

华谊兄弟 (300027)

证券研究报告

2020年11月05日

Q3 营收及扣非利润回升，影视+实景业务有序恢复

华谊兄弟 20Q1-Q3 实现营收 11.07 亿元, 同比下降 31.51%, 归母净利润-3.26 亿元, 同比增长 50.03%, 扣非后归母净利润-1.70 亿元, 同比增长 67.37%。其中 Q3 单季度营收 7.83 亿元, 同比增长 45.02%, 归母净利润-9456.30 万元, 同比增长 65.35%, 扣非后归母净利润 6401.95 万元, 同比增长 148.12%; Q3 单季度营收和扣非利润增长, 前三季度整体亏损收窄。

Q3 单季度净利润亏损主要由于对 Brothers International LLC 的股权处置确认非经常性投资损失 1.75 亿元。现金流方面, 20Q3 单季度经营性现金流净额为 2.8 亿元。

分业务营收方面, 20Q1-Q3 影视娱乐板块营收 9.95 亿元, 同比下降 36%, 其中 20Q3 单季度营收 7.2 亿元。20Q1-Q3 品牌授权及实景娱乐板块营业收入 5446 万元, 同比增长 49%, 其中 20Q3 单季度营收 4453 万元, 相比 20 年上半年 993 万元营收已有所恢复。公司海口、长沙、苏州、郑州四地实景项目已在一季度末陆续恢复开园。20Q1-Q3 互联网娱乐板块营业收入 5007 万元, 同比增长 118%, 其中 20Q3 单季度营收 1521 万元。

继续贯彻“影视+实景”的新商业模式，加速回归健康发展的快车道，后续影视项目储备丰富。电影业务方面, 常远导演的《温暖的抱抱》预计在 20 年年内上映, 根据现象级手游改编的电影《侍神令》(原名《阴阳师》) 定档 21 年春节档, 陆川导演的新片《749 局》、李玉导演的《阳光不是劫匪》、周星驰的《美人鱼 2》、贾樟柯导演的《一直游到海水变蓝》以及曹保平导演的《涉过愤怒的海》都已杀青进入后期制作阶段; 其他多部影片正在筹备中, 其中《铁道队》、《未来的未来》、《中国试飞员》进入筹备阶段, 预计将在四季度到明年一季度开机, 公司深度参与投资制作、由好莱坞著名导演罗兰·艾默里奇执导的好莱坞科幻灾难大片《月球陨落 (Moonfall)》(暂定名) 已于 2020 年开机;

投资建议: 我们看好华谊在行业及公司运营层面迎来双重拐点, 行业层面, 随着影片陆续上映, 电影行业正加速复苏, 同时中小企业在行业寒冬中会加速出清, 头部公司一旦通过融资或者其他策略度过困境, 竞争优势和市场份额有望提升。公司层面, 华谊兄弟《八佰》优秀表现已初步验证主业优势恢复, 关注后续影片定档节奏。考虑 Q3 业绩情况我们下调公司 20 年净利润至-2.89 亿元 (原值 1.07 亿), 预计 21-22 年净利润分别为 4.64 亿、5.95 亿元, 对应 21-22 年 PE 分别为 26.9x、21.0x, 维持买入评级。

风险提示: 疫情影响; 影视项目制作进度延期, 电影票房不达预期; 实景娱乐项目运营效果不达预期, 新项目拓展进度不确定性; 人才流失及管理风险; 政策监管风险。经营性现金流风险、融资进度不达预期风险。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,890.84	2,186.40	1,616.39	3,704.27	4,215.33
增长率(%)	(1.40)	(43.81)	(26.07)	129.17	13.80
EBITDA(百万元)	(519.12)	2,292.92	79.86	847.69	989.80
净利润(百万元)	(1,093.05)	(3,960.35)	(288.79)	464.41	595.10
增长率(%)	(231.97)	262.32	(92.71)	(260.81)	28.14
EPS(元/股)	(0.39)	(1.42)	(0.10)	0.17	0.21
市盈率(P/E)	(11.43)	(3.15)	(43.25)	26.89	20.99
市净率(P/B)	1.46	2.81	2.80	2.41	2.16
市销率(P/S)	3.21	5.71	7.73	3.37	2.96
EV/EBITDA	(27.09)	6.41	184.34	17.19	13.77

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	4.42 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,787.96
流通 A 股股本(百万股)	2,210.38
A 股总市值(百万元)	12,322.78
流通 A 股市值(百万元)	9,769.86
每股净资产(元)	1.47
资产负债率(%)	57.29
一年内最高/最低(元)	7.20/3.21

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

张爽 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《华谊兄弟-半年报点评:疫情影响短期业绩,《八佰》强劲表现验证主业优势加速回归》 2020-09-01
- 2 《华谊兄弟-首次覆盖报告:风雨兼程,重装待发》 2020-08-19



内容目录

1. 财报解读.....	3
2. 片单计划.....	5
3. 投资建议.....	6

图表目录

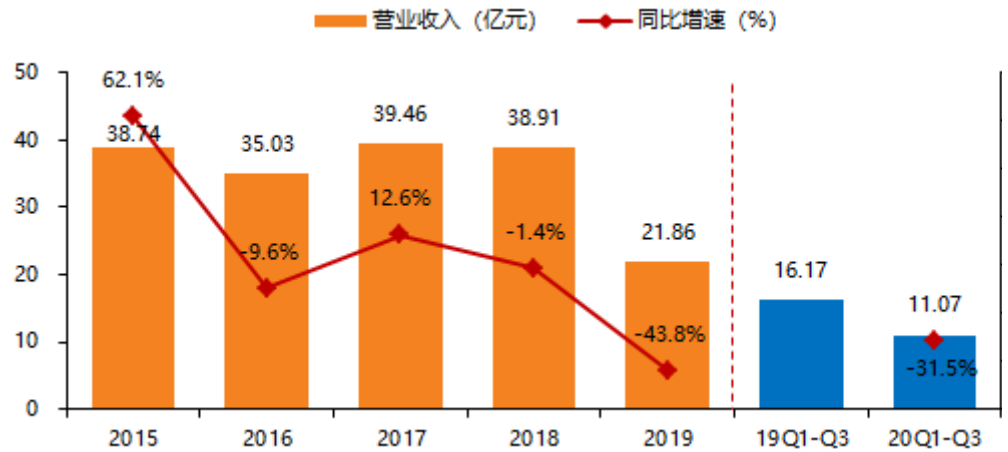
图 1: 华谊兄弟 2015-2019 年、2019Q1-Q3 和 2020Q1-Q3 营业收入及增速	3
图 2: 华谊兄弟 2015-2019 年、2019Q1-Q3 和 2020Q1-Q3 归母净利润及增速	3
图 3: 华谊兄弟 17Q4-20Q3 单季度营业收入及增速	4
图 4: 华谊兄弟 17Q4-20Q3 单季度归母净利润及增速	4
图 5: 华谊兄弟 2015-2019 年、2019Q1-Q3 和 2020Q1-Q3 毛利率与净利率	4
图 6: 华谊兄弟 2015-2019 年、2019Q1-Q3 和 2020Q1-Q3 费用率	5
图 7: 华谊兄弟 2020Q1-Q3 营收分部情况及同比变动	5
表 1: 华谊兄弟 2020 年已上映、计划上映及报告期内拍摄的电影	5
表 2: 华谊兄弟电视剧及网剧业务, 2020 年预计参与或发行计划	6

1. 财报解读

华谊兄弟 20Q1-Q3 实现营收 11.07 亿元，同比下降 31.51%，归母净利润-3.26 亿元，同比增长 50.03%，扣非后归母净利润-1.70 亿元，同比增长 67.37%。

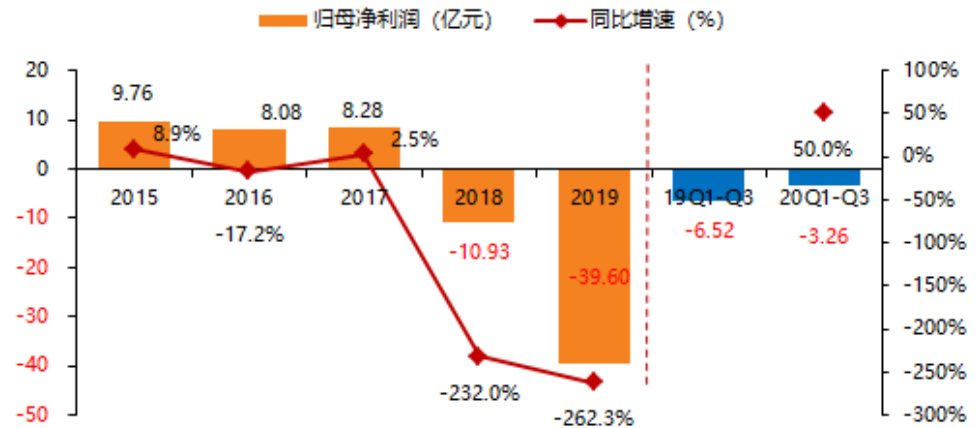
其中 Q3 单季度实现营收 7.83 亿元，同比增长 45.02%，归母净利润-9456.30 万元，同比增长 65.35%，扣非后归母净利润 6401.95 万元，同比增长 148.12%。

图 1：华谊兄弟 2015-2019 年、2019Q1-Q3 和 2020Q1-Q3 营业收入及增速



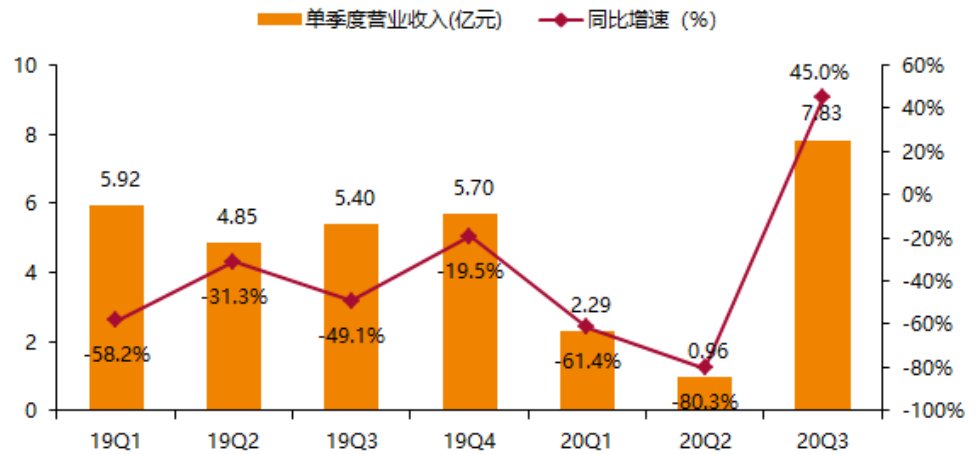
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：华谊兄弟 2015-2019 年、2019Q1-Q3 和 2020Q1-Q3 归母净利润及增速



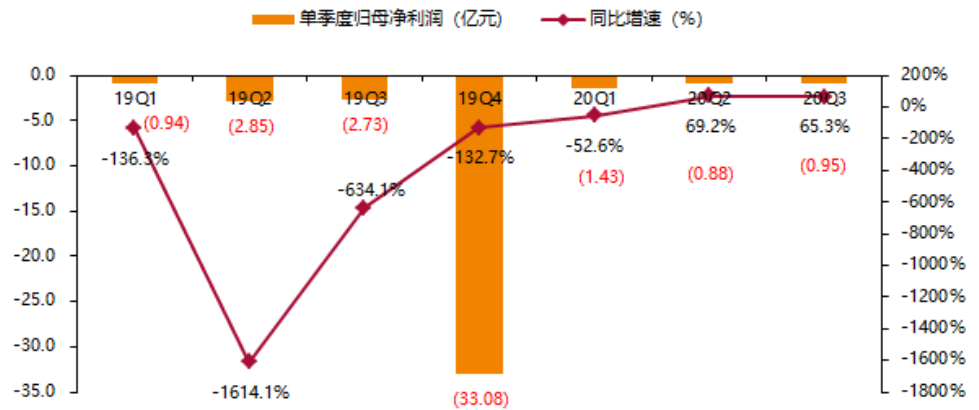
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：华谊兄弟 17Q4-20Q3 单季度营业收入及增速



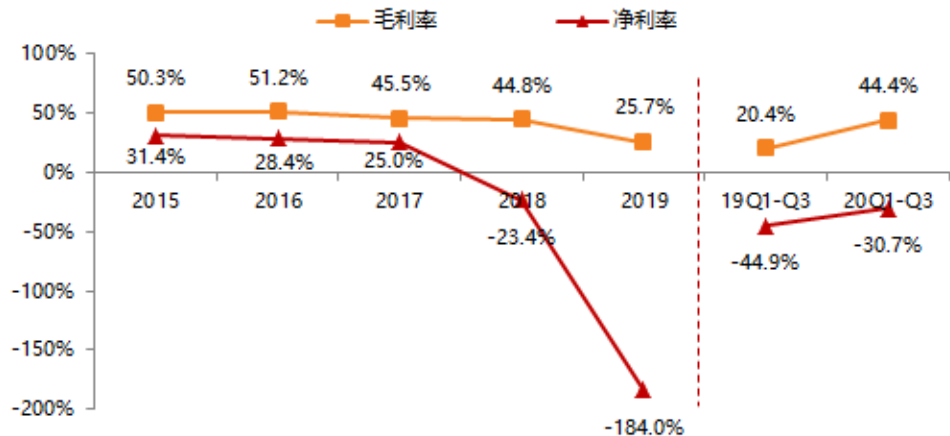
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：华谊兄弟 17Q4-20Q3 单季度归母净利润及增速



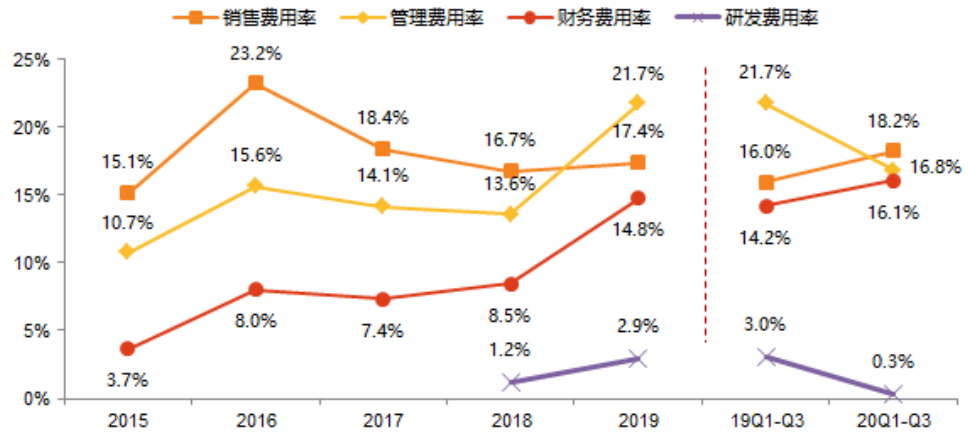
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：华谊兄弟 2015-2019 年、2019Q1-Q3 和 2020Q1-Q3 毛利率与净利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：华谊兄弟 2015-2019 年、2019Q1-Q3 和 2020Q1-Q3 费用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 7：华谊兄弟 2020Q1-Q3 营收分部情况及同比变动

项目	2020年1-9月		2019年1-9月		变动	
	金额 (万元)	收入占比	金额 (万元)	收入占比	金额 (万元)	同比变化
主营业务收入	109,978	99%	161,152	100%	-50,943	-32%
其中：影视娱乐	99,517	90%	155,247	96%	-55,730	-36%
品牌授权及实景娱乐	5,446	5%	3,650	2%	1,796	49%
互联网娱乐	5,077	5%	2,324	1%	2,753	118%
合并抵消	-61	0%	-70	0%	9	-12%
其他业务收入	739	1%	509	0%	230	45%
合计	110,717	100%	161,660	100%	-50,943	-32%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 片单计划

表 1：华谊兄弟 2020 年已上映、计划上映及报告期内拍摄的电影

公映电影名称 (暂定)	实际进展情况	公映档期	放映渠道
《八佰》	已上映	2020 年 8 月 21 日	院线
《金刚川》	已上映	2020 年 10 月 23 日	院线
《温暖的抱抱》	后期制作中	2020 年四季度或公司根据实际情况另行调整	院线或公司根据实际情况另行调整
《我的金刚川》	后期制作中	2020 年四季度或公司根据实际情况另行调整	院线或公司根据实际情况另行调整
《月球陨落 (Moonfall)》 (暂定名)	拍摄中	2020 年四季度拍摄或公司根据实际情况另行调整	院线或公司根据实际情况另行调整
《铁道队》 (暂定名)	筹备中	2020 年四季度拍摄或公司根据实际情况另行调整	院线或公司根据实际情况另行调整
《未来的未来》 (暂定名)	筹备中	2020 年四季度拍摄或公司根据实际情况另行调整	院线或公司根据实际情况另行调整

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：华谊兄弟电视剧及网剧业务，2020 年预计参与或发行计划

项目名称（暂定）	实际进展情况	发行档期	放映渠道
《九指神丐》	已上线	2020 年 1 月 19 日上线	网络平台
《人间烟火小厨》	已上线	2020 年 1 月 27 日上线	网络平台
《古董局中局之鉴墨 寻瓷》	已上线	2020 年 5 月 10 日上线	网络平台
《欢喜猎人》	已上线	2020 年 5 月 29 日上线	网络平台
《谋杀记忆》	已上线	2020 年 7 月 18 日上线	网络平台
《战地少年》(原名《心宅猎人》)	后期制作中	2020 年四季度发行或公司根据实际情况另行调整	网络平台或公司根据实际情况另行调整
《宣判》	后期制作中	2020 年四季度发行或公司根据实际情况另行调整	电视台及网络平台或公司根据实际情况另行调整
《我们的西南联大》	后期制作中	2020 年四季度发行或公司根据实际情况另行调整	电视台及网络平台或公司根据实际情况另行调整
《古董局中局之掠宝清单》	后期制作中	2020 年四季度发行或公司根据实际情况另行调整	电视台及网络平台或公司根据实际情况另行调整
《超能太监 3》	后期制作中	2020 年四季度发行或公司根据实际情况另行调整	网络平台或公司根据实际情况另行调整
《喵喵汪汪有妖怪》	后期制作中	2020 年四季度发行或公司根据实际情况另行调整	网络平台或公司根据实际情况另行调整
《燕山派与百花门》	拍摄中	2020 年四季度拍摄或公司根据实际情况另行调整	网络平台或公司根据实际情况另行调整
《南锣警探》	筹备中	2020 年四季度拍摄或公司根据实际情况另行调整	电视台及网络平台或公司根据实际情况另行调整
《邻家爸爸》	筹备中	2020 年四季度拍摄或公司根据实际情况另行调整	电视台及网络平台或公司根据实际情况另行调整
《分手清单》	筹备中	2020 年四季度拍摄或公司根据实际情况另行调整	网络平台或公司根据实际情况另行调整
《马狗传》	筹备中	2020 年四季度拍摄或公司根据实际情况另行调整	网络平台或公司根据实际情况另行调整

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 投资建议

我们看好华谊在行业及公司运营层面迎来双重拐点，行业层面，随着影片陆续上映，电影行业正加速复苏，同时中小企业在行业寒冬中会加速出清，头部公司一旦通过融资或者其他策略度过困境，竞争优势和市场份额有望提升。公司层面，华谊兄弟《八佰》优秀表现已初步验证主业优势恢复，关注后续影片定档节奏。考虑 Q3 业绩情况我们下调公司 20 年净利润至 -2.89 亿元（原值 1.07 亿），预计 21-22 年净利润分别为 4.64 亿、5.95 亿元，对应 21-22 年 PE 分别为 26.9x、21.0x，维持买入评级。

风险提示：疫情影响；影视项目制作进度延期，电影票房不达预期；实景娱乐项目运营效果不达预期，新项目拓展进度不确定性；人才流失及管理风险；政策监管风险。经营性现金流风险、融资进度不达预期风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,641.28	553.69	478.73	926.07	1,944.09
应收票据及应收账款	1,274.48	204.40	873.19	1,596.32	1,213.90
预付账款	1,606.81	1,263.09	298.98	3,302.34	605.59
存货	1,227.20	917.63	360.37	2,446.87	671.25
其他	700.96	310.87	632.16	1,092.17	751.41
流动资产合计	7,450.74	3,249.69	2,643.44	9,363.77	5,186.23
长期股权投资	5,107.72	4,375.00	4,375.00	4,375.00	4,375.00
固定资产	929.37	901.08	746.19	591.29	436.40
在建工程	12.70	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	49.10	36.27	(10.46)	(10.46)	(10.46)
其他	4,808.01	2,461.20	798.72	765.58	749.65
非流动资产合计	10,906.91	7,773.55	5,909.45	5,721.41	5,550.58
资产总计	18,439.69	11,023.24	8,593.91	15,105.70	10,767.59
短期借款	192.26	2,087.30	1,000.00	1,192.68	1,200.00
应付票据及应付账款	925.23	577.18	321.17	1,648.53	541.25
其他	6,139.11	2,349.44	813.50	5,004.10	1,118.72
流动负债合计	7,256.60	5,013.92	2,134.66	7,845.31	2,859.96
长期借款	1,516.41	700.00	400.00	400.00	400.00
应付债券	0.00	220.85	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	79.88	73.95	18.00	45.98	31.99
非流动负债合计	1,596.29	994.80	1,418.00	1,445.98	1,431.99
负债合计	8,852.89	6,008.72	3,552.66	9,291.29	4,291.95
少数股东权益	1,034.59	570.80	584.55	636.15	702.27
股本	2,794.96	2,787.96	2,787.96	2,787.96	2,787.96
资本公积	2,607.56	2,572.42	2,572.42	2,829.57	2,829.57
留存收益	5,780.86	1,957.53	1,668.74	2,390.30	2,985.40
其他	(2,631.16)	(2,874.18)	(2,572.42)	(2,829.57)	(2,829.57)
股东权益合计	9,586.80	5,014.52	5,041.25	5,814.41	6,475.63
负债和股东权益总	18,439.69	11,023.24	8,593.91	15,105.70	10,767.59

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	(908.92)	(4,023.48)	(288.79)	464.41	595.10
折旧摊销	160.93	199.86	201.63	154.90	154.90
财务费用	348.26	314.95	240.26	192.68	189.88
投资损失	(212.72)	195.97	230.00	(144.00)	(150.00)
营运资金变动	(669.38)	(1,722.49)	1,012.86	(693.92)	204.84
其它	1,864.01	5,125.55	13.75	51.60	66.12
经营活动现金流	582.18	90.36	1,409.71	25.66	1,060.84
资本支出	(515.96)	(2,120.38)	55.95	(27.98)	13.99
长期投资	283.03	(732.72)	0.00	0.00	0.00
其他	(19.39)	3,557.59	(326.98)	192.49	125.76
投资活动现金流	(252.32)	704.49	(271.03)	164.51	139.74
债权融资	5,355.98	3,675.14	2,400.00	2,592.68	2,600.00
股权融资	(261.63)	(643.30)	61.50	64.48	(189.88)
其他	(6,932.27)	(5,464.31)	(3,675.14)	(2,400.00)	(2,592.68)
筹资活动现金流	(1,837.92)	(2,432.47)	(1,213.64)	257.16	(182.56)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,508.06)	(1,637.62)	(74.96)	447.33	1,018.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,890.84	2,186.40	1,616.39	3,704.27	4,215.33
营业成本	2,147.24	1,624.56	1,062.95	2,225.70	2,531.35
营业税金及附加	15.45	13.07	6.47	14.82	16.86
营业费用	651.27	379.79	242.46	574.16	611.22
管理费用	528.33	474.76	210.13	370.43	400.46
研发费用	47.96	63.97	6.14	10.37	10.54
财务费用	328.88	323.00	240.26	192.68	189.88
资产减值损失	1,382.05	(2,660.66)	(20.00)	(40.00)	(40.00)
公允价值变动收益	0.00	(27.00)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	212.72	(195.97)	(230.00)	144.00	150.00
其他	(563.28)	5,994.03	420.00	(326.00)	(360.00)
营业利润	(859.78)	(3,803.16)	(322.03)	538.11	705.03
营业外收入	68.37	70.51	70.00	70.00	70.00
营业外支出	9.12	20.17	15.00	15.00	15.00
利润总额	(800.53)	(3,752.82)	(267.03)	593.11	760.03
所得税	108.39	270.66	8.01	77.10	98.80
净利润	(908.92)	(4,023.48)	(275.04)	516.01	661.22
少数股东损益	184.14	(63.12)	13.75	51.60	66.12
归属于母公司净利润	(1,093.05)	(3,960.35)	(288.79)	464.41	595.10
每股收益(元)	(0.39)	(1.42)	(0.10)	0.17	0.21

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-1.40%	-43.81%	-26.07%	129.17%	13.80%
营业利润	-205.34%	342.34%	-91.53%	-267.10%	31.02%
归属于母公司净利润	-231.97%	262.32%	-92.71%	-260.81%	28.14%
获利能力					
毛利率	44.81%	25.70%	34.24%	39.92%	39.95%
净利率	-28.09%	-181.14%	-17.87%	12.54%	14.12%
ROE	-12.78%	-89.12%	-6.48%	8.97%	10.31%
ROIC	-6.36%	-39.24%	-1.35%	9.51%	10.72%
偿债能力					
资产负债率	48.01%	54.51%	41.34%	61.51%	39.86%
净负债率	28.32%	62.25%	38.11%	28.66%	10.13%
流动比率	1.04	0.65	1.26	1.20	1.82
速动比率	0.87	0.47	1.09	0.88	1.59
营运能力					
应收账款周转率	2.63	2.96	3.00	3.00	3.00
存货周转率	3.34	2.04	2.53	2.64	2.70
总资产周转率	0.20	0.15	0.16	0.31	0.33
每股指标(元)					
每股收益	-0.39	-1.42	-0.10	0.17	0.21
每股经营现金流	0.21	0.03	0.51	0.01	0.38
每股净资产	3.07	1.59	1.60	1.86	2.07
估值比率					
市盈率	-11.43	-3.15	-43.25	26.89	20.99
市净率	1.46	2.81	2.80	2.41	2.16
EV/EBITDA	-27.09	6.41	184.34	17.19	13.77
EV/EBIT	-22.66	6.90	-120.90	21.03	16.33

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com