

技术+一体化服务构建护城河，展览展示行业龙头前景可期

——风语筑 首次覆盖报告

首次覆盖报告

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

马笑(联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

赵琳(联系人)

证书编号: S0280118050009

●从模型设计制作起家，开展展览展示业务成为行业龙头：

风语筑前身上海风语筑广告有限公司成立于2003年，公司创始人及其团队原主要从事建筑规划领域内专业模型设计制作。现今公司的展示系统产品与服务已经涵盖了城市馆、园区馆、博物馆、科技馆、企业馆、商业体验馆、主题馆和综合展览馆等多种类型；且通过多年深耕，公司在城市馆和园区馆展示领域已形成较强的竞争优势，2017年在城市馆和园区馆展示领域的累计中标金额达15.76亿元，占中标总金额的50.26%，稳居行业龙头。

●总量与经济效益快速增长，展览行业市场前景广阔：

近年来，国内展览展示行业保持良好的发展态势，展览规模不断扩大，展览经济效益持续快速增长。根据商务部《中国展览行业发展报告(2016)》，2015年全国共举办展览9,283场，与2014年相比，展览数量增加15.91%，展览面积增加14.81%；全国展会经济直接产值可达4,803.1亿元人民币，同比增长14.8%。随着经济发展，以及各方对于展览展示所带来的经济效益和社会效益的逐步认识、认同，展览展示市场发展前景广阔。

●数字文化展示技术+一体化服务，硬实力领衔同行业公司：

公司拥有领先的数字文化展示技术，市场潜力极大，其优点包括：更能节省物理空间，展示更有效率；以高清影像为主要内容，内容更丰富；具有互动特性，展示更具有体验性等。公司采用一体化运作模式，涵盖策划、设计、实施及售后服务的一体化展示服务，具有设计优势、较强的实施整合能力，有利于占领中高端市场并逐步建立品牌优势。

●行业未来市场空间广阔，龙头企业加倍受益，首次覆盖给予“推荐”评级：

我们预计公司2018-2020年净利润分别为2.56、3.56、4.74亿元，对应EPS分别为0.88、1.22和1.62元，当前股价对应2018-2020年的PE分别为31、22和17倍。考虑到展览展示行业的未来市场空间，以及公司作为行业龙头市场份额有望进一步提升，我们看好公司未来业绩的成长性，首次覆盖给予“推荐”评级。

●风险提示：产业政策变化风险，毛利率波动风险，核心技术人员流失风险。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1227	1,499	2,056	2,719	3,472
增长率(%)	20.5	22.2	37.1	32.3	27.7
净利润(百万元)	112.6	166	256	356	474
增长率(%)	71.3	47.6	54.3	38.7	33.2
毛利率(%)	27.4	28.7	29.7	30.9	31.5
净利率(%)	9.2	11.1	12.5	13.1	13.6
ROE(%)	19.6	12.9	17.9	21.2	23.5
EPS(摊薄/元)	0.39	0.57	0.88	1.22	1.62
P/E(倍)	69.59	47.2	30.6	22.0	16.5
P/B(倍)	13.66	6.1	5.5	4.7	3.9

推荐(首次评级)

市场数据

时间 2018.06.15

收盘价(元):	26.84
一年最低/最高(元):	19.87/84.0
总股本(亿股):	2.92
总市值(亿元):	78.36
流通股本(亿股):	0.72
流通市值(亿元):	19.32
近3月换手率:	333.29%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-14.19	1.9	221.64
绝对	-18.54	-6.46	228.0

相关报告

目 录

1、设计领衔、科技依托、跨界总包，锻造行业龙头	3
1.1、从模型设计制作起家，积极开拓展览展示新领域	3
1.2、股权结构：创始人公司的实际控制人	3
1.3、城市馆、园区馆为主打，稳居展览馆行业龙头地位	4
1.4、盈利能力优异，期间费用率控制得当	5
1.4.1、公司业绩增长势头良好，2018 年 Q1 继续强势	5
1.4.2、多元化拓展渐显成效，业务结构不断优化	5
1.4.3、毛利率归母净利率稳中有升，期间费用把控得当	6
2、城市馆、园区馆为主打，展览行业市场前景广阔	7
2.1、政策、经济发展多方面助力，展览行业未来发展可期	7
2.1.1、行业发展态势良好，总量快速增长	7
2.1.2、产业链初步形成，产业政策日益完善	7
2.1.3、展馆类型不断丰富，空间与内容融合方式不断更新	7
2.2、城镇化进程、开发区建设点亮主打产品发展潜力	8
2.2.1、城镇化进程加速，促进城市馆需求扩张	8
2.2.2、经济开发区地位提升，展示馆市场前景广阔	8
3、数字文化展示技术+一体化服务，硬实力领衔同行业公司	9
3.1、高效丰富，数字文化展示技术颠覆传统体验	9
3.2、完善优质，一体化服务模式受市场青睐	9
4、人才建设、研发投入双支撑，构建公司护城河	9
4.1、复合型人才队伍，为开拓市场打下基础	9
4.2、研发投入持续增长，保障核心技术	10
5、行业未来市场空间广阔，龙头企业加倍受益，首次覆盖给予“推荐”评级	10
6、风险提示	10
附：财务预测摘要	11

图表目录

图 1：公司的发展历程	3
图 2：公司的股权结构	4
图 3：特效影片：上海中心垂直城市体验区	4
图 4：AR/VR：汽车梦主题 270° 虚拟自驾游体验区	4
图 5：近三年公司在城市馆和园区馆展示领域中标金额	5
图 6：2017 年城市馆、园区馆领域各主体市场份额	5
图 7：2014-2018Q1 公司营收及增速	5
图 8：2014-2018Q1 公司归母净利润及增速	5
图 9：2014-2017 年公司分业务营收占比情况	6
图 10：2014-2018Q1 公司毛利率及归母净利率	6
图 11：2014-2018Q1 公司三项费用率走势	7
图 12：智慧城市眼神互动体验区	8
图 13：裸眼 3D 立体数字沙盘	8
图 14：2014-2017 年公司研发投入金额及比例	10

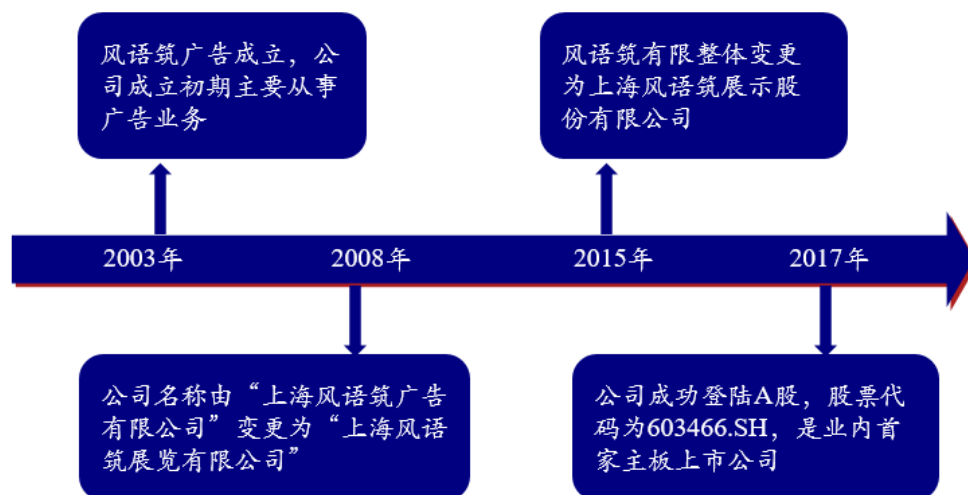
1、设计领衔、科技依托、跨界总包，锻造行业龙头

1.1、从模型设计制作起家，积极开拓展览展示新领域

上海风语筑展示股份有限公司是中国展览展示行业龙头企业，公司主要为客户提供数字文化展示体验系统的整体解决方案。

2003 年，风语筑广告成立，公司成立初期主要从事广告业务。公司创始人及其团队原主要从事建筑规划领域内专业模型设计制作。2008 年，公司名称由“上海风语筑广告有限公司”变更为“上海风语筑展览有限公司”；从这一年起，公司结合多年的建筑模型设计制作和为展览展示行业提供服务的经验，整合了跨专业、多领域的优秀人才专注从事展览展示空间的设计与实施业务。在业务拓展初期，公司基于资金、人员规模相对较小的状况，确定了重点扩展城市馆、园区馆展示系统领域的经营方向，通过多年深耕，公司在城市馆和园区馆展示领域已形成较强的竞争优势。2015 年，风语筑有限整体变更为上海风语筑展示股份有限公司。2017 年 10 月 20 日，公司成功登陆 A 股，股票代码为 603466.SH，是业内首家在主板上市的公司，是科技文创领域领先的高新技术企业。

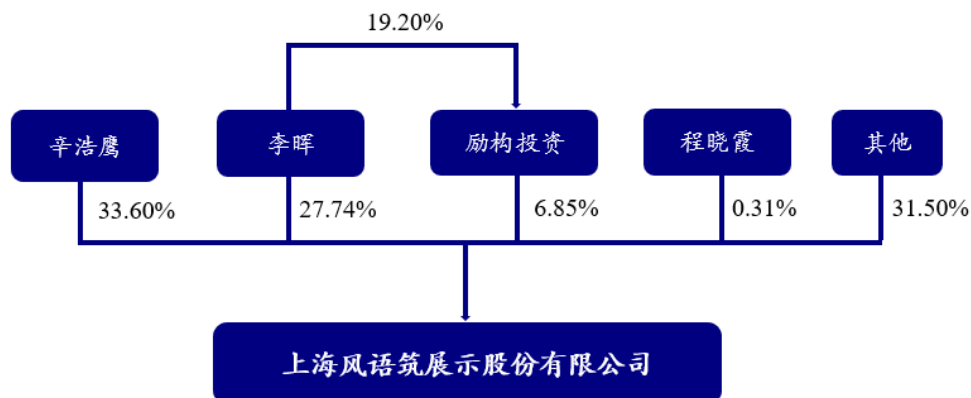
图1：公司的发展历程



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.2、股权结构：创始人公司的实际控制人

根据公司 2017 年年报及 2018 年一季报披露的数据显示，公司的创始人李晖、辛浩鹰夫妇为一致行动人，合计持有公司 61.34% 的股份，成为公司的实际控制人，同时李晖通过持有励构投资 19.20% 财产份额并担任其执行事务合伙人，从而通过励构投资间接持有公司 9.26% 股份。

图2: 公司的股权结构

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

1.3、城市馆、园区馆为主打, 稳居展览馆行业龙头地位

公司在城市馆和园区馆展示领域积累的良好市场品牌形象和丰富实践经验, 为公司进一步拓展新的市场空间、保持持续增长奠定了坚实的基础。近年来, 公司已确立在稳定、提升城市馆和园区馆展示系统领域市场份额的基础上, 积极拓展新领域的发展方向。目前, 公司的展示系统产品与服务已经涵盖了城市馆、园区馆、博物馆、科技馆、企业馆、商业体验馆、旅游景区展示体验中心、会展、主题馆和综合展览馆等多种类型。

图3: 特效影片: 上海中心垂直城市体验区

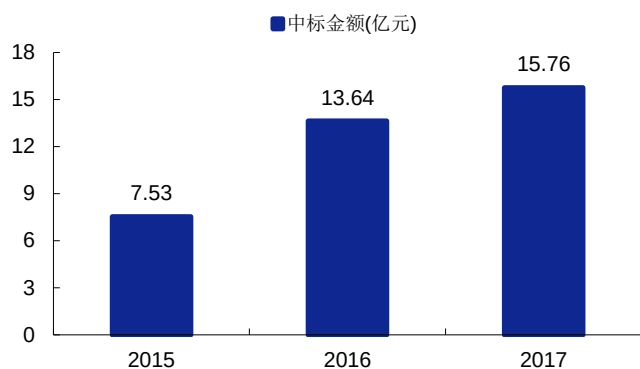
资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

图4: AR/VR: 汽车梦主题 270° 虚拟自驾游体验区

资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

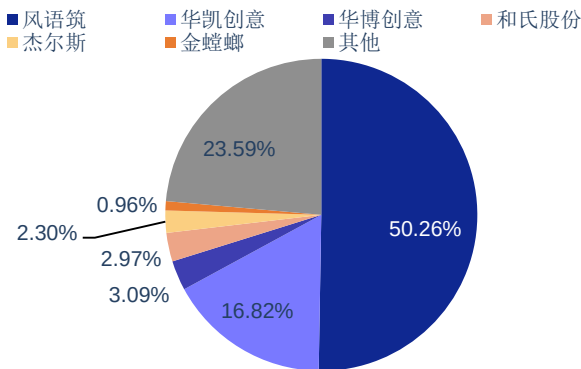
公司近年在展示领域中标金额保持高速增长。根据中国招标网相关数据统计, 2015-2017 年公司在城市馆和园区馆展示领域的累计中标金额分别达 7.53 亿元、13.64 亿元和 15.76 亿元, 近三年年复合增长率为 44.67%, 分别占当年城市馆和园区馆展示服务领域中标总金额的 39.92%、43.33%和 50.26%, 位居全国第一, 稳居行业龙头地位。随着公司市场占有率的不断提高, 公司的议价能力将会不断增强, 有助于提升公司的盈利水平。

图5：近三年公司在城市馆和园区馆展示领域中标金额



资料来源：招股说明书，公司公告，新时代证券研究所

图6：2017年城市馆、园区馆领域各主体市场份额



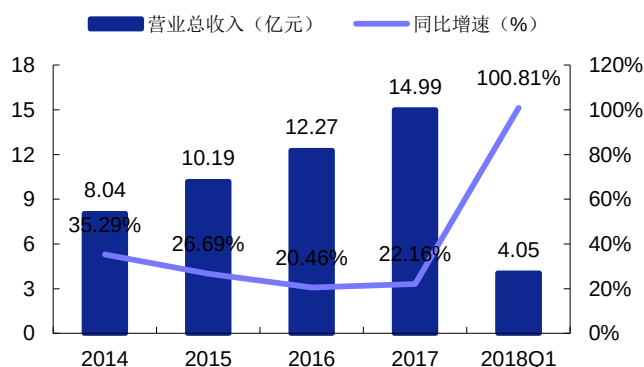
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.4、盈利能力优异，期间费用率控制得当

1.4.1、公司业绩增长势头良好，2018年Q1继续强势

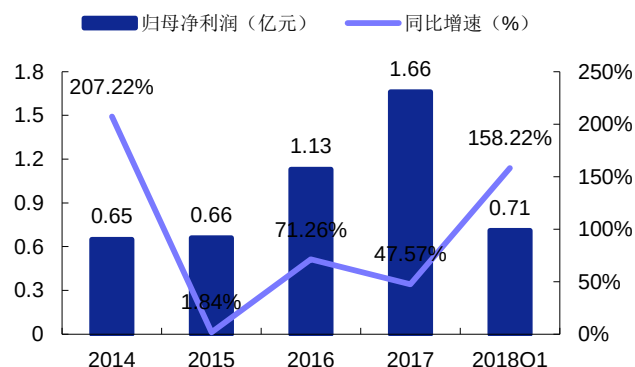
2014-2017年，公司业绩逐年持续增长，营业收入年复合增长率达23.08%，归母净利润年复合增长率达36.69%。2017年，公司实现营业收入14.99亿元，同比增长22.16%；实现归母净利润为1.66亿元，同比增长47.57%。2018年一季度公司业绩继续保持强劲增长势头，公司实现营业收入4.05亿元，同比增长100.81%，实现归母净利润为0.71亿元，同比增长158.22%。

图7：2014-2018Q1公司营收及增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8：2014-2018Q1公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

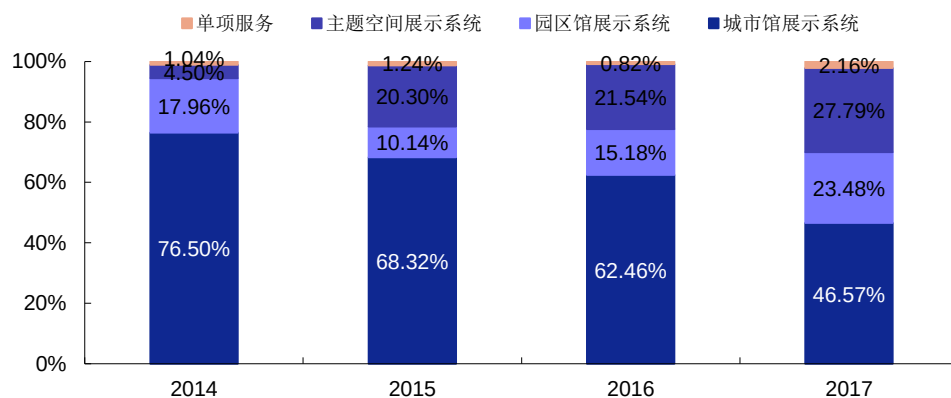
1.4.2、多元化拓展渐显成效，业务结构不断优化

公司主营业务为数字文化展示体验系统的策划、设计、实施和维护服务，根据场馆布展项目的业务环节类型可分为一体化项目和单项服务。一体化项目指公司通过一体化全程控制运作模式统筹实施场馆展示系统项目中的各项业务环节，为客户提供涵盖展示系统策划、设计、实施和维护的整体产品、服务，主要包括：城市馆展示系统、园区馆展示系统、主题空间展示系统。单项服务主要系公司承担场馆展示系统项目中创意设计、影视动画、模型制作等特定环节的业务，为客户提供数字文化展示体验系统中的单项业务环节服务。

从公司营收结构来看，城市馆展示系统营收占比逐年下降，主题空间及园区展示系统营收趋于上升，说明公司业务多元化拓展渐显成效，公司业务结构不断优化。2014-2017年，公司的城市馆展示系统营收占公司总营收比例分别为76.50%、68.32%、62.46%、46.57%，下降趋势明显；园区馆展示系统、主题空间展示系统

营收占比分别由 2014 年的 17.96%、4.50%，上升至 2017 年的 23.48%、27.79%，两者营收占比不断扩大。2017 年公司城市馆展示系统、园区馆展示系统、主题空间展示系统实现营收分别为 6.98 亿元、3.52 亿元、4.17 亿元，毛利率分别为 22.38%、32.01%、34.21%，由于园区展示系统和主题空间展示系统毛利率更高，预计这将会提升公司整体毛利率。

图9： 2014-2017 年公司分业务营收占比情况



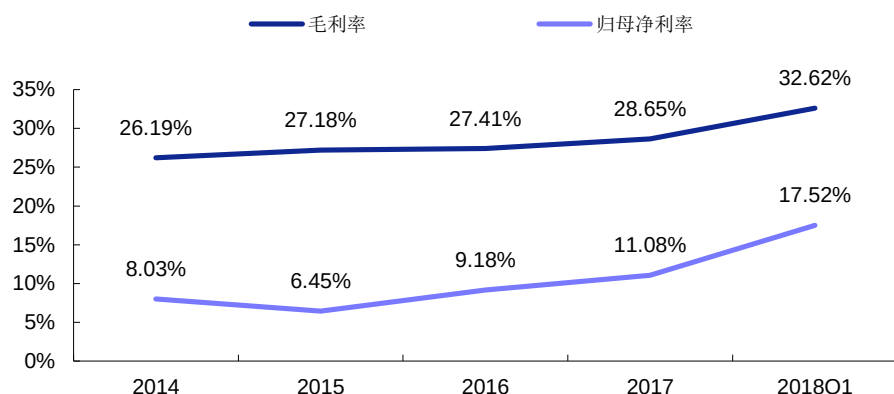
资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.4.3、毛利率归母净利率稳中有升，期间费用把控得当

近年公司综合毛利率和归母净利率大体保持上升势头。毛利率由 2014 年的 26.19% 上升至 2017 年的 28.65%，归母净利率从 2015 年开始触底反弹，2017 年达到 11.08%；2018 年一季度公司毛利率和归母净利率继续上扬，分别达到 32.62% 和 17.52%，增幅明显扩大。

我们认为公司的毛利率和归母净利率稳中有升，主要有两个方面原因：一方面，公司自身项目经验和行业地位不断提升，在行业内建立了良好的知名度，推动公司对下游客户的议价能力相对提升；另一方面，公司坚持一体化全程控制运作服务，充分发挥规模效应，持续优化采购流程，推动自身成本控制能力不断增强。

图10： 2014-2018Q1 公司毛利率及归母净利率

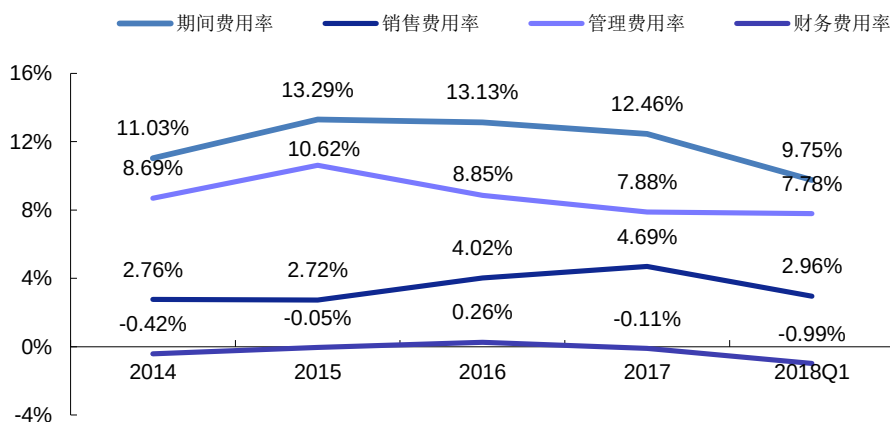


资料来源：Wind，新时代证券研究所

期间费用率方面，2014-2017 年，公司期间费用率总体处于稳步下降的趋势，主要是管理费用下降所推动。分开来看，管理费用率分别为 8.69%、10.62%、8.85% 和 7.88%，近三年处于平稳下降趋势，主要系公司经营规模不断扩大，公司管理费用的规模效应逐步体现；销售费用率持续上升，2014-2017 年销售费用率分别为

2.76%、2.72%、4.02%、4.69%，主要系公司经营规模持续上升导致相关的差旅费、广告宣传费、业务招待费、销售人员奖金以及售后服务费等相应增加；财务费用率总体维持在较低的水平。2018 年一季度公司的三费费用率均较 2017 年有所下降。

图 11: 2014-2018Q1 公司三项费用率走势



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2、城市馆、园区馆为主打，展览行业市场前景广阔

2.1、政策、经济发展多方面助力，展览行业未来发展可期

2.1.1、行业发展态势良好，总量快速增长

近年来，国内展览展示行业保持良好的发展态势，展览规模不断扩大，展览经济效益持续快速增长。

根据商务部《中国展览行业发展报告（2016）》，2015 年全国共举办展览 9283 场，与 2014 年相比，展览数量增加 15.91%，展览面积增加 14.81%，展览数量和展览面积增长幅度都高于 2014 年的 9.43% 和 9.42%；2015 年，全国展会经济直接产值可达 4803.1 亿元人民币，比 2014 年的 4183.5 亿元人民币增长 14.8%；在全国 GDP 总量中的占比为 0.70%，高于 2014 年的 0.65%；占全国第三产业增加值的 1.39%，高于 2014 年的 1.36%。

2.1.2、产业链初步形成，产业政策日益完善

展览展示行业在经过多年发展后，已初步形成了涵盖设计、实施、营销、组织和服务等在内的产业链，是会展行业进行市场化、专业化和国际化运作的结果，并已经发展形成一批具有创新能力、竞争实力、行业影响力的相关企业。随着中国展览展示市场的快速扩大，展览展示行业在国家经济社会发展中的作用日益凸显，展览展示行业越来越被视为现代服务业的最重要组成部分之一。

2.1.3、展馆类型不断丰富，空间与内容融合方式不断更新

展馆是展览展示行业发展的基础设施，对于展览展示行业发展起到促进和推动作用。随着经济发展，以及各方对于展览展示所带来的经济效益和社会效益的逐步认识、认同，国内对于各类专业性的展览展示场馆的需求量大大增加，也成为展览展示行业一个重点发展方向。

现代展览展示空间已不仅仅作为展示的容器，其空间布局、设计理念和展示形

态也已成为展馆整体展示的重要组成部分。展馆空间为参观者进入展示系统、体验展示内容的全过程营造全方位感官氛围，辅助各展示体验环节效果的有效实现。随着展示空间与展示内容融合度的逐渐提高，将为参观者带来全时沉浸式参观体验。

图12： 智慧城市眼神互动体验区



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图13： 裸眼 3D 立体数字沙盘



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

近年来，我国展览行业发展较为迅速，但同时也出现了部分场馆利用率不高，甚至长期闲置，场馆经营效率低下，效益较差。除了场馆建设布局需要进一步市场化、科学化外，如何提高场馆利用率，吸引目标受众入馆参观成为大部分展馆需要面对的问题。传统展览展示通常为文字、图片、模型的静态展示，手段单一、枯燥，展示内容单薄，不易引起参观者兴趣，也不能充分满足主办者的展示需求。在数字科技力量的帮助下，数字展示灵活应用声、光、电、影视等技术多层次多维度的表现展示内容。另一方面，现代展览展示由过去参观者被动接收展览信息发展到互动式的参观体验，在传播知识和文化的同时大大增加展示的娱乐性，充分调动参观者参与积极性，提升参观体验。

2.2、城镇化进程、开发区建设点亮主打产品发展潜力

2.2.1、城镇化进程加速，促进城市馆需求扩张

2016 年，我国的城镇化率已提高至 57% 的水平，但仍远低于发达国家 80% 的平均水平，也低于人均收入与我国相近的发展中国家 60% 的平均水平，因此尚有较大的发展空间。根据 2016 年政府工作报告，我国将在 2020 年将城镇化率提高至 60%。随着我国城镇化进程的加快，将有越来越多的公民在城市中生活，这将推动我国城市基础设施建设，促进城市馆建设需求的扩张。

2.2.2、经济开发区地位提升，展示馆市场前景广阔

截至 2017 年 6 月 30 日，我国共有国家级经济技术开发区、国家级高新技术产业开发区、国家级保税区、国家级出口加工区、国家级边境经济开发区、国家级综合保税区、国家级保税港区、国家级新区、国家级自由贸易试验区、境外产业园区、其他国家级开发区等逾 600 家，形成了多种特殊经济功能区域并存、多项政策并存、

多种形态并存、多种体制机制并存的状况。

为了发展经济开展招商，各级开发区迫切需要通过营造一个开发区展示馆用以展示区域宏观规划建设成就，展示开发区发展历程、区位优势、资源要素、建设成果、园区现状及未来发展蓝图、主导产业和重点企业的发展历史和现状，同时也用以打造开发区地标形象、用以开发区会客厅功能，使其成为集展示、招商、交流、宣传、教育为一体的多功能、智能化的园区展示馆，成为外界了解各级开发区的重要窗口。可以预见，随着我国经济的快速发展和开发区地位的提升，未来开发区类展示馆市场前景广阔。

3、数字文化展示技术+一体化服务，硬实力领衔同行业公司

3.1、高效丰富，数字文化展示技术颠覆传统体验

公司主营业务为数字文化展示体验系统的策划、设计、实施和维护服务。数字文化展示技术正在展览展示领域中占据越来越重要的位置，数字文化展示无论在内容和效果上都大大超越传统展示模式，在应用领域上也已经完全超越了传统展示的范畴。因数字图像内容制作成本相对比较高，目前主要还是应用于城市馆、博物馆、科技馆等大型场馆。作为展示的新模式，随着数字展示技术的发展和成本的降低，它将适用于更为广泛的行业和领域，展示的内容或将突破时间、空间、形态的局限，市场潜力大。其优点包括：更能节省物理空间，展示更有效率；以高清影像为主要内容，内容更丰富；具有互动特性，展示更具有体验性。

3.2、完善优质，一体化服务模式受市场青睐

公司服务项目众多，是行业内较早采用“设计领衔、科技依托、跨界总包”的经营理念，并在具体项目实施中运用一体化全程控制的运作模式的公司。公司凭借深刻的行业理解、优质的服务和良好的品牌美誉度使得市场份额逐步攀升，已逐步发展成为中国展览展示行业中数字文化展示领域的领先企业，也是打造中国最多城市馆成功案例的公司之一。

“一体化全程控制运作”服务模式是未来数字文化展示服务的主要模式。随着市场竞争的逐渐加剧，客户对展示服务的需求由简单的展示需求，逐步过渡到涵盖策划、设计、实施及售后服务的一体化展示服务。现有服务环节分散的业务模式很难再适应市场需求，尤其是中高端市场需求。因此，具有设计优势、较强实施整合能力的企业将从竞争中胜出，以其完善、高效、优质的“一体化全程控制运作”服务模式赢得市场，并逐步建立品牌优势。

4、人才建设、研发投入双支撑，构建公司护城河

4.1、复合型人才队伍，为开拓市场打下基础

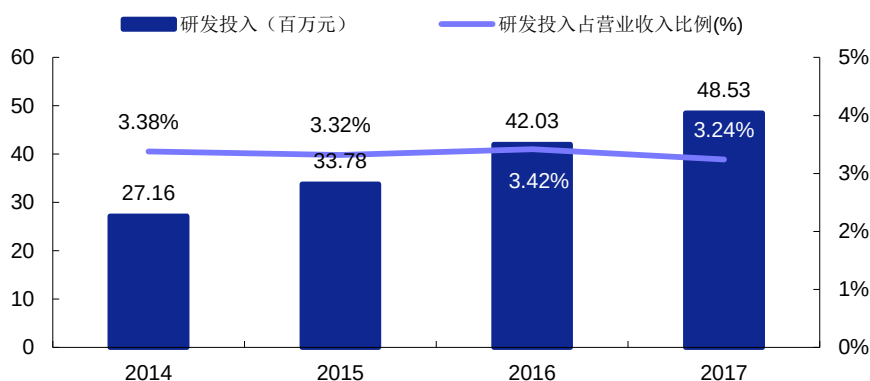
公司坚持“设计领衔、科技依托、跨界总包”的经营理念，在创意设计、数字文化展示技术和一体化全程控制运作服务方面具备明显的竞争优势。公司拥有一支拥有丰富创意设计经验和专业数字技术知识的复合型人才队伍，在设计师负责制的基础上，充分运用数字沙盘、虚拟现实、动感影院特效技术和多媒体互动技术等高科技数字化展示技术，通过一体化全程控制运作服务整合各项资源，完成了一批具有市场影响力的展览展示系统项目，积累了丰富的项目实施经验和成功案例，在行业内建立了良好的知名度，为公司不断开拓市场打下了良好的基础。

4.2、研发投入持续增长，保障核心技术

公司拥有多项自主研发、自主创新、拥有自主知识产权的核心技术，并将这些技术采用创新的协作模式进行组合，应用于现代展览展示，使产品体系整体最优化。

公司研发费用主要由工资薪酬和直接投入构成，公司研发费用逐年上升主要系公司高度重视新技术和新展示手段的研发所致。首先，公司内部高度重视技术革新，使公司项目保持充足的新技术支撑，从而提高行业竞争的技术壁垒以巩固公司技术领先优势；其次，公司通过打造研发平台、扩充研发人员队伍和拓展研发方向，逐渐完善研发内部技术架构使得公司形成从交互式多媒体到系统集成的完整研发路径；最后，公司通过新设备的采购为公司的研发提供了硬件保障。

图14： 2014-2017 年公司研发投入金额及比例



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

5、行业未来市场空间广阔，龙头企业加倍受益，首次覆盖给予“推荐”评级

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 2.56、3.56、4.74 亿元，对应 EPS 分别为 0.88、1.22 和 1.62 元，当前股价对应 2018-2020 年的 PE 分别为 31、22 和 17 倍。考虑到展览展示行业的未来市场空间，以及公司作为行业龙头市场份额有望进一步提升，我们看好公司未来业绩的成长性，首次覆盖给予“推荐”评级。

6、风险提示

产业政策变化风险，毛利率波动风险，核心技术人员流失风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1463	2460	3629	4484	5860
现金	66	933	1399	1851	2363
应收账款	511	680	953	1207	1551
其他应收款	29	39	54	69	87
预付账款	1	5	3	7	5
存货	643	700	1115	1244	1744
其他流动资产	214	103	106	106	109
非流动资产	282	296	362	436	517
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	213	214	282	358	441
无形资产	27	25	24	21	19
其他非流动资产	43	57	57	57	57
资产总计	1746	2756	3991	4920	6377
流动负债	1129	1466	2553	3241	4359
短期借款	0	0	545	808	1233
应付账款	300	360	532	627	841
其他流动负债	829	1105	1476	1805	2285
非流动负债	43	0	3	5	6
长期借款	43	0	3	5	6
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	1172	1466	2556	3245	4365
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	108	144	292	292	292
资本公积	345	860	716	716	716
留存收益	121	287	454	666	934
归属母公司股东权益	574	1290	1435	1674	2012
负债和股东权益	1746	2756	3991	4920	6377

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	115	242	109	411	350
净利润	113	166	256	356	474
折旧摊销	18	18	19	25	32
财务费用	3	-2	-0	13	19
投资损失	-3	-5	-4	-4	-4
营运资金变动	-48	27	-162	21	-171
其他经营现金流	33	37	0	0	0
投资活动现金流	-48	100	-81	-95	-109
资本支出	10	15	66	74	81
长期投资	-1	1	0	0	0
其他投资现金流	-39	117	-15	-21	-28
筹资活动现金流	-12	497	-107	-128	-153
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-8	-43	3	2	2
普通股增加	0	36	148	0	0
资本公积增加	0	515	-144	0	0
其他筹资现金流	-3	-11	-114	-130	-154
现金净增加额	55	840	-79	188	88

利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1227	1499	2056	2719	3472
营业成本	891	1070	1445	1878	2379
营业税金及附加	20	14	19	25	32
营业费用	49	70	85	117	150
管理费用	109	118	156	199	243
财务费用	3	-2	-0	13	19
资产减值损失	34	49	62	83	107
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	5	4	4	4
营业利润	124	185	292	408	546
营业外收入	8	10	9	9	9
营业外支出	2	0	0	1	1
利润总额	131	195	300	417	555
所得税	18	29	44	61	81
净利润	113	166	256	356	474
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	113	166	256	356	474
EBITDA	150	186	301	434	586
EPS(元)	0.39	0.57	0.88	1.22	1.62

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	20.5	22.2	37.1	32.3	27.7
营业利润(%)	52.0	48.9	57.8	39.7	33.8
归属于母公司净利润(%)	71.3	47.6	54.3	38.7	33.2
获利能力					
毛利率(%)	27.4	28.7	29.7	30.9	31.5
净利率(%)	9.2	11.1	12.5	13.1	13.6
ROE(%)	19.6	12.9	17.9	21.2	23.5
ROIC(%)	18.1	11.0	12.1	14.0	14.5
偿债能力					
资产负债率(%)	67.1	53.2	64.0	66.0	68.5
净负债比率(%)	-2.6	(72.3)	(59.2)	(61.9)	-55.7
流动比率	1.3	1.7	1.4	1.4	1.3
速动比率	0.7	1.2	1.0	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
应付账款周转率	3.7	3.2	3.2	3.2	3.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.57	0.88	1.22	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	1.29	0.37	1.41	1.20
每股净资产(最新摊薄)	1.97	4.42	4.92	5.73	6.89
估值比率					
P/E	69.59	47.16	30.57	22.04	16.54
P/B	13.66	6.07	5.46	4.68	3.90
EV/EBITDA	52.05	37.2	23.2	15.7	11.5

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

胡皓，传媒互联网行业联席首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

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	吕筱琪 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/>