

# 万达电影 (002739.SZ)

疫情致国内业绩亏损，海外影院恢复较好

增持

## 核心观点

**疫情反复造成业绩大幅亏损。**2022H1 公司实现营业收入 49.38 亿元，同减 29.79%，归母净利润-5.81 亿；其中 2022Q2 实现营业收入 14.77 亿，同减 49.28%，归母净利润-6.26 亿。受疫情影响，国内部分影院停业，且电影、剧集无法如期拍摄和上映，对公司业绩造成较大冲击。

**公司院线恢复程度优于行业平均，市占率持续提升。**2022H1 公司实现票房收入 24.4 亿元（不含服务费），同减 31.3%，观影人次 5672 万，同减 38.2%，但低于全国平均水平。2022 年 H1 公司累计市占率 16.5%，同增 1.5pct，其中春节档市场份额达 14.6%，创档期份额历史新高。公司下属澳洲院线经营恢复较好，实现票房 5.7 亿元，同增 46.2%。

**广告、游戏业务实现正增长，海外收入增长 61%。**分业务来看，公司实现观影收入 29.78 亿，同减 26.29%，电影制作相关业务收入 9924.6 万，同减 87.83%，电视剧制作及相关业务实现收入 1602.67 万，同减 94.67%，游戏发行及相关业务收入 1.71 亿，同增 2.66%，实现广告收入 6.09 亿，同增 26.54%，实现商品、餐饮销售收入 7.53 亿，同减 3.23%。广告业务增长主要因国外影院的贡献，游戏业务公司获得新版号，老游流水稳定。分地区看，国内收入同减 41%，国外收入同增 60.85%，因境外子公司经营恢复较好。

**公司积极降本增效，创新经营模式，关注下半年复苏进程。**1) 影院提质增效，放缓扩张节奏，推动轻资产转型；2) 推动“移动放映”业务，在影院开展剧本杀、脱口秀、相声、音乐会等创新内容；3) 会员平台升级，借助抖音平台开展推广促销；4) 积极争取税收减免和政府补贴支持，缓解公司经营压力；5) 国家电影局近日下发《关于开展 2022 年电影惠民消费季的通知》，8 月至 10 月期间发放共计 1 亿元观影消费券。

**风险提示：**疫情反复持续冲击；电影内容供给不足；影视项目上映不及预期。

**投资建议：**一方面公司面对疫情反复冲击，市占率稳步提升，采取多种举措应对行业性困境；另一方面电影行业步入成熟期，行业成长取决于内容供给，建议关注下半年电影内容供给节奏和行业复苏进程。考虑疫情反复、行业持续下行及万达影视业绩可能无法完成业绩承诺，我们下调公司 22 年盈利预测为亏损至-4.49 亿，23-24 年盈利预测基本维持不变为 10.43/13.44 亿，预计公司 22-24 年 EPS 为-0.2/0.47/0.60 元，对应 23-24 年 PE 为 23/18x，维持“增持”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,295	12,490	10,463	13,253	15,699
(+/-%)	-59.2%	98.4%	-16.2%	26.7%	18.5%
净利润(百万元)	-6669	106	-449	1043	1344
(+/-%)	41.0%	-101.6%	—	—	28.8%
每股收益(元)	-2.99	0.05	-0.20	0.47	0.60
EBIT Margin	-37.7%	6.6%	-3.2%	10.9%	11.1%
净资产收益率 (ROE)	-65.8%	1.2%	-5.3%	11.0%	12.4%
市盈率 (PE)	-3.7	229.9	-54.5	23.4	18.2
EV/EBITDA	-21.7	21.8	16622.7	24.9	20.9
市净率 (PB)	2.41	2.74	2.88	2.57	2.25

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 传媒·影视院线

证券分析师：夏妍

021-60933162

xiayan2@guosen.com.cn

S0980520030003

证券分析师：张衡

021-60875160

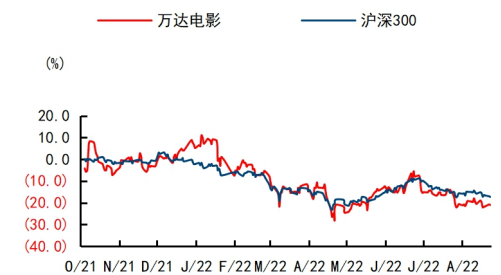
zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	11.42 元
总市值/流通市值	25478/24564 百万元
52 周最高价/最低价	16.58/10.25 元
近 3 个月日均成交额	262.82 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《万达电影 (002739.SZ) - 疫情反复拖累业绩，静待线下复苏》——2022-05-09

《万达电影-002739-2021 年三季报预告点评：疫情影响三季度业绩表现，龙头优势显著》——2021-10-18

《万达电影-002739-2020 年三季报点评：Q4 业绩有望持续恢复，仍具备向上修复弹性》——2020-11-03

《万达电影-002739-2020 年中报点评：降本增效，底部逆势扩张，龙头份额有望提升》——2020-08-24

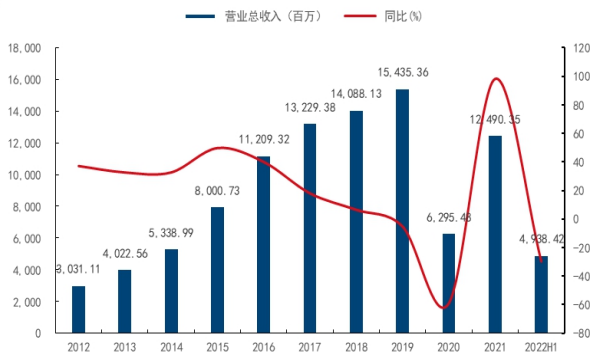
《万达电影-002739-年报及一季报点评：业绩短期承压，新建影院速度放缓》——2019-05-05

**疫情反复造成业绩大幅亏损。**2022H1 公司实现营业收入 49.38 亿元，同比减少 29.79%，归母净利润-5.81 亿；其中 2022Q2 实现营业收入 14.77 亿，同减 49.28%，归母净利润-6.26 亿。受疫情影响，国内部分影院停业，且电影、剧集无法如期拍摄和上映，对公司业绩造成冲击。

2022 年上半年，受疫情影响公司国内下属影院最多时约 410 家同时停业，占公司国内影院数量的 51%，平均单店停业约 42 天，且公司影院分布较多的一、二线城市受影响更为严重，导致公司票房收入下滑较大。

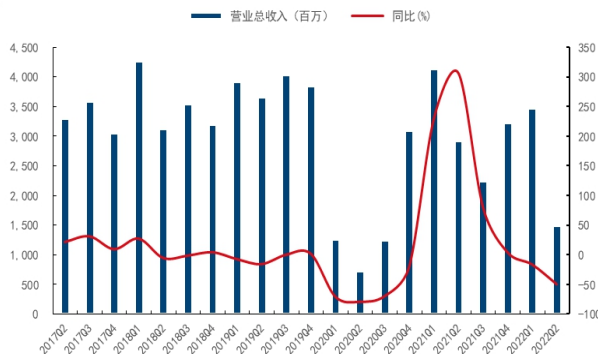
**广告、游戏业务实现正增长，海外收入增长 61%。**分业务来看，公司实现观影收入 29.78 亿，同减 26.29%，电影制作相关业务收入 9924.6 万，同减 87.83%，电视剧制作及相关业务实现收入 1602.67 万，同减 94.67%；游戏发行及相关业务收入 1.71 亿，同增 2.66%，实现广告收入 6.09 亿，同增 26.54%，实现商品、餐饮销售收入 7.53 亿，同减 3.23%。广告业务增长主要因国外影院的贡献，游戏业务公司获得新版号，老游流水稳定。分地区看，国内收入同减 41%，国外收入同增 60.85%，因境外子公司经营恢复较好。

图1：万达电影营业收入及增速



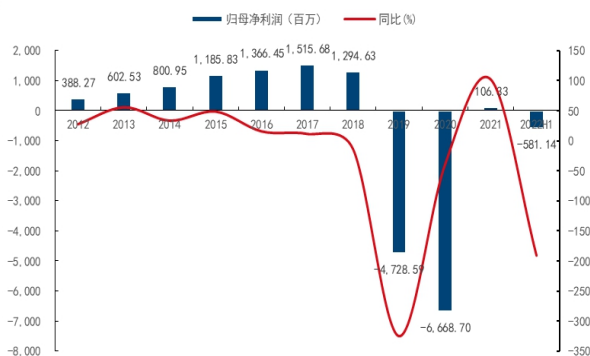
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：万达电影单季营业收入及增速



