

内容护城河逐渐稳固，21 年季风+小芒贡献新看点

——芒果超媒（300413）2020 年报及 2021 年一季报点评报告

事件：

公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报。

点评：

● 2020 年疫情下营收稳健增长，盈利能力持续提升，2021 年回归高速增长

2020 年全年公司实现营收 140.06 亿元，同比增长 12.04%，归母净利润为 19.82 亿元，同比增长 71.42%。2021Q1，公司营收达到 40.09 亿元，同比增长 47.00%，归母净利润为 7.73 亿元，同比增长 61.18%。

● 优质内容支撑下，会员数量接近翻倍增长，广告招商屡创新高

2020 年，芒果 TV 互联网视频业务营收为 90.61 亿元，同比增长 43.40%，其中：（1）芒果 TV 通过题材破圈+内容加码，推动覆盖人群从年轻女性向成熟女性及年轻男性群体拓展，2020 年付费用户数同比高增 97%达到 3613 万，实现会员收入 32.55 亿元，同比增长 92%；（2）受益爆款内容输出+台网联合招商，平台广告价值凸显，2020 年广告收入达 41.39 亿元，同比增长 24%，其中《姐姐》招商数据刷新纪录，《下一站是幸福》创剧类广告招商新高。

● 综艺自制行业领先，综 N 代+创新综艺齐发力，剧集走独播+精品化+题材破圈路线

综艺方面，拥有 20 个综艺团队，2020 年上线超 40 档自制综艺，《姐姐》等创新综艺表现优异，《明侦》、《密室大逃脱》等综 N 代稳定输出，内容护城河较为稳固，2021 年开发了脱口秀、职场等新品类，并将推出《哥哥的滚烫人生》、《正经歌手》等创新综艺；剧集方面，全年上线 57 部重点影视剧，拥有 12 个自建团队和 30 家外部战略合作工作室，2021 年大剧储备数量翻倍，新增现实、悬疑烧脑、武侠等题材，与台端联动的季风剧场选择全社会向话题的剧目，季风计划的首部剧《狂猎》将在 5 月播出。此外，小芒电商采用“视频+内容+电商”的全新视频内容电商模式，有望贡献新看点。

● 投资建议与盈利预测

我们看好芒果 TV 平台流量和价值的持续提升以及小芒电商的发展潜力，预计芒果超媒 2021-2023 年营业收入为 184.93/230.47/277.61 亿元，归母净利润为 24.02/29.97/36.30 亿元，EPS 1.35/1.68/2.04 元，对应 PE 47/37/31x，维持“买入”评级。

● 风险提示

头部内容表现不及预期、小芒电商业务发展不及预期、政策风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12500.66	14005.54	18492.51	23046.62	27760.67
收入同比(%)	29.40	12.04	32.04	24.63	20.45
归母净利润(百万元)	1156.29	1982.16	2402.01	2996.93	3629.87
归母净利润同比(%)	33.59	71.42	21.18	24.77	21.12
ROE(%)	13.16	18.72	18.49	18.75	18.50
每股收益(元)	0.65	1.11	1.35	1.68	2.04
市盈率(P/E)	96.82	56.48	46.61	37.35	30.84

资料来源：Wind, 国元证券研究所

买入|维持

基本数据

52 周最高/最低价(元)：91.98 / 43.0

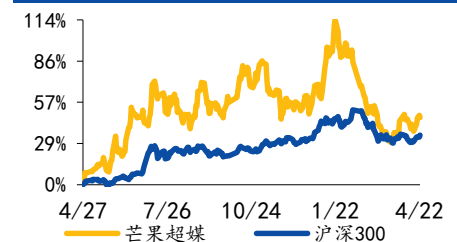
A 股流通股(百万股)：931.36

A 股总股本(百万股)：1780.38

流通市值(百万元)：58563.71

总市值(百万元)：111950.14

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-芒果超媒（300413）首次覆盖报告：特色“芒果模式”，新阶段新看点》2021.04.21

《国元证券行业研究-2021 年传媒行业策略报告：文娱需求强劲，把握景气子版块》2020.12.03

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 陈俊璇

邮箱 chenjunxuan@gyzq.com.cn

目 录

1. 互联网视频业务快速增长，互动娱乐内容制作有所承压	3
2. 综 N 代+创新综艺齐发力，剧集在独播+精品化战略下成果显著，2021 年将继续破圈	5
3. 盈利预测	8

