

# 万达电影 (002739)

证券研究报告

2021年05月10日

## 疫情及减值影响落地，院线与内容迎双重复苏

万达电影 2020 年实现营收 62.95 亿元，同比减少 59.2%，归属于上市公司股东净利润-66.69 亿元，同比减少 41.03%，扣非后归母净利润-68.53 亿元，同比减少 41.39%，其中计提商誉及其他资产减值合计 44.81 亿元，20 年疫情影响以及减值落地。

21Q1 公司实现营收 41.21 亿元，同比上升 228.44%，归母净利润 5.24 亿元，同比增长 187.38%。一季度随着电影市场恢复，以及公司主投主控的《唐探 3》上映，公司业绩大幅回升，考虑澳洲院线 21Q1 仍有亏损以及新租赁准则影响，可推断公司国内院线业务实际恢复水平比报表业绩更佳。

院线板块，万达院线作为龙头，领先地位稳固，市占率有较为明显提升，2021 年计划计划新建影城 60-70 家，同时深耕特许经营业务。截至 2020 年 12 月 31 日，公司旗下影院（含特许加盟）市场占有率为 15.3%，核心指标连续 12 年位列全国第一。21 年 1-3 月，公司旗下影院（含特许经营加盟）市场占有率分别为 15.9%、13.4%和 17.8%，累计市场占有率为 14.5%，除春节档受溢出效应影响较大之外，市场份额较往年同期有较高提升。截至 21 年 3 月 31 日，公司国内拥有已开业影院 712 家，6,180 块银幕，其中直营影院 652 家，5,727 块银幕，特许经营加盟影院 60 家，453 块银幕。澳洲院线 21Q1 亏损较 20 年第四季度有所收窄，预计 21 年下半年将逐步恢复至正常水平。

内容板块，万达影视 20 年营收 15.06 亿元，净利润-33 亿元，其中计提商誉减值准备 29.22 亿元，21 年起轻装上阵，并有望迎来优质内容逐步释放。

21 年万达影视储备丰富，主投及参与投资与制作的《海底小纵队》《唐人街探案 3》已上映，后续还有《2 哥来了怎么办》《外太空的莫扎特》《没有一个春天不会来临》《罐头小人》《想见你》《天星术》等影片预计将择机上映。电视剧业务上，21 年新媒诚品主投及参与投资制作的《雁归西窗月》《号手就位》（已播出）《最灿烂的我们》《一见倾心》《亲爱的爸妈》《妈妈在等你》《谢谢你医生》等多部电视剧预计陆续播出。

**投资建议：**21 年电影春节档取得开门红，以及清明、五一等档期新高，验证对于优秀内容的观影需求毋庸置疑。随着国内疫情防控渐趋平稳，中国电影市场有望在供需两端持续改善，景气度在 21 年有望持续恢复。中长期维度看，万达电影作为国内电影龙头，院线领先地位稳固，并不断提升竞争力，未来有望看到影院市占率持续提升。内容侧，万达储备多个优质项目，将在 21 年起陆续释放。我们预计公司 21-23 年归母净利润为 16.07 亿/20.47 亿/23.75 亿元，对应 22-23 年同比增速为 27.4%/16.0%，对应 21-23 年 PE 分别为 23.1x/18.1x/15.6x，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情影响，电影市场恢复进度不达预期，电影项目票房不达预期，影视项目推进延期，经营业绩波动下现金流风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,435.36	6,295.48	16,865.60	19,526.75	21,659.89
增长率(%)	9.56	(59.21)	167.90	15.78	10.92
EBITDA(百万元)	8,016.71	2,685.89	2,741.78	3,515.09	4,156.96
净利润(百万元)	(4,728.59)	(6,668.70)	1,606.76	2,047.11	2,374.78
增长率(%)	(465.25)	41.03	(124.09)	27.41	16.01
EPS(元/股)	(2.12)	(2.99)	0.72	0.92	1.06
市盈率(P/E)	(7.85)	(5.57)	23.12	18.14	15.64
市净率(P/B)	2.69	3.66	2.95	2.10	1.76
市销率(P/S)	2.41	5.90	2.20	1.90	1.71
EV/EBITDA	4.66	14.10	12.10	8.70	6.22

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	16.65 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	2,230.73
流通 A 股股本(百万股)	1,951.64
A 股总市值(百万元)	37,141.57
流通 A 股市值(百万元)	32,494.78
每股净资产(元)	4.35
资产负债率(%)	69.08
一年内最高/最低(元)	24.23/15.02

### 作者

**张爽** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070004  
zhangshuang@tfzq.com

**文浩** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《万达电影-公司点评:院线及内容齐头并进，Q1 业绩大幅回暖，影院市占率持续提升》2021-04-12
- 《万达电影-公司点评:20 年疫情及减值影响落地，21 年有望迎来行业景气度及公司竞争力双重提升，短期关注春节档《唐探 3》》2021-01-31
- 《万达电影-公司点评:公司 ST 风险担忧有望消除，基于中长逻辑继续看好》2020-12-17

## 内容目录

1. 财报数据分析 .....	3
2. 2020 年业务回顾及 2021 年经营计划 .....	7
2.1. 院线电影放映业务 .....	7
2.1.1. 疫情业务承压，行业出清加快市占率稳步提升 .....	7
2.1.2. 规模稳步扩张，开放特许权整合资源 .....	7
2.1.3. 2021 年计划 .....	7
2.2. 影视投资制作与发行业务 .....	8
2.2.1. 电影投资、制作与发行 .....	8
2.2.2. 电视剧投资、制作与发行 .....	8
2.3. 网络游戏发行与运营业务 .....	8
2.4. 广告与传媒业务 .....	8
3. 投资建议及风险提示 .....	9

## 图表目录

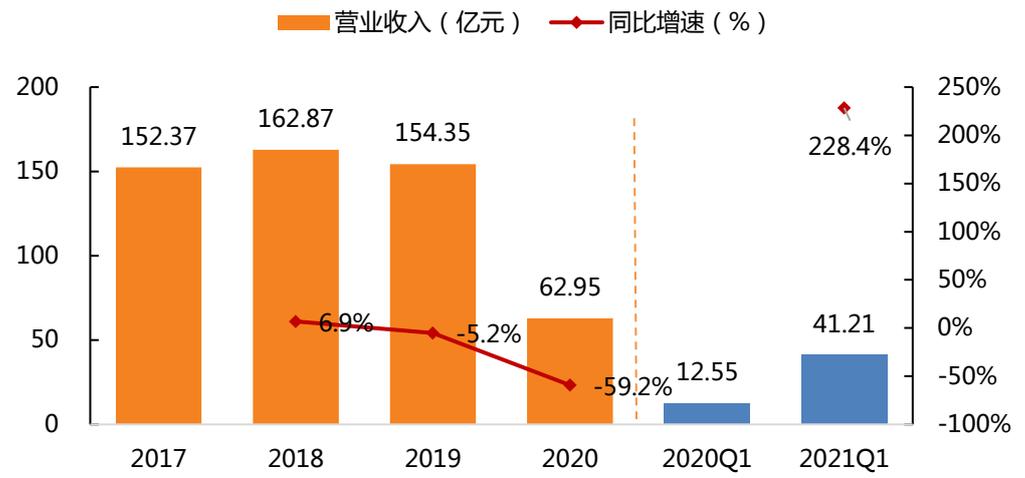
图 1: 万达电影 2017-2020 年, 2020Q1 及 2021Q1 营业收入 (亿元) 及增速 (2017-2018 均为追溯调整后业绩) .....	3
图 2: 万达电影 2017-2020 年, 2020Q1 及 2021Q1 归母净利润 (亿元) 及增速 (2017-2018 均为追溯调整后业绩) .....	3
图 3: 万达电影 2019Q1-2021Q1 单季度营业收入 (单位: 亿元) .....	4
图 4: 万达电影 2019Q1-2021Q1 单季度归母净利润 .....	4
图 5: 万达电影 2018 年-2020 年, 2020Q1 和 2021Q1 整体业务毛利率变化情况 (2018 年为追溯调整后业绩) .....	5
图 6: 万达电影 2019 和 2020 年分项业务收入比重 (分产品) .....	6
图 7: 万达电影 2018 年-2020 年, 2020Q1 及 2021Q1 费用率 .....	7
表 1: 万达电影 2020 年计提资产及信用减值准备明细 .....	4
表 2: 万达电影 2020 年计提商誉减值准备具体情况 .....	5
表 3: 万达电影境外子公司 2020 年经营情况 .....	5
表 4: 万达电影 2020 年分业务营业收入、营业成本、毛利率及变动情况 .....	6

## 1. 财报数据分析

万达电影 2020 年实现营收 62.95 亿元,同比减少 59.2%,归属于上市公司股东净利润-66.69 亿元,同比减少 41.03%,扣非后归母净利润-68.53 亿元,同比减少 41.39%,其中计提商誉及其他资产减值合计 44.81 亿元,20 年疫情影响以及减值落地。

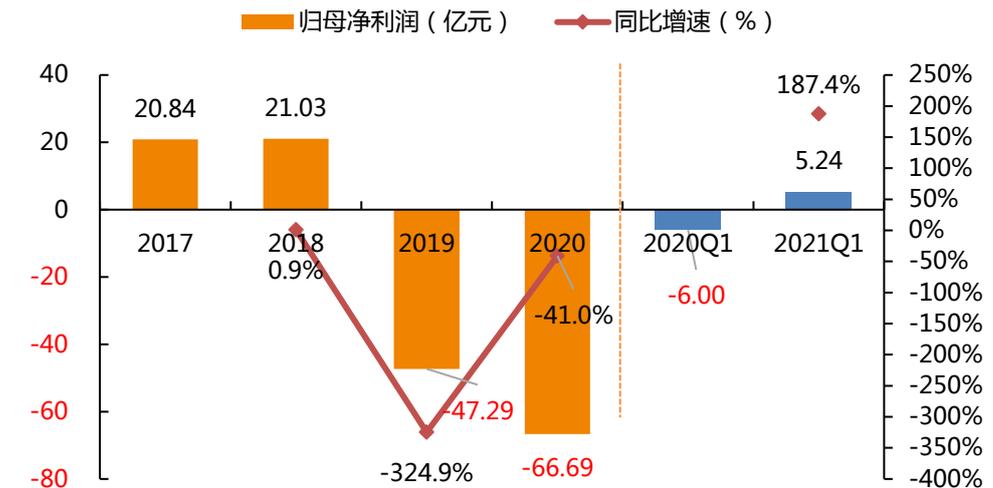
21Q1 公司实现营收 41.21 亿元,同比上升 228.44%,归母净利润 5.24 亿元,同比增长 187.38%。一季度随着电影市场恢复,以及公司主投主控的《唐探 3》上映,公司业绩迎来大幅回升,考虑澳洲院线 21Q1 仍有亏损以及新租赁准则影响,可判断公司国内院线业务实际恢复水平比报表业绩更佳。

图 1: 万达电影 2017-2020 年,2020Q1 及 2021Q1 营业收入(亿元)及增速(2017-2018 均为追溯调整后业绩)



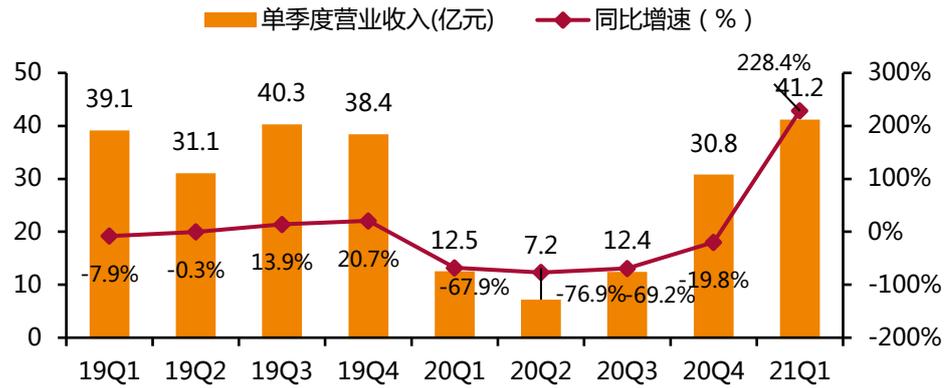
资料来源:公司公告,天风证券研究所

图 2: 万达电影 2017-2020 年,2020Q1 及 2021Q1 归母净利润(亿元)及增速(2017-2018 均为追溯调整后业绩)



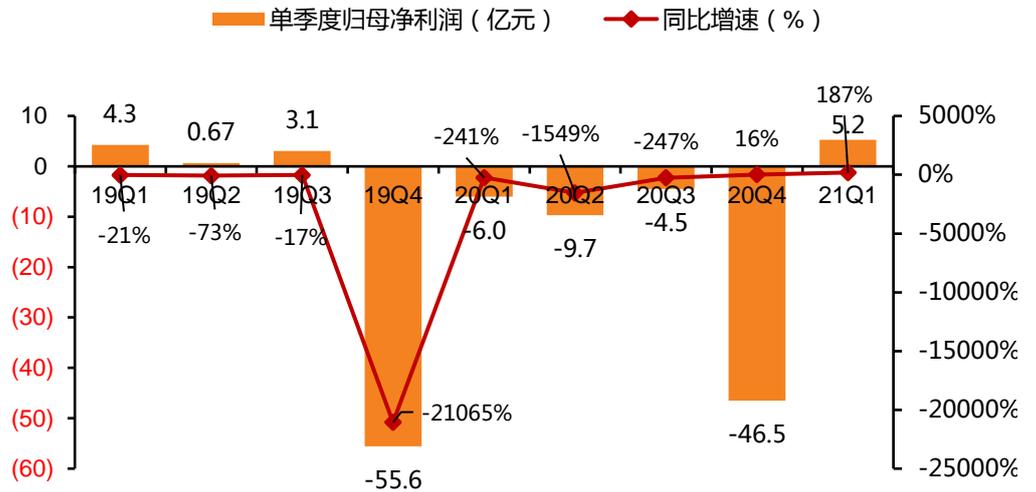
资料来源:公司公告,天风证券研究所

图 3: 万达电影 2019Q1-2021Q1 单季度营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 4: 万达电影 2019Q1-2021Q1 单季度归母净利润



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 1: 万达电影 2020 年计提资产及信用减值准备明细

项目	2020 年度计提减值准备金额(亿元)
商誉减值	-35.97
长期待摊费用减值	-2.90
固定资产减值	-2.11
无形资产减值	-1.54
在建工程减值	-0.04
存货跌价损失及合同履约成本减值损失	-0.94
应收账款信用减值损失	-0.67
其他应收款信用减值损失	-0.63
<b>合计</b>	<b>-44.81</b>

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 2: 万达电影 2020 年计提商誉减值准备具体情况

被投资单位名称或形成商誉的事项	股权收购 时间	商誉账面价值 (亿元)	包括商誉的资产组账面价值 (亿元)	本次计提商誉减值金额 (亿元)
一、并购影城	2014 年 12 月 -2018 年 4 月	4.73	6.96	4.73
二、时光网	2016 年 12 月 -2019 年 12 月	2.02	3.73	2.02
三、互爱互动	2016 年 5 月	23.07	23.99	18.72
四、新媒诚品	2017 年 5 月	6.18	6.25	3.88
五、骋亚影视	2016 年 8 月	9.85	9.87	6.62

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2020 年公司境外票房约 5.1 亿元, 观影人次约 693.1 万。境外子公司 HG Holdco Pty Ltd. 实现营收 10.73 亿元, 净利润-3.26 亿元。

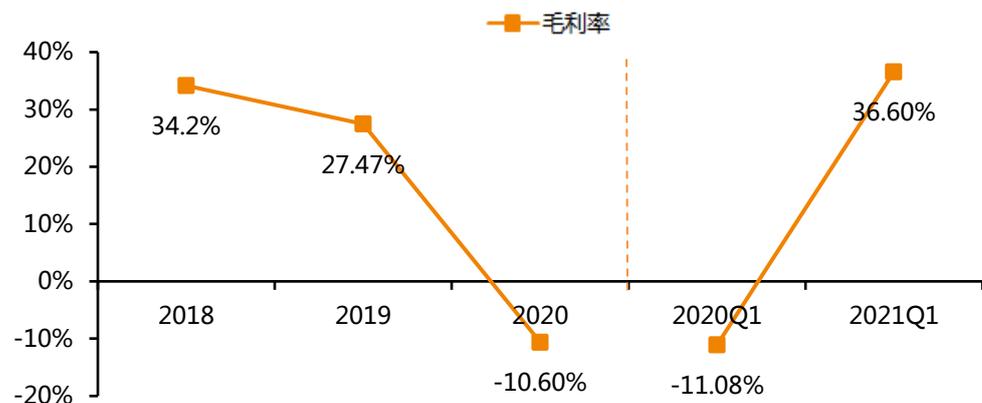
表 3: 万达电影境外子公司 2020 年经营情况

公司名称	主要业务	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	营业利润 (亿元)	净利润 (亿元)
HG Holdco Pty Ltd.	影院运营, 影片发行和 电影屏幕广告业务	61.56	26.92	10.73	-4.73	-3.26

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2020 年公司销售毛利率-10.60%, 同比下降 38.07pct, 其中国内业务毛利率-9.74%, 同比下降 36.69pct; 境外业务毛利率-14.75%, 同比下降 44.39pct。2021Q1 公司毛利率为 36.60%, 同比上升 47.68pct。

图 5: 万达电影 2018 年-2020 年, 2020Q1 和 2021Q1 整体业务毛利率变化情况 (2018 年为追溯调整后业绩)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分业务来看,2020 年公司观影业务实现营收 31.71 亿元,同比下降 65.24%,毛利率-41.21%,同比下降 47.82pct; 广告业务实现营收 5.98 亿元,同比下降 69.34%,毛利率 10.50%,同比下降 48.47pct; 商品、餐饮销售业务实现营收 6.76 亿元,同比下降 64.90%,毛利率 39.72%,同比下降 23.61pct。

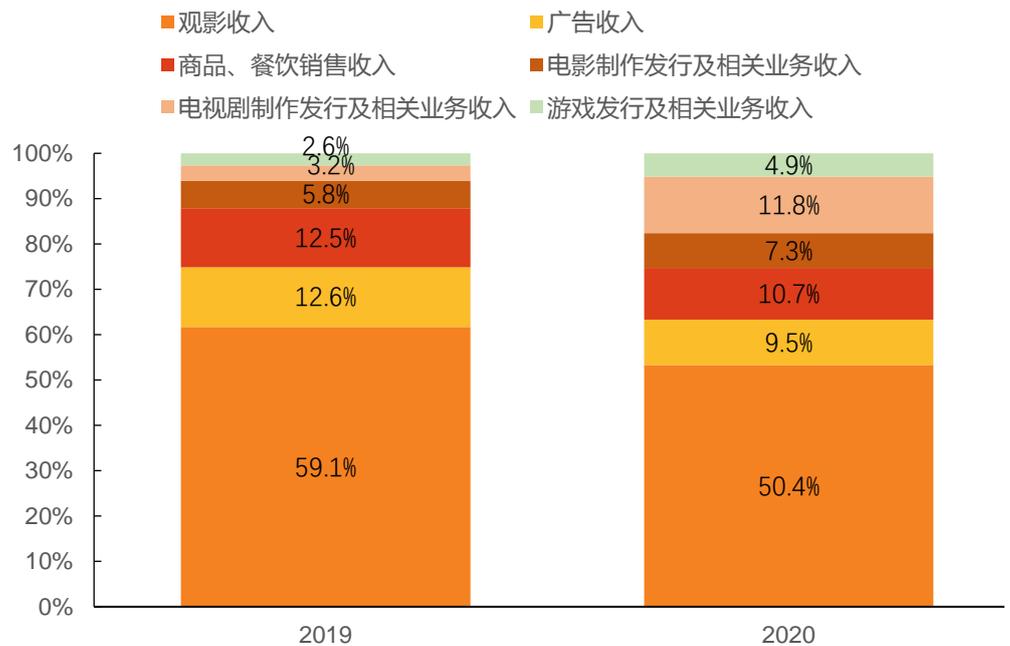
电影、电视剧、游戏相关业务分别实现营收 4.57 亿元、7.41 亿元、3.07 亿元。

表 4: 万达电影 2020 年分业务营业收入、营业成本、毛利率及变动情况

	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率	营业收入比上年 同期增减	营业成本比上年 同期增减	毛利率比上年 同期增减
观影收入	31.71	44.77	-41.21%	-65.24%	-47.44%	-47.82pct
广告收入	5.98	5.35	10.50%	-69.34%	-33.13%	-48.47pct
商品、餐饮销售收入	6.76	4.07	39.72%	-64.90%	-42.30%	-23.61pct
电视剧制作发行及相 关业务收入	7.41	9.10	-22.81%	48.84%	212.21%	-64.27pct

资料来源:公司公告,天风证券研究所

图 6: 万达电影 2019 和 2020 年分项业务收入比重(分产品)

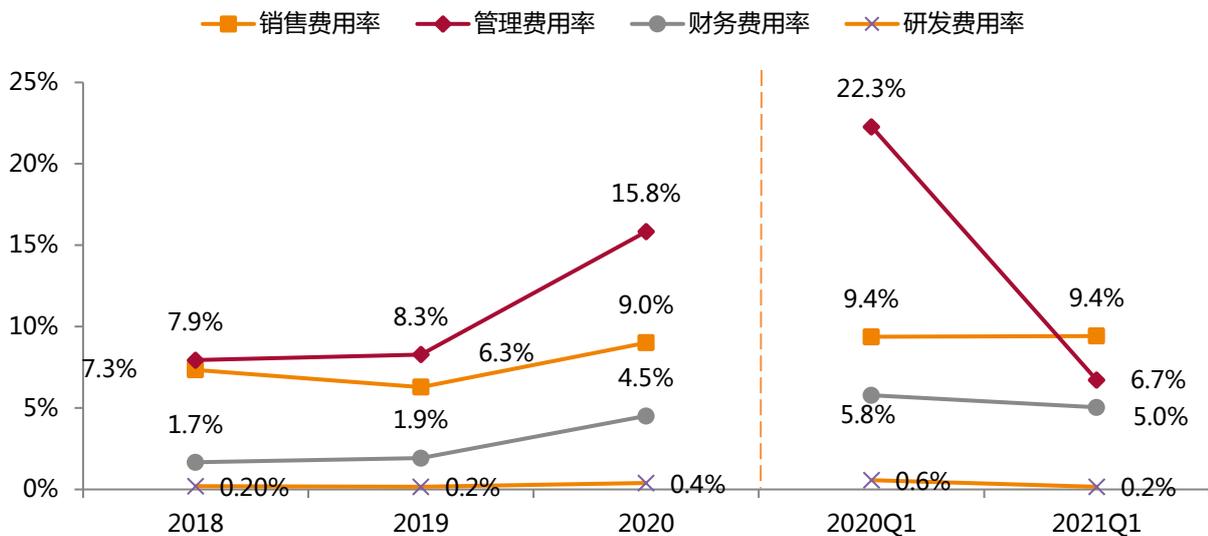


资料来源:公司公告,天风证券研究所

2020 年公司销售费用 5.67 亿元,同比下降 41.5%,销售费用率 9.0%,同比上升 2.7pct; 管理费用 9.97 亿元,同比下降 22.1%,管理费用率 15.8%,同比上升 7.5pct; 财务费用 2.84 亿元,同比下降 4.5%,财务费用率 4.5%,同比增长 2.6pct; 研发费用 2505.81 万元,同比下降 2.0%,研发费用率 0.40%,同比下降 0.2pct。

21Q1 公司销售费用 3.88 亿元,同比增长 229.94%,销售费用率 9.42%,同比增加 0.04pct,管理费用 2.77 亿元,同比下降 0.99%,管理费用率 6.72%,同比下降 15.57pct,财务费用 2.08 亿元,同比增长 186.17%,财务费用率 5.04%,同比下降 0.74pct,研发费用 695.13 万元,同比下降 2.56%,研发费用率 0.17%,同比下降 0.40pct。

图 7: 万达电影 2018 年-2020 年, 2020Q1 及 2021Q1 费用率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 2. 2020 年业务回顾及 2021 年经营计划

### 2.1. 院线电影放映业务

#### 2.1.1. 疫情业务承压, 行业出清加快市占率稳步提升

2020 年受新冠疫情影响, 公司经营受到严重影响。公司国内影院全年实现票房 27.01 亿元, 同比减少 65.5%, 观影人次 0.75 亿, 同比减少 62.7%; 公司澳洲院线实现票房 5.1 亿元, 观影人次 0.069 亿人。

截至 2020 年 12 月 31 日, 公司旗下影院 (含特许加盟) 市场占有率为 15.3%, 较去年同期明显增长, 票房、观影人次、市场占有率等核心指标连续 12 年位列全国第一。2020 年, 公司下属 36 家影院跻身我国电影 100 强, 72 家影院跻身我国电影票房 200 强, 172 家影院进入我国影院票房 500 强。

#### 2.1.2. 规模稳步扩张, 开放特许权整合资源

2020 年, 公司凭借经营管理优势在行业出清加速的情况下依然保持稳定的规模扩张速度, 全年新开业影院 64 家, 同时评估关停 20 家经营效益较差的影院。公司积极探索行业发展新模式, 于 2020 年 6 月正式对外开放特许经营加盟权, 通过向具备可持续经营能力的优质加盟影城输出万达品牌、管理系统和管理体系, 整合资源。2020 年, 公司意向签约特许经营加盟影院 310 家, 截至目前已开业 19 家。

截至 2020 年 12 月 31 日, 公司国内拥有已开业影院 700 家, 6,099 块银幕, 其中直营影院 647 家, 5,696 块银幕, 特许经营加盟影院 53 家, 403 块银幕。公司旗下共拥有 IMAX 银幕 370 块、杜比影院 47 家以及自有高端品牌 PRIME 影院 83 家。除此之外, 公司拥有境外影院 53 家, 467 块银幕。

#### 2.1.3. 2021 年计划

2021 年公司计划新建影城 60-70 家, 同时深耕特许经营业务, 加快轻资产管理影院开业速度。管理方面, 公司将继续加强精细化管理和成本管控, 持续推进影院及设备租金减免, 控制影院运营费用, 并将继续打造标准化管理体系, 不断提升管理水平和经营效率, 打造平台化企业。

## 2.2. 影视投资制作与发行业务

### 2.2.1. 电影投资、制作与发行

2020年，万达影视原计划年内上映的多部主投主控影片均取消上映，部分电影项目按防疫要求也暂停并延后拍摄，经营业绩不及预期。2020年，万达影视主投电影《误杀》自影院恢复营业后复映取得票房约1.2亿元，最终实现总票房13.3亿元，参投主旋律影片《我和我的家乡》《金刚川》分别取得票房28.3亿、11.2亿。

2021年，万达影视主投及参与投资与制作的《海底小纵队：火焰之杯》《唐人街探案3》《2哥来了怎么办》《外太空的莫扎特》《没有一个春天不会来临》《罐头小人》《想见你》《天星术》等影片预计将择机上映。其中《海底小纵队：火焰之杯》已于2021年1月8日上映，实现票房5,324.7万元，《唐人街探案3》已于2021年大年初一上映，累计实现票房45.2亿元。

### 2.2.2. 电视剧投资、制作与发行

2020年，在电视剧行业发行数量及备案数量下滑较多的情况下，新媒诚品全年主导或参与出品的电视剧和网剧包括《绿水青山带笑颜》《幸福，触手可及》《暮白首》《怪你过分美丽》《琉璃》《青春创世纪》《大时代》《向阳而生》《隐秘而伟大》等，均取得了较好的口碑评价和收视成绩。

2021年，新媒诚品主投及参与投资制作的《雁归西窗月》《号手就位》《最灿烂的我们》《一见倾心》《亲爱的爸妈》《妈妈在等你》《谢谢你医生》等多部电视剧预计将在各电视台和网络平台陆续播出。

## 2.3. 网络游戏发行与运营业务

2020年，公司子公司互爱互动新发行游戏7款，其中国内游戏5款，海外游戏2款，包括《葫芦兄弟：七子降妖》《时空之旅》《无尽战记》《仙魔尘缘》《全民冠军足球》等，新取得版号3款。

互爱互动在发展国内自主买量发行的同时，重点建设海外自主发行能力，海外自主发行收入较去年同期有较大增长。同时互爱互动与重点研发商等合作伙伴建立稳定的合作关系，为后续发展做好充分准备。

2021年，互爱互动的重点产品包括《关于我转生成为史莱姆这档事》《圣斗士星矢》《豪门足球风云2》《潮人篮球2》《全职法师：元素觉醒》等，目前已有多款产品版号审核完毕在排队发放中，预计2021年将陆续发行上线。

## 2.4. 广告与传媒业务

2020年，影院停业对公司广告业务造成直接冲击。影院停业期间，公司子公司万达传媒积极转型短视频直播领域，组织多场抖音直播带货活动，逐步形成自有电商供应链，同时通过谈判降低外采影院整体成本，提前布局重点影片和重点档期，最终在复工后的第一个重要档期国庆档映前广告收入实现同比较大幅度增长。除此之外，万达传媒不断拓展创新业务，开启电商合作全新模式。

2021年，万达传媒将正式建立“广告+电商”业务布局，为客户提供的营销资源从线下延展到线上，融合影院场景、社区场景、商场场景以及影视IP资源。

### 3. 投资建议及风险提示

21 年电影春节档取得开门红，以及清明、五一等档期新高，验证对于优秀内容的观影需求毋庸置疑。随着国内疫情防控渐趋平稳，中国电影市场有望在供需两端持续改善，景气度在 21 年有望持续恢复。中长期维度看，万达电影作为国内电影龙头，院线领先地位稳固，并不断提升竞争力，未来有望看到影院市占率持续提升。内容侧，万达储备多个优质项目，将在 21 年起陆续释放。我们预计公司 21-23 年归母净利润分别为 16.07 亿/20.47 亿/23.75 亿元，对应 22-23 年增速分别为 27.4%/16.0%，对应 21-23 年 PE 分别为 23.1x/18.1x/15.6x，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情影响，电影市场恢复进度不达预期，电影项目票房不达预期，影视项目推进延期，经营业绩波动下现金流风险

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,463.17	4,979.02	6,746.24	9,763.37	15,161.92
应收票据及应收账款	2,309.96	1,874.37	2,810.52	2,830.54	3,426.76
预付账款	1,217.99	717.20	867.40	1,256.08	1,255.75
存货	2,154.48	1,766.73	676.19	2,357.35	991.75
其他	1,177.94	1,275.16	1,294.71	1,121.63	1,521.70
<b>流动资产合计</b>	<b>9,323.54</b>	<b>10,612.49</b>	<b>12,395.05</b>	<b>17,328.97</b>	<b>22,357.88</b>
长期股权投资	96.82	71.69	71.69	71.69	71.69
固定资产	2,850.54	2,545.80	3,096.10	3,349.18	3,315.86
在建工程	217.60	45.78	88.04	117.63	138.34
无形资产	1,121.02	955.37	1,094.56	1,081.12	1,065.05
其他	12,878.56	9,244.92	9,385.12	9,284.04	9,011.80
<b>非流动资产合计</b>	<b>17,164.54</b>	<b>12,863.57</b>	<b>13,735.52</b>	<b>13,903.66</b>	<b>13,602.74</b>
<b>资产总计</b>	<b>26,488.08</b>	<b>23,476.06</b>	<b>26,130.57</b>	<b>31,232.63</b>	<b>35,960.62</b>
短期借款	3,455.46	4,643.60	7,376.31	6,511.15	7,453.21
应付票据及应付账款	1,685.62	1,838.98	471.89	2,182.45	748.01
其他	4,800.01	6,423.20	5,234.55	4,392.24	6,188.92
<b>流动负债合计</b>	<b>9,941.09</b>	<b>12,905.77</b>	<b>13,082.75</b>	<b>13,085.83</b>	<b>14,390.14</b>
长期借款	2,100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	308.52	288.39	298.45	293.42	295.94
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,408.52</b>	<b>288.39</b>	<b>298.45</b>	<b>293.42</b>	<b>295.94</b>
<b>负债合计</b>	<b>12,349.61</b>	<b>13,194.17</b>	<b>13,381.20</b>	<b>13,379.26</b>	<b>14,686.08</b>
少数股东权益	306.33	141.72	153.05	177.91	214.08
股本	2,078.43	2,230.73	2,230.73	2,230.73	2,230.73
资本公积	8,094.79	10,838.53	11,769.91	14,801.94	15,812.17
留存收益	11,751.33	7,827.45	10,365.60	15,444.73	18,829.74
其他	(8,092.40)	(10,756.53)	(11,769.91)	(14,801.94)	(15,812.17)
<b>股东权益合计</b>	<b>14,138.48</b>	<b>10,281.89</b>	<b>12,749.37</b>	<b>17,853.37</b>	<b>21,274.55</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>26,488.08</b>	<b>23,476.06</b>	<b>26,130.57</b>	<b>31,232.63</b>	<b>35,960.62</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(4,721.74)	(6,841.35)	1,606.76	2,047.11	2,374.78
折旧摊销	1,313.41	1,275.63	808.25	1,030.77	1,238.68
财务费用	316.64	297.64	300.80	309.80	354.58
投资损失	(19.29)	(46.21)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(1,343.93)	2,625.46	(351.30)	(2,127.44)	1,594.11
其它	6,313.74	3,170.95	11.33	24.86	36.16
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,858.83</b>	<b>482.12</b>	<b>2,325.83</b>	<b>1,235.11</b>	<b>5,548.31</b>
资本支出	(689.08)	(3,400.19)	1,529.94	1,305.03	1,207.48
长期投资	76.28	(25.13)	0.00	0.00	0.00
其他	(931.45)	2,575.80	(3,019.94)	(2,555.03)	(2,367.48)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,544.25)</b>	<b>(849.52)</b>	<b>(1,490.00)</b>	<b>(1,250.00)</b>	<b>(1,160.00)</b>
债权融资	6,643.76	7,003.51	7,386.31	7,696.11	8,050.69
股权融资	3,967.19	2,695.66	552.59	2,726.23	659.66
其他	(10,653.57)	(6,808.31)	(7,007.51)	(7,390.31)	(7,700.11)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(42.62)</b>	<b>2,890.86</b>	<b>931.39</b>	<b>3,032.03</b>	<b>1,010.24</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>271.95</b>	<b>2,523.46</b>	<b>1,767.21</b>	<b>3,017.14</b>	<b>5,398.55</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>15,435.36</b>	<b>6,295.48</b>	<b>16,865.60</b>	<b>19,526.75</b>	<b>21,659.89</b>
营业成本	11,195.39	6,963.11	11,884.49	13,650.91	15,070.95
营业税金及附加	478.94	116.76	505.97	585.80	649.80
营业费用	969.77	567.14	1,281.79	1,425.45	1,544.35
管理费用	1,279.67	997.17	1,298.65	1,425.45	1,516.19
研发费用	25.57	25.06	42.16	48.82	56.32
财务费用	297.21	283.98	300.80	309.80	354.58
资产减值损失	(5,897.85)	(4,351.29)	(31.00)	(44.00)	(46.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.29	46.21	50.00	50.00	50.00
其他	11,583.03	8,578.73	(288.00)	(262.00)	(258.00)
<b>营业利润</b>	<b>(4,515.66)</b>	<b>(6,931.39)</b>	<b>1,820.73</b>	<b>2,336.52</b>	<b>2,721.70</b>
营业外收入	20.69	21.67	30.00	30.00	30.00
营业外支出	59.13	31.38	12.00	12.00	12.00
<b>利润总额</b>	<b>(4,554.11)</b>	<b>(6,941.09)</b>	<b>1,838.73</b>	<b>2,354.52</b>	<b>2,739.70</b>
所得税	167.64	(99.74)	220.65	282.54	328.76
<b>净利润</b>	<b>(4,721.74)</b>	<b>(6,841.35)</b>	<b>1,618.09</b>	<b>2,071.98</b>	<b>2,410.94</b>
少数股东损益	6.85	(172.65)	11.33	24.86	36.16
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(4,728.59)</b>	<b>(6,668.70)</b>	<b>1,606.76</b>	<b>2,047.11</b>	<b>2,374.78</b>
每股收益(元)	(2.12)	(2.99)	0.72	0.92	1.06

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	9.56%	-59.21%	167.90%	15.78%	10.92%
营业利润	-384.06%	53.50%	-126.27%	28.33%	16.49%
归属于母公司净利润	-465.25%	41.03%	-124.09%	27.41%	16.01%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.47%	-10.60%	29.53%	30.09%	30.42%
净利率	-30.63%	-105.93%	9.53%	10.48%	10.96%
ROE	-34.19%	-65.77%	12.76%	11.58%	11.28%
ROIC	-35.68%	-48.73%	24.32%	27.02%	24.35%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.62%	56.20%	51.21%	42.84%	40.84%
净负债率	29.57%	19.69%	5.02%	-11.58%	-33.43%
流动比率	0.94	0.82	0.95	1.32	1.55
速动比率	0.72	0.69	0.90	1.14	1.48
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.65	3.01	7.20	6.92	6.92
存货周转率	13.16	3.21	13.81	12.87	12.93
总资产周转率	0.62	0.25	0.68	0.68	0.64
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-2.12	-2.99	0.72	0.92	1.06
每股经营现金流	0.83	0.22	1.04	0.55	2.49
每股净资产	6.20	4.55	5.65	7.92	9.44
<b>估值比率</b>					
市盈率	-7.85	-5.57	23.12	18.14	15.64
市净率	2.69	3.66	2.95	2.10	1.76
EV/EBITDA	4.66	14.10	12.10	8.70	6.22
EV/EBIT	5.03	18.48	17.15	12.31	8.86

### 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