

2017年12月22日

横店影视 (603103.SH)

顺应渠道下沉趋势，着力于非票业务经营提升经营效益

■精品内容助推全国票房回暖，低线城市市场成新增长点。根据艺恩网数据，2017年已上映票房超10亿进口片达9部（2016年为3部），并有《战狼2》（超50亿票房，创国内单片票房纪录）等高票房国产片出现，助推2017年全国票房增速回升。随着未来进口片引进数量有望增加以及中国电影产业日趋成熟，全国票房有望持续以较高速度增长。同时随着低线城市用户消费能力提升、消费观念转变，院线下沉趋势显著，低线城市影院票房占比明显提升。

■公司顺应院线下沉加速布局，着力非票业务提升影院经营效益。近几年公司自有影院以较高速度进行扩张，并预计于2017、2018年再次加快增速，以三线及以下城市为主，抢占增量市场。随着低线城市影院营销价值提升，公司单影院、单银幕广告收入持续高速增长，助推公司广告业务规模快速扩大，与卖品等非票业务共同打造业绩增长点。

■集团行业资源丰富，有助于公司布局电影全产业链。公司控股集团拥有大量优质电影相关产业，其中横店影视城为全球领先的影视实景拍摄基地、影视产业孵化园区，与众多中外顶尖制作机构、知名导演、演员保持长期合作关系，有助于公司未来对电影全产业链进行布局。

■投资建议：受益于全国票房增速回升及公司对低线级城市的深入布局，公司放映业务收入持续增长；公司加快自有影院扩张推动营业收入加速增长，由于公司存在相对较高的经营杠杆，公司收入增速提升将带动净利润更快增长；公司加大非票业务规模并可依托于控股集团资源加速电影全产业链布局，有望打造业绩新增长点。我们预计公司2017-2019年净利润分别为3.88亿元、4.85亿元、5.94亿元，对应每股收益分别为0.86元、1.07元、1.31元，参考同类可比公司给予2018年30X估值，对应六个月目标价32.10元，给予“买入-A”评级。

■风险提示：进口片票房不及预期，竞争激烈导致单影院利润不及预期，舞台剧、在线视频等多维竞争加剧的风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,113.1	2,280.8	2,811.6	3,459.5	4,086.6
净利润	344.4	356.0	387.5	485.0	594.0
每股收益(元)	0.76	0.79	0.86	1.07	1.31
每股净资产(元)	1.49	2.10	2.99	3.95	5.13
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	34.3	33.2	30.5	24.4	19.9
市净率(倍)	17.5	12.4	8.7	6.6	5.1
净利润率	16.3%	15.6%	13.8%	14.0%	14.5%
净资产收益率	51.0%	37.4%	28.6%	27.1%	25.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%
ROIC	124.5%	160.6%	94.5%	121.5%	114.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司分析

证券研究报告

电影动画

投资评级 买入-A

首次评级

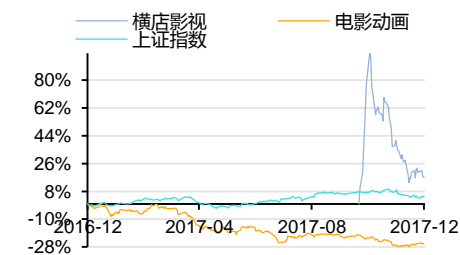
6个月目标价：32.10元

股价(2017-12-22) 26.13元

交易数据

总市值(百万元)	11,836.89
流通市值(百万元)	1,384.89
总股本(百万股)	453.00
流通股本(百万股)	53.00
12个月价格区间	22.25/43.97元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.39	1.81	-5.09
绝对收益	-14.72		

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

内容目录

1. 院线下沉领先者，行业地位持续上升	4
1.1. 民营院线代表，顺应院线渠道下沉趋势快速发展	4
1.2. 主业经营稳定，非票业务毛利占比持续提升	5
2. 院线市场充分受益于中外精品内容增加及院线渠道下沉	6
2.1. 中外精品内容助力票房回暖，院线渠道下沉打造票房新增长点	6
2.1.1. 进口大片集中拉动票房增长，未来进口片引进数量有望进一步增长	7
2.1.2. 国内电影产业升级，有望持续打造精品	9
2.1.3. 院线渠道下沉，三四线城市成票房新增长点	9
2.2. 低线级城市消费潜力高，下沉影院广告等非票业务有望充分受益	11
3. 公司顺应院线下沉加速布局，着力非票业务提升影院经营效益	12
3.1. 以自有影院为主加速扩张，受益于院线下沉 2015 年行业地位显著提升	12
3.2. 强化广告、卖品等非票业务，提升影院经营效益	13
4. 集团行业资源丰富，有助于公司布局电影全产业链	15
5. 投资建议	16
6. 风险提示	16

图表目录

图 1: 公司历史沿革	4
图 2: 公司股权结构	4
图 3: 2014-2017H1 公司营业收入及增速	5
图 4: 2014-2017H1 公司归母净利润及增速	5
图 5: 2014-2017H1 综合毛利率及净利率	6
图 6: 2013-2016 年期间费用率	6
图 7: 2014-2017H1 年公司主营业务收入占比	6
图 8: 2014-2017H1 年公司主营业务毛利占比	6
图 9: 2008-2016 年全国电影票房及增速	7
图 10: 2012-2016 年国内进口分账片及买断片数量	9
图 11: 2015 年部分国家及国内部分城市、省份人均观影次数	10
图 12: 2013-2017Q3 全国各级城市票房收入	10
图 13: 2013-2017Q3 三线及以下城市票房占全国比例	10
图 14: 2013-2017Q3 全国各级城市观影人次	10
图 15: 2013-2017Q3 三线及以下城市观影人次占全国比例	10
图 16: 泛娱乐细分项目用户渗透率 (2017 年 5 月)	11
图 17: 泛娱乐细分项目用户付费转化率 (2017 年 5 月)	11
图 18: 2014-2017H1 公司自有影院数、银幕数及增速	12
图 19: 2014-2016 年全国影院数、银幕数及增速	12
图 20: 2014-2017H1 公司自有影院票房及占全国票房比例	12
图 21: 2014-2017H1 公司广告收入及增速	14
图 22: 2014-2017H1 公司广告业务毛利及占总毛利比例	14
图 23: 2014-2017H1 公司单影院、单银幕广告收入及增速	14
图 24: 2014-2017H1 公司卖品业务收入构成	15
表 1: 2017 年国内票房排名前 25 的进口影片 (截至 2017 年 12 月 17 日)	8

表 2: 豆瓣 2016 年度榜单超过 8 分 (不含) 作品.....	8
表 3: 2015-2017 年横店院线票房情况 (截至 2017 年 12 月 17 日)	13
表 4: 公司募投项目中新建影院分布	13
表 5: 2014-2017H1 各院线公司卖品业务毛利率	15
表 6: 2015、2016 年国产片发行公司 Top10 (每部电影仅统计一个主发行方)	16

1. 院线下沉领先者，行业地位持续上升

1.1. 民营院线代表，顺应院线渠道下沉趋势快速发展

2004 年公司控股股东横店集团从影视基地上游制作服务向产业链下游延伸，在长沙王府井开设首家横店系影院，进军院线领域；2008 年公司前身浙江横店院线正式成立，并将影院逐步扩张至郑州、南京、武汉、重庆等主要二线城市，成为继万达后第二条跨省民营院线；2015 年公司通过股份制改革正式成立，承接横店集团所有院线业务。经过近十年发展，公司现已成为民营院线龙头，核心主业包括电影放映、院线发行、卖品及广告业务，并于 2017 年 10 月 12 日上市，成为横店控股集团旗下第五家上市公司（前四家为英洛华、普洛药业、横店东磁、得邦照明）。

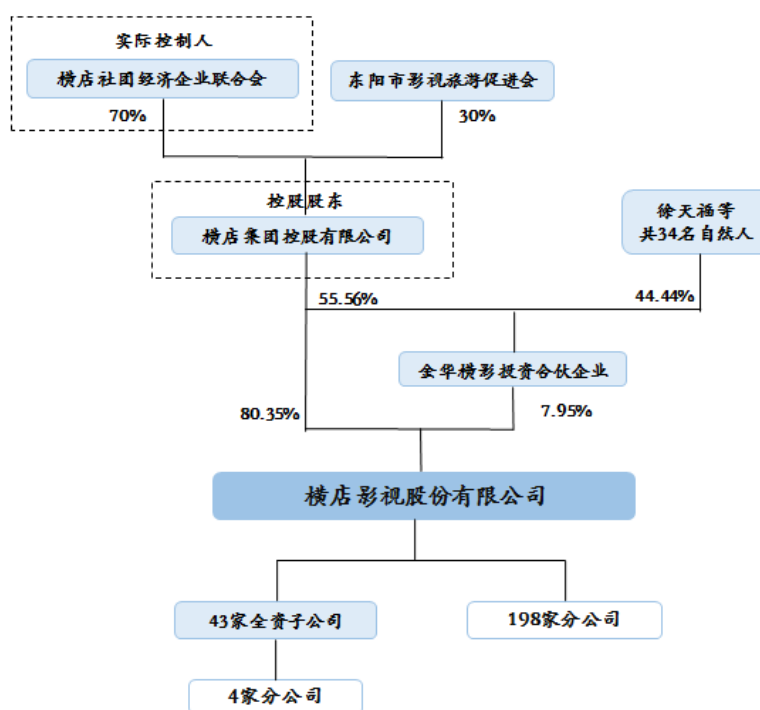
除上市公司外，横店控股集团还拥有横店影视城有限公司、横店影视投资有限公司、横店影视产权交易中心有限公司、横店影视产业试验区影视服务有限公司等优质影视相关资产，影视行业资源丰富。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司上市招股书，公司官网，安信证券研究中心

图 2：公司股权结构



资料来源：公司上市招股书，安信证券研究中心

行业地位稳步提升，以自有影院为主快速扩张显现规模优势。根据公司上市招股书数据，截至 2017 年 6 月底，公司旗下拥有 310 家影院，其中自有影院 245 家，遍布全国 20 个省份。随着公司院线规模的持续扩张，公司的全国院线票房排名由 2012 年的第 10 名升至 2016 年的第 8 名，公司的影院投资公司票房收入排名由 2012 年的第 6 名升至第 3 名。公司坚持以自有影院扩张为主，同时积极拓展优质加盟影院，加强公司院线规模效应。

院线下沉抢占新市场。自 2009 年起，公司在重点布局二线城市的的同时开启院线下沉战略，快速抢占全国 2800 多个地级、县级城市的影院空白市场。根据公司上市招股书数据，2013-2015 年公司四、五线城市自有影院票房收入年均复合增长率分别达 82.75%、88.77%，成为公司业绩增长的主要推动力。

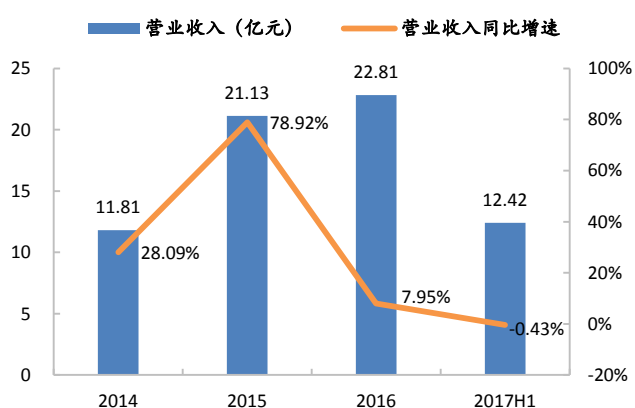
专业建设团队保证新建项目质量。公司拥有专业影院建设团队，在影院项目投资建设的各个环节建立了一系列标准，包括对新建影院的设计、工程物资与设备采购的投标、工程施工建设等标准，保证公司旗下新增影院的较高品质，并充分加强对下属影院的管控及影院连锁经营能力。

1.2. 主业经营稳定，非票业务毛利占比持续提升

2016 年，公司分别实现营业收入、归母净利润 22.81 亿、3.56 亿元，同比增长分别为 7.95%、3.49%。公司 2016 年业绩增速下降主要系全国整体票房增速放缓所致，但公司凭借自有影院的持续高速扩张以及较强的影院管理能力，2016 年营业收入增速仍略高于全国票房增速（3.59%）。

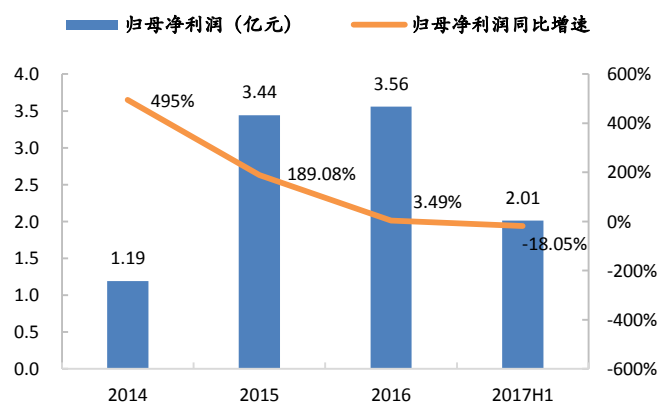
2017 上半年公司分别实现营业收入及归母净利润 12.42 亿元、2.01 亿元，分别同比减少 0.43%、18.05%。公司 2017 上半年业绩同比下降主要系全年高票房影片分布不均所致。2016 上半年《美人鱼》、《疯狂动物城》等高票房影片的出现导致 2016 上半年放映收入基数较高，而 2017 年的高票房影片《战狼 2》、《羞羞的铁拳》则于下半年上映，预计将带动公司全年业绩增长。

图 3：2014-2017H1 公司营业收入及增速



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 4：2014-2017H1 公司归母净利润及增速

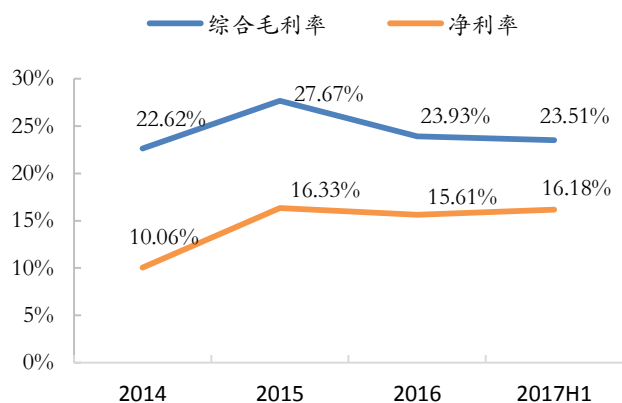


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

利润率趋于稳定。2014-2017 上半年公司毛利率分别为 22.62%、27.67%、23.93%、23.51%，净利率分别为 10.06%、16.33%、15.61%、16.18%。经过多年经营，公司电影业务已逐渐发展成熟，自 2016 年起整体利润率基本稳定，毛利率约为 23%-24%，净利率约为 15.5%-16.5%。

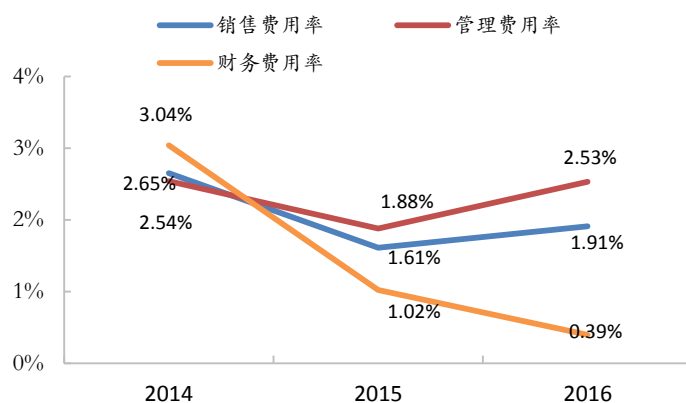
三项费用率方面,公司 2016 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.91%、2.53%、0.39%。公司销售费用率上升主要系国内电影票房增速放缓,公司为稳定票房收入,加强促销活动力度所致;公司管理费用率上升主要系公司扩大影院规模并提高母公司员工薪酬所致;公司财务费用下降主要系公司利息支出减少所致。

图 5: 2014-2017H1 综合毛利率及净利率



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

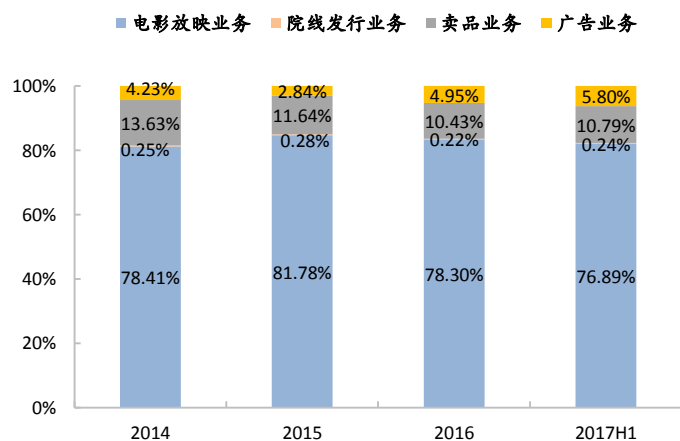
图 6: 2013-2016 年期间费用率



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

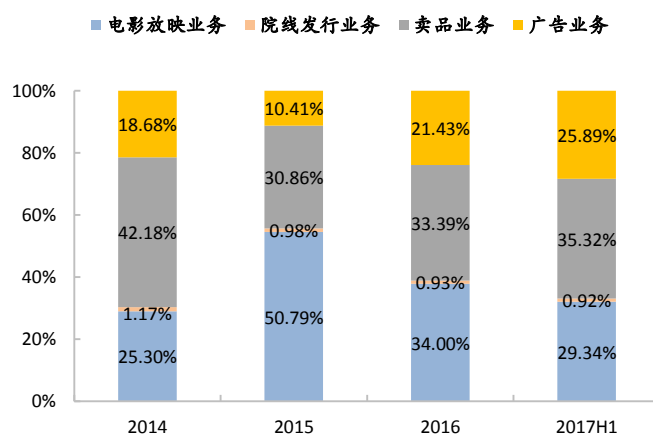
非票业务收入、毛利占比提升。由于公司自 2016 年着力发展广告、卖品等非票业务,其收入占比持续提升;公司广告、卖品等非票业务均依托于公司影院发展,而公司影院成本基本全部计入电影放映业务,随着全国票房增速放缓,公司电影放映毛利占比明显下降,广告服务、卖品业务毛利占比快速提升。

图 7: 2014-2017H1 年公司主营业务收入占比



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 8: 2014-2017H1 年公司主营业务毛利占比



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

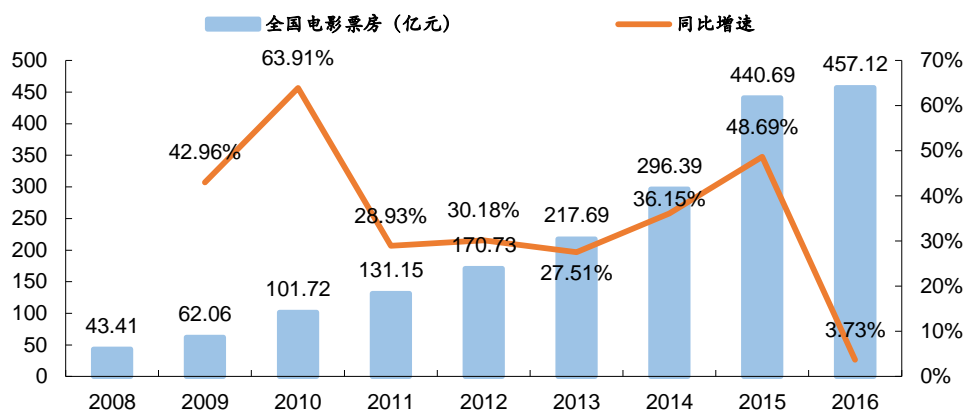
2. 院线市场充分受益于中外精品内容增加及院线渠道下沉

2.1. 中外精品内容助力票房回暖, 院线渠道下沉打造票房新增长点

2016 年票补因素基本消化完毕, 2017 年票房在精品内容推动下逐渐回暖。根据国家新闻出版广电总局数据, 2016 年全国总票房为 457.12 亿元, 同比增长 3.73%; 观影人次 13.72 亿, 同比增长 8.89%。2016 年票房增速明显放缓, 其主要原因之一为在线购票平台票补的减少, 根据业内专家测算, 2015 年票补总金额约为 30-50 亿, 约占全年票房总量的 10%。2016 年一方面监管力度加强, 另一方面各平台的竞争格局趋于稳定, 不再利用票补抢占市场, 票补金额大幅减少; 如果去除 2015 年的票补因素, 2016 年票房同比增速基本与观影

人次同比增速(8.89%)相当。而票补因素所带来的影响基本在2016年消化,且2017年受益于进口大片增多与国产精品电影的出现,票房增速已逐渐回升。根据艺恩网数据,截至2017年12月11日,2017年累计票房约为519.51亿元(去除服务费约为487.26亿元),同比增速达21.30%(去除服务费达13.77%),较2016年增速(3.73%)已明显提升。

图9: 2008-2016年全国电影票房及增速



资料来源: 国家新闻出版广电总局, 安信证券研究中心

2.1.1. 进口大片集中拉动票房增长, 未来进口片引进数量有望进一步增长

2017年进口大片云集, 高票房单片带动票房整体增长。2016年进口片总票房约为190.49亿元, 同比增长15.2%, 明显高于2016年全国票房增速(3.73%); 根据艺恩网数据, 其中超过10亿票房的仅有三部:《疯狂动物城》15.30亿元,《魔兽》14.72亿元,《美国队长3》12.46亿票房。截至2017年12月17日, 全年票房排名前25名的影片中有18部为进口片, 票房超10亿的影片达9部, 其中《速度与激情8》收获26.71亿票房, 打破《速度与激情7》创下的进口片最高票房纪录。2017年高票房进口大片的数量与质量较2016年均有所提升, 预计将带动2017年全国票房增速回升。

表 1: 2017 年国内票房排名前 25 的进口影片 (截至 2017 年 12 月 17 日)

	电影名	上映时间	票房 (亿元)	全年排名
1	速度与激情 8	2017/4/14	26.71	2
2	变形金刚 5: 最后的骑士	2017/6/23	15.51	6
3	摔跤吧! 爸爸	2017/5/5	12.99	7
4	加勒比海盗 5: 死无对证	2017/5/26	11.80	8
5	金刚: 骷髅岛	2017/3/24	11.61	9
6	极限特工: 终极回归	2017/2/10	11.27	10
7	生化危机: 终章	2017/2/24	11.12	11
8	神偷奶爸 3	2017/7/7	10.38	13
9	寻梦环游记	2017/11/24	10.27	14
10	蜘蛛侠: 英雄归来	2017/9/8	7.74	15
11	雷神 3: 诸神黄昏	2017/11/3	7.43	17
12	猩球崛起 3: 终极之战	2017/9/15	7.40	18
13	金刚狼 3: 殊死一战	2017/3/3	7.32	19
14	正义联盟	2017/11/17	6.90	21
15	银河护卫队 2	2017/5/5	6.86	22
16	新木乃伊	2017/6/9	6.26	23
17	神奇女侠	2017/6/2	6.10	24
18	一条狗的使命	2017/3/3	6.08	25

资料来源: 艺恩, 安信证券研究中心

进口片更符合当前观众精神需求。根据新传智库数据, 2016 年进口片平均单片票房约为 2.12 亿, 远超国产片的 0.70 亿; 同时在豆瓣 2016 年度电影榜单上, 评价超过 8 分 (不含) 的共有 8 部, 其中仅《驴得水》一部为国产电影, 其余 7 部皆为海外电影。随着国内观众对于电影内容的要求越来越高, 进口大片往往更加符合当前观众的精神需求, 从而吸引更多观众走进影院。

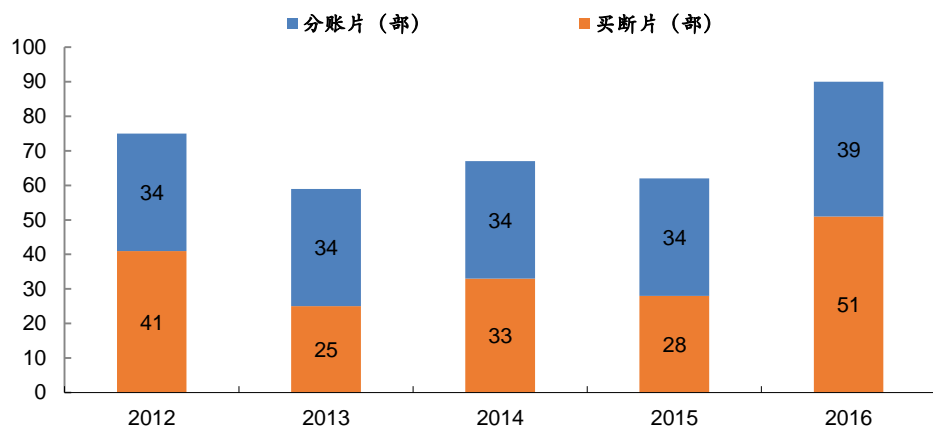
表 2: 豆瓣 2016 年度榜单超过 8 分 (不含) 作品

电影名	上映时间	制片国家	豆瓣评分
血战钢锯岭	2016.12.8 (中国)	美国	8.7
一个叫欧维的男人决定去死	2015.12.25 (瑞典)	瑞典	8.7
完美陌生人	2016.2.11 (意大利)	意大利	8.6
比利·林恩的中场战事	2016.11.11 (中国)	美国	8.5
驴得水	2016.10.28 (中国)	中国	8.3
萨利机长	2016.12.9 (中国)	美国	8.3
大空头	2015.12.23 (美国)	美国	8.3
初恋这首情歌	2016.3.18 (爱尔兰)	爱尔兰	8.2

资料来源: 豆瓣网, 安信证券研究中心

政策预计将重新制定, 进口片供给有望进一步增加。《中美双方就解决 WTO 电影相关问题的谅解备忘录》已于 2017 年 2 月 17 日到期, 中美双方将重新商定进口分账片规则, 目前已进入第二轮谈判。近年来美国电影市场趋于稳定, 好莱坞公司积极开拓国际市场, 其中中国市场是最为重要的部分之一。通过重新制定进口片引进政策, 美方希望可以提高进口片引进数量、分成比例及上映档期的灵活性。根据艺恩网数据, 2016 年实际上映分账片已超过原本协议中的 34 部, 达 39 部, 因此进口分账片与买断片引进数量的提升有望成为中美双方最先达成一致的政策修改内容。

图 10: 2012-2016 年国内进口分账片及买断片数量



资料来源: 新传智库, 安信证券研究中心

2.1.2. 国内电影产业升级, 有望持续打造精品

2017 年国内电影产业升级初见成效,《战狼》等多部优质国产片获较高票房。随着中国电影工业化体系逐渐成熟, 中国电影制作机构有望持续打造高票房精品, 从而带动全国票房以较高速增长。

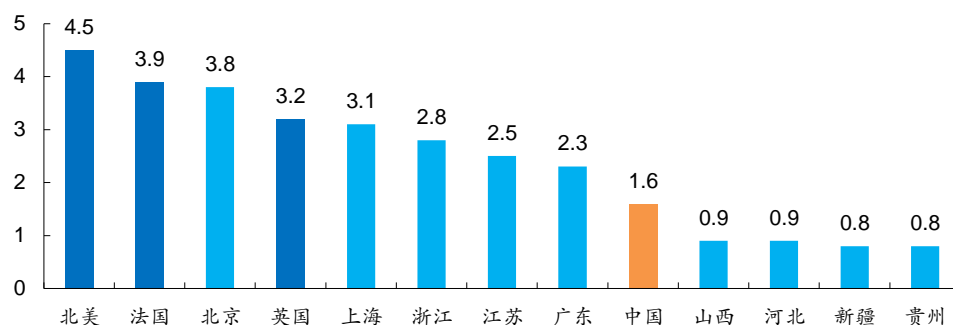
中国“制片人中心制”形成, 工业化体系逐渐成熟。中国电影在由“导演中心制”向“制片人中心制”转化的过程中, 一批拥有市场思维、对市场需求判断比较准确的“制片人式导演”崛起, 其中既包括新人导演徐峥、吴京等, 也包括资深导演管虎等。他们具备制片人所需的思维与项目管理能力, 不仅可以将创意应用于制作中, 还可以推动整个电影的宣发工作, 保证较高的票房回报。随着工业化体系逐渐成熟, 国产电影特效制作的投入也逐渐增大; 国内电影制作机构在剧本创作期就引入国际顶尖特效团队进行合作, 从而将特效与电影更好结合, 提高影片质量, 打造高票房电影。

《战狼 2》创造票房纪录, 引领国产片票房快速增长。根据艺恩网数据, 由吴京身兼制片人、导演、主演多职的电影《战狼 2》斩获 56.79 亿票房, 成为国内票房最高的影片 (在此之前为《美人鱼》的 33.92 亿), 跻身全球历史票房排行前百名。《战狼 2》并未启用高片酬的流量明星, 也没有强力 IP 作为基础, 而是凭借“制片人式导演”吴京出色的管控能力、优秀的制作团队以及大量的特效投入, 成为中国电影工业化转型中的里程碑式作品。除此以外, 2017 年国产影片《羞羞的铁拳》获得超 20 亿票房,《功夫瑜伽》、《西游伏妖篇》获得超 15 亿票房, 位列国内历史票房的第 6、8、10 名, 充分展现国产影片的高成长性与票房潜力。

2.1.3. 院线渠道下沉, 三四线城市成票房新增长点

相比海外成熟市场, 我国三线及以下城市年人均观影次数较低, 仍有较大上升空间。虽然近几年国内电影票房快速增长, 但对标北美、英法等成熟电影市场, 国内人均观影次数仍旧较低。根据中国产业信息网数据, 2015 年中国人均观影次数不足 1 次, 即便去除影院覆盖较少的非城镇地区, 全国城镇人均观影次数仅为 1.6 次, 远低于北美的 4.5 次、法国的 3.9 次及英国的 3.2 次。根据艺恩网数据, 2016 年全国城镇人均观影次数已升至 1.7 次, 但仍有巨大上升空间; 其中北京、上海等一线城市的年人均观影次数已经基本与电影发达国家相当, 拥有大量二线城市的浙江、江苏、广东等省的年人均观影次数也已接近电影发达国家, 其人均观影人次增速已逐步放缓, 而以三、四、五线城市为主的山西、河北、新疆、贵州等省仍有巨大上升空间。

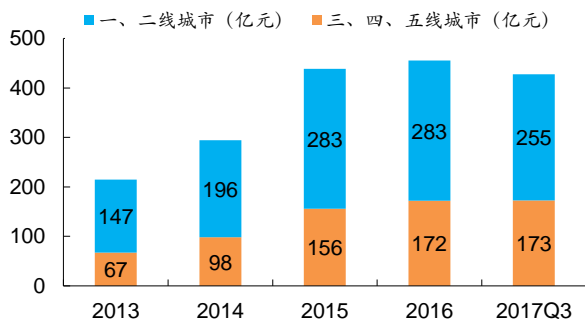
图 11：2015 年部分国家及国内部分城市、省份人均观影次数



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

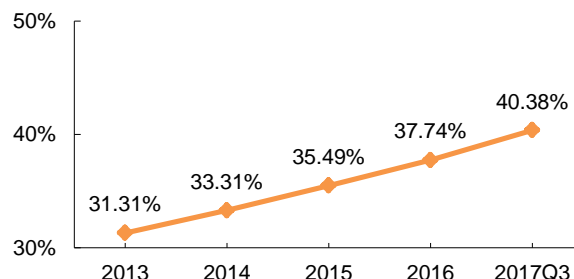
用户消费能力提升、消费观念转变助力低线城市票房快速增长。随着三、四、五线城市的院线设施日益完善，三、四、五线城市用户成为仅次于二线城市用户的第二大电影消费人群。相比一、二线城市，低线城市用户的文化消费方式较为单一，当地的话剧、演唱会、体育赛事较少，电影成为了他们文化消费的首选。随着低线城市用户消费能力提升、消费观念转变，低线城市票房占全国票房比例持续上升。并且感官冲击力较强的《速度与激情》、《变形金刚》等进口大片，大制作且富有爱国情怀的《战狼2》、喜剧元素丰富的《羞羞的铁拳》等优质国产片恰好迎合低线城市观众的观影喜好；随着以上类型电影数量的增多，低线城市的观影需求不断增加，也促进更多影院在低线城市建立。随着院线渠道的下沉与进口大片、优质国产片带来的观影需求，预计三线以下城市票房与观影人次将持续以较快的速度增长，在全国占比不断提高，成为未来票房的主要增长点。

图 12：2013-2017Q3 全国各级城市票房收入



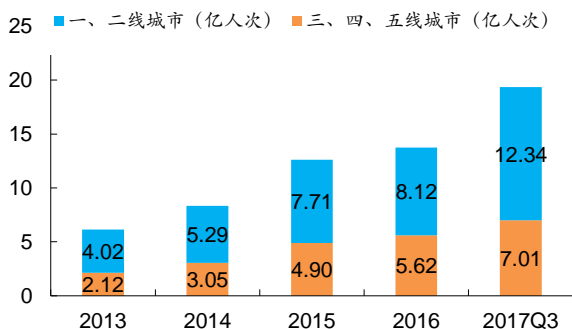
资料来源：艺恩，安信证券研究中心

图 13：2013-2017Q3 三线及以下城市票房占全国比例



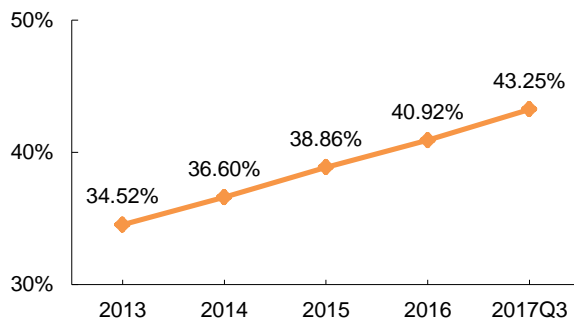
资料来源：艺恩，安信证券研究中心

图 14：2013-2017Q3 全国各级城市观影人次



资料来源：艺恩，安信证券研究中心

图 15：2013-2017Q3 三线及以下城市观影人次占全国比例



资料来源：艺恩，安信证券研究中心

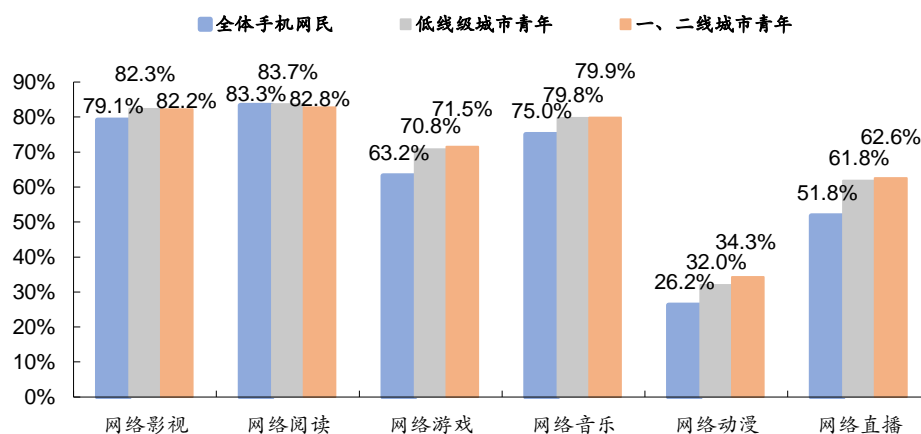
2.2. 低线城市消费潜力高，下沉影院广告等非票业务有望充分受益

随着低线城市人群的消费能力提升、消费观念转变，其用于娱乐消费的投入逐渐提升，一方面促进低线城市影院的营销价值提升，从而获得更多的广告收入；另一方面也促进低线城市影院卖品、衍生品等商品销量的提升。

低线城市人群收入稳定、生活成本较低，消费潜力巨大。低线城市人群虽然收入不及一、二线城市，但其收入来源比较稳定且生活成本较低，尤其是住房方面，这也促进低线城市人群可以将更高比例的收入用于餐饮娱乐等方面。同时低线城市人群的社交圈子的联结更为紧密，信息交流更加频繁，口碑效应更强，营销转化为消费的效率较高。

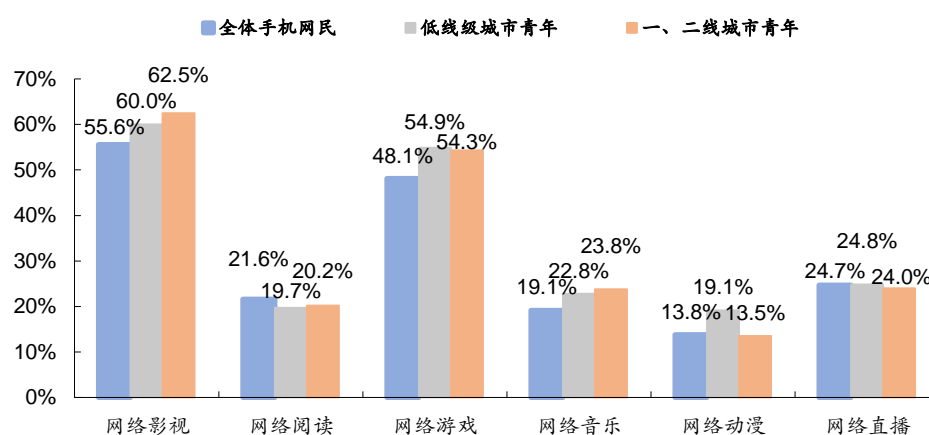
低线城市人群消费观念转变，当地青年逐步成为泛娱乐消费主力军。由于低线城市人群工作压力较小，时间较为充裕，他们也更加愿意在泛娱乐项目中消磨时间并进行消费。根据 2017 年 5 月企鹅智酷的调研数据，在网络影视、网络阅读、网络游戏、网络音乐、网络动漫、网络直播六个泛娱乐垂直领域，低线城市青年的用户渗透率与付费转化率都已基本与一、二线城市青年相当，并略高于全体手机网民。随着未来低线城市人群可支配收入的持续增长，并且低线城市人口基数较大，当地青年有望成为泛娱乐消费的主力军。

图 16：泛娱乐细分项目用户渗透率（2017 年 5 月）



资料来源：企鹅智酷，安信证券研究中心

图 17：泛娱乐细分项目用户付费转化率（2017 年 5 月）



资料来源：企鹅智酷，安信证券研究中心

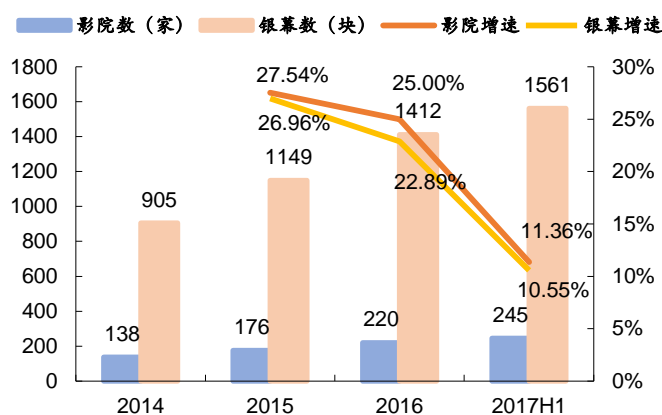
3. 公司顺应院线下沉加速布局，着力非票业务提升影院经营效益

3.1. 以自有影院为主加速扩张，受益于院线下沉 2015 年行业地位显著提升

公司院线以非一线城市为主，受益于院线渠道下沉，公司院线全国票房排名从 2012 的第 10 位上升至 2015 年的第 8 位，其中四、五线城市票房排名分别上升至第 3、2 名，并于 2016、2017 年保持这一行业地位。公司利用自身充足的项目储备，快速扩张低线城市院线规模，保证公司在四、五线城市的领先优势，有望充分受益于当前低线城市票房快速增长的发展趋势。

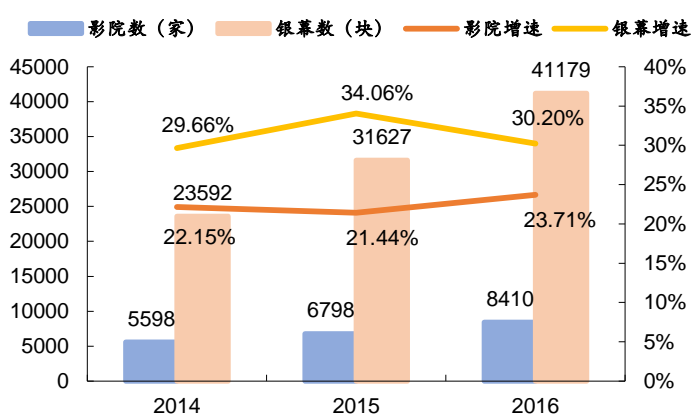
自有影院持续高速扩张，稳固公司行业地位。近几年随着国内电影市场的高速发展，公司自有影院数、银幕持续以较高速增长，年均增速约为 25%，基本与全国影院数、银幕数增速相当。公司凭借较高的影院扩张速度，自有影院票房市占率维持在约 4% 水平，保证公司放映收入随全国票房稳定增长。

图 18: 2014-2017H1 公司自有影院数、银幕数及增速



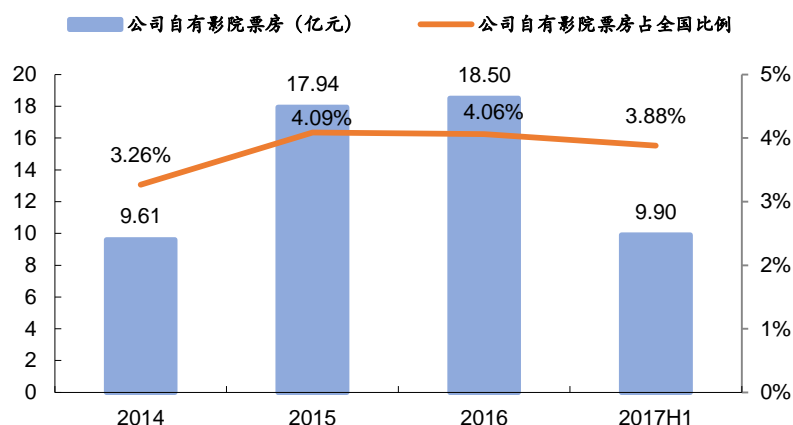
资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 19: 2014-2016 年全国影院数、银幕数及增速



资料来源: 艺恩, 安信证券研究中心

图 20: 2014-2017H1 公司自有影院票房及占全国票房比例



资料来源: 招股说明书, 艺恩, 安信证券研究中心

凭借丰富储备项目，公司进一步加快自有影院扩张速度，助推放映收入加速增长。根据公司招股说明书，公司计划 2017、2018 年分别新建自有影院 82、76 家，明显高于 2014-2016 年自有影院新建数 (2014-2016 年分别为 39、38、44 家)，并且公司拥有 210 处有效的“影院建设项目”房屋租赁协议，保证公司自有影院扩张顺利进行。随着公司加快自有影院扩

张速度，公司票房市占率有望提升，助推放映收入加速增长。

表 3：2015-2017 年横店院线票房情况（截至 2017 年 12 月 17 日）

2015 年				
	横店院线票房 (亿元)	全国院线票房 (亿元)	横店市占率	横店排名
全国	19.77	438.8	4.51%	8
一线城市	0.92	97.56	0.94%	18
二线城市	7.39	185.59	3.98%	8
三线城市	4.38	79.36	5.52%	6
四线城市	4.17	53.12	7.85%	3
五线城市	2.92	23.19	12.59%	2
2016 年				
	横店院线票房 (亿元)	全国院线票房 (亿元)	横店市占率	横店排名
全国	20.71	455.2	4.55%	8
一线城市	1.28	98.4	1.30%	16
二线城市	7.14	185.14	3.86%	8
三线城市	4.15	82.93	5.00%	9
四线城市	4.91	60.9	8.06%	3
五线城市	3.23	27.85	11.60%	2
2017 年（截至 12 月 17 日）				
	横店院线票房 (亿元)	全国院线票房 (亿元)	横店市占率	横店排名
全国	21.35	513.25	4.16%	8
一线城市	1.21	102.95	1.18%	16
二线城市	7.02	204.83	3.43%	9
三线城市	4.66	97.55	4.78%	9
四线城市	5.19	69.04	7.52%	3
五线城市	3.27	32.16	10.17%	2

资料来源：艺恩，安信证券研究中心

以三线及以下城市影院扩张为主，顺应院线渠道下沉趋势，抢占低线城市市场。近几年公司着重于开发三线及以下城市市场，根据艺恩网数据，公司院线在三线及以下城市实现票房占其总票房比例由 2015 年的 58.02% 上升至 2017 年（截至 12 月 17 日）的 61.45%。在此次上市募投项目中公司计划新建 210 家自有影院，其中以三线及以下城市为主的地级、县级城市共 176 家，占全部拟新建影院数的 83.81%。随着公司新建影院计划的完成，公司有望进一步提高自有影院在三线及以下城市市场的占有率，快速抢占低线城市市场。

表 4：公司募投项目中新建影院分布

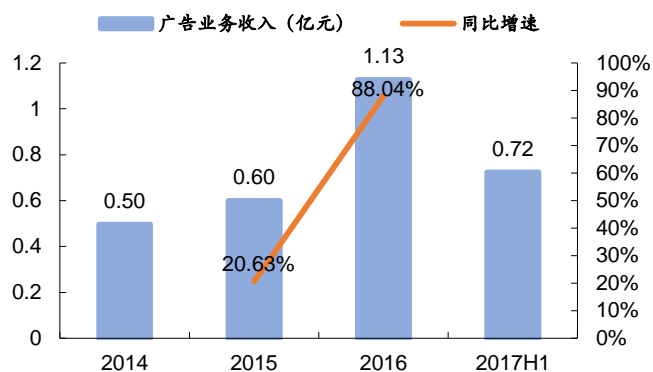
	直辖市	省会城市	地级城市	县级城市	合计
拟新建影院数 (家)	9	25	131	45	210

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.2. 强化广告、卖品等非票业务，提升影院经营效益

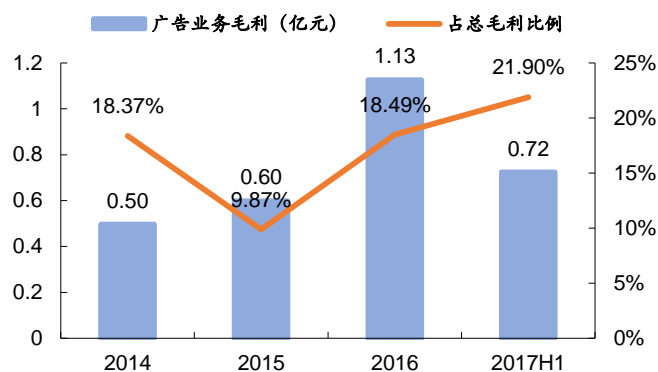
广告收入快速增长，成为公司业绩主要增长点。由于 2015 年全国票房增长显著（48.69%），影院广告营销价值明显提升。2016 年在整体票房市场增速放缓的情况下，公司着力加强自有影院广告业务发展，广告业务收入大幅增长（88.04%）。由于公司广告业务主要基于自有影院发展，其相关成本基本全部计入放映业务，广告业务的毛利率近 100%（2014-2017H1 分别为 99.98%、99.97%、99.92%、99.97%）；广告业务成为公司近几年业绩的主要增长点之一，其毛利占总毛利比例由 2015 年的 9.87% 快速提升至 2017 上半年的 21.90%。

图 21：2014-2017H1 公司广告收入及增速



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

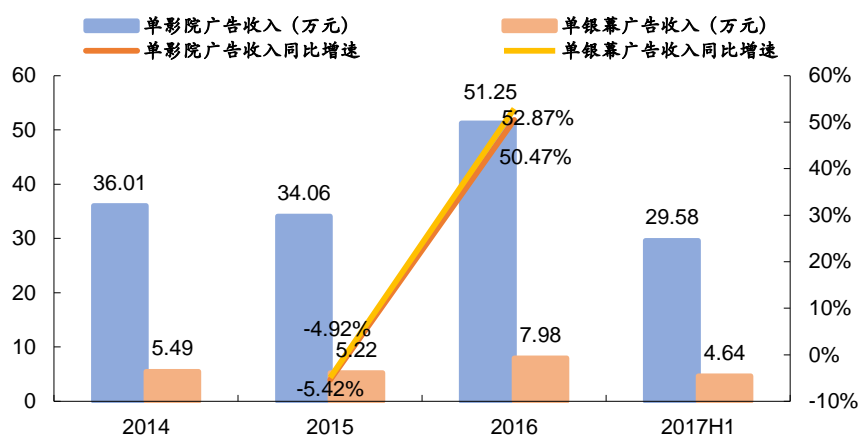
图 22：2014-2017H1 公司广告业务毛利及占总毛利比例



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

低线城市成为消费品主力拓展市场，助推公司广告业务单价快速增长。公司自有影院主要以三线及以下城市为主，随着当地人群消费能力的提升与消费观念的转变以及公司对广告业务的着重发展，公司单影院、单银幕广告收入于 2016 年快速增长，同比增速均超 50%；并且根据公司 2017 上半年单影院、单银幕广告收入计算，2017 年其增速预计将超过 20%，保持较高增速。

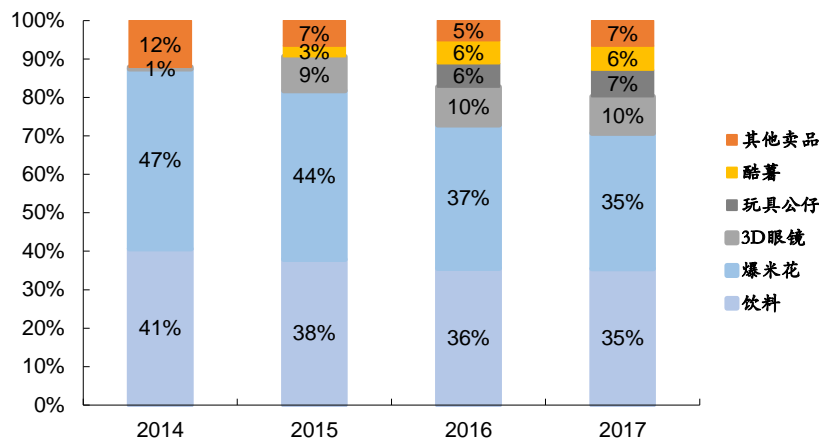
图 23：2014-2017H1 公司单影院、单银幕广告收入及增速



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

与优质供应商稳定合作，公司卖品毛利率领先于市场。公司卖品业务目前以饮料与爆米花为主，根据公司招股说明书，2014 年以来爆米花商品主要供应商均为中钜铨（北京）文化股份有限公司与上海永乐聚河贸易有限公司，饮料商品主要供应商均为百事（中国）投资有限公司；公司通过与优质的供应商商稳定合作，持续提高卖品业务毛利率，2017 上半年公司卖品业务毛利率达 73.96%，位居各大院线首位。并且公司积极引进新种类卖品，包括酷暑、玩具公仔等，丰富公司卖品种类，加强对观众的吸引力度，有望助推公司卖品业务收入增长。

图 24：2014-2017H1 公司卖品业务收入构成



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 5：2014-2017H1 各院线公司卖品业务毛利率

	2014	2015	2016	2017H1
横店影视	69.87%	72.19%	73.81%	73.96%
金逸影视	70.09%	71.66%	70.29%	71.44%
上影股份	71.89%	72.66%	70.26%	-
万达电影	68.85%	68.83%	61.04%	58.89%
时代院线	50.19%	50.28%	43.13%	-

资料来源：Wind，安信证券研究中心

4. 集团行业资源丰富，有助于公司布局电影全产业链

横店控股集团拥有 49 家控股子公司，包括横店影视城有限公司、横店影视投资有限公司、横店影视产权交易中心有限公司、横店影视产业试验区影视服务有限公司等，覆盖影视、旅游、体育等多个领域，可与上市公司业务形成互补，并帮助上市公司向全产业链拓展。

全球领先的影视实景拍摄基地、影视产业孵化园区、影视旅游园区。根据横店影视城官网，截至 2016 年底，已有 1800 部中外影视作品在横店影视城拍摄，其中全国约三分之二的国内古装剧在横店影视城拍摄；并且已有 900 多名中外知名导演、900 多名中外知名演员在横店影视城拍摄、创作各类影视剧作品，横店影视城是全球最大的影视实景拍摄基地。横店影视产业孵化园区中已有华谊兄弟、DMC、新丽传媒、博纳影业、唐德影视等数十家顶尖影视制作公司入驻，并且横店影视产业孵化园区为其提供剧本创作、影视后期制作、政策咨询、影视作品审查、影视企业孵化等多维服务，助推影视行业发展，有利于上市公司电影放映业务业务发展。并且横店影视城为国家 5A 级旅游景区，并投资梦幻谷、梦上海等大型影视主题乐园；根据横店兔旅游网数据，横店影视城 2016 年旅游人次超 1600 万，并仍在稳定增长中。

受益于集团丰富的影视制作、投资资源，公司有望与众多优质影视制作公司展开合作，以较快的速度获得优质影视项目，从而加速公司电影全产业链布局进度。目前，公司已通过参投等方式开始向电影全产业链进行布局。

参投五洲发行，向产业链上游拓展。2014 年 4 月 3 日，公司与万达影视传媒有限公司、大地时代电影发行（北京）有限公司、金逸影视传媒股份有限公司共同投资设立五洲电影发行，其中公司出资 550 万元，占注册资本的 11%。五洲发行借助四大院线的行业资源快速

成长,在2015年即成为主发国产片票房最高的发行公司,其主发国产片票房份额高达25%;在2016年其主发国产片票房虽略有下降,但仍位于国内发行公司前列。五洲发行主发影片代表作包括《寻龙诀》(16.83亿)、《夏洛特烦恼》(14.42亿)、《煎饼侠》(11.63亿)、《唐人街探案》(8.24亿)等。公司通过参与设立五洲发行切入电影发行领域,为进军电影产业链上游打下基础。

表 6: 2015、2016 年国产片发行公司 Top10 (每部电影仅统计一个主发行方)

排名	公司名称	2015 年		公司名称	2016 年	
		主发国产片总票房 (亿元)	主发国产片票房份额		主发国产片总票房 (亿元)	主发国产片票房份额
1	五洲发行	67.6	25.0%	和和影业	46.8	17.6%
2	光线影业	37.9	14.0%	博纳影业	30.3	11.4%
3	博纳影业	30.6	11.3%	乐视影业	22.4	8.4%
4	联瑞影业	29.5	10.9%	安乐影业	17.9	6.7%
5	乐视影业	23.0	8.5%	光线影业	17.2	6.5%
6	影联传媒	13.2	4.9%	五洲发行	16.4	6.1%
7	华谊兄弟	12.2	4.5%	北京安石英纳	12.3	4.6%
8	恒业影业	8.8	3.2%	世纪长龙	10.0	3.8%
9	剧角映画	4.7	1.7%	微影时代	8.1	3.1%
10	华策影视	2.4	0.9%	大银幕 (北京)	8.0	3.0%

资料来源:艺恩网,娱乐资本论,安信证券研究中心

5. 投资建议

受益于全国票房增速回升及对三线及以下城市的深入布局,公司放映业务收入持续增长;公司加快自有影院扩张推动营业收入加速增长,由于公司存在相对较高的经营杠杆,公司收入增速提升将带动净利润更快增长;公司加大非票业务规模并可依托于控股集团资源加速电影全产业链布局,有望打造业绩新增长点。我们预计公司2017-2019年净利润分别为3.88亿元、4.85亿元、5.94亿元,对应每股收益分别为0.86元、1.07元、1.31元,参考同类可比公司给予2018年30X估值,对应六个月目标价32.10元,给予“买入-A”评级。

6. 风险提示

进口片票房不及预期,竞争激烈导致单影院利润不及预期,舞台剧、在线视频等多维竞争加剧的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,113.1	2,280.8	2,811.6	3,459.5	4,086.6	成长性					
减:营业成本	1,505.9	1,671.5	2,145.3	2,625.2	3,087.0	营业收入增长率	78.9%	7.9%	23.3%	23.0%	18.1%
营业税费	102.3	109.0	132.2	161.1	188.4	营业利润增长率	253.6%	-4.3%	10.8%	29.9%	23.0%
销售费用	34.1	43.6	50.0	61.5	72.3	净利润增长率	190.6%	3.4%	8.8%	25.2%	22.5%
管理费用	39.8	57.7	54.9	66.4	79.1	EBITDA 增长率	143.3%	-2.6%	4.2%	21.5%	17.2%
财务费用	21.5	8.7	-4.2	-20.8	-40.4	EBIT 增长率	185.6%	-7.0%	7.5%	26.4%	20.3%
资产减值损失	4.9	1.0	0.1	0.1	0.1	NOPLAT 增长率	182.9%	-9.4%	7.7%	26.4%	20.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-29.8%	83.1%	-1.7%	27.3%	-80.9%
投资和汇兑收益	17.3	14.6	14.3	15.4	14.8	净资产增长率	139.4%	40.9%	42.2%	32.3%	29.9%
营业利润	422.0	403.9	447.7	581.4	714.8	利润率					
加:营业外净收支	17.0	61.2	56.9	51.8	60.1	毛利率	28.7%	26.7%	23.7%	24.1%	24.5%
利润总额	439.0	465.1	504.6	633.2	774.9	营业利润率	20.0%	17.7%	15.9%	16.8%	17.5%
减:所得税	93.9	109.1	117.4	147.4	180.3	净利润率	16.3%	15.6%	13.8%	14.0%	14.5%
净利润	344.4	356.0	387.5	485.0	594.0	EBITDA/营业收入	25.4%	23.0%	19.4%	19.1%	19.0%
						EBIT/营业收入	21.0%	18.1%	15.8%	16.2%	16.5%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	92	99	81	55	38
货币资金	295.6	136.4	540.3	967.4	1,956.8	流动营业资本周转天数	-45	-50	-50	-52	-53
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	88	90	106	130	180
应收账款	162.0	165.1	420.7	201.3	522.8	应收账款周转天数	34	26	38	32	32
应收票据	-	-	0.0	0.0	0.0	存货周转天数	3	3	3	3	3
预付账款	19.6	22.2	39.3	31.7	51.3	总资产周转天数	273	296	271	241	256
存货	17.6	25.5	27.4	35.4	41.1	投资资本周转天数	41	44	46	42	24
其他流动资产	119.7	171.5	110.0	133.7	138.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	51.0%	37.4%	28.6%	27.1%	25.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	19.1%	18.4%	16.8%	20.8%	17.1%
长期股权投资	53.1	50.7	50.7	50.7	50.7	ROIC	124.5%	160.6%	94.5%	121.5%	114.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	577.7	681.7	580.1	478.6	377.0	销售费用率	1.6%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
在建工程	19.0	16.9	16.9	16.9	16.9	管理费用率	1.9%	2.5%	2.0%	1.9%	1.9%
无形资产	1.2	1.6	1.4	1.2	0.9	财务费用率	1.0%	0.4%	-0.1%	-0.6%	-1.0%
其他非流动资产	545.4	665.8	512.1	422.2	327.3	三费/营业收入	4.5%	4.8%	3.6%	3.1%	2.7%
资产总额	1,810.8	1,937.4	2,299.0	2,339.2	3,483.3	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	62.7%	50.9%	48.2%	36.5%	41.3%
应付账款	314.4	267.9	583.4	377.8	765.8	负债权益比	168.2%	103.7%	93.2%	57.5%	70.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	0.83	0.78	0.99	1.50	1.79
其他流动负债	421.6	400.4	568.5	534.2	750.9	速动比率	0.81	0.74	0.96	1.46	1.76
长期借款	295.8	179.7	-	-	-	利息保障倍数	20.60	47.22	-105.33	-26.90	-16.69
其他非流动负债	103.9	138.2	108.8	117.0	121.3	分红指标					
负债总额	1,135.7	986.2	1,260.7	1,029.0	1,638.0	DPS(元)	-	-	0.09	0.11	0.13
少数股东权益	-	-	-0.3	0.5	1.1	分红比率	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股本	400.0	400.0	453.0	453.0	453.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%
留存收益	275.2	551.2	899.9	1,336.4	1,871.0						
股东权益	675.2	951.2	1,352.6	1,790.0	2,325.1						
						现金流量表					
							2015	2016	2017E	2018E	2019E
						净利润	345.1	356.0	387.5	485.0	594.0
						加:折旧和摊销	181.2	207.8	101.8	101.8	101.8
						资产减值准备	4.9	1.0	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	27.2	13.9	-4.2	-20.8	-40.4
						投资损失	-17.3	-14.6	-14.3	-15.4	-14.8
						少数股东损益	0.7	-	-0.3	0.9	0.6
						营运资金的变动	235.5	-60.2	372.3	57.1	357.5
						经营活动产生现金流量	816.4	580.1	842.7	608.4	998.6
						投资活动产生现金流量	-454.5	-495.4	-300.0	-150.0	14.8
						融资活动产生现金流量	-176.7	-243.9	-138.8	-31.3	-24.0
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.76	0.79	0.86	1.07	1.31
						BVPS(元)	1.49	2.10	2.99	3.95	5.13
						PE(X)	34.3	33.2	30.5	24.4	19.9
						PB(X)	17.5	12.4	8.7	6.6	5.1
						P/FCF	54.8	278.0	21.5	21.5	12.4
						P/S	5.6	5.2	4.2	3.4	2.9
						EV/EBITDA	-	-	19.8	15.8	12.3
						CAGR(%)	12.1%	18.6%	48.3%	12.1%	18.6%
						PEG	2.8	1.8	0.6	2.0	1.1
						ROIC/WACC	11.9	15.3	9.0	11.6	11.0
						REP	-	-	3.4	2.0	10.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034