

万达电影 (002739)

业绩符合预期，大幅计提商誉减值，疫情有望加速行业集中度提升

买入 (维持)

2020年04月22日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 李赛

lis@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	15,435	9,867	17,697	19,707
同比 (%)	9.6%	-36.1%	79.4%	11.4%
归母净利润 (百万元)	-4,729	104	1,902	2,248
同比 (%)	-465.2%	102.2%	1723.2%	18.2%
每股收益 (元/股)	-2.28	0.05	0.92	1.08
P/E (倍)	-6.68	302.78	16.61	14.05

注: 2019 年增长率根据 2018 年公司调整前数据计算

投资要点

- **事件:** 4月21日公司发布2019年年报, 全年实现营收154.4亿元 (yoy-5.23%), 归母净利-47.3亿元 (yoy-324.87%), 扣非归母净利-48.5亿元 (yoy-529.14%)。公司计提商誉等资产减值准备59.09亿元, 商誉资产同比减少41%。扣除该影响后, 19年实现归母净利润11.4亿元 (yoy-11.81%)。同时公告拟定增募资43.50亿元, 其中30.45亿元用于新建影院项目 (20年至22年拟新建162家)、13.05亿元用于补充公司资金流动性及偿还借款。
- **全年业绩符合预期, 营收略有下滑, 净利润亏损系大额计提商誉减值准备。** 分业务来看, 19年观影收入91.2亿元 (yoy+0.60%), 占收入比59.1%; 影院商品销售收入19.3亿元 (yoy+3.05%), 占收入比12.5%, 增速较低与电影大盘增速放缓及影院行业竞争激烈有关。影院广告收入19.5亿元 (yoy-22.05%), 占收入比12.6%, 主要受宏观经济下行影响; 此外受行业政策及市场竞争影响, 并购的万达影视旗下电影、电视剧制作发行及游戏业务均出现大幅下滑, 万达影视总体收入17.86亿 (yoy-20.92%)。受扩张期单银幕票房产出下降影响等, 19年毛利率27.47% (yoy-6.68pct)。费用方面较为稳健, 全年销售费用率6.28% (yoy-1.06pct), 管理费用率8.29% (yoy+0.34pct), 财务费用率1.93% (yoy+0.26pct)。净利率-30.59% (yoy-43.71pct), 主要系出于审慎性原则19年计提55.75亿元商誉减值, 其中, 并购影城方面计提商誉减值准备23.40亿元, 广告业务方面计提12.42亿元, 时光网方面计提19.93亿元。
- **核心指标领先行业, 院线龙头地位稳固。** 公司19年新开业影城73家, 截止19年底拥有直营影城656家, 银幕5806块。全年实现票房98.6亿元, 同比增长3.06%, 其中国内票房83.2亿元, 单银幕产出156万元, 维持行业领先地位, 票房、观影人次 (19年2.1亿)、市占率 (19年13.3%) 等核心指标连续11年位列全国第一, 院线龙头地位稳固。
- **疫情加速中小影院出清, 头部院线集中度有望提升。** 目前影院行业竞争较为激烈, 19年影院数达12408家, 银幕数69787块, 单银幕产出降至历史低值92万元, 平均上座率降至历史低值10.9%, 中小影院经营压力逐年加大。受疫情影响, 2-4月国内影院基本停业, 中小影院主要分布在低线城市, 而低线城市票房对春节档依赖较大, 停业期间租金、设备、人员等固定成本对中小影院造成较大资金压力, 中小影院现金流较弱, 抗风险能力远不如头部公司, 疫情之下首当其冲。根据《经济日报》报道, 20年截止4月16日, 已有2200多家影院宣布倒闭, 相比之下, 头部院线公司货币资金较为充足, 行业低谷期有能力通过投资并购来扩大市场份额。3月份上海电影对长三角及周边地区的影院资产进行整合、金逸影视通过设立投资基金向影院上下游扩张, 行业并购整合大幕拉开, 公司此次公告拟在3年内用定增募集资金新建162家影院, 我们判断行业低估期头部院线公司有望逆市实现占有率提升。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑疫情影响, 调整此前盈利预测, 预计公司20-22年营收分别为98.7/177.0/197.1亿元, 归母净利润1.04/19.02/22.48亿元, 对应EPS为0.05/0.92/1.08元。考虑公司龙头地位及院线行业集中度有望提升, 公司目前仍处于底部区域, 建议考虑中长线布局机会。
- **风险提示:** 票房收入增速不及预期; 疫情持续影响影院复工; 商誉减值。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.20
一年最低/最高价	13.85/28.00
市净率(倍)	2.28
流通 A 股市值(百万元)	26770.25