图表目录

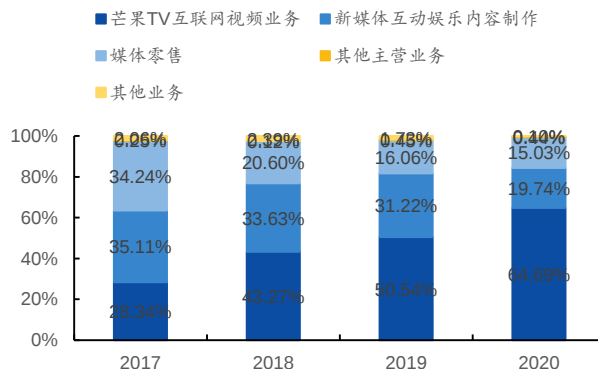
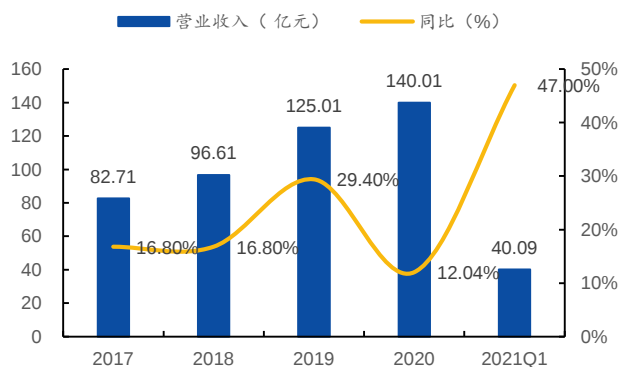
图 1：2017 年-2021Q1 公司营收及同比	3
图 2：2017 年-2021Q1 公司营收结构（%）	3
图 3：2017 年-2020 年公司分业务毛利率（%）	4
图 4：2017 年-2020 年芒果 TV 互联网视频业务毛利率拆分（%）	4
图 5：2017 年-2021Q1 公司费用率变化情况	4
图 6：2017-2020 年归母净利润&增速	5
图 7：2017-2021Q1 归母净利润率变化	5
图 8：优爱腾芒 2020 年全网综艺内容有效播放	5
图 9：优爱腾芒分季度综艺内容有效播放量	5
图 10：优爱腾芒 2020 年全网剧集内容有效播放量	6
图 11：优爱腾芒 2020Q4-2021Q1 剧集内容有效播放量	6
图 12：小芒电商 APP IOS 端下载量变化情况	8
 表 1：2021 年部分综艺片单	6
表 2：2021 年部分剧集片单	7

1. 互联网视频业务快速增长，互动娱乐内容制作有所承压

2020 年疫情下营收稳健增长，2021Q1 回归高速增长轨道。2020 年，由于疫情对新媒体互动娱乐内容制作有所拖累，公司实现营收 140.06 亿元，同比增长 12.04%，其中芒果 TV 互联网视频业务（广告+会员+运营商）营收为 90.61 亿元，同比增长 43.40%。2021Q1，公司营收达到 40.09 亿元，同比增速提高至 47.00%。从收入结构看，芒果 TV 互联网视频业务营收占比持续提升，2020 年达到 64.69%，同比提高 14.15pct，新媒体互动娱乐内容制作业务营收占比则同比下降 11.48pct 至 19.74%。

