

公司研究/年报点评

2017年03月31日

传媒/传媒 II

投资评级：增持（维持评级）

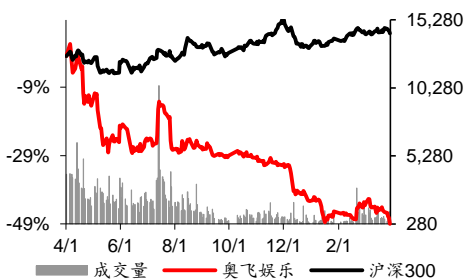
当前价格(元): 20.08
合理价格区间(元): 20.25~24.75

许娟 执业证书编号: S0570513070010
研究员 0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

相关研究

- 1《奥飞娱乐(002292):三季度利润同增16%, 显现游戏野心》2016.10
- 2《奥飞娱乐(002292)中报点评: 夯实基础, 坚定泛娱乐布局》2016.08
- 3《奥飞娱乐(002292):快速进击, 泛娱乐帝国在路上》2016.04

股价走势图



资料来源: Wind

K12 业务稳健, 内容下半年进入产出期

奥飞娱乐(002292)

核心观点

公司发布 2016 年年报, 营业收入同比增长 29.8%至 33.61 亿元; 净利润同比增长 1.92%至 4.98 亿元, 低于预期。主要原因系公司在动画电影的制作、游戏研发团队建设、玩具产品线投入等方面进行了集中的投入, 公司目前仍处于内容的制作期。

主业夯实向上, 品牌价值显现

2016 年, 公司玩具业务营业收入同比增长 19.57%至 19.32 亿元, 毛利率为 55%; 婴童业务营业收入同比增长 399%至 5.20 亿元, 毛利率为 33%。儿童 IP 品牌价值显现, 上下游议价能力增强: 2016 年, 应收账款同比减少 12%, 预收款项同比增长 59%。超级飞侠爆款不衰, 截止 2016 年底, 授权商品销量超 3000 万件。《巴拉拉小魔仙》《铠甲勇士》等老牌 IP 持续贡献现金流, 《倒霉熊》持续扩大影响力, 加入支柱性 IP 行列。婴童用品产品线和市场双拓展, 业绩有望释放弹性。

有妖气平台迈入成长正轨, IP 开发稳步进行

有妖气平台已经从准备期进入到执行期。截至 2016 年底, 平台拥有 1400 多万注册用户, 并成功在 2016 年 3 季度扭亏。截至 2017 年 3 月 30 日, 网剧《学院传说之三生三世桃花缘》点击量 4.9 亿次。未来关注《镇魂街》(截至 2017 年 3 月 30 日, 漫画的点击量 28 亿次) 和《十冷 2》的后续开发: 《镇魂街》网剧预计将于 2017 年暑期登陆优酷视频, 游戏正在开发过程中; 《十冷 2》大电影预计定档 2017 年, 届时游戏将同步发行。

互娱板块处于投入期, 预计 2017 年下半年迎来业绩释放

互娱板块磨刀霍霍, 精品可期。动画电影方面, 奥飞动画引进 Bob Bacon、Alex Schwartz 等好莱坞一流动画人才, 计划在 2020 年发布动画电影。游戏业务方面, 公司在上海、深圳、广州三地建立了一体化办公的研发中心。参考《倒霉熊》大电影(票房约为 1.26 亿元) 和《刺客信条》(国内外总票房达 15.2 亿元人民币) 的票房成绩, 看好公司预计于 2017 年上映的好莱坞大片《细胞分裂》和开发中的《超级飞侠》大电影。同时, 2017 年奥飞游戏计划上线《航海王激战》《星娘收藏》等多款头部 IP 游戏, 有望带来业绩弹性。

主业稳健增长, 内容产出可期, 给予增持评级

公司主业提供稳定现金流; 互娱板块预计于 2017 年下半年开始进入产出期。考虑到公司目前仍处于投入阶段, 对各业务业绩进行保守估计, 下调业绩预期, 预计公司 17-19 年 EPS 为 0.45, 0.49, 0.55。考虑到若增发顺利进行, 公司将募集到总额不超过 29.9 亿元的资金用于 IP 资源开发等项目公司增发项目, 加快内容产出; 且公司作为动漫行业龙头, 坐拥庞大的 IP 库, 旗下 IP 的品牌价值陆续受市场认可。因此, 我们认为 2017 年公司合理估值在 45X-55X 之间, 合理价格区间 20.25-24.75 元/股, 给予增持评级。

风险提示: 泛娱乐业务推进不及预期; 增发项目进度不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,308
流通 A 股(百万股)	753.35
52 周内股价区间(元)	20.08-40.92
总市值(百万元)	26,262
总资产(百万元)	8,366
每股净资产(元)	3.67

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,589	3,361	4,230	5,155	6,166
+/-%	6.56	29.80	25.87	21.87	19.61
净利润(百万元)	489.04	498.44	588.68	637.00	723.90
+/-%	14.26	1.92	18.10	8.21	13.64
EPS(元, 最新摊薄)	0.37	0.38	0.45	0.49	0.55
PE(倍)	53.70	52.69	44.61	41.23	36.28

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

主业夯实向上，儿童市场龙头地位愈发稳固

IP 品牌价值持续放大，出海&渠道下沉夺取增量市场

超级飞侠爆款不衰，截止 2016 年底，授权商品销量超 3000 万件。超级飞侠动画片自 2015 年在 7 大视频网站播出以来总点击量超过 80 亿次，迄今已在美国、法国等 70 个国家和地区播出，收视率均名列前茅。目前《超级飞侠第三季》已经上线，4-6 季也已经在广电总局备案。我们认为，随着超级飞侠 IP 影响力不断提升，相关授权和衍生产品有望成为长期爆款。

《巴啦啦小魔仙》《喜羊羊与灰太狼》《铠甲勇士》等老牌 IP 持续贡献现金流，《倒霉熊》有望加入支柱性 IP 行列。2016 年，公司制作并发行了巨神战队、爆裂飞车、零速争霸、巴啦啦小魔仙、欢乐大联盟等超过 10 部动画、特摄剧及其续集。《喜羊羊与灰太狼》系列获得 2016 年全国动画收视冠军。奥迪双钻品牌玩具凭借较高的公众认知度和成熟的渠道，持续保持热销。随着《倒霉熊》动画片的播出和大电影的上映，《倒霉熊》有望成长为头部 IP。截至 2017 年 3 月 30 日，《倒霉熊》动画片在 7 大视频网站总点击量超过 190 亿次，大电影票房成绩斐然。

图表1：2016 年中外玩具网动漫玩具批发渠道热销榜

品牌	产品
奥迪双钻	飓风战魂 3、超级飞侠、巴啦啦小魔仙、快乐酷宝、铠甲勇士
咏声	幸福战神、胜利战神、五灵锁
星杰	元气勇者积木
华强	熊出没
星年动漫	洛克王国夺宝飞车
迪士尼	漫威、超能陆战队
环球影业	小黄人
国产影视剧	花千骨、捉妖记

资料来源：中外玩具网，华泰证券研究所

公司海外扩张和渠道下沉成效明显。海外收入在 2015 年高增长的基础上，2016 年实现同比增长 138.21%。公司与沃尔玛、玩具反斗城、Target 三大零售巨头达成合作，引导商超渠道进行玩具 IP 化布局；在美国洛杉矶新设国际设计和营销中心；在英国建立子公司。目前，超级飞侠已经顺利入驻美国沃尔玛等大型商超和欧洲当地玩具店 JOUECLUB。此外，公司加大与沃尔玛、永辉超市等大型商超合作，三四线城市渗透率不断提升。

婴童用品产品线、市场同步扩张

公司婴童用品品类扩张，走向海外，有望显著贡献业绩弹性。2016 年，公司全资收购北美领先的婴童出行及耐用品公司 Baby Trend Inc. 以及其国内主要产品供应商东莞金旺儿童用品有限公司。实施并购后，公司成立婴童业务线，整合国内品牌“澳贝”，快速组建婴童耐用品团队，依托美国 Baby Trend 的品牌、创意、技术与渠道等资源，结合奥飞的 IP 资源，一方面促进婴童益智玩具、耐用品、出行用品等多品类产品共同研发，将婴童用品品类扩展至婴童益智玩具、宝宝餐椅、宝宝推车、汽车安全座椅等；另一方面，推动用户资源共享、海内外渠道共享，升级母婴大产业链。

媒体经营协同效应显著发挥

公司已建立了“卫星电视频道+PC+移动端动漫媒体”的多屏传播渠道。

电视媒体：公司旗下嘉佳卫视与广告专业运营团队——壹沙文化，形成了“内容制作+媒体渠道+广告运营”的媒体产业链运作经营格局。目前，嘉佳卫视覆盖人口突破 5 亿。频道在 2015 年全国卫视排名上升冠军的基础上，2016 年再升 3 位，成功进入全国 51 卫视的前 20 名，并蝉联同类卡通卫视“北上广深”年内收视总份额冠军和广东地区少儿频道的收视份额第一。在频道节目创作上，卫视推出与玩具推广相关栏目，如《加速前进》、《爆裂兄弟》、《零速四驱联盟》等，均位于青少年自制节目的区域收视前列，大幅提升公司 IP 影响力。2016 年，电视媒体业务营业收入同比降低 5.87% 至 9555 万元，毛利率相比 2015 年上升 27.7 个百分点。

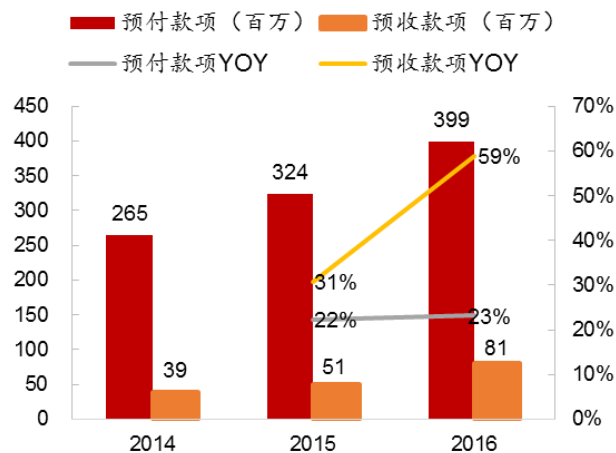
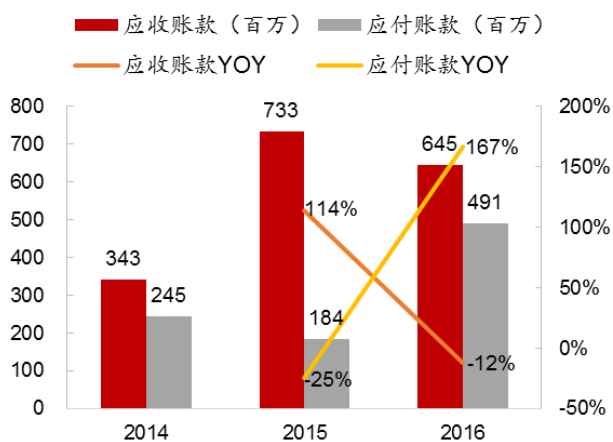
互联网媒体：形成了“漫画魔屏（APP）+有妖气（PC和APP）”的动漫媒体渠道，各平台用户量均以千万计。公司利用平台较大的流量进一步扩大旗下漫画作品、影视内容的用户群体，提升IP影响力；同时，为其他内容、发行商提供快速、精准的客户定位与内容投放服务。

上下游议价能力增强

公司产业链议价能力增强，品牌价值凸显。2016年财报中，应收账款同比减少12%，应付账款同比增长167%；预付账款同比增长23%，预收款项同比增长59%。这说明公司在玩具零售领域已经具备了良好的议价能力，儿童IP已经深入人心，品牌效应显现，进入红利释放期。从毛利率上也可以得到印证：2016年玩具毛利率比2015年上升0.31个百分点。

图表2：公司应付账款增长率高于应收账款

图表3：公司预收款项增长率高于预付款项



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

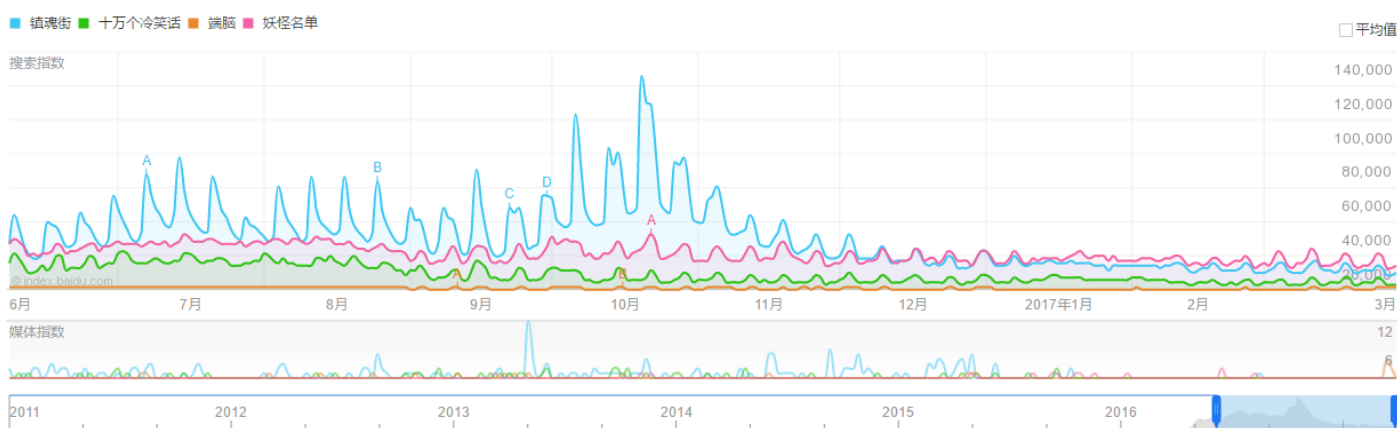
从准备期到执行期，有妖气 IP 开发已迈入成长正轨

四月星空（有妖气）在 2016 年 3-9 月实现 69.18 万元利润，这也是有妖气自成立以来首次盈利。截至 2016 年底，有妖气拥有 1400 多万注册用户，累计 20,000 多位漫画作者持续进行内容创作、更新，所连载的漫画作品超过 40,000 部，其中 S 级漫画作品超过 60 部，截至 2016 年底，已推出 130 多集动画作品，有妖气已经从准备期进入到了执行期，在动画孵化上已经游刃有余，成功把握二次元游戏这一强变现环节，凭借《桃花缘》进军真人漫改。IP 放大阶段稳步推进，静待大电影及衍生等 IP 变现环节的打通。

从漫画矿到动画库，IP 放大效应正在积累

从漫画到动画的孵化模式已经游刃有余。在 2016 年 4 月 28 日，有妖气推出动画力作《镇魂街》，截至 2017 年 3 月 30 日，《镇魂街》漫画的点击量高达 28.59 亿，动画的点击量高达 2.89 亿次。同时，《十万个冷笑话 3》、《端脑》、《雏蜂》等的动画播放量保持高位，截至 2017 年 3 月 30 日，三部作品在优酷平台上的点击量分别为 1.02 亿、1548 万、585 万。

图表4：《镇魂街》动画片上线以来的百度指数对比



资料来源：百度指数，华泰证券研究所

有妖气动漫平台对作品的孵化已经形成了类型化运作。吐槽搞笑类漫画陆续开发出动画片等产品。有妖气推出了像《菊叔 5 岁画》这样的低成本，爆笑型轻动画，具备《十万个冷笑话》的潜力。在同人题材方面，有妖气开发了多个专区。如《盗墓笔记》同人专区，网罗漫画，同人文和 COS 等，成为盗墓迷交流的社区。除此之外，有妖气还开设了剑网三同人、银魂同人、游戏同人等专区供粉丝交流创作。

图表5：有妖气平台对搞笑题材形成了体系化运作

		十万个冷笑话	刷兵男的搞笑剧场	菊叔 5 岁画	高帅富 Vs 屌丝
漫画	漫画上线时间	2010 年 6 月		2010 年 9 月	2013 年 6 月
	漫画集数 (截至 2017/3/30)	260	117	267	270
	画风 风格	简易, 清晰 搞笑, 污力	简易, 清晰 搞笑, 污力	简易, 清晰 搞笑, 污力	简易, 清晰 搞笑, 污力
动画	每集动画长度	7min	6min	4min	无
	动画集数 上映时间	3 季 66 集 第一季: 2012 年; 第二季: 2013 年; 第三季: 2015 年	10 集 2014 年	更新至 14/20 集 2017/1/1	
	传播平台	PC, APP	PC, APP	APP, PC	

资料来源：有妖气官网，华泰证券研究所

图表6：有妖气平台为盗墓笔记开设专区



资料来源：有妖气，华泰证券研究所

把握二次元游戏强变现环节

2016 年，网易出品的手游《阴阳师》月流水高达 10 亿元，二次元游戏的强变现能力受到产业认可，成为各大动漫平台抢占的高地。有妖气凭借平台优势，卡位游戏联运环节，分发《阴阳师》《Fate/Grand Order》等多款知名二次元游戏，并授权蓝港互动研发《十万个冷笑话》《雏蜂之尖兵少女》《哪吒快跑》三款手游。

图表7：有妖气游戏中心联运游戏及授权开发游戏

类型	联运游戏	授权开发游戏
手游	造物法则、阴阳师、刀剑神域、新世纪福音战士 EVA、狼西游、山海战记、钢铁少女、火影忍者、航海王强者之路、百万亚瑟王、少女咖啡枪、那兔之大国梦、Fate/Grand Order、ICHU 偶像进行曲	哪吒快跑、雏蜂之尖兵少女、十万个冷笑话
页游	战车少女、深海美战姬、热血江湖传、村长征战团、仙境物语、热血 11 人、死神狂潮、神仙道	

资料来源：有妖气官网，华泰证券研究所

凭借《桃花缘》加入真人漫改大军

漫改的大旗已经拉起。在行业现阶段，二次元动画仍然与日美一流水准存在差距。而真人漫改相对于动画剧集/动画电影，具有耗时少，成本低的特点，符合目前行业的发展阶段。2016 年，《画江湖不良人》等漫改作品大获成功，爱奇艺播放量高达 8.3 亿次（截至 2017 年 3 月 30 日），为漫改产业注入强心剂。

奥飞娱乐欲凭《桃花缘》《镇魂街》叩开真人漫改大门。由奥飞影业、乐视视频联合出品，改编自有妖气人气少女漫画的真人校园玄幻网剧——《学院传说之三生三世桃花缘》于 2017 年 1 月 26 日登录乐视视频。原漫画 IP 在有妖气平台长期保持少女类漫画排行前三，而网剧的推出有望打破次元壁（从二次元人群推广到三次元人群），获得更广泛的用户基础。网剧由任言恺、张雅钦等年轻演员主演，实力唱将黄龄献唱主题曲《桃花缘记》，汪东城献唱推广曲《花开树下》，截至目前，在乐视视频上的播放量达 4.9 亿，提振了公司发展真人漫改业务的信心。接档《桃花缘》，漫改网剧《镇魂街》预计将于 2017 年暑期登陆优酷视频。《镇魂街》网剧由奥飞影业和优酷视频共同制作，由十一月执导，魏天一编剧，人气偶像汪东城、安悦溪担任主演，具有较高话题性。

图表8: 《学院传说之三生三世桃花缘》高颜值阵容



资料来源: 奥飞影业, 华泰证券研究所

图表9: 人气偶像汪东城加盟《镇魂街》网剧



资料来源: 奥飞影业, 华泰证券研究所

静待大电影和衍生品——IP 变现环节的打通

《十万个冷笑话 2》《端脑》《雏蜂》《镇魂街》等大电影处于筹备阶段。其中, 动画电影《十万个冷笑话 2》预计定档 2017 年。从国际经验上看, 动画电影一般需要几年的制作时间。同时, 电影作为 IP 的变现层, 一般后置于动画等 IP 的放大层。

图表10: 动画电影的制作一般需要 3 年及以上的时间

	上映时间	制作时间	票房	成本	出品公司
冰雪奇缘	2013	6-7 年	12.72 亿美元	1.5 亿美元	迪士尼
功夫熊猫 1	2011	8 年	6.32 亿美元	1.3 亿美元	梦工厂
怪物史瑞克	2001	3 年	2.67 亿美元	1.5 亿美元	梦工厂
千与千寻	2001	3 年	2.7 亿美元	19 亿日元	吉卜力工作室
捉妖记	2015	7 年	24.39 亿元	3.5 亿元	蓝色星空、安乐影片、北京数字印象等
大圣归来	2015	8 年	8.25 亿元	0.6 亿元	高路动画、横店影视、十月动画、微影科技等
大鱼海棠	2016	3 年	5.65 亿元	0.3 亿元	彼岸天文化、光线影业、霍尔果斯彩条屋

资料来源: 电影票房网, Box Office Mojo, 百度百科, 华泰证券研究所

围绕自有 IP 开发衍生品, 期待与母体奥飞娱乐产生更多化学反应。目前有妖气的衍生品业务尚处于开发初期, 已经推出《十万个冷笑话》相关衍生品, 《雏蜂》手办在国内和日本同步发售。未来期待有妖气平台的 IP 与奥飞娱乐的衍生品制造打通, 撬动衍生品蛋糕。

图表11: 《雏蜂》手办



资料来源: 有妖气官网, 华泰证券研究所

图表12: 《十万个冷笑话》Q 版手办



资料来源: 有妖气官网, 华泰证券研究所

影视业务亮点频出，游戏业务有望增厚业绩

合家欢影片和好莱坞大片票房亮眼，静待精品产出

《倒霉熊》大电影契合贺岁档合家欢，票房 1.26 亿元。2017 年 1 月 13 日，奥飞影业联合上海品格文化出品的 3D 动画电影《大卫贝肯之倒霉特工熊》上映，总票房约为 1.26 亿元，在国产儿童动画电影票房中位居前列。

图表13：2016 年上映国产动画电影票房排行榜

排序	动画电影	票房 (万元)
1	大鱼海棠	56,511
2	熊出没之熊心归来	28,766
3	新大头儿子和小头爸爸 2 一日成才	9,014
4	小门神	7,868
5	神秘世界历险记 3	6,544
6	摇滚藏獒	3,962
7	年兽大作战	3,450
8	精灵王座	2,502
9	麦兜·饭宝奇兵	1,896
10	铠甲勇士捕王	1,858

资料来源：猫眼电影，华泰证券研究所

三部好莱坞大片有望取得正向受益。公司以 6000 万美元投资《荒野猎人》、《刺客信条》、《细胞分裂》三部好莱坞影片，在三部影片上获得同等比例分成。2016 年 12 月 21 日，《刺客信条》海外上映，票房超 2 亿美元，虽然相比于《荒野猎人》的 5 亿美元海外票房较低，但仍有望收回 1.25 亿美元的成本。2017 年 2 月 24 日，《刺客信条》于国内上映，票房 1.61 亿元，预计为公司带来正向回报。《细胞分裂》预计 2017 年上映。

奥飞动画引进好莱坞一流动画人才，有望出品国际一流水准的动画长片。2016 年 8 月，好莱坞派拉蒙动画前任执行副总裁 Bob Bacon（曾参与制作《美女与野兽》、《阿拉丁》、《狮子王》等）出任奥飞动画 CEO，全面负责奥飞国际动画电影项目的开发、制作和业务运营。2016 年 10 月，奥飞成立北美动画电影部门“奥飞动画（美国）”，聘请梦工厂动画前开发总监 Alex Schwartz 加盟奥飞担任制作总监，并在洛杉矶设立全新的真人电影工作室。奥飞动画首部作品计划在 2020 年发布，之后计划以每年一部的速度出品动画电影。

《超级飞侠》大电影已拉起战线，有望凭高人气掀起观影热潮。超级飞侠动画片自 2015 年上映以来，在 7 大视频网站总点击量超过 80 亿次。2016 年 12 月 22 日，奥飞娱乐与海航文化达成战略合作，就《超级飞侠》动画电影、《超级飞侠（第二季）》舞台剧达成合作意向。

2017 年上线《航海王激战》等 IP 游戏，看好后续业绩贡献

公司 2016 年游戏业务营业收入同比下降 39.46% 至 1.76 亿元，毛利率下降 8.77 个百分点。主要原因系 2016 年公司加大游戏研发投入，扩充游戏团队所致。预计随着游戏产品的陆续上线和游戏发行业务的开展，游戏业务营收上行，有望贡献业绩弹性。

加大研发投入，拓展发行业务。公司控股了多家游戏研发公司，各专注不同类型的产品，包括手游、端游、休闲类、修仙类、重度型等多类型游戏研发，并在上海、深圳、广州三地建立了一体化办公的研发中心。公司通过控股子公司广州卓游开展游戏发行业务，除代理内部自研游戏产品外，公司还投资了日本新生代最大出版社角川集团旗下的角川游戏，将与其共同打造《星娘收藏》进军国内市场；并与韩国知名游戏公司 NCsoft 达成战略合作，计划国内发行其手游《天堂：红骑士》，并推动其 IP 在华的衍生品运营。

2017 年奥飞游戏计划上线多款头部 IP 游戏，有望贡献显著的业绩。2016 年 10 月，奥飞游戏推出《水滸 Q 传》《怪物 X 联盟 2》等游戏，其中，《怪物 X 联盟 2》是一款原创宠物收集养成类手游，对前作《怪物 X 联盟》的游戏画面进行了升级，增加了新的社交系统。前作的总流水为 2.42 亿元，国内注册用户数量为 720 万，广泛的用户基础和营收能力为续作《怪物 X 联盟 2》建立了良好的基础。此外，奥飞游戏在 2017 年计划上线的《航海

《王激战》《魔天记 3D》《十万个冷笑话 2》均改编自头部 IP，粉丝号召力强，具有变现潜力。

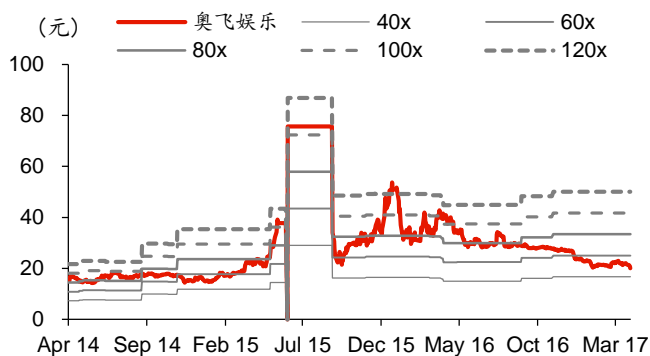
图表14：奥飞游戏已上线及储备中游戏

游戏名称	状态	上线时间/预计上线时间	游戏类型
水浒Q传	上线	2016年10月	手游
怪物X联盟2	上线	2016年10月	手游
超级飞侠跑酷	公测中	2017年1月	手游
航海王激战	公测中	2017年	手游
魔天记3D	内测中	2017年	手游
十万个冷笑话2	待上线	2017年	手游
星娘收藏	待上线	2017年	手游
天堂：红骑士	内测中	2017年	手游
镇魂街	开发中	未公布	手游
暴走装甲	内测中	未公布	端游
龙珠	开发中	未公布	手游
幻想三国志	开发中	未公布	手游

资料来源：奥飞游戏官网，4399游戏网，华泰证券研究所

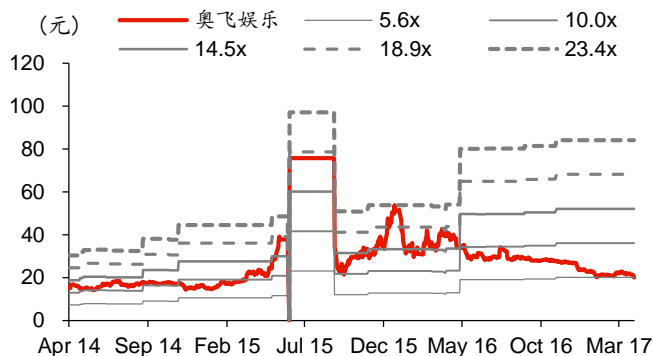
PE/PB - Bands

图表15：奥飞娱乐历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表16：奥飞娱乐历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,100	3,192	3,970	4,867	5,718
现金	411.11	788.27	861.86	1,111	1,271
应收账款	733.36	644.52	798.92	981.11	1,169
其他应收账款	165.45	121.29	296.18	298.09	297.13
预付账款	323.56	399.29	502.58	612.47	732.59
存货	434.29	1,195	1,466	1,817	2,201
其他流动资产	32.50	43.57	44.33	46.93	46.87
非流动资产	2,709	5,174	5,202	5,373	5,501
长期投资	330.20	541.86	541.86	541.86	541.86
固定投资	255.88	331.70	299.51	266.30	232.57
无形资产	189.11	514.50	644.43	860.94	1,034
其他非流动资产	1,934	3,786	3,716	3,704	3,692
资产总计	4,809	8,366	9,172	10,240	11,219
流动负债	1,149	2,630	2,866	3,321	3,599
短期借款	651.84	1,056	1,056	1,540	1,798
应付账款	183.94	491.30	470.00	450.00	450.00
其他流动负债	313.45	1,083	1,340	1,331	1,352
非流动负债	573.21	845.63	837.18	837.83	838.55
长期借款	0.00	1.20	2.40	3.60	4.80
其他非流动负债	573.21	844.43	834.78	834.23	833.75
负债合计	1,722	3,476	3,703	4,158	4,438
少数股东权益	57.34	95.07	77.24	53.98	29.79
股本	1,265	1,308	1,308	1,308	1,308
资本公积	243.31	1,464	1,464	1,464	1,464
留存公积	1,506	1,952	2,621	3,258	3,982
归属母公司股	3,030	4,795	5,392	6,028	6,751
负债和股东权益	4,809	8,366	9,172	10,240	11,219

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(96.62)	185.95	179.89	40.35	149.49
净利润	480.70	477.17	570.85	613.74	699.71
折旧摊销	62.42	74.94	74.97	75.10	75.17
财务费用	24.82	53.40	65.05	76.52	95.85
投资损失	(103.61)	(135.08)	(60.00)	(60.00)	(60.00)
营运资金变动	(587.09)	(270.62)	(484.18)	(656.25)	(667.33)
其他经营现金	26.14	(13.87)	13.20	(8.77)	6.09
投资活动现金	(699.98)	(1,440)	(54.54)	(199.19)	(153.15)
资本支出	55.08	317.82	0.00	0.00	0.00
长期投资	467.89	475.66	(55.88)	0.00	0.00
其他投资现金	(177.01)	(646.55)	(110.42)	(199.19)	(153.15)
筹资活动现金	305.42	1,601	(51.75)	408.43	163.24
短期借款	368.54	404.21	0.00	483.75	257.89
长期借款	0.00	1.20	1.20	1.20	1.20
普通股增加	632.61	43.34	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(614.41)	1,221	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(81.31)	(69.31)	(52.95)	(76.52)	(95.85)
现金净增加额	(487.60)	366.13	73.60	249.59	159.58

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,589	3,361	4,230	5,155	6,166
营业成本	1,207	1,700	2,087	2,585	3,133
营业税金及附加	27.61	30.32	38.16	46.51	55.63
营业费用	429.55	586.69	720.10	888.73	1,056
管理费用	477.96	597.78	723.78	916.85	1,083
财务费用	24.82	53.40	65.05	76.52	95.85
资产减值损失	17.50	13.86	15.00	15.00	15.00
公允价值变动收益	(0.21)	5.33	(1.00)	(1.00)	(1.00)
投资净收益	103.61	135.08	60.00	60.00	60.00
营业利润	508.03	519.21	639.90	684.92	786.68
营业外收入	45.81	49.41	39.25	44.82	44.49
营业外支出	4.31	5.63	5.63	5.63	5.63
利润总额	549.53	562.99	673.51	724.11	825.54
所得税	68.82	85.81	102.66	110.37	125.83
净利润	480.70	477.17	570.85	613.74	699.71
少数股东损益	(8.34)	(21.27)	(17.83)	(23.26)	(24.19)
归属母公司净利润	489.04	498.44	588.68	637.00	723.90
EBITDA	595.27	647.56	779.92	836.55	957.71
EPS (元)	0.37	0.38	0.45	0.49	0.55

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	6.56	29.80	25.87	21.87	19.61
营业利润	20.14	2.20	23.24	7.04	14.86
归属母公司净利润	14.26	1.92	18.10	8.21	13.64
获利能力 (%)					
毛利率	53.38	49.42	50.66	49.85	49.20
净利率	18.89	14.83	13.92	12.36	11.74
ROE	16.14	10.39	10.92	10.57	10.72
ROIC	15.97	11.49	12.51	11.50	11.69
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.81	41.55	40.37	40.61	39.56
净负债比率 (%)	40.93	37.83	35.60	43.37	46.47
流动比率	1.83	1.21	1.39	1.47	1.59
速动比率	1.45	0.76	0.87	0.92	0.98
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.51	0.48	0.53	0.57
应收账款周转率	4.65	4.80	5.81	5.73	5.68
应付账款周转率	5.63	5.03	4.34	5.62	6.96
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.38	0.45	0.49	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.07)	0.14	0.14	0.03	0.11
每股净资产(最新摊薄)	2.32	3.67	4.12	4.61	5.16
估值比率					
PE (倍)	53.70	52.69	44.61	41.23	36.28
PB (倍)	8.67	5.48	4.87	4.36	3.89
EV_EBITDA (倍)	43.46	39.96	33.17	30.93	27.02

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com