

谨慎推荐 (首次)

横店影视 (603103) 深度报告

风险评级: 中风险

布局三四五线城市高潜力市场, 票房回暖助推业绩增长

2018年6月26日

投资要点:

刘润明

SAC 执业证书编号:

S0340516090002

电话: 0769-22119410

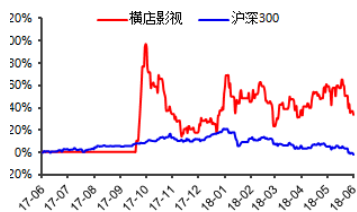
邮箱:

liurunming @dgzq.com.cn

主要数据 2018年6月26日

收盘价(元)	29.58
总市值(亿元)	134.01
总股本(百万股)	453.00
流通股本(百万股)	53.00
ROE (TTM)	9.12%
12月最高价(元)	43.69
12月最低价(元)	18.42

行业指数走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

- 公司为票房收入规模领先的民营影投公司。公司主营业务为院线发行、电影放映及相关衍生业务, 经营模式以资产联结为主, 签约加盟为辅, 所属影院分为资产联结型影院(直营影院)和加盟影院两大类。截至2017年末, 公司共拥有340家已开业影院, 银幕2089块, 资产联结型影院266家, 银幕1684块, 占比分别为78.24%和80.61%。其中, 2017年公司新开影城46家, 影院数量同比上升21%。公司2017年实现票房收入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。
- 2018年Q1业绩表现凸显高弹性。院线公司的盈利能力与票房收入有极高的相关性, 同时业绩的弹性在票房表现良好的情况下尤其显现。毛利率方面, 公司2015年至2017年毛利率呈持续下降趋势, 主要由于公司院线规模扩张导致成本增加而收入受票房表现影响增速相对较低所致; 受2018年一季度电影票房开门红带动, 公司盈利能力明显提升, 2018年Q1公司毛利率环比2017年出现较大幅度反转, 达到33.01%, 较2017年提高9.03个百分点。净利率方面, 公司2018年Q1实现净利率20.26%, 环比2017年大幅提高7.13个百分点。
- 2018年电影票房整体回暖。根据艺恩智库数据显示, 2017年综合票房约559亿, 增幅超20%, 扭转2016年票房增速大幅放缓的趋势, 重回高速增长态势。2018年前6月(截至6月26日), 累计票房约314亿元, 同比增长24%, 延续2017年以来票房回暖的趋势。
- 率先布局三四五线城市高潜力市场。2017年中国电影总票房中一二线城市票房同比增速分别为8%和13%, 低于全国水平; 三四五线城市票房增速分别为20%、23%、25%, 成为拉动票房增长的主要力量, 显示出较强的增长潜力。横店影视自成立以来, 以二线城市作为重点布局的市场, 并前瞻性地布局三四五线城市。截止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%。
- 投资逻辑: 票房回暖叠加三四五线城市空间拓展。公司作为国内票房收入规模领先的影投公司, 在三四五线城市实现率先布局, 充分享受三四五线城市消费升级和票房市场高增长, 同时2018年票房回暖对公司业绩亦有较大的业绩推动力, 双重利好叠加下, 公司业绩有望表现出较高弹性。预计公司2018-2019年每股收益分别为0.96元、1.18元, 对应估值分别为31倍和25倍。首次覆盖, 予以谨慎推荐评级。
- 风险提示: 1、票房不及预期; 2、竞争加剧致毛利率下降。

目 录

1.公司票房收入规模国内领先	3
2.2018 年 Q1 业绩表现凸显高弹性	4
3.2018 年电影票房整体回暖	6
4.横店影视：率先布局三四五线城市高潜力市场	7
5.投资逻辑：票房回暖叠加三四五线城市空间拓展	9
6.风险提示	9

插图目录

图 1：前 20 影投公司票房对比	3
图 2：公司细分业务收入（亿元）	4
图 3：公司各项业务收入占比	4
图 4：公司毛利率表现	5
图 5：公司净利率表现	5
图 6：公司销售费用率表现	5
图 7：公司管理费用率表现	5
图 8：公司资产负债率表现	5
图 9：公司财务费用率表现	5
图 10：2011-2018 年内地票房走势（亿元）	6
图 11：2011-2018 年内地票房走势（亿元）	7
图 12：2014 年至 2017 年各线城市票房增长情况	8
图 13： 2017 年全国省域内票房市场分析图	8
图 14： 2017 年三大影投公司新投影院的城市分布	9

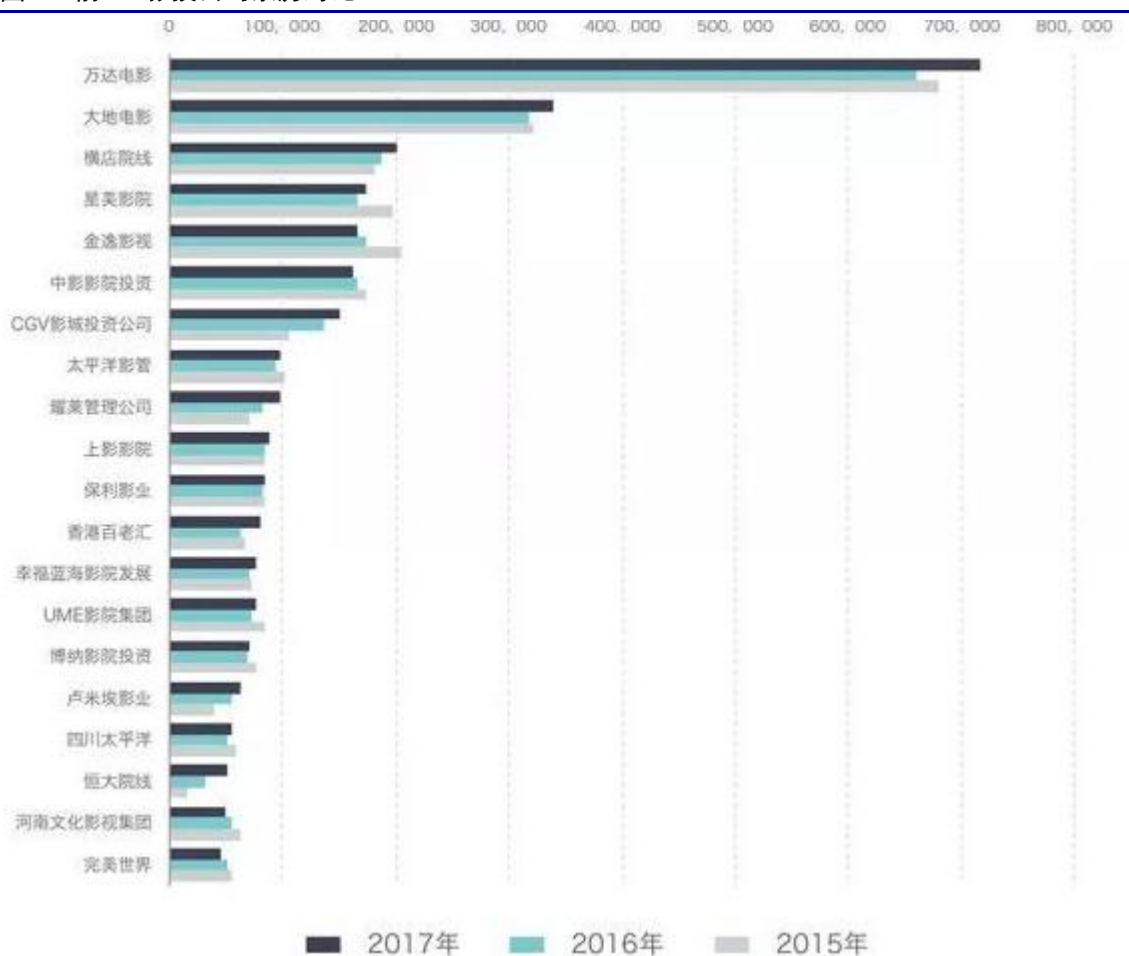
表格目录

表 1：公司主要业务简介	3
表 2：2018 年电影票房排行（1-6 月）	7
表 3：公司盈利预测简表	9
表 4：公司利润预测表	11

1. 公司票房收入规模国内领先

公司为票房收入规模领先的民营影投公司。公司主营业务为院线发行、电影放映及相关衍生业务，经营模式以资产联结为主，签约加盟为辅，所属影院分为资产联结型影院（直营影院）和加盟影院两大类。截至2017年末，公司共拥有340家已开业影院，银幕2089块，资产联结型影院266家，银幕1684块，占比分别为78.24%和80.61%。其中，2017年公司新开影城46家，影院数量同比上升21%。公司2017年实现票房收入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。

图 1：前 20 影投公司票房对比



资料来源：艺恩资讯， hoWide， 搜狐， 东莞证券研究所

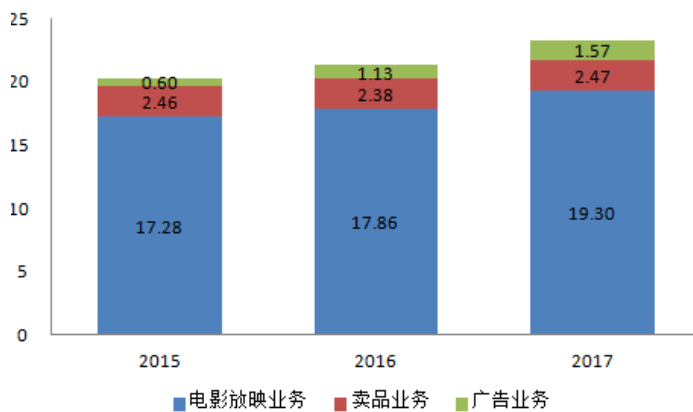
电影放映为核心业务，广告收入占比连续提升。公司主营业务收入主要来自于电影放映收入、卖品收入及广告收入。公司最核心的业务为电影放映业务，2017年收入19.30亿元，增长8.06%，占比76.68%；卖品业务2017年实现收入2.47亿元，增长3.78%，占比9.8%；广告业务2017年收入1.57亿元，增长38.94%，占比6.23%。相对于2015年及2016年，公司卖品业务收入占比连续下降，广告收入占比持续上升。

表 1：公司主要业务简介

业务类别	业务简介
电影放映	公司通过专业电影发行公司取得影片一定时期放映权，下属自营影院根据排映计划对影片进行放映，为消费者提供观影服务。
销售卖品	影院在卖品部或其他公共区域提供包括饮料、零食、电影衍生产品在内的卖品，观众可以在观影前购买零食、饮料，也可以在观影后购买相关衍生产品留作纪念。
发布广告	公司广告业务主要为映前广告和阵地广告。映前广告包括片方贴片广告、院线贴片和影院映前广告。阵地广告主要为在影院范围内，通过 LED 显示屏、数字海报机、灯箱海报、X 架、KT 板、纸立牌模型等播放或陈列的广告。

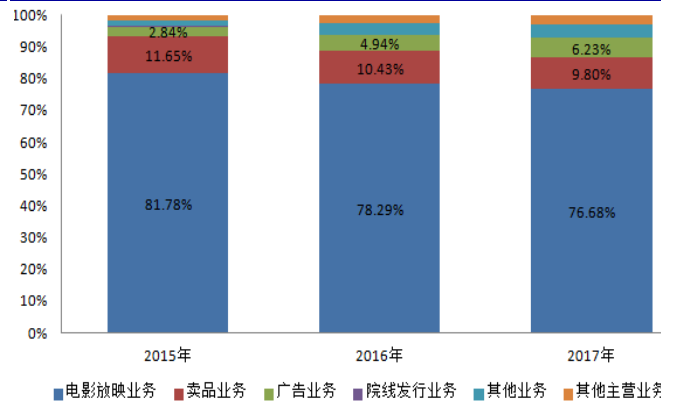
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 2：公司细分业务收入（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 3：公司各项业务收入占比



资料来源：wind，东莞证券研究所

2018年Q1业绩表现亮眼。公司2018年一季度实现营收9.31亿元，同比增长39.91%；实现净利润1.89亿元，同比增长63.75%；实现扣非净利润1.81亿元，同比增长64.37%。受益2018年电影票房回暖，尤其是春节档票房较2017年出现大幅增长，公司业绩受到明显带动，一季度出现大幅增长。

2.2018年Q1业绩表现凸显高弹性

2018年一季度盈利能力高弹性显现。院线公司的盈利能力与票房收入有极高的相关性，同时业绩的弹性在票房表现良好的情况下尤其显现。毛利率方面，公司2015年至2017年毛利率呈持续下降趋势，主要由于公司院线规模扩张导致成本增加而收入受票房表现影响增速相对较低所致；2018年Q1公司毛利率环比2017年出现较大幅度反转，达到33.01%，较2017年提高9.03个百分点。净利率方面，公司2018年Q1实现净利率20.26%，环比2017年大幅提高7.13个百分点。受2018年一季度电影票房开门红带动，公司盈利能力明显提升。

图 4：公司毛利率表现

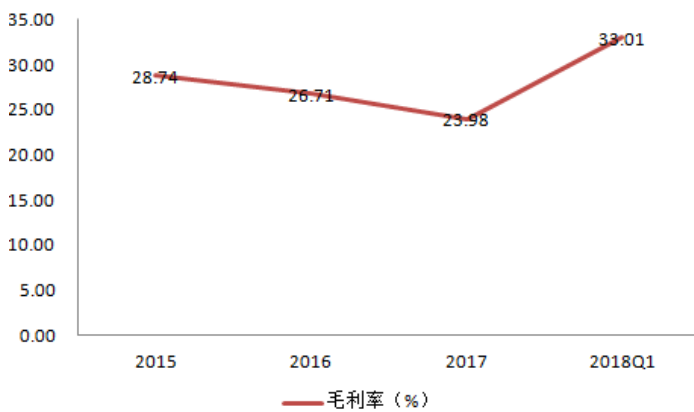
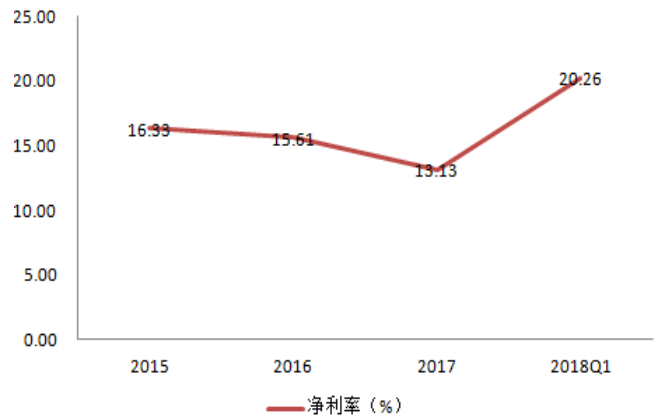


图 5：公司净利率表现



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

2018年Q1销售费用率及管理费用率双降。销售费用方面，公司2015年至2017年销售费用连续上升，从1.61%上升至2.71%，主要是下属影城新增市场推广费用导致，2018年Q1公司销售费用率明显下降，较2017年下降1.09个百分点至1.65%，下降原因主要受益于公司收入较快增长。管理费用方面，公司2017年管理费用较2016年有所下降，2018年Q1受收入增长推动，管理费用率进一步改善，达到1.59%，为2015年以来最低水平。2018年Q1公司费用率的明显改善从另一方面凸显了影投公司业绩的高弹性，在2018年电影票房回暖的预期下，公司费用控制亦有望保持较好表现。

图 6：公司销售费用率表现

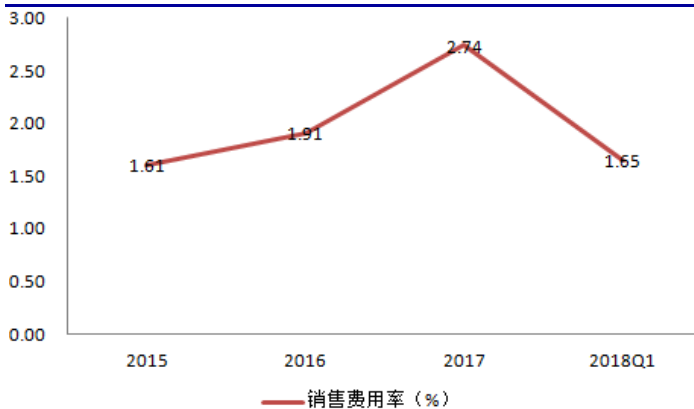
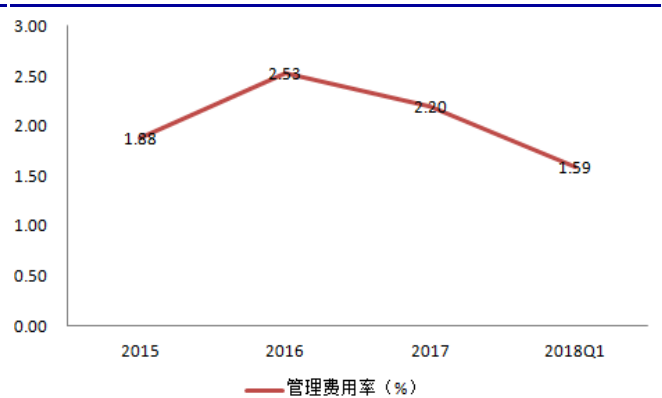


图 7：公司管理费用率表现



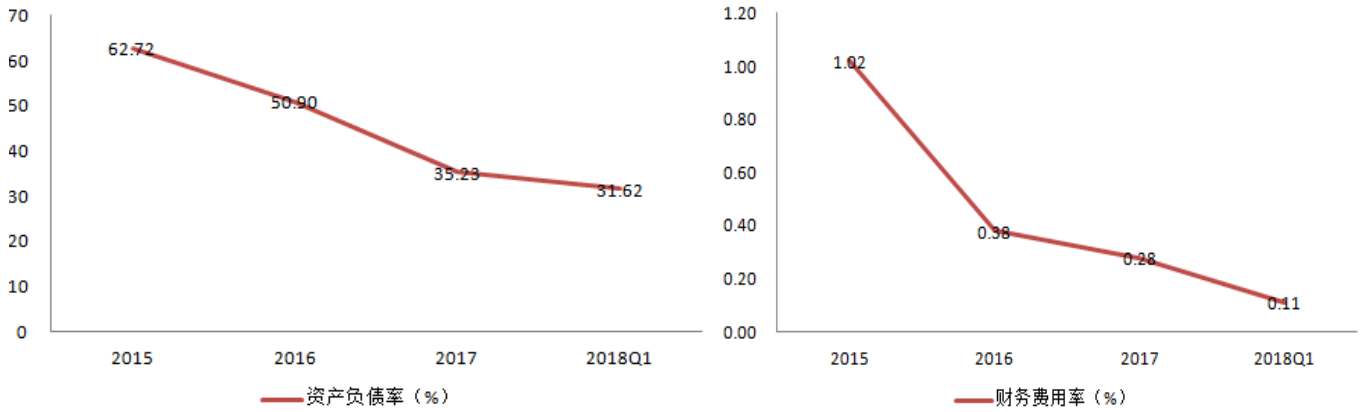
资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

资产结构持续改善，财务费用率连续下降。自2016年以来，公司资产负债率呈持续下降趋势，从2015年的62.72%下降至2018年Q1的31.62%，下降31.1个百分点。由于负债率的改善，公司财务费用也连续下降，从2015年的1.02%下降至2018年Q1的0.11%。

