

万达电影 (002739.SZ)

电影行业底部困境反转，龙头院线公司优势凸显

疫情重压之下，院线市场危中有机，龙头院线复苏较快。虽有上座率限制，10月份全国票房已恢复至去年同期75.26%，作为院线公司龙头的万达电影，在行业回暖时表现尤为靓丽，7-10月万达影投口径市占率14.75%，较去年同期提升1.71pct。我们认为中国电影市场已进入理性增长阶段，影院终端盈利中枢上移的核心在于1)高获客能力(体现在市占率持续提升带来高于行业的收入增速)，2)降本增效的能力(体现在规模化及系统化所带来的成本降低)。

“持续扩张+品质优势”，公司市占率有望持续提升。1)根据公司过去的扩张节奏，定增资金到位后预计公司仍然保持每年60-70家新建影院速度，同时动态调整经营效益不佳的影院，考虑到每年关停10家影院左右，每年将净增50-60家影院。2)公司单影院的规模大、品质高，树立了较高的品牌形象，更为重要的是，自有万达广场物业为影院带来持续优质的客流。3)测算公司影投口径市占率，假设2025年公司单银幕产出为160万元，行业2021年-2025年票房复合增幅5%，公司市占率将提升至18%。

降本提效成果显著，成本端压力逐步释放。公司目前已形成四大管理系统，使得公司在实现影院规模持续扩张的同时员工总数量下降，2019年公司员工总数1.4万人，较2018年减少4000余人，分人员职能来看，NOC系统自启用后，当年减少了41.3%的放映人员，运营效率大幅提升。单员工贡献票房收入提升明显，且单员工薪酬仍有上涨。疫情期间公司持续对人员进行调整，预计四大系统将提升公司运营的自动化水平，降低整体运营成本。

横向对比其他院线上市公司，万达电影各项指标均有领先优势。1) **高资产质量：**2019年万达一至五线城市年单银幕产出分别为185.63、151.93、142.76、116.47、103.5万元，除五线城市外，年单银幕产出均超过其他上市公司平均水平，二三线城市单银幕产出领跑行业。2) **低租金比例：**终端院线的租金成本是其成本结构中的重要部分，与同行业相比，万达电影背靠自有物业，租金占放映收入的比重明显偏低，扩大了其利润空间。3) **高扩张速度：**自2011年，万达影院数量便始终保持着两位数以上的增幅，与行业内其他公司相比，扩张速度一直居前。其庞大的院线终端体系为高市占率打下基础，从而不断巩固市场份额。4) **强运营能力：**公司非票收入占比及ARPPU均较高，公司非票收入占比为29.8%，卖品ARPPU/广告ARPPU分别9.6/9.7元，远超行业内其他公司。

盈利预测与估值：预计公司2021-2022年实现营收174.4/186.7亿，增速190.1%/7.0%；实现归母净利润18.5亿/20.2亿，同比扭亏/增长9.1%。我们以PE估值法分别对院线部分及影视部分估值，预计公司2021年合理市值560亿。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：商誉减值风险，ST风险，优质影片供应不足风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,088	15,435	6,011	17,441	18,667
增长率 yoy (%)	6.5	9.6	-61.1	190.1	7.0
归母净利润(百万元)	1,295	-4,729	-1,745	1,850	2,018
增长率 yoy (%)	-14.6	-465.2	-63.1	-206.0	9.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.62	-2.28	-0.84	0.89	0.97
净资产收益率(%)	10.3	-33.4	-11.4	10.9	10.7
P/E(倍)	31.4	-8.6	-23.3	22.0	20.1
P/B(倍)	3.2	2.9	2.7	2.4	2.2

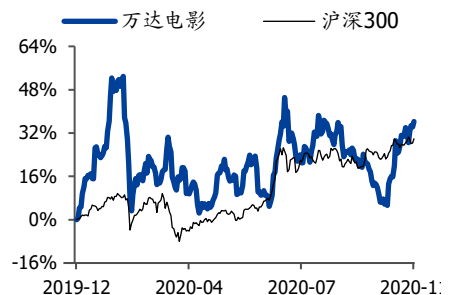
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	文化传媒
最新收盘价	19.54
总市值(百万元)	44,443.32
总股本(百万股)	2,274.48
其中自由流通股(%)	85.81
30日日均成交量(百万股)	20.16

股价走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

分析师 马继愈

执业证书编号：S0680519080002

邮箱：majiyu@gszq.com

研究助理 吴璐

邮箱：wujun@gszq.com

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4541	9324	7840	10308	10164	营业收入	14088	15435	6011	17441	18667
现金	1349	2463	1833	3140	3361	营业成本	9816	11195	6087	12064	12859
应收票据及应收账款	1725	2310	1698	2663	2004	营业税金及附加	481	479	301	523	560
其他应收款	370	380	422	450	483	营业费用	1016	970	601	1221	1307
预付账款	306	1218	1187	1139	1350	管理费用	1078	1280	601	1395	1493
存货	192	2154	1903	2118	2168	研发费用	0	26	120	140	187
其他流动资产	600	798	798	798	798	财务费用	283	297	194	170	160
非流动资产	18567	17165	17563	17928	17971	资产减值损失	34	-5898	0	0	0
长期投资	21	97	120	143	168	其他收益	191	183	0	0	0
固定资产	2844	2851	3174	3313	3361	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	850	1121	1296	1386	1484	投资净收益	19	19	55	59	38
其他非流动资产	14853	13096	12973	13086	12958	资产处置收益	0	2	0	0	0
资产总计	23108	26488	25403	28236	28135	营业利润	1590	-4516	-1838	1988	2140
流动负债	6501	9941	8065	9666	8164	营业外收入	23	21	83	50	44
短期借款	2300	3455	2000	3916	3229	营业外支出	9	59	25	28	30
应付票据及应付账款	940	1686	1358	2089	1126	利润总额	1604	-4554	-1780	2009	2154
其他流动负债	3261	4800	4708	3660	3810	所得税	312	168	-36	161	139
非流动负债	3998	2409	2048	1659	1215	净利润	1292	-4722	-1744	1848	2015
长期借款	3758	2100	1739	1351	907	少数股东损益	-2	7	1	-2	-2
其他非流动负债	240	309	309	309	309	归属母公司净利润	1295	-4729	-1745	1850	2018
负债合计	10500	12350	10113	11325	9379	EBITDA	3063	-2967	-505	3475	3814
少数股东权益	26	306	307	306	303	EPS (元/股)	0.62	-2.28	-0.84	0.89	0.97
股本	1761	2078	2274	2274	2274						
资本公积	4004	8095	10794	10794	10794						
留存收益	6667	3657	2055	3848	5807						
归属母公司股东权益	12583	13832	14983	16605	18453						
负债和股东权益	23108	26488	25403	28236	28135						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1752	1859	592	1781	3190
净利润	1292	-4722	-1744	1848	2015
折旧摊销	1112	1313	1111	1310	1504
财务费用	283	297	194	170	160
投资损失	-19	-19	-55	-59	-38
营运资金变动	-984	-889	1086	-1488	-451
其他经营现金流	68	5878	0	0	0
投资活动现金流	-1992	-1544	-1454	-1616	-1508
资本支出	1964	1619	375	342	18
长期投资	18	39	-23	-25	-25
其他投资现金流	-10	114	-1102	-1299	-1515
筹资活动现金流	-1268	-43	232	-574	-674
短期借款	100	1155	-1455	200	100
长期借款	1678	-1658	-361	-389	-444
普通股增加	587	317	196	0	0
资本公积增加	-587	4091	2700	0	0
其他筹资现金流	-3046	-3948	-848	-385	-330
现金净增加额	-1508	276	-630	-410	1008

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	6.5	9.6	-61.1	190.1	7.0
营业利润 (%)	-15.1	-384.1	59.3	208.2	7.7
归属母公司净利润 (%)	-14.6	-465.2	-63.1	-206.0	9.1
获利能力					
毛利率 (%)	30.3	27.5	-1.3	30.8	31.1
净利率 (%)	9.2	-30.6	-29.0	10.6	10.8
ROE (%)	10.3	-33.4	-11.4	10.9	10.7
ROIC (%)	8.4	-21.6	-8.2	8.9	9.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.4	46.6	39.8	40.1	33.3
净负债比率 (%)	37.6	30.0	15.7	15.6	6.8
流动比率	0.7	0.9	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.2	0.7	0.7
应收账款周转率	9.7	7.7	3.0	8.0	8.0
应付账款周转率	11.0	8.5	4.0	7.0	8.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.62	-2.28	-0.84	0.89	0.97
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.84	0.89	0.28	0.86	1.53
每股净资产 (最新摊薄)	6.05	6.66	7.21	7.99	8.88
估值比率					
P/E	31.4	-8.6	-23.3	22.0	20.1
P/B	3.2	2.9	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	16.1	-16.5	-93.4	13.6	12.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 电影行业底部困境反转，万达电影加速走出疫情阴霾	5
1.1 复工节奏：经历半年停摆后，影院于7月20日复工，至国庆档影院复工率达94%	5
1.2 恢复进度：各项经营指标逐月改善，新建影院逐步恢复但数量有所减少。	6
1.3 万达电影在行业回暖时表现较优，市占率水平有所提升	8
2. “持续扩张+品质优势”，公司市占率有望持续提升	11
2.1 持续扩张：定增资金落地，预计公司每年净增50-60家影院	11
2.2 品质优势：高品质影院加强品牌认知度，背靠万达广场享受客流红利	12
2.3 行业：渠道供给告别高增长时代，存量影院动态调整	13
2.4 测算公司中期市占率，2025年有望提升至18%	16
3. 降本增效重运营，成本压力逐步释放	16
4. 横向对比：高资产质量、低租金比例、高成长性、强运营能力是公司的核心竞争力	19
4.1 高资产质量：全国多级城市布局，单银幕产出质量高	19
4.2 低租金比例：依托万达商业资源，降成本、汇客流	20
4.3 高扩张速度：影院规模保持高速增长，开放特许加盟经营权扩大品牌影响力。	20
4.4 强运营能力：非票业务表现优异，体现较高经营水平	21
5. 万达影视：《唐探》宇宙雏形初现，2021年片单强大	23
5.1 《唐探》系列以电影+网剧模式，IP潜力进一步开发，为《唐探3》的上映奠定良好基础	23
5.2 《唐探3》对万达电影利润贡献测算	24
6. 盈利预测与估值	25
6.1 盈利预测	25
6.1.1 院线部分	25
6.1.2 万达影视	26
6.1.3 成本及费用假设	27
6.2 估值方法（分部估值法）	28
风险提示	29

