

横店影视 (603103)

行业拐点已显，双重因素助力业绩释放

买入 (首次)

2018年4月2日

投资要点

■ **背靠横店控股，品牌优势显著，18年有望成为毛利率拐点。**公司2008年于浙江成立，主营业务为院线发行、电影放映及相关衍生业务，控股股东为横店控股，行业资源丰富，资本实力强劲。公司营业收入经过2015年高点后，2016-2017年保持稳定增长的态势，毛利率由于扩张加速的原因，连续两年呈现下滑趋势，从2018年第一季度来看，票房整体行业增速达到40%，横店影投票房增速37%，影投票房增速高于公司17年银幕增速，单银幕票房相比较17年1季度呈现上升趋势，我们预计2018年公司一季度毛利率将有回升，并且全年来看我们认为2018将是公司毛利率止跌回升的一年。

■ **行业层面：单银幕票房回升拉动毛利率上涨，影投公司市占率提升仍为未来行业趋势，品牌、规模等优势有望成为行业竞争核心。**2017年银幕扩张在银幕基数较大的情况下增速趋缓，单银幕票房负增长率开始收窄，预计随着未来银幕扩张速度放缓、国产片整体质量提升、三四五线城市消费升级的情况下，单银幕票房收入有望回升，行业毛利率拐点即将出现，从国内前三大影投公司市占率来看，行业集中度提升的趋势不变，预计未来规模庞大的影投公司有望加速行业整合，而统一管理、统一经营的商业模式能够加速跨区域扩张，以连锁模式扩大经营规模，这种运营模式有望成为院线行业的主流。

■ **公司层面：长期看好公司三大核心优势。**1) **三四五线城市提前卡位优势。**2017年公司在三四线城市的影院票房收入占总收入的58%，影院数量占总数的52%，三四五线城市密度和人均观影次数相比较一二线城市和发达国家仍有较大提升空间，公司在三四五线城市提前卡位，有望直接受益三四五线城市票房的高增长；2) **坚持以自建式影院扩张的战略。**截止到2017年年报公司旗下自建式影院266家，银幕1684块，2017年自建式影院票房收入占总票房的89%，对营收贡献明显优于加盟型影院，自建模式下不仅有利于发展营收端业务的多样化，且品牌知名度高，标准化程度高，经营模式可复制性高，在全国跨区域拓展中拥有较强优势，有利于在未来行业整合阶段占据主动地位；3) **非票业务弹性大，毛利率较高。**2017年横店影视非票业务总收入403.35百万元，毛利润贡献达到63%，非票业务增速达到15.05%，未来自建式影院的大幅增加将带动非票业务的快速增长，另外公司投资电影生活馆，定位高端电影消费，在深挖观影场景中个性化需求方面提前进行了一些列布局。

盈利预测

预计2018-2020年归母净利润为4.19/5.28/6.53亿，EPS为0.93/1.17/1.44元，对应当前股价PE为34/27/22X，考虑到行业拐点已现以及公司的品牌优势、影院扩张速度、业绩高增长性，给予公司18年45X估值，对应目标价位41.85元，对应目标市值为190亿，给予“买入”评级。

风险提示：整体票房增速不及预期的风险，影院扩张速度不及预期的风险；

证券分析师 张良卫

执业证书编号：

S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 王建会

021-60199793

wangjianhui@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	31.74
一年最低/最高价	18.54/47.36
市净率 (倍)	7.29
流通 A 股市值 (百万元)	16.82

基础数据

每股净资产 (元)	4.36
资本负债率 (%)	35.23%
总股本 (百万股)	453
流通 A 股 (百万股)	53

相关研究

目录

1. 资源优势明显，毛利率下滑趋势有望迎来拐点	4
1.1. 背靠横店控股，行业资源丰富，资本实力雄厚.....	4
1.2. 营业收入稳定增长，毛利率下滑趋势有望迎来拐点.....	4
1.3. 各项业务分析：电影放映收入增长稳定，非票收入弹性较大.....	7
2. 行业层面：毛利率拐点已显，集中度提升仍是未来大趋势，品牌、资本等有望成为集中阶段核心优势	8
2.1. 单银幕票房有望止跌回升，2018年毛利率拐点已显.....	9
2.2. 头部影投公司扩张加速，行业集中仍是未来大趋势.....	12
2.3. 资本、品牌、资源以及非票收入发展有望成为行业集中阶段核心优势.....	15
3. 公司层面：短期一季报业绩有望超预期，长期看好三大核心优势	17
3.1. 单银幕票房回升显著拉动业绩增长，一季报业绩有望超市场预期.....	17
3.2. 长期看三大优势助力公司业绩业绩释放.....	19
4. 盈利预测	22
5. 风险提示	23

图表 1: 公司大事记.....	4
图表 2: 公司股权架构图.....	4
图表 3: 公司营业收入.....	5
图表 4: 分业务营业收入(百万元)及增速.....	5
图表 5: 公司毛利率及净利率.....	5
图表 6: 公司各业务毛利率对比.....	6
图表 7: 公司分业务毛利润.....	6
图表 8: 2013-2017 年三大费用占销比.....	7
图表 9: 2013-2017 年三大费用增速.....	7
图表 10: 电影放映业务的营业收入和营业成本.....	8
图表 11: 卖品业务的营业收入和毛利.....	8
图表 12: 2006-2017 年国内电影票房及观影人次和增速.....	9
图表 13: 2010-2017 年国内银幕数量及增长情况.....	9
图表 14: 2017 年及 2018 年同期国产电影破亿票房豆瓣评分比较.....	10
图表 15: 2013-2017 年我国平均票价及增速.....	11
图表 16: 2015-2017 年我国各线城市平均票价.....	11
图表 17: 2017 年各线城市及全国票房增速对比.....	11
图表 18: 2015-2017 年各线城市票房贡献率对比.....	11
图表 19: 2010-2017 年国内单银幕票房及增速.....	12
图表 20: 北美电影发展史.....	13
图表 21: 1936-2016 年北美影院数量.....	13
图表 22: 2016 年北美影院格局.....	13
图表 23: 北美院线重大并购事件.....	14
图表 24: 中美院线、影投公司前三市场集中度对比.....	15
图表 25: 前五大影投公司市占率变化.....	15
图表 26: 国内主要院线自建影院数量和加盟影院数量.....	15
图表 27: 院线龙头渠道布局.....	16
图表 28: 2013-2016 年 AMC 非票收入占比情况.....	16
图表 29: 2013-2016 年 AMC 卖品收入及占比.....	16
图表 30: 2013-2016 年部分院线上市公司非票收入占比.....	17
图表 31: 2014-2015 年全国票房及横店影视净利润.....	18
图表 32: 2014-2017 年横店影视银幕数量及增速.....	18
图表 33: 2017、2018 年一季度票房及增速.....	18
图表 34: 2017 年横店影视各城市票房占比.....	19
图表 35: 2017 年各大院线影院布局.....	19
图表 36: 2017 年横店影视建设计划.....	20
图表 37: 横店影视两种类型影院票房收入.....	20
图表 38: 横店影视两种类型影院数量.....	20
图表 39: 横店旗下两种影院综合比较.....	21
图表 40: 个性化影院.....	22
图表 41: 影院配套设施关注度.....	22
图表 42: 行业估值表.....	23

1. 资源优势明显，毛利率下滑趋势有望迎来拐点

1.1. 背靠横店控股，行业资源丰富，资本实力雄厚

横店影视公司 2008 年于浙江成立，主营业务为院线发行、电影放映及相关衍生业务，2017 年 8 月 22 日公司 IPO 成功过审，并于 10 月 12 日在上交所挂牌上市。

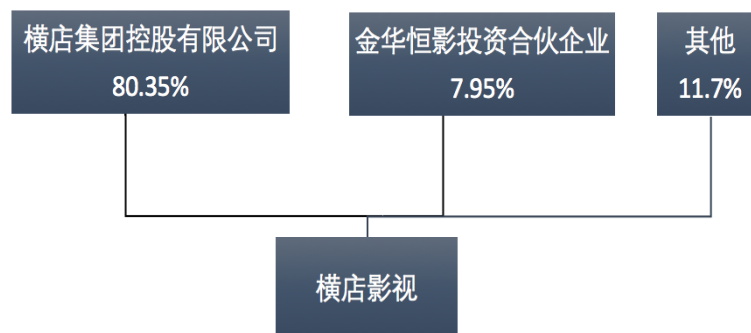
公司第一大股东横店控股，集电气电子、医药化学、影视文化、新型综合服务四大支柱产业为一体，拥有横店影视城有限公司、浙江横店影业有限公司、横店影视制作有限公司、浙江横店全媒体科技有限公司、浙江横店影视职业学院等优质影视相关资产，影视行业资源丰富。另外横店是中国首个国家级影视产业实验区，为全球规模最大的影视实景拍摄基地，截止到目前，在横店拍摄的影视剧已超过 2 万多部，公司与众多影视明星建立了良好的合作关系，可以经常在影城里举办明星见面会、幸运观众免费游横店等活动，从而吸引人气、带动创收，公司依托横店控股影视文化产业的 brand 宣传效应以及行业丰富资源，不断提升品牌影响力。

图表 1: 公司大事记

时间	事件
2008/8	浙江横店院线有限公司成立。
2010	横店院线首次进入全国前十院线排名。
2014/4	与万达、大地、金逸共同成立“五洲电影发行”。
2015/5	新股东金华恒影加入。
2015/6	公司更名为“横店影视股份有限公司”。
2016	横店影投票房进入全国前三。
2017/10	上海证券交易所挂牌上市。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2: 公司股权架构图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

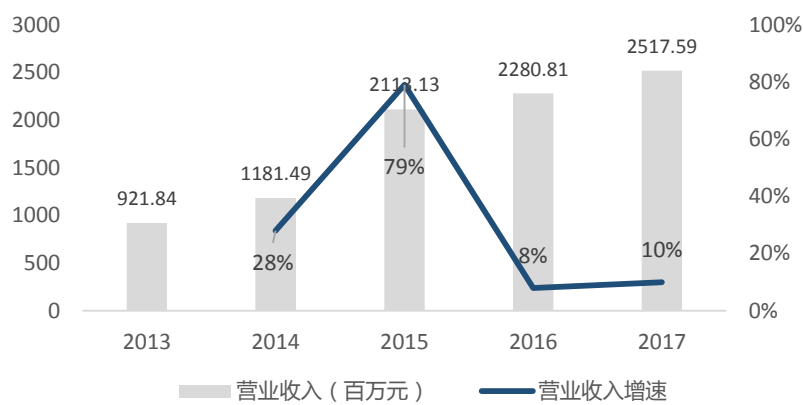
1.2. 营业收入稳定增长，毛利率下滑趋势有望迎来拐点

内容驱动下行业增速放缓，营业收入增速保持稳定

2017 年营业收入同比增长 10%，达到 25.18 亿，2013 至 2017 年营业收入的复合增速达

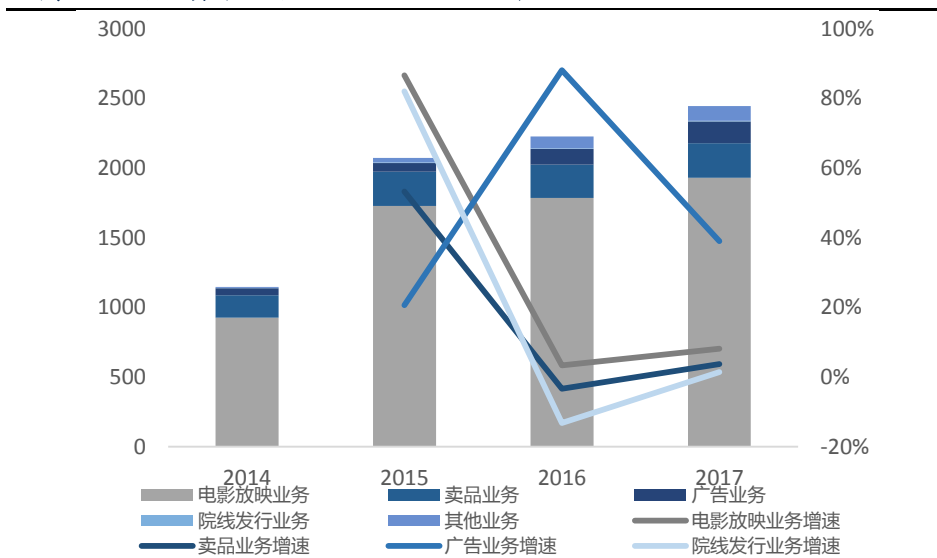
到 22%，公司各项主营业务保持稳定增长。其中，广告业务 2017 年增幅最大，较去年增长了 39%，电影放映业务、卖品业务、广告业务、院线发行业务 2014 至 2017 年同比复合增长分别为 27.74%、15.37%、46.64%、16.99%，其中非票业务份额占比持续提升，2017 年增长 15.05%，达到 4.03 亿元。

图表 3: 公司营业收入



资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 4: 分业务营业收入 (百万元) 及增速

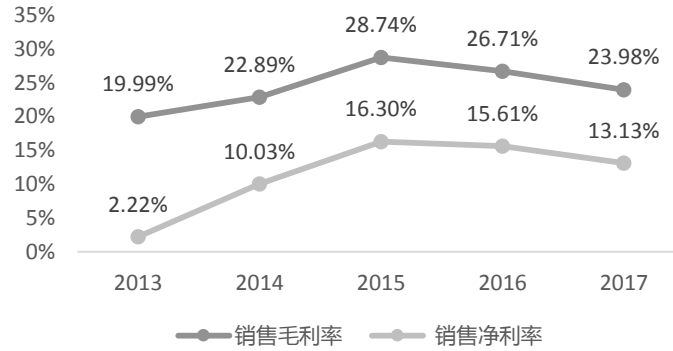


资料来源: wind, 东吴证券研究所

行业扩张期毛利率有所下滑，18 年拐点已现，静待长期业绩释放

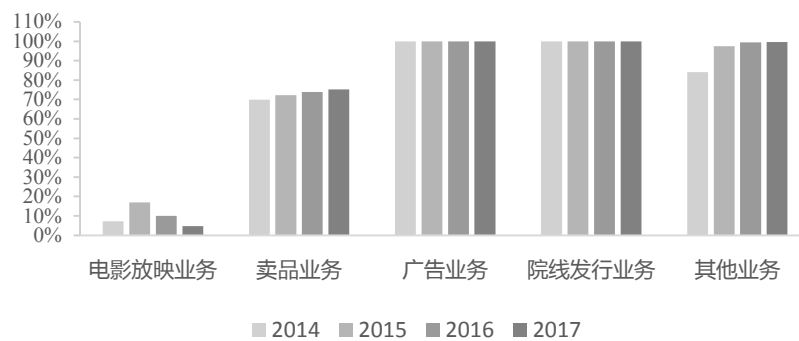
结合影院的扩张和非票业务的快速增长，17 年整体毛利率达到 23.89%，净利润率达到 13.13%，2017 年归母净利润 3.3 亿元。2015 至 2017 年随着公司在三四线城市覆盖影院建设加快，行业票房增速趋缓，单银幕票房呈下滑趋势，相对应的毛利率持续呈现下滑趋势，在 2015 年达到 28.74% 的高点后，持续下滑，到 2017 年毛利率为 23.98%。从 2018 年第一季度来看，票房整体行业增速 40%，横店影投票房增速增速约 37%，影投票房增速高于公司 17 年银幕增速，单银幕票房相比较 17 年 1 季度呈现上升趋势，因此我们预计 2018 年公司一季度毛利率将有回升，并且全年来看我们认为 2018 将是公司毛利率止跌回升的一年。

图表 5: 公司毛利率及净利率



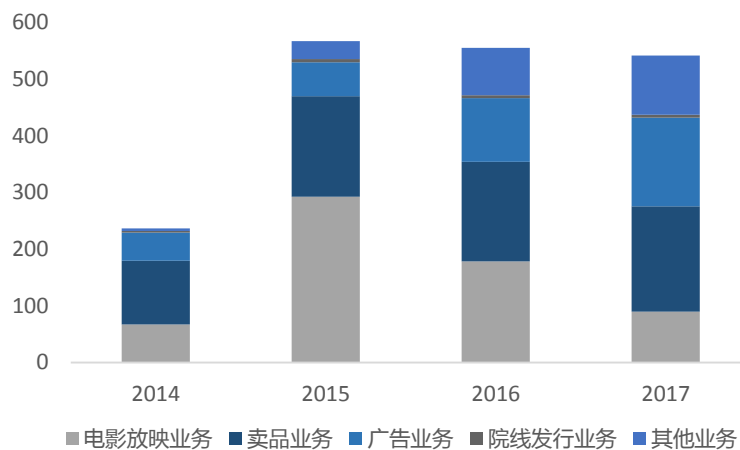
资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 6: 公司各业务毛利率对比



资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 7: 公司分业务毛利润



资料来源: wind, 东吴证券研究所

业务扩张带来三费增长

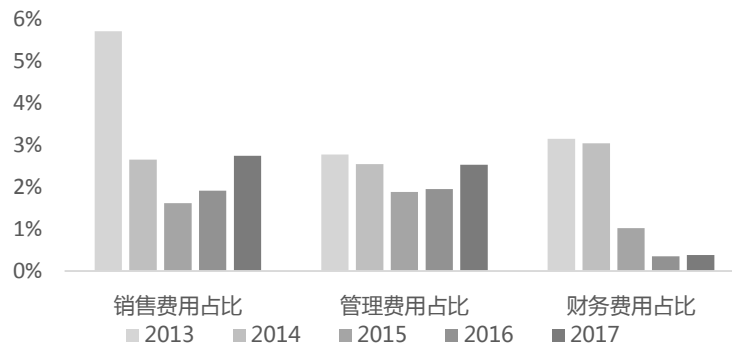
2017年销售费用、管理费用、财务费用分别为6888、5531、713万元,占营业收入的比例分别为2.74%、2.20%、0.28%,对比2016年,销售费用同比增长了57.94%,管理费用和财务费用同比下降了4.13%、18.43%。

销售费用2016至2017年增速较快,增速分别达到27.96%、57.94%,销售费用不断上升的主要原因是促销活动的开支随着新开张影院的增加而增长,为了吸引观影人群,提高新影

院的人气和知名度，公司开展各种形式的促销活动，如 9.9 元看电影等，以及增加相应的广告宣传，公司在未来两年内预计持续增加影院的扩张速度，因此我们认为 2018 年销售费用仍将保持增长态势。

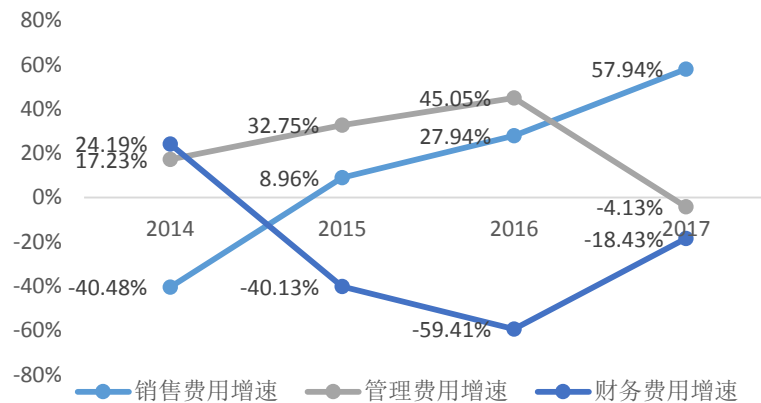
管理费用 2017 年首次出现负增长态势，管理费用中变动增长较大的科目包括职工薪酬，业务招待费，通讯费等。财务费用一直呈下降趋势，公司财务费用主要为银行借款利息支出，2014 年公司增加了银行长期借款融资以支持影院建设布局因此产生了较多的财务费用和利息支出，2015-2017 年银行贷款余额下降且银行存款、理财余额的增加带来了更多的利息收入因此财务费用大幅下降，预计未来管理费用和财务费用占销比将保持稳定。

图表 8: 2013-2017 年三大费用占销比



资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 9: 2013-2017 年三大费用增速



资料来源: wind, 东吴证券研究所

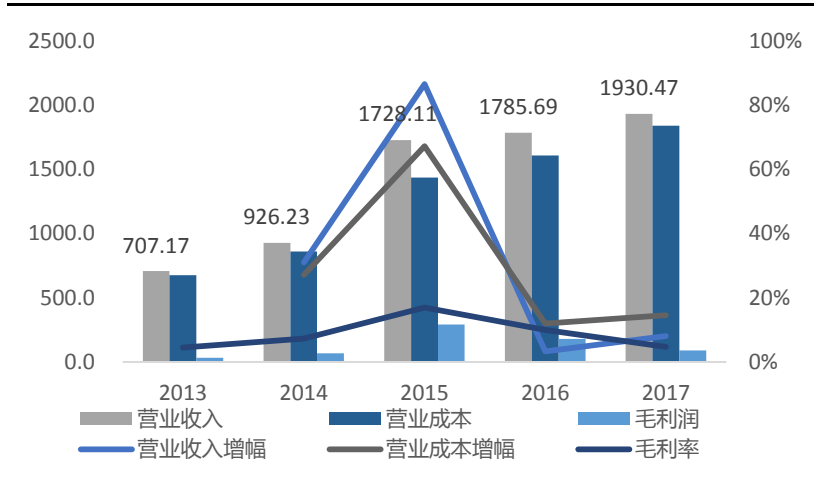
1.3. 各项业务分析: 电影放映收入增长稳定, 非票收入弹性较大

电影放映业务稳定增长, 未来有望加速

电影放映业务收入主要来源于资产联结型(自营式)影院销售电影票取得的票款收入。2015、2016、2017 年电影放映业务收入分别为 17.28 亿、17.85 亿、19.30 亿, 2016-2017 收入增幅分别为 3.33%、8.11%, 收入增幅保持稳定回升, 相比收入来看成本增幅较大, 2016-2017 分别为 11.9%、14.54%。2016、2017 年电影放映业务成本增速超过收入增速, 导致占公司总营收最大的电影放映业务板块毛利率下降, 进而影响了整体净利润表现。16-17 年整体票房收入增速趋缓, 我们认为主要由于一方面从以渠道为主驱动到内容驱动的转变, 另一方面影投

在三四五线城市加速扩张的影院需要一定时间的培育期,18年我们认为在影片质量大幅提高、三四五线城市票价回升以及爆款影片拉动三四五线城市观影习惯养成多种因素共振的情况下,票房有望超市场预期,电影放映收入有望加速增长。

图表 10: 电影放映业务的营业收入和营业成本



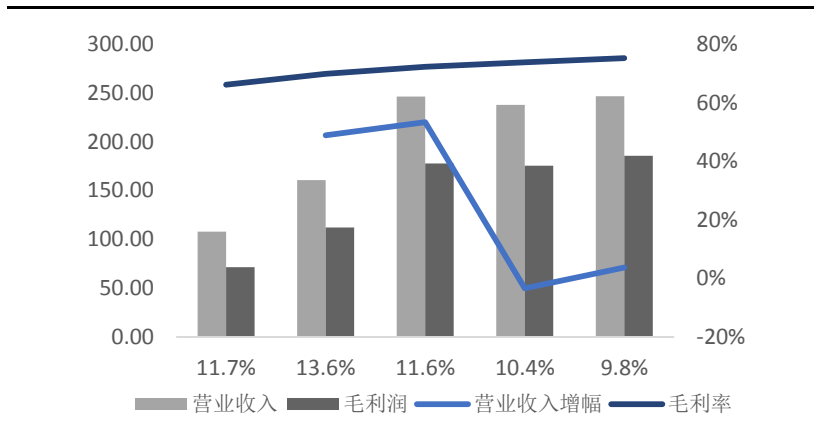
资料来源: wind, 东吴证券研究所

卖品业务毛利率行业领先, 毛利率不断增加

公司卖品业务收入主要来自于观影人群自带的食品饮料及电影衍生品消费,与观影人次联系紧密。2015、2016、2017年卖品收入分别为2.46亿、2.38亿、2.47亿,毛利率水平维持在74%左右,维持较高位置,卖品业务毛利润占总毛利润的37%。

据招股说明书,2014年以来公司卖品业务收入占比较高,主要是由于公司不断引入新产品,卖品种类增多,同时推出观众进场后二次销售,加大了销售力度,2015、2016收入下降主要由于通过电商平台在线选座方式购买电影票的观众增加,且这类观众候场时间较短,导致卖品业务收入下降,2017年在线上售票渗透率保持稳定的情况下,非票收入占比略有上升,我们预计未来随着影院场景化的趋势以及基于IP的衍生品发展,非票收入占比份额有望持续提升,弹性较大。

图表 11: 卖品业务的营业收入和毛利



资料来源: wind, 东吴证券研究所

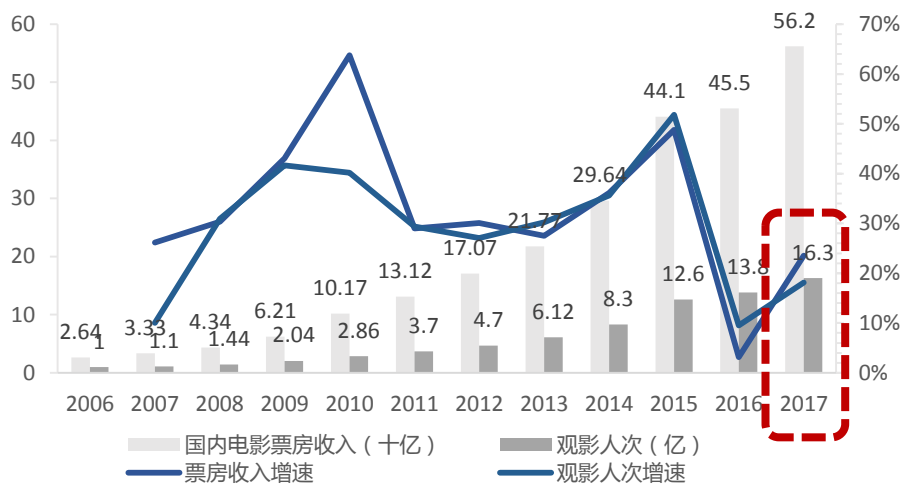
2. 行业层面: 毛利率拐点已显, 集中度提升仍是未来大趋势, 品牌、资本等有望成为集中阶段核心优势

2.1. 单银幕票房有望止跌回升，2018 年毛利率拐点已显

单银幕票房有望止跌回升逻辑的三大支撑：影片质量的提升；三四五线城市票价的提升；三四五线城市观影人群的扩展。

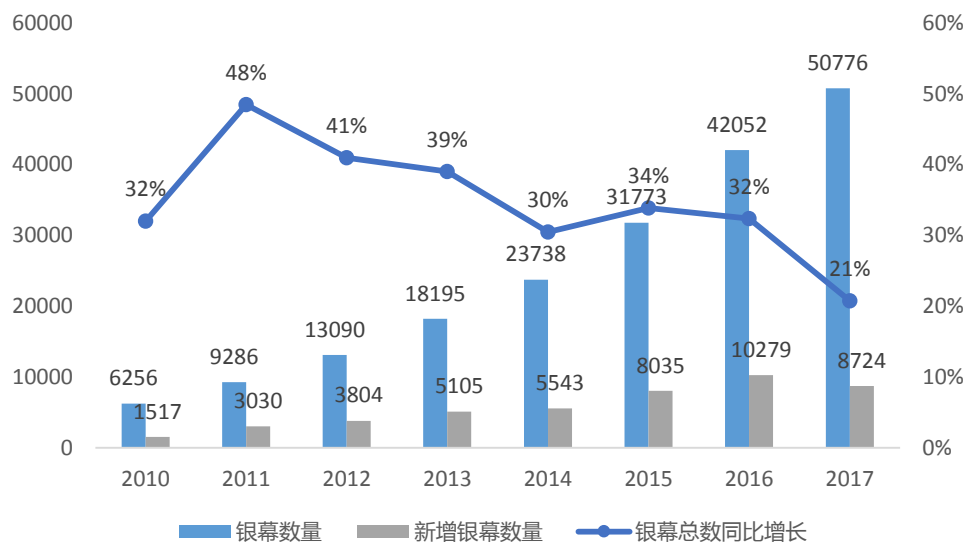
渠道红利减弱，内容已成票房增长主要驱动力。2007 年直至 2015 年，票房增速趋势与银幕增速趋势高度一致，票房增长主要由银幕增加带动，2015 年以来，因为渠道覆盖而增加的观众人数已经趋于饱和，票房的主要驱动力由渠道转向内容，优质内容缺乏尤其是国产片是 2016-2017 年票房增长乏力的主要因素。

图表 12: 2006-2017 年国内电影票房及观影人次和增速



资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 13: 2010-2017 年国内银幕数量及增长情况



资料来源: 猫眼数据专业版, 东吴证券研究所

内容为王——国产影片整体质量提升，口碑和票房成绩的相关性进一步加强。进入 2018 年，从元旦上映的国产片来看无论是从影片数量上还是豆瓣评分以及卡司阵容等均较去年有

了较大的提高，其中《前任3》、《妖猫传》等均取得不错的口碑，我们认为这是基于制片的周期，票房增速从16年放缓，渠道扩张红利趋尽，制片方开始意识到低质量影片不再有高票房，开始注重剧本等各个环节，影片的制作周期在1.5年左右，17年国产片的整体低迷与其质量方面有一定的关系，我们统计了2018年以来票房超过1亿影片的豆瓣评分以及2017年同期电影，发现豆瓣评分相比较有了显著的提升，预计国产片质量提升有望成为2018年主逻辑，从而带动国产片票房增速大超市场预期。另一方面，口碑和票房成绩的相关性进一步加强，截止到目前来看，春节档影片票房成绩和豆瓣评分高度相关，对于整个产业发展是利好的，有望形成高质量影片—观众买单—高质量影片的良好循环。

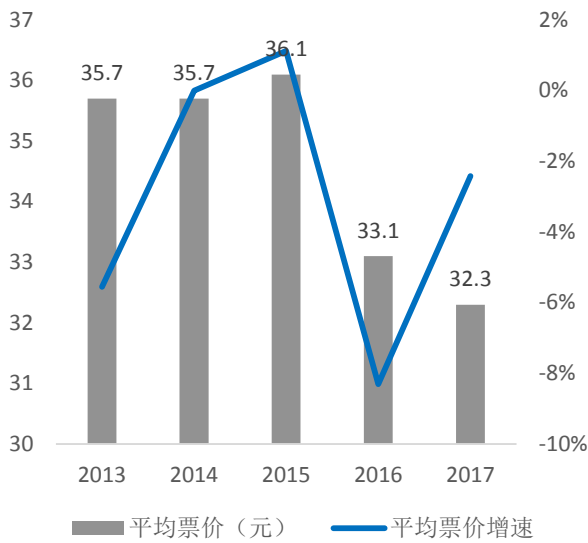
图表 14: 2017 年及 2018 年同期国产电影破亿票房豆瓣评分比较

2018	豆瓣评分	2017	豆瓣评分
无问西东	7.7	情圣	6.1
捉妖记 2	5.4	大闹天竺	3.8
唐人街探案 2	7.6	西游伏妖记	5.5
熊出没之变形记	6.7	功夫瑜伽	5.1
南极之恋	6.9	乘风破浪	6.8
前任 3	5.8	熊出没	6.4
二代妖精之今生有幸	6	决战食神	4.7
西游记之女儿国	4.9	东北往事之破马张飞	3.6
红海行动	8.5	摆渡人	4.1
豆瓣平均评分	6.6	豆瓣平均评分	5.1

资料来源：猫眼专业版 App，东吴证券研究所

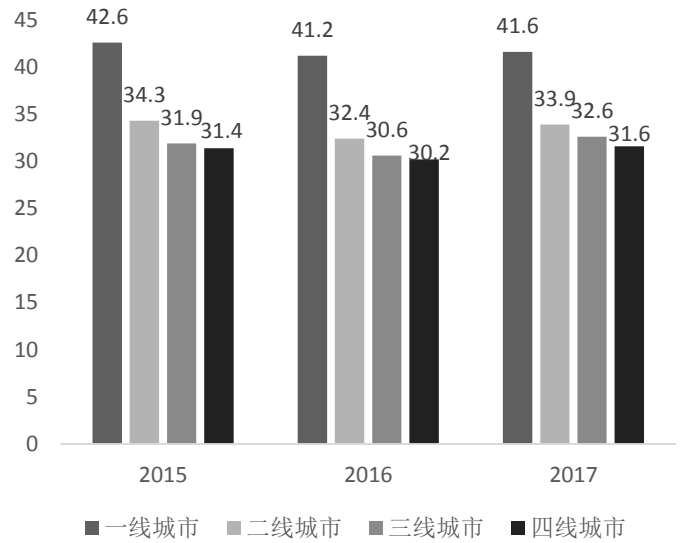
票价——三四五线城市消费升级带动，2018 年票价有望实现止跌回盈。2017 年我国电影平均票价为 34.4 元，扣除服务费后为 32.3 元，与 2016 年平均票价 33.1 元相比，同比减少 2.42%。从各线城市平均票价来看，2017 年一、二、三、四线城市的平均票价均高于 2016 年，其中三线城市票价增长幅度最大，四线城市次之；与 2015 年平均票价比较，2017 年一线城市、二线城市的平均票价均有所下降，与全国平均票价变动趋势相同，但三、四线城市的平均票价却呈现显著回升，2017 年三、四线城市的平均票价比 2015 年分别增长了 0.7 元、0.2 元，成为全国票价整体下跌中的反向拉动力量。并且，三、四线城市在票价明显回升的过程中，与一线城市平均票价的差距也在不断缩小。从一季度的票价来看，2018 年平均票价 36.3 元，同比 2017 年一季度 35.3 元增速达到 2.8%，我们认为在三四五线城市消费升级的带动下，2018 年是票价整体企稳的一年。

图表 15: 2013-2017 年我国平均票价及增速



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

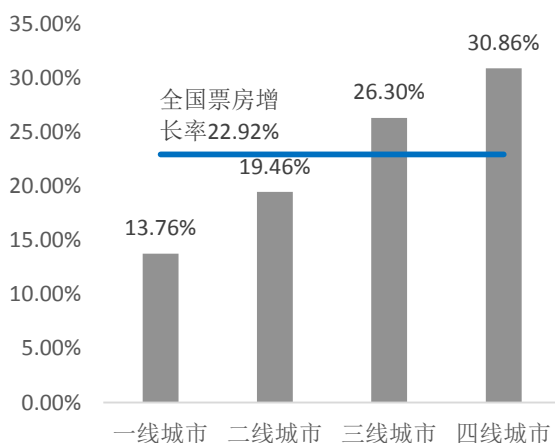
图表 16: 2015-2017 年我国各线城市平均票价



资料来源: 猫眼专业版, 东吴证券研究所

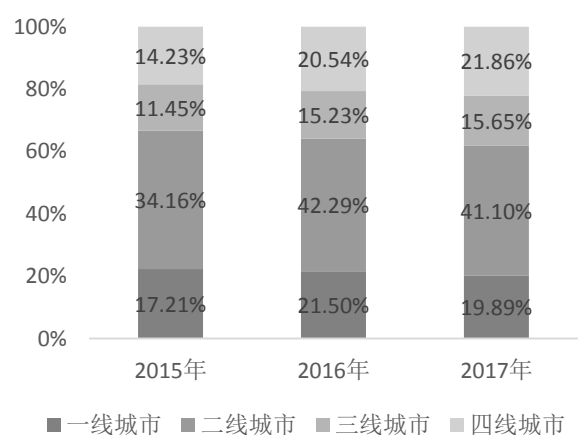
三四五线城市占比——占比份额较大提升, 后续有望持续提升, 一季度三四五线城市票房增速超过 55%。从 18 年春节档可以看出, “返乡潮” 已经不是带动三四五线城市的核心因素, 爆款影片和消费升级带动本地生活居民 (电影娱乐消费覆盖人群城市的下沉以及年龄层次延伸) 已成为拉动三四五线城市票房占比份额高增长的主力, 由于三四五线城市生活压力较小, 娱乐时间较多, 爆款影片带动这部分人群观影习惯的养成有望成为全年电影票房保持高增长的主逻辑。其中 2018 年 1 季度三四五线城市占比份额达到 47%, 环比和同比均有较大幅度的提升, 三四五线城市票房增速远超总票房增速, 1 季度三四五线城市票房整体增速超过 55%。

图表 17: 2017 年各线城市及全国票房增速对比



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

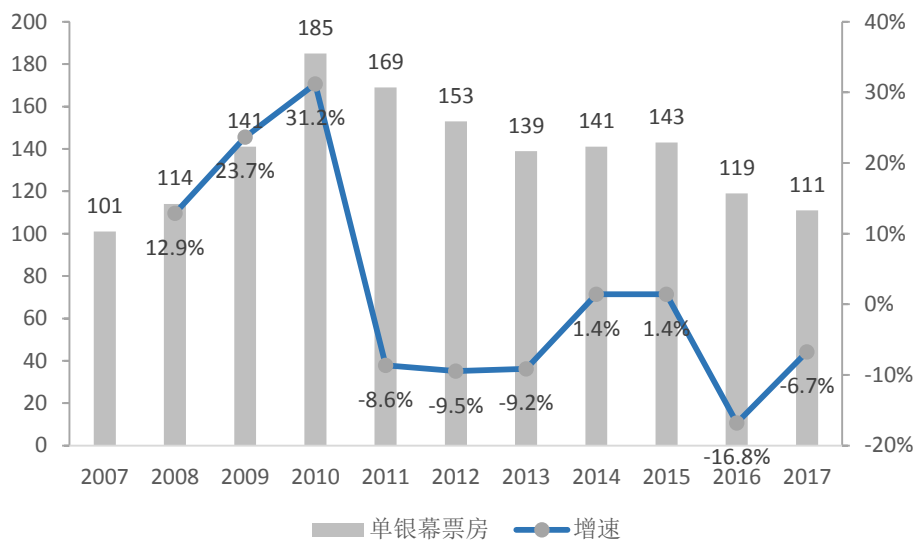
图表 18: 2015-2017 年各线城市票房贡献率对比



资料来源: 猫眼专业版, 东吴证券研究所

我们预计 2018 年将首次出现票房增速超过银幕数增速并将持续, 行业拐点已现, 中长期来看影院的经营效率提升之路有望开启新的征程, 单银幕票房将显著回暖, 院线毛利率有望止跌回升。

图表 19：2010-2017 年国内单银幕票房及增速



资料来源：猫眼数据专业版，东吴证券研究所

2.2. 头部影投公司扩张加速，行业集中仍是未来大趋势

对标北美院线发展：从独立到垄断，从垄断到寡头

北美电影市场历史悠久，且已经形成较为成熟的体系，因此研究北美院线的发展历程，对我国院线未来的发展方向有一定的借鉴与预测作用，北美院线的发展历程可以分为四个阶段：

1) 镍币影院时期

最早的镍币影院建立于 1905 年，入场费只要五分钱，低廉的票价受到贫困阶层的追捧，并且推动镍币影院快速扩张，至 1908 年，美国就已经有 8000 至 10000 家相同形式的放映厅，镍币影院作为院线的雏形，为后期多家好莱坞影视公司的发展奠定了基础。

2) 电影宫殿时期

电影宫殿时期开始于 20 世纪 10 年代，不同于镍币影院时期，这个阶段的影院以场地豪华、票价高昂为主要特征，1926 年制片商拉斯基公司通过收购的方式与中央公园影院联手，成立了世界上第一家全国连锁院线，随后美国院线进入垄断化，并于 20 世纪 40 年代形成“五大制片商”垄断电影放映市场的格局。

3) 多厅影院时期

1948 年派拉蒙法案出台，垂直化经营的好莱坞大公司被拆分，同时购物中心的增加为外来院线的发展创造机会，1963 年 AMC 前身德沃德公司建立第一座两厅影院，多厅影院开始逐步成为市场主流。

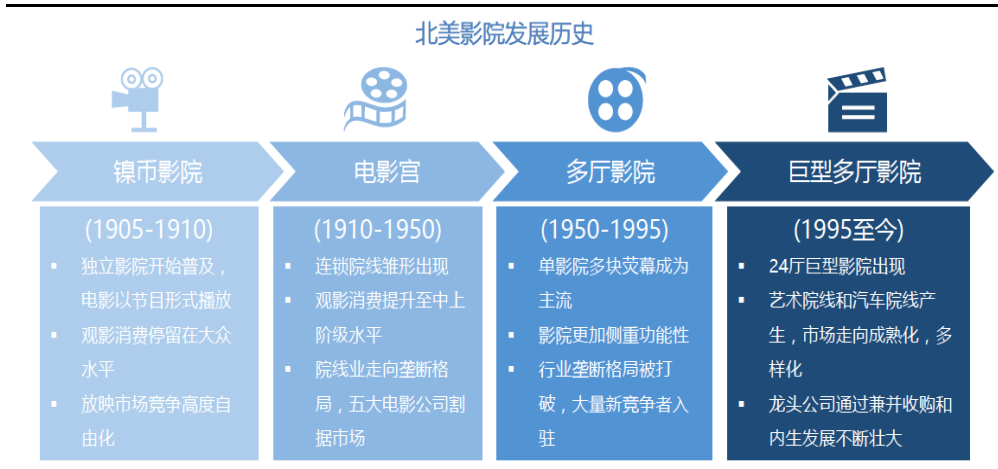
4) 巨型多厅影院时期

1995 年 AMC 建立首家巨型多厅影院，随后电影市场加快收购兼并步伐，诞生了如 Regal、AMC、Cinemar 等大型院线，同时，随着放映厅的增加，艺术电影成为电影市场中重要的一部分，Regal、AMC 等院线都设有专门放映艺术电影的艺术厅，1974 年 Landmark 艺术院线成立。

总的来说，北美院线的竞争格局，经历了从镍币影院时期的高度自由化，到电影宫殿时期派拉蒙、洛伊（米高梅）、华纳、二十世纪福克斯和雷电华五家电影公司对美国放映市场

的绝对垄断，再到多厅影院时期好莱坞大公司垂直整合体系被打破，外来院线开始进入，最后逐步形成以 AMC、Regal、Cinemark、Cineplex 等大型院系为核心，加上若干小院线的寡头垄断市场。

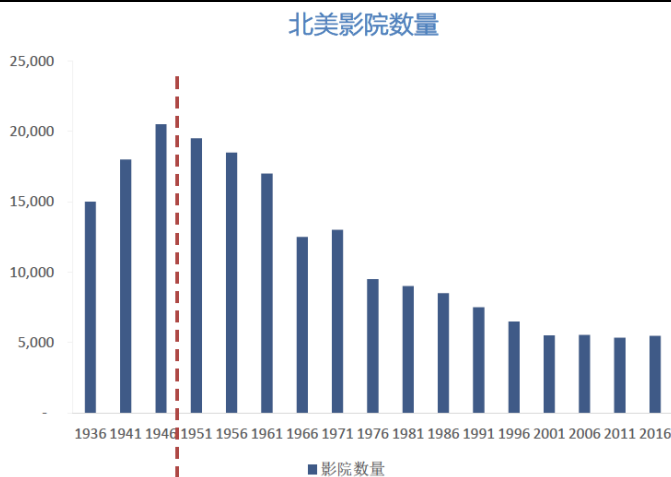
图表 20: 北美电影发展史



资料来源: 《好莱坞电影: 美国电影工业发展史》

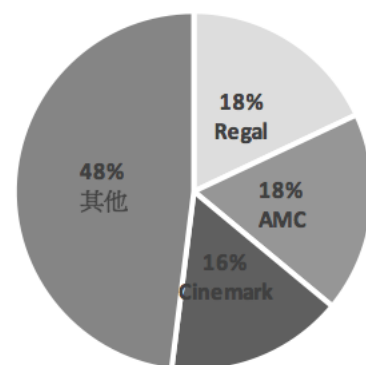
参考北美影院的发展历程，经历过快速扩张的院线市场终将进入整合洗牌阶段。1946 年以前全美约有超过 2 万家影院，座位数超过 1 千万个；格局处于垄断模式，几大制片厂拥有其中的 22%，超过一半的影院座位数不足 500 个，绝大部分为独立制片商拥有和经营的，1946 年之后，行业进入整合洗牌期，影院数量快速缩减，直至近 10 年维持在不足 6000 家的水平。

图表 21: 1936-2016 年北美影院数量



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

图表 22: 2016 年北美影院格局



资料来源: NATO, 东吴证券研究所

在洗牌整合阶段，并购事件频繁发生，形成了“三大院线+若干小院线”的寡头垄断阶。从 19 世纪 90 年代开始，院线公司经历了大量并购，直至 16 年 AMC 仍然斥资 12 亿美元并购美国第四大院线 Carmike，至 2016 年美国三大院线 Regal、AMC、Cinemark 合计占有票房份额超过 55%，在 AMC 完成并购后在美国 45 个州拥有超过 600 家影院，将成为美国乃至世界最大的电影院线。

图表 23: 北美院线重大并购事件

时间	收购方	标的资产	备注
20 世纪 90 年代中	Regal Cinemas	Cobb Theaters 等几家小型院线	收购小型院线是自建多厅影院的补充
1998 年	Regal Cinemas	Act III Theaters	实现控制美国中型城市及周边市场
2002 年	AMC	General 院线	-
2006 年	AMC	Loews Cineplex Entertainment	两家公司实现合并
2006 年	Carmike	GKC Theatre	-
2008 年 5 月	Regal 娱乐集团	Consolidated Theatres	是 Regal 历史上最大的并购案
2012 年 5 月	万达集团	AMC	中国民营院线公司在美国最大的并购
2016 年 3 月	AMC	Carmike	两者联合成为全球最大的电影连锁院线

资料来源: MPAA, 东吴证券研究所

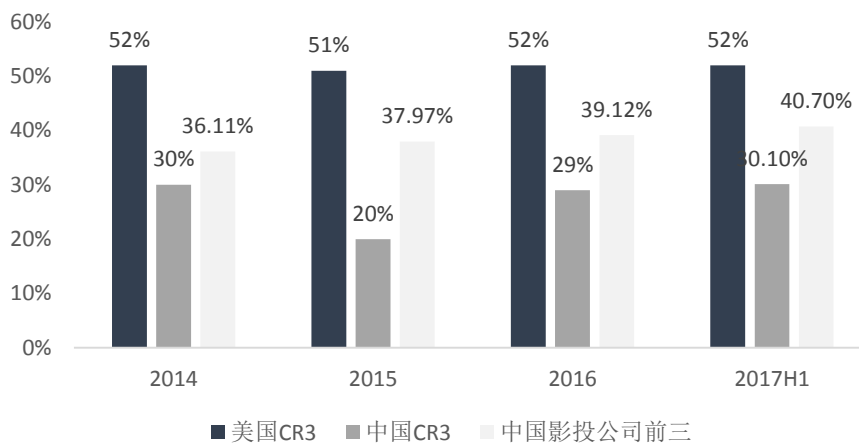
看国内: 目前集中度较低, 仍处扩张期, 头部影投加速自建影院, 对标北美, 行业集中仍是未来大趋势

与美国相比, 我国院线集中度远远偏低, 截止到 2017 年 H1, 美国前 3 家院线份额占比达到 52%, 且在 2014-2017H1 这一阶段保持稳定, 我国前 3 家院线份额在 2017H1 占比只有 30%, 且在 2014-2017H1 这一阶段波动较大, 证明了我国目前仍处于影院的扩张阶段, 前三份额并不稳定。

从影投公司的市场份额来看, 2014-2017 年 H1, 全国排名前五的影投公司市场占有率从 36% 上升至 41%, 影投公司的市占率变化表明我国院线以及影投行业集中度正在提升, 未来规模庞大的影投公司有望加速行业整合, 而统一管理、统一经营商业模式也将成为主流。

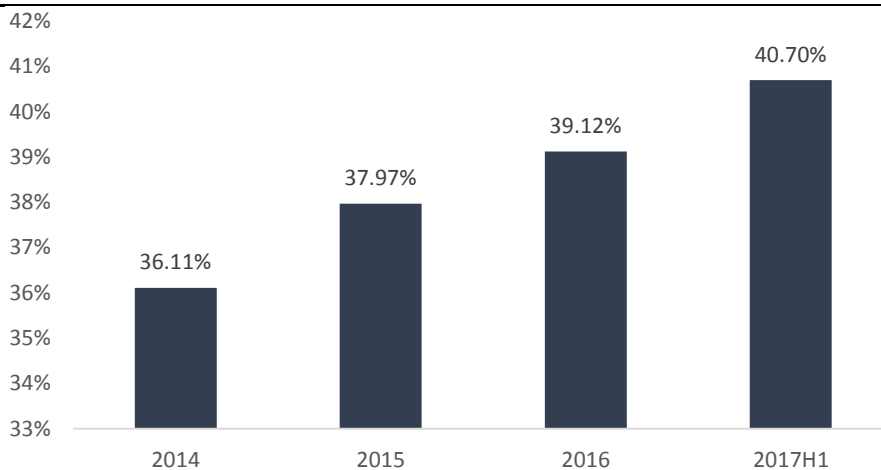
目前中国院线市场集中度提升缓慢的一个主要原因是加盟模式仍然存在, 预计未来和国外院线经营模式相同的自建式将成为主流, 龙头院线通过自建模式对资产的控制程度提升, 助力品牌扩张和整合, 自建影院由院线直接投资建设, 能够保持统一品牌、统一管理。我们认为在新一轮行业整合进程中, 以自建式为主的院线公司能凭借对旗下影院的强有力的资产和排片控制, 加速跨区域扩张, 以连锁模式扩大经营规模, 逐渐积累成为行业龙头的优势。

图表 24: 中美院线、影投公司前三市场集中度对比



资料来源: 艺恩咨询, MPAA, 横店招股说明书 东吴证券研究所

图表 25: 前五大影投公司市占率变化



资料来源: 横店招股说明书, 东吴证券研究所

图表 26: 国内主要院线自建影院数量和加盟影院数量

院线	自建模式(家)	加盟模式(家)
万达电影	516	0
横店影视	266	74
上海电影	40	444
幸福蓝海	68	169
金逸影视	151	192
中国电影	109(控股)	1550

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.3. 资本、品牌、资源以及非票收入发展有望成为行业集中阶段核心优势

资本、品牌、资源助力公司提前卡位、布局, 有望成为行业阶段龙头公司核心优势。国内龙头院线往往具有较为强大的股东背景, 首先, 龙头院线借助资本、品牌、资源优势将拥有更强的上下游议价的能力, 能够提高各收入的分成比例, 降低运营成本, 做到开源节流; 其次,

凭借雄厚的资金实力，龙头院线渠道布局更为广阔，从2017年上半年数据来看龙头院线的银幕数量都显著增长，银幕占比也都进一步上升，此外，以万达院线为代表的龙头院线注重观影体验的升级，通过引入一流放映设备、开设IMAX影厅、亲子影厅等，满足观众日益提升的观影与审美需求，另一方面，资源优势有利于产业链的纵向整合，形成电影生态闭环。

图表 27: 院线龙头渠道布局

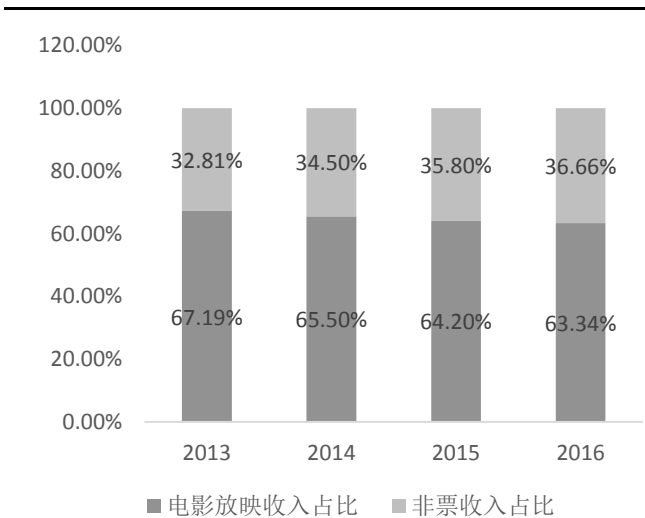
院线龙头全渠道布局			
	制片	发行	院线
	<ul style="list-style-type: none"> 万达集团具有优质影片制作能力 	<ul style="list-style-type: none"> 联合大地时代电影发行、广州金逸影视传媒、横店电影院线共同投资的五洲发行 	<ul style="list-style-type: none"> 院线龙头，市占率第一 截止2017年5月31日，拥有已开业影院418家，3,670块银幕 博纳旗下影院加盟万达
	<ul style="list-style-type: none"> 老牌制片公司，2013-2015年共有18部影片票房过亿 拥有约53万平方米的数字基地和4万多平方米的影视拍摄外景地 	<ul style="list-style-type: none"> 国内两家具进口片发行资质的公司之一 积极进行国产片发行，发行电影票房占比超过50% 	<ul style="list-style-type: none"> 拥有3条控股院线4条参股院线，102家控股影院和13家参股影院，占全国城市影院总量的28.90% 自有影院超过99家
	<ul style="list-style-type: none"> 上海电影集团具有强大的制作能力 	<ul style="list-style-type: none"> 联合浙江时代院线、江苏幸福蓝海院线、四川省电影公司、河南奥斯卡电影院线成立四海发行 	<ul style="list-style-type: none"> 前三大院线，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

资料来源：艺恩咨询，东吴证券研究所

非票收入弹性较大，毛利较高，有望成为行业阶段龙头公司核心优势。AMC作为北美第一大院线，非票收入是其营业收入中重要的一部分，并且在收入中占比不断加大，2016年底AMC非票收入的比重达到了36.66%，其中以食品、饮料为代表的卖品收入是非票收入最为主要的组成部分，2016年AMC的卖品收入为102亿元，在非票收入中的占比接近50%，同时，2014、2015年AMC的卖品收入也保持45%以上的较高比例。

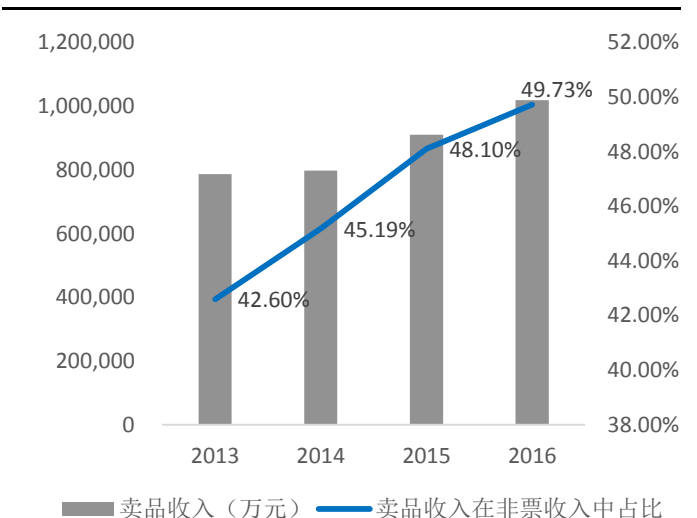
与电影放映收入相比，卖品业务收入具有较高的毛利率，而卖品业务作为AMC重要的收入来源，也促使AMC的综合毛利率保持在60%以上。2013至2016年，AMC卖品收入的毛利率分别高达86.36%、85.96%、85.87%、86.05%，而电影放映业务收入的毛利率却都在48%以下，两项业务的毛利率差距较为明显，相对主营业务来说，卖品收入在推动院线毛利率上升中扮演更为重要的角色。

图表 28: 2013-2016年AMC非票收入占比情况



资料来源：wind，东吴证券研究所

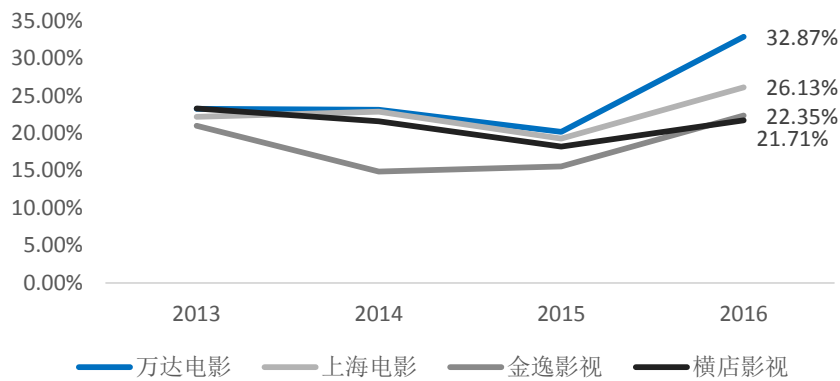
图表 29: 2013-2016年AMC卖品收入及占比



资料来源：wind，东吴证券研究所

非票业务成本低、毛利率高的优势，不仅将带动院线毛利率总体的上升，在票房增速逐步放缓的情形下，非票收入比重的提升也将促进院线收入向多元化发展，增强对电影行业波动性的抵抗能力。因此，结合我国院线当前现状，我们认为非票收入将是未来重要的增长点，而非票收入是院线应对行业整合期的核心优势之一。

图表 30: 2013-2016 年部分院线上市公司非票收入占比



资料来源: wind, 东吴证券研究所

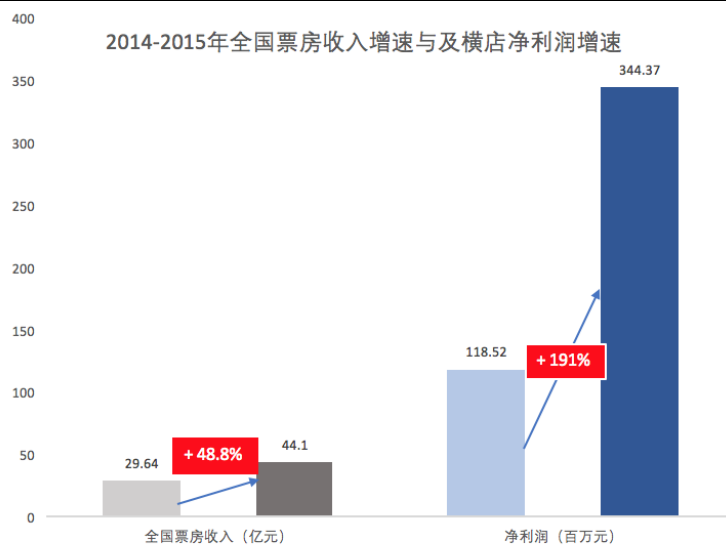
3. 公司层面：短期一季报业绩有望超预期，长期看好三大核心优势

3.1. 单银幕票房回升显著拉动业绩增长，一季报业绩有望超预期

回顾 2014-2015 年的公司业绩，2015 年全国票房增速为 49%，同年公司净利润增速高达 191%，净利润增速超票房近 3 倍增长，票房到利润的转化效率惊人，净利润爆发的潜力在于营业成本相对固定的前提下，超过影院盈亏平衡点的票房收入大部分即为影院毛利，单银幕票房增长对利润的拉动潜力巨大，近三年，公司扩张速度较快，考虑到，新增影院开业当年利润多为亏损，影院培育期基本为 1-2 年，随着公司大量新建影院度过培育期，未来利润潜力有望释放。

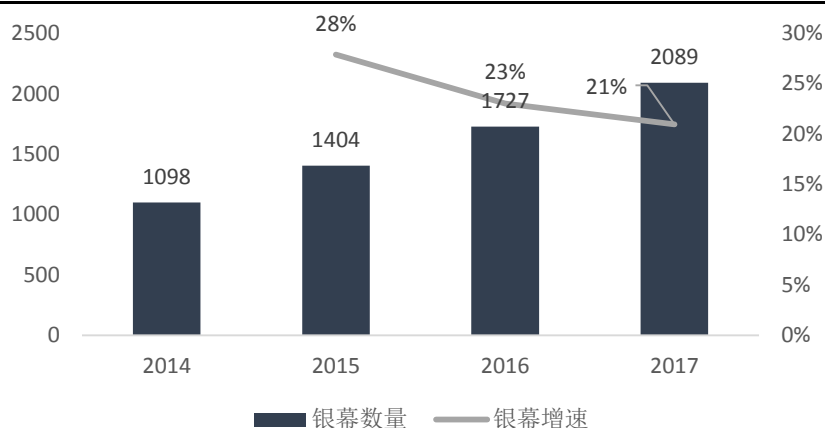
2018 年 1 季度，票房回暖的趋势持续，整体票房增速达到 40%，公司影投票房收入增速约为 37%，远超 17 年公司银幕增速，我们认为公司影投收入超过银幕增速的情况下，单银幕票房提高，毛利率有望实现止跌回升，业绩增速有望超过公司营收增速，一季度业绩有望超预期。

图表 31: 2014-2015 年全国票房及横店影视净利润



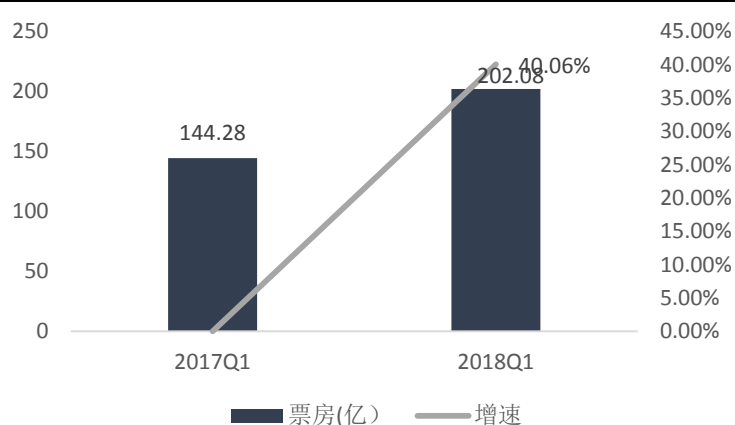
资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 32: 2014-2017 年横店影视银幕数量及增速



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 33: 2017、2018 年一季度票房及增速



资料来源: 猫眼, 东吴证券研究所

3.2. 长期看三大优势助力公司业绩业绩释放

三四五线城市率先布局，卡位优势明显。2015年以来，各大院线开始大规模布局三四线城市，通过跑马圈地提升影院数量，截止至2017年，横店影视在三四线城市的影院数量占总数的52%，占比处于行业前列，整体自建影院数量也升至全国前三位，结合公司的影院布局经验、模式以及规划，三四线城市有望率先实现卡位，享三四五线城市消费升级带动下票房持续高增长的红利。

在具体影院建设方面，公司的影院建设力度持续加强，2016年建设完成42家，2017年建设完成82家，2018年计划建设完成76家，2019年计划10家，计划项目建成后，将新增座位数190,731个，银幕数1,331块，计划新增影院集中覆盖的省份包括四川、河南、安徽、云南、贵州等拥有大量三四线城市的省份。

图表 34: 2017 年横店影视各城市票房占比

横店影视 2017 年	票房 (亿元)	占比
一二线城市	9.8	42.50%
三四线城市	13.3	57.50%

资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 35: 2017 年各大院线影院布局

横店院线	影院数	占比	票房 (亿元)	占比	三四线影院数量
一线城市	12	6%	1.29	6%	52%
二线城市	92	42%	8.5	39%	
三线城市	77	35%	3.59	17%	
四线城市	37	17%	9.67	19%	
万达院线	影院数	占比	票房 (亿元)	占比	三四线影院数量
一线城市	41	9%	7.37	11%	49%
二线城市	202	43%	34.73	51%	
三线城市	108	23%	12.79	19%	
四线城市	122	26%	13.84	20%	
上海电影	影院数	占比	票房 (亿元)	占比	三四线影院数量
一线城市	120	26%	16.77	40%	35%
二线城市	184	40%	16.71	40%	
三线城市	87	19%	4.95	12%	
四线城市	74	16%	3.84	9%	
大地院线	影院数	占比	票房 (亿元)	占比	三四线影院数量
一线城市	37	13%	3.5	14%	49%
二线城市	104	37%	6.8	28%	
三线城市	79	28%	4.4	18%	
四线城市	58	21%	9.5	39%	
幸福蓝海	影院数	占比	票房 (亿元)	占比	三四线影院数量
一线城市	15	7%	1.97	12%	51%
二线城市	97	43%	8.41	49%	
三线城市	79	35%	4.47	26%	
四线城市	37	16%	2.24	13%	
金逸影视	影院数	占比	票房 (亿元)	占比	三四线影院数量
一线城市	63	19%	8.86	31%	46%
二线城市	118	35%	11.41	40%	
三线城市	75	22%	4.24	15%	
四线城市	78	23%	3.98	14%	
中影投资	影院数	占比	票房 (亿元)	占比	三四线影院数量
一线城市	283	16%	32.46	28%	54%
二线城市	527	30%	43.69	38%	
三线城市	360	21%	18.16	16%	
四线城市	574	33%	19.84	17%	

资料来源: 猫眼专业版, 东吴证券研究所

图表 36: 2017 年横店影视建设计划

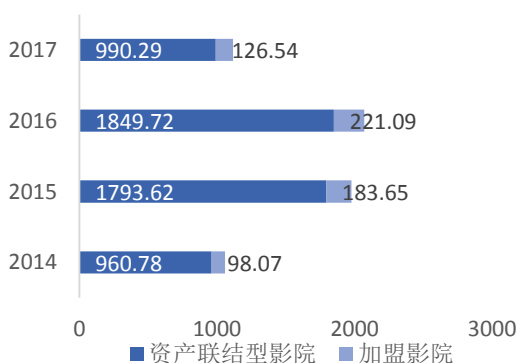
省份	承租房屋数量	总面积 (㎡)	省份	承租房屋数量	总面积 (㎡)
四川	29	82,044	内蒙古	4	13,890
河南	18	50,490	黑龙江	5	12,320
安徽	15	44,601	重庆	4	11,426
云南	16	43,709	天津	4	10,799
贵州	15	39,492	甘肃	3	9,541
浙江	13	38,122	上海	2	7,474
湖北	11	33,613	吉林	2	7,344
江苏	10	30,677	山西	3	7,258
辽宁	11	30,031	福建	2	6,311
湖南	8	24,693	宁夏	2	5,729
山东	9	23,933	陕西	2	5,085
河北	7	19,744	海南	1	4,883
江西	7	18,128	广西	1	4,800
广东	5	14,643	北京	1	4,226
合计	210	605,006			

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

自建式影院占比多, 协同管理优势及品牌优势明显。目前对于影院运营主要有自建型和加盟型两种模式, 两者的主要区别在于: 自建型即由公司与地产商签订长期租赁合同租赁物业, 对影院进行装修并全部自主运营, 实现统一品牌、统一建设、统一管理和指导排片; 加盟式影院和院线没有资产从属关系, 不接受统一管理, 只能实现统一拍片。加盟式影院前期投资压力小, 能够在影院数量上占据优势, 但我们认为未来院线运营的主流应当是自建式, 也就是目前北美院线普遍采取的模式, 长期来看自建影院协同管理优势及品牌优势将逐渐显现, 另外自建型影院也能通过发展卖品业务、广告业务、衍生品业务等为影院带来更多元化的收入,

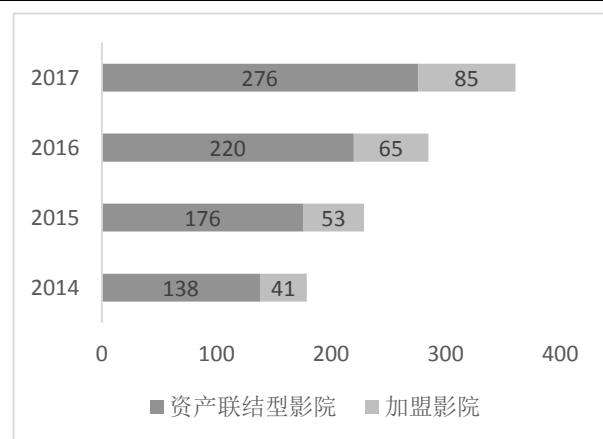
公司旗下影院以资产联结型为主, 加盟影院为辅, 多数加盟影院为三四线城市县级影院, 单个影院规模偏小, 2016 年年度票房收入在 500 万元以下的影院中, 加盟影院占比高达 77%, 相比之下票房收入 1500 万元以上基本上全部为资产联结型影院, 一共 30 家左右, 总体来看, 资产联结型影院比加盟影院有更高的上座率, 资产联结型影院的数量有利于整体营业收入的进一步提升, 截止到 2017 年公司自建型影院达到 266 家, 处于行业前列。

图表 37: 横店影视两种类型影院票房收入



资料来源: 招股书, 东吴证券研究所

图表 38: 横店影视两种类型影院数量



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 39: 横店旗下两种影院综合比较

影院类型	2014	2015	2016	2017
	票房收入 (占比)			
资产联结型影院	90.7%	90.7%	89.3%	88.7%
加盟影院	9.3%	9.3%	10.7%	11.3%
影院数量 (占比)				
资产联结型影院	77.1%	76.9%	77.2%	76.5%
加盟影院	22.9%	23.1%	22.8%	23.5%
屏幕数量				
资产联结型影院	905	1149	1412	1561
加盟影院	193	255	315	331
上座率				
资产联结型影院	15.19%	19.11%	15.18%	13.82%
加盟影院	9.75%	11.85%	11.72%	11.81%
营业收入				
资产联结型影院	1116.5	2033.6	2104.3	1126.64
加盟影院	3.11	5.66	4.91	2.56

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

非票收入弹性大, 多元化消费前景广阔。

我们认为观影具有强社交属性, 观影场景鲜明, 院线公司有望通过合作或利用自由资源, 广泛挖掘观影场景中的机会, 观影人群的行为模式和需求都是规律而“场景化”的, 观影前, 观众大多在影院周边餐饮消费; 散场后, 在商场周边娱乐、闲逛或者有打车需求也很常见。经调查, 观众最关注的配套设施是餐饮服务、购物商场和大型超市, 在线购票观众中 79% 的人会同时进行餐饮消费。特色影院频频出现, 多个院线纷纷在各代表性地区建设特色影院, 以云端观影、汽车影院、优美的环境等特色形成标志, 凭借各自的特色吸引观众, 深挖个性化需求。

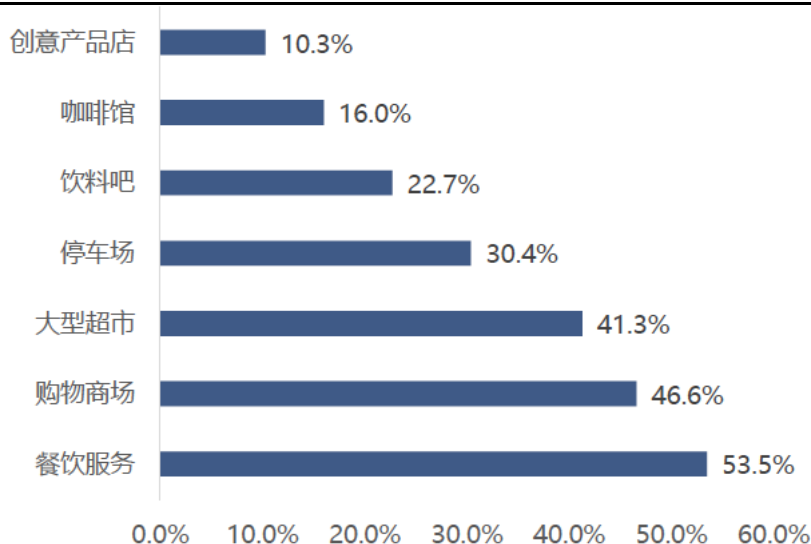
2017 年公司非票业务总收入 4.03 亿元, 毛利率达到 63%, 处于行业前列, 由于卖品业务收入均来自于自营式影院, 随着自营式影院的增加, 未来此类型影院的大幅增加将带动这部分业务的增长。另外公司逐渐布局高端场景消费, 2017 年 8 月, 横店影视旗下的纷腾 finetime 电影生活馆在杭州开业, 入驻于杭州国大城市广场 7-9 层, 定位高端影城, 提供轻奢服务体验, 影院外有咖啡吧、鸡尾酒吧、中西餐厅等, VIP 影厅的票附送高档矿泉水和小吃筒, 还可以享受送餐服务。电影院内配备 100% 杜比声音响, 沙发座椅等, 影院还将主打明星见面会吸引更多观众, 2017 年分别举办了《前任攻略 3》韩庚见面会, 《天生不对》周渝民见面会, 《情遇曼哈顿》高以翔见面会, 《杀破狼 3》吴樾见面会等。

图表 40: 个性化影院



资料来源：艺恩咨询，东吴证券研究所

图表 41: 影院配套设施关注度



资料来源：艺恩咨询，东吴证券研究所

4. 盈利预测

假设 1: 经过我们对于内容端的分析，结合整体电影市场增速以及行业集中的趋势，再不考虑并购的情况下，假设 2018-2020 电影放映收入增速为 25%、25%、23%；

假设 2: 卖品收入随观影人次变化，预计未来三年内基于三四五线城市观影习惯的养成，观影人次预计稳定增长，预计 2018-2020 年增速 20%、20%、20%；

假设 3: 广告收入为公司增长最快的细分业务，在公司银幕持续扩张的态势下，广告收入有望持续保持高速增长，预计 2018-2020 年增速达 40%、30%、25%。

假设 4: 票房增速在 2018 年 1 季度远超市场银幕增速，单银幕票房提升，后续票房增速

预计将有所回落，全年来看，单银幕票房有望实现止跌回升，未来经营效率有望持续提升，我们预计公司毛利率有望未来3年内持续提升。

预计2018-2020年归母净利润为4.19/5.28/6.53亿，EPS为0.93/1.17/1.44元，对应当前股价PE为34/27/22X，考虑到行业拐点已现以及公司的品牌优势、影院扩张速度、业绩高增长性，给予公司18年45X估值，对应目标价位41.85元，对应目标市值为190亿，给予“买入”评级。

考虑可比公司平均25倍的估值水平，我们给予公司18年45X估值依据：1、行业层面改善，毛利率拐点已现，一季度整体票房超预期，我们认为院线整体行业估值有望提升至30倍以上；2、资源、品牌优势，公司依托横店控股，行业资源、品牌优势明显，有望在行业整合期占据主动优势；3、三四五线城市为未来票房收入主要增长点，公司率先实现在三四五线城市布局卡位，我们认为公司未来业绩增速有望持续高于行业增速。

图表 42：行业估值表

可比公司	目前股价（元）	EPS		PE	
		2018E	2019E	2018E	2019E
上海电影	18.72	0.76	0.87	25	22
中国电影	16.86	0.72	0.83	24	20
万达电影	52.04	2.15	3.22	30	24
幸福蓝海	12.28	0.72	0.74	20	17
金逸影视	38.40	1.51	1.74	26	22
行业平均				25	21

资料来源：Wind 盈利一致预测，东吴证券研究所

5. 风险提示

整体票房增速不达预期的风险。观众的偏好具有较大波动性与不确定性，整体电影票房收入可能不达预期，影响公司电影票房板块与衍生品板块业务的增长。

渠道扩张速度不及预期风险。目前院线行业还处于快速扩张期，公司在影院扩张速度上有可能会受到成本过高，毛利率下滑的影响。

资产负债表(百万 元)					利润表(百万 元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,455.4	1,962.0	2,413.7	2,652.0	营业收入	2,517.6	3,147.0	3,833.7	4,620.5
货币资金	323.6	752.7	1,152.3	1,295.2	营业成本	1,913.8	2,526.0	3,055.4	3,645.5
应收和预付款项	232.3	295.4	346.9	426.3	营业税金及附加	117.4	149.8	182.5	220.0
存货	28.4	42.7	43.3	59.4	营业费用	68.9	86.1	107.6	129.1
其他流动资产	871.2	871.2	871.2	871.2	管理费用	55.3	69.1	86.4	103.7
非流动资产	1,591.6	1,384.3	1,359.1	1,923.1	财务费用	7.1	1.7	-8.7	-12.5
长期股权投资	55.0	209.2	400.3	623.5	资产减值损失	0.3	2.1	2.1	2.1
投资性房地产	-	-	-	-	投资收益	18.1	154.2	191.0	223.2
固定资产和在建工程	787.0	703.0	764.1	1,105.2	其他经营损益	44.2	41.0	41.0	41.0
无形资产和开发支出	16.9	16.7	16.5	16.2	营业利润	388.4	466.4	599.4	755.9
其他非流动资产	732.6	455.3	178.2	178.2	营业外净收支	44.2	41.0	41.0	41.0
资产总计	3,047.0	3,346.3	3,772.7	4,575.1	利润总额	433.0	507.4	640.4	796.8
流动负债	861.6	877.9	907.4	1,218.5	所得税	102.1	88.3	112.3	143.4
短期借款	-	-	-	-	净利润	330.5	419.1	528.1	653.4
应付和预收款项	710.5	877.9	907.4	1,218.5	少数股东损益	-	-	-	-
长期借款	28.6	28.6	28.6	28.6	归属母公司股 东净利润	330.5	419.1	528.1	653.4
其他负债	151.1	151.1	151.1	151.1	EBIT	361.9	500.2	620.6	770.9
负债合计	1,073.4	1,057.6	1,087.1	1,398.2	EBITDA	611.38	909.4	1,034.8	928.0
股本	453.0	453.0	453.0	453.0					
资本公积	755.0	755.0	755.0	755.0	重要财务与估 值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
留存收益	765.6	1,080.7	1,477.7	1,968.9	每股收益(元)	0.73	0.93	1.17	1.44
归属母公司股东权益	1,973.6	2,288.7	2,685.7	3,176.9	每股净资产 (元)	4.36	5.05	5.93	7.01
少数股东权益	-	-	-	-	发行在外股份 (百万股)	453.0	453.0	453.0	453.0
股东权益合计	1,973.6	2,288.7	2,685.7	3,176.9	ROIC(%)	25.9%	19.2%	30.2%	37.7%
负债和股东权益合计	3,047.0	3,346.3	3,772.7	4,575.1	ROE(%)	16.3%	18.3%	19.7%	20.6%
					毛利率(%)	24.0%	19.7%	20.3%	21.1%
					EBIT Margin(%)	16.8%	15.9%	16.2%	16.7%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	12.8%	13.3%	13.8%	14.1%
经营性现金净流量	611.7	832.3	680.2	748.5	资产负债率(%)	22.5%	31.6%	28.8%	30.6%
投资性现金净流量	-1,090.5	-19.3	-169.3	-469.3	收入增长率(%)	10.4%	25.0%	21.8%	20.5%
筹资性现金净流量	665.9	-96.8	-111.3	-136.3	净利润增长率 (%)	-7.2%	30.0%	26.0%	23.7%
现金流量净额	187.1	716.2	399.6	142.9	P/E	43.5	34.3	27.2	22.0
折旧与摊销	249.5	409.2	414.2	157.1	P/B	7.3	6.3	5.4	4.5
资本支出	424.2	50.0	200.0	500.0	EV/EBITDA	21.4	15.0	12.8	14.2
经营营运资本增加	571.0	-187.7	29.5	-207.8					

数据来源: 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:

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。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>

