

万达电影 (002739.SZ)

业绩低谷，静待行业拐点

核心观点:

19H1 业绩概况: 实现营业收入 75.64 亿元，同比下滑 11.18%，毛利率同减 8.62pct 至 27.65%。销售费用率同减 1.33pct 至 6.01%，管理费用率同增 1.2pct 至 6.7%，财务费用率同增 0.35pct 至 2.02%。实现归母净利润 5.24 亿元，同比下滑 61.9%，净利率同比减少 9.22pct 至 6.93%。

票房疲软，非票低迷，院线业务加速下行。 受票房大盘及观影人次下滑的影响，院线相关业务实现营收 70.2 亿元 (YOY-4.71%)，毛利率同减 5.89pct 至 26.87%。其中，观影收入 46.57 亿元 (YOY-3.72%)，毛利率 6.07%，同比减少 8.39pct；广告收入 11.38 亿元 (YOY-7.24%)，毛利率 65.43%，同比减少 2.14pct；卖品收入 9.34 亿元 (YOY-6.4%)，毛利率 67.43%，同比增加 6.63pct。人均广告和卖品收入分别为 10.54 元/人和 8.65 元/人，分别同比小幅提升 2.21%和 3.18%。

头部内容不足拉低影视收入，电视剧业务表现相对突出。 影视业务实现营业收入 5.44 亿元，同比下滑 52.62%，毛利率同减 19.83pct 至 37.68%，万达影视贡献利润 3250 万元。其中，电影制作和发行收入 2.38 亿元 (YOY-70.14%)，毛利率 34.8%，主要因为去年同期主投影片《唐人街探案 2》取得较高票房收入。电视剧收入 9363 万元 (YOY+362.1%)，得益于台播剧《激荡》和网播剧《从前有座灵剑山》发行收入贡献。老游戏流水衰减叠加新游戏上线延迟，游戏发行及运营收入同比下滑 41%至 2.13 亿元。

投资建议: 票房低迷叠加影视内容小年是导致公司上半年业绩大幅下滑的重要原因，但我们对于电影市场长期繁荣仍持乐观态度。从需求端来看，今年超过 40 亿票房的国产影片数量超过 3 部，科幻、动画电影的单片票房天花板显著抬升，观影需求在优质内容催化下快速释放。从供给侧来看，新建增速放缓明显，存量影院加速退出，单银幕产出拐点渐行渐进。万达电影运营效率突出，非票优势明显，全产业链布局在行业拐点到来后有望充分收益。我们预计 19~21 年归母净利润分别为 13.1、20.1 和 25.7 亿元，对应 PE 分别 24.2x/15.9x/12.4x，每股合理价值为 17.8 元，维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧，票房不及预期，商誉减值风险，内容延迟上线。

盈利预测:

注: 下表中 19 年的营收和净利润同比变化按照可比口径计算

报表项目	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	13,229	14,088	15,274	18,774	20,891
增长率 (%)	18.0%	6.5%	-6.2%	22.9%	11.3%
EBITDA (百万元)	2,745	2,808	2,706	3,551	4,223
净利润 (百万元)	1,516	1,295	1,313	2,007	2,574
增长率 (%)	10.9%	-14.6%	-37.6%	52.8%	28.3%
EPS (元/股)	1.29	0.73	0.63	0.97	1.24
市盈率 (P/E)	26.78	29.70	24.21	15.85	12.35
市净率 (P/B)	3.48	3.06	1.75	1.58	1.40
EV/EBITDA	16.06	15.37	13.97	10.12	7.90

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

15.31 元

合理价值

17.8 元

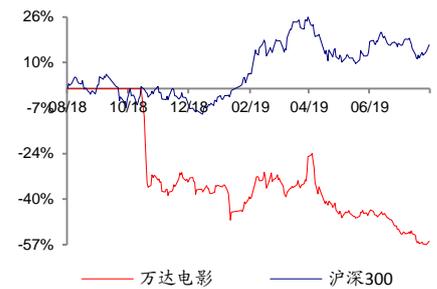
前次评级

买入

报告日期

2019-08-21

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究:

万达电影 (002739.SZ): 票房疲软压制利润, 重组获批提振长期信心	2019-04-30
万达电影: 发布新方案, 注入资产业绩承诺延长	2018-11-27
万达电影: 从 1 到 N, 全产业链布局踏上新征程	2018-11-18

联系人:

吴桐 021-60759783

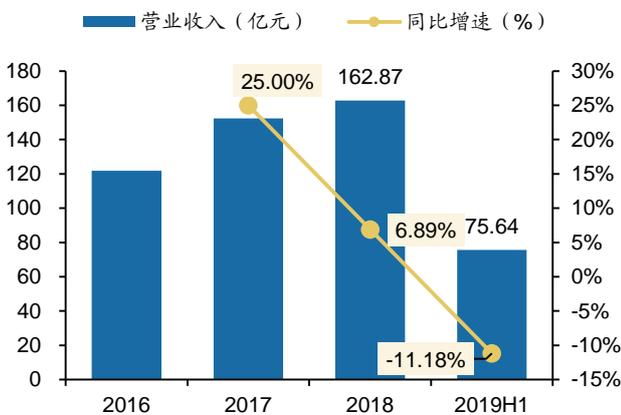
wutong@gf.com.cn

一、营业收入负增长，净利润同比下滑 61.9%

19H1概况：上半年实现营业收入75.64亿元，同比下滑11.18%；营业成本同比小幅增长0.84%至54.73亿元，毛利率同比减少8.62pct至27.65%。

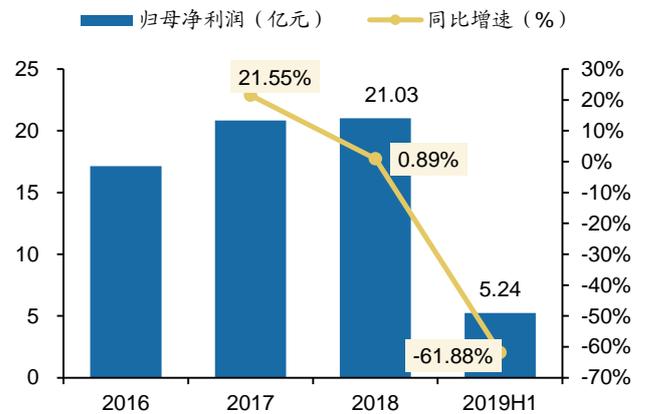
销售费用同比下滑27.31%至4.54亿元，销售费用率同减1.33pct至6.01%，管理费用同比增长4.75%至5.97亿元，管理费用率同增1.2pct至6.7%，财务费用率同增0.35pct至2.02%。实现归母净利润5.24亿元，同比大幅下滑61.9%，归母净利率6.93%，同比减少9.22pct。分季度来看，Q1实现归母净利4.01亿元(同比下滑57.72%)，Q2归母净利1.24亿元(同比下滑71.09%)。

图1：万达电影营业收入（亿元）和同比增速（%）



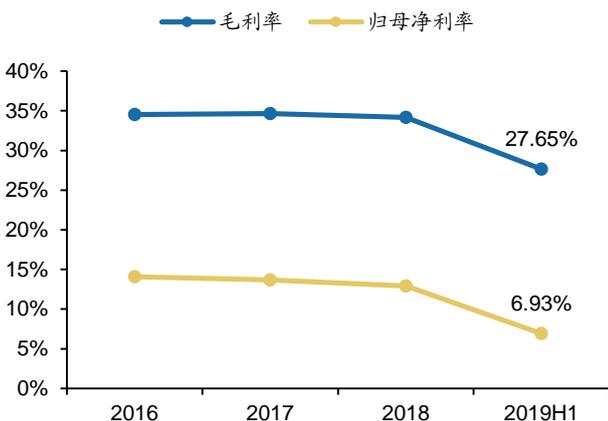
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心
注：16~18年财务数据均为合并口径，下同

图2：万达电影的归母净利润（亿元）和同比增速（%）



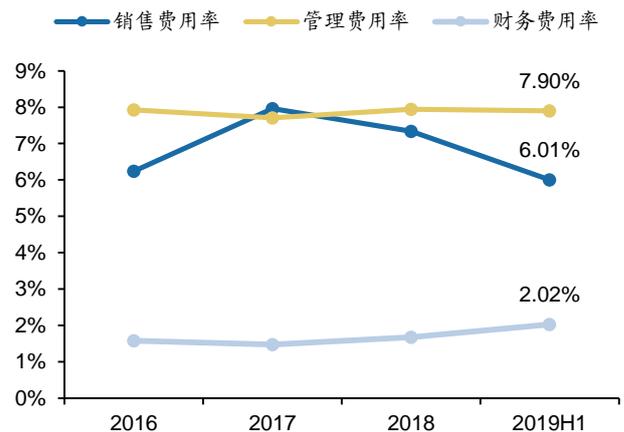
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：万达电影毛利率和净利率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：万达电影的期间费用率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 1: 万达电影 2019H1 和分季度利润率和费率拆解

财务指标 (%)	2019H1	2018H1	同比变动 Pct	2019Q1	2019Q2	环比变动 Pct
毛利率	27.65%	36.27%	-8.62%	29.57%	25.25%	-4.32%
销售费用率	6.01%	7.34%	-1.33%	5.59%	6.53%	0.94%
管理费用率	7.90%	6.70%	1.20%	7.64%	8.21%	0.57%
财务费用率	2.02%	1.67%	0.35%	1.86%	2.23%	0.37%
资产减值损失率	-0.33%	-0.12%	-0.21%	0.69%	-1.60%	-2.29%
其他收益/营收	0.34%	1.49%	-1.15%	0.20%	0.52%	0.32%
归母净利率	6.93%	16.15%	-9.22%	9.54%	3.67%	-5.87%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

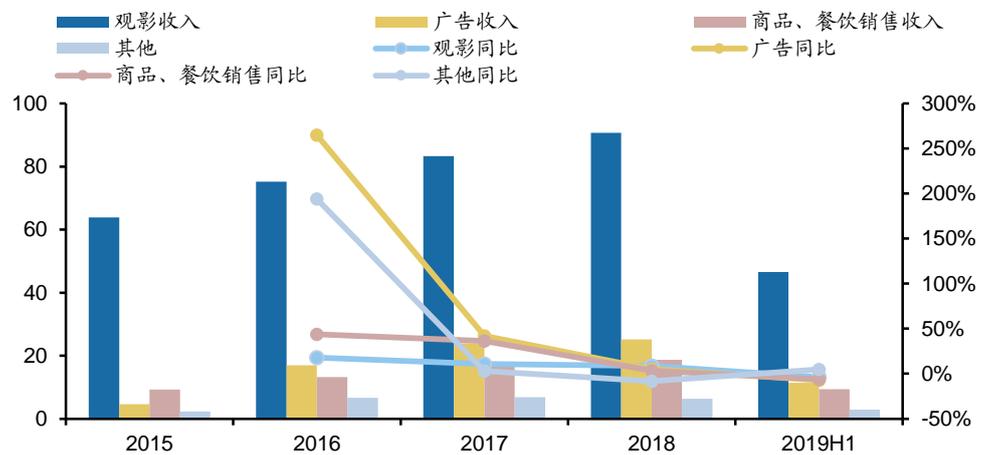
注: 财务数据均为合并口径

二、票房疲软，非票走弱，院线业务整体下行

受票房大盘及观影人次下滑的影响，院线相关业务实现营业收入70.2亿元，同比下滑4.71%，营业成本51.33亿元，同比增长3.63%，毛利率同减5.89pct至26.87%。院线相关业务预计贡献利润4.92亿元（YOY-45.38%）。

细分业务来看，上半年实现观影收入46.57亿元，同比减少3.72%，毛利率6.07%，同比大幅减少8.39%；广告收入11.38亿元（YOY-7.24%），毛利率65.43%，同比减少2.14pct；卖品收入9.34亿元（YOY-6.4%），毛利率67.43%，同比增加6.63pct。

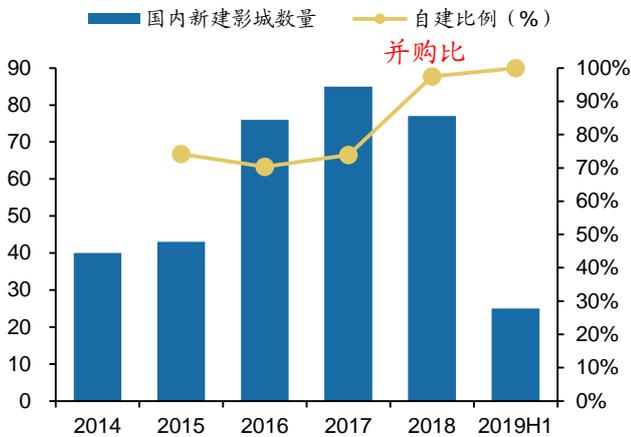
图5: 万达电影院线相关业务营业收入（亿元）和同比增速（%）



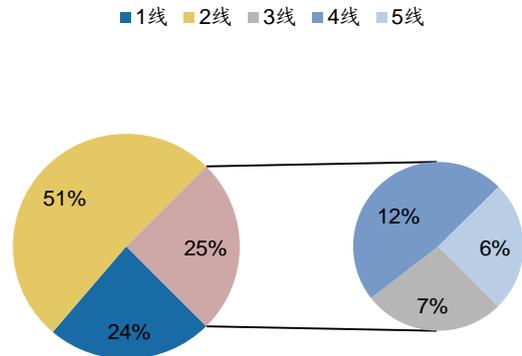
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

新建速度有所放缓，主要集中在1~2线城市，有序关停部分影院。根据半年报披露，公司在2019年1月1日~6月30日新建25家自营影城，207块银幕，与去年同期相比分别下滑26.5%和24.7%。其中，Q1新建11家影城，80块银幕，Q2新建14家影城，127块银幕。上半年新建银幕的区位主要集中在1~2线城市，合计155块银幕，占总新建的比例达到75%，3~5线的占比分别为7%、6%和12%。今年的投建策略符合上半年进口片占主导的市场特征，高线城市受益更为明显，优质国产内容相对稀缺导致低线城市票房和观影人次更为明显。

根据猫眼专业版APP监测数据显示，上半年包括兰州万达影城康桥广场店、蚌埠万达影城文化广场店、台州万达影城南木店等3家影城已无票房产出，合计银幕17块。

图6: 万达电影新建影城数量(家)和自建比例(%)


数据来源: 万达经营简报, Wind, 广发证券发展研究中心

图7: 万达电影新建银幕的城线分布(%)


数据来源: 万达经营简报, 广发证券发展研究中心

从单银幕产出来看，2019H1万达电影国内银幕的单银幕产出为83.15万元/块，同比下滑12.19%，表现优于全国总体单银幕产出同比下滑15.47%，是全国单银幕产出水平的1.85倍。海外Hoyts院线的单银幕产出为169.49万元/块，同比下滑6.58%。万达总体单银幕产出为90.58万元/块，同比下滑12.01%。

表2: 万达电影单银幕产出情况(万元/块)和同比增速(%)

项目指标	2015	2016	2017	2018	2019H1
万达国内单银幕产出 (万元/块)	235.04	173.96	154.45	151.16	83.15
同比增速(%)		-25.99%	-11.22%	-2.13%	-12.19%
全国单银幕产出 (万元/块)	128.05	105.63	99.44	92.58	44.96
同比增速(%)		-17.51%	-5.86%	-6.90%	-15.47%
Hoyts单银幕产出 (万元/块)		320.37	348.74	334.75	169.49
同比增速(%)			8.86%	-4.01%	-6.58%
万达总体单银幕产出 (万元/块)	246.38	213.24	187.84	181.09	90.58
同比增速(%)		-13.45%	-11.91%	-3.59%	-12.01%

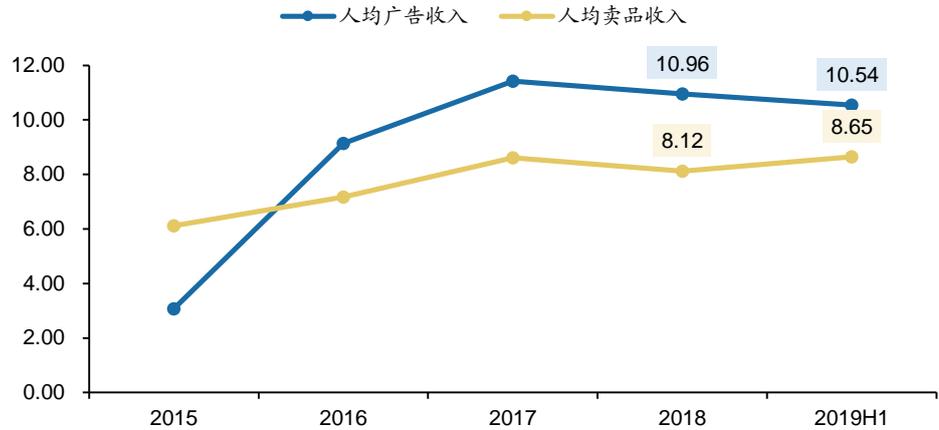
数据来源: 万达电影年报、半年报, 广发证券发展研究中心

非票业务收入占比下滑，影院广告收入增速回落明显。2019H1万达电影的总体观影人次同比下滑9.24%至1.08亿，其中国内观影人次同比下滑9.35%至0.97亿人，海外观影人次同比下滑9.29%至1072万人。公司非票业务实现收入23.63亿元，同比下滑5.55%，占院线相关业务营收比重下降0.43pct至33.67%。

人均非票贡献有所提升，上半年人均广告和卖品收入分别为10.54元/人和8.65元/人，

分别同比小幅提升2.21%和3.18%。

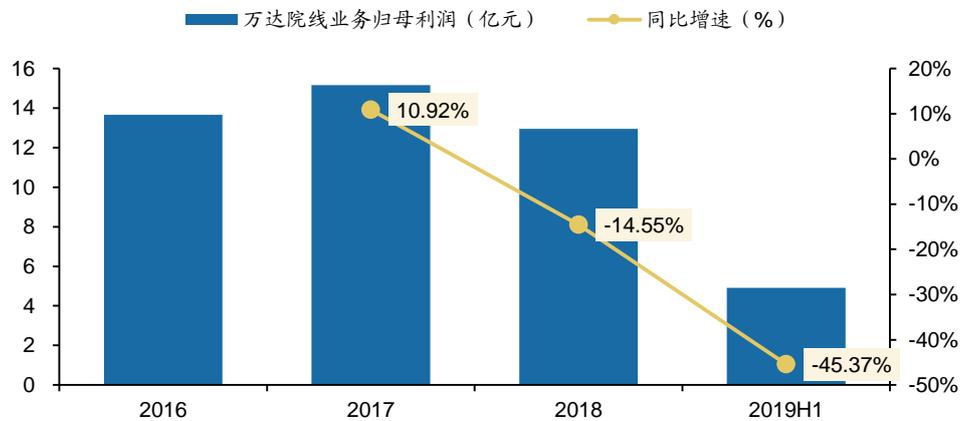
图8: 万达电影人均广告收入和人均卖品收入情况 (元/人)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2019H1万达电影院线预计归母净利润贡献4.92亿元, 同比下滑45.4%。单季度来看, 如果不考虑分部业务间抵消的影响, 2019Q1归母净利润4.26亿元, 同比下滑21.13%, Q2归母净利润0.65亿元, 同比下滑81.82%。

图9: 万达电影院线业务的净利润和同比增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2019H1为预估净利润

三、头部电影内容不足压低收入, 电视剧表现相对突出

影视业务实现营业收入5.44亿元, 同比下滑52.62%, 总毛利率同减19.83pct至37.68%, 万达影视上半年贡献归母净利润3250万元 (YOY-93.16%)。

电影制作和发行收入2.38亿元 (YOY-70.14%), 毛利率34.8%, 主要因为去年同期主投主控影片《唐人街探案2》取得较高票房收入。下半年主投或参与投资制作的《烈火英雄》(猫眼评分9.5分, 预估票房16.07亿元)、《沉默的证人》(猫眼评分7.4分, 预估票房1.95亿元)、《全职高手之巅峰荣耀》(猫眼评分8.7分, 预估票房8956万元)、《误杀》、《中国机长》等影片将陆续上映。

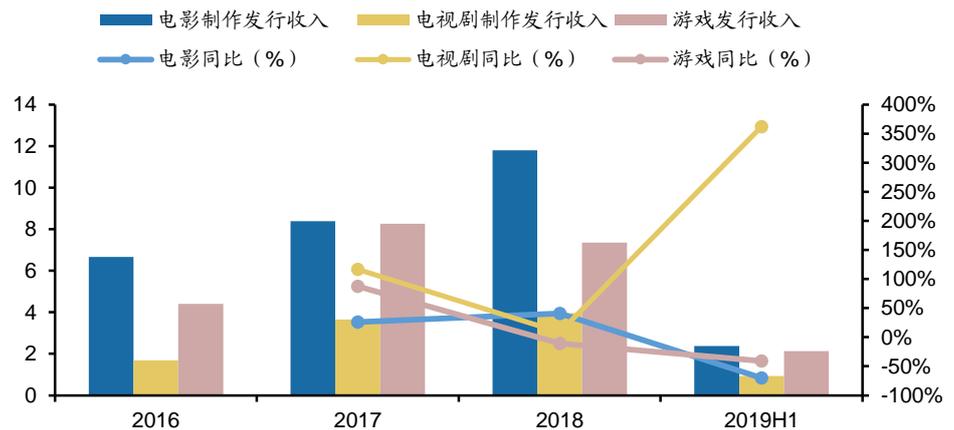
电视剧制作发行收入9363万元(YOY+362.1%)，毛利率33.1%，主要来自台播剧《激荡》和网播剧《从前有座灵剑山》的发行。作为“新中国成立70周年电视剧百日展播”的遴选剧目，公司投资制作的《空降利刃》、《激荡》、《大时代》、《最好的时代》、《隐秘而伟大》等剧集将于下半年播出。此外，《正阳门下年轻人》、《ICU48小时》、《号手就位》等即将开机。

图10：2019年万达电影的相关电影和影视剧作品



数据来源：猫眼专业版APP，时光网，公司半年报，广发证券发展研究中心

图11：万达影视相关业务的营业收入和同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

上半年老游戏流水衰减叠加新游戏上线推迟，互爱互动的游戏发行及运营收入同比下滑41%至2.13亿元。公司游戏作品目前储备了包括圣斗士星矢、七龙珠、葫芦兄弟、关于我转生变成史莱姆这档事、闪之轨迹、海底小纵队、西域列王纪等IP，储备游戏中《镇魂记》、《战火与荣耀》、《秦皇汉武》、《烽火燃三国》等游戏已获得版号。多款自研和独代游戏预计在2019年下半年完成发行，游戏收入有望回升。

表3: 2019年下半年公司预计发布的游戏产品

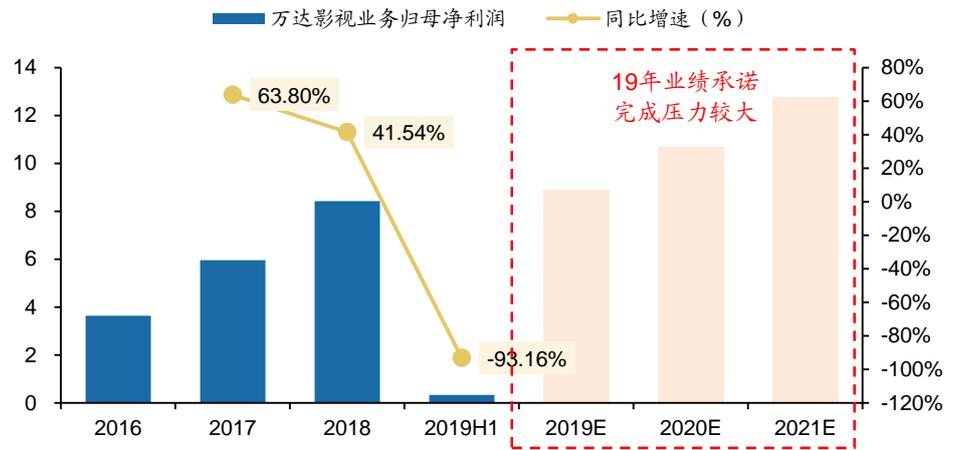
厂商	产品	游戏类型	特色
万达院线游戏 (互爱互动)	《无尽战记》(独代)	二次元动作 RPG	游戏采用 3D 全视角渲染, 酷炫爽快的打击和极致的躲闪等。
	《末日审判》(独代)	SLG+生存	身临其境的僵尸生存大战、自由选址建造基地、多人联合作战, 尸潮围城玩法, RTS 操作, 实时战斗。
	《胡莱三国 3D》(自研)	角色扮演+战争策略	游戏采用 3D 引擎打造中国风的三国, 独树一帜的将战+兵战, 铁马长戈实时沙盘跨服国战, 动态“千里江山图”副本, DIY 家园养成。
	《异次元大作战》(独代)	像素风放置	玩家可招募培养多名像素英雄, 组建自己的冒险小队。勇闯地下城、激斗天空塔、探索无尽秘境、挑战世界 BOSS。
	《葫芦兄弟·七子降妖》(独代)	卡牌 RPG	上美影正版授权手游。游戏利用独特的玩法, 为玩家还原童年回忆, 重现动画经典故事。

数据来源: “手游那点事” 公众号, 广发证券发展研究中心

万达影视2019年上半年的净利润为3250万元, 同比大幅下滑93%。分季度来看, Q1净利润亏损2579万元, Q2净利润盈利5829万元。

根据万达投资、莘县融智、林宁女士在资产注入时的业绩承诺, 万达影视2019~2021年度净利润数分别不低于8.88亿元、10.69亿元、12.74亿元。从目前情况来看, 全年对赌业绩完成存在压力。

图12: 万达影视业务的净利润和同比增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2019H1为预估净利润

四、合理估值、投资建议&风险提示

从相对估值来看, 万达电影总股本包括收购影视相关资产增发的3.17亿股, 按照当前股价算得市值为48.5亿元, 原有院线资产股本为17.61亿股, 按当前股价算得市值为269.4亿元。预计2019年院线业务净利润为10.73亿元, 影视及其他业务净利润为2.47亿元, 算得院线和影视对应的估值分别为25x和19.65x。

考虑到2020年“院线基本盘稳固+影视内容大年”的净利润成长性高于行业水平, 行业的龙头地位应享有一定的估值溢价, 参考院线头部公司19年平均PE估值23.5x, 影视制作行业龙头公司的平均PE估值23.3x。我们给予整体28x的PE估值, 对应每股合

理价值为17.8元/股。

从绝对估值来看，根据1年来公司股价收益率和沪深300指数收益率的月度数据算得β值为0.95，采用十年期国债收益率作为无风险利率3.41%，A股市场风险溢价为5%。根据CAPM模型计算得到公司的权益报酬率为8.41%，假设长期增长率为0.5%，采用FCFE模型得到目前合理总市值为405.68亿元，按照当前股本折算得到每股合理价值为19.52元/股。

综合两种估值方法，得到公司的合理估值区间为17.8~19.52元/股，处于稳健性考虑选择估值区间下限17.8元/股。

表 4：万达电影和可比公司估值情况（注：统计时间：2019 年 8 月 21 日）

代码	行业	公司名称	总市值 (亿元)	EPS(元/股)				P/E			
				(其他公司按 Wind 一致预期)							
				17A	18A	19E	20E	17A	18A	19E	20E
002739.SZ		万达电影	318.00	1.00	1.01	0.63	0.99	15.3	15.1	24.1	15.6
603103.SH		横店影视	90.18	0.80	0.71	0.52	0.57	17.8	20.0	27.6	25.0
002905.SZ	院线	金逸影视	37.47	0.79	0.59	0.66	0.84	17.7	23.7	21.1	16.5
601595.SH		上海电影	68.65	0.69	0.63	0.75	0.87	26.7	29.2	24.5	21.2
300528.SZ		幸福蓝海	25.67	0.30	-1.43	0.00	0.00	22.8	—	—	—
600977.SH		中国电影	265.86	0.52	0.80	0.77	0.84	27.5	17.8	18.5	16.9
300251.SZ	影视制作	光线传媒	249.94	0.28	0.48	0.25	0.31	30.4	17.7	34.4	27.1
300027.SZ		华谊兄弟	122.98	0.30	-0.39	0.21	0.26	14.8	—	21.5	17.2
000802.SZ		北京文化	60.85	0.43	0.46	0.60	0.69	19.6	18.7	14.2	12.3

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：猫眼娱乐的预测数据选自广发证券的最新盈利预测

表 5：万达电影权益现金流量和估值情况

FCFE 估值	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
权益现金流 (百万元)	252.75	1,874.89	2,621.25	3,112.18	4,324.22	3,037.20	2,873.18	3,202.46	1,628.66	4,243.78
折现率 (%)	8.41%	8.41%	8.41%	8.41%	8.41%	8.41%	8.41%	8.41%	8.41%	8.41%
PV (百万元)	233.13	1,595.15	2,057.05	2,252.76	2,887.16	1,870.47	1,632.12	1,677.97	787.13	1,891.82
PV (TV) (百万元)	22,269									
股权价值 (百万元)	40,568									
每股价值 (元/股)	19.52									

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

投资建议：票房低迷叠加影视内容小年是导致公司上半年业绩大幅下滑的重要原因，但我们对于电影市场长期繁荣仍持乐观态度。从需求端来看，今年超过40亿票房影片数量超过3部，国产科幻和动画电影的票房天花板显著抬升，同时面临多部影片撤档情况下暑期档票房表现仍好于市场预期，观影需求在优质内容催化下得到快速释放。从供给侧来看，上半年净银幕增速相比去年同期放缓明显（14%），关停影院呈现加速迹象（6月关停影院接近100家），供给侧单银幕产出拐点渐行渐进。万达电影作为行业龙头，项目储备丰富，运营效率突出，非票优势明显，全产业链布局在行

业拐点到来后有望充分收益。我们预计公司2019~2021年归母净利润分别为13.1、20.1和25.74亿元，按可比口径算得同比变化分别为-37.6%、52.8%和28.3%，对于PE分别24.21x/15.85x/12.35x，每股合理价值为17.8元，维持“买入”评级。

风险提示：

- 1) 竞争加剧，成本提升的风险。随着龙头院线的跨区域扩张以及新兴投资主体陆续进入，影院数量仍然保持两位数增长，从而导致整体的单银幕产出持续下滑，同时也推升了商业地产租金成本的上涨。
- 2) 票房市场不及预期的风险。非档期优质内容匮乏，上座率低。
- 3) 影院现金流压力和资产减值风险。院线公司若持续保持高速扩张，影城盈利能力不断下滑。而租金、人力成本存在刚性上涨的压力，在目前投资回收周期不断延长的环境下，可能出现现金流风险和资产减值风险。
- 4) 补贴退坡或停止的风险。目前政府补贴收入是院线公司在三四线城市投建院线的影响因素，同时也是上市院线的利润构成项目，未来投建补贴逐步取消可能会对新建和改造影院的盈利产生一定程度的影响。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,023	4,541	8,160	9,644	12,448	经营活动现金流	1,988	1,752	120	3,175	3,837
货币资金	2,851	1,349	1,563	1,816	3,916	净利润	1,516	1,292	1,333	2,037	2,613
应收及预付	1,424	2,031	3,938	4,786	5,280	折旧摊销	959	1,112	1,186	1,230	1,261
存货	172	192	1,521	1,808	1,959	营运资金变动	-632	-984	-2,549	-223	-142
其他流动资产	576	970	1,139	1,235	1,293	其它	146	332	148	131	105
非流动资产	18,119	18,567	22,901	22,848	22,719	投资活动现金流	-2,282	-1,992	-5,402	-1,050	-997
长期股权投资	18	21	92	92	92	资本支出	-1,698	-1,956	-4,716	-646	-596
固定资产	2,581	2,844	2,905	2,868	2,737	投资变动	-611	-31	-80	0	0
在建工程	113	224	335	445	556	其他	27	-5	-606	-404	-401
无形资产	897	850	880	830	779	筹资活动现金流	1,173	-1,268	5,496	-1,871	-740
其他长期资产	14,510	14,629	18,690	18,613	18,555	银行借款	2,872	-165	5,101	-2,486	-240
资产总计	23,142	23,108	31,061	32,492	35,166	股权融资	18	0	0	0	0
流动负债	9,060	6,501	9,963	9,356	9,417	其他	-1,716	-1,103	395	614	-500
短期借款	2,200	2,300	3,800	3,300	2,800	现金净增加额	880	-1,508	214	254	2,099
应付及预收	1,797	2,040	2,819	3,403	3,735	期初现金余额	1,974	2,851	1,343	1,563	1,816
其他流动负债	5,063	2,162	3,343	2,653	2,882	期末现金余额	2,851	1,343	1,563	1,816	3,916
非流动负债	2,373	3,998	2,898	2,898	2,898						
长期借款	2,080	3,758	2,658	2,658	2,658						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	293	240	240	240	240						
负债合计	11,433	10,500	12,861	12,254	12,316						
股本	1,174	1,761	2,078	2,078	2,078						
资本公积	4,591	4,004	8,095	8,095	8,095						
留存收益	5,608	6,667	7,981	9,988	12,562						
归属母公司股东权益	11,670	12,583	18,154	20,161	22,735						
少数股东权益	39	26	46	77	116						
负债和股东权益	23,142	23,108	31,061	32,492	35,166						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,229	14,088	15,274	18,774	20,891
营业成本	8,983	9,816	11,104	13,195	14,304
营业税金及附加	443	481	458	563	627
销售费用	957	1,016	993	1,220	1,358
管理费用	1,060	1,078	1,169	1,437	1,599
研发费用	0.00	0.00	30.55	37.55	41.78
财务费用	229.08	283.45	257.05	245.44	226.04
资产减值损失	18.91	33.54	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	144.74	19.04	93.68	96.18	98.80
营业利润	1872.28	1589.67	1548.83	2372.43	3045.17
营业外收支	4.39	14.46	23.69	30.09	36.32
利润总额	1,877	1,604	1,573	2,403	3,081
所得税	361	312	239	365	468
净利润	1,516	1,292	1,333	2,037	2,613
少数股东损益	0	-2	20	31	39
归属母公司净利润	1,516	1,295	1,313	2,007	2,574
EBITDA	2745	2808	2706	3551	4223
EPS (元)	1.29	0.73	0.63	0.97	1.24

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	18.0%	6.5%	8.4%	22.9%	11.3%
营业利润增长	20.5%	-15.1%	-2.6%	53.2%	28.4%
归母净利润增长	10.9%	-14.6%	1.5%	52.8%	28.3%
获利能力					
毛利率	32.1%	30.3%	27.3%	29.7%	31.5%
净利率	11.5%	9.2%	8.7%	10.9%	12.5%
ROE	13.0%	10.3%	7.2%	10.0%	11.3%
ROIC	9.8%	8.1%	5.3%	8.1%	10.3%
偿债能力(%)					
资产负债率	49.4%	45.4%	41.4%	37.7%	35.0%
净负债比率	27.4%	26.3%	24.4%	18.3%	15.5%
流动比率	0.55	0.70	0.82	1.03	1.32
速动比率	0.51	0.62	0.53	0.67	0.93
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.61	0.56	0.59	0.62
应收账款周转率	14.17	9.74	5.86	5.86	5.86
存货周转率	54.37	54.02	7.30	7.30	7.30
每股指标(元)					
每股收益	1.29	0.73	0.63	0.97	1.24
每股经营现金流	1.69	0.99	0.06	1.53	1.85
每股净资产	9.94	7.14	8.73	9.70	10.94
估值比率					
P/E	26.78	29.70	24.21	15.85	12.35
P/B	3.48	3.06	1.75	1.58	1.40
EV/EBITDA	16.06	15.37	13.97	10.12	7.90

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
- 吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈雋：联系人，复旦大学世界经济硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与华谊兄弟(300027)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。