



万达电影(002739.SZ)

【联讯传媒公司深度】万达电影(002739.SZ, 买入)
中国院线市场份额领导者, 电影生态圈闭环效应明显

2019年03月14日

投资要点

买入(维持)

当前价: 22.92 元
目标价: 25.00 元

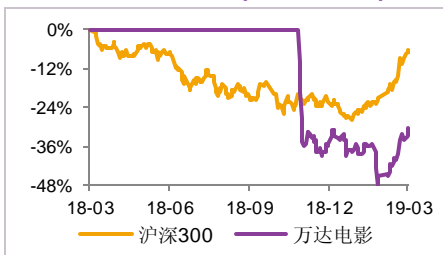
分析师: 陈净娴

执业编号: S0300516090001

电话: 021-51759911

邮箱: chenzhengxian@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	13229.3	14684.6	16608.3	18950.0
(+/-)	18.02%	11.00%	13.10%	14.10%
归母净利润	1399.04	1401.27	1609.27	1850.91
(+/-)	2.39%	0.16%	14.84%	15.02%
EPS(元)	0.79	0.80	0.91	1.05
P/E	29.0	28.7	25.2	21.8

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《【联讯传媒公司深度】万达电影(002739.SZ, 买入)——中国电影生态圈构建中》2017-05-31

《【联讯传媒】万达电影(002739.SZ, 买入)中报点评: 院线龙头地位稳固, 业绩保持稳定增长》2017-08-30

《【联讯传媒公司深度】万达电影(002739.SZ, 买入)中国院线市场份额领导者》2018-11-29

◇ 中国院线行业的龙头

万达电影(002739.SZ)2018年全年实现票房合计95.6亿元, 同比增长8.9%, 观影人次为2.3亿人次, 同比增长7.5%。截止2019年1月31日, 万达电影拥有已开业直营影院605家, 5357块银幕。对于一个始终以统一、高品质的标准大力推进影院建设的集团, 通过多年的内生发展, 连续八年成为国内票房收入排名第一的电影院线, 也是国内最具潜力发展的电影院线之一。

◇ 收购万达影视, 完成产业链布局, 巩固行业龙头地位

2019年2月, 万达电影(002739.SZ)并购万达影视95.77%的股权, 交易标的资产105.2亿元。本次交易使得公司的电影业务向上延伸至电影投资、制作和发行, 全面覆盖电影全产业链, 是为应对当前激烈的市场竞争而进行的战略性布局, 也是为提升综合竞争力, 打造泛娱乐平台型公司的完美布局。

◇ 商业模式

电影产业为主, 广告业务和衍生品销售业务并存的商业格局。

◇ 盈利预测及投资评级

我们预估公司2018, 2019和2020年营收分别为146.8亿元, 166.1亿元和189.5亿元, 分别同比增长11%, 13%和14%; 归母净利润分别为14.0亿元, 16.1亿元和18.5亿元, 分别同比增长0%, 15%和15%, 维持「买入」的投资评级。

◇ 风险提示

宏观经济形势下行; 电影票房不及预期。



目录

投资案件.....	错误!未定义书签。
投资评级与估值.....	错误!未定义书签。
关键假设点.....	错误!未定义书签。
有别于大众的认识.....	错误!未定义书签。
股价表现催化剂.....	错误!未定义书签。
风险提示.....	错误!未定义书签。
一、行业分析:	5
(一) 受经济形势影响, 2018 年电影行业增速整体下滑	5
(二) 国内院线集中度高, TOP10 市场份额相比差距小.....	5
(三) 公司所处行业地位: 稳坐国内票房收入第一“宝座”	8
二、公司概况: 影院经营带动非票业务市场活力.....	9
(一) 公司大事回顾: 专业打造影视帝国, 延伸产业链布局	9
(二) 股权结构: 股权结构集中度高	10
(三) 业务模式: 着重专业化, 带动多元化.....	11
三、财务假设及盈利预估.....	16
四、风险提示.....	17

图表目录

图表 1: 2012-2018 年中国电影票房收入及增速	5
图表 2: 2012-2018 年中国观影人次及增速	5
图表 3: 2011-2018 年中国银幕数及增速	5
图表 4: 2018 年中国 TOP10 院线集中度.....	6
图表 5: 2018 年中国 TOP10 院线规模.....	6
图表 6: 2012-2018 年各线城市票房占比.....	6
图表 7: 2014-2018 新增影院情况	7
图表 8: 2017 年新增影院的城市分布	7
图表 9: 万达广场 2018 年开业项目清单.....	8
图表 10: 2012~2018 年全国院线票房收入及万达票房收入	9
图表 11: 2012~2018 年万达票房收入占国内总票房比例.....	9
图表 12: 公司重大并购事件.....	10
图表 13: 万达前十大股东	10
图表 14: 2012-2018 年万达院线银幕数及其增速.....	11
.....	11
图表 15: 公司主要电影作品.....	11
图表 16: 2019 年万达影视即将上映电影作品.....	12
图表 17: 时光网“正版商城”页面.....	12
图表 18: 时光网电影周边	12



15

图表 19: 万达影城爆米花节.....	12
图表 20: 万达电影 APP 卖品套餐（上海地区）.....	12
图表 21: 万达电影 2011~2017 年营业总收入及其增速.....	13
图表 22: 万达电影 2011~2017 年净利润及其增速.....	13
图表 23: 2011~2017 年营业收入业务构成（亿元）.....	13
图表 24: 2012~2018 年万达院线票房收入及增速.....	13
图表 25: 2011~2017 影院广告及商品销售收入增速及占比.....	14
图表 26: 2011-2017 年万达电影毛利率增长情况.....	14
图表 27: 2011~2017 年，2018 前三季度万达电影期间费用率.....	15
15	
图表 28: 可比公司 2018 年前三季度期间费用率对比.....	15
图表 29: 万达重组后产业链.....	16
图表 30: 院线可比公司估值表（以 3 月 8 日收盘价为准）.....	16
附录: 公司财务预测表（百万元）.....	18



投资案件

投资评级与估值

考虑今年万达电影与万达影视重组的影响，我们预计公司 2018-2020 年营收分别为 146.8 亿元/166.1 亿元/189.5 亿元，分别同比增长 11.00%/13.10%/14.10%；归母净利润分别为 14.01 亿元/16.09 亿元/18.51 亿元，分别同比增长 0.16%/14.84%/15.02%。

公司目前有电影票务、广告、衍生品销售三大业务。考虑院线资产龙头地位及可比公司估值，综合给予院线业务 19 年 25x 估值；交易完成后，万达电影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，维持「买入」评级。

关键假设点

目前，公司主营业务收入主要来源于电影票务、广告、衍生品销售业务三大块。

1、电影业务：电影票务的收入是公司主营收入主要贡献源。我们假设：（1）影院数量：公司接下来将继续维持 80-100 家的影院扩张速度。预计公司 2018-2020 年影院数量将增加至 596、681、766 家；（2）银幕数量：2018-2020 年银幕数量将达分别为 5288、6042、6792 块。

2、衍生品业务：万达电影将着重打造时光网作为衍生品平台，并有望从 18 年开始发力开始快速增长，将支持商品销售业务增长，我们假设万达 2018-2020 年商品销售收入分别为 21.29 亿元/25.57 亿元/30.92 亿元。预计 2018-2020 年商品销售业务毛利率将较为稳定。