基础数据

每股净资产(元)	6.66
资产负债率(%)	46.62
总股本(百万股)	2078.43
流通 A 股(百万股)	1761.20

相关研究

- 1、《万达电影 (002739): 业绩基本符合预期, 静待行业拐点》2019-05-09

1. 全年业绩符合预期，商誉减值压力释放

事件：4月21日公司发布2019年年报，全年实现营收154.4亿元（yoy-5.23%），归母净利-47.3亿元（yoy-324.87%），扣非归母净利-48.5亿元（yoy-529.14%）。公司计提商誉等资产减值准备59.09亿元，商誉资产同比减少41%。扣除该影响后，19年实现归母净利润11.4亿元（yoy-11.81%）。

图 1：2016-2019 年营业收入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2016-2019 年归母净利润情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

同时公司公布定增预案，拟募资43.50亿元，扣除发行费用后，其中30.45亿元用于新建影院项目、13.05亿元用于补充公司资金流动性及偿还借款。新建影院项目建设地点包括北京、上海、广州等城市。根据公司的现有情况和未来发展目标，本项目计划在2020年至2022年新建影院162家，其中，今年拟建59家，2021年拟建81家，2022年拟建22家。通过新建影院项目，公司将进一步提高城市覆盖率和市场份额，增强对全国影院市场的控制力和影响力，巩固公司在电影院线行业的领先地位。

点评：全年业绩符合预期，营收略有下滑，净利润亏损系大额计提商誉减值准备。分业务来看，19年观影收入91.2亿元（yoy+0.60%），占收入比59.1%；影院商品销售收入19.3亿元（yoy+3.05%），占收入比12.5%，增速较低与电影大盘增速放缓及影院行业竞争激烈有关。影院广告收入19.5亿元（yoy-22.05%），占收入比12.6%，主要受宏观经济下行影响；此外受行业政策及市场竞争影响，并购的万达影视旗下电影、电视剧制作发行及游戏业务均出现大幅下滑，万达影视总体收入17.86亿（yoy-20.92%）。受扩张期单银幕票房产出下降影响等，19年毛利率27.47%（yoy-6.68pct）。费用方面较为稳健，全年销售费用率6.28%（yoy-1.06pct），管理费用率8.29%（yoy+0.34pct），财务费用率1.93%（yoy+0.26pct）。净利率-30.59%（yoy-43.71pct），主要系出于审慎性原则19年计提55.75亿元商誉减值，其中，并购影城方面计提商誉减值准备23.40亿元，广告业务方面计提12.42亿元，时光网方面计提19.93亿元。

表 1：计提商誉减值明细

业务及相关公司	股权收购时间	商誉账面价值 (亿元)	本次计提商誉减值金额 (亿元)
影城业务	2014年12月- 2018年4月	28.13	23.40
广告业务		12.42	12.42
北京万达传媒有限公司	2015年12月	10.33	10.33
Propaganda GEM Ltd	2016年10月	2.09	2.09
票务代理及衍生品销售 (时光网)	2017年1月	21.95	19.93

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 院线龙头地位稳固，持续完善泛娱乐化平台建设。

院线龙头地位稳固。公司19年新开影城73家，截止19年底拥有直营影城656家，银幕5806块，其中国内影城603家、银幕5343块。全年实现票房98.6亿元，同比增长3.06%，其中国内票房83.2亿元，单银幕产出156万元，维持领先地位，观影人次2.1亿，平均票价39.6元，票房市占率13.3%，票房、观影人次、市场占有率等核心指标连续11年位列全国第一，院线龙头地位稳固。

通过内生外延打造互联网营销中心，助力广告业务增长。19年广告业务受经济下行影响较大，20年疫情对线下传统媒体带来进一步冲击。面对挑战，公司一方面降低管理费用，优化采购成本，提升资源质量，19年新增独家资源188家，头部城市资源份额及质量均有所提升。另一方面，2020年公司预计与丙晟科技合作，打通万达广场和影城丰富的数字媒体资源，推动商场媒体数字化媒体矩阵建设；积极布局楼宇广告，形成影院+住宅媒体矩阵；与国内领先泛娱乐红人机构愿景娱乐共同设立“印特玛特”公司，整合线上线下流量，正式启动万达传媒互联网营销中心，打造技术赋能娱乐营销平台。

