

万达电影 (002739)

证券研究报告
2024年03月23日

院线主业受益于大盘复苏，管理层变更或为内容及游戏业务提供向上空间

管理层变更完成，静待后续整合效果。3月，万达电影(002739)完成工商变更，陈曦女士为公司董事长和总裁，杨海先生为公司监事会主席，儒意系正式接管万达电影。陈曦毕业于中央戏剧学院，2021年起担任中国儒意控股有限公司执行董事，担任制片人的电影作品累计票房已突破百亿。根据万达2023年业绩预告，预计实现归母净利润9-12亿元，2022年同期亏损19.23亿元；扣非净利润7-10亿元，2022年同期亏损约20.8亿元，实现大幅扭亏为盈。我们看好万达电影在主业稳健(大盘增长，市占率有稳步提升逻辑)的基础上，与儒意在内容端整合显成效。

24年电影大盘复苏可能性高，院线龙头有望持续受益

截止3月18日，2024年全年票房达155.63亿元，接近2023年Q1的158.57亿元。3月受《周处除三害》(累计票房5.33亿元)、《沙丘2》(累计票房2.69亿元)等优质影片催化，传统淡季贡献亮眼票房表现。春节档电影票房达80.51亿元，打破历史纪录，同比增长19.0%；总观影人次1.63亿，同比增长26.4%，主要系观影需求提升。展望全年，目前已有多部影片定档，包括《功夫熊猫4》、《哥斯拉大战金刚2：帝国崛起》、《你想活出怎样的人生》(宫崎骏新作)、《排球少年！垃圾场决战》(人气日漫，确认引进)等，内容供给数量充足，整体质量较高，电影市场有望持续恢复。我们预计2024年全年大盘票房约580-613亿元，公司作为院线龙头有望继续受益于院线集中化的行业趋势。

后续影片储备丰富，看好内容端进一步强化

2024年，公司内容业务有望持续强化。万达电影原有片单充足，儒意影业内容协同贡献业绩增量，资深制片人掌舵助力公司优质内容出品发行。万达电影后续储备项目包括《维和防暴队》(王一博主演)、《转念花开》(贾玲导演)、《误杀3》、《寻她》等，优质项目储备丰富。儒意储备项目包括《白蛇浮生》(追光动画，定档七夕)、《西游记真假美猴王》主旋律电影《援军明日到达》等。陈曦作为资深制片人，曾参与《泰囧》的制作，投资出品的作品包括《你好，李焕英》《唐人街探案》等。2023年，万达主控主控影片《三大队》累计票房约7亿元，同时联合出品多部高质量院线电影。我们看好后续儒意与万达电影在影视产业上下游积累优势形成较好的协同效应。

IP游戏打开海外市场，与儒意游戏业务协同打开向上空间

根据dataai数据，24年2月万达院线游戏进入中国游戏厂商及应用出海收入TOP30，“重塑经典IP”策略见成效。我们看好万达后续与儒意旗下景秀游戏的协同效应。2023年2月22日，景秀游戏与腾讯订立游戏合作框架协议，联手打造的手游《世界启元》于24年3月1日全平台开启预约，并将于24年6月15日正式上线。我们看好公司继续发挥精品内容储备优势，与儒意资源协同下进一步扩展海外代理发行及IP合作项目实现多元变现。

投资建议：我们预计公司2023-2025年收入分别为147.49/170.07/176.14亿元，同比增速分别为52%/15%/4%，归母净利润分别为11.90/15.42/17.73亿元，23-25年PE分别为29/22/19倍，维持“买入”评级。

风险提示：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，测算主观性风险，文中所谓的业绩快报数据仅为初步核算结果，具体数据以正式发布的23年年报为准。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,490.35	9,695.32	14,748.77	17,007.29	17,613.72
增长率(%)	98.40	(22.38)	52.12	15.31	3.57
EBITDA(百万元)	2,087.56	1,286.05	3,199.33	3,757.73	3,201.77
归属母公司净利润(百万元)	106.33	(1,923.00)	1,190.20	1,542.09	1,773.16
增长率(%)	(101.59)	(1,908.47)	(161.89)	29.57	14.98
EPS(元/股)	0.05	(0.88)	0.55	0.71	0.81
市盈率(P/E)	324.65	(17.95)	29.00	22.39	19.47
市净率(P/B)	3.87	4.86	4.15	3.52	2.97
市销率(P/S)	2.76	3.56	2.34	2.03	1.96
EV/EBITDA	12.11	18.09	8.66	6.27	6.69

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/影视院线
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	16.1元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,179.37
流通A股股本(百万股)	2,107.84
A股总市值(百万元)	35,087.84
流通A股市值(百万元)	33,936.20
每股净资产(元)	3.71
资产负债率(%)	68.84
一年内最高/最低(元)	16.26/9.81

作者

孔蓉 分析师
SAC执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

曹睿 分析师
SAC执业证书编号：S1110523020003
caorui@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

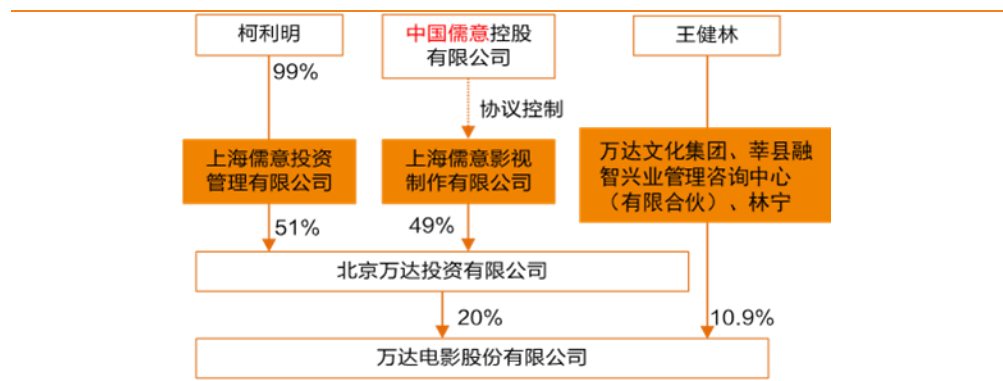
- 《万达电影-季报点评:各业务板块恢复明显，储备项目稳步推进》2023-11-05
- 《万达电影-半年报点评:23H1点评：经营恢复好于行业，持续探索IP商业变现》2023-09-04
- 《万达电影-年报点评报告:电影全产业链持续复苏，公司市占率稳步提升》2023-05-08

1. 万达+儒意，上下游有望充分协同

1.1. 柯利明成为公司实际控制人，儒意系完成高层入驻

柯利明为公司实际控制人。2023年12月12日，万达电影发布关于间接控股股东及实际控制人签署《股权转让协议》暨控制权拟发生变更的提示性公告。公告称，2023年12月12日，万达文化集团、北京珩润及王健林与儒意投资签署《股权转让协议》，拟分别将其持有的万达投资20%、29.8%和1.2%股权(合计持有万达投资51%股权)转让给儒意投资，转让价款共计人民币21.55亿元。12月16日，万达电影权益变动公布，公司实际控制人将变更为柯利明。

图 1：公司股权结构（截至 2023 年 12 月 12 日）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

陈曦掌舵、儒意系完成高层入驻。3月，万达电影（002739）完成工商变更，陈曦女士为公司董事长和总裁，杨海先生为公司监事会主席，儒意系正式接管万达电影。陈曦毕业于中央戏剧学院，2021年起担任中国儒意控股有限公司执行董事，担任制片人的电影作品累计票房已突破百亿。根据万达2023年业绩预告，预计实现归母净利润9-12亿元，2022年同期亏损19.23亿元；扣非净利润7-10亿元，2022年同期亏损约20.8亿元，实现大幅扭亏为盈。我们看好万达电影在主业稳健（大盘增长，市占率有稳步提升逻辑）的基础上，与儒意在内容端整合显成效。

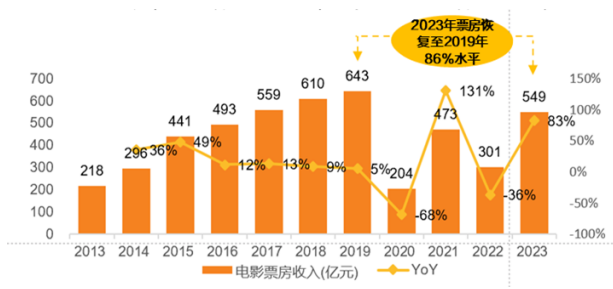
1.2. 24年电影大盘复苏可能性高，院线龙头有望持续受益

截止3月18日，2024年全年票房达155.63亿元，接近2023年Q1的158.57亿元。3月受《周处除三害》（累计票房5.33亿元）、《沙丘2》（累计票房2.69亿元）等优质影片催化，传统淡季贡献亮眼票房表现。春节档电影票房达80.51亿元，打破历史纪录，同比增长19.0%；总观影人次1.63亿，同比增长26.4%，主要系观影需求提升。展望全年，目前已有多部影片定档，包括《功夫熊猫4》、《哥斯拉大战金刚2：帝国崛起》、《你想活出怎样的人生》（宫崎骏新作）、《排球少年！垃圾场决战》（人气日漫，确认引进）等，内容供给数量充足，整体质量较高，电影市场有望持续恢复。我们预计2024年全年大盘票房约580-610亿元，公司作为院线龙头有望继续受益于院线集中化的行业趋势。

2023电影行业持续向好，全国电影票房实现549.15亿元，同比增长83.4%，恢复至2019年的85.6%；观影人次12.99亿，同比增长82.5%，恢复至2019年的75.2%。主要系优质内容供给带动观影需求稳健恢复。公司龙头地位稳固，海外业务保持稳步提升。2023年公司国内影院实现票房75.6亿元（不含服务费），恢复至2019年的96.4%；观影人次1.86亿，恢复至2019年的92.7%，累计市场份额16.7%，其中直营影院市场份额较2019年增长2pct，

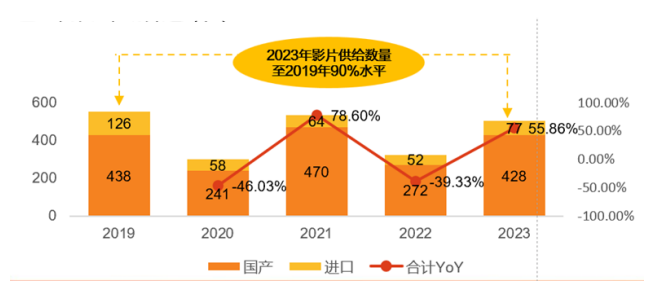
单银幕产出为全国平均水平的 1.85 倍。公司下属澳洲院线实现票房收入约 14.01 亿元，同比增长 13%，观影人次 1,615 万，同比增长 5.5%。

图 2：全国电影票房情况(亿元,%)



资料来源：同花顺，天风证券研究所

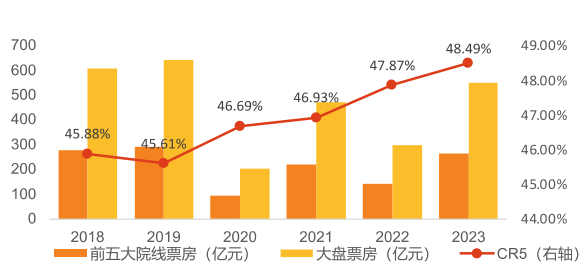
图 3：内地上映影片数量(部)



资料来源：猫眼专业版 app，天风证券研究所

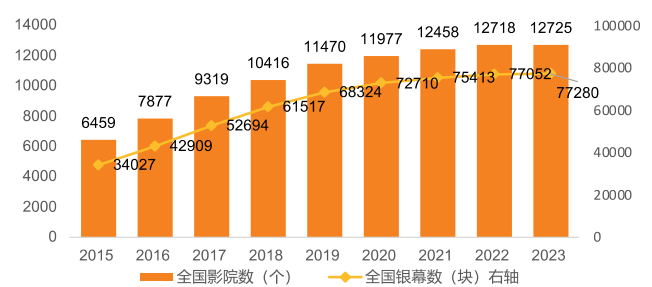
院线方面，行业集中度持续提升。疫情下行业出清，截至 2023 年底全国共有 49 条院线，较 22 年减少 2 条。2023 前五大院线票房占比 48.49%，较疫情前 2019 年上升 2.88pct，集中度提升。且全国影院数及屏幕数增速趋缓，公司作为头部院线，有望受益于向龙头集中的行业趋势，市占率有望提升。

图 4：2018-2023 年原先集中度持续提升(亿元,%)



资料来源：猫眼专业版 app，天风证券研究所

图 5：全国影院数及屏幕数增速趋缓(个,块)



资料来源：灯塔专业版 app，天风证券研究所

2024 年春节档票房超预期突破 80 亿创新高，优质影片和观影需求有望带动全年大盘增长。2024 年春节档期间（2 月 10 日-2 月 17 日）累计实现票房 80.51 亿元，同比增长 19.01%（2023 年同期 67.65 亿元），累计观影人次 1.63 亿，创历史新高。2024 年随着供需共振，细分题材的多样化满足不同观影需求，结合短视频等新媒体宣发进一步渗透非核心观影人群，我们认为中性乐观的情况下，2024 年全年大盘票房约 580-613 亿元。

我们采用两种方式对 2024 年大盘进行预测：

- **方法一：**春节档前六日累计票房/全年票房份额。我们认为，春节档作为行业全年最重要的档期之一，参考 2018/2019/2023 的中枢水平，近年占大盘全年份额在 11%波动。

图 6：方法一：春节档累计票房/春节档票房占全年份额

2024年春节档前 六日票房（亿元）	占全年票房大盘比例				
	12.5%	12.0%	11.5%	11.0%	10.5%
64.65	517.20	538.75	562.17	587.73	615.71

	春节档票房（亿元）	全年票房（亿元）	YoY春节档	春节档占比
2017	33.80	559.11		6.05%
2018	56.94	609.76	9%	9.34%
2019	58.40	642.66	129%	9.09%
2020	-	204.17	-	-
2021	78.22	472.58		16.55%
2022	60.39	300.67	-23%	20.09%
2023	67.58	549.15	12%	12.31%

资料来源：同花顺，灯塔专业版，天风证券研究所

- **方法二：观影人次 x 平均票价。**我们认为，春节档的观影人次作为全年观影高峰，占全年人次比例近年在 10%波动。2023 年人均观影频次明显回升，全年观影人次升至 13 亿，全国平均票价增至 42.3 元；随 2024 年观影习惯持续恢复，预计 2024 全年观影人次上升至 12-14 亿人，平均票价继续上涨至 43 元左右。

图 7：方法二：观影人次 x 平均票价 = 全年票房(亿元)

2024年春节档前 六日观影人次 (亿人)	占全年票房大盘比例				
	11.0%	10.5%	10.0%	9.5%	9.0%
1.3	11.8	12.4	13.0	13.7	14.4
平均票价（元）	11.8	12.4	13.0	13.7	14.4
41	484.5	507.6	533.0	561.1	592.2
41.5	490.5	513.8	539.5	567.9	599.4
42	496.4	520.0	546.0	574.7	606.7
42.5	502.3	526.2	552.5	581.6	613.9
43	508.2	532.4	559.0	588.4	621.1

资料来源：同花顺，灯塔专业版，天风证券研究所

1.3. 后续影片储备丰富，看好内容端进一步强化

2024 年，公司内容业务有望持续强化。万达电影原有片单充足，儒意影业内容协同贡献业绩增量，资深制片人掌舵助力公司优质内容出品发行。万达电影后续储备项目包括《维和防暴队》（王一博主演）、《转念花开》（贾玲导演）、《误杀 3》、《寻她》等，优质项目储备丰富。儒意储备项目包括《白蛇浮生》（追光动画，定档七夕）、《西游记真假美猴王》、主旋律电影《援军明日到达》等。陈曦作为资深制片人，曾参与《泰囧》的制作，投资出品的作品包括《你好，李焕英》《唐人街探案》等。

