

# 芒果超媒 (300413)

证券研究报告

2019年11月06日

## 单季度业绩波动不改长期价值，片单靓丽广告招商向好

### 1. 业绩符合前期预告，季度波动不改公司长期价值。

19Q3 实现营收 27.28 亿元，同比增长 24.23%；归母净利润 1.71 亿元，同比下降 28.77%，符合前期预告；成本方面：19Q3 单季度毛利率 31.1%，同比下降 14pct，环比下降 7.9pct。我们认为一方面，19H1 影视版权采购金额 31.72 亿元，同比增长 141.4%，内容投入的持续增加将导致摊销成本上升；另一方面，公司对技术研发和新业务布局拓展投入加大。19Q3 单季度经营性现金流为-0.59 亿元，去年同期-6.15 亿元，同比修复，主要系加强销售款项回收并合理规划影视剧资金投入所致。

### 2. 芒果平台用户表现好于行业，流量季度波动。

1) 用户：会员截止 19H1 已突破 1500 万，较年初增长 40%；按照 QM 数据，19Q3 芒果 TV 平均 MAU 达 1.26 亿，同比及环比增速达 19.64%、12.35%，人均使用时长达 428.19 分钟，位于四大平台之首，同比增速 32.45%；2) 根据骨朵数据，按每月播放量前 10 的综艺统计，19Q3 单季度总播放量合计 116.29 亿次，同比增长 29.89%。19Q3 排名前十剧集播放总量 90.69 亿次，同比下滑 23.05%；芒果 TV 剧集播放表现符合行业趋势，主要是受行业政策调控影响上线节奏；3) 节目热度上，因为部分头部内容推迟上线，如《妻子的浪漫旅行 3》等，热度在全网综艺前 15 的比例在 Q3 有所下滑，减少约 2-3 部，不过随 S 级项目陆续在 Q4 上线，热播综艺数有望继续在行业内保持领先。

### 3. 新一轮招商即将开启，跟踪芒果 TV2020 招商表现

2019 年 10 月 31 日，芒果 TV 在上海举行招商会，会上公布了 2020 年部分片单，据前景传媒，包括 30 部自制综艺（不含常规综艺、纪录片，与去年同期基本持平）和 42 部剧集（增长 24%）；1) 招商综艺品类丰富，满足目标用户多元化需求，推出带货综艺。19 年招商会上公布多部综艺与芒果 TV 大芒计划合作，让明星和网红 KOL 共同录制综艺节目，通过节目尝试直播带货。如《女人的秘密花园》，KOL 薇娅将搭档 12 位明星，以直播的方式实现综艺带货；2) 在保持女性向占主导趋势不变的情况下，新增更多类型的剧集，如军旅、谍战等男性向题材，以及科幻、互动剧等全新题材，在未来将会满足更多不同圈层的用户需求。

### 投资建议

芒果重视广告主品效合一的核心诉求，多档综艺创新破圈层，或有望继续逆势成长。我们维持前期预测，19~21 年公司归母净利润 11.26/14.98/18.11 亿，对应 19~21 年 PE 为 43/32/26x，继续予以买入评级。

**风险提示：**片单中项目是否落地具有不确定性，广告主投放意愿具有不确定性，传媒娱乐行业监管。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,983.76	9,660.66	12,218.99	14,128.48	15,477.82
增长率(%)	(7.32)	223.77	26.48	15.63	9.55
EBITDA(百万元)	46.37	3,384.41	4,074.30	5,494.10	6,679.06
净利润(百万元)	72.54	865.57	1,126.39	1,497.91	1,810.67
增长率(%)	9.03	1,093.27	30.13	32.98	20.88
EPS(元/股)	0.04	0.49	0.63	0.84	1.02
市盈率(P/E)	660.73	55.37	42.55	32.00	26.47
市净率(P/B)	28.55	8.50	5.08	4.41	3.81
市销率(P/S)	16.06	4.96	3.92	3.39	3.10
EV/EBITDA	233.79	10.10	10.71	7.92	6.51

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	26.9 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)	834.02
A 股总市值(百万元)	47,892.16
流通 A 股市值(百万元)	22,435.14
每股净资产(元)	8.21
资产负债率(%)	48.23
一年内最高/最低(元)	50.85/25.35

### 作者

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

**宋雨翔** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518080006  
songyuxiang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

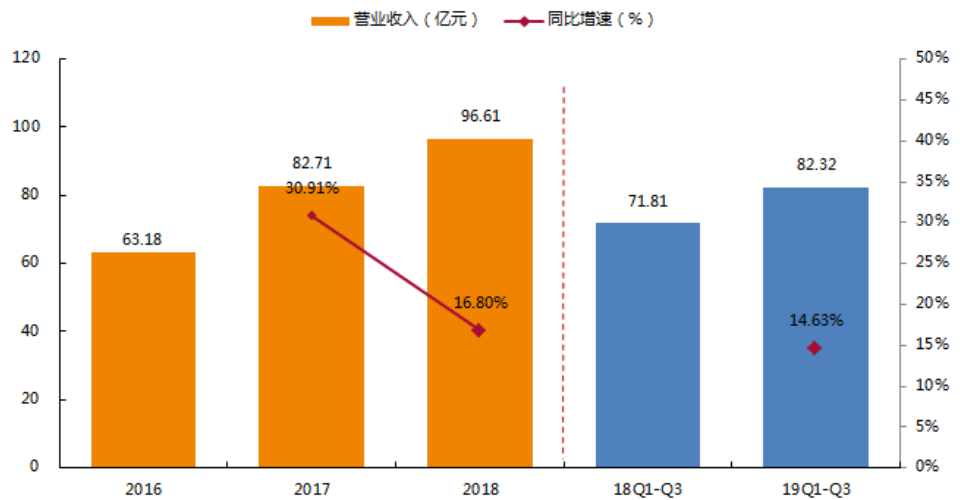
### 相关报告

- 1 《芒果超媒-公司点评:单季度波动不改长期逻辑，20 年招商会即将启动》  
2019-10-15
- 2 《芒果超媒-半年报点评:会员广告花开并蒂，顶尖自制打造独有芒果模式》  
2019-09-04
- 3 《芒果超媒-公司点评:核心指标逆势成长，小非解禁不改长期价值》  
2019-07-15

## 1. 三季度财务数据

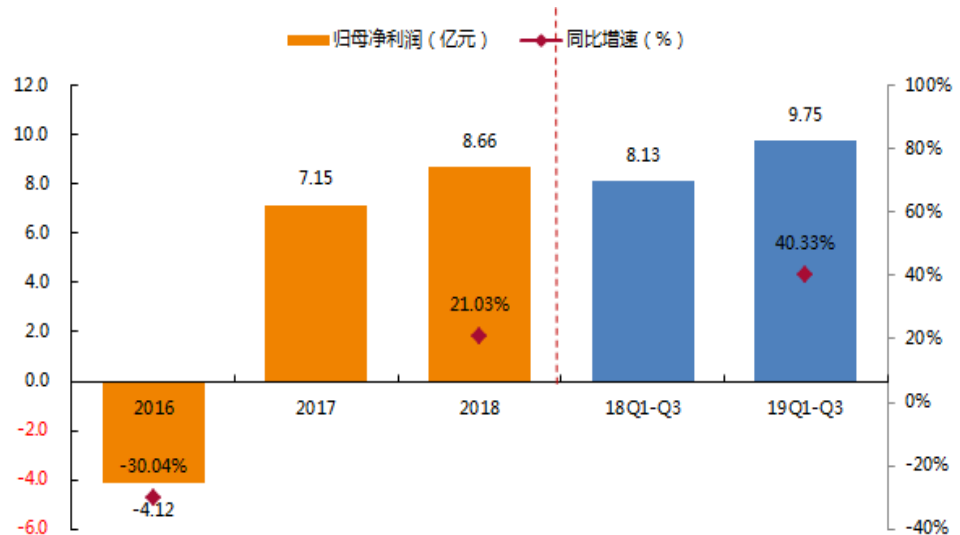
芒果超媒披露 19 年三季度，19Q1-Q3 实现营收 82.32 亿元，同比增长 14.63%；归母净利润 9.75 亿元，同比增长 19.92%；扣非后净利润 9.55 亿元，同比增长 312.17%，其中非经常性损益 0.2 亿元，主要系 2018 年 6 月进行同一控制下合并的资产重组事项，新合并的子公司 2018 年 1-6 月实现的净利润全部计入非经常性损益，2019 年 1-9 月实现的非经常性损益以外的净利润计入经常性损益；19Q1-Q3 经营活动产生的现金流量净额为 -4.08 亿元，同比增加，Q3 单季度经营活动产生的现金流量净额为 -0.59 亿元，去年同期 -6.15 亿元，同比下降 90.4%，主要系加强销售款项回收并合理规划影视剧资金投入所致。

图 1：芒果超媒 2016-2018 年，2018Q1-Q3-2019Q1-Q3 营业收入及增速



资料来源：wind，天风证券研究所；注：16、17 年数据为备考数据

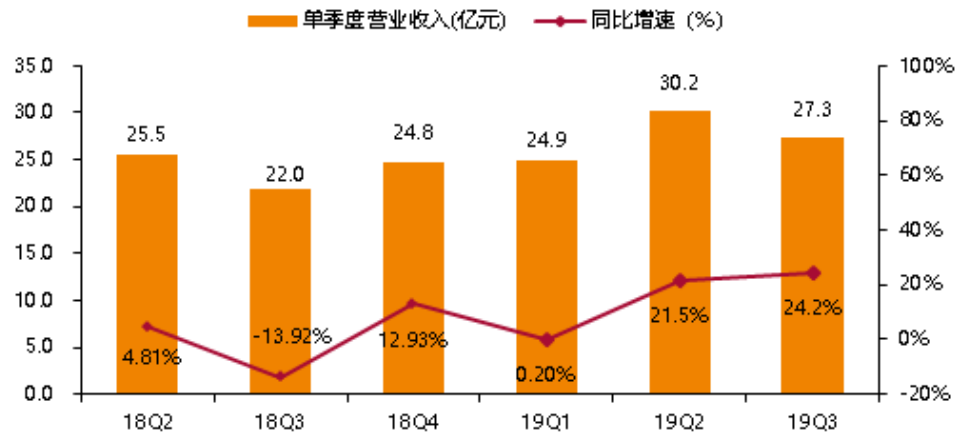
图 2：芒果超媒 2016-2018 年，2018Q1-Q3-2019Q1-Q3 归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所；注：16、17 年数据为备考数据

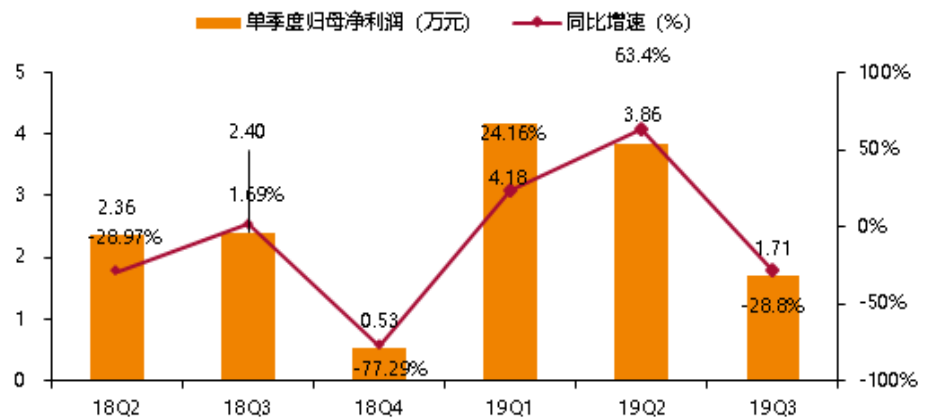
分季度看，19Q3 实现营收 27.28 亿元，同比增长 24.23%；归母净利润 1.71 亿元，同比下降 28.77%；扣非净利润 1.67 亿元，同比下降 24.42%。

图 3：芒果超媒 2018Q2-2019Q3 营业收入及增速



资料来源：wind，天风证券研究所；18Q2 数据系备考调整后数据；

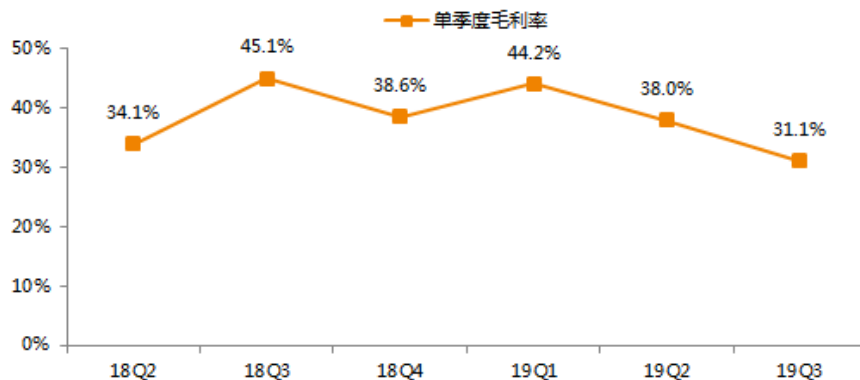
图 4：芒果超媒 2018Q2-2019Q3 归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所；18Q2 数据系备考调整后数据；

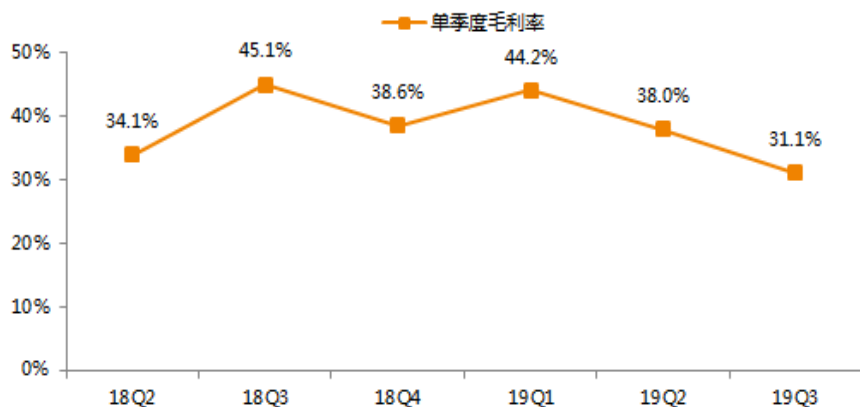
单季度看，营业成本 2.53 亿元，同比增长 31.77%；19Q3 毛利率 31.1%，同比下降 14pct，环比下降 7.9pct，主要原因是项目毛利率差异以及内容摊销延续导致成本上升；19Q3 净利率 11.8%，同比下降 0.4pct。根据公司半年报，19H1 影视版权采购金额 31.72 亿元，同比增长 141.4%，环比增长 73.3%，内容投入的持续增加将导致摊销成本上升；