图表目录

图表 1: 7至8月影院复工情况	5
图表 2: 2015-2020 国庆档票房	6
图表 3: 2019 与 2020 年 7-10 月票房数据对比	6
图表 4: 2019Q3 与 2020Q3 新上映影片数量	7
图表 5: 2019-2020 年各月新建影院数量（单位：家）	7
图表 6: 2011-2020 年新建影院数量（单位：家）	8
图表 7: 2018-2020 年前十影投票房及市占率（票房不包含服务费，单位：亿元，数据截止 2020 年 11 月 18 日）	8
图表 8: 2018-2020 年前十院线票房及市占率（票房不包含服务费，单位：亿元，数据截止 2020 年 11 月 18 日）	9
图表 9: 万达影投及全国影院复工率	9
图表 10: 万达及全国影院上座率恢复比例	10
图表 11: 万达及全国影院观影人次恢复比例	10
图表 12: 万达 2020 年新建影院城市分布	10
图表 13: 万达影投各月新建影院数量	10
图表 14: 万达定增新扩张计划	11
图表 15: 历年影院收购价格梳理	12
图表 16: 万达银幕数量和特效放映厅数量	13

图表 17: 万达广场客流量.....	13
图表 18: 2012-2019 年新开业银幕数 (块) 及小影投占比	14
图表 19: 购物中心建筑面积存量规模增速与银幕增速对比	14
图表 20: 2013-2019 年全国及一至五线城市关停影院数量	15
图表 21: 2017 年北美院线行业 CR3 市占率	15
图表 22: 2007-2017 年北美院线行业 CR3 市占率变化	15
图表 23: 万达电影自建影城与并购银幕单银幕产出对比 (单位: 万元/年)	15
图表 24: 各指标 2012-2019 年实际值及 2020-2025 年假设值	16
图表 25: 公司软件系统增加额 (万元)	17
图表 26: 公司技术员工数量	17
图表 27: 公司员工总数 (人)	17
图表 28: 一线运营与财务人员数量变化 (单位: 人)	17
图表 29: 公司薪酬成本支出	18
图表 30: 公司人均创收及人均薪酬	18
图表 31: 2019 年各公司人均创收	18
图表 32: 国庆档《我和我的家乡》及《姜子牙》在 Top10 影投中排片供需比	18
图表 33: 各公司单银幕产出分布	19
图表 34: 各线城市单银幕产出 (单位: 万元/年)	19
图表 35: 各院线公司租金/放映收入比重	20
图表 36: 院线公司影院及银幕数 (影院数单位: 家, 银幕数单位: 块)	21
图表 37: 各院线公司非票收入占比	22
图表 38: 各公司卖品 ARPPU (元)	22
图表 39: 各公司广告 ARPPU (元)	22
图表 40: 各院线公司核心财务指标 (2019 年)	23
图表 41: 唐探宇宙故事线	23
图表 42: 《唐探 3》利润贡献测算 (单位: 亿元)	24
图表 43: 《唐探 3》贡献毛利敏感性测试 (单位: 亿元)	24
图表 44: 万达影视 2021-2022 片单	25
图表 45: 放映业务票房预测 (单位: 百万元)	26
图表 46: 非票业务收入预测 (单位: 百万元)	26
图表 47: 万达影视业绩预测 (单位: 百万元)	27
图表 48: 毛利率水平假设	27
图表 49: 期间费用率预测	27
图表 50: 上市院线公司 PE 估值	28
图表 51: 上市院线公司 PE	28
图表 52: 万达影院影视承诺净利润 (单位: 亿元)	28

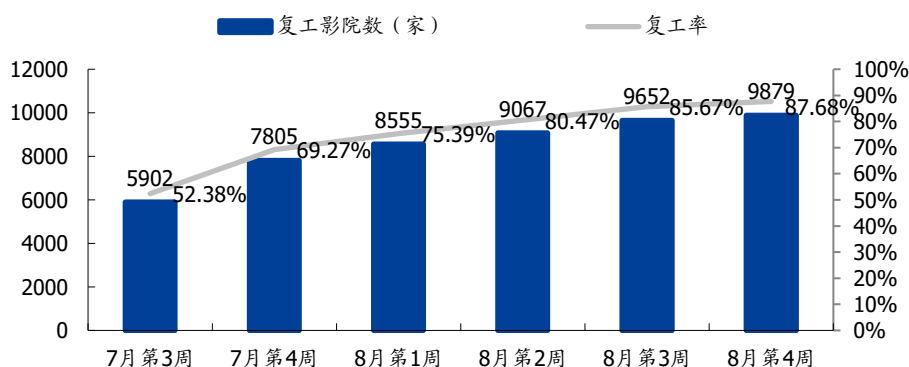
1. 电影行业底部困境反转，万达电影加速走出疫情阴霾

1.1 复工节奏：经历半年停摆后，影院于7月20日复工，至国庆档影院复工率达94%

复工第一阶段：复工首周5902家影院营业，复工率仅为52%，复工第二周复工率达到69%。初始阶段面临的困难包括：1) 新片供给不足，开业初期影片以复映经典片为主，观众观影热情不高；2) 限制30%上座率，虽然历年年平均上座率均在20%以下，但30%上座率及隔座售票的政策极大影响了黄金场次；3) 经历长时间的停工后，影院工作人员难以整体到位。

复工第二阶段：随着疫情逐步得到控制，8月14日起影院上座率限制由30%提升至50%，同时8月第二周《八佰》开启点映，当周影院复工率突破8成。后续《信条》《花木兰》等大片上映持续提振市场信心，同时国庆档大片陆续定档，电影市场加速恢复。

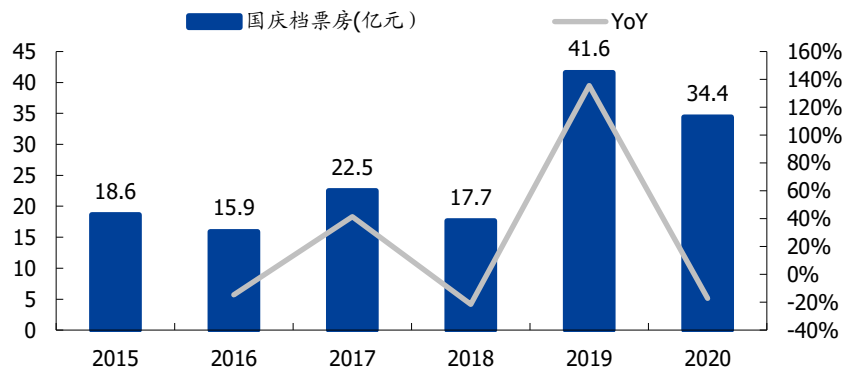
图表1：7至8月影院复工情况



资料来源：艺恩数据，拓普数据，国盛证券研究所

复工第三阶段：国庆档前的9月27日上座率进一步提升至75%，截至国庆档影院复工率达到94%。在上座率限制和去年高基数影响下，2020年国庆档票房达34.4亿元，已恢复至去年同期8成以上，较2018年实现翻倍增长。至此除少数中长尾影院无法开工外，其他影院均已基本恢复至正常水平。此外，DC超级英雄电影《神奇女侠1984》定档12月18日，进口影片供应或将逐步恢复。

