

天下秀 (600556)

证券研究报告

2021年04月25日

业绩五年持续高增长，全数据解读红人新经济龙头价值

业绩综述：公司发布20年年报及一季报。2020年营收30.6亿，同比增长54.78%，扣非净利3.73亿，同比增长47.8%；21Q1营收8.51亿元，同比增长58.73%，21Q1扣非净利0.83亿元，同比增长48%。

1、年报一季报维持高增长，红人新经济龙头增长势头强劲

2016-2020，天下秀收入、利润复合增速超过50%，红人新经济龙头迅速崛起。其中，收入的年复合增长率达到59.22%，扣非净利润的复合增长率达到58.14%。2020Q1，公司收入和扣非净利维持高速增长态势。

公司业绩的快速增长验证了天下秀对于红人经济行业发展趋势的正确判断，更得益于公司常年不断对WEIQ平台的技术研发投入，使得平台处理能力逐年增强，高效的连接了超过十万个商家客户及超过百万的红人（内容创业者）。

2、运营数据：商家侧的高粘性、私域流量价值的逐步提升，红人新经济平台成长路径清晰

WEIQ 商家侧：高用户粘性和强劲的新客户拓展。2020年WEIQ平台的活跃商家客户数达到8342个，同比增幅达31.70%。在活跃商家客户中，品牌客户的留存率达到77.99%，留存客户整体收入金额同比增长38.60%。从行业上看，完善数据模型持续提升对已有行业商家的吸引力，红人类型拓展及良好的营销口碑不断带动新行业客户加入。

WEIQ 红人端：红人专业化与机构化，红人营销供给水平不断提升，且红人中腰部及以下贡献超过80%。2020年，平台注册红人账户数累积达到147.44万，其中专职或兼职从事红人工作且能够迅速响应、具备成功接单能力的职业化红人账户数达到29.06万，同比增长72.65%。

克劳锐：2020年全年，克劳锐共发布榜单600余次，总共获得超过2亿人次的曝光，其中#种草达人商业价值榜单#话题登上微博热搜，引发行业广泛讨论与传播。在数据产品方面，红管家数据系统使用品牌客户超60家；克劳锐指数小程序日更数据200W，目前累计超过6万用户数。

IMSOCIAL 红人加速器：深度赋能的红人厂牌超过10家，IMSOCIAL红人加速器定向赋能MCN机构数量达400家，较2019年增加250家。

投资建议：红人营销市场空间广阔，公司平台价值不断提升，预计公司21/22年归母净利润5.51、7.99亿元，复合增速达45%，对应21/22年P/E为34.14/23.56倍，维持买入评级。

风险提示：宏观经济影响；消费者消费需求下降，新业务拓展不及预期等。

投资评级

行业	传媒/营销传播
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.41元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,807.75
流通A股股本(百万股)	476.08
A股总市值(百万元)	18,818.65
流通A股市值(百万元)	4,956.00
每股净资产(元)	1.87
资产负债率(%)	19.43
一年内最高/最低(元)	24.60/8.91

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《天下秀-公司点评:真金不怕火炼,业绩持续强劲增长检验红人经济新基建成色!》2021-03-31
- 《天下秀-公司点评:设立子公司进军红人教育,赋能行业发展、加深业务长期护城河》2021-01-22
- 《天下秀-公司点评:拟以不超过1.6亿元投资协同企业,围绕红人新经济多方面投资与多维变现》2020-10-22

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,977.31	3,060.40	4,736.77	6,678.84	9,417.17
增长率(%)	2857.27	54.78	54.78	41.00	41.00
EBITDA(百万元)	351.24	478.96	640.75	917.36	1,297.13
净利润(百万元)	258.60	295.48	551.18	798.78	1,129.51
增长率(%)	(796.13)	14.26	86.53	44.92	41.41
EPS(元/股)	0.14	0.16	0.30	0.44	0.62
市盈率(P/E)	72.77	63.69	34.14	23.56	16.66
市净率(P/B)	19.53	5.70	4.90	4.09	3.30
市销率(P/S)	9.52	6.15	3.97	2.82	2.00
EV/EBITDA	54.90	42.67	21.87	17.03	9.07

资料来源：wind，天风证券研究所

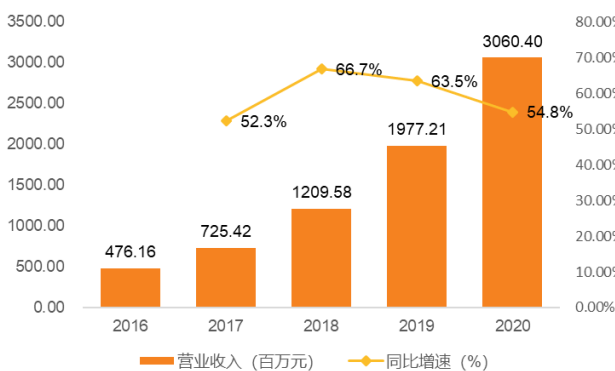
公司发布 20 年年报及一季报。2020 年营收 30.6 亿，同比增长 54.78%，扣非净利 3.73 亿，同比增长 47.8%；21Q1 营收 8.51 亿元，同比增长 58.73%，21Q1 扣非净利 0.83 亿元，同比增长 48%。

本篇点评核心就三个问题做出阐述：财务、公司各业务运营、业务的底层逻辑。

1. 年报一季报维持高增长，红人新经济龙头增长势头强劲

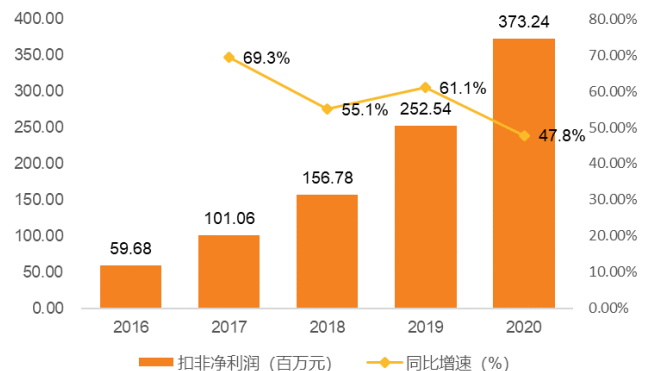
2016-2020，天下秀收入、利润复合增速超过 50%，红人新经济龙头迅速崛起。其中，收入的年复合增长率达到 59.22%，扣非净利润的复合增长率达到 58.14%。公司业绩的快速增长验证了天下秀对于红人经济行业发展趋势的正确判断，更得益于公司常年不断对 WEIQ 平台的技术研发投入，使得平台处理能力逐年增强，高效的连接了超过十万个商家客户及超过百万的红人（内容创业者）。

图 1：2016-2020 营业收入及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

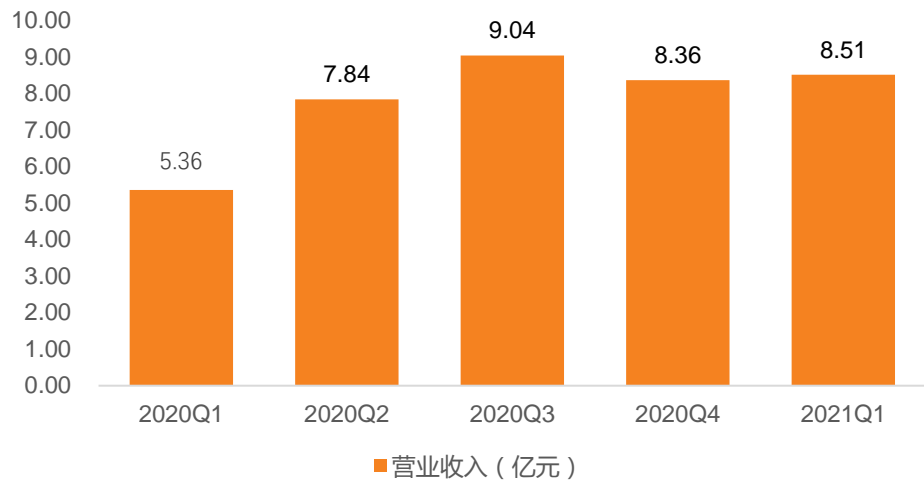
图 2：2016-2020 扣非净利润及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

公司 2020 全年实现营收 30.60 亿/+54.78%；20Q1-21Q1 实现营收 5.36/7.84/9.04/8.36/8.51 亿；2020 年全年收入拆分中，红人营销平台业务实现收入 29.61 亿元，红人经济生态链创新业务板块实现收入 0.99 亿元。2020Q4 收入增速环比放缓，未来伴随事件风波弱化，多平台崛起，持续增长值得期待。

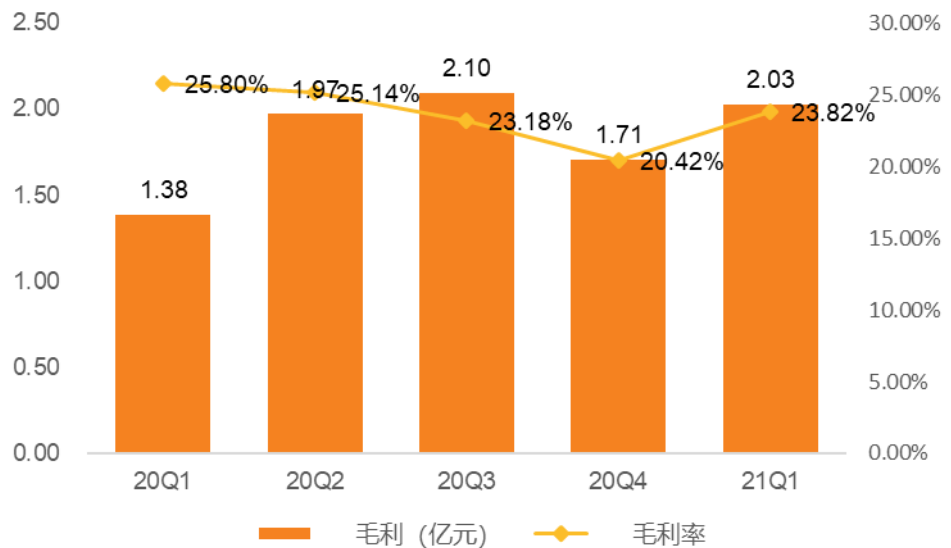
图 3：2020Q2-2021Q1 营业收入及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

公司 20Q1-21Q1 毛利率分别为 25.80%/25.14%/23.18%/20.42%/23.82%。公司在经历了 20 年毛利率下行后，21Q1 毛利率显著反弹，我们单季表现与众多不确定性因素相关，公司的上下游的分散化决定了公司具备一定的议价能力，我们认为短期波动无需过度解读。

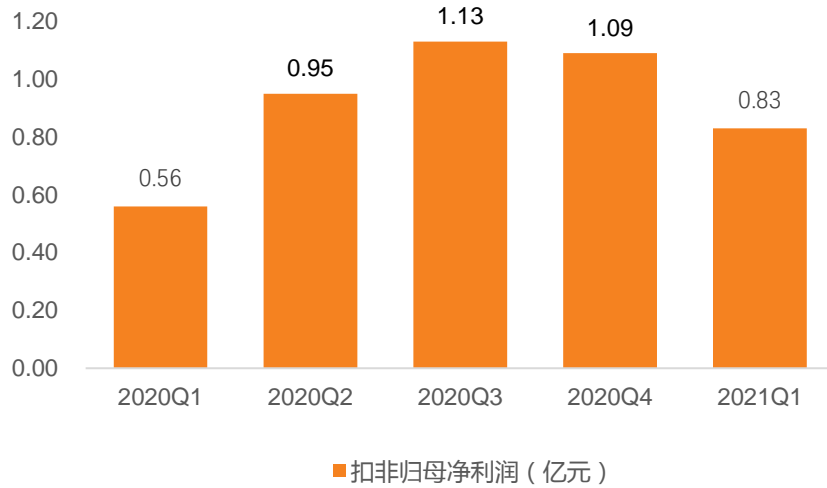
图 4：2020Q1-2021Q1 毛利 (亿元) 及毛利率 (%)



资料来源：公司财报，天风证券研究所

公司 2020 实现归母净利 2.95 亿元/+ 14.26%yoy，20Q1-21Q1 实现归母净利 0.56/0.80/1.12/0.48/0.83 亿元，归母利润表现受到影响。还原诉讼产生的损失和汇兑损益（汇率相关）对归母净利的干扰，主业盈利维持高速增长态势。

图 5：2020Q2-2021Q1 扣非归母净利润及增速



资料来源：公司财报,天风证券研究所

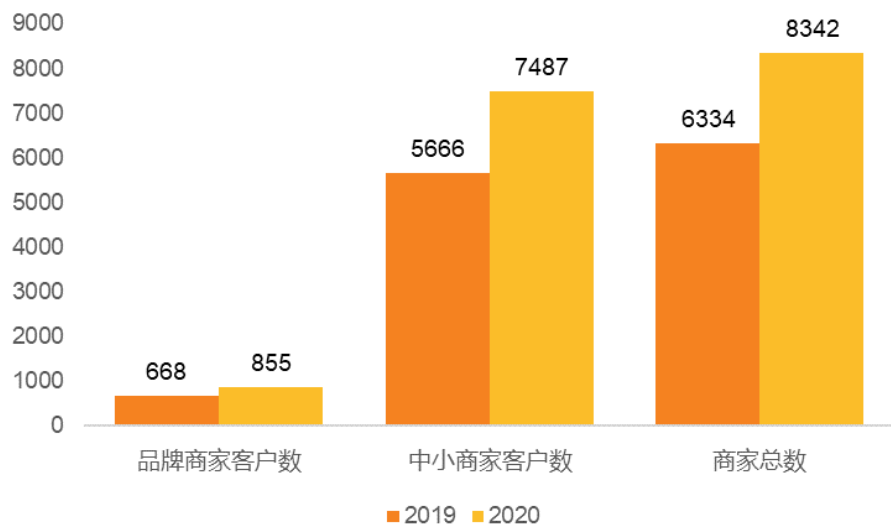
2. 运营数据：商家侧高粘性、私域流量价值的逐步提升，红人新经济平台成长路径清晰

2.1. WeiQ:商家端、红人端健康发展，生态价值显现

2.1.1. 平台商家客户端：匹配效率提升激发市场需求，平台活跃商家客户增长快

高用户粘性和强劲的新客户拓展。2020年WEIQ平台的活跃商家客户数达到8342个，同比增幅达31.70%。在活跃商家客户中，品牌客户的留存率达到77.99%，留存客户整体收入金额同比增长38.60%。

