

疫情之下储备功力，期待疫后快速反弹

证券研究报告

投资评级：买入(首次)

基本数据

2022-04-22

收盘价(元)	13.77
流通股本(亿股)	22.88
每股净资产(元)	2.92
总股本(亿股)	26.15

最近 12 月市场表现



分析师 刘洋

SAC 证书编号: S0160521120001
liuyang01@ctsec.com

分析师 李跃博

SAC 证书编号: S0160521120003
liy@ctsec.com

相关报告

- 《业绩增长稳健，新项目孕育新成长》 2019-08-23
- 《业绩符合预期，项目扩张稳步推进》 2018-10-29
- 《中报业绩增长稳健，专注主业成就演艺龙头》 2018-08-23

核心观点

- ▶ **事件：公司发布 2021 年度报告与 2022 年一季报。**公司在 2021 年实现扭亏为盈，2021 年营业收入为 11.85 亿元，同比增长 31.27%；2021 年实现归母净利润 3.15 亿元，2020 年同期为亏损 17.52 亿元。2022 年 Q1 实现收入 8530.4 万元，2021 年同期为 3.06 亿元，同比下滑 72.16%；2022 年 Q1 归母净利润亏损 3858.6 万元，2021 年同期实现归母净利润 1.32 亿元，同比下滑 129.15%。
- ▶ **2020 至 2021 年疫情反复期间，宋城演艺成功落地开展西安、上海、郑州三地新项目。**已有项目的剧场扩建，叠加新项目的持续择时落地，宋城在疫情期间对硬件设施已有较大升级，为疫后反弹打下坚实基础。
- ▶ **公司逐步推进“演艺王国”、“城市演艺”、“差异化战略”概念。**疫情期间，公司对于杭州项目进行“演艺王国”模式的筹划与推进，从硬件到内容进行全面升级，未来将逐步应用于部分异地宋城项目；上海世博项目的“城市演艺”模式也在 2021 年落地，宋城首次落地一线城市，将演艺内容完美融入城市。该模式落地为未来宋城项目继续进军一、二线城市打下坚实基础；正在建设的新项目中，珠海演艺谷的规模与发展空间有着巨大潜力。
- ▶ 预计 2022-2024 年分别实现收入 9.88 / 20.47 / 33.80 亿元，对应实现收入同比变化 -16.7% / 107.3% / 65.1%。预计实现归母净利润 2.2 / 8.07 / 14.21 亿元，同比变化 -30.1% / 266.4% / 76.0%。预计 2022-2024 年 EPS 为 0.08 / 0.31 / 0.54 元，对应 PE 163 / 44 / 25 倍，给予“买入”评级。

- ▶ **风险提示：**疫情反复，已有项目恢复开园不及预期，新项目开园进程不及预期等。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	903	1185	988	2047	3380
收入增长率(%)	-65.44	31.27	-16.66	107.28	65.14
归母净利润(百万元)	-1752	315	220	807	1421
净利润增长率(%)	-230.80	117.98	-30.09	266.44	76.00
EPS(元/股)	-0.67	0.12	0.08	0.31	0.54
PE	—	118.84	163.44	44.60	25.34
ROE(%)	-23.64	4.12	2.80	9.31	14.08
PB	6.25	4.90	4.58	4.15	3.57

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

1. 业绩概况	3
1.1. 2021 年业绩扭亏为盈，节假日数据彰显韧性.....	4
1.2. 21 年重资产营收占比增大，轻资产营收数据出现下滑	4
1.3. 2022 年一季度受疫情影响，业绩同比下滑较大.....	5
2. 疫情期间公司项目持续升级，为疫后反弹打下坚实基础.....	6
3. 公司苦练内功，力争模式优化	8
3.1. 杭州宋城演艺模式升级试水——推进“演艺王国”模式.....	8
3.2. 上海宋城开创一线城市新领域——“城市演艺”模式.....	10
3.3. 珠海宋城打造“演艺谷”模式，备受瞩目.....	11
4. 投资建议与风险提示	12
4.1. 投资建议	12
4.2. 风险提示	12

