

暑期档影院或迎复苏，并购星轶有望提升市占

投资要点

- 推荐逻辑：**1) 疫情复苏，影院回暖，暑期电影储备丰富，共计48部；2) 疫情提升影投行业集中度（2022.3-6月Top5影投票房占比为31.9%， $YoY+2.1pp$ ），公司作为头部公司有望在集中化趋势中受益；3) 公司横向并购影投公司星轶，完成收购后，从影院/银幕/座位数量/票房市占率各个角度，公司均有望超过大地影院（横店/星轶/大地票房市占率分别为4%/2%/4%），成为第二大影投公司。
- 全国疫情形势好转，暑期档电影市场回暖。**各地防疫政策边际放松，影院逐步恢复营业，根据灯塔，截止7月5日，全国营业影院总数为10060家，全国影院营业率为82.9%。供给端来看，暑期档电影储备丰富，共计48部（横店参与出品三部），类型覆盖爱、动作、动画、纪录片、戏曲类等。需求端来看，暑期观影需求旺盛，6月全国票房总计19.2亿元，已基本恢复至去年同期水平。
- 疫情导致影投公司集中度提升。**根据猫眼专业版APP，对比去年3-6月，今年疫情期间，TOP5影投公司集中度更高。从票房占比来看，2021年3-6月头部影投票房占比总计为29.8%，2022年为31.9%，同比增长2.1%。从观影人次占比来看，头部影投3-6月票房占比去年总计为27%，今年为29.2%，增长1.2%。横店作为排名第三的影投公司，有望在行业集中化趋势中受益。
- 横向并购影投公司星轶，有望成为第二大影投公司。**公司拟以不低于30亿的价格现金收购上海星轶100%的股权，根据艺恩数据，截止2022年7月，星轶拥有影院129家，银幕数1025块，座位数17.3万个。2022年至今，星轶影投票房实现3.6亿元，影投排名第6，市占率约2%。公司完成收购后，有望超过大地影院，成为第二大影投公司。星轶定位高端，有望与横店影院形成互补效应。以2022年经营情况来看，星轶影院的平均票价、场均人次和单日单座收益均高于横店院线，横店完成收购后，有望和星轶形成互补效应，扩大用户群体。
- 盈利预测与投资建议：**预计2022-2024年EPS分别为0.21元、0.32元、0.54元，未来三年归母净利润增速为865.1%/52.1%/69.3%。由于疫情复苏叠加公司横向并购影投市占持续提升，给予公司2022年77倍估值，对应目标价16.17元，首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示：**疫情反复、影院复工不及预期的风险；影视制作内容市场反应不及预期的风险；线上流媒体导致影片发行渠道变迁的风险；收购进度不及预期风险。

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)	9.28-15.63
总市值(亿元)	90.94
总资产(亿元)	54.54
每股净资产(元)	2.35

相关研究

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2366.06	2271.18	2877.49	3282.50
增长率	139.06%	-4.01%	26.70%	14.08%
归属母公司净利润(百万元)	13.67	131.91	200.68	339.80
增长率	102.84%	865.11%	52.14%	69.32%
每股收益EPS(元)	0.02	0.21	0.32	0.54
净资产收益率ROE	0.92%	8.14%	11.19%	16.23%
PE	620	64	42	25
PB	5.68	5.23	4.72	4.05

数据来源：Wind, 西南证券

目 录

1 电影院线行业龙头企业，全产业链扩展向内容制作迈进.....	1
2 全国疫情形势好转，暑期电影市场回暖	6
2.1 各地防疫政策边际放松，影院逐步恢复开放.....	6
2.2 影片供给增多，观影需求回暖.....	7
2.3 影投公司集中度上升，三线城市票房降幅最低.....	9
3 并购星轶，互补协同效应强.....	10
4 盈利预测与估值.....	11
4.1 盈利预测.....	11
4.2 相对估值.....	12
5 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 横店集团产业版图及主要子公司.....	2
图 4: 公司 2017 年以来营业收入及增速.....	4
图 5: 公司 2017 年以来归母净利润及增速.....	4
图 6: 公司 2017 年以来院线放映收入及增速.....	4
图 7: 公司主营业务分产品营业收入及占比.....	5
图 8: 公司主营业务分产品毛利率情况.....	5
图 9: 公司 2017 年以来毛利率及净利率.....	5
图 10: 公司 2017 年以来三费情况.....	5
图 11: 2021 年热门城市综合票房（亿元）.....	7
图 12: 全国当日累计营业影院数量（个）.....	7
图 13: 2022 年 3-6 月票房统计（亿元）.....	9
图 14: 热门电影累计想看人数（万人）.....	9
图 15: 2021 年 3-6 月头部影投票房及观影人次占全国的比重.....	9
图 16: 2022 年 3-6 月头部影投票房及观影人次占全国的比重.....	9
图 17: 横店和万达影院城市分布（左边：横店；右边：万达）.....	10
图 18: 按城市分类 3-6 月票房统计（亿元）.....	10
图 19: 2016-2022 星轶影院票房.....	10
图 20: 2016-2022 星轶影院观影人次.....	10

表 目 录

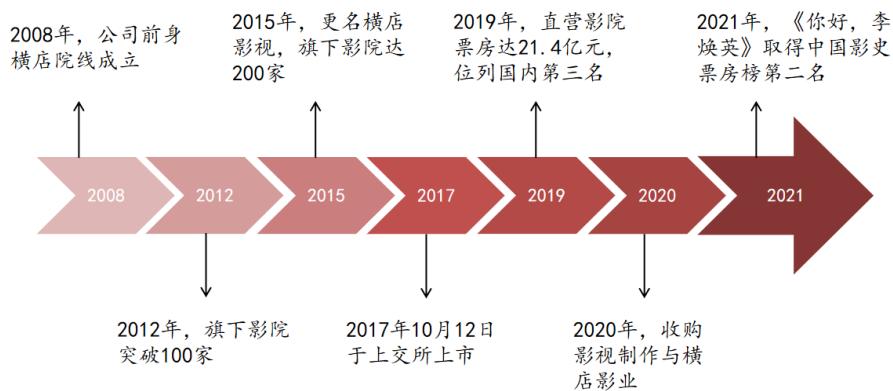
表 1: 公司高管及核心技术人员介绍.....	2
表 2: 公司主营业务介绍.....	3
表 3: 各地影院恢复营业通知汇总.....	6
表 4: 撤档电影恢复定档信息汇总.....	7
表 5: 暑期档电影一览.....	8
表 6: TOP6 影投公司 2022 经营情况.....	11
表 7: 分业务收入及毛利率.....	11
表 8: 可比公司估值.....	12
附表: 财务预测与估值.....	13

