华策影视（300133）

证券研究报告
2018 年 08 月 26 日

全网剧销售稳步提升，毛利率及现金流改善

华策影视 2018 年上半年实现营业收入 21.87 亿元，同比增长 24.89%；归属于上市公司股东的净利润 2.89 亿元，同比增长 5.28%，扣非后归母净利润为 2.63 亿元，同比增长 16.81%。公司业绩整体符合预期，业绩主力全网剧收入实现 30%稳健增长，同时，17H1 公司对应收账款会计估计进行了变更，资产减值损失项目在 17H1 为-9415 万元（相当于增厚利润），18H1 该项目为 2407 万元（减项），差额达 1.18 亿元，实际业务净利润增速高于报表体现。

整体毛利率、净利率相对 17 年年报均有提升；经营性净现金流有明显改善；营运指标健康。2018 年上半年公司整体毛利率 31.76%，同比上升 6.72pct，较 17 年年报提升 5.19pct；净利率 13.21%，较 17 年年报提升 1.09pct。18H1 经营活动产生的现金流量净额-1.94 亿元，17H1 为-6.06 亿元，较上年同期明显好转，主要为公司本期影视剧采购较上年同期减少。

18H1 应收账款 42.3 亿元，相比期初 40.2 亿元小幅增长，其中 1 年期以内应收占比 81%，结构健康；应收账款绝对额同比增长 30.68%，相比同期全网剧营收增速 29.6%基本匹配。

18H1 预收款项 13.9 亿元，相比期初 15.2 亿元有所下降，主要为影视预售款 9.6 亿元，相比期初 10.97 亿元减少，主要为《天盛长歌》取得许可证之前有较多预收账款，18Q2 确认收入后已结转，整体预售项符合预期。

从 18H1 分业务表现看，全网剧销售取得接近 30%增长，毛利率有所改善。全网剧销售营业收入 18.62 亿元，同比增长 29.60%，占总营收比 85.13%，毛利率为 29.62%，同比上升 3.79pct，18 年上半年，公司首播全网剧作品，取证 5 部，开机 6 部，首播 7 部。

公司 18 年下半年按进度可确认剧目，以及新拍摄剧目为后 18H2 及 19 年部分业绩奠定基础。在全网剧方面，《橙红年代》已经制作完成、3 部已经进入后期制作、5 部拍摄中，18H2 还将预计新开机 12 部，从存货体量及制作班底判断，《橙红年代》《完美关系》《宸汐缘》为 18H2 体量较大项目。电影项目 18H2 预计将上映 9 部，预计制作两档综艺节目。

投资建议：今年影视内容端，在演员薪酬、税收、限价等传闻扰动下持续调整，但最悲观预期正在减缓，同时在行业逐渐规范下，洗牌将加速，根据广电总局统计，持有《电视剧制作许可证（甲种）》的机构数从 2014 年的 137 家降至 2018 年的 113 家，供给侧优化，获得市场认可的龙头企业优势价值有望提升，关注监管更确定信号后的龙头修复机会。我们预计公司 18-20 年净利润分别为 7.82 亿元/10.01 亿元/12.18 亿元，同比增长 23.3%/28.0%/21.7%，对应 PE 分别为 20.7x/16.2x/13.3x，维持买入评级。

风险提示：全网剧进度不达预期，应收账款回收不达预期，内容监管趋严

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,444.98	5,245.59	6,564.99	7,928.21	9,316.62
增长率(%)	67.27	18.01	25.15	20.77	17.51
EBITDA(百万元)	535.35	753.06	920.93	1,179.70	1,422.42
净利润(百万元)	478.47	634.43	782.20	1,001.09	1,218.26
增长率(%)	0.63	32.60	23.29	27.98	21.69
EPS(元/股)	0.27	0.36	0.44	0.56	0.69
市盈率(P/E)	33.79	25.48	20.67	16.15	13.27
市净率(P/B)	2.53	2.34	1.60	1.45	1.18
市销率(P/S)	3.64	3.08	2.46	2.04	1.74
EV/EBITDA	36.52	24.47	14.65	11.88	8.49

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	9.11 元
目标价格	13.56 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,774.45
流通 A 股股本(百万股)	1,199.68
A 股总市值(百万元)	16,165.28
流通 A 股市值(百万元)	10,929.11
每股净资产(元)	4.00
资产负债率(%)	43.44
一年内最高/最低(元)	13.55/8.84

