Q3 亏损大幅收窄，影院市占率提升

万达电影(002739)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	15.38
目标价格(元):	22.80

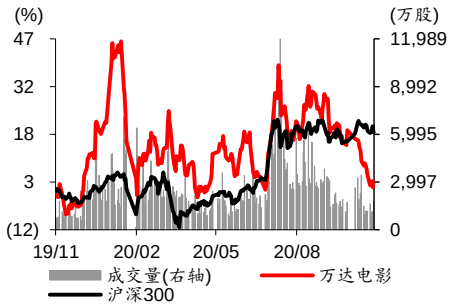
朱珺 研究员
SAC No. S0570520040004
SFC No. BPX711
zhujun016731@htsc.com

周钊 研究员
SAC No. S0570517070006
SFC No. BQA910
010-56793958
zhouzhao@htsc.com

相关研究

1《万达电影(002739 SZ,买入): 定增获批，助力公司竞争力提升》2020.08
2《万达电影(002739 SZ,买入): 20H1 业绩承压，复映后黎明初现》2020.08
3《万达电影(002739 SZ,增持): 等候恢复，龙头集中度有望提升》2020.05

一年内股价走势图



资料来源：Wind

Q3 亏损环比大幅收窄，影院市占率提升，稳步复苏，维持“买入”评级

公司 20Q3 实现营收 12.41 亿元，同降 69.2%；归母净利亏损 4.48 亿元（20Q2 亏损 9.67 亿），扣非归母净利亏损 4.84 亿元。20Q1-Q3 实现营收 32.13 亿元，同比下降 72.28%；归母净亏损 20.15 亿元。国内电影市场日渐复苏，公司放映业务市占率提高，Q3 单季归母净利较 Q2 提高 5.19 亿，亏损收窄明显。我们调整 20-22 年归母净利润预测至-20.70/15.86/17.18 亿元，EPS-1.00/0.76/0.83 元，可比公司 21 年 PE 26X，给予公司 21 年 PE30X，调整目标价至 22.8 元，维持“买入”评级。

Q3 毛利率由负转正，期间费用率有所上升

20Q3 毛利率由 20H1 的-46.93%上升至 3.75%，实现由负转正。费用率方面，较 19Q3 销售费用率上升 12.96pct 至 17.42%；管理费用率上升 14.33pct 至 22.93%；财务费用率上升 3.91pct 至 5.52%；研发费用率上升 0.44pct 至 0.67%。主要系影院复工费用有所增加，而营收受疫情影响尚未完全恢复。

影院市占率领先优势扩大，龙头地位加强

根据灯塔专业版，20 年国庆档（9.30-10.7）万达院线市占率达 14.69%，较去年同期提高 1.62pct。20Q3 万达院线市占率达 15.12%，较去年同期提高 1.72pct；市占率领先优势进一步扩大，行业龙头地位稳固。

制作发行能力增强，优质内容储备有望陆续释放

公司在电影、电视剧制作发行领域持续发力，重磅电影《唐人街探案 3》定档 21 年春节档、《鬼吹灯之天星术》、《误杀 2》将于 21-22 年上映，子公司新媒诚品主投的《号手就位》、《青春创世纪》等多部电视剧也将陆续播出。公司内容资源储备丰富，有望为后续业绩提供支撑。

定增获证监会核准，公司竞争力将进一步提高

20 年 7 月 27 日，万达电影非公开发行方案通过证监会审核，拟募集不超过 43.5 亿元(含发行费用)，其中 31.45 亿元用于投资新建影院项目，13.05 亿元用于补充流动资金。定增驱动公司扩张步伐加速，竞争力进一步提升。

基本面有序复苏，期待电影制作发行业务发力，维持“买入”评级

我们认为公司放映业务市占率有望持续提升；电影制作业务静候大作上映，整体基本面正有序恢复。但受制于海外疫情再起，进口片引入可能将推迟。我们认为 Q4 营收端依然难以恢复至往年正常水平。同时放映业务的租金等支出较为刚性，对毛利率造成压制。综上我们调整 20-22 年归母净利润预测至-20.70/15.86/17.18 亿元（前值-10.65/16.25/18.07 亿元），EPS -1.00/0.76/0.83 元，可比公司 21 年 PE 26 X，考虑到公司为综合性全产业链公司，院线业务市占率有所提升，我们认为依然将持续，给予公司 21 年 PE30X，21 年目标价 22.8 元（前值 24.18 元），维持“买入”评级。

风险提示：观影需求疲软、商誉减值风险等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,078
流通 A 股 (百万股)	1,952
52 周内股价区间 (元)	13.90-21.92
总市值 (百万元)	31,966
总资产 (百万元)	24,586
每股净资产 (元)	5.68

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	14,088	15,435	5,857	18,020	19,122
+/-%	6.49	9.56	(62.06)	207.67	6.12
归属母公司净利润 (百万元)	1,295	(4,729)	(2,070)	1,586	1,718
+/-%	(14.58)	(465.25)	(56.22)	(176.61)	8.36
EPS (元，最新摊薄)	0.62	(2.28)	(1.00)	0.76	0.83
PE (倍)	24.69	(6.76)	(15.44)	20.16	18.60

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

经营情况分析

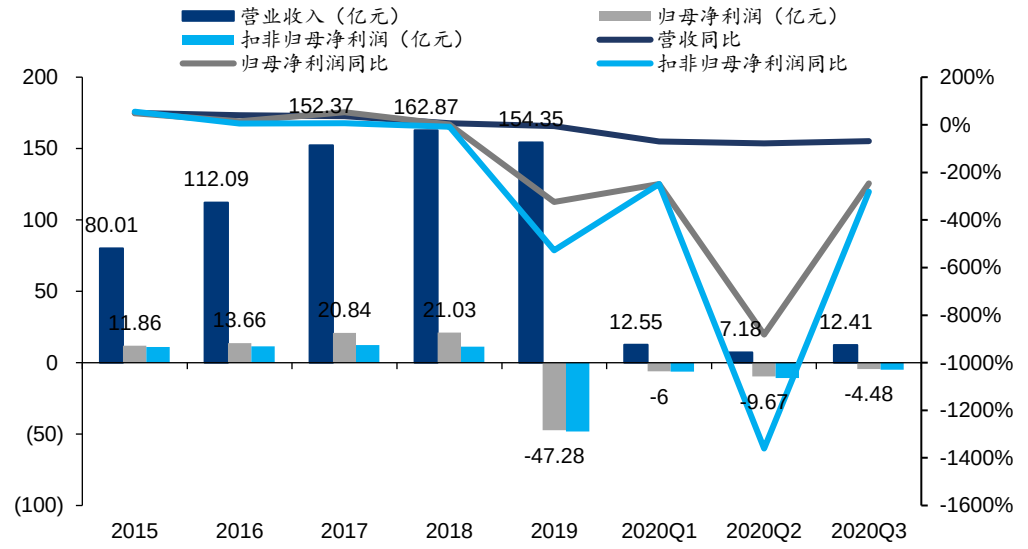
Q3 亏损环比大幅收窄，主要因影院复工拉动营收环比增长

20 年前三季度公司实现营收 32.13 亿元，同比下降 72.28%；归母净亏损 20.15 亿元，扣非归母净亏损 21.9 亿元。20Q3 实现营收 12.41 亿元，同比下降 69.2%；归母净亏损 4.48 亿元，扣非归母净利润亏损 4.84 亿元。

前三季度受疫情影响，公司业绩亏损较大。公司下属 600 余家国内影院停业近半年时间，与此同时影城折旧、租金、员工薪酬、财务费用等固定成本较高，另外公司主投主控的电影均未能如期上映，导致前三季公司经营业绩出现较大亏损。除此之外，我国主要进口片产地疫情持续加重，进口片供给大幅下降，削弱公司票房总收入。据灯塔专业版，20 年前三季度，我国进口片总票房为 20.77 亿，同比下滑 89%，仅占总票房的 14%，远低于我国近三年进口片票房的平均占比。

影院复工拉动营收回暖，公司 Q3 亏损环比大幅收窄。全国影院自 7 月 20 日起陆续复工，全国票房收入持续回暖，公司作为行业龙头，率先受益。据灯塔专业版，万达院线 7、8、9 月票房分别为 0.35 亿、4.93 亿、4.04 亿，同比下降 95.5%、52.7%、8.2%，降幅收窄趋势明显。由于票房收入在公司收入结构中占比较高，票房恢复驱动公司整体营收回暖。公司 Q3 归母净利润亏损 4.48 亿，较 Q2 亏损 9.67 亿大幅收窄。

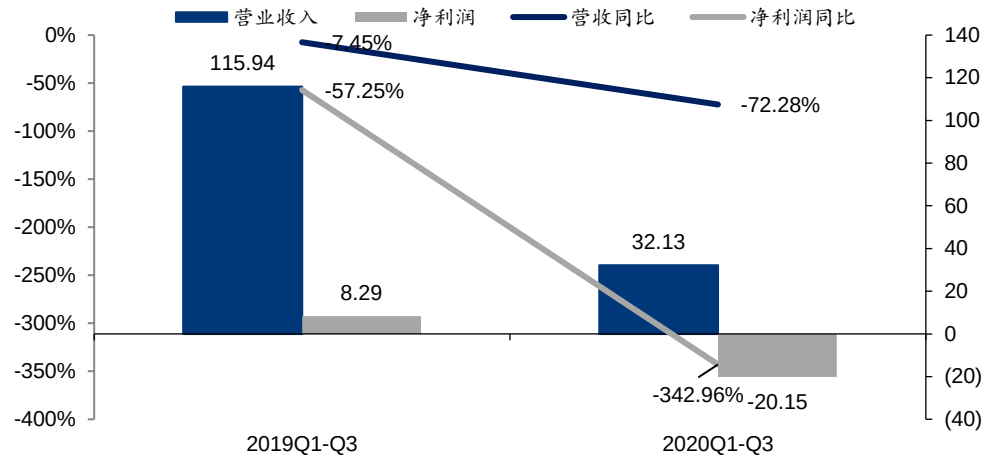
图表1： 2015-20Q3 营收及净利变化（17、18 年数据为考虑到收购万达影视的调整后数据）



注：19 年出现大幅亏损主要因 19 年 Q4 计提 58.97 亿商誉减值

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2： 2019、2020 年前三季度营收及净利变化（单位：亿元）

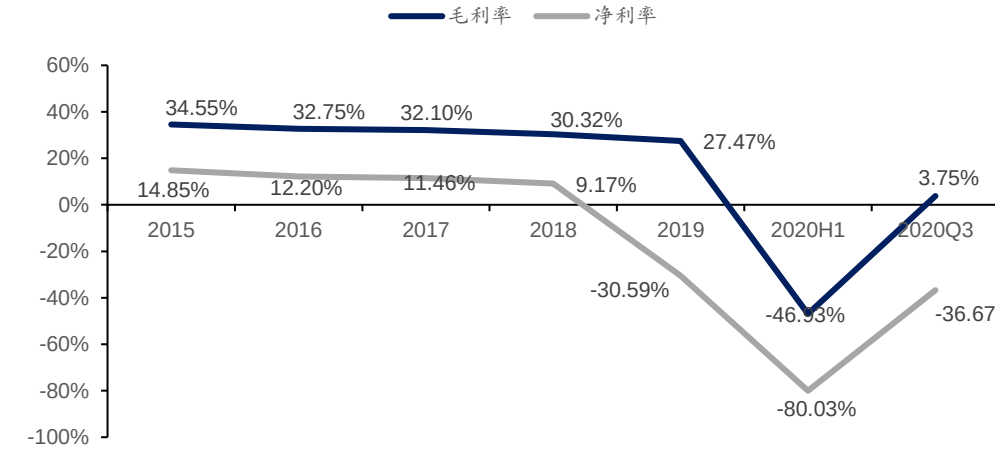


资料来源：Wind、华泰证券研究所

20Q3 毛利率由负转正，期间费用率有所提升

20Q3 公司整体毛利率恢复态势明显，由 20H1 的-46.93%上升至 3.75%，由负转正，主要因第三季度影院业务逐渐恢复正常。

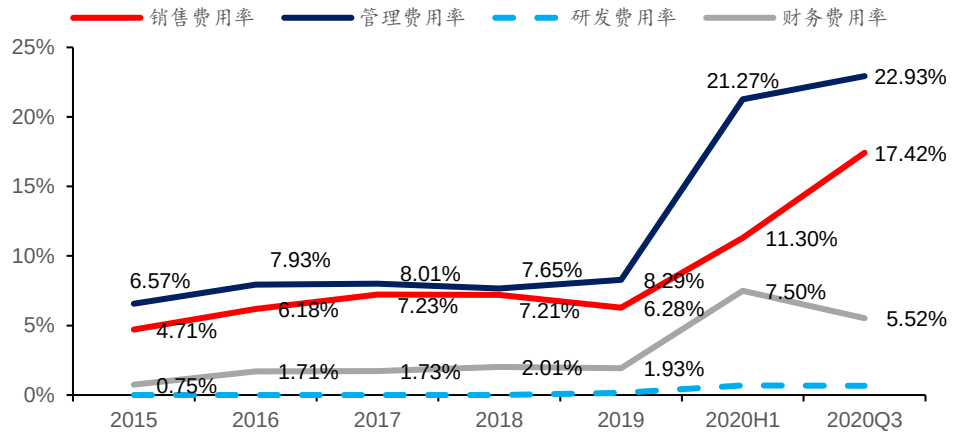
图表3： 2015-2020Q3 毛利率和净利率变化（18-19 年为合并后口径）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

期间费用率方面，影院恢复营业后各项费用恢复，而营收仍在一定程度上受影响，导致整体期间费用率较去年同期上升 31.64pct。其中，销售费用率上升 12.96pct 至 17.42%，管理费用率上升 14.33pct 至 22.93%，财务费用率上升 3.91pct 至 5.52%，研发费用率上升 0.44pct 至 0.67%。

图表4： 2015-2020Q3 费用率变化（18 年数据为考虑到收购万达影视的调整后数据）

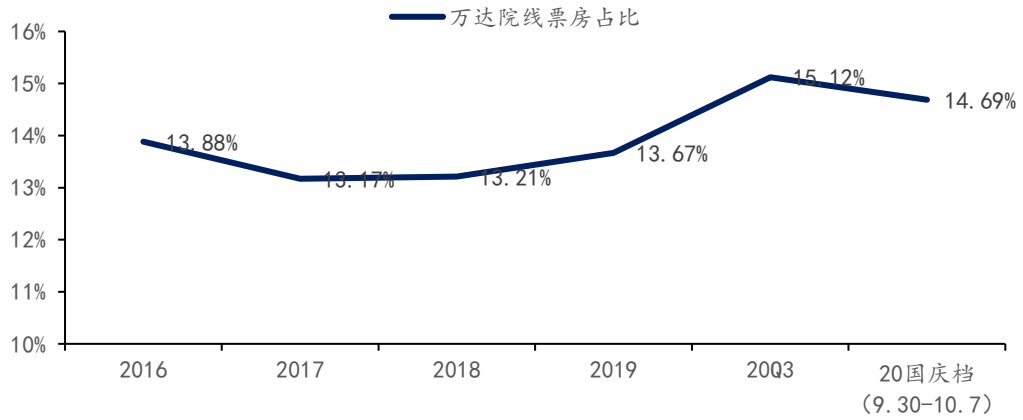


资料来源：Wind、华泰证券研究所

影院市占率领先优势扩大，龙头地位稳固

疫情加速中小影院出清，市场集中度提升。根据灯塔专业版，20Q3 TOP5 院线票房合计为 25.77 亿元，占总票房份额 46.54 %，较 19 年同期增长 1.05 pct；TOP5 影投票房合计 16.22 亿，占总票房份额 29.3 %，较 19 年同期增长 2.73pct。受益于市场集中度提升，行业龙头万达的市场份额进一步扩大。根据灯塔专业版，16-19 年万达院线市占率维持在 13%左右，较为平稳。疫情复工后首个季度 Q3，万达院线市占率达 15.12%，较去年同期市占率 13.40%提高 1.72pct；20 年国庆档（9.30-10.7）万达院线市占率达 14.69%，较去年同期市占率 13.07%提高 1.62pct，市占率领先优势进一步扩大。

图表5： 2016-20 年国庆档万达院线市占率变化情况



注：因 20 年 Q1、Q2 影院停业，市占率数据选取时不将 Q1、Q2 考虑在内

资料来源：灯塔专业版、华泰证券研究所

制作发行：优质内容待映，重磅电影《唐人街探案 3》定档 21 年春节

公司在收购万达影视以后，积极布局电影产业链上下游，制作发行能力增强。万达影视主投主控的《唐人街探案 3》定档于 21 年春节档，据灯塔专业版，截止至 10 月 30 日该电影想看人数 660.82 万人，位居平台第一。同时，《鬼吹灯之天星术》、《外太空的莫扎特》、《误杀 2》等关注度较高的电影也将于 21-22 年择机上映。除此之外，公司积极在电视剧制作发行领域发力，子公司新媒诚品主投及参投的《号手就位》、《青春创世纪》、《琉璃美人煞》、《长安诺》、《大时代》等多部电视剧也有望陆续播出。

图表6： 万达影视预计 20-21 年上映的部分新片

片名	演员	出品方	定档日期
唐人街探案 3	王宝强、刘昊然等	万达影视等	改档至 2021 年 2 月 12 日
快把我 2 哥带走	胡先煦、邓恩熙等	万达影视等	未定档
误杀 2	肖央、谭卓等	万达影视等	未定档
海底小纵队：火焰之杯（动画片）		万达影视等	延期上映（原定 10 月 1 日）
鬼吹灯之天星术	张涵予、江屋、卢靖姗等	万达影视等	未定档
外太空的莫扎特	黄渤、荣梓杉等	万达影视等	未定档

资料来源：灯塔专业版、华泰证券研究所

图表7： 万达影视预计 20-21 年上映的部分电视剧

片名	演员	出品方	定档日期
号手就位	李易峰、张馨予等	万达影视旗下新媒诚品等	2020 年 10 月(暂定)
青春创世纪	黄景瑜、吴谨言等	万达影视旗下新媒诚品等	2020 年 11 月(暂定)
天河传(仙剑奇侠传四)	未定	万达影视旗下新媒诚品等	未定档
梦醒长安	成毅、张予曦等	万达影视旗下新媒诚品等	2021 年(暂定)

资料来源：灯塔专业版、华泰证券研究所

定增获证监会核准，将主要用于新建影院和补充流动资金

2020 年 7 月 27 日，万达电影非公开发行方案通过证监会审核，拟募集不超过 43.5 亿元（含发行费用），其中 31.45 亿元用于投资新建影院项目，13.05 亿元用于补充流动资金。8 月 10 日，公司定增事项获得证监会发审委批准核复。

疫情因素下电影行业营收大受影响，但是疫情期间大量淘汰中小影院加剧了行业的整合和集中度提升，万达作为电影行业龙头，其扩张步伐依旧。根据万达的定增公告，公司计划在 2020 年至 2022 年新建影院 162 家，主要集中在江苏、河北、河南、广东等中东部省份，市场布局下沉趋势明显。此外，万达在该募投新建影院项目中沿用对外开放特许经营加盟权的经营模式，通过发挥管理成本优势，增加营收。根据定增公告，拟建设的 162 家影院中，有 63 家位于非万广场内。

图表8： 本次非公开发行募集资金使用计划

序号	项目名称	投资总额（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
1	新建影院项目	31.45	30.45
2	补充公司流动资金及偿还贷款	13.05	13.05
合计		44.5	43.5

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表9： 本次非公开发行募集资金投资项目

年份	影院数(家)	银幕(块)	其中：IMAX 银幕数(块)	总面积(平方米)	座位数(个)
2020 年建设项目	59	466	28	308656	66601
2021 年建设项目	81	627	14	383057	85811
2022 年建设项目	22	165	6	99684	23123
合计	162	1258	48	791397	175535

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

盈利预测关键假设变动

电影放映（公司披露为电影观影业务）为公司主业，衍生的广告和商品餐饮销售业务营收规模也相对较大，19 年营收占比分别为 59.1%、12.64%、12.48%，本次盈利预测调整主要基于对以上业务预测的调整。

20 年上半年受疫情影响，影院暂停营业，电影无法上映，导致公司电影放映业务收入受到明显冲击。根据国家电影局通知，全国影院于 7 月 20 日恢复营业，国内影市正在恢复过程中。但在供给端，受制于海外疫情再起，进口片引入可能将推迟。因此，营收端虽然在恢复，但由于重磅进口片缺席，我们认为 Q4 依然难以恢复至往年正常水平。同时影院放映时的租金、水电、人工等支出较为刚性，对毛利率会造成压制。综合以上考虑，我们对 20-22 年公司电影放映业务营收和毛利率进行调整。其中：

考虑到由于海外疫情，Q4 可能缺乏重磅进口片，我们调整 20-22 年公司电影放映业务营收增速至-67.93%/261.84%/5.94%（前值为-53.23%/148.12%/5.94%）；20-22 年公司电影放映业务营收相应调整为 29.25/105.85/112.14 亿元(前值为 42.66/105.85/112.14 亿元)。

广告业务和商品餐饮销售业务与放映业务带来的人流呈正相关关系，因此我们也做相应下调。我们调整 20-22 年公司广告业务营收增速至-71.57%/302.60%/3.09%（前值为-53.81%/147.75%/3.09%）；20-22 年公司广告业务营收相应调整为 5.54/22.32/23.01 亿元（前值为 9.01/22.32/23.01 亿元）；我们调整 20-22 年公司商品餐饮销售业务营收增速至-68.84%/266.15%/-1.69%（前值为-54.56%/151.07%/-1.69%）；20-22 年公司商品餐饮销售业务营收相应调整为 6.00/21.97/21.60 亿元（前值为 8.75/21.97/21.60 亿元）；

毛利率方面，主要调整放映业务毛利率。考虑影院放映时的租金、水电、人工等支出较为刚性，对毛利率会造成压制。我们调整 20-22 年放映业务毛利率为-70.00%/9.6%/10.70%（前值为-38.5%/9.00%/10.50%）；其他业务不涉及租金等刚性成本，毛利率保持不变；

费用率方面，影院恢复营业后各项费用恢复，而营收仍在一定程度上受影响，导致费用率上升。其中销售费用率和管理费用率上升较为明显。我们调整 20-22 年销售费用率为 12.35%/6.50%/6.80%（前值为 9.35%/6.50%/6.80%）；调整 20-22 年管理费用率为 18.00%/8.30%/8.40%（前值为 10.30%/8.30%/8.40%）。

图表10： 盈利预测核心假设变动表

	调整前			调整后		
核心假设	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,500	18,166	19,294	5,857	18,020	19,122
YOY	-44.93%	113.72%	6.21%	-62.06%	207.67%	6.12%
放映业务收入	4,266	10,585	11,214	2,925	10,585	11,214
YOY	-53.23%	148.12%	5.94%	-67.93%	261.84%	5.94%
广告业务收入	901	2,232	2,301	554	2,232	2,301
YOY	-53.81%	147.75%	3.09%	-71.57%	302.60%	3.09%
商品销售业务收入	875	2,197	2,160	600	2,197	2,160
YOY	-54.56%	151.07%	-1.69%	-68.84%	266.15%	-1.69%
毛利率						
放映业务毛利率	-38.50%	9.00%	10.50%	-70.00%	9.60%	10.70%
广告业务毛利率	58.47%	57.97%	57.47%	58.47%	57.97%	57.47%
商品销售业务毛利率	64.00%	65.00%	66.00%	64.00%	65.00%	66.00%
营业费用率	9.35%	6.50%	6.80%	12.35%	6.50%	6.80%
管理费用率	10.30%	8.30%	8.40%	18.00%	8.30%	8.40%
财务费用率	2.57%	1.71%	1.42%	3.59%	2.09%	1.80%
研发费用率	0.17%	0.20%	0.25%	0.17%	0.20%	0.25%
归母净利润	-1,065	1,625	1,807	-2,069.94	1,585.80	1,718.44

资料来源：Wind、华泰证券研究所

可比公司估值及目标价

图表11： 可比公司估值表（Wind 一致预期，2020 年 10 月 30 日）

		总市值	PE			净利润（亿元）		
证券代码	证券简称	（亿元）	19A	20E	21E	19A	20E	21E
院线类标的								
601595.CH	上海电影	51.0	37.2	-23.9	27.2	1.4	-2.1	1.9
603103.CH	横店影视	100.6	32.5	-53.5	28.5	3.1	-1.9	3.5
600977.CH	中国电影	236.4	22.3	-172.3	22.4	10.6	-1.4	10.5
	平均			-112.9	26.0			

资料来源：Wind、华泰证券研究所

考虑到疫情影响，20 年归母净利润波动较大，我们采用 21 年预计归母净利润为基础进行估值。我们预计 21 年公司归母净利润为 15.86 亿元。可比公司估值方面，万达电影经营放映、电影制作、电视剧制作和游戏等多项业务，其中主要业务为放映，电影制作由于发片量较少，贡献波动较大；电视剧和游戏业务对营收和净利贡献相对较小。因此，我们选取院线公司作为可比对象。从上表可以看出，可比公司 21 年 PE 平均估值约为 26X。考虑到公司为综合性全产业链公司，院线业务市占率有所提升，我们认为依然将持续，给予 21 年 PE 30X 估值，21 年预计 EPS 为 0.76 元，对应目标价为 22.8 元，维持买入评级。

风险提示

1、观众观影需求恢复不及预期

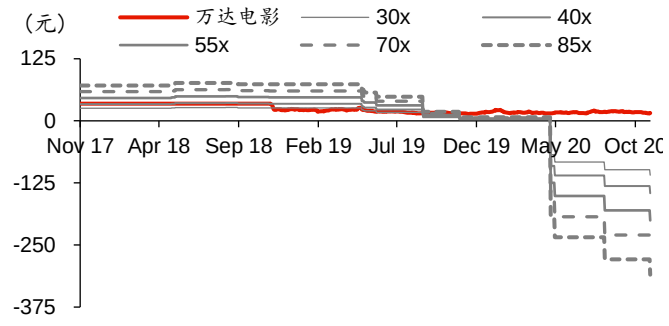
观众的观影需求恢复需要一段时间的培养，观众的考虑因素也在增加，存在观众观影需求迟迟未能恢复至正常水平的风险。

2、商誉计提减值风险

20 年三季度报上公司商誉余额为 81.12 亿元，规模较大，有进一步计提减值的风险。

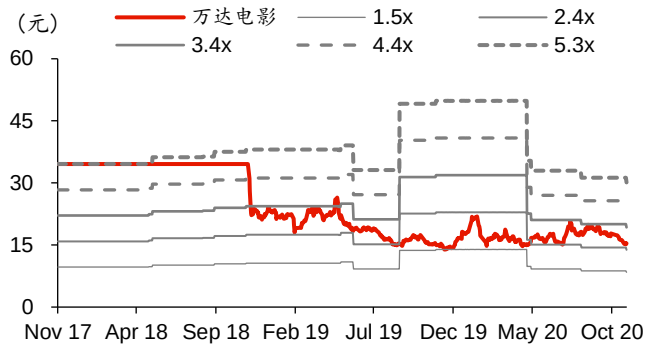
PE/PB - Bands

图表12： 万达电影历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表13： 万达电影历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,541	9,324	5,709	13,074	7,436
现金	1,349	2,463	2,865	2,525	3,533
应收账款	1,719	2,299	629.54	4,519	944.56
其他应收账款	369.57	379.92	88.62	774.51	224.80
预付账款	305.90	1,218	323.28	2,251	298.67
存货	191.81	2,154	988.20	2,191	1,637
其他流动资产	606.82	809.10	815.00	813.40	798.36
非流动资产	18,567	17,165	16,653	17,940	17,786
长期投资	20.54	96.82	104.92	129.14	156.64
固定投资	2,844	2,851	2,225	3,378	3,294
无形资产	849.85	1,121	1,358	1,590	1,819
其他非流动资产	14,853	13,096	12,966	12,843	12,516
资产总计	23,108	26,488	22,362	31,014	25,222
流动负债	6,501	9,941	8,366	15,732	8,696
短期借款	2,300	3,455	3,455	8,349	3,455
应付账款	940.10	1,686	1,457	2,283	1,544
其他流动负债	3,261	4,800	3,454	5,100	3,696
非流动负债	3,998	2,409	1,926	1,627	1,155
长期借款	3,758	2,100	1,618	1,319	846.75
其他非流动负债	239.85	308.52	308.52	308.52	308.52
负债合计	10,500	12,350	10,293	17,360	9,851
少数股东权益	26.40	306.33	307.45	305.96	304.00
股本	1,761	2,078	2,078	2,078	2,078
资本公积	4,004	8,095	8,095	8,095	8,095
留存公积	6,667	3,657	1,588	3,172	4,889
归属母公司股东权益	12,583	13,832	11,762	13,348	15,066
负债和股东权益	23,108	26,488	22,362	31,014	25,222

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,752	1,859	2,303	(2,133)	7,939
净利润	1,292	(4,722)	(2,069)	1,584	1,716
折旧摊销	1,112	1,313	1,055	1,242	1,455
财务费用	283.45	297.21	210.15	375.74	344.60
投资损失	(19.04)	(19.29)	(2.00)	(72.99)	(79.40)
营运资金变动	(984.38)	(889.01)	3,109	(5,262)	4,503
其他经营现金	68.04	5,878	(0.41)	(0.52)	(0.84)
投资活动现金	(1,992)	(1,544)	(541.22)	(2,456)	(1,220)
资本支出	1,964	1,619	535.53	2,505	1,273
长期投资	18.01	39.19	(8.10)	(24.22)	(27.50)
其他投资现金	(10.03)	113.82	(13.79)	25.07	25.24
筹资活动现金	(1,268)	(42.63)	(1,361)	(644.22)	(816.72)
短期借款	100.00	1,155	0.00	4,893	(4,893)
长期借款	1,678	(1,658)	(482.34)	(298.79)	(472.13)
普通股增加	587.15	316.99	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(587.15)	4,091	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,046)	(3,948)	(878.45)	(5,239)	4,549
现金净增加额	(1,508)	275.76	401.33	(5,233)	5,902

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	14,088	15,435	5,857	18,020	19,122
营业成本	9,816	11,195	6,285	12,718	13,397
营业税金及附加	481.12	478.94	175.70	562.22	602.36
营业费用	1,016	969.77	723.32	1,171	1,300
管理费用	1,078	1,280	1,054	1,496	1,606
财务费用	283.45	297.21	210.15	375.74	344.60
资产减值损失	(33.54)	(5,898)	(17.57)	(45.05)	(53.54)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.04	19.29	2.00	72.99	79.40
营业利润	1,590	(4,516)	(2,476)	1,866	2,023
营业外收入	23.24	20.69	20.00	30.00	30.00
营业外支出	8.79	59.13	7.00	10.00	10.00
利润总额	1,604	(4,554)	(2,463)	1,886	2,043
所得税	311.64	167.64	(394.06)	301.78	326.95
净利润	1,292	(4,722)	(2,069)	1,584	1,716
少数股东损益	(2.14)	6.85	1.11	(1.48)	(1.96)
归属母公司净利润	1,295	(4,729)	(2,070)	1,586	1,718
EBITDA	3,063	(2,967)	(1,217)	3,454	3,801
EPS (元，基本)	0.62	(2.28)	(1.00)	0.76	0.83

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	6.49	9.56	(62.06)	207.67	6.12
营业利润	(15.07)	(384.06)	45.17	175.37	8.43
归属母公司净利润	(14.58)	(465.25)	(56.22)	(176.61)	8.36
获利能力 (%)					
毛利率	30.32	27.47	(7.32)	29.42	29.94
净利率	9.19	(30.63)	(35.34)	8.80	8.99
ROE	10.25	(33.40)	(17.14)	11.60	11.17
ROIC	9.58	(25.44)	(13.82)	9.13	12.59
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.44	46.62	46.03	55.97	39.06
净负债比率 (%)	37.58	30.01	22.30	56.07	8.34
流动比率	0.70	0.94	0.68	0.83	0.86
速动比率	0.53	0.52	0.43	0.50	0.54
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.62	0.24	0.68	0.68
应收账款周转率	9.74	7.65	7.00	8.00	8.00
应付账款周转率	11.01	8.53	8.60	8.30	8.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.62	(2.28)	(1.00)	0.76	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	(2.78)	1.11	(1.03)	3.82
每股净资产(最新摊薄)	6.05	6.66	5.66	6.42	7.25
估值比率					
PE (倍)	24.69	(6.76)	(15.44)	20.16	18.60
PB (倍)	2.54	2.31	2.72	2.39	2.12
EV_EBITDA (倍)	11.99	(12.31)	(28.73)	11.56	8.83

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，朱珺、周钊，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间迟延。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

更多信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师朱珺、周钊本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室
电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）
电话: + 212-763-8160/传真: +917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司