

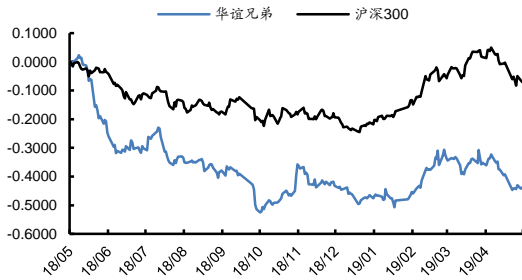
研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：朱珠 S0350117070022
021-50479967 zhuz@ghzq.com.cn

静待电影主业再启航

——华谊兄弟（300027）动态点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
华谊兄弟	-13.3	2.9	-43.3
沪深300	-8.3	9.2	-7.1

市场数据 2019-05-14

当前价格（元）	4.91
52周价格区间（元）	4.06-9.02
总市值（百万）	13723.23
流通市值（百万）	10856.82
总股本（万股）	279495.59
流通股（万股）	221116.42
日均成交额（百万）	174.18
近一月换手（%）	22.17

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- 主营优势重建 内容为王初心不变** 2018年公司影视娱乐收入36.56亿元，占营收比重94%，同比增加8.39%，2018年下半年公司对自身战略进行阶段性调整，聚焦“电影+实景”，强化其核心竞争力。**电影方面**，公司储备的多个项目预计将从2019年暑期陆续上映，管虎导演的战争巨制《八佰》已定档7月5日，田羽生导演的《伟大的愿望》已定档8月9日；同时，周星驰导演新作《美人鱼2》及根据现象级手游改编电影《侍神令》（原名《阴阳师》）已杀青进入后期制作阶段，陆川导演的《两万里计划》（《749局》）已开机拍摄；自带流量的影视作品储备之外，公司与其他导演合作的多部影片也陆续进入筹备阶段，为后续的作品储备导演编剧人才矩阵。
- 品牌授权与实景娱乐板块的发展是依托于电影主业的发展** 2018年公司品牌授权及实景娱乐部分营收1.5亿元（占收入比重3.84%），同比减少42%，主要由于外部市场环境的影响以及项目推进的时间差，预计2019年将有2-3个项目陆续开业，依托“华谊兄弟”品牌正面影响力在2019年的逐渐恢复，以及影视作品渐受市场认可的正向循环下，结合地方特色文化打造覆盖全国主要城市的影视文旅实景项目有望顺利推进。
- 盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予增持评级** 2018年影视行业经历压力测试，公司在阵痛调整后仍能聚集行业资源发展主业间接凸显其具备内生优质基因。文化企业的品牌树立需要市场公认的产品，我们认为2019年7月5日定档暑假档的《八佰》（讲述1937年抗日战争初期淞沪会战当中四行仓库保卫战）是目前亚洲首部全程使用IMAX摄影机拍摄作品，有望助力公司重回电影舞台中心，同时有望带来公司电影业绩弹性。2018年公司计提各项资产减值损失13.82亿元，其中商誉减值损失9.73亿元（主要为浙江常升、华宇讯科、东阳美拉、GDC Tech四家），2018年公司商誉同比减少31%，其后续商誉减值风险已渐释放，2019年电影主业中除《八佰》之外，田羽生执导的《伟大的愿望》预计2019年8月上映，叠加品牌授权及实景娱乐部分，我们预计2019-2021年公司归母净利润4.34亿元/5.26亿元/6.59亿元，对应最新PE分别为31.6倍/26.1倍/20.8倍，由于电影的爆款与否仍存有不不确定性，基于客观、审慎原则，首次覆盖，给予增持评级，公司近期的影视作品在市场的认可度及关注热度提升，我们看好公司仍具内容产出能力，静待电影主业再

启航后带来的业绩边际改善。

- **风险提示：**宏观经济风险；电影、电视剧行业增速放缓风险；盗版的风险；作品内容审查审核的风险；影视剧项目的季节性风险；与公司债有关的风险；政策及监管环境的风险；线下实景经营不及预期的风险等。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	3891	4130	4416	4865
增长率(%)	-1.4%	6.1%	6.9%	10.2%
归母净利润（百万元）	(1093)	434	526	659
增长率(%)	-232.0%	-	21.2%	25.4%
摊薄每股收益（元）	-0.39	0.16	0.19	0.24
ROE(%)	-11.4%	14.8%	15.6%	17.1%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：华谊兄弟盈利预测表

证券代码:	300027.SZ				股价:	4.91	投资评级:	增持		日期:	2019-05-14
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值		2018	2019E	2020E	2021E	
盈利能力					每股指标						
ROE	-11%	15%	16%	17%	EPS	-0.39	0.16	0.19	0.24		
毛利率	45%	46.3%	48.2%	50.5%	BVPS	3.06	3.50	3.36	3.41		
期间费率	39%	26.8%	26.6%	26.5%	估值						
销售净利率	-28%	11%	11.9%	13.6%	P/E	-12.6	31.64	26.10	20.82		
成长能力					P/B	1.6	1.4	1.5	1.4		
收入增长率	-1%	6%	7%	10%	P/S	3.5	3.5	3.3	3.1		
利润增长率	-232%	-	21%	25%							
营运能力					利润表 (百万元)						
总资产周转率	0.21	0.22	0.24	0.26	营业收入	3891	4130	4416	4865		
应收账款周转率	2.22	2.17	2.01	1.87	营业成本	2147	2217	2289	2411		
存货周转率					营业税金及附加	15	21	53	73		
偿债能力					销售费用	651	660	700	760		
资产负债率	48%	48%	49%	49%	管理费用	528	500	510	600		
流动比	1.04	1.26	1.21	1.22	财务费用	329	200	230	250		
速动比	0.87	1.09	1.04	1.04	其他费用/(-收入)	(1169)	3	(0)	(1)		
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	(860)	535	634	770		
现金及现金等价物	2641	3616	2922	3050	营业外净收支	59	(17)	(20)	(20)		
应收款项	1754	1900	2200	2600	利润总额	(801)	518	614	750		
存货净额	1227	1226	1283	1361	所得税费用	108	6	9	11		
其他流动资产	303	342	332	322	净利润	(909)	512	605	739		
流动资产合计	7533	9390	9147	9383	少数股东损益	184	78	79	80		
固定资产	929	981	997	1005	归属于母公司净利润	(1093)	434	526	659		
在建工程	13	28	44	61	现金流量表 (百万元)						
无形资产及其他	49	60	67	71	经营活动现金流	582	1002	597	700		
长期股权投资	5108	5158	5160	5164	净利润	(909)	512	605	739		
资产总计	18440	18948	18578	18818	少数股东权益	184	78	79	80		
短期借款	192	1300	1200	1100	折旧摊销	102	112	110	99		
应付款项	925	1000	1100	1300	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	1191	1600	1700	1800	营运资金变动	1205	300	(197)	(218)		
其他流动负债	700	700	650	600	投资活动现金流	(252)	1248	24	(99)		
流动负债合计	7257	7477	7585	7694	资本支出	(49)	(179)	(142)	(124)		
长期借款及应付债券	1516	1600	1500	1500	长期投资	(283)	(50)	(2)	(4)		
其他长期负债	80	85	90	100	其他	79	1477	168	29		
长期负债合计	1596	1685	1590	1600	筹资活动现金流	(1838)	1176	(212)	(7)		
负债合计	8853	9162	9175	9294	债务融资	(3315)	1191	(200)	(100)		
股本	2795	2795	2795	2795	权益融资	78	0	0	0		
股东权益	9587	9785	9403	9524	其它	1399	(15)	(12)	93		
负债和股东权益总计	18440	18948	18578	18818	现金净增加额	(1508)	3427	408	594		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【传媒与互联网组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

朱珠，会计学学士、商科硕士，拥有实业及资产管理从业经历，目前主要负责文化传媒、互联网行业研究

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。