



传媒互联网

【联讯传媒公司深度】万达电影 (002739.SZ, 买入) ——中国电影生态圈构建中

2017年05月27日

投资要点

买入(首次覆盖)

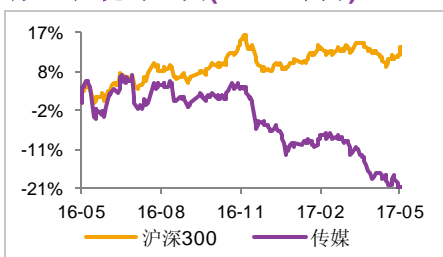
分析师: 陈铮娴

执业编号: S0300516090001

电话:

邮箱: chenzhengxian@lxsec.com

行业表现对比图(近12个月)



资料来源: 聚源

◇ 公司为中国院线行业领导者

2016年中国电影票房市场份额13.6%，位列第一。截至2017年4月底，公司拥有已开业影院416家，3,654块银幕。公司电影票房、观影人次和市场份额已连续八年位居中国第一，同期在澳洲电影票房市场份额为20%（源于收购的Hoyts，Hoyts在澳洲市场的电影票房市场份额长期保持第二位）。2016年营业收入112亿元，同比增长40%，净利润13.7亿元，同比增长15%，非票房收入占比为35%。

◇ 公司为2017年中国电影票房回暖的受惠者

2016年中国电影票房收入增速仅为3.3%，为十年新低。互联网票补大幅减少，高品质影片小年，以及广电总局打击票房造假为主要理由。考量中国人均观影次数仅为0.98次，行业仍处于快速增长区间，我们预期2017年中国票房收入恢复增长为大概率事件。公司作为行业领导者，为主要受惠者。

◇ 非票房收入占比提高拉升估值中枢

目前资料显示，继收购了慕威时尚和时光网后，电影产业生态圈逐步完善中，这表明公司的商业模式持续向轻资产模式推进，同时意味着长期股东回报率在提升。我们认为投资者对该点的认可程度（品质、可持续性和非票房收入占比的天花板等），将反映至市场给予公司的估值中枢。

◇ 投资建议

我们预估公司2017年、2018年和2019年的营业收入分别为143亿、172亿和203亿，同比增速分别为28%、20%和18%，归属母公司所有者净利润分别为17.7亿、20.8亿和25.1亿，同比增速分别为30%、17%和21%，分别对应2017年、2018年和2019年每股收益1.51元，1.77元和2.14元，目前股价分别对应2017年PE37.2x和2018年PE31.7x。营收和净利润增长的核心驱动力在于：（1）中国电影票房市场于2017年回暖；（2）公司与院线领域市场份额的进一步扩大；（3）非票房收入占比增加。

我们以2017年PE40.0x为基准，目标价设定为60.40元，首次覆盖给予「买入」的投资建议，目前股价隐含上涨空间8%。

◇ 风险提示

- （1）2017年中国电影票房回暖不及预期；
- （2）2018年1月22日首发原股东限售股解禁，导致届时流通股份增加169%。



目 录

一、投资摘要	4
(一) 投资评级与估值	4
(二) 关键假设点	4
(三) 有别于大众的认识	4
(四) 股价表现催化剂	4
(五) 核心假设风险	4
二、公司介绍——中国电影院线领导者	5
(一) 公司历史——电影产业生态圈布局持续推进中	5
(二) 股东结构——第一大股东为北京万达投资有限公司，持股 57.91%	5
(三) 财报回顾——营收结构改善，商业模式持续向轻资产方向推进	6
(四) 市场地位——中国院线市场份额领先者	7
三、中国电影行业——并购风潮已至	8
(一) 商业模式——以“院线制”为核心	8
(二) 市场空间——增长空间仍大，2017 年行业增速反弹为大概率事件	9
(三) 竞争格局——进入市场份额争夺阶段，需要平衡并购标的的获取成本和潜在效益	10
四、公司分析——电影产业生态圈构筑中	12
五、投资建议	15
六、风险因素	15

图表目录

图表 1： 上市以来大事件概览	5
图表 2： 第一大股东北京万达投资有限公司持股 57.91%（1Q17）	6
图表 3： 1Q17 营业收入同比增长 10.0%	6
图表 4： 1Q17 净利润同比增长 2.3%	6
图表 5： 2016 年非票房收入占比 33%	7
图表 6： 1Q17 现金及现金等价物为 16.6 亿	7
图表 7： 公司拥有影院 405 家（1Q17）	7
图表 8： 公司拥有银幕数 3,582 块（1Q17）	7
图表 9： 公司票房收入增速高于行业	7
图表 10： 公司中国票房市场份额第一为 13.4%（1Q17）	7
图表 11： 公司所在产业链概览——制片商、发行商、院线和影院为中国电影产业链的主要参与者	8
图表 12： 中国电影产业链示意图——院线和影院为联结影片与观众的关键节点	8
图表 13： 中国现有的“院线制”的三种模式概览	9
图表 14： 2016 年中国人均观影次数为 0.98 次/年，为同期美国的 27%	9
图表 15： 中国人均观影次数持续提升中	9
图表 16： 2006 年至 2016 年中国电影票房收入的复合增长率为 33%	10



图表 17: 2005 年至 2016 年中国银幕数的复合增长率为 28%.....	10
图表 18: 最近三年中国单块银幕产出维持平稳.....	10
图表 19: 最近三年中国电影平均票价有所下滑.....	10
图表 20: 2016 年中国电影票房收入市场份额一览.....	11
图表 21: 近三年来中国电影票房 CR4 稳定在 37%.....	11
图表 22: 2015 年美国电影票房市场份额前三分别为 Regal, AMC 和 Cinemark.....	11
图表 23: 美国电影票房市场集中度稳步提升, 2015 年 CR3 为 51.2%.....	11
图表 24: 2015 年中国院线市场份额前五场均票房.....	11
图表 25: 2015 年中国院线市场份额前五场均人次.....	11
图表 26: 2015 年中国院线市场份额前五单厅产出.....	12
图表 27: 2015 年中国院线市场份额前五单座产出.....	12
图表 28: 中国电影产业链及参与者概览.....	12
图表 29: 慕威时尚主营业务概览.....	13
图表 30: 慕威时尚商业模式概览.....	13
图表 31: 公司 PE/PB 区间.....	15
图表 32: 财务预估 (人民币, 百万).....	16



一、投资摘要

公司为中国最早设立的院线之一，是一家自主投资建设及运营管理影院的电影院线公司。主营业务为影院投资建设、院线电影发行、影院电影放映及相关衍生业务（卖品销售和广告发布等）。截至 2017 年 4 月底，公司拥有已开业影院 416 家，3,654 块银幕。2016 年中国电影票房市场份额 13.6%，位列第一。公司电影票房、观影人次和市场份额已连续八年位居中国第一，同期在澳洲电影票房市场份额为 20%（源于收购的 Hoyts，Hoyts 在澳洲市场的电影票房市场份额长期保持第二位）。2016 年营业收入 112 亿元，同比增长 40%，净利润 13.7 亿元，同比增长 15%，非票房收入占比为 35%。

（一）投资评级与估值

我们预估公司 2017 年、2018 年和 2019 年的营业收入分别为 143 亿、172 亿和 203 亿，同比增速分别为 28%、20%和 18%，归属母公司所有者净利润分别为 17.7 亿、20.8 亿和 25.1 亿，同比增速分别为 30%、17%和 21%，分别对应 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益 1.51 元，1.77 元和 2.14 元，目前股价分别对应 2017 年 PE37.2x 和 2018 年 PE31.7x。我们以 2017 年 PE40.0x 为基准，目标价设定为 60.40 元，首次覆盖给予「买入」的投资建议，目前股价隐含上涨空间 8%。

（二）关键假设点

（1）中国电影票房市场于 2017 年回暖；（2）公司与院线领域市场份额的进一步扩大，2017 年新增 100-150 家影院；（3）非票房收入占比进一步增加。

（三）有别于大众的认识

市场对于公司商业模式（客户粘性，壁垒）的认同度将决定估值中枢。目前资料显示，公司的商业模式持续向轻资产模式推进，这意味着长期股东回报率在提升。我们认为投资者对该点的认可程度（品质、可持续性和非票房收入占比的天花板等），将反映至市场给予公司的估值中枢。

（四）股价表现催化剂

中国电影票房表现，公司非票房收入情况为催化剂。

（五）核心假设风险

- （1）2017 年中国电影票房表现；
- （2）公司院线拓展情况；
- （3）非票房收入表现。



二、公司介绍——中国电影院线领导者

公司为中国最早设立的院线之一，是一家自主投资建设及运营管理影院的电影院线公司。主营业务为影院投资建设、院线电影发行、影院电影放映及相关衍生业务（卖品销售和广告发布等）。截至 2017 年 4 月底，公司拥有已开业影院 416 家，3,654 块银幕。2016 年中国电影票房市场份额 13.6%，位列第一。公司电影票房、观影人次和市场份额已连续八年位居中国第一，同期在澳洲电影票房市场份额为 20%（源于收购的 Hoyts，Hoyts 在澳洲市场的电影票房市场份额长期保持第二位）。2016 年营业收入 112 亿元，同比增长 40%，净利润 13.7 亿元，同比增长 15%，非票房收入占比为 35%。

（一）公司历史——电影产业生态圈布局持续推进中

公司的前身为北京万达电影院线有限公司，成立于 2005 年 1 月，2006 年 11 月变更为万达电影院线股份有限公司。公司于 2015 年 1 月在 A 股首次发行上市，同年 6 月以 22 亿元收购澳大利亚第二大院线公司 Hoyts，并于同年 11 月收购幕威时尚（主营业务为电影实时大数据应用）及世茂影投（主营业务为影院经营，旗下核心资产为主要分布于西南地区的 18 家影院），2016 年 2 月收购大连奥纳（旗下拥有 6 家影城，46 块银幕）、厚品文化及赤峰北斗星（旗下拥有 7 家影城，46 块银幕）。2016 年 5 月收购 Propaganda（主营业务为广告植入），2016 年 7 月以 2.8 亿美元收购时光网（中国领先的电影媒体及电商服务平台）。至此，公司电影产业生态圈已具雏形。

图表 1：上市以来大事件概览

时间	事件	说明
2015年1月	A股首次发行上市	
2015年6月	22亿并购Hoyts	Hoyts为澳洲二大院线公司，在新西兰和澳大利亚拥有52家影院，424块银幕
2015年11月	12亿元并购幕威时尚	幕威时尚的主营业务为电影实时大数据应用，为电影制片公司、发行方和院线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计相关业务收益。旗下品牌“影时尚”在行业内具有较高的知名度。曾参与投资了《忍者神龟》、《星际穿越》、《变形金刚4》和《碟中谍5》等影片。
2015年11月	10亿元并购世茂影投	世茂影投的主营业务为影院经营，旗下核心资产为主要分布于重庆的18家影院
2016年2月	收购大连奥纳	旗下的核心资产为6家影城、46块银幕。其中辽宁大连3家、辽宁营口1家、河南郑州1家和黑龙江佳木斯1家，以及发展中的4家影城项目
	收购厚品文化和赤峰北斗星	厚品文化及赤峰北斗星共有7家影城、46块银幕，其中浙江绍兴、福建龙岩、江西萍乡、江西新余、重庆、云南玉溪、内蒙古赤峰各1家
2016年5月	收购Propaganda GEM	Propaganda GEM成立于1991年，是一家专注于娱乐营销的公司，在电影、电视、音乐影像、游戏、艺人和活动等领域，提供策略性及问题解决办法的娱乐营销创意和理念，帮助品牌与内容更好的结合，曾打造过BMW与《碟中谍》系列的经典案例
2016年7月	2.8亿美金收购时光网	时光网为中国领先的电影媒体及电商服务平台，在衍生品的设计和研发领域处于业内领先地位，曾获得迪士尼、漫威、DC和环球等多家品牌的正版授权，在获取上游IP上具备领先优势

资料来源：联讯证券，公司资料

（二）股东结构——第一大股东为北京万达投资有限公司，持股 57.91%

1Q17 财报显示，公司的股权结构较为集中，第一大股东为北京万达投资有限公司，持股 57.91%，公司的实际控制人为王健林先生。



图表2： 第一大股东北京万达投资有限公司持股 57.91% (1Q17)

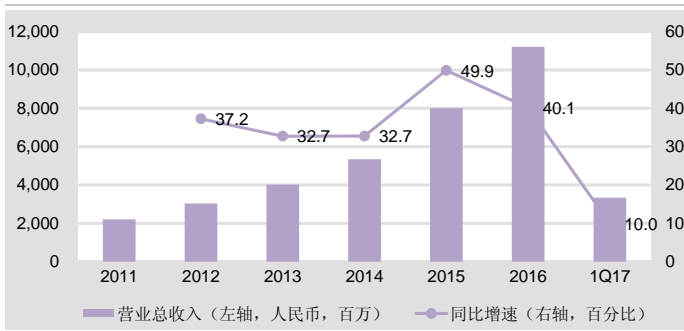
股东名称	占总股本比例(%)	股本性质
北京万达投资有限公司	57.91	限售流通A股
北京万达文化产业集团有限公司	2.51	限售流通A股
上海仁福投资有限公司	2.05	A股流通股
孙喜双	1.86	A股流通股
东莞市凯德实业投资有限公司	1.70	A股流通股
世茂影院投资发展有限公司	1.15	A股流通股
博瑞远达(天津)股权投资合伙企业(有限合伙)	1.02	A股流通股
逢宇峰	0.97	限售流通A股, A股流通股
王思聪	0.85	限售流通A股
丁明山	0.63	A股流通股

资料来源：联讯证券，公司资料

(三) 财报回顾——营收结构改善，商业模式持续向轻资产方向推进

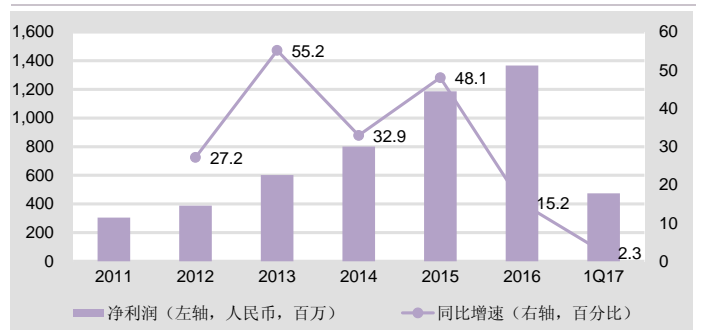
财报回顾显示，过去五年来公司的营收和净利润持续录得快速增长，2011年至2016年营业收入的复合增长率为38%，同期归属母公司所有者的净利润的复合增长率为35%。受累2017年中国票房收入增速放缓，1Q17增长动能放缓，营业收入和归属母公司所有者的净利润的同比增速分别回落至10.0%和2.3%。公司的营收结构持续改善，2011年至2016年，非票房收入占比提升14个百分点至33%（由于统计口径差异，各方公布的数据有微小差异），显示公司的商业模式持续向轻资产模式推进，这意味着长期股东回报率在提升。我们认为投资者对该点的认可程度（品质、可持续性和非票房收入占比的天花板等），将或多或少/或迟或早的反映至市场给予公司的估值中枢。公司资产负债表稳健，在手现金充裕，截至1Q17现金及现金等价物16.6亿。

图表3： 1Q17 营业收入同比增长 10.0%



资料来源：联讯证券，公司资料

图表4： 1Q17 净利润同比增长 2.3%

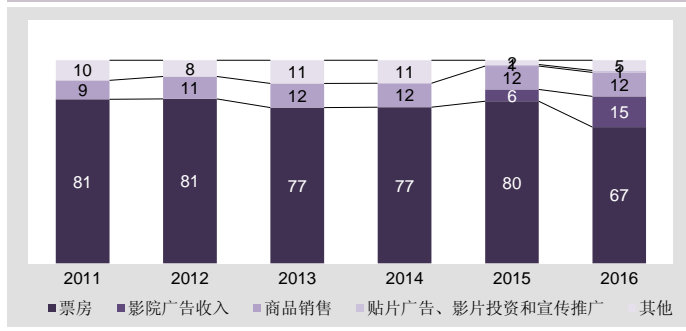


说明：指归属于母公司所有者的净利润

资料来源：联讯证券，公司资料

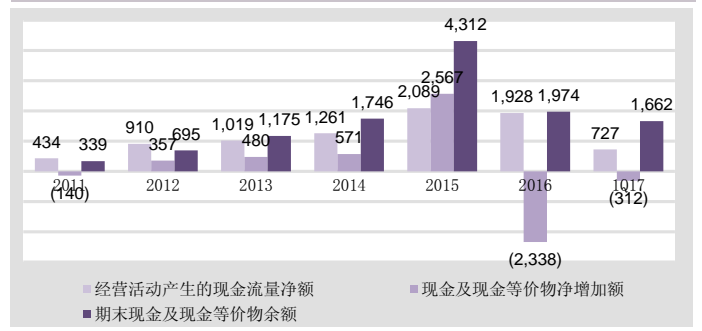


图表5: 2016年非票房收入占比33%



资料来源: 联讯证券、公司资料

图表6: 1Q17 现金及现金等价物为 16.6 亿

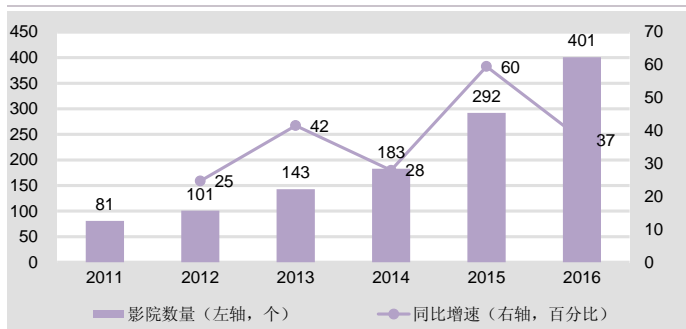


资料来源: 联讯证券、公司资料

(四) 市场地位——中国院线市场份额领先者

公司自上市以来,通过自建和并购,院线终端布局持续推进。截至 1Q17,公司影院数目为 405 家,拥有银幕数 3,582 块。公司已连续八年位居中国电影票房市场份额第一,1Q17 市场份额为 13.4%由于统计口径差异,各方公布的数据有微小差异)。公司计划 2017 年新增影院 100-150 家,意在进一步扩大市场份额。

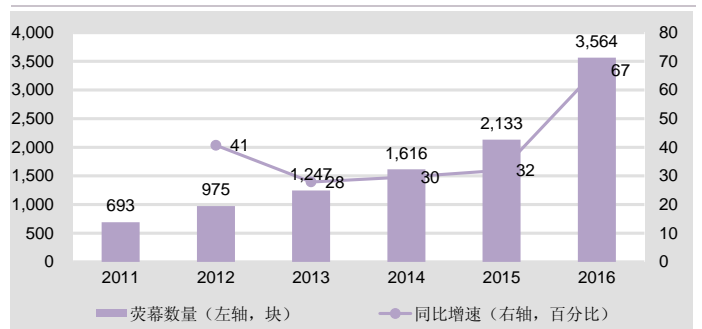
图表7: 公司拥有影院 405 家 (1Q17)



说明: 截至 1Q17, 公司拥有影院 405 家

资料来源: 联讯证券、公司资料

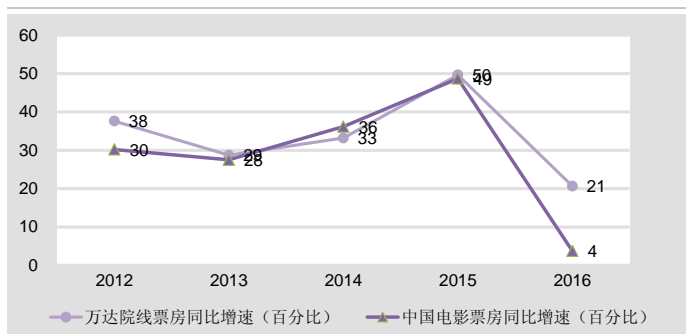
图表8: 公司拥有银幕数 3,582 块 (1Q17)



说明: 截至 1Q17, 公司拥有银幕数 3,582 块

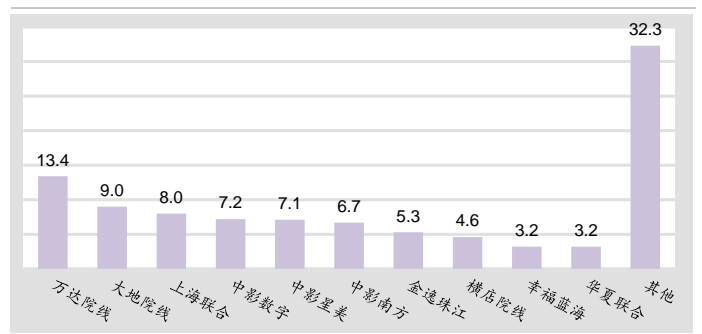
资料来源: 联讯证券

图表9: 公司票房收入增速高于行业



资料来源: 联讯证券、公司资料

图表10: 公司中国票房市场份额第一为 13.4% (1Q17)



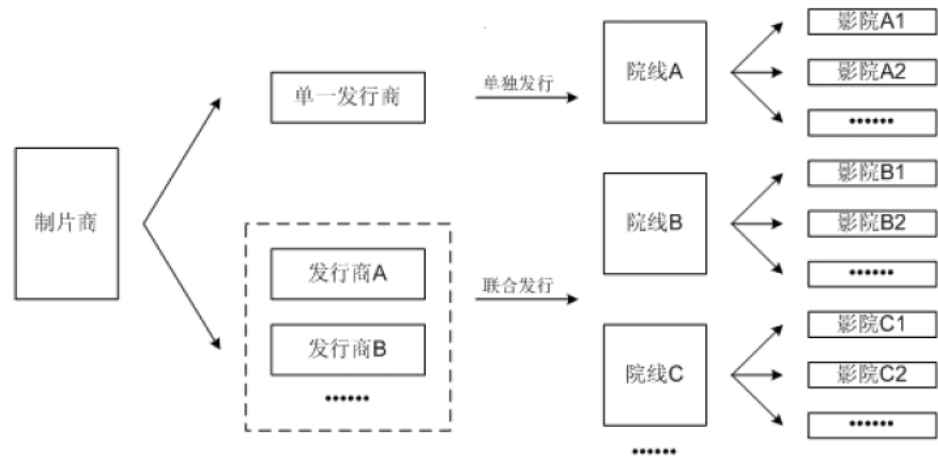
资料来源: 联讯证券, 时光网



三、中国电影行业——并购风潮已至

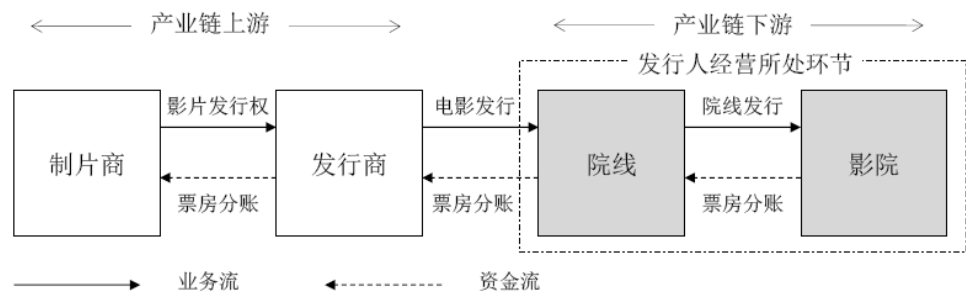
中国电影产业链主要包括电影制片、电影发行、院线和影院四个环节，主要参与者为制片商、发行商、院线公司和影院。其中，制片商主要负责影片制作；发行商从电影制片商方面获得影片发行权后，主要负责影片在全国范围内的发行和营销；院线公司从发行商处获得电影拷贝后，负责向其所属影院进行发行，并就影片在所属影院放映进行统一安排；影院统一按照其所属院线公司的排映计划对影片进行放映。

图表11： 公司所在产业链概览——制片商、发行商、院线和影院为中国电影产业链的主要参与者



资料来源：联讯证券，公司资料

图表12： 中国电影产业链示意图——院线和影院为联结影片与观众的关键节点



资料来源：联讯证券，公司资料

（一）商业模式——以“院线制”为核心

产业链中，电影放映渠道的主体为院线和影院。目前中国的电影放映以“院线制”为核心，按照院线与旗下影院的关系，现有经营模式可分为纯资产联结型，资产联结为主加盟为辅，签约加盟为主资产联结为辅三种类型。

票房的分账比例，行业的一般情形为制片商分成约 40%，发行商约 5%，院线 1%-2%，



影院约 55%。视乎影片的号召力，发行商和终端渠道（院线和影院）有一定商议空间。

图表13：中国现有的“院线制”的三种模式概览

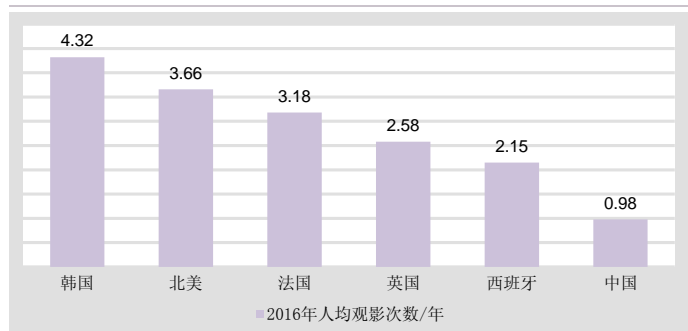
经营模式	院线与旗下影院的关系	代表院线	特点
纯资产联结	影院由院线制姐投资兴建，影院资产归院线所有	万达院线	依托资产连接模式，院线能够以资本和供片为纽带，实现对旗下影院的统一品牌、统一建设、统一管理和统一排片。国外院线普遍采取此模式
以资产联结为主，加盟为辅	旗下大部分影院由院线直接投资，影院资产归院线所有，但同时也鼓励加盟影院的进驻	广州金逸珠江和广东大地	在自有影院中能够实现统一经营和管理，但不能实现全院线在各方面的统一
签约加盟为主，资产联结为辅	旗下大部分影院和院线没有资产从属关系，只是以签约形式加入院线	中影星美、北京新影联合和上海联合	以供片为纽带，实现统一排片，但不能完全实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

资料来源：联讯证券，公司资料

（二）市场空间——增长空间仍大，2017 年行业增速反弹为大概率事件

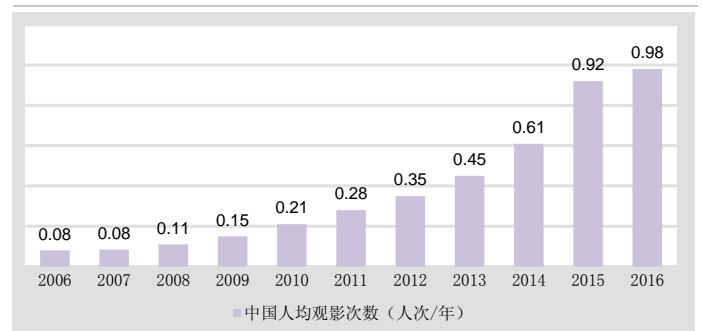
回顾过去十年，人均观影次数从 2006 年的 0.08 人次/年提升至 2016 年的 0.98 人次/年，然仍显著低于同期北美市场的 3.66 人次/年。我们认为中国电影市场增长空间仍大，核心理由即为较低的人均观影次数。

图表14：2016 年中国人均观影次数为 0.98 次/年，为同期美国的 27%



资料来源：联讯证券

图表15：中国人均观影次数持续提升中

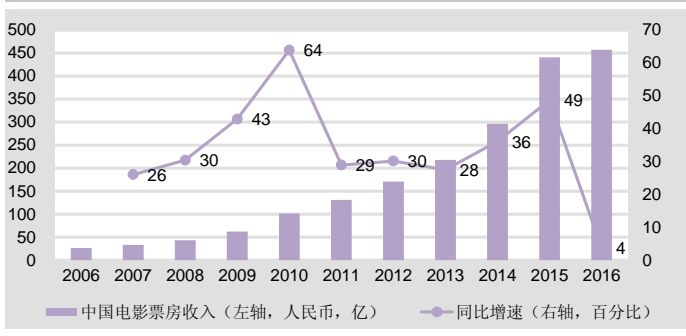


资料来源：联讯证券

历史数据显示，过去十年间，中国电影产业持续快速发展，无论是电影票房、银幕数量或观影人次，复合增长率均落在 30%左右。2016 年票房增速明显下滑，渠道调研显示互联网票补大幅减少，高品质影片小年，以及广电总局打击票房造假为主要理由。展望 2017，我们认为中国电影行业票房增速有望从 2016 年的低个位数恢复至 15%-20%的水准。

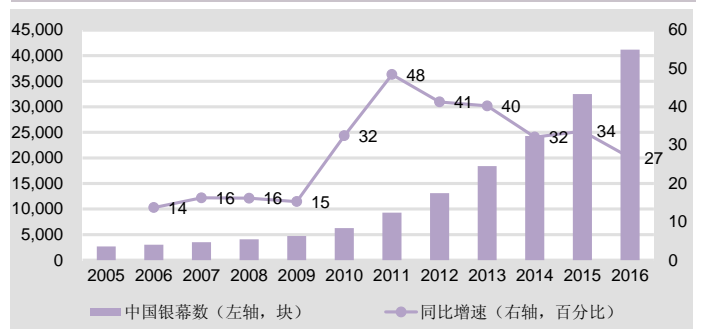


图表16: 2006年至2016年中国电影票房收入的复合增长率为33%



资料来源: 联讯证券

图表17: 2005年至2016年中国银幕数的复合增长率为28%

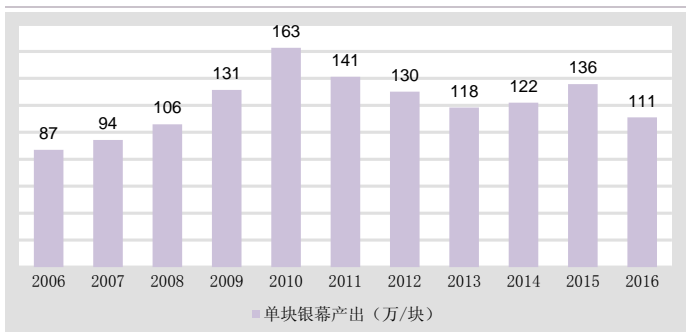


资料来源: 联讯证券

(三) 竞争格局——进入市场份额争夺阶段, 需要平衡并购标的的获取成本和潜在效益

我们认为中国电影产业仍处于持续快速增长区间, 受惠前几年行业高景气, 外部资本涌入, 造成供给增加, 并一定程度上导致行业竞争加剧。数据显示, 近几年中国单块银幕产出徘徊不前, 与此对应的是中国电影平均票价的下滑。此外, 市场份额方面, 除万达一家独大, 排名第二至五名的大地院线(7.8%)、上海联合院线(7.5%)、中影星美(7.5%)和中影南方新干线(7.1%)互相之间差别不大。我们认为该等格局下, 万达的13.3%的市场份额虽明显领先, 但依然无法享有足够的定价权, 合理的选择为进一步扩大市场份额, 因为其余追赶者任何两家的携手都将对其领导地位形成挑战; 而几位跟随者亦有动力扩大份额, 因为院线产业具规模优势, 特别是在品牌影响力及获得优质影片等方面。

图表18: 最近三年中国单块银幕产出维持平稳



资料来源: 联讯证券

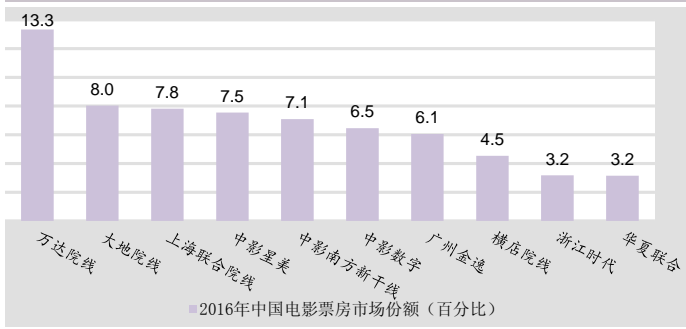
图表19: 最近三年中国电影平均票价有所下滑



资料来源: 联讯证券

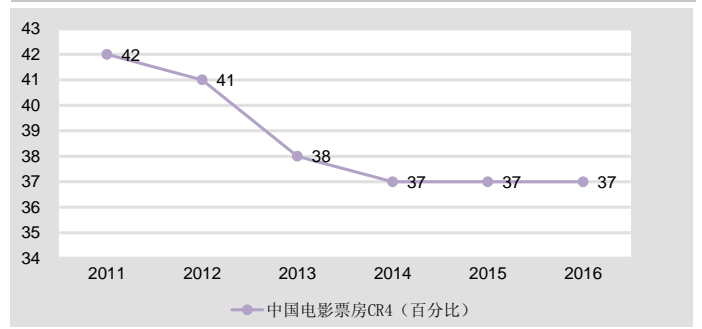


图表20: 2016年中国电影票房收入市场份额一览



资料来源: 联讯证券

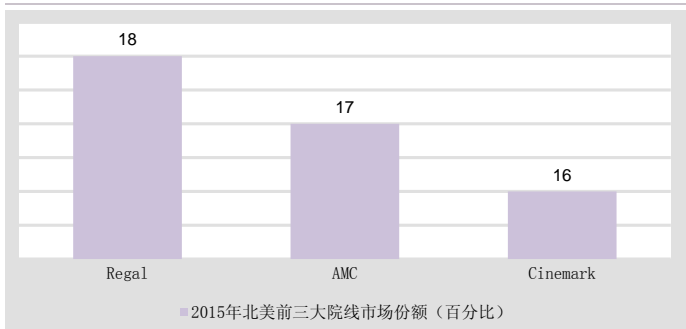
图表21: 近三年来中国电影票房 CR4 稳定在 37%



资料来源: 联讯证券

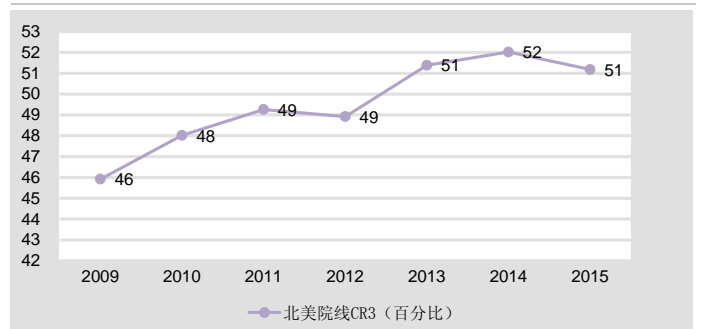
以北美为成熟市场参考, 我们会发现中国院线行业的整合刚刚开始, 2015 年北美院线 CR3 为 51%, 而 2016 年中国院线 CR4 仅为 37%。

图表22: 2015年美国电影票房市场份额前三分别为 Regal, AMC 和 Cinemark



资料来源: 联讯证券

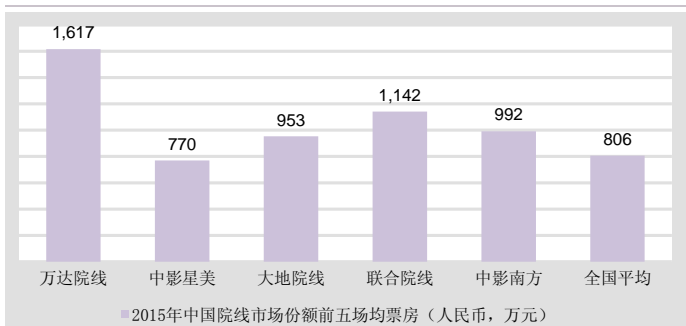
图表23: 美国电影票房市场集中度稳步提升, 2015 年 CR3 为 51.2%



资料来源: 联讯证券

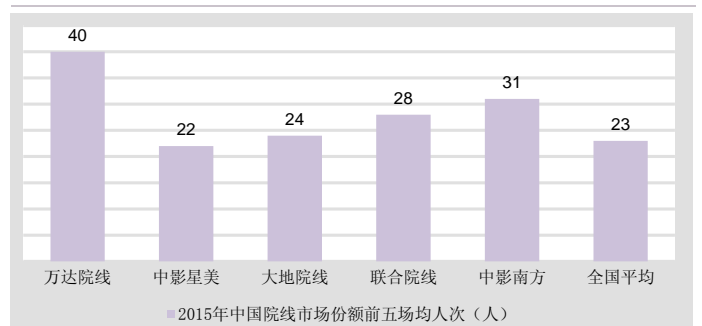
我们认为出于股东价值最大化考虑, 并购者需权衡标的获取成本, 自身管理注入对其经营效率的潜在提升及协同效应的加总, 并加以取舍。理想的并购者的特质为: (1) 市场份额大幅领先者; (2) 具备明显高于行业的盈利能力; (3) 执行理性的取舍标准。

图表24: 2015年中国院线市场份额前五场均票房



资料来源: 联讯证券

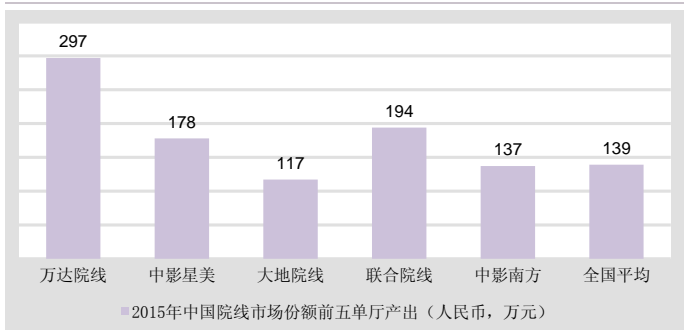
图表25: 2015年中国院线市场份额前五场均人次



资料来源: 联讯证券

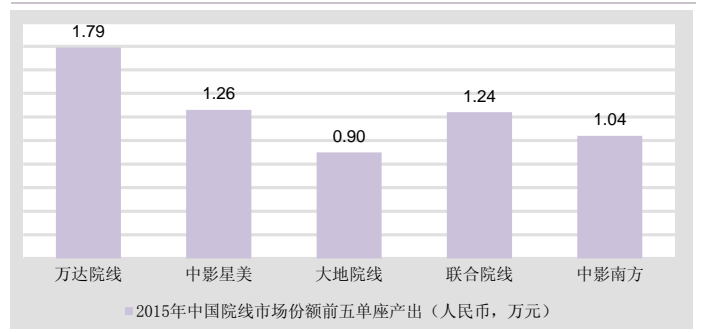


图表26: 2015年中国院线市场份额前五单厅产出



资料来源: 联讯证券

图表27: 2015年中国院线市场份额前五单座产出



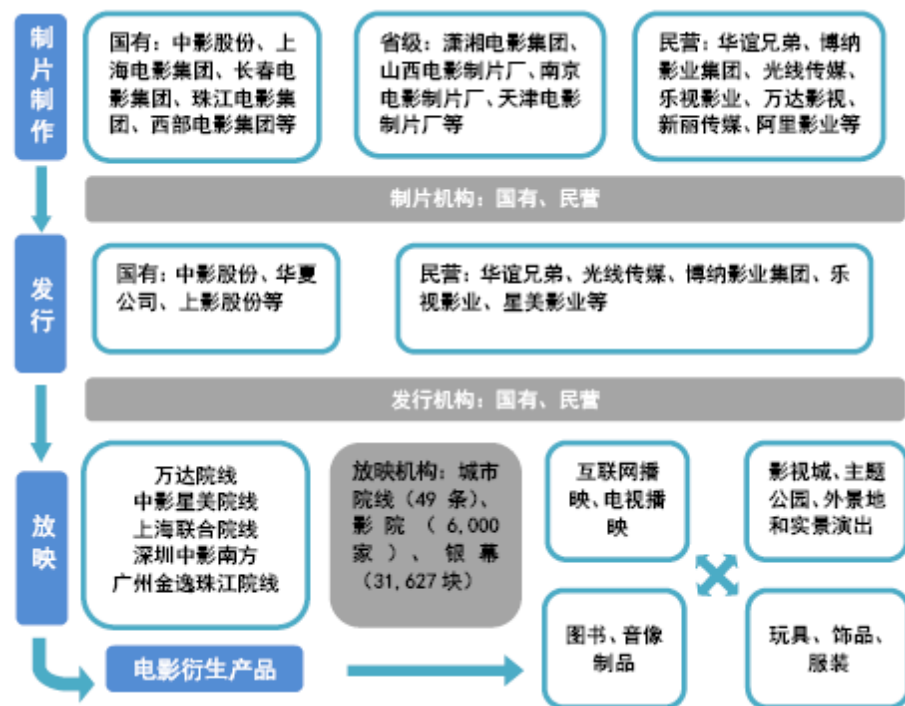
资料来源: 联讯证券

四、公司分析——电影产业生态圈构筑中

公司为中国最早设立的院线之一，是一家自主投资建设及运营管理影院的电影院线公司。主营业务为影院投资建设、院线电影发行、影院电影放映及相关衍生业务（卖品销售和广告发布等）。

出于提升股东回报，增强对产业链的把控能力，诸多参与者视乎自身优势，切入上游内容制作、宣传发行，以及下游的院线终端放映，以及衍生品等环节中，全产业链布局为趋势。

图表28: 中国电影产业链及参与者概览



资料来源: 联讯证券, 中国电影招股说明书



公司以院线行业领导者为利基，对此优势进行多方位变现，先后收购了影时尚（慕威时尚）和时光网等，切入广告和衍生品业务。

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。具体业务分类如下：

图表29：慕威时尚主营业务概览

业务类型	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

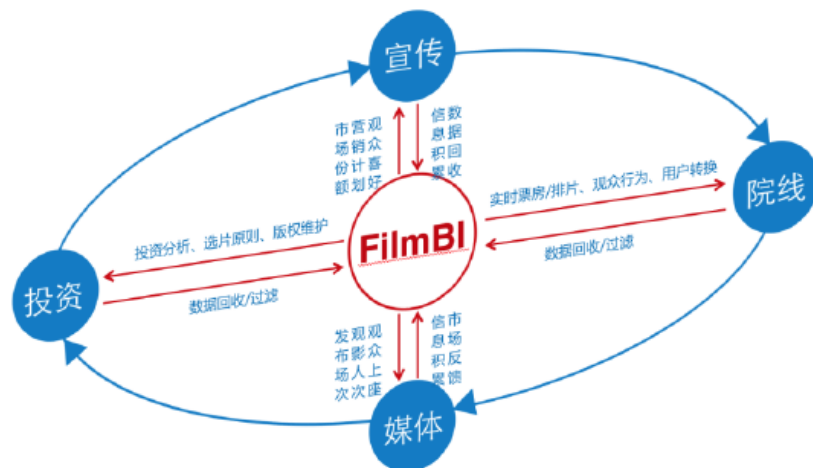
资料来源：联讯证券，公司公告

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。根据供需情况、地域特征、竞争情况等多维度进行分析，用于对影片上映期间有针对性的营销宣传，以及全国各省、市发行放映期间的人力、物力资源的及时优化调整。

FilmBI 可以提供实时票房、排片、上座等真实数据，通过识别、排查并更正不准确和冗余的信息，简化分析流程和操作环节，提供可视化数据，降低院线、片方管理成本；实时可视化数据可提供给院线、片方以进行针对性的排片或营销活动，追加票务售卖，提升票房产出；及时发现影院存在的流失观众，优化排片管理等问题。

慕威时尚成功帮助《建国大业》、《建党伟业》、《变形金刚》、《碟中谍 5》和《变形金刚 5》等中外影片实现了较高的票房收入。

图表30：慕威时尚商业模式概览



资料来源：联讯证券，公司公告



2016 年万达收购了时光网，交易金额 2.8 亿美元。时光网为中国最具影响力的电影媒体及电商服务平台。在衍生品的设计和研发领域处于业内领先地位，在衍生品开发方面，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，有着丰富的衍生品开发设计与线上销售的经验。

收购后，双方将开展全方面的资源及业务整合，完成线上线下资源与平台的打通融合，为电影片商以及品牌客户开拓以上亿精准目标用户为基础的一站式营销宣传解决方案；双方还将围绕用户需求和体验，共同开拓电影衍生品、互联网发行等新业务领域，不断将万达院线的“会员+”电影生态圈战略付诸实现。

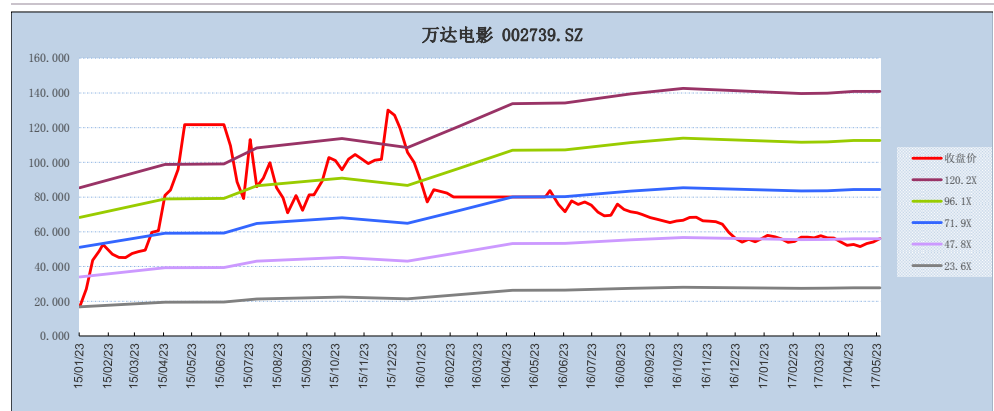


五、投资建议

我们预估公司 2017 年、2018 年和 2019 年的营业收入分别为 143 亿、172 亿和 203 亿，同比增速分别为 28%、20%和 18%，归属母公司所有者净利润分别为 17.7 亿、20.8 亿和 25.1 亿，同比增速分别为 30%、17%和 21%，分别对应 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益 1.51 元，1.77 元和 2.14 元，目前股价分别对应 2017 年 PE37.2x 和 2018 年 PE31.7x。营收和净利润增长的核心驱动力在于：（1）中国电影票房市场于 2017 年回暖；（2）公司与院线领域市场份额的进一步扩大；（3）非票房收入占比增加。

我们以 2017 年 PE40.0x 为基准，目标价设定为 60.40 元，首次覆盖给予「买入」的投资建议，目前股价隐含上涨空间 8%。

图表31： 公司 PE/PB 区间



资料来源：联讯证券，Wind

六、风险因素

（1）2017 年中国电影票房回暖不及预期；（2）2018 年 1 月 22 日首发原股东限售股解禁，导致届时流通股份增加 169%。



图表32: 财务预估(人民币, 百万)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,202	6,228	9,351	13,021	经营性现金净流量	2,018	4,930	3,491	4,039
应收和预付款项	1,116	677	1,242	829	投资性现金净流量	(3,696)	0	0	0
存货	159	108	139	99	筹资性现金净流量	(599)	(905)	(367)	(370)
其他流动资产	84	84	84	84	现金流量净额	(2,248)	4,025	3,124	3,670
长期股权投资	16	16	16	16	经营性现金净流量	2,018	4,930	3,491	4,039
投资性房地产	0	0	0	0	投资性现金净流量	(3,696)	0	0	0
资本公积	4,591	4,591	4,591	4,591					
留存收益	4,622	6,067	7,764	9,812	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
归属母公司股东权益	10,387	11,833	13,529	15,577	收益率				
少数股东权益	5	7	9	12	毛利率	33%	35%	36%	36%
股东权益合计	10,392	11,840	13,538	15,589	三费/销售收入	16%	15%	16%	16%
负债和股东权益合计	18,509	20,106	21,889	24,660	EBIT/销售收入	17%	17%	16%	16%
					EBITDA/销售收入	24%	31%	27%	18%
					销售净利率	12%	12%	12%	12%
					资产获利率				
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	13%	15%	15%	16%
营业收入	11,209	14,348	17,218	20,317	ROA	10%	12%	13%	13%
减: 营业成本	7,538	9,326	11,105	13,104	ROIC	16%	16%	25%	36%
营业税金及附加	389	498	598	706	增长率				
营业费用	693	933	1,205	1,422	销售收入增长率	40%	28%	20%	18%
管理费用	889	1,148	1,550	1,829	EBIT 增长率	23%	28%	13%	18%
财务费用	191	80	(13)	(90)	EBITDA 增长率	30%	66%	7%	-21%
资产减值损失	(8)	0	0	0	净利润增长率	15%	30%	17%	21%
加: 投资收益	37	0	0	0	总资产增长率	23%	9%	9%	13%
公允价值变动损益	0	0	0	0	股东权益增长率	14%	14%	14%	15%
其他经营损益	(0)	0	0	0	资本结构				
营业利润	1,554	2,363	2,773	3,346	资产负债率	44%	41%	38%	37%
加: 其他非经营损益	251	0	0	0	带息债务/总负债	41%	34%	34%	31%
利润总额	1,805	2,363	2,773	3,346	流动比率	72%	138%	208%	237%
减: 所得税	437	591	693	836	速动比率	67%	135%	203%	233%
净利润	1,368	1,772	2,080	2,509	资产管理效率				
减: 少数股东损益	1	2	2	3	总资产周转率	60%	71%	78%	82%
归属母公司股东净利润	1,366	1,770	2,077	2,507	固定资产周转率	523%	745%	1102%	1694%
EBITDA	2,645	4,381	4,697	3,701	应收账款周转率	16	32	25	44
EPS (元)	1.16	1.51	1.77	2.13	存货周转率	47	87	80	132
					业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
					EBIT	1,906	2,443	2,760	3,256
					EBITDA	2,645	4,381	4,697	3,701
					NOPLAT	1,255	1,832	2,070	2,442
					净利润	1,366	1,770	2,077	2,507
					EPS	1.16	1.51	1.77	2.13
					BPS	8.85	10.08	11.52	13.26
					PE	47.4	36.6	31.1	25.8
					PB	6.2	5.5	4.8	4.2
					PS	5.8	4.5	3.8	3.2
					PCF	32.1	13.1	18.5	16.0

资料来源: 联讯证券



分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，负责传媒互联网领域的研究，之前曾任职于凯基证券和川财证券研究所。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

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

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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

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

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com