

横店影视 (603103)

公司研究/点评报告

单银幕产出持续下滑，疫情影响下行业整合有望加速

—横店影视 2019 年报点评

点评报告/传媒

2020 年 03 月 16 日

一、事件概述

公司 3 月 12 日晚公布 2019 年年报：2019 年公司实现营收 28.14 亿元，同比增长 3.27%，归母净利润 3.10 亿元，同比下降 3.48%。**单季度看：**2018Q4 营收 6.82 亿元，同比增长 31.84%；归母净利润 0.49 亿，去年四季度同期亏损 244 万元。

二、分析与判断

➤ 收入端：营收 28.14 亿元，同增 3.27%，新业务收入实现较高增长

公司 2019 年实现营收 28.14 亿元，同比增长 3.27%。**分子板块：**电影放映收入 20.62 亿元（占比 73%，YOY+1.4%），卖品收入 2.42 亿元（占比 9%，YOY+2.8%），广告收入 2.09 亿元（占比 7%，YOY+5.0%），院线发行业务收入 0.04 亿元（占比 0.1%，YOY-20.0%），其他收入（包括其他主营业务和其他业务）共计 2.97 亿（占比 11%，YOY+10.6%），主因公司新业务实现较快增长。**看经营：**截至 2019 年底公司资产联结型影院共计 367 家（新建 53 家），银幕数 2306 块（新建 323 块），横店影投实现票房收入 21.4 亿元（不含服务费，YOY+1.42%，略低于全国票房增速 4.92%），单银幕产出 92.8 万元（YOY-12.29%）。

➤ 利润端：归母净利润 3.10 亿同减 3.48%，主因电影放映业务毛利率下滑

公司全年毛利率 20.7%，同比-0.41pct，毛利率下降主因电影放映业务毛利率下滑。**分子板块：**电影放映毛利率-4.7%（同比-2.58pct），主因全年票房低增叠加影院稳步扩张，租金及人员等固定成本增幅超过票房收入增幅所致；卖品收入毛利率 77.4%（同比+0.58pct）；广告收入毛利率 100%（同比+0.07pct）。**费率端：**19 年销售费用率 3.6%，同比+1.20pct；管理费用率 2.3%，同比+0.03pct。综上，19 年归母净利润 3.10 亿（YOY-3.48%），净利率 11.0%（同比-0.76pct）。

➤ 影院扩建稳步推进，单银幕产出进一步下滑，行业拐点值得期待

2019 年度公司新开影院 53 家，新增银幕 323 块，开业数量再创新高，同时公司关停影院 2 家，银幕数 13 块，优化存量影院运营效率。19 年横店影投实现票房收入 21.4 亿（YOY+1.4%），同期全国电影不含服务费票房 593.7 亿（YOY+4.9%）；实现银幕数 2306 块（YOY+15.5%），同期全国银幕数 69787 块（YOY+16.2%）；单银幕产出 92.8 万（YOY-12.3%），同期全国单银幕产出 92.0 万元（同比-2.1%）。

➤ 疫情冲击线下消费，行业整合进程有望加速

公司 2020 年继续加快影院发展速度，计划新开影院 60 家、银幕 390 块左右，同时计划关停经营效益较差的影院 10 家（银幕 60 块）左右。公司通过对自身影院结构性的调整，不断提高影投整体经营效率，预计中长期将受益行业整合，迎来市占率及单银幕产出的提高。公司继续开拓优质项目，多渠道提高广告收入，未来非票收入占比有望持续提高；同时优化经营效率，销售和管理费用率有望下降。

推荐

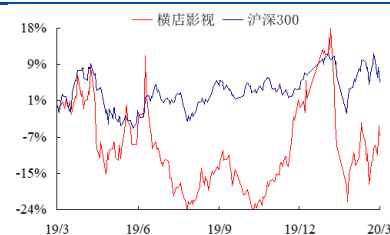
维持评级

当前价格： 16.35 元

交易数据 2020-3-13

近 12 个月最高/最低(元)	27.05/13.41
总股本(百万股)	634
流通股本(百万股)	74
流通股比例(%)	11.70
总市值(亿元)	106
流通市值(亿元)	12

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@mszq.com

分析师：钟奇

执业证号： S0100518110001

电话： 010-85127513

邮箱： zhongqi@mszq.com

相关研究

- 1.横店影视 (603103) 2019 年三季报点评：归母净利润同比下降 9.1%，预计四季度营收增长提速
- 2.横店影视 (603103) 2019 年半年报点评：单银幕产出持续下滑，短期业绩改善承压，期待中长期拐点

三、投资建议

我们认为在疫情事件影响下，院线行业并购整合进程有望提速。鉴于短期事件冲击更多影响的是抗风险能力较差、现金流紧张的中小影院，诸如公司此类现金流相对充裕的影投公司，通过行业低谷期的并购整合，有望持续提高市占率，营收增速、毛利率和净利率等指标均有望得到提升。预计2020~2022年公司归母净利润分别为2.65亿/3.18亿/3.77亿，对应PE 39X、33X和28X，由于疫情影响，预计院线行业2020年净利润将有较大幅度下滑，导致2020年PE估值偏高。我们认为目前院线行业已近行业整合拐点，公司作为全国影投TOP3，在行业整合期相比中小影院抗风险能力更强，预计中长期市占率提高、经营效率改善，综合给予公司“推荐”评级。

四、风险提示

票房市场不及预期，疫情对影院行业冲击程度超出预期，市场竞争加剧，租金成本上升。

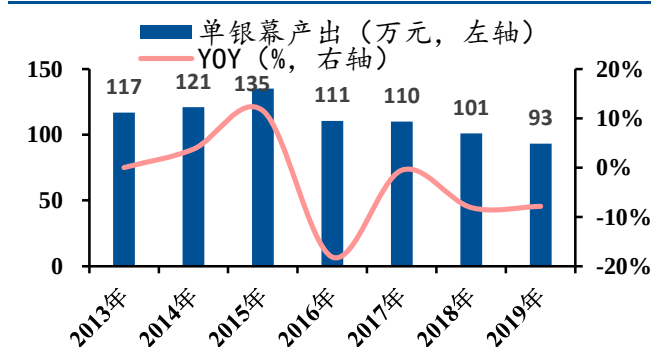
盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,814	2,259	2,537	2,941
增长率（%）	3.3%	-19.7%	12.3%	15.9%
归属母公司股东净利润（百万元）	310	265	318	377
增长率（%）	-3.5%	-14.4%	20.2%	18.2%
每股收益（元）	0.49	0.42	0.50	0.59
PE（现价）	33.4	39.1	32.6	27.5
PB	4.3	3.9	3.5	3.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

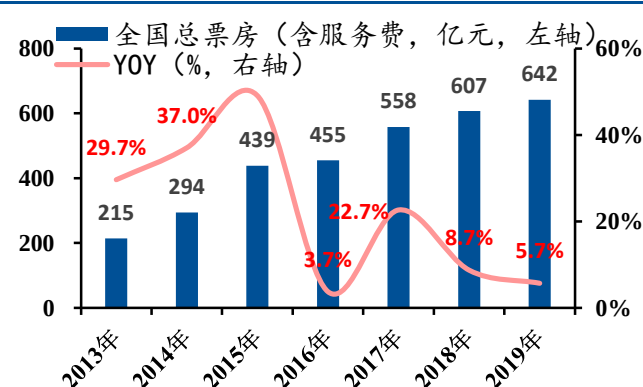
相关图表：

图 1：2013~2019 年单银幕产出及同比增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 2：2013~2019 年全国票房及同比增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

表 1：公司 2014~2019 年影院扩建计划

时间	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2018 年 H1	2019 年 H1
资产联结型影院								
影院数量（家）	138	176	220	266	316	367	296	340
新增影院（同比，家）	39	38	44	46	52(关停 2 家)	53(关停 2 家)	51	44

招股书计划新建数量			42	82	76			
银幕数量 (块)	905	1149	1412	1684	1996	2306	1873	2138
新增银幕 (同比, 块)	255	244	263	272	312	310	312	265
加盟型影院								
影院数量 (家)	41	53	65	74	86	84	78	84
新增影院 (同比, 家)	9	12	12	9	12	-2	13	6
银幕数量 (块)	193	255	315	405	474	474	437	515
新增银幕 (同比, 块)		62	60	90	69	0	106	78

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表 2: 横店影视单季度财务拆分

单位: 亿元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
营业总收入	<u>9.3</u>	<u>5.3</u>	<u>7.4</u>	<u>5.2</u>	<u>8.7</u>	<u>5.1</u>	<u>7.5</u>	<u>6.8</u>
YOY					-6.2%	-4.1%	0.5%	31.7%
营业总成本	<u>7.0</u>	<u>5.1</u>	<u>6.4</u>	<u>5.6</u>	<u>6.9</u>	<u>5.2</u>	<u>6.5</u>	<u>6.6</u>
营业成本	6.2	4.6	5.8	4.9	6.3	4.8	5.7	5.6
毛利率%	33.0%	13.8%	22.2%	5.4%	28.4%	7.0%	23.1%	20.7%
税金及附加	0.4	0.2	0.3	0.2	0.4	0.2	0.3	0.3
销售费用	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.3	0.5
销售费用率%	1.6%	1.9%	2.1%	4.5%	1.7%	1.8%	4.0%	6.9%
管理费用	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
管理费用率%	1.6%	2.6%	1.9%	3.8%	1.3%	2.7%	2.1%	3.6%
财务费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.0
财务费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	-0.2%	-0.8%	-0.1%
营业利润	2.4	0.4	1.2	-0.2	2.0	0.1	1.1	0.5
加: 营业外收入	0.0	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.3
减: 营业外支出	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
利润总额	2.5	0.5	1.3	0.0	2.1	0.2	1.2	0.7
减: 所得税	0.6	0.1	0.3	0.0	0.5	0.1	0.3	0.2
净利润	<u>1.9</u>	<u>0.4</u>	<u>1.0</u>	<u>0.0</u>	<u>1.6</u>	<u>0.1</u>	<u>0.9</u>	<u>0.5</u>
归属于母公司所有者的净利润	1.9	0.4	1.0	0.0	1.6	0.1	0.9	0.5
归母净利率%	20.3%	7.2%	12.9%	-0.5%	18.2%	2.8%	11.7%	7.2%
YOY (%)					-15.8%	-62.9%	-9.1%	2107.9%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表 3: 横店影视与全国电影市场 2015~2019 年票房同比 (%) / 观影人次同比 (%) / 平均票价 (元) / 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%	32	19.0%	49.1%	51.1%	35	17.00%
2016 年	4.1%	2.0%	6.2%	30	15.1%	3.8%	9.0%	33	14.00%
2017 年	3.8%	8.5%	9.3%	30	13.3%	15.0%	18.1%	32	13.00%

2018 年	3.7%	5.5%	1.6%	31	11.6%	8.0%	5.9%	33	12.00%
2019 年	3.6%	1.6%	-0.6%	32	9.9%	4.9%	0.6%	34	11.00%
2019Q1	3.9%	-10.0%	-13.4%	35	11.7%	-8.8%	-14.2%	36	12.00%
2019Q2	3.2%	-4.8%	-10.6%	32	7.4%	5.9%	-3.1%	35	9.00%
2019Q3	3.7%	-1.5%	0.2%	30	10.8%	-1.0%	-1.0%	33	12.00%
2019Q4	3.5%	35.6%	30.3%	30	9.7%	36.5%	31.0%	33	11.00%

资料来源：艺恩 APP，民生证券研究院

插图目录

图 1：2013~2019 年单银幕产出及同比增速	2
图 2：2013~2019 年全国票房及同比增速	2

表格目录

表 1：公司 2014~2019 年影院扩建计划	2
表 2：横店影视单季度财务拆分	3
表 3：横店影投与全国电影市场 2015~2019 年总票房/观影人次/平均票价/上座率对比	3

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,814	2,259	2,537	2,941
营业成本	2,232	1,807	1,999	2,298
营业税金及附加	124	103	115	132
销售费用	101	65	75	92
管理费用	65	51	58	67
研发费用	0	0	0	0
EBIT	292	233	291	351
财务费用	(7)	(12)	(25)	(38)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	31	37	34	35
营业利润	368	308	381	456
营业外收支	41	37	33	32
利润总额	409	349	420	496
所得税	99	84	101	120
净利润	310	265	318	377
归属于母公司净利润	310	265	318	377
EBITDA	612	419	495	568
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	289	634	944	1598
应收账款及票据	80	45	51	67
预付款项	30	23	25	30
存货	49	12	59	25
其他流动资产	89	89	89	89
流动资产合计	1629	1830	2296	2887
长期股权投资	78	115	148	183
固定资产	909	985	1057	1126
无形资产	3	3	3	3
非流动资产合计	1821	1711	1645	1547
资产合计	3450	3541	3941	4434
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	241	213	225	259
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	842	667	749	866
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	221	221	221	221
非流动负债合计	221	221	221	221
负债合计	1063	889	970	1087
股本	634	634	634	634
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2387	2652	2971	3347
负债和股东权益合计	3450	3541	3941	4434

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	3.3%	-19.7%	12.3%	15.9%
EBIT 增长率	-9.0%	-20.1%	24.8%	20.6%
净利润增长率	-3.5%	-14.4%	20.2%	18.2%
盈利能力				
毛利率	20.7%	20.0%	21.2%	21.9%
净利润率	11.0%	11.7%	12.6%	12.8%
总资产收益率 ROA	9.0%	7.5%	8.1%	8.5%
净资产收益率 ROE	13.0%	10.0%	10.7%	11.2%
偿债能力				
流动比率	1.9	2.7	3.1	3.3
速动比率	1.9	2.7	3.0	3.3
现金比率	1.4	2.3	2.5	2.9
资产负债率	0.3	0.3	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	7.1	5.8	6.1	6.3
存货周转天数	7.3	6.1	6.5	6.6
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.4	0.5	0.6
每股净资产	3.8	4.2	4.7	5.3
每股经营现金流	0.9	0.5	0.6	1.1
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	33.4	39.1	32.6	27.5
PB	4.3	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA	16.5	23.3	19.1	15.4
股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	310	265	318	377
折旧和摊销	320	186	204	218
营运资金变动	(33)	(31)	(74)	181
经营活动现金流	579	342	375	699
资本开支	419	(2)	65	45
投资	(2)	0	0	0
投资活动现金流	(375)	2	(65)	(45)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(29)	0	0	0
筹资活动现金流	(142)	0	0	0
现金净流量	62	345	310	654

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

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，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名，2019年获得WIND第七届金牌分析师评比传播与文化类第5名等。

钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。

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。