

分众传媒 (002027)

分众传媒：对分众、阿里合作的一些认识 买入（维持）

2019年2月19日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 李磊

执业证号：S0600519010001
lilei@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	12013	14529	16061	18951
同比（%）	17.63	20.94	10.54	18.00
归母净利润（百万元）	6005	5835	5304	6497
同比（%）	34.90	-2.83	-9.09	22.49
每股收益（元/股）	0.41	0.40	0.36	0.44
P/E（倍）	15.73	16.13	17.92	14.66

投资要点

■ **AIPL 消费者行为学将消费者链路分成认知、兴趣、购买、忠诚 (AIPL) 四个维度，全域营销赋能广告主在这四个链路维度上更有效率地触达和影响消费者。**如果说精准化是人群横向层面的颗粒细化，那么全域营销则是个人纵向层面的颗粒细化，是营销变革应有之意。全域营销概念落地依赖于数据和技术的进步，智能手机的出现是这一切的起点。比起互联网时代并不稳定的 Cookie 数据，移动互联网时代，用户在线上各个场景的行为均与独立的手机 ID 对应，且非常稳定。PC 互联网时代，用户线上行为以资讯获取和线上娱乐为主，采集到的数据主要基于兴趣维度。移动互联网时代，更多生活场景开始触网，产生和沉淀了大量有价值的其他维度数据，给数据定义用户提供了更多可能。阿里数据中台打通阿里系各大流量平台用户数据，赋予每个用户统一的 Uni Identity。没有智能手机就没有 Uni Identity, Uni Identity 让阿里全链路追踪消费者成为可能，是全域营销方法论落地的基础。

■ **基于一定的算法，全域营销用一个具体的数字反应品牌 AIPL 所有关系环节上产生的价值，形成消费者资产。**消费者资产基于现有品牌消费者人群，预测未来 3 年该人群将为品牌创造的价值。这改变了过去仅用 ROI 评估营销效果的局面，品牌的营销投入可以直接反应在消费者资产中，通过消费者资产变化来衡量营销效率。消费者资产由营销活动累计得来，又将指导品牌商新的营销活动。

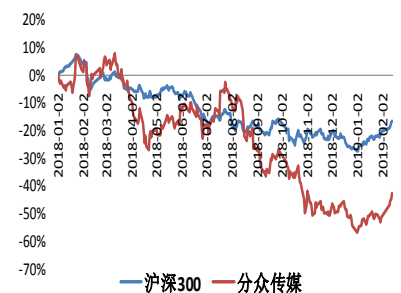
■ **“U 微计划”和“U 众计划”均为阿里全域营销体系组成部分。**“U 微计划”侧重于微博社交数据和电商数据的融合，进而更加精准地识别消费者。“U 众计划”侧重于线上线下数据互补，以及分众强大的认知打造能力。分众利用 WIFI 探针和红外传感等技术抓取看过广告的手机 ID，将手机 ID 传输给全域营销品牌私有数据银行最底层的 Awareness 数据库。分众在消费者认知塑造上具备独特优势，预计将是全域营销重要的 Awareness 数据来源之一。

■ **网络价值、销售能力是分众超额收益根本来源，携手阿里有望给分众带来新的超额收益。**（1）“天合计划”流量置换比例有望给予分众一定的政策倾斜。（2）阿里赋能之下，分众广告效果更加可量化、可视化，在广告主拉新上有一定帮助。（3）分众融入了阿里全域营销体系，伴随全域营销的流行，能够获取手机 ID 数据且将数据传输给 Uni marketing 品牌数据银行的媒介更容易获得广告主认可。

■ **盈利预测与投资评级：**预期 2018、2019、2020 年公司将分别实现净利润 58.35、53.04、64.97 亿，对应当前股价 PE 分别为 16.1、17.9、14.7 倍。携手阿里，分众数字化能力明显提升。资源位快速扩张之下，公司绝对龙头地位进一步得到巩固。维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济超预期持续低迷；梯内电视安全隐患风险

股价走势



市场数据

收盘价（元）	6.45
一年最低/最高价	4.97/12.75
市净率（倍）	7.01
流通 A 股市值（亿元）	946.73

基础数据

每股净资产（元）	0.92
资本负债率（%）	25.86
总股本（百万股）	14,678
流通 A 股（百万股）	14,678

相关研究

1. 修改回购预案，拟推行第一期员工持股计划-20190214
2. 持续快速增长，短期扰动不改中长期投资机会 -20180425
3. 全年净利润符合预期，Q4 营收增长继续加速 -20180301

内容目录

1. 全域营销开启营销 3.0 时代，是营销变革应有之意	3
1.1. 全域营销是纵向维度的精准营销，是营销变革应有之意.....	3
1.2. 全域营销从概念到落地有赖于数据处理技术的发展.....	3
2. 全域营销：品牌数据银行和消费者资产	4
2.1. 品牌数据银行是全域营销的核心.....	4
2.2. 品牌数据银行和消费者资产.....	5
2.3. 新零售加持下的全域营销.....	6
3. 分众、阿里合作模式猜想	7
3.1. 融入全域营销体系.....	7
3.2. 天合计划：流量置换.....	7
4. U 众计划发布会：分众、阿里初步合作效果展示	8
5. 分众 X 阿里：网络价值、销售能力之外另一个超额收益来源	9
5.1. 网络价值和销售能力是分众传媒超额收益根本来源.....	9
5.2. 联手阿里将是分众传媒新的超额收益来源.....	10
6. 风险提示	11

1. 全域营销开启营销 3.0 时代，是营销变革应有之意

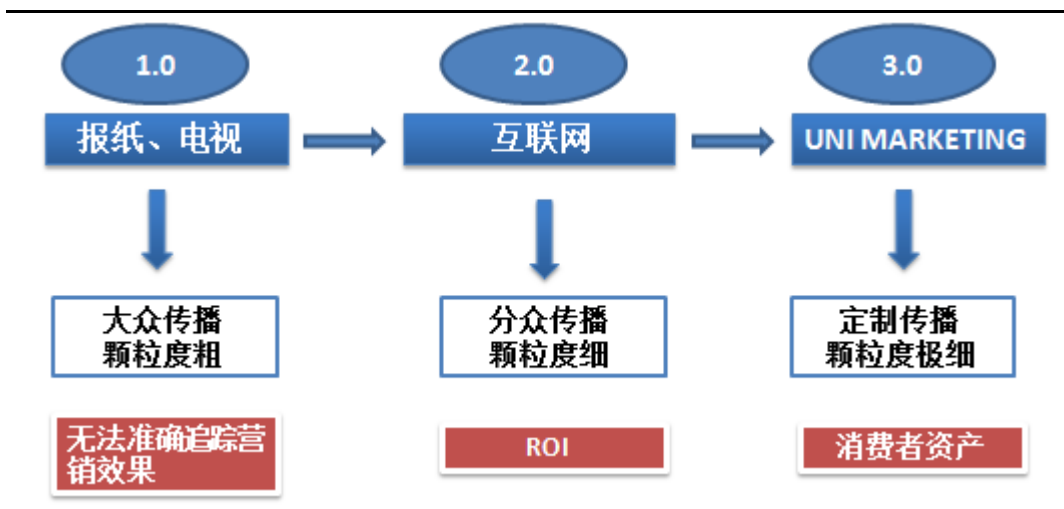
1.1. 全域营销是纵向维度的精准营销，是营销变革应有之意

人类从纸媒和电视时代，进入到互联网时代的过程，也是广告业经历巨变的过程。一方面，互联网触媒时长占比一路攀升，不同受众将注意力投向不同的媒体平台，给营销人带来了巨大的挑战。另一方面，零售环节中电商占比快速上升，部分消费品领域渗透率甚至超过 40%，也在倒逼广告业进行革命。

虽然传播媒介和销售渠道发生了颠覆式变革，但营销的本质从来没有改变，营销的本质依然是找到消费者、影响消费者，然后驱动购买行为。在纸媒、电视为代表的前互联网时代，信息是单向的、大众传播的，这意味着广告主只能通过广撒网的低效策略找到消费者。互联网出现以后，信息开始双向、分众传播。互联网平台提供各个维度的用户标签，帮助广告主更加精准地触达潜在消费者，营销颗粒度得到了显著提升。

精准地触达消费者只是营销的开始，如何更好地影响消费者才是营销的难点。AIPL 消费者行为学将消费者链路切割成 Awareness、Interest、Purchase、Loyalty 四个步骤，不同用户和品牌处于不同的连接深度。对于广告主来说，如果某个营销工具可以帮助其在不同的链路维度上提供不同的广告素材，更好地影响消费者，那么营销颗粒度将进一步细化。阿里妈妈 2016 年推出的全域营销（Uni marketing）便是这样一个工具。如果说精准化是人群横向层面的颗粒细化，那么全域营销则是个人纵向维度的颗粒细化，它更好地满足了广告主需求，是营销变革应有之意。

图 1：营销迭代史



数据来源：东吴证券研究所

1.2. 全域营销从概念到落地有赖于数据处理技术的发展

全域营销方法论包含 AIPL 四个维度，其中 Purchase 和 Loyalty 涉及到用户购买行为，只有电商公司才能将这一理论付诸实践（理论上腾讯+京东+拼多多的组合也可以尝试，但数据很难打通）。全域营销从概念到落地依赖于数据和技术的进步，智能机的出现是这一切的起点。

PC 互联网时代，网站主要通过 Cookie 数据来识别用户。一个常规的个性化分发过程是：某网页收到一个 PV 请求，网页将请求发给广告交易平台 AdX，AdX 收到请求后向 DSP 发出请求，有一个 Cookie 是这样的用户马上要浏览某网页，对这个用户感兴趣的广

告主请进行竞价购买。Cookie 数据让个性化分发成为现实，但 Cookie 也有一些难以避免的问题。首先，Cookie 很不稳定。其次，多人共享一台电脑可能会形成信息噪音。

移动互联网时代，情况发生了变化，用户线上行为均可以和具体的手机 ID 匹配起来，而且手机 ID 是独立且稳定的。除此之外，伴随移动互联网对社会生活的渗透范围和渗透深度增加，互联网公司能够获取的数据维度和数据深度也大幅提升。PC 互联网时代，用户线上行为以资讯获取和线上娱乐为主，采集到的数据主要在兴趣维度。移动互联网时代，更多场景开始触网，产生和沉淀了大量有价值的其他维度数据，给数据定义用户带来了更多可能。

2015 年开始，阿里提出“大中台、小前台”战略，数据中台打通阿里系各大流量平台用户数据，赋予每个用户统一的 Uni Identity。阿里拥有极为丰富的用户数据，包含电子商务、数字娱乐、本地服务、支付与金融、物流等多个维度。高德地图产生的生活轨迹数据、饿了么产生的外卖配送数据、优酷土豆产生的用户文娱数据、支付宝扫码支付产生的交易数据、支付宝安全认证掌握的人脸数据等等，都是阿里宝贵的数据来源。没有智能手机就没有 Uni Identity，Uni Identity 让阿里全链路追踪消费者成为可能，这是全域营销方法论落地的基础。

