

芒果超媒 (300413)

平台经营彰显韧性与活力, 芒果 TV 净利润超 19 年全年体量

芒果超媒 20H1 实现营收 57.74 亿元, 同比增长 4.90%; 归母净利润 11.03 亿元, 同比增长 37.30%; 扣非后归母净利润为 9.75 亿, 同比增长 23.72%, 非经常损益主要来自股权处置收益及增值税加计扣除, 业绩整体符合预期, 其中芒果 TV20H1 净利润达 10 亿元, 表现亮眼, 优质增长再次验证芒果 TV 的持续高景气及优秀经营能力。其中 Q2 单季度实现营收 30.47 亿元, 同比增长 0.91%, 环比增长 11.71%, 归母净利润 6.24 亿元, 同比增长 61.67%, 环比增长 29.93%, 扣非后归母净利润 5.34 亿元, 同比增长 41.85%, 环比增长 20.88%。

新媒体平台运营: 芒果 TV20H1 净利润超过 19 年全年利润水平, 会员业务收入同比增长超 80%, 广告业务 Q2 环比回升。芒果 TV 的运营主体快乐阳光 2020 年上半年实现实现营收 39.46 亿元, 比去年同期增长 29.42%, 会员数方面, 按照公司披露口径, 截至 20 年 6 月末, 芒果 TV 有效会员数达 2766 万, 较年初增长 50.57%。广告业务方面, 20H1 公司广告业务实现逆增长, 其中综艺类项目广告签单量上涨近 50%, 《乘风破浪的姐姐》招商数据刷新多项纪录, 节目广告客户总数超 40 家。

内容制作: 自制综艺龙头地位继续夯实, 《乘风破浪的姐姐》如期成为现象级, 影视剧集加速打造自有生态。综艺方面, 芒果 TV 综艺节目制作团队达 20 个, 自制能力不断被验证。《乘风破浪的姐姐》成为现象级社会话题之一, 树立国内综艺龙头新标杆, 助力平台实现用户破圈。影视剧制作与投资方面, 芒果 TV 坚持自建工作室+外部战略工作室双管齐下的发展策略, 推出“新芒 S 编剧导演计划”, 自有影视制作团队已达 12 个, 战略合作工作室已达 15 个; 20H1 开机剧集达 14 部。

互动娱乐、媒体零售及其他业务: 全产业链融合发展, 媒体零售及电商持续探索。公司 20H1 新媒体互动娱乐内容制作实现营收 8.31 亿元, 比去年同期下降 47.21%; 媒体零售实现营收 9.54 亿元, 比去年同期增加 29.20%。

投资建议: 我们持续看好芒果作为 A 股稀缺渠道内容一体化平台, 以精尖自制能力和合作生态驱动平台增长, 20H1 芒果的财务表现及平台运营数据优于长视频其他平台, 不断验证我们对于芒果市占率将持续提升的判断和推荐逻辑。在内容上, 20 年芒果综艺自制优势再上一个台阶, 同时影视生态加速前行, 热剧频出, 有望成为芒果内容下一个亮点。在生态体系上, 公司围绕 KOL、MCN、5G 技术等不断布局, 尤其是在电商领域, 芒果 TV 拥有在白领女性的垂直领域深耕优势, 以及优质付费用户, 在流量变现上具备想象空间。我们预计公司 20-22 年净利润 15.95 亿/19.49 亿/23.35 亿, 同比 37.9%/22.2%/19.8%, 对应 20-22 年估值 79.0x/64.6x/53.9x, 维持买入评级。

风险提示: 会员及流量增长不达预期, 综艺影视项目进度不达预期, 广告主投放意愿具有不确定性, 行业监管趋严

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,660.66	12,500.66	15,330.10	18,870.68	22,311.71
增长率(%)	223.77	29.40	22.63	23.10	18.23
EBITDA(百万元)	3,384.41	5,119.88	4,412.89	5,848.16	7,114.47
净利润(百万元)	865.57	1,156.29	1,595.01	1,949.15	2,335.01
增长率(%)	1,093.27	33.59	37.94	22.20	19.80
EPS(元/股)	0.49	0.65	0.90	1.09	1.31
市盈率(P/E)	145.48	108.91	78.95	64.61	53.93
市净率(P/B)	22.33	14.34	10.17	8.79	7.56
市销率(P/S)	13.03	10.07	8.21	6.67	5.64
EV/EBITDA	10.10	11.23	27.68	20.46	17.13

资料来源: 天风证券研究所

证券研究报告

2020 年 08 月 31 日

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	71 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,780.38
流通 A 股股本(百万股)	931.36
A 股总市值(百万元)	126,406.80
流通 A 股市值(百万元)	66,126.40
每股净资产(元)	5.45
资产负债率(%)	45.48
一年内最高/最低(元)	76.47/25.35

作者

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

张爽 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

股价走势



资料来源:

相关报告

- 1 《芒果超媒-公司点评:自制能力及平台运营再获验证, 芒果 TV 会员及广告高速增长》 2020-07-24
- 2 《芒果超媒-公司点评:《乘风破浪的姐姐》, 价值不止于热度登顶》 2020-06-15
- 3 《芒果超媒-年报点评报告:内容升级推动平台增长, 上下游协同完善芒果生态》 2020-05-05

内容目录

1. 财报数据分析	3
2. 芒果超媒分业务分析	6
2.1. 互联网视频平台：芒果 TV20H1 净利润超过 19 年，会员增速亮眼	6
2.1.1. 互联网视频平台运营	6
2.1.2. 互联网视频平台内容	7
2.2. 互动娱乐内容制作：持续全产业链生态协同	8
2.3. 媒体零售及新兴营销：带货新业态试水，芒果好物线上商城推出	8
3. 投资建议	8

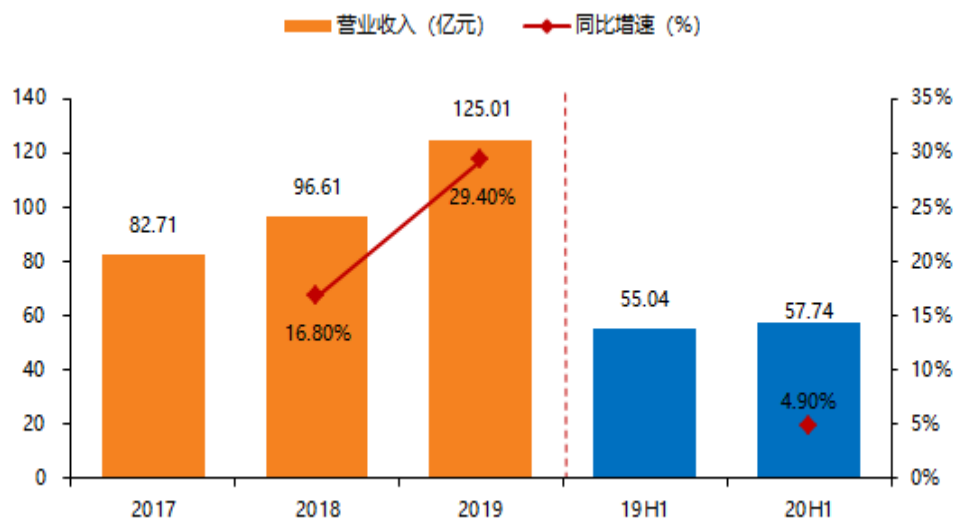
图表目录

图 1：芒果超媒 2017-2019 年，2019H1 和 2020H1 营业收入及增速	3
图 2：芒果超媒 2017-2019 年，2019H1 和 2020H1 归母净利润及增速	3
图 3：芒果超媒 19Q1-20Q2 单季度营业收入	4
图 4：芒果超媒 19Q1-20Q2 单季度归母净利润	4
图 5：芒果超媒 2017-2019 年，2019H1 和 2020H1 整体业务毛利率、净利率变化情况 ...	5
图 6：芒果超媒 2020 年上半年分产品营业收入、营业成本、毛利率构成及变动情况	5
图 7：芒果超媒 2020 年上半年主要子公司营收及净利润情况	6
图 8：芒果超媒 2017-2019 年，2019H1 和 2020H1 费用率变化情况	6
图 9：2018-2020 年上半年芒果 TV 付费会员数变动（万人）	7

1. 财报数据分析

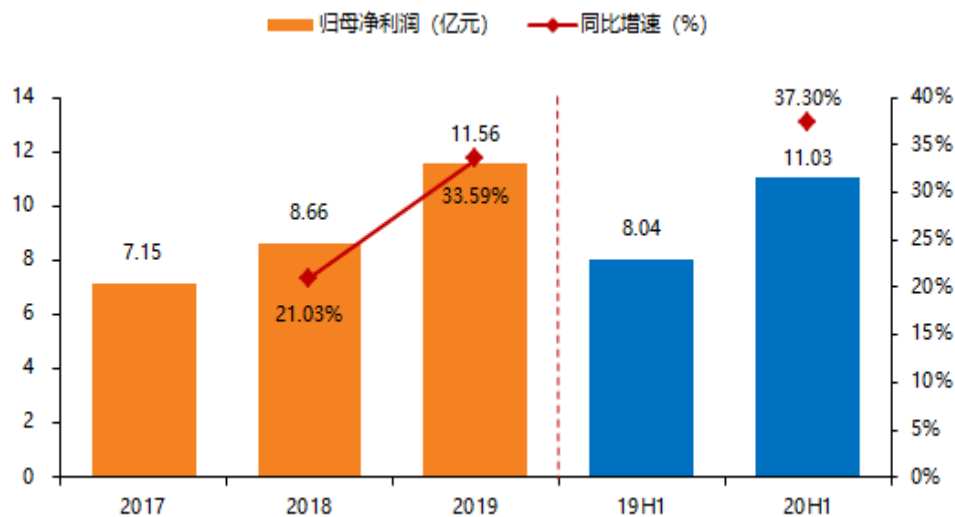
芒果超媒 2020 年上半年实现营收 57.74 亿元，同比增长 4.90%，归母净利润 11.03 亿元，同比增长 37.30%，扣非后归母净利润 9.75 亿元，同比增长 23.72%。（为保持同口径对比，本章财务数据均采用【调整后】数据）。

图 1：芒果超媒 2017-2019 年，2019H1 和 2020H1 营业收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

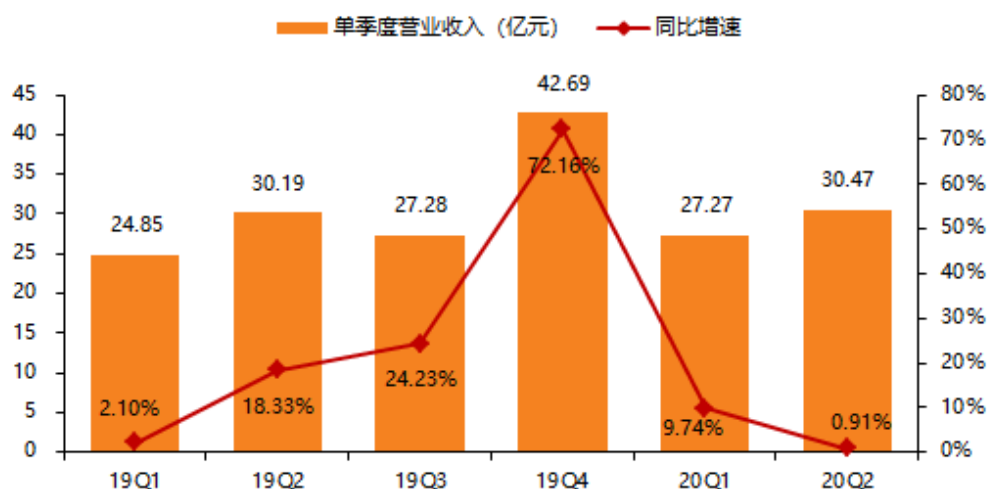
图 2：芒果超媒 2017-2019 年，2019H1 和 2020H1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

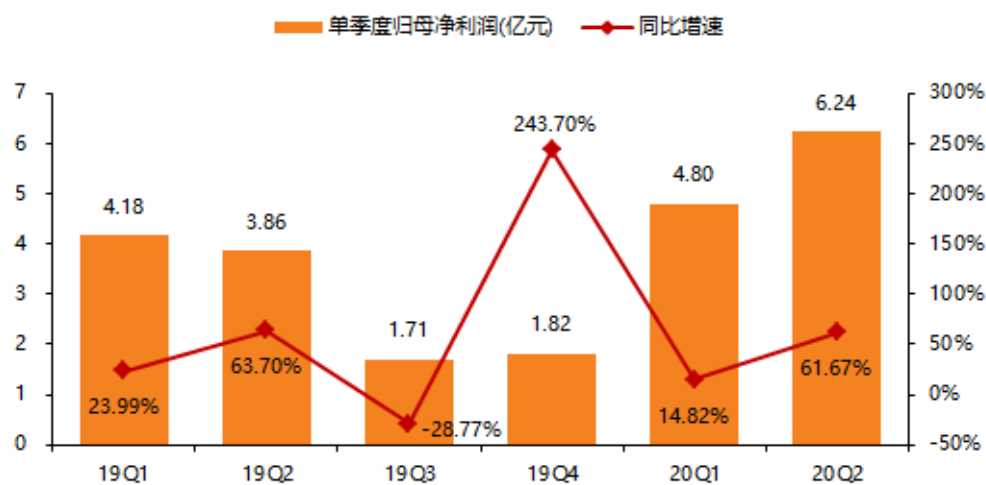
分季度看，2020Q1 和 2020Q2 分别实现营收 27.27 亿元和 30.47 亿元，分别实现归母净利润 4.80 亿元和 6.24 亿元。

图 3：芒果超媒 19Q1-20Q2 单季度营业收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

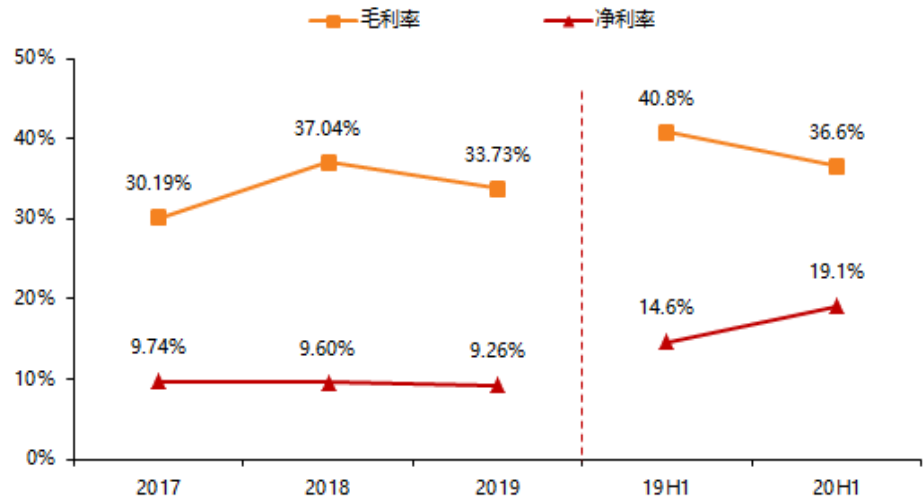
图 4：芒果超媒 19Q1-20Q2 单季度归母净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率上，2020 上半年整体毛利率 36.59%，同比下降 4.19pct。净利率 19.10%，同比增加 4.50pct。

图 5：芒果超媒 2017-2019 年，2019H1 和 2020H1 整体业务毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业务来看，

芒果 TV 互联网视频业务实现营收 39.46 亿元，比去年同期增长 29.42%，毛利率 39.60%，比去年同期下降 3.96pct；

新媒体互动娱乐内容制作实现营收 8.31 亿元，比去年同期下降 47.21%，毛利率 35.99%，比去年同期下降 2.07pct；

媒体零售实现营收 9.54 亿元，比去年同期增加 29.20%，毛利率 23.79%，比去年同期减少 9.15pct；

其他主营业务 0.32 亿元，比去年同期增加 112.07%，毛利率 53.06%，比去年同期增加 12.23pct；

其他业务实现营收 0.1 亿元，比去年同期下降 91.83%，毛利率 66.60%，比去年同期增加 13.32pct；

图 6：芒果超媒 2020 年上半年分产品营业收入、营业成本、毛利率构成及变动情况

	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	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
芒果 TV 互联网视频业务	39.46	23.84	39.60%	29.42%	38.50%	-3.96%
新媒体互动娱乐内容制作	8.31	5.32	35.99%	-47.21%	-45.45%	-2.07%
媒体零售	9.54	7.27	23.79%	29.20%	46.84%	-9.15%
其他主营业务	0.32	0.15	53.06%	112.07%	68.23%	12.23%
其他业务	0.10	0.03	66.60%	-91.83%	-94.16%	13.32%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

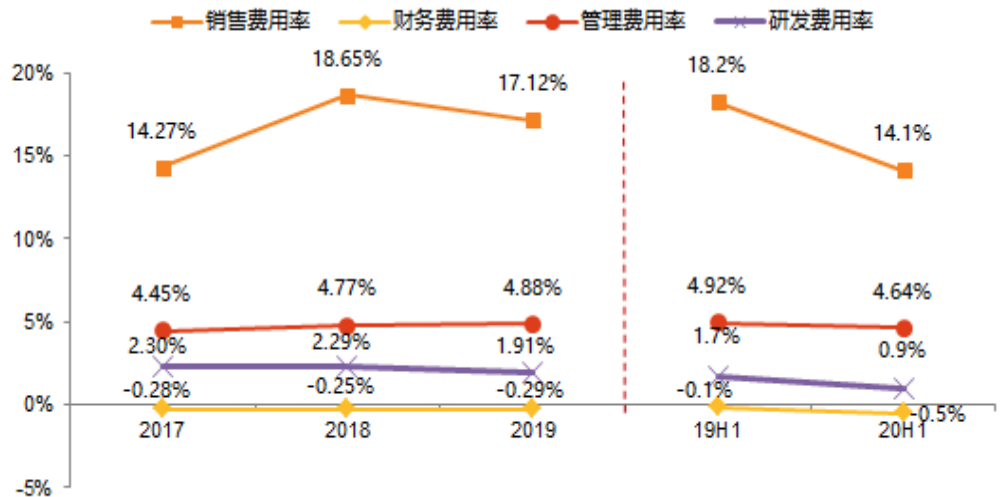
图 7：芒果超媒 2020 年上半年主要子公司营收及净利润情况

公司名称	营业收入 (亿元)	营业收入同比	净利润 (亿元)	净利润同比
快乐阳光	42.83	7.76%	10.01	49.35%
天娱传媒	1.67	-39.07%	0.26	-47.21%
芒果影视	2.63	64.98%	0.31	180.29%
芒果娱乐	2.02	-17.17%	0.06	-86.61%
芒果互娱	0.34	-37.53%	0.12	-38.65%
快乐购	9.58	14.20%	-0.01	-106.35%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2020 上半年公司销售费用 8.16 亿元，同比下降 18.77%，销售费用率 14.13%，同比下降 4.12pct；管理费用 2.68 亿元，同比下降 1.03%，管理费用率 4.64%，同比下降 0.28pct；财务费用 -2838.34 万元，同比下降 314.84%，财务费用率 -0.49%，同比下降 0.37pct；研发费用 5304.63 万元，同比下降 44.01%，研发费用率 0.92%，同比下降 0.80pct。

图 8：芒果超媒 2017-2019 年，2019H1 和 2020H1 费用率变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

经营性净现金流 2020 上半年为净流入 0.12 亿元，上年同期为上期为 -3.49 亿元，主要系销售回款增加以及快乐通宝对外发放贷款余额减少的共同影响。

2. 芒果超媒分业务分析

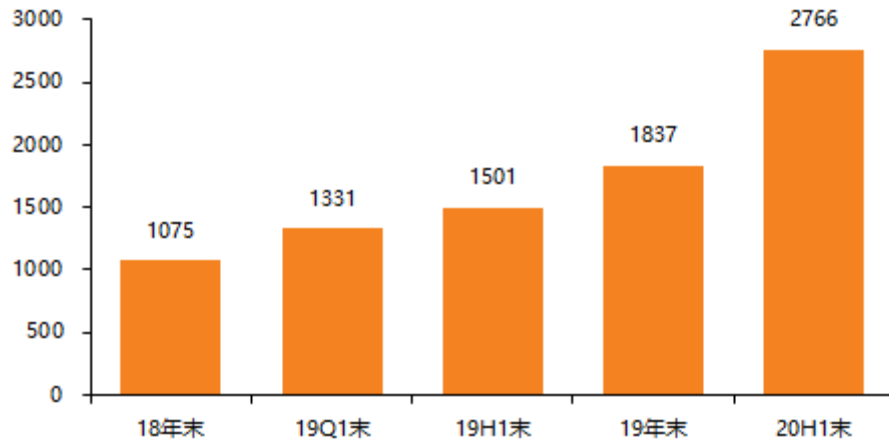
2.1. 互联网视频平台：芒果 TV20H1 净利润超过 19 年，会员增速亮眼

2.1.1. 互联网视频平台运营

芒果 TV 的运营主体快乐阳光 2020 年上半年实现实现营收 39.46 亿元，比去年同期增长 29.42%，其中，会员业务收入 14.18 亿元，同比增长 80.40%，收入占比不断提升；广告收入 17.98 亿元，同比增长 5.83%，环比增长 32%；运营业务收入达 7.29 亿元，同比增长 29.02%。

会员数方面，按照公司披露口径，截至 20 年 6 月末，芒果 TV 有效会员数达 2766 万，较年初增长 50.57%。同时芒果以优质内容精准供给，推动平台普通用户向付费用户转化，《下一站是幸福》播出期间新会员观看占比超 50%，《乘风破浪的姐姐》6 月 12 日开播，单期会员收入、活跃度、拉新数等多个指标创新高。

图 9：2018-2020 年上半年芒果 TV 付费会员数变动（万人）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

广告业务方面，20H1 公司广告业务实现逆增长，其中综艺类项目广告签单量上涨近 50%，《乘风破浪的姐姐》招商数据刷新多项纪录，节目广告客户总数超 40 家，以《妻子的浪漫旅行》《密室大逃脱》等 IP 为代表的综 N 代项目，广告招商体量稳步增长；影视剧项目广告总签约量同比增长 300%，《下一站是幸福》创剧类广告招商新高。同时，通过构建全域广告营销体系、定制综艺以及“大芒计划”，持续赋能高价值 IP，打造“IP+明星+头部 KOL+综艺”全新直播带货模式，实现广告创收新增值。

运营商业务方面，芒果 TV 智慧大屏中心完成运营商网络中心、智能硬件中心整合，强化大小屏联动，加大线上教育和本地生活服务布局。截至 20 年 6 月末，公司运营商大屏业务已覆盖 31 个省级行政区域，整体用户规模近 1.5 亿，省外业务收入与利润占比持续提升。

2.1.2. 互联网视频平台内容

综艺方面，芒果 TV 综艺节目制作团队达 20 个，自制能力不断被验证。《乘风破浪的姐姐》成为现象级社会话题之一，树立国内综艺龙头新标杆，助力平台实现用户破圈；《妻子的浪漫旅行（第四季）》《密室大逃脱（第二季）》《明星大侦探（第五季）》等综 N 代持续释放价值；《朋友请听好》《来自手机的你》《奇妙小森林》《婆婆和妈妈》《婚前二十一天》《说唱听我的》《我们的乐队》等热度好评双收。根据云合数据，20H1 芒果 TV 上新综艺 35 部，20H1 综艺有效播放同比增长 16%（v.s. 爱奇艺-3%；腾讯视频-9%；优酷-46%）。

影视剧制作与投资方面，芒果 TV 坚持自建工作室+外部战略工作室双管齐下的发展策略，推出“新芒 S 编剧导演计划”，自有影视制作团队已达 12 个，战略合作工作室已达 15 个；20H1 开机剧集达 14 部。20 年以来公司电视剧成绩斐然，《下一站是幸福》成为开年热播剧，《韞色过浓》《时光与你都很甜》《楼下女友请签收》《奈何 BOSS 又如何》《我才不要和你做朋友呢》等网剧流量和口碑双丰收。根据云合数据，20H1 芒果 TV 上新 42 部剧，剧集有效播放同比增长 56%（v.s. 爱奇艺-10%；腾讯视频-11%；优酷+9%）。

2.2. 互动娱乐内容制作：持续全产业链生态协同

公司 20H1 新媒体互动娱乐内容制作实现营收 8.31 亿元，比去年同期下降 47.21%。公司以互联网视频平台运营为核心，持续推进艺人经纪、音乐版权、游戏与 IP 衍生开发、媒体零售及消费金融等全产业链生态协同。

艺人经纪业务方面，公司旗下共有签约艺人 112 人，形成了以天娱传媒华晨宇、张新成、欧豪、于朦胧、李斯丹妮，芒果娱乐佟梦实、吕小雨、王润泽、邢菲、齐思钧，芒果 TV 赵昭仪、罗予彤、李莎旻子、完颜洛绒、代云帆，芒果影视郑伟、刘昱晗、苏梦迪等为代表的层次丰富的艺人梯队。

音乐版权业务方面，天娱传媒上半年发行唱片歌曲、综艺歌曲 42 首，影视歌曲 23 首，上线的音乐曲库数量累计达 1386 首。公司头部艺人华晨宇的《新世界 NEW WORLD》数字专辑销量突破 160 万张。

游戏和 IP 衍生开发业务方面，依托芒果 TV，建设游戏平台大厅，已接入多款联运产品；持续建设湖南省内 IPTV 电竞频道，省外已上线浙江移动等 9 大渠道，下半年将持续拓展江苏电信等十余家省外渠道。

2.3. 媒体零售及新兴营销：带货新业态试水，芒果好物线上商城推出

20 年上半年媒体零售实现营收 9.54 亿元，比去年同期增加 29.20%。公司在电视购物板块主动压缩产出效益较低的市场，并在媒体电商板块持续拓展，包括探索 IPTV+OTT 渠道的智慧大屏商业变现，创新芒果汽车云直播业务，打造电商平台开店、明星直播带货新业态；迭代升级外呼业务，持续夯实私域 IP 打造、内容种草、用户维系、销售变现的业务闭环。

新兴生态方面，芒果 TV 升级“大芒计划 2.0”，通过打造创作者成长基地，孵化与平台高度契合的专业制作人，同步开发芒果 IP 衍生内容，形成独家优质短内容供应渠道，探索打造 PGC、PUGC、UGC 等内容形态组成的生态系统；进一步强化 IP 衍生开发，推出线上商城“芒果好物”，上线好玩频道，推出盲盒、扭蛋等多款游戏，落地线下实体店，实现线上线下协同发展；上线开发基于 IP 内容的剧本杀游戏业务；积极探索影视剧“主流平台+头部制作公司”生产运营的新模式；依托新媒体平台，创新基于内容的零售新业态。芒果娱乐自建短视频 MCN 矩阵，头部账号成功实现盈利，@夹性芝士粉丝总量超 600 万，自制微剧类账号矩阵，粉丝总量超 1000 万。

3. 投资建议

我们持续看好芒果作为 A 股稀缺渠道内容一体化平台，以精尖自制能力和合作生态驱动平台增长，20H1 芒果的财务表现及平台运营数据优于长视频其他平台，不断验证我们对于芒果市占率将持续提升的判断和推荐逻辑。在内容上，20 年芒果综艺自制优势再上一个台阶，同时影视生态加速前行，热剧频出，有望成为芒果内容下一个亮点。在生态体系上，公司围绕 KOL、MCN、5G 技术等不断布局，尤其是在电商领域，芒果 TV 拥有在白领女性的垂直领域深耕优势，以及优质付费用户，在流量变现上具备想象空间。我们预计公司 20-22 年净利润 15.95 亿/19.49 亿/23.35 亿，同比 37.9%/22.2%/19.8%，对应 20-22 年估值 79.0x/64.6x/53.9x，维持买入评级。

风险提示：会员及流量增长不达预期，综艺影视项目进度不达预期，广告主投放意愿具有不确定性，行业监管趋严

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,526.41	5,064.22	4,599.03	6,696.42	4,495.93
应收票据及应收账款	1,434.08	3,092.47	314.22	3,355.08	983.31
预付账款	2,010.09	1,127.73	4,164.61	1,614.77	5,231.40
存货	2,214.81	1,916.38	3,964.01	2,899.00	5,658.70
其他	479.97	527.23	535.20	507.88	591.68
流动资产合计	8,665.36	11,728.03	13,577.06	15,073.15	16,961.02
长期股权投资	215.54	210.44	210.44	210.44	210.44
固定资产	207.01	180.61	193.06	225.59	257.16
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	2,856.32	4,889.42	5,898.31	6,832.12	7,618.26
其他	167.14	69.72	43.01	19.12	6.57
非流动资产合计	3,446.01	5,350.18	6,380.82	7,356.87	8,164.19
资产总计	12,111.38	17,078.21	19,957.88	22,430.02	25,125.21
短期借款	196.10	349.82	813.54	400.00	400.00
应付票据及应付账款	3,629.80	5,374.32	3,446.25	5,222.82	4,190.66
其他	2,353.56	2,211.45	3,003.29	2,119.34	3,423.26
流动负债合计	6,179.46	7,935.59	7,263.08	7,742.16	8,013.91
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	3.74
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	257.67	322.66	280.00	320.00	400.00
非流动负债合计	257.67	322.66	280.00	320.00	403.74
负债合计	6,437.12	8,258.25	7,543.08	8,062.16	8,417.66
少数股东权益	34.88	36.10	35.94	39.84	44.52
股本	990.02	1,780.38	1,780.38	1,780.38	1,780.38
资本公积	3,641.09	4,838.94	6,838.94	6,838.94	6,838.94
留存收益	4,649.35	7,003.48	10,598.49	12,547.64	14,882.65
其他	(3,641.09)	(4,838.94)	(6,838.94)	(6,838.94)	(6,838.94)
股东权益合计	5,674.25	8,819.96	12,414.80	14,367.86	16,707.55
负债和股东权益总	12,111.38	17,078.21	19,957.88	22,430.02	25,125.21

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	927.57	1,157.50	1,595.01	1,949.15	2,335.01
折旧摊销	2,260.40	3,770.62	2,863.86	3,906.56	4,780.61
财务费用	13.72	16.38	(35.83)	(35.72)	(47.02)
投资损失	(31.40)	(6.47)	(74.09)	(8.00)	(4.00)
营运资金变动	267.55	1,095.04	(3,459.49)	1,556.67	(3,725.60)
其它	(3,814.76)	(5,740.20)	(0.16)	3.91	4.68
经营活动现金流	(376.92)	292.87	889.29	7,372.56	3,343.68
资本支出	5,086.22	5,682.09	3,963.86	4,866.50	5,520.48
长期投资	198.89	(5.11)	0.00	0.00	0.00
其他	(4,211.29)	(5,567.65)	(7,810.97)	(9,765.00)	(11,116.95)
投资活动现金流	1,073.83	109.34	(3,847.11)	(4,898.50)	(5,596.48)
债权融资	196.10	360.22	817.00	404.62	409.91
股权融资	3,576.49	2,024.78	2,035.83	35.72	47.02
其他	(3,893.14)	(260.32)	(360.22)	(817.00)	(404.62)
筹资活动现金流	(120.56)	2,124.68	2,492.62	(376.66)	52.30
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	576.35	2,526.88	(465.20)	2,097.40	(2,200.49)

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	9,660.66	12,500.66	15,330.10	18,870.68	22,311.71
营业成本	6,082.77	8,284.74	10,584.69	13,003.60	15,403.87
营业税金及附加	97.90	96.43	114.43	145.30	171.80
营业费用	1,801.46	2,140.68	2,392.14	2,840.17	3,346.76
管理费用	461.55	610.14	706.95	884.79	979.55
研发费用	220.56	239.30	114.42	113.22	133.87
财务费用	(24.20)	(36.58)	(35.83)	(35.72)	(47.02)
资产减值损失	104.44	(0.62)	(57.47)	(50.00)	(54.00)
公允价值变动收益	0.00	(1.37)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	31.40	6.47	74.09	8.00	4.00
其他	(92.41)	(16.25)	(33.25)	84.00	100.00
营业利润	977.18	1,177.73	1,469.93	1,877.32	2,272.88
营业外收入	14.85	25.84	162.08	130.80	130.80
营业外支出	45.03	26.04	8.70	10.00	10.00
利润总额	947.00	1,177.53	1,623.32	1,998.12	2,393.68
所得税	19.43	20.03	28.47	45.07	53.99
净利润	927.57	1,157.50	1,594.85	1,953.05	2,339.69
少数股东损益	62.01	1.22	(0.16)	3.91	4.68
归属于母公司净利润	865.57	1,156.29	1,595.01	1,949.15	2,335.01
每股收益（元）	0.49	0.65	0.90	1.09	1.31

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	223.77%	29.40%	22.63%	23.10%	18.23%
营业利润	1473.22%	20.52%	24.81%	27.71%	21.07%
归属于母公司净利润	1093.27%	33.59%	37.94%	22.20%	19.80%
获利能力					
毛利率	37.04%	33.73%	30.95%	31.09%	30.96%
净利率	8.96%	9.25%	10.40%	10.33%	10.47%
ROE	15.35%	13.16%	12.88%	13.60%	14.01%
ROIC	169.53%	35.31%	34.82%	20.96%	27.00%
偿债能力					
资产负债率	53.15%	48.36%	37.79%	35.94%	33.50%
净负债率	-41.07%	-53.33%	-30.46%	-43.79%	-24.46%
流动比率	1.40	1.48	1.87	1.95	2.12
速动比率	1.04	1.24	1.32	1.57	1.41
营运能力					
应收账款周转率	11.71	5.52	9.00	10.29	10.29
存货周转率	8.44	6.05	5.21	5.50	5.21
总资产周转率	1.34	0.86	0.83	0.89	0.94
每股指标（元）					
每股收益	0.49	0.65	0.90	1.09	1.31
每股经营现金流	-0.21	0.16	0.50	4.14	1.88
每股净资产	3.17	4.93	6.95	8.05	9.36
估值比率					
市盈率	145.48	108.91	78.95	64.61	53.93
市净率	22.33	14.34	10.17	8.79	7.56
EV/EBITDA	10.10	11.23	27.68	20.46	17.13
EV/EBIT	29.88	41.84	78.85	61.63	52.22

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