图 1：2017 年-2021Q1 公司营收及同比

图 2：2017 年-2021Q1 公司营收结构（%）

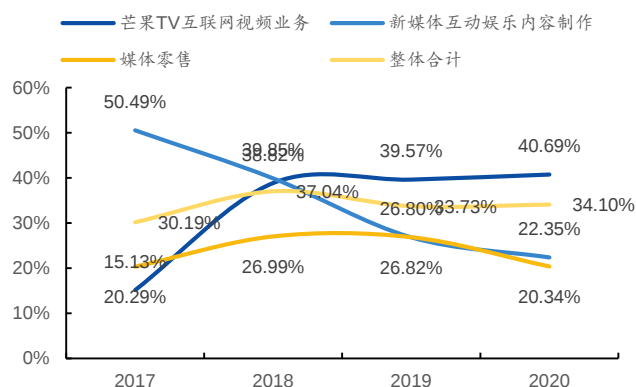


资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

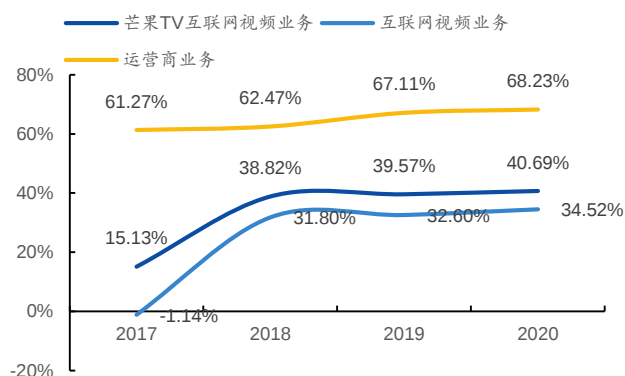
芒果 TV 互联网视频业务毛利率提高，带动整体毛利率小幅提升。公司整体毛利率从 2019 年的 34.02% 提升到 2020 年的 34.10%，较去年增长 0.37pct，2021Q1 毛利率提高至 38.31%。分业务看，2020 年芒果 TV 互联网视频业务、新媒体互动娱乐内容制作和媒体零售业务毛利率分别为 40.69%、22.35%、20.34%，较去年同比变动 +1.12pct、-4.45pct、-6.48pct。其中，芒果 TV 互联网视频业务毛利率提升主要来自于：运营业务持续受益“一云多屏”以及用户规模提升带来的规模效益，2020 年毛利率同比提高 1.12pct 至 68.23%；优质内容带动会员+广告变现价值提升，互联网视频业务毛利率同比提高 1.92pct 至 34.52%。

图 3：2017 年-2020 年公司分业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

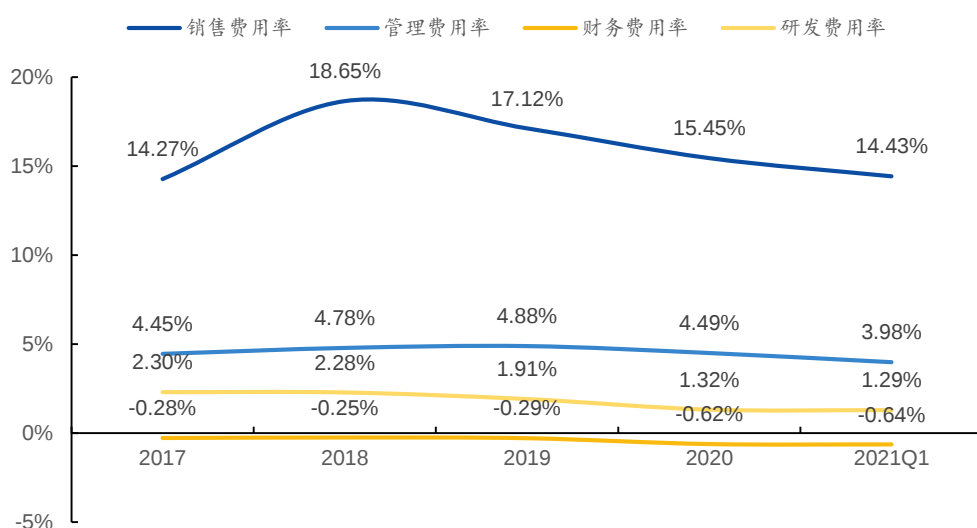
图 4：2017 年-2020 年芒果 TV 互联网视频业务毛利率拆分（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司费用把控得当，期间费率稳中有降。公司期间费用率整体呈下降趋势，其中：销售费用率于 2020 年降至 15.45%，同比下降 1.66pct，2021Q1 继续下降至 14.43%；研发费用率小幅下降，2020 年、2021Q1 分别为 1.32%（同比下降 0.59pct）、1.29%；管理费用率和财务费用率均较为稳定。