图 8：2024 年万达电影及儒意上映/储备电影项

序号	项目名称	票房（亿元）	项目类型	项目进度/上映时间	导演	演员	参与情况
万达电影原有片单							
1	维和防暴队	-	动作/剧情	2024年待上映	李达超	黄景瑜/王一博/钟楚曦	主控主投
2	点到为止	-	喜剧	待上映	张玄鹏	尹正/黄才伦/张一鸣	参投
3	寻她	-	剧情	待上映	陈仕忠	舒淇/白客/张本煜	主控主投
4	我才不要和你做朋友呢	-	剧情/喜剧	正在拍摄或计划开机	何念	庄达菲/陈昊宇/王皓	主控主投
5	转念花开	-	剧情/犯罪	正在拍摄或计划开机	贾玲	贾玲/张小斐/王骁	参投
6	寻龙诀2	-	剧情/悬疑/惊悚	正在开发中	田里	/	出品
7	神舟	-	剧情	正在开发中	文牧野	/	出品
8	未来请你来	-	剧情	正在开发中	胡国瀚	/	出品
9	误杀3	-	剧情/悬疑/犯罪	正在开发中	甘剑宇	肖央	出品
10	这个世界上的一切都是瘦子的	-	剧情	正在开发中	/	/	出品
11	西洋历险	-	动作/冒险	正在开发中	/	/	备案
儒意项目							
1	熊出没·逆转时空	19.7	喜剧/科幻/动画	2024/2/10	林永长	谭笑	参投
2	热辣滚烫	34.6	喜剧/剧情	2024/2/10	贾玲	贾玲/雷佳音/张小斐	参投
3	飞驰人生2	33.9	喜剧/剧情	2024/2/10	韩寒	沈腾/范丞丞/尹正	参投
4	第二十条	24.4	喜剧/剧情/家庭	2024/2/10	张艺谋	雷佳音/马丽/赵丽颖	参投
5	白蛇：浮生	-	动画/喜剧/爱情	2024/8/10待上映	陈健喜/李佳楷	杨天翔/张喆/唐小喜	出品
6	援军明日到达	-	剧情/战争	待上映	张杨/秦天柱	于和伟/杨洋/尹昉	参投
7	西游记真假美猴王	-	动画/剧情/奇幻	正在拍摄或计划开机	赵霁/张科	六小龄童/马德华	出品

资料来源：猫眼专业版 app，深交所互动易，万达电影公众号等，天风证券研究所

2023 年，公司内容板块取得较好的经营业绩。万达主投主控影片《三大队》累计票房约 7 亿元，同时联合出品的《流浪地球 2》《熊出没·伴我“熊芯”》《宇宙探索编辑部》《孤注一掷》《前任 4：英年早婚》等影片票房表现较好；电视剧方面，公司投资出品的《他是谁》《最灿烂的我们》《画眉》《三大队》等剧集在卫视和流媒体平台播出，获得较好的口碑和收视成绩。我们看好后续儒意与万达电影在影视产业上下游积累优势形成较好的协同效应。

图 9：2023 年万达电影电影项目表现

序号	项目名称	项目类型	上映时间	导演	演员	参与情况
1	流浪地球2	科幻/冒险/灾难	2023/1/22	郭帆	吴京/李雪健/沙溢	参投
2	熊出没:伴我熊芯	动画/喜剧/科幻	2023/1/22	林永长/邵和麒	张秉君/谭笑/张伟	参投
3	宇宙探索编辑部	喜剧/科幻	2023/4/1	孔大山	杨皓宇/艾丽娅/王一通	参投
4	倒数说爱你	爱情/奇幻	2023/4/28	林孝谦	陈飞宇/周也/赵小棠	主控主投
5	申纪兰	剧情/传记	2023/6/28	哈斯朝鲁	岳红/姚兵蓉	参投
6	热烈	青春/运动/喜剧	2023/7/28	大鹏	黄渤/王一博/刘敏涛	参投
7	孤注一掷	犯罪/剧情	2023/8/8	申奥	张艺兴/金晨/咏梅	参投
8	第八个嫌疑人	剧情/犯罪	2023/9/9	李子俊	董成鹏/林家栋/张颂文	参投
9	前任4：英年早婚	爱情/喜剧	2023/9/28	田羽生	韩庚/郑恺/于文文	参投
10	好像也没那么热血沸腾	喜剧/剧情	2023/9/28	高虎	魏翔/王智/岳亮	参投
11	志愿军：雄兵出击	剧情/历史/战争	2023/9/28	陈凯歌	唐国强/王砚辉/刘劲	参投
12	无价之宝	剧情/家庭	2023/11/10	张大鹏	张译/潘斌龙/周依然	参投
13	瞒天过海	剧情/悬疑/犯罪	2023/12/8	陈卓	许光汉/张钧甯/惠英红	参投
14	三大队	剧情/犯罪	2023/12/15	戴墨	张译/李晨/魏晨/曹炳琨	主控主投

资料来源：猫眼专业版 app，深交所互动易，公司年报，同花顺等，天风证券研究所

2023 年，儒意内容端表现亮眼。儒意影业为业内头部影视公司，实行制片人中心制，拥有众多高品质原创内容，主导制作 50 余部作品，储备数百部影视版权，获得飞天奖、金鹰奖、白玉兰奖、华鼎奖等重要奖项。电影代表作有《你好，李焕英》、《送你一朵小红花》、《致我们终将逝去的青春》、《动物世界》、《保你平安》等，电视剧代表作有《北平无战事》、《琅琊榜》、《芈月传》等。

图 10：2023 年儒意电影项目表现

序号	项目名称	票房（亿元）	项目类型	上映时间	导演	演员	参与情况
1	交换人生	3.9	喜剧/家庭	2023/1/22	苏伦	雷佳音/张小斐/张宥浩	主控主投
2	保你平安	7.0	剧情/喜剧	2023/3/10	董成鹏	董成鹏/李雪琴/尹正	主控主投
3	温柔壳	0.2	爱情/喜剧	2023/5/26	王沐	王子文/尹昉	主控主投
4	消失的她	35.2	悬疑/犯罪/剧情	2023/6/22	崔睿/刘翔	朱一龙/倪妮/文咏珊	参投
5	热烈	9.1	青春/运动/喜剧	2023/7/28	大鹏	黄渤/王一博/刘敏涛	主控主投
6	志愿军：雄兵出击	8.7	剧情/历史/战争	2023/9/28	陈凯歌	唐国强/王砚辉/刘劲	参投
7	我本是高山	1.0	剧情	2023/11/24	郑大圣/杨瑾	海清/陈永胜/胡歌	参投
8	年会不能停!	12.9	喜剧/剧情	2023/12/29	董润年	大鹏/白客/庄达菲	参投

资料来源：猫眼专业版 app，新浪财经，中金在线等，天风证券研究所

1.4. 公司以 IP 游戏打开海外市场，与儒意游戏业务协同打开向上空间

根据 dataai 数据,2024 年 2 月万达院线游戏进入中国游戏厂商及应用出海收入 TOP30,“重塑经典 IP”策略见成效。2023 年,公司新发行的产品《秦时明月:沧海》和长线产品《圣斗士星矢:正义传说》均取得较好成绩,带动游戏收入实现稳步增长,我们看好万达后续与儒意旗下景秀游戏的协同效应。2023 年 2 月 22 日,景秀游戏与腾讯订立游戏合作框架协议,联手打造的手游《世界启元》于 24 年 3 月 1 日全平台开启预约,并将于 24 年 6 月 15 日正式上线。看好公司继续发挥精品内容储备优势,与儒意资源协同下进一步扩展海外代理发行及 IP 合作项目实现多元变现。

