

## 疫情、塞翁失马焉知非福

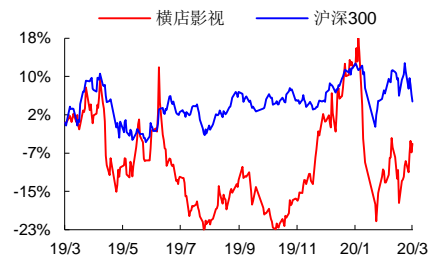
### 投资要点

- **疫情冲击还在延续:** 一月下旬开始, 全国院线基本处于停业状态, 从目前的情况来看, 或直到月底都难全面恢复。但我们认为, 疫情的冲击之后, 全国院线公司将迎来全面深刻的结构调整机会。
- **公司业绩符合预期。** 公司公告 2019 年全年实现营业收入 28.13 亿, 同比增长约 3%; 实现归母净利润 3.09 亿, 同比下降约 3%; 扣非以后实现净利润 2.25 亿, 同比下降约 9%。2019 年, 公司净利润规模较 2018 年出现了下滑, 我们认为主要是扩张带来的短期成本压力。2019 年, 公司旗下拥有 451 家影院, 银幕 2780 块; 其中, 资产链接型影院 367 家, 银幕 2306 块, 较 2018 年新增 53 家影院, 323 块银幕, 资产链接影院和银幕分别增长约 16% 和 15% (2018 年为 316 家、1996 块银幕)。我们认为, 新开影院基本处于培育期, 第一年并不处于盈利释放周期, 压制了公司的整体利润; 如果剔除以后, 公司存量影院整体的经营情况是好于市场的平均水平的。
- **疫情, 短期只是压力不是危机, 长期则是机会。** 根据猫眼的数据, 2019 年, 横店旗下影投公司在各线城市的票房结构分别为: 一线城市 4%、二线城市 32%、三线城市 15%、四线城市 49%。疫情带来的不仅仅是全产业链的停滞, 对四线城市的冲击更为明显。根据数据提统计, 春节周期 (1-2 月) 四线城市的票房占全年的票房比远高于其他各线城市, 2019 年该比例超过 40%。这是因为春节期间, 外地务工人员整体返乡, 带来了巨大的观影人群基数增长。而今年因为疫情, 不仅仅是在春节周期票房消失, 即使在未来疫情结束, 观影需求反弹, 因为务工人员已经再次回到工作岗位, 对四线城市的影院反哺也相当有限, 这也是我们说“短期是压力”。但是, 横店影视作为全国头部院线公司, 具备较强的实力和管理能力, 并不会因为这次压力而出现危机, 也是我们说“不是危机”的原因。另一方面, 在四线及以下城市, 其他院线或者影院多不具备横店的实力, 在这轮危机之中很可能出现资金链断裂的问题 (从客观调研的情况来看, 已经出现有部分影院开始寻求并购来度过危机的现象)。对横店而言, 这是一次很好的整合机会: 一方面, 经营情况和条件较差的影院会因此加速退出市场; 另一方面, 对于经营条件尚可但是因为疫情处于危机的影院, 横店又有整合的机会; 再者, 横店深耕三四线城市多年, 无论是商业嗅觉、行业理解和运营经验, 都非常丰富, 在这轮整合之中具备天然的优势, 这也就是我们说的“长期则是机会”。
- **基于观影人次的生意, 独具优势。** 我们始终认为, 院线的核心是观影人次而非票房。因为观影人次决定了票房、卖品和广告。所有的院线公司都是基于观影人次的生意, 但因为策略不同, 基于观影人次的生意则有不同的属性。横店影视的核心逻辑之一, 就是其是“基于观影人次的消费逻辑”: 1) 在横店影视的毛利结构中, 卖品业务的毛利占比相对较高; 2) 横店影视的人均卖品消费在 3 元左右, 远低于深耕发达地域 8 元的平均水平, 空间较大; 3) 小镇青年的消费习惯正在形成, 由于和一线城市存在巨大的差异, 未来这个差异会逐步弥补。所以, 我们认为, 横店影视是一家具备很强消费增长属性的院线类公司, 天然的成长性在同类公司中较强。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn  
联系人: 张闻宇  
电话: 021-58351917  
邮箱: zwy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.34
流通 A 股(亿股)	0.74
52 周内股价区间(元)	13.41-27.05
总市值(亿元)	105.78
总资产(亿元)	34.50
每股净资产(元)	3.76

### 相关研究

1. 横店影视 (603103): Q3 业绩改善, 持续加码直营影院 (2019-11-01)



- **盈利预测与投资建议。**我们预计，横店影视 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.42 元、0.60 元、0.8 元，对应的 PE 为 40 倍、28 倍、21 倍。虽然 2020 年因为疫情导致短期估值较贵，但是考虑到疫情过后行业的整体改善、公司的整合预期，我们维持对横店影视“持有”的投资评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险；新传播媒体竞争的风险；院线业务快速扩张的风险；疫情控制不及预期导致观影人数恢复不及预期的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2813.59	2562.47	3371.01	3792.44
增长率	3.27%	-8.93%	31.55%	12.50%
归属母公司净利润（百万元）	309.51	265.23	380.27	509.51
增长率	-3.48%	-14.31%	43.38%	33.99%
每股收益 EPS（元）	0.49	0.42	0.60	0.80
净资产收益率 ROE	12.97%	10.24%	13.03%	15.20%
PE	34	40	28	21
PB	4.43	4.08	3.63	3.16

数据来源：Wind，西南证券

**关键假设：**

假设 1：疫情预计在 4 月基本结束，院线产业将在 4 月底到 5 月初逐步恢复：

假设 2：疫情结束以后，观影需求预计出现报复性回补票房，全年损失的观影人次将回到 10% 以内；

假设 3：未来三年，横店影视将维持 10% 左右的产能扩张趋势不变。

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
放映业务	收入	2061.6	1795.6	2363.1	2599.4
	增速	1.4%	-12.9%	31.6%	10%
	毛利率	-4.7%	-5%	-3%	-1%
卖品业务	收入	242.15	217.9	278.5	310.2
	增速	1%	-10%	27.8%	11.4%
	毛利率	77.4%	60%	70%	70%
广告业务	收入	209.07	167.3	246.1	283.0
	增速	5%	-20%	0	0
	毛利率	99.9%	100%	100%	100%
发行业务	收入	3.83	5	5	5
	增速	-22.2%	0	0	0
	毛利率	100%	100%	100%	100%
其他主营收入	收入	202.94	263.8	343.0	445.9
	增速	57.1%	30%	30%	30%
	毛利率	90.9%	88%	88%	88%
其他收入	收入	94.02	112.8	135.4	148.9
	增速	-13.2%	20%	20%	20%
	毛利率	99%	99%	99%	99%
合计	收入	2813.6	2562.5	3371.0	3792.4
	增速	3.3%	-8.9%	31.6%	12.5%
	毛利率	20.7%	21.7%	24.1%	26.9%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2813.59	2562.47	3371.01	3792.44	净利润	309.51	265.23	380.27	509.51
营业成本	2232.49	2005.38	2560.05	2773.48	折旧与摊销	320.05	303.53	303.53	303.53
营业税金及附加	123.59	114.52	158.77	175.58	财务费用	-7.20	3.34	4.58	5.20
销售费用	100.58	82.00	114.61	125.15	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	65.04	64.06	87.65	97.34	经营营运资本变动	868.66	-11.20	112.71	45.19
财务费用	-7.20	3.34	4.58	5.20	其他	-910.40	-17.00	-17.00	-17.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>580.63</b>	<b>543.89</b>	<b>784.09</b>	<b>846.43</b>
投资收益	30.50	17.00	17.00	17.00	资本支出	-63.82	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-311.34	17.00	17.00	17.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-375.15</b>	<b>17.00</b>	<b>17.00</b>	<b>17.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>367.53</b>	<b>310.18</b>	<b>462.35</b>	<b>632.69</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	41.19	40.06	39.81	40.12	长期借款	-4.43	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>408.71</b>	<b>350.24</b>	<b>502.15</b>	<b>672.81</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	99.20	85.01	121.88	163.30	支付股利	-112.34	-61.90	-53.05	-76.05
净利润	309.51	265.23	380.27	509.51	其他	-24.92	-3.34	-4.58	-5.20
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-141.69</b>	<b>-65.24</b>	<b>-57.62</b>	<b>-81.25</b>
归属母公司股东净利润	309.51	265.23	380.27	509.51	<b>现金流量净额</b>	<b>63.78</b>	<b>495.65</b>	<b>743.47</b>	<b>782.18</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	289.18	784.83	1528.30	2310.48	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	281.50	237.44	313.41	354.62	销售收入增长率	3.27%	-8.93%	31.55%	12.50%
存货	48.98	44.00	56.17	60.85	营业利润增长率	-4.97%	-15.60%	49.06%	36.84%
其他流动资产	1009.36	1001.38	1027.06	1040.45	净利润增长率	-3.48%	-14.31%	43.38%	33.99%
长期股权投资	78.02	78.02	78.02	78.02	EBITDA 增长率	-0.13%	-9.31%	24.86%	22.19%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	960.17	787.91	615.64	443.38	毛利率	20.65%	21.74%	24.06%	26.87%
无形资产和开发支出	18.49	17.92	17.35	16.79	三费率	5.63%	5.83%	6.14%	6.00%
其他非流动资产	764.63	633.93	503.23	372.52	净利率	11.00%	10.35%	11.28%	13.43%
<b>资产总计</b>	<b>3450.33</b>	<b>3585.43</b>	<b>4139.19</b>	<b>4677.11</b>	ROE	12.97%	10.24%	13.03%	15.20%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.97%	7.40%	9.19%	10.89%
应付和预收款项	792.84	729.58	943.97	1043.76	ROIC	16.29%	20.17%	36.03%	61.07%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.18%	24.08%	22.86%	24.82%
其他负债	270.21	265.24	277.39	282.06	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1063.05</b>	<b>994.82</b>	<b>1221.36</b>	<b>1325.82</b>	总资产周转率	0.84	0.73	0.87	0.86
股本	634.20	634.20	634.20	634.20	固定资产周转率	3.20	3.11	5.18	7.92
资本公积	573.78	573.78	573.78	573.78	应收账款周转率	50.56	38.18	52.36	47.18
留存收益	1179.30	1382.63	1709.85	2143.31	存货周转率	48.99	43.14	51.12	47.40
归属母公司股东权益	2387.28	2590.60	2917.83	3351.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.52%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2387.28</b>	<b>2590.60</b>	<b>2917.83</b>	<b>3351.29</b>	资产负债率	30.81%	27.75%	29.51%	28.35%
负债和股东权益合计	3450.33	3585.43	4139.19	4677.11	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.94	2.67	2.92	3.41
					速动比率	1.88	2.62	2.87	3.35
					股利支付率	36.30%	23.34%	13.95%	14.93%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	680.38	617.05	770.46	941.43	每股收益	0.49	0.42	0.60	0.80
PE	34.18	39.88	27.82	20.76	每股净资产	3.76	4.08	4.60	5.28
PB	4.43	4.08	3.63	3.16	每股经营现金	0.92	0.86	1.24	1.33
PS	3.76	4.13	3.14	2.79	每股股利	0.18	0.10	0.08	0.12
EV/EBITDA	13.61	14.20	10.41	7.69					
股息率	1.06%	0.59%	0.50%	0.72%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybr@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuy@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yll@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn