

# 不创新，毋宁死；内容创新，生命力的源泉

## 芒果超媒（300413.SZ）创新力研究

### 核心结论

**内容为王，创新为冠。**我们认为对于用户来说，视频渠道差异性不大，用户随内容“迁徙”。而对于内容来说，制作机构的制作能力和创新能力是核心竞争力。制作能力强，节目质量较高，出现头部内容的概率就大。但光有强的制作能力并不够，因为国内竞争环境激烈和观众口味多变等原因，综N代的吸金能力一般都是下滑的，制作机构更需要具备创新能力，一直保持创新才是头部内容能源源不断产生的核心能力。

**“湘军”立足创新，不断被模仿，从未被超越。**在各大卫视的激烈竞争下，湖南卫视依旧稳居榜首，头部优势明显，每年芒果TV亦有多部自制节目跻身台网综艺TOP20。从创新类型上来说，近五年湘军从以大众娱乐为主导的选秀类综艺和以亲子关系为主导的萌娃综艺转型，积极创新户外生活、情感观察、悬疑推理等多种综艺类型。从数量上来看，历年湖南卫视新节目数量占比都在一半左右。2019年，湖南卫视上线综艺节目共25档，总数相较去年同比增加31%，其中10档为全新节目。除了不断推出新节目，老节目也坚持内部创新。

**创新土壤和体系的养成非一朝一夕。**湘军以下机制有利于激发创新，且因为成一个完整的体系，难以被竞争对手模仿：1)行政管理团队服务于生产团队，定位清晰；2)制作支撑体系完整，各个环节流程规范成熟；3)人才储备和培养体系完善，梯队建设合理；4)晋升机制和分配机制清晰有效。

**投资建议：**芒果超媒自制能力强，内容招商吸引度高，“湘军”人才激励到位，内容生产和渠道传播形成闭环体系，会员收入和广告收入均有较大提升空间。我们预计2020/21/22年公司每股收益0.81/1.02/1.23元，目前股价对应PE59.8/47.6/39.3。维持“买入”评级。

**风险提示：**内容招商不及预期，会员增长不及预期，行业监管风险

### 核心数据

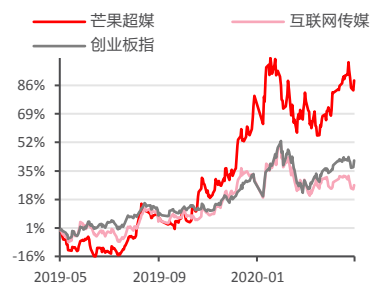
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,661	12,501	14,937	17,675	20,580
增长率	17%	29%	19%	18%	16%
归母净利润（百万元）	866	1,156	1,440	1,810	2,189
增长率	21%	34%	25%	26%	21%
每股收益（EPS）	0.87	0.65	0.81	1.02	1.23
市盈率（P/E）	55.3	74.4	59.8	47.6	39.3
市净率（P/B）	8.5	9.8	8.6	7.5	6.4

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级	买入
股票代码	300413
前次评级	买入
评级变动	维持
当前价格	48.34

### 近一年股价走势



### 分析师

李艳丽 S0800518050001  
021-38584239  
liyanli@research.xbmail.com.cn

### 联系人

卢翌  
luyi@research.xbmail.com.cn

### 相关研究

芒果超媒：净利增长符合预期，看好2020年会员收入表现—芒果超媒（300413.SZ）2019年&20Q1业绩点评 2020-04-26  
芒果超媒：芒果TV会员收入快速增长，中长期催化因素多—芒果超媒（300413.SZ）2019年业绩快报点评 2020-03-01  
芒果超媒：净利润增长约30%，符合预期；2020年催化多芒果超媒

## 索引

## 内容目录

综艺节目创新是生命力 .....	3
综 N 代的收视率和收入一般是下滑状态 .....	3
同行竞争激烈和观众审美疲劳是主因 .....	4
“湘军”立足创新，不断被模仿，从未被超越 .....	6
台网表现领先于行业.....	6
不创新，毋宁死.....	7
创新土壤和体系的养成非一朝一夕 .....	9
行政管理团队服务于生产团队，定位清晰.....	9
制作支撑体系完整，各个环节流程规范成熟 .....	9
人才储备和培养体系完善，梯队建设合理.....	9
晋升机制和分配机制清晰有效.....	10

## 图表目录

图 1:《极限挑战》五季收视率 .....	3
图 2:《奔跑吧兄弟》七季收视率 .....	3
图 3:《中国好声音》七季收视率 .....	3
图 4:《我是歌手》七季收视率 .....	3
图 5:《中国好声音》收入逐年下降 .....	4
图 6:《蒙面唱将猜猜猜》收入逐年下降.....	4
图 7: 美国六大传媒集团 .....	5
图 8: 近五年湖南卫视收视率始终领跑行业.....	7
图 9: 芒果 TV 每年均有多部自制节目荣登综艺榜 Top20.....	7
图 10: 湘军每年不断推出全新节目.....	8
图 11:《快乐大本营》发展历程中不断创新 .....	9
表 1: 芒果领跑亲子萌娃与生活慢综，雷同综艺层出不穷.....	5
表 2: 10 余年来湘军不断推出创新综艺.....	7

## 综艺节目创新是生命力

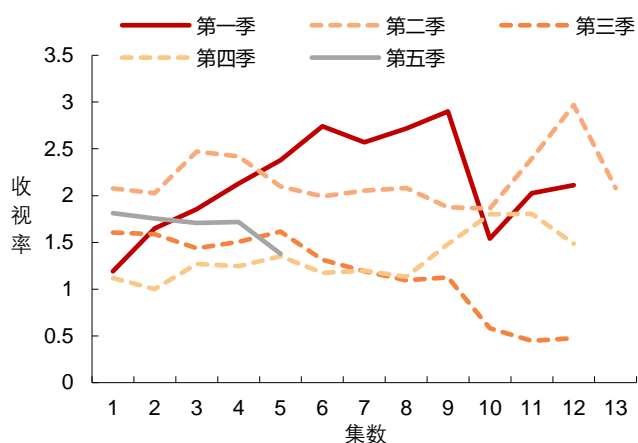
我们认为对于节目制作机构来说，制作能力和创新能力是核心竞争力。制作能力强，节目质量较高，出现头部内容的概率就大。但光有强的制作能力并不够，因为国内竞争环境激烈和观众口味多变等原因，综N代的吸金能力一般都是下滑的，制作机构更需要具备创新能力，一直保持创新才是头部内容源源不断产生的核心能力。

### 综N代的收视率和收入一般是下滑状态

国内不乏制作能力出众的制作机构，历史上也诞生过爆款综艺，但是往往可持续性不强。我们分两个方面来看，收视率和收入，综N代往往均呈现下滑趋势。

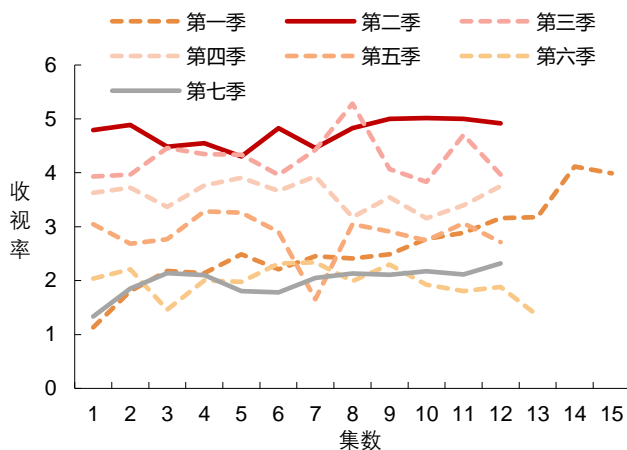
收视率方面，《极限挑战》、《奔跑吧兄弟》（第五季起正式更名《奔跑吧》）、《中国好声音》、《我是歌手》均为内地综N代的代表节目，大多收视率呈现“高开走低”的趋势。

图1:《极限挑战》五季收视率



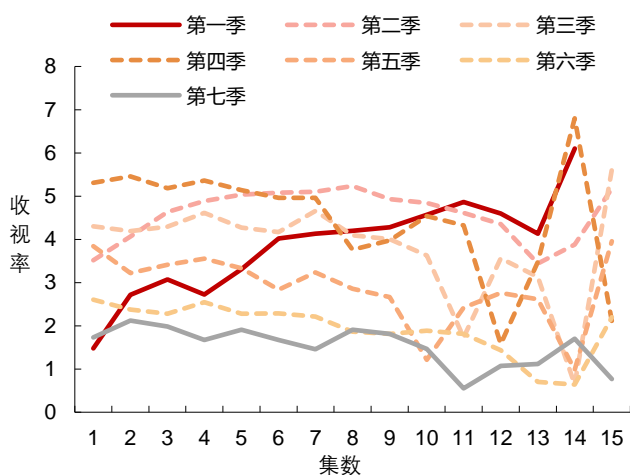
资料来源: CSM, 西部证券研发中心

图2:《奔跑吧兄弟》七季收视率



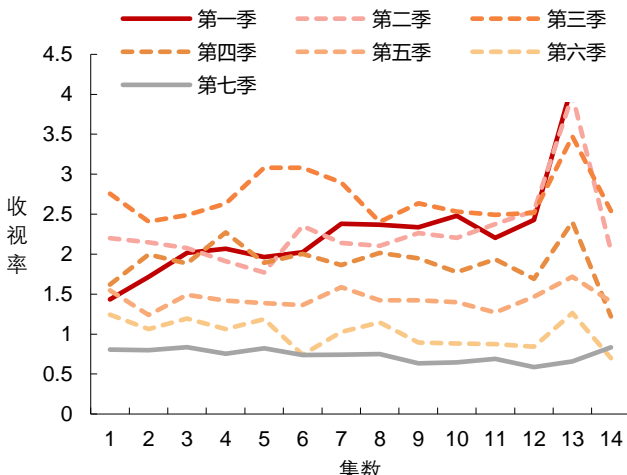
资料来源: CSM, 西部证券研发中心

图3:《中国好声音》七季收视率



资料来源: CSM, 西部证券研发中心

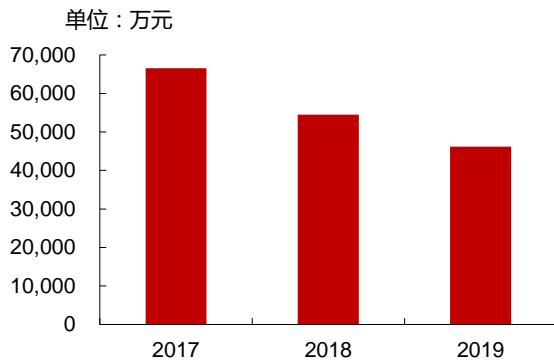
图4:《我是歌手》七季收视率



资料来源: CSM, 西部证券研发中心

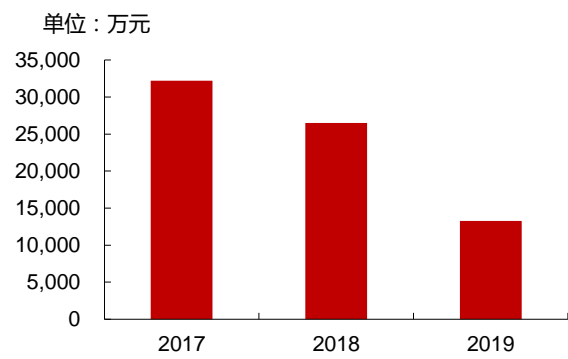
收入方面，头部综艺制作公司灿星文化旗下的主要综艺《中国好声音》和《蒙面唱将猜猜猜》，近三年收入也逐年下滑。其中《中国好声音》2019年收入同比下降15%，《蒙面唱将猜猜猜》2019年收入同比下降50%。

图 5:《中国好声音》收入逐年下降



资料来源：灿星文化公告，西部证券研发中心

图 6:《蒙面唱将猜猜猜》收入逐年下降



资料来源：灿星文化公告，西部证券研发中心

### 同行竞争激烈和观众审美疲劳是主因

中国的内容制作公司和视频播放渠道相对来说数量较多，市场较分散，竞争激烈。制作机构方面，不像美国主流制作的公司均隶属于五大传媒集团，中国内容制作进入门槛较低，制作公司数量庞大。视频渠道方面，同样美国电视台把持在五大传媒集团手中，流媒体平台主要是 Netflix。而中国除了央视和每个省的上星频道，各个地方都有自己的地方电视台，视频网站目前是优爱腾和芒果四家主流平台，竞争程度都比美国激烈。

图 7：美国六大传媒集团

公司名称	电视渠道	内容制作
		    
		  
		  
		    
		    

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

竞争激烈最直接的反映是：一档热门综艺出现后，市场上会迅速出来几档雷同的综艺。

以芒果系领跑的亲子互动真人秀为例，湖南卫视于 2013 年推出《爸爸去哪儿》后，各大卫视和视频平台纷纷推出“亲子萌娃”类的综艺：从“爸爸”系列到“妈妈”系列、从“全明星”阵容到“星+素”搭配。

亲子综艺热潮过后，湖南卫视又引领了“慢综艺”的新风向。湖南卫视于 2017 年推出《向往的生活》，记录了嘉宾在蘑菇屋度过的田园生活，给观众带来了焕然一新的清新观感。同年《中餐厅》和《亲爱的客栈》相继推出，进一步多元化布局“慢综艺”节目矩阵，市面上也相继涌现许多类似的餐厅/客栈经营类综艺，根据传媒内参统计，2018 年生活体验类慢综艺高达 40 余档。

表 1：芒果领跑亲子萌娃与生活慢综，雷同综艺层出不穷

节目	类型	首播日期	平台
爸爸去哪儿	亲子互动真人秀	2013 年 10 月 11 日	湖南卫视
爸爸回来了		2014 年 4 月 24 日	浙江卫视

爸爸请回答		2014年6月17日	贵州卫视
闪亮的爸爸		2015年11月28日	深圳卫视
厉害了奶爸		2017年5月23日	北京卫视
妈妈是超人		2016年4月22日	芒果TV
不可思议的妈妈		2017年9月24日	腾讯视频
放开我北鼻		2016年6月26日	腾讯视频
宝贝的新朋友		2017年10月16日	芒果TV
宝宝来啦		2013年11月10日	中央电视台
向往的生活	生活体验真人秀	2017年1月15日	湖南卫视
生活相对论		2017年9月16日	北京卫视
你好生活		2019年12月17日	中央电视台
哈哈农夫		2019年3月1日	芒果TV
花儿与少年	旅游类真人秀	2014年4月25日	湖南卫视
花样姐姐		2015年3月15日	东方卫视
青春的花路		2019年3月16日	爱奇艺
青春环游记		2019年5月4日	浙江卫视
中餐厅	餐厅经营类真人秀	2017年7月22日	湖南卫视
忘不了餐厅		2019年4月30日	腾讯视频
完美的餐厅		2018年11月4日	优酷
奇妙的食光		2018年9月22日	爱奇艺
大叔小馆		2019年5月17日	西瓜视频
亲爱的客栈	民宿经营类真人秀	2017年10月7日	湖南卫视
青春旅社		2017年10月7日	东方卫视
漂亮的房子		2017年10月13日	浙江卫视
三个院子		2017年12月17日	江苏卫视

资料来源：公司公告，公开资料整理，西部证券研发中心

在题材喷涌、模式雷同的当下，综艺节目同质化严重，观众难免感到审美疲劳。各制作团队面临竞争对手的挤压，争夺题材、抢夺艺人，匆忙上线抢占先机，却牺牲了节目质量，内容上一味的拼凑和效仿既有套路，观众审美疲劳，节目收视口碑双扑也在所难免。因此，想要率先突围、获得观众青睐，综艺必须不断开拓题材玩法、寻找新的风口、走特色差异化路线。

## “湘军”立足创新，不断被模仿，从未被超越

### 台网表现领先于行业

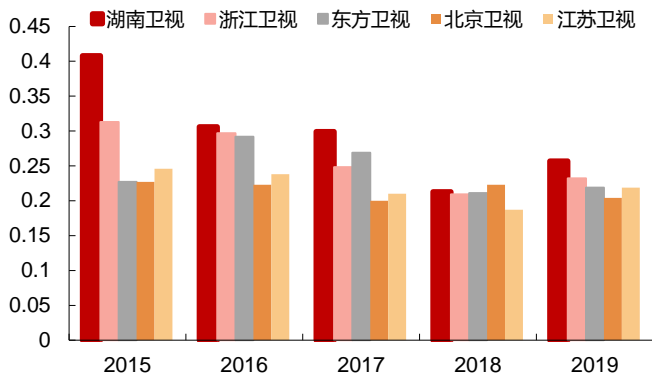
湖南广播电视台创立于1960年，于1997年正式上星播出，在省级卫视中持续领跑。近五年，各大卫视竞相发力、积极抢占市场份额，收视率头部位置被湖南卫视、浙江卫视、东方卫视、江苏卫视、北京卫视这五大卫视占据。在各大卫视的激烈竞争下，湖南卫视依旧稳居榜首，头部优势明显。

每年芒果TV有多部自制节目跻身台网综艺TOP20。2019年，在优爱腾三巨头的强势竞争下，芒果TV霸榜率高达65%，共计上榜13部综艺，其中除了表现持续优异的综N代节目外，全



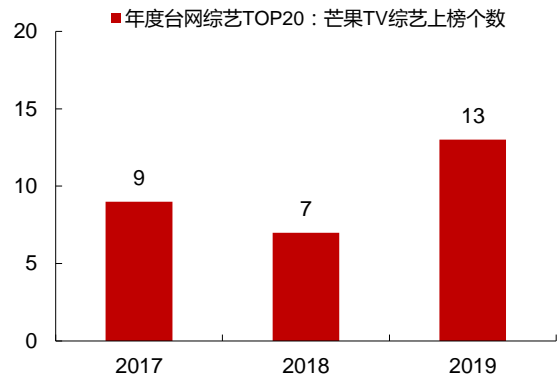
新综艺《密室大逃脱》、《少年可期》、《哈哈农夫》、《我家小两口》也纷纷上榜。

图 8：近五年湖南卫视收视率始终领跑行业



资料来源：CSM，西部证券研发中心

图 9：芒果 TV 每年均有多部自制节目荣登综艺榜 Top20



资料来源：骨朵数据，西部证券研发中心

## 不创新，毋宁死

历史上，湘军一直综艺节目行业领路人。公司具备鲜明的媒体属性与内容基因，具备对社会思潮、大众情绪及内容创新趋势的敏锐捕获力，以及对 IP 价值的深刻掌控力。从 2004 年举办选秀鼻祖《超级女声》开始，10 余年来湘军积极领跑综艺创新、不断推陈出新。

湘军鼓励各种创新，且为之建立配套支持制度，以最近几年为例：

- 设立“飙计划”，不设门槛、自下而上向台内外收集节目方案，除了团队可以提方案，个人也可以，《声入人心》就是以个人名义提出的方案。
- 开辟新的播出时段，提供试错机会。频道开辟新的时段窗口，为创新节目提供更多的机会。例如周四后晚间，白天黄金时段，周六、周日泛黄档开辟“青春风向飙”等，鼓励原创节目大胆试错，推动原创方案落地。
- 鼓励新技术的运用和新趋势的尝试。例如电视台端弹幕的运用，例如晚会类节目网台同步直播，再例如湖南卫视在 2015 年的小年夜春晚上，邀请虚拟歌手洛天依通过 AR（增强现实）技术，与真人歌手同台演出，创当晚收视高潮。

从创新类型上来说，近五年湘军从以大众娱乐为主导的选秀类综艺和以亲子关系为主导的萌娃综艺转型，积极创新户外生活、情感观察、悬疑推理等多种综艺类型，例如《向往的生活》和《亲爱的客栈》等生活类慢综艺、《妻子的浪漫旅行》和《我家那闺女》等观察类综艺、破案解谜类综艺《明星大侦探》和《密室大逃脱》等悬疑解谜类综艺。

表 2：10 余年来湘军不断推出创新综艺

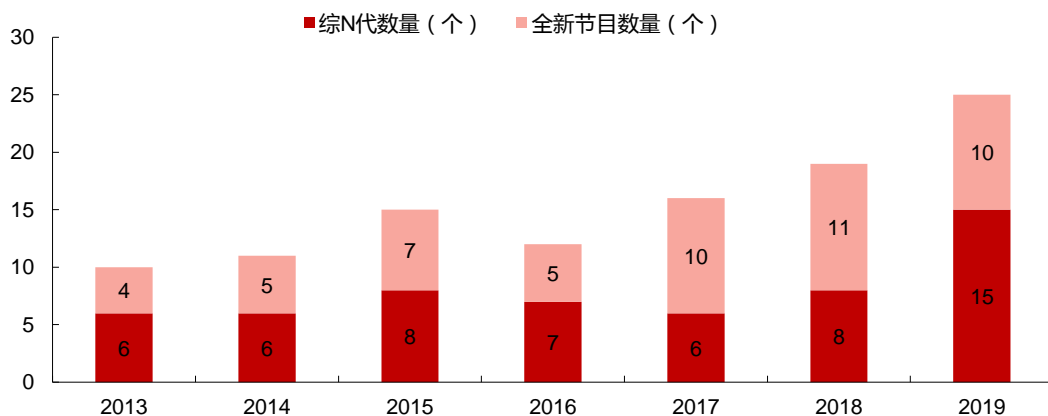
节目	类型	年份	模式	团队	创新性
超级女声	选秀娱乐节目	2004	原创	孔晓一工作室	歌唱类娱乐选秀，为中国选秀鼻祖
变形计	生活类角色互换节目	2006	原创	胡蓉工作室	城乡孩子互换体验，聚焦家庭教育
舞动奇迹	舞蹈竞技节目	2007	引进	洪涛工作室	明星舞蹈竞技，为慈善而战
百变大咖秀	竞技模仿类节目	2012	引进	洪涛工作室	国内首档明星模仿秀大赏赛
我是歌手	音乐竞技节目	2013	引进	洪涛工作室	中国首档歌手音乐对决节目
爸爸去哪儿	亲子户外真人秀	2013	引进	谢涤葵工作室	聚焦明星爸爸子女互动，掀起亲子综艺热潮

花儿与少年	明星自助远行真人秀	2014	引进	吴梦知工作室	老少明星搭配成团，开启异域穷游之旅
偶像来了	明星女神生活体验秀	2015	原创	陈汝涵工作室	10名不同年龄段的女星深入体验各色行业
真正男子汉	国防教育特别节目	2015	引进	罗旭明工作室	明星深入一线部队，体验真实军营生活
明星大侦探	明星推理真人秀	2016	引进	何忱工作室	国内首个悬疑综艺超级IP，聚焦破案解密
向往的生活	生活服务纪实节目	2017	原创	王征宇工作室	节目守拙归田园，远离城市喧嚣
亲爱的客栈	经营体验类真人秀	2017	原创	陈歆宇工作室	明星共同经营客栈，体现慢生活治愈特色
中餐厅	合伙人经营体验节目	2017	原创	王恬工作室	明星在海外合力经营中餐厅，推广中华美食
妻子的浪漫旅行	夫妻观察治愈节目	2018	原创	李甜工作室	丈夫远程观察旅途中的妻子，审视夫妻关系
声临其境	声音魅力竞演秀	2018	原创	徐晴工作室	以台词和配音为切入点，演员的声音比拼赛
声入人心	新形态声乐演唱节目	2018	原创	邢丽琴工作室	聚焦高雅音乐，见证美声演唱员的成长
我家那闺女	亲情观察成长节目	2019	原创	陈歆宇工作室	聚焦独居女性，重点观察父女关系
密室大逃脱	实景解密体验秀	2019	原创	何忱工作室	明星通过寻找线索、推理解谜，逃离密室

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

从数量上来看，历年湖南卫视新节目数量占比都在一半左右。2019年，湖南卫视上线综艺节目共25档，总数相较去年同比增加31%，其中10档为全新节目。

图 10：湘军每年不断推出全新节目



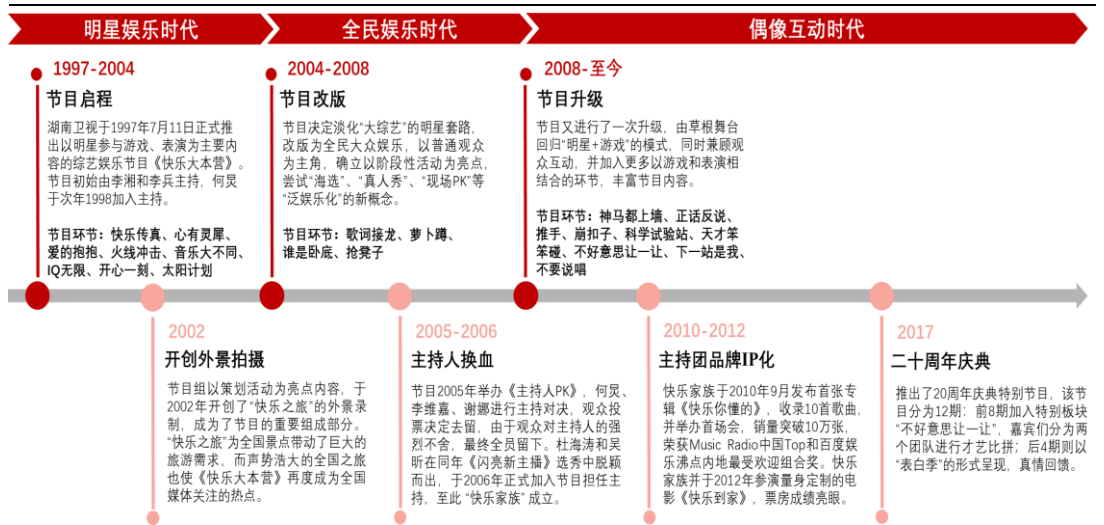
资料来源：公司公告，星联互动，西部证券研发中心

除了不断推出新节目，老节目也坚持内部创新。《快乐大本营》是湖南卫视上星以来一直保持的品牌节目，开播至今目前已长达23年，是我国“最长寿”的综艺节目。至今节目年均收视率始终破1，保持着旺盛的生命力。这归功于节目紧跟时代潮流、不断推陈出新，从节目内容游戏环节的精心设计、到主持团队“快乐家族”的品牌打造，经历了多次改版升级、全方位实现创新。

《快乐大本营》开播至今，共经历两次大型的改版升级，从最初的明星主导娱乐时代，到2004年转型为“草根舞台”的大众娱乐时代，再到2008年的回归“明星+游戏”的偶像互动时代，节目在内容模式和游戏环节上不断尝新升级、与时俱进。



图 11:《快乐大本营》发展历程中不断创新



资料来源：公开信息整理，西部证券研发中心

## 创新土壤和体系的养成非一朝一夕

### 行政管理团队服务于生产团队，定位清晰

很多公司的行政管理团队会凌驾于生产团队之上，但湘军在管理团队的建设中，确定了“服务而不是管控”的思路。即减少通过行政审批的方式对制作团队进行管控，增加制作团队在创新、生产等方面的自由度。行政管理团队承担相应的责任与风险，原创创新项目，落实到总监会责任人身上，总监会成员承担项目的风险，而不是把责任都压到团队身上。

### 制作支撑体系完整，各个环节流程规范成熟

湘军具有独立完整的制作支撑体系，工种齐全，包括制片、演播、艺统、导摄、服化道等，共计 100 多人。该支撑体系作业流程成熟规范且专业，对细节把控到位，从灯光、道具到字幕、音效，每一个精细的工种都在行业中处于领头羊位置。这样的支撑系统是湖南卫视 20 余年发展过程中逐步建设和完善起来的，对于竞争对手来说，学习曲线较长，养成壁垒较高。湘军制作支撑体系强大的体现之一就是很多导演、制片人在离开这个平台后市场价值降低，成绩不如从前。

### 人才储备和培养体系完善，梯队建设合理

**任人唯贤。**2014 年至今芒果 TV 共经理三任 CEO，每一次换帅都是匹配芒果 TV 的战略发展需求。2006-2015 年营销为王的时代，芒果 TV 第一任 CEO 张若波，原湖南卫视广告部副主任，善社交和营销。芒果 TV 建立初期他给芒果带来了营销思维、品牌思维和业务思维等。2015-2017 年是内容为王的时代，第二任 CEO 丁诚，曾担任湖南卫视副总监、总编室主任等职位，擅长内容运营，赋予了芒果 TV 强大的“自制”意识。2017-2019 年是平台为王的时代，第三任 CEO 蔡怀军，曾任湖南广播电视台财务部副主任、芒果传媒战略投资部部长，并兼任基金公司负责人，全程参与芒果 TV 的资本化运作。

**已经具备庞大的人才储备池。**湖南卫视导演接近 600 人，节目团队 25 支，如此人才规模在国内市场上比较少见。

**中层管理岗位竞聘上岗制度。**公司中层管理干部平均年龄仅 33 岁，芒果 TV 最年轻的总裁助理、副总经理、高级总监均从中产生。

**建立工作室。**湖南卫视成立了由 12 位制作人领衔的工作室，拥有 51% 的导演人数，主创完成了频道接近 80% 的自办节目量，创造超过 90% 的频道营收。工作室制度给人才带来了品牌激励，工作室可以创立自主独立品牌。工作室的用工权力更大，无论从外部招聘还是内部用工，领衔制作人都有直接提拔的权力。

**队伍年轻化。**飘计划之“30 未满”专门选拔年轻导演，“95 后”年轻导演频出，如《声入人心》首季制作团队平均年龄仅有 24.5 岁。

**青芒计划和师徒“一带一”制度。**芒果训练营在清华、复旦、西安交大等多个名校招聘优秀学子，为湘军贡献储备力量。

人才培养体系完善和梯队建设合理的直观反映之一就是近年来尽管有部分制片人流失，但新的核心业务骨干迅速崛起，原有节目质量未受影响，且新创意新项目有增无减。

## 晋升机制和分配机制清晰有效

**施行人才“双通道”晋升政策，给专业化人才发展自己专业的空间。**以往体制内的发展路径为：员工-副经理-经理-副主任-主任-副总监-总监，优秀人才要晋升最后只能走管理序列晋升，选择成为一位管理者。2014 年芒果实行了双通道管理，将制片人划分到专业通道发展，晋升路径为：执行制片人-制片人-资深制片人-首席制片人，2019 年湖南卫视也实施该制度，双通道制度使得专业的人可以继续做专业的事情，且不影响自己的晋升和待遇提高。

**分配机制打破平均主义。**绩效考核结果实施强制正态分布，激励机制倾斜绩优员工。以业绩反馈最为直接的广告营销中心为例，区域销售团队 S 级销售员的年收入往往会超过部门主管。以“投入产出”为依据制定“项目价值奖”，让创作者分享创收红利，既奖励制作老牌项目的创收增收贡献，也奖励新创项目的开源贡献。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2,526	5,064	8,507	10,381	12,559	营业收入	9,661	12,501	14,937	17,675	20,580
应收款项	1,510	3,128	2,003	2,374	2,761	营业成本	6,083	8,285	9,787	11,476	13,261
存货净额	2,215	1,916	3,303	3,946	4,658	营业税金及附加	98	96	115	136	159
其他流动资产	2,414	1,619	3,640	4,342	5,113	销售费用	1,801	2,141	2,539	3,005	3,499
<b>流动资产合计</b>	<b>8,665</b>	<b>11,728</b>	<b>17,453</b>	<b>21,041</b>	<b>25,091</b>	管理费用	682	610	729	863	1,004
固定资产及在建工程	207	181	204	216	233	财务费用	-24	-37	21	21	41
长期股权投资	216	210	216	216	216	其他费用/( -收入)	-73	6	6	6	7
无形资产	2,856	4,851	2,314	2,082	1,874	<b>营业利润</b>	<b>977</b>	<b>1,178</b>	<b>1,467</b>	<b>1,843</b>	<b>2,229</b>
其他非流动资产	167	108	108	108	108	营业外净收支	-30	-0	-0	-0	-0
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,446</b>	<b>5,350</b>	<b>2,842</b>	<b>2,622</b>	<b>2,431</b>	<b>利润总额</b>	<b>947</b>	<b>1,178</b>	<b>1,466</b>	<b>1,843</b>	<b>2,229</b>
<b>资产总计</b>	<b>12,111</b>	<b>17,078</b>	<b>20,295</b>	<b>23,663</b>	<b>27,522</b>	所得税费用	19	20	25	31	38
短期借款	196	360	360	360	360	<b>净利润</b>	<b>928</b>	<b>1,158</b>	<b>1,441</b>	<b>1,812</b>	<b>2,191</b>
应付款项	3,630	5,374	5,996	7,162	8,454	少数股东损益	62	1	2	2	2
其他流动负债	2,354	2,201	3,576	4,247	4,959	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>866</b>	<b>1,156</b>	<b>1,440</b>	<b>1,810</b>	<b>2,189</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6,179</b>	<b>7,936</b>	<b>9,932</b>	<b>11,769</b>	<b>13,774</b>						
长期借款及应付债券	-	-	-	-	-	<b>财务指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
其他长期负债	258	323	323	323	323	<b>盈利能力</b>					
<b>长期负债合计</b>	<b>258</b>	<b>323</b>	<b>323</b>	<b>323</b>	<b>323</b>	ROE	15%	13%	13%	12%	11%
<b>负债合计</b>	<b>6,437</b>	<b>8,258</b>	<b>10,255</b>	<b>12,091</b>	<b>14,096</b>	毛利率	37%	34%	34%	35%	36%
股本	990	1,780	1,780	1,780	1,780	营业利润率	10%	9%	10%	10%	11%
股东权益	5,674	8,820	10,040	11,572	13,425	销售净利率	9%	9%	10%	10%	11%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,111</b>	<b>17,078</b>	<b>20,295</b>	<b>23,663</b>	<b>27,522</b>	<b>成长能力</b>					
						营业收入增长率	17%	29%	19%	18%	16%
						营业利润增长率	22%	21%	25%	26%	21%
						归母净利润增长率	21%	34%	25%	26%	21%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	53%	48%	51%	51%	51%
						流动比	1.40	1.48	1.76	1.79	1.82
						速动比	1.04	1.24	1.42	1.45	1.48
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2017</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	0.87	0.65	0.81	1.02	1.23
						BVPS	5.70	4.93	5.62	6.48	7.52
						<b>估值</b>					
						P/E	55.3	74.4	59.8	47.6	39.3
						P/B	8.5	9.8	8.6	7.5	6.4
						P/S	5.0	6.9	5.8	4.9	4.2

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

## 西部证券—公司投资评级说明

买入:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性:	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出:	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

## 联系我们

联系地址: 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层  
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

## 机构销售团队:

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕晗屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	18662826262	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售助理	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎越	上海	机构销售助理	19121348206	yanyue@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
张帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓洁	深圳	机构销售助理	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhuzhu@research.xbmail.com.cn
李文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
袁盼峰	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
魏彤	北京	机构销售助理	13120078585	weitong@research.xbmail.com.cn

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本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：91610000719782242D。