1 电影院线行业龙头企业，全产业链扩展向内容制作迈进

横店影视是中国电影院线行业龙头企业，成立于 2008 年 9 月，主营业务为院线发行、电影放映、影视制作及相关衍生业务。公司以资产联结型影院为主要依托，提前布局三四五线城市电影市场，截至 2022Q1，旗下拥有 493 家已开业影院，银幕 3077 块，其中直营影院 412 家。通过收购影视制作和横店影业，形成了涵盖影视投资、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，公司出品的《送你一朵小红花》《你好，李焕英》《熊出没·狂野大陆》《我的姐姐》均取票房、口碑双丰收，《你好，李焕英》更是位列中国影史票房榜第二名，产业链拓展效果初步显现。

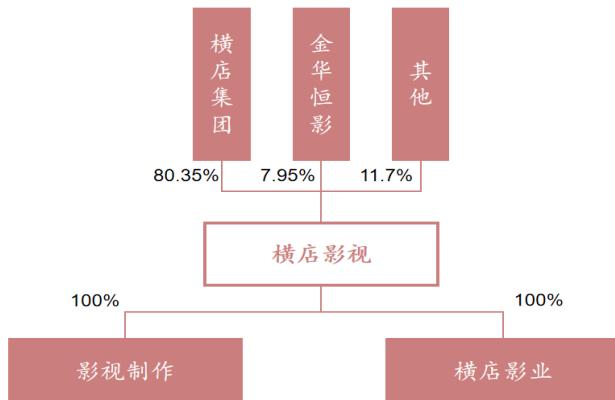
并购重组扩大协同优势，产业布局迈向电影公司。2008 年，公司前身横店院线成立；2012 年，公司旗下影院突破 100 家；2015 年，更名横店影视，旗下影院达 200 家；2017 年 10 月 12 日于上交所上市（证券代码 603103）；2019 年，直营影院票房收入达 21.4 亿元，位列国内影院投资公司第三名；2020 年，收购横店集团旗下的内容资产横店影视制作有限公司与浙江横店影业有限公司，公司业务开始向全产业链扩展。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

第一大股东横店集团稳定控股。横店集团为第一大股东，持有公司约 80.35% 的股份；金华恒影为第二大股东，持有公司约 7.95% 的股份，前两大股东合计持有公司 88.3% 的股份。横店集团 1975 年创立于浙江横店，是中国特大型民营企业，2021 年营业收入 876 亿元，主要从事电气电子、医药健康、影视文旅、现代服务等四大产业产品的研发、生产、销售与服务，旗下拥有 6 家上市公司，业务遍及 150 多个国家和地区。横店集团影视文旅产业板块拥有横店影视城、横店影视剧组服务、横店影视产权交易中心、横店全媒体、横店影视职业学校等全产业链公司，可为横店影视发展提供多方面资源支持。

图 2：公司股权结构


数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 3：横店集团产业版图及主要子公司


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

公司管理及执行团队成员深耕影视行业多年，行业经验丰富。董事长徐天福为浙江省政协委员，在中国电影制片协会、金华市文联、中国电影发行放映协会、中国电影基金会等文化影视产业及公司中具有丰富兼职履历和经验，行业话语权举足轻重，行业资源较为丰富。其他董事及高级管理人员，均拥有丰富行业经验与过往履历，可为公司发展提供坚定支持。

表 1：公司高管及核心技术人员介绍

姓名	职务	过往经历
徐天福	董事长	高级经济师，浙江省政协委员，中宣部文化名家暨“四个一批”人才。2015年6月29日至今，任横店影视股份有限公司董事长，目前兼任横店集团控股有限公司党委副书记兼副总裁、金华市文联副主席、横店影视文化产业集聚区管委会副主任、浙江横店影视产权交易中心有限公司董事长、杭州电影有限公司副董事长、五洲电影发行有限公司董事、中国电影制片协会副会长、中国电影发行放映协会副会长、中国儿童少年电影学会副会长、中国电视艺术家协会理事、中国电影基金会理事、浙江省电影家协会副主席、浙江省电影放映协会会长。

姓名	职务	过往经历
张义兵	总经理	2016年4月28日至今，任横店影视股份有限公司总经理。曾任东阳市建设银行分理处主任，浙江横店影视娱乐有限公司副总经理，横店电影院线有限公司董事，公司及其前身横店电影院线有限公司副总经理。
孔振钢	副总经理，董事会秘书	2021年3月12日至今任横店影视股份有限公司副总经理、董事会秘书，曾任深圳市东方富海投资管理有限公司投资副总监、复星集团矿业资源事业部执行总经理、横店集团控股有限公司股权投资总监、横店资本管理有限公司副总经理。
潘峰	财务总监	曾任浙江横店影视城有限公司下属企业助理会计、财务部经理，横店集团控股有限公司总裁办高级主管，横店电影院线有限公司办公室主任，横店影视股份有限公司董事会秘书、财务部部长。
厉国平	监事会主席，监事	现任横店集团得邦照明股份有限公司监事会主席；横店集团控股有限公司副总裁兼法纪总监、审计总监；普洛药业股份有限公司监事会主席；横店集团东磁股份有限公司监事会主席；英洛华科技股份有限公司监事会主席；横店影视股份有限公司监事会主席；南华期货股份有限公司监事会主席。

数据来源：iFinD，西南证券整理

公司主营业务为院线放映和影视制作发行。院线放映业务采用资产联结为主，签约加盟为辅的经营模式，所属影院分为直营影院和加盟影院两大类，通过电影放映、卖品销广告发布三个细分业务盈利。2021年，实现票房收入18.11亿元，其中资产联结型影院票房收入15.56亿元；2022Q1，实现票房收入5.4亿元，其中资产联结型影院票房收入4.7亿元。影视制作发行业务由公司子公司和孙公司主要负责，通过投资制作电视剧和电影取得的版权和发行收入等盈利，2021年公司出品电影《你好，李焕英》等，取得口碑票房双丰收。

