

## 产业链整合夯实公司经营韧性

### 投资要点

- **业绩总结：**横店影视发布2021年中报，在行业整体承压的大环境之下，横店影视依旧保持极强的经营韧性：1) 公司实现营业收入14.75亿，同比2020年大幅度提高，比2019年上半年13.86亿的水平提高了约6%；2) 公司实现归母净利润约2亿，同比2020年亏损3亿的水平改善明显，比2019年上半年1.73亿的水平提高了约16%。
- **影院经营韧性凸显。**2021年上半年，横店影视影院经营业务实现收入9.22亿，基本回到了2019年及以前的水平。公司在报告期新开影院19家，新增银幕121块，同时关停影院9家，涉及银幕数53块。截止到2021年上半年，公司旗下影院467家，银幕2903块，其中资产联结型影院385家，银幕2431块。根据猫眼的数据，上半年横店影投旗下影院实现票房9.24亿，占全国250亿票房的3.7%，继续保持全国第三的水平（仅次于万达和大地），票房占比的水平保持在一个相对稳定的状态。
- **内容发力，韧性抗“疫”。**虽然国内疫情已经得到有效的控制，但是仍然有零星的反复，对电影行业的冲击依旧比较明显。在不利的环境之下，横店影视整合优势资产，将横店影业等资产注入上市公司，完成了产业链上下游的整合。上半年，公司参与出品了包括《送你一朵小红花》、《你好，李焕英》、《熊出没·狂野大陆》、《我的姐姐》等影片，同时开始逐步涉猎电视剧、网络大电影等领域，取得了非常良好的市场反馈。上半年，横店影视的影视制作实现收入约2亿，有效的弥补了疫情冲击之下，影院放映业务的压力。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计，横店影视2021-2023年的EPS分别为0.59元、0.74元、0.87元，对应的PE为22倍、17倍、15倍。考虑到国内疫情正在逐步恢复，公司影视制作业务优势明显，后续资产注入预期依旧存在，首次覆盖，给予横店影视“持有”的投资评级。
- **风险提示：**疫情出现反复的风险、影视制作项目不及预期的风险。

| 指标/年度         | 2020A    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|---------------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 989.73   | 3292.95 | 3542.98 | 3904.30 |
| 增长率           | -64.82%  | 232.71% | 7.59%   | 10.20%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | -480.53  | 376.75  | 470.70  | 553.10  |
| 增长率           | -255.25% | 178.40% | 24.94%  | 17.51%  |
| 每股收益EPS(元)    | -0.76    | 0.59    | 0.74    | 0.87    |
| 净资产收益率ROE     | -25.69%  | 16.08%  | 17.19%  | 17.30%  |
| PE            | -17      | 22      | 17      | 15      |
| PB            | 4.35     | 3.47    | 2.97    | 2.55    |

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

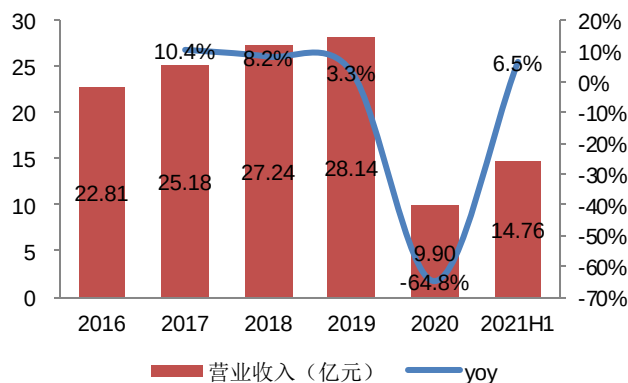
|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股)     | 6.34       |
| 流通A股(亿股)    | 6.34       |
| 52周内股价区间(元) | 12.39-23.4 |
| 总市值(亿元)     | 81.56      |
| 总资产(亿元)     | 59.05      |
| 每股净资产(元)    | 2.65       |

### 相关研究

**公司业绩情况：**2021 年 H1，公司实现营收 14.76 亿元，相较于 2019 年同期的 13.86 亿元上涨 6.5%；归母净利润为 2.01 亿元，较 2019 年同期增长 16.2%。2021 年 H1 公司扭亏为盈得益于新开拓的影视制作发行业务表现优异，公司全资子公司参与出品《你好，李焕英》、《送你一朵小红花》等高票房影片；影视制作参与了献礼剧《大国飞天》的拍摄；孙公司参与出品的电视剧《大宋宫词》、联合摄制的电视剧《白玉思无瑕》开播。

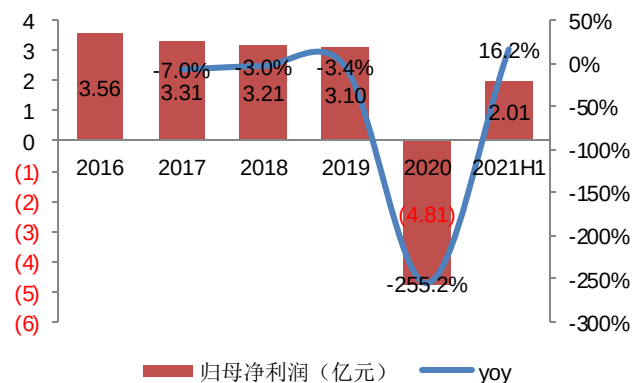
受疫情冲击，2020 年上半年影院处于停摆状态，公司收入骤降，归母净利润首次出现亏损。2020 年公司营收 9.9 亿元，同比下滑 64.8%；归母净利润亏损 4.81 亿元，同比减少 255.2%。

图 1：公司 2016 年以来营收与增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2016 年以来归母净利润变动

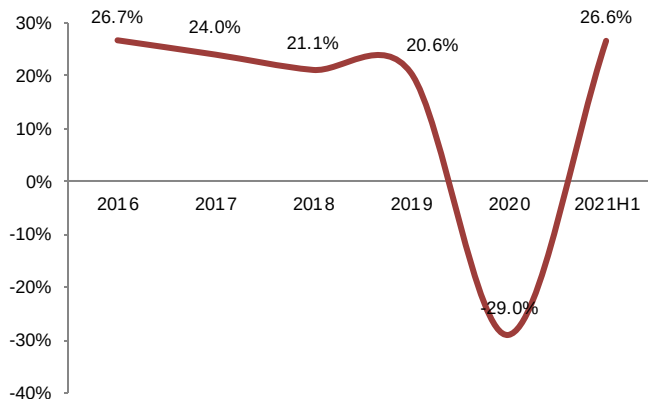


数据来源：公司公告，西南证券整理

**2021H1 毛利率明显改善，销售费用率小幅上升。**2021 年 H1 公司的毛利率为 26.6%，相较于 2019 年同期提升 6.1 个百分点，主要系公司一方面开拓影视制作发行业务扩大营收，另一方面放缓直营影院开设速度，上半年开设 19 家，并关停了 9 家直营影院，实现开源节流，驱动毛利率提升。

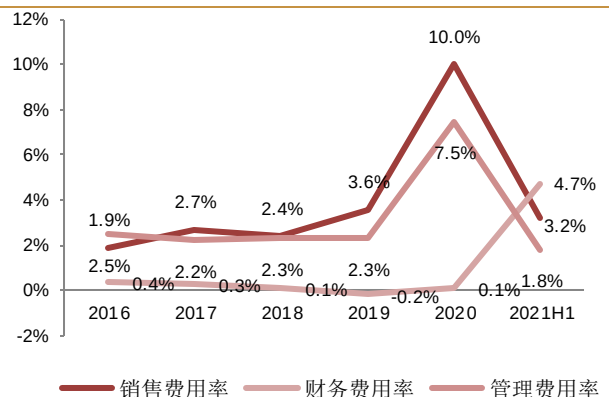
2021H1 销售费用率为 3.2%，比 2019 年同期增加 1.5 个百分点，大概率由于公司疫情恢复后增加市场营销活动，吸引观众线下观影，或用于影视内容发行。同期财务费用率迅速提升主要系公司执行新租赁准则后，租赁利息费用增加所致。

图 3：公司 2016 年以来毛利率变动情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2016 年以来三费率变动情况

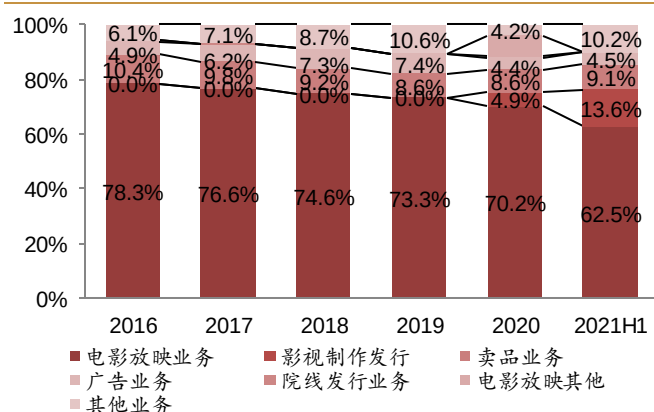


数据来源：公司公告，西南证券整理

**主营业务结构：**横店影业以电影放映及其衍生业务为营收主力，同时布局影视投资、制作和发行。2021H1 电影放映收入 9.22 亿元，占总营收的比例 62.5%；影视制作和发行业务收入 2.01 亿元，占比 13.6%；电影放映衍生的卖品业务，即在影院销售饮料、零食、电影衍生品等卖品，所占比例为 9.1%；影片映前广告和影院阵地广告的收入占比为 4.5%；代理、娱乐服务等其他业务占比 10.2%。

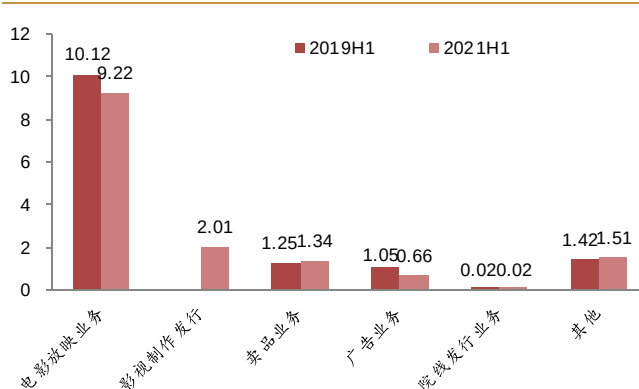
2021H1 与 2019 年同期相比，影视制作发行业务迅速崛起，但主业电影放映尚未回归正常收入水平。2020 年 12 月公司通过股权收购实现向上游内容制作和发行拓展，该业务在 2021 年 H1 迅速成为公司第二大营收来源。而电影放映业务受影片数量减少影响，仅恢复到 2019 年同期收入的九成，与国内票房总收入的变化趋势几乎一致。

**图 5：2016 年以来公司主营业务营收占比**



数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 6：2019H1 和 2021H1 各业务营收**



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 关键假设：

- 假设 1：预计未来三年电影行业的增长维持在 5% 左右水平；
- 假设 2：公司影院放映业务继续呈现小幅度亏损，毛利为负 3% 左右浮动；
- 假设 3：公司卖品业务维持在 80% 的毛利水平，广告业务继续维持 99% 以上毛利；
- 假设 4：其他业务保持过去的平均水平。

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元 |     | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|--------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 电影放映业务 | 收入  | 694.73 | 2123.4 | 2293.3 | 2522.6 |
|        | 增速  | -66.3% | 205.6% | 8.0%   | 10.0%  |
|        | 毛利率 | -71.0% | -3.5%  | -3.0%  | -2.0%  |
| 影视制作发行 | 收入  | 47.97  | 365.0  | 383.3  | 440.7  |
|        | 增速  |        | 660.9% | 25.0%  | 15.0%  |
|        | 毛利率 | -28.5% | 20.0%  | 25.0%  | 30.0%  |
| 卖品销售   | 收入  | 85.24  | 266.4  | 301.0  | 346.1  |
|        | 增速  | -64.8% | 212.5% | 13.0%  | 15.0%  |
|        | 毛利率 | 75.5%  | 75.0%  | 80.0%  | 80.0%  |
| 广告业务   | 收入  | 43.61  | 215.3  | 221.8  | 228.5  |

| 单位：百万元 |     | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|--------|-----|--------|--------|--------|--------|
|        | 增速  |        | 393.8% | 3.0%   | 3.0%   |
|        | 毛利率 | 99.9%  | 99.9%  | 99.9%  | 99.9%  |
| 院线发行收入 | 收入  | 1.69   | 4.4    | 4.8    | 5.3    |
|        | 增速  | -55.9% | 159.5% | 10.0%  | 10.0%  |
|        | 毛利率 | 100%   | 100%   | 100%   | 100%   |
| 其他主营业务 | 收入  | 74.72  | 209.0  | 219.5  | 230.5  |
|        | 增速  |        | 180%   | 5%     | 5%     |
|        | 毛利率 | 96%    | 95%    | 95%    | 95%    |
| 其他     | 收入  | 41.75  | 109.4  | 119.3  | 130.6  |
|        | 增速  | -56%   | 162%   | 9%     | 9%     |
|        | 毛利率 | 92%    | 99%    | 99%    | 99%    |
| 合计     | 收入  | 989.7  | 3292.9 | 3543.0 | 3904.3 |
|        | 增速  | -64.8% | 232.7% | 7.6%   | 10.2%  |
|        | 毛利率 | -29.0% | 22.0%  | 23.2%  | 24.1%  |