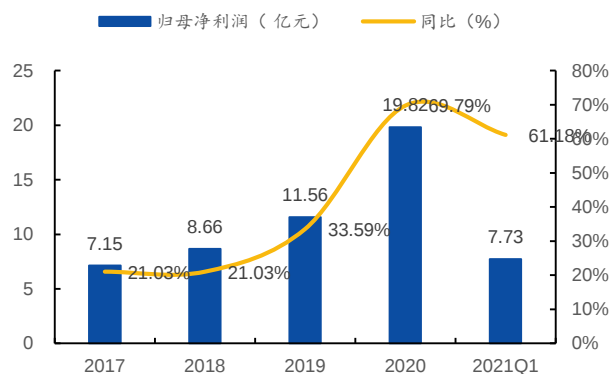
图 5：2017 年-2021Q1 公司费用率变化情况



资料来源：wind，国元证券研究所

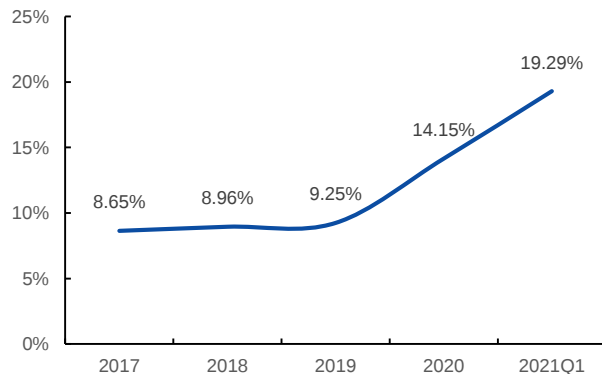
公司盈利能力持续提升，归母净利润率大幅提升。由于公司毛利率提高以及期间费用管控得当，盈利能力持续提升，2020 年实现归母净利润 19.82 亿元，同比增长 71.42%，2021Q1 归母净利润为 7.73 亿元，同比增长 61.18%。归母净利润率从 2019 年 9.25% 提升至 2020 年 14.15%，2021Q1 继续提升至 19.29%。

图 6：2017-2020 年归母净利润&增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 7：2017-2021Q1 归母净利润率变化

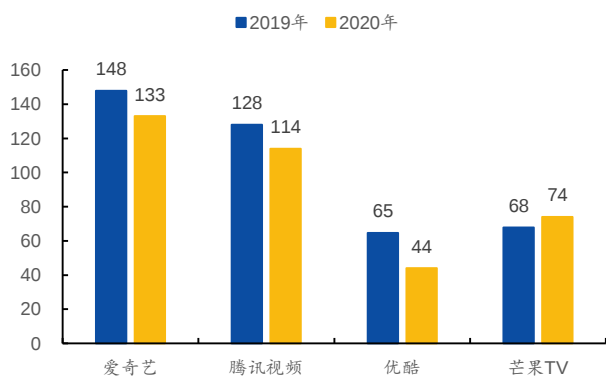


资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 综 N 代+创新综艺齐发力，剧集在独播+精品化战略下成果显著，2021 年将继续破圈

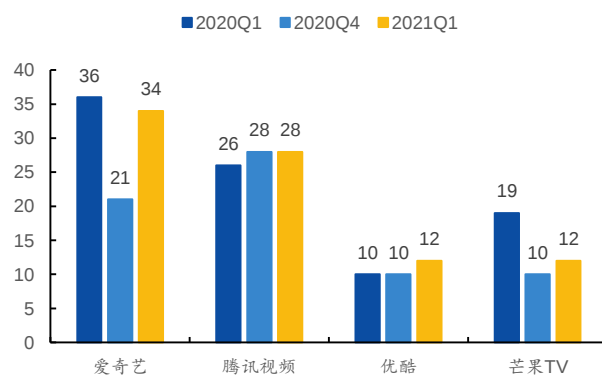
芒果 TV 综艺内容占据领先地位，2020 年综艺播放量逆势增长。根据云合数据，2020 年芒果 TV 自制率达到 89%，同期爱奇艺、腾讯视频、优酷自制率分别为 35%、45%、37%。播放量上，芒果 TV 凭借综 N 代的稳定输出与《姐姐》等新综发力，2020 年实现综艺有效播放量 74 亿，同比增长 9%，是优爱腾芒中唯一实现正增长的平台；2021Q1 在《姐姐 2》内容加持下，综艺有效播放量达 12 亿，环比增长 23%。

图 8：优爱腾芒 2020 年全网综艺内容有效播放



资料来源：云合数据，国元证券研究所

图 9：优爱腾芒分季度综艺内容有效播放量



资料来源：云合数据，国元证券研究所

综 N 代保持优异表现，创新综艺拓展内容矩阵。公司拥有 20 个综艺团队，2020 年上线超 40 档自制综艺，创新综艺带来高口碑高热度，其中《姐姐》招商数据刷新纪录，广告客户总数超 40 家，《明侦》、《密室大逃脱》等综 N 代稳定输出，内容护城河较为稳固。2021 年，公司已推出职场观察《初入职场》和脱口秀《听姐说》等新品类，未来还将推出《哥哥的滚烫人生》、《正经歌手》、《再见爱人》等创新综艺，