3、广告业务：2018 年上半年万达广告收入同比增长 15.6%，由于 18Q3-Q4 票房增长有限，且考虑宏观经济对广告投放冲击，我们认为广告下半年增速将低于上半年；考虑耀莱等银幕加盟，以及万达传媒在其他非自有银幕及其他业务扩张，假设万达 2018-2020 年广告业务收入分别为 25.88 亿元/30.74 亿元/35.39 亿元，影院广告业务毛利率水平会一直维持在较高水平。

有别于大众的认识

核心壁垒：万达商业地产的经营能力，强大的股东资金实力。

股价表现催化剂

电影分部：收购万达影视后，公司电影业务将扩展至电影的投资、制作和发行，构成电影的全产业链；电影行业集中度进一步加强。

衍生品业务：拥有大量优质 IP；中国版权保护意识进一步加强。

风险提示

电影市场增速下滑；宏观经济下行影响；本次重组尚未过会。

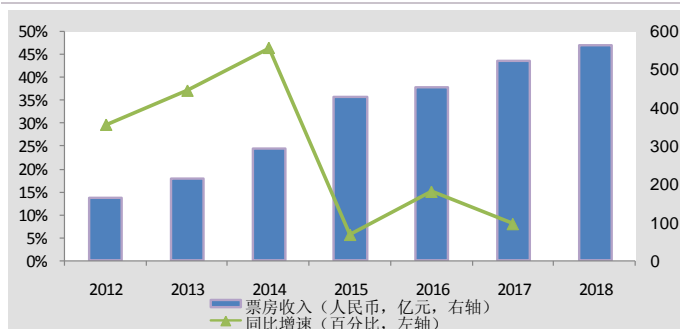


一、行业分析:

(一) 受经济形势影响, 2018 年电影行业增速整体下滑

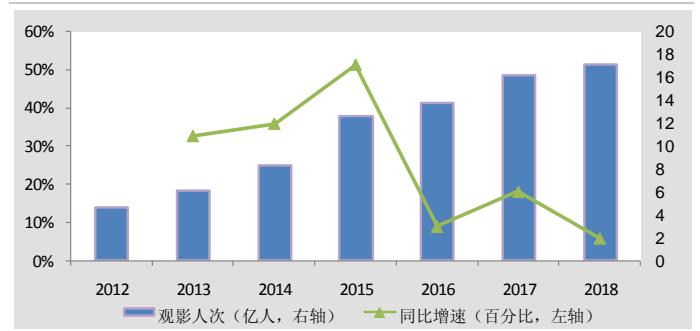
截止 2018 年 12 月 31 日, 2018 年度中国电影票房收入 565.83 亿元, 同比增速 8%, 相对于 2017 年度增速略有下降。观影人次 17.18 亿, 同比增速 6%, 同票房增速一样略有下滑。随着电影票房市场的高速发展, 我国电影银幕数量也在逐年增加。2018 年全国银幕总数已突破 6 万块, 稳居世界电影银幕数量首位。在 2012 年银幕数仅有 13118 块, 短短几年时间, 银幕数增长了 4 倍有余。截至 2018 年底, 全国共拥有银幕数 60079 块, 较 2017 年增加 9303 块, 同比增速 18.3%, 增速比 2017 年放缓了 5 个百分点。整体看来, 2018 年我国电影银幕终端仍维持较快扩张。但随着行业竞争的加剧和部分资本的退出, 2019 年银幕增速将进一步放缓。

图表1: 2012-2018 年中国电影票房收入及增速



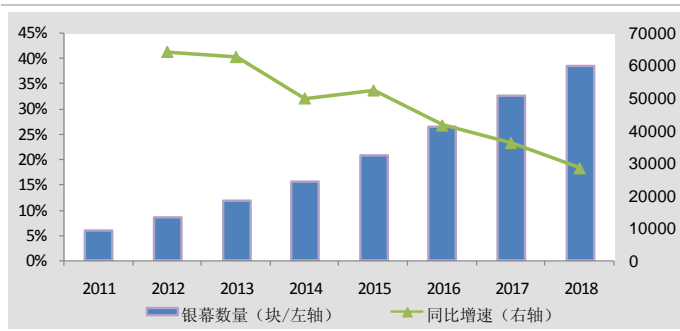
资料来源: 艺恩网、联讯证券研究院

图表2: 2012-2018 年中国观影人次及增速



资料来源: 艺恩网、联讯证券研究院

图表3: 2011-2018 年中国银幕数及增速



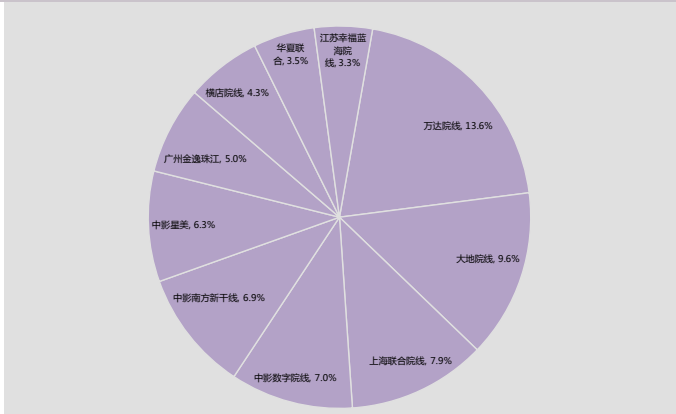
资料来源: 中国产业信息网、中商情报网、联讯证券研究院

(二) 国内院线集中度高, TOP10 市场份额相比差距小

目前中国前十大院线控制市场份额的 67% 左右, 其中万达院线以 82.5 亿元的票房占比 13.6%, CR3 占比 31.1%, CR4 占比 38.1%, 行业竞争激烈。



图表4: 2018年中国TOP10院线集中度



资料来源: 猫眼电影、联讯证券研究院

图表5: 2018年中国TOP10院线规模

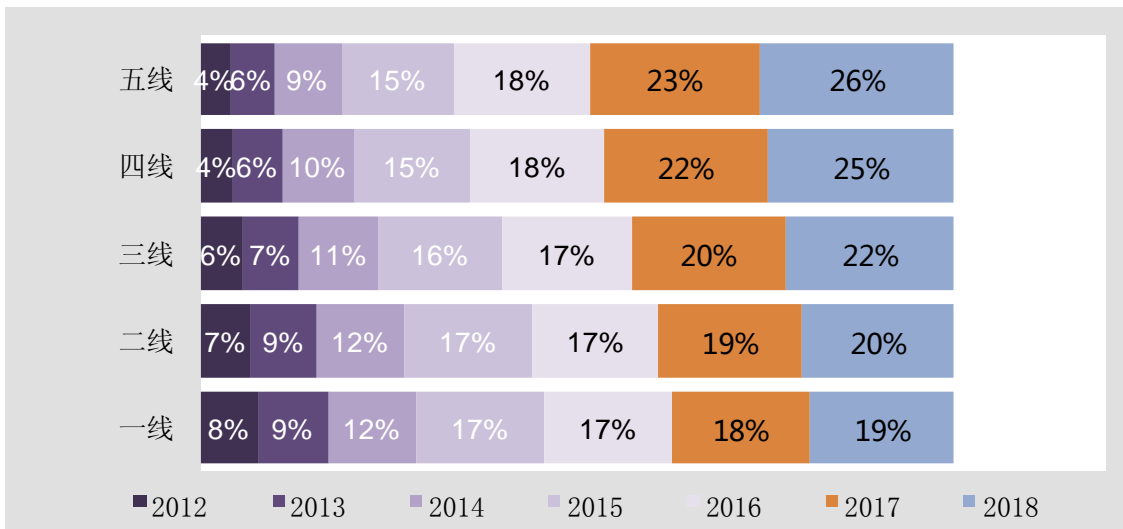
排名	所属院线	票房(亿元)	票房占比	影院数量	银幕数量
1	万达院线	82.5	13.6%	570	5040
2	大地院线	60.3	9.6%	1047	6278
3	上海联合院线	48.2	7.9%	563	3656
4	中影数字院线	44	7.0%	835	5324
5	中影南方新干线	43.8	6.9%	776	4656
6	中影星美	38.6	6.3%	532	3460
7	广州金逸珠江	30.1	5.0%	382	2341
8	横店院线	26.3	4.3%	402	2470
9	华夏联合	21.8	3.5%	391	2340
10	江苏幸福蓝海院线	20.8	3.3%	303	1916
全国范围占比			67.3%	55.6%	61.6%