图 2：阿里巴巴消费者 Uni Identity



数据来源：阿里妈妈、东吴证券研究所

2. 全域营销：品牌数据银行和消费者资产

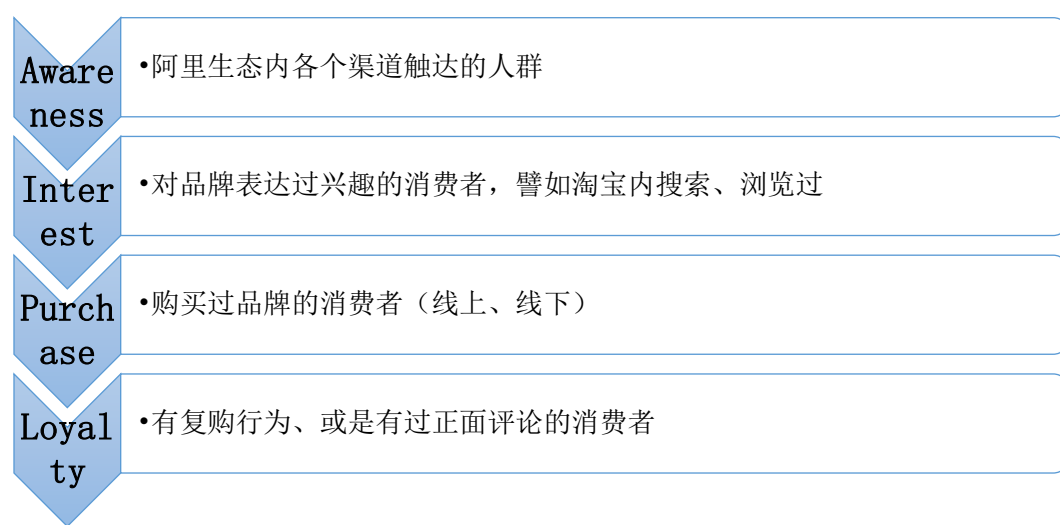
2.1. 品牌数据银行是全域营销的核心

阿里妈妈是阿里巴巴营销中台，也是阿里巴巴电商货币化平台。阿里妈妈的发展史可以分为两个阶段。第一个阶段从 2007 年到 2015 年，这个阶段可以理解为直通车、钻石展位、淘宝客等效果广告工具的教育和普及，以及帮助品牌主进行深度、广度兼具的整合营销。第二个阶段是 2016 年全域营销 (Uni Marketing) 方法论的提出，以 Uni desk、品牌数据银行，Brand hub 等产品为基础，阿里妈妈开始推动品牌商实现全链路、全媒体、全数据、全渠道的新型营销。

品牌数据银行是全域营销方法论的核心，也是全域营销实现的基础。品牌数据银行可以理解为进化版 DMP，普通的 DMP 赋予手机 ID 各个维度的用户标签，而品牌数据银行则可以存储手机 ID 和特定品牌所处的联系阶段（举例来说：在普通 DMP 支持下进行线

上推广时，品牌商可以按照标签来选择受众，而标签可以是基于性别的、基于兴趣的、或是基于地理位置的等等。在品牌数据银行支持下，广告主可以根据不同的人对我这个品牌的兴趣程度来选择受众，譬如看过广告的，逛过天猫的，买过商品的等等）。在阿里系流量支持下，品牌数据银行打通多个场景的多个媒介，融合不同场景沉淀下来的消费者数据，使得品牌商首次实现了对消费者的精准识别，让品牌商彻底告别一次营销。Uni desk 是全域营销另一个核心产品，主要面向代理商，帮助代理商完成智能策略（投放前，更好的识别和洞察人群，并且及时校正）、智能投放（投放过程，将受众分为 Awareness、Interest、Purchase、Loyalty 四个不同阶段给予不同的素材）、以及数据回流，并且全链路可视化（投放后，数据回流给品牌数据银行，形成数据资产）。全域营销的出现让阿里妈妈从侧重于效果广告延伸至真正的品效合一，而品牌数据银行中沉淀的消费者资产更是对品牌商极为宝贵的数据财富。

图 3：阿里全域营销 AIPL 定义



数据来源：阿里妈妈、东吴证券研究所

2.2. 品牌数据银行和消费者资产

对于品牌商来说，通过广告直接驱动交易只是一个方面。如何运营、管理和洞察消费者、如何驱动新用户对品牌形成正向认知，如何增强老用户对品牌的忠诚度同样重要。这是品牌商一直以来的诉求之一，如今阿里妈妈正在让这一切变成现实。基于一定的算法，Uni marketing 用一个具体的数字反应品牌从认知、兴趣、购买、忠诚（AIPL）所有关系环节上产生的价值，形成消费者资产。消费者资产基于现有品牌消费者人群，预测未来 3 年该人群将为品牌创造的价值。这改变了过去仅用 ROI 评估营销效果的局面，品牌的营销投入可以直接反应在消费者资产中，通过消费者资产变化来衡量营销效率（譬如，一次营销活动后，A 品牌的数据银行中消费者资产增加了 10 亿）。消费者资产由一次又一次的营销活动中累计得来，又将指导品牌商新的营销活动，将短期营销活动变成长期的营销规划。

在数据银行支持下，品牌商对消费者的识别将更加精准，且全链路可追踪。每次投放后，数据会回流给数据银行，进行形成消费者资产（譬如，一次营销活动后，某品牌的数据银行中消费者资产增加了 5000 万）。2018 年双十一活动后，除了传统的双十一销售榜单，阿里还首次公布了双十一消费者资产榜单，预示营销变革已经到来。

表 1：2018 年双十一部分类目交易额 Top10 VS 消费者资产 Top10

排名	户外运动品牌		母婴品牌	
	2018 双十一交易额 Top10	2018 双十一消费者资产 Top10	2018 双十一交易额 Top10	2018 双十一消费者资产 Top10
1	耐克	耐克	巴拉巴拉	爱他美
2	阿迪达斯	阿迪达斯	全棉时代	巴拉巴拉
3	安踏	安踏	帮宝适	辰辰妈
4	李宁	李宁	花王	南极人
5	彪马	彪马	爱他美	帮宝适
6	斐乐	乔丹	戴维贝拉	好奇
7	斯凯奇	安德玛	Moony	全棉时代
8	新百伦	匡威	好孩子	贝亲
9	匡威	斐乐	Babycare	Moony
10	特步	斯凯奇	耐克	乐高

资料来源：阿里妈妈，东吴证券研究所

消费者资产运营为商家提供的服务广度和服务深度远超单纯意义上的电商交易平台，为品牌商创造了巨大的价值，对阿里货币化潜力具有十分积极的作用，也是阿里护城河的重要组成部分。

图 4：全域营销消费者资产



数据来源：阿里巴巴投资者日、东吴证券研究所

2.3. 新零售加持下的全域营销

阿里拥有淘宝、天猫、支付宝、优酷土豆、高德地图等众多数据来源，这些线上各个场景中产生和沉淀下来的用户数据是非常宝贵的资产。新零售趋势下，伴随线上线数据的打通（有交易的场景，譬如良品铺子天猫店和良品铺子线下门店数据打通），品牌数据银行将采集到更多维度的与品牌产生关联的用户数据。对阿里来说，一方面，增加与品牌商的合作深度，巩固了护城河。另一方面，线下数据补充线上数据库，可以提升电商平台

匹配效率。对于商家来说，在阿里赋能下开始进行消费者管理，营销效率有望大幅提高。

图 5：阿里将线上线下数据打通



数据来源：天猫、百度图片、东吴证券研究所

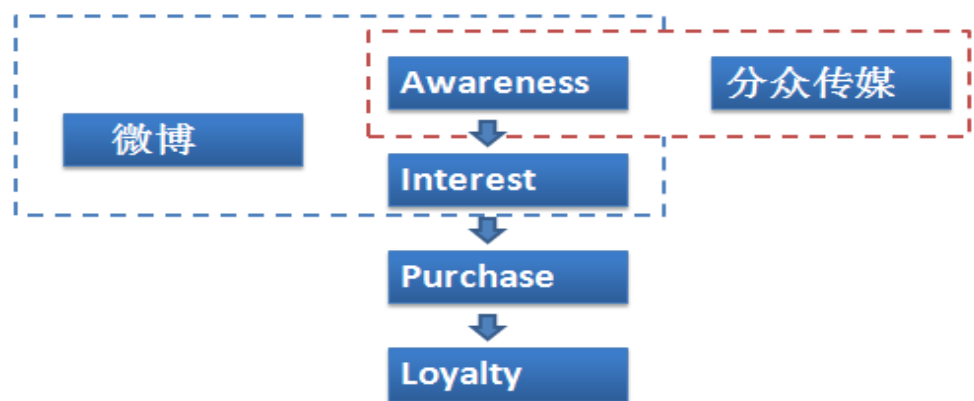
3. 分众、阿里合作模式猜想

3.1. 融入全域营销体系

2018年6月，阿里联合微博推出“U微计划”。2019年1月，阿里联合分众推出“U众计划”。“U微计划”和“U众计划”均为阿里全域营销组成部分。不同媒体由于特点不同，在全域营销体系中作用也有所不同。“U微计划”侧重于微博社交数据和电商数据的融合，进而更加精准地识别消费者。“U众计划”侧重于线下线上互补，以及分众强大的认知打造能力。

分众利用WIFI探针和红外传感等技术抓取可能看过广告的手机ID，将手机ID数据传输给阿里妈妈，阿里妈妈将这些数据放在品牌私有数据银行最底层的Awareness数据库。考虑到分众在认知打造上的特殊优势，预计分众的数据将是Awareness数据重要来源之一。

图 6：分众、微博对于全域营销的价值



数据来源：东吴证券研究所

3.2. 天合计划：流量置换

为了天猫平台持续得到曝光，阿里推出了天合计划。品牌商基于自有采买的非淘系的媒体投放内容，进行天猫品牌视觉元素的植入，以此形成联合投放，从而置换获得更多阿里系内资源投放。阿里提供不同的素材模板，根据天猫元素占比给予不同的置换比例（10%、

20%等)。根据天合计划网页显示,目前已经有超过 1000 个品牌商使用天合计划进行品牌营销。

图 7: 天合计划素材



资料来源: 阿里妈妈、东吴证券研究所

淘系外流量包括线上、地铁、机场、楼宇、KOL 等等。在楼宇媒介中,天合计划优先推荐一二线城市,优先推荐中高端小区。阿里战略投资分众后,未来不排除阿里在“天合计划”中给予分众一定的资源倾斜。譬如强烈建议投放楼宇广告,或是给予分众更好的流量置换待遇等。根据我们的产业链调研,不同媒介流量置换比例确实存在一定区别。

表 2: 天合计划媒介举例

媒介	媒介说明	投放推荐建议
线上媒体	包括 APP, 门户, 视频网站, 垂直网站等带有曝光和点击性质的网络媒体	视频网站优先推荐: 优酷土豆, 爱奇艺, 腾讯, 搜狐, 乐视等主流网站; 社交类优先推荐新浪微博网站; 核心资讯类网站优先推荐: 今日头条, 凤凰新闻, 网易新闻, 新浪新闻
地铁广告	在地铁范围内设置的各种广告统称地铁广告。其形式有十二封灯箱、四封通道海报、特殊位灯箱、扶梯、车厢内海报、隧道区间内 LED 等	优先推荐一线和二线城市; 北京, 上海, 广州, 深圳, 成都是重点城市; S+/S 地铁站点是重点位置
机场广告	利用机场的候机室及在机场内其他各种场地和设备上制作刊出的广告	优先推荐一线和二线城市; 北京, 上海, 广州, 深圳, 成都是重点城市; 达到和出发厅是重点位置
电视媒体	电视媒体是指以电视为宣传载体, 进行信息的传播的媒介或是平台	优先推荐中央电视台 13 个频道; 重点推荐卫视包含: 湖南卫视, 深圳卫视, 东方卫视, 江苏卫视
楼宇广告	围绕着楼宇展开的一系列的广告活动。其中包括楼宇户外超大液晶屏、电梯等候区的楼宇液晶电视、电梯内部的框架广告等	优先推荐一线和二线城市; 北京, 上海, 广州, 深圳, 成都是重点城市; 推荐中高端小区

资料来源: 天猫、东吴证券研究所

4. U 众计划发布会: 分众、阿里初步合作效果展示

2019 年 1 月 2 日, 阿里与分众召开“新零售、新营销、新连接”联合发布会, 共同宣布推进“U 众计划。阿里巴巴集团首席市场官董本洪表示, 阿里巴巴全域营销正在全力打造全域媒体数字化生态, 分众传媒作为站外线下最核心的平台。“U 众计划”不仅是分

众在阿里赋能之下加速数字化的经验积累，也是阿里和分众以产品化形态及战略赋能品牌营销的新开始。分众传媒董事长江南春表示，被阿里巴巴赋能的数字化分众已经实现了网络可推送、实时可监测、洞察可回流、效果可评估。

发布会量化展示了 2018 年双十一活动中，天猫分众联合营销效果。其中包括：(1) 2018 年双十一通过分众触达了 27% 的线上未触达人群。(2) 天猫作为一个品牌方，此次通过分众投放也产生了很好的投放效果。UV 回访率、UV 加购率、UV 成交率分别达到 50%、30%、20%。(3) 在参与活动的十多个知名品牌中，到店消费者看过分众广告的平均占比为 36%，成交消费者看过分众广告的平均占比为 40%。(4) 在参与双 11 联合投放的品牌中，看过分众的新客销售转化指数均值是 118，老客销售转化指数是 110，均远高于未看过分众的顾客。未看过分众的新客销售转化指数均值为 91，未看过分众的老客销售转化指数均值为 94。