图表 2: 2015-2020 国庆档票房

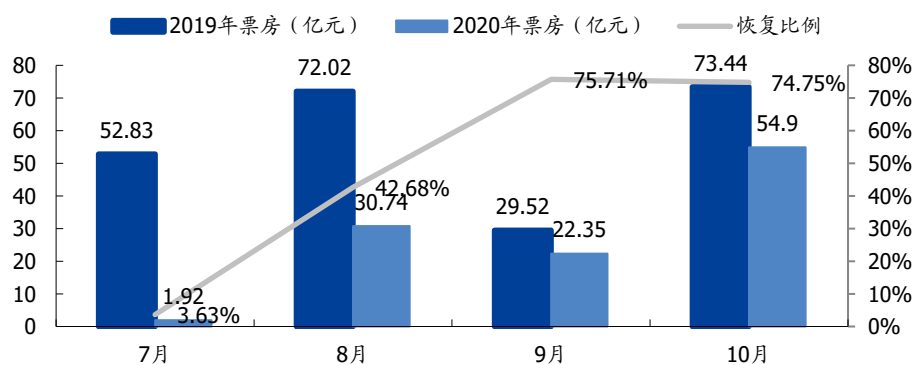


资料来源: 艺恩数据, 拓普数据, 国盛证券研究所

1.2 恢复进度: 各项经营指标逐月改善, 新建影院逐步恢复但数量有所减少。

票房数据: 7、8、9、10 月份全国票房恢复至去年同期 3.6%、42.68%、75.71%、74.75%。

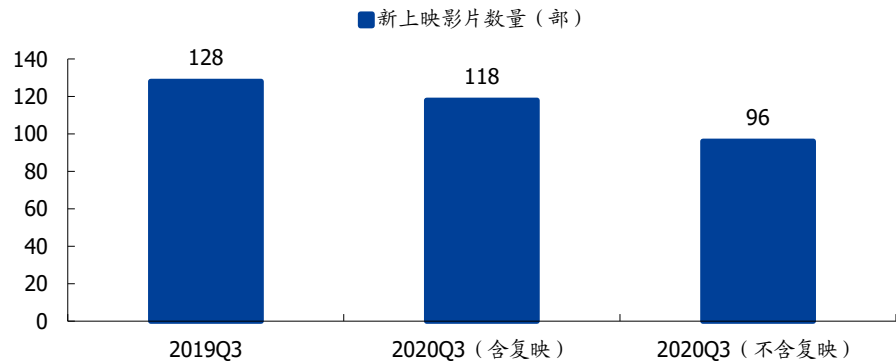
图表 3: 2019 与 2020 年 7-10 月票房数据对比



资料来源: 拓普数据, 国盛证券研究所

内容供给: 2020Q3 上映影片数量较去年同期有所减少, 但国庆档影片供给已恢复至去年同期水平。

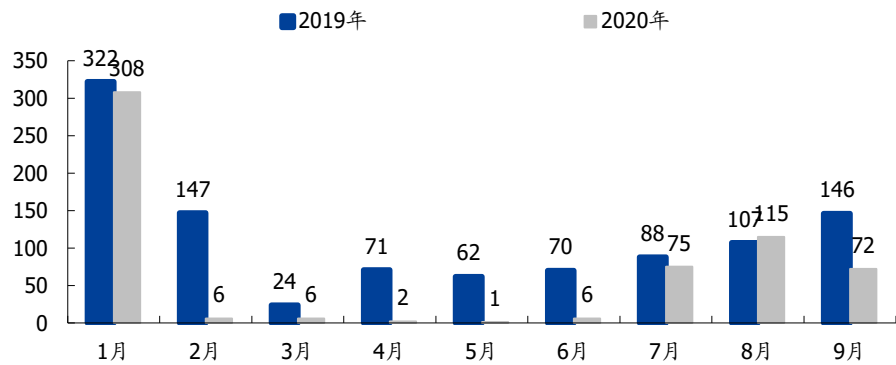
图表 4: 2019Q3 与 2020Q3 新上映影片数量



资料来源: 拓普数据, 国盛证券研究所

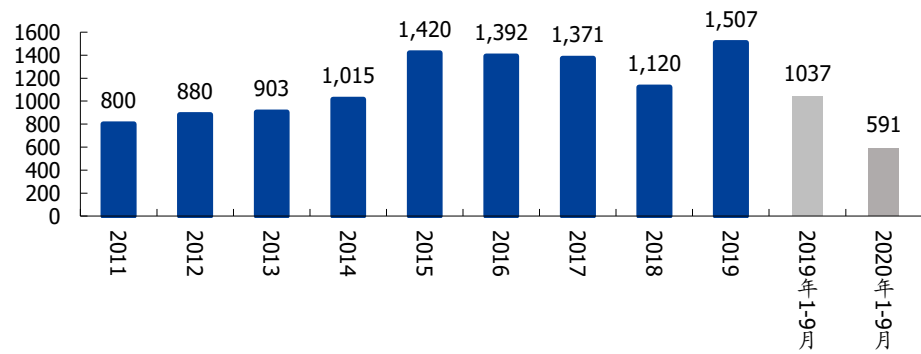
影院建设: 疫情期间新建影院数量大幅下滑, 2-6 月新增数均为个位数, 7-8 月终端影院建设数量与去年同期相近, 但 9 月新建影院数量与去年同期相比大幅回落, 预计是原本计划于停业期间新建的影院延期在 7-8 月集中开业。对比 2020 年前三季度新建与去年同期的新建影院数量, 今年由于疫情原因新建影院数量接近腰斩。

图表 5: 2019-2020 年各月新建影院数量 (单位: 家)



资料来源: 拓普数据, 国盛证券研究所

图表6: 2011-2020年新建影院数量(单位:家)



资料来源: 拓普数据, 国盛证券研究所

1.3 万达电影在行业回暖时表现较优, 市占率水平有所提升

作为院线公司龙头的万达电影, 在行业回暖时表现尤为靓丽, 最直接的指标即是市占率的提升。截至2020年11月中旬, 2020年万达电影市占率达到14.17%, 较2019年末有接近1pct的提升。

图表7: 2018-2020年前十影投票房及市占率(票房不包含服务费, 单位: 亿元, 数据截止2020年11月18日)

排名	影投名称	2018年		2019年		2020年			
		票房	市占率	票房	市占率	票房	市占率		
1	万达电影	76.25	13.48%	78.52	13.22%	20.2	14.17%		
2	大地影院	33.3	5.88%	33.08	5.57%	7.19	5.04%		
3	横店院线	21.1	3.73%	21.42	3.61%	5.32	3.73%		
	CR3	130.65	23.09%	133.02	22.40%	32.71	22.95%		
4	CGV	16.07	2.84%	17.56	2.96%	4.24	2.98%		
5	中影影院	16.03	2.83%	16.76	2.82%	3.42	2.40%		
6	金逸影视	15.2	2.69%	15.99	2.69%	3.25	2.28%		
7	星美影院	10.77	1.90%	博纳影院	9.71	1.64%	博纳影院	2.26	1.58%
8	太平洋	9.37	1.66%	百老汇	9.49	1.60%	百老汇	2.23	1.57%
9	耀莱管理	9.36	1.65%	耀莱管理	9.14	1.54%	UME	1.89	1.33%
10	百老汇	9.03	1.60%	太平洋	8.77	1.48%	太平洋	1.79	1.25%
	CR10	216.47	38.26%	220.44	37.11%	51.79	36.34%		

资料来源: 艺恩数据, 国盛证券研究所

图表8: 2018-2020年前十院线票房及市占率(票房不包含服务费,单位:亿元,数据截止2020年11月18日)

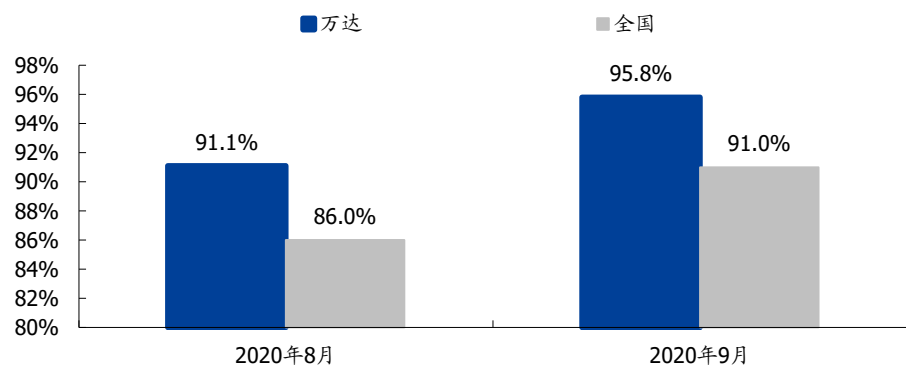
		2018年		2019年		2020年			
排名	影投名称	票房	市占率	影投名称	票房	市占率	影投名称	票房	市占率
1	万达院线	76.87	13.59%	万达院线	81.63	13.75%	万达院线	20.96	14.71%
2	大地院线	55.84	9.87%	大地院线	58.01	9.77%	大地院线	13.81	9.69%
3	上海联和	44.99	7.95%	上海联和	47.25	7.96%	上海联和	10.78	7.56%
	CR3	177.7	31.41%	CR3	186.89	31.48%	CR3	45.55	31.96%
4	中影南方	42.13	7.45%	中影南方	42.81	7.21%	中影数字	10.52	7.38%
5	中影数字	41.24	7.29%	中影数字	41.7	7.02%	中影南方	9.79	6.87%
6	中影星美	36.37	6.43%	中影星美	31.68	5.34%	中影星美	6.51	4.57%
7	金逸珠江	27.33	4.83%	金逸珠江	28.76	4.84%	横店院线	6.25	4.39%
8	横店院线	24.61	4.35%	横店院线	25.04	4.22%	金逸珠江	5.92	4.15%
9	华夏联合	19.7	3.48%	幸福蓝海	23.39	3.94%	幸福蓝海	5.58	3.92%
10	幸福蓝海	19.46	3.44%	华夏联合	21.87	3.68%	华夏联合	5.22	3.66%
	CR10	388.54	68.67%	CR10	402.14	67.74%	CR10	95.34	66.90%

资料来源:艺恩数据,国盛证券研究所

而在影院复工后,7-10月万达影投口径市占率**14.75%**,较去年同期提升**1.71%**,拆分来看,老影院7-10月票房为16.4亿元,对市占率的贡献为**14.54%**,7-10月新建的影院票房在该时间段为2369.9万元,对市占率的贡献为**0.21%**。

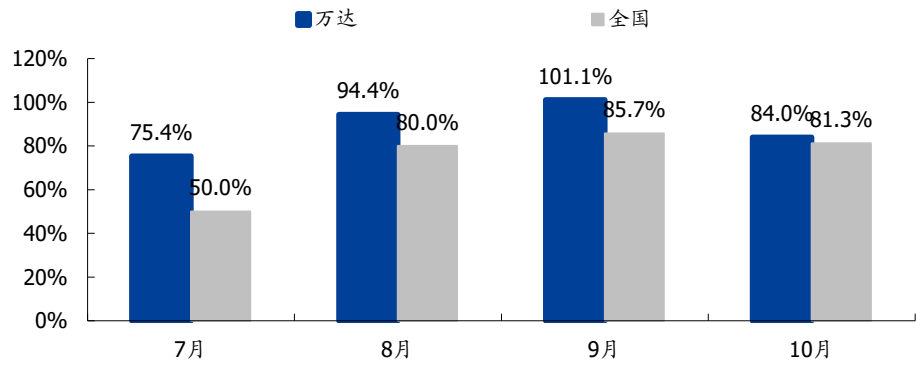
老影院方面:影院响应复工速度较快,复工后各项经营指标领先行业。万达影投影院8月/10月复工率分别为**91.1%/95.8%**,高于行业平均的**86%/91%**,体现出公司高效的组织及运营水平。而从上座率/观影人次指标看,万达电影恢复程度也高于行业平均水平。

图表9: 万达影投及全国影院复工率



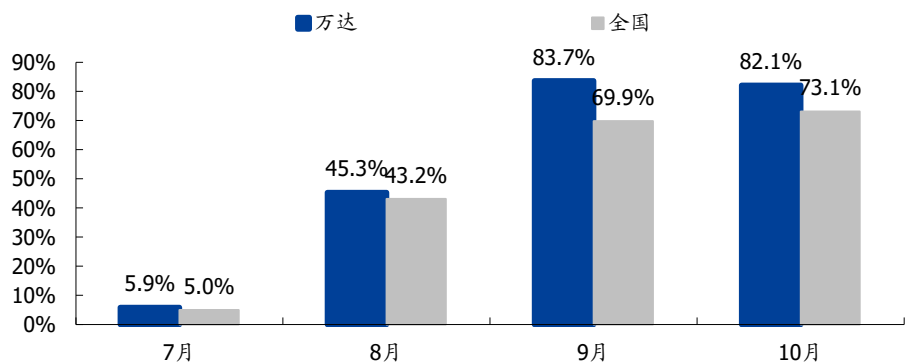
资料来源:艺恩数据,拓普数据,国盛证券研究所

图表 10: 万达及全国影院上座率恢复比例



资料来源: 艺恩数据, 国盛证券研究所, 恢复比例=2020年月上座率/2019年月上座率

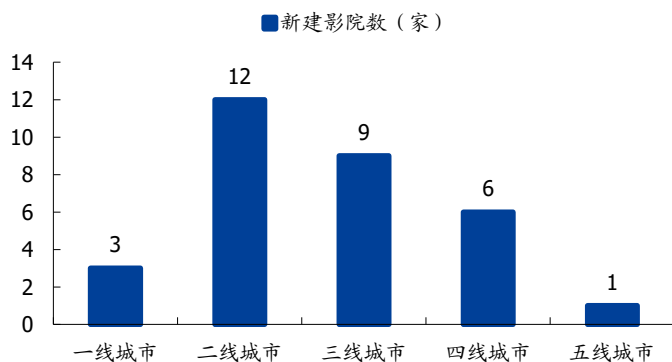
图表 11: 万达及全国影院观影人次恢复比例



资料来源: 艺恩数据, 国盛证券研究所, 恢复比例=2020年月观影人次/2019年月观影人次

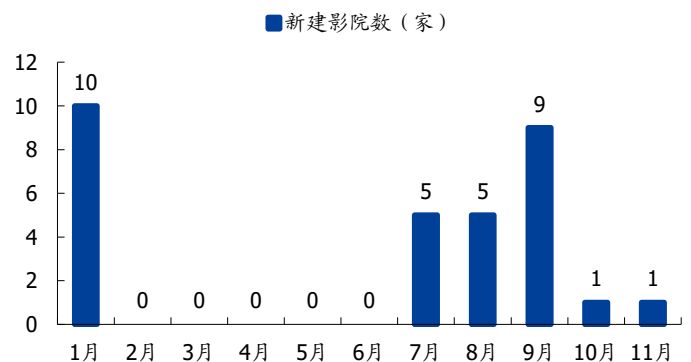
新影院方面: 根据艺恩数据, 2020年1-10月万达影投共新建影院30家, 其中7-10月万达新建影院数量20家。从开业影院的规模来看, 2020年万达新建影院平均银幕数为7.6块/家影院, 高于全国的6.1块/家的平均水平。开业的影院中15家位于一二线城市, 15家位于三四五线城市。

图表 12: 万达 2020 年新建影院城市分布



资料来源: 艺恩数据, 拓普数据, 国盛证券研究所

图表 13: 万达影投各月新建影院数量



资料来源: 艺恩数据, 拓普数据, 国盛证券研究所

此外在国庆期间，万达电影积极做营销活动提振观影人次，对抢占市场份额亦有积极影响。(1) 万达电影与中国联通于10月1日起推出“黄金周万达影城优惠 PLUS”活动，联通会员可在国庆期间享受“会员价看电影”等定制权益。而中国联通在全国推送1亿条短信，提升活动传播力度。(2) 万达电影“破冰计划”9月正式开启首次电商直播带货，限定发售299元畅享礼包，曾志伟、戚薇及罗永浩于抖音直播间掀起抢购热潮，销售额突破1300万。

2. “持续扩张+品质优势”，公司市占率有望持续提升

2.1 持续扩张：定增资金落地，预计公司每年净增 50-60 家影院

根据公司过去的扩张节奏，定增资金到位后预计公司仍然保持每年 60-70 家新建影院速度，同时动态调整经营效益不佳的影院，考虑到每年关停 10 家影院左右，每年将净增 50-60 家影院。

公司定增获得 29.29 亿元资金，支持后续的扩张计划。根据公司的公告，募投项目涉及 162 家影院，1,258 个影厅。(1) 公司计划在 A/B/C 级城市建设的影院数量分别为 33/40/89 个（分别对应一线及新一线城市、其他省会及经济发达城市、其他城市及县城）。(2) 新建的 162 家影院 7 厅以上影院 152 家，其中 7-9 厅影院 144 家，IMAX 影院 48 个。(3) 拟新建的影院中 93 家位于万达广场内，69 家位于非万达广场内。

图表 14: 万达定增新扩张计划

类别	城市举例	影院个数 (家)	银幕个数 (块)	其中 IMAX (块)	票房稳定时 限(年)	备注
A 级	北京市、上海市、广州市、深圳市、成都市、杭州市、武汉市、重庆市、南京市、天津市等一线及新一线城市	33	270	12	4 年	大约 4 年后影城票房维持稳定
B 级	除上述城市外的省会城市及经济较为发达的城市如烟台市、南通市、珠海市、惠州市等	40	312	13	4 年	
C 级	其他城市及县城	89	676	23	4 年	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 15: 历年影院收购价格梳理

收购时间	被购买方	购买方	收购对价 (亿元)	影院数 (家)	银幕数 (块)	单银幕价格 (万元)	PS	营业收入 (万元)
2015	世贸影院	万达电影	10	14	105	952.4	4.56	21,917
2015	中广院线	当代东方	0.32				3.89	830.81
2016	大连奥纳	万达电影		6	46			
2016	厚品文化&赤峰北斗星	万达电影		7	46			
2016	今典影城&今典文化&今典院线	完美世界	13.53	86	441	306.8	1.85	73130
2016	杭州星际	阿里影业	1					
2016	华彩天地	当代东方	1.58				2.29	6,911
2016	杭州星影	汉鼎宇佑	0.27					
2016	太平洋影业	汉鼎宇佑	0.41				1.55	2,645
2016	乐清时代	汉鼎宇佑	0.09				1.76	511
2017	橙天嘉禾(中国)	大地影院	33.87	76	531	637.9		
2017	南京派瑞	阿里影业	0.7	13				
2017	星星文化	保利影业	6.8	21				
2018	明星时代影院	嘉凯城	5.65				5.31	10639
2018	艾美(北京)影院	嘉凯城	0.3				3.04	987

资料来源: 国公司公告, 搜狐网, 国盛证券研究所

2.2 品质优势: 高品质影院加强品牌认知度, 背靠万达广场享受客流红利

目前影院已告别跑马圈地的粗放增长时代, 公司对周边竞对影院的竞争力体现在:

1) 影院的规模及品质。公司无论是单影院银幕数量(代表影院规模)还是特效影厅数量(代表影院品质)都处于行业前列。

- **单影院银幕数量:** 万达影投平均单影院银幕数量保持在 8.8 块/家左右, 而 2020H1 全行业的平均水平为 6.1 块/家, 单影院的银幕数值高意味着影院规模更大, 定位更加高端。
- **特效影厅数量:** 公司是全国拥有 IMAX 银幕数量(2020H1 为 353 块)和杜比影院(2020H1 为 45 家)最多的影投公司, 2019 年公司新增 42 家 PRIME 影院, PRIME 影厅是万达电影从美国 AMC 引进, 具有自主知识产权的高端影厅品牌, 以顶级的视听技术, 个性化的服务, 多功能的场景, 为观影用户营造全新的观影享受。特效影厅在为观众提供高品质的观影体验的同时, 提升影院整体的高端形象, 增加观众对影院的品牌认知度。

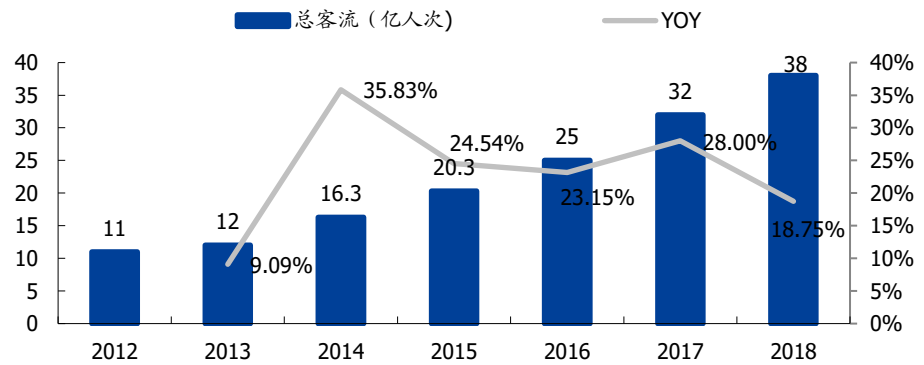
图表 16: 万达银幕数量和特效放映厅数量

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
直营影城 (家)	292	401	516	595	656	651
杜比影院		11	25	35	45	45
PRIME 影院					42	
银幕数 (块)	2557	3564	4571	5279	5806	5767
IMX 银幕	146	202	257	314	349	353

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2) 影院所在商业地产的人流量。万达广场为万达商业自建购物中心, 为万达影院提供了良好的位置、人群、消费氛围。其巨大客流量能转化为观影用户, 为万达影院奠定坚实基础。2012 年以来万达广场的总客流呈稳定上升趋势, 2018 年底总客流达到 38 亿人次。

图表 17: 万达广场客流量



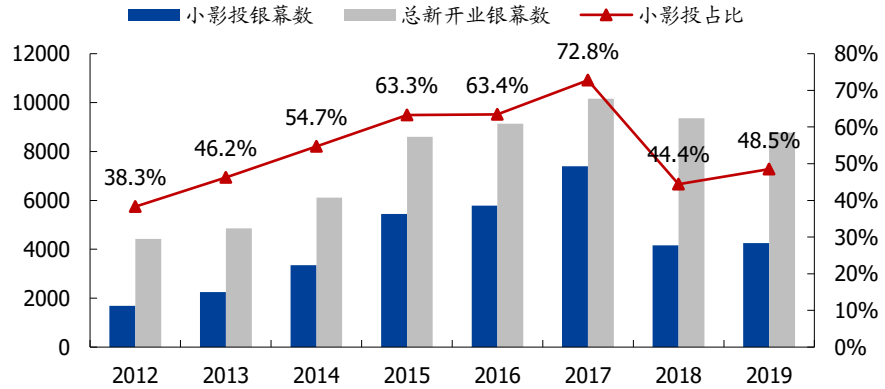
资料来源: 万达集团, 国盛证券研究所

2.3 行业: 渠道供给告别高增长时代, 存量影院动态调整

影响未来新增银幕数量的核心因素:

- (1) **投资意愿:** 影院属于重资产项目, 在行业趋于稳定和理性后, 预计私人资本进入意愿将减弱。2014-2015 年的票房高速增长吸引单体影城和私人资本大量进入, 由于 1-2 年的规划及建设周期, 最终体现在 2017 年的影院数量高增, 但在 2017 年之后新增加影院数量减少。公司单厅建设的平均成本约为 250 万元, 8 厅影院的建设成本在 2000 万元, 可见影院属于重资产项目, 在票房增速趋于稳定, 且叠加疫情危机之后, 预计私人影投的进入意愿将减弱。

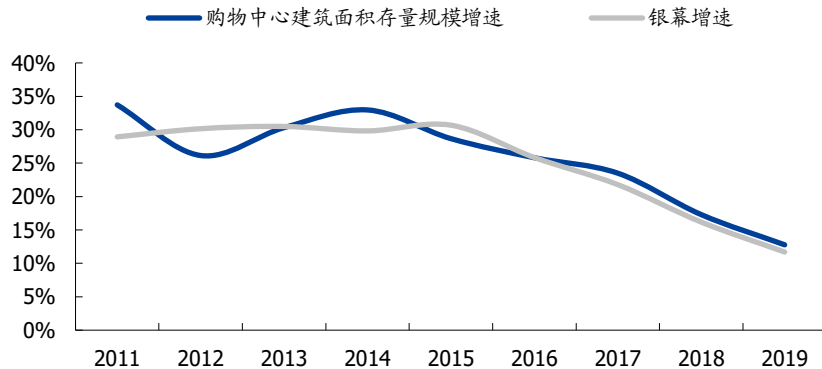
图表 18: 2012-2019 年新开业银幕数 (块) 及小影投占比



资料来源: 艺恩数据, 国盛证券研究所

- (2) **商业物业:** 由于现阶段影院多建设于商业地产中, 因此商业地产竣工面积与当年银幕增长量存在显著相关关系, 由于 2017 年以来新开工商业用房面积出现拐点, 考虑到 2-3 年的建设周期, 我们预计 2019 年起新建银幕的绝对增长量将开始显著下移。银幕增速与商业物业增速高度匹配, 预计未来新增商业物业将放缓。

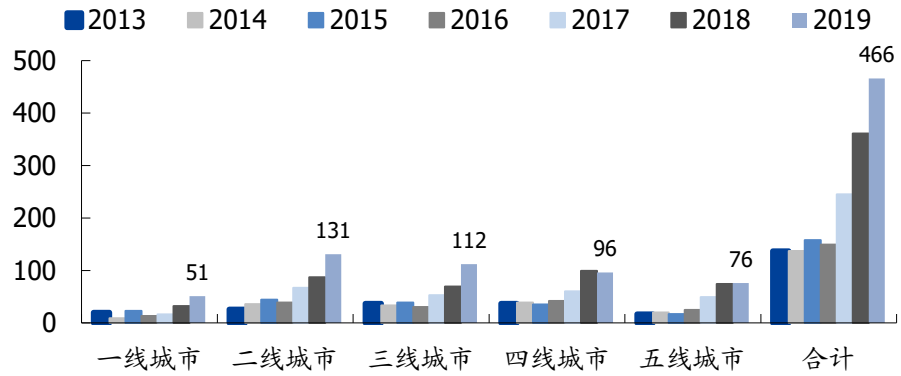
图表 19: 购物中心建筑面积存量规模增速与银幕增速对比



资料来源: 赢商大数据, 国盛证券研究所

行业进入存量影院调整阶段。影院关停影院数量自 2016 年 (149 家) 以来呈逐年上升趋势, 2019 年一至五线城市关停影院数量分别为 51/131/112/96/76 家, 占总关停影院数的比重分别为 10.9%/28.1%/24%/20.6%/16.3%, 其中二线城市和三线城市增加最为明显, 分别同比增加 44/43 家关停影院。

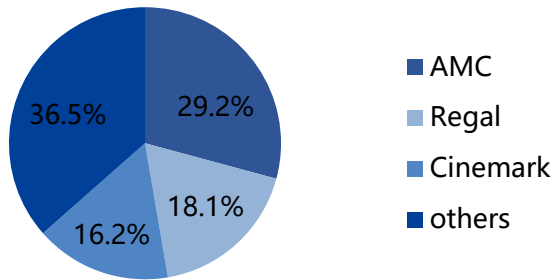
图表 20: 2013-2019 年全国及一至五线城市关停影院数量



资料来源: 艺恩数据, 国盛证券研究所

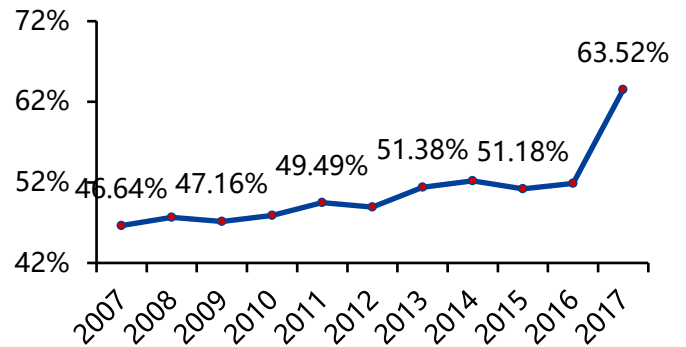
美国院线行业的高集中度来源于行业横向整合, 而我国在疫情重压之下大规模并购尚未发生有多重原因。美国头部 Top1 院线的市占率达 30%以上, CR3 在 60%以上, 20 年代初金融危机下的整合是高集中度的重要原因。

图表 21: 2017 年北美院线行业 CR3 市占率



资料来源: MPAA, box office mojo, Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 22: 2007-2017 年北美院线行业 CR3 市占率变化



资料来源: MPAA, box office mojo, Bloomberg, 国盛证券研究所

我国在疫情影响下即使经历半年之久的关店, 大规模的并购也并未发生。我们认为短期内国内横向并购未能实现的原因在于: 1) 以万达为例, 之前并购的影院并未给公司带来较高的业绩贡献, 与收购影院相比, 自建影院的单银幕产出更高。2) 收购零散的影院对市占率提升贡献有限, 而份额较大的头部影投公司多数已上市。3) 一级市场影院收购价格较高, 较自建性价比并不突出。

图表 23: 万达电影自建影城与并购银幕单银幕产出对比 (单位: 万元/年)

类型	2017 年	2018 年	2019 年
自建影城 (成熟期) 单银幕产出	253	216	181
并购影城单银幕产出	135	128	114
全行业单银幕产出	99	92	87

资料来源: 艺恩数据, 国盛证券研究所

2.4 测算公司中期市占率，2025年有望提升至18%

假设一：2021年票房恢复至2019年水平，2021-2025年行业票房复合增速5%，至2025年行业总票房达717亿元。

假设二：2021-2025年平均每年银幕净增量为4000块，至2025年市场银幕数达9.2万块。

假设三：万达每年净增60家影院，每家影院平均8块银幕。

假设四：2025年万达单银幕产出恢复至2017年水平，为160万元/每块银幕/每年。

测算结果：公司2025年市占率有望提升至**18.2%**。若2025年票房为717亿元，公司市占率对应的票房收入为**130.5亿元**。

图表 24: 各指标 2012-2019 年实际值及 2020-2025 年假设值

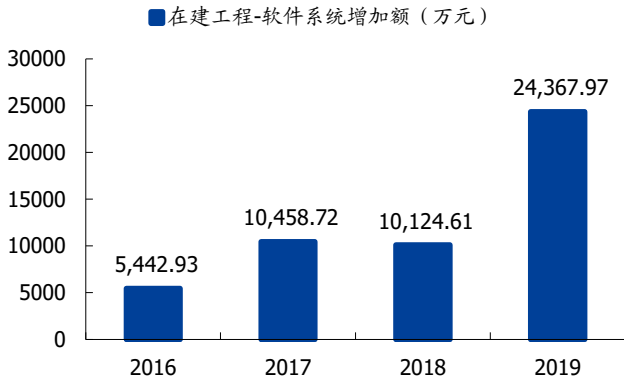
指标/年度	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2025E
全国票房 (百万元)	1707	21769	29639	44069	45712	52324	56539	59008	20000	59008	71725
全国银幕数量 (百块)	131.18	183.98	243.04	316.26	411.79	507.76	600.79	697.87	730	760	920
万达国内票房 (百万元)	2456	3087	4105	6010	6200	6837	7318	7560	3000	10080	13050
票房市占率 (%)	14.4	14.2	13.8	13.6	13.6	13.1	12.9	12.8	15	16.3	18.2
国内银幕数 (块)	980	1247	1616	2133	3127	4134	4807	5499	5750	6230	8150
银幕市占率 (%)	7.5	6.8	6.6	6.7	7.6	8.1	8	7.9	8.0	8.2	8.9
单银幕产出 (万元)	251	248	254	282	198	165	152	137	52	140	160

资料来源：艺恩数据，国盛证券研究所

3. 降本增效重运营，成本压力逐步释放

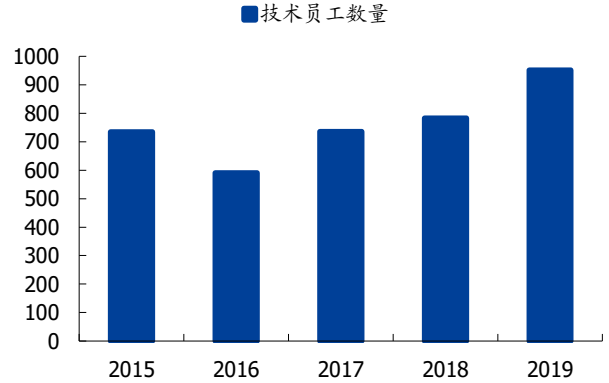
院线业务发展进入精细化运营阶段，公司自2015年起开始逐步搭建自有的内部智能运营系统，截至目前已形成BI系统（经营分析系统）、卖品管理系统、智能排片系统、智能排班系统、NOC系统（中央自动放映系统），2016-2019年累计发生的资本化软件系统建设费用超5亿元。各系统投入使用后，带来的优化在经营指标和人力方面的效果都得以验证：

图表 25: 公司软件系统增加额 (万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

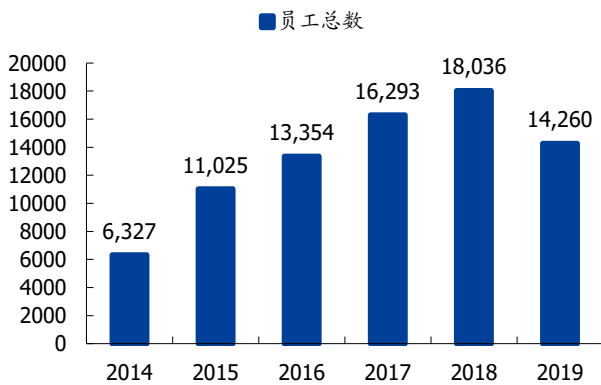
图表 26: 公司技术员工数量



资料来源: MPAA, box office mojo, Bloomberg, 国盛证券研究所

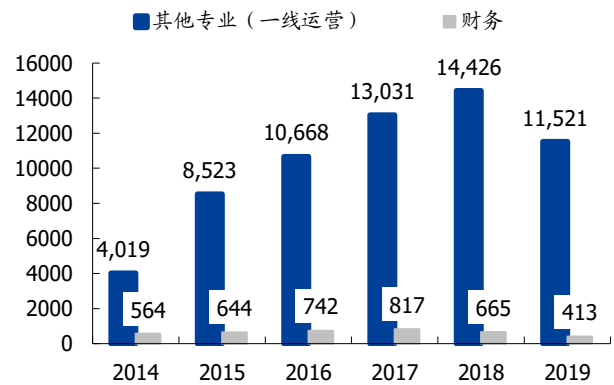
- **人力方面:** 技术投入使得公司在实现影院规模持续扩张的同时员工总数量下降, 2019 年公司员工总数 1.4 万人, 较 2018 年减少 4000 余人, 分人员职能来看, NOC 系统自启用后, 当年减少了 41.3% 的放映人员, 运营效率大幅提升; 同时财务管理权集中到公司大后台后, 财务人员数量亦显著下降。

图表 27: 公司员工总数 (人)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

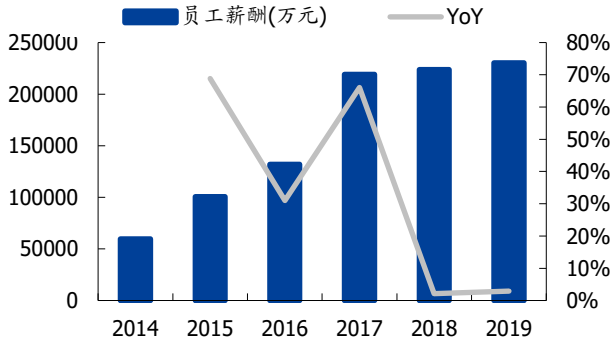
图表 28: 一线运营与财务人员数量变化 (单位: 人)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