资料来源: 猫眼电影、联讯证券研究院

1、国内三线及以下城市电影市场发展有待挖掘

从国内城市票房占比来看,近年来各线城市票房占比全线增加。渠道下沉使得低线城市观影需求有了释放空间,三线以下城市票房占比增速可观。预计2019年将继续增加,国内电影票房增长空间很大。2018年全国新增影院1250家,北方主要在山西陕西北京、南方集中于湖南、四川、湖北、浙江和广东,就目前按地区来看影院数量上东北和西部地区影院处于未饱和状态。影院挖掘潜力巨大。

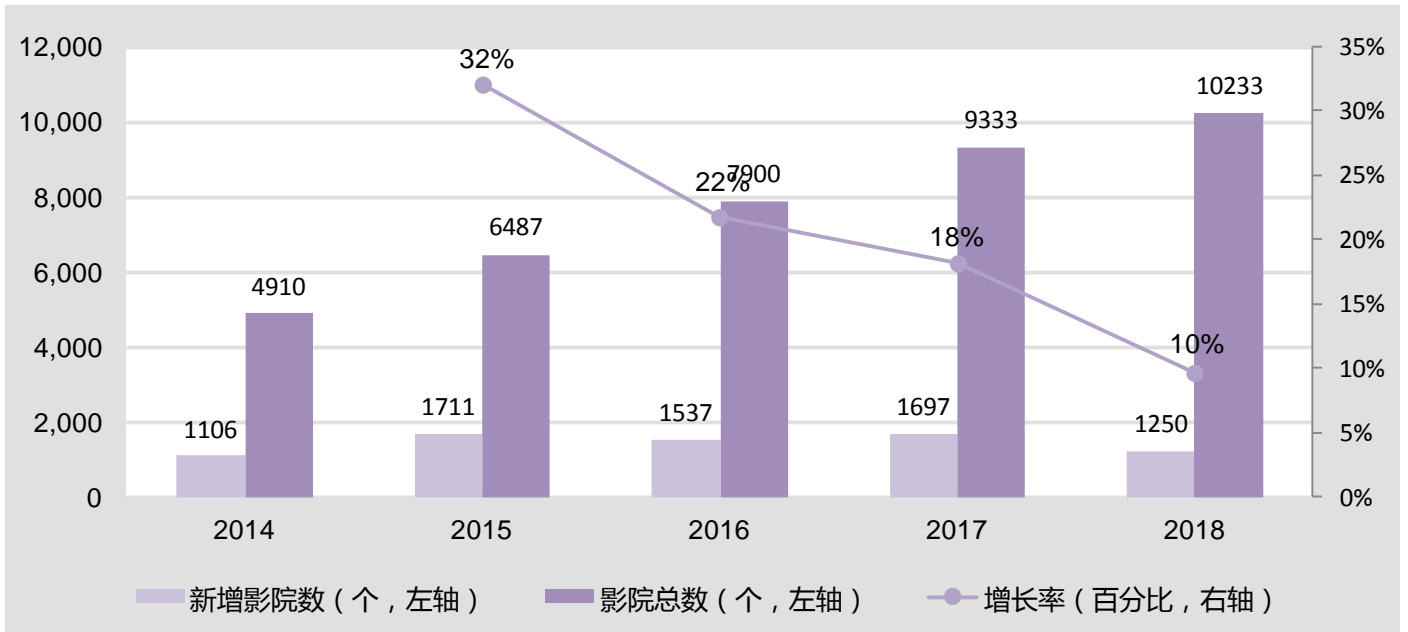
图表6: 2012-2018年各线城市票房占比



资料来源: 艺恩数据、联讯证券研究院

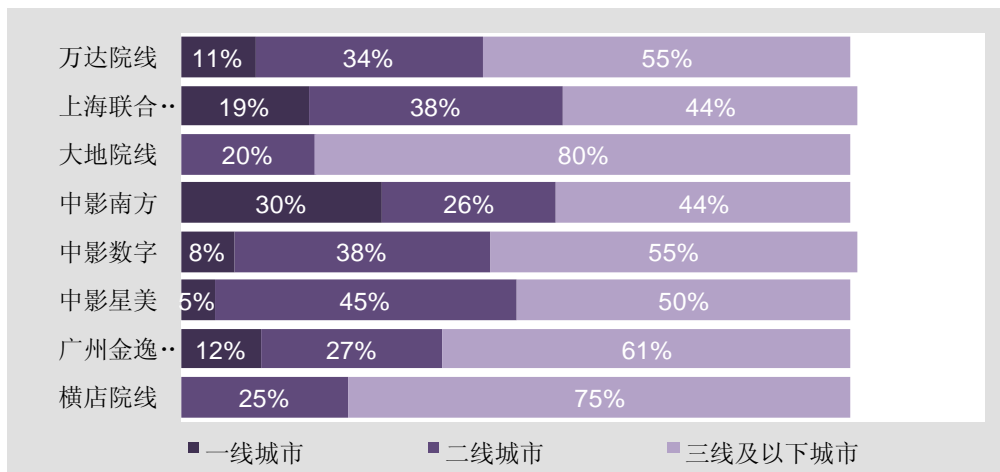


图表7： 2014-2018 新增影院情况



资料来源：中国电影网、联讯证券研究院

图表8： 2017 年新增影院的城市分布



资料来源：猫眼专业版、联讯证券研究院

从新增影院的城市分布来看，2017 年各大院线主要集中在三线及以下城市开拓市场，大地院线最为突出，将 80% 的新增影院设在三线及以下城市，20% 设在二线城市。横店院线与其类似，在三线及以下城市新增 75% 的影院，25% 设在二线城市。可见，三四五线城市是票房的主要推动力。万达在巩固一二线城市行业龙头的同时，快速向三线及以下城市布局，2018 年开业的 49 座（不含转让资产项目）万达广场中，三线及以下城市项目在总项目中占比增加，与 2017 年开业量相同，其



中轻资产项目 19 个，比 2017 年减少 3 个；新增持有物业 452 万平方米，同比增长 37.14%；累计持有物业 3586 万平方米；同比增长 13.80%。总客流 38 亿人次，同比增长 19%。

图表 9：万达广场 2018 年开业项目清单

大区	省市	城市	项目名称	商业面积 (万平方米)	开业时间
华东	上海	上海嘉定	中信泰富万达广场	14.70	2018/10/1
	浙江	宁波	宁波奉化万达广场	6.30	2018/5/26
	浙江	嘉兴	嘉兴经开万达广场	15.00	2018/5/25
	山东	青岛	青岛东方影都万达MALL	15.00	2018/4/28
	山东	东营	东营东城万达广场	9.60	2018/7/12
	山东	菏泽	菏泽万达广场	14.60	2018/11/16
	山东	潍坊	潍坊寿光万达广场	9.70	2018/12/29
	江西	南昌	南昌青山湖万达广场	12.00	2018/12/21
	江苏	南京	南京万达茂	14.00	2018/6/1
	江苏	南京	南京溧水万达广场	14.67	2018/9/28
	江苏	泰州	泰州泰兴万达广场	12.10	2018/10/26
	江苏	宿迁	宿迁宿豫万达广场	12.64	2018/12/7
	福建	泉州	泉州安溪万达广场	14.00	2018/12/28
	福建	泉州	泉州城东万达广场	10.00	2018/12/22
	安徽	南平	南平万达广场	13.00	2018/11/30
	安徽	宣城	宣城万达广场	10.59	2018/6/29
	安徽	淮南	淮南万达广场	11.39	2018/9/7
	安徽	淮北	淮北万达广场	10.00	2018/9/28
	广东	合肥	合肥巢湖万达广场	10.00	2018/11/2
	广东	广州	广州新塘万达广场	15.71	2018/12/28
华南	广东	江门	江门新会万达广场	12.60	2018/8/31
	广西	贵港	贵港万达广场	10.38	2018/12/29
	河南	鹤壁	鹤壁万达广场	9.56	2018/6/22
	河南	开封	开封大宏万达广场	17.00	2018/9/28
华中	河南	许昌	许昌万达广场	10.00	2018/11/30
	湖北	黄冈	湖北黄冈万达广场	10.00	2018/6/22
	北京	北京	北京青春怀柔万达广场	9.00	2018/1/1
	河北	邢台	邢台万达广场	12.00	2018/11/2
华北	内蒙古	包头	包头九原万达广场	10.90	2018/8/17
	山西	长治	长治万达广场	9.52	2018/9/22
	山西	运城	运城万达广场	10.88	2018/12/28
	黑龙江	绥化	黑龙江绥化万达广场	11.42	2018/9/30
东北	辽宁	阜新	阜新万达广场	12.50	2018/8/10
	辽宁	本溪	本溪万达广场	10.30	2018/12/21
	重庆	重庆	重庆沙坪坝万达广场	11.00	2018/11/30
	重庆	重庆	重庆铜梁万达广场	11.00	2018/12/30
	四川	成都	成都龙泉驿万达广场	12.00	2018/10/26
	四川	泸州	泸州万达广场	11.34	2018/6/1
西南	四川	眉山	眉山万达广场	11.00	2018/7/27
	四川	绵阳	绵阳经开万达广场	18.00	2018/12/21
	贵州	宜宾	宜宾万达广场	14.00	2018/12/21
	贵州	贵阳	贵阳观山湖万达广场	11.88	2018/5/25
	甘肃	武威	甘肃武威万达广场	10.34	2018/10/19
	宁夏	吴忠	吴忠万达广场	12.39	2018/6/15
	陕西	石嘴山	石嘴山万达广场	9.80	2018/7/6
	陕西	延安	延安万达广场	7.69	2018/2/9
西北	陕西	榆林	榆林万达广场	9.20	2018/12/22
	新疆	乌鲁木齐	乌鲁木齐德汇万达广场	13.50	2018/1/28
	新疆	乌鲁木齐	乌鲁木齐高新万达广场	13.30	2018/9/21

资料来源：赢商网、联讯证券研究院

2019 年拟开业万达商业项目有 45 个，其中一线城市 3 座，二线城市 10 座，三、四线城市 32 座。基于公司的项目扩张趋势，公司的业务盈利能力和品牌形象也在提高。

2、北美三大院线

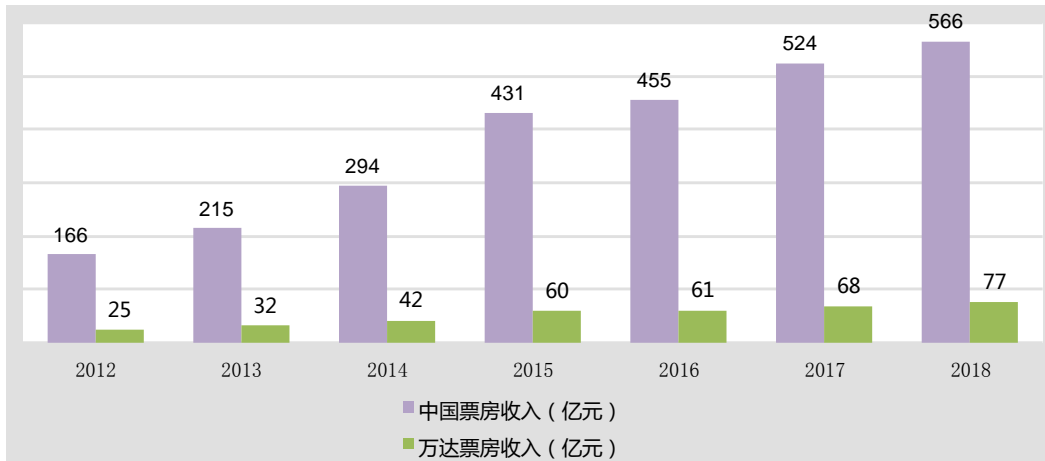
(三) 公司所处行业地位：稳坐国内票房收入第一“宝座”

从 2018 年全国院线票房排名来看，TOP10 院线票房收入占比 67.3%，其中万达院线以 82.5 亿元，13.6% 占据第一位，大地院线和上海联合院线位于第二和第三，分别占比 9.6%、7.9%。随着国内票房收入的增加，万达票房收入也在稳步上涨。2012~2018



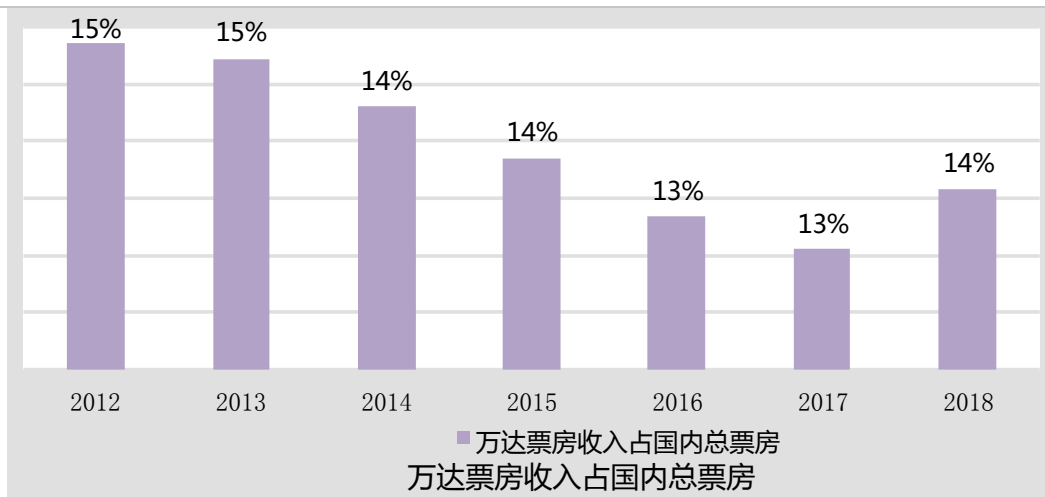
年票房占比稳定在 14%左右，院线经营与中国整体电影市场票房情况密切相关。

图表 10：2012~2018 年全国院线票房收入及万达票房收入



资料来源：艺恩网、联讯证券研究院

图表 11：2012~2018 年万达票房收入占国内总票房比例



资料来源：艺恩网、联讯证券研究院

二、公司概述：影院经营带动非票业务市场活力

（一）公司大事回顾：专业打造影视帝国，延伸产业链布局

万达公司从 2015 年开始陆续收购 Hoyts、世贸影投、慕威时尚、大连奥纳、厚品文化、PropagandaGEMLtd.、时光网、ActiveMediaGroup、万达影视等，逐步打造以



电影产业为核心的综合娱乐集团。2019年2月27日，万达电影发布公告，万达电影105亿收购万达影视的重组方案终过会，“打造全球第一电影生活生态圈”的愿景将逐步走进现实。

图表 12：公司重大并购事件

并购时间	并购标的	并购价格(亿元)	说明
2015年6月	Hoyts	22.46	澳洲第二大连锁影院（拥有52家影院（澳大利亚42家、新西兰10家），424块银幕（澳大利亚361块、新西兰63块），为澳大利亚第二大连锁影院）
2015年11月	世茂影投	10.00	持有旗下14家影院100%股权
2015年11月	慕威时尚	12.00	电影实时大数据应用和电影媒体广告整合营销
2016年2月	大连奥纳	100%股权	持有旗下6家影院，46块银幕
2016年2月	厚品文化及赤峰北斗星	100%股权	持有旗下7家影院，46块银幕
2016年5月	PropagandaGEMLtd.	2.40	电影广告植入、品牌联合推广及影视数据分析等
2016年7月	时光网	18.67	衍生品：电影数据库及电影社区平台
2016年上半年	ActiveMediaGroup	0.90	澳洲利亚健身房室内广告
2019年2月27日	万达影视	105.23	万达电影拟向万达投资等20名交易对方发行股份购买其持有的万达影视95.7683%的股权，交易价格为105.23亿元。本次交易完成后，万达影视将成为上市公司子公司。

资料来源：公司资料、联讯证券研究院

（二）股权结构：股权结构集中度高

图表 13：万达前十大股东

排名	股东名称	持股比例	说明
1	北京万达投资有限公司	50.70%	实际控制人为王健林
2	杭州臻希投资管理有限公司	7.66%	为阿里巴巴旗下的公司
3	北京万达文化产业集团有限公司	2.51%	万达集团旗下的公司
4	上海仁福投资有限公司	2.05%	
5	孙喜双	1.95%	孙喜双（大连一方集团有限公司董事长），于2001年创建一方集团，与万达集团、江中集团、百年人寿等众多中国知名企业长期合作，为万达电影的战略投资者。
6	东莞市凯德实业投资有限公司	1.70%	
7	世茂影院投资发展有限公司	1.15%	
8	博瑞远达（天津）股权投资合伙企业	1.02%	
9	逢宇峰	0.97%	万达院线曾向逢宇峰发行1134.52万股份及支付3.6亿元现金购买其所持慕威时尚文化传播有限公司全部股权。
10	王思聪	0.85%	与王健林为父子关系
合计		70.56%	

资料来源：公司资料、联讯证券研究院

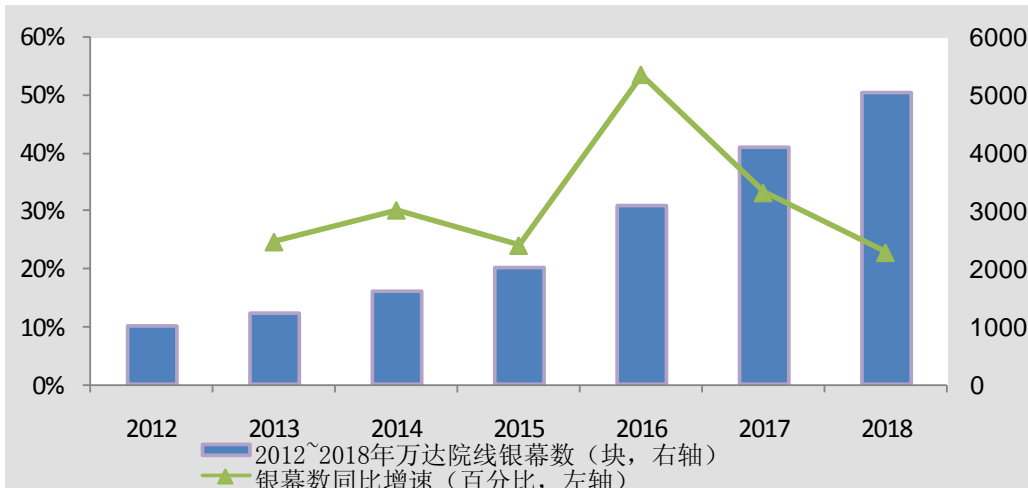
公司主营业务为影院投资建设、院线电影发行、影院电影放映及相关衍生业务，主要业务收入来自于电影票房收入、卖品收入以及广告收入。公司采取资产连结、连锁经营的经营模式开展业务经营，影院所在物业全部采用租赁方式取得。



(三) 业务模式：着重专业化，带动多元化

2017 年国内新增影城 115 家，截止 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；公司 2018 年新增银幕数 941 块，同比增速 23%，较前两年有所下降，国内整体银幕数增速下降，宏观环境因素导致公司的扩张速度放缓。

图表 14：2012-2018 年万达院线银幕数及其增速



资料来源：艺恩网、联讯证券研究院

万达影业拥有稳定的电影制作和营收能力。根据公司公告，2017 年万达影业所投资的影片票房总计为 158.4 亿元，占国内总票房的 28.3%。另根据 2016 年重组公告，2015 年是万达影业非常辉煌的一年，其投资影片票房总计 61.5 亿元，占当年全国电影总票房的 14%，位列国内民营电影制作公司第一。根据猫眼电影专业版，2015 年万达影业共计有 9 部影片上映，其中包括《寻龙诀》（16.8 亿元）、《夏洛特烦恼》（14.4 亿元）、《煎饼侠》（11.6 亿元）等知名作品。预计 2019 年公司即将出品电影 6 部。

图表 15：公司主要电影作品

序号	项目	上映时间	票房 (亿元)	收益占比	参投/主投
1	唐人街探案2	2018年2月16日	33.97	55%	主投
2	飞驰人生	2019年2月5日	17.16 (预测)		参投
3	寻龙诀	2015年12月18日	16.87	50%	主投
4	唐人街探案	2015年12月31日	8.24	50%	主投
5	神奇女侠	2017年6月2日	8.22	8%	参投
6	熊出没·变形记	2018年2月16日	6.05	10%	参投
7	英伦对决	2017年9月30日	5.37	30%	参投
8	警察故事2013	2013年12月24日	5.34	63%	主投
9	滚蛋吧！肿瘤君	2015年8月13日	5.12	51%	主投
10	缝纫机乐队	2017年9月29日	4.57	15%	参投
11	反弹风暴3	2018年9月14日	4.43	16%	参投
12	北京爱情故事	2014年2月14日	4.06	60%	主投
13	火锅英雄	2016年4月1日	3.71	30%	参投
14	心理罪	2017年8月11日	3.04	30%	参投
15	记忆大师	2017年4月28日	2.93	49%	主投
16	催眠大师	2014年4月25日	2.74	100%	主投
17	解忧杂货铺	2017年12月29日	2.23	30%	参投

资料来源：发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书（草案）、联讯证券研究院



图表 16: 2019 年万达影视即将上映电影作品

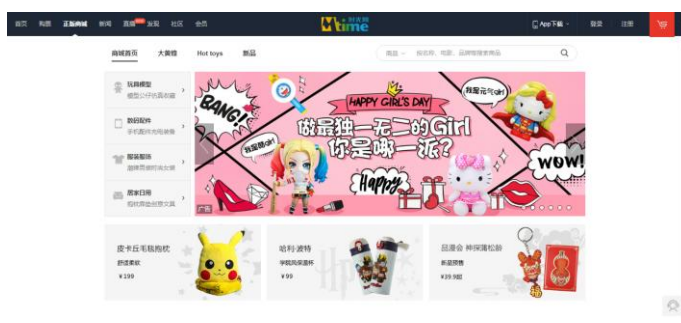
片名	主演	导演	主控方	题材
《沉默的证人》	张家辉、杨紫	雷尼·哈林	万达影视	动作犯罪
《人间·喜剧》	艾伦、王智	孙周	万达影视	喜剧
《未来机器城》	约翰·卡拉辛斯基、杰森·苏戴	安格温、龙子乔	阿里影业	冒险科幻
《枪炮腰花》	王千源、黄景瑜	张猛	万达影视	喜剧
《过春天》	黄尧、孙阳	白雪	万达影视	青春冒险
《如影随心》	陈晓、杜鹃	霍建起	宇乐乐影业	爱情

资料来源: 第一院线, 联讯证券研究院

除了影院投资建设、院线电影发行、影院电影放映的业务之外, 公司的主要业务还有相关衍生品和广告收入业务。

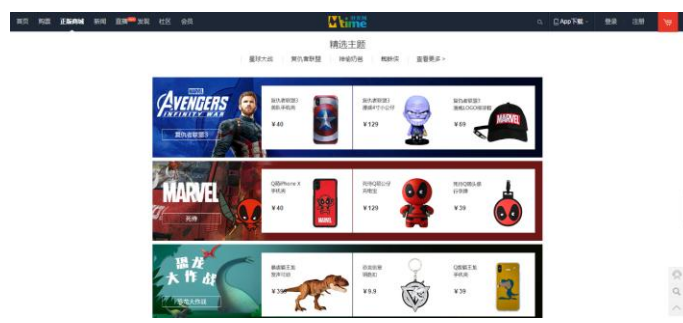
2016 年 7 月, 万达院线以 2.8 亿美元股权收购时光网全部运营实体 100% 股权, 由此将业务延伸至电影衍生品市场。据了解, 时光网一直在搭建衍生品设计、研发和产品部门, 还获得了迪士尼、漫威、DC、环球等多家品牌的正版授权, 因此, 时光网在获取上游 IP 上具有很大的优势。

图表 17: 时光网“正版商城”页面



资料来源: 时光网、联讯证券研究院

图表 18: 时光网电影周边



资料来源: 时光网、联讯证券研究院

图表 19: 万达影城爆米花节



图表 20: 万达电影 APP 卖品套餐 (上海地区)





资料来源：万达影视官网、联讯证券研究院

资料来源：万达电影 app、联讯证券研究院

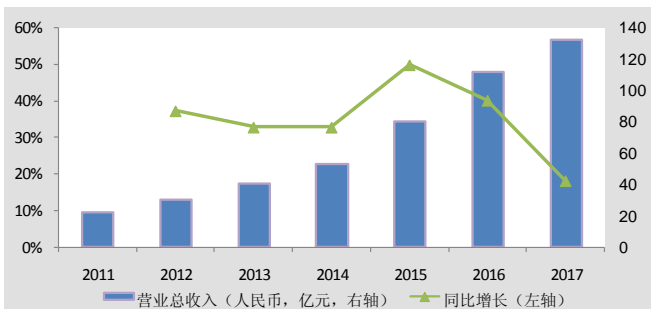
公司的卖品品相主要分为两大类，分别为电影衍生产品和餐饮类产品。电影衍生产品指与影片角色、剧情、道具相关的主题类纪念商品，餐饮类产品指观影时观众选择食用的商品，主要包括食品类和饮料类。

公司所经营的广告业务主要包括贴片广告和阵地广告，贴片广告指在电影正片前搭载的商业广告，在电影放映前播出；阵地广告指在实体影院相关媒介上播放、陈列的产品广告，主要包括异形立牌、灯箱广告（含 LED、LCD 电子屏）、喷绘广告等。2008 年成立，以电影营销起家的慕威时尚是万达传媒的前身，2015 年万达电影完成收购，万达传媒正式加入万达集团，独家经营万达院线银幕广告及万达影城内全媒体广告，2016 年万达电影整合旗下所有传媒资源，包括时光网、Propaganda GEM、Val Morgan 等子公司，打造国内顶级电影整合营销服务商。

（四）财务状况：收入稳步增加，优化营运成本

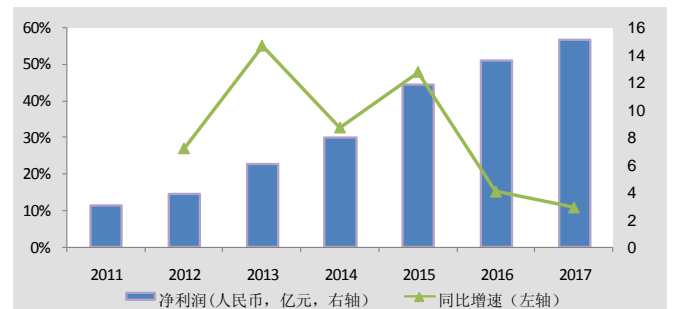
总体来看，2011~2017 年公司营业总收入和净利润一直都处于上升趋势，营业总收入从 22.09 亿元上升至 132.29 亿元，尽管近两年公司处于行业整合阶段，营业总收入增速依然 18.02%，2017 年净利润增速 10.82%，达到 15.16 亿元。

图表 21：万达电影 2011~2017 年营业总收入及其增速



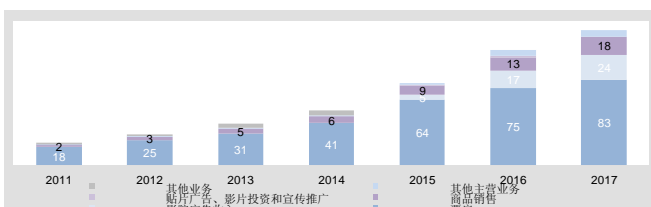
资料来源：猫眼专业版、联讯证券研究院

图表 22：万达电影 2011~2017 年净利润及其增速



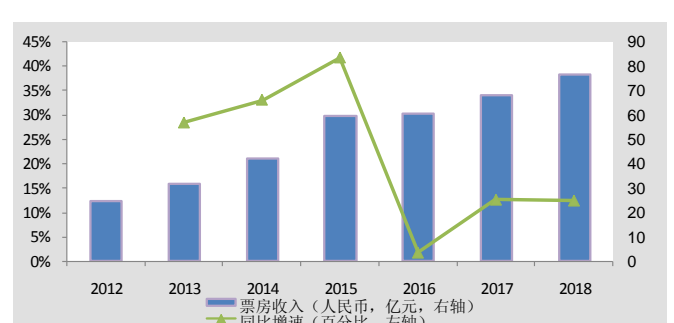
资料来源：猫眼专业版、联讯证券研究院

图表 23：2011~2017 年营业收入业务构成 (亿元)



资料来源：公司公告、联讯证券研究院

图表 24：2012~2018 年万达院线票房收入及增速



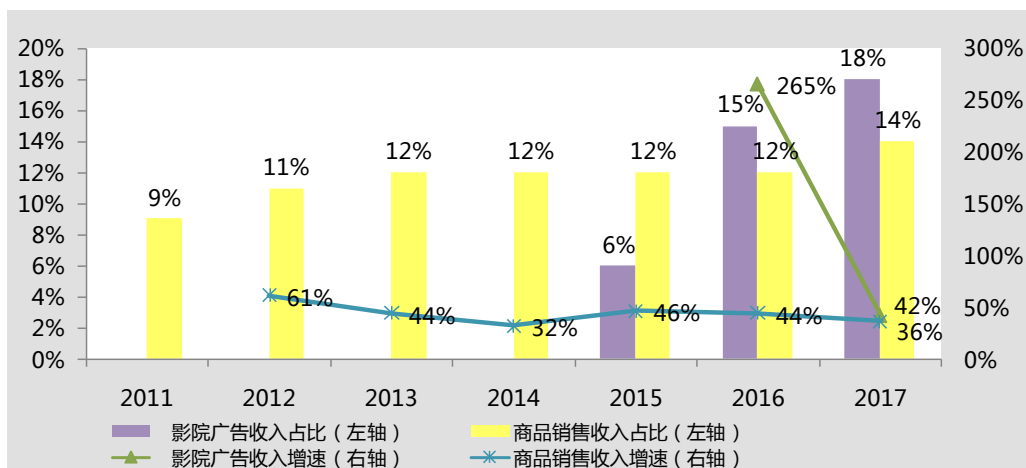
资料来源：公司公告、联讯证券研究院



票房收入一直作为主营业务收入来源，占比很大，公司相对投入成本也比较多，2017 票房收入占比 41.55%，票房成本占比 81.58%。随着市场电影行业竞争加剧，优质影片供应数量有限，公司未来将继续着重加强排片和影片营销能力，持续提升特色厅经营水平，努力提高市场份额和竞争能力。

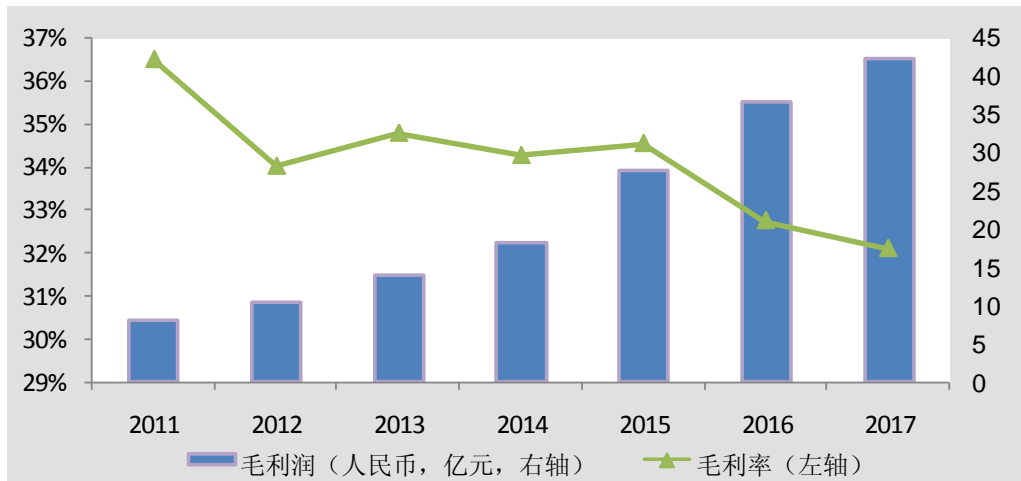
非票收入中的销售卖品和发布广告收入作为第二大业务收入来源，增速持续增加，2012~2017 年商品销售收入增速分别为 61%，44%，32%，46%，44%和 36%，占比稳定在 12%左右，2017 年略有增加。2015 年，公司通过通过收购澳洲第二大院线 Hoyts 公司，世茂影城，慕威时尚，实现电影媒体整合营销，参与好莱坞影片投资以及宣传推广，拓展公司业务领域，使得影院广告业务成为公司又一大收入来源，2015 年营业广告收入占比 6%。2016 年，公司成立万达传媒，并购时光网，大力拓展在广告传媒、电影整合营销、等领域的业务，不断提升非票房收入，增强公司市场竞争力，影院广告收入增速在该年达到 265%，占比 15%。2017 年面临市场电影行业激烈竞争的时期，公司的各项收入依然保持稳步增加，影院广告收入增速 42%，占比 18%。

图表 25：2011~2017 影院广告及商品销售收入增速及占比



资料来源：公司财报、联讯证券研究院

图表 26：2011-2017 年万达电影毛利率增长情况

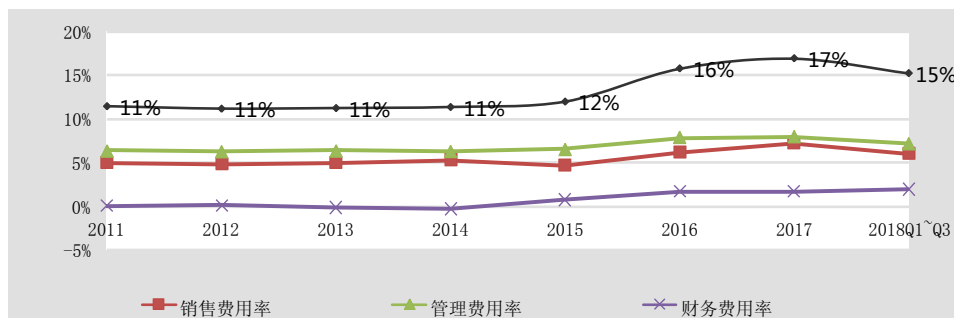


资料来源: 公司财报、联讯证券研究院

2016、2017 年公司整体毛利率有所下滑, 从 2015 年的 35% 下降 3 个百分点, 2017 年毛利润达到 42 亿元, 在票房收入增速放缓的情况下, 非票房收入的增长依然带动整体毛利润增加。

随着公司规模扩展, 期间费用率也在上升, 在 2011~2014 年期间费用率稳定在 11%, 2015 年公司开始扩大领域业务, 费用率有所增加, 上升了一个百分点, 到 2016 年期间费用率增至 16%。2017 年公司销售费用率为 7.23%, 相比 2016 年增加 1.05 个百分点, 主要是由于收购公司增加导致销售费用率提高。2018 年前三季度期间费用率调整, 预测未来公司整合费用率控制合理范围。

图 27: 2011~2017 年, 2018 前三季度万达电影期间费用率



资料来源: 公司公告、联讯证券研究院

和其他可比公司相比, 2018 年万达电影的期间费用率属于适中, 近两年产业链的整合, 市场出清, 公司不断开拓创新业务, 多元化发展将成为主流趋势, 与之带来的费用有所提高, 拥有行业壁垒的龙头公司拥有较强优势, 在未来市场竞争中处于有利地位。

图 28: 可比公司 2018 年前三季度期间费用率对比

证券代码	证券简称	管理费用率	销售费用率	财务费用率	期间费用率
603103	横店影视	1.95%	1.90%	0.09%	3.94%
002905	金逸影视	5.85%	11.95%	-0.45%	17.35%
002739	万达电影	7.20%	6.08%	1.99%	15.27%
300528	幸福蓝海	6.30%	25.49%	1.76%	33.55%
601596	上海电影	9.34%	2.06%	-1.46%	9.95%

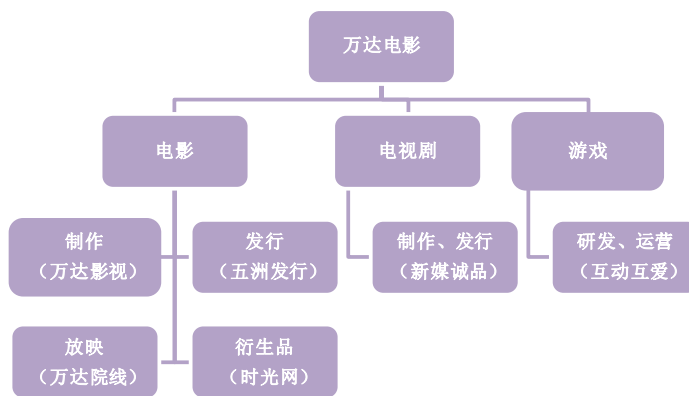


资料来源：公司公告、联讯证券研究院

（五）发展前景：维持中国电影产业领先地位，做行业“领头军”

万达电影 2019 年 2 月 27 日公告并购重组万达影视，巩固了其在国内电影市场的龙头地位，完善全产业链布局，打造娱乐生态圈一体的综合集团。据万达集团公布的数据，万达 2018 年收入为 2142.8 亿元，万达文化集团收入 692.4 亿元，超过 32% 的总收入；而万达地产集团收入 540.2 亿元，占比仅为 25.2%，此次并购成功后，万达将逐步转型去地产化，轻资产化的企业。

图表 29：万达重组后产业链



资料来源：公司公告、联讯证券研究院

三、财务假设及盈利预估

万达电影 2018 年新增影城 79 家，银幕新增 708 块，对此，我们假设 2019~2020 年每年国内新增 75~105 家影城，境外影城数量不变。

2017~2018 年票房收入同比增长 13%，12%；同期国内票房收入增速 15%，8%，考虑到宏观经济形势对票房的影响，我们假设万达 2019~2020 年票房收入增速均为 12%；商品销售收入为公司长期经营业务，公司将其加入公司特有文化，如“爆米花节”的活动，我们预测其增速浮动在为 40%左右；影视广告收入从 2015 年收购慕威时尚开始，将其打造成第二大营业收入来源，今后将更加扩大其业务领域，预测其增速分别为 30%，35%。

我们预估公司 2018，2019 和 2020 年营收分别为 146.8 亿元，166.1 亿元和 189.5 亿元，分别同比增长 11%，13%和 14%；归母净利润分别为 14.0 亿元，16.1 亿元和 18.5 亿元，分别同比增长 0%，15%和 15%，维持「买入」的投资评级。

图表 30：院线可比公司估值表（以 3 月 8 日收盘价为准）



证券代码	证券简称	EPS (元/股)				PE (元/股)				总市值 (亿元)
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
603103.SH	横店影视	0.71	1.53	1.61	1.65	34.10	15.89	15.08	14.68	109.90
002905.SZ	金逸影视	0.74	2.29	2.39	2.47	20.22	6.56	6.27	6.08	40.32
300528.SZ	幸福蓝海	0.23	1.87	1.95	2.00	38.91	4.76	4.56	4.46	33.16
601595.SH	上海电影	0.64	1.05	1.10	1.13	21.81	13.37	12.68	12.37	52.33
600977.SH	中国电影	0.47	1.18	1.23	1.26	33.57	13.36	12.80	12.48	294.43

资料来源: wind、联讯证券研究院

四、风险提示

宏观经济形势下行；电影票房不及预期；舆论冲击



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,466	1,922	2,061	3,134
应收和预付款项	1,679	1,418	1,780	1,775
存货	172	189	202	236
其他流动资产	322	490	538	615
长期股权投资	18	18	18	18
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	2,695	2,246	1,799	1,351
无形资产和开发支出	10,696	10,593	10,491	10,389
其他非流动资产	4,503	5,009	6,886	8,981
资产总计	22,549	21,885	23,775	26,499
短期借款	2,200	0	0	0
应付和预收款项	4,145	4,364	4,644	4,968
长期借款	2,080	2,080	2,080	2,080
其他负债	2,410	2,514	2,816	3,737
负债合计	10,835	8,958	9,540	10,785
股本	1,174	1,174	1,174	1,174
资本公积	4,591	4,591	4,591	4,591
留存收益	5,905	7,115	8,420	9,896
归属母公司股东权益	11,670	12,880	14,185	15,661
少数股东权益	39	42	45	48
股东权益合计	11,709	12,922	14,229	15,709
负债和股东权益合计	22,544	21,880	23,770	26,494
利润表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	13,229	14,817	16,755	19,101
营业成本	8,983	9,907	11,203	12,772
营业税金及附加	443	511	578	659
营业费用	957	1,116	1,362	1,629
管理费用	1,060	1,271	1,488	1,612
财务费用	229	229	175	217
资产减值损失	19	1	0	0
投资收益	145	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
营业利润	1,682	1,781	1,948	2,211
其他非经营损益	5	92	70	65
利润总额	1,687	1,873	2,018	2,276
所得税	288	280	301	333
净利润	1,399	1,593	1,718	1,944
少数股东损益	0	3	3	3
归属母公司股东净利润	1,399	1,590	1,715	1,941
EBITDA	2,860	4,414	4,505	2,887
EPS（元）	0.79	0.90	0.97	1.10

现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2,004	4,455	4,222	3,638
净利润	1,399	1,593	1,718	1,944
折旧摊销	959	496	679	950
财务费用	229	229	175	217
投资损失	-899	85	0	0
营运资金变动	-626	-50	237	300
其它	143	339	135	177
投资活动现金流	-2,282	-2,290	-3,598	-2,039
资本支出	-1,598	-1,277	-1,700	-2,200
长期投资	-584	85	55	60
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	1,173	-2,709	-485	-526
吸收投资	0	0	0	0
短期借款	-2,200	0	0	0
分配股利	0	321	343	367
现金净增加额	892	-544	139	1,074

主要财务比率	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	18.0%	12.0%	13.1%	14.0%
营业利润	20.3%	5.9%	9.4%	13.5%
归属母公司净利润	2.4%	13.7%	7.8%	13.2%
ROE	12.0%	12.3%	12.1%	12.4%
ROIC	13.8%	12.3%	15.4%	18.6%
偿债能力				
资产负债率	48.1%	40.9%	40.1%	40.7%
净负债比率	30.1%	18.4%	11.1%	5.2%
流动比率	0.55	0.62	0.68	0.81
速动比率	0.49	0.51	0.57	0.69
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.68	0.70	0.72
应收账款周转率	11.34	12.69	12.34	12.37
存货周转率	52.35	52.51	55.40	54.22
每股指标(元)				
每股收益	0.79	0.90	0.97	1.10
每股经营现金	1.14	2.53	2.40	2.07
每股净资产	9.87	7.25	8.39	9.55

资料来源：wind、联讯证券研究院



分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，现任传媒互联网组长。证书编号：S0300516090001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com