图表目录

图 1. 宋城演艺业务概况	3
图 2. 2021-2023E 营业收入情况及预测（百万元）	5
图 3. 疫情期间新项目扩张	6
图 4. 五一、国庆假期宋城项目良好成绩	7
图 5. 杭州宋城多类型节目内容	9
图 6. 2020 国庆杭州演艺王国游客类型比例.....	9
图 7. 2020 国庆杭州演艺王国收入类型比例.....	9
图 8. 上海宋城主体建筑外观	10
图 9. 上海宋城游客群体分布	11

未找到图形项目表。

1. 业绩概况

图 1. 宋城演艺业务概况



【财通商社】宋城演艺：业务结构、盈利结构、成长结构

图例：
营收（百万元）
毛利润（百万元）
21-23年 CAGR

	2021	2022	2023	CAGR
宋城演艺发展股份有限公司	1184.9	987.5	2046.9	31.44%
	605.2	508.2	1265.1	44.57%

	2021	2022	2023	CAGR
销售费率	5.59	5.59	7.26	
研发费率	3.48	3.75	2.03	
归母净利润（百万元）	315	220	807	60.06%

	2021	2022	2023	CAGR
重资产项目	1,009.71	803.59	1,779.71	32.76%
	436.56	329.83	1,005.37	51.75%

	2021	2022	2023	CAGR
电子商务手续费	73.05	76.70	95.87	14.56%
	70.86	74.40	93.12	14.64%

	2021	2022	2023	CAGR
设计策划费	102.1	107.2	171.5	29.61%
	97.87	104.0	166.6	30.47%

持股比例		2021	2022	2023	CAGR	持股比例		2021	2022	2023	CAGR
100%	杭州宋城旅游区	485.85	285.76	628.68	13.75%	100%	张家界千古情	32.29	20.99	37.78	8.17%
		211.10	99.46	385.40	37.56%			1.74	3.78	18.79	228.62%
100%	三亚千古情景区	147.95	127.24	279.93	37.55%	80%	西安千古情景区	16.79	16.79	26.44	25.49%
		99.86	97.93	233.59	52.94%			2.56	2.56	4.02	25.31%
100%	丽江千古情景区	116.24	116.24	255.73	48.32%	88%	上海千古情景区	73.96	66.57	146.45	40.72%
		66.93	84.48	206.24	75.54%			13.58	12.22	26.89	40.72%
100%	九寨千古情景区	45.48	39.56	71.22	25.14%	100%	佛山千古情景区		47.20	103.84	160.89%
		10.85	9.44	28.26	61.39%			3.20	18.69	484.06%	
70%	桂林千古情景区	91.15	59.24	106.64	8.16%	100%	西塘千古情景区		24.00	52.80	120.00%
		29.94	14.76	61.39	43.19%			2.00	9.50	375.00%	
						0%	珠海千古情景区			70.00	
										12.60	

数据来源：公司 2021 年报，财通证券研究所

1.1. 2021 年业绩扭亏为盈，节假日数据彰显韧性

公司在 2021 年实现扭亏为盈，2021 年营业收入为 11.85 亿元，同比增长 31.27%；2021 年实现归母净利润 3.15 亿元，2020 年同期为亏损 17.52 亿元。

春节黄金周，宋城共接待 65.75 万游客，千古情单日最高演出 20 场，其中总接待量、单日接待量、千古情总场次及单日场次、散客占比、客均逗留市场六项指标创新记录；

五一小长假，宋城共接待游客量为 165 万人次，较 2019 年同期增长 35.45%，实现总营收为 1.5 亿元，较 2019 年同期增长 42.71%；其中团队游客恢复率达到 154.48%，散客恢复率为 128.25%。

从数据上看，宋城 21 年节假日数据恢复速度较快，成为扭亏为盈的一大原因。

1.2. 21 年重资产营收占比增大，轻资产营收数据出现下滑

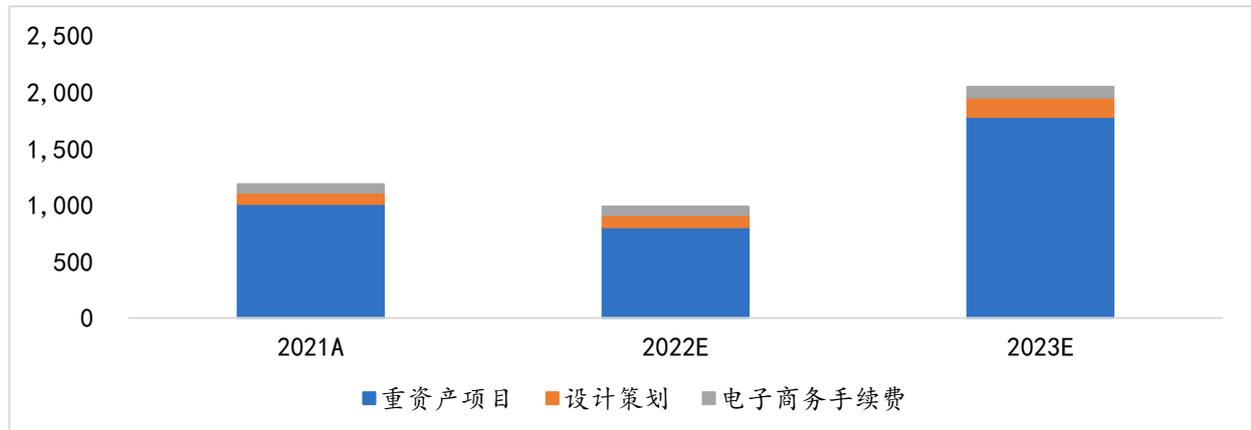
按公司业务分析：

- 重资产业务（杭州宋城旅游区、三亚千古情景区、丽江千古情景区、九寨千古情景区、桂林千古情景区、张家界千古情景区、西安千古情景区、上海千古情景区）收入 10.1 亿元，上年为 6.8 亿元，同比增长 49.6%。

主要系杭州宋城旅游区营收增长较快及上海千古情景区于 2021 年 4 月开园。杭州宋城旅游区 2021 年营收 4.86 亿元，2020 年营收 2.87 亿元，增速为 69.3%，占总营收的比例从 20 年的 31.78% 提升至 21 年的 41.01%；上海千古情景区 2021 年营收为 7396.3 万元，占总营收的 6.16%。同时，三亚、九寨、桂林、张家界四个千古情景区 2021 年的营收较 20 年营收也有不同幅度的增长。

- 设计策划费方面，2021 年公司设计策划费为 1.02 亿元，2020 年为 1.83 亿元，同比下滑 44%。主要系由于下半年疫情反复原因，公司的轻资产项目开展不及预期，叠加公司在设计策划费方面的收入确认较少两个因素导致。
- 电子商务手续费方面，2021 年公司电子商务手续费为 7304.6 万元，2020 年为 4331.7 万元，同比增长 69%。

图 2. 2021-2023E 营业收入情况及预测 (百万元)



数据来源：公司 2021 年报，财通证券研究所

1.3. 2022 年一季度受疫情影响，业绩同比下滑较大

2022 年 Q1 实现收入 8530.4 万元，2021 年同期为 3.06 亿元，同比下滑 72.16%；22 年一季度归母净利润亏损 3858.6 万元，21 年同期实现归母净利润 1.32 亿元，同比下滑 129.15%。2022 年 Q1 销售费用同比减少 58.33%，主要系公司各景区受疫情影响间歇性闭园广告投入较少所致；研发费用同比减少 34.42%，同样系公司各景区受疫情影响间歇性闭园所致。

2022 年一季度业绩出现较大幅度下滑的主要原因系本轮疫情带来的影响较为严重，宋城各地景区开园策略受到较大影响。

截至 4 月 15 日，根据宋城演艺官网显示，其全国景区依然处于开园状态的仅剩杭州乐园、杭州烂苹果乐园、炭河古城及黄帝千古情景区；

相较年初三亚、丽江等千古情景区依然处于开园状态，本次疫情最直接的影响为各大营收占比较大的千古情景区纷纷采取闭园措施，宋城一季度原有的营业规划受到较大影响。

2. 疫情期间公司项目持续升级，为疫后反弹打下坚实基础

2020 至 2021 年疫情反复期间，宋城演艺成功落地开展西安、上海、郑州三地新项目，其中郑州千古情为轻资产项目。

图 3. 疫情期间新项目扩张



数据来源：宋城演艺公众号，财通证券研究所

西安宋城开园，开启疫情后新篇章。2020 年 6 月 22 日西安千古情项目在浐灞世博园启动。为增强群众的文化参与感，《西安千古情》启动文化惠民活动，即 2020 年门市价 300 元，西安市民开业限时特惠 99 元；1.2 米以下或 6 周岁以下儿童免票，全国医护人员凭本人身份证与执业证免费。该活动帮助西安宋城项目快速获取客流，增强园区项目落地伊始在当地一众景点中的竞争力。

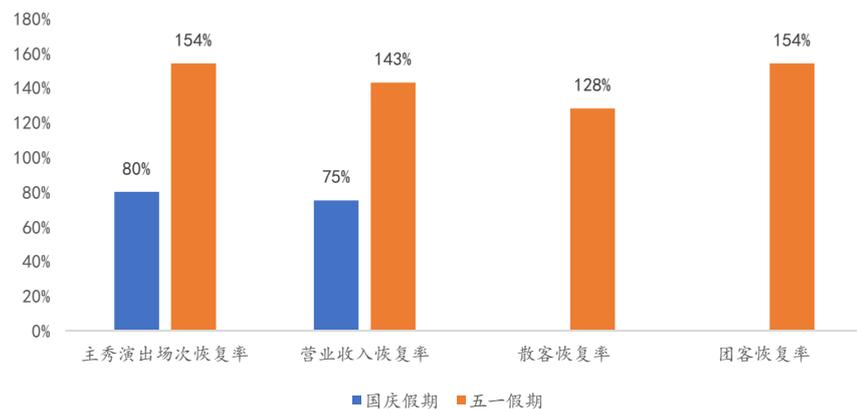
郑州黄帝新景区开业，一票难求。2020 年 9 月 19 日，大型歌舞《黄帝千古情》在郑州黄帝千古情景区震撼开演，首演即获得观众的高度评价。景区开业第 8 天，演出 4 场；第 13 天，连演 6 场；第 15 天，演出场数已经高达 8 场，从排演数据的增长可以看出观众热情高涨。此外，该项目还配备风格创新的演艺秀，旨在拓宽目标客户群体，例如全息秀《幻影》、《奇幻泡泡秀》、《网红人物秀》、《风驰电掣》等精彩演艺秀。

上海宋城开业，业绩飘红。2021年4月29日，上海宋城正式开业，整体项目共计7个剧院。5月5日，根据宋城演艺公众号发布的五一小长假旅游经营数据，上海宋城5天收入超2500万元，接待游客17.9万人次，客单价399元创宋城所有景区新高，打破全国宋城开业当年黄金周纪录。其中亲子秀收入占比35%、带餐秀收入占比5%，散客占比达99.8%。

项目扩张准备完善，疫后反弹获得良好成绩。疫情后项目的扩张为宋城演艺扩大了市场，加强了口碑，为2022年后准备开业的新项目立下标杆。根据宋城演艺公众号，2021年五一假期，全国各地宋城总营收约1.5亿元，较2019年同比增长42.7%；总接待游客数165万人，较2019年同期增长35.45%，其中散客较2019年同期恢复率为128%，团客数较2019年同期恢复率为154%。2021年国庆假期，宋城演艺同样取得良好成绩。7天各大千古情等主秀演出229场，较2019年同期恢复超80%；接待游客超150万人次，其中散客占比83%；营业收入约1亿元，较2019年同期恢复75%，其中源自散客的收入已基本恢复至2019年同期水平。

已有项目的剧场扩建，叠加新项目的持续择时落地，宋城在疫情期间对硬件设施已有较大升级，为疫后反弹打下坚实基础。

图 4. 五一、国庆假期宋城项目良好成绩



数据来源：公司2021年报，宋城演艺公众号，财通证券研究所

3. 公司苦练内功，力争模式优化

公司逐步推进“演艺王国”、“城市演艺”、“差异化战略”概念。疫情期间，公司对于杭州项目进行“演艺王国”模式的筹划与推进，从硬件到内容进行全面升级，未来将逐步应用于部分异地宋城项目；

上海世博项目的“城市演艺”模式也在2021年落地，宋城首次落地一线城市，将演艺内容完美融入城市。该模式落地为未来宋城项目继续进军一、二线城市打下坚实基础；

正在建设的新项目中，珠海演艺谷的规模与发展空间有着巨大潜力。

3.1. 杭州宋城演艺模式升级试水——推进“演艺王国”模式

疫情期间，公司旗下各景区于2020年1月24日起暂停运营，并于2020年6月12日全面恢复营业。公司利用闭园停业期，从硬件、软件、营销、组织架构等多方面进行了优化升级，开展各个项目的整改提升，以杭州宋城为试验田，全新打造杭州宋城演艺王国，从“一台剧目、一个公园、一张门票”的模式向多剧目、多种票型组合的演艺平台转变、升级。

项目硬件扩容，增设剧院与演出场所，建立高中低分层次产品系统的竞争策略，进一步吸引并扩大游客群体。增加室内外剧院10个、座位10000多个，完善配套就餐、休息和商铺服务。推出不同类型、不同体验的室内外演出场所，打造升级的标准剧院、走动式剧院、悬崖剧院、森林剧院、水上看台等全新剧院，给游客以独特的感受及体验。

内容增加升级，形成以《千古情》为主线，其他室内中小型剧及大型活动进行补充的内容形式，极大丰富了演艺王国的内容。除《宋城千古情》之外，杭州宋城还开设了《大地震》、《上甘岭》、《映山红》等实景剧和互动体验项目；《库克船长》、清明上河图电影馆光影馆、聊斋惊魂鬼屋等大型体验项目；以及亲子秀《WA!恐龙》、《保护蛋计划》，同时还举办“万人同唱一首歌，为祖国献礼”大型活动、天灯节秋季主题活

动，推出悬崖音乐会、森林音乐会等全新演艺活动，以此吸引更多游客，提高单次消费金额，实现量价齐升。

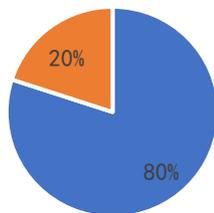
图 5. 杭州宋城多类型节目内容



数据来源：宋城演艺官网，财通证券研究所

“演艺王国”模式试水，反响优异。2021 年国庆期间，杭州宋城 7 天共接待游客近 30 万人次，亲子游、家庭游、自驾游成主流出行方式，多元演艺模式持续发力。“演艺王国”中不同类型的室内、室外演艺秀和亲子互动项目增加游客游玩时间，同时促进游客选择景酒套餐，有助于进一步提升公司营收业绩。

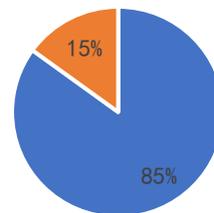
图 6. 2020 国庆杭州演艺王国游客类型比例



■ 散客接待人数占比 ■ 团客接待人数占比

数据来源：宋城演艺公众号，财通证券研究所

图 7. 2020 国庆杭州演艺王国收入类型比例



■ 散客收入占比 ■ 团客收入占比

数据来源：宋城演艺公众号，财通证券研究所

3.2. 上海宋城开创一线城市新领域——“城市演艺”模式

上海宋城改建，呈现全新业态“未来剧场”，打造演艺集群。上海宋城由宋城演艺和上海世博发展集团联合打造，旨在打造上海城市社交新平台、娱乐新空间。项目位于浦东世博园区内目前已经开业的剧院一共有 7 个。

项目在内部设置开放性艺术街区“宋城 Downtown”，拥有 10 个小剧场集群、2000 平米的可变空间，可对外征集音乐剧、话剧、舞剧、非遗、前沿艺术等各类优秀演艺团体入驻。

图 8. 上海宋城主体建筑外观

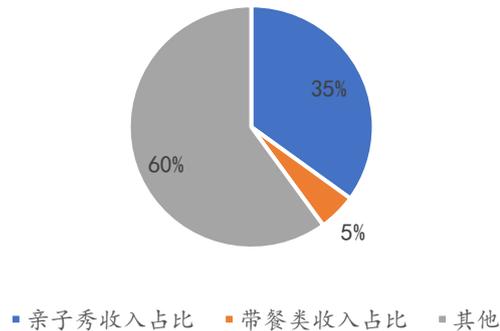


数据来源：宋城演艺官网，财通证券研究所

演艺内容融入城市特色，开创城市演艺新形态。上海宋城内容除包含大型驻场秀《上海千古情》外，还加入了多台不同类型的剧目，例如《四行仓库》、《喀秋莎》、《花想容》等。宋城上海项目在演艺中融入城市特色，例如国庆黄金周上海宋城推出黄浦江畔 live 现场等全天 50 余场演出活动，将演艺与上海母亲河黄浦江进行结合。

上海宋城成功实行分票价体系，一定程度上提升客单价消费。上海宋城提供多种演出、多种票价、多种组合，给不同游客群体更多选择，其中亲子秀收入占比 35%，带餐秀收入占比 5%，丰富了城市演艺的多元性，增加了公园的综合收入。

图 9. 上海宋城游客群体分布



数据来源：宋城演艺公众号，财通证券研究所

3.3. 珠海宋城打造“演艺谷”模式，备受瞩目

珠海宋城演艺度假区项目，位于珠海斗门区，由 24 个剧院、55000 个座位组成的演艺谷，其中包含 4 个主题文化街区，2 个亲子体验区，4000 间主题客房的主题演艺酒店集群，大型演艺人才培训基地等内容。

演艺谷旨在打造世界级的演艺秀集群，如室内剧院、实景剧场、悬浮剧院、森林剧院、科技剧院、儿童剧院、走动式剧院、旋转式剧院、餐饮剧院等，涵盖丰富的剧院形式和演出形态。

在内容方面，演出剧目将更加多样性、多元化。除千古情系列外，演艺谷将打造和引进包括情景剧、惊悚剧、音乐剧、舞剧、沉浸式演出等表演，并增加街头表演艺术、舞蹈舞剧演出、国际文化交流等时尚元素，定期组织专业及跨界跨领域的大型活动，形成平台效应，吸引全世界的优秀剧目。

4 月 23 日，宋城演艺公告称将全资子公司珠海宋城演艺王国有限公司 100%股权转让给宋城集团，未来将由宋城集团负责珠海宋城演艺公园的建设和孵化，同时宋城集团将委托宋城演艺对演艺公园进行经营管理。该举措有利于公司投资模式，减轻重资产投资压力，同时资本开支得到改善，公司可以将重心移至园区的经营管理。

4. 投资建议与风险提示

4.1. 投资建议

疫情反复对公司近期业绩产生一定影响，但公司系国内旅游演艺龙头，项目异地复制模式已逐渐印证其可行性，且公司不断开拓新模式、落地新项目，期待公司在疫后迎来修复期成长。

我们预计公司疫情后盈利能力将逐步增强，预计 2022-2024 年分别实现收入 9.88 / 20.47 / 33.80 亿元，对应实现收入同比变化 -16.7% / 107.3% / 65.1%。预计实现归母净利润 2.2 / 8.07 / 14.21 亿元，同比变化 -30.1% / 266.4% / 76.0%。预计 2022-2024 年 EPS 为 0.08 / 0.31 / 0.54 元，对应 PE 163 / 44 / 25 倍，给予“买入”评级。

4.2. 风险提示

疫情反复，已有项目恢复开园不及预期，新项目开园进程不及预期等。

公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	903	1185	988	2047	3380	成长性					
减:营业成本	353	580	479	782	1209	营业收入增长率	-65%	31%	-17%	107%	65%
营业税费	12	22	19	24	47	营业利润增长率	-198%	122%	-30%	303%	67%
销售费用	64	66	55	149	270	净利润增长率	-231%	118%	-30%	266%	76%
管理费用	288	256	228	138	304	EBITDA 增长率	-74%	34%	-45%	198%	66%
研发费用	37	41	37	41	135	EBIT 增长率	-90%	38%	-18%	438%	55%
财务费用	-13	-1	0	0	0	NOPLAT 增长率	-87%	19%	-12%	375%	55%
资产减值损失	-1878	-10	0	0	0	投资资本增长率	-19%	8%	4%	10%	15%
加:公允价值变动收益	0	-12	0	0	0	净资产增长率	-22%	3%	3%	10%	16%
投资和汇兑收益	14	182	70	127	322	利润率					
营业利润	-1699	372	260	1047	1750	毛利率	61%	51%	51%	62%	64%
加:营业外净收支	-38	-29	-26	-78	-44	营业利润率	-188%	31%	26%	51%	52%
利润总额	-1737	344	234	969	1706	净利润率	-196%	26%	22%	39%	42%
减:所得税	30	41	13	162	285	EBITDA/营业收入	49%	50%	33%	48%	48%
净利润	-1752	315	220	807	1421	EBIT/营业收入	17%	17%	17%	45%	42%
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	1338	1859	1492	2117	3883	固定资产周转天数	1015	831	1209	615	384
交易性金融资产	335	3	-32	-149	-310	流动营业资本周转天数	-48	-184	-289	-193	-210
应收帐款	6	2	3	6	9	流动资产周转天数	774	619	510	339	373
应收票据	0	0	0	0	0	应收帐款周转天数	2	1	1	1	1
预付帐款	22	10	16	20	31	存货周转天数	14	8	8	7	8
存货	13	13	11	16	26	总资产周转天数	3719	3027	3718	1988	1434
其他流动资产	149	112	-148	-155	-256	投资资本周转天数	3247	2660	3306	1755	1222
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	-24%	4%	3%	9%	14%
长期股权投资	1535	1678	1885	2092	2278	ROA	-19%	3%	2%	7%	11%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROIC	2%	2%	2%	8%	10%
固定资产	2509	2697	3271	3449	3556	费用率					
在建工程	772	405	155	153	153	销售费用率	7%	6%	6%	7%	8%
无形资产	1880	1713	1818	1889	1978	管理费用率	32%	22%	23%	7%	9%
其他非流动资产	9	24	24	24	24	财务费用率	-1%	0%	0%	0%	0%
资产总额	9195	9827	10059	11151	13284	三费/营业收入	38%	27%	29%	14%	17%
短期债务	0	0	0	0	0	偿债能力					
应付帐款	372	482	366	492	896	资产负债率	16%	19%	19%	19%	22%
应付票据	0	0	0	0	0	负债权益比	19%	24%	23%	24%	28%
其他流动负债	4	3	3	3	3	流动比率	2.76	2.68	2.06	2.19	2.27
长期借款	282	270	360	449	505	速动比率	2.71	2.66	2.02	2.15	2.23
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	19.25	6.32	—	—	—
负债总额	1460	1871	1884	2168	2880	分红指标					
少数股东权益	323	310	310	310	310	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	2615	2615	2615	2615	2615	分红比率					
留存收益	3650	3931	4152	4959	6380	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%
股东权益	7735	7955	8176	8983	10403	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	-0.67	0.12	0.08	0.31	0.54
净利润	-1767	303	220	807	1421	BVPS(元)	2.83	2.92	3.01	3.32	3.86
加:折旧和摊销	293	387	160	69	215	PE(X)	—	118.84	163.44	44.60	25.34
资产减值准备	1910	27	0	0	0	PB(X)	6.25	4.90	4.58	4.15	3.57
公允价值变动损失	0	12	0	0	0	P/FCF					
财务费用	18	24	0	0	0	P/S	51.33	31.60	36.46	17.59	10.65
投资收益	-14	-182	-70	-127	-322	EV/EBITDA	102.08	61.04	107.01	35.39	20.28
少数股东损益	0	0	0	0	0	CAGR(%)					
营运资金的变动	-71	163	149	184	702	PEG	—	1.01	—	0.17	0.33
经营活动产生现金流量	394	750	486	1006	2051	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-941	-37	-942	-470	-341	REP					
融资活动产生现金流量	113	-196	90	89	56						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。