



2019年07月16日

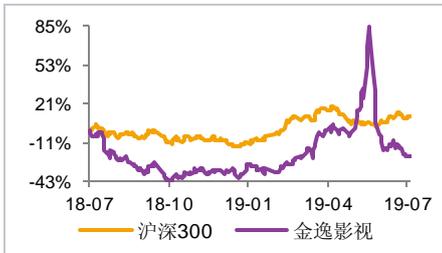
增持(首次评级)

当前价: 16.14 元
目标价: 17.00 元

分析师: 陈净娴

执业编号: S0300516090001
电话: 021-51759911
邮箱: chenzhengxian@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	2,010	2,123	2,420	2,795
(+/-)	-8.2%	5.6%	14.0%	15.5%
归母净利润	141	162	203	265
(+/-)	-29%	15%	26%	30%
EPS(元)	0.59	0.66	0.88	0.98
P/E	27.36	24.45	18.34	16.47

资料来源: 联讯证券研究院

金逸影视(002905.SZ)

【联讯传媒】金逸影视(002905.SZ, 买入) 基本面稳健的区域领导者

投资要点

◇ 中国电影行业平稳增长

中国电影经过近代几十年的发展及 21 世纪后的高速发展, 目前市场已进入成熟期, 迈入稳增长阶段。2018 年中国总票房(含服务费)突破 600 亿, 跃居全球第一。2019 年上半年累计票房为 311.73 亿, 较去年同期下降 2.7%。艺恩预估未来三年中国电影票房的复合增长率约为 8%。

◇ 商业模式

以电影放映吸引客流, 围绕放映业务提供广告、卖品等衍生服务。行业趋势为产业链一体化, 特别是向相对轻资产的上游制作和发行环节衍生, 产业趋于轻资产化, 提升股东的 ROE。

◇ 核心竞争力

金逸影视处于中国影投公司前五, 院线公司前七, 具有较高的口碑和品牌效应。在一二线城市, 尤其是广州等南方区域, 院线布局广泛。凭借老牌院线的资源积累, 公司积极开拓电影投资业务。

◇ 盈利预测及投资评级

我们预估 2019-2021 年的营收分别为 21.23 亿元、24.20 亿元、27.95 亿元, 同比增速分别为 5.6%、14.0%和 15.5%; 归母净利润分别为 1.62 亿元、2.03 亿元和 2.65 亿元, 同比增速则分别为 14.8%、25.6%和 30.3%, 首次覆盖给予【增持】的投资评级, 目标价设定为 17.00 元。

◇ 风险提示

电影票房不及预期; 电影投资业务不及预期; 宏观经济形势下行。



目 录

投资案件	4
投资评级与估值	4
关键假设点	4
有别于大众的认识	4
地域领导者有理由享受一定估值溢价。	4
股价表现催化剂	4
核心风险提示	4
一、行业分析:	5
(一) 规模: 行业进入平稳发展期	5
(二) 结构: 集中度稳步提升中	7
1、院线结构: 头部院线优势明显	7
2、城市结构: 三线及以下城市重要增量贡献者	8
(三) 商业模式:	9
(四) 暑期档	10
二、公司概况:	11
(一) 公司简介:	11
(二) 公司所处行业地位: TOP5 影投, TOP7 院线	12
(三) 公司业务模式: 打造影院差异化经营, 发力上游电影投资业务	12
(四) 公司财务状况: 以放映业务为基本盘, 广告及电影投资为未来增长点	14
三、财务假设及盈利预估	17
四、风险提示	18

图表目录

图表 1: 2012-2018 年中国票房收入及同比增速	5
图表 2: 1H 19 月度票房收入及同比增速	5
图表 3: 电影行业生命周期图	5
图表 4: 平均票价 (含服务费)	6
图表 5: 1H 19 月度票价及同比增速	6
图表 6: 2012-2018 年观影人次及同比增速	6
图表 7: 1H 2019 月度观影人次同比增速	6
图表 8: 2017-2019 年上半年票房收入前五大影片	7
图表 9: 2016-2019 年上半年全国 TOP10 院线	8
图表 10: 银幕数及同比增速	8
图表 11: 单银幕产出及增速	8
图表 12: 各线城市票房占比 (百分比)	9
图表 13: 电影行业产业链	9
图表 14: 各档期票房占比 (百分比)	10



图表 15: 2019 年暑期档部分片单.....	11
图表 16: 金逸影视处于电影产业下游环节.....	11
图表 17: 2019 年第一季度金逸影视前十大股东.....	12
图表 18: 2012-1H19 金逸影视票房收入及同比增速.....	12
图表 19: 2012-1H19 金逸影视影院数.....	13
图表 20: 金逸影视直营影院与加盟影院占比.....	13
图表 21: 2013-1H19 金逸影视银幕数.....	13
图表 22: 金逸影视直营影院单银幕产出高于全国水平.....	13
图表 23: 金逸影视 2012-2018 年营业总收入及同比增速.....	14
图表 24: 金逸影视 2012-2018 年营业总收入及同比增速.....	15
图表 25: 2018 年金逸影视营业收入构成.....	15
图表 26: 2012-2018 年金逸影视营收占比.....	15
图表 27: 金逸影视与可比公司综合毛利率.....	16
图表 28: 金逸影视的广告服务毛利率处于较高水平.....	16
图表 29: 2012-2018 年金逸影视净利润.....	16
图表 30: 2012-2018 年及 1Q19 金逸影视期间费用率.....	17
图表 31: 可比公司 2019 年第一季度期间费用率对比.....	17
图表 32: 院线可比公司估值表（以 7 月 12 日收盘价为准）.....	18



投资案件

投资评级与估值

考虑到中国票房市场进入稳定增长时期,我们预估公司2019-2021年的营收分别为21.23亿元、24.20亿元和27.95亿元,分别同比增速分别为5.6%、14.0%和15.5%;归母净利润分别为1.62亿元、2.03亿元和2.65亿元,分别同比增速分别为14.8%、25.6%和30.3%。

公司的主营业务为电影放映业务,2018年占比79%,公司战略为以差异化经营策略提供多元化的衍生服务,并致力于向电影产业的上游电影投资制作业务拓展,我们首次覆盖给予【增持】的投资评级。

关键假设点

目前,公司的主营业务收入主要来源于电影放映、广告服务、卖品、电影投资四大业务。

- (1) 电影放映: 电影放映带来的票房收入是公司收入的第一大来源, 占据约79%。我们的假设为:(1)影院数量: 公司2019年上半年新开业9家直营影院, 2012-2018年公司直营影院数量的复合增长率为11.3%, 我们预估公司将以11%的比例扩张影院, 预计公司2019-2021年直营影院数量将增加至195、217和241家;(2)银幕数量: 2019-2021年银幕数将达到1,269、1,345和1,425块。
- (2) 广告服务: 广告服务是公司的第二大收入来源的业务, 由于票房增速放缓, 且宏观经济形势不稳定, 但公司的广告服务毛利率一直维持在高水平, 故我们以其2012-2018年的年复合增长率7%作为2019年预测增速, 2020-2021年增速分别为10%、12%, 2019-2021年广告服务收入分别为2.03、2.24、2.50亿元。
- (3) 电影投资: 电影投资是2015年开始成为公司的新业务增长点, 虽然营收占比不大, 但2017年电影投资收入是2016年的20倍, 且2018年也保持着123%的高增速, 剔除2017、2018年存在现象级爆款电影带来的影响, 我们预测2019-2020年电影投资收入增速为40%、50%、60%, 2019-2021年电影投资收入分别为0.63、0.95、1.51亿元。

有别于大众的认识

地域领导者有理由享受一定估值溢价。

股价表现催化剂

票房超预期, 投资爆款影片录得高额投资收益。

核心风险提示

电影票房不及预期; 电影投资业务不及预期; 宏观经济形势下行。



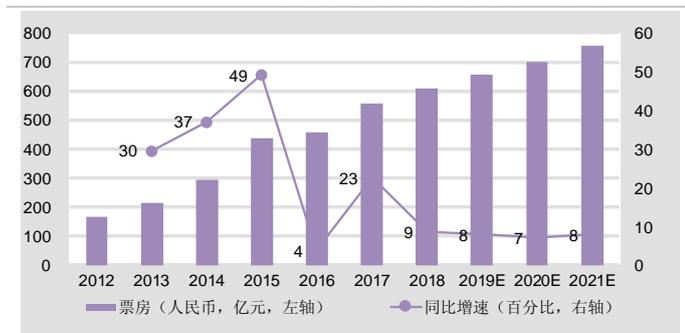
一、行业分析:

(一) 规模: 行业进入平稳发展期

经济的高速发展催生了消费者对文化的日益需求,进而推动了文化产业的快速发展。中国电影票房自2010年突破百亿以来,就进入了高速增长时代,电影市场蓬勃发展。2018年中国总票房(含服务费)突破600亿,但增速明显放缓,较2017年22.6%的增速下降了近14.0个百分点。

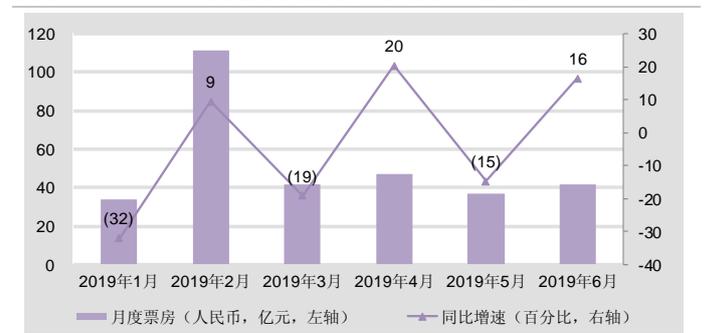
从票房(含服务费)来看,2012-2015年的票房收入同比增速分别达到了29.6%、37.1%、49.1%,呈现爆发式的增长。2016年,在国家的管控下,实施票补减少、票价降低等措施导致票房收入增幅急速下跌至3.8%。2017年在多部爆款国产电影的刺激下,票房增速回升。但仅靠少数爆款电影无法使票房收入持续保持高增速。2018年票房收入达到了607亿,同比增长8.7%。2019年上半年累计票房为311.73亿,较2018年同期320.34亿的同比下降2.7%。

图表1: 2012-2018年中国票房收入及同比增速



资料来源: 艺恩数据, 联讯证券研究院

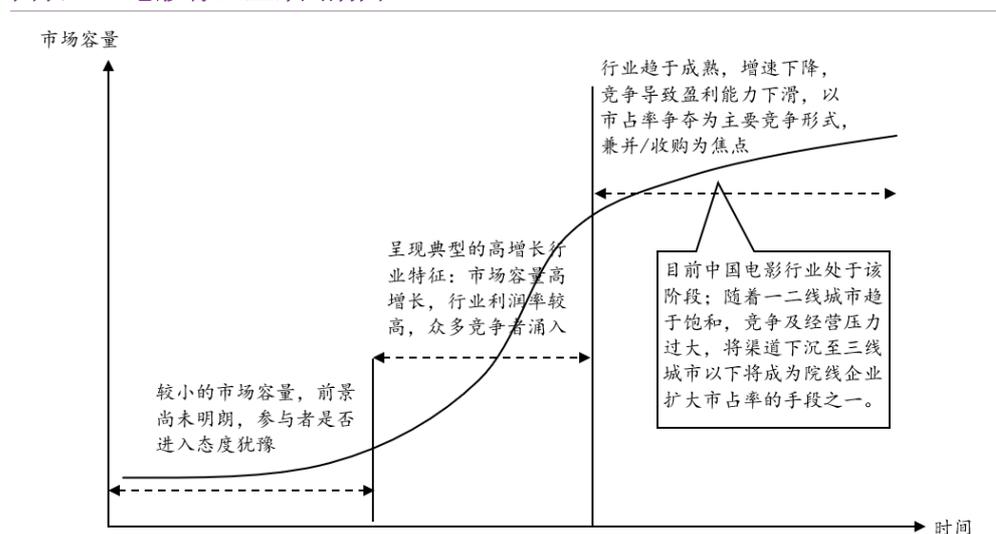
图表2: 1H 19 月度票房收入及同比增速



资料来源: 艺恩数据, 联讯证券研究院

从行业生命周期的角度,也可以解释票房收入增速放缓。目前,中国的电影市场已经历了高速发展的阶段,逐步迈入中低速稳定发展阶段。正如已经发展成熟的北美电影市场,其票房收入基本维持在一个低水平的稳定增速水平。我们认为行业已进入市场份额争夺阶段,市场份额领先者为该等趋势的受惠者。

图表3: 电影行业生命周期图



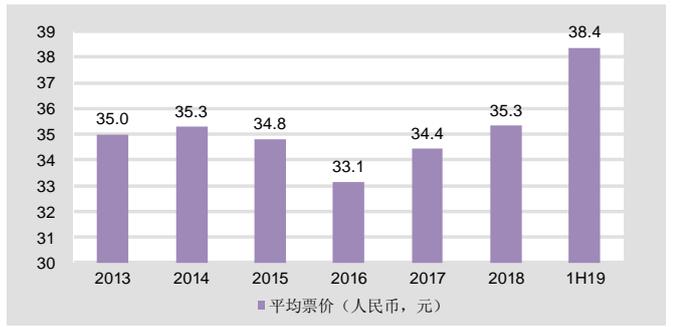
资料来源: 联讯证券研究院



从数据上具体分析票房收入的变动，主要从平均票价和观影人次两方面分析。

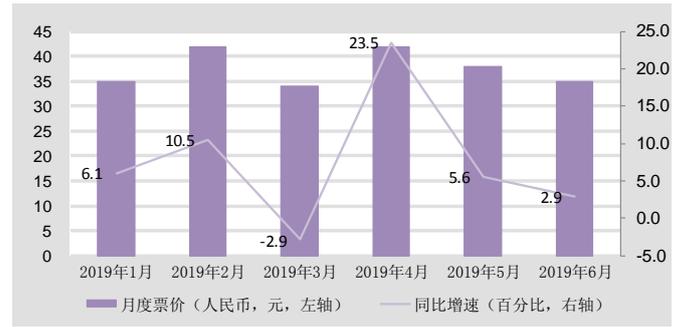
平均票价。2019年上半年，平均票价达到近五年来最高峰。2013年-2018年，全国平均票价一直保持在35元左右，而2019年上半年平均票价达到了38.4元，较2018年增长了约8.6%。票价上涨的因素主要有：（1）优质爆款影片刺激观影需求，对票价提升效果明显：2月《流浪地球》、4月《复联4》刺激当月票价提高至42元；（2）2019年上半年服务费整体上涨，较2018年同期2.2元的服务费上涨38.5%至3.0元。

图表4： 平均票价（含服务费）



资料来源：艺恩数据，联讯证券

图表5： 1H 19 月度票价及同比增速



资料来源：艺恩数据，联讯证券

观影人次。观察2012-2018年观影人次的同比增速趋势图，发现与同期全国票房收入增速的趋势基本一致，由此可以判断，观影人次是导致票房收入变动的关键因素。

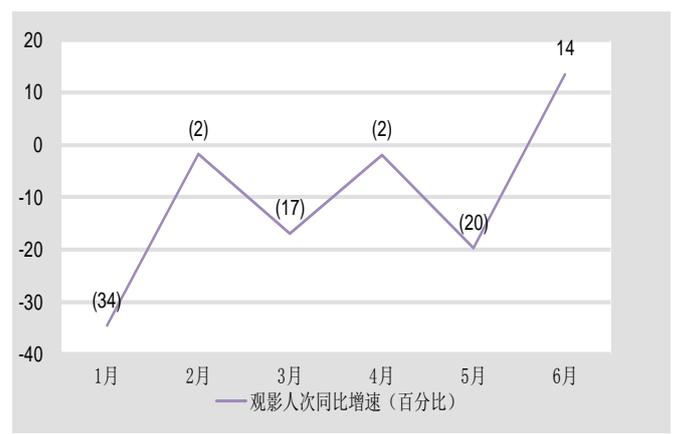
2019年上半年，观影人次累计达到8.1亿人次，较2018年同期9亿人次下降了约10%，且前5个月每个月观影人次同比数据都处于下滑状态，其中1、3、5、6月的下降幅度高达34%、17%、20%。虽然6月份观影人次有所回升，也未能挽回上半年整体观影人次下降的局面。

图表6： 2012-2018年观影人次及同比增速



资料来源：艺恩数据，联讯证券

图表7： 1H 2019 月度观影人次同比增速



资料来源：艺恩数据，联讯证券

从上述对票房收入的两大影响因素的分析，发现2019年上半年由于票价的明显上涨，直接导致观影人次下降，反映了电影市场是一个价格需求敏感型的供需市场。这一情况可以从过去的经验中得到印证。2016年第二季度和2018年第四季度，在国家对票补规模进行严格管控的情况下，票价上涨，受众需要承担更高的实际观影成本。同时随着诸如腾讯、爱奇艺等视频平台的兴起，消费者又多了一个廉价方便的观影渠道，对影院观



影的需求在一定程度上有所减少。这些因素共同造成了电影票房收入增速放缓。

票房收入增速放缓从深层次反映了观众的观影需求层次在提升，不再仅仅为了满足观影这一动作，更多的是在向市场反馈消费者对电影内容的高层次需求。这一反馈效果从近年来像《战狼》、《红海行动》、《流浪地球》等优质国产电影的现象级票房就可以明显看出。

图表8： 2017-2019年上半年票房收入前五大影片

	2017年		2018年		2019年1-6月	
	票房（亿）		票房（亿）		票房（亿）	
1	战狼2	57	红海行动	37	流浪地球	47
2	速度与激情8	27	唐人街探案2	34	复仇者联盟4	42
3	羞羞的铁拳	22	我不是药神	31	疯狂的外星人	22
4	功夫瑜伽	18	西虹市首富	25	飞驰人生	17
5	西游伏妖篇	17	复仇者联盟3	24	大黄蜂	11
	前五名票房合计	140		151		140
	全年总票房	558		607		312
	前五大比重	25%		25%		45%

资料来源：艺恩数据，联讯证券研究院

从 2017 年、2018 年的票房收入表现来看，优质的、广受好评的电影占据了当年全国票房收入的 25%，反映了观众对优质电影的认可，更愿意购票去影院观看。另一方面，近几年，国产电影无论在口碑还是在票房收入上都表现不俗，深入分析，几大现象级国产电影都涉及了对社会痛点的表达，得到了观众情感上的认同。由此可见，IP、流量、粉丝经济已经对票房的吸引力正逐步减弱，“内容为王”正成为中国电影市场发展的内在驱动力。虽然短期内打造全面的电影内容优质化较为困难，但是正是基于市场对优质电影的票房回馈才能倒逼电影行业上游企业追求内容为王，长期来看，有助于推动中国电影市场回归电影内容本身，成为电影市场新的稳定增长点。

（二）结构：集中度稳步提升中

1、院线结构：头部院线优势明显

院线作为电影行业产业链的下游，其结构体现了市场竞争的激烈程度。以票房收入的市场占有率作为衡量标准，院线集中度较高，且呈现不断提升的态势。2019 年上半年，全国 TOP10 的院线实现累计票房达 214 亿元，占总票房的 68.6%。TOP5 的院线票房集中度显得更为突出。2019 年上半年，全国 TOP5 的市占率达到了 46.3%，且这一比例从 2016 年开始一直呈现小幅度稳定增长。且从 TOP10 内部梯队来看，市场份额往 TOP5 集中的迹象也愈发明显。



图表9： 2016-2019 年上半年全国 TOP10 院线

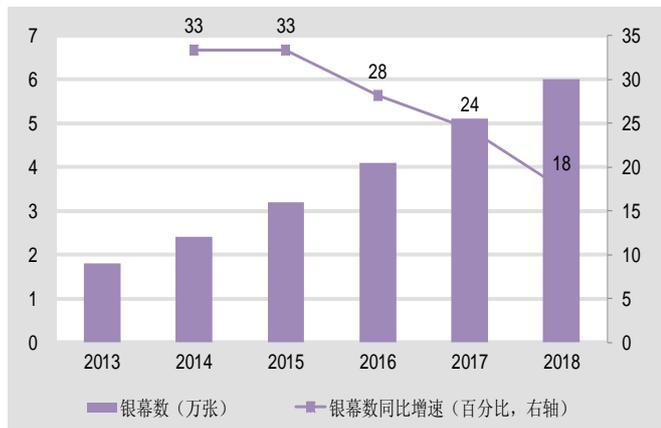
	2016年		2017年		2018年		2019年1-6月	
	票房(亿)	比重(%)	票房(亿)	比重(%)	票房(亿)	比重(%)	票房(亿)	比重(%)
全国票房	455		558		607		312	
1 万达院线	61	13.4%	72	12.9%	82	13.5%	44	14.2%
2 大地院线	37	8.1%	48	8.6%	60	9.9%	31	9.8%
3 上海联合	36	7.8%	45	8.1%	48	8.0%	25	8.2%
4 中影星美	35	7.6%	41	7.3%	45	7.4%	23	7.5%
5 中影南方	32	7.1%	41	7.3%	45	7.3%	21	6.7%
TOP5合计	200	44.0%	247	44.2%	280	46.1%	144	46.3%
6 中影数字	30	6.5%	40	7.1%	39	6.4%	17	5.4%
7 金逸珠江	28	6.1%	29	5.3%	30	5.0%	16	5.0%
8 横店院线	21	4.5%	24	4.4%	26	4.3%	13	4.3%
9 浙江时代	15	3.2%	19	3.4%	21	3.5%	12	3.9%
10 华夏联合	14	3.2%	18	3.2%	21	3.4%	11	3.7%
TOP10合计	307	67.4%	378	67.6%	417	68.7%	214	68.6%

资料来源：艺恩数据，联讯证券研究院

从数据上看，国内院线的集中度较高，且这种趋势在未来可能越发明显。究其原因，我们认为，由于 2016 年以前国家对文化产业的政策支持，导致热钱流入院线市场，全国影院扩张增速十分明显，2013-2015 年银幕数增速达到 33%，由此可见院线市场的竞争之激烈。在这样的竞争环境下，许多企业不得不通过缩减自己的利润空间来引流，然而这样的做法传导至整个市场，进而使得整个市场的利润空间遭到挤压，致使部分经营不善的企业减缓扩张速度甚至退出市场。因此，2016 年后银幕数增速逐年降低，且随着票房收入增速放缓，单银幕产出持续下降，院线企业经营压力加大。

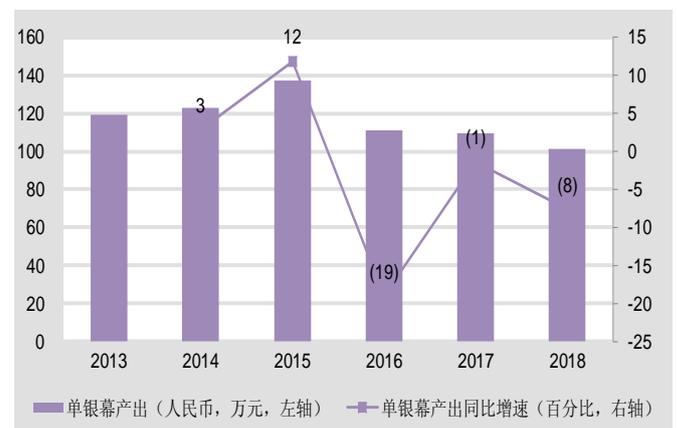
基于面临较大的竞争压力和经营压力，许多不具有显著竞争力的企业而随之退出市场。在此情况下，头部院线吸收了这部分市场份额，因此导致了行业市场集中度趋于回升。我们认为，这种趋势在未来还会继续持续，头部企业或通过并购扩大市占率，优势明显。

图表10： 银幕数及同比增速



资料来源：联讯证券研究院

图表11： 单银幕产出及增速



资料来源：联讯证券研究院

2、城市结构：三线及以下城市重要增量贡献者

从国内各线城市票房占比来看，三线及以下城市占比逐年增长，从 2016 年的 38% 增长到 2019 年上半年的 42%；相对三线及以下城市，一二线城市院线市场已经相对较为成熟，票房增速放缓，市占率分别从 2016 年的 22%、41% 下降至 2019 年上半年的 19%、39%，市场份额呈现逐年下降态势。

由此可见，院线渠道正在下沉，这主要由于三线及以下城市“小镇青年”的观影需求空



间增大。近年来我国人口向一二线城市流动的趋势不再明显，因此我们判断，未来三线及以下城市的增量空间较大。院线企业要想获得更大的市场份额，与其在已趋饱和的一二线发达城市继续铺设新影院，不如将发展战略转向攻略三线及以下城市。

图表12：各线城市票房占比（百分比）



资料来源：艺恩数据，联讯证券研究院

（三）商业模式：

从电影行业整体来看，其产业链包括电影制作、出品、发行、放映环节。电影制作作为整个产业的最前端，决定了行业的影片供给数量、质量等情况，具有一定的议价权。影片制作完成后，通过出品及发行方使得影片得以面世，向下游院线企业进行宣发。电影产业的终端是院线市场，其基本职能是提供放映服务获取票务收入，一般占据 45%的票房分账比例，同时还为合作商提供广告服务、提供卖品等衍生品服务以获得非票务收入。由于互联网科技的兴起，为提高上座率、增加票务收入，院线企业要么开发自己的 APP 购票软件，要么借助第三方购票软件的消费者流量。

图表13：电影行业产业链



资料来源：wind，联讯证券研究院

电影行业上游制作方处于较为主动的地位，对下游企业有一定的议价权，其票房分账比例约占 45%。只有能持续提供高质量的影片的企业，才能在行业中享有较高的品牌效应和垄断地位。该市场集中度较高。

相比而言，电影行业的下游企业属于较为被动的一方。从供给角度，上游企业掌握着影片的供给质量和数量，下游企业众多，因此倾向于卖方市场；从需求角度，下游院线企



业众多，竞争激烈，且消费者还可以通过视频网站来观影，因此院线企业对消费者没有较高的定价权，处于买方市场。由此可见，院线市场若只集中于电影放映业务，其增长空间有限，这也是为何很多院线企业通过提供衍生服务并转型往产业链的上游发展的原因。院线企业只有通过提供多元化业务并拓展产业链，才能有进一步的业务增长空间。

（四）暑期档

暑期档是全年票房收入的关键档期，2015-2018 年暑期档票房占比在 27%-31%，占全年票房收入的近 1/3，远超其他节日档期。究其原因，暑期释放出的学生党成为电影的主要受众，需求空间较大。

图表14：各档期票房占比（百分比）



资料来源：艺恩数据，联讯证券研究院

2019 年暑期档影片数量为 88 部，较 2018 年数量有所减少。从影片热度和阵容来看，主要类型为动画、动作片。参考猫眼公布的想看人数，今年暑期出现爆款电影的可能性较小，暑期档票房收入可能不容乐观。另外，《少年的你》、《八佰》等预期大热的影片也相继撤档，存在可替代的同体量影片较少，对暑期档影响较大。



图表15: 2019年暑期档部分片单

	影片名称	主演	导演	影片类型	主出品方	主发行方	想看人数(万)
	蜘蛛侠:英雄远征	汤姆·赫兰德, 赞达亚·科尔曼	乔·沃茨	动作, 冒险, 科幻	美国哥伦比亚影片公司	华夏发行, 中影, 上海电影	50.2
	千与千寻	入野自由, 夏木真理	宫崎骏, 柯克·维斯	动画, 奇幻	日本吉卜力	中影, 光线影业	24.7
	哆啦A梦:大雄的月球探险记	水田山葵, 大原惠美	八锹新之介	动画, 剧情	日本SHIN-EI动画	华夏发行, 中影, 长影集团, 小桌电影	6
6月份	X战警·黑凤凰	苏菲·特纳, 詹姆斯·麦卡沃	西蒙·金伯格	动作, 冒险, 科幻	二十世纪福克斯, 漫威影业	中影, 华夏发行, 上海电影	30.7
	最好的我们	陈飞宇, 何蓝逗	章笛沙	剧情, 爱情	中国电影, 合瑞影业, 猫眼微影, 爱奇艺影业	中影, 合瑞影业, 猫眼微影	12.3
	追龙2	梁家辉, 古天乐	王晶, 关智耀	犯罪, 剧情, 动作	银都机构, 博纳, 阿里影业, 万达影视	博纳影业	13.8
	黑衣人:全球通缉	克里斯·海姆斯沃斯, 泰莎·汤普森	F·加里·格雷	动作, 科幻	哥伦比亚影片、腾讯影业	中影, 华夏发行	18.7
	扫毒2天地对决	刘德华, 古天乐, 应采儿	邱礼涛	动作, 悬疑, 犯罪	银都机构, 寰宇娱乐	昇格传媒, 合瑞影业	32.1
	狮子王	唐纳德·格洛弗, 詹姆斯·厄尔·琼斯	乔恩·费儒	动画, 冒险	华特迪士尼影业	中影, 华夏发行	14.7
7月份	爱宠大机密2	帕顿·奥斯瓦尔特, 冯绍峰	克里斯·雷纳德	动画, 喜剧, 冒险	美国环球影片	中影, 华夏发行	10.5
	银河补习班	邓超, 白宇, 任素汐	邓超, 俞白眉	剧情, 家庭	橙子映像传媒, 猫眼微影, 光线影业	猫眼微影	13.9
	未来机器城	冯远征, 石班瑜	安格温, 龙子乔	冒险, 科幻, 动画	阿里影业, 万达影视	阿里影业, 淘票票	9.5
	上海堡垒	鹿晗, 舒淇, 高以翔	滕华涛	科幻, 战争, 爱情	华视娱乐, 中影, 腾讯影业	中影, 聚合影联, 腾讯影业	6.7
	速度与激情:特别行动	道恩·强森, 杰森·斯坦森	大卫·雷奇	动作, 惊悚, 犯罪	环球影业	环球影业	5.4
8月份	使徒行者2:谍影行动	吴镇宇, 张家辉, 古天乐	文伟鸿	剧情, 动作, 犯罪	嘉映影业, 耳东影业, 阿里影业	/	15.4
	全职高手之巅峰荣耀	阿杰, 西子, 刘康	邓志巍, 史涓生	剧情, 动画	阅文影视, 万达影视	/	8.8
	保持沉默	周迅, 吴镇宇, 祖峰	周可	剧情, 悬疑, 家庭	光线影业, 猫眼微影	/	7

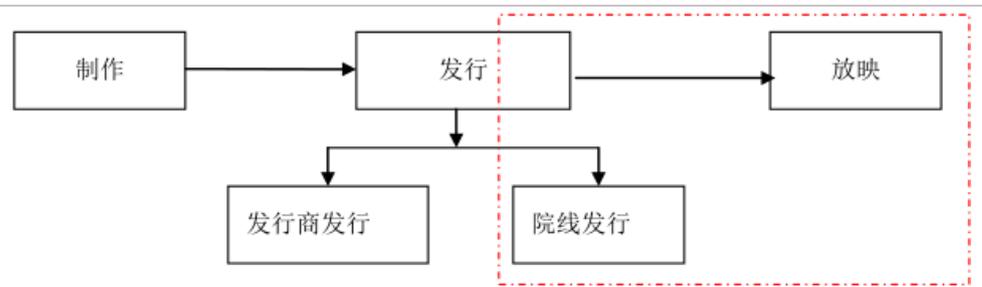
资料来源: 猫眼专业版, 联讯证券研究院

二、公司概述:

(一) 公司简介:

金逸影视于2004年成立, 2017年10月在深圳证券交易所A股上市。公司主营业务为电影放映及院线发行, 处于电影产业的下游环节。发行放映在整个电影产业链中属于较为被动的环节, 对上游电影制作的依赖度较高, 影片质量和数量决定了影院的业绩表现。为此, 一方面, 公司致力于通过直营和签约加盟的方式拓展影院, 以提高市场占有率; 另一方面, 公司为突破业务限制, 参与电影投资等上游环节, 以拓展产业链。

图表16: 金逸影视处于电影产业下游环节



资料来源: 公司公告, 联讯证券研究院

截止2018年, 李玉珍和李根长为公司的前两大股东, 且两人为兄妹关系, 持股比例共



为 65.48%，为公司的实际控制人。由此可见，公司股权较为集中。

图表 17： 2019 年第一季度金逸影视前十大股东

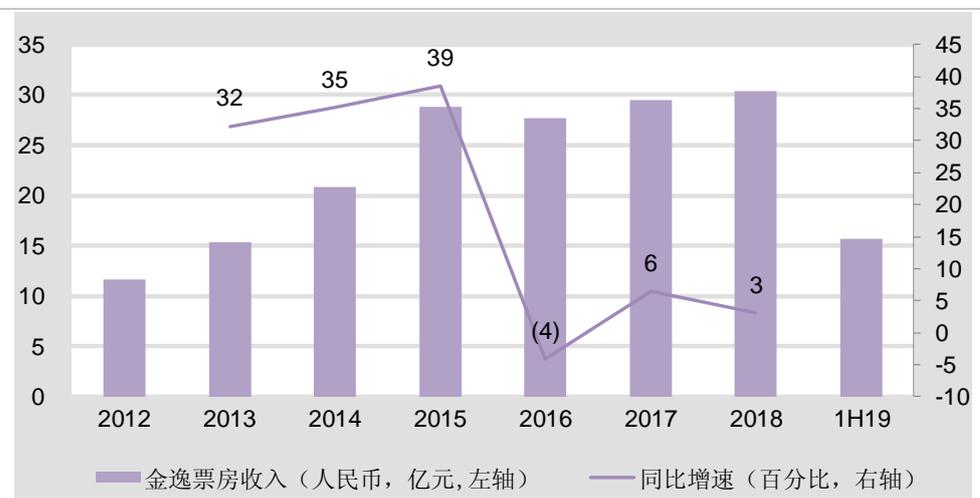
股东名称	持股比例 (%)	说明
李玉珍	53.72	
李根长	11.76	与李玉珍为兄妹关系
广州融海投资企业（有限公司）	9.52	为公司董事、监事、高管及核心技术人员持股平台
崔烁	0.83	
唐明峰	0.66	
徐建明	0.44	
励萍	0.42	
全国社保基金四一三组合	0.41	
中信证券股份有限公司	0.36	
姜星	0.36	

资料来源：公司公告，联讯证券研究院

（二）公司所处行业地位：TOP5 影投，TOP7 院线

随着国内票房收入的增加，金逸影视的票房收入逐年稳定增长。其在 2013-2015 年的票房收入增速表现强劲，在 2015 年达到增速顶峰后，2016 年的票房增速急速下滑，主要是受 2016 年院线整体市场的影响。2019 年上半年，金逸影视票房收入在全国总票房收入占比近 5%，处于影投公司 TOP5、院线公司 TOP7 的位置。

图表 18： 2012-1H19 金逸影视票房收入及同比增速



资料来源：艺恩数据，联讯证券研究院

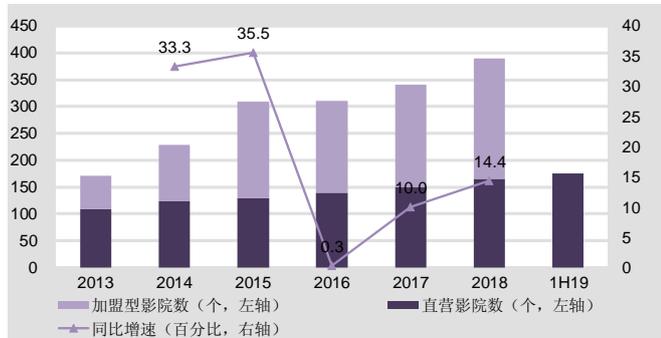
（三）公司业务模式：打造影院差异化经营，发力上游电影投资业务

2018 年公司进一步扩大影院规模，新建 22 家直营影院，新增 33 家加盟影院。截止 2018 年 12 月 31 日，公司旗下共拥有 390 家已开业影院，银幕 2403 块，其中直营影院 165 家，银幕 1167 块。2019 年上半年公司在重庆、广州等地新开业 9 家直营影院，新增 66 块银幕，影院规模稳定扩张。



金逸影视的影院可以分为直营和加盟影院，直营影院由公司自主建成并营运，加盟影院则是向加盟方授权并收取一定比例费用。公司加盟影院的比例从 2013 年的 36% 增长至 2018 年的 58%，说明公司加盟影院的增速高于直营影院的新建增速，反映公司采取的是“跑马圈地”的快速扩张策略，是提升公司市占率的一种有效手段。

图表19: 2012-1H19 金逸影视影院数



资料来源: 艺恩数据, 联讯证券研究院

图表20: 金逸影视直营影院与加盟影院占比



资料来源: 公司公告, 艺恩数据, 联讯证券研究院

2013-2018 年金逸影视直营影院的单银幕产出水平平均高于全国水平，是因为其直营影院定位高端。但也注意到其单银幕产出增幅逐年下降，从 2014 年 30% 下降至 2018 年的 -12%，主要是由于近几年票房收入增速不及银幕增速。

图表21: 2013-1H19 金逸影视银幕数



资料来源: 艺恩数据, 联讯证券研究院

图表22: 金逸影视直营影院单银幕产出高于全国水平



资料来源: 艺恩数据, 联讯证券研究院

在电影票房市场增速回落的大环境及头部企业激烈的竞争环境下，金逸影视也在积极探求业务驱动力及增长点。

放映业务差异化。放映业务是公司的第一大业务收入来源，因此，公司以影院为中心，在服务、卖品、放映技术等方面进行优化，以实现差异化经营策略。在卖品方面，2018 年，公司设立新的零售中心，加大对卖品研发的投入，同时对卖品销售模式进行优化升级，2018 年 11 月，“逸优选”自主超市入驻影院；在服务方面，2018 年公司引入 MOVIO 泛会员体系，与电商、银行、游戏等不同产业领域进行跨界合作，如与中国联通合作推出的“金逸腾讯王卡联名卡”等活动，全方位打造会员生态体系；在放映技术方面，公司不断加深与 IMAX、杜比影院、MX4D 等公司的合作，打造高端特色影厅。截止 2018 年 12 月 31 日，公司已开业 31 家 IMAX 影院、8 个 MX4D 影厅，并计划三年内部署 630 套杜比数字影音系统，到 2022 年开设 20 个杜比影院。同时，公司还在逐步尝试打造特色主题影厅，如情侣厅、按摩厅、儿童影厅等多功能影厅，丰富观众的观影体验。另外，值得一提的是，2018 年公司已在福州、苏州、杭州、太原等地成立点播影院，作为传统



院线的补充, 配备电影会所、咖啡吧等功能区, 打造一种较为私密的空间强化社交属性, 是一种全新的观影模式。

发力上游电影投资业务。公司选择拓展产业链, 不再局限于下游放映业务, 开始向发行、投资制作等上游业务发展。根据公司年报公开, 公司 2017 年、2018 年共参投并担任联合出品方的影片共计 20 部, 其中《红海行动》、《西虹市首富》、《唐人街探案 2》《羞羞的铁拳》等影片都获得了较高的票房收入, 这也使得公司在上游参与电影投资发行业务上有了一定的资源和经验积累, 使得金逸影视的业务开始往电影产业链上游业务转移, 未来或将成为企业新的业务增长点和转型方向。

图表23: 金逸影视 2012-2018 年营业总收入及同比增速

上映时间	影片	总票房(亿)	出品发行公司	金逸影视角色
2018/2/16	红海行动	36.51	博纳影视、一壹传媒、太阳娱乐、阿里影业等	参投方、联合出品方
2018/2/16	唐人街探案2	33.98	优酷电影、小米影业、万达影业、合一影业等	参投方
2018/2/16	熊出没: 变形记	6.06	光线影业、横店影业、霍尔果斯金逸影业、大地时代等	参投方、联合出品方
2018/7/13	邪不压正	5.83	无锡自在影视、英皇影业、猫眼微影等	参投方、联合出品方
2018/7/27	西虹市首富	25.48	星空盛典、阿里影业、开心麻花、万达影视等	参投方
2018/8/3	解码游戏	0.1	上海博纳、三贺久映、迦陵影视等	参投方、联合出品方
2018/9/30	胖子行动队	2.6	华谊兄弟电影、大地时代、横店影业、金逸嘉逸电影发行	参投方、联合出品方
2018/9/30	李茶的姑妈	6	万达影视、开心麻花、霍尔果斯枫海影业等	参投方、联合出品方
2018/12/28	来电狂响	6.4	华夏发行、新丽电影发行、珠江影业、耀莱影视等	参投方、联合出品方
2017/9/30	羞羞的铁拳	22.02	新丽传媒、淘票票、开心麻花等	参投方、联合出品方
2017/1/28	西游伏妖篇	16.56	华谊兄弟、中影、金逸影视、猫眼影业、万达影视等	参投方、联合出品方
2017/1/28	乘风破浪	10.5	亭东影业、淘票票、博纳影业等	参投方

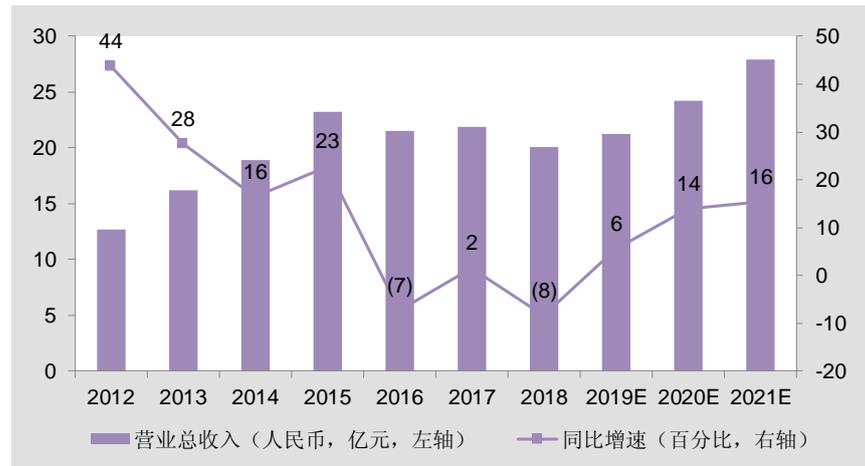
资料来源: 公司公告, 艺恩数据, 联讯证券研究院

(四) 公司财务状况: 以放映业务为基本盘, 广告及电影投资为未来增长点

金逸影视主营业务收入主要来自于电影放映、广告、卖品、院线发行及电影投资。总体来看, 2012-2015 年公司营业总收入经历了高速增长阶段, 从 12.74 亿元上升至 23.25 亿元, 增幅达到 82.5%; 2016-2018 年营业总收入处于稳步下降趋势, 从 21.56 亿元下降至 20.10 亿元, 增幅为-6.8%。我们认为, 近几年公司营业收入表现不佳与整体票房市场增速放缓高度相关。



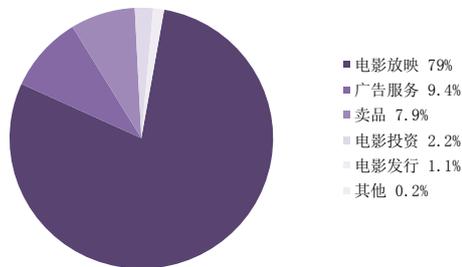
图表24： 金逸影视 2012-2018 年营业总收入及同比增速



资料来源: wind, 联讯证券研究院

从营收占比来看, 2012-2018 年电影放映占公司营业总收入的近八成, 是公司收入来源最大的业务。与此相比, 院线发行业务在公司的营收比重遭到了严重稀释, 从 2012 年的 41%到 2018 年营收仅占 1%; 卖品的营收占比保持在近 8%的水平, 较为稳定。从营收比重的变化, 看出公司近几年的业务重心发生转移, 主要体现在广告服务和电影投资上。

图表25: 2018 年金逸影视营业收入构成



资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表26: 2012-2018 年金逸影视营收占比



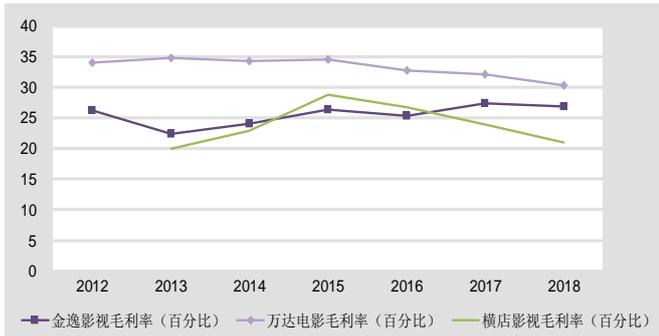
资料来源: wind, 联讯证券研究院

2018 年广告服务营收占比为 9.4%, 成为公司第二大营收来源, 且其 2012-2018 年的年复合增长率为 7.3%, 远高于同时期电影放映业务 0.1%的年复合增长率。另一个比较亮眼的业务是 2015 年公司开始的电影投资业务, 虽然直至 2018 年, 其营收占比仅为 2.2%, 但其年复合增长率达到了 196%。因此, 我们可以判断, 公司营收基本盘在于电影放映业务, 并将业务拓展至广告服务和上游的电影投资两大业务。

从毛利率来看, 金逸影视的综合毛利率目前在行业内处于中等水平, 且其毛利率呈现稳步上升的趋势。2018 年毛利率达到近 27%, 与以“打造全产业链”为目标的业内龙头万达电影的毛利率差距逐渐缩小。我们认为, 这种上升趋势得益于一方面公司对上游电影投资业务的探索, 另一方面公司基于其市场占有率, 充分发挥品牌效应, 持续提供高毛利率的广告服务。



图表27: 金逸影视与可比公司综合毛利率



资料来源: wind, 联讯证券研究院

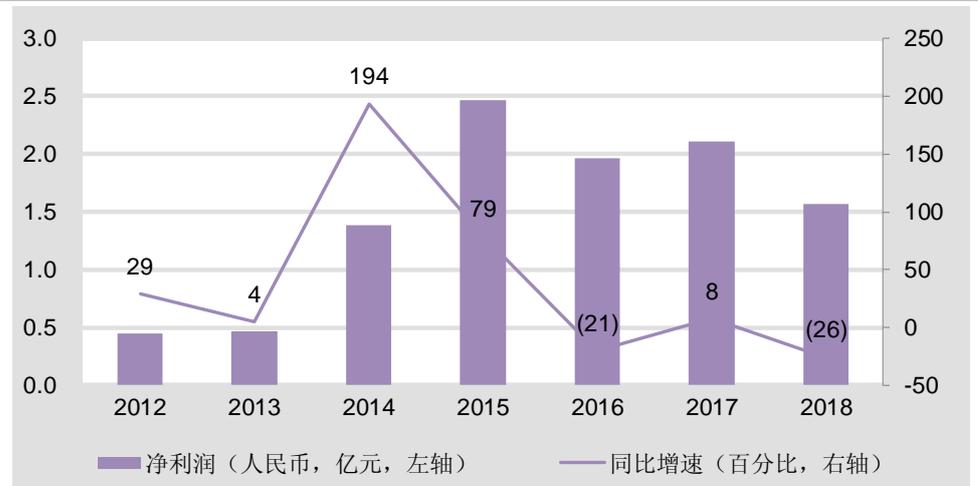
图表28: 金逸影视的广告服务毛利率处于较高水平



资料来源: wind, 联讯证券研究院

从净利润来看, 2014 年公司的净利润首次突破 2 亿元, 2018 年回落至 1.57 亿元, 同比增速降至-26%; 且 2019 年第一季度净利润为 0.32 亿元, 同比增速为-43.9%。由此可以看出公司净利润增长趋势与票房收入增长趋势基本一致, 净利润直接挂钩票房收入。我们认为, 这主要源于公司的基本盘仍在电影放映业务上, 而随着全国票房收入增速回落至理性水平, 将直接对公司净利润产生较大影响。另一方面, 公司对电影行业上游业务的拓展在短时间内不会产生较大的利润优势。因此, 我们预判, 公司的净利润在短时间内不会有较大增速。

图表29: 2012-2018 年金逸影视净利润

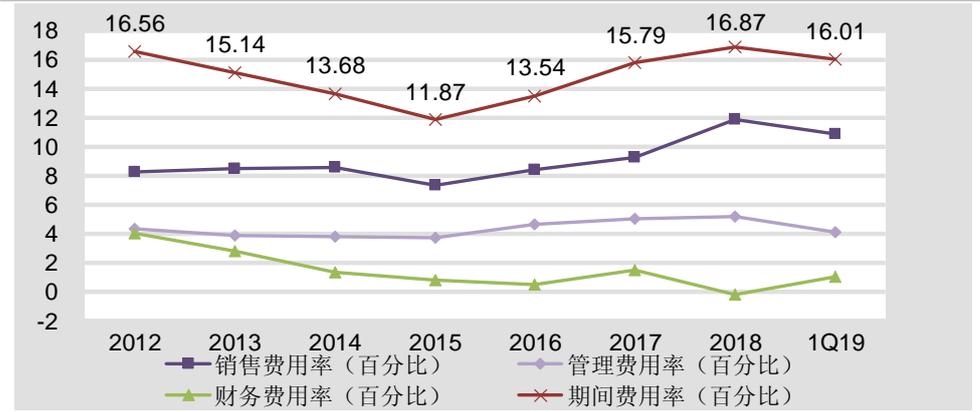


资料来源: wind, 联讯证券研究院

从公司的期间费用来看, 2012-2015 年由于财务费用率的降低导致期间费用率呈下降趋势, 2016-2018 年期间费用率上升, 主要是由于销售费用率在逐年上升。2017 年的销售费用率为 9.3%, 较 2016 年上升 0.9 个百分点, 主要是由于公司新影城开业及新项目拓展。由于公司新影城和新业务的开展落地尚需要一段时间的培育期, 2018 年销售费用率达到 11.9%。2019 年第一季度期间费用率为 16%, 较 2018 年下降 0.8 个百分点, 主要由于销售费用率的减少。



图表30: 2012-2018年及1Q19金逸影视期间费用率



资料来源: wind, 联讯证券研究院

与其他同业可比公司相比, 2019年第一季度金逸影视的期间费用率处于中间水平。随着近几年电影行业整合, 行业集中度较高, 为扩大市场占有率, 许多公司选择通过并购完成全产业链覆盖, 典型代表为万达电影。金逸影视在并购重组方面并未有较大动作, 主要集中于其影城的差异化经营战略, 并且从2015年开始着手向产业链上游电影投资发展, 由此带来的期间费用率上升。

图表31: 可比公司2019年第一季度期间费用率对比

证券代码	证券简称	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)	期间费用率 (%)
002905	金逸影视	10.85	4.09	1.07	16.01
002739	万达电影	21.28	7.03	1.89	13.67
603103	横店影视	1.6	1.26	0.11	2.97
300528	幸福蓝海	26.07	5.08	1.15	32.3
601595	上海电影	1.4	7.37	-1.4	7.37

资料来源: wind, 联讯证券研究院

三、财务假设及盈利预估

金逸影视2018年票房是票房收入同比增长6.4%, 同期国内票房收入增速为8.7%。考虑到宏观市场环境导致票房收入增速回落, 我们假设2019-2021年票房收入增速为5%、7%、8%; 广告服务是公司的第二大收入来源的业务, 由于广告收入存在阶段性, 其同比增速变化幅度较大, 故我们以其2012-2018年的年复合增长率7%作为2019年的预测增速, 2020-2021年增速分别为10%、12%; 卖品是公司的第三大收入来源, 但其营收增速正趋于下降, 考虑到公司在卖品销售上的新措施尚处在客户培育期, 因此我们预测公司未来在卖品销售上会有一定突破, 预测2019-2021年卖品收入增长率为8%、10%、12%; 电影投资是2015年开始成为公司的新业务增长点, 虽然营收占比不大, 但2017年电影投资收入是2016年的20倍, 且2018年也保持着123%的高增速, 剔除2017、2018年存在现象级爆款电影带来的影响, 我们预测2019-2020年电影投资收入增速为40%、50%、60%。

我们预估2019-2021年的营收分别为21.23亿元、24.20亿元、27.95亿元, 分别同比增长均为5.6%、14.0%、15.5%; 归母净利润分别为1.62亿元、2.03亿元、2.65亿元,



分别同比增长 14.8%、25.6%、30.3%，我们首次覆盖给予【增持】的投资评级。

图表32：院线可比公司估值表（以7月12日收盘价为准）

证券代码	证券简称	EPS (元)				PE (倍)				总市值 (亿元)
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
002739.SZ	万达电影	0.74	0.79	0.91	0.99	24.57	22.81	19.79	18.29	375.36
600977.SH	中国电影	0.80	0.79	0.84	0.93	19.03	19.33	18.16	16.40	284.53
603103.SH	横店影视	0.71	0.54	0.61	0.69	21.72	28.37	25.47	22.38	97.79
601595.SH	上海电影	0.63	0.77	0.96	N.A.	24.43	19.87	16.02	N.M.	57.48
002905.SZ	金逸影视	0.59	0.66	0.88	0.98	27.29	24.38	18.19	16.36	43.28

资料来源：wind，联讯证券研究院

四、风险提示

电影票房不及预期；电影投资业务不及预期；宏观经济形势下行。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,016.0	1,345.7	1,938.8	2,033.9	经营活动现金流	158.8	389.8	791.0	297.6
货币资金	310.1	571.2	1,054.1	1,021.9	税后经营利润	134.9	161.0	202.2	263.4
应收账款	142.4	173.8	198.4	227.9	折旧摊销	203.7	419.0	446.8	255.1
其它应收款	194.3	217.4	252.0	290.2	利息费用	7.6	(9.9)	(18.3)	(23.4)
预付账款	293.6	306.8	354.4	409.8	资产减值损失	14.9	0.0	0.0	0.0
存货	18.8	19.8	23.2	27.4	营运资金变动	(195.5)	(179.3)	163.8	(193.3)
其他	56.7	56.7	56.7	56.7	存货的减少	1.0	(0.9)	(3.5)	(4.2)
非流动资产	1,593.3	1,274.3	1,105.6	1,140.6	投资活动现金流	(70.3)	(100.0)	(278.0)	(290.0)
长期股权投资	17.9	17.9	17.9	17.9	资本支出	(479.8)	(100.0)	(278.0)	(290.0)
固定资产和在建工程	927.3	834.4	891.7	932.0	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产和开发支出	25.2	19.9	14.5	9.2	其他	409.5	0.0	0.0	0.0
其他	622.9	402.2	181.5	181.5	筹资活动现金流	(354.5)	(28.7)	(30.2)	(39.8)
资产总计	2,609.3	2,620.0	3,044.4	3,174.5	短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	659.0	547.3	817.9	747.7	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	其他	(354.5)	(28.7)	(30.2)	(39.8)
应付账款	363.5	281.1	450.7	391.0	现金净增加额	(256.2)	261.2	482.8	(32.2)
预收账款	270.7	241.4	342.3	331.9					
其他应付款	24.8	24.8	24.8	24.8					
非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	-8.2%	5.6%	14.0%	15.5%
负债合计	659.0	547.3	817.9	747.7	营业利润	-30.1%	15.3%	25.5%	30.3%
少数股东权益	7.4	6.5	5.4	3.9	归属母公司净利润	-29.3%	14.8%	25.6%	30.3%
归属母公司股东权益	1,942.9	2,066.2	2,221.1	2,422.9	获利能力				
负债和股东权益	2,609.3	2,620.0	3,044.4	3,174.5	毛利率	26.9%	27.9%	28.2%	28.5%
					净利率	7.0%	7.6%	8.4%	9.4%
利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE	7.3%	7.8%	9.2%	10.9%
营业收入	2,010.5	2,122.9	2,420.1	2,795.2	ROIC	13.5%	10.2%	13.8%	23.6%
营业成本	1,470.3	1,530.6	1,737.6	1,998.6	偿债能力				
营业税金及附加	13.7	14.1	17.0	19.0	资产负债率	25.3%	20.9%	26.9%	23.6%
营业费用	238.9	265.2	287.0	308.3	流动比率	1.54	2.46	2.37	2.72
管理费用	104.2	105.1	105.8	107.0	速动比率	1.43	2.32	2.27	2.61
财务费用	(4.5)	(11.8)	(9.1)	(12.4)	营运能力				
资产减值损失	14.9	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9
公允价值变动收益	(2.1)	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	14.1	12.2	12.2	12.3
投资净收益	30.3	0.0	0.0	0.0	存货周转率	78.1	77.5	75.0	72.9
其他经营损益	(14.96)	(5.2)	(12.3)	(23.5)	每股指标(元)				
营业利润	186.2	214.7	269.5	351.2	每股经营现金	0.6	1.5	2.9	1.1
加：其他非经营损益	(1.5)	0.0	0.0	0.0	每股净资产	7.2	7.7	8.3	9.0
利润总额	184.7	214.7	269.5	351.2					
所得税	44.4	53.7	67.4	87.8					
净利润	140.2	161.0	202.1	263.4					
少数股东损益	(0.8)	(0.9)	(1.2)	(1.5)					
归属母公司净利润	141.0	161.9	203.3	264.9					
EBITDA	391.9	623.7	698.0	583.0					
EPS（元）	0.59	0.66	0.88	0.98					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，现任传媒互联网组长。证书编号：S0300516090001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com