图 8：公司资产负债率表现

图 9：公司财务费用率表现



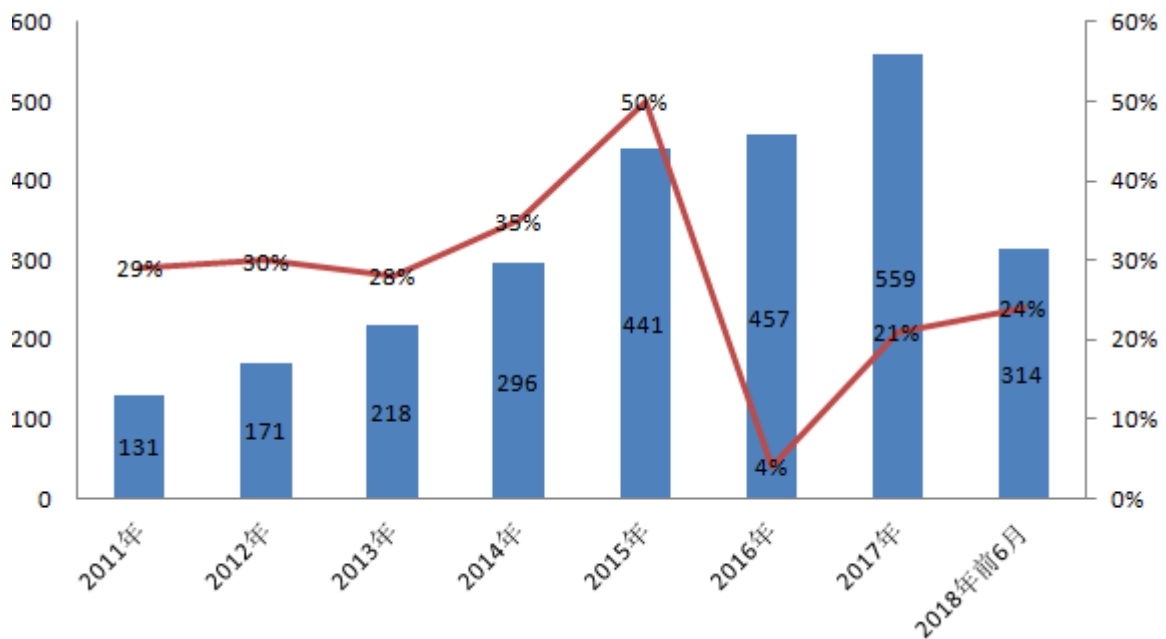
资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

3.2018 年电影票房整体回暖

根据艺恩智库数据显示，2017 年综合票房约 559 亿，增幅超 20%，扭转 2016 年票房增速大幅放缓的趋势，重回高速增长态势。2018 年前 6 月（截至 6 月 26 日），累计票房约 314 亿元，同比增长 24%，延续 2017 年以来票房回暖的趋势。

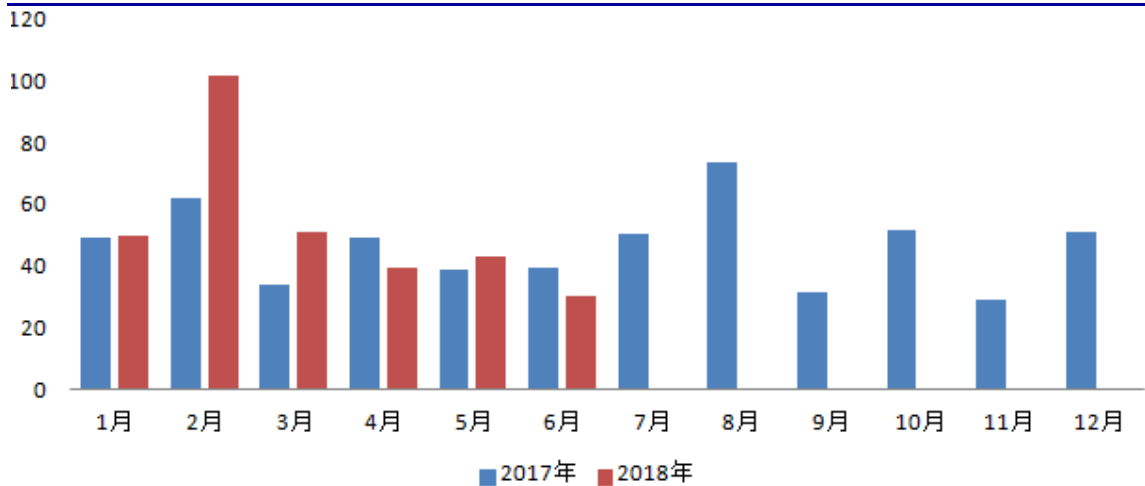
图 10：2011-2018 年内地票房走势（亿元）



资料来源：艺恩，猫眼，东莞证券研究所

2018 年 1-6 月，国内票房统计分别为 49.52 亿、101.45 亿、51.17 亿、39.06 亿、43.21 亿、29.88 亿(截至 6 月 26 日)，分别较 2017 年同期增长 1.25%、64.42%、52.02%和 -20.38%、11.14%和 -23.97%。其中，2018 年春节档电影市场热度空前，在《红海行动》、《唐人街探案》、《前任 3》等影片的带动下，创下了史上最强元旦档和最强春节档，档期总票房达到 57.7 亿（同比增长 69%），档期总观影人次已达到 1.45 亿（同比增长 63%）；另外，2018 年五一档电影累计票房超过 9.3 亿元，同比增长近 19%，而 2016、2017 年五一档同比增幅分别为 5.29%、12.48%。

图 11：2011-2018 年内地票房走势（亿元）



资料来源：猫眼，东莞证券研究所

表 2：2018 年电影票房排行（1-6 月）

排名	片名	票房（万元）	场均人次	豆瓣评分
1	红海行动	364892	33	8.4
2	唐人街探案 2	339764	39	6.9
3	复仇者联盟 3：无限战争	238397	21	8.4
4	捉妖记 2	223709	45	5.0
5	前任 3：再见前任	164671	27	5.6
6	头号玩家	139609	18	8.8
7	后来的我们	136091	21	5.8
8	侏罗纪世界 2	135463	25	6.9
9	狂暴巨兽	100166	14	6.8
10	超时空同居	89356	13	7.1
11	无问西东	75429	19	7.7
12	神秘巨星	74704	18	7.8
13	西游记女儿国	72741	33	4.5
14	黑豹	66238	17	6.6
15	环太平洋：雷霆再起	63288	14	5.7
16	熊出没·变形记	60550	30	6.9
17	古墓丽影：源起之战	49709	14	6.3
18	勇敢者游戏：绝战丛林	49193	19	7.0
19	厉害了，我的国	47986	27	-
20	幕后玩家	35840	13	5.9

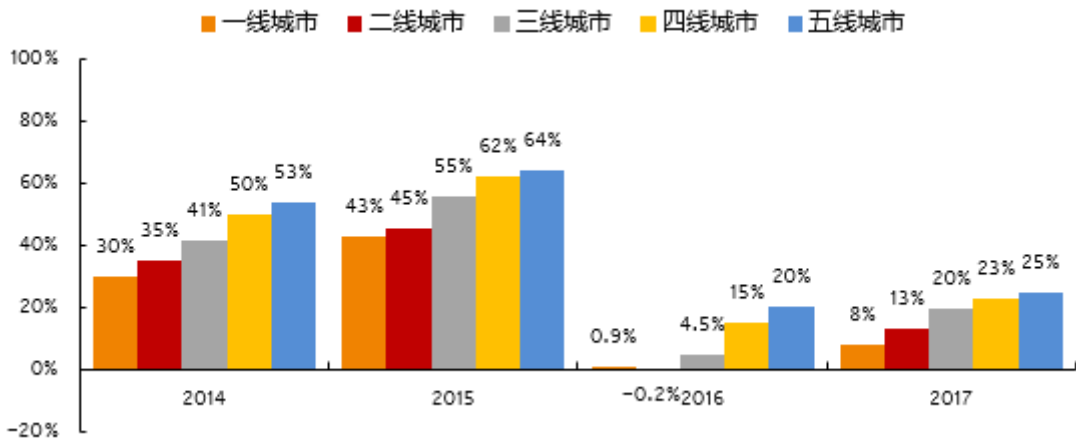
资料来源：猫眼，东莞证券研究所

4.横店影视：率先布局三四五线城市高潜力市场

2017年中国电影总票房559.11亿元，同比增长13.45%，其中一二线城市票房同比增速分别为8%和13%，低于全国水平；三四五线城市票房增速分别为20%、23%、25%，成为拉动

票房增长的主要力量，显示出较强的增长潜力。

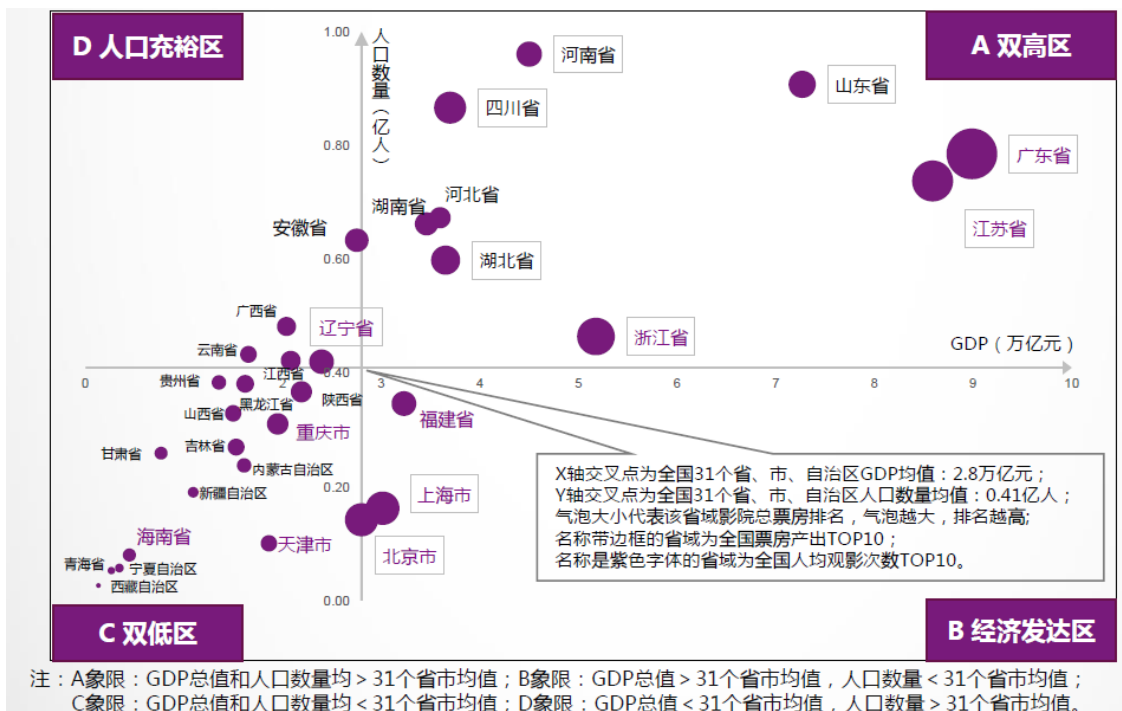
图 12：2014 年至 2017 年各线城市票房增长情况



资料来源：艺恩电影智库，公司公告，东莞证券研究所

根据艺恩数据显示，全国票房产出TOP10地区中，有9个均属于经济发达地区，显示出收入水平和票房的较高相关性；而全国人均观影次数TOP10的地区中，则与人口分布和收入水平缺乏较强的关联性，各地区的观影积极性相差较大。由此分析，票房水平的增长除了收入水平的上升之外，人均观影次数的增长有望成为推动票房收入的重要因素。根据国家统计局数据，2017年全国城市院线观影人次16.2亿，同比增长18.1%，增速较上年明显提升。总人口人均观影次数为1.17，首次突破1次。长期来看，我国人均观影人次对比韩国人均3.5次、美国人均3.8次，依然有较大的增长空间。

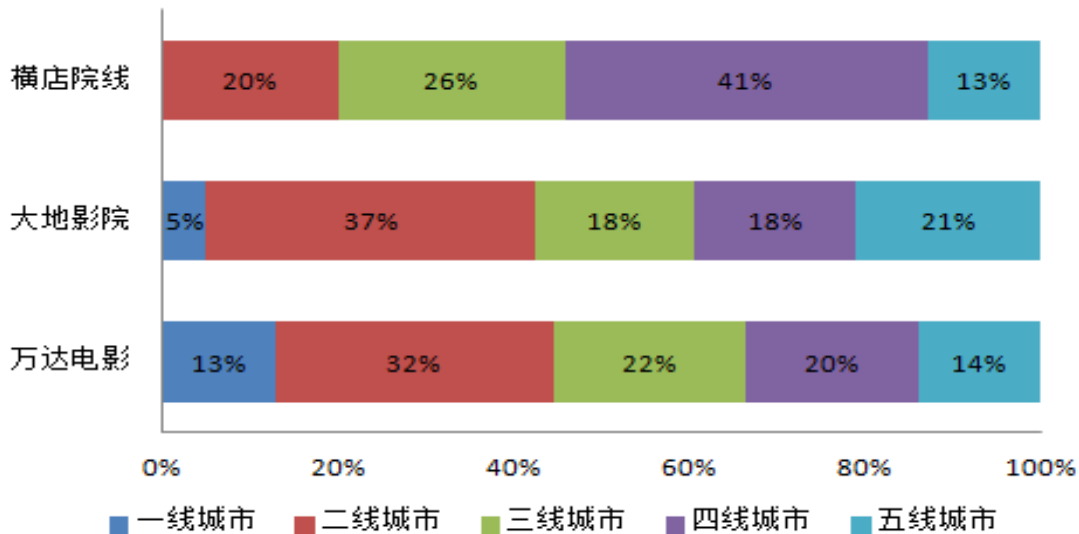
图 13：2017 年全国省域内票房市场分析图



资料来源：艺恩，东莞证券研究所

横店影视自成立以来，以二线城市作为重点布局的市场，并前瞻性地布局三四五线城市。公司2017年新投影院中，四线城市比例最高，达41%，三线城市亦达到26%，布局比例高于大地和万达。截止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%，不管是已开业影院还是储备项目都在市场上处于领先水平。

图 14： 2017 年三大影投公司新投影院的城市分布



资料来源：艺恩，东莞证券研究所

5.投资逻辑：票房回暖叠加三四五线城市空间拓展

公司作为国内票房收入规模领先的影投公司，在三四五线城市实现率先布局，充分享受三四五线城市消费升级和票房市场高增长，同时2018年票房回暖对公司业绩亦有较大的业绩推动力，双重利好叠加下，公司业绩有望表现出较高弹性。预计公司2018-2019年每股收益分别为0.96元、1.18元，对应估值分别为31倍和25倍。首次覆盖，予以谨慎推荐评级。

6.风险提示

- 1、票房不及预期；
- 2、竞争加剧致毛利率下降。

表 3：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E
营业总收入	2,281	2518	2,920	3,417
营业总成本	1,892	2163	2,394	2,756

营业成本	1,672	1,914	2132	2460
营业税金及附加	109	117	136	159
销售费用	44	69	61	65
管理费用	58	55	58	65
财务费用	9	7	6	6
其他经营收益	15	34	40	40
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	15	18	10	10
营业利润	404	388	566	701
加 营业外收入	62	45	0	0
减 营业外支出	1	0	0	0
利润总额	465	433	566	701
减 所得税	109	102	133	165
净利润	356	331	433	536
减 少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	356	331	433	536
基本每股收益(元)	0.79	0.73	0.96	1.18
PE（倍）	38	40	31	25

数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 4: 公司利润预测表

利润表:					现金流量表:				
科目(百万元)	2016A	2017A	2018A	2019E	科目(百万元)	2016A	2017A	2018A	2019E
营业总收入	2,281	2,518	2,920	3,417	净利润	356	331	433	536
营业成本	1,672	1,914	2,132	2,460	折旧与摊销	209	250	706	596
营业税金及附加	109	117	136	159	财务支出	14	10	6	6
销售费用	44	69	61	65	投资损失	-15	-18	-10	-10
管理费用	58	55	58	65	净营运资本变动	16	40	545	-314
财务费用	9	7	6	6	经营性现金流	580	612	1,680	815
资产减值损失	1	0	0	0	资本支出	-3,232	-3,209	-127	-576
其他经营收益	15	34	40	40	其它投资	2,737	2,119	10	10
营业利润	404	388	566	701	投资性现金流	-495	-1,090	-117	-566
利润总额	465	433	566	701	股权融资	0	819	0	0
减 所得税	109	102	133	165	债券融资	0	0	-2	0
净利润	356	331	433	536	股利分配及其它	-94	-90	-136	-167
减 少数股东损益	0	0	0	0	筹资性现金流	-94	729	-138	-167
归母公司净利润	356	331	433	536	货币资金变动	-9	250	1,424	81
资产负债表:					主要财务比率:				
科目(百万元)	2016A	2017A	2018A	2019E	科目(百万元)	2016A	2017A	2018A	2019E
货币资金	136	324	324	324	成长能力 (YOY)				
应收账款	19	49	39	46	营业收入	7.9%	10.4%	16.0%	17.0%
预付账款	22	25	26	30	营业利润	-4.3%	-8.0%	45.8%	23.8%
存货	26	28	30	35	归母公司净利润	3.4%	-7.2%	31.1%	23.8%
其它	318	1,030	562	989	盈利能力				
流动资产合计	521	1,455	981	1,423	销售毛利率	26.7%	24.0%	27.0%	28.0%
长期股权投资	51	55	55	55	销售净利率	15.6%	13.1%	14.8%	15.7%
固定资产合计	682	768	210	200	ROE	37.4%	16.7%	19.0%	20.2%
长期待摊费用	509	554	554	554	ROIC	44.4%	44.4%	18.1%	23.1%
其它	176	214	194	184	偿债能力				
非流动资产合计	1,417	1,592	1,013	993	资产负债率	43.9%	29.3%	48.2%	45.1%
资产总计	1,937	3,047	1,994	2,417	流动比率	0.78	1.69	1.05	1.34
短期借款	0	0	0	0	速动比率	0.26	0.46	0.42	0.38
应付账款	227	254	268	309	营运能力 (次)				
预收款项	295	312	352	412	资产周转率	1.22	1.04	1.16	1.55
其它	149	297	312	339	存货周转率	77.59	83.25	73.00	76.10
流动负债合计	670	864	932	1,060	应收账款周转率	72.83	54.18	65.93	79.85
长期借款	180	29	29	29	每股指标 (元)				
其它	116	267	0	0	每股收益	0.79	0.73	0.96	1.18
非流动负债合计	296	296	29	29	每股经营现金流	1.28	1.35	3.71	1.80
负债合计	850	892	961	1,089	每股净资产	2.40	4.76	2.28	2.93
实收资本	400	453	453	453	每股股利	0.00	0.23	0.29	0.36
资本公积	36	755	755	755	估值指标 (倍)				
留存收益及其它	515	766	1,069	1,444	PE	37.60	40.50	30.90	24.95
所有者权益合计	951	1,974	2,277	2,652	PB	12.31	6.21	12.95	10.08
负债和权益总计	1,801	2,866	3,237	3,741	EV/EBITDA	22.73	22.58	11.16	10.94

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn