



## 万马喑龙头起，多点开花达可期

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 预计 2018 年之后, 电影票房增速 10% 以下, 进入稳定期, 万达电影是一超多强格局下的龙头 (2012-2018 年票房市占率 13.1%-14.5% 之间), 背靠万达集团, 具备快速跨区域扩张、聚拢头部合作伙伴、整合大数据的能力, 行业洗牌期市占率有望提升; 2) 万达品牌力突出, 在下游具有定价权, 2018 年其平均票价 38.3 元, 比全国平均水平高 5.4 元; 规模效应使公司在上游的卖品、IMAX 采购、分账等方面均有议价权; 3) 并购万达影视, 大幅增厚业绩 (4 年总计 40 亿元净利润的业绩承诺), 并形成集影视制发放映于一体的全产业链电影娱乐综合性公司; 4) 2018 年, 以影视/体育/儿童为主体的万达文化产业集团整体收入 692.4 亿元, 占集团比重 32.3%, 首超商管、金融、地产成为万达第一大产业, 去地产化使得万达文化产业在集团的重要性提升, 或获得更多支持。
- **院线龙头:** 从 2009 年开始, 公司一直是国内票房市占率第一的院线, 市占率有望继续提升。无论是影院数量、质量、票房、卖品占比都居国内行业第一。**影院质与量:** 截至 2017 年底, 公司 IMAX 银幕 257 块 (占国内 IMAX 总量的 48.8%), 是全国拥有 IMAX 银幕数最多的院线。截至 2018 年底, 公司在国内拥有约 540 家影院, 位于行业前列。**票房方面:** 2018 年公司在国内实现不含服务费票房 77.4 亿元 (市占率 13.6%), 连续 10 年国内市占率第一。**卖品占比方面:** 全国卖品收入占票价的比例约 10-13%, 公司为 20%, 处于领先水平。龙头属性+高经营效率+扩张战略 (每年 80-100 家新建影院速度), 公司市占率有望继续提升。
- **多点开花:** 收购万达影视后, 公司有望在更多的业务领域 (电影制发/营销/影视内容) 做到行业龙头。公司 2018 年重启万达影视资产重组方案, 计划收购包括电影/电视剧制作、游戏业务在内的万达影视。2017 年, 万达影视投资影片票房共 158 亿元, 占国内票房 28.3%, 是国内领先的电影投资制作公司。新媒诚品每年发行 2-3 部电视剧。互爱互动拥有《胡莱三国》等流水稳定的游戏产品。
- **背靠万达集团, 收购时光网, 拥有地产+互联网基因。** 万达电影 2019 年计划新开 80-100 家电影院, 其中 40-50 家在万达广场里, 优质的商业广场项目或保证影院在位置/规划/人群/消费等的优势。公司是惟一具备互联网渠道 (售票/发行)、自有取票机 (数据收集) 的院线公司, 将依靠大数据能力持续打造电影生态圈。
- **盈利预测与投资建议。** 1) 考虑并购, 2019-2020 年备考净利润为 23.2/27.3 亿元; 2) 不考虑并购, 预计 2019-2020 年归母净利润为 14.3/16.6 亿元。给予 2019 年备考 25 倍估值, 对应目标价 27.75 元, 给予“买入”评级。

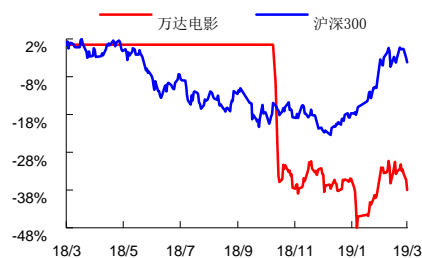
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	13229.38	14102.22	18301.27	20430.23
增长率	18.02%	6.60%	29.78%	11.63%
归属母公司净利润 (百万元)	1515.68	1292.87	2315.55	2731.60
增长率	10.92%	-14.70%	79.10%	17.97%
每股收益 EPS (元)	0.73	0.62	1.11	1.31
净资产收益率 ROE	12.94%	10.39%	15.93%	16.19%
PE	31	36	20	17
PB	3.96	3.73	3.19	2.75

数据来源: Wind, 西南证券 (eps 为考虑增发完成后的总股本)

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn  
联系人: 张闻宇  
电话: 021-58351917  
邮箱: zwy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	17.61
流通 A 股(亿股)	17.61
52 周内股价区间(元)	18.02-52.04
总市值(亿元)	393.33
总资产(亿元)	224.00
每股净资产(元)	7.17

### 相关研究

1. 万达电影 (002739): 业绩符合预期, 全产业链布局稳步推进 (2018-08-28)
2. 万达电影 (002739): 并购万达影视, 构筑全产业链生态圈 (2018-07-17)

## 投资要件

### 关键假设

**放映业务:** 境内: 假设公司票房市占率小幅提升, 2018-2020 年, 市占率分别为 13.6% (艺恩数据) /13.8%/14.0%, 毛利率分别为 9.4%/8.9%/8.9%。境外: 公司境外影院数量稳定, 假设 2018-2020 年, 在澳大利亚的票房市占率保持 22%, 毛利率维持在 21% 左右。

**卖品业务:** 境内: 假设 2019-2020 年公司卖品发展速度较前期趋缓, 毛利率维持 66%。境外: 澳大利亚电影市场发展较为成熟, 假设境外卖品跟随票房走势, 毛利率维持 41% 左右。

**广告业务:** 境内: 预计 2018-2020 年影院广告业务的发展与行业同步。境外: 预计境外广告业务发展速度快于行业增速。整体毛利率维持前期的 65%。

**万达影视:** 假设万达影视板块能够完成 2018-2021 年度承诺的净利润: 分别不低于 7.63 亿元、8.88 亿元、10.69 亿元、12.74 亿元。

### 我们区别于市场的观点

市场认为 2020 年 8 万块银幕目标的提出, 会使公司市占率下降。我们认为: 1) 8 万块银幕的指引更多是方向性的, 主要是在西部地区补缺和提高覆盖面, 新增的 2 万块银幕在万达电影所在的大多数城市带来竞争低于预期水平。2) 单影院建设成本约 800 万以上, 会与商业综合体同步开发, 投资回收期约 7 年。因此, 影院建设不会因为政策刺激盲目扩张。3) 即使新增的 2 万块银幕均与万达处于同一市场进行竞争, 万达未来开业计划是每年 80-100 家影院 (2 年复合增速 14%-17%), 相比于 2 年 15% 的行业复合增速来说, 万达的扩张速度也并不逊色。

市场低估了万达电影作为有品牌力的院线龙头, 拥有的对于上下游的议价权和定价权。**上游:** 公司在卖品采购、IMAX 租赁协议上享受更优惠的协议。以 IMAX 采购为例, 2017 年, IMAX CHINA 在大中华区共有 260 家影院采用全面收入分成模式, 万达占了 242 家, 公司享受规模采购下的强议价能力。**下游:** 2018 年万达平均票价 38.3 元, 比全国平均水平高 5.4 元; 行业卖品收入占票价的 10-13%, 万达为 20%。万达塑造了品牌力, 并能在下游具有定价权。

### 股价上涨的催化因素

2019 为进口片大年, 公司作为院线方有望直接受益; 线下商超景气度进一步提升; 公司 2019 年 80-100 家影院拓展目标的完成。

### 估值和目标价格

1) 不考虑并购万达影视, 预计 2019-2020 年 EPS 分别为 0.81/0.94 元, 归母净利润为 14.3/16.6 亿元, 对应 PE 为 28/24 倍。2) 考虑并购万达影视, 2019-2020 年备考净利润为 23.2/27.3 亿元, 对应 2019-2020 年备考 EPS 为 1.11/1.31 元。给予 2019 年备考 25 倍估值, 对应目标价 27.75 元, 给予“买入”评级。

### 投资风险

市场竞争加剧的风险; 新传播媒体竞争的风险; 院线业务快速扩张的风险; 商誉减值风险; 并购标的协同发展不及预期、业绩承诺无法实现风险。

## 目 录

<b>1 院线为锚，内容为浆，娱乐航母起航.....</b>	<b>1</b>
<b>2 院线放映：院线行业龙头，铺垫估值基石 .....</b>	<b>6</b>
2.1 政策助推+非票崛起+集中度提升+线下景气度回升，电影行业迎新气象.....	6
2.2 公司资源量：12%的全球市占率，行业龙头地位稳固.....	11
2.3 公司看点 1：龙头享受规模效应，上游议价能力强 .....	16
2.4 公司看点 2：万达品牌力+综合体验突出，对下游掌握定价权.....	18
2.5 公司看点 3：票房城市服务布点密集，已构筑较强护城河.....	22
2.6 公司看点 4：新政加速院线洗牌，万达市占率有望提升.....	26
2.7 公司看点 5：衍生品具备增长空间，构建新的增长极.....	28
<b>3 并购万达影视，全产业链巨舰起航.....</b>	<b>31</b>
3.1 影视内容行业政策趋严，游戏版号审批正常化 .....	31
3.2 万达影视拟作价 105.2 亿注入万达电影，全产业链可期 .....	34
3.3 影、视、游三栖传媒企业，电影贡献大部分利润 .....	36
3.4 纵向形成全产业链闭环，横向实现影视游联动 .....	42
<b>4 集团产业全方位强化万达电影，集团品牌聚拢合作伙伴 .....</b>	<b>43</b>
4.1 背靠万达集团，与文化、地产、商管等产业集团协同.....	43
4.2 联姻阿里&文投，聚拢行业头部合作伙伴.....	45
<b>5 财务分析 .....</b>	<b>47</b>
<b>6 盈利预测与估值.....</b>	<b>51</b>
6.1 盈利预测.....	51
6.2 绝对估值.....	53
6.3 相对估值.....	54
<b>7 风险提示 .....</b>	<b>57</b>
<b>8 附录.....</b>	<b>58</b>

## 图 目 录

图 1: 万达电影股权结构图 (截至 2018 三季度)	1
图 2: 万达电影发展历程图	2
图 3: 2018H1 公司主营业务结构: 以票房为主, 非票收入崛起	3
图 4: 2013-2018H1 公司主营业务结构 (亿元)	3
图 5: 公司 2013 年以来营业总收入及增速	3
图 6: 公司 2013 年以来归母净利润及增速	3
图 7: 公司 2013 年以来净利率、毛利率情况	4
图 8: 公司 2013 年以来三费率情况	4
图 9: 万达电影五大业务平台, 构筑泛娱乐平台型公司	4
图 10: 全球电影市场规模 (亿美元)	7
图 11: 北美电影票房及增速情况	7
图 12: 美国院线 Regal Entertainment Group 收入占比情况	7
图 13: 美国院线 Regal Entertainment Group 收入情况	7
图 14: 中、美院线卖品业务收入占比情况	8
图 15: 北美院线行业 CR3 变动趋势	8
图 16: 北美前三大影院一览	8
图 17: 国内电影票房收入规模 (不含服务费)	9
图 18: 2012 年以来国内总观影人次情况	9
图 19: 2012 年以来中国电影场次情况	9
图 20: 2012 年以来中国银幕数量情况	9
图 21: 全国商场 WTI 客流指数年走势 (2013-2016 年)	10
图 22: 全国商场 WTI 客流指数季度走势 (2016-2018 年)	10
图 23: 全球电影行业产业链情况	10
图 24: 2016、2017 年根据公司经营分部划分的营收占比	12
图 25: 2016、2017 年根据公司经营分部划分的毛利占比	12
图 26: 万达院线的全球布局	12
图 27: 国内自有院线数量对比情况, 万达增速最快	13
图 28: 国内自有院线的银幕数对比情况, 万达基数、增速双高	13
图 29: 国外万达电影旗下影院和银幕数量情况 (澳大利亚)	14
图 30: Hoyts 在澳大利亚是 2017 年银幕市占率第一的院线	14
图 31: 各院线 IMAX、杜比影厅数量对比情况	15
图 32: 各院线杜比影院对比情况	15
图 33: 2012 年以来公司、票房 TOP5、票房 TOP10 市占率	15
图 34: 2012 年以来 A 股上市院线公司不含服务费票房 (亿元)	16
图 35: 2012 年以来 A 股上市院线公司每年观影人次 (亿次)	16
图 36: 2015 年以来万达电影一直是 IMAX CHINA 的最大客户	17
图 37: 万达电影 IMAX 银幕数占全国 IMAX 银幕数的半壁江山	17
图 38: 2016/2017 年 IMAX CHINA 在国内的收费模式情况 (家)	18
图 39: 万达是 IMAX 在国内少数采用全面收入分成模式的院线	18

图 40: 2017 年, 院线公司营收占比: 万达非票收入占比更高 .....	19
图 41: 2017 年, 院线公司毛利占比: 万达各业务毛利贡献均衡 .....	19
图 42: 差异化的设备、万达的品牌力、万达广场配套设施完备是万达影院票价更高的原因 .....	20
图 43: 万达影院的卖品及价格情况: 自营卖品价格比合作外租卖品性价比更高 .....	21
图 44: 万达影院全国布局情况: 公司多在票仓城市布局 .....	23
图 45: 万达影院在广东省东莞市的布局情况: 万达影院多布局在热力图中人群集聚的地方 .....	24
图 46: 万达影院在上海市的布局情况: 万达影院多布局在热力图中人群集聚的地方 .....	25
图 47: 2012 年以来, 全国银幕数及其增长率情况 .....	26
图 48: 2012 年以来, 全国影院年票房分布情况: 年票房在 200 万的影院居多 .....	27
图 49: 万达电影商品销售收入及占比 .....	29
图 50: 万达电影衍生品营业收入及毛利率 .....	29
图 51: “衍生品 $\pi$ ” 线下门店 .....	29
图 52: 时光网部分主题 .....	30
图 53: 时光网直播专区 .....	30
图 54: 电视剧备案数量及同比增速 .....	31
图 55: 电视剧发行许可规模 .....	31
图 56: 历年电视剧收视情况 .....	31
图 57: 2013 年以来中国网络视频用户付费 .....	31
图 58: 中国游戏市场实际销售收入情况 .....	32
图 59: 中国客户端游戏、网页游戏、移动游戏实际销售收入 .....	32
图 60: 2010-2017 年国产片产量、上映数及同比增速 .....	33
图 61: 2015-2018 年备案公示及获准公映的国产故事片数量 .....	33
图 62: 电影制作发行端即将进入应用成熟期 .....	34
图 63: 交易完成前万达影视股权结构 .....	35
图 64: 万达影视旗下子公司 .....	35
图 65: 万达影视营收及归母净利润 .....	35
图 66: 万达影视承诺业绩 (亿元) .....	35
图 67: 万达影视毛利率、净利率 .....	36
图 68: 万达影视四大费率 .....	36
图 69: 万达影视各项业务毛利润构成 .....	36
图 70: 万达影视各项业务毛利率 .....	36
图 71: 万达影视营收构成 .....	37
图 72: 万达影视预付款项构成 (亿元) .....	37
图 73: 万达影视电影业务营收及毛利润 (亿元) .....	37
图 74: 万达影视电影业务营收构成 .....	37
图 75: 新媒诚品营收及归母净利润 (亿元) .....	39
图 76: 新媒诚品营收构成 .....	39
图 77: 互爱互动营收及归母净利润 (亿元) .....	41
图 78: 互爱互动营收构成 .....	41
图 79: 纵向实现电影全产业链闭环, 落实“会员+”战略 .....	42
图 80: 横向实现影、视、游联动, 落实“360°IP”战略 .....	42
图 81: 万达影视五大平台业务体系 .....	43

图 82: 万达文化集团结构体系 .....	44
图 83: 万达广场—独立大型商圈 .....	45
图 84: 慧云智能化管理系统 .....	45
图 85: 电影行业上市公司营业收入 (亿元) .....	47
图 86: 电影行业上市公司归母扣非净利润 (亿元) .....	47
图 87: 电影行业上市公司毛利率比较 .....	47
图 88: 电影行业上市公司净利率比较 .....	47
图 89: 电影行业上市公司销售费用率比较 .....	48
图 90: 电影行业上市公司管理费用率比较 .....	48
图 91: 电影行业上市公司货币资金比较 (亿元) .....	48
图 92: 电影行业上市公司应收账款情况 (亿元) .....	48
图 93: 电影行业上市公司预收账款情况 (亿元) .....	49
图 94: 电影行业上市公司预付账款情况 (亿元) .....	49
图 95: 电影院线上市公司单银幕票房情况 (万元) .....	49
图 96: 电影院线上市公司平均票价情况 (元) .....	49
图 97: 万达电影上市以来 PE 情况: 目前处于历史低点 .....	55

## 表 目 录

表 1: 2017 年全球电影市场票房 TOP21 情况: 北美、中国遥遥领先.....	6
表 2: 2018 年前 10 大院线票房、市占率、银幕及影院数量.....	11
表 3: 国内主要院线上市公司院线拓展计划.....	13
表 4: 万达电影会员数量情况 (万人).....	16
表 5: 2011-2014 年, 万达电影分账成本占票房的比例情况.....	16
表 6: 各院线公司 IMAX 购买合同情况.....	18
表 7: 2018 年票房排名前十的院线平均票价情况: 万达在各线城市的平均票价均为最高.....	18
表 8: 万达影城卖品销售激励计划.....	22
表 9: 2018 年票房收入前十省份总票房、占比、场次和人次情况.....	22
表 10: 2014H1、2018 年 12 月各省/市内万达电影院的数量 (按影院增加数排序).....	23
表 11: 2018 年江苏省盐城市、扬州市、镇江市、连云港市电影院及票房情况.....	25
表 12: 万达与其他院线的 NOC 系统介绍及比较.....	27
表 13: 万达影视部分电影产品.....	38
表 14: 万达影视预计上映电影项目储备.....	38
表 15: 新媒诚品部分电视剧产品.....	40
表 16: 新媒诚品未来年度可能确认收入主要电视剧/网络剧.....	40
表 17: 万达影视剧本 (原材料) 余额.....	40
表 18: 互爱互动部分游戏产品.....	41
表 19: 万达电影与文投控股合作内容.....	46
表 20: 万达电影与阿里巴巴合作内容.....	46
表 21: Hoyts 经营成果与收购时的测算对比情况.....	50
表 22: 万达电影 2017 年部门事项的商誉情况 (仅统计商誉过亿的事项).....	50
表 23: 2019 年票房预测.....	51
表 24: 分业务收入及毛利率预测 (橙色底色为假设数据) (不包含万达影视).....	52
表 25: 绝对估值假设条件.....	53
表 26: FCFF 估值结果.....	54
表 27: FCFF 估值敏感性分析.....	54
表 28: A 股电影相关行业公司估值情况.....	55
表 29: 万达电影财务预测与估值表.....	56
附表 1: 国家相关部门对电影版权的保护不断加强.....	58
附表 2: 2000 年以来政府支持电影行业发展的政策情况: 持续推动改革, 鼓励创作创新.....	59
附表 3: 北美排名前三院线 2018 年的市场份额、影院数、银幕数及简介.....	65
附表 4: 租金与净票房收入之比与租赁期.....	67
附表 5: 万达电影部分影厅情况.....	68
附表 6: 2018 年 12 月江苏省盐城市、扬州市、镇江市、连云港市万达电影院的情况.....	68
附表 7: 2018 年 12 月广东省东莞市万达电影院的情况.....	69
附表 8: 2018 年 12 月上海市万达电影院的情况.....	70
附表 9: 2018 年院线票房及下属影院数量.....	71
附表 10: 2017 年以来电视剧行业政策情况.....	72

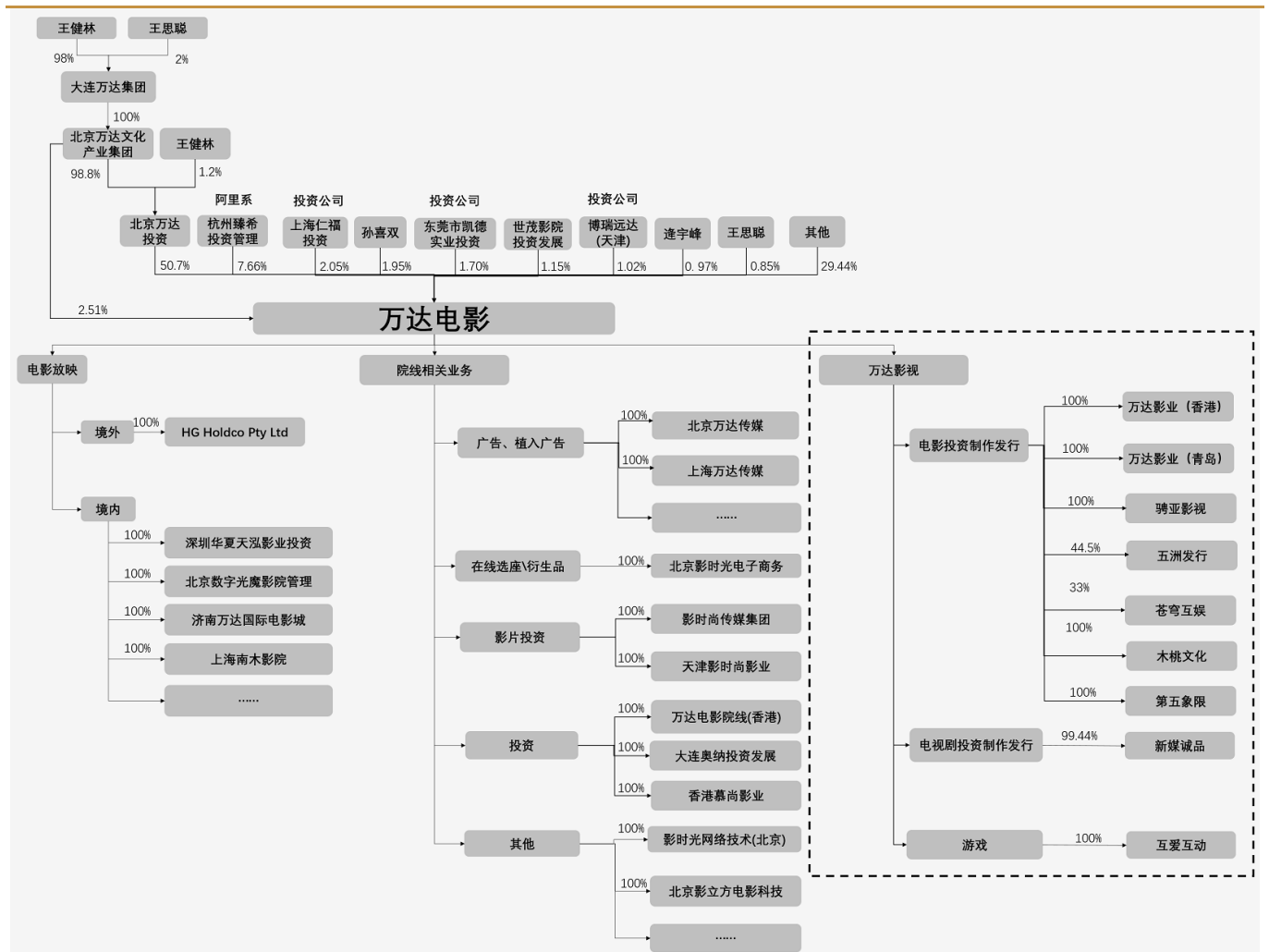
附表 11: 2017-2018 年制片市场票房榜 (主出品) (票房: 亿元) .....	73
附表 12: 2017-2018 发行市场票房榜 (主发行) (票房: 亿元) .....	73
附表 13: 交易完成前后万达电影股权结构 .....	74
附表 14: “菁英+” 计划概况 .....	74
附表 15: 万达 2019 计划开业的商业项目 .....	75
附表 16: 万达电影合作版图 .....	76

# 1 院线为锚，内容为桨，娱乐航母起航

院线行业连续 10 年国内市占率第一的院线龙头，拟并购万达影视搭建平台型航母。万达电影成立于 2005 年，隶属于万达集团，成立之初，万达电影主营为电影院线，2017 年 5 月，万达院线改名为万达电影。截至 2018 年底，公司拥有已开业直营影院 595 家，拥有 5279 块银幕，2018 年公司在国内实现不含服务费票房 77.4 亿元（市占率 13.6%），观影人次超 2 亿，连续 10 年国内市占率第一。2019 年 2 月下旬，公司公告发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书的修订稿，万达电影拟向万达投资等 20 名交易对方支付现金及发行股份购买其持有的万达影视 95.8% 的股权，交易价格为 105.2 亿元。交易结束后，万达电影将成为集电影制作、发行、放映、衍生品全覆盖的电影全产业链公司，与此同时，还拥有电视剧、游戏等其他业务板块，成为集影、剧、游为一体的泛娱乐航母。

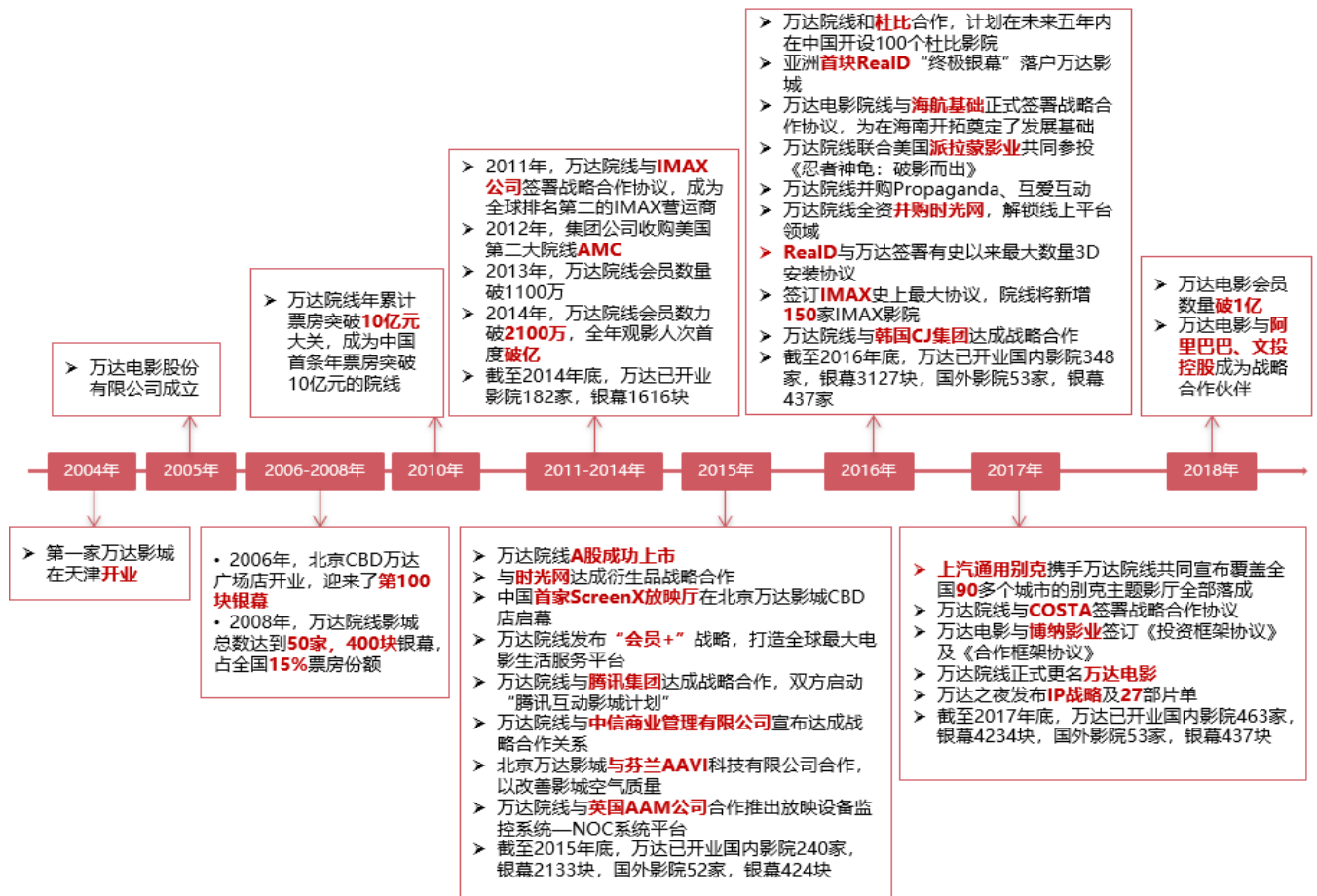
公司实控人为王健林，背靠万达投资。截至 2018 三季报，北京万达投资直接持有公司 50.7% 的股权，成为公司控股股东，王健林通过持有大连万达集团 98% 的股权，间接持有公司 51.5% 的股权成为公司实际控制人。此外，杭州臻希投资管理（阿里相关方）持有公司 7.7% 的股权，或能在电影产业链的上中游实现合作。

图 1：万达电影股权结构图（截至 2018 三季报）



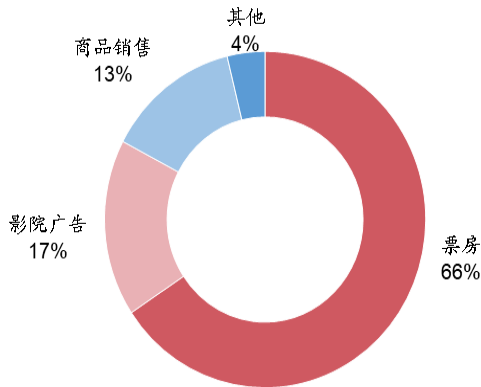
数据来源：wind，西南证券整理

2014年以来,万达电影进入快速扩张阶段。2014年底,万达电影已开业182家影院、1616块银幕;截至2018年底,万达电影拥有已开业直营影院达595家、银幕数总达5279块,影院和银幕年复合增长率分别达34.5%和34.4%。2015年起,公司进入协同共赢合作模式,先后与腾讯、中信、COSTA、博纳影业、阿里巴巴等商业巨头达成战略合作关系;2015年与芬兰AAVI公司、英国AAM公司合作以改善影城环境;2016年和杜比合作开设100个杜比影院,与RealD签署有史以来最大数量3D安装协议,与IMAX合作新增150家IMAX影院;2016年并购Propaganda、互爱互动、时光网。总的来说,万达电影在国内外均已形成了强大的商业合作体系。

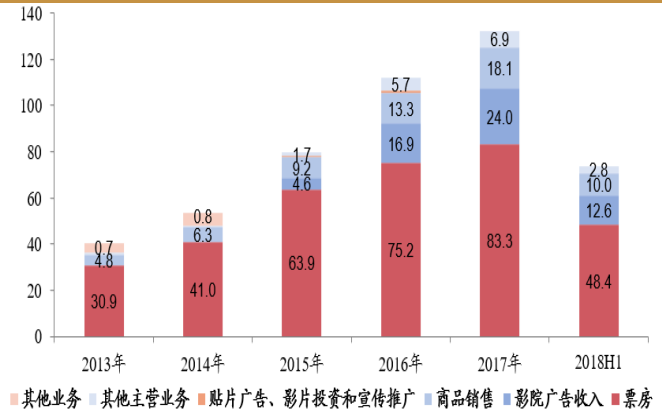
**图2: 万达电影发展历程图**


数据来源: 西南证券整理

**公司主营业务结构:** 票房贡献大部分收入,影院广告、商品销售收入呈现快速增长。根据万达电影2018年中报,公司收入的66%来自票房;2014至2015年,公司票房的营收分别以33%、56%的增速迅速增长,2016、2017年票房收入增速放缓,分别为18%、11%;票房收入从2013年的31亿元提升到2017年的83亿元,票房营收占比在2015年以后有所下降,由2015年的79%下降到2017年的63%,但仍然是公司收入贡献最大的部分。公司从2015年开始产生影院广告收入,且占比持续上升,由2015年的6%增长到2017年的18%。2013年以来公司商品销售收入占比较稳定,维持在11%-14%之间。2015、2016年的公司收入中还含有不超过1%的贴片广告、影片投资和宣传推广收入。公司收入结构趋于多元化,盈利弹性持续增强。

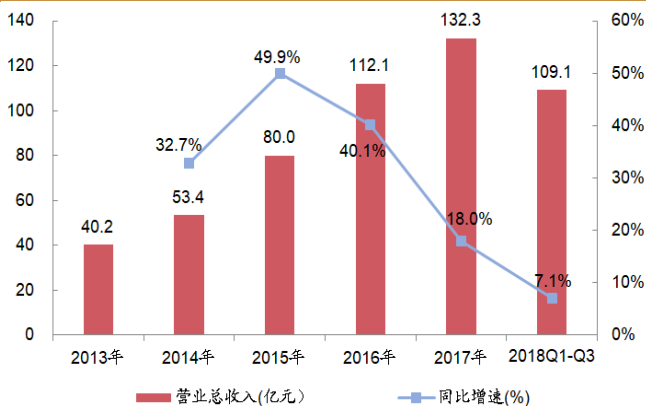
**图 3: 2018H1 公司主营业务结构: 以票房为主, 非票收入崛起**


数据来源: wind, 西南证券整理

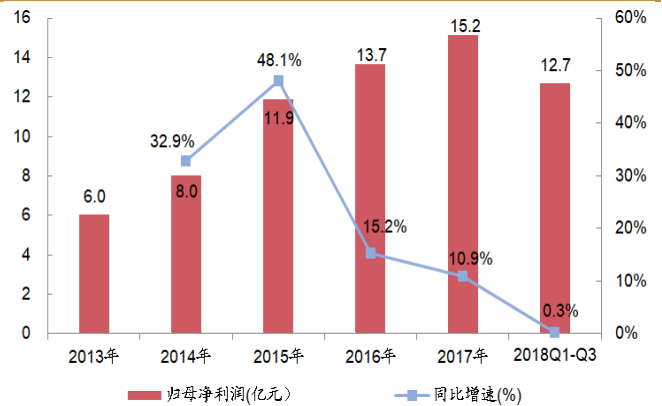
**图 4: 2013-2018H1 公司主营业务结构 (亿元)**


数据来源: wind, 西南证券整理

**公司业绩状况: 营收及归母净利润持续稳步增长。**2013 年以来, 公司的营业总收入及归母净利润均呈现持续增长态势, 营收由 2013 年的 40.2 亿元增长至 2017 年的 132.2 亿元, 归母净利润由 2013 年的 6.0 亿元提升到 2017 年的 15.2 亿元。2016 年以来, 由于影投行业竞争加剧, 公司营收和归母净利润增长率有所下滑, 但 2018 年前三季度的票房同比增速 15.6% 高于行业整体的 15.0%, 市场占有率依然保持全国领先水平。

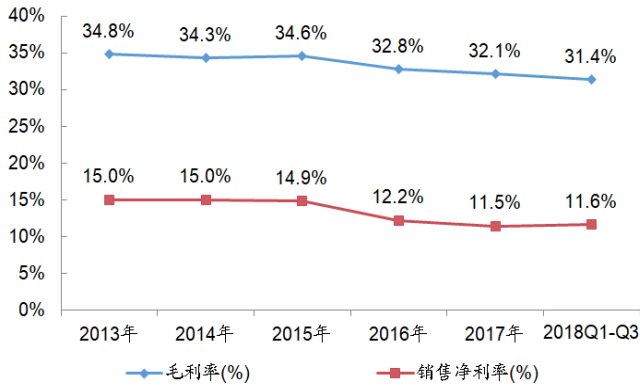
**图 5: 公司 2013 年以来营业总收入及增速**


数据来源: wind, 西南证券整理

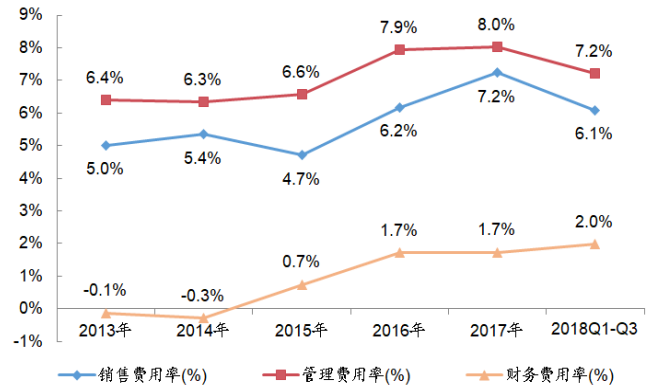
**图 6: 公司 2013 年以来归母净利润及增速**


数据来源: wind, 西南证券整理

**公司盈利能力: 公司毛利率、净利率短期承压。**2013 年以来公司销售毛利率、净利率呈现下降态势。毛利率下滑主要受行业竞争加剧、公司新建影院数量较多的影响, 2015、2016、2017 年万达电影新增影院数量分别为 110、109、115 家, 培育期内影院盈利能力较弱, 对毛利率造成负面影响。公司财务费用的增长主要由于贷款利息支出增加所致。毛利率的下降以及财务费用的提升造成了净利率的下降。

**图 7：公司 2013 年以来净利率、毛利率情况**


数据来源：wind，西南证券整理

**图 8：公司 2013 年以来三费率情况**


数据来源：wind，西南证券整理

以票房为主，广告、商品销售为辅的营收结构，构筑五大业务平台，打造全球第一的电影生活生态圈。

万达电影原有收入结构主要包括票房收入、商品销售收入、影院广告收入：

**票房收入：**计算机出票系统按照协议约定的结算价格出票后，按照结算价格确认票房收入。万达电影于每月初进行影片片款结算工作，由财务成本中心直接与各电影发行公司按照合同约定进行对接及结算。上游制作公司通常与中影数字发展、华夏电影发行等发行商签订发行合同，公司再与发行商分别签订发行放映分账合同，对影片分账比例和付款时间进行约定，双方每月定期对本公司提供的财务结算表和放映成绩报表进行核对并确认，确认后 will 将发行商应得的票房收入分成款后每月定期支付至发行商指定账户。

**商品销售收入：**公司卖品品项主要包括电影衍生产品（与影片角色、剧情、道具相关的主题类纪念商品）和餐饮类产品（爆米花、可乐等观影时食用的食品类和饮料类商品）。

**影院广告收入：**公司的院线广告业务包括贴片广告（电影正片前搭载的商业广告）和阵地广告（在实体影院相关媒介上播放、陈列的产品广告）。

**战略目标：**考虑到并购万达影视，万达将建成集院线终端平台、传媒营销平台、影视 IP 平台、线上业务平台、影游互动平台为一体的五大业务平台，向国内领先的泛娱乐平台型公司的目标更近一步，将五大板块通过会员（超 1.2 亿人）与 IP（《唐人街探案》等）进行贯通，实现打造全球第一的电影生活生态圈的愿景。

**图 9：万达电影五大业务平台，构筑泛娱乐平台型公司**


数据来源：公司公告、公司官网，西南证券整理

万达电影有望在维持住院线行业票房第一的情况下，在 N 个领域（营销、影视内容、发行等）向龙头地位发起冲击：

1) **大环境向好：**线上到线下的回流，线下商业体重获生机。汇纳科技数据显示，在历经 2016 年全国商场客流指数负增长的疲软表现后，2017、2018 年商场客流指数呈波动上升趋势，2018Q3 达到峰值 110.9。目前，线下商超中能扛得过冲击、大浪淘沙剩下的均是行业里的佼佼者，体验式消费逐渐吸引消费者回流线下。目前线下的娱乐流量中心包括书店、电影院，电影院因更具娱乐性，拥有更多娱乐方式的可能性。

2) **万达集团轻资产化，万达电影作为轻资产排头兵在集团中的地位有望提升。**万达集团董事长王健林 2019 年 1 月 12 日在集团 2018 年年会上宣布，2018 年，以影视、体育、儿童为主体的文化产业集团，整体收入达 692.4 亿元，收入占集团比重达 32.3%，首次超过商管、金融、地产成为万达第一大产业。同年，万达商管集团和地产集团的收入分别为 376.5 亿元和 540.2 亿元。在提出轻资产运营，去地产化之后，万达文化产业在集团的重要性提升，有望获得更多支持。

3) **高经营效率&龙头属性，市场份额提升：**院线行业向头部集中趋势依旧。2018 年市场中票房低于 200 万元的影院占总体的 40%左右，这部分影院盈利较为艰难，新政刺激下，影院间的竞争加剧，票房规模较小的影院盈利愈加艰难，加速中小院线的出清，新政规定：成立电影院线公司须具备控股影院数量不少于 50 家或银幕数量不少于 300 块；上一年度合计票房收入不低于 5 亿元等条件，行业准入门槛提高，进一步往头部集中，万达拥有品牌美誉度&NOC 管理系统&大数据平台，加盟影院接入 NOC 系统后的管理成本、卖品采购成本、氙灯等设备采购成本等均会下降，万达电影有望收割优质影院的加盟，稳住并提升市场份额。

4) **商品销售（食品、衍生品）仍有增长空间。**全国大盘的人均卖品消费（SSP）为 4 元左右，平均票价是 35 元左右，卖品收入占比 10-13%，而澳大利亚人均卖品/人均票价比例是 40%左右，万达电影 18 年的 SSP 为 7.2-7.3 元，目前在国内人均卖品/人均票价比例为 20%，虽然远高于同业，但相比于海外还有很大提升空间。预计在时光网的协同效应进一步显现，与阿里等的合作发挥效应后，公司非票收入占比有进一步提升的空间。

5) **并购万达影视，从渠道端向上游渗透，协同效应强化各个产业链环节，万达电影或能在营销、影视内容、发行等方面向行业龙头进发，实现从 1 到 N 的跨越，把 IP 的价值最大化，并大幅增厚表现业绩。**万达影视作为强势的电影制发公司，并购进入万达电影后将公司产业链延长至电影上游，公司将拥有电影行业从制作、发行、放映、衍生品在内的全产业链，利益一体化以及协同效应或能强化从衍生品规划、广告的规划、线上线下发行等各个环节的实力，同时能够在主控的电影中获得更多利益。且万达影视 2018-2021 年度承诺净利润数分别不低于 7.6 亿元、8.9 亿元、10.7 亿元、12.7 亿元，相比于 2017 年万达电影 15.2 亿元的净利润来说，万达影视的并入将大幅增厚公司业绩。

**体验升级、产业升级，助推万达实现从 1 到 N 的蜕变。**体验升级方面：观众的观影习惯逐渐养成，部分观众的需求已经从“看电影”到“看更好的电影”（影片质量）、“更好的看电影”（观影体验），万达影院预计能够在线下人口红利殆尽时，享受观影人群对于观影体验的追求而从其他影院转移过来的红利。**产业升级方面：**通过 NOC 系统、大数据系统，提升影院经营效益。**从 1 到 N 方面：**收购万达影视有望补全影视剧制作、游戏板块，使万达在更多领域、更广的市场向头部进发。

## 2 院线放映：院线行业龙头，铺垫估值基石

### 2.1 政策助推+非票崛起+集中度提升+线下景气度回升，电影行业迎新气象

#### 2.1.1 政策重视，保护版权，行业大环境向好

2000 年以来，政策推动电影产业改革，支持电影行业发展。2000 年，国家广电总局、文化部《关于进一步深化电影业改革的若干意见》的通知，推行电影院线制、增加发行渠道、鼓励发行国产影片、放开农村市场以及扩大对外开放合作。2010 年，国务院办公厅《关于促进电影产业繁荣发展的指导意见》明确指出要大力推动我国电影产业跨越式发展；大力繁荣创作生产，继续扩大院线经营规模；支持城镇数字影院建设，鼓励加大投融资政策支持等。2011 年，国家广电总局电影局《关于促进电影制片发行放映协调发展的指导意见》指出电影院广告放映经营权逐步回归到电影院，制片方不再经营贴片广告，增强了影院广告业务收入能力；降低影院建设、经营成本，建议影院年度地产租金原则上不超过年度票房的 15%，有利于影院的扩张发展。2012-2016 年间，国家对影院建设、创作生产的补贴政策进一步完善。2017 年 3 月，全国人民代表大会常务委员会出台了《中华人民共和国电影产业促进法》，鼓励电影技术、剧本内容等创新，电影相关知识产权受法律保护，大力支持电影业繁荣发展。

版权保护力度加强，院线成及时观影的唯一渠道，互联网端二次销售带来收益。从 2005 年起，国家版权局开展的“剑网行动”已经连续 13 年打击影视侵权盗版，在规范电影业传播秩序方面起了重要作用。国家先后成立中国电影著作权协会、中国电影著作权协会影视作品维权委员会，多次出台相关政策以及《中华人民共和国电影产业促进法》的颁布，不断加强了对电影版权的保护及对侵权盗版的打击力度，更有利于电影产业的发展。

#### 2.1.2 他山之石：北美非票收入成为影院增长引擎，集中度提升是大势所趋

全球电影市场稳步发展，亚洲成增长引擎，优质内容支撑下，成熟市场也能焕发生机。根据 MPAA 的数据，2017 年全球电影票房收入达 406 亿美元（约合人民币 2739 亿元），同比增长 5%，创历史新高。北美、中国内地、日本、英国等成为主要的票房支撑，亚洲国家成为全球票房的增长引擎。目前全球电影市场中部分票仓国家已经步入稳定发展阶段，亚洲电影市场成为新的增长引擎。根据 Box Office Mojo 的数据，步入成熟的北美市场在《黑豹》、《复联 3》、《超人总动员 2》、《侏罗纪世界 2》等电影的助推下，2018 年实现票房 118.9 亿美元，同比提升 7.4%，成熟的市场也会受内容的提振获得高增速。

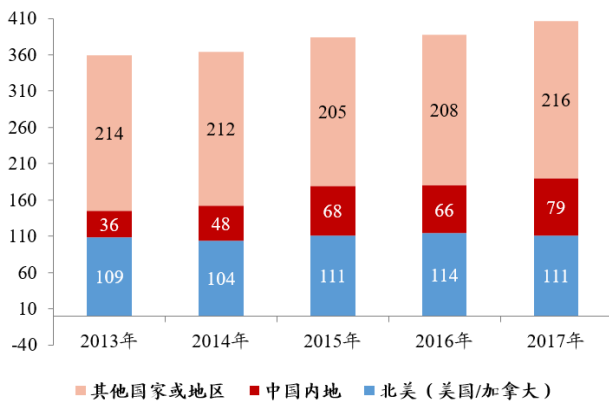
表 1：2017 年全球电影市场票房 TOP21 情况：北美、中国遥遥领先

国家/地区	排名	2017 年票房 (亿美元)	折算成人民币后的 2017 年票房 (元人民币)	国家/地区	排名	2017 年票房 (亿美元)	折算成人民币 后的 2017 年票 房 (元人民币)
北美 (美国&加拿大)	1	111	722	墨西哥	11	9	59
中国内地	2	79	514	巴西	12	9	59
日本	3	20	130	西班牙	13	7	46
英国	4	16	104	意大利	14	7	46
印度	5	16	104	中国台湾	15	4	26

国家/地区	排名	2017年票房 (亿美元)	折算成人民币后的2017年票房 (元人民币)	国家/地区	排名	2017年票房 (亿美元)	折算成人民币后的2017年票房 (元人民币)
韩国	6	16	104	荷兰	16	3	20
法国	7	15	98	印度尼西亚	17	3	20
德国	8	12	78	阿根廷	18	3	20
俄罗斯	9	10	65	波兰	19	3	20
澳大利亚	10	9	59	土耳其	20	2	13
				中国香港	21	2	13

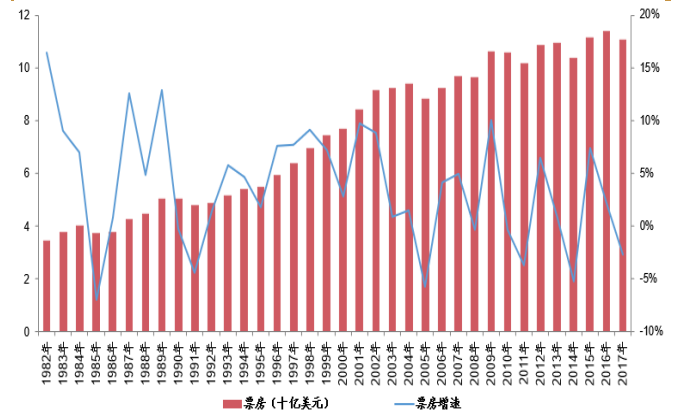
数据来源: MPAA, 西南证券整理 (以美元对人民币2017年12月31日汇率6.5063计算, MPAA数据与国内统计数据有差异)

图 10: 全球电影市场规模 (亿美元)



数据来源: MPAA, 西南证券整理

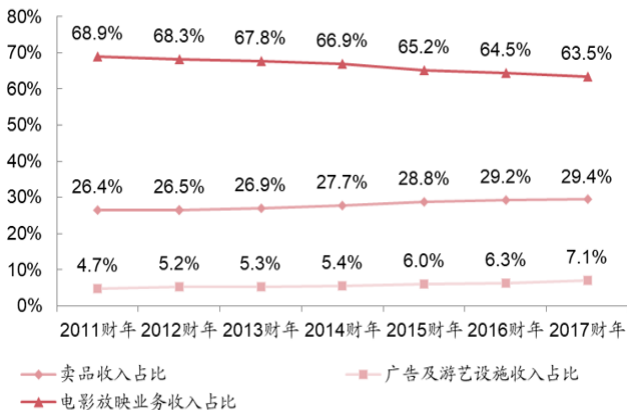
图 11: 北美电影票房及增速情况



数据来源: Box Office Mojo, 西南证券整理

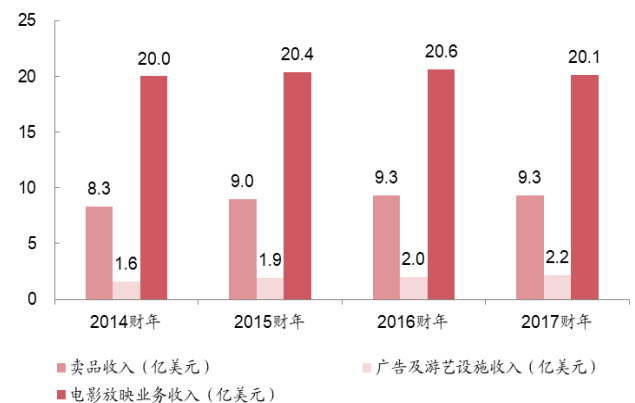
国外院线经营渠道已形成多元化模式。例如美国第一大院线 Regal Entertainment Group, 其营业收入中除了票房收入之外, 还包括相当部分的卖品、广告经营及游艺设施等业务收入。其非票房收入占比逐年递增, 由 2011 年的 31.1% 增长至 2017 年的 36.5%, 创收渠道的多元化程度不断加深。2017 财年, Regal Entertainment Group 的电影票房收入为 20.1 亿美元, 占营业收入的 63.5%; 同期卖品销售业务收入为 9.3 亿美元, 占比为 29.4%; 广告经营业务收入为 2.2 亿美元, 占比 7.1%。

图 12: 美国院线 Regal Entertainment Group 收入占比情况



数据来源: Regal Entertainment Group 2017 年报, 西南证券整理

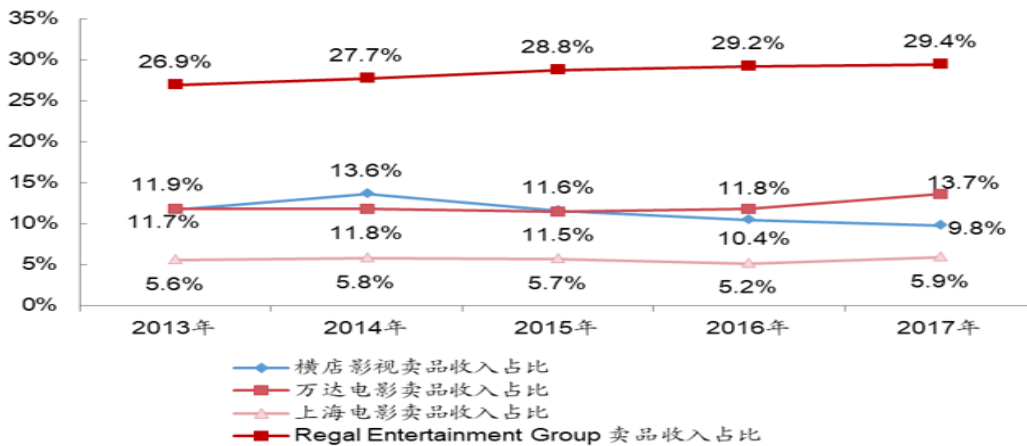
图 13: 美国院线 Regal Entertainment Group 收入情况



数据来源: Regal Entertainment Group 2017 年报, 西南证券整理

国内影视文化消费市场仍有较大增长空间。随着我国电影产业规模不断扩大，影院营收结构逐步多元化，国内非票房收入呈现上升趋势，但其占比仍较低，2017年，A股上市公司的非票房收入占总营收的13.7%以下，大幅低于美国院线。2017年Regal Entertainment Group的卖品业务收入占比达29.4%，且呈稳步递增态势，国内影视文化消费市场仍有较大发展空间。

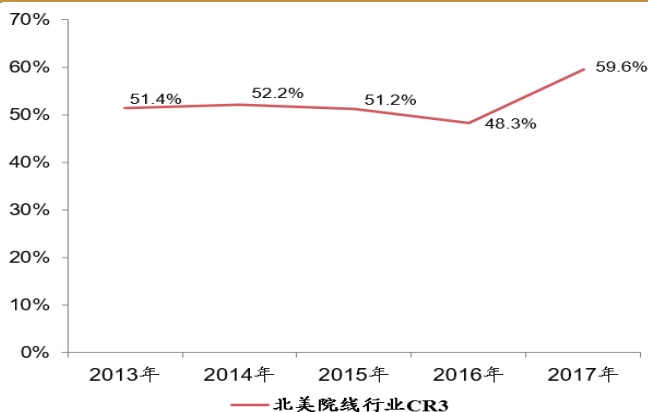
图 14：中、美院线卖品业务收入占比情况



数据来源：Regal Entertainment Group 2017 年报、wind，西南证券整理

北美院线发展伴随着收购，集中度提升是大趋势。北美院线市场自十九世纪九十年代发展至今，市场较为成熟，“三大院线+若干小院线”的寡头垄断是目前市场的显著特征，市场前三院线分别是 AMC、Regal、Cinemark。自 2013 年开始，三大院线票房占有率稳定在 51% 以上，在经历了 2016 年占有率的“破 5”后，2017 年激增至近五年来的最高值 59.6%。总体来说，市场集中度稳中有升。纵观北美前三大院线的发展，院线规模的扩张往往伴随着对相关地区院线的收购，院线的并购与退出，集中度的提升是北美院线发展的大趋势。

图 15：北美院线行业 CR3 变动趋势



数据来源：中国产业信息，西南证券整理

图 16：北美前三大影院一览

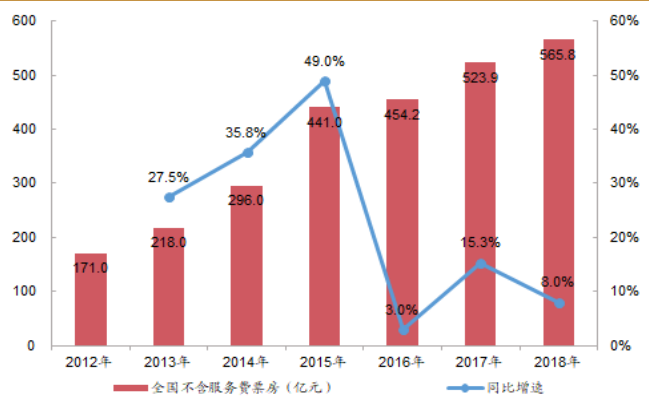


数据来源：各公司官网，西南证券整理

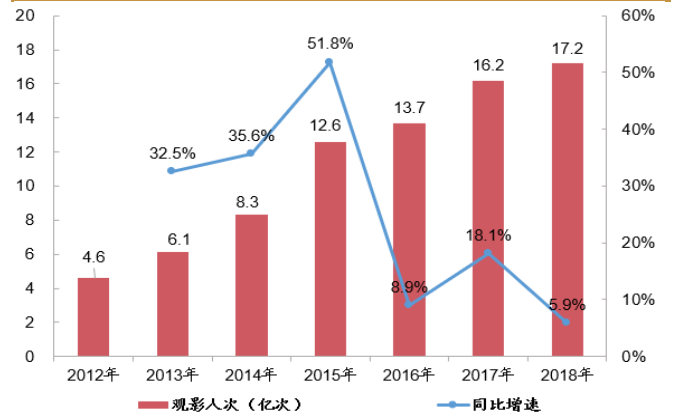
### 2.1.3 电影市场回归理性，线下商超景气度回升

经历了 2015 年的疯狂，目前电影行业正良性发展。2018 年国内不含服务费总票房为 566 亿元，同比提升 8%。我国电影票房收入从 2006 年的 26 亿元增长到 2018 年的 566 亿

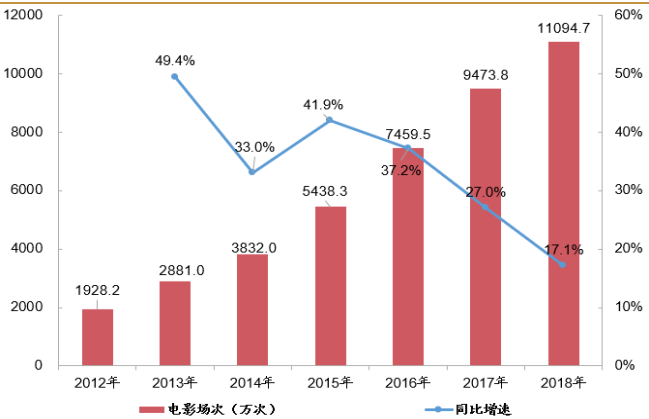
元，年复合增长率达 32% 以上。2016、2017 年全国观影人次分别达 13.7 和 16.2 亿，2017 年国内人均观影人次超过 1，2018 年观影人次为 17.2 亿次，同比增长 5.9%。除此之外，我国电影基础设施建设在国家政策的大力支持下也实现了飞速发展，2018 年上半年，全国总电影银幕数已达近 5.6 万块，超越美国成为世界第一，且影数及放映厅数量依然保持可观的增长。2018 年，全国电影总场次突破一万场。2015 年电影市场的火热与追求资本的浮躁已经逐渐褪去，在政策的提倡下，市场回归到电影内容、品质本身，实现了新一轮的更新换代，逐渐步入冷静、成熟的发展阶段。

**图 17：国内电影票房收入规模（不含服务费）**


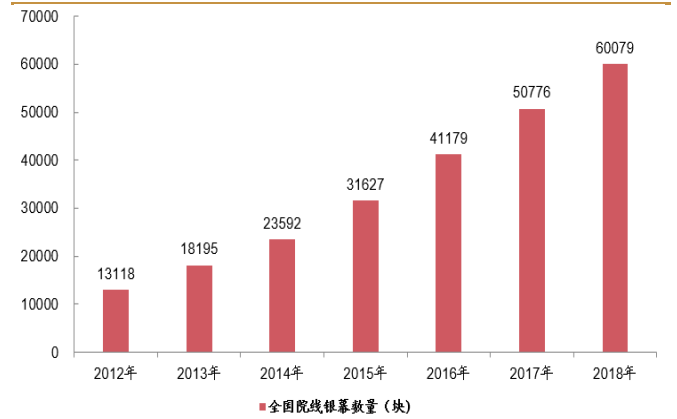
数据来源：猫眼电影，西南证券整理

**图 18：2012 年以来国内总观影人次情况**


数据来源：猫眼电影，西南证券整理

**图 19：2012 年以来中国电影场次情况**


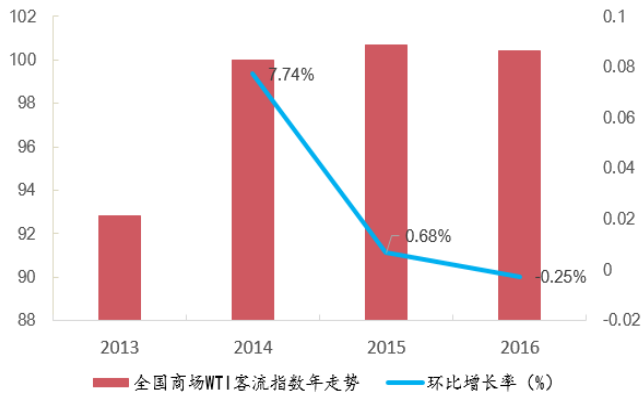
数据来源：猫眼电影，西南证券整理

**图 20：2012 年以来中国银幕数量情况**


数据来源：国家新闻出版广电总局电影局，西南证券整理

**线下商超景气度回升，体验型消费崛起。**自 2013 年开始，由于淘宝、京东等线上商业的出现、发展和冲击，全国范围内实体商超景气度下降明显。汇纳科技数据显示，2014-2016 年，实体商业客流量环比增速逐年下降，其中 2016 年较 2015 年呈现负增长，环比下降 0.25%；但随着线上购物的增速到达瓶颈，以及近两年来线下商业体持续发力促进体验式消费升级、数据驱动，从而优化场内运营，提升聚客能力，商超景气度回暖明显。在历经 2016 年全国商场客流指数负增长的疲软表现后，2017、2018 年商场客流指数呈波动上升趋势，2018Q3 达到峰值 110.9。2017 年以来，线下商超中能扛得过冲击、大浪淘沙剩下的均是行业里的佼佼者，体验式消费逐渐吸引消费者回流线下。

图 21: 全国商场 WTI 客流指数年走势 (2013-2016 年)



数据来源: 汇纳科技, 西南证券整理

图 22: 全国商场 WTI 客流指数季度走势 (2016-2018 年)

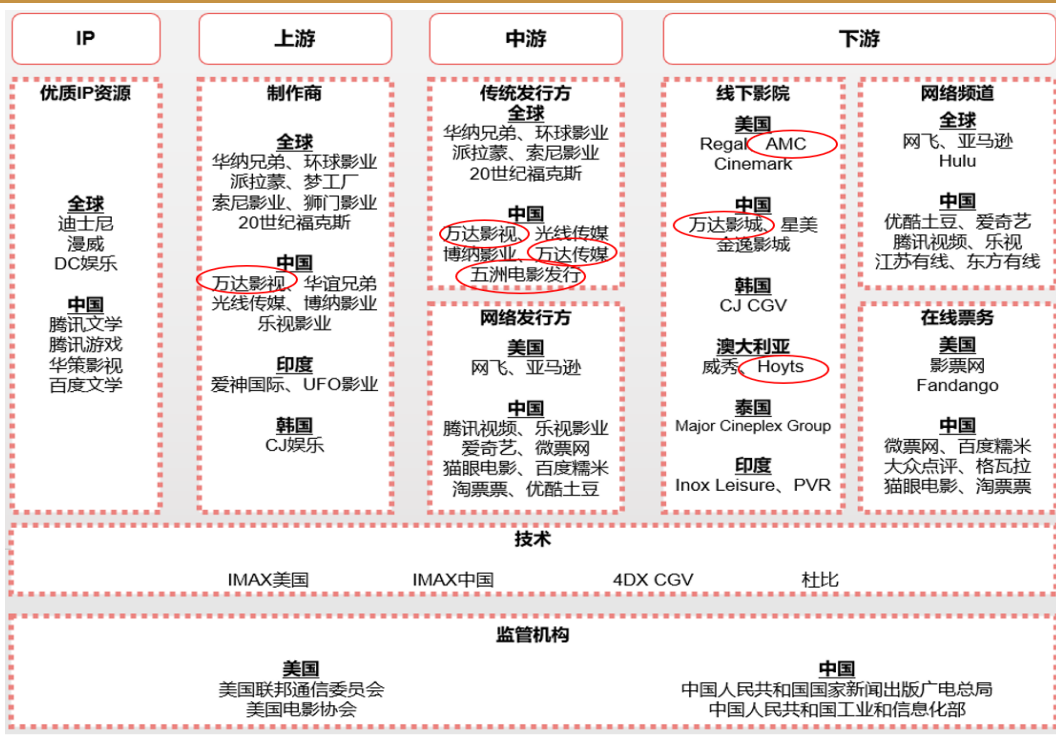


数据来源: 汇纳科技, 西南证券整理

### 2.1.4 行业竞争: 一超多强的格局已现, 深护城河使龙头更具先发优势

电影产业链靠内容连接, 内容的源头为 IP, 由上游的制作商制作, 通过中游的发行方发行到下游渠道, 下游渠道包括院线端和网络端。万达电影原有的院线业务位于产业链的下游, 主要分布在中国 (万达影城) 和澳大利亚 (Hoyts), 万达电影的母公司旗下拥有上游的制作商 (全球的传奇影业、中国的万达影视)、中游的传统发行方 (万达影视、五洲电影发行)、下游的院线 (AMC), 此外, 万达电影与行业参与者阅文集团、派拉蒙影业、IMAX 中国等积极合作, 构筑连接产业上下游的合作网。

图 23: 全球电影行业产业链情况



数据来源: 199it, 西南证券整理

**一超多强的市场格局，万达稳居龙头地位。**根据艺恩网的数据显示，2018 年市场上有 49 家院线，排名前十的院线占据了 68.7% 的份额，同比增长 1.1%，市场集中度有增高的趋势。其中万达院线以 76.9 亿元（不含服务费）的票房，13.6% 的市占率排名第一，市占率同比上升 0.5%，票房高出位于第二名的大地院线 21.1 亿元，市占率高出 3.7%，稳居龙头地位。大地院线、上海联合院线、中影南方新干线、中影数字院线、中影星美等院线的市占率皆高于 5%，形成了一超多强的市场格局。

**表 2：2018 年前 10 大院线票房、市占率、银幕及影院数量**

院线公司	票房 (不含服务费, 亿元)	市占率	市占率变化 (与 2017 年全年相比)	银幕数	影院数
万达院线	76.9	13.6%	0.5%	5279	586
大地院线	55.8	9.9%	1.3%	6651	1135
上海联合院线	45.0	8.0%	-0.1%	3891	657
中影南方新干线	42.1	7.4%	0.2%	5004	885
中影数字院线	41.2	7.3%	0.1%	5265	864
中影星美	36.4	6.4%	-0.7%	3812	638
广州金逸珠江	27.7	4.9%	-0.5%	2463	423
横店院线	24.6	4.3%	0.0%	2573	422
华夏联合	19.7	3.5%	0.1%	2458	419
江苏幸福蓝海院线	19.5	3.4%	0.2%	2038	348
前十合计	388.9	68.7%	1.1%	39434	6377
2018 年合计	565.8	100.0%	-	60079	10494

数据来源：艺恩数据，西南证券整理。（备注：市占率按院线票房占总票房之比计算得出）

**渠道与内容的票房争夺，强势渠道拥有话语权。**2008 和 2011 年，国家新闻出版广电总局电影局发布文件，规定国产电影的制片方原则上不低于净票房的 43%，影院一般不超过 50%，利益分配框架大致是：制片方+发行方占净票房的 43%，院线占净票房的 7%，影院占净票房的 50%，具体分账比例会受影片质量、影片类型、影片产地、市场前景和影片排映期等因素的影响，并围绕上述的基础比例浮动，由院线与发行方谈判制定。由于院线行业的产业链是下游渠道方（院线）高度集中，上游内容方（投资制作方）较为分散，且院线拥有影片排片的权利，因此院线排片占比的多与少、排片时间均对电影票房有极大的影响。

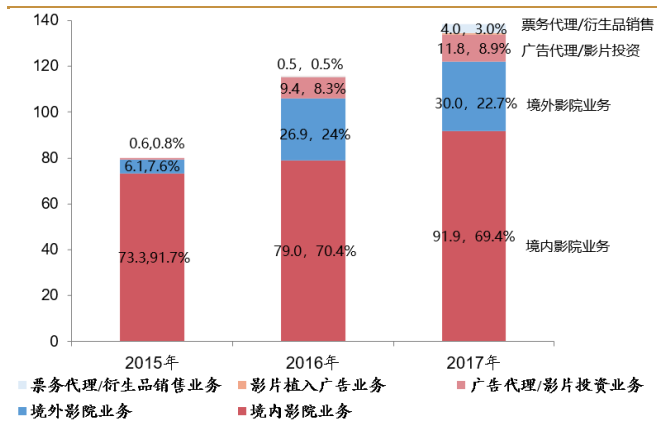
**重资产行业，先发优势明显，后来者难以快速追赶。**公司的招股说明书显示，大部分院线公司以租赁的方式取得经营场地。租金水平一般位于净票房收入的 9%-16% 之间，租赁期 15-20 年，行业的布局周期较长，并且根据资料显示，单个电影院的平均投资成本在 800 万以上，为重资产行业，使得整个院线行业的进入成本较高，先进入者可以在区位上进行事先布局，占据优势区位，构成进入障碍，后进入者难以快速追赶。

## 2.2 公司资源量：12% 的全球市占率，行业龙头地位稳固

**营收方面：万达电影票房收入回归 10% 以上的增速稳健增长，境内影院贡献 70% 左右的营收，境外影院贡献 23% 左右的营收，票务代理、衍生品业务营收实现快速增长。**公司在经营分部的基础上确定了 5 个报告分部，分别为境内影院业务、境外影院业务、广告代理和影片投资业务、影片植入广告业务、票务代理和衍生品销售业务，公司的管理层定期评价这

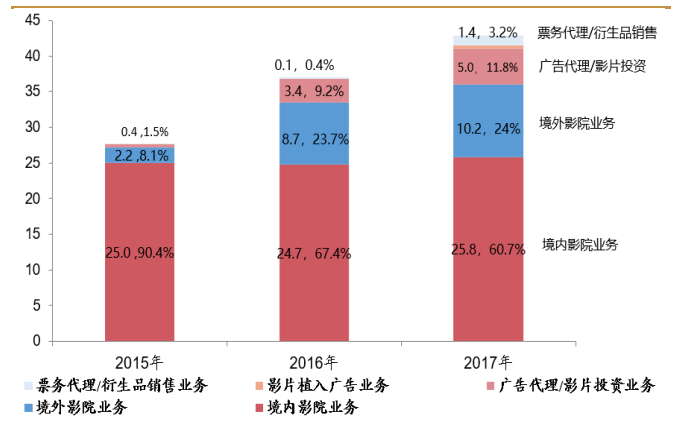
些分部的经营成果，以决定向其分配资源及评价其业绩。境内/外影院业务主要是境内/外影院提供观影服务、销售卖品、提供映前广告等；广告代理、影片投资业务主要是提供贴片广告、映前广告代理服务及好莱坞大片的影片投资和宣传推广业务；影片植入广告业务主要是提供好莱坞大片的植入广告；票务代理、衍生品销售业务主要是向影院提供在线选座票务代理服务及销售电影衍生品。根据公司公告，境内影院业务是公司业绩的重要组成部分，2017年，公司境内影院业务营收占比达 69.4%，毛利占比达 60.7%；境外影院业务是公司业绩的重要补充，2017年，公司境外影院业务营收占比 22.7%，毛利占比 24%。公司票务代理/衍生品销售业务实现快速增长，营收从 2016 年的 5056 万增长至 2017 年的 4 亿元。

图 24：2016、2017 年根据公司经营分部划分的营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25：2016、2017 年根据公司经营分部划分的毛利占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

**在影院、银幕方面：公司资源量领先**，万达集团旗下在中国内地（万达电影：内地票房市占率第一）、澳大利亚（万达电影旗下 Hoyts：澳大利亚银幕市占率第一）、美国（万达集团旗下 AMC：美国最大的院线）、欧洲（AMC 旗下 Odeon 子公司：欧洲最大的院线）均有院线布局，在全球票房市占率超 12%。

图 26：万达院线的全球布局



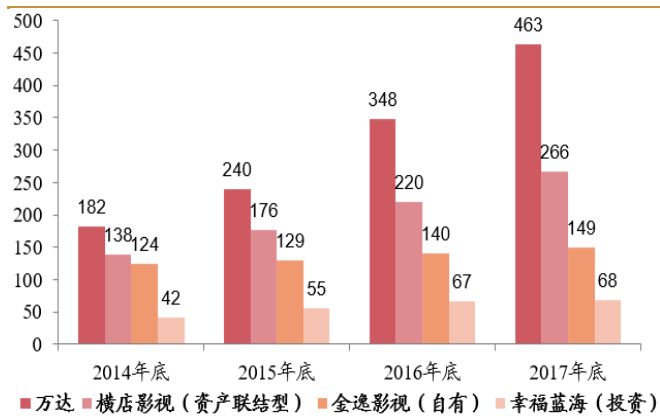
数据来源：公司公告、odeon 官网、Hoyts 官网、wind，西南证券整理（中国数据为截至 2018H1，海外数据为截至 2019 年 1 月 15 日官网数据）

- 国内方面：**公司在国内拥有最多的影院数量、银幕数量。根据公司公告，在国内，万达电影在 2014 年底有 182 家影院、1616 块银幕，到 2018 年底，万达拥有已开业直营影院 595 家影院、5279 块银幕，占全国总银幕数的 8.8%，是国内院线市场的绝对龙头。与此同时，根据万达电影调研活动信息数据显示：**万达国内开店计划为：2019-2020 年每年自建新增 80-100 家影院，远期目标为 8000-10000 块银幕，仍将维持快速发展态势。**

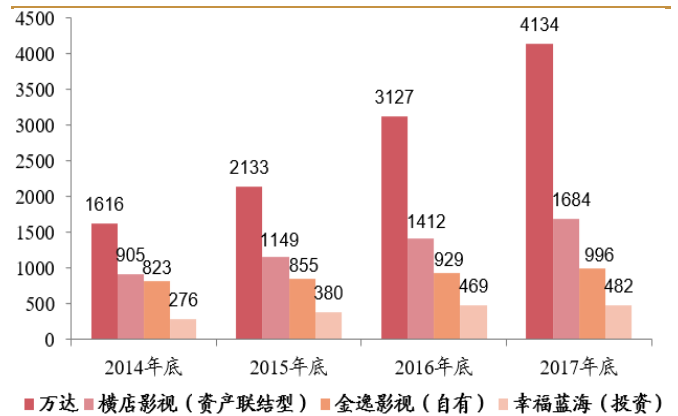
**表 3：国内主要院线上市公司院线拓展计划**

院线名称	未来新增影院数量	自建影城地区分布
万达电影	2019-2020 年自建新增 80-100 家每年	10%一线城市，60%新一线和二线城市，30%四五线城市
金逸影视	2018 年拟投资新建影城 50 家，计划投资 10 亿元；加盟业务不确定性较强，大概每年 30-40 家	主要在一二线城市
横店影视	每年自建新开 60 家	主要在三线及以下城市
幸福蓝海	每年自建新开 10-12 家	江苏、长三角（主要在江苏南部：例如江阴、无锡等）

数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 27：国内自有院线数量对比情况，万达增速最快**


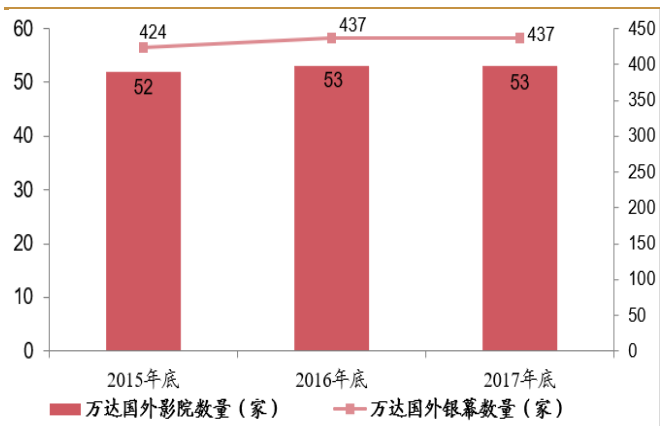
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 28：国内自有院线的银幕数对比情况，万达基数、增速双高**


