

龙头地位稳固，静待行业双拐点，拟收购万达影视布局全产业链

买入（维持）

2018年11月13日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 王健会

021-60199793

wangjianhui@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	13,229	14,409	16,846	19,767
同比（%）	18.0%	8.9%	16.9%	17.3%
归母净利润（百万元）	1,516	1,565	1,857	2,184
同比（%）	10.9%	3.3%	18.6%	17.6%
每股收益（元/股）	0.86	0.89	1.05	1.24
P/E（倍）	26.06	25.23	21.26	18.08

投资要点

■ **院线龙头地位稳固，渠道持续下沉。**万达院线市占率长期保持在 14% 上下，连续九年位居国内首位。行业层面，随着票房增速抬升和银幕数增速放缓共同作用，银幕票房降幅收窄，19 年或迎毛利率提升拐点；同时中小影院加速出清，头部院线自建影院持续增长，行业集中度或现提升；公司层面，继续巩固二线城市优势，快攻四线及以下市场，同时积极打造特殊影厅带来的差异化观影体验，随着国产片内容的不断起势，优质内容将带动公司票房分账收入的快速增长。

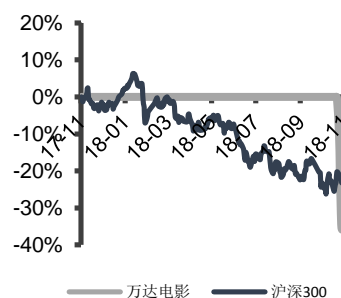
■ **非票收入占比持续提升，提高公司整体毛利率。**广告方面，公司贴片广告具备场均人次+高放映技术优势，阵地广告受益于庞大的人流量及宽敞的候影空间，营销价值领先同业；卖品方面，观影人次带动消费，17 年与 COSTA 签署合作协议，在各省万达影城全面开展咖啡业务布局；衍生品方面，收购时光网提供 O2O 销售渠道，同时实现开放性全平台多屏互动直播，提高电影营销壁垒。非票收入快速增长成为公司业绩重要驱动。

■ **收购万达影视：形成产业闭环，建设泛娱乐化平台。**万达影视主营电影、电视剧的投资、制作和发行，以及网络游戏发行和运营业务，交易完成后，上市公司既有的庞大院线终端和会员体系的显著优势，将与万达影视所积累的 IP 资源和集电视剧、电影、游戏于一体的业务资源形成良性互动关系，助力于公司持续地建设泛娱乐化平台。万达影视参与投资制作的影片规模不断加大，一方面，分账票房持续为公司业绩提供直接的增长动力，另一方面，投资影片有助于公司储备优质 IP，为影剧联动、影游联动、版权经营模式多样化提供可能。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 144.1、168.5、197.7 亿，预计公司归母净利润 15.65、18.57、21.84 亿，对应 EPS 为 0.89、1.05、1.24 元，对应 PE 分别为 25,21,18X。假设并购成功但不考虑配套融资的情况下，2018-2020 年备考归母净利润约为 24.2、28.9、34.1 亿，对应 2018-2020 年备考 PE 为 19、16、14X。我们选取了同属于院线板块的中国电影、横店影视、上海电影以及 A 股渠道稀缺标的芒果超媒作为估值比较，结合万达院线在行业内及公司质地，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**票房收入增速不及预期的风险；非票收入增速不及预期的风险；商誉减值风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.42
一年最低/最高价	20.65/31.10
市净率(倍)	3.13
流通 A 股市值(百万元)	38344.57

基础数据

每股净资产(元)	7.17
资产负债率(%)	43.42
总股本(百万股)	1761.44
流通 A 股(百万股)	1710.28

相关研究

1、《万达电影 (603103)：“票房回暖”+“非票收入”双轮驱动，渠道龙头积极布局电影全产业链》2017-03-05

内容目录

1. 公司概况：院线行业龙头公司，受渠道扩张拖累毛利率	6
2. 电影放映业务：渠道持续下沉，集中度或向龙头靠拢	8
2.1. 行业两大猜想：19 年或现毛利率提升和集中度提升双拐点	8
2.1.1. 票房市场稳步扩张，或迎毛利率拐点	8
2.1.2. 行业存量影院加速出清，集中度提升拐点可期	11
2.1.3. 渠道持续下沉，迎三四五线城市观影需求释放	13
2.1.4. 特殊影厅打造差异化观影体验，单厅盈利水平远超普通影厅	15
2.1.5. 2019 年或迎海外片大年	16
2.2. 公司层面：渠道持续下沉，影厅多元化趋势领先行业	18
2.2.1. 龙头地位稳固，单银幕票房显示强盈利能力	18
2.2.2. 渠道战略式下沉：巩固二线城市优势，扩张四线及以下市场	21
2.2.3. 率先使用高放映技术，全方位式满足观影体验	22
3. 广告及衍生品业务：非票收入占比不断提升	25
3.1. 行业层面：对标海外，非票收入提升空间大	25
3.2. 公司层面：广告卖品收入快速增长，收购时光网带来衍生品收入新增量	27
3.2.1. 影院广告：场均人次+高放映技术优势	27
3.2.2. 卖品：观影人次带动消费，新场景丰富观影价值	28
3.2.3. 衍生品：时光网丰富销售渠道，原创品牌十年磨一剑	29
4. 收购万达影视：形成产业闭环，建设泛娱乐化平台	32
4.1. 电影业务：电影制作和投拍能力表现出色，助力公司打造电影产业闭环	35
4.2. 电视剧业务：制作质量及播出率均较高，18 年多部影视剧发行可期	38
4.3. 游戏业务：多款游戏产品流水良好，游戏运营毛利率高，IP 影游联动正当时	41
5. 盈利预测	45
6. 风险提示	46

图表目录

图 1: 股权结构集中, 王健林为实际控制人	6
图 2: 2011-2018Q3 年公司营业收入及增速	7
图 3: 2018 年上半年公司营业收入构成	7
图 4: 2012-2018H1 放映业务增速与国内票房增速	7
图 5: 2011-2018Q3 公司毛利率及净利率	7
图 6: 2011-2018H1 万达院线平均票价 (单位: 元)	8
图 7: 2011-2017 年万达院线新建影院数	8
图 8: 2011-2018Q3 年公司销售费用率及管理费用率	8
图 9: 2011-2018Q3 公司净利润及增速	8
图 10: 2013-2018H1 国内票房及观影人次变动	9
图 11: 2013-2017 年中国人均观影次数 (次/人)	10
图 12: 2016 年人均观影次数测算 (次/人)	10
图 13: 2012-2018H1 平均票价及同比增速、CPI 同比增速	10
图 14: 2006-2018H1 国内电影票房及增速	11
图 15: 2011-2018H1 国内电影银幕数及增速	11
图 16: 国内单银幕票房及增速	11
图 17: 2013-2018H1 国内八大院线市场份额	12
图 18: 2016-2017 年各票房区间院线数量 (条)	12
图 19: 国内院线省级分布图	12
图 20: 中小院线旗下影院加速出清	13
图 21: 头部院线渠道有望稳定扩张	13
图 22: 一线城市影院数增速 TOP5 院线	14
图 23: 二线城市影院数增速 TOP5 院线	14
图 24: 三线及以下城市影院数增速 TOP5 院线	15
图 25: 2017 年新增影院的城市分布	15
图 26: 不同城市的票房占比	15
图 27: 不同城市的观影人次 (亿人)	15
图 28: 特殊影厅分类	16
图 29: 全国特殊影厅的城市分布	16
图 30: 2014-2017H1 全国影厅单厅票房 (半年维度)	16
图 31: 2018H1 国产片及海外片票房变化 (亿元)	17
图 32: 国产片票房收入及占比情况	17
图 33: 豆瓣 TOP10&TOP20 影片平均分	18
图 34: 大年初一上映影片的票房与豆瓣评分	18
图 35: 2011-2018H1 万达院线市场份额	18
图 36: 万达院线票房及增速	18
图 37: 2011-2017 年万达院线银幕数	19
图 38: 2011-2017 年万达院线影院数	19
图 39: 大洋洲地区票房及增速	19
图 40: 澳大利亚影院银幕数分布	19
图 41: Hoyts 影城市场份额	20
图 42: Hoyts 影城票房	20

图 43: 万达电影单银幕票房领先行业 (单位: 万元)	20
图 44: 万达院线票房在不同城市的分布	21
图 45: 万达院线在不同城市的票房增速	21
图 46: 万达院线旗下影院的城市分布 (单位: 家)	22
图 47: 万达院线新增影院的城市分布 (单位: 家)	22
图 48: 万达院线在不同城市的观影人次 (单位: 万次)	22
图 49: 万达院线在不同城市的平均票价 (单位: 元)	22
图 50: 亚洲首批杜比影院落户万达院线启幕仪式	23
图 51: 2016 年以来 IMAX 公司与国内电影放映公司的合作	24
图 52: 万达院线特殊放映技术应用情况	24
图 53: IMAX 影院特点	24
图 54: 美国影院收入结构	25
图 55: 中国影院收入结构	25
图 56: 帝王娱乐集团分业务收入 (百万美元) 及增速	26
图 57: 帝王娱乐集团收入结构	26
图 58: 部分院线非票业务收入占比	26
图 59: 刊例花费增速 TOP5 营销媒体	26
图 60: 代表电影上映首日场均人次对比	28
图 61: 2017 年院线观影人次 (亿)	28
图 62: 公司商品、餐饮销售收入及增速	29
图 63: 公司商品、餐饮销售收入占比	29
图 64: 时光网 APP 直播专区最新视频	30
图 65: 影时光原创《魔兽》系列衍生品	31
图 66: 时光网《2017 变形金刚风尚大典》直播界面	32
图 67: 万达影视主要下属公司情况	33
图 68: 万达影视近年营收净利情况 (单位: 亿元)	33
图 69: 万达影视分业务收入贡献	33
图 70: 万达影视分业务毛利贡献	35
图 71: 万达影视分业务毛利率水平	35
图 72: 万达影视近年期间费用率情况	35
图 73: 万达影视电影业务收入结构拆分 (单位: 亿元)	36
图 74: 2017 年万达影视电影业务收入拆分	36
图 75: 新媒诚品近年营业收入及净利润情况	39
图 76: 新媒诚品近年毛利率水平	40
图 77: 互爱互动近年业绩持续增长 (单位: 亿元)	42
图 78: 2017 年互爱互动页游和手游收入占比	42
图 79: 游戏运营毛利率水平较高	42
表 1: 预计 19 年上映的海外影片 (部分)	17
表 2: 万达影视收入拆分及毛利情况	34
表 3: 万达影视电影业务盈利情况	36
表 4: 万达影视参与投资的主要电影及票房情况	37
表 5: 万达影视 2018 年正在热映或计划上映的主要参投电影	38

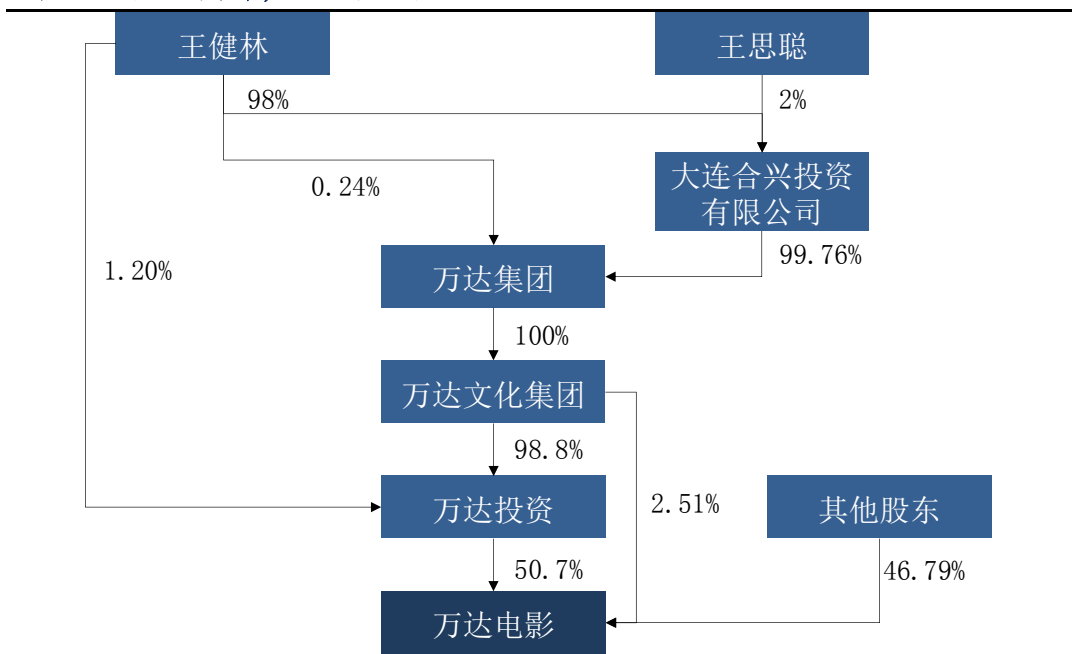
表 6: 新媒诚品近年电视剧业务主要产品情况	39
表 7: 新媒诚品电视剧业务盈利情况	41
表 8: 互爱互动游戏业务盈利情况	43
表 9: 互爱互动多款游戏产品月流水峰值超千万元	44
表 10: 互爱互动准备上线游戏情况	44
表 11: 可比公司估值情况	46

1. 公司概况：院线行业龙头公司，受渠道扩张拖累毛利率

万达院线主营影院投资建设、院线电影发行、影院电影放映及相关衍生业务，是院线行业龙头公司，公司目前收入驱动日益向多元化发展，除影片放映业务外，广告播映、商品销售等持续提升。

股权结构集中，王健林为实际控制人。截至 2018 年第三季度，万达投资为第一大股东，持股比例达 50.7%。前 10 大股东持股比例合计 70.56%，股权结构较为集中。王健林通过万达投资和万达文化集团合计持有公司 52.16% 的股份，为公司实际控制人。

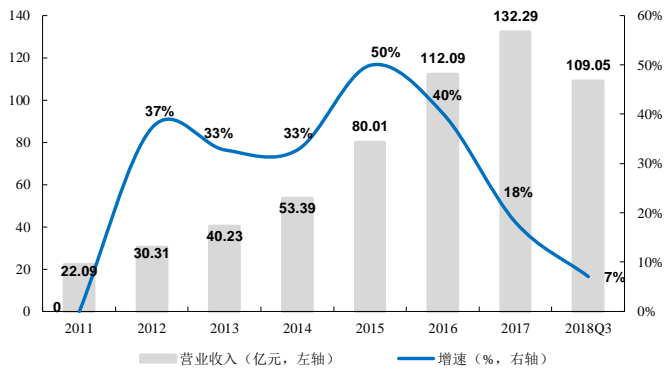
图 1：股权结构集中，王健林为实际控制人



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

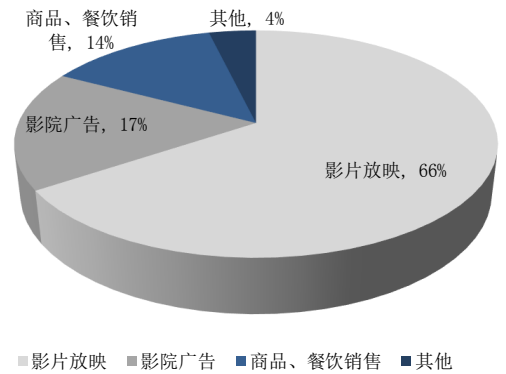
截至 2018 年三季度，公司实现营业收入 109.05 亿元，同比增长 7%。2015/16/17 年分别实现营业收入 80.01/112.09/132.29 亿元，同比增长 50%/40%/18%。截至 2018 年上半年，电影放映、影院广告、商品及餐饮销售、其他业务收入分别占 66%、17%、14%、4%。2017 年电影放映业务收入约有 82% 来自国内万达院线，18% 来自大洋洲 Hoyts 影城。

图 2：2011-2018Q3 年公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

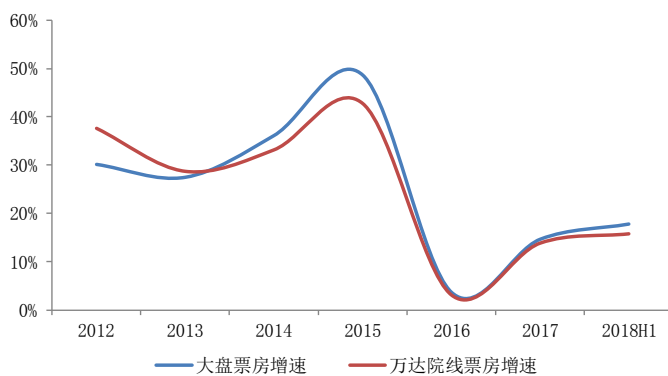
图 3：2018 年上半年公司营业收入构成



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

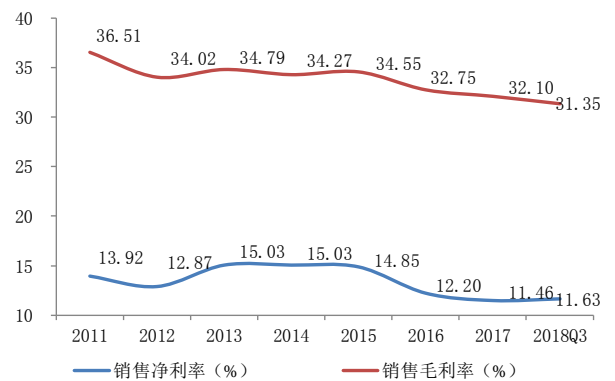
万达院线电影放映业务是公司目前最主要的收入来源，其收入增速与大盘票房的波动幅度呈高度相关性，放映业务市场份额长期位列头名，占比均保持在 13% 以上。

图 4：2012-2018H1 放映业务增速与国内票房增速



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：2011-2018Q3 公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

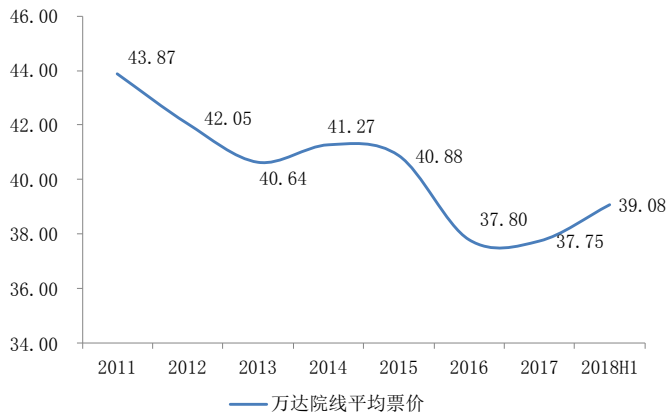
2018 年三季度公司毛利率和净利率分别为 31.35%、11.63%。长期来看，公司毛利率及净利率均出现小幅下滑，主要原因为：1) 观影渠道向低线城市快速下沉，整体票价跟随观影地区消费水平的变化而降低，万达院线平均票价由 2011 年的 43.87 元下降至 2017 年的 37.75 元；2) 渠道扩张速度快，影院经营场所及影院放映设备租赁成本随新建影院数的逐年增加而递增。公司 2017 年全年新建影院 115 家。

由于我国观影消费者的需求具备成熟消费者追求体验的差异化以及新进消费者数量持续增多的双重特征，公司作为院线龙头，影片放映业务规模存在较大上升空间，短期内渠道仍将保持较高速度的扩张，公司计划在 2018 年内新建影院 100 家。

2018 上半年万达院线平均票价增长 1.33 元至 39.08 元，观影人次达到 1.03 亿，同比增长 17%。下半年暑期档以《我不是药神》、《西虹市首富》热映开场，带动公司票房收入稳步增长。2018 年 1-10 月万达院线实现累计票房 81.5 亿元，同比增长 12.3%，累计观影人次 19,656.7 万人次，同比增长 12.4%。综合成本及收入端来看，公司毛利率有

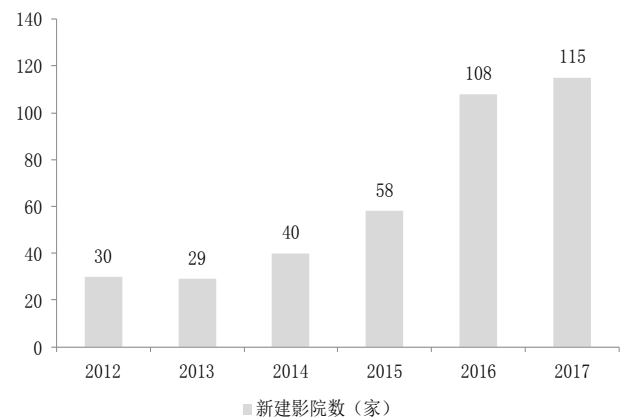
望迎来提升拐点。

图 6：2011-2018H1 万达院线平均票价（单位：元）



资料来源：公司公告，艺恩，东吴证券研究所

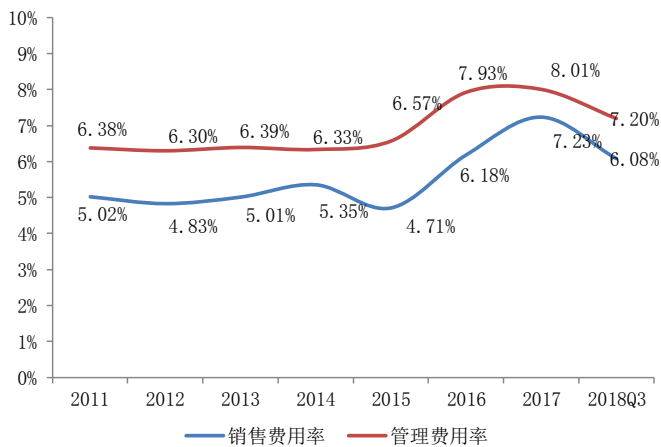
图 7：2011-2017 年万达院线新建影院数



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

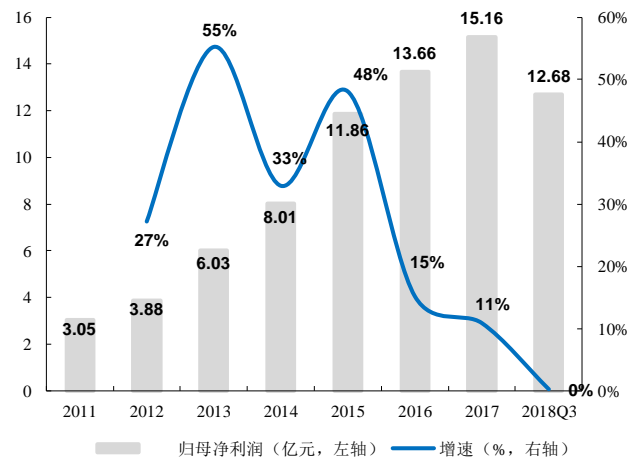
销售费用率和管理费用率在 2015 年之前始终维持在稳定的低水平，自 2015 年收购大洋洲影片放映商龙头 Hoyts 影城后，销售费用率和管理费用率则出现小幅上升，2018 年三季度管理费用率为 7.20%，销售费用率为 6.08%。同时，截至 2018 年三季度实现归母净利润 12.68 亿元，同增 0.31%，扣除非经常性损益的归母净利为 11.79 亿元，同增 12%。

图 8：2011-2018Q3 年公司销售费用率及管理费用率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：2011-2018Q3 公司净利润及增速



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 电影放映业务：渠道持续下沉，集中度或向龙头靠拢

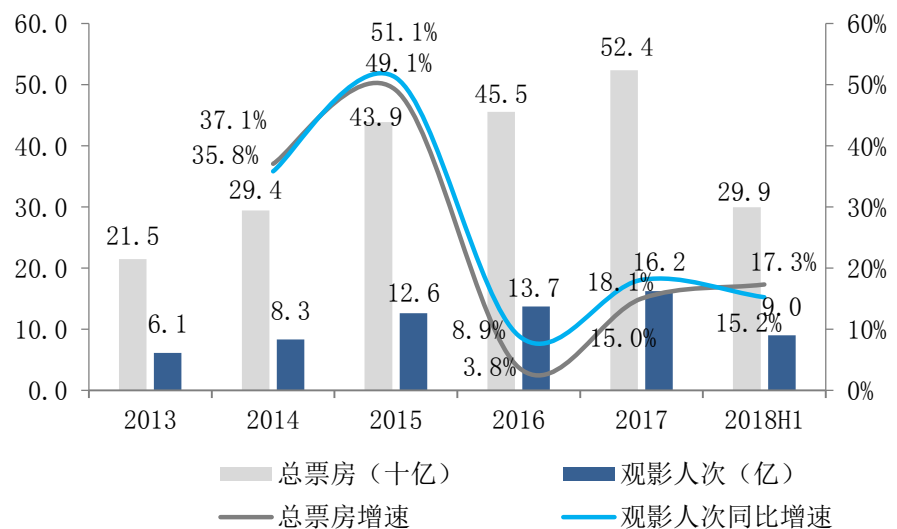
2.1. 行业两大猜想：19 年或现毛利率提升和集中度提升双拐点

2.1.1. 票房市场稳步扩张，或迎毛利率拐点

对标海外，我国观影人次仍有上升空间，未来票房市场规模可达千亿。国内观影人次与总票房整体变动趋势一致，2013-2015 年因渠道扩张、大量票补等原因，观影人次

增长迅速，2015 年增幅达到 51.1%，2016 年渠道扩张效应减弱且上映影片口碑不佳，导致增长缓慢，同比增幅降至 8.9%，2017 年及 2018 上半年因影片质量提升，公众观影热情再次升温，走进影院的人次增长 18.1%，2018 上半年同比增幅略有下降为 15.2%。随着观影人次不断攀升，人均观影次数也经历大幅增长，2012 年仅为 0.34 次/人，2017 年已上升至 1.17，年复合增长率为 28.04%。对标国外，全球人均观影次数最多的国家为韩国，2016 年为人均 4.23 次，北美地区为 3.66 次，我国一、二线城市已达到较高水平，人均分别为 3.43 次、2.01 次，均高于日本平均水平。但是我国三、四、五线城市观影习惯正在培养之中，人均观影次数过低，分别为 0.91、0.46、0.35 次。考虑到我国人口基数庞大，预计随着电影市场不断成熟以及渠道持续下沉，我国观影人次的增长仍存在较大的空间。

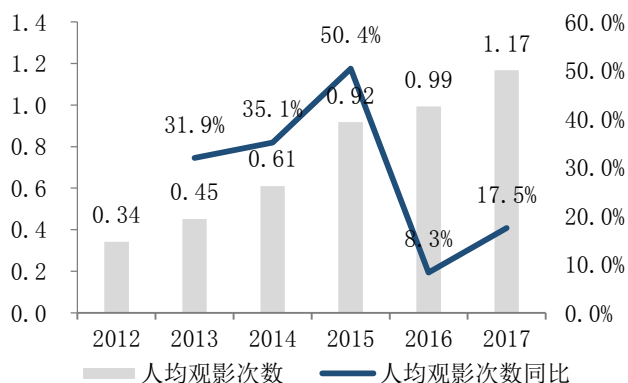
图 10：2013-2018H1 国内票房及观影人次变动



资料来源：艺恩，东吴证券研究所

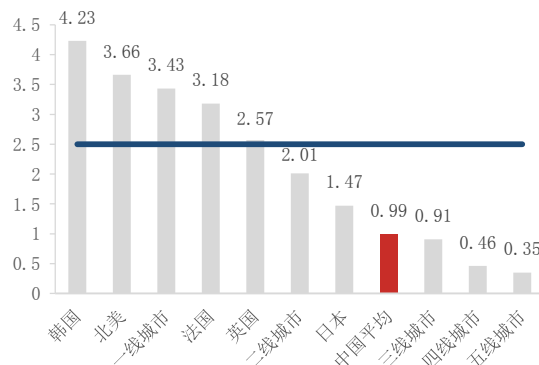
受大量票补与渠道下沉影响，我国平均电影票价从 2012 年的 36.3 元下降至 2017 年的 32.3 元。2018 上半年，票价小幅上升至 33.3 元，主要原因是《复仇者联盟 3》、《侏罗纪世界 2》等进口大片强调特效效果，吸引观众为更好的观影体验选择 IMAX、巨幕等消费水平较高的影厅，促进票价整体上升。随着未来 CPI 稳定增长，消费进一步升级，观众为优质内容的支付意愿将会增强，且 IMAX、巨幕、杜比影院等特殊影院的逐渐普及也会为高放映技术的消费行为提供足量的基础设施，一定程度上抵消渠道下沉带来的票价下行压力。保守预测未来我国观影人次复合增速为 15%-20%，至 2021 年，我国观影人次将会增加一倍，在票价小量提升，未来基本稳定在 33 元左右的假设下，我国票房市场将有近一倍的增长空间，整体将达到千亿规模。

图 11: 2013-2017 年中国人均观影次数 (次/人)



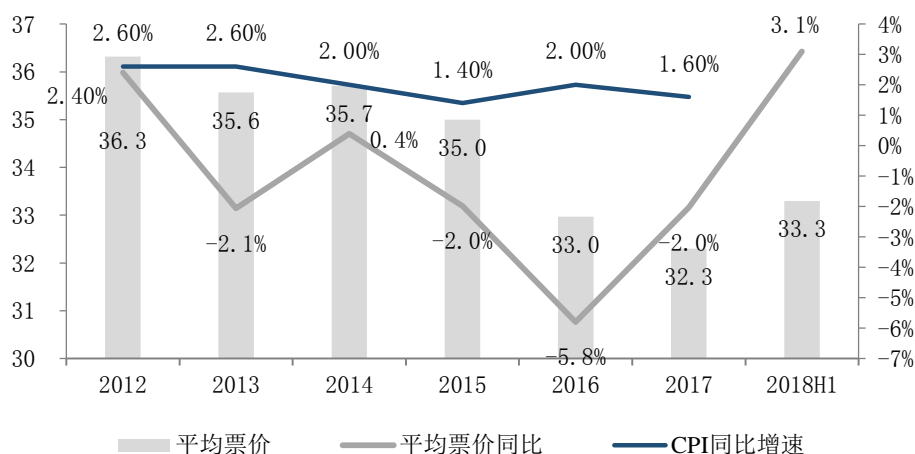
资料来源: 艺恩, 国家统计局, 东吴证券研究所

图 12: 2016 年人均观影次数测算 (次/人)



资料来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图 13: 2012-2018H1 平均票价及同比增速、CPI 同比增速



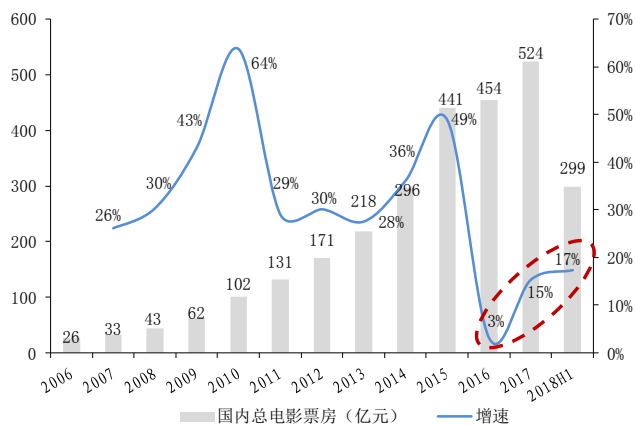
资料来源: 猫眼专业版, 东吴证券研究所

票房增速的抬升和银幕数增速的放缓两因素共同作用, 促使了单银幕票房的降幅收窄, 院线行业整体盈利能力随之得到强化。

2011-2015 年我国院线票房复合增速达 35%, 2016 年受票补减少等方面因素影响增速明显下滑, 随后海外片大年及《战狼 2》的出色表现, 观影热潮再起, 2017 年票房增速回升至 15%。2018 上半年增势延续, 不含服务费的分账票房达到 299 亿元, 同增 17%。

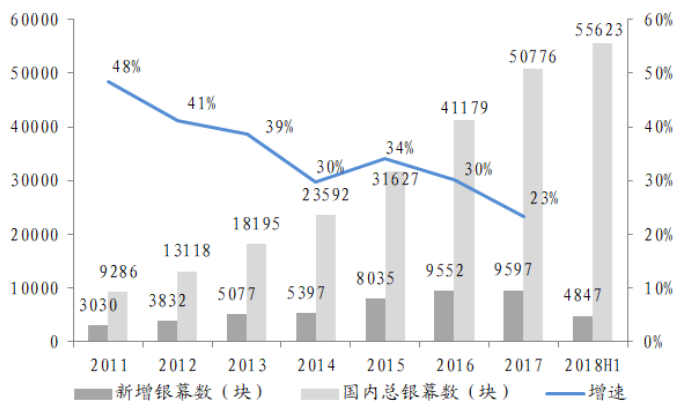
同时, 银幕数增势保持稳定, 增速从 2011 年的 48% 逐年小幅降低至 2017 年的 23%。截至 2018H1, 我国院线共有屏幕 55623 块, 相比 2017 年底新增 4847 块。

图 14: 2006-2018H1 国内电影票房及增速



数据来源: 猫眼, 东吴证券研究所

图 15: 2011-2018H1 国内电影银幕数及增速

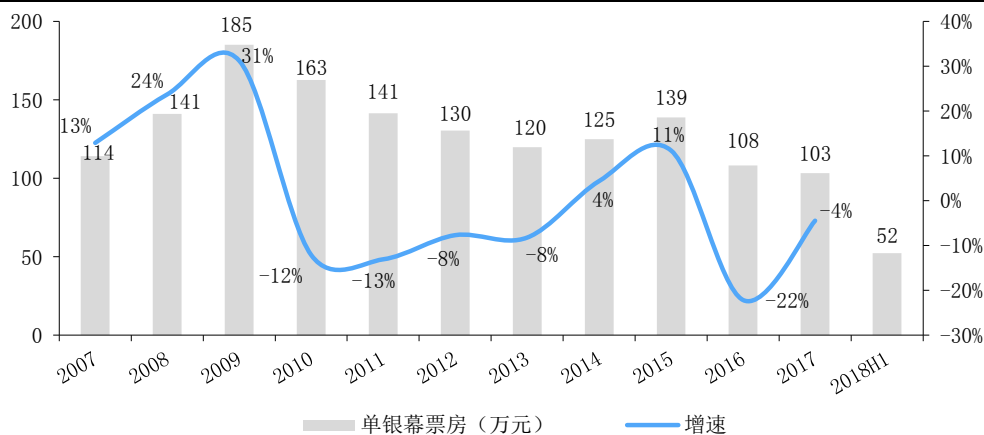


数据来源: 猫眼, 东吴证券研究所

2015 年, 我国单银幕票房为 139 万元, 增速达 11%, 随后出现下滑。该阶段我国单银幕票房降低的主要原因在于: 1) 渠道扩张保持高增速, 新建的影院仍需要 1-2 年培育期, 票房收入增速不及银幕数增速; 2) 连年引进的海外 IP 类型集中, 国产片优质内容存制作周期, 导致观影需求与供给匹配度的阶段性不足。

2017 年受益于电影优质内容增多、渠道扩张模式转变等因素, 单银幕票房降幅收窄至 4%, 2018 上半年单银幕票房达到 52 万元, 单银幕产出降幅再次收窄。在成本端支出速度减缓, 产品端影片内容质量优化的情况下, 2019 年行业毛利率或迎上升拐点。

图 16: 国内单银幕票房及增速



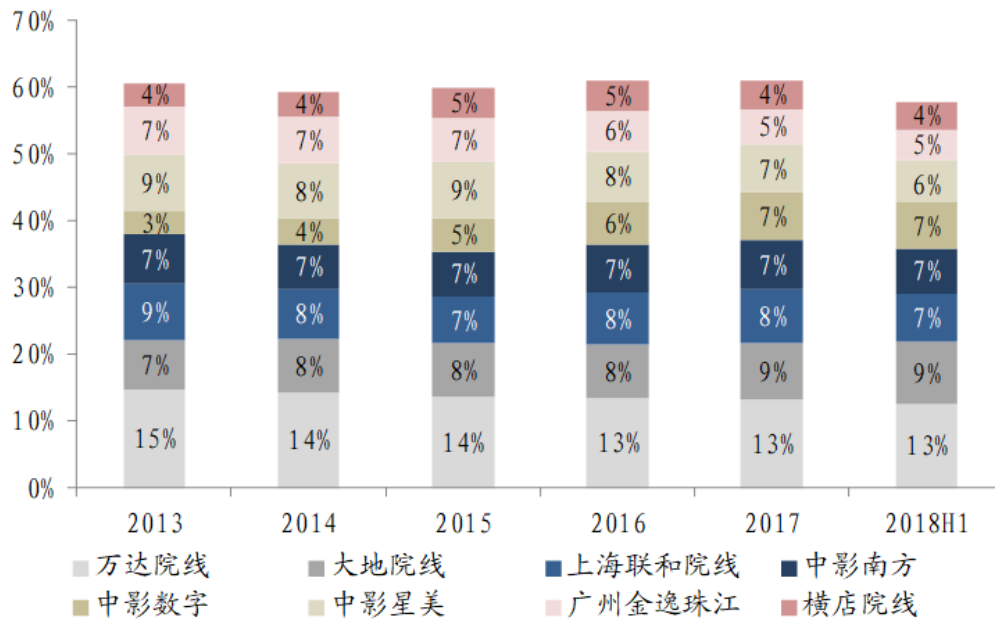
资料来源: 猫眼专业版, 国家统计局, 东吴证券研究所

2.1.2. 行业存量影院加速出清, 集中度提升拐点可期

我国电影院线目前呈现总量偏高, 总部所在地分散, 市场影响力参差不齐的行业特征。在我国全部 48 条院线中, 2017 年票房超过 20 亿的八条院线分别为万达院线、大地院线、上海联和院线、中影南方、中影数字、中影星美、广州金逸珠江和横店院线, CR8 长期保持在 60% 左右。以院线公司总部所在地来看, 北京地区集中度最高, 聚集了全国 25% 的院线“指挥部”, 上海、浙江、广东地区分别有院线总部 4 个、4 个、3 个, 其他

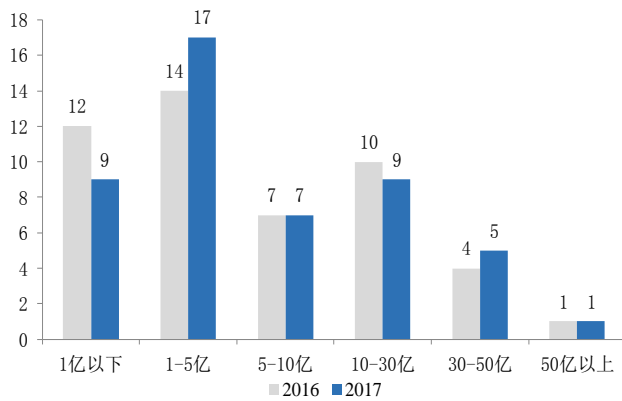
19 个地区则均有 1-2 条院线渗透当地市场，但年度票房多在 10 亿以下，影响力受到放映区域、技术等因素限制，显著弱于龙头院线。

图 17: 2013-2018H1 国内八大院线市场份额



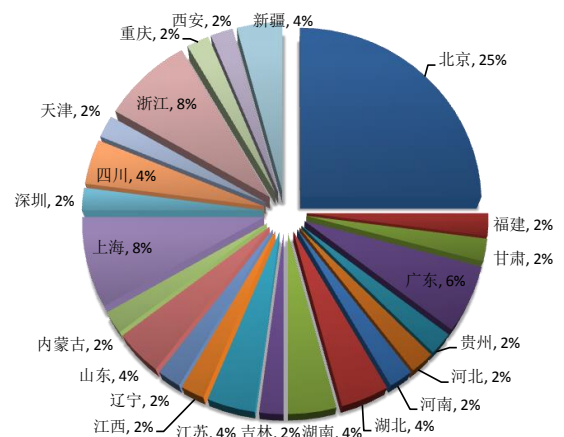
数据来源：艺恩，东吴证券研究所

图 18: 2016-2017 年各票房区间院线数量 (条)



数据来源：艺恩，东吴证券研究所

图 19: 国内院线省级分布图



数据来源：艺恩咨询，东吴证券研究所

从影院存量和增量两方面考虑，我们预计行业或在 2019 年迎来集中度提升拐点：

1) 存量上，中小影院加速出清，经营效率不佳者陆续退出市场。2017-2018 上半年间，14 条院线的渠道数减少，其中四川峨眉、九州中原、湖南潇湘、完美世界、北京新影联院线连续三年经历了影院数的递减。

图 20: 中小院线旗下影院加速出清

院线	2016	2017	2018	院线	2016	2017	2018
甘肃新视界	N/A	65	64	九州中原	125	121	117
贵州星空	34	47	44	山东鲁信	39	40	38
新疆公司	24	24	22	湖南潇湘	173	163	151
上海弘歌	20	22	20	深影橙天	160	197	127
江西星河	133	140	127	山东新世纪	108	110	105
吉林吉影	73	88	84	完美世界	231	219	212
四川峨眉	26	23	22	北京新影联	125	119	113

数据来源: 艺恩, 东吴证券研究所, 注: 2018 年数据的统计截止日期为 7 月 27 日

2) 增量上, 在资金充足的情况下, 为保持稳定的市场份额, 头部院线如横店、万达渠道影院自建有望按计划持续稳定增长。而我国影院数量整体增速持续放缓, 2017 年影院数增速为近七年来的最低水平, 未来更多新建渠道将集中于头部院线。

图 21: 头部院线渠道有望稳定扩张

公司	2017年已新增直营影院	2018年计划新增影院
万达电影	115家	100家
上海电影	14家	25家(三年内)
中国电影	加盟影院396家	N/A
金逸影视	9家	N/A
横店影视	46家	134家

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.1.3. 渠道持续下沉, 迎三四线城市观影需求释放

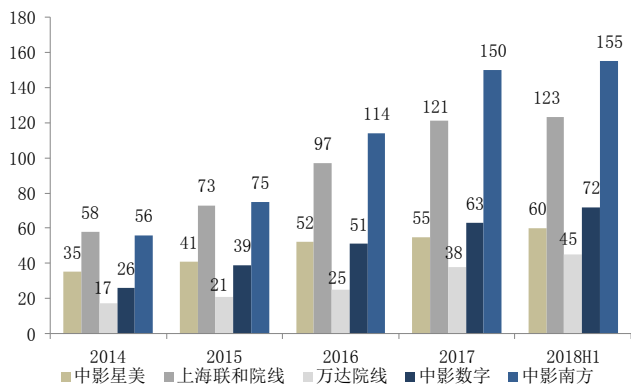
随着消费升级以及爆款电影的带动, 电影娱乐消费逐渐进行覆盖人群城市的下沉以及年龄层次延伸, 本地居民的消费成为三四线城市票房占比额度持续增长的核心动力。三、四线城市由于生活压力较小, 且可选择娱乐活动不多, 居民受爆款电影拉动会逐步走进影院, 进而逐渐养成稳定的观影习惯, 进一步扩大票房市场。三、四线城市以及小镇青年观影习惯的形成是未来电影票房的主要增量。同时, 一线城市观影市场日趋饱和, 二线城市增长空间被逐渐挖掘, 由此, 我国各大院线纷纷进入低线城市渠道布局阶段, 着力满足三线、四线及以下城市居民渐强的观影需求。

2014-2017 年, 八大院线在一线城市的总影院数从 293 家增长到 566 家, 年均复合增速为 25%。中影南方、上海联和院线、中影数字数量最多, 截至 2018H1, 分别拥有 155、123、72 家影院。中影南方、上海联和院线、中影数字增量最多, 2014 年至今分别增加影院 99、65、46 家, 其中 2017 年新建数分别为 36、24、12 家。目前仍然在从渠道扩张角度挖掘一线城市盈利空间的主要院线仅中影南方和上海联和院线, 其他院线的布局或已进入尾声, 或直接集中在低线城市。随着一线城市的观影市场逐步发展成熟, 盈利难度加大, 整体观影渠道的下沉式发展已成为必然趋势。

与此同时, 八大院线在二线城市的总影院数从 679 家增长到 1387 家, 年均复合增

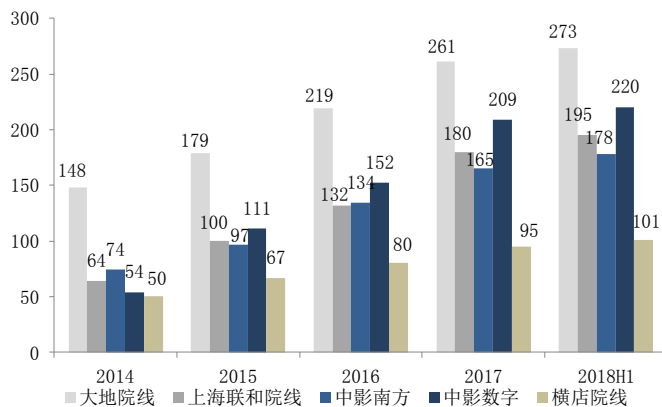
速为 27%，增速稍快于一线城市。大地院线影院存量数领先，中影数字位列二位，截至 2018H1，分别拥有 273、220 家影院。其中大地院线与中影数字的影院数增量也居前，自 2014 年至今分别增长 125、166 家，上海联和院线则以 131 家新增影院加速渗透二线城市。

图 22：一线城市影院数增速 TOP5 院线影院数量



数据来源：猫眼，东吴证券研究所

图 23：二线城市影院数增速 TOP5 院线影院数量

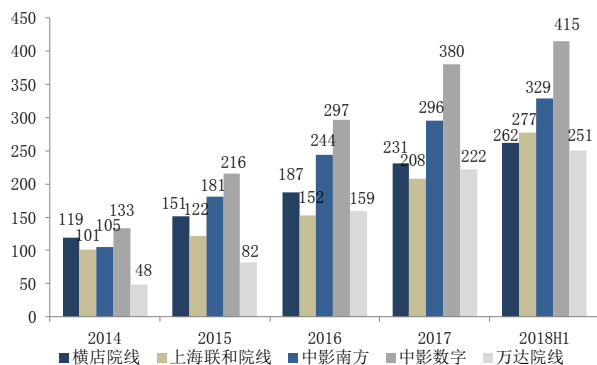


数据来源：猫眼，东吴证券研究所 注：万达增速主要在三线及以下城市

头部院线加速布局三线及以下城市，影院数由 2014 年的 1054 家扩张至 2017 年的 2375 家，年均复合增速为 31%，明显高于一线、二线城市增速水平。从存量来看，大地院线影院数依然具备显著优势，远超了居二位的中影数字 278 家，但渠道扩张受到其大基数限制，增速较缓。截至 2018H1，大地院线、中影数字、中影南方分别在三线及以下城市拥有 693、415、329 家影院。从增量来看，大地院线、中影数字、中影南方、万达院线 2014 年至今均新建影院超 200 家，其中万达院线渠道下沉力度最劲，三线及以下城市影院数的年均复合增速高达 62%。按各年影院数增速来看，万达院线的影院增速更在 2016 年随万达广场向低线城市的快速渗透一同达到增速的峰值，同比上年增长 94%，2017 年延续高增，同比上年增长 40%。

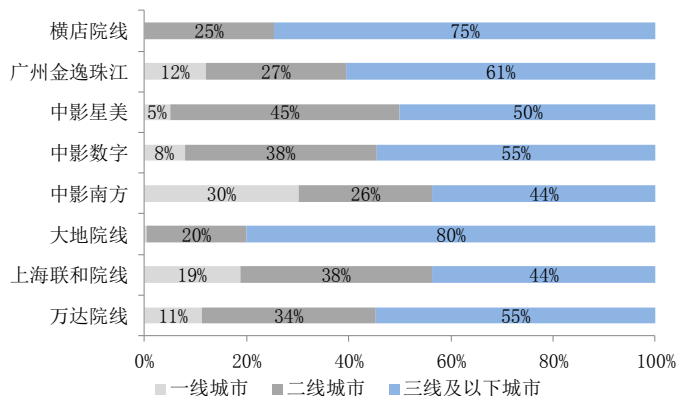
2017 年新增影院的城市分布集中在三线及以下城市，除中影南方、上海联和院线外，其他六家主要院线在三线及以下城市的新增影院数均占到全部新增影院数的一半以上。其中大地院线、中影数字、万达院线新增数最多，分别为 172、83、63 家，而增量最少的广州金逸珠江也有 20 家，占其当年新增影院的 61%。

图 24: 三线及以下城市影院增速 TOP5 影院数量



数据来源: 公司公告, 猫眼, 东吴证券研究所

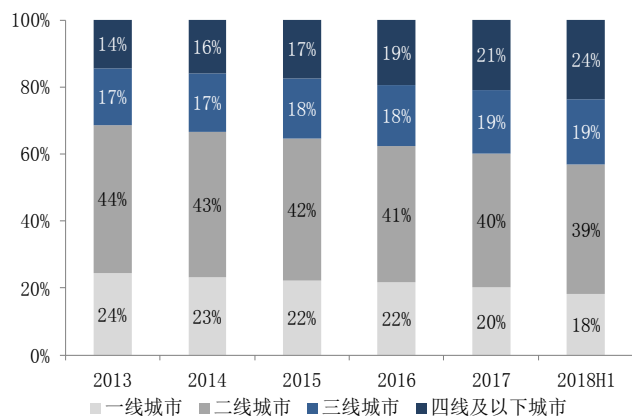
图 25: 2017 年新增影院的城市分布



数据来源: 猫眼, 东吴证券研究所

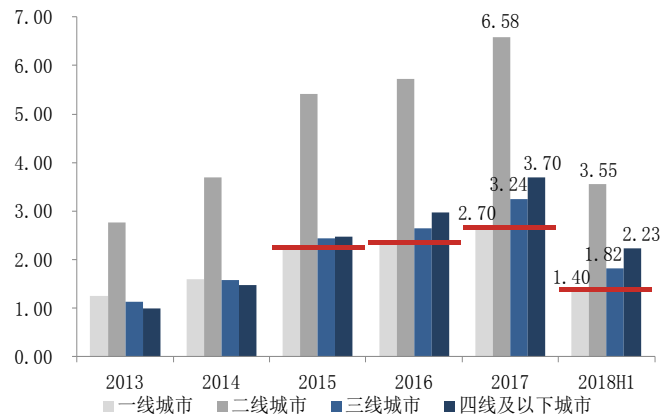
渠道下沉使得低线城市观影需求拥有了释放的空间, 从票房的城市分布来看, 三、四线及以下城市票房占比逐年稳步增长。2013-2017 年, 一、二、三、四线及以下城市观影人次的年均复合增长率分别为 21%、24%、30%、39%, 观影市场热度持续增强, 尤以低线城市表现突出。从份额占比上来看, 四线及以下城市在 2018 上半年的份额提升明显, 成为票房增长主要驱动力。

图 26: 不同城市的票房占比



数据来源: 猫眼, 东吴证券研究所

图 27: 不同城市的观影人次 (亿人)

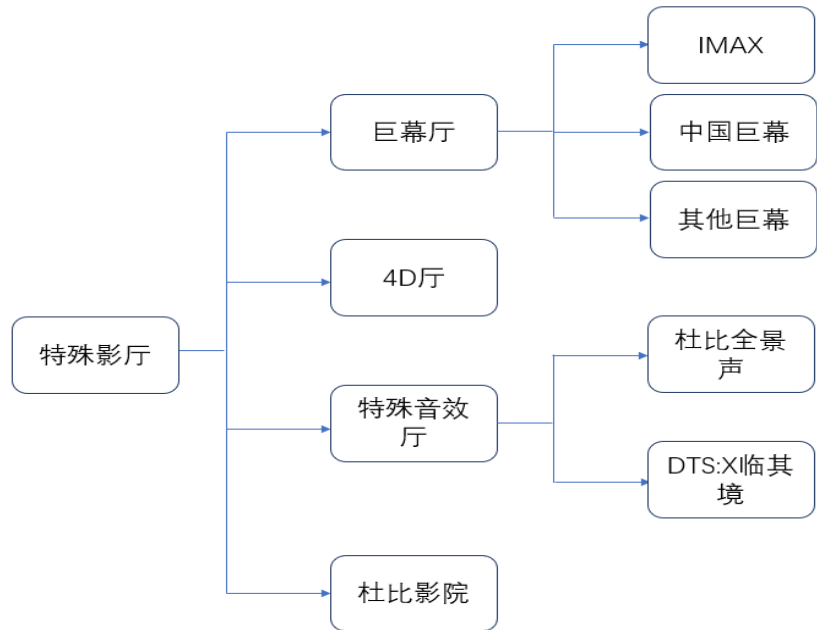


数据来源: 猫眼, 东吴证券研究所

2.1.4. 特殊影厅打造差异化观影体验, 单厅盈利水平远超普通影厅

随着放映技术的不断更新发展, 能够带来更多层次观影体验的 IMAX、杜比影院等特殊影厅逐渐走向大众观影的视野。目前我国市场上的特殊影厅主要可分为巨幕厅、4D 厅、特殊音效厅、杜比影院四种, 其中巨幕厅可细分为 IMAX、中国巨幕、其它巨幕, 其它巨幕包含银幕尺寸大于常规尺寸的一般巨幕影厅以及其他巨幕品牌。特殊音效厅主要包括杜比全景声以及 DTS:X 临境音厅两类。

图 28：特殊影厅分类

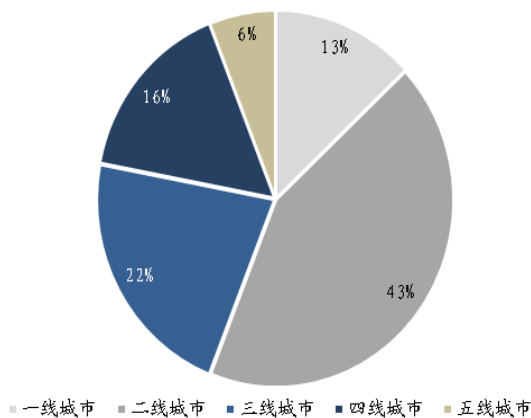


资料来源：艺恩，东吴证券研究所

我国的特殊影厅多集中在部分一、二线城市，且盈利能力优于普通影厅。至 2017 年 6 月，国内拥有的特殊影厅共计 2534 个，在全部影厅中占比为 5.4%，各地域中特殊影厅占比呈阶梯状排序，一至五级城市依次递减。拥有特殊影厅的影院共计 1847 家，在全国影院中占比 21.6%，其中二线城市占比最高，达到 43%，其次为三线城市拥有 22%。

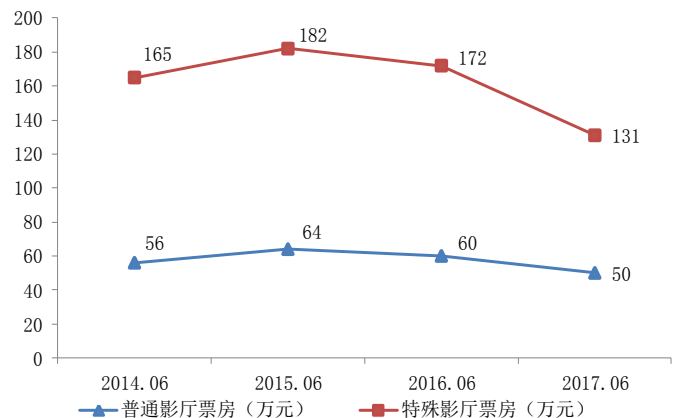
2014 年 6 月至 2017 年 6 月，特殊影厅的半年度单厅票房始终保持在接近普通影厅 2-3 倍的高水平。

图 29：全国特殊影厅的城市分布



数据来源：艺恩，东吴证券研究所

图 30：2014-2017H1 全国影厅单厅票房（半年维度）



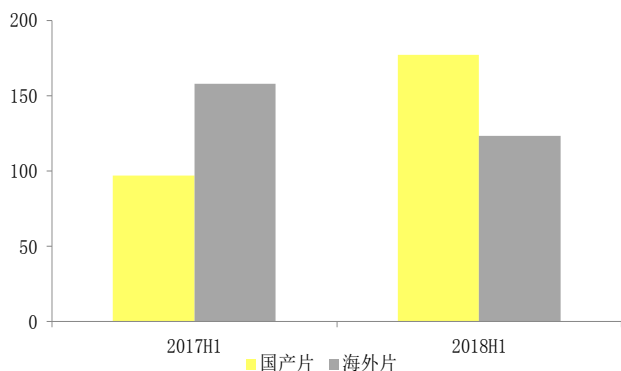
数据来源：猫眼，东吴证券研究所

2.1.5. 2019 年或迎海外片大年

18 年国产片大年基调已定，2018 上半年全国分账票房符合预期，达到 299.54 亿

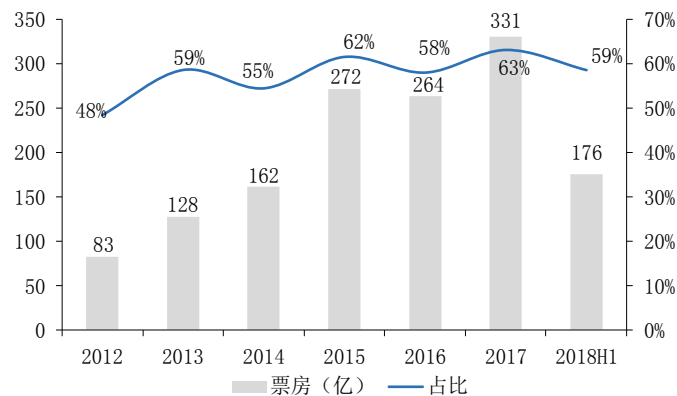
元，同比增长 17.4%。其中国产片票房约 176 亿元，占比为 59%，同比增长 82%，海外片票房约 123 亿元，占比为 41%，同比下降 22%。国产片大年基调已定。

图 31： 2018H1 国产片及海外片票房变化（亿元）



数据来源：艺恩，东吴证券研究所

图 32： 国产片票房收入及占比情况



数据来源：艺恩，东吴证券研究所

19 年或迎海外片大年。2019 年已定档海外片 33 部，其中不乏《复仇者联盟 4》、《变形金刚 6》等好莱坞巨作。我们预计高质量海外电影在 19 年的集中上映将显著增厚海外片票房。2019 年或成海外片大年。

表 1： 预计 19 年上映的海外影片（部分）

上映日期	片名	对标影片	对标影片国内票房(亿元)
2 月 14 日	X 战警：黑凤凰	X 战警：天启	8.02
3 月 8 日	惊奇队长	美国队长 2	7.19
5 月 3 日	复仇者联盟 4	复仇者联盟 3	23.9
5 月 24 日	星球大战 9	星球大战：原力觉醒	8.26
6 月 14 日	正义联盟 2	正义联盟	6.9
6 月 28 日	变形金刚 6	变形金刚 5	15.51
8 月 2 日	X 战警：新变种人	X 战警：天启	8.02
9 月 20 日	愤怒的小鸟 2	愤怒的小鸟	5.14
9 月 27 日	蝙蝠侠	蝙蝠侠大战超人	6.19
11 月 1 日	神奇女侠 1984	神奇女侠	6.1
11 月 15 日	终结者	终结者：创世纪	7.25
合计			102.48

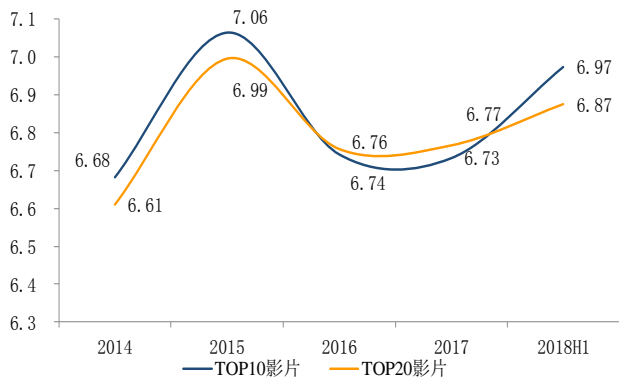
数据来源：猫眼专业版 APP，中国票房，东吴证券研究所

票房走高背后的推动力为影片质量的提升。我们以影片当年票房为权数，比较各年头部影片的加权平均评分，可以看到内容质量自 2018 年起明显转好，与全国总票房的增速趋势保持一致。我们认为这与影片制作周期有关，15 年之后国产片增速显著下降，且两级分化严重，制片开始重视剧本等制片环节，由于制作周期的因素，17 年为原有影

片的出清期，18年国产片影片质量得到大幅增长。

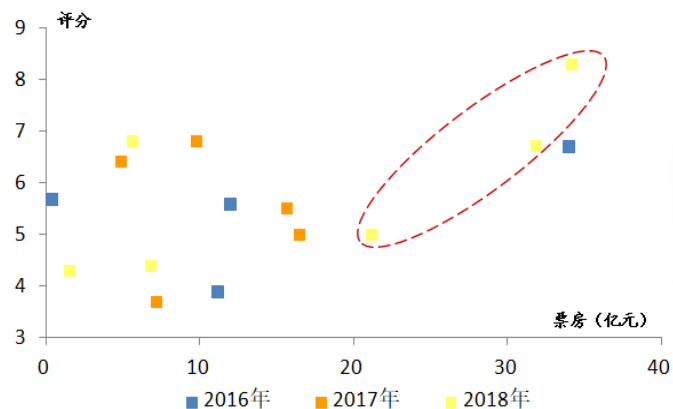
2018上半年国产片票房有51%均来自大年初一上映的春节档影片。相比于前两年，票房与口碑俱佳的影片数量出现了明显提升，悬疑、军事等题材也逐渐崭露头角，且票房成绩不俗。

图 33: 豆瓣 TOP10&TOP20 影片平均分



数据来源: 豆瓣, 东吴证券研究所

图 34: 大年初一上映影片的票房与豆瓣评分



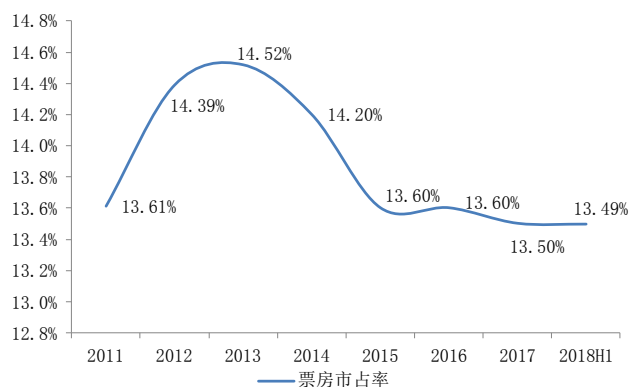
数据来源: 淘票票, 豆瓣, 东吴证券研究所

2.2. 公司层面: 渠道持续下沉, 影厅多元化趋势领先行业

2.2.1. 龙头地位稳固, 单银幕票房显示强盈利能力

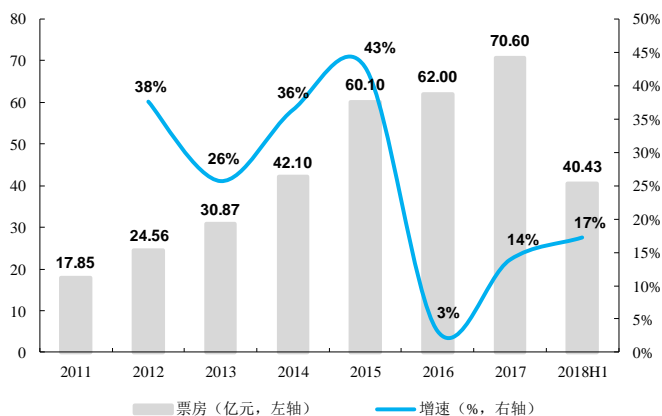
在国内观影市场, 公司的市场份额已连续九年夺魁, 龙头地位稳固。万达院线市占率长期保持在 14% 上下, 2018H1 实现不含服务费的票房 40.43 亿元, 同比增速为 17%, 市场份额为 13.49%。

图 35: 2011-2018H1 万达院线市场份额



数据来源: 公司公告, 艺恩, 东吴证券研究所

图 36: 万达院线票房及增速



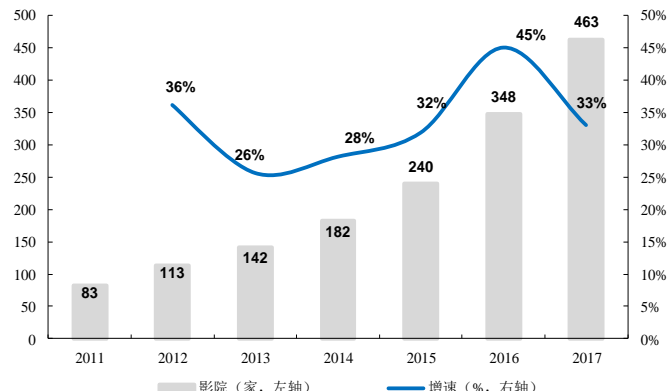
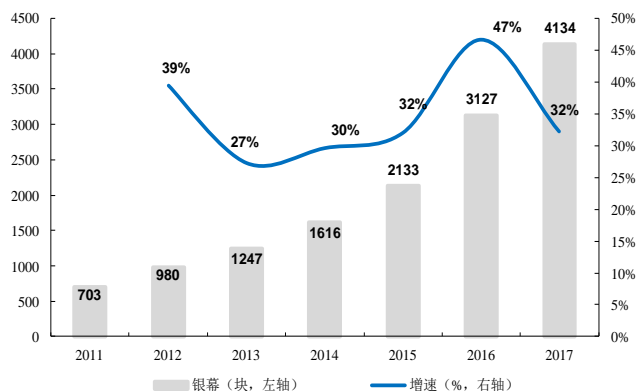
数据来源: 公司公告, 艺恩, 东吴证券研究所

作为放映业务的基础设施配备, 银幕与影院数量在近年来持续保持高速增长。截至 2017 年底, 万达院线拥有自建影院 463 家, 银幕 4134 块, 在 Hoyts 影城影院及银幕数已连续一年与上年同期持平的情况下, 若不考虑其增长, 则万达院线在 2018 年 6 月末

拥有自建影院 499 家，同增 24%，银幕 4435 块，同增 24%，增速较 2017 年有明显下滑。公司放映业务已由渠道扩张的粗放式增长转向差异化观影体验打造阶段。

图 37：2011-2017 年万达院线银幕数

图 38：2011-2017 年万达院线影院数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

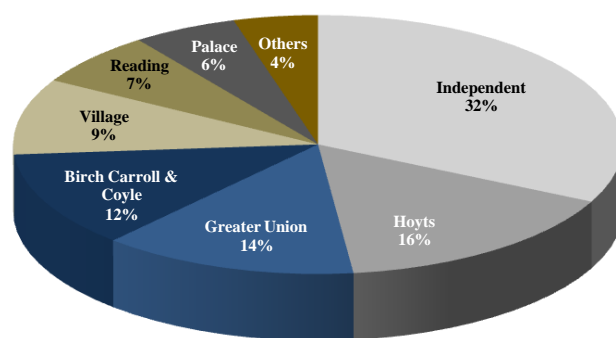
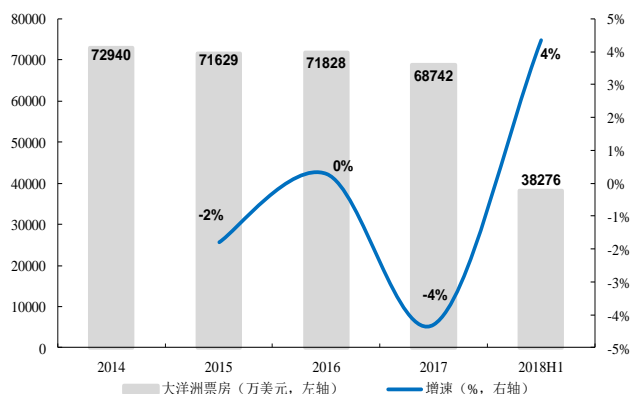
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

大洋洲市场作为全球观影市场的重要一环，放映规模每年约为七亿美元。2017 全年，含澳大利亚、新西兰、斐济在内的大洋洲观影市场共实现票房 6.87 亿美元，同比下滑 4%，2018 上半年实现票房 3.83 亿美元，同比增长 4%。其中澳大利亚地区票房为 3.35 亿美元，占比为 88%，新西兰及斐济地区票房为 0.47 亿美元，占比为 12%。

2017 年澳大利亚全国共有银幕 2133 块，其中约三分之一的银幕归属于独立影院，此外，Hoyts 影院以 354 块银幕搭建起渠道优势，占比为 16%，Greater Union、Birch Carroll&Coyle 银幕数紧随其后，其他影院的银幕数占比均不足 10%。

图 39：大洋洲地区票房及增速

图 40：澳大利亚影院银幕数分布



数据来源：Box Office Mojo，东吴证券研究所

数据来源：Screen Australia，东吴证券研究所

为完善全球化布局，提高持续盈利能力，公司于 2015 年 10 月完成对大洋洲领先电影院线运营商 Hoyts 100% 股权的收购。Hoyts 影城始建于 1908 年，在澳大利亚和新西兰地区享有较高声誉。2017 年 Hoyts 影城实现票房 15.24 亿元，同增 9%，2018H1 实现票房 7.48 亿元，同增 7%。从市场份额来看，Hoyts 的市占率长期保持在 20% 左右。渠

道上, Hoyts 影城共拥有银幕 437 块及影院 53 家, 其中 354 块银幕和 38 家影院位于澳大利亚, 83 块银幕和 15 家影院位于新西兰。

图 41: Hoyts 影城市场份额

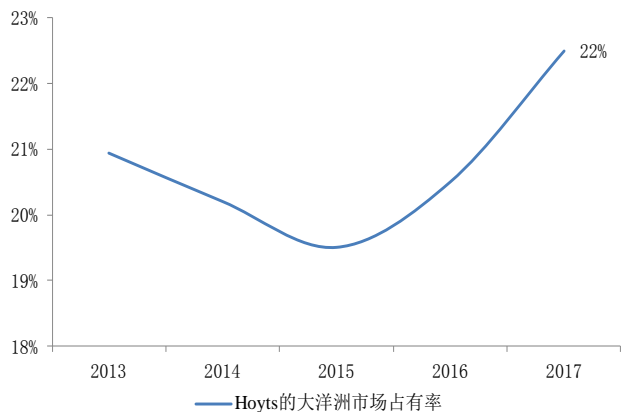
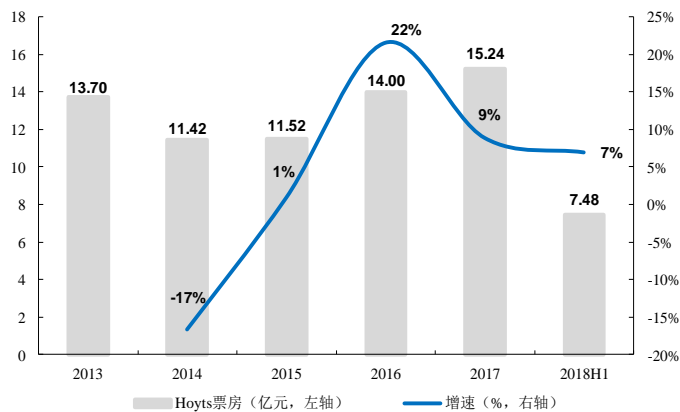


图 42: Hoyts 影城票房



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

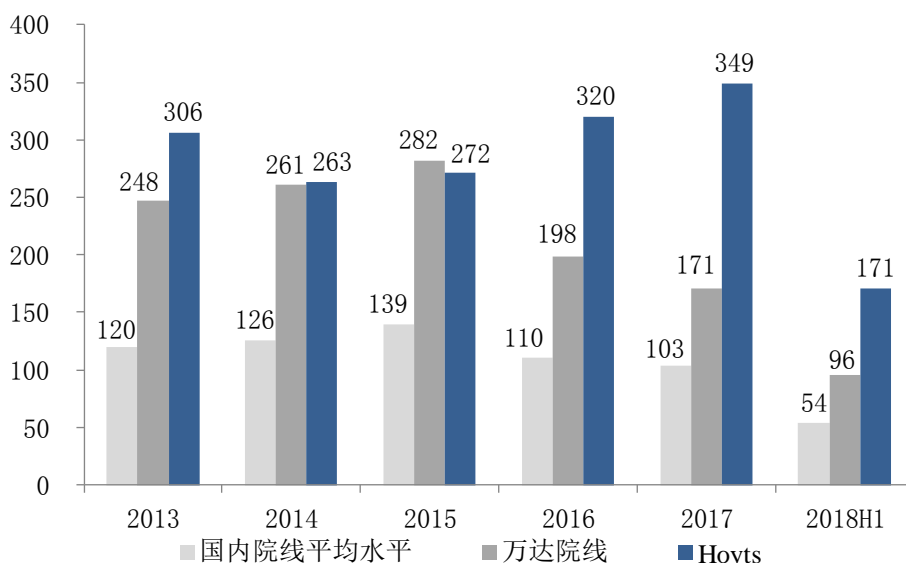
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所, 注: 其中 2015 年票房以当年完成交割后票房为基础估算得到

无论在国内还是 Hoyts 院线所在的大洋洲市场, 公司均占据行业龙头地位, 在观影市场回暖的背景下, 将凭借其放映渠道、放映技术、影院品牌等多方优势率先享受行业红利, 营收规模有望保持稳定增长。

以影片放映的基础设施银幕为核心, 影院票房的驱动因素可拆分为银幕数和单银幕票房。其中银幕数在不同地点的分布情况, 会对单银幕票房形成影响, 从消费者的角度来看, 单银幕票房主要取决于其观影行为和支付意愿。

万达院线的单银幕票房长期领跑行业, 2017 年单银幕票房达 171 万元, 为行业水平的 166%, 2018H1 单银幕票房为 96 万元, 为行业水平的 178%。

图 43: 万达电影单银幕票房领先行业 (单位: 万元)

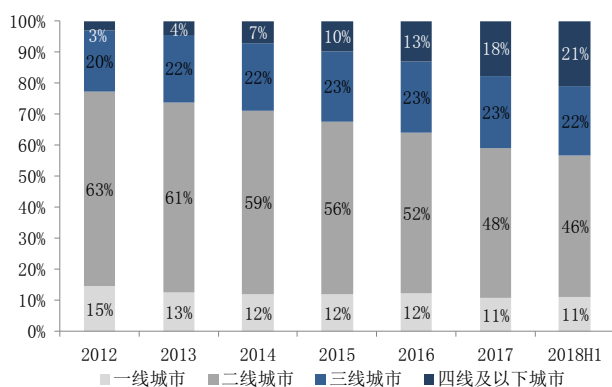


数据来源：公司公告，艺恩，东吴证券研究所

2.2.2. 渠道战略式下沉：巩固二线城市优势，扩张四线及以下市场

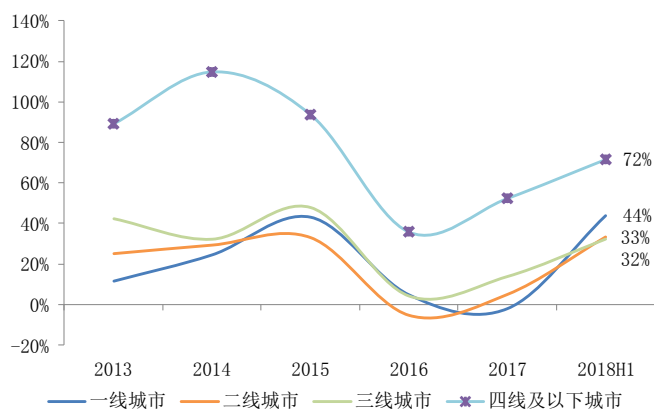
分地区来看，二线城市是万达电影目前最主要的票房来源，三线、四线及以下城市是未来渠道布局的主要方向。三线及以下城市的票房占比从 2012 年的 23% 逐年稳定提升至 2018H1 的 43%，低线城市观影需求的逐渐释放为公司放映业务持续注入动力。

图 44：万达院线票房在不同城市的分布



数据来源：艺恩，东吴证券研究所

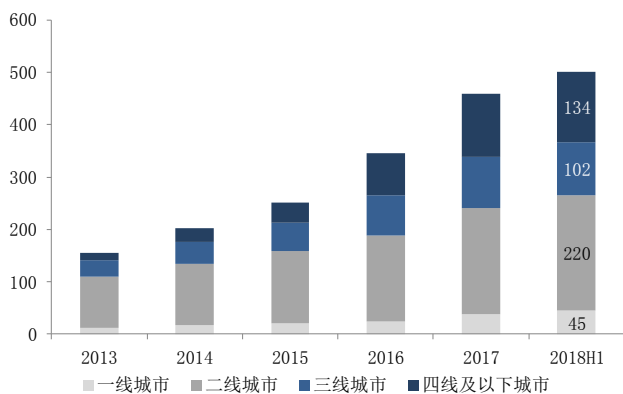
图 45：万达院线在不同城市的票房增速



数据来源：艺恩，东吴证券研究所

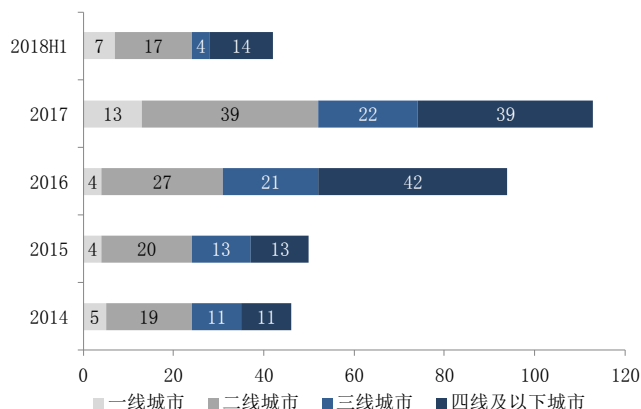
从渠道扩张过程来看，万达院线始终重视巩固其在二线城市的渠道优势，2014 年新建影院 40 家，其中就有一半分布在二线城市，2018H1 新建影院 42 家，二线城市新建占比达 40.5%。同时，院线在四线及以下城市拓展渠道的速度极快，2014 年在四线及以下城市仅有 6 家影院，2018H1 影院数就达 134 家，占院线总影院数的 26.7%，四线及以下城市的新建影院数已连续三年半超过其他地区，低线城市观影市场是公司重点布局与培育的目标市场。2013-2017 年间，一线、二线、三线、四线及以下城市影院数的复合增速分别为 33%、20%、33%、68%，二线城市影院以稳定的速度扩建，以巩固其早期优势，四线及以下城市影院新建速度最快，为迎接低线城市居民观影需求全面释放提前布局渠道。

图 46: 万达院线旗下影院的城市分布 (单位: 家)



数据来源: 艺恩, 东吴证券研究所(与公告数据略有偏差)

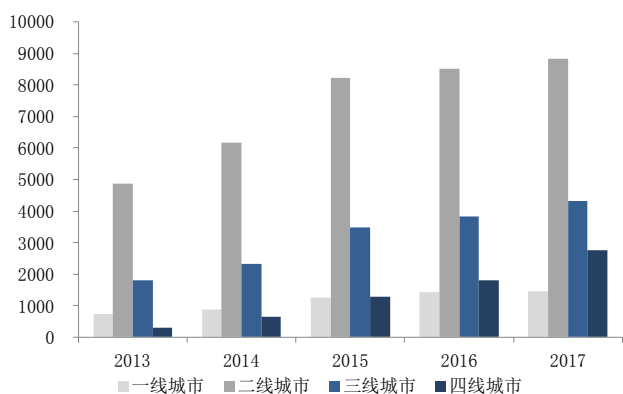
图 47: 万达院线新增影院的城市分布 (单位: 家)



数据来源: 艺恩, 东吴证券研究所

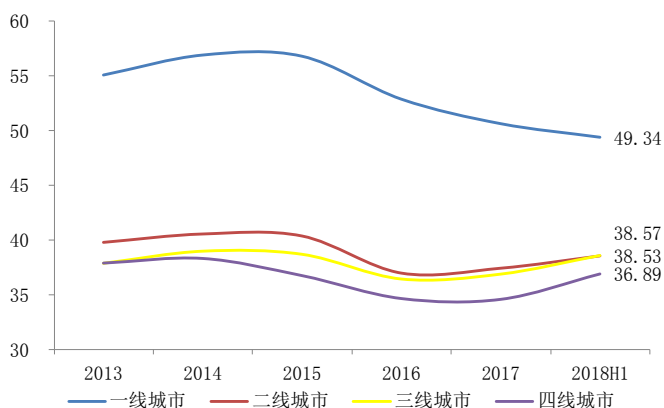
近年来万达院线的渠道持续下沉, 从观影人次来看。2017 年一线、二线、三线、四线城市观影人次分别达到 1450 万、8833 万、4311 万、2754 万次, 对应 2013-2017 年间观影人次的复合增速分别为 19%、16%、24%、74%, 其中, 四线城市观影人次复合增速超过影院数, 表明仍有旺盛的低线城市观影需求尚待满足。从票价来看, 万达院线在一线城市的平均票价长期高于其他城市, 主要原因在于一线城市居民对于高放映技术、差异化观影体验的偏好以及普遍较高的生活水平。二线、三线、四线城市平均票价均在 2018H1 呈现出小幅抬升趋势, 主要是受到影片内容质量上升的影响。

图 48: 万达院线在不同城市的观影人次 (单位: 万次)



数据来源: 公司公告, 猫眼, 东吴证券研究所

图 49: 万达院线在不同城市的平均票价 (单位: 元)



数据来源: 公司公告, 猫眼, 东吴证券研究所

2.2.3. 率先使用高放映技术, 全方位式满足观影体验

随着我国居民消费水平的不断提高, 对观影体验的追求逐渐朝专业化、多元化发展, 国内影片放映公司竞相进行了放映技术的更新迭代。而万达院线在布局高放映技术设备的时间和规模上, 都处于国内领先水平。

2016年1月28日，公司与杜比公司签署战略合作协议，拟于五年内在中国开设100家杜比影院，公司以公历月净收入的一定比例向杜比公司进行票房分成，并向杜比公司按年度支付每家杜比影院的维护费。2016年6月23日，亚洲首批杜比影院落户万达院线的启幕仪式在大连万达影城凯德和平广场店举行。

图 50：亚洲首批杜比影院落户万达院线启幕仪式



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司与IMAX公司的合作始于2007年，双方签订合同，约定于2008年安装首套IMAX影院系统。近年来国内多家电影放映方先后与IMAX公司签订协议，拟新建IMAX影院，其中也属万达院线的拟建设影院数量最多。2016年8月，万达院线与IMAX公司约定，将在2022年12月31日前新增150家IMAX影院的开发和运营，公司按一定比例向IMAX公司进行票房分成。

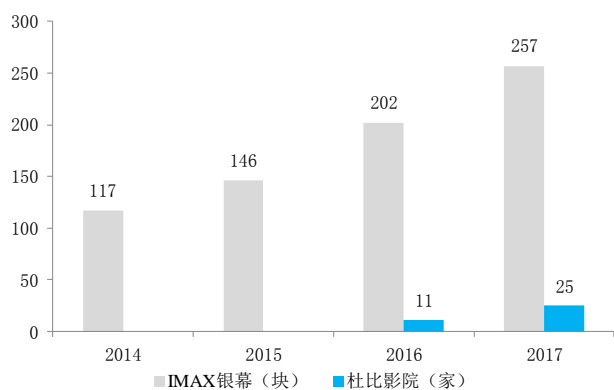
图 51: 2016 年以来 IMAX 公司与国内电影放映公司的合作



数据来源: IMAX 官网, 东吴证券研究所

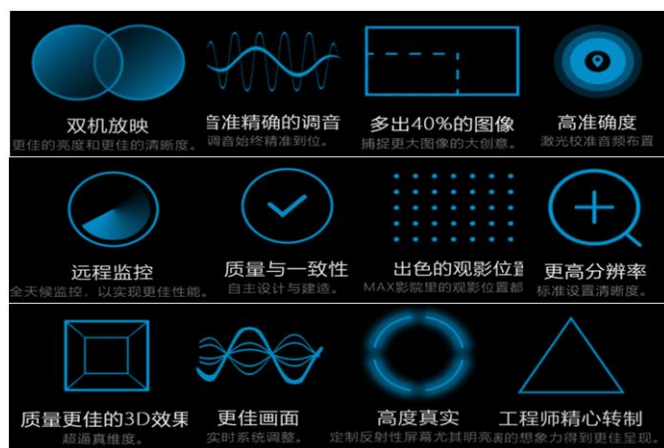
截至 2017 年 12 月 31 日, 公司已投入运营的 IMAX 银幕 257 块, 杜比影院 25 个, 是全国拥有 IMAX 银幕数量和杜比影院最多的院线; 同时, 公司持续推进万达 4D 影厅建设, 大力发展自有高端品牌“万达 9 号厅”、X-land, 保持公司放映技术、品质处于国内外领先地位。

图 52: 万达院线特殊放映技术应用情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 53: IMAX 影院特点



数据来源: IMAX 官网, 东吴证券研究所

除杜比影院、IMAX 银幕外, 公司还推出自主研发且集成领先电影放映工艺技术的 X-land 巨幕, 引进科视 6P 激光放映系统、4D 放映系统、SCREEN X 放映系统及 REALD

Ultimate Screen 终极银幕等先进的放映系统，确保放映技术处于领先地位。

公司布局特殊放映技术时间早、规模大，且特殊影厅盈利能力显著优于普通影厅，先进的放映工艺技术叠加院线自身的高端定位，尽管短期内成本上涨，但长期来看有助于公司盈利能力的提升和品牌形象的塑造。

3. 广告及衍生品业务：非票收入占比不断提升

3.1. 行业层面：对标海外，非票收入提升空间大

目前，国外影院经营已形成较为多元化的创收渠道，除了票房收入外，卖品销售、广告等均贡献了相当多的营业收入。截至 2017 年底，美国影院非票收入占比达到 35%，而中国影院仅为 20%，其中卖品、广告收入分别占比 13%、4%，存在较大提升空间。

图 54：美国影院收入结构

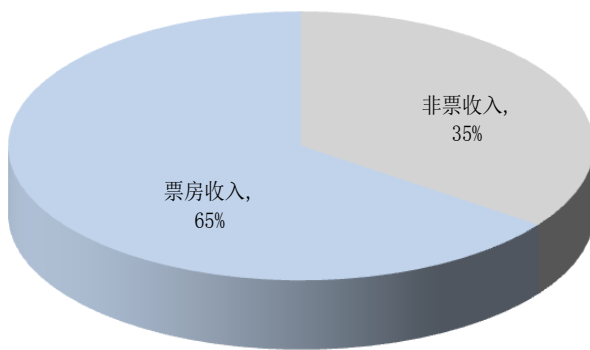
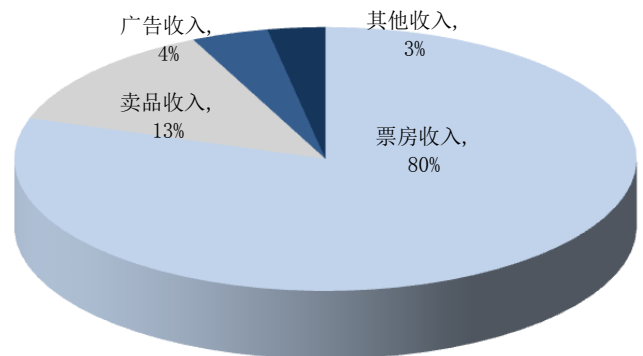


图 55：中国影院收入结构

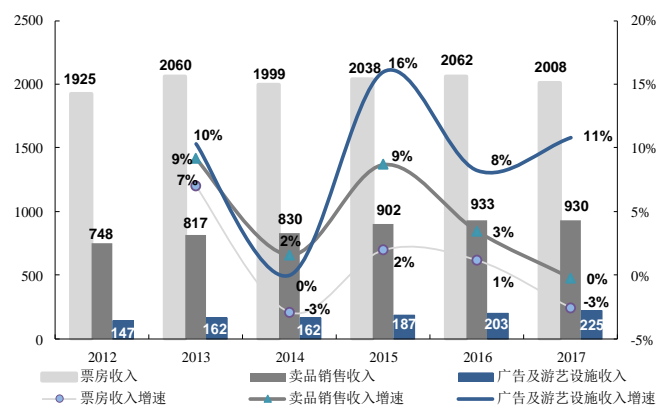


数据来源：永乐聚河公开转让说明书，东吴证券研究所

数据来源：永乐聚河公开转让说明书，东吴证券研究所

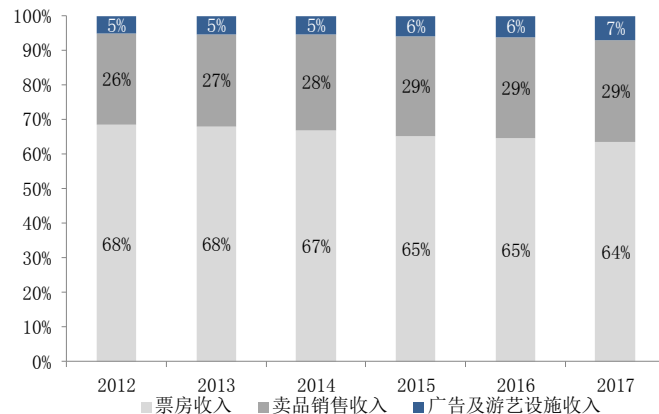
以美国院线巨头 Regal Entertainment Group 为例，2017 财年，公司实现票房收入 20.08 亿美元，非票房收入 11.55 亿美元，非票收入占比为 36.5%，其中卖品销售收入为 9.30 亿美元，占比为 29.4%，广告及游艺设施收入为 2.25 亿美元，占比为 7.1%。2012-2017 年，公司在票房收入长期持平的情况下，卖品、广告收入仍保有一定增速。非票收入占比持续稳定提升，预计将成为未来业绩主要驱动力。

图 56: 帝王娱乐集团分业务收入 (百万美元) 及增速



数据来源: 帝王娱乐集团公司公告, 东吴证券研究所

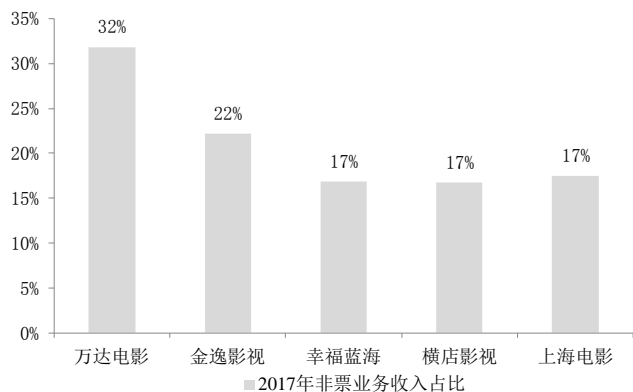
图 57: 帝王娱乐集团收入结构



数据来源: 帝王娱乐集团公司公告, 东吴证券研究所

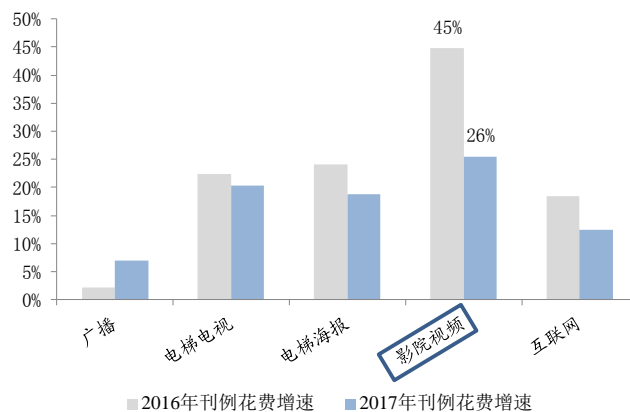
而在有公开披露非票业务收入的国内院线上市公司中, 仅万达电影非票占比超过 30%, 金逸影视以 22% 位居第二, 幸福蓝海、横店影视、上海电影的非票收入占比仅为 17%。

图 58: 部分院线非票业务收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 59: 刊例花费增速 TOP5 营销媒体



数据来源: CTR 媒介智讯, 东吴证券研究所

院线非票收入通常由影院广告和卖品销售两部分构成, 其中影院广告包括映前广告、阵地广告等, 而卖品主要包括电影衍生产品和餐饮类产品,

根据普华永道发布的《2017-2021 年全球娱乐及媒体行业展望》, 中国的电影广告收入将随电影票房的增长而迅速攀升, 预计将从 2016 年的 5.87 亿美元增长至 2021 年的 9.39 亿美元, 期间年复合增速为 9.84%。

影院广告相比于其他形式的广告, 受众记忆度好, 到达率高, 促使刊例花费持续快速上涨。艺恩咨询统计数据显示, 影院广告曝光频次与记忆度成正比, 且曝光次数在 2-3 次时, 记忆度迅速从曝光 1 次的 17% 大幅提升至 84%, 曝光次数达到 4 次以上时, 记忆度更接近 100%。因此影院作为良好的营销场景, 不断吸引广告主加码投放, 据 CTR 媒介

智讯发布的《2017年中国广告市场回顾》数据，2016、2017年，影院视频的刊例花费增速均位列第一，两年增速分别达到45%、26%，影院视频广告收入随电影票房市场一同进入稳健发展期，增势领跑全媒体。另外，从广告受众的观影习惯来看，有77%的观众提前15分钟到达影院，其中三成观众提前半小时到达，稳定的人流量赋予影院广告高媒体价值。

影院卖品是影院收入的另一项重要组成部分。在美国等卖品模式成熟的国家，影院卖品收入大约能占到院线总收入的25%-35%，而国内卖品收入占比仅为10%-12%，增长空间较大。随着影院卖品丰富度和大众观影时对于食品饮料支付意愿的逐渐提升，卖品销售有望迎来持续稳定的增长。

同时，衍生品销售的潜在盈利空间亟待挖掘。在美国、日本等国家的成熟市场，衍生品已经包含形象授权、玩具、服装、饰品、游戏、图书甚至主题公园等上下游全产业链。美国衍生品收入占电影总收入比例高达70%，超过电影票房2倍以上。以《星球大战》为例，三部系列电影的票房收入为18亿美元，而其电影衍生品收入则高达40多亿美元。随着国产优质影片的陆续上映，无论是经典IP中不断经历重塑的人物，如《西游记》中的孙悟空、唐僧等，还是新晋原创内容中令人印象深刻的角色，如《捉妖记》中的萌妖胡巴，《大鱼海棠》中鲲的生物形象红色海豚等，越来越多的荧幕形象都受到观众喜爱。但由于国内电影衍生品市场发展尚不成熟，大量衍生品制作均出于电影宣传目的，成本较低，缺乏设计感。现阶段自主生产的优质电影衍生品较少，主要依靠海外供应商授权进行衍生品销售，国内观众的购买需求并未得到充分满足。

3.2. 公司层面：广告卖品收入快速增长，收购时光网带来衍生品收入新增量

3.2.1. 影院广告：场均人次+高放映技术优势

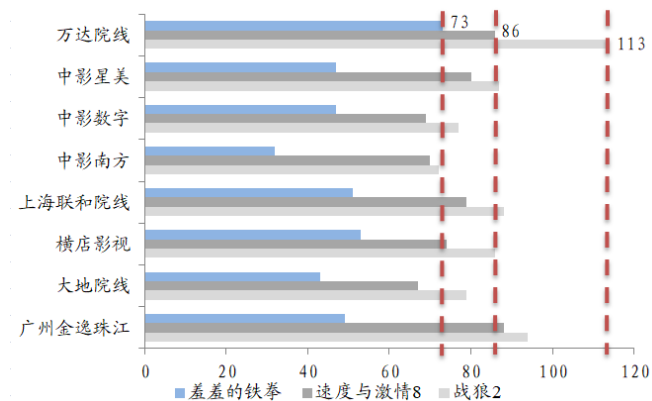
公司是国内较早系统性运营广告电影广告业务的院线公司之一，业务类型主要包括贴片广告和阵地广告。2017年，公司广告收入达到24亿元，同比大幅增长42%，处于行业领先水平，同时毛利率达67.48%，同比提升0.89pct。

贴片广告在投放选择上依附于影片内容与广告受众较为贴合的受众群体。选择合适的影片，利用观影场景相对封闭的特征以及超大银幕、立体音效的配合，在目标受众心态放松，等待观影过程中，投放视听震撼、富有创意的广告，能够形成极好的营销效果，提升产品记忆度和美誉度。

公司的贴片广告优势主要体现在以下几个方面：1) 场均人次多，映前广告投放效率高。从2017年票房排名TOP3电影来看，除速度与激情8的场均人次稍少于广州金逸珠江外，万达院线放映的影片在场均人次上均具备明显的领先优势；2) 映前广告易于借助公司先进的放映设备、高放映工艺标准形成震撼的试听效果，公司与加拿大IMAX公司以及杜比公司达成战略合作，是全国拥有IMAX银幕数量和杜比影院最多的院线，同时持续推进万达4D影厅、自有高端品牌“万达9号厅”、X-land建设，高放映技术全

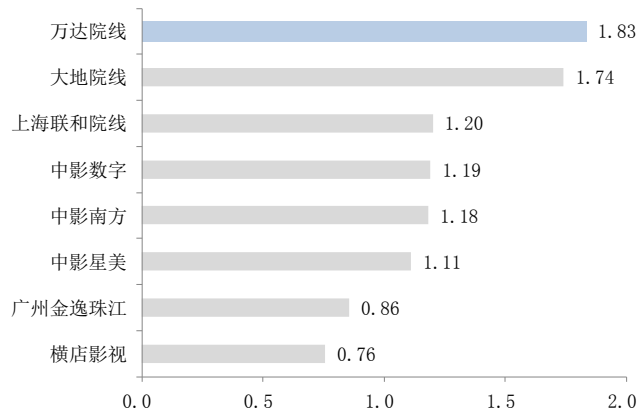
面持续地为广告放映效果增色。

图 60：代表电影上映首日场均人次对比



数据来源：淘票票，东吴证券研究所

图 61：2017 年院线观影人次（亿）



数据来源：淘票票，东吴证券研究所

阵地广告主要分布在候影空间的各类设施上，包括 LED 屏、售票机、墙体立柱以及游戏区、食品售卖区等设备中，终端媒介与表现形式多样，空间位置和人流量是影响投放效果的重要因素。万达院线的阵地广告主要受益于：1) 庞大的人流量及宽敞的候影空间为院线阵地广告的营销价值奠定了基础，2017 年万达院线观影人次达到 1.83 亿，且连续多年稳居头名，领先同行，同时新建影院建筑面积大，候影空间充足，2018 年 4 月在青岛开幕的东方影都万达影城，建筑面积超过 12000 平方米，总计 30 个影厅；2) 部分影院背靠万达广场、万达茂，且大量集中于高档商圈内，周边娱乐设施种类齐全、数量众多，候影区容易吸引享受一站式城市娱乐的消费者，增加观影前后停留时间；3) 万达影城定位高端消费，愿意为获取高质量观影体验而支付溢价的消费者，对生活消费品的价格敏感程度往往较低，因此更容易在阵地广告的影响下实施购买行为。

3.2.2. 卖品：观影人次带动消费，新场景丰富观影价值

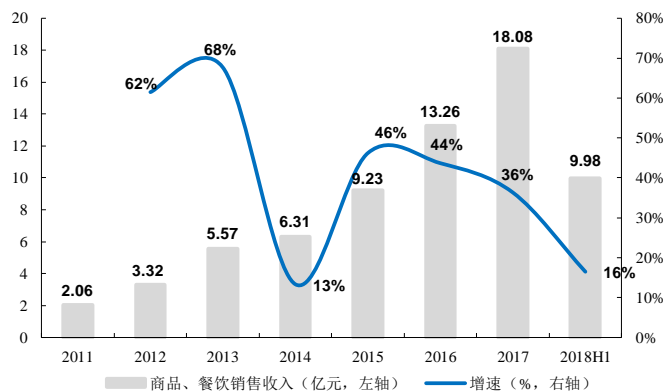
公司卖品主要分为电影衍生品和餐饮类产品两大类，电影衍生产品通常出自影片角色、剧情或道具，与影片内容高度一致，餐饮类产品差异化不大，销售情况主要受观影流量与营销模式影响。

公司依托电影放映主业，积极搭建影院消费新场景。2017 年 5 月 9 日，万达院线与 COSTA 南区总部签署战略合作协议，就在上海市、重庆市及江苏、浙江、安徽等多省的部分万达影城开设 ONE COSTA 品牌咖啡店达成共识，自此全面展开咖啡业务布局，致力于传播“电影+咖啡”休闲体验。

2018 年 4 月 8 日至 5 月 6 日，万达影城 COSTA 门店开展“书香点亮希望”公益捐书活动，上海、南京、广州、佛山、成都、厦门、长沙七地区的观影者可在店内捐赠指定类型图书，获取优惠购买咖啡的权益。活动以咖啡为媒介，着力丰富观影场景层次，延伸观影活动价值，是影院拓宽卖品销售空间的有效尝试。

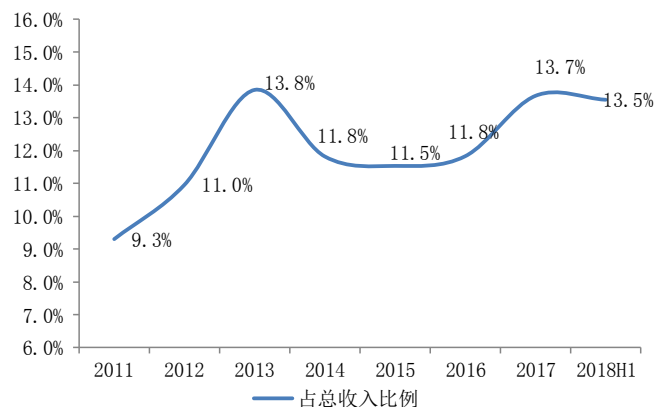
截至 2018 年上半年,公司共实现商品、餐饮销售收入 9.98 亿元,同比增长 16.46%,毛利率为 60.80%,同比增加 1.91pct。商品、餐饮销售收入占全部营收的比重从 2011 年的 9.3%提升至 2018 年上半年的 13.54%,预计未来随着影院观影人次的增多,餐饮销售收入占比还会出现进一步的提升。

图 62: 公司商品、餐饮销售收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 63: 公司商品、餐饮销售收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所









3.2.3. 衍生品: 时光网丰富销售渠道, 原创品牌十年磨一剑

衍生品销售方面, 2015 年 12 月, 公司自有衍生品品牌“衍生π”正式发布, 首批 11 家衍生品店正式运营, 向影迷提供多种电影周边产品。为满足国内市场现行衍生品购买需求, 增强公司电影营销实力, 同时进一步完善电影生态服务圈建设, 公司于 2016 年完成对电商服务平台时光网 100% 股权的收购, 全面合作电影电商 O2O 业务, 并与其合作建立衍生品销售体验中心, 与知识产权授权方孩之宝、ZINC 中国、SNAPCO 等品牌商建立战略合作关系。

时光网成立于 2006 年, 现拥有全球规模领先的影视数据库、千万级高质量会员及全球影视娱乐媒体资源, 与国内外片商和全国众多影院建立了长期合作关系, 可为电影观众提供包括媒体资讯获取、电影评分、在线购票、正版衍生品购买在内的一站式电影服务体验。

在移动互联网引领风潮大背景下, 时光网先后推出时光网和时光网专业版两款 APP。前者面向观影者, 提供新鲜电影咨询、电影票及正版衍生品在线购买渠道、直播视频收看及回放功能等。而后者则定位为全球电影衍生品一站式服务平台, 主要为影院从业者提供实时票房数据和衍生品采购服务, 为购买方合理判断当前衍生品实际需求、优化采购决策提供准确且获取便捷的数据支持。

图 64：时光网 APP 直播专区最新视频

 <p>《摩天营救》全球首映礼 755,171人已观看</p>	 <p>《征途》征途之夜发布会 426,678人已观看</p>	 <p>《汪星卧底》不做单身狗主题趴 30,926人已观看</p>	 <p>《碟中谍6：全面瓦解》巴黎全球首映礼 343,944人已观看</p>
 <p>2018 万达之夜：向中国 电影工业化进发 539,990人已观看</p>	 <p>功夫联盟定档发布会 206,941人已观看</p>	 <p>《阿修罗》首映礼 417,757人已观看</p>	 <p>CCG第3弹：漫威宇宙答题大擂台 386,361人已观看</p>

数据来源：时光网 APP，东吴证券研究所

我们认为时光网将从两个方面为公司带来新的业绩增长点：

1) 为衍生品提供 O2O 销售渠道、设计团队和客户资源支持，在收购万达影视，向上有优质电影投资制作实力，向下有龙头院线满足观影需求的基础上，更有望掌握衍生品制作的主动权，并借力电影放映终端的客流优势，享受周边商品红利。

时光网电影衍生品于高票仓城市铺排实体店的同时，也提供在线销售服务。消费者可登录公司官网，购买玩具模型、数码配件、服装配饰、家居日用等多种电影周边商品，品牌涵盖 Hot Toys、WETA、GSC、FUNKO、野兽国玩具、乐高、迪士尼、影时光等。其中影时光是时光网打造的原创高品质电影衍生品品牌，拥有专业设计团队，获得迪士尼、漫威、DC、环球等品牌的正版授权，为影迷提供类型丰富、制作精良的电影周边商品。已上架的产品均出自《魔兽》、《复仇者联盟》、《攻壳机动队》、《神奇女侠》、《变形金刚》、《星球大战》等多部大热电影中的角色形象。

传奇影业投拍的电影《魔兽》于 2016 年 6 月 8 日在中国大陆上映，时光网取得了该系列衍生品的官方授权，并在影片上映前 60 天即开售衍生品，销售额破亿。该影片衍生品的版权归属明确、产品制作精良、供应渠道顺畅，引发粉丝强烈反响，为接下来的衍生品销售提供了良好范式及运营经验。

图 65：影时光原创《魔兽》系列衍生品



数据来源：时光网官网，东吴证券研究所

2) 实现开放性全平台多屏互动直播，提高电影营销壁垒，精准匹配供需，实现产业链上的多方共赢。时光网官网设置直播专区，为影片、影人提供全方位的宣传营销服务，为影迷提供最新的电影讯息及互动体验。

在影片拍摄阶段，时光网可通过直播进行探班与主创访谈；在宣传发行阶段，可直播主创路演的影院见面会，在路演未覆盖的城市，观众可同时在影院观看并与主创互动。

目前影迷可登录时光网直播专区，预约或回看热门电影全球首映礼、定档发布会和奥斯卡、金球奖等顶级奖项提名公布仪式、系列跟踪报道。其中与经典漫画 IP 相关的直播内容最受关注，由时光网与孩之宝共同举办的 2017 变形金刚风尚大典收获 96.7 万次播放量，直播过程回顾电影本身及衍生品的发展历史，解读电影文化内涵，同时发布《变形金刚 5：最后的骑士》全新衍生品系列。《复仇者联盟 3：无限战争》中国红毯直播更有超百万人次观看，使电影核心粉丝足不出户感受现场火爆氛围，高效聚集了潜在的衍生品消费者。

线上的时光网直播专区，结合线下万达院线 4000 余块银幕以及为数众多且均位于商业核心区的户外大屏，能够串联衍生品、电影推广等全线业务，实现线上线下的同步内容输出，在广泛覆盖观看人群的同时精准定位目标客户，高度匹配产品营销供给与影迷消费需求，实现产品制作者、平台与消费者的三方共赢。

图 66：时光网《2017 变形金刚风尚大典》直播界面

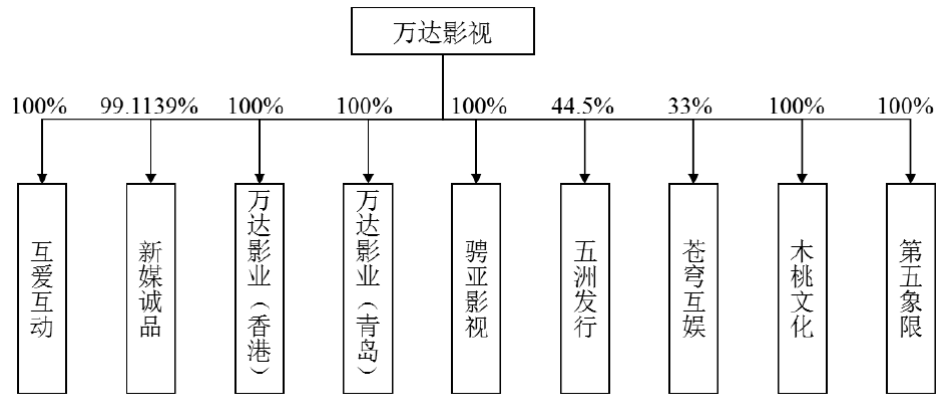


数据来源：时光网，东吴证券研究所

4. 收购万达影视：形成产业闭环，建设泛娱乐化平台

万达影视主要经营电影、电视剧的投资、制作和发行，以及网络游戏发行和运营业务。其中电视剧业务主要由万达影视控股子公司新媒诚品运营，网络游戏业务主要由万达影视全资子公司互爱互动运营。通过本次交易，上市公司电影业务将向上延伸至电影投资、制作和发行，全面覆盖电影全产业链，同时这次交易也是公司搭建影视 IP 平台、影游互动平台的关键环节。交易完成后，上市公司既有的庞大院线终端和会员体系的显著优势，将与万达影视所积累的 IP 资源和集电视剧、电影、游戏于一体的业务资源形成良性互动关系，助力于公司持续地建设泛娱乐化平台。

图 67：万达影视主要下属公司情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

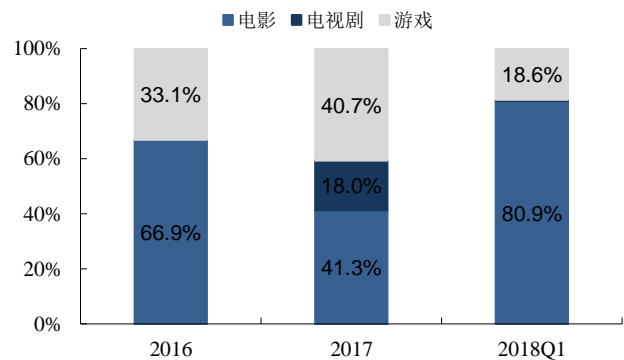
万达影视营业收入主要来源于电影、电视剧和游戏相关业务，2016 年、2017 年及 2018 Q1，万达影视营业收入分别为 9.95 亿元、20.20 亿元和 8.84 亿元，净利润分别为 3.36 亿元、5.96 亿元和 4.07 亿元，2017 年收入/净利润增速分别为 103%/77%，实现了较快增长。分结构来看，2016-2018Q1 电影业务营收占比分别为 66.9%、41.3%、80.9%，电视剧业务占比分别为 0%、18.0%、0.5%，游戏业务占比分别为 33.1%、40.7%、18.6%。

图 68：万达影视近年营收净利情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 69：万达影视分业务收入贡献



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

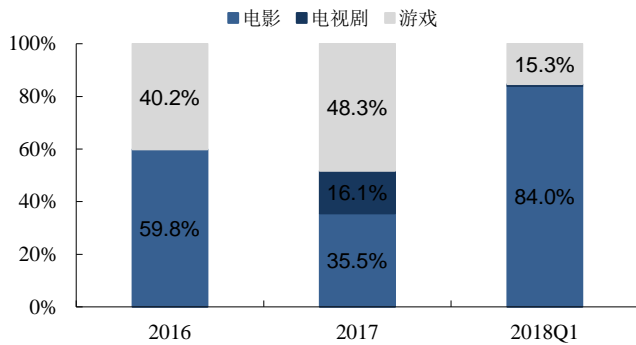
表 2：万达影视收入拆分及毛利情况

(单位：亿元)	2016	2017	2018Q1
万达影视营业总收入	9.95	20.20	8.84
YOY		103.0%	-
电影业务	6.66	8.39	7.18
占比	66.9%	41.5%	81.2%
YOY		26.01%	-
毛利率	48.1%	44.0%	69.3%
电视剧业务		3.65	0.05
占比		18.1%	0.5%
YOY		-	-
毛利率		45.9%	91.6%
游戏业务	3.29	8.26	1.65
占比	33.1%	40.9%	18.7%
YOY		150.9%	-
毛利率	65.4%	60.8%	55.0%
整体毛利率	53.9%	51.4%	67.9%
销售费用率	6.9%	12.7%	12.8%
管理费用率	9.3%	7.1%	5.7%
期间费用率	16.3%	19.6%	18.7%
净利润	3.36	5.96	4.07
YOY		77.38%	-
净利润率	33.8%	29.5%	46.0%

数据来源：wind，东吴证券研究所

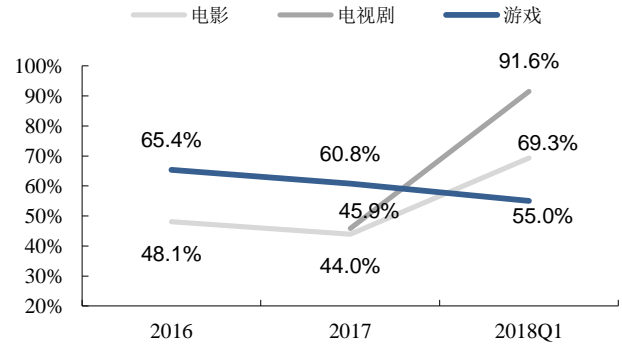
2016 年、2017 年及 2018 Q1，万达影视毛利率水平分别为 53.86%、51.36%、67.88%。分结构来看，电影业务和电视剧业务毛利率存在一定波动，主要原因是影视片属于非标准化产品，各部影视片毛利率差异较大，游戏发行业务近几年毛利率则保持相对稳定，主要是从事游戏发行业务的子公司互爱互动与上下游同业公司达成良好持久的合作关系，游戏分成等商业安排较为成熟稳定，相应运营成本也较为稳定。

图 70：万达影视分业务毛利贡献



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

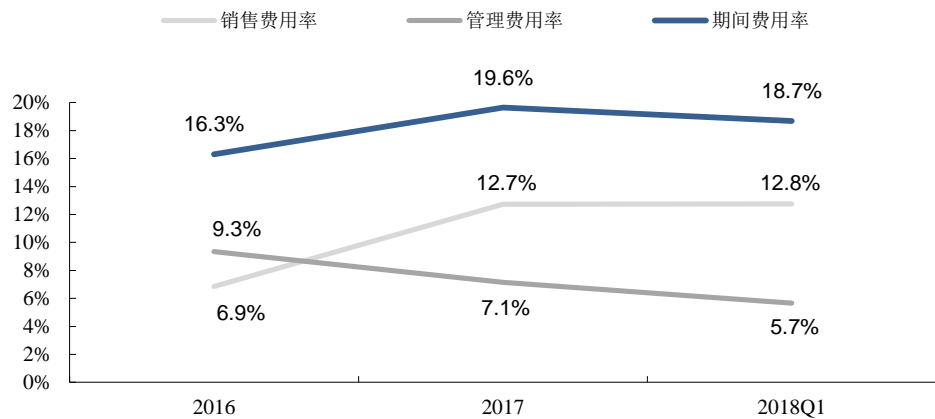
图 71：万达影视分业务毛利率水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

期间费用率方面，2016 年、2017 年及 2018 Q1，万达影视期间费用率分别为 16.3%、19.6%、18.7%，小幅波动。其中销售费用率分别为 6.9%、12.7%、12.8%，主要系随着影视剧和游戏业务规模的持续扩大，广告宣传费相应增加，带动销售费用率上升；管理费用率分别为 9.3%、7.1%、5.7%，主要系随着万达影视业务规模的持续扩大，管理工作规模效应逐渐显现。

图 72：万达影视近年期间费用率情况



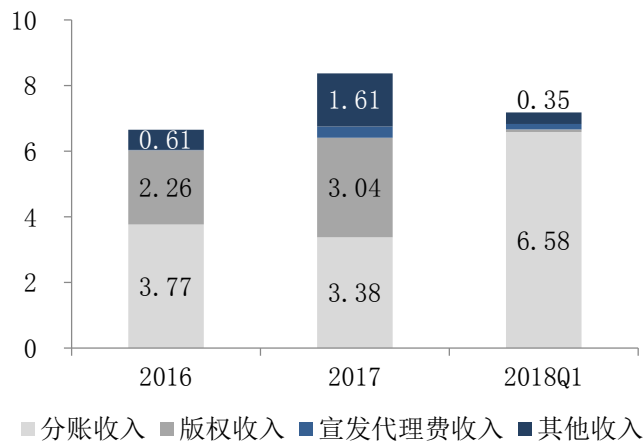
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.1. 电影业务：电影制作和投拍能力表现出色，助力公司打造电影产业闭环

2016 年、2017 年及 2018Q1，万达影视电影业务营业收入分别为 6.66 亿元、8.37 亿元、7.18 亿元，净利润分别为 1.99 亿元、1.75 亿元、3.62 亿元。分结构来看，万达影视电影业务主要收入为电影票房分账收入、版权收入、宣发代理费收入及其他收入等，其中分账收入和版权收入是万达影视电影业务的主要收入来源。2016-2018Q1，万达影

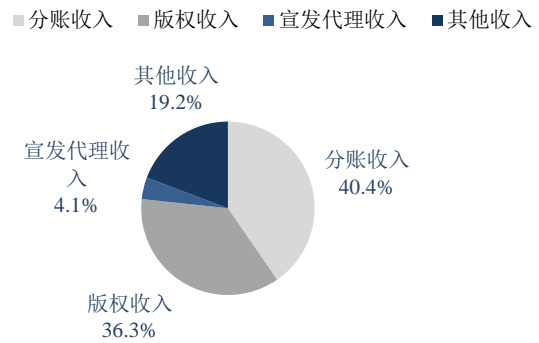
视电影分账收入分别为 3.77 亿元、3.38 亿元和 6.58 亿元，占主营业务收入比例分别为 56.59%、40.35%、91.71%。主要系万达影视加大多元化内容投入，提升电影的内在品质，确保其票房收入呈现增长态势，从而获得更多的分账收入。收购万达影视，意味着上市公司将能以优质内容的创作为起点，带动整个电影生态圈的良性循环式发展。

图 73: 万达影视电影业务收入结构拆分 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 74: 2017 年万达影视电影业务收入拆分



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 3: 万达影视电影业务盈利情况

(单位: 亿元)	2016	2017	2018Q1
电影业务营业收入	6.66	8.37	7.18
YOY		25.7%	-
电影票房分账收入	3.77	3.38	6.58
占比	56.6%	40.4%	91.7%
YOY		-28.7%	-
版权收入	2.26	3.04	0.08
占比	33.9%	36.3%	1.1%
YOY		7.0%	-
宣发代理费收入	0.02	0.34	0.17
占比	0.3%	4.1%	2.4%
YOY		1252.7%	-
其他收入	0.61	1.61	0.35
占比	9.2%	19.2%	4.9%
YOY		110.0%	-
毛利率	48.1%	44.0%	69.3%
净利润	1.99	1.75	3.62
YOY		-12.1%	-
净利率	29.9%	20.9%	50.4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

2016年、2017年及2018Q1，万达影视电影业务毛利率分别为48.14%、43.98%、69.31%。电影业务的营业成本主要为电影的制作成本、版权分配成本和其他成本等，万达影视电影业务毛利率存在波动，主要系影视片属于非标产品，各部影视片毛利率均有不同。2016年和2017年上映的影片量级较小，市场表现平淡，毛利率基本维持行业平均水平，2018Q1万达影视电影业务毛利率高达69.31%，主要受《唐人街探案2》表现出色推动，其票房33.9亿，一定程度上拉动了公司毛利率。

万达影视参与投资制作的影片多出现高票房佳作，投资规模不断加大，展现了公司稳定而出色的电影制作能力和投拍能力。一方面，分账票房持续为公司业绩提供直接的增长动力，另一方面，投资影片有助于公司储备优质IP，为影剧联动、影游联动、版权经营模式多样化提供可能。

2015年万达影视投资影片票房总计61.5亿元，约占国产片票房份额23%，已位列国内民营电影制作公司第一。2016年的两部暑期档电影《快手枪手快枪手》、《那件疯狂的小事叫爱情》面对同类型影片前后夹击的激烈战况，票房增长乏力，影响了公司投资影片总票房表现，当年投资影片票房下滑至27.66亿元，占国产片票房份额10.37%。在随后的2017年，万达影视接连参投多部优质影片，如《记忆大师》、《心理罪》、《神奇女侠》、《羞羞的铁拳》、《三生三世十里桃花》等，其中由美国华纳兄弟影片公司出品、公司参投7.5%的奇幻动作片《神奇女侠》收获全球票房82,185万美元，万达影视全年投资影片票房累计高达158.44亿元，约占国产片票房份额28%。

2018年一季度，万达影视以54.5%的占比投资影片《唐人街探案2》，其融合侦探故事与喜剧元素，凭借前作积累的良好口碑和高品质的故事内核，斩获票房33.9亿元，该系列作品已形成较稳定的粉丝基础，未来有望再掀观影热潮，带动影剧联动、影游互动等，利好公司长足发展。

表4：万达影视参与投资的主要电影及票房情况

序号	项目	上映日期	票房（万元）
1	《煎饼侠》	2015年7月17日	116,275
2	《滚蛋吧！肿瘤君》	2015年8月13日	51,180
3	《寻龙诀》	2015年12月18日	168,274
4	《唐人街探案》	2016年1月1日	82,441
5	《火锅英雄》	2016年4月1日	37,053
6	《情圣》	2016年12月30日	65,885
7	《记忆大师》	2017年4月28日	29,292
8	《神奇女侠》	2017年6月2日	82,185 万美元（全球） 61,009（中国）
9	《心理罪》	2017年8月11日	30,397
10	《缝纫机乐队》	2017年9月29日	45,671

11	《英伦对决》	2017年9月30日	53,695
12	《解忧杂货店》	2017年12月29日	22,298
13	《唐人街探案2》	2018年2月16日	339,666
14	《熊出没·变形记》	2018年2月16日	60,531

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

此外，公司2018年正在热映或计划上映的参投影片共计18部，包括徐克时隔五年推出的系列电影续作《狄仁杰之四大天王》，改编自同名国漫、电视剧版于腾讯视频上线首日播放量即破亿的青春喜剧片《快把我哥带走》，由开心麻花团队打造、沈腾出演男主的《西虹市首富》，刘慈欣原著改编、吴京参演的国产太空电影《流浪地球》等，影片类型涵盖丰富，话题性十足。对标同类型影片历史表现，我们预计上述影片合计实现票房接近100亿元，加上18年已上映的《唐人街探案2》、《熊出没·变形记》实现的40亿元票房，我们预计公司18年全年参与投资的影片合计实现票房140亿元左右。

表5：万达影视2018年正在热映或计划上映的主要参投电影

电影名称	类型	导演/主要演员	计划上映时间	投资比例
我不是药神	剧情/喜剧	文牧野/徐峥/周一围	已上映	4%
狄仁杰之四大天王	动作/悬疑	徐克/赵又廷/冯绍峰/林更新	已上映	10%
西虹市首富	喜剧	闫非/沈腾/宋芸桦	已上映	5%
快把我哥带走	剧情/喜剧	郑芬芬/张子枫/彭昱畅	2018/8/17	30%
反贪风暴3	剧情/动作	林德禄/古天乐/张智霖	2018/8/24	20%
素人特工	喜剧/动作	袁锦麟/王大陆/许魏洲	2018/12/21	30%
流浪地球	科幻	郭帆/吴京/屈楚萧	2018年7月	10%
沉默的证人	动作/悬疑	雷尼·哈林/张家辉/杨紫/任贤齐	2018年8月	70%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

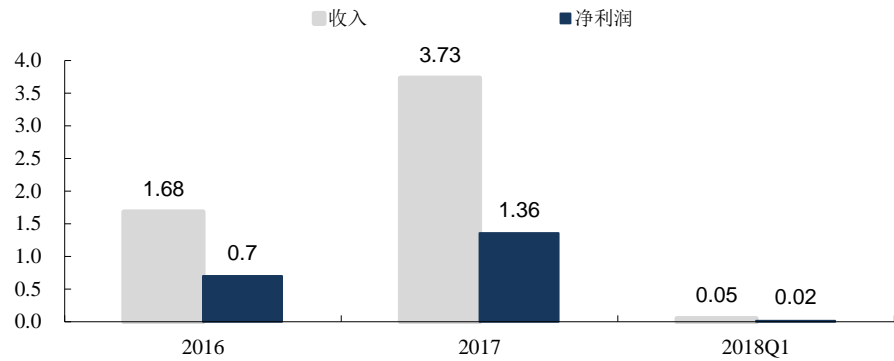
万达影视重视IP资源储备，尤其是优秀IP的早期市场开发。剧本是影视作品的源头，目前公司储备的优秀IP包括张牧野小说《鬼吹灯》部分卷集的影视改编权、天蚕土豆小说《斗破苍穹》的电视剧改编权和摄制权、陈建利小说《西域列王纪》的影视剧改编权和拍摄权等。这些影视类IP资源的储备为万达影视未来持续的精品电影制作打下坚实的基础。在积极储备优秀IP资源作为未来影视剧剧本创作的坚实基础外，万达影视亦高度重视IP运营能力，探索基于IP的合作开发、版权再授权、提前锁定新媒体播放购买意向等经营模式，提升盈利能力、降低经营风险。

目前万达影视正在积极筹划包括《寻龙诀》系列、《唐人街探案》系列、《斗破苍穹》系列、《西域列王纪》系列等电影作品，市场期待度较高，良好票房和新媒体发行表现可期。

4.2. 电视剧业务：制作质量及播出率均较高，18年多部影视剧发行可期

万达影视电视剧业务主要由控股子公司新媒诚品运营,2016 年、2017 年及 2018 Q1,新媒诚品分别实现营业收入 1.68 亿元、3.73 亿元、471 万元,均来自于电视剧及相关业务,实现净利润 0.7 亿元、1.36 亿元、164 万元。新媒诚品每年约生产 2~3 部电视剧作品,并参与部分电视剧的发行,其收入与其当年售出的电视剧高度相关。

图 75: 新媒诚品近年营业收入及净利润情况 (亿)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2016 年,新媒诚品实现营业收入 1.68 亿元,主要来自其参与制作并在 2016 年度完成首轮发行的电视剧《老公们的私房钱》、《梦想越走越近》和大型推理神秘音乐秀《看见你的声音》等。2017 年,新媒诚品实现营业收入 3.73 亿元,较 2016 年度增长 121.65%,主要来自于其参与制作电视剧《战地枪王》、《亲爱的她们》等。

表 6: 新媒诚品近年电视剧业务主要产品情况

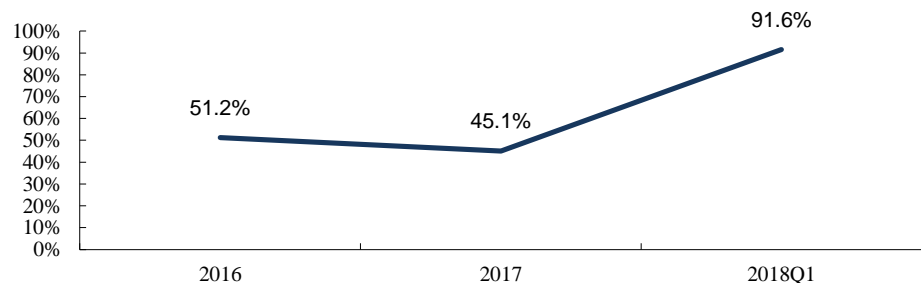
序号	电视剧	剧照	上映日期	集数	播放平台	主要合作方	主投/参投	投资及收益分成比例
1	贤妻		2013 年 3 月 3 日	33	湖南卫视、吉林卫视、浙江卫视、华数网络等	辽宁七星影业有限公司、中国电视剧制作中心有限责任公司	主投	50%
2	谁是真英雄		2013 年 9 月 15 日	36	河北卫视、天津卫视、辽宁卫视、山东卫视、腾讯视频等	深圳中汇智富资产管理有限责任公司、天视卫星传媒股份有限公司	主投	67.50%
3	绝地枪王		2014 年 9 月 29 日	37	天津卫视、湖北卫视、河北卫视、中央电视台、华数网络等	天视卫星传媒股份有限公司	主投	85%
4	如果爱可以重来		2015 年 3 月 13 日	40	浙江卫视、上海电视剧频道、华数网络等	吉林鸿普影视文化有限公司、深圳市中汇影视文化传播有限公司	主投	80%

5	马上天下		2015年7月4日	40	东方卫视、云南卫视、吉林卫视、华数网络等	北京希世纪影视文化发展有限公司、辉煌尚实广告传媒（天津）有限公司	参投	40%
6	老公们的私房钱		2016年12月5日	47	江苏卫视、山西卫视等	东阳新影影视传媒有限公司	参投	30%
7	战地枪王		2017年7月5日	40	湖南卫视、深圳都市频道、上海新闻综合频道等	深圳经视、深圳都市频道、上海新闻综合频道等	主投	73%
8	梦想越走越近		2017年10月9日	40	吉林卫视、黑龙江卫视、捷成华视网络等	辽宁乐泰影视投资管理有限公司、吉林圣世文化产业有限公司	主投	70%
9	亲爱的她们		2017年12月10日	41	湖南卫视、爱奇艺、芒果TV等	浙江东阳天娱影视文化有限公司、深圳市中汇影视文化传播股份有限公司、浙江东阳乐淘淘影视文化传播有限公司	主投	90%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

新媒诚品的营业成本主要包括剧本费用、拍摄费用、后期制作费用和参投成本等，2016年、2017年及2018Q1，新媒诚品营业成本分别为8,220.02万元、20,480.94万元及39.82万元，毛利率分别为51.20%、45.14%及91.56%，2016年和2017年毛利率保持相对稳定，2018Q1毛利率有所上升，主要是18Q1新媒诚品收入以原有电视剧作品的二轮发行为主，该项业务成本率较低，故毛利率较高。

图 76：新媒诚品近年毛利率水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

期间费用率方面，2016年、2017年及2018Q1，新媒诚品期间费用率分别为7.3%、5.7%、66.3%，2016、2017年新媒诚品销售费用率、管理费用率保持相对稳定，2018Q1

由于无新电视剧作品发行，收入总额较低导致期间费用率上升较大。

表 7：新媒诚品电视剧业务盈利情况

(单位：亿元)	2016	2017	2018Q1
新媒诚品营业收入	1.68	3.73	0.05
YOY		122.0%	-
毛利率	51.2%	45.1%	91.6%
销售费用率	3.0%	2.7%	16.5%
管理费用率	4.4%	2.0%	43.1%
期间费用率	7.3%	5.7%	66.3%
净利润	0.70	1.35	0.02
YOY		92.9%	-
净利率	41.7%	36.2%	34.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

经营模式上，新媒诚品采取以销定产的经营模式，保证出品电视剧具有较高的制作质量及高于同业的播出率，从而实现较低的存货水平及负债水平，形成较好的市场口碑。其投资拍摄的电视剧基本实现了同年内完成开机和卫视首轮播出，所投的电视剧全部在卫视播出，复播率较高，2012 年投拍的电视剧《贤妻》和《谁是真英雄》至今还有电视台购买播出。2014 年投拍的电视剧《绝地枪王》先后在 30 家以上卫视和地面台播出。人员方面，新媒诚品核心经营团队由具有多年从业经验的业内知名人士组成，对行业的现状以及未来发展方向认识清晰，具备较强的分析能力和洞察力。目前新媒诚品业务团队以 5 名核心技术人员为主，均具有多年影视行业从业经验，能保障电视剧的顺利制作与发行。

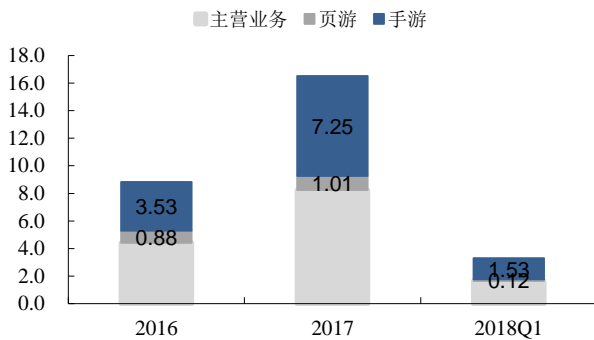
新媒诚品于 2017 年第四季度发行的《亲爱的她们》已取得了良好的市场反响和收益。此外，其已就未来 2-3 年内的新作品制定了明确的开发、制作和发行计划，2018 年，包括《正阳门下 2》、《一念时光》、《如果可以，绝不爱你》等在内的多部电视剧和网剧将完成发行。

4.3. 游戏业务：多款游戏产品流水良好，游戏运营毛利率高，IP 影游联动正当时

万达影视网络游戏业务主要由全资子公司互爱互动运营，其成立于 2011 年，主营业务为网络游戏发行和运营，主要包括网页游戏和移动网络游戏。互爱互动根据游戏的充值流水，按照与游戏平台渠道商合作协议所协定的游戏分成比例计算分成金额确认收入。2016 年、2017 年及 2018Q1，互爱互动主营业务收入全部来自于游戏发行业务，分别为 4.41 亿、8.26 亿及 1.65 亿，其中页游收入分别为 0.88 亿、1.01 亿、0.12 亿，手游收入分别为 3.53 亿、7.25 亿、1.53 亿。2016-2018Q1 实现净利润分别为 2.16 亿元、

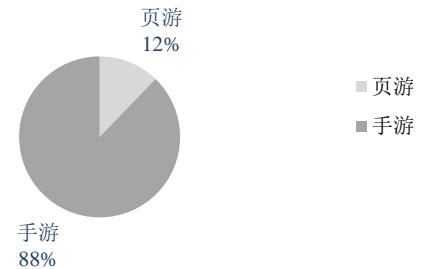
2.87 亿元、0.47 亿元。

图 77：互爱互动近年业绩持续增长（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

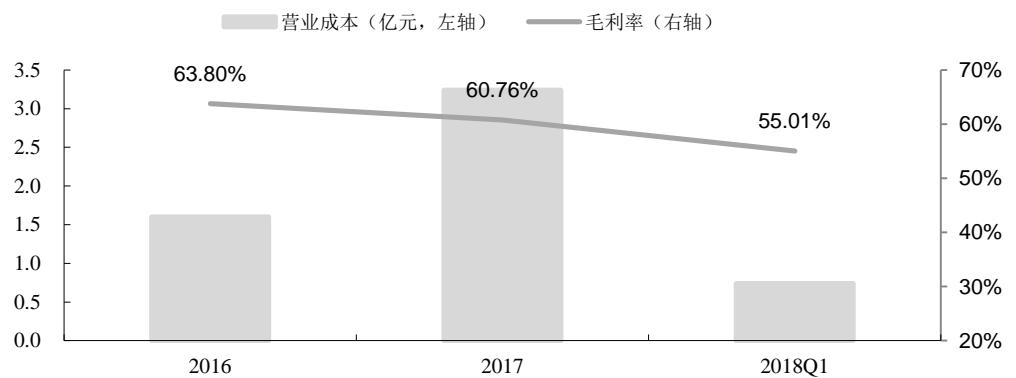
图 78：2017 年互爱互动页游和手游收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

游戏运营毛利率水平较高，近年来受分成比例影响整体毛利率有所下滑。互爱互动的营业成本主要包括游戏分成款和人工成本等，2016 年、2017 年及 2018Q1，互爱互动营业成本分别为 1.60 亿、3.24 亿及 0.74 亿，对应的毛利率分别为 63.80%、60.76%及 55.01%。游戏运营的毛利率水平较高，但近年来整体毛利率有所下滑，主要原因是互爱互动与分成比例更高的游戏研发合作方推出的游戏贡献的营业收入占比有所提升，导致分成成本相应上升。

图 79：游戏运营毛利率水平较高



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

期间费用率方面，2016 年、2017 年及 2018 Q1，互爱互动期间费用率分别为 11.3%、24.5%、26.8%，其中销售费用率分别为 6.1%、16.5%、10.6%，2017 年销售费用较 2016 年大幅上升，主要系新上线游戏推广宣传增加所致；管理费用率分别为 6.4%、7.2%、

10.0%，2017 年管理费用较 2016 年有所上升，主要系管理人员工资增加、研发支出增加所致。

表 8：互爱互动游戏业务盈利情况

(单位：亿元)	2016	2017	2018Q1
互爱互动营业收入	4.41	8.25	1.65
YOY		87.1%	-
毛利率	63.8%	60.8%	55.0%
销售费用率	6.1%	16.5%	10.6%
管理费用率	6.4%	7.2%	10.0%
期间费用率	11.3%	24.5%	26.8%
净利润	2.16	2.87	0.47
YOY		32.9%	-
净利率	49.0%	34.8%	28.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

互爱互动拥有丰富的产品体系与全平台的覆盖能力，是其核心竞争力所在。

经过多年的经验积累及投入，互爱互动已经储备较为丰富的游戏产品组合。其发行和运营了多款网页游戏、移动网络游戏，实现从 PC 端到手机端的全平台覆盖，游戏囊括三国、仙侠、武侠、体育、魔幻等多种题材，覆盖 SLG、ARPG、ACT 等多种类型。其中运营的多款游戏表现良好，月流水峰值超过千万元。

互爱互动构建了以苹果、腾讯双平台为核心，以安卓联运及运营商渠道为重要组成部分的立体化渠道发行体系。

- 互爱互动是第一批接入腾讯开放平台的内容合作伙伴，通过与腾讯深度合作，依托腾讯庞大的用户规模及其强关系链，持续打造明星产品。2011 年在腾讯平台推出社交游戏《胡莱三国》，运营至今累计实现 2 亿多注册用户，最高日活跃用户达到 1,000 万，付费用户 300 多万；《胡莱三国》、《斩仙》也成为腾讯平台页游历史收入前三的游戏。
- 互爱互动一直高度重视与苹果公司的合作，也是苹果应用商店（中国区）最早的合作伙伴之一。2011 年《胡莱三国》手游在苹果应用商店排行榜上排名第一；2014 年 9 月，《全民斩仙》登陆苹果应用商店，并登上免费榜第一名。2015 年 12 月，《中超风云》获苹果应用商店推荐。
- 在安卓联运市场上，与包括 360、百度、小米、UC、VIVO、华为等上百家渠道全面合作，覆盖超过 95% 的安卓用户。2015 年 4 月，《火柴人联盟》在安卓全渠道同步首发，实现前 3 天下载量突破百万；2015 年 10 月发行的《中超风云》，在 2015 年体育类游戏中排名第一。
- 在国内手机游戏市场，由于话费支付针对小额付费有天然优势，90% 以上单机

/弱联网游戏使用运营商话费支付作为主要支付方式，运营商已成为国内手机游戏的重要发行和计费平台。互爱互动与三大运营商全面合作，整合运营商计费、流量、用户等核心资源，有力地保障了单机游戏的成功发行。由互爱互动发行的单机游戏《火柴人联盟》，成为 2015 年单机新品收入排名前列的游戏。

表 9：互爱互动多款游戏产品月流水峰值超千万元

游戏名称	游戏类型	公测日期	游戏题材	游戏类型	报告期内月流水峰值 (万元)
斩仙	网页游戏	2012 年 11 月	仙侠	ARPG	1,001.36
神仙劫	网页游戏	2017 年 3 月	西游	ARPG	1,101.68
新神曲	移动网络游戏	2013 年 12 月	西方魔幻	ARPG	1,069.87
全民斩仙	移动网络游戏	2014 年 3 月	仙侠	ARPG	1,027.71
中超风云	移动网络游戏	2015 年 12 月	体育	SLG	1,573.93
战舰少女 R	移动网络游戏	2016 年 3 月	二次元	SLG	1,147.22
探墓风云	移动网络游戏	2016 年 9 月	玄幻	ARPG	3,351.93
小小军团：合战三国	移动网络游戏	2016 年 10 月	三国	SLG	1,813.92
勇者大作战	移动网络游戏	2017 年 4 月	动漫	放置类	3,487.51
豪门足球风云	移动网络游戏	2017 年 6 月	体育	SLG	4,474.19
胡莱三国 2	移动网络游戏	2017 年 6 月	三国	SLG	9,096.29
射雕英雄传	移动网络游戏	2017 年 7 月	武侠	ARPG	3,516.84

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

《花千骨》为影游互动提供成功范本，IP 联动泛娱乐运作将更为流行。采用影游互动的《花千骨》引爆了 2015 年的电视剧及手游行业暑期档，为影游互动的合作模式提供范例。粉丝群庞大的热门 IP，影视和游戏作品质量过硬，采用同时上线、互推互动的运营模式，都成为影游互动的核心要素，并逐渐被更多厂商采用。未来影视行业与游戏行业之间的热门 IP 联动的泛娱乐运作预计将更为流行，影视行业与游戏行业之间对 IP 资源的运作正逐步从消耗式改编向增值式改编转变，IP 运作将覆盖泛娱乐各个子领域。

互爱互动 IP 资源获取及运营能力突出，18 年预计有多款游戏产品上线。通过《焚天之怒》、《胡莱三国》系列页游和手游、《中超风云》和《豪门足球风云》的发行，互爱互动在游戏 IP 打造以及 IP 类游戏运营方面已积累丰富经验。同时，互爱互动作为万达影视控股全资子公司，借助万达影视和万达电影在影视方面的积累，无论从挖掘内部影视 IP 资源进行游戏改编，还是引入外部 IP 开展游戏产品合作，相比较其他游戏发行商，均具有无可比拟的资源优势。游戏市场越来越重视 IP 资源，互爱互动无疑有着独特的竞争能力。此外，18 年公司预计将有多款游戏产品上线，为业绩提供有力支撑。

表 10：互爱互动准备上线游戏情况

类型	游戏名称	游戏类型	代理/自研	IP 情况	首测时间	预计公测时间
----	------	------	-------	-------	------	--------

手游	龙魂之剑	3DMMORPG	代理	无	2017年7月	2018年4月
手游	天生不凡	3DMMORPG	代理	无	2017年12月	2018年5月
H5	飞剑问仙	挂机	代理	无	2018年5月	2018年6月
手游	绝世武林	MMORPG	代理	无	2018年5月	2018年6月
手游	豪门足球风云(海外)	模拟经营	代理	引进IP	2018年3月	2018年6月
手游	悬空城(海外)	MMO 卡牌 SLG	代理	无	2018年6月	2018年6月
页游	不灭轮回	ARPG	代理	无	2018年4月	2018年6月
手游	绝地兽人	卡牌角色扮演	代理	无	2018年12月	2018年6月
H5	绯雨骑士团	挂机	代理	无	2018年2月	2018年6月
手游	全民斩仙2	ARPG	代理	自研IP	2018年3月	2018年7月
手游	斗兽战棋	战棋	代理	无	2018年5月	2018年7月
手游	胡莱三国2(海外)	SLG+RPG	代理	自研IP	2018年3月	2018年7月
手游	东离剑游纪之生死一剑	卡牌	代理	引进IP	2018年5月	2018年7月
手游	妖怪正传	卡牌	代理	无	2017年11月	2018年8月
手游	秦皇汉武	SLG+RPG	代理	无	2018年6月	2018年8月
手游	勇者大作战2	挂机	代理	无	2018年7月	2018年9月
手游	大唐风云	挂机	代理	无	2018年6月	2018年9月
手游	中超风云2	体育/模拟经营	代理	引进IP	2018年5月	2018年9月
手游	海岛风云	SLG+RPG	代理	无	2018年6月	2018年9月
手游	胡莱三国3D	SLG+RPG	代理	自研IP	2018年7月	2018年10月

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

5. 盈利预测

1) 票房收入。2017年及2018年(截止目前)票房收入增长已进入平缓期,考虑到2018年下半年整体市场的低迷以及行业仍处扩张期,以及综合考虑国外票房因素的印象,预计2018年票房收入增速在8%左右,万达院线的市场份额预计有小幅下降,另外随着行业存量中小影院加速出清以及19、20年海外片的预计回暖,预计2019-2020年票房增速在15%-20%,预计行业集中度将提升。

2) 商品销售。商品销售是未来万达院线弹性最大的业务,非票收入的占比有望达到营收的50%,以观影人次增长为基础的爆米花逐步向以“IP”、创意为主的玩具、服装、VR场景转变,随着时光网衍生品设计能力和万达院线线下销售能力的结合,以及娱乐场景的布局,我们乐观预计未来衍生品收入将保持20%左右的增速。

3) 广告收入。广告收入受经济周期及世界杯的影响,预计2018年增速有所回落。2019-2020年我们认为随着公司银幕数的增多,一方面院线面对广告主的议价能力变强,另一方面广告价格也会逐渐提升,综合考虑,我们预计广告收入增速在20%左右。

由于18年扩张加快,影院扩张增速超过票房增速,毛利率预计将呈现下滑趋势,

据我们上述行业分析认为 2019 预计行业毛利率将迎来拐点，我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 144.1、168.5、197.7 亿，预计公司归母净利润 15.65、18.57、21.84 亿，对应 EPS 为 0.89、1.05、1.24 元，对应 PE 分别为 25,21,18X。假设并购成功但不考虑配套融资的情况下，按照万达影视的承诺业绩计算，2018-2020 年备考归母净利润约为 24.2、28.9、34.1 亿，按照并购成功后总股本 20.82 亿股计算，对应 2018-2020 年备考 PE 为 19、16、14X。

我们选取了同属于院线板块的中国电影、横店影视、上海电影以及 A 股渠道稀缺标的芒果传媒作为估值比较，结合万达院线在行业内及公司质地，给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值情况

可比公司	目前股价	EPS		PE	
		2019E	2020E	2019E	2020E
中国电影	13.84	0.73	0.83	19	17
横店影视	21.02	1.18	1.30	20	16
上海电影	12.86	0.72	0.75	18	17
芒果超媒	34.51	1.36	1.77	25	19
行业平均				21	17

数据来源：表中预测均为 WIND 一致预测，东吴证券研究所

6. 风险提示

(1) 票房收入增速不及预期的风险；

票房增速由于在短期的维度来看，主要是由于内容驱动的，优质内容的表现及当期有一定的不确定性，头部优质影片在全年票房收入中占比较高，个别影片的表现不及预期有影响整体票房收入增速的风险。

(2) 非票收入增速不及预期的风险；

广告收入、卖品收入等业务毛利率较高，是公司业绩增长的主要驱动力，由于宏观经济因素的影响等非票收入有不及预期的风险；

(2) 商誉减值的风险；

公司收购项目多为内容制作公司，政策对娱乐文化产业的监管预计趋严，短期内可能会对于项目的开机、确认等有所影响，业绩有完不成承诺商誉有一定的减值风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

