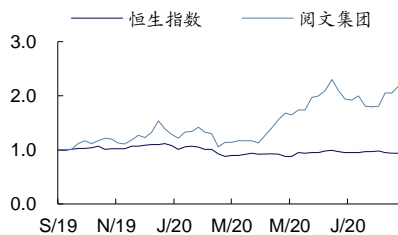


证券研究报告—动态报告
传媒
文化传媒
阅文集团(00772)
买入
2020 年中报点评

首次覆盖

2020 年 09 月 24 日

一年该股与恒生指数走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)
 总市值/流通(百万)
 上证综指/深圳成指
 12个月最高/最低(元)

3,280/13,110

相关研究报告:

《游戏行业买量专题: 买量迈入新时代, 精品开启新征程》——2020-09-15
 《传媒互联网中期回顾暨 9 月投资策略: 疫情影响上半年业绩表现, 关注国庆档及游戏新品表现》——2020-09-15
 《芒果超媒-300413-重大事件快评: “破圈”进行时, 布局内容电商打造第二增长曲线》——2020-09-10
 《视觉中国-000681-重大事件快评: 与未来影像战略合作, 视频化步步为营》——2020-09-10
 《捷成股份-300182-重大事件快评: 华视网聚引入战投小米集团, 产业链价值凸显》——2020-09-08

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160
 E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

证券分析师: 夏妍

电话: 021-60933162
 E-MAIL: xiayan2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030003

证券分析师: 高博文

电话:
 E-MAIL: gaobowen@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030004

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

海外公司财报点评

短期业绩阵痛, 长期新征程开启

● 公司发布 2020 年中期业绩:

20H1 阅文集团实现收入 32.06 亿, 同比增长 9.7%, 毛利为 17.31 亿, 同比增长 6.8%, 上半年公司净亏损 33.11 亿, 去年同期为 3.93 亿, 主要因公司共计提新丽传媒商誉减值合计 44.06 亿。根据公司披露, 2020 年上半年, 公司 EBITDA 为 5960 万, 经调整 EBITDA 为人民币 1710 万。

● 新管理层上任, 有望迎全新发展战略

公司 2020 年上半年净利润率和毛利率保持相对平稳, 销售费用率有所增加, 收入端渠道扩张驱动自有阅读增长, 腾讯自营渠道收入下滑, 成本端重视渠道端的扩张, 内容端稳定投入, 运营数据方面 ARPU 提升明显, 自营渠道部分付费用户转为免费用户。

我们认为阅文集团的长期逻辑: 1) 公司历经阵痛期, 新管理层上任, 经营层面有望触底回升; 2) 免费阅读和付费阅读逻辑不冲突, 腾讯自营渠道的免费阅读仍有空间, 付费商业化仍有较大运营价值; 3) 公司有望成腾讯“新文创”战略的主导者, 公司的 IP 处于内容产业链金字塔顶端, 未来将在腾讯生态中处于关键位置; 4) IP 和影视制作、动漫等业务仍有较大整合空间, 此前整合业务价值未真正挖掘。

● 投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

预计公司 20-21 年归母净利润为 -27.39/13.86/15.64 亿, EPS 为 -2.70/1.36/1.54 元, 对应 PE 为 -22/44/39x, 我们看好公司长期价值, 预计腾讯系新管理层上任后, 经历结构性调整的公司有望重新启程, 公司作为数字阅读领域的龙头享受超越同行的估值溢价, 对比公司历史估值, 给予“买入”评级, 数字阅读 A 股标的建议关注掌阅科技和中文在线。

● 风险提示

免费阅读市场的爆发期已过; 新管理层管理不及预期; 影视制作与 IP 业务整合不及预期; 内容市场的政策风险。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5038.25	8347.77	8407.38	10394.30	11531.90
(+/-%)	23.03%	65.69%	0.71%	23.63%	10.94%
归母净利润(百万元)	910.64	1095.95	-2738.94	1386.05	1563.65
(+/-%)	63.74%	20.35%	-349.91%	150.61%	12.81%
摊薄每股收益(元)	0.90	1.08	-2.70	1.36	1.54
EBIT Margin	77.69%	16.52%	-327.59%	154.62%	13.31%
净资产收益率(ROE)	4.95%	5.65%	-16.25%	7.52%	7.74%
市盈率(PE)	66.20	55.01	-22.01	43.50	38.56
EV/EBITDA	-3.88	-2.32	0.75	-1.29	-1.43
市净率(PB)	3.28	3.11	3.58	3.27	2.98

