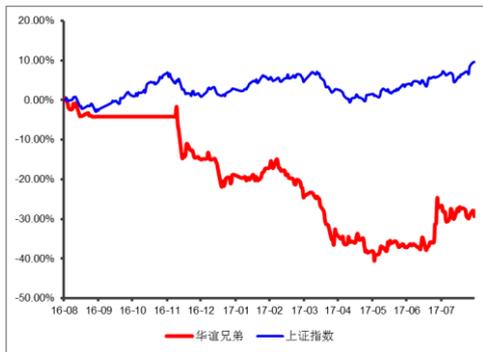


传媒/电影动画

报告原因:2017 年中报发布

2017 年 8 月 29 日

近一年市场表现



市场数据: 2017 年 8 月 29 日

收盘价(元):	9.10
年内最高/最低(元):	13.15/7.62
流通 A 股/总股本(亿):	19.19/27.75
流通 A 股市值(亿元):	27.74
总市值(亿元):	252.25

基础数据: 2017 年 6 月 30 日

基本每股收益:	0.15
摊薄每股收益:	0.15
每股净资产(元):	3.41
净资产收益率:	4.55%

分析师: 徐雪洁

执业证书编号: S0760516010001

电话: 0351-8686801

邮箱: xuxuejie@sxzq.com

联系人: 徐雪洁

电话: 0351-8686801

华谊兄弟 (300027)

维持

投资收益丰厚贡献利润, 项目丰富期待后续表现

增持

公司研究/中报点评

事件描述

公司于 8 月 29 日公布 2017 年中期业绩, 报告期内, 公司实现营业收入 146,586.38 万元, 比上年同期减少 0.15%; 归属于公司上市公司股东净利润为 43,031.47 万元, 比上年同期增长 42.12%。

事件点评

**Q2 业绩改善, 投资收益带动利润增长。** 1) 2017Q2 公司业绩有所改善, 实现收入 92,213.19 万元, 环比增长 69.59%; 实现归母净利润 49,872.88 万元, 环比扭亏。业绩改善主要受益于毛利率的提升以及投资收益的带动。Q2 公司毛利率 61.98%, 较 Q1 上升 22 个百分点; 报告期内公司毛利率为 53.66%。2) 2017H1 公司取得投资收益 54,147.90 万元, 同比增长 77.94%, 占利润总额 85%, 主要来自出售银汉科技 25.88% 股权收益 5.31 亿元以及英雄互娱业绩良好所确认的投资收益 5907.57 万元。3) 报告期内公司销售、管理、财务费用率分别为 17.82%、17.53%、9.02%, 较去年同期变动 -4.96、-0.81、+0.81 个百分点。

**影视娱乐产品丰富, 下半年片单有望推动业绩增长。** 1) 报告期内公司电影项目上映《少年巴比伦》、《西游伏妖篇》、《摔跤吧! 爸爸》等 5 部, 其中《摔跤吧! 爸爸》票房 12.95 亿, 口碑与票房双丰收; 参投的电视剧《老爸当家》, 综艺《奔跑吧》、《姐姐好饿第二季》等多档节目已顺利播出, 此外还包括网剧&网大《花间提壶方大厨》等; 影院投资正常运转, 已投入运营影院 19 家, 在建影院 2 家。H1 公司影视娱乐板块实现收入 100,867.98 万元, 同比减少 6.41%。2) 从公司影视剧项目计划来看, 下半年已经上映的影片包括《绝世高手》、《我是马布里》、《星际特工》、《芳华》、《引爆者》、《前任攻略 3》等有望于年内上映; 电视剧及网剧方面包括《好久不见》、《赢天下》、《少女的奇幻日记》等以及《喜剧总动员 2》、《笑傲江湖》等综艺节目将根据实际情况在年内逐步推进。

**品牌授权及实景娱乐顺利推进, 互联网娱乐发展稳定。** 1) 报告期内公司在长沙、西昌、郑州、南京等实景娱乐项目相继开工, 在建项目将陆续开业; 上半年实现收入 19,814.15 万元, 同比增长 77.54%, 收入占比上升至 13.52%, 后续有望成为公司新的利润贡献点。2) 公司继续深耕以内容 IP 以内容 IP+明星 IP 为基础的互联网粉丝经济生态圈, 报告期内

互联网娱乐业务实现收入 27,326.04 万元，同比减少 8.48%。银汉科技上半年推出影游联动手游产品《思美人》，手游《拳皇命运》将于年底推出，此外还包括《时空猎人》衍生、国漫 IP《本草仙云》改编项目做储备；下半年银汉科技将不再合并报表。另一方面，公司参与投资的英雄互娱业绩良好，自研及代理产品包括《全民枪战 2》、《一起来跳舞》等，即将上线产品包括《战争艺术：赤潮》、《九剑魔龙传》等，此外英雄互娱在移动电竞细分领域具有领先优势，有望与公司互联网娱乐业务相互协同并持续为公司带来投资收益。

### 盈利预测与估值

看好公司影视、艺人等内容资源优势，IP 变现产品丰富，品牌授权与实景娱乐有望在后续发力。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.33/0.38/0.44，对应 8 月 29 日收盘价 9.10 元，2017-2019 年 PE 分别为 28/24/21。维持增持评级。

### 存在风险

作品审查风险；行业政策风险；单个文化产品收益不确定。

表 1：华谊兄弟 2017H1 盈利能力变化（单位：万元）

	2017H1	2016H1	同比增长率
营业收入	146,586.38	146,813.44	-0.15%
毛利率	53.66%	58.34%	-4.68%
销售费用	26,114.90	33,437.89	-21.90%
管理费用	25,700.51	26,928.10	-4.56%
财务费用	13,220.29	12,976.14	1.88%
投资净收益	54,147.90	30,429.81	77.94%
营业利润	61,929.24	41,696.14	48.53%
加：营业外收入	2,786.47	4,414.13	-36.87%
减：营业外支出	1,377.56	212.65	547.81%
利润总额	63,338.15	45,897.63	38.00%
减：所得税	11,186.45	10,093.37	10.83%
净利润	52,151.70	35,804.26	45.66%
减：少数股东损益	9,120.33	5,526.44	65.03%
归属于母公司所有者的净利润	43,031.37	30,277.82	42.12%

资料来源：公司数据，山西证券研究所

表 2：华谊兄弟 2017Q2 年盈利能力变（单位：万元）

	2017Q2	2017Q1	环比增长率
营业收入	92,213.19	54,373.19	69.59%
毛利率	61.98%	39.54%	22.44%

销售费用	13,841.48	12,273.42	12.78%
管理费用	12,296.59	13,403.92	-8.26%
财务费用	7,284.68	5,935.61	22.73%
投资净收益	51,716.36	2,431.53	2026.91%
营业利润	68,325.23	-6,395.99	--
加：营业外收入	1,488.80	1,297.67	14.73%
减：营业外支出	1,349.48	28.08	4705.84%
利润总额	68,464.55	-5,126.41	--
减：所得税	9,873.08	1,313.36	651.74%
净利润	58,591.47	-6,439.77	--
减：少数股东损益	8,718.59	401.74	2070.21%
归属于母公司所有者的净利润	49,872.88	-6,841.51	--

资料来源：公司数据，山西证券研究所

表 3：华谊兄弟 2017H1 主营业务收入

单位：万元

	营业收入	YOY	毛利率	YOY	占比	YOY
影视娱乐	100,867.98	-6.41%	43.72	-4.68	68.81%	-4.60
互联网娱乐	27,326.04	-8.48%	59.62	-17.76	18.64%	-1.70
品牌授权及实景娱乐	19,814.15	77.54%	98.76	-1.24	13.52%	5.92
其他业务	140.92	-17.69%	18.26	-51.42	0.10%	-0.02
内部抵销	-1,562.71	--	--	--	--	--
合计	146,586.38	-0.15%	53.66	-4.68	100.00%	--

资料来源：公司数据，山西证券研究所

表 4：华谊兄弟费用率变化

	2017H1	2016H1	YOY
销售费用率	17.82%	22.78%	-4.96
管理费用率	17.53%	18.34%	-0.81
管理费率	9.02%	8.84%	0.18

资料来源：公司数据，山西证券研究所

附表：盈利预测（单位：百万元）

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3874	3503	3552	4258	5188	货币资金	2475	4877	3557	4896	4416
减：营业成本	1926	1710	1724	2037	2470	应收和预付款项	2870	2415	3251	3505	4713
营业税金及附加	24	20	21	25	30	存货	716	716	940	1017	1357
营业费用	586	812	824	852	882	其他流动资产	76	152	152	152	152
管理费用	416	547	568	596	623	长期股权投资	2447	3618	3752	3952	4252
财务费用	142	281	287	258	256	投资性房地产	45	53	47	41	35
资产减值损失	18	74	53	58	64	固定资产和在建工程	711	854	688	516	339
加：投资收益	627	1119	973	872	771	无形资产和开发支出	3637	3643	3634	3625	3615
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	其他非流动资产	3635	2761	2709	2658	2658
其他经营损益	0	0	0	0	0	资产总计	16610	19090	18730	20361	21537
营业利润	1388	1177	1049	1305	1634	短期借款	1889	1092	0	0	0
加：其他非经营损益	108	111	114	116	118	应付和预收款项	2111	1403	1176	1703	1583
利润总额	1496	1288	1163	1421	1752	长期借款	545	3896	3896	3896	3896
减：所得税	278	294	47	137	245	其他负债	1335	2848	2848	2848	2848
净利润	1218	994	1116	1284	1507	负债合计	5880	9240	7920	8447	8327
减：少数股东损益	242	186	209	240	282	股本	1392	2786	2786	2786	2786
归属母公司股东净利润	976	808	907	1044	1225	资本公积	4176	2526	2526	2526	2526
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	留存收益	4367	3724	4475	5339	6353
经营性现金净流量	567	807	-758	970	-620	归属母公司股东权益	9935	9036	9787	10651	11665
投资性现金净流量	-3352	-2353	925	759	559	少数股东权益	795	814	1023	1263	1545
筹资性现金净流量	4802	3235	-1488	-390	-419	股东权益合计	10730	9850	10810	11914	13210
现金流量净额	2023	1696	-1321	1340	-481	负债和股东权益合计	16610	19090	18730	20361	21537

资料来源：公司数据，wind，山西证券研究所

## 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

## 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。