



**国开证券**  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 万达院线(002739.SZ): 非票房收入持续提升 全产业链加速整合

——调研简报

2017年4月27日

### 分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-51789148

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

### 研究助理:

王丽丽

执业证书编号: S1380116110015

联系电话: 010-51789180

邮箱: wanglili@gkzq.com.cn

### 公司评级

当前价格(4/27): 51.7

本次评级: 尚未覆盖, 未评级

### 公司基本数据

总股本(亿股): 11.74

流通股本(百万股): 4.23

流通A股市值(亿元): 218.69

每股净资产(元): 8.85

资产负债率(%): 45.57

### 万达院线近一年股价走势



### 内容提要:

万达电影院线公司是一家主要从事影院投资建设以及运营管理的电影行业公司。近年来公司通过多种手段整合上下游资源逐渐形成了一体化的自有生态圈。上周我们参加了公司的投资者交流会, 形成主要投资观点如下:

- **票房收入稳中有升, 市占率保持八年第一。**2016年在整个行业增速放缓的情况下, 万达院线继续保持相对稳定增长, 各指标处于行业2倍左右水平。同时公司加快影城布局, 去年新建影城100家, 国内银幕增长率46.6%, 高于行业增速16.6%, 新开店影城票房将在未来2年内对公司业绩产生较明显影响。在放映品质方面, 公司继续推进与IMAX、杜比的战略合作, 加速4D影厅建设, “万达9号厅”、X-land等自主品牌对票房发挥着积极的影响。
- **非票房收入快速增长, 公司抵御风险能力获提升。**去年公司非票房收入占比大幅提升, 全年收入贡献39个亿, 占总收入35%, 同比上升101%。非票房收入的快速增长保证了公司在行业不景气情况下仍保持快速增长。万达传媒去年收入增长232%, 净利77%, 整合有效签约超过8个亿, 公司市场竞争力得以增强。另外, 衍生品电商平台配合直播平台收效显著。非票房收入作为公司重要的业绩增长点和发展重点, 进一步提升了公司抵御风险的能力。
- **七大创新多维度联动, 助力公司加速发展。**公司在经营管理上积极拓展, 力图通过七大创新手段推升公司竞争力: **会员创新**, 目前会员对票房贡献超过90%, 年度会员活跃度41%。公司将通过基于影片、基于用户等手段实现精准营销。**产品创新**, 以主题影城模式突出地域特色, 以开放式走廊等形式带动非票房收入的提升。**技术创新**, 万达独有的智能取票机, 兼具广告及互动打印功能, 未来作为与更多商家合作的平台, 预计将带来2000亿左右的收入增量。另外, LCD联屏视频融合技术、杜比放映技术等均处于国内领先水平。**平台创新**, 时光网作为国内首家12机位直播分发平台, 直接连接全国前15家直播APP, 已实现《速8》、《变形金刚》等影片的全球直播。**新业务创新**, 在各影城加设VR娱乐体验, 单次体验价30-50元, 并以此打造娱乐营销场景, 目前每家都已实现盈利。**整合创新**, 公司2016年收购的Hoyts、影时尚(现更名为万达传媒)等标的收入、净利均实现较大幅度提升, 公司通过“平台+”、“会员+”、“场景+”等多重手段, 实现了资源整合, 多维度联动。**管理创新**, NOC系统的上线, 减少放映技术人数41.3%, 放映效率大幅提升。我们认为公司在整合资源, 业务创新方面均具有行业领先优势, 后续增长空间广阔。
- **风险提示:** 票房收入不及预期; 非票房收入不及预期, 增长可能缺乏可持续性; 市场竞争加剧; 电影行业增速放缓; 相关政策变动风险; 国内外二级市场系统性风险。

近期我们参加了万达院线（以下简称公司）投资者交流会，与公司高管就公司2016年业绩和未来经营计划进行了交流，会议纪要整理如下，供投资者参考。

## 1、公司基本情况

### 1.1 公司主营业务

万达院线主营业务为影院投资建设以及运营管理，属于电影行业公司，近年来通过多种手段整合上下游资源逐渐形成了一体化的自有生态圈。

### 1.2 公司业绩情况

2016年，公司实现营业收入112亿元，同比增长40%，净利润13.7亿元，同比增长15%。公司全年实现票房76亿元，观影人次1.84亿人次，市场占有率13.6%。

公司2016年利润分配预案为：每10股派现金股利人民币2元（含税）。

2017年一季度，公司实现营业收入333,138.52万元，归母净利润47,391.25万元，分别同比上涨10.01%和2.26%，基本每股收益0.4036元。

## 2、投资观点

### 2.1 票房收入稳中有升，市占率保持八年第一

票房收入稳中有升，2016年在整个行业增速放缓的情况下，万达院线继续保持相对稳定增长，公司在票房收入、观影人次、市场占有率等主要指标上保持八年第一，各指标处于行业2倍左右水平。同时，公司加快影城布局，去年新建影城100家，国内银幕增长率46.6%，高于行业增速16.6%，新开店影城票房将在未来2年内对公司业绩产生较明显影响。与此同时，2017年公司将继续加大院线建设力度，预计全年新建影城100-150家，继续高于国内行业平均增速。在放映品质方面，公司继续推进与IMAX、杜比的战略合作。截至2016年底，公司杜比影院已开业11家，预计5年将在中国开设100家杜比影院（Dolby Cinema）。杜比公司两年之内将以与万达合作为主，其特有的对比度是对放映技术的颠覆，从而进一步提升用户体验。除了与国际先进公司合作外，公司也在自有技术上不断提升，“万达9号厅”、X-land等自主品牌对票房发挥着积极的影响。

### 2.2 非票房收入快速增长，公司抵御风险能力提升

去年公司非票房收入占比大幅提升，全年收入贡献39个亿，占总收入35%，同比上升101%。非票房收入的快速增长保证了公司在行业不景气的情况下仍保持快速增长。

传统的餐饮卖品方面，现有影城及新增影城将持续给予收入补给，相对稳定。

**广告收入方面**，万达传媒并购整合已于去年完成，全年收入增长 232%，净利 77%，新增客户 194 个相当于过去 7 年的 70%，客户总数接近 500，整合有效签约超过 8 个亿。未来万达传媒将整合内部各条线营销资源，预计收入提升空间更大，从而进一步增强公司市场竞争力。**衍生品销售方面**，电商与直播介绍产品相连接，从而实现用户边看边买，通过直播途径转化购买，目前收效显著。以上三方面非票房收入作为公司重要的业绩增长点和发展重点，增长空间广阔，未来发展目标锁定在供给营业收入 50% 以上，预计将有效提升公司抵御风险的能力。因非票房收入普遍具有较高的毛利率水平，因此对于提升公司整体的盈利能力将起到显著作用。

### 2.3 七大创新多维度联动，助力公司加速发展

公司在经营管理上积极拓展，力图通过以下七大创新手段推升公司竞争力：(1) 会员创新，目前会员对票房贡献超过 90%，年度会员活跃度 41%。公司通过基于影片、基于用户等手段实现精准营销。(2) 产品创新，以主题影城模式突出地域特色，以开放式走廊等形式带动非票房收入的提升。公司现有主题影城两家，分别是具有艺术主题特色的北京丰科店以及具有海南地域特色的海口日月广场店。其中海口店自开业以来始终保持全省票房收入第一的成绩，说明了公司在产品创新领域的成功。公司将继续沿着这个路径开拓更多的特色模式，在提升用户体验的同时，进一步提高票房及卖品收入。(3) 技术创新，万达独有的智能取票机，兼具广告及互动打印功能，未来作为与更多商家合作的平台，预计将带来 2000 亿左右的收入增量。另外，LCD 联屏视频融合技术、杜比放映技术等均处于国内领先水平。(4) 平台创新，时光网作为国内首家 12 机位直播分发平台，直接连接全国前 15 家直播 APP，已实现《速度与激情 8》、《变形金刚》等影片的全球直播。作为国内唯一的分发平台，公司将借助此优势进一步整合相关资源。(5) 新业务创新，在各影城加设 VR 娱乐体验。目前已开业 12 家，今年预计总数超过 40 家，单次体验均价在 40 元左右，目前每家都已实现盈利。(6) 整合创新，公司 2016 年收购的 Hoyts、影时尚（现更名为万达传媒）等标的的收入、净利均实现较大幅度提升，通过“平台+”、“会员+”、“场景+”等多重手段，资源整合效果显著，实现了多维度的联动。(7) 管理创新，NOC 放映系统的全面上线，减少放映技术人数 41.3%，放映效率大幅提升。我们认为公司在整合资源，行业创新方面均具有优势，后续增长空间广阔。

## 3、调研问答环节

### 3.1 万达文化产业集团在未来的布局如何？是否会有进一步的整合计划？

万达文化产业集团主要包括影视、体育、主题娱乐、儿童娱乐四大板块，目前

是中国最大的文化企业，2016 年收入 641 亿元。影视板块是文化集团主要核心资产，是万达向文化领域成功转型的典范。目前万达文化集团旗下电影产业包括万达院线、万达影视、五洲发行、美国 AMC、传奇影业、青岛东方影都等。其中万达院线已在 A 股上市，以国内发展为主，AMC 在美国上市，以欧美发展为主，各自独立运营。国内电影产业未来计划整合在一起，打造电影全产业链，提升万达在电影产业的竞争力，成为国内领先的电影企业。

### 3.2 影视公司什么时候重启注入？

万达影视 2016 年进行了重组，出于政策变化及对传奇影业业绩的考虑，中止了此项工作。但万达国内电影产业整合、实现全产业链发展的目标不会改变，将会在合适时机继续推动重组相关工作。

### 3.3 2016 年电影市场增速放缓，是否可以认为是拐点的到来？下一步发展趋势如何？管理层如何判断？

中国电影产业经过 10 余年的发展，已经到了一个重要的发展时点，过去粗放式发展——以银幕数量拉动增长的方式难以为继，必须以提高国产片质量为核心，以满足观众的需求为目标。票补减少、内容欠缺、渠道下行以及汇率因素的影响共同决定了去年票房的情况。今年随着票补减少，平均票价会有回升。同时今年也是好莱坞电影大年，未来几个月即将上映的《银河护卫队》、《加勒比海盗》、《变形金刚 5》等预计都会产生 15 亿元以上的票房。最近几年国内一线影视公司也正在回归内容，因此行业趋势仍然向好。公司预计 2017 年增速可以达到 15%-20% 并相信未来几年会保持这个增速。

### 3.4 公司规划的新增影院数量及分布情况如何？如果向三四线城市下沉，是否会影响盈利能力？

公司的发展战略是不断提升市场份额并提高市场竞争力。2016 年开始加快发展，全年新增影城超过 100 家，影城新建数量首次超过全国增速。未来三年，公司影城建设也将按这个增速发展从而保证公司的电影放映市场占有率持续增长。

受商业广场逐步向三四线城市下沉的影响，公司未来新开业影城将逐渐向三四线城市发展。三四线城市租金占比低于一二线城市，因此总的票房并不会受到很大影响。此外，公司在投资回报方面有统一的项目标准，在确保投资回报率和投资回收期的情况下才会进行投资。

### 3.5 公司四季度净利润率与全年平均差异较大的原因是什么？2016 年各个板块毛利率下降的原因？



四季度净利较低的主要原因主要有以下几点：1) 四季度是影院开业高峰。公司 2016 年 50% 影城都是四季度开业，开业相关费用较高。2) 12 月是全年的重要档期，影院营销投入相对较大 3) 澳洲 Hoyts 在四季度新开影院一家，促销费用较高。4) 四季度会计提部分超额奖金，导致费用增长。

各个板块毛利率下降原因：1) 放映业务：单银幕票房产出下降，固定费用较高；2) 卖品毛利：澳洲卖品毛利较低，拉低整体毛利；3) 广告业务：由过去的代理变为自营，因此毛利率降低，这个是一次性的，以后毛利会保持稳定。

### 3.6 公司非票收入的具体构成如何，相应的占比是否会持续提升？

公司非票业务有三大板块：

1) 卖品：卖品主要有两个参考指标，第一个是卖品占票房比，基本稳定在 17%，根据不同的影片不一样；第二个是人均消费指标 SPP，前两年受到电商冲击有所下滑。2017 年 SPP 有所提升，卖品收入将会相应提高。

2) 广告收入：在万达传媒并购前，广告收入占比总收入水平在 5%，现在已经超过总收入的 10%。随着商业广场、广场以外资源以及整合营销的拓展，广告收入占比将得到更大提升。广告收入会成为未来三到五年新的增长点，每年将保持较快增长，预计占比将达到 15-20% 左右。

3) 衍生品：公司并购时光网之后，衍生品销售成为新的增长点。衍生品和 IP 有很大的关系，超级 IP 衍生品有好的销售。在《长城》上，衍生品有了很好的销售案例。相信今年《变形金刚 5》上映时期，衍生品销售可以过亿。未来公司会和国内片方合作，设计更多好的衍生品，希望今年衍生品收入能达到卖品收入的 10%。

### 3.7 从报表来看，公司 2015 年和 2016 年市场份额没有明显提升，都是 13.6%，请问市占率没有提升的原因是什么？

前两年公司开业的影城相对全国增速较慢，2014、2015 年分别开业 30、40 多家，2016 年新增 100 家。通常影城开业后 2 年左右才能贡献收入，这就意味着 2016 年新建的影城要到 2017 年才开始贡献收入。另外公司去年做了大量的并购，其中有一些在陆续交割，并且有一些数据还没有统计进来。预计今年开始公司的市占率会逐步上升。

### 3.8 公司在影院并购标的选择上有哪些要求？并购标的的经营效率如何提升？

新增影城的两途径：自建、并购。目前是零星并购时代，大型并购可能要到 3-5 年以后。公司在并购项目上有严格的标准，回报率低于自建的并购项目以及目前处于亏损状态的项目原则上不会并购。

### 3.9 公司如何看待网络院线的竞争格局，在这方面有哪些规划？

网络院线竞争一直存在，公司的优势是拥有 8000 多万愿意为正版电影付费的线上会员。未来网络院线开通后会实行线上线下联动的形式或通过线上提前推广提高线下收入。加强自有平台开发。

### 3.10 公司管理层在战略布局上有哪些新想法？

公司将从优势入手，弥补自己的劣势。这便是公司的主要策略。（1）从渠道入手，在全球进行布局的同时，将把更多关注点聚焦在国内市场，打造文化产业的整体产业链。（2）立足通过市场，创造更多增量。（3）做创新。通过多维度的创新机制，提升运营能力。

## 4、风险提示

票房收入不及预期；非票房收入不及预期，增长可能缺乏可持续性；市场竞争加剧；电影行业增速放缓；相关政策变动风险；国内外二级市场系统性风险。

**表 1: 公司过去三年财务摘要**

	2016A	2015A	2014A
主营收入 (百万元)	11209.32	8000.73	5338.99
(+/-)%	40.1	49.85	32.73
经营利润 (EBIT, 百万元)	1708.34	1502.62	942.85
(+/-)%	13.69%	59.37%	38.67%
归母净利润 (百万元)	1366.45	1185.83	800.95
(+/-)%	15.23	48.05	32.93
每股净收益 (元)	1.16	1.07	1.6

资料来源: Wind, 国开证券研究部

资产负债表(百万元)	2016A	2015A	2014A	利润表(百万元)	2016A	2015A	2014A
流动资产	3,833.08	4,962.03	1,978.45	营业总收入	11,209.32	8,000.73	5,338.99
固定资产	2,142.12	1,624.48	1,224.94	同比(%)	40.10	49.85	32.73
长期股权投资	15.66	12.21		营业总成本	9,692.37	6,557.84	4,401.99
资产总计	19,091.84	15,458.57	4,573.78	营业利润	1,553.63	1,447.32	937.00
同比(%)	23.50	237.98	32.48	同比(%)	7.34	54.46	37.19
流动负债	5,478.22	2,525.18	1,561.18	利润总额	1,804.98	1,561.42	1,057.40
非流动负债	3,221.71	3,818.07	9.24	同比(%)	15.60	47.67	33.99
负债合计	8,699.93	6,343.25	1,570.41	净利润	1,367.88	1,187.98	802.56
同比(%)	37.15	303.92	25.69	归属母公司股东的净利润	1,366.45	1,185.83	800.95
股东权益	10,391.91	9,115.33	3,003.37	同比(%)	15.23	48.05	32.93
归属母公司股东的权益	10,386.77	9,109.52	2,998.12	非经常性损益	211.87	89.30	93.34
同比(%)	14.02	203.84	36.45	扣非后归属母公司股东的净利润	1,154.58	1,096.52	707.61
资本公积金	4,590.88	4,590.88	12.47	同比(%)	5.29	54.96	35.74
盈余公积金	359.47	258.00	177.97	研发费用			
未分配利润	3,995.59	2,965.48	2,307.68	EBIT	1,708.34	1,502.62	942.85
				EBITDA	2,447.77	1,990.16	1,303.98
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2016A</b>	<b>2015A</b>	<b>2014A</b>	<b>其他指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2015A</b>	<b>2014A</b>
销售商品提供劳务收到的现金	11,623.39	8,449.09	5,659.12	ROE(摊薄)(%)	13.16	13.02	26.71
经营活动现金净流量	1,927.54	2,089.10	1,261.36	销售毛利率(%)	32.75	34.55	34.27
购建固定无形长期资产支付的现金	1,496.41	1,098.19	672.28	EPS(稀释)	1.16	1.07	1.60
投资支付的现金	658.66	461.60		P/E(TTM)	45.55	126.42	
投资活动现金净流量	-3,695.90	-3,485.50	-688.36	P/E(LYR)	53.54	167.80	
吸收投资收到的现金		3,427.82		P/B(MRQ)	6.11	15.47	
取得借款收到的现金	500.00	2,998.25		P/S(TTM)	5.99	20.43	
筹资活动现金净流量	-599.07	3,942.53	-2.25				
现金净增加额	-2,338.19	2,566.51	570.76				
期末现金余额	1,974.30	4,312.49	1,745.99				
折旧与摊销	739.43	487.53	361.14				

注: 表中估值指标均以当年最后一个交易日收盘价和总股本进行计算。

资料来源: Wind, 国开证券研究部

## 分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年加入国开证券研究部，负责食品饮料行业研究工作。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师；

王丽丽，毕业于中央财经大学，管理学学士，曾任标普道琼斯指数高级分析师，2016年至今于国开证券研究部任职。

我们保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。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，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，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。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。

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或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层