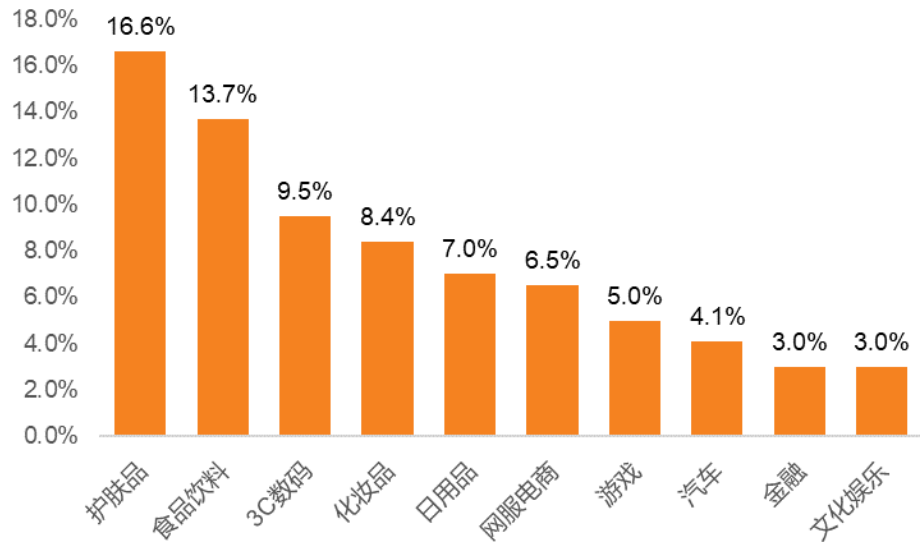
图6：2019-2020年WEIQ平台活跃商家客户数量（家）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

完善数据模型持续提升对已有行业商家的吸引力，红人类型拓展及良好的营销口碑不断带动新行业客户加入。公司客户所在行业分布丰富多元，前三大行业为护肤品、食品饮料、3C 数码，由于更多的订单积累，数据更加丰富，平台依据其产品特点及历史订单反馈逐步完善对应数据模型，取得良好的营销效果，在此助力下这些行业客户需求保持高速增长态势；同时，随着平台对于多元化红人（内容创业者）的广泛连接，数据应用范围得到扩展，平台服务能力亦日渐增强，传统行业如汽车、金融等商家客户也逐渐接入 WEIQ 平台。

图 7：2020 WEIQ 平台商家客户前十大行业分布占比情况



资料来源：公司财报，天风证券研究所

未来伴随订单的积累与数据模型的完善，WEIQ 平台将形成良性循环，有能力为各行各业商家客户提供服务。由于较强的发展潜质、较高的性价比与良好的口碑传播效果，红人营销也成为新消费品牌发展壮大的营销模式首选。近年来 WEIQ 平台也促成了众多新消费品牌的成功，与天下秀合作的新消费品牌客户有王小卤、元气森林、拉面说、空刻、棉上等。

图 8：WeiQ 促成了众多新消费品牌的成功

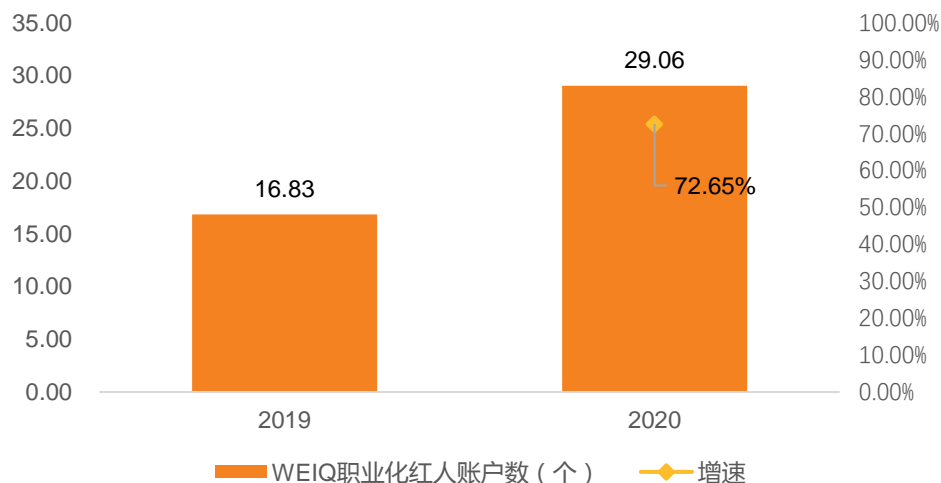
行业	商家客户代表（部分）
护肤品	
食品饮料	
3C 数码	
化妆品	
日用品	
网服电 商	
游戏	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.2. WeiQ 平台红人端：平台价值凸显，红人生态健康均衡发展

红人专业化与机构化，红人营销供给水平不断提升。WEIQ 平台广泛连接全网内容创作者，平台价值日益凸显，良好的信誉与成熟的私域流量变现模式促使连接的优质红人数量快速增长。2020 年，平台注册红人账户数累积达到 147.44 万，其中专职或兼职从事红人工作且能够迅速响应、具备成功接单能力的职业化红人账户数达到 29.06 万，同比增长 72.65%；入驻 WEIQ 平台的 MCN 机构的数量达到 7491 家，较 2019 年增加超过 800 家。截止目前，WEIQ 平台已经实现了与大部分活跃 MCN 机构的链接和红人覆盖，并通过完善的自助化交易流程和保障机制，吸引更多的内容创作者接入平台转变为职业化红人

