

上海电影 (601595)

业绩稳定增长，区域院线龙头地位稳固，全产业布局显成效

买入 (维持)

2017 年 4 月 25 日

事件: 公司公布 2016 年年报，营业收入 10.46 亿元，同比增长 16.17%，实现归属利润 2.36 亿元，较上年同期增长 22.57%，扣非后归属净利 2.00 亿元，同比增长 17.15%。17Q1 营收 2.52 亿元，净利润 0.48 亿元，同比下降 27%。

投资要点:

■ **业绩基本符合预期，各业务稳定增长。**2016 年公司电影放映收入 6.11 亿，占总营收 58%，同比增长 5.62%，毛利率为 4%，毛利率的下降主要由成本的增加导致；电影发行业务营收 1.25 亿，占总营收 12%，同比增长 4.72%，毛利率 64%；卖品、网络票务收入、设备销售收入等其他收入稳中有升。费用方面，公司销售费 0.19 亿，同比增长 4.03%，管理费用 0.86 亿，同比降低 20.01%，财务收入 0.04 亿，主要是公司募集资金到账，银行存款增加，导致利息收入增加。整体上来看，公司业绩基本在预期之内，各业务稳定发展。2017 年一季度营收 2.52 亿元，净利润 0.48 亿元，同比下降 27%。

■ **区域龙头+全定位，院线业务业绩巩固。**公司以票房排名第二的上海市为大本营，全面渗透全国票房 TOP10 城市，16 年上海票房市占率达 38%，在北京市占率排名第三，院线整年票房 36.1 亿，市占率 7.93%，位列全国第三，平均票价 36.1 元，高于 33.1 元的平均票价，场均人次较平均值高 6 人次；公司投资经营了上海影城、上海永华影城等一批技术先进、经营良好、票房领先的影院，自营 40 家影院票房收入 6.2 亿，形成综合性院线与高端影院结合的全面定位，龙头地位巩固。

■ **发行+院线，全产业布局协同逻辑持续应验。**公司背靠上海电影集团，坐拥优质电影资源，是少数几个具有从发行到院线到影院一体化生产链的影业公司，具有全产业协同效应。发行方面，公司是最早从事市场化电影发行业务、累计发行影片最多的专业化电影发行公司之一，2016 年公司，共发行 20 部影片，参与区域发行的影片票房 40 亿元，同比上一报告期增长 30%。公司放映实力为公司的发行业务和院线业务增强了议价能力。

■ **投资建议**我们预计 17 年净利润率将略有回升，预计公司 2017-2019 年净利润分别为 2.96 亿、3.80 亿、4.93 亿，摊薄后 EPS 分别为 0.79、1.02、1.32，对应当前股价 PE 分别为 37、29、22，院线拓展有望带来业绩增长，看好公司长期发展前景，维持买入评级。

■ **风险提示:**17 年票房不达预期的风险，发行业务增长不达预期。

证券分析师 张良卫

执业资格证书号码: S0600516070001

联系电话: 021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	29.66
一年最低价/最高价	29.08/41.00
市净率	5.60
流通 A 股市值 (亿)	27.73

基础数据

每股净资产 (元)	5.29
资产负债率	27.02%
总股本 (百万股)	373.50
流通 A 股 (百万股)	93.50

相关研究

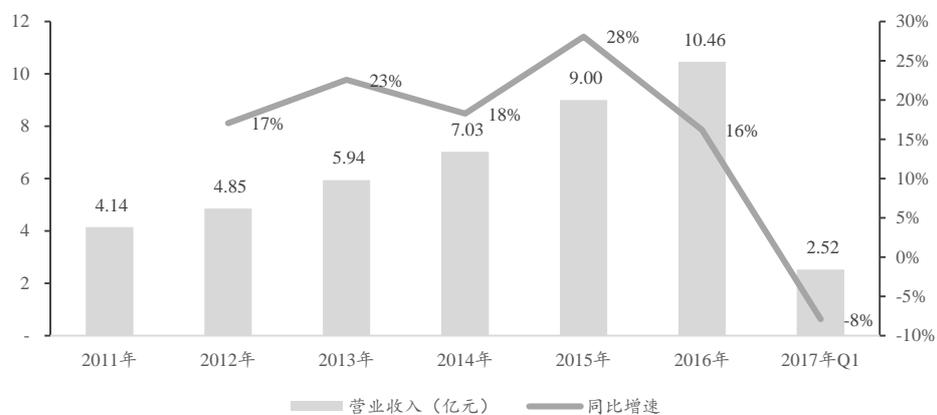
1、《专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营，掘金电影产业链》

1. 上海电影：业绩基本符合预期，各业务稳定增长

2016 年公司电影放映收入 6.11 亿，占总营收 58%，同比增长 5.62%，毛利率为 4%，毛利率的下降主要由成本的增加导致；电影发行业务营收 1.25 亿，占总营收 12%，同比增长 4.72%，毛利率 64%；设备销售收入比上年同期增长了 60.51%；版权收入比上年同期增长 68.17%；在线票房收入业务毛利率比上年同期上升了 32.07 个百分点，主要由于与部分系统供应商报告期内签订试用合同免去接口服务费用，大幅降低了网络票房销售成本。

2017 年第一季度营收 2.52 亿元，净利润 0.48 亿元，同比下降 27%，主要由于受今年市场影响，公司成熟影院票房下降明显，而新建影院尚处于培育期贡献度较小，影院分部利润下降所致。

图表 1：公司营收同比变化（单位：亿元）



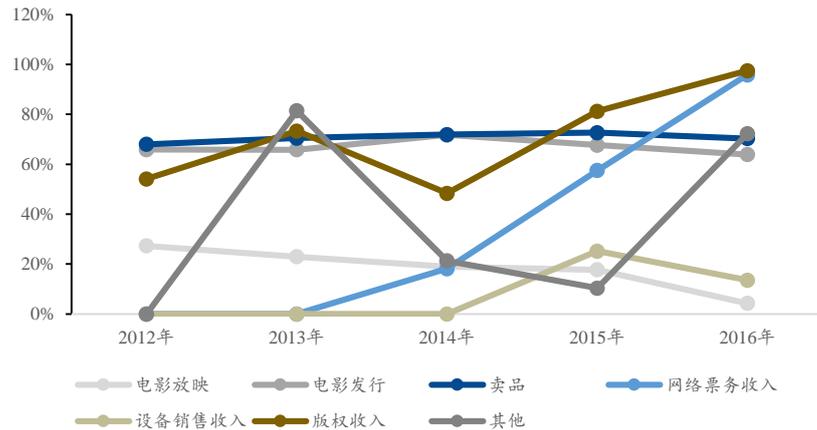
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：公司主营构成（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

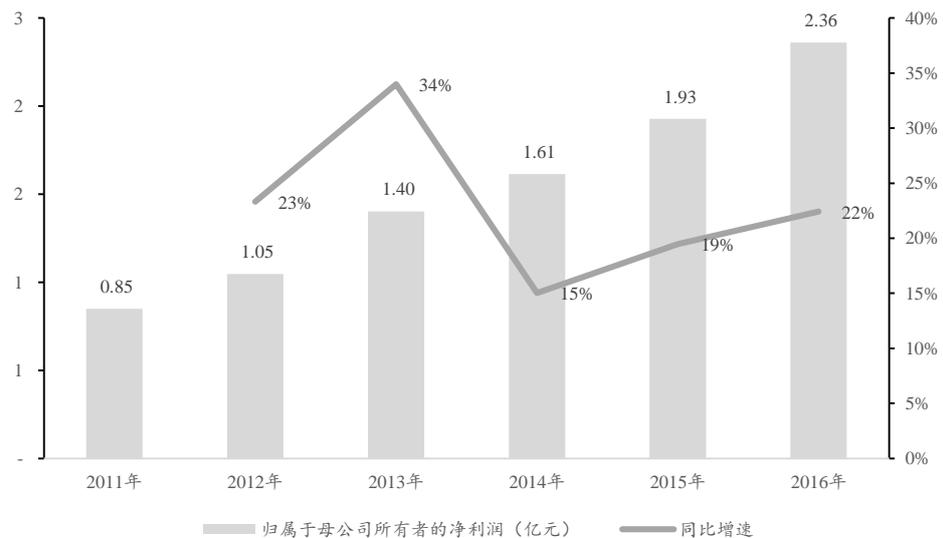
图表 3：公司业务利润率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

费用方面，公司销售费 0.19 亿，同比增长 4.03%，管理费用 0.86 亿，同比降低 20.01%，财务收入 0.04 亿，主要是公司募集资金到账，银行存款增加，导致利息收入增加。整体上来看，公司业绩基本在预期之内，各业务稳定发展。

图表 4：公司净利润及净利率（单位：亿元）



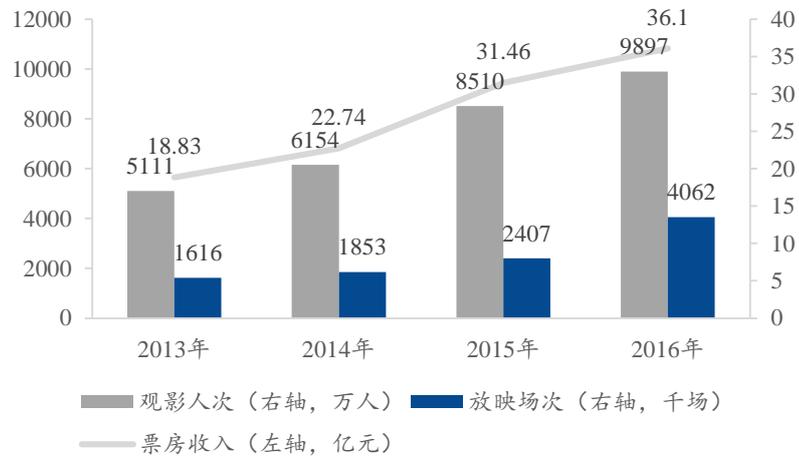
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 区域龙头+全定位，院线业务业绩巩固

公司是具有区位优势的区域龙头，以票房排名第二的上海市为大本营，全面渗透全国票房 TOP10 城市，16 年在上海票房市占率达 38%，在北京市占率排名第三。2013 年联和院线的票房为 18.8 亿元，位列城市院线第二名；2014 年及 2015 年，联和院线的票房分别为 22.7 亿元及 31.5 亿元，均位列城市院线第四名，报告期内，联和院线完成票房 36.1 亿，占全国票房 7.93%，同比增长 14.8%，放映场次 354.3 万，同比增长 47.2%，观众人次 9943.7 万，同比增长 16.9%，院线年终位列全国院线

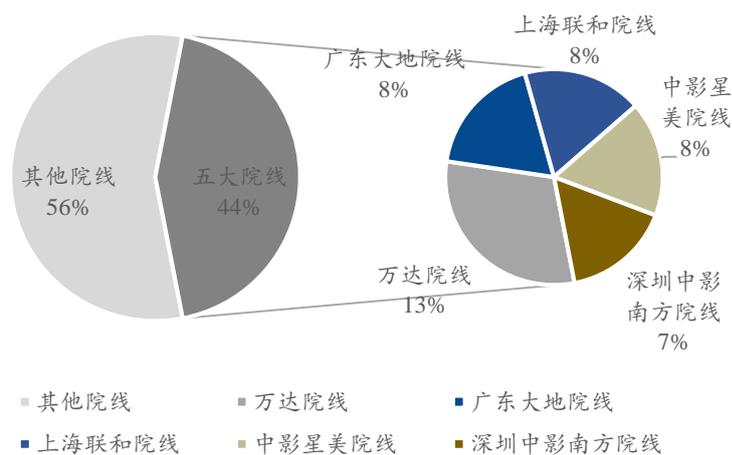
票房第三位。全年平均票价 36.1 元，高于 33.1 元的市场平均票价，场均人次较平均值高 6 人次。

图表 5: 上海联和电影院线



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 6: 2016 年上海联和院线市占率

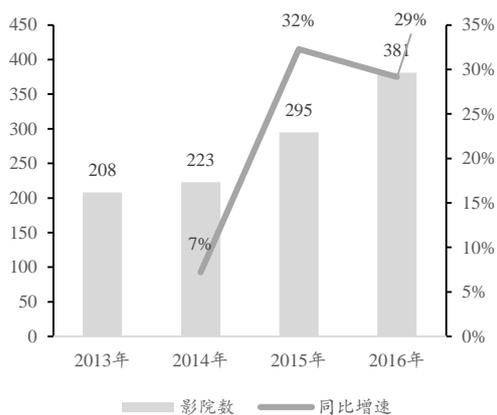


资料来源: 猫眼专业版, 东吴证券研究所

公司投资经营了上海影城、上海永华影城等一批技术先进、经营良好、票房领先的影院，并且加大了自有影院建设力度，形成综合性院线与高端影院结合的全面定位，龙头地位巩固。其中上海影城已连续十六届作为“上海国际电影节”的主会场；旗舰影院上海永华电影城，多年蝉联全国票房冠军；2016 年公司直营影院业绩良好，直控经营的 40 家影院共计票房 62,022.8 万，同比去年增长 4.42%；卖品营业额 6,251.92 万，同比增长 6.74%。

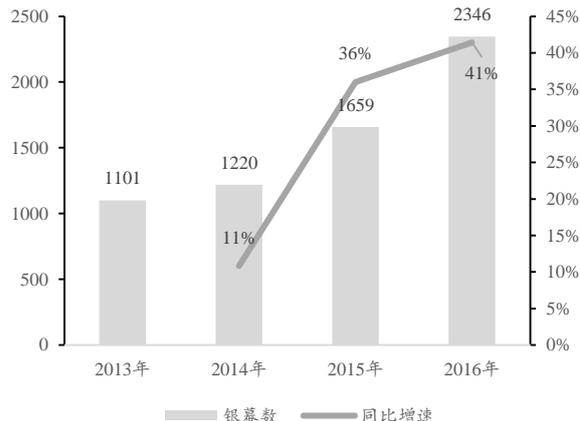
在院线业务上，公司扩张二三线城市，具有业绩增长点。2016 年联和院线新开业加盟影院 90 家，同比去年增长约 18%，截至 2016 年底，院线加盟影院共 381 家，银幕约 2346 块，座位数约 34.16 万，影院分布在 27 个省份，123 个城市；16 年公司直控影院规模进一步扩大，完成新建 11 家影城、升级改建 2 家，预计公司院线业务业绩将随院线的扩张而增长。

图表 7: 公司影院数及增速



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 8: 公司银幕数及增速

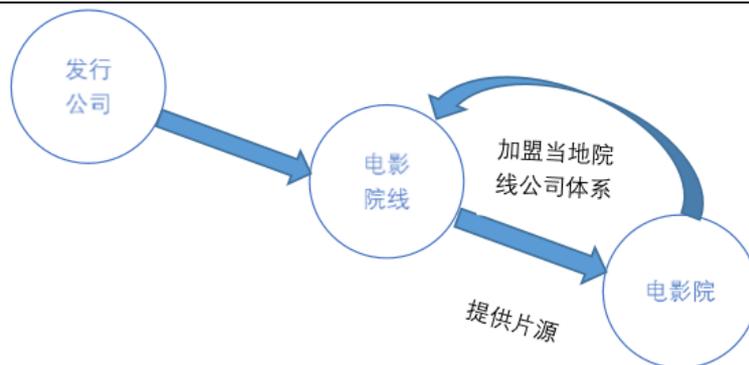


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 发行+院线, 全产业布局协同逻辑持续应验

公司背靠上海电影集团, 是少数几个具有从发行到院线到影院一体化生产链的影业公司, 具有全产业链协同效应, 院线作为连接发行公司与电影院的桥梁, 一方面, 能够利用下游影院的渠道资源, 有效支撑发行公司获得影片发行权, 并根据市场情况向上游发行公司及时反馈市场信息, 协助发行公司相应调整营销策略; 另一方面, 借助与上游发行公司之间紧密合作关系, 院线公司也能为影院争取优质片源拷贝并提供排片、票房分析、影片宣发等服务, 从而为吸引影院加盟、提升影院运营效率提供支持。

图表 9: 发行与院线协同



资料来源: 东吴证券研究所

发行方面, 公司是最早从事市场化电影发行业务、累计发行影片最多的专业化电影发行公司之一, 2016 年发行分公司充分发挥资源优势, 积极开拓市场份额, 共发行 20 部影片, 参与区域发行的影片票房 40 亿元, 同比增长 30%。公司发行的影片《盗墓笔记》票房突破 10 亿元, 并于 2016 年暑期主发的国产影片《神秘世界历险记 3》及协发影片《新大头儿子与小头爸爸》分别占领了暑期国产动画电影的冠亚军。2016 年发

行分公司还相继承担了好莱坞分账大片《愤怒的小鸟》、《星际迷航 3》、《侠探杰克》等多部进口分账大片的全国协助推广工作，并与美国派拉蒙影业达成了长期的战略合作。此外，在《喜乐长安》、《盗墓笔记》等影片的新媒体视频版权、海外版权的授权销售金额也取得满意业绩。

图表 10: 公司发行作品



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 投资建议

我们预计 17 年净利润率将略有回升, 预计公司 2017-2019 年净利润分别为 2.96 亿、3.80 亿、4.93 亿, 摊薄后 EPS 分别为 0.79、1.02、1.32, 对应当前股价 PE 分别为 37、29、22, 院线拓展有望带来业绩增长, 看好公司长期发展前景, 维持买入评级。

图表 11: 公司盈利预测

财务摘要 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入 (百万元)	1045.71	1329.17	1666.00	2064.70
同比%	16.17%	27.11%	25.34%	23.93%
净利润 (百万元)	236.27	296.27	380.41	493.11
同比%	22.57%	25.39%	28.40%	29.63%
每股净收益 (元)	0.633	0.793	1.018	1.320

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

17 年票房不佳的风险, 票房收入不达预期, 无法提供稳定的收入, 放映业务成本增加, 毛利率持续下降; 发行作品市场反响不佳, 发行收入不达预期; 其他业务拓展不利, 增速下降。

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产	1,791.0	2,348.2	2,914.8	3,613.2	营业收入	1,045.7	1,329.2	1,666.0	2,064.7
货币资金	1,035.9	1,605.9	1,996.4	2,678.0	营业成本	719.3	934.1	1,195.0	1,487.2
应收和预付款项	321.0	308.4	480.8	497.4	营业税金及附加	10.0	12.7	16.0	19.8
存货	6.4	6.2	9.9	10.1	营业费用	19.4	20.3	21.4	22.4
其他流动资产	427.7	427.7	427.7	427.7	管理费用	86.3	86.3	86.3	86.3
非流动资产	887.6	779.4	671.2	666.1	财务费用	-3.8	-26.5	-39.7	-51.7
长期股权投资	109.7	109.7	109.7	109.7	资产减值损失	6.1	3.7	3.7	3.7
投资性房地产	-	-	-	-	投资收益	23.0	-	-	-
固定资产和在建工程	252.3	247.3	242.2	237.2	其他经营损益	49.8	-	-	-
无形资产和开发支出	67.2	67.2	67.2	67.2	营业利润	231.5	298.6	383.4	497.0
其他非流动资产	458.4	355.2	252.1	252.1	营业外净收支	49.8	-	-	-
资产总计	2,678.6	3,127.6	3,586.0	4,279.4	利润总额	281.2	298.6	383.4	497.0
流动负债	577.3	746.1	844.8	1,071.8	所得税	43.1	-	-	-
短期借款	19.0	-	-	-	净利润	238.2	298.6	383.4	497.0
应付和预收款项	558.3	746.1	844.8	1,071.8	少数股东损益	1.9	2.4	3.0	3.9
长期借款	49.8	49.8	49.8	49.8	归属母公司股东 净利润	236.3	296.3	380.4	493.1
其他负债	74.8	74.8	74.8	74.8	EBIT	276.5	272.3	345.8	447.3
负债合计	701.9	870.7	969.4	1,196.4	EBITDA	353.0	376.8	450.3	448.7
股本	373.5	373.5	373.5	373.5					
资本公积	820.3	820.3	820.3	820.3	重要财务与估值 指标	2016A	2017E	2018E	2019E
留存收益	735.8	1,013.6	1,370.4	1,832.8	每股收益 (元)	0.6	0.8	1.0	1.3
归属母公司股东权益	1,929.6	2,207.4	2,564.1	3,026.6	每股净资产 (元)	5.2	5.9	6.9	8.1
少数股东权益	47.1	49.5	52.5	56.4	发行在外股份 (百万股)	1,027.1	1,457.0	1,457.0	1,457.0
股东权益合计	1,976.7	2,256.9	2,616.6	3,083.0	ROIC (%)	54.1%	31.5%	62.0%	84.3%
负债和股东权益合计	2,678.6	3,127.6	3,586.0	4,279.4	ROE (%)	12.2%	13.4%	14.8%	16.3%
					毛利率 (%)	31.2%	29.7%	28.3%	28.0%
现金流量表 (百万 元)	2015A	2016E	2017E	2018E	EBITMargin (%)	26.4%	20.5%	20.8%	21.7%
经营性现金净流量	192.1	581.1	376.5	662.6	销售净利率 (%)	22.8%	22.5%	23.0%	24.1%
投资性现金净流量	-477.4	-	-	-	资产负债率 (%)	26.2%	27.8%	27.0%	28.0%
筹资性现金净流量	790.2	-11.1	14.0	19.0	收入增长率 (%)	16.2%	27.1%	25.3%	23.9%
现金流量净额	504.9	570.0	390.5	681.6	净利润增长率 (%)	19.0%	25.4%	28.4%	29.6%
折旧与摊销	0.8	1.0	1.0	0.0	P/E	46.9	37.4	29.1	22.5
资本支出	1.6	-	-	-	P/B	5.7	5.0	4.3	3.7
经营营运资本增加	4.3	-2.0	0.8	-2.1	EV/EBITDA	28.4	25.0	20.1	18.7

资料来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。



东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>