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

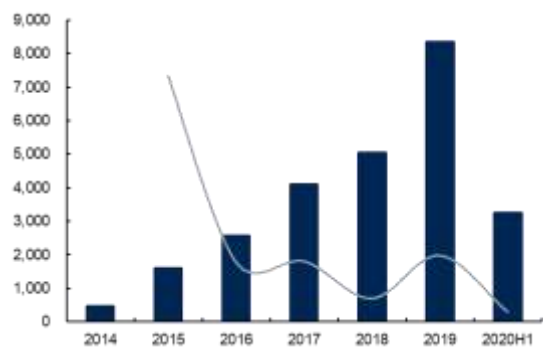
业绩概览：公司业绩巨亏因新丽计提大幅减值，经营层面存在结构性问题

20H1 阅文集团实现收入 32.06 亿，同比增长 9.7%，毛利为 17.31 亿，同比增长 6.8%，上半年公司净亏损 33.11 亿，去年同期为 3.93 亿，主要因公司共计提新丽传媒商誉减值合计 44.06 亿。根据公司披露，2020 年上半年，公司 EBITDA 为 5960 万，经调整 EBITDA 为人民币 1710 万。

20H1 公司核心亏损主要源于：1) 收购新丽传媒的商誉减值 44.06 亿，计提后新丽传媒剩余商誉为 29.2 亿；2) 收购新丽传媒时在获利计酬机制下，预计调减的公允价值变动损失 12.4 亿元；3) 公司长期投资减值拨备人民币 2.52 亿元。

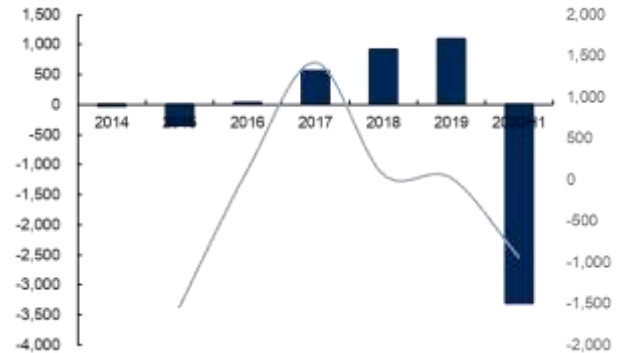
从经营层面看，公司业绩下行是表面，经营层面存在结构性问题：1) 免费阅读不达预期，2019 年公司推出的免费阅读“飞读”在特定市场和用户群体中拥有强大的影响力，但其整体表现并未匹配阅文所对应的网络文学龙头地位；2) 新丽传媒影视制作未能与公司 IP 业务形成整合效应。公司头部 IP《庆余年》的改编成功是一个证明，但整体进度不及预期，核心在于公司缺乏既熟悉网络文学业务、也熟悉影视制作的团队来推动整个过程；3) 亟待建立 IP 流程化机制。公司缺乏一种机制和自上而下的规划来推动构建以 IP 为中心的内容和运营策略，从而促进横跨各个内容形态的开发制作以最大化 IP 的生命周期价值；4) 将业务合作伙伴转化为生态系统参与者，建立长期双赢关系。

图 1：阅文集团 2014-2020H1 营业总收入情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

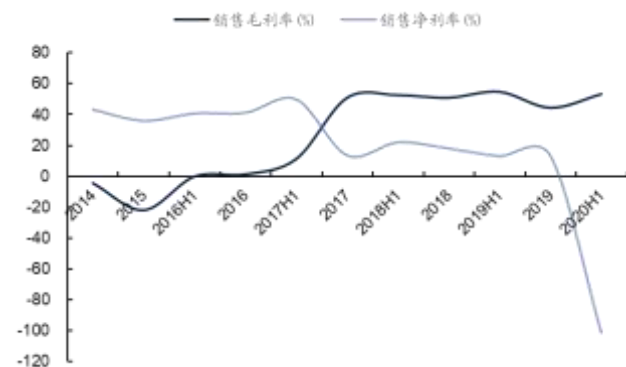
图 2：阅文集团 2014-2020H1 净利润情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