持续完善泛娱乐化平台建设。同时，公司既有的庞大院线终端和会员体系，与收购后的万达影视所积累的IP资源，以及集电视剧、电影、游戏于一体的业务资源形成良性互动，助力公司持续建设泛娱乐化平台。

其中，电影业务营收8.94亿元(yoy-21.97%)，公司19年收购万达影视，产业链延伸至电影投资、制作、发行环节，与影院及广告业务形成协同效应。2019年，万达影视主导或参与出品的影片共计25部，其中主投、主控的影片主要包括《过春天》《绝杀慕尼黑》《沉默的证人》《误杀》等，其中《误杀》最终票房约为12亿且口碑不俗。相比2018年，主导及参投影片数量较少、体量较低，收入同比下降。但19年万达影视重点加强了主控项目开发 and 储备，完善制片机制；与央视动漫集团等合作推动影视IP开发及衍生品业务；打造“侏罗纪世界”实景娱乐项目、参与出品国内首档明星素人实战经营类综艺《我想开个店》扩展收入增长点，提高公司发展潜力。万达影视旗下《唐人街

探案》IP有望以“CRIMASTER 世界名侦探排行榜”为轴心通过电影电视剧等娱乐形态打造唐探宇宙，为公司贡献稳定可控且较高的营收。

电视剧业务营收 4.98 亿元 (yoy+25.93%)，公司旗下新媒诚品继续加强系列化、品牌化开发，通过“正阳门下”系列、“亲爱的”系列、军旅系列三部曲提升自有 IP 价值最大化，同时进行主旋律、都市、古装等多元题材布局。2020 年，新媒诚品参与投资制作的《大时代》《最好的时代》《隐秘而伟大》《一念时光》《远方的山楂树》《绿水青山带笑颜》等多部剧目预计将陆续播出。

游戏业务营收 3.94 亿元 (yoy-45.06%)。受游戏行业版号限制、头部游戏公司市场份额扩大等因素影响，部分产品上线延迟。2020 年随着行业政策逐渐明朗，公司旗下互爱互动获取的新版号和新发行的游戏预计将有所增加，其中重点引入和发行的游戏包括《葫芦兄弟：七子降妖》《胡莱三国 3》《圣斗士星矢》《美职篮 2018》等；同时公司加大海外自主研发投入及力度，游戏收入有望提升。

3. 疫情加速中小影院出清，头部院线集中度有望提升

疫情加速中小影院出清，头部院线集中度有望提升。目前影院行业竞争较为激烈，19 年影院数达 12408 家，银幕数 69787 块，单银幕产出降至历史低值 92 万元，平均上座率降至历史低值 10.9%，中小影院经营压力逐年加大。受疫情影响，2-4 月国内影院基本停业，中小影院主要分布在低线城市，而低线城市票房对春节档依赖较大，停业期间租金、设备、人员等固定成本对中小影院造成较大资金压力，中小影院现金流较弱，抗风险能力远不如头部公司，疫情之下首当其冲。根据《经济日报》报道，20 年截止 4 月 16 日，已有 2200 多家影院宣布倒闭，相比之下，头部院线公司货币资金较为充足，行业低谷期有能力通过投资并购来扩大市场份额。3 月份上海电影对长三角及周边地区的影院资产进行整合、金逸影视通过设立投资基金向影院上下游扩张，行业并购整合大幕拉开，公司此次公告拟在 3 年内用定增募集资金新建 162 家影院，我们判断行业低估期头部院线公司有望逆市实现占有率提升。

4. 盈利预测

考虑疫情影响，调整此前盈利预测，预计公司 20-22 年营收分别为 98.7/177.0/197.1 亿元，归母净利润 1.04/19.02/22.48 亿元，对应 EPS 为 0.05/0.92/1.08 元。考虑公司龙头地位及院线行业集中度有望提升，公司目前仍处于底部区域，建议考虑中长线布局机会。

5. 风险提示

票房收入增速不及预期；疫情持续影响影院复工；商誉减值风险。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

