

## 业绩呈复苏态势，关注发行业务进展

### 投资要点

- **业绩总结:** 上海电影发布2021年半年度报告,根据公告内容:公司在2021上半年实现收入3.9亿元,同比增长583.8%;归母净利润3333.8万元,扣非净利润2723.5万元,同比均实现扭亏。
- **电影发行业务实现快速增长。**2021H1,公司电影发行业务实现收入2030.5万,同比20H1增长640.8%,同比19H1增长180.6%。公司参与发行期内上映影片4部,相关影片累计实现院线票房13.44亿元(含服务费),占同期票房总额的4.88%。下半年《大城大楼》已上映,《天书奇谭》、《第八个嫌疑人》等项目正在筹备中,下半年发行业务有望保持较高增速。
- **存量竞争中,影院管理进入精细化运营时代。**一方面,公司通过大数据排片和统筹管理等方式提升影院的经营坪效;另一方面,公司创新“影院+”模式,尝试将脱口秀、剧本杀等项目与影院融合,增加新消费场景,提升用户的影院粘性。截至21H1末,公司共拥有已开业资产联结影院93家,其中正常营业的直营影院54家,银幕总数共计387块。上半年,公司累计实现票房收入2.65亿元(不含服务费),市场占有率为1.06%;“SFC上影影城”累计实现观影人次586.5万,同比增长910.5%,较2019年同期下降34.3%。2021H1,公司电影放映及其他业务实现收入3.58亿,同比20H1增长663.8%,19H1减少27.9%。
- **电影院线业务呈现复苏态势,逐渐接近正常时期水平。**公司联和院线旗下影院数量不断增加,截至21H1末,联和院线旗下加盟影院总数为704家,银幕总数为4506块;新增加盟影院56家,共计银幕385块。累计票房和观影人数在后疫情时代有所复苏,与正常时期的差距逐渐缩小。2021H1,公司联和院线累计票房同比20年上升1228.7%至18.7亿元(不含服务费),较19H1下降20.5%,市场占有率为7.4%,领先行业;上半年度累计观影人次同比增长1033.7%至4570万,较19H1下降24.9%。收入呈现同样规律,公司电影院线业务实现收入1278.2万,同比20H1增长68.8%,19年同期为4295.1万。
- **盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年EPS分别为0.18元、0.38元、0.58元,对应的PE分别为56倍、27倍、17倍。公司拥有“专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营”的完整电影发行放映产业链,建议关注后疫情时代公司业绩复苏,首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 疫情反复超预期的风险;院线竞争加剧的风险;市场增速放缓风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	309.30	843.07	1038.92	1228.36
增长率	-72.05%	172.57%	23.23%	18.23%
归属母公司净利润(百万元)	-431.22	81.52	170.26	261.73
增长率	-414.44%	118.90%	108.86%	53.72%
每股收益EPS(元)	-0.96	0.18	0.38	0.58
净资产收益率ROE	-23.35%	4.55%	8.74%	12.01%
PE	-10	56	27	17
PB	2.24	2.32	2.15	1.94

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

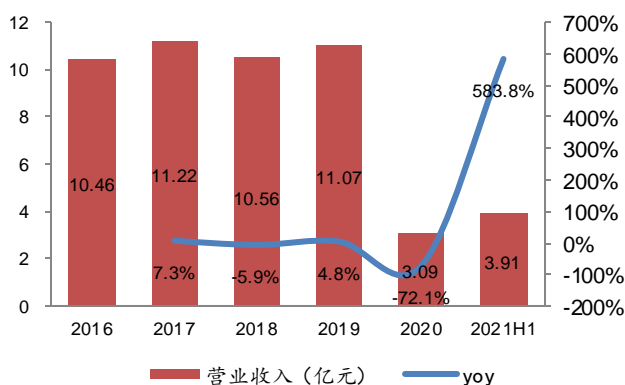
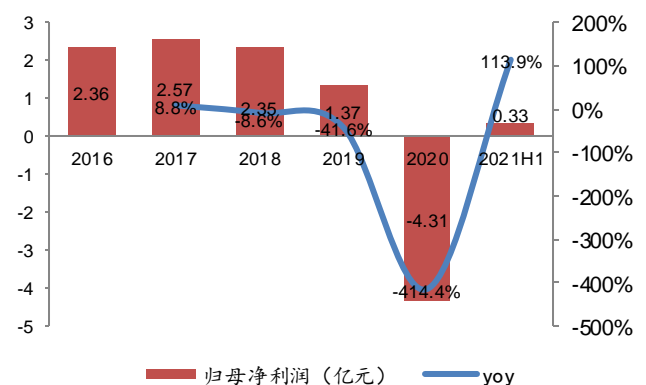
### 基础数据

总股本(亿股)	4.48
流通A股(亿股)	4.48
52周内股价区间(元)	9.45-15.69
总市值(亿元)	45.27
总资产(亿元)	39.26
每股净资产(元)	4.29

### 相关研究

**公司业绩情况：**2021 年 H1 公司实现营收 3.91 亿元，比 2020 年同期增长 583.8%，比 2019 年同期下降 28.5%，2016-2019 年营收 CARG 为 1.9%。21H1 国内疫情趋稳，电影市场逐渐恢复，带动收入反弹，但由于影片上新不足，导致营收尚未恢复至 19H1 的正常水平。16-19 年营收整体平稳，小幅提升，受整体电影行业增速影响，公司主业电影放映的收入增长放缓。

21H1 归母净利润为 0.33 亿元，较 20H1 增长 113.9%，较 19H1 下降 51.2%，2016-2019 年归母净利润 CAGR 为 -16.6%。19 年归母净利润下降主要系公司影院新设、改造，技术装备升级等成本投入推高营业成本，叠加观影人次同比下滑 4.2%，收入增长放缓，毛利走低所致。

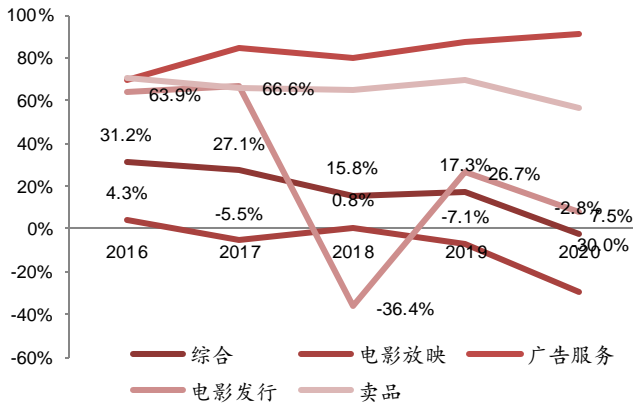
**图 1：公司 2016 年以来营收与增速**

**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

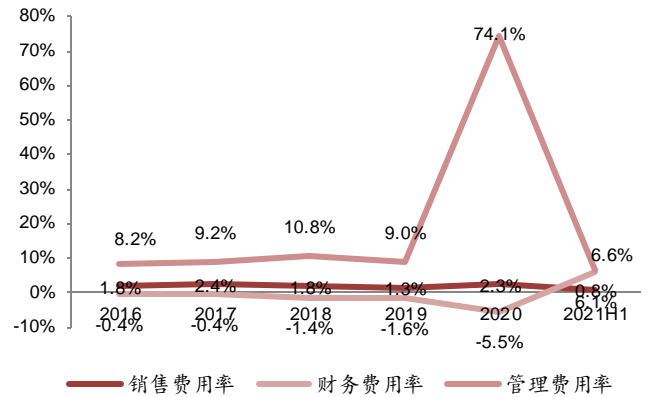
数据来源：公司公告，西南证券整理

**综合毛利率下降，费用率稳中有降。**2019 年毛利率为 17.3%，比 2016 年减少 13.9 个百分点，主要系公司业务结构调整，以及发行、放映分业务内部的毛利率下降综合所致。一方面，毛利率较低的放映业务占总营收的比例提升 10.8 个百分点，拉低综合毛利率水平，而毛利的主要驱动业务广告 (62.5%) 和卖品 (26.6%) 的营收贡献未见明显增长；另一方面，分业务内部看，放映和发行两大主业的毛利率均有下滑。其中，放映业务由于成本增速明显快于收入增速，毛利率从 2016 年的 4.3% 下降至 2019 年的 -7.1%；发行业务在经过 18 年较大规模的人员调整后，彼时处于业务探索和优化期，毛利率尚未恢复至 2016 年高位。

费用率方面，21H1 管理费用率为 6.6%，较 19 年同期下降 1.5 个百分点，主要系费用控制加强，人力成本、租金物业有较大幅度下降。而 20 年管理费用率激增源于费用口径调整。公司在疫情停业期间，将相关的租金物业、折旧摊销和人工成本从营业成本重分类至管理费用，导致管理费用同比增长 129.7%，管理费用率同比上升 65.1 个百分点。上半年销售费用率为 0.8%，较 19 年同期下降 0.5 个百分点，稳中略降。财务费用率由 19H1 的 -1.3% 上升 7.4 个百分点至 21H1 的 6.1%，主要由于公司执行了新租赁准则，财务费用指标下新增增加了租赁负债的利息摊销。

**图 3：公司 2016 年以来毛利率变动情况**


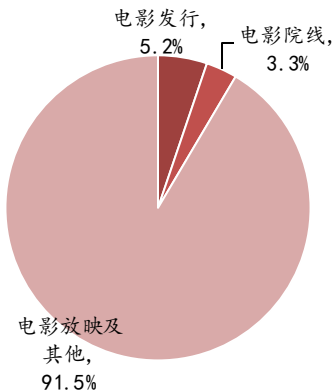
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 4：公司 2016 年以来三费率变动情况**


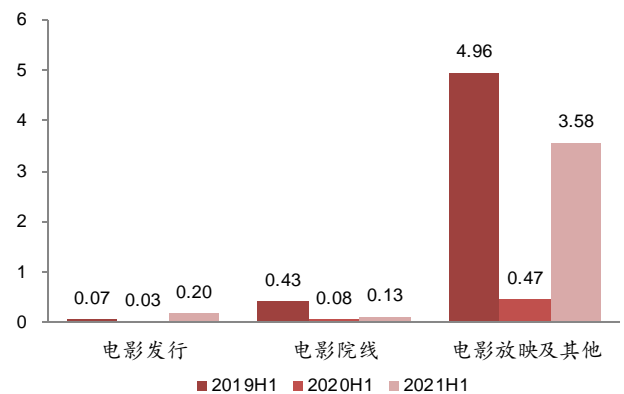
数据来源：公司公告，西南证券整理

**主营业务结构：**公司以电影发行及放映为主营业务。21H1 电影放映及其衍生业务（广告、卖品）占总营收比例 91.5%，为公司营收主力；电影发行占比 5.2%；电影院线占比 3.3%。

2021H1 与 2019 年同期相比，电影发行业务迅速增长。上半年，电影放映及其衍生服务实现营收 3.58 亿元，受全球疫情影响，进口影片大幅减少，收入仅恢复至 2019 年同期的 72.1%。随着新片正常推出，电影放映的收入增速有望回归正常水平。电影发行业务收入包括参与发行影片的票房分账，以及影片版权代理及销售收入，上半年营收 0.20 亿元，较 2019 年同期大幅增长 180.6%。电影院线收入 0.13 亿元，比 19 年同期下降 70.2%。

**图 5：2021H1 年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、2020H1 和 2021H1 各业务营收（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 关键假设：

假设 1：随着疫情防控常态化和线下活动恢复，预期公司电影放映业务收入水平将逐步修复至疫情前水平，2021-2023 营收增速分别为 180%、20%、15%。

假设 2：电影院线业务将维持较高毛利率，2021-2023 年毛利率分别为 93.7%、93.7% 和 94.5%。

假设 3：预计 2021-2023 年电影发行业务营收增速为 170%、70%、50%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 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		2020A	2021E	2022E	2023E
电影放映及其他	收入	275.5	771.5	925.8	1064.7
	增速	-72.5%	180.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	-9.8%	20.0%	25.0%	30.0%
电影院线	收入	17.8	28.5	39.9	53.9
	增速	-66.1%	60.0%	40.0%	35.0%
	毛利率	96.0%	93.7%	93.7%	94.5%
电影发行	收入	16.0	43.1	73.2	109.8
	增速	-69.7%	170.0%	70.0%	50.0%
	毛利率	7.6%	30.0%	35.0%	40.0%
合计	收入	309.30	843.07	1038.92	1228.36
	增速	-72.0%	172.6%	23.2%	18.2%
	毛利率	-2.8%	23.0%	28.3%	33.7%

数据来源：Wind，西南证券

### 相对估值

预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.18 元、0.38 元、0.58 元，对应的 PE 分别为 56 倍、27 倍、17 倍。我们选取 A 股电影院线上市的标的中国电影、万达电影、横店影视作为可比公司，21 年平均 PE 为 22.1 倍。公司拥有“专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营”的完整电影发行放映产业链，建议关注后疫情时代公司业绩复苏，首次覆盖给予“持有”评级。

**表 2：可比公司估值情况**

证券代码	证券名称	最新收盘价	PE		
			2021E	2022E	2023E
600977.SH	中国电影	11.80	22.0	18.7	17.0
002739.SZ	万达电影	13.74	19.9	15.8	13.2
603103.SH	横店影视	13.15	24.4	19.6	16.6
均值			22.1	18.0	15.6

数据来源：wind，西南证券整理（数据截至 2021 年 8 月 27 日）

**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	309.30	843.07	1038.92	1228.36	净利润	-472.51	89.33	186.56	286.79
营业成本	318.00	649.13	744.44	814.13	折旧与摊销	108.42	49.93	49.93	49.93
营业税金及附加	1.15	5.21	6.10	6.46	财务费用	-17.23	25.29	-5.93	-6.05
销售费用	7.41	15.47	19.03	24.82	资产减值损失	-167.08	0.00	0.00	0.00
管理费用	228.68	75.88	83.11	85.99	经营营运资本变动	-181.03	-134.54	-101.02	-131.93
财务费用	-17.23	25.29	-5.93	-6.05	其他	334.65	6.29	48.19	33.37
资产减值损失	-167.08	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-394.78</b>	<b>36.30</b>	<b>177.73</b>	<b>232.10</b>
投资收益	26.23	35.82	31.02	33.42	资本支出	113.72	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-5.36	0.00	0.00	0.00	其他	547.55	39.23	31.02	33.42
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>661.26</b>	<b>39.23</b>	<b>31.02</b>	<b>33.42</b>
<b>营业利润</b>	<b>-453.21</b>	<b>107.91</b>	<b>223.19</b>	<b>336.44</b>	短期借款	10.20	-57.76	0.00	0.00
其他非经营损益	-49.43	-8.26	-18.38	-19.92	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-502.65</b>	<b>99.65</b>	<b>204.81</b>	<b>316.53</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-30.13	10.33	18.25	29.73	支付股利	-42.21	86.24	-16.30	-34.05
净利润	-472.51	89.33	186.56	286.79	其他	-4.21	-270.88	5.93	6.05
少数股东损益	-41.29	7.81	16.30	25.06	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-36.21</b>	<b>-242.39</b>	<b>-10.37</b>	<b>-28.00</b>
归属母公司股东净利润	-431.22	81.52	170.26	261.73	<b>现金流量净额</b>	<b>230.24</b>	<b>-166.87</b>	<b>198.38</b>	<b>237.52</b>
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	1348.81	1181.94	1380.32	1617.84	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	299.13	542.14	718.97	880.26	销售收入增长率	-72.05%	172.57%	23.23%	18.23%
存货	4.74	9.68	11.10	12.13	营业利润增长率	-384.30%	123.81%	106.83%	50.74%
其他流动资产	48.31	102.39	123.49	143.89	净利润增长率	-471.61%	118.90%	108.86%	53.72%
长期股权投资	163.30	163.30	163.30	163.30	EBITDA 增长率	-241.96%	150.58%	45.90%	42.34%
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	153.21	128.67	104.14	79.60	毛利率	-2.81%	23.00%	28.34%	33.72%
无形资产和开发支出	59.27	53.31	47.35	41.39	三费率	70.76%	13.83%	9.26%	8.53%
其他非流动资产	761.66	742.23	722.80	703.38	净利率	-152.77%	10.60%	17.96%	23.35%
<b>资产总计</b>	<b>2838.43</b>	<b>2923.66</b>	<b>3271.46</b>	<b>3641.79</b>	ROE	-23.35%	4.55%	8.74%	12.01%
短期借款	57.76	0.00	0.00	0.00	ROA	-16.65%	3.06%	5.70%	7.88%
应付和预收款项	387.92	594.31	731.99	820.42	ROIC	-863.72%	138.15%	132.36%	164.69%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-117.05%	21.72%	25.72%	30.96%
其他负债	369.08	364.79	404.66	433.81	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>814.76</b>	<b>959.10</b>	<b>1136.65</b>	<b>1254.24</b>	总资产周转率	0.10	0.29	0.34	0.36
股本	448.20	448.20	448.20	448.20	固定资产周转率	1.58	5.99	8.95	13.41
资本公积	754.88	754.88	754.88	754.88	应收账款周转率	1.09	2.02	1.69	1.54
留存收益	581.58	749.34	903.30	1130.97	存货周转率	68.13	90.06	71.68	70.09
归属母公司股东权益	2019.34	1952.42	2106.38	2334.05	销售商品提供劳务收到现金营业收入	264.20%	—	—	—
少数股东权益	4.33	12.14	28.44	53.50	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2023.67</b>	<b>1964.56</b>	<b>2134.82</b>	<b>2387.56</b>	资产负债率	28.70%	32.80%	34.74%	34.44%
负债和股东权益合计	2838.43	2923.66	3271.46	3641.79	带息债务/总负债	7.09%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.36	2.12	2.14	2.29
					速动比率	2.35	2.11	2.13	2.28
					股利支付率	-9.79%	-105.80%	9.58%	13.01%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-0.96	0.18	0.38	0.58
					每股净资产	4.51	4.36	4.70	5.21
					每股经营现金	-0.88	0.08	0.40	0.52
					每股股利	0.09	-0.19	0.04	0.08
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	-362.02	183.13	267.19	380.32					
PE	-10.50	55.53	26.59	17.30					
PB	2.24	2.32	2.15	1.94					
PS	14.64	5.37	4.36	3.69					
EV/EBITDA	-7.37	15.10	9.61	6.13					
股息率	0.93%	—	0.36%	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
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@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	林芷璇	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	yyx@swsc.com.cn