

## 疫情影响偏短期, 看好公司长期价值

### 投资要点

- **业绩总结:**横店影视发布2020年半年经营业绩,受到疫情不可抗力因素,公司上半年仅实现营业收入9812万元,相比2019年同期接近14亿的规模大幅度下降;扣非以后,亏损约3.6亿,为上市以来最困难的半年报。
- **疫情冲击导致上半年业务压力明显。**受到疫情冲击,横店影视四个核心业务在上半年均呈现较大压力:放映、广告、卖品和其他业务分别实现收入0.62亿、0.11亿、0.1亿和0.14亿,较去年同期均下降了非常大的幅度。但随着7月底复工复产以来,公司经营数据正在逐步改善。
- **疫情只是短期冲击。**横店影视上半年的经营压力和公司无关,只是因为全国疫情来袭,为控制疫情传播,所有院线行业均壮士断腕,停业了约半年时间,时至8月才逐步恢复。我们认为,疫情对院线,尤其是横店这样的头部院线,影响只是一次性和短暂的。随着疫情逐步被控制,观影情绪将快速释放,近期的《八佰》就是典型案例,后续大片陆续登场,预计公司下半年经营情况将得到改善。
- **后疫情时代的塞翁失马。**随着疫情的冲击,尤其是三四线城市的不少中小型影院的现金流都非常困难,甚至出现断裂的情况。而因为强大的底蕴,横店影视虽然经营商出现了亏损,但是整体而言,并无可观风险。由于三四线城市受到疫情冲击明显,横店影视的竞争环境将得到优化:1)从并购的角度而言,一些前景尚可,但是短期现金流出现压力的影院,将是公司整合的绝好机会;2)从竞争环境而言,部分影院的退出将优化竞争格局,提高公司市场占有率。所以,我们认为,后疫情时代,横店影视将迎来一次发展良机。
- **国庆档即将开启院线盛宴。**《八佰》上映取得成功以后,各大片方陆续定档大片,包括《姜子牙》《木兰》《我和我的家乡》等非常值得期待的作品,届时将唤醒沉睡了大半年的院线市场,推动市场景气度和关注度快速提升,将在短期为整个院线产业带来事件性催化。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为-0.23元、0.63元、0.80元,对应PE为-100倍、36倍、28倍。相比于一季报,我们下调了盈利预测,原因是疫情的持续期超出一季报时的预期;但考虑到后疫情时代公司的机会,包括产业整合、行业竞争优化、以及报复性观影带来的票房预期等,我们上调投资评级为“买入”,给予2021年44倍PE,目标价27.7元。
- **风险提示:**疫情的持续期超出预期的风险;影院票房不及预期的风险;行业政策发生变化的风险。

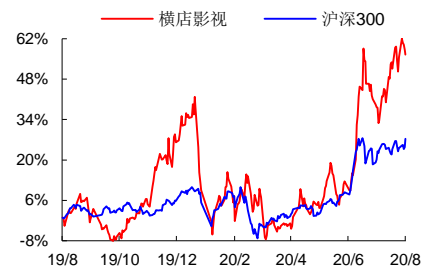
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2813.59	1592.26	3371.01	3792.44
增长率	3.27%	-43.41%	111.71%	12.50%
归属母公司净利润(百万元)	309.51	-143.17	398.17	509.51
增长率	-3.48%	-146.26%	378.10%	27.96%
每股收益EPS(元)	0.49	-0.23	0.63	0.80
净资产收益率ROE	12.97%	-6.56%	15.26%	16.77%
PE	46	-100	36	28
PB	6.00	6.57	5.49	4.72

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

### 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)	13.42-23.4
总市值(亿元)	143.33
总资产(亿元)	30.43
每股净资产(元)	3.11

### 相关研究

1. 横店影视(603103): 复工带来预期管理改善 (2020-04-30)
2. 横店影视(603103): 疫情、塞翁失马焉知非福 (2020-03-16)
3. 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：疫情过后，票房业务能回到过去的利润率水平，即基本和影院成本持平；

假设 2：疫情过后，卖品和广告业务能回到疫情前的盈利水平；

假设 3：未来全国票房能回到复合 15% 的增长水平。

**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	1030.8	2363.1	2599.4
	增速	1.4%	-50.0%	129.3%	10.0%
	毛利率	-4.7%	-38.0%	-2.0%	-1.0%
卖品业务	收入	242.15	99.3	278.5	310.2
	增速	1%	-59.0%	180.5%	11.4%
	毛利率	77.4%	60.0%	70.0%	70.0%
广告业务	收入	209.07	83.6	246.1	283.0
	增速	5%	-60.0%	194.3%	15.0%
	毛利率	99.9%	100%	100%	100%
发行业务	收入	3.83	1.9	5.0	5.0
	增速	-22.2%	-50.0%	161.1%	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%	-50.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	90.9%	20.0%	88.0%	88.0%
其他收入	收入	94.02	112.8	135.4	148.9
	增速	-13.2%	20.0%	20.0%	10.0%
	毛利率	99%	99.0%	99.0%	99.0%
合计	收入	2813.6	1592.3	3371.0	3792.4
	增速	3.3%	-43.4%	111.7%	12.5%
	毛利率	20.7%	-5.2%	24.8%	26.9%

数据来源：Wind，西南证券

**投资建议：**

相比于一季报，我们下调了盈利预测，原因是疫情的持续期超出一季报时的预期；但考虑到后疫情时代公司的机会，包括产业整合、行业竞争优化、以及报复性观影带来的票房预期等，我们上调投资评级为“买入”，给予 2021 年 44 倍 PE，目标价 27.7 元。

**表 2：可比公司盈利预测与估值**

	EPS（元）				PE（倍）			
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
万达电影	-2.28	-0.22	0.81	0.97	-7.98	-86.26	23.42	19.4
中国电影	0.57	0.13	0.63	0.7	26.77	111.33	23.57	21.27
光线传媒	0.32	0.18	0.38	0.46	36.53	87.74	42.47	34.96

数据来源：Wind，西南证券整理

**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	1592.26	3371.01	3792.44	净利润	309.51	-143.17	398.17	509.51
营业成本	2232.49	1674.39	2536.42	2773.48	折旧与摊销	320.05	303.53	303.53	303.53
营业税金及附加	123.59	71.16	158.77	175.58	财务费用	-7.20	2.07	4.58	5.20
销售费用	100.58	50.95	114.61	125.15	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	65.04	39.81	87.65	97.34	经营营运资本变动	868.66	-102.91	200.93	48.68
财务费用	-7.20	2.07	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>42.52</b>	<b>890.21</b>	<b>849.92</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>-229.12</b>	<b>485.98</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>-189.06</b>	<b>525.78</b>	<b>672.81</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	99.20	-45.89	127.62	163.30	支付股利	-112.34	-61.90	28.63	-79.63
净利润	309.51	-143.17	398.17	509.51	其他	-24.92	-2.07	-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>-63.98</b>	<b>24.06</b>	<b>-84.83</b>
归属母公司股东净利润	309.51	-143.17	398.17	509.51	<b>现金流量净额</b>	<b>63.78</b>	<b>-4.45</b>	<b>931.26</b>	<b>782.09</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	284.73	1215.99	1998.08	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	281.50	153.05	313.11	354.62	销售收入增长率	3.27%	-43.41%	111.71%	12.50%
存货	48.98	36.74	55.65	60.85	营业利润增长率	-4.97%	-162.34%	312.11%	30.19%
其他流动资产	1009.36	970.57	1027.06	1040.45	净利润增长率	-3.48%	-146.26%	378.10%	27.96%
长期股权投资	78.02	78.02	78.02	78.02	EBITDA 增长率	-0.13%	-88.76%	938.19%	18.55%
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%	-5.16%	24.76%	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%	-8.99%	11.81%	13.43%
<b>资产总计</b>	<b>3450.33</b>	<b>2962.86</b>	<b>3826.05</b>	<b>4364.70</b>	ROE	12.97%	-6.56%	15.26%	16.77%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.97%	-4.83%	10.41%	11.67%
应付和预收款项	792.84	522.66	940.18	1043.76	ROIC	16.29%	-14.64%	37.89%	60.94%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.18%	4.80%	23.56%	24.82%
其他负债	270.21	257.99	276.87	282.06	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1063.05</b>	<b>780.65</b>	<b>1217.05</b>	<b>1325.82</b>	总资产周转率	0.84	0.50	0.99	0.93
股本	634.20	634.20	634.20	634.20	固定资产周转率	3.20	1.93	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	28.04	62.36	47.18
留存收益	1179.30	974.23	1401.03	1830.91	存货周转率	48.99	39.07	54.91	47.61
归属母公司股东权益	2387.28	2182.20	2609.00	3038.88	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>2182.20</b>	<b>2609.00</b>	<b>3038.88</b>	资产负债率	30.81%	26.35%	31.81%	30.38%
负债和股东权益合计	3450.33	2962.86	3826.05	4364.70	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.94	2.58	2.62	3.13
					速动比率	1.88	2.52	2.57	3.07
					股利支付率	36.30%	-43.24%	-7.19%	15.63%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.49	-0.23	0.63	0.80
					每股净资产	3.76	3.44	4.11	4.79
					每股经营现金	0.92	0.07	1.40	1.34
					每股股利	0.18	0.10	-0.05	0.13
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	680.38	76.49	794.09	941.43					
PE	46.31	-100.11	36.00	28.13					
PB	6.00	6.57	5.49	4.72					
PS	5.09	9.00	4.25	3.78					
EV/EBITDA	19.13	170.18	15.22	12.01					
股息率	0.78%	0.43%	—	0.56%					

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
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
上海	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn