

## 乘战狼异军突起, 有望再度封神

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司具备爆款电影的制发能力, 曾出品发行《战狼2》、《我不是药神》、《流浪地球》等爆款电影, 董事长宋歌产业资源深厚, 公司深度绑定知名电影主创, 拥有杜扬、张苗等能够独当一面的制片人, 通过产业基金等方式已经与陈国富、乌尔善、宁浩、郭帆、吴京、张一白、文牧野等一大批拥有票房号召力的名导演建立了紧密合作关系。2) 公司主控项目《封神三部曲》暂定档2020暑期档, 具备爆款品相。3) 对世纪伙伴和浙江星河计提商誉减值准备后, 公司账上剩余商誉约1.2-2.2亿元, 充分释放商誉风险, 聚焦电影制发。
- 《封神三部曲》三部30亿元投资预算, 对标《指环王》, 打造东方魔幻大片。** 2020年公司主控项目《封神三部曲》第一部暂定暑期档, 后续两部已结束拍摄, 预计在2021、2022年登陆大银幕。预计三部总投资30亿元, 影片取自家喻户晓的古典神魔大IP《封神演义》, 按照好莱坞工业制作流程进行, 意在打造中国版《指环王》。《封神三部曲》的导演乌尔善曾执导《画皮2》、《寻龙诀》, 分别取得7亿元、16.8亿元票房, 两部作品均位居当年票房榜第三名, 或为《封神三部曲》的质量与票房提供保障。《指环王》三部曲分别于2001-2003年于北美上映, 三部全球票房达到29.8亿美元。除《封神三部曲》之外, 2020年公司计划推出《我和我的家乡》《沐浴之神》《来都来了》《你好, 李焕英》, 并投拍电影《东极岛》《敦煌》《排雷英雄》等多部影片, 后续作品储备丰富。
- 国资平台文科投资或接力华力控股成为公司第一大股东。** 2020年2月底, 公司公告公司第一大股东华力控股拟向文科投资牵头搭建的投资并购平台或指定的第三方转让其直接持有的公司股份1.1亿股, 占公司股本的15.16%。文科投资实际控制人系北京国资委, 此前文科投资的上级公司接手的传媒上市公司包括文投控股, 文投控股与北京文化的业务同属于电影行业, 文投控股的院线经营业务处于北京文化的电影投资宣发的下游, 预计能形成强协同。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2019-2021年EPS分别为-2.73/0.44/0.57元。基于公司重磅电影《封神三部曲》定档2020暑期档, 具备爆款潜质; 2019年, 公司计提了电视剧、艺人经纪业务板块的商誉, 预计将大幅释放风险; 国资有望入股, 提供项目、资金等保障。我们持续看好公司对于爆款电影的制发能力, 给予2020年30倍PE, 目标价13.20元, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- 风险提示:** 票房不及预期风险; 影视行业政策收紧风险; 公共场所限流风险。

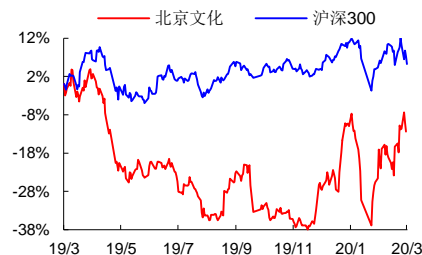
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1205	985	1320	1568
增长率	-8.78%	-18.28%	34.06%	18.75%
归属母公司净利润(百万元)	325.82	-1953.3	312	410
增长率	4.99%	-699.51%	115.95%	31.49%
每股收益EPS(元)	0.46	-2.73	0.44	0.57
净资产收益率ROE	6.35%	-66.60%	8.50%	10.25%
PE	25	-4	26	20
PB	1.61	2.67	2.17	1.99

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn  
联系人: 张闻宇  
电话: 021-58351917  
邮箱: zwy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.16
流通A股(亿股)	7.11
52周内股价区间(元)	7.99-13.56
总市值(亿元)	81.25
总资产(亿元)	71.65
每股净资产(元)	7.21

### 相关研究

## 目 录

1 乘爆款异军突起，产业资源深厚 .....	1
2 大作《封神三部曲》定档暑期，后续影视项目储备丰富 .....	4
3 国资或入股，为公司资金、项目提供保障 .....	9
4 商誉减值轻装上阵，聚焦电影业务 .....	10
5 盈利预测与估值 .....	13
5.1 盈利预测 .....	13
5.2 估值与评级 .....	14
6 风险提示 .....	14

## 图 目 录

图 1: 2016 年以来公司参与的电影项目: 先后参与《战狼 2》《我不是药神》《流浪地球》等电影项目的出品发行	1
图 2: 公司业务板块: 聚焦电影业务	2
图 3: 公司 2016-2019 前三季度营业收入及增速	3
图 4: 公司 2016-2019 归母净利润及增速	3
图 5: 2017 年以来, 公司营收结构: 电影、电视剧约各占 40%	3
图 6: 公司营收构成: 影视项目多在下半年确认收入 (亿元)	3
图 7: 2018 年公司毛利占比: 电影、电视剧网剧占毛利的 75%	4
图 8: 2017 年以来, 公司盈利能力情况	4
图 9: 每年明星开设公司数量: 2017 年达到顶峰后迅速下降 (家)	4
图 10: 2015 年以来中国电影产业上游集中度情况	4
图 11: 《封神三部曲》剧照: 陈坤饰演元始天尊, 场景搭建气势恢宏	6
图 12: 指环王系列票房口碑双丰收: 全球票房合计	6
图 13: 若文科投资与华力控股交易达成, 文投控股与北京文化在同一系统内	9
图 14: 2012 至 2019 年电视剧制作备案公示数量 (部)	10
图 15: 2012 至 2019 年电视剧发行数量和集数	10

## 表 目 录

表 1: 公司深度绑定知名制片人/经纪人, 产业资源深厚	2
表 2: 2015 年以来制片、发行市场票房 TOP10 (橙色底色为上市公司)	5
表 3: 公司部分重点电影项目情况	7
表 4: 公司部分重点电视剧项目情况	8
表 5: 2018 年下半年以来影视行业政策情况	11
表 6: 2019 年公司计提资产减值情况	12
表 7: 分业务收入及毛利率预测	13
表 8: 可比公司估值情况	14
附表: 财务预测与估值	15

## 1 乘爆款异军突起，产业资源深厚

北京文化目前是一家全产业链影视娱乐传媒集团，业务涵盖电影、电视剧网剧的出品制作发行，以及艺人经纪、景区旅游等。公司于 1998 在深交所上市，背靠优质旅游文化资源。自 2013 年起，北京文化启动向影视娱乐业转型，先后收购摩天轮文化传媒、世纪伙伴文化传媒、星河文化经纪等在华语影视娱乐业享有盛誉的公司。2016 年 4 月，随着世纪伙伴和星河文化正式并表，北京文化正式转型泛娱乐产业，通过整合娱乐产业上下游资源，搭建多位一体的泛娱乐产业链，致力于成为泛娱乐产业的领导者。2017 年暑期档，公司凭借保底发行爆款电影《战狼 2》一炮而红，一跃成为电影行业内制发公司的翘楚。2018-2019 年，公司先后参与出品、发行暑期档的《我不是药神》、春节档的《流浪地球》，两部作品分别位居国内当年电影票房的第三和第二名。

图 1：2016 年以来公司参与的电影项目：先后参与《战狼 2》《我不是药神》《流浪地球》等电影项目的出品发行



数据来源：公司公告、公司官网、猫眼电影，西南证券整理

深度绑定知名制片人/经纪人，产业资源深厚，公司核心竞争力突出，拥有杜扬、张苗等能够独当一面的制片人。

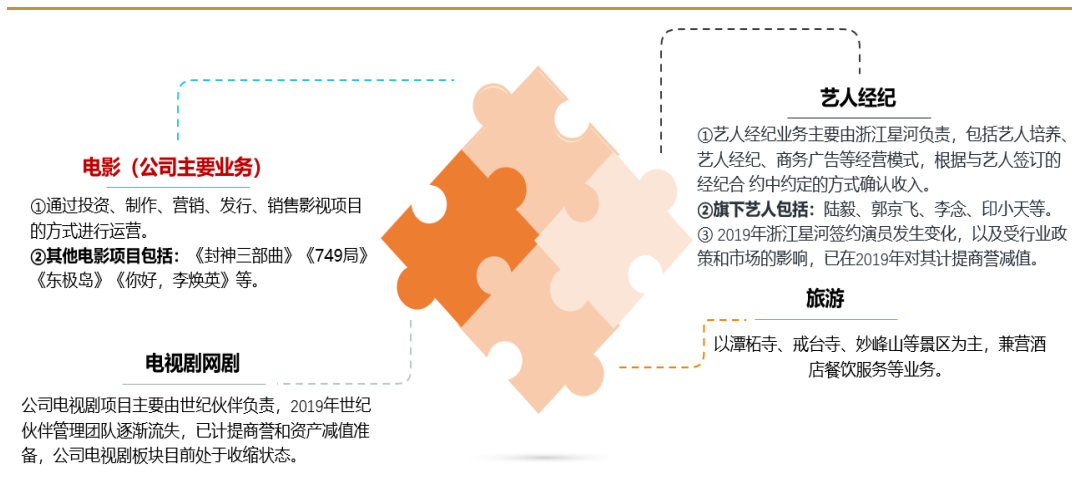
- ① **公司高管方面**：公司董事长兼总裁宋歌、董事副总裁杜扬、子公司星河文化董事长王京花等均已在影视行业深耕几十年，其中，公司董事长兼总裁宋歌曾任完美时空董事长、万达影视传媒总经理，拥有深厚的影视、金融行业资源。
- ② **合作制片人方面**：公司董事副总裁杜扬、公司电影事业部总经理张苗等资深电影制片人能够独当一面。其中，张苗为《流浪地球》的制片人之一；杜扬深耕电影行业 20 余年，代表作品包括《芳华》、《我不是潘金莲》、《同桌的你》等。
- ③ **合作导演方面**：公司通过产业基金等方式已经与陈国富、乌尔善、宁浩、郭帆、吴京、张一白、文牧野等一大批拥有票房号召力的明星导演建立紧密的合作关系。

**表 1: 公司深度绑定知名制片人/经纪人, 产业资源深厚**

职位	过往经历	深度绑定
公司董事长兼总裁: 宋歌	1) 曾任完美时空(北京)董事长、万达影视传媒总经理; 2) 14 年与中影保底发行《心花路放》, 开启国内保底发行时代; 17 年深度参与《战狼 2》的创作和资源整合; 3) 出品《战狼 2》、《同桌的你》、《我不是潘金莲》、《铁道飞虎》等;	现任公司董事长兼总裁, 子公司摩天轮文化传媒董事长, 截至 2019 年 6 月底, 其持股数为 157.5 万股。
公司董事副总裁, 子公司摩天轮文化总经理: 杜扬	1) 参与电影《手机》《功夫》《南京! 南京!》《失恋 33 天》《宫锁沉香》《心花路放》《解救吾先生》《我不是潘金莲》《芳华》等电影的开发/制作/宣传/制片人等; 2) 合作导演包括: 陆川、周星驰、宁浩、丁晟、郭帆、滕华涛等。	现任公司董事兼副总裁, 子公司摩天轮文化总经理, 截至 2019 年 6 月底, 其持股数为 47.5 万股。
子公司星河文化董事长: 王京花	先后带红李冰冰、胡军、任泉, 合作的艺人包括陈道明、刘嘉玲、梁家辉等。	子公司浙江星河董事长
公司电影事业部总经理: 张苗	《流浪地球》制片人之一	任北京文化电影事业部总经理

数据来源: 公司公告、公司官网, 西南证券整理

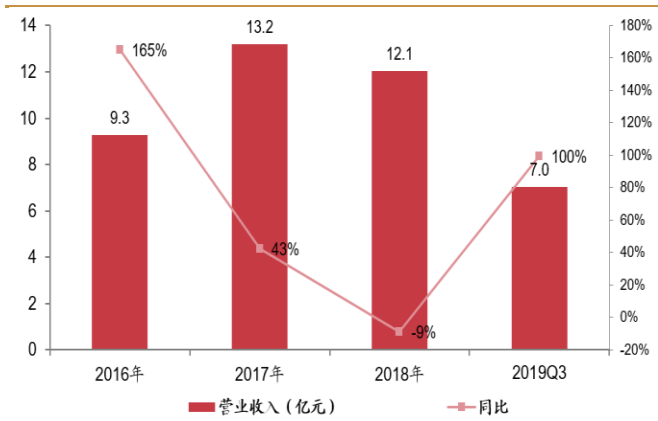
受行业政策等的影响, 公司收缩电视剧网剧、艺人经纪业务, 聚焦电影业务。根据公司公告, 2019 年受影视行业政策收紧以及外购影视剧市场需求及价格下降的影响, 公司对电视剧网剧、艺人经纪业务所在的子公司世纪伙伴、浙江星河相关资产组计提 13.7-14.7 亿元减值准备, 并聚焦电影业务, 相关项目包括目前定档暑期档的《封神三部曲》等。

**图 2: 公司业务板块: 聚焦电影业务**


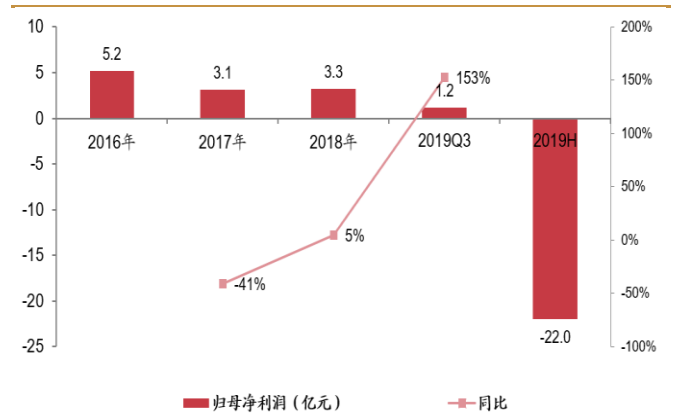
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**公司业绩状况: 电影业务稳中有升, 受行业政策、市场等的影响, 公司艺人经纪、电视剧网剧等业务出现下滑。**2016 年公司由旅游行业转型影视文化行业, 2016 年公司完成对影视文化板块的并购, 世纪伙伴、浙江星河纳入报表合并范围, 同时, 公司处置了灵山景区和龙泉宾馆等资产, 非经常性损益约 3 亿元, 使得 2016 年公司业绩大幅提升。2017 年, 公司实现归母扣非净利润 3 亿元, 同比提升 64%, 业绩增长主要来自 2017 年爆款电影《战狼 2》, 根据 2017 年年报,《战狼 2》在 2017 年实现营收 3 亿元, 占总营收的 23%, 实现营业利润 1.7 亿元。2018 年, 公司出品并主控宣发的《我不是药神》、《无名之辈》等电影分别取得

31亿元、7.9亿元的票房，电影业务的业绩保持稳定，但受影视行业政策的影响，公司电视剧、综艺、艺人经纪业务均受到影响，拖累公司18年业绩。2019年，公司拟对全资子公司世纪伙伴（电视剧网剧）、浙江星河（艺人经纪）计提高誉减值准备13.7-14.7亿元，并对世纪伙伴应收账款计提减值准备4.4亿元，对存货计提跌价准备4000万元，致使公司19年业绩出现亏损。

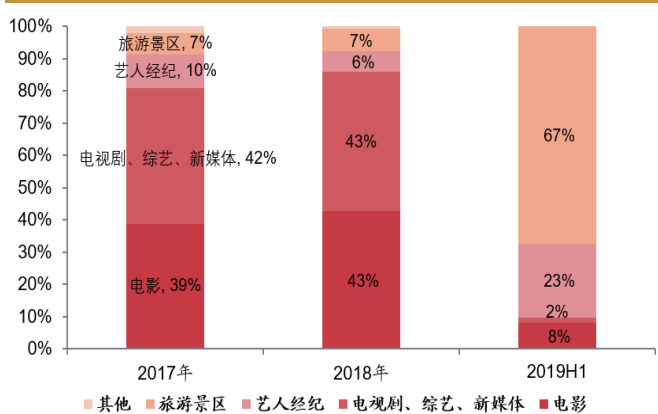
**图3：公司2016-2019前三季度营业收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

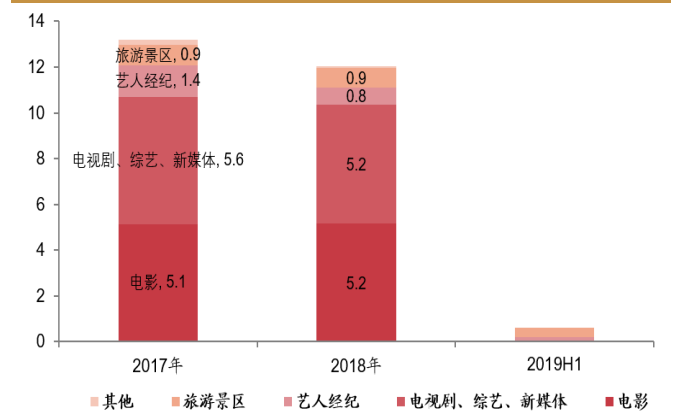
**图4：公司2016-2019归母净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理 (2019年归母取业绩预告平均值)

**公司主营业务结构：电影、电视剧网剧合计占营收的80%+。**2017、2018年，公司电影、电视剧网剧营收均在5亿元左右，各占营收的40%左右。其中，电影业务受爆款影响大，2017年《战狼2》实现营收3亿元，占总营收的23%，而单部剧如《狄仁杰秋官课院》、《奇侦异案》、《少年神探宋慈》、《拼图》等营收均在6000万-8500万之间，单个头部剧占总营收的5%左右。2018年，受影视行业明星限薪、开机率下滑等影响，艺人经纪业务的营收同比下滑43%至0.8亿元。旅游景区业务保持稳定，17、18年营收在0.9亿元左右。受影视行业多在下半年确认收入的影响，公司上半年营收较低。

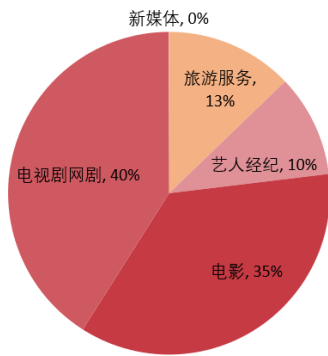
**图5：2017年以来，公司营收结构：电影、电视剧约各占40%**


数据来源：公司公告，西南证券整理

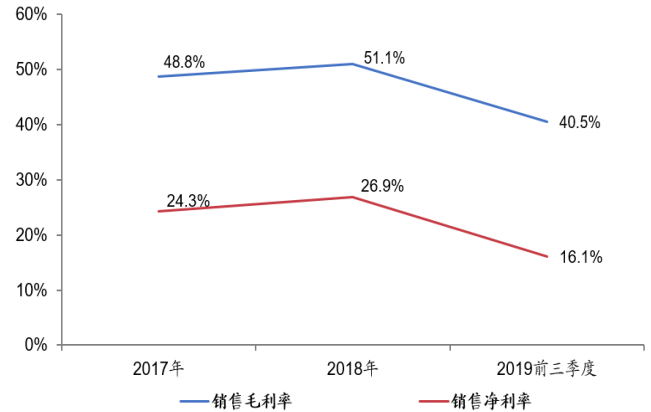
**图6：公司营收构成：影视项目多在下半年确认收入（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**2018年，电影、电视剧网剧合计毛利占比75%，综合毛利率51%。**2018年，电影业务毛利率42%，较2017年提升2.6个百分点，电视剧网剧毛利率48%，较2017年下降0.7个百分点，2018年公司影视剧毛利率保持稳定。就毛利占比来看，2018年，公司电影、电视剧网剧分别占毛利的35%、40%，仍然是公司毛利的主要来源。

**图 7：2018 年公司毛利占比：电影、电视剧网剧占毛利的 75%**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 8：2017 年以来，公司盈利能力情况**


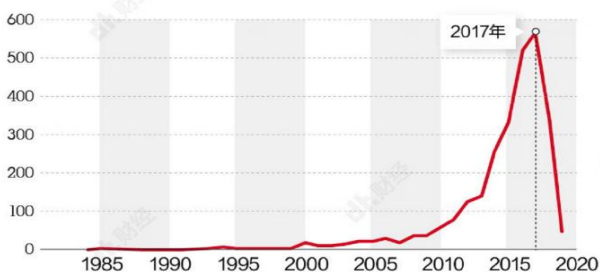
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 大作《封神三部曲》定档暑期，后续影视项目储备丰富

**电影制发市场上游制作方竞争格局：18、19 年行业去产能明显，制发市场行业集中度提升。**①上游内容制作方属于轻资产型，准入门槛低，且内容题材广类型多小众圈层多，制片方分散度高，由于 2016、2017 年票房遇冷，行业热钱退散，以及 17 年下半年以来政策收紧（明星限薪、影视企业自查等）、观众审美能力提升，中小型制片公司被迫退出市场，行业去产能明显，产业资源向头部集中。制片发行方票房分账收入 CR10 由 15 年的 57% 提升至 2018H1 的 79.8%。②电影票房决定因素发生转变，由 14、15 年的追求卡司和 IP，到 17 年下半年开始转向电影本身的内容、导演口碑等。③公司排名不稳定，主要看有无爆款。2018 年的制片市场对比 2017 年，排名前十的公司排名变动较大，两年皆位列前十的只有天津猫眼微影文化传媒有限公司和万达影视传媒两家，排名靠前的公司都是在当年拥有爆款型电影作品的。④单影片票房深度不断上探，票房纪录不断被打破，单影片获利的天花板升高。

**图 9：每年明星开设公司数量：2017 年达到顶峰后迅速下降(家)**

每年明星开设公司的数量

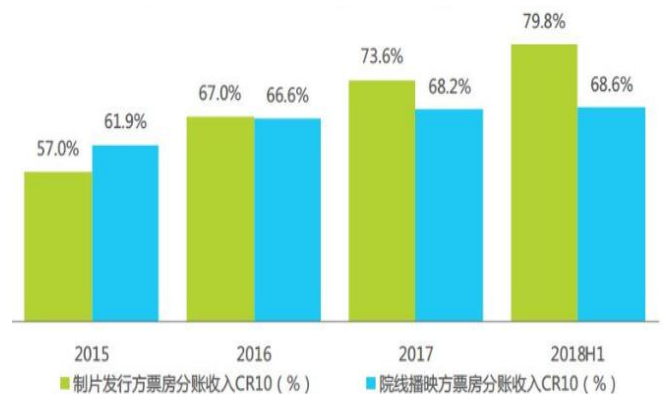


数据统计时间：2019年7月26日

数据来源：企查查




数据来源：企查查，西南证券整理

**图 10：2015 年以来中国电影产业上游集中度情况**


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

**制发领域市场格局：万达影视、光线传媒、华谊兄弟、中国电影等仍居领先地位，阿里影业、猫眼微影等互联网公司从发行切入行业，强势崛起，北京文化依靠爆款，成为前十排名中的黑马公司。**由于中国电影和华夏电影发行公司是国内唯二具备进口电影发行资质的公司，发行数量原则上两家各占进口分账影片配额的 50%，借助政策优势，中国电影、华夏电

影常年位居发行市场票房 TOP2；2016 年以来，互联网发行商（猫眼、淘票票）排名稳居前十，成为发行市场不可或缺的一部分；光线传媒作为以地推模式为优势的发行公司，以及拥有强势的内容，自 15 年以来稳居发行方票房前十；五洲电影发行作为万达电影的子公司，凭借在产业链里上下游资源（万达影视、万达院线）在 15-16 年，18-19 年位居前十。北京文化（北京京西文化旅游）凭借 17 年《战狼 2》、18 年《我不是药神》、19 年《流浪地球》等爆款电影排名领先。

**表 2：2015 年以来制片、发行市场票房 TOP10（橙色底色为上市公司）**

2015 年以来制片市场票房 TOP10（橙色底色为上市公司）					
排名	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
1	万达影视传媒	北京光线影业	天津橙子映像传媒	美国漫威娱乐	阿里巴巴影业集团
2	北京光线影业	中国电影股份	天津猫眼微影文化传媒	天津猫眼微影文化传媒	北京光线传媒股份
3	浙江影视（集团）	华特迪士尼影业	春秋时代（霍尔果斯）影业	万达影视传媒	华夏电影发行
4	安乐影片	博纳影业集团股份	捷成世纪文化产业集团	英皇电影	中国电影股份
5	合一影业	和和（上海）影业	北京登峰国际文化传播	博纳影业集团股份	天津猫眼微影文化传媒
6	新丽传媒	安乐影片	霍尔果斯登峰国际文化传播	美国华纳兄弟影片公司	博纳影业集团股份
7	华谊兄弟传媒	天津瑞联影业	朔风影业（北京）	腾讯影业文化传播	北京登峰国际文化传播
8	北京瑞联影业	星辉（香港）海外投资	华谊兄弟传媒发行	欢喜传媒集团	<b>北京文化</b>
9	中国电影股份	上海新文化传媒集团股份	万达影视传媒	北京真乐道文化传播	霍尔果斯十月文化传媒
10	深圳市腾讯视频文化	上海天矢文化传播	中国电影股份	北京光线影业	霍尔果斯可可互动影视
2015 年以来发行市场票房 TOP10（橙色底色为上市公司）					
排名	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
1	五洲电影发行	中国电影股份	中国电影股份	中国电影股份	中国电影股份
2	华夏电影发行	华夏电影发行	华夏电影发行	华夏电影发行	华夏电影发行
3	北京光线影业	乐视影业（北京）	北京聚合影联文化传媒	天津猫眼微影文化传媒	北京光线传媒股份
4	中国电影股份	北京光线影业	<b>北京京西文化旅游股份</b>	博纳影业集团股份	天津猫眼微影文化传媒
5	华谊兄弟传媒股份	天津猫眼文化传媒	华谊兄弟传媒股份	五洲电影发行	博纳影业集团股份
6	万达影业（青岛）	江苏安石英纳电影发行	华影天下（天津）电影发行	<b>北京文化</b>	<b>北京文化</b>
7	乐视影业（北京）	天津博纳文化传媒	北京光线影业	北京光线影业	阿里巴巴影业
8	新丽传媒股份	世纪长龙影视	天津猫眼文化传媒	新丽传媒股份	天津瑞联影业
9	万达影视传媒	上海众明优影影视文化传媒	上海淘票票影视文化	上海阿里巴巴影业	新丽传媒集团
10	北京真乐道文化传播	五洲电影发行	联瑞（上海）影业	北京聚合影联文化传媒	五洲电影发行

数据来源：猫眼电影，西南证券整理

**爆款电影对于电影制发公司当年的业绩具有决定性作用。**根据公司公告，2017 年暑期档，北京文化联合出品&保底发行的电影《战狼 2》，确认成本为 1.3 亿元，确认营收为 3 亿元，其营收占 2017 年公司总营收的 23%。2018 年暑期档，公司出品&发行的电影《我不是药神》，确认营收 2.5 亿元，占 2018 年公司总营收的 21%，爆款电影对于电影制发公司的业绩来说具有决定性作用。

**2020 年公司主控项目《封神三部曲》第一部暂定档暑期档，后续两部已结束拍摄，预计在 2021、2022 年登陆大银幕。**《封神三部曲》由北京文化、长生天影业、腾讯影业联合出品，乌尔善执导，冉平&冉甲男&乌尔善编剧，江志强监制，杜扬任总制片人，《指环王》



三部曲的制片人巴里·M·奥斯本担任制作顾问，黄渤（饰姜子牙）、费翔（饰商王殷寿）、李雪健（饰西伯侯姬昌）、夏雨（饰申公豹）、陈坤（饰元始天尊）、袁泉（饰姜王后）等演员饰演配角，影片采取三部连拍模式进行制作。

图 11:《封神三部曲》剧照：陈坤饰演元始天尊，场景搭建气势恢宏

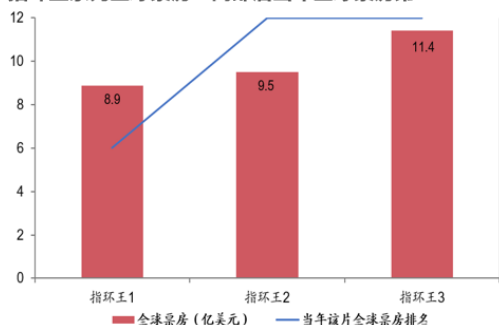


数据来源：时光网，西南证券整理

对标《指环王》，打造东方魔幻大片。《封神三部曲》影片于2018年9月5日在青岛正式开机，预计三部总投资30亿元，影片取自中国家喻户晓的古典神魔大IP《封神演义》，按照好莱坞工业制作流程进行，意在打造中国版《指环王》。《指环王》三部曲分别于2001-2003年在美国上映，三部全球票房达到29.8亿美元，指环王系列电影横扫当年的奥斯卡、金球奖，共获国际奖项351项，提名284项，其中包括17项奥斯卡金像奖，票房口碑双丰收。

图 12: 指环王系列票房口碑双丰收：全球票房合计

指环王系列全球票房：两部居当年全球票房第一



《指环王2：双塔奇兵》（2002年12月18日美国上映）

- 获奖：
- 2003年第75届美国奥斯卡金像奖最佳音效剪辑、最佳视觉效果

《指环王3：国王归来》（2003年12月17日美国上映）

- 获奖：
- 2004年第76届美国奥斯卡金像奖最佳影片、最佳导演、最佳改编剧本、最佳艺术指导、最佳服装设计、最佳混音、最佳电影剪辑、最佳化妆、最佳原创歌曲、最佳配乐、最佳视觉效果
- 第61届美国金球奖最佳导演、最佳原创歌曲、最佳电影配乐、剧情类最佳影片

《指环王1：护戒使者》（2001年12月19日美国上映）

- 获奖：
- 2002年第74届美国奥斯卡金像奖最佳摄影、最佳配乐、最佳视觉效果、最佳化妆

数据来源：box office mojo，西南证券整理

**主创团队、剧本打磨、主演筛选&培养等多方面对《封神三部曲》保驾护航：**

**(1) 主创团队：**《封神三部曲》的导演乌尔善曾执导《画皮 2》、《寻龙诀》，爱情魔幻电影《画皮 2》2012 年上映，取得 7 亿元票房，位居 2012 年票房榜第三名，获得金像奖最佳两岸华语电影奖提名。奇幻盗墓电影《寻龙诀》在 2015 年底上映，获得百花奖最佳影片奖提名，该片在 2015 年取得 13.7 亿元票房，位居 2015 年票房榜第七名，若以 2015、2016 年的合计票房 16.8 亿元计算，该片位居 15 年票房榜第三名，仅次于《速度与激情 7》。乌尔善导演的前两部作品票房口碑双丰收，或为《封神三部曲》的质量提供保障。

**(2) 剧本打磨：**剧本是一部影片的基础，《封神三部曲》从 2014 年开始启动剧本创作，前期剧本打磨历时 4 年。电影由曾与乌尔善合作《画皮 2》的编剧冉平、冉甲男执笔，冉平为电视剧《武则天》、《水浒传》，以及电影《画皮 2》、《西游记之孙悟空三打白骨精》的编剧，具备魔幻作品的编剧经验。

**(3) 主演筛选&培养：**根据时光网的信息，剧组自 2017 年 2 月开始在全球华人范围内进行了大规模的演员招募。从 15000 人中甄选出 1400 人由导演亲自面试，最终筛选出二十多位年轻演员进入“封神演艺训练营”。对新人演员的要求是两年的时间全部交给剧组，所有的时间受剧组的管理。新人演员要接受 24 周专业课程的训练，24 周里每天不少于 12 小时的封闭课程，一周训练 6 天，从表演、格斗、马术、古乐、传统文化、影片分析还有塑身等方面进行训练。除此之外，课程还以“礼、乐、射、御、书、数”的“君子六艺”为基础，开设了武术、马术、弓箭、塑身等动作课程，另外，还有鼓乐课、古琴课等音乐课程，先秦文化史、礼仪课、影片赏析等文化课程，全方位的培养角色所需的技能与素质。预告片中“质子旅”策马穿越火墙、弯弓骑射等高难度动作，均由新人演员亲自完成。

**电影项目方面：**除《封神三部曲》之外，2020 年公司计划推出《我和我的家乡》、《沐浴之神》、《来都来了》、《你好，李焕英》，并投资拍摄电影《东极岛》、《敦煌》、《排雷英雄》等多部影片，后续作品储备丰富。公司合作的导演包括陆川（代表作：《南京！南京！》、《九层妖塔》）、管虎（代表作：《斗牛》、《杀生》、《厨子戏子痞子》、《老炮儿》等）、刘奋斗（代表作：《一半海水一半火焰》）、易小星（代表作：电视剧《万万没想到》）。

**表 3：公司部分重点电影项目情况**

电影名称	主创人员	计划开拍时间	预计发行档期	合作方式	项目进度	内容概括
《749 局》	导演：陆川 主演：王俊凯/苗苗/赵立新	2018.10.04	2020 年	投资、宣发	后期制作	影片灵感源于导演陆川军校毕业后在 749 部队工作的经历，讲述了关于少年成长冒险的故事
《来都来了》	导演：刘奋斗 监制：张一白 主演：廖凡/范伟/包贝尔	2019.05	待定	投资	拍摄中	该片由“大结婚的”“人都死了”“来都来了”“孩子还小”“曾经爱过”“大过年的”六个故事构成，讲述日常生活中，小事的抉择不慎，结局也会大相径庭的故事。
《你好，李焕英》	导演：贾玲 主演：贾玲/沈腾/陈赫	2019.09.25	待定	投资、宣发	拍摄中	由贾玲同名小品开发，演员贾慧洋和母亲李焕英因观念不同，经常争吵。母亲突然离世让贾慧洋后悔不已。一次意外令贾慧洋穿越回 25 年前，带着对母亲的亏欠，为母亲展开了一场圆梦计划。

电影名称	主创人员	计划开拍时间	预计发行档期	合作方式	项目进度	内容概括
《东极岛》	总导演：管虎 导演：王竞	2020.07	待定	投资、宣发	筹备中	——
《沐浴之王》	导演：易小星 主演：彭昱畅/乔杉	2019.11	待定	投资、宣发	筹备中	——

数据来源：公司公告、国家新闻出版广电总局，西南证券整理（项目进度为截至2019年9月底）

**电视剧项目方面：**公司此前推出过《九州·海上牧云记》（黄轩、窦骁、周一围主演）、《武动乾坤》（杨洋、张天爱主演）、《大明风华》（汤唯、朱亚文主演）等，后续或将还有钱雁秋的《天涯明月刀》、郑爽主演的《倩女幽魂》、刘涛&周渝民主演的《大宋宫词》、越人歌原著的网文 IP《谢家皇后》、陈建斌&潘粤明主演的《爱我就别想太多》、佟丽娅&杨烁主演的《爱无痕》等。

**表 4：公司部分重点电视剧项目情况**

电视剧名称	主创人员	计划开拍时间	合作方式	项目进度	内容概括
《倩女幽魂》	编剧：阮继志、祝明 主演：郑爽、侯明昊	2018年10月	投资	后期制作	经典 IP《倩女幽魂》改编，讲述了猫灵聂小倩和捕灵师宁采臣的故事
《大宋宫词》	编剧：张永琛及团队 导演：李少红 主演：刘涛、周渝民	2018年6月	投资	后期制作	以刘娥和赵恒的爱情故事为主线，以“咸平之治”与“仁宗盛治”为历史背景，讲述了从公元985年到公元1033年间，北宋真宗时代，名臣、宗族及周边国家之间邦交，相互依存，相互牵制的故事
《谢家皇后》	原著：越人歌 编剧：墨舞碧歌	待定	投资	筹备中	网文 IP 改编，宫廷贵族类小说
《澳门故事》	原著：严歌苓 导演：李少红	待定	投资	筹备中	——
《爱我就别想太多》	导演：曹会生、韩杰 编剧：胡平、韩杰 主演：陈建斌、李一桐、潘粤明	——	发行	发行中，暂定档2020年3月底	都市情感剧，讲述了身家数亿的集团董事长李洪海与服装设计师夏可可，二人偶然相识后，发生了一系列啼笑皆非的故事。
《爱无痕》	导演：尹涛 编剧：马广源 主演：佟丽娅、杨烁、佟大为	——	发行	发行中	该剧讲述了唐朝末年群雄并起、五代十国战乱不断的大背景下，少女沈怜星和两江节度使唐孝诚恩怨纠葛的浪漫传奇故事。

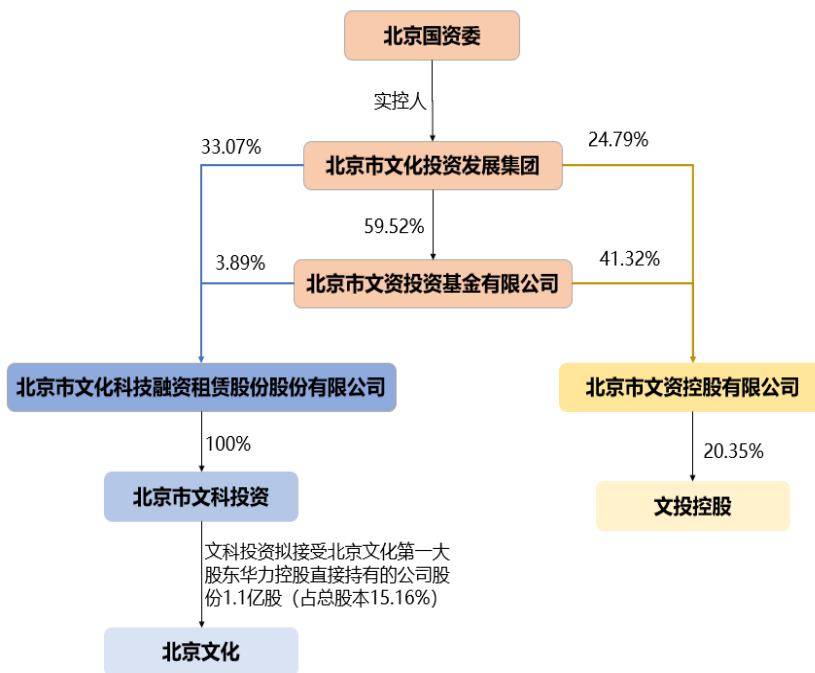
数据来源：公司公告，西南证券整理（项目进度为截至2019年9月底）

### 3 国资或入股，为公司资金、项目提供保障

国资平台文科投资或接力华力控股成为公司第一大股东。2020年2月底，公司公告公司第一大股东华力控股拟向文科投资牵头搭建的投资并购平台或指定的第三方转让其直接持有的公司股份1.1亿股，占公司股本的15.16%。转让价格方面，本次交易以双方正式签署《股份转让协议》之日作为定价基准日，转让的每股价格不超过定价基准日前若干交易日均价（可采用20日、60日、120日等交易周期均价）。具体价格待收购方完成尽职调查工作后，由各方友好协商后通过签署协议确定。

文科控股实际控制人系北京国资委，此前文科投资的上级公司接手的传媒上市公司包括文投控股（院线经营+影视项目投资+游戏研运）。文科投资是北京市文化科技融资租赁股份有限公司的全资子公司，北京市文化科技融资租赁股份有限公司实控人为北京国资委，文科投资属于国资委间接控股企业。与此同时，北京市文化投资发展集团此前接手了传媒上市公司文投控股，截至2019年上半年，文投控股影城数量总计116家，银幕数量868块，其中，耀莱北京五棵松影城连续九年票房、观影人次位于全国第一。文投控股与北京文化的业务同属于电影行业，文投控股的院线处于北京文化的电影投资宣发的下游，预计能形成强协同。

图 13：若文科投资与华力控股交易达成，文投控股与北京文化在同一系统内

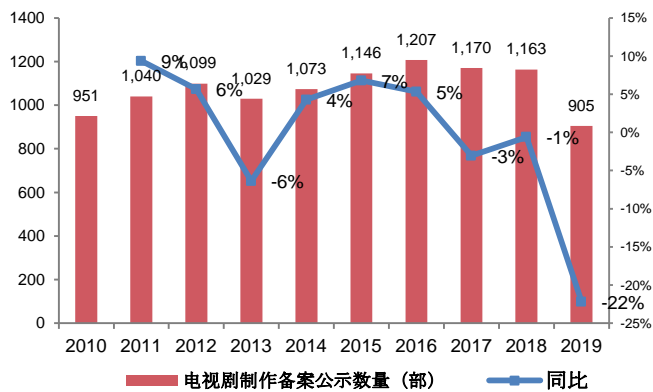


数据来源：企查查、wind，西南证券整理（北京文化股权数据截至2020年2月中旬，文投控股股权数据截至2019年三季度，北京市文化科技融资租赁股权数据截至2019年10月底，北京市文资投资基金股权数据截至2019年6月底）

## 4 商誉减值轻装上阵，聚焦电影业务

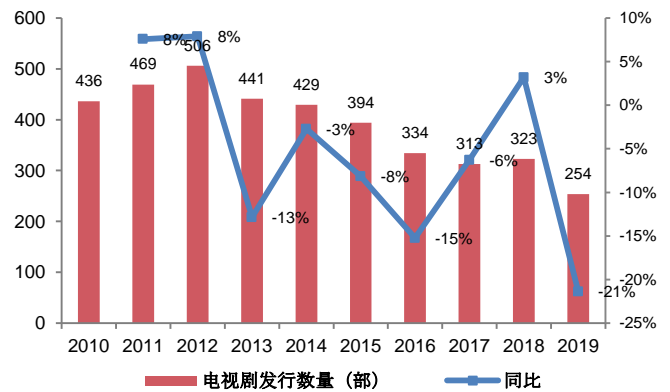
**2019 年制作备案公示的电视剧数量创 10 年来新低，同比大幅下滑 22%，电视剧制作备案数量方面：**Wind 数据显示，2019 年，电视剧制作备案公示数量 905 部，同比下降 22%，是 2010 年以来的 10 年间最低水平。**电视剧发行方面：**Wind 数据显示，2019 年，全国共计生产完成并获准发行国产电视剧共 254 部，发行数量同比下滑 21%，也是 2010 年以来的 10 年间最低水平。

图 14：2012 至 2019 年电视剧制作备案公示数量（部）



数据来源：wind，西南证券整理

图 15：2012 至 2019 年电视剧发行数量和集数



数据来源：wind，西南证券整理

电视剧行业政策自 2017 年以来呈现监管趋严的态势，并在 2018 年年底到达监管高峰。先后管控了网络剧（对网络剧的监管向网台剧靠拢）、行业刷流量的乱象、违规广告、明星天价片酬等。监管的高峰出现在 2018 年底，2018 年 10 月，国税总局发布《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》，规定从 2018 年 10 月 10 日起，各地税务机关通知本地区的影视制作公司、经纪公司、演艺公司、明星工作室等企业及影视行业高收入从业人员，对 2016 年以来的申报纳税情况进行自查自纠。一时间，行业内演员、公司大多持观望态度，开机数量、电视剧制作备案数量锐减。有艺人经纪业务、电视剧业务的公司受负面影响较大。

2019 年以来，电视剧行业政策出现边际改善，政策较 2018 年年底明朗。2019 年以来，政策的监管主要在三条主线：1) 题材导向，鼓励现实主义。2) 明星限薪导向，2019 年 4 月，政策再次强调明星限薪，并提出惩罚措施，2020 年 2 月，政策强调：在电视剧网络剧完成片审查阶段，制作机构须将制作成本决算配置比例情况报告、演员片酬合同复印件，提交至省局备案。每部电视剧网络剧全部演员总片酬不得超过制作总成本的 40%，其中主要演员片酬不得超过总片酬的 70%，严控演员成本。3) 电视剧质量导向，2020 年 2 月，政策强调对于剧本、注水剧的管控，要求在申报备案公示时，制作机构须向省局承诺已基本完成剧本创作；以及反对内容“注水”，电视剧网络剧拍摄制作提倡不超过 40 集。在明确监管重点的同时，政策也出现松动。《剑王朝》、《大明风华》、《孤城闭》、《两世欢》等古装题材的影视剧纷纷播出或定档。

**表 5：2018 年下半年以来影视行业政策情况**

时间	发布政策机构	事件/政策	内容	影响
2018 年 7 月	广电总局	《国家广播电视总局办公厅关于做好暑期网络视听节目播出工作的通知》	制作传播正能量鲜明的青少年节目。各省级广电行政部门要持续监测清理低俗有害节目；对于偶像养成类、社会广泛参与选拔的歌唱才艺竞秀类节目，要确保节目导向正确、内容健康向上方可播出，坚决遏止节目过度娱乐化和宣扬拜金享乐、急功近利等错误倾向。	发挥优秀视听节目对青少年思想引领、情操陶冶、兴趣引导和知识教育的作用
2018 年 9 月		导演郭靖宇公开发博揭露电视剧行业收视率造假	9 月 15 日，导演郭靖宇[微博]公开发博揭露电视剧行业收视率造假，宣称新作《娘道》播出前曾被某卫视要求购买收视率否则不予播出。他呼吁整个影视行业团结在一起，彻底清除假收视率毒瘤	揭露电视剧行业收视率造假的现状，并受到广电总局的重视
2018 年 9 月	广电总局	总局就收视率造假问题展开调查	针对导演郭靖宇揭露电视剧行业收视率造假一事，国家广电总局今日表示，已采取相关措施，并会同有关方面抓紧开展调查，一经查实违法违规问题，必将严肃处理。	进而就收视率造假问题展开了调查，规范了行业环境
2018 年 9 月	广电总局	《境外视听节目引进、传播管理规定（征求意见稿）》	广播电视播出机构各频道每天播出的境外电影、电视剧、动画片、纪录片和其他境外电视节目，不得超过当天该类节目总播出时间的 30%。未经国务院广播电视主管部门批准，广播电视播出机构不得在 19:00—22:00 播出境外视听节目	规范了引进、传播境外视听节目管理。
2018 年 10 月	国税总局	《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》	从 2018 年 10 月 10 日起，各地税务机关通知本地区的影视制作公司、经纪公司、演艺公司、明星工作室等企业及影视行业高收入从业人员， <b>对 2016 年以来的申报纳税情况进行自查自纠</b> 。凡在 2018 年 12 月底前认真自查自纠、主动补缴税款的影视企业及从业人员，免于行政处罚，不予罚款。	进一步规范了影视行业税收征管秩序，促进影视行业健康发展
2018 年 10 月底	广电总局	《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》	鼓励以优质内容取胜，严格控制嘉宾片酬；加大电视剧网络剧（含网大）治理力度，促进行业良性发展；加强收视率（点击率）调查数据使用管理，坚决打击收视率（点击率）造假行为。	行业乱象纠正
2018 年 11 月	广电总局	《国家广播电视总局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》	广电总局对于演员片酬再次重申， <b>要求严格执行已出台的电视剧网络剧（含网络电影）成本配置比例行业自律规定，每部电视剧网络剧（含网络电影）全部演员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%</b> 。如果出现全部演员总片酬超过制作总成本 40% 的情况，制作机构需向所属协会及中广联演员委员会进行备案并说明情况。	重申电视剧片酬“执行标准”。
2019 年 2 月	广电总局	《关于网络视听节目信息备案系统升级的通知》	重点网络影视剧在制作前，需由制作机构登录备案系统提交 <b>节目名称、题材类型、内容概要、制作预算等规划信息</b> 。制作方提交节目规划信息，经省级广播电视行政部门审核后，将自动获得备案系统生成的规划备案号。	监管网络剧
2019 年 4 月	广电总局	《未成年人节目管理规定》	明确了 16 条未成年人节目禁止的内容，并 <b>对未成年人参与节目制作、未成年人节目广告播出等内容作出明确规定</b> 。例如，要求未成年人节目不得诱导未成年人谈论名利、情爱等话题，不得宣扬童星效应或者包装、炒作明星子女，不得肯定、赞许未成年人早恋等。	第一份专门针对未成年人节目发布的管理规定
2019 年 4 月	中国广播电影电视社会组织联合会电视制	《关于严格执行电视剧网络剧制作成本配置比例规定的通知》	强调 <b>从业人员严格执行限薪政策</b> ，全部演员的总片酬不超过制作总成本的 40%，其中主要演员不得超过总片酬的 70%。若片酬情况不符合规定且无正当理由或隐瞒不报的，所属协会需上报国家广播电	再次强调明星限薪，并提出惩罚措施

时间	发布政策机构	事件/政策	内容	影响
	片委员会		视总局，视情况依法采取暂停直至永久取消剧目播出、制作资质等 <b>处罚措施</b> ；相关人员要迅速开展自查自纠，自觉抵制不合理高片酬等不良行业风气，确保行业健康有序发展。	
2019年 7月	广电总局	“不忘初心、牢记使命”主题调研	当前电视剧发展正处在优化升级的关键时期，要紧扣庆祝新中国成立70周年这一主线，全面调度指导、及时动态调整，确保推出一批精品； <b>针对注水剧、宫斗剧、翻拍剧、演员高片酬等问题</b> ，深入挖掘瓶颈症结，始终保持高压；提升创新意识	进一步纠正影视乱象
2019年 8月	广电总局	《关于做好庆祝新中国成立70周年电视剧展播工作的通知》	总局拟于8月份开始重点电视剧“百日展播”活动，向新中国成立70周年献礼。展播活动遴选86部剧目，供全国各级电视台尤其是各省级卫视自8月起选购播出。 <b>在展播期间不得播出娱乐性较强的古装剧、偶像剧</b> ，确保播出剧目与宣传期整体氛围相协调。	电视剧题材导向
2020年 2月	广电总局	《进一步加强电视剧网络剧创作生产管理有关工作的通知》	加强源头引导，在申报备案公示时，制作机构须向省局承诺已基本完成剧本创作； <b>反对内容“注水”，电视剧网络剧拍摄制作提倡不超过40集</b> ；做好制作成本配置比例情况报备工作。 <b>在电视剧网络剧完成片审查阶段，制作机构须将制作成本决算配置比例情况报告、演员片酬合同复印件，提交至省局备案</b> 。每部电视剧网络剧全部演员总片酬不得超过制作总成本的40%，其中主要演员片酬不得超过总片酬的70%。	强调电视剧质量，以及演员限薪

数据来源：广电总局、央视新闻官微，西南证券整理

对世纪伙伴和浙江星河计提商誉减值准备后，公司账上剩余商誉约1.2-2.2亿元，充分释放商誉风险，收紧电视剧、艺人经纪业务，聚焦电影制发。

1) 受影视行业景气度下行、购买平台多自制等的影响，影视剧的出售价格明显下降，公司部分影视剧存货价值受影响，**2019年，公司拟对世纪伙伴期末应收账款、其他应收款（涉及委托摄制、播映权采购、影视项目投资、广告合作等）计提减值准备4.4亿元，预计计提存货跌价准备4000万元**，存货包括电视剧《江山不悔》、电影《刀背藏身》、前期开发的《澳门故事》、《雪白雪红》、《好儿好女》、《世间道》、《这就是我们》等项目。

2) 受影视剧行业演员限薪、监管政策调整等的影响，2019年影视剧开机率大幅降低，导致浙江星河演员业务量明显减少，同时受演员片酬限价的影响，演员片酬较上年大幅降低，**公司电视剧、艺人经纪业务受到打击，2019年公司对电视剧和艺人经纪板块的全资子公司世纪伙伴和浙江星河计提商誉减值准备13.7-14.7亿元**，合计的减值准备约18.5-19.5亿元，使得公司2019年归母净利润出现19.5-24.5亿元的亏损。

表6：2019年公司计提资产减值情况

产生减值准备项目/公司	计提减值准备金额	计提原因	计提减值影响
世纪伙伴的应收账款、其他应收款	43809万元	世纪伙伴多家客户信用情况发生重大变化，部分应收账款已逾期，客户出现无力偿还和无法继续履约等情况，涉及委托摄制、播映权采购、影视项目投资、广告合作等业务。	1) 影响2019年净利润； 2) 计提减值准备后，世纪伙伴剩余应收账款、其他应收款1.1亿元
世纪伙伴的影视剧存货	4000万元	1) 包括电视剧《江山不悔》； 2) 前期开发的《澳门故事》、《雪白雪红》、《好	1) 影响2019年净利润； 2) 对世纪伙伴前期影视项目进行清算，暂

产生减值准备项目/公司	计提减值准备金额	计提原因	计提减值影响
		儿好女》、《世间道》、《这就是我们》等项目； 3) 参投电影《刀背藏身》撤档后上映时间未知	停/重新考虑部分影视剧的投资
世纪伙伴和浙江星河	13.7-14.7 亿元	1) 受影视行业政策收紧、需求端采购价格降低、演员限薪等的影响，公司影视剧项目、艺人经纪业务等受拖累，且大量应收账款无法收回； 2) 电视剧业务管理团队娄晓曦先生等管理人员流失。	1) 影响 2019 年净利润； 2) 对世纪伙伴和浙江星河计提商誉减值准备后，公司账上剩余商誉约 1.2-2.2 亿元，充分释放商誉风险； 3) 缩减艺人经纪/电视剧业务，聚焦电影业务

数据来源：公司公告、wind，西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

#### 关键假设：

公司目前的主要业务是电影、电视剧网剧的投资宣发等。

假设 1：电影业务：《封神三部曲》目前已经完成拍摄，假设其分别在 2020、2021、2022 年上映，单部电影票房在 30 亿元以上，拉动公司电影业务营收、毛利率出现积极变化。其他影片如《749 局》、《你好，李焕英》等在 2020 年如期上映。

假设 2：电视剧网剧、综艺、新媒体业务在 2019 年受行业影响，经营出现下滑，预计在 2020 年政策出现积极变化之后恢复稳定发展。

表 7：分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
电影	收入	515.9	619.1	897.7	1,077.2
	增速	0.5%	20.0%	45.0%	20.0%
	毛利率	42.3%	28.0%	43.0%	45.0%
电视剧、综艺、新媒体	收入	519.8	259.9	298.9	343.7
	增速	-6.4%	-50.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	47.9%	5.0%	35.0%	40.0%
艺人经纪	收入	76.1	38.1	38.1	38.1
	增速	-44.6%	-50.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	82.0%	20.0%	80.0%	80.0%
旅游景区	收入	85.1	59.5	77.4	100.6
	增速	-4.7%	-30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	91.5%	91.5%	91.5%	91.5%
其他业务	收入	8.2	8.2	8.2	8.2
	增速	-67.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
合计	收入	1205.1	984.8	1320.2	1567.8



单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
	增速	-8.8%	-18.3%	34.1%	18.8%
	毛利率	51.1%	26.1%	45.5%	48.0%

数据来源：wind，西南证券

## 5.2 估值与评级

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为-2.73 元、0.44 元、0.57 元。我们选取 A 股上市公司中与电影、电视剧网剧制发相关的公司进行对比，2020 年行业平均估值水平为 24 倍。基于 1) 公司重磅电影《封神三部曲》定档 2020 暑期档，具备爆款潜质；2) 2019 年，公司计提了电视剧、艺人经纪业务板块的商誉，预计将大幅释放风险。我们持续看好公司对于爆款电影的制发能力，给予 2020 年 30 倍 PE，目标价 13.20 元，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 8：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300251.SZ	光线传媒	10.06	--	0.34	0.41	36.31	29.54	24.69
600977.SH	中国电影	13.33	0.66	0.73	0.81	20.23	18.31	16.53
002739.SZ	万达电影	16.99	--	0.79	0.92	-7.99	21.55	18.56
300133.SZ	华策影视	8.24	--	0.30	0.37	-10.04	27.14	22.31
<b>均值</b>						—	<b>24.14</b>	<b>20.52</b>

数据来源：wind，西南证券整理（光线传媒、万达电影已公告 2019 年业绩快报）

## 6 风险提示

**电影票房不及预期风险：**尽管公司具备爆款电影的制发经验，且《封神三部曲》从主创到投资均为行业顶级水平，但受疫情影响，2020 年春节档影片撤档后目前尚未定档，或与《封神三部曲》形成竞争，不排除其票房不及预期的可能性。

**影视行业政策收紧风险：**尽管目前电视剧、网剧的政策逐渐清晰，但仍不能排除政策收紧、影视项目受影响的风险。

**公共场所限流风险：**受新冠肺炎疫情的影响，国内影院自 2020 年 1 月 24 日起陆续暂停营业，尽管目前国内确诊人数已经出现拐点，但仍不能排除后期公共场所限流、电影院营业受影响的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1205.05	984.77	1320.21	1567.80	净利润	324.21	-2016.05	317.65	419.39
营业成本	589.42	728.13	720.11	814.82	折旧与摊销	37.17	25.93	25.93	25.93
营业税金及附加	7.01	4.82	6.87	7.99	财务费用	-15.21	24.62	22.10	23.52
销售费用	5.92	39.39	10.56	12.54	资产减值损失	44.65	1948.00	0.00	0.00
管理费用	170.45	256.04	158.43	188.14	经营营运资本变动	-223.62	-76.39	-223.19	-282.84
财务费用	-15.21	24.62	22.10	23.52	其他	-77.28	-1936.92	-7.97	-7.12
资产减值损失	44.65	1948.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	89.92	-2030.80	134.53	178.88
投资收益	6.68	0.00	0.00	10.00	资本支出	9.29	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-0.75	-0.37	-0.44	其他	-305.72	-0.75	-0.37	9.56
其他经营损益	0.26	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-296.43	-0.75	-0.37	9.56
<b>营业利润</b>	417	-2017	402	530	短期借款	50.00	1315.91	-469.18	-77.85
其他非经营损益	-0.89	0.92	0.32	0.52	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	416.43	-2016.05	402.09	530.88	股权融资	-106.22	0.00	0.00	0.00
所得税	92.21	0.00	84.44	111.48	支付股利	-29.35	-65.16	390.66	-62.32
净利润	324.21	-2016.05	317.65	419.39	其他	-9.36	-24.62	-22.10	-23.52
少数股东损益	-1.60	-62.73	6.07	9.69	<b>筹资活动现金流净额</b>	-94.93	1226.13	-100.61	-163.69
归属母公司股东净利润	325.82	-1953.32	311.59	409.70	<b>现金流量净额</b>	-301.41	-805.42	33.54	24.76
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	903.90	98.48	132.02	156.78	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2669.74	2378.02	2773.17	3168.76	销售收入增长率	-8.78%	-18.28%	34.06%	18.75%
存货	824.65	1008.38	1005.50	1135.57	营业利润增长率	6.36%	-583.32%	119.92%	32.00%
其他流动资产	12.77	10.44	13.99	16.62	净利润增长率	1.22%	-721.83%	115.76%	32.03%
长期股权投资	2.83	2.83	2.83	2.83	EBITDA 增长率	8.23%	-547.66%	122.87%	28.90%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	31.16	13.66	-3.84	-21.34	毛利率	51.09%	26.06%	45.45%	48.03%
无形资产和开发支出	1628.75	1624.46	1620.17	1615.88	三费率	13.37%	32.50%	14.47%	14.30%
其他非流动资产	566.45	562.31	558.17	554.03	净利率	26.90%	-204.72%	24.06%	26.75%
<b>资产总计</b>	6640.26	5698.57	6102.01	6629.12	ROE	6.35%	-66.60%	8.50%	10.25%
短期借款	50.00	1365.91	896.73	818.88	ROA	4.88%	-35.38%	5.21%	6.33%
应付和预收款项	1185.47	940.22	1108.50	1309.36	ROIC	8.52%	-51.64%	8.39%	10.29%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	36.45%	-199.68%	34.07%	36.98%
其他负债	296.55	365.42	361.44	408.47	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1532.02	2671.54	2366.67	2536.70	总资产周转率	0.20	0.16	0.22	0.25
股本	715.90	715.90	715.90	715.90	固定资产周转率	36.54	55.55	5794.96	-90.77
资本公积	3175.99	3175.99	3175.99	3175.99	应收账款周转率	1.55	1.39	1.86	1.74
留存收益	1196.69	-821.79	-119.54	227.85	存货周转率	0.79	0.79	0.71	0.76
归属母公司股东权益	5088.58	3070.10	3772.35	4119.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	147.97%	—	—	—
少数股东权益	19.66	-43.07	-37.01	-27.32	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	5108.24	3027.03	3735.35	4092.42	资产负债率	23.07%	46.88%	38.79%	38.27%
负债和股东权益合计	6640.26	5698.57	6102.01	6629.12	带息债务/总负债	3.26%	51.13%	37.89%	32.28%
					流动比率	2.89	1.31	1.66	1.77
					速动比率	2.35	0.93	1.24	1.32
					股利支付率	9.01%	-3.34%	-125.38%	15.21%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.46	-2.73	0.44	0.57
					每股净资产	7.11	4.29	5.27	5.75
					每股经营现金	0.13	-2.84	0.19	0.25
					每股股利	0.04	0.09	-0.55	0.09
业绩和估值指标									
EBITDA	439.27	-1966.42	449.81	579.80					
PE	25.16	-4.20	26.31	20.01					
PB	1.61	2.67	2.17	1.99					
PS	6.80	8.32	6.21	5.23					
EV/EBITDA	15.52	-4.55	18.76	14.37					
股息率	0.36%	0.79%	—	0.76%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn