

复工带来预期管理改善

投资要点

- **第一季度符合预期。**公司发布2020第一季度财务报告,受制于疫情冲击,公司经营出现了短期压力:1)收入端实现9155万,同比下滑89.5%;2)利润端亏损约1.38亿;扣非以后亏损约1.61亿。
- **公司固定成本支出在2亿左右。**由于为了防止疫情交感染,第一季度全国院线从1月下旬即全面停工,导致横店影视第一季度仅有不到一个月实现经营,扣除对应的票房分成,第一季度公司固定成本(包括房租、人力、必要的配套、折旧等)在2亿左右;略低于前期整体水平,显示出公司在疫情之下,正在积极控制成本。
- **复工预期已经显现。**近期,“两会”的时间安排基本敲定,全国各类学校陆续复课、北京也下调了防控等级。上述现象均说明,国内的疫情控制已经取得了显著的成果,随着疫情得到有效的控制,院线作为封闭式的娱乐场所,预计在第二季度后期将会陆续复工。这种判断带动市场整体对院线的预期管理出现明显的改善。
- **辩证的看待疫情对院线的影响。**短期来看,疫情无疑是对院线有明显冲击;但从中长期来看,疫情侧面也给行业带来了调整的契机:1)过去,产能过剩一直市场的核心担忧点,疫情冲击之下,部分落后产能在资金链压力下,将会退出市场,优化市场产能结构;2)对于投资方而言,会更加谨慎,一些前景不太好的项目或因为疫情的冲击被更加审慎的对待;3)还有一部分相对优质的影院在疫情之下资金链也出现问题,这为头部院线进行行业整合带来了契机,我们认为,疫情过后,头部院线的市场占有率有望得到提升。对于横店影视而言,公司深耕三四线城市,在疫情冲击之下,三四线过剩的产能面临更大的压力,这对于横店而言,是肌肤之痛,疫情过后就过去了;但对于其他小型影投公司而言,就是灭顶之灾,也即是“疫情过后横店还是横店,而部分小型影院将退出市场,横店影视的竞争优势更加突出”,所以疫情过后,横店影视的市场格局改善力度或是最为明显的头部公司之一。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为0.10/0.53/0.71元,相比前期,我们下调了盈利预测,原因是疫情的持续期超出三月初的预期。但是,从中长期来看,本次影响为一次性的,且疫情后行业格局有利于横店影视,我们维持“持有”的投资评级。
- **风险提示:**疫情发展超预期的风险、票房低于预期的风险。

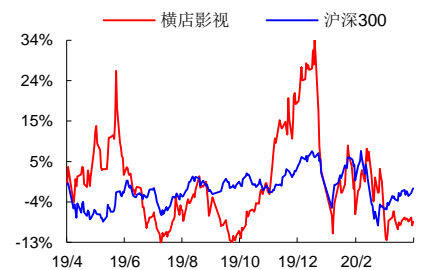
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2813.59	2197.48	3056.27	3432.59
增长率	3.27%	-21.90%	39.08%	12.31%
归属母公司净利润(百万元)	309.51	64.19	335.70	448.63
增长率	-3.48%	-79.26%	423.00%	33.64%
每股收益EPS(元)	0.49	0.10	0.53	0.71
净资产收益率ROE	12.97%	2.69%	12.38%	14.50%
PE	29	140	27	20
PB	3.76	3.76	3.31	2.90

数据来源: Wind, 西南证券

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)	13.41-24.9
总市值(亿元)	89.80
总资产(亿元)	32.55
每股净资产(元)	3.55

相关研究

1. 横店影视(603103): 疫情、塞翁失马焉知非福 (2020-03-16)
2. 横店影视(603103): Q3业绩改善,持续加码直营影院 (2019-11-01)

关键假设：

假设 1：院线能在第三季度初全面复工；

假设 2：广告业务能维持前期的商业模式基本不变；

假设 3：卖品业务毛利率维持 60% 以上的整体水平。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
放映	收入	2061.6	1546.2	2164.7	2381.1
	增速	1.4%	-25.0%	40.0%	15.0%
	毛利率	-4.7%	-19.6%	-3.0%	-1.0%
卖品	收入	242.15	193.7	280.9	323.0
	增速	-2.8%	-20.0%	45.0%	15.0%
	毛利率	77.4%	60.0%	70.0%	70.0%
广告	收入	209.07	167.3	246.1	283.0
	增速	5.0%	-20.0%	47.1%	15.0%
	毛利率	99.9%	100.0%	100.0%	100.0%
发行	收入	3.83	5.0	5.0	5.0
	增速	-22.5%	30.5%	0.0%	0.0%
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他主营业务	收入	202.94	172.5	224.2	291.5
	增速	57.1%	-15.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	90.9%	88.0%	88.0%	88.0%
其他	收入	94.02	112.8	135.4	148.9
	增速	-13.2%	20.0%	20.0%	10.0%
	毛利率	99.0%	99.0%	99.0%	99.0%
合计	收入	2813.6	2197.5	3056.3	3432.6
	增速	3.3%	-21.9%	39.1%	12.3%
	毛利率	20.7%	11.3%	23.4%	26.1%

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	2197.48	3056.27	3432.59	净利润	309.51	64.19	335.70	448.63
营业成本	2232.49	1948.42	2342.13	2538.32	折旧与摊销	320.05	303.53	303.53	303.53
营业税金及附加	123.59	98.20	143.95	158.92	财务费用	-7.20	2.86	4.15	4.71
销售费用	100.58	65.36	100.08	107.25	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	65.04	54.94	79.46	88.10	经营营运资本变动	868.66	-35.64	91.40	41.13
财务费用	-7.20	2.86	4.15	4.71	其他	-910.40	-17.00	-17.00	-17.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	580.63	317.94	717.78	780.99
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	投资活动现金流净额	-375.15	17.00	17.00	17.00
营业利润	367.53	44.70	403.49	552.30	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
利润总额	408.71	84.76	443.30	592.42	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	99.20	20.57	107.60	143.79	支付股利	-112.34	-61.90	-12.84	-67.14
净利润	309.51	64.19	335.70	448.63	其他	-24.92	-2.86	-4.15	-4.71
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-141.69	-64.76	-16.99	-71.85
归属母公司股东净利润	309.51	64.19	335.70	448.63	现金流量净额	63.78	270.18	717.79	726.15
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	559.35	1277.15	2003.29	成长能力				
应收和预付款项	281.50	206.56	284.42	321.34	销售收入增长率	3.27%	-21.90%	39.08%	12.31%
存货	48.98	42.75	51.39	55.69	营业利润增长率	-4.97%	-87.84%	802.57%	36.88%
其他流动资产	1009.36	989.79	1017.07	1029.02	净利润增长率	-3.48%	-79.26%	423.00%	33.64%
长期股权投资	78.02	78.02	78.02	78.02	EBITDA 增长率	-0.13%	-48.40%	102.56%	21.00%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	960.17	787.91	615.64	443.38	毛利率	20.65%	11.33%	23.37%	26.05%
无形资产和开发支出	18.49	17.92	17.35	16.79	三费率	5.63%	5.60%	6.01%	5.83%
其他非流动资产	764.63	633.93	503.23	372.52	净利率	11.00%	2.92%	10.98%	13.07%
资产总计	3450.33	3316.23	3844.27	4320.05	ROE	12.97%	2.69%	12.38%	14.50%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.97%	1.94%	8.73%	10.38%
应付和预收款项	792.84	662.67	859.22	949.22	ROIC	16.29%	3.08%	31.42%	52.40%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.18%	15.98%	23.27%	25.07%
其他负债	270.21	263.99	272.62	276.91	营运能力				
负债合计	1063.05	926.67	1131.84	1226.13	总资产周转率	0.84	0.65	0.85	0.84
股本	634.20	634.20	634.20	634.20	固定资产周转率	3.20	2.67	4.70	7.17
资本公积	573.78	573.78	573.78	573.78	应收账款周转率	50.56	34.76	53.59	47.14
留存收益	1179.30	1181.59	1504.45	1885.94	存货周转率	48.99	42.48	49.76	47.41
归属母公司股东权益	2387.28	2389.56	2712.43	3093.92	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	资本结构				
股东权益合计	2387.28	2389.56	2712.43	3093.92	资产负债率	30.81%	27.94%	29.44%	28.38%
负债和股东权益合计	3450.33	3316.23	3844.27	4320.05	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.94	2.55	2.89	3.39
					速动比率	1.88	2.49	2.83	3.34
					股利支付率	36.30%	96.44%	3.82%	14.97%
					每股指标				
					每股收益	0.49	0.10	0.53	0.71
					每股净资产	3.76	3.77	4.28	4.88
					每股经营现金	0.92	0.50	1.13	1.23
					每股股利	0.18	0.10	0.02	0.11
业绩和估值指标									
EBITDA	680.38	351.10	711.17	860.54					
PE	29.01	139.91	26.75	20.02					
PB	3.76	3.76	3.31	2.90					
PS	3.19	4.09	2.94	2.62					
EV/EBITDA	11.26	21.05	9.38	6.91					
股息率	1.25%	0.69%	0.14%	0.75%					

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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@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	fuyu@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
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn