

## 方正证券研究所证券研究报告

芒果超媒(300413)

公司研究

传媒行业

公司事件点评报告

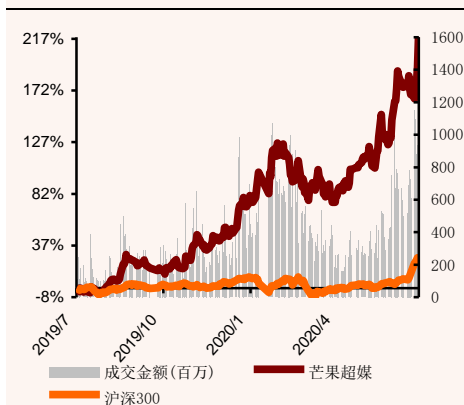
2020.07.12/推荐(维持)

首席分析师：杨仁文  
执业证书编号：S1220514060006

首席分析师：姚蕾  
执业证书编号：S1220516080006

联系人：蔡靖  
E-mail: caijing2@foundersec.com

### 历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

### 相关研究

《19年平台业务表现亮眼，内容优势突出，20Q1会员数大幅提升》2020.04.26

《19年业绩预增27%~39%，会员数超1800万》2020.01.14

《守正创新，19H1广告、会员、运营商业业务高速增长，5G等新技术布局有望带来增量机会》2019.08.30

请务必阅读最后特别声明与免责条款

### 事件：

公司公告2020H1业绩预告，归母净利润预计区间为10.4—11.4亿元，同比增长29.42%—41.86%；2020H1非经常性损益约为1.39亿元。

### 点评：

1、2020H1，公司以领先内容制播能力，推出多部热门剧集&综艺，推动会员及广告收入大幅增长。

受益热播剧集&综艺内容优异表现，芒果TV MAU加速增长、DAU增速领先前三大视频平台、月人均单日使用时长超过前三大视频平台。2020年5月，芒果TV MAU达16108万人（YoY+47%），DAU达3270万人（YoY+42%），月人均单日使用时长69分钟。

【电视剧方面】2020年1-6月，芒果TV进入月度播映指数Top20上新剧集合计11部，其中独播剧4部（《下一站是幸福》、《时光与你都很甜》、《韞色过浓》、《我才不要和你做朋友呢》，自制剧（含联合出品）7部。

【综艺方面】2020年1-6月，综艺内容表现突出，热度排名Top10中，芒果TV占席位5/5/7/6/2/3；《歌手·当打之年》、《乘风破浪的姐姐》均为首播当月排名Top1。综N代（《明星大侦探》、《声临其境》、《歌手》、《妻子》、《向往的生活》等）持续热度及表现力；新综艺及系列综艺频出，《我们的乐队》、《朋友请听好》、《小小的追球》、《婚前21天》等。《乘风破浪的姐姐》以微创新开启团综选秀新领域，实现高热度&高播放量&高分，上线30天，平台播放量近20亿，豆瓣评分人数超10万、评分8.2，领先同期同类型及其他垂类综艺。

2、公司以内容优势提升多渠道变现能力，大小屏联动，运营商业业务加大线上教育和生活服务布局提速；大芒计划2.0升级内容+势力；推动收入结构优化及整体业绩持续增长。

【运营商业业务】公司加速布局运营商业业务线上教育&生活服务，联合湖南省教育厅策划网络大课堂；上线本地生活频道，汇聚生活精选视频、集纳本地特色内容，联合抖音推出“越夜越湖南”打造平民网红，大小屏+双平台流量升级。

【大小屏联动，推进内容创新变现】公司综艺付费厂牌特色持续发挥，内容驱动会员付费提升外，以硬广+软广内容创新植入+带货多维度提升内容产出效益。《来自手机的你》以薇娅为代表的主持人解锁明星艺人手机，对当下生活方式进行讨论，每期嘉宾大屏综艺录制+小屏薇娅直播间带货，联动综艺+电商，提升内容产出能力。《乘风破浪的姐姐》与抖音合作，以“姐选”带货直播。

3、公司综艺及剧集内容储备丰富，以工作室制度持续提升自制

动能，有望持续发挥综艺自制领先优势，发布新芒 S 计划，加大影视剧创作自主自控能力。

**4、盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年营业收入 150.17/175.27/198.50 亿元，归母净利 15.59/19.40/23.36 亿元，对应当前 PS 分别为 8.6/7.4/6.5X，维持“推荐”评级。

**风险提示：**标的业绩不达预期、自制/版权内容市场表现不达预期、付费会员增长不达预期、内容自制/分销进展不达预期、IPTV/OTT/新技术布局不达预期、政策风险、内容版权价格提升、核心人才流失、广告主预算偏好改变、公司治理结构风险、市场风格切换等。

#### 盈利预测：

| 单位/百万     | 2019      | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入     | 12,500.66 | 15,016.76 | 17,527.29 | 19,849.53 |
| (+/-) (%) | 29.40     | 20.13     | 16.72     | 13.25     |
| 净利润       | 1,156.29  | 1,559.00  | 1,939.61  | 2,335.93  |
| (+/-) (%) | 33.59     | 34.83     | 24.41     | 20.43     |
| EPS(元)    | 0.65      | 0.88      | 1.09      | 1.31      |
| P/S       | 10.38     | 8.64      | 7.40      | 6.53      |

数据来源：wind 方正证券研究所

## 事件

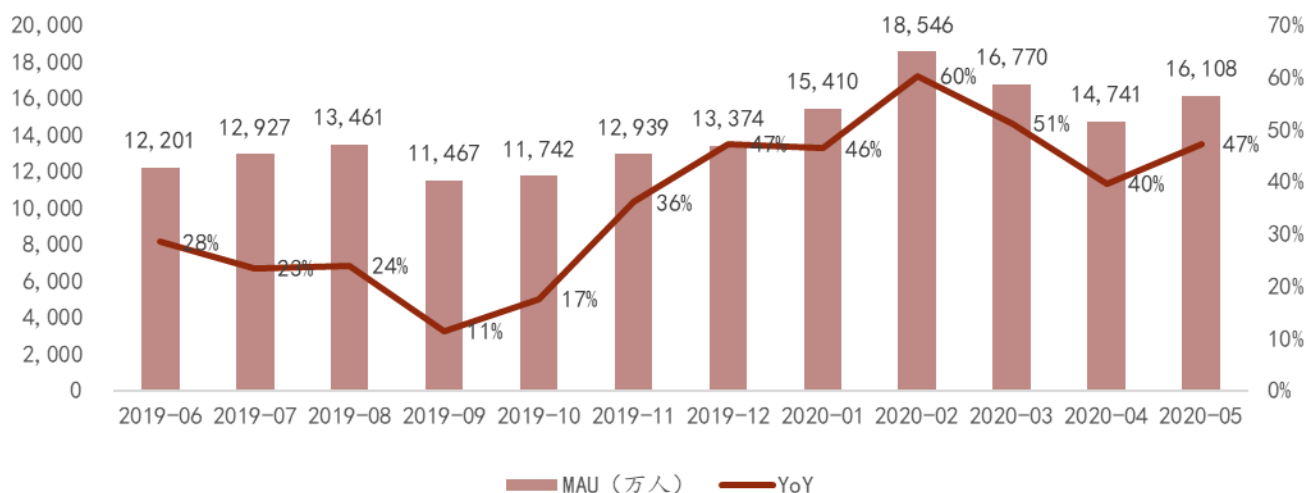
公司公告 2020H1 业绩预告, 归母净利润预计区间为 10.4—11.4 亿元, 同比增长 29.42%—41.86%; 2020H1 非经常性损益约为 1.39 亿元。

## 点评

**1、2020H1, 公司以领先内容制播能力, 推出多部热门剧集&综艺, 推动会员及广告收入大幅增长。**

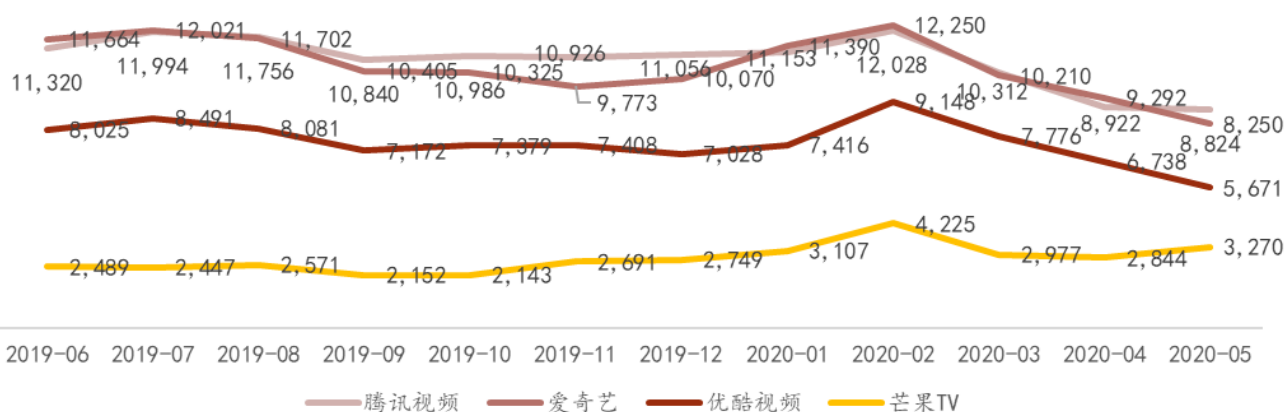
2020H1, 受益热播剧集&综艺内容优异表现, 芒果 TV MAU 加速增长、DAU 增速领先前三大视频平台、月人均单日使用时长超过前三大视频平台。2020 年 5 月, 芒果 TV MAU 达 16108 万人 (YoY+47%), DAU 达 3270 万人 (YoY+42%), 月人均单日使用时长 69 分钟。

图表1: 芒果 TV MAU 及同比增速



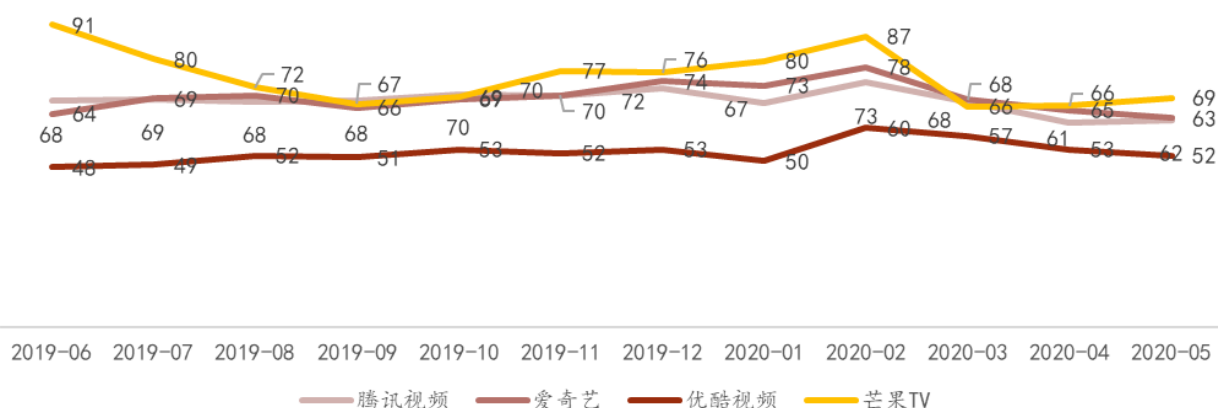
资料来源: QuestMobile, 方正证券研究所

图表2: 各视频平台 DAU (万人)



资料来源: QuestMobile, 方正证券研究所

图表3: 各视频平台月人均单日使用时长(分钟)



资料来源: QuestMobile, 方正证券研究所

**【电视剧方面】**2020年1-6月,芒果TV进入月度播映指数Top20上新剧集合计11部,其中独播剧4部(《下一站是幸福》、《时光与你都都很甜》、《韞色过浓》、《我才不要和你做朋友呢》),自制剧(含联合出品)7部。

图表4: 2020.01-2020.06 芒果TV月度播映指数Top20上新剧集

| 2020H1 芒果TV进入月度播映指数Top20的上新剧集 |                |           |                     |            |
|-------------------------------|----------------|-----------|---------------------|------------|
| 名称                            | 网络平台           | 卫视平台      | 出品方                 | 首播时间       |
| 锦衣之下                          | 芒果TV+爱奇艺       | -         | 芒果超媒+欢瑞世纪+浙江艺能      | 2019-12-28 |
| 下一站是幸福                        | 芒果TV           | 湖南卫视      | 华策影业                | 2020-01-26 |
| 完美关系                          | 芒果TV+爱奇艺+腾讯    | 湖南卫视      | 华策影视+金溪影视           | 2020-02-19 |
| 上古密约                          | 芒果TV+爱奇艺       | 湖南卫视      | 芒果娱乐+芒果超媒+天娱传媒+华悦影视 | 2020-02-09 |
| 如果岁月可回头                       | 芒果TV+爱奇艺+腾讯+优酷 | 北京卫视+东方卫视 | 爱奇艺+强视传媒+山东影视       | 2020-03-20 |
| 三千鸦杀                          | 芒果TV+优酷        | -         | 快乐阳光+新力量影视          | 2020-03-19 |
| 时光与你都都很甜                      | 芒果TV           | -         | 快乐阳光+展星盛世           | 2020-02-14 |
| 天醒之路                          | 芒果TV+爱奇艺       | -         | 爱奇艺+东阳留白+天瑞影业       | 2020-04-23 |
| 谁说我们结不了婚                      | 芒果TV+爱奇艺+优酷    | CCTV-8    | 爱奇艺+兴格文化+腾讯         | 2020-05-27 |
| 韞色过浓                          | 芒果TV           | -         | 快乐阳光                | 2020-05-02 |
| 我才不要和你做朋友呢                    | 芒果TV           | -         | 芒果TV+天浩盛世+开火文化      | 2020-05-19 |
| 蜗牛与黄鹂鸟                        | 芒果TV+爱奇艺+腾讯    | 湖南卫视      | 湖南卫视+快乐阳光+东阳天娱      | 2020-06-22 |

资料来源: 艺恩数据, 方正证券研究所

**【综艺方面】**2020年1-6月,综艺内容表现突出,热度排名Top10中,芒果TV占席位5/5/7/6/2/3:《歌手·当打之年》、《乘风破浪的姐姐》均为首播当月排名Top1。综N代(《明星大侦探》、《声临其境》、《歌手》、《妻子》、《向往的生活》等)持续热度及表现力;新综艺及系列综艺频出,《我们的乐队》、《朋友请听好》、《小小的追球》、《婚前21天》等。

《乘风破浪的姐姐》以微创新开启团综选秀新领域,实现高热度&高播放量&高评分,上线30天,平台播放量近20亿,豆瓣评分人数超10万、评分8.2,领先同期同类型及其他垂类综艺。

图表5: 2019.06至2020.06芒果TV综艺热度排名情况(月度)

| 时间           | TOP10<br>版权综<br>艺 | TOP10<br>自制综<br>艺 | TOP10<br>联播综<br>艺 | 芒果<br>TOP10里<br>占席位 | TOP20<br>版权综<br>艺 | TOP20<br>自制综<br>艺 | TOP20<br>联播综<br>艺 | 芒果<br>TOP20里<br>占席位 | 芒果排名最好的前3部综艺<br>(名称、排名)                        |
|--------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|--|
| 2019年<br>6月  | 1                 | 1                 | 0                 | 2                   | 4                 | 2                 | 1                 | 7                   | 《向往的生活第三季》(2),《密室大逃脱》(9),<br>《少年可期》(13)        |
| 2019年<br>7月  | 2                 | 0                 | 0                 | 2                   | 5                 | 0                 | 2                 | 7                   | 《向往的生活第三季》(6),《中餐厅第三季》<br>(10),《我最爱的女人们》(13)   |
| 2019年<br>8月  | 2                 | 0                 | 0                 | 2                   | 5                 | 1                 | 1                 | 7                   | 《中餐厅第三季》(3),《声入人心第二季》(4),<br>《女儿们的恋爱第二季》(13)   |
| 2019年<br>9月  | 3                 | 2                 | 1                 | 6                   | 5                 | 3                 | 1                 | 9                   | 《中餐厅第三季》(1),《声入人心第二季》(4),<br>《一路成年》(6)         |
| 2019年<br>10月 | 3                 | 2                 | 0                 | 5                   | 4                 | 2                 | 2                 | 8                   | 《舞蹈风暴》(2),《中餐厅第三季》(4),《亲<br>爱的客栈第三季》(8)        |
| 2019年<br>11月 | 2                 | 0                 | 2                 | 4                   | 2                 | 1                 | 2                 | 5                   | 《明星大侦探第五季》(2),《舞蹈风暴》(4),<br>《妻子的浪漫旅行第三季》(5)    |
| 2019年<br>12月 | 1                 | 2                 | 0                 | 3                   | 4                 | 4                 | 0                 | 8                   | 《明星大侦探第五季》(2),《舞蹈风暴》(6),<br>《妻子的浪漫旅行第三季》(8)    |
| 2020年<br>1月  | 0                 | 4                 | 1                 | 5                   | 2                 | 5                 | 1                 | 8                   | 《明星大侦探第五季》(3),《妻子的浪漫旅行<br>第三季》(5),《小小的追球》(8)   |
| 2020年<br>2月  | 2                 | 3                 | 0                 | 5                   | 4                 | 5                 | 1                 | 10                  | 《歌手·当打之年》(1),《朋友请听好》(2),<br>《明星大侦探第五季》(4)      |
| 2020年<br>3月  | 3                 | 2                 | 2                 | 7                   | 4                 | 4                 | 2                 | 10                  | 《朋友请听好》(3),《歌手·当打之年》(4),<br>《我们的乐队》(5)         |
| 2020年<br>4月  | 2                 | 3                 | 1                 | 6                   | 4                 | 5                 | 2                 | 11                  | 《歌手·当打之年》(3),《朋友请听好》(4),<br>《周游记》(6)           |
| 2020年<br>5月  | 1                 | 1                 | 0                 | 2                   | 3                 | 3                 | 1                 | 7                   | 《向往的生活第四季》(3),《朋友请听好》(6),<br>《周游记》(12)         |
| 2020年<br>6月  | 1                 | 2                 | 0                 | 3                   | 3                 | 3                 | 0                 | 6                   | 《乘风破浪的姐姐》(1),《向往的生活第四季》<br>(4),《妻子的浪漫旅行第四季》(9) |

资料来源:艺恩数据,方正证券研究所

图表6:《乘风破浪的姐姐》豆瓣评分表现

| 同时期其他热门综艺豆瓣评分一览 |            |      |      |         |
|-----------------|------------|------|------|---------|
| 综艺名称            | 上线时间       | 播放平台 | 豆瓣评分 | 豆瓣评分人数  |
| 《乘风破浪的姐姐》       | 2020年6月12日 | 芒果TV | 8.2  | 100,096 |
| 《青春有你2》         | 2020年3月12日 | 爱奇艺  | 5.8  | 83,182  |
| 《创造营2020》       | 2020年5月2日  | 腾讯   | 5.5  | 42,093  |
| 《我是唱作人2》        | 2020年4月16日 | 爱奇艺  | 7.4  | 14,278  |
| 《向往的生活4》        | 2020年5月8日  | 芒果TV | 7.2  | 29,935  |
| 《炙热的我们》         | 2020年5月29日 | 腾讯视频 | 6.4  | 4,037   |

资料来源:豆瓣,方正证券研究所

2、公司以内容优势提升多渠道变现能力,大小屏联动,运营商业业务加大线上教育和生活服务布局提速;大芒计划2.0升级内容+势力;推动收入结构优化及整体业绩持续增长。

【运营业务】公司加速布局运营业务线上教育&生活服务，联合湖南省教育厅策划网络大课堂；上线本地生活频道，汇聚生活精选视频、集纳本地特色内容，联合抖音推出“越夜越湖南”打造平民网红，大小屏+双平台流量升级。2019年公司对运营商网络中心、智能硬件中心进行整合，新设智慧大屏中心，推动互联网视频业务向家庭多场景内容消费领域延展。2019年末，公司IPTV业务覆盖广东、福建、浙江等31个省级行政区域，覆盖用户达1.48亿。

图表7：湖南IPTV本地生活频道联合抖音推出“越夜越湖南”



资料来源：流媒体网，方正证券研究所

【大小屏联动，推进内容创新变现】公司综艺付费厂牌特色持续发挥，内容驱动会员付费提升外，以硬广+软广内容创新植入+带货多维度提升内容产出效益。《来自手机的你》以薇娅为代表的主持团解锁明星艺人手机，并展开畅聊的全新互动式访谈式综艺，“手机改变生活”的核心议题对当下生活方式进行讨论，分享经历、深化主题以外，每期嘉宾大屏综艺录制+小屏薇娅直播间带货，联动综艺+电商，提升内容产出能力。

《乘风破浪的姐姐》以“姐选”带货直播。6月26日晚，芒果TV与抖音联手邀请吴昕、丁当、海陆等人打造首场“姐选”带货直播，打造全域流量营销体系。

【大芒计划2.0】2019年芒果TV推出“大芒计划”，以KOL+IP的营销理念，推动内容变现。大芒计划2.0升级：①以超过800万UP主为扶持对象；②以建立芒果学院、打造晋升机制、配备专属综艺、提供专业场地、建立商业支撑等为基本手段；③以受训练的UP主成长为成熟PGC制作人为最终目标；④以进一步打通IP与品牌的转化路径，加持芒果TV“KOL+IP”品效合一的营销为发展诉求。

【芒果学院】全国首个智娱芒果教育范式——芒果学院网红创作者训练营设“三个板块”：艺人创造营、网红（创造者）训练营和未来科创营；拥有芒果超媒7大公司、芒果TV11大中心加持，三年100+剧集、200+综艺、超万+商品池，凭借芒果生态链的独特培养闭环，以“金字塔造星计划”，让学员从技巧大师到流量高手，从流量高手到网络红人，最终走上芒果TV签约艺人的星光大道。

3、公司综艺及剧集内容储备丰富，以工作室制度持续提升自制动能，

有望持续发挥综艺自制领先优势，发布新芒S计划，加大影视剧创作自主自控能力。

图8：2020下半年芒果TV综艺储备

| 2020下半年综艺储备 |     |           |  |
|-------------|-----|-----------|--|
| 综艺          | 系列  | 类型        | 备注                                       |
| 《姐姐的爱乐之程》   | 团综  | 衍生综       | 《乘风破浪的姐姐们》衍生团综                           |
| 《披荆斩棘的哥哥》   |     | 姐姐团综“兄弟篇” | 有关30位哥哥的梦想逆袭之战，经过三个月合宿培训&主题考核，最终胜利团队成团出道 |
| 《妻子的浪漫旅行4》  | 亲综艺 | 综N代       |  |
| 《女儿们的恋爱3》   |     | 综N代       |  |
| 《新生日记2》     |     | 综N代       |  |
| 《密室大逃脱2》    | 推理综 | 综N代       |  |
| 《明星大侦探6》    |     | 综N代       |  |
| 《超级学徒》      |     | 新综艺       | 主播版《乘风破浪的姐姐》，主播进行带货直播实战PK，决定首席带货官出道位。    |
| 《去冒险吧》      |     | 新综艺       | 两位嘉宾开启冒险之旅，用户可以为嘉宾做选择决定下一步的行动。           |
| 《岛上友人》      |     | 新综艺       | 6位嘉宾携爱宠赴海岛，进行一场为期15天的探索实验。               |
| 《小巨人运动会》    |     | 新综艺       | 由4位明星作为领队，率领自己的“萌娃运动团”进行运动项目比拼。          |
| 《小情歌》       |     | 新综艺       | 新生代男女歌手组情歌CP。                            |

资料来源：2020芒果TV战略发布会，方正证券研究所

图9：2020下半年芒果TV剧集储备

| 2020下半年剧集储备  |            |                          |                               |          |
|--------------|------------|--------------------------|-------------------------------|----------|
| 片名           | 系列         | 出品方                      | 主演                            | 题材类型     |
| 《亲爱的自己》      | “别young话题” | 四川广播电视台、华视娱乐、星空影视        | 刘诗诗，朱一龙                       | 都市、情感    |
| 《起跑线》        |            | 芒果TV                     | 刘涛，李光洁，颖儿，李宗翰，胡可，贾景晖，陶昕然，张瑞涵  | 当代、都市    |
| 《以家人之名》      |            | 华策影业、张新成工作室、北京辛韵文化传播有限公司 | 谭松韵，宋威龙，张新成，涂松岩，孙铱，何瑞贤，安戈，张晞临 | 青春、成长、治愈 |
| 《狂猎》         |            | 芒果TV                     |                               | 剧情、犯罪    |
| 《从结婚开始恋爱》    | “花young情动” | 芒果TV、天娱传媒、元一传媒           | 周雨彤，龚俊                        | 都市、爱情    |
| 《她和他的恋爱剧本》   |            | 芒果TV（好酷影视承制）             | 完颜洛绒、庄达菲、戴向宇、杨业明、马昕墨、王嵛、徐浩    | 都市、爱情    |
| 《离人心上》       |            | 芒果TV（胖胖熊制作承制）            | 郑业成、胡意旋                       | 古装       |
| 《我亲爱的小洁癖》    | “多young心动” | 芒果TV（国韵文化承制）             | 沈月、刘以豪                        | 都市、爱情    |
| 《完美先生和差不多小姐》 |            | 芒果TV                     | 魏哲鸣，徐若晗，代云帆，赵珞然               | 都市       |
| 《头号嫌疑人2》     | “新young悸动” | 芒果TV                     | 白敬亭、魏晨                        | 推理青春互动剧  |
| 《你好，对方辩友2》   |            | 芒果TV、上海颖立文化传媒有限公司        | 潘宥诚、林昕宜                       | 青春、校园    |

其他即将开机创制剧集：《外滩十八号》、《男朋友典当行》、《那些回不去的年少时光》、《第一口蛋糕的滋味》等。

资料来源：2020 芒果 TV 战略发布会，方正证券研究所

**【新芒 S 计划】**公司加大影视剧创作自主自控能力，与福得文化编剧室、花莱剧社导演工作室、沈文帅导演工作室、观山编剧工作室、蒋渝编剧工作室、闪光体创作组等签约。

**4、盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年营业收入 150.17/175.27/198.50 亿元，归母净利 15.59/19.40/23.36 亿元，对应当前 PS 分别为 8.6/7.4/6.5X，维持“推荐”评级。

**风险提示：**标的业绩不达预期、自制/版权内容市场表现不达预期、付费会员增长不达预期、内容自制/分销进展不达预期、IPTV/OTT/新技术布局不达预期、政策风险、内容版权价格提升、核心人才流失、广告主预算偏好改变、公司治理结构风险、市场风格切换等。



附录：公司财务预测表

单位：百万元

| 资产负债表          |          |          |          |          | 利润表             |          |          |          |          |
|----------------|----------|----------|----------|----------|-----------------|----------|----------|----------|----------|
|                | 2019     | 2020E    | 2021E    | 2022E    |                 | 2019     | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
| <b>流动资产</b>    | 11728.03 | 16395.68 | 20273.91 | 24116.42 | <b>营业总收入</b>    | 12500.66 | 15016.76 | 17527.29 | 19849.53 |
| 现金             | 5064.22  | 8188.32  | 10793.69 | 13466.03 | 营业成本            | 8284.74  | 9824.28  | 11423.52 | 12884.61 |
| 应收账款           | 2997.01  | 2674.22  | 3121.30  | 3534.85  | 营业税金及附加         | 96.43    | 120.13   | 140.22   | 158.80   |
| 其他应收款          | 35.95    | 65.83    | 76.83    | 87.01    | 营业费用            | 2140.68  | 2552.85  | 2962.11  | 3295.02  |
| 预付账款           | 1127.73  | 1473.64  | 1713.53  | 1932.69  | 管理费用            | 610.14   | 720.80   | 806.26   | 913.08   |
| 存货             | 1916.38  | 2422.43  | 2816.76  | 3177.03  | 财务费用            | -36.58   | -22.76   | -46.20   | -65.74   |
| 其他             | 586.74   | 1571.25  | 1751.80  | 1918.81  | 资产减值损失          | -0.62    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| <b>非流动资产</b>   | 5350.18  | 3053.44  | 2326.81  | 1915.72  | 公允价值变动收益        | -1.37    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 长期投资           | 217.38   | 231.44   | 245.86   | 258.83   | 投资净收益           | 6.47     | 14.06    | 14.42    | 12.97    |
| 固定资产           | 180.61   | 140.44   | 93.79    | 37.42    | <b>营业利润</b>     | 1177.73  | 1587.73  | 1975.36  | 2378.99  |
| 无形资产           | 4951.06  | 2680.43  | 1986.03  | 1618.33  | 营业外收入           | 25.84    | 27.14    | 28.49    | 29.92    |
| 其他             | 1.13     | 1.13     | 1.13     | 1.13     | 营业外支出           | 26.04    | 27.34    | 28.71    | 30.14    |
| <b>资产总计</b>    | 17078.21 | 19449.13 | 22600.72 | 26032.14 | <b>利润总额</b>     | 1177.53  | 1587.73  | 1975.36  | 2378.99  |
| <b>流动负债</b>    | 7935.59  | 8923.81  | 10311.65 | 11582.57 | 所得税             | 20.03    | 26.99    | 33.58    | 40.44    |
| 短期借款           | 349.82   | 349.82   | 349.82   | 349.82   | <b>净利润</b>      | 1157.50  | 1560.74  | 1941.78  | 2338.55  |
| 应付账款           | 5048.44  | 4844.85  | 5633.52  | 6354.06  | 少数股东损益          | 1.22     | 1.75     | 2.17     | 2.62     |
| 其他             | 2537.33  | 3729.14  | 4328.32  | 4878.70  | <b>归属母公司净利润</b> | 1156.29  | 1559.00  | 1939.61  | 2335.93  |
| <b>非流动负债</b>   | 322.66   | 322.66   | 322.66   | 322.66   | EBITDA          | 4899.99  | 5478.24  | 4805.15  | 4642.60  |
| 长期借款           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | EPS (元)         | 0.65     | 0.88     | 1.09     | 1.31     |
| 其他             | 322.66   | 322.66   | 322.66   | 322.66   |                 |          |          |          |          |
| <b>负债合计</b>    | 8258.25  | 9246.46  | 10634.31 | 11905.23 | <b>主要财务比率</b>   | 2019     | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
| 少数股东权益         | 36.10    | 37.84    | 40.02    | 42.63    | <b>成长能力</b>     |          |          |          |          |
| 股本             | 1780.38  | 1780.38  | 1780.38  | 1780.38  | 营业收入            | 0.29     | 0.20     | 0.17     | 0.13     |
| 资本公积           | 4838.94  | 4838.94  | 4838.94  | 4838.94  | 营业利润            | 0.21     | 0.35     | 0.24     | 0.20     |
| 留存收益           | 2164.54  | 3545.50  | 5307.07  | 7464.96  | 归属母公司净利润        | 0.34     | 0.35     | 0.24     | 0.20     |
| 归属母公司股东权益      | 8783.86  | 10164.82 | 11926.39 | 14084.28 | <b>获利能力</b>     |          |          |          |          |
| <b>负债和股东权益</b> | 17078.21 | 19449.13 | 22600.72 | 26032.14 | 毛利率             | 0.34     | 0.35     | 0.35     | 0.35     |
|                |          |          |          |          | 净利率             | 0.09     | 0.10     | 0.11     | 0.12     |
|                |          |          |          |          | ROE             | 0.13     | 0.15     | 0.16     | 0.17     |
|                |          |          |          |          | ROIC            | 0.28     | 0.71     | 1.46     | 2.97     |
|                |          |          |          |          | <b>偿债能力</b>     |          |          |          |          |
|                |          |          |          |          | 资产负债率           | 0.48     | 0.48     | 0.47     | 0.46     |
|                |          |          |          |          | 净负债比率           | 0.04     | 0.04     | 0.03     | 0.03     |
|                |          |          |          |          | 流动比率            | 1.48     | 1.84     | 1.97     | 2.08     |
|                |          |          |          |          | 速动比率            | 1.24     | 1.57     | 1.69     | 1.81     |
|                |          |          |          |          | <b>营运能力</b>     |          |          |          |          |
|                |          |          |          |          | 总资产周转率          | 0.86     | 0.82     | 0.83     | 0.82     |
|                |          |          |          |          | 应收账款周转率         | 5.76     | 5.30     | 6.05     | 5.96     |
|                |          |          |          |          | 应付账款周转率         | 2.97     | 3.04     | 3.35     | 3.31     |
|                |          |          |          |          | <b>每股指标(元)</b>  |          |          |          |          |
|                |          |          |          |          | 每股收益            | 0.65     | 0.88     | 1.09     | 1.31     |
|                |          |          |          |          | 每股经营现金          | 0.16     | 2.77     | 2.78     | 2.69     |
|                |          |          |          |          | 每股净资产           | 4.93     | 5.71     | 6.70     | 7.91     |
|                |          |          |          |          | <b>估值比率</b>     |          |          |          |          |
|                |          |          |          |          | P/E             | 68.13    | 83.19    | 66.87    | 55.52    |
|                |          |          |          |          | P/B             | 8.97     | 12.76    | 10.88    | 9.21     |
|                |          |          |          |          | EV/EBITDA       | 15.12    | 14.82    | 16.35    | 16.35    |

| 现金流量表          |          |          |          |          |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
|                | 2019     | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
| <b>经营活动现金流</b> | 292.87   | 4933.88  | 4947.97  | 4783.85  |
| 净利润            | 1157.50  | 1560.74  | 1941.78  | 2338.55  |
| 折旧摊销           | 3770.62  | 3927.32  | 2890.40  | 2342.32  |
| 财务费用           | 16.38    | 15.22    | 15.22    | 15.22    |
| 投资损失           | -6.47    | -14.06   | -14.42   | -12.97   |
| 营运资金变动         | -4702.59 | -555.35  | 114.99   | 100.74   |
| 其他             | 57.43    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| <b>投资活动现金流</b> | 109.34   | -1616.53 | -2149.34 | -1918.26 |
| 资本支出           | -155.64  | -1616.53 | -2149.34 | -1918.26 |
| 长期投资           | 63.80    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他             | 201.18   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 2124.68  | -193.25  | -193.25  | -193.25  |
| 短期借款           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 长期借款           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 普通股增加          | 1987.82  | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加         | 0.00     | -1600.04 | -2134.67 | -1909.82 |
| 其他             | 136.86   | 1406.78  | 1941.41  | 1716.57  |
| <b>现金净增加额</b>  | 2526.88  | 3124.09  | 2605.37  | 2672.34  |

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

|         | 北京  | 上海  | 深圳  | 长沙  |
|---------|---|---|---|---|
| 地址：     | 北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)                                  | 上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)                               | 深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)                                | 长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)                                  |
| 网址：     | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> |
| E-mail： | yjzx@foundersc.com  | yjzx@foundersc.com  | yjzx@foundersc.com  | yjzx@foundersc.com  |