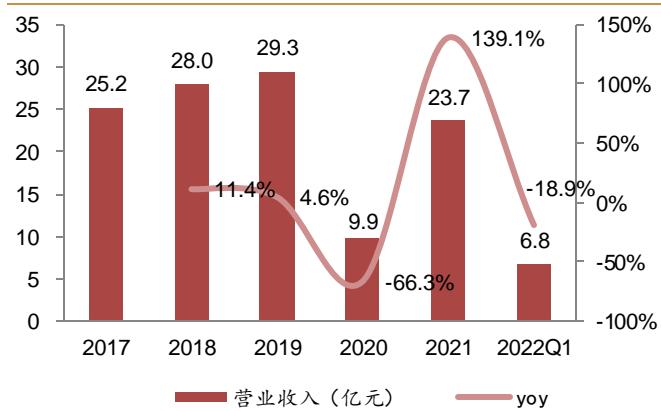
表 2：公司主营业务介绍

主营业务	2021年营业收入 (占比)	2021年经营情况	盈利模式
院线放映	20.8亿元 (90.1%)	采用资产联结为主，签约加盟为辅的经营模式，所属影院分为资产联结型影院（直营影院）和加盟影院两大类。截至2021年末，公司旗下共拥有475家已开业影院，银幕2958块：其中资产联结型影院394家，银幕2492块。2021年新开34家影院，新增银幕217块；关停影院15家，银幕数88块。报告期内，公司实现票房收入18.1亿元，同比增长123.6%，其中资产联结型影院票房收入15.6亿元，同比增长123.2%，市场份额为3.63%，直营影院观影人次4475万人次，票房收入影投公司排名第3位。	电影放映：通过专业电影发行公司取得影片一定时期放映权（包括自营和加盟影院），下属影院根据排映计划对影片进行放映，院线与影院签订分账协议，影院实现票房收入后按协议分账给院线，院线按放映合同分配收入给发行方。其中，自营影院实行统一供片、统一品牌、统一管理、指导排片的运作模式；加盟影院拥有独立经营权，分账比例总体维持在46%上下。 销售卖品：影院在卖品部或其他公共区域提供包括饮料、零食、电影衍生产品在内的卖品。 发布广告：公司广告业务主要为映前广告和阵地广告。映前广告包括片方贴片广告、院线贴片广告和影院映前广告；阵地广告主要为在影院范围内播放或陈列的广告。
影视制作 发行	2.3亿元 (9.9%)	公司全资子公司横店影业参与出品的《送你一朵小红花》、《你好，李焕英》、《熊出没·狂野大陆》、《我的姐姐》、《俑之城》、《峰爆》、《燃野少年的天空》、《关于我妈的一切》、《我和我的父辈》等影片上映，口碑票房双丰收。全资子公司影视制作参与了首部航天事业剧《问天》的摄制，出品的《花开山乡》入选广电重点片单，参与制作中国共产党成立100周年优秀电视剧展播剧目等。	公司通过投资、制作电视剧，向电视台及新媒体平台销售电视剧版权取得版权收入及发行收入；通过投资、制作电影，由影院进行公映，取得影片的票房分账收入和衍生收入，并获得收益。

数据来源：公司公告，西南证券整理

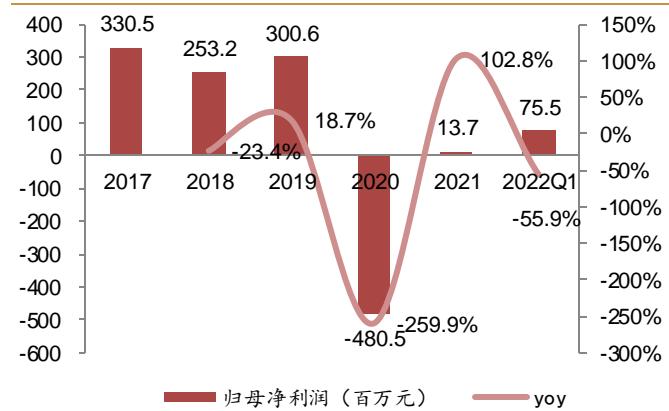
新冠疫情影影响公司利润，战略调整助推业绩恢复。2020 年，受新冠疫情影影响，公司营业收入和归母净利润急剧下滑；2021 年，全国范围内疫情控制良好，下属影城因疫情停业的影响因素比上年减少，业绩得到一定程度恢复，2021 年，公司营业收入和归母净利润分别达到 23.7 亿元和 13.7 亿元。2022Q1 实现营业收入 6.8 亿元，同比 2021Q1 下降 18.9%，同比 2019Q1 下降 22.2%；实现归母净利润 75.5 亿元，同比 2021Q1 下降 55.9%，同比 2019Q1 下降 52.5%，主要系今年上半年疫情反复所致。公司业绩较疫情前水平尚有较大差距，未来随着疫情的缓解业绩有望复苏回升，目前公司经营战略向影视制作调整，有望为公司业绩带来新的增量。

图 4：公司 2017 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

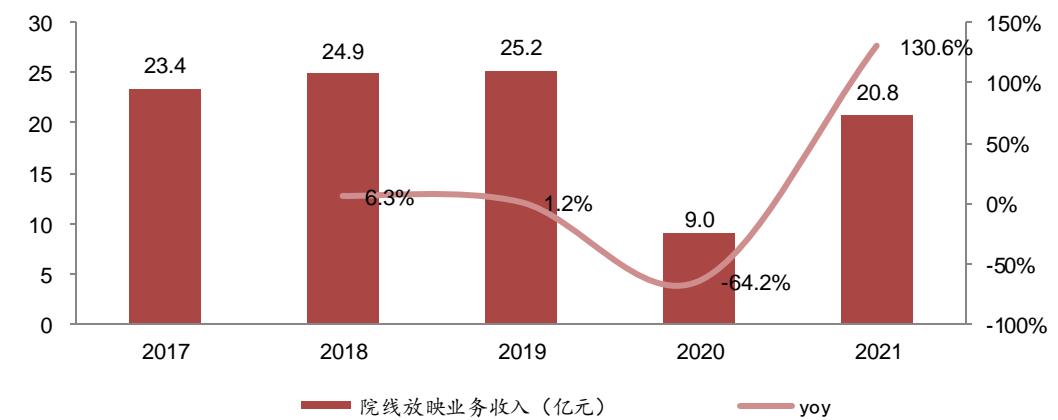
图 5：公司 2017 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

院线放映业务为公司主要营业收入来源。院线放映收入包括电影放映业务、卖品业务、广告业务等，其中电影放映业务收入占比最大。电影放映业务是指公司通过专业电影发行公司取得影片一定时期放映权，下属自营影城根据排映计划对影片进行放映，为消费者提供观影服务。2021 年，公司实现院线放映业务 20.8 亿元，同比增长 130.6%，其中，电影放映业务收入 15.5 亿元，同比增长 123.4%，主要系公司改造老旧影城、加大自营平台销售力度、实时监控精准排片、强化区域负责人管理制度等措施，帮助电影放映业务实现稳定恢复，为公司业绩稳定提供了强有力的支撑。

图 6：公司 2017 年以来院线放映收入及增速

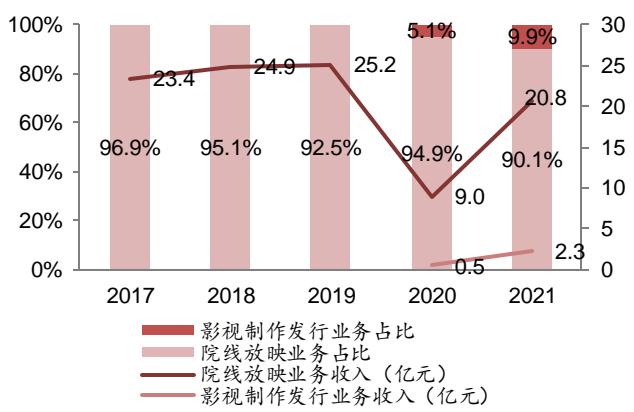


数据来源：公司公告，西南证券整理

全产业链布局向影视制作迈进。受新冠疫情影响，2020 年院线放映收入急剧下跌，公司及时调整经营战略，2020 年 12 月通过外延式并购向产业链上游进军，自下而上渗透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，实现由“院线”向“电影公司”转型升级。2021 年，公司院线放映业务收入恢复，达到 20.8 亿元；影视制作发行收入达到 2.3 亿元，占公司整体营业收入从 2020 年的 4.8% 上升到 9.6%。

主营业务盈利能力得到恢复。院线放映业务毛利率得到一定程度恢复，从 2020 年的 -34.6% 上升到 9.9%，接近疫情前水平，盈利能力有所好转，主要系 2021 年疫情缓解，院线放映收入增加所致。影视制作业务毛利率较高，2021 年达到 47.3%，未来公司会继续推进影视制作业务，实现“内容+渠道”的全方位发展，助力公司盈利能力高增。

图 7：公司主营业务分产品营业收入及占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

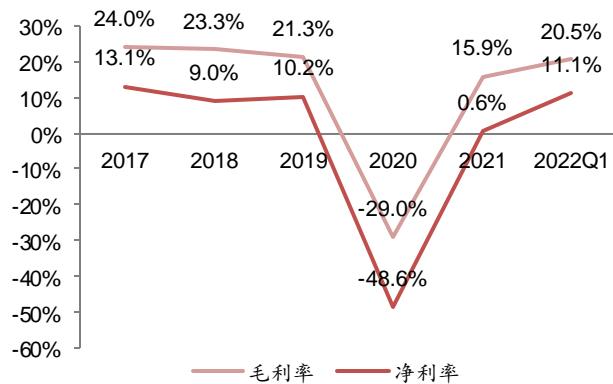
图 8：公司主营业务分产品毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率净利率基本恢复，费用率逐步下降。2017-2019 年，公司毛利率、净利率基本稳定在 20% 及 10% 以上，公司销售费用、管理费用、财务费用基本维持在 2.5%、2.4%、0.1% 左右。疫情之后毛利率和净利率情况得到改善，2022Q1，毛利率恢复到 20.5%，净利率恢复到 11.1%；三费居高情况的情况得到缓解，销售费用和管理费用下降明显，分别为 0.7% 和 2.4%，基本接近疫情前水平。2021 年和 2022Q1，财务费用高增达到 5.5% 和 5.1%，主要系报告期执行新租赁准则租赁利息费用增加所致，属一次性费用抬升。目前公司采取一系列降本增效措施，如关停低效影院提高运营效率、与大型商业集团签订紧密型战略合作协议降低运营成本等，控费效果显著，经营效率有望进一步提升。

图 9：公司 2017 年以来毛利率及净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司 2017 年以来三费情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 全国疫情形势好转，暑期电影市场回暖

2.1 各地防疫政策边际放松，影院逐步恢复开放

各地影院恢复营业，电影行业开始复苏。全国营业影院数量3月份呈断崖式下降，自4月中旬开始，受疫情影响关闭的影院逐渐恢复营业，累计影院数量逐步回升，6月份突破1万家。其中，电影院已停业近4个月的上海发布《关于本市电影放映场所恢复开放的通知》，规定各地影院在向属地管理部门报备之后，可于7月8日起恢复开放。上海首批符合开放条件的电影院近70家，剧场近10家。根据灯塔专业版数据统计，截止7月5日，全国营业影院总数为10060家，全国影院营业率为82.9%。

表3：各地影院恢复营业通知汇总

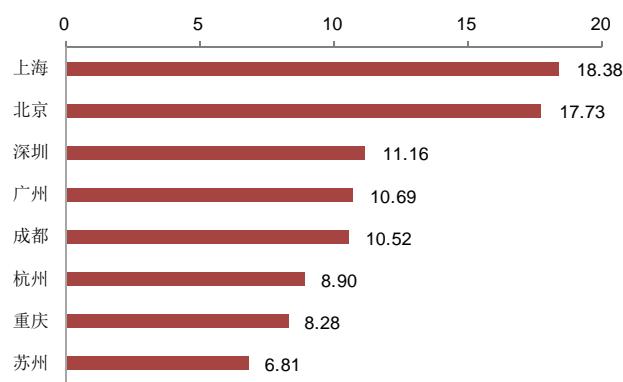
地点	通知	通知内容	影院恢复时间
上海	《关于本市电影放映场所恢复开放的通知》	电影放映所要严格按照属地党委、政府统一部署，在各区电影主管部门和疫情防控部门的指导下，完成恢复开放前的准备工作，并向属地管理部门报备后，可于7月8日起恢复开放。	2022/7/8
青海省西宁市	《电影放映场所恢复开放疫情防控指南(第三版)》	为高效统筹做好经济社会发展和常态化疫情防控，抓紧抓实抓细常态化疫情防控措施，6月21日，西宁市有序推进影院恢复开放。	2022/6/21
北京市	北京市第348场新冠肺炎疫情防控工作新闻发布会	自5月29日起，连续7日无新增社会面病例的区，图书馆、博物馆、影剧院、美术馆、文化馆和体育健身等场所（位于地下空间的除外）按照50%限流开放。	2022/5/29
山东省济南市	《关于恢复文化旅游行业单位经营活动的通知》	除疫情防控重点管控区域及其他封控区、管控区以外区域，公共文化场馆、网吧、KTV、电子游戏游艺场所、影剧院、棋牌室、营业性演出场所、A级旅游景区室内密闭场所等文旅行业单位恢复经营活动。	2022/5/12
广州市	广州市海珠区新型冠状病毒肺炎疫情防控指挥部办公室	海珠区密闭半密闭场所4月25日起有序恢复营业	2022/4/25
山东省青岛市	《关于切实做好影剧院、歌舞(游艺)娱乐场所、网吧、棋牌室、剧本杀、密室等空间相对密闭场所恢复营业疫情防控工作的通知》	4月22日起恢复全市影剧院、歌舞(游艺)娱乐场所、网吧、棋牌室、剧本杀、密室等空间相对密闭场所营业，严格执行接待量不超过最大承载量50%的标准。	2022/4/22
江苏省无锡市	《电影放映场所恢复开放疫情防控指南》(第三版)	根据疫情形势，经市专家组和电影主管部门综合评估，无锡市区电影院即日起可有序恢复开放	2022/4/21
深圳市	《深圳市新型冠状病毒肺炎疫情防控指挥部通告〔2022〕5号》	电影院、博物馆、图书馆、剧院、健身房、桑拿、按摩、足疗、水疗、棋牌室、麻将馆、网吧、酒吧、KTV、剧本杀、密室逃脱等密闭场所按50%限流有序开放	2022/4/6

数据来源：各地官网，西南证券整理

上海多措并举，纾解影院困难。上海电影局于6月29日发布《关于促进本市影院行业平稳健康发展的实施意见》，对提振行业信心，促进电影市场平稳健康发展，提出若干实施意见。其中包括给予因疫情管控暂停营业、按照全市统一部署及时恢复营业专营商业影院给予一次性资金补贴以及复工复产补贴、鼓励产业链各方推出电影消费优惠活动、协调帮助企业落实房屋租金减免政策、指导申请稳岗补贴与2022年防疫消杀补贴等。成功申请到上海市电影院疫情补贴项目的影院总计314家，其中横店影视万达电影城21家。

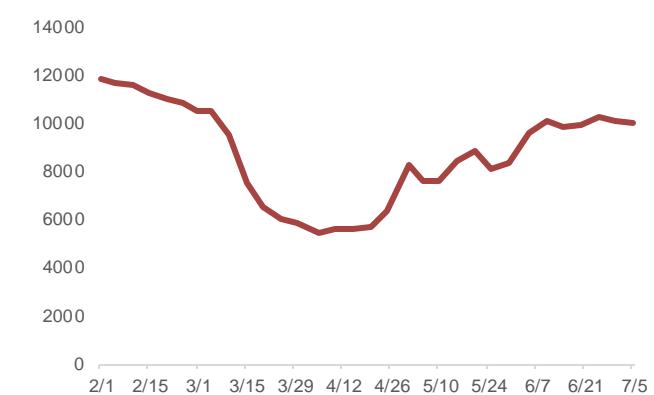
高线城市防疫放松，影院恢复营业加速行业复苏。根据猫眼专业版 APP，全国热门城市包括北京、上海、深圳、广州、成都、杭州、重庆以及苏州，上海地区 2021 年票房，综合票房达到 18.38 亿元，占全国综合票房的比重为 4%，占热门城市综合票房的比重约为 17%，综合票房位居热门城市第一，北京票房总计 17.73 亿元，略低于上海，排名第二，其次是深圳与广州。高线城市影院陆续恢复营业之后，将对中国电影市场复苏起到显著的助推作用。

图 11：2021 年热门城市综合票房（亿元）



数据来源：猫眼专业版，西南证券整理

图 12：全国当日累计营业影院数量（个）



数据来源：灯塔专业版，西南证券整理

2.2 影片供给增多，观影需求回暖

清明节部分撤档电影将于暑期档上映。受疫情等原因的影响，原定于今年清明档期上映的《人生大事》《神探大战》《一周的朋友》《最后的真相》《你是我的春天》等 7 部电影先后官宣撤档延期上映，原定于五一档期上映的动画电影《猪猪侠大电影·海洋日记》《迷你世界之觉醒》《我是霸王龙》、以及电影《哥，你好》《检察风云》《您好，北京》《保你平安》《遇见你》纷纷宣布撤档。随着疫情逐渐缓解，总计 5 部撤档的电影于暑期档回归。

表 4：撤档电影恢复定档信息汇总

电影	主演	原定上映时间	原定档期	最终定档日期	现定档期	想看人数
一周的朋友	赵今麦,林一	4月2日	清明档	6月18日	暑期档	265284
神探大战	刘青云,蔡卓妍,林峰	4月2日	清明档	7月8日	暑期档	130605
人生大事	朱一龙,杨恩又	4月2日	清明档	6月24日	暑期档	429160
你是我的春天	周冬雨,黄晓明	4月2日	清明档	7月1日	暑期档	144007
遇见你	李汶翰,许若晗	5月1日	五一档	8月4日	暑期档	112359
外太空的莫扎特	黄渤,荣梓杉	2021年暑期	暑期档	7月15日	暑期档	150426

数据来源：猫眼专业版，西南证券整理

供给端：暑期档电影储备充分，电影类型丰富。电影储备数量方面，截止 7 月 5 日，已官宣于暑期档上映的电影共计 48 部，其中，6 月已经上映的电影共 28 部，7 月将上映 27 部电影，8 月将上映 8 部。电影类型方面，爱情类电影 13 部，动作类电影 4 部，动画类电影 4 部，纪录片 2 部，戏曲类 1 部。横店影视参与出品的暑期档电影共计 3 部，其中《人生大事》与《暗恋·橘生淮南》已于 6 月上映，票房总计超 10 亿。

表 5：暑期档电影一览

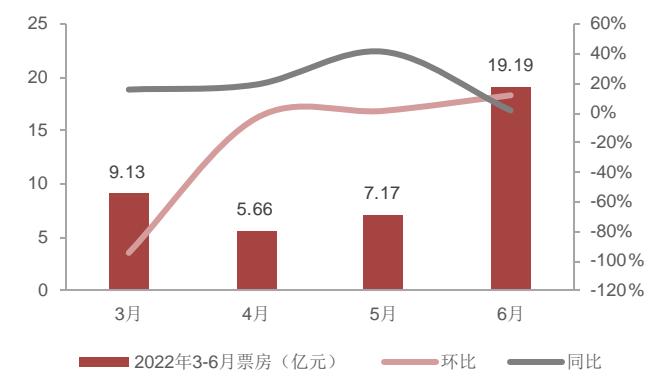
上映日期	影片名称	影片类型	出品公司	主演	想看人数(人)
2022-06-10	侏罗纪世界 3	动作,科幻,冒险	美国环球影片、华夏电影	克里斯·帕拉特,布莱斯·达拉斯·霍华德	433283
2022-06-24	人生大事	剧情,家庭	联瑞影业、浙江横店影业	朱一龙,杨恩又	429160
2022-06-02	暗恋·橘生淮南	爱情	中国电影、微峰娱乐传媒	张雪迎,辛云来,伍嘉成	297453
2022-06-18	一周的朋友	剧情	阿里巴巴影业、工夫真言魅客影业	赵今麦,林一	265284
2022-07-15	外太空的莫扎特	家庭,奇幻,喜剧	北京壹同传奇、万达影视传媒	黄渤,荣梓杉	150564
2022-07-01	你是我的春天	剧情	中国电影出版社、万达影视传媒	周冬雨,尹昉,宋小宝	144007
2022-07-16	冲出地球	动画,科幻,冒险	北京光线影业、北京彩条屋科技	锦鲤,张磊,阎萌萌,杨凝	137615
2022-07-08	神探大战	犯罪,动作,悬疑	英皇影视文化传媒、北京上狮	刘青云,蔡卓妍,林峯	130898
2022-08-04	遇见你	爱情	爱奇艺影业、厦门恒业影业	李汶翰,徐若晗,王博文,高秋梓	112467
2022-06-03	遇见你之后	爱情,喜剧	自由元素影业、奥瑞萨影视制作	黄尧,刘迅,吴英哲	77936
2022-07-22	二郎神之深海蛟龙	剧情	迷狐星、霍尔果斯众合千澄影业	-	65050
2022-08-04	我们的样子像极了爱情	爱情	北京光线影业、小森林影业	李孝谦,漆昱辰	54806
2022-08-04	念念相忘	爱情	上海亭东影业	刘浩存,宋威龙	40976
2022-07-09	海底小纵队:洞穴大冒险	冒险,动画,喜剧	万达影视传媒、万达儿童文化发展	郭盛,苏俣,方宇	40884
2022-07-22	开心超人之英雄的心	动画,喜剧,科幻	广东明星创意动画,广州奥飞文化传播	刘红韵,邓玉婷	21509
2022-07-02	珠峰队长	纪录片	四川省攀山影视、峨眉电影集团	苏拉王平	10574
2022-06-10	镜世界	恐怖,惊悚	河南电影电视制作集团、北京中广传奇影业	苏小妹,罗翔	8175
2022-07-15	龙女孩	动作,爱情,剧情	深圳市大百姓影业、RGV	普加·巴哈卢卡,Parth Suri	8136
2022-07-08	隐入尘烟	剧情,爱情	甘肃祁子文化传媒、北京嘉映春天营业	海清,武仁林	7892
2022-08-01	濒海交锋	动作	北京小池文化、中央宣传部电影卫星频道	杨烁,屈菁菁,徐洋	7671
2022-06-24	迷途重生	惊悚,恐怖	陕西华原文化产业、西安力的影视	冯萌梦,于歌,周楷宸	6249
2022-06-10	天才计划	悬疑,犯罪,剧情	英国足印影业,澳大利亚极光影业	丹尼尔·雷德克里夫,丹尼尔·韦伯,伊恩·哈特	5638
2022-08-12	致命记忆之花开双生	惊悚,悬疑	海口彩艺影视、星予心愿文化发展	卢彩艺,金俊秀,王丽语	4723
2022-07-29	七人乐队	剧情	中影寰亚音像制品、寰亚电影	洪天明,吴镇宇,马赛	4396
2022-08-04	她的爱情	爱情,剧情	宁洋影业、杭州一九零五文化传媒	何蓝逗,曹煜辰,梁颂晴	3630
2022-06-18	焚情	悬疑,爱情	上海鸣肇影视、东方影业	郑嘉颖,陈静,朱晨丽	3234
2022-06-24	地瓜味的冰激凌	喜剧,儿童,奇幻	浙江极致点影业、上海任意门科技	张艺瀚,王啸坤	2945
2022-06-01	超级特战队	冒险,家庭,动画	合肥青之歌文化传播,安徽圣嬉文化科技	褚雯,丁传慧	2437
2022-06-17	云霄之上	剧情,战争	浙江影视、中国美术学院	陈伟鑫,吴嘉辉,聂劲权	2267
2022-06-24	回南天	爱情	宝贵映画影业、工厂大门影业	黄宇聪,陈宣宇,梁龙	2110

