

行业增速放缓致公司业绩承压，拓展全产业链提振未来增速

——万达电影首次覆盖报告

首次覆盖报告

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

姚轩杰(分析师)

010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010001

● 电影市场增速放缓，公司业绩承压，将布局上游加强协同效应

2018年，在行业激烈竞争形势下，公司实现营业收入140.88亿元，同比增长6.49%；归属于上市公司股东净利润12.95亿元，同比下降14.58%。随着电影行业进入中速增长阶段，未来几年全国电影票房大概率维持在10%左右的增速，院线行业的调整阵痛期尚未结束。万达电影作为行业龙头，受行业大环境影响业绩增速放缓。万达电影开始布局上游，并购万达影视，同时优化成本提升运营效率，发挥全产业链协同效应，未来有望提振整体业绩增长。

● 院线行业集中度继续提升，并购重组加快，万达龙头地位稳固

2018年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%，稳居龙头地位。随着影院经营困难增加，不少影院亏损倒闭，大型院线公司破产等现象出现，且国家电影局发文鼓励院线并购，行业兼并重组加快，未来龙头院线公司有望继续受益。

● 2019年完成万达影视整合，提升运营效率，继续提高非票收入

2019年公司将落实对万达影视在组织架构、人员和业务上的整合，全面升级成为一家全产业链公司。院线端，公司将在确保影城品质和收益的前提下积极扩张，强化第一院线终端优势。内容端，公司将联动旗下各板块业务，充分发挥协同效应，确保影视按计划完成年度目标。在非票收入方面，公司将继续开拓创新经营，积极探索差异化经营，加大衍生品、咖啡业务发展力度，增强优质内容的持续产出能力，持续提高非票房收入。

● 看好公司全产业链整合及龙头地位优势，首次覆盖给予“推荐”评级

我们预测万达电影2019-2021年实现营收分别为154.28亿元、168.36亿元、185.54亿元，同比增长9.51%、9.13%、10.20%；实现归母净利润分别为14.54亿元、16.63亿元、19.56亿元，同比增长12.33%、14.34%、17.60%；对应2019-2021年EPS分别为0.83元、0.94元、1.11元。我们看好公司全产业链整合以及龙头地位优势，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：经济下行风险；政策风险。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13229	14,088	15,428	16,836	18,554
增长率(%)	18.02	6.49	9.51	9.13	10.20
净利润(百万元)	1516	1295	1454	1663	1956
增长率(%)	10.92	-14.58	12.33	14.34	17.60
毛利率(%)	32.10	30.32	30.30	30.45	30.97
净利率(%)	11.46	9.19	9.43	9.88	10.54
ROE(%)	12.94	10.25	10.33	10.68	11.25
EPS(摊薄/元)	0.86	0.73	0.83	0.94	1.11
P/E(倍)	26.4	31.0	27.6	24.1	20.5
P/B(倍)	3.4	3.2	2.9	2.6	2.3

推荐(首次评级)

市场数据

时间 2019.05.09

收盘价(元):	19.92
一年最低/最高(元):	17.93/31.1
总股本(亿股):	17.61
总市值(亿元):	350.88
流通股本(亿股):	17.61
流通市值(亿元):	350.88
近3月换手率:	97.68%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	0.53	-1.23	-36.31
绝对	-9.08	11.71	-41.75

相关报告

目 录

1、 公司基本概况.....	4
1.1、 公司是国内最大的电影院线企业.....	4
1.2、 引入阿里为二股东，收入逐步多元化.....	4
2、 电影行业调整致公司业绩承压，布局上游提升协同效应.....	6
2.1、 公司 2018 年业绩下滑 14.6%.....	6
2.2、 受宏观经济影响，广告及商品等非票房收入增速低于票房增速.....	7
2.3、 公司毛利率小幅下降，财务费用增幅较大.....	8
3、 并购万达影视，拓展全产业链.....	9
3.1、 万达电影重启万达影视资产重组方案.....	9
3.2、 万达影视业务范围广，电影占利润比重最大.....	10
4、 电影市场增长放缓，院线行业集中度继续提升.....	12
4.1、 电影票房市场从高增长进入中速增长.....	12
4.2、 行业集中度继续提升，万达龙头地位稳固.....	13
5、 2019 年展望：完成万达影视整合，增强影院营运效率.....	16
6、 盈利预测及投资建议.....	16
6.1、 盈利预测.....	16
6.2、 投资建议.....	17
7、 风险提示.....	17
附： 财务预测摘要.....	18

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 2018 年公司业务构成.....	5
图 3: 2014-2018 年公司主营业务结构.....	5
图 4: 2014-2018 年公司营收及增长率.....	6
图 5: 2014-2018 年公司归母净利润及增长率.....	6
图 6: 2014-2018 票房收入及增速.....	7
图 7: 2015-2018 影院广告收入及增速.....	7
图 8: 2014-2018 商品销售收入及增速.....	7
图 9: 2014-2018 综合毛利率及分业务毛利率情况.....	8
图 10: 2014-2018 销售费用及增速.....	8
图 11: 2014-2018 管理费用及增速.....	8
图 12: 2014-2018 财务费用及增速.....	8
图 13: 万达影视营收及归母净利润（亿元）.....	9
图 14: 万达影视承诺业绩(亿元).....	9
图 15: 万达影视四大费率.....	10
图 16: 万达影视毛利率和净利率.....	10
图 17: 万达影视各项业务毛利率.....	10
图 18: 万达影视电影业务营收及毛利率（亿元）.....	10
图 19: 2014-2018 中国电影票房收入及增速.....	12
图 20: 2012-2018 中国观影人次及增速.....	12
图 21: 2012-2018 中国院线银幕数量及增速.....	12
图 22: 2012-2018 中国电影场次及增速.....	12

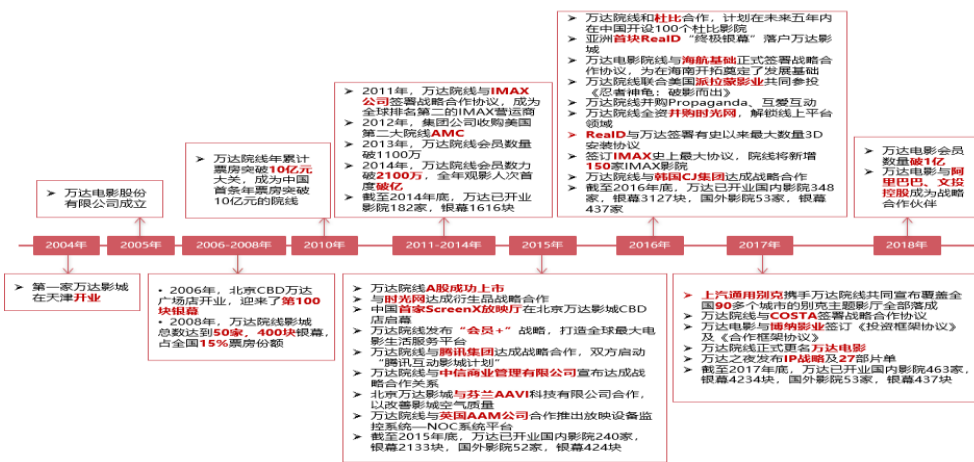
图 23: 全球电影行业而产业链情况.....	13
图 24: 2013-2018 各线城市票房占比.....	14
图 25: 新增影院情况.....	15
图 26: 全国院线票房收入和万达票房收入、占比.....	15
表 1: 公司前十大股东 (截至 2018 年 12 月)	4
表 2: 万达影视主要电影作品.....	11
表 3: 2018 年前十大院线票房、市占率、荧幕及影院数量	13
表 4: 公司收入与净利润预测.....	16

1、公司基本概况

1.1、公司是国内最大的电影院线企业

万达电影成立于 2005 年，隶属于万达集团。凭借极高的商业价值与前瞻的产业布局，万达电影获得多项大奖。多年来，万达电影始终坚持一切以用户的观影价值和观影体验为核心，持续引进和推广放映技术，致力于为广大影迷呈现终极理想观影场景。此外，万达电影推出高端自有影厅品牌“PRIME”，采用全球领先电影放映技术，引领高端观影理念变革，赋予影厅多重综合娱乐属性，创造划时代的电影院新场景体验。作为中国电影市场的领导企业，万达电影始终顺应市场发展趋势，布局全产业链，向科技型、平台型、生态型公司实现跨越转型，持续提高竞争能力和发展潜力。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

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；2016 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，万达电影已经牢牢稳住电影院线第一的行业地位，同时不断延伸产业链，未来有望成为全球有影响力的电影综合集团公司。

1.2、引入阿里为二股东，收入逐步多元化

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。

表1：公司前十大股东（截至 2018 年 12 月）

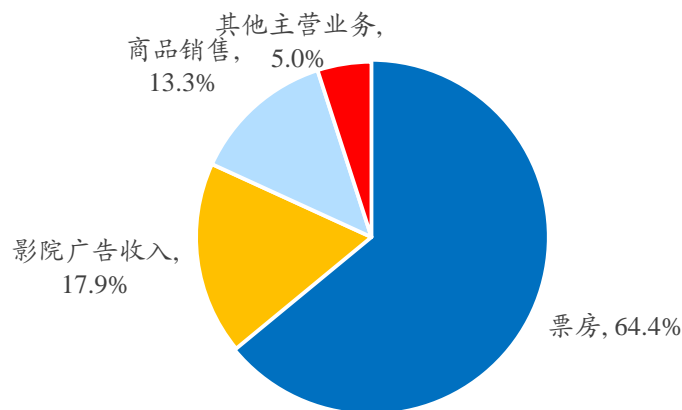
排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
----	------	---------	-----------

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	北京万达投资有限公司	892,975,779	50.6957
2	杭州臻希投资管理有限公司	135,000,000	7.6642
3	上海仁福投资有限公司	36,177,000	2.0538
4	孙喜双	34,294,778	1.947
5	东莞市凯德实业投资有限公司	30,000,000	1.7031
6	世茂影院投资发展有限公司	20,259,318	1.1502
7	全国社保基金一一二组合	15,771,444	0.8954
8	逢宇峰	15,117,150	0.8582
9	王思聪	13,018,470	0.7391
10	博瑞远达(天津)股权投资合伙企业(有限合伙)	11,164,530	0.6338

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

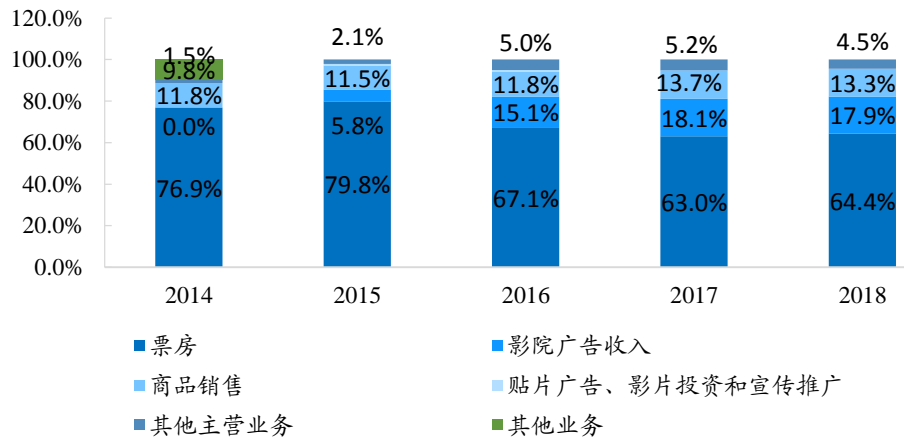
票房贡献大部分收入，影院广告、商品销售收入呈现快速增长。根据万达电影2018年报，公司收入的64%来自票房；2014至2015年，公司票房的营收分别以33%、56%的增速迅速增长，2016、2017年票房收入增速放缓，分别为18%、11%；票房收入从2014年的41亿元提升到2017年的83亿元，票房营收占比在2015年以后有所下降，由2015年的79%下降到2017年的63%，但仍然是公司收入贡献最大的部分。公司从2015年开始产生影院广告收入，且占比持续上升，由2015年的6%增长到2017年的18%。2014年以来公司商品销售收入占比较稳定，维持在11%-14%之间。2015、2016年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2： 2018年公司业务构成



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图3： 2014-2018年公司主营业务结构



资料来源: wind, 新时代证券研究所

2、 电影行业调整致公司业绩承压， 布局上游提升协同效应

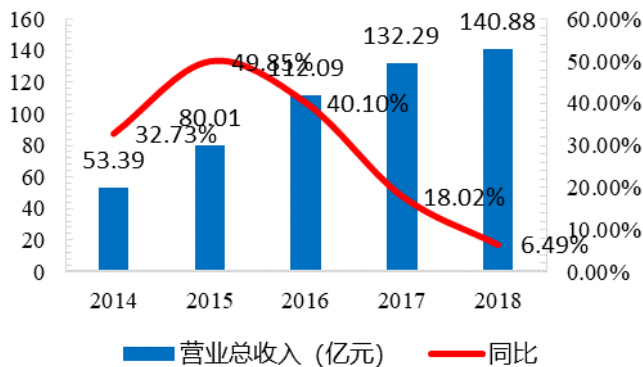
2.1、 公司 2018 年业绩下滑 14.6%

2018 年，在行业激烈竞争形势下，公司实现营业收入 140.88 亿元，同比增长 6.49%，收入规模稳步提升。但受观影毛利下降影响，公司实现归属于上市公司股东的净利 12.95 亿元，同比下降 14.58%，公司广告和卖品毛利保持相对稳定。

观影毛利下降主要是院线行业竞争加剧所致，这从全国电影票房增速与银幕数增速对比可以明显看出。2018 年，全国电影实现总票房 609.8 亿元，同比增长 9.1% (剔除服务费为 565.4 亿元，同比增长 7.9%)，城市院线观影人次 17.2 亿人次，同比增长 5.9%，银幕总数 60,079 块，全年新增银幕 9,303 块，同比增长 18.3%。但由于全国银幕增速仍快于整体票房增速，影院同质化竞争激烈，市场竞争进一步加剧。

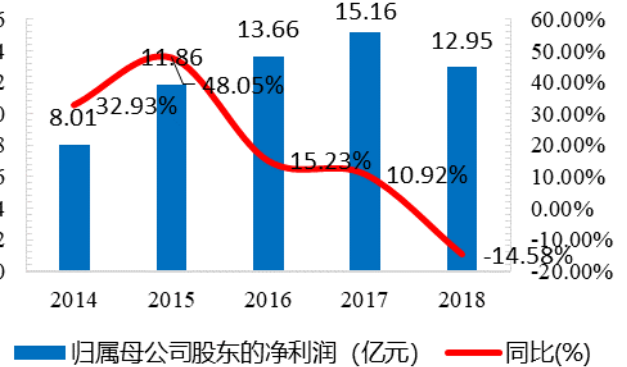
随着电影行业从高增长进入中速增长阶段，未来几年全国电影票房大概率维持在 10% 左右的增速，影院及银幕数量的增速仍然快于票房增速的趋势难以扭转，院线行业的调整阵痛期尚未结束。万达电影作为行业龙头，受行业大环境影响业绩增速可能下台阶。

图4: 2014-2018 年公司营收及增长率



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图5: 2014-2018 年公司归母净利润及增长率



资料来源: wind, 新时代证券研究所

2018 年，公司实现票房 95.6 亿元，同比增长 8.9%，观影人次 2.3 亿人次，同比增长 7.5%。其中，公司国内实现票 79.8 亿元，同比增长 10.1%，观影人次 2.1

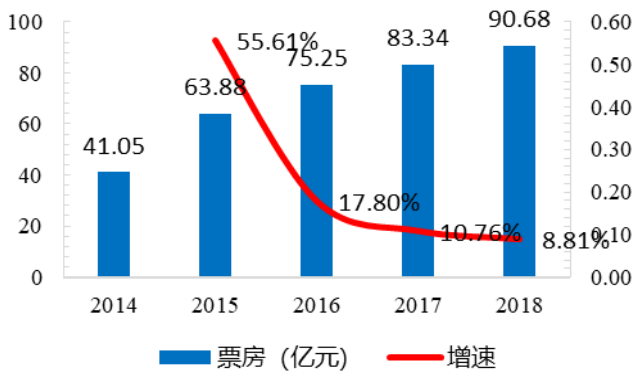
亿人次，同比增长 7.8%。票房、观影人次、市场占有率等核心指标连续 10 年位列全国第一，单银幕产出、上座率等主要指标继续保持全国领先水平。2018 年，公司下属 64 家影院跻身我国电影票房 200 强，155 家影院进入我国影院票房 500 强。公司自有万达电影 APP 出票占比超 20%，已发展成为国内领先的院线自营电影票平台。

近年来，公司加快完善影院布局、增强区域优势、进一步巩固在影院行业的市场份额和领先地位。2018 年，公司在发展优质影城、确保项目的品质和收益率的情况下，实施影城稳步扩张，新开影城 79 家，影院终端规模进一步扩大。截止 2018 年底，公司拥有直营影院 595 家，5,279 块银幕，其中国内影院 541 家，4,807 块银幕，票房市场占有率 13.5%。

2.2、受宏观经济影响，广告及商品等非票房收入增速低于票房增速

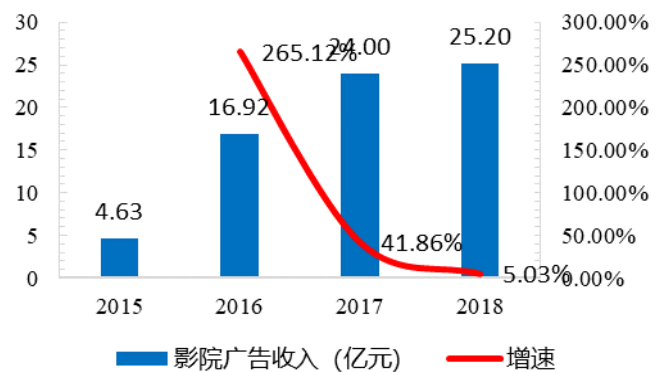
分业务来看，2018 年，公司观影收入 90.68 亿元，同比增长 8.81%；广告收入 25.2 亿元，同比增长 5.03%；商品餐饮销售收入 18.69 亿元，同比增长 3.38%。从过往年份看，公司的非票收入增速要高于电影票房增速，特别是广告业务增长较为明显，非票收入的占比快速提升，但今年出现非票收入的增速低于电影票房增速，这表明受宏观经济下行影响，公司的非票收入也进入低增长。

图6： 2014-2018 票房收入及增速



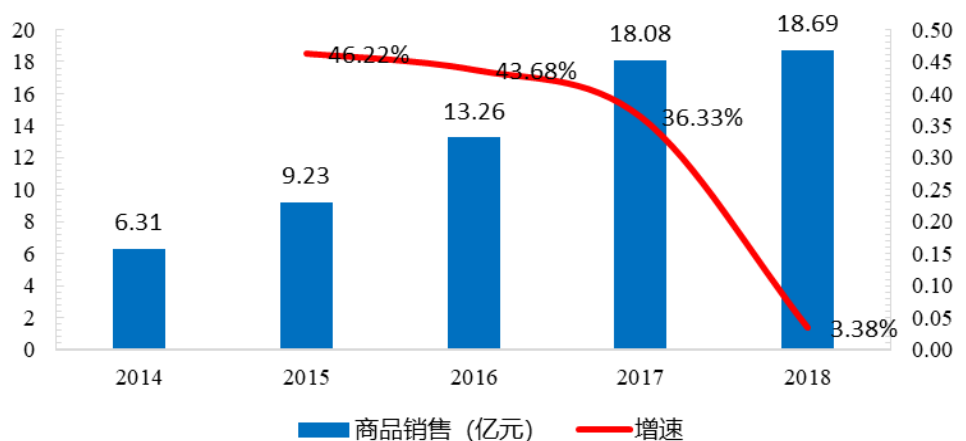
资料来源：wind，新时代证券研究所

图7： 2015-2018 影院广告收入及增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

图8： 2014-2018 商品销售收入及增速



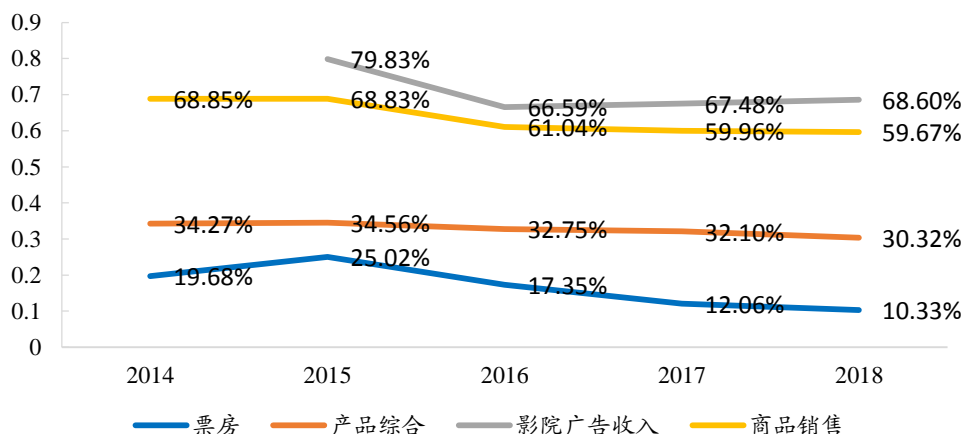
资料来源：wind，新时代证券研究所

此外，公司国外业务主要是 AMC 院线及澳洲院线业务，2018 年国外业务收入为 30.31 亿元，同比下降 1.63%。但海外业务成本 20.77 亿元，同比上升 3.71%，这也导致海外业务毛利率下降 3.52 个百分点至 31.47%。

2.3、公司毛利率小幅下降，财务费用增幅较大

2018 年，公司综合毛利率为 30.32%。分业务来看，观影业务毛利率 10.33%，同比下降 1.73%；广告业务毛利率 68.60%，同比增长 1.12%；商品餐饮销售业务毛利率 59.67%，同比下降 0.29%。

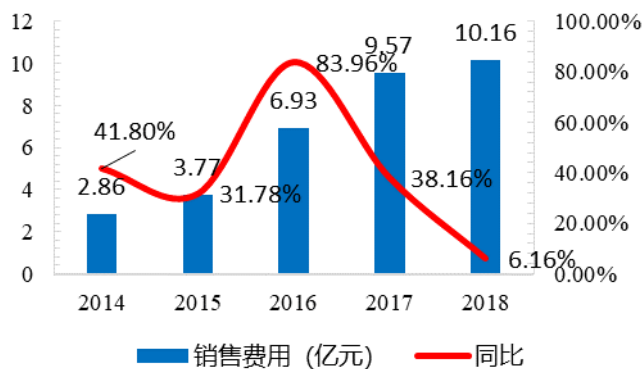
图9： 2014-2018 综合毛利率及分业务毛利率情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

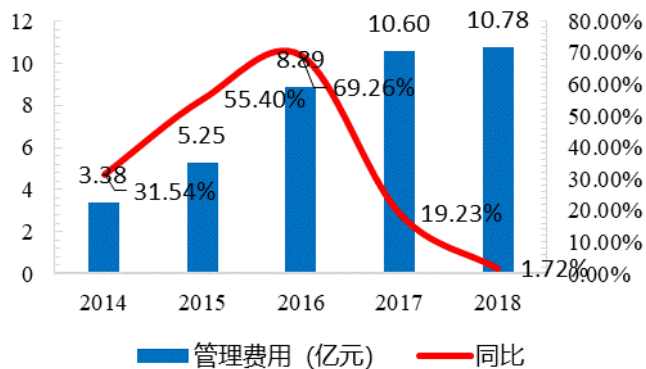
费用方面，2018 年公司销售费用 10.16 亿元，同比增长 6.16%；管理费用 10.78 亿元，同比增长 1.72%；财务费用 2.83 亿元，同比增长 23.73%。公司整体费用率保持稳定。

图10： 2014-2018 销售费用及增速



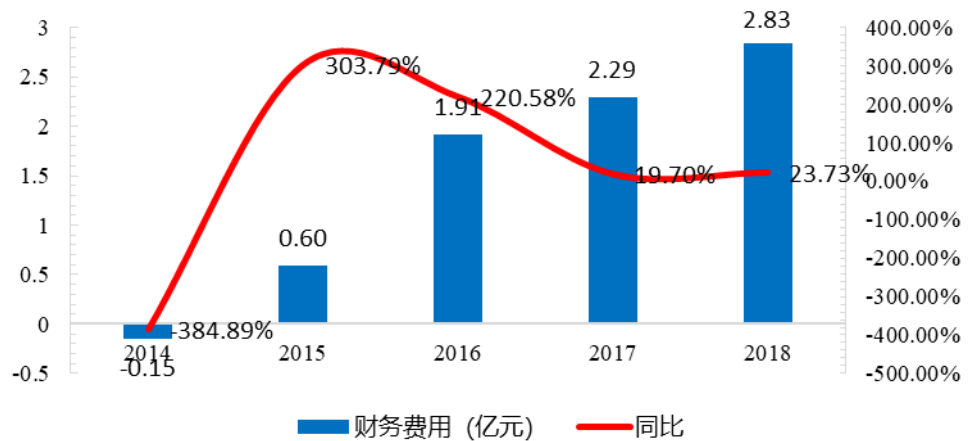
资料来源：wind，新时代证券研究所

图11： 2014-2018 管理费用及增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

图12： 2014-2018 财务费用及增速



资料来源: wind, 新时代证券研究所

3、并购万达影视，拓展全产业链

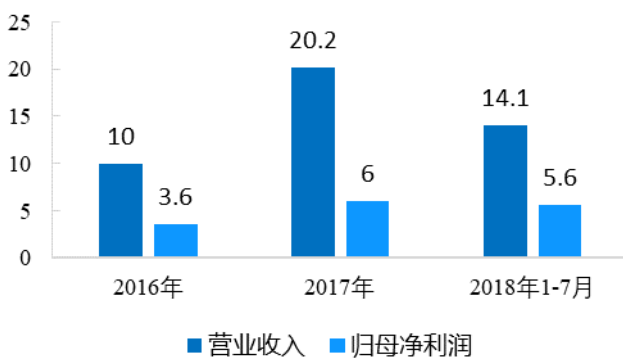
3.1、万达电影重启万达影视资产重组方案

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。

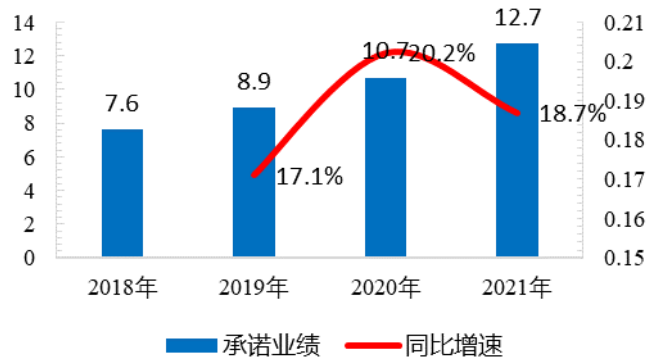
万达电影发行股份3.2亿股购买万达影视，发行价33.2元/股，占发行后万达电影总股本15.3%，万达影视整体估值110亿元。万达影视2019-2021年业绩承诺分别为8.9亿元、10.7亿元和12.7亿元。

图13: 万达影视营收及归母净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图14: 万达影视承诺业绩(亿元)

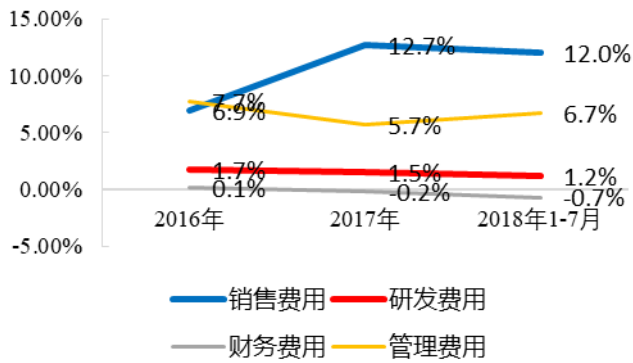


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

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

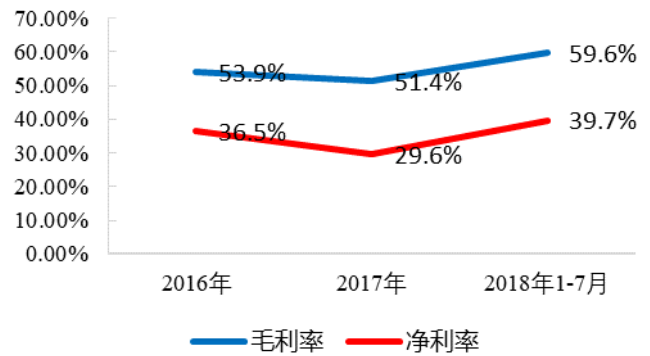
预期，电影业务利润贡献增长的原因。期间费用方面，2017 年销售费用率波动因电视剧业务和游戏业务规模扩大导致；2017 年管理费用率下降主要系影视业务管理工作规模效应显现；研发费用和财务费用率基本平稳，财务费用率为负主要是由万达影视的外币性货币项目汇率变动产生了汇兑损益所致。

图15: 万达影视四大费率



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图16: 万达影视毛利率和净利率

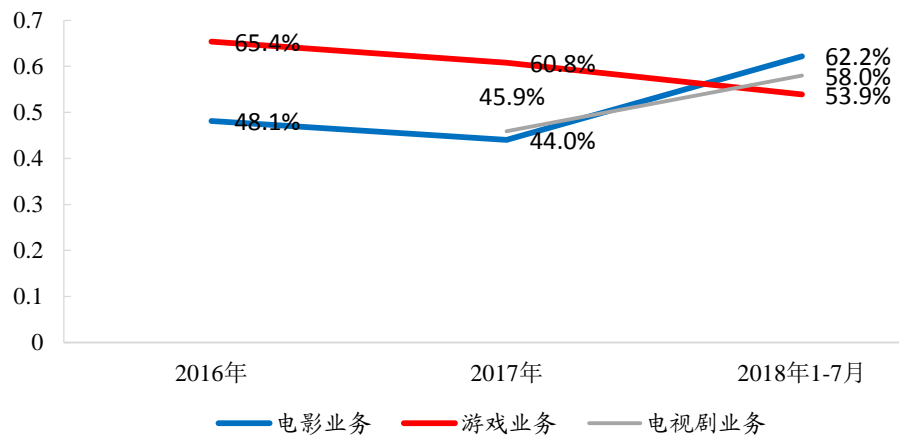


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.2、万达影视业务范围广，电影占利润比重最大

电影业务毛利率随当年影片表现波动，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，电视剧业务毛利率呈上升趋势。

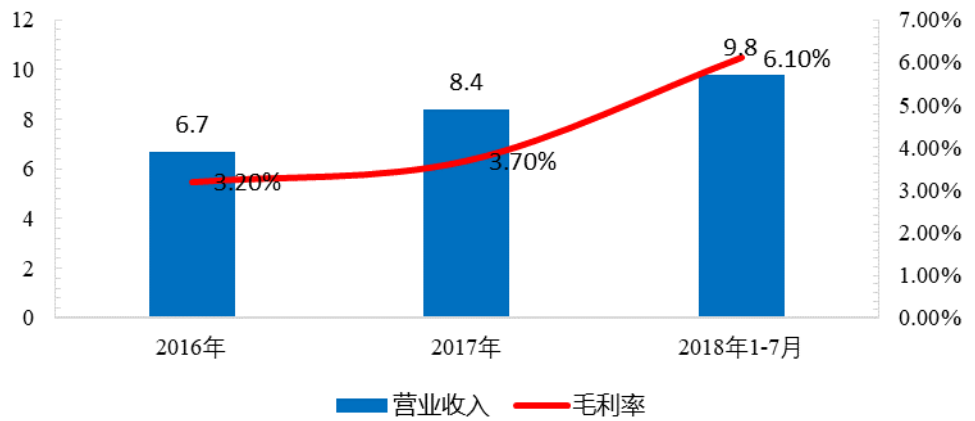
图17: 万达影视各项业务毛利率



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

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，营业收入和毛利率均呈逐年上升趋势。

图18: 万达影视电影业务营收及毛利率（亿元）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

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2：万达影视主要电影作品

公司	项目	上映时间	票房 (亿元)	收益占比	参投/主投
1	唐人街探案2	2018年2月16日	34	55%	主投
2	飞驰人生	2019年2月5日	17		参投
3	寻龙诀	2015年12月18日	17	50%	主投
4	唐人街探案2	2015年12月31日	8	50%	主投
5	神奇女侠	2017年6月2日	8	8%	参投
6	熊出没·变形记	2018年2月16日	6	10%	参投
7	英伦对决	2017年9月30日	5	30%	参投
8	警察故事2013	2013年12月24日	5	63%	主投
9	滚蛋吧！肿瘤君	2015年8月13日	5	51%	主投
10	缝纫机乐队	2017年9月29日	5	15%	参投
11	反贪风暴3	2018年9月14日	4	16%	参投
12	北京爱情故事	2014年2月14日	4.06	60%	主投
13	火锅英雄	2016年4月1日	3.71	30%	参投

公司	项目	上映时间	票房 (亿元)	收益占比	参投/主投
14	心理罪	2017年8月11日	3.04	30%	参投
15	记忆大师	2017年4月28日	2.93	49%	主投
16	催眠大师	2014年4月25日	2.74	100%	主投
17	解忧杂货铺	2017年12月29日	2.23	30%	参投

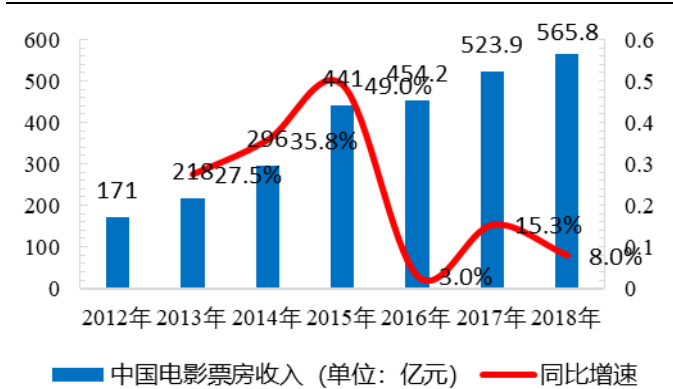
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4、电影市场增长放缓，院线行业集中度持续提升

4.1、电影票房市场从高增长进入中速增长

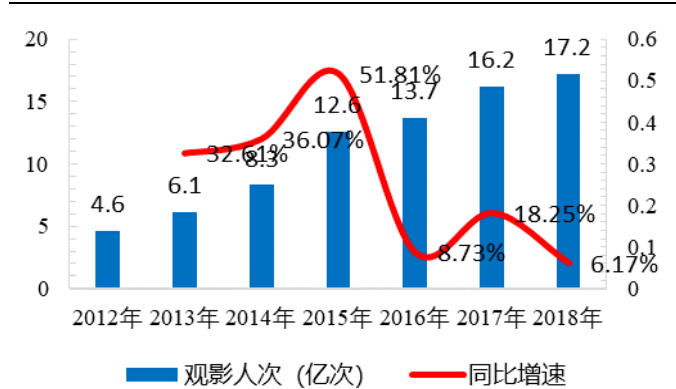
2018年国内不含服务费总票房为566亿元，同比提升8%。我国电影票房收入从2006年的26亿元增长到2018年的566亿元，年复合增长率达32%以上。2016、2017年全国观影人次分别达13.7和16.2亿，2017年国内人均观影人次超过1次/人，2018年观影人次为17.2亿次，同比增长5.9%。除此之外，我国电影基础设施建设在国家政策的大力支持下也实现了飞速发展，2018年上半年，全国总电影银幕数已达近5.6万块，超越美国成为世界第一，且影数及放映厅数量依然保持可观的增长。2018年，全国电影总场次突破一万场。2015年电影市场的火热与追求资本的浮躁已经逐渐褪去，在政策的提倡下，市场回归到电影内容、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19：2014-2018 中国电影票房收入及增速



资料来源：猫眼电影，新时代证券研究所

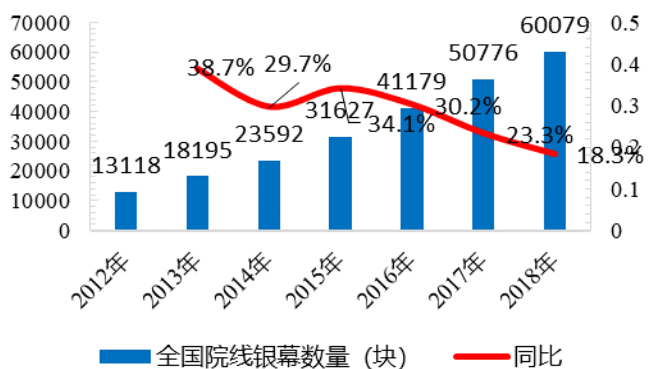
图20：2012-2018 中国观影人次及增速



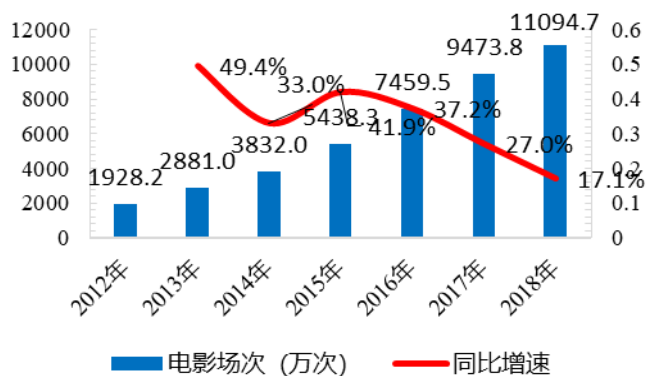
资料来源：猫眼电影，新时代证券研究所

图21：2012-2018 中国院线银幕数量及增速

图22：2012-2018 中国电影场次及增速



资料来源：猫眼电影，新时代证券研究所

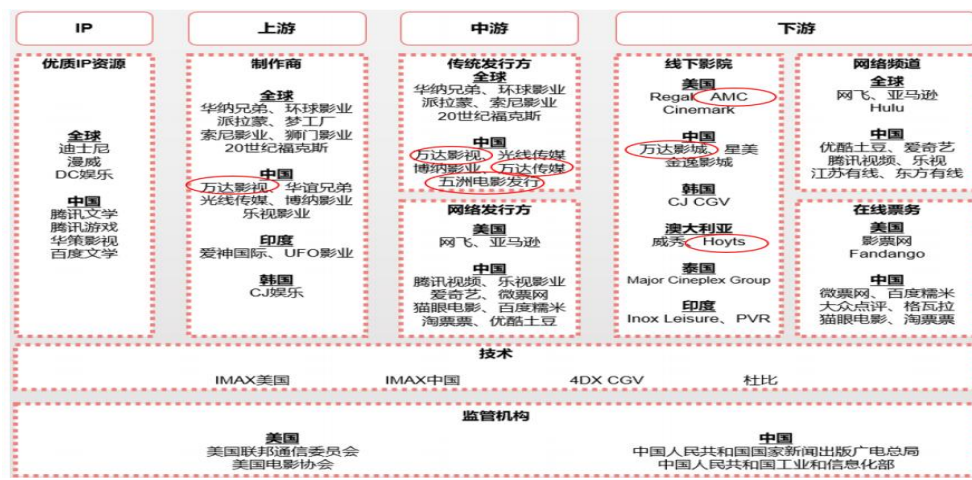


资料来源：猫眼电影，新时代证券研究所

4.2、行业集中度持续提升，万达龙头地位稳固

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



资料来源：199it，新时代证券研究所

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3：2018 年前十大院线票房、市占率、荧幕及影院数量

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
------	--------------	-----	-------------------	-----	-----

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%	0.50%	5297	586
大地院线	55.8	9.9%	1.30%	6651	1135
上海联合院线	45	8.0%	-0.10%	3891	657
中影南方新干线	42.1	7.4%	0.20%	5004	885
中影数字院线	41.2	7.3%	0.10%	5265	864
中影星美	36.4	6.4%	-0.70%	3812	638
广州金逸珠江	27.7	4.9%	-0.50%	2463	423
横店院线	24.6	4.3%	0.00%	2573	422
华夏联合	19.7	3.5%	0.10%	2458	419
江苏幸福蓝海院线	19.5	3.4%	0.20%	2038	348
前十合计	388.9	68.7%	1.10%	39343	6377
2018年合计	565.8	100.0%		60079	10494

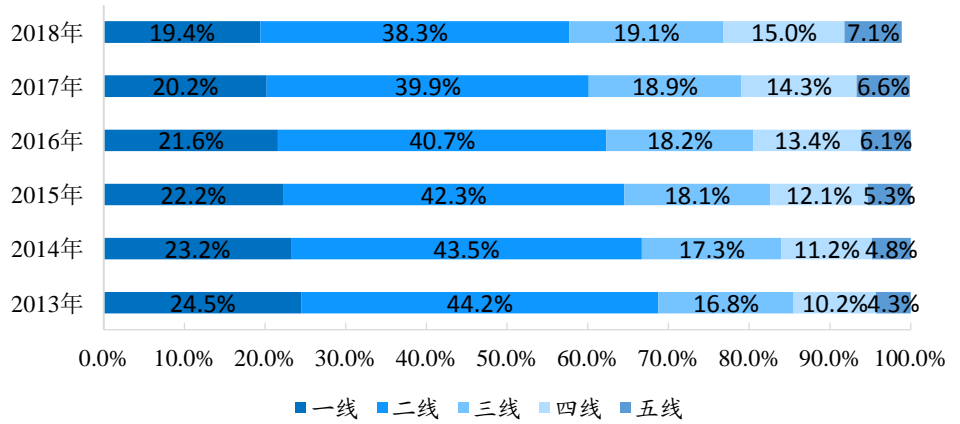
资料来源：艺恩数据，新时代证券研究所

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《2018中国电影市场报告》显示，一二线城市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。

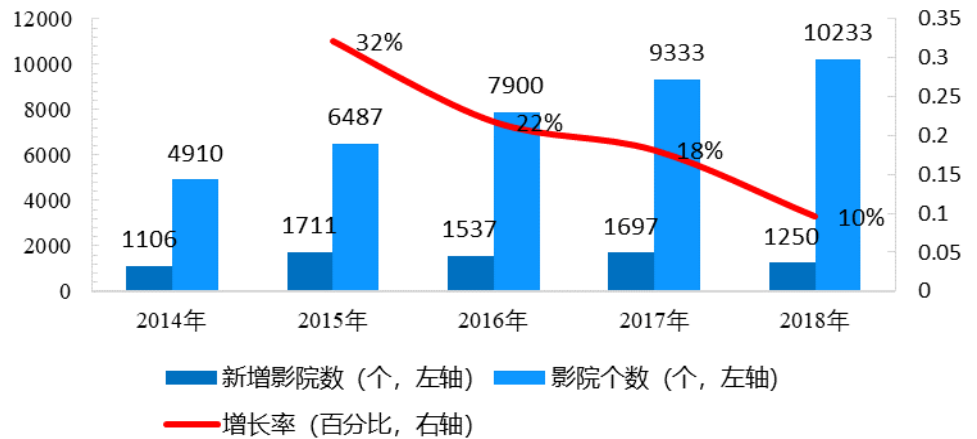
从国内城市票房占比来看，近年来各线城市票房占比全线增加。渠道下沉使得低线城市观影需求有了释放空间，三线以下城市票房占比增速可观。预计2019年将继续增加，国内电影票房增长空间很大。2018年全年新增影院1250家北方主要在山西陕西北京、南方集中于湖南、四川、湖北、浙江和广东，就目前按地区来看影院数量上东北和西部地区影院处于未饱和状态。影院挖掘潜力巨大。

图24： 2013-2018各线城市票房占比



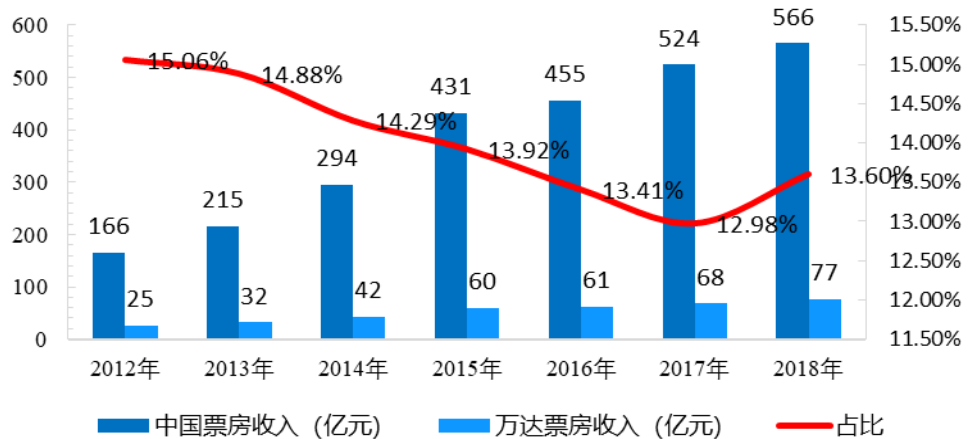
资料来源：艺恩数据，新时代证券研究所

图25： 新增影院情况



资料来源：艺恩网，新时代证券研究所

图26： 全国院线票房收入和万达票房收入、占比



资料来源：艺恩网，新时代证券研究所

5、2019 年展望：完成万达影视整合，增强影院营运效率

2019 年，电影行业在政策鼓励、国民收入水平提升、文化需求进一步增长的带动下，仍有很大的上升空间，但短期内行业激烈竞争现状将会持续。在行业整合盛行的背景下，全产业链公司具有竞争优势，同时在应对环境变化时具有更强的抗风险能力。

完成万达影视重组，整合产业链。公司将继续开展对万达影视在组织架构、人员和业务上的整合，完成全产业链的升级。2019 年一季度公司重大资产重组已经获得证监会核准，预计在上半年公司有望对万达影视完成并表。院线端，公司将在确保影城品质和收益的前提下积极扩张，继续保持第一院线终端优势。公司继续加大影院投资，新开影院每年保持在 80-100 家左右，并加大对 IMAX 等高端影院的投入。内容端，公司将联动旗下各板块业务，充分发挥全产业链的协同效应，在电影的制作、发行和放映等环节更加能够协同作战，扩大收入增长。

提高非票收入，优化成本。公司在 2019 年将积极探索差异化经营，加大衍生品、咖啡业务发展力度、增强优质内容的持续产出能力，提高客户粘性以及非票房收入。另一方面，公司将进一步加强精细化管理，优化运营成本，提升盈利能力。

6、盈利预测及投资建议

6.1、盈利预测

我们对公司的盈利预测基于特定财务数据的关键假设基础上，主要有如下几点：

(1) 公司观影收入保持稳定，未来三年考虑到公司龙头地位不变，经济回暖将会促进业务收入增加，预计 2019-2021 年增长率保持在 9-11% 之间。

(2) 公司商品、餐饮销售收入方面公司积极探索差异化经营，加大衍生品、咖啡业务发展力度，未来增速将会保持在 9%-10% 之间，毛利率维持在 60% 左右。

(3) 广告收入方面，2018 年由于经济形势不佳，增速下降明显，随着经济形势转好，未来广告业务增速将会保持在 10% 左右，毛利率维持在 68% 左右。

(4) 其他业务收入保持稳定，不会有太大增速变化。

表4：公司收入与净利润预测

公司收入预测 (亿元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	132.29	140.88	154.28	168.36	185.54
YOY	18.02%	6.49%	9.51%	9.13%	10.20%
营业成本	89.83	98.16	107.53	117.09	128.08
YOY	19.18%	9.27%	9.54%	8.90%	9.38%
毛利率	32.10%	30.32%	30.30%	30.45%	30.97%
毛利	42.46	42.72	46.75	51.27	57.46
归母净利润	15.16	12.95	14.54	16.63	19.56
YOY	10.92%	-14.58%	12.33%	14.34%	17.60%

资料来源：公司公告、新时代证券研究所测算

6.2、投资建议

我们预测万达电影 2019-2021 年实现营收分别为 154.28 亿元、168.36 亿元、185.54 亿元，同比增长 9.51%、9.13%、10.20%；实现归母净利润分别为 14.54 亿元、16.63 亿元、19.56 亿元，同比增长 12.33%、14.34%、17.60%；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.83 元、0.94 元、1.11 元。我们看好公司全产业链整合以及差异化经营战略，首次覆盖给予“推荐”评级。

7、风险提示

1. 宏观经济形势下行风险。宏观经济下行会导致消费意愿降低，影响公司电影票房以及广告收入，对公司业绩造成不良影响。

2. 政策风险。电影、电视行业作为具有意识形态特殊属性的重要产业，国家实行严格的行业准入和监管政策。未来政策的变化可能对公司乃至整个行业造成影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5023	4541	9461	7585	12725	营业收入	13229	14088	15428	16836	18554
现金	2851	1349	6253	3986	9025	营业成本	8983	9816	10753	11709	12808
应收账款	1157	1719	1430	2006	1781	营业税金及附加	443	481	524	573	631
其他应收款	255	0	279	25	310	营业费用	957	1016	1087	1201	1321
预付账款	257	306	311	362	379	管理费用	1060	1078	1199	1302	1438
存货	172	192	206	227	247	财务费用	229	283	109	30	-35
其他流动资产	332	976	982	978	984	资产减值损失	19	34	29	36	38
非流动资产	18119	18567	18367	17982	17549	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	18	21	40	59	79	投资净收益	145	19	64	62	56
固定资产	2581	2844	2773	2677	2590	营业利润	1872	1590	1791	2047	2410
无形资产	897	850	835	797	766	营业外收入	26	23	24	24	24
其他非流动资产	14623	14853	14719	14448	14113	营业外支出	21	9	15	12	13
资产总计	23142	23108	27828	25567	30274	利润总额	1877	1604	1800	2059	2421
流动负债	9060	6501	10560	7643	11381	所得税	361	312	348	399	469
短期借款	2200	2300	2300	2300	2300	净利润	1516	1292	1452	1660	1952
应付账款	844	940	1014	1114	1213	少数股东损益	-0	-2	-2	-3	-3
其他流动负债	6016	3261	7246	4229	7867	归属母公司净利润	1516	1295	1454	1663	1956
非流动负债	2373	3998	3207	2379	1543	EBITDA	3021	3063	3013	3308	3711
长期借款	2080	3758	2967	2139	1303	EPS(元)	0.86	0.73	0.83	0.94	1.11
其他非流动负债	293	240	240	240	240						
负债合计	11433	10500	13767	10022	12923						
少数股东权益	39	26	24	21	18	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	1174	1761	1761	1761	1761	成长能力					
资本公积	4591	4004	4004	4004	4004	营业收入(%)	18.0	6.5	9.5	9.1	10.2
留存收益	5608	6667	8003	9553	11389	营业利润(%)	20.5	-15.1	12.6	14.3	17.7
归属母公司股东权益	11670	12583	14037	15524	17332	归属于母公司净利润(%)	10.9	-14.6	12.3	14.3	17.6
负债和股东权益	23142	23108	27828	25567	30274	获利能力					
						毛利率(%)	32.1	30.3	30.3	30.5	31.0
						净利率(%)	11.5	9.2	9.4	9.9	10.5
						ROE(%)	12.9	10.3	10.3	10.7	11.3
						ROIC(%)	9.2	8.4	7.8	8.3	9.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	49.4	45.4	49.5	39.2	42.7
						净负债比率(%)	29.9	37.4	(1.7)	7.7	-26.9
						流动比率	0.6	0.7	0.9	1.0	1.1
						速动比率	0.5	0.7	0.9	1.0	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
						应收账款周转率	14.3	9.8	9.8	9.8	9.8
						应付账款周转率	11.9	11.0	11.0	11.0	11.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.86	0.73	0.83	0.94	1.11
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	0.62	3.34	-0.28	3.85
						每股净资产(最新摊薄)	6.63	7.14	7.97	8.81	9.84
						估值比率					
						P/E	26.44	30.95	27.55	24.10	20.49
						P/B	3.43	3.18	2.85	2.58	2.31
						EV/EBITDA	14.45	14.6	13.2	12.5	9.5

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1988	1752	5875	-501	6787
净利润	1516	1292	1452	1660	1952
折旧摊销	959	1112	1077	1179	1289
财务费用	229	283	109	30	-35
投资损失	-145	-19	-64	-62	-56
营运资金变动	-632	-984	3301	-3308	3636
其他经营现金流	61	68	0	0	0
投资活动现金流	-2282	-1992	-813	-731	-800
资本支出	1747	1964	-219	-405	-453
长期投资	-37	18	-19	-19	-20
其他投资现金流	-571	-10	-1051	-1155	-1273
筹资活动现金流	1173	-1268	-157	-1035	-948
短期借款	1700	100	0	0	0
长期借款	-733	1678	-791	-829	(836)
普通股增加	0	587	0	0	0
资本公积增加	0	-587	0	0	0
其他筹资现金流	207	-3046	634	-207	-112
现金净增加额	877	-1508	4904	-2267	5039

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

姚轩杰，传媒行业分析师，2017年加入新时代证券，4年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>