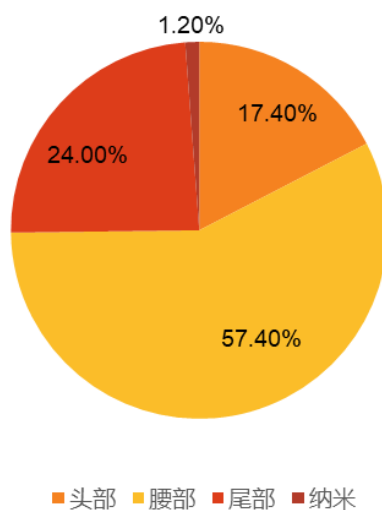
图 9：WEIQ 职业化红人账户快速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

WEIQ 连接红人账号的领域分布广泛，前三大行业为影视娱乐、美妆和动漫游戏，整体处于分散状态。WEIQ 平台透过对于商家客户的需求数据分析，挖掘红人的私域流量价值，促使内容趋于垂直化和专业化，高质量的内容供给端正快速形成，红人营销的商业效率和内涵价值逐渐凸显。WEIQ 平台订单平均金额由 2019 年的 1982 元提升到 2020 年的 2375 元，体现了平台释放红人私域流量价值的的能力逐渐提升。

图 10：2020 年从天下秀获得收入的红人结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 创新业务持续赋能红人，助力行业高速发展

天下秀持续采取为不同生命周期的红人赋能的战略，通过 IMSOCIAL 红人加速器为红人提供成长加速赋能，以及通过 TOPKLOUT 克劳锐为红人提供价值评估体系，构建更加立体化的红人生态，推动行业发展。报告期取得良好的效果。

2.2.1. TOPKLOUT 克劳锐：为红人提供价值评估体系，影响力广泛

2020 年全年，克劳锐共发布榜单 600 余次，总共获得超过 2 亿人次的曝光，其中#种草达人商业价值榜单#话题登上微博热搜，引发行业广泛讨论与传播。在数据产品方面，红管家数据系统使用品牌客户超 60 家；克劳锐指数小程序日更数据 200W，目前累计超过 6 万用户数。

图 11：克劳锐为红人提供价值评估体系，影响力广泛



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2.2. IMSOCIAL 红人加速器，为红人提供成长加速赋能

IMSOCIAL 红人加速器深度赋能的红人厂牌超过 10 家。其中“叁里”厂牌的红人数量达 600 余位；肆哆、五月互动、真秀娱乐等明星厂牌，代表明星包含大张伟、董洁、雷佳音、陈意涵、张哲瀚、李晨、阚清子、符龙飞、黄小蕾、郑恺等六十余位明星；在个人厂牌方面，以@天才小熊猫 为代表的“七扬创想”厂牌，赋能@天才小熊猫 从图文赛道转型短视频赛道，前三条的视频播放量突破 2 亿；在 IP 厂牌方面，专注二次元 IP 和虚拟 IP 的 Alab 新内容实验室代表 IP 有@爱迪生小姐[抖音第一 BJD（人偶）红人]，@霍尔与波妞等，全网粉丝突破 1100 万，以及“鱼太闲”IP，数次霸榜抖音热门视频，总播放量破 10 亿。与此同时，IMSOCIAL 红人加速器定向赋能 MCN 机构数量达 400 家，较 2019 年增加 250 家。

图 12：IMSOCIAL 红人加速器

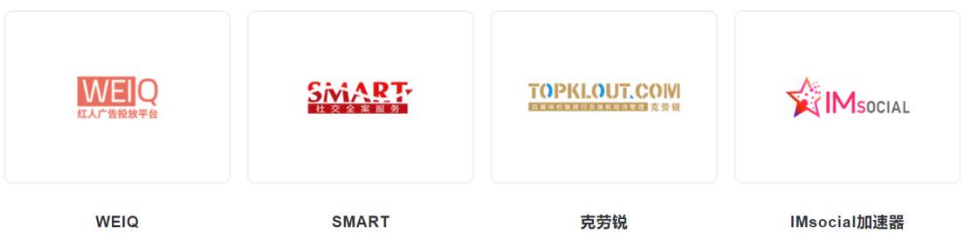


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

3. 核心业务模式解析：做红人新经济中的数据科技公司

天下秀构建了以红人营销平台 WEIQ 为主营业务，以 IMSOCIAL 红人加速器、自媒体价值排行及版权管理机构 TOPKLOUT 克劳锐、西五街 APP 及 IRED 教育为生态链创新业务的“红人经济生态圈”，赋能了不同发展阶段的红人、MCN，通过大数据技术，连接了品牌商家与中小商家、传统品牌与新消费品牌等多元化企业客户，成功打造了红人营销供应链平台

图 13：天下秀四大业务



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

3.1. WEIQ：大数据技术为红人（内容创业者）与企业提供在线红人营销服务的撮合与交易平台

WEIQ 红人营销平台（简称：WEIQ 平台）(www.weiq.com) 是基于大数据技术为红人（内容创业者）与企业提供在线红人营销服务的撮合与交易平台。核心业务逻辑为：将有营销需求的企业与有营销供给能力的红人建立连接，并依托大数据技术，分析企业的营销需求，精准匹配相应属性的红人账号，一端帮助商家完成红人账号匹配、一键直连沟通、生成订单支付、实时效果追踪、营销总结反馈、数据沉淀等完整的红人营销链路；另一端帮助红人通过内容创作实现私域流量的价值变现。在下单时，商家可以选择视频类、直播类、文章类、图文类等红人营销全内容服务形态，并且在下单后能够实时查看推广的数据动态，最终实现投前账号筛选、投中实时数据监测、投后效果追踪的一站式智能营销服务，从而提高了商家的营销效率，降低了商家的营销成本。WEIQ 平台通过分析红人账号的价格体系、创作能力、发布频次、互动能力、粉丝画像、增长趋势、历史传播效果、客户口碑评价等多维度属性，为其精准派发商家的任务订单，红人用户通过 WEIQ 平台领取任务，

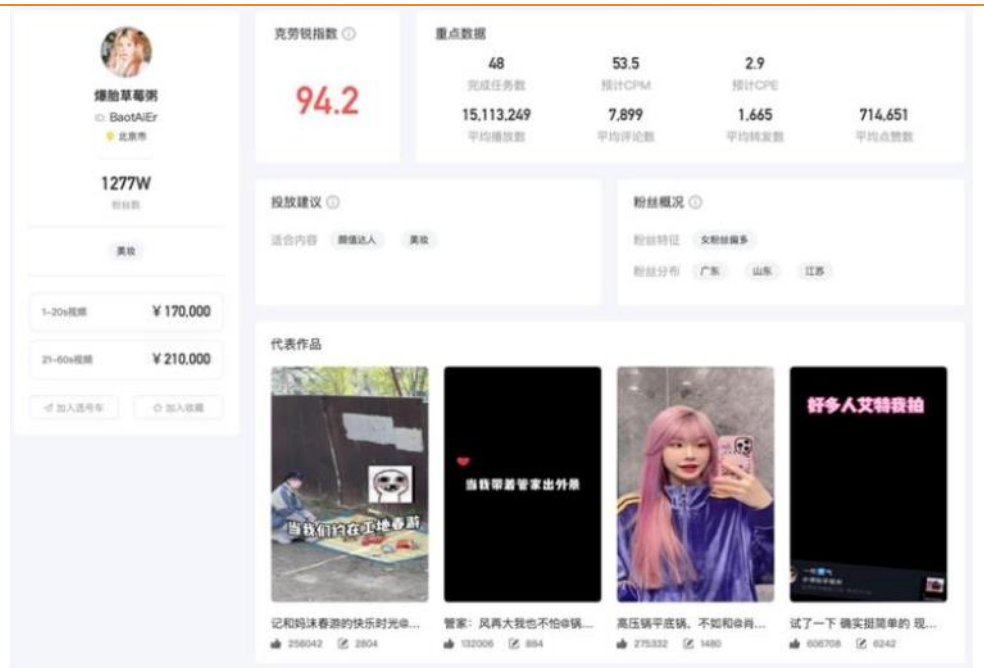
并且可以在线与商家客户进行沟通，最终完成内容创作及发布。

图 14：商家侧，WEIQ 通过账号标签、粉丝量、传播度、互动度、性价比等多个围堵进行个性化红人推荐



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：红人侧，WEIQ 红人营销平台的红人主页页面



资料来源：公司公告，天风证券研究所

WEIQ 以大数据提高匹配效率，并 WEIQ 平台通过对商家进行资质认证、信用评级，以及独立第三方平台支付系统，担保每一笔交易，保障商家与红人双边的资金安全；此外，基于 WEIQ 平台，设立了面向品牌商家客户的 SMART 全案营销服务品牌。

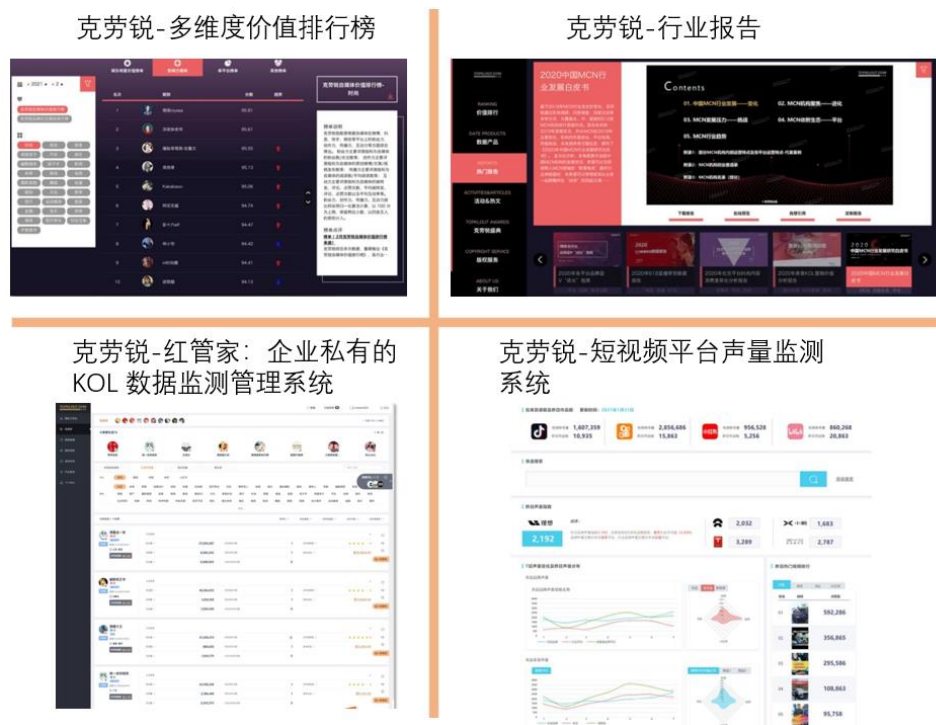
3.2. 克劳锐：自媒体排行及版权管理机构

克劳锐作为红人经济生态的第三方权威评价机构，提供专业自媒体大数据价值评估体系、

多维度商业价值判定、深度行业观察报告及高效的版权经纪管理等一站式综合服务，旨在发现红人价值、维护红人价值市场。克劳锐提供多种产品：

- ① 多维度价值排行榜：综合多个数据作为考核维度，涵盖了三大类榜单排行、100+数据评估指标，以及28个细分行业覆盖，并在月度及年度进行发布，通过加权计算后，以克劳锐指数直观呈现，为红人的社交影响力提供权威背书，给予商家在红人营销的权威参考，助力红人及粉丝双向成长。
- ② 行业报告：全方位多角度深度剖析新媒体行业趋势，洞察不同领域红人营销价值，为商家投资回报提供权威指导，帮助MCN及时了解业内动态。
- ③ 克劳锐数据产品：包括克劳锐指数-微信小程序、红管家、短视频平台声量监测系统：等。以微信小程序为例，整合克劳锐榜单，覆盖50+自主标签体系、80万+账号、日更数据200万，免费向用户提供数据查询服务。

图 16：克劳锐系列产品示例



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. IMSocial：红人（内容创业者）的成长加速平台。I

IMSOCIAL 红人加速器是红人（内容创业者）的成长加速平台。IMSOCIAL 红人加速器致力于打造红人经济良性资源生态，为不同阶段的红人和MCN提供全链路赋能加速服务，包括红人培训、内容创意运营、商业托管、IP孵化、品牌传播、资本对接等一站式解决方案。现阶段IMSOCIAL 红人加速器进行“红人厂牌”化赋能运营，根据机构、明星、个人以及IP各自不同的发展阶段提供差异化服务。

4. 盈利预测与投资建议：

商家、红人和 MCN 共振加快合作，红人新经济行业持续、快速扩张。红人新经济是依托于红人（内容创业者）的私域流量价值、去中心化粉丝互动关系下产生的购物消费、娱乐体验、品牌营销、数据服务、内容生产等瞄准粉丝个性需求的商业经济体系。根据艾瑞咨询，2019 年的粉丝经济关联产业规模超过了 3.5 万亿元，增长率是 24.3%，此后五年仍将保持 15%左右的稳定增速，而红人和意见领袖是其中的核心角色，预计 2023 年将超过 6 万亿。其背后推动力包括：

- ① **商家侧，红人营销重要性得到公认。**根据《2021 中国社交及内容趋势》，从 2021 年品牌主社会化营销预算变化来看，超过 80%品牌主增加红人营销投入；
- ② **红人（内容创业者）及 MCN 机构数量持续高速增长。**根据克劳锐发布的《2020 中国红人发展年报》显示，2020 年粉丝量大于 1 万的创作者体量超过 900 万，日均产出内容数量超过 3750 万，2019 年-2020 年粉丝数大于 1 万的创作增幅达 64%，2019 年-2020 年粉丝量大于 100 万的创作者增幅达 27%。中国 MCN 机构数量翻倍，数量突破 2 万家。

我们认为，在流量去中心化背景下，通过内容透过数百万级红人及其粉丝群体构建的私域流量形成的全域矩阵式社会化传播能有效降低品牌传播成本，但红人营销中的信息不对称和高复杂度成为行业痛点，公司是对接品牌与红人多元信息的搜索引擎、是消除红人数据造假动机的公正中介、是为品牌方营销提供多种解决方案的基础设施。在业务上，公司以红人营销为第一成长曲线，加强团队建设、拓展客户对红人营销的认知，推动红人营销业务高速增长；此外依托于红人营销，公司不断以科技赋能行业发展，逐渐完善红人新经济生态布局，其红人电商、红人电商数据赋能工具的商业化，均具备长期拓展成长边界的可能。预计公司 21/22 年归母净利润 5.51、7.99 亿元，对应 21/22 年 P/E 为 34.14/23.56 倍，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,042.93	2,293.82	4,739.18	3,114.82	6,957.20	营业收入	1,977.31	3,060.40	4,736.77	6,678.84	9,417.17
应收票据及应收账款	683.46	1,502.04	1,102.80	2,141.53	2,432.98	营业成本	1,434.69	2,344.67	3,611.31	5,091.95	7,179.65
预付账款	98.89	146.64	113.55	304.69	314.92	营业税金及附加	21.80	10.47	37.89	53.43	75.34
存货	0.00	2.36	6.23	5.99	9.37	营业费用	109.37	137.42	202.26	285.19	402.11
其他	72.61	99.45	568.02	209.78	434.39	管理费用	59.22	86.01	125.05	176.32	248.61
流动资产合计	1,897.88	4,044.31	6,529.79	5,776.82	10,148.86	研发费用	53.22	74.72	127.89	180.33	254.26
长期股权投资	11.48	20.99	20.99	20.99	20.99	财务费用	(16.68)	(9.24)	(14.45)	(21.00)	(21.00)
固定资产	3.24	5.71	29.00	72.08	114.03	资产减值损失	0.00	(2.53)	(2.53)	(2.53)	(2.53)
在建工程	0.00	1.72	37.03	70.22	72.13	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.15	16.07	15.60	15.14	14.68	投资净收益	(1.70)	(6.67)	4.00	19.00	30.80
其他	74.99	143.47	75.86	94.32	100.35	其他	7.08	17.13	(8.00)	(38.00)	(61.60)
非流动资产合计	89.86	187.95	178.49	272.75	322.17	营业利润	310.31	408.44	653.34	934.16	1,311.53
资产总计	1,987.74	4,232.27	6,708.28	6,049.57	10,471.02	营业外收入	0.20	1.00	0.75	5.40	18.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.00	98.25	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	185.04	480.65	375.92	745.27	1,028.81	利润总额	310.51	311.19	654.09	939.56	1,329.53
其他	803.70	330.99	2,434.76	629.51	3,654.91	所得税	52.51	17.73	98.11	140.93	199.43
流动负债合计	988.74	811.64	2,810.68	1,374.77	4,683.72	净利润	258.00	293.46	555.98	798.63	1,130.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(0.60)	(2.02)	4.80	(0.15)	0.58
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	258.60	295.48	551.18	798.78	1,129.51
其他	34.17	118.64	55.26	69.36	81.09	每股收益(元)	0.14	0.16	0.30	0.44	0.62
非流动负债合计	34.17	118.64	55.26	69.36	81.09						
负债合计	1,022.91	930.28	2,865.94	1,444.13	4,764.81						
少数股东权益	1.37	0.05	4.61	4.45	5.02	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	1,680.42	1,807.75	1,807.75	1,807.75	1,807.75	成长能力					
资本公积	(1,181.64)	762.91	762.91	762.91	762.91	营业收入	2857.27%	54.78%	54.78%	41.00%	41.00%
留存收益	(716.97)	1,497.19	2,029.98	2,793.23	3,893.44	营业利润	-1281.89%	31.62%	59.96%	42.98%	40.40%
其他	1,181.64	(765.91)	(762.91)	(762.91)	(762.91)	归属于母公司净利润	-796.13%	14.26%	86.53%	44.92%	41.41%
股东权益合计	964.83	3,301.99	3,842.34	4,605.44	5,706.22	获利能力					
负债和股东权益总计	1,987.74	4,232.27	6,708.28	6,049.57	10,471.02	毛利率	27.44%	23.39%	23.76%	23.76%	23.76%
						净利率	13.08%	9.66%	11.64%	11.96%	11.99%
						ROE	26.84%	8.95%	14.36%	17.36%	19.81%
						ROIC	-839.96%	-245.98%	62.47%	-80.18%	78.30%
						偿债能力					
						资产负债率	51.46%	21.98%	42.72%	23.87%	45.50%
						净负债率	-108.09%	-69.47%	-123.34%	-67.63%	-121.92%
						流动比率	1.92	4.98	2.32	4.20	2.17
						速动比率	1.92	4.98	2.32	4.20	2.16
						营运能力					
						应收账款周转率	5.56	2.80	3.64	4.12	4.12
						存货周转率	19,549.80	2,592.56	1,102.74	1,093.45	1,226.85
						总资产周转率	1.89	0.98	0.87	1.05	1.14
						每股指标(元)					
						每股收益	0.14	0.16	0.30	0.44	0.62
						每股经营现金流	-0.08	-0.17	1.38	-0.86	2.14
						每股净资产	0.53	1.83	2.12	2.55	3.15
						估值比率					
						市盈率	72.77	63.69	34.14	23.56	16.66
						市净率	19.53	5.70	4.90	4.09	3.30
						EV/EBITDA	54.90	42.67	21.87	17.03	9.07
						EV/EBIT	55.01	42.78	21.93	17.10	9.12

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	258.00	293.46	551.18	798.78	1,129.51
折旧摊销	2.17	4.33	1.86	4.20	6.60
财务费用	(9.71)	8.61	(14.45)	(21.00)	(21.00)
投资损失	1.70	6.67	(4.00)	(19.00)	(30.80)
营运资金变动	(475.59)	(551.01)	1,963.15	(2,311.66)	2,784.99
其它	85.97	(77.81)	4.80	(0.15)	0.58
经营活动现金流	(137.46)	(315.75)	2,502.54	(1,548.84)	3,869.89
资本支出	(6.37)	(48.98)	123.38	65.90	38.27
长期投资	11.48	9.50	0.00	0.00	0.00
其他	(230.07)	(247.83)	(179.38)	(126.90)	(57.47)
投资活动现金流	(224.95)	(287.30)	(56.00)	(61.00)	(19.20)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(335.21)	2,078.12	17.45	21.00	21.00
其他	1,175.72	(332.51)	(18.63)	(35.52)	(29.32)
筹资活动现金流	840.51	1,745.61	(1.18)	(14.52)	(8.32)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	478.09	1,142.57	2,445.36	(1,624.36)	3,842.37

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 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