图 8：阿里、分众“U 众计划”正式启动



数据来源：阿里妈妈，东吴证券研究所

图 9：分众宣布覆盖总人口达到 3.1 亿人



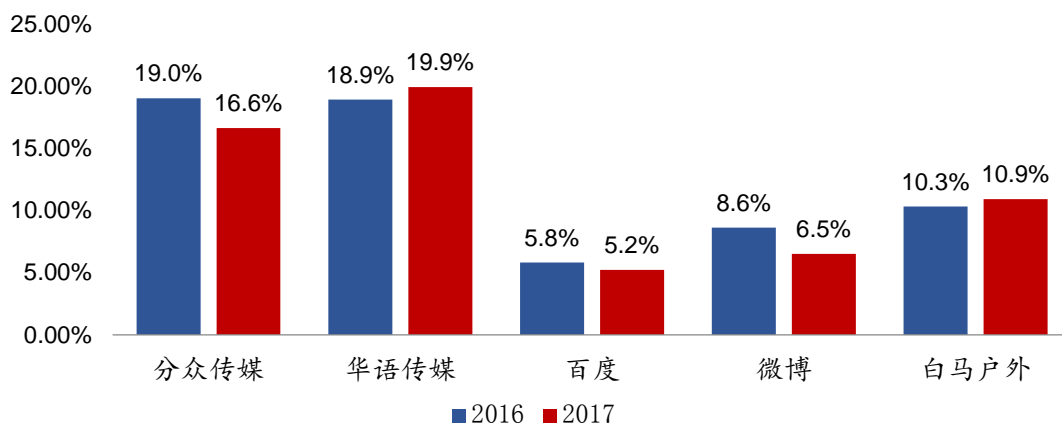
数据来源：阿里妈妈，东吴证券研究所

5. 分众 X 阿里：网络价值、销售能力之外另一个超额收益来源

5.1. 网络价值和销售能力是分众传媒超额收益根本来源

效果广告的核心在于在流量和场景，品牌广告在此之外还非常依赖销售能力。从百度和微博财报 Selling, General & Administrative Expense 中剔除 Marketing and Promotional Expense 后，可以清楚地看到百度和微博销售费用率明显低于楼宇广告和户外广告（在实际操作中，部分公司会将部分销售费用做到营业成本里）。

图 10：各公司销售费用率（百度、微博剔除 Marketing and Promotional Expense）



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

楼宇广告持续多年保持较高增速，除了电梯场景价值发现和价值重估之外，销售人员及其特殊的销售方法论也至关重要。分众销售方法论是分众在实战中的总结，即电梯广告覆盖城市主流人群，拥有高频、低干扰、强制收看等特征，能够对消费者进行饱和攻击、从而抢占消费者心智，引爆品牌，最终让品牌在其所在品类占据一席之地。

分众在成本端存在一定的规模效应（譬如管理费用率明显低于同行），但收入端高上刊率是分众远超同行利润率的根源所在：

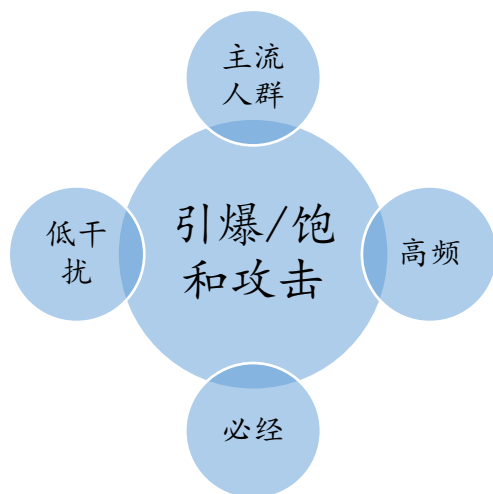
(1) 分众销售方法论的核心是品牌引爆能力，品牌引爆的基础是拥有网络节点足够多、网络质量足够好的流量阵地，以及教育广告主的机会和能力。目前来看，无论在网络规模、网络质量、还是在教育广告主的能力上，线下都只有分众具备引爆能力，基于品牌引爆（例如瑞信咖啡、饿了么等）的广告主对分众上刊率有积极作用。

(2) 品牌推广的渠道很多，包括电视、长视频贴片/植入、短视频、微信朋友圈、楼宇、机场、地铁等等。绝大部分广告主预算都是有限的，一是不可能所有渠道都投，二是每个渠道内部也往往不会所有阵地都投。分众是楼宇广告核心阵地，覆盖面和覆盖质量上都遥遥领先，包括新潮、华语、城市纵横在内的其他楼宇广告公司始终都是补充项。补充项的特点是可有可无，上挂率天然吃亏（譬如：在分众+朋友圈推广后，广告主选择抖音作为补充比选择新潮作为补充要更合理）。

(3) 头部销售是没有体现在分众资产负债表中，但实际存在的重要无形资产。分众董事长江南春是中国最顶级的销售，拥有行业内不可复制的社会资源和销售能力。分众几十位VP销售深耕行业十余年，社会资源和销售能力也不容小觑。另外，销售能力存在一定的马太效应，分众平台更大，头部销售积累资源的机会更多（譬如去中欧商学院、长江商学院深造学习）。

分众典型广告主包括阿里、滴滴、瑞幸、波司登等，而华语典型广告主则是广汽丰田、中国移动、红牛等。可以看到部分分众典型广告主，本来并不是行业客户，是分众凭借超强销售能力，结合自身影响力和品牌引爆能力开发教育过来的。如果把广告收入分为离散资源量价值、网络价值和销售能力价值，那么后两者无疑是分众超额收益的根本来源。

图 11：分众销售方法论



资料来源：分众传媒官网、东吴证券研究所

图 12：分众、华语典型广告主

华语传媒典型广告主	分众传媒典型广告主
广汽丰田	阿里巴巴
中国移动	滴滴打车
红牛	瑞幸咖啡
VIVO	飞鹤奶粉
泸州老窖	波司登
万和燃气	农夫山泉
衣邦人	中国移动
立白	华为手机

资料来源：草根调研整理、东吴证券研究所

5.2. 联手阿里将是分众传媒新的超额收益来源

牵手阿里将是分众在网络价值、销售能力之外，另一个超额收益来源。主要可以从三个角度来理解：(1)“天合计划”流量置换比例对分众有一定的政策倾斜，这属于阿里主动让利行为。(2)与阿里合作之后，分众广告效果更加可量化、可视化，在广告主拉新上有较大帮助。(3)分众融入了阿里全域营销体系，伴随全域营销的流行（目前，国际大牌已纷纷开始使用品牌数据银行，反馈良好），能够获取数据，且将数据传输给全域营销体系下品牌数据银行的媒介更容易获得广告主认可。

6. 风险提示

宏观经济超预期持续低迷；梯内电视安全隐患风险；

分众传媒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	11,164	13,233	14,929	16,473	营业收入	12,014	14,529	16,061	18,951
现金	3,930	2,661	3,971	6,711	减:营业成本	3,277	4,879	6,821	7,736
应收账款	2,980	5,853	6,133	4,437	营业税金及附加	398	481	532	627
存货	7	0	0	0	营业费用	1,998	2,296	2,489	2,900
其他流动资产	4,247	4,720	4,826	5,326	管理费用	526	596	642	739
非流动资产	4,390	5,652	6,354	6,995	财务费用	-128	-160	-200	-250
长期股权投资	734	734	734	734	资产减值损失	181	200	220	240
固定资产	351	1,452	2,023	2,531	加:投资净收益	749	120	160	200
在建工程	0	0	0	0	其他收益	736	730	700	700
无形资产	34	45	54	64	营业利润	7,244	7,058	6,416	7,860
其他非流动资产	3,272	3,421	3,543	3,666	加:营业外净收支	-12	0	0	0
资产总计	15,555	18,885	21,284	23,468	利润总额	7,232	7,058	6,416	7,860
流动负债	3,915	3,771	5,006	5,185	减:所得税费用	1,258	1,228	1,116	1,368
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	6,005	5,835	5,304	6,497
应付账款	235	1,022	1,233	933	EBIT	7,170	6,912	6,234	7,661
其他流动负债	3,681	2,749	3,773	4,252	EBITDA	7,303	7,262	6,654	8,102
非流动负债	1,081	1,322	1,566	1,710					
长期借款	849	1,011	1,222	1,332	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
其他非流动负债	232	311	344	378	每股收益(元)	0.41	0.4	0.36	0.44
负债合计	4,997	5,093	6,572	6,895	每股净资产(元)	0.71	0.94	1.00	1.13
					发行在外股份(百万股)	14678	14678	14678	14678
归属母公司股东权益	10,373	13,792	14,711	16,574	ROIC(%)	52.8%	39.4%	33.3%	36.3%
负债和股东权益	15,555	18,885	21,284	23,468	ROE(%)	57.9%	42.3%	36.1%	39.2%
					毛利率(%)	72.72%	66.42%	57.53%	59.18%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	49.98%	40.16%	33.03%	34.28%
经营活动现金流	4,156	4,537	5,931	7,131	资产负债率(%)	32.1%	27.0%	30.9%	29.4%
投资活动现金流	-2,037	-412	-650	-1,232	收入增长率(%)	17.63%	20.94%	10.54%	18.00%
筹资活动现金流	-2,567	-1,353	-2,332	-4,832	净利润增长率(%)	34.90%	-2.83%	-9.09%	22.49%
现金净增加额	-451	-1,269	1,310	2,740	P/E	15.73	16.13	17.92	14.66
折旧和摊销	133	350	420	441	P/B	9.08	6.86	6.45	5.71
资本开支	263	1,321	423	542	EV/EBITDA	12.91	13.37	14.62	11.71
营运资本变动	-1,562	-2,621	-521	311					

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

