

横店影视 (603103)

证券研究报告

2021年03月20日

20年疫情影响业绩符合预期,内容渠道协同逐步展开

受疫情影响,2020年影院停摆近半年,业绩下滑符合预期,经营短期承压,不影响持续经营能力。

横店影视2020年实现营收9.90亿元,同比下降66.27%;归母净利润-4.81亿元,同比下降259.85%,扣非后净利润-4.68亿元,同比下降307.8%。2020Q4电影市场逐步复苏,2020Q4公司实现单季度营收5.63亿元,归母净利润-2697万元,扣非后净利润-2629万元,单季度亏损收窄。公司20年整体毛利率-29.00%,净利率-48.6%。

影院市场份额相对稳定,关停低效影院提升经营效率,新开影院稳步推进,整体影院规模略有扩张。

2020年,公司实现票房收入8.10亿元,同比下降67.61%,其中直营影院票房收入6.97亿元,同比下降67.43%。直营影院市场份额为3.75%,票房收入位列影投公司第3位。截至2020年末,公司旗下共拥有456家已开业影院,银幕2,831块,其中直营影院375家,银幕2,363块。2020年,公司新开29家影院,新增银幕186块,关停影院21家,银幕数129块。

院线具体业务看,2020年公司电影放映业务实现营收6.95亿元,同比下降66.30%,毛利率-70.97%,同比下降66.3pct;卖品业务实现营收0.85亿元,同比下降64.80%,毛利率75.45%,同比下降1.9pct;广告业务实现营收4361万元,同比下降79.14%,毛利率99.89%,同比下降0.06pct。

内容制作纳入上市公司版图,加强业务间协同效应,实现全方位发展。

2020年12月,公司完成外延式并购,横店影视制作及横店影业成为公司全资子公司,公司产业战略布局实现优化。公司业务范围向影视全产业链转型,形成涵盖影视投资、制作、发行、放映等业务在内的产业闭环,实现“内容+渠道”全方位发展。2021年影视开年斩获优异成绩,相继参与了元旦档冠军影片《送你一朵小红花》、春节档黑马《你好,李焕英》等。

投资建议:21年电影行业取得开门红,元旦档及春节档表现验证对于优秀内容的观影需求毋庸置疑,同时随着国内疫情防控渐趋平稳,中国电影市场景气度在21年有望持续恢复。在供给侧,疫情加速了质变,电影行业有望加速洗牌,更有利于头部公司集中度提升。横店作为市场前三影投公司,尤其在三到五线城市优势明显,内容板块的并入又有助于公司展开全产业链协同。考虑21年全球疫情对海外影片仍有影响,以及公司内容板块合并,我们维持2021年业绩预测,上调2022年净利润至4.35亿元(前值4.03亿元),预计2021-2023年净利润为3.77/4.35/4.96亿元,对应22-23年同比增速分别为15.33%/14.07%,对应21-23年PE分别为26.49x/22.97x/20.14x,维持“买入”评级。

风险提示:疫情不确定性;市场竞争加剧;行业监管趋严;优质内容供给波动性及影片票房不确定。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,813.59	989.73	3,224.50	3,569.30	3,810.73
增长率(%)	3.27	(64.82)	225.80	10.69	6.76
EBITDA(百万元)	500.94	(152.78)	577.03	682.56	786.56
净利润(百万元)	309.51	(480.53)	377.06	434.87	496.03
增长率(%)	(3.48)	(255.25)	(178.47)	15.33	14.07
EPS(元/股)	0.49	(0.76)	0.59	0.69	0.78
市盈率(P/E)	32.27	(20.79)	26.49	22.97	20.14
市净率(P/B)	4.18	5.33	4.08	3.20	2.76
市销率(P/S)	3.55	10.09	3.10	2.80	2.62
EV/EBITDA	19.87	(68.13)	12.63	10.61	7.34

资料来源:天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	15.75元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	634.20
流通A股股本(百万股)	634.20
A股总市值(百万元)	9,988.65
流通A股市值(百万元)	9,988.65
每股净资产(元)	2.96
资产负债率(%)	46.98
一年内最高/最低(元)	24.37/13.03

作者

张爽 分析师
SAC执业证书编号:S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

文浩 分析师
SAC执业证书编号:S1110516050002
wenhao@tfzq.com

股价走势



资料来源:

相关报告

- 《横店影视-公司点评:现金收购集团影视制作资产,全产业链一体化更进一步》2020-12-09
- 《横店影视-半年报点评:2020年中报点评:疫情带来短期经营压力,行业出清龙头集中度有望提升》2020-08-31
- 《横店影视-年报点评报告:营收增速逐季改善,现金流良好,关注20年疫情影响》2020-03-15

内容目录

1. 财务数据分析	3
2. 20 年经营分析	6
2.1. 院线放映业务	6
2.1.1. 票房收入	6
2.1.2. 影院规模	6
2.2. 内容板块	6
3. 投资建议及风险提示	6

图表目录

图 1: 横店影视 2016-2020 年营业收入 (亿元) 及同比增速 (2019 年为调整后数据)	3
图 2: 横店影视 2016-2020 年归母净利润 (亿元) 及同比增速 (2019 年为调整后数据) ..	3
图 3: 横店影视 2018Q1-2020Q4 单季度营业收入 (亿元) 及同比增速 (2020 年单季度为调整后数据)	4
图 4: 横店影视 2018Q1-2020Q4 单季度归母净利润 (亿元) 及同比增速 (2020 年单季度为调整后数据)	4
图 5: 横店影视 2016-2020 年毛利率与归母净利率 (2019 年为调整后数据)	4
图 6: 横店影视分业务营业收入、营业成本、毛利率及变动情况 (2019 年为调整后数据)	5
图 7: 横店影视 2016-2020 年费用率 (2019 年为调整后数据)	5
图 8: 横店影视 2016-2020 年经营性现金流情况 (2019 年为调整后数据)	6

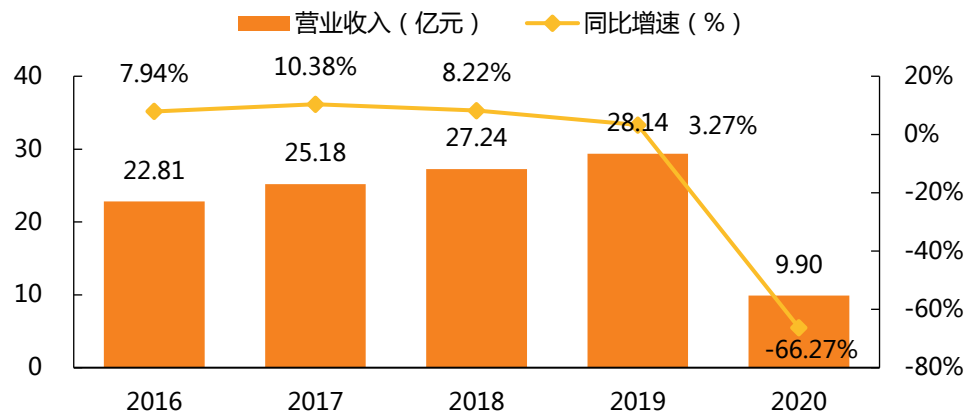
1. 财务数据分析

注：2020 年内公司完成同一控制下企业合并，本报告根据年报对 2019 年年度数据，以及 20 年单季度数据进行了追溯调整。

横店影视 2020 年实现营收 9.90 亿元，同比下降 66.27%；归母净利润-4.81 亿元，同比下降 259.85%，扣非后净利润-4.68 亿元，同比下降 307.8%。

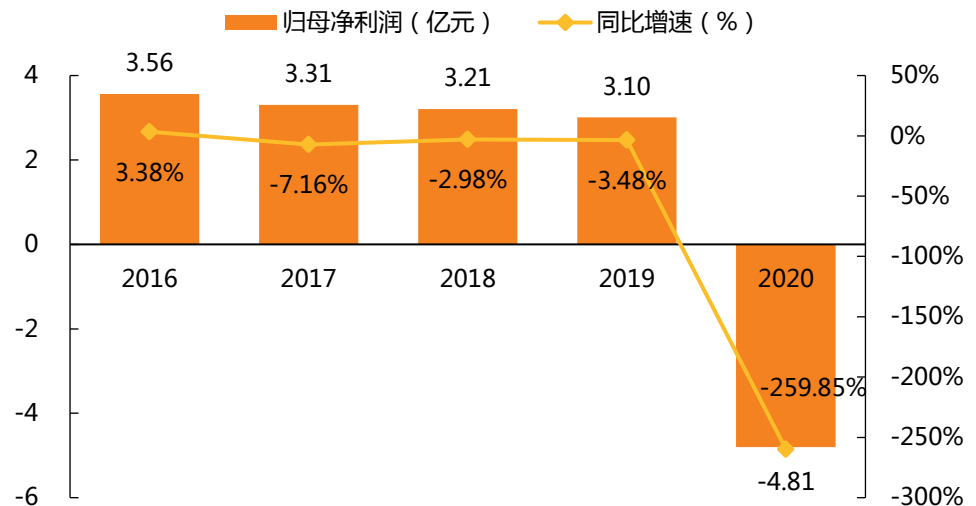
2020Q4 公司实现营收 5.63 亿元，归母净利润-2697 万元，扣非后净利润-2629 万元，单季度亏损收窄。

图 1：横店影视 2016-2020 年营业收入（亿元）及同比增速（2019 年为调整后数据）



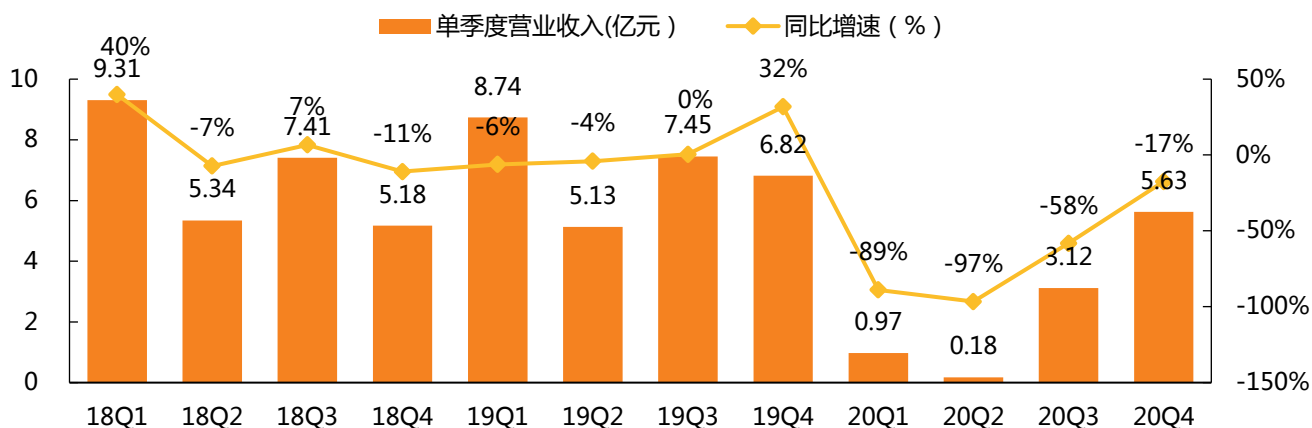
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：横店影视 2016-2020 年归母净利润（亿元）及同比增速（2019 年为调整后数据）



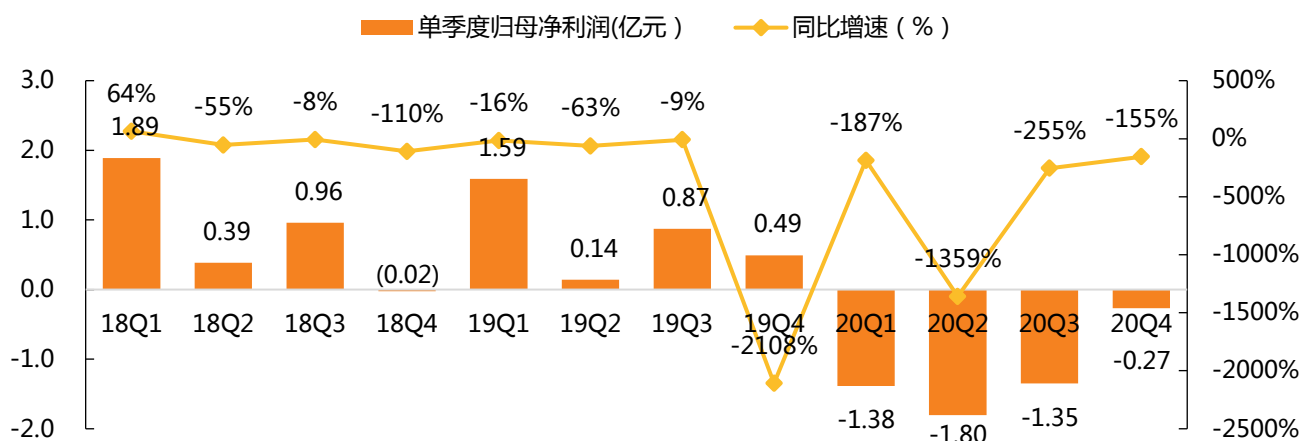
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：横店影视 2018Q1-2020Q4 单季度营业收入（亿元）及同比增速（2020 年单季度为调整后数据）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

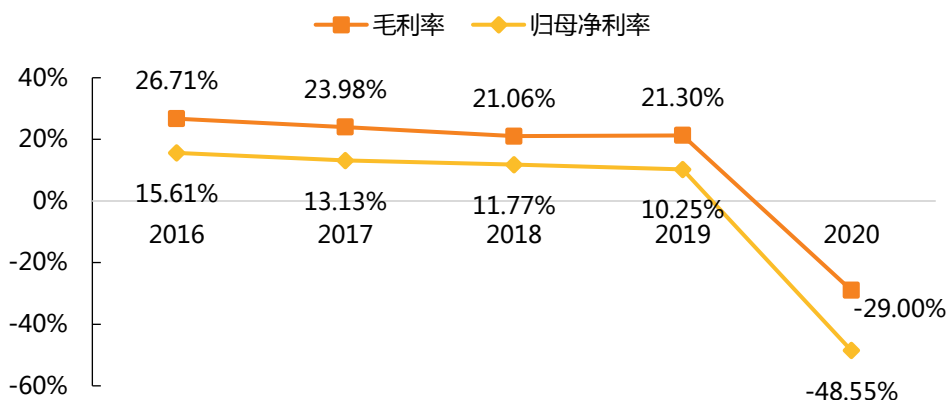
图 4：横店影视 2018Q1-2020Q4 单季度归母净利润（亿元）及同比增速（2020 年单季度为调整后数据）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率、归母净利率方面，公司 20 年整体毛利率-29.00%，归母净利率-48.6%。

图 5：横店影视 2016-2020 年毛利率与归母净利率（2019 年为调整后数据）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业务来看，2020 年公司电影放映业务实现营收 6.95 亿元，同比下降 66.30%，毛利率 -70.97%，同比下降 66.3pct；卖品业务实现营收 0.85 亿元，同比下降 64.80%，毛利率 75.45%，同比下降 1.9pct；广告业务实现营收 4361 万元，同比下降 79.14%，毛利率 99.89%，同比下降 0.06pct；电影放映其他业务实现营收 0.75 亿元，同比下降 63.18%，毛利率 95.91%，同比上升 5.0pct。

影视制作发行业务、院线发行业务分别实现营收 0.48 亿元、0.02 亿元。

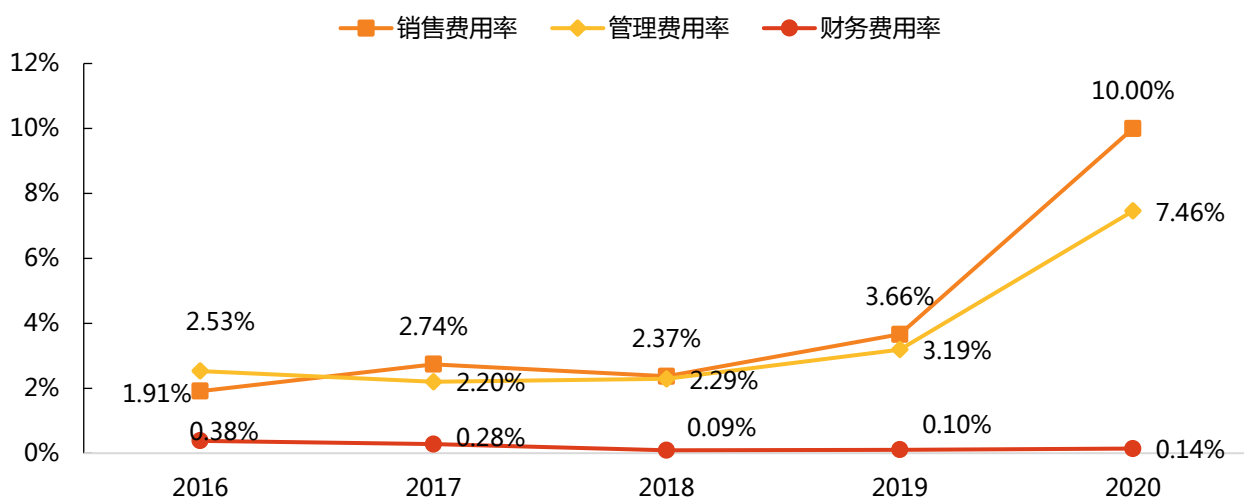
图 6：横店影视分业务营业收入、营业成本、毛利率及变动情况（2019 年为调整后数据）

业务	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率	营业收入同 比增减	营业成本同 比增减	毛利率同比 增减百分点
电影放映业务	6.95	11.88	-70.97%	-66.30%	-44.96%	下降66.28pct
卖品业务	0.85	0.21	75.45%	-64.80%	-61.81%	下降1.93pct
广告业务	0.44	0.00	99.89%	-79.14%	-59.67%	下降0.06pct
院线发行业务	0.02	0.00	-55.72%			
电影放映其他	0.75	0.03	95.91%	-63.18%	-83.41%	提升4.99pct
影视制作发行	0.48	0.62	-28.46%	-60.15%	-19.41%	下降64.94pct

资料来源：公司公告，天风证券研究所

费用方面，2020 年公司销售费用 9899.79 万，同比下降 7.81%，销售费用率 10.00%；管理费用 7385.19 万，同比下降 21.13%，管理费用率 7.5%；财务费用 139.63 万，同比下降 54.31%，财务费用率 0.1%；销售费用和管理费用率提升主要由于 20 年收入下降带来，费用绝对值方面均有下降，费用控制得当。

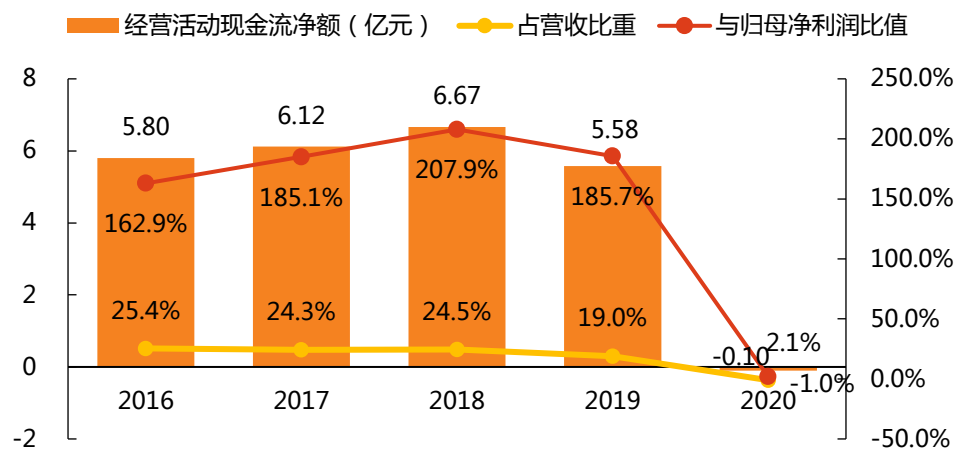
图 7：横店影视 2016-2020 年费用率（2019 年为调整后数据）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

经营活动现金流方面，2020 年经营活动净现金流量-994.21 万元。

图 8：横店影视 2016-2020 年经营性现金流情况（2019 年为调整后数据）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 20 年经营分析

2.1. 院线放映业务

2.1.1. 票房收入

2020 年，公司实现票房收入 8.10 亿元，同比下降 67.61%，其中直营影院票房收入 6.97 亿元，同比下降 67.43%；加盟影院票房收入 1.12 亿元，市场份额为 0.61%。直营影院市场份额为 3.75%，票房收入位列影投公司第 3 位。

观影人次方面，直营影院观影人次 2,179.80 万人次，加盟影院观影人次为 357.70 万人次。

2.1.2. 影院规模

截至 2020 年 12 月 31 日，公司旗下共拥有 456 家已开业影院，银幕 2,831 块；其中直营影院 375 家，银幕 2,363 块，覆盖 28 个省级行政区，其中三四五线城市占比达 70%。

2020 年，在影院规模不断扩大的同时，公司关停低效影院，以提升院线整体经营效率，整体影院规模略有上升。2020 年，公司新开 29 家影院，新增银幕 186 块；公司共关停影院 21 家，银幕数 129 块。

2.2. 内容板块

2020 年 12 月，公司完成外延式并购，影视制作及横店影业成为公司全资子公司，公司产业战略布局实现优化。公司业务范围向影视全产业链转型，形成涵盖影视投资、制作、发行、放映等业务在内的产业闭环，实现“内容+渠道”全方位发展，由院线向电影公司转型升级。

3. 投资建议及风险提示

21 年电影行业取得开门红，元旦档及春节档表现验证对于优秀内容的观影需求毋庸置疑，

同时随着国内疫情防控渐趋平稳，中国电影市场景气度在 21 年有望持续恢复。在供给侧，疫情加速了质变，电影行业有望加速洗牌，更有利于头部公司集中度提升。横店作为市场前三影投公司，尤其在三到五线城市优势明显，内容板块的并入又有助于公司展开全产业链协同。

考虑 21 年全球疫情对海外影片仍有影响，以及公司内容板块合并，我们维持 2021 年业绩预测，上调 2022 年净利润至 4.35 亿元（前值 4.03 亿元），预计 2021-2023 年净利润为 3.77/4.35/4.96 亿元，对应 22-23 年同比增速分别为 15.33%/14.07%，对应 21-23 年 PE 分别为 26.49x/22.97x/20.14x，维持“买入”评级。

风险提示：疫情不确定性；市场竞争加剧；行业监管趋严；优质内容供给波动性及影片票房不确定。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	289.18	581.64	1,870.21	2,070.19	3,664.49
应收票据及应收账款	79.69	37.61	141.53	155.91	161.65
预付账款	30.29	403.43	164.46	192.72	183.09
存货	48.98	110.03	200.88	140.77	218.69
其他	1,180.89	754.39	959.74	835.48	997.30
流动资产合计	1,629.02	1,887.10	3,336.82	3,395.08	5,225.22
长期股权投资	78.02	81.40	81.40	81.40	81.40
固定资产	909.31	810.74	825.85	807.63	739.42
在建工程	50.86	49.60	49.60	49.60	49.60
无形资产	3.05	3.50	7.14	9.13	9.63
其他	780.07	703.70	567.41	415.68	270.88
非流动资产合计	1,821.31	1,648.94	1,531.40	1,363.44	1,150.93
资产总计	3,450.33	3,536.04	4,868.23	4,758.52	6,376.16
短期借款	0.00	240.00	233.01	238.73	220.00
应付票据及应付账款	240.78	284.32	443.73	407.85	474.47
其他	600.95	920.86	1,531.83	777.18	1,853.49
流动负债合计	841.73	1,445.17	2,208.56	1,423.77	2,547.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	221.32	216.02	214.60	217.32	215.98
非流动负债合计	221.32	216.02	214.60	217.32	215.98
负债合计	1,063.05	1,661.20	2,423.17	1,641.08	2,763.94
少数股东权益	0.00	0.00	(1.28)	(2.57)	(3.83)
股本	634.20	634.20	634.20	634.20	634.20
资本公积	573.78	568.56	762.99	1,001.79	1,001.79
留存收益	1,753.08	1,240.65	1,812.14	2,485.81	2,981.84
其他	(573.78)	(568.56)	(762.99)	(1,001.79)	(1,001.79)
股东权益合计	2,387.28	1,874.85	2,445.06	3,117.43	3,612.21
负债和股东权益总	3,450.33	3,536.04	4,868.23	4,758.52	6,376.16

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	309.51	(481.71)	377.06	434.87	496.03
折旧摊销	320.05	342.51	186.25	220.23	250.71
财务费用	0.74	12.03	1.05	0.36	0.38
投资损失	(30.50)	(46.00)	(50.00)	(60.00)	(63.00)
营运资金变动	931.90	577.07	736.05	(488.98)	1,049.65
其它	(951.08)	(413.85)	(1.28)	(1.29)	(1.26)
经营活动现金流	580.63	(9.94)	1,249.14	105.18	1,732.52
资本支出	258.87	83.30	206.42	201.29	184.34
长期投资	30.34	3.38	0.00	0.00	0.00
其他	(664.37)	119.80	(361.42)	(345.29)	(304.34)
投资活动现金流	(375.15)	206.48	(155.00)	(144.00)	(120.00)
债权融资	0.00	240.00	241.05	241.41	223.57
股权融资	7.20	(6.61)	193.38	238.44	(0.38)
其他	(148.90)	(258.79)	(240.00)	(241.05)	(241.41)
筹资活动现金流	(141.69)	(25.40)	194.43	238.80	(18.22)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	63.78	171.14	1,288.57	199.98	1,594.30

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,813.59	989.73	3,224.50	3,569.30	3,810.73
营业成本	2,232.49	1,276.74	2,543.78	2,795.31	2,941.09
营业税金及附加	123.59	25.75	141.64	156.78	167.39
营业费用	100.58	99.00	120.92	132.78	141.76
管理费用	65.04	73.85	77.39	82.09	87.65
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(7.20)	1.40	1.05	0.36	0.38
资产减值损失	0.00	(97.41)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	30.50	46.00	50.00	60.00	63.00
其他	(98.94)	106.70	(142.00)	(162.00)	(171.00)
营业利润	367.53	(542.29)	431.73	503.97	580.47
营业外收入	56.20	77.51	80.00	80.00	80.00
营业外支出	15.01	46.88	42.00	42.00	42.00
利润总额	408.71	(511.67)	469.73	541.97	618.47
所得税	99.20	(29.96)	93.95	108.39	123.69
净利润	309.51	(481.71)	375.78	433.58	494.78
少数股东损益	0.00	(1.19)	(1.28)	(1.29)	(1.26)
归属于母公司净利润	309.51	(480.53)	377.06	434.87	496.03
每股收益(元)	0.49	(0.76)	0.59	0.69	0.78

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	3.27%	-64.82%	225.80%	10.69%	6.76%
营业利润	-4.97%	-247.55%	-179.61%	16.73%	15.18%
归属于母公司净利润	-3.48%	-255.25%	-178.47%	15.33%	14.07%
获利能力					
毛利率	20.65%	-29.00%	21.11%	21.68%	22.82%
净利率	11.00%	-48.55%	11.69%	12.18%	13.02%
ROE	12.97%	-25.63%	15.41%	13.94%	13.72%
ROIC	21.81%	-123.16%	105.07%	-160.42%	124.59%

偿债能力					
资产负债率	30.81%	46.98%	49.78%	34.49%	43.35%
净负债率	-12.11%	-18.22%	-66.63%	-58.66%	-95.26%
流动比率	1.94	1.31	1.51	2.38	2.05
速动比率	1.88	1.23	1.42	2.29	1.96
营运能力					
应收账款周转率	50.56	16.88	36.00	24.00	24.00
存货周转率	61.74	12.45	20.74	20.89	21.20
总资产周转率	0.84	0.28	0.77	0.74	0.68
每股指标(元)					
每股收益	0.49	-0.76	0.59	0.69	0.78
每股经营现金流	0.92	-0.02	1.97	0.17	2.73
每股净资产	3.76	2.96	3.86	4.92	5.70
估值比率					
市盈率	32.27	-20.79	26.49	22.97	20.14
市净率	4.18	5.33	4.08	3.20	2.76
EV/EBITDA	19.87	-68.13	12.63	10.61	7.34
EV/EBIT	30.88	-30.42	18.66	15.66	10.77

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com