

持续扩张稳定市场份额，成本压力逐渐显现

——横店影视（603103）2018 年度报告点评

2019 年 3 月 12 日

推荐/维持

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：

公司于近日发布了 2018 年度报告，2018 年，公司实现营业收入 272,448 万元，较去年同期增长 8.22%；实现归属于上市公司股东的净利润 32,068 万元，较去年同期降低 2.98%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 24,860 万元，比上年同期降低了 11.5%。公司将以 2018 年 12 月 31 日的公司总股本 453,000,000 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.48 元(含税)，合计派发现金红利 112,344,000 元（含税）。同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股，共计转增 181,200,000 股，转增后公司总股本增加至 634,200,000 股。

表 1:季度财务指标

指标	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入（百万元）	581.23	931.02	534.37	741.49	517.61
增长率（%）	19.11%	39.91%	-7.26%	6.73%	-10.95%
毛利率（%）	14.74%	33.01%	13.76%	22.21%	5.45%
期间费用率（%）	8.97%	3.35%	4.61%	4.15%	8.29%
营业利润率（%）	3.34%	26.17%	7.80%	16.23%	-3.66%
净利润（百万元）	25.46	188.66	38.57	95.90	-2.44
增长率（%）	0.18%	63.75%	-54.96%	-8.01%	-109.60%
每股盈利（季度，元）	0.056	0.416	0.085	0.212	-0.005
资产负债率（%）	35.23%	31.62%	30.80%	31.83%	32.13%
净资产收益率（%）	1.30%	9.12%	1.81%	4.47%	-0.11%
总资产收益率（%）	0.84%	6.08%	1.25%	3.07%	-0.08%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

观点：

- ◆ **公司业绩符合我们的预期。**对于影投公司来说，营业收入主要取决于全国票房以及公司影院、银幕所占有的市占率。2018 年票房为 565.84 亿元（不含服务费，下同）同比增长 8.01%，而公司 2018 营业收入为 27.24 亿元，同比增长 8.22%，公司营收增速与票房增速基本匹配，一方面也说明公司扩张速度与全国银幕增速基本持平。2018 年公司维持了影投市场第三的位置，票房占比也与 2017 年几乎无异。报告期内，公司归母净利润 32,068 万元（YOY-2.98%），主要原因是成本增速相对收入更高，这也是近年来单银幕产出持续下降之时，公司选择持续扩展以保持市场份额而需要承担的后果。2018 年公司三费变动处于合理区间，销售费用 6467 万元（YOY-6.11%）变化主要来自于广告宣传费用的降低；管理费用 6233 万元

（YOY+12.69%）主要是新开设影城的相关费用增加；财务费用 243 万元（YOY-65.54%）体现了公司现金流状况良好，借款进一步减少所致。公司扣非归母净利润 24,860 万元（YOY-11.5%）非经常损益的差距主要是今年相较于去年增加了 2793 万元的理财收益。

表 2:2018 年影投公司市场份额情况

2018				2017 年			
序号	影投公司	票房（亿元）	占比	序号	影投公司	票房（亿元）	占比
1	万达院线	75.44	13.33%	1	万达院线	68.64	13.10%
2	大地影院	26.44	4.67%	2	大地影院	24.23	4.63%
3	横店院线	21.01	3.71%	3	横店院线	19.7	3.76%
4	CGV 影城	16.06	2.84%	4	金逸影视	16.41	3.13%
5	金逸影视	15.25	2.70%	5	星美影城	15.93	3.04%
6	中影投资	14.26	2.52%	6	中影投资	15.27	2.91%
7	星美影城	11.05	1.95%	7	CGV 影城	14.5	2.77%
8	百老汇	8.95	1.58%	8	耀莱影城	8.55	1.63%
9	耀莱影城	8.56	1.51%	9	博纳影业	7.86	1.50%
10	博纳影业	8.08	1.43%	10	百老汇	7.53	1.44%
合计			36.25%	合计			37.91%

资料来源：猫眼，东兴证券研究所

放映业务：稳步建设不惧成本压力。2018 年公司放映业务营业收入 20.34 亿元（YOY+5.35%），毛利率 -2.1%（YOY-6.77pct），单项业务亏损原因也如前述，是由于营收增长跟随票房大盘而成本增长取决于新建速度所致。公司 2018 年新增自营影院 50 家，其中新设 52 家，关停 2 家，自营影院新增银幕 312 块，新增自营影院数量创历年新高。公司保持了较快的影院铺设速度，也贯彻着高资产联结型影院比例的战略。同时报告期内全国新增银幕 9303 块（YOY+18.32%），公司自营银幕占全国总银幕数比例为 3.32%，与上年平齐。公司新开设的影院中，华北区域 7 家、东北区域 4 家、华东区域 14 家、中南区域 15 家、西南区域 10 家、西北区域 2 家，公司依然深耕三至五线城市市场，在公司拥有的 316 家自营影院和 300 个已签约影院储备项目中，三四五线城市占比达 70%。

表 3:公司影院数与银幕数情况

	2014	2015	2016	2017	2018
自营					
影院数量	138	176	220	266	316
新增影院		38	44	46	50
银幕数量	905	1149	1412	1684	1996
银幕市占率	3.84%	3.63%	3.43%	3.32%	3.32%
新增银幕		244	263	272	312
加盟					
影院数量	41	53	65	74	86
新增影院		12	12	9	12
银幕数量	193	255	315	405	474

新增银幕	62	60	90	69
合计				
影院数量	179	229	285	340
银幕数量	1098	1404	1727	2089
				2470

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- ◆ **非票业务：占比提升，仍有巨大空间。**非票收入是院线公司非常重要的利润贡献来源，2018 年公司废票业务收入占比达到 22.3%，同比增加 2.27pct，收入结构进一步优化。然而公司在非票房收入上一直处于同行业间的低位（对比 2017 年万达电影非票收入占比 37%），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。
- ◆ **分红送转凸显公司信心。**公司本次的利润分配方案为每 10 股派发现金红利 2.48 元（含税），合计派发现金红利 1.12 亿元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股，共计转增 1.812 亿股。2018 年是公司第一个完整上市的年度，公司保持了上市以来现金分红的良好传统，本年度现金分红率达到了 35%，同比增加了 3.6pct，股息率为 1%（以 2019 年 3 月 8 日收盘价计算）。公司现金流状况良好，货币资金同比下降 30.3%系增加委托理财所致，经营性现金流量净额同比增长 8.97%，与营业收入相匹配。公司计划向全体股东每 10 股转增 4 股，未来会对 EPS 有所摊薄。

投资建议：

我们认为观众将长时间保持旺盛的观影需求，以及渠道下沉的逻辑仍在。虽然 2019 年春节档表现不及预期，尤其是三至五线城市观影人次下滑较大，我们认为主要是受院线大幅提价对三至五线城市需求压制所致，二月份票房仍创新高足以证明票价回落后被抑制的需求将会缓慢释放。公司作为全国排名前三的影投公司，具备优秀的管理团队以及长期稳健的战略，将享受中国电影市场发展的红利。我们预计公司 2019 年-2021 年营业收入分别为 31.8 亿元、37.6 亿元和 40.9 亿元；每股收益分别为 0.86 元、1.2 元和 1.35 元，对应 PE 分别为 28X、20X 和 18X，维持“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		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1455	1523	1785	2031	2396	营业收入	2518	2724	3180	3758	4094
货币资金	324	225	861	1249	1782	营业成本	1914	2151	2422	2775	3002
应收账款	49	32	61	72	79	营业税金及附加	117	126	147	174	189
其他应收款	159	166	194	229	250	营业费用	69	65	80	94	102
预付款项	25	25	27	30	32	管理费用	55	62	80	75	82
存货	28	42	42	51	53	财务费用	7	2	5	5	5
其他流动资产	871	1019	600	400	200	资产减值损失	0.30	-0.16	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1592	1704	1868	2079	2244	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	55	48	48	48	48	投资净收益	18.08	42.78	10.10	12.13	14.55
固定资产	768.36	851.92	956.91	1052.41	1129.25	营业利润	388	387	458	647	728
无形资产	2	2	2	2	1	营业外收入	44.58	48.06	57.10	67.04	76.97
其他非流动资产	178	136	0	0	0	营业外支出	0.41	11.76	0.00	0.00	0.00
资产总计	3047	3227	3653	4110	4640	利润总额	433	423	515	714	805
流动负债合计	862	826	965	1059	1163	所得税	102	102	125	173	195
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	331	321	390	542	610
应付账款	254	242	293	322	356	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	312	367	410	461	517	归属母公司净利	331	321	390	542	610
一年内到期的非流	151	24	100	100	100	EBITDA	531	552	610	837	936
非流动负债合计	212	211	226	211	211	EPS（元）	0.80	0.71	0.86	1.20	1.35
长期借款	29	4	4	4	4	主要财务 比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	1073	1037	1191	1270	1374	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	10.38%	8.22%	16.73%	18.17%	8.93%
实收资本(或股本)	453	453	453	453	453	营业利润增长	-3.82%	-0.43%	18.37%	41.41%	12.44%
资本公积	755	755	755	755	755	归属于母公司净	-7.16%	-2.98%	21.70%	38.75%	12.66%
未分配利润	677	863	1011	1201	1424	获利能力					
归属母公司股东权	1974	2190	2462	2840	3266	毛利率(%)	24.03%	22.29%	23.86%	26.16%	26.67%
负债和所有者权益	3047	3227	3653	4110	4640	净利率(%)	13.13%	11.77%	12.27%	14.41%	14.90%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润	18.38%	10.85%	9.94%	10.68%	13.18%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	16.75%	14.64%	15.85%	19.07%	18.68%
经营活动现金流	580	612	894	1068	1264	偿债能力					
净利润	356	331	478	595	760	资产负债率(%)	35%	32%	33%	31%	30%
折旧摊销	112.26	135.41	136.04	173.36	192.02	流动比率	1.69	1.84	1.85	1.92	2.06
财务费用	9	7	5	5	5	速动比率	1.66	1.79	1.81	1.87	2.01
应收账款减少	25	-30	-11	-11	-13	营运能力					
预收帐款增加	8	18	16	19	23	总资产周转率	1.01	0.87	0.92	0.97	0.94
投资活动现金流	-495	-1090	-258	-468	-452	应收账款周转率	74	67	69	56	54
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.46	10.97	11.87	12.21	12.07
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	15	18	14	17	20	每股收益(最新抑	0.80	0.71	0.86	1.20	1.35
筹资活动现金流	-244	666	-169	-179	-209	每股净现金流(最	0.41	-0.22	1.40	0.86	1.18
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	4.36	4.83	5.44	6.27	7.21
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	53	0	0	0	P/E	30.33	34.17	28.16	20.29	18.01
资本公积增加	0	719	0	0	0	P/B	5.57	5.02	4.46	3.87	3.37
现金净增加额	-159	187	467	420	602	EV/EBITDA	20.43	19.55	16.77	11.76	9.95

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。