，增速为 30%左右，收购时光网之后，商品销售品类拓宽，衍生品销售有望成为未来公司商品销售的主力，时光网作为国内正版衍生品领先电商平台，已抢得市场先机。公司 2017 年、2018 年的食品饮料及衍生品销售收入增速为 40%左右。

据此我们预测公司 2017 年、2018 年的营收为 128.04 亿元、159.63 亿元，净利润为 18.06 亿元和 23.85 亿元。2017 年、2018 年的 EPS 分别为 1.54 元、2.03 元，对应目前股价的 PE 分别为 33 倍、25 倍，给予“买入”评级。

6、风险提示

国内票房市场不及预期，进口片不及预期，院线（影院）扩张加速带来的市场饱和风险。

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn