



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2015-07-22
公司更新报告

万达院线 (002739)

目标价: 224.00

昨收盘: 191.00

出版传媒

夯实院线龙头地位

半年报业绩靓丽:

公司公布半年业绩快报, 营业收入 34.86 亿元, 同比增长 40.82%, 实现归属于母公司净利润 6.28 亿元, 同比增长 50.5%

2015 年一季度, 营业收入 16.67 亿元, 同比增长 38.22%; 归属净利 3.38 亿元, 同比增长 58.96%。一季度净利率 20.32%, 同比增长 14.93%; 毛利率 34.65%, 同比增长 2.51%。销售费用率 3.55%, 同比增长 28.95%; 管理费用率 3.02%, 同比减少 1.12%。继 2014 年全年净利实现 33% 的同比高增长后, 公司 2015 年 Q1 同比实现更高增速, 主要原因在于: 行业方面, 受春节档期优异表现影响, 2015 年第一季度 (1 月 1 日-3 月 31 日) 全国累计票房 95.84 亿, 同比上涨 42% 增幅创历史新高, 累计放映场次 1228 万场, 较去年同期上涨 39.95%, 观影人次 26592 万, 较去年同期上涨 38.11%, 公司作为行业龙头能够充分享有行业发展红利。

股票数据

总股本/流通(百万股): 560/60
总市值/流通(百万元): 1,069,60/11,460
12 个月最高/最低 248.66/27.94

电影市场基本情况:

今年上半年, 全国电影市场票房突破了 200 亿, 同比增长高于前几年历史水平; 观影人次首次突破 5.5 亿人次。增长速度高于预期水平。
原因: 大量资本进入中国电影行业, 资本的快速进入引起了社会关注, 从而增加了对电影行业的投资; 新的影城建设进入了以前的空白市场即三四线城市, 挖掘了之前未有开发的市场。

预计全年观影人次会突破 11 亿, 美国的观影人次是 12 亿, 所以预计明年中国的观影人次会超过北美地区。预计年底全国银幕数达到 3 万块, 平均每天新增 11.7 块。

主要财务指标:

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	5,339	7,867	10,912	13,230
同比增长	32.7%	47.35%	38.71%	21.24%
净利润(百万元)	803	1,105	1,510	2,041
同比增长	32.9%	37.61%	36.15%	35.02%
摊薄每股收益(元)	1.6	2.36	3.12	4.32

资料来源: Wind, 太平洋证券

证券分析师: 刘会明

电话: 010-88321818

E-MAIL: liuhm@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190515040001

2015 年上半年万达院线营收快速增长：

2015 年上半年，万达院线资产规模45 个亿，净资产 30 个亿。利润增长速度将大于总收入增长。

2014 年收入为 53 个亿，利润 8 个亿。今年上半年收入 34.8 亿，同比增长 41%；其中，票房收入 28.5 亿，观影人数 6443 万。预计全年票房接近 60 个亿，比第二名多 30 个亿。剔除当年新开业影城，预计今年的单银幕产出将突破 350 万。

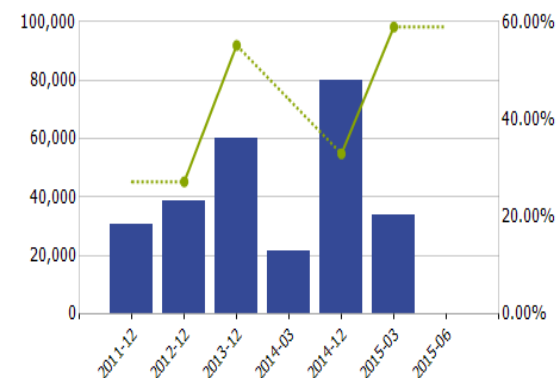
近几年由于电商的发展，万达院线提前布局，抓住了这个机会，今年电商的销售票房同比增长 300%。万达坚持坚持做高品质客户，避免价格战。观影人次的增长略低于票房的增长，说明平均票价在提升。经营质量提升体现在单座位产出提升。万达的上座率是全国平均上座率的 2 倍。目前全国开业影城数量超过 5000 家，万达只占 4% 不到，但是市场占 15%，说明是优质影城。

图 1：各年度营业总收入及增长情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 2：各年度净利润及增长情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

首次提出“会员+”发展战略：

通过“会员+”打造全球最大的电影服务生活平台。

“会员+”体系发展条件

- (1) 会员基数足够大。2014 年底万达院线会员人数 2600 万，截至 2015 年 6 月底会员总数超过 4000 万，甚至达到联合国关于大国人口的标准。
- (2) 会员要有足够的黏性和活跃度，体现在会员对于消费的贡献度和会员消费的频次。2013 年会员对万达院线票房贡献为 60%，2014 年达 70%，2015 年上半年达 85%，剩余的 10% 为团体票（单位的福利券）。会员对票房贡献程度高，说明会员黏性高，符合可持续发展要求。

“会员+”发展要求与框架

- (1) “会员+”要立足于电影院，电影院是核心和基础。
- (2) 搭建开放式的电商平台。目前万达已经有自己的平台，下一步将整合国内其它平台。
- (3) 规划网络院线。
- (4) 发展电影衍生品。2015 年上半年万达电影衍生品销售额同比增长 100%，2015 年下半年将打造不少于 20 家线下衍生品旗舰店，明年 80-100 家。区别于传统的展示型的旗舰店，万达的衍生品展示店将展示数码产品，例如小米打造的电影版手环等。衍生品将成为新的增长点。

中国电影观众平均年龄 21.7 岁，年龄结构年轻化。未来的电影院和衍生品将为主流消费群体服务，增加社交属性，让电影院成为年轻人聚会和社交的场所。

“会员+”案例

(1) 与互联网公司合作：

将万达会员转化为腾讯游戏会员。

将好的 IP 转化为游戏开发，前期注重电影的拓展宣传，后期将与游戏公司分成。有些道具只能万达会员购买，在游戏中为万达布景；

注资一些比较小的但是研发实力很强的游戏公司，获得更高分成。

(2) 与传统企业合作：

万达和奥迪汽车的合作。运用大数据的方法从万达用户中找出潜在的奥迪用户——两个消费特性：有消费实力&有品位。VIP 和 IMAX 的用户一般具备第一个条件；VIP 和 IMAX 观众中每年的观影频次中有一半达到 VIP 或者 IMAX 影片的，则具备第二个条件；接下来如果用户总是选择上映的第一天或者第一周就去观看该影片，说明该用户一定是朋友圈的话题人物。通过三个步骤的筛选，最终筛选出 100 万用户，然后进行消息推送等活动。购买奥迪汽车的消费者，赠送三年全国万达影城免费观影机会（经过了精准的测算：目前车商采取承诺保养等方式来吸引顾客，奥迪车保养一次就得超过 2000 元；而即使一年去万达影城免费看 10 次，每次票价 45 元，一年即为 450 元，三年才为 1350 元，同时也避免了奥迪汽车保养的同质化竞争）。

(3) 与时尚品牌的合作，逻辑与奥迪汽车合作的逻辑接近。

行业基本面持续向好，影城扩建加速，带来业绩持续惊艳表现

1、公司 2014 年全年共实现票房收入 42.1 亿元，观影人次 1.02 亿人次，市场占有率 14.2%，排名行业第一，领先第二名 6 个百分点。连续 6 年票房收入、观影人次、市场占有率位于全国第一，行业地位优势明显。单银幕产出 260 万元，是全国平均水平的 2.1 倍。2014 年，公司下属 41 家影院跻身我国影院票房收入 100 强，68 家影院进入我国影院票房收入 200 强。2014 年，公司新开业影城 40 家，新增银幕 369 块，截止 2014 年 12 月 31 日，公司拥有已开业影院 182 家，银幕 1616 块。公司作为行业龙头能够充分享有行业发展红利。2、互联网售票网站对于公司亦有积极影响，公司电商售票占比提高，截止 2015 年 3 月底，公司应收账款 13,116.09 万元，同比增长 52.42%，主要原因在于应收第三方网络渠道商的票款呈现增长态势。3、公司持续加大营销力度，会员数持续增长，较高用户粘性为公司收入持续增长提供了保障。

收购 Hoyts，万达院线国际化布局再下一城

2012 年 5 月，万达集团以 26 亿美元收购北美第二大院线 AMC。此次收购的 Hoyts 是澳洲地区按票房收入排名第二的连锁影院，在澳洲和新西兰拥有 52 家影院，共 424 块银幕。除主营的影院业务外，Hoyts 还经营影院广告、户外广告和 DVD 出租业务，是澳大利亚和新西兰最大的电影广告渠道运营商。海外成熟市场的管理经验，以及 Hoyts 在澳洲成功经营的电影广告业务经营，都将用于万达在国内的影院经营。

收购 hoyts 是全球布局的要求，也是扩大万达全球影响力、中国民族企业走出去的要求，得到政策支持。对于澳洲的票房市场，占全球第十，每年接近有 100 多亿元的票房，市场份额相对较大。在全球布局中并不可能一开始就能收购大的市场，需要一个循序渐进的过程。并且收购需要一个合适的时机和价格，澳洲可谓是公司全球布局的一个尝试和起步，未来对公司全球布局有一定借鉴作用。

对于今年收购澳洲影院 Hoyts 则是帮助万达院线实施国际化战略中十分重要的作用，其是澳大利亚和新西兰最大的电影广告渠道运营商，借助其先进的海外市场的管理经验，以及 Hoyts 在澳洲成功经营的电影广告业务经营，都将用于万达在国内的影院经营。2014 年和 2015 年 1 季度，Hoyts 的营业收入分别为 24 亿人民币、5.87 亿人民币。归母净利润分别为 5,790.24 万元、6,007.96 万元。

收购世贸影院加深二三线城市布局

重庆世茂旗下共拥有 15 家影院公司，经营 18 家电影院，4 家影院分布于北京和上海，其他 14 家影院则分别位于贵阳、济南、昆明等省会城市，以及昆山、绍兴、徐州等经济较发达的非省会城市。此次收购将进一步补充万达院线在二三线城市的影院网点，加深万达影院至更多二三线城市的布局。

万达院线在国内收购世茂影院则是将万达在二三线城市的布局更加深入，世茂股份及其下属公司在建及未来建设的商业地产项目中的电影院业态，均将由万达院线独家承租经营。一方面万达进一步增加在全国的影院布局，持续扩大市场份额，另一方面通过与世茂股份的资本联结，获得未来宝贵的商业地产资源。

多渠道引流,增加二次消费服务

公司在 2014 年采用约吧活动、APP、过节约会看电影并且尝试和游戏公司合作。在与游戏公司的合作中，接受游戏的项目，并且鼓励会员下载游戏公司的软件，成为会员与游戏公司收益分成。增加二次消费的服务，对于自助卖品占比逐步增大。未来会增大盈利的方式，在探讨摸索的过程。

票价的制定是行业的规定，有最低最高票价的限额和行业指导价。基于行业的现状，会不定期做一些促销的活动。每个公司的票价制定也和公司的销售策略相关，万达院线票价的毛利仅为 20%，所以过于关注票价对于公司的收入可能不利，而公司的卖品占收入的 16-18%，其他公司仅占 10% 以下。而在万达观影的人群层次的差别，附加卖品容易被会员接受。在国外附加卖品销售占到收入的 20%-30%。

万达院线财务独立核算

万达院线独立核算，包括商业地产也是独立核算，和万达广场都是商业化合作的关系。AMC 为万达集团下属公司，在股权、利益方面均无任务联系，但在公司业务上会有一些经验交流，对万达院线的发展有所促进。AMC 公司已经上市，难以再直接和万达院线整合。对于未来同 AMC 是否合并需要跟集团协商条件是否符合要求。

广告分为贴片和映前广告

公司广告分为贴片广告和映前广告，贴片广告收益归片方，映前广告外包出去给华夏时报。华夏时报在万达广告这一业务就已经占到全国的广告市场份额的 30%。目前映前广告每年有一个多亿的收入。而影城则采用租赁模式，租赁期约为 15 年，属于轻资产模式。

核心优势

票房的高低由影院建成时已经决定：先天优势选址、影城规划、设备投入、地理位置、商业人口、影厅动线、基础设施、开放式设施，与周边相关商业相联系。万达院线有三分之二的院线开设在万达广场，目前并不跟万达广场的开设速度相关。公司将加强与国内知名商业地产开发商的战略合作，积极拓展重点城市及重点区域，保持非万达广场项目储备充足。目前餐饮门店均是租赁出去，未来将会由万达来做，推出万达品牌的餐饮“万餐饮”。现在影城内仅收餐饮场地租借费用。

影时尚参与好莱坞分账，万达投资影时尚之后的规划：

国内超过 80% 的影院票房都在 1000 万以下，随着国家规范的加强和电子渠道销售渠道的兴

起，小影城的退出将成为院线行业的热点话题。近年购物中心的兴起，对小影城的发展起到推波助澜的作用。而万达选址的科学性保证了投资的盈利性。目前全国 70% 的影城都是亏损的，而万达影城绝大部分都是盈利的。万达将有选择地对其它影城进行收购，收购的标的为有市场占有率和持续的盈利能力。

继续更多地参与好莱坞电影的投资，将是万达发展的方向之一。但是投资的时机在于电影上线前，可以通过大数据来避免较大风险。

第三方收盘平台和万达院线相互促进：

近年互联网公司尤其是 BAT 涌入电影行业。体验式消费在于在网上购票之后，去影院看电影。例如，有人曾经质疑携程等网站的崛起是否会冲击航空公司，但是事实证明并没有。航空公司通过积分等方式留住顾客。关键在于提升消费者的观影体验，从而提升黏性。互联网售票公司与院线之间应该是促进的关系，而且万达也有了自己的售票 APP。

电商渠道的整体消费占比 60% 左右，万达目前的电商渠道包括猫眼、自有渠道、微信电影票和大众点评等，排名第一的是自有渠道 (30%+)，其次是猫眼 (30% 左右)、微信电影票 (10% 左右)。目前下载量达 800 万，预计今年将突破 1000 万。

公司与第三方购票平台其实处于一个互相补充的关系，并不是竞争关系。第三方购票平台仅仅收取代理费，补充了万达院线整体的销售，总的票房收入还是归公司所有，在国家政策上也在规范票价体系规范，目前对于国家补贴第三方购票平台趋势来看，未来不得低于最低票价销售对公司是一个利好，政策对于第三方价格优势也不再明显。制片方和院线分账 43%、57%。很多影院现在都是在贴钱卖票低于了分账价格，在未来规范贴补体系、降低贴补力度，对我们的竞争力将会减少。况且会员制度忠诚度较高，第三方平台忠诚度较低容易受票价波动影响，公司在票价毛利上收益较少，衍生品收入较高，对于观众的层次也会有一个相对的筛选，未来着眼会员本身体系的安排。

对于未来的规划：

明年开业的万达广场将达 55 家，到 2020 年做到 500 个万达广场。目前新开业的万达影院，60% 是万达广场店，40% 是非万达广场店，其余的通过并购完成。目前万达影城平均银幕数为 8.8 块，当万达影城数达 1000 家时，由于拓展到三四线城市，平均银幕数将降为 7 块左右，总共 7000 块，预计在全国的市场份额在 25% 左右。目标为到 2020 年时，占全国市场的 30% 左右。

未来会增加境内同行业的收购，以后收购围绕影城和院线，立足本身做大院线行业。相关并购围绕主业院线，并且和院线运营相关的业务。国内大部分公司都是进行加盟店模式，本身自有的影城数量相对较少，但加盟店仅仅收取的是加盟费，收益较低仅为总收益的 4%，并且加盟店管理成本较高，近期不考虑加盟店方式。对于制片行业同院线行业一个上下游的关系，但两行业在很多方面都有较大区别，院线需要精细化、细致化管理，而制片行业是一种粗放式管理，两种不同的管理方式容易造成公司经营上的混乱，况且制片行业盈利波动较大，所以整合院线和制片比较难，可以从华谊公司的运营模式借鉴。

没有采取加盟模式是因为加盟费太低，相关衍生收益也会归加盟方，加盟管理成本较高，但加盟收益可能仅仅在 4% 左右。

万达新进入城市选取维度：

选取维度：(1) 城市的维度——城市的人口最低 20 万，100 万以上的城市可以选择布局在次级的商圈；城市的消费能力；万人拥有银幕数等。

(2) 区域（城市位于中心区还是边缘区）

今年新进入的城市：昆明和杭州。目前为止万达已经进入的城市为 101 个，明年优先选择全国票房排名前 150 名的城市。四川乐山、内蒙巴彦淖尔等城市是下一步进入的重点。一线城市

市主要通过收购来完成。省会城市不少于 15-20 家。

网络视频与网络院线是两个概念，目前在视频领域还处于亏损的状态，因为每年花了大量资金购买视频。万达的网络院线将采取分账式的方法，可以快速的转变原有模式。投资好莱坞的两种方式：参与整个影片全球的投资，获得在全球的分账；只参与在中国地区的宣发和分账。好莱坞电影的制作和宣传费用之比为 1:1，而中国电影为 1:0.2，宣传力度不够。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。