



Research and
Development Center

影院龙头再起航，高运营效率助腾飞

——横店影视（603103.SH）深度报告

2020年11月16日

王建会 传媒行业分析师

影院龙头再起航，高运营效率助腾飞

横店影视深度报告

2020年11月16日

本期内容提要：

◆ **横店影视主要开拓二三四五线城市观影市场，提供高性价比的观影服务。**公司为浙江横店集团下属院线公司，是母公司娱乐版块的重要组成部分，公司主要业务包括电影放映、非票业务（卖品销售、广告业务）和其他业务，其中电影放映业务贡献主要收入，2019年非票业务收入占比26.7%，但贡献主要利润，主要由于影院竞争激烈上座率下降导致放映业务毛利率为负。公司影院主要位于二线以下城市，根据灯塔数据公司在一线城市共有影院11家，二线城市122家，三线城市76家，四线城市166家，2019年一二三四线城市的票房收入分别为0.94、8.25、4.48、7.56亿元，在影投公司中分别排名第26位、6位、3位、2位。

◆ **经营情况：为下沉市场提供高性价比的观影服务，后续有望持续受益下沉市场的观影需求爆发。**公司深耕下沉市场，采用较低的票价、高性价比的服务，在低线城市获得了较强竞争力。从票房上看，公司在二线以下城市的票房竞争力远高于一线城市，与其他影投公司形成较明显的错位竞争。在维持低价的基础上，公司对影院升级全激光覆盖，保证观影体验。从经营水平看，由于公司所处经营环境主要在三四线城市，上座率、平均票价均较低，导致公司的该类经营指标低于头部的其他影投公司。

◆ **影投行业：疫情利空出尽，影院集中度将迎来提高，供需两侧拐点将至。**疫情引发的中小影投的现金流限制、影院的规范化信息化管理、特殊影院建设带来的投资壁垒、品牌效应有望带来行业集中度的提升。在需求端，我国电影市场目前处于内容驱动刚刚接力渠道驱动的阶段，影片内容提升、制作端的工业化水平、发行宣传渠道的多样化将带动更多人群观影。三线城市人均观影次数为1.2次，位于全国均值水平，四线城市为0.6次，五线城市为0.5次，低于全国均值水平，观影人次的空间主要在下沉市场。

◆ **未来看点：非票业务经营效率有望提升，单日单座票房位于底部将迎来反弹，国产片占比提升带来结构性机会。**1、非票业务方面，影院人流量逐年增加将带动非票业务增长，公司对下属影院公司的业绩考核采用利润指标，加强对影院负责人考核，非票业务将是影院营收利润拓展的重点项目。卖品上公司从拓展卖品销售渠道和扩展卖品销售品种两点出发，广告方面，影院映前广告具有更高的到达率，音效和视觉冲击较强，线下广告恢复情况良好，广告有望恢复增长。2、国产片贡献主要票房增速，公司将受益于三四五线城市重要性提升趋势。3、影片质量提升将激发观影需求，影院集中度有望提升，供需两侧共促核心经营指标回升。

◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计2020-2022年公司营业总收入为14.24亿元、33.44亿元、38.87亿元，同比增长-49.38%、134.84%、16.21%，归母净利润为-1.03亿元、4.01亿元、4.82亿元，同比增长-133.12%、490.96%、20.26%，2021、2022年对应2020年11月13日收盘价16.95亿元的静态PE为26、22倍。我们认为三四五线城市观影人群基数较低，国产片

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

证券研究报告

公司研究——深度研究

横店影视（603103.SH）

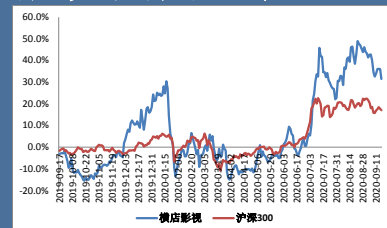
买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

王建会 传媒行业分析师
执业编号：S1500519120001
联系电话：(010) 83326755
邮箱：wangjianhui@cindasc.com

李盈睿 研究助理
联系电话：(010) 83326755
邮箱：liyingerui@cindasc.com

横店影视相对沪深300表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2020.11.13）

收盘价(元)	16.95
52周内股价波动区间(元)	24.37/12.80
最近一月涨跌幅(%)	-5.57
总股本(亿股)	6.34
流通A股比例(%)	100%
总市值(亿元)	107

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

崛起下会带动更多低线城市观影需求，且在未来一到两年行业头部集中趋势将逐渐显现，公司持续增加影院投资，票房和非票业务均有望获得增长。首次覆盖给予公司“增持”评级。我们认为三四五线城市观影人群基数较低，国产片崛起下会带动更多低线城市观影需求，且在未来一到两年行业头部集中趋势将逐渐显现，公司持续增加影院投资，票房和非票业务均有望获得增长。首次覆盖给予公司“增持”评级。我们认为三四五线城市观影人群基数较低，国产片崛起下会带动更多低线城市观影需求，且在未来一到两年行业头部集中趋势将逐渐显现，公司持续增加影院投资，票房和非票业务均有望获得增长。首次覆盖给予公司“增持”评级。

- ◆ **股价催化剂：**春节档票房实现爆发，明后年国产片及海外片表现超预期，市场集中度提升超预期
- ◆ **风险因素：**1、内容供给不足导致票房市场恢复进度不及预期；2、影院建设增速不及预期；3、行业整合及退出不及预期；4、线上流媒体技术进步导致影片发行渠道改变，以及观影需求发生质的改变。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	2724.49	2813.59	1424.10	3344.41	3886.56
增长率 YoY %	8.22%	3.27%	-49.38%	134.84%	16.21%
归属母公司净利润(百万元)	320.69	309.51	-102.52	400.83	482.02
增长率 YoY%	-2.98%	-3.48%	-133.12%	490.96%	20.26%
毛利率%	21.06%	20.65%	3.08%	24.42%	26.62%
净资产收益率 ROE%	14.64%	12.97%	-4.49%	15.72%	16.80%
EPS(摊薄)(元)	0.51	0.49	-0.16	0.63	0.76
市盈率 P/E(倍)	32.63	33.81	-	26.82	22.30
市净率 P/B(倍)	4.78	4.38	4.70	4.22	3.75

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为2020年11月13日收盘价

核心推荐逻辑：

1、**非票业务经营效率有望提升**，影院人流量逐年增加将带动非票业务增长，公司对下属影院公司的业绩考核采用利润指标，加强对影院负责人考核，非票业务将是影院营收利润拓展的重点项目。卖品上公司从拓展卖品销售渠道和扩展卖品销售品种两点出发，广告方面，影院映前广告具有更高的到达率，音效和视觉冲击较强，线下广告恢复情况良好，广告有望恢复增长。

2、**影片质量提升将激发观影需求，影院集中度有望提升，供需两侧共促核心经营指标回升**。疫情引发的中小影投的现金流限制、影院的规范化信息化管理、特殊影院建设带来的投资壁垒、品牌效应有望带来行业集中度的提升，单日单座票房有望迎来反弹。在需求端，我国电影市场目前处于内容驱动刚刚接力渠道驱动的阶段，影片内容提升、制作端的工业化水平、发行宣传渠道的多样化将带动更多人群观影。

3、**国产片占比提升带来结构性机会**。1、国产片贡献主要票房增速，2、三线城市人均观影次数为 1.2 次，位于全国均值水平，四线城市为 0.6 次，五线城市为 0.5 次，低于全国均值水平，观影人次的空间主要在下沉市场。公司将受益于三四五线票仓重要性提升趋势。

与市场不同的观点

- 1、**三四线票房的潜力被低估**。我国一线城市的人均观影次数已经达到了 4 次左右，二线在 2.4 次，高于全国均值 2 倍水平，意味着在 1、2 线城市人均观影次数已经接近国外第一梯队；三线城市人均观影次数为 1.2 次，位于全国均值水平，四线城市为 0.6 次，五线城市为 0.5 次，低于全国均值水平，因此我国观影人次低于国外主要是低线城市的需求不足，观影人次的空间主要在下沉市场。此外国产片崛起更有利于低线城市观影人次渗透率的提升。
- 2、**国产片对整体票房的带动作用高于市场预期**。国产片工业化水平逐渐提升，IP 化程度提高，另外在数据的帮助下发行更加精细化，有利于提高内容的渗透率，最大化影片票房。
- 3、**影投集中度提升进度有望高于市场预期**。疫情引发的中小影投的现金流限制、影院的规范化信息化管理、特殊影院建设带来的投资壁垒、品牌效应有望带来行业集中度的提升。
- 4、**非票业务的回升高于市场预期**。公司对下属影院公司的业绩考核采用利润指标，加强对影院负责人考核，非票业务将是影院营收利润拓展的重点项目。卖品上公司从拓展卖品销售渠道和扩展卖品销售品种两点出发，广告方面，影院映前广告具有更高的到达率，音效和视觉冲击较强，线下广告恢复情况良好，广告有望恢复增长。

目 录

核心推荐逻辑:	3
与市场不同的观点	3
公司分析: 横店集团下属院线公司, 资产运营效率高	1
(一) 公司股权结构与业务介绍	1
(二) 公司财务分析	3
行业情况: 疫情利空出尽, 影院集中度将迎来提高	7
“内容为王”逻辑不变, 下沉市场存在增长空间	8
竞争格局: 全国性影投与区域性影投并存, 影投公司走向差异化竞争	10
放映业务: 深耕下沉市场, 提供高性价比服务	13
影院资产: 集中在三四线城市, 票房规模排名第三	13
经营特点: 为下沉市场提供高性价比观影服务	15
经营效率: 行业前期扩张致上座率、单银幕产出下滑, 平均票价小幅上涨, 后续行业出清有助于经营效率改善	17
未来看点: 三四五线票仓重要性提高, 供需两侧拐点有望出现	20
非票业务: 依托影院场景稳定的人流量, 探索更高的单人营收方式	23
卖品业务: 精细化运营提高单人销售额	24
广告业务: 线下广告受欢迎, 高到达率提升影院媒体价值	25
盈利预测、估值与投资评级	26
盈利预测及假设	26
估值与投资评级	29
风险因素	30

表 目 录

表 1 影投公司资金背景	10
表 2 横店影投在一线城市的影院	15
表 3 国内电影作品储备情况	21
表 4 海外电影储备情况	22
表 5 电影放映业务预测期收入情况	26
表 6 广告业务、卖品销售业务及其他业务收入假设	27
表 7 各业务未来三年毛利率假设	27
表 8 各业务未来三年毛利率假设	28
表 9 未来三年资本性支出假设	28
表 10 未来三年利润预测结果	29
表 11 相对估值表	29

图 目 录

图 1 横店影视发展历程	1
图 2 横店影视股权结构	2
图 3 横店集团业务布局	2
图 4 2015-2019 公司不同业务收入占比情况	3
图 5 2015-2020Q1-3 公司营业收入增长情况 (亿元)	3
图 6 2014-2019 年电影大盘票房 (亿元) 及增长率	4
图 7 2015-2020Q1-3 公司归母净利润 (亿元) 及增长率	4
图 8 2015-2019 公司毛利率、净利率情况	5
图 9 2015-2019 公司不同业务毛利率情况	5
图 10 2020H1 公司单影院分摊资产体量	5
图 11 不同公司的影院数量	5
图 12 2018 年各院线公司总资产报酬率 ROA 对比	6
图 13 2018 年各院线公司总资产周转率对比	6
图 14 2018 年各院线公司期间费用率情况	7
图 15 2020 年疫情之后 (29 周后) 电影票房恢复情况 (亿元)	8
图 16 2015-2020 年国庆档票房及观影人次情况 (单位: 亿)	8
图 17 前 10 名影片票房贡献占比情况	8
图 18 2006-2019 年票房增速与银幕增速	8
图 19 各国人均观影人次	9
图 20 我国不同地域观影人次情况	9
图 25 我国特殊影厅数量	12
图 26 不同地域特殊影厅分布情况	12
图 27 2017-2020H1 横店院线口径影院数量	13
图 28 2017-2020H1 横店影投影院数量	13
图 29 2014-2019 年公司新建影院数量和关停影院数量	14
图 30 2016-2020 年公司在不同区域的影院数量	14
图 31 2016-2020 年公司在不同区域的票房情况	14
图 32 2019 年横店影院一二三四线城市票房情况 (亿元)	16
图 33 2019 年横店影院一二三四线城市票房排名	16
图 34 公司在不同区域的平均票价水平 (元)	16
图 35 全行业不同区域的平均票价水平 (元)	16
图 36 重庆武隆横店电影城	17
图 37 2015-2019 年横店影院观影人次 (万人)	17
图 38 2015-2019 年横店观影人次占行业观影人次的比例	17
图 39 2016-2019 年横店影投和全国平均上座率水平	18
图 40 2016-2020 年横店影投和全国平均单银幕票房产出 (万元)	18
图 41 2015-2019 年票房前 15 影投公司的单座票房 (元)	19
图 42 2015-2019 年 top15 影投公司上座率情况	19
图 43 2015-2019 年 top15 影投公司平均票价情况	19
图 44 2015-2019 年票房前 15 影投公司的单日单厅放映场次 (元)	19
图 45 2019-2020 年国产片和引进片在不同票仓的票房贡献	20

