

# 业绩短期承压，静待行业拐点助力成本端压力释放

买入（维持）

2018 年 10 月 31 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 王健会

021-60199793

wangjianhui@dwzq.com.cn

| 盈利预测预估值    | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 2,518 | 2,837 | 3,465 | 4,246 |
| 同比（%）      | 10.4% | 12.7% | 22.1% | 22.6% |
| 归母净利润（百万元） | 331   | 388   | 521   | 675   |
| 同比（%）      | -7.2% | 17.3% | 34.4% | 29.5% |
| 每股收益（元/股）  | 0.73  | 0.86  | 1.15  | 1.49  |
| P/E（倍）     | 26.31 | 22.43 | 16.69 | 12.89 |

## 投资要点

■ **业绩基本符合预期，影院稳定扩张致成本端承压。**2018 年前三季度公司实现营业收入 22.1 亿元，同比增长 14.0%，实现毛利率 24.7%；实现归母净利润 3.2 亿元，同比增加 5.9%，扣非归母净利润 2.9 亿元，同比上涨 2.7%。其中 Q3 实现营业收入 7.4 亿元，同比增长 6.7%；实现毛利率 22.2%；实现归母净利润 0.96 亿元，同比下降 8.0%，扣非归母净利润 0.89 亿元，同比下降 13.4%，我们认为公司业绩基本在预期之内，收入端增长主要系 Q3 电影票房收入保持稳定增长，且卖品收入等稳定贡献增量，另外报告期内公司影院数量继续稳定扩张，成本端受影院扩张影响持续承压，毛利率有所降低，静待行业拐点。

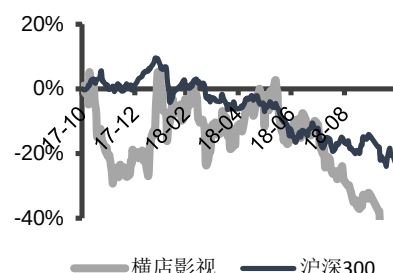
■ **储备项目充裕，持续布局三四五线城市，实现率先卡位优势。**公司保持影院稳定扩张，截止 2018 年上半年拥有自建影院 296 家，银幕 1873 块，自建影院票房收入稳定行业第三，储备项目充裕，目前拥有 300 多个已签约影院储备项目，另外公司在布局二线城市同时，加速布局票房高速增长三四五线城市，已有项目中三四五线城市布局占比达 70%，提前布局实现率先卡位优势，我们认为公司自建规模逐渐扩张的同时，一方面提高了公司对于客户、供应商的议价能力，另一方面有利于形成规模效应，不断提升公司盈利能力和品牌影响力。

■ **非票收入占比持续提高，增加业绩弹性。**公司非票业务占比持续保持提升，加速推进“影院综合体”建设战略，依托影院线下流量，在保持传统卖品销售的同时，持续深度挖掘线下场景消费，一方面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，极大的增加了客户粘性，一定程度上提高了单人消费，另一方面加快整合各方广告资源，发展银幕广告业务，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，持续打造具有明显区域优势、目标群体、精确客户群体的广告及宣传的商业平台，我们认为多元化变现模式的挖掘将持续的提高影院经营效率，增加业绩弹性。

■ **维持“买入”评级。**根据目前电影票房市场的景气度并且结合公司扩张阶段的成本压力，我们在一定程度上调整了盈利预测，预计 2018-2020 年归母净利润为 3.88/5.21/6.75 亿，EPS 为 0.86/1.15/1.49 元，对应当前股价 PE 为 22/17/13X，考虑到公司的品牌优势、影院扩张速度、线下场景消费挖掘，看好公司发展前景，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**并整体票房增速不及预期的风险，影院扩张速度不及预期的风险；线下场景消费挖掘不及预期的风险。

## 股价走势



## 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 19.20       |
| 一年最低/最高价      | 18.28/38.77 |
| 市净率(倍)        | 4.15        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1017.60     |

## 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元)    | 4.84   |
| 资产负债率(%)    | 31.83  |
| 总股本(百万股)    | 453.00 |
| 流通 A 股(百万股) | 53.00  |

## 相关研究

- 1、《横店影视 (603103)：业绩基本符合预期，静待行业拐点助力业绩释放》2018-08-29
- 2、《Q1 业绩超市场预期，三大优势助力高速增长》2018-04-17
- 3、《行业拐点已显，双重因素助力业绩释放》2018-04-02

横店影视三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)        | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        | 利润表 (百万元)        | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>        | <b>1,455</b> | <b>1,683</b> | <b>2,223</b> | <b>2,914</b> | <b>营业收入</b>      | <b>2,518</b> | <b>2,837</b> | <b>3,465</b> | <b>4,246</b> |
| 现金                 | 324          | 539          | 975          | 1,625        | 减:营业成本           | 1,914        | 2,123        | 2,532        | 3,053        |
| 应收账款               | 49           | 28           | 66           | 50           | 营业税金及附加          | 117          | 135          | 165          | 201          |
| 存货                 | 28           | 31           | 40           | 46           | 营业费用             | 69           | 63           | 74           | 96           |
| 其他流动资产             | 1,054        | 1,084        | 1,142        | 1,193        | 管理费用             | 55           | 62           | 76           | 93           |
| <b>非流动资产</b>       | <b>1,592</b> | <b>1,581</b> | <b>1,664</b> | <b>1,706</b> | 财务费用             | 7            | 5            | -1           | -13          |
| 长期股权投资             | 55           | 67           | 81           | 94           | 资产减值损失           | 0            | 0            | 0            | 1            |
| 固定资产               | 768          | 748          | 816          | 897          | 加:投资净收益          | 18           | 14           | 16           | 16           |
| 在建工程               | 19           | 18           | 19           | 21           | 其他收益             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产               | 2            | 2            | 2            | 2            | <b>营业利润</b>      | <b>388</b>   | <b>461</b>   | <b>634</b>   | <b>831</b>   |
| 其他非流动资产            | 748          | 747          | 746          | 692          | 加:营业外净收支         | 44           | 38           | 40           | 46           |
| <b>资产总计</b>        | <b>3,047</b> | <b>3,264</b> | <b>3,887</b> | <b>4,620</b> | <b>利润总额</b>      | <b>433</b>   | <b>500</b>   | <b>674</b>   | <b>877</b>   |
| <b>流动负债</b>        | <b>862</b>   | <b>800</b>   | <b>969</b>   | <b>1,121</b> | 减:所得税费用          | 102          | 111          | 153          | 202          |
| 短期借款               | 0            | 0            | 0            | 0            | 少数股东损益           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款               | 254          | 280          | 357          | 411          | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>331</b>   | <b>388</b>   | <b>521</b>   | <b>675</b>   |
| 其他流动负债             | 607          | 520          | 612          | 711          | EBIT             | 425          | 487          | 653          | 838          |
| <b>非流动负债</b>       | <b>212</b>   | <b>206</b>   | <b>210</b>   | <b>205</b>   | EBITDA           | 674          | 702          | 906          | 1,134        |
| 长期借款               | 29           | 23           | 27           | 22           |                  |              |              |              |              |
| 其他非流动负债            | 183          | 183          | 183          | 183          | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2017A</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| <b>负债合计</b>        | <b>1,073</b> | <b>1,006</b> | <b>1,179</b> | <b>1,326</b> | 每股收益(元)          | 0.73         | 0.86         | 1.15         | 1.49         |
| 少数股东权益             | 0            | 0            | 1            | 1            | 每股净资产(元)         | 4.36         | 4.98         | 5.98         | 7.27         |
|                    |              |              |              |              | 发行在外股份(百万股)      | 453          | 453          | 453          | 453          |
| 归属母公司股东权益          | 1,974        | 2,257        | 2,707        | 3,292        | ROIC(%)          | 13.9%        | 15.3%        | 17.2%        | 18.4%        |
| <b>负债和股东权益</b>     | <b>3,047</b> | <b>3,264</b> | <b>3,887</b> | <b>4,620</b> | ROE(%)           | 16.7%        | 17.2%        | 19.3%        | 20.5%        |
|                    |              |              |              |              | 毛利率(%)           | 24.0%        | 25.2%        | 26.9%        | 28.1%        |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2017A</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | 销售净利率(%)         | 13.1%        | 13.7%        | 15.0%        | 15.9%        |
| 经营活动现金流            | 612          | 666          | 820          | 1,053        | 资产负债率(%)         | 35.2%        | 30.8%        | 30.3%        | 28.7%        |
| 投资活动现金流            | -1,090       | -190         | -320         | -322         | 收入增长率(%)         | 10.4%        | 12.7%        | 22.1%        | 22.6%        |
| 筹资活动现金流            | 666          | -260         | -63          | -81          | 净利润增长率(%)        | -7.2%        | 17.3%        | 34.4%        | 29.5%        |
| 现金净增加额             | 187          | 215          | 436          | 650          | P/E              | 26.31        | 22.43        | 16.69        | 12.89        |
| 折旧和摊销              | 249          | 214          | 253          | 296          | P/B              | 4.41         | 3.85         | 3.21         | 2.64         |
| 资本开支               | 424          | -22          | 69           | 29           | EV/EBITDA        | 12.96        | 11.93        | 8.77         | 6.43         |
| 营运资本变动             | 40           | 72           | 62           | 111          |                  |              |              |              |              |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>