

凯撒文化 (002425)

证券研究报告

2020年08月27日

静待大作上线，合作顶级平台未来可期

事件：公司于2020年8月26日公布2020年半年报，2020年上半年实现营收3.05亿元，同比下降29.39%，归母净利润1.17亿元，同比下降34.84%，扣非后归母净利润1.11亿元，同比下降37.29%。业绩下降主要是受疫情影响，海外版权授权收入大幅下降所致。经拆分，20Q2实现营收1.28亿元，同比下降25.78%，环比下降27.53%；归母净利润3585.54万元，同比下降43.39%，环比下降56.07%；扣非后归母净利润3291.33万元，同比下降47.52%，环比下降57.69%。

分业务看，游戏分成业务营收实现增长，20H1游戏分成实现营收2.94亿元，同比增长8.87%，占营收的比重为96.17%，同比提高33.8pct；分地区看，20H1境内收入2.29亿元，同比增长0.87%，占营收比重75.07%，境外收入0.76亿元，同比下降62.9%，占营收比重24.93%，同比下降22.52pct。

基于精品IP泛娱乐战略，公司以IP为核心，实现了从游戏研发到游戏运营的较完整产业链布局。公司累计拥有众多IP资源储备，包括《火影忍者》、《航海王》、《幽游白书》、《妖精的尾巴》等，这些IP均在中国或全球区域进行发行。公司成熟游戏产品《三国志2017》、《圣斗士星矢：重生》等持续为公司贡献稳定收入；公司自研新游戏《三国志威力无双》于20H1在中国港澳台地区陆续上线，为公司上半年业绩贡献增量收入。

公司游戏储备丰富，多款游戏与腾讯、字节跳动等头部平台开展深度合作。公司在研的多款精品游戏，已经陆续开启内测或商业化测试，预计在未来的2年内将陆续上线并持续贡献收入。《猎人X猎人》中国区域已获得了腾讯独家代理并上线发行，首月流水过亿，上半年《猎人X猎人》海外版本也陆续上线，中国港澳台地区谷歌下载榜第1名，并获得苹果iOS等多平台强力推荐；《从前有座灵剑山》、《代号：荣耀》、《银之守墓人：对决》也获得腾讯平台独家代理，现已开启技术内测；《火影忍者：巅峰对决》中国区域获得字节跳动独家代理，在官网和TAPTAP同步开启预约，其中官网预约人数达436万人；《妖精的尾巴》、《幽游白书》也正在与国内大平台进行独家代理合作洽谈中；公司投资的犬酱组研发的原创二次元IP手游《玛娜西斯的回响》签约TapTap旗下公司椰岛文化，在TapTap预约排行榜第一，评分9.3分，并于7月3日在TapTap独家开测。

投资建议：海外疫情影响公司版权授权收入，上半年相对平台亦符合预期，《三国志威力无双》5月港澳台地区上线、我们预计下半年交由快手代理国内上线，公司通过IP精品游戏锁定字节跳动、腾讯、快手等大平台合作，大量优质游戏预计于未来2年内推出，20年下半年有1-2款落地，预计将持续增厚公司业绩。我们维持前期盈利预测，公司20-22年净利润分别为2.54亿/6.04亿/8.83亿，对应当前估值分别为38x/16x/11x，继续看好大作上线业绩增量未来可期。

风险提示：平台合作、新游上线时间不及预期；宏观经济影响

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	744.66	803.70	841.88	1,659.65	2,210.65
增长率(%)	5.79	7.93	4.75	97.14	33.20
EBITDA(百万元)	486.27	619.84	435.89	817.64	1,108.84
净利润(百万元)	278.25	209.69	253.73	604.31	882.58
增长率(%)	9.30	(24.64)	21.00	138.17	46.05
EPS(元/股)	0.34	0.26	0.31	0.74	1.08
市盈率(P/E)	35.09	46.57	38.49	16.16	11.06
市净率(P/B)	2.49	2.39	2.27	2.03	1.76
市销率(P/S)	13.11	12.15	11.60	5.88	4.42
EV/EBITDA	8.50	5.81	19.40	11.05	7.09

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	12元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	813.74
流通A股股本(百万股)	812.99
A股总市值(百万元)	9,764.93
流通A股市值(百万元)	9,755.88
每股净资产(元)	5.13
资产负债率(%)	19.59
一年内最高/最低(元)	22.75/4.40

作者

文浩 分析师
SAC执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

冯翠婷 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

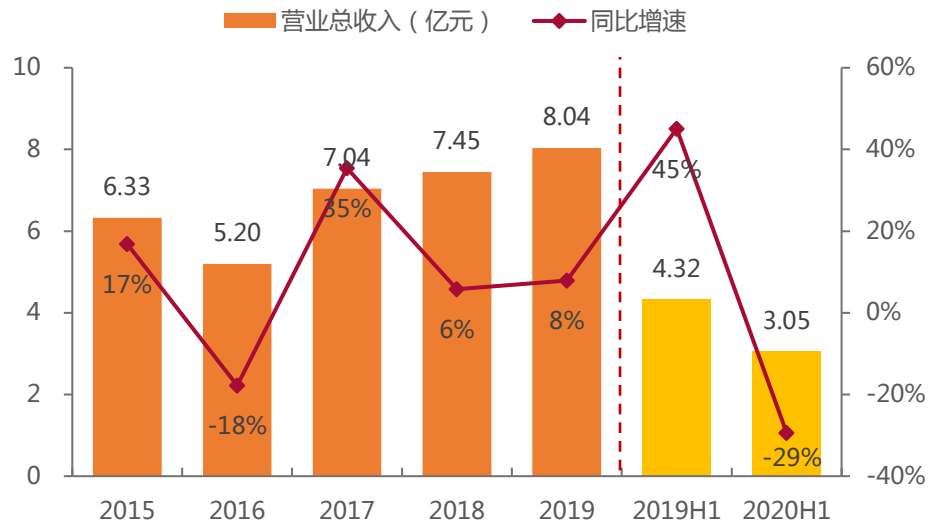
- 《凯撒文化-公司点评：《三国志威力无双》合作快手，三大顶级平台合作助力业绩增长》2020-08-03
- 《凯撒文化-公司点评：与字节跳动子公司达成十年全面战略合作，业绩潜力值得期待》2020-06-15
- 《凯撒文化-年报点评报告：19Q2业绩预告持续高增，静待头部游戏版号及上线》2019-05-18



1. 财务数据分析

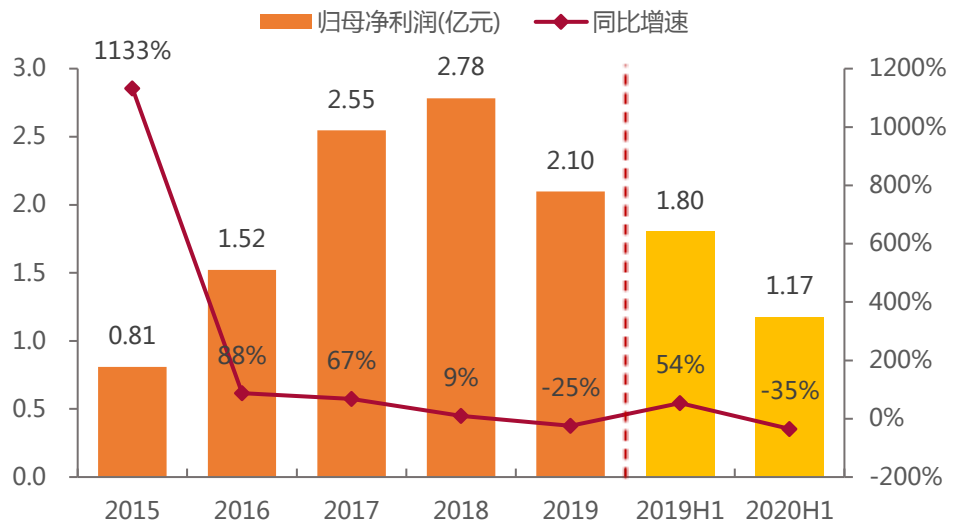
2020年上半年实现营收3.05亿元,同比下降29.39%,归母净利润1.17亿元,同比下降34.84%,扣非后归母净利润1.11亿元,同比下降37.29%。业绩下降主要是受疫情影响,海外版权授权收入大幅下降所致。经拆分,20Q2实现营收1.28亿元,同比下降25.78%,环比下降27.53%;归母净利润3585.54万元,同比下降43.39%,环比下降56.07%;扣非后归母净利润3291.33万元,同比下降47.52%,环比下降57.69%。

图 1: 凯撒文化 2015-20H1 营业收入及增速



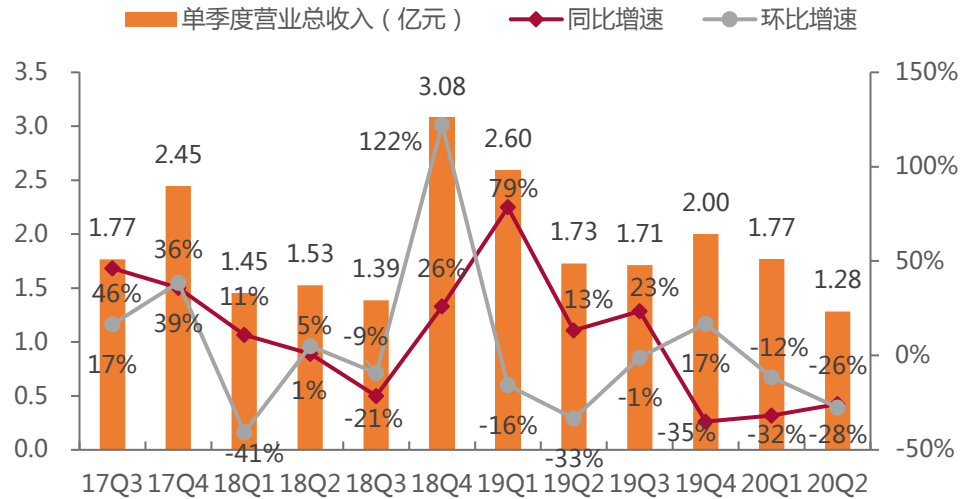
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 凯撒文化 2015-20H1 归母净利润及增速



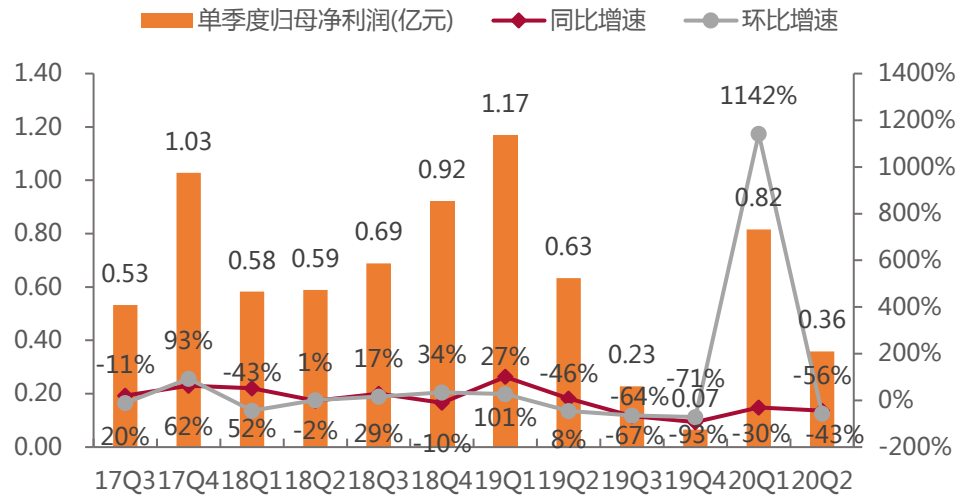
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 凯撒文化 17Q3-20Q2 营业收入及增速



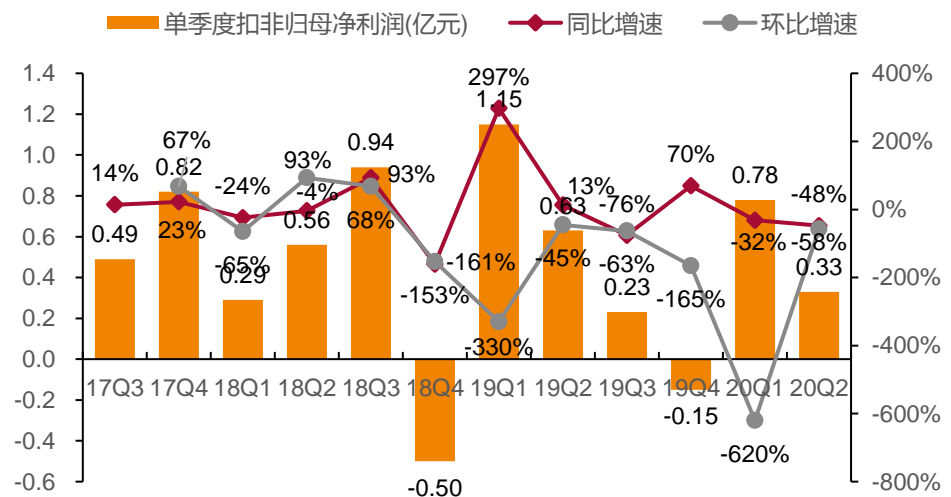
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 4: 凯撒文化 17Q3-20Q2 归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 5: 凯撒文化 17Q3-20Q2 扣非归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分业务来看，公司主营业务包括文化娱乐业务和服装销售，文化娱乐业务是指以 IP 为核心的泛娱乐业务，具体包含版权运营、网络游戏研发与运营等业务。公司主要利润来自于网络游戏业务和 IP 运营，游戏类型主要为移动端网络游戏。

- **游戏分成**: 20H1 实现营业收入 2.94 亿元, 同比增长 8.87%, 占营收的比重为 96.17%, 同比提高 33.8pct。公司成熟游戏产品《三国志 2017》、《圣斗士星矢: 重生》等通过精细化运营持续为公司贡献稳定收入。在新游戏方面, 由公司研发的《三国志威力无双》于今年上半年开始在中国港澳台地区陆续上线, 其中台湾地区(游戏名《新三国汉室复兴》)成功登顶 iOS 免费游戏总榜第 1 名并获得 iOS 推荐、iOS 香港畅销总榜第 2 名等优异成绩, 为公司上半年业绩贡献增量收入。
- **版权运营**: 20H1 实现营业收入 0.04 亿元, 同比下降 97.62%, 占营收的比重为 1.16%, 同比下降 33.4pct。版权运营收入大幅下降原因主要系受疫情影响, 海外版权授权收入减少。
- **成品服装**: 20H1 实现营业收入 0.03 亿元, 同比下降 55.42%, 占营收的比重为 0.84%, 同比下降 0.48pct。

表 1: 公司主要经营模式

	网络游戏的研发与运营模式	IP 储备及版权运营模式
收入来源	网络游戏业务收入主要来源于子公司酷牛互动和天上友嘉, 游戏类型主要为移动端网络游戏。	版权运营收入主要来源于母公司、子公司凯撒科技、酷牛互动、幻文科技和凯撒香港等主体。
运营模式	公司采取联合运营的模式, 与游戏发行商(以下简称“联合运营方”)共同联合运营移动端网络游戏, 游戏玩家通过联合运营方平台进行游戏产品的下载, 并通过联合运营方提供的渠道进行充值并消费。	公司通过获取畅销文学作品版权、影视版权或动漫版权等 IP 版权, 授权合作方研发游戏、动漫、电视剧、影视等产品, 或将已经研发的游戏授权合作方运营, 并获得相应的版权收益。
盈利模式	在联合运营模式下, 联合运营方通过游戏推广获取游戏玩家, 游戏玩家在联合运营方处下载游戏软件; 联合运营方负责充值服务以及计费系统的管理, 公司负责游戏版本的更新及技术支持和维护; 游戏玩家在联合运营方提供的充值系统中进行充值; 联合运营方将游戏玩家实际充值的金额扣除相关渠道费用后按协议约定的比例计算分成, 在双方核对数据确认无误后, 公司确认营业收入。	作者或者机构授权作品版权给公司, 公司支付相应版权费用, 然后公司转授权作品版权给同行或者产业链下游公司使用, 获取相应的版权收益; 或者公司将完成研发的游戏授权给外部单位运营, 获取相应的版权收益。

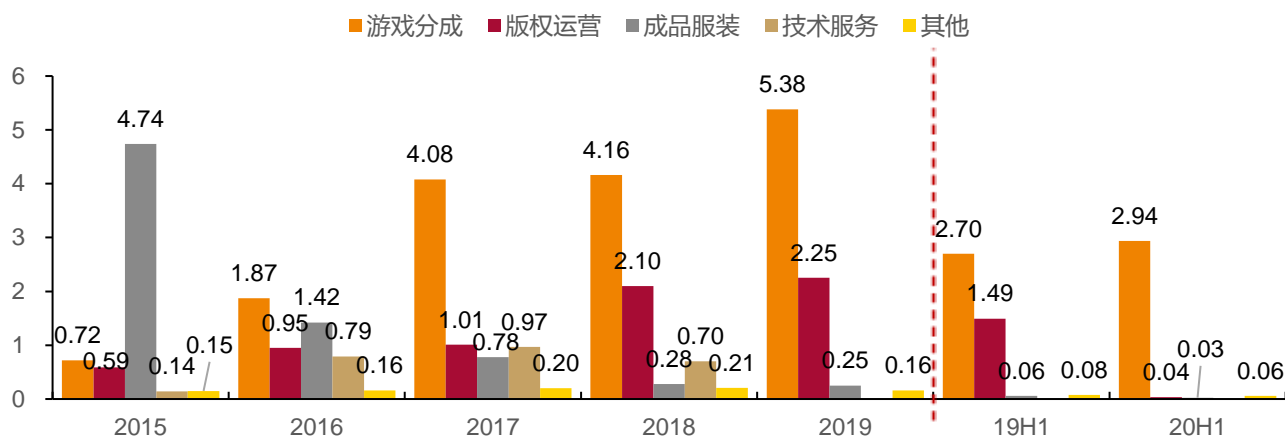
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 2: 凯撒文化 20H1 分行业、分产品、分地区营业收入、营业成本及毛利率变动

	营业收入(元)	营业成本(元)	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
分行业						
文化与娱乐业	297,265,813.28	78,049,092.60	73.74%	-29.10%	-27.50%	-0.59pct
分产品						
游戏分成	293,634,281.27	77,415,692.70	73.64%	8.87%	15.99%	-1.61pct
分地区						
境内	229,199,275.53	77,563,951.53	66.16%	0.87%	18.96%	-5.15pct
境外	76,122,995.54	2,158,476.34	97.16%	-62.90%	-95.61%	21.11pct

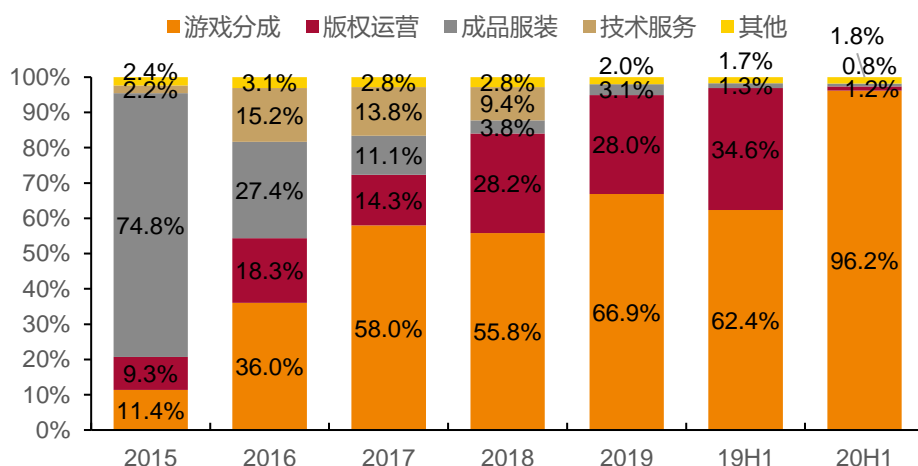
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 6：凯撒文化 2015-20H1 分产品营收情况（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

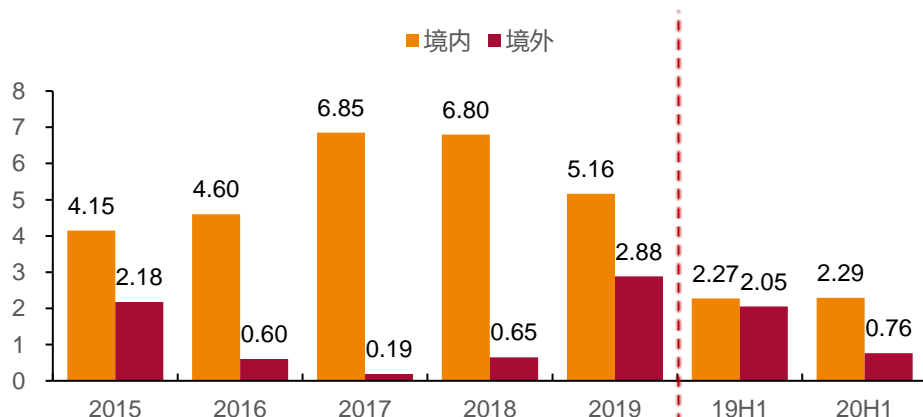
图 7：凯撒文化 2015-20H1 分产品营收占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

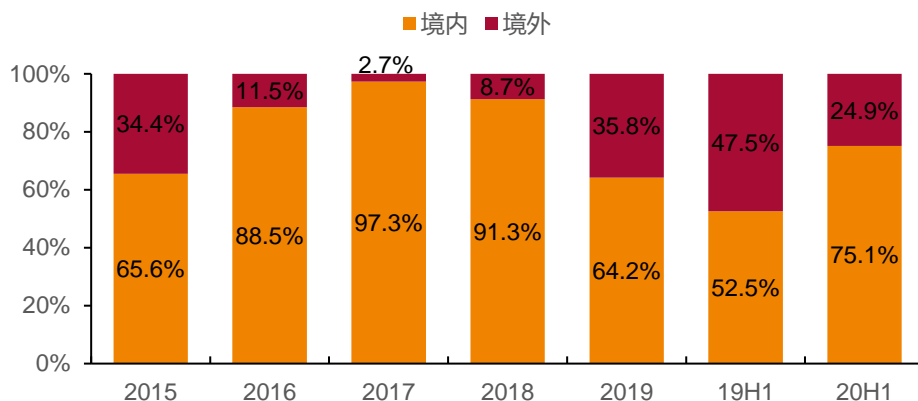
分地区来看，20H1 境内收入 2.29 亿元，同比增长 0.87%，占营业收入比重 75.07%；境外收入 0.76 亿元，同比下降 62.9%，占营业收入比重 24.93%，同比下降 22.52pct。业绩下降主要是受疫情影响，海外版权授权收入大幅下降所致。

图 8：凯撒文化 2015-20H1 分地区营收（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：凯撒文化 2015-20H1 分地区营收占比

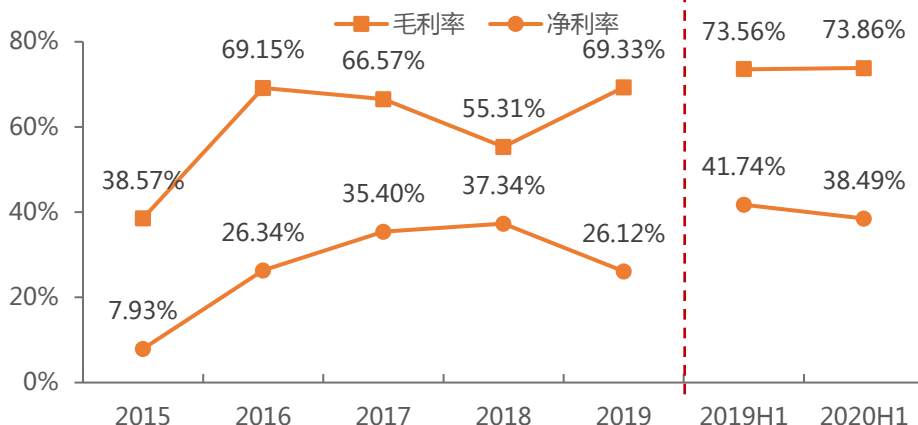


资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率：公司 20H1 整体毛利率为 73.86%，同比增加 0.30pct，其中贡献上半年主要营收的游戏分成业务收入毛利率为 73.64%，同比下降 1.61pct。公司 20Q2 整体毛利率 70.12%，同比增加 1.93pct。

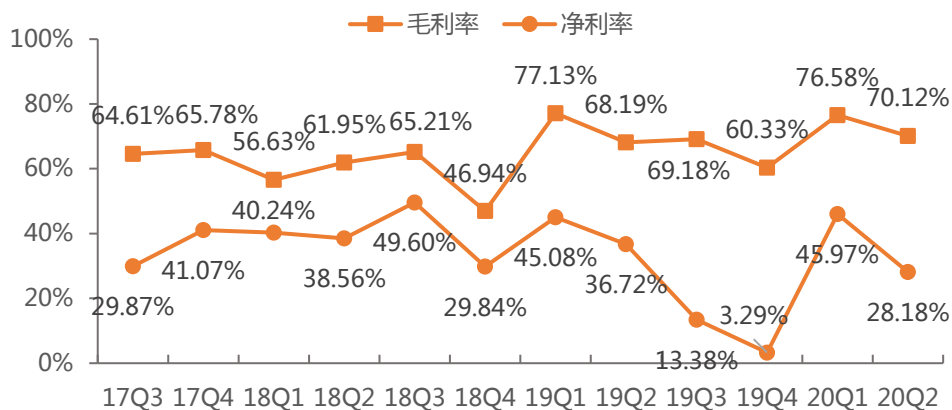
净利率：公司 20H1 净利率为 38.49%，同比下降 3.25pct，其中 20Q2 净利率 28.18%，同比下降 8.54pct。

图 10：凯撒文化 2015-20H1 毛利率与净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：凯撒文化 17Q1-20Q2 毛利率与净利率



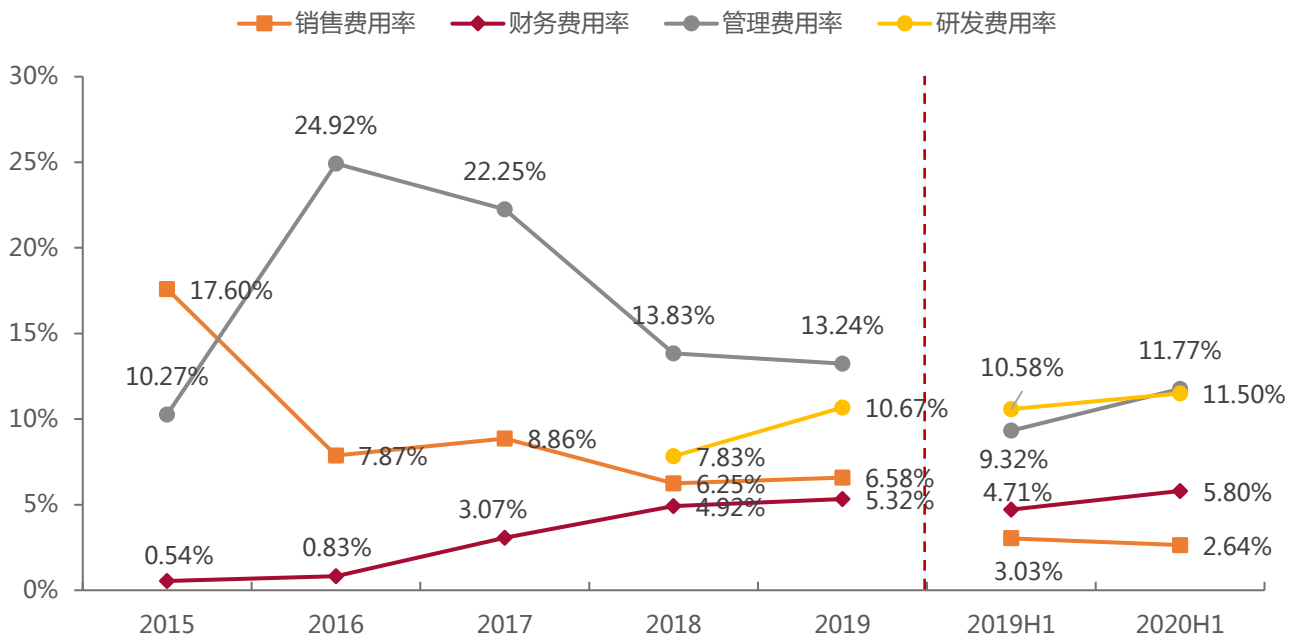
资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司 20H1 四项费用为 9680.45 万元，同比下降 19.02%，费用支出下降与整体营收利润规模下降相匹配，四项费用率为 31.71%，同比增长 4.06pct，其中：

- **销售费用：**20H1 销售费用 804.59 万元，同比下降 38.66%，销售费用率 2.64%，同比下降 0.40pct，销售费用下降主要系广告宣传费减少。
- **管理费用：**20H1 管理费用 3593.13 万元，同比下降 10.82%，管理费用率 11.77%，同比增加 2.45pct。
- **研发费用：**20H1 研发费用 3511.46 万元，同比下降 23.25%，研发费用率 11.50%，同比增加 0.92pct。
- **财务费用：**20H1 财务费用 1771.27 万元，同比下降 13.09%，财务费用率 5.80%，同比增加 1.09pct。

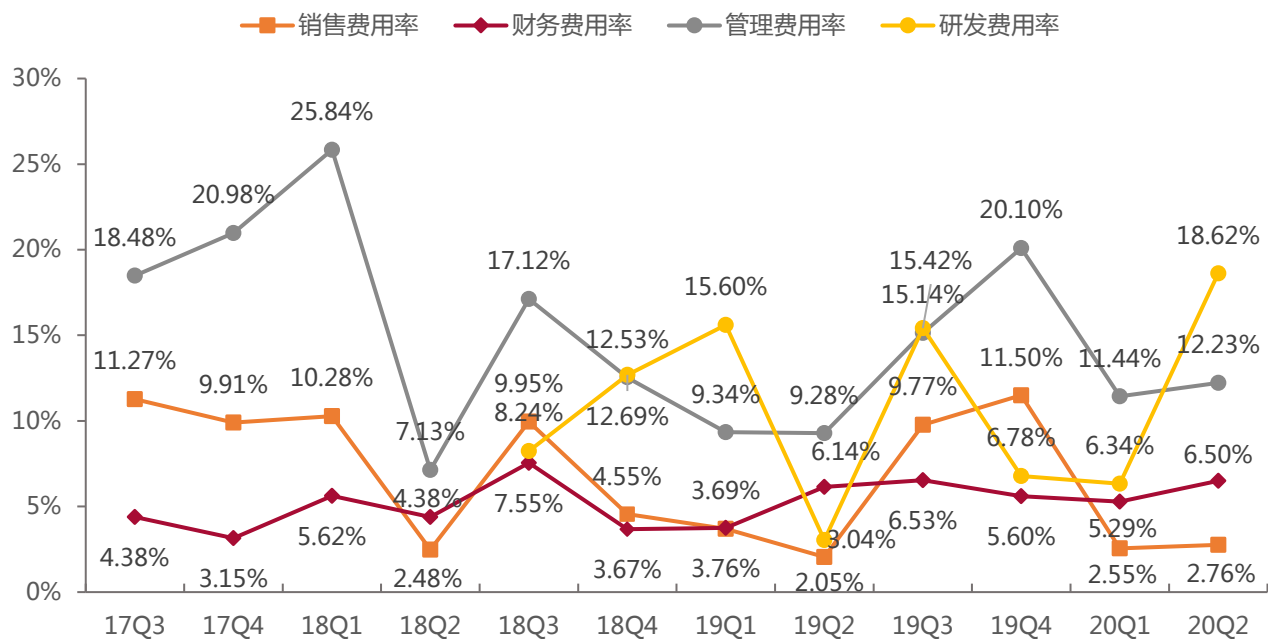
经拆分，公司 20Q2 四项费用率为 40.11%，同比增加 19.6pct，环比增加 14.49pct，主要原因系 20Q2 研发费用为 18.62%，同比增加 15.58pct，环比增加 12.27pct，带动二季度费用率整体上涨。

图 12：凯撒文化 2015-20H1 四项费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

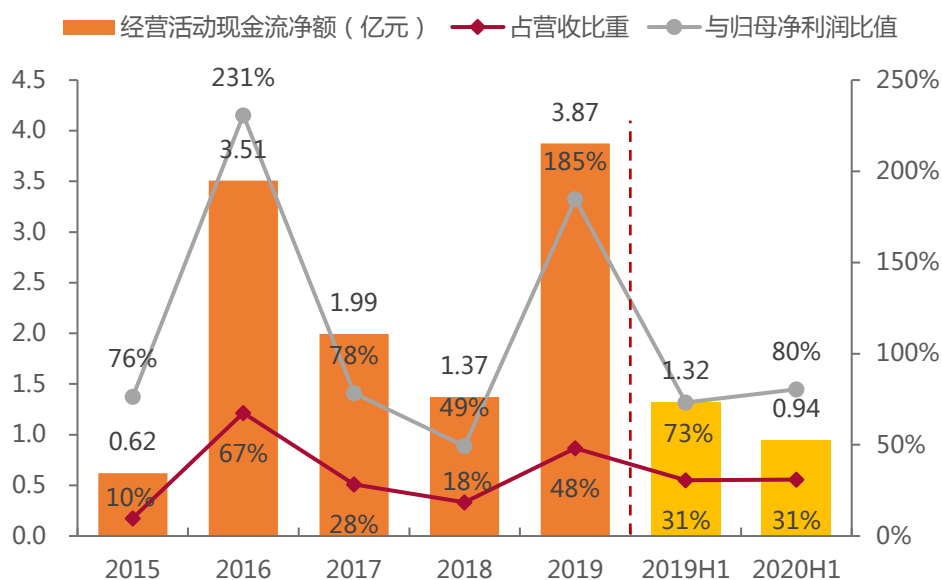
图 13: 凯撒文化 17Q3-20Q2 四项费用率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

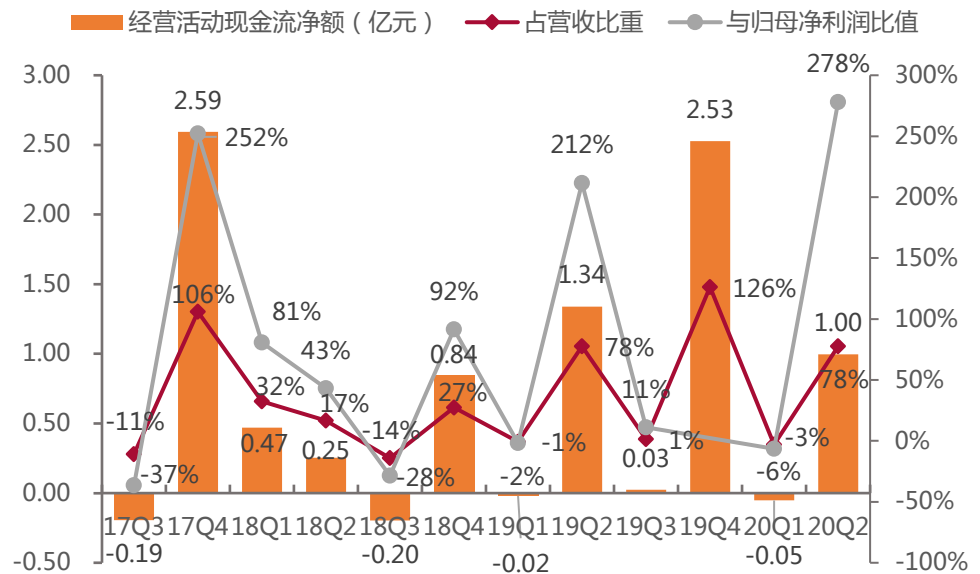
20H1 经营性现金流净额为 9443.66 万元, 同比下降 28.48%, 占营收比重为 30.93%, 占归母净利润比重为 80.39%。经拆分, 20Q2 经营性现金流净额 1.00 亿元, 同比下降 25.60%, 占营收比重为 77.71%, 占归母净利润比重为 278.05%。

图 14: 凯撒文化 2015-20H1 经营性现金流情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 15: 凯撒文化 17Q3-20Q2 经营性现金流情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：19Q4 与归母净利润比值为 3846%

2. 经营数据分析

基于精品 IP 泛娱乐战略，公司以 IP 为核心，实现了从游戏研发到游戏运营的较完整产业链布局。公司成熟游戏产品《三国志 2017》、《圣斗士星矢：重生》等通过精细化运营持续为公司贡献稳定收入；新游戏方面，公司自研游戏《三国志威力无双》于 20H1 开始在中国港澳台地区陆续上线，其中台湾地区（游戏名《新三国汉室复兴》）成功登顶 iOS 免费游戏总榜第 1 名并获得 iOS 推荐、iOS 香港畅销总榜第 2 名等优异成绩，为公司上半年业绩贡献增量收入。公司自研游戏不仅单个产品营收能力强，生命周期长，且经过多年的积累，公司拥有庞大的用户基数和优质付费群体，自研游戏已累积注册用户数 5300 万+，高 ARPU 值的付费用户达 500 万，且用户类型包括了 MMO、ARPG、卡牌、SLG、放置类等多个品类的游戏玩家，形成了公司自有用户平台。

1、游戏储备丰富，多款游戏与腾讯、字节跳动等头部平台开展深度合作

除了已上线的精品游戏外，在研的《妖精的尾巴》、《火影忍者：巅峰对决》、《幽游白书》、《从前有座灵剑山》、《代号：荣耀》、《航海王》、《银之守墓人：对决》等多款精品游戏，已经陆续开启内测或商业化测试，预计在未来的 2 年内将陆续上线并持续贡献收入。这些自研的精品游戏在测试期数据表现良好，得到字节跳动、快手、腾讯、360、阿里游戏等头部平台的认可，达成了长期稳定的深度合作。

- 《猎人 X 猎人》中国区域已获得了腾讯独家代理并上线发行，首月流水过亿，上半年《猎人 X 猎人》海外版本也陆续上线，中国港澳台地区谷歌下载榜第 1 名，并获得苹果 iOS 等多平台强力推荐；《从前有座灵剑山》、《代号：荣耀》、《银之守墓人：对决》也获得腾讯平台独家代理，现已开启技术内测；
- 《火影忍者：巅峰对决》中国区域获得字节跳动独家代理，在官网和 TAPTAP 同步开启预约，其中官网预约人数达 436 万人；2020 年 6 月 12 日，凯撒文化宣布与字节跳动旗下子公司北京朝夕光年信息技术有限公司签署《战略合作协议》，双方将发挥各自优势，整合资源，在游戏发行、渠道、运营、IP、衍生品、市场、广告、资本等方面实施全面战略合作。
- 《妖精的尾巴》、《幽游白书》也正在与国内大平台进行独家代理合作洽谈中。

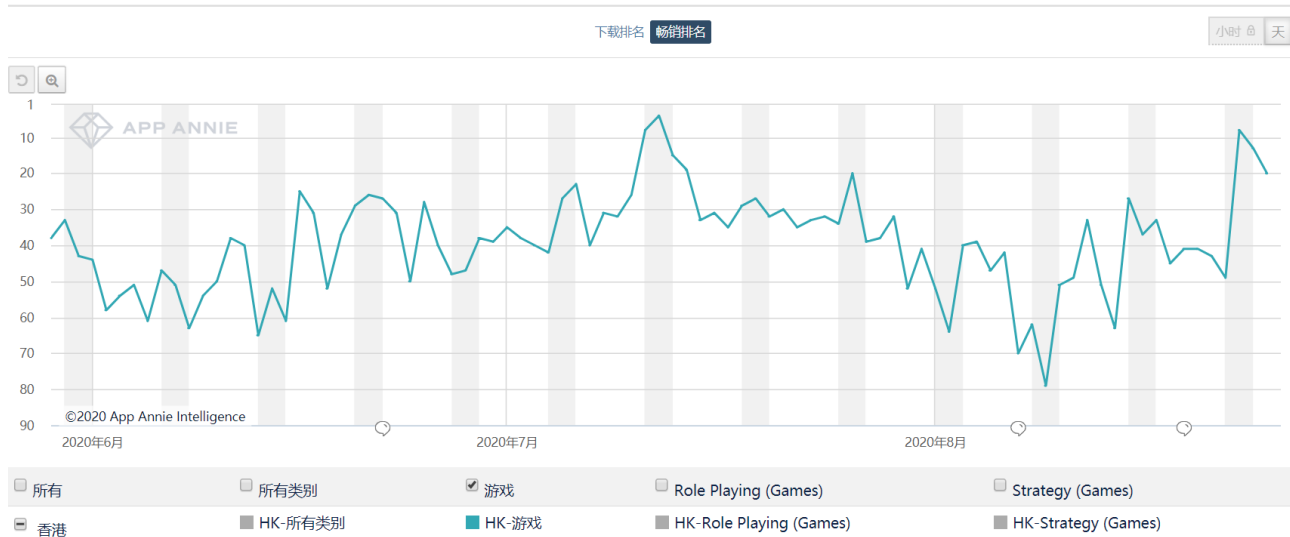
2、布局多元化 IP 矩阵，优质 IP 储备丰富

截止目前，公司累计拥有众多 IP 资源储备，包括《火影忍者》、《航海王》、《幽游白书》、《妖精的尾巴》等，这些 IP 均在中国或全球区域进行发行，优质的 IP 储备巩固了公司在行业内的资源优势。

- 在 IP 改编手游研发方面，子公司酷牛互动擅长卡牌与 MMORPG 手游研发、子公司天上友嘉擅长 3D 卡牌 RPG 手游研发和 SLG 策略类手游研发；公司通过产业基金持续投资优秀游戏研发团队，自研团队、投资研发团队形成了公司快速 IP 商业化优势。
- 原创 IP 孵化能力方面，公司投资的犬酱组研发的原创二次元 IP 手游《玛娜西斯的回想》签约 TapTap 旗下公司椰岛文化，在 TapTap 预约排行榜第一，评分 9.3 分，并于 7 月 3 日在 TapTap 独家开测，口碑保持良好。公司手游“红海维稳创新突破，蓝海寻求突破”战略成功的重要一步，不抽角色的日式手游《玛娜西斯的回想》作为 TapTap 2020 年新品发布会的重磅游戏已吸引众多玩家追捧。

图 16:《三国志威力无双》香港地区 iPhone 畅销榜排名情况

iPhone - 香港 - 2020年5月29日 - 2020年8月26日



资料来源：APP ANNIE，天风证券研究所 注：排名数据自 2020 年 05 月 29 日上线至 2020 年 08 月 26 日

表 3: 凯撒文化游戏 pipeline

游戏名称	上线时间（预计）	游戏类型	代理合作
从前有座灵剑山	待定，已开启技术内测	RPG	腾讯独家代理
代号：荣耀	待定，已开启技术内测	三国策略	腾讯独家代理
银之守墓人：对决	待定，已开启技术内测	卡牌 RPG	腾讯独家代理
火影忍者：巅峰对决	2020Q4，官网和 TAPTAP 同步开启预约	RPG	中国区域字节跳动独家代理
三国志威力无双（国内）	待定	三国	快手代理
妖精的尾巴	待定	RPG	大厂代理
幽游白书	待定	RPG	大厂代理
航海王	待定	RPG	大厂代理

资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	83.32	187.94	868.02	188.31	1,266.04
应收票据及应收账款	496.66	491.35	426.42	1,430.86	1,043.04
预付账款	133.34	162.44	11.85	516.48	275.88
存货	75.40	29.11	159.38	219.60	453.05
其他	87.51	86.90	112.74	171.84	150.15
流动资产合计	876.23	957.73	1,578.41	2,527.09	3,188.15
长期股权投资	165.09	161.78	161.78	161.78	161.78
固定资产	7.38	10.21	32.64	75.15	116.71
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	331.32	342.45	220.17	97.89	0.00
其他	3,407.85	3,506.05	3,022.38	3,119.01	3,213.85
非流动资产合计	3,911.65	4,020.50	3,472.98	3,523.44	3,564.10
资产总计	4,787.88	4,978.23	5,051.39	6,050.53	6,752.26
短期借款	300.28	340.42	100.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	136.23	170.30	42.65	557.27	328.47
其他	107.96	337.90	387.71	396.09	634.73
流动负债合计	544.48	848.62	530.36	1,053.36	1,063.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	298.67	0.00	198.84	165.84	121.56
其他	29.27	41.03	24.58	31.63	32.41
非流动负债合计	327.95	41.03	223.42	197.47	153.97
负债合计	872.42	889.66	753.78	1,250.82	1,217.17
少数股东权益	(1.50)	(1.23)	(0.91)	(0.55)	0.37
股本	813.74	813.74	813.74	813.74	813.74
资本公积	2,143.87	2,143.87	2,143.87	2,143.87	2,143.87
留存收益	3,102.48	3,273.38	3,484.77	3,986.51	4,720.97
其他	(2,143.14)	(2,141.19)	(2,143.87)	(2,143.87)	(2,143.87)
股东权益合计	3,915.46	4,088.57	4,297.60	4,799.71	5,535.09
负债和股东权益总计	4,787.88	4,978.23	5,051.39	6,050.53	6,752.26

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	278.05	209.96	253.73	604.31	882.58
折旧摊销	135.94	124.65	123.85	126.17	104.17
财务费用	39.05	39.90	26.27	11.29	10.86
投资损失	(129.18)	(1.34)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(181.33)	(718.53)	620.11	(1,224.54)	295.05
其它	(5.27)	732.66	(19.68)	3.70	5.36
经营活动现金流	137.26	387.29	1,004.28	(479.07)	1,298.02
资本支出	206.82	80.98	76.46	72.95	49.21
长期投资	99.82	(3.31)	0.00	0.00	0.00
其他	(590.06)	(282.98)	(96.46)	(159.62)	(108.10)
投资活动现金流	(283.42)	(205.31)	(20.00)	(86.67)	(58.89)
债权融资	604.98	630.43	397.52	397.41	394.98
股权融资	(35.34)	(40.81)	(28.95)	(11.29)	(10.86)
其他	(606.60)	(685.81)	(672.77)	(500.09)	(545.53)
筹资活动现金流	(36.96)	(96.18)	(304.20)	(113.98)	(161.41)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(183.12)	85.80	680.08	(679.71)	1,077.73

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	744.66	803.70	841.88	1,659.65	2,210.65
营业成本	332.78	246.48	219.91	604.94	829.44
营业税金及附加	5.35	5.00	4.21	8.30	11.05
营业费用	46.51	52.86	61.78	67.51	74.26
管理费用	102.95	106.43	123.47	132.61	141.89
研发费用	58.31	85.72	100.46	128.15	153.78
财务费用	36.61	42.76	26.27	11.29	10.86
资产减值损失	49.04	(79.00)	0.00	30.00	0.00
公允价值变动收益	13.78	22.95	(20.00)	3.33	4.44
投资净收益	129.18	1.34	0.00	0.00	0.00
其他	(287.75)	137.62	40.00	(6.67)	(8.89)
营业利润	257.89	181.54	285.77	680.18	993.81
营业外收入	21.17	5.74	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.24	0.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	277.83	186.32	285.77	680.18	993.81
所得税	(0.22)	(23.63)	31.72	75.50	110.31
净利润	278.05	209.96	254.05	604.68	883.50
少数股东损益	(0.20)	0.26	0.32	0.36	0.92
归属于母公司净利润	278.25	209.69	253.73	604.31	882.58
每股收益(元)	0.34	0.26	0.31	0.74	1.08

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	5.79%	7.93%	4.75%	97.14%	33.20%
营业利润	28.41%	-29.61%	57.41%	138.01%	46.11%
归属于母公司净利润	9.30%	-24.64%	21.00%	138.17%	46.05%
获利能力					
毛利率	55.31%	69.33%	73.88%	63.55%	62.48%
净利率	37.37%	26.09%	30.14%	36.41%	39.92%
ROE	7.10%	5.13%	5.90%	12.59%	15.95%
ROIC	9.77%	7.74%	8.70%	20.57%	21.94%
偿债能力					
资产负债率	18.22%	17.87%	14.92%	20.67%	18.03%
净负债率	13.32%	10.82%	-10.95%	4.36%	-15.74%
流动比率	1.61	1.13	2.98	2.40	3.00
速动比率	1.47	1.09	2.68	2.19	2.57
营运能力					
应收账款周转率	1.66	1.63	1.83	1.79	1.79
存货周转率	7.48	15.38	8.93	8.76	6.57
总资产周转率	0.16	0.16	0.17	0.30	0.35
每股指标(元)					
每股收益	0.34	0.26	0.31	0.74	1.08
每股经营现金流	0.17	0.48	1.23	-0.59	1.60
每股净资产	4.81	5.03	5.28	5.90	6.80
估值比率					
市盈率	35.09	46.57	38.49	16.16	11.06
市净率	2.49	2.39	2.27	2.03	1.76
EV/EBITDA	8.50	5.81	19.40	11.05	7.09
EV/EBIT	11.77	7.25	27.10	13.07	7.82

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com