

证券研究报告—动态报告/公司快评

传媒

影视娱乐

华谊兄弟 (300027)

重大事件快评

增持

(维持评级)

2018年01月10日

贺岁影片超预期，看好18年主业弹性

证券分析师：张衡 021-60875160 zhangheng2@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517060002
 联系人：侯帅楠 021-60875168 houshuainan@guosen.com.cn

事项：

近期公司主投影片《芳华》《前任3：再见前任》票房口碑持续超市场预期。

评论：

■ 《前任3》继《芳华》后再成爆款，验证老牌电影龙头实力

近期公司主投影片《芳华》《前任3：再见前任》票房、口碑不断超市场预期，《芳华》最新票房13.6亿，《前任3：再见前任》元旦档期摘冠票房已达13亿；《芳华》豆瓣评分不断攀升至7.9分，而《前任3：再见前任》口碑超过前部，元旦档上映以来维持单日票房第一，力压迪士尼经典大片《星球大战》。我们预计《芳华》《前任3：再见前任》最终票房有望达到15亿和18亿，华谊作为主投主发行方集中受益。

表 1：电影《芳华》公司获得毛利润预测

毛利润敏感分析	预计成本(亿)				
	1.4	1.3	1.2	1.1	1
预测票房(亿)	1.4	1.3	1.2	1.1	1
14	3.90	3.93	3.96	3.99	4.02
14.5	4.05	4.08	4.11	4.14	4.17
15	4.21	4.24	4.27	4.30	4.33
15.5	4.36	4.39	4.42	4.45	4.48
16	4.51	4.55	4.58	4.61	4.64

资料来源：猫眼，国信证券经济研究所预测
注：预测《芳华》投资比例为80%左右

表 2：电影《前任3：再见前任》公司获得毛利润预测

毛利润敏感分析	预计成本(亿)				
	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3
预测票房(亿)	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3
16	4.73	4.76	4.79	4.82	4.85
17	5.04	5.07	5.10	5.13	5.16
18	5.35	5.38	5.41	5.44	5.47
19	5.66	5.69	5.72	5.75	5.78
20	5.97	6.00	6.03	6.06	6.09

资料来源：猫眼，国信证券经济研究所预测
注：预测《前任3》投资比例为80%左右

■ 18年主控电影项目显著增多，实景娱乐项目进入收获期，业绩弹性大

1) 电影业务方面，除《前任3》外，预计公司2018年《狄仁杰3》《阴阳师》等多部主投商业片即将上映，较2016-17年主投大制作影片数目显著放量。后续储备项目（预计2019上映）《八佰》《画皮3》《摸金校尉》丰富，持续看好公司工业化品质影片强势回归。

表 3: 2018年公司部分主投主控影片一览

拟上映日期	电影名称	题材	导演	主演	出品公司	猫眼想看人数
2018年7月	狄仁杰之四大天王	动作/奇幻/武侠	徐克	林更新/冯绍峰/赵又廷	华谊兄弟	47823
2018年10月	阴阳师	奇幻	李蔚然	——	华谊兄弟	17611

资料来源：猫眼，国信证券经济研究所整理

2) 实景娱乐业务方面，近年公司已与20余座城市签约项目，2018年将迎来苏州、郑州、长沙和南京项目四大项目集中开园，同时未来每年开园数量有望维持3家以上。公司实景娱乐业务为轻资产运营模式，主要盈利模式包括“品牌授权费+运营收益分成”，承担项目风险较小，并能为公司带来稳定现金流、平滑电影项目制业务风险。我们预计公司2018年品牌授权费收入3-4亿，同时运营收益分成分具较大弹性。

3) 此外，公司近期发布“剧集I计划”，电视剧业务2019年有望进入收获期，核心储备项目包括《神之水滴》、《古董局中局之鉴墨寻瓷》及唐家三少作品等，长期来看公司有望收获新的利润增长点。