图 5：芒果超媒 18Q2-19Q3 单季度毛利率变化情况



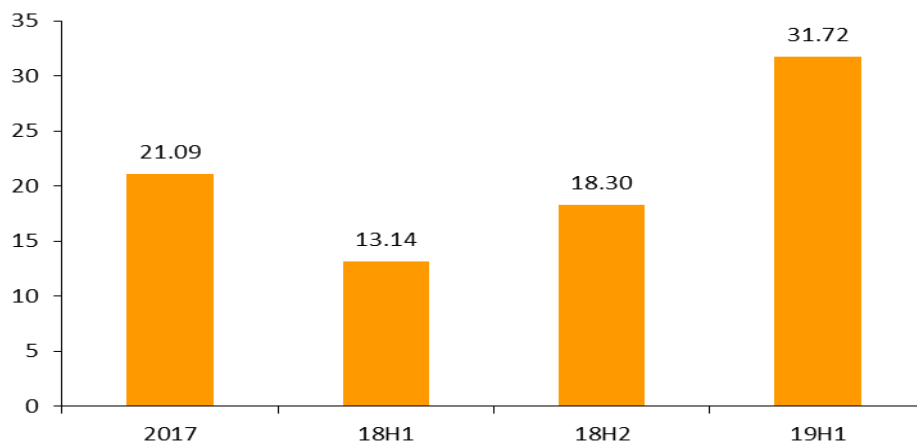
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：芒果超媒 18Q2-19Q3 单季度净利率变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

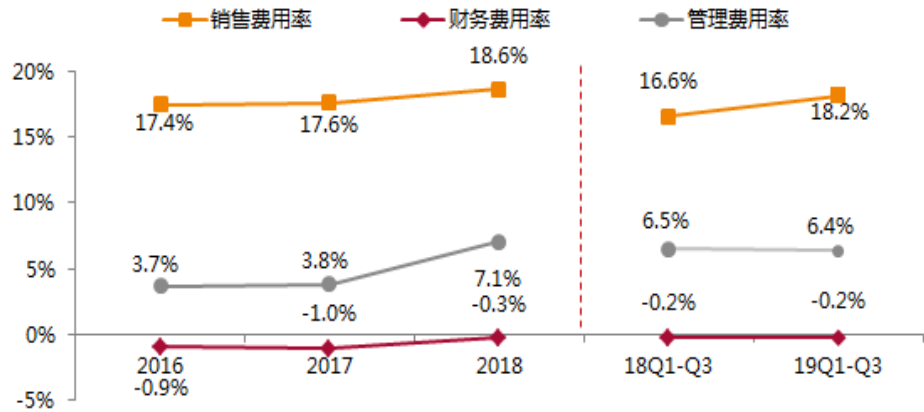
图 7：芒果超媒 17-19H1 版权采购金额（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

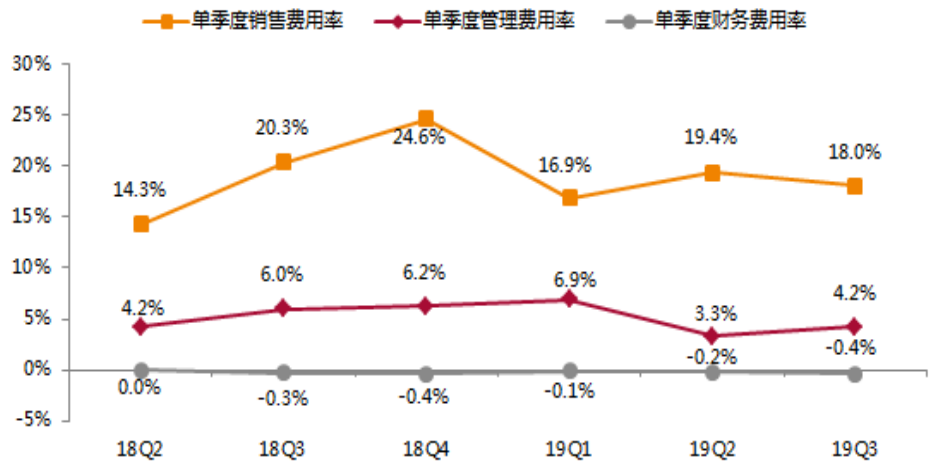
三项费用上，19Q1-Q3 公司销售费用 14.96 亿元，同比上升 25.51%，销售费用率 18.2%，同比下降 1.58pct；管理费用（含研发）5.23 亿，同比增加 11.6%，管理费用率（含研发）6.4%，同比下降 0.17pct，其中研发费用较上年同期下降 8.21%；财务费用-0.18 亿，同比上升 25.06%，财务费用率-0.2%，同比持平。

图 8：芒果超媒 2016-2018，2018Q1-Q3-2019Q1-Q3 三项费用率变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：芒果超媒 2018Q2-2019Q3 三项费用率变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 芒果平台用户表现好于行业，流量季度波动

### 2.1. 芒果平台以自制为内核，用户表现好于行业，开启逆势成长之路

1) 内核：公司自有内容制作人员逾 1500 人，综艺节目制作方面，公司全资子公司快乐阳光拥有 16 个综艺制作团队，在影视剧芒果 TV 自有+外部影视工作室达 15 个，自制内容向平台赋能。

2) 用户：会员截止 19H1 已突破 1500 万，较年初增长 40%；按照 QM 数据，19Q3 芒果 TV 平均 MAU 达 1.26 亿，同比及环比增速达 19.64%、12.35%，人均使用时长达 428.19 分钟，位于四大平台之首，同比及环比增速为 32.45%，-22.36%（热门综艺延后），同比增速整体表现好于行业。

图 10：四大平台月活及使用时长情况

	爱奇艺	腾讯视频	优酷视频	芒果TV
19Q3平均月活 (万)	57,873.25	55,780.26	41,836.47	12,618.39
——同比	5.44%	5.21%	-11.58%	19.64%
——环比	5.87%	2.87%	1.23%	12.35%
19Q3人均月使用时长(分钟)	411.51	432.49	292.41	428.19
——同比	-30.47%	-3.67%	13.31%	32.45%
——环比	-0.73%	0.85%	3.98%	-22.36%

资料来源：QM，天风证券研究所

## 2.2. 流量观察：三季度受节目上线节奏原因热度表现有所波动，四季度重点综艺及剧目陆续上线期待提升

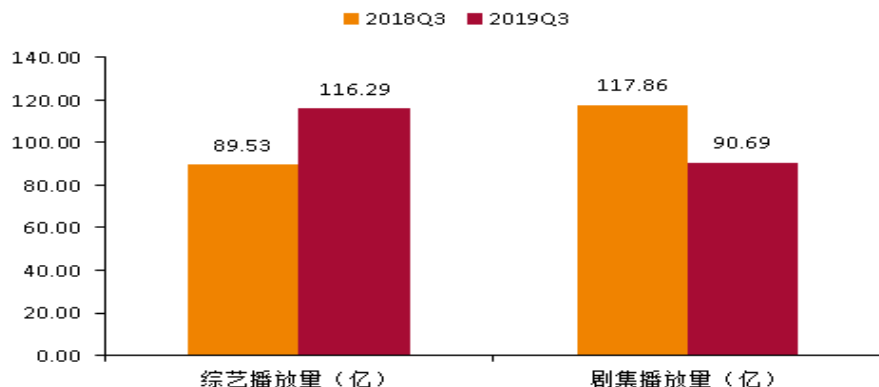
1) 评价维度之播放量：19Q3 单季度播放量，综艺整体增长主要系台综驱动，剧集内容延迟流量下滑。

19Q3, 根据骨朵数据, 按每月播放量前 10 的综艺统计, 单季度总播放量合计 116.29 亿次, 同比增长 29.89%。横向比较属于第一梯队的腾讯视频(爱奇艺、优酷未披露播放量), 19Q3 腾讯平台综艺播放总量为 111.09 亿次, 略低于芒果 TV, 但同比下降 32.94%。

从结构看: 受《妻子的浪漫旅行 3》等头部综艺延播影响, 芒果 TV19Q3 网络综艺总播放量 43.18 亿次, 与去年同期 42.24 亿次基本持平。电视综艺受头部热播内容《向往的生活 3》、《中餐厅 3》等带动, 总播放量达 73.11 亿次, 较去年同期增长 54.6%。

芒果 TV19Q3 排名前十剧集播放总量 90.69 亿次, 同比下滑 23.05%, 其中网剧播放量 34.2 亿次, 同比下滑 12.69%, 电视剧播放量 56.49 亿次, 同比下滑 28.21%; 对比腾讯视频, 腾讯视频 Q3 剧集播放总量 410.07 亿次, 同比下滑 33.03%, 其中网剧播放量 163.67 亿次, 同比下降 30.24%, 电视剧 255.4 亿次, 同比下降 34.7%。芒果 TV 剧集播放表现符合行业趋势, 主要是受行业政策调控影响上线节奏以及去年同期独播版权剧《流星花园》总播放量超 50 亿次。

图 11：2018Q3 和 2019Q3 芒果 TV 前十网综、电视综艺播放量



资料来源：骨朵，天风证券研究所

图 12：四大视频网站 2018 年和 2019 年 1-10 月综艺热度前 15 名比例

平台	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1-10月平均占比
2019年													
芒果TV	7	8	8	7	7	4	7	5	5	4	暂无	暂无	41%
腾讯	5	4	3	4	5	6	9	10	8	8	暂无	暂无	41%
爱奇艺	6	7	6	6	8	8	7	6	4	4	暂无	暂无	41%
优酷	2	6	6	4	4	6	5	5	5	5	暂无	暂无	32%
2018年													
芒果TV	3	1	2	2	2	7	6	8	6	7	7	7	29%
腾讯	7	9	8	7	8	6	8	7	7	8	6	8	50%
爱奇艺	11	9	10	10	12	6	4	3	3	4	4	3	48%
优酷	4	6	5	6	7	5	3	2	3	2	2	1	29%

资料来源：骨朵，天风证券研究所

### 3) 四季度重点综艺以及独播剧集陆续上线，流量或回升

表：19Q4 芒果 TV 即将上线的部分综艺、剧集

序号	名称	嘉宾/主演	上映时间
综艺			
1	《妻子的浪漫旅行 3》	谢娜、杜江、霍思燕等	11月6日
2	《明星大侦探 5》	何炅、撒贝宁、张若昀等	11月8日
3	《亲爱的客栈 3》	刘涛、林心如、马天宇等	10月25日
4	《舞蹈风暴》	何炅等	10月5日
5	《嗨唱转起来》	谢娜、罗志祥等	10月18日
6	《小小的追球》	黄子韬等	Q4
剧集			
7	《初恋那件小事》	赵今麦、赖冠霖	10月23日
8	《海棠经雨胭脂透》	邓伦、李一桐	10月24日
9	《竹马钢琴师》	方逸伦、金雯昕	10月17日
10	《鳄鱼与牙签鸟》	陈柏霖、张天爱	Q4

资料来源：芒果 TV 招商公众号，天风证券研究所

## 3. 芒果 TV2020 年招商会片单

2019 年 10 月 31 日，芒果 TV 在上海举行招商会，会上公布了 2020 年部分片单，据前景传媒，包括 30 部自制综艺（不含常规综艺、纪录片）和 42 部剧集。

### 3.1. 综艺：类别更加丰富，重视品效合一，强化综艺带货能力

自制能力保持稳定，19 年招商综艺数量与去年基本持平，超过一半为新综艺。2019 年招商会现场公布 29 部综艺节目，较 18 年自制综艺招商数基本持平，其中 15 部为新综艺，新综艺比例达 50%，继续推陈出新。且芒果综艺几乎为自制，芒果 TV 拥有 16 个工作室从事内容制作，其综艺制作能力相较于同行业仍具有较大优势。

内容品类丰富，音乐等类别加码，紧贴社会热点，满足目标用户多元化需求。芒果观察类综艺将继续延续，《妻子的浪漫旅行 4》、《女儿们的恋爱 3》等我们统计大致有 9 部观察类综艺；音乐类别将得到明显提升和补充，如 19 年 12 月将开播的《我们的乐队》谢霆锋邀请两位好友作为厂牌经理人，共同打造“音乐新厂牌”，此外还将推出《乘风破浪的姐姐们》娱乐圈超 30 岁姐姐们组女团出道，以及《青春合唱团》、《节奏演说家》等音乐节目。此外，芒果综艺题材还涉及推理探案、美妆带货、少年儿童、职场、健身、脱口秀（王思聪主持《小葱秀》）等多个类别。

**注重广告效果，营销方式创新，推出带货综艺，帮助广告主更好变现。**19 年招商会上公布多部综艺，与芒果 TV 大芒计划合作，让明星和网红 KOL 共同录制综艺节目，通过节目尝试直播带货，帮助广告主进行流量变现。如《女人的秘密花园》，KOL 薇娅将搭档 12 位明星，以直播的方式实现综艺带货；《你怎么这么好看》，节目嘉宾将和多位美食、穿搭、家居的 KOL 在节目中完成种草带货。通过推出这一新品类的综艺，芒果 TV 有望实现多种营销方式的整合创新，维持广告收入增速。

图 13：芒果 TV 2020 年招商会综艺片单

		第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
疗愈综	治愈解压系列	《朋友请听好》	《你怎么这么好看 2》	《一路成年 2》	《奇妙的小世界》
		《小葱秀》	《新生日记 2》	《小小的追求 2》	《谁来帮帮我》
发烧综	烧脑益智系列	《头号玩家》	《密室大逃脱 2》	-	《明星大侦探 6》
她综	女性成长系列	《我最爱的女人们 2》	《妻子的浪漫旅行 4》	《乘风破浪的姐姐们》	-
		《婚前 21 天》	-	《女儿们的恋爱 3》	-
乐活综	居家生活系列	-	《在当地吃得开》	《哎呀好身材 2》	《跟着老板去团建》
		-	《初次见面》	《唱给世界听》	《野生厨房 3》
燃综	年少有为系列	-	《全职高考》	《少年的法则》《变形记 20》	《青春合唱团》
Z 世代综	青春热血系列	《八英里》	-	《欢迎来到我们的世界》	-
	青春狂欢盛典	《红人节》	-	《青春芒果节》	-
全年常规综艺		《甜蜜的任务》《芒果捞新闻》			
纪录片、专题片		《石榴花开 2》《行走的铜锅》《跟上中国考古队》《建党百年微纪录片》《以律师之名》 《穿越你，塔克拉玛干沙漠》《大秀青春派》《中国志愿者》《中国》等			

资料来源：前景传媒，天风证券研究所

### 3.2. 剧集：头部剧集持续加码，类型多样化锁定更多圈层

据芒果 TV 招商会，芒果 TV 电视剧频道月总设备数 2019 年均值较 2018 年提升 115.0%，电视剧频道月总使用时长较 2018 年提升 140.9%。芒果 TV 共发布 42 个剧集项目，较去年 34 部，增长 24%。

**古装剧、近代剧新增项目少，未来剧集的选材方向还是以现实题材为主。**本次招商中共 4 部重点古装，其中《锦衣之下》、《三千鸦杀》、《六爻》（未开拍）已经出现在去年的片单中，今年古装剧仅新增一部《尚食》；3 部近代剧《热血传奇》、《隐秘而伟大》、《秋蝉》也为出现在过去一年其他卫视招商片单中的项目。总体看，古装剧和近代剧新增项目少，现实主义的剧集继续占据主流。

**与一线卫视深度联动，头部项目持续加码。**19 年招商新增多部预计发行到一线卫视的版权剧，共 18 部，较 2018 年的 14 部有明显提高。在内容上，新增版权剧有多部头部内容，如《掌中之物》、《热血传奇》、《如果岁月可回头》等，内容更加优质。

**剧集类型更加丰富，新增军旅、谍战、科幻、互动剧等题材，满足更多圈层用户需求。**过去芒果 TV 平台剧集以女性向题材为主，如青春、校园、甜宠，主要满足平台主要的女性目标用户。今年在保持女性向占主导趋势不变的情况下，新增更多类型的剧集，如军旅、谍战等男性向题材，以及科幻、互动剧等全新题材，在未来将会满足更多不同圈层的用户需求。



图 14：芒果 TV 2020 年招商会综艺片单

重磅剧集	台网剧	《尚食》《亲爱的戎装》《下一站是幸福》《热血传奇》《八零 90》 《掌中之物》《我和我们在一起》《以家人之名》《起跑线》 《蜗牛与黄鹌鸟》《都是好时光》《因为相爱才上演》《少年巴比伦》
	网剧	《奈何 BOSS 又如何》《六爻》《刀上糖心上霜》《喜欢的少年是你》 《我的妄想症男友》
精品剧集	台网剧	《隐秘而伟大》《锦衣之下》《瞄准》《初晨，是我故意忘记你》 《如果岁月可回头》《爱我，你敢吗》《海上繁花》《秋蝉》 《我不是购物狂》《这就是生活》《那时的我们》
	网剧	《时光的秘密》《拜托拜托请爱我》 头号嫌疑人 2》 《谢谢让我遇见你》《我有特殊沟通技巧》 那小子来自冰箱》 《彗星来的那一夜 2》《银色过浓》《心动的瞬间》《良辰多喜欢》 《完美先生和差不多小姐》《贺少的闪婚暖妻》《地球上线》

资料来源：前景传媒，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,104.92	2,526.41	4,169.50	4,329.72	4,379.71	营业收入	2,983.76	9,660.66	12,218.99	14,128.48	15,477.82
应收票据及应收账款	215.59	1,434.08	1,281.25	1,465.95	1,543.63	营业成本	2,305.79	6,082.77	8,037.98	9,266.18	10,138.58
预付账款	200.34	2,010.09	2,008.90	2,109.40	2,396.63	营业税金及附加	14.35	97.90	124.61	175.83	185.73
存货	73.71	2,214.81	2,250.73	2,639.75	2,992.79	营业费用	526.29	1,801.46	2,090.50	2,294.65	2,420.59
其他	400.64	479.97	481.14	534.98	451.75	管理费用	69.69	461.55	471.50	496.27	516.30
<b>流动资产合计</b>	<b>1,995.18</b>	<b>8,665.36</b>	<b>10,191.52</b>	<b>11,079.81</b>	<b>11,764.51</b>	研发费用	44.00	220.56	244.38	268.44	278.60
长期股权投资	16.65	215.54	215.54	215.54	215.54	财务费用	(30.74)	(24.20)	(11.46)	(14.87)	(13.06)
固定资产	115.64	207.01	224.03	261.12	297.27	资产减值损失	1.26	104.44	35.00	35.00	35.00
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	47.11	2,856.32	3,865.21	4,799.03	5,585.16	投资净收益	2.14	31.40	0.00	0.00	0.00
其他	99.70	167.14	142.18	115.56	101.63	其他	(11.13)	(92.41)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>279.10</b>	<b>3,446.01</b>	<b>4,482.95</b>	<b>5,460.86</b>	<b>6,271.36</b>	<b>营业利润</b>	<b>62.11</b>	<b>977.18</b>	<b>1,226.48</b>	<b>1,606.99</b>	<b>1,916.09</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,274.28</b>	<b>12,111.38</b>	<b>14,674.48</b>	<b>16,540.67</b>	<b>18,035.88</b>	营业外收入	4.49	14.85	12.55	10.63	15.00
短期借款	35.95	196.10	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.15	45.03	60.00	60.00	60.00
应付票据及应付账款	293.05	3,629.80	3,068.52	3,108.93	3,086.86	<b>利润总额</b>	<b>66.46</b>	<b>947.00</b>	<b>1,179.03</b>	<b>1,557.62</b>	<b>1,871.09</b>
其他	222.08	2,353.56	1,848.54	2,211.30	1,928.45	所得税	2.68	19.43	52.64	59.71	60.42
<b>流动负债合计</b>	<b>551.08</b>	<b>6,179.46</b>	<b>4,917.06</b>	<b>5,320.24</b>	<b>5,015.31</b>	<b>净利润</b>	<b>63.78</b>	<b>927.57</b>	<b>1,126.39</b>	<b>1,497.91</b>	<b>1,810.67</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(8.76)	62.01	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>72.54</b>	<b>865.57</b>	<b>1,126.39</b>	<b>1,497.91</b>	<b>1,810.67</b>
其他	3.95	257.67	280.00	320.00	400.00	每股收益(元)	0.04	0.49	0.63	0.84	1.02
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.95</b>	<b>257.67</b>	<b>280.00</b>	<b>320.00</b>	<b>400.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>555.02</b>	<b>6,437.12</b>	<b>5,197.06</b>	<b>5,640.24</b>	<b>5,415.31</b>						
少数股东权益	40.32	34.88	34.88	34.88	34.88	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	401.00	990.02	1,780.38	1,780.38	1,780.38	<b>成长能力</b>					
资本公积	677.82	3,641.09	5,583.83	5,583.83	5,583.83	营业收入	-7.32%	223.77%	26.48%	15.63%	9.55%
留存收益	1,277.94	4,649.35	7,662.16	9,085.17	10,805.31	营业利润	28.62%	1473.22%	25.51%	31.02%	19.24%
其他	(677.82)	(3,641.09)	(5,583.83)	(5,583.83)	(5,583.83)	归属于母公司净利润	9.03%	1093.27%	30.13%	32.98%	20.88%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,719.26</b>	<b>5,674.25</b>	<b>9,477.42</b>	<b>10,900.43</b>	<b>12,620.56</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,274.28</b>	<b>12,111.38</b>	<b>14,674.48</b>	<b>16,540.67</b>	<b>18,035.88</b>	毛利率	22.72%	37.04%	34.22%	34.41%	34.50%
						净利率	2.43%	8.96%	9.22%	10.60%	11.70%
						ROE	4.32%	15.35%	11.93%	13.79%	14.39%
						ROIC	5.70%	169.53%	36.54%	29.64%	28.53%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	24.40%	53.15%	35.42%	34.10%	30.03%
						净负债率	-62.18%	-41.07%	-43.99%	-39.72%	-34.70%
						流动比率	3.62	1.40	2.07	2.08	2.35
						速动比率	3.49	1.04	1.61	1.59	1.75
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	16.22	11.71	9.00	10.29	10.29
						存货周转率	34.02	8.44	5.47	5.78	5.50
						总资产周转率	1.29	1.34	0.91	0.91	0.90
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.04	0.49	0.63	0.84	1.02
						每股经营现金流	-0.03	-0.21	1.73	2.88	3.22
						每股净资产	0.94	3.17	5.30	6.10	7.07
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	660.73	55.37	42.55	32.00	26.47
						市净率	28.55	8.50	5.08	4.41	3.81
						EV/EBITDA	233.79	10.10	10.71	7.92	6.51
						EV/EBIT	441.90	29.88	35.93	27.33	22.85

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	63.78	927.57	1,126.39	1,497.91	1,810.67
折旧摊销	30.75	2,260.40	2,859.29	3,901.99	4,776.04
财务费用	(15.83)	13.72	(11.46)	(14.87)	(13.06)
投资损失	(2.14)	(31.40)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	25.26	267.55	(902.06)	(258.28)	(845.71)
其它	(161.89)	(3,814.76)	0.00	(0.00)	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>(60.07)</b>	<b>(376.92)</b>	<b>3,072.15</b>	<b>5,126.74</b>	<b>5,727.93</b>
资本支出	19.60	5,086.22	3,898.87	4,866.50	5,520.48
长期投资	5.32	198.89	0.00	0.00	0.00
其他	215.63	(4,211.29)	(7,820.07)	(9,773.00)	(11,120.95)
<b>投资活动现金流</b>	<b>240.56</b>	<b>1,073.83</b>	<b>(3,921.20)</b>	<b>(4,906.50)</b>	<b>(5,600.48)</b>
债权融资	35.95	196.10	0.00	0.00	0.00
股权融资	35.17	3,576.49	2,744.56	14.87	13.06
其他	(48.68)	(3,893.14)	(252.42)	(74.90)	(90.53)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>22.44</b>	<b>(120.56)</b>	<b>2,492.14</b>	<b>(60.02)</b>	<b>(77.47)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>202.93</b>	<b>576.35</b>	<b>1,643.09</b>	<b>160.22</b>	<b>49.99</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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