图 11: 24 年 2 月中国游戏厂商出海收入排行榜

排名	公司	排名变化	排名	公司	排名变化
1	点点互动	1 ▲	16	MicroFun	-
2	米哈游	1 ▲	17	心动网络	8 ▲
3	Onefun	3 ▲	18	友塔游戏	3 ▼
4	Joy Net Games	-	19	Tap4Fun	1 ▲
5	腾讯	4 ▼	20	字节跳动	1 ▼
6	三七互娱	1 ▼	21	Nikki Inc	10 ▲
7	壳木游戏	1 ▲	22	冰川网络	6 ▲
8	莉莉丝	1 ▼	23	宝通科技	5 ▼
9	悠星网络	-	24	星合互娱	3 ▼
10	网易	3 ▲	25	ONEMT	1 ▼
11	IGG	-	26	万达院线游戏	9 ▲
12	IM30	2 ▼	27	灵犀互娱	4 ▼
13	沐瞳科技	1 ▼	28	乐元素	6 ▼
14	Topwar Studio	3 ▲	29	SP-Game	3 ▼
15	Habby	1 ▼	30	智明星通	-

资料来源: dataai CN 公众号, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,026.96	3,149.69	4,719.61	7,246.68	9,917.98
应收票据及应收账款	1,867.40	1,369.69	2,480.27	1,959.25	3,129.03
预付账款	802.25	1,077.02	721.05	1,310.34	880.21
存货	1,630.47	1,725.31	1,744.37	2,175.55	2,103.28
其他	1,085.98	775.57	1,108.13	1,062.28	1,080.92
流动资产合计	9,413.06	8,097.28	10,773.42	13,754.10	17,111.42
长期股权投资	73.26	75.69	75.69	75.69	75.69
固定资产	2,493.52	2,208.57	2,443.72	2,616.00	3,096.18
在建工程	106.99	146.91	171.89	201.11	235.30
无形资产	877.20	848.43	742.60	636.76	530.93
其他	16,195.57	15,329.94	12,682.20	13,638.09	12,695.59
非流动资产合计	19,746.53	18,609.54	16,116.09	17,167.65	16,633.69
资产总计	29,159.58	26,706.83	25,934.25	28,912.74	31,084.28
短期借款	3,110.04	3,670.42	2,559.69	2,280.19	1,973.69
应付票据及应付账款	1,762.09	1,286.70	1,979.55	1,710.55	2,407.98
其他	3,229.81	2,887.44	5,343.11	5,717.13	6,208.02
流动负债合计	8,101.94	7,844.57	9,882.35	9,707.87	10,589.68
长期借款	2,155.20	2,220.69	2,095.19	1,938.49	1,733.14
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8,418.24	7,783.83	5,496.82	7,232.96	6,837.87
非流动负债合计	10,573.44	10,004.52	7,592.01	9,171.45	8,571.01
负债合计	20,083.86	19,489.84	17,474.36	18,879.32	19,160.69
少数股东权益	147.67	119.59	143.88	225.04	318.36
股本	2,230.73	2,179.37	2,179.37	2,179.37	2,179.37
资本公积	10,838.53	10,889.88	10,889.88	10,889.88	10,889.88
留存收益	(3,953.26)	(5,876.27)	(4,686.07)	(3,143.97)	(1,370.81)
其他	(187.94)	(95.58)	(67.17)	(116.90)	(93.22)
股东权益合计	9,075.72	7,216.99	8,459.89	10,033.42	11,923.59
负债和股东权益总计	29,159.58	26,706.83	25,934.25	28,912.74	31,084.28

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	116.17	(1,958.12)	1,190.20	1,542.09	1,773.16
折旧摊销	1,829.02	1,807.23	1,189.78	1,255.90	451.79
财务费用	823.08	905.24	759.50	816.66	788.08
投资损失	0.87	(4.26)	(46.21)	(46.21)	(46.21)
营运资金变动	1,376.90	(222.79)	203.04	718.23	1,045.07
其它	(1,165.01)	666.88	24.29	81.16	93.32
经营活动现金流	2,981.03	1,194.18	3,320.59	4,367.83	4,105.22
资本支出	(7,250.41)	1,489.81	3,631.08	1,756.80	1,264.90
长期投资	1.57	2.43	0.00	0.00	0.00
其他	5,685.99	(2,224.94)	(3,973.68)	(2,008.40)	(1,427.20)
投资活动现金流	(1,562.85)	(732.70)	(342.60)	(251.60)	(162.30)
债权融资	(1,280.35)	(506.74)	(1,436.49)	(1,539.43)	(1,295.30)
股权融资	(269.93)	92.35	28.41	(49.72)	23.68
其他	(823.46)	(1,275.03)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(2,373.74)	(1,689.42)	(1,408.08)	(1,589.15)	(1,271.62)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(955.57)	(1,227.94)	1,569.91	2,527.08	2,671.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	12,490.35	9,695.32	14,748.77	17,007.29	17,613.72
营业成本	9,098.81	8,046.65	10,590.66	11,964.94	11,839.25
营业税金及附加	330.24	252.52	349.55	466.00	567.16
销售费用	1,006.95	650.00	843.63	960.91	1,176.60
管理费用	1,198.67	1,054.52	985.22	1,132.69	1,294.61
研发费用	27.11	29.53	36.87	47.62	52.84
财务费用	741.84	873.83	759.50	816.66	788.08
资产/信用减值损失	(109.05)	(776.84)	(31.95)	(31.95)	(31.95)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.87)	4.26	46.21	46.21	46.21
其他	119.23	1,327.73	0.00	0.00	0.00
营业利润	77.42	(1,766.87)	1,197.61	1,632.73	1,909.45
营业外收入	31.79	10.87	56.07	50.97	40.63
营业外支出	36.98	69.85	21.44	21.37	20.89
利润总额	72.23	(1,825.85)	1,232.23	1,662.32	1,929.19
所得税	(43.94)	132.27	17.74	39.06	62.70
净利润	116.17	(1,958.12)	1,214.49	1,623.26	1,866.49
少数股东损益	9.84	(35.12)	24.29	81.16	93.32
归属于母公司净利润	106.33	(1,923.00)	1,190.20	1,542.09	1,773.16
每股收益(元)	0.05	(0.88)	0.55	0.71	0.81

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	98.40%	-22.38%	52.12%	15.31%	3.57%
营业利润	-101.12%	-2382.21%	-167.78%	36.33%	16.95%
归属于母公司净利润	-101.59%	-1908.47%	-161.89%	29.57%	14.98%
获利能力					
毛利率	27.15%	17.00%	28.19%	29.65%	32.78%
净利率	0.85%	-19.83%	8.07%	9.07%	10.07%
ROE	1.19%	-27.09%	14.31%	15.72%	15.28%
ROIC	17.17%	287.39%	-1316.27%	159.75%	-229.94%
偿债能力					
资产负债率	68.88%	72.98%	67.38%	65.30%	61.64%
净负债率	26.86%	51.02%	16.97%	-18.08%	-41.87%
流动比率	0.99	0.85	1.09	1.42	1.62
速动比率	0.82	0.67	0.91	1.19	1.42
营运能力					
应收账款周转率	6.68	5.99	7.66	7.66	6.92
存货周转率	7.35	5.78	8.50	8.68	8.23
总资产周转率	0.47	0.35	0.56	0.62	0.59
每股指标(元)					
每股收益	0.05	-0.88	0.55	0.71	0.81
每股经营现金流	1.37	0.55	1.52	2.00	1.88
每股净资产	4.10	3.26	3.82	4.50	5.33
估值比率					
市盈率	324.65	-17.95	29.00	22.39	19.47
市净率	3.87	4.86	4.15	3.52	2.97
EV/EBITDA	12.11	18.09	8.66	6.27	6.69
EV/EBIT	28.87	245.54	13.79	9.42	7.79

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com