

“千禧一代”营销新方式：有温度的影院映前广告

报告摘要：

影院广告一枝独秀，领跑千禧一代营销市场。在娱乐至上、内容为王的千禧一代，电影娱乐化营销的价值空间在迅速增长，影院成为品牌与消费者情感深度沟通的平台，多元又好玩的映前广告成为品牌溢价的标配。2016年，在传统广告全线下滑的氛围中，影院视频广告一枝独秀，以44.8%的增速领跑中国广告市场。

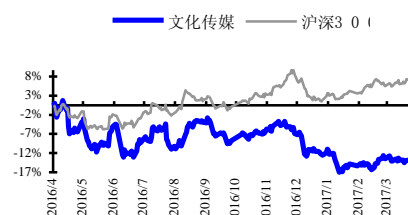
映前广告渐成主流，市场容量持续释放。影院广告的爆发一方面由于影院及银幕的高速增长，为电影广告产业的拓展奠定坚实基础；另一方面，得益于电影票房、观影人群及观影频次的稳步提升带来涟漪效应；此外，影院映前广告具有优质受众人群、震撼视听效果、高到达率等优势，其传播效果获得广告主认可并成为其广告投放标配。未来，随着一二线城市的巩固、三四线城市下沉，以及运营商对映前广告创新形式的探索，我国影院映前广告市场容量将持续释放。

市场竞争格局初定，三大主力各有强招。国内运营影院映前广告的公司中，分众晶视、晶茂传媒、影时尚（万达）竞争力较强，占据优质资源和绝大部分市场份额。分众晶视（原央视三维）凭借超强的资源布局及对受众的深度研究，构建起了全覆盖、高渗透的传播体系，稳坐市场头把交椅；晶茂传媒（搜狐旗下子公司）从观众的“就近观影”习惯出发，形成了以影院广告为核心的营销生态圈，加强“精准打击”；影时尚倚靠万达独家拥有的丰厚自有影院资源，实现线上线下整合营销，广告投放运营效率处于行业领先。

投资标的：（1）分众传媒（002027.SZ）：公司是国内生活圈媒体绝对龙头，被动式营销的稀缺标的，旗下影院资源一线至四线、广度与深度覆盖超过300个城市（城市覆盖率达90%），优质影院数量超过2000家，共计12000多块大银幕，市场份额全国第一。**（2）万达院线（002739.SZ）：**公司是国内院线龙头，持续发力非票房收入。2016年，公司实现非票房收入39亿元，同比增长101%，营收占比达到35%，已经接近欧美院线36%的非票房收入占比。公司并购慕威时尚后，银幕广告资源全面自营，并开发利用影院阵地渠道、网络购票平台和8000万高黏度会员群体，实现全方位的电影娱乐整合营销。

风险提示：市场竞争风险，媒体资源租赁变动风险。

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-3.75%	-4.46%	-15.35%
相对收益	-3.84%	-8.87%	-22.46%

重点公司

分众传媒
万达院线

投资评级

买入
买入

相关报告

《分众传媒（002027）：生活空间分众已成，影视体育再造分众》

2016-8-29

《传媒行业周报：聚焦业绩与成长，布局 IP、音乐、虚拟现实》

2016-03-21

《传媒行业周报：电影票房创新纪录 虚拟现实再掀热潮》

2016-02-22

《传媒行业周报：持续看好 IP、音乐、数字营销》

2016-02-15

证券分析师：刘立喜

执业证书编号：S0550511020007

研究助理：李慧

执业证书编号：S0550116050008

(021)20361142

目 录

1. 影院广告一枝独秀，领跑千禧一代营销市场.....	4
2. 映前广告渐成主流，市场容量持续释放.....	5
2.1. 天时：政策扶持、消费升级、映前广告如沐春风.....	5
2.2. 地利：影院资源持续开发成就映前广告发展基石.....	7
2.3. 人和：广告效果获认可，广告主追加投放.....	8
3. 市场竞争格局初定，三大主力各有强招.....	10
3.1. 分众晶视：蓄能已久，遥遥领先.....	10
3.2. 晶茂传媒：依托搜狐，开创影院 O2O 营销.....	11
3.3. 影时尚：倚靠万达，发力电影娱乐整合营销.....	12
4. 投资标的.....	14
4.1. 分众传媒：生活圈媒体绝对龙头，被动式营销稀缺标的.....	14
4.1.1. 优势分析.....	14
4.1.2. 盈利预测.....	15
4.2. 万达院线：院线龙头，持续发力非票房收入.....	16
4.2.1. 优势分析.....	16
4.2.2. 盈利预测.....	17
5. 风险提示.....	18
5.1. 市场竞争风险.....	18
5.2. 媒体资源租赁变动风险.....	18

图目录

图 1: 2016 年中国各媒介广告刊例花费同比变化.....	4
图 2: 我国电影市场广告业务种类.....	4
图 3: 影院映前广告案例.....	4
图 4: 我国影院映前广告收入规模(亿)及增.....	4
图 5: 2007-2016 年中国和北美地区观影人次对比.....	6
图 6: 2016 年中、美和韩观影人次和频次对比.....	6
图 7: 2016 年我国分级城市票房分布.....	7
图 8: 2016 年我国分级城市票房平均增长率对比.....	7
图 9: 2012-2016 年我国影院数量及增长率.....	7
图 10: 2012-2016 年我国电影银幕数量及增长率.....	7
图 11: ..国新建影院分布比例.....	8
图 12: 2016 年月度电影广告刊例&月度票房走势.....	8
图 13: 2016 年我国影院广告投放刊例分布.....	8
图 14: 影院银幕媒体锁定都市核心消费人群.....	9
图 15: 影院银幕广告拥有超高关注度.....	9
图 16: 影院银幕广告总体传播效果显著优于其他同类媒体.....	9
图 17: 2016 年电影映前广告客户数量&投放刊例.....	10
图 18: 2016 年各行业投放映前广告占比分布.....	10
图 19: 影院映前广告三大主力运营商.....	10
图 20: 分众晶视影院资源丰富.....	11
图 21: 分众晶视市场份额遥遥领先.....	11
图 22: 晶茂传媒汇聚优质影院资源.....	12
图 23: 晶茂传媒“银幕+”全娱乐产品矩阵地图.....	12
图 24: 影时尚传媒拥有万达银幕等广告独家经营权.....	13
图 25: 分众传媒市占率处于行业绝对领先地位.....	14
图 26: 2012-2015 年分众传媒影院银幕数量及增速.....	14
图 27: 分众传媒影院银幕刊例价及增速.....	14
图 28: 2013-2016H1 分众传媒营收结构.....	15
图 29: 2016H1 分众传媒毛利润结构.....	15
图 30: 万达传媒整合集团旗下营销资源.....	16
图 31: 万达院线非票房收入占比持续提升.....	17

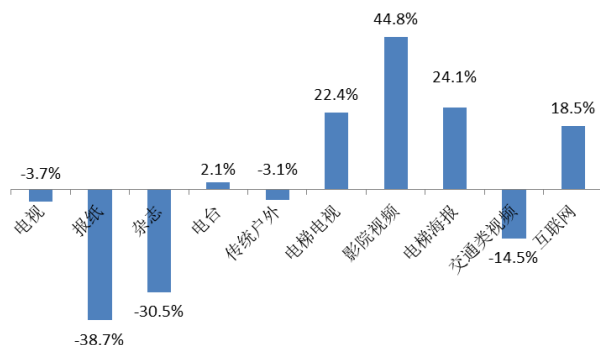
表目录

表 1: 映前广告与贴片广告对比分析.....	5
表 2: 国家政策扶持电影产业发展.....	6
表 3: 影时尚传媒具备电影娱乐整合营销资源优势.....	13

1. 影院广告一枝独秀，领跑千禧一代营销市场

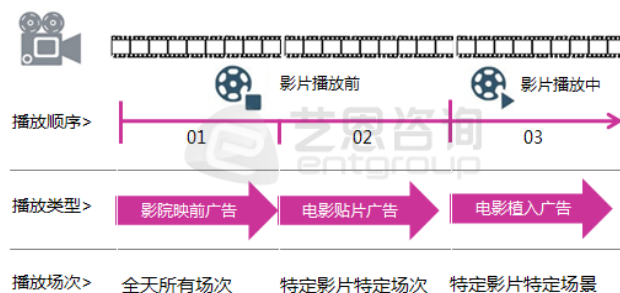
在娱乐至上、内容为王的千禧一代，电影娱乐化营销的价值空间在迅速增长，影院成为品牌与消费者情感深度沟通的平台，多元又好玩的映前广告成为品牌溢价的标配。2016年，在传统广告全线下滑的氛围中，影院视频广告一枝独秀，以44.8%的增速领跑中国广告市场。

图 1：2016 年中国各媒介广告刊例花费同比变化



数据来源：CTR 媒介智讯，东北证券

图 2：我国电影市场广告业务种类



数据来源：艺恩咨询，东北证券

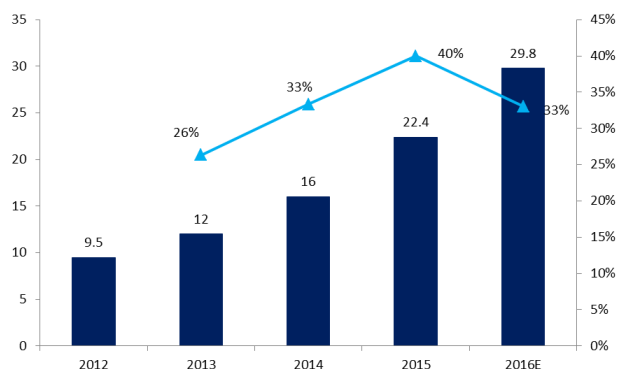
影院视频广告是电影放映前播放的广告，包括两种形式：一种是映前广告，由影院委托第三方公司来进行招商和发布；另一种是贴片广告，由电影的制片方或发行方进行招商；目前我国影院广告的主流是映前广告。映前广告与贴片广告的区别，从表面上看在于广告投放位置及播放顺序的不同；深入来看，映前广告更关注于针对电影市场档期的选择与投资，贴片广告则更关注于与特定影片的内容结合；相比而言，映前广告的投放终端为影院，投放周期及成本相对可控而稳定，场次和区域的操作也更加灵活，不会受到单部影片票房高低影响。2015年，我国影院映前广告收入规模为22.4亿，同比增长40%，预计2016年我国影院映前广告收入规模为29.8亿，同比增长33%。

图 3：影院映前广告案例



数据来源：互联网，东北证券

图 4：我国影院映前广告收入规模(亿)及增速



数据来源：艺恩咨询，东北证券

表 1: 映前广告与贴片广告对比分析

	映前广告	贴片广告
广告运营方	代理商+影院院线自营	片方+影院
理论位置	正片开始, 龙标出现前10分钟	正片开始, 龙标出现前5分钟
投放终端	随影院投放	随影片投放
投放周期	以周(7天的倍数)为基本投放周期,为争取周五至周日的强观影轮次,一般广告为周四上刊,周三下刊。	随影片上刊而统一上刊,但下刊时间不固定,根据各影院场次消耗而定。一般为影片投放后的14天左右,会全部下刊(影片上映前两周一一般为观影人次最为集中的周期)。
投放方式	灵活、可自由选择投放周期(7天、14天、28天等)、城市及影院。	先选择影片,再选择总投放场次(一般为4万~6万场),可选择全国贴片和区域贴片。
投放费用	同等场次情况下,映前广告投放费用要低于贴片广告,这与广告位置、投放范围、投放档期、影片是否具有强票房号召力、广告主及银幕资源等因素密切相关。	
优点	灵活、低风险、相对低价格、可准确配合投放营销周期。	广告与影片贴合度较高,容易引起观影者共鸣。贴片一般投放的都是具有强票房号召力的影片,广告覆盖人次容易达到最佳。
缺点	广告与影片关联度得不到保证,受众共鸣程度低;广告位置相对不加,覆盖不到所有进场观众。	操作周期长,配合复杂,好片投放机会少且成本高。高风险,高投入,一旦影片改档,投放方整体营销计划会被耽误,且有巨额损失。
变量	位置,如某些大片(通常为国内大片)没有贴片广告时,映前广告就可以占据贴片广告的最佳投放位置,离正片更近,看到的观影者也越多。	

数据来源: 凡影周刊, 东北证券

2. 映前广告渐成主流, 市场容量持续释放

影院映前广告市场的爆发一方面由于影院及银幕的高速增长, 为电影广告产业的拓展奠定坚实基础; 另一方面, 得益于电影票房、观影人群及观影频次的稳步提升带来涟漪效应; 此外, 影院映前广告具有优质受众人群、震撼视听效果、高到达率等优势, 其传播效果获得广告主认可并成为其广告投放标配。未来, 随着一二线城市的巩固、三四线城市的开发, 以及运营商对映前广告创新形式的探索, 我国影院映前广告市场容量将持续释放。

2.1. 天时: 政策扶持、消费升级、映前广告如沐春风

政策利好助推电影产业发展。近年来我国电影市场蓬勃发展, 电影票房从 2003 年的 10 亿元增长到 2016 年的 457 亿元, 年均增长率超过 34%。电影产业的高速增长与国家出台的各项扶持政策密不可分。2016 年 11 月, 十二届全国人大常委会第二十四次会议通过了《电影产业促进法》, 将于 2017 年 3 月 1 日开始执行, 这是我国文化产业领域的第一部法律, 该法案涉及政策扶持、简政放权、降低门槛、加强监管和规范审查, 对于我国电影产业化的全面推进提供了必要的保障。

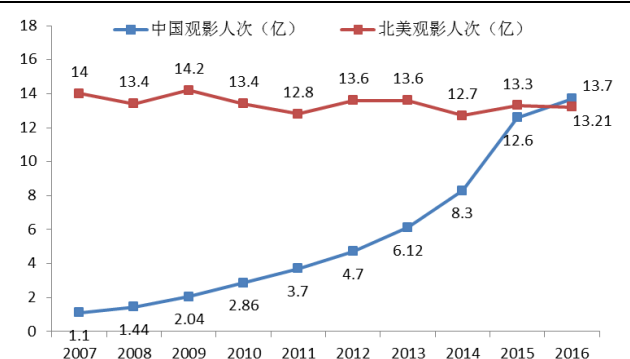
表 2: 国家政策扶持电影产业发展

时间	政策	具体内容	意义
2016年11月	《中华人民共和国电影产业促进法》	降低市场准入门槛；减少电影拍摄、参展、放映的行政审批；通过采取财政、税收、金融、用地等措施激励电影活动；加强监督管理；将影视教育纳入义务教育中。	针对电影长远发展的一系列扶植政策与行业规范
2015年10月	《中共中央关于繁荣发展社会主义文艺的意见》	加强文艺阵地建设：进一步加强领导、加强规划、加大投入，建好用好剧场、电影院、基层综合性文化服务中心等各类文艺阵地。	鼓励基层电影院建设，以及基层放映活动的展开。
2015年10月	《国务院办公厅关于推进基层综合性文化服务中心建设的指导意见》	重点围绕电影放映等多方面问题活动，实现服务于设施相配套，为城乡居民提供大致均等的基本公共文化服务。	
2015年10月	关于转发《电影院票务系统(软件)管理实施细则》的通知	电影院须于每次售票操作完成后的10分钟内将每张电影票的相关原始数据上报至国家数据平台。	打击“偷票房”“幽灵场”现象等打击票房造假的不规范行为。
2015年8月	《国家电影事业发展专项资金征收使用管理办法》	将电影专项资金用于奖励优秀国产影片制作、发行和放映，同时将适用范围扩大至重点制片基地建设发展和资助文化特色、艺术创新影片发行和放映。	规范国家电影事业发展专项资金征收使用管理；拓宽了各地扶持电影事业的发展资金来源。
2014年8月	《关于大力支持小微文化企业发展的实施意见》	打造良好发展环境；健全金融服务体系；在文化市场审批与监管工作中支持小微文化企业发展；明确提出加大财税支持。	中小文化企业专项、针对措施和人才扶植。
2014年5月	《关于支持电影发展若干经济政策的通知》	通过土地、财政政策鼓励影院建设；专项资金支持电影产业发展；鼓励农村以及中西部县级市的影院建设；对电影产业提供金融支持。	税收、资金、土地、金融等方面扶持电影产业。
2014年3月	《关于深入推进文化金融合作的意见》	文化部、中国人民银行选择部分地区创建文化金融合作试验区；发挥公共服务平台的功能和作用。	深入推进文化与资本合作，鼓励金融资本、社会资本、文化资源相结合。

数据来源：网络公开信息，东北证券

消费升级推动观影人次及频次双增长。近年来随着我国经济发展和消费升级，人们对文化消费的需求不断增加，居民观影习惯逐渐养成。2007年-2016年，我国总观影人次从1.1亿提高到13.7亿，观影人次超越北美；人均观影次数从0.3次/人提升至0.99次/人，涨幅超过3倍，但对比北美地区3.3次/人和韩国3.8次/人，我国电影消费市场仍有较大增长空间。

图 5: 2007-2016 年中国和北美地区观影人次对比



数据来源：艺恩咨询，东北证券

图 6: 2016 年中、美和韩观影人次和频次对比



数据来源：时光网，东北证券

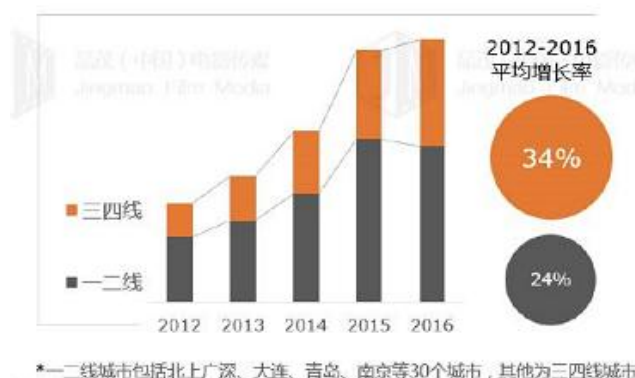
一二线城市是票房主力，三四线城市成为新的票房增长点。从城市维度看，东部沿海地区依然是票房重仓，2016 年度 TOP10 票仓城市分别为上海、北京、广州、深圳、成都、武汉、重庆、杭州、苏州和南京；其中深圳、武汉、广州三个城市观影习惯更为成熟，人均观影次数分别为 3.22 次/人、3.07 次/人和 2.79 次/人，大幅超出全国平均水平。从票房增速看，2012 年-2016 年一二线城市票房平均增长率为 24%，三四线城市票房平均增长率达到 34%，成为新的票房增长点。

图 7：2016 年我国分级城市票房分布



数据来源：2016 Enbase，东北证券

图 8：2016 年我国分级城市票房平均增长率对比

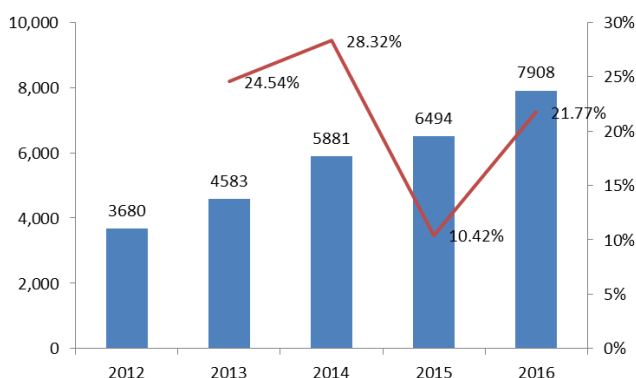


数据来源：2016 Enbase，东北证券

2.2. 地利：影院资源持续开发成就映前广告发展基石

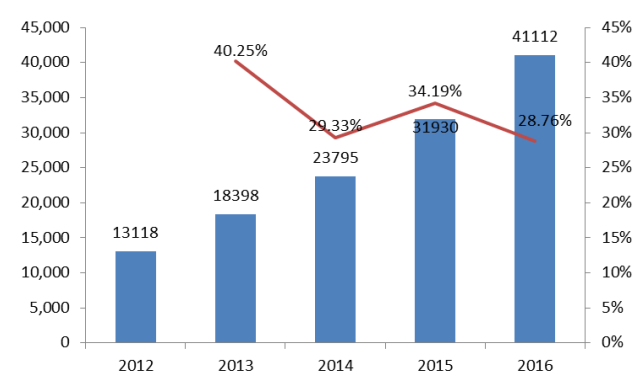
影院和银幕等基础设施建设不断完善。2012-2016 年，我国影院数量从 3680 家增长至 7908 家，四年复合增速为 21.08%；电影银幕数量从 13118 块增长至 41112 块，四年复合增速达到 33.05%。2016 年，我国新增影院 1414 家，新增银幕 9182 块，平均每日新增约 25 块，全国累计银幕 41112 块，成为世界上电影银幕最多的国家。

图 9：2012-2016 年我国影院数量及增长率



数据来源：艺恩电影智库，东北证券

图 10：2012-2016 年我国电影银幕数量及增长率

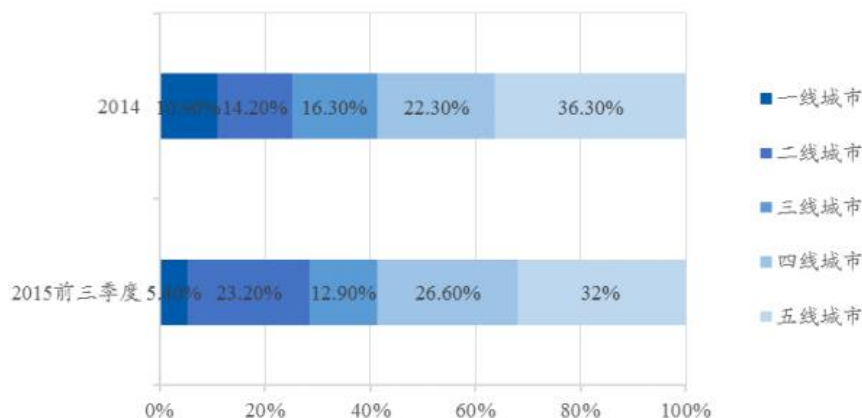


数据来源：艺恩电影智库，东北证券

影院建设向二线以下城市扩散。我国新建影院城市主要分布在二三四五线，比例超过 8 成，四五线城市新建影院数量在总新建影院中占比超过 50%，城市覆盖向纵深

化发展，“渠道下沉”特点突出。二线以下城市电影市场开发度较低，基础设施建设尚不完善，居民观影意识尚未完全形成，可选择的文化消费项目有限，在这些城市逐渐完善基础设施，培养消费者的观影意识，提供更多观影渠道，整个市场开发潜力巨大。

图 11: 我国新建影院分布比例



数据来源：艺恩咨询，东北证券

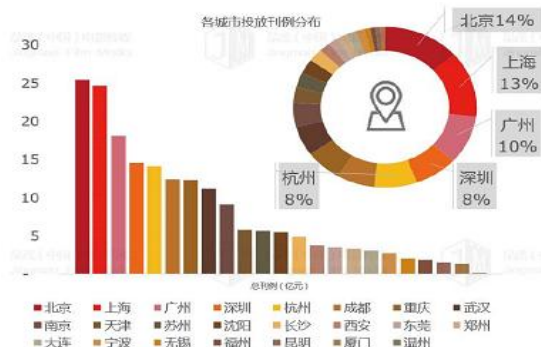
广告投放与票房走势吻合，与影院建设下沉趋势同步。近年来电影票房市场的大好形势对广告主产生了较大的感人力，淡季不淡，旺季飙升，带来广告量的持续走高。广告主逐渐成熟，市场的预估能力变强，似的其能更好地抓住票房峰值，进行广告投放。此外，在整体电影市场蛋糕变大，一线城市广告投放总量增长的同时，二三线城市的增长更为惊人。2016年，我国一线城市（45%）依然为广告投放重仓，但二三线城市（55%）广告投放正在迅速崛起。

图 12: 2016 年月度电影广告刊例&月度票房走势



数据来源：晶茂传媒微信公众号，东北证券

图 13: 2016 年我国影院广告投放刊例分布

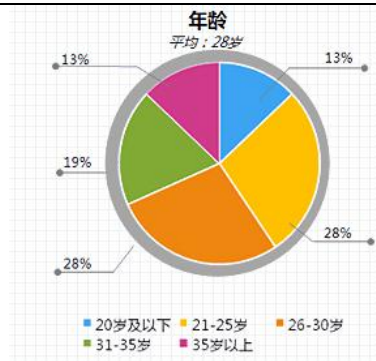


数据来源：晶茂传媒微信公众号，东北证券

2.3. 人和：广告效果获认可，广告主追加投放

影院银幕媒体锁定年轻时尚高消费人群。城市影院网络锁定 20-40 岁年轻时尚人群，观影已成为他们最核心的娱乐生活方式，而观影通常与购物或逛街相联动，所以观影人群也正是都市核心消费人群。

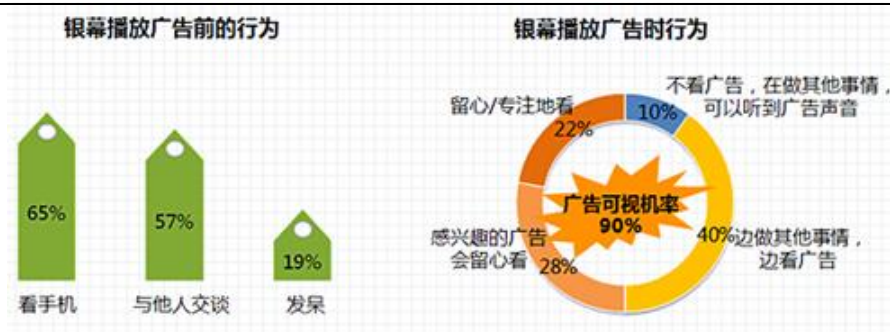
图 14: 影院银幕媒体锁定都市核心消费人群



数据来源: 益普索, 东北证券

影院银幕广告具有超高的广告关注度和回忆度。影院银幕巨大，音响效果俱佳，在完全黑暗的环境中让银幕映前广告呈现出高品质的音画效果和震撼性的体验，能充分彰显广告品牌的独特品味。此外，影院环境单纯，收视强制，音效震撼使有限的映前广告具有超高关注度与回忆度，调查显示影院广告的回忆度比电视广告高五倍。

图 15: 影院银幕广告拥有超高关注度



数据来源: 益普索, 东北证券

图 16: 影院银幕广告总体传播效果显著优于其他同类媒体



数据来源: 益普索, 东北证券

影院映前广告传播效果获得广告主认可，已经成为广告主常规媒体投放方式。2016年，我国电影媒体客户数量增加 10%，新增客户 181 个；广告投放刊例暴增，平均单个客户的投放产出上升 25%。其中，IT/数码、交通运输、新兴行业（APP&P2P）、

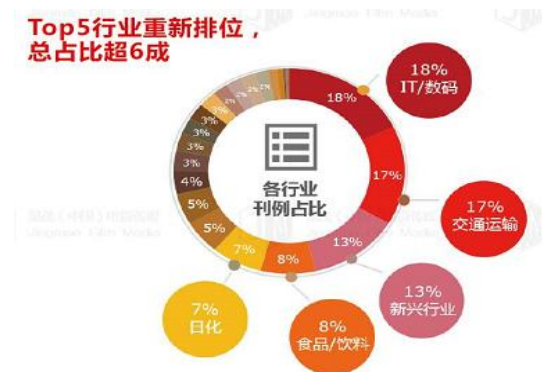
食品饮料、日化为投放电影映前广告的 TOP5 行业，总占比超过 6 成。

图 17: 2016 年电影映前广告客户数量&投放刊例



数据来源: CHR&CTR, 东北证券

图 18: 2016 年各行业投放映前广告占比分布



数据来源: CHR&CTR, 东北证券

3. 市场竞争格局初定，三大主力各有强招

国内运营影院映前广告的公司中，分众晶视、晶茂传媒、影时尚（万达）竞争力较强，占据优质资源和绝大部分市场份额。分众晶视凭借超强的资源布局及对受众的深入研究，构建起了全覆盖、高渗透的传播体系，稳坐市场头把交椅；晶茂传媒从观众的“就近观影”习惯出发，形成了以影院广告为核心的营销生态圈，加强“精准打击”；影时尚倚靠万达独家拥有的丰厚自有影院资源，实现线上线下整合营销，广告投放运营效率处于行业领先。

图 19: 影院映前广告三大主力运营商



数据来源: 互联网, 东北证券

3.1. 分众晶视: 蓄能已久，遥遥领先

分众晶视前身为成立于 1998 年的央视三维，公司于 2006 年加入分众传媒，2015 年更名为分众晶视，其在影院映前广告市场深耕 16 年，已经成为映前广告市场的绝对龙头。截至目前，分众晶视影院资源一线至四线广度与深度覆盖超过 300 个城市（城市覆盖率达 90%），优质影院数量超过 2000 家，共计 12000 多块大银幕。公司与影院合作的模式为购买影院映前广告全部或部分时段的招商权和发布权、购买贴片广告的独家或非独家结算权和发布权、或几种方式组合。公司实现“全部影片和全部影厅”的精准覆盖，满足品牌营销对时效性、市场化、差异性灵活需求。

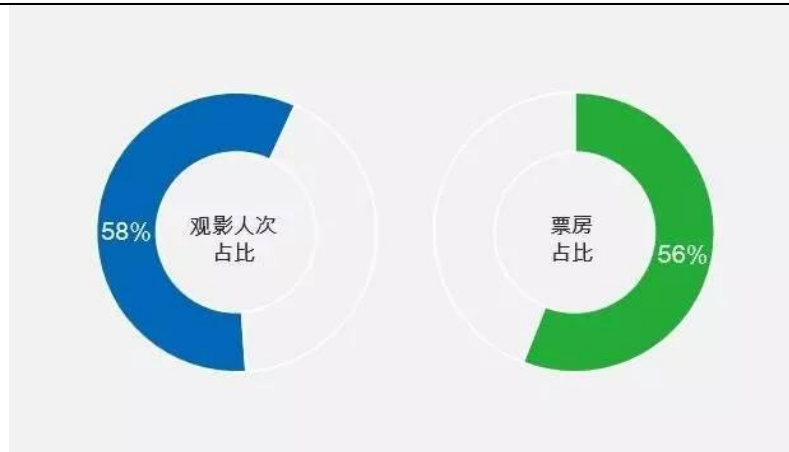
图 20: 分众晶视影院资源丰富



数据来源: 公司官网, 东北证券

市场份额遥遥领先。以 2016 年全国票房与人次统计为基数, 分众晶视资源覆盖下的影院与影厅所产生的票房市占率为 56%, 观影人次市占率达到 58%, 大幅领先各资源方。公司在一二线票房 TOP10 城市地位稳固, 并广泛布局二至四线电影新兴市场, 助力品牌价值全面下沉。

图 21: 分众晶视市场份额遥遥领先



数据来源: 公司官网, 东北证券

3.2. 晶茂传媒: 依托搜狐, 开创影院 O2O 营销

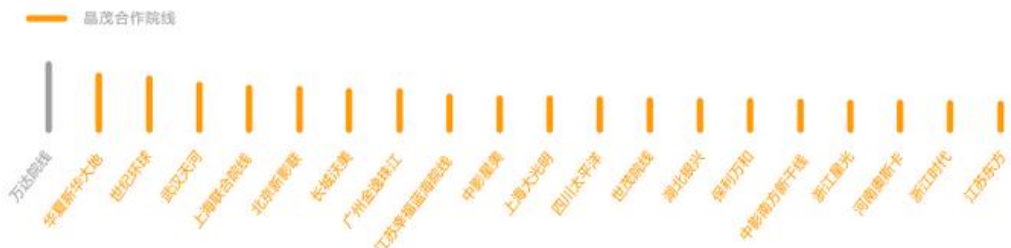
晶茂传媒成立于 2008 年, 是搜狐畅游 (NASDAQ: CYOU) 的全资子公司。公司成立至今始终专注于映前广告市场, 已拥有 6500 余块电影屏幕, 覆盖全国 200 余个城市的 900 多家优质影院资源, 占到整个映前广告市场 35% 的份额。公司产品线多元, 可根据广告主对市场区域、推广档期、广告位置、媒体预算等要求选择不同产品灵活投放。公司影院资源丰富, 自 2012 年起与金逸院线签订长达 8 年的独家合作协议, 此外与上影、耀莱、嘉禾、传奇等院线均有合作, 在“全国单影院平均票房排名”TOP20 院线中, 公司与其中九成的资源均有合作。晶茂按客户看重的城市、重点商圈、人次等因素, 将影院资源平台划分为 ABCD 四种采购级别, 并按照广告投放价值最大化来合理配置平台资源的比例。从城市维度来看, 公司重点布局一二

线城市资源，在 TOP20 票仓城市的资源占自身资源总量的 68%。而重点商圈，则是从观众的“就近观影”习惯出发，重点布局“生活商圈”，覆盖有房有车、消费力更为旺盛的电影观众群体。

图 22: 晶茂传媒汇聚优质影院资源

汇聚国内优质影院资源

“全国单影院平均票房排名” TOP20 院线中，晶茂与其中九成的资源均有合作



数据来源：公司官网，东北证券

立足于遍布全国的影院资源、依托搜狐的互联网平台背景，晶茂传媒努力开创互联网与影院线上线下相结合的创新营销模式。2016 年，晶茂传媒提出“银幕+”的产品战略，在+搜狐、+内容、+技术三个方向延展，产品包括电影映前广告、影院 SHOW（公关活动、创意空间、互动体验、派发促销）、ScreenOnline、360 全娱时空、Filmax 电影内容营销、M2 计划等。

图 23: 晶茂传媒“银幕+”全娱乐产品矩阵地图

“银幕+”全娱乐产品矩阵地图

以映前广告为核心，提供微创新的产品服务，让品牌在影院的传播更具价值！



数据来源：公司官网，东北证券

3.3. 影时尚：倚靠万达，发力电影娱乐整合营销

影时尚传媒母公司慕威时尚（于 2015 年被万达院线收购）成立于 2008 年，是集电影投资出品、宣传推广、电影媒体整合营销、电影实时大数据决策服务于一体的电

影公司，旗下包括影时尚传媒、影时尚影业及影时尚科技。影时尚传媒为客户提供贴片广告、植入广告和联合推广服务，并拥有万达电影院线全部万达影城内的银幕广告独家代理权（348家影院，3127块银幕，13.6%票房市占率）；影时尚影业成功参与了包括《忍者神龟：变种时代》、《星际穿越》等好莱坞大片的投资和协助推广；影时尚科技致力于电影行业实时大数据的探索和研发，不仅成为好莱坞片方在中国营销推广的最佳合伙人，也逐渐形成了从初始到终端的综合电影产业功能体系。

图 24：影时尚传媒拥有万达银幕等广告独家经营权



数据来源：互联网，东北证券

倚靠万达强势媒体资源，开展电影娱乐整合营销。影时尚将通过万达院线完善的线上渠道资源和庞大的线下渠道资源结合优质的电影内容和电影观众，进行全方位的娱乐资源整合营销。通过大银幕广告、LCD、阵地活动等媒体将品牌与观众产生互动，针对不同的产品受众选择相应的媒体渠道进行二次传播，实现电影与品牌之间宣传和消费转换的最大化效果。

表 3：影时尚传媒具备电影娱乐整合营销资源优势

资源优势	优势介绍
优质线上渠道	万达院线拥有网络购票平台及线上广告资源，并能够开展内容多样的线上活动。
优质电影内容	海外市场：影时尚参与了《变形金刚4》、《忍者神龟》、《星际穿越》、《碟中谍5》等多部好莱坞大片的投资和协助推广，并享有全球分账的权利； 国内市场：万达影视投资制作了《夏洛特烦恼》、《寻龙诀》等一系列国产影片，万达旗下的五洲发行全国排名靠前，发行了《煎饼侠》等多部卖座影片。
优质电影观众	万达院线拥有超过8000万的庞大会员基数，是目前全球范围内拥有会员数量最多的电影院线。会员对万达院线的票房收入贡献占比超过85%，其中持卡会员的年观影频次高达六次，远远高于行业水平，也高于北美市场水平。此外，万达院线布局多在一、二线城市，拥有众多高规格影厅，其票价高于行业平均水平，其会员具有数量大、粘度强、消费力强三大优势。
优质线下渠道	万达院线拥有已开业影院376家，3319块屏幕，票房市占率达到13%，连续8年在票房收入、观影人次及市场份额排名第一。此外，万达院线还拥有银幕广告、阵地广告等丰富的宣传资源。

数据来源：东北证券

4. 投资标的

4.1. 分众传媒：生活圈媒体绝对龙头，被动式营销稀缺标的

4.1.1. 优势分析

分众传媒主营业务为生活圈媒体的开发和运营，产品包括楼宇视频、楼宇框架和影院银幕广告媒体等，公司楼宇视频市占率达 95%、楼宇框架市占率达 70%、影院荧幕市占率达 55%，已经成为国内线下流量第一入口，拥有市场定价/议价权。分众最独有的价值是在主流城市主流人群必经的封闭生活空间中形成高频次有效到达，拥有强大的品牌引爆能力。

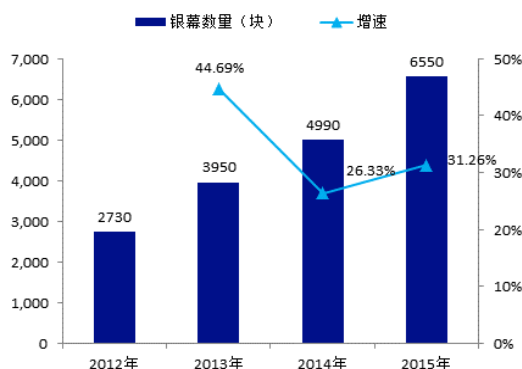
图 25：分众传媒市占率处于行业绝对领先地位



数据来源：公司公告，东北证券

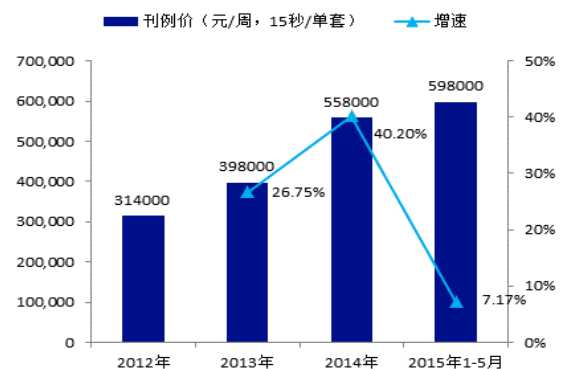
公司于 2007 年进入影院银幕广告市场，2011 年随着电影市场的蓬勃发展影院广告市场爆发，2012 年分众传媒将影院广告归为公司主营业务之一。2012-2015 年，公司影院银幕数量以 33.87% 的复合增长率快速发展，2015 年达 6550 块，同比增长 31.26%；2015 年 1-5 月，影院银幕媒体刊例价达 598000 元/周，同比增长 7.17%。未来，影院银幕广告的增量空间来源于市占率进一步提升以及广告主对影院广告投入预算的增加。

图 26：2012-2015 年分众传媒影院银幕数量及增速



数据来源：公司公告，东北证券

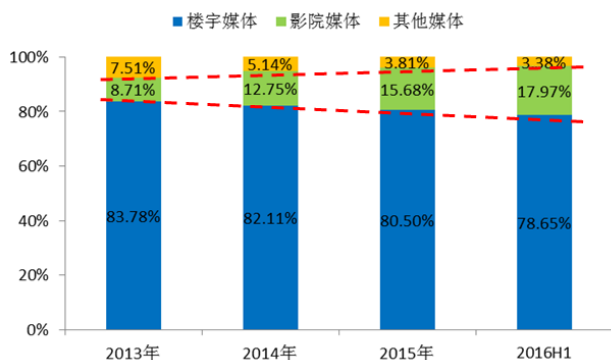
图 27：分众传媒影院银幕刊例价及增速



数据来源：公司公告，东北证券

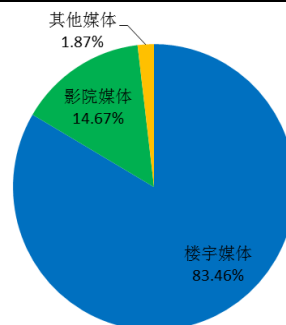
从公司营收和毛利结构看，楼宇媒体占比最大，影院媒体增速最快。2015 年，公司影院媒体实现营业收入 13.53 亿元，同比增长 41.53%，营收占比为 15.68%，毛利润占比达到 13.82%。未来，随着公司影院广告业务的不断扩展，影院媒体业务板块营收和毛利占比将逐年提高。

图 28: 2013-2016H1 分众传媒营收结构



数据来源：公司公告，东北证券

图 29: 2016H1 分众传媒毛利润结构



数据来源：公司公告，东北证券

4.1.2. 盈利预测

我们将分众传媒的业务分为楼宇媒体、影院媒体和其他媒体三大板块，其中楼宇媒体包括楼宇视频媒体和楼宇框架媒体。我们假设 2016-2018 年公司楼宇视频媒体数量增速分别为 9%、8.5%、8%，单台产出分别增长 3%、3.5%、4%，单台成本不变；楼宇框架媒体数量增速分别为 20%、18%、16%，单框产出增速为-1%、0%、1%，单框成本增速为-2%、-1.5%、-1%；影院媒体数量增速为 35%、35%、33%，单屏产出增速为 8%、8%、8%，单屏成本增速为 7%、6%、5%。

根据以上假设，预计公司 2016-2018 年营业总收入为 102.34 亿元、122.67 亿元和 148.06 亿元，同比增长 18.62%、19.87%和 20.69%；归属于上市公司净利润为 43.99 亿元、53.83 亿元和 65.22 亿元，同比增长 29.80%、22.36%和 21.17%；每股收益为 0.50 元、0.62 元和 0.75 元，按照最新收盘价 12.17 元（2017 年 3 月 31 日）对应 P/E 分别为 24 倍、20 倍和 16 倍，维持“买入”评级。

财务摘要(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	397	8627	10234	12267	14806
(+/-)%	-72.02%	2075.08%	18.62%	19.87%	20.69%
归属母公司净利润	7	3389	4399	5383	6522
(+/-)%	105.33%	51318.56%	29.80%	22.36%	21.17%
每股收益(元)	0.02	0.82	0.50	0.62	0.75
市盈率	16131.50	31.37	24.17	19.75	16.30
市净率	214.63	23.12	6.10	4.66	3.63
净资产收益率(%)	1.33%	73.70%	25.25%	23.60%	22.24%
股息收益率(%)	0.00%	0.59%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	302	4116	8737	8737	8737

4.2. 万达院线：院线龙头，持续发力非票房收入

4.2.1. 优势分析

万达院线成立于 2005 年，主营业务为影院投资建设、院线电影发行、影院电影放映及相关衍生业务，主要收入来自于电影票房收入、卖品收入以及广告收入。作为院线龙头，公司票房、观影人次、市场份额连续八年位居国内首位。2016 年，公司实现票房 76 亿元，同比增长 20.5%，观影人次 1.84 亿，同比增长 22%。其中国内票房 62 亿元，观影人次 1.64 亿，国内票房市场占有率 13.6%。截止 2016 年底，公司共拥有影院 401 家、银幕 3564 块，其中国内影院 348 家，银幕 3127 块。

领跑院线扩张和全产业链布局。院线扩张方面，公司在国内并购世贸影城，在海外并购澳大利亚第二大院线公司 HOYTS、美国 AMC 院线等。在全产业链布局方面，万达收购电影媒体整合营销商慕威时尚、Propaganda GEM 及影视资讯网络时光网等，不断整合产业链资源，促进业务全方面发展。

成立万达传媒，整合营销资源。2016 年 12 月，公司在慕威时尚和 Propaganda GEM 基础上成立万达传媒，作为整个万达集团的广告业务公司，拓展新盈利增长点。根据公司长期目标，万达传媒将负责万达体育的广告业务，商业地产广告在原合同陆续到期后也会交给万达传媒，最终达到在 3-5 年实现营收 40-50 亿规模的目标。

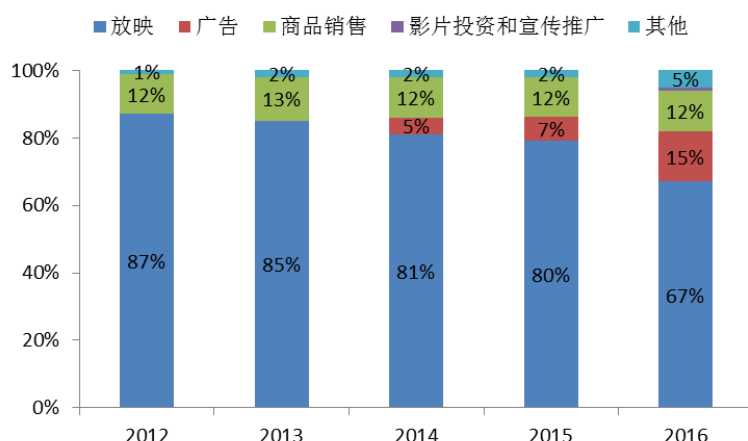
图 30：万达传媒整合集团旗下营销资源



数据来源：互联网，东北证券

非票房收入占比持续提升。2016 年，公司实现非票房收入 39 亿元，同比增长 101%，营收占比达到 35%，已经接近欧美院线 36% 的非票房收入营收占比。非票房收入大涨主要来自并购影时尚传媒后，银幕广告资源全面自营，并开发利用影院阵地渠道、网络购票平台和 8000 万高黏度会员群体，实现全方位的电影娱乐整合营销；同时，投资了《星际穿越》、《终结者 5》、《忍者神龟》等好莱坞商业大片，并提供贴片广告发布服务，开发衍生产品“衍生π”等业务。预计未来万达院线将会率先完成产业结构升级，实现成熟稳定的盈利模式。

图 31: 万达院线非票房收入占比持续提升



数据来源: 公司公告, 东北证券

4.2.2. 盈利预测

票房收入方面, 2016 年电影市场低迷, 票房收入增速放缓, 但万达收购 Hoyts 以及三四五线城市新建影院的增加, 预计票房收入将维持稳健增长。商品销售方面, 公司的卖品业务占比已超同行业其他公司, 预计未来会随观影人次的增加实现稳定增长。影院广告、贴片广告以及宣传推广方面, 公司收购慕威时尚, 预计广告营销业务会大幅度提升。

根据以上假设, 预计公司 2017-2019 年营业总收入为 149.08 亿元、190.98 亿元和 237.38 亿元, 同比增长 33.00%、28.10%和 24.30%; 归属于上市公司净利润为 18.62 亿元、24.90 亿元和 34.24 亿元, 同比增长 36.26%、33.75%和 37.49%; 每股收益为 1.59 元、2.12 元和 2.92 元, 按照最新收盘价 56.01 元 (2017 年 3 月 30 日) 对应 P/E 分别为 35 倍、26 倍和 19 倍, 维持“买入”评级。

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,001	11,209	14,908	19,098	23,738
(+/-)%	49.85%	40.10%	33.00%	28.10%	24.30%
归属母公司净利润	1,186	1,366	1,862	2,490	3,424
(+/-)%	48.05%	15.23%	36.26%	33.75%	37.49%
每股收益 (元)	1.01	1.16	1.59	2.12	2.92
市盈率	55.47	48.13	35.32	26.41	19.21
市净率	7.31	6.50	5.49	4.54	3.67
净资产收益率 (%)	13.19%	13.50%	15.54%	17.21%	19.13%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	1,174	1,174	1,174	1,174	1,174

5. 风险提示

5.1. 市场竞争风险

广告行业竞争较为激烈，一方面面临国内同业竞争，另一方面面对国际 4A 广告公司的竞争。如果不能通过业务结构优化提升自身的竞争力，则可能影响客户资源的维护和开发，对经营产生不利影响。

5.2. 媒体资源租赁变动风险

由于广告媒体行业的优质媒体资源相对稀缺，如果未来由于各种因素导致无法续租媒体资源或无法租赁更多优质媒体资源，将会对经营和业务稳定性造成不利影响。

分析师简介:

李慧, 美国伊利诺伊大学金融硕士, 厦门大学广告学学士、经济学双学士, 通过CFA全部三级。2015年加入东北证券, 现任传媒行业分析师。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国 吉林省长春市

自由大路1138号
 邮编: 130021
 电话: 4006000686
 传真: (0431)85680032
 网址: <http://www.nesc.cn>

中国 北京市西城区

锦什坊街28号
 恒奥中心D座
 邮编: 100033
 电话: (010)63210800
 传真: (010)63210867

中国 上海市浦东新区

源深路305号
 邮编: 200135
 电话: (021)20361009
 传真: (021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D
 邮编: 518000

机构销售

华北地区

销售总监 李航
 电话: (010) 63210896
 手机: 136-5103-5643
 邮箱: lihang@nesc.cn

华东地区

销售总监 袁颖
 电话: (021) 20361100
 手机: 136-2169-3507
 邮箱: yuanying@nesc.cn

华南地区

销售总监 邱晓星
 电话: (0755) 33975865
 手机: 186-6457-9712
 邮箱: qiuxx@nesc.cn