

横店影视 (603103)

公司研究/深度报告

领先布局三四五线市场，非票业务助增长

深度研究报告/传媒行业

2018年5月26日

报告摘要:

➤ 民营院线领军企业，前瞻性布局三四五线，票房贡献度市场领先

公司是国内领先的民营院线及影院投资公司，2008年成立，2017年10月上市，控股股东为横店控股，具备较强文化产业品牌效应。截至2017年底，公司拥有266家自营影院和300多个已签约影院储备项目，其中三四五线城市占比达70%，三四五线城市票房贡献占比超过60%，远超同行。

➤ 自营影院占比高达78%，非票业务值得期待

1、截至2017年末，横店影视旗下共拥有已开业影院340家，其中自营影院同比增加21%。公司2017年实现票房收入22.72亿元，同比增长9.65%；其中自营影院票房收入20.01亿元，同比增长8.12%，全国影投公司中排名第3位，规模效应有望凸显。

2、公司2017年广告与卖品业务毛利占比达56.7%。公司2017年期间广告收入达到1.6亿元，占营业收入百分比从2014年的4.21%上升至2017年的6.23%。2017年卖品业务毛利率超过75%收入达到2.47亿元，近五年年均复合增长率达到22.98%。

➤ 2017年开始电影行业整体回暖，三线以下城市票房占比提升至40%

2017年票房回暖达到523.7亿增速达到15%，2018年1-4月票房达到241.2亿同比增长24.5%。与此同时，三线及以下城市整体票房占比稳步上升，自2013年的32%升至2017年40%。2017年，三四五线城市同比增速分别达到20%、23%、25%，远高于全国票房15.03%增速水平。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预测公司2018-2020年净利润为4.3亿元、5.2亿元、6.2亿元，EPS分别为0.95元、1.16元、1.36元，对应当前股价PE为36、30、25倍。维持强烈推荐评级。

➤ 风险提示

1、国内票房不达预期；2、全国电影银幕供给过剩；3、公司新扩影院盈利不达预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,518	3,062	3,633	4,200
增长率(%)	10.4%	21.6%	18.6%	15.6%
归属母公司股东净利润(百万元)	331	429	524	618
增长率(%)	-7.2%	29.7%	22.2%	17.9%
每股收益(元)	0.80	0.95	1.16	1.36
PE(现价)	42.8	36.2	29.6	25.1
PB	7.9	6.5	5.3	4.4

资料来源：公司公告，民生证券研究院

强烈推荐

维持评级

收盘价

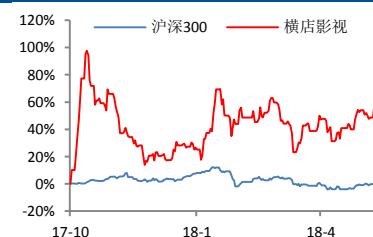
35.22元

交易数据

2018-05-25

近12个月最高/最低	43.97/22.25
总股本(百万股)	453
流通股本(百万股)	53
流通股比例%	11.70
总市值(亿元)	155
流通市值(亿元)	18

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：010-85127645

邮箱：huchen_yjs@mszq.com

分析师：吴清羽

执业证号：S0100518020002

电话：010-85127645

邮箱：wuqingyu@mszq.com

相关研究

1. 横店影视(603103)2018一季报点评：净利高增64%，受益于三四五线前瞻布局。20180418

目录

一、自营影院规模效应凸显，营收实现稳步增长.....	3
(一) 跨省院线快速发展，规模扩张实现票房新增长	3
(二) 过往五年营收复合增速 29%，净利润复合增速 102%.....	4
二、院线业务发展迅速，分享渠道下沉红利.....	8
(一) 2017 年国内票房增速 15%触底回升，2018Q1 同比增长 40%.....	8
(二) 三四五线城市票房增长迅速，2017 年合计占比近 40%.....	12
三、提前深耕三四线城市，非票业务值得关注.....	14
(一) 扩张策略以资产联结为主，自有影院占比高达 78%.....	14
(二) 三线以下贡献超六成票房，公司差异化战略显著	16
(三) 非票业务占比高，盈利性居于市场前列	17
四、盈利预测	22
五、风险提示	23
插图目录	25
表格目录	26

一、自营影院规模效应凸显，营收实现稳步增长

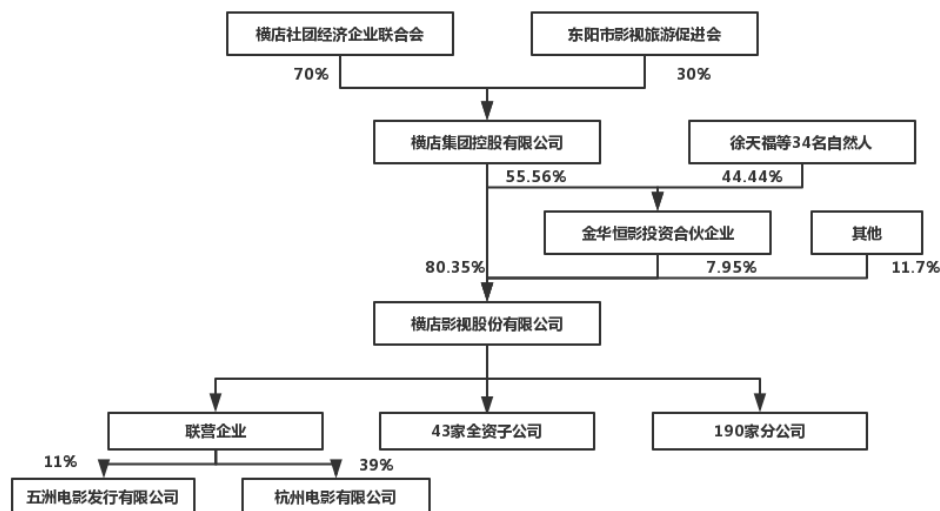
(一) 跨省院线快速发展，规模扩张实现票房新增长

2008 年公司成立，2017 年 10 月上市。公司前身浙江横店院线成立于 2008 年，由横店影视娱乐和横店控股共同出资成立，主要业务为院线发行、电影发行等。2011 年开始公司收购横店控股和横店影视娱乐的其余放映资产，整合院线影城业务，跨省院线快速发展，在主要二线城市城市均有布局。2015 年公司通过股份制改革后，公司改名为横店影视股份有限公司，并于 2017 年 10 月上市。

控股股东影视资源丰富，助力公司发展。公司控股股东为横店集团控股有限公司（以下简称横店控股），直接持有公司 80.35% 股权。公司实际控制人为横店社团经济企业联合会，持有横店控股 70% 的股权。公司是横店系第五家上市公司，前四家分别为英洛华、普洛药业、横店东磁、德邦照明。此外，横店控股集团还拥有横店影视城有限公司、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、浙江横店影业有限公司等优质影视相关资产，影视相关资源丰富，可为公司发展提供多方面帮助。

公司是国内最具潜力的民营院线及影院投资公司。依托横店影视文化产业的品牌宣传效应，公司以资产联结型影院投资为主导，在全国各层级城市快速扩张，提前布局三四五线城市的市场空白点，通过自身连锁经营的优势，不断提升公司盈利能力和品牌影响力。根据公司 2017 年年度报告，截至 2017 年末，公司旗下共拥有 340 家已开业影院，银幕 2089 块，其中资产联结型影院 266 家，银幕 1684 块；报告期内，公司实现票房收入 22.72 亿元，同比增长 9.65%，其中资产联结型影院票房收入 20.01 亿元，同比增长 8.12%，在全国影院投资公司中票房收入排名第 3 位，规模效应凸显。

图 1：横店影视股权结构



资料来源：Wind，公司年报，民生证券研究院

表 1: 公司历史沿革

时间	主要事件
2008 年 9 月	- 横店院线有限成立 - 横店影视娱乐出资 900 万元, 占 90%; 横店控股出资 100 万元, 占 10%
2011 年 5 月	原股东按原出资比例增资, 注册资本由 1000 万元增至 20,000 万元
2012 年 8 月	企业名称由“浙江横店电影院线有限公司”变更为“横店电影院线有限公司”
2014 年 3 月	- 横店影视娱乐将持有的横店院线有限 90% 股权以 18,000 万元转让与横店控股 - 企业类型变更为有限责任公司 (法人独资) - 出售浙江横店电影发行有限公司 100% 股权
2015 年 4 月	收购长沙横店潇湘王府井影城有限公司 5% 股权
2015 年 5 月	引入新股东金华恒影, 增加注册资本 3,000 万元, 总注册资本变更为 23,000 万元
2015 年 7 月	变更设立为股份有限公司, 更名为横店影视股份有限公司, 横店控股、金华恒影各持 91%、9% 股份
2015 年 8 月	收购杭州电影有限公司 39% 股权
2015 年 11 月	收购诸暨市大唐横店电影院有限公司 30% 股权
2015 年 12 月	- 收购鄂尔多斯市横店影视电影城有限公司 45% 股权 - 收购福州伍肆 100% 股权
2017 年 10 月	于上交所上市

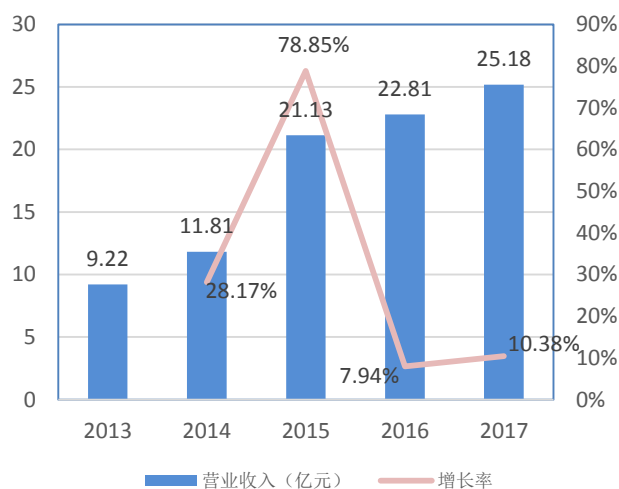
资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

(二) 过往五年营收复合增速 29%, 净利润复合增速 102%

营收稳步增长, 归母净利润下调, 业绩增长放缓。公司营收已于 2013 年的 9.22 亿增长到 2017 年的 25.18 亿, 年均复合增长率达到 28.55%, 2017 年同比增长 10.38%; 归属母公司净利润由 2013 年的 0.20 亿增长到 2017 年的 3.31 亿, 年均复合增长率为 101.70%。

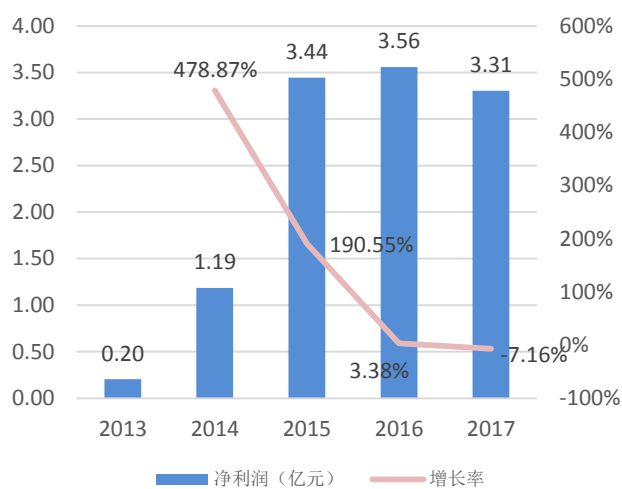
2017 年, 公司资产联结型影院数量达到 266 家, 同比增加 21%。公司近几年在电影院数量上持续扩张, 导致净利润增长缓慢并于 2017 年出现下滑, 2017 年归母净利润同比下跌 7.16%。2018 年第一季度, 公司实现营收 9.3 亿元, 同比增长 39.91%; 实现归母净利润 1.89 亿元, 同比增长 63.75%。

图 2：横店影视历年营业收入及增长率



资料来源：wind，民生证券研究院

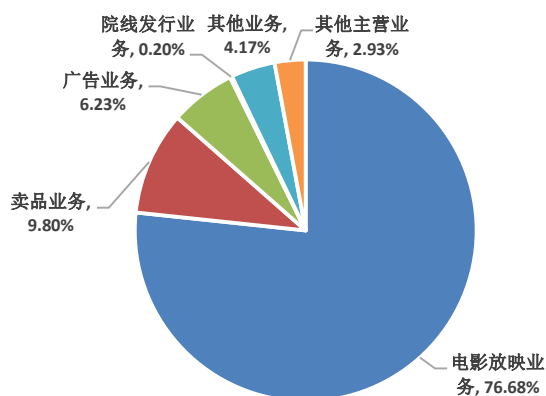
图 3：横店影视历年归母净利润及增长率



资料来源：wind，民生证券研究院

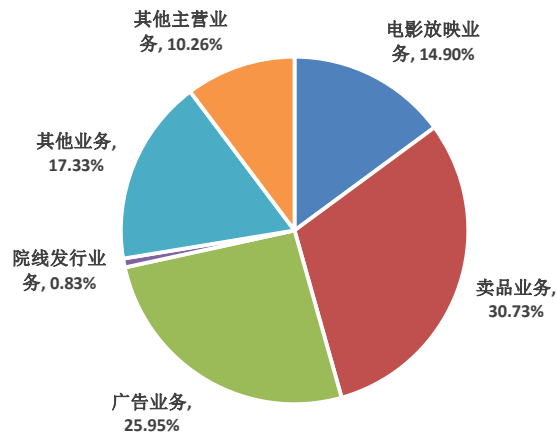
从业务结构上看，非票业务贡献主要毛利。2017 年公司主要营业收入来源于电影放映业务、卖品业务和广告业务，分别占总收入的 76.68%、9.80%、6.23%。毛利润主要来源于卖品业务、广告业务两类非票业务。非票业务营收占比仅为 16% 左右，贡献约 56% 毛利润。其中电影放映业务，卖品业务和广告业务毛利润占比分别达到总利润的 18.2%，37.6%，31.7%。

图 4：2017 年横店影视营业收入构成占比



资料来源：wind，民生证券研究院

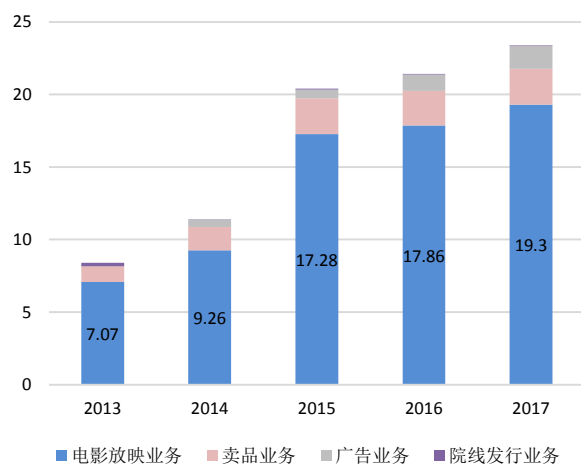
图 5：2017 年横店影视毛利润构成占比



资料来源：wind，民生证券研究院

新增影城成本以及市场推广费用增加，是近年来公司净利润增速下降主因。从公司近三年营收和毛利润的变化趋势来看，电影放映业务营业收入稳步提升，但毛利润呈快速下降趋势，成为 2017 年整体毛利润下降的主要因素。我们认为主要原因是公司新建影城拓展力度较大，带来较大的成本压力及费用提升，2017 年公司销售费用同比增长 57.94%。我们判断公司的利润下滑属于短期承压现象，随着公司新建影院逐步盈利，形成新的利润增长点，并在未来 2-3 年显著体现。

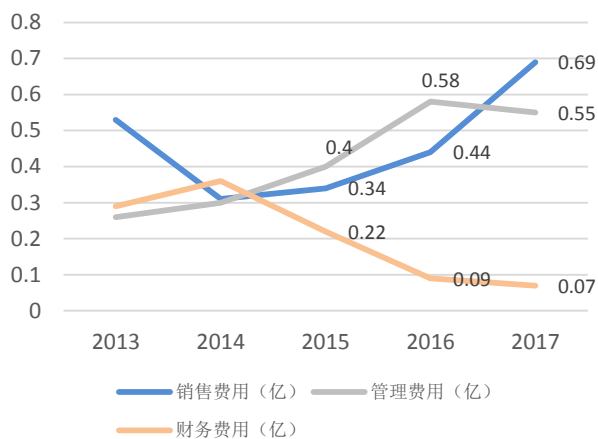
图 6：横店影视历年营业收入构成情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

盈利能力上看，近四年毛利率及净利率分别保持在 20%、10% 以上水平。公司 2014 年盈利能力出现大幅度提升，此后一直维持稳定状态。毛利率基本维持在 20% 以上水平，2017 年达到 23.98%。净利率自 2013 年以后均超过 10%，2017 年达到 13.13%。

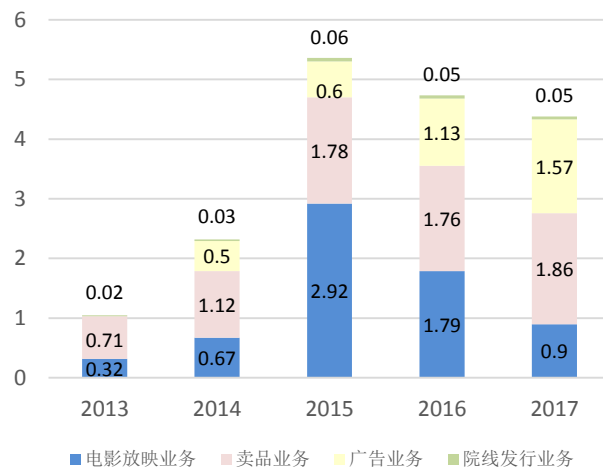
图 8：横店影视历年三费情况



资料来源：wind，民生证券研究院

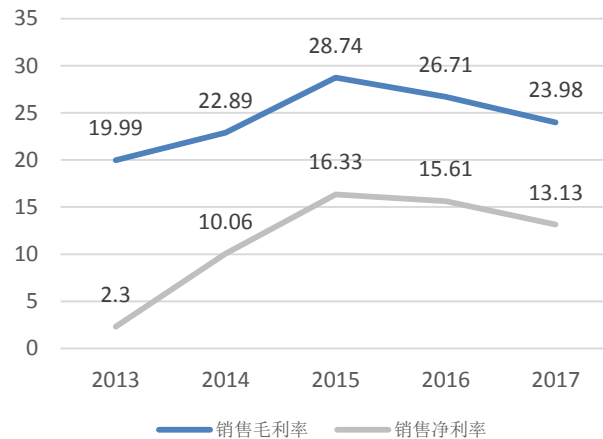
三费中，2017 年除销售费用上涨，管理及财务费用均下降。销售费用占比在 2013 年至 2015 年间呈下降趋势，2015 年至 2017 年间略有回升，但 2017 年整体低于 2013 年数据；管理费用与财务费用占比在 2013 年至 2015 年间整体呈下降趋势。2017 年销售费用达到 0.69 亿元，同比增长 57.94%，主要系下属影城市场推广宣传费用增加所致；管理费用为 0.55 亿，同比下降 4.13%；财务费用下降到 0.07 亿元，同比下降 18.43%，主要原因为 2017 年归还了部分银行借款，因此利息支出减少。

图 7：横店影视历年毛利润构成情况



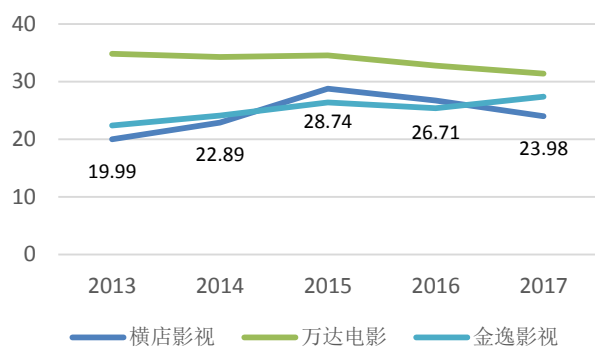
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：横店影视历年销售毛利率与净利率



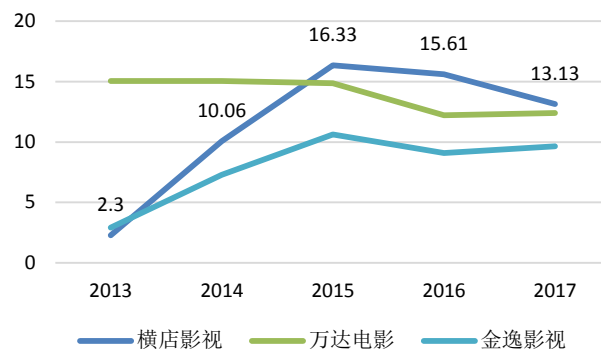
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10: 横店影视与万达、金逸毛利率对比图



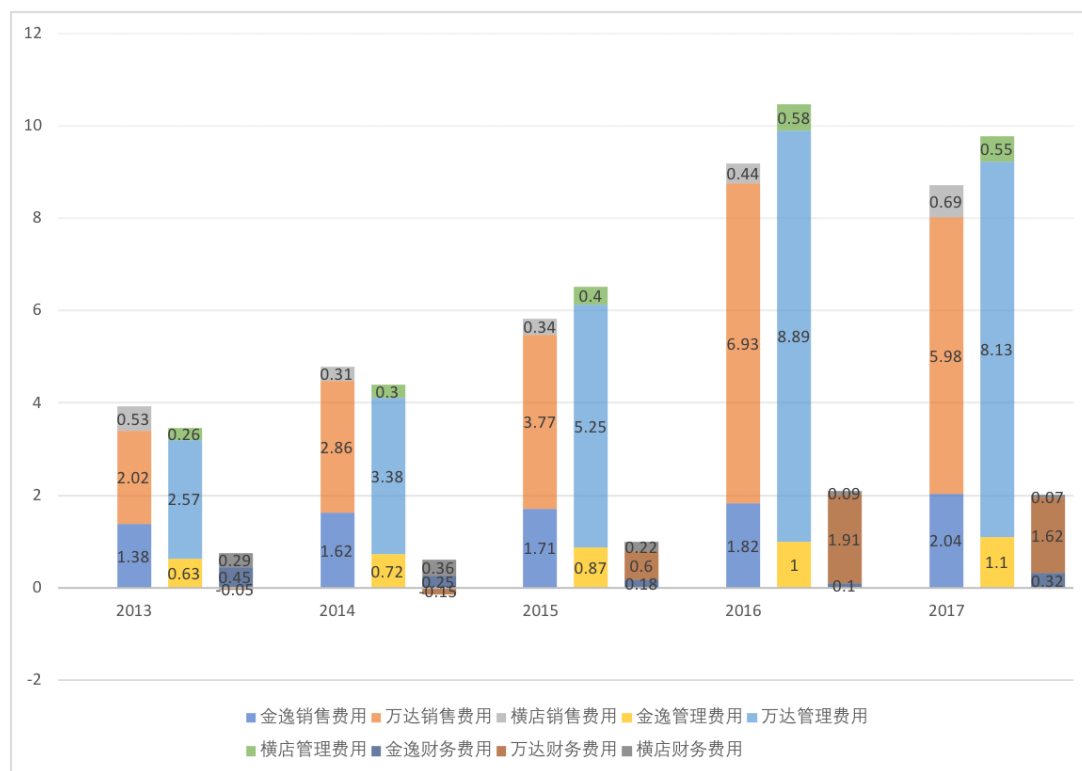
资料来源: Wind、民生证券研究院

图 11: 横店影视与万达、金逸净利率对比图



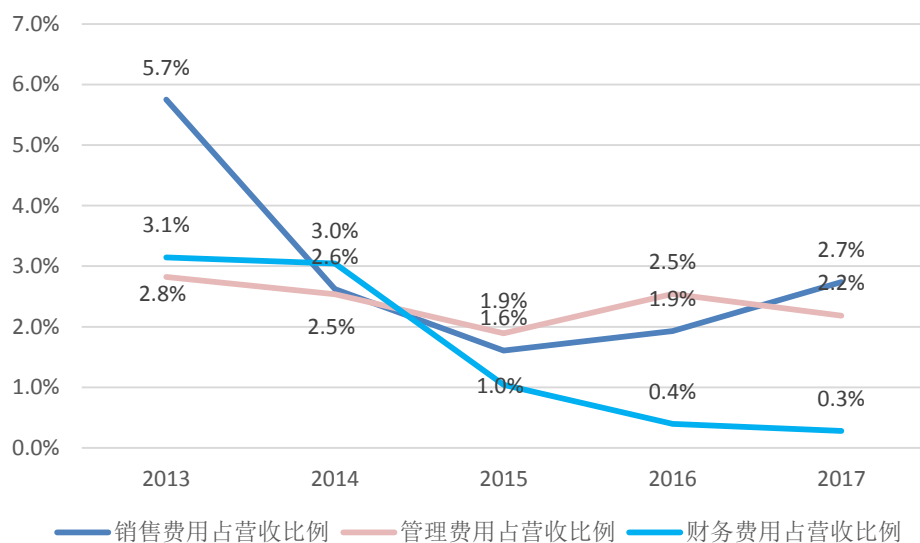
资料来源: Wind、民生证券研究院

图 12: 横店影视与万达、金逸三费对比图



资料来源: Wind、民生证券研究院

图 13: 横店影视三费占营收比例



资料来源: wind, 民生证券研究院

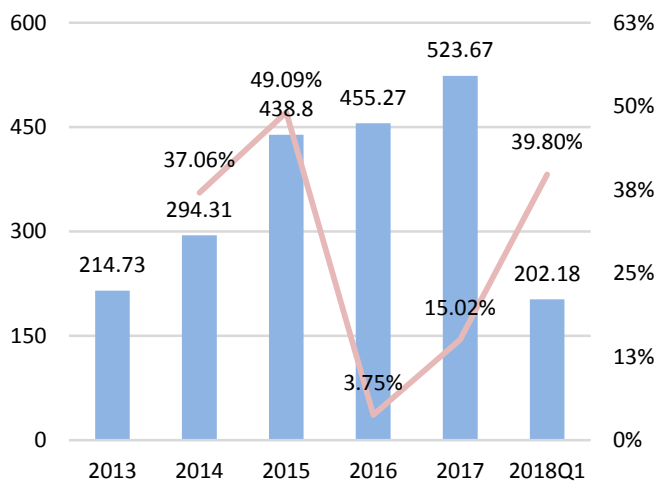
二、院线业务发展迅速，分享渠道下沉红利

(一) 2017 年国内票房增速 15%触底回升，2018Q1 同比增长 40%

票房持续回暖，观影人次提升助力电影业发展。根据艺恩数据显示，2017 年我国电影票房（不含服务费）总收入从 2013 年的 214.73 亿元提升至 2017 年的 523.67 亿元，复合增长率为 24.97%，2017 年同比增长率达到 15.02%。此外，2017 年观影人次再创新高，达到 16.2 亿人次，同比增长率高达 18.25%，助推电影行业再度回暖。

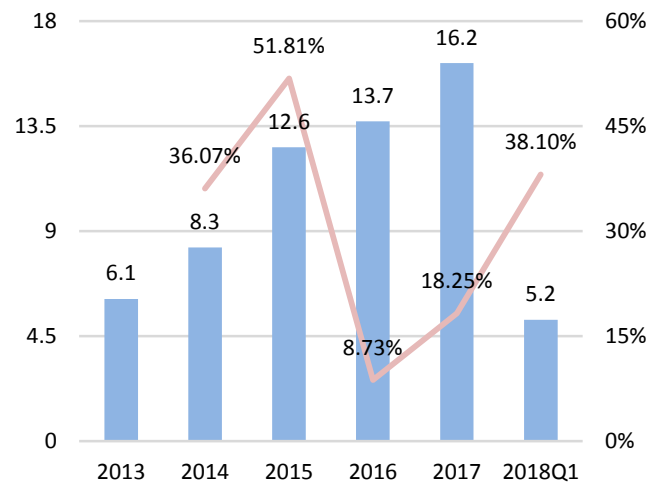
2018 年一季度，在春节档票房的带动下，全国电影票房达 202.18 亿元，同比增长 39.8%；首次超越北美同期 28.5 亿美元（约合人民币 181.7 亿元）票房成绩，成为全球电影市场冠军。

图 14: 2013-2018Q1 全国票房收入及增速



资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

图 15: 2013-2018Q1 全国观影人次及增速



资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

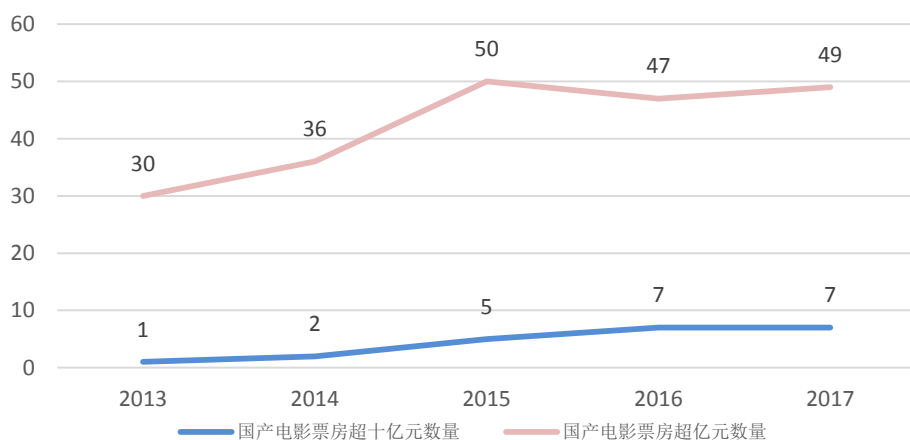
2017 年观影人次的提升主要源于国产片质量的提升及进口精品电影的增加。2017 年票房超十亿元的电影中，国产电影占据约半数席位，超亿元国产电影数量达到 49 部再创佳绩。优质进口电影的引入也极大的带动了整体票房的上涨，系列电影《速度与激情》、《变形金刚》等在国内表现成绩斐然。

表 2: 2017 年票房（不含服务费）超 10 亿国产及进口电影

序号	影片名	票房（不含服务费）	观影人次(亿)	豆瓣评分
1	《战狼 2》	53.07 亿元	1.59	7.2
2	《速度与激情 8》	25.18 亿元	0.73	7.1
3	《羞羞的铁拳》	20.57 亿元	0.66	7.1
4	《功夫瑜伽》	16.48 亿元	0.46	5.1
5	《西游伏妖篇》	15.66 亿元	0.42	5.5
6	《变形金刚 5:最后的骑士》	14.62 亿元	0.42	5
7	《摔跤吧！爸爸》	11.99 亿元	0.43	9.1
8	《芳华》	11.14 亿元	0.35	7.8
9	《加勒比海盗 5:死无对证》	11.05 亿元	0.33	7.3
10	《金刚：骷髅岛》	10.96 亿元	0.33	6.7
11	《寻梦环游记》	10.78 亿元	0.34	9.1
12	《极限特工：终极回归》	10.52 亿元	0.31	5.7
13	《生化危机：终章》	10.35 亿元	0.32	6.6

资料来源：艺恩数据，豆瓣电影，民生证券研究院

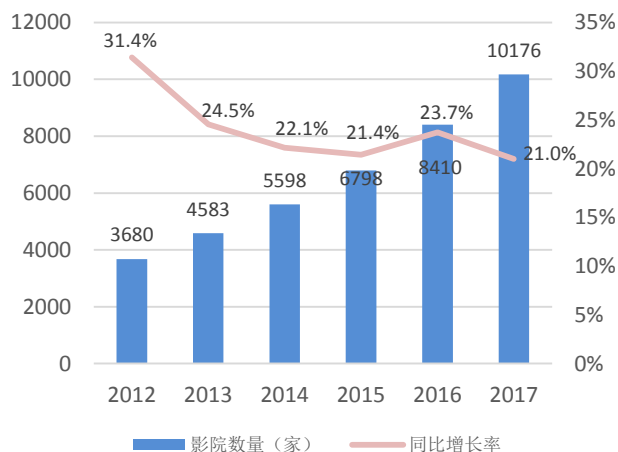
图 16: 近五年国产电影票房超十亿元及亿元电影数量



资料来源: 猫眼数据, 民生证券研究院

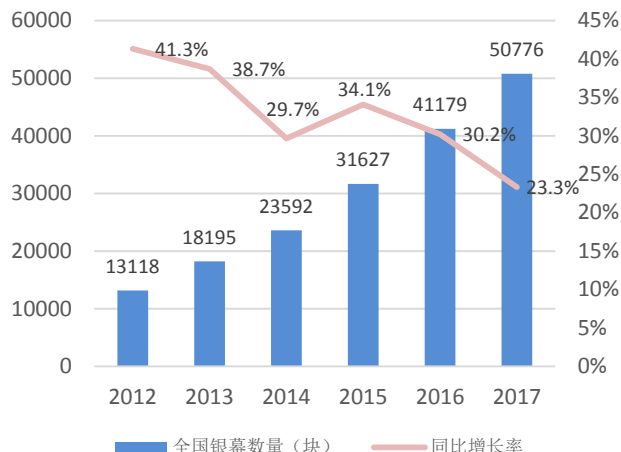
影院及银幕数高速增长, 促进观影人次及票房的提升。2017 年, 我国影院数量达到 10,176 家, 同比增长 21%, 六年时间里增加 6,496 家, 年均复合增长率达到 22.56%。2017 年全国银幕数新增 9,597 块, 累计达到 50,776 块, 同比增长 23.3%, 六年时间银幕数增长近四倍, 年均复合增长率达到 31.09%, 我国也成为拥有电影银幕数量最多的国家。

图 17: 2012-2017 年全国影院数量及增长率



资料来源: 艺恩数据, 民生证券研究院

图 18: 2012-2017 年全国银幕数量及增长率

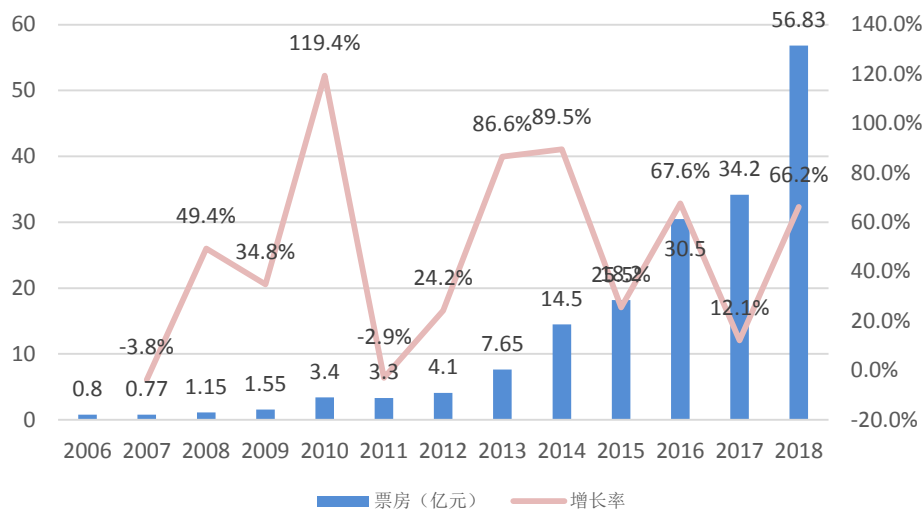


资料来源: 艺恩数据, 民生证券研究院

2018 年春节再掀观影热潮, 票房表现远超预期。2018 年 2 月 16 日至 2 月 21 日, 春节期间电影总票房达 56.83 亿元, 同比增速高达 66.2%。全国总观影人次达到 1.43 亿人次, 同比增长高达 61%。前十名院线票房总收入占比 68.73%, 市场集中度进一步提升。

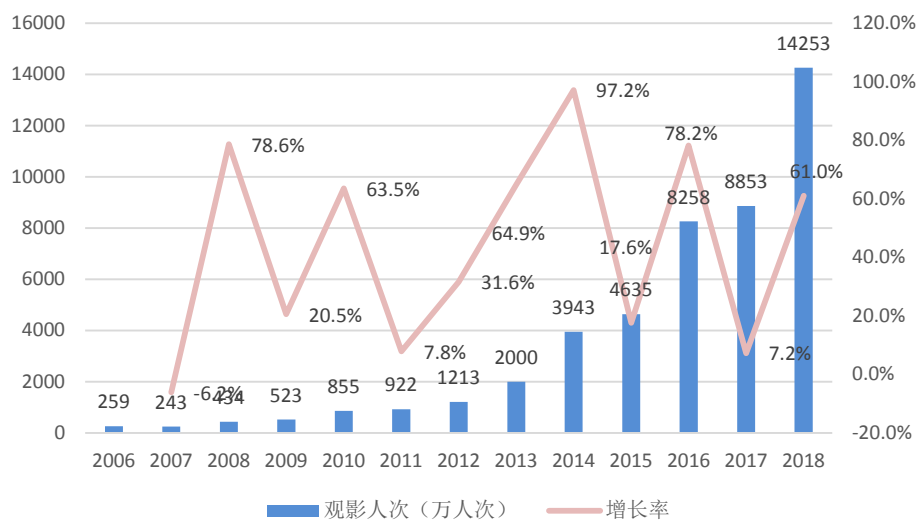
春节档 (2/16-2/22) 票房前三《唐人街探案 2》、《捉妖记 2》、《红海行动》综合票房分别达到 21.46 亿元/18.22 亿元/14.47 亿元, 占比 33.5%/28.4%/22.6%, 大超市场预期。

图 19: 2006 年至 2018 年春节档 (除夕-初六) 电影票房



资料来源：猫眼数据，民生证券研究院

图 20：2006 年至 2018 年春节档观影人次



资料来源：猫眼数据，民生证券研究院

表 3：2018 年春节档（2/16-2/22）票房前五名影片

影片名	票房 (亿元)	票房占比	人次 (万人)	场次
唐人街探案 2	21.46	33.5%	5381.1	754,949
捉妖记 2	18.22	28.4%	4716.4	708,446
红海行动	14.47	22.6%	3484.5	498,156
西游记女儿国	4.52	7.0%	1120.3	259,665
熊出没变形记	4.07	6.3%	1105.3	234,594

资料来源：猫眼数据，民生证券研究院

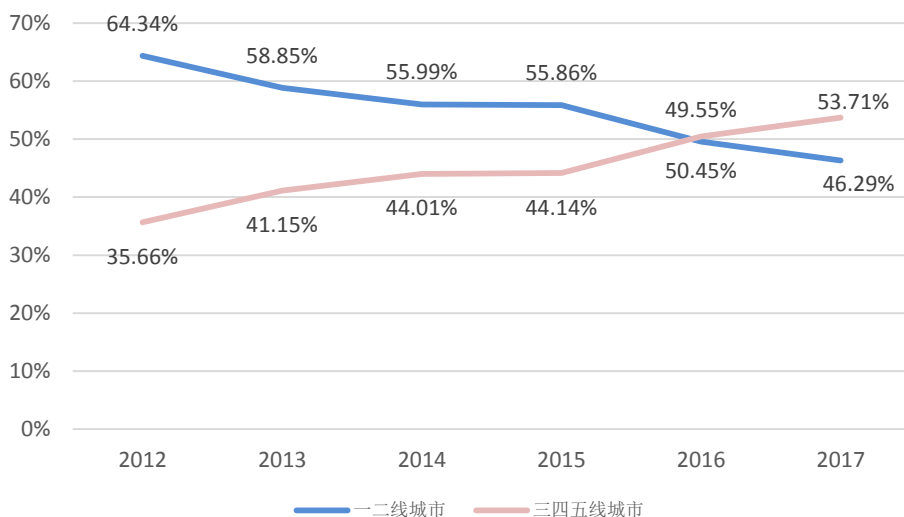
表 4：2018 年春节档（2/16-2/22）前十大院线票房数据

排名	院线	票房（亿元）	人次（万人）	市占率
1	万达院线	7.49	1593.76	12.73%
2	大地院线	6.70	1697.50	11.39%
3	中影数字院线	4.53	1164.71	7.7%
4	上海联合院线	3.66	916.28	6.22%
5	中影星美	3.58	917.05	6.09%
6	中影南方新干线	3.57	902.50	6.07%
7	横店院线	2.93	718.70	4.98%
8	广州金逸珠江	2.60	637.24	4.42%
9	华夏联合	2.11	548.46	3.59%
10	江苏幸福蓝海	1.89	498.04	3.21%
合计		39.06		66.39%

资料来源：猫眼数据，民生证券研究院

春节档观影人群受返乡热潮影响向三四五线城市下沉比例逐步扩大。根据艺恩数据，春节期间三四五线城市票房收入占比已由 2012 年的 35.66% 提升至 2017 年的 53.71%，返乡热潮及春节观影习惯逐渐养成的双重影响下使得三四五线城市逐渐成为春节档票房收入主要来源地区。

图 21：2012-2017 年各级城市春节档票房收入占比情况



资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

（二）三四五线城市票房增长迅速，2017 年合计占比近 40%

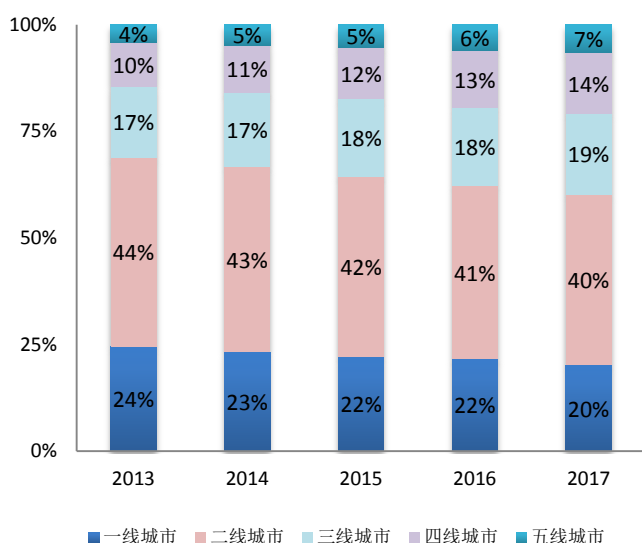
从票房收入贡献比重看，一二线城市贡献六成收入仍为主力区域，但三线及以下城市发展迅速。据艺恩数据，根据地域细分电影市场，一二线城市虽仍为票房收入的主要贡献区域，但近年来收入占比呈现下降趋势，从 2013 年 67.8% 的占比一路下降到 2017 年的 60.1%。与此同时，三线城市及以下区域的票房收入占比稳步上升，自 2013 年的 32.2% 上升到 2017 年 39.9%，

上升趋势显著。

从观影人数来看，2017 年三线及以下城市观影人次同比增长率达到 23.2%，高于一二线 14.81% 的增长率，且近五年观影人数呈现稳定上升趋势。此外，2017 年一二线票房的同比增速为 8%、13%，均低于全国票房增速水平 15.03%，相比之下，三四五线城市同比增速较高，分别为 20%、23%、25%。

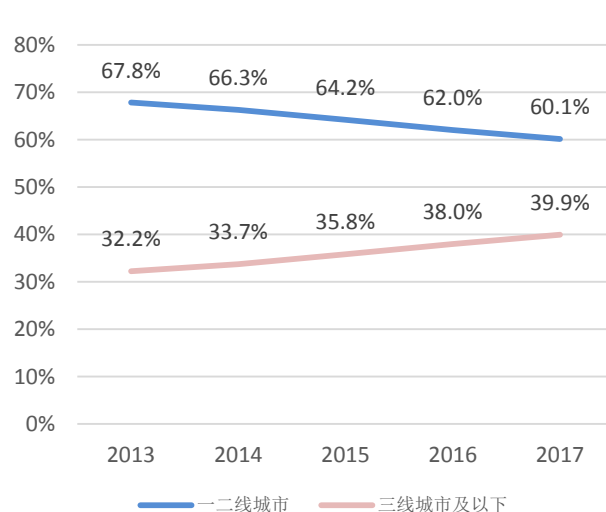
三线及以下城市对电影票房日渐显著的贡献，原因主要在于：（1）城镇化进程加速，小镇青年文娱需求及支出不断提升；（2）各大院线渠道下沉，加大三线及以下城市布局范围。

图 22：近年各线城市票房占比情况



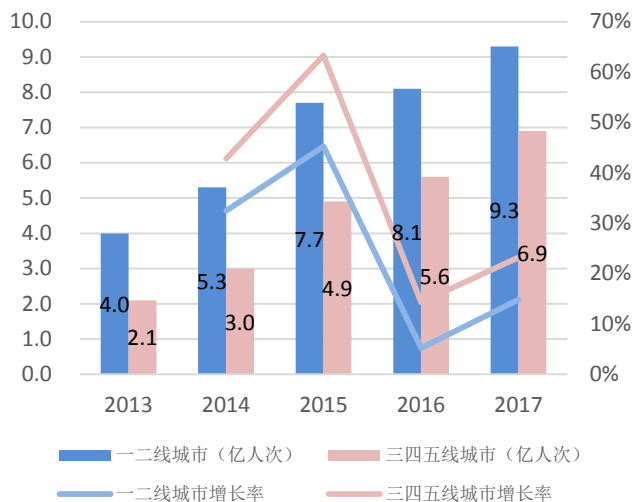
资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

图 23：近年各线城市票房占比趋势



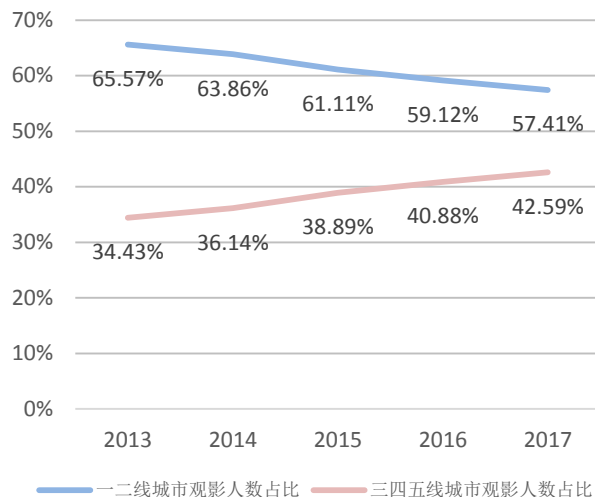
资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

图 24：2013-2017 年各线城市观影人数变化趋势



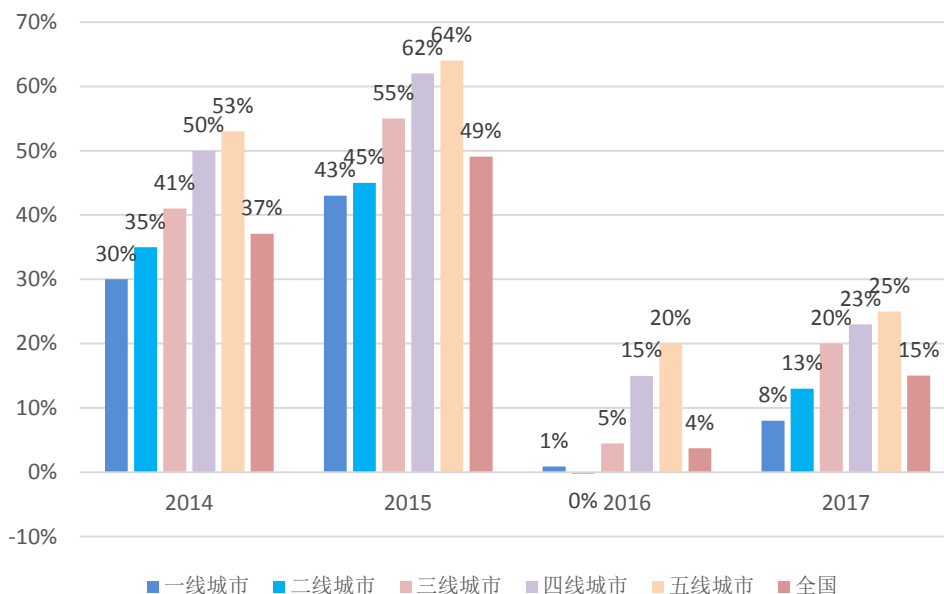
资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

图 25：2013-2017 年各线城市观影人数占比趋势



资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

图 26：全国及各分级城市历年票房增速对比



资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

三、提前深耕三四线城市，非票业务值得关注

（一）扩张策略以资产联结为主，自有影院占比高达 78%

公司坚持以“资产联结为主，签约加盟为辅”的扩张战略。截至 2017 年年底，公司共拥有 340 家影院，2089 块银幕；其中资产联结型影院 266 家，占比 78%，银幕 1684 块，占比 81%，

已覆盖全国（除港澳台、新疆、西藏、海南外）28 个省级行政区，资产联结型影院票房在全国影院投资公司中排名第 3，仅次于万达和大地。

资产联结型影院具备四方面优势：其一，提高了公司对客户、供应商的议价能力；其二，随着影院规模的不断扩大，形成规模效应，有利于不断提升公司盈利能力和品牌影响力；其三，有利于公司对旗下影院统一排片，统一管理，强化对影院整体的管理效率；其四，资产联结型影院更有利于非票业务收入的提升。

表 5：资产联结型和签约加盟型经营模式对比

经营模式	院线与影院关系	特点	代表院线
纯资产联结型	由院线直接投资影院，影院资产归院线所有	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	万达院线
以资产联结为主，签约加盟为辅	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	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	横店院线 广州金逸珠江
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	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	中影星美 北京新影联 上海联合

资料来源：智研咨询，民生证券研究院

表 6：2014-2017 年横店影视影院数及屏幕数详情

	2017	2016	2015	2014
影院数（家）	340	294	229	179
新增影院数（家）	46	65	50	
其中：资产联结型影院	266	220	177	138
资产联结型影院占比	78%	77%	77%	77%
新增资产联结型影院	21%	24%	28%	
同比增速				
加盟影院	74	65	53	41
加盟影院占比	22%	23%	23%	23%
屏幕数（块）	2089	1727	1404	1098
其中：资产联结型影院	1684	1413	1149	905
资产联结型影院占比	81%	82%	82%	82%
加盟影院	405	315	255	193
加盟影院占比	19%	18%	18%	18%

资料来源：公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

表 7：2017 年影投公司前十名

排名	影投公司	票房（亿元）	票房占比	观影人次（亿）	平均票价	单日单座收益
1	万达电影	75.25	18.17%	1.90	40	30
2	大地影院	37.27	9.00%	1.10	34	25
3	横店院线	21.52	5.19%	0.66	32	24

4	星美影院	18.37	4.43%	0.54	34	19
5	中影影院投资	17.28	4.17%	0.49	35	31
6	金逸影视	16.82	4.06%	0.48	35	29
7	CGV 影城投资公司	16.34	3.94%	0.43	38	33
8	太平洋影管	10.31	2.49%	0.30	35	32
9	耀莱管理公司	9.69	2.34%	0.27	35	27
10	保利影业	8.98	2.17%	0.23	38	29

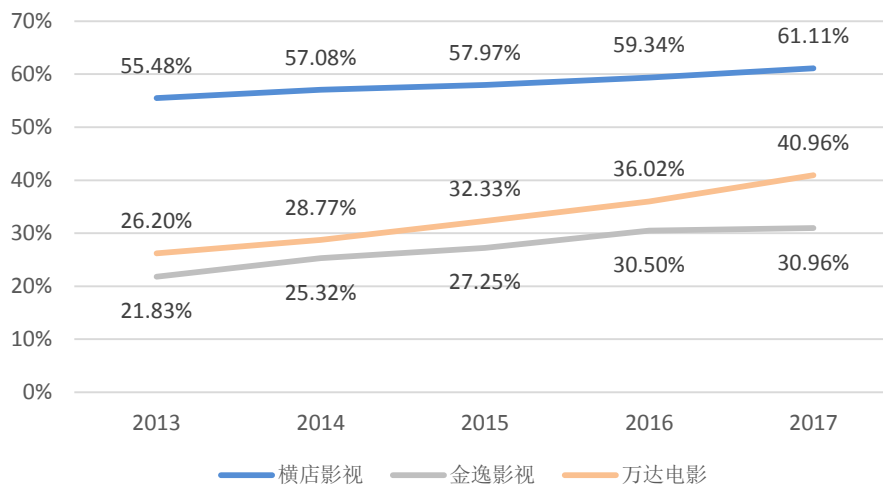
资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

(二) 三线以下贡献超六成票房，公司差异化战略显著

加快布局三四五线城市空白点，提升品牌影响力。公司以提前加速布局三四线城市为核心，积极抢夺三四线城市市场，形成先发优势。截至 2017 年底，公司拥有 266 家自营影院和 300 多个已签约影院储备项目，其中三四五线城市占比达 70%，已开业影院数和储备项目数领先于市场。

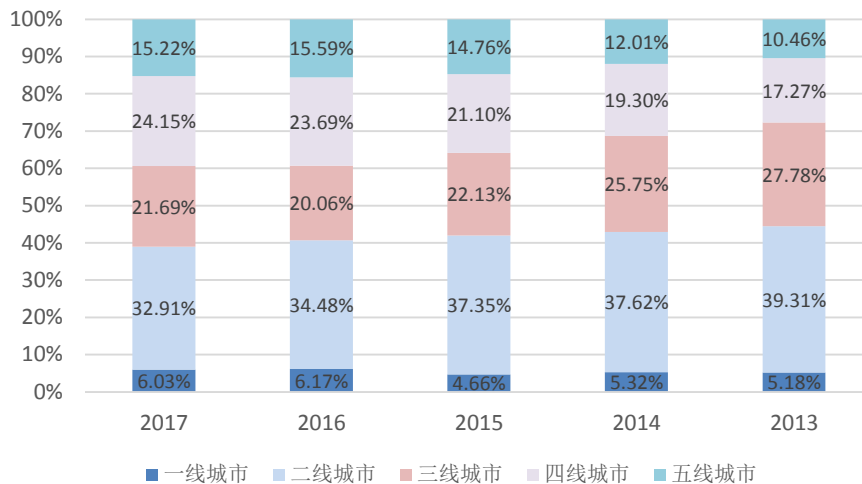
对照可比公司，横店在三四五线城市票房收入占比远高于万达、金逸；从横店院线在分级城市中的票房收入及排名情况来看，其在三四五线城市的收入及排名均远高于一二线城市，经营模式及发展趋势与中国电影市场逐步向三四五线城市下沉的趋势相吻合。

图 27：2013-2017 年可比公司三四五线城市票房收入占比情况



资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

图 28：横店院线各分级城市票房收入占比



资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

表 8：横店院线分级城市票房及排名

	2015 年		2016 年		2017 年	
	横店院线票房 (亿元)	排名	横店院线票房 (亿元)	排名	横店院线票房 (亿元)	排名
全国	19.77	8	20.71	8	24.40	8
一线城市	0.92	18	1.28	16	1.40	16
二线城市	7.39	8	7.14	8	8.09	9
三线城市	4.38	6	4.15	9	5.30	9
四线城市	4.17	3	4.91	3	5.90	3
五线城市	2.92	2	3.23	2	3.73	2

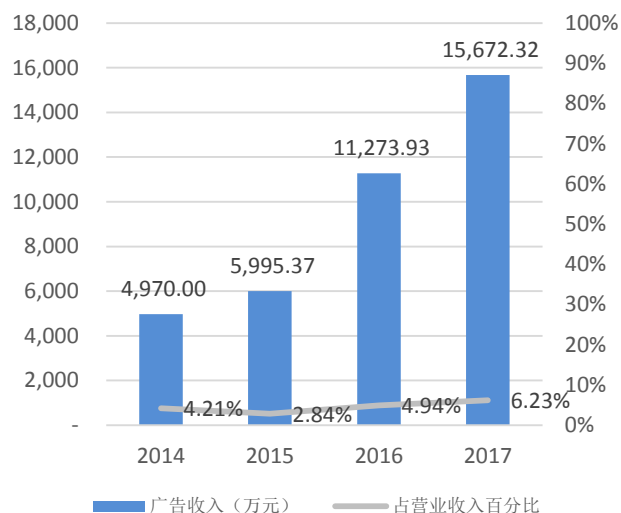
资料来源：猫眼数据，民生证券研究院

(三) 非票业务占比高，盈利性居于市场前列

电影市场日益繁荣提升广告价值，广告盈利成为公司净利润主要来源。2017 年全国票房收入（不包含服务费）同比增长 15.02%，电影市场回暖带动了院线广告价值的提升。横店影视致力于加快整合各方广告资源，以发展银幕广告业务为核心，积极打造影院阵地广告、数字海报机、影厅冠名、灯箱广告等综合业务，努力构建具有明显区域优势、目标群体、精确客户群体的广告及宣传的商业平台。

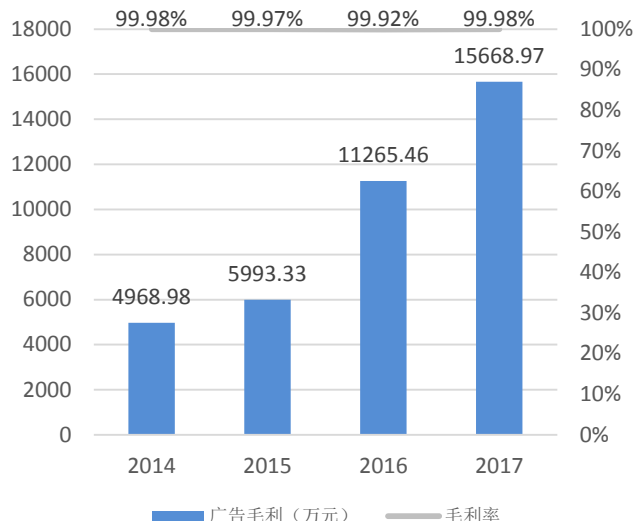
公司在 2014 年到 2017 年期间广告收入稳健增长，分别为 0.5 亿、0.6 亿、1.1 亿、1.6 亿元，占营业收入百分比从 4.21% 上升至 6.23%。由于公司广告成本较低，且全部计入放映业务当中，使得广告业务毛利率多年趋于 100%，成为公司毛利润的主要来源。

图 29: 2014-2017 公司广告收入及占比



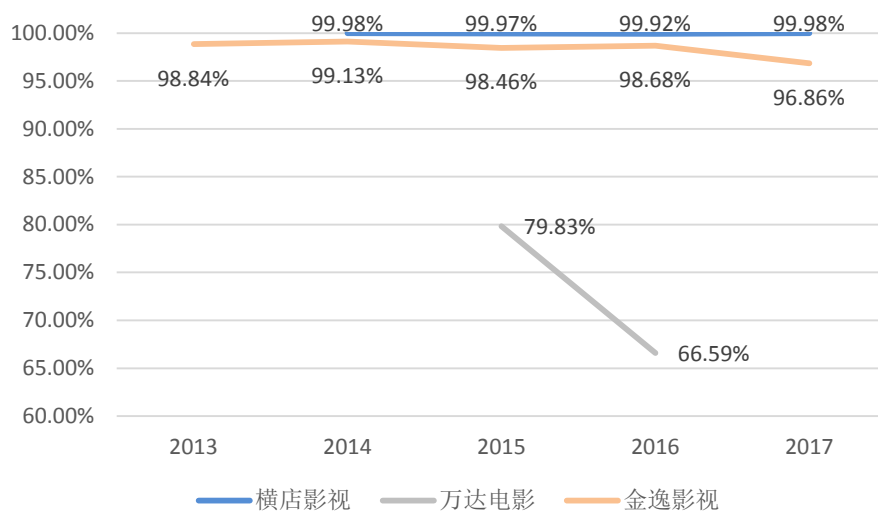
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 30: 2014-2017 公司广告毛利及毛利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

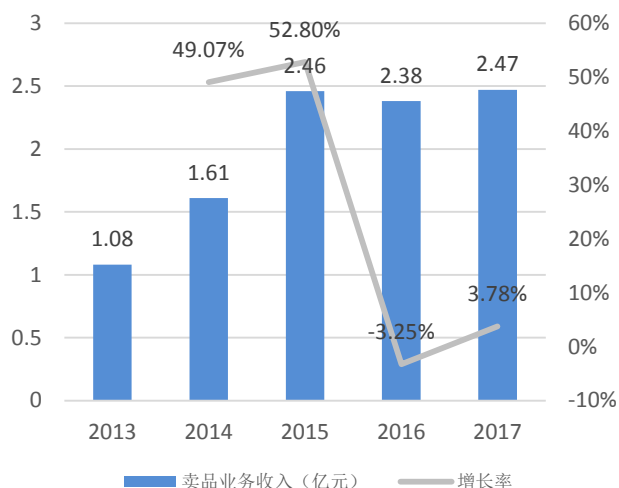
图 31: 2013-2017 年可比公司广告业务毛利率比较



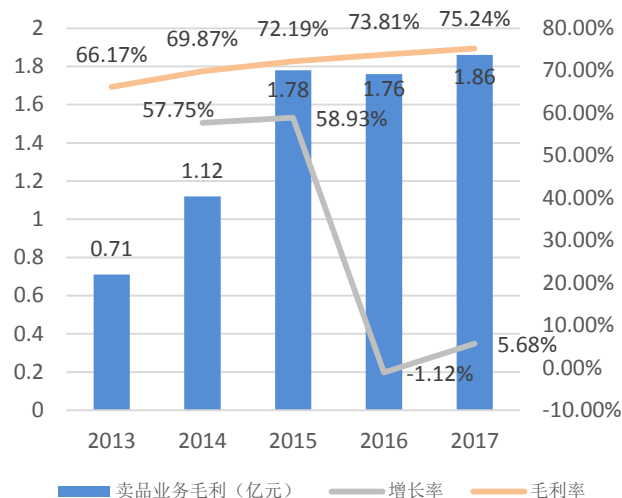
资料来源: wind, 民生证券研究院

加强与知名品牌合作, 提升卖品标准化及创新性。公司通过与中钜钺文化股份有限公司、百事(中国)投资有限公司等优质供应商合作, 保障了卖品的标准化与高质量, 推动了卖品盈利能力的上涨。2017 年公司卖品业务收入为 2.47 亿元, 同比增长 3.78%, 近五年年均复合增长率达到 22.98%; 毛利润为 1.86 亿元, 同比增长 5.68%, 毛利率达到 75.24%, 卖品业务利润成为公司盈利的又一个重要来源。

此外, 由于电子购票系统的普及以及各类针对不同年龄层次推出的卖品种类的增多, 毛利较高的卖品如爆米花销量增加, 带动了整体利润的上涨。同时, 基于电子商务的发展, 在线选座购票形式的普及使得观影候场时间缩短, 对卖品收入有一定的冲击, 导致卖品业务收入于 2016 年出现小幅下滑, 2017 年回升但增长率较低。

图 32: 2013-2017 公司卖品业务收入及增长率


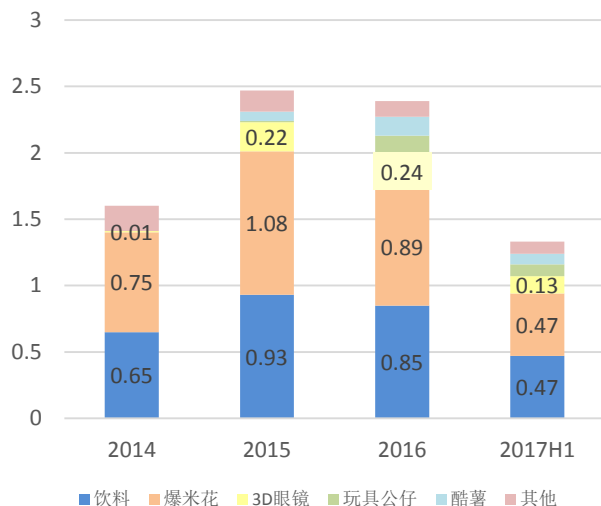
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 33: 2013-2017 公司卖品毛利及增长率


资料来源: wind, 民生证券研究院

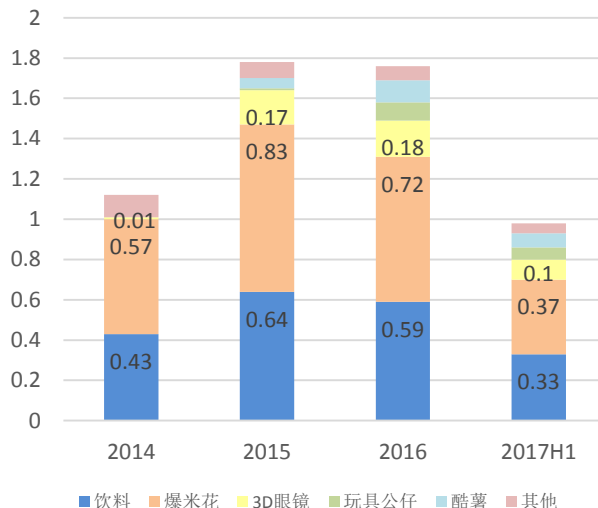
五项卖品占收入九成, 爆米花为主要利润来源。院线经营卖品主要品种为饮料、爆米花、3D 眼镜、玩具公仔、酷暑, 2017 年 H1 五项卖品收入占卖品总收入的 93.5%。其中, 爆米花成为主要盈利来源, 2014-2017H1 爆米花贡献毛利分别占卖品总毛利的 50.9%、46.6%、40.9%、37.8%。

图 34：2014-2017H1 公司卖品业务收入结构



资料来源：wind，民生证券研究院

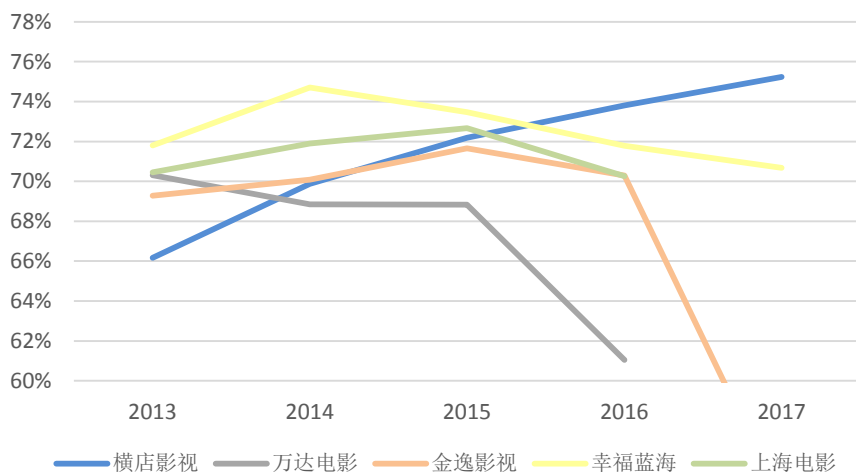
图 35：2014-2017H1 公司卖品毛利结构



资料来源：wind，民生证券研究院

对照可比公司，卖品业务毛利率逐年走高，位居行业前列。近五年横店院线卖品收入毛利率从 2013 年的 66.17% 增长至 2017 年的 75.24%，呈现稳步增长趋势，截至 2017 年卖品毛利率已高于万达、金逸、幸福蓝海、上影四家可比公司，位于行业前列。公司将持续与优质供应商加强合作，不断提升卖品质量及创新性，公司以资产联结型为主的经营模式将进一步实现对卖品业务的统一管理，有利于卖品收入的持续增长。此外，公司紧紧围绕加快推进“影院综合体”建设的战略，依托影院庞大的客流量，在保持传统卖品销售的情况下，积极推进高科技休闲体验、游戏娱乐、便利超市、特色餐饮等场景消费和产品消费，增加客户粘性，提高单人消费。

图 36：2013-2017 年可比公司卖品业务毛利率比较



资料来源: wind, 民生证券研究院

立足传统影院, 创建高端电影生活馆。为满足“电影人”在电影及其他娱乐体验上的各类需求, 2017 年公司全新打造了“纷腾”高端品牌。纷腾电影生活馆在影院装修设计、影院声学设计、影音系统集成方案设计、影院智能化设计、照明系统设计等均由国际顶级设计团队完成, 是区别于传统影院的主要方面; 此外, 在硬件选配上, 绝大部分设备为进口设备, 包括音响、还音系统、放映机、3D 设备、银幕等, 坚持高品质至上的原则; 在服务上, “纷腾”配备了咖啡吧、鸡尾酒吧、VIP 休闲吧、电影衍生吧以及中西餐厅等。杭州纷腾电影生活馆已于 2017 年 8 月 17 日正式开业, 大大提升了横店影视的品牌形象。

图 37: 杭州纷腾电影生活馆



资料来源: 搜狐网, 民生证券研究院

图 38: 杭州纷腾电影生活馆电影院



资料来源: 搜狐网, 民生证券研究院

四、盈利预测

收入预测主要假设条件：

- 1、随着我国票房回暖，公司的电影放映业务保持 10%的增速；随着影院扩张速度放缓，毛利率回归 2014-2016 年平均水平，即 10%。
- 2、卖品业务规模稳定增长，给予 5%的增速，毛利率稳步提升至 78%。
- 3、随着广告升值及规模扩张，广告业务维持高速发展，给予 40%的增速，毛利率维持 100%。

表 9：2017-2019 公司营业收入拆分预测（单位：亿元）

	2016A	2017A	2018E	2019E
1、电影放映业务				
营业收入	17.86	19.30	21.23	23.35
增长率	3.4%	8.1%	10%	10%
毛利率	10.0%	4.7%	10%	10%
毛利润	1.79	0.90	2.12	2.34
2、卖品业务				
营业收入	2.38	2.46	2.58	2.71
增长率	-3.4%	3.7%	5%	5%
毛利率	73.8%	75.2%	78%	80%
毛利润	1.76	1.86	2.01	2.17
3、广告业务				
营业收入	1.13	1.57	2.20	3.08
增长率	88.0%	38.9%	40%	40%
毛利率	99.9%	100%	100%	100%
毛利润	1.13	1.57	2.20	3.08
4、院线发行业务				
营业收入	0.05	0.05	0.05	0.05
增长率	-13.2%	1.4%	0	0
毛利率	100%	100%	100%	100%
毛利润	0.05	0.05	0.05	0.05
5、其他业务				
营业收入	1.40	1.79	2.33	3.03
增长率	91.2%	27.9%	30%	30%
毛利率	97.9%	93.1%	90%	90%
毛利润	1.37	1.67	2.10	2.73
营业总收入	22.81	25.18	28.39	32.22
总毛利	6.09	6.04	8.48	10.37
总毛利率	26.7%	24.0%	29.9%	32.18%

资料来源：民生证券研究院整理

我们预测公司 2018-2020 归母净利润分别为 4.3 亿元、5.2 亿元、6.2 亿元，EPS 分别为 1 元、1.2 元、1.4 元，对应当前股价 PE 为 36 倍、30、25 倍。

表 10：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
002739.SZ	万达电影	52.04	1.29	1.69	2.07	40.34	30.79	25.14
002905.SZ	金逸影视	38.90	1.26	1.55	1.86	30.87	25.10	20.91

资料来源：Wind，民生证券研究院整理

五、风险提示

1、电影市场票房不达预期；2、全国电影银幕供给过剩；3、公司新扩影院盈利不达预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	2,518	3,062	3,633	4,200
营业成本	1,914	2,220	2,620	3,000
营业税金及附加	117	143	169	196
销售费用	69	101	116	130
管理费用	55	98	105	128
EBIT	362	500	622	746
财务费用	7	1	1	1
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	18	17	17	17
营业利润	388	516	638	762
营业外收支	44	44	43	42
利润总额	433	561	686	808
所得税	102	132	162	191
净利润	331	429	524	618
归属于母公司净利润	331	429	524	618
EBITDA	612	647	788	928

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	324	942	1593	2413
应收账款及票据	49	42	49	57
预付款项	25	29	34	39
存货	28	30	36	41
其他流动资产	871	871	871	871
流动资产合计	1455	2095	2801	3671
长期股权投资	55	68	80	80
固定资产	768	864	955	1048
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1592	1529	1479	1385
资产合计	3047	3624	4280	5056
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	254	304	344	403
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	862	1015	1152	1315
长期借款	29	24	19	14
其他长期负债	183	183	183	183
非流动负债合计	212	207	202	197
负债合计	1073	1222	1354	1512
股本	453	453	453	453
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1974	2402	2926	3544
负债和股东权益合计	3047	3624	4280	5056

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	10.4%	21.6%	18.6%	15.6%
EBIT 增长率	-9.2%	38.1%	24.3%	19.9%
净利润增长率	-7.2%	29.7%	22.2%	17.9%
盈利能力				
毛利率	24.0%	27.5%	27.9%	28.6%
净利润率	13.1%	14.0%	14.4%	14.7%
总资产收益率 ROA	10.8%	11.8%	12.2%	12.2%
净资产收益率 ROE	16.7%	17.8%	17.9%	17.4%
偿债能力				
流动比率	1.7	2.1	2.4	2.8
速动比率	1.7	2.0	2.4	2.8
现金比率	0.4	0.9	1.4	1.8
资产负债率	0.4	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	4.9	5.0	4.9	5.0
存货周转天数	5.1	4.9	5.0	5.0
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.8	0.9	1.2	1.4
每股净资产	4.4	5.3	6.5	7.8
每股经营现金流	1.4	1.4	1.6	1.9
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	42.8	36.2	29.6	25.1
PB	7.9	6.5	5.3	4.4
EV/EBITDA	25.1	22.8	17.9	14.3
股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	331	429	524	618
折旧和摊销	250	147	166	182
营运资金变动	40	132	82	112
经营活动现金流	612	647	708	849
资本开支	424	27	56	42
投资	(680)	(13)	(13)	0
投资活动现金流	(1,090)	(23)	(51)	(24)
股权募资	819	0	0	0
债务募资	(16)	(5)	(5)	(5)
筹资活动现金流	666	(6)	(6)	(6)
现金净流量	187	618	651	819

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 横店影视股权结构.....	3
图 2: 横店影视历年营业收入及增长率.....	5
图 3: 横店影视历年归母净利润及增长率.....	5
图 4: 2017 年横店影视营业收入构成占比.....	5
图 5: 2017 年横店影视毛利润构成占比.....	5
图 6: 横店影视历年营业收入构成情况 (亿元)	6
图 7: 横店影视历年毛利润构成情况.....	6
图 8: 横店影视历年三费情况.....	6
图 9: 横店影视历年销售毛利率与净利率.....	6
图 10: 横店影视与万达、金逸毛利率对比图.....	7
图 11: 横店影视与万达、金逸净利率对比图.....	7
图 12: 横店影视与万达、金逸三费对比图.....	7
图 13: 横店影视三费占营收比例.....	8
图 14: 2013-2018Q1 全国票房收入及增速.....	9
图 15: 2013-2018Q1 全国观影人次及增速.....	9
图 16: 近五年国产电影票房超十亿元及亿元电影数量.....	10
图 17: 2012-2017 年全国影院数量及增长率.....	10
图 18: 2012-2017 年全国银幕数量及增长率.....	10
图 19: 2006 年至 2018 年春节档 (除夕-初六) 电影票房.....	10
图 20: 2006 年至 2018 年春节档观影人次.....	11
图 21: 2012-2017 年各级城市春节档票房收入占比情况.....	12
图 22: 近年各线城市票房占比情况.....	13
图 23: 近年各线城市票房占比趋势.....	13
图 24: 2013-2017 年各线城市观影人数变化趋势.....	14
图 25: 2013-2017 年各线城市观影人数占比趋势.....	14
图 26: 全国及各分级城市历年票房增速对比.....	14
图 27: 2013-2017 年可比公司三四五线城市票房收入占比情况.....	16
图 28: 横店院线各分级城市票房收入占比.....	17
图 29: 2014-2017 公司广告收入及占比.....	18
图 30: 2014-2017 公司广告毛利及毛利率.....	18
图 31: 2013-2017 年可比公司广告业务毛利率比较.....	18
图 32: 2013-2017 公司卖品业务收入及增长率.....	19
图 33: 2013-2017 公司卖品毛利及增长率.....	19
图 34: 2014-2017H1 公司卖品业务收入结构.....	20
图 35: 2014-2017H1 公司卖品毛利结构.....	20
图 36: 2013-2017 年可比公司卖品业务毛利率比较.....	20
图 37: 杭州纷腾电影生活馆.....	21
图 38: 杭州纷腾电影生活馆电影院.....	21

表格目录

表 1：公司历史沿革.....	4
表 2：2017 年票房（不含服务费）超 10 亿国产及进口电影.....	9
表 3：2018 年春节档（2/16-2/22）票房前五名影片.....	11
表 4：2018 年春节档（2/16-2/22）前十大院线票房数据.....	12
表 5：资产联结型和签约加盟型经营模式对比.....	15
表 6：2014-2017 年横店影视影院数及屏幕数详情.....	15
表 7：2017 年影投公司前十名.....	15
表 8：横店院线分级城市票房及排名.....	17
表 9：2017-2019 公司营业收入拆分预测（单位：亿元）.....	22
表 10：可比公司估值情况.....	23

分析师简介

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。

吴清羽，布里斯托大学经济学硕士，加州州立大学企业金融学士，2015年6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和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。

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

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

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、传播或复印本报告。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。