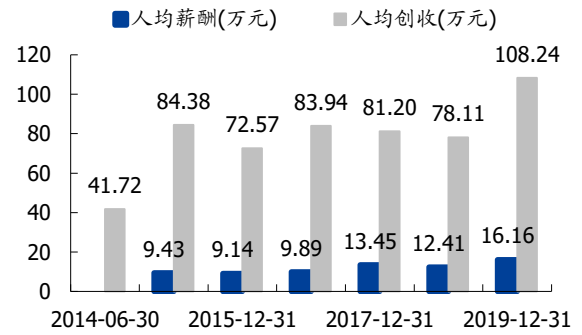
员工薪酬金额增长率显著下滑的同时, 单员工贡献票房收入提升明显, 且单员工薪酬仍有上涨。疫情期间公司持续对人员进行调整, 预计四大系统将提升公司运营的自动化水平, 降低整体运营成本。

图表 29: 公司薪酬成本支出



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

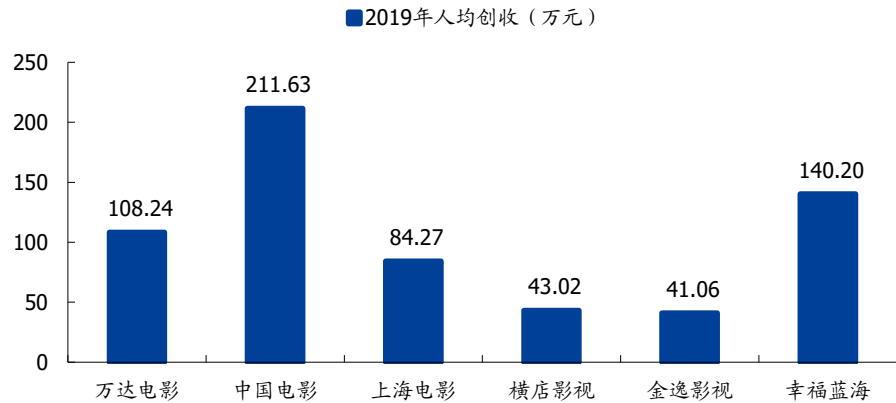
图表 30: 公司人均创收及人均薪酬



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

与其余院线公司对比, 公司人均创收处于较高区间。考虑到中国电影独特的政策优势, 业务中发行业务收入占比较高且该业务人员较少, 总体人均创收较高; 除此之外, 以 2019 年数据为例, 万达人均创收处于较高水平。

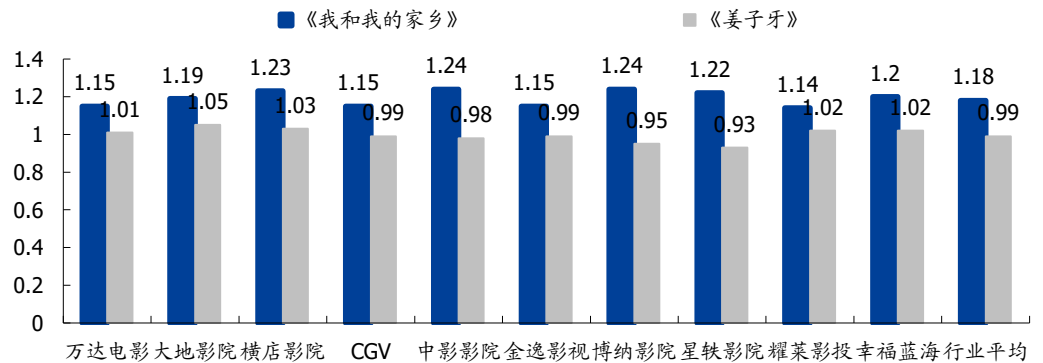
图表 31: 2019 年各公司人均创收



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **排片方面:** 考虑到国庆档观影人次高, 影片上映密集, 较为考验影院的运营能力, 我们选取该档期的艺恩排片数据, 发现前十大影投公司中 万达影投排片供需比最接近于 1, 意味着排片占比最为合理。

图表 32: 国庆档《我和我的家乡》及《姜子牙》在影投中排片供需比



资料来源: 艺恩数据, 公司公告, 国盛证券研究所

4. 横向对比：高资产质量、低租金比例、高成长性、强运营能力是公司的核心竞争力

4.1 高资产质量：全国多级城市布局，单银幕产出质量高

2019年公司在一至五线城市影院数量占比为9%、41%、22%、20%、8%，形成全国布局能力，在消费力高观影习惯较为成熟的高线城市布局较深，同时也兼顾下沉市场。

整体看，公司单银幕产出质量较高。2019年，万达单银幕产出为145.61万元，高于6公司平均水平133.13万元。年单银幕产出超200万的影院有123家，占全国年单银幕产出超200万影院总数的51%，占公司影院总数的20.07%，年单银幕产出100-200万的影院达300家，占全国同量级产出影院数量的46%，占公司影院的48.94%，处于行业领先地位。

图表 33: 各公司单银幕产出分布

分布	万达		横店		中影		上影	
	影院数	占比	影院数	占比	影院数	占比	影院数	占比
400万以上	2	0.33%	-	-	5	1.76%	2	3.33%
300-400万	17	2.77%	1	0.27%	7	2.46%	6	10.00%
200-300万	104	16.97%	15	4.11%	32	11.27%	13	21.67%
100-200万	300	48.94%	113	30.96%	100	35.21%	25	41.67%
100万以下	190	31.00%	236	64.66%	140	49.30%	14	23.33%
200万以上	123	20.07%	16	4.38%	44	15.49%	21	35.00%

分布	金逸		幸福蓝海		6公司平均	
	影院数	占比	影院数	占比	影院数	占比
400万以上	4	2.16%	-	-	13	0.82%
300-400万	5	2.70%	1	1.25%	37	2.33%
200-300万	15	8.11%	12	15.00%	191	12.04%
100-200万	74	40.00%	39	48.75%	651	41.02%
100万以下	87	47.03%	28	35.00%	695	43.79%
200万以上	24	12.97%	13	16.25%	241	15.19%

资料来源：艺恩数据，国盛证券研究所

在各级城市，公司的单银幕产出均处于较高水平。万达一至五线城市年单银幕产出分别为185.63、151.93、142.76、116.47、103.5万元，除五线城市外，年单银幕产出均超过6公司平均水平，二三线城市单银幕产出领跑行业。

图表 34: 各线城市单银幕产出(单位: 万元/年)

城市分级	万达	横店	中影	上影	金逸	幸福蓝海	平均
一线城市	185.63	127.57	147.87	233.04	175.60	135.49	167.53
二线城市	151.93	102.81	125.11	143.71	112.45	134.91	128.49
三线城市	142.76	92.46	121.42	135.05	115.14	120.55	121.23
四线城市	116.47	82.82	89.18	87.35	99.86	122.85	99.75
五线城市	103.50	81.82	82.02	133.86	112.55	136.20	108.33
平均	145.61	93.36	123.79	181.71	125.64	128.64	133.13

资料来源：艺恩数据，国盛证券研究所

4.2 低租金比例：依托万达商业资源，降成本、汇客流

租金成本比例低：终端院线的租金成本是其成本结构中的重要部分，与同行业相比，万达电影租金占放映收入的比重明显偏低，扩大了其利润空间。

图表 35: 各院线公司租金/放映收入比重

租金/放映收入	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
横店影视				12.4%	11.5%	12.5%	13.2%
上海电影				15.2%	15.4%	16.9%	17.9%
金逸影视				13.4%	12.7%	15.3%	15.3%
中国电影				12.1%	10.2%	11.9%	13.2%
万达电影	9.3%	9.7%	10.6%	11.0%	10.0%	11.0%	11.0%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所，2016年上海电影，中国电影，万达电影和2017年各公司未详细披露租金成本构成，数值根据放映业务毛利率反响推算得出。

4.3 高扩张速度：影院规模保持高速增长，开放特许加盟经营权扩大品牌影响力。

高速扩张：自2011年，万达影院数量便始终保持着两位数以上的增幅，与行业内其他公司相比，扩张速度一直居前。截止2020年6月30日，公司共有已开业直营影城651家，公司2020年对存量影院做动态调整（2020H1共关停国内影城17家，新建国内影城12家），其庞大的院线终端体系为高市占率打下基础，从而不断巩固市场份额。

图表 36: 院线公司影院及银幕数 (影院数单位: 家, 银幕数单位: 块)

公司	数量/增速	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
万达电影	影院数	240	348	463	541	656	651
	影院增速	31.87%	45.00%	33.05%	16.85%	21.26%	-0.76%
	银幕数	2133	3127	4134	4807	5806	5767
中国电影	影院数	99	107	117	131	139	141
	影院增速	11.24%	8.08%	9.35%	11.97%	6.11%	1.44%
	银幕数	658	711	842	952	1026	1044
上海电影	影院数	34	40	54	58	60	61
	影院增速	-2.86%	17.65%	35.00%	7.41%	3.45%	1.67%
	银幕数	204	280	383	428	425	433
幸福蓝海	影院数	52	64	68	73	86	87
	影院增速	23.81%	23.08%	6.25%	7.35%	17.81%	1.16%
	银幕数	380	469	482	528	621	625
横店影视	影院数	176	220	266	316	451	459
	影院增速	28.47%	25.00%	20.91%	18.80%	42.72%	1.77%
	银幕数	1148	1412	1684	1996	2780	2833
金逸影视	影院数	129	140	149	165	186	178
	影院增速	4.03%	8.53%	6.43%	10.74%	12.73%	-4.30%
	银幕数	929	955	996	1167	1288	1246

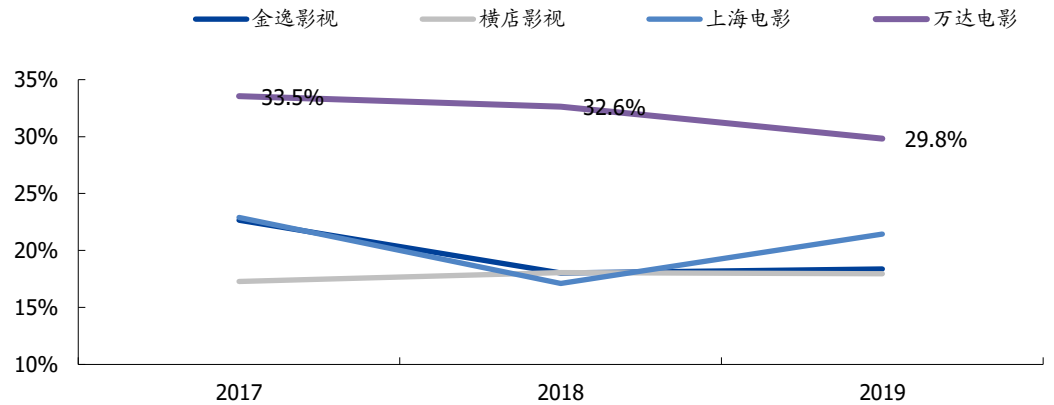
资料来源: 艺恩数据, 公司公告, 国盛证券研究所

加盟影院: 2020年6月, 万达电影全面对外开放特许经营加盟权, 公司品控系统为其向具备可持续、合规经营能力的优质加盟影城输出万达品牌、管理系统、管理体系提供了条件。在直营影城之外, 通过整合资源以更“轻”的方式进一步提升市场份额、品牌价值和行业影响力, 撬动未来发展。

4.4 强运营能力: 非票业务表现优异, 体现较高经营水平

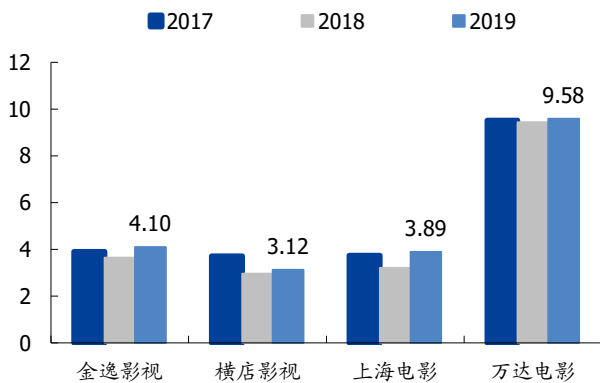
非票收入占比及 ARPPU 均较高。 2019年, 公司非票收入 (包括卖品及广告, 不含万达影视业务) 占比为 29.8%, 卖品 ARPPU/广告 ARPPU 分别 9.6/9.7 元, 远超行业内其他公司。

图表 37: 各院线公司非票收入占比



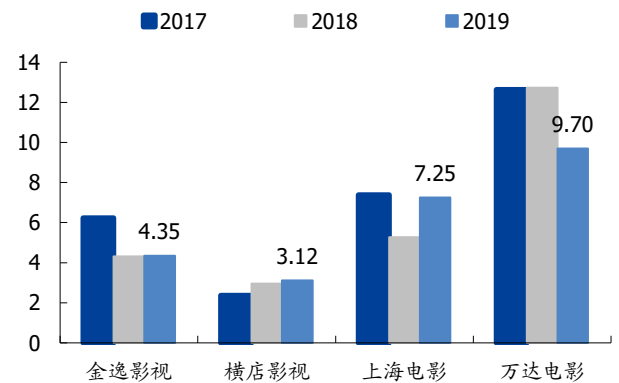
资料来源: 艺恩数据, Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 各公司卖品 ARPPU (元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 各公司广告 ARPPU (元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

影院有较高经营杠杆, 核心财务指标变化受扩张节奏影响较大。2019 年公司 ROE、净利率、EBITDA margin 为负值主要是由报告期内计提商誉等减值准备 59.09 亿所致, 从各项盈利指标及营运效率指标看, 万达与竞争对手相比处于中位水平, 经营指标实际上与公司规模和扩张战略有密切关系, **1) 毛利率:** 公司成本支出较为刚性, 毛利率水平受新建影院节奏影响, 也与各公司成本及费用的核算方式相关; **2) 费用率:** 万达费用率较高的原因在于, 公司之前的并购策略相较其他院线公司较为激进, 自 2015 年开始进行外延并购 (较大的并购包括澳洲 Hoyts 影院、世茂影院) 以进行渠道扩张, 带来费用率持续提升, 且海外管理费用整体较高, 拉高公司整体的期间费用率。

图表 40: 各院线公司核心财务指标 (2019 年)

公司	ROE (%)	净利率 (%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)	EBITDA margin (%)	总资产周转率	权益乘数
万达电影	-35.80	-31.57	25.15	16.66	-19.68	0.60	1.87
横店影视	13.52	11.51	17.01	5.63	27.12	0.81	1.45
中国电影	9.16	13.86	20.54	6.99	25.88	0.53	1.33
上海电影	5.71	11.58	16.64	8.65	24.98	0.32	1.42
金逸影视	5.44	5.19	22.10	17.33	19.55	0.68	1.57
幸福蓝海	0.48	-1.22	36.55	37.85	8.12	0.85	1.93

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5. 万达影视: 《唐探》宇宙雏形初现, 2021 年片单强大

5.1 《唐探》系列以电影+网剧模式, IP 潜力进一步开发, 为《唐探 3》的 上映奠定良好基础

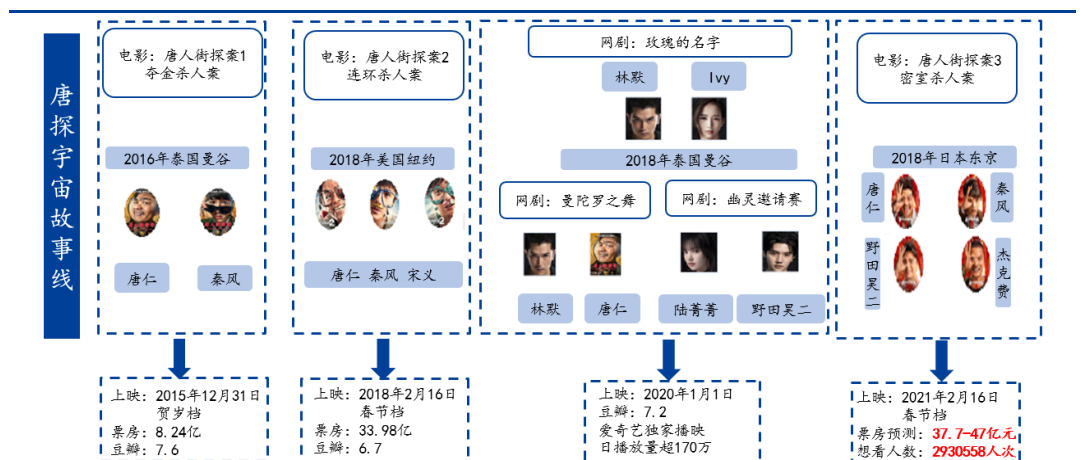
《唐探 1》于 2016 年贺岁档上映, 总票房达到 8.24 亿元, 成为同期贺岁档票房冠军, 豆瓣评分 7.6。

《唐探 2》于 2018 年春节档上映, 总票房高达 33.98 亿元, 春节期间票房 23.3 亿成为春节档榜首, 超越第二名《捉妖记》约 5 亿, 豆瓣评分 6.7。

继唐探电影取得成功后, 唐探 IP 改编网剧于 2020 年 1 月 1 日在爱奇艺上映, 豆瓣评分 7.2, 观看热度 1916, 日播放量超 170 万, 跻身 2020 年开年网剧播放量 TOP2, IP 潜力进一步开发。

《唐探 3》2020 年预售票房夺冠, 占总预售票房的 60%, 由于疫情原因重新定档 2021 年春节档。目前猫眼看人数已超 293 万人次, 预测票房 37.7-47 亿元。

图表 41: 唐探宇宙故事线



资料来源: 艺恩数据, Wind, 国盛证券研究所

5.2 《唐探3》对万达电影利润贡献测算

关键假设：（1）《唐探2》总票房32亿，预估总成本4亿；《唐探3》成本高于唐探2，假设为5亿。（2）《唐探3》定档春节档，宣发成本与平日相比较，参考《捉妖记2》《疯狂外星人》等春节档影片，假设其宣发成本为1亿。

预计《唐探3》总票房在30亿-50亿的区间内，对参投比例做敏感测试，在参投比例30%-50%之间，贡献的毛利约1.8-6.9亿元。

图表 42: 《唐探3》利润贡献测算 (单位: 亿元)

假设	《唐探3》利润贡献测算				
总票房假设	30	35	40	45	50
税及专项基金	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%
院线分账比例	57%	57%	57%	57%	57%
发行方分账比例	10%	10%	10%	10%	10%
发行方收入	2.75	3.21	3.67	4.13	4.59
制作方分账比例	33%	33%	33%	33%	33%
制作方收入	9.1	10.6	12.1	13.6	15.1
制作成本	5	5	5	5	5
宣发成本	1	1	1	1	1
参投比例	40%	40%	40%	40%	40%
制作发行利润	2.3	3.1	3.9	4.7	5.5

资料来源: 艺恩数据, Wind, 国盛证券研究所

图表 43: 《唐探3》贡献毛利敏感性测试 (单位: 亿元)

参投比例 \ 票房 (亿)	30	35	40	45	50
30%	1.8	2.3	2.9	3.5	4.1
35%	2.0	2.7	3.4	4.1	4.8
40%	2.3	3.1	3.9	4.7	5.5
45%	2.6	3.5	4.4	5.3	6.2
50%	2.9	3.9	4.9	5.9	6.9

资料来源: 国盛证券研究所

公司公布2021-2022年片单, 其中包括18部电影, 17部电视剧, 2部网络作品, 覆盖悬疑、科幻、青春、仙侠、都市等题材。

电影方面: 共分为6个主题单元, 除关注度较高的超级IP影片《唐人街探案3》、《寻龙诀2》, 还包括悬疑类电影《误杀2》, 影视剧衍生电影《想见你》, 动画题材《海底小纵队》(有望于2021年暑期档上线), 科幻题材《外太空的莫扎特》、《折叠城市》等。

影视剧方面: 主要分为四大板块, 主打都市情感及古装仙侠题材。

图表 44: 万达影视 2021-2022 片单

片单 大类	类型	名称	类型	名称
院线电影	超级 IP	《唐人街探案 3》	时代 旋律	《神舟》
		《寻龙诀 2》		《上甘岭之四十三天》
	悬疑 冒险	《吞海》	青春 爱情	《快把我 2 哥带走》 《想见你》 《我才不要和你做朋友呢》 《人间告白》
		《三大队》		
		《误杀 2》		
		《谜探》		
电视剧集	动画	《海底小纵队》	科幻	《外太空的莫扎特》
		《新大头儿子和小头爸爸 4》		《宇宙探索编辑部》 《折叠城市》
	都市 情感	《正阳门下年轻人》	古装 仙侠	《仙剑奇侠传四》 《燃魂传》 《少年四方志》 《梦醒长安》 《沉香如屑》
		《亲爱的爸妈》		
		《亲爱的孩子们》		
		《谢谢你医生》		
网络作品	军旅	《全职爸爸》	悬疑 探案	《一路狂奔》 《左不过高冷罢了》 《怪力少女成长记》
		《爱的厘米》		
		《号手就位》		
	年代	《空战》	喜剧	《保安日记》 《大力出奇迹》
		《女兵列阵》		
		《罗曼史》		
军旅	《乘风踏浪》			
	《空降排》			

资料来源: 万达影视, 国盛证券研究所

6. 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

6.1.1 院线部分

放映收入: 1) 国内: 由于公司保持银幕的扩张速度, 单银幕产出也由于较高的运营效率和对出清产能的替代也不断提升, 国内放映收入 28.8/86.2/96.3 亿元。**2) 海外:** 疫苗推进进度超预期, 目前已有影片陆续定档海外, 有望提振观影需求, 助力 2021 年海外影院加速恢复, 假设 2020-2022 年海外放映业务增速分别为 -80%/410%/0%, 则海外放映业务收入 3.12/15.4/15.4 亿元。

图表 45: 放映业务票房预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
1.放映收入	8333.9	9067.9	9122.5	3,187.3	10,164.6	11,165.1
YOY	11%	9%	1%	-65.1%	218.9%	9.8%
1.1 国内放映收入	6837.3	7317.9	7560.6	2874.9	8624.6	9625.1
YOY	10%	7%	3%	-62%	200%	12%
万达影投票房收入	7143.8	7622.8	7875.6	2994.7	8984.0	10026.1
YOY	8%	7%	3%	-62%	200%	12%
1.2 海外放映收入	1496.6	1750	1561.9	312.4	1540.0	1540.0
YOY	13%	17%	-11%	-80%	410%	0%
海外影院数量 (个)	53	54	54	55.0	55.0	55.0
海外银幕数量 (个)	437	437	437	437.0	437.0	437.0
海外单影院收入 (百万)	28.2	32.4	28.9	5.7	28.0	28.0
YOY	13%	15%	5%	5%	5%	5%
海外单银幕产出 (百万)	3.4	4	3.6	0.7	3.5	3.5

资料来源: 艺恩数据, Wind, 国盛证券研究所

非票收入: 商品销售收入与广告收入均与观影人次相关, 此外, 由于公司四大系统投入提升非业务票运营效率, 预计卖品 ARPPU 仍有增长空间, 此外疫情后经济复苏广告主增加预算, 预计广告收入也有提升。

图表 46: 非票业务收入预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
2.商品销售收入	1868.7	1925.7	719.5	2143.9	2381.8
YOY	3%	3%	-63%	198%	11%
观影人次(百万)	198.15	201.31	76.55	225.81	248.40
YOY	4%	2%	-62.0%	195.0%	10.0%
单人次消费额	9.43	9.57	9.40	9.49	9.59
YOY	-1%	1%	-2%	1.0%	1.0%
3.影院广告收入	2520.3	1950.4	704.5	2182.3	2520.5
YOY	5.0%	-22.6%	-63.9%	209.8%	15.5%
单人次广告收入	12.72	9.69	9.20	9.66	10.15
YOY	0.95%	-23.83%	-5.00%	5.00%	5.00%

资料来源: 艺恩数据, Wind, 国盛证券研究所

6.1.2 万达影视

电影: 《唐探 3》将于 2021 年春节档上映, 后续片单较为饱满, 随着制作经验的不断累积, 及 IP 影响力的放大, 预计电影业务收入将有所增长。

电视剧: 新媒诚品后续片单丰富, 后续每年将发行 5-8 部电视剧收入趋于稳定。且公司所投的电视剧复播率较高, 后续片单储备饱满丰富, 预计为公司带来稳定业绩。

游戏: 受国家游戏版号管控政策的影响, 2019 年只有 2 款新游戏上线。后续 2020-2024 年预计新上线游戏分别为 15/8/9/10/9 款。预计业绩较 2019 年将有较大改善。

图表 47: 万达影视业绩预测 (单位: 百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
1) 电影制作发行业务						
收入	839.12	1180.24	894.03	400	1550	1200
毛利率	44%	65%	37%	20%	50%	50%
2) 电视剧制作发行业务						
收入	364.84	395.41	497.94	500	500	500
毛利率	46%	50%	41%	45%	50%	50%
2) 游戏发行业务						
收入	825.86	735.59	394.02	300	400	400
毛利率	61%	58%	58%	55%	55%	55%
收入合计	2018.24	2258.36	1785.99	1200.00	2350.00	2000.00

资料来源: 艺恩数据, Wind, 国盛证券研究所

6.1.3 成本及费用假设

毛利率假设: 1) 院线业务具有较高的经营杠杆, 2020 年影院关闭期间仍需有房租、人力等成本支出, 预计当年毛利率将有所下滑, 随着公司单银幕产出提升, 一线运营人员效率提升, 放映业务毛利率将企稳回升; 2) 公司卖品业务运营水平较高, 随着卖品系统投入应用, 预计较高的毛利率水平将保持; 3) 广告业务 2019 年受经济波动下滑加大, 公司积极调整运营策略, 预计将回升至 2018 年水平。4) 万达影视涉及影视剧, 电影及游戏业务。毛利率水平受单个项目影响较大, 2021-2022 年公司片单阵容强大, 主控项目较大, 预计毛利率将有所提升。具体假设如下表:

费用假设: 2020 年院线收入大幅下滑, 但由于管理费用, 销售费用支出较为刚性, 费用率有比较大的波动; 2021 年之后放映业务逐步常态化, 叠加公司四大运营系统的投入, 运营效率将有所改善。预计 2020-2022 年公司期间费用率如下表假设:

图表 48: 毛利率水平假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
院线部分	放映业务	10.3%	6.6%	-50.2%	9.6%	10.9%
	广告业务	68.6%	59.0%	67.0%	67.0%	67.0%
	卖品业务	59.7%	63.3%	60.0%	60.0%	60.0%
万达影视部分	电影制作发行	-	37.0%	20.0%	50.0%	50.0%
	电视剧制作发行	-	41.5%	45.0%	45.0%	45.0%
	游戏发行	-	49.44%	55.00%	55.00%	55.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 49: 期间费用率预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业费用	3.4%	3.1%	5.0%	3.0%	3.0%
管理费用	7.2%	6.3%	10.0%	7.0%	7.0%
研发费用	7.7%	8.3%	10.0%	8.0%	8.0%
其他财务费用	0.0%	0.2%	2.0%	0.8%	1.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综上, 预计公司 2021-2022 年实现营收 174.4/186.7 亿, 增速 190.1%/7.0%; 实现归母净利润 18.5 亿/20.2 亿, 同比增速扭亏/9.1%。

6.2 估值方法 (分部估值法)

影院部分: 1) 院线收入 (包括放映收入及非票收入) 预计 2021-2022 年分别为 144.9/160.7 亿元, 贡献利润预计为 8.5/12.5 亿元。可比公司 2021 年 PE 为 22-31X, 公司为行业龙头享有估值溢价, 2021 年 40XPE 对应估值水平为 340 亿元。

图表 50: 上市院线公司 PE 估值

股票代码	股票名称	EPS(元)				PE			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603103.SH	横店影视	0.49	-0.29	0.58	0.69	36.55	-61.07	30.53	25.67
002905.SZ	金逸影视	0.40	-	-	-	36.92	-	-	-
600977.SH	中国电影	0.57	-0.17	0.59	0.72	23.29	-	22.10	18.11
601595.SH	上海电影	0.37	-0.64	0.43	-	42.16	-	28.95	-
002739.SZ	万达电影	-2.28	-0.7	0.68	0.85	-	-	27.07	21.66

资料来源: Wind、国盛证券研究所(股价为 2020 年 11 月 27 日收盘价)

万达影视: 万达影视业务包括电影、电视剧及游戏。可比公司包括光线传媒、北京文化、华策影视、完美世界, 给予公司万达影视部分 2021 年 22XPE, 预计 2021 年影视业务净利润为 10 亿元, 对应的估值水平为 220 亿元。

图表 51: 上市院线公司 PE

股票代码	股票名称	EPS(元)				PE			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300133.sz	华策影视	-0.84	0.27	0.35	0.43	—	26.67	20.57	16.74
300251.sz	光线传媒	0.32	0.15	0.37	0.44	39.13	83.47	33.84	28.45
002624.sz	完美世界	1.16	1.25	1.5	1.76	11.24	10.43	16.95	7.41

资料来源: Wind、国盛证券研究所(股价为 2020 年 11 月 27 日收盘价)

图表 52: 万达影院影视承诺净利润 (单位: 亿元)

业绩承诺情况		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
万达影视承诺净利润				7.63	8.88	10.69	12.74
互爱互动	2016.5 万达影视收购时业绩承诺	2	2.6	3.38	-	-	-
	实际实现净利润	2.16	2.87	3.01	-	-	-
	上市公司重组时预测净利润	-	-	3.01	3.12	3.78	4.17
新媒诚品	2017.5 万达影视收购时业绩承诺	0.7	0.9	1.17	1.4	1.6	-
	实际实现净利润	0.7	1.36	1.57	-	-	-
	上市公司重组预测净利润	-	-	1.31	1.59	2.02	2.07
	测净利润						

资料来源: 艺恩数据, Wind, 国盛证券研究所

综上, 公司由分部估值计算合理市值为 560 亿元, 我们认为中国电影市场已进入理性增

长阶段，影院终端盈利中枢上移的核心在于 1) 高获客能力（体现在市占率持续提升带来高于行业的收入增速），2) 降本增效的能力（体现在规模化及系统化所带来的成本降低），而公司作为行业龙头在这两端均有优于行业的表现。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1. 商誉减值风险：截至 2020H1 公司账上商誉 81 亿元，公司未计提的商誉包括境外影院业务商誉 34.18 亿元，游戏发行业务商誉 23.07 亿元，电影制作发行及相关业务商誉 9.85 亿元，电视剧制作发行及相关业务商誉 6.18 亿元。截至 2019 年各业务仍在正常经营，但考虑到商誉余额较大，且疫情下各业务均有不确定性，商誉仍存在减值风险。

2.ST 风险：公司 2019 年由于计提大额减值，亏损额为 47.3 亿元；2020H1 由于疫情影响，亏损额为 15.7 亿元，2017-2018 年公司净利润分别为 13.0/5.2 亿元。由此看 2020 年大概率亏损，连续两年亏损存在 ST 风险，但考虑到 2020 年的不可抗力疫情因素，后续的进展需要重点跟踪。

3. 优质影片供应不足风险：1) 一方面，受疫情影响，国内外影视剧组开机遇阻。阿里影业李捷 7 月在采访中提到 2020 年电影供应链较去年下降三分之二，预计 2021 年影片供应较为紧张，尤其进口片存在供应不足风险。2) 另一方面，电影是重创意重投入行业，2015 年行业资本迅速涌入，但随着票房增速趋缓，2018 年起资本泡沫逐渐消散，预计对影片供应产生一定影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com