公司深度

华策影视（300133）

传媒 | 文化传媒

行业调整阶段，龙头竞争优势凸显

2018 年 12 月 04 日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 11.2-12.32 元

交易数据

当前价格（元）	8.93
52 周价格区间（元）	8.49-13.55
总市值（百万）	16023.95
流通市值（百万）	12482.71
总股本（万股）	177452.36
流通股（万股）	138235.97

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
华策影视	-16.7	-5.15	-13.31
文化传媒	1.82	-2.58	-22.06

何晨	**分析师**
执业证书编号：S0530513080001	0731-84779574
hechen@cfzq.com	
何颖	**研究助理**
heying@cfzq.com	0731-89955758

相关报告

1 《华策影视：华策影视（300133）2018 年三季报点评：经营稳健，龙头业绩稳步增长中》2018-11-01

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	4444.98	5245.59	6556.99	7933.95	9328.74
净利润（百万元）	478.47	634.43	782.33	1001.79	1182.01
每股收益（元）	0.27	0.36	0.44	0.56	0.67
每股净资产（元）	3.59	3.89	4.31	4.91	5.49
P/E	33.12	24.98	20.26	15.82	13.41
P/B	2.48	2.30	2.07	1.82	1.63

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：

- **行业进入调整期，精品化趋势确立，成本结构改善。**自去年以来行业开始发生一系列变化，概括为以下四点：1）行业监管从严，主要针对内容价值导向、内容制作成本结构、行业税收三大方面；2）供给端出清，上游演员成本有下降趋势；3）观众审美体验丰富，内容精品化趋势确立，传导至渠道方体现的是购剧需求发生变化，并进一步倒逼上游内容方做出改变；4）下游渠道内容支出压力居高不下，加大自制投入占比。通过分析电视剧产业链变化情况，我们对行业的增长阶段以及影视剧制作公司的增长逻辑进行总结，得出以下三点结论：1）目前电视剧行业已告别高增长时代，进入调整阶段；2）电视剧产能短期难以扩张，行业有效供给不足以及优质内容的稀缺性使得头部剧价格大概率继续上涨；3）精品化趋势确立，行业成本结构有望改善，利好龙头市场份额提升。

- **精品剧稳定、持续输出，探索多领域、全球化布局。**华策影视竞争优势突出，无论是电视剧产量还是质量均位居行业第一。从财务情况、经营能力来看，公司与同行业相比运营能力更强、品牌效应与产品力也更具优势。其率先建成的工业化生产体系，将大数据分析应用于内容 IP 收集评估、影视制片、渠道合作等各方面，保障精品内容的稳定输出。此外公司加快内容衍生领域布局，在电视剧出海、艺人经纪、广告营销等方面取得较快发展，未来有望逐步贡献业绩。

- **给予“推荐”评级。**公司是稳健成长的全网剧龙头，业绩保持较快增长，具备完善的工业化制作体系，竞争优势明显优于同行业，未来看好公司受益于头部剧价格上涨、行业格局改善以及衍生业务布局带来的成长空间。我们预计公司 2018-2020 年实现营业收入 65.57/79.34/93.29 亿元，归母净利润 7.82/10.02/11.82 亿元，EPS 为 0.44/0.56/0.67 元，当前股价对应 PE 为 20.48/16.00/13.56 倍。参考同行业估值水平并考虑公司龙头地位带来的估值溢价，给予公司 2019 年 20-22 倍 PE，对应合理价格区间为 11.2-12.32 元，给予“推荐”评级。

- **风险提示：行业监管进一步趋严，精品剧项目推进不及预期，视频网站缩减内容支出成本**

内容目录

1 公司简介：稳健成长的全网剧龙头 4
1.1 发展历程 4
1.2 股权结构稳定，人才激励机制完善 4
1.3 电视剧为主营业务，收入占比超过 85% 6
2 行业分析：监管趋严，精品化趋势确立，行业进入调整期 7
2.1 电视剧产业链介绍 7
2.2 行业变化明显，监管趋严，市场加速出清 8
2.3 行业发展进入新阶段，产量难以扩张，价格有升有降，龙头集中度提升 11
3 业绩稳定增长，财务指标边际改善 11
3.1 上市后营收和利润均实现稳步增长 11
3.2 毛利率逐步回升，费用率相对稳定 12
3.3 现金流有所改善，预收款项提升明显 13
4 精品剧稳定、持续输出，探索多领域、全球化布局 14
4.1 精品剧龙头地位稳固，竞争优势明显 14
4.2 工业化生产体系保障精品剧持续输出 15
4.3 加快内容衍生领域布局 17
5 盈利预测与投资评级 19
6 风险提示 20

图表目录

图 1：华策影视历史沿革 4
图 2：华策影视股权结构及主要参控股公司 5
图 3：近几年收入结构变化 6
图 4：近几年毛利结构变化 6
图 5：近几年分业务收入同比增速 7
图 6：电视剧产业链介绍 8
图 7：电视剧制作备案公示数量变化 10
图 8：全国生产完成并获得发行许可的电视剧总量 10
图 9：近几年公司业绩增长情况 12
图 10：单季度业绩增长情况 12
图 11：近几年公司盈利能力变化 13
图 12：近几年公司三项费用率变化 13
图 13：公司经营性现金流变化情况 13
图 14：公司预收款项变化情况 13
图 15：华策影视获得发行许可的电视剧数量及市场份额 14
图 16：2017 年获得发行许可的电视剧市场份额对比 14
图 17：2017 年度播放量前 10 剧目中华策录得 3 部 14
图 18：华策影视电视剧剧集份额和播放量份额 14
图 19：克顿传媒运营体系 16
图 20：华策影视调整后的组织结构图 16
图 21：华策影视海外业务收入、毛利及增速 18

图 22：华策经纪业务收入、毛利及增速 18

表 1：上市后积极推出股权激励计划 5
表 2：近期影视行业监管政策梳理 9
表 3：几家电视剧公司 2017 年财务数据对比 15
表 4：华策影视 2018 年精品剧项目储备情况 17
表 5：华策影视分业务收入及增速预测，单位（亿元） 19

1 公司简介：稳健成长的全网剧龙头

1.1 发展历程

华策影视成立于 2005 年，2009 年完成股份制改造，并于 2010 年在深交所创业板上市，公司自成立以来专注于影视剧制作、发行及衍生业务，处于行业第一梯队。上市后，公司巩固内生发展，加快投资并购步伐，快速成长为电视剧行业龙头。

整体来看，华策影视的成长可划分为三个阶段。第一阶段（2005-2009 年）为发展初期，公司快速发展电视剧主业，市场认可度逐步提升，2009 年公司年产集数接近 300 集，打入民营制作机构第一梯队。第二阶段（2010-2014 年）为上市腾飞，公司经过前期发展后顺利于 2010 年在创业板上市，上市后加快投资并购步伐，2013 年收购海宁华凡 60%股权，布局艺人经纪业务，2014 年完成收购克顿传媒 100%股权，市场份额快速提升，确立了公司行业龙头地位。第三阶段（2015-至今）为开启新战略，2015 年公司顺应行业新趋势，将传统影视剧内容全面升级为全网剧，并提出 SIP 战略，围绕超级 IP（SIP）进行产品矩阵的开发，同时公司于 2015 年完成 20 亿元的定增，超过一半的资金用于内容制作升级，包括网络剧、电影、综艺等内容生产。2016 年公司向“SIP+X”战略升级，切入二次元、游戏、艺人经纪等领域，建设多元化内容生态圈。2018 年公司坚定“内容精品化、产业平台化、华流出海”的战略，精品内容层出不穷，头部剧市场份额排名第一，同时加快电影、综艺、艺人经纪等新业务的积累和扩张，完善影视内容全产业链布局。

图 1：华策影视历史沿革

第一阶段（2005-2009 年）发展初期	第二阶段（2010-2014 年）上市腾飞	第三阶段（2015-至今）开启新战略
2005 年，华策影视成立； 2008 年，开始发展电影业务； 2009 年，完成股份制改造，年产电视集数接近 300 集，位于民营制作机构第二位； **代表作品：**《万卷楼》、《倾城之恋》等。	2010 年，创业板上市； 2013 年，收购海宁华凡 60%股权，布局艺人经纪业务； 2014 年，完成收购克顿传媒，奠定龙头地位； **代表作品：**《雪豹》、《钟馗传说》等。	2015 年，传统影视剧全面升级为全网剧，并开启 SIP 战略，同时完成 20 亿的定增； 2016 年，从 SIP 战略向 SIP+X 战略升级，建设多元化内容生态圈； **代表作品：**《三生三世十里桃花》等。

资料来源：财富证券，公司公告

1.2 股权结构稳定，人才激励机制完善

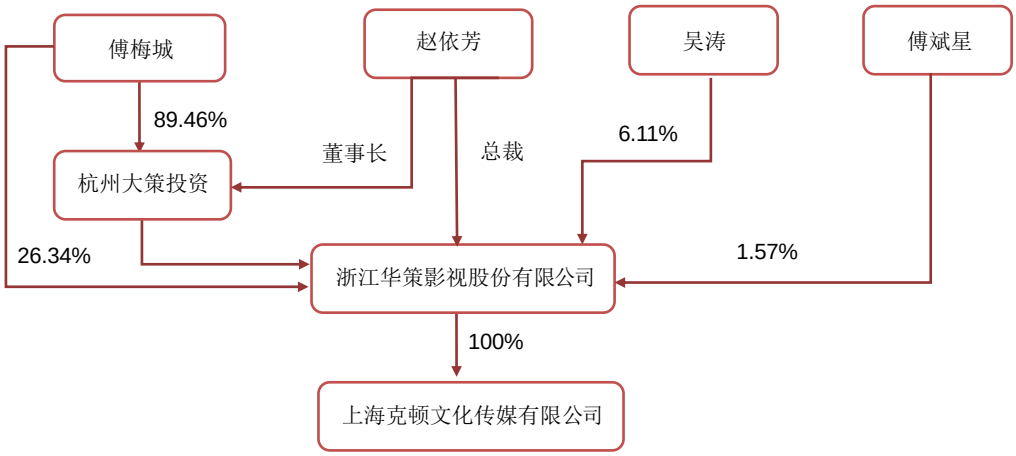
公司股权结构稳定，实际控制人为创始人傅梅城、赵依芳夫妇，实控人控股比例为 44.16%，其中，傅梅城为公司控股股东，直接持股 26.34%，并通过控股杭州大策投资间接持有公司 17.82%股份，赵依芳担任公司总裁，并未持有公司股份。

前十股东中，第三股东吴涛为克顿传媒创始人，2014 年并购时引入，持股比例 6.11%，第四、六、九、十股东为 2015 年定增时引入的机构投资者，其中鼎鹿中原背后投资人为

百度系，持股比例 4.94%，这部分限售股将于 2018 年 11 月 27 日解禁，第七股东傅斌星为实控人之女，于 2018 年 6 月受让公司员工持股计划到期的股票，持股比例 1.57%，其他前十股东均为机构投资者，前十股东合计持股比例 67.59%，持股较为集中。

公司高管团队行业经验丰富，总裁赵依芳女士从业三十多年，曾任东阳市电视台台长、东阳市广电局副局长等职位，对影视行业理解较深，一直是华策影视制作、发行等团队的领导者。副总裁杜昉先生为著名电视人，曾任浙江卫视副总监兼节目中心主任、酷 6 传媒首席执行官，拥有近 20 年电视节目策划制作经验，代表作有《我爱记歌词》、《中国梦想秀》、《中国好声音》等。

图 2：华策影视股权结构及主要参控股公司



资料来源：财富证券，公司公告

公司重视人才培养和激励，上市后做了两次股权激励计划和一次员工持股计划。上市初期，公司正处于快速发展阶段，对人才需求十分迫切，2012 年初完成第一期股票期权激励计划，激励对象包括公司高管及核心技术（业务、管理）人员共 56 人，2015 年公司为充分调动董事、高管及核心员工的积极性，推出员工持股计划，募集资金 2.27 亿元，持股比例 1.57%，2018 年公司董事傅斌星（实控人之女）受让员工持股计划股份。以上两次激励计划公司均顺利完成业绩考核目标，业绩实现较快增长。

2017 年在公司转型 SIP 战略初显成效、搭建起工业化生产运营平台之际，公司推动第二期股权激励计划，本次计划激励对象共 338 人，激励范围较为广泛，对应业绩考核条件为：2017/2018/2019 年净利润分别不低于 6.5/7.8/10 亿元，或营收不低于 52/65/75 亿元。2017 年公司已完成业绩考核目标，2018、2019 年业绩增长可期。

表 1：上市后积极推出股权激励计划

时间	激励形式	激励人数	激励对象	业绩考核条件
2012 年	股票期权激励	56	高管及核心技术人员	以 2010 年净利润为基础，2011/2012/2013 净利润增速不低于 30%/70%/130%或加权平均 ROE 不低于 9%/10%/11%
2015 年	员工持股	不超过 450	董事、监事、高管、中层管理人员和基	以 2014 年净利润为基数，2015/2016/2017 年扣非净利润

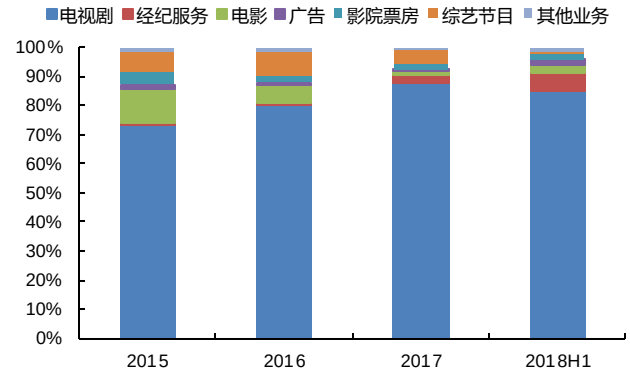
			层优秀员工	增速不低于 20%/44%/73%
2017 年	股票期权激励	338	董事、高管、中层管理人员和核心骨干	2017/2018/2019 净利润不低于 6.5/7.8/10 亿元或营收不低于 52/65/75 亿元

资料来源：财富证券，公司公告

1.3 电视剧为主营业务，收入占比超过 85%

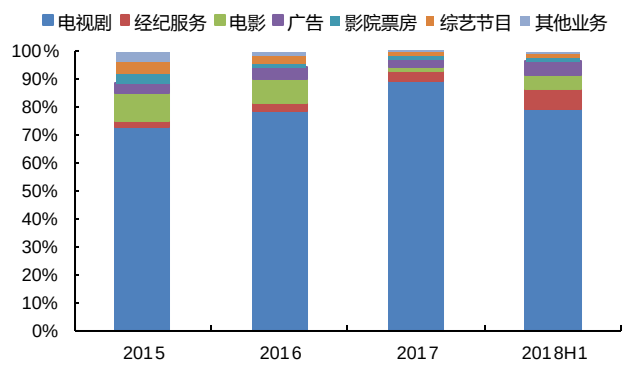
公司主营业务包括全网剧、综艺节目、电影三大内容的投资、制作与发行，艺人经纪及整合营销等业务。其中电视剧业务为公司核心主业，贡献绝大部分收入和毛利，且近几年来随着公司电视剧业务品牌力和影响力的逐步提升，电视剧业务发展迅速，收入和毛利占比逐年上升，2017 收入占比达 88%，毛利占比接近 90%。另外值得注意的是，2018 年以来广告和艺人经纪业务实现较快发展，2018H1 广告业务和艺人经纪业务收入占比分别提升 0.79/3.22pct 至 1.88%/5.83%，毛利占比分别提升 3.32/2.49pct 至 5.15%/6.79%。

图 3：近几年收入结构变化



资料来源：财富证券，wind

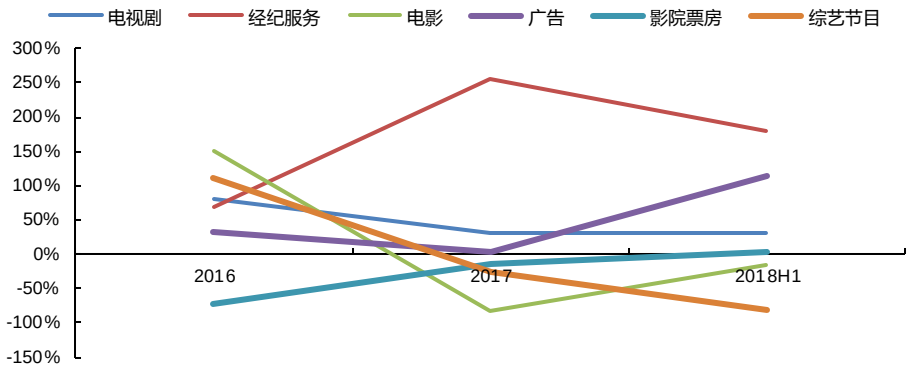
图 4：近几年毛利结构变化



资料来源：财富证券，wind

从近几年分业务收入增速来看，核心的电视剧业务保持平稳增长，收入由 2015 年的 19.56 亿元增长至 2017 年的 46.04 亿元，三年复合增速 33.02%，2018H1 电视剧业务收入同比增长 29.58%，主要原因系近几年来公司电视剧产品实现量价齐升，电视剧销售渠道中视频网站的加入带动电视剧单集价格明显上升，公司自身头部剧产出也在不断增加。其他业务中，电影和综艺业务占比较小，收入呈逐年下滑趋势，因体量较小对整体影响不大。艺人经纪业务自 2017 年收入增速均超过 100%，一方面由于业务基数较低，更主要的原因系公司依托自身精品剧的口碑和热度带动相关艺人知名度的提升，从而实现艺人经纪业务的快速发展，同时随着内容营销的持续推进，公司广告业务取得较快发展，2018H1 广告业务收入增速达 114.68%，虽然目前这两项业务基数偏低，整体占比并不高，但发展速度较快，且毛利率较高，未来有望贡献更多业绩。

图 5：近几年分业务收入同比增速



资料来源：财富证券，wind

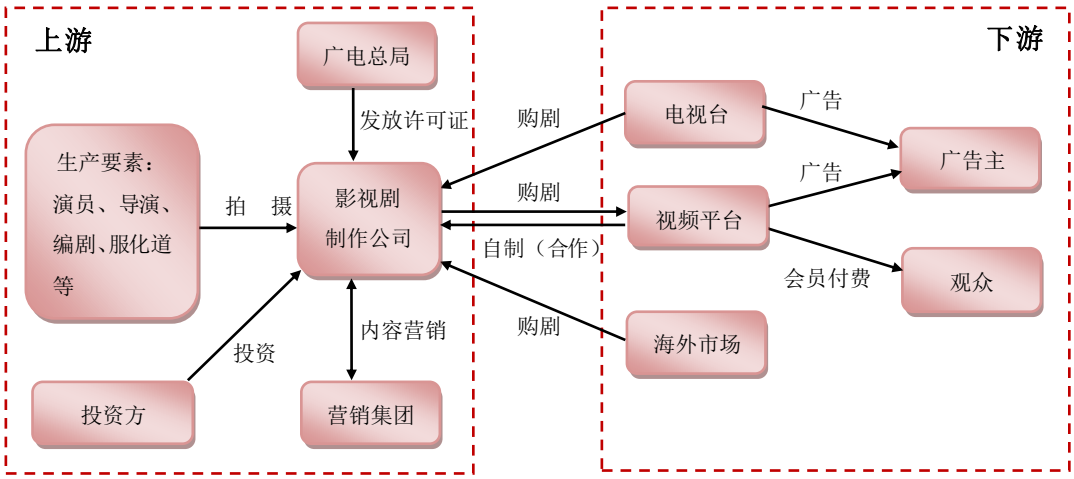
2 行业分析：监管趋严，精品化趋势确立，行业进入调整期

2.1 电视剧产业链介绍

电视剧产业链可大致分为上游内容方、下游渠道方以及行业监管机构。上游内容方主要是电视剧制作公司，负责电视剧的拍摄，围绕电视剧制作公司有包括演员、导演、编剧、服化道等生产要素，对制作公司或相应电视剧作品进行投资的投资方，与制作方展开内生营销合作的广告营销公司以及对生产内容进行监管、发放电视剧放映许可证的广电总局。电视剧制作公司通过拍摄电视剧，并向下游销售电视剧获取销售收入。根据项目投资规模和制作风险的不同，制作方会考虑分出部分投资比例给其他投资方，这样会导致电视剧毛利率有所下滑，另外由于电视剧从前期剧本创作、中期拍摄、后期制作完成到拿到播放许可证并顺利实现销售确认收入会经历较长的时间，经常跨越一个会计年度，加之前期资金投入较大，后续销售回款也与电视剧播出时间有关，因此电视剧制作公司的经营性现金流呈明显波动态势，这样更加考验电视剧制作方的制作、资金、团队的综合实力。目前国内头部制作公司有华策影视、慈文传媒、新丽传媒、柠萌影业等。

下游主要是电视剧销售渠道以及观众，目前主流的电视剧销售渠道包括互联网视频平台和电视台，电视台主要通过广告招商获取收入，视频平台则通过广告和会员付费来实现收入变现。下游渠道方对于内容的投入很大程度决定了上游电视剧制作方的市场空间。过去两到三年，下游渠道经历了由以电视台为主逐步向互联网视频网站转移的过程，视频平台为了快速获取用户，持续增加内容投入，助推电视剧价格一路上涨，上游内容制作方享受了精品剧量价齐升的过程，收入和利润均保持较快增长。但同时渠道对流量的过度追求间接使得演员薪酬水涨船高，这给下游渠道和制作方均带来较大成本压力。另外，除了以上两大主流渠道，海外市场也开始增长，许多优秀电视剧作品远销海外。根据奈飞的用户增长和分布情况（海外用户占比达 55%，新增用户超过 70%来自海外），我们有理由相信未来随着国产电视剧内容品质逐步提升，海外市场有望成为国内电视剧销售的重要渠道之一。

图 6：电视剧产业链介绍



资料来源：财富证券

2.2 行业变化明显，监管趋严，市场加速出清

2014 年以来，电影和电视剧市场的赚钱效应吸引了众多资本快速进入行业，影视公司 IPO 和并购重组拉开序幕，这一方面推动了行业的发展，但另一方面资本逐利的本性也使得行业发展过热，众多行业乱象亟待匡正，这也是近期行业监管加强的一大原因。自去年以来行业开始发生一系列变化，我们梳理并分析了产业链各环节的改变，来为行业投资决策提供一些依据。

变化一：行业监管从严，主要针对内容价值导向、内容制作成本结构、行业税收三大方面。去年 9 月国家广电总局等五部委联合发布《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》，《通知》从电视剧内容价值导向、制作成本结构、电视剧收视率等十四个方面对电视剧产业发展做出宏观层面的指引，此后监管细则陆续推出且保持持续趋严的态势。

具体来看，监管主要针对内容价值导向、内容制作成本结构、行业税收三大方面。第一，内容价值导向方面要求视听节目须弘扬社会主义核心价值观，传播正能量，这一类作品无论在审核、播映还是宣传等方面均具备一定优势，而相应的对于低俗、低质量的内容，监管当局也会加强审核。第二，对于内容制作成本结构主要是针对演员片酬畸高问题的监管，从监管部门到播放渠道和制片方，自上而下地限制演员片酬占制作总成本的比重，短期看，一线演员大多处于观望状态，片酬难以明显下降，但中长期看，强监管作用下，演员片酬有望收敛至较合理状态。第三，对于行业税收问题，加强影视行业税收监管已成定局，目前仍处于企业自查阶段，未来随着调查结束，相关部门大概率会出台更详细的影视行业税收征收细则，后续税收优惠享受条件和门槛或将提高。过去享受诸多税收优惠（尤其是霍尔果斯地区税收优惠）且体量较小的公司短期或将面临税收骤增带来的业绩压力，而规范运营、正常纳税、体量较大的龙头企业受影响程度有限。

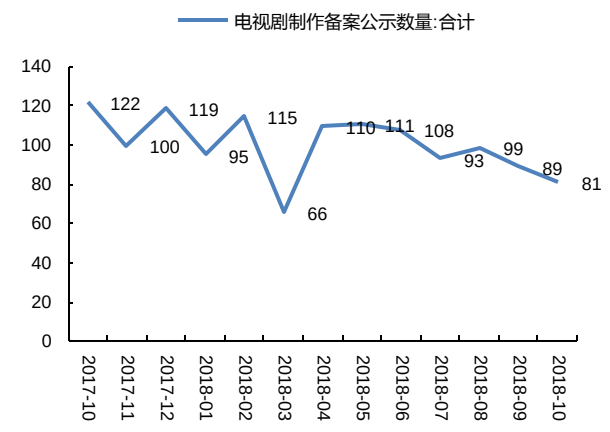
表 2：近期影视行业监管政策梳理

时间	发布机构/平台	核心内容/具体行动
2017.09.08	国家广电总局等五部委联合发布《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》	1、引导和扶持原创、重大革命历史题材等精品内容；2、建立和完善科学合理的电视剧投入、分配机制，综艺节目、网络剧参照电视剧规定执行；3、统筹电视剧、网络剧管理，对重点网络剧实行备案管理等。
2017.09.22	中广电联制片委员会等联合发布《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》	1、全部演员总片酬不超过制作总成本的 40%，其中主要演员不超过总片酬的 70%，其他演员不低于总片酬的 30%；2、超出 40%的情况需向相关部门备案说明等。
2018.02.08	国家广电总局联合地方广电局	严肃整治网上低俗炒作、不良有害视听节目。开展针对网络平台上歪曲红色经典、散布血腥暴力等视听节目的整治行动，持证视听网站清理相关账号，彻底删除相关节目链接。
2018.03.16	国家广电总局发布《关于进一步规范网络视听节目传播秩序的通知》	1、坚决禁止非法抓取、剪拼改编视听节目的行为；2、加强网上片花、预告片等视听节目管理；3、加强对各类节目接受冠名、赞助的管理；4、要求各级广电机构严格落实属地管理责任。
2018.04.03	霍尔果斯国税局发布公告	要求在当地进行纳税申报且 2017 年经营利润占营收比重超过 50%的企业进行税务自查（自查名单以影视文化类企业为主），享受相应税收政策的前置条件包括企业必须实体落地、一址一证、有相应的人员配备并为其缴纳社保等。
2018.04.04	国家广电总局	针对短视频内容不当等问题约谈快手和火山小视频，次日快手和火山小视频 APP 在安卓系统下架，并扩大内容审核人员队伍。
2018.04.04	三大视频平台呼吁规范影视秩序，抑制高片酬等行业乱象	1、共同抑制不合理高片酬现象，不以明星唯一论；2、进一步规范剧组工作流程；3、逐步建立劣迹演员名单库，对此类演员实行预警机制，谨慎聘用。
2018.08.11	三大视频平台联合六大制片公司发布《关于抑制不合理片酬、抵制行业不正之风的联合声明》	1、严格执行有关部门此前提出的关于演员薪酬的要求；2、三家网站和六大制作公司采购或制作的影视剧，单个演员单集含税片酬不超过 100 万，含税总片酬不超过 5000 万，明确片酬税费由演员方承担；3、协同建立黑名单机制，同抵制偷逃税、“阴阳合同”等违法行为。
2018.09.12	国家电影局推出限制电影票补等政策	包括停止一切线上票补（第三方和影院自有渠道），限制第三方售票手续费，限制线上售票商结算周期，网络售票平台数据同步等。
2018.10.02	国家税务总局发布《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》	1、自查自纠，明确自 2018.10.01 起，制片公司等企业及行业高收入人群对 2016 年以来的申报纳税情况进行自查自纠，2018 年 12 月底前主动补缴税款的企业与个人免予行政处罚，不予罚款；2、督促纠正，2019 年 1 月至 2 月底，有针对性地督促提醒相关纳税人进一步自我纠正，对经提醒后自我纠正的纳税人，可依法从轻处理；3、重点检查，2019 年 3 月至 6 月底，结合前两者情况，对拒不纠正企业及从业人员开展重点检查，并依法严肃处理；4、总结完善，2019 年 7 月底前，根据规范秩序过程中的突出问题，建立健全影视行业税收管理的长效机制。
2018.11.09	国家广电总局发布《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》	针对内容价值导向、明星嘉宾片酬、收视率等问题作出进一步强调和说明，具体措施：1、各广电主管部门要进一步加强结构化管理和宏观调控，严格控制偶像养成类节目，严格控制影视明星子女参与的综艺娱乐和真人秀节目，减少影视明星参与的娱乐游戏、真人秀、歌唱类选拔等节目播出量；2、政府资金、免税的公益基金不得参与投资娱乐性、商业性强的电视剧网络剧；3、广播与电视、上星频道与地面频道、网上与网下要坚持统筹管理、统一标准等。

资料来源：财富证券，国家广电总局、国家税务总局等

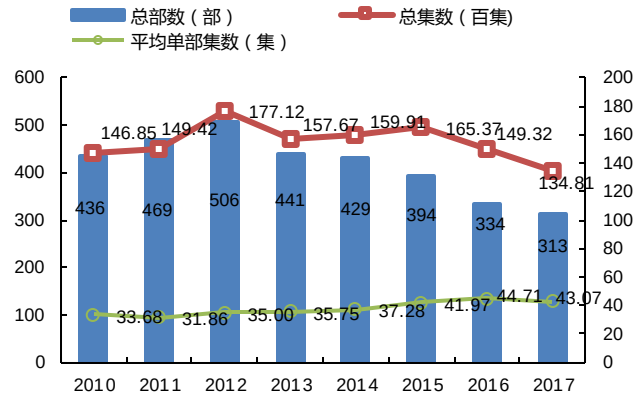
变化二：供给端出清，上游演员成本有下降趋势。随着政策监管趋严、项目投资风险加大以及投资回报率下降，资本逐步退潮，影视行业短期进入低谷，供给端开始出清，一方面体现在电视剧制作许可证（甲种）持证机构数量明显下降，由 2014 年的 137 家下降至 2018 年的 113 家，另一方面，今年 Q3 以来，受行业严查税收、流动性吃紧以及演员限薪的影响，制作方经营压力加大，电视剧制作备案数和开机数明显减少，2018 年 6 月以来，电视剧制作备案数环比持续下降（8 月略有回升，但幅度并不明显），同时今年 Q3 电视剧开机数大幅低于去年同期，开机数下降会直接影响明年可供上线新剧数量，供给端将出现一定程度收缩。另外，根据行业龙头的直观感受，在监管加强和开机数减少的作用下，Q3 部分一线演员片酬开始出现下降，但下降趋势能否延续仍有待观察。

图 7：电视剧制作备案公示数量变化



资料来源：财富证券，国家广播电视总局

图 8：全国生产完成并获得发行许可的电视剧总量



资料来源：财富证券，国家广播电视总局

变化三：观众审美体验丰富，内容精品化趋势确立，传导至渠道方体现的是购剧需求发生变化，并进一步倒逼上游内容方做出改变。自今年以来，我们能明显感受到，过去纯靠大明星拉高收视率和点击量的电视剧在当下已经难以取得良好效果，观众审美体验越来越丰富，开始注重剧本质量、制作水准、演员演技等因素，例如，暑期热播网络剧《延禧攻略》表现亮眼，作品中的服化道受到观众一致好评，新演员演技也可圈可点，这部剧的热播直接拉动爱奇艺付费会员数的增长，而类似《斗破苍穹》、《武动乾坤》等前期备受期待的大剧最终表现平平。在此情况下，渠道方也将根据观众的口味来调整购剧需求，不再单纯以量取胜，而是更加注重内容品质，渠道方购剧需求的变化将进一步倒逼上游内容方不断增强自身制作能力，提高优质内容产出，同时长期来看，演员薪酬占比下降，制作方可将更多的成本投向内容本身，制作成本结构趋于合理，这对行业长远发展也是十分有利的。

变化四：下游渠道内容支出压力居高不下，加大自制投入占比。下游渠道的购买力决定了上游内容方的增长空间。电视台受变现能力影响，购买力相对有限，尤其是在电视广告市场增长式微甚至有所下滑的情况下，电视台对于高额的内容支出显现出较大压力。三大视频平台背靠 BAT 资本方，资金相对充裕，但也承受着巨大的内容支出压力，目前视频平台均处于亏损状态。互联网视频行业的庞大市场空间决定了三家平台任何一方都不会放弃对用户和市场的争夺，故未来较长的一段时间内，下游渠道依然会保持内容高投入。但是，我们也可以看到，视频平台开始尝试改变这一现状，包括加大广告和

会员付费变现，以及通过加强自制内容投入来增强货币化率，进而达到控制成本的效果，短期视频平台制作能力有限，大多仍选择与专业制作公司合作，通过定制剧等方式实现自制。

2.3 行业发展进入新阶段，产量难以扩张，价格有升有降，龙头集中度提升

通过分析电视剧产业链变化情况，我们对行业的增长阶段以及影视剧制作公司的增长逻辑进行总结，并得出以下三点结论。

1、目前电视剧行业已告别高增长时代，进入调整阶段。在行业发展早期基数相对较低，下游需求旺盛和上游电视剧产能扩张带来了行业的快速增长，此时市场是较为分散的；进入行业发展中期，互联网快速发展带动视频平台崛起，下游渠道增加带来内容需求快速扩张，这个阶段电视剧价格上涨明显（尤其是头部剧价格），为制片公司带来一波量价齐升的红利，同时资本快速进入，外延并购加速，行业集中度明显提升，涌现出多家优质龙头企业；当前阶段，前期快速发展积累的类似高商誉、高质押等遗留问题开始显现，且监管力度不断加强，行业增长略显乏力进入调整阶段，长期来看，行业发展更为规范，供给端加速出清，市场集中度有望进一步提升。

2、量上，电视剧产能短期难以有大的扩张，价上，电视剧价格大概率有升有降。首先，从量的角度看，目前龙头公司制作团队稳定，新团队培养进度缓慢，且制片方更多地聚焦于精品，不再单纯以量取胜，另外考虑到在政策强监管且流动性偏紧的情况下，企业经营相对偏谨慎，短期电视剧产量难以大幅提升。从价格的角度来看，头部剧价格依然会保持温和上涨，主要原因在于观众对优质内容的需求一直存在，但行业有效供给却不足，优质头部剧的稀缺性使其长期成为各大渠道争抢的重点，依然可以享受价格上涨。但对于靠明星撑起的流量剧、没有品牌背书、粗制滥造的电视剧来说，渠道选剧更为谨慎，价格不具备继续上涨的动力。

3、精品化趋势确立，行业成本结构有望改善，利好龙头市场份额提升。在“内容为王”的时代，优质内容受到多方青睐，电视剧精品化趋势已经确立。精品剧相对其他电视剧在剧本、演员、制作等诸多方面具备优势，相应地整体制作成本会更高，小公司难以支撑，龙头竞争优势更为明显。同时过去由于演员片酬畸高导致成本分配不合理，在监管打压下，行业成本结构有望改善，更多的资金将投入到制作本身。对于制作能力强、规模大、资金充足的龙头企业来说，精品剧价格上涨以及成本的改善有望扩大收入成本剪刀差，带动毛利率提升，进而推动龙头企业市场份额提升。

3 业绩稳定增长，财务指标边际改善

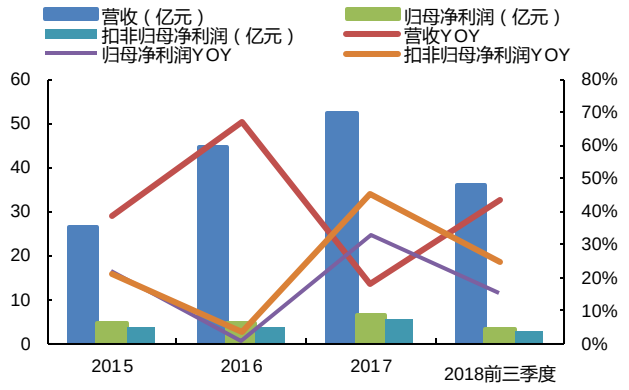
3.1 上市后营收和利润均实现稳步增长

自上市以来公司营业收入实现快速增长，2017 年实现营业收入 52.46 亿元，近三年收入复合增速达 39.90%，收入快速增长主要受益于视频网站的兴起推动精品剧价格一路

上扬，以及公司凭借一系列优质作品的推出逐步提升自身在精品剧领域的市场份额。而近三年归母净利润复合增速为 17.58%，整体实现平稳增长，但落后于营收增速，主要原因系电视剧价格上涨的同时，包括演员成本在内的诸多制作成本也快速增长，以及项目投资比例差异下收入采取全额法确认，两大因素拖累毛利率逐年下降。

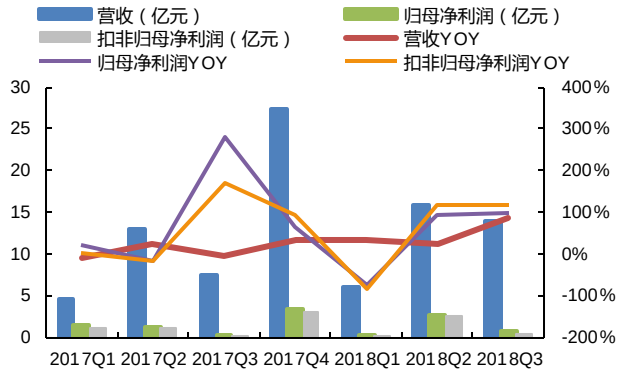
2018 年前三季度实现营收 35.81 亿元，同增 43.4%，归母净利润 3.56 亿元，同增 15.49%，扣非后归母净利润 3.04 亿元，同增 24.62%，利润增速慢于营收增速，主要系去年公司发生应收账款估计变更，前三季度调回坏账准备 7500 万元，而今年同期确认资产减值损失 5500 万元。今年以来，随着电视剧陆续确认收益，公司收入和利润单季度逐步好转，Q1/Q2/Q3 扣非归母净利润增速分别为-82.46%/118.92%/115.79%，同时公司在拍项目储备丰富，预计 Q4 有《宸汐缘》、《完美关系》等确认收入，全年业绩增长可期。

图 9：近几年公司业绩增长情况



资料来源：财富证券，wind

图 10：单季度业绩增长情况



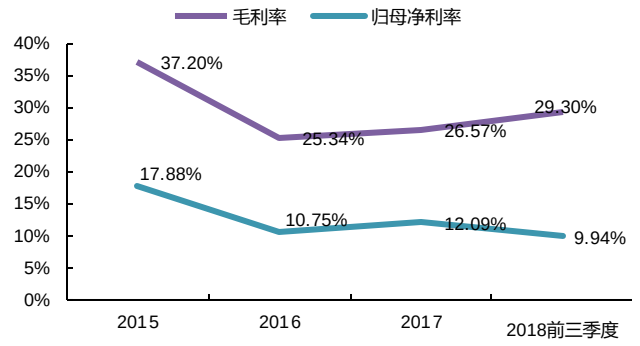
资料来源：财富证券，wind

3.2 毛利率逐步回升，费用率相对稳定

影视剧公司营业成本包括主创人员薪酬（演员、编剧、导演等）、服化道等，其中演员薪酬是成本的主要来源，过去几年，明星流量效应显著，下游渠道为了获取更多用户流量对流量剧青睐有加，传导至上游制作公司则是对名气高、具备流量效应的明星依赖性强，进而导致演员薪酬节节攀升，上游 CP 毛利率下滑。但随着观众消费品味变化和审美体验提升，那些剧本质量一般、粗制滥造、全靠明星撑起的电视剧越来越难吸引用户注意力，相反，一大批制作精良、演员演技过硬的优质作品开始获得观众的认可，这时候具备精品制作能力的公司有望凭借优质内容改善收入成本结构，进而提升毛利率。

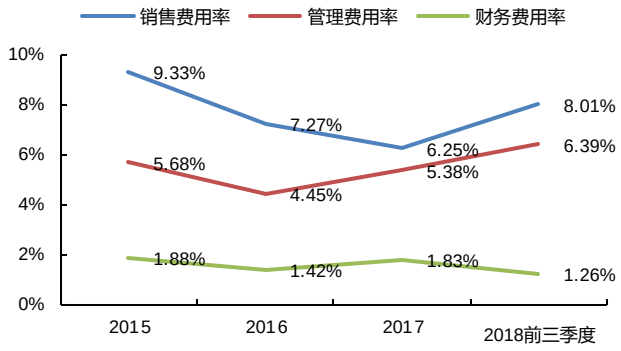
华策影视经历了从前几年毛利率下滑到去年以来毛利率逐步提升的过程，一方面得益于公司对于头部剧的把控能力，每年 top10 电视剧中，华策占得 3 部，另一方面，行业监管趋严背景下，政策相关部门和行业上下游均对演员薪酬采取严格控制措施，演员成本有望下降，公司作为电视剧行业龙头，将率先受益行业成本结构的改善。2017 年公司毛利率 26.57%，同比提升 1.23pct，2018 年前三季度毛利率 29.30%，同比提升 1.92pct，盈利能力有所改善。费用率方面，三项费用率呈现稳中有降态势，2018 年前三季度销售/管理/财务费用率为 8.01%/6.39%/1.26%，同比下降 0.06/0.2/1.23 个百分点。

图 11：近几年公司盈利能力变化



资料来源：财富证券，wind

图 12：近几年公司三项费用率变化



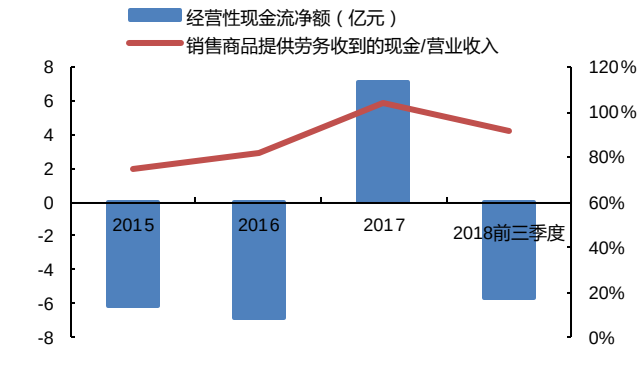
资料来源：财富证券，wind

3.3 现金流有所改善，预收款项提升明显

由于电视剧从立项、拍摄、拿许可证到最后销售确认发行收入的周期相对较长，经常会跨越一个会计年度，且前期资金投入较大，因此现金流状况对于电视剧制作公司显得尤为重要，而行业特性也决定了绝大部分电视剧公司经营性现金流净额为负。华策影视自上市以来不断扩大电视剧产能，提高电视剧质量，经营性现金支出增加明显，公司 2015、2016 年经营性现金流均为负值，这符合行业特性，而我们也可以看到公司 2017 年经营性现金流净额大幅转正为 7.06 亿元，主要受益于公司自 2017 年起加大产品预售，2017 年预收款项达到 15.21 亿元，其中影视剧预售款达 10.97 亿元，同比增长约 7 倍，大幅增加经营性现金流入。

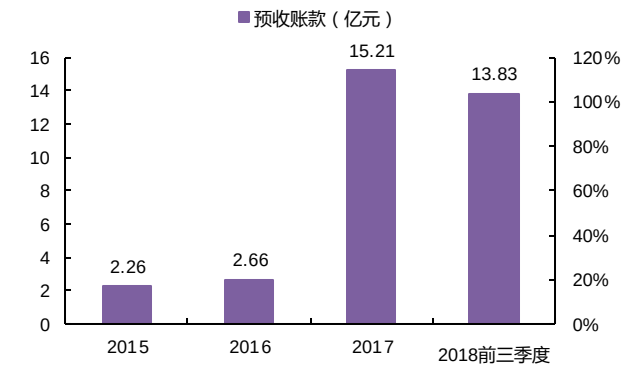
同时预收款项也反映了下游渠道对公司品牌和制作能力的认可，一般来说，对于产品力强、优质内容输出较多的影视制作公司，下游渠道会预先支付 15%-20%的费用来购买部分尚在剧本研发阶段的优质作品播放权，这样制作公司将提前收到部分资金用于项目制作，有助于项目的稳步推进，同时，较高的预收款项也是对后续收入的有效保障。

图 13：公司经营性现金流变化情况



资料来源：财富证券，wind

图 14：公司预收款项变化情况



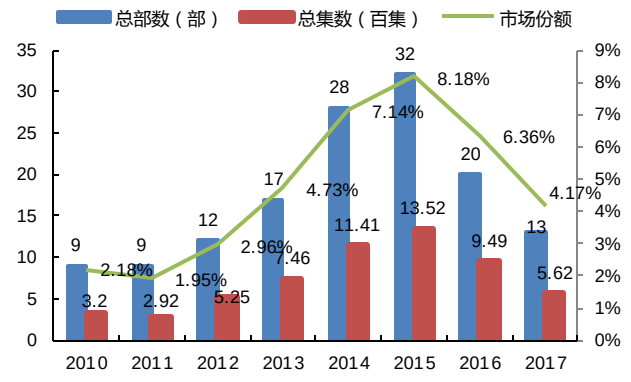
资料来源：财富证券，wind

4 精品剧稳定、持续输出，探索多领域、全球化布局

4.1 精品剧龙头地位稳固，竞争优势明显

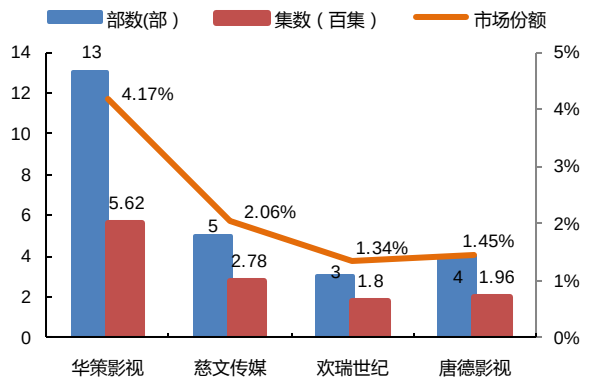
公司上市后通过内生增长和外延并购快速成长为电视剧行业龙头，无论是电视剧产量还是质量均位居行业第一，具备明显的领先优势。从量上来看，2013-2015 年是公司电视剧产量快速发展的三年，电视年均产量达到 1000 集，远超同行业可比公司，2015 年之后，公司开启 SIP 战略，坚持内容精品化，产能有所收缩，但精品剧集不断增加，对比 2017 年几家主要电视剧公司获得发行许可证的电视剧市场份额，华策影视在电视剧产量方面有较为明显的领先优势。

图 15: 华策影视获得发行许可的电视剧数量及市场份额



资料来源：财富证券，wind，注：市场份额=华策总集数/全国总集数

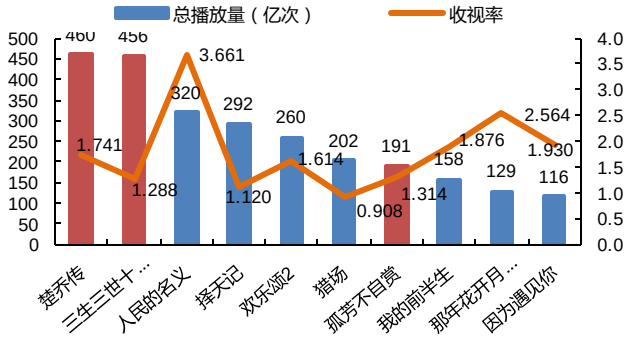
图 16：2017 年获得发行许可的电视剧市场份额对比



资料来源：财富证券，wind，注：市场份额=总集数/全国总集数

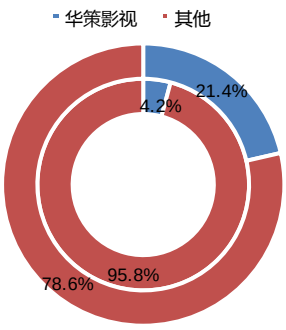
从质上来看，华策出品的电视剧制作精良，获得良好的播放量和收视率。2017 年公司全网剧首播 15 部 654 集，累计获得网络播放量超过 1500 亿，其中《楚乔传》、《三生三世十里桃花》、《孤芳不自赏》分别位列年度互联网点击播放前 10 名和卫视收视率前 10 名。公司以不到 5%的剧集份额获得了超过 20%的播放量份额，充分体现公司较强的精品剧制作能力和产品力。

图 17：2017 年度播放量前 10 剧目中华策录得 3 部



资料来源：财富证券，《2018 年中国电视剧产业发展报告》

图 18：华策影视电视剧剧集份额和播放量份额



资料来源：财富证券，《2018 年中国电视剧产业发展报告》

此外，从公司财务情况、运营能力来看，华策影视与同行业可比公司相比运营能力更强、品牌效应与产品力也更具优势。2017 年公司预收款项达 15.21 亿元，经营性现金流净额为 7.06 亿元，预收款项高增体现了下游渠道对公司制作水平、品牌和产品力的认可，表明公司产业链地位在上升。而从企业营运能力来看，华策影视应收账款和存货规模均明显高于同行业可比公司，且相应的应收账款周转率和存货周转率也较高，营运能力处于行业领先水平。

表 3：几家电视剧公司 2017 年财务数据对比

	华策影视	慈文传媒	欢瑞世纪	唐德影视
电视剧收入（亿元）	46.04	12.67	14.30	11.20
电视剧毛利（亿元）	12.38	5.33	5.78	5.55
预收款项（亿元）	**15.21**	**6.16**	**3.02**	**3.80**
经营性现金流净额(亿元)	**7.06**	**1.61**	**-4.32**	**-1.8**
应收账款（亿元）	40.25	14.74	17.20	12.55
存货（亿元）	26.46	11.81	7.52	11.24
一年期应收账款占比	81.94%	68.01%	86.37%	81.04%
应收账款周转率	**1.52**	**1.29**	**1.27**	**1.41**
存货周转率	**1.73**	**0.89**	**1.45**	**0.63**
应收账款周转天数	236.73	278.98	284.56	256.01
存货周转天数	208.64	402.96	247.88	568.72
应付账款周转天数	108.56	153.39	67.46	50.92

资料来源：财富证券，wind

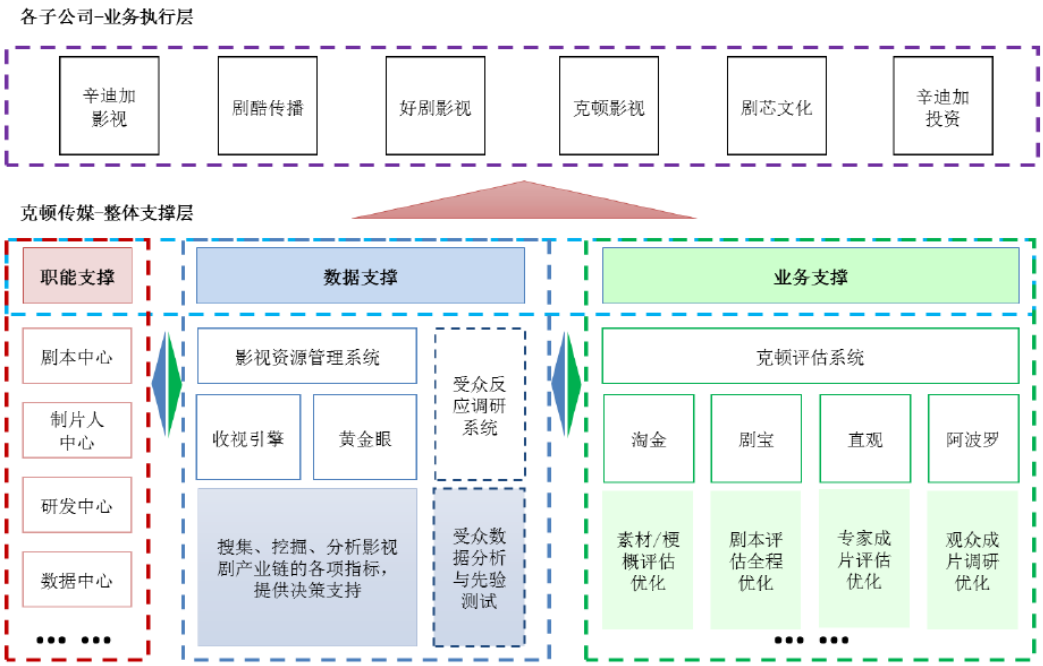
4.2 工业化生产体系保障精品剧持续输出

华策影视凭借领先的制作运营能力和大数据分析能力发展成为国内首家建立影视剧工业化生产体系的公司。旗下全资子公司克顿传媒是国内影视行业“大数据”开发和应用的领军企业，拥有国内最大、最全的影视行业数据库，以及领先的影视行业数据挖掘和分析能力。

该数据库记录了自 1997 年以来近万部影视剧在各平台播出的分地区、分观众群的收视评估情况，记录了国内主要的制作班底信息，有记录的导演、编剧、制片人等均超 2000 人，演员超 7000 人，涵盖国内有播出记录的主创人员 90%以上，其他班底成员（摄影、灯光、美术、化妆等）80%以上。

克顿传媒的特色在于其建立了以数据为基础、母公司为支撑、子公司负责业务执行的一体化运营体系，其独立研发的“影视资源管理系统”可通过数据分析为影视公司提供决策依据和资源保障，“克顿评估系统”对素材梗概、剧本、成片等进行全方位评估及深度优化。华策的工业化体系正是体现在其将独特的大数据分析应用于内容 IP 收集评估、影视制片、艺人经纪、渠道合作等各方面，以确保内容产出的优质和稳定。

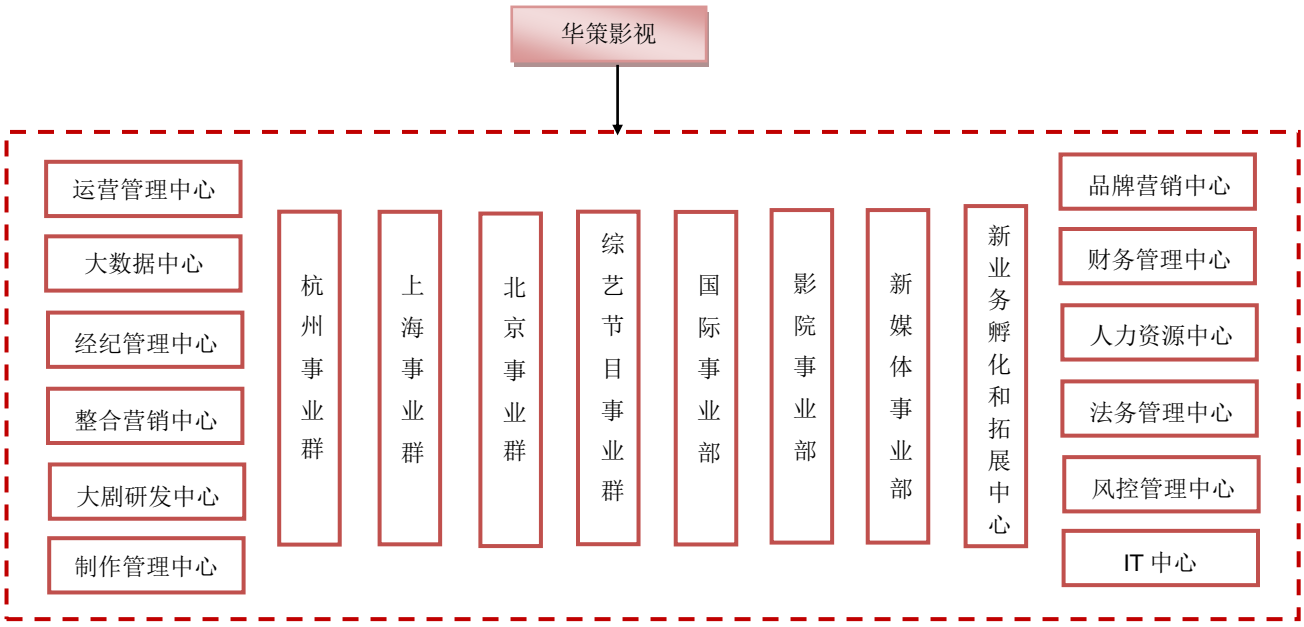
图 19：克顿传媒运营体系



资料来源：财富证券，公司公告

此外，公司积极优化组织架构，打造数字化影视工业赋能平台。为积极应对影视行业发展趋势，公司年初对组织架构进行调整优化，通过整合旗下各子公司，形成杭州/上海/北京事业群、综艺节目事业群、国际事业部等八大事业群和运营管理中心、大数据中心、经济管理中心、整合营销中心、大剧研发中心等十二大职能中心。强化和规范公司治理，发挥公司在人才、组织、工业化流程体系等方面的优势，进一步提高内部效率，提升综合运营水平。

图 20：华策影视调整后的组织结构图



资料来源：财富证券，公司公告

丰富的项目储备为后续增长提供充分保障。公司电视剧项目储备丰富，2018 年前三季度播出了包括《老男孩》、《谈判官》、《天盛长歌》、《橙红年代》等精品剧，均取得良好的收视和不错的口碑。公司后续项目储备十分丰富，根据半年报披露情况，9 部剧处于拍摄、已杀青或后期制作中，有望于 2018 年年内获得发行许可证并确认收入，其中备受关注的剧目有《宸汐缘》(《三生三世十里桃花》系列前作)、《蜜汁炖鱿鱼》等。同时还有超过 10 部全网剧或纯网剧计划于 2018H2 开拍，下半年开拍的剧预计将于 2019 年确认收入。此外公司手握多个精品 IP 项目，包括《鹿鼎记》、《雪山飞狐》等金庸系列作品，丰富的项目和 IP 储备是后续业绩增长的充分保障。

表 4：华策影视 2018 年精品剧项目储备情况

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	主演：胡一天等
2	《我只喜欢你》	青春校园	36	后期制作中	主演：吴倩等
3	《蜜汁炖鱿鱼》	都市爱情	42	后期制作中	主演：杨紫、李现
4	《完美关系》	都市职场	50	拍摄中，已杀青	主演：黄轩、佟丽娅
5	《宸汐缘》	古代神话	60	拍摄中	主演：张震、倪妮
6	《平凡的荣耀》	成长剧	42	拍摄中，已杀青	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，已杀青	主演：宋茜、宋威龙
8	《完美芯机人》	科幻悬疑动作	30	拍摄中	主演：马天宇、戚薇
9	《我的莫格利男孩》	当代都市	50	拍摄中	-
10	《一代军师》	古装权谋	70	计划 2018H2 拍摄	-
11	《你是我的城池营垒》	都市爱情	40	计划 2018H2 拍摄	-
12	《就喜欢你看不惯我的样子》	当代科幻	36	计划 2018H2 拍摄	-
13	《加油，你是最棒的》	青春励志	45	拍摄中	主演：马思纯、邓伦
14	《灰太狼，来了》	当代都市	36	计划 2018H2 拍摄	-
15	《新东游记》	古代神话	48	拍摄中	-
16	《拾光里的我们》	都市爱情	24	计划 2018H2 拍摄	-
17	《八千里路云和月》	古装历史	50	计划 2018H2 拍摄	-
18	《带电的你》	青春都市	24	计划 2018H2 拍摄	-
19	《探幽录》	古装悬疑	24	计划 2018H2 拍摄	-

资料来源：财富证券，公司公告

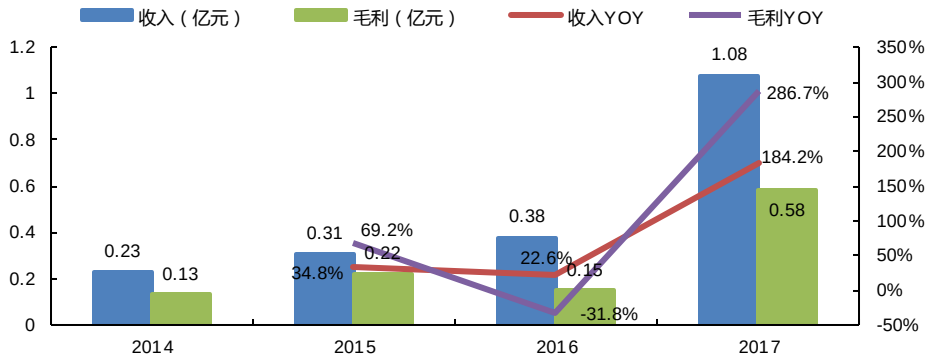
4.3 加快内容衍生领域布局

除了深耕电视剧核心主业外，公司也加快在电视剧出海、电影发行、艺人经纪、广告营销等衍生领域的布局和投入，目前衍生领域收入合计占比约 15%，部分领域增长迅猛，取得较大的突破。

电视剧出海方面，公司注重海外业务的发展，成立国际事业部专注海外渠道拓展和版权销售，成立专门的影视译制公司，完成自有电视剧翻译工作，海外业务得到持续稳步推进。发行渠道方面，公司与英国最大商业电视台 ITV、BBC，美国索尼电视、华纳兄弟、福克斯、俄罗斯领先的 CTC 传媒等全球影视巨头达成战略合作，与 YouTube、Daily Motion、Dramafever 等海外平台深度合作，发展全球华语影视联播体，覆盖 30 多个国家和地区的华语节目播出平台。版权销售方面，目前华策影视累计超过 10000 多小时自有

内容销往全球 180 多个国家和地区，其中，《我的奇妙男友》成为登陆 Line TV 的第一部大陆剧，实现大陆台湾同步播出，《何以笙箫默》成为首部进驻 Netflix 平台的华语时装剧，《亲爱的翻译官》、《微微一笑很倾城》等在 DramaFever 上的点击量居前。受益于强大的精品剧制作能力和海外发行能力，公司海外收入呈现稳步上涨趋势，2017 年海外收入达 1.08 亿元，同比增长 184.2%，贡献毛利 5818 万元，同时全网剧海外版权单集销售价格取得新突破。未来随着行业发展更为成熟，海外市场有望成为国内精品剧制作方的又一重要渠道，华策作为国内精品剧龙头，有望率先受益于此，打开收入增长空间。

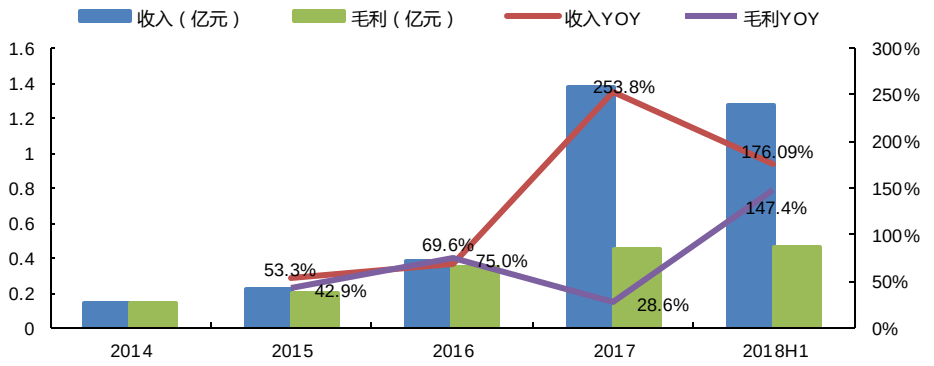
图 21：华策影视海外业务收入、毛利及增速



资料来源：财富证券，wind

艺人经纪方面，2017 年以来增速迅速，全年实现营收 1.38 亿元，同比增长 253.85%，2018H1 实现收入 1.27 亿元，接近去年全年收入水平。艺人经纪业务快速爆发的主要原因系 2017 年包括《致我们单纯的小美好》、《柒个我》等多部精品剧表现优异，口碑效应持续发酵，吴倩、胡一天、蔡文静等多位艺人脱颖而出，成功跻身一线新生代艺人行列。同时公司加大对艺人资源的整合力度，新设立的经纪管理中心负责统筹公司艺人经纪业务并协调各板块资源，在扩大收入来源的同时反哺电视剧主业。公司在艺人经纪业务方面的投入和布局可产生两大协同作用，第一，通过优质精品剧的播出带动艺人的知名度和关注度，进而促进经纪业务收入快速增长，第二，随着培育的艺人名气和身价的提升，一方面可以接拍其他公司的项目获取片酬，另一方面公司可以使用自己培育的艺人参演其他影视剧项目，在制作成本方面相对更为可控。

图 22：华策经纪业务收入、毛利及增速



资料来源：财富证券，wind

5 盈利预测与投资评级

华策影视核心盈利来源于全网剧业务，未来业绩增长点在于：1）互联网视频行业快速发展助推头部剧价格稳步提升，公司聚焦精品，头部剧份额逐步提升，带动电视剧收入的平稳增长；2）公司作为龙头率先受益演员片酬下降带来行业成本结构的优化，收入成本剪刀差放大，毛利率提升释放更多业绩；3）电影、艺人经纪、广告等其他业务快速发展，业绩贡献逐步增强。

在对公司做盈利预测之前，我们做出如下假设：

1）参考公司股权激励业绩考核目标及精品剧储备情况，假定公司精品剧份额增加，精品剧价格稳步增长，预计公司全网剧业务 2018-2020 年销售收入增速为 29.32%/21.73%/18.10%。

2）公司电视剧以外的业务占比较小，其中艺人经纪和广告业务保持较快增长，预计未来三年增长平稳。电影业务波动性较大，2018 年为电影业务大年，增速较高，出于谨慎性考虑，假设 2019-2020 年仅保持微增。影院票房业务弹性较低，假定未来三年保持个位数增长。综艺业务逐年下滑态势，且 2018H1 下滑较为明显，预计未来三年在低收入基数上持平。游戏业务 2018H1 收入为 0，假定后续三年不再贡献收入。另外，其他业务均假定不增长。

3）考虑到优质头部剧供给偏紧，需求旺盛，价格仍有上涨空间，叠加演员片酬下降，对毛利率提升有推动作用，假设 2018-2020 年毛利率为 29.5%/30.6%/30.8%。

4）假设销售费用率保持平稳，2018-2020 年分别为 7%/7.1%/7.1%，管理费用率受股权激励摊销费用影响略有提升，2018-2020 年分别为 6%/6.1%/6.2%，财务费用率 2018-2020 年分别为 1.7%/1.6%/1.6%。

5）公司享受一定的税收优惠，假定未来税收优惠逐渐退坡，综合税率略有上升，预计 2018-2020 年所得税率为 12.5%/13.5%/14.5%。

表 5：华策影视分业务收入及增速预测，单位（亿元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
全网剧销售	46.04	59.54	72.48	85.6
yoy	29.73%	29.32%	21.73%	18.10%
经纪业务	1.38	2.15	2.65	3.18
yoy	253.85%	55.80%	23.26%	20.00%
电影销售	0.46	1.00	1.10	1.20
yoy	-83.03%	117.39%	10%	9.09%
广告	0.49	0.9	1.1	1.25
yoy	4.26%	83.67%	22.22%	13.64%
影院票房	0.77	0.82	0.85	0.9
yoy	-14.44%	6.49%	3.66%	5.88%
综艺	2.83	0.5	0.5	0.5
yoy	-26.49%	-82.33%	0%	0%

游戏	0.14	0	0	0
yoy	-70.21%	-100%	-	-
其他业务	0.14	0.14	0.14	0.14
yoy	7.69%	0%	0%	0%
其他主营业务	0.52	0.52	0.52	0.52
yoy	-	0%	0%	0%
合计	52.46	65.57	79.34	93.29
yoy	18.01%	24.99%	21.00%	17.58%

资料来源：财富证券，注：2017 年合计收入中扣除了内部抵消 0.31 亿元

综合来看，我们预计公司 2018-2020 年实现营业收入 65.57/79.34/93.29 亿元，归母净利润 7.82/10.02/11.82 亿元，EPS 为 0.44/0.56/0.67 元，当前股价对应 PE 为 20.26/15.82/13.41 倍。公司作为电视剧行业龙头，具备完善的工业化制作体系，竞争优势明显优于同行业，未来看好公司受益于头部剧价格上涨以及行业格局改善带来的成长空间。参考同行业估值水平并考虑公司龙头地位带来的估值溢价，给予公司 2019 年 20-22 倍 PE，对应合理价格区间为 11.2-12.32 元，给予“推荐”评级。

6 风险提示

行业监管进一步趋严。影视行业关于内容、税收的监管已处于较严水平，不排除未来存在进一步趋严的可能性，若税收监管处于持续高压态势或税收优惠取消，对上市公司业绩会造成一定影响。

精品剧项目推进不及预期。电视剧项目受剧本、导演、演员、资金等多方面因素影响，存在单个项目进度不及预期导致收入增长放慢的风险。

视频网站缩减内容支出成本。互联网视频行业竞争缓和，减少对内容的投入，导致精品剧价格下降的风险。

财务预测摘要

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**4444.98**	**5245.59**	**6556.99**	**7933.95**	**9328.74**
减:营业成本	3,318.72	3,851.68	4,622.68	5,506.16	6,455.49
营业税费	17.39	21.24	26.23	31.63	37.43
销售费用	322.68	327.57	458.99	563.31	662.34
管理费用	198.01	282.24	393.42	483.97	578.38
财务费用	62.76	96.23	108.65	124.06	145.27
资产减值损失	90.20	52.78	80.00	80.00	80.00
加:公允价值变动收益	-1.54	-0.94	18.22	-3.48	-3.75
投资和汇兑收益	27.36	32.85	1.64	10.12	10.16
营业利润	**461.04**	**702.30**	**886.88**	**1,151.46**	**1,376.23**
加:营业外净收支	97.78	1.64	9.00	9.00	9.00
利润总额	**558.82**	**703.94**	**895.88**	**1,160.46**	**1,385.23**
减:所得税	67.97	68.02	111.99	156.66	200.86
净利润	**478.47**	**634.43**	**782.33**	**1001.79**	**1182.01**

资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,530.24	1,665.52	524.56	634.72	746.30
交易性金融资产	2.69	-	1.97	1.55	1.18
应收帐款	3,042.38	4,119.98	4,054.41	5,874.76	6,139.28
应收票据	49.42	19.25	71.70	34.24	91.11
预付帐款	512.70	443.31	736.32	628.75	987.93
存货	1,819.00	2,645.50	3,022.68	3,206.75	4,360.43
其他流动资产	59.67	347.17	144.91	183.92	225.33
可供出售金融资产	1,067.42	1,071.85	825.07	988.11	961.68
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	757.38	668.59	668.59	668.59	668.59
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	35.39	28.74	17.53	6.33	-4.87
在建工程	3.05	1.65	1.65	1.65	1.65
无形资产	3.44	1.66	0.89	0.12	-
其他非流动资产	1,501.08	1,525.70	1,487.06	1,479.03	1,472.41
资产总额	**10,383.85**	**12,538.91**	**11,557.33**	**13,708.51**	**15,651.02**
短期债务	845.00	930.00	1,278.06	979.22	1,227.20
应付帐款	1,027.52	1,618.37	1,220.90	2,083.56	2,007.69
应付票据	-	42.00	8.40	18.28	23.43
其他流动负债	828.94	2,550.03	1,289.17	1,809.15	2,090.24
长期借款	1,171.24	390.90	-	-	449.69
其他非流动负债	3.88	0.77	7.42	4.02	4.07
负债总额	**3,876.58**	**5,532.07**	**3,803.95**	**4,894.24**	**5,802.32**
少数股东权益	**129.01**	**105.54**	**107.11**	**109.12**	**111.48**
股本	1,746.63	1,769.70	1,774.52	1,774.52	1,774.52
留存收益	4,714.71	5,417.98	5,871.75	6,930.64	7,962.69
股东权益	**6,507.27**	**7,006.84**	**7,753.38**	**8,814.27**	**9,848.70**

现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	490.85	635.91	782.33	1,001.79	1,182.01
加:折旧和摊销	21.76	26.53	11.97	11.97	11.32
资产减值准备	90.20	52.78	-	-	-
公允价值变动损失	1.54	0.94	18.22	-3.48	-3.75
财务费用	66.79	87.34	108.65	124.06	145.27
投资收益	-27.36	-32.59	-1.55	-10.00	-10.00
少数股东损益	12.38	1.48	1.57	2.01	2.37
营运资金的变动	-1,407.17	-283.43	-1,767.88	-602.21	-1,702.52
经营活动产生现金流量	**-690.50**	**706.32**	**-846.69**	**524.13**	**-375.30**
投资活动产生现金流量	**-1,285.65**	**-204.72**	**244.38**	**-152.20**	**37.19**
融资活动产生现金流量	**1,222.98**	**-316.32**	**-538.66**	**-261.77**	**449.69**

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性					
营业收入增长率	67.3%	18.0%	25.0%	21.0%	17.6%
营业利润增长率	-3.2%	52.3%	26.3%	29.8%	19.5%
净利润增长率	0.6%	32.6%	23.3%	28.1%	18.0%
EBITDA 增长率	-0.4%	40.7%	33.7%	27.8%	19.1%
EBIT 增长率	-0.4%	41.7%	34.2%	28.1%	19.3%
NOPLAT 增长率	8.9%	56.8%	20.8%	26.7%	17.9%
投资资本增长率	41.3%	0.7%	28.9%	7.6%	20.0%
净资产增长率	9.2%	7.7%	10.7%	13.7%	11.7%
利润率					
毛利率	25.3%	26.6%	29.5%	30.6%	30.8%
营业利润率	10.4%	13.4%	13.5%	14.5%	14.8%
净利润率	10.8%	12.1%	11.9%	12.6%	12.7%
EBITDA/营业收入	12.0%	14.4%	15.4%	16.2%	16.4%
EBIT/营业收入	11.8%	14.1%	15.2%	16.1%	16.3%
运营效率					
固定资产周转天数	3	2	1	1	0
流动营业资本周转天数	275	278	275	282	285
流动资产周转天数	532	558	489	434	446
应收帐款周转天数	206	246	224	225	232
存货周转天数	136	153	156	141	146
总资产周转天数	751	787	661	573	566
投资资本周转天数	422	420	386	373	362
投资回报率					
ROE	7.5%	9.2%	10.2%	11.5%	12.1%
ROA	4.7%	5.1%	6.8%	7.3%	7.6%
ROIC	10.7%	11.8%	14.2%	13.9%	15.3%
费用率					
销售费用率	7.3%	6.2%	7.0%	7.1%	7.1%
管理费用率	4.5%	5.4%	6.0%	6.1%	6.2%
财务费用率	1.4%	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%
三费/营业收入	13.1%	13.5%	14.7%	14.8%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	37.3%	44.1%	32.9%	35.7%	37.1%
负债权益比	59.6%	79.0%	49.1%	55.5%	58.9%
流动比率	2.60	1.80	2.25	2.16	2.35
速动比率	1.92	1.28	1.46	1.50	1.53
利息保障倍数	8.35	7.71	9.16	10.28	10.47
分红指标					
DPS(元)	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07
分红比率	11.0%	10.3%	10.5%	10.6%	10.4%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%

业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.27	0.36	0.44	0.56	0.67
BVPS(元)	3.59	3.89	4.31	4.91	5.49
PE(X)	33.12	24.98	20.26	15.82	13.41
PB(X)	2.48	2.30	2.07	1.82	1.63
P/FCF	-449.42	53.44	-11.41	77.06	70.20
P/S	3.57	3.02	2.42	2.00	1.70
EV/EBITDA	28.62	19.97	16.00	12.16	10.65
CAGR(%)	26.9%	23.0%	16.2%	26.9%	23.0%
PEG	1.23	1.08	1.25	0.59	0.58
ROIC/WACC	1.06	1.18	1.41	1.39	1.52
REP	2.36	2.08	1.44	1.32	1.05

资料来源：贝格数据，财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com
地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层
邮编：410005
电话：0731-84403360
传真：0731-84403438