数据来源：Wind，西南证券

我们预计，横店影视 2021-2023 年的归母净利润分别为 3.8/4.7/5.5 亿元，对应的 PE 为 22 倍、17 倍、15 倍。考虑到国内疫情正在逐步恢复，公司影视制作业务优势明显，后续资产注入预期依旧存在，首次覆盖，给予横店影视“持有”的投资评级。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   | 现金流量表 (百万元)       | 2020A    | 2021E    | 2022E   | 2023E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|-------------------|----------|----------|---------|---------|
| 营业收入          | 989.73  | 3292.95 | 3542.98 | 3904.30 | 净利润               | -481.71  | 377.68   | 471.86  | 554.46  |
| 营业成本          | 1276.74 | 2568.10 | 2722.13 | 2963.89 | 折旧与摊销             | 342.51   | 139.99   | 139.99  | 139.99  |
| 营业税金及附加       | 25.75   | 127.77  | 125.40  | 136.52  | 财务费用              | 1.40     | 5.49     | 6.13    | 6.80    |
| 销售费用          | 99.00   | 148.51  | 149.51  | 156.56  | 资产减值损失            | -97.41   | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 管理费用          | 73.85   | 115.58  | 115.15  | 126.50  | 经营营运资本变动          | -35.00   | -1006.42 | -147.27 | -47.64  |
| 财务费用          | 1.40    | 5.49    | 6.13    | 6.80    | 其他                | 260.26   | -76.07   | -78.11  | -18.19  |
| 资产减值损失        | -97.41  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>经营活动现金流净额</b>  | -9.94    | -559.33  | 392.60  | 635.42  |
| 投资收益          | 46.00   | 39.53   | 43.57   | 41.55   | 资本支出              | 113.49   | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 公允价值变动损益      | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 其他                | 93.00    | 39.53    | 43.57   | 41.55   |
| 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>  | 206.48   | 39.53    | 43.57   | 41.55   |
| <b>营业利润</b>   | -542.29 | 367.03  | 468.23  | 555.58  | 短期借款              | 240.00   | 176.84   | -329.68 | -87.16  |
| 其他非经营损益       | 30.62   | 34.14   | 32.97   | 33.36   | 长期借款              | 0.00     | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| <b>利润总额</b>   | -511.67 | 401.17  | 501.20  | 588.94  | 股权融资              | -5.22    | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 所得税           | -29.96  | 23.49   | 29.35   | 34.48   | 支付股利              | -108.45  | 96.11    | -75.35  | -94.14  |
| 净利润           | -481.71 | 377.68  | 471.86  | 554.46  | 其他                | -151.74  | -5.49    | -6.13   | -6.80   |
| 少数股东损益        | -1.19   | 0.93    | 1.16    | 1.36    | <b>筹资活动现金流净额</b>  | -25.40   | 267.45   | -411.17 | -188.10 |
| 归属母公司股东净利润    | -480.53 | 376.75  | 470.70  | 553.10  | <b>现金流量净额</b>     | 171.14   | -252.34  | 25.00   | 488.87  |
|               |         |         |         |         |                   |          |          |         |         |
| 资产负债表 (百万元)   | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   | 财务分析指标            | 2020A    | 2021E    | 2022E   | 2023E   |
| 货币资金          | 581.64  | 329.29  | 354.30  | 843.17  | <b>成长能力</b>       |          |          |         |         |
| 应收和预付款项       | 584.97  | 992.45  | 1183.18 | 1276.14 | 销售收入增长率           | -64.82%  | 232.71%  | 7.59%   | 10.20%  |
| 存货            | 110.03  | 331.77  | 388.40  | 399.72  | 营业利润增长率           | -247.55% | 167.68%  | 27.57%  | 18.66%  |
| 其他流动资产        | 610.46  | 867.50  | 895.41  | 935.73  | 净利润增长率            | -255.64% | 178.40%  | 24.94%  | 17.51%  |
| 长期股权投资        | 81.40   | 81.40   | 81.40   | 81.40   | EBITDA 增长率        | -129.16% | 358.34%  | 19.87%  | 14.33%  |
| 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     | 860.34  | 780.21  | 700.07  | 619.93  | 毛利率               | -29.00%  | 22.01%   | 23.17%  | 24.09%  |
| 无形资产和开发支出     | 3.50    | 2.98    | 2.46    | 1.93    | 三费率               | 17.61%   | 8.19%    | 7.64%   | 7.42%   |
| 其他非流动资产       | 703.70  | 644.37  | 585.04  | 525.71  | 净利率               | -48.67%  | 11.47%   | 13.32%  | 14.20%  |
| <b>资产总计</b>   | 3536.04 | 4029.98 | 4190.26 | 4683.74 | ROE               | -25.69%  | 16.08%   | 17.19%  | 17.30%  |
| 短期借款          | 240.00  | 416.84  | 87.16   | 0.00    | ROA               | -13.62%  | 9.37%    | 11.26%  | 11.84%  |
| 应付和预收款项       | 409.84  | 688.66  | 760.54  | 846.97  | ROIC              | -46.07%  | 22.82%   | 20.34%  | 23.54%  |
| 长期借款          | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | EBITDA/销售收入       | -20.04%  | 15.56%   | 17.34%  | 17.99%  |
| 其他负债          | 1011.36 | 575.85  | 597.43  | 631.30  | <b>营运能力</b>       |          |          |         |         |
| <b>负债合计</b>   | 1661.20 | 1681.35 | 1445.12 | 1478.28 | 总资产周转率            | 0.28     | 0.87     | 0.86    | 0.88    |
| 股本            | 634.20  | 634.20  | 634.20  | 634.20  | 固定资产周转率           | 1.15     | 4.27     | 5.13    | 6.40    |
| 资本公积          | 568.56  | 416.26  | 416.26  | 416.26  | 应收账款周转率           | 16.88    | 47.85    | 32.89   | 32.10   |
| 留存收益          | 672.08  | 1144.94 | 1540.29 | 1999.25 | 存货周转率             | 11.00    | 9.31     | 7.18    | 7.27    |
| 归属母公司股东权益     | 1874.85 | 2347.70 | 2743.05 | 3202.01 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 118.84%  | —        | —       | —       |
| 少数股东权益        | 0.00    | 0.93    | 2.09    | 3.45    | <b>资本结构</b>       |          |          |         |         |
| <b>股东权益合计</b> | 1874.85 | 2348.63 | 2745.14 | 3205.46 | 资产负债率             | 46.98%   | 41.72%   | 34.49%  | 31.56%  |
| 负债和股东权益合计     | 3536.04 | 4029.98 | 4190.26 | 4683.74 | 带息债务/总负债          | 14.45%   | 24.79%   | 6.03%   | 0.00%   |
|               |         |         |         |         | 流动比率              | 1.31     | 1.72     | 2.30    | 2.74    |
|               |         |         |         |         | 速动比率              | 1.23     | 1.49     | 1.98    | 2.42    |
|               |         |         |         |         | 股利支付率             | -22.57%  | -25.51%  | 16.01%  | 17.02%  |
| 业绩和估值指标       | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   | <b>每股指标</b>       |          |          |         |         |
| EBITDA        | -198.39 | 512.51  | 614.36  | 702.37  | 每股收益              | -0.76    | 0.59     | 0.74    | 0.87    |
| PE            | -16.97  | 21.65   | 17.33   | 14.75   | 每股净资产             | 2.96     | 3.70     | 4.33    | 5.05    |
| PB            | 4.35    | 3.47    | 2.97    | 2.55    | 每股经营现金            | -0.02    | -0.88    | 0.62    | 1.00    |
| PS            | 8.24    | 2.48    | 2.30    | 2.09    | 每股股利              | 0.17     | -0.15    | 0.12    | 0.15    |
| EV/EBITDA     | -36.31  | 18.71   | 15.03   | 12.33   |                   |          |          |         |         |
| 股息率           | 1.33%   | —       | 0.92%   | 1.15%   |                   |          |          |         |         |

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  
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      |
|    | 张方毅 | 高级销售经理  | 021-68413959 | 15821376156 | zfy@swsc.com.cn      |
|    | 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      |
|    | 陈慧琳 | 销售经理    | 18523487775  | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn     |
|    | 王昕宇 | 销售经理    | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
| 北京 | 李杨  | 地区销售总监  | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 地区销售副总监 | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 彭博  | 销售经理    | 13391699339  | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn     |
|    | 陈含月 | 销售经理    | 13021201616  | 13021201616 | chhy@swsc.com.cn     |
|    | 王兴  | 销售经理    | 13167383522  | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn    |
|    | 来趣儿 | 销售经理    | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
| 广深 | 林芷琬 | 高级销售经理  | 15012585122  | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn    |
|    | 陈慧玲 | 高级销售经理  | 18500709330  | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 销售经理    | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 杨新意 | 销售经理    | 17628609919  | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      |