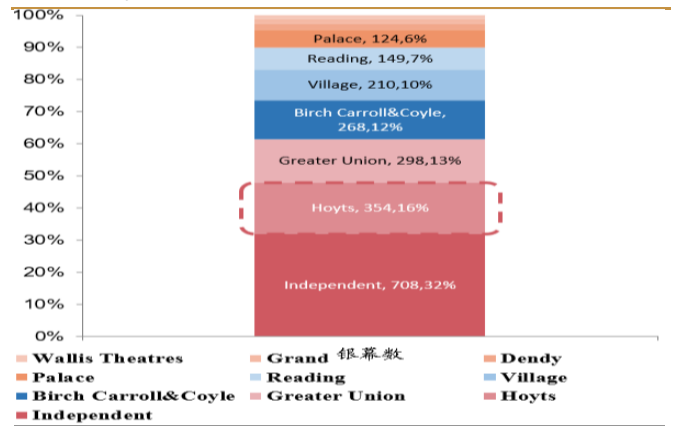
数据来源：wind，西南证券整理

- 万达电影海外方面：**2015 年 11 月 3 日，公司以 22.5 亿元收购英国公司 HG ANZ 持有的 HG Holdco 100% 股权以及 7000 万澳元的债权。收购完成后，万达院线 100% 控股 HG Holdco 持有的澳大利亚第二大电影院线运营商 Hoyts。公司的境外影院业务为境外子公司 HG Holdco Pty Ltd 及其子公司 Hoyts Group Holdings LLC 开展，Hoyts Group Holdings LLC 为开展境外业务的经营实体，主要经营地为澳大利亚、新西兰。在澳大利亚，电影的票房分成中影院约占 70%，制片方约占 10%，主创人员约占 20%。截至 2017 年底，万达在国外银幕数量达 437 块，影院数量 53 家。
- 万达集团海外方面：**万达集团在 2012 年 5 月正式签署协议，收购 AMC，收购完成后，万达集团持有 AMC 控股 99.77% 的股份。AMC 当时是北美第二大院线，2016 年 11 月收购 Odeon 和 UCI 影院，2016 年 12 月作价 8.58 亿美元收购北美第四大影院 Carmike，并购完成之后，AMC 成为全球最大的院线。截至 2018 年 7 月 1 日，AMC 在北美地区影院 659 家、银幕 8218 块，影院遍布 44 个州，北美市占率 20.1%。截至 2018Q3，AMC 在世界范围内拥有超过 1000 家电影院和接近 11000

块银幕，是美国、欧洲以及全世界最大的院线。AMC 是美国顶级市场中效率最高的剧院之一，在美国 25 个最大的大都市区中的 22 个拥有第一或第二市场份额，包括前三大市场（纽约，洛杉矶，芝加哥）。通过其 Odeon 子公司，AMC 在 14 个欧洲国家开展业务，是爱沙尼亚、芬兰、意大利、拉脱维亚、立陶宛、挪威、西班牙、瑞典、英国和爱尔兰的第一家连锁剧院。

**图 29: 国外万达电影旗下影院和银幕数量情况 (澳大利亚)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

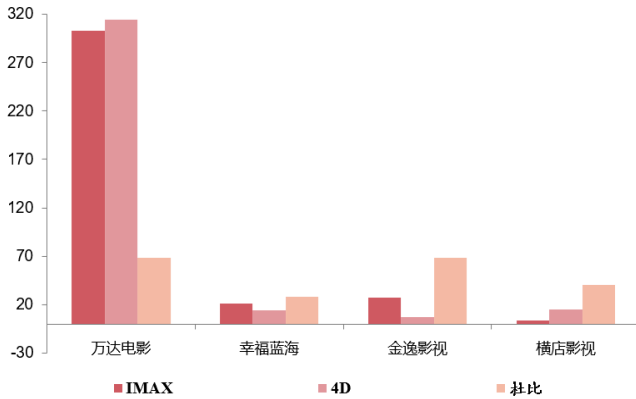
**图 30: Hoyts 在澳大利亚是 2017 年银幕市占率第一的院线**


数据来源：Motion Picture Distributors Association of Australia，西南证券整理（标签排序：院线名称，银幕数，银幕市占率）

**设备方面：公司是全国拥有 IMAX 银幕数量和杜比影院数量最多的院线。**主流的高级影院分为视觉、听觉、4D 三大特色，市场上主打视觉的包括：IMAX（加拿大 IMAX 公司）和中国巨幕（中国电影公司）；主打听觉的包括：杜比影厅（美国杜比实验室）和 RealD（美国 RealD 公司）。IMAX 和杜比影院是全球范围内认可度较高的高端电影放映设备。高端的放映设备一方面可以吸引对电影放映有高追求的观影群体，以及由于社交因素需要高端电影院的观影群体，另一方面，由于高端的放映设备价格比对于商业综合体整体形象的打造具有优势，因此在影城招商时具备竞争优势。

- **IMAX 银幕：**截至 2017 年底，公司已投入运营的 IMAX 银幕 257 块。2017 全年新增运营的 IMAX 银幕 55 块，根据 2016 年 8 月签订的 IMAX 协议，到 2022 年底，公司 IMAX 银幕预计 306 块。目前公司是全国拥有 IMAX 银幕数量最多的院线。
- **杜比影院：**万达院线于 2016 年 6 月引进杜比影厅，截至 2017 年底，公司已投入运营的杜比影院 25 个，2017 全年新增运营的杜比影院 14 个。根据公司在 2018 年 12 月 10 日于 RealD 签订的协议，公司将在未来两年内在旗下中国区的万达影城安装不少于 100 块 RealD 终极银幕。目前公司是全国拥有杜比影院最多的院线。

图 31: 各院线 IMAX、杜比影院数量对比情况



数据来源: 万达电影 APP、幸福看 APP、金逸电影 APP、横店电影城 APP, 西南证券整理 (数据截至 2018 年 12 月 20 日)

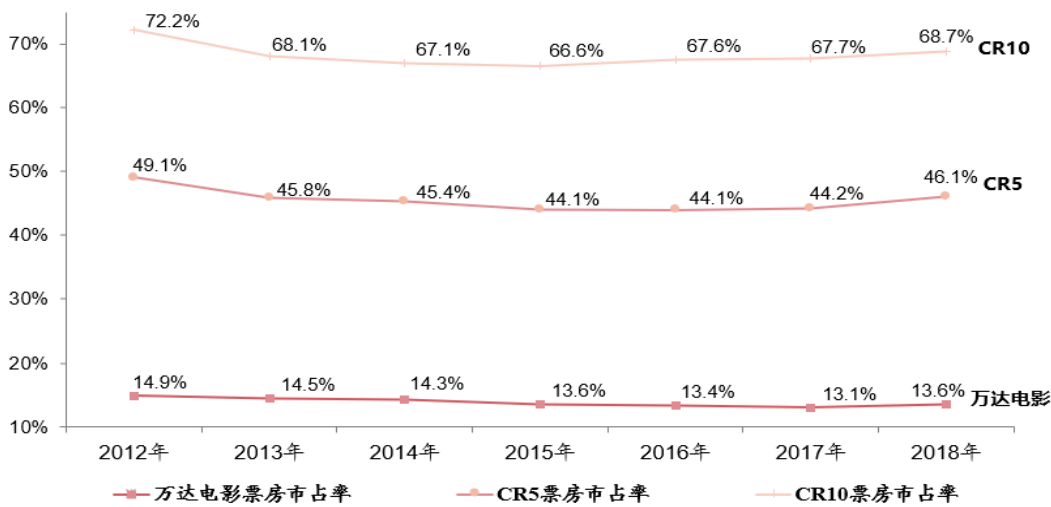
图 32: 各院线杜比影院对比情况



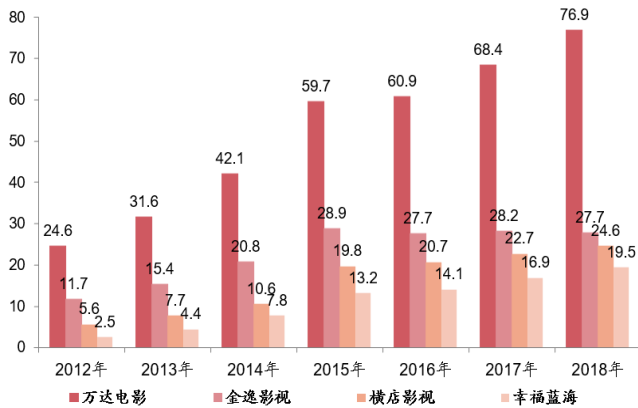
数据来源: screenX 官网、杜比官网, 36 氪, 西南证券整理

**票房和观影人次表现方面:**从 2009 年开始, 万达院线在国内的票房一直稳居行业第一, 龙头地位稳固。根据艺恩数据的统计, 2012-2018 年, 万达电影的票房逐年提升, 票房增速与全国票房增速基本一致, 票房市占率在 13.1%-14.5% 之间, 一直维持行业第一的水平。2018 年, 万达电影实现 76.9 亿元的不含服务费票房 (+12.4%), 2.0 亿次观影人次 (+10.6%), 其票房同比增速超过全国票房的增速以及行业票房前十名的增速。

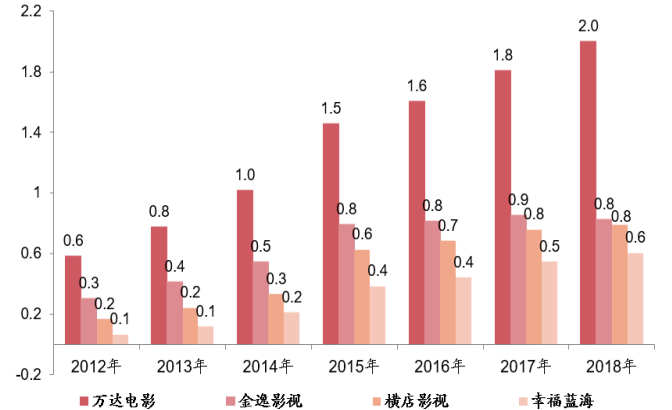
图 33: 2012 年以来公司、票房 TOP5、票房 TOP10 市占率



数据来源: 艺恩数据, 西南证券整理

**图 34：2012 年以来 A 股上市院线公司不含服务费票房 (亿元)**


数据来源：艺恩数据，西南证券整理

**图 35：2012 年以来 A 股上市院线公司每年观影人次 (亿次)**


数据来源：艺恩数据，西南证券整理

**会员方面：**截至 2018 年 11 月底，公司会员数量已经超过 1.2 亿。2014 年 7 月，公司会员数量超过 2000 万，到 2018 年 11 月底，公司会员数量已经超过 1.2 亿，稳步提升的会员数量是公司大数据能力提升的根基，为公司精准的电影发行、广告投放奠定基石。

**表 4：万达电影会员数量情况 (万人)**

时间	2013 年底	2014 年 7 月底	2014 年底	2015 年底	2016 年底	2017 年底	2018 年 11 月底
会员数量	超 1100	超 2000	超 2600	超 5000	超 8000	超 10000	超 12000

数据来源：公司公告，公开调研数据，西南证券整理

## 2.3 公司看点 1：龙头享受规模效应，上游议价能力强

作为国内院线行业票房市占率第一的龙头企业，万达院线对上游议价能力更强。万达电影作为国内院线最强势的渠道方，受益于规模效应，公司集中采购的量更大，且由于万达电影目前仍在高速扩张的过程中，其在影片票房分账的谈判、卖品的集中采购、IMAX 系统等设备的采购方面具有更多议价权。

**(1) 影片内容的上游：**万达院线作为全国票房市占率排名第一的院线，在影片的分账环节或能获得更多议价权。一般来说，票房潜力越高的影片对下游的议价能力越强，位置好、设备优良的“核心影院”对上游的议价能力更强，万达作为国内最强势的渠道方，或能够在票房的分账中获得更多的权益。根据公司公告，2011-2014 年，公司分账比例一直维持在 40% 及以下，2012 年以来公司分账比例有所提升主要是受 IMAX 电影票房占比提升的影响。

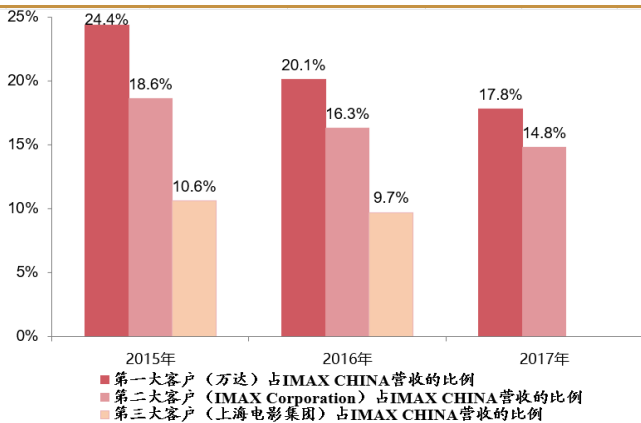
**表 5：2011-2014 年，万达电影分账成本占票房的比例情况**

时间	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
分账成本 (亿元)	7.1	9.5	12.1	16.4
分账成本占票房的比例	39.9%	38.7%	39.1%	40.0%

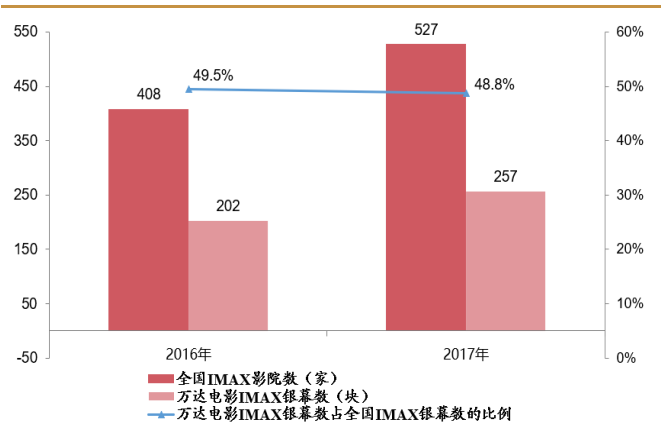
数据来源：公司公告，西南证券整理

**(2) 食品卖品的上游：**公司食品卖品主要包括食品类 (爆米花) 和饮料类 (可乐等)，食品类、饮料类的主营品种由公司通过招标集采方式确定，由营运中心与供应商签订全国范围各院线在不与公司确定的主营品种冲突 (或者不违反排他条款) 的情况下，可以根据属地特点引进新品种。

**(3) 设备上游：万达是 IMAX CHINA 在大中华地区最重要的客户，采购方面更大的谈判权使得万达能够更快的拓展 IMAX 银幕。**在 IMAX 的采购方面，公司国内的 IMAX 设备主要来自 IMAX CHINA 公司，根据 IMAX CHINA 的公司公告，万达电影一直是 IMAX CHINA 的最重要客户之一，其占 IMAX CHINA 营收的比例在 2015-2017 年分别为 24.4%、20.1%、17.8%，超过了 IMAX CHINA 的股东 IMAX Corporation 对其的采购。根据 IMAX CHINA 的公司公告，IMAX CHINA 会向承诺增加更多 IMAX 影院系统或约定预付费用安装多个 IMAX 影院系统的现有放映商提供销量折扣。与此同时，IMAX CHINA 会有策略的向某些放映商提供其他折扣或特许权以维持或获得市场份额。万达作为 IMAX CHINA 在大中华地区最重要的客户，在销售折扣、特许权方面或会有更多的让利。与此同时，根据 IMAX CHINA 的公告，2017 年，由于万达电影提前约 3 年完成与 IMAX CHINA 之前签订的协议（2016 年 8 月 1 日签订，到 2022 年底，公司 IMAX 银幕预计 306 块），IMAX CHINA 下调了对于万达电影的收入分成百分比，受益于规模效应及 IMAX 银幕的快速拓展，公司单银幕采购分成成本更低。

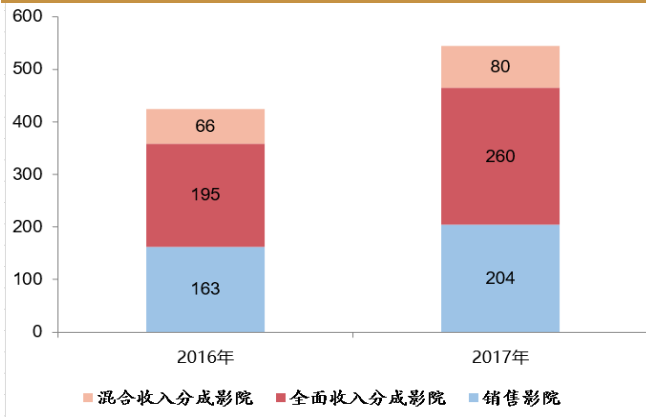
**图 36：2015 年以来万达电影一直是 IMAX CHINA 的最大客户**


数据来源：IMAX CHINA 公司公告，西南证券整理（2017 年公司未公布第三大供应商的名称，2017 年的第三名客户为根据 15、16 年推算而来）

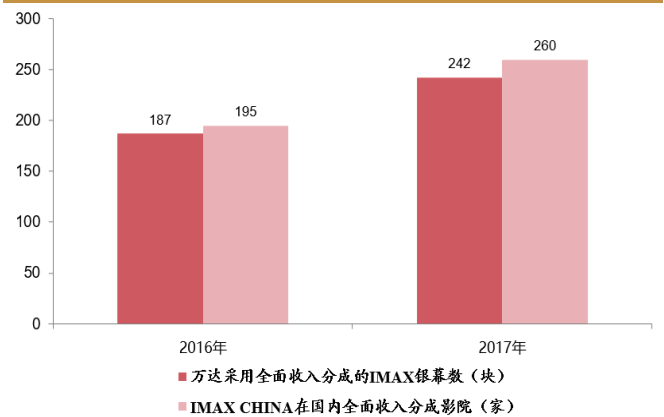
**图 37：万达电影 IMAX 银幕数占全国 IMAX 银幕数的半壁江山**


数据来源：IMAX CHINA 公司公告，万达电影公司公告，西南证券整理（一般来说，1 家 IMAX 电影院有 1 个 IMAX 影厅）

**万达享受 IMAX 公司以租赁分成模式安装的 IMAX 银幕，减轻新建影院成本负担，降低投资风险。**2007 年，万达电影开始与 IMAX 公司进行合作，到 2010 年底，公司共有 IMAX 影院系统 15 套，由于 IMAX 在当时只售不租，公司全部采取销售方式（采购单价 800-1000 万元）购买，而 800-1000 万元相当于一家非 IMAX 电影院的成本，会为采购方现金流带来较大的压力。2011 年，经过万达电影与 IMAX 公司的谈判，IMAX 公司调整了对中国市场的商业模式，把只售不租调整为可售可租，此后，万达电影采购 IMAX 设备只需要支付 IMAX 影片的票房分成，在购买时无须支付预付费用，在其他院线仍然采用销售模式以及混合收入分成模式的情况下，采用全面收入分成影院的模式保证了万达电影在 IMAX 影院的快速拓展能力以及使 IMAX 影院运营风险最小化。2017 年，IMAX CHINA 在大中华地区共有 260 家影院采用全面收入分成模式，其中万达占了 242 家，公司充分享受规模采购下的议价能力。

**图 38: 2016/2017 年 IMAX CHINA 在国内的收费模式情况(家)**


数据来源: IMAX CHINA 公司公告, 万达电影公司公告, 西南证券整理

**图 39: 万达是 IMAX 在国内少数采用全面收入分成模式的院线**


数据来源: wind, 西南证券整理 (公司全面分成模式数量为该年年底披露的 IMAX 银幕数扣除 2011 年之前采用销售模式购买的 15 块银幕)

**表 6: 各院线公司 IMAX 购买合同情况**

院线	IMAX 影院数量 (截至 2017 年底)	取得方式	收入分成模式
万达电影	257 家	2011 年之前的 15 套设备为销售模式 2011 年之后的 242 家银幕为全面收入分成模式	<b>销售模式:</b> IMAX 中国的收入来自通常收取大额的预付费用, 及持续收取的每年无条件小额费用。 <b>全面收入分成模式:</b> IMAX 中国向放映商合作伙伴提供影院系统, 按一定比例 IMAX 票房收取持续费用, 但不收取预付费用。
金逸影视	23 家	2010 年采购的 12 套设备为销售模式 2016 年 5 月 40 套设备的协议为票房收入净额的一定比例分成+年度服务费用 (预计为混合收入分成模式)	<b>混合收入分成模式:</b> IMAX 中国按一定比例 IMAX 票房从放映商合作伙伴收取持续费用及相对小量预付费用。
横店影视	3 套 (2017H1)	销售模式 (2017 上半年采购的价格为 793 万元/套)	
幸福蓝海	18 家	IMAX 系统所有权在 IMAX 中国收悉该系统全部初始租赁价格的付款之后从 IMAX 中国转移给客户 (预计为混合收入分成模式)	

数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

## 2.4 公司看点 2: 万达品牌力+综合体验突出, 对下游掌握定价权

**万达电影平均票价领先, 对下游掌握定价权。**猫眼电影数据显示, 万达院线在 2018 年的全国平均票价为 38.3 元, 比全国平均水平高出 5.4 元, 比其他票房前十的院线高出 3.6-7.3 元。在一线城市, 万达的平均票价达到 48.5 元, 比全国平均票价水平高出 9.2 元。万达能够在院线竞争激烈、保证上座率的同时, 维持住高票价, 对于下游掌握定价权。

**表 7: 2018 年票房排名前十的院线平均票价情况: 万达在各线城市的平均票价均为最高**

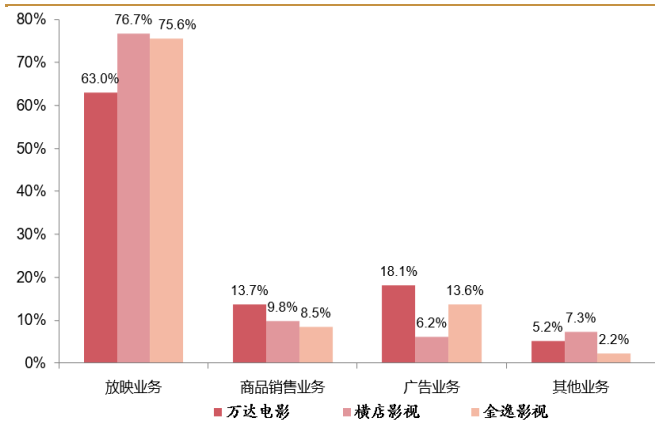
票房排名	院线	全国	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市
	全国	32.9	39.3	32.5	30.7	30.8
1	万达院线	38.3	48.5	38.2	36.4	36.2
2	大地院线	31.3	38.4	31.0	29.2	30.1
3	上海联和院线	34.7	41.5	31.8	30.4	30.0
4	中影南方新干线	32.4	35.5	31.9	29.5	30.2

票房排名	院线	全国	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市
5	中影数字院线	31.5	36.8	31.6	29.4	29.8
6	中影星美	33.3	42.3	31.9	29.9	30.3
7	广州金逸珠江	33.4	39.9	32.1	29.8	30.9
8	横店院线	31.0	35.3	31.1	29.8	31.1
9	华夏联合	32.4	38.0	31.3	30.3	30.3
10	江苏幸福蓝海院线	32.0	40.8	31.9	30.3	29.3

数据来源：猫眼电影，西南证券整理

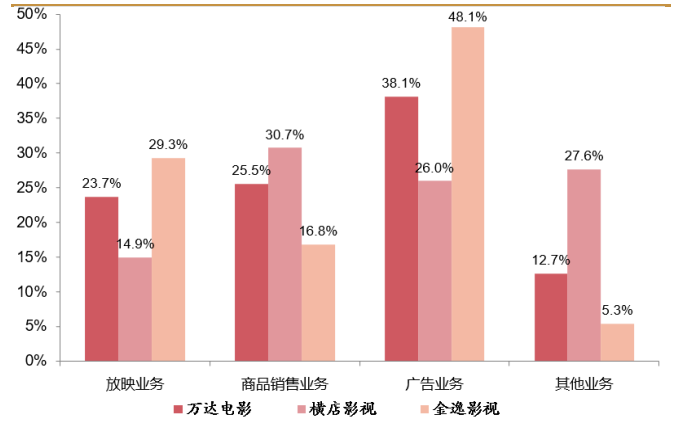
公司院线观影群体消费能力更强，公司非票收入占比遥遥领先。Wind 数据显示，万达电影的放映收入仅占总营收的 63%，商品销售和广告业务占营收的比例分别是 13.7% 和 18.1%，高于横店影视和金逸影视的占比。毛利方面，万达电影放映业务、商品销售业务、广告业务的毛利占比较为均衡，广告业务成为毛利的主要贡献力量。

图 40：2017 年，院线公司营收占比：万达非票收入占比更高



数据来源：wind，西南证券整理

图 41：2017 年，院线公司毛利占比：万达各业务毛利贡献均衡



数据来源：wind，西南证券整理（横店影视由于把商品销售等的成本算入放映业务，使得其放映业务毛利率较低）

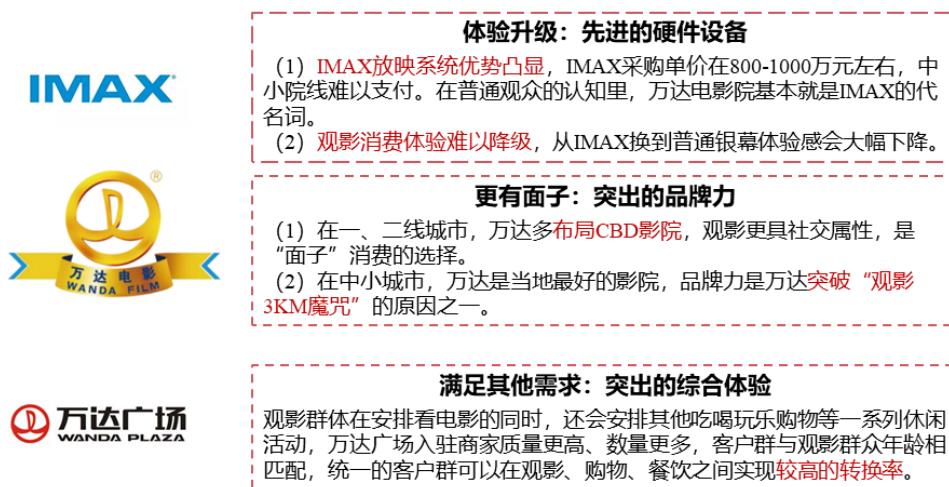
硬件设备更先进+万达品牌力突出+万达广场综合体验突出是万达电影对下游定价权的来源。

- **“体验升级”：差异化的设备，万达电影硬件设备更先进。** 1) IMAX 设备采购单价在 800-1000 万元左右，普通影院拿不到全面收入分成模式，装备 IMAX 放映系统的初始成本过高，中小院线难以支付得起。2) 新开的万达电影院基本都配备了 IMAX 影厅，在万达的布局逐渐下沉到三四线城市时，万达电影院设备方面的优势更加凸显。3) 在 2017 年，万达院线拥有全国 48.8% 的 IMAX 放映设备，在普通观众的认知里，万达电影院基本就是 IMAX 的代名词，是看“好电影”的代名词。4) 观影消费体验难以降级，从 IMAX 换到普通银幕的体验感是大幅下降的，在体验了 IMAX 之后，观众会更倾向于采用 IMAX 影厅来观看大片。
- **“更有面子”：由硬实力、软实力积累起来的品牌力。** 万达影院具有更好的放映设备、更宽敞大气的空间，以及更多上映电影的宣传物料。1) 在一、二线城市，万达多布局 CBD 影院，相比于偏向家庭型的社区影院，CBD 影院面向都市中青年的上班族，观影更具社交属性，万达电影品牌力突出，是“面子”消费的选择。2) 在很

多中小城市，万达是当地最好的影院，一般人们看电影只去两种地方：一种是最近的影院，一种是万达，因此，品牌力是万达影城突破“观影 3KM 魔咒”的原因之一。

- **“满足其他需求”：万达广场配套设施完备，综合体验突出。**在 CBD 影院内观影的人大多不是为了去看电影而看电影，观影群体在安排看电影的时间内，还会安排其他吃喝玩乐购等一系列的休闲活动，万达广场定位于 15-30 岁的客户群，与观影群体的年龄相匹配，统一的客群可以在观影、购物、餐饮之间实现较高的转化率，形成双赢。

图 42：差异化的设备、万达的品牌力、万达广场配套设施完备是万达影院票价更高的原因



数据来源：公司公告，西南证券整理

**客户更长的决策时间+自营卖品价格相对便宜+愉悦的体验式营销+销售提成激励，万达非票收入占比更高。**

- **客户更长的决策时间：**简单把在万达影院观影的群体分成 2 类，一类是以观影为目的，一类是以“吃喝玩乐购+观影”为目的，前者往往会准时进入影院进行观影，而后者往往会提前进入万达广场。中小影城为了节省租金成本，往往会将影院卖品、取票的大厅设置的更小，万达影院背靠万达广场，享受相对低廉的租金，因此影院大厅的面积能设置的更大、大厅内可供休息的地方更多，除此之外，影院内往往带有 COSTA 以及 Starbucks，这些设计使得以“吃喝玩乐购+观影”为目的来到万达广场的客户花在影院的时间被大幅延长了：他们可能是购物后需要休息，可能是朋友间的社交需求。因此，在影院大厅内停留的时间被延长，客户有足够多的决策时间来决定是否购买影城卖品，以及购买何种影城卖品。
- **自营卖品价格相对便宜：**2017 年 5 月 9 日，万达电影与 COSTA 签署战略合作协议，计划在上海市、重庆市、江苏省、浙江省、安徽省、河南省、山西省、四川省、江西省、福建省、广东省、海南省、湖北省、陕西省、湖南省、云南省、贵州省和广西壮族自治区内所有万达影城内选择性开设 ONE COSTA 品牌咖啡店。从万达影城的构造来看，万达影城的大厅里往往带有咖啡店（Starbucks 星巴克/costa）、甜品店（如 DQ），其自营的卖品包括：爆米花、可乐、其他饮品、哈根达斯冰激凌

等，相比于以 35 元的价格买一杯 Starbucks 或者 costa 饮品，几乎同样的价格可以在万达影城自营的卖品里购买 1 罐爆米花+1 杯可乐。因此，在比较之下，万达自营卖品的价格“似乎没有那么贵了”，性价比更高。

图 43：万达影院的卖品及价格情况：自营卖品价格比合作外租卖品性价比更高



数据来源：万达电影 APP，大众点评，西南证券整理

- 愉悦的体验式营销：体验式营销指的是站在消费者的感官 (Sense)、情感 (Feel)、思考 (Think)、行动 (Act)、关联 (Relate) 五个方面，突破传统上“理性消费者”的假设，认为消费者消费时是理性与感性兼具的。也就是人群在一种愉悦的体验环境下，会更乐意消费一些平时少消费或者不关注的商品，在行为经济学层面：看电影是调动兴奋的、刺激的、甜蜜的享受一两个小时，在观赏的前后时间，消费者都会自动提升心情，从而降低对相关商品的购买抵触。再加上万达影院内大厅的面积更大、影片营销的物料更多，食品、电影衍生品的数量丰富等，都是联动消费的兴奋点，相比于一般商场来说，万达影院的综合体验感更好，对于其卖品的销售具有促进作用。
- 销售提成激励带来丰富的卖品套餐搭配：在影城卖品年度累计综合成本率（剔除衍生品成本）不高于 40% 的情况下，对卖品总销售进行激励。提成额基数是：以当月可提成的税前卖品销售总额（含线上、团体销售、合作外租卖品区域的影城分成收入、ONE 餐吧入机收入，不含 COSTA 收入、合作外租卖品区域合作方的分成收入及院线统一分配的活动卖品收入）的 1.5%、2.5%、3% 为提成额基数。以 2017 年为例，万达影城平均单影院月度观影人次 3.3 万人（2018 年万达影院总观影人次 2 亿，2017 年底共 463 家万达影城，2018 年底约 540 家万达影城），按照区间最低值的 SPP 来计算，单影院月度奖金为 1485 元至 8415 元及以上，假设单影院共有可分提成的柜台销售 8 人，那么每人月度卖品激励在 86 元——693 元及以上，并且卖品主管将有 500 元的现金激励。相比于一线城市的万达影城含提成后 4200-6000 元的工资来说，每月几百元的提成是比较大的工资激励。根据 2018 年

万达平均 SPP 为 7.2-7.3 之间, 假设单影院共有可分提成的柜台销售 8 人, 那么每人月度卖品激励在 476 元左右, 并且卖品主管将有 500 元的现金激励, 有很强的激励效果。

**表 8: 万达影城卖品销售激励计划**

影城类型	月度 SPP 值	提成额度	按照 3.3 万的观影人次计算提成 (元)	提成分配比例
自建及收购时间≥一年的收购店	6.5>SPP≥4	1.5%	1980	值班经理 (含卖品主管/影城副经理) = (当月可提成的卖品月度销售总额*提成额度-当月团体卖品销售提成额-卖品主管激励 500 元)*30%
	8.5>SPP≥6.5	2.5%	6188	
	SPP≥8.5	3%	8415	
收购时间<一年的收购店	5.5>SPP≥3	1.5%	1485	卖品主管=500 元 (完成卖品收入当月指标或累计指标) 柜台销售 (卖品、票房、多销点位、首层等岗位收银员, 以及对柜台销售起到指导、监督、管理的营运主管、辅助值班训练员、影城副经理) = (当月可提成的卖品月度销售总额*提成额度-当月团体卖品销售提成额-卖品主管激励 500 元)*70%
	7.5>SPP≥5.5	2.5%	5363	
	SPP≥7.5	3%	7425	

数据来源:《2018 年万达影城卖品销售提成激励办法》, 西南证券整理 (SPP: sales per person, 假设 SPP 取区间最低值)

## 2.5 公司看点 3: 票房城市服务布点密集, 已构筑较强护城河

江苏省、广东省、浙江省成为全国票仓城市。在 2018 年全国票房贡献中, 广东省以 84.7 亿元的票房排名第一, 占全国票房的 13.9%, 江苏省、浙江省分别位列第二、第三名, 占全国总票房的比例为 9.2%、8.0%, 成为票仓城市。与此同时, 上海、北京作为一线城市, 以 36.7 亿元、35.0 亿元的票房排名全国票房的第四、第五名。

**表 9: 2018 年票房收入前十省份总票房、占比、场次和人次情况**

排名	省份	总票房 (亿元)	总票房占比 (%)	场次 (万场)	人次 (万人)
1	广东	84.7	13.9%	1423.4	23293.1
2	江苏	56.4	9.2%	999.6	16677.7
3	浙江	48.9	8.0%	931.6	13787.8
4	上海	36.7	6.0%	402.2	8650.53
5	北京	35.0	5.7%	309.6	7645.31
6	四川	35.0	5.7%	606.8	10211.8
7	湖北	27.9	4.6%	465.1	8462.0
8	山东	26.0	4.3%	594.3	7768.8
9	河南	23.5	3.9%	537.2	7270.2
10	福建	20.1	3.3%	322.9	5427.0

数据来源: 国资办《2018 年度全国电影票房年报》, 西南证券整理

深度布局江苏省、广东省、四川省、浙江省等票仓城市。根据猫眼电影的数据, 截至 2018 年 12 月, 可统计的归属于万达院线旗下的影院为 518 家, 其中: 江苏省以 50 家影院排名第一, 广东省以 42 家影院排名第二, 四川省以 35 家影院排名第三, 浙江省、山东省、安徽省、辽宁省、福建省的影院数分别为 29 家、28 家、27 家、27 家、24 家。截至 2018

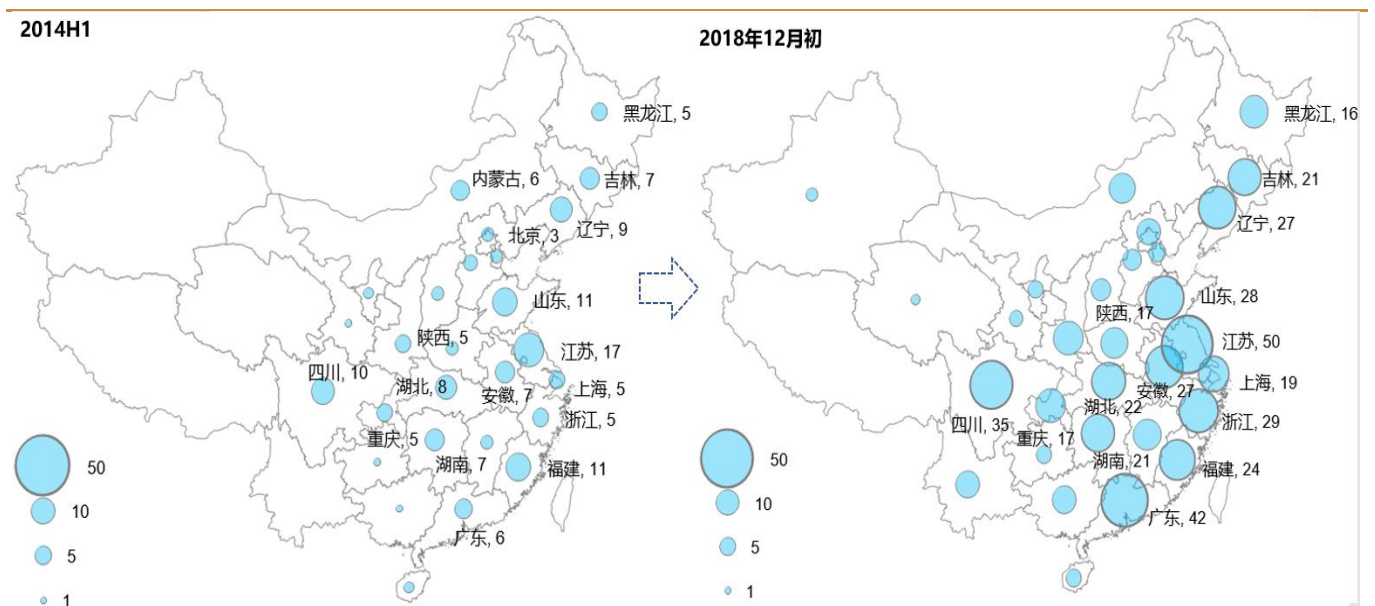
年12月，公司布局影院数超20家的省市共有11个，其中有7个为全国票房排名前十的省市，且在上海市、北京市，公司分别经营有19家、11家影院。布局观影习惯成熟、人口密度高的票仓城市，成为公司影院票房来源的基石。与此同时，2014H1至2018年12月，万达电影在广东省、江苏省、四川省和浙江省分别新建了36家、33家、25家、24家影院，加快了对于票仓城市的布局。

表 10: 2014H1、2018 年 12 月各省/市内万达电影院的数量的 (按影院增加数排序)

排名	省市名称	2014H1 的影院数量	2018 年 12 月的影院数量	影院增加数	排名	省市名称	2014H1 的影院数量	2018 年 12 月的影院数量	影院增加数
1	广东	6	42	36	16	江西	3	15	12
2	江苏	17	50	33	17	黑龙江	5	16	11
3	四川	10	35	25	18	广西	1	12	11
4	浙江	5	29	24	19	云南	0	11	11
5	安徽	7	27	20	20	内蒙古	6	14	8
6	辽宁	9	27	18	21	北京	3	11	8
7	山东	11	28	17	22	山西	3	8	5
8	湖北	8	22	14	23	贵州	1	5	4
9	湖南	7	21	14	24	河北	4	7	3
10	吉林	7	21	14	25	天津	3	6	3
11	上海	5	19	14	26	海南	2	5	3
12	福建	11	24	13	27	宁夏	2	5	3
13	重庆	5	17	12	28	甘肃	1	4	3
14	陕西	5	17	12	29	新疆	0	3	3
15	河南	3	15	12	30	青海	0	2	2

数据来源: 万达电影 APP, 公司公告, 西南证券整理

图 44: 万达影院全国布局情况: 公司多在票仓城市布局

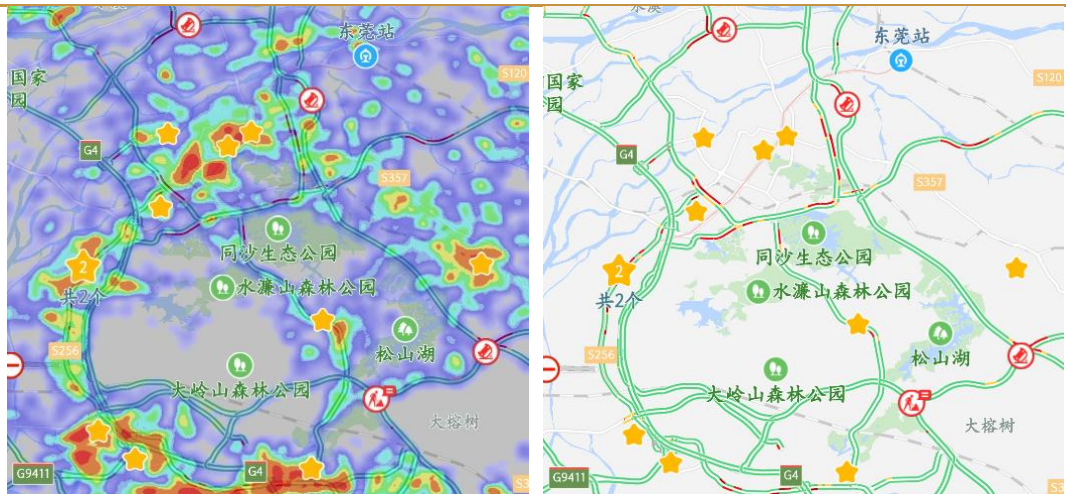


数据来源: 万达电影 APP, 公司公告, 西南证券整理

以广东省和江苏省的部分市、上海市为例，具体分析万达电影院的分布以及经营。

1) **强省+强市**：广东省方面，我们分析了东莞市万达影院的布局。截至2018年12月，东莞市共有万达影院11家，是广东省万达影院数量最多的市，其中4家在万达广场内，7家在第三方商业综合体内。从地理位置、放映设备、所在商圈的配套具体分析：(1)地理位置方面，万达影院多分布在人口较为密集的区域(体现在热力图中)，保证了受众的数量。与此同时，万达影院及其所在的商业综合体多分布在地铁口附近，与地铁口或是公交站的距离在1000米以内，保证了交通的便利性。(2)放映设备方面，在11家万达影院中有6家影院配备IMAX厅，不配备IMAX厅的5家万达影院中，有1家配备杜比影厅、4家配备中国巨幕厅，放映设备处于行业的第一、二梯队。(3)所在商圈配套方面，万达影院所在的11家商业综合体中，入驻商家在400家以上的有5家，万达影院所处商业综合体的配套处于行业上游，能满足吃喝玩乐购+观影的全方面需求，客流量更大。

图 45：万达影院在广东省东莞市的布局情况：万达影院多布局在热力图中人群集聚的地方



数据来源：万达电影 APP，百度地图，西南证券整理

2) **强省+弱市**：江苏省方面，我们分析了盐城市、扬州市、镇江市、连云港市万达影院的布局。

**地处城市核心位置，交通便利，综合体验佳。**连云港万达广场、扬州邗江万达广场、镇江万达广场以及盐城万达广场均是万达集团在当地首个且唯一的国际购物中心，处于所在地区核心位置，交通十分便利。万达广场集购物、餐饮、文化、娱乐、商务、休闲等多功能于一体，有许多优质商家入驻，观影群众不仅可以有很好的观影体验，还会有良好的消费购物体验。由于万达影院在这几座城市开业较晚，万达影院均有配备先进设备的影厅，如IMAX厅、4D厅、杜比影院以及VIP厅。交通便利，配套设施齐全，影院设备先进。

**在市内对比来看，万达IMAX影院优势明显，票房占比高。**盐城市、扬州市、镇江市、连云港市的影院数量虽然多(仅统计有排片的电影院)，但IMAX影院的数量很少。而万达影院虽然在四市中仅各有一家，但在其中三市均为IMAX影院(扬州邗江万达广场店配备4D影厅和杜比影院)，相较于其他影院优势明显。从票房收入来看，万达影院在四市票房占比均排名前列，其中，在连云港市和镇江市分别以16.6%和9.6%的票房占比排名第一，在盐城市和扬州市票房占比分别排名第二和第三。

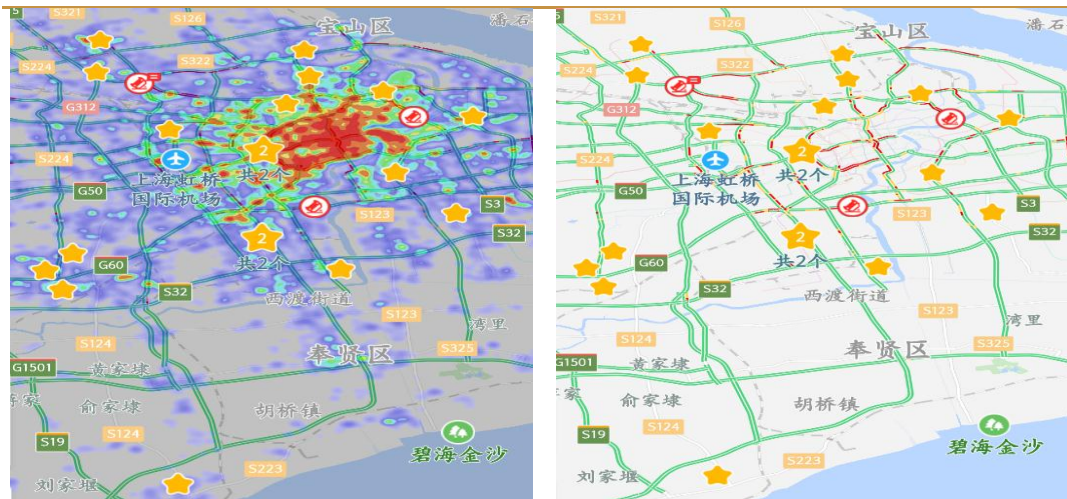
**表 11: 2018 年江苏省盐城市、扬州市、镇江市、连云港市电影院及票房情况**

城市名称	影院数量	该市 IMAX 影院数量	万达电影 IMAX 影院数量	本市 2018 年总票房 (亿元)	万达影院 2018 年总票房 (万元)	万达影院票房占比
连云港	18	2	1	1.2	1942.6	16.6%
扬州	47	3	1	2.6	1405.6	5.3%
镇江	35	3	1	2.0	1388.0	9.6%
盐城	45	2	1	2.3	1565.6	6.7%

数据来源: 美团 APP, 猫眼专业版, 西南证券整理

### 3) 上海市方面, 回避了最中心的商业地段, 布局商业区与居住区兼具的高性价比区域。

截止至 2018 年 12 月, 上海市共有万达影院 19 家, 其中 8 家在万达广场内, 11 家在第三方商业综合体内。我们从地理位置、放映设备、所在商圈的配套来分析。(1) 地理位置方面, 万达影城虽然回避了最中心的商业地段, 但是仍然分布在了人口较密集区域 (体现在热力图中)。此外, 依托于上海市发达的公共交通网络, 万达影城及其所在的商业综合体多分布在交通干线附近, 且大多距离地铁站、公交站小于 1000 米。同时, 上海市万达影院的选址兼顾了距市中心较远但人口集中的新兴商业地段, 实现了受众的广泛覆盖, 重点吸引。(2) 放映设备方面, 在 19 家万达影院中, 有 8 家配备了 IMAX 厅, 11 家配备了 4D 影厅。不配备 IMAX 厅的 11 家影院中, 2 家配备了杜比影院, 1 家配备了中国巨幕厅。先进的设备使得万达影院在大众点评“视效”评分中全部获得 8.6 以上评分, 其中 14 家得分超过 9.0, 领先于行业平均水平。(3) 所在商圈配套方面, 万达影院所在的 19 家商业综合体中有 6 家商家入驻数超过 550 家, 且各商业综合体配套设施完备, 能满足顾客的“一站式”生活与娱乐的需求, 从而吸引更多群众观影。

**图 46: 万达影院在上海市的布局情况: 万达影院多布局在热力图中人群集聚的地方**


数据来源: 万达电影 APP, 百度地图, 西南证券整理

院线作为渠道端的重资产行业, 其资金壁垒、品牌壁垒较高, 万达凭借其已经建立起的影院、品牌美誉度已经建立起深厚的护城河。以万达影院为例, 非 IMAX 的单个影院建造成本在 800 万以上, 月租金在 30 万到 530 万不等 (以净票房的 11% 计算), 且租约一般是 10-20 年, 物业租赁到期后在同等条件下万达电影拥有优先续租权。

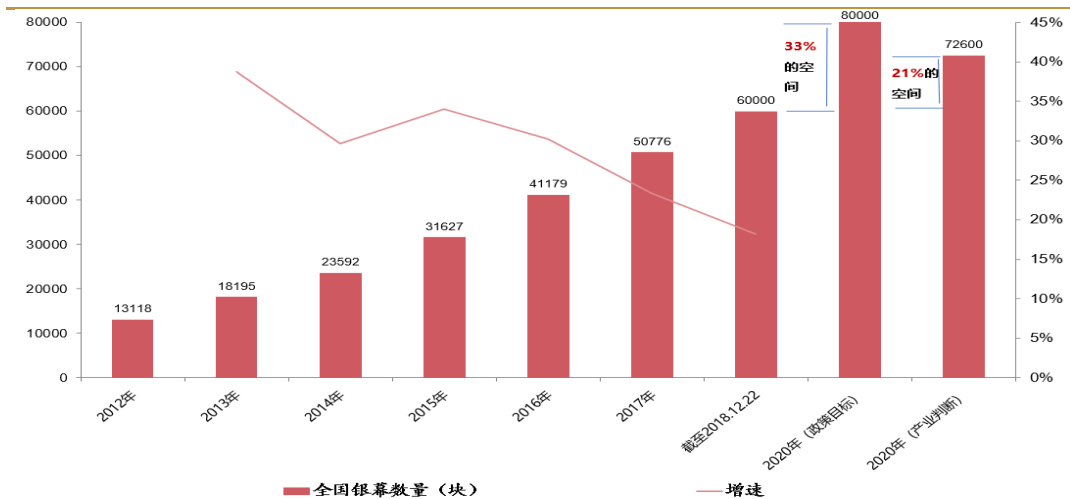
1) 院线所在的商场处于城市的中心区域, 其地理位置、商场配套是独一无二的, 由于影院的建造成本和搬离成本都很高, 以及影院的租约较长, 因此一旦影院引进商业综合体, 将长期占据城市的某一商业综合体, 其他影院难以再进入。根据猫眼电影的数据, 截至 2018 年 12 月初, 可统计的归属于万达院线旗下的影院为 518 家, 在多个城市的核心商圈已经构筑了深厚的护城河, 竞争对手难以取代。

2) 影院作为商场引流的方式之一, 与购物、餐饮具备协同效应, 因此商业综合体在影院招商时, 不仅要考虑租金的高低, 还要考虑影院对于商场的引流效应, 以及对于商场品牌打造方面的因素。万达电影具备品牌知名度, 对于商业综合体定位的打造具有正效果; 万达电影在 2017 年拥有全国 48.8% 的 IMAX 影厅, 硬件设施的投入使得万达成为观看“好电影”的去处, 相对更高的票价使得来万达观影的人群在商场消费上具有更高的转化率, 对于商场的引流具有正效果。

## 2.6 公司看点 4: 新政加速院线洗牌, 万达市占率有望提升

新政对 2020 年银幕总量制定了 8 万块的目标, 奠定行业未来总基调。根据 2018 年 12 月 13 日国家电影局发布的《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》: 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, 电影院和银幕分布更加合理, 与城镇化水平和人口分布更加匹配。根据淘票票的数据, 截至 2018 年底, 中国电影银幕总数为 60079 块, 距离 2020 年 8 万块的目标还有 33% 的增长空间。此前, 行业内对于银幕数增速的判断为: 2019 年净增银幕数 6000 块, 以后每年以 10% 的速度增长, 据此计算, 到 2020 年银幕数约为 72600 块, 政策的指引快于行业的判断, 预计在 2019、2020 年, 银幕数仍将快速增长, 新增银幕数主要位于中西部地区, 以及继续下沉到乡镇。

图 47: 2012 年以来, 全国银幕数及其增长率情况

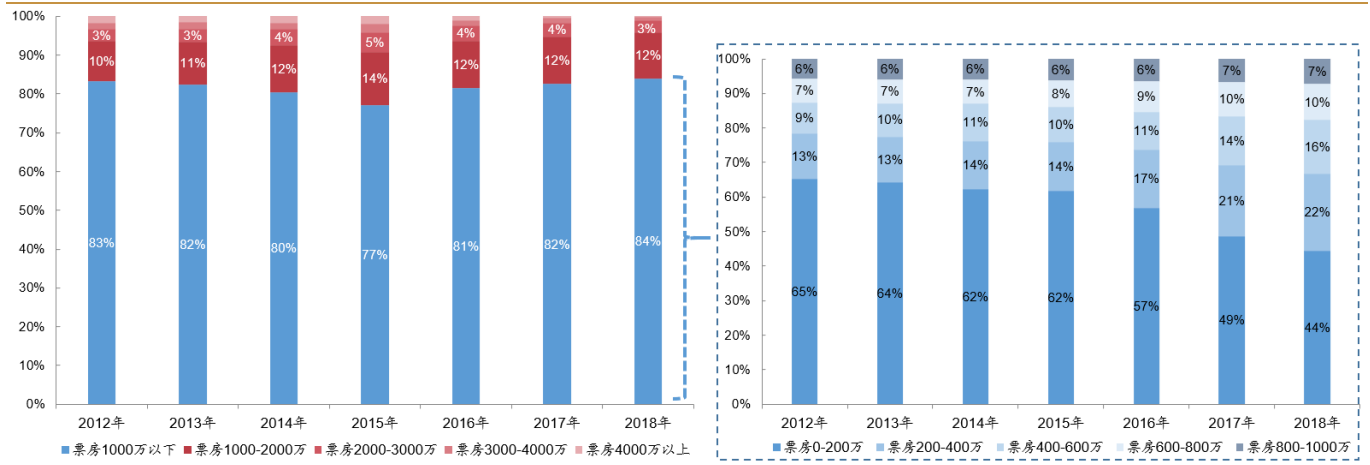


数据来源: 国家新闻出版广电总局电影局, 公开调研信息, 西南证券整理

年度票房在 0-200 万元的小影院居多, 新政下影院竞争进一步加剧, 或加速中小影院出清。根据艺恩数据, 2012-2018 年的年度票房中, 票房在 1000 万以下的占到 77%-84%, 八成左右影院的票房不足 1000 万元。与此同时, 随着新建院线的增多, 带来竞争加大, 2018 年票房不足 1000 万的比例提升至 84%。细分来看, 票房 100 万以下的影院占比最大, 2012-2018 年, 票房 0-100 万的影院占比区间为 43%-26%, 市场中, 大部分的影院都是票

房体量较小的影院。在银幕数持续增长的预期下，行业竞争加剧，中小影院盈利艰难，简单分析：当影院年票房 100 万时，影院实际可分票房为 45.9 万，难以覆盖折旧摊销、租金、员工工资、水电费等。在本次新政的刺激下，预计同一商圈影院的密度加大，影院间的竞争加剧，单银幕产出进一步下滑，票房规模较小的影院其盈利进一步被稀释，盈利愈加艰难，加速中小院线的出清。

图 48：2012 年以来，全国影院年票房分布情况：年票房在 200 万的影院居多



数据来源：艺恩数据，西南证券整理

**NOC 系统助力万达电影产业升级。** 万达自 2015 年年底推出 NOC 系统平台后，截止至 2017 年 4 月，万达将全国 301 家影城、2764 个影厅纳入 NOC 管理体系，提升管理效率，减少人员配备。**NOC 系统的优势在于：**1) 可以管理/实时监控所有影城的设备，从温度到湿度，观众舒适度更高；2) 节省管理费用：NOC 系统应用后，平均一个电影院可以减少 3 个人，到 2018 年年底大概会减少 1800 人。3) 可监控影院内的 LCD 屏，实现映前广告的精准确分发。预计两到三年之后，NOC 系统对于公司的作用将越来越大，助力公司产业升级。

**万达电影 NOC 系统具备输出能力，对于寻找院线加盟的影院来说更有吸引力。** 影院需要加盟院线获得供片，院线从加盟的影院处获得一定的票房提成作为服务费。万达的 NOC 系统管理具备管理 2 万块银幕的能力 (公司目前自建银幕数不到 5000 块，未来可能在 8000 块-10000 块左右)，具备对外输出管理的能力。在 2018 年 2 月，万达与文投控股约定文投控股旗下所有影院加盟万达院线时，万达为其旗下所有影院提供技术运维服务，提供 NOC 系统接入以及其他技术支持。**依靠 NOC 系统、采购系统，加盟万达的影院可以降低其在员工薪酬、采购成本上的支出，通过帮助影院节省人工费、节省卖品成本的方式吸引影院来加盟，万达电影的市场地位有望进一步巩固。**

表 12：万达与其他院线的 NOC 系统介绍及比较

	万达	幸福蓝海	横店影视	大地影视
概况	2015 年底，万达院线与英国 Arts Alliance Media 公司合作推出院线 NOC 系统平台	与深圳泰久信息共同出资设立江苏福泰软件科技，主要从事公司 NOC 系统的开发和售卖 (包含平台结算系统的相关开发合作) 等	围绕加快推进“影院综合体”建设的战略，在业内率先提出建立标准化管理的运营体系	建立 NOC、TMS 系统平台及运营监控系统，涵盖了院线管理中的各个方面，提升了运营经营效率，节约了公司管理成本
特点	允许加盟影院对接 NOC 系统	自主研发	自主研发建立标准化管理运营体系	自主研发

	万达	幸福蓝海	横店影视	大地影视
主要功能	包括在线服务和现场服务，囊括设备监控、业务监控、故障排查、设备维保巡检、活动支持等全流程，并制定精确量化的服务指标	电量检测、视频监控、环境监测、终端监控、影厅人流监控、漏水监控、开关遥控	利用 NOC 监管系统收集故障信息，及时协调处理	实时掌握公司及影院运营情况，对数据进行实时监控

数据来源：公司公告，招股说明书，choice，西南证券整理

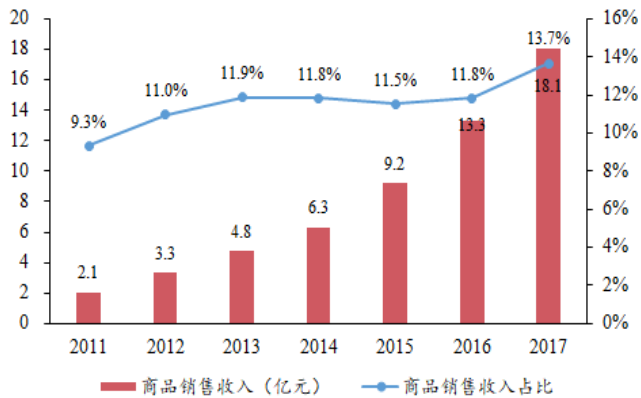
**公司大数据系统赋能宣发环节，实现院线精细化管理。**1) 借力时光网的互联网属性、影立方的线下数据收集能力、公司会员系统（截至 2018 年 12 月中旬，公司会员数量超过 1.2 亿），公司大数据库丰富。2) 大数据赋能宣发环节，精准定位到影片的受众群，精准的影片/广告推送，精准把控宣发节奏，引导影片舆论。3) 大数据指导院线管理。通过经营仪表盘、排片管理、竞争地图等大数据系统实现单个影院的精细化管理，从影院的精准化排片、本区域内的竞争态势等给予影院在日常经营上的指导。

**新政策实行后，院线行业准入门槛提高，进一步往头部集中。**《意见》鼓励电影院线公司依法并购重组，鼓励跨地区、跨所有制进行院线整合，推动电影院线集约化、规模化发展，新政策的实行或会加速行业整合，利于龙头公司继续扩张提升份额。此外，《意见》提出实施电影院线年检制度，完善电影院线奖惩机制和退出机制，院线退出机制的完善，也将利于龙头公司的并购整合，利好龙头公司。万达电影作为院线行业的龙头，有望凭借其品牌力、NOC 管理系统、大数据平台等吸引更多优质影院的加盟。

## 2.7 公司看点 5：衍生品具备增长空间，构建新的增长极

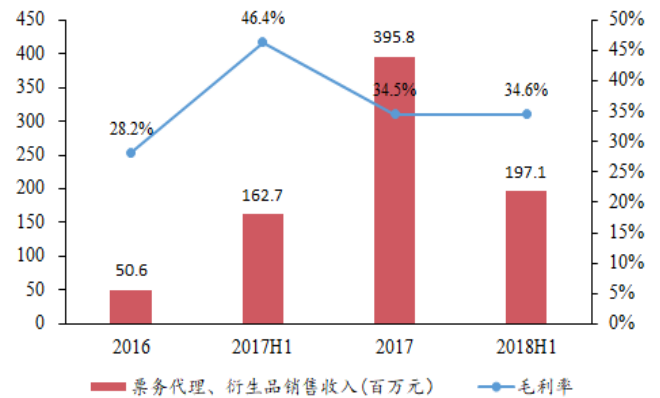
**万达电影商品销售占营收的比例不断提升，与海外相比仍有 20%左右提升空间。**万达电影的商品销售收入占总营收的比例从 2011 年的 9.3% 升至 2017 年的 13.7%，始终保持较高的增长水平，2018H1 占比为 13.5%，同比增长 16.5%。2016 年，公司票务代理及衍生品销售收入仅为 0.5 亿元，毛利率为 28.2%；2017 年增长至 4 亿元，毛利率为 34.5%，高于公司同期整体毛利率 32.1%。2018H1，公司实现非票收入 25.3 亿元，占比达 30.6%，其中衍生品业务同比增长 118%，非票房收入保持稳定增长。此外，万达电影衍生商品和授权商品 2017 年人均消费不到 0.5 元，2018 年升至 1.5 元，呈现爆发性增长。国内目前影院人均卖品消费（SSP）不到 5 元，人均卖品和票价的比例大概是 10%-13%，而万达电影 2018 年人均卖品消费已突破 7.2 元，人均卖品和票价之比为 20%，远高于行业平均水平。对标发达市场来看，澳大利亚电影市场商品销售的收入占比达 40%、美国院线 Regal Entertainment Group 卖品收入占比 30%，万达电影仍然存在很大的提升空间。

图 49: 万达电影商品销售收入及占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 50: 万达电影衍生品营业收入及毛利率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

推出自有衍生品品牌“衍生π”，万达电影开始布局衍生品业务。“衍生π”是万达院线推出的电影周边专门店，专为电影发烧友提供多种电影周边产品和优惠福利。2015年12月，公司自有衍生品品牌“衍生π”正式发布，首批11家衍生品店正式运营，电影生态服务圈进一步完善。同时，公司还与时光网合作建立衍生品销售体验中心，与知识产权授权方孩之宝、ZINC中国、SNAPCO等大型品牌商建立战略合作关系，推动衍生品业务发展。得益于此，2015年，公司4家影院商品销售额突破1000万元，非票房收入进一步提高。

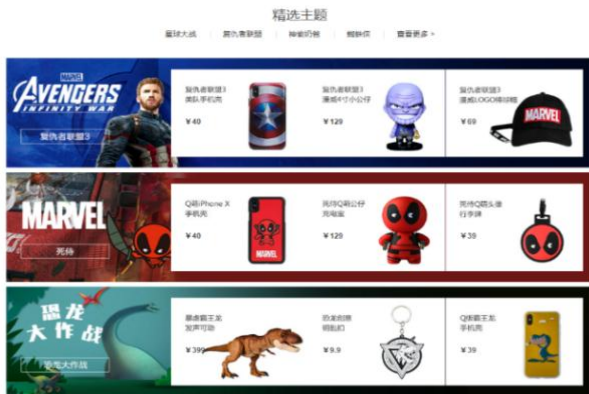
图 51: “衍生π”线下门店



数据来源: 长沙开福万达影城, 廊坊万达影城, 西南证券整理

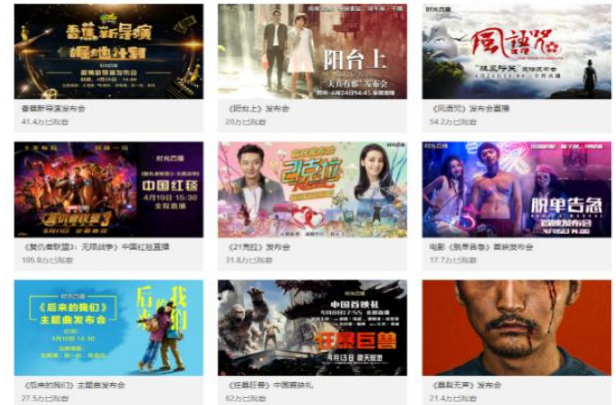
全资并购时光网，万达电影衍生品销售渠道实现线上线下深度融合，时光网电影衍生品业务已经形成设计、制造、展示、销售的完整产业链。2016年7月27日，万达电影以2.8亿美元收购国内最具影响力的电影媒体及电商服务平台时光网。时光网于2005年成立，是国内知名的电影门户和电影推广公司，其主营业务包括电影在线票务服务、电影衍生品电商平台、电影宣传营销服务等。时光网是国内少有的设计与售卖好莱坞顶级商业大片正版衍生品的公司，获得迪士尼、索尼、派拉蒙、华纳兄弟、环球影业和二十世纪福克斯全球六大顶级片商共同授权。目前，时光网正版商城已上线1353款电影衍生品，包括玩具模型、居家生活、服饰箱包和数码周边四大类，合作品牌68家，涉及66个电影主题。目前，时光网电影衍生品业务已经形成设计、制造、展示、销售的完整产业链。在生产环节，时光网在得到IP商授权之后开始设计衍生产品，并交由厂商生产。在销售环节，万达院线作为线下销售渠道，时光网作为线上销售渠道，共同发力，实现衍生品业务收入的快速增长。

图 52: 时光网部分主题



数据来源: 时光网正品商城, 西南证券整理

图 53: 时光网直播专区



数据来源: 时光网, 西南证券整理

2018年2月5日, 阿里巴巴和文投控股入股万达电影, 阿里影业旗下阿里鱼和授权宝与万达电影进行合作, 加码IP衍生业务。“授权宝”为阿里巴巴影业在2017年8月推出的品牌, 旨在为IP版权方和品牌商家提供IP运营的全产业链服务。2018年1月, 阿里影业宣布将“授权宝”与阿里巴巴旗下的IP授权交易平台阿里鱼进行全面整合。在电影《捉妖记2》还未上映之前, 阿里鱼与电影出品方安乐影业合作开发的衍生品销售额已超千万元, 其中正版授权的澳捷尔胡巴毛绒公仔销售近20万件, 销售额近400万元。在阿里鱼、授权宝和时光网开展合作之后, 万达电影在衍生品业务领域的布局进一步深化, 上游拥有充足的IP和生产经验, 中游有阿里系与时光网的用户和消费数据, 下游有万达院线和线下销售渠道以及时光网线上销售渠道。

总结来看, 通过推出“衍生π”、收购时光网、与阿里鱼深度合作, 万达电影在衍生品业务上的布局一步步深化。一方面, 公司已经打通从授权、设计到生产、流通的衍生品业务全产业链。另一方面, 公司衍生品销售渠道从线下拓展至线上, 实现线上线下内容同步输出。打通全产业链的衍生品业务精准定位目标客户, 提供高匹配度衍生产品, 深挖客户需求, 从而实现产品制作者、平台和消费者的三方共赢。随着衍生品业务国内市场的打开, 万达电影的衍生品业务收入或会进一步增长。

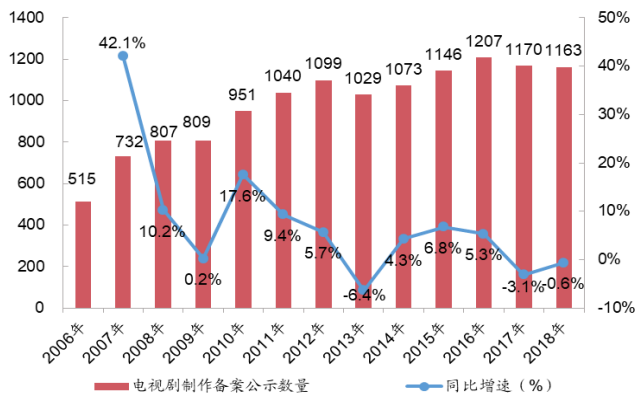
### 3 并购万达影视，全产业链巨舰起航

#### 3.1 影视内容行业政策趋严，游戏版号审批正常化

##### 3.1.1 电视剧行业：电视剧备案发行数小幅下滑，网络端市场兴盛

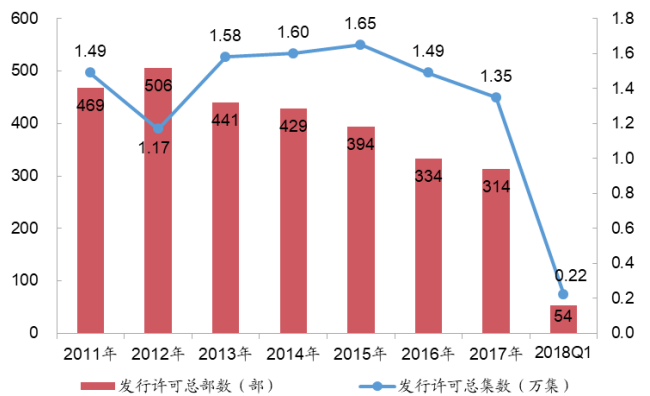
电视剧生产及立项规模有所下滑，行业整体表现较为可观。2017 年电视剧制作备案公示数为 1170 部，较 2016 年下降了五个百分点。2017 年获发行许可证的电视剧规模创 2011 年以来历史新低，仅为 313 部，同比下降 6.3%，并呈现出下滑趋势。

图 54：电视剧备案数量及同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

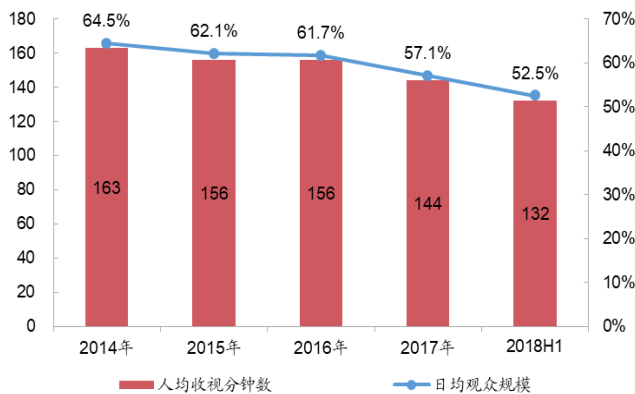
图 55：电视剧发行许可规模



数据来源：首都影视发展智库，西南证券整理

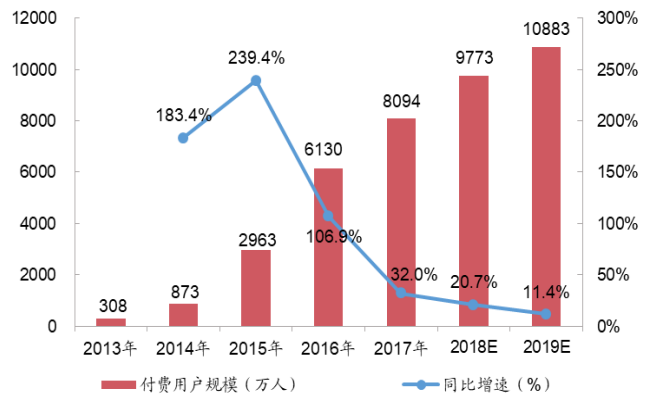
传统电视端行情走低，网络端市场兴盛。2014 年以来，全国人均收视时长不断降低，2018 年上半年人均收视时长比 2014 年缩短了半小时多，主要原因系智能手机与网络的普及对传统电视带来了一定冲击。电视收视总量由 2014 年的 64.5% 下降到 2018H1 的 52.5%，呈逐年下滑态势。2018 年上半年，各大卫视电视剧收视率整体也呈下降趋势。与此同时，网播市场规模不断扩大。2013 年以来，中国网络视频付费用户由 2013 年的 308 万人迅速增长到 2017 年的 8094 万人，尽管增速放缓，但预计该数字将继续增大。网络端付费规模的不断扩大一定程度上反应了大众的视频娱乐习惯正向网络端转移。

图 56：历年电视剧收视情况



数据来源：首都影视发展智库，西南证券整理

图 57：2013 年以来中国网络视频用户付费



数据来源：易观，西南证券整理

“限薪令”出台、网络剧与电视剧同样审查，政策利好正规制片方。2017 年以来，国家针对电视剧行业出台了一系列政策，2017 年 6 月，广电总局《关于进一步加强网络视听节目创作播出管理的通知》提出加强对网络视听节目的监管。2017 年 9 月，广电总局等五部门联合发布《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》，为促进国产电视剧繁荣发展提出了要加强电视剧、网络剧管理等 14 点要求。《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》明确规定了演员片酬的上限。《新闻出版广播影视“十三五”发展规划》提出要将新闻出版广播影视产业做优做大做强，同时版权管理不可忽视。2018 年 11 月，广电总局《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》再次明确强调每部电视剧、网络剧全部演员片酬不超过制作总成本的 40%，其中主要演员不超过总片酬的 70%。

### 3.1.2 游戏行业：版号审批正常化，行业稳定增长

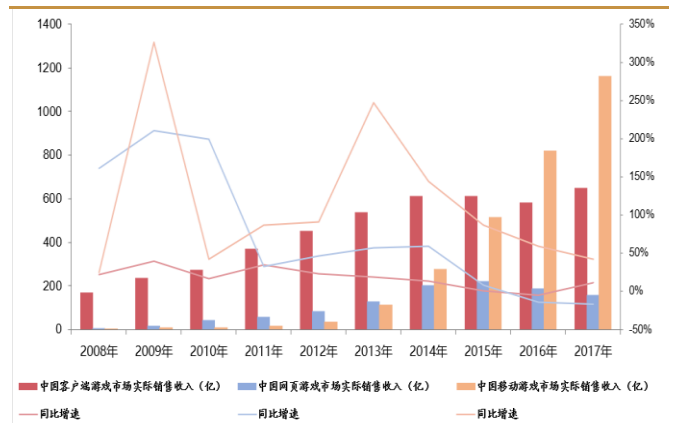
2018 年游戏行业保持稳定增长，但增速放缓。根据伽马数据，2018 年，我国游戏实际销售收入达到 2144 亿元，同比增长 5.3%，与过去几年同期相比，增长幅度出现新低。游戏用户规模 6.3 亿人，同比增长 7.3%，用户规模的增长已经稳定在较低水平。从细分领域来看，移动游戏市场仍占据主要地位，端游与页游市场都出现了缓慢的缩减状况。

图 58：中国游戏市场实际销售收入情况



数据来源：伽马数据，西南证券整理

图 59：中国客户端游戏、网页游戏、移动游戏实际销售收入



数据来源：伽马数据，西南证券整理

游戏行业的收入向头部厂商集中，腾讯游戏和网易游戏占据研发商和发行商双榜的前两位。2017 年，腾讯网易两家公司手游市场收入合计达 885 亿元，占全市场手游收入规模的 76.2%，其中腾讯占 54%、网易占 22.1%。手游市场的集中度仍在不断提高，很多大型公司开始主动寻求跟腾讯公司合作，腾讯也在继续投资游戏业企业，用买买买的战略形成对未来高收入产品供给的持续保障，以及对高价值 IP 商业化机会的把控。

目前 IP 改编已经成为手游市场进入头部行列的重要因素之一，2018 年手游流水 TOP20 中仅 4 款游戏无 IP 加持。伽马数据预测，2018 年 IP 改编手游将占市场份额六成以上。从 2016Q1 到 2018Q3，仅 2018Q1 出现 IP 改编移动游戏收入下滑的情况。目前市场已有 IP 虽然在持续消耗，但企业对于 IP 的储备也在加强，且文化产业的发展形成了对游戏产品持续的 IP 供给，利于未来 IP 改编移动游戏市场收入的提升。

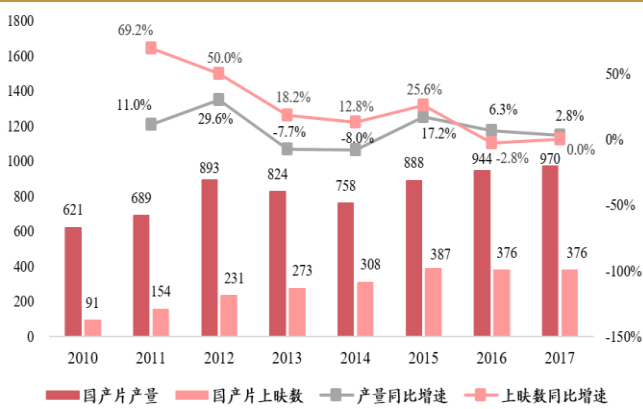
版号审批进入正常化。2018 年 12 月 29 日，国家新闻出版广电总局公布第一批国产网络游戏审批信息，意味着版号正式重开。第一批版号显示审核时间为 2018 年 12 月 19 日，而 2019 年 1 月 9 日公布的第二批过审游戏名单显示审核时间为 2018 年 12 月 29 日，仅相

隔 10 天。此次版号发放落地，意味着游戏版号审批已回归正常。随着后续版号审核的加快落地，游戏板块有望迎来边际改善。

### 3.1.3 电影制发行业：平稳发展，即将步入成熟期

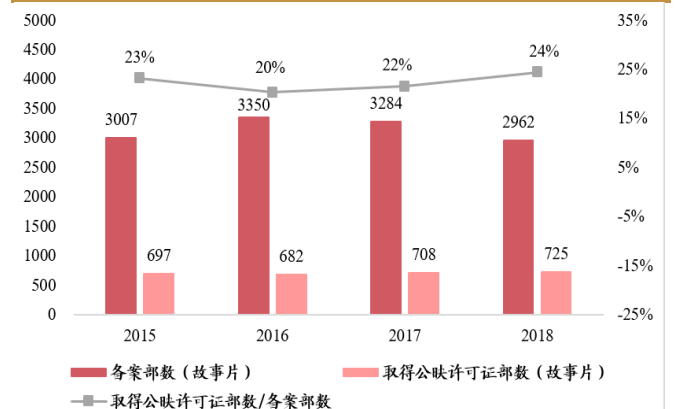
**国产片制发端近年增速放缓，保持平稳发展趋势。**wind 数据显示，在 2012 年国产片年产量增速达到 29.6%，总产量为 893 部，而后下降态势持续两年，自 2015 年后持续增长但同比增速逐渐降低，2017 年的国产片产量达到 970 部，增速仅为 2.8%，保持平稳发展的趋势。根据广电总局的数据，2015-2018 年备案公示的国产故事片数量缓慢上升，取得公映许可证的国产故事片数量稳中有升，2018 年（截止至 11 月末）已达到了 725 部。

图 60：2010-2017 年国产片产量、上映数及同比增速



数据来源：wind、中国产业信息网，西南证券整理

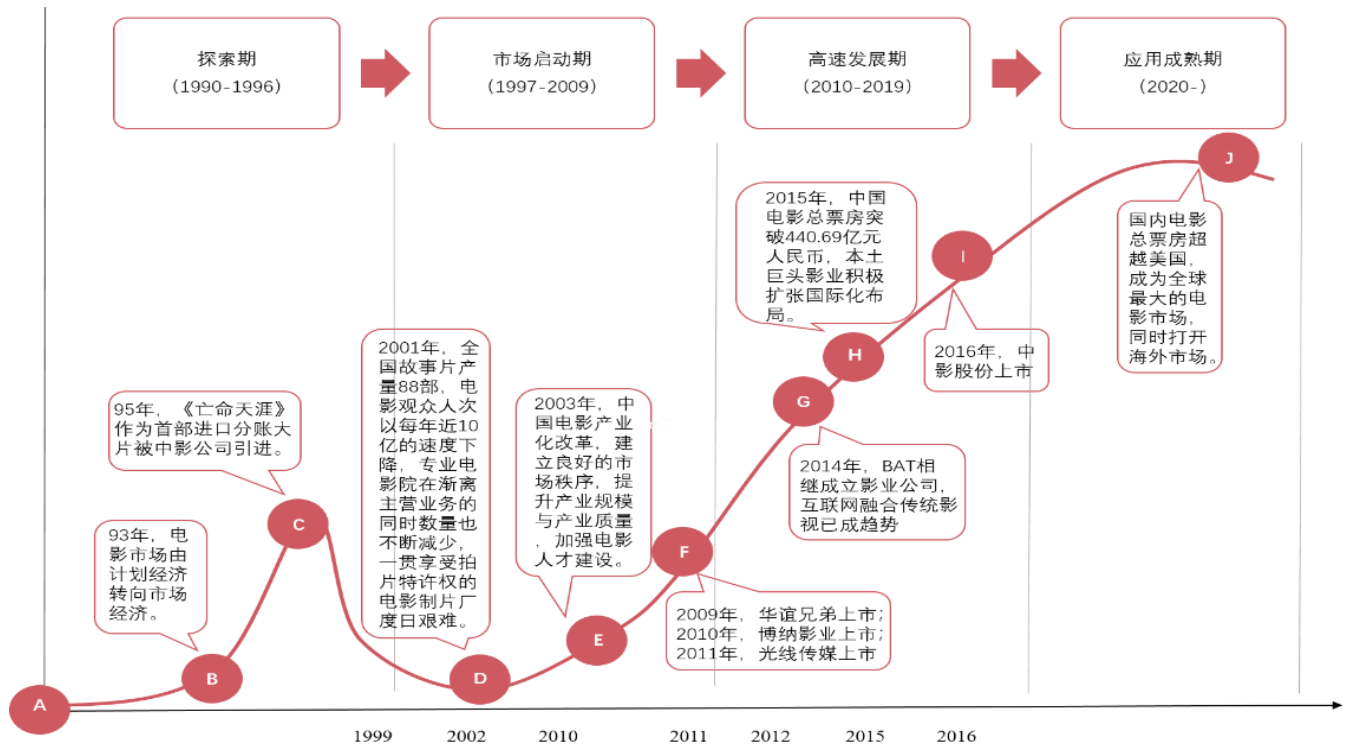
图 61：2015-2018 年备案公示及获准公映的国产故事片数量



数据来源：国家新闻出版广电总局，西南证券整理（注：2018 年的数据截止至 11 月末）

**制片市场竞争激烈，发行市场头部优势明显。**（1）制片市场：2018 年的制片市场对比 2017 年，排名前十的公司排名变动较大，两年皆位列前十的只有天津猫眼微影文化传媒和万达影视传媒两家，排名靠前的公司都是在当年拥有爆款型电影作品（2）发行市场：具有引进资质的中国电影、华夏电影在发行影片数量和票房上均以较明显的优势稳定在前两位，除此之外，天津猫眼微影文化传媒、北京京西文化旅游、光线影业、北京聚合影联文化传媒近两年皆排名前十，表现相对稳定。

图 62: 电影制作发行端即将进入应用成熟期



数据来源: 易观智库, 西南证券整理

### 3.2 万达影视拟作价 105.2 亿注入万达电影，全产业链可期

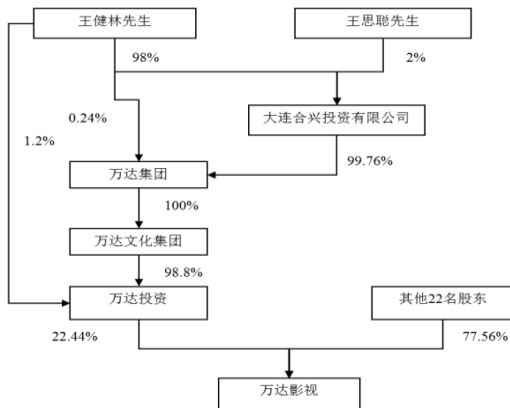
2016 年 5 月 13 日，万达电影公告拟以发行股份及现金支付方式向万达投资等 33 名交易对方购买万达影视、青岛影投和互爱互动等资产，之后万达影视转让青岛影投（传奇影业母公司）予大连万达集团商业管理有限公司，**重组方案搁置。**

**万达电影 2018 年重启万达影视资产重组方案**，2019 年 2 月 22 日发布收购草案修订稿，重组方案更新为以非公开发行股份方式向关联方万达投资等 20 名交易对方购买万达影视 95.8% 股份，交易对价为 105.2 亿元。交易完成后，万达影视将成为万达电影控股子公司，其直接持有万达影视 95.8% 的股权，通过本次交易，万达电影将实现电影投资、制作、发行、放映的全产业链运作，同时实现电影、电视剧、游戏三维 IP 联动。**2019 年 2 月 27 日，万达电影发行股份购买资产暨关联交易事项获得有条件通过。**

万达电影发行股份 3.2 亿股购买万达影视，发行价 33.2 元/股，占发行后万达电影总股本 15.3%，万达影视整体估值 110 亿元。交易完成后，万达电影原有股东股权被小幅稀释，但大股东仍为万达投资，其持股下降为 45.4%，同时新增莘县融智等 20 名股东。在本次交易后，王健林通过万达投资、万达文化集团合计持有万达电影股份 9.9 亿股，占上市公司总股本的 47.6%，万达投资及其一致行动人万达文化集团、莘县融智、李宁合计持有 10.5 亿股，占上市公司总股本的 50.5%，股权结构依然稳定。

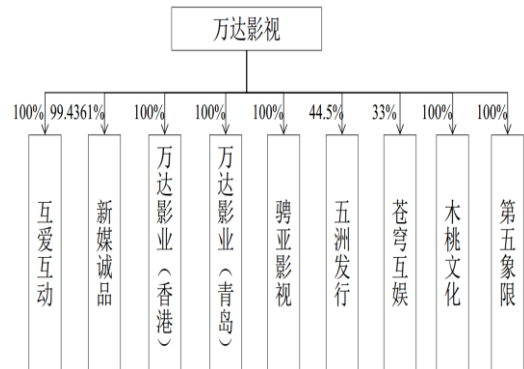
万达影视由万达集团和万达电影于 2009 年成立，是万达集团进入影视行业的开端，其在不到 10 年的时间里成长为国内影视传媒行业的标杆企业，业务范围涵盖影视投资、制作、发行，以及游戏发行、运营，其业务由万达影视旗下 9 家参控股公司运作，其中新媒诚品运作公司电视剧业务，游戏业务主要由互爱互动运作，其联营企业五洲发行为国内发行影片票房排名第七的发行公司。

图 63: 交易完成前万达影视股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

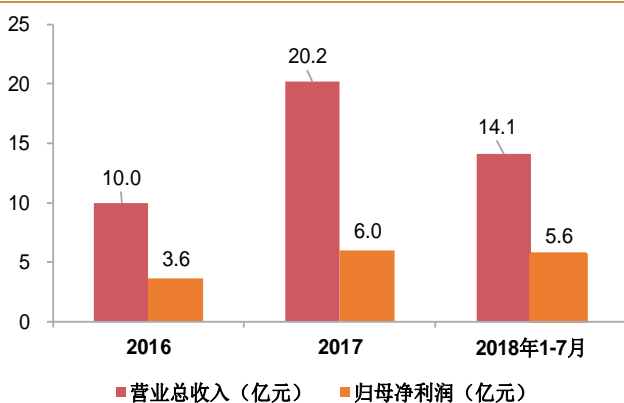
图 64: 万达影视旗下子公司



数据来源：公司公告，西南证券整理

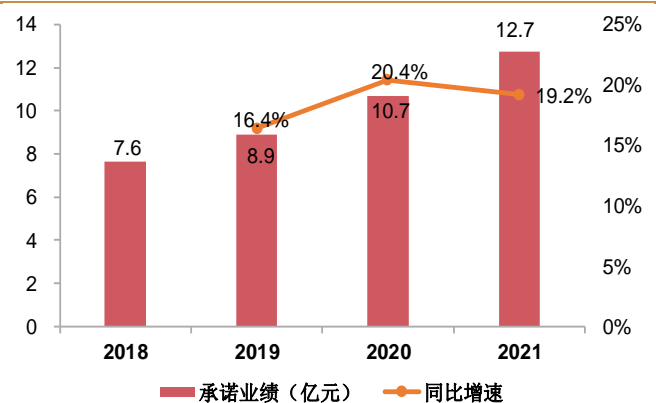
2016-2018 年 1 至 7 月，公司实现营收及归母净利润的大幅上涨，主要原因系：外延并购互爱互动以及新媒诚品带来营收和净利润的上涨，其中互爱互动于 2016 年 5 月并表，新媒诚品于 2017 年 6 月并表；同时电影制作能力和投拍能力的提升带来内生增长，《滚蛋吧！肿瘤君》《唐人街探案》《唐人街探案 2》《我不是药神》等投资作品为万达影视贡献大量票房收入以及版权运营收入。2018 年 1-7 月分别实现营收 14.1 亿和归母净利润 5.6 亿元。在最新更新的草案修订稿中，2018 年万达投资等三家交易对方给出承诺业绩为 7.6 亿元，2019 年为 8.9 亿元，同比增长 16.4%。

图 65: 万达影视营收及归母净利润



数据来源：公司公告，西南证券整理

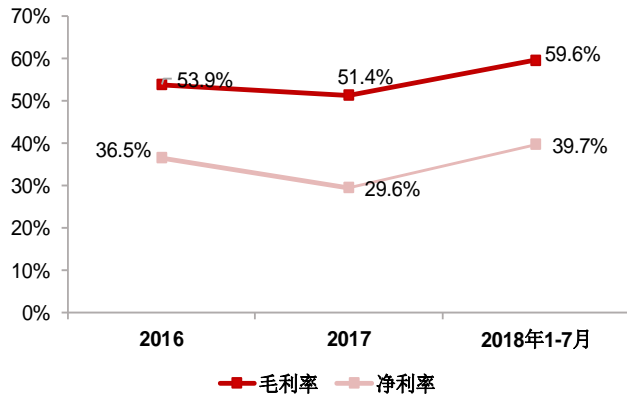
图 66: 万达影视承诺业绩 (亿元)



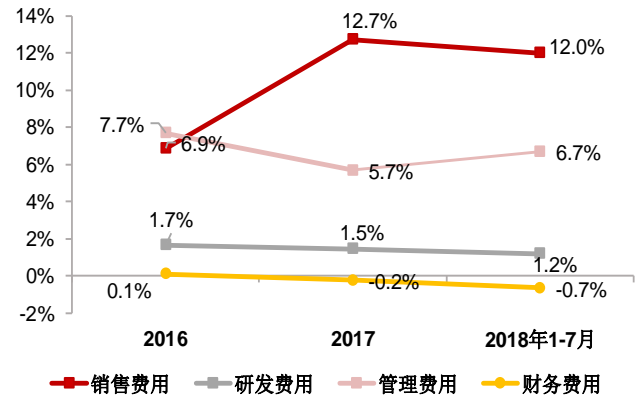
数据来源：公司公告，西南证券整理

万达影视毛利率、净利率波动原因主要是影视内容受排片、市场反响影响较大，使得毛利率差异较大，2018 年 1-7 月毛利率上升主要系《唐人街探案 2》反响超出预期，电影业务利润贡献增长的原因。期间费用方面，2017 年销售费用率波动因电视剧业务和游戏业务规模扩大导致；2017 年管理费用率下降主要系影视业务管理工作规模效应显现；研发费用和

财务费用率基本平稳，财务费用率为负主要是由万达影视的外币性货币项目汇率变动产生了汇兑损益所致。

**图 67: 万达影视毛利率、净利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

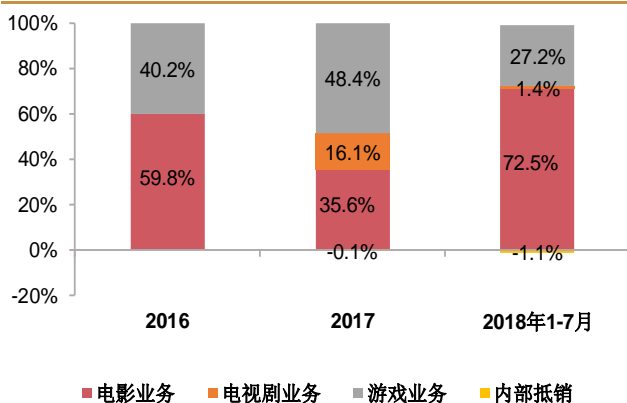
**图 68: 万达影视四大费率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

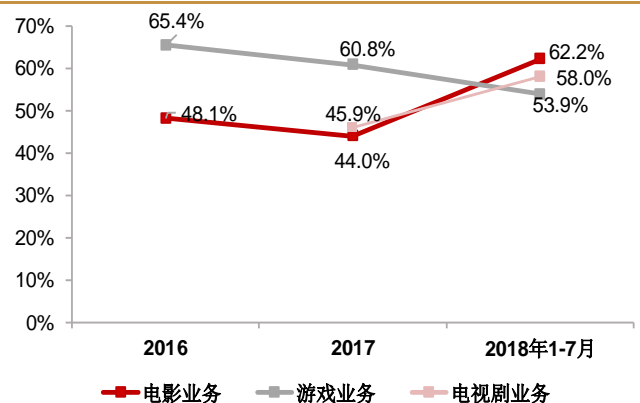
### 3.3 影、视、游三栖传媒企业，电影贡献大部分利润

万达影视业务范围涵盖电影和电视剧的投资、制作和发行，以及网络游戏运营和发行；公司将其业务划分为电影、电视剧、游戏三块单独核算，其中，电影和游戏板块为其主要毛利贡献业务，2018年1-7月电影板块贡献6.1亿元毛利，游戏板块贡献2.3亿元，电视剧板块贡献0.1亿元。

电影业务毛利率随当年影片表现波动，因《唐人街探案2》取得34亿元的高票房，2018年电影业务毛利率大幅上升；游戏业务毛利率呈下降趋势，主要原因系互爱互动与分成比例更高的游戏研发合作方推出的游戏贡献的营业收入占比有所上升，导致分成成本相应上升；电视剧业务毛利率随电视剧表现波动而波动。

**图 69: 万达影视各项业务毛利润构成**


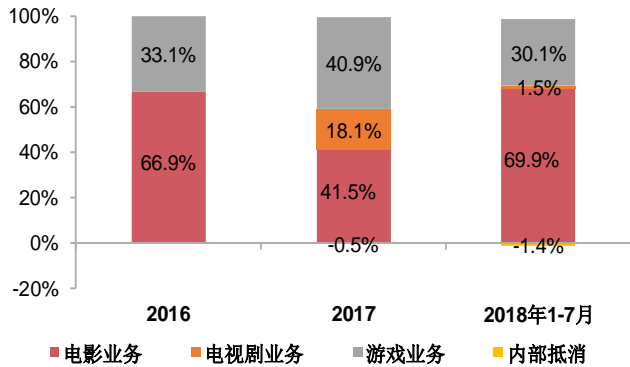
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 70: 万达影视各项业务毛利率**


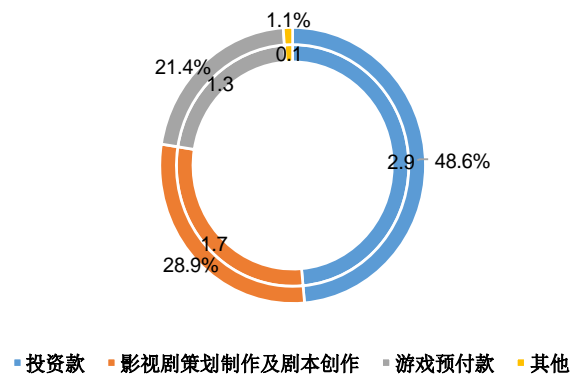
数据来源：公司公告，西南证券整理

电影业务为万达影视核心营收贡献业务。2017年电视剧业务营收由新媒诚品并表之后贡献；考虑内部抵销，2018年1-7月电影业务贡献近70%营收，游戏业务贡献约30%，因当年没有电视剧完成首轮发行，因此电视剧贡献仅1.5%，全为往期电视剧贡献营收。从预

付款来看,未来公司营收主要由电影、电视剧贡献,但可能因作品反响不及预期导致波动较大,游戏业务占比或将扩大,三块业务逐渐均衡。截至2018年7月31日,万达影视预付款项共计约6亿元,其中项目投资款2.9亿元,占比达48.6%,影视剧策划制作及剧本创作预付款为1.7亿元,占比28.9%,游戏预付款为1.3亿元,占比21.4%。

**图 71: 万达影视营收构成**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

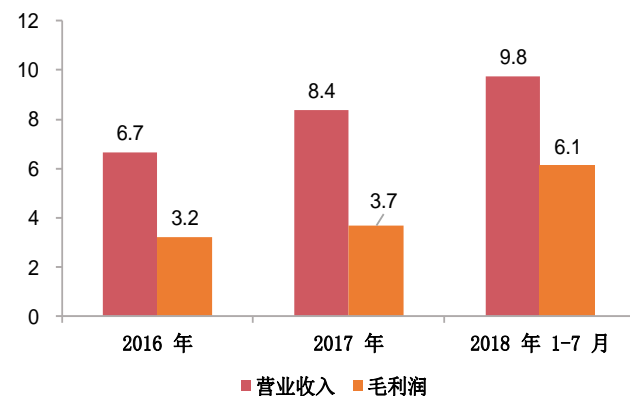
**图 72: 万达影视预付款项构成 (亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

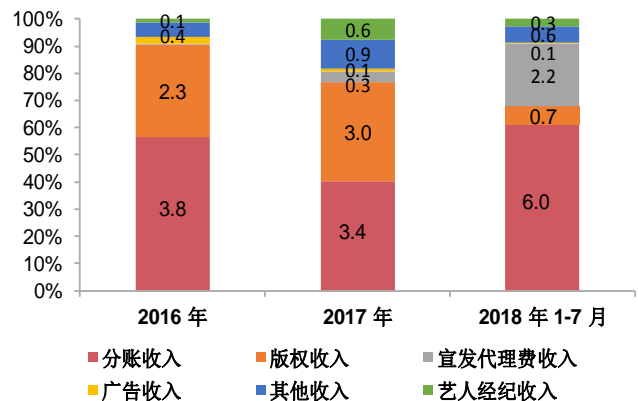
### 3.3.1 国内领先的电影投拍公司, 储备项目、“菁英”人员丰富

万达影视为国内领先的电影投资、制作公司,其投资电影代表作品有《新警察故事》、《滚蛋吧!肿瘤君》、《火锅英雄》、《唐人街探案》、《唐人街探案2》等。2017年,万达影视所投资影片的票房总计为158.4亿元,约占国内总票房的28.3%。

电影业务也是万达影视的最核心营收贡献业务,营收及毛利润逐年上升,2018年1-7月电影业务实现营收9.8亿元,实现毛利6.1亿元,增长原因主要系当年影片市场反响出色。电影业务营收由分账收入、版权收入、宣发代理收入及其他收入等构成,其中分账收入及版权收入为核心来源。收入构成来看,在核心的分账收入之外,公司还大力开发版权运营、宣发代理、广告等其他收入,扩大单部影片利润贡献,融合产业链上下游,拓宽盈利渠道。

**图 73: 万达影视电影业务营收及毛利润 (亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 74: 万达影视电影业务营收构成**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

万达影视具备业内领先的电影制作能力以及投拍能力，并且有万达集团雄厚的资金背景支持。万达影视主要的投资影视项目如下表所示，以《唐人街探案 2》为例，其于 2018 年春节档上映实现 34 亿元的高票房收入，万达影视投资比例达到 54.5%，《唐人街探案 2》为万达影视带来高额利润，并提升了 2018 年公司整体毛利率。此外还有《滚蛋吧！肿瘤君》《寻龙诀》等成功项目。

**表 13: 万达影视部分电影产品**

序号	项目	上映日期	票房 (亿元)	投资比例	主投/参投
1	唐人街探案 2	2018 年 2 月 16 日	34.0	54.5%	主投
2	寻龙诀	2015 年 12 月 18 日	16.8	50.0%	主投
3	唐人街探案	2015 年 12 月 31 日	8.2	50.0%	主投
4	神奇女侠	2017 年 6 月 2 日	8.2 亿美元 (全球) 6.1 亿元 (中国)	7.5%	参投
5	英伦对决	2017 年 9 月 30 日	5.4	30.0%	参投
6	警察故事 2013	2013 年 12 月 24 日	5.3	62.5%	主投
7	滚蛋吧！肿瘤君	2015 年 8 月 13 日	5.1	51.0%	主投
8	缝纫机乐队	2017 年 9 月 29 日	4.6	15.0%	参投
9	北京爱情故事	2014 年 2 月 14 日	4.1	60.0%	主投
10	火锅英雄	2016 年 4 月 1 日	3.7	30.0%	参投
11	快把我哥带走	2018 年 8 月 17 日	3.7	60.0%	主投
12	催眠大师	2014 年 4 月 25 日	2.7	100.0%	主投

数据来源：公司公告，西南证券整理

万达影视具备丰富的电影项目储备、IP 储备、资源储备。即将上映的影片储备有热门 IP 《全职高手》、《诛仙》、《鬼吹灯》等；此外还有《寻龙诀》系列、《唐人街探案》系列、《斗破苍穹》系列、《西域列王纪》系列等已积累人气的系列影片正在筹备中。万达影视凭借其多年从业经验，积累了优质《鬼吹灯》《斗破苍穹》《西域列王纪》《折叠城市》等大量优质 IP，并且与国内大量导演、编剧、制片人、演员工作室都建立和有良好的合作关系，具备大量优质资源。

**表 14: 万达影视预计上映电影项目储备**

序号	名称	计划参与方式	投资比例	资金来源	分成方式	预计上线时间	主要剧组成员	目前进展
1	熊出没 6	参投	10%	自有资金	比例分成	2019 年第一季度	动画	制作中
2	情圣 2	参投	10%	自有资金	比例分成	2019 年第一季度	肖央、吴秀波、白百合	拍摄中
3	沉默的证人	主投	30%	自有资金	比例分成	2019 年第二季度	张家辉、杨紫	完成拍摄
4	全职高手	主投	30%	自有资金	比例分成	2019 年第三季度	动画	制作中
5	诛仙	参投	25%	自有资金	比例分成	2019 年第三季度	肖战、孟美岐	策划中
6	鬼吹灯之天星术	主投	40%	自有资金	比例分成	2019 年第四季度	张涵予、姜武、卢靖姗	筹备中

数据来源：公司公告，西南证券整理

万达影视注重电影内容运营和 IP 运营，公司将投拍电影网上播映权出售给流媒体，或将获得 IP 授权给其他制作方投拍，获取版权运营收入。当前流媒体渠道已成为传统院线发行放映的重要补充，线上渠道上新片速度越来越快，版权运营收入也成为万达影视电影业务

营收的重要构成部分。2016年腾讯视频应收账款3400万元,为应收账款余额排名第四,2017年爱奇艺应收账款近2亿元,占应收账款总额14.3%,排名第一。

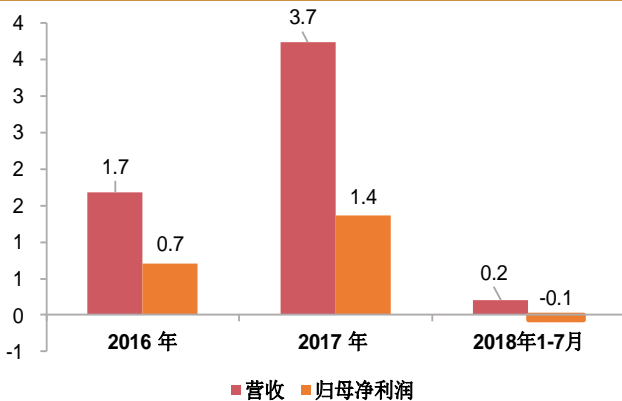
**“菁英+”战略,助力万达进阶电影工业化。**万达于2017年的“万达之夜”启动“菁英+”计划,其中“菁英+导演”计划第一期中签约的3名青年导演中的两部作品均已拍摄完毕,其中白雪的《过春天》在国内外电影节中斩获大奖,从开发制作到上映宣发,万达为白雪和其他青年导演提供所需要的资源。在2018年年初启动的“菁英+编剧”的“未来大师工作坊”项目中,万达将目标定位于媒体工作者转型编剧,以全公益的形式邀请国内外知名编剧大师现场授课,最终签约1名编剧,孵化1个全概念IP,深耕2个剧本。2018年,第二期的“菁英+”导演及编剧计划业已启动。除了编剧和导演之外,“菁英+”计划的长期目标在于培育导演、编剧、制片、艺人、摄影、美术等全产业链人才,给予他们平台和资源,也加大了万达影视内容制作和项目及人才储备的深度和广度,助力其进阶电影工业化。

### 3.3.2 新媒诚品运作电视剧业务,项目储备优质

万达影视电视剧业务主要由新媒诚品运作,新媒诚品成立于2012年,曾于2015年挂牌新三板,于2017年终止新三板挂牌,并完成股权交易,于2017年6月并表万达影视。其业务范围主要是电视剧作品的投资、制作、发行及衍生业务,每年产出2-3部电视剧,并参与部分电视剧发行。

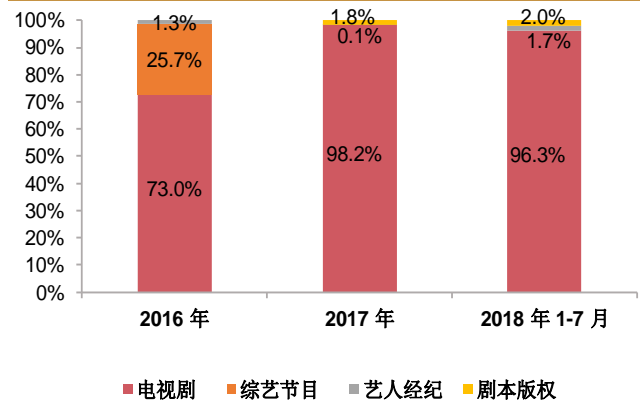
新媒诚品2017年营收及净利润实现大幅增长,营收同比增长121.7%,归母净利润同比增长92.6%,主要来自于其参与制作并在该年度完成首轮发行的电视剧《战地枪王》、《亲爱的她们》等。2018年1-7月,新媒诚品实现营收及归母净利润有所下降,主因系截至2018年7月末尚未完成电视剧首轮发行。新媒诚品主要收入来源于电视剧投资、制作、发行,2018年1-7月占比达96.3%。2016年-2018年1-7月新媒诚品毛利率分别为51.2%、45.1%、58%,主要受影片反响波动影响。

图 75: 新媒诚品营收及归母净利润 (亿元)



数据来源:公司公告,西南证券整理

图 76: 新媒诚品营收构成



数据来源:公司公告,西南证券整理

**新媒诚品具备丰富的电视剧项目运营经验以及稳定的项目储备。**新媒诚品每年发行2-3部电视剧,早期投拍了《贤妻》《绝地枪王》等至今仍在售出的电视剧,长期为公司贡献利润,近期参投的《正阳门下小女人》上线68天,获得17.8亿播放量。未来已拍摄完成可能确认收入的参投电视剧《如果可以,绝不爱你》、《锅盖头》、《隐秘而伟大》等均阵容优质,预期为新媒诚品带来可观收益。

**表 15: 新媒诚品部分电视剧产品**

序号	电视剧	上映日期	主投/参投	投资比例
1	贤妻	2013年3月3日	主投	50%
2	绝地枪王	2014年9月29日	主投	85%
3	如果爱可以重来	2015年3月13日	主投	80%
4	战地枪王	2017年7月5日	主投	73%
5	梦想越走越近	2017年10月9日	主投	70%
6	亲爱的她们	2017年12月10日	主投	90%
7	正阳门下2	2018年10月16日	参投	30%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**表 16: 新媒诚品未来年度可能确认收入主要电视剧/网络剧**

序号	名称	参与方式	资金来源	分成方式	预计上线时间	剧组成员	目前进展
1	一念时光	主投	自有资金	按比例分成	2018年第四季度	佟梦实、王鹤润	拍摄完成
2	如果可以, 绝不爱你	参投	自有资金	按比例分成	2019年第一季度	张天爱、盛一伦、郑伊健、关晓彤	拍摄完成
3	锅盖头(伞兵魂)	参投	自有资金	按比例分成	2019年	贾乃亮、李纯	拍摄完成
4	隐秘而伟大	参投	自有资金	按比例分成	2019年	李易峰、金晨、王泷正、牛骏峰	拍摄完成

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

未来影视板块依然是万达影视的主要业绩贡献业务之一, 当前万达影视原材料储备中, 剧本共有 12 项, 共计余额 6661 万元。其中《大耍儿之西城风云》仅为电影剧本版权, 其余均为完整剧本版权, 其中《西域列王纪》、《兰因璧月》、《没关系, 是爱情啊》、《十万个冷笑话》等均是已有热度的高价值版权, 未来影视板块盈利能力可期。

**表 17: 万达影视剧本(原材料)余额**

序号	项目	类型	余额(万元)	改编权授权期限
1	大耍儿之西城风云	电影剧本版权	1698.1	2016.7.25-2021.7.24
2	西域列王纪	剧本版权	855.6	2015.8.26-2020.8.25
3	百炼成妻	剧本版权	547.2	原创
4	白刃	剧本版权	438.7	2012.12.14-2021.12.13
5	深圳合租记	剧本版权	396.2	2018.3.16-2023.3.15
6	头号前妻	剧本版权	358.5	2018.3.16-2023.3.15
7	密会	剧本版权	339.6	原创
8	兰因璧月	剧本版权	305.7	2017.11.1-2021.10.31
9	百年新娘	剧本版权	283.0	原创
10	没关系, 是爱情啊	剧本版权	235.9	2016.6.23-2021.6.22
11	十万个冷笑话	剧本版权	212.9	2017.3.10-2020.8.31
12	外星人家族等 18 个项目	剧本版权	989.8	

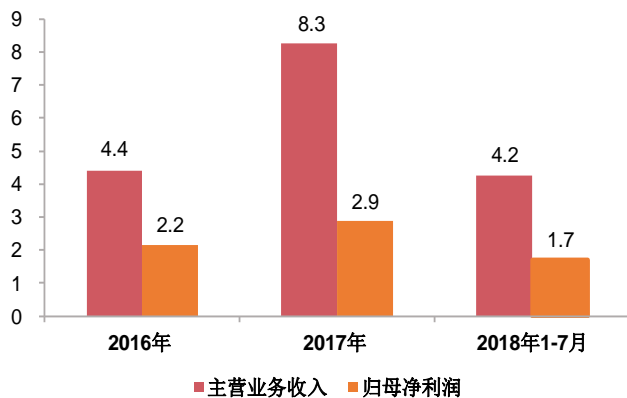
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3.3.3 互爱互动业绩贡献突出，手游营收占比 80%

万达影视游戏业务主要由互爱互动运作，其成立于 2011 年，推出《胡莱三国》《斩仙》等多款精品页游，《全民斩仙》、《新神曲》、《火柴人联盟》等多款精品手游，其发行的社交游戏《胡莱三国》是国内排名第一的社交游戏。互爱互动于 2016 年 2 月整合了原母公司游戏发行业务，剥离研发业务，随后 5 月进入万达影视合并范围，有效推动万达影视业绩增长，并拓宽了万达影视业务范围，形成影、视、游三个板块业务联动的格局。

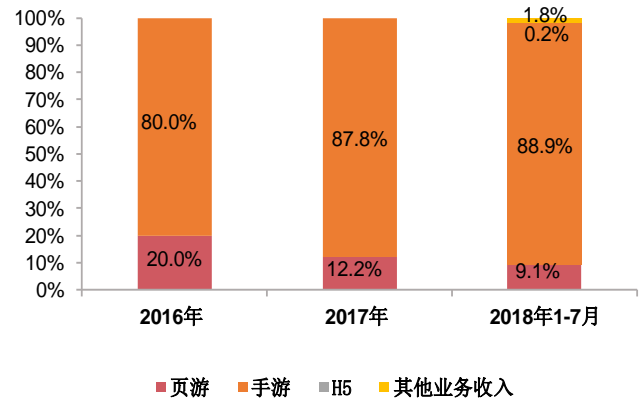
**发行手游贡献 80% 以上营收。**互爱互动 2017 年营收快速增长，较 2016 年实现 87.0% 的增长，主要原因是该年度新上线的四款游戏《胡莱三国 2》、《豪门足球风云》、《射雕英雄传》和《勇者大作战》市场表现良好，超出预期。2018 年 1-7 月营收增速有所下降主要原因系新上线游戏较少，营收主要由前期上线游戏贡献。因剥离分成成本较低的研发业务，游戏分成成本上升，毛利率下降导致利润率下降。互爱互动有丰富的产品储备，如《胡莱三国 3D》、《全民斩仙 2》、《中超风云 2》等，能持续提升公司盈利能力。此外，互爱互动还构建了以苹果、腾讯双平台为核心，以安卓联运及运营商渠道为重要组成部分的立体化渠道发行体系。

图 77：互爱互动营收及归母净利润（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 78：互爱互动营收构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

**互爱互动具备丰富的产品体系、项目储备和发行体系。**游戏类型覆盖 SLG、ARPG、ACT，产品覆盖 PC 端和移动端，题材涵盖仙侠、西游、体育、二次元等，多款游戏运营良好，月流水峰值均在 1000 万元以上。此外互爱互动还有丰富的产品储备，如《胡莱三国 3D》、《全民斩仙 2》、《中超风云 2》等，能持续提升公司盈利能力。还构建了以苹果、腾讯双平台为核心，以安卓联运及运营商渠道为重要组成部分的立体化渠道发行体系。

表 18：互爱互动部分游戏产品

序号	游戏名称	游戏类型	公测日期	游戏题材	游戏类型	报告期内月流水峰值 (万元)
1	斩仙	网页游戏	2012 年 11 月	仙侠	ARPG	1001.4
2	神仙劫	网页游戏	2017 年 3 月	西游	ARPG	1101.7
3	新神曲	移动网络游戏	2013 年 12 月	西方魔幻	ARPG	1069.9
4	全民斩仙	移动网络游戏	2014 年 3 月	仙侠	ARPG	1027.7
5	中超风云	移动网络游戏	2015 年 12 月	体育	SLG	1573.9
6	战舰少女 R	移动网络游戏	2016 年 3 月	二次元	SLG	1147.2

序号	游戏名称	游戏类型	公测日期	游戏题材	游戏类型	报告期内月流水峰值 (万元)
7	盗墓风云	移动网络游戏	2016年9月	玄幻	ARPG	3351.9
8	小小军团: 合战三国	移动网络游戏	2016年10月	三国	SLG	1813.9
9	勇者大作战	移动网络游戏	2017年4月	动漫	放置类	3487.5
10	豪门足球风云	移动网络游戏	2017年6月	体育	SLG	4474.2
11	胡莱三国 2	移动网络游戏	2017年6月	三国	SLG	9096.3
12	射雕英雄传	移动网络游戏	2017年7月	武侠	ARPG	3516.8
13	大圣归来棒指灵霄	移动网络游戏	2017年3月	西游	MMOARPG	1824.3
14	天生不凡	移动网络游戏	2017年12月	仙侠	ARPG	4955.7
15	绝世武林	移动网络游戏	2018年5月	武侠	ARPG	9135.8

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3.4 纵向形成全产业链闭环, 横向实现影视游联动

注入万达影视为万达电影从纵横两个方向拓展了业务生态: 纵向来看, 万达影视丰富的电影投资、制作、发行经验可延长万达电影电影业务产业链, 在万达电影原有院线、放映业务、衍生品销售的基础上实现电影业务生态闭环, 集影投、院线、影院一体, 形成已有的超1亿会员资源基础上落实“会员+”战略的基础; 横向来看, 万达影视新并购的互爱互动、新媒诚品给万达电影带来电视剧、游戏业务, 丰富了万达电影的业务板块, 同时三个业务板块还将产生IP效应联动, 实现“360°IP”战略。

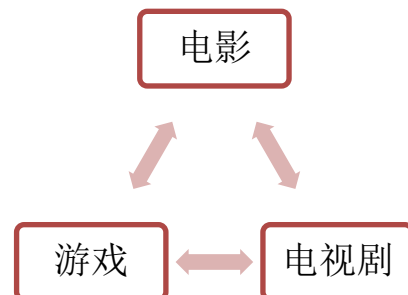
- **纵向:** 万达电影已经积累1亿会员资源, 拥有领先的电影放映会员系统, 会员资源、电影放映环节和衍生品销售环节对消费者观影和购买行为的理解与观察, 将为电影投资制作的决策提供数据支持; 万达影视投拍的电影产品配合万达电影旗下的宣传发行, 又将促进终端电影放映, 提升衍生品销量, 扩大会员规模。
- **横向:** 电影、电视剧、游戏中任一板块反响良好的IP可拓展到另两个业务板块运作, 开发多种类型产品, 全方位挖掘IP价值; 同一IP开发的不同产品, 公司可作一个整体运行, 适当选择投放市场的时机和宣传方式, 最大化IP价值。

图 79: 纵向实现电影全产业链闭环, 落实“会员+”战略



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

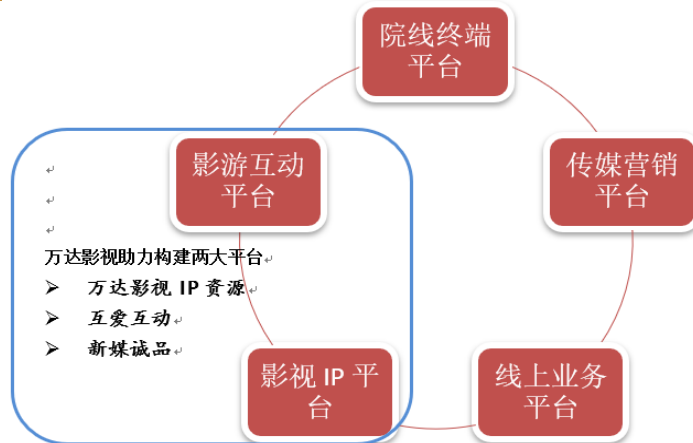
图 80: 横向实现影、视、游联动, 落实“360°IP”战略



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

纵横联合，万达影视和万达电影合体搭建院线终端平台、传媒营销平台、影视 IP 平台、线上业务平台、影游互动平台为一体的业务体系，其中影视 IP 平台和影游互动平台中，万达影视的资产注入起到至关重要的作用。万达影视的 IP 资源和丰富的电影、电视剧项目运营经验为影视 IP 平台的重要构成，万达影视的游戏发行业务为影游互动平台的基础构成。

图 81：万达影视五大平台业务体系



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 集团产业全方位强化万达电影，集团品牌聚拢合作伙伴

万达集团创立于 1988 年，形成商管、文化、地产、金融四大产业集团。2017 年企业资产 7000 亿元，收入 2273 亿元，位列财富世界 500 强第 380 位。万达电影背靠万达集团，与万达集团旗下商管、文化、地产等产业集团协同发展，能够全方位加强万达电影的运营能力、文娱资源、品牌效应等；同时万达集团这一强大的资金以及资源背景增强了万达电影的合作伙伴聚拢能力。

### 4.1 背靠万达集团，与文化、地产、商管等产业集团协同

万达文化集团是中国领先的文化企业。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，已成为万达新的支柱产业。其中，**万达影视集团**形成电影制作、发行、放映全产业链，拥有美国 AMC、欧洲欧典、中国万达院线等院线，全球开业 1551 家影院，16000 块屏幕。**万达宝贝王集团**是中国领先的儿童产业连锁企业，以 IP 创作、传播、衍生品为核心，集儿童教育、游乐、美食、零售于一体，已在全国开业 182 家宝贝王乐园、51 家早教中心。**万达文旅集团**是中国领先的文化旅游创意、品牌输出管理企业，拥有大型文化旅游城规划设计、建设、运营全产业链。已开业 6 个万达城，在建 7 个万达城。**万达体育集团**是全球领先的体育公司，是国际足联、国际篮联等十多个世界体育组织全球或中国独家商业伙伴，在超过 20 个国家运营足球、冰雪、自行车、篮球等二十多项体育运动。

万达文化集团与电影全产业链、IP 生产和衍生品、线下实景娱乐等方面协同。

- 1) **影视集团**。万达影视集团拥有影视投拍、宣发、海外院线等业务条线，传奇影业、青岛东方影都、五洲发行等能够与万达电影以及万达新注入资产万达影视联动，增强万达电影投拍、宣发等上游产业实力；同时覆盖美国、欧洲、澳大利亚的院线以

及全球化制片厂传奇影业能够增强万达电影产品海外宣发以及播映势力，扩大万达电影海外影响力。

- 2) **宝贝王集团。**宝贝王旗下拥有 IP 创作、衍生品、宝贝王乐园、早教中心等业务条线，其中 IP 创作能够与万达电影电影、电视剧、游戏业务结合，衍生品则可以与万达电影影院已有衍生品推广销售业务联合销售，宝贝王乐园和早教中心等实体业务可以与万达广场、万达影院嫁接。
- 3) **文旅集团。**文旅集团旗下的主题娱乐公司、文化旅游研究院等都可以万达电影实景娱乐项目合作，相互取长补短。同时万达电影还与文投控股有线下实景娱乐合作，未来在实景娱乐方面万达电影可有更多的空间。

图 82：万达文化集团结构体系

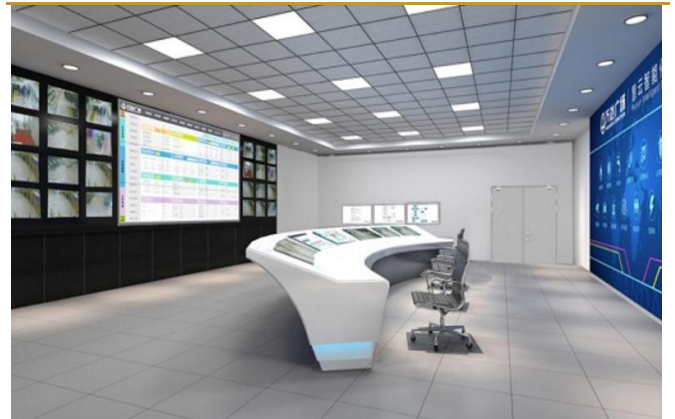


数据来源：公司官网，西南证券整理

万达商管集团是全球领先的商业物业持有及管理运营企业。万达广场是全球商业领先品牌，集社交、娱乐、美食、零售功能于一体，形成独立大型商圈，打造城市中心。截至 2017 年底，已在全国开业北京 CBD、上海五角场、成都金牛、昆明西山等 235 座万达广场，持有物业面积 3151 万平方米，年客流 31.9 亿人次。2018 年开业万达广场 49 个（不含转让资产项目），新增持有物业 452 万平方米。慧云智能化管理系统由万达自主研发、具有知识产权，集成消防、能源、客流等 16 个子系统，实现对商业中心全方位、智能化的管理，是全球领先的商业建筑智能化管理系统。

**图 83: 万达广场—独立大型商圈**


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

**图 84: 慧云智能化管理系统**


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

**拥有地产基因, 具备快速跨区域扩张能力。**根据 2018 万达商业会招商手册的数据, 2019 年计划开业的万达广场共 41 家。影院方面, 万达电影 2019 年计划新开张 80-100 家电影院, 其中 40-50 家将建在万达广场里, 万达电影与万达商业地产的互利合作更增强其跨区域扩张能力, 优质的商业广场项目可保证影院获得在位置、规划、人群、消费以及物业服务等方面的优越性, 而优质的影院也为商业广场带来消费客流和氛围, 增加其商业价值和文化娱乐价值。万达商业地产在全国的快速扩张为万达电影的拓展奠定了基础和强有力的支撑, 此外, 万达电影与国内多家知名商业地产均建立了良好的合作关系, 也是万达电影跨区域扩张能力的重要组成部分。

**沿用万达商管集团已有管理经验。**万达集团已有 30 年历史, 万达广场的多年运营已经积累下足够丰富的管理经验, 万达电影影院的管理能力将受益于万达集团的管理体系和经验。商业地产万达广场的管理经验更将直接提升万达电影的管理能力, 新开业影院可直接沿用万达广场和已开业影院的管理经验和管理体系, 缩短新开业影院的管理磨合期, 加快收回成本。

## 4.2 联姻阿里&文投, 聚拢行业头部合作伙伴

2018 年 2 月 6 日, 万达电影发布权益变动公告, 称大股东万达投资分别转让股份 6000 万、9000 万予文投控股设立的有限合伙信托制基金及阿里巴巴关联方臻希投资, 转让完成后分别占万达电影总股本 5.1% 和 7.7%, 交易对价分别为 31.2 亿和 46.8 亿元。签订股权转让协议同时还与文投控股和阿里巴巴建立战略合作。

**与文投控股在影投、影院、院线、实景娱乐、产业投资等方面展开合作。**文投控股主营业务为电影、电视剧、游戏、影院、广告, 其控股股东北京文化投资发展集团是首都文化创意产业重要的投融资平台, 着力推进北京市文化创意产业提升发展, 文投集团在电影产业已投资耀莱影城、怀柔影视基地、环球影城等项目。万达电影与其将在院线加盟、电影映前广告、影片投资、影院设备管理运维、线下实景娱乐、产业股权投资等方面开展合作, 能够全方位加强万达电影作为一个院线、影投、影院三合一企业的实力, 也能借力万达集团地产基因同时联合文投加强实景娱乐合作, 最大化 IP 价值。

**表 19: 万达电影与文投控股合作内容**

合作项目	合作内容
院线加盟	文投控股旗下所有影院加盟万达院线。
电影映前广告	万达电影独家全权代理文投控股旗下所有影院映前广告业务。
影片投资	促成双方关联方相互开放未来拟主控投拍的境内外影片片单，并相互有权参与投资和发行对方主控投拍的电影。
影院设备管理运维	由万达电影为文投控股旗下所有影院提供技术运维服务，提供 NOC 系统接入以及其他技术支持。
线下实景娱乐合作	共同开发优质 IP 内容，植入文化类主题的线下实景娱乐项目并参与运营管理，拓展文化多类型产业链，以实现 IP 的最大化价值和收益。
联合股权投资	双方将共同投资优质的文化类产业标的，扩展双方文化产业布局，打通文化全产业链。

数据来源：公司官网，西南证券整理

万达电影与阿里巴巴在宣发、投拍、在线票务、广告、衍生品等方面展开合作。阿里巴巴是国内领先的互联网企业，资金雄厚。且其文娱布局广泛，拥有丰富的文娱资源，阿里“大文娱”覆盖阿里影业、优酷、UC、阿里音乐、阿里文学、阿里游戏、大麦网等方面，同时还有在线票务淘票票、电商平台淘宝和天猫。与阿里巴巴的合作能极大增强万达电影品牌效应，稳固其国内电影行业领先地位；同时还能够扩张万达电影的资源，增强其宣发、投拍、票务、广告、衍生品推广等方面业务的能力。

**表 20: 万达电影与阿里巴巴合作内容**

合作项目	合作内容
电影发行	将在电影发行方面开展宣发合作。
影片投资	将互相开放未来拟主控投拍的影片片单，优先参投对方主控投拍的电影。
在线票务平台	将基于各自在线票务平台开展深入合作。
广告	将发挥各自资源优势，在广告方面开展深入合作。
衍生品推广销售	将发挥各自优势，就电影衍生品业务开展全面合作。

数据来源：公司官网，西南证券整理

背靠万达集团，具备聚拢行业头部合作伙伴能力。2016 年，万达与索尼影视娱乐达成战略合作。2017，万达不断聚拢行业里最头部的合作伙伴，先后与 COSTA、博纳影业、腾讯、阅文、派拉蒙影业、海润影业等签署合作协议，在资本、影片、IP、加盟、广告等多方面都建立起合作版图，万达电影在国内电影市场的地位不断稳固。

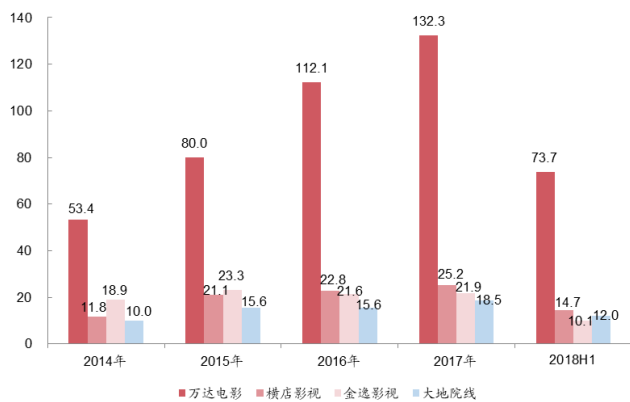
## 5 财务分析

我们从公司业绩、盈利能力、运营能力、商誉等多方面对万达电影的财务状况进行剖析。

### 业绩分析：万达电影营收与归母扣非净利润领先行业且稳步增长

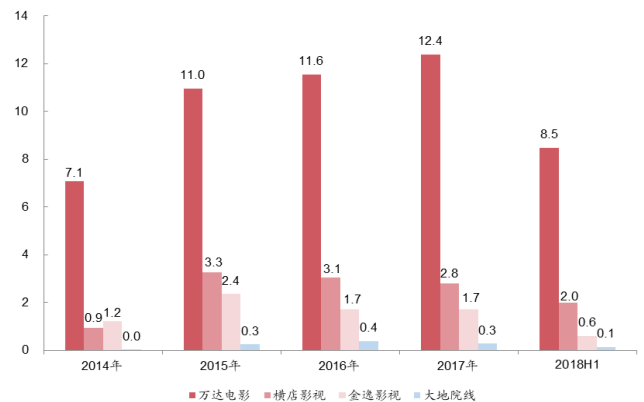
从业绩对比情况上看，电影行业公司的营收整体呈现上升趋势，万达电影营收规模近年一直位于行业榜首，2016、2017 年公司营收同比增速分别为 40%、18%，2018 年三季度增速为 7%，尽管增速有所下滑，但在大环境压力下相比于行业仍表现良好。在扣非后归母净利润方面，万达电影遥遥领先于行业，历经 2015 年的迅速增长之后，2016 年以来公司步入稳定增长期，近三年公司的扣非后归母净利润同比增速呈现稳步上升态势。

图 85：电影行业上市公司营业收入（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 86：电影行业上市公司归母扣非净利润（亿元）

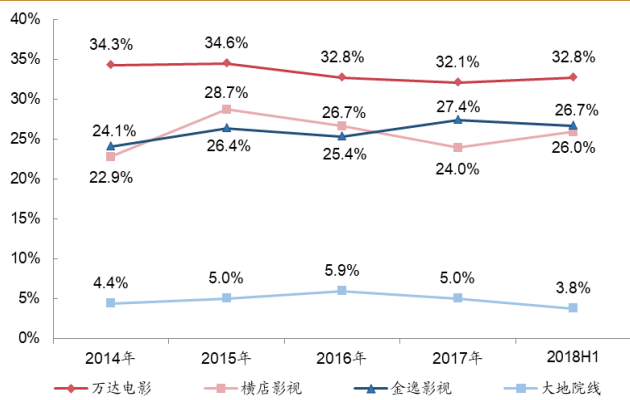


数据来源：wind，西南证券整理

### 盈利能力分析：毛利率、净利率有所下降，三费率呈上升趋势

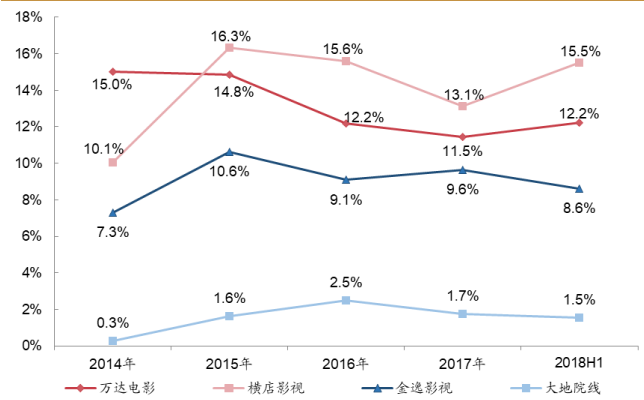
从盈利能力来看，整个电影行业表现为毛利率下滑态势。受公司新建影院扩张的影响，万达电影总体毛利率水平也有所下降，但随着高毛利的非票业务占比逐渐提升，公司总体毛利率稳定在高位水平。净利率方面，由于公司贷款利息支出增加导致财务费用增长，加上毛利率的下降，使得公司净利率水平降低。

图 87：电影行业上市公司毛利率比较



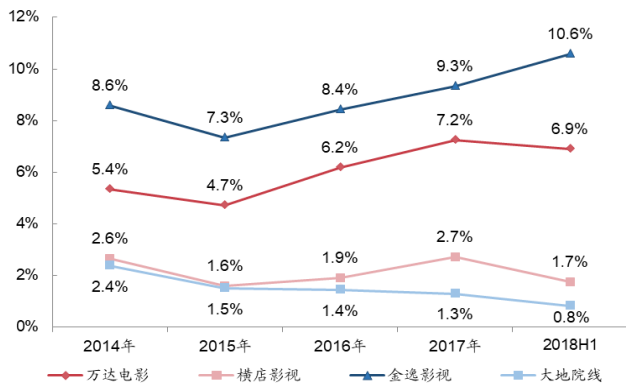
数据来源：wind，西南证券整理

图 88：电影行业上市公司净利率比较

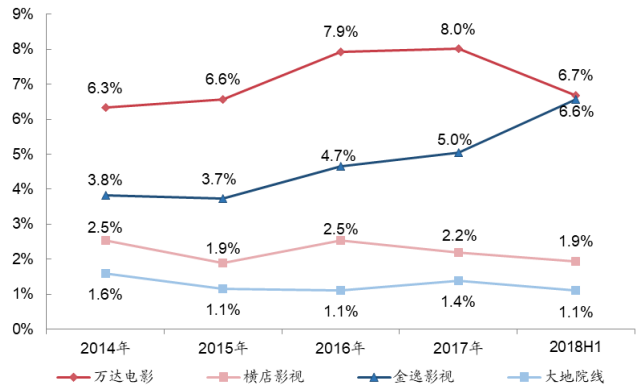


数据来源：wind，西南证券整理

费用率方面，由于公司影院数量的不断扩张，公司的销售费用率及管理费用率出现了短期的上涨，2016年公司销售费用和管理费用分别为6.9亿元和8.9亿元，2017年分别上升到9.6亿元和10.6亿元。但随着集团慧云智能化管理系统的使用，公司经营管理系统不断完善，2018年公司销售费用率和管理费用率下降，但考虑到银幕扩张影响，预计未来该二费率将维持稳定。

**图 89：电影行业上市公司销售费用率比较**


数据来源：wind，西南证券整理

**图 90：电影行业上市公司管理费用率比较**


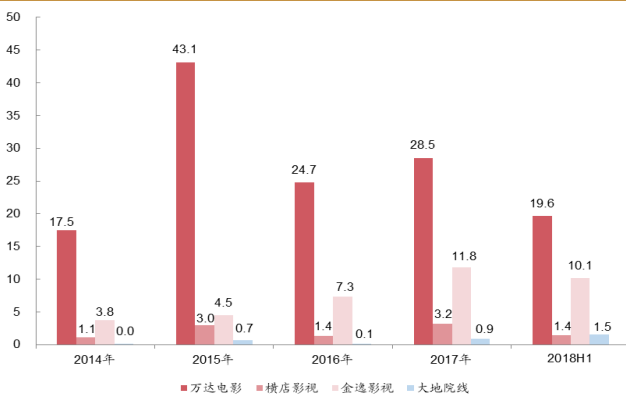
数据来源：wind，西南证券整理

### ➤ 充足的现金“牛”和强议价能力为公司规模扩张护航

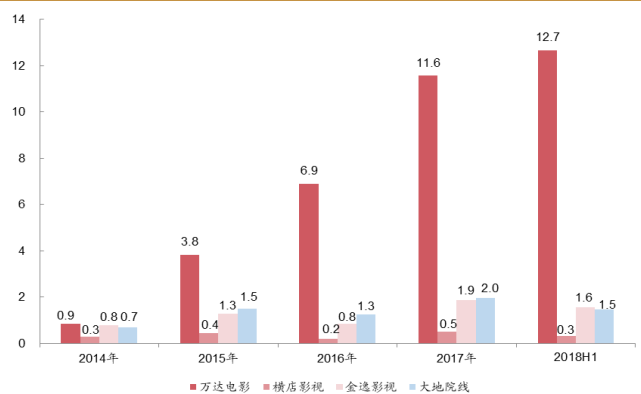
万达电影2017年流动资产中货币资金为28.5亿元，2018上半年货币资金为19.6亿元，远超行业，充足的货币资金为公司影院、银幕的进一步扩张提供有力的物质保证。

应收账款方面，万达电影应收账款主要为应收电影发行方的影片票房返点，以及应收通过电影票销售渠道商销售的票房款项等。2014-2017年公司应收账款占流动资产比率呈逐年上升趋势，主要原因系公司网络销售渠道不断拓宽，应收第三方渠道商的票款不断增加。

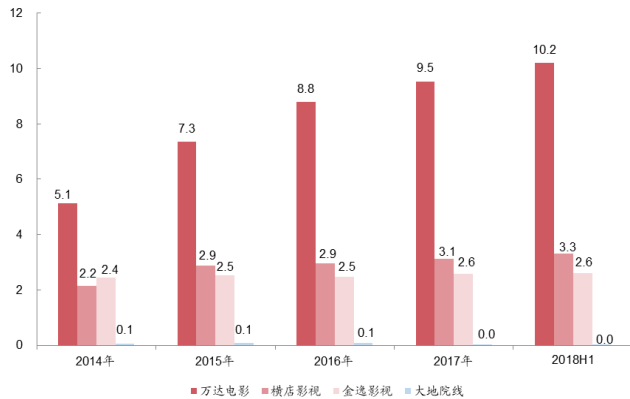
预收账款方面，万达电影预收账款主要是公司子公司时光网预收的在线选座票款，随着公司规模扩大及会员制的不断发展，预收账款逐年增加。公司2018年前三季度预收账款11.3亿元，远高于行业，同比增长17.4%，反映出公司对下游产业议价能力较强，在行业中占据优势。预付账款方面，万达电影预付账款主要为预付的影院设备采购款、影院装修工程款，公司业务的不扩张、自建和收购影城数量不断增加导致该数字逐年上升。

**图 91：电影行业上市公司货币资金比较（亿元）**


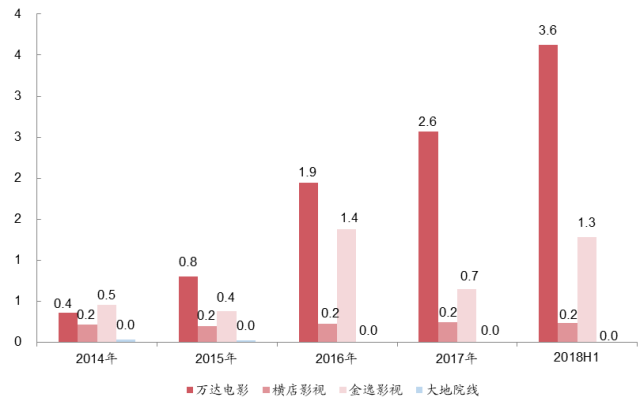
数据来源：wind，西南证券整理

**图 92：电影行业上市公司应收账款情况（亿元）**


数据来源：wind，西南证券整理

**图 93: 电影行业上市公司预收账款情况 (亿元)**


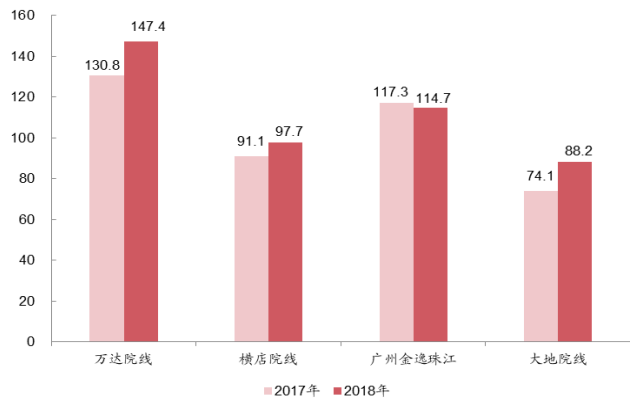
数据来源: wind, 西南证券整理

**图 94: 电影行业上市公司预付账款情况 (亿元)**


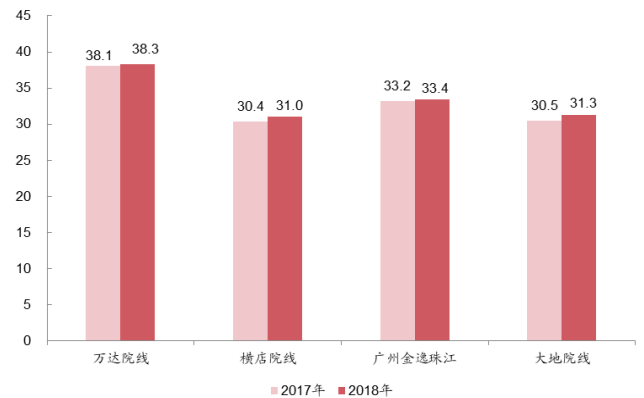
数据来源: wind, 西南证券整理

### 单银幕产出领先行业, 票房质量高

根据猫眼电影的数据, 万达院线 2018 年单银幕票房为 147.4 万元, 同比增长 12.7%, 远远领先于同行业公司, 主要原因是公司平均票价处于行业高位, 且公司精细化的运营管理以及公司的品牌影响, 使得公司单银幕产出高于其他院线, 体现出其高票房质量。

**图 95: 电影院线上市公司单银幕票房情况 (万元)**


数据来源: 猫眼专业版, 西南证券整理

**图 96: 电影院线上市公司平均票价情况 (元)**


数据来源: 猫眼专业版, 西南证券整理

### 商誉分析: 经营正常, 协同效应日益显现

整体来看, 2017 年底, 万达电影年末商誉为 98 亿元, 占净资产的 83.7%, 主要是因为公司近年来通过并购加快进行产业布局, 包括收购澳洲第二大院线公司 Hoyts 公司, 拓展境外影院业务, 实现全球化发展战略; 收购世茂影城等影城, 获得优质影院资源, 提高国内市场份额; 收购慕威时尚、时光网, 实现电影媒体整合营销, 拓宽公司业务领域。

就目前来看:

- 1) Hoyts: 公司在 2015 年底完成对 Hoyts 的收购, Hoyts 在澳大利亚的院线市场目前是银幕市占率第一名。公司层面在收购时对未来现金流量基于管理层所做出的未来 5 年的现金流量预测确定 Hoyts 的情况, 并采用 9% 的折现率。管理层将商誉分配至影院放映、映前广告、户外广告三个现金产出单元, 对影院放映业务按照 3.5% 的递

增增长率为基础计算、对映前广告和户外广告按照 5% 的递增增长率为基础计算。根据公司公告的数据，2016、2017 年 Hoyts 的实际营收与收购时的测算基本保持一致。澳大利亚整体票房基本保持稳定，Hoyts 经营正常。

**表 21: Hoyts 经营成果与收购时的测算对比情况**

对比指标	2016 年	2017 年	2018 年	永续期
营收 (收购时测算) (百万澳元)	521.20	582.05	622.51	622.51
营收 (实际实现) (百万人民币)	2689.4	3001.9		
公布年报时澳元兑人民币汇率	5.2	4.8		
营收 (实际实现) (百万澳元)	517.2	625.4		
净利润 (收购时测算) (百万澳元)	24.46	32.96	39.12	39.12
收益 (实际实现净利润) (百万人民币)	243.4	335.8		
收益 (实际实现净利润) (百万澳元)	46.8	69.9		

数据来源：公司公告，西南证券整理

2) 时光网：公司于 2016 年 7 月与时光网签署转让协议，现金方式收购时光网全部运营实体 100% 股权，交易价格总额为 2.8 亿美元。目前时光网不仅为公司负责衍生品、线上票务的业务，其互联网的属性也给公司在院线经营、大数据处理分析、会员管理、万达电影 APP 等的建设提供了支撑，协同效应日益显现，发展势头较好。

3) 万达传媒：万达传媒的业绩贡献主要体现在映前广告业务、贴片广告业务、广告植入等方面，广告业务已经成为万达电影业绩的支撑力量之一，我们认为其发展态势良好。

**表 22: 万达电影 2017 年部门事项的商誉情况 (仅统计商誉过亿的事项)**

被投资单位名称或形成商誉的事项	2017 年末余额 (亿元)	占总商誉的比例
HG Holdco Pty Ltd. (澳大利亚院线 Hoyts)	34.9	36%
影时光网络技术 (北京) 有限公司 动艺时光信息技术 (北京) 有限公司 Mtime USA company 北京影时光电子商务有限公司	21.3	22%
北京万达传媒有限公司	10.3	11%
北京数字光魔影院管理有限公司	5.3	5%
深圳华夏天泓影业投资有限公司	4.7	5%
大连奥纳投资发展有限公司	3.7	4%
Propaganda GEM Ltd	2.1	2%
济南明湖万达电影城有限公司	1.8	2%
广东厚品文化传播有限公司	1.6	2%
洛阳开元万达电影城有限公司	1.2	1%
其他	11.2	11%

数据来源：wind，西南证券整理

## 6 盈利预测与估值

### 6.1 盈利预测

#### (1) 行业预测：国内+国外票房预测

##### ➤ 国内票房预测

**政策指引：**根据广电总局官网的数据，到 2020 年票房的目标为 700 亿元（2018 年为 607 亿元），根据《关于加快电影院建设 促进电影市场繁荣发展的意见》，到 2020 年，银幕数的目标为 8 万块（2018 年底为 60079 块），因此到 2020 年，目标票房的空间有 15.3% 的空间，平均每年复合增速为 7.4%，目标银幕数的空间有 33.2% 的空间，平均每年复合增速为 15.4%。

**对 2019 年票房的测算：**通过对 TOP20 进口片票房的预测，以及 TOP20 进口片占整体进口片的比例，测算出 2019 年进口片的票房，同理测算出国产片票房，进而测算出总票房区间为 627-663 亿元，同比增速在 3.3%-9.2%，取其平均数为 6.3%。

综上，假设 2019 年票房增速为 6.3%，2020 年票房增速为 8.5%，到 2020 年，内地票房 700 亿元。

表 23：2019 年票房预测

	2019 年 TOP20 票房 (亿元)	2019 年 TOP20 占比		2019 年预测票房 (亿元)	
进口片部分：	173	70%	74%	247	233
国产片部分：	291	70%	74%	416	394
合计：	464			663	627

数据来源：公司公告，西南证券

##### ➤ 国外票房预测

公司境外票房主要在澳大利亚，根据 wind 数据，澳大利亚票房历年增速较为稳定，2018 年票房同比增速为 3.7%，在 2019 年为进口片大年的背景下，预计 2019 年澳大利亚票房增速 5% 左右，2020 年维持 0% 不变。

#### (2) 关键假设

##### 假设 1：电影放映业务

**境内：**随着影院竞争愈加激烈，中小院线加速出清，万达电影作为龙头有望收割市场份额，且万达在 2019 年及之后维持每年 80-100 家的影院拓展速度，假设万达电影的市占率逐年小幅提升，2018-2020 年，万达电影院线市占率分别为 13.6%（艺恩数据）、13.8%、14.0%，毛利率分别为 9.4%、8.9%、8.9%。

**境外：**2015 年以来，公司在境外的影院数量分别为 52 家、53 家、53 家、55 家（2018H1），2015-2017 年票房市占率分别为 19%、20%、22%，假设 2018-2020 年，公司在澳大利亚的票房市占率保持 22%，毛利率维持在 21% 左右。

##### 假设 2：卖品销售业务

境内：根据公司 2018 年卖品的 SPP 为 7.2-7.3 元之间，则 2018 年境内卖品营收增速为 14%，考虑到公司把卖品作为主要的发展方向，假设 2019-2020 年公司卖品维持前期的高速增长，毛利率维持在 66%

境外：澳大利亚电影市场发展较为成熟，假设境外卖品营收跟随票房的走势，毛利率维持在 41% 左右。

### 假设 3：广告业务

境内：CTR 数据显示，2017 年影院媒体行业的刊例花费增速为 25.5%，2018 年影院媒体行业的刊例花费增速为 18.8%，预计 2018-2020 年影院广告业务的发展与行业同步。

境外：公司在境外处于龙头地位，广告投放效果更好，预计境外广告业务发展速度跟随澳大利亚电影行业的发展。

### 假设 4：万达影视板块

假设万达影视板块能够完成 2018-2021 年度承诺的净利润：分别不低于 7.63 亿元、8.88 亿元、10.69 亿元、12.74 亿元。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入如下表：

表 24：分业务收入及毛利率预测（橙色底色为假设数据）（不包含万达影视）

单位：百万元人民币		2017A	2018E	2019E	2020E
电影放映业务	收入	8333.9	8806.7	9448.6	10384.6
	——境内营收	6809.9	7236.9	7800.4	8736.4
	【境内全国票房】	52386	56583	60148	65260
	【境内全国票房增速】	15.3%	8.0%	6.3%	8.5%
	【万达电影票房】	6837	7687	8300	9136
	【万达电影市占率】	13.1%	13.6%	13.8%	14.0%
	——境外营收	1524.0	1569.7	1648.2	1648.2
	【澳大利亚票房增速】	-3.7%	3.7%	5%	0%
	【公司市场份额】	22%	22%	22%	22%
	增速	10.8%	5.7%	7.3%	9.9%
	毛利率	12.1%	11.5%	11.0%	10.8%
	——境内毛利率	10.7%	9.4%	8.9%	8.9%
	——境外毛利率	18.1%	21.1%	21.1%	21.1%
商品销售业务	收入	1807.6	1996.9	2222.8	2462.3
	——境内营收	1228.5	1400.5	1596.5	1836.0
	——境内营收增速	54.7%	14.0%	14.0%	15.0%
	——境外营收	579.1	596.5	626.3	626.3
	——境外营收增速	8.9%	3.0%	5.0%	0.0%
	增速	36.3%	10.5%	11.3%	10.8%
	毛利率	60.0%	58.6%	59.0%	59.7%
	——境内毛利率	68.8%	66.0%	66.0%	66.0%
——境外毛利率	41.2%	41.2%	41.2%	41.2%	

单位：百万元人民币		2017A	2018E	2019E	2020E
广告业务	收入	2399.7	2651.7	2981.6	3323.9
	——境内营收	1500.9	1681.0	1933.2	2223.1
	——境内营收增速	60.6%	12.0%	15.0%	15.0%
	——境外营收	898.8	970.7	1048.4	1100.8
	——境外营收增速	18.7%	8.0%	8.0%	5.0%
	增速	41.9%	10.5%	12.4%	11.5%
	毛利率	67.5%	65.0%	65.0%	65.0%
其他业务	收入	688.2	646.9	666.3	686.3
	增速	3.1%	-6.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	78.1%	78.1%	78.1%	78.1%
万达影视	收入			2982.0	3573.1
	增速				19.8%
	毛利率			1414.1	1691.3
合计	收入	13,229.4	14,102.2	18,301.3	20,430.2
	增速	18.02%	6.6%	29.8%	11.6%
	毛利率	32.10%	31.26%	34.85%	35.10%

数据来源：公司公告，艺恩数据，wind，西南证券

## 6.2 绝对估值

关键假设如下

- 1) 过渡期增长率为 8%，过渡期为 5 年；
- 2) 永续期增长率为 3%；
- 3) 无风险利率为 5 年期国债收益率；市场收益率为 10 年沪深指数平均收益率。

表 25：绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	8.00%
永续期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.01%
市场组合报酬率 Rm	7.12%
无杠杆 $\beta$	1.67
有杠杆 $\beta$	2.00
债务资本比重 Wd	12.78%
债务资本成本 Kd	2.51%
有效税率 Tx	22.00%
股权资本成本 Ke	11.22%

估值假设	数值
无杠杆成本 Ku	9.86%
WACC	10.03%

数据来源: wind, 西南证券

表 26: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
EBIT	1861.41
EBIT* (1-所得税税率)	1457.85
折旧与摊销	730.25
营运资金的净变动	(702.32)
核心企业价值	30502.49
净债务价值	3515.20
股票价值	26987.29
每股价值	15.32

数据来源: wind, 西南证券整理

表 27: FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	8.53%	9.03%	9.53%	10.03%	10.53%	11.03%	11.53%
1.5%	16.87	15.47	14.24	13.16	12.21	11.35	10.59
2.0%	17.91	16.34	14.98	13.79	12.75	11.82	11.00
2.5%	19.11	17.34	15.82	14.51	13.36	12.35	11.45
3.0%	20.53	18.50	16.79	15.32	14.05	12.94	11.96
3.5%	22.24	19.88	17.92	16.26	14.84	13.61	12.53
4.0%	24.32	21.53	19.25	17.35	15.75	14.37	13.18
4.5%	26.92	23.55	20.85	18.65	16.81	15.25	13.92

数据来源: wind, 西南证券整理

从绝对估值看, 公司每股内在价值约 15.32 元, 我们认为绝对估值低估了公司未来发展潜力。

## 6.3 相对估值

### PE 估值:

我们选取 A 股上市公司中主业与院线、电影相关的传媒公司进行对比, 2019 年行业平均估值水平为 23-27 倍, 万达电影的估值目前处于历史低点的 20 倍+。

**图 97: 万达电影上市以来 PE 情况: 目前处于历史低点**


数据来源: wind, 西南证券整理

考虑到 1) 行业进入稳定期, 万达电影是一超多强格局下的龙头, 高经营效率&龙头属性, 市场份额提升; 2) 万达品牌力突出, 下游具有定价权; 3) 背靠万达集团, 收购时光网, 拥有地产+互联网基因, 具备快速跨区域扩张、聚拢行业头部合作伙伴、收集/整合/利用大数据的能力; 4) 并购万达影视, 进入电影全产业链运作。

1) 不考虑并购万达影视, 预计 2019-2020 年 EPS 分别为 0.81/0.94 元, 归母净利润为 14.3/16.6 亿元, 对应 PE 为 28/24 倍。

2) 考虑并购万达影视, 根据 2019 年 2 月 22 日的万达电影发行股份购买资产暨关联交易报告书草案的修订稿, 万达影视 2018-2021 年度承诺净利润数分别不低于 7.63 亿元、8.88 亿元、10.69 亿元、12.74 亿元, 即 2019-2020 年备考净利润分别为 23.2/27.3 亿元, 本次发行中万达电影将向交易对方发行的股份总数为 3.2 亿股, 本次发行股份购买资产完成后, 万达电影总股本将增加至 20.8 亿股, 对应的 2019-2020 年 EPS 分别为 1.11/1.31 元。