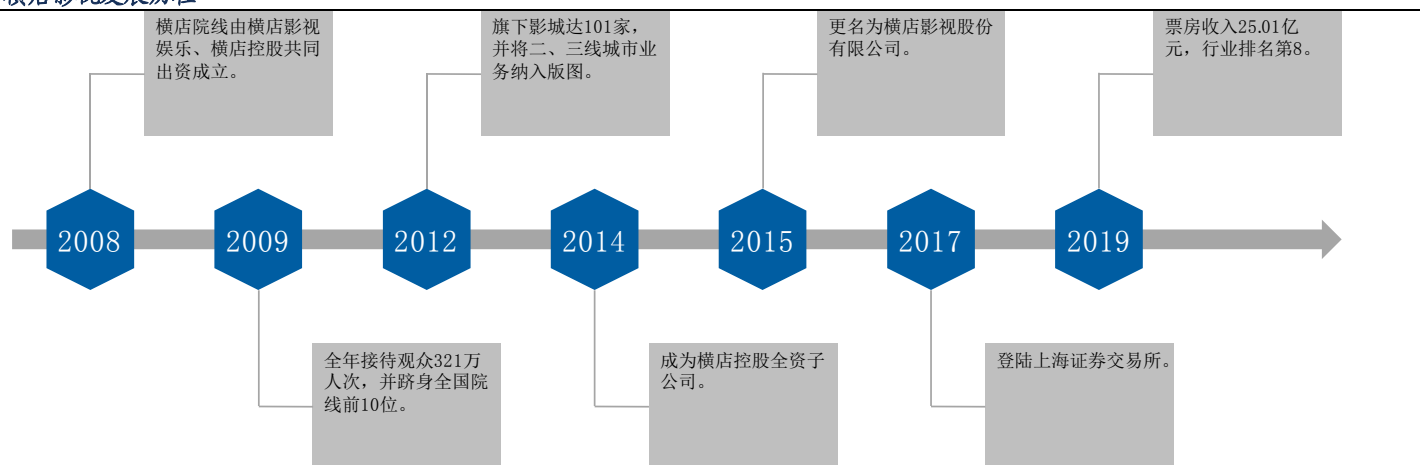
图 46	2015-2020 年国产片和引进片在不同票仓的票房增速	20
图 47	2015-2019 年非票业务的毛利贡献情况	23
图 48	2015-2019 年非票业务的毛利率情况	23
图 49	横店影院人均卖品贡献 (单位: 元)	24
图 50	卖品业务毛利贡献占比	24
图 51	横店影院贴片和阵地广告	25
图 52	横店影院人均广告贡献 (单位: 元)	25
图 53	广告业务毛利贡献占比	25

公司分析：横店集团下属院线公司，资产运营效率高

（一）公司股权结构与业务介绍

横店影视前身为浙江横店电影院线有限公司，由横店影视娱乐、横店控股共同出资成立于 2008 年。公司主营业务为院线发行、电影放映及相关衍生业务，是国内第二家民营跨省院线。发展初期，公司依托“横店系”下的影视城、影视制作公司优势打造院线核心竞争力，并在各地建设中高档影城。2009 年，全年接待观众 321 万人次，并跻身全国院线前 10 位。2012 年，横店院线旗下影城达 101 家，并将二、三线城市业务纳入版图。2014 年，横店影视娱乐将持有横店院线股份转让给横店控股，公司成为横店控股旗下全资子公司。2015 年，公司更名为横店影视股份有限公司。2017 年，公司在上海证券交易所上市，募资重点布局三、四线影院。截至 2019 年末，公司共拥有 451 家影院，2780 块银幕，其中资产联结型影院 367 家，银幕 2306 块，票房收入 25.01 亿元，行业排名第 8。

图 1 横店影视发展历程



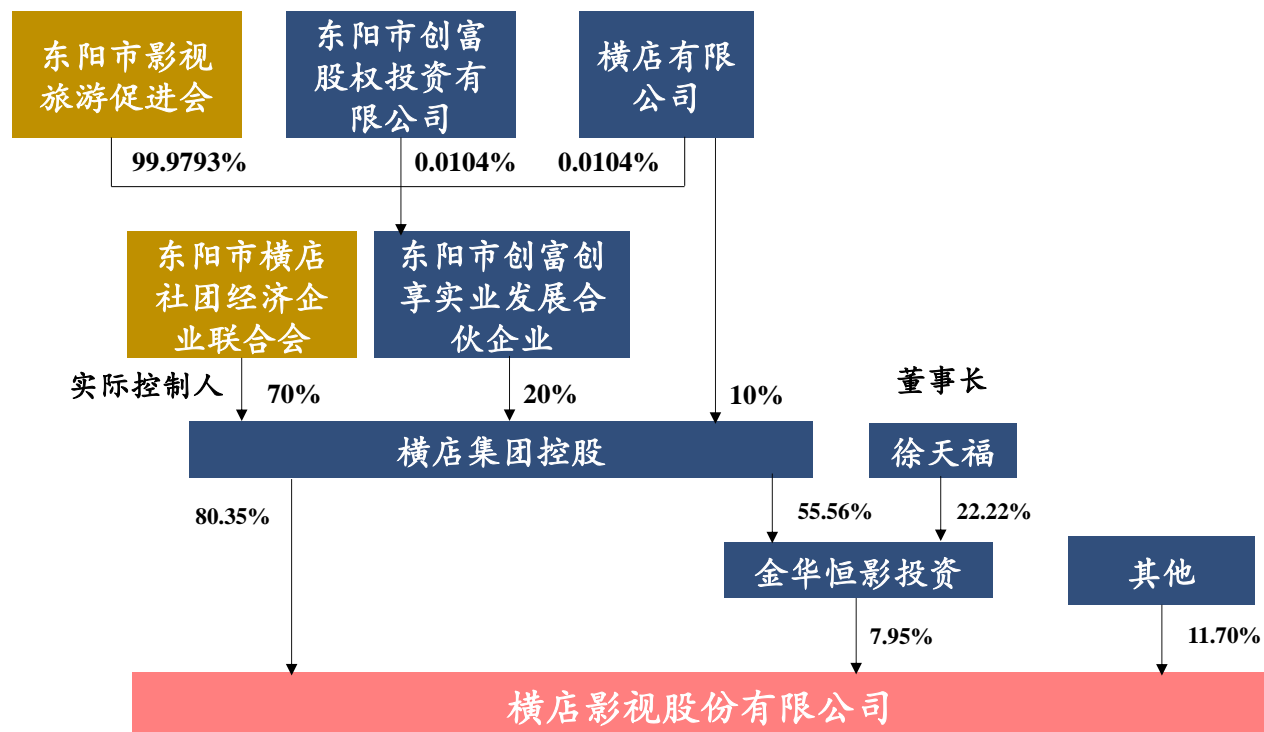
资料来源：公司公告，招股书，信达证券研发中心

大股东为横店集团，实控人为东阳市横店经济社团联合会。东阳市横店社团经济企业联合会、东阳市影视旅游促进会为集体所有制结构，由横店集团所有员工组成，会员代表大会为最高权力机构，两会共同为横店集团控股的主要投资主体。横店集团业务横跨电子电器、医药健康、影视文旅、现代服务四大产业，**在影视板块拥有影视拍摄基地横店影视城、院线影院资产横店影视（本公司）、影视制作公司等，产业链结合紧密，资本力量雄厚。**横店集团直接持股本公司 80.35% 的股份，为公司第一大股东。

董事长为徐天福先生，拥有多年影视行业从业经验。徐先生是浙江省政协委员、横店集团副总裁、横店影视董事长，并任职

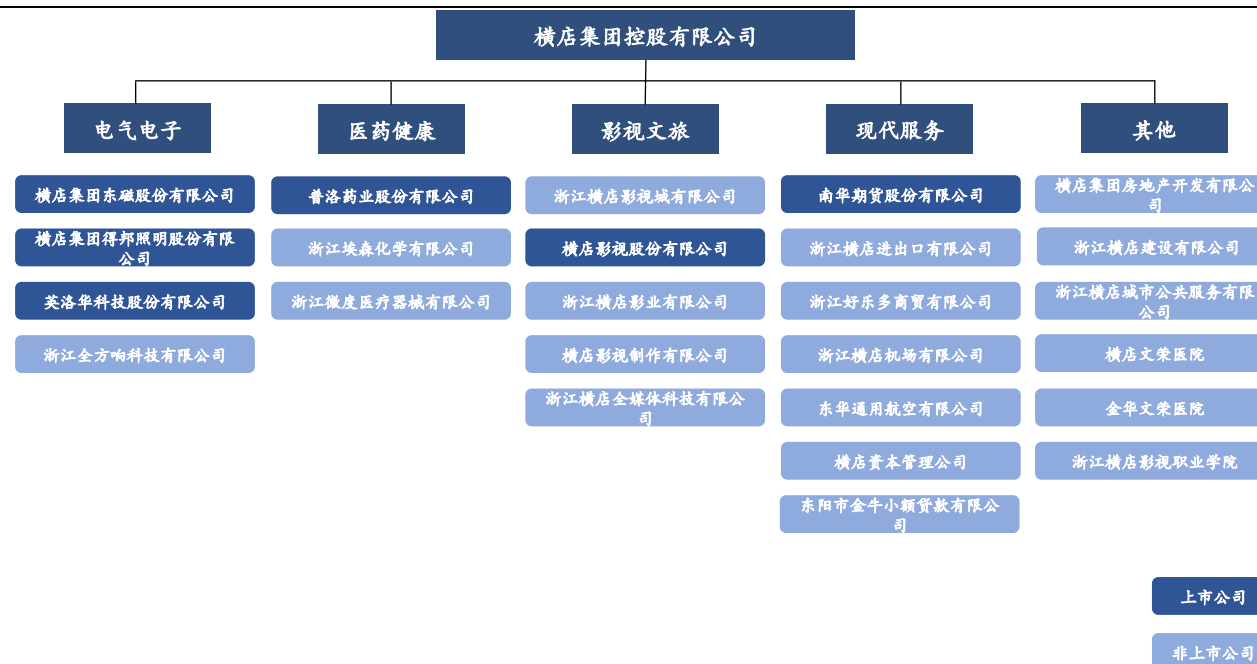
金华市文联副主席、浙江省电影家协会副主席、浙江省电影放映协会会长，有多年银行工作背景，2004年加盟横店集团。公司高管主要来自横店集团，并有十数年以上影视、娱乐行业工作经验。

图 2 横店影视股权结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3 横店集团业务布局



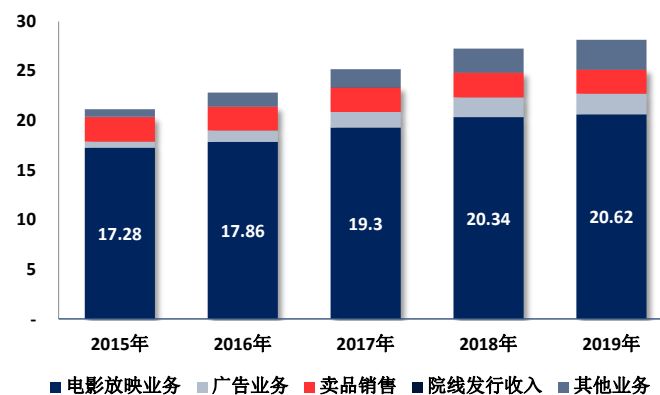
资料来源：横店集团官网，信达证券研发中心

（二）公司财务分析

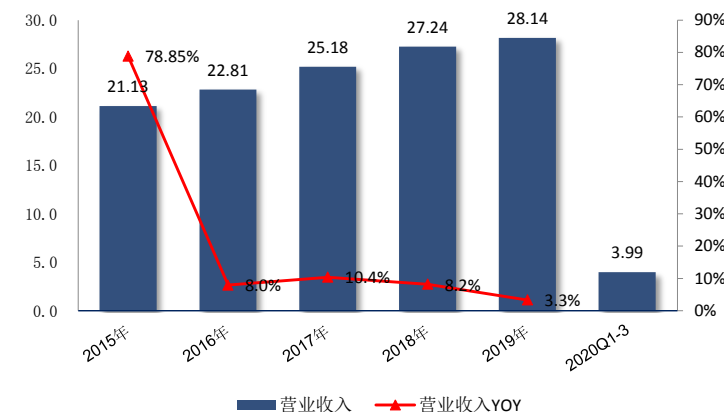
公司主要业务包括院线发行、电影放映及相关衍生业务。其中电影放映及相关衍生业务主要包括电影放映、销售卖品和发布广告。放映业务贡献主要销售收入，2019 年公司取得总收入 28.14 亿元，其中放映业务收入为 20.62 亿元，广告业务 2.09 亿元，卖品业务 2.42 亿元，院线发行收入 0.04 亿元，其他业务 2.97 亿元。

图 4 2015-2019 公司不同业务收入占比情况

图 5 2015-2020Q1-3 公司营业收入增长情况（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

排除 2020 上半年疫情影响，以前年度公司收入小幅增长，利润率有所下滑。2015-2019 年我国电影票房从年 440.98 亿元增长到年 642.66 亿元，14、15 年公司实现影院的快速扩张，2015 年增速同比 78.85%，后续年度影院扩张放缓，收入增速达到行业增速水平。利润下降主要由于影院竞争加剧，行业银幕增速超过票房增速，导致单影厅上座率持续下降，放映业务的毛利率持续下跌，导致总体利润下降。2020 年上半年由于疫情的影响影院行业从 2020 年 1 月 25 日停业至 2020 年 7 月 20 日复工，中间无收入进账，造成报表上收入惨淡，目前影院正处于逐渐恢复阶段。

收入体量上，2019 年公司营业收入 28.14 亿元，3 年 CAGR 为 7.25%，2019 年净利润为 3.1 亿元，同比下降了-3.48%。

图 6 2014-2019 年电影大盘票房 (亿元) 及增长率

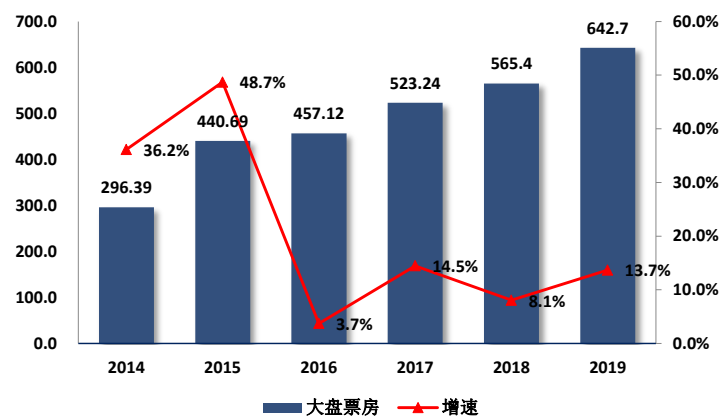
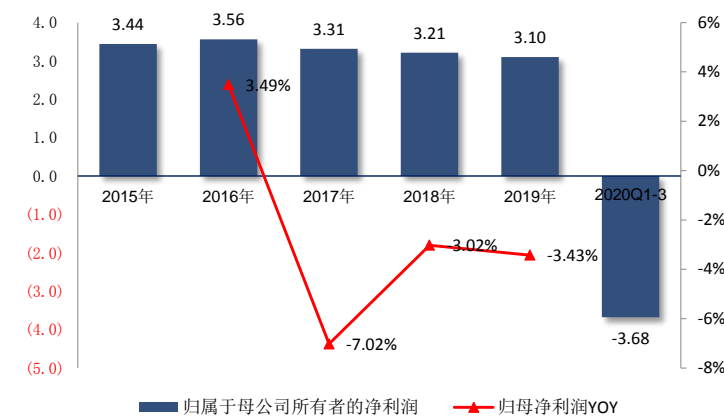


图 7 2015-2020Q1-3 公司归母净利润 (亿元) 及增长率

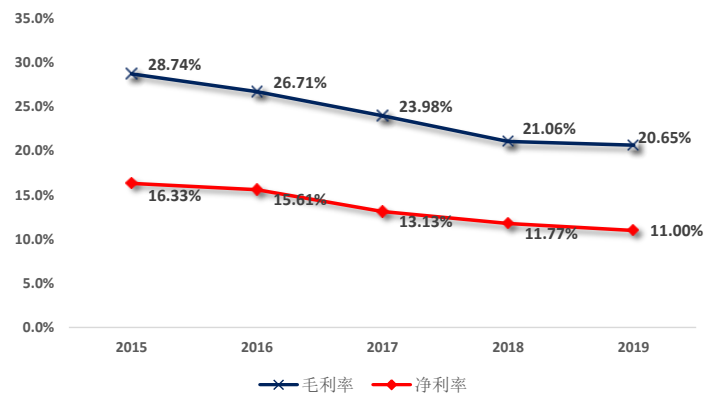


资料来源：国家广电总局，信达证券研发中心

毛利主要来自于放映业务之外的业务。单一的影院业务主要包括放映业务、卖品销售和广告业务、场租等，其他业务可看做是放映业务的增值衍生服务，核算时并不分摊装修、放映的成本。近年来院线之间竞争较为激烈，新开影院增速超过票房增长速度导致行业放映业务毛利率的普遍下降，公司从2018年放映业务毛利率为负值，毛利主要来源于卖品销售、广告、场租等非票业务收入。非票业务毛利率较高普遍在60%以上，其中广告业务毛利率达到99%以上基本不分摊成本，线下楼宇广告热度逐渐回升将带动公司广告业务的持续增长，有望贡献更多毛利。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

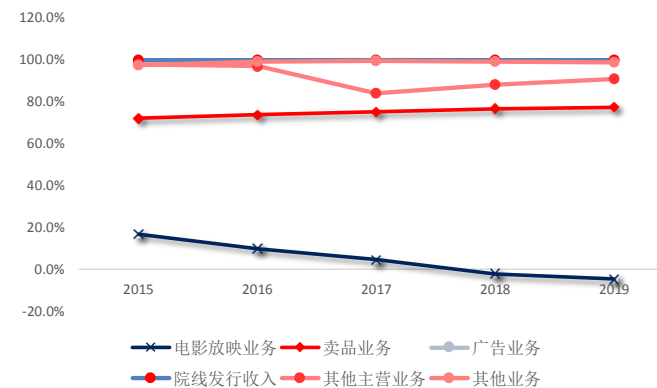
图 8 2015-2019 公司毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司 ROA 和 ROE 都显著高于行业其他公司，公司对资产的运营效率达到极致。少并购依赖自身内生增长让商誉资产更少，资产质量更高，另外公司影院更多的位于三四线、城镇、或郊区等房租较低的位置，且装修成本较低，反映在报表上单影院对应的资产数量更低，同样的资产量级公司影院数量更多。

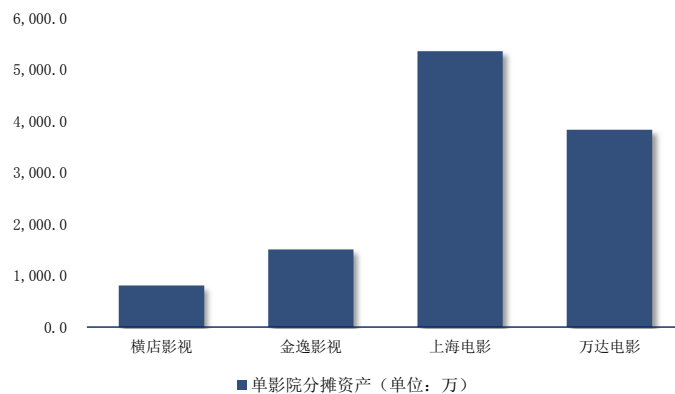
图 9 2015-2019 公司不同业务毛利率情况



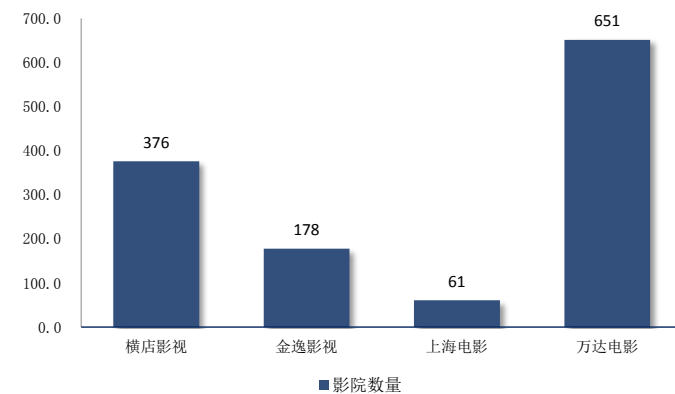
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10 2020H1 公司单影院分摊资产体量

图 11 不同公司的影院数量



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



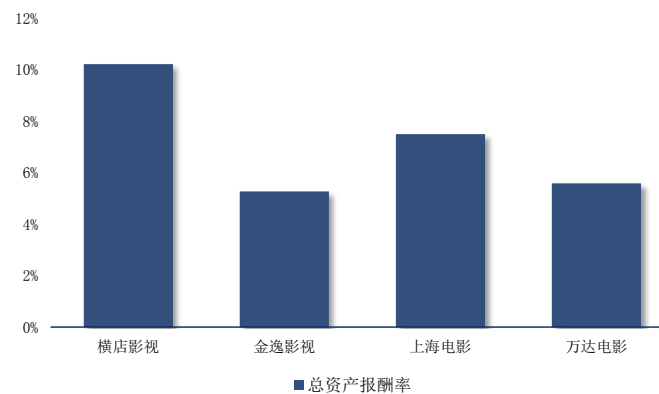
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

拆分 ROA 可以看到, 横店的净利率、周转率均处于行业前列, 从利润表的角度看期间费用率相比同业其他公司较低, 周转率由于总资产较轻也表现较好。行业对比公司选取万达电影、上海电影、金逸影视, 可比公司的选取标准主要是影院收入占据绝大部分, 且近年收入情况变化不大, 但由于 2019 年作为可比公司的万达电影计提较多减值及重组事项, 因此选取 2018 年数据作为对比的截面数据。

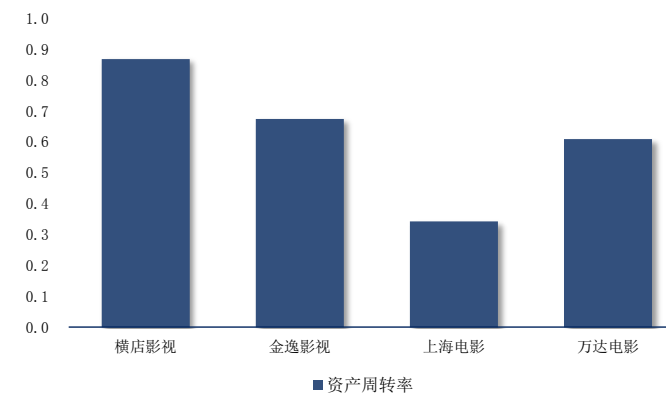
2018 年公司 ROA 为 10.2%, 高于行业内其他可比公司, 其中资产周转率为 0.87, 销售利润率为 11.77%, 均在可比公司中排名前列, 说明公司对资产的经营效率较高。另外公司的期间费用率指标也好于其他可比公司, 公司的总期间费用率在 5% 附近, 费用管控方面较其他院线公司更为优秀。

图 12 2018 年各院线公司总资产报酬率 ROA 对比

图 13 2018 年各院线公司总资产周转率对比

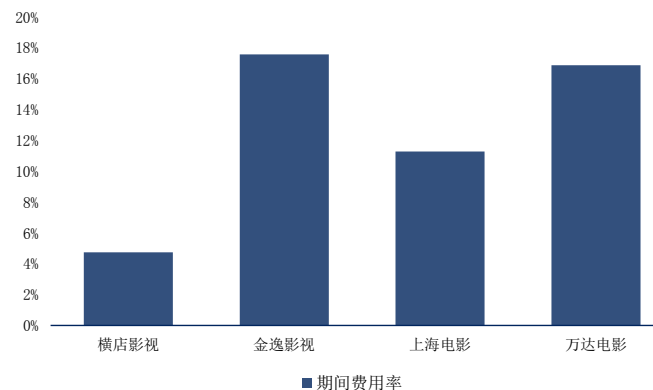


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

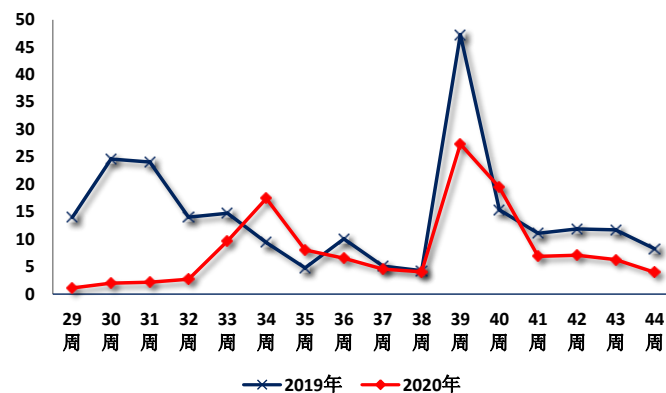
图 14 2018 年各院线公司期间费用率情况



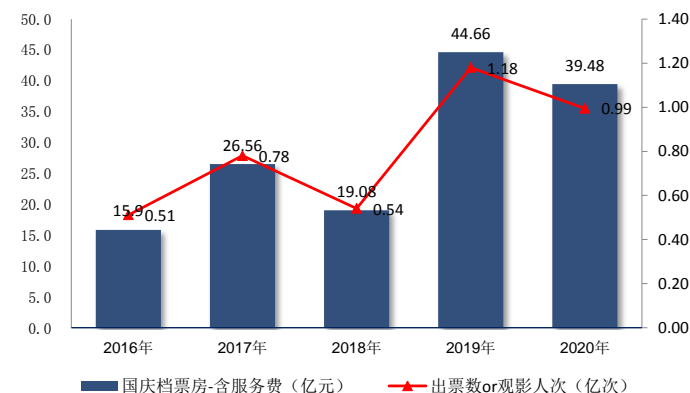
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

行业情况：疫情利空出尽，影院集中度将迎来提高

受益于我国对疫情的严格管控, 国庆档时电影大盘票房已经恢复正常水平。国庆档实现票房 39.48 亿元, 总观影人次为 9943.55 万人, 票房收入同比下降 11.6%, 观影人次同比下降 15.7%, 尽管总票房和观影人次与去年相比有所下降, 结合疫情与去年高基数背景, 由于疫情压缩的观影需求已经放开。

图 15 2020 年疫情之后（29 周后）电影票房恢复情况（亿元）


资料来源：灯塔数据，信达证券研发中心

图 16 2015-2020 年国庆档票房及观影人次情况（单位：亿）


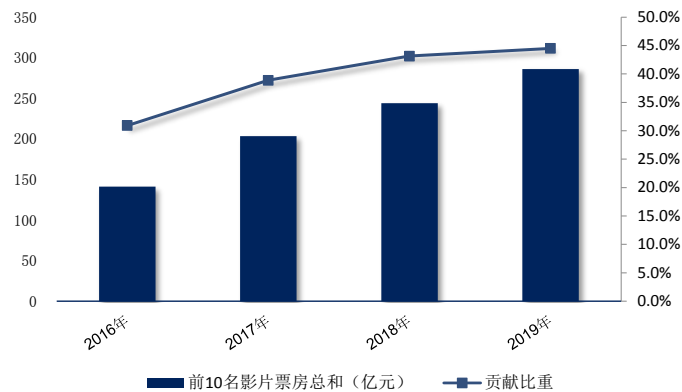
资料来源：等他数据，信达证券研发中心

“内容为王”逻辑不变，下沉市场存在增长空间

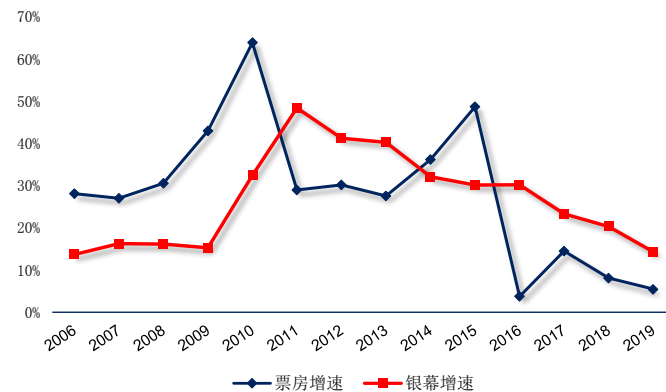
行业驱动因素：渠道驱动转向内容、发行驱动

我国电影行业由渠道驱动的发展阶段已经过去，正在转向内容驱动、精细化发行驱动。影片票房的增速已经连续多年小于银幕增速，通过不断新建影院吸引观众去电影院观影带动票房增长的方式对大盘的驱动逐年降低。与此同时内容驱动作用力表现显著，优质影片对票房的虹吸作用越来越明显，2016年top10影片的票房和占总票房比例为30.9%，这一数字在2019年上升到44.5%。精细化发行驱动主要指通过数据对不同地区人群的分析，提高本地排片的效率，从大的方面表现在对三四线及更下沉区域与一二线不同的排片指导，不同省市之间排片的指导，从小的方面可以细化到对某一影院周围人群的喜好进行分析指导排片，如何将合适的内容发行给合适的人群，也是影响票房的重要因素。

图 17 前 10 名影片票房贡献占比情况
图 18 2006-2019 年票房增速与银幕增速



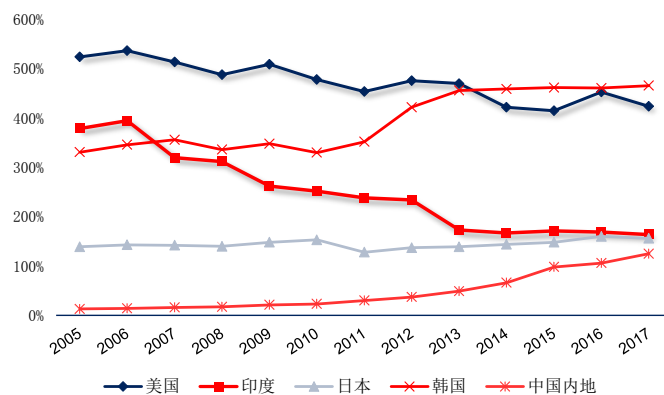
资料来源: 艺恩数据, 信达证券研发中心



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

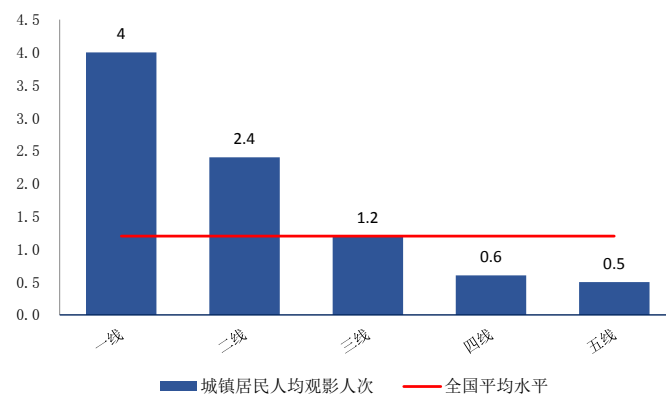
下沉市场有更大的票房增长空间。我国目前人均观影次数在 1.3 左右, 低于北美等影院市场发达的国家, 仍有较大增长空间。若按照不同城市分拆, 一线城市的人均观影次数已经达到了 4 次左右, 二线在 2.4 次, 高于全国均值 2 倍水平, 意味着在 1、2 线城市人均观影次数已经接近国外第一梯队; 三线城市人均观影次数为 1.2 次, 位于全国均值水平, 四线城市为 0.6 次, 五线城市为 0.5 次, 低于全国均值水平, 因此我国观影人次低于国外主要是低线城市的需求不足, 而高线城市的需求培养已经相当充分, **低线城市观影人次仍有较大开发空间。**

图 19 各国人均观影人次



资料来源: 联合国科教文组织, 信达证券研发中心

图 20 我国不同地域观影人次情况

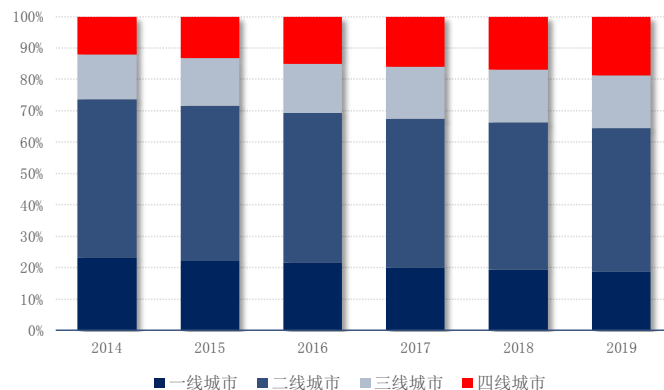


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

三四线票房总量和占比逐年增加, 下沉市场越发重要, 这与近年来国产片表现优秀密切相关。三四线票房贡献从 2014 年的 26.3% 增长到 2019 年的 35.5%, 从头部国产影片与头部进口影片的对比中看出, 三四线城市是国产影片的重要票仓, 国产片的表现好于进口片。对单个影片来说, 在一二线市场趋向饱和的情况下, 三四线票仓对影片取得高票房至关重要, 对发行方

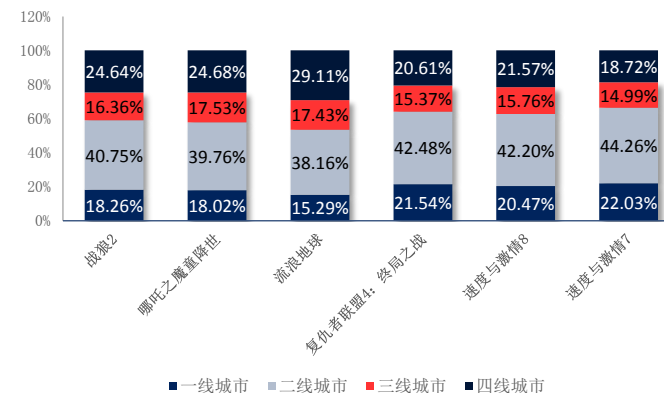
而言如何吸引下沉市场也是重要的宣发课题。

图 21 2014-2019 一二三四线城市票房收入占比情况



资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

图 22 国产片和海外片票仓对比



资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

竞争格局：全国性影投与区域性影投并存，影投公司走向差异化竞争

影院为分散市场，行业竞争较为激烈

影投的分散程度高于院线，存在大量中小影投与单体影院。大影投公司多是全国性的影投公司，大多有院线牌照，但由于影院行业进入壁垒较低，存在大量中小影投公司及单体影院，它们采用加盟的方式挂名院线，总体来看目前行业格局较为分散。**资金背景上**，影院是娱乐场所，多依托于商业中心存在，因此地产背景、文化娱乐背景的影投公司较多，如万达、大地、金逸影投为地产背景，横店、幸福蓝海、完美世界为文化娱乐业背景。

表 1 影投公司资金背景

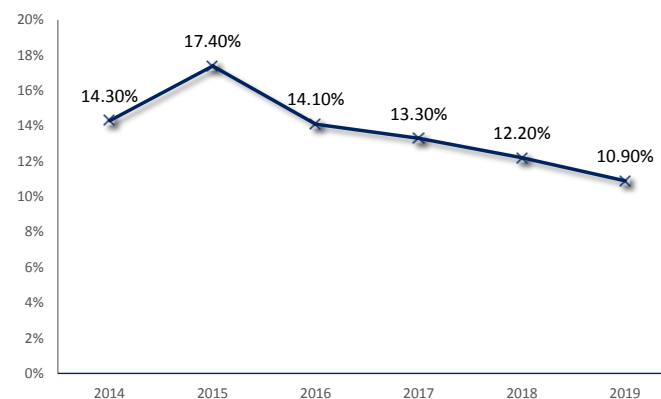
影投公司	资金所属行业
万达影投	房地产
大地影院	房地产
横店院线	文化娱乐
CGV 影城	韩国 CJ 集团旗下，食品、文化娱乐、生物背景
中影投资	文化娱乐
金逸影视	房地产
幸福蓝海	文化娱乐
博纳影业	文化娱乐

百老汇	文化娱乐
耀莱影城	百货、文化娱乐
UME	文化娱乐
SFC 上影	文化娱乐
保利影业	房地产
卢米埃	文化娱乐
太平洋影管	文化娱乐
红星美凯龙影业	家居、房地产
星轶影城	房地产
恒大嘉凯	房地产
星美影城	文化娱乐
完美世界影院	文化娱乐

资料来源：信达证券研发中心

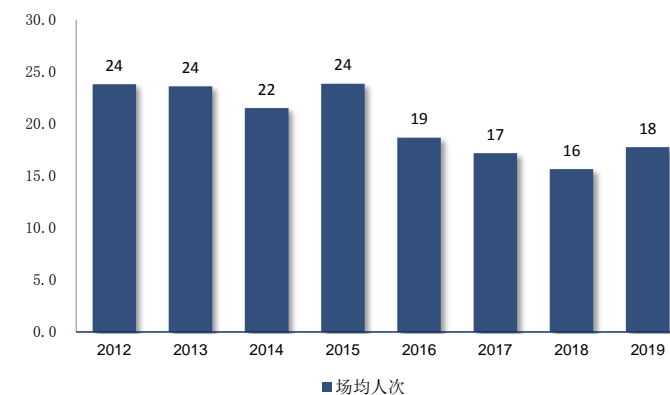
银幕增加速度超过票房增加速度，影响影投公司毛利率。从2016年开始我国银幕增速大于票房增速，导致影院之间竞争激烈，上座率下降，直接影响放映业务毛利率，平均上座率从2015年的17.4%下滑到2019年的10.9%，场均人次从2015年24人/场下滑到2019年18人/场，导致影投公司的放映业务毛利率下降较多。

图 23 2014-2019 年全国影院平均上座率情况



资料来源：灯塔数据，信达证券研发中心

图 24 2012-2019 年全国影院场均人次



资料来源：艺恩数据，广电总局，信达证券研发中心

疫情之后影投集中度有望提升

疫情带来了行业集中度提高的机会。长期以来由于放映服务差异化弱（主要是片源）、进入壁垒较低等，行业集中度难以提升，2020 年上半年的疫情加快了行业集中度提升的进程。疫情之后影投公司现金流有较大压力，头部影投公司的融资渠道相对畅通，现金流压力较小，影院扩建计划能够稳步推进，而不少中小影投面临资金链断裂问题，扩建减少或者面临转让。

长期来看影院趋向差异化经营，连锁影投成本、运营优势明显，进一步促进了集中度的提升：

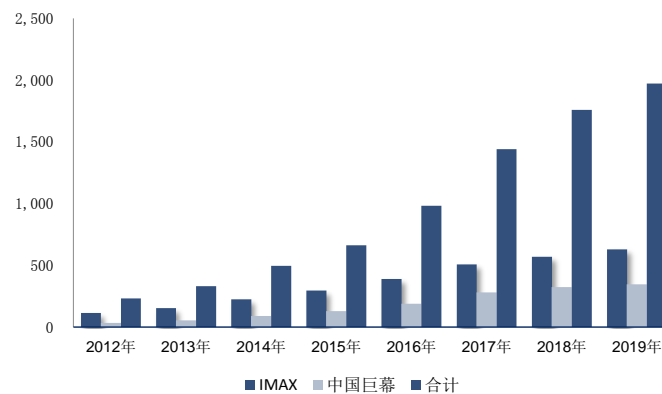
现阶段影投公司的差异化主要体现在选址、服务、放映质量上，片源没有显著区别。万达、橙天嘉禾、上影 SFC、CGV 等影投公司票价较高，采用高质量放映机和音响设备，提供高端的放映服务，万达的特殊影厅数量名列前茅，横店、大地等影投相应票价较低，放映服务以高性价比为主，也吸引了不同层次的观影人群；其次影投公司也在稳固原有优势的基础上不断拓宽用户群体，大地、金逸、幸福蓝海等影投建设了高、中、低多层级的影院，万达也在不断新建拓展下沉区域影院以覆盖更多观影人群。

连锁影院的运营能力高于单体影院，具有品牌和成本的双重优势。连锁影院引入了信息系统帮助降低成本，NOC 系统、TMS 系统能够降低人工成本，影院对放映人员、维修监测人员的需求下降，也能够减少下属影院透漏票房行为，目前影院已经基本做到 TMS 系统的普及，eTMS 和 NOC 系统只有较大的影投公司会采用，头部的院线公司基本普及了 NOC 系统。能够预见数字化将是影院管理重要的发展方向，这种趋势将放大影院的规模化优势，形成管理协同。品牌能力的构建也逐渐加固了头部影投公司的壁垒，类似连锁店模式，消费者对连锁品牌的信任度也形成了竞争优势；此外由于跨区域经营的经验丰富，影院的选址能力、跨区域扩张能力、不同地域的强大经营能力也是影投公司的重要竞争壁垒。

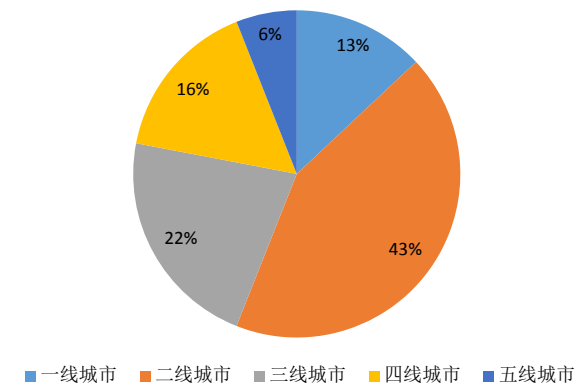
影院的高端化趋势明显，特殊影厅和放映设备的升级提高了影投的进入壁垒。我国特殊影厅数量逐年增加，消费者对更好观影效果的追求逐渐提高，根据拓普数据，从 2012 年开始特殊影厅数量和票房逐年增加，到 2019 年 10 月占比为特殊影厅的票房贡献为 12%，2019 年末我国 IMAX 屏幕共有 630 块，特殊影厅合计为 1972 间，主要集中在一线、二线城市。随着流媒体的渗透率逐渐提高，影院高端化将成为趋势，观众会走进有更好观影条件的影院，因此对新建影院的建设壁垒会更高，更有利于影投集中度提升。

图 25 我国特殊影厅数量

图 26 不同地域特殊影厅分布情况



资料来源：拓普数据，信达证券研发中心



资料来源：艺恩咨询，信达证券研发中心

放映业务：深耕下沉市场，提供高性价比服务

影院资产：集中在三四线城市，票房规模排名第三

电影放映业务为公司通过电影发行公司取得电影放映权，并根据票房收入分成。截至 2020 上半年横店院线下属影院共 459 家，银幕 2833 块，其中横店影投开设的自营影院共 376 家，银幕 2365 块，公司的经营策略以自营为主，加盟为辅，2019 年横店院线实现票房 25.02 亿元，排名第 9，但横店影投实现票房 23.01 亿元，排名第 3。在影投公司中，横店、大地、万达多年稳固排名前三，但经营市场、策略各有不同，相比之下横店影院更偏重低线城市，在四线城市中横店票房排名第二。

图 27 2017-2020H1 横店院线口径影院数量

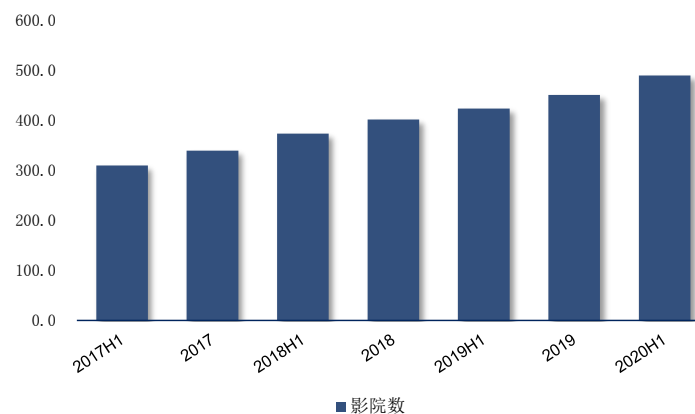
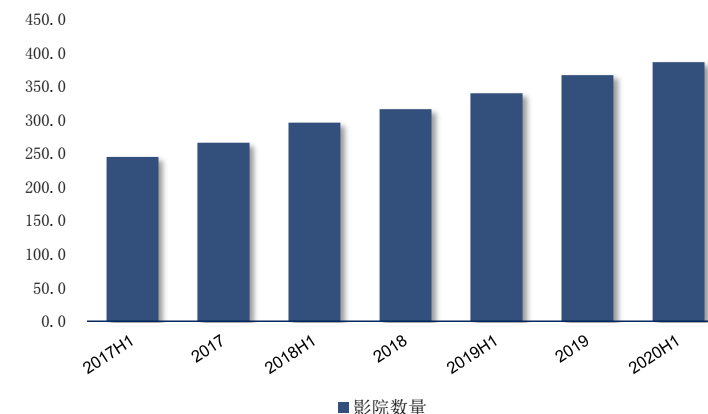


图 28 2017-2020H1 横店影投影院数量

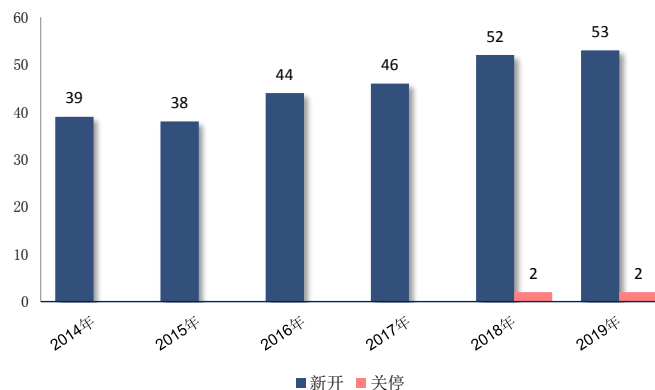


资料来源：公司公告，灯塔数据，信达证券研发中心

资料来源：公司公告，灯塔数据，信达证券研发中心

2014 年公司保持每年 30-50 家新建影院的速度，票房实现快速增长。公司抓住电影行业票房增长的红利，在 2015 年之前票房快速增长的阶段投入扩建影院，2014 年票房收入十名以外，2015 年已经排名影投公司第 4 名，2016 年上升到第 3 名。公司一直维持影院的新建速度，2019 年公司新建影院 53 家，为历年最高水平，同时更注重影院的质量管理，对新建项目的批复更加严格，并对现有质量较差的影院进行关停，2018、2019 年公司各关停了两家影院，保证公司整体经营的利润水平。

图 29 2014-2019 年公司新建影院数量和关停影院数量

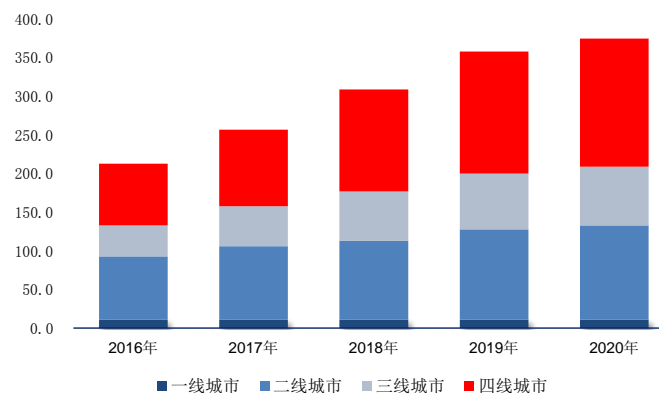


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

与其他影投公司相比，公司影院最明显的特点是影院的投资更偏重于低线城市。按照灯塔数据仅计算有票房收入的影院，截至 2020 年 8 月 27 日公司在一线城市共有影院 11 家，二线城市 122 家，三线城市 76 家，四线城市 166 家，2019 年一二三四线城市的票房收入分别为 0.94、8.25、4.48、7.56 亿元，在影投公司中分别排名第 26 位、6 位、3 位、2 位。新建影院也主要集中在二线以下城市，一线城市影院多年未曾新增，存量一线城市影院也多集中在郊区，中心城区较少。

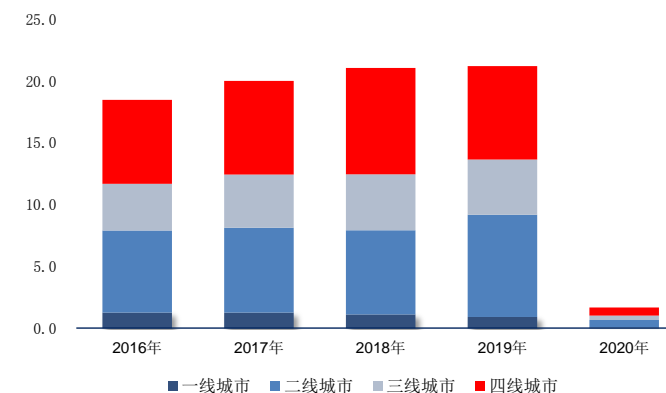
图 30 2016-2020 年公司在不同区域的影院数量

图 31 2016-2020 年公司在不同区域的票房情况



资料来源：灯塔数据，信达证券研发中心

注：截至2020年8月27日



资料来源：灯塔数据，信达证券研发中心

表 2 横店影投在一线城市的影院

	开业时间	影厅数	座位数	2019年票房体量（万）
上海奉贤宝龙横店IMAX影城	2016年之前	7	1009	1624.5
北京横店电影城北京王府井店	2016年之前	6	528	1293.7
上海嘉定同济横店电影城	2016年之前	4	629	485.8
上海嘉定宝龙横店电影城	2016年	7	875	619.7
上海宝山宝龙广场横店电影城	2016年之前	5	681	583.3
广州横店电影城（花都店）	2016年之前	9	1462	1256
深圳横店电影城	2016年之前	7	1059	894.1
广州横店电影城（庆丰店）	2016年之前	7	948	716.1
广州横店电影城（长兴店）	2016年之前	8	704	921.3
广州横店电影城（南沙店）	2016年之前	6	949	635
上海普陀横店电影城	2016年之前（2020年9月仍未开业）	9	971	340.3

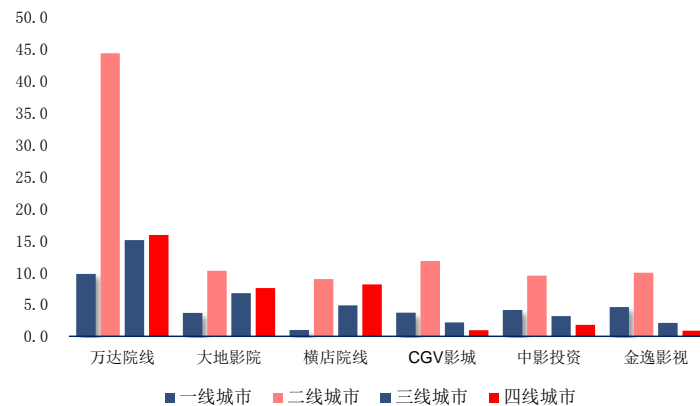
资料来源：灯塔数据，信达证券研发中心

经营特点：为下沉市场提供高性价比观影服务

公司深耕下沉市场，采用较低的票价、高性价比的服务，在低线城市获得了较强竞争力。从票房上看，公司在二线以下城市的票房竞争力远高于一线城市，与其他影投公司形成较明显的错位竞争。低票价是公司竞争力的重要来源，2019年公司一线城市平均票价36.2元，二线城市平均票价32.1元，三线城市平均票价31.3元，四线城市平均票价31.6元，均低于行业平均

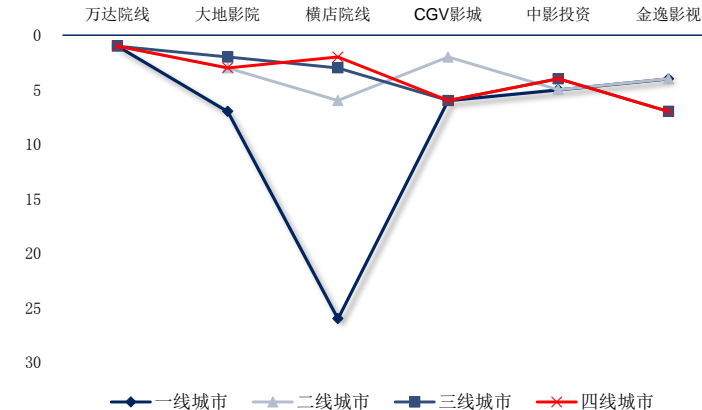
水平。公司使用较低的票价占领观影低端市场，在低线城市中获得了较高的市占率。

图 32 2019 年横店影院一二三四线城市票房情况 (亿元)



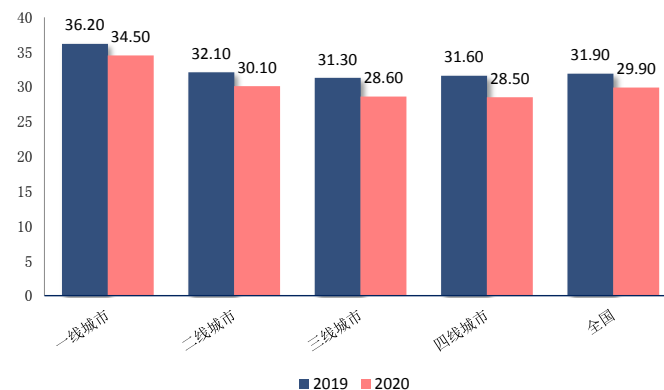
资料来源: 灯塔数据, 信达证券研发中心

图 33 2019 年横店影院一二三四线城市票房排名



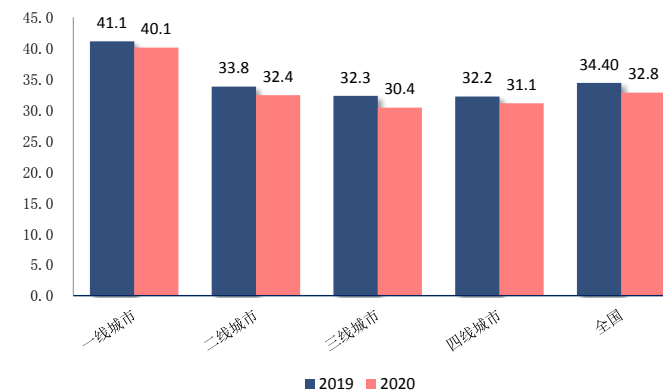
资料来源: 灯塔数据, 信达证券研发中心

图 34 公司在不同区域的平均票价水平 (元)



资料来源: 灯塔数据, 信达证券研发中心

图 35 全行业不同区域的平均票价水平 (元)

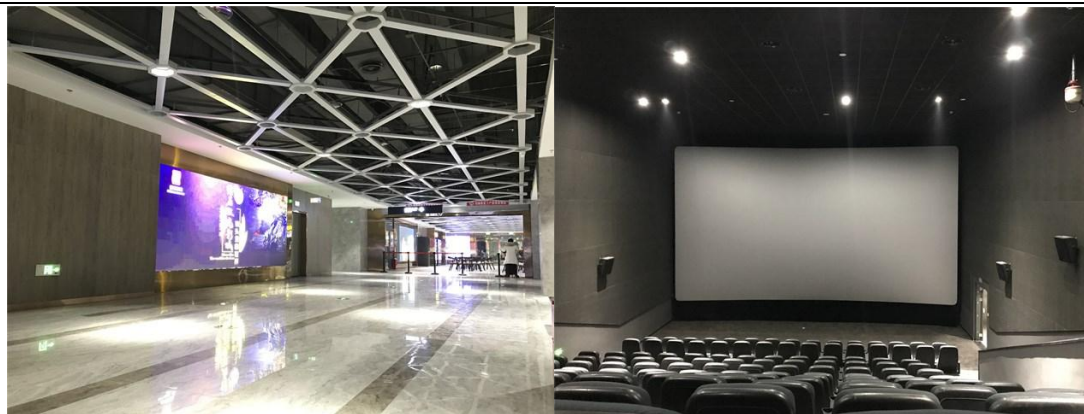


资料来源: 灯塔数据, 信达证券研发中心

在维持低价的基础上, 保持对设备的升级改造, 重视影院品质的提升, 保证观影体验。2018 年横店影投下属影院已经完成普及激光放映器, 成为首家全激光覆盖的院线, 从 2019 年开始对下属影院进行技术升级改造, 在疫情停业期间对经营效益好的

老影院进行改造升级，实施“横影巨幕”、“杜比全景声”、“4D”等升级，增加特色厅、主题厅、点播厅等的建设。另外公司对新建影院保持较高的建设标准，以2020年1月新开业的重庆武隆电影城为例，总投资逾700万，建筑面积超2800平方米，6个一流的3D数字专业影厅，共745座，放映设备上也配置了最高档的Barco4K激光数字放映机、GDC服务器、飞达还音系统等等设备。

图 36 重庆武隆横店电影城

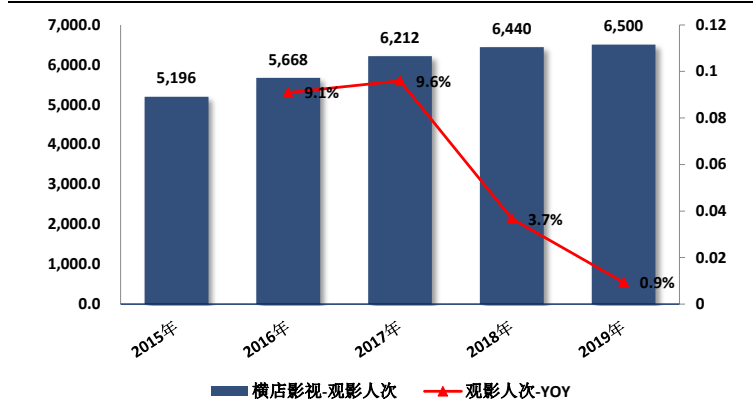


资料来源：重庆晨报，信达证券研发中心

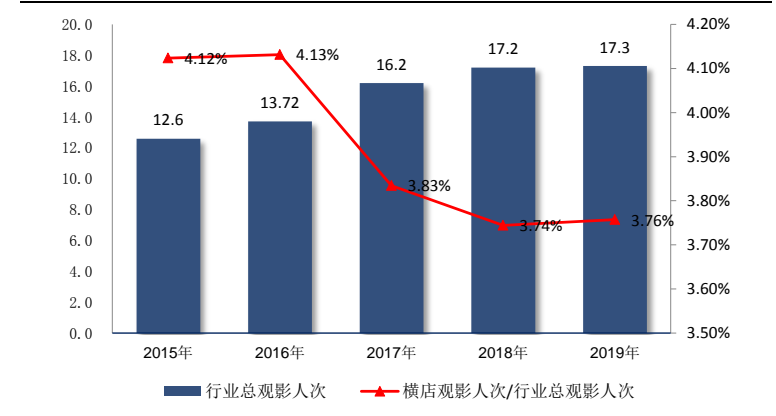
经营效率：行业前期扩张致上座率、单银幕产出下滑，平均票价小幅上涨，后续行业出清有助于经营效率改善。从总体角度看，观影人次是消化固定成本、提升毛利率的重要指标，公司观影人次逐年上升，收入规模持续增长。上座率可能受到黄金场和非黄金场的影响，做大整体观影人次是影院经营的核心策略，公司观影人次从2015年的5187.6万人上升到了2018年的6743.4万人，2019年有小幅下降，占行业观影人次的比例分别为4.13%、3.83%、3.74%、3.76%。

图 37 2015-2019 年横店影院观影人次（万人）

图 38 2015-2019 年横店观影人次占行业观影人次的比例



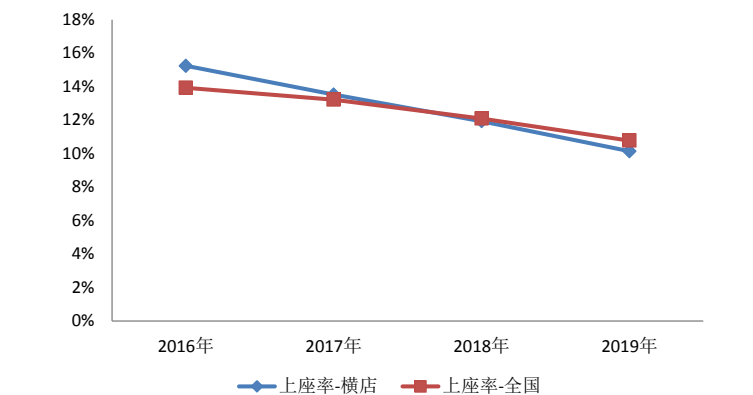
资料来源: 灯塔数据, 信达证券研发中心



资料来源: 灯塔数据, 信达证券研发中心

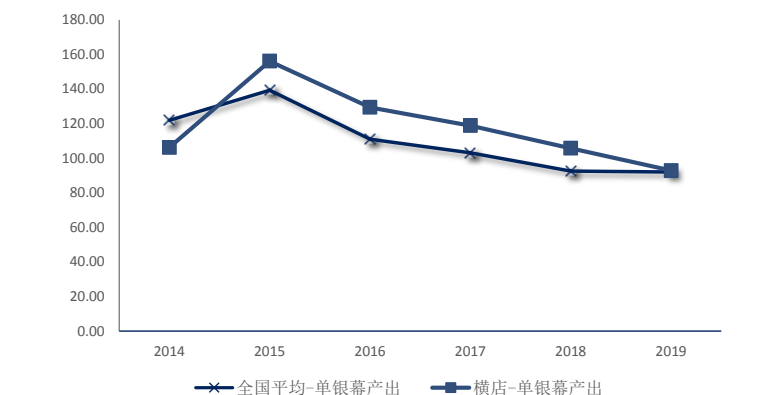
从微观拆分上看, 公司各项反应经营情况的业务指标位于历史低点。公司上座率从 2016 年的 15.24% 下滑到了 2019 年的 10.14%, 单银幕产出由 2015 年的 156.10 万/年下降到了 2019 年的 92.80 万/年, 这种下滑主要由于竞争原因导致, 同行业其他公司也有下降, 另外其它影投公司开始发力三四线市场, 三四线竞争压力也逐年加大。

图 39 2016-2019 年横店影投和全国平均上座率水平



资料来源: 灯塔数据, 信达证券研发中心

图 40 2016-2020 年横店影投和全国平均单银幕票房产出(万元)

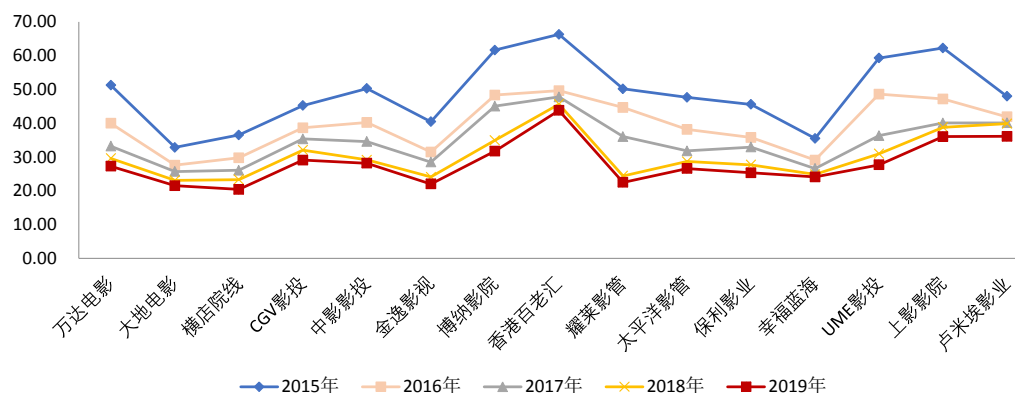


资料来源: 灯塔数据, 信达证券研发中心

将单日单座票房分解为单日单厅放映场次*上座率*平均票价, 可以反映排片、需求与价格。单日单座票房公司处于头部影投公司中的较低水平, 主要是由于平均票价和上座率低于其他头部影投公司, 但每日放映场次处于行业前列。以 2019 年为例, 横店院线 2019 年的单日单座票房为 20.38 元, 其中 2019 年上座率为 10.14%, 平均票价 31.97 元, 而单日单厅放映场次位于

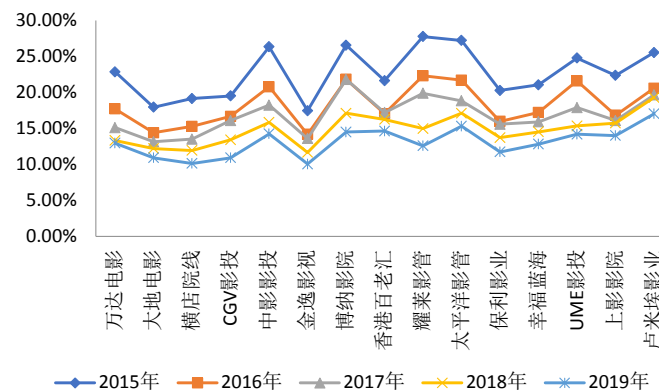
行业前列，说明公司排片积极度良好，以吸引更多观影人次。纵向进行时间比较发现，从 2015-2019 年单日单座票房逐年下降，其中放映场次变化不大，平均票价小幅上涨，上座率下降较多，验证了前文竞争加剧导致影院经营情况下滑的观点。

图 41 2015-2019 年票房前 15 影投公司的单日单座票房 (元)



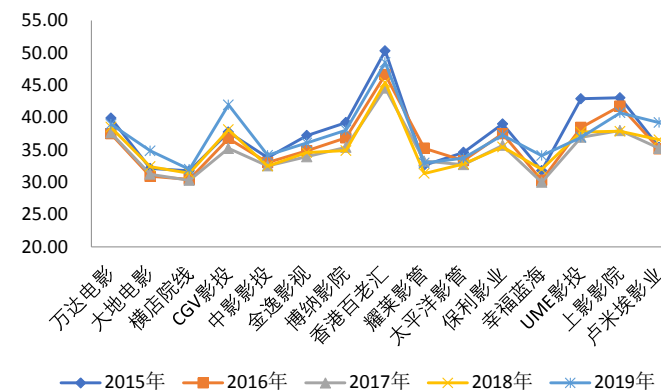
资料来源: 拓普数据, 信达证券研发中心

图 42 2015-2019 年 top15 影投公司上座率情况



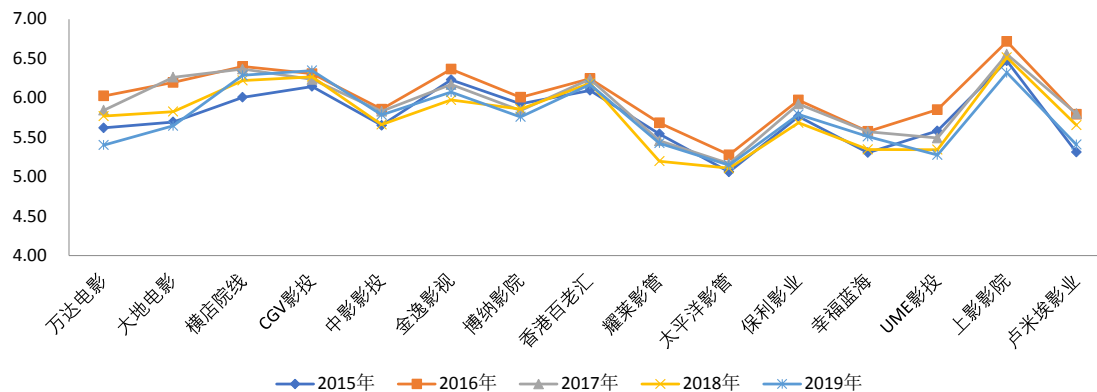
资料来源: 拓普数据, 信达证券研发中心

图 43 2015-2019 年 top15 影投公司平均票价情况



资料来源: 拓普数据, 信达证券研发中心

图 44 2015-2019 年票房前 15 影投公司的单日单厅放映场次 (元)

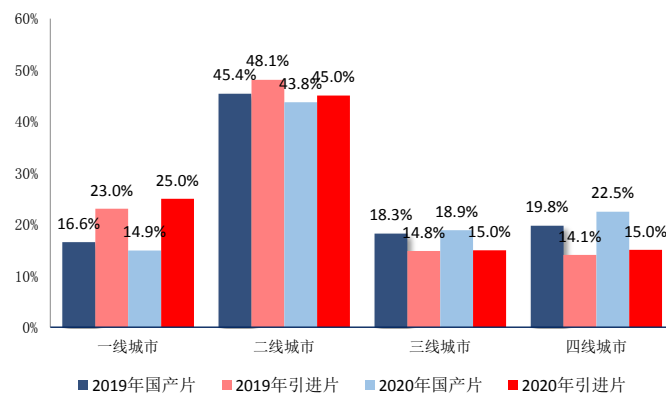


资料来源：拓普数据，信达证券研发中心

未来看点：三四五线票仓重要性提高，供需两侧拐点有望出现

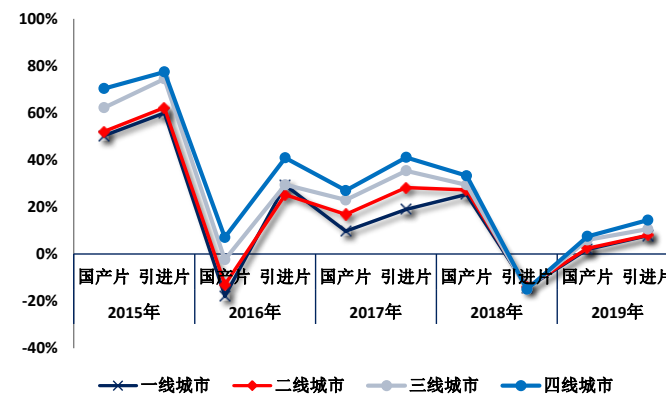
国产片贡献主要票房增速，公司将受益于三四五线票仓重要性提升趋势。从2017年开始国产片制作水平获得大幅提升，整体口碑快速增长，出现了《我不是药神》《中国机长》等高票房高口碑的商业大片，国产片票房增速和贡献票房比重均高于引进片，预期国产片将成为我国电影票房的增长主力，另外与引进片相比国产片的文化优势突出，国产片在三四五线票仓区域的贡献高于引进片，因此我们认为公司将会受益于三四线电影市场持续扩张及国产片票房贡献增加的利好。

图 45 2019-2020 年国产片和引进片在不同票仓的票房贡献



资料来源：灯塔数据，信达证券研发中心

图 46 2015-2020 年国产片和引进片在不同票仓的票房增速



资料来源：拓普数据，信达证券研发中心

影片质量提升将激发观影需求，影院集中度有望提升，供需两侧共促核心经营指标回升。我们认为从长期看，我国电影市场

目前处于内容驱动刚刚接力渠道驱动的阶段，影片内容提升、制作端的工业化水平、发行宣传渠道的多样化将带动更多人群观影。在行业部分讨论了疫情引发的现金流限制、影院的规范化信息化管理、特殊影院建设带来的投资壁垒、品牌效应有望带来行业集中度的提升，我们认为公司是三四五线城市的头部影投公司，虽然目前各项经营指标处于历史较低水平，但是供需两侧将迎来拐点性的变化，各项经营指标有望回升。

- 影片内容提升：头部国产影片的口碑逐年增长
- 工业化水平增加：影片类型化、IP 化趋势明显
- 发行宣传渠道多样化：抖音、快手、B 站等覆盖各种人群的宣发渠道涌现，猫眼、淘票票等互联网背景发行商提供发行的数据能力。

从电影储备情况看，预计未来两三年将迎来电影大年。即将到来的春节档已经定档了 8 部影片，包括《唐人街探案 3》《紧急救援》《熊出没·狂野大陆》《新神榜：哪吒重生》《刺杀小说家》《侍神令》《你好，李焕英》《人潮汹涌》，多部影片发布预告，售票平台想看人数再创新高，《唐人街探案 3》猫眼想看人数达到 290.7488 万人，春节档票房高涨直接利好三四线影院，大幅带动公司业绩表现。此外根据多家上市公司片单，明后年也有多部影片待上映，如光线传媒动画电影《深海》等、万达影视《寻龙诀 2》《误杀 2》《天星术》《外太空的莫扎特》等、北京文化《封神三部曲》《749 局》《东极岛》《诗眼倦天涯》等。**海外片方面同样储备丰富，明后年有望迎来海外片大年。**根据公开信息有接近 20 部好莱坞影片等待定档放映，包括《007 系列》《神奇女侠 1984》《毒液 2》《新蝙蝠侠》等。

表 3 国内电影作品储备情况

作品	预计发行档期	主要演职人员
除暴	2020 年 11 月 27 日	王千源、吴彦祖、春夏
一秒钟	2020 年 11 月 27 日	张艺谋、刘浩存、范伟
赤狐书生	2020 年 12 月 4 日	陈立农、李现
日不落酒店	2020 年 12 月 12 日	黄才伦、张慧雯、沈腾
拆弹专家 2	2020 年 12 月 19 日	刘德华、刘青云、倪妮
送你一朵小红花	2020 年 12 月 31 日	易烱千玺、刘浩存
温暖的抱抱	2020 年 12 月 31 日	常远、李沁、沈腾
西游记真假美猴王	待定	六小龄童
你好，李焕英	2021 春节档	导演：贾玲 主演：贾玲、沈腾、陈赫、张小斐
唐人街探案 3	2021 春节档	陈思诚作品
紧急救援	2021 春节档	林超贤

熊出没·狂野大陆	2021 春节档	丁亮、昭和麒
新神榜：哪吒重生	2021 春节档	赵霁
侍神令	2021 春节档	陈坤、周迅、陈伟霆
刺杀小说家	2021 春节档	路阳作品，雷佳音、杨幂、董子健
人潮汹涌	2021 春节档	刘德华、肖央、万茜
东极岛	待定	总导演：管虎 导演：王竞
沐浴之王	待定	导演：易小星 主演：彭昱畅、乔杉
749局	2021 年待定	导演：陆川 主演：王俊凯、苗苗、赵立新
雄狮少年	2021 年待定	导演：孙海鹏 编剧：里则林
岁月忽已暮	待定	导演：秦小珍 监制：张嘉辉 主演：张子枫、姜潮、宋威龙
封神三部曲	2020-2022	导演：乌尔善 编剧：冉平、冉甲男、乌尔善
白蛇前传之封魔录	2020 年待定	导演/编剧：关尔 主演：苗夕伦、郭雨婷、栾添、唐颂
画江湖之不良帅、画江湖之女帝	2021 年待定	编剧：沙枫 导演：沙枫、谢宗翰
坚如磐石	待定	导演：张艺谋
人潮汹涌	待定	导演：饶晓志 主演：刘德华、肖央、万茜
你的婚礼	待定	导演：韩天 主演：许光汉、章若楠
深海	待定	导演：田晓鹏

资料来源：灯塔数据，信达证券研发中心

表 4 海外电影储备情况

海外预计定档时间	海外电影项目
2020 年	
2020/12/30	神奇女侠 1984
2021 年	
2020/2/12	王牌特工：源起
2020/4/2	007：无暇赴死
2020/4/23	寂静之地 2
2020/5/7	黑寡妇
2020/5/28	速度与激情 9
2020/6/25	毒液 2
2020/7/2	壮志凌云 2：独行侠
2020/7/9	尚气

2020/8/6	X特遣队: 全员集结
2020/10/15	最后的决斗
2020/11/5	永恒族
2020/11/9	碟中谍 7
2020/11/21	神奇动物 3
2020/12/17	蜘蛛侠 3
2022 年	
2020/2/11	《雷神 4》
2020/3/4	《新蝙蝠侠》
2020/3/25	《奇异博士 2》
2020/5/27	《疾速追杀 4》
2020/6/10	《侏罗纪世界 3》
2020/10/7	《蜘蛛侠: 平行宇宙 2》
2020/11/4	《闪电侠》
2020/11/4	《碟中谍 8》
2020/12/16	《阿凡达 2》
2020/12/16	《海王 2》

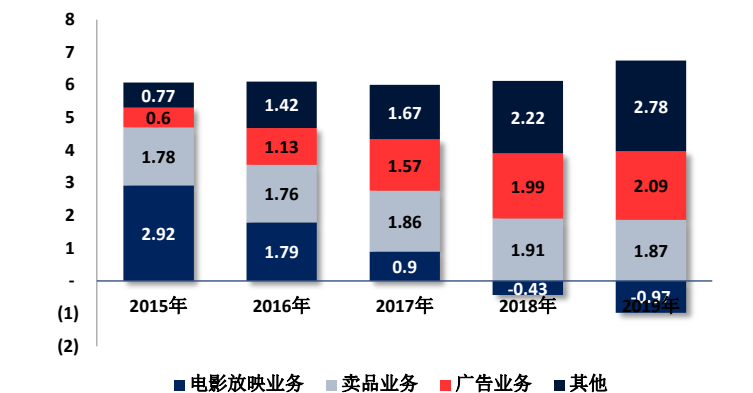
资料来源: 信达证券研发中心

非票业务：依托影院场景稳定的人流量，探索更高的单人营收方式

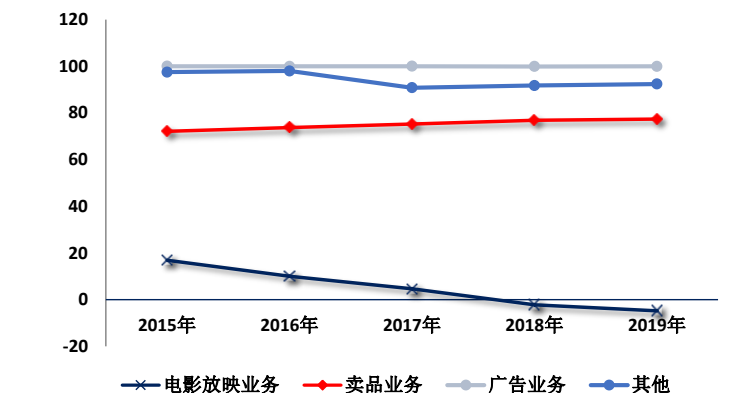
影院是重要的线下生活场景，具有自然吸引人流量的作用，因此以卖品、广告为主的非票业务也是影院收入的重要组成部分，且贡献了主要的毛利润，对影院有重要的作用。2019 年公司卖品、广告、其他主营业务毛利分别为 1.87 亿元、2.09 亿元、1.85 亿元，毛利贡献比例为 32.24%、35.96%、31.75%，在放映业务毛利率逐渐下滑至负的情况下，增值业务属性的非票业务是影院利润的重要来源。随着观影人次的逐年提升和非票业务种类和运营效率的提升，我们认为公司非票业务单人收入将持续提高。

图 47 2015-2019 年非票业务的毛利贡献情况

图 48 2015-2019 年非票业务的毛利率情况



资料来源：灯塔数据，信达证券研发中心

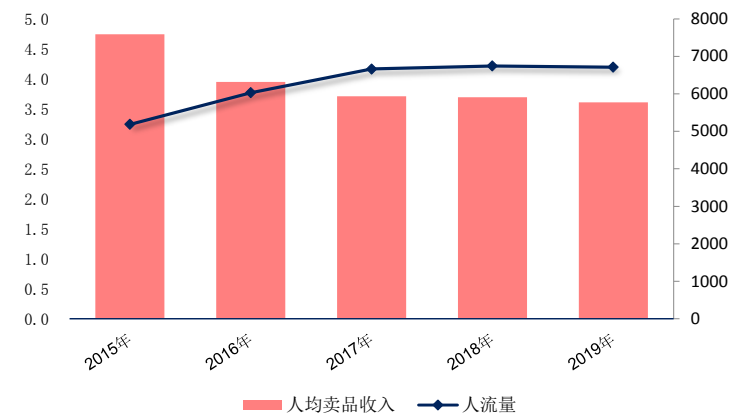


资料来源：拓普数据，信达证券研发中心

卖品业务：精细化运营提高单人销售额

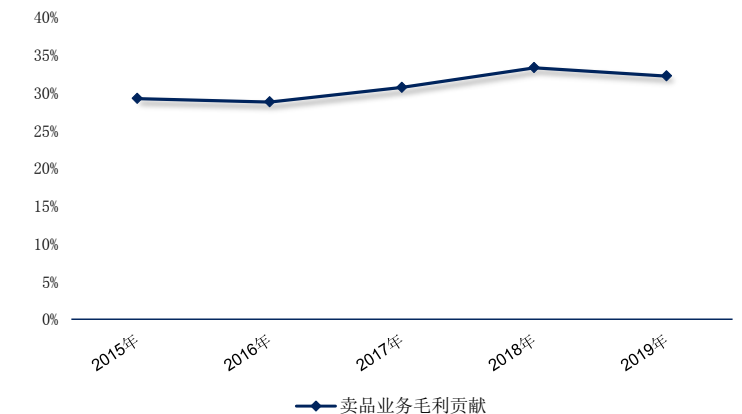
销售卖品即在影院提供饮料、食品、衍生品等卖品。由于线上购票影响了观众在大厅的等待时间，卖品业务受到一定的冲击，公司从拓展卖品销售渠道和扩展卖品销售品种两点出发，精细化运营提高单个观影人群的消费水平，渠道上推进线上渠道的建设，卖品种类上不断推陈出新，增加电影衍生品等新售卖品类，2019年卖品收入2.42亿元，人均卖品贡献3.61元。

图 49 横店影院人均卖品贡献（单位：元）



资料来源：灯塔数据，信达证券研发中心

图 50 卖品业务毛利贡献占比



资料来源：灯塔数据，信达证券研发中心

广告业务：线下广告受欢迎，高到达率提升影院媒体价值

发布广告业务包括映前广告与阵地广告，按照行业管理规定，映前广告又分为片方贴片广告、院线贴片广告和影院映前广告，其中片方贴片是制片方或片方委托的广告代理公司进行招商，经院线授权后在影院播放，院线影院获得分佣，面向区域或全国影院进行播放；院线贴片是院线或院线委托的广告代理公司在片方授权后进行招商，在院线旗下的影院进行播放，前两种贴片广告仅面向特定影片。影院映前广告是影院自身与广告公司或代理公司签订协议，仅在自己的影院播放，一般按时长收费。阵地广告是指在电影院范围内，商家通过 LED 显示屏、数字海报机、灯箱海报、电影票、X 架、KT 板、纸立牌模型、影厅冠名的方式向进入电影院的人群进行的广告宣传服务。从业务构成上看大部分广告业务为贴片广告，阵地广告占比较小。

图 51 横店影院贴片和阵地广告

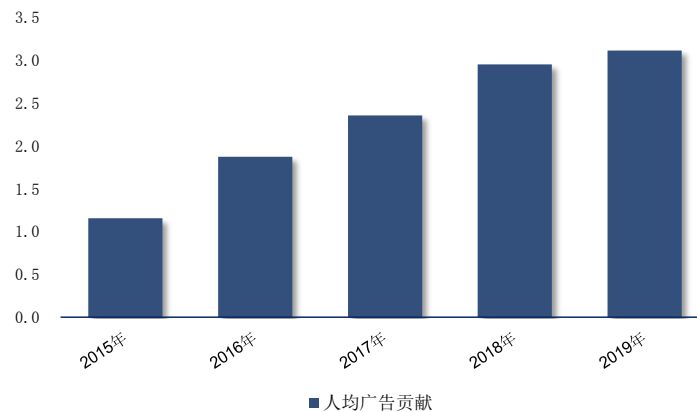


资料来源：淮南横店影视城，信达证券研发中心

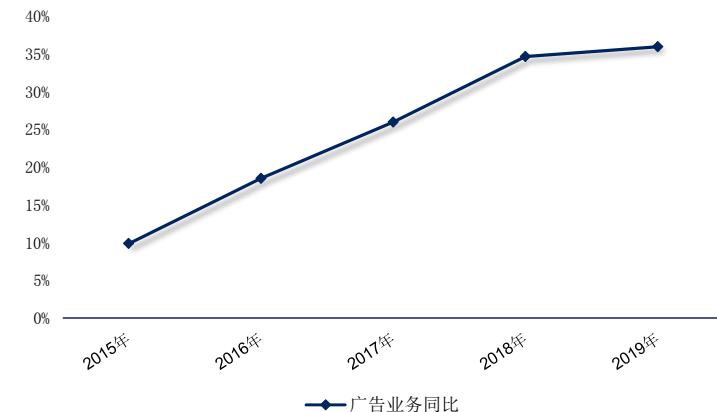
广告业务增速较快，映前贴片有较好的广告效果。2019 年广告收入 2.09 亿元，人均广告贡献 3.12 元，2015-2019 年间营业收入 CAGR 为 36.65%，增量主要来自于影院数量增多，公司映前广告客户在 2016 年之后主要为分众晶视广告有限公司，在 2015 年公司影院数量、观影人次有了大幅的增长，对广告的谈判能力提高，刊例价格有所增加。拥有稳定受众的线下媒体越来越受到广告主的欢迎，根据 CTR 数据 2020 年 6 月份广告投放监测数据可以看到，传统户外和电梯海报广告同比分别增长了 28.9% 和 25.2%，线下广告恢复情况良好，而映前广告时段是一个非常容易集中观众注意力的时间段，音效和视觉冲击较强，广告效果较一般媒体更好，观众一般会提前 0-5 分钟到达影厅，因此有较高到达效率，看好影院广告的增长性。

图 52 横店影院人均广告贡献（单位：元）

图 53 广告业务毛利贡献占比



资料来源：灯塔数据，信达证券研发中心



资料来源：灯塔数据，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

1、收入假设

电影放映业务：

假设票价小幅上涨，2020-2022 年平均票价为 31.66 元、32.61 元、33.58 元；

假设银幕数量持续增加，2020-2022 年银幕数量增长率为 0%、10%、10%；

假设每日放映场次保持 2019 年水平，2020 年因影院关闭半年，因此直接假设总场次为 240 万场；

假设一到两年竞争放缓，集中度提升，场均人次小幅上涨，2020-2022 年场均人次增长率分别为 0%、3%、3%；

表 5 电影放映业务预测期收入情况

(单位：亿元)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
电影放映业务收入	17.28	17.86	19.30	20.34	20.62	11.08	24.79	28.92
YOY		3.4%	8.1%	5.4%	1.4%	-46.3%	123.8%	16.7%
平均票价 (元)	33.31	29.63	28.98	30.16	30.73	31.66	32.61	33.58
YOY		-11.0%	-2.2%	4.1%	1.9%	3.0%	3.0%	3.0%

观影人次 (万人)	5,187.60	6027.30	6659.60	6743.40	6709.00	3498.83	7601.30	8612.27
YOY		16.2%	10.5%	1.3%	-0.5%	-47.8%	117.3%	13.3%
总场次 (万场)	190.30	286.60	329.80	388.80	460.20	240.00	506.22	556.84
日放映场次	4.54	5.56	5.37	5.34	5.47	5.47	5.47	5.47
YOY		22.6%	-3.5%	-0.5%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
银幕数量	1149	1412	1684	1996	2306	2306	2537	2790
YOY		22.9%	19.3%	18.5%	15.5%	0.0%	10.0%	10.0%
场均人次	27.26	21.03	20.19	17.34	14.58	14.58	15.02	15.47
YOY		-22.9%	-4.0%	-14.1%	-15.9%	0.0%	3.0%	3.0%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

广告业务、卖品业务、其他业务等收入预测:

表 6 广告业务、卖品销售业务及其他业务收入假设

(单位: 亿元)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
广告业务	0.60	1.13	1.57	1.99	2.09	1.11	2.48	2.89
YOY		88.3%	38.9%	26.8%	5.0%	-47.0%	123.8%	16.7%
广告收入/放映收入	3.5%	6.3%	8.1%	9.8%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
卖品销售	2.46	2.38	2.47	2.49	2.42	0.55	2.97	3.47
YOY		-3.3%	3.8%	0.8%	-2.8%	-77.1%	437.0%	16.7%
卖品收入/放映收入	14.2%	13.3%	12.8%	12.2%	11.7%	5.0%	12.0%	12.0%
单人卖品收入	4.74	3.95	3.71	3.69	3.61	1.58	3.91	4.03
院线发行收入	0.06	0.05	0.05	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04
YOY		-16.7%	0.0%	0.0%	-20.0%	0%	0%	0%
其他业务	0.32	0.84	1.05	1.08	0.94	0.47	0.94	0.94
YOY		162.5%	25.0%	2.9%	-13.0%	-50.0%	100.0%	0.0%
其他主营业务	0.41	0.56	0.74	1.29	2.03	1.00	2.23	2.60
YOY		36.6%	32.1%	74.3%	57.4%	-50.9%	123.8%	16.7%
其他主营业务/放映收入	2.4%	3.1%	3.8%	6.3%	9.8%	9.0%	9.0%	9.0%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2、成本及毛利率假设

表 7 各业务未来三年毛利率假设

(单位: 亿元)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
毛利率(%)	28.74%	26.71%	23.98%	21.06%	20.65%	3.1%	24.4%	26.6%
电影放映业务	16.92%	10.01%	4.66%	-2.11%	-4.70%	-22.5%	1.7%	5.1%
广告业务	99.97%	99.92%	99.98%	99.88%	99.95%	99.94%	99.92%	99.94%
卖品销售	72.19%	73.81%	75.24%	76.80%	77.38%	76.47%	76.88%	76.91%
院线发行收入	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其他业务	97.42%	99.35%	99.61%	99.35%	98.96%	99.31%	99.21%	99.16%
其他主营业务	97.84%	96.96%	84.03%	88.10%	90.92%	90.00%	90.00%	90.00%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3、费用假设

表 8 各业务未来三年毛利率假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入同比增长率	10.38%	8.22%	3.27%	-49.38%	134.84%	16.21%
营业税金及附加/营业收入	4.66%	4.62%	4.39%	4.56%	4.56%	4.56%
销售费用/营业收入	2.74%	2.37%	3.57%	3.57%	3.57%	3.57%
管理费用/营业收入	2.20%	2.29%	2.31%	2.27%	2.27%	2.27%
研发费用/营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他经营性净收益	-0.30	0.16	-1.71	0.00	0.00	0.00
所得税率	23.59%	24.20%	24.27%	0.00%	15.00%	24.00%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4、资本性支出假设

表 9 未来三年资本性支出假设

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
新建影院数量	39	38	44	46	52	53	-	37	41
构建固定资产、无形资产和其他长期资产(百万)	308.26	354.12	447.80	424.22	423.65	418.77	0	295.86	324.39
单影院投资金额	7.90	9.32	10.18	9.22	8.15	7.90	8	8	8

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

5、盈利预测

表 10 未来三年利润预测结果

	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,517.59	2,724.49	2,813.59	1,424.10	3,344.41	3,886.56
YOY	10.38%	8.22%	3.27%	-49.38%	134.84%	16.21%
营业成本	1,913.80	2,150.74	2,232.49	1,380.23	2,527.78	2,851.96
税前经营利润	354.78	318.53	297.38	-102.52	471.56	634.23
减：经营利润所得税	83.70	77.08	72.18	0.00	70.73	152.22
税后经营利润	271.08	241.45	225.20	-102.52	400.83	482.02
税前非经营利润	77.82	104.53	111.33	0	0	0
税后非经营利润	59.46	79.24	84.31	0	0	0
税后利润合计	330.54	320.69	309.51	-102.52	400.83	482.02
归属母公司股东的净利润	330.54	320.69	309.51	-102.52	400.83	482.02
YOY	-7.16%	-2.98%	-3.48%	-133.12%	490.96%	20.26%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

估值与投资评级

根据上文对收入和成本的预测，我们预计 2020-2022 年公司营业总收入为 14.24 亿元、33.44 亿元、38.87 亿元，同比增长 -49.38%、134.84%、16.21%，归母净利润为-1.03 亿元、4.01 亿元、4.82 亿元，同比增长-133.12%、490.96%、20.26%，2021、2022 年对应 2020 年 11 月 11 日收盘价 16.50 亿元的静态 PE 为 26、22 倍。我们认为三四五线城市观影人群基数较低，国产片崛起下会带动更多低线城市观影需求，且在未来一到两年行业头部集中趋势将逐渐显现，公司持续增加影院投资，票房和非票业务均有望获得增长。首次覆盖给予公司“增持”评级。

表 11 相对估值表

证券代码	证券简称	市值	PE				营业收入				净利润			
			TTM	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603103.SH	横店影视	104.64	-76.99	-	26.11	21.71	28.14	14.24	33.44	38.87	3.10	-1.03	4.01	4.82
002739.SZ	万达电影	406.22	-5.42	-	26.20	20.93	154.35	66.59	172.10	191.26	-47.29	-15.14	15.50	19.41
600977.SH	中国电影	240.47	-217.85	-	22.17	18.14	90.68	28.14	97.11	111.92	10.61	-3.46	10.85	13.26
601595.SH	上海电影	52.62	-36.80	-	27.26	-	11.07	3.85	11.68		1.37	-2.89	1.93	0.00

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：其他公司盈利预测及估值采用 Wind 一致预期

风险因素

- 1、内容供给不足导致票房市场恢复进度不及预期;
- 2、影院建设增速不及预期;
- 3、行业整合及退出不及预期;
- 4、线上流媒体技术进步导致影片发行渠道改变,以及观影需求发生质的改变。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	225.40	289.18	682.65	878.98	1304.64
应收票据及账款	31.62	79.69	28.22	66.28	77.02
预付账款	25.43	30.29	14.18	33.30	38.69
其他应收款	179.62	171.53	195.08	210.74	212.96
存货	42.16	48.98	56.72	55.40	62.51
其他流动资产	1018.83	1009.36	835.45	950.66	983.19
流动资产总计	1523.06	1629.02	1812.30	2195.36	2679.02
长期股权投资	47.67	78.02	78.02	78.02	78.02
固定资产	851.92	909.31	774.00	762.12	862.51
在建工程	44.85	50.86	42.38	181.83	187.62
无形资产	1.61	3.05	2.54	2.03	1.52
长期待摊费用	604.44	653.52	522.82	392.11	261.41
其他非流动资产	153.38	126.55	126.55	126.55	126.55
非流动资产总计	1703.87	1821.31	1546.31	1542.66	1517.63
资产总计	3226.93	3450.33	3358.60	3738.02	4196.65
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	242.44	240.78	226.89	277.02	312.54
流动负债合计	825.93	841.73	852.52	966.85	1106.70
长期借款	4.43	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	210.89	221.32	221.32	221.32	221.32
非流动负债合计	210.89	221.32	221.32	221.32	221.32
负债合计	1036.81	1063.05	1073.85	1188.17	1328.02
股本	453.00	634.20	634.20	634.20	634.20
股东权益合计	2190.11	2387.28	2284.76	2549.85	2868.63
负债和股东权益合计	3226.93	3450.33	3358.60	3738.02	4196.65

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税后经营利润	283.43	291.17	-102.52	400.83	482.02
折旧与摊销	292.02	320.05	275.00	299.50	349.42
财务费用	2.46	-7.20	-1.70	-2.73	-3.82
其他经营资金	88.67	-23.40	50.99	-72.41	81.86
经营性现金净流量	666.57	580.63	221.77	625.19	909.47
投资性现金净流量	-506.95	-375.15	170.00	-295.86	-324.39
筹资性现金净流量	-257.80	-141.69	1.70	-133.00	-159.41
现金流量净额	-98.17	63.78	393.47	196.33	425.67

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2724.49	2813.59	1424.10	3344.41	3886.56
营业成本	2150.74	2232.49	1380.23	2527.78	2851.96
营业税金及附加	125.92	123.59	64.93	152.48	177.19
销售费用	64.67	100.58	50.91	119.56	138.94
管理费用	62.33	65.04	32.26	75.76	88.05
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	2.46	-7.20	-1.70	-2.73	-3.82
其他经营损益	0.16	-1.71	0.00	0.00	0.00
投资收益	42.78	30.50	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	361.32	327.88	-102.52	471.56	634.23
其他非经营损益	61.75	80.83	0.00	0.00	0.00
利润总额	423.07	408.71	-102.52	471.56	634.23
所得税	102.38	99.20	-0.00	70.73	152.22
净利润	320.69	309.51	-102.52	400.83	482.02
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	320.69	309.51	-102.52	400.83	482.02
EBITDA	717.55	721.56	170.78	768.33	979.83
EPS (当年)(元)	0.51	0.49	-0.16	0.63	0.76

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营收增长率	8.22%	3.27%	-49.38%	134.84%	16.21%
EBIT 增长率	-3.23%	-5.64%	-125.96%	549.83%	34.46%
EBITDA 增长率	4.11%	0.56%	-76.33%	349.91%	27.53%
净利润增长率	-2.98%	-3.48%	-133.12%	490.96%	20.26%
盈利能力					
毛利率	21.06%	20.65%	3.08%	24.42%	26.62%
净利率	11.77%	11.00%	-7.20%	11.99%	12.40%
估值倍数					
P/E	42.26	43.79	-	26.82	22.30
P/S	4.97	4.82	7.55	3.21	2.77
P/B	6.19	5.68	4.70	4.22	3.75
EV/EBIT	22.76	31.44	-	20.17	14.41
EV/EBITDA	13.50	17.50	55.39	12.31	9.27

研究团队简介

王建会，信达证券传媒团队首席研究员，复旦大学金融学硕士，3年卖方研究经验，2019年11月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

王婷，南京大学经济学硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖网络游戏和整合营销。

王晓羽，上海财经大学金融硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖游戏与海外互联网。

李盈睿，西南财经大学财务管理硕士，2020年加入信达证券研发中心，主要覆盖影视、出版板块。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。