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 《华策影视-公司点评:快报业绩符合预期，18 年精品全网剧奠定基础，衍生业务值得期待》 2018-03-01

2 《华策影视-公司点评:业绩预告符合预期，全网剧硕果频出巩固领军地位》 2018-01-29

3 《华策影视-季报点评:三季度项目有限，业绩平淡符合预期，关注 Q4 大剧确认进度》 2017-10-30

内容目录

1. 财报解读 3
1.1. 整体业绩回顾 3
1.2. 分业务板块分析 6
2. 上半年业务回顾 6
2.1. 全网剧 6
2.2. 电影 8
2.3. 综艺 8
2.4. 经纪业务 8
3. 下半年业务计划 8
4. 投资建议 9

图表目录

图 1：华策影视 2012-2017 年，2017H1-2018H1 营业收入及增速 3
图 2：华策影视 2012-2017 年，2017H1-2018H1 归母净利润及增速 3
图 3：华策影视 16Q1-18Q2 营业收入及同比增速 4
图 4：华策影视 16Q1-18Q2 归母净利润及同比增速 4
图 5：华策影视 2017H1 和 2018H1 分项业务收入比重 5
图 6：华策影视 2012-2017 年，2017H1-2018H1 毛利率 5
图 7：华策影视 2012-2017 年，2017H1-2018H1 三项费用率 6
图 8：华策影视 2018 上半年营业收入、营业成本、毛利率构成及变动情况 6

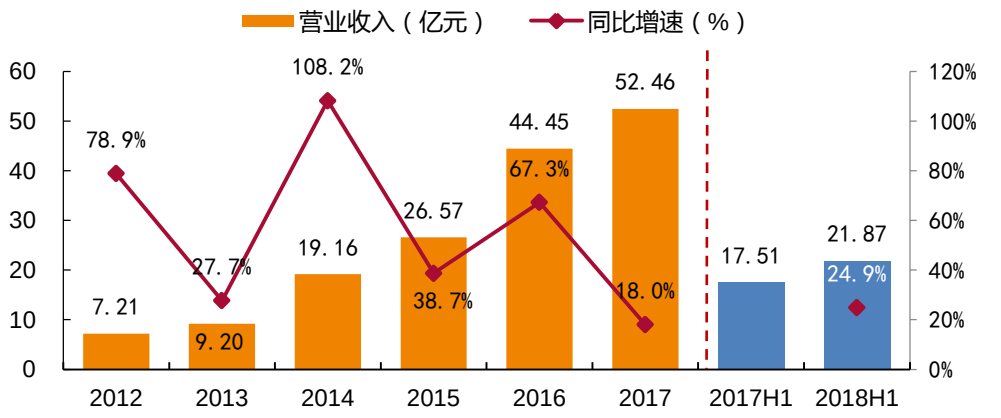
表 1：华策影视 2018 年上半年全网剧首播情况 7
表 2：华策影视 2018 年上半年取得发行许可证的全网剧（含网络播出备案证） 7
表 3：华策影视 2018 年上半年其他开拍剧进展情况 7
表 4：华策影视 2018 年上半年上映电影情况 8
表 5：华策影视 2018 年上半年制作综艺情况 8
表 6：华策影视 2018 年下半年全网剧生产计划 8
表 7：华策影视 2018 年下半年电影上映计划 9
表 8：华策影视 2018 年下半年综艺制作计划 9

1. 财报解读

1.1. 整体业绩回顾

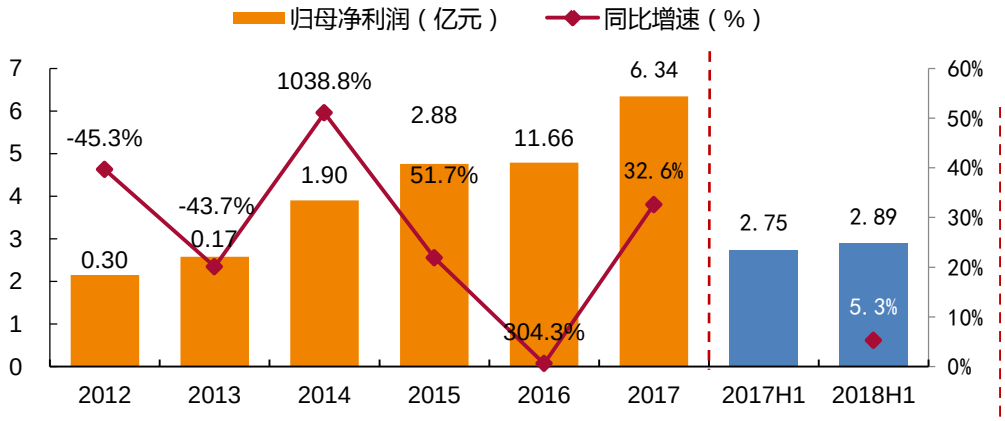
华策影视 2018 年上半年实现营业收入 21.87 亿元，同比增长 24.89%；归属于上市公司股东的净利润 2.89 亿元，同比增长 5.28%，扣非后归母净利润为 2.63 亿元，同比增长 16.81%。公司业绩整体符合预期，增长主力来自全网剧销售，同时，17H1 公司对应收账款会计估计进行了变更，资产减值损失项目在 17H1 为-9415 万元（相当于增厚利润），18H1 该项目为 2407 万元（减项），差额达 1.18 亿元，实际业务净利润增速高于报表体现。

图 1：华策影视 2012-2017 年，2017H1-2018H1 营业收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

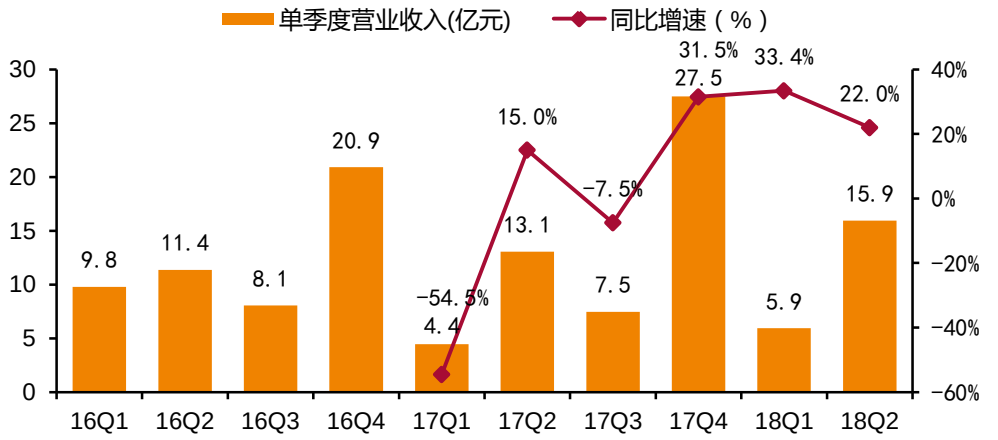
图 2：华策影视 2012-2017 年，2017H1-2018H1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

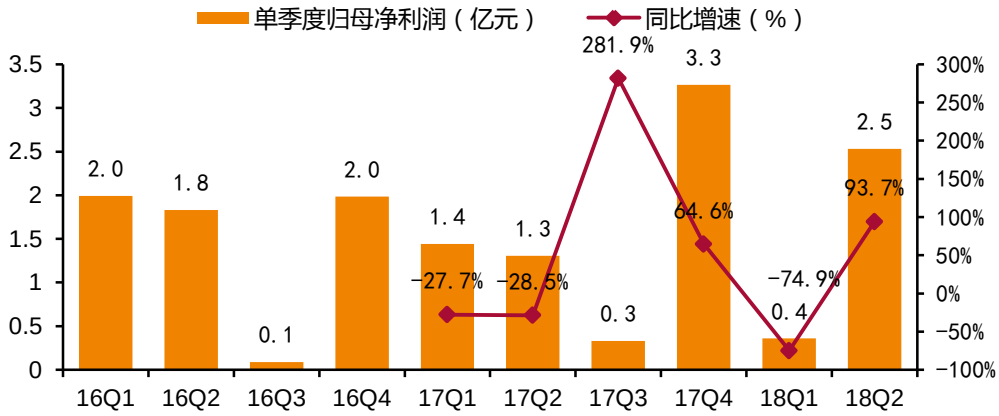
分季度看，18Q1 及 18Q2 分别实现营收 18.0 亿元和 18.6 亿元，净利润 3.6 亿元和 4.2 亿元。

图 3：华策影视 16Q1-18Q2 营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

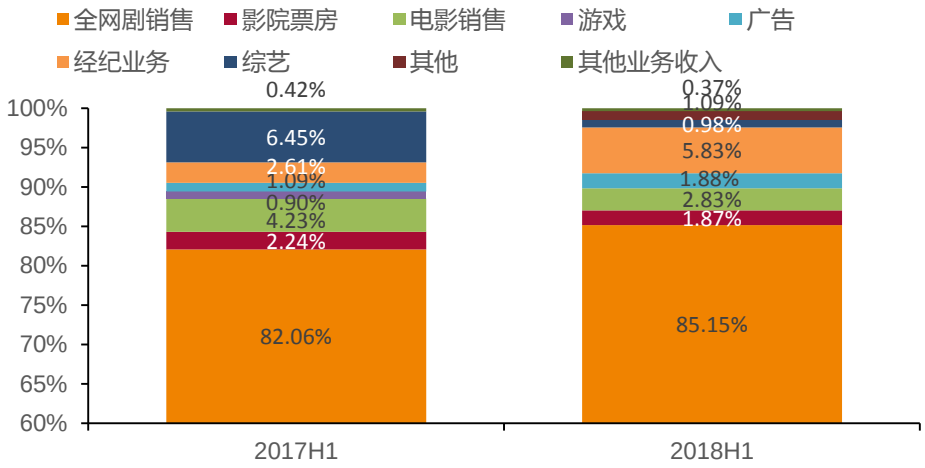
图 4：华策影视 16Q1-18Q2 归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分产品收入构成上，2018 年上半年，全网剧销售为公司最主要收入来源，占营业收入比重由 17H1 的 82.06%上升到 85.15%；其次是艺人经纪业务，占比 5.83%，较去年同期增加 3.22pct；电影销售是公司营收第三大来源，占比 2.83%，较去年同期减少 1.40pct；广告业务排名第四，占比为 1.88%，较去年同期增加 0.78pct；另外，影院票房业务占比 1.87%，综艺业务业务占比 0.98%，无游戏业务收入。

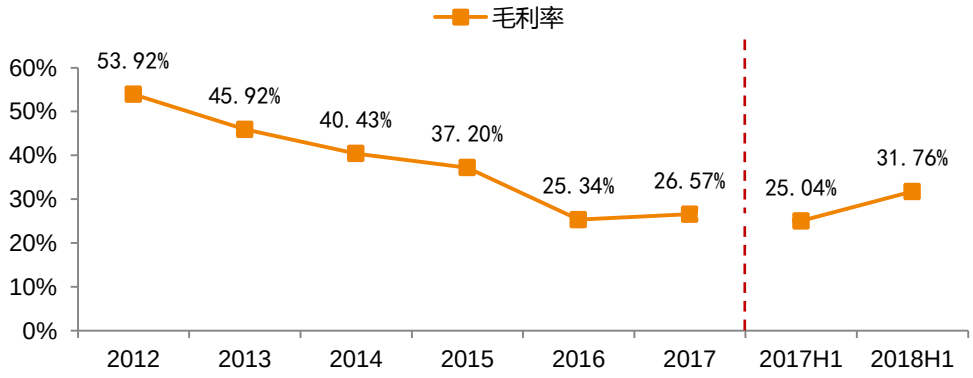
图 5：华策影视 2017H1 和 2018H1 分项业务收入比重



资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率上，公司 18H1 整体毛利率为 31.76%，同比上升 6.72pct，全网剧销售毛利率提升 3.79pct，电影销售、广告和综艺业务毛利率上浮明显。

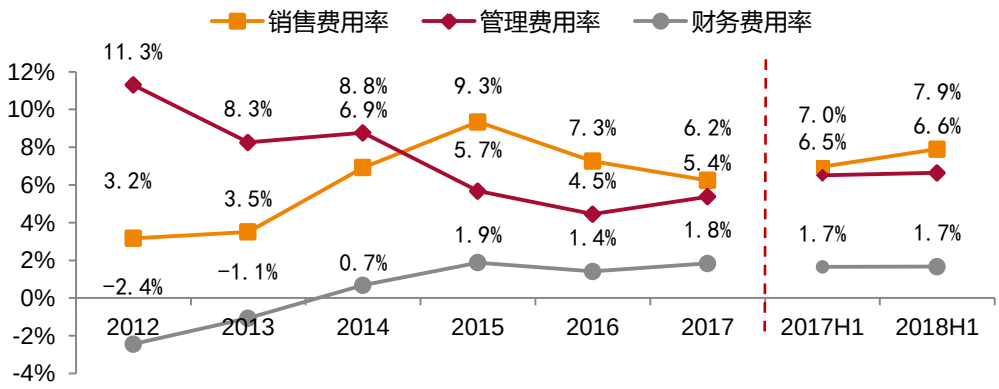
图 6：华策影视 2012-2017 年，2017H1-2018H1 毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

三项费用率上，销售费用 1.73 亿，同比增加 41.46%，销售费用率 7.9%，同比上升 0.9pct，销售费用增加主要系公司电影宣传推广费用增加、职工薪酬增加所致；管理费用 1.45 亿，同比增加 27.35%，管理费用率 6.6%，同比上升 0.1pct，主要系公司股份支付费用增加、职工薪酬增加所致；财务费用 3645.39 万元，同比增加 25.94%，财务费用率 1.7%，与去年同期持平，主要系利息收入减少所致。

图 7：华策影视 2012-2017 年，2017H1-2018H1 三项费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 分业务板块分析

图 8：华策影视 2018 上半年营业收入、营业成本、毛利率构成及变动情况

分产品或服务	营业收入（亿元）	营业成本（亿元）	毛利率	营业收入同比增减	营业成本同比增减	毛利率同比增减
全网剧销售	18.62	13.11	29.62%	*29.60%*	*22.98%*	*3.79%*
影院票房	0.41	0.33	18.46%	*3.86%*	*1.53%*	*1.87%*
电影销售	0.62	0.26	57.36%	*-16.39%*	*-56.11%*	*38.59%*
广告	0.41	0.05	87.21%	*114.68%*	*-52.71%*	*45.25%*
经纪业务	1.27	0.80	37.01%	*179.25%*	*199.51%*	*-4.26%*
综艺	0.21	0.13	39.17%	*-81.00%*	*-88.43%*	*39.04%*
其他	0.24	0.23	2.32%			*2.32%*
其他业务收入	0.08	0.00	98.28%	*11.77%*	*29.18%*	*-0.23%*

资料来源：公司公告，天风证券研究所

全网剧销售：营业收入 18.62 亿元，同比增长 29.60%，占总营收比 85.13%，毛利率为 29.62%，同比上升 3.79pct；

影院票房：营业收入 4083 万元，同比增长 3.86%，毛利率 18.46%，同比上升 1.87pct；

电影销售：营业收入 6187 万元，同比下降 16.39%，毛利率为 57.36%，同比上升 38.59pct；

广告：营业收入 4105 万元，同比增长 114.68%，毛利率 87.21%，同比上升 45.25pct；

经纪业务：营业收入 1.27 亿元，同比增长 179.25%，毛利率 37.01%，同比减少 4.26pct；

综艺：营业收入 2147 万元，同比下降 81.00%，毛利率 39.17%，同比增加 39.04pct。

2. 上半年业务回顾

基于消费者消费者追求精品内容以及内容制作供给侧改革效果初现的大背景，公司进一步坚定了践行“内容精品化、产业平台化、华流出海”三大战略的决心，一手抓业务拓展，一手抓管理赋能，严选项目、慎挑剧本、倾心打磨，提高电视剧主打产品的播出和成功概率，同时加快电影、综艺、经纪等新业务积累和扩张。

2.1. 全网剧

2018 年上半年，公司首播全网剧作品，取证 5 部，开机 6 部，首播 7 部，题材涵盖校园、都市、职场、励志、武侠、悬疑等，《谈判官》、《老男孩》位列上半年卫视黄金档收视率

前 10 名；《天盛长歌》也于 8 月 14 日登陆爱奇艺与芒果 TV，当前猫眼评分 8.3 分，豆瓣评分 7.5 分，网络累计播放量 4.9 亿，后续增长值得期待；《绝代双骄》《我只喜欢你》《蜜汁炖鱿鱼》等上半年开机剧集也已进入后期制作阶段。

表 1：华策影视 2018 年上半年全网剧首播情况

序号	剧名	首播时间	集数	卫视首播平台	互联网播出平台
1	《初遇在光年之外》	2018/1/31	38	—	优酷
2	《谈判官》	2018/2/4	43	湖南卫视	芒果 TV、爱奇艺、腾讯、优酷、搜狐
3	《老男孩》	2018/3/4	48	湖南卫视	爱奇艺
4	《梦想合伙人》	2018/3/12	27	—	爱奇艺
5	《雷霆战警》	2018/4/9	40	—	腾讯
6	《玄门大师》	2018/5/21	46	—	爱奇艺
7	《为了你，我愿意热爱整个世界》	2018/6/18	48	—	爱奇艺
8	《最亲爱的你》	2018/7/13	26	—	优酷
9	《甜蜜暴击》	2018/7/23	37	湖南卫视	芒果 TV、爱奇艺、腾讯、优酷
10	《天盛长歌》	2018/8/14	70	湖南卫视	芒果 TV、爱奇艺

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：华策影视 2018 年上半年取得发行许可证的全网剧（含网络播出备案证）

序号	剧名	集数	日期	发行许可证号/备案号	取证/备案单位
1	《雷霆战警》	40	2018/2	(广剧)剧审字(2018)第 002 号	陕西光中影视投资有限公司
2	《盛唐幻夜》	50	2018/6	(浙)剧审字(2018)第 011 号	浙江华策影视股份有限公司
3	《最亲爱的你》	26	2018/6	V0108283180601006	华策影业(天津)有限公司
4	《奔腾岁月》	49	2018/6	(浙)剧审字(2018)第 013 号	浙江华策影视股份有限公司
5	《天盛长歌》	70	2018/6	(沪)剧审字(2018)第 008 号	上海辛迪加影视有限公司

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：华策影视 2018 年上半年其他开拍剧进展情况

序号	剧名	题材	集数	进展情况	备注
1	《绝代双骄》	古装武侠	50	后期制作中	导演:邹集城、刘方;主演:胡一天、陈哲远
2	《我只喜欢你》	青春校园	36	后期制作中	导演:王之;主演:吴倩、张雨剑
3	《蜜汁炖鱿鱼》	都市爱情	42	后期制作中	导演:瞿友宁;主演:杨紫、李现

4	《完美关系》	都市职场	50	拍摄中	导演:安建;主演:黄轩、佟丽娅
5	《宸汐缘》	古代神话	60	拍摄中	导演:林玉芬;主演:张震、倪妮
6	《平凡的荣耀》	成长剧	42	拍摄中	导演:吕行;主演:赵又廷、白敬亭、乔欣
7	《资深少女的初恋》	都市爱情	40	拍摄中	导演:丁梓光;主演:宋茜、宋威龙
8	《完美芯机人》	科幻悬疑动作	30	拍摄中	导演:陈嫦;主演:马天宇、戚薇

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 电影

报告期内，公司参与投资、发行电影项目 4 个，累计票房 9.16 亿元。

表 4：华策影视 2018 年上半年上映电影情况

序号	名称	上映时间	公司身份
1	《勇敢者游戏》	2018/1/12	联合推广
2	《南极之恋》	2018/2/2	联合发行
3	《祖宗十九代》	2018/2/16	参投+主控宣发
4	《玛丽与魔女之花》	2018/4/28	联合推广

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 综艺

报告期内，公司投资制作、承制上星综艺项目 2 个，分别在浙江卫视、东方卫视播出。

表 5：华策影视 2018 年上半年制作综艺情况

序号	名称	播出时间	播出平台
1	《异口同声》	2018/2/17	浙江卫视
2	《青春同学会》	2018/5/19	东方卫视
3	817 苏宁头号买家发烧夜晚会	2018/8/17	PP 视频、苏宁易购 APP、微博、优酷

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 经纪业务

新签约艺人 4 名，实现收入 1.27 亿元。

3. 下半年业务计划

18 年下半年，公司项目储备丰富，持续发力，全网剧预计开机 12 部，电影项目预计将上映 9 部，预计联合淘宝、抖音和浙江卫视制作两档综艺节目。

表 6：华策影视 2018 年下半年全网剧生产计划

序号	剧名	题材	集数	时间计划
1	《我的莫格利男孩》	当代都市	50	计划 2018H2 开机
2	《一代军师》	古装权谋	70	计划 2018H2 开机
3	《你是我的城池营垒》	都市爱情	40	计划 2018H2 开机
4	《就喜欢你看不惯我的样子》	当代科幻	36	计划 2018H2 开机
5	《加油，你是最棒的》	青春励志	45	计划 2018H2 开机

6	《灰太狼，来了》	当代都市	36	计划 2018H2 开机
7	《新东游记》	古代神话	48	计划 2018H2 开机
8	《资深少女的初恋》	都市爱情	40	计划 2018H2 开机
9	《拾光里的我们》	都市爱情	24	计划 2018H2 开机
10	《八千里路云和月》	古装历史	50	计划 2018H2 开机
11	《带电的你》	青春都市	24	计划 2018H2 开机
12	《探幽录》	古装悬疑	24	计划 2018H2 开机

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 7：华策影视 2018 年下半年电影上映计划

序号	名称	方式	时间计划
1	《反贪风暴 3》	主控投资、主控宣发	计划 2018H2 上映
2	《魔女》	主控投资、主控宣发	计划 2018H2 上映
3	《最长 1 枪》	参投	计划 2018H2 上映
4	《战斗民族养成记》	参投、主控宣发	计划 2018H2 上映
5	《切小金家的旅馆》	参投、主控大陆宣发	计划 2018H2 上映
6	《地球最后的夜晚》	主控投资、主控宣发	计划 2018H2 上映
7	《我爱喵星人》	主控投资、主控宣发	计划 2018H2 上映
8	《朝花夕誓——于离别之朝束起约定之花》	批片	计划 2018H2 上映
9	《名侦探柯南:零之执行人》	批片	计划 2018H2 上映

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 8：华策影视 2018 年下半年综艺制作计划

序号	名称	播出时间	播出平台
1	淘宝造物节	2018/9/13	线下活动
2	抖音美好生活奇妙夜暨浙江卫视秋季盛典	2018/10/19	浙江卫视、抖音

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 投资建议

今年影视内容端，在演员薪酬、税收、限价等传闻扰动下持续调整，但最悲观预期正在减缓，同时在行业逐渐规范下，洗牌将加速，根据广电总局统计，持有《电视剧制作许可证（甲种）》的机构数从 2014 年的 137 家降至 2018 年的 113 家，供给侧优化，获得市场认可的龙头企业优势价值有望提升，关注监管更确定信号后的龙头修复机会。我们预计公司 18-20 年净利润分别为 7.82 亿元/10.01 亿元/12.18 亿元，同比增长 23.3%/28.0%/21.7%，对应 PE 分别为 20.7x/16.2x/13.3x，维持买入评级。

风险提示：全网剧进度不达预期，应收账款回收不达预期，内容监管趋严

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,530.24	1,665.52	5,580.24	3,964.10	7,453.30
应收账款	3,042.38	4,119.98	4,111.73	6,271.40	5,670.29
预付账款	512.70	443.31	716.44	694.40	953.77
存货	1,819.00	2,645.50	2,500.61	3,925.09	3,485.30
其他	111.77	366.42	270.14	312.38	324.26
流动资产合计	**7,016.10**	**9,240.73**	**13,179.15**	**15,167.37**	**17,886.92**
长期股权投资	757.38	668.59	668.59	668.59	668.59
固定资产	35.39	28.74	18.82	8.91	(1.00)
在建工程	3.05	1.65	4.65	7.65	10.65
无形资产	5.37	1.66	3.76	4.51	3.97
其他	2,566.56	2,597.55	2,568.66	2,564.07	2,548.89
非流动资产合计	**3,367.75**	**3,298.18**	**3,264.48**	**3,253.73**	**3,231.09**
资产总计	**10,383.85**	**12,538.91**	**16,443.63**	**18,421.10**	**21,118.00**
短期借款	845.00	930.00	2,665.49	2,292.78	3,590.15
应付账款	1,027.52	1,618.37	1,197.42	2,469.55	1,673.75
其他	828.94	2,592.03	1,533.87	2,430.15	1,736.18
流动负债合计	**2,701.46**	**5,140.41**	**5,396.78**	**7,192.47**	**7,000.09**
长期借款	1,171.24	390.90	819.54	0.00	278.24
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.88	0.77	2.32	1.55	1.94
非流动负债合计	**1,175.13**	**391.66**	**821.87**	**1.55**	**280.17**
负债合计	**3,876.58**	**5,532.07**	**6,218.65**	**7,194.02**	**7,280.26**
少数股东权益	129.01	105.54	107.11	108.11	109.33
股本	1,746.63	1,769.70	1,774.45	1,774.45	1,774.45
资本公积	2,848.83	2,970.44	5,113.68	5,113.68	6,504.86
留存收益	4,714.71	5,417.98	8,343.42	9,344.52	11,953.96
其他	(2,931.91)	(3,256.83)	(5,113.68)	(5,113.68)	(6,504.86)
股东权益合计	**6,507.27**	**7,006.84**	**10,224.99**	**11,227.08**	**13,837.74**
负债和股东权益总	**10,383.85**	**12,538.91**	**16,443.63**	**18,421.10**	**21,118.00**

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	490.85	635.91	782.20	1,001.09	1,218.26
折旧摊销	21.76	26.53	11.81	13.16	14.46
财务费用	66.79	87.34	118.26	135.10	135.99
投资损失	(27.36)	(32.59)	(22.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(1,405.24)	(285.36)	(1,278.61)	(1,529.02)	(656.10)
其它	162.70	274.49	1.57	1.00	1.22
经营活动现金流	**(690.50)**	**706.32**	**(386.77)**	**(408.66)**	**683.82**
资本支出	628.03	(86.11)	5.44	7.78	6.61
长期投资	516.21	(88.79)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,429.88)	(29.82)	9.56	15.22	16.39
投资活动现金流	**(1,285.65)**	**(204.72)**	**15.00**	**23.00**	**23.00**
债权融资	2,366.77	2,071.79	4,035.74	2,943.58	4,469.15
股权融资	(10.19)	(154.86)	2,322.53	(131.90)	1,260.01
其他	(1,133.60)	(2,233.25)	(2,071.79)	(4,042.15)	(2,946.78)
筹资活动现金流	**1,222.98**	**(316.32)**	**4,286.48**	**(1,230.47)**	**2,782.37**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(753.17)**	**185.28**	**3,914.71**	**(1,616.13)**	**3,489.19**

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**4,444.98**	**5,245.59**	**6,564.99**	**7,928.21**	**9,316.62**
营业成本	3,318.72	3,851.68	4,747.55	5,729.42	6,719.98
营业税金及附加	17.39	21.24	26.26	31.71	37.27
营业费用	322.68	327.57	420.16	491.55	559.00
管理费用	198.01	282.24	393.90	443.98	512.41
财务费用	62.76	96.23	118.26	135.10	135.99
资产减值损失	90.20	52.78	90.00	95.00	110.00
公允价值变动收益	(1.54)	(0.94)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	27.36	32.59	22.00	30.00	30.00
其他	(51.65)	(120.10)	(44.00)	(60.00)	(60.00)
营业利润	**461.04**	**702.30**	**790.86**	**1,031.44**	**1,271.97**
营业外收入	104.09	5.87	85.00	87.00	88.00
营业外支出	6.31	4.23	5.00	5.00	5.00
利润总额	**558.82**	**703.94**	**870.86**	**1,113.44**	**1,354.97**
所得税	67.97	68.02	87.09	111.34	135.50
净利润	**490.85**	**635.91**	**783.77**	**1,002.10**	**1,219.48**
少数股东损益	12.38	1.48	1.57	1.00	1.22
归属于母公司净利润	**478.47**	**634.43**	**782.20**	**1,001.09**	**1,218.26**
每股收益（元）	0.27	0.36	0.44	0.56	0.69

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	67.27%	18.01%	25.15%	20.77%	17.51%
营业利润	-3.17%	52.33%	12.61%	30.42%	23.32%
归属于母公司净利润	0.63%	32.60%	23.29%	27.98%	21.69%
获利能力					
毛利率	25.34%	26.57%	27.68%	27.73%	27.87%
净利率	10.76%	12.09%	11.91%	12.63%	13.08%
ROE	7.50%	9.19%	7.73%	9.00%	8.87%
ROIC	10.65%	11.82%	13.31%	14.11%	14.12%
偿债能力					
资产负债率	37.33%	44.12%	37.82%	39.05%	34.47%
净负债率	-17.63%	-0.29%	17.55%	-30.26%	2.07%
流动比率	2.60	1.80	2.44	2.11	2.56
速动比率	1.92	1.28	1.98	1.56	2.06
营运能力					
应收账款周转率	1.75	1.46	1.60	1.53	1.56
存货周转率	2.66	2.35	2.55	2.47	2.51
总资产周转率	0.48	0.46	0.45	0.45	0.47
每股指标（元）					
每股收益	0.27	0.36	0.44	0.56	0.69
每股经营现金流	-0.39	0.40	-0.22	-0.23	0.39
每股净资产	3.59	3.89	5.70	6.27	7.74
估值比率					
市盈率	33.79	25.48	20.67	16.15	13.27
市净率	2.53	2.34	1.60	1.45	1.18
EV/EBITDA	36.52	24.47	14.65	11.88	8.49
EV/EBIT	37.32	24.84	14.84	12.02	8.57

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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