采用相对估值, 考虑到行业进入稳定期, 并购万达影视获得审批通过, 万达电影的龙头属性+目前估值处于历史低点+电影全产业链, 给予其一定的估值溢价, 给予 2019 年备考 25 倍估值, 对应目标价 27.75 元, 给予“买入”评级。

**表 28: A 股电影相关行业公司估值情况**

证券代码	证券名称	股价/元人民币	EPS (元)			PE (倍)		
			2019/3/25	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E
603103.SH	横店影视	24.76	0.71	0.85	0.97	31.5	29.08	25.47
600977.SH	中国电影	17.73	0.78	0.73	0.84	22.87	24.23	21.17
<b>院线行业平均</b>						<b>27.19</b>	<b>26.66</b>	<b>23.32</b>
300251.SZ	光线传媒	8.81		0.36	0.43	15.82	24.73	20.47
000802.SZ	北京文化	12.61	0.46	0.61	0.7	24.32	20.5	17.82
<b>影视内容行业平均</b>						<b>20.07</b>	<b>22.62</b>	<b>19.15</b>

数据来源: Wind, 西南证券整理

**表 29: 万达电影财务预测与估值表**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	13229.38	14102.22	18301.27	20430.23	净利润	1515.52	1292.74	2315.31	2731.32
营业成本	8983.40	9693.74	11923.32	13259.14	折旧与摊销	959.47	730.25	860.25	990.25
营业税金及附加	443.30	478.27	618.21	691.04	财务费用	229.08	219.53	164.28	102.19
销售费用	957.05	1020.19	1269.06	1375.83	资产减值损失	18.91	0.00	0.00	0.00
管理费用	1060.16	1077.41	1421.01	1577.83	经营营运资本变动	-1648.49	-702.32	-906.90	-776.41
财务费用	229.08	219.53	164.28	102.19	其他	913.60	-28.80	-28.80	-28.80
资产减值损失	18.91	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1988.08</b>	<b>1511.41</b>	<b>2404.15</b>	<b>3018.55</b>
投资收益	144.74	28.80	28.80	28.80	资本支出	-2170.54	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-111.00	83.11	19.75	24.28
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2281.54</b>	<b>-916.89</b>	<b>-980.25</b>	<b>-975.72</b>
<b>营业利润</b>	<b>1871.82</b>	<b>1641.88</b>	<b>2934.18</b>	<b>3453.00</b>	短期借款	1700.00	811.67	-617.50	-1329.76
其他非经营损益	4.84	8.72	7.43	7.86	长期借款	-733.43	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1876.67</b>	<b>1650.59</b>	<b>2941.60</b>	<b>3460.85</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	361.15	357.85	626.29	729.53	支付股利	-234.86	-260.51	-222.21	-397.99
净利润	1515.52	1292.74	2315.31	2731.32	其他	441.51	-2586.58	-164.28	-102.19
少数股东损益	-0.15	-0.13	-0.23	-0.28	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1173.22</b>	<b>-2035.42</b>	<b>-1004.00</b>	<b>-1829.93</b>
归属母公司股东净利润	1515.68	1292.87	2315.55	2731.60	<b>现金流量净额</b>	<b>876.82</b>	<b>-1440.90</b>	<b>419.90</b>	<b>212.90</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2851.12	1410.22	1830.13	2043.02	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1678.64	1891.27	2531.87	2772.40	销售收入增长率	18.02%	6.60%	29.78%	11.63%
存货	171.59	185.16	227.75	253.26	营业利润增长率	20.48%	-12.28%	78.71%	17.68%
其他流动资产	321.60	263.94	376.65	407.77	净利润增长率	10.79%	-14.70%	79.10%	17.97%
长期股权投资	17.78	17.78	17.78	17.78	EBITDA 增长率	23.18%	-15.32%	52.75%	14.82%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2694.66	2387.05	2079.45	1771.84	毛利率	32.10%	31.26%	34.85%	35.10%
无形资产和开发支出	10695.63	11645.45	12595.26	13545.08	三费率	16.98%	16.43%	15.60%	14.96%
其他非流动资产	4711.11	5584.33	6390.92	7062.98	净利率	11.46%	9.17%	12.65%	13.37%
<b>资产总计</b>	<b>23142.12</b>	<b>23385.20</b>	<b>26049.80</b>	<b>27874.14</b>	ROE	12.94%	10.39%	15.93%	16.19%
短期借款	2200.00	3011.67	2394.17	1064.41	ROA	6.55%	5.53%	8.89%	9.80%
应付和预收款项	2379.74	2599.82	3254.51	3630.10	ROIC	12.64%	8.98%	13.59%	14.21%
长期借款	2080.00	2080.00	2080.00	2080.00	EBITDA/销售收入	23.13%	18.38%	21.63%	22.25%
其他负债	4773.40	3250.21	3784.54	4229.70	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>11433.15</b>	<b>10941.71</b>	<b>11513.22</b>	<b>11004.21</b>	总资产周转率	0.63	0.61	0.74	0.76
股本	1174.29	2078.43	2078.43	2078.43	固定资产周转率	5.60	5.81	8.63	11.27
资本公积	4590.88	3686.75	3686.75	3686.75	应收账款周转率	14.33	11.30	11.55	10.69
留存收益	5607.54	6639.91	8733.24	11066.85	存货周转率	54.37	54.34	57.75	55.13
归属母公司股东权益	11670.45	12405.09	14498.42	16832.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.37%	—	—	—
少数股东权益	38.53	38.40	38.16	37.89	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>11708.98</b>	<b>12443.49</b>	<b>14536.59</b>	<b>16869.92</b>	资产负债率	49.40%	46.79%	44.20%	39.48%
负债和股东权益合计	23142.12	23385.20	26049.80	27874.14	带息债务/总负债	37.44%	46.53%	38.86%	28.57%
					流动比率	0.55	0.44	0.54	0.63
					速动比率	0.54	0.42	0.52	0.61
					股利支付率	15.50%	20.15%	9.60%	14.57%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	3060.37	2591.66	3958.72	4545.43	每股收益	0.73	0.62	1.11	1.31
PE	30.62	35.90	20.04	16.99	每股净资产	5.63	5.99	6.99	8.12
PB	3.96	3.73	3.19	2.75	每股经营现金	0.96	0.73	1.16	1.45
PS	3.51	3.29	2.54	2.27	每股股利	0.11	0.13	0.11	0.19
EV/EBITDA	9.39	18.97	12.15	10.24					
股息率	0.51%	0.56%	0.48%	0.86%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 7 风险提示

**市场竞争加剧的风险。**公司竞争对手的跨区域扩张、新投资主体的进入等会使国内影院规模迅速扩大，导致租金成本、人员成本不断上涨，可能会对公司的经营业绩产生影响。

**新传播媒体竞争的风险。**以互联网为代表的新传播媒介对电影行业构成了冲击，特别是随着视频网站的兴起和付费观看习惯的培养，网络平台成为电影投资重要的回收渠道，以院线发行和影院放映为主的公司或受到不利影响。

**院线业务快速扩张的风险。**公司拟在 2019 年及之后年份新建 80-100 家影院，业务规模的快速扩张对公司经营管理、协调能力、风险控制等方面带来挑战。若公司无法对经营活动进行有效管控，或对公司发展前景带来不利影响。

**商誉减值风险。**截至 2018Q3，公司商誉的期末余额为 96.6 亿元，主要由并购境外院线公司 Hoyts、并购时光网、并购北京万达传媒等构成，虽然目前境外院线公司业务进展良好，时光网、万达传媒与公司的协同逐步显现，但仍有业务发展不及预期，商誉减值的风险。

**并购标的协同发展不及预期、业绩承诺无法实现风险。**尽管万达影视的内容端处于万达电影院线端产业链的上游，协同效应明显，但也不能排除业务协调发展不及预期、业绩承诺无法实现风险。

## 8 附录

**附表 1：国家相关部门对电影版权的保护不断加强**

发布日期	来源	政策/事件名称	主要内容
2005 年	国家版权局	“剑网行动”	为打击网络环境下各类侵权盗版，净化网络传播环境，保护权利人合法权益，国家版权局自 2005 年起开展“剑网行动”，以查办大案要案为抓手，一直将打击影视侵权盗版作为治理的重点领域之一，查处了天线视频网侵权案、爆米花网侵权案、思路网侵权案、快播播放器侵权案、放放电影网侵权案等一批侵权盗版大案要案，有效规范了电影作品的网络版权传播秩序。
2007 年 10 月 29 日	广电总局	避免对版权使用费双重征税的多边公约(1979 年 12 月 13 日)	尽可能避免对版权使用费双重征税，如果双重征税业已存在，则消除此种征税或降低其作用
2007 年 12 月 12 日	广电总局	广电总局关于进一步加强广播电视节目版权保护工作的通知	各级广播影视版权管理部门要切实督促各播出机构做好播出节目的审查把关工作，要在机构内部建立健全管理制度，规范节目播出行为。各播出机构在播出非本机构制作的电影、电视剧、动画片和其它电视节目时，要严格按照《广播电视管理条例》和总局有关规定，认真审核所播节目的《许可证》手续或批准文件。
2009 年	国家版权局	国家版权局批准建立中国电影著作权协会	在国家版权局的指导下，该协会积极探索电影作品中适于集体管理的权利，协助电影作品相关权利人进行版权诉讼、仲裁，从而保护权利人的合法权益，推动中国电影产业的发展和繁荣。
2010 年 4 月 16 日	国家版权局	中国电影著作权协会成立	电影著作权协会是著作权集体管理领域继音乐、音像、文字、摄影后成立的第五家协会，它的成立标志着我国涵盖音乐、音像、文字、摄影、电影等领域比较完备的著作权集体管理体系已经初步形成，对维护电影作品权利人的权益、建立和完善电影作品使用和保护的便捷渠道、推进我国电影产业的健康发展具有重要意义。
2010 年	国家版权局	电影著作权协会：宾馆视频点播也考虑收版权费	中国电影著作权协会经过了三年的社会调查后，已经制定了一套《电影作品著作权集体管理使用费收取标准》，拟在 2010 年对国内网吧、长途车等播放国产影片的场所收取版权费用。此外，该协会未来还计划将宾馆视频点播、网络盗版视频点播等纳入收费体系，国产电视剧以及进口影视剧也将逐步纳入该协会收费管理。
2010 年	国家版权局	国家版权局启动视频网站版权重点监管工作	对点击热度较高影视剧进行监管，对热播、热映影视剧进行版权预警保护。
2011 年 4 月 20 日	广电总局	版权工作“十二五”规划	批准成立中国音像著作权集体管理协会、中国文字著作权协会、中国摄影著作权协会和中国电影著作权协会等 4 个集体管理组织，形成了文字、音乐、音像、电影和摄影等比较完备的著作权集体管理体系；推动建立了一批集版权评估、版权质押、版权投融资、版权交易为一体的常态化版权贸易平台，不断完善了版权运用的市场机制。
2014 年 4 月 24 日	国家版权局	《视听表演北京条约》	加强电影演员及其他表演者的经济权利，并可以为其劳动提供额外的收入，依法维护表演者合法权益，激发表演者的创作热情，更有利于进一步促进表演作品的创作和广泛传播，推动电影产业的繁荣发展。
2014 年 6 月 12 日	国家版权局	中国电影著作权协会影视作品著作权维权委员会成立	中国电影著作权协会在长期筹备的基础上成立影视作品维权委员会，旨在联合各方力量，加强同行业、跨行业的合作和交流，增进与有关职能部门的协调和沟通，提升行业维权的整体水平和能力，共同打击影视作品及相关产品的侵权盗版。
2014 年	国家版权局	《关于继续实施支持文化企业发展若干税收政策》	财政部、海关总署、国家税务总局联合发文支持文化企业发展若干税收政策，明确电影企业销售电影拷贝收入、转让电影版权收入、电影发行收入以及在农村取得的电影

发布日期	来源	政策/事件名称	主要内容
		策的通知》	放映收入，自2014年1月1日至2018年12月31日，免征增值税。
2015年	国家版权局	国庆档热门电影遭遇盗版引发多方关注	“十一”前，徐峥在微信朋友圈曝出他自导自演的《港囧》遭遇盗版。随后，《九层妖塔》等多部国庆档热门电影也出现盗版。9月29日，国家新闻出版广电总局电影局下发通知，将对在影院盗录影片等行为严厉打击。
2016年	国家版权局	第六届中国国际版权博览会	与会人士表示，作为产业链上的重要一环，当前微电影迎来了历史性的发展机遇，但只有重视版权、保护版权，微电影才能获得更大发展。
2017年1月25日	广电总局	关于印发《版权工作“十三五”规划》的通知	突出网络领域版权监管。将网络作为履行版权监管职责的重要阵地，不断净化网络版权环境。持续开展打击网络侵权盗版“剑网行动”，强化分类管理，加强对网络文学、音乐、影视、游戏、动漫、软件等重点领域的监测监管，及时发现和查处侵权盗版行为。依托国家版权监管平台，完善版权重点监管，扩大监管范围，把智能移动终端第三方应用程序(APP)、网络云存储空间、网络销售平台等新型传播方式纳入版权有效监管。
2017年3月1日	国家版权局	《中华人民共和国电影产业促进法》	进一步明确规定了有关版权保护的内容，将进一步树立电影行业、社会公众的版权保护意识，自觉支持正版，抵制盗版，推动中国电影产业更好发展。
2018年2月6日	国家版权局	安徽省版权局开展电影院线版权专项治理工作	安徽省版权局积极开展打击电影院线侵权盗播专项治理工作，通过实地检查、约谈、法规宣传普及等方式对省内主要电影院线提出明确要求，各电影院线必须加强播放行为管理，规范播放秩序，严防偷拍盗录，确保著作权人权益得到保护。
2018年2月13日	广电总局	国家新闻出版广电总局改革办公室关于印发《新闻出版广播影视企业版权资产管理工作指引(试行)》的通知	要高度重视版权资产管理工作，加快新闻出版广播影视行业供给侧结构性改革，促进版权资产成为企业优质资产，增强企业竞争优势，推动企业创新驱动发展。要积极推动落实版权资产管理工作。要总结推广先进经验。
2018年6月19日-20日	国家版权局	“电影经济及文化价值与版权保护高端论坛”在上海举办	百余名代表共同交流了一带一路沿线国家通过完善版权制度、加强版权保护促进电影产业实现其经济价值和文化价值的成功经验，还探讨了电影与版权、电影与创意经济的关系。与会嘉宾们一致认为，在国际法律框架下，有效的版权保护可助推电影产业的繁荣发展。

数据来源：国家新闻出版广电总局，中华人民共和国国家版权局，中国人大网，西南证券整理

**附表 2：2000 年以来政府支持电影行业发展的政策情况：持续推动改革，鼓励创作创新**

发布日期	颁布部门	政策名称	主要内容
2000年6月6日	广电总局、文化部	广电总局、文化部印发《关于进一步深化电影业改革的若干意见》的通知	规范组建企业集团。要以实力强的电影企业为龙头，通过重组，优化资源配置，转换经营机制，提高影视制作和经营能力，实现企业的规模效益。要进一步深化影视合流改革，加快建立影视录盘一体化，制片发行放映一条龙的电影企业集团，形成电影行业的主力军。积极推行院线制，促进跨地区经营。减少发行层次，增加发行渠道。要充分利用现有的发行放映资源，建立区域性院线和跨省院线，鼓励有条件的电影发行放映公司进行院线制改造，逐步建立以院线为主的供片机制，通过竞争活跃电影市场，促进影片收入在制片、发行、放映三个环节上的合理分配。促进经营方式多样化，努力提高两个效益。调整供片政策，鼓励发行国产影片。进一步放开农村电影市场。扩大对外开放与合作，积极合理有效地利用外资。
2001年12月13日	广电总局、文化部	国家广播电影电视总局、文化部关于改革电	继续坚持进口影片“统一进口，以进带出”，“以我为主，为我所用”的原则。拓展国有主渠道，建立两家进口影片发行公司。实行以院线为主的发行放映机制，减少发行

发布日期	颁布部门	政策名称	主要内容
		影发行放映机制的实施细则 (试行)	层次, 改变按行政区域计划供片模式, 变单一的多层次发行为以院线为主的一级发行, 发行公司和制片单位直接向院线公司供片。以资本或供片为纽带, 加快结构调整, 推进院线组建。鼓励跨区域影院间的合作经营。省内院线在国有资本控股的前提下, 可以吸收非国有资本参股, 需经省级电影行政主管部门批准。跨省院线在国有资本控股的前提下, 可以吸收非国有资本参股, 需经国家广电总局电影局批准。影院改建可以吸收非国有资本和境外资本参股, 但须由中方控股或控制经营主导权。境外资本投资改建电影院, 按照国家广电总局、对外贸易经济合作部、文化部《外商投资电影院暂行规定》执行。
2003年11月21日	中国电影发行放映协会	关于进一步推进电影院线公司机制改革的意见	为将电影院线公司做强做大, 允许电影院线公司以股份制形式强强联合, 或从经营实际出发进行机构重组, 使若干个电影院线公司以契约形式或资产联结形式进行整合。鼓励以跨省电影院线公司为基础促进条条整合, 形成规模效益, 力争达到“统一品牌、统一供片、统一经营、统一管理”的有效经营模式。鼓励电影院线公司与影院以资产形式联结。鼓励境内国有、非国有影视文化单位(外资除外)以参股、控股形式投资现有电影院线公司或单独组建电影院线公司。
2003年11月25日	广电总局、商务部、文化部	外商投资电影院暂行规定	适应改革开放的需要, 吸收境外资金、引进先进技术和设备, 促进我国电影业的繁荣发展。
2004年7月6日	广电总局	中外合作摄制电影片管理规定	繁荣电影创作生产, 维护中外合作摄制电影的制片者及相关人员的合法权益, 促进中外电影交流。
2004年9月7日	广电总局	广播影视节(展)及节目交流活动管理规定	国家鼓励国产电影片、电视剧(含影视动画片)和其他广播影视节目参加境内外广播影视节(展)、节目交流活动。国家鼓励我国驻外使、领馆举办非商业性的中国电影展映活动。
2004年10月12日	国家电影专项资金管委会	关于对新建影院实行先征后返国家电影专项资金的通知	为鼓励投资新建影院的积极性, 对新建影院, 国家电影专项资金管委会决定在一定期间内给予先征后返国家电影专项资金的优惠政策。
2004年10月12日	国家电影专项资金管委会	关于印发《国家电影专项资金资助城市影院改造办法》的通知	为鼓励城市影院多厅化改造, 加强城市影院改造力度, 改善影院观影环境, 促进电影产业的发展, 本着集中资金, 扶优扶强的原则, 国家电影专项资金管委会(以下简称国家管委会)对于符合条件的城市影院改造, 给予一次性资助。
2004年10月26日	广电总局	广电总局关于进一步加强广播影视“走出去工程”管理工作的通知	各广播影视局(厅)、集团(总台)今后应及时将广播电视节目及电影出口交易、交换等海外营销和广播影视外宣工作的情况, 及时报总局“走出去工程”办公室, 以便总局掌握动态情况, 统筹协调。
2005年7月7日	文化部、广电总局、新闻出版署、国家发展和改革委员会、商务部	文化部、国家广播电影电视总局、新闻出版署、国家发展和改革委员会、商务部关于文化领域引进外资的若干意见	进一步规范文化领域引进外资工作, 提高利用外资的质量和水平, 维护国家文化安全, 促进文化产业健康有序发展。允许外商以独资或合资、合作的方式设立包装装潢印刷、书报刊分销、可录类光盘生产、艺术品经营等企业。在中方控股51%以上或中方占有主导地位的条件下, 允许外商以合资、合作的方式设立和经营演出场所、电影院、演出经纪机构、电影技术等企业, 参与国有书报刊音像制品发行企业股份制改造。允许香港和澳门的服务提供者在内陆设立合资、合作、独资经营的演出场所, 设立演艺经纪公司分支机构, 设立合资、合作经营的演出经纪机构, 设立由内地控股的互联网文化经营机构和互联网上网服务营业场所, 设立不超过70%股权的音像制品分销合资企业和不超过70%权益的音像制品分销合作企业, 以独资形式新建、改建电影院, 在内陆试点设立发行国产影片的独资公司。

发布日期	颁布部门	政策名称	主要内容
2005年7月21日	广电总局	广电总局关于印发《数字电影发行放映管理办法(试行)》的通知	充分调动社会力量,充分利用数字技术,促进国产影片的发行放映,扩大电影的社会效益和经济效益,加快电影产业化、数字化进程,推进并规范管理数字电影发行放映工作。鼓励境内企业和其他经济组织(不含外资)组建数字电影院线公司。各级电影行政管理部门要把推进电影放映数字化作为电影产业发展的重要机遇和重要措施,加大对数字电影发行放映工作的推动和管理力度,尤其要积极做好农村数字电影放映的试点和推广工作。
2006年1月18日	广电总局、商务部、文化部	《外商投资电影院暂行规定》补充规定二	鼓励香港、澳门服务提供者在内地设立的独资公司,在多个地点新建或改建多间电影院,经营电影放映业务。自2006年1月1日起,允许香港、澳门服务提供者在内地设立的独资公司,在多个地点新建或改建多间电影院,经营电影放映业务。
2006年5月22日	广电总局	电影剧本(梗概)备案、电影片管理规定	提高电影质量,繁荣电影创作,满足广大群众的精神文化需求,推进电影业健康发展。提倡创作思想性、艺术性、观赏性统一,贴近实际、贴近生活、贴近群众,有利于保护未成年人健康成长的优秀电影。大力发展先进文化,支持健康有益文化,努力改造落后文化,坚决抵制腐朽文化。
2007年2月14日	广电总局	关于印发《改进少儿、农村题材影片资助工作的管理办法》的通知	为鼓励优秀少儿、农村题材影片的创作生产,进一步规范电影的资助政策。按照“思想性、艺术性、观赏性”统一的艺术标准,以促进市场发行放映为目的,每年计划资助少儿、农村题材影片各20部。凡拥有《摄制电影许可证》(含单片)的制片单位,拍摄的少儿、农村题材影片均可申请资助。
2007年2月27日	广电总局	关于促进广播影视产业发展的意见	统筹协调中央与地方,东部与西部,城市与农村,国内与国外,广播、电影、电视与网络,全面推进广播影视产业发展,逐步形成产业体系相对完整、结构布局日趋合理,整体技术水平先进、市场主导作用明显,国有为主、多种经济成分共同发展的产业格局,努力实现广播影视产业全面协调、持续健康发展,使广播影视产业成为国民经济的新型产业和新的经济增长点,成为我国精神文化产品的重要生产基地。
2007年2月28日	财政部	财政部关于印发《电影精品专项资金管理办法》的通知	专项资金由中央财政在预算内安排,主要用于支持优秀国产影片的创作生产和宣传发行放映,加强国产电影保护和电影制作、发行、放映单位的更新改造等。
2007年5月25日	广电总局	广电总局关于印发《农村数字电影发行放映实施细则》的通知	各级政府要从实际出发,因地制宜,统筹规划,认真制定农村电影改革发展和数字化放映的工作方案。要积极探索企业经营、市场运作、政府买服务的新思路,加快农村电影数字化进程,加快体制机制创新,大力推进院线制、股份制和公司制改革,促进农村电影的繁荣发展,不断满足农民群众日益增长的文化需求。要加大公共服务投入力度,重点用于购置数字电影放映设备和提供放映场次补贴。各地要确保地方财政配套资金及时到位,确保影片充足供应,确保资助设备有效使用,确保政府场次补贴按时到位,确保一村一月看一场电影的公益放映到位。
2007年7月15日	广电总局	关于进一步做好少年儿童电影工作的通知	进一步做好少年儿童电影工作,继续推动中小学影视教育持续、健康地发展。更新观念,创新机制,探索少年儿童电影发展新思路。加强少儿影片创作,为广大少年儿童提供丰富的精神食粮。努力做好少年儿童影片发行放映工作。继续做好优秀影片推荐工作。采取多种形式,妥善解决中小学生学习看电影的费用问题。各地电影、文化、教育、财政部门和共青团、少工委、妇联要把组织好广大少年儿童观看优秀影片,作为一项加强社会主义精神文明建设的重要工作来抓。
2008年5月20日	广电总局	广电总局关于《数字电影发行放映管理办法	加快推进农村电影院线制、股份制改革,大力培育农村电影经营主体,大力实施农村电影放映工程,继续鼓励组建以市(地)为龙头,各县(市)参股,广泛吸纳社

发布日期	颁布部门	政策名称	主要内容
		(试行)》的补充规定	会资本参股,并以乡、村放映点为基础的农村数字电影院线公司。公司注册名称须冠以“农村”、“数字电影”、“院线”字样,以有利于享受国家扶持农村数字电影的优惠政策。
2008年12月16日	广电总局	广电总局关于印发《农村电影公益放映场次补贴管理实施细则》的通知	规范农村电影公益场次补贴资金发放行为,确保农村电影放映工作的顺利实施。 第三条 农村电影公益场次补贴专项资金是指国家财政为保障农民群众观看公益电影,对放映活动进行补贴的专项资金。 第六条 农村电影公益场次放映和补贴计划按每个行政村每年12场编制。广电总局会同财政部编制年度全国农村电影公益场次放映和补贴计划,并逐级下达场次任务。
2008年12月31日	广电总局电影局	广电总局电影局关于做好2009年元旦、春节期间电影发行放映工作的通知	广电总局电影局决定在2009年元旦、春节期间在全国城乡广泛开展各种形式的电影放映活动。将全国农村地区开展的“纪念改革开放30周年优秀国产影片献映”活动推向高潮,重点发行放映推荐的50部适合广大农村观众观看的优秀国产影片。加快国家购置的7000余套农村数字电影放映设备的发放进度,春节前按计划发放到位并投入使用。积极落实农村电影放映工程场次补贴政策,按照广电总局和财政部的有关规定,确保春节前后发放至放映员手中。电影局拨款购买电影胶片拷贝1000个,重点支持数字放映设备不足的中部地区的农村电影放映。开展“为广大农民送电影10万场活动”,电影局组织在农民工主要输出地和工作地,以胶片或数字放映形式,向农民工免费提供10万场电影《农民工》。鼓励有条件的地区组织广场公益放映或主题放映。
2009年1月14日	广电总局电影局	广电总局电影局关于加强少数民族语电影译制素材收集工作的通知	深入贯彻落实十七大精神,进一步推动少数民族语电影译制工作,向广大少数民族地区群众提供丰富、优质的电影节目。
2009年2月10日	广电总局电影局	广电总局电影局关于印发《国产影片出口奖励暂行办法》的通知	对于境内制片单位出品的影片按照该影片海外票房的千分之二给予奖励,对于境外联合摄制的影片按照该影片海外票房的千分之一给予奖励。如果影片以卖断方式销售给境外影院、电视台、网络或音像市场,无法统计票房,则分别按照影片海外销售合同金额两倍的千分之二和千分之一给予奖励。
2009年3月17日	广电总局	广电总局关于印发《关于深入推进电影改革发展的若干措施》的通知	加快划转,统筹规划电影改革发展的思路和措施。加大力度,推进国有电影事业单位转企改制。繁荣创作,推进制片机制和营销机制创新。扩大融资,加快电影院线制改革和影院建设步伐。创新思路,构建农村电影公共服务新体系。创新科技,全面推进电影数字化发展。积极扶持,扩大中国电影“走出去”。
2009年12月28日	国家电影事业专项资金管理委员会	关于对影院安装2K和1.3K数字放映设备补贴的通知	推动电影数字放映,鼓励影院积极安装数字放映设备,加快胶片放映向数字放映转换,国家电影专项资金管委会将对影院安装2K和1.3K数字放映设备试行给予补贴。
2010年1月21日	广电总局	广电总局关于推动农村电影放映工程持续健康发展的通知	通过提取折旧费建立农村电影可持续发展资金;加强对农村电影公益放映场次补贴的监督管理;进一步提高农村电影数字院线公司的市场经营能力;进一步创新管理方式,加强对农村电影放映工程的组织领导。电影行政管理职能划转完成后,各地广电部门要加强对农村电影放映工程的组织领导,建立灵活、高效的农村电影管理体制,在统筹规划、制定政策、信息发布、组织协调、提供服务、检查监督等方面引导农村电影健康有序发展。
2010年1月21日	国务院办公厅	国务院办公厅关于促进电影产业繁荣发展的指	大力推动我国电影产业跨越式发展,实现由电影大国向电影强国的历史性转变;大力繁荣创作生产;积极培育新型企业;继续扩大院线经营规模;大力支持城镇数字

发布日期	颁布部门	政策名称	主要内容
		导意见	影院建设；鼓励加大投融资政策支持；积极推动科技创新；全面加强公共服务；努力增强国际影响力；不断完善监管体系；大力加强队伍建设。
2010年8月13日	国家电影事业发展专项资金管理委员会	《关于影院安装2K和1.3K数字放映设备补贴的通知》的补充通知	补贴资金的申请和发放分为两种方式：影院自购数字放映设备的，报国家管委会批准确定享受补贴的影院及补贴数额；放映设备由投资方提供的，国家管委会将60%补贴汇到投资方，40%汇到该影院。
2010年11月26日	广电总局	广电总局电影局关于加强少数民族语电影译制素材收集工作的通知	进一步推动少数民族语电影译制工作，向广大少数民族地区群众提供丰富、优质的电影节目。各声音制作单位应积极配合做好影片国际乐效素材制作、保管工作，遵循技术规范制作国际乐效，并负责在至少一年内保管好乐效，以支持少数民族语电影译制工作的顺利开展。
2010年12月6日	广电总局	广电总局关于印发《少数民族语公益电影数字化译制、发行、放映工作管理办法（试行）》的通知	进一步提高少数民族语公益电影数字化译制、发行、放映工作质量，规范译制工艺流程，加快少数民族语公益电影数字化进程。电影局负责制定年度少数民族语电影译制工作计划，每年从公益影片的片目中，推荐60部故事片和20部科教片，供各少数民族语译制中心从中选择译制。
2011年11月29日	中国电影发行放映协会	广电总局电影局关于促进电影制片发行放映协调发展的指导意见	进一步平衡电影制片与发行放映的利益分配水平，建立符合市场规律的电影投资与回报体系。参照国际惯例，电影院对于影片首轮放映的分账比例原则上不超过50%；为促进影院建设持续健康发展，降低影院建设、经营成本，维护电影行业的整体利益，减少影院建设激烈竞争造成的后续经营不利影响，建议影院年度地产租金原则上不超过年度票房的15%；影院以签约形式加盟院线的，签约期原则上不少于三年。签约期间，影院如改签加盟资产联结在50%以上院线的，经与签约院线协商，可改签加盟资产联结院线；待制片发行放映利益调整到合理水平后，电影院广告放映经营权逐步回归到电影院，制片方不再经营贴片广告。
2011年12月19日	中国电影发行放映协会	广电总局电影局关于电影片数字母版有偿收集的通知	你单位在收到我局移交的通过技术审查的电影片数字母版十个工作日内，向电影数字母版送缴单位发放数字母版补贴费用。利用数字设备拍摄制作的电影片数字母版和利用胶片拍摄制作的电影片数字母版，都按每部5000元的额度支付补贴费用。
2012年11月19日	中国电影发行放映协会	国家电影事业发展专项资金管理委员会《关于返还放映国产影片上缴电影专项资金的通知》	影院使用符合规范的售票软件系统及影片编码向全国电影票务综合信息系统正常报送票房数据；影院按“管理办法”规定及时足额上缴电影专项资金；无偷漏、无瞒报影片票房，上报数据准确无误；返还条件，按自然年时间计算，影院放映国产影片票房上缴的电影专项资金；返还资金来源。按此规定应返还的电影专项资金，2012年由国家电影专资管委会返还，2013年及以后年份由国家电影专资管委会返还60%、省级电影专资管委会返还40%，返还金额按四舍五入原则取整到万元。
2012年11月19日	中国电影发行放映协会	国家电影事业发展专项资金管理委员会《关于“对新建影院实行先征后返政策”的补充通知》	在执行《关于对新建影院实行先征后返国家电影专项资金的通知》电专字〔2004〕2号，简称“通知”的相关要求，“先征后返三年期”满后，对东中部地区县级城市及乡镇、西部地区省会以外城市的新建影院，当年（自然年度，下同）放映国产影片票房收入达到总票房收入45%（含）以上的，从下一年度起可享受电影专项资金先征后返政策。
2012年11月19日	中国电影发行放映协会	国家电影事业发展专项资金管理委员会《关于对国产高新技术格式影片创作生产进行补贴的	对进入市场发行放映的国产高新技术格式影片，按影片高新技术格式放映票房收入（以下简称票房收入）分档对影片版权方进行奖励，以补贴高新技术格式影片制作费。票房收入在5000万元（含）-1亿元之间，奖励扶持资金为100万元；票房收入在1亿元（含）-3亿元之间，奖励扶持资金为200万元；票房收入在3亿元（含）

发布日期	颁布部门	政策名称	主要内容
		通知》	-5 亿元之间，奖励扶持资金为 500 万元；票房收入在 5 亿元（含）以上，奖励扶持资金为 1000 万元。高新技术格式只有巨幕版本的国产影片，票房收入在 2500 万元（含）-1 亿元之间，奖励扶持资金为 100 万元，票房收入超过 1 亿元，按前述标准奖励扶持。
2013 年 8 月 29 日	财政部、广电总局	财政部 新闻出版广电总局关于县城数字影院建设补贴资金申报和管理工作的通知	中央财政通过国家电影事业发展专项资金安排补贴资金，重点支持中西部地区及东部困难地区（即党中央、国务院文件规定比照享受中部或西部政策的东部地区，下同）县城数字影院建设。各地方财政部门也要根据本地经济社会发展的实际情况，合理安排资金，促进县城数字影院建设的均衡发展。
2014 年 5 月 31 日	财政部、国家发展改革委、国土资源部、住房和城乡建设部、中国人民银行、国家税务总局、广电总局七部门	关于支持电影发展若干经济政策的通知	加强电影事业发展专项资金的管理；加大电影精品专项资金的支持力度；通过文化产业发展专项资金重点支持电影产业发展；对电影产业实行税收优惠政策；实施中西部地区县级城市影院建设资金补贴政策；加强和完善电影发行放映的公共服务和监管体系建设；对电影产业实行金融支持政策；实行支持影院建设的差别化用地政策；狠抓落实，加强管理。
2015 年 2 月 11 日	财政部、广电总局	财政部 新闻出版广电总局关于县城数字影院建设补贴资金申报和管理工作的补充通知	对国务院扶贫办确定的“国家级贫困县啊”、“集中连片特殊困难地区”，以及国务院规定比照享受西部地区政策的中部地区和比照享受中部地区政策的东部地区县城，确认可于 2015 年完成县城首家数字影院建设的，中央财政按照每个影院 80 万元标准给予资金补贴。数字影院建设应符合相关标准，具备在室内看电影的固定场所并安装使用数字放映设备。有条件的县城数字影院应当安装使用 2K 数字放映设备。
2015 年 8 月 31 日	财政部、广电总局	国家电影事业发展专项资金征收使用管理办法	规范国家电影事业发展专项资金（以下简称电影专项资金）征收使用管理，支持电影事业发展。国家管委会由新闻出版广电总局、财政部组成，负责研究提出电影专项资金管理政策和制度，提出电影专项资金使用方向、支持重点和对特殊贫困地区电影事业发展的扶持政策。省级管委会由省级电影行政主管部门、财政部门组成，负责电影专项资金征缴管理，研究提出本地区电影专项资金管理政策和制度，提出本地区电影专项资金支持重点，审核省级分成的电影专项资金预决算。电影专项资金使用范围包括：资助影院建设和设备更新改造，资助少数民族语电影译制，资助重点制片基地建设发展，奖励优秀国产影片制作、发行和放映，资助文化特色、艺术创新影片发行和放映，全国电影票务综合信息管理系统建设和维护等。
2015 年 9 月 29 日	广电总局	国家新闻出版广电总局电影局关于严厉打击在影院盗录影片等侵权违法行为的通知	要加强和完善电影技术检测手段，利用数字电影水印技术追踪盗录影院及盗录时间。对于查证有盗录行为的影院将由《电影放映经营许可证》的核发机构根据情节轻重做出暂停或吊销该证的处理。省级电影主管部门要对该影院在全省范围内进行通报。盗录影片及非法传播盗版节目是触犯《刑法》和《著作权法》的严重犯罪行为。鼓励、支持影片版权方依法追究盗录者及非法传播盗版节目的法律责任。各院线公司要进一步加强版权保护意识，加强对所属影院的规范管理；各影院要加强对员工职业教育和培训，提高员工法律意识。影院在工作中发现有盗录影片行为时，必须及时制止。情节严重的应及时报案。
2016 年 2 月	财政部、广电总局	财政部新闻出版广电总局	规范和加强中央级国家电影事业发展专项资金预算管理，提高资金使用效益。中央

发布日期	颁布部门	政策名称	主要内容
29 日	总局	局关于印发《中央级国家电影事业发展专项资金预算管理办法》的通知	级电影专项资金资助影院建设和设备更新改造, 资助少数民族语电影译制, 资助重点制片基地建设发展, 奖励优秀国产影片制作、发行和放映, 资助文化特色、艺术创新影片发行和放映, 用于全国电影票务综合信息管理系统建设和维护。
2017 年 3 月 1 日	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国电影产业促进法》	"促进电影产业健康繁荣发展, 弘扬社会主义核心价值观, 规范电影市场秩序, 丰富人民群众精神文化生活。 第五条 国务院应当将电影产业发展纳入国民经济和社会发展规划。县级以上地方人民政府根据当地实际情况将电影产业发展纳入本级国民经济和社会发展规划。 第六条 国家鼓励电影科技的研发、应用, 制定并完善电影技术标准, 构建以企业为主体、市场为导向、产学研相结合的电影技术创新体系。 第七条 与电影有关的知识产权受法律保护, 任何组织和个人不得侵犯。 第十条 国家支持建立电影评价体系, 鼓励开展电影评论。 第十一条 国家鼓励开展平等、互利的电影国际合作与交流, 支持参加境外电影节(展)。 第十二条 国家鼓励电影剧本创作和题材、体裁、形式、手段等创新, 鼓励电影学术研讨和业务交流。"
2017 年 9 月 20 日	广电总局	国家新闻出版广电总局关于印发《新闻出版广播影视“十三五”发展规划》的通知	加快广播电视智慧化发展和新闻出版数字; 深入推进电影科技创新; 大力推进具有自主知识产权、基础性战略性技术的研发和应用推广; 做优做大做强新闻出版广播影视产业, 进一步提高规模化、集约化、专业化水平。

数据来源: 国家新闻出版广电总局, 中国电影发行放映协会, 财政部, 中国人大网, 西南证券整理

**附表 3: 北美排名前三院线 2018 年的市场份额、影院数、银幕数及简介**

院线名称	市场份额	影院数 (个)	银幕数 (块)	发展历程
AMC	20.1%	659	8218	<ul style="list-style-type: none"> <li>●1920 年, Dubinsky 兄弟 (Maurice、Edward 和 Barney) 创立 AMC Theatres; 公司创立初期名为 Durwood Theatres;</li> <li>●2001 年, AMC 以 2.3 亿美金价格收购 General Cinemas, 此次收购共涉及银幕 677 块;</li> <li>●2002 AMC 以 4500 万美元收购 Gulf State Theatres 旗下影院, 共获 68 块荧幕;</li> <li>●2005 AMC 以 1.56 亿美金收购 R/C Theatres、Eastern Federal 旗下影院共 306 块银幕;</li> <li>●2010 AMC 以 2.81 亿美金收购 Kerasotes Showplace Theatres 公司, 为自己增加 928 块银幕; 同年 7 月 14 日, AMC 第三次申请 IPO, 计划募资 4.5 亿美金, 并登陆纽交所;</li> <li>●2012 AMC 以 8900 万美元的价格购买了 Rave Review /Race Digital 旗下的 10 个影院共计 156 块银幕;</li> <li>●2012 年 5 月 21 日, 大连万达集团以 26 亿美元收购 AMC 娱乐公司 100% 股权;</li> <li>●截至 2014 年 12 月 31 日, 公司于美国纽约、洛杉矶、芝加哥、费城及达拉斯等地拥有 348 间戏院, 共计 4,960 个放映厅, 公司并通过 Fandango 网站销售电影票;</li> <li>●2015 年 7 月, AMC 公司表示计划以约 1.72 亿美元的价格收购小型连锁院线 Starplex; 最终成功收获新增荧幕 346 块;</li> <li>●2016 年 12 月 21 日, AMC 以 11 亿美元的对价完成对 Carmike Cinemas 的收购, (AMC 有 5425 块屏幕均集中在城区内, 而 Carmike 拥有 2954 块屏幕, 主要集中在郊区和农村地区为主),</li> </ul>

院线名称	市场份额	影院数(个)	银幕数(块)	发展历程
				<p>收购完成后, AMC 成为美国最大影院运营商。与此同时公司也正大力投入发展巨幕, 以期提高消费者观影感受。截至 2016 年底, 已有 82 块自有品牌巨幕;</p> <p>●时至今日, 除了美国以外, AMC 在英国、法国和香港各有据点。此外, AMC 母公司万达电影在中国则拥有 86 座电影院。AMC 曾进驻巴西、加拿大、智利、日本、墨西哥、葡萄牙、韩国、西班牙、瑞典和匈牙利等国。</p>
Regal	18.0%	562	7350	<p>●Regal 诞生于 1989 年, 美国田纳西州的诺克斯维尔市。成立伊始, Regal 就发展迅猛, 短时间内就在诺克斯维尔市近郊开设了几家更大的影院。当时, 影院主打“高端”风格, 旨在为消费者提供“高规格”体验。</p> <p>●最初的十年里, Regal 进行疯狂的扩张, 吞并小的影院例如 Cobb 影院, RC 影院, 和克里兰卡夫国家剧院, 同时新建更加现代的影院。疯狂而盲目地扩张通常是有代价的,</p> <p>●2001 年, Regal 因为过度扩张而破产。</p> <p>●2002 年, 当 Regal Cinemas, Edwards Theatres, United Artists Theatres 都纷纷破产后, 投资人 Philip Anschutz 力挽狂澜, 对这三个影院品牌进行大规模投资, 成为了公司实际的掌门人。2002 年的 3 月, Philip Anschutz 宣布, 为了加强管理, 计划成立这三所公司的母公司, 也就是现在的帝王娱乐集团。</p> <p>●2002 年, Regal 斥资 2.73 亿美元收购著名院线公司 edwards theatres 旗下影院, 收获共计 739 块银幕;</p> <p>●2003 年, Regal 以 1.92 亿美元对价收购 hoyts cinemas 旗下 52 家影院, 共 554 块银幕;</p> <p>●2004 年, 收购加州的连锁影院 Signature Theatres; 接管澳洲第二大连锁影院 Hoyts Cinemas 在美国的业务;</p> <p>●2005 年, 收购美国东南部著名的院线公司 Eastern Federal 以及 R/C theaters 旗下的数家影院, 这两笔业务为其带来共计 306 块银幕的增加;</p> <p>●2008 年, 以 2.1 亿美元完成对 Consolidated Theatres 旗下的 28 家影院, 400 多张银幕的收购。Consolidated 影院主要分布在马里兰州, 弗吉尼亚州, 田纳西州, 佐治亚州和加利福尼亚州等;</p> <p>●2010 年, 值得一提的是, Regal 以 5500 万美元的对价收购其主要竞争对手 amc theatres 旗下若干影院, 共收获银幕 63 块;</p> <p>●2013 年, Regal 以 2.48 亿美元收购美国著名连锁影院公司 hollywood theaters, 共获 513 块银幕;</p> <p>●2015 年, 完全接管 Cinebarre Theaters (2007 至 2015 年 Cinebarre 为 Regal 与 Terrell Braly 的合资企业, Terrell 时任 CEO), 该影院最大的特色就是提供丰富多样的饮食酒水, 观众可以边享用美食, 边观看电影;</p> <p>●2017 年, 2 亿美元完成对美国第 17 大院线 Warren Theatres 的并购;</p> <p>●Regal 对这些收购来的影院进行品牌改造, 统一为 Regal cinemas。截至 2017 年 3 月 7 日, 君豪娱乐公司于美国 42 州及关岛、塞班岛、美属萨摩亚、哥伦比亚特区拥有 561 间戏院, 共计 7,267 个放映厅。是美国目前第二大的电影院运营机构。</p>
Cinemark	11.1%	337	4544	<p>●喜满客控股公司(喜满客影城) Cinemark Holdings, Inc. (NYSE:CNK) 创立于 1984 年, 总部位于美国德州 Plano, 连同其子公司 (Cinemark USA, Inc. 等) 从事电影放映业务, 目前是美国第三大电影运营机构。其戏院遍及美国、巴西 (是巴西最大影院运营商, 市占额 30%)、阿</p>

院线名称	市场份额	影院数 (个)	银幕数 (块)	发展历程
				<p>根廷、智利、哥伦比亚、秘鲁、厄瓜多尔、宏都拉斯、萨尔瓦多、尼加拉瓜、哥斯达黎加、巴拿马及瓜地马拉等地；</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 2006年8月8日，Cinemark以现金和股票结合收购了世纪影院（Century Theatres）；</li> <li>● 2007年4月24日成功上市纽交所；</li> <li>● 2012年11月，Cinemark宣布正在以2.4亿美金收购位于得克萨斯州达拉斯的Rave Cinemas，后者是Culver City的IMAX影院——Bridge Theater运营商。该交易包含位于美国12个州的32家影院的483个放映厅；</li> <li>● 截至2013年12月31日，Cinemark共在美国和拉丁美洲运营482家影院、5563块屏幕，其中在美国的40个州拥有334家影院和4457块屏幕。Cinemark年观影人次2.77亿，在拉美12个国家拥有148家影院、1106块屏幕，他是巴西最大的连锁电影院，也是在拉美地区分布最广的院线；</li> <li>● 截至2017年，Cinemark Holdings公司经营533个电影院，共计5,926个放映厅，5959块银幕。2007-2017年cinemark每年银幕数量保持约2%的低速增长。Cinemark在终端扩张的同时保持了单银幕产出稳步提高，从2007年的23.31万美元增长至2017年的30.12万美元，经营效率高于其同期竞争对手；</li> <li>● Cinemark积极扩展海外进行业务推广，截至2017年拥有的5959块银幕中，有1398块位于巴西、阿根廷等国，并已成为巴西、阿根廷最大的院线。布局城市郊区及南美等非成熟地区，或有利于降低竞争程度，优先抢占非成熟市场，进而通过提高观影人次提升市场红利，获得更加稳定的投资回报。</li> </ul>

数据来源：美国国家影院业主协会、MPAA、box office mojo、Bloomberg，西南证券整理

**附表 4：租金与净票房收入之比与租赁期**

院线	租金与电影放映收入之比	租赁期	备注
万达院线	9.3%-10.65% (2011-2014年租金占电影放映收入的比例)	15-20年 (关联租赁期限20年)	主要包括两类：1) 租赁万达广告物业，纯比例租金；2) 租赁非万达广场物业，采用附保底租金条款的比例租金，或是采用纯比例租金。2012年7月后，将关联物业租金水平调整至净票房的11%，每10年调整
上海电影	13.7%-15.4% (2013-2015年租金占电影放映收入的比例)	15-20年	公司与业主方之间的租金采取固定租金、分成租金（影院净票房收入的一定比例）以及保底租金与分成租金孰高等方式计算支付。一般而言，固定租金模式下，如果公司续签租赁合同，固定租金将重新谈判，往往出现固定租金上调的情况；分成租金及保底租金与分成租金孰高模式下，在租赁期限内，随着租赁年限的增加（一般2-4年为一个跨度），对应保底租金和净票房收入分成比例也逐年提高。
中国电影 (院线业务)	11%-15% (租金占净票房的比例)	10-25年	公司控股影院所用房产大部分采用租赁形式，同房产出租方签署长期租赁协议。租金形式通常采用“固定保底与票房分成孰高”的行业通行模式。固定保底部分采用每隔几年递增租金的方式；票房分成成为每隔几年提高分成比例的方式，每家影院的具体租金模式会有差异。
广州金逸珠江	13.42%-16.36% (2014-2017H1租金占电影放映收入的比例)	8-20年	公司租用房产开设影院的租赁费主要有“租金确定型”（年度租金总额固定不变或年度租金总以约定的确定金额或比例增长）、“保底+提成两者孰高型”两种模式。

院线	租金与电影放映收入之比	租赁期	备注
横店院线	11.5%-13.34% (2014-2017H1 占电影放映收入的比例)	15-20 年	年租金采用两种方式: 1) 固定租金, 通常租金伴随着租赁年限的增加而提高; 2) 保底租金与分成租金 (即按净票房收入的一定比例收取租金) 孰高的模式, 保底租金和分成比例通常均随着租赁年限的增加而提高

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

**附表 5: 万达电影部分影厅情况**

自有/引进	影厅名称	影厅介绍	银幕数量 (块)	公司银幕建设计划	银幕分成模式
引进	IMAX	最保险的巨幕体验, 票价也最高。顶天立地的超大银幕是 IMAX 影院最著名的标志之一, 能最大限度地“包裹”观众视野, 加上增幅画面“加持”, 将让观众获得更强烈的身临其境效果	292	在 2022 年 12 月 31 日前新增 150 家 IMAX 影院的开发和运营 (2016 年 8 月 1 日签订), 即到 2022 年底, 公司 IMAX 银幕预计 306 块	以全面收入分成方式向 IMAX 公司支付租赁费 (全面收入分成: 向放映商提供影院系统, 按一定比例 IMAX 票房收取持续费用, 但不收取预付费用)
引进	RealD	崛起的新秀, 拥有杜比影厅的优势, 并在 3D 技术上更占优势, 3D 屏幕亮度更高		公司将在未来两年内在旗下中国区的万达影城安装不少于 100 块 RealD 终极银幕 (2018 年 12 月 10 日)	根据 3D 票房按照一定比例收取技术专利费, 影院按年缴纳使用费或按放映影片的数量收取使用费
引进	杜比影院	听觉之王, 杜比全景声突破了传统意义上 5.1、7.1 声道的概念, 能够结合影片内容, 呈现出动态的声音效果。更真实的营造由远及近的音效; 配合顶棚加设音箱, 实现声场包围, 展现更多声音细节, 提升观众的观影感受	33	5 年内开设 100 家杜比影院	

数据来源: 美国国家影院业主协会, 西南证券整理 (截至 2018 年底)

**附表 6: 2018 年 12 月江苏省盐城市、扬州市、镇江市、连云港市万达电影院的情况**

影城	影城开业时间	影院大众点评评分	特殊影厅	所在商业综合体	商业综合体入驻商家数量	交通
连云港万达广场店	2016.11.18	视效: 8.4 环境: 8.2 服务: 8.2	IMAX 厅 VIP 厅	万达广场	214	距公交站 步行 480 米
扬州邗江万达广场店	2017.12.08	视效: 9.0 环境: 9.0 服务: 8.9	4D 厅 杜比影院 VIP 厅	万达广场	277	距公交站 步行 114 米
镇江万达广场店	2011.8.12	视效: 9.2 环境: 9.2 服务: 9.2	IMAX 厅 4D 厅 VIP 厅	万达广场	543	距公交站 步行 201 米
盐城万达广场店	2017.6.29	视效: 9.3 环境: 9.3 服务: 9.3	IMAX 厅 4D 厅 VIP 厅	万达广场	192	距公交站 步行 440 米

数据来源: 万达电影 APP, 公司公告, 西南证券整理

**附表 7：2018 年 12 月广东省东莞市万达电影院的情况**

影城	影城开业时间	影院大众点评评分	特殊影厅	所在商业综合体	商业综合体入驻商家数量	交通
东莞万达广场 华南 MALL 店	2007 年	视效: 9.2 环境: 9.2 服务: 9.1	IMAX 激光厅 4D 厅 VIP 厅	华南 MALL	525	距离公交站 110 米
东莞东城万达广场店	2014.9.12	视效: 9.2 环境: 9.2 服务: 9.1	IMAX 厅 4D 厅 VIP 厅	万达广场	731	距离地铁口 920 米
东莞虎门万达广场店	2016.12.6	视效: 8.6 环境: 8.5 服务: 8.2	IMAX 厅 4D 厅 VIP 厅	万达广场	437	距离地铁口 480 米
东莞厚街万达广场店	2015.11.6	视效: 9.2 环境: 9.1 服务: 9.1	IMAX 厅 儿童厅	万达广场	475	距离地铁口 140 米
东莞万达影城南城峰汇店	2017.9.15	视效: 8.5 环境: 8.5 服务: 8.3	儿童厅 MX4D 厅 杜比影厅	峰汇广场	36	距离公交站 164 米
东莞万达影城虎门大宁店	2018.4.30	视效: 7.5 环境: 7.5 服务: 7.4	中国巨幕厅 4DX 厅 儿童厅	万科城	-	距离地铁口 781 米
东莞长安万达广场店	2013.7.20	视效: 9.1 环境: 9.0 服务: 8.7	IMAX 厅 VIP 厅 4D 厅	万达广场	688	距离地铁口 115 米
东莞万达影城 莞城旗峰店 (收购)	2017.5	视效: 8.2 环境: 8.3 服务: 7.8	中国巨幕杜比 全景声厅	万科城市广场	103	距离地铁口 627 米
东莞万达影城 厚街万达广场店	2017.5	视效: 8.4 环境: 8.2 服务: 8.3	IMAX 厅 VIP 厅	万科城市广场	20	距离地铁口 937 米
东莞万达影城 大岭山领尚店	2017.5	视效: 8.1 环境: 7.9 服务: 8.0	中国巨幕杜比 全景声厅	领尚天地	20	距离地铁口 270 米
东莞万达影城 大朗富华中路店 (收购)	2017.5	视效: 7.3 环境: 7.3 服务: 7.3	中国巨幕厅 VIP 厅	万荟时代	10 (拥有沃尔玛超市、休闲茶座、步行街等完整的商业配套)	距离地铁口 70 米

数据来源: 时光网, 万达电影 APP, 大众点评, 百度地图, 西南证券整理

**附表 8: 2018 年 12 月上海市万达电影院的情况**

影城	影城开业时间	影院大众点评评分	特殊影厅	所在商业综合体	商业综合体入驻商家数量	交通
上海松江万达广场店	2014.5	视效: 9.2 环境: 9.2 服务: 9.1	IMAX 厅 VIP 厅 4D 厅	万达广场	779	距离公交站 105 米
上海嘉定中信泰富 万达广场店	2018.10.1	视效: 9.0 环境: 9.0 服务: 8.8	杜比影院厅 4D 厅 情侣厅	万达广场	103	距离地铁口 30 米
上海金山万达广场店	2015 年	视效: 9.2 环境: 9.3 服务: 9.2	IMAX 厅 VIP 厅 4D 厅	万达广场	652	距离公交站 400 米
上海江桥万达广场店	2011.6.18	视效: 9.2 环境: 9.2 服务: 9.2	IMAX 厅 VIP 厅 4D 厅	万达广场	797	距离地铁口 660 米
上海闵行颛桥 万达广场店	2017.12.23	视效: 9.2 环境: 9.2 服务: 9.2	4D 厅 杜比影院厅	万达广场	250	距离公交站 353 米
上海宝山万达广场店	2012 年	视效: 9.2 环境: 9.2 服务: 9.1	IMAX 厅 VIP 厅 4D 厅	万达广场	833	距离地铁口 560 米
上海五角场万达广场店	2006 年	视效: 9.0 环境: 8.9 服务: 8.6	IMAX 厅 VIP 厅 4D 厅 杜比影院厅	万达广场	588	距离地铁口 440 米
上海周浦万达广场店	2009 年	视效: 9.1 环境: 9.1 服务: 9.1	IMAX 厅 VIP 厅	万达广场	615	距离公交站 430 米
上海万达影城 松江文诚路店	-	视效: 8.8 环境: 8.5 服务: 8.7	3D 厅	嘉和休闲广场	182	距离地铁口 1400 米
上海万达影城 松江麦希广场店	2014.5	视效: 8.8 环境: 8.8 服务: 8.6	3D 厅	世贸广场	46	距离公交站 980 米
上海万达影城 光魔酷映店	2017 年	视效: 9.1 环境: 9.0 服务: 8.6	中国巨幕厅 VIP 厅 4DX 厅	缪城新天地	208	距离公交站 310 米
上海万达影城 颛桥龙盛广场店	2015 年	视效: 9.2 环境: 9.1 服务: 9.0	IMAX 厅 4D 厅	龙盛广场	139	距离公交站 85 米
上海万达影城	2018.11.23	视效: 9.1	Onyx 厅	金虹桥商场	265	距离地铁口 330 米

影城	影城开业时间	影院大众点评评分	特殊影厅	所在商业综合体	商业综合体入驻商家数量	交通
金虹桥店		环境: 9.2 服务: 9.1				
上海万达影城虹桥店	2014.12.18	视效: 9.0 环境: 8.8 服务: 8.8	3D 厅	南丰城	207	距离地铁口 640 米
上海寰映影城大融城店	2018.6.29	视效: 9.2 环境: 9.2 服务: 9.1	IMAX 厅 VIP 厅 4D 厅 杜比影院厅 儿童厅	静安大融城	298	距离公交站 1100 米
上海万达影城北翼广场店	2017.12.15	视效: 9.1 环境: 9.1 服务: 8.8	3D 厅	北翼生活广场	36	距离公交站 100 米
上海万达影城吴泾店	-	视效: 8.8 环境: 8.3 服务: 8.6	3D 厅	火星一号商业广场	10	距离公交站 10 米
上海万达影城城山店	2017.1.18	视效: 8.6 环境: 8.4 服务: 8.3	3D 厅	家乐福	-	距离地铁口 890 米
上海万达影城金桥店	-	视效: 8.6 环境: 8.2 服务: 8.4	4D 厅	金桥翡翠坊	17	距离地铁口 1300 米

数据来源: 大众点评, 百度地图, 西南证券整理

附表 9: 2018 年院线票房及下属影院数量

序号	院线名称	2018 年院线票房	院线下属影院数	序号	院线名称	2018 年院线票房	院线下属影院数
1	万达院线	77.41 亿	584	25	长城沃美	4.19 亿	74
2	大地院线	56.06 亿	1116	26	福建中兴	3.72 亿	174
3	上海联和院线	44.85 亿	641	27	山东新世纪	3.69 亿	157
4	中影南方新干线	41.00 亿	866	28	温州雁荡	3.26 亿	110
5	中影数字院线	40.73 亿	871	29	湖南楚湘	3.21 亿	247
6	中影星美	36.27 亿	629	30	河北中联	3.03 亿	233
7	广州金逸珠江	27.51 亿	414	31	江西星河	2.85 亿	155
8	横店院线	24.60 亿	415	32	吉林吉影	2.84 亿	114
9	华夏联合	20.43 亿	416	33	世纪环球	2.46 亿	43
10	江苏幸福蓝海院线	19.52 亿	346	34	江苏东方	2.22 亿	84
11	浙江时代	17.17 亿	351	35	九州中原院线	2.21 亿	182
12	四川太平洋	16.36 亿	336	36	山东鲁信	1.61 亿	52
13	保利万和	13.51 亿	226	37	明星时代数字院线	1.53 亿	88

序号	院线名称	2018 年院线票房	院线下属影院数	序号	院线名称	2018 年院线票房	院线下属影院数
14	河南奥斯卡	11.07 亿	279	38	中广国际	1.42 亿	99
15	北京红鲤鱼数字院线	10.94 亿	858	39	华夏新华大地	1.27 亿	22
16	完美世界院线	9.82 亿	275	40	内蒙古民族院线	1.04 亿	116
17	北京新影联	9.58 亿	176	41	新疆华夏天山院线	9249.4 万	71
18	湖北银兴	8.70 亿	155	42	甘肃新视界院线	8796.1 万	68
19	浙江星光	7.20 亿	116	43	贵州星空院线	8654.4 万	48
20	辽宁北方	6.81 亿	190	44	四川峨嵋	8425.4 万	42
21	武汉天河	5.98 亿	74	45	天津银光	7041.0 万	54
22	深影橙天院线	4.79 亿	155	46	西安长安	5461.9 万	42
23	湖南潇湘	4.64 亿	205	47	上海弘歌	4242.4 万	25
24	上海大光明	4.61 亿	89	48	新疆公司	2227.4 万	31

数据来源：猫眼电影，西南证券整理

**附表 10：2017 年以来电视剧行业政策情况**

颁布时间	政策名称	政策内容	颁发单位
2017 年 6 月 1 日	《关于进一步加强网络视听节目创作播出管理的通知》	加强对重点网络原创视听节目的规划指导。加强网上原创视听节目的内容监管，对重点网络原创视听节目在上线前应当组织进行内容抽查。要进一步加强互联网视听节目服务单位播放行为的监管。	国家新闻出版广电总局
2017 年 6 月 30 日	《网络视听节目内容审核通则》	互联网视听节目服务相关单位应建立内容播前审核制度、审核意见留存制度及工作程序，配备与业务发展需要相适应的审核员，及相应的审看设施。互联网视听节目服务相关单位播出的网络视听节目必须经过审核员审核认定。	中国网络视听节目服务协会
2017 年 9 月 8 日	《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》	加强电视剧创作规划。加强电视剧剧本扶持。建立和完善科学合理的电视剧投入、分配机制。统筹电视剧、网络剧管理。支持优秀电视剧“走出去”。保障电视剧从业人员社会保障权益。	国家新闻出版广电总局、国家发展和改革委员会、财政部、商务部、人力资源和社会保障部
2017 年 9 月 22 日	《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》	各会员单位及影视制作机构要把演员片酬比例限定在合理的制作成本范围内，全部演员的总片酬不超过制作总成本的 40%，其中，主要演员不超过总片酬的 70%，其他演员不低于总片酬的 30%。	中国广播电影电视社会组织联合会电视剧片委员会、中国广播电影电视社会组织联合会演员委员会、中国电视剧制作产业协会、中国网络视听节目服务协会
2017 年 9 月 27 日	《新闻出版广播影视“十三五”发展规划》	做优做大做强新闻出版广播影视产业，进一步提高规模化、集约化、专业化水平。加强文化信息安全建设，提升新闻出版广播影视安全保障能力。加强版权管理，大力发展版权产业。	国家新闻出版广电总局
2017 年 10 月 11 日	《关于加强广播电视节目网络传播管理的通知》	审核未通过、不允许在广播电视上播出的节目，同样不得在网络播出，坚决杜绝问题节目以“未删节版”“删减内容”“花絮”等名义在网上播出。	国家新闻出版广电总局办公厅
2018 年 3 月 16 日	《关于进一步规范网络视听节目传播秩序》	坚决禁止非法抓取、剪辑改编视听节目的行为。加强网上片花、预告片等视听节目管理。加强对各类节目接受冠名、赞	国家新闻出版广电总局办公厅

颁布时间	政策名称	政策内容	颁发单位
	的通知》	助的管理。	
2018年11月9日	《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》	各电网上星综合频道 19:30-22:30 播出的综艺节目要提前向总局报备嘉宾姓名、片酬、成本占比等信息,每个节目全部嘉宾总片酬不得超过节目总成本的 40%,主要嘉宾片酬不得超过嘉宾总片酬的 70%。 严格执行已出台的电视剧网络剧(含网络电影)成本配置比例行业自律规定,每部电视剧网络剧(含网络电影)全部演员片酬不超过制作总成本的 40%,其中主要演员不超过总片酬的 70%。	国家广播电视总局

数据来源:广电总局,中国网络视听节目服务协会,西南证券整理

附表 11: 2017-2018 年制片市场票房榜(主出品)(票房:亿元)

排名	2018 年			2017 年		
	电影投资制作机构	出品数量	票房	电影投资制作机构	出品数量	票房
1	美国漫威娱乐有限公司	5	61.8	天津橙子映像传媒有限公司	3	69.5
2	天津猫眼微影文化传媒有限公司	7	59.9	天津猫眼微影文化传媒有限公司	8	61.4
3	万达影视传媒有限公司	11	57.0	春秋时代(霍尔果斯)影业有限公司	2	60.0
4	英皇电影	5	55.6	捷成世纪文化产业集团有限公司	2	59.9
5	博纳影业集团股份有限公司	10	53.1	北京登峰国际文化传播有限公司	2	56.8
6	美国华纳兄弟影片公司	7	49.5	霍尔果斯登峰国际文化传播有限公司	1	56.8
7	腾讯影业文化传播有限公司	8	46.1	潮风影业(北京)有限责任公司	1	56.8
8	欢喜传媒集团有限公司	4	45.8	华谊兄弟传媒发行有限责任公司	19	50.5
9	北京真乐道文化传播有限公司	4	44.7	万达影视传媒有限公司	18	49.9
10	北京光线影业有限公司	11	40.0	中国电影股份有限公司	13	40.1

数据来源:猫眼专业版,西南证券整理。备注:加粗的公司为 2017-2018 皆位于前十名的公司

附表 12: 2017-2018 发行市场票房榜(主发行)(票房:亿元)

排名	2018 年			2017 年		
	公司名称	发行数量	票房	电影投资制作机构	发行数量	票房
1	中国电影股份有限公司	82	185.0	中国电影股份有限公司	62	168.2
2	华夏电影发行有限责任公司	73	177.9	华夏电影发行有限责任公司	68	153.3
3	天津猫眼微影文化传媒有限公司	7	67.4	北京聚合影联文化传媒有限公司	12	63.8
4	博纳影业集团股份有限公司	6	51.2	北京京西文化旅游股份有限公司	2	59.7
5	五洲电影发行有限公司	9	45.2	华谊兄弟传媒股份有限公司	9	50.2
6	北京京西文化旅游股份有限公司	5	39.6	华影天下(天津)电影发行有限公司	3	31.9
7	北京光线影业有限公司	8	38.8	北京光线影业有限公司	7	28.1
8	新丽传媒股份有限公司	2	31.5	天津猫眼微影文化传媒有限公司	6	25.6
9	上海阿里巴巴影业股份有限公司	1	25.5	上海淘票票影视文化有限公司	7	24.1
10	北京聚合影联文化传媒有限公司	11	14.8	联瑞(上海)影业有限公司	4	19.5

数据来源:猫眼专业版,西南证券整理。备注:加粗的公司为 2017-2018 皆位于前十名的公司

**附表 13: 交易完成前后万达电影股权结构**

序号	股东名称	本次交易前		本次交易后	
		持股数量 (万股)	比例	持股数量 (万股)	比例
1	万达投资	89297.6	50.7%	94492.2	45.4%
2	万达文化集团	4416.5	2.5%	4416.5	2.1%
3	本次交易前万达电影其他股东	82430.1	46.8%	82430.1	39.6%
4	莘县融智	-	-	4508.4	2.2%
5	互爱科技	-	-	4216.9	2.0%
6	泛海股权投资管理有限公司	-	-	3186.5	1.5%
7	北京弘创投资管理中心 (有限合伙)	-	-	2804.2	1.4%
8	宿迁清远影视传媒合伙企业 (有限合伙)	-	-	2085.4	1.0%
9	张铎	-	-	1687.5	0.8%
10	尹香今	-	-	1478.1	0.7%
11	林宁	-	-	1445.8	0.7%
12	梦元 (天津) 影视资产管理中心 (有限合伙)	-	-	1274.6	0.6%
13	克拉玛依恒盈股权投资有限合伙企业	-	-	1045.2	0.5%
14	上海塔拜创业投资管理合伙企业 (有限合伙)	-	-	764.8	0.4%
15	天津鼎石一号资产管理合伙企业 (有限合伙)	-	-	402.8	0.2%
16	青岛西海岸文化产业投资有限公司	-	-	382.4	0.2%
17	深圳市乐创东方投资企业 (有限合伙)	-	-	382.4	0.2%
18	上海蕙阳郡霆投资管理中心 (有限合伙)	-	-	301.2	0.1%
19	兴铁产业投资基金 (有限合伙)	-	-	254.9	0.1%
20	何海令	-	-	254.9	0.1%
21	浙江华策影视股份有限公司	-	-	254.9	0.1%
22	西藏华鑫股权投资管理合伙企业 (有限合伙)	-	-	127.5	0.1%
23	马宁	-	-	27.9	0.0%
	合计	176144.2	100.0%	208225.2	100.0%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**附表 14: “菁英+” 计划概况**

	菁英+导演		菁英+编剧	
第一期	2017年6月: 宣布	白雪《分隔线》(后改名)、郭静波《末路狂欢》、邹鹏《地球人都不知道》	2018年2月: 新编剧培养计划“未来大师工作坊”正式启动	目标人群: 传统媒体人(媒体工作者)转型编剧 形式: 全公益
	过程	白雪的《过春天》: 2017.10 开机、2017.11 杀青 邹鹏的《地球人都不知道》: 2017.7 开机、2017.8 杀青	过程	万达影视邀请好莱坞影片《雷神》编剧 Zack Stentz 等国内知名编剧大师们现场授课。
	成果	白雪的《过春天》: 第二届平遥国际电影展“费穆荣誉”最佳影片和最佳女演员(获奖, 唯一入围本届电影展主竞赛单元的国产影片)	成果	第一期以媒体工作者为主要招募对象, 签约 1 名编剧, 孵化 1 个全概念 IP, 深耕 2 个具有商业价值的剧本。

		菁英+导演	菁英+编剧	
		多伦多国际电影节上荣获亚洲电影促进联盟大奖 (NETPAC AWARD) “荣誉提及”殊荣, 而且是该电影节“新发现”(Discovery)单元有史以来第一部作为开幕片的华语电影		
第二期	2018年11月	继续招募青年导演	2018年11月: 菁英+”战略新编剧计划 招募启动暨第二期“未来 大师工作坊”现场活动招 募启动	剧情长片, 针对青年编剧 (专业院校毕业或已有影视化作品) 或媒体人 (从事三年以上传统媒体或新媒体)
愿景	搭建全产业链人才服务平台, 为影视圈中导演、编剧、制片、艺人、摄影、美术等全产业链人才提供培训认证、内容孵化、人才招募、职业提升等服务, 致力于为中国电影工业化提供人才储备, 构建整套中国影视工会体系。			

数据来源: 公司官网, “Elite 菁英+”微信公众号。西南证券整理

**附表 15: 万达 2019 计划开业的商业项目**

序号	项目名称	计划开业时间	序号	项目名称	计划开业时间
1	山西运城万达广场	2019年1月1日	22	内蒙古鄂尔多斯万达广场	2019年9月30日
2	广西贵港万达广场	2019年1月1日	23	西藏拉萨万达广场	2019年9月30日
3	贵州都匀万达广场	2019年1月25日	24	山东聊城万达广场	2019年10月19日
4	广东汕头万达广场	2019年5月25日	25	山东青岛城阳万达广场	2019年11月8日
5	广西玉林万达广场	2019年5月25日	26	湖北随州万达广场	2019年11月15日
6	广东广州万达茂	2019年6月15日	27	河北秦皇岛万达广场	2019年11月22日
7	重庆大渡口万达广场	2019年6月21日	28	河南平顶山汝州万达广场	2019年11月22日
8	陕西商洛万达广场	2019年6月22日	29	云南昆明万达旅游小镇	2019年11月30日
9	上海青浦万达茂	2019年6月22日	30	安徽宿州 CBD 万达广场	2019年12月6日
10	河北石家庄长安万达广场	2019年6月28日	31	山东日照万达广场	2019年12月12日
11	江苏无锡万达茂	2019年6月29日	32	广东茂名电白万达广场	2019年12月19日
12	黑龙江大庆让胡路万达广场	2019年7月19日	33	辽宁大连旅顺口万达广场	2019年12月20日
13	重庆涪陵万达广场	2019年7月19日	34	吉林通化万达广场	2019年12月20日
14	浙江杭州余杭万达广场	2019年8月9日	35	山东滕州万达广场	2019年12月20日
15	辽宁鞍山万达广场	2019年8月10日	36	河南濮阳经开区万达广场	2019年12月20日
16	安徽滁州万达广场	2019年8月24日	37	江苏淮安楚州万达广场	2019年12月21日
17	内蒙古兴安盟万达广场	2019年9月13日	38	辽宁沈阳浑南万达广场	2019年12月28日
18	江苏徐州中川万达广场	2019年9月20日	39	江苏宿迁沭阳万达广场	2019年12月28日
19	山东临沂上海路万达广场	2019年9月28日	40	重庆南川万达广场	2019年12月28日
20	河南郑州恒祥万达广场	2019年9月28日	41	上海浦江万达广场	2019年12月31日
21	湖北咸宁万达广场	2019年9月28日			

数据来源: 2018 年万达商业会招商手册 (赢商网整理), 西南证券整理

**附表 16: 万达电影合作版图**

时间	合作方	合作内容
2016年3月18日	海航基础	万达院线与海航基础正式签署战略合作协议,协议直接促成了目前海航集团下属未来3个以上的商业合作项目,为万达院线的海南市场开拓奠定了坚实的发展基础。
2016年9月23日	索尼影视娱乐	双方达成一项战略合作,对索尼在中国引进的某些热门大片进行投资合作。万达以其在中国强大的消费者基础设施,支持索尼影片持续扩大国际化影响力的承诺。
2017年5月9日	COSTA	万达院线与COSTA签署战略合作协议,协议就上海市和重庆市,以及江苏省,浙江省,安徽省,河南省,山西省,四川省,江西省,福建省,广东省,海南省,湖北省,陕西省,湖南省,云南省,贵州省和广西壮族自治区内所有万达影城内选择性开设ONE COSTA品牌咖啡店达成共识。首批门店将于7月底前在上海、南京两城市万达影城亮相。
2017年5月15日	博纳影业	万达院线与博纳影业签订《投资框架协议》及《合作框架协议》,就增资扩股、院线加盟、广告合作、影片投资等方面展开深入合作。
2017年6月	腾讯、阅文	万达影视全产业链矩阵为超级IP的商业变现提供全方位资源供给;作为世界领先的互联网平台,腾讯影业、腾讯游戏两大业务深度参与,将为IP培育、孵化、商业增值提供强大动力;作为中国引领行业的正版数字阅读平台和文学IP培育平台,阅文集团将以其强大的内容优势,不断输送优质IP,连接泛娱乐产业链资源。
2017年6月	派拉蒙影业	由派拉蒙出品的科幻动作大片《变形金刚5:最后的骑士》将于2017年6月23日全国上映,万达电影成为此片“中国首席营销推广伙伴”,并独家承办首映观影活动。
2017年6月	荣信达	万达影视与荣信达将在原创内容开发、IP联合运营、明星经纪等业务展开深入合作。双方在未来的电影项目也将有深度合作。
2017年6月	海润影业	海润影业未来会给万达影视提供四部电影项目及四部电视剧,这一合作扩充万达影视战略版图,充实公司影视项目。
2017年6月	果实创想	万达影视拥有果实创想主导所有电影项目的优先首看权及主控权,双方深度捆绑内容开发,助力万达影视内容生产核心竞争力。
2017年6月	圣世互娱	与万达进行多个项目的开发。
2017年6月	恒信文化	向万达提供主控、开发或参与投资的电影项目供万达选择参与开发或投资。
2017年6月	小学馆集英社制作公司、北京迪美天祥文化	万达影视携手小学馆集英社制作公司和北京迪美天祥文化,共同打造定位国际市场的具有中国文化背景的动漫系列IP。
2017年6月	数元影视、千岁影视、特神文化、凤凰传奇影业、路画影视、新丽传媒、复星影视	五洲发行与数元影视合作项目有《降魔传》、《兵头悍将闹拉美》及《全景杀戮图》,与千岁影视合作《731》系列,与特神文化合作《蒸汽世界》系列,与凤凰传奇影业、路画影视合作《匿名者》、《未来世界》,与新丽传媒、复星影视深度合作的重大项目暂时还未揭开神秘面纱。
2017年6月	招行信用卡中心、滴滴出行	万达传媒与招行信用卡中心和滴滴出行签署战略合作,融合营销战略的重要落地合作,对接万达传媒资源,互利互惠共赢。
2017年6月	先力电影器材、天工异彩	青岛影都与先力电影器材、天工异彩签署战略合作,完善青岛影都第三方服务,吸引更多影视项目落地东方影都,共享万达影视产业链优质资源。
2017年7月	科视CHRISTIE公司、RealD公司	美国科视Christie公司和RealD公司同意在已认证的工程师的基础上,为万达影院技术服务公司新增认证工程师的数量。
2018年3月	招商银行	万达电影携手招商银行,推出招商银行万达电影联名信用卡,成为探寻消费新场景,布局电影场景的重要举措。

数据来源:公司官网,西南证券整理

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn