

## 金逸影视 (002905)

公司研究/深度报告

# 电影产业复苏利好院线，非票业务值得期待

## ——金逸影视 (002905) 深度报告

深度研究报告/传媒互联网产业

2018 年 05 月 22 日

### 报告摘要:

#### ● 国内排名前七的院线放映及发行方，2017年票房市占率5%，先发优势明显

1、公司是国内排名前列的院线放映及发行方，通过在中国各级城市进行电影院投资经营管理盈利。公司 2004 年成立，2017 年 10 月上市；2017 年实现票房 28.19 亿元，全国排名第七。

2、作为国内首批进入影院投资运营的民营企业，公司在影院布局方面具有先发优势，直营影院效率较高。公司半数以上影院分布在副省级以上城市，受众消费力较强。2017 年，公司实现放映收入 16.57 亿元，全国影投公司排名第五；公司直营影城单影城产出 1102.52 万，高于全国平均水平近 50%；据我们测算，同期横店影视单影城产出为 725.71 万，万达电影为 1614.92 万。

#### ● 2018年两大看点：直营扩张加速，非票业务继续发力

1、公司正加速自有影院建设，未来直营比重及市场份额将进一步提升。(1) 截至 2017 年末，公司已开业影院 341 家，其中直营影院 149 家，直营影院占比达到 44%。截至 2017 年公司有 10 家影院建设进度超 90%，同时计划 2018 年拓展 40-50 家影院。(2) 高端影院建设方面，公司计划 2018 年建设杜比全景声巨幕厅 42 个，IMAX 影厅 22 个，THX 影厅 2 个，MX4D9 个，强化自身差异化竞争优势。(3) 选址方面，公司将在加大三、四线市场拓展的同时，关注一、二线城市商圈变动新机会，已正式签订租赁协议或意向书的影院投资项目近百家。

2、近四年非票收入复合增速近 15%，2018 年有望继续发力。(1) 公司有影院放映、影院发行、卖品及广告服务四项业务；后两项统称为非票业务。2014-2017 年，公司非票房收入单银幕产出复合增速 14.78%，仅次于万达影院。(2) 2017 年公司单影院广告服务收入为 200.28 万元，同比增长超 100%，增速行业第一。2018 年，继续看好售卖模式改革及影院规模扩张带来的非票业务增长。

#### ● 盈利预测与投资建议

根据 2018 年一季报，公司 2018 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润变动区间为 8000 万-1.2 亿元。我们预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 1.45 元、1.66 元和 1.89 元，当前股价对应的 PE 分别为 27X、23X 和 20X，给予“谨慎推荐”评级。

#### ● 风险提示

1、新建影院盈利进度低于预期；2、扩张加速带来成本费用提升较快；3、电影市场票房增速低于预期。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2191.01	2432.62	2733.84	3084.74
增长率 (%)	1.64%	11.03%	12.38%	12.84%
归属母公司股东净利润 (百万元)	211.53	243.35	278.57	318.27
增长率 (%)	8.21%	15.04%	14.47%	14.25%
每股收益 (元)	1.26	1.45	1.66	1.89
PE (现价)	30.51	26.52	23.16	20.28
PB	3.42	3.09	2.72	2.40

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 谨慎推荐

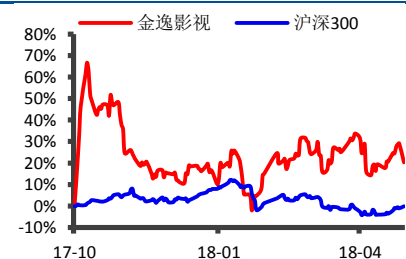
维持评级

当前价格：36.98 元

#### 交易数据 2018-5-21

收盘价 (元)	38.41
近 12 个月最高/最低 (元)	25.18/53.52
总股本 (亿股)	1.68
流通股本 (亿股)	0.42
流通股比例 (%)	25
总市值 (亿元)	61.91
流通市值 (亿元)	15.48

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

#### 分析师：胡琛

执业证号：S0100513070016  
电话：(8610)85127645  
邮箱：huchen\_yjs@mszq.com

#### 分析师：史家欢

执业证号：S0100517110004  
电话：(8621)60876719  
邮箱：shijiahuan@mszq.com

#### 相关研究

1. 金逸影视 (002905) 2018 年一季度季报点评：业绩增速达 153%，公司 2018 年业绩增长稳定.20180423
2. 金逸影视 (002905) 2017 年年报点评：营收归母净利增长率转正，18 年业绩增长可期.20180416

## 目录

一、国内首批影院投资运营民营企业，2017 年票房排第七.....	3
(一) 大股东地产背景助力公司发展.....	3
(二) 过往八年业绩复合增速 22%.....	4
(三) 电影放映收入占比超 75%，非票业务贡献度不断提升.....	5
(四) 扩张加速，费用率近年有所上涨.....	9
二、国内电影趋势向好，一流院线长期受益.....	11
(一) 2018Q1 国内电影票房 202 亿，夺全球市场冠军.....	11
(二) 近三年国内影院扩张略有放缓，单银幕产出继续下滑至 103 万.....	12
(三) 三四五线票房份额逐年递增，2017 年合计贡献四成票房.....	14
三、公司看点：扩张有望加速，非票业务发力.....	19
(一) 公司一二线影城布局具备先发优势.....	19
(二) 公司自有影院九年复合增速 38%，高于全国同期 23%.....	23
(三) 2017 年单影城产出为 1102.52 万，高于全国平均水平 598.5 万元近 50%.....	24
(四) 非票房收入增长潜力大，映前广告有望成业绩增长点.....	25
四、盈利预测与投资建议.....	29
五、风险提示.....	30
插图目录.....	32
表格目录.....	33

## 一、国内首批影院投资运营民营企业，2017 年票房排第七

广州金逸影视传媒股份有限公司成立于 2004 年，2017 年 10 月上市，股票代码 002905。2017 年公司实现院线票房 28.19 亿元，位居全国第 7 位；实现放映收入 16.57 亿元，位居全国影投公司第 5 位。公司致力于在中国各级城市进行电影院投资经营管理，截至 2017 年年底公司拥有 341 家影院，其中自有影院 149 家，占比达到 44%，经营区域跨北京、上海、广州等 50 余个城市。

### （一）大股东地产背景助力公司发展

#### 1、2008-2017 年，公司院线票房复合增长率 29.45%

2008-2017 年，金逸院线的票房从 2.76 亿元增长至 28.19 元，九年复合增长率 29.45%，与市场同期平均复合增长率 31.44% 基本持平。期间，公司院线在全国城市院线排名中持续稳定在第五至第七位之间。

表 1：公司设立过程

时点	事件
2004 年	嘉裕房地产和广州市演出公司共同出资建立金逸有限公司
2006 年-2007 年	金逸有限公司完成两次增资，注册资本为 1 亿元
2007 年	嘉裕房地产将金逸有限公司的股权转让给李玉珍和李根长
2010 年	金逸有限整体变更为金逸股份
2014 年	公司与万达、大地、横店设立五洲电影发行
2017 年 10 月	金逸影视于深交所上市

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

表 2：2011-2017 年公司票房收入、全国票房份额及排名

时间	票房收入（亿元）	占全国城市票房的份额	全国城市院线排名
2008	2.76	6.36%	第六位
2009	4.39	7.07%	第六位
2010	6.89	6.77%	第六位
2011	8.51	6.49%	第五位
2012	11.75	6.88%	第五位
2013	15.41	7.08%	第六位
2014	20.83	7.07%	第五位
2015	28.84	6.57%	第六位
2016	27.65	6.07%	第七位
2017	28.19	4.23%	第七位

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

#### 2、股权集中度较高，股东房地产背景助力公司主业发展

公司股权 75% 为实际控制人及控股股东持有，集中度较高。公司控股股东及实际控制人为李玉珍和李根长兄妹。根据 wind 数据，截至 2018 年一季报李玉珍女士持有公司 53.72% 股权，李根长先生持有公司 11.76% 股权。第三大股东广州融海投资企业持股 9.52%，融海投资由 11 个合伙人共同出资设立，其中包括董事长、总经理、副总经理及两名董事。

公司实际控制人旗下控股多家房地产，助力公司主业发展。根据招股说明书，公司实际控制人直接或间接控股的企业有：达利高置业、嘉裕房地产集团、嘉盛创富等共 39 家企业，

主要覆盖酒店业、物业、投资及房地产产业。而积累的商业地产开发运营经验，对于影城项目的选址、方案规划、项目评估已形成了独到的评估体系。

表 3: 金逸影视 2018 年一季报十大股东明细

排名	股东	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	李玉珍	-	53.72
2	李根长	-	11.76
3	广州融海投资企业(有限合伙)	-	9.52
4	中国建设银行股份有限公司-博时互联网主题灵活配置混合型证券投资基金	新进	1.07
5	兴业国际信托有限公司-兴享进取景林 1 号证券投资集合资金信托计划	新进	0.69
6	中国工商银行股份有限公司-广发多策略灵活配置混合型证券投资基金	新进	0.54
7	中国建设银行股份有限公司-华宝服务优选混合型证券投资基金	新进	0.46
8	中国工商银行股份有限公司-财通价值动量混合型证券投资基金	新进	0.36
9	中国建设银行股份有限公司-华宝行业精选混合型证券投资基金	新进	0.30
10	太平人寿保险有限公司-分红-个险分红	新进	0.30
	合计	-	78.72

资料来源: wind, 民生证券研究院

## (二) 过往八年业绩复合增速 22%

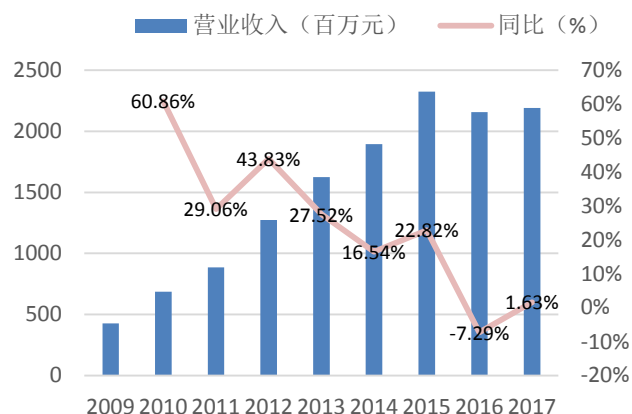
2009 年到 2017 年,公司营业收入与归母净利润八年复合增长率分别为 22.69%和 22.32%。我们将公司的发展划分为 2014 年前后两个阶段:

第一阶段(2009-2013 年),我们将其定位为“快速扩张阶段”,公司每年的营收增速不低于 27%,最高年份达到 61%,同时每年的净利润体量不超过亿元级别。

第二阶段(2014-至今),我们将其定位为“稳步拓展阶段”,公司营收增速放缓到 23%以下。2014 年,受益于市场环境向好,人均观影需求提升等因素提振,净利润规模自 2014 年起迈入亿元以上。经过 2015 年 80%的超高速增长后,2016 年公司业绩增长下滑 21%,主因电影市场票房波动所致。2017 年,公司归母净利润增速回暖至 8%,主要受益于公司影城数量稳增,以及公司非票发展强劲等因素。

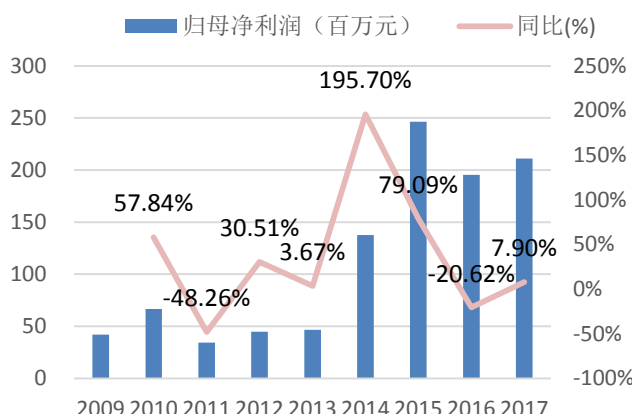
从最新运营数据来看,2017 年,公司票房 28.19 亿,同比增长 1.88%,扭转 2016 年票房同比下降 14.99%的趋势。艺恩数据显示,公司 2018 年一季度自有院线票房达 4.99 亿元,同比增长 12.38%,运营情况逐步好转。

图 1：公司 2009-2017 年营业收入



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：公司 2009-2017 年归母净利润



资料来源：wind，民生证券研究院

### （三）电影放映收入占比超 75%，非票业务贡献度不断提升

#### 1、公司业务分为院线发行、放映业务、卖品和广告服务四大板块

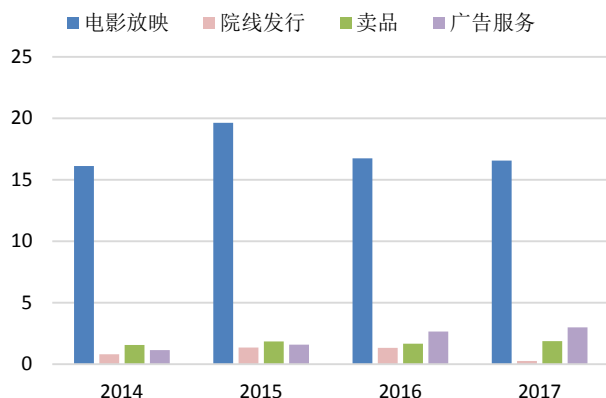
2009 年以来，公司电影放映业务收入占比持续维持在 75% 以上的水平；2014、2015 年一度超 80%。随着影院规模增长同时，影院广告及卖品收入对收入贡献占比逐年上涨。

图 3：金逸影视业务结构图



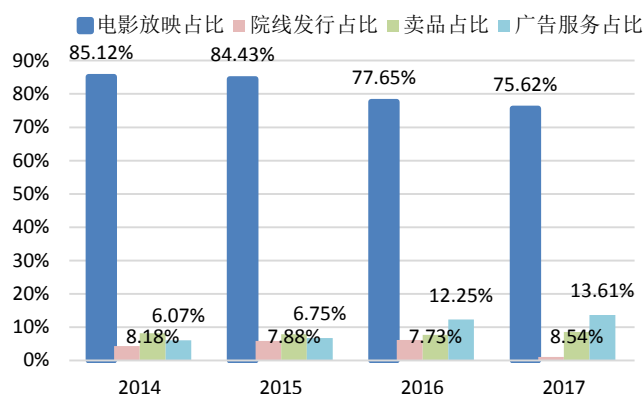
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：公司 2014-2017 年主营业务分拆（单位：亿元）



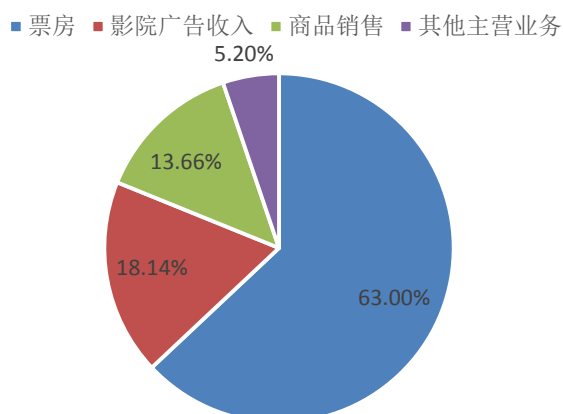
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：公司 2014-2017 年票房及非票房收入占比（%）



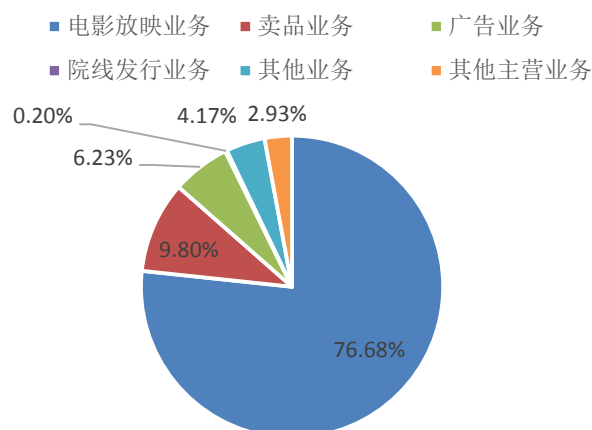
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2017 年万达电影收入占比分析



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2017 年横店影视收入占比分析



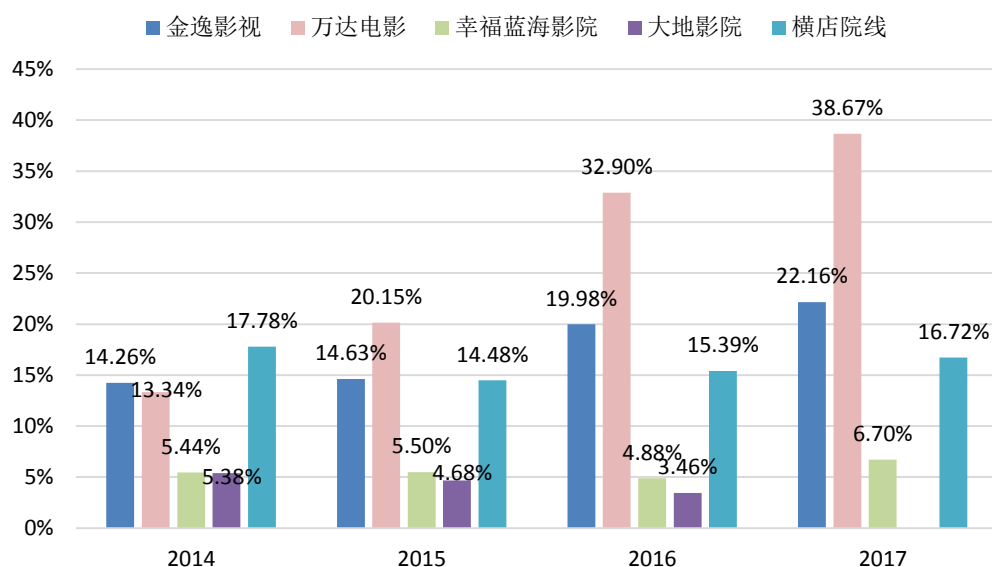
资料来源：wind，民生证券研究院

## 2、非票房收入占比 22%，保持在同业第二的水平

非票房收入分为卖品和广告收入，公司非票房收入占比从 2014 年到 2017 分别为 14.26%、14.63%、19.98% 和 22.16%，稳定保持在同业第二的水平。公司非票房收入单银幕产出 2014-2017 年复合增长率为 14.78%，仅次于万达影院。

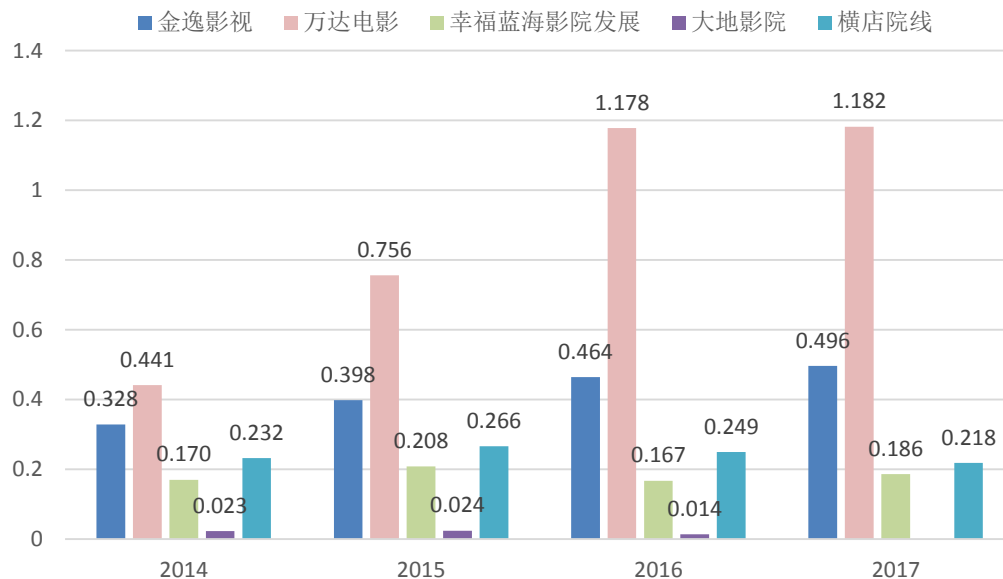


图 8：金逸影视及同业公司非票房收入占总营收比例



资料来源：民生证券研究院整理

图 9：金逸影视及同业公司非票房收入单银幕产出（单位：百万/个银幕）

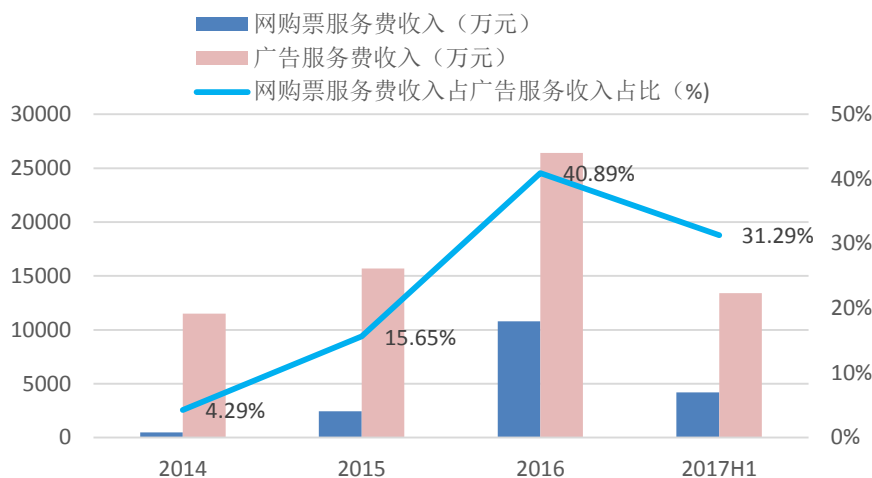


资料来源：民生证券研究院整理

### 3、广告服务的收入占比从 2015 年的 6.75% 提升至 2017 年的 13.61%

公司的广告服务收入主要包括广告收入（含场租收入）、网购票服务费收入、工本费及其他收入。广告服务的收入占比从 2015 年的 6.75% 提升至 2017 年的 13.61%，主要是由于 2015-2016 年网购票服务费收入同比增长 339.84%，公司影院规模扩张等因素所致。

图 10：2014-2017 年上半年网购票服务费占广告服务收入比重



资料来源：wind，民生证券研究院

#### 4、广告毛利贡献度增加到 2017 年 48%，行业领先

公司 2017 年广告毛利率 96.86%，对整体毛利贡献比重为 48.14%。对比万达电影 2017 年影院广告毛利率 67.48%，对整体毛利贡献比重为 23.68%；2017 年横店影视广告业务毛利率 100%，对整体毛利贡献比重为 14.89%。

公司 2018 年成立商品零售中心，新设立卖品超市，在增加种类同时提高购买体验。由于影院行业中电商贡献占比快速提升，公司在完成 APP 及网站系统的升级同时，在线下布局百余台自助取票设备，通过合作电商平台方代向顾客按每张影票收取一定金额的设备服务费，增加新的盈利方式。

表 4：公司及同业公司电影放映、卖品、广告的毛利占比情况比较

项目	公司	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
电影放映毛利占公司整体毛利比重	金逸影视	29.33	6.83	33.06	34.33
	上影股份		7.96	32.22	33.43
	万达电影	23.68	35.57	57.81	44.14
	横店影视	14.89	29.34	48.15	24.88
	时代院线		44.24	54.09	61.12
卖品毛利占公司整体毛利比重	金逸影视	16.83	21.42	21.42	23.78
	上影股份		11.68	11.62	11.23
	万达电影	25.53	22.04	22.98	23.75
	横店影视	30.73	28.81	29.26	41.48
	时代院线		7.85	10.38	10.63
广告毛利占公司整体毛利比重	金逸影视	48.15	47.68	25.21	24.96
	上影股份		26.51	14.82	20.66
	万达电影（广告+场租）	38.14	30.68	13.38	14.06
	横店影视	25.95	18.49	9.87	18.37
	时代院线		17.57	8.07	3.24

资料来源：民生证券研究院整理



注：非票房收入单银幕产出=（卖品+广告收入）/公司自有银幕数

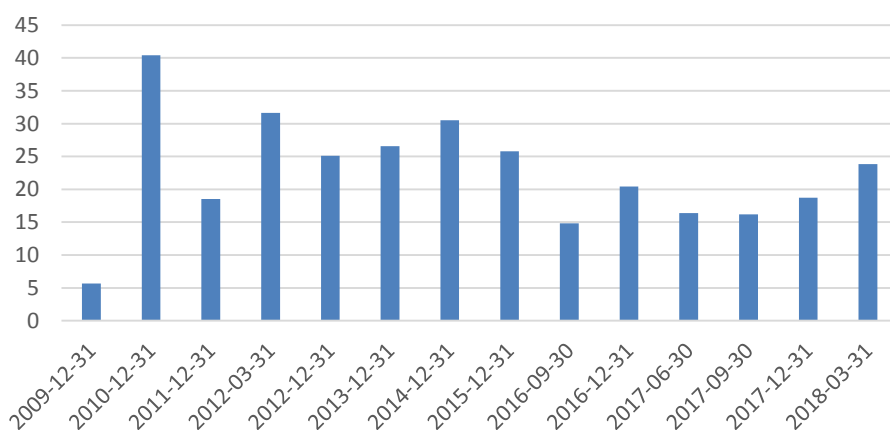
## （四）扩张加速，费用率近年有所上涨

### 1、公司经营活动产生的现金流量净额/营收比重近年来有所下滑

公司经营活动产生的现金流量净额均为正数，经营情况较为健康。（1）公司销售商品、提供劳务收到的现金均超过当期销售收入，主要得益于公司能通过推广会员卡、预售团体票等方式从客户处取得商业信用。（2）2009 年至今，公司经营活动产生的现金流量净额/营收比重大致呈先升后降态势。2015 年年底该指标达到 31%，此后下滑到 2017 年年底的 19%。

2015 年以来公司投资活动加速，主因公司在建影院数量再度提高，导致投资活动现金流净流出再度提高所致。2017 年年底，公司投资活动现金流净额同比下滑 137%。

图 11：2009-2017 年经营活动产生的现金流量净额/营业收入比值变化



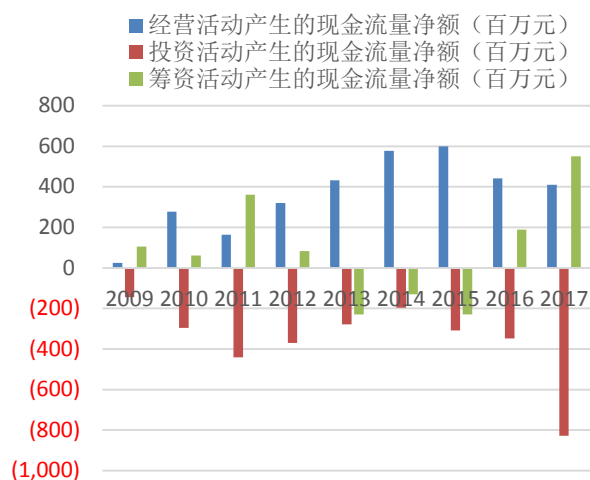
资料来源：wind，民生证券研究院

### 2、2015 年以来公司期间费用率略有提升，与公司扩张策略一致

2012 年公司期间费用率达到相对高点（16.55%），此后下行至 2015 年年底的 11.86%。2015 年起至今，公司期间费用率一路提升至 15.84%，我们分析主要与公司筹备上市、以及近年来重启扩张策略有关。

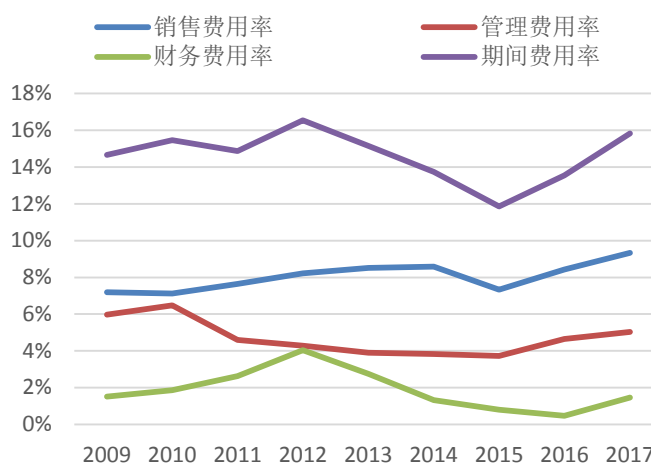
具体来看，三费中增速明显的是销售费用率和管理费用率。2015 年以来，开业影院数量持续增加，影院日常运营所需各项支出上升，叠加公司 IPO 进程，公司销售及管理费用均逐步增长。2017 年，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 9.33%、5.04%、1.47%。

图 12: 2009-2017 年经营、投资及筹资活动净现金流



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 13: 2009-2017 年公司三大费用率情况 (单位: %)



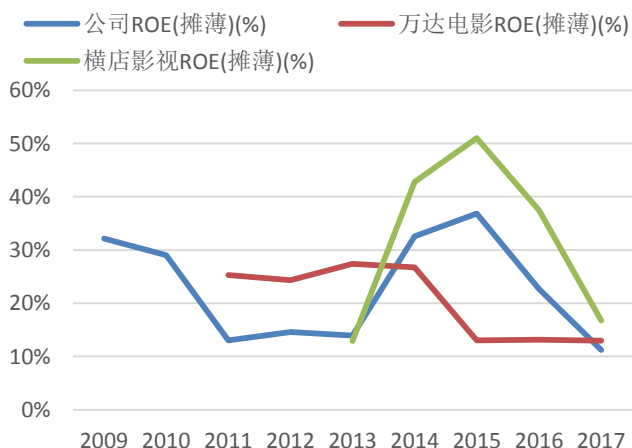
资料来源: wind, 民生证券研究院

### 3、2013 年以来公司销售毛利率稳步提升至 28%，低于万达高于横店

从毛利率数据看，2013 年以来，公司销售毛利率稳步提升，从 22% 提升至 28%，位居万达和横店之间。

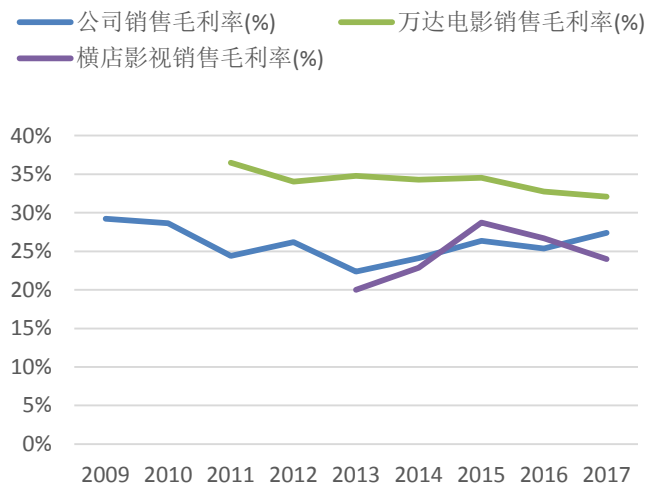
从 ROE 数据看，公司指标略低于横店，高于万达。公司 2017 年 ROE（摊薄）为 11%，同期万达电影为 13%，横店影视为 17%。受 2015 年至 2016 年电影市场增速放缓，院线扩张加速等因素影响，三家公司 ROE 自 2015 年以来均有不同程度下降。

图 14: 公司 2009-2017 年 ROE 变化及与同行对比情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 15: 公司 2009-2017 年毛利率变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

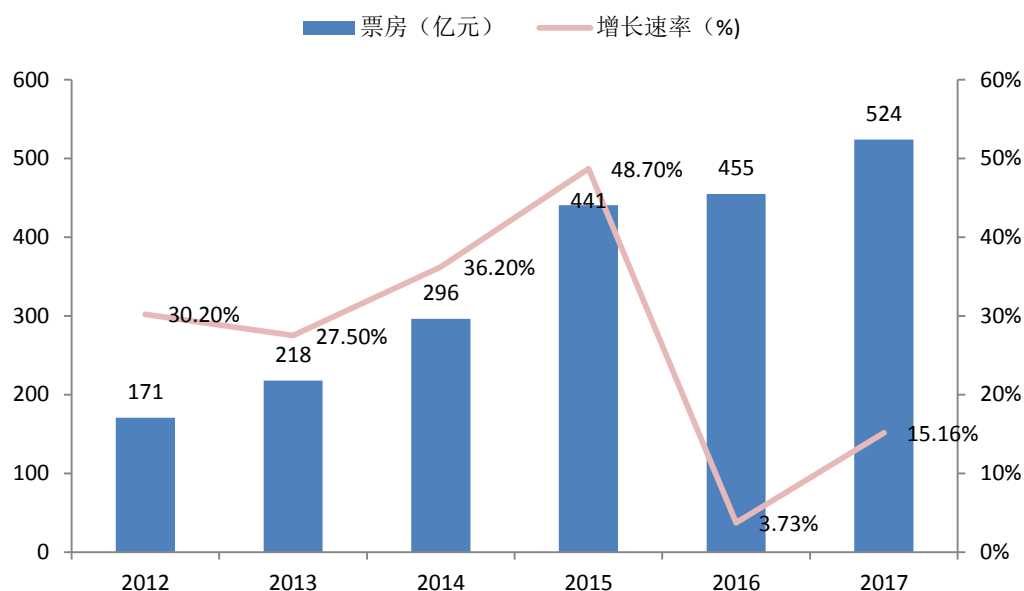
## 二、国内电影趋势向好，一流院线长期受益

### (一) 2018Q1 国内电影票房 202 亿，夺全球市场冠军

继 2016 年电影市场低迷态势之后,2017 年国内电影票房市场一举触底反弹,实现 13.45% 的同比增长,全年国内电影总票房为 559.11 亿元(含服务费);截止 2017 年,国内电影票房五年复合增速达 26.6%,虽期间有波动,但整体趋势向好。其中票房过亿元影片 92 部,其中国产电影 51 部;城市院线观影人次 16.2 亿,同比增长 18.08%。

2018 年一季度,在春节档票房的带动下,全国电影票房达 202.18 亿元,同比增长 39.8%;首次超越北美同期 28.5 亿美元(约合人民币 181.7 亿元)票房成绩,成为全球电影市场冠军。

图 16: 2012 年-2017 年国内票房及增长情况(扣除服务费)

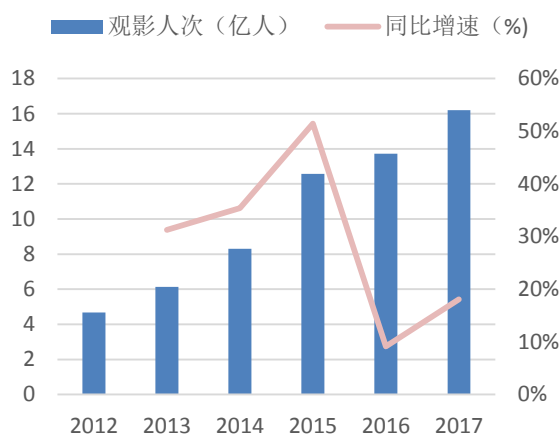


资料来源: wind, 民生证券研究院

口碑效应对票房的的增长有较大的作用。根据艺恩网公布的 2017 年度中国电影观众满意度调查,2017 年中国电影观众满意度提升明显,最终得分为 83.3 分,分别高出 2015 年、2016 年 2.1 分和 2.3 分。

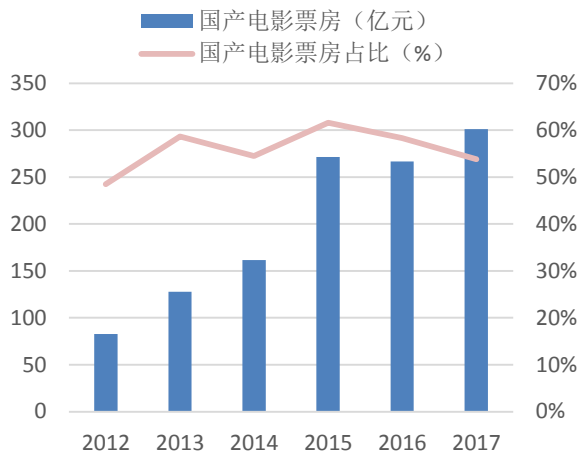
国产片市场份额延续下跌趋势。2017 年,虽有《战狼 2》创纪录的贡献,国产片份额依旧从 2015 年的 61.58%,一路下降到 2017 年 53.84%。

图 17: 2012-2017 年城市观影人次



资料来源: wind, 民生证券研究院

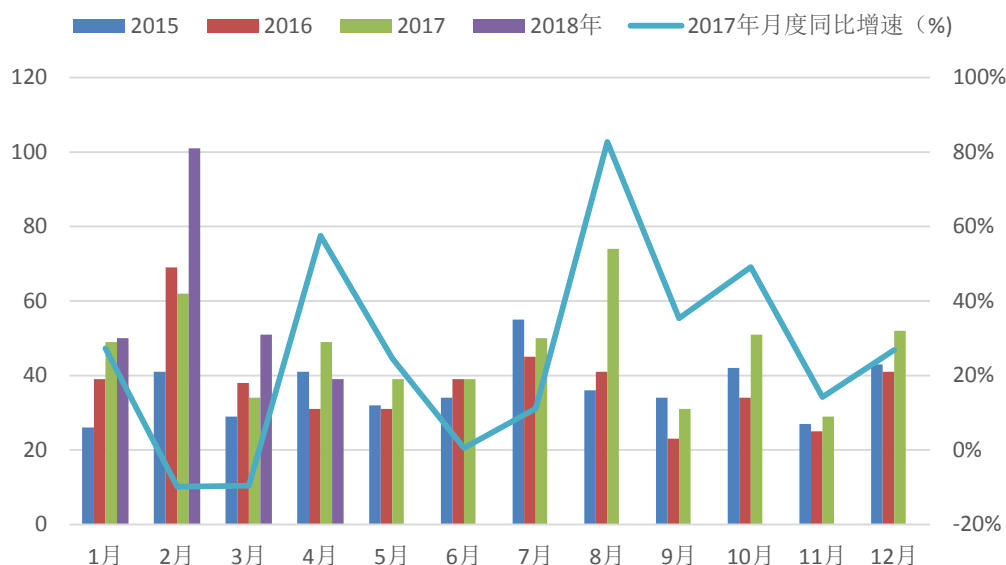
图 18: 2012-2017 年国产电影票房及国产片占总票房比例



资料来源: wind, 民生证券研究院

从月度数据看, 2017 年出现票房同比下跌的只有 2 月和 3 月两个月份, 相较于 2016 年总共 7 个票房同比下降的月份数, 2017 年电影市场整体表现较好。

图 19: 2015-2017 年月度票房 (单位: 亿元)



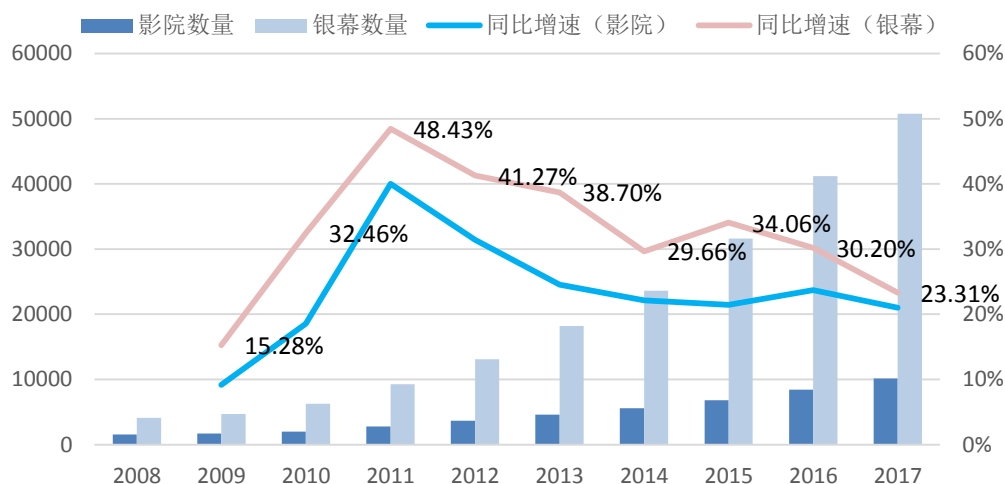
资料来源: 艺恩数据, 民生证券研究院

## (二) 近三年国内影院扩张略有放缓, 单银幕产出继续下滑至 103 万

根据国家新闻出版广电总局电影局数据, 2017 年全国银幕总数已达 50776 块, 全国新增银幕达 9597 块, 中国已超北美成为全球电影银幕最多的国家。根据《互联网周刊》&eNet 研究院统计, 2017 年全年国内放映总场次达到 9449 万场, 年均场次增幅在近 5 年内首次低

于 30%。在 2017 年票房排名前十的院线中,大地院线作为银幕数最多的院线,拥有 5320 块;其次是中影数字院线和万达院线,银幕数分别为 4634 块、4116 块。

图 20: 2008-2017 年我国院线影院数量和银幕数量 (单位: 块)

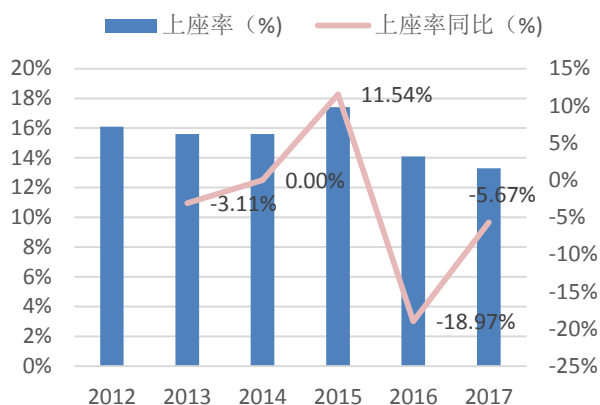


资料来源: 艺恩网, 民生证券研究院

根据《2017 全球电影产业研究报告》数据,银幕数对观影人群的拉动力在降低,虽然银幕数较去年同期增长了 23%,但观影人数只增长了 18%。

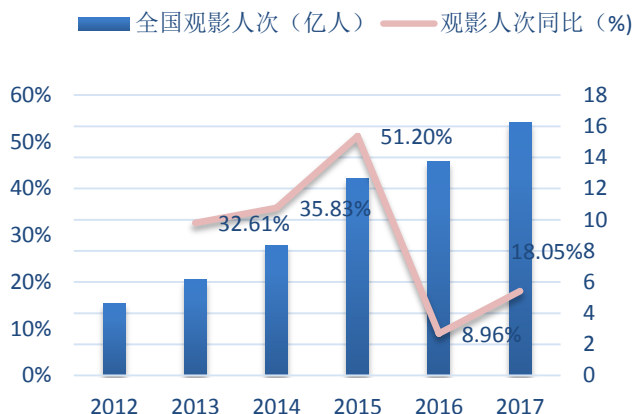
全国票房 2012-2017 年的 5 年复合增长率为 25.10%,也低于银幕数同期 5 年复合增长率 31.09%。这也说明了观影人次和银幕数的上升并没有提升上座率,也拉低了单银幕产出。

图 21: 2012-2017 年平均上座率及其同比



资料来源: 艺恩电影智库, 民生证券研究院

图 22: 2012-2017 年人均观影人次及其同比



资料来源: 智研咨询, 民生证券研究院

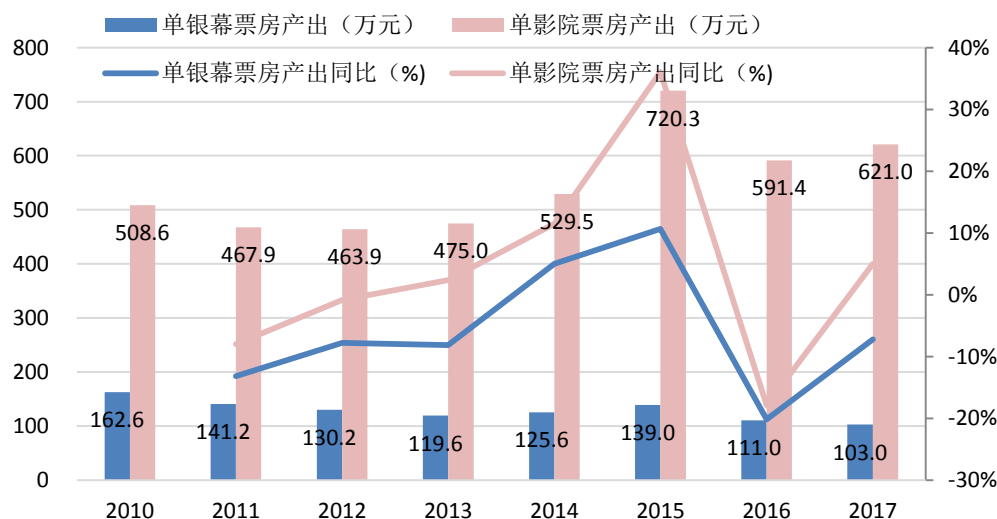
表 5: 2012-2017 内地观影人次变化趋势

年度	观影人次 (亿人)	观影人次同比	年均上座率	上座率同比	人均观影 (次)
2017	16.22	18.05%	13.3%	-5.67%	2.00
2016	13.74	8.96%	14.1%	-18.97%	1.78
2015	12.61	51.20%	17.4%	11.54%	1.63
2014	8.34	35.83%	15.6%	0.00%	1.11

2013	6.14	32.61%	15.6%	-3.11%	0.84
2012	4.63		16.1%		0.66

资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

图 23：2010-2017 年我国单银幕及单影院票房收入

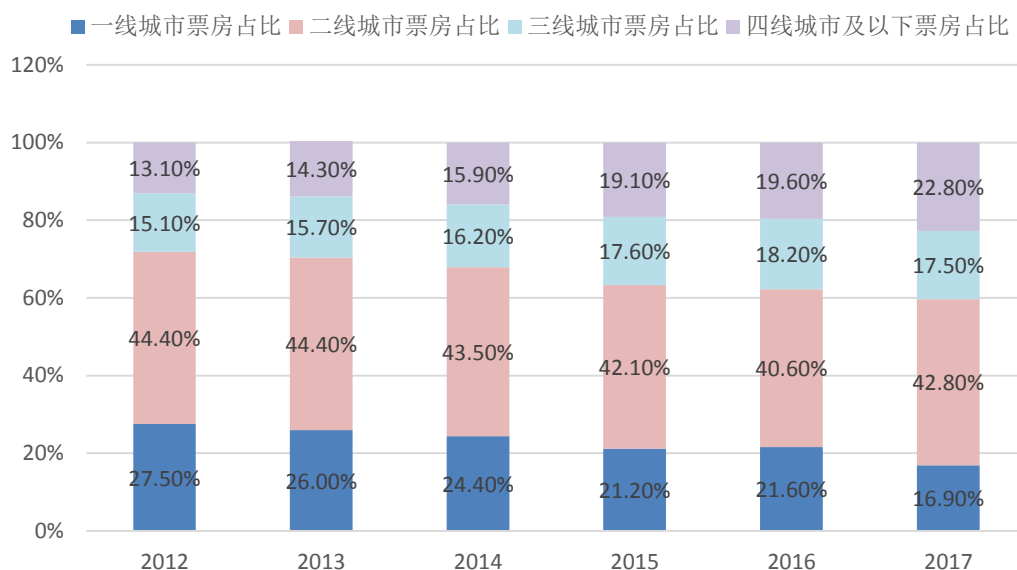


资料来源：艺恩网，民生证券研究院

### （三）三四五线城市票房份额逐年递增，2017 年合计贡献四成票房

自 2012 年起，三四五线城市电影市场份额逐年递增。2012-2017 年，三四五线城市电影市场份额从 28.2% 增加至 40.3%。一、二线城市比重进一步下降，2017 年较去年同期分别下降了 4.7 个百分点及 2.2 个百分点。

图 24：2012-2017 年影片城市票房份额分布情况





资料来源：艺恩网，民生证券研究院

### 1、五线城市票房增速最高，大型影投下沉热情不减

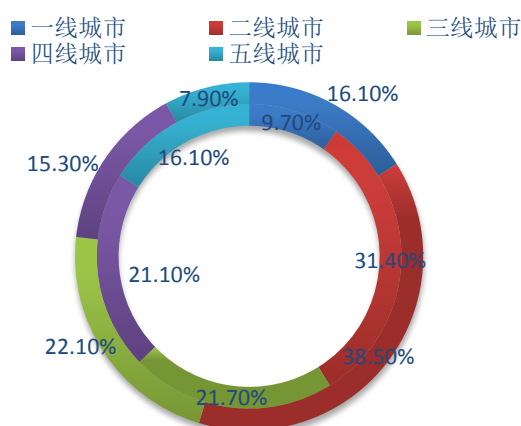
根据艺恩咨询《2017年-2018年全国影院市场十大观察》报告，2013-2017年，全国影院市场票房复合增长率为21.1%，各线城市票房持续增长，其中一线城市（北上广深）影院消费能力较强。二线城市总体量持续保持最高，但是二线城市的整体票房份额和增长率与一线城市一样逐年下滑，三四五线城市票房增长率均高于全国平均水平，其中五线城市票房复合增长率最高为32.3%。

### 2、二线城市新投影院份额最大超30%，一线城市新影院效益最高

根据艺恩咨询《2017年-2018年全国影院市场十大观察》报告，2017年1660家新增影院中，有31.4%的新影院分布在二线城市，杭州、重庆、成都等二线城市全年新增影院均超30家。一线城市上海成为全国新增影院数量最多的城市（66家）。

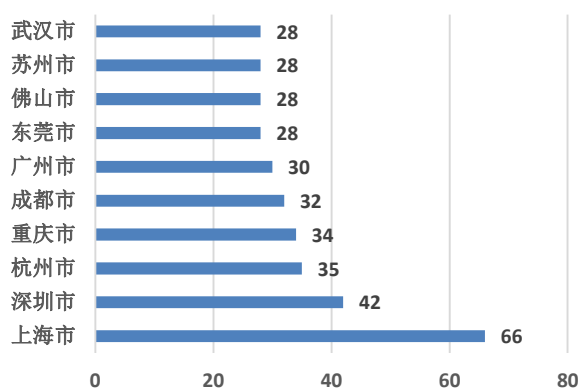
从新投影院的票房产出上来看，一线城市新增影院效益最高。平均每家新增影院的票房产出为401万元/年；二线城市新投影院总票房产出为15.4亿元，影院数量优势使其整体票房份额最高（38.5%）。

图 25：2017 年各线城市新增影院及票房分布情况



资料来源：艺恩电影智库，民生证券研究院

图 26：2017 年新增影院数量 TOP10 城市



资料来源：艺恩电影智库，民生证券研究院

注释：内圈为各线城市新增影院数量占比，外圈为各线城市新增影院票房占比

## （四）行业集中度提升，前十名影投公司贡献六成票房

### 1、行业集中度逐年提升，五成集中于票房产出前十影投公司

万达院线和大地院线票房产于2016和2017年排名较为稳定，横店院线、江苏幸福蓝海院线票房产出排名与去年持平。2017年，上海联合院线、中影南方新干线、中影数字院线，华夏联合院线进入年度院线票房排名前十。

金逸影视院线票房、场次同比、人次同比较其余 top10 影院公司增速较为缓慢，主要是院线市场竞争激烈导致。

表 6：2017 年中国院线年票房 TOP15

排名	院线名	票房同比	平均票价同比	人次同比	上座率同比
top1	万达院线	18.21%	5.26%	12.64%	-16.48%
top2	大地院线	31.37%	6.67%	22.80%	-3.76%
top3	上海联合院线	26.41%	2.78%	23.81%	-6.02%
top4	中影南方新干线	26.09%	2.94%	22.20%	-7.95%
top5	中影数字院线	38.27%	3.13%	33.38%	-1.65%
top6	中影星美	15.42%	2.94%	12.79%	-5.13%
top7	广州金逸珠江	6.42%	0.00%	4.65%	-4.23%
top8	横店院线	17.81%	6.67%	10.60%	-10.96%
top9	华夏联合	30.70%	6.45%	23.07%	-2.26%
top10	江苏幸福蓝海院线	28.24%	3.13%	23.55%	-6.79%
top11	浙江时代	18.27%	3.03%	14.60%	-2.74%
top12	四川太平洋	34.63%	6.25%	27.80%	-10.44%
top13	保利万和	19.47%	2.86%	16.35%	-1.40%
top14	深影橙天院线	13.23%	6.25%	4.40%	-11.97%
top15	河南奥斯卡	23.29%	3.33%	19.49%	-3.01%

资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

行业集中化逐年提升，2016 年前十影投公司票房为 295 亿元占总票房比例为 64.55%，2017 年为 369 亿元占总票房比例为 66.01%。根据艺恩网数据，在 2017 年影管公司票房产出数据中，万达电影依旧占据榜首，全年票房占比 19.03%。另外，排名前十的影管公司票房产出占全部 292 家影投公司年度票房的 58%。

## 2、影管公司在产业发展中承担整合资源，优化管理的作用

影管公司在产业发展中主要承担了以下作用：（1）提供专业影院管理服务，帮助影院提高票房收入，体系化进行影院管理，掌握影院的排片权；（2）掌握影院的供应商体系，增加影院收入。随着一、二线城市核心商圈成熟以及影院建设的饱和，影院建设的城市层级正逐步下沉。

表 7：2017 年中国影管公司年票房 TOP15

票房排行	影投公司	当前票房（亿元）	票房占比	平均票价	场均人次
		414.25		36	22
TOP1	万达电影	75.25	18.17%	40	25
TOP2	大地电影	37.27	9.00%	34	18
TOP3	横店院线	21.52	5.19%	32	18
TOP4	星美影院	18.37	4.43%	34	16
TOP5	中影影院投资	17.28	4.17%	35	29
TOP6	金逸影视	16.82	4.06%	35	23
TOP7	CGV 影城投资公司	16.34	3.94%	38	28

<b>TOP8</b>	太平洋影管	10.31	2.49%	35	24
<b>TOP9</b>	耀莱管理公司	9.69	2.34%	35	28
<b>TOP10</b>	保利影业	8.98	2.17%	38	26
<b>TOP11</b>	香港百老汇	8.31	2.01%	47	27
<b>TOP12</b>	幸福蓝海影院发展	8.17	1.97%	33	25
<b>TOP13</b>	UME 影院集团	7.99	1.93%	40	21
<b>TOP14</b>	上影影院	7.58	1.83%	42	24
<b>TOP15</b>	博纳影院投资	7.33	1.77%	38	33

资料来源：艺恩网，民生证券研究院

### 3、2017 年中西部省份城市票房增长亮眼

根据艺恩网数据，2017 年票房成绩前五的城市（上海、北京、广州、深圳、成都）票房占全国城市总票房的 23%，而 20 名及以后的城市占比不足 1%。故一二线城市一直都是国内电影票房贡献的主力军。

三四五线城市票房成长性极强。例如金华市、台州市、嘉兴市、海口市、潍坊市、赣州市等，票房同比增长已达 30%；上饶、茂名、遵义等三四线城市票房同比增长高达 50%。

**表 8：2017 年地区院线收入排名**

排名	城市名	当前票房（万）	票房占比	上座率	平均票价	场均人次	影院数	银幕数	城市级别
top1	上海市	343432.26	6.29%	18.01%	42	24	310	1846	一线城市
top2	北京市	332482.66	6.09%	19.87%	44	28	206	1396	一线城市
top3	广州市	213313.9	3.91%	17.60%	40	25	170	1074	一线城市
top4	深圳市	212876.68	3.90%	16.12%	39	19	241	1505	一线城市
top5	成都市	178029.91	3.26%	16.70%	35	23	164	1196	二线城市
top6	武汉市	143413.81	2.63%	17.06%	33	26	122	898	二线城市
top7	重庆市	140446.36	2.57%	12.13%	33	15	213	1549	二线城市
top8	杭州市	133273.88	2.44%	14.56%	36	18	152	1167	二线城市
top9	苏州市	110762.3	2.03%	13.72%	34	20	137	903	二线城市
top10	南京市	99255.63	1.82%	17.90%	34	24	95	676	二线城市
top11	西安市	94792.84	1.74%	16.05%	33	24	93	693	二线城市
top12	天津市	79658.83	1.46%	13.72%	34	21	93	629	二线城市
top13	郑州市	76827.76	1.41%	15.27%	32	20	92	674	二线城市
top14	长沙市	75017.36	1.37%	13.41%	35	20	91	611	二线城市
top15	东莞市	74971.34	1.37%	11.51%	35	16	125	775	二线城市
top16	宁波市	69238.17	1.27%	13.40%	35	19	86	616	二线城市
top17	佛山市	67051.21	1.23%	11.90%	33	16	116	713	二线城市
top18	无锡市	63727.43	1.17%	12.46%	34	18	89	572	二线城市
top19	沈阳市	58826.24	1.08%	13.85%	31	20	72	494	二线城市
top20	合肥市	58401.01	1.07%	12.66%	33	19	79	523	二线城市
top21	福州市	55741.27	1.02%	13.78%	37	19	61	399	二线城市
top22	大连市	55392.79	1.01%	16.69%	33	24	57	402	二线城市
top23	哈尔滨市	53728.42	0.98%	16.50%	33	24	61	396	二线城市

top24	昆明市	53459.94	0.98%	14.65%	36	20	73	401	二线城市
top25	青岛市	50216.58	0.92%	13.41%	32	19	68	466	二线城市
top26	长春市	48795.83	0.89%	16.00%	35	25	56	349	二线城市
top27	厦门市	46273.93	0.85%	16.12%	37	23	44	277	二线城市
top28	温州市	45001.94	0.82%	11.56%	37	11	84	574	二线城市
top29	南宁市	44401.56	0.81%	15.04%	37	22	48	304	二线城市
top30	南昌市	43890.96	0.80%	15.66%	34	22	53	355	二线城市

资料来源：艺恩网，民生证券研究院

公司主要营业收入来自华东、华南和华北地区，其中华南区的主营业务利润占比高达 70% (2016、2017 年上半年招股书数据)，为公司的经营重地。

### 三、公司看点：扩张有望加速，非票业务发力

#### (一) 公司一二线影城布局具备先发优势

##### 1、公司影城多处于一二线较好地段

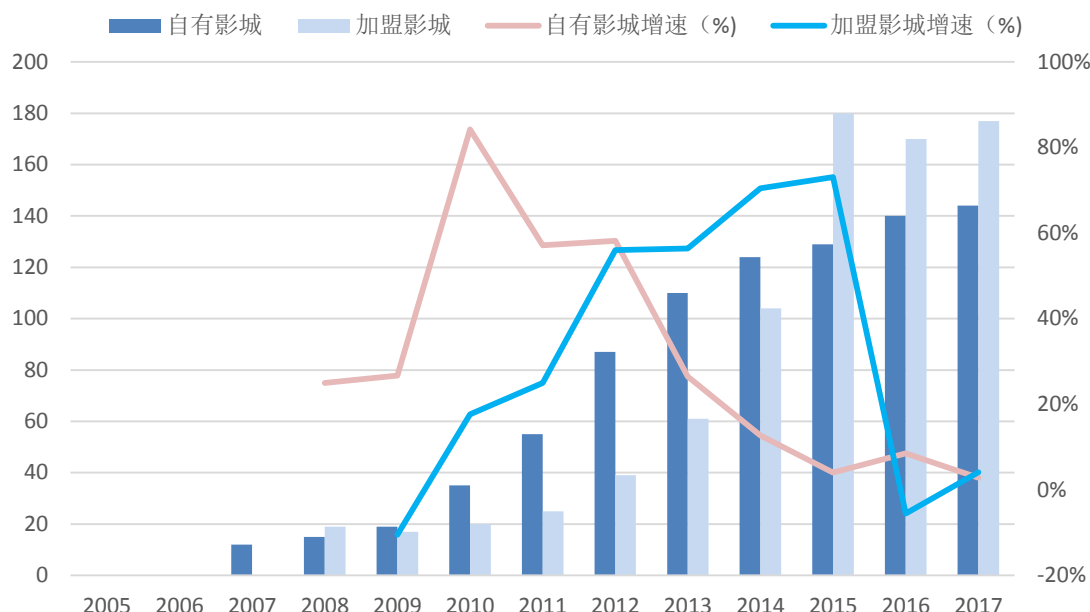
我国影院分为自有影院和加盟影院两大类。公司院线的经营模式是采用资产联结为主、签约加盟为辅的方式。自有影院由发行人投资控股，系公司的子公司或者分公司，以资产和供片为纽带。而加盟影院与金逸院线签订加盟协议，以供片为纽带。发行人院线与加盟影院之间签订加盟协议，时间一般为三年。

表 9：我国现有城市院线的经营模式

经营模式	院线与旗下影院关系	代表院线	特点
纯资产联结	影院由院线直接投资兴建，影院资产归院线所有	万达院线	依托资产联结模式，院线能够以资本和供片为纽带，实现对旗下影院的统一品牌、统一建设、统一管理、统一排片。国外院线普遍采取此模式
以资产联结为主，加盟为辅	旗下大部分影院由院线直接投资，影院资产归院线所有，但同时也鼓励加盟影院的进驻	广州金逸珠江、广东大地	在自有影院中能够实现统一经营和管理，但不能实现全院线在各方面的统一
签约加盟为主，资产联结为辅	旗下大部分影院和院线没有资产从属关系，只是以签约形式加入院线	中影星美、北京新影联、上海联和	以供片为纽带，实现统一排片，但不能完全实现统一品牌、统一经营和管理。是我国特有的院线形态

资料来源：智研咨询，民生证券研究院

根据艺恩网数据，公司下属影院数为及票房排名在一二线城市均排第三，仅次于万达院线和大地院线。公司加盟影院数量在 2015 年增多，在未来或将加盟影院吸收为资产链接型影院的竞争模式中，公司布局优势明显。

**图 27：发行人设立以来自有和加盟影院的情况**


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

公司以资产联结型院线经营为主，具有较好品牌效应在分账比例上具有较大话语权。发行人在保证制片方分账比例（一般不低于分账票房 43%，实际分账比例依据金逸院线与制片方签订的发行协议确定）的前提下，金逸院线与自营影院根据电影发行放映市场的一般规律，结合各自经营特点，根据自营影院的选址、开业时间、年票房收入规模、影片类型，在广电总局指导意见下形成了具有金逸特色的自营影院分账政策。该等政策与加盟影院分账政策共同形成如下分账政策：

**表 10：金逸影视与加盟影院分账政策共同形成如下分账政策**

影院类型	影院类型
开张 2 年以上一线城市影院、开张 1 年以上二、三级城市 年票房收入 1,500 万以上影院（所有进口、国产、合拍新片）	53%—55%
开业 1 年以上年票房收入 1,000 至 1,500 万影院 （所有进口、国产、合拍新片）	48%—52%
新开业影城（所有进口、国产、合拍新片）	44%—48%
加盟影院（所有进口、国产、合拍新片）	45%—50%
所有影院放映院线买断影片	40%
所有影院放映复影片	30%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2014-2016 年，公司院线收到的实际分账比例略微提高，主要原因在于近年新开业自营影院逐渐步入成熟。根据公司的分账政策，新开业影院分给金逸院线的分账比例随着开业时间增加有所提高。由于 2017 年 1-6 月国内电影市场增速放缓，新建影院数量持续上升，市场竞争日趋激烈，导致公司收到的实际分账收入略微下降。



表 11：金逸影视与加盟影院分账政策共同形成如下分账政策

项目	2017 年 1-6 月	2016 年度	2015 年度	2014 年度
金逸院线收到的实际分账比例（包括自有和加盟影院）	47.69%	47.94%	47.75%	47.11%
会员客户和团体客户（不含团购或网络购票业务）占电影放映收入比例	8.15%	9.90%	18.15%	30.34%
单场次电影放映收入（元/场次）	869.68	901.85	1,177.38	1,054.63

资料来源：公司公告，民生证券研究院

根据易观智库，2013、2014 及 2015 年，中国电影在线票务市场收入规模中在线票务收入占比分别为 22.34%、45.79%和 65.85%；根据比达咨询（Big Data-Research）数据中心的调研数据，我国电影票在线化率近年来逐步上升，在 2016 年已经达到 75.10%。由于电商网络购票的兴起，会员客户和团体客户的收入占比呈下降趋势。

2016 年，国内电影市场增速明显放缓，公司电影放映收入下降，导致单场次电影放映收入有所降低。

其中公司单日单座收益在一线城市与万达电影和中影影投并列第一，并且一线城市上座率还排名第二，仅次于中影影投。说明公司所处地理位置优势明显，一方面利于公司利用线下人流量发展非票房业务，另一方面在拓展三四线城市票房同时具有稳定业绩的实力。

表 12：2017 年金逸影视及同业影投公司在不同城市票房分布情况

	城市分类	影投票房	全国票房	各城市票房占比	单日单座收益	上座率
金逸影视 (145 家)	一线城市	5.10	88.14	5.79%	54	19.40%
	二线城市	7.69	176.31	4.36%	24	12.30%
	三线城市	2.80	68.83	4.07%	24	12.90%
	四线城市	1.02	45.6	2.24%	30	16.10%
	五线城市	0.21	19.88	1.06%	20	9.30%
万达电影 (484 家)		影投票房	全国票房	各城市票房占比	单日单座收益	上座率
	一线城市	8.73	88.14	9.90%	54	16.80%
	二线城市	36.45	176.31	20.67%	32	15.80%
	三线城市	16.81	68.83	24.42%	32	16.20%
	四线城市	10.33	45.60	22.65%	22	12.70%
	五线城市	2.92	19.88	14.69%	18	12.80%
幸福蓝海影院发展 (69 家)		影投票房	全国票房	各城市票房占比	单日单座收益	上座率
	一线城市	0.53	88.14	0.60%	28	15.00%
	二线城市	4.23	176.31	2.40%	31	16.60%
	三线城市	2.52	68.83	3.66%	28	15.80%
	四线城市	0.74	45.6	1.62%	27	15.70%
	五线城市	0.2	19.88	1.01%	20	19.80%
大地影院		影投票房	全国票房	各城市票房占比	单日单座收益	上座率

(484 家)	一线城市	6.88	88.14	7.81%	38	16.50%
	二线城市	12.27	176.31	6.96%	23	12.20%
	三线城市	6.97	68.83	10.13%	23	12.80%
	四线城市	6.24	45.6	13.68%	23	12.90%
	五线城市	4.03	19.88	20.27%	25	13.20%
上影影院 (58 家)	影投票房	全国票房	各城市票房占比	单日单座收益	上座率	
	一线城市	4.51	88.14	5.12%	49	19.00%
	二线城市	2.31	176.31	1.31%	25	13.10%
	三线城市	0.55	68.83	0.80%	26	14.40%
	四线城市	0.11	45.6	0.24%	12	10.80%
	五线城市	0.08	19.88	0.40%	31	16.30%
星美影院 (323 家)	影投票房	全国票房	各城市票房占比	单日单座收益	上座率	
	一线城市	4.42	88.14	5.01%	34	15.40%
	二线城市	6.68	176.31	3.79%	19	12.40%
	三线城市	4.00	68.83	5.81%	17	11.40%
	四线城市	1.69	45.6	3.71%	10	9.40%
	五线城市	1.55	19.88	7.80%	16	11.00%
横店院线 (273 家)	影投票房	全国票房	各城市票房占比	单日单座收益	上座率	
	一线城市	1.38	88.14	1.57%	37	16.90%
	二线城市	7.40	176.31	4.20%	25	13.90%
	三线城市	1.40	68.83	3.96%	25	13.50%
	四线城市	4.87	45.6	2.17%	20	12.00%
	五线城市	3.26	19.88	1.00%	23	12.70%
中影影院投 资 (130 家)	影投票房	全国票房	各城市票房占比	单日单座收益	上座率	
	一线城市	3.77	88.14	4.28%	54	24.80%
	二线城市	7.46	176.31	4.23%	29	18.10%
	三线城市	3.22	68.83	4.68%	25	16.20%
	四线城市	1.18	45.6	2.59%	21	17.30%
	五线城市	0.35	19.88	1.76%	12	11.70%

资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

## 2、上座率的普遍上升体现出公司运营效率的提升

2015 年，公司的自有影城相较于 2014 年，除了新增和停业影城外，营业收入上升的影城数量 97 家远高于营业收入下降的影城数量 26 家。

受国内电影市场增速明显放缓及国内新建影城数量持续上升，电影平均票价下降，市场竞争日趋激烈等多重因素的影响，公司 2016 年度自有影城放映业务有所下滑。

2016 年，公司的自有影城相较于 2015 年，除了新增和停业影城外，营业收入上升的影城数量 18 家低于营业收入下降的影城数量 111 家。

表 13：自有影城财务数据汇总情况

	2014	2015	2016	2017 年上半年
自有影城营业收入	182,221.43	222,431.95	192,288.65	95,421.54
自有影城利润贡献	21,017.76	33,198.4	14,751.27	6,512.16
自有影城平均票价	36.62	36.45	34.83	34.09
自有影城上座率	17.50	18.96	14.32	15.67

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

2015 年，上座率的普遍上升体现出公司运营效率的提升。2016 年，由于国内电影行业整体增速放缓，平缓的市场增速和日益激烈的影院竞争共同导致公司 2016 年自有影城上座率和平均票价有所下降。

2017 年公司自有影城上座率相比 2016 年有所提升，在排除了新增和停业影城外，2017 年 1-6 月公司上座率上升的影城数量 110 家远高于上座率下降的影城数量 30 家，而平均票价上升的影城数量 48 家则低于平均票价下降的影城数量 92 家。

### 3、依托加盟影院数量的增加发行收入可持续增长

2014 年、2015 年，随着公司自有影院和加盟影院数量的上升，其发行收入亦均呈现出上升的势头。2016 年，受全国电影市场增速明显放缓及全国影城数量上升，电影平均票价下降等多重因素影响，公司来自自有影院的院线发行收入有所下降，而依托于加盟影院数量的不断增加，公司来自于加盟影院的院线发行收入持续增长。

表 14：公司院线发行收入分析

年份	自有影院	加盟影院	合计
2014	6,932.52	1,185.46	8,117.98
2015	11,479.67	2,046.43	13,526.09
2016	10,387.36	2,782.12	13,169.48
2017 年 1-6 月	4,993.03	1,210.94	6,203.97

资料来源：招股说明书，艺恩数据，民生证券研究院

由下表可知，加盟发行收入占发行人营业收入比例很低，在各个报告期内逐年上升，这是由于金逸院线加盟影院的数量持续保持增长所致。2014 年度、2015 年度及 2016 年度，随着公司加盟影城数量的提高，加盟发行毛利亦有所上升；但加盟发行毛利占公司总比例的比例较低，对公司盈利能力影响较小。

表 15：公司院线发行收入和毛利拆分

项目	2017 年 1-6 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
加盟发行收入	1,210.94	1.13	2,782.12	1.29	2,046.43	0.88	1,185.46	0.63
加盟发行毛利	1,210.94	4.47	2,782.12	5.09	2,046.43	3.34	1,185.46	2.60

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

## (二) 公司自有影院九年复合增速 38%，高于全国同期 23%

公司影院数复合增长率高于全国影院平均增长水平。公司从 2008 年年底的 15 家自有影

院, 19 家加盟影院增加到 2017 年的 149 家自有影院和 192 家加盟影院。公司自有影院九年复合增长率为 38.27%, 高于全国影院数同期复合增长率 22.57%。

表 16: 金逸影视 2014-2017 年影院数变化情况 (单位: 个)

	自有影院	加盟影院	总和
2008	15	19	34
2009	19	17	36
2010	35	20	55
2011	55	25	80
2012	87	39	126
2013	110	61	171
2014	124	104	228
2015	129	180	309
2016	140	170	310
2017	149	192	341

资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

2017 年, 公司完成 9 家自有影院建设; 截止 2017 年年报发布时共有 12 家影院处于建设期; 2018 年, 公司计划建设 40-50 家影院。根据公司 2017 年年报, 有长沙雨花区金逸、青岛济南金逸、包头七巧国银领店、银川金逸、福州金逸、长沙保利广场金逸、云南金逸、长沙 MOMA 金逸和北京济宁金逸工程这十家的进度均超过 90%, 公司 2018 年扩张步伐正在加快。

表 17: 2017 年重要在建工程项目本期变动情况 (截至 2017 年年底)

名称	工程进度
长沙雨花区金逸	91%
青岛济南金逸	95%
包头七巧国银领店	90%
唐山东方广场	90%
银川金逸	95%
福州金逸	90%
长沙保利广场金逸	92%
太原万国城	80%
云南金逸	90%
长沙 MOMA 金逸	95%
中山南区星汇金逸	50%
北京济宁金逸	90%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

根据 2017 年年报, 公司 2018 年共有 52 个项目签署了合作意向书或房屋租赁合同, 目前正在跟踪和商谈的影院项目近 200 个。同时, 着手建立项目开发数据库, 完善项目开发体系与流程, 确保影院投资准确性, 提升公司的盈利能力。

### (三) 2017 年单影城产出为 1102.52 万, 高于全国平均水平 598.5 万元近 50%

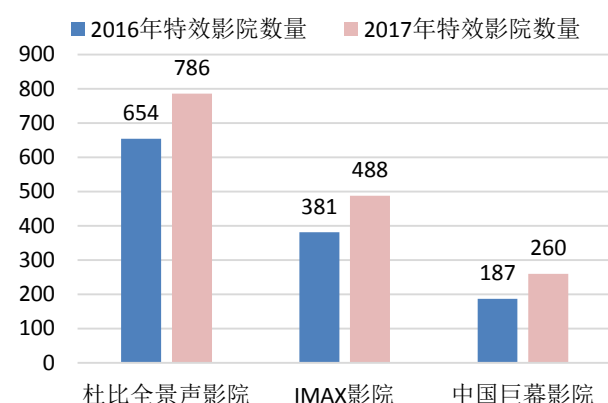
根据 2017 年年报, 公司旗下直营的 149 家影院共实现放映收入 16.57 亿元, 毛利率为 10.62%, 较去年同期 2.23% 的毛利率提升 8 个多点。电影放映业务毛利对总毛利贡献从 2016

年的 6.84% 提升至 29.33%。同时，公司 2017 年单影城产出为 1102.52 万，高于全国平均水平 598.5 万元近 50%，据我们测算，同期横店影视单影城产出为 725.71 万，万达电影为 1614.92 万。

**2018 年计划打造特色影厅，同时加大电影投资布局电影全产业链。**一方面，公司致力打造特色影厅吸引客户。截至 2017 年公司已开业 IMAX 影院 23 家，2018 年 4 月 4 日 IMAX China Holding Inc. 计划与公司就新建 30 家 IMAX 影院达成协议，预计将从今年到 2023 年陆续开业，其中接近半数将于 2019 年结束前安装，公司计划旗下签约的 IMAX 影院总数未来将增加至 90 家。同时，公司也持续加深与杜比全景声、MX4D 等公司的合作，计划未来四年内在中国开设 20 个杜比影院 (Dolby Cinema)。

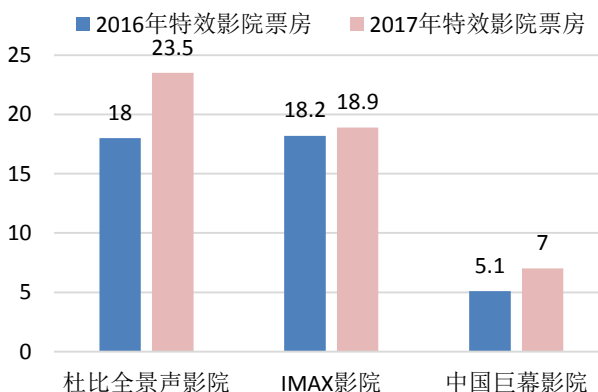
根据艺恩咨询《2017 年-2018 年全国影院市场十大观察》报告，技术驱动行业进步使得杜比、巨幕影院增速明显，2017 年，3D 影院基本达到全覆盖，杜比全景声影院为 786 家同比增长 20.2%，对应票房 23.5 亿元同比增长 30.2%，IMAX 影院为 488 家，同比增长 28.1%，对应票房为 18.9 亿元，同比增长 3.9%。

图 28：特效影院整体数据对比



资料来源：艺恩网，民生证券研究院

图 29：特效影院整体票房对比 (单位：亿元)



资料来源：艺恩网，民生证券研究院

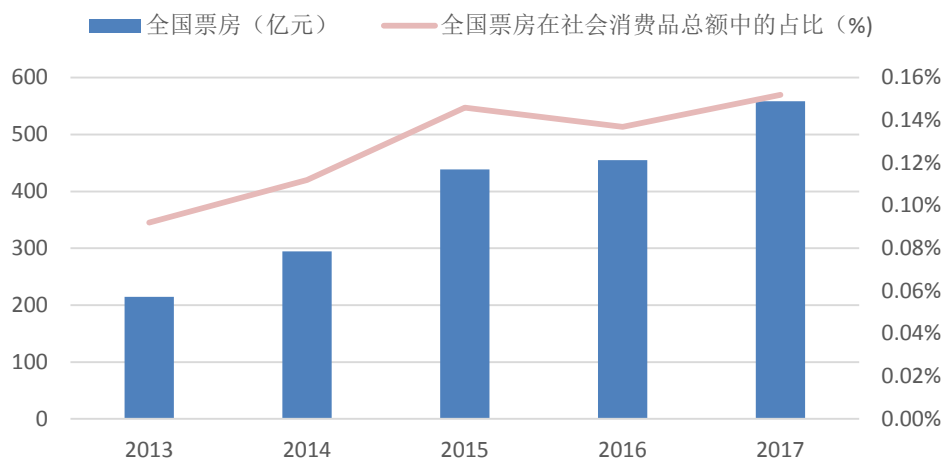
#### (四) 非票房收入增长潜力大，映前广告有望成业绩增长点

公司非票房收入分为卖品和广告服务两项。卖品随着影院的铺设覆盖更多人流加上新型营销策略收入会逐步增加。广告服务主要受到网络购票模式普及度上升及映前广告市场认可度逐步提高的促进，广告服务或成公司利润新增长点。

##### 1、影院消费占社消品总额 0.15%，电影消费景气度止跌回升

从 2012 年至 2017 年，全国影院消费总体量和全体社会消费品零售总额均呈现不断增长的趋势。2017 年全国影院消费总额为 558.3 亿元，占社会消费品零售总额 0.15%，份额同比略有提升。

图 30：2013-2017 年全国影院票房变化及其在社消零售总额中的占比变化趋势



资料来源：民生证券研究院整理

## 2、卖品收入与电影放映收入变动同步，随影院扩张逐渐上升

公司卖品收入基本来自于观影人群附带的食品饮料消费，**卖品收入与电影放映收入基本保持同步变动**。2017 年起，公司对下属影城的卖品销售策略进行优化，增加更具吸引力和性价比的卖品销售套餐，借此提升卖品收入占比。

由于影院的员工薪酬、影片放映权的许可使用费（分账成本）、提供观影环境的装修支出及购买的相关设备的摊销与折旧、为观影者提供观影场所（租赁成本）等属于电影放映业务、卖品业务、广告业务的共同成本，故**公司将其全部列入电影放映业务的成本进行核算**。这使得公司的卖品和广告服务业务毛利率较高。

## 3、广告服务收入持续发展潜力巨大，有效支撑公司非票房业绩

公司的广告服务收入包括三项：广告收入（含场租收入）、网购票服务费收入、工本费及其他收入。2016 年以来，公司广告服务收入占比不断增加，从 2015 年年底的 7% 提升至 2017 年年底的 14%。

表 18：公司单影院和单厅广告收入（含场租收入）（单位：万元）

	2017 年	2016 年度	2015 年度	2014 年度
广告服务收入	29826.52	14,992.41	12,296.91	9,950.19
影院数	149	140	129	124
荧幕数	977	929	855	823
单影院广告收入（含场租收入）	200.28	107.09	95.32	80.24
单厅广告收入（含场租收入）	30.53	16.14	14.38	12.09

资料来源：招股说明书，艺恩数据，民生证券研究院

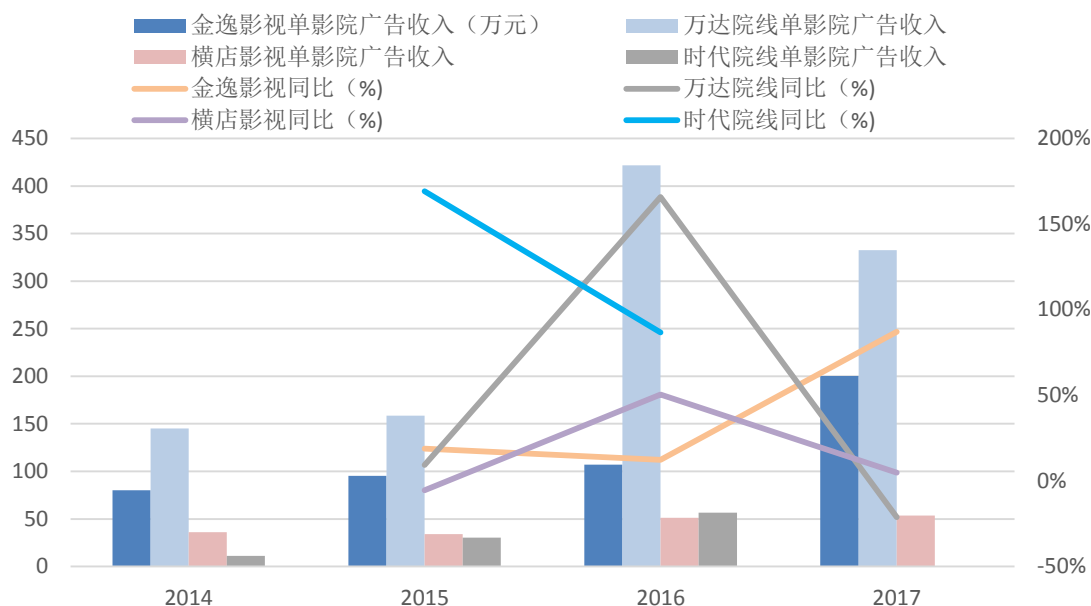
**公司广告收入增加主要有以下原因：**（1）公司规模扩大，新增客户及其合作的影厅增加；（2）线下消费者流量价值提升，带来影院媒体的广告价值增加，广告单厅价格呈上升态势。例如公司通过与第三方机构开展合作，在售票大厅增列诸如 K 歌点唱机等服务型设备，增加



了广告收入（含场租收入）的来源。（3）网络购票及在线选座模式兴起，2016 年开始公司向网络购票合作机构收取的网购票服务费快速上升。

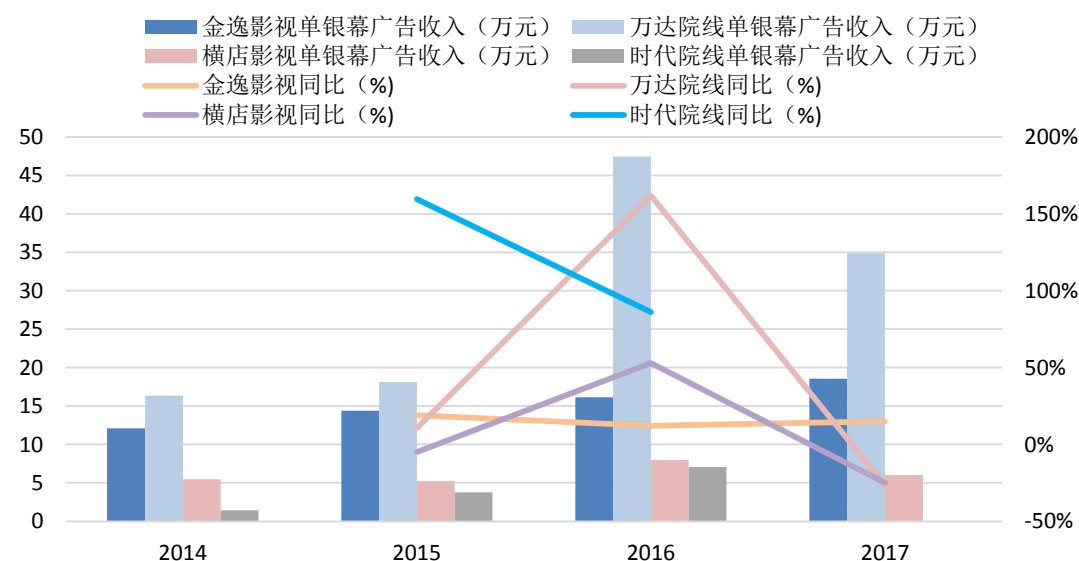
广告收入的比重在一定程度上，可以显示出公司影院品牌定位及网点区位优势。对比公司单影院广告收入、单银幕广告收入等指标，发现公司单影院广告收入（含场租收入）、单银幕广告收入（含场租收入）低于万达院线，高于横店影视、时代院线。

图 31：2014-2017 年公司单影院广告收入



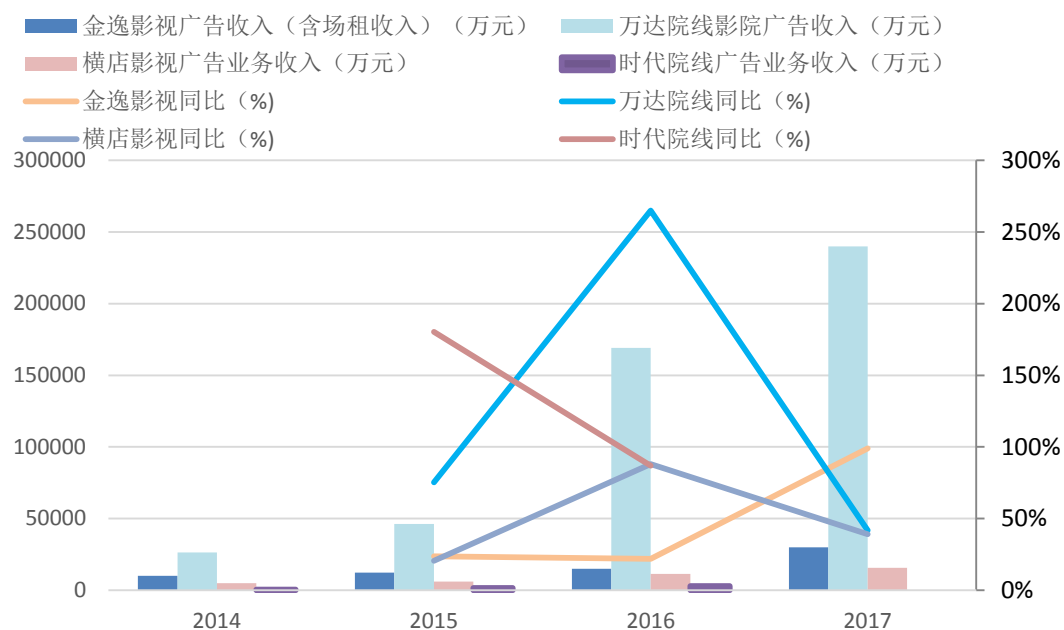
资料来源：民生证券研究院整理

图 32：2014-2017 年公司单银幕广告收入



资料来源：民生证券研究院整理

图 33: 2014-2017 年 H1 公司及同业公司广告收入比较



资料来源: 民生证券研究院整理

## 四、盈利预测与投资建议

公司业务主要分为电影放映、电影发行、卖品及广告收入四大板块。根据 2018 年一季报，公司 2018 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为：-18.33%-22.50%，归属于上市公司股东的净利润变动区间为 8000 万-1.2 亿元。公司作为院线领军企业，将通过加速影城拓展及项目建设提升市占率，通过多元经营提升利润率，未来发展进度值得关注。

1、电影放映板块，受到电影产业宏观环境影响较大，预计收入增速 10%。增长驱动源自：(1) 根据艺恩数据，截至 2018 年 5 月 21 日国内总票房已达到 275.57 亿元，同比增长 18.51%，整体形势较为乐观。(2) 公司影院扩张加速。公司计划在 2018 年年底实现自有全资影院规模达到 180 家左右目标，预计自有影院年平均增速达到 12.5%，自有影院数量占比过半。

2、电影发行板块，公司参与的五洲发行在春节档参与发行《唐人街探案 2》、《红海行动》、《捉妖记 2》、《熊出没-变形记》等多部影片，有望贡献收益，预计收入增速 5%。

3、卖品方面，随着院线扩张和观影人次的增长，将有望吸引更多人群对卖品的消费，叠加公司 2018 年推出的新卖品策略，预计收入增速 15%。

4、广告服务板块，公司影院多布局在一二三线城市，且映前广告具有较快增长，随着网上购票比例增长也会逐渐增加网络购片手续费收入，公司单银幕广告收入也仍可继续保持 100 万元左右的高水准，预计收入增速 15%。

我们对公司的营收预测如下：

表 19：金逸影视营业收入拆分预测

单位：万元	2017	2018E	2019E	2020E
<b>1、电影放映</b>	<b>1656.80</b>	<b>1822.48</b>	<b>2022.95</b>	<b>2245.47</b>
增长率	-1.02%	10.00%	11.00%	11.00%
成本	1480.84	1628.93	1808.11	1988.92
增长率	-3.38%	10.0%	11.0%	10.0%
毛利率	10.62%	10.62%	10.62%	11.43%
<b>2、院线发行</b>	<b>24.10</b>	<b>25.31</b>	<b>27.33</b>	<b>29.52</b>
增长率	-13.37%	5%	8%	8%
成本	4.63	4.86	5.10	5.36
增长率	16.20%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	80.80%	80.8%	81.3%	81.9%
<b>3、卖品</b>	<b>187.18</b>	<b>215.26</b>	<b>249.70</b>	<b>292.15</b>
增长率	12.39%	15%	16%	17%
成本	86.19	103.42	117.90	135.59
增长率	74.20%	20.0%	14.0%	15.0%
毛利率	53.96%	52.0%	52.8%	53.6%
<b>4、广告服务</b>	<b>298.27</b>	<b>343.01</b>	<b>404.75</b>	<b>485.70</b>
增长率	12.94%	15%	18%	20%
成本	9.38	9.85	10.14	10.45
增长率	169.59%	5.0%	3.0%	3.0%
毛利率	96.86%	97.13%	97.49%	97.85%

收入总和	2191.01	2432.62	2733.84	3084.74
增长率	1.64%	11.03%	12.38%	12.84%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 1.45 元、1.66 元和 1.89 元，当前股价对应的 PE 分别为 27X、23X 和 20X。我们考虑到公司未来影视娱乐发展向好，卖品及广告收入维持较高利润率。给予“谨慎推荐”评级。

## 五、风险提示

1、新建影院盈利进度低于预期；2、扩张加速带来成本费用提升较快；3、电影市场票房增速低于预期。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2017	2018E	2018E	2019E
营业总收入	2,191	2,433	2,734	3,085
营业成本	1,591	1,758	1,953	2,153
营业税金及附加	15	17	19	21
销售费用	204	219	246	308
管理费用	110	95	154	250
EBIT	299	352	415	469
财务费用	32	11	24	22
资产减值损失	6	0	0	0
投资收益	33	20	20	20
营业利润	296	341	391	447
营业外收支	3	3	3	3
利润总额	211	244	279	319
所得税	88	100	114	130
净利润	212	243	279	318
归属于母公司净利润	212	243	279	318
EBITDA	440.28	494.10	557.22	611.74

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2018E	2019E
货币资金	1,178	1,703	2,040	2,404
应收账款及票据	381	423	476	537
预付款项	65	100	159	223
存货	20	22	24	27
其他流动资产	223	223	223	223
流动资产合计	1,872	2,473	2,924	3,416
长期股权投资	27	0	0	0
固定资产	643	523	465	382
无形资产	15	14	13	13
非流动资产合计	1,165	1,045	923	801
资产合计	3,037	3,519	3,847	4,217
短期借款	50	609	609	608
应付账款及票据	303	292	324	358
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	915	1,197	1,245	1,296
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	233	233	233	233
非流动负债合计	233	233	233	233
负债合计	1,148	1,429	1,478	1,528
股本	168	168	168	168
少数股东权益	3	4	5	6
股东权益合计	1,889	2,090	2,369	2,688
负债和股东权益合计	3,037	3,519	3,847	4,217

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	1.64%	11.03%	12.38%	12.84%
EBIT 增长率	13.48%	17.67%	17.97%	13.16%
净利润增长率	8.21%	15.04%	14.47%	14.25%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	27.4%	27.7%	28.6%	30.2%
净利润率	9.7%	10.0%	10.2%	10.3%
总资产收益率 ROA	7.0%	6.9%	7.3%	7.6%
净资产收益率 ROE	11.2%	11.7%	11.8%	11.9%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.05	2.07	2.35	2.64
速动比率	2.02	2.05	2.33	2.62
现金比率	2.02	2.05	2.33	2.62
资产负债率	37.8%	40.6%	38.4%	36.2%
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	22.23	29.00	28.83	28.78
存货周转天数	3.77	3.09	3.05	2.99
总资产周转率	0.83	0.74	0.74	0.77
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.26	1.45	1.66	1.89
每股净资产	11.24	12.44	14.10	16.00
每股经营现金流	2.44	1.81	2.16	2.32
每股股利	0	0	0	0
<b>估值分析</b>				
PE	30.51	26.52	23.16	20.28
PB	3.42	3.09	2.72	2.40
EV/EBITDA	15.89	13.66	11.89	10.64
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2018E	2019E
净利润	211	243	279	318
折旧和摊销	269	143	143	142
营运资金变动	(382)	(76)	(65)	(77)
经营活动现金流	410.61	303.87	363.33	389.23
资本开支	(24.89)	32.74	20.10	20.10
投资	435.49	271.13	343.23	369.13
投资活动现金流	(827.40)	(0.46)	(0.10)	(0.10)
股权募资	0.00	(60.10)	(20.10)	(20.10)
债务募资	(827.40)	59.64	20.00	20.00
筹资活动现金流	550.62	338.42	(24.36)	(22.81)
现金净流量	233.13	952.02	695.19	750.21

## 插图目录

图 1: 公司 2009-2017 年营业收入 .....	5
图 2: 公司 2009-2017 年归母净利润 .....	5
图 3: 金逸影视业务结构图 .....	5
图 4: 公司 2014-2017 年主营业务分拆 (单位: 亿元) .....	6
图 5: 公司 2014-2017 年票房及非票房收入占比 (%) .....	6
图 6: 2017 年万达电影收入占比分析 .....	6
图 7: 2017 年横店影视收入占比分析 .....	6
图 8: 金逸影视及同业公司非票房收入占总营收比例 .....	7
图 9: 金逸影视及同业公司非票房收入单银幕产出 (单位: 百万/个银幕) .....	7
图 10: 2014-2017 年上半年网购票服务费占广告服务收入比重 .....	8
图 11: 2009-2017 年经营活动产生的现金流量净额/营业收入比值变化 .....	10
图 12: 2009-2017 年经营、投资及筹资活动净现金流 .....	10
图 13: 2009-2017 年公司三大费用率情况 (单位: %) .....	10
图 14: 公司 2009-2017 年 ROE 变化及与同行对比情况 .....	11
图 15: 公司 2009-2017 年毛利率变化 .....	11
图 16: 2012 年-2017 年国内票房及增长情况 (扣除服务费) .....	12
图 17: 2012-2017 年城市观影人次 .....	13
图 18: 2012-2017 年国产电影票房及国产片占总票房比例 .....	13
图 19: 2015-2017 年月度票房 (单位: 亿元) .....	错误!未定义书签。
图 20: 2008-2017 年我国院线影院数量和银幕数量 (单位: 块) .....	14
图 21: 2012-2017 年平均上座率及其同比 .....	14
图 22: 2012-2017 年人均观影人次及其同比 .....	错误!未定义书签。
图 23: 2010-2017 年我国单银幕及单影院票房收入 .....	15
图 24: 2012-2017 年影片城市票房份额分布情况 .....	15
图 25: 2017 年各线城市新增影院分布情况 .....	16
图 26: 2017 年新增影院数量 TOP10 城市 .....	16
图 27: 发行人设立以来自有和加盟影院的情况 .....	20
图 28: 特效影院整体数据对比 .....	25
图 29: 特效影院整体票房对比 (单位: 亿元) .....	25
图 30: 2013-2017 年全国影院票房变化及其在社消品零售总额中的占比变化趋势 .....	26
图 31: 2014-2017 年公司及同业公司单影院广告收入 .....	27
图 32: 2014-2017 年公司及同业公司单银幕广告收入 .....	27
图 33: 2014-2017 年 H1 公司及同业公司广告收入比较 .....	28



## 表格目录

表 1: 公司设立过程 .....	3
表 2: 2011-2017 年公司票房收入、全国票房份额及排名 .....	3
表 3: 金逸影视 2018 年一季报十大股东明细 .....	错误!未定义书签。
表 4: 公司及同业公司电影放映、卖品、广告的毛利占比情况比较 .....	8
表 5: 2012-2017 内地观影人次变化趋势 .....	14
表 6: 2017 年中国院线年票房 TOP15 .....	17
表 7: 2017 年中国影管公司年票房 TOP15 .....	错误!未定义书签。
表 8: 2017 年地区院线收入排名 .....	错误!未定义书签。
表 9: 我国现有城市院线的经营模式 .....	错误!未定义书签。
表 10: 金逸影视与加盟影院分账政策共同形成如下分账政策 .....	20
表 11: 金逸影视与加盟影院分账政策共同形成如下分账政策 .....	20
表 12: 2017 年金逸影视及同业影投公司在不同城市票房分布情况 .....	21
表 13: 自有影城财务数据汇总情况 .....	错误!未定义书签。
表 14: 公司院线发行收入分拆 .....	错误!未定义书签。
表 15: 公司院线发行收入和毛利拆分 .....	29
表 16: 金逸影视 2014-2017 年影院数变化情况 (单位: 个) .....	23
表 17: 2017 年重要在建工程项目本期变动情况 (截至 2017 年年底) .....	24
表 18: 公司单影院和单厅广告收入 (含场租收入) (单位: 万元) .....	26
表 19: 金逸影视营业收入拆分预测 .....	29

## 分析师与研究助理简介

**胡琛**，传媒互联网组长，对外经济与贸易大学金融学硕士，2011年7月加入民生证券至今，具有多年传媒互联网行业研究经验。

**史家欢**，传媒行业研究助理，金融硕士，专注于影视娱乐传媒，毕业于复旦大学经济学院，2015年7月加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层；525000

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。