

万达电影 (002739.SZ)

疫情反复拖累业绩，静待线下复苏

核心观点

21Q4 和 22Q1 疫情反复持续冲击线下院线。2021 年公司实现营业收入 124.9 亿元，同比增加 98.4%，较 2019 年同比减少 19.08%，实现归母净利润 1.06 亿，其中 2021Q4 实现营业收入 32.19 亿，同增 4.45%，实现归母净利润-1.84 亿；2022Q1 公司实现营收 34.61 亿，同减 16.01%，实现归母净利润 4499 万，同减 91.42%。2021 年下半年和 2022Q1 业绩下滑明显因公司受疫情反复的持续性影响，公司的线下院线业务尚未恢复至 19 年水平，但 21 年公司积极加强板块整合，净利润实现扭亏为盈。

公司影院恢复程度优于行业平均，市占率提升明显。1) 2021 年公司实现票房收入 62.2 亿元（不含服务费），较 2019 年同期下降 20.6%，观影人次 1.6 亿，较 2019 年同期下降 20.5%，恢复程度明显好于行业平均水平，票房、观影人次、市场占有率等核心指标连续 13 年位列全国第一。公司旗下影院（含轻资产）全年累计市场占有率为 15.3%。2) 2022Q1 公司实现票房 19.4 亿元（不含服务费），同比下降 14.3%，观影人次 4420 万，同比下降 20%，下降幅度均低于全国平均水平。2022 年 1-3 月，公司旗下影院（含轻资产）累计市场占有率为 16%，较上年同期增长 1.5 个百分点。

预计 22Q2 疫情反复将持续冲击影院，公司积极应对开展非票业务。对于正常经营的影院，公司继续加大影片线上线下药营销宣传力度，努力提高经营收入 and 市场份额，积极拓展大客户资源和会员储值，保证长期客流稳定；对于暂停营业的影院，公司借助线上渠道积极创收，多地影院开启云销售、云打卡等线上服务，针对卖品、衍生品等产品实行线上售卖订货、线下配送上门服务。22Q2 由万达影视主投主控的电影《你是我的春天》和《哥，你好》原定于 2022 年 4 月 2 日和 2022 年 4 月 30 日上映，但由于近期多地疫情反复及影院管控措施加强而延期上映。

风险提示：疫情冲击超预期；电影供给不足；影视业务不及预期等。

投资建议：中国电影市场步入成熟期，疫情加速中小公司出清，而万达电影的市占率较疫情前大幅提升，公司作为电影全产业链布局的龙头公司，有望在线下消费复苏后实现率先反弹。考虑疫情反复对 22 年上半年的持续影响和未来可能的疫情防控常态化，我们下调公司盈利预测，前值预测 22-23 年 10.95/13.81 亿，现下调至 4.9/10.52 亿，新增 24 年预测 13.13 亿，预计公司 22-24 年 EPS 为 0.22/0.47/0.59 亿，对应 PE 为 50/23/19x，暂下调至“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	15,228	16,613
(+/-%)	-59.2%	98.4%	-16.2%	45.5%	9.1%
净利润(百万元)	-6669	106	490	1052	1313
(+/-%)	41.0%	-101.6%	360.7%	114.7%	24.8%
每股收益(元)	-2.99	0.05	0.22	0.47	0.59
EBIT Margin	-37.7%	6.6%	5.0%	9.3%	10.3%
净资产收益率 (ROE)	-65.8%	1.2%	5.2%	10.0%	11.1%
市盈率 (PE)	-3.7	229.9	49.9	23.2	18.6
EV/EBITDA	-21.7	21.8	53.7	25.6	21.3
市净率 (PB)	2.41	2.74	2.60	2.34	2.08

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

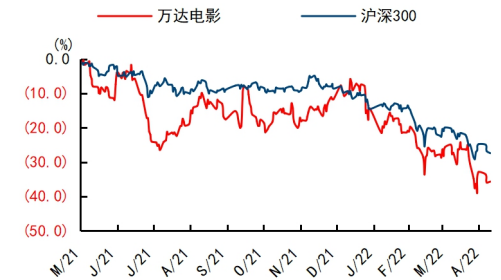
传媒·影视院线

证券分析师：张衡 证券分析师：夏妍
 021-60875160 021-60933162
 zhangheng2@guosen.com.cn xiayan2@guosen.com.cn
 S0980517060002 S0980520030003

基础数据

投资评级	合理估值	增持(下调)
收盘价		10.96 元
总市值/流通市值		24452/23575 百万元
52 周最高价/最低价		17.61/10.25 元
近 3 个月日均成交额		265.34 百万元

市场走势



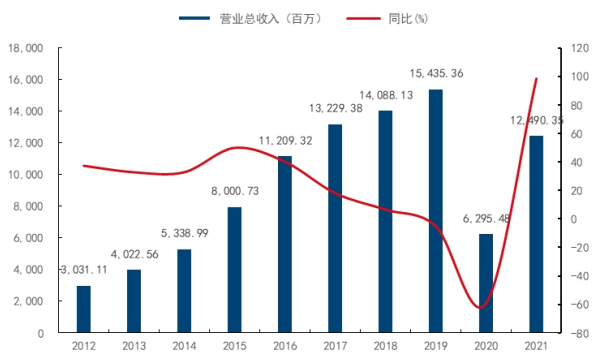
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《万达电影-002739-2021 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
 《万达电影-002739-2018 年三季报点评：票房增速优于大盘，毛利率企稳》——2018-10-31

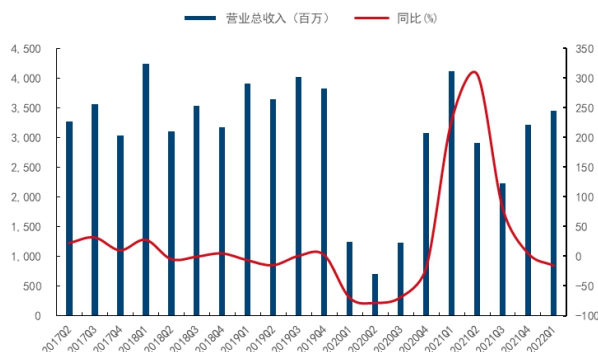
21Q4 和 22Q1 疫情反复持续冲击线下院线。2021 年公司实现营业收入 124.9 亿元，同比增加 98.4%，较 2019 年同比减少 19.08%，实现归母净利润 1.06 亿，其中 2021Q4 实现营业收入 32.19 亿，同增 4.45%，实现归母净利润-1.84 亿；2022Q1 公司实现营收 34.61 亿，同减 16.01%，实现归母净利润 4499 万，同减 91.42%。2021 年下半年和 2022Q1 业绩下滑明显因公司受疫情反复的持续性影响，公司的线下院线业务尚未恢复至 19 年水平，但 21 年公司积极加强板块整合，净利润实现整体扭亏为盈。

图1：万达电影营业收入及增速



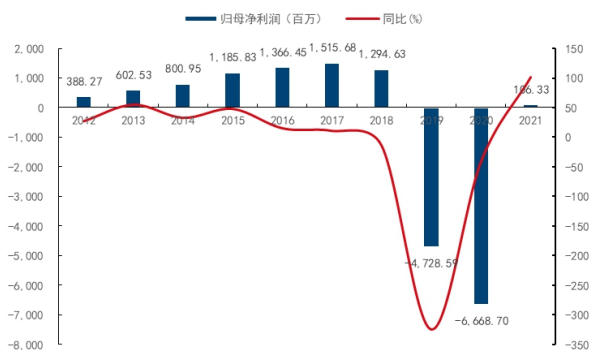
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：万达电影单季营业收入及增速



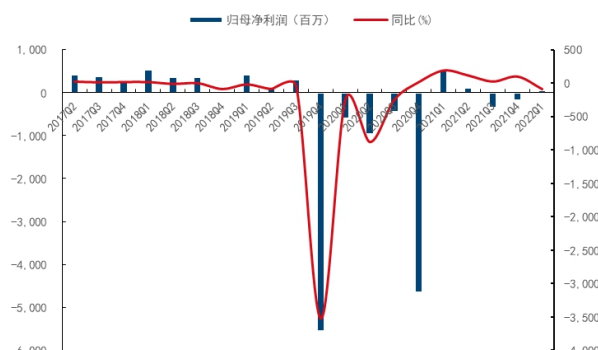
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

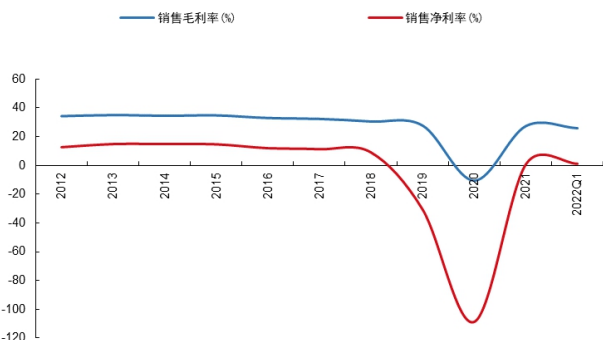
图4：万达电影单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

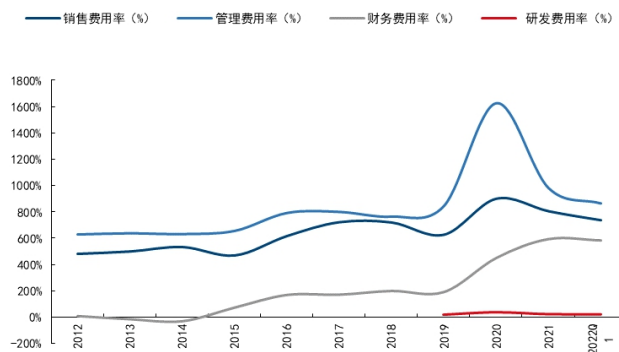
公司降本增效，2021 年综合毛利率恢复至疫情前水平但费用持续增长。2021 年公司综合毛利为 27.15%，基本与 2019 年持平，2022Q1 毛利率 25.69%。公司管理费用和销售费用持续增长，费用率较 2019 年有所增加，此外 2021 年财务费用达 7.42 亿，主要因主要由于执行新租赁准则，新增加未确认融资费用摊销 5.04 亿元所致。

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

公司是电影产业龙头公司，业绩持续受到全国疫情防控政策影响。《国家电影局关于进一步加强当前电影院疫情防控工作的通知》，国内中高风险地区影院暂停营业，低风险地区影院严格执行不超过 75% 的上座率限制。

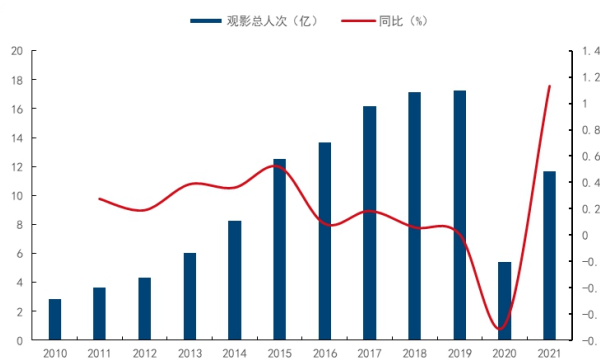
从全国电影大盘来看，1) 2021 年全年电影总票房 472.6 亿元，恢复至 2019 年的七成，观影人次 11.7 亿，较 2019 年同期下降 32.1%；2) 2022Q1 全国实现总票房 139.8 亿元，同比下降 22.79%，观影人次 3.1 亿，同比下降 27.3%。3 月全国票房仅 9.1 亿元，为 2013 年以来最低（2020 年除外）。

图7: 中国电影票房变化



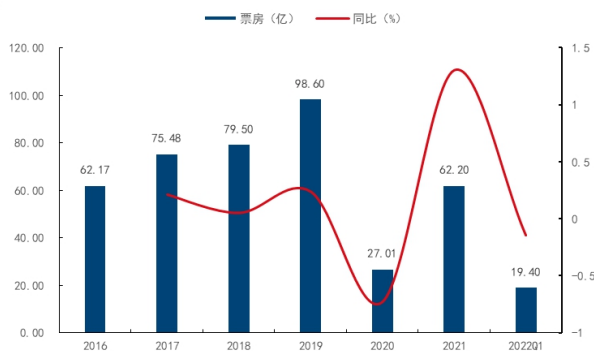
资料来源: 猫眼专业版、国信证券经济研究所整理

图8: 中国电影观影人次变化

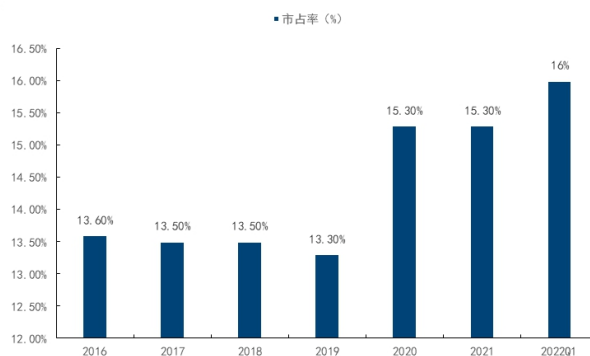


资料来源: 猫眼专业版、国信证券经济研究所整理

公司院线恢复程度优于行业平均，市占率大幅提升。1) 2021 公司实现票房收入 62.2 亿元（不含服务费），较 2019 年同期下降 20.6%，观影人次 1.6 亿，较 2019 年同期下降 20.5%，恢复程度明显好于行业平均水平，票房、观影人次、市场占有率等核心指标连续 13 年位列全国第一。公司旗下影院（含轻资产）全年累计市场占有率为 15.3%。2) 2022Q1 公司实现票房 19.4 亿元（不含服务费），同比下降 14.3%，观影人次 4,420 万，同比下降 20%，下降幅度均低于全国平均水平。2022 年 1-3 月，公司旗下影院（含轻资产）累计市场占有率为 16%，较上年同期增长 1.5 个百分点。

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

预计 22Q2 疫情反复将持续冲击影院，公司积极应对开展非票业务。对于正常经营的影院，公司继续加大影片线上线下营销宣传力度，努力提高经营收入 and 市场份额，积极拓展大客户资源和会员储值，保证长期客流稳定；对于暂停营业的影院，公司借助线上渠道积极创收，多地影院开启云销售、云打卡等线上服务，针对卖品、衍生品等产品实行线上售卖订货、线下配送上门服务。22Q2 由万达影视主投主控的电影《你是我的春天》和《哥，你好》原定于 2022 年 4 月 2 日和 2022 年 4 月 30 日上映，但由于近期多地疫情反复及影院管控措施加强而延期上映。

风险提示：疫情冲击致业绩持续亏损；电影供给不足；万达影视不及预期。

投资建议：中国电影市场步入成熟期，疫情加速中小公司出清，而万达电影的市占率较疫情前大幅提升，公司作为电影全产业链布局的龙头公司，有望在线下消费复苏后实现率先反弹。考虑疫情反复对 22 年上半年的持续影响和未来可能的疫情防控常态化，我们下调公司盈利预测，前值预测 22-23 年 10.95/13.81 亿，现下调至 4.9/10.52 亿，新增 24 年预测 13.13 亿，预计公司 22-24 年 EPS 为 0.22/0.47/0.59 亿，对应 PE 为 50/23/19x，暂下调至“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	9.90	185.39	0.13	0.25	0.46	0.54	76.15	39.60	21.52	18.33	增持
601595.SH	上海电影	8.94	40.29	0.05	0.12	0.20	-	178.80	74.50	44.70	-	增持
603103.SH	横店影视	9.93	63.61	0.02	0.31	0.51	0.57	496.50	32.03	19.47	17.42	无评级
002739.SZ	万达电影	10.96	244.49	0.05	0.22	0.47	0.59	219.20	49.82	23.32	18.58	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	4000	4300	4600	营业收入	6295	12490	10463	15228	16613
应收款项	2143	2110	2293	2503	2731	营业成本	6963	9099	7844	11237	12256
存货净额	1767	1630	1929	2160	2345	营业税金及附加	117	330	262	381	415
其他流动资产	1724	1645	1674	1980	2160	销售费用	567	1007	889	1066	997
流动资产合计	10612	9413	9896	10943	11836	管理费用	997	1199	924	1101	1198
固定资产	2592	2601	3361	4548	5647	研发费用	25	27	21	30	33
无形资产及其他	954	865	831	796	761	财务费用	284	742	224	236	231
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
资产总计	23476	29160	30370	32572	34531	其他收入	(8696)	(56)	(21)	(30)	(33)
短期借款及交易性金融负债	7004	4310	5028	4980	5153	营业利润	(6931)	77	369	1247	1554
应付款项	1839	1762	1714	2006	2178	营业外净收支	(10)	(5)	(10)	(8)	(7)
其他流动负债	4063	3439	3360	4018	4029	利润总额	(6941)	72	359	1239	1547
流动负债合计	12906	9510	10102	11004	11360	所得税费用	(100)	(44)	(180)	19	23
长期借款及应付债券	0	2155	2155	2155	2155	少数股东损益	(173)	10	49	169	211
其他长期负债	288	8418	8498	8578	8658	归属于母公司净利润	(6669)	106	490	1052	1313
长期负债合计	288	10573	10653	10733	10813	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	13194	20084	20756	21737	22173	净利润	(6669)	106	490	1052	1313
少数股东权益	142	148	197	365	576	资产减值准备	(1547)	(4331)	6	7	8
股东权益	10140	8928	9418	10470	11782	折旧摊销	637	1212	318	390	478
负债和股东权益总计	23476	29160	30370	32572	34531	公允价值变动损失	(4351)	(20)	(50)	(50)	(50)
						财务费用	284	742	224	236	231
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	3872	(3617)	(550)	290	(322)
每股收益	(2.99)	0.05	0.22	0.47	0.59	其它	1366	4262	43	161	202
每股红利	0.14	0.38	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(6691)	(2388)	257	1850	1628
每股净资产	4.55	4.00	4.22	4.69	5.28	资本开支	0	3185	(1000)	(1500)	(1500)
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%	10%	11%	投资活动现金流	25	3183	(1002)	(1502)	(1502)
毛利率	-11%	27%	25%	26%	26%	权益性融资	(13)	0	0	0	0
EBIT Margin	-38%	7%	5%	9%	10%	负债净变化	(2100)	2155	0	0	0
EBITDA Margin	-28%	16%	8%	12%	13%	支付股利、利息	(304)	(854)	0	0	0
收入增长	-59%	98%	-16%	46%	9%	其它融资现金流	14002	(4350)	718	(48)	174
净利润增长率	41%	-102%	361%	115%	25%	融资活动现金流	9182	(1747)	718	(48)	174
资产负债率	57%	69%	69%	68%	66%	现金净变动	2516	(952)	(27)	300	300
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	4000	4300
P/E	(3.7)	229.9	49.9	23.2	18.6	货币资金的期末余额	4979	4027	4000	4300	4600
P/B	2.4	2.7	2.6	2.3	2.1	企业自由现金流	0	2113	(447)	571	344
EV/EBITDA	(21.7)	21.8	53.7	25.6	21.3	权益自由现金流	0	(82)	(65)	291	290

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