

上半年业绩质量提升 IP业务将受检验

——华谊兄弟（300027）2018 半年报点评

2018 年 08 月 24 日

推荐/首次

华谊兄弟

财报点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com

010-66554031

事件：

公司于 2018 年 8 月 23 日晚发布 2018 半年报：报告期内，公司实现营业总收入为 212,210.89 万元，比上年同期增长 44.77%；归属于上市公司股东净利润为 27,737.11 万元，比上年同期下降 35.54%；扣除非经常性损益后归属于上市公司股东净利润为 25,218.47 万元，比上年同期增长 151.29%。

表 1: 季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	1351.87	543.73	922.13	953.44	1526.97	1416.40	705.71
增长率（%）	-28.11%	-29.08%	31.47%	39.50%	12.95%	160.50%	-23.47%
毛利率（%）	42.40%	39.54%	61.98%	35.73%	43.64%	57.90%	49.16%
期间费用率（%）	43.04%	58.14%	36.25%	39.38%	35.87%	26.23%	47.61%
营业利润率（%）	22.02%	-11.76%	74.09%	11.63%	5.63%	32.03%	17.39%
净利润（百万元）	256.08	-64.40	585.91	147.01	318.52	342.05	69.99
增长率（%）	-44.45%	-122.50%	715.15%	-61.30%	24.38%	631.15%	-88.05%
每股盈利（季度，元）	0.067	-0.025	0.180	0.062	0.082	0.093	0.007
资产负债率（%）	50.38%	48.00%	47.24%	48.72%	47.64%	47.55%	46.02%
净资产收益率（%）	1.86%	-0.70%	4.99%	1.67%	2.18%	2.41%	0.17%
总资产收益率（%）	0.94%	-0.35%	2.61%	0.87%	1.13%	1.26%	0.09%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

观点：

总体来说业绩符合预期，2018H1 业绩主要依靠两部跨期的爆款电影《芳华》与《前任 3》，2018Q2 无论是营收还是净利润均同比下滑严重，但是对于收入与档期高度相关的电影行业来说也无需恐慌，需关注下半年公司影片的票房表现。公司收入结构得到优化，营业收入提升，净利润下降的主要原因是非经常损益的减少，其中包括投资收益同比减少 90.88%，减少金额达 4.92 亿元（上年同期出售广州银汉部分股权以及确认参投公司英雄互娱投资收益）。

◆ **影视娱乐方面**，该板块贡献收入 19.62 亿元，同比增长 94.54%，毛利率相比去年同期的 43.72% 提升至 52.78%，也主要归因于爆款电影的高毛利率。2018H1 上映的影片主要有跨期的《芳华》（期内票房约 2.2 亿元）、《前任 3：再见前任》（期内票房约 16.4 亿元），以及期内的《遇见你真好》（票房 5101 万元）。公司的批片业务在上半年也对业绩有一定的贡献，引进的《巴霍巴利王 2》获得 7683 万元的票房。报告期内，公司参与的电视剧、网剧及网络大电影形成收入的主要包括《嗨！前任》、《快递侠》以及《好久不

见》。其中《好久不见》于 2018 年 3 月 26 日在北京卫视、东方卫视、爱奇艺全国首播, 腾讯视频、优酷同步播出。公司下半年在内容板块的计划可见下表。根据公司中报, 公司在报告期末作为存货处理的金额前五的影视剧为《八佰》、《狄仁杰之四大天王》、《摇滚藏獒》、《手机 2》和《喵喵汪汪有妖怪》, 总金额 8.57 亿元, 其中《狄仁杰》排名第二, 预计成本不菲, 而根据已有数据, 该剧票房为 6.03 亿元, 预计对全年业绩无重大贡献。其他方面, 公司在报告期内建成投入运营的影院达到 25 家, 相比 2017 年末增加 2 家。

表 2:2018 年下半年公司内容板块计划

电影		电视剧及网剧				综艺节目	
公映电影名称	公映档期	项目名称	发行档期	项目名称	发行档期	节目名称	预计录制或播出时间
狄仁杰之四大天王	2018.7	喵喵汪汪有妖怪	2018.H2	喜欢你时风好甜	2018.H2	约吧大明星 第三季	2018.Q3
小偷家族	2018.8	Boys	2018.H2	欢喜猎人	2018.H2	荒野求生	2018.Q3
念念手纪	2018.9	超能太监 3	2018.H2	秀智 Q	2018.H2 拍摄	年味有 FUN 第三季	2018.Q3
找到你	2018.9	机甲神七	2018.H2	人间烟火-花小厨	2018.H2 拍摄		
江湖儿女	2018.9	白蛇后传之拯救玉帝	2018.H2	那年兄弟十七八	2018.H2 拍摄		
胖子行动队	2018.9	谋杀记忆	2018.H2	古董局中局之鉴墨寻瓷	2018.H2 拍摄		
天才兄妹	2018.10	隧道大逃杀	2018.H2				
天际救援	2018.11						
五级飓风	2018.11						
云南虫谷	2018.12						
阳光不是劫匪	2018.12						

(注: 以上时间均存在调整可能)

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- ◆ **实景娱乐与品牌授权方面**, 公司 2018H1 营收 1.41 亿元, 同比减少 28.4%。多个项目进入在建状态并相继开工, 华谊兄弟电影世界(苏州)已于 2018 年 7 月 23 日盛大开业, 华谊兄弟电影小镇(长沙)、华谊兄弟电影小镇(南京)和建业华谊兄弟电影小镇(郑州)也将陆续开业。其中苏州项目作为公司筹划多年的首个项目, 其后续运营情况值得持续关注。
- ◆ **互联网娱乐版块**, 公司 2018H1 营收 0.32 亿元, 同比减少 88.12%。收入大幅下滑主要因为 2017 年 6 月公司出售控股子公司广州银汉科技部分股权后使得合并范围发生变更。

结论：

报告期内，公司强化了传统的影视业务，扣非后归母净利润大幅增长，业绩的质量得到显著提高。公司大力发展的实景娱乐及品牌授权业务在下半年将取得突破，数个园区的开业将检验该板块具体的盈利能力，商业模式的可行性将得到验证。由于相关事件的悬而未决以及《狄仁杰》等重点影片票房的不及预期，我们认为公司 2018 年业绩仍承压，从长期来看，公司业务结构改善，投资业务的逐渐减少有助于公司回归主营以及专注于实景项目的开发。

我们预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 47.36 亿元、56.83 亿元和 68.19 亿元；每股收益分别为 0.23 元、0.27 元和 0.32 元，对应 PE 分别为 24X、21X 和 17X，首次给予公司“推荐”评级。

风险提示：实景项目进展不及预期；行业政策变化

表 3:公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	8747	8646	9525	11253	13221	营业收入	3503	3946	4736	5683	6819
货币资金	5464	4230	4736	5683	6819	营业成本	1710	2153	2425	2931	3543
应收账款	1476	1665	1996	2396	2875	营业税金及附加	20	21	19	23	27
其他应收款	145	252	303	363	436	营业费用	812	725	852	1023	1227
预付款项	775	911	911	911	911	管理费用	547	558	616	739	886
存货	716	1101	1128	1431	1689	财务费用	281	290	280	300	320
其他流动资产	94	420	431	446	463	资产减值损失	74.46	279.90	60.00	60.00	60.00
非流动资产合	11105	11508	7056	6993	6931	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3618	4825	700	720	740	投资净收益	1119.1	769.57	200.00	200.00	200.00
固定资产	853.71	882.84	807.02	730.85	654.49	营业利润	1177	816	683	807	955
无形资产	73	53	53	53	53	营业外收入	114.65	269.85	120.00	120.00	120.00
其他非流动资	88	31	0	0	0	营业外支出	3.90	10.73	5.00	5.00	5.00
资产总计	19853	20155	16580	18247	20152	利润总额	1288	1075	798	922	1070
流动负债合计	5938	5044	3314	4545	5937	所得税	294	88	66	76	88
短期借款	1092	550	1335	2092	2970	净利润	994	987	733	846	982
应付账款	487	718	740	930	1102	少数股东损益	186	159	100	100	100
预收款项	422	651	888	1172	1513	归属母公司净利	808	828	633	746	882
一年内到期的	548	880	0	0	0	EBITDA	1607	1244	1044	1188	1356
非流动负债合	4064	4559	2317	2302	2302	EPS（元）	0.29	0.30	0.23	0.27	0.32
长期借款	1696	2274	2274	2274	2274	主要财务 比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	2200	2200	0	0	0						
负债合计	10002	9602	5631	6847	8239	成长能力					
少数股东权益	814	891	991	1091	1191	营业收入增长	-9.55%	12.64%	20.00%	20.00%	20.00%
实收资本（或	2786	2775	2775	2775	2775	营业利润增长	-15.21	-30.66%	-16.28	18.13%	18.34%
资本公积	2526	2532	2532	2532	2532	归属于母公司净	-17.21	2.49%	-23.61	17.97%	18.20%
未分配利润	3200	3901	3868	3821	3771	获利能力					
归属母公司股	9036	9661	9953	10303	10717	毛利率(%)	33.60%	20.68%	14.43%	14.20%	14.01%
负债和所有者	19853	20155	16580	18247	20152	净利率(%)	28.37%	25.01%	15.47%	14.90%	14.41%
现金流	单位:百万元							4.07%	4.11%	3.82%	4.09%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	8.94%	8.57%	6.36%	7.25%	8.23%
经营活动现金	759	-215	-849	793	939	偿债能力					
净利润	994	987	733	846	982	资产负债率(%)	50%	48%	34%	38%	41%
折旧摊销	149.38	137.60	79.82	80.18	80.36	流动比率	1.47	1.71	2.87	2.48	2.23
财务费用	281	290	280	300	320	速动比率	1.35	1.50	2.53	2.16	1.94
应收账款减少	182	-188	-332	-400	-479	营运能力					
预收帐款增加	20	229	237	284	341	总资产周转率	0.19	0.20	0.26	0.33	0.36
投资活动现金	-2353	-442	4402	108	108	应收账款周转率	2	3	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.61	6.55	6.49	6.81	6.71
长期股权投资	-145	-873	4244	-19	-19	每股指标（元）					
投资收益	1119	770	200	200	200	每股收益(最新摊	0.29	0.30	0.23	0.27	0.32
筹资活动现金	3235	-652	-3048	46	89	每股净现金流(最	0.59	-0.47	0.18	0.34	0.41
应付债券增加	0	0	-2200	0	0	每股净资产(最新	3.24	3.48	3.59	3.71	3.86
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	1394	-11	0	0	0	P/E	19.55	18.90	24.86	21.07	17.83
资本公积增加	-1650	6	0	0	0	P/B	1.75	1.63	1.58	1.53	1.47
现金净增加额	1641	-1308	506	947	1137	EV/EBITDA	9.87	13.99	13.99	12.13	10.44

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。