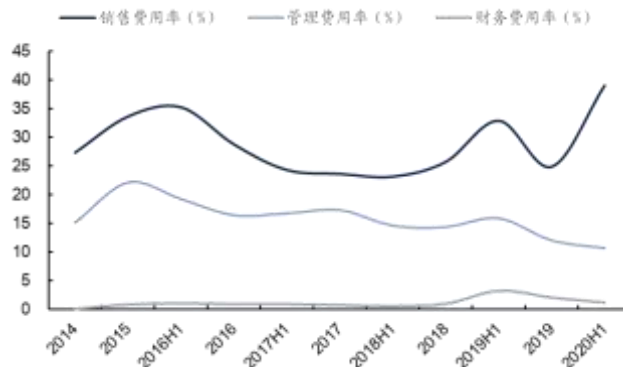
20H1 公司综合毛利率 53.1%，较去年同比下降 1.47pct，毛利端基本保持平稳，其中在线业务毛利率 54.1%，同比下 3.60pct，降版权运营业务毛利率 50%，基本与去年同期持平；费用率方面，公司销售费用率从 2019H1 的 32.84% 提升至 2020H1 的 38.96%，公司销售及营销开支同比增加 30.1% 至 12.70 亿，主要由于 2020 年上半年用于推广在线阅读内容的营销开支增加所致，公司管理费用率从 2019H1 的 15.92% 降至 2020H1 的 10.76%，一般及行政开支同比下降 25.9% 至人民币 3.51 亿元，因公司预计 2020 年新丽传媒的表现将会低于预期，因而拨回了新丽传媒若干雇员及前股东的服务开支相关的酬金开支人民币 1.17 亿元。

图 3: 阅文集团 2014-2020H1 毛利率及净利率变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 阅文集团 2014-2020H1 费用率变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

收入端: 渠道扩张驱动自有阅读增长, 腾讯自营渠道收入下滑

1) **在线业务收入:** 20H1 该业务同比增长 50.1%至 24.95 亿元, a)自有平台产品在线业务收入为 19.90 亿元, 同比增长 101.9%, 主要由于 2020 年上半年分销渠道扩张以及用户对阅读内容的付费意愿增加所致。b)腾讯产品自营渠道在线业务收入为 3.24 亿元, 同比下降 24.8%, 主要是由于腾讯产品自营渠道的付费阅读收入持续减少所致。c)第三方平台在线业务收入为人民币 1.81 亿元, 同比下降 26.2%。

2) **版权 (“IP”) 运营及其他收入:** 20H1 该业务同比下降 41.5%至 7.65 亿元, a) 版权运营收入为人民币 7.19 亿元, 同比下降 40.8%, 主要由于 2020 年上半年新丽传媒收入减少所致; b)其他收入为人民币 4,570 万元, 同比下降 51.1%, 主要是纸质图书的销售收入受到了新冠疫情的冲击。此外公司持续调整纸质图书业务及分销渠道以配合业务发展战略, 也导致了纸质图书销售收入减少。

图 5: 阅文集团 2014-2020H1 分业务收入及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 阅文集团 2014-2020H1 在线业务占比情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

成本端: 重视渠道端的扩张, 内容端稳定投入

20H1 公司总成本同比增长 13.3%至 15.29 亿元, 其中平台分销成本占总成本从 2019H1 的 14.6%提升至 40.51%, 同比增长 214%至 6.19 亿, 主要跟随收入增长, 在线阅读渠道及自营在线游戏扩张导致平台分销成本的增加, 但由于新丽业务的收缩, 电视剧、网络剧、动画及电影的制作成本同比减少 81%至 6811 万, 公司内容成本占比降低, 内容投入相对保持平稳。

表 1: 阅文集团成本端拆分

	2017	占比	2018H1	占比	2018	占比	2019H1	占比	2019	占比	2020H1	占比
内容成本	1280.01	63.38%	744.41	68.52%	1529.31	61.66%	556.09	41.20%	1477.08	31.73%	583.61	38.17%
电视剧、网络剧、动画及电影的制作成本	57.71	2.86%	23.35	2.15%	273.28	11.02%	359.69	26.65%	2134.06	45.84%	68.11	4.46%
平台分销成本	237.70	11.77%	107.39	9.88%	196.17	7.91%	197.06	14.60%	569.50	12.23%	619.31	40.51%
存货成本	144.80	7.17%	67.85	6.25%	162.54	6.55%	83.73	6.20%	130.16	2.80%	59.89	3.92%
无形资产摊销	110.09	5.45%	56.81	5.23%	111.85	4.51%	65.06	4.82%	136.50	2.93%	82.87	5.42%
其他	189.30	9.37%	86.60	7.97%	207.13	8.35%	88.17	6.53%	208.46	4.48%	115.11	7.53%
收入成本总额	2019.63	100%	1086.40	100.00%	2480.27	100%	1349.80	100%	4655.74	100%	1528.89	100%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

经营数据: ARPU 提升明显, 自营渠道部分付费用户转为免费用户

MAU: 公司自有平台产品及自营渠道的 MAU 由 2019H1 的 2.17 亿同比增加 7.5% 至 2020H1 的 2.33 亿, 其中 1) 自有平台产品 MAU 同比增加 16.1% 至 1.34 亿, 主要是由于我们阅读内容分销渠道的扩张所致; 2) 腾讯产品自营渠道的 MAU 由 1.02 亿同比减少 2.3% 至 9920 万, 主要是由于若干腾讯产品的付费阅读内容用户减少, 但被免费阅读内容带来的用户增加所部分抵消。

付费用户: 自有平台产品及自营渠道的平均月付费用户数量由 2019H1 的 970 万同比增加 9.3% 至 2020H1 的 1060 万, 主要是自有平台付费用户数的增加的贡献, 但腾讯产品自营渠道的付费用户有所减少, 因腾讯产品自营渠道用户被分配至免费阅读内容。

ARPU: 2019H1 自有及自营的月度 ARPU 为 22.5 元, 2020H1 同比增加 51.6% 至 34.1 元, 公司加强了内容的深度运营、优化了推荐体系、以及扩张了内容分发的渠道所致。

图 7: 阅文集团用户 MAU (除第三方) 经营数据变化


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 阅文集团自有和自营 MAU 变化


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 阅文集团付费用户及付费率变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10: 阅文集团付费用户 ARPU (年度) 变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

新丽传媒: 受行业大环境影响, 公司近年业绩不及预期

2018 年 10 月 31 日, 公司以 155 亿收购新丽传媒的 100% 股权, 新丽传媒 2018-2020 年的净利润分别不低于 5 亿/7 亿/9 亿, 受行业不景气的影响, 2018、2019 年新丽传媒实际实现 3.24 和 5.48 亿。

2020H1 新丽传媒收入 1.3 亿元, 净亏损 9710 万元。受复杂多变的宏观环境及新冠疫情爆发的影响, 新丽传媒的影视项目整体周期变长, 不确定性增加。公司根据减值迹象对 2020 年 6 月 30 日新丽传媒相关的商誉和商标权进行了测试, 计提商誉及商标权减值拨备人民币 44.01 亿; 公司预计新丽传媒 2020 年的表现将会低于预期, 并确认了公允价值变动损失 12.4 亿; 拨回新丽传媒若干雇员及前股东的服务开支相关的酬金开支 1.17 亿。

图 11: 新丽传媒 2015-20H1 净利润变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

投资建议: 看好公司 IP 内容的长期价值, 结构性调整后有望再启程, 给予“买入”评级

阅文集团的长期逻辑在于: 1) 公司历经阵痛期, 新管理层上任, 公司经营层面有望触底回升; 2) 免费阅读和付费阅读逻辑不冲突, 腾讯自营渠道的免费阅读市场仍有空间, 付费商业化仍有较大运营价值; 3) 公司有望成腾讯“新文创”战略的主导者, 公司的 IP 处于内容产业链金字塔顶端, 未来将在腾讯生态处于关键位置; 4) 公司 IP 版权运营和新丽传媒影视作或游戏、动漫等领域仍有较大整合和拓展空

间，当前并未充分开发。

表 2：阅文集团分业务预测

	2017	2018	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
自有+自营 MAU(百万)	191.50	213.50	219.70	233.40	241.67	263.42	284.49
yoy		11.49%	2.90%	7.51%	10%	9%	8%
付费率 (%)	5.80%	5.06%	4.46%	4.54%	5.10%	5.20%	5.30%
自有+自营付费用户数 (百万)	11.10	10.80	9.80	10.60	12.33	13.70	15.08
ARPU (元/年)	272.52	293.04	332.77	218.30	432.60	445.58	454.49
yoy		7.53%	13.56%	49.47%	30%	3%	2%
自有+自营在线业务 (百万)	3024.97	3164.86	3261.17	2314.01	5331.92	6103.52	6852.94
yoy		4.62%	3.04%	63.34%	63.50%	14.47%	12.28%
第三方平台在线业务 (百万)	465.08	663.06	449.25	181.39	314.47	330.20	330.20
yoy		42.57%	-32.25%	-26.19%	-30%	5%	0%
版权运营 (百万)	385.59	1003.03	4423.10	719.15	2653.86	3848.10	4232.91
yoy		160.13%	340.97%	-40.81%	-40%	45%	10%
其他 (百万)	219.433	207.29	214.25	45.65	107.12	112.48	115.85
yoy		-5.53%	3.35%	-51.15%	-50%	5%	3%
合计 (百万)	4095.07	5038.25	8347.77	3260.21	8407.38	10394.30	11531.90
yoy		23.03%	65.69%	9.74%	0.71%	23.63%	10.94%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 3：阅文集团利润及费用预测

	2017	2018	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万)	4095.07	5038.25	8347.77	3260.21	8407.38	10394.30	11531.90
yoy		23.03%	65.69%	9.74%	0.71%	23.63%	10.94%
毛利率 (%)	50.68%	50.77%	44.23%	53.10%	45.00%	44.00%	43.00%
毛利 (百万)	2075.38	2557.92	3692.22	1731.17	3783.32	4573.49	4958.72
yoy		23.25%	44.34%	-53.11%	118.54%	20.89%	8.42%
销售费用 (百万)	-965	-1293	-2074	-1270	-2143.88	-2494.63	-2652.34
占比	-23.56%	-25.66%	-24.84%	-38.95%	26%	24%	23%
管理费用 (百万)	-710	-726	-1010	-351	-1008.89	-1143.37	-1153.19
占比	-17.34%	-14.41%	-12.10%	-10.77%	12%	11%	10%
财务相关费用 (百万)	69	53	-15	24	42.51	7.84	-8.23
占比	1.68%	1.05%	-0.18%	0.74%	0.51%	0.08%	-0.07%
减值相关 (百万)	111	376	428	-3728	-3500.00	410.00	400.00
占比	2.71%	7.46%	5.13%	-114.35%	-41.63%	3.94%	3.47%
非经常性损益/投资收益 (百万)	66	111	159	82	150.00	140.00	130.00
占比	1.61%	2.20%	1.90%	2.52%	1.78%	1.35%	1.13%
所得税 (百万)	-83	-165	-68	201	-80.00	-90.00	-90.00
占比	-2.03%	-3.27%	-0.81%	6.17%	-3%	6.65%	5.83%
净利润 (百万)	563.38	913.92	1112.22	-3310.83	-2756.94	1403.33	1584.96
yoy		62.22%	21.70%	-397.68%	-347.88%	-150.90%	12.94%
减：少数股东损益	6.56	1.76	16.18	-14.65	-18	15	15
归母净利润	556.82	912.16	1096.04	-3296.18	-2738.94	1388.33	1569.96

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测：预计公司 20-21 年归母净利润分别为-27.39/13.86/15.64 亿，EPS 分别为-2.7/1.36/1.54 元，对应 PE 为-22/44/39x，我们看好公司长期价值，预计新管理层上任后，经历结构性调整的公司有望重新启程，公司作为数字阅读领域的龙头公司享受超越同行的估值溢价，对比公司历史估值，我们给予“买入”评级，数字阅读 A 股相关标的建议关注掌阅科技和中文在线。

表 4: 阅文集团盈利预测简表

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4095.07	5038.25	8347.77	8407.38	10394.30	11531.90
增长率(%)	60.16%	23.03%	65.69%	0.71%	23.63%	10.94%
归属母公司股东净利润	556.13	910.64	1095.95	-2738.94	1386.05	1563.65
增长率(%)	1415.68%	63.74%	20.35%	-349.91%	150.61%	12.81%
每股收益(EPS)	0.55	0.90	1.08	-2.70	1.36	1.54
每股股利(DPS)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.87	0.90	0.77	0.74	1.18	1.61
销售毛利率	50.68%	50.77%	44.23%	45.00%	44.00%	43.00%
销售净利率	13.74%	18.11%	13.32%	-32.79%	13.48%	13.69%
净资产收益率(ROE)	4.41%	4.95%	5.65%	-16.25%	7.52%	7.74%
投入资本回报率(ROIC)	9.08%	15.15%	8.20%	-17.52%	9.45%	9.66%
市盈率(P/E)	108.40	66.20	55.01	-22.01	43.50	38.56
市净率(P/B)	4.78	3.28	3.11	3.58	3.27	2.98
股息率(分红/股价)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

风险提示

免费阅读市场的爆发期已过; 新管理层管理不及预期; 影视制作与 IP 业务整合不及预期; 内容市场的政策风险。

表 5: 可比公司估值

公司代码	公司名称	前收盘价(元)	总市值(亿)	EPS(元)			PE(倍)			投资评级
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
300027.SZ	中文在线	7.50	53.97	-0.79	0.12	0.16	-9.55	64.66	45.98	增持
000802.SZ	掌阅科技	25.84	103.90	0.40	0.67	0.99	64.60	38.60	25.98	增持

资料来源:wind 一致预测, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

表：阅文集团财务预测与估值

利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4095	5038	8348	8407	10394	11532
减：营业成本	2020	2480	4656	4624	5821	6573
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
营业费用	965	1293	2074	2144	2495	2652
管理费用	710	726	1010	1009	1143	1153
财务费用	-69	-52	15	-43	-6	15
资产减值损失	-111	-376	-429	3500	-410	-400
加：投资收益	66	111	159	150	140	130
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0	0
营业利润	646	1078	1180	-2677	1491	1669
加：其他非经营损益	0	0	0	0	0	0
利润总额	646	1078	1180	-2677	1491	1669
减：所得税	83	165	68	80	90	90
净利润	563	912	1112	-2757	1401	1579
减：少数股东损益	7	2	16	-18	15	15
归属母公司股东净利润	556	911	1096	-2739	1386	1564
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	7502	8342	5932	2970	3669	5279
应收和预付款项	1056	2440	4034	4250	4030	3920
存货	222	130	606	650	660	670
其他流动资产	653	3365	1618	1700	1800	1900
长期股权投资	609	681	964	1114	1254	1784
投资性房地产	0	0	0	0	0	0
固定资产和在建工程	36	48	42	52	61	69
无形资产和开发支出	4501	12141	12261	10761	12671	13471
其他非流动资产	557	687	793	793	793	793
资产总计	15137	27835	26250	22289	24937	27885
短期借款	0	2085	1303	0	0	0
应付和预收款项	657	1131	1021	1536	1682	1952
长期借款	475	380	0	800	1600	2400
其他负债	1343	5823	4515	3100	3200	3300
负债合计	2475	9420	6839	5436	6482	7652
股本	1	1	1	1	1	1
资本公积	12143	16457	16162	16362	16562	16762
留存收益	477	1946	3234	495	1881	3445
归属母公司股东权益	12621	18403	19397	16858	18444	20207
少数股东权益	42	12	14	-4	11	26
股东权益合计	12663	18415	19411	16854	18455	20234
负债和股东权益合计	15137	27835	26250	22289	24937	27885
现金流量表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	886	918	783	756	1203	1634
投资性现金净流量	-433	-177	-1295	-3457	-1510	-1010
筹资性现金净流量	6725	-180	-1930	-261	1006	985
现金流量净额	7098	840	-2410	-2962	699	1610
财务分析和估值指标汇总	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收益率						
毛利率	50.68%	50.77%	44.23%	45.00%	44.00%	43.00%
三费/销售收入	39.24%	39.05%	37.13%	36.99%	34.95%	33.13%
EBIT/销售收入	14.09%	20.35%	14.31%	-32.35%	14.29%	14.60%
EBITDA/销售收入	18.40%	23.61%	17.41%	-32.35%	14.30%	16.35%
销售净利率	13.74%	18.11%	13.32%	-32.79%	13.48%	13.69%
资产获利率						

ROE	4.41%	4.95%	5.65%	-16.25%	7.52%	7.74%
ROA	3.81%	3.68%	4.55%	-12.20%	5.96%	6.04%
ROIC	9.08%	15.15%	8.20%	-17.52%	9.45%	9.66%
增长率						
销售收入增长率	60.16%	23.03%	65.69%	0.71%	23.63%	10.94%
EBIT 增长率	838.75%	77.69%	16.52%	-327.59%	154.62%	13.31%
EBITDA 增长率	180.62%	57.89%	22.18%	-287.11%	154.66%	26.82%
净利润增长率	1752.86%	62.15%	21.89%	-347.90%	150.82%	12.68%
总资产增长率	112.25%	83.88%	-5.69%	-15.09%	11.88%	11.82%
股东权益增长率	144.30%	45.81%	5.40%	-13.09%	9.41%	9.56%
经营营运资本增长率	-69.89%	1165.80%	8.11%	-7.17%	-12.72%	-15.48%
资本结构						
资产负债率	16.35%	33.84%	26.05%	24.39%	25.99%	27.44%
投资资本/总资产	37.50%	49.41%	60.90%	66.26%	66.13%	62.65%
带息债务/总负债	19.19%	26.17%	19.05%	14.72%	24.68%	31.37%
流动比率	5.35	2.16	2.06	2.37	2.37	2.53
速动比率	4.85	1.64	1.69	1.79	1.80	1.98
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
资产管理效率						
总资产周转率	0.27	0.18	0.32	0.38	0.42	0.41
固定资产周转率	113.59	105.62	201.05	202.49	205.75	197.06
应收账款周转率	5.39	2.75	2.48	2.47	3.25	3.72
存货周转率	9.08	19.12	7.68	7.11	8.82	9.81
业绩和估值指标						
EBIT	577	1025	1195	-2719	1485	1683
EBITDA	753	1190	1453	-2719	1486	1885
NOPLAT	494	860	1127	-2801	1396	1592
净利润	556	911	1096	-2739	1386	1564
EPS	0.55	0.90	1.08	-2.70	1.36	1.54
BPS	12.43	18.12	19.10	16.60	18.16	19.89
PE	108.40	66.20	55.01	-22.01	43.50	38.56
PEG	-0.40	4.40	4.37	N/A	N/A	N/A
PB	4.78	3.28	3.11	3.58	3.27	2.98
PS	14.72	11.97	7.22	7.17	5.80	5.23
PCF	68.07	65.69	77.04	79.77	50.11	36.88
EV/EBIT	-11.98	-4.50	-2.82	0.75	-1.29	-1.60
EV/EBITDA	-9.17	-3.88	-2.32	0.75	-1.29	-1.43
EV/NOPLAT	-13.99	-5.36	-2.99	0.73	-1.37	-1.70
EV/IC	-1.22	-0.34	-0.21	-0.14	-0.12	-0.15
ROIC-WACC	9.08%	15.15%	8.20%	-18.48%	9.02%	9.34%
股息率	0	0	0	0	0	0

资料来源：公司资料和国信证券预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。

2. 本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。

3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

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。我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032