

万达电影 (002739)

公司研究/深度报告

院线行业领头羊，全产业链深化布局

深度研究报告/传媒行业

2018 年 11 月 16 日

报告摘要:

● 行业领军者地位稳固，营收结构进一步优化

公司业绩稳定增长，2018 年前三季度实现营业收入 109.05 亿元，同比增长 7.06%；多年来公司在电影票房收入、影院数量以及市场占有率方面，均领先于国内其他院线，为国内第一。公司票房收入占比由 2012 年的 81.2% 降至 2017 年的 66%，毛利率更高的非票收入稳定发展，公司盈利结构得到优化。

● 行业迎来全新拐点，积极渠道下沉见成效

2017 年下半年开始，观影人数开始回升，电影行业逐渐回暖。2018 春节档我国居民观影热情高涨，全年票房稳定增长，增速有望超过 2017 年。近两年，电影市场开始全面下沉，三四五线城市票房增速高于一二线，开始成为各大院线争夺的重点。万达电影瞄准新蓝海，积极进行渠道下沉，在三、四、五线城市的票房增速高于其在一、二线城市的票房增速，战略调整已见成效。

● 公司布局全球全产业链，发挥集团协同效应

公司积极布局全产业链，2018 年 6 月公告拟收购万达影视，包括电影板块、电视剧板块和游戏板块；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；全产业链布局有望发挥集团协同效应，深化公司产业优势。

● 投资建议

看好公司维持院线行业领军者地位，并建成影视制作、发行、渠道和后续变现的完整布局。不考虑收购，预计公司 2018、2019、2020 年能够实现归母净利润 15.83、18.79、21.13 亿元，对应 PE 分别为 27X、22X、20X。维持公司“推荐”评级。

● 风险提示

票房增长不及预期，行业整合不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	13,229	14,600	16,700	19,200
增长率 (%)	18.0%	10.4%	14.4%	15.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,516	1,583	1,879	2,113
增长率 (%)	10.9%	4.5%	18.7%	12.4%
每股收益 (元)	1.29	0.89	1.07	1.20
PE (现价)	-	26.6	22.1	19.8

资料来源：公司公告、Wind、民生证券研究院

推荐

维持评级

当前价格： 23.70 元

交易数据 2018-11-15

近 12 个月最高/最低	34.56/22.17
总股本 (百万股)	1,761
流通股本 (百万股)	1,710
流通股比例 %	97.10
总市值 (亿元)	417
流通市值 (亿元)	405

该股与沪深 300 走势比较



数据来源：Wind、民生证券研究院

分析师：胡琛

执业证号： S0100513070016

电话： (8610) 85127645

邮箱： huchen_yjs@mszq.com

研究助理：武子皓

执业证号： S0100118010057

电话： (8621) 60876759

邮箱： wuzihao@mszq.com

相关研究

1. 万达电影 (002739) 3 月经营点评：2018Q1 票房收入同比增长 30%，经营规模持续扩张。20180412
2. 万达电影 (002739) 2017 年报点评：2017 业绩同比增长 10.9%，经营规模持续扩张。20180502

目录

一、行业龙头地位稳固，营收结构不断优化.....	3
1.1 股权结构集中，营收增长稳定	3
1.2 非票业务营收比重增加，市占率远超同行	5
1.3 票房影院数位列第一，行业龙头优势明显	11
二、电影行业整体回暖，市场下沉形成盈利新增长点.....	13
2.1 市场行情乐观，票房营收回暖	13
2.2 渗透三线以下中小城市，拓展盈利新增长点	16
2.3 头部影片显现新特点，平台方参与度提高	17
三、非票业务持续增长，营收结构向好.....	18
3.1 影院广告市场规模剧增，助推映前广告营收增加.....	22
3.2 影院联动效应显现，非票商品营收增加	25
四、推进全球化布局，实现全产业链发展.....	26
4.1 收购万达影视，打造泛娱乐平台	26
4.2 推进全球化布局，开创全球电影产业新霸业	27
4.3 促进全产业链发展，实现上下游协同发展	29
4.4 与战略投资者多方合作，形成优势互补长期利好	29
五、盈利预测与投资建议	30
六、风险提示	30
插图目录	33
表目录	34

一、行业龙头地位稳固，营收结构不断优化

1.1 股权结构集中，营收增长稳定

万达电影股份有限公司(曾用名:万达电影院线股份有限公司)于 2005 年 1 月 20 日成立,法定代表人为张霖。2007 年 10 月,万达院线总部由大连搬迁至北京。2011 年 3 月 24 日,万达院线与 IMAX 公司签署战略合作协议,成为全球排名第 2 的 IMAX 营运商。

2018 年 2 月 5 日,万达集团公告,杭州臻希投资管理有限公司(阿里巴巴集团)、文投控股股份有限公司与万达集团在北京签订战略投资协议,臻希投资、文投控股以每股 51.96 元分别收购万达集团持有的万达电影 7.66%、5.11% 的股份。其中臻希投资出资 46.8 亿元、于 2018 年 5 月 17 日完成股份过户登记转让,已成为万达电影第二大股东。文投控股出资 31.2 亿元,交易尚未完成,完成后将成为公司第三大股东。万达集团仍为万达电影控股股东,将持有 48.09% 的股份。公司股权集中,前 10 大股东持有 70% 以上的股份,截至 2018Q3,实际控制方“北京万达投资有限公司”持有 50.70% 的公司股份达到绝对控股,保证了公司战略的执行力度与效率。

表 1: 2018Q3 前 10 大股东列表

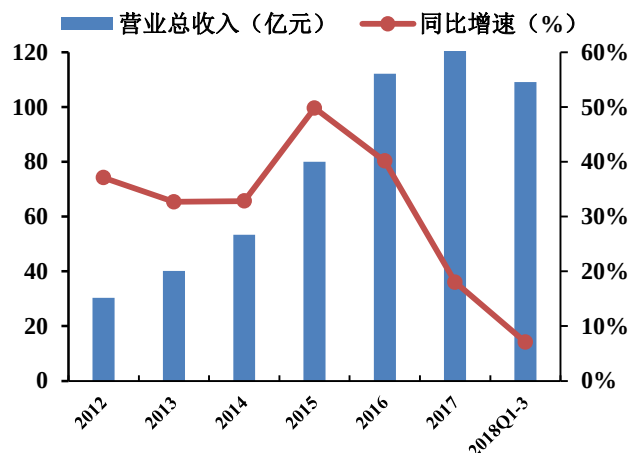
排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例 (%)	股本性质
1	北京万达投资有限公司	892,975,779	50.70	A 股流通股
2	杭州臻希投资管理有限公司	135,000,000	7.66	A 股流通股
3	北京万达文化产业集团有限公司	44,165,316	2.51	限售流通 A 股
4	上海仁福投资有限公司	36,177,000	2.05	A 股流通股
5	孙喜双	34,294,778	1.95	A 股流通股
6	东莞市凯德实业投资有限公司	30,000,000	1.70	A 股流通股
7	世茂影院投资发展有限公司	20,259,318	1.15	A 股流通股
8	博瑞远达(天津)股权投资合伙企业(有限合伙)	17,964,271	1.02	A 股流通股
9	逢宇峰	17,095,473	0.97	限售流通 A 股, A 股流通股
10	王思聪	15,000,000	0.85	A 股流通股
	合 计	1,242,931,935	70.56	

资料来源: Wind, 民生证券研究院

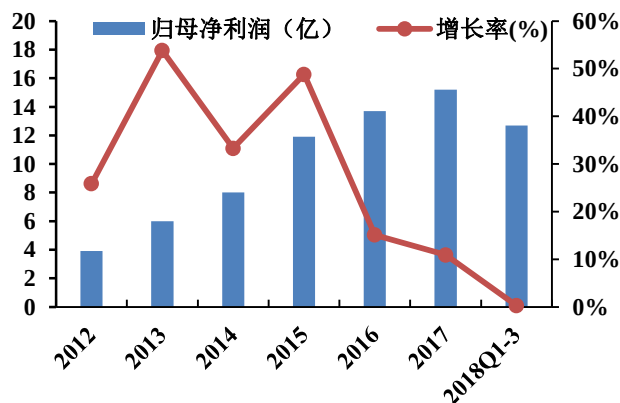
万达电影营收及净利皆保持稳定增长。截止至 2017 年底,公司营收达到 132.3 亿,同比增长 18.02%; 2018 年前三季度,公司营收达到 109.05 亿,同比增长 7.06%。公司营收稳步提升,最近五年复合增长率达到 28.6%。2018 年前三季度,公司归母净利达到 12.68 亿,同比微增 0.3%,最近五年归母净利润复合增长率达到 20.3%。

图 1: 2012-2018Q1-3 年万达电影营业收入

图 2: 2012-2018Q1-3 年万达电影归母净利润



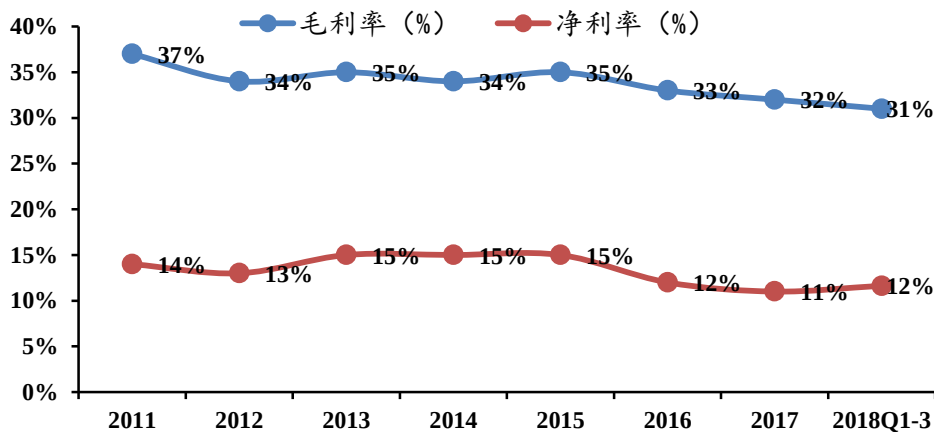
资料来源: Wind, Bloomberg, 民生证券研究院



资料来源: Wind, Bloomberg, 民生证券研究院

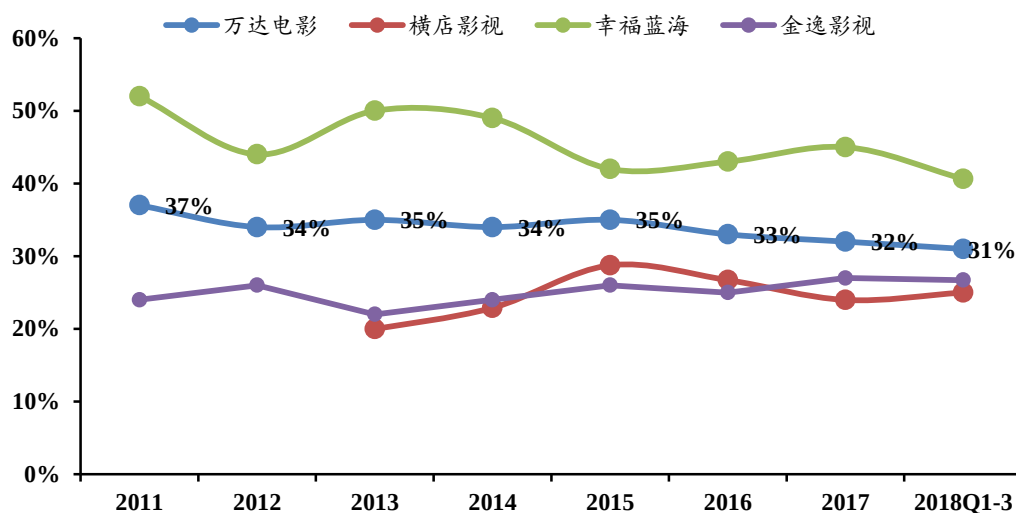
公司多年来毛利率与净利率保持稳定，近年来由于整体票房增速放缓、公司新增银幕数量高于票房增速，毛利率略有下滑。由于主营业务成本的确认范围不同，各家可比公司的毛利率差别较大，但公司整体净利率多年来处于行业较高水平。

图 3: 销售毛利率与销售净利率



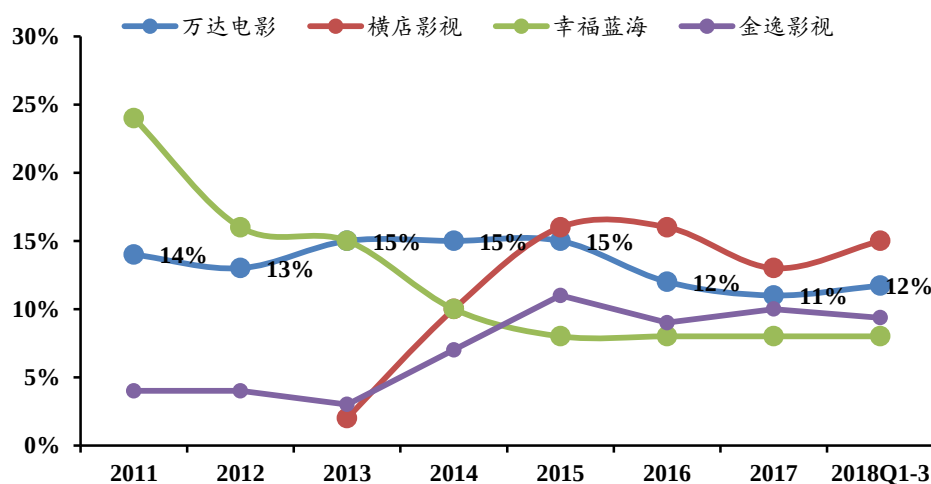
资料来源: Wind, Bloomberg, 民生证券研究院

图 4: 销售毛利率对比



资料来源: Wind, Bloomberg, 民生证券研究院

图 5: 销售净利率对比



资料来源: Wind, Bloomberg, 民生证券研究院

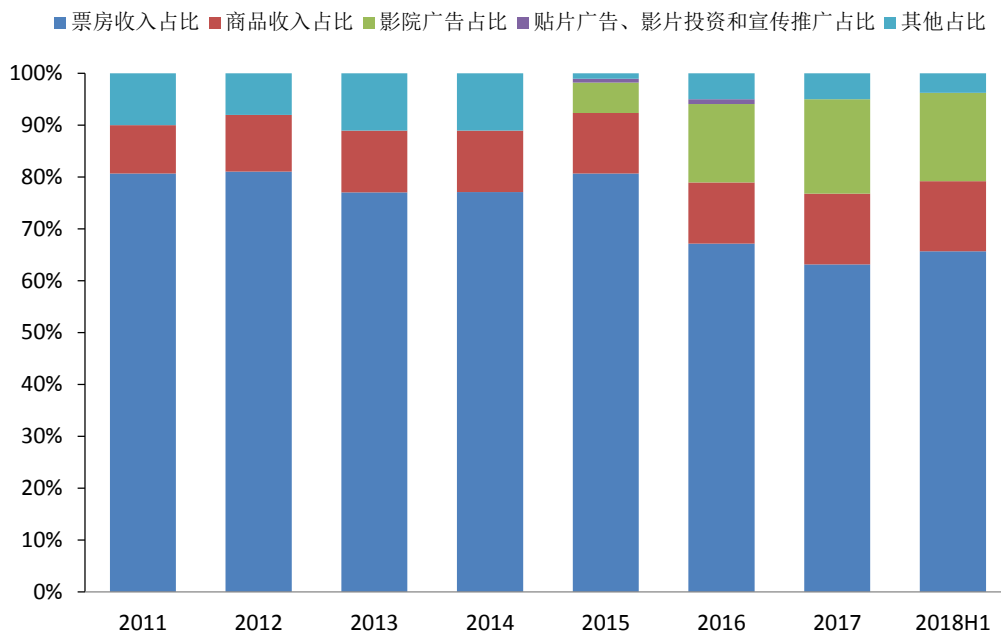
1.2 非票业务营收比重增加，市占率远超同行

万达电影票房收入占营收比重最大，影院广告业务崛起迅速。公司主营业务中票房收入作为主要收入来源其占比逐年降低，由 2011 年的 81% 降至 2018 年上半年的 65.65%。商品销售收入占比虽有微增但基本稳定，并于 2017 年占比达到 14%。影院广告于 2015 年发力，并于 2017 年达到公司营收的 18%，成为公司第二大营收来源。

图 6: 各业务收入占比

将

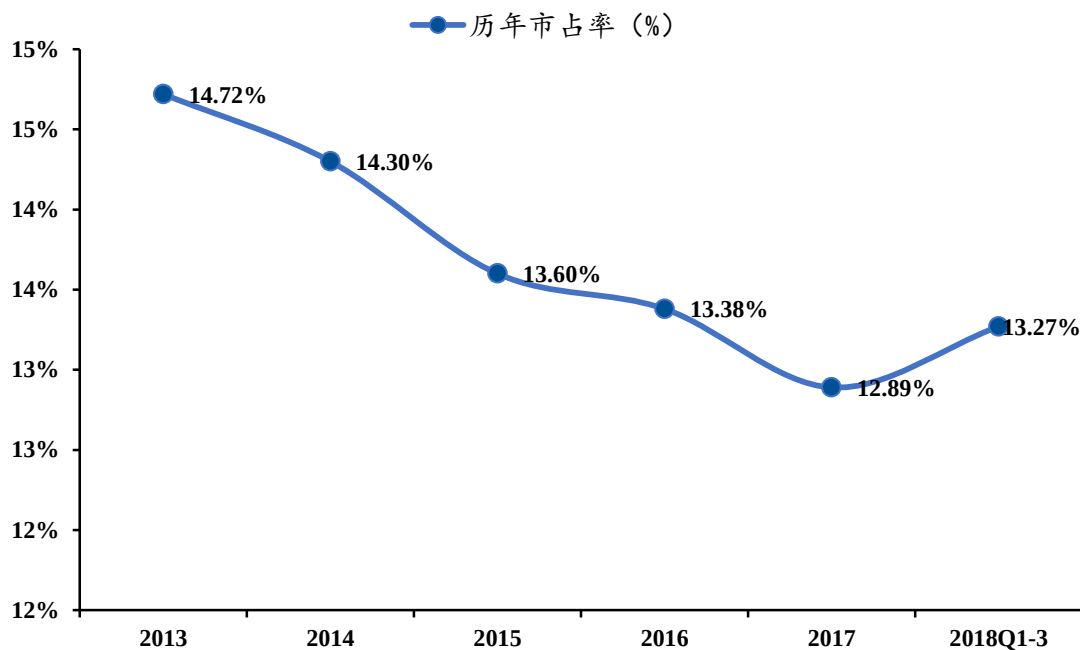
公司近些年业务进行复盘，通过与国



资料来源：Wind，民生证券研究院

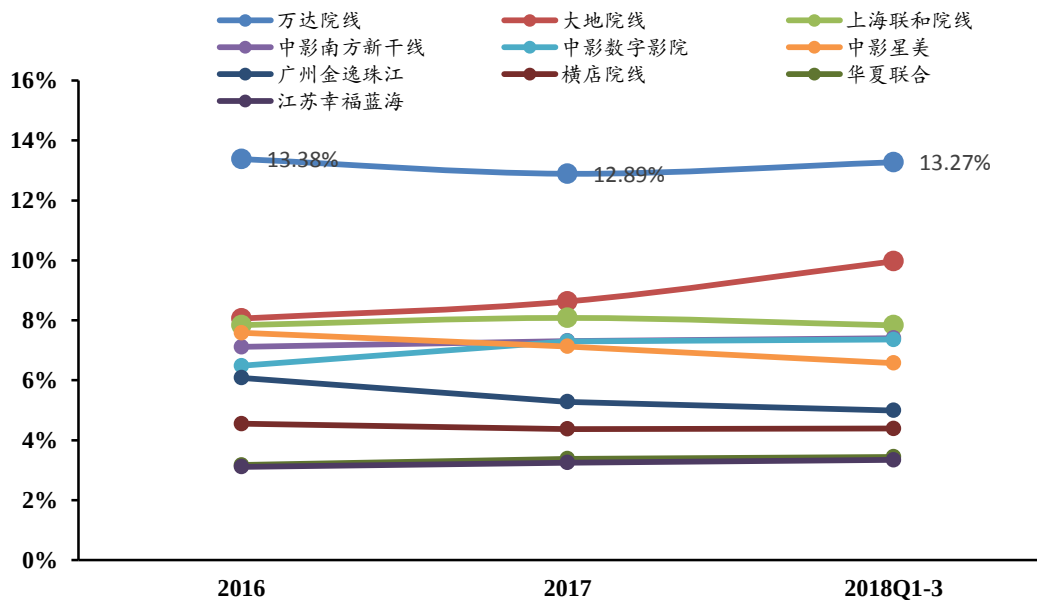
内可比公司在电影放映业务、广告业务、卖品业务营收和毛利进行对比，我们发现万达在各项业务营收及毛利均处于国内可比公司之上，具有明显的领先优势，充分显示出行业龙头企业的竞争优势。万达电影一直保持市场龙头地位，2018 前三季度市占率已达 13.27%，其余 top10 院线尚有一定差距。

图 7：万达电影历年市占率



资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

图 8: Top10 院线历年市占率对比

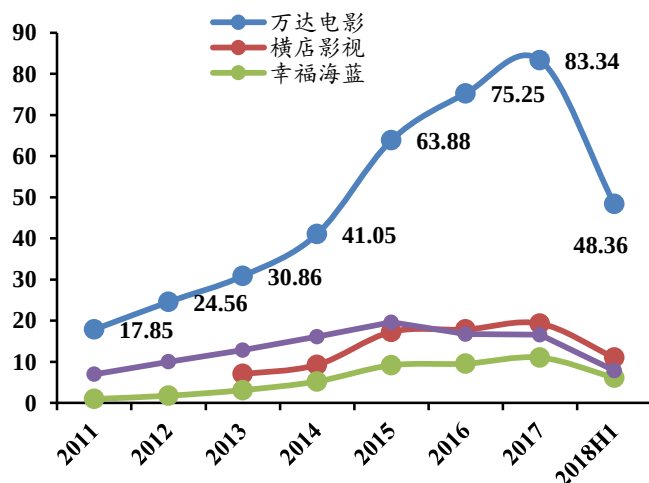


资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

电影放映业务收入是公司第一大收入来源，与电影行业整体票房收入有很强关联性。万达电影 2017 年票房收入达到 87.8 亿元，是 2011 年的 4.92 倍。快速发展拐点出现在 2015 年，2015 年票房收入达到 63.88 亿元，同比上涨 56%，主要系国内电影票房整体走高，公司大力推进影院布局，实现跨区域迅速扩张所致。票房毛利率方面，顶点出现在 2015 年，主要与整

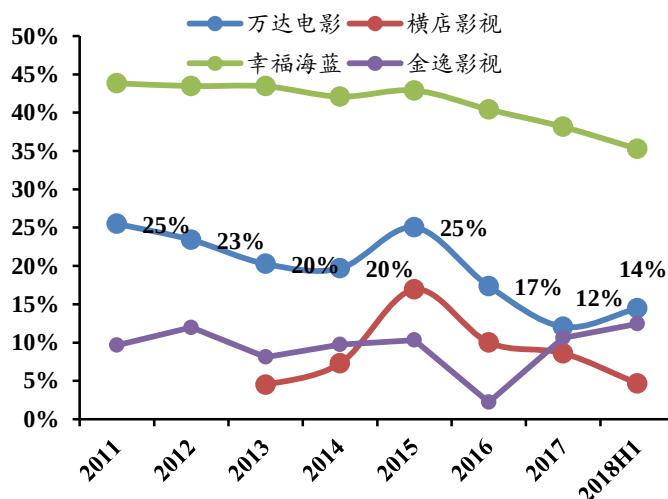
体营收快速上涨有关。2016 年毛利率出现下滑，主要原因为公司 16 年每年新建影城数量 100 余家，比 2015 年多出一倍，且尚未进入盈利期，拉高票房业务成本，降低毛利率。2017 年，毛利已呈上升趋势。

图 9：可比公司电影放映业务收入（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

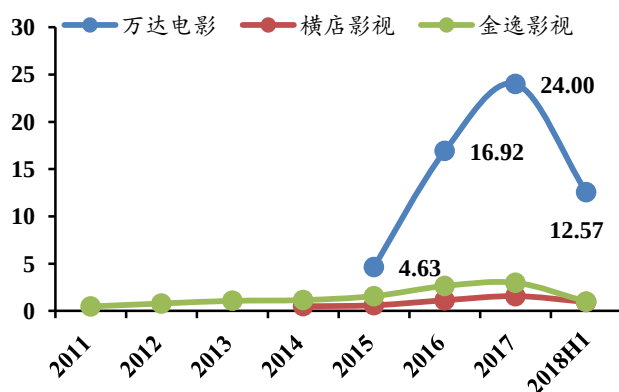
图 10：可比公司电影放映业务毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

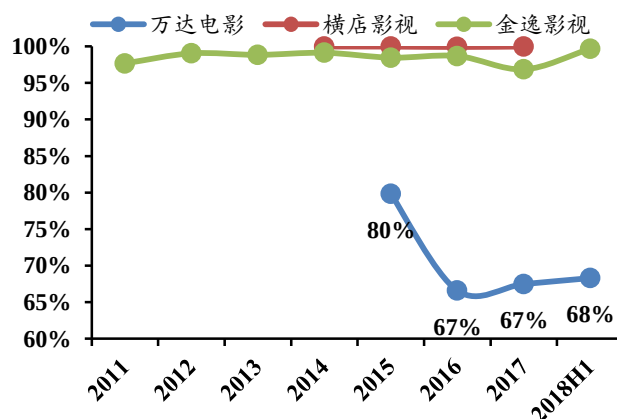
公司近年来持续重视对非票业务的发展，利用放映业务带来流量基础，以提升非票收入。公司广告及卖品收入远高于其他可比公司，具备显著的领先优势。非票业务发展高峰期出现在 2014 年以后，并呈现快速发展趋势。广告业务方面，2016 年后营收大幅增长主要系公司全资并购影时尚传媒，实现银幕广告全面自营。公司利用庞大且高度黏性的会员基础，融合线上线下渠道实现整合营销，同时也带动了卖品业务的增长，使得卖品营收三年（2015-2017 年）复合增长率达到 25%。

图 11：可比公司广告业务收入（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

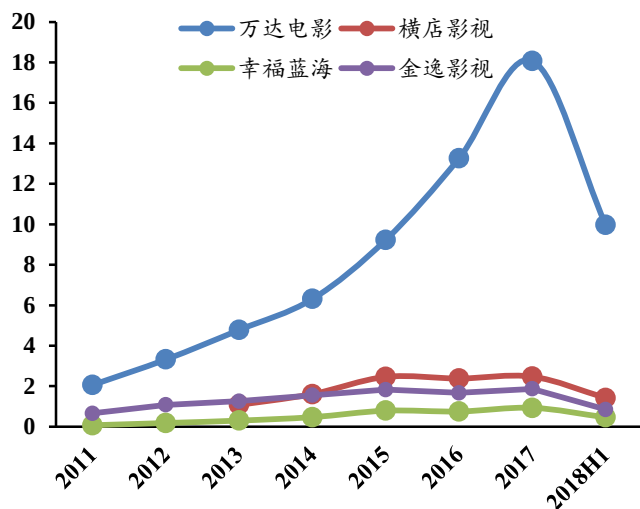
图 12：可比公司广告业务毛利率



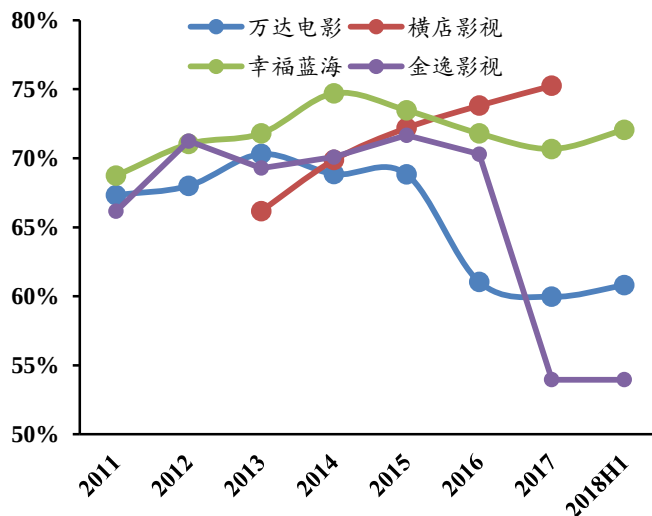
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：可比公司卖品业务收入（亿元）

图 14：可比公司卖品业务毛利率



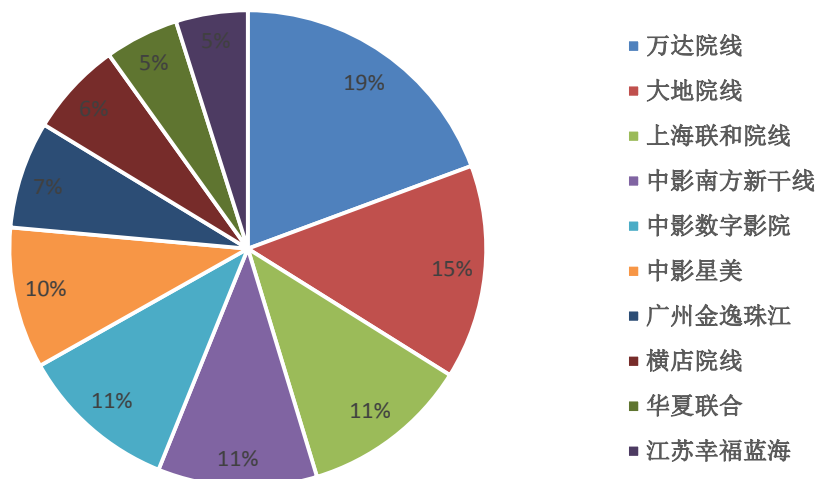
资料来源: wind, 民生证券研究院



资料来源: wind, 民生证券研究院

万达电影作为行业龙头,从2012年以来一直保持着市占率第一的地位。相比于大地院线 9.94%和上海联合院线 7.68%的市场份额,2018 前三季度万达院线占据了市场 13.27%的份额,虽低于2013 年 14.72%的市占率,但较2017 年 12.89%的市场份额有所提高,仍保持行业龙头地位。从动态竞争格局看,处于第二名位置的大地院线占比有缓步提高趋势,其余各大院线市占率维持基本稳定状态。

图 15: 2018Q1-3 前 10 大院线市场份额



资料来源: 艺思数据, 民生证券研究院

表 2: 2018Q1-3 前 10 大院线票房

院线	票房 (万)	市占率
----	--------	-----

万达院线	649185.4	13.27%
大地院线	487513.4	9.97%
上海联和院线	382988.1	7.83%
中影南方新干线	362087.8	7.40%
中影数字院线	359698.9	7.36%
中影星美	321429.2	6.57%
广州金逸珠江	244085.5	4.99%
横店院线	214636.1	4.39%
华夏联合	168459.9	3.44%
江苏幸福蓝海	163446.3	3.34%
合计	4890300	68.58%

资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

表 3：2017 年前 10 大院线票房

院线	票房（万）	市占率
万达院线	719740.1	12.89%
大地院线	481943.7	8.63%
上海联和院线	451119.1	8.08%
中影南方新干线	408015.8	7.31%
中影数字影院	407845.4	7.30%
中影星美	398161.6	7.13%
广州金逸珠江	294562.1	5.28%
横店院线	243964.0	4.37%
华夏联合	188773.9	3.38%
江苏幸福蓝海	181298.3	3.25%
合计	3775424.0	67.6%

资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

表 4：2016 年前 10 大院线票房

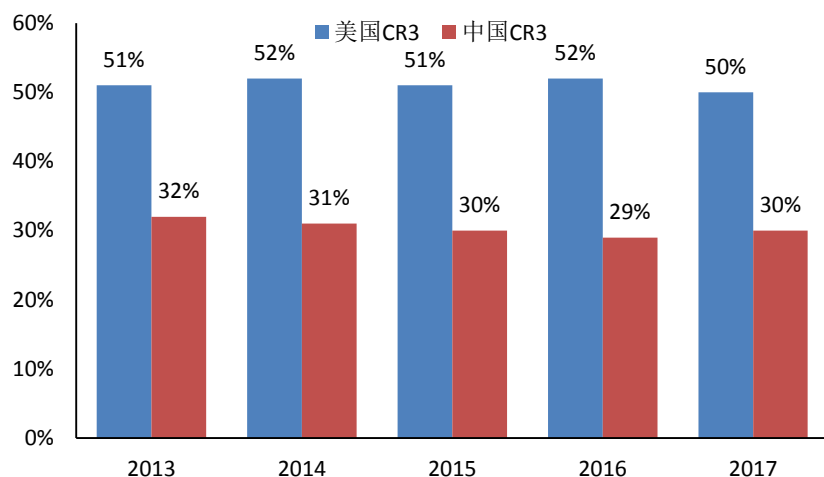
院线	票房(万)	市占率
万达院线	608875.6	13.38%
大地院线	366864.4	8.06%
上海联和院线	356882.3	7.84%
中影星美	344962.9	7.58%
中影南方新干线	323591.0	7.11%
中影数字影院	294955.6	6.48%
广州金逸珠江	276794.1	6.08%
横店院线	207080	4.55%
浙江时代	145274.9	3.19%
华夏联合	144430.9	3.17%
合计	3069711.7	67.4%

资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

我国院线市场集中度偏低，万达电影市占率有望提高。与美国院线行业集中度比较，中国院线集中度还有很大提升空间。美国前三大院线市占率合并超过了 50%并且非常稳定，而

中国前 3 大院线目前市占率合计仅有 30% 左右。具体份额上来看，美国第一大院线通常拥有 18% 的市场份额，而第二、三名则分别拥有 16% 左右的市场份额。随着行业集中度的提升，万达电影的市占率有望逐步提高。

图 16: 美国与中国 CR3 集中度对比

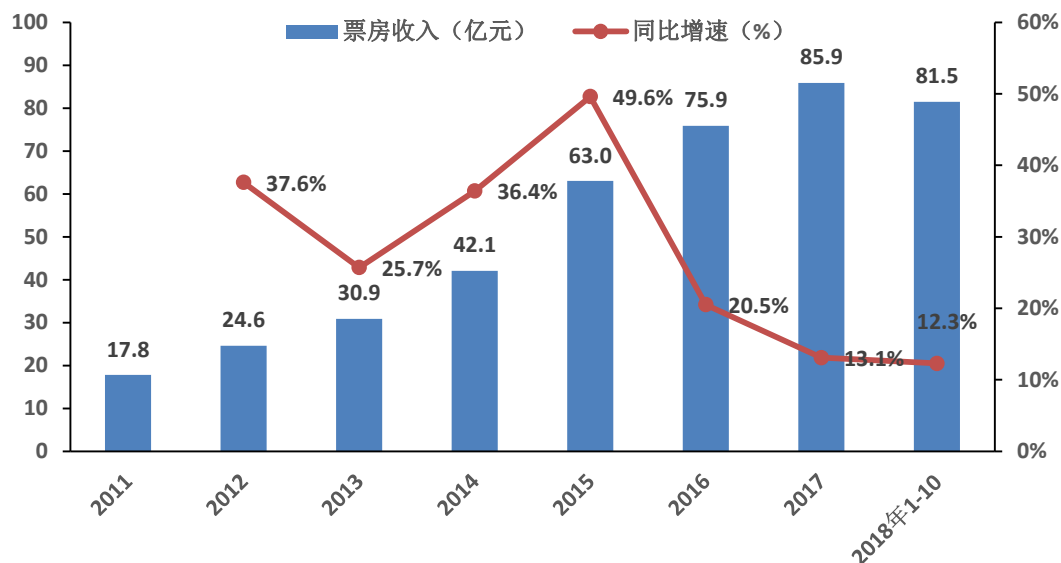


资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

1.3 票房影院数位列第一，行业龙头优势明显

自 2009 年起，万达院线在电影票房收入、影院数量以及市场占有率方面，遥遥领先于国内其他院线，常年票房收入第一、影院数量第一、观影人次第一。从票房收入来看，自 2011 年起，万达电影票房收入一直呈现出两位数的高速增长态势。虽然，2017 年增长速度有所放缓，但仍能保持 13.9% 的增长速度。2018 年 1-10 月，万达累计票房收入 81.5 亿元，同比增长 12.3%。

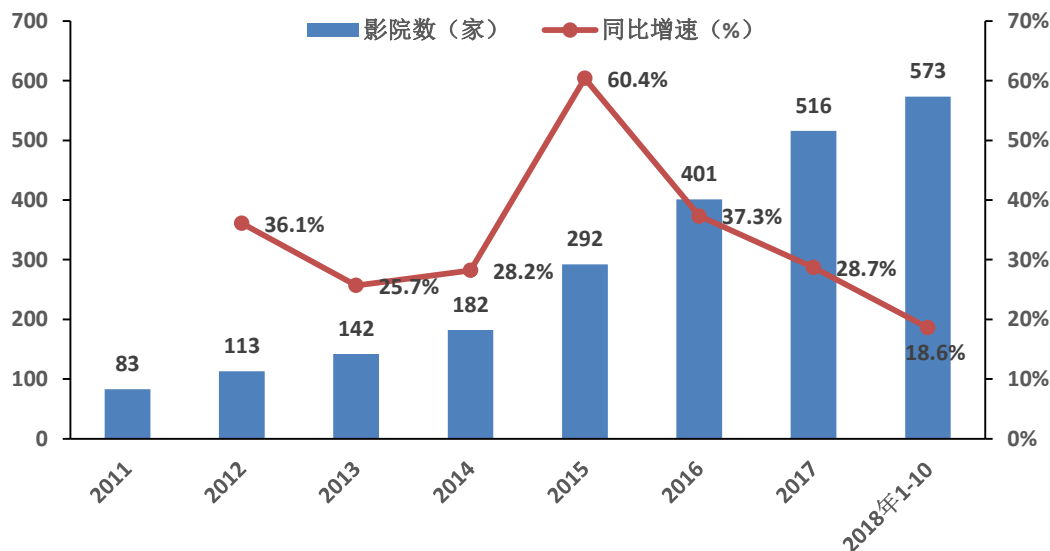
图 17: 2011-2018 年 1-10 月万达电影票房收入及同比增速（包括境外）



资料来源：公司公告，艺恩数据，民生证券研究院

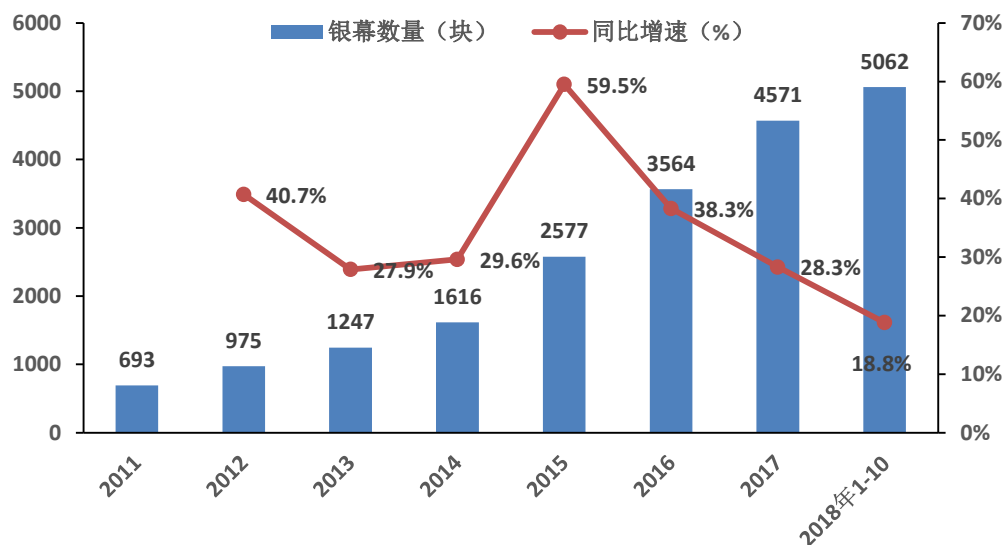
从影院数量来看，自 2011 年一直保持高速增长。其中，2015 年为一个重要转折点。从 2015 年起，万达电影影院数量增速放缓，呈现出下降的态势，但仍能保持每年大于 10% 的增长速度。截止至 2018 年 10 月，万达电影已开业直营影院 573 家，同比增长 18.6%。

图 18: 2011-2018 年 1-10 月万达电影影院数量及同比增速（包括境外）



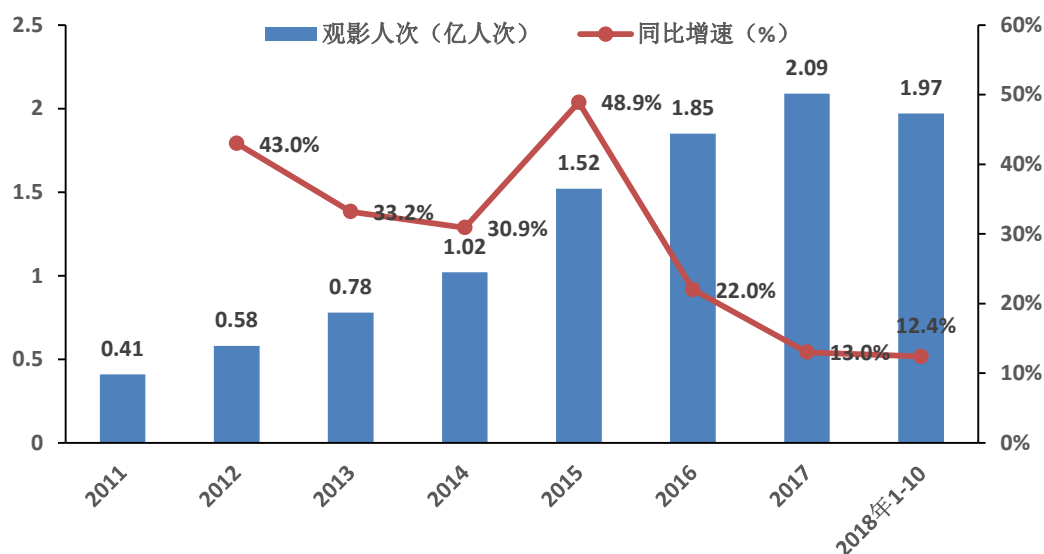
资料来源：艺恩数据，公司公告，民生证券研究院

图 19: 2011-2018 年 1-10 月万达电影银幕数量及同比增速（包括境外）



资料来源：艺恩数据，公司公告，民生证券研究院

图 20: 2011-2018 年 1-10 月万达电影观影人次数量及同比增速 (包括境外)



资料来源：艺恩数据，公司公告，民生证券研究院

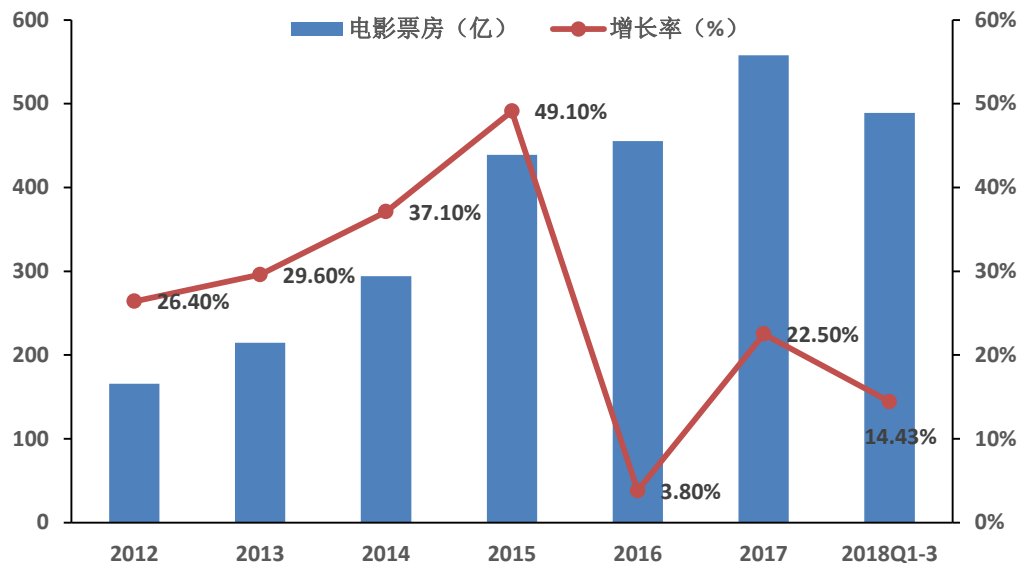
二、电影行业整体回暖，市场下沉形成盈利新增长点

2.1 市场行情乐观，票房营收回暖

我国电影行业持续增长将带动公司利润进一步增长，2017 年票房已回暖。我国电影票房收入从 2012 年起保持持续增长，由 2012 年的 165.6 亿元增长到 2017 年的 557.9 亿元，五年复

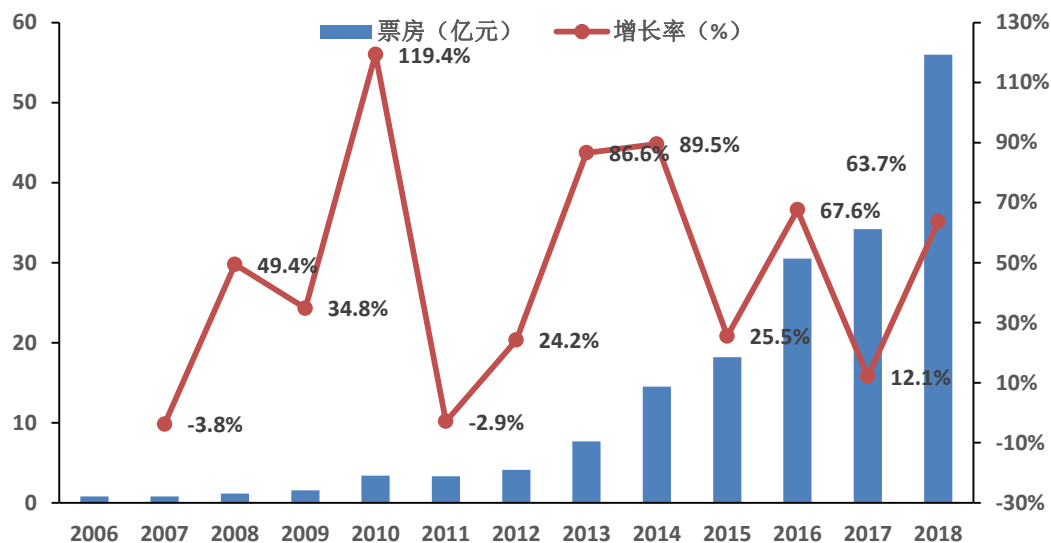
合增长率达到 27.5%。虽然 2016 年受到票补力度减弱影响,票房增速只有 3.80%,但 2017 年该影响逐渐被市场消化。2017 年全年票房开始回暖且增速已出现回升态势达到 22.50%。2018 年春节档,我国居民观影热情高涨,票房达到惊人的 56 亿,对比 2017 年的 34.2 亿同比增长 63.7%。2018 年 Q1-3,我国电影行业已取得了 489.03 亿的票房,同比上涨 14.4%,虽单月表现不一,但行业仍处于稳定增长期。

图 21: 我国电影票房



资料来源: 艺恩数据, 民生证券研究院

图 22: 我国春节档电影票房



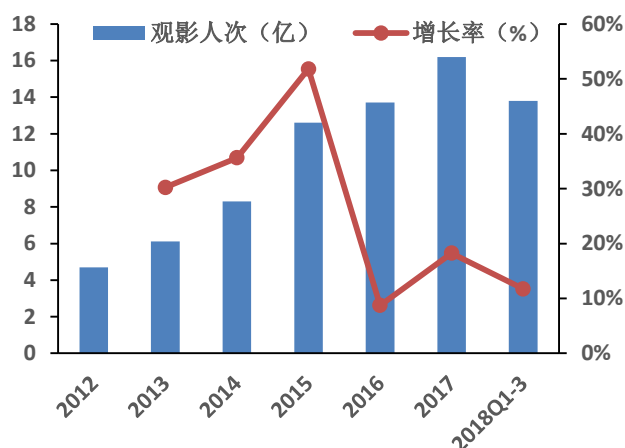
资料来源: 艺恩数据, 民生证券研究院

全国观影人次持续攀升, 为票房收入增长奠定基础。全国观影人次由 2012 年的 4.7 亿人

次攀升到 2017 年的 16.2 亿人次，五年复合增长率达到 28.1%。从 2016 年国内外人均观影次数来看，对比北美的 3.66 以及韩国的 4.23 人均观影次数后发现，我国一线城市人均观影 3.43 次虽接近北美的数值但再加入二线及以下城市数据后的全国平均观影次数仅为 0.99 次；而从 2017 年的相关数据来看，韩国人均观影次数略有升高，而北美反而略有下降，我国人均观影次数较大幅度地提高到了 1.17 次，一线城市人均观影次数更是首次超过北美同期，达到 3.75 次。随着一线城市以下的观影意愿提升以及影院数量的增加，我国票房收入在未来有望保持稳定增长。

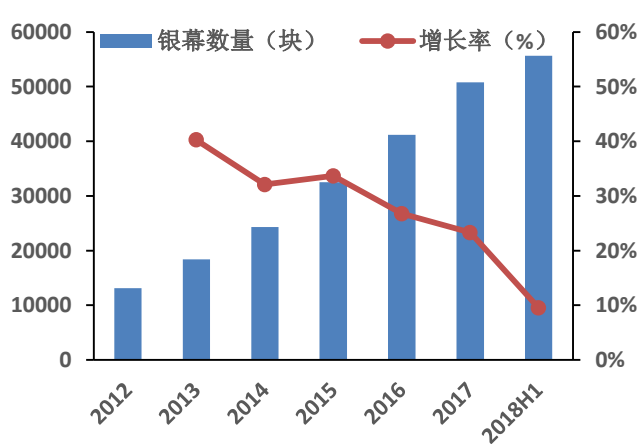
银幕数量虽然增速逐步放缓，但 2017 年还是保持着 23.3% 的高增长率，在 2018H1 就有 9.50%。总体来看，我国银幕数量由 2012 年的 1.3 万块增加到 2017 年的 5 万块左右，最近三年复合增长率达到 16.05%。截至 2018 上半年，全国银幕数量已达 5.5 万块。单屏产出基本止跌，2018H1 仅下滑 2.16%，预计 2018 银幕增速将小于票房增速，单屏产出将呈现上升趋势。

图 23: 2012-2018 全国电影观影人次



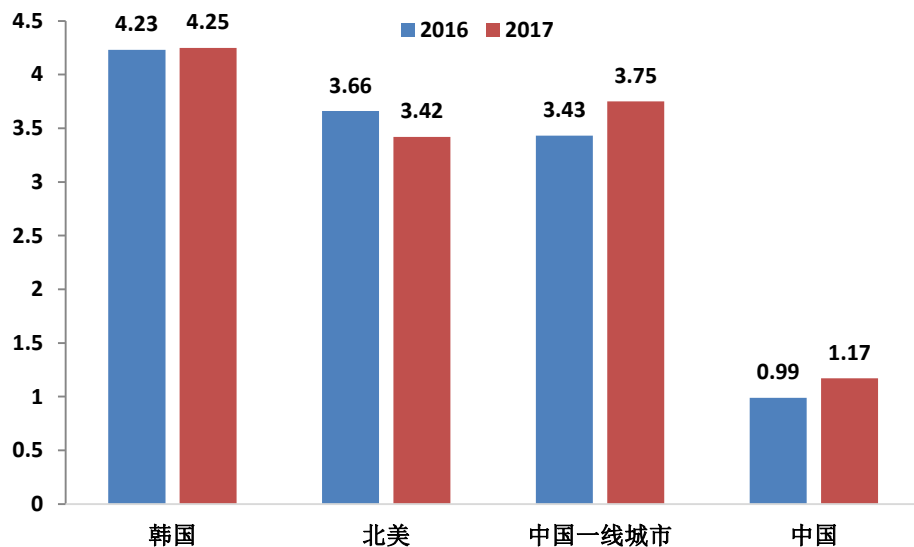
资料来源：艺思数据，民生证券研究院

图 24: 2012-2018 全国银幕数量



资料来源：艺思数据，民生证券研究院

图 25: 2016-2017 年国内外人均观影次数对比 (次)

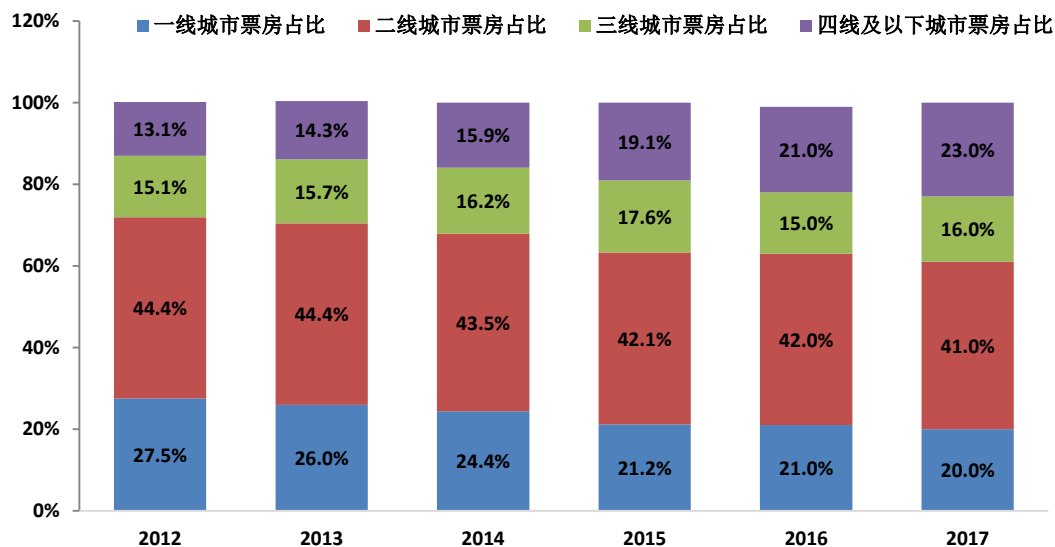


资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

2.2 渗透三线以下中小城市，拓展盈利新增长点

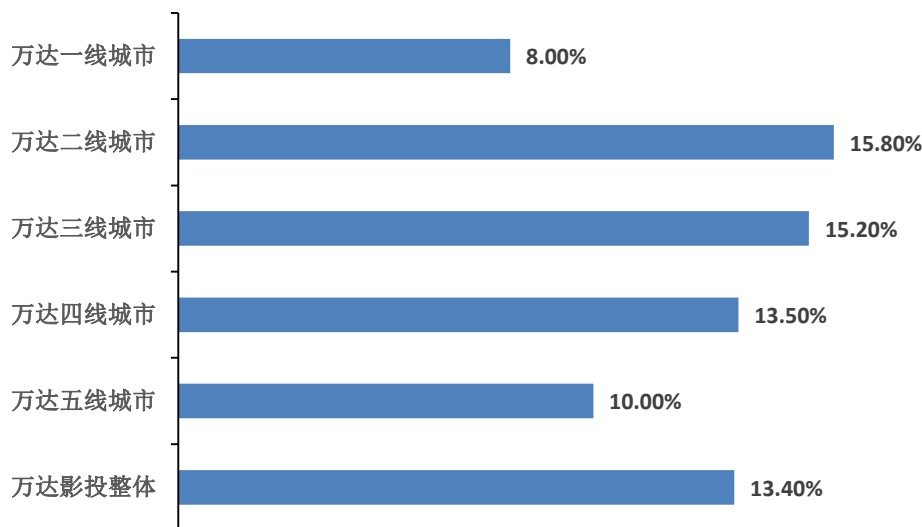
三线及以下城市将成为票房下一增长点。三四五线城市居民对电影的需求和品味都有所提高，票房渠道下沉明显。由于影院渠道下沉，一线城市票房占比已由 2012 年的 27.5% 逐步下降到 2017 年的 20% 水平。二线城市作为票房贡献最大的细分群体，票房占比虽有小幅下降但基本稳定在 40% 左右。2012 至 2014 年，三线及以下城市票房总和占比稳定在 30%。但随着影院瞄准四五线城市及小镇蓝海市场，2015、2016 与 2017 年票房来自三线及以下城市部分占比分别达到 37%、36% 和 39%。2017 年 1-10 月，三四五线城市票房票房收入分别为 85.90、65.13 和 30.24 亿元，分别同比增长 19.8%、22.5% 和 24.0%，票房增速大幅超出一、二线城市及全国平均水平。三、四、五线城市票房收入占比分别为 19.1%、14.5% 和 6.7%，同比均有不同幅度提升。

图 26：各级城市票房收入占比



资料来源：中商情报网，民生证券研究院

图 27：2018 年 1-10 月万达电影各级城市票房市占率



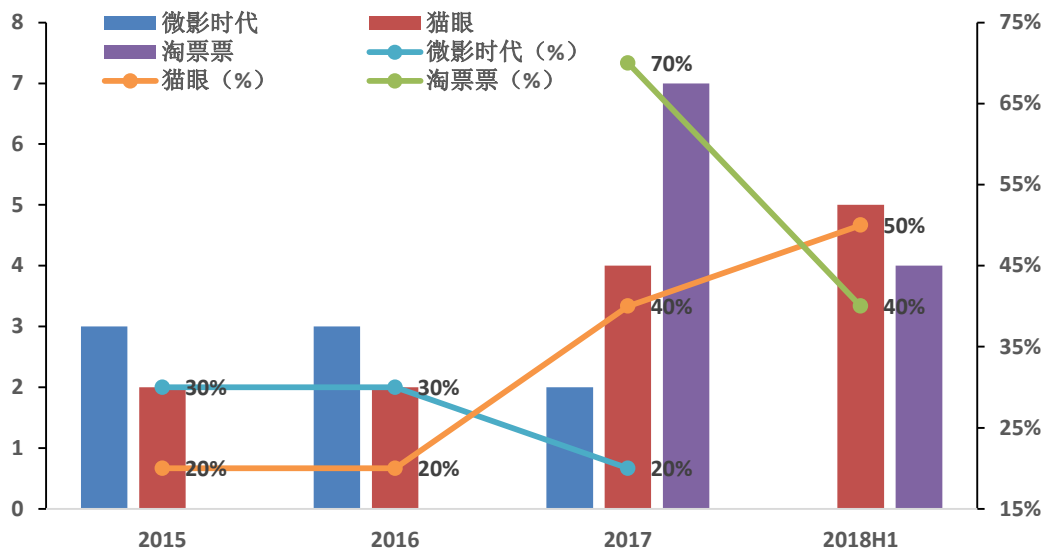
资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

2.3 头部影片显现新特点，平台方参与度提高

2015 年至 2018 年上半年这段时间内，头部影片制作充分体现了多样和分散两大特点。影片多由行业龙头公司参与制作。例如，票房口碑双丰收的《红海行动》，联合出品方多达 27 家。龙头公司主要包括万达、光线、中影、华夏等在内的电影制作发行公司和猫眼微影、淘票票等互联网平台。值得关注得一点是，在影片参与呈现出新特点的同时，淘票票、猫眼微影等互联网平台的广泛参与不容忽视。从 2017 年开始，上述两大平台在头部影片的参与度显著提

高，以联合发行为主，逐步开始进行主控发行和联合出品。

图 28：2015-2018 年 H1 猫眼和淘票票参与 TOP10 影片国产影片数量及占比

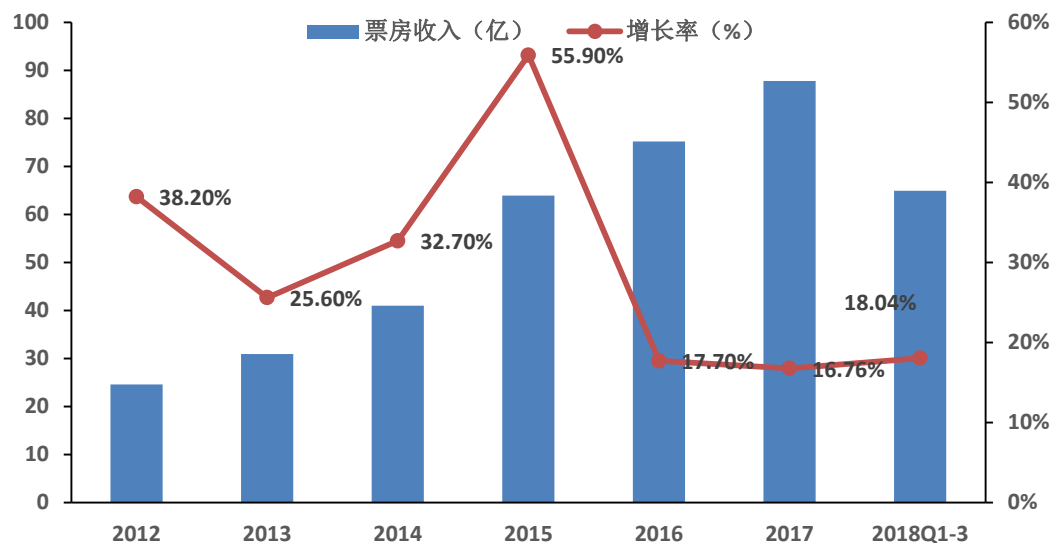


资料来源：猫眼电影，民生证券研究院

三、非票业务持续增长，营收结构向好

票房收入占营收过半，收入增速放缓。2016 年之前，公司票房收入高速增长，2015 年票房收入达到 63.9 亿元，增速为 55.9%。但从 2016 年开始票房收入增速下降为 17.7%，2017 票房营收为 87.8 亿，增速跌至 16.76%；2018 年公司业绩保持稳定增长，1-10 月累计观影人次 1.59 亿人次，同比增长 17.78%，而据 2018 年前三季度统计数据，其票房收入增速稳步提升至 18.04%，预计未来公司票房收入将进入稳中有升的阶段。电影市场正在持续回暖中，万达一方面加快影城发展速度，提升经营能力；另一方面则通过非票业务提高收入。

图 29：万达电影票房收入

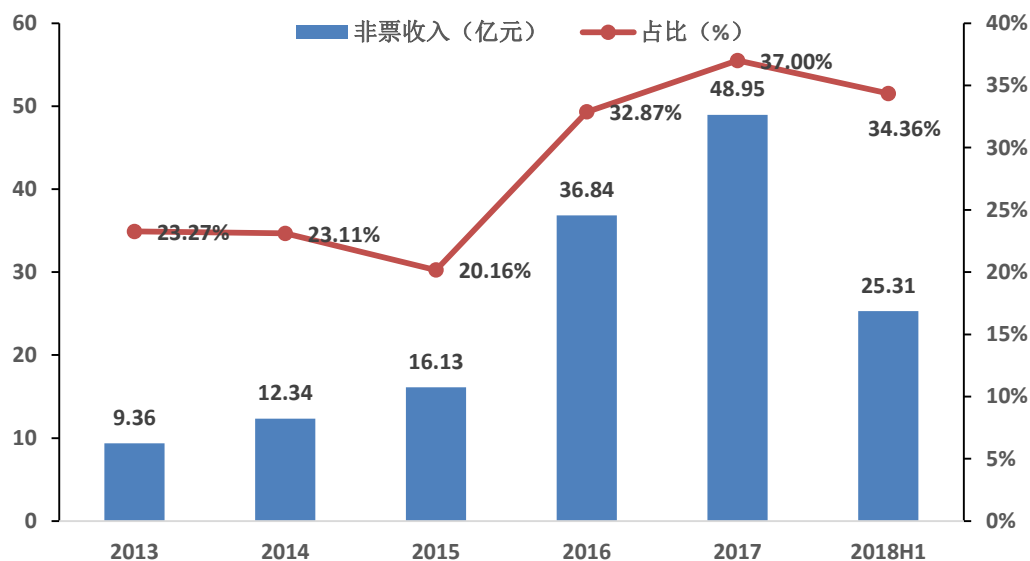


资料来源：中商情报网，民生证券研究院

公司广告业务收入飞速增长，非票业务营收抢眼。公司非票收入主要来自于影院广告收入、商品销售与贴片广告，其中影院广告收入整体占比最大。随着影院广告整体规模提升，万达电影的影院广告收入从2015年的4.6亿增长267.4%达到了2016年的16.9亿。2017年万达影院广告收入继续保持高增长，2017影院广告收入达到24亿，同比增长42%。贴片广告及投资宣传等非票业务虽然2015年营收基数仅为6000万元，但增速达到66%以上，并于2016年底达到1个亿的规模。

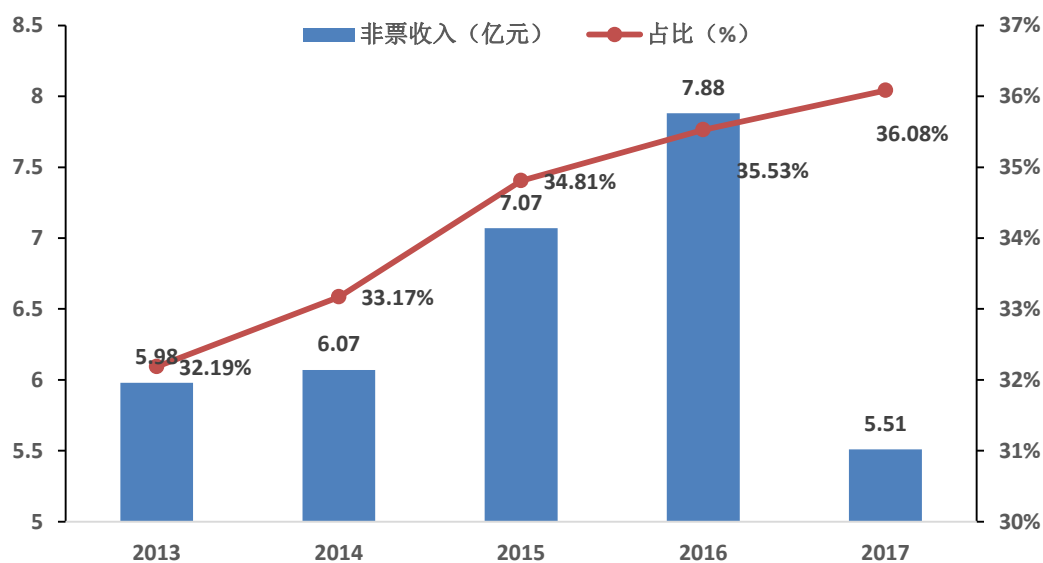
非票业务收入在营收总额比重上升，但仍有上升空间。自2015年起，公司非票业务收入在营收中所占比重快速增加，2017年非票收入占营收总额的37%，2018年上半年非票收入在营收中所占比重也达到34.36%。如果将公司非票业务在营收中的占比与美国RGC.N和CNK.N两大院线相比，可以发现，虽然公司非票业务比重相较之前已经有大幅提升，但仍有上升空间。从2013年起，RGC.N院线非票收入占比稳中有升，2017年非票业务占比达到36.08%。2013年至今，美国CNK.N院线非票收入在营收总额的占比一直高于35%，2017年和2018年上半年非票业务占比更是高达40%和42.39%。

图 30：2013-2017 年万达电影非票收入及占比



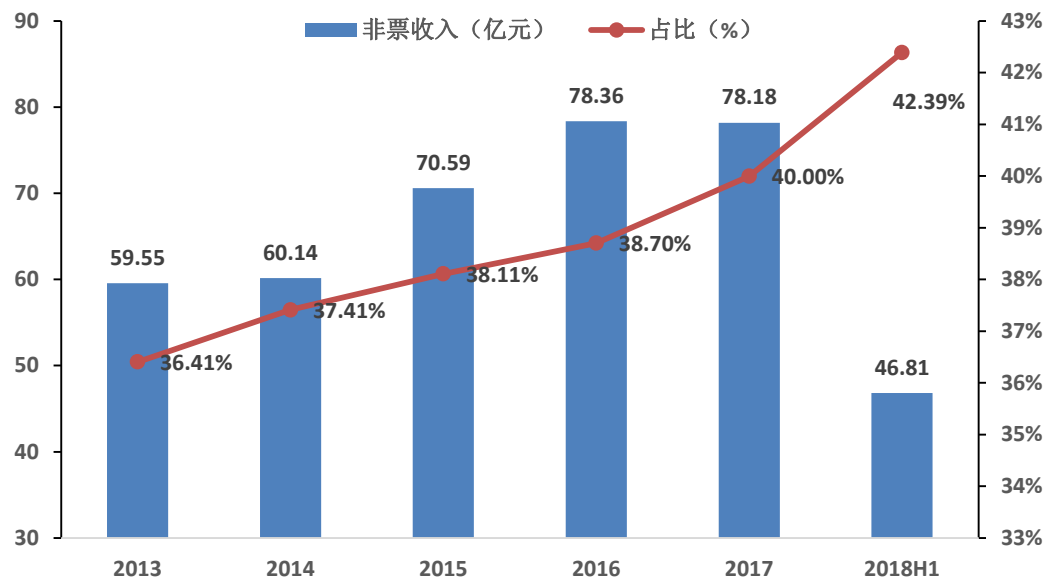
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 31: 2013-2017 年美国 RGC.N 院线非票收入及占比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

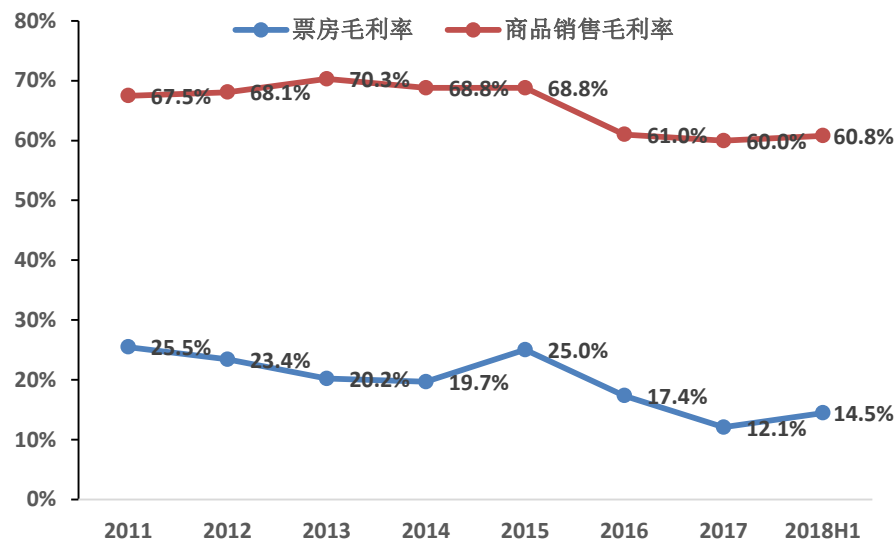
图 32: 2013-2018 年 H1 美国 CNK.N 院线非票收入及占比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

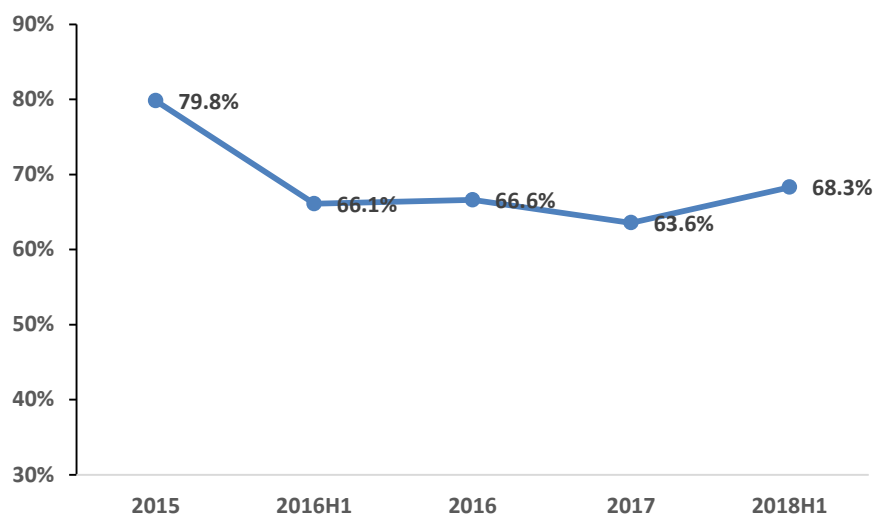
非票业务毛利率基本超过 60%，票房毛利率相对稳定（平均 20% 左右）。从公司销售毛利率上来看，商品销售毛利率在 60% 左右，而影院广告业务更是超过 60%，体现了较高的盈利能力。随着公司对非票业务的重视以及占营收比重的提升，未来非票业务有望带动公司业绩进入下一增长期。

图 33: 票房与商品销售毛利率对比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 34: 影院广告毛利率

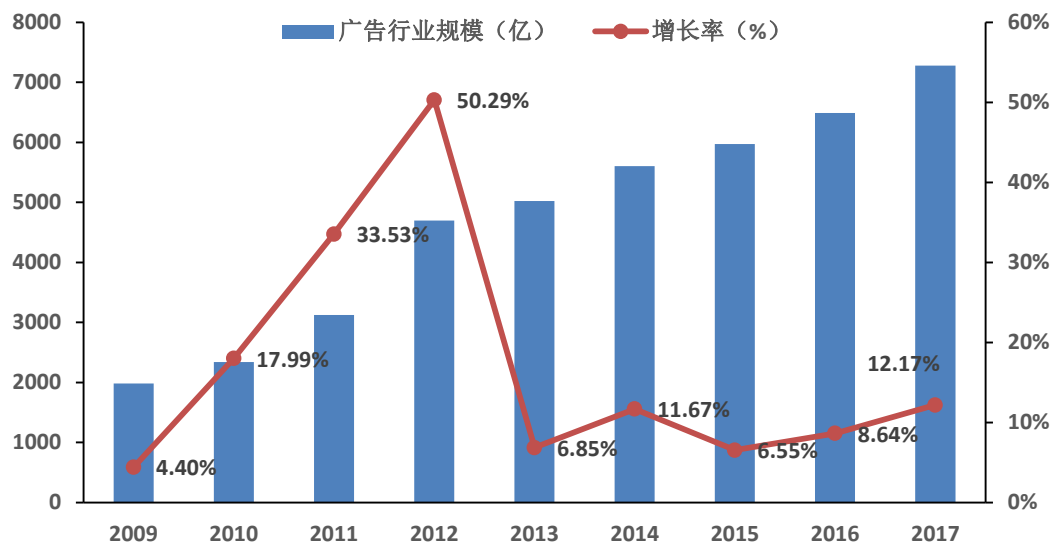


资料来源: Wind, 民生证券研究院

3.1 影院广告市场规模剧增, 助推映前广告营收增加

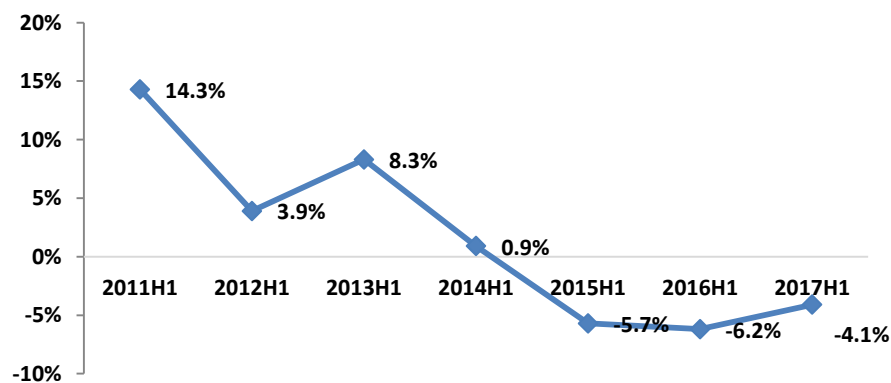
我国广告行业整体持续增长, 映前广告收入增速最高。随着经济增长, 广告需求在我国稳步上升, 而万达电影所涉及到的映前广告因其封闭、被动接受的方式, 使得广告到达率更高, 市场需求增长迅速, 行业规模由 2012 年的 7.8 亿增长到了 2016 年的 29.8 亿, 2015 年行业增速更是高达 50%, 未来将有望继续从传统广告业中抢占市场份额。我国广告业整体从 2009 年的 1984 亿增长到 2017 年的 6896 亿, 2013 后增速明显放缓, 2014 至 2016 年三年复合增长率为 5.0%。虽然广告业整体增速降至个位数, 但细分领域差异巨大。根据 CTR 数据显示, 传统媒体规模大幅下滑已进入负增长, 而影院广告市场规模则快速攀升成为 2016 年 (44.8% 同比增速) 与 2017 年 (25.5% 同比增速) 增速最快的广告细分领域。

图 35: 广告行业规模



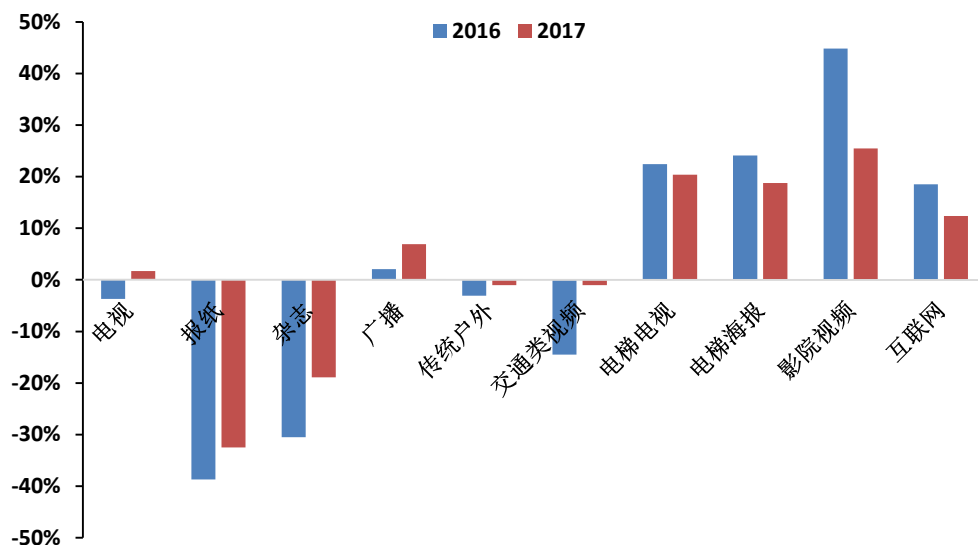
资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

图 36: 传统广告行业规模同比增速



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

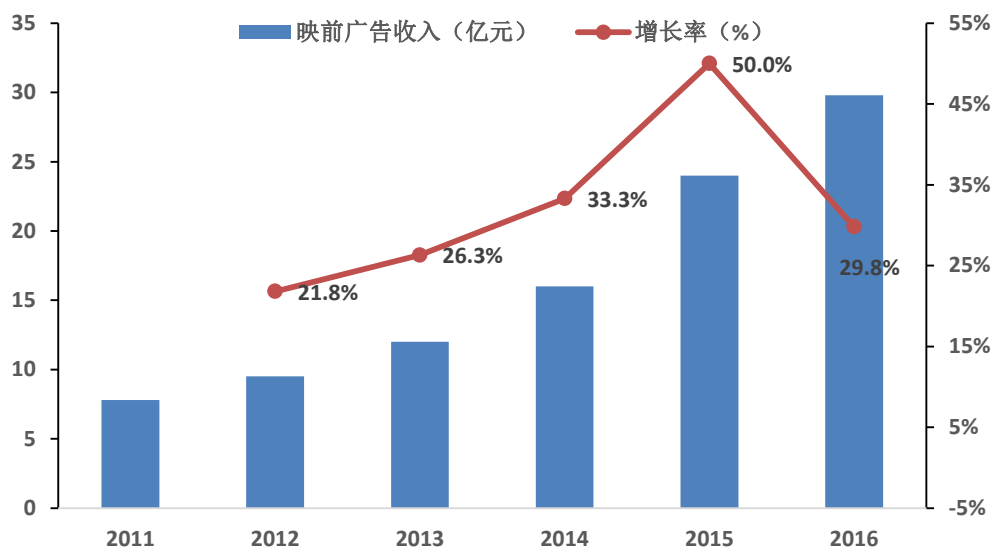
图 37: 广告行业各细分行业 2016 年与 2017 年增速



资料来源: CTR, 民生证券研究院

由于映前广告的高到达率, 映前广告市场规模增速明显。行业规模由 2012 年的 7.8 亿增长到了 2016 年的 29.8 亿, 2015 年行业增速更是高达 50%。根据 CTR 数据显示, 2016 年映前广告收入增速虽略有放缓但还是保持了 24.2% 的高增长。

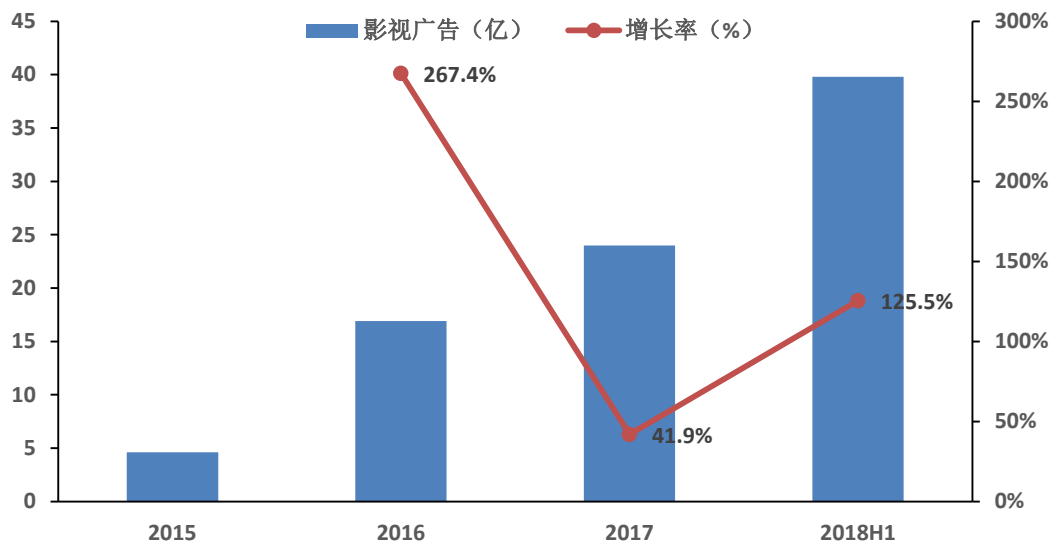
图 38: 映前广告收入 (亿元)



资料来源: CTR, 民生证券研究院

公司广告业务收入飞速增长, 非票业务营收抢眼。随着影院广告整体规模提升, 万达电影的影院广告收入从 2015 年的 4.6 亿增长 267.4% 达到了 2016 年的 16.9 亿。2017 年万达影院广告收入继续保持高增长, 2017 全年影院广告收入达到 24 亿, 同比增长 41.86%。

图 39: 万达电影影院广告收入 (亿)

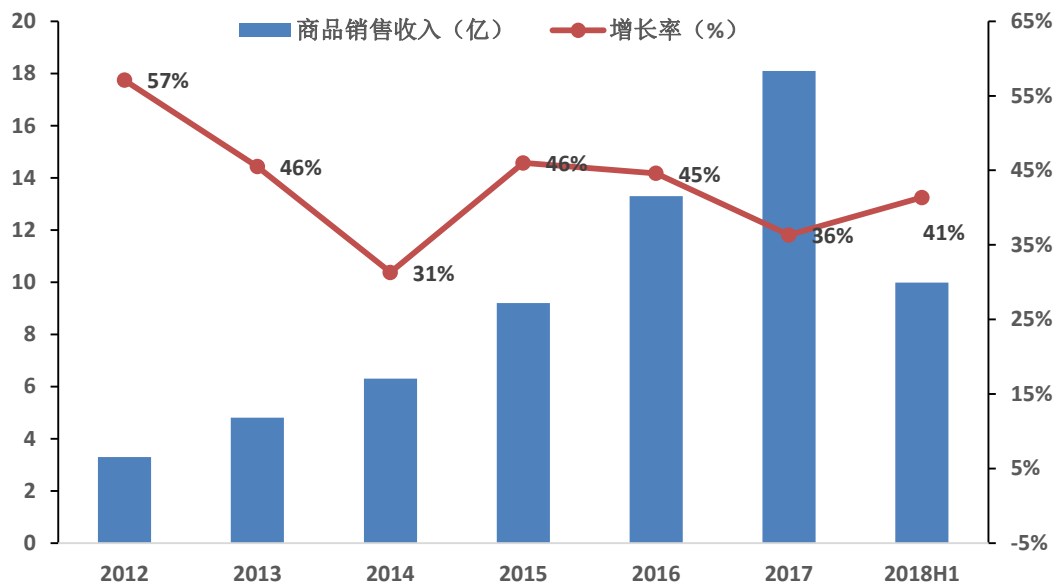


资料来源: Wind, 民生证券研究院

3.2 影院联动效应显现，非票商品营收增加

随着公司对非票业务的重视，公司商品销售收入增长迅速。2012 年公司商品销售收入仅为 3.3 亿元，随后每年保持着 40% 左右的增长，并于 2016 年达到 13.3 亿元，2014 年到 2016 年三年复合增长率达到 28.28%。2017 其规模达到 18.1 亿元，2017 年全年商品销售收入再创新高。

图 40: 万达商品销售收入 (亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

近两年，公司利用暑假假期着力打造“万达电影爆米花节”这一个新型的文化 IP。通过将卖品与公司的观影文化相结合的形式，吸引年轻观影全体。深度挖掘创新型文化 IP 的内涵价值，并通过与卖品相结合，抓住卖品痛点，顺利实现文化 IP 价值的成功变现。通过“万达电影爆米花节”这一形式，既进一步宣传展现了良好的品牌形象，同时也通过与卖品结合的形式，提高了的卖品收入的增长，提升了非票业务收入在营收中的比重，推进公司营收结构向更合理化的方向发展。

四、推进全球化布局，实现全产业链发展

4.1 收购万达影视，打造泛娱乐平台

2018 年 11 月，万达电影发布公告拟以发行股份的方式，以 106.51 亿元的交易价，收购万达影视 96.8682% 的股权。通过本次交易，有利于万达电影将现有票房收入、影视广告等业务与万达影视影视开发、发行等业务相融合，形成行业内业务闭环，巩固其在影视行业龙头的地位。其次，自 2017 年万达电影宣布布局游戏行业以来，影游联动成为万达电影未来发展的一个重要方向。通过收购万达影视，掌握一批优质的影视 IP，为公司未来实现影视 IP 转化为游戏，或者是主题乐园等其他衍生品形式提供了重要的资源。

收购万达影视，拓展影视产业上游产业链。目前，公司从事的业务集中在影视行业产业链的下游，如影院投资建设、院线电影发行、影院电影放映等，对产业链上游的业务涉及较少，未实现对影视行业全产业链的完全控制。而万达影视作为万达集团旗下的全资子公司，主营业务集中于影视行业产业链的上游，如电影、电视剧的开发、投资，发行等。据了解，从 2011 年公司成立至今，万达影视已经打造了如电影版《唐人街探案 2》、《警察故事 2013》等脍炙

人口的优质作品，发行的影片也获得了市场和观众的认可。据统计，2017 年万达影视投资的影片票房总计 158.44 亿元，约占国内总票房的 28.34%。因此，公司收购万达影视，有利于拓展公司在影视行业上游产业链，形成上下游联动，打造产业闭环，进一步巩固公司在影视行业的龙头地位。

持续布局游戏行业，推动影游联动。2017 年，万达电影宣布进军游戏行业，并发布相关战略，除了与完美世界联合发行《射雕英雄传手游》之外，公司还发布了《河神》、《秦时明月》、《莽荒纪》等共十三款作品。值得关注的一点是，在发布的这些游戏中，其中 5 款游戏都改编自热门影视 IP，占比高达 38.5%。万达影视作为国内重要的影视开发、制作公司，拥有一批优质的影视 IP 资源，可以为公司未来开发制作游戏提供资源。其次，万达影视的主营业务也包括网络游戏开发和运营。充足的优质 IP 资源和丰富的网络游戏开发运营经验，有利于助推公司深入布局游戏行业，实现影游联动，开拓新的盈利增长点。

进一步整合现有资源，向大文娱迈进。公司作为影视行业的龙头，在影院建设、院线电影发行、放映等产业链下游方面拥有绝对优势。在收购万达影视后，公司将进一步整合万达影视在产业链上游的电影开发、投资、发行优势，形成影剧互动。与此同时，利用万达影视在网络游戏制作和发行方面的先进经验，结合公司自身发展的优势和需要，推动影游互动，开发一批新的基于影视热门 IP 的网络游戏。再者，公司引入阿里战略投资，未来公司将联合淘票票，进一步提升其在下游的绝对优势。

4.2 推进全球化布局，开创全球电影产业新霸业

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。

收购 Hoyts，布局澳洲市场。2015 年 10 月万达电影以 22.46 亿人民币现金收购澳洲第二大连锁影院 Hoyts 100% 股权，从而进入大洋洲影院市场开始全球化布局。作为澳洲第二大影院，Hoyts 在澳洲市场占有率达到 20%。2016 年 Hoyts 有超过 2000 万观影人次并贡献了 14 亿的票房收入。2017 年 Hoyts 的基本情况稳中向好，票房收入超过 15 亿，观影人次同步增长到 2112.14 万，市场占有率进一步扩大到 22%。

表 5: Hoyts 影院基本情况

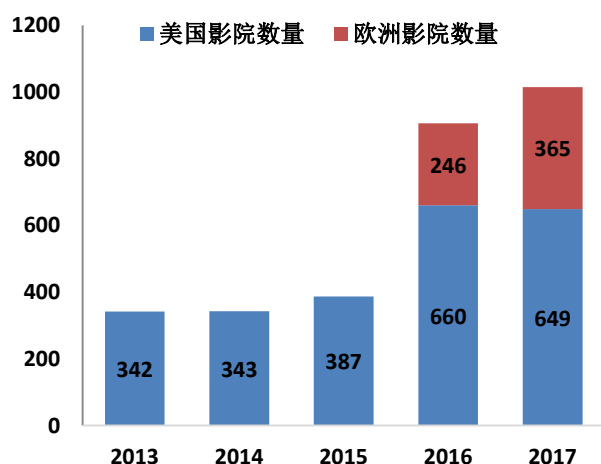
	2015 (10 月并表后)	2016	2017
票房收入 (亿)	2.88	14	15.24
观影人次 (万)	453	2020	2112.14
澳洲市占率	19%	20%	22%

资料来源：公司年报，民生证券研究院

持续收购，布局欧美。2012 年 8 月，万达集团以 26 亿美元收购全球第二大影院美国 AMC 院线公司 100% 股权。2016 年 11 月，万达集团旗下 AMC 院线以 6.37 亿美金收购影院主要位

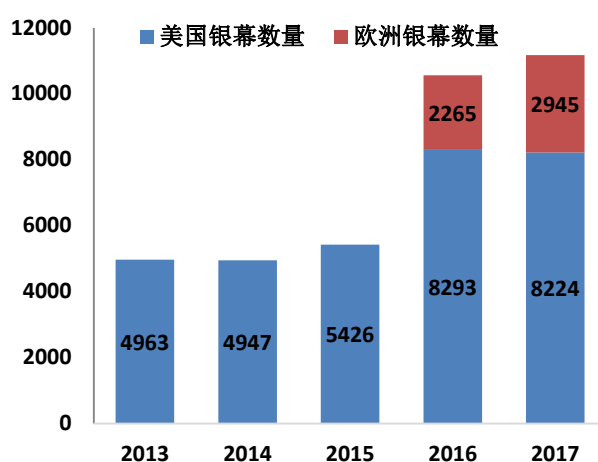
于英、德、西，以及意大利的欧洲大型电影院线 Odeon&UCI。同年 12 月，AMC 以 12 亿美元总价收购拥有近 3000 块银幕的美国第四大院线 Carmike。2017 年 1 月 23 日，AMC 院线再以 9.3 亿美元并购北欧最大院线北欧院线集团，该集团在北欧地区拥有 118 家影院、664 块屏幕，影院遍布北欧 50 个主要大中城市，在瑞典、芬兰、爱沙尼亚、挪威、拉脱维亚和立陶宛等国市场份额均排名第一。截止至 2017 年年底，AMC 在北美和欧洲 15 个国家，共拥有 1014 家影院、11169 块银幕。自 2014AMC 年起，AMC 票房收入逐年提高，于 2016 年达到 142 亿元，但源于不断并购所带来的风险以及影视市场的不稳定性，17 年业绩大幅下滑。

图 41: AMC 美国与欧洲影院数量



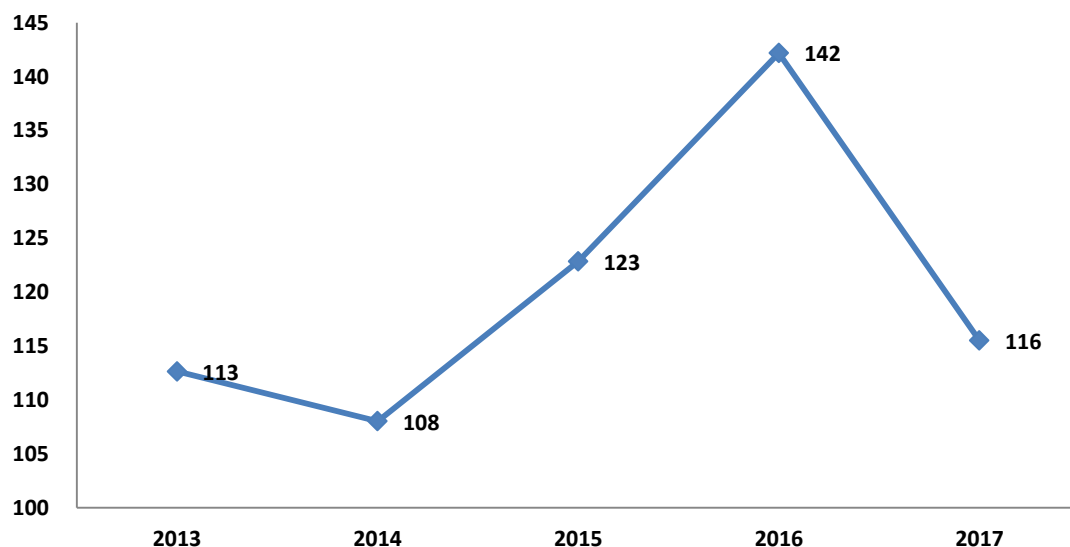
资料来源: AMC 年报, 民生证券研究院

图 42: AMC 美国与欧洲银幕数量



资料来源: AMC 年报, 民生证券研究院

图 43: AMC 票房收入 (亿元)



资料来源: AMC 年报, 民生证券研究院

4.3 促进全产业链发展，实现上下游协同发展

收购幕威时尚与 Propaganda GEM，助力万达电影实现全产业链布局。继 2015 年公司收购营销幕威时尚之后，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。幕威时尚旗下“万达院线传媒”拥有万达电影院线全部的银幕广告独家代理权，同时拥有影院阵地渠道、网络购票平台及超过 5000 万会员的优势媒体资源。而 Propaganda GEM 则掌握了好莱坞影视、音乐、艺人等娱乐营销资源已服务全球 200 个品牌，拥有超过 5000 个好莱坞营销案例。Propaganda GEM，每年可收到至少 300 部剧本，这些剧本的植入机会占全年影片植入机会数量的 90%。幕威时尚”与 Propaganda GEM，一中一西，在万达电影的资源整合战略下，协同合作发挥各自的优势，全面构建广告品牌主与全球电影 IP、影院场景、会员互动的桥梁。在“360° IP”电影生态圈战略中，与万达影视、传奇影业、五洲发行等更多资源携手作用下，构建起以会员为依托，“场景+内容”的电影娱乐营销新模式来助力万达电影实现全球化与全产业链布局。

表 6: Propaganda GEM 参与广告植入代表作

类型	代表作（或艺人）
电影	《变形金刚》，《谍中谍》，《速度与激情》，《复仇者联盟》
电视剧	《辛普森一家》，《绝望的主妇》
MV	Jennifer Lopez, Lady Gaga, Black Eyed Peas

资料来源：百度百家，民生证券研究院

与博纳影业展开战略合作，优势互补协同发展。2017 年 5 月，万达电影与博纳影业集团有限公司签订了《投资框架协议》及《合作框架协议》，双方合作覆盖产业上下游，在增资扩股、影片投资、广告合作、院线加盟等方面开展战略合作。其中，万达电影对博纳影业投入人民币 300,000,000 元，本次增资后，公司持有博纳影业 1.875% 的股权。博纳旗下影院将全面加入万达院线，其映前广告业务将由万达代理，双方还将联合进行影片投资，万达院线关联方与博纳影业互相开放，未来拟主控投拍的影片单片，相互参与投资对方主控投拍的电影。截止到 2017 年 6 月，博纳影业旗下正式运营的自营影院达到 41 家，银幕 338 张（其中包括 16 张中国巨幕和 5 张 IMAX 巨幕）。

全资兼并时光网，充分发挥线上线下协同效应。2016 年 7 月 27 日，万达电影宣布以 2.8 亿美元的交易价格收购国内最具影响力的电影媒体及电商服务平台时光网，收购完成后，将持有时光网全部运营实体 100% 股权。时光网创立于 2005 年，是目前国内知名的电影门户和电影推广公司，类似美国版本 IMDB, Yahoo Movie 及 Fandango 的结合，是查询电影资讯和写影评讨论电影的社区。

4.4 与战略投资者多方合作，形成优势互补长期利好

2018 年初，阿里巴巴和文投控股分别成为万达电影第二与第三大股东，前者拥有以互联网为核心的内容生产、互联网宣发、院线票务管理及数据服务的全产业链平台与服务，后者拥有影城影视投资、影院、游戏、艺人等多元产业资源。根据协议，两大股东将利用自身优势与万达展开战略合作，长期对万达有利好效应。

万达与阿里巴巴集团展开多方面合作，进一步打通上下游产业链。阿里巴巴拥有双方将在基于双方在文娱产业丰富的资源和电影消费场景方面优势，在影片投资、电影发行、在线票务、广告等方面开展合作，具体包括电影宣发、主投主控影片投资，在线票务、广告等领域资源共享等。基于阿里巴巴在文娱方面拥有雄厚的发行、线上票务、广告等资源，此战略合作将有望大力扩充万达的线上资源与宣发能力，助力打通上下游产业链。

万达与文投控股签订战略合作协议，打通海内外产业链。文投控股将利用自身影院、广告与土地旅游资源等多元产业链与万达展开合作，提升公司业务拓展能力。双方签订为期五年的《战略合作协议》，合作领域包括（1）院校加盟：文投控股促成旗下所有影院加盟万达院线；（2）电影映前广告：万达电影关联方独家全权代理文投旗下所有影院映前广告业务；（3）境内外影片投资、发行和放映：双方开发拟主控投拍影片片单并相互有权参投和发行对方主控投拍电影；（4）线下实景娱乐合作等。文投控股与万达电影业务契合，双方全方位合作有助于形成协同效用，提升市场份额。

五、盈利预测与投资建议

1) 票房收入。我们认为在全国电影票房稳定增长的大背景下，尾部影院逐渐开始出清，头部院线票房业务毛利率或将有所提高。万达电影作为行业头部公司，今年市场份额基本稳定，预计今年票房业务收入增长 8%-10%，行业出清过程中市占率有所提高，预计未来两年增速在 13-15%。

2) 非票房收入。2017 年万达非票收入占比 34%，可比公司中横店影视、金逸影视等占比均低于 25%，体现公司非票业务的成功。我们认为非票收入作为万达电影的业务亮点，随着行业逐步出清，将继续保持高于行业总体水平的增速，预计保持在 18%左右，同时广告收入与商品销售的毛利率继续分别稳定在 68%与 60%左右。

看好公司维持院线行业领军者地位，并建成影视制作、发行、渠道和后续变现的完整布局。不考虑收购，预计公司 2018、2019、2020 年能够实现归母净利润 15.46、17.48、18.33 亿元，对应 PE 分别为 27X、24X、23X。维持公司“推荐”评级。

表 7：国内可比上市公司估值表（截止至报告前一个交易日）

代码	公司	现价	EPS			PE		
		11 月 15 日	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
603103	横店影视	22.67	0.88	1.07	1.30	26	21	17
002905	金逸影视	14.01	0.83	0.92	1.03	17	15	14
300528	幸福蓝海	9.04	0.51	0.60	0.66	19	16	15
600977	中国电影	14.31	0.75	0.73	0.83	19	20	17
601593	上海电影	13.23	0.62	0.72	0.75	21	18	18
	平均					20	18	16
002739	万达电影	23.70	0.89	1.07	1.20	27	22	20

资料来源：Wind，民生证券研究院

六、风险提示

票房增长不及预期，行业整合不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	13,229	14,600	16,700	19,200
营业成本	8,983	9,800	11,200	12,950
营业税金及附加	443	504	576	662
销售费用	957	1,022	1,169	1,344
管理费用	1,060	1,168	1,336	1,536
EBIT	1,785	2,106	2,419	2,708
财务费用	229	156	102	102
资产减值损失	19	0	0	0
投资收益	145	10	10	10
营业利润	1,872	1,960	2,327	2,616
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	1,877	1,960	2,327	2,616
所得税	361	377	448	503
净利润	1,516	1,583	1,879	2,112
归属于母公司净利润	1,516	1,583	1,879	2,113
EBITDA	2,745	2,632	3,021	3,387
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2851	411	2581	5099
应收账款及票据	1167	1411	1614	1856
预付款项	257	343	392	453
存货	172	209	239	277
其他流动资产	322	322	322	322
流动资产合计	5023	2968	5459	8364
长期股权投资	18	30	43	55
固定资产	2581	3020	3459	3898
无形资产	14420	14391	14363	14336
非流动资产合计	18119	18045	17894	17667
资产合计	23142	21013	23354	26031
短期借款	2200	0	0	0
应付账款及票据	844	752	859	993
其他流动负债	58	58	58	58
流动负债合计	9060	5348	5809	6374
长期借款	2080	2080	2080	2080
其他长期负债	293	293	293	293
非流动负债合计	2373	2373	2373	2373
负债合计	11433	7721	8183	8747
股本	1174	1174	1174	1174
少数股东权益	39	38	38	38
股东权益合计	11709	13292	15171	17284
负债和股东权益合计	23142	21013	23354	26031

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	18.0%	10.4%	14.4%	15.0%
EBIT 增长率	5.0%	18.0%	14.8%	11.9%
净利润增长率	10.9%	4.5%	18.7%	12.4%
盈利能力				
毛利率	32.1%	32.9%	32.9%	32.6%
净利率	11.5%	10.8%	11.3%	11.0%
总资产收益率 ROA	6.5%	7.5%	8.0%	8.1%
净资产收益率 ROE	13.0%	11.9%	12.4%	12.2%
偿债能力				
流动比率	0.6	0.6	0.9	1.3
速动比率	0.5	0.5	0.9	1.3
现金比率	0.3	0.1	0.4	0.8
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	25.5	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	6.7	7.8	7.8	7.8
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	1.3	0.9	1.1	1.2
每股净资产	9.9	11.3	12.9	14.7
每股经营现金流	1.7	0.3	2.3	2.6
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	17.4	26.6	22.1	19.8
PB	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	15.7	16.4	13.6	11.4
股息收益率	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,516	1,583	1,879	2,112
折旧和摊销	978	525	602	679
营运资金变动	(632)	(1,894)	140	178
经营活动现金流	1,988	361	2,714	3,062
资本开支	1,698	439	439	439
投资	(611)	(13)	(13)	(13)
投资活动现金流	(2,282)	(442)	(442)	(442)
股权募资	18	0	0	0
债务募资	2,872	(2,360)	(102)	(102)
筹资活动现金流	1,173	(2,360)	(102)	(102)
现金净流量	880	(2,441)	2,170	2,518

插图目录

图 1: 2012-2018Q1-3 年万达电影营业收入	3
图 2: 2012-2018Q1-3 年万达电影归母净利润	3
图 3: 销售毛利率与销售净利率	4
图 4: 销售毛利率对比	4
图 5: 销售净利率对比	5
图 6: 各业务收入占比	5
图 7: 万达电影历年市占率	6
图 8: Top10 院线历年市占率对比	7
图 9: 可比公司电影放映业务收入 (亿元)	8
图 10: 可比公司电影放映业务毛利率	8
图 11: 可比公司广告业务收入 (亿元)	8
图 12: 可比公司广告业务毛利率	8
图 13: 可比公司卖品业务收入 (亿元)	8
图 14: 可比公司卖品业务毛利率	8
图 15: 2018Q1-3 前 10 大院线市场份额	9
图 16: 美国与中国 CR3 集中度对比	11
图 17: 2011-2018 年 1-10 月万达电影票房收入及同比增速 (包括境外)	11
图 18: 2011-2018 年 1-10 月万达电影影院数量及同比增速 (包括境外)	12
图 19: 2011-2018 年 1-10 月万达电影银幕数量及同比增速 (包括境外)	12
图 20: 2011-2018 年 1-10 月万达电影观影人次数量及同比增速 (包括境外)	13
图 21: 我国电影票房	14
图 22: 我国春节档电影票房	14
图 23: 2012-2018 年全国电影观影人次	15
图 24: 2012-2018 年全国银幕数量	15
图 25: 2016-2017 年国内外人均观影次数对比 (次)	15
图 26: 各级城市票房收入占比	16
图 27: 2018 年 1-10 月万达电影各级城市票房市占率	17
图 28: 2015-2018 年 H1 猫眼和淘票票参与 TOP10 影片国产影片数量及占比	18
图 29: 万达电影票房收入	18
图 30: 2013-2017 年万达电影非票收入及占比	19
图 31: 2013-2017 年美国 RGC.N 院线非票收入及占比	20
图 32: 2013-2018 年 H1 美国 CNK.N 院线非票收入及占比	20
图 33: 票房与商品销售毛利率对比	21
图 34: 影院广告毛利率	21
图 35: 广告行业规模	22
图 36: 传统广告行业规模同比增速	23
图 37: 广告行业各细分业 2016 年与 2017 年增速	23
图 38: 映前广告收入 (亿元)	24
图 39: 万达电影影院广告收入 (亿)	25
图 40: 万达商品销售收入 (亿元)	25
图 41: AMC 美国与欧洲影院数量	28
图 42: AMC 美国与欧洲银幕数量	28
图 43: AMC 票房收入 (亿元)	28

表目录

表 1: 2018Q3 前 10 大股东列表	3
表 2: 2018Q1-3 前 10 大院线票房	9
表 3: 2017 年前 10 大院线票房	10
表 4: 2016 年前 10 大院线票房	10
表 5: Hoyts 影院基本情况	27
表 6: Propaganda GEM 参与广告植入代表作	29
表 7: 国内可比上市公司估值表 (截止至报告前一个交易日)	30

分析师与研究助理简介

胡琛，对外经济与贸易大学金融学硕士，2011年7月加入民生证券至今，具有多年传媒互联网行业研究经验。

武子皓，金融硕士，2017年11月加入民生证券，从事传媒互联网行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。