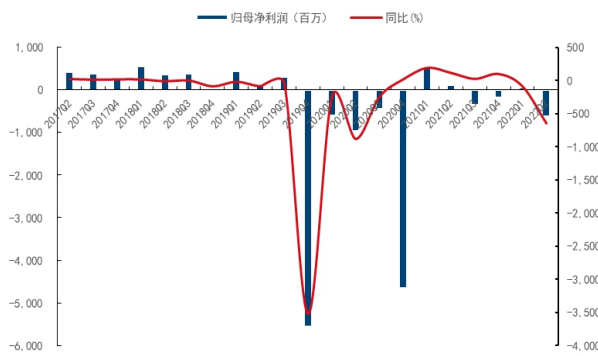
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：万达电影归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：万达电影单季归母净利润及增速

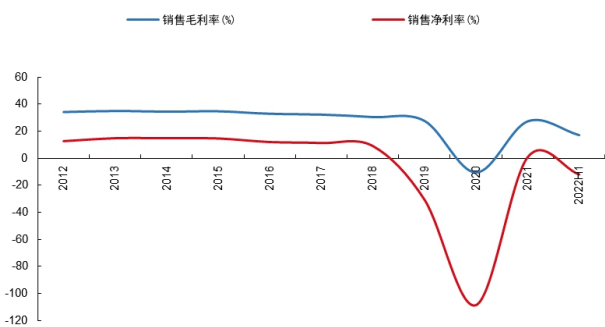


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司毛利率、净利率双降。**2022H1 公司综合毛利为 16.96%，同减 10.19pct，其中 2022Q1 和 Q2 毛利率分别为 25.69%和-3.51%。2022H1 公司净利率为-11.81%，同减 12.74pct。2022H1 公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 6.62%、

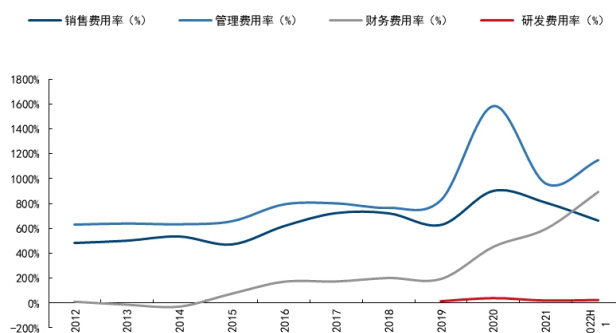
11.49%和8.90%，同比-1.84/+3.77/+3.42pct。销售费用率降低主要由于报告期电影宣发减少，管理费用增加主要由于职工薪酬和折旧及摊销费用增加，财务费用增加主要由于贷款利息增加所致。

图5: 万达电影毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 万达电影项费用率变化情况



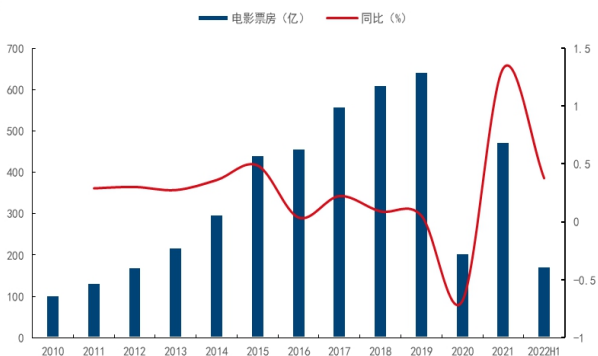
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 公司院线恢复程度优于行业平均，市占率持续提升

1) 从全国电影大盘来看，2022H1 全国电影票房 171.8 亿元，较 2021 年同期下降 37.7%，观影人次 3.98 亿，较 2021 年同期下降 41.7%。档期方面，2022 年春节档总票房 60.4 亿元，位居影史第二，但随着 3 月疫情走势愈发严峻，清明档、五一档、端午档票房均下滑明显，较上年同期分别下降 85%、82%和 62%，而 3 月、4 月、5 月单月票房均不足 10 亿元，创多年新低。

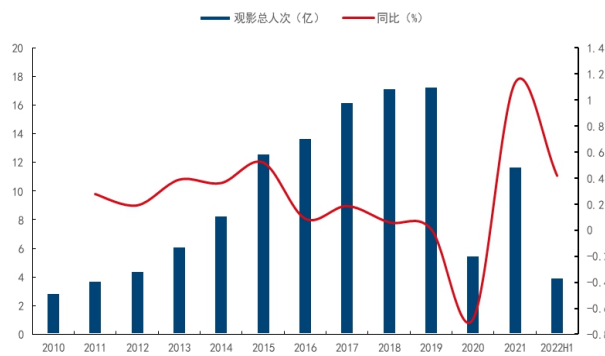
2) 从公司电影票房来看，2022H1 公司实现票房收入 24.4 亿元（不含服务费），较 2021 年同期下降 31.3%，观影人次 5672 万，较 2021 年同期下降 38.2%，整体降幅低于全国平均水平。其中 6 月公司实现票房 3.1 亿元，较上年同期增长 6.4%，经营恢复表现好于大盘。2022 年 H1 公司累计市场占有率为 16.5%，较上年同期提高 1.5 个百分点，其中春节档市场份额达 14.6%，创档期份额历史新高。同时，公司下属澳洲院线经营恢复超过预期，实现票房 5.7 亿元，较上年同期增长 46.2%，观影人次 799.6 万人，较上年同期增长 63.6%，经营业绩表现较好。

图7: 中国电影票房变化



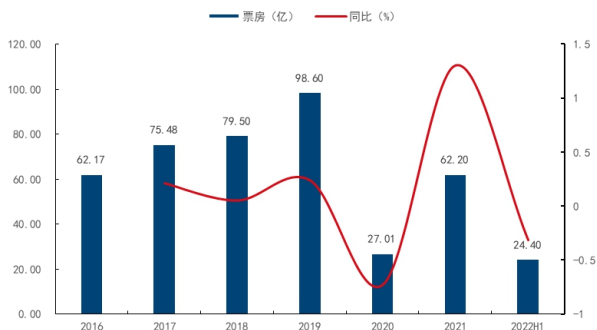
资料来源: 猫眼专业版、国信证券经济研究所整理

图8: 中国电影观影人次变化



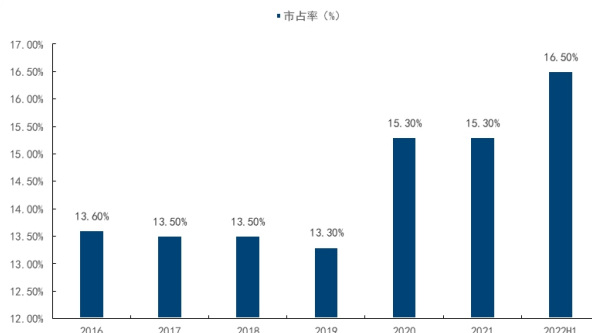
资料来源: 猫眼专业版、国信证券经济研究所整理

图9: 万达电影票房收入情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 万达电影旗下影院市占率变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 公司积极降本增效, 创新经营模式, 关注下半年复苏进程

1) 影院提质增效, 放缓扩张节奏, 推动轻资产转型; 2) 推动“移动放映”业务, 在影院开展剧本杀、脱口秀、相声、音乐会等创新内容; 3) 会员平台升级, 借助抖音平台开展推广促销; 4) 积极争取税收减免和政府补贴支持, 缓解公司经营压力; 5) 国家电影局近日下发了《关于开展 2022 年电影惠民消费季的通知》, 8 月至 10 月期间发放共计 1 亿元观影消费券。

伴随着暑期档、国庆档、贺岁档等重要档期提振和更多优质影片定档, 预计 2022 年下半年全国电影票房将继续恢复。

**风险提示:** 疫情冲击致业绩持续亏损; 电影内容供给不足; 万达影视不及预期。

**投资建议:** 一方面公司面对疫情反复冲击, 市占率稳步提升, 采取多种举措应对行业性困境; 另一方面电影行业步入成熟期, 行业成长取决于内容供给, 建议关注下半年电影内容供给节奏和行业复苏进程。考虑疫情反复、行业持续下行及万达影视业绩可能无法完成业绩承诺, 我们下调公司 22 年盈利预测为亏损至-4.49 亿, 23-24 年盈利预测基本维持不变为 10.43/13.44 亿, 预计公司 22-24 年 EPS 为-0.2/0.47/0.60 元, 对应 23-24 年 PE 为 23/18x, 维持“增持”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
600977.SH	中国电影	10.62	199.40	0.13	0.18	0.47	0.54	81.69	59.00	22.60	19.67	增持
601595.SH	上海电影	9.71	43.16	0.05	-0.22	0.20	-	194.20	-44.14	48.55	-	增持
603103.SH	横店影视	13.93	86.76	0.02	0.19	0.44	0.54	696.50	73.32	31.66	25.80	暂未评级
002739.SZ	万达电影	11.42	254.78	0.05	-0.20	0.47	0.60	228.40	-57.10	24.30	19.03	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (注: 横店影视盈利预测数据引自 wind 一致市场预期)

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	4979	4027	7192	4700	4900	营业收入	6295	12490	10463	13253	15699
应收款项	2143	2110	2293	2179	2581	营业成本	6963	9099	8592	9621	11360
存货净额	1767	1630	2110	1821	2145	营业税金及附加	117	330	262	265	314
其他流动资产	1724	1645	1674	1723	2041	销售费用	567	1007	837	928	1099
<b>流动资产合计</b>	<b>10612</b>	<b>9413</b>	<b>13269</b>	<b>10422</b>	<b>11667</b>	管理费用	997	1199	1081	962	1149
固定资产	2592	2601	3341	4486	5535	研发费用	25	27	21	27	31
无形资产及其他	954	865	831	796	761	财务费用	284	742	359	371	288
投资性房地产	9246	16208	16208	16208	16208	投资收益	46	(1)	20	20	20
长期股权投资	72	73	75	77	79	资产减值及公允价值变动	4351	20	50	50	50
<b>资产总计</b>	<b>23476</b>	<b>29160</b>	<b>33724</b>	<b>31989</b>	<b>34250</b>	其他收入	(8696)	(56)	(21)	(27)	(31)
短期借款及交易性金融负债	7004	4310	9000	15420	15401	营业利润	(6931)	77	(619)	1150	1528
应付款项	1839	1762	1875	1691	1992	营业外净收支	(10)	(5)	(10)	(8)	(7)
其他流动负债	4063	3439	3654	3405	3752	<b>利润总额</b>	<b>(6941)</b>	<b>72</b>	<b>(629)</b>	<b>1142</b>	<b>1521</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>12906</b>	<b>9510</b>	<b>14529</b>	<b>20516</b>	<b>21145</b>	所得税费用	(100)	(44)	(94)	(57)	(30)
长期借款及应付债券	0	2155	2155	(6845)	(6845)	少数股东损益	(173)	10	(86)	156	207
其他长期负债	288	8418	8498	8578	8658	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(6669)</b>	<b>106</b>	<b>(449)</b>	<b>1043</b>	<b>1344</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>288</b>	<b>10573</b>	<b>10653</b>	<b>1733</b>	<b>1813</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>13194</b>	<b>20084</b>	<b>25183</b>	<b>22249</b>	<b>22958</b>	净利润	(6669)	106	(449)	1043	1344
少数股东权益	142	148	62	218	425	资产减值准备	(1547)	(4331)	9	9	9
股东权益	10140	8928	8479	9522	10867	折旧摊销	637	1212	333	426	523
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>23476</b>	<b>29160</b>	<b>33724</b>	<b>31989</b>	<b>34250</b>	公允价值变动损失	(4351)	(20)	(50)	(50)	(50)
						财务费用	284	742	359	371	288
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	3872	(3617)	(273)	10	(308)
每股收益	(2.99)	0.05	(0.20)	0.47	0.60	其它	1366	4262	(95)	147	199
每股红利	0.14	0.38	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>(6691)</b>	<b>(2388)</b>	<b>(525)</b>	<b>1585</b>	<b>1716</b>
每股净资产	4.55	4.00	3.80	4.27	4.87	资本开支	0	3185	(998)	(1495)	(1495)
ROIC	-13.31%	1.79%	-3%	7%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	-65.77%	1.19%	-5%	11%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>25</b>	<b>3183</b>	<b>(1000)</b>	<b>(1497)</b>	<b>(1497)</b>
毛利率	-11%	27%	18%	27%	28%	权益性融资	(13)	0	0	0	0
EBIT Margin	-38%	7%	-3%	11%	11%	负债净变化	(2100)	2155	0	(9000)	0
EBITDA Margin	-28%	16%	0%	14%	14%	支付股利、利息	(304)	(854)	0	0	0
收入增长	-59%	98%	-16%	27%	18%	其它融资现金流	14002	(4350)	4690	6420	(19)
净利润增长率	41%	-102%	--	-332%	29%	<b>融资活动现金流</b>	<b>9182</b>	<b>(1747)</b>	<b>4690</b>	<b>(2580)</b>	<b>(19)</b>
资产负债率	57%	69%	75%	70%	68%	<b>现金净变动</b>	<b>2516</b>	<b>(952)</b>	<b>3165</b>	<b>(2492)</b>	<b>200</b>
股息率	1.2%	3.5%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	2463	4979	4027	7192	4700
P/E	(3.7)	229.9	(54.5)	23.4	18.2	货币资金的期末余额	4979	4027	7192	4700	4900
P/B	2.4	2.7	2.9	2.6	2.2	企业自由现金流	0	2113	(1219)	465	500
EV/EBITDA	(21.7)	21.8	16622.7	24.9	20.9	权益自由现金流	0	(82)	3166	(2505)	188

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032