表 4: 公司“I计划”近期主要电视剧项目一览

片名	预计上映年度	题材特征	核心演职人员	备注
神之水滴	2019	红酒题材	钮承泽执导	日本超人气漫画IP翻拍作品
古董局中局	2019	悬疑、鉴宝	管虎执导，夏雨、乔振宇主演	改编自马伯庸同名作品
胭脂债	2018	古装武侠、二次元	张瀚文执导，于文文、杨业明、姚望等主演	改编自一度君华同名畅销书
我的亲爹和后爸	2018	温情家庭题材	陈国星执导，张译、张国立主演	编剧赵冬苓（红高粱，曾获白玉兰编剧奖）
欢喜猎人	2018	科幻、喜剧	沈煜杰执导，包贝尔、贾玲主演	《银河护卫队》的物理雕刻师负责物理特效
终极的孩子	-	科幻、悬疑	陈正道执导	打造美剧模式，每季8集左右
一生有你	-	青春	卢庚戌执导	改编自水木年华《一生有你》，以高晓松、宫羽、李建等人的故事为原型
放羊的星星	-	青春、偶像	沈怡执导，邓伦主演	台版《放羊的星星》翻拍
大龟甲师	-	-	-	唐家三少作品

资料来源：华谊“I计划”发布会，国信证券经济研究所整理

■ 投资建议

我们预测公司2017-19年EPS分别为0.31、0.37、0.49元，对应PE分别为31、26、19倍，看好公司18年电影及主题公园主业业绩高成长预期，给予“增持”评级。

■ 风险提示

电影市场整体增速不及预期；主投项目进度、票房不及预期；主题公园客流不及预期等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	5464	4391	4259	4458
应收款项	1640	1770	2195	2722
存货净额	716	689	712	887
其他流动资产	869	950	1178	1461
流动资产合计	8747	7895	8495	9768
固定资产	854	995	1145	1266
无形资产及其他	73	70	67	64
投资性房地产	6560	6560	6560	6560
长期股权投资	3618	4532	5575	6617
资产总计	19853	20052	21842	24276
短期借款及交易性金融负债	1640	1630	2577	3469
应付款项	487	459	475	591
其他流动负债	3811	3545	3776	4553
流动负债合计	5938	5635	6828	8614
长期借款及应付债券	3896	3896	3896	3896
其他长期负债	168	54	(54)	(291)
长期负债合计	4064	3950	3843	3606
负债合计	10002	9585	10670	12220
少数股东权益	814	914	1038	1192
股东权益	9036	9553	10133	10865
负债和股东权益总计	19853	20052	21842	24276

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.29	0.31	0.37	0.49
每股红利	0.16	0.13	0.16	0.23
每股净资产	3.24	3.44	3.65	3.92
ROIC	3%	5%	10%	12%
ROE	9%	9%	10%	13%
毛利率	51%	54%	61%	61%
EBIT Margin	12%	20%	31%	33%
EBITDA Margin	14%	22%	33%	35%
收入增长	-10%	9%	24%	24%
净利润增长率	-17%	7%	20%	31%
资产负债率	54%	52%	54%	55%
息率	1.7%	1.3%	1.7%	2.4%
P/E	32.9	30.6	25.5	19.4
P/B	2.9	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	73.0	42.6	23.7	18.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3503	3801	4714	5845
营业成本	1710	1756	1824	2262
营业税金及附加	20	22	27	34
销售费用	812	696	754	877
管理费用	547	585	663	763
财务费用	281	250	286	347
投资收益	1119	650	230	299
资产减值及公允价值变动	(74)	(41)	(45)	(53)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1177	1102	1344	1808
营业外净收支	111	111	120	120
利润总额	1288	1212	1464	1928
所得税费用	294	245	301	408
少数股东损益	186	103	127	158
归属于母公司净利润	808	865	1036	1362

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	808	865	1036	1362
资产减值准备	56	9	8	9
折旧摊销	88	104	122	141
公允价值变动损失	74	41	45	53
财务费用	281	250	286	347
营运资本变动	1393	(584)	(529)	(318)
其它	28	91	116	144
经营活动现金流	2447	526	798	1392
资本开支	(201)	(293)	(322)	(322)
其它投资现金流	(0)	(35)	(56)	(90)
投资活动现金流	(1373)	(1241)	(1421)	(1454)
权益性融资	27	0	0	0
负债净变化	1151	0	0	0
支付股利、利息	(441)	(349)	(455)	(630)
其它融资现金流	(719)	(10)	947	892
融资活动现金流	728	(358)	491	262
现金净变动	1803	(1073)	(132)	199
货币资金的期初余额	3662	5464	4391	4259
货币资金的期末余额	5464	4391	4259	4458
企业自由现金流	1598	(179)	420	1006
权益自由现金流	2031	(389)	1139	1625

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。