

## 后疫情时代的院线龙头

### 投资要点

- **事件:** 根据猫眼公布的相关票房数据,截止到12月22日,今年万达电影旗下院线在国内的票房规模已经突破25.5亿,全国票房市场占有率快速提升至约15%左右,较2019年约13.7%的水平明显上升,尤其是疫情稳定院线复工以后,公司全国票房市场占有率突破15.5%,显示出明显的行业竞争优势。
- **各线城市均有提升,竞争优势明显。**按各线城市分类来看,在2020年,万达电影国内院线在一、二、三、四线城市票房占比分别为9.7%、16.7%、17.4%、14.7%。较2019年8.6%、16.2%、15.6%、13.4%均有不同程度的提升。更加值得关注的是,前期市场对万达电影院线资产更多是定义为一二线城市高端路线,但从目前的市场数据来看,万达电影的下沉同样取得了超越行业平均水平的成功和发展。
- **并非单纯扩张,而是经营效率提高。**我们认为,院线票房扩张一般而言是两个途径:院线数量规模提高和院线经营情况改善。根据万达电影2020年中报的数据来看,公司关停了国内17家影院,现存国内直营店598家,对应5313块银幕,较2019年年底603家,5343块银幕有所下降。但是,从目前的票房成绩来看,万达电影旗下院线的票房市场占有率有明显的上升,即使考虑下半年公司开放院线特许加盟和新开的影院带来的产能扩张,公司整体运营效率提升仍然在提高。
- **影片,值得期待。**公司投资的《唐人街探案3》,想看人数在猫眼突破315万,在灯塔突破600万,较同期竞品均有比较明显的优势。考虑到前两部作品的市场成绩和IP积累,预期该片很有可能再次刷新疫情后电影票房的记录,成为爆款。
- **退市风险有望释放。**交易所最新的意见征集稿对退市管理规则作出调整,不再单纯以利润指标作为核定标准,而是更多考虑收入、利润的匹配度,当收入规模突破一亿,即是亏损也不再被退市风险警示。2020年,疫情冲击,导致全国院线普遍亏损,前期市场担忧公司被“ST”。从交易所意见征集稿释放的信息来看,该担忧将得到释放。
- **盈利预测与投资建议:**我们预计万达电影2020-2022年EPS分别为-0.79元、0.73元、0.89元,对应的PE为-22倍、23倍、19倍。考虑到疫情后行业的头部效应更加明显,公司的爆款作品预期等因素,维持“买入”评级。
- **风险提示:**疫情出现超预期的风险、国家政策出现重大变化的风险、票房不及预期的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15435.36	5786.62	18142.03	20094.62
增长率	9.56%	-62.51%	213.52%	10.76%
归属母公司净利润(百万元)	-4728.59	-1772.70	1627.79	2004.38
增长率	-465.25%	62.51%	191.83%	23.14%
每股收益EPS(元)	-2.12	-0.79	0.73	0.90
净资产收益率ROE	-33.40%	-13.30%	10.63%	11.80%
PE	-8	-22	23	19
PB	2.76	2.93	2.54	2.29

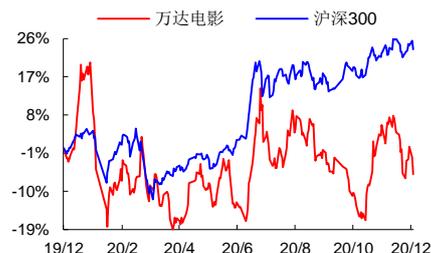
数据来源:Wind,西南证券

### 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

分析师:杭爱  
执业证号:S1250519080006  
电话:010-58251921  
邮箱:ha@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)	22.31
流通A股(亿股)	19.52
52周内股价区间(元)	14.69-21.92
总市值(亿元)	381.23
总资产(亿元)	245.86
每股净资产(元)	5.68

### 相关研究

1. 万达电影(002739):后疫情时期加速扩张,龙头地位更趋稳固 (2020-09-02)

**关键假设：**

假设 1：2021 年，全国票房和观影人次都能回到 10% 左右的增长；

假设 2：公司的广告业务和卖品业务，能够维持目前 60% 左右的毛利率水平；

假设 3：疫情不出现对观影需求产生冲击的变化。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
票房	收入	9122.5	2733.2	10490.9	11539.9
	增速	0.6%	-70.0%	283.8%	10.0%
	毛利率	6.6%	-70.1%	8.2%	9.5%
影视剧制作	收入	497.94	672.2	840.3	966.3
	增速		35.0%	25.0%	15.0%
	毛利率	41.5%	14.0%	20.0%	20.0%
广告	收入	1950.4	632.2	2301.4	2646.6
	增速	-22.6%	-67.6%	264.0%	15.0%
	毛利率	59.0%	60.0%	60.0%	60.0%
电视剧制作	收入	894.0	404.1	938.7	985.7
	增速		-54.8%	132.3%	5.0%
	毛利率	36.8%	35.0%	35.0%	35.0%
卖品	收入	1925.7	637.4	2214.6	2436.0
	增速	3.1%	-66.9%	247.4%	10.0%
	毛利率	63%	60%	60%	60%
游戏	收入	394.0	512.2	640.3	768.3
	增速		30%	25%	20%
	毛利率	49%	50%	50%	50%
其他	收入	650.8	195.2	715.9	751.7
	增速	3%	-70%	267%	5%
	毛利率	82%	80%	80%	80%
合计	收入	15435.4	5786.6	18142.0	20094.6
	增速	9.6%	-62.5%	213.5%	10.8%
	毛利率	27.5%	-8.7%	27.3%	28.2%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	15435.36	5786.62	18142.03	20094.62	净利润	-4721.74	-1770.13	1625.43	2001.48
营业成本	11195.39	6291.71	13181.12	14430.31	折旧与摊销	1313.41	766.08	766.08	766.08
营业税金及附加	478.94	187.97	585.56	645.78	财务费用	297.21	291.58	254.36	221.12
销售费用	969.77	381.48	1177.27	1310.89	资产减值损失	-5897.85	0.00	0.00	0.00
管理费用	1279.67	467.48	1478.43	1632.82	经营营运资本变动	-2438.63	1055.55	-1105.08	-97.68
财务费用	297.21	291.58	254.36	221.12	其他	13306.44	-150.67	-130.68	-100.09
资产减值损失	-5897.85	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1858.83</b>	<b>192.40</b>	<b>1410.12</b>	<b>2790.91</b>
投资收益	19.29	147.11	129.12	101.46	资本支出	1485.48	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-3029.74	147.11	129.12	101.46
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>-1544.25</b>	<b>147.11</b>	<b>129.12</b>	<b>101.46</b>
<b>营业利润</b>	<b>-4515.66</b>	<b>-1686.48</b>	<b>1594.42</b>	<b>1955.15</b>	短期借款	1155.46	-1787.49	-403.87	-1264.10
其他非经营损益	-38.45	-20.81	-26.69	-24.73	长期借款	-1658.24	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-4554.11</b>	<b>-1707.29</b>	<b>1567.73</b>	<b>1930.42</b>	股权融资	4408.04	0.00	0.00	0.00
所得税	167.64	62.84	-57.71	-71.06	支付股利	0.00	945.72	354.54	-325.56
净利润	-4721.74	-1770.13	1625.43	2001.48	其他	-3947.89	-1382.26	-254.36	-221.12
少数股东损益	6.85	2.57	-2.36	-2.90	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-42.62</b>	<b>-2224.02</b>	<b>-303.70</b>	<b>-1810.78</b>
归属母公司股东净利润	-4728.59	-1772.70	1627.79	2004.38	<b>现金流量净额</b>	<b>275.76</b>	<b>-1884.51</b>	<b>1235.54</b>	<b>1081.59</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2463.17	578.66	1814.20	2895.80	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3907.87	1416.75	4113.92	4509.30	销售收入增长率	9.56%	-62.51%	213.52%	10.76%
存货	2154.48	1211.24	2543.00	2782.82	营业利润增长率	-384.06%	62.65%	194.54%	22.62%
其他流动资产	798.02	299.17	937.95	1038.90	净利润增长率	-465.32%	62.51%	191.83%	23.14%
长期股权投资	96.82	96.82	96.82	96.82	EBITDA 增长率	-197.33%	78.35%	515.84%	12.52%
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	3068.14	2822.24	2576.33	2330.42	毛利率	27.47%	-8.73%	27.34%	28.19%
无形资产和开发支出	9124.77	9002.55	8880.33	8758.12	三费率	16.50%	19.71%	16.04%	15.75%
其他非流动资产	4874.81	4476.85	4078.90	3680.94	净利率	-30.59%	-30.59%	8.96%	9.96%
<b>资产总计</b>	<b>26488.08</b>	<b>19904.29</b>	<b>25041.46</b>	<b>26093.12</b>	ROE	-33.40%	-13.30%	10.63%	11.80%
短期借款	3455.46	1667.98	1264.10	0.00	ROA	-17.83%	-8.89%	6.49%	7.67%
应付和预收款项	3915.38	1683.28	4332.39	4806.87	ROIC	-23.95%	-8.18%	10.97%	12.25%
长期借款	2100.00	2100.00	2100.00	2100.00	EBITDA/销售收入	-18.82%	-10.87%	14.41%	14.64%
其他负债	2878.76	1141.36	2053.32	2218.68	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>12349.61</b>	<b>6592.62</b>	<b>9749.82</b>	<b>9125.55</b>	总资产周转率	0.62	0.25	0.81	0.79
股本	2078.43	2078.43	2078.43	2078.43	固定资产周转率	5.42	2.12	7.31	8.99
资本公积	8094.79	8094.79	8094.79	8094.79	应收账款周转率	7.68	3.80	11.35	7.78
留存收益	3656.54	2829.55	4811.89	6490.71	存货周转率	9.51	3.73	7.01	5.41
归属母公司股东权益	13832.14	13002.77	14985.10	16663.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.34%	—	—	—
少数股东权益	306.33	308.90	306.54	303.64	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>14138.48</b>	<b>13311.67</b>	<b>15291.64</b>	<b>16967.57</b>	资产负债率	46.62%	33.12%	38.93%	34.97%
负债和股东权益合计	26488.08	19904.29	25041.46	26093.12	带息债务/总负债	44.98%	57.15%	34.50%	23.01%
					流动比率	0.94	0.84	1.28	1.67
					速动比率	0.72	0.55	0.94	1.26
					股利支付率	0.00%	53.35%	-21.78%	16.24%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-2.12	-0.79	0.73	0.90
					每股净资产	6.20	5.83	6.72	7.47
					每股经营现金	0.83	0.09	0.63	1.25
					每股股利	0.00	-0.42	-0.16	0.15
业绩和估值指标									
EBITDA	-2905.04	-628.82	2614.86	2942.35					
PE	-8.06	-21.51	23.42	19.02					
PB	2.76	2.93	2.54	2.29					
PS	2.47	6.59	2.10	1.90					
EV/EBITDA	-13.36	-60.14	13.83	11.50					
股息率	0.00%	—	—	0.85%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn