

渠道下沉逻辑不变，非票收入提升

——横店影视（603103）2018 半年报点评

2018 年 08 月 29 日

推荐/首次

横店影视

财报点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com

010-66554031

事件：

2018 年上半年，公司实现营业收入 146,538.63 万元，较去年同期增长 18.02%；实现归属于上市公司股东的净利润 22,723.42 万元，较去年同期增长 13.14%。；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 19,860.86 万元，比上年同期增加了 11.99%。

表 1:季度财务指标

指标	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	576.20	694.75	581.23	931.02	534.37
增长率（%）	/	/	19.11%	39.91%	-7.26%
毛利率（%）	23.34%	26.96%	14.74%	33.01%	13.76%
期间费用率（%）	4.17%	4.74%	8.97%	3.35%	4.61%
营业利润率（%）	15.86%	18.80%	3.34%	26.17%	7.80%
净利润（百万元）	85.63	104.24	25.46	188.66	38.57
增长率（%）	/	/	0.18%	63.75%	-54.96%
每股盈利（季度，元）	0.214	0.230	0.056	0.416	0.085
资产负债率（%）	48.07%	35.34%	35.23%	31.62%	30.80%
净资产收益率（%）	15.98%	6.90%	1.30%	9.12%	1.81%
总资产收益率（%）	8.30%	4.11%	0.84%	6.08%	1.25%

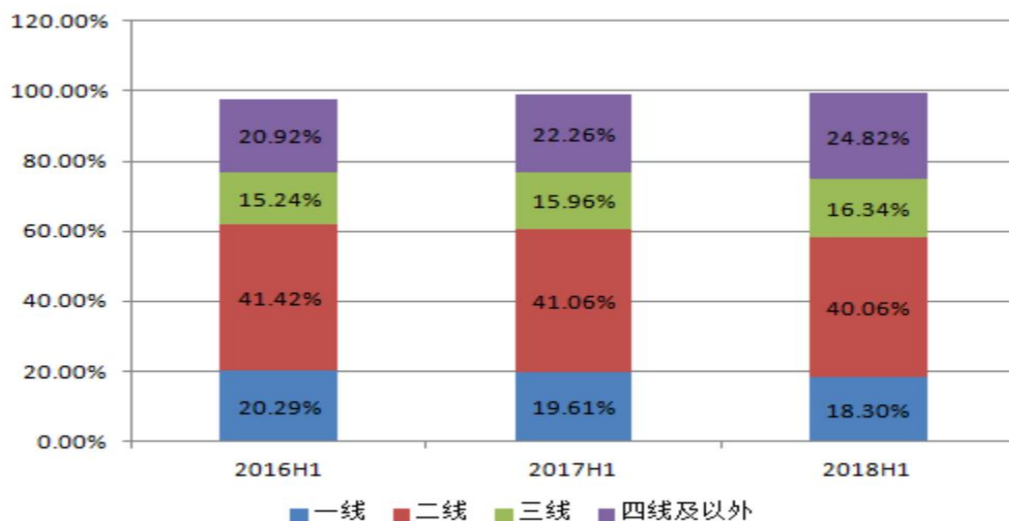
资料来源：Wind，东兴证券研究所

观点：

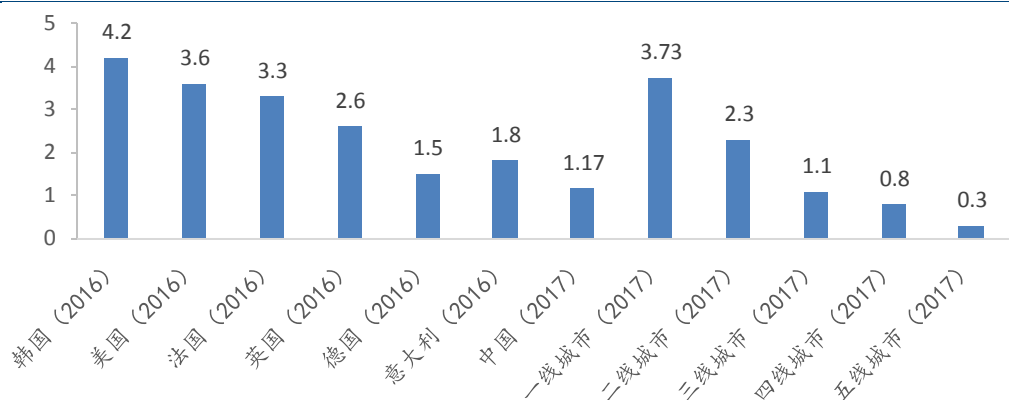
公司的营收与整体票房大盘有较强的相关性，2018 年上半年票房为 298.51 亿元(不含服务费，下同)同比增长 17.15%，而公司上半年营收为 14.65 亿元（YOY+18.02%），同时今年一季度影市的火爆与二季度的相对平淡都能完整的反映在公司的营收变化中。归母净利润 2.27 亿元（YOY+13.14%）增速不及营收的主要原因是报告期内影院数量增加而导致销售费用（2560.96 万元，YOY+25.17%）与管理费用（2849.99 万元，YOY+32.38）。扣非归母净利润 1.99 亿元（YOY+11.99%），增速低于归母净利润的原因是今年多确认了 1,019.42 万元投资收益（出售可供出售金融资产）。

- ◆ **渠道下沉逻辑不变**，公司的发展战略是符合行业未来趋势的。近年来，伴随着电影票房高速增长的同时，票房的地域结构的持续性的变化，一、二线城市影市逐渐饱和，人均观影次数达到了国际上的高位，增速逐渐放缓，预计未来增速下行的趋势也不便。而与此同时，三至五线城市的人均观影次数还处于相对低位，未来仍有充分的提升空间。公司一直以来致力于深耕三至五线城市市场，截止 2018 年 6 月底，公司拥有

296 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领先于市场，公司影院项目的战略布局与中国电影发展趋势相吻合。

图 1:2018.H1 及各年同期票房按地区分布


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2:各国年平均观影次数


资料来源：Korean Film Council, British Film Institute, 东兴证券研究所

- ◆ **公司扩张维持高速**，公司 2018 年上半年新增影院 34 座，其中资产联结型 30 座，加盟 4 座，新增银幕 221 块，其中资产联结型影院中 189 块，加盟影院中 32 块。同时报告期内全国新增影院 733 家，新增银幕 4,847 块，公司资产联结型影院与银幕增量占全国总体增量的 4.09%、3.9%，该比例超过公司 2017 年末存量资产联结型影院与银幕占全国总量比，说明公司在加速扩张。

表 2:公司 2018.H1 及往年影院、银幕保有情况

	2014	2015	2016	2017	2018.H1
自有					
影院数量	138	176	220	266	296

新增影院		38	44	46	30
银幕数量	905	1149	1412	1684	1873
新增银幕		244	263	272	189
加盟					
影院数量	41	53	65	74	78
新增影院		12	12	9	4
银幕数量	193	255	315	405	437
新增银幕		62	60	90	32
合计					
影院数量	179	229	285	340	374
银幕数量	1098	1404	1727	2089	2310

资料来源：公司招股说明书，公司公告，东兴证券研究所

- ◆ **非票收入提升**，非票收入（主要是卖品与广告）是院线公司非常重要的利润贡献来源，然而公司在非票房收入上一直处于同行业间的低位，一方面原因是三至五线城市消费能力较低，但同时也意味着存在巨大的提升空间。报告期内，公司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、游戏娱乐等场景消费和产品消费，提高了单人消费额。与此同时，公司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，以及具有明显区域优势、精确客户群体的广告及宣传的商业平台。报告期内，公司实现非票业务收入 3.65 亿元，占营业收入 24.91%，相比 2017 年 23.35%，非票业务占比持续提升。

结论：

公司作为民营院线龙头公司，影投市场稳定排名前三，考虑到电影市场已经走出 2016 年的低增长，近两年影片质量显著提升，影市回暖，同时公司在三至五线城市的提前布局，我们认为公司未来业绩将会有超出票房增速的额外增长。我们预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 31.5 亿元、37.4 亿元和 44.22 亿元；每股收益分别为 1.05 元、1.31 元和 1.68 元，对应 PE 分别为 25X、20X 和 16X，首次给予“推荐”评级。

风险提示：票房增速不及预期；影院建设进度不及预期。

表 4:公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元			
	2016	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产合计	521	1455	1711	1989	2458	营业收入	2281	2518	3150	3740	4422	
货币资金	136	324	790	1210	1812	营业成本	1672	1914	2296	2694	3111	
应收账款	19	49	60	72	85	营业税金及附加	109	117	147	174	206	
其他应收款	146	159	198	236	278	营业费用	44	69	79	94	111	
预付款项	22	25	28	32	36	管理费用	58	55	66	75	88	
存货	26	28	35	40	47	财务费用	9	7	5	5	5	
其他流动资产	172	871	600	400	200	资产减值损失	1.03	0.30	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	1417	1592	1733	1960	2142	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	51	55	55	55	55	投资净收益	14.63	18.08	13.98	16.78	20.14	
固定资产	681.	768.36	884.49	991.13	1079.11	营业利润	404	388	571	715	921	
无形资产	2	2	1	1	1	营业外收入	62.03	44.58	53.79	63.85	73.90	
其他非流动资产	142	178	0	0	0	营业外支出	0.79	0.41	0.00	0.00	0.00	
资产总计	1937	3047	3444	3949	4600	利润总额	465	433	625	779	995	
流动负债合计	668	862	894	978	1072	所得税	109	102	148	184	235	
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	356	331	478	595	760	
应付账款	227	254	304	355	411	少数股东损益	0	0	0	0	0	
预收款项	295	312	329	348	371	归属母公司净利	356	331	478	595	760	
一年内到期的非流	16	151	100	100	100	EBITDA	525	531	713	894	1119	
非流动负债合计	318	212	227	212	212	EPS（元）	0.89	0.80	1.05	1.31	1.68	
长期借款	180	29	29	29	29	主要财务 比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
应付债券	0	0	0	0	0							
负债合计	986	1073	1121	1190	1284	成长能力	7.94%	10.38%	25.12%	18.73%	18.23%	
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-4.30%	-3.82%	47.11%	25.13%	28.85%	
实收资本(或股本)	400	453	453	453	453	营业利润增长	3.38%	-7.16%	44.53%	24.58%	27.78%	
资本公积	36	755	755	755	755	归属于母公司净						
未分配利润	457	677	923	1214	1596	获利能力	26.73%	24.03%	27.12%	27.97%	29.66%	
归属母公司股东权	951	1974	2323	2759	3316	毛利率(%)	15.61%	13.13%	15.17%	15.91%	17.20%	
负债和所有者权益	1937	3047	3444	3949	4600	净利率(%)	18.38%	10.85%	13.87%	15.07%	16.53%	
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润		37.43%	16.75%	20.56%	21.57%	
	2016	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)						
经营活动现金流	580	612	894	1068	1264	偿债能力		51%	35%	33%	30%	28%
净利润	356	331	478	595	760	资产负债率(%)		0.78	1.69	1.91	2.03	2.29
折旧摊销	112.	135.41	136.04	173.36	192.02	流动比率		0.74	1.66	1.88	1.99	2.25
财务费用	9	7	5	5	5	速动比率						
应收账款减少	25	-30	-11	-11	-13	营运能力		1.22	1.01	0.97	1.01	1.03
预收帐款增加	8	18	16	19	23	总资产周转率		73	74	58	57	56
投资活动现金流	-495	-1090	-258	-468	-452	应收账款周转率		9.20	10.46	11.29	11.35	11.55
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率						
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）		0.89	0.80	1.05	1.31	1.68
投资收益	15	18	14	17	20	每股收益(最新抑		-0.40	0.41	1.03	0.93	1.33
筹资活动现金流	-244	666	-169	-179	-209	每股净现金流(最		2.38	4.36	5.13	6.09	7.32
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新						
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率		30.44	33.86	25.69	20.62	16.14
普通股增加	0	53	0	0	0	P/E		11.39	6.22	5.28	4.45	3.70
资本公积增加	0	719	0	0	0	P/B		20.76	22.84	16.29	12.52	9.47
现金净增加额	-159	187	467	420	602	EV/EBITDA		7.94%	10.38%	25.12%	18.73%	18.23%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。