

业绩增速同步电影票房市场，卡位三四线业务扩张仍劲

——横店影视 半年报点评

半年报点评

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

马笑(联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

赵琳(联系人)

证书编号: S0280118050009

● 事件:

根据横店影视2018年8月28日晚间发布的半年报,2018年H1营业收入14.65亿元,同比增长18.02%,实现归母净利润2.27亿元,同比增长13.14%。

● 影院行业龙头企业,尽享票房回暖行业红利:

公司是影院行业的龙头企业,截至2018年6月30日拥有374家已开业影院,银幕2,310块,其中资产联结型影院296家,银幕1,873块。上半年实现票房收入13.34亿元,同比增长19.43%,其中资产联结型影院票房收入11.42亿元,同比增长15.28%,在全国影院投资公司中票房收入排名第3位。近年来电影市场随着国产电影内容的提升而回暖,2018年上半年票房320.31亿元,同比增长17.82%,我们预计2018年票房收入有望冲击650亿元,实现20%左右的增长,公司作为影院龙头企业,理应享受行业红利。

● 提前布局三四五线城市,电影市场下沉趋势明显:

公司在二线城市进行重点布局的同时,提前布局三四五线城市的市场空白点。截至2018年6月底,在296家自营影院和300多个已签约影院储备项目中三四五线城市占比达70%,领先市场。随着三四线影院的建设加快,以及消费者消费观念、消费水平的提升,三四线城市票房占比持续提升,逐渐成为票房增长主力,2018H1三线城市票房占比16.34%,四线城市票房占比24.82%,合计占国总票房41.16%,同比提升2.94个百分点,而一二线城市票房占比分别下降至18.30%和40.06%。公司战略布局三四线城市与电影市场下沉趋势相吻合,有望持续受益。

● 看好公司业绩的长期增长空间,维持“推荐”评级:

公司半年报业绩整体符合我们的预期,维持对公司2018-2020年净利润分别为3.98、4.64、5.36亿元的预测,对应EPS分别为0.88、1.03和1.18元,当前股价对应2018-2020年PE分别为31、26和23倍。公司作为影院行业龙头,提前布局三四线城市的市场空白点,将受益于电影市场回暖和渠道下沉,维持“推荐”评级。

● 风险提示: 影视行业监管政策风险,跨区域扩张不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,281	2,518	3,074	3,591	4,163
增长率(%)	7.9	10.4	22.1	16.8	15.9
净利润(百万元)	356	331	398	464	536
增长率(%)	3.4	-7.2	20.5	16.6	15.4
毛利率(%)	26.7	24.0	24.1	24.0	23.6
净利率(%)	15.6	13.1	13.0	12.9	12.9
ROE(%)	37.4	16.7	17.6	17.6	17.5
EPS(摊薄/元)	0.79	0.73	0.88	1.03	1.18
P/E(倍)	34.5	37.1	30.8	26.4	22.9
P/B(倍)	12.9	6.2	5.4	4.7	4.0

推荐(维持评级)

市场数据	时间 2018.08.28
收盘价(元):	27.09
一年最低/最高(元):	18.54/47.36
总股本(亿股):	4.53
总市值(亿元):	122.72
流通股本(亿股):	0.53
流通市值(亿元):	14.36
近3月换手率:	389.52%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-10.92	-11.79	87.99
绝对	-14.35	-23.08	76.47

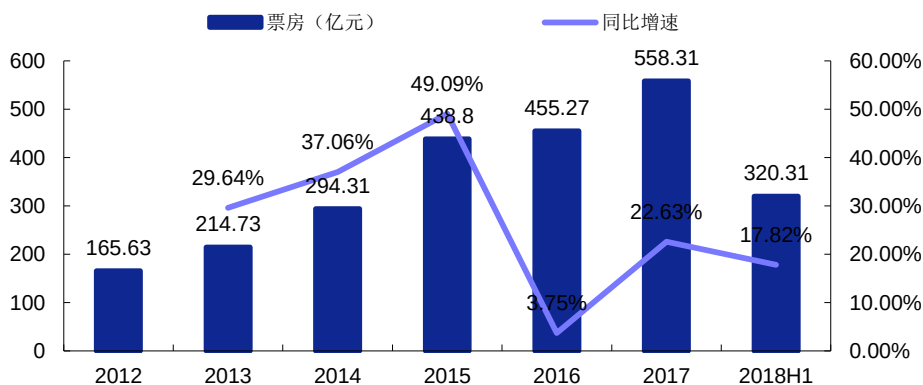
相关报告

《战略布局三四五线城市,差异化竞争未来业绩可期》2018-07-11

1、影院行业龙头企业，尽享票房回暖行业红利

2012至2017年，我国电影票房从165.63亿元增长至558.31亿元，年复合增速为27.51%，近两年票房市场出现较大的调整，继2016年票房增速大幅下降至个位数，2017年电影市场随着国产电影内容的提升而回暖，票房增速上升至20%以上，2018年上半年票房320.31亿元，同比增长17.82%，我们预计2018年票房收入有望冲击650亿元，实现20%左右的增长，公司作为影院龙头企业，理应享受行业红利。

图1： 2012-2018H1 国内电影票房规模及增速

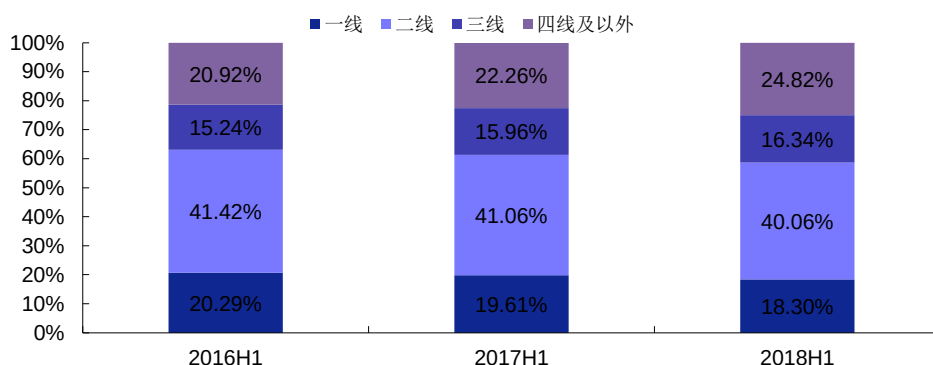


资料来源：艺恩电影智库，新时代证券研究所

2、提前布局三四五线城市，电影市场下沉趋势明显

公司在二线城市进行重点布局的同时，提前布局三四五线城市的市场空白点。截至2018年6月底，在296家自营影院和300多个已签约影院储备项目中三四五线城市占比达70%，领先市场。

图2： 2016H1-2018H1 各线城市票房比重情况



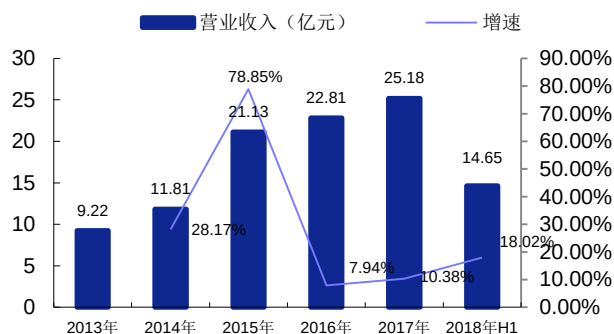
资料来源：电影资讯数据营销平台，新时代证券研究所

近年来，随着三四线影院的建设加快，以及消费者消费观念、消费水平的提升，三四线城市票房占比持续提升，逐渐成为票房增长主力，2018H1三线城市票房占比16.34%，四线城市票房占比24.82%，合计占国总票房41.16%，同比提升2.94个百分点，而一二线城市票房占比分别下降至18.30%和40.06%。公司战略布局三四线城市与电影市场下沉趋势相吻合，有望持续受益。

3、近两年业绩增速放缓，上半年电影市场回暖推动公司业绩

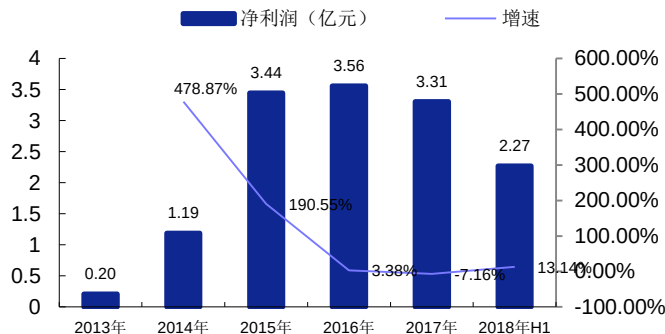
2013至2017年，公司营业收入规模由9.22亿元扩张至25.18亿元，年复合增速为28.55%，归母净利润由2013年的0.20亿元增长至2017年的3.31亿元，年复合增速为100.45%。2014、2015年为公司业绩的高速增长期，之后的2016、2017年公司业绩增速放缓，2018年上半年营收同比增速回升至接近20%，归母净利润同比增速为13.14%，主要是2018年起国内春节档多部头部片的超预期票房表现推动了电影市场和院线行业的整体表现。

图3： 2013-2018H1 营收规模及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

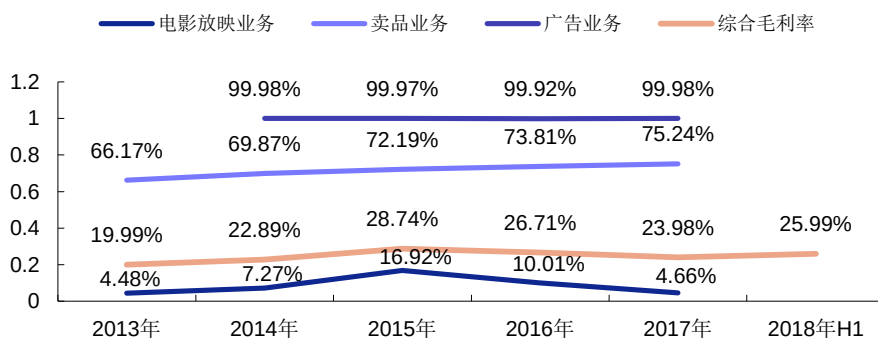
图4： 2013-2018H1 净利润规模及增速



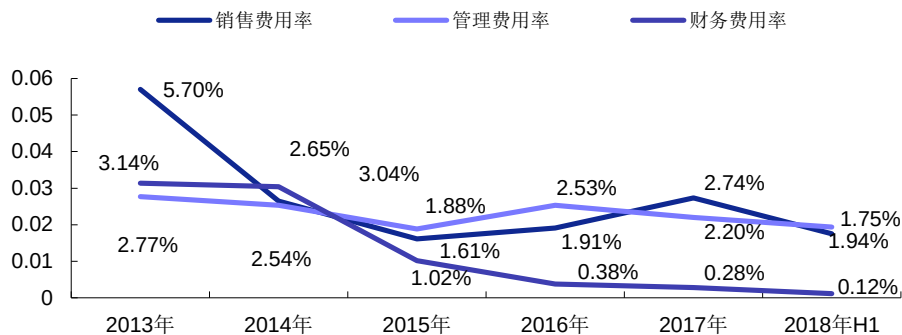
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司仍处于扩张期，毛利率小幅下降，2018H1综合毛利率25.99%，同比下降0.65个百分点。受上半年影院数量增加、薪酬增加影响，销售费率1.75%，同比提升0.1个百分点，管理费率1.94%，同比提升0.21个百分点，受益于归还了部分银行贷款，财务费率0.12%，同比下降0.22个百分点。总的看来，公司上半年期间费率3.81%，同比提升0.09个百分点。

图5： 2013-2018H1 横店影视分业务毛利率情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

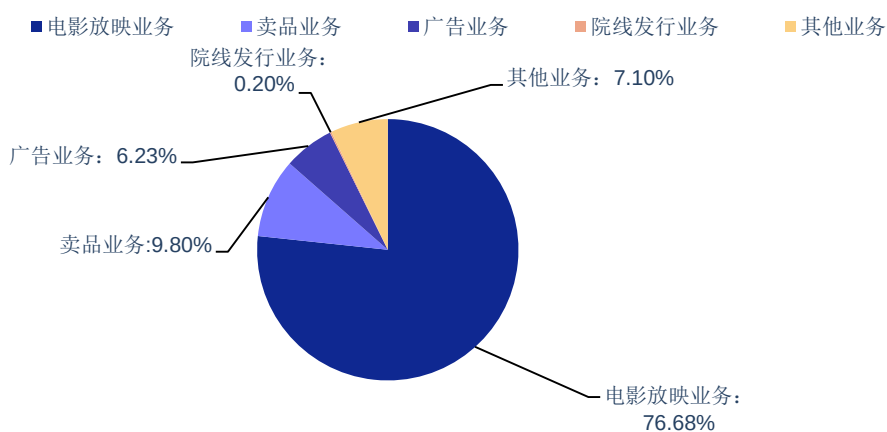
图6： 2013-2018H1 横店影视三项费用率走势

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4、经营模式以资产联结为主导，广告业务增长空间可期

公司是影院行业的龙头企业，截至 2018 年 6 月 30 日拥有 374 家已开业影院，银幕 2310 块，其中资产联结型影院 296 家，银幕 1873 块。上半年实现票房收入 13.34 亿元，同比增长 19.43%，其中资产联结型影院票房收入 11.42 亿元，同比增长 15.28%，在全国影院投资公司中票房收入排名第 3 位。

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。根据 2017 年业绩报告披露的数据，公司电影放映业务收入 19.30 亿元，占主营业务比例为 76.68%，同比增长 8.11%，卖品业务收入 2.47 亿元，占主营业务比例为 9.80%，同比增长 3.69%，广告业务收入为 1.57 亿元，占主营业务比例为 6.23%，同比增长 39.01%。

图7： 2017 年横店影视各主营业务收入占比情况

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

5、盈利预测

公司半年报业绩整体符合我们的预期，维持对公司 2018-2020 年净利润分别为 3.98、4.64、5.36 亿元的预测，对应 EPS 分别为 0.88、1.03 和 1.18 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 31、26 和 23 倍。公司作为影院行业龙头，提前布局三四线城市的市场空白点，将受益于电影市场回暖和渠道下沉，维持“推荐”评级。

6、风险提示

影视行业监管政策风险，跨区域扩张不及预期风险。

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	521	1455	1762	2113	2797
现金	136	324	574	883	1501
应收账款	19	49	34	63	49
其他应收款	146	159	214	221	283
预付账款	22	25	32	34	43
存货	26	28	37	40	50
其他流动资产	172	871	871	871	871
非流动资产	1417	1592	1640	1685	1668
长期投资	51	55	70	85	99
固定资产	682	768	802	833	855
无形资产	2	2	2	2	2
其他非流动资产	683	767	766	765	712
资产总计	1937	3047	3402	3797	4465
流动负债	668	862	928	960	1204
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	227	254	332	354	445
其他流动负债	441	607	596	606	758
非流动负债	318	212	206	205	194
长期借款	180	29	23	22	11
其他非流动负债	138	183	183	183	183
负债合计	986	1073	1134	1165	1398
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	400	453	453	453	453
资本公积	36	755	755	755	755
留存收益	515	766	1050	1378	1757
归属母公司股东权益	951	1974	2268	2632	3067
负债和股东权益	1937	3047	3402	3797	4465

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>