

横店影视 (603103)

公司研究/点评报告

单银幕产出持续下滑，短期业绩改善承压，期待中长期拐点

—横店影视 (603103) 2019 年半年报点评

点评报告/传媒行业

2019 年 08 月 29 日

一、事件概述

横店影视公布 2019 年半年报: 2019 年上半年公司实现营业收入 13.86 亿，同比-5.4%；实现归母净利润 1.73 亿，同比-23.8%；扣非归母净利润 1.32 亿，同比-33.6%。**单季度看:** 2019Q2 营收 5.12 亿元，同比-4.1%；归母净利润 0.14 亿元，同比-62.9%。

二、分析与判断

➤ 收入端：营收 13.9 亿同比-5.4%，主因上半年影院票房收入同比下滑

公司 2019 年上半年营收 13.86 亿元，同比-5.4%。**分子板块:** 电影放映收入 10.12 亿元（占比 73%，YOY-8.0%），主要系公司资产联结型影院票房收入同比下滑所致；卖品收入 1.25 亿元（占比 9%，YOY-11.4%）；广告收入 1.05 亿元（占比 7.5%，YOY+9.8%）；其他收入共计 1.44 亿（占比 10.4%，YOY+12.4%），主因公司新业务实现较快增长。**看经营:** 截至 2019 年上半年底公司资产联结型影院共计 340 家（相比 18 年底新建 24 家），银幕数 2138 块（相比 18 年底新建 142 块），19H1 实现票房收入 10.51 亿元（YOY-8.0%），上半年的单银幕产出 49.2 万元（YOY-19.4%）。

➤ 利润端：归母利润 1.73 亿同比-23.8%，毛利率降低致整体净利率下滑

• **毛利端:** 2019 年上半年毛利率 20.5%，同比-5.5pct；其中单 Q2 毛利率 6.9%，同比-6.7pct。**费率端:** 19 年上半年销售费用率 1.7%，同比微降 0.04pct；管理费用率 1.8%，同比微降 0.2pct。综上，19 年上半年归母净利润 1.73 亿（YOY-23.8%），净利率 12.5%（同比-3.0pct）。

➤ 影投表现：上半年影投单银幕产出 49.2 万同比下滑 19.4%，影投市占率略有下降

19 年上半年横店资产联结型影院实现票房收 10.51 亿（YOY-8.0%），同期全国电影票房 288.14 亿（YOY-3.9%）；上半年实现银幕数 2138 块（YOY+14.1%），同期全国银幕数 64540 块（YOY+16%）；单银幕产出 49.2 万（YOY-19.4%），同期全国单银幕产出 44.6 万元（同比-17.1%），横店影投上半年整体排名位居影投公司第三（与去年同期持平），市占率 3.6%（同比去年下滑 0.2pct）。

➤ 预计全年电影票房同比去年基本持平，单银幕产出仍将下滑，短期公司业绩依旧承压

19 年上半年全国电影票房 288.14 亿收官（不含服务费，YOY-3.9%），展望下半年，暑期档表现基本与去年打平，国庆档预计票房表现好于去年，全年整体票房预计与去年持平或略增；19 年全国新建影院增速仍无明显放缓，预计全年单银幕产出仍将持续下滑。短期看行业及公司业绩改善有一定压力。展望长期，我们认为行业目前处于关店出清阶段，未来中小影院逐渐出清将促使单银幕产出逐渐回升，行业业绩拐点值得期待。

三、投资建议

我们预计 19-21 年公司营收 27.52/28.95/32.23 亿，同比+1.0%/5.2%/11.3%；归母净利达 2.90/3.25/3.94 亿，同比-9.6%/12.2%/21.1%；对应 PE31.9X/28.4X/23.5X，目前院线行业 2019 年平均市盈率 25X 左右，我们预计中长期行业电影行业景气度回升和中小影院出清将推动行业整体单银幕产出上升，但短期行业仍将面临竞争激烈、单银幕产出下滑、电影市场总票房增速较低等压力，综上，下调至“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

票房市场不及预期，市场竞争加剧，租金成本上升。

谨慎推荐 下调评级

当前价格： 14.59

交易数据 2019-08-28

近 12 个月最高/最低(元)	18.26/13.41
总股本(百万股)	634.20
流通股本(百万股)	74.20
流通股比例(%)	12%
总市值(亿元)	92.53
流通市值(亿元)	10.83

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：刘欣

执业证号： S0100519030001

电话： 010-85127513

邮箱： liuxin_yj@mszq.com

相关研究

1. 横店影视 (603103) 年报点评：营收 27 亿同增 8.2%，资产联结影院继续保持高速扩张

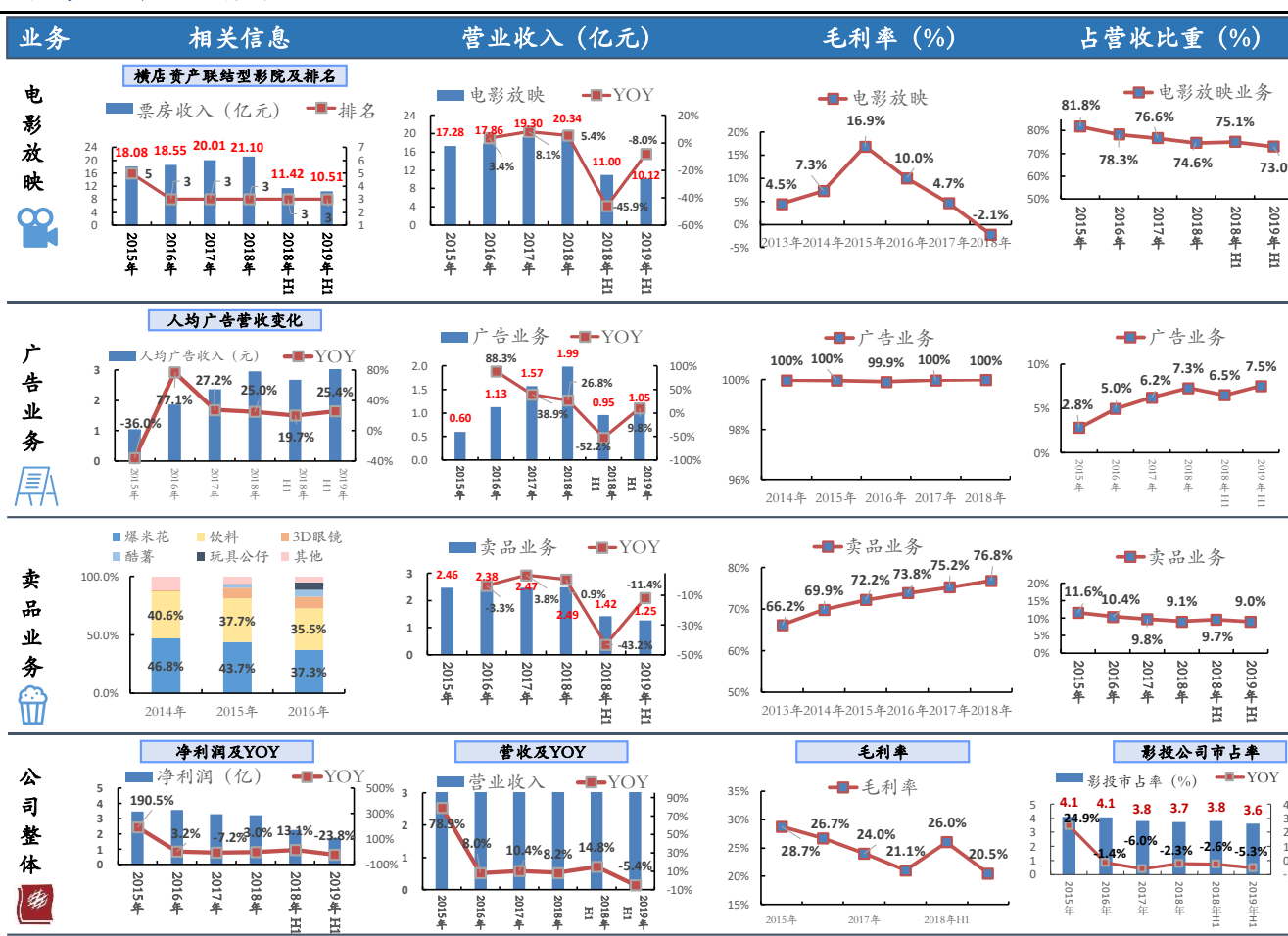
盈利预测与财务指标

项目/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,724	2,752	2,895	3,223
增长率 (%)	8.2%	1.0%	5.2%	11.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	321	290	325	394
增长率 (%)	-3.0%	-9.6%	12.2%	21.1%
每股收益 (元)	0.51	0.46	0.51	0.62
PE (现价)	44.10	31.92	28.44	23.48
PB	6.46	3.73	3.30	2.89

资料来源: wind, 民生证券研究院

参考图表:

图 1: 横店影视历年主营业务拆分



数据来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

表 1: 横店影视财务数据拆分

(亿元)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2018H1	2019H1
营业收入	21.13	22.81	25.18	27.24	14.65	13.86
YOY	78.9%	8.0%	10.4%	8.2%	14.8%	-5.4%
① 电影放映收入	17.28	17.86	19.30	20.34	11.00	10.12
资产联结性影院票房收入	18.08	18.55	20.01	21.10	11.42	10.51

横店影投银幕数（年报）	1,149	1,412	1,684	1,996	1,873	2,138
横店影投单银幕票房（万）	157.4	131.4	118.8	105.7	61.0	49.2
②卖品收入	2.46	2.38	2.47	2.49	1.42	1.25
③广告收入	0.60	1.13	1.57	1.99	0.95	1.05
④其他收入	0.79	1.45	1.84	1.34	1.28	1.44
毛利率	28.7%	26.7%	24.0%	21.1%	26.0%	20.5%
①电影放映毛利率	16.9%	10.0%	4.7%	-2.1%		
②卖品毛利率	72.2%	73.8%	75.2%	76.8%		
③广告毛利率	100.0%	99.9%	100.0%	99.9%		
税金及附加率	4.8%	4.8%	4.6%	4.6%	4.6%	4.4%
销售费用率	1.6%	1.9%	2.7%	2.4%	1.7%	1.7%
管理费用率	1.9%	2.5%	2.2%	2.3%	1.9%	1.8%
营业外收入	0.19	0.62	0.45	0.48	0.19	0.22
其中：政府补助	0.16	0.59	0.41	0.42	0.17	0.21
所得税率	21%	23%	24%	24%	24%	24%
归母净利润	3.44	3.56	3.31	3.21	2.27	1.73
YOY	189.1%	3.5%	-7.0%	-3.1%	13.1%	-23.8%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 2：横店影投与全国电影市场 2015~2018 年总票房/观影人次/平均票价/上座率对比

影投公司	横店影投（不含服务费）					全国整体（不含服务费）			
时间	票房占总票房比	票房 YOY	人次 YOY	平均票价	上座率	票房 YOY	人次 YOY	平均票价	上座率
2015 年	4.1%	86.2%	88.6%	31.6	19.0%	49.1%	51.1%	34.8	17.0%
2016 年	4.1%	2.0%	6.2%	30.3	15.1%	3.8%	9.0%	33.1	14.0%
2017 年	3.8%	8.5%	9.3%	30.1	13.3%	15.0%	18.1%	32.3	13.0%
2018 年	3.7%	5.5%	1.6%	31.3	11.6%	8.0%	5.9%	32.9	12.0%
2018Q1	3.9%	36.9%	30.4%	33.3	16.7%	39.7%	36.5%	33.8	17.0%
2018Q2	3.6%	-10.9%	-13.5%	30.2	9.4%	-7.7%	-8.1%	32.4	10.0%
2018Q3	3.7%	5.6%	2.2%	31.0	12.6%	8.1%	5.8%	32.8	13.0%
2018Q4	3.5%	-16.0%	-16.1%	29.3	8.3%	-11.7%	-12.8%	32.1	9.0%
2017H1	3.9%	-2.8%	-0.5%	31.0	13.7%	3.8%	7.9%	33.0	14.0%
2018H1	3.8%	15.3%	9.7%	32.0	12.9%	17.5%	15.4%	33.0	13.0%
2019H1	3.6%	-8.2%	-12.4%	34.0	9.6%	-3.9%	-10.3%	36.0	11.0%

资料来源：艺恩 APP，民生证券研究院

表 3：横店影投与全国电影市场 2014~2018 年银幕数/单银幕产出对比

影投公司	横店影投（不含服务费）				全国整体（不含服务费）			
时间	银幕数	银幕 YOY	单银幕产出	单银幕产出	银幕数	银幕 YOY	单银幕产出	单银幕产出

			(万)	YOY			(万)	YOY
2014 年	905	39.2%	106.2	-10.8%	24304	33.6%	121.1	2.6%
2015 年	1,149	27.0%	156.1	47.0%	32487	33.7%	135.1	11.5%
2016 年	1,412	22.9%	131.0	-16.1%	41179	26.8%	110.6	-18.1%
2017 年	1,684	19.3%	118.8	-9.3%	50776	23.3%	103.2	-6.7%
2018 年	1,996	18.5%	105.8	-10.9%	60079	18.3%	94.2	-8.7%
2018H1	1,873	20.0%	61.0	-3.7%	55623	--	53.9	--
2019H1	2,138	14.1%	49.2	-19.4%	64540	16.0%	44.6	-17.1%

资料来源：公司公告，电影局，艺恩 APP，民生证券研究院

表 4：横店影投与全国电影市场一~五线城市票房增速对比

影投公司	横店影投票房（不含服务费）					全国整体票房（不含服务费）				
时间	一线城市 YOY	二线城市 YOY	三线城市 YOY	四线城市 YOY	五线城市 YOY	一线城市 YOY	二线城市 YOY	三线城市 YOY	四线城市 YOY	五线城市 YOY
2013 年	26.1%	19.8%	39.5%	72.0%	60.4%	19.5%	28.3%	34.9%	46.8%	54.9%
2014 年	42.0%	24.8%	26.5%	58.3%	49.8%	30.0%	34.8%	41.2%	50.1%	53.6%
2015 年	64.9%	85.3%	54.2%	113.5%	133.2%	42.7%	45.0%	55.5%	61.9%	64.4%
2016 年	38.3%	-3.0%	-7.8%	11.0%	5.2%	0.9%	-0.2%	4.5%	14.6%	20.1%
2017 年	0.5%	3.6%	14.2%	14.9%	7.1%	7.7%	13.0%	19.6%	22.7%	24.8%
2018 年	-10.9%	-0.4%	5.3%	15.9%	10.5%	3.8%	6.4%	9.2%	13.9%	15.0%
2018 年 H1	-5.5%	8.6%	12.2%	28.1%	24.3%	8.0%	14.2%	19.8%	28.8%	33.5%
2019 年 H1	-20.9%	-15.4%	-7.1%	2.2%	-7.4%	-0.03%	-3.7%	-5.0%	-6.1%	-5.9%

资料来源：艺恩 APP，民生证券研究院

表 5：横店影投与全国电影市场一~五线城市票房占比对比

影投公司	横店影投票房（不含服务费）					全国整体票房（不含服务费）				
时间	一线城市 占比	二线城市 占比	三线城市 占比	四线城市 占比	五线城市 占比	一线城市 占比	二线城市 占比	三线城市 占比	四线城市 占比	五线城市 占比
2012 年	5.8%	45.9%	27.9%	11.4%	8.9%	26.6%	44.7%	16.2%	9.0%	3.6%
2013 年	5.4%	40.7%	28.8%	14.5%	10.6%	24.5%	44.2%	16.8%	10.2%	4.3%
2014 年	5.8%	38.0%	27.2%	17.2%	11.9%	23.2%	43.5%	17.3%	11.2%	4.8%
2015 年	5.1%	37.8%	22.6%	19.7%	14.9%	22.2%	42.3%	18.1%	12.1%	5.3%
2016 年	6.9%	35.9%	20.4%	21.4%	15.4%	21.6%	40.7%	18.2%	13.4%	6.1%
2017 年	6.4%	34.3%	21.5%	22.7%	15.2%	20.2%	39.9%	18.9%	14.3%	6.6%
2018 年	5.4%	32.4%	21.4%	24.9%	15.9%	19.4%	39.3%	19.1%	15.0%	7.1%
2018 年 H1	5.3%	32.0%	21.3%	25.3%	16.2%	18.3%	38.5%	19.5%	16.1%	7.6%
2019 年 H1	4.5%	29.5%	21.5%	28.1%	16.4%	19.1%	38.6%	19.2%	15.7%	7.4%

资料来源：艺恩 APP，民生证券研究院

表 6: 2019 年全国影投 TOP6 公司 2013 年来票房市占率及排名变化

时间	市占率						排名					
	万达电 影	大地影 院	横店院 线	CGV 投 资	中影影 投	金逸影 视	万达 电影	大地 影院	横店 院线	CGV 投资	中影 影投	金逸 影视
2013 年	16.3%	5.4%	3.4%	1.7%	4.1%	6.0%	1	3	6	13	4	2
2014 年	16.1%	5.7%	3.3%	2.0%	4.0%	5.6%	1	2	6	10	4	3
2015 年	15.5%	5.7%	4.1%	2.4%	3.9%	4.6%	1	2	5	7	6	3
2016 年	14.5%	5.3%	4.1%	3.0%	3.6%	3.8%	1	2	3	7	5	4
2017 年	13.7%	5.1%	3.8%	2.9%	3.1%	3.1%	1	2	3	7	6	5
2018 年	13.5%	4.7%	3.7%	2.8%	2.8%	2.7%	1	2	3	4	5	6
2018H1	13.6%	4.8%	3.8%	2.7%	2.8%	2.6%	1	2	3	6	5	7
2019H1	13.5%	4.5%	3.6%	3.0%	2.7%	2.8%	1	2	3	4	6	5

资料来源：艺恩 APP，民生证券研究院

表 7: 横店 2014-2019 年上半年资产联结和加盟型影院数量变化

时间	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2018 年 H1	2019 年 H1
资产联结型影院							
影院数量	138	176	220	266	316	296	340
新增影院（同比）	39	38	44	46	52	51	44
招股书计划新建数量			42	82	76		
银幕数量	905	1149	1412	1684	1996	1873	2138
新增银幕（同比）	255	244	263	272	312	312	265
加盟型影院							
影院数量	41	53	65	74	86	78	84
新增影院（同比）	9	12	12	9	12	13	6
银幕数量	193	255	315	405	474	437	515
新增银幕（同比）		62	60	90	69	106	78

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 8: 横店影视可比公司估值表

公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (以 8 月 28 日收盘价为基准)			归母净利 YOY (2018A)	归母净利 YOY (2019H1)
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
上海电影	72.1	2.35	2.80	3.24	30.7	25.7	22.3	-8.6%	16.4%
金逸影视	41.7	1.58	1.77	2.26	26.4	23.5	18.4	-24.6%	
万达电影	332.1	12.95	17.02	19.93	25.7	19.5	16.7	-14.7%	-61.9%
横店影视	92.5	3.21	3.48	3.91	28.9	26.6	23.7	-3.0%	-23.8%

资料来源：Wind，民生证券研究院

插图目录

图 1: 横店影视历年主营业务拆分	2
-------------------------	---

表格目录

表 1: 横店影视财务数据拆分	2
表 2: 横店影投与全国电影市场 2015~2018 年总票房/观影人次/平均票价/上座率对比	3
表 3: 横店影投与全国电影市场 2014~2018 年银幕数/单银幕产出对比.....	3
表 4: 横店影投与全国电影市场一~五线票房增速对比	4
表 5: 横店影投与全国电影市场一~五线票房占比对比	4
表 6: 2019 年全国影投 TOP6 公司 2013 年来票房市占率及排名变化	5
表 7: 横店 2014~2019 年上半年年资产联结和加盟型影院数量变化.....	5
表 8: 横店影视可比公司估值表	5

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,724	2,752	2,895	3,223
营业成本	2,151	2,229	2,311	2,512
营业税金及附加	126	129	135	150
销售费用	65	67	71	78
管理费用	62	62	66	73
研发费用	0	1	1	1
EBIT	321	264	312	408
财务费用	2	-4	-10	-18
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	43	48	35	32
营业利润	387	347	385	484
营业外收支	36	34	43	34
利润总额	423	381	428	518
所得税	102	91	102	124
净利润	321	290	325	394
归属于母公司净利润	321	290	325	394
EBITDA	613	457	533	657
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	225	547	987	1,567
应收账款及票据	32	40	42	47
预付款项	25	27	28	30
存货	42	35	37	40
其他流动资产	1,198	1,188	1,198	1,218
流动资产合计	1,523	1,836	2,292	2,901
长期股权投资	48	48	48	48
固定资产	852	829	736	624
无形资产	2	8	14	20
非流动资产合计	1,704	1,706	1,640	1,553
资产合计	3,227	3,542	3,931	4,454
短期借款	0	14	37	82
应付账款及票据	242	265	272	297
其他流动负债	583	573	606	665
流动负债合计	826	852	915	1,044
长期借款	4	4	4	4
其他长期负债	206	206	206	206
非流动负债合计	211	211	211	211
负债合计	1,037	1,062	1,126	1,255
股本	453	453	453	453
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,190	2,480	2,805	3,200
负债和股东权益合计	3,227	3,542	3,931	4,454

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	8.2%	1.0%	5.2%	11.3%
EBIT 增长率	-11.4%	-17.7%	18.2%	30.8%
净利润增长率	-3.0%	-9.6%	12.2%	21.1%
盈利能力				
毛利率	21.1%	19.0%	20.2%	22.1%
净利率	11.8%	10.5%	11.2%	12.2%
总资产收益率 ROA	9.9%	8.2%	8.3%	8.8%
净资产收益率 ROE	14.6%	11.7%	11.6%	12.3%
偿债能力				
流动比率	1.84	2.16	2.50	2.78
速动比率	1.76	2.08	2.43	2.71
现金比率	0.27	0.64	1.08	1.50
资产负债率	32.1%	30.0%	28.6%	28.2%
经营效率				
应收账款周转天数	5.41	5.25	5.30	5.29
存货周转天数	5.99	5.70	5.80	5.77
总资产周转率	0.87	0.81	0.77	0.77
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	0.46	0.51	0.62
每股净资产	3.45	3.91	4.42	5.04
每股经营现金流	1.05	0.66	0.78	1.00
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	44.10	31.92	28.44	23.48
PB	6.46	3.73	3.30	2.89
EV/EBITDA	16.16	13.35	10.67	7.85
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	321	290	325	394
折旧和摊销	292	193	221	248
营运资金变动	89	20	26	54
经营活动现金流	667	421	496	632
资本开支	-424	-161	-112	-127
投资	-120	0	0	0
投资活动现金流	-507	-114	-77	-95
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-151	14	23	45
筹资活动现金流	-258	14	22	43
现金净流量	-98	321	441	580

分析师与研究助理简介

刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，2019年1月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。