

## 业绩略有下滑，不改看好公司产业布局

### 投资要点

- **事件:** 公司 2018 上半年实现营业收入 10.1 亿元, 同比减少 5.1%; 实现归母净利润 8731 万元, 同比减少 11.1%。公司预计前三季度实现净利润 1.18 亿元-1.7 亿元, 变动范围是-17.97%-18.18%。
- **业绩略有下滑, 三费率增加 3.22pp。** 报告期内, 公司业绩略有下滑, 电影放映、广告服务、卖品等主营业务同比分别减少 4.2%、26.5%和 15.1%。综合毛利率增加 1.37pp, 主要营收占比较大的电影放映业务毛利率增长 5.5pp 所致。期间费用率同比增加 3.22pp, 销售费用、管理费用和财务费用分别变动 16.8%、36.0%和-99.8%; 管理费用系公司旗下影城加大市场宣传力度导致, 贷款利息减少及汇兑损益增加导致财务费用同比大幅减少。
- **国内领先的电影院线公司, 核心指标排名前列。** 公司是国内领先的电影院线企业, 2018 上半年实现票房 14.5 亿元, 同比增长 1.2%, 位居全国第七; 放映场次 220.7 万, 同比增加 8.8%; 观众人次 3201 万, 同比下降 0.4%。  
**区位优势强:** 公司在一二线城市拥有较好的品牌形象, 在影城选址布局方面具备一定先发优势。  
**运营效率高:** 独特的管理机制造就了较好的运营效率, 公司单影城产出 504 万元、单荧幕产出 75.6 万元, 分别高于全国平均水平 63%、41%。  
**项目储备多:** 公司加大市场开拓力度, 报告期内顺利推进 16 个合作项目, 现有储备项目上百个, 跟踪和洽谈的影院项目近 200 个。  
 公司 IPO 募集约 8 亿元资金, 拟用于在一二三线城市投资建设 40 家影院, 其中一线城市投资约 0.6 亿元, 二线城市投资约 6.3 亿元。到 2018 年年底, 公司自有影院目标数量为 150-160 家, 竞争优势将进一步扩大。
- **立足院线优势, 打造全产业链影视集团。** 在继续巩固院线端优势地位的同时, 公司发力电影制作发行、广告、衍生品等业务, 打造具有完整产业链的多元化的影视集团。1) 报告期内, 公司实现电影制片与发行收入 3042 万元, 占总营收的 3%, 毛利率为 57.9%, 未来有望进一步拉动公司利润增长; 2) 公司通过新设商业零售中心、推出“金逸腾讯王卡联名卡”等方式推动电影衍生业务的发展。3) 公司参与投资的《红海行动》、《唐人街探案 2》、《熊出没: 变形记》, 分别取得 36 亿、33 亿和 6.06 亿元的票房佳绩, 《邪不压正》、《西红柿首富》市场反响热烈。未来公司将继续加大电影投资, 加快全产业链布局步伐, 有利于公司盈利能力的持续提升。
- **盈利预测与评级。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.93 元、1.12 元、1.31 元, 未来三年归母净利润将保持约 19%的复合增速。公司是国内领先的院线公司, 市场竞争力较强, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧的风险, 网络媒体竞争的风险; 院线业务快速扩张的风险, 业务拓展或不及预期的风险。

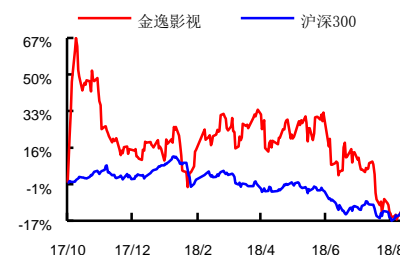
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2191.01	2340.55	2574.35	2870.18
增长率	1.64%	6.82%	9.99%	11.49%
归属母公司净利润 (百万元)	211.53	249.25	302.22	353.02
增长率	8.21%	17.83%	21.25%	16.81%
每股收益 EPS (元)	0.79	0.93	1.12	1.31
净资产收益率 ROE	11.19%	11.90%	12.87%	13.37%
PE	21	17	14	12
PB	2.31	2.08	1.86	1.65

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
 执业证号: S1250515070002  
 电话: 023-67791663  
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn  
 联系人: 杭爱  
 电话: 010-57758568  
 邮箱: ha@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.69
流通 A 股(亿股)	0.67
52 周内股价区间(元)	15.42-50.35
总市值(亿元)	43.57
总资产(亿元)	30.83
每股净资产(元)	11.56

### 相关研究

1. 金逸影视 (002905): 积极布局一二线城市, 非票业务蒸蒸日上 (2018-02-02)

### 关键假设：

假设 1：电影票房市场同比增长 15%，电影放映业务转好，毛利率维持在 12%左右；

假设 2：较高的观影流量及丰富销售手段有望带动广告业务持续增长，毛利率保持 96%的水平；

假设 3：公司卖品销售计划不断完善，观影人群增加带动食品饮料消费，毛利率继续维持在 54%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率预测**

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
电影放映	收入	1656.8	1739.6	1878.8	2066.7
	增速	-1.0%	5.0%	8.0%	10.0%
	毛利率	10.6%	11.0%	12.0%	12.0%
广告业务	收入	298.3	328.1	377.3	433.9
	增速	12.9%	10.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	96.9%	96.0%	96.0%	96.0%
卖品业务	收入	187.2	215.3	254.0	299.7
	增速	12.4%	15.0%	18.0%	18.0%
	毛利率	54.0%	54.0%	54.0%	54.0%
电影发行	收入	24.1	26.0	27.3	28.7
	增速	-81.7%	8.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	80.8%	80.0%	80.0%	80.0%
商标使用费	收入	2.2	2.3	2.4	2.5
	增速	-	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	100%	100%	100%	100%
电影投资	收入	22.5	29.2	34.5	38.6
	增速	1398.7%	30.0%	18.0%	12.0%
	毛利率	56.1%	56.0%	56.0%	56.0%
合计	收入	2191.0	2340.5	2574.4	2870.2
	增速	1.6%	6.8%	10.0%	11.5%
	毛利率	27.4%	28.3%	29.8%	30.4%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2191.01	2340.55	2574.35	2870.18	净利润	211.37	249.36	302.23	353.08
营业成本	1590.90	1678.49	1805.93	1996.65	折旧与摊销	269.48	152.99	152.99	152.99
营业税金及附加	15.17	15.77	17.50	19.46	财务费用	32.23	-17.47	-24.59	-35.01
销售费用	204.35	211.26	234.95	260.99	资产减值损失	6.20	0.00	0.00	0.00
管理费用	110.39	114.93	127.51	141.75	经营营运资本变动	-481.72	42.89	-24.03	-2.41
财务费用	32.23	-17.47	-24.59	-35.01	其他	373.06	-1.03	-1.21	-1.29
资产减值损失	6.20	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>410.61</b>	<b>426.74</b>	<b>405.39</b>	<b>467.35</b>
投资收益	32.66	0.00	0.00	0.00	资本支出	-100.61	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.07	1.03	1.21	1.29	其他	-726.79	3.61	1.21	1.29
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-827.40</b>	<b>3.61</b>	<b>1.21</b>	<b>1.29</b>
<b>营业利润</b>	<b>295.76</b>	<b>338.60</b>	<b>414.26</b>	<b>487.63</b>	短期借款	0.00	-50.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.38	14.31	13.47	12.07	长期借款	-360.59	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>299.14</b>	<b>352.91</b>	<b>427.73</b>	<b>499.70</b>	股权融资	810.35	0.00	0.00	0.00
所得税	87.77	103.55	125.50	146.62	支付股利	0.00	-42.31	-49.85	-60.44
净利润	211.37	249.36	302.23	353.08	其他	100.86	-181.83	24.59	35.01
少数股东损益	-0.17	0.11	0.01	0.06	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>550.62</b>	<b>-274.14</b>	<b>-25.27</b>	<b>-25.43</b>
归属母公司股东净利润	211.53	249.25	302.22	353.02	<b>现金流量净额</b>	<b>121.73</b>	<b>156.22</b>	<b>381.33</b>	<b>443.21</b>
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1177.80	1334.01	1715.35	2158.56	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	446.33	431.10	485.92	542.41	销售收入增长率	1.64%	6.82%	9.99%	11.49%
存货	19.87	20.96	22.55	24.94	营业利润增长率	16.80%	14.48%	22.34%	17.71%
其他流动资产	227.71	240.35	264.16	294.27	净利润增长率	7.82%	17.98%	21.20%	16.83%
长期股权投资	27.36	27.36	27.36	27.36	EBITDA 增长率	6.69%	-20.65%	14.46%	11.60%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	794.84	678.33	561.81	445.30	毛利率	27.39%	28.29%	29.85%	30.43%
无形资产和开发支出	15.67	10.33	4.99	-0.34	三费率	15.84%	13.19%	13.12%	12.81%
其他非流动资产	327.12	295.98	264.84	233.70	净利率	9.65%	10.65%	11.74%	12.30%
<b>资产总计</b>	<b>3036.68</b>	<b>3038.42</b>	<b>3346.97</b>	<b>3726.19</b>	ROE	11.19%	11.90%	12.87%	13.37%
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.96%	8.21%	9.03%	9.48%
应付和预收款项	642.34	685.07	739.43	823.28	ROIC	25.35%	22.80%	31.19%	39.95%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	27.27%	20.26%	21.08%	21.10%
其他负债	455.30	257.25	259.07	261.80	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1147.64</b>	<b>942.32</b>	<b>998.50</b>	<b>1085.08</b>	总资产周转率	0.83	0.77	0.81	0.81
股本	168.00	268.80	268.80	268.80	固定资产周转率	3.34	4.00	5.50	8.16
资本公积	785.58	684.78	684.78	684.78	应收账款周转率	16.20	13.90	15.89	15.46
留存收益	932.20	1139.15	1391.52	1684.10	存货周转率	69.38	82.21	83.00	84.08
归属母公司股东权益	1885.79	2092.73	2345.10	2637.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.06%	—	—	—
少数股东权益	3.26	3.37	3.38	3.43	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1889.04</b>	<b>2096.10</b>	<b>2348.48</b>	<b>2641.11</b>	资产负债率	37.79%	31.01%	29.83%	29.12%
负债和股东权益合计	3036.68	3038.42	3346.97	3726.19	带息债务/总负债	4.36%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.05	2.86	3.25	3.55
					速动比率	2.02	2.83	3.22	3.52
					股利支付率	0.00%	16.97%	16.50%	17.12%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	597.46	474.12	542.66	605.61	每股收益	0.79	0.93	1.12	1.31
PE	20.60	17.48	14.42	12.34	每股净资产	7.02	7.79	8.72	9.81
PB	2.31	2.08	1.86	1.65	每股经营现金	1.53	1.59	1.51	1.74
PS	1.99	1.86	1.69	1.52	每股股利	0.00	0.16	0.19	0.22
EV/EBITDA	2.87	6.21	4.72	3.50					
股息率	0.00%	0.97%	1.14%	1.39%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且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报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn