

2022年07月07日

公司研究

研究所
证券分析师: 姚蕾 S0350521080006
yaol02@ghzq.com.cn
证券分析师: 方博云 S0350521120002
fangby@ghzq.com.cn

拟收购全国第六影投星轶, 影院定位互补有望良好融合

——横店影视(603103)公司事件短评

最近一年走势



相对沪深300表现			2022/07/06
表现	1M	3M	12M
横店影视	27.2%	19.0%	-5.8%
沪深300	6.2%	3.8%	-13.0%

市场数据		2022/07/06
当前价格(元)		14.23
52周价格区间(元)		9.13-16.25
总市值(百万)		9,024.67
流通市值(百万)		9,024.67
总股本(万股)		63,420.00
流通股本(万股)		63,420.00
日均成交额(百万)		192.45
近一月换手(%)		0.94

相关报告

《电影行业跟踪报告: 短期关注档期效应, 中期关注2022年票房复苏及影投公司业绩弹性*文化传媒*姚蕾》——2021-12-23

事件:

- 公司公告, 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, 目前已签订《收购意向协议》; 收购价格不低于30亿元; 签署正式协议的时间不得晚于2022年10月8日。

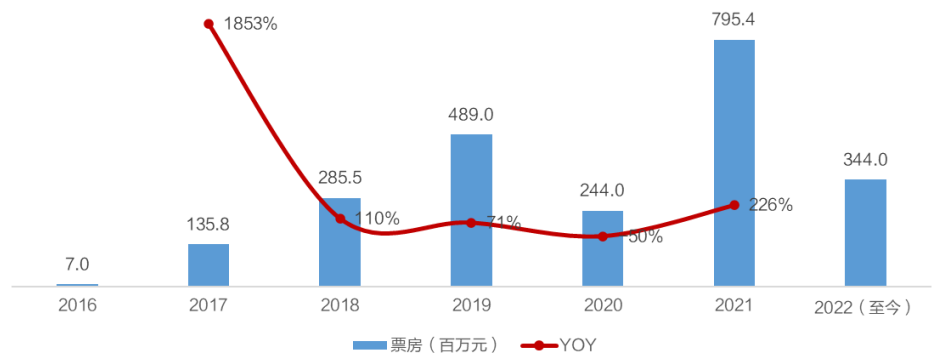
点评:

- **现金收购新城发展旗下上海星轶影管100%股权:** 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。上海星轶影管目前股东包括常州恒轩持股97.60%, 新城发展(1030.HK)为常州恒轩间接控股股东, 作为产业投资运营集团, 业务涵盖住宅开发、商业开发、商业运营管理、影院、儿童乐园等相关企业股权投资和资产管理, 旗下拥有全国综合性房地产公司新城控股(601155.SH); 此外上海幕维持股1.914%、上海序悦持股0.486%。截止2022Q1公司拥有货币资金5.4亿元、交易性金融资产1.5亿元; 2015年至今, 除2020年疫情导致全国影院停运外, 历年经营性现金流净额均在5亿元以上, 现金流稳健; 无长短期借款, 债务融资空间较大。
- **依托新城控股吾悦广场, 星轶影管为新进优质影院资产:** 星轶影管成立于2015年初, 根据艺恩, 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年星轶实现票房从百万级别到近8亿元的快速增长, 复合增长率到158%; 影投票房排名从2016年的365位跃升至2021年的第7, 2022年至今排名第6, 市占率超2%。星轶旗下影院以近年新设立影院为主, 装修以及设备情况较好, 且主要依托于新城控股旗下城市综合体品牌吾悦广场(截止2021年末, 在全国135个城市布局188座吾悦广场, 已开业及委托管理在营数量达130座)进行扩张, 商业地产运营能力强, 观影人流有保障。
- **扩张与收购并举, 横店有望成为影投第二:** 公司旗下资产联结型(直营)影院与银幕2015-2021年复合增长率均为14%, 2022Q1新开21家影院/139块银幕, 保持较快的扩张速度, 共拥有已开业直营影院412家, 银幕2610块。就票房而言, 2015-2021年实现票房17.9/18./20.0/21.1/21.4/7.0/15.6亿元, 2022年至今票房6.95亿元, 市占率约3.7%, 自2016年成为全国影投票房规模第三后保持至今。

收购后公司直营影院数量超 540 家，票房市占率预估超 5.5%，有望超过大地影院（目前 517 家影院，2019-2022 年市占率区间在 4%-5.5%），列全国影投第二。

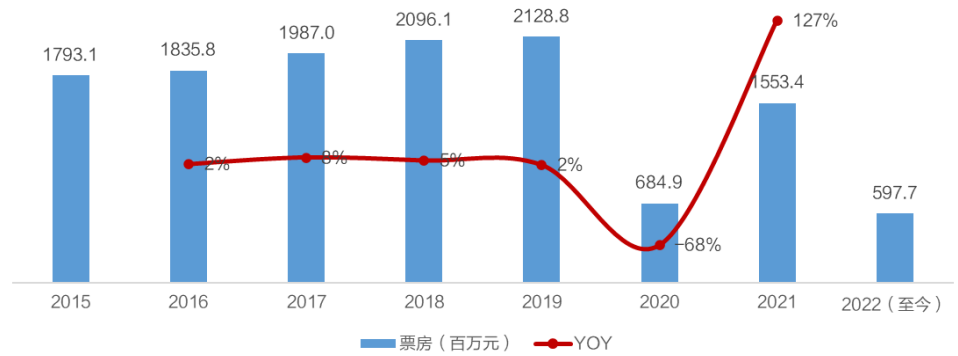
- **星轶与横店影院区位分布匹配，影院定位互补，可良好融合：**疫情后票房持续下沉，2021 年三到五线城市票房占比超 45%，公司在重点布局二线城市的同时提前布局高速增长的四到五线城市，旗下影院 2022 年至今票房三到五线城市占比超 70%；星轶影院分布与公司相匹配，其三到五线票房占比约 68%，公司有较好的三到五线城市影院管理经验。同时根据艺恩，以 2022 年 7 月 6 日数据计算星轶单影院银幕数为 7.9 块（横店为 6.3 块），单厅座位数为 169 个（横店为 143 个），以 2022 年至今票房计算单银幕产出为 36.9 万（横店为 23.9 万），星轶单影院规模较大，定位高端，与公司影院形成互补。
- **投资建议：**收购完成后，公司作为头部影投市占率预计提升至全国第二；疫情导致市场出清，2021 年末全国在映影院 1.24 万，YOY+2.7%，影院建设增速持续放缓，疫情好转及票房正常化后，单影院及单银幕产出有望迎来拐点，此外影院业务租金、人力等固定成本占比较高，因此经营杠杆较高，公司在票房恢复后将释放较大规模的利润。除影院业务外，公司旗下电影内容业务取得突破，近期上映公司出品电影《人生大事》累计票房 9.4 亿元，猫眼预测最终票房 16.2 亿元，豆瓣评分 7.3 分，票房口碑双丰收，建议关注。
- **风险提示：**交易不确定性风险、资金不足风险、疫情反复及防疫政策影响观影与票房风险、收购后无法顺利业务融合以及快速扩张导致的管理风险、监管风险、消防卫生风险、影院运营成本上升风险、市场竞争加剧风险、优质影片供给不足风险、新传播媒介替代风险、产业准入政策变动风险、政府税收补贴政策变动风险、估值中枢下移风险。

图 1: 星轶影管旗下影院历年票房 (不含服务费) 及增速



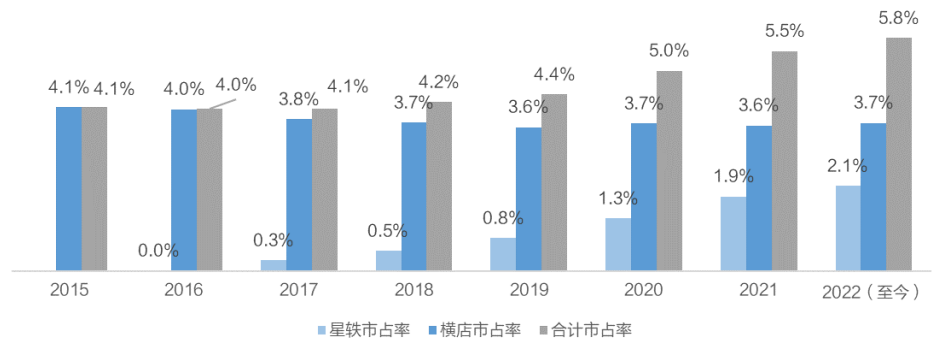
资料来源: 艺恩, 国海证券研究所

图 2: 横店影投直营影院历年票房 (不含服务费) 及增速



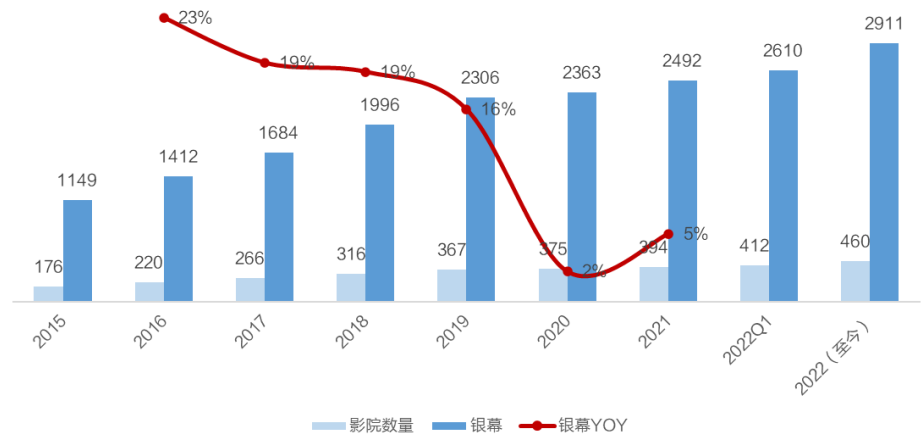
资料来源: 艺恩, 国海证券研究所

图 3: 星轶影管与横店影投极其合计票房市占率



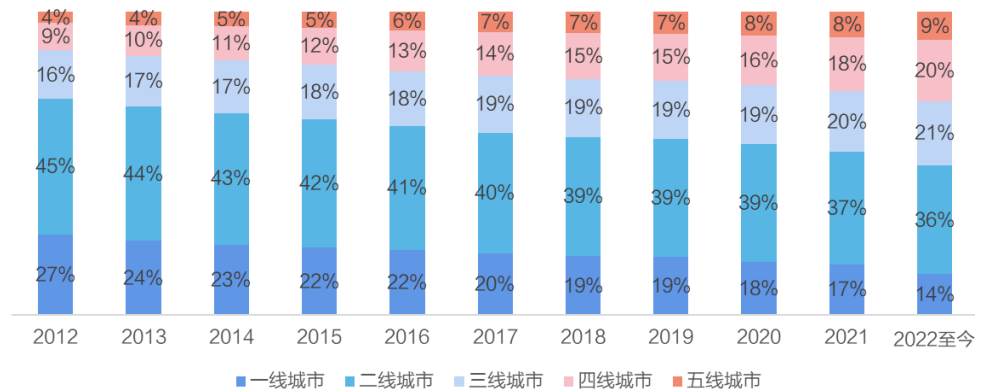
资料来源: 艺恩, 国海证券研究所

图 4: 横店影投直营影院数量、银幕数量及增速



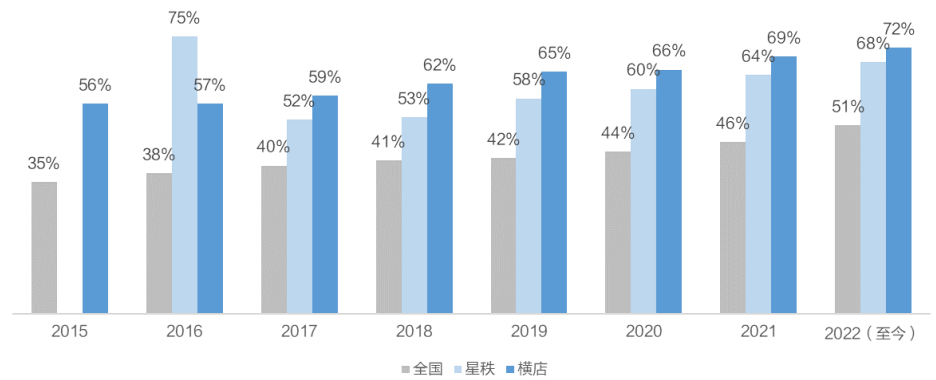
资料来源: 艺恩, 公司公告, 国海证券研究所

图 5: 全国票房各级城市占比



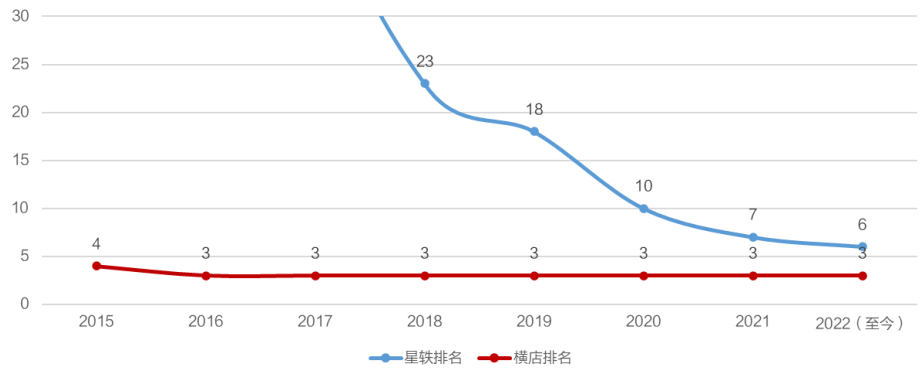
资料来源: 艺恩, 国海证券研究所

图 6: 横店影投、星轶影管及全国票房三到五线城市占比



资料来源: 艺恩, 国海证券研究所

图 7: 横店影投、星轶影管历年票房全国排名



资料来源: 艺恩, 国海证券研究所

图 8: 横店影投、星轶影管影院经营数据示意

2022年至 今	影院 (个)	银幕 (块)	票房 (亿 元, 含服 务费)	座位数量 (万)	单银幕产 出 (万 元)	单影院银 幕数 (块)	单厅座位 数 (个)
横店	460	2911	7.0	41.5	23.9	6.3	143
星轶	129	1025	3.8	17.3	36.9	7.9	169

资料来源: 艺恩, 国海证券研究所

【传媒小组介绍】

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业 4 年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业 7 年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

谭瑞娇，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业 3 年，主要研究方向为游戏、教育等赛道。

杨牧笛，传媒教育行业研究助理，上海财经大学本科，福特汉姆大学硕士，主要研究方向为游戏赛道。

【分析师承诺】

姚蕾，方博云，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。