



## 内容推动票房回暖，龙头企业整合优势明显

2018.12.23

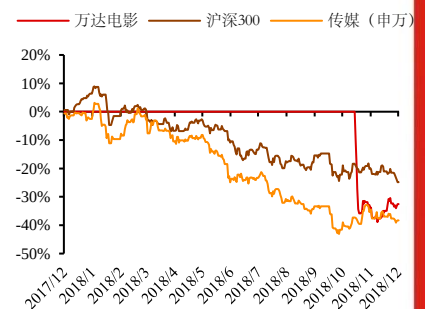
强烈推荐 (首次)

肖明亮(分析师) 叶锐(研究助理)  
电话: 020-88832290 020-88836101  
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn yek@gzgzhs.com.cn  
执业编号: A1310517070001 A1310117040003

现价: 23.31  
目标价: 28.28  
股价空间: 21.32%

### 传媒行业

### 股价走势



### 股价表现

| 涨跌(%)  | 1M    | 3M     | 6M     |
|--------|-------|--------|--------|
| 万达电影   | 0.47  | -32.55 | -32.55 |
| 沪深300  | -5.87 | -11.17 | -16.67 |
| 传媒(申万) | -4.49 | -7.49  | -20.15 |

### 基本资料

|         |                |
|---------|----------------|
| 总市值(亿元) | 410.59         |
| 总股本(亿股) | 17.61          |
| 流通股比例   | 97.10%         |
| 资产负债率   | 43.42%         |
| 大股东     | 北京万达投资有<br>限公司 |
| 大股东持股比例 | 50.70%         |

联系人: 陆韵如

邮箱: luyr@gzgzhs.com.cn

- **行业进入洗牌阶段,龙头企业整合优势明显:**2018年1-11月,国内累计票房为562.81亿元,增速下降至10.9%。近年来,国内票房增速回落至20%以下,单屏产出下滑至106万元(近十年最低),以渠道扩张为核心的增长模式成为历史,行业进入洗牌期。目前国内票房不足百万的影院数量为2578家(占全部影院的33.13%),2017、2018H1停业电影院分别激增至256家、167家,影院的经营难度加大。而公司影院产出效率领先,抗风险能力更强。另外,背靠万达集团,公司在行业整合上优势明显。我们认为,对于存量影院,中小影院的落后产能出清后,影院分流影响逐步减弱;对于增量影院,随着影院资产价格回归理性甚至低估,公司将迎来并购整合的良机。
- **国产质量提升+进口内容爆发,公司业绩有望率先回暖:**国产片方面,票房过亿的作品由2012年的22部上升至2017年的52部,影片质量提升明显。进口片方面,2019年将有20部左右的系列大片于国内上映,有望迎来进口片大年。另外优质内容将带动观众对特殊影院的升级需求。而公司依托万达地产建立一流的影院,特殊影院占比达到80%,2018年1-11月,以5154块银幕(行业第三)收获13.4%的票房(行业第一)。我们认为,国产片质量提升以及进口片的内容井喷将提振国内票房,公司坐拥国内一流的影院,有望率先实现业绩复苏、引领行业增长。
- **非票业务空间巨大,变现窗口逐步打开:**广告方面,刊例价以每年20%以上的速度提升。卖品方面参照美国院线公司卖品收入接近30%的总收入占比(我国最高不到14%),仍有较大的提升空间。在广告业务上,公司掌握院线资产,2017年广告收入达到24亿元,已成为国内最大的影院广告公司。在卖品业务上,公司影院集中于一二线城市的繁华商圈,消费者价格敏感性较低,公司卖品享有高溢价。我们认为,近年来影院非票业务快速发展且空间较大,已成为影院资产的主要变现途径。而公司在非票业务上具有较强的议价权,资产的变现能力有望进一步提升。
- **盈利预测及估值:**在不考虑万达影视并表的影响下,我们预计公司2018-2020年净利润分别为15.62、17.82以及19.60亿元,EPS分别为0.89/1.01/1.11元,对应当前股价26、23以及21倍PE。若考虑此次收购万达影视,根据增发后总股本(20.82亿股)以及万达影视的业绩承诺,公司2018-2020的备考净利润分别为23.25、26.70以及30.29亿元,对应EPS分别为1.12/1.28/1.46元,对应当前股价21、18、16倍PE。基于交易的不确定性,我们暂不考虑并表业绩,给予2019年28倍PE,目标价28.28元/股;首次覆盖,给予**强烈推荐**评级。
- **风险提示:**电影市场票房增速下滑,行业竞争加剧,交易未获通过风险。

### 重要财务指标(暂不考虑并购资产)

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 13229.38 | 14732.73 | 16369.20 | 17746.13 |
| 同比(%)     | 18.02%   | 11.36%   | 11.11%   | 8.41%    |
| 归属母公司净利润  | 1515.68  | 1561.75  | 1782.39  | 1959.98  |
| 同比(%)     | 10.92%   | 3.04%    | 14.13%   | 9.96%    |
| 每股收益(元)   | 0.86     | 0.89     | 1.01     | 1.11     |
| P/E       | 26.33    | 26.30    | 23.05    | 20.96    |
| P/B       | 3.52     | 3.23     | 2.97     | 2.71     |
| EV/EBITDA | 15.08    | 14.28    | 12.70    | 11.57    |

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告



## 目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 目录                             | 2  |
| 图表目录                           | 3  |
| 1. 万达电影：国内领先的院线龙头              | 5  |
| 1.1 历史沿革：“内生+外延”成就世界级院线        | 5  |
| 1.2 股权结构：公司为万达集团旗下的核心文娱资产      | 5  |
| 1.3 业务布局：院线为核心，拟通过并购提升垂直化布局    | 6  |
| 1.4 财务分析：非票业务占比提升，并购增厚公司业绩     | 7  |
| 2. 优质内容提振票房，产能出清推升效益           | 9  |
| 2.1 观影活动具有强社交属性、银幕扩张推动过去几年票房增长 | 9  |
| 2.2 影院扩张到达瓶颈期，渠道驱动转为内容驱动       | 10 |
| 2.3 国产片质量提升+进口片大年，国内票房有望迎来放量   | 11 |
| 2.4 落后产能加速出清，头部企业整合优势明显        | 12 |
| 3. 一流影院巩固客流，规模效应加速变现           | 14 |
| 3.1 携手万达广场，进驻核心商圈              | 14 |
| 3.2 特殊影院抢滩升级需求市场，品牌优势已然建立      | 15 |
| 3.3 电影广告增长迅速，院线掌握主动权           | 18 |
| 3.4 影院加持下，卖品业务享有高溢价            | 20 |
| 4. 拟收购万达影视，打造泛娱乐巨轮             | 21 |
| 4.1 万达影视：国内电影制作龙头              | 21 |
| 4.2 五洲发行：国内领先发行企业              | 23 |
| 4.3 新媒诚品：精品影视制作公司              | 23 |
| 4.4 互爱互动：领先的游戏发行运营商            | 24 |
| 5. 盈利预测及估值                     | 25 |
| 6. 风险提示                        | 27 |



## 图表目录

|        |                                                 |    |
|--------|-------------------------------------------------|----|
| 图表 1.  | 公司前身组建于 2004 年，内生+外延增长成就世界级院线.....              | 5  |
| 图表 2.  | 王健林、王思聪父子，其通过万达投资以及万达文化集团间接持有公司 52.75% 的股份..... | 6  |
| 图表 3.  | 公司为万达文化集团的核心资产 .....                            | 6  |
| 图表 4.  | 院线业务为公司核心业务、拟并购万达影视丰富业务布局.....                  | 7  |
| 图表 5.  | 公司收入增长短期承压 .....                                | 7  |
| 图表 6.  | 公司净利润增长短期承压 .....                               | 7  |
| 图表 7.  | 公司非票业务占比不断提升，毛利率基本保持稳定.....                     | 8  |
| 图表 8.  | 公司秉承低毛利引流+高毛利变现的战略，非票业务毛利率较高.....               | 8  |
| 图表 9.  | 业务布局调整导致费用率有所提升，近年来有所改善.....                    | 8  |
| 图表 10. | 春节档间电影票的购买主要为 2 张以上.....                        | 9  |
| 图表 11. | 消费者主要通过社交网络了解电影资讯.....                          | 9  |
| 图表 12. | 我国电影银幕数量增速连年下滑 .....                            | 9  |
| 图表 13. | 2016 年以来中国票房增速明显放缓.....                         | 9  |
| 图表 14. | 2016 年以来我国观影人次增速下滑.....                         | 10 |
| 图表 15. | 单银幕产出持续下滑，近年来跌幅收窄.....                          | 10 |
| 图表 16. | 我国一线城市人均观影次数达到较高水平.....                         | 10 |
| 图表 17. | 一二线城市为主要票仓城市 .....                              | 10 |
| 图表 18. | 我国电影上映数量到达顶峰 .....                              | 11 |
| 图表 19. | 近年来优质国产片数量不断增加 .....                            | 11 |
| 图表 20. | 多部优质影片抢滩 2019 年春节档.....                         | 11 |
| 图表 21. | 2019 年同时也为进口片大年 .....                           | 12 |
| 图表 22. | 国内票房不足百万的影院数量高达 2578 家.....                     | 12 |
| 图表 23. | 近几年退出市场影院数量急剧增加.....                            | 12 |
| 图表 24. | 头部院线企业绩效显著高于平均（2018Q3 数据） .....                 | 13 |
| 图表 25. | 头部影投绩效高于行业平均（2018Q3 数据） .....                   | 13 |
| 图表 26. | 历年大型影院并购均集中在头部企业.....                           | 14 |
| 图表 27. | 影院项目的新建跟随商业地产的开发.....                           | 15 |
| 图表 28. | 银幕的扩张跟随商场面积的增长 .....                            | 15 |
| 图表 29. | 万达广场遍布全国核心商圈 .....                              | 15 |
| 图表 30. | 依托万达广场，万达院线数量行业领先.....                          | 15 |
| 图表 31. | 特殊影院主要包括巨幕厅、4D 厅、特殊音效厅以及杜比影院.....               | 16 |
| 图表 32. | 消费者对于特殊影院具有较强偏好.....                            | 16 |
| 图表 33. | 特殊影院对于消费者具有更强的吸引力.....                          | 16 |
| 图表 34. | 全市场中，公司的特殊影院布局最为完善.....                         | 17 |
| 图表 35. | 万达院线吸引客流能力突出 .....                              | 17 |
| 图表 36. | 万达院线资产效率处于行业前列 .....                            | 17 |
| 图表 37. | 公司票房市占率多年处于行业领先.....                            | 18 |
| 图表 38. | 近年来影院广告刊例价快速上涨 .....                            | 18 |
| 图表 39. | 相对于美国，我国影院广告覆盖面更广.....                          | 19 |
| 图表 40. | 影院广告主要包括映前广告和贴票广告.....                          | 19 |
| 图表 41. | 万达为映前广告头部企业 .....                               | 20 |
| 图表 42. | 院线资产在广告业务上效率更高 .....                            | 20 |
| 图表 43. | 公司卖品业务享有更高的溢价 .....                             | 20 |
| 图表 44. | 公司卖品业务处于行业领先 .....                              | 21 |



|        |                                    |    |
|--------|------------------------------------|----|
| 图表 45. | 相对于欧美院线的票房构成，非票业务仍有较大提升空间.....     | 21 |
| 图表 46. | 万达影视业务覆盖领域包括影视制作、电影发行以及游戏.....     | 22 |
| 图表 47. | 万达影视 2019 年净利润承诺 8.88 亿.....       | 22 |
| 图表 48. | 万达影视曾成功投资多部电影作品.....               | 22 |
| 图表 49. | 五洲发行为国内领先的电影发行企业.....              | 23 |
| 图表 50. | 新媒诚品曾打造多部优秀影视剧作品.....              | 23 |
| 图表 51. | 互爱互动成功发行运营多部优秀网络游戏.....            | 24 |
| 图表 52. | 2019 年进口片测算表（单位：亿元）.....           | 25 |
| 图表 53. | 2019 年国内票房敏感性分析（单位：亿元）.....        | 26 |
| 图表 54. | 公司主要业务盈利预测（单位：亿元）.....             | 26 |
| 图表 55. | 2019 年公司净利润对国内票房的敏感性分析（单位：亿元）..... | 27 |

# 1. 万达电影：国内领先的院线龙头

## 1.1 历史沿革：“内生+外延”成就世界级院线

公司组建于2004年，“内生+外延”战略打造出世界级院线。2004年公司设立，其后通过内生增长以及万达集团商业地产项目的支持下，公司院线迅速发展旗下院线。2014年，公司全年观影人次首度破亿，院线会员超过2100万人。2015年公司完成IPO后，正式开启了外延扩张的发展路径，先是在同年与腾讯、时光网以及芬兰AAVI科技等公司达成战略合作，2016年又分别以26亿人民币以及2.8亿美元并购胡莱游戏以及时光网，并与IMAX签订新建150家影院的协议。目前公司为连续八年国内票房收入排名第一的电影院线，会员保有量达到1亿，并拟通过注入万达影视以提升内容方面的协同。

图表1. 公司前身组建于2004年，内生+外延增长成就世界级院线

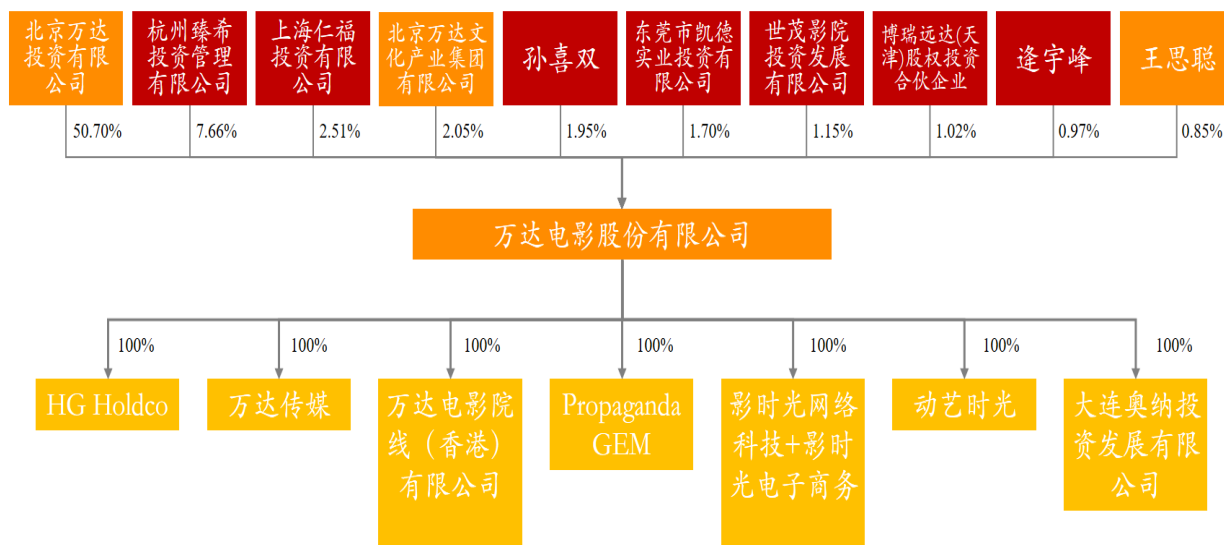


资料来源：公司公告、企查查、广证恒生

## 1.2 股权结构：公司为万达集团旗下的核心文娱资产

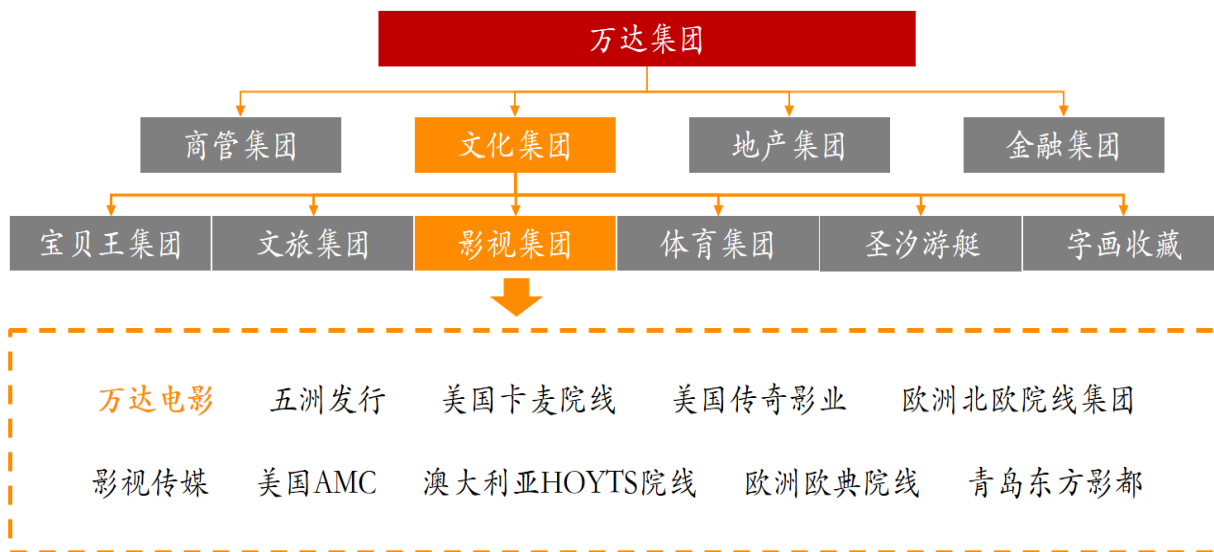
公司实际控制人为王健林，为万达集团旗下的核心文娱资产。公司实际控制人为王健林、王思聪父子，其通过万达投资以及万达文化集团间接持有公司52.75%的股份。另外王健林之子王思聪还直接持有公司0.85%的股份。公司的子公司以各地影院居多，主要的子公司有澳大利亚第二大院线HG Holdco、影院广告营销公司万达传媒以及propaganda、影投公司万达香港以及大连奥纳、时光网票务电商平台等。对于万达集团而言，万达文化集团已成为万达新的支柱产业，2017年收入637亿元。旗下包括影视集团、宝贝王集团、文旅集团、体育集团。公司作为万达集团文旅业务的核心资产，在业务布局上具有重要地位，本次拟将影视制作以及发行业务注入上市公司，未来有望更好地发挥各块业务之间的协同效应。

图表2. 王健林、王思聪父子，其通过万达投资以及万达文化集团间接持有公司 52.75%的股份



资料来源：wind、广证恒生

图表3. 公司为万达文化集团的核心资产



资料来源：公司官网、广证恒生

### 1.3 业务布局：院线为核心，拟通过并购提升垂直化布局

公司核心业务为院线业务，拟注入万达影视以完善垂直化布局。公司目前核心业务为院线业务，截至 2018 年 11 月，万达电影开业直营影院 582 家、5154 块屏幕，约占全国电影票房市场 14% 的份额。围绕院线为核心，公司主要业务收入包括票房收入、影院广告收入、卖品收入以及其他票务衍生业务。另外公司拟通过发行股份置换的方式，将原有万达文华体系内的万达电影注入上市公司，新增业务包括电影、影视剧的制作、电影发行以及游戏发行运营。我们认为，公司围绕院线核心资产，在注重渠道扩张的同时，拟将万达影视注入上市公司体系，产业链布局趋于完善，联动效果将逐步显现。

图表4. 院线业务为公司核心业务、拟并购万达影视丰富业务布局

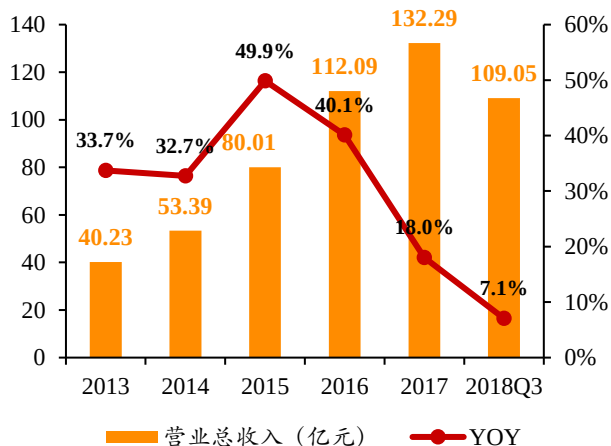


资料来源：公司公告、广证恒生

## 1.4 财务分析：非票业务占比提升，并购增厚公司业绩

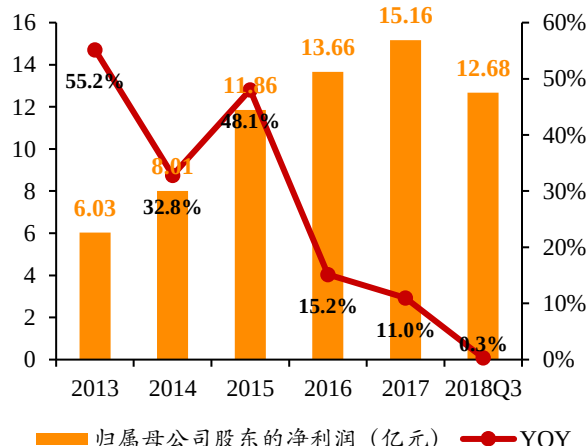
受票房下滑影响，公司业绩增长短期承压。2016 年以前中国电影市场快速发展、银幕数量带动观影人次的快速增长，公司业绩出现快速的攀升。近几年，行业进入规范整合期，无序发展的情况成为历史，高基数下行业内主要公司的业绩增长承压。根据公司 2018 年三季报，公司实现营业收入 109 亿元、净利润 12.68 亿元，同比分别增长 7.1%、0.3%。由于受到全国票房增速放缓以及票补退出的影响，公司业绩增速有所下滑，短期内公司业绩增长承压。

图表5. 公司收入增长短期承压



资料来源：Wind、广证恒生

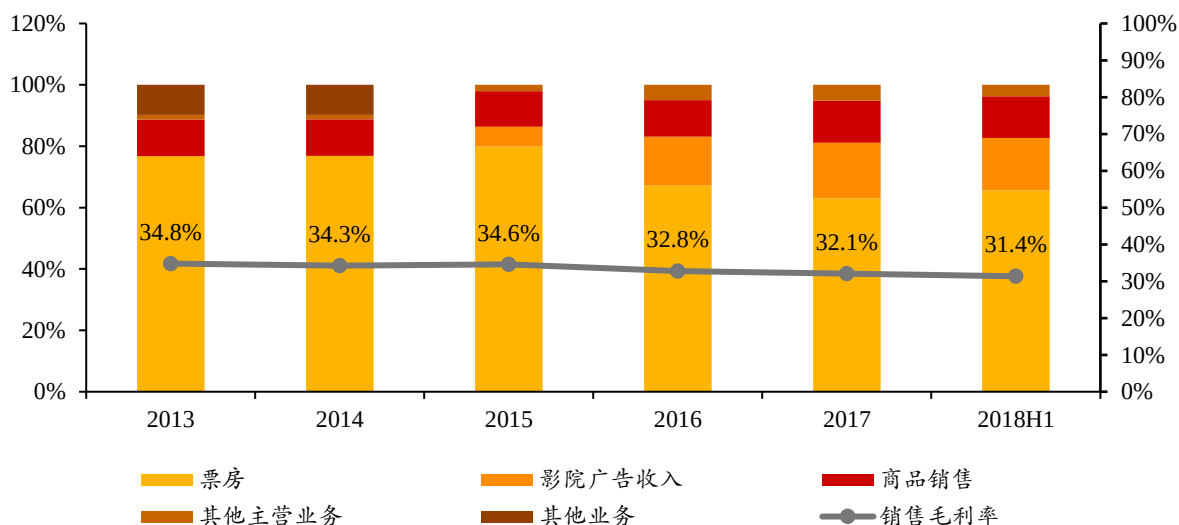
图表6. 公司净利润增长短期承压



资料来源：Wind、广证恒生

非票业务稳步提升，公司毛利率保持稳定。由于票房持续增长低迷，公司非票业务在收入结构中的地位不断提升，目前公司非票业务收入占比已到达公司总收入的 34.3%。另外，由于院线的主要成本为场地的租赁费用，而场地的租赁期普遍较长，在 20 年左右，因此院线企业成本费用相对稳定，而公司得益于万达广场的支持，毛利率稳定保持在较高水平，截至 2018H1 公司实现毛利率 31.4%。我们认为，近几年行业主要处于整合期，渠道扩张的增长模式难以为继，所以高基数下公司增长陷入短期的停滞。但从公司不断增长的非票业务来看，公司不断探索对院线人流的多渠道变现，资产效率将不断提升。

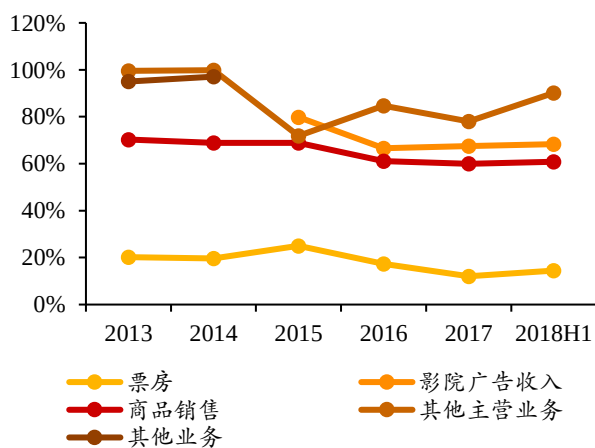
图表7. 公司非票业务占比不断提升，毛利率基本保持稳定



资料来源：wind、广证恒生

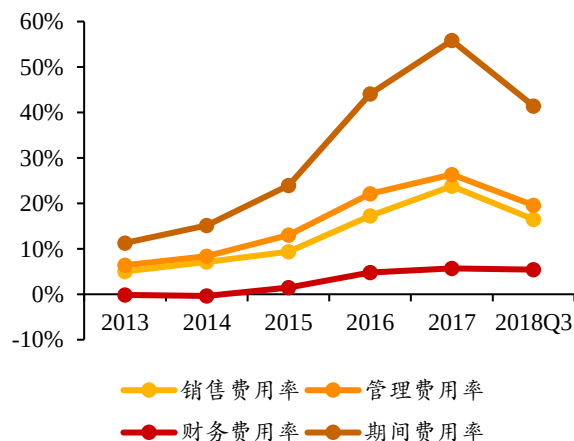
**低毛利引流+高毛利变现，费用率有所改善。**2018年上半年，公司票房收入为48.36亿，营业收入占比达到65.64%，但仅以14.5%的毛利率贡献6.99的毛利润，毛利占比仅为28.97%。而公司的非票业务（广告、卖品以及其他）能够达到60%以上的高毛利率水平，以34.36%的收入占比贡献了71%的毛利润。公司基本秉承低毛利引流以及高毛利变现的经营模式，用较低的电影票价吸引观众、再通过毛利率较高的广告业务以及买票业务寻求变现。费用率方面，公司2016年由于收购时光网等资产以及影院扩张带来的销售费用和管理费用的上涨，2018年实施数字化、精细化管理之后有所改善。

图表8. 公司秉承低毛利引流+高毛利变现的战略，非票业务毛利率较高



资料来源：公司公告、广证恒生

图表9. 业务布局调整导致费用率有所提升，近年来有所改善



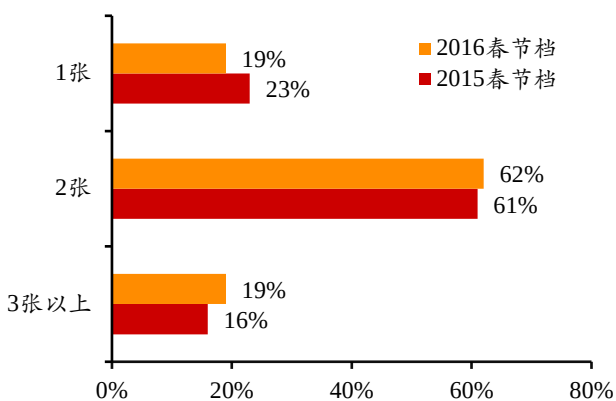
资料来源：公司公告、广证恒生

## 2. 优质内容提振票房，产能出清推升效益

### 2.1 观影活动具有强社交属性、银幕扩张推动过去几年票房增长

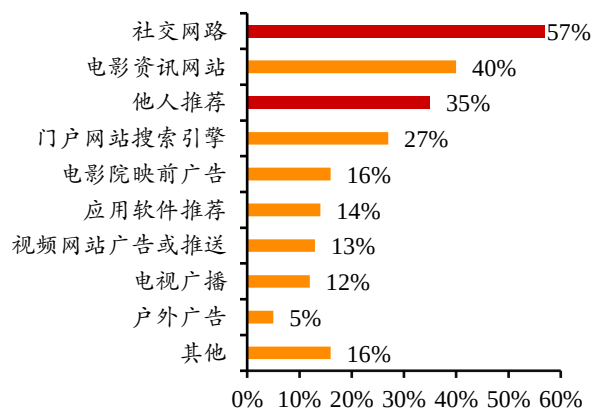
观影活动作为现代人文娱生活的主要形式之一，具有较强的社交属性。根据猫眼的调查数据，在近年电影票房最为火爆的春节档期间，80%左右的消费者购票张数均在两张以上。可以看出，在观影活动中，人更习惯于结伴而行，由此产生的社交需求是其他文娱活动所不能提供的。而在电影资讯的获得上，根据品途智库的调查，分别有57%、35%的消费者是通过线上、线下社交渠道获得相关资讯的。由此无论在观影活动的了解环节亦或是体验环节，都存在较强的社交属性，由此催生出我国近600亿的电影市场。

图表10. 春节档间电影票的购买主要为2张以上



资料来源：猫眼、广证恒生

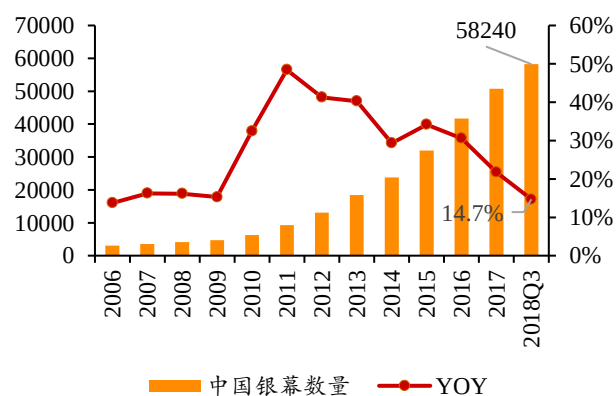
图表11. 消费者主要通过社交网络了解电影资讯



资料来源：品途智库、广证恒生

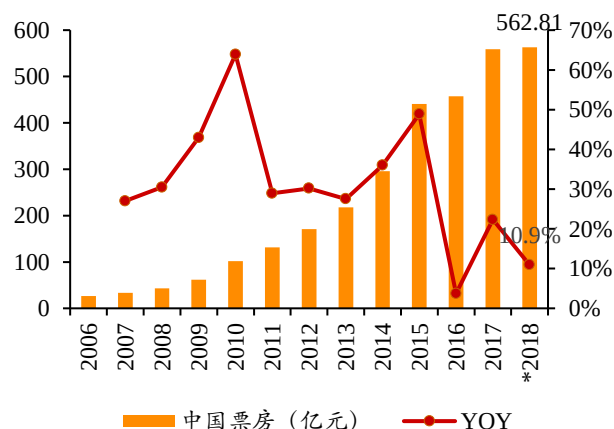
银幕扩张推动了电影票房近10年的增长。在过去10年，尤其是2009年至2016年间，电影银幕快速扩张，由一二线城市逐步向低线城市下沉。根据艺恩数据，我国电影银幕由2009年的4723块激增至2018年Q3的58240块，扩张幅度达到12.33倍，尤其在2009年至2016年间，电影银幕的年扩张速度均高于30%。由此带来了我国电影票房的快速增长，2009年我国票房市场仅为62亿，而2018年仅是前三季度的票房就达到了562.81亿，增长幅度在9.08倍以上。我们认为，根据银幕增长速度以及票房增长速度，可以明显看出在2009年到2016年的银幕快速扩张期，票房市场也基本上能够维持在30%以上的高增长，过去几年我国电影市场的主要驱动力来自于银幕的扩张。

图表12. 我国电影银幕数量增速连年下滑



资料来源：艺恩数据、广证恒生

图表13. 2016年以来中国票房增速明显放缓



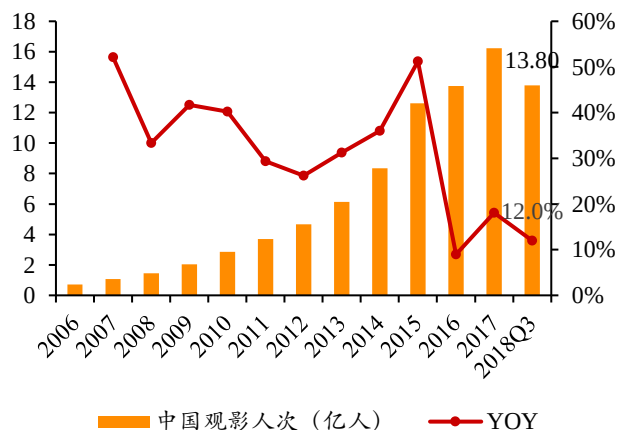
注：2018年票房为1-11月数据

资料来源：艺恩数据、广证恒生

## 2.2 影院扩张到达瓶颈期，渠道驱动转为内容驱动

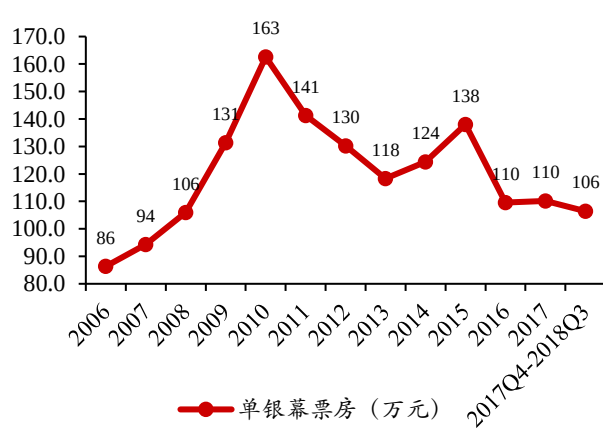
观影人次到达顶峰，单银幕票房地处于历史低位。2016 年至今，我国观影人数明显进入低增长阶段，根据艺恩数据，2016、2017 以及 2018 前三季度我国观影人次分别增长 9%、18%以及 12%，相对于 2016 年以前的 30%以上的水平，我国观影人数基本到达顶峰。由此，渠道扩张将不再能够有效促进票房的增长。2017Q4 至 2018Q3，我国电影市场单银幕产出下滑至 106 万元，仅高于 2006 年的 86 万元以及 2007 年的 94 万元，处于历史低位。我们认为，从近几年的数据来看，因渠道覆盖率提升而增加观影人数正趋于饱和，银幕扩张的边际产出出现连续下滑，现已基本处于历史低位，渠道扩张的效果到达顶峰。

图表14. 2016 年以来我国观影人次增速下滑



资料来源：艺恩数据、广证恒生

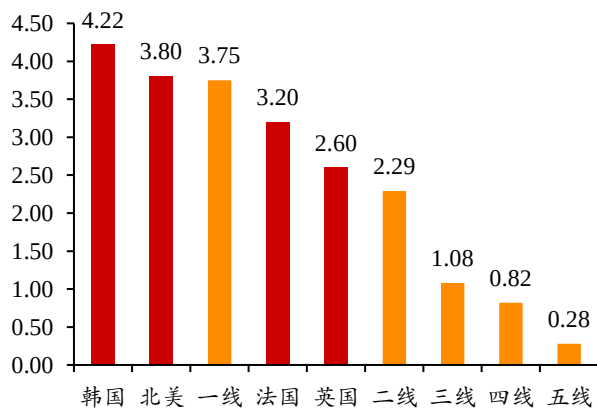
图表15. 单银幕产出持续下滑，近年来跌幅收窄



资料来源：艺恩资讯、广证恒生

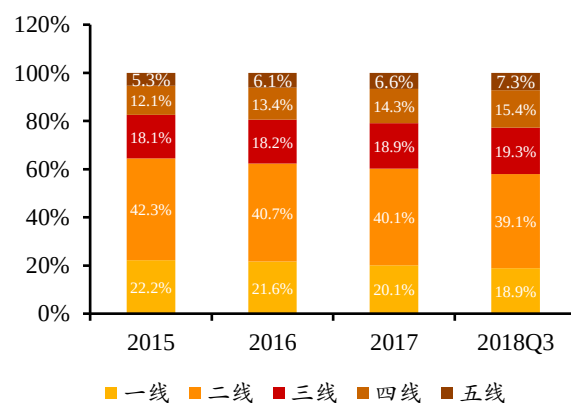
主要城市人均观影频次触及发达国家水平，渠道驱动转为内容驱动。从增长空间上看，我国一线、二线城市人均观影次数分别达到 3.75 和 2.29，十分接近发达国家水平。而我国低线城市城市的数量达到 289 座，票房占比仅为 42%，相对于 34 座一二线城市贡献 58%的票房，低线城市由于收入以及人口密度的限制，增长空间也十分有限。另外，在内容的供给上，我国上映的影片数量在 2016 年达到 505 部，而近两年出现一定的下滑，2018 年前三季度我国上映的影片数量仅为 342 部，我国影片内容的供应也基本达到顶峰。由于行业从增量市场进入存量市场，内容供需双方都对内容的质量提出了更高的要求，推动国产影的质量提升。根据艺恩及豆瓣数据，2012 至 2017 年，票房过亿的国产影片数量由 22 部增加至 52 部，豆瓣评分高于 8 的影片数量由 3 部增加至 5 部，成为票房增长的主要驱动力。我们认为，目前渠道扩张基本到达上限，内容正式成为票房第一驱动力，而近几年来国产影片质量的提升将成为我国电影市场新的增长要素。

图表16. 我国一线城市人均观影次数达到较高水平



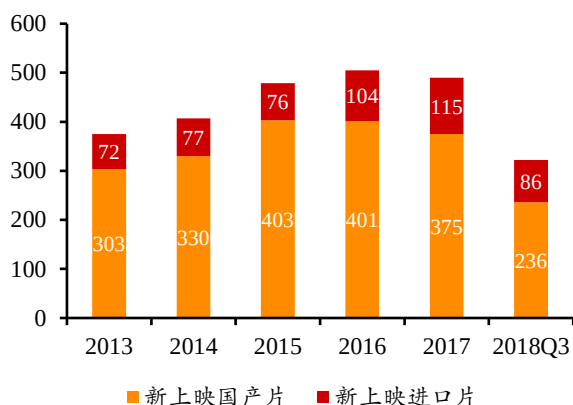
资料来源：公开资料收集、广证恒生

图表17. 一二线城市为主要票仓城市



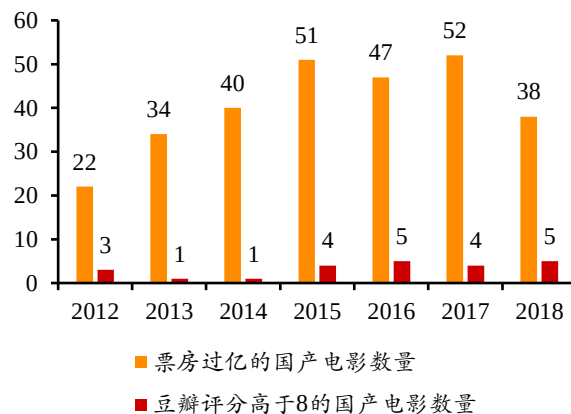
资料来源：艺恩数据、广证恒生

图表18. 我国电影上映数量到达顶峰



资料来源：艺恩咨询、广证恒生

图表19. 近年来优质国产片数量不断增加



资料来源：艺恩数据、豆瓣、广证恒生

## 2.3 国产片质量提升+进口片大年，国内票房有望迎来放量

多部影片抢滩春节档，好莱坞大年有望促进票房放量。截止2018年12月，已经有近9部定档春节档，包括4部受到较高关注的影片，其中《疯狂的外星人》、《流浪地球》均来自刘慈欣（畅销书《三体》作者）的小说改编，另外还有周星驰导演作品《新喜剧之王》和成龙的功夫喜剧《神探蒲松龄》，有望在春节档引爆全年票房。而在进口片方面，在2019年有望引进的进口片中，有20部系列片续集，其中17部的上一系列获得了1亿以上的北美票房。我们认为，高质量的国产片的上线以及进口大片的引进有望引爆明年电影市场。

图表20. 多部优质影片抢滩2019年春节档

| 名称                   | 主演                | 导演         | 参考作品      | 参考票房(亿)            | 备注                               |
|----------------------|-------------------|------------|-----------|--------------------|----------------------------------|
| 《疯狂的外星人》             | 黄渤<br>沈腾          | 宁浩         | 《唐人街探案2》  | 21.46              | 该片根据刘慈欣（畅销书《三体》作者）同名小说改编。        |
| 《流浪地球》               | 吴京                | 郭帆         | 《红海行动》    | 14.47              | 该片同为刘慈欣小说改编。                     |
| 《新喜剧之王》              | 王宝强               | 邱礼涛<br>周星驰 | 《西游伏妖篇》   | 12.60              |                                  |
| 《神探蒲松龄》              | 成龙                |            | 《功夫瑜伽》    | 10.18              |                                  |
| 《飞驰人生》               | 沈腾                | 韩寒         | 《乘风破浪》    | 4.91               |                                  |
| 《熊出没》<br>《小猪佩奇过大年》   |                   |            | 《熊出没·变形记》 | 4.75               | 《熊出没》系列每年均有春节档，小猪佩奇为今年最火的少儿动漫IP。 |
| 《情圣2》                | 吴秀波<br>白百何<br>薛之谦 |            | 《情圣》      | 2.73               |                                  |
| 《廉政风云》               | 刘青云<br>张家辉        | 麦兆辉        | 《窃听风云3》   | 2.02               | 麦兆辉为《无间道》、《窃听风云》系列导演。            |
| 2018年春节档参考票房合计：73.12 |                   |            |           | 2017年春节档票房：63.42亿。 |                                  |

资料来源：公开资料收集、中国电影放映协会、广证恒生

图表21. 2019 年同时也为进口片大年

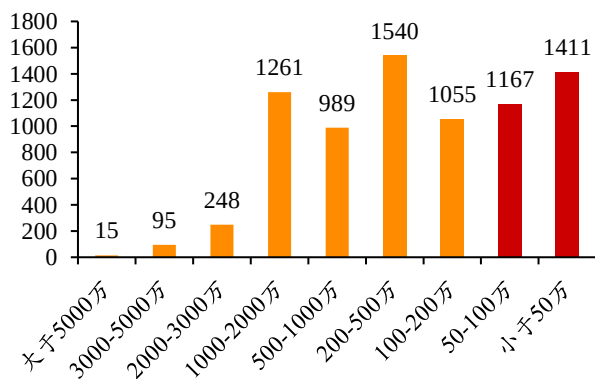
| 序号 | 上映时间   | 片名           | 参考作品           | 参考北美票房<br>(美元) |
|----|--------|--------------|----------------|----------------|
| 1  | 2月14日  | 《X战警：黑凤凰》    | 《X战警：天启》       | 8.00           |
| 2  | 5月3日   | 《复仇者联盟4》     | 《复仇者联盟3》       | 6.77           |
| 3  | 12月20日 | 《星球大战9》      | 《星球大战：最后的绝地武士》 | 6.19           |
| 4  | 6月21日  | 《玩具总动员4》     | 《玩具总动员3》       | 4.13           |
| 5  | 11月1日  | 《神奇女侠1984》   | 《神奇女侠》         | 4.11           |
| 6  | 3月8日   | 《惊奇队长》       | 《美国队长3》        | 4.05           |
| 7  | 11月27日 | 《冰雪奇缘2》      | 《冰雪奇缘》         | 3.99           |
| 8  | 6月7日   | 《爱宠大机密2》     | 《爱宠大机密》        | 3.65           |
| 9  | 7月5日   | 《蜘蛛侠：英雄归来2》  | 《蜘蛛侠：英雄归来》     | 3.33           |
| 10 | 9月6日   | 《小丑回魂2》      | 《小丑回魂》         | 3.27           |
| 11 | 2月8日   | 《乐高大电影2》     | 《乐高大电影》        | 2.56           |
| 12 | 5月31日  | 《哥斯拉：怪兽之王》   | 《哥斯拉》          | 1.98           |
| 13 | 5月17日  | 《未定名黑衣人衍生电影》 | 《黑衣人3》         | 1.77           |
| 14 | 3月1日   | 《驯龙高手3》      | 《驯龙高手2》        | 1.75           |
| 15 | 8月2日   | 《X战警：新变种人》   | 《X战警：天启》       | 1.54           |
| 16 | 9月20日  | 《愤怒的小鸟2》     | 《愤怒的小鸟》        | 1.05           |
| 17 | 9月27日  | 《新霹雳娇娃》      | 《霹雳娇娃2》        | 1.01           |
| 18 | 11月8日  | 《王牌特工3》      | 《王牌特工2》        | 0.99           |
| 19 | 11月15日 | 《未定名终结者续作》   | 《终结者：创世纪》      | 0.89           |
| 20 | 12月11日 | 《地狱男爵：血皇后崛起》 | 《地狱男爵》         | 0.59           |

