

2018年07月17日

证券研究报告·公司研究报告

万达电影 (002739) 传媒

当前价: 52.04 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

并购万达影视，构筑全产业链生态圈

投资要点

- **公司是国内电影院线领跑者。**公司是国内最大的院线公司，电影票房、观影人次、市场份额已连续九年位居国内首位。我们认为公司核心优势突出：**1) 规模效应强**，全国拥有 516 家影院、4571 块银幕，在上下游具备一定议价能力；**2) 整合能力强**，公司先后并购万达传媒、传奇影业，具备较强的资源整合能力；**3) 非票业务快速发展**，公司广告、衍生品开发业务开展顺利，非票收入占比快速增长，盈利能力大幅提升。
- **行业迎来拐点，院线盈利能力或提升。**经过两年调整，我国电影市场开始逐步回暖，票房、观影人次均实现快速增长。通过票房占比预测，我们匡算出 2018 年全面票房在 597 亿-875 亿元之间，同比增速在 14%-67% 之间。**产业链来看：**
 - 1) 制作端：相应市场需求，优质内容产出增加。**由于需求端整体趋于理性，制作方开始更加注重内容本身，豆瓣评分 7 分以上电影占比由 19% 增加至 30%。
 - 2) 发行端：互联网带来新挑战，或改变市场格局。**淘票票、猫眼等新兴互联网公司基于线上票务平台支撑，用户触达、线上营销优势较强，或改变固有格局。
 - 3) 渠道端：集中度稳步提升，盈利能力转好。**行业集中度、上座率稳步提升，将逐步改善院线公司盈利能力，院线公司或迎来业绩拐点。
- **拟 116.2 亿元收购万达影视，构筑泛娱乐生态圈。**公司拟非公开发行收购万达影视，其中现金支付 26.9 亿元，股份支付 89.3 亿元，换股价为 50 元/股。标的公司在影视游戏领域拥有大量资源、极强市场感知能力、丰富的项目储备，交易完成后，上市公司将由下游院线公司成为集“院线”、“传媒”、“平台”、“内容”、“游戏”不同板块于一身的全产业链公司，综合竞争力将得到大幅提升。
- **盈利预测与投资建议。**不考虑并购万达影视影响，预计 2018-2020 年归母净利润分别为 18.6 亿、23.3 亿和 27.2 亿元，对应的 EPS 分别为 1.59 元、1.98 元和 2.32 元。由于并购事项尚未落地，存在一定不确定性，基于审慎考虑，我们暂不给予评级和目标价，建议积极关注。
- **风险提示：**行业政策变动风险；市场竞争加剧的风险；票房增速下滑的风险；并购落地或不达预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13229.38	15135.90	17115.18	19118.44
增长率	18.02%	14.41%	13.08%	11.70%
归属母公司净利润(百万元)	1515.68	1864.38	2327.88	2721.15
增长率	10.92%	23.01%	24.86%	16.89%
每股收益 EPS(元)	1.29	1.59	1.98	2.32
净资产收益率 ROE	12.94%	14.32%	15.49%	15.69%
PE	40	33	26	22
PB	5.22	4.70	4.07	3.52

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 杭爱
 电话: 010-57758568
 邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.74
流通 A 股(亿股)	11.40
52 周内股价区间(元)	52.04-52.04
总市值(亿元)	611.10
总资产(亿元)	231.41
每股净资产(元)	10.28

相关研究

目 录

1 公司概况：电影院线领跑者	1
2 行业分析：行业迎来拐点，院线盈利能力或提升	2
2.1 中国是全球最重要的电影市场之一	2
2.2 市场逐步回暖，2018 全年保守增长 14%	2
2.3 优质内容产出提升，发行市场竞争激烈，院线盈利能力释放	3
3 收购万达影视，构筑泛娱乐生态	5
3.1 收购方案：26.9 亿元现金+89.3 亿元换股	5
3.2 万达影视：领先的影视制作公司	6
4 盈利预测	9

图 目 录

图 1：公司 2012 年以来营业收入、归母净利润及其增长率	1
图 2：公司 2017 年主营业务结构情况	1
图 3：公司 2017 年主营业务毛利情况	1
图 4：2013 年以来全球电影票房构成情况（单位：美元）	2
图 5：2013 至 2017 年全球银幕数情况	2
图 6：票房逐步回暖，同比增加 40%	3
图 7：观影人次同比增加 37%，创历史新高	3
图 8：电影口碑成为重要择影依据	4
图 9：2015-2017 年电影豆瓣评分数量占比	4
图 10：2012 年以来第一季度院线集中度情况：2016Q1 以来院线集中度稳步提升	5
图 11：万达影视主营业务结构情况	6
图 12：万达影视主营业务毛利情况	6

表 目 录

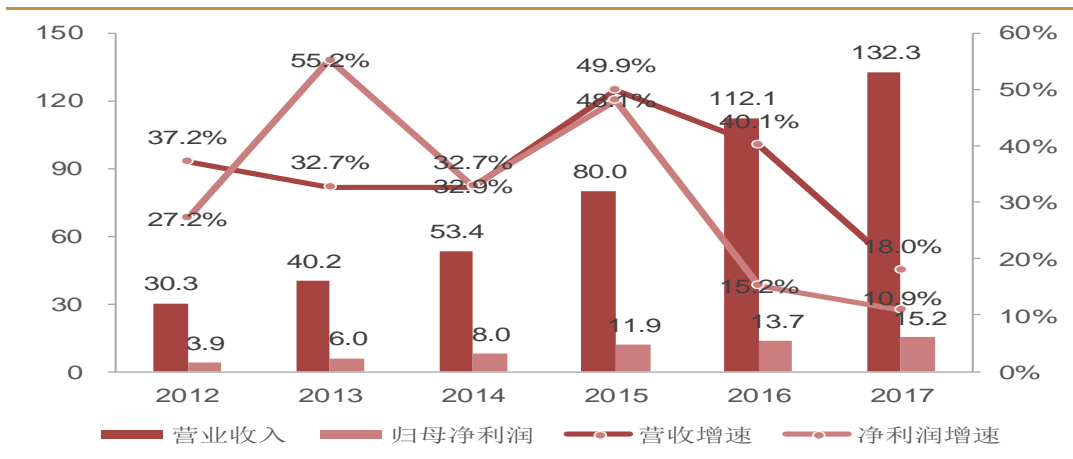
表 1：2018 年不含服务费票房预测（红色字体为预测数）	3
表 2：发行市场格局一览（单位：亿元）	4
表 3：交易方案一览	5
表 4：万达影视业绩情况（单位：万元）	6
表 5：票房成绩证明万达影视出众的投资能力	6
表 6：新媒诚品涉及的电视剧、网剧	7
表 7：互爱互动发行游戏一览	8
表 8：分业务收入及毛利率	9
附表：财务预测与估值	10

1 公司概况：电影院线领跑者

万达电影隶属于万达集团，主营影院投资建设和运营管理。截至 2017 年底，公司在全球拥有直营影院 516 家、4571 块银幕；直营影院实现票房 85.86 亿元 (YOY+13.14%)、观影人次 2.09 亿人次 (YOY+12.98%)、国内票房市占率达 13.5%、澳洲票房市占率达 22%，电影票房、观影人次、市场份额已连续九年位居国内首位。

公司业绩状况：公司营业收入和净利润一直保持平稳较快增长，2012-2017 年复合增速达 34.3% 和 31.3%。营收、净利润增速基本相符，2013 年出现背离的主要原因系毛利率、利息收入、政府补助的提升。随着上市公司规模不断扩张，业绩增速逐步放缓，整体发展符合预期。

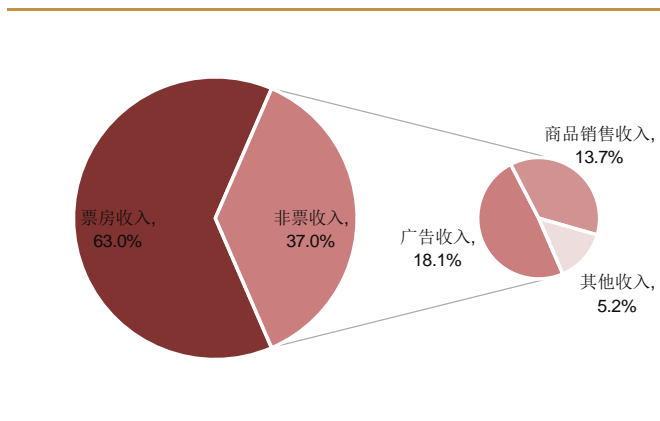
图 1：公司 2012 年以来营业收入、归母净利润及其增长率



数据来源：Wind，西南证券整理

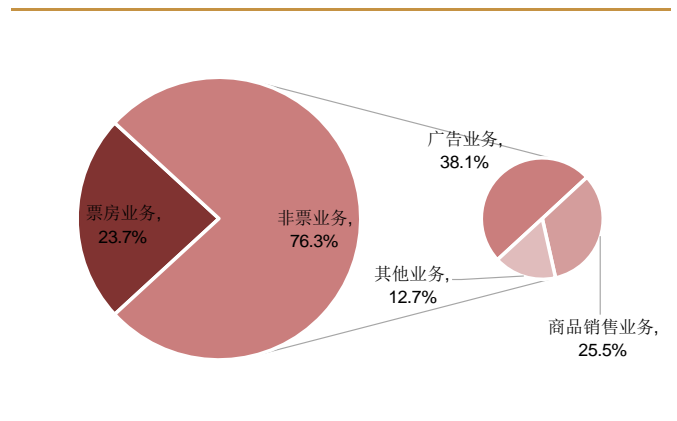
公司主营业务结构：公司收入主要来自票房收入、广告收入和商品销售收入，各自占比为 63%、18%、13.7%。非票收入毛利较高，贡献了大部分毛利，广告、商品销售及其他收入毛利占比达到 38.1%、25.5% 和 12.7%。

图 2：公司 2017 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司 2017 年主营业务毛利情况



数据来源：Wind，西南证券整理

我们认为，万达电影是国内院线领跑者，具备多方面优势。

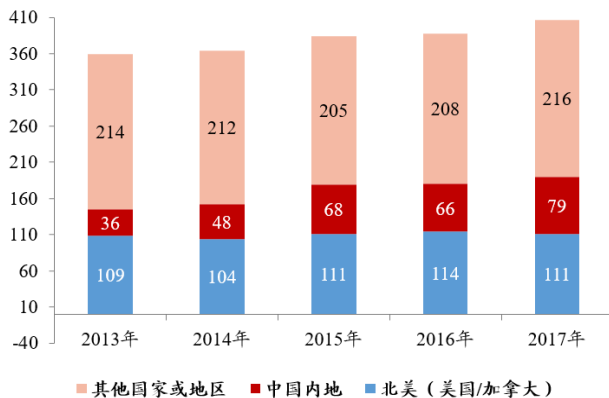
- **国内最强，规模效应强。**公司拥有 516 家直营影院、4571 块银幕，票房、观影人次等核心指标属行业第一。这种规模优势在广告商洽谈、IP 资源获取方面给予公司一定议价能力。
- **产业链延伸，整合能力强。**公司在保持渠道端领先地位的同时，向产业链上下游延伸，先后并购万达传媒、传奇影业，两家公司在上市公司领导下均有较好的业绩表现，体现了上市公司较强的上下游整合能力。
- **非票占比提升，衍生品开发渐入佳境。**非票收入一直是万达电影着力提升的领域，其占比由 2015 年的 20.2% 增加至 2017 年的 37%。这一方面得益于广告业务的持续放量，同时衍生品业务贡献较大，公司多项 IP 开发颇为成功。

2 行业分析：行业迎来拐点，院线盈利能力或提升

2.1 中国是全球最重要的电影市场之一

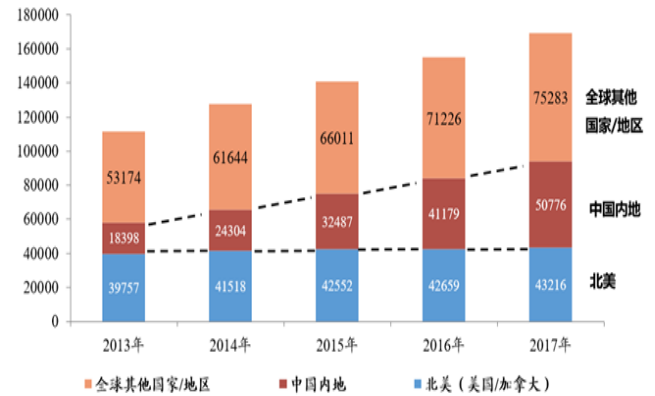
根据 MPAA 的数据，2017 年全球电影票房达 406 亿美元 (YOY+5%)，其中北美电影票房下降了 2%，为 111 亿美元，中国市场实现 79 亿美元票房 (YOY+19.7%)，是排名第三的日本市场的近 4 倍，是仅次于北美的电影票房市场。

图 4：2013 年以来全球电影票房构成情况 (单位：美元)



数据来源：MPAA，西南证券整理

图 5：2013 至 2017 年全球银幕数情况

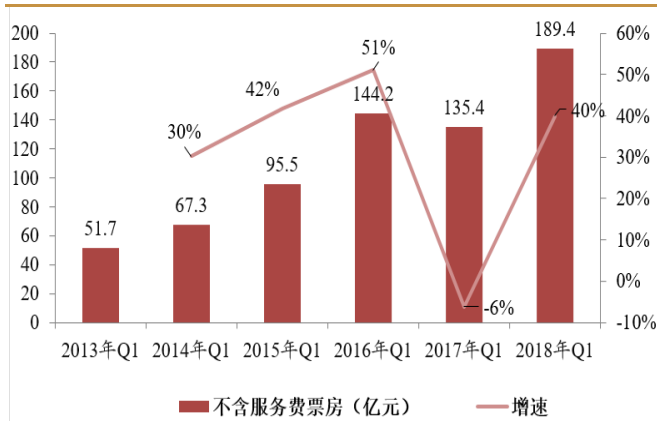


数据来源：猫眼电影，西南证券整理

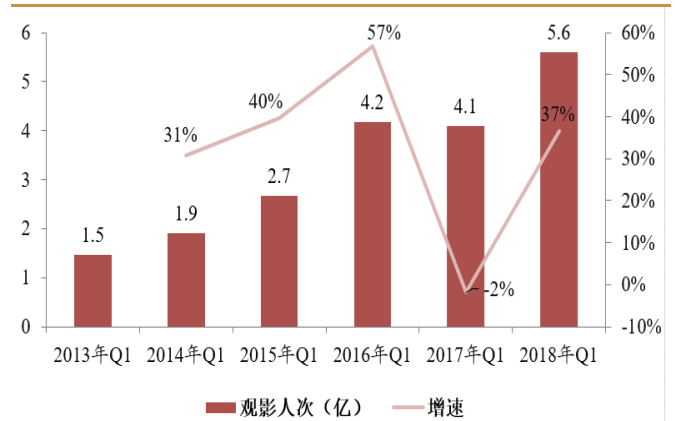
从荧幕数来看，2017 年全球银幕总数增长 8% 至 17 万块，其中北美实现 1.3% 的增长，除了北美和中国内地之外的其他国家/地区实现 5.7% 的增长，中国实现 23% 的增长，成为拉动亚洲银幕数 (+16%) 和全球银幕数增长的主要动力。

2.2 市场逐步回暖，2018 全年保守增长 14%

经过两年调整期，电影行业自 2017 年四季度开始逐步回暖，票房、观影人次均快速增长。2018 年一季度，全国实现票房 189.4 亿元 (不含服务费)，同比增长 40%，观影人次 5.6 亿，同比增加 37%。

图 6: 票房逐步回暖, 同比增加 40%


数据来源: 猫眼电影, 西南证券整理

图 7: 观影人次同比增加 37%, 创历史新高


数据来源: wind, 国家电影局, 西南证券整理

根据 Q1 票房占比情况, 我们预测 2018 全年不含服务费票房最低为 597 亿元, 同比增速最低为 14%。根据猫眼电影的数据, 2013 至 2017 年 Q1 票房占比区间为 21.6%—31.8%, 粗略估计 2018Q1 票房占全年票房的比例也在 21.6%—31.8% 之间, 那么 2018 全年不含服务费票房的区间大致为 597—875 亿元, 同比增速处于 14%—67% 之间。

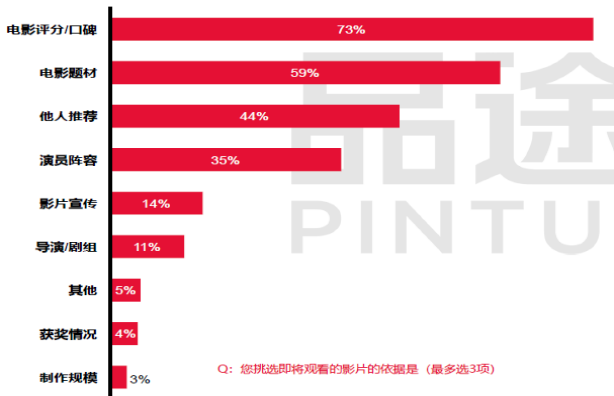
表 1: 2018 年不含服务费票房预测 (红色字体为预测数)

年份	不含服务费全年总票房 (亿元)	全年票房同比增速	不含服务费 Q1 票房 (亿元)	Q1 票房占比
2013 年	218.0		51.7	23.7%
2014 年	296.0	35.8%	67.3	22.7%
2015 年	441.0	49.0%	95.5	21.6%
2016 年	454.2	3.0%	144.2	31.8%
2017 年	523.9	15.3%	135.4	25.8%
2018 年	596.6—875.1	14%—67%	189.4	21.6%—31.8%

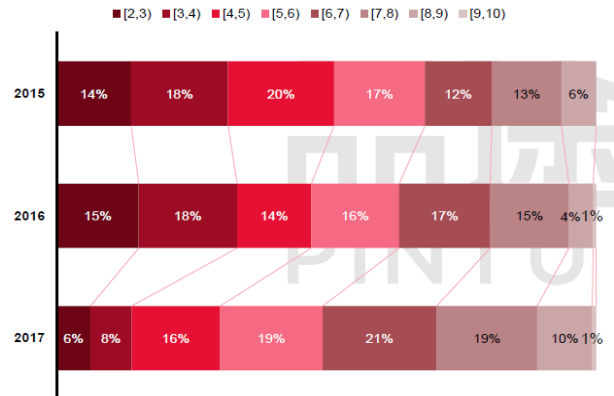
数据来源: 猫眼电影, 西南证券整理

2.3 优质内容产出提升, 发行市场竞争激烈, 院线盈利能力释放

制作端: 相应市场需求, 优质内容产出增加。从 2017 年下半年开始, 消费者的观影偏好逐步由追求 IP、卡司回归到内容本身, 根据品途智库数据显示, 约有 73% 的消费者表示电影评分和口碑是选择电影最重要的核心要素。由于需求端整体趋于理性, 制作方开始更加注重内容本身, 我们看到优质内容的占比在逐步提升, 豆瓣评分 7 分以上电影占比由 2015 年的 19% 增加至 2017 年的 30%。

图 8: 电影口碑成为重要择影依据


数据来源: 品途智库, 西南证券整理

图 9: 2015-2017 年电影豆瓣评分数量占比


数据来源: 品途智库, 西南证券整理

发行端: 互联网带来新挑战, 或改变市场格局。最近 3 年, 我国电影发行主体多元化趋势显著, 从猫眼数据来看, 我们看到除中国电影、华夏电影位置相对稳固之外, 其他席位均有较大变动。北京文化等公司通过保底发行、对“爆款”的成功运作对排行榜固有格局进行挑战。

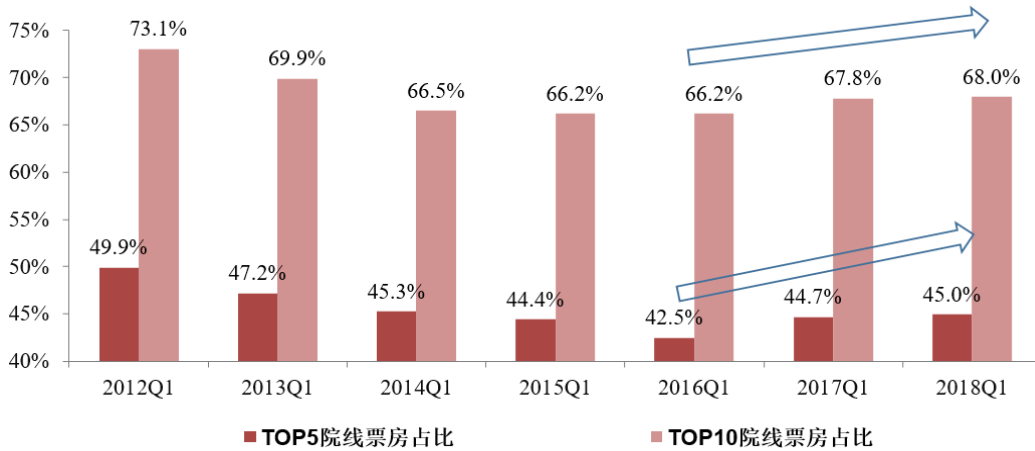
表 2: 发行市场格局一览 (单位: 亿元)

排名	2015		2016		2017	
	机构	票房	机构	票房	机构	票房
1	五洲电影发行有限公司	76.3	中国电影股份有限公司	100.0	中国电影股份有限公司	168.2
2	华夏电影发行有限责任公司	63.1	华夏电影发行有限责任公司	96.5	华夏电影发行有限责任公司	153.3
3	北京光线影业有限公司	62.4	乐视影业 (北京) 有限公司	28.2	北京聚合影联文化传媒有限公司	63.8
4	中国电影股份有限公司	41.6	北京光线影业有限公司	23.2	北京京西文化旅游股份有限公司	59.7
5	华谊兄弟传媒股份有限公司	35.5	天津猫眼文化传媒有限公司	14.4	华谊兄弟传媒股份有限公司	50.2
6	万达影业 (青岛) 有限公司	27.1	江苏安石英纳电影发行有限公司	12.2	华影天下 (天津) 电影发行有限公司	31.9
7	乐视影业 (北京) 有限公司	19.6	天津博纳文化传媒有限公司	11.2	北京光线影业有限公司	28.1
8	新丽传媒股份有限公司	18.9	世纪长龙影视有限公司	10.0	天津猫眼文化传媒有限公司	25.6
9	万达影视传媒有限公司	18.7	上海众明优影影视文化传媒有限公司	10.0	上海淘票票影视文化有限公司	24.1
10	北京真乐道文化传播有限公司	16.1	五洲电影发行有限公司	9.4	联瑞 (上海) 影业有限公司	19.5

数据来源: 猫眼, 西南证券整理

随着新兴互联网发行公司的进入, 发行市场竞争更趋激烈。新进入者主要是阿里系的淘票票和腾讯系的猫眼, 依托其强大票务平台覆盖, 新兴互联网发行公司在用户触达和线上营销方面具备天然优势, 对固有格局产生挑战。

渠道端: 集中度稳步提升, 盈利能力转好。根据艺恩咨询的数据, 2016 至 2018 年一季度票房 TOP5 院线的集中度分别为 42.5%、44.7%、45.0%, 同期 TOP10 院线的集中度分别为 66.2%、67.8%、68.0%, 呈稳步提升趋势。虽然 2016 年之前第一季度的院线集中度一直处于下降通道中, 但随着电影行业市场化程度的加深, 以及资金雄厚的品牌院线加快跑马圈地, TOP5 和 TOP10 院线的集中度目前正稳步提升。

图 10：2012 年以来第一季度院线集中度情况：2016Q1 以来院线集中度稳步提升


数据来源：艺恩咨询，西南证券整理

上座率来看，艺恩数据显示，截至 2018 年 4 月 11 日，全国可统计的 48 个院线的上座率均实现提升，提升百分点从 0.7 到 7.6 不等，其中上座率提升 3.5 个百分点以上的院线共有 14 个，占全部院线数量的 29%，且均是票房处于四档及以下的中小院线。上座率改善将直接带动院线盈利水平的提升，院线公司或迎来业绩拐点。

3 收购万达影视，构筑泛娱乐生态

3.1 收购方案：26.9 亿元现金+89.3 亿元换股

万达电影于 2018 年 6 月发布公告称，拟作价 116.2 亿元收购万达影视 96.82% 股份，其中万达投资所持标的资产对应部分对价由万达电影以现金方式支付，交易对方中除万达投资以外的其他方所持标的资产对应部分对价由万达电影以非公开发行股份的方式支付。具体来看，本次收购将以股份发行方式支付 89.3 亿元，相应股票发行价为 50 元/股；以现金方式支付 26.9 亿元。

表 3：交易方案一览

转让方	所持股权对应部分对价	股份支付对价	现金支付对价
万达投资	26.9 亿元	-	26.9 亿元
除万达投资以外其他交易对方	89.3 亿元	89.3 亿元	-
合计	116.2 亿元	89.3 亿元	26.9 亿元

数据来源：公司公告，西南证券整理

交易对方李宁、莘县融智兴业管理咨询中心（有限合伙）承诺：以资产认购取得的上市公司股票自上市之日起锁定 36 个月；交易对方尹香今、马宁锁定期为 12 个月，可在上市之日起满 12 个月、24 个月时，解禁所持股份的 1/2 和全部股权；交易对方互爱科技承诺锁定 12 个月，可在上市之日起满 12 个月、18 个月，解禁所持股份的 1/2 和全部股权；除上述以外的其他交易对方承诺 12 个月的锁定期。

3.2 万达影视：领先的影视制作公司

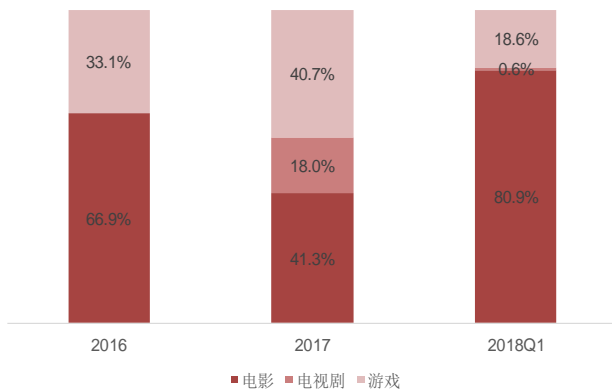
万达影视成立于 2009 年，是国内领先的影视制作公司，主要经营影视剧的投资、制作和发行，以及网络游戏的发行和运营业务。近年，万达影视业绩快速提升，2016-2018 年一季度分别实现营收 9.95 亿元、20.2 亿元和 8.84 亿元，其中电影业务贡献大部分营收。

表 4：万达影视业绩情况（单位：万元）

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-3 月
营业总收入	99,508.33	201,961.68	88,402.48
利润总额	41,225.54	64,629.12	44,185.11
净利润	36,369.19	59,694.18	40,702.29
归属于母公司股东的净利润	36,369.19	59,571.79	40,701.00

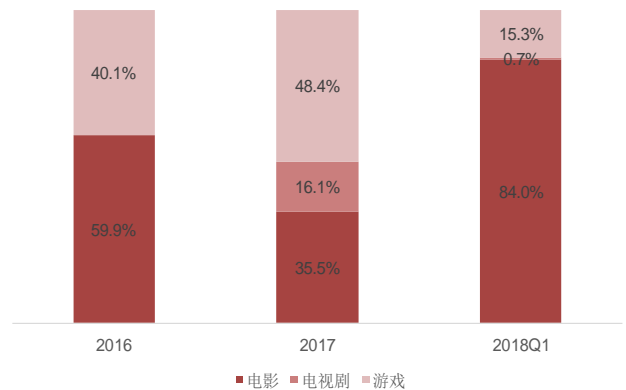
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：万达影视主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：万达影视主营业务毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

标的公司是业内领先的影视游多面发展的企业，核心优势显著：

➤ 电影方面

电影业务是万达影视核心业务，是标的公司的业绩主力。万达影视与多个影视工作室保持良好合作关系，拥有大量导演、编剧、监制、演员等合作资源，**具备行业领先的电影投资、制作及发行能力**，代表作如《记忆大师》、《寻龙诀》、《唐人街探案》系列、《滚蛋吧！肿瘤君》、《北京爱情故事》、《催眠大师》、《警察故事 2013》、《火锅英雄》均取得了良好的市场反响。2017 年，万达影视所投影片合计实现票房 158.4 亿元，约占国内总票房的 28.3%。而万达影视旗下联营企业五洲发行，是国内领先的电影发行公司。

表 5：票房成绩证明万达影视出众的投资能力

序号	项目	上映日期	票房 (万元)	分成比例	主投/参投
1	唐人街探案 2	2018 年 2 月 16 日	339,666	54.5%	主投
2	寻龙诀	2015 年 12 月 18 日	168,274	50%	主投
3	唐人街探案	2015 年 12 月 31 日	82,441	50%	主投
4	神奇女侠	2017 年 6 月 2 日	82,185 万美元 (全球) 61,009 (中国)	7.5%	参投
5	熊出没·变形记	2018 年 2 月 16 日	60,531	10%	参投

序号	项目	上映日期	票房 (万元)	分成比例	主投/参投
6	英伦对决	2017年9月30日	53,695	30%	参投
7	警察故事 2013	2013年12月24日	53,438	62.5%	主投
8	滚蛋吧! 肿瘤君	2015年8月13日	51,180	51%	主投
9	缝纫机乐队	2017年9月29日	45,671	15%	参投
10	北京爱情故事	2014年2月14日	40,555	60%	主投
11	火锅英雄	2016年4月1日	37,053	30%	参投
12	心理罪	2017年8月11日	30,397	30%	参投
13	记忆大师	2017年4月28日	29,292	49.4%	主投
14	催眠大师	2014年4月25日	27,389	100%	主投
15	解忧杂货店	2017年12月29日	22,298	30%	参投

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

标的公司在电影产业上游投资、制作、发行等领域拥有重要地位, 有利于巩固上市公司在电影产业的核心竞争力。

► 电视剧方面

电视剧业务运营主体是新媒诚品, 是一家拥有丰富电视剧运营经验的电视剧制作发行公司。新媒诚品采取“**以销定产**”的经营模式, **保证出品电视剧具有较高的制作质量及高于同业的播出率**, 从而实现较低的存货水平及负债水平, 形成较好的市场口碑。2012年投拍的电视剧《贤妻》和《谁是真英雄》至今还有电视台购买播出。2014年投拍的电视剧《绝地枪王》先后在30家以上卫视和地面台播出。**核心经营团队由业内知名人士组成, 对行业现状以及发展未来认识清晰, 善于把握社会发展现状和国家政策导向**, 在作品创作上坚持打造思想性、艺术性与商业性相结合的精品电视剧。

表 6: 新媒诚品涉及的电视剧、网剧

序号	电视剧	上映日期	集数	播放平台	主投/参投	分成比例
1	贤妻	2013年3月3日	33	湖南卫视、吉林卫视、浙江卫视、华数网络等	主投	50%
2	谁是真英雄	2013年9月15日	36	河北卫视、天津卫视、辽宁卫视、山东卫视、腾讯视频等	主投	67.5%
3	绝地枪王	2014年9月29日	37	天津卫视、湖北卫视、河北卫视、吉林卫视、中央电视台、华数网络等	主投	85%
4	如果爱可以重来	2015年3月13日	40	浙江卫视、上海电视剧频道、华数网络等	主投	80%
5	马上天下	2015年7月4日	40	东方卫视、云南卫视、吉林卫视、华数网络等	参投	40%
6	老公们的私房钱	2016年12月5日	47	江苏卫视、山西卫视等	参投	30%
7	战地枪王	2017年7月5日	40	湖南经视、深圳都市频道、上海新闻综合频道等	主投	73%
8	梦想越走越近	2017年10月9日	40	吉林卫视、黑龙江卫视、捷成华视网络等	主投	70%
9	亲爱的她们	2017年12月10日	41	湖南卫视、爱奇艺、芒果TV等	主投	90%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

新媒诚品有清晰的新作品开发、制作和发行计划, 《正阳门下 2》、《一念时光》、《如果可以, 绝不爱你》等多部电视剧和网剧将于年内完成发行。

➤ 游戏方面

游戏业务由互爱互动运营，主要包括网页游戏和移动网络游戏。该业务已成为万达影视重要业务之一，营收、毛利占比分别达到 40.7%和 48.4%。

互爱互动拥有多款热门游戏，实现从 PC 端到手机端的全平台覆盖，游戏囊括三国、仙侠、武侠、体育、魔幻等多种题材，覆盖 SLG、ARPG、ACT 等多种类型，月流水峰值超过千万元。

表 7：互爱互动发行游戏一览

游戏名称	游戏类型	公测日期	游戏题材	游戏类型	报告期内月流水峰值（万元）
斩仙	网页游戏	2012 年 11 月	仙侠	ARPG	1,001.36
神仙劫	网页游戏	2017 年 3 月	西游	ARPG	1,101.68
新神曲	移动网络游戏	2013 年 12 月	西方魔幻	ARPG	1,069.87
全民斩仙	移动网络游戏	2014 年 3 月	仙侠	ARPG	1,027.71
中超风云	移动网络游戏	2015 年 12 月	体育	SLG	1,573.93
战舰少女 R	移动网络游戏	2016 年 3 月	二次元	SLG	1,147.22
探墓风云	移动网络游戏	2016 年 9 月	玄幻	ARPG	3,351.93
小小军团：合战三国	移动网络游戏	2016 年 10 月	三国	SLG	1,813.92
勇者大作战	移动网络游戏	2017 年 4 月	动漫	放置类	3,487.51
豪门足球风云	移动网络游戏	2017 年 6 月	体育	SLG	4,474.19
胡莱三国 2	移动网络游戏	2017 年 6 月	三国	SLG	9,096.29
射雕英雄传	移动网络游戏	2017 年 7 月	武侠	ARPG	3,516.84

数据来源：公司公告，西南证券整理

互爱互动充分发挥自身优势，构建了以苹果、腾讯双平台为核心，以安卓联运及运营商渠道为重要组成部分的立体化渠道发行体系，有力地保障了单机游戏的成功发行。

目前，互爱互动储备了多款优质的游戏产品，如《胡莱三国 3D》、《全民斩仙 2》、《中超风云 2》等，有望为公司带来持续盈利能力。

综上，万达影视拥有丰富的业务资源，与原有业务形成协同效应，使上市公司成为集“院线”、“传媒”、“平台”、“内容”、“游戏”不同板块于一身的全产业链公司，综合竞争力将得到大幅提升。

4 盈利预测

关键假设:

假设 1: 行业基本面不发生较大调整;

假设 2: 票房收入稳步增长, 毛利率维持在 12% 的水平;

假设 3: 非票收入继续保持较快增长态势, 广告业务、商品销售业务毛利率分别保持在 68% 和 60% 的水平。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 8: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
票房收入	收入	8333.9	9000.6	9630.7	10208.5
	增速	10.8%	8.0%	7.0%	6.0%
	毛利率	12.1%	12.0%	12.0%	12.0%
广告收入	收入	2399.7	3,119.6	3,899.6	4,679.5
	增速	41.9%	30.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	67.5%	68.0%	68.0%	68.0%
商品销售收入	收入	1807.6	2,313.7	2,869.0	3,500.2
	增速	36.3%	28.0%	24.0%	22.0%
	毛利率	59.9%	60.0%	60.0%	60.0%
其他	收入	688.2	701.9	716.0	730.3
	增速	3.1%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	78.1%	75.0%	75.0%	57.0%
合计	收入	13,229.4	15,135.9	17,115.2	19,118.4
	增速	18.0%	14.4%	13.1%	11.7%
	毛利率	32.1%	33.8%	35.4%	36.2%

数据来源: 数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	13229.38	15135.90	17115.18	19118.44	净利润	1515.52	1864.19	2327.65	2720.87
营业成本	8983.40	10019.79	11049.43	12195.00	折旧与摊销	959.47	880.19	880.19	880.19
营业税金及附加	443.30	513.33	578.14	646.67	财务费用	229.08	52.46	46.20	56.50
销售费用	957.05	1041.77	1198.05	1330.81	资产减值损失	18.91	0.00	0.00	0.00
管理费用	1060.16	1208.84	1368.46	1528.06	经营营运资本变动	-1648.49	1095.02	101.34	435.58
财务费用	229.08	52.46	46.20	56.50	其他	913.60	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	18.91	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1988.08	3891.86	3355.38	4093.13
投资收益	144.74	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2170.54	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-111.00	54.31	-9.05	-4.53
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2281.54	54.31	-9.05	-4.53
营业利润	1871.82	2299.71	2874.90	3361.40	短期借款	1700.00	-2200.00	0.00	0.00
其他非经营损益	4.84	8.72	7.43	7.86	长期借款	-733.43	0.00	0.00	0.00
利润总额	1876.67	2308.42	2882.32	3369.25	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	361.15	444.23	554.68	648.38	支付股利	-234.86	-260.51	-320.44	-400.11
净利润	1515.52	1864.19	2327.65	2720.87	其他	441.51	-2419.51	-46.20	-56.50
少数股东损益	-0.15	-0.19	-0.24	-0.28	筹资活动现金流净额	1173.22	-4880.02	-366.64	-456.60
归属母公司股东净利润	1515.68	1864.38	2327.88	2721.15	现金流量净额	876.82	-933.85	2979.68	3632.00
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2851.12	1917.28	4896.96	8528.96	成长能力				
应收和预付款项	1678.64	1774.20	2051.41	2267.72	销售收入增长率	18.02%	14.41%	13.08%	11.70%
存货	171.59	191.39	211.05	232.94	营业利润增长率	20.48%	22.86%	25.01%	16.92%
其他流动资产	321.60	283.28	352.24	381.59	净利润增长率	10.79%	23.01%	24.86%	16.89%
长期股权投资	17.78	17.78	17.78	17.78	EBITDA 增长率	23.18%	5.62%	17.60%	13.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2694.66	2282.28	1869.91	1457.54	毛利率	32.10%	33.80%	35.44%	36.21%
无形资产和开发支出	10695.63	10600.28	10504.93	10409.58	三费率	16.98%	15.22%	15.27%	15.25%
其他非流动资产	4711.11	4284.33	3920.92	3552.98	净利率	11.46%	12.32%	13.60%	14.23%
资产总计	23142.12	21350.82	23825.20	26849.07	ROE	12.94%	14.32%	15.49%	15.69%
短期借款	2200.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.55%	8.73%	9.77%	10.13%
应付和预收款项	2379.74	2906.22	3194.40	3512.39	ROIC	12.64%	12.82%	16.96%	20.70%
长期借款	2080.00	2080.00	2080.00	2080.00	EBITDA/销售收入	23.13%	21.36%	22.21%	22.48%
其他负债	4773.40	3349.67	3528.66	3913.78	营运能力				
负债合计	11433.15	8335.89	8803.06	9506.17	总资产周转率	0.63	0.68	0.76	0.75
股本	1174.29	1174.29	1174.29	1174.29	固定资产周转率	5.60	6.37	8.72	12.33
资本公积	4590.88	4590.88	4590.88	4590.88	应收账款周转率	14.33	12.88	13.21	13.00
留存收益	5607.54	7211.41	9218.86	11539.90	存货周转率	54.37	55.21	54.91	54.93
归属母公司股东权益	11670.45	12976.59	14984.04	17305.08	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.37%	—	—	—
少数股东权益	38.53	38.34	38.11	37.83	资本结构				
股东权益合计	11708.98	13014.93	15022.14	17342.91	资产负债率	49.40%	39.04%	36.95%	35.41%
负债和股东权益合计	23142.12	21350.82	23825.20	26849.07	带息债务/总负债	37.44%	24.95%	23.63%	21.88%
					流动比率	0.55	0.70	1.17	1.60
					速动比率	0.54	0.67	1.14	1.57
					股利支付率	15.50%	13.97%	13.77%	14.70%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	3060.37	3232.36	3801.29	4298.08	每股收益	1.29	1.59	1.98	2.32
PE	40.32	32.78	26.25	22.46	每股净资产	9.97	11.08	12.79	14.77
PB	5.22	4.70	4.07	3.52	每股经营现金	1.69	3.31	2.86	3.49
PS	4.62	4.04	3.57	3.20	每股股利	0.20	0.22	0.27	0.34
EV/EBITDA	20.79	18.67	15.09	12.50					
股息率	0.38%	0.43%	0.52%	0.65%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn