

电影行业

报告日期: 2022 年 7 月 9 日

横店拟收购星轶影城，行业龙头市占率提升

——电影行业跟踪点评

✎ 分析师: 姚天航 执业证书编号: S1230522010001
 ☎ 联系人: 姚天航
 ✉ 邮件: yaotianhang@stocke.com.cn

行业评级

看好

上次评级

看好

报告导读

2022 年 7 月 5 日晚 11 点,横店影视发布筹划重大资产重组公告。公司及其关联方拟联合第三方通过支付现金的方式收购上海星轶 100% 的股权,其中上市公司拟收购约 70%,公司关联方及第三方拟收购约 30%。目标公司全部股权的交易价格不低于 30 亿元。

投资要点

❑ 星轶影城为地产商新城集团旗下高端院线,近年来上升态势迅猛

星轶影城始于 2016 年 10 月,截至 2021 年 12 月 31 日,旗下共有影院 128 家,已覆盖全国城市 90+。截至 2022 年 7 月 6 日,本年度分账票房位于全国影投第六位,达 3.34 亿元,次于第一位万达 25.28 亿、第二位大地 6.17 亿、第三位横店 5.81 亿、第四位 CGV 3.80 亿、第五位金逸 3.63 亿。

❑ 若本次交易顺利完成,横店将超越大地成为国内第二大院线

本次并购估值并不贵,我们以上市院线金逸作为对比,2022 年星轶影城票房 3.31 亿元,金逸影城票房 3.60 亿元,业绩相仿,而目前金逸影视市值 30 亿元,本次交易金额预计不少于 30 亿元,考虑到星轶影城高端定位以及增长态势,故我们认为本次交易估值合理。

❑ 本次交易是疫情倒逼行业龙头集中度提升出现的实质性一步

自 2016 年后,虽然国内票房增速放缓,单银幕产出持续下滑,但一级市场并购估值并未明显下调,如 2017 年大地院线以 32.86 亿元收购橙天嘉禾影城 76 家,此后鲜有院线行业大型并购案例出现,主要原因还是估值过高。我们认为,在疫情的影响下,院线行业出清与集中度提升加速,并购相对于自建的性价比凸显,集中度提升的进程仍将继续。

❑ 我们认为,目前院线标的估值底部已经确认

国内市场估值:目前国内优质院线在一级市场估值 PS3-4 倍,一般院线 PS2 倍,考虑到院线平均 12% 净利率,相当于 PE17-30 倍,二级市场标的若按照正常年份净利润预计,上市龙头院线公司一二级市场估值相仿。

海外市场估值:海外各大龙头院线历史估值中枢区间 PE 25x-30x。全球 TOP1 连锁院线 AMC PE 29.27x,全球 TOP2 连锁院线 Cineworld PE 24.52x,北美地区第三大院线 Cinemark PE 19.29x,韩国最大、全球第六院线 CJ CGV PE 29.83x,加拿大龙头院线 Cineplex PE 46.12x。国内院线龙头相较于海外龙头估值仍有提升空间。

从海外院线市场历史变革来看,龙头市占率提升往往伴随着估值的提升,结合疫后复苏以及影片供给逐渐恢复的背景,我们建议关注龙头院线标的横店影视、万达电影。

❑ 风险提示

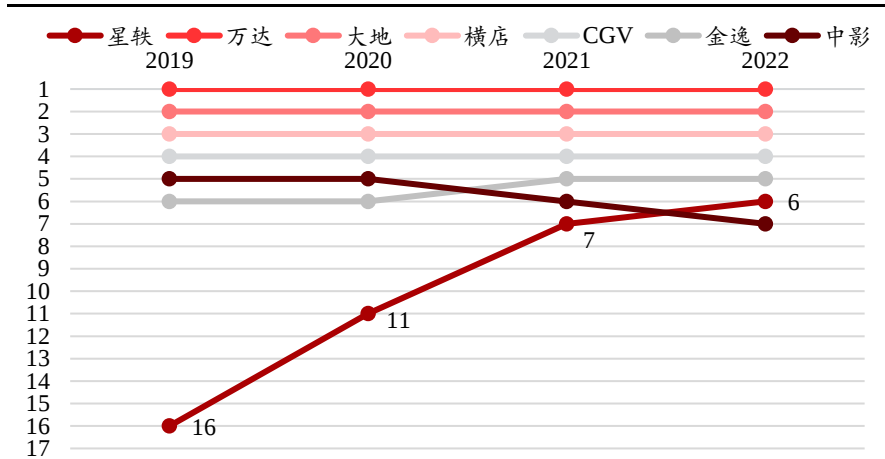
疫情反复风险;收购进程不及预期;业务拓展不及预期。

相关报告

报告撰写人: 姚天航

联系人: 姚天航

图 1：2019 年至今国内影投排名变化（按年度分账票房金额排序）



资料来源：灯塔专业版，浙商证券研究所

图 2：海外龙头院线二级市场估值情况

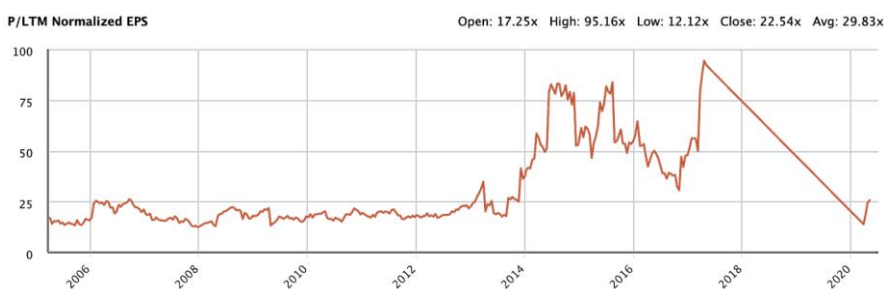
AMC



Cineworld



CJ CGV



Cineplex



资料来源: Capital IQ, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>