资料来源：艺恩咨询、广证恒生

## 2.4 落后产能加速出清，头部企业整合优势明显

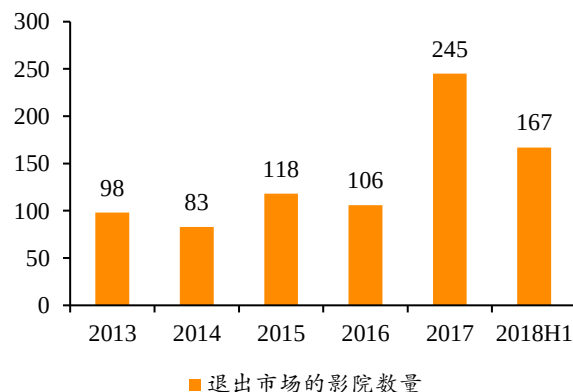
供过于求，影院产能加速出清。根据金逸影视披露的数据计算，目前单影院的平均年租金为 100 万元，而根据艺恩数据统计，2018 年有 2578 家影院年票房低于平均的租金成本，营业压力较大。2017 年退出市场的影院数量上升至 245 家，相对于 2016 年倒逼影院数量增加了 131%。仅 2018 年上半年，退出市场的影院数量就达到了 167 家。根据拓普电影智库数据显示，在今年的 10 个月里，确认倒闭或停业整改的影院已接近 300 家。而此前，作为十大院线之一的星美控股也发布公告，称截至 11 月底，其旗下的 320 家影院中已有 140 家短暂停业、约 11 家将有可能在不久后因无法支付租金而失去赎回权。我们认为，影院扩张带来的分流作用不断削弱原有影院的单银幕产出，票房低于租金成本的院线数量逐步增加，在经营压力的不断增加下，落后产能开始加速出清。

图表22. 国内票房不足百万的影院数量高达 2578 家



资料来源：艺恩数据、广证恒生

图表23. 近几年退出市场影院数量急剧增加



资料来源：猫眼专业版、广证恒生

政策推动行业洗牌，头部企业整合优势明显。12月13日，国家电影局下发《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》。意见要求，“到2020年，全国加入城市电影院线的电影院银幕总数达到8万块以上，鼓励电影院线公司依法依规并购重组。”同时还提出“成立电影院线公司须控股影院数量不少于50家或银幕数量不少于300块；一年度合计票房收入不低于5亿元。”我们认为，本次政策主要强调对影院的集中管理以及抬高院线设立门槛，从而抑制行业的无序扩张，进而提高影院资产效率，将推动行业整合的进程。而目前，头部企业相对来说具有更强的规模效应，我们以平均票价、场均人次以及上座率作为评价指标，结合艺恩数据库，我们发现在主要的院线中，有67%的院线和89%的影投在资产效率上高于行业平均水平。同时，近几年院线资产收购多集中在资金实力雄厚，资产效率较高的头部影视公司。如公司收购澳大利亚 Hoyts，中影集团收购大连华臣等。因此我们认为，在政策的推动下，行业整合有望进一步加速，而头部的公司具有较高的资产效率和整合能力，整合优势明显。

图表24. 头部院线企业绩效显著高于平均（2018Q3数据）

| 主要院线绩效  | 人次<br>(亿) | 票房<br>(亿元) | 市占率  | 平均票价<br>(元) | 场均人次 | 上座率   |
|---------|-----------|------------|------|-------------|------|-------|
| 全市场     | 16.32     | 576.54     | 100% | 35          | 16   | 12.0% |
| 万达院线    | 1.89      | 77.46      | 13%  | 41          | 21   | 13.6% |
| 大地院线    | 1.7       | 57.17      | 10%  | 34          | 16   | 12.3% |
| 上海联合    | 1.22      | 45.83      | 8%   | 37          | 20   | 14.0% |
| 中影南方新干线 | 1.04      | 42.92      | 7%   | 35          | 15   | 12.9% |
| 中影数字院线  | 0.79      | 42.29      | 7%   | 34          | 14   | 10.8% |
| 广州金逸珠江  | 0.59      | 28.88      | 5%   | 37          | 18   | 12.1% |
| 横店院线    | 0.57      | 25.02      | 4%   | 33          | 16   | 11.7% |
| 华夏联合    | 0.52      | 19.95      | 3%   | 34          | 15   | 11.5% |
| 幸福蓝海院线  | 0.48      | 19.57      | 3%   | 34          | 18   | 13.6% |

资料来源：公司官网、广证恒生

图表25. 头部影投绩效高于行业平均（2018Q3数据）

| 主要影投绩效    | 人次<br>(亿) | 票房<br>(亿元) | 市占率  | 平均票价<br>(元) | 场均人次 | 上座率   |
|-----------|-----------|------------|------|-------------|------|-------|
| 全市场       | 16.32     | 576.54     | 100% | 35          | 16   | 12%   |
| 万达电影      | 1.88      | 77.04      | 13%  | 41          | 21   | 13.6% |
| 大地影院      | 0.79      | 27.49      | 5%   | 35          | 16   | 12.1% |
| 横店院线      | 0.64      | 21.49      | 4%   | 33          | 16   | 11.7% |
| CGV影城投资公司 | 0.40      | 16.54      | 3%   | 41          | 23   | 13.6% |
| 中影影院投资    | 0.47      | 16.52      | 3%   | 35          | 26   | 16.1% |
| 金逸影视      | 0.42      | 16.06      | 3%   | 38          | 19   | 11.8% |
| 太平洋影管     | 0.27      | 9.54       | 2%   | 35          | 22   | 17.3% |
| 香港百老汇     | 0.19      | 9.04       | 2%   | 48          | 26   | 16.1% |
| 幸福蓝海院线    | 0.26      | 8.86       | 2%   | 33          | 20   | 15.0% |

资料来源：公司官网、广证恒生

**图表26. 历年大型影院并购均集中在头部企业**

| 收购时间        | 投资方          | 标的              | 份额       | 交易价                  |
|-------------|--------------|-----------------|----------|----------------------|
| 2015 年 6 月  | 万达电影         | Hoyts(澳大利亚)     | 100%股权   | 3.657 亿美元            |
| 2015 年 6 月  | 万达电影         | 重庆世茂等 15 家公司    | 100%股权   | 10 亿                 |
| 2015 年 11 月 | 当代东方         | 中广院线            | 30%      | 3235.29 万元           |
| 2016 年 2 月  | 万达电影         | 大连奥纳影城、北斗星投资    | 100%股权   | 未披露                  |
| 2016 年 5 月  | 当代东方         | 华彩天地            | 51.13%股权 | 1.58 亿元及债权 1500 万元   |
| 2016 年 8 月  | 阿里影业         | 杭州星际            | 60.94%股权 | 3900 万元              |
| 2016 年 9 月  | 完美世界         | 今典院线、今典影城、今典文化  | 100%股权   | 13.53 亿元             |
| 2016 年 10 月 | 中影集团         | 大连华臣            | 70%股权    | 5.53 亿元              |
| 2016 年 12 月 | 汉鼎宇佑         | 太平洋影业、乐清时代、杭州星影 | 100%股权   | 4200 万+1000 万+2800 万 |
| 2016 年 12 月 | 长城影视         | 德纳影业            | 100%权益   | 5.45 亿元              |
| 2017 年 1 月  | 阿里影业         | 南京派瑞            | 55%股权    | 7000 万元              |
| 2017 年 1 月  | 恒大           | 美嘉欢乐影城          | 位于北京两座影城 | 超过 4 亿元              |
| 2017 年 1 月  | 南海控股（大地影院集团） | 橙天嘉禾            | 100%权益   | 32.86 亿元             |
| 2017 年 3 月  | 大地院线         | 恩施高德            | 40%股权    | 6720 万元              |
| 2017 年 3 月  | 保利文化         | 星星文化            | 100%权益   | 6.8 亿元               |
| 2017 年 3 月  | 当代东方         | 威丽斯影院           | 51%股权    | 2699 万元              |
| 2017 年 9 月  | 华人文化         | UME 国际影城        | 未披露      | 20 亿-30 亿            |
| 2017 年 9 月  | 橙天嘉禾         | 嘉年华影业（新加坡）      | 50%权益    | 1.74 亿坡元（约 10 亿港元）   |
| 2018 年 1 月  | 宇顺电子         | 成都润运（星美控股）      | 100%股权   | 200 亿元               |
| 2018 年 7 月  | 嘉凯城          | 明星时代影院、艾美影院     | 100%股权   | 5.65 亿元+0.3 亿元       |
| 2018 年 7 月  | 苏宁影城         | 首映国际影城          | 未披露      | 未披露                  |

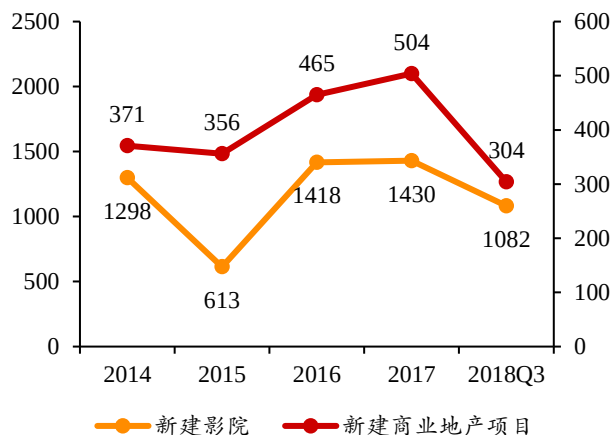
资料来源：私募通、广证恒生

## 3. 一流影院巩固客流，规模效应加速变现

### 3.1 携手万达广场，进驻核心商圈

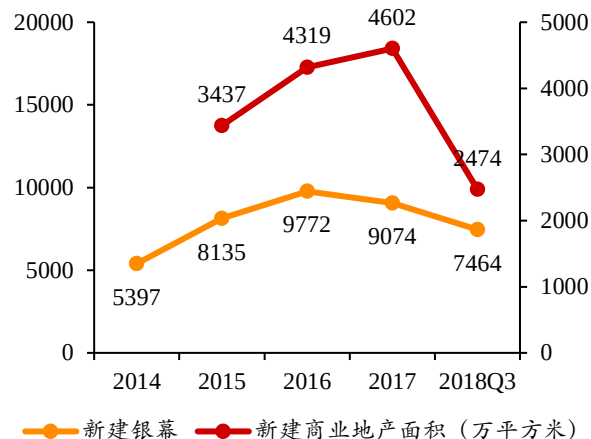
影院发展紧跟商业地产的开发，公司依托万达广场快速进入核心商圈。一般而言，影院选址比较注重地段的繁华度以及人流量，因此对于影院而言大型商场往往是最佳的落址选择。根据我们统计数据，2014 年至今，商业地产的开业与影院的开业呈现较强正相关。对于公司而言，其依托万达地产，能够率先锁定核心商圈。根据万达官网以及艺恩数据，目前万达地产已在全国开业 274 座，携手万达地产，公司 2017 年底影院数量达到 516 间，另外由于公司影院均落址于大型商业中心，以大型影院为主，公司以较少的影院建立起较多的银幕，2017 年年底公司银幕数量为 4571，仅落后于大地院线以及中影数字院线。我们认为，公司影院依托万达地产，率先进入核心商圈，在选址上拥有较大的先发优势，因此公司能够以较少的影院布置更多的银幕，并实现更高的票房。

图表27. 影院项目的新建跟随商业地产的开发



资料来源：赢商网、艺恩数据、广证恒生

图表28. 银幕的扩张跟随商场面积的增长



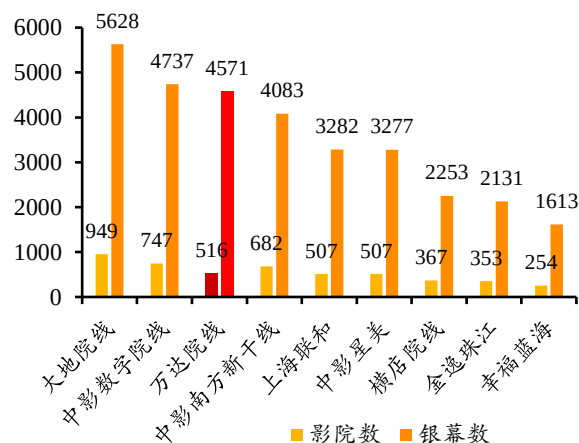
资料来源：赢商网、艺恩数据、广证恒生

图表29. 万达广场遍布全国核心商圈



资料来源：万达官网、广证恒生

图表30. 依托万达广场，万达院线数量行业领先

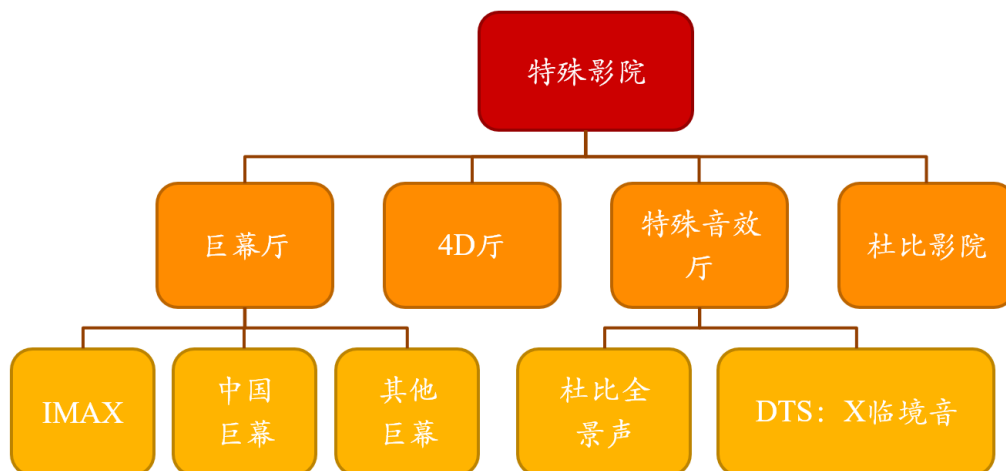


资料来源：艺恩数据、广证恒生

## 3.2 特殊影院抢滩升级需求市场，品牌优势已然建立

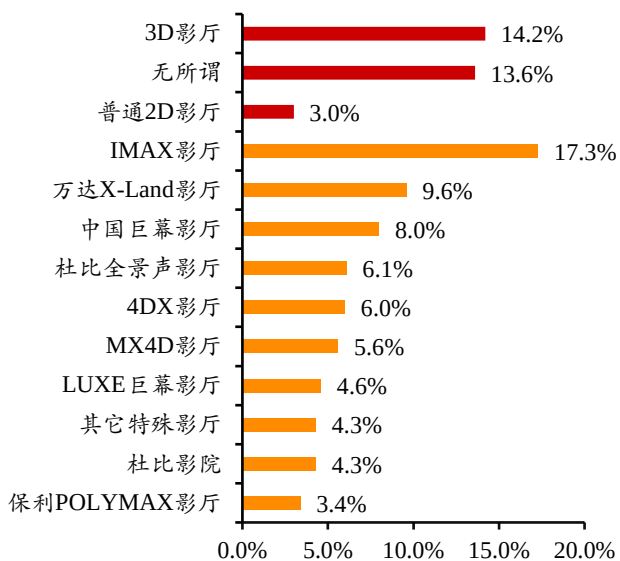
影厅设备不断升级，特殊影厅成为吸引观众的一大利器。随着电影技术的革新，目前国内已经发展出几大类特殊影院，主要包括巨幕厅（IMAX、中国巨幕、其它）、4D厅、特殊音效厅（杜比全景声、DST：X临境音）以及杜比影院。特殊影院的加入极大地提升了观众的观影热情，根据艺恩调研数据，69.2%的观众表示，对于最想看的电影，会优先选择到特殊影厅进行观影。因此相对于普通影院而言，特殊影院在客流吸引上具有更高的效率，根据艺恩统计，巨幕厅、特殊音效厅以及4D影院厅平均单个银幕分别能带来42.6、38.4以及23.2的观影人次，元高于普通影院的17人次。我们认为，特殊影院对于观影人群而言具有更强的吸引力，能够为影院带来更高的客流量。

图表31. 特殊影院主要包括巨幕厅、4D厅、特殊音效厅以及杜比影院



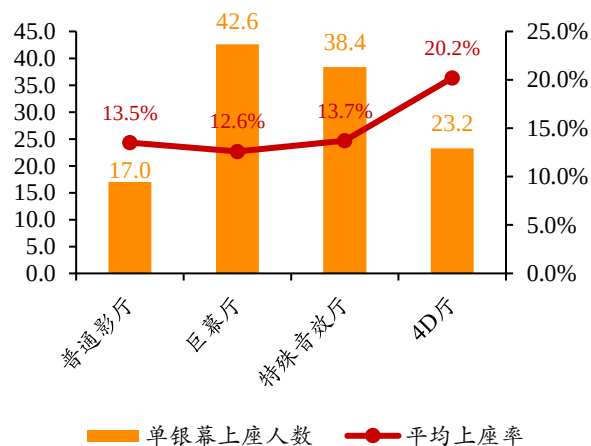
资料来源：公司官网、广证恒生

图表32. 消费者对于特殊影院具有较强偏好



资料来源：艺恩咨询、广证恒生

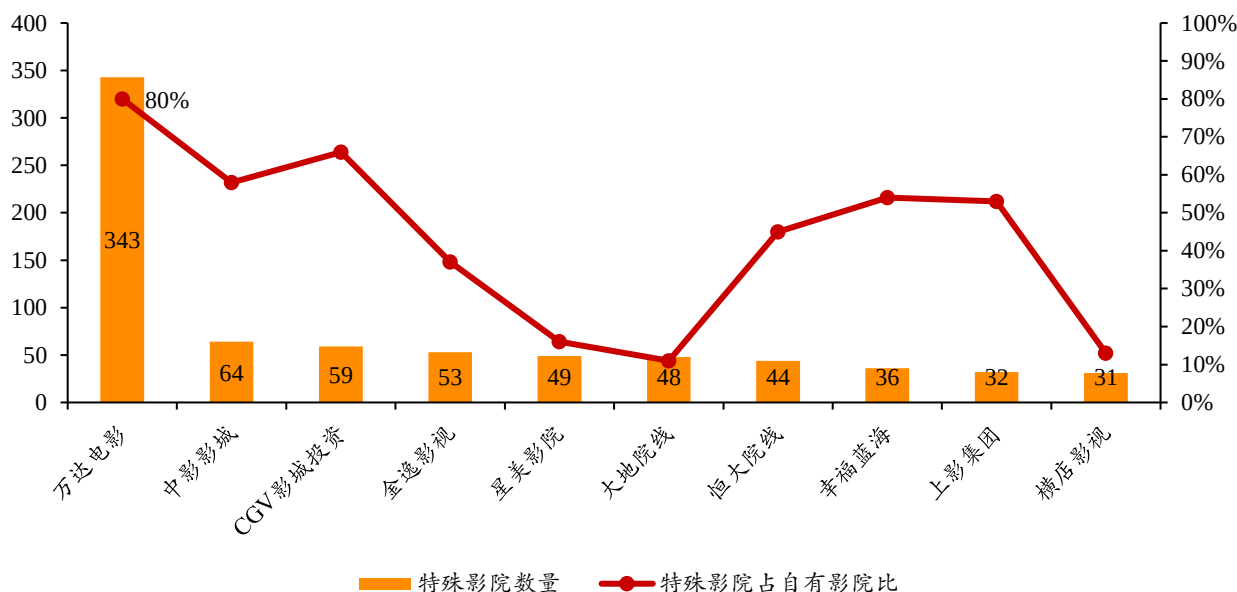
图表33. 特殊影院对于消费者具有更强的吸引力



资料来源：艺恩咨询、广证恒生

完善的特殊影院布局将帮助公司率先抢滩升级需求市场。随着人们多元化观影需求的提升，特殊影院越来越成为观众影院选择的重要参照。而公司在这方面具有较强的前瞻性，率先布局特殊影院，目前拥有292个IMAX特色厅、33个杜比影院、10个ScreenX特色厅、8个LED特色厅，特殊影院比例达到80%，遥遥领先于同行竞争对手。我们认为，公司完善的特殊影院布局有利于在行业中树立较高的品牌辨识度，率先抢滩多元化需求市场。

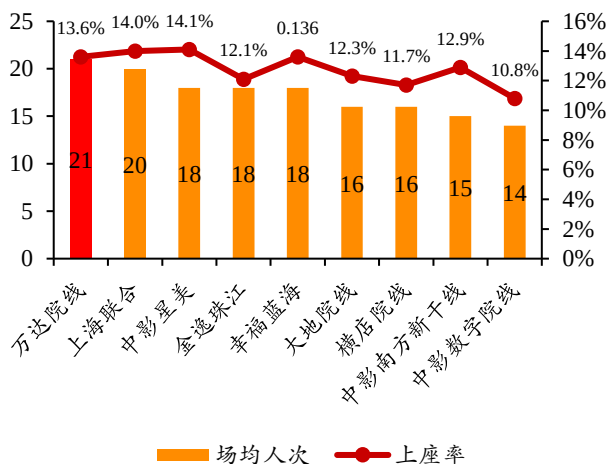
图表34. 全市场中，公司的特殊影院布局最为完善



资料来源：艺恩咨询、广证恒生

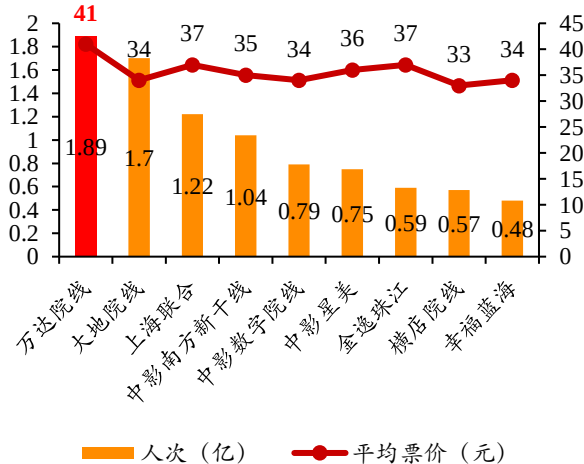
高品牌辨识度下，公司影院客流吸引能力居于行业首位。得益于优质商圈的选址优势以及特殊影院的差异化竞争，公司已在行业内树立起较高的品牌影响力。得益于此，公司影院的经营效率位于行业首位。根据艺恩数据，公司影院上座率为 13.6%，位于行业前三，场均人次达到 21 人次，为行业第一。另外由于特殊影院的坐镇，公司以 41 元的行业最高平均票价实现 1.89 亿的行业最高观影人次，经营效率遥遥领先。截止 2018 年 11 月，公司票房市占率达到 13.4%，相对于 2017 年提升了 0.3 个百分点，领先第二名中影数字院线 3.5 个百分点。我们认为，公司一直致力于打造一流的影院，在选址以及特殊影院覆盖率上具有明显的优势，资产效率远高于行业水平，客流吸引能力优异。

图表35. 万达院线吸引客流能力突出



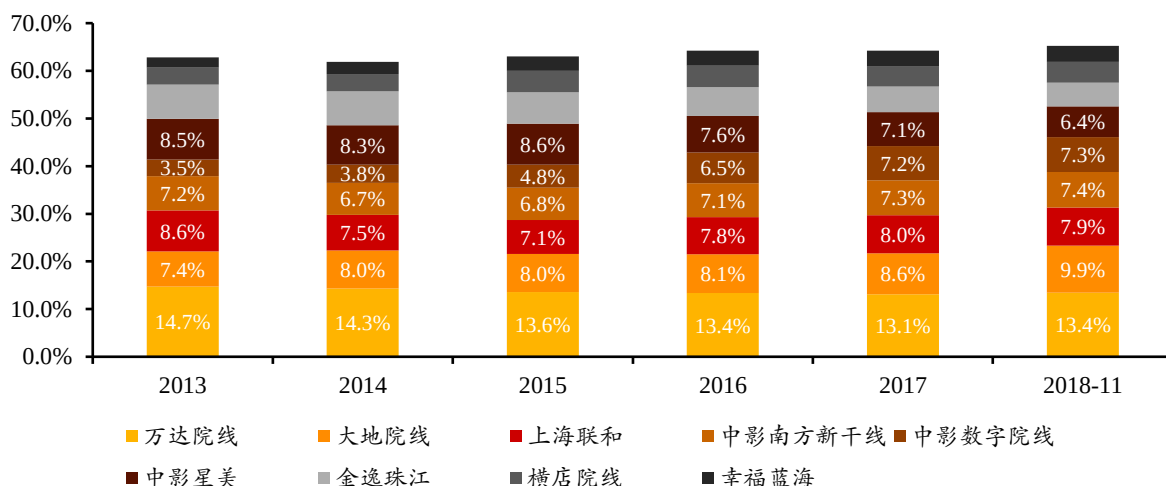
资料来源：艺恩数据、广证恒生

图表36. 万达院线资产效率处于行业前列



资料来源：艺恩数据、广证恒生

图表37. 公司票房市占率多年处于行业领先

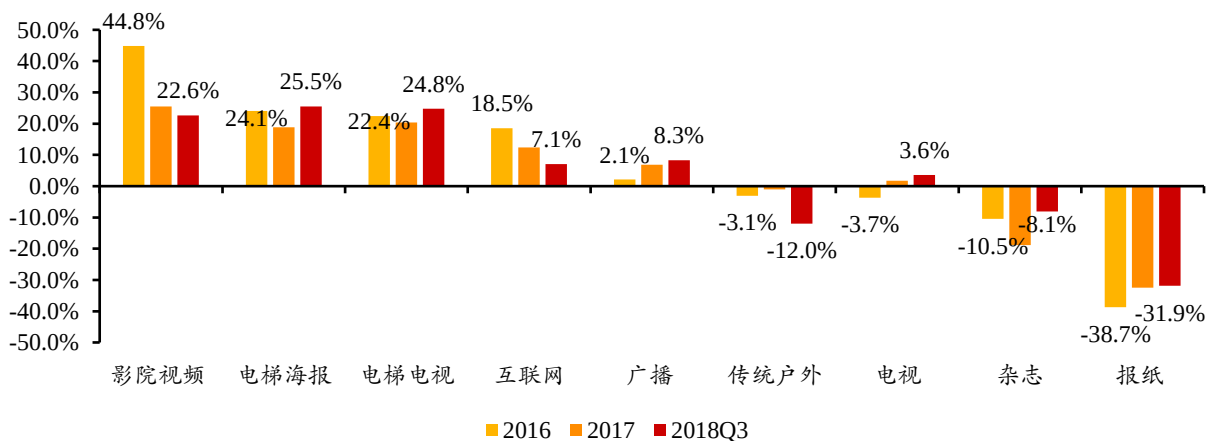


资料来源：公司官网、广证恒生

### 3.3 电影广告增长迅速，院线掌握主动权

传统渠道与新兴渠道此消彼长，影院广告快速崛起。过去几年，我国主要的广告营销渠道逐步向互联网、影院以及电梯广告转移，根据 CTR 数据，近几年广播、传统户外、电视、杂志以及报纸等传统媒体大多数呈现负增长态势，少数增长幅度小于 10%，同时互联网广告近年来也出现了线上流量的枯竭，2018Q3 刊例价增速回落至 10% 以下。而对于影院以及电梯广告，其近几年均保持一个较快的增长速度，电影广告 2016 年刊例价增速甚至一度接近 50%。我们认为，随着传统媒体流量读者的流失，传统媒体的广告价值逐步萎缩，从而广告需求逐步往线上媒体以及新兴线下渠道转移，影院广告作为其中一种重要的媒介形式，媒体价值正以较快的速度提升。

图表38. 近年来影院广告刊例价快速上涨



资料来源：CTR、广证恒生

相对而言，我国观影群体分散度更高，影院广告覆盖群体更广。与美国相比，我国影院广告的票房占比以及单人次产出已经基本相当，但近几年我国影院广告仍然以较高的速度发展，主要是由于两国人口的差异。根据我们多方统计数据，2016 年美国人均观影次数为 4 次，而我国只有 1 次，假设两国一年所有人口观影次数均等于平均数，美国的影院广告所达到的效果为对 3.23 亿人重复投放 4 次，而我国则为对 13.83 亿人投放一次。因此我们认为，相对于美国而言，我国的影院广告能够覆盖更多的群体，因此激发更多的

消费需求，具有更高的媒体价值。

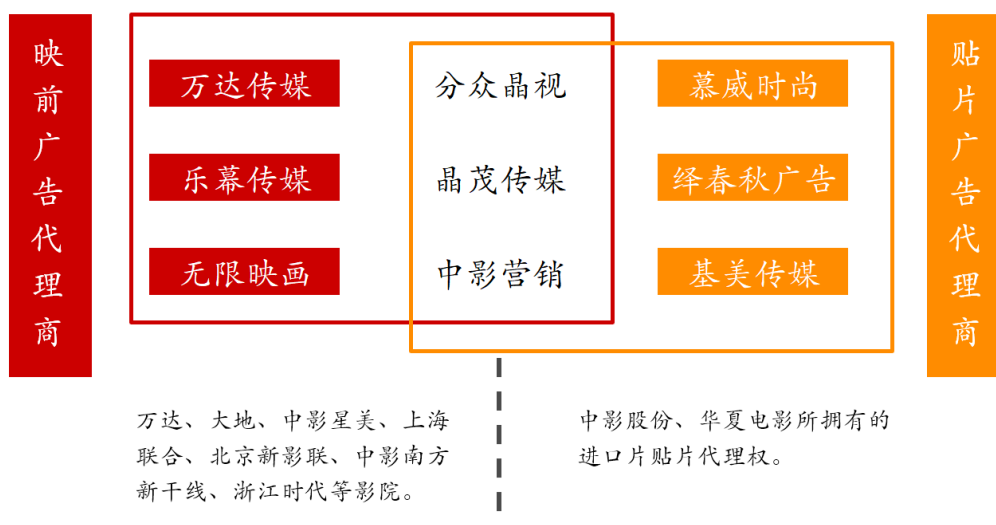
图表39. 相对于美国，我国影院广告覆盖面更广

| 美国          | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 影院广告规模：亿美元  | 6.36   | 7      | 6.32   | 7      | 7.24   |
| 总票房：亿美元     | 108.4  | 109.2  | 103.6  | 111.3  | 113.8  |
| 占比          | 5.87%  | 6.21%  | 6.10%  | 6.29%  | 6.36%  |
| 观影人次：亿人次    | 13.9   | 13.4   | 13.2   | 13.2   | 13.0   |
| 人口总数（亿）     | 3.14   | 3.16   | 3.19   | 3.21   | 3.23   |
| 人均观影次数      | 4.4    | 4.2    | 4.1    | 4.1    | 4.0    |
| 单人次产出：美元/人次 | 0.46   | 0.51   | 0.53   | 0.53   | 0.56   |
| 中国          | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   |
| 影院广告规模：亿元   | 9.5    | 12     | 16     | 22.4   | 30     |
| 总票房：亿元      | 170.73 | 217.69 | 296.39 | 440.69 | 492.83 |
| 占比          | 5.56%  | 5.51%  | 5.40%  | 5.08%  | 6.09%  |
| 观影人次：亿人次    | 4.8    | 6.1    | 8.3    | 12.6   | 13.7   |
| 人口总数（亿）     | 13.54  | 13.61  | 13.68  | 13.75  | 13.83  |
| 人均观影次数      | 0.4    | 0.4    | 0.6    | 0.9    | 1.0    |
| 单人次产出：元/人次  | 1.98   | 2.49   | 2.88   | 3.23   | 3.00   |

资料来源：statista、mapp、广电总局、智研咨询、国家统计局、世界银行、广证恒生

**影院广告布局完善，盈利水平行业领先。**目前影院广告主要分为影院阵地、映前广告以及贴片广告，公司除了在自有影院设立阵地广告以外，还通过子公司万达传媒以及慕威时尚分别布局映前广告以及贴片广告，目前公司映前广告领域签约影院 463 家，签约屏幕 4134 块，设备的市占率达到 8.1%。而且相对于分众传媒这类广告代理商，公司旗下拥有院线资产，在影院广告业务上具有更高的主导权，由此公司以较少的设备获得较高的收入和利润。根据 2017 年财报数据，公司影院广告业务收入 24 亿元、毛利率 67.5%，均高于广告代理龙头分众传媒的同类业务规模。我们认为，公司由于旗下掌握院线，又处于行业需求旺盛的时期，在院线广告上拥有更大的主动权，从而以较少的设备投入获得更多的效益，贡献公司 35.56% 的毛利润。

图表40. 影院广告主要包括映前广告和贴片广告



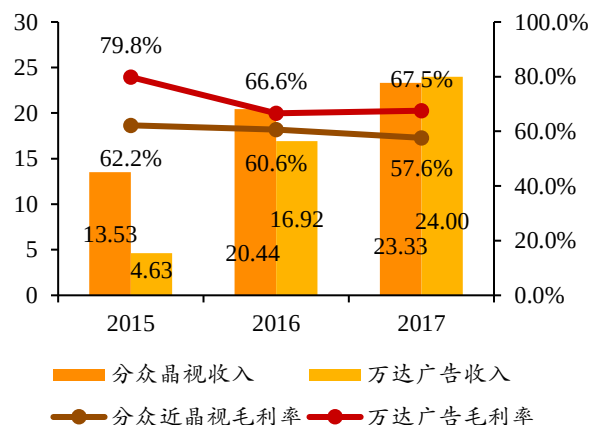
资料来源：艺恩咨询、广证恒生

图表41. 万达为映前广告头部企业

| 主要企业 | 签约影院 | 签约屏幕  | 银幕市占率 |
|------|------|-------|-------|
| 分众晶视 | 1759 | 11800 | 23.2% |
| 晶茂传媒 | 1500 | 10000 | 19.7% |
| 中影营销 | 768  | 4837  | 9.5%  |
| 万达传媒 | 463  | 4134  | 8.1%  |

资料来源：艺恩数据、广证恒生

图表42. 院线资产在广告业务上效率更高



资料来源：艺恩数据、广证恒生

### 3.4 影院加持下，卖品业务享有高溢价

卖品业务具有影院加持，领先行业获得头高溢价。得益于公司优质的影院配置，公司卖品业务具有明显的价格优势。根据我们统计的广州地区9家主要影院的卖品业务数据，以标准的双人套餐为例（一般为中份爆米花+两杯饮料），公司套餐价格为51.7元，高于同行第二名22.22%，而行业平均值为35元左右，远低于公司卖品套餐的价格。因此，我们认为，得益于优质的影院设备，公司影院能够为观影群体带来更好的观影体验，从而消费者在卖品的价格上具有较低的敏感性，公司卖品业务享有高溢价。

图表43. 公司卖品业务享有更高的溢价

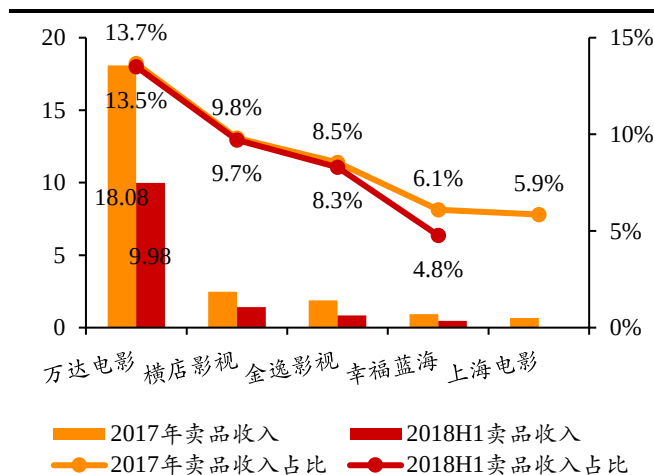
|                                                                                                      |                                                                                                                  |                                                                                                                       |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>万达影城(白云万达广场店)</p> <p>双人餐</p> <p>中份爆/空心薯1盒+可乐2杯+休闲食品1袋</p> <p>51.7元 60元</p> <p>已售621</p> <p>购买</p> | <p>飞扬影城(正佳IMAX店)</p> <p>双人餐</p> <p>【飞扬正佳店】双人套餐(16oz可乐2杯+85oz大爆米花1桶)</p> <p>42.3元 50元</p> <p>已售2507</p> <p>购买</p> | <p>CGV影城(永旺店)</p> <p>双人餐</p> <p>85OZ爆米花*1+22OZ可乐*2</p> <p>41.9元 48元</p> <p>已售3409</p> <p>购买</p>                       |
| <p>中影国际影城(太阳新天地店)</p> <p>双人餐</p> <p>46oz爆米花1桶新+16oz可乐2杯</p> <p>37.3元 38元</p> <p>已售6304</p> <p>购买</p> | <p>哈艺时尚影城(海珠赤岗店)</p> <p>双人餐</p> <p>中可乐2杯+大爆米花1份</p> <p>35元</p> <p>已售8370</p> <p>购买</p>                           | <p>大地影院(员村店)</p> <p>双人餐</p> <p>1大爆/酷薯/球爆+2中可乐</p> <p>34.8元 30.56元</p> <p>已售175</p> <p>特惠</p>                          |
| <p>横店电影城(高德汇店)</p> <p>双人餐</p> <p>64oz爆米花1桶+一颗柠檬茶2杯</p> <p>33.8元 45元</p> <p>已售499</p> <p>购买</p>       | <p>UA IMAX花城汇电影城</p> <p>双人餐</p> <p>1份46安士爆米花+2杯22安士可乐</p> <p>32元 60元</p> <p>已售2289</p> <p>购买</p>                 | <p>金逸国际影城(海珠城IMAX店)</p> <p>双人餐</p> <p>330mlc胞活力水1瓶+12oz可乐1杯+46oz爆米花1桶</p> <p>25.5元 已减3.1元</p> <p>已售7199</p> <p>特惠</p> |

| 品牌  | 影院        | 标准双人餐           | 套餐价格 |
|-----|-----------|-----------------|------|
| 万达  | 广州白云万达广场店 | 中份爆米花+饮料2杯+零食一袋 | 51.7 |
| 飞扬  | 正佳分店      | 大份爆米花+饮料2杯      | 42.3 |
| CGV | 永旺店       | 大份爆米花+饮料2杯      | 41.9 |
| 中影  | 太阳新天地店    | 中份爆米花+饮料2杯      | 37.3 |
| 哈艺  | 海珠赤岗店     | 中份爆米花+饮料2杯      | 35   |
| 大地  | 员村店       | 大份爆米花+饮料2杯      | 34.8 |
| 横店  | 高德汇店      | 大份爆米花+饮料2杯      | 33.8 |
| UA  | 花城汇店      | 中份爆米花+饮料2杯      | 32   |
| 金逸  | 海珠IMAX店   | 中份爆米花+饮料2杯      | 28.6 |

资料来源：猫眼、广证恒生

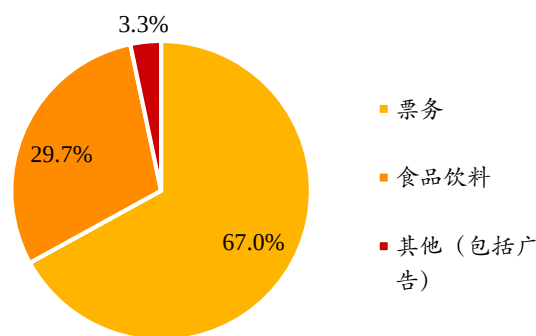
**卖品业务占比已然行业领先，对标北美仍有一倍以上增长空间。**在影院资产带来的高流量下，公司卖品业务享有高溢价，从而促进了公司影院资产的流量变现。根据 2018H1 数据，公司卖品业务收入占比达到 13.5%，领先同行第二名 3.8 个百分点，公司变现能力处于行业领先。另外即使如此，通过我们对北美 regal、AMC 等几大影视公司的统计，其卖品收入占比高达 29.7%，相对来说，国内院线的卖品收入占比仍然有望提升。我们认为，目前公司卖品业务贡献 25.16% 的毛利润，仍落后于广告业务的贡献，随着公司卖品种类的丰富以及观影群体消费习惯的养成，公司卖品收入占比有望进一步提升，进而推动公司的流量变现。

图表44. 公司卖品业务处于行业领先



资料来源：wind、广证恒生

图表45. 相对于欧美院线的票房构成，非票业务仍有较大提升空间

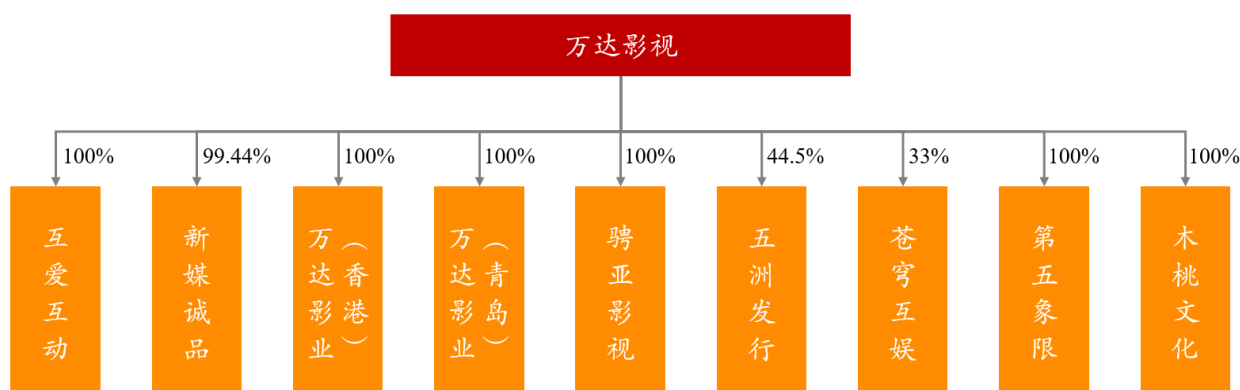


资料来源：wind、广证恒生

## 4. 拟收购万达影视，打造泛娱乐巨轮

### 4.1 万达影视：国内电影制作龙头

**并购引入万达影视，产业链布局日趋完善。**公司 2018 年 11 月 5 日股票复牌，拟以 106.5 亿的交易对价发行股份并购万达影视，交易完成后，公司业务将覆盖影视制作、电影发行（五洲发行）、票务营销（时光网）、电影放映、影院广告以及游戏发行运营（互爱互动）等业务，基本涵盖影视行业整条产业链，产业链布局日趋完善。

**图表46. 万达影视业务覆盖领域包括影视制作、电影发行以及游戏**


资料来源：公司公告、广证恒生

**图表47. 万达影视 2019 年净利润承诺 8.88 亿**

| 业绩对赌（亿元） | 2018 | 2019  | 2020  | 2021  |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 万达影视     | 7.63 | 8.88  | 10.69 | 12.71 |
| 同比增长     |      | 16.4% | 20.4% | 18.9% |

资料来源：公司公告、广证恒生

万达影视成立于 2009 年，是中国领先的民营电影制作公司。万达影视与业内众多知名导演、编剧、监制、演员及多个影视工作室建立了良好的合作关系，制作团队具备多年行业运营经验，发行的影片拥有良好的市场影响力，其代表作品包括《记忆大师》、《寻龙诀》、《唐人街探案》系列、《滚蛋吧！肿瘤君》、《北京爱情故事》、《催眠大师》、《警察故事 2013》、《火锅英雄》等。2017 年，万达影视所投资影片的票房总计为 158.44 亿元，约占国内总票房的 28.34%。

**图表48. 万达影视曾成功投资多部电影作品**

| 影视作品      | 上映时间             | 国内票房收入（亿） | 分成比例 | 投资性质 |
|-----------|------------------|-----------|------|------|
| 唐人街探案 2   | 2018 年 2 月 16 日  | 33.98     | 55%  | 主投   |
| 寻龙诀       | 2015 年 12 月 18 日 | 16.83     | 50%  | 主投   |
| 唐人街探案     | 2015 年 12 月 31 日 | 8.24      | 50%  | 主投   |
| 神奇女侠      | 2017 年 6 月 2 日   | 6.1       | 8%   | 参投   |
| 熊出没·变形记   | 2018 年 2 月 16 日  | 6.06      | 10%  | 参投   |
| 英伦对决      | 2017 年 9 月 30 日  | 5.37      | 30%  | 参投   |
| 警察故事 2013 | 2013 年 12 月 24 日 | 5.34      | 63%  | 主投   |
| 滚蛋吧！肿瘤君   | 2015 年 8 月 13 日  | 5.11      | 51%  | 主投   |
| 缝纫机乐队     | 2017 年 9 月 29 日  | 4.57      | 15%  | 参投   |
| 北京爱情故事    | 2014 年 2 月 14 日  | 4.06      | 60%  | 主投   |
| 火锅英雄      | 2016 年 4 月 1 日   | 3.71      | 30%  | 参投   |
| 快把我哥带走    | 2018 年 8 月 17 日  | 3.74      | 60%  | 主投   |
| 心理罪       | 2017 年 8 月 11 日  | 3.04      | 30%  | 参投   |
| 记忆大师      | 2017 年 4 月 28 日  | 2.92      | 49%  | 主投   |
| 催眠大师      | 2014 年 4 月 25 日  | 2.74      | 100% | 主投   |
| 解忧杂货店     | 2017 年 12 月 29 日 | 2.23      | 30%  | 参投   |

资料来源：公司公告、广证恒生

## 4.2 五洲发行：国内领先发行企业

五洲电影发行是中国领先的集电影发行、营销策划于一体的领军企业。2014 年国内四大影视公司万达影视传媒（占股 44.5%）、大地时代电影发行（22.5%）、广州金逸影视传媒（22%）、横店电影院线（11%）联合组建电影发行机构五洲电影发行，进行电影发行和营销策划。五洲发行市场份额一直保持在民营发行公司前十。15 年凭借强大的项目资源和院线资源，以及《寻龙诀》、《夏洛特烦恼》、《唐人街探案》等爆款影片，稳居民营发行公司榜首。但在 16、17 年，由于未拿到强势项目市场份额有所下滑，但公司在 18 年的春节档已主发了一部超过 30 亿票房的《唐人街探案 2》，将大幅提升公司 18 年发行市场份额。

图表49. 五洲发行为国内领先的电影发行企业

| 排名   | 公司名称 | 2015         |        |       | 公司名称   | 2016         |        |       | 公司名称 | 2017         |        |       |
|------|------|--------------|--------|-------|--------|--------------|--------|-------|------|--------------|--------|-------|
|      |      | 主发国产片总票房(亿元) | 核心电影部数 | 市场占比  |        | 主发国产片总票房(亿元) | 核心电影部数 | 市场占比  |      | 主发国产片总票房(亿元) | 核心电影部数 | 市场占比  |
| 1    | 五洲发行 | 67.5         | 14     | 24.9% | 和和影业   | 46.85        | 3      | 17.7% | 影联传媒 | 64.1         | 10     | 21.3% |
| 2    | 光线影业 | 37.9         | 11     | 14.0% | 博纳影业   | 30.27        | 8      | 11.4% | 博纳影业 | 28.0         | 9      | 9.3%  |
| 3    | 博纳影业 | 30.6         | 13     | 11.3% | 乐视影业   | 22.42        | 7      | 8.5%  | 猫眼电影 | 26.2         | 6      | 8.7%  |
| 4    | 联瑞影业 | 29.5         | 3      | 10.9% | 安乐影业   | 17.89        | 3      | 6.8%  | 光线传媒 | 23.3         | 6      | 7.7%  |
| 5    | 乐视影业 | 23.0         | 13     | 8.5%  | 光线影业   | 17.23        | 8      | 6.5%  | 和和影业 | 17.9         | 4      | 5.9%  |
| 6    | 影联传媒 | 13.2         | 7      | 4.9%  | 五洲发行   | 16.36        | 9      | 6.2%  | 耀莱影视 | 17.5         | 1      | 5.8%  |
| 7    | 华谊兄弟 | 12.2         | 9      | 4.5%  | 北京安石英纳 | 12.26        | 4      | 4.6%  | 华谊兄弟 | 17.4         | 9      | 5.8%  |
| 8    | 恒业影业 | 8.8          | 8      | 3.2%  | 世纪长龙   | 10.04        | 1      | 3.8%  | 新丽传媒 | 17.2         | 3      | 5.7%  |
| 9    | 剧角映画 | 4.7          | 4      | 1.7%  | 微影时代   | 8.14         | 4      | 3.1%  | 五洲发行 | 13.9         | 11     | 4.6%  |
| 10   | 华策影业 | 2.4          | 4      | 0.9%  | 大银幕    | 8.02         | 1      | 3.0%  | 乐视影业 | 11.5         | 8      | 3.8%  |
| CR10 |      | 84.7%        |        |       | CR10   |              | 71.6%  |       |      | CR10         |        | 78.7% |
| CR3  |      | 50.3%        |        |       | CR3    |              | 37.6%  |       |      | CR3          |        | 39.3% |

数据来源：公司公告、广证恒生

## 4.3 新媒诚品：精品影视制作公司

新媒诚品为万达影视旗下精品影视剧制作公司。新媒诚品成立于 2012 年，曾于 2015 年 11 月起在新三板挂牌，后因被万达影视收购于 2017 年 2 月起终止挂牌。主营业务为电视剧作品的投资、制作、发行及衍生业务，其秉承“新媒诚品、诚意奉献、必属精品”的经营理念，在电视剧行业运营多年并积累了宝贵的经验，代表作品包括《正阳门下小女人》、《贤妻》、《绝地枪王》、《如果爱可以重来》、《梦想越走越近》、《马上天下》、《亲爱的她们》等。

图表50. 新媒诚品曾打造多部优秀影视剧作品

| 序号 | 作品名称 | 上映时间           | 集数 | 播出卫视            | 投资形式 | 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、 | 主投   | 50%  |

|    |         |                  |    |                                         |    |         |
|----|---------|------------------|----|-----------------------------------------|----|---------|
|    |         |                  |    | 华数网络等                                   |    |         |
| 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、<br>山东卫视、腾讯视频等           | 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、<br>吉林卫视、中央电视台、华数网<br>络等 | 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<br>网络等                  | 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、<br>华数网络等                | 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                              | 参投 | 30%     |
| 7  | 战地枪王    | 2017 年 7 月 5 日   | 40 | 湖南经视、深圳都市频道、上海新<br>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<br>网络等                  | 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                        | 主投 | 90%     |
| 10 | 一吻不定情   | 2018 年 9 月 27 日  | 24 | 爱奇艺                                     | 主投 | 100%    |
| 11 | 正阳门下小女人 | 2018 年 10 月 16 日 | 48 | 爱奇艺、北京卫视、江苏卫视                           | 参投 | 30%     |

资料来源：公司公告、广证恒生

#### 4.4 互爱互动：领先的游戏发行运营商

互爱互动为万达影视旗下游戏业务的运营主体，为国内领先的游戏发行运营商。互爱互动成立于 2011 年，主营业务为网络游戏发行和运营，具体游戏类型包括网页游戏和移动网络游戏。互爱互动凭借对市场需求的把握及创新能力，持续推出热门游戏来迎合玩家不断变化的喜好，从网页社交游戏到网页 RPG 游戏再到移动网络游戏，成为业内为数不多的能够不断成功转型的公司，亦是我国为数不多的收入排名靠前且同时占据网页游戏和移动网络游戏市场优势地位的发行商。公司目前已发行了多款网页游戏产品和移动网络游戏产品，其中，网页游戏产品包括《胡莱三国》、《斩仙》、《焚天》、《神仙劫》等多款网页游戏精品大作，游戏题材涵盖战争策略、角色扮演、体育竞技等多个主流题材；移动网络游戏产品包括《全民斩仙》、《新神曲》、《火柴人联盟》、《中超风云》、《战舰少女 R》、《盗墓风云》、《小小军团：合战三国》、《勇者大作战》、《豪门足球风云》、《胡莱三国 2》、《射雕英雄传》等多款精品移动网络游戏产品。

图表51. 互爱互动成功发行运营多部优秀网络游戏

| 游戏名称      | 游戏类型   | 公测日期        | 发行平台 | 游戏题材 |
|-----------|--------|-------------|------|------|
| 胡莱三国      | 网页游戏   | 2011 年 3 月  | 腾讯   | 三国   |
| 斩仙        | 网页游戏   | 2012 年 11 月 | 腾讯   | 仙侠   |
| 焚天        | 网页游戏   | 2014 年 2 月  | 腾讯   | 仙侠   |
| 神仙劫       | 网页游戏   | 2017 年 3 月  | 腾讯   | 西游   |
| 新神曲       | 移动网络游戏 | 2013 年 12 月 | 全渠道  | 西方魔幻 |
| 全民斩仙      | 移动网络游戏 | 2014 年 3 月  | 腾讯   | 仙侠   |
| 火柴人联盟     | 移动网络游戏 | 2015 年 4 月  | 安卓   | 魔幻   |
| 中超风云      | 移动网络游戏 | 2015 年 12 月 | 全渠道  | 体育   |
| 战舰少女 R    | 移动网络游戏 | 2016 年 3 月  | 安卓   | 二次元  |
| 盗墓风云      | 移动网络游戏 | 2016 年 9 月  | 全渠道  | 玄幻   |
| 小小军团：合战三国 | 移动网络游戏 | 2016 年 10 月 | 安卓   | 三国   |

|          |        |             |     |    |
|----------|--------|-------------|-----|----|
| 大圣归来棒指灵霄 | 移动网络游戏 | 2017 年 3 月  | 全渠道 | 西游 |
| 勇者大作战    | 移动网络游戏 | 2017 年 4 月  | 全渠道 | 动漫 |
| 豪门足球风云   | 移动网络游戏 | 2017 年 6 月  | 全渠道 | 体育 |
| 胡莱三国 2   | 移动网络游戏 | 2017 年 6 月  | 全渠道 | 三国 |
| 射雕英雄传    | 移动网络游戏 | 2017 年 7 月  | 安卓  | 武侠 |
| 天生不凡     | 移动网络游戏 | 2017 年 12 月 | 全渠道 | 仙侠 |
| 绝世武林     | 移动网络游戏 | 2018 年 5 月  | 全渠道 | 武侠 |

资料来源：公司公告、广证恒生

## 5. 盈利预测及估值

对于 2019 年票房的预测，我们采用了进口票推导的办法。2019 年上映的好莱坞系列大片有 15 部，我们根据其前一系列的表现，预计 15 部作品在 2019 年全部票房中占比将达到 70%。另外根据 15 部进口片前一系列的票房以及对应的票房系数，估算出其 2019 年的票房预测值，最后根据预测值以及票房占比估算 2019 年进口片票房。

图表52. 2019 年进口片测算表（单位：亿元）

| 片名         | 参考作品         | 参考年份 | 参考票房  | 票房占比  | 测算票房   | 时间                                            | 进口票房      | 总票房       | 票房系数            | 进口片占比    |
|------------|--------------|------|-------|-------|--------|-----------------------------------------------|-----------|-----------|-----------------|----------|
| 《霍伯斯与肖》    | 《速度与激情8》     | 2017 | 26.71 | 10.3% | 29.43  | 2010                                          | 44.00     | 101.72    | 6.06            | 43.3%    |
| 《复仇者联盟4》   | 《复仇者联盟3》     | 2018 | 23.91 | 10.2% | 23.91  | 2011                                          | 61.00     | 131.15    | 4.70            | 46.5%    |
| 《变形金刚：大黄蜂》 | 《变形金刚：最后的骑士》 | 2017 | 15.51 | 6.0%  | 17.09  | 2012                                          | 88.00     | 170.73    | 3.61            | 51.5%    |
| 《惊奇队长》     | 《美国队长3》      | 2016 | 12.46 | 6.5%  | 16.79  | 2013                                          | 90.00     | 217.69    | 2.83            | 41.3%    |
| 《X战警：黑凤凰》  | 《X战警：天启》     | 2016 | 8.03  | 4.2%  | 10.82  | 2014                                          | 134.84    | 296.00    | 2.08            | 45.6%    |
| 《未定名终结者续作》 | 《终结者：创世纪》    | 2015 | 7.25  | 4.4%  | 10.13  | 2015                                          | 165.25    | 440.69    | 1.40            | 37.5%    |
| 《一条狗的旅程》   | 《一条狗的使命》     | 2017 | 6.08  | 2.4%  | 6.70   | 2016                                          | 190.49    | 457.12    | 1.35            | 41.7%    |
| 《愤怒的小鸟2》   | 《愤怒的小鸟》      | 2016 | 5.14  | 2.7%  | 6.93   | 2017                                          | 258.07    | 559.11    | 1.10            | 46.2%    |
| 《黑衣人外传》    | 《黑衣人3》       | 2012 | 5.03  | 5.7%  | 18.15  | 2018                                          | 233.67    | 616.01    | 1.00            | 37.9%    |
| 《哥斯拉：怪兽之王》 | 《哥斯拉》        | 2014 | 4.81  | 3.6%  | 10.01  | 计算公式：测算票房=参考票房*上映年份的票房系数<br>预测票房=测算票房总和/进口片占比 |           |           |                 |          |
| 《驯龙高手3》    | 《驯龙高手2》      | 2014 | 4.03  | 3.0%  | 8.39   |                                               |           |           |                 |          |
| 《雷霆沙赞》     | 《超人：钢铁之躯》    | 2013 | 3.94  | 4.4%  | 11.15  |                                               |           |           |                 |          |
| 《爱宠大机密2》   | 《爱宠大机密》      | 2016 | 3.89  | 2.0%  | 5.24   | 预测进口片票房                                       | 假设进口片票房占比 | 2019年票房预测 | 2019年万达国内票房收入预测 | 公司市占率    |
| 《冰雪奇缘2》    | 《冰雪奇缘》       | 2014 | 2.98  | 2.2%  | 6.20   |                                               |           |           |                 | 13.40%   |
| 《玩具总动员4》   | 《玩具总动员3》     | 2010 | 1.17  | 2.7%  | 7.09   |                                               |           |           |                 | 2018国产票房 |
| 合计         |              |      |       | 70.4% | 188.02 | 267.26                                        | 39.00%    | 685.29    | 91.83           | 382.34   |

注：2018 年票房估算区间为 2017 年 12 月 20 日-2018 年 12 月 19 日

资料来源：艺恩、猫眼、公开资料收集、广证恒生

另外我们用前 15 部进口作品票房/进口总票房以及进口片票房/全国总票房两大关键指标进行敏感性分析。根据历年来的数据，第一项指标基本在 67%-73%之间波动，第二项指标则在 37%-46%之间波动。参考前十五部作品在上映当年的票房表现，我们预测其票房占比为 69%-70%；同时参考历年进口片占全国总票房的比例以及近年来国产片质量提升的趋势，我们预测 39%-40%为合理区间。由此推断 2019 年票房大概率落于 671.5-698.7 的区间内。

**图表53. 2019 年国内票房敏感性分析（单位：亿元）**

| 进口片票房占比<br>样本作品进口<br>片票房占比 | 37%   | 38%   | 39%   | 40%   | 41%   | 42%   | 43%   | 44%   | 45%   | 46%   |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 67%                        | 758.5 | 738.5 | 719.6 | 701.6 | 684.5 | 668.2 | 652.6 | 637.8 | 623.6 | 610.1 |
| 68%                        | 747.3 | 727.6 | 709.0 | 691.3 | 674.4 | 658.3 | 643.0 | 628.4 | 614.5 | 601.1 |
| 69%                        | 736.5 | 717.1 | 698.7 | 681.2 | 664.6 | 648.8 | 633.7 | 619.3 | 605.5 | 592.4 |
| 70%                        | 726.0 | 706.9 | 688.7 | 671.5 | 655.1 | 639.5 | 624.7 | 610.5 | 596.9 | 583.9 |
| 71%                        | 715.7 | 696.9 | 679.0 | 662.1 | 645.9 | 630.5 | 615.9 | 601.9 | 588.5 | 575.7 |
| 72%                        | 705.8 | 687.2 | 669.6 | 652.9 | 636.9 | 621.8 | 607.3 | 593.5 | 580.3 | 567.7 |
| 73%                        | 696.1 | 677.8 | 660.4 | 643.9 | 628.2 | 613.3 | 599.0 | 585.4 | 572.4 | 559.9 |

资料来源：艺恩、猫眼、公开资料收集、广证恒生

根据以上测算，我们得出关键假设：

- 1) 票房收入：**假设 18、19 以及 20 年国内总票房为 600、685 以及 753 亿元，公司市占率保持 13.4%；国外票房收入稳定在 14.79 亿的水平。预计未来三年票房收入增速分别为 16.5%、14.3%以及 10.1%。
- 2) 影院广告业务：**假设影院广告与国内票房收入增速保持一致，国外广告收入保持不变。预计未来三年影院广告收入增速为，12.9%、11.0%以及 7.9%。
- 3) 商品销售收入：**假设 18、19 以及 20 年公司影院观影人次分别为 2.3、2.53 以及 2.78 亿，人均卖品消费 8.7 元，预计公司未来三年商品销售收入增速分别为 10.9%、9.8%以及 10.0%。
- 4) 盈利预测与估值：**在不考虑万达影视并表的影响下，我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 15.62、17.82 以及 19.60 亿元，EPS 分别为 0.89/1.01/1.11 元，对应当前股价 26、23 以及 21 倍 PE。若考虑此次收购万达影视，根据增发后总股本（20.82 亿股）以及万达影视的业绩承诺，公司 2018-2020 的备考净利润分别为 23.25、26.70 以及 30.29 亿元，对应 EPS 分别为 1.12/1.28/1.46 元，对应当前股价 21、18、16 倍 PE。基于交易的不确定性，我们暂不考虑并表业绩，给予 2019 年 28 倍 PE，目标价 28.28 元/股；首次覆盖，给予**强烈推荐**评级。

**图表54. 公司主要业务盈利预测（单位：亿元）**

|             | 2016 年报       | 2017 年报       | 2018E         | 2019E         | 2020E         |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 票房收入        | 75.25         | 83.34         | 94.66         | 106.09        | 115.27        |
| YOY         |               | 10.8%         | 16.5%         | 14.3%         | 10.1%         |
| 影院广告收入      | 17.94         | 24            | 27.09         | 30.06         | 32.45         |
| YOY         |               | 33.8%         | 12.9%         | 11.0%         | 7.9%          |
| 商品销售收入      | 13.26         | 18.08         | 20.05         | 22.01         | 24.21         |
| YOY         |               | 36.3%         | 10.9%         | 9.8%          | 10.0%         |
| 其他主营业务      | 5.66          | 6.88          | 5.54          | 5.54          | 5.54          |
| YOY         |               | 21.6%         | -19.5%        | 0.0%          | 0.0%          |
| <b>营业收入</b> | <b>112.11</b> | <b>132.30</b> | <b>147.86</b> | <b>164.23</b> | <b>178.00</b> |
| <b>YOY</b>  |               | <b>18.0%</b>  | <b>11.8%</b>  | <b>11.1%</b>  | <b>8.4%</b>   |

资料来源：公司公告、广证恒生

假设不考虑并表影响，我们以 2018 年 600 亿票房为基数，对公司 2019 年的净利润进行敏感性分析，根据我们预测的净利率 10.88%，预计公司 19 年净利润区间为 17.67-18.09 之间，对应国内票房增速 12%-15%、公司票房市占率 13.4%-13.6%。



图表55. 2019 年公司净利润对国内票房的敏感性分析（单位：亿元）

| 票房增速<br>市占率 | -9%   | -6%   | -3%   | 0%    | 3%    | 6%    | 9%    | 12%   | 15%   | 18%   |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 13.0%       | 15.60 | 15.85 | 16.11 | 16.36 | 16.62 | 16.87 | 17.13 | 17.38 | 17.64 | 17.89 |
| 13.2%       | 15.72 | 15.98 | 16.24 | 16.49 | 16.75 | 17.01 | 17.27 | 17.53 | 17.79 | 18.05 |
| 13.4%       | 15.84 | 16.10 | 16.36 | 16.62 | 16.89 | 17.15 | 17.41 | 17.67 | 17.94 | 18.20 |
| 13.6%       | 15.96 | 16.22 | 16.49 | 16.76 | 17.02 | 17.29 | 17.55 | 17.82 | 18.09 | 18.35 |
| 13.8%       | 16.07 | 16.35 | 16.62 | 16.89 | 17.16 | 17.43 | 17.70 | 17.97 | 18.24 | 18.51 |

资料来源：公司公告、广证恒生

## 6.风险提示

电影市场票房增速下滑，行业竞争加剧，交易未获通过风险。



## 附录：公司财务预测表

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位：百万元         |             |              |              |              | 单位：百万元          |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2017        | 2018E        | 2019E        | 2020E        | 会计年度            | 2017        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
| <b>流动资产</b>    | 5022.95     | 2224.14      | 2687.86      | 4574.63      | <b>营业收入</b>     | 13229.38    | 14732.73     | 16369.20     | 17746.13     |
| 现金             | 2851.12     | 1000.00      | 2085.44      | 3923.90      | 营业成本            | 8983.40     | 9811.12      | 10961.85     | 11911.09     |
| 应收账款           | 1156.55     | 743.47       | 28.00        | 30.00        | 营业税金及附加         | 443.30      | 549.00       | 575.65       | 626.67       |
| 其它应收款          | 254.61      | 189.82       | 221.65       | 222.03       | 营业费用            | 957.05      | 1065.81      | 1184.19      | 1283.80      |
| 预付账款           | 257.11      | 8.00         | 6.00         | 10.00        | 管理费用            | 1060.16     | 1178.62      | 1309.54      | 1419.69      |
| 存货             | 171.59      | 137.50       | 156.00       | 166.00       | 财务费用            | 229.08      | 263.90       | 216.03       | 183.03       |
| 其他             | 331.97      | 145.35       | 190.77       | 222.69       | 资产减值损失          | 18.91       | 7.54         | 6.15         | 10.87        |
| <b>非流动资产</b>   | 18119.17    | 15443.86     | 15722.30     | 15240.37     | 公允价值变动收益        | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 长期投资           | 17.78       | 98.00        | 105.00       | 113.00       | 投资净收益           | 144.74      | 37.17        | 44.60        | 53.52        |
| 固定资产           | 2581.20     | 2251.72      | 1911.14      | 1559.52      | <b>营业利润</b>     | 1871.82     | 1893.91      | 2160.39      | 2364.49      |
| 无形资产           | 897.11      | 1163.25      | 1315.51      | 1501.20      | 营业外收入           | 26.06       | 135.97       | 138.68       | 138.27       |
| 其他             | 14623.08    | 11930.89     | 12390.66     | 12066.65     | 营业外支出           | 21.22       | 16.68        | 15.78        | 15.82        |
| <b>资产总计</b>    | 23142.12    | 17668.01     | 18410.16     | 19815.00     | <b>利润总额</b>     | 1876.67     | 2013.20      | 2283.30      | 2486.95      |
| <b>流动负债</b>    | 9059.78     | 1774.80      | 1602.01      | 1709.26      | 所得税             | 361.15      | 452.14       | 501.71       | 527.86       |
| 短期借款           | 2200.00     | 215.90       | 10.00        | 10.00        | <b>净利润</b>      | 1515.52     | 1561.05      | 1781.59      | 1959.08      |
| 应付账款           | 843.53      | 50.00        | 60.00        | 60.00        | 少数股东损益          | -0.15       | -0.70        | -0.80        | -0.90        |
| 其他             | 6016.25     | 1508.91      | 1532.01      | 1639.26      | <b>归属母公司净利润</b> | 1515.68     | 1561.75      | 1782.39      | 1959.98      |
| <b>非流动负债</b>   | 2373.36     | 3155.75      | 2934.98      | 2919.34      | EBITDA          | 3027.29     | 3072.53      | 3354.34      | 3547.46      |
| 长期借款           | 2080.00     | 2773.33      | 2573.63      | 2573.63      | EPS（摊薄）         | 0.86        | 0.89         | 1.01         | 1.11         |
| 其他             | 293.36      | 382.42       | 361.35       | 345.71       |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 11433.15    | 4930.56      | 4536.99      | 4628.61      | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 38.53       | 37.83        | 37.03        | 36.13        | <b>会计年度</b>     | <b>2017</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| 股本             | 1174.29     | 1761.44      | 1761.44      | 1761.44      | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 4590.88     | 4003.74      | 3710.16      | 3416.59      | 营业收入增长率         | 18.02%      | 11.36%       | 11.11%       | 8.41%        |
| 留存收益           | 5607.54     | 6934.44      | 8364.54      | 9972.23      | 营业利润增长率         | 20.48%      | 1.18%        | 14.07%       | 9.45%        |
| 归属母公司股东权益      | 11372.72    | 12699.62     | 13836.14     | 15150.26     | 归属于母公司净利润增长率    | 10.92%      | 3.04%        | 14.13%       | 9.96%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 23142.12    | 17668.01     | 18410.16     | 19815.00     | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |             |              |              |              | 毛利率             | 32.10%      | 33.41%       | 33.03%       | 32.88%       |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率             | 11.46%      | 10.60%       | 10.88%       | 11.04%       |
| <b>会计年度</b>    | <b>2017</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | ROE             | 13.72%      | 12.78%       | 13.40%       | 13.49%       |
| <b>经营活动现金流</b> | 2019.28     | -152.74      | 3616.98      | 3189.03      | ROIC            | 9.40%       | 10.71%       | 11.19%       | 11.05%       |
| 净利润            | 1515.52     | 1561.75      | 1782.39      | 1959.98      | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 折旧摊销           | 959.47      | 795.43       | 855.01       | 877.48       | 资产负债率           | 49.40%      | 27.91%       | 24.64%       | 23.36%       |
| 财务费用           | 229.08      | 263.90       | 216.03       | 183.03       | 净负债比率           | 55.53%      | 75.62%       | 78.25%       | 83.01%       |
| 投资损失           | -144.74     | -37.17       | -44.60       | -53.52       | 流动比率            | 55.44%      | 125.32%      | 167.78%      | 267.64%      |
| 营运资金变动         | -632.41     | -2631.15     | 843.70       | 199.09       | 速动比率            | 53.55%      | 117.57%      | 158.04%      | 257.93%      |
| 其它             | 92.37       | -105.51      | -35.55       | 22.96        | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>投资活动现金流</b> | -2281.54    | 1420.51      | -1490.88     | -813.57      | 总资产周转率          | 62.65%      | 72.20%       | 90.74%       | 92.85%       |
| 资本支出           | -1746.97    | -40.00       | -70.00       | -55.00       | 应收账款周转率         | 1432.65%    | 1550.79%     | 4243.61%     | 61193.54%    |
| 长期投资           | 36.78       | -7.81        | -19.07       | -24.09       | 应付账款周转率         | 1191.44%    | 2196.03%     | 19930.64%    | 19851.82%    |
| 其他             | -571.34     | 1468.32      | -1401.81     | -734.48      | <b>每股指标（元）</b>  |             |              |              |              |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1173.22     | -3118.89     | -1040.66     | -537.00      | 每股收益（最新摊薄）      | 86.05%      | 88.66%       | 101.19%      | 111.27%      |
| 短期借款           | 1700.00     | -1984.10     | -205.90      | 0.00         | 每股经营现金流（最新摊薄）   | 171.96%     | -8.67%       | 205.34%      | 181.05%      |
| 长期借款           | -733.43     | 693.33       | -199.70      | 0.00         | 每股净资产（最新摊薄）     | 968.47%     | 720.98%      | 785.50%      | 860.11%      |
| 普通股增加          | 0.00        | 587.15       | 0.00         | 0.00         | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积金增加        | 0.00        | -587.15      | -293.57      | -293.57      | P/E             | 26.33       | 26.30        | 23.05        | 20.96        |
| 其他             | 206.65      | -1828.12     | -341.49      | -243.42      | P/B             | 3.52        | 3.23         | 2.97         | 2.71         |
| <b>现金净增加额</b>  | 910.97      | -1851.12     | 1085.44      | 1838.47      | EV/EBITDA       | 15.08       | 14.28        | 12.70        | 11.57        |



### 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。