

电影双王炸+实景娱乐迎开园，大娱乐生态圈成效初现

——华谊兄弟 公司点评

公司点评

◆《芳华》《前任3》票房均过10亿超预期，电影项目储备资源丰富：

公司主控的两部电影《芳华》、《前任攻略3》两部电影均有好的表现，其中《芳华》于2017年12月15日上映，目前票房已破13亿；《前任3：再见前任》上映10天，票房逼近13亿，票房仍有很大空间，根据猫眼的预测其票房或可达到22.86亿。根据分账比例情况，可知公司将由此获益，增厚业绩。2018年还会上映2部《狄仁杰3》和冯小刚的商业电影、2019年会《画皮3》《阴阳师》《摸金校尉》《八佰》。2017年前三季度影视娱乐板块营业收入18.04亿元，同比增长13.23%，受益两部影片预计全年收入符合预期。

◆品牌授权及实景娱乐：项目将陆续开业，收入将持续增长：

华谊兄弟电影世界苏州乐园的将迎来开业，对公司来说具有里程碑的意义，将拓宽公司的收入增长空间，获得稳定的现金流。公司实景娱乐的盈利模式包括前期项目确定时的品牌授权费，项目建成后运营过程中按约定获得经营性收入分成，以及根据在项目中所占股权获得投资收益。2017年前三季度品牌授权及实景娱乐板块营业收入3.61亿元，同比增长204.6%。项目进展顺利，其他各地有序地布局推进，长沙、郑州、南京等项目进入在建状态并相继开工，各在建项目将在2018年陆续开业。

◆互联网娱乐与产业投资：广泛布局互联网娱乐，投资收益态势良好：

公司持续进行投资和布局，完善新媒体、互联网游戏、粉丝经济、VR技术及其娱乐应用等互联网相关产品产业链条，构建以粉丝用户为核心、明星及IP为基础的娱乐生态系统。公司通过不断投资布局，出售股权来持续拓展生态圈获取收益，发展态势良好。

◆盈利预测与评级，公司业绩向好，维持“推荐评级”：

预计公司2017-2019年净利润分别为8.84亿元、10.16亿元、13.14亿元，对应市盈率分别为28倍、24倍和19倍。考虑到公司不断加深业务领域拓展，覆盖影视、实景娱乐等多种娱乐形式，看好其未来盈利能力，维持“推荐”评级。

◆风险提示：市场竞争加剧，业绩不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3874	3,503	3,877	4,442	5,348
增长率(%)	62.1	-9.6	10.7	14.6	20.4
净利润(百万元)	976.1	808	884	1,016	1,314
增长率(%)	8.9	-17.2	9.4	14.9	29.4
毛利率(%)	50.3	51.2	51.5	55.3	60.8
净利率(%)	25.2	23.1	22.8	22.9	24.6
ROE(%)	11.4	10.1	10.0	10.5	12.1
EPS(摊薄/元)	0.35	0.29	0.32	0.37	0.47
P/E(倍)	25.24	30.5	27.9	24.3	18.7
P/B(倍)	2.48	2.7	2.5	2.3	2.1

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

推荐（维持评级）

分析师

姚轩杰 (执业证书编号：S0280518010001)

联系人

马笑
maxiao@xsdzq.cn

市场数据 时间 2018.01.05

收盘价(元)：9.4
 总股本(亿股)：27.75
 总市值(亿元)：260.8
 一年最低/最高(元)：7.62/11.08
 近3月换手率：69.12%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.67	-2.85	-38.73
绝对	11.11	5.03	-15.84

相关研报

扣非净利大幅增长，完善大娱乐生态圈构建

2017-10-28

投资收益拉动净利增长42.12%，围绕“影视+互娱+版权和实景”广泛布局

2017-08-29

1公司近期看点：影视双王炸，苏州实景娱乐项目将迎开园

1.1 电影双王炸的收效明显，《芳华》+《前任3》票房持续发酵

公司主控的两部电影，《芳华》和《前任3：再见前任》均收获了不错的票房和口碑，其中《芳华》于2017年12月15日上映，目前票房已破13亿；《前任3：再见前任》上映10天，票房逼近13亿，票房仍有很大空间，根据猫眼的预测其票房或可达到22.86亿。根据分账情况，可知公司将由此获益，增厚业绩。

图表1 2018年1月7日《芳华》票房情况



资料来源：猫眼，新时代证券研究所

图表2 2018年1月7日《前任3：再见前任》票房情况



资料来源：猫眼，新时代证券研究所

2018年还会上映2部，《狄仁杰3》和冯小刚的商业电影、2019年会上映《画皮3》、《摸金校尉》、《八佰》、《阴阳师》等知名IP电影。2017年前三季度影视娱乐板块营业收入18.04亿元，同比增长13.23%。电影方面，公司今年参与投资发行的影片主要有《摔跤吧！爸爸》《西游伏妖篇》《美好的意外》《星际特工》等。

此外，公司在2017年11月还发布了“聚能时代”剧集计划，包括19部剧集，9部网络电影，3部综艺，包括了《古董局中局》、《神之水滴》、《胭脂债》、《一生有你》等超级IP在内的2018年剧集片单。华谊兄弟还将改编其经典电影IP，如《集结号》、《私人订制》、《老炮儿》，也将被再开发成电视剧，拿下《终极的孩子》、《放羊的星星》的翻拍等。

图表3 华谊兄弟“聚能计划”片单

类型	片单	具体说明
剧集	《神之水滴》	超人气漫画改编，钮承泽倾心解构杯酒人生
剧集	《古董局中局之鉴墨寻瓷》	文字鬼才马伯庸长篇巨作，著名导演管虎鼎力巨作
剧集	《胭脂债》	武林盟主与“杀人魔头”亦爱亦恨虐恋一生
剧集	《一生有你》	永不褪色的民谣青春，一代人的深情回忆
剧集	《欢喜猎人》	爆笑科幻脑洞大开，贾玲、包贝尔拯救世界
剧集	《放羊的星星》	现象级偶像剧匠心重启，造梦璀璨仲夏夜之梦
剧集	《终极的孩子》	美剧制式烧脑力作，探索国剧新类型
剧集	《我的亲爹和后爸》	一部没有婆媳关系与妯娌吵架的家庭治愈暖心大戏，告诉你三个男人也可以有一台戏
剧集	《小楼又东风》	忠贞与背叛、爱情与信仰，谱一曲生死恋歌
剧集	《喜欢你时风好甜》	真情挚爱打造玛丽苏之恋，听风嗅雨唤醒甜蜜未来
剧集	《约会吧大明星之第二季》	网综衍生剧再出击，讲述真人秀团队背后不为人知的股市
剧集	《那年兄弟十七八》	80后回忆青春成长，热血青年梦想抉择
剧集	《杂草、野火与春风》	菜鸟历练全记录，时尚圈从这里进入
剧集	《萌面先生》	回不到过去也不能衰老，萌面男孩人间探险
剧集	《夜间急诊室》	实习医生误闯地下诊室，午夜救援惊心动魄
剧集	《云客江湖》	零度空间组队开黑，暗网世界探寻真相
剧集	《阴阳师》	入式神，见幻梦
剧集	《黑白帝国》	草芥兄弟乱世风云，黑与白、正与邪，枭雄喋血街头
剧集	《集结号》	经典电影跨屏剧献，民族救亡图存集结号吹响

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图表4 华谊兄弟“聚能时代”剧集计划网络电影与综艺节目

类型	标题	具体说明
网络电影	隧道大逃杀	泯灭人性，孤立无援，一场考验人性的隧道大逃杀
网络电影	白蛇后传之拯救玉帝	玉帝下凡遇危难，清白二蛇忙救驾
网络电影	猎妖传	二次元世界的玄幻爱情故事
网络电影	超能太监3	内容韦小宝为取经周游列国，一场屡遭怪事的荒诞传奇
网络电影	电竞杀机	现实与游戏跨界穿越，生死豪赌，为荣耀而战
网络电影	机甲神七	首部动作硬科幻网大，劲爆特效，感官盛宴
网络电影	快递侠	超级平民，爆笑降临
网络电影	丐世英雄	皇帝落难入丐帮，习得神功救苍生
网络电影	谋杀记忆	虚幻与真实，天堂与地狱，一念之间
综艺	萌宠小大人	超萌CP大对决，卖萌不停歇
综艺	年味有FUN	寻找每一个城市独有的味觉记忆
综艺	约吧大明星第三季	圆梦真人秀，再次出发

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

1.2 苏州实景娱乐情况

华谊兄弟品牌授权与实景娱乐业务的模式是全程参与项目，包括前期品牌输出，建设期指导规划，建成后深度参与管理运营。盈利模式包括前期项目确定时的品牌授权费，项目建成后运营过程中按约定获得经营性收入分成，以及根据在项目中所占股权获得投资收益。

图表5 华谊兄弟实景娱乐项目业务模式



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图表6 华谊兄弟实景娱乐项目盈利模式



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

苏州实景娱乐项目是指华谊兄弟电影世界（苏州），主要 IP 和设施设置包括“集结号”、“狄仁杰”和“非诚勿扰”等主题，除了还原电影中的建筑和场景，如狄仁杰中的通天浮雕，大多还配置了一些游乐设施和项目，利用 VR 等技术增强游客的观感效果。华谊兄弟电影世界开幕后门票预计在 250—300 元左右，或能成为吸引 300 万人次左右的游客量的游乐场。

图表7 华谊兄弟电影世界狄仁杰区效果图



资料来源：搜狐网，新时代证券研究所

图表8 华谊兄弟电影世界鸟瞰效果图



资料来源：搜狐网，新时代证券研究所

图表9 华谊兄弟电影世界门票营业收入预测

门票/元 \ 人流量/万	100	200	300
200	20,000万元	40,000万元	60,000万元
250	25,000万元	50,000万元	75,000万元
300	30,000万元	60,000万元	90,000万元

资料来源：新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	7323	8747	8973	7125	8506
现金	3662	5464	4529	2903	2603
应收账款	1658	1476	1993	1982	2804
其他应收款	89	145	114	182	174
预付账款	1114	775	1316	1080	1805
存货	716	716	858	804	951
其他流动资产	84	171	163	175	170
非流动资产	10571	11105	12466	13840	15240
长期投资	2447	3618	4845	6076	7310
固定资产	344	854	870	936	1061
无形资产	67	73	64	57	48
其他非流动资产	7713	6560	6687	6772	6820
资产总计	17894	19853	21439	20966	23746
流动负债	5962	5938	7243	6420	8482
短期借款	1889	1092	1092	1092	2064
应付账款	434	487	525	543	585
其他流动负债	3639	4359	5626	4784	5833
非流动负债	1202	4064	3349	2631	1901
长期借款	545	3896	3181	2463	1734
其他非流动负债	657	168	168	168	168
负债合计	7164	10002	10592	9051	10383
少数股东权益	795	814	1011	1244	1542
股本	1392	2786	2786	2786	2786
资本公积	4176	2526	2526	2526	2526
留存收益	2935	3604	4553	5652	7075
归属母公司股东权益	9935	9036	9836	10671	11820
负债和股东权益	17894	19853	21439	20966	23746

现金流量表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	527	759	405	37	455
净利润	1218	994	1081	1248	1612
折旧摊销	74	105	120	142	171
财务费用	142	281	148	165	199
投资损失	-627	-1119	-840	-897	-915
营运资金变动	-314	557	-104	-621	-612
其他经营现金流	33	-58	0	0	0
投资活动现金流	-3352	-2353	-641	-619	-655
资本支出	105	266	135	143	165
长期投资	-2140	-2093	-1226	-1232	-1234
其他投资现金流	-5387	-4180	-1733	-1708	-1724
筹资活动现金流	4802	3235	-699	-1045	-1071
短期借款	1104	-797	0	0	0
长期借款	-304	3351	-715	-718	(729)
普通股增加	150	1394	0	0	0
资本公积增加	3346	-1650	0	0	0
其他筹资现金流	506	936	16	-327	-342
现金净增加额	1983	1648	-935	-1626	-1271

利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3874	3503	3877	4442	5348
营业成本	1926	1710	1881	1985	2095
营业税金及附加	24	20	23	26	32
营业费用	586	812	795	951	1128
管理费用	416	547	543	646	768
财务费用	142	281	148	165	199
资产减值损失	18	74	61	78	91
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	627	1119	840	897	915
营业利润	1388	1177	1267	1489	1951
营业外收入	111	115	112	113	113
营业外支出	3	4	4	4	4
利润总额	1496	1288	1375	1598	2060
所得税	278	294	294	350	447
净利润	1218	994	1081	1248	1612
少数股东损益	242	186	197	233	298
归属母公司净利润	976	808	884	1016	1314
EBITDA	1611	1552	1528	1788	2313
EPS (元)	0.35	0.29	0.32	0.37	0.47

主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入(%)	62.1	-9.6	10.7	14.6	20.4
营业利润(%)	17.7	-15.2	7.6	17.5	31.0
归属于母公司净利润(%)	8.9	-17.2	9.4	14.9	29.4
获利能力					
毛利率(%)	50.3	51.2	51.5	55.3	60.8
净利率(%)	25.2	23.1	22.8	22.9	24.6
ROE(%)	11.4	10.1	10.0	10.5	12.1
ROIC(%)	9.8	7.7	7.4	8.5	10.2
偿债能力					
资产负债率(%)	40.0	50.4	49.4	43.2	43.7
净负债比率(%)	-7.4	0.7	5.0	12.3	15.2
流动比率	1.2	1.5	1.2	1.1	1.0
速动比率	1.1	1.4	1.1	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	2.4	2.2	2.2	2.2	2.2
应付账款周转率	5.2	3.7	3.7	3.7	3.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.29	0.32	0.37	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	0.26	0.15	0.01	0.16
每股净资产(最新摊薄)	3.58	3.26	3.55	3.85	4.26
估值比率					
P/E	25.24	30.49	27.87	24.26	18.75
P/B	2.48	2.73	2.50	2.31	2.08
EV/EBITDA	15.37	16.5	17.2	15.4	12.3

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

姚轩杰 中国人民大学硕士，2017年9月加入新时代证券，4年研究经验，曾有传媒业上市公司的工作经历。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕阳 销售总监 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>