数据来源：猫眼专业版，西南证券整理

需求端：6月票房大幅增加，电影市场需求旺盛。随着暑期档的到来，在《侏罗纪世界3》、《人生大事》等影片的推动下，国内电影市场逐渐复苏，票房表现逐渐良好。相比于3-5月，6月份票房回升明显。6月全国票房总计19.2亿元，同比去年降1.8%，环比今年5月上升12%。除此之外，热门电影想看人数也在不断增加。《侏罗纪世界3》与《人

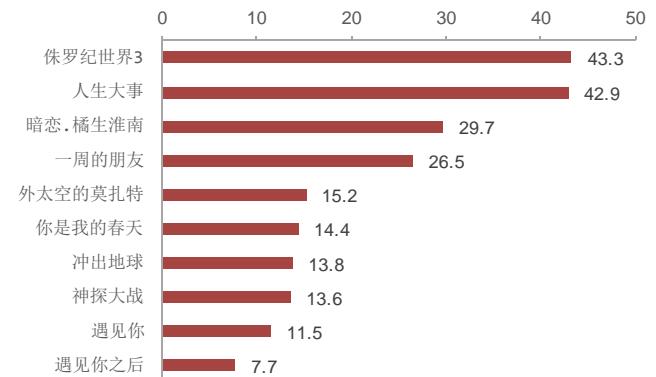
生大事》累计想看人数已突破四十万，还未上映的《外太空的莫扎特》累计人数已达 15.2 万人。截止 7 月 6 日 14 点，上海影院恢复营业首日预售已达 97.67 万，有望突破 100 万。

图 13：2022 年 3-6 月票房统计（亿元）



数据来源：猫眼专业版，西南证券整理

图 14：热门电影累计想看人数（万人）

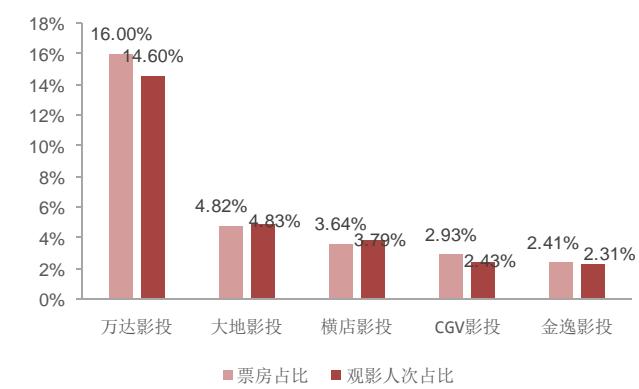


数据来源：猫眼专业版，西南证券整理

2.3 影投公司集中度上升，三线城市票房降幅最低

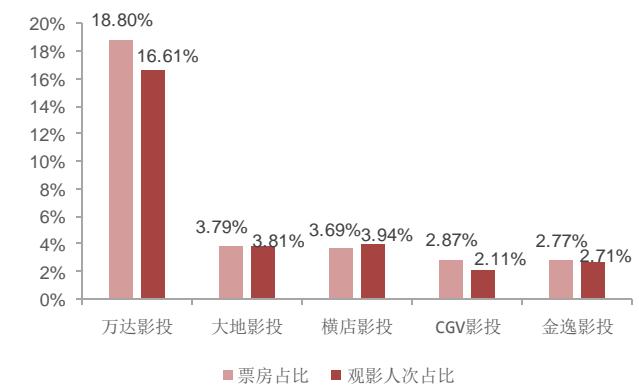
疫情导致影投公司集中度提升。根据猫眼专业版 APP，年综合票房排名前五的影投分别是万达影投、大地影投、横店影投、金逸影投、以及 CGV 影投。对比去年 3-6 月，今年疫情期间，头部影投公司集中度更高。从票房占比来看，2021 年 3-6 月头部影投票房占比总计为 29.81%，2022 年 3-6 月头部影投票房占比总计 31.92%，增长 2.11%。从观影人次占比来看，头部影投 3-6 月票房占比去年总计为 27.95%，今年总计为 29.17%，增长 1.22%。其中，无论是票房占比还是观影人次占比，万达影投都位居国内第一，横店影投位居第三。

图 15：2021 年 3-6 月头部影投票房及观影人次占全国的比重



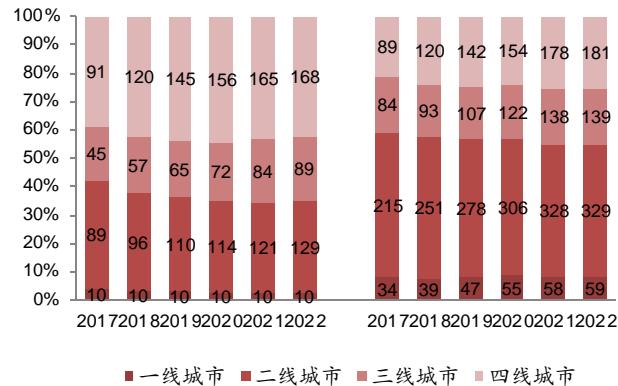
数据来源：猫眼专业版，西南证券整理

图 16：2022 年 3-6 月头部影投票房及观影人次占全国的比重

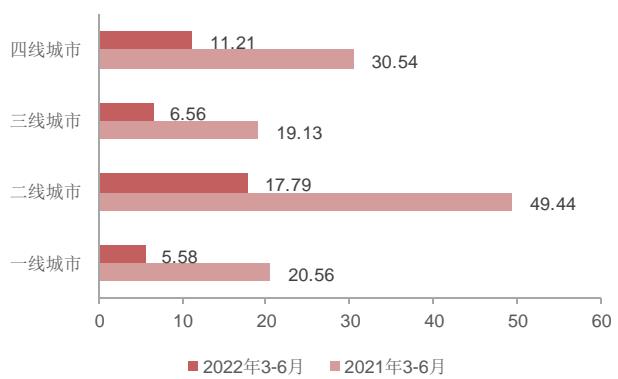


数据来源：猫眼专业版，西南证券整理

三线城市影院受疫情影响最小，横店影视着重布局低线城市影响或相对较小。同比去年 3-6 月，今年 3-6 月各大城市票房都显著下降。其中二线城市票房下降幅度最大，为 31.65%，三线城市下降幅度为 12.57%，下降幅度最小。近年来，我国三四五线城市票房授予以及观影人次增速较快，增长潜力大。横店影视着重布局高速增长的三四五线城市，2022 年横店影院位于三四线城市的占比达 65%;2017-2022 年，公司影院分布在四线城市的比例约 40%，万达影院为 20%-25%。公司在疫情中受到的负面影响或相对较小。

图 17：横店和万达影院城市分布（左边：横店；右边：万达）


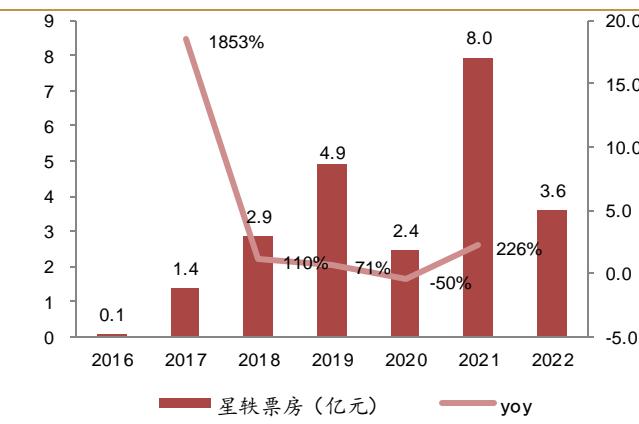
数据来源：灯塔数据，西南证券整理（截至 20220710）

图 18：按城市分类 3-6 月票房统计（亿元）


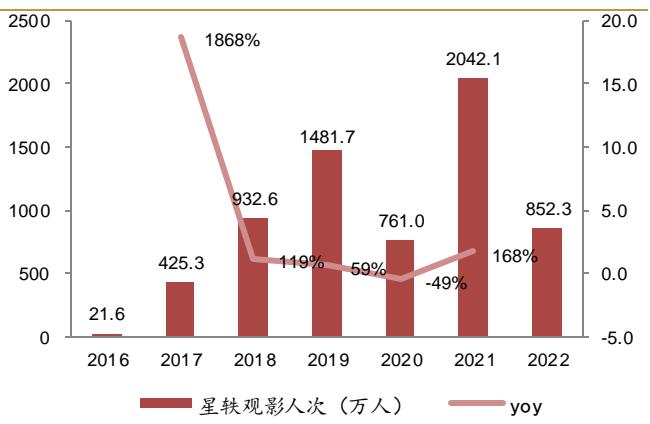
数据来源：猫眼专业版，西南证券整理（截至 20220710）

3 并购星轶，互补协同效应强

横向并购影投公司星轶，有望成为第二大影投公司。公司及其关联方拟联合第三方现金收购上海星轶影管 100% 的股权，价格不低于 30 亿元，其中公司拟现金收购 70% 股权。星轶影管成立于 2015 年初，根据艺恩数据，截止 2022 年 7 月，旗下影院 129 家，银幕数 1025 块，座位数 17.32 万个。2016-2021 年星轶影院票房从 695 万增长至 8 亿；观影人次从 21.6 万增长至 2042.1 万人。2022 年至今，星轶影投票房实现 3.6 亿元，影投排名第 6，市占率约 2%；横店影院实现票房 7.2 亿元，影投排名第 3，市占率约 4%。公司完成收购后，无论从影院/银幕/座位数量角度，还是从票房市占率角度，有望超过大地影院，公司有望成为第二大影投公司。

图 19：2016-2022 星轶影院票房


数据来源：灯塔数据，西南证券整理（2022 截至 20220713）

图 20：2016-2022 星轶影院观影人次


数据来源：公司公告，西南证券整理（2022 截至 20220713）

星轶定位高端，有望与横店影院形成互补效应。星轶国际影城石新城集团附属企业，发挥成熟管理团队集高端定位优势，与开发商积极配合，打造以全球先进设备、主题式空间设计、优质服务为核心理念的影城。以 2022 年经营情况来看，星轶影院的平均票价、场均人次和单日单座收益均高于横店院线，横店完成收购后，有望和星轶形成互补效应，面向不同价格带客户，扩大用户群体。

表 6：TOP6 影投公司 2022 经营情况

影投	票房（亿元）	观影人次（万人）	平均票价（元）	场均人次（人）	上座率	单日单座收益
万达电影	29.3	6182	47	12	8.4%	16
大地影院	7.4	1698	44	10	7.7%	11
横店院线	7.2	1702	42	7	5.5%	10
CGV 影城	4.4	830	54	9	6.0%	12
金逸影视	4.4	1023	43	10	6.3%	10
上海星轶影院	3.9	852	46	10	6.6%	12

数据来源：艺恩数据，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：2022 年公司电影放映业务受到疫情影响有所下降，根据拓普预测，2022 年全年票房预计实现 329 亿，假设公司 2022 年市占率为 4.5%，公司 2022 电影放映业务收入为 14.8 亿，预计 2023-24 年票房逐步恢复至疫情前水平，且公司市占率由于收购星轶不断提升，2023-2024 公司影院票房增速为 30% 和 15%；毛利率 2022-2024 为 -15.7%、-10.7%、-4.8%。

假设 2：2022 影视制作发行业务受疫情影响制作进度放缓、收入下降，2023 年恢复正常增长；随着影视制作规模扩大，有望产生规模效应，毛利率提升，2022-2024 为 50%、53%、55%。

假设 3：卖品、广告和院线发行业务与电影放映业务相关度较高，预计 2022 年均受到疫情不利影响，2023 逐步恢复；各项业务毛利率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
电影放映业务	收入	1552.3	1480.5	1924.7	2213.3
	增速	123.4%	-4.6%	30.0%	15.0%
	毛利率	-16.3%	-15.7%	-10.7%	-4.8%
影视制作发行业务	收入	227.4	216.0	280.9	323.0
	增速	374.1%	-5.0%	30.0%	15.0%
	毛利率	47.3%	50.0%	53.0%	55.0%
卖品业务	收入	215.7	204.9	266.4	306.4
	增速	153.1%	-5.0%	30.0%	15.0%
	毛利率	76.8%	75.0%	75.0%	75.0%
广告业务	收入	127.9	115.1	138.1	158.8
	增速	193.2%	-10.0%	20.0%	15.0%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
	毛利率	99.9%	100.0%	100.0%	100.0%
院线发行业务	收入	2.6	2.5	2.7	3.0
	增速	54.4%	-5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他业务	收入	240.2	252.2	264.8	278.0
	增速	221.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	93.8%	93.0%	93.0%	93.0%
合计	收入	2366.1	2271.2	2877.5	3282.5
	增速	139.1%	-4.0%	26.7%	14.1%
	毛利率	15.9%	16.8%	18.4%	22.0%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取以电影放映和发行业务为主的两家公司万达电影和中国电影，2021 年两家公司平均 PE 为 -22 倍，2022 年平均 PE 为 65 倍。疫情复苏叠加公司影投市占持续提升，未来三年公司收入复合增长率为 11.5%，未来三年归母净利润增速为 865.1%/52.1%/69.3%。由于公司收购星轶影院，与现有影院布局形成互补效应，未来票房市占率有望从第三提升至第二，我们给予公司 2022 年 PE 77x，对应目标价 16.17 元，首次覆盖给予“持有”评级。

表 8：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)				
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
002739.SZ	万达电影	12.04	-2.99	0.17	0.53	0.71	-4.03	71.03	22.55	16.99	
600977.SH	中国电影	10.88	-0.30	0.20	0.46	0.55	-40.42	59.63	26.35	21.93	
平均值								-22.22	65.33	24.45	19.46

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

疫情反复、影院复工不及预期的风险；影视制作内容市场反应不及预期的风险；线上流媒体导致影片发行渠道变迁的风险；收购进度不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2366.06	2271.18	2877.49	3282.50	净利润	13.67	132.01	200.90	340.01
营业成本	1990.90	1889.14	2347.89	2561.45	折旧与摊销	325.14	305.67	305.67	305.67
营业税金及附加	80.64	71.30	92.92	105.01	财务费用	131.29	69.46	69.81	39.58
销售费用	109.84	68.14	83.30	95.02	资产减值损失	-5.18	0.00	0.00	0.00
管理费用	77.27	56.78	74.81	84.25	经营营运资本变动	-127.24	-664.89	-146.51	-52.34
财务费用	131.29	69.46	69.81	39.58	其他	314.88	-26.07	-27.76	-28.45
资产减值损失	-5.18	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	652.55	-183.81	402.11	604.47
投资收益	16.16	30.89	31.02	26.02	资本支出	39.85	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-307.40	30.89	31.02	26.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-267.54	30.89	31.02	26.02
营业利润	10.68	147.24	239.77	423.20	短期借款	-240.00	31.03	-31.03	0.00
其他非经营损益	18.87	26.51	24.65	24.31	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	29.55	173.75	264.42	447.51	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	15.89	41.74	63.52	107.50	支付股利	0.00	-2.73	-26.38	-40.14
净利润	13.67	132.01	200.90	340.01	其他	-338.73	-69.46	-69.81	-39.58
少数股东损益	0.00	0.11	0.22	0.22	筹资活动现金流净额	-578.73	-41.17	-127.22	-79.72
归属母公司股东净利润	13.67	131.91	200.68	339.80	现金流量净额	-193.72	-194.09	305.91	550.77
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	421.21	227.12	533.03	1083.80	成长能力				
应收和预付款项	465.46	598.15	772.96	814.22	销售收入增长率	139.06%	-4.01%	26.70%	14.08%
存货	206.24	188.88	242.16	270.90	营业利润增长率	101.97%	1278.38%	62.84%	76.50%
其他流动资产	405.54	400.90	430.51	450.29	净利润增长率	102.84%	865.90%	52.18%	69.24%
长期股权投资	65.60	65.60	65.60	65.60	EBITDA 增长率	335.46%	11.83%	17.78%	24.90%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	819.51	630.56	441.61	252.67	毛利率	15.86%	16.82%	18.40%	21.97%
无形资产和开发支出	3.47	2.72	1.96	1.21	三费率	13.46%	8.56%	7.92%	6.67%
其他非流动资产	3067.41	2951.44	2835.47	2719.50	净利润率	0.58%	5.81%	6.98%	10.36%
资产总计	5454.44	5065.37	5323.30	5658.18	ROE	0.92%	8.14%	11.19%	16.23%
短期借款	0.00	31.03	0.00	0.00	ROA	0.25%	2.61%	3.77%	6.01%
应付和预收款项	355.35	417.27	520.62	550.47	ROIC	-22.04%	-12.61%	-22.02%	-31.73%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.74%	23.00%	21.38%	23.41%
其他负债	3607.36	2996.05	3007.13	3012.29	营运能力				
负债合计	3962.70	3444.35	3527.76	3562.76	总资产周转率	0.53	0.43	0.55	0.60
股本	634.20	634.20	634.20	634.20	固定资产周转率	2.99	3.35	5.89	10.96
资本公积	568.56	568.56	568.56	568.56	应收账款周转率	30.77	21.48	26.05	24.31
留存收益	288.98	418.15	592.45	892.11	存货周转率	9.29	7.90	8.99	8.47
归属母公司股东权益	1491.74	1620.91	1795.21	2094.87	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.43%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.11	0.33	0.54	资本结构				
股东权益合计	1491.74	1621.02	1795.54	2095.42	资产负债率	72.65%	68.00%	66.27%	62.97%
负债和股东权益合计	5454.44	5065.37	5323.30	5658.18	带息债务/总负债	0.00%	0.90%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	流动比率	1.48	2.86	3.43	4.28
EBITDA	467.11	522.38	615.25	768.46	速动比率	1.28	2.48	3.01	3.83
PE	620.39	64.28	42.25	24.95	股利支付率	0.00%	2.07%	13.15%	11.81%
PB	5.68	5.23	4.72	4.05	每股指标				
PS	3.58	3.73	2.95	2.58	每股收益	0.02	0.21	0.32	0.54
EV/EBITDA	11.30	10.54	8.40	6.01	每股净资产	2.35	2.56	2.83	3.30
股息率	0.00%	0.03%	0.31%	0.47%	每股经营现金	1.03	-0.29	0.63	0.95
					每股股利	0.00	0.00	0.04	0.06

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

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

行业评级

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@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	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn