

2017年06月05日

万达电影 (002739.SZ)

进口片带动票房回暖,非票收入持续高速增长

■2016年票房增速明显放缓,主要系票补减少所致。随着票补影响基本消化,2017年受益于精品电影尤其是进口大片增多,全国票房增速有望回升。中国电影收入来源相对单一,票房收入占90%,而成熟的美国电影市场中衍生收入占比高达70%。国内衍生品、影院广告等非票市场仍有巨大上升空间。

■截至2016年底,公司共计拥有401家影院,3564块银幕,是国内影院、银幕数量最多的院线。票房、观影人次、平均票价皆明显高于其他影院,放映龙头地位稳固。随着院线渠道下沉与大量进口大片进入中国,供给增多带动“小镇青年”需求提升,三线以下城市新建大量影院的公司院线票房收入预计将加速增长。

■近两年,公司全资收购澳洲第二大院线Hoyts,进军海外放映市场;全资收购慕威时尚,增加影片投资和宣传推广业务;全资收购时光网,补充在线票务与正版衍生品业务;投资博纳影业,覆盖电影全产业链。

■母公司万达集团先后成立万达影业、收购传奇影业、互爱互动、建立游戏品牌,在完善电影产业链布局的同时,利用“影游联动”效应打造泛娱乐生态,公司院线渠道为生态中重要组成部分,有望充分受益。

■投资建议:随着进口片带动票房回暖及公司影院市占率持续上升,预计公司票房收入将大幅提升;由于公司存在相对较大的经营杠杆,公司收入增速提高将带动净利润更快增长;公司电影生态圈日趋成熟,预计公司非票收入将持续快速增长。我们预计公司17-19年净利润分别为19.77亿元、23.72亿元、27.29亿元,对应每股收益分别为1.68元、2.02元、2.32元。参考同类可比公司给予40X估值,对应六个月目标价67.20元,给予“买入-A”评级。

■风险提示:政策风险,进口片票房不及预期,影游联动模式仍需探索。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	8,000.7	11,209.3	15,793.4	20,191.8	23,668.9
净利润	1,185.8	1,366.4	1,977.4	2,372.2	2,728.9
每股收益(元)	1.01	1.16	1.68	2.02	2.32
每股净资产(元)	7.76	8.85	9.77	11.56	13.56

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	56.0	48.6	33.6	28.0	24.3
市净率(倍)	7.3	6.4	5.8	4.9	4.2
净利润率	14.8%	12.2%	12.5%	11.7%	11.5%
净资产收益率	13.0%	13.2%	17.2%	17.5%	17.1%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.8%	0.5%	0.6%
ROIC	-14652.3%	25.0%	26.4%	29.2%	49.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

电影动画

投资评级 买入-A

维持评级

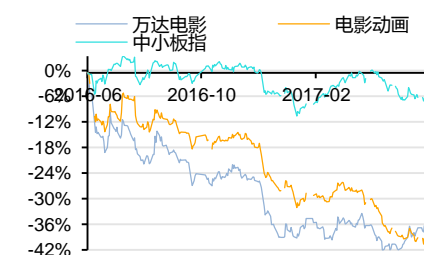
6个月目标价: 67.20元

股价(2017-06-05) 57.69元

交易数据

总市值(百万元)	66,335.92
流通市值(百万元)	23,886.70
总股本(百万股)	1,174.29
流通股本(百万股)	422.85
12个月价格区间	51.50/88.33元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.38	1.77	-25.47
绝对收益	8.03	-2.1	-31.07

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

- 万达电影: 渠道优势拓展精品内容, 电影制作业务稳步发展/焦娟 2017-04-01
- 万达电影: 背靠万达集团“去地产化”战略, 万达院线堪当大任/焦娟 2017-02-03

内容目录

1. 院线票房持续领先，非票业务发展迅速	4
1.1. 院线龙头，多元化发展构建电影生态圈	4
1.2. 业绩稳增，非票房收入快速增长	5
2. 2017 票房有望回暖，国内正版衍生品仍处蓝海市场	7
2.1. 进口大片促进电影市场发展，观影人次、平均票价上升带动票房增长	7
2.1.1. 进口大片集中年，将带动票房回暖	7
2.1.2. 院线渠道下沉，三四线城市成新增长点	9
2.1.3. 高科技影院+进口大片，平均票价提升带动票房增长	10
2.2. 在线票务网站飞速发展，衍生品仍处蓝海市场	11
2.2.1. 在线票务成为主流购票方式，市场格局初定进入调整期	11
2.2.2. 好莱坞衍生品为电影主要收入来源，国内衍生品仍有巨大上升空间	13
2.3. 观影人次快速增长带动影院广告蓬勃发展	15
3. 影院放映稳步发展，非票收入高速增长	15
3.1. 放映龙头地位稳固，多维度开拓市场	15
3.1.1. 拓展“小镇青年”市场，加速观影人次增长	16
3.1.2. 入股博纳影业，持续提高国内市场占有率	17
3.1.3. 拓展海外市场，提高全球市场占有率	17
3.1.4. 公司拥有较大经营杠杆，收入增速提升带动净利润更快增长	18
3.2. 收购时光网，深入布局在线票务、衍生品领域	18
3.2.1. 在线票务平台带动影院观众消费升级	18
3.2.2. 汇聚大量影评，打造最大电影互动社区	18
3.2.3. 正版衍生产品丰富，2B、2C 双重模式	19
3.2.4. 上线时光直播平台，打造电影垂直新媒体频道	20
3.2.5. 时光网 PRO：打造专业电影制作数据平台	20
3.3. 收购获取好莱坞资源，结合线下资源打造强力整合营销	21
4. 集团持续布局泛娱乐生态，与上市公司形成优势互补	22
4.1. 协同万达影业、传奇影业，打造电影全产业链	22
4.2. 深入布局“影游联动”领域，有望成为业绩新突破点	24
5. 投资建议	24
6. 风险提示	25

图表目录

图 1：公司股权结构图	4
图 2：2011-2016 年公司营业收入及同比增速	5
图 3：2011-2016 年公司归母净利润及同比增速	5
图 4：2011-2016 年公司毛利率及净利率	6
图 5：2011-2016 年公司三费率变化	6
图 6：2015-2016 年公司收入结构（按业务分类）	6
图 7：2015-2016 年公司收入结构（按地区分类）	6
图 8：2011-2016 年公司票房收入及同比增速	6
图 9：2011-2016 年公司商品销售收入及同比增速	6

图 10: 2008-2016 年中国全年票房 (亿元) 及增速.....	7
图 11: 2012-2016 年国内进口分账片及买断片数量 (部)	8
图 12: 2015 年部分国家及国内部分城市、省份人均观影次数.....	9
图 13: 2013-2017Q1 全国各级城市票房收入 (亿元)	10
图 14: 2013-2017Q1 三线及以下城市票房占全国比例.....	10
图 15: 2013-2017Q1 全国各级城市观影人次 (亿次)	10
图 16: 2013-2017Q1 三线及以下城市观影人次占全国比例.....	10
图 17: 在线票务发展历程.....	11
图 18: 2012-2018 年中国在线电影票务交易规模 (亿元) 及渗透率.....	12
图 19: 在线票务网站加入电影产业链.....	12
图 20: 2016 年中国在线电影票出票额市场份额.....	13
图 21: 中国电影收入构成.....	14
图 22: 美国电影收入构成.....	14
图 23: 《大鱼海棠》衍生面膜.....	14
图 24: 2011-2015 年中国广告总收入 (亿元) 及增速.....	15
图 25: 2011-2015 年中国映前广告总收入 (亿元) 及增速.....	15
图 26: 2013-2017Q1 公司四、五线城市票房市占率.....	16
图 27: 2013-2017Q1 公司四、五线城市票房收入占比.....	16
图 28: 2015Q4-2017Q1 公司拥有影院及银幕数量.....	17
图 29: 时光网社区入驻的众多电影从业者.....	19
图 30: 时光网社区的高人气群组.....	19
图 31: 时光网社区丰富的有奖活动.....	19
图 32: 时光直播频道.....	20
图 33: 时光网 PRO 多种分析功能.....	21
图 34: 公司影院互动媒体.....	22
图 35: 公司映前广告.....	22
图 36: 2015 年民营电影制作公司票房情况 (亿元)	23
图 37: 《盗梦空间》海报.....	23
图 38: 《魔兽》海报.....	23
表 1: 公司上市后重要收购事件.....	5
表 2: 豆瓣 2016 年度榜单超过 8 分 (不含) 作品.....	8
表 3: 部分 2017 年 5 月起将上映进口大片.....	9
表 4: 2016 年票房前 15 名电影制式、票房 (亿元)、平均票价 (元)	11
表 5: 2015、2016 年国产电影票房 Top5 联合发行 O2O 平台及票房 (亿元)	13
表 6: 2016 年票房 Top10 院线.....	16
表 7: 2017 年 1-4 月总票房及公司院线业绩情况.....	17
表 8: 公司重点游戏项目.....	24

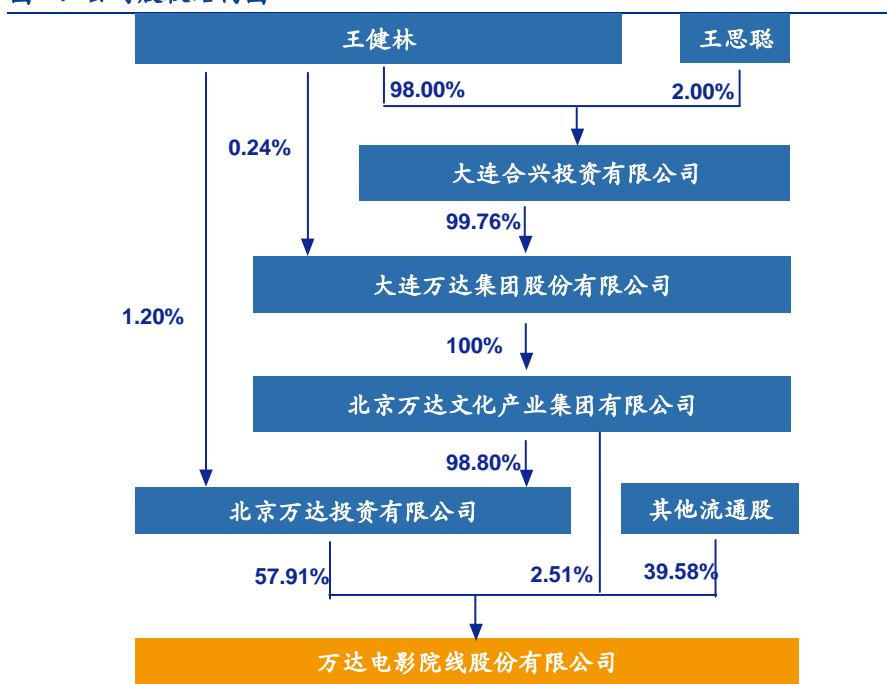
1. 院线票房持续领先，非票业务发展迅速

1.1. 院线龙头，多元化发展构建电影生态圈

公司是一家主要从事影院投资建设以及运营管理的电影院线公司，成立于2005年，并于2006年变更为股份有限公司，2015年1月公司成功在深交所上市，2009-2016年，公司电影票房、观影人次、市场份额连续八年位居国内首位，已成为国内院线行业中的龙头公司。

公司控股股东为北京万达投资有限公司，公司实际控制人为王健林先生，截至2016年底，公司纳入合并范围的子公司共计274家（2016年新设子公司50家）。

图 1：公司股权结构图



资料来源：Wind，安信证券研究中心

依托强大的渠道资源，公司积极构建涵盖全产业链的电影生态圈，并向全球化、多元化发展。近两年，公司收购世贸影城、大连奥纳、广东厚品等影院，提高国内影院市场份额；全资收购澳大利亚第二大院线运营商 Hoyts，进军海外放映市场；全资收购慕威时尚，增加影片投资和宣传推广业务；全资收购时光网，补充在线票务与正版衍生品业务；入股博纳影业，扩大院线尤其是 IMAX 影厅规模，并涉足电影制作领域。

表 1：公司上市后重要收购事件

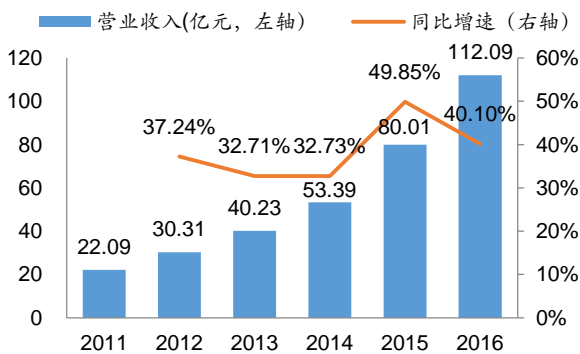
首次公告时间	交易标的	主要业务	交易总价值(万元)	交易货币	方案进度
2015年6月	HG Holdco Pty Ltd 100% 股权, 及对 HG Holdco Pty Ltd 的金额为 7,000 万澳元的债权	电影放映、销售卖品以及广告等	36,570	美元	完成
2015年6月	慕威时尚 100% 的股权	电影实时大数据应用、好莱坞影片投资和宣传推广、电影媒体广告整合营销	120,000	人民币元	完成
2015年6月	世茂院线旗下 14 座影院 100% 的股权	影院运营	100,000	人民币元	完成
2016年2月	大连奥纳 100% 股权	影院运营	--	人民币元	进行中
2016年2月	广东厚品、赤峰北斗星 100% 股权	影院运营	--	人民币元	进行中
2016年5月	万达影视 100% 股权	影视娱乐	3,720,400	人民币元	失败
2016年5月	Propaganda GEM Ltd	电影广告植入、品牌联合推广、影视数据分析	24,100	人民币元	已完成过户
2016年7月	北京影时光电子商务有限公司 100% 股权、北京动艺时光网络科技有限公司 100% 股权、影时光网络技术(北京)有限公司 100% 股权、动艺时光信息技术(北京)有限公司 100% 股权	在线票务及电影衍生品、技术服务,	28,000	美元	已完成过户

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 业绩稳增，非票房收入快速增长

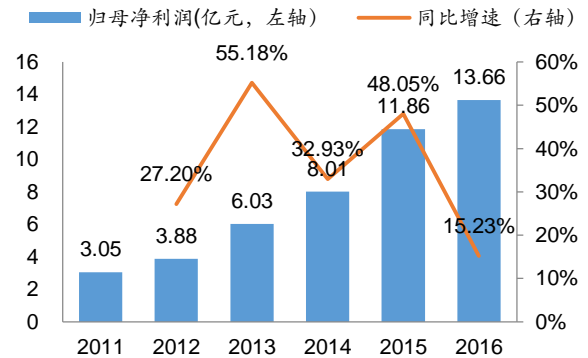
营收、利润持续增长。2016 年，公司业绩持续增长，分别实现营业收入 112.09 亿元、归母净利润 13.66 亿元，同比增长 40.1%、15.3%。2011-2016 年，公司营收、归母净利润复合增长率分别达 31.1%、28.4%。

图 2：2011-2016 年公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

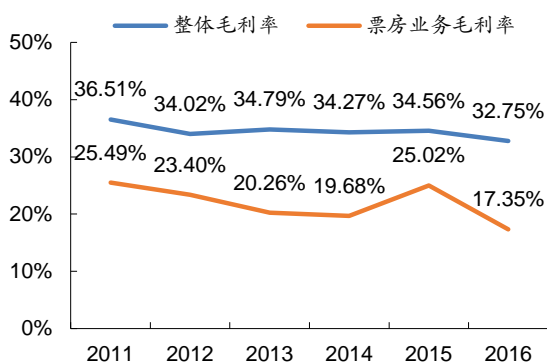
图 3：2011-2016 年公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

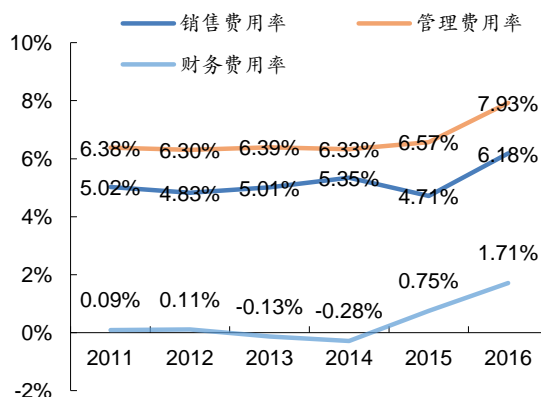
公司整体毛利率比较稳定，为 34% 左右，其中公司主营业务票房收入的毛利率由于公司影院扩张略有下降，但随着毛利率较高的非票收入占比增加，整体毛利率基本维持稳定。2015 年由于全国票房增速较高，公司票房业务毛利率明显提升；2016 年公司票房业务毛利率与整体毛利率皆有所下降，主要系全国票房增速放缓，影院扩张速度加快所致。同时，由于公司 2016 年新开业大量影院并收购澳洲第二大院线院线 Hoyts，公司三费率也有所提升。2017 年随着公司新开业影院逐渐成熟、进口片集中带动全国票房回暖，公司票房业务毛利率、三费率预计将有所改善。

图 4：2011-2016 年公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

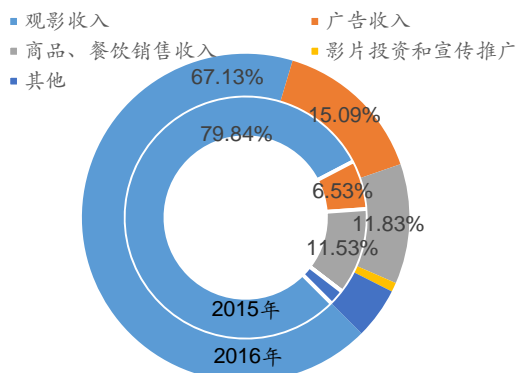
图 5：2011-2016 年公司三费率变化



资料来源：Wind，安信证券研究中心

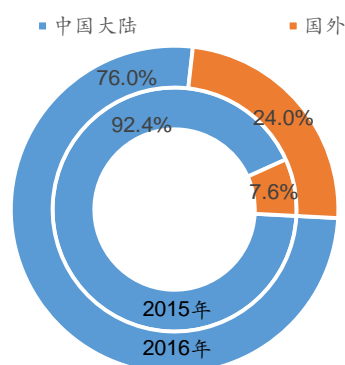
以票房收入为主，非票房收入增长较快。公司主要业务包括院线电影发行及放映、销售卖品（包括电影衍生产品、餐饮类产品）、发布广告（主要是贴片广告、阵地广告）；票房收入为公司主要收入来源，2015 年前增速较快，2016 年由于国内电影票房增速放缓，公司票房收入增速放缓，降至 17.8%，但仍然高于全国票房收入增速；随着公司在广告传媒、电影整合营销、衍生品等领域的业务拓展，非票业务收入持续高速增长，2016 年占比已增至 32.9%，其中国外收入大幅上升，占比由 2015 年的 7.6% 升至 2016 年的 24.0%，

图 6：2015-2016 年公司收入结构（按业务分类）



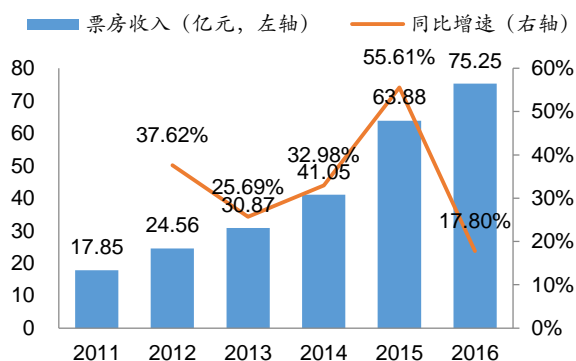
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：2015-2016 年公司收入结构（按地区分类）



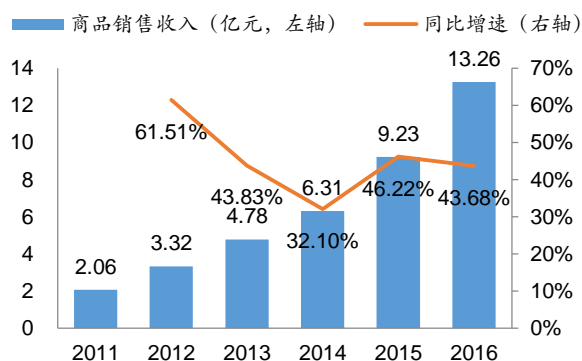
资料来源：安信证券研究中心

图 8：2011-2016 年公司票房收入及同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 9：2011-2016 年公司商品销售收入及同比增速



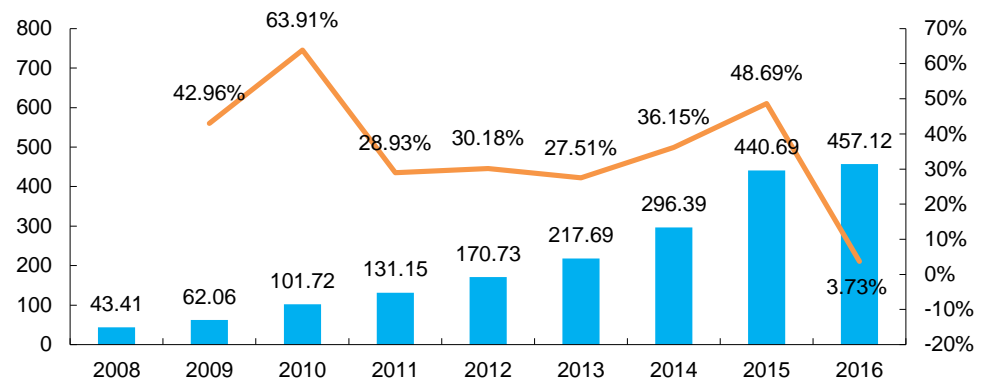
资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 2017 票房有望回暖，国内正版衍生品仍处蓝海市场

2.1. 进口大片促进电影市场发展，观影人次、平均票价上升带动票房增长

2016 年票补因素基本消化完毕。根据国家新闻出版广电总局数据，2016 年全国总票房为 457.12 亿人民币，同比增长 3.73%；观影人次 13.72 亿，同比增长 8.89%。2016 年票房增速明显放缓，其主要原因之一为票补的减少，根据业内专家预测，2015 年票补资金额约为 30-50 亿，约占全年票房总量的 10%。而 2016 年一方面因为受到监管，另一方面各平台的竞争格局趋于稳定，不再利用票补抢占市场，如果去除 2015 年的票补因素，票房的增幅基本可以与观影人次增幅（8.89%）保持一致。而票补因素所带来的影响基本在 2016 年消化，2017 年受益于精品内容尤其是进口大片增多的影响，增速有望回升。

图 10：2008-2016 年中国全年票房（亿元）及增速

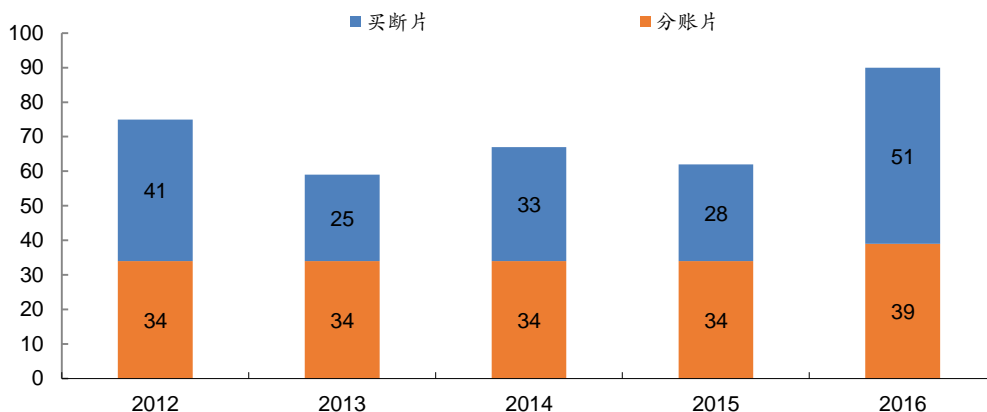


资料来源：国家新闻出版广电总局，安信证券研究中心

2.1.1. 进口大片集中年，将带动票房回暖

政策重新制定，进口片供给有望进一步增加。《中美双方就解决 WTO 电影相关问题的谅解备忘录》已于 2017 年 2 月 17 日到期，中美双方将重新商定进口分账片规则，目前已进入第二轮谈判。近年来美国电影市场趋于稳定，好莱坞公司积极开拓国际市场，其中中国市场是最为重要的部分之一。通过重新制定进口片引进政策，美方希望可以提高进口片引进数量、分成比例及上映档期的灵活性。根据艺恩网数据，2016 年实际上映分账片已超过原本协议中的 34 部，达 39 部，因此进口分账片与买断片引进数量的提升很可能成为中美双方最先达成一致的政策修改内容。

图 11：2012-2016 年国内进口分账片及买断片数量（部）



资料来源：新传智库，安信证券研究中心

2017年进口大片云集,高单片票房有望带动票房整体增长。2016年进口片总票房约为190.49亿人民币,同比增速15.2%,明显高于2016年全国总票房的增速,根据艺恩网数据,其中超过10亿票房的共有三部:《疯狂动物城》15.30亿元,《魔兽》14.72亿元,《美国队长3》12.46亿票房。截至2017年5月14日,2017年已经有四部进口电影票房超10亿,其中《速度与激情8》收获26.48亿票房,打破《速度与激情7》创下的进口片最高票房纪录,其余三部分别为《金刚:骷髅岛》(11.33亿)、《极限特工:终极回归》(11.28亿)、《生化危机:终章》(11.12亿),不到5个月超10亿票房进口片数量就超过2016年全年数量,并出现超20亿的大热影片。自5月起,仍有大量进口大片陆续上映,包括前作已收获20亿以上《变形金刚5》,美国知名英雄系列《银河护卫队2》、《蜘蛛侠:英雄归来》、《正义联盟》,以及拥有良好口碑的大作续集《异形:契约》、《加勒比海盗5:死无对证》等。根据新传智库统计数据,2016年进口片平均单片票房约为2.12亿,远超国产片的0.70亿;同时在豆瓣2016年度电影榜单上,评价超过8分(不含)的共有8部,其中仅《驴得水》一部为国产电影,其余7部皆为海外电影。随着影迷对于电影内容的要求越来越高,进口大片往往可以吸引更多的观众走入影院,从而带动2017年票房的整体增长。

表 2：豆瓣 2016 年度榜单超过 8 分（不含）作品

电影名	上映时间	制片国家	豆瓣评分
血战钢锯岭	2016.12.8 (中国)	美国	8.7
一个叫欧维的男人决定去死	2015.12.25 (瑞典)	瑞典	8.7
完美陌生人	2016.2.11 (意大利)	意大利	8.6
比利·林恩的中场战事	2016.11.11 (中国)	美国	8.5
驴得水	2016.10.28 (中国)	中国	8.3
萨利机长	2016.12.9 (中国)	美国	8.3
大空头	2015.12.23 (美国)	美国	8.3
初恋这首情歌	2016.3.18 (爱尔兰)	爱尔兰	8.2

资料来源：豆瓣网，安信证券研究中心

表 3: 部分 2017 年 5 月起将上映进口大片

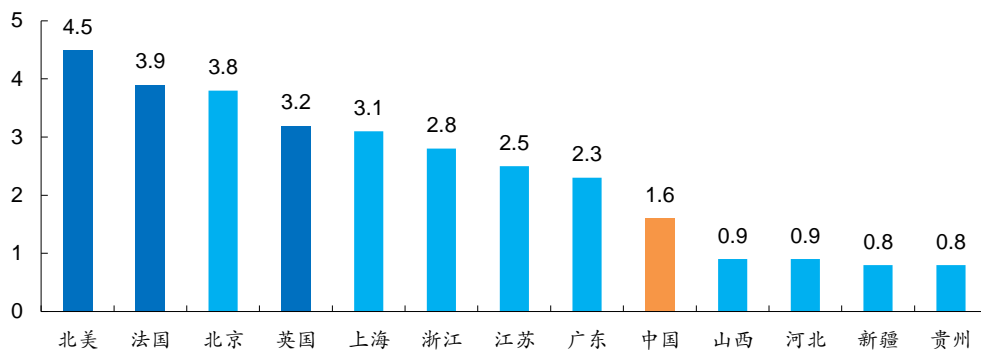
电影名称	上映时间 (中国/美国)	出品方	以往相关作品及其成绩
银河护卫队 2	2017.5.5 (中国)	迪士尼	银河护卫队 (2014) 6.01 亿元 当年排名第 11
加勒比海盜 5: 死无对证	2017.5.26 (中国)	迪士尼	加勒比海盜 4: 惊涛怪浪 (2011) 4.76 亿 当年排名第 3 加勒比海盜 3: 世界的尽头 (2007) 1.25 亿
神奇女侠	2017.6.2 (中国)	华纳兄弟	
新木乃伊	2017.6.9 (中国)	环球	
异形: 契约	2017.6.16 (中国)	福克斯	普罗米修斯 (2012) 2.2 亿 当年排名第 19
赛车总动员 3: 极速挑战	2017.6.16 (美国)	迪士尼	赛车总动员 2 (2011) 7850 万元
变形金刚 5: 最后的骑士	2017.6.21 (美国)	派拉蒙	变形金刚 4: 绝迹重生 (2014) 19.85 亿 当年排名第 1 变形金刚 3 (2011) 10.83 亿 当年排名第 1
神偷奶爸 3	2017.6.30 (美国)	环球	神偷奶爸 2 (2014) 3.22 亿
蜘蛛侠: 英雄归来	2017.7.7 (美国)	索尼	超凡蜘蛛侠 2 (2014) 5.91 亿元 当年排名第 12 超凡蜘蛛侠 (2012) 3.12 亿 当年排名第 14
猩球崛起: 终极之战	2017.7.14 (美国)	福克斯	猩球崛起: 黎明之战 (2014) 7.07 亿 当年排名第 7 猩球崛起 (2011) 2.08 亿 当年排名第 17
王牌特工 2: 黄金圈	2017.9.22 (美国)	福克斯	王牌特工: 特工学院 (2015) 4.85 亿
雷神 3: 诸神的黄昏	2017.11.3 (美国)	迪士尼	雷神 2: 黑暗世界 (2013) 3.44 亿元 当年排名第 19 雷神 (2011) 9800 万
正义联盟	2017.11.17 (美国)	华纳兄弟	蝙蝠侠大战超人: 正义黎明 (2016) 6.19 亿 当年排名第 22
星球大战 8: 最后的绝地武士	2017.12.15 (美国)	迪士尼	星球大战 7: 原力觉醒 (2016) 8.26 亿 当年排名第 13

资料来源: 艺恩网, 安信证券研究中心

2.1.2. 院线渠道下沉, 三四线城市成新增长点

虽然近几年国内电影票房快速增长, 但对标北美、英法等成熟电影市场, 国内人均观影次数仍旧较低。根据中国产业信息网提供数据, 2015 年中国人均观影次数不足 1 次, 即便去除影院覆盖较少的非城镇地区, 全国城镇人均观影次数仅为 1.6 次, 远低于北美的 4.5 次、法国的 3.9 次及英国的 3.2 次。根据艺恩网提供数据, 2016 年全国城镇人均观影次数升至 1.7 次, 仍有巨大上升空间。

图 12: 2015 年部分国家及国内部分城市、省份人均观影次数



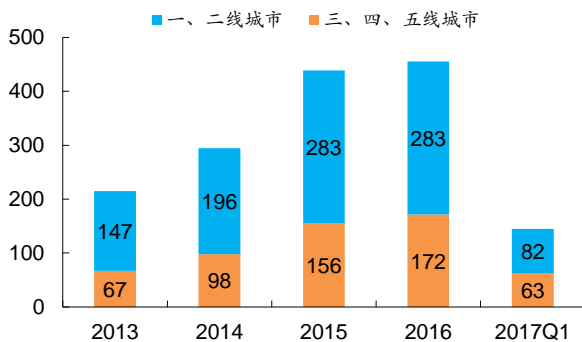
资料来源: 中国产业信息网, 安信证券研究中心

北京、上海等一线城市的年人均观影次数以及基本与电影发达国家相当, 拥有大量二线城市的浙江、江苏、广东等省的年人均观影次数也已接近电影发达国家, 其人均观影人次增速已

逐步放缓。而以三、四、五线城市为主的山西、河北、新疆、贵州等省仍有巨大上升空间。

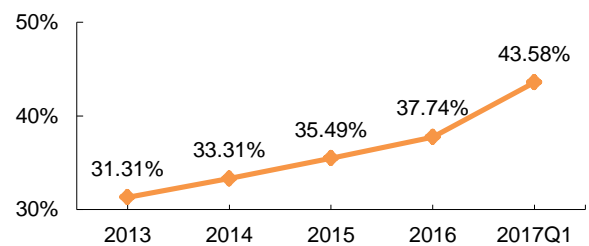
随着三线及以下城市的院线设施日益完善，“小镇青年”成为仅次于二线城市居民的第二大电影消费人群。今年为进口大片集中年，《速度与激情8》、《加勒比海盗5》、《变形金刚5》等大制作好莱坞影片恰好是“小镇青年”最为关注与喜爱的电影类型，进口大片数量的提高带动了“小镇青年”对于电影的需求。相比一、二线城市，三线以下城市居民的文化消费方式比较单一，话剧、演唱会、体育赛事较少，电影是他们文化消费的首选。随着院线渠道的下沉与进口大片带来的观影需求，预计三线以下城市票房与观影人次将以较快的速度上升，在全国占比不断上升，成为未来票房的主要增长点。

图 13: 2013-2017Q1 全国各级城市票房收入 (亿元)



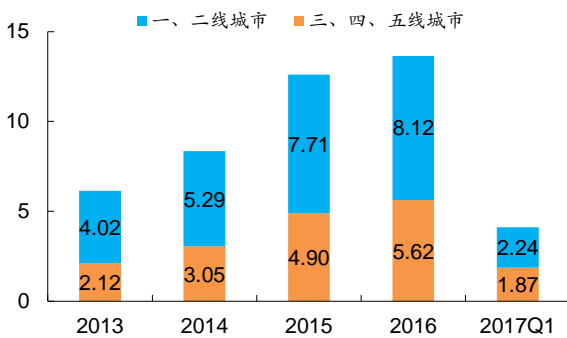
资料来源: 艺恩, 安信证券研究中心

图 14: 2013-2017Q1 三线及以下城市票房占全国比例



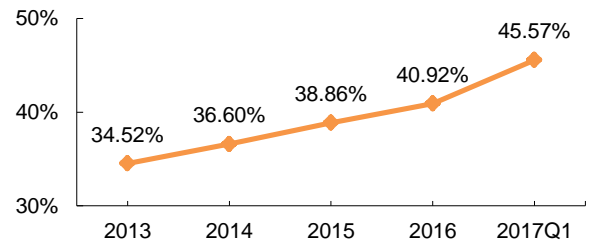
资料来源: 艺恩, 安信证券研究中心

图 15: 2013-2017Q1 全国各级城市观影人次 (亿次)



资料来源: 艺恩, 安信证券研究中心

图 16: 2013-2017Q1 三线及以下城市观影人次占全国比例



资料来源: 艺恩, 安信证券研究中心

2.1.3. 高科技影院+进口大片，平均票价提升带动票房增长

2009年，3D IMAX 电影《阿凡达》的上映轰动了全球电影界，其逼真的 3D 特效、卓越的动作捕捉技术、精美绝伦的画面以及震撼的音响效果再次重燃广大观众对于院线电影的热情，将在家中使用电视或互联网观看电影的人群再次吸引回电影院中。

根据艺恩网数据，2010年票房排名前十的电影中仅《阿凡达》1部没有 2D 版本，5部只有 2D 版本；2016年票房排名前十的电影中有 5部电影没有 2D 版本，仅有《湄公河行动》1部只有 2D 版本，并 8部电影拥有 IMAX 制式。2D 制式电影由于带入感不强，极易被电视、互联网、家庭影院设施所取代，已难以吸引观众走进影院观看电影；同时由于 2D 制式电影放映条件比较简单，其票价往往会低于 3D 及 IMAX 电影，2016年票房前 15 名中仅有的两部仅有 2D 制式的电影《湄公河行动》(30 元)、《从你的全世界路过》(31 元)的平均票价

都明显低于其他影片。

随着追求特效的进口大片的增多以及高科技拍摄、放映技术的普及，2017 年平均票价预计将会回升，同时吸引更多观众进入影院，从而带动票房整体增长。

表 4：2016 年票房前 15 名电影制式、票房（亿元）、平均票价（元）

排名	电影名	制式	票房	平均票价
1	美人鱼	3D	33.92	37
2	疯狂动物城	2D/3D/IMAX	15.30	34
3	魔兽	2D/3D/IMAX	14.72	37
4	美国队长 3：英雄内战	3D/IMAX	12.46	35
5	西游记之孙悟空三打白骨精	3D/IMAX	12.01	37
6	湄公河行动	2D	11.84	30
7	长城	3D/IMAX	11.75	35
8	澳门风云	2D/3D	11.18	36
9	盗墓笔记	3D/IMAX	10.04	35
10	功夫熊猫 3	2D/3D/IMAX	10.02	36
11	奇幻森林	2D/3D/IMAX	9.79	34
12	绝地逃亡	2D/3D/IMAX	8.89	35
13	星球大战：原力觉醒	2D/3D/IMAX	8.26	37
14	从你的全世界路过	2D	8.14	31
15	X 战警：天启	2D/3D/IMAX	8.03	34

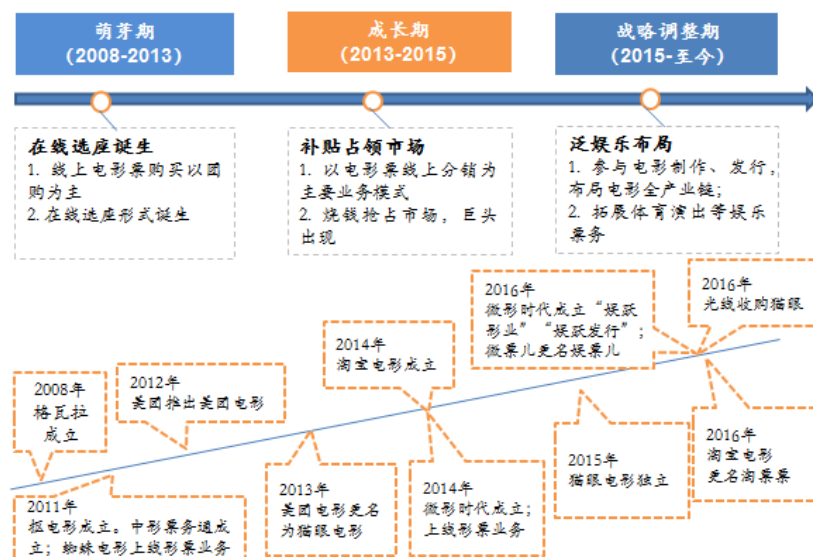
资料来源：艺恩网，安信证券研究中心

2.2. 在线票务网站飞速发展，衍生品仍处蓝海市场

2.2.1. 在线票务成为主流购票方式，市场格局初定进入调整期

自 2008 年格瓦拉成立，在线选座形式诞生，随后在线票务市场快速发展，经过 2013-2015 年各平台通过补贴抢占市场，目前竞争格局已经趋于稳定。各平台陆续放弃通过票补获取市场份额的手段，进入战略调整期，完善商业模式。一方面向产业链上游的电影制作、发行渗透，另一方面横向拓展体育、演出等娱乐活动票务，从而丰富收入来源。

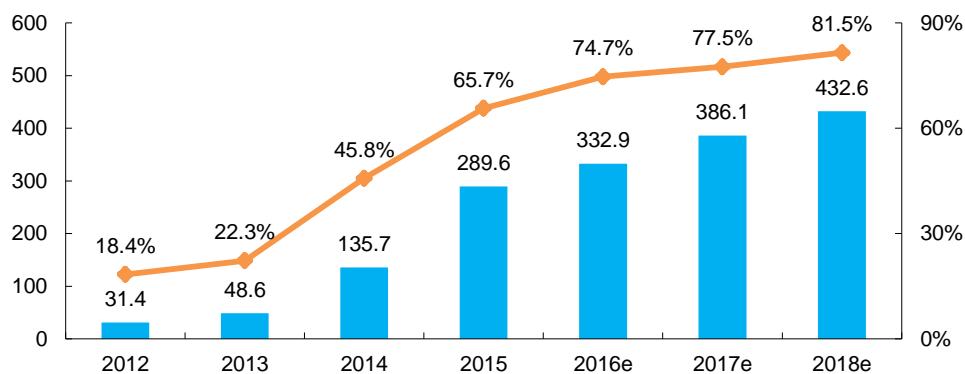
图 17：在线票务发展历程



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

根据艾瑞咨询数据, 2015 年中国在线电影票务交易规模为 289.6 亿元, 渗透率高达 65.7%; 2016 年在线电影票务交易规模约为 332.9 亿元, 渗透率达 74.7%。随着移动互联网普及率的升高与用户对在线购票的便捷需求日益旺盛, 我们预计 2017 年中国电影票房 80% 的产出都将来自于在线票务市场, 在线购买电影票已成为当下主流购票方式。

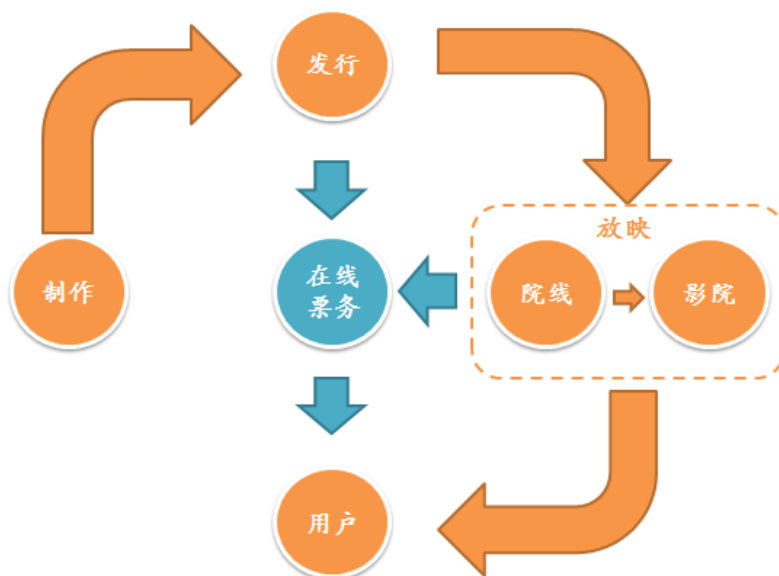
图 18: 2012-2018 年中国在线电影票务交易规模 (亿元) 及渗透率



资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

借助互联网强大的宣传优势以及对海量用户的数据分析, 在线票务平台的商业模式顺利的向发行平台扩展, 开始选择片源、对接院线, 甚至参与投资、对赌票房。相比传统发行方, 在线票务平台的优势在于对用户有极强的黏性, 即便每次仅有少量用户留存, 经过多部作品积累之后, 其宣发效果将明显强于传统发行方。

图 19: 在线票务网站加入电影产业链



资料来源: 安信证券研究中心

2015 及 2016 年各有 5 部国产电影票房超过 10 亿, 其中 9 部皆有在线票务 (O2O) 平台参与联合发行。

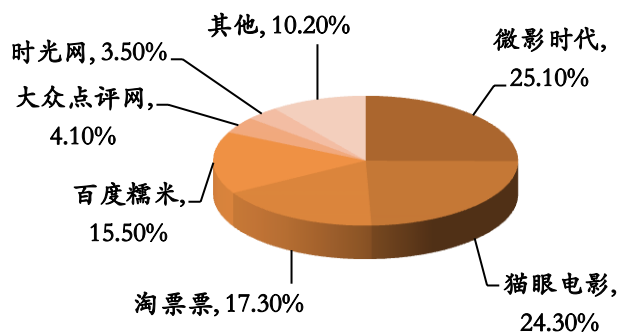
表 5: 2015、2016 年国产电影票房 Top5 联合发行 O2O 平台及票房 (亿元)

排名	片名	2016		2015		
		票房	联合发行 O2O 平台	片名	票房	联合发行 O2O 平台
1	《美人鱼》	33.92	猫眼电影、格瓦拉	《捉妖记》	24.39	百度糯米
2	《西游记之孙悟空三打白骨精》	12.01	微影时代	《港囧》	16.13	猫眼电影
3	《湄公河行动》	11.84	百度糯米	《夏洛特烦恼》	14.41	格瓦拉、微影时代、大众点评、百度糯米
4	《澳门风云 3》	11.18	-	《寻龙诀》	13.68	微影时代、百度糯米、淘宝电影 (淘票票)
5	《盗墓笔记》	10.04	微影时代	《煎饼侠》	11.6	大众点评

资料来源: 艺恩网, 安信证券研究中心

经过几年的平台票补期后, 猫眼电影的领先优势已经不在, 拥有娱票儿和格瓦拉的微影时代在市场份额上已经超过猫眼电影, 淘票票、百度糯米与猫眼电影的差距也在拉近。为了更好的盈利, 各大平台分别制定发展战略: 淘票票将继续票补手段, 从而获得更大市场份额, 根据第一财经商业数据中心数据, 2017 年春节档淘票票以 30% 市场份额屈居第二, 仅略低于第一名猫眼电影 (33%), 远超娱票儿 (16%)、百度糯米 (6%); 猫眼电影与光线重组后加速了生态布局, 以“互联网+电影”为导向, 向全产业链拓展, 涉足投资制作、宣发等环节; 微影时代也开始向内容领域延伸, 包括电影的投资与制作、剧集制作、IP 开发等, 同时将“微票儿”更名为“娱票儿”, 扩展演出、体育票务业务; 百度糯米则回归 O2O 商业本质, 利用大数据分析为影院、商家提供解决方案, 主要收入来自智能营销广告, 根据 2017 年初百度糯米影业公开信息, 百度糯米已实现盈利。

图 20: 2016 年中国在线电影票出票额市场份额

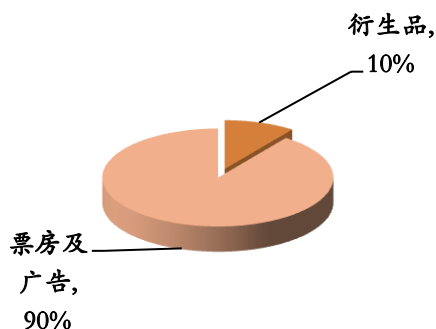


资料来源: 比达咨询, 安信证券研究中心

2.2.2. 好莱坞衍生品为电影主要收入来源, 国内衍生品仍有巨大上升空间

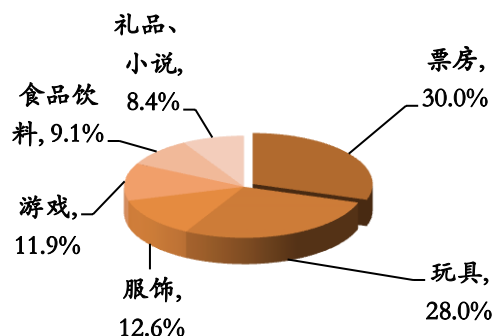
衍生品是对电影内容的再开发, 成功的衍生品不但可以为电影造势、扩大影响力, 同时还可以为电影带来远高于票房本身的惊人收入。相比电影发达国家, 中国电影的收入来源仍相对单一, 中国电影收入的 90% 以上来自于票房及广告收入, 而美国电影衍生品的收入则高达电影收入的 70%, 其中包括玩具、服饰、游戏、食品饮料、小说与礼品。根据第一财经收集数据, 《魔兽》的全球票房虽不及市场预期, 但其衍生品却大卖, 在上映前其衍生品在中国的销售量就已突破 1 亿人民币; 《冰雪奇缘》中仅 Elsa 公主的裙子, 在上映后就售出 300 万条, 收入 4.5 亿美元; 《星球大战》三部曲的电影票房收入仅 18 亿美元, 但其衍生品收入却超过 45 亿美元; 《狮子王》前期投资仅 4500 万美元, 票房收入 7.8 亿美元, 衍生品收入则高达 20 亿美元。

图 21：中国电影收入构成



资料来源：艺恩，安信证券研究中心

图 22：美国电影收入构成



资料来源：艺恩，安信证券研究中心

根据美国电影市场表现，无论是迪士尼的狮子王、公主系列，还是环球的哈利·波特系列，一部优秀电影为衍生品带来的影响力可以辐射 10 年甚至更久，并非许多中国电影从业者认为的只有电影上映及前后的 3-4 个月时间。对于衍生品开发能力极强的迪士尼，在电影上映前 9-12 个月就开始设计衍生品，在上映前 3 个月就开始生产，力求还原电影人物的每个细节。电影就如同其为衍生品所制作的一部大制作广告，迪士尼在衍生品上将获得数倍于电影票房的收益。

国内也有衍生品的成功案例，根据新浪娱乐收集数据，动画《巴拉啦小魔仙》的周边销售额已经突破亿元，国产儿童剧《火力少年王》中的悠悠球销售额已经超过 4 亿。电影方面，2011 年《让子弹飞》中的土匪面具成为热门单品，淘宝销量超 300 万件，但可惜并非官方授权；2015 年《小时代 4》由导演郭敬明亲自监督设计的雨伞，上线 10 小时就售出 2 万把；同年上映的《港囧》推出囧字月饼，1000 份在 1 个小时内就全部售罄；同年上映的《黑猫警长》电影票房惨淡，但其勾起回忆的 1 万只黑猫公仔却在短时间被抢购一空；2016 年上映的《西游记之三打白骨精》，制作方星皓影业从两年前就开始筹备衍生品，与超过 50 个品牌进行合作，最终衍生品总销售额达 6 亿，几乎与其票房相当；同年的《大鱼海棠》电影本身的评价褒贬不一，但在其上映两周后衍生品销售额已达 5000 万，大幅超过其制作成本 3000 万。

图 23：《大鱼海棠》衍生面膜



资料来源：新浪娱乐

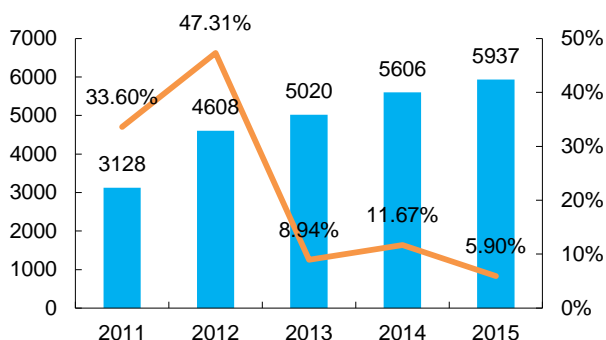
随着国内衍生品制作日渐精良，种类日渐丰富，观众对于衍生品的接受程度也是与日俱增，消费习惯也在改变，国产电影衍生品也逐渐走上正轨。对标美国好莱坞的电影衍生品市场，国内电影衍生品市场仍处于蓝海阶段，有巨大上升空间。参考《大圣归来》、《大鱼海棠》成

功案例，动画电影或将成为突破点。

2.3. 观影人次快速增长带动影院广告蓬勃发展

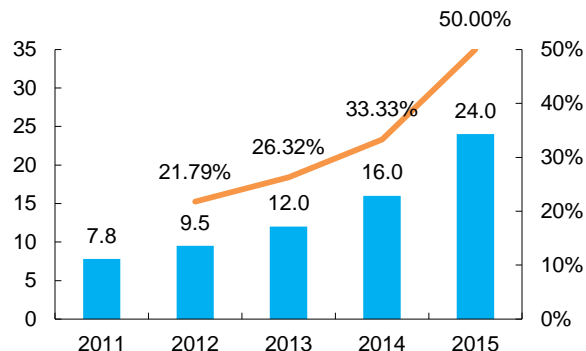
影院视频广告包括映前广告、贴片广告和植入广告。贴片广告和植入广告都是由电影片方主导销售，而映前广告则是由影院主导销售。根据 CTR 媒介智讯数据，2014、2015 年中国影院视频广告收入增速均超过 60%，远高于中国广告总收入增速，其中院线映前广告收入持续加速增长。

图 24：2011-2015 年中国广告总收入（亿元）及增速



资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

图 25：2011-2015 年中国映前广告总收入（亿元）及增速



资料来源：艺恩网，安信证券研究中心

影院媒体成为品牌宣传新渠道。密闭的空间环境、富有视觉冲击力的大银幕和震撼的音响效果使得影院广告具有较高到达率。根据艺恩数据显示，82.75%的观影者会在影片播放前观看广告，能记住广告品牌的受众有 56.9%，受影响并形成购买意愿的可达到 20.34%。因此，越来越多的广告主开始使用影院广告来塑造品牌形象、扩大品牌影响力。

影院媒体广告市场受益于我国电影市场的蓬勃发展。根据 Wind 与艺恩网数据，2016 年电影观影人次达到 13.72 亿人次，同比增长 8.89%。2007-2016 年，电影观影人次的复合增长率达 28.7%，平均增速为 30.57%；2016 年银幕数达 4.12 万张，增速为 26.76%，影院数量为 8106 家，同比增加 24.82%；2016 年，在电影总票房同比仅增长 3.73%的形势下，观影人次及银幕数量的同比增速达 8.89%、24.82%，为影院映前广告的曝光度夯实基础。

3. 影院放映稳步发展，非票收入高速增长

3.1. 放映龙头地位稳固，多维度开拓市场

截至 2016 年底，公司共计拥有 401 家影院，3564 块银幕，是国内影院、银幕数量最多的院线。票房、观影人次、平均票价、场均人次、上座率皆明显高于其他影院，放映龙头地位稳固。

表 6: 2016 年票房 Top10 院线

排名	院线	票房 (亿元)	观影人次 (万人)	平均票价 (元)	场均人次 (人)	上座率
1	万达院线	60.89	16064	38	30	18.2%
2	大地院线	36.69	12178	30	17	13.3%
3	上海联和院线	35.59	9897	36	24	16.6%
4	中影星美	34.50	10011	34	21	15.6%
5	中影南方新干线	32.36	9634	34	18	15.0%
6	中影数字院线	29.50	9161	32	16	12.1%
7	广州金逸珠江	27.68	8160	34	21	14.1%
8	横店院线	20.71	6850	30	20	14.6%
9	浙江时代	14.53	4443	33	28	14.6%
10	华夏联合	14.44	4657	31	17	13.2%

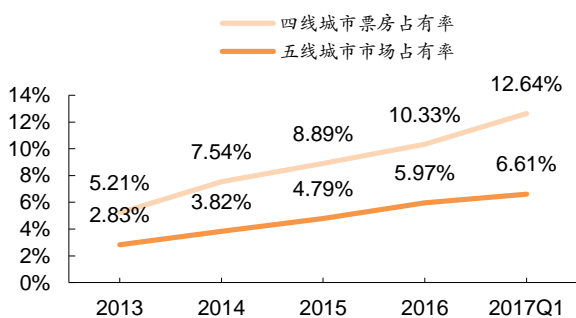
资料来源: 艺恩网, 安信证券研究中心

3.1.1. 拓展“小镇青年”市场, 加速观影人次增长

根据公司年报, 2016 年公司实现国内票房 62 亿元, 观影人次 1.64 亿人次, 同比增速分别为 3.16%、11.56%, 由于平均票价下降, 导致公司在观影人次仍有不错增速的情况下, 票房收入增速放缓。截至 4 月底, 在去除服务费的情况下, 2017 年公司票房收入约为 24.80 亿元, 观影人次约为 6360 万人次, 同比增速分别为 11.51%、11.13%。由票房收入增速略高于观影人次增速可知, 即便在去除服务费因素之后, 2017 年平均票价较上年也略有提升。

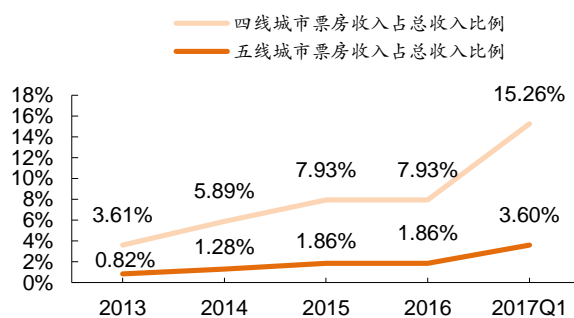
近几年, 公司院线持续向三线以下城市扩张, 2016 年尤其是四季度新开业大量影院, 其中大部分建立在三线以下城市。2013-2017Q1, 公司院线在四、五线城市票房市占率及四、五线城市票房收入占总票房收入比例持续上升。随着三线以下城市居民对电影消费需求的日渐高涨, 大量布局三线以下城市的公司院线有望在新开业影院逐渐成熟后充分受益。

图 26: 2013-2017Q1 公司四、五线城市票房市占率



资料来源: 艺恩网, 安信证券研究中心

图 27: 2013-2017Q1 公司四、五线城市票房收入占比



资料来源: 艺恩网, 安信证券研究中心

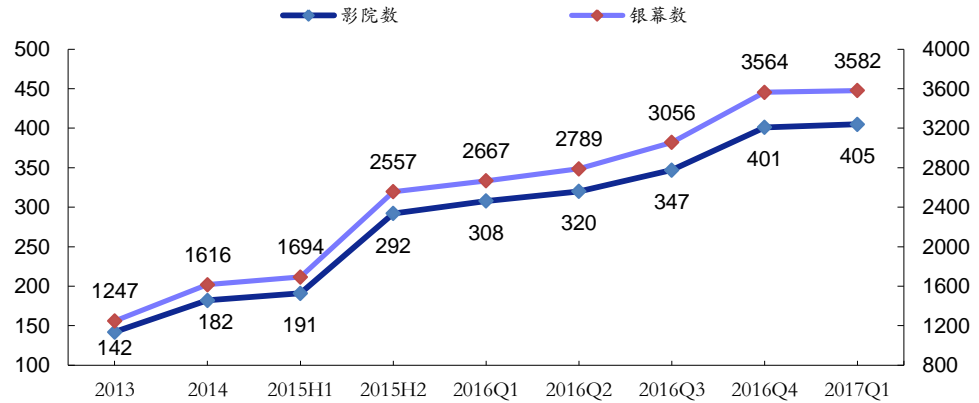
2017 年 1-4 月观影人次同比增速与 2016 年度同比增速基本持平, 由于公司在 2016 年四季度新开业大量影院, 场均人次及上座率略有下降; 但随着新建影院日趋成熟, 预计 2017 年全年场均人次及上座率将会有所提升, 从而带动全年观影人次总数增速加快, 超过 2017 年 1-4 月的 11.13%; 同时由于平均票价略有上升, 预计 2017 年全年票房增速将超过观影人次增速, 将明显高于 2016 年增速。

表 7: 2017 年 1-4 月总票房及公司院线业绩情况

	总票房	公司院线				
		票房 (亿元)	观影人次 (万人)	平均票价 (元)	场均人次 (人)	上座率
2017 年 1-4 月	193.58	24.8	6360	39	28	17.10%
2016 年 1-4 月	175.79	22.24	5723	39	37	22%
同比	10.12%	11.51%	11.13%	0%	-24.32%	-22.27%

资料来源: 艺恩网, 安信证券研究中心

图 28: 2015Q4-2017Q1 公司拥有影院及银幕数量



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

根据调研信息, 新开业影院一般需要 3-5 年时间才会发展成熟, 公司于 2014 年共计新建 369 家影院, 随着这批影院逐渐进入成熟期, 公司票房收入、利润有望进一步提升。

3.1.2. 入股博纳影业, 持续提高国内市场占有率

2017 年 5 月, 公司与博纳影业签订《投资框架协议》及《合作框架协议》, 双方就增资扩股、院线加盟、广告合作、影片投资等方面开展战略合作; 同时拟对博纳影业投入人民币 3 亿元, 本次增资后公司将持有博纳影业 1.875% 股份。

根据新闻晨报数据, 博纳影业旗下拥有 39 家自营影院, 今年 6 月将新开业 2 家影院, 总计 41 家影院, 338 块银幕。2017 年 2 月, 博纳影业与 IMAX 签订合作协议, 成为 IMAX 在中国市场五大院线合作伙伴之一, 计划从今年到 2022 年, 每年在中国新开业 5 家拥有 IMAX 影厅的博纳影院。计划完成后博纳旗下的 IMAX 影院数量将从 5 家跃升至 35 家。博纳影业新增影院将加盟公司院线, 已开业影院在原加盟协议有效期届满后也将加盟公司院线。公司国内影院尤其是 IMAX 影院占有率将进一步提升, 票房收入有望进一步提升。

根据每日经济新闻数据, 自成立以来, 博纳影业共出品发行 206 部电影, 累计票房达 164.47 亿元, 其中超过 10 亿元票房的影片 3 部, 超过 5 亿元票房的影片 9 部, 超过 1 亿元票房 38 部。2016 年, 博纳影业共出品发行电影 13 部, 年度总票房 37 亿元, 占中国电影市场国产片票房收入的 9%。此次公司对博纳影业增资并展开合作, 象征着公司切入影视制作领域, 开始布局电影全产业链。

3.1.3. 拓展海外市场, 提高全球市场占有率

公司于 2015 年底并购澳洲第二大院线 Hoyts, 提高业绩的同时进行全球化布局。根据公司年报, 公司境外票房约 14 亿, 观影人次 2020 万, 澳洲票房市场占有率达 20%; 海外地区实现营收 26.95 亿, 同比增长 345%, 其中 Hoyts 院线通过新建影城、影城改造等多种方式

实现营收 26.89 亿元，实现利润 2.43 亿元，利润同比增长 76%。Hoyts 院线有望为公司业绩持续稳定增长提供支持。

3.1.4. 公司拥有较大经营杠杆，收入增速提升带动净利润更快增长

院线业务拥有相对较大的经营杠杆，主要原因为院线存在固定资产折旧费、职工工资等具体固有成本/费用性质的支出，边际成本较低，导致院线业务净利润增速将明显高于其收入增速。而影院的加速扩张会导致当年净利润有所下降，但下一年的净利润将会大幅提升，远超行业整体和公司历史水平。

随着 2017 年全国票房回暖、公司影院占有率提升及 2016 年影院的加速增长，预计公司 2017 年公司票房业务收入增速将有所提升，同时带动票房业务贡献利润更快增长。

3.2. 收购时光网，深入布局在线票务、衍生品领域

2016 年 7 月，公司以 2.8 亿美元收购时光网全部股权，拓展在线票务及衍生品业务。时光网成立于 2005 年，是目前国内知名的电影门户与电影推广公司，网站及手机应用都有极多的活跃用户，拥有最大的电影互动社区之一，并在电影资讯、电影评论、电影数据库、在线购票等多个方面位于全国前列。

3.2.1. 在线票务平台带动影院观众消费升级

根据比达咨询数据，2016 年在线票务平台中，时光网位于第 6 位，占据 3.5% 的市场份额。随着在线购票渗透率逐渐提高，以及 2017 年在线票务平台服务费的设立，在线票务平台的收入能力仍在持续上升。同时，时光网的在线票务平台可以为公司影院提供导流、数据分析、运营优化、会员管理、电影周边产品销售等功能，从而提升公司影院的运营能力。

3.2.2. 汇聚大量影评，打造最大电影互动社区

时光网电影社区是国内最大的电影互动社区之一，用户不但可以在自己的博客中发布影评，同时还可以建立或加入群组并在群组中发起话题引起众多影迷展开讨论，另外网站还设立有奖活动板块吸引用户并丰富影迷对于放映电影及其衍生品的关注度。

在影评及话题版块，不仅有无数量观众、影评人发布评论，还有众多专业的电影从业者加入，从电影主创者的角度对电影进行分析，给出最专业的打分与评价。通过这些专业的影评，观众可以更深度地理解电影，增加走入影院观影的意愿，从而对影片进行导流。时光网论坛中最大的群组拥有超 50 万成员及超 10 万话题数。

图 29：时光网社区入驻的众多电影从业者



资料来源：时光网

图 30：时光网社区的高人气群组



资料来源：时光网

在有奖活动版块，时光网以免费观影机会与赠送衍生品的形式吸引用户进行互动，充分激发用户对电影及衍生品的热情，根据活动下方的评论，仍有部分没有获得奖品的用户选择自己出资购买电影票及衍生品。活动中附有相关电影的链接，在跳转电影页面后，页面上附有购票及衍生产品链接，用户可直接点击购买，对用户形成导流。

图 31：时光网社区丰富的有奖活动



资料来源：时光网

3.2.3. 正版衍生产品丰富，2B、2C 双重模式

时光网于 2016 年 5 月宣布平台战略升级，全面发力正版授权衍生品市场，不仅包含传统的手办、公仔、衣服、服饰等家居用品及服饰鞋帽外，还加入众多时尚科技的数码周边产品，例如定制机器人玩具、周边充电器、手机壳等。

时光网拥有好莱坞六大片商的正版授权，与众多顶级商业大片展开合作，不但长期销售拥有众多粉丝的《星球大战》、《复仇者联盟》的正版衍生品，同时在电影上映前获得《魔兽》、《长城》、《疯狂动物城》等大片的正版衍生品授权，成为电影上映时极少数可以销售该类形象的正版衍生品平台。

时光网精心组建了专业衍生品与工艺制作团队，覆盖设计、研发、生产整个流程，其中许多工作人员拥有迪士尼的工作背景，具备丰富的经验及创造力，从而推出具有时光网特色的独家电影衍生品。同时时光网搭建了 B2C、B2B 两大商城平台并建立了仓储物流，充分满足了影迷及经销商的需求。

根据公司年报，2016 年公司实现商品、餐饮销售收入 13.26 亿元，同比增长 43.68%。随着国内观众的正版意识逐渐上升，凭借时光网的独家正版衍生品及线上销售渠道、时光网社区对影迷的强大导流能力以及公司影院等强大的线下销售渠道，公司商品销售收入增速有望进一步提高。

3.2.4. 上线时光直播平台，打造电影垂直新媒体频道

2016 年 11 月，时光直播正式上线，打通线上线下宣发资源，将线下的电影首映礼、新闻发布会、粉丝见面会以直播的形式传递给全国乃至全球的电影观众，充分扩大线下活动的影响力。与其他直播平台不同，时光直播专注于电影垂直领域，时光网本身就是内容制作方，只在特定时段提供直播服务，充分控制直播平台最主要的内容购买及带宽两大成本，并与腾讯、斗鱼、熊猫、小米等直播平台合作，服务广大影迷。同时设置“时光玩家说”系列节目，推荐当前播出影片及其衍生品，为公司票务及商品销售收入提供强力支持。

图 32：时光直播频道



资料来源：时光网

3.2.5. 时光网 PRO：打造专业电影制作数据平台

由于在线票务平台具备大量电影尤其是观影人群的数据，进行大数据分析后可以得出最受欢迎的电影题材、演员、主创团队等，从而顺利切入电影发行环节，2015 年及 2016 年起 10 亿的国产影片中绝大部分都有在线票务平台参与发行。

随着票务平台数据的丰富与数据分析能力的加强，分析结果也可为电影制作方提供支持。时光网汇集票房数据、社区评论打分数据、社交媒体数据进行分析，不但推送出当前最受欢迎的题材、电影、演员及主创团队，并将当前上映影片与同类影片进行比较分析，给予电影制作方强有力的数据分析支持。

图 33: 时光网 PRO 多种分析功能



资料来源: 时光网 PRO

3.3. 收购获取好莱坞资源，结合线下资源打造强力整合营销

继 2015 年公司收购营销慕威时尚之后，2016 年公司再次战略并购好莱坞电影娱乐整合营销公司 Propaganda GEM。两者将协同共振，帮助公司建立中外电影营销组合，完善公司“360° IP”电影生态圈。

Propaganda GEM 拥有超过 25 年的好莱坞电影整合营销经验，掌握丰富的好莱坞影视、音乐、艺人等娱乐营销资源。根据并购签约发布会议信息，每年 Propaganda GEM 可收到至少 300 部好莱坞电影剧本，占全年可植入广告电影的 90%，已服务全球 200 个品牌，拥有超过 5000 个好莱坞营销案例。

慕威时尚旗下的万达传媒拥有公司全部银幕的广告独家代理权，同时拥有影院阵地渠道、在线票务平台及超过 8000 万会员的优势媒体资源，在映前广告与阵地广告都有着极大的优势。在观众入场并播放完预告片后，公司旗下院线会放映 5-7 分钟的映前广告，这段时间观众的注意力相对集中，广告内容会给观众留下深刻印象。广告商既可以选择特定地区、特定影院、特定影厅（如 IMAX 厅）包月播放映前广告；也可根据产品的特性，选择相关度最高的一部或多部影片随片投放，将映前广告的影响力发挥到最大。同时公司影院拥有大量的阵地资源，在影院中摆放与影片相关的宣传物料、衍生品甚至是 VR 体验设备宣传产品；在影片中进行植入的广告商也可利用这一资源，例如《速 8》上映时，许多豪车品牌借助影院阵地进行宣传。

图 34：公司影院互动媒体



资料来源：万达传媒官网

图 35：公司映前广告



资料来源：万达传媒官网

2016 年公司实现广告收入 16.92 亿元，同比增长 223.63%。随着越来越多具有影响力的好莱坞大片进入国内市场以及国产电影在全球营销力的扩大，公司借助 Propaganda GEM 的好莱坞经验、资源与慕威时尚国内影院资源有望继续在电影整合营销领域上有所突破。

4. 集团持续布局泛娱乐生态，与上市公司形成优势互补

随着在线票务平台等互联网技术的高速发展，电影内容方与渠道方的壁垒在逐渐消减，内容与渠道相辅相成，两种资源的整合成为电影行业的趋势，例如美国的康斯卡特、迪士尼、Netflix 等公司都是内容与渠道结合的成功案例。而渠道凭借稳定性、资产规模优势，在产业链中和过程中占优势地位。

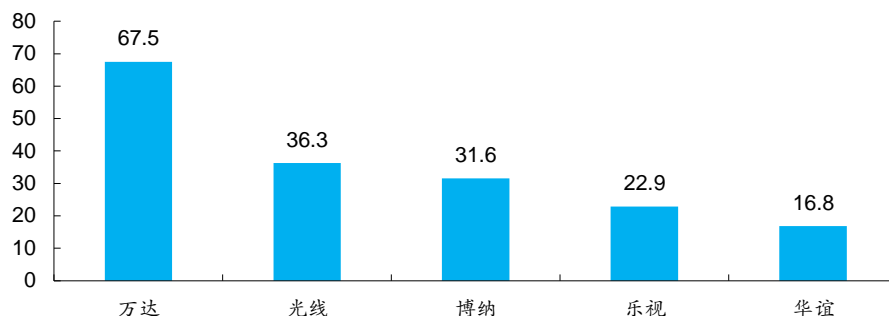
公司在国内电影放映领域占有较大优势，并开始向产业链上下游拓展。一方面，公司通过自身强大的渠道资源以及对产业链其他环节公司的收购及投资，向上游电影发行、制作拓展；另一方面，公司与集团内部兄弟公司进行协作、整合，拓展电影制作、发行以及“影游联动”下的游戏开发、发行业务，从而布局泛娱乐生态。

4.1. 协同万达影业、传奇影业，打造电影全产业链

公司母公司万达集团于 2011 年成立万达影业，并在 2012 年以 26 亿美元收购美国第二大院线 AMC 后，于 2016 年 1 月宣布以不超过 35 亿元美金收购美国著名影视制作公司传奇影业，打造包含制作、发行、放映的电影全产业链，极大地提升万达集团在全球电影行业的核心竞争力。

万达影业是国内最大的民营电影公司之一，2015 年万达影业投拍影片票房收入总计 67.5 亿元，位列民营影视公司第一，占国产片市场份额的 24.8%。根据艺恩网数据，2015 年万达影业主控的《寻龙诀》及投拍的《煎饼侠》、《夏洛特烦恼》票房皆超过 10 亿，同时主控的另一部电影《翻滚吧，肿瘤君》票房、口碑双丰收，充分证明了万达影业的电影开发、制作、投资、宣发能力。

图 36: 2015 年民营电影制作公司票房情况 (亿元)



资料来源: 万达影业, 安信证券研究中心

传奇影业创建于 2004 年, 是美国最大的独立电影制作公司, 总部位于美国, 其业务包括电影、电视、数字媒体及动漫, 曾出品大量具有全球影响力的大热电影, 每年都有至少一部全球票房排名前十的电影作品, 包括《蝙蝠侠》系列、《盗梦空间》、《侏罗纪世界》、《环太平洋》、《超人: 钢铁之躯》等, 全球累计获得超 120 亿美元票房; 并于 2016 年被收购后推出热门游戏改编电影《魔兽》, 于国内市场收获较好票房及衍生品收入, 根据艺恩网数据, 《魔兽》全球票房为 4.3 亿美元 (约合人民币 28.7 亿元), 其中国内票房共计人民币 14.72 亿元, 位列 2016 年国内票房第三位。同时, 传奇影业还参投了《金刚: 骷髅岛》、《木乃伊》等近年上映的进口大片, 其中《金刚: 骷髅岛》已在国内收获超 10 亿票房, 预计这些投资将为传奇影业带来较高投资回报。

图 37: 《盗梦空间》海报



资料来源: 时光网

图 38: 《魔兽》海报



资料来源: 时光网

随着万达集团对公司院线、万达影业与传奇影业进行整合，将拥有覆盖电影制作、发行、放映的完整电影产业链。不仅可以利用公司票务平台强大的数据分析能力反哺电影制作业务，利用公司渠道资源加强公司制作电影的排片场次及宣传力度；还可利用传奇影业优秀的制作能力结合中国元素，推出最适合中国观众口味的电影作品，带动公司院线票房收入增长。

4.2. 深入布局“影游联动”领域，有望成为业绩新突破点

2016年5月，公司兄弟公司万达影视以人民币26亿元全资收购游戏发行公司互爱互动100%股权；随后，公司建立自有游戏品牌“万达院线游戏”。

互爱互动是中国手游与页游的领军者之一，其2014、2015年净利润分别为1.39亿元、1.42亿元，旗下社交游戏《胡莱三国》曾创造月运营收入、日活跃数、注册用户数等多项纪录，同时其发行的《全民斩仙》、《新神曲》、《中超风云》、《火柴人联盟》等手游与《斩仙》、《焚天之怒》等页游曾荣获多项大奖。完成对互爱互动的收购后，万达集团开始探索影游联动模式，将院线的线下资源对线上游戏进行导流，不仅取票机、电影海报、映前广告可以作为游戏推广的阵地，同时还可通过影城举办粉丝、玩家见面会，搭建多屏互动专属体验区，从而在线下与各地玩家建立深度联系，扩大影游生态的影响力。

2017年4月，万达院线游戏举办“万游引力”发布会，公司正式宣告进军游戏行业，利用公司拥有的大量顶级IP、数以十亿人次计的线下场景资源，打造全新宣发模式，计划打造游戏成为戏领域的新领先者。公司不仅提供数亿资金扶持培养原创IP及原创开发团队，并与国内顶尖公司合作，包括腾讯、爱奇艺、于正工作室等顶尖IP公司以及完美世界等游戏研发巨头。万达院线游戏于会上发布十多部超级IP游戏计划，通过“文学+动漫+影视+游戏”的模式循环经营打造IP，充分放大IP在生态中的价值。此次发布的重点游戏项目预计投入皆超过1亿人民币，有望在未来为公司业绩作出巨大贡献。

表 8：公司重点游戏项目

产品名称	亮点
射雕英雄传手游	3D大型MMORPG游戏，运用全新的完美世界自研的四代引擎，采用PBS物理渲染、GI全局光技术效果，人物、剧情、场景高度还原影视剧。
悬空城	动漫风格SLG手游，拥有日漫唯美的神秘大陆和搞笑的剧情对话，增加了沙盘式的SLG群战玩法。
玄门大师	东方玄幻题材MMO手游，乐视网将为游戏量身打造自制剧，29位小鲜肉组成的玄幻版饥饿游戏，预计将于今年暑期档播出。
龙族2	韩风美术表现，任何一个玩家在游戏行为会影响到整个游戏世界；运用AR社交玩法，可在显示生活中拍摄人的脸部，游戏将根据人脸的“颜值”高低捕捉不同宠物。
河神	爱奇艺2017年S级超级网剧《河神》衍生手游，采用阿波罗引擎2.0研发，3D次世代画面，游戏内剧情与网剧高度贴合。
莽荒纪	顶尖网文IP，改编影视剧《莽荒纪》由刘恺威、王鸥主演。
神界御灵	日本神话3D-ARPG手游，采用日漫风格，该产品设置了数十万字剧情，包括场景、人物设计，具有极强的社交性。
豪门足球风云	获得FIFAPRO官方授权，由《中超风云》的研发商拱顶石游戏负责研发，其游戏画面将接近主机游戏。
秦时明月	十年高人气经典动画改编。

资料来源：万达院线游戏“万游引力”发布会

5. 投资建议

2017年为进口大片集中年，预计国内票房将回暖，同时公司加速拓展院线并加强影院设施，预计公司票房收入将大幅提升；由于公司存在相对较大的经营杠杆，公司收入增速提高将带动净利润更快增长；公司电影生态圈日趋成熟，会员数量持续增长，营销能力加强，预计公司非票收入将持续快速增长。我们预计公司17-19年净利润分别为19.77亿元、23.72亿元、

27.29 亿元，对应每股收益分别为 1.68 元、2.02 元、2.32 元。参考同类可比公司给予 40X 估值，对应六个月目标价 67.20 元，给予“买入-A”评级。

6. 风险提示

政策风险，进口片票房不及预期，影游联动模式仍需探索。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,000.7	11,209.3	15,793.4	20,191.8	23,668.9	成长性					
减:营业成本	5,236.1	7,537.9	10,028.8	12,898.5	15,174.1	营业收入增长率	49.9%	40.1%	40.9%	27.9%	17.2%
营业税费	348.5	389.3	665.5	850.1	996.5	营业利润增长率	54.5%	7.3%	57.8%	22.0%	15.9%
销售费用	376.6	692.7	1,208.2	1,627.5	1,929.0	净利润增长率	48.1%	15.2%	44.7%	20.0%	15.0%
管理费用	525.3	889.2	1,381.9	1,857.6	2,189.4	EBITDA 增长率	57.7%	19.2%	34.6%	16.3%	13.1%
财务费用	59.7	191.4	61.3	-19.8	-66.2	EBIT 增长率	63.4%	15.8%	44.0%	18.3%	14.4%
资产减值损失	11.7	-8.0	10.2	4.6	2.3	NOPLAT 增长率	63.8%	15.3%	44.0%	18.4%	14.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-67564.1	36.9%	6.9%	-32.3%	4.4%
投资和汇兑收益	4.4	36.7	13.7	18.3	22.9	净资产增长率	203.5%	14.0%	10.5%	18.3%	17.3%
营业利润	1,447.3	1,553.6	2,451.2	2,991.6	3,466.8	利润率					
加:营业外净收支	114.1	251.4	161.8	139.0	137.3	毛利率	34.6%	32.8%	36.5%	36.1%	35.9%
利润总额	1,561.4	1,805.0	2,613.0	3,130.6	3,604.0	营业利润率	18.1%	13.9%	15.5%	14.8%	14.6%
减:所得税	373.4	437.1	632.3	754.8	871.3	净利润率	14.8%	12.2%	12.5%	11.7%	11.5%
净利润	1,185.8	1,366.4	1,977.4	2,372.2	2,728.9	EBITDA/营业收入	21.9%	18.7%	17.8%	16.2%	15.6%
						EBIT/营业收入	18.8%	15.6%	15.9%	14.7%	14.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	64	60	46	31	22
						流动资产周转天数	-71	-86	-73	-69	-71
						流动营业资本周转天数	156	141	65	84	129
						应收账款周转天数	14	22	15	17	18
						存货周转天数	3	4	3	3	3
						总资产周转天数	451	555	399	330	328
						投资资本周转天数	119	201	170	116	81
						投资回报率					
						ROE	13.0%	13.2%	17.2%	17.5%	17.1%
						ROA	7.7%	7.2%	12.4%	11.3%	12.4%
						ROIC	-14652.3	25.0%	26.4%	29.2%	49.3%
						费用率					
						销售费用率	4.7%	6.2%	7.7%	8.1%	8.2%
						管理费用率	6.6%	7.9%	8.8%	9.2%	9.3%
						财务费用率	0.7%	1.7%	0.4%	-0.1%	-0.3%
						三费/营业收入	12.0%	15.8%	16.8%	17.2%	17.1%
						偿债能力					
						资产负债率	41.0%	45.6%	27.8%	35.6%	27.7%
						负债权益比	69.6%	83.7%	38.6%	55.3%	38.4%
						流动比率	1.97	0.70	0.45	1.06	1.62
						速动比率	1.93	0.67	0.43	1.03	1.59
						利息保障倍数	25.25	9.12	40.96	-149.94	-51.34
						分红指标					
						DPS(元)	0.20	-	0.43	0.30	0.31
						分红比率	19.8%	0.0%	25.2%	15.0%	13.4%
						股息收益率	0.4%	0.0%	0.8%	0.5%	0.6%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,188.0	1,367.9	1,977.4	2,372.2	2,728.9	EPS(元)	1.01	1.16	1.68	2.02	2.32
加:折旧和摊销	487.5	739.4	302.0	302.0	302.0	BVPS(元)	7.76	8.85	9.77	11.56	13.56
资产减值准备	11.7	-8.0	-	-	-	PE(X)	56.0	48.6	33.6	28.0	24.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.3	6.4	5.8	4.9	4.2
财务费用	78.3	213.4	61.3	-19.8	-66.2	P/FCF	-98.8	-109.9	-54.2	15.7	26.5
投资损失	-4.4	-36.7	-13.7	-18.3	-22.9	P/S	8.3	5.9	4.2	3.3	2.8
少数股东损益	2.2	1.4	3.2	3.6	3.8	EV/EBITDA	78.1	28.9	22.3	17.7	15.1
营运资金的变动	476.0	-553.0	-27.2	2,523.3	-81.8	CAGR(%)	26.0%	25.9%	35.1%	26.0%	25.9%
经营活动产生现金流量	2,089.1	1,927.5	2,303.2	5,163.0	2,863.8	PEG	2.2	1.9	1.0	1.1	0.9
投资活动产生现金流量	-3,485.5	-3,695.9	137.6	-64.4	36.7	ROIC/WACC	-1,405.9	2.4	2.5	2.8	4.7
融资活动产生现金流量	3,942.5	-599.1	-3,651.6	-892.3	-310.7	REP	-0.0	3.5	3.2	4.0	2.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034