同时《女儿们的恋爱4》、《密室大逃脱3》等综 N 代保障公司每季度稳定输出优质内容。

表 1：2021 年部分综艺片单

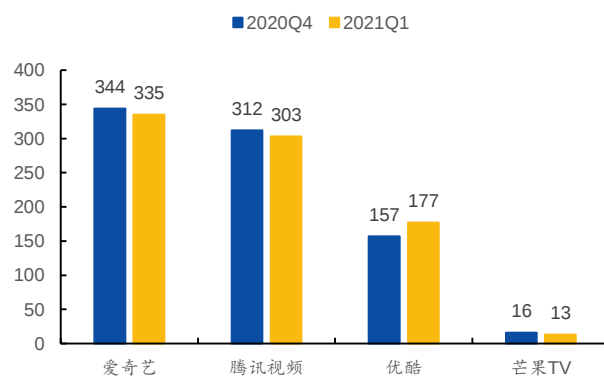
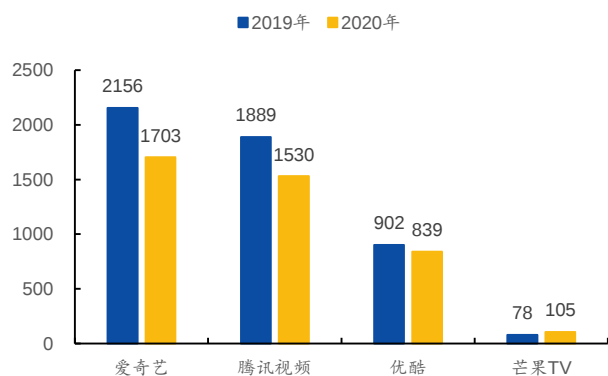
类型	节目名称	播出时间	节目介绍	制作团队	拟邀嘉宾
哥系姐系综艺	哥哥的滚烫人生	2021Q3	跨界组团挑战真人秀	吴梦知团队	陈小春、李承铉等
	乘风破浪的姐姐 3	2021 年-2022 年	女团成长综艺	吴梦知团队	
音乐	正经歌手	2021Q3	喜剧人音乐挑战类真人秀	洪啸工作室	龚俊、德云社成员、脱口秀演员等
	说唱听我的 2	2021Q2	说唱音乐综艺	严典雅工作室	Amber、李斯丹妮、梁龙等
推理	密室大逃脱 3	2021Q2	大型益智类实景解密体验秀	盒子工作室	邓伦、杨幂、黄明昊、白敬亭、王嘉尔
	明星大侦探 7	2021Q4	明星推理真人秀	盒子工作室	
	闪耀的侦探家族	2021 年	连续剧式的侦探综艺	盒子工作室	六位“侦探”加盟
	游戏的法则	2021Q3	心理战游戏综艺		
治愈	朋友请听好 2	2021 Q3	原创声音互动陪伴类真人秀	果果团队	何炅、谢娜、易烊千玺
情感	再见爱人	2021Q3	情感纪实类旅行真人秀	刘乐团队	1 对热恋明星情侣+3 对情感危机明星夫妻； 专家观察团
	女儿们的恋爱 4	2021Q4	代际情感观察真人秀	晏吉团队	4 位明星闺女与她们的亲人
	婆婆和妈妈 3	2021 年-2022 年	家庭代际和谐促进真人秀	单丹霞团队	
其他	中国制作人	2021Q3	先锋制作人创制真人秀	梁书源团队	舒淇、王中磊、肖战、刘昊然、杨超越
	拳拳相对	2021 年	将打造拳击偶像		邹市明及 16 位艺人
	热血少年行	2021 年	沉浸式军事生存节目	梁书源工作室	12 位热血少年

资料来源：前景传媒，芒果 TV，国元证券研究所

独播+精品化战略下，剧集平台播放量有较大提升。凭借《以家人之名》、《下一站幸福》等热播剧，2020 年芒果 TV 的剧集有效播放量同比提高 34%至 105 亿，同期爱奇艺、腾讯视频、优酷剧集有效播放量同比分别下降 21%、19%、7%。2021Q1，芒果 TV 的有效播放量自 2020Q4 的 16 亿下降至 13 亿，优爱腾芒中仅优酷实现环比正增长，但自 Q2 起，季风计划启动有望带动播放量提升。

图 10：优爱腾芒 2020 年全网剧集内容有效播放量

图 11：优爱腾芒 2020Q4-2021Q1 剧集内容有效播放量



资料来源：云合数据，国元证券研究所

资料来源：云合数据，国元证券研究所

剧集继续破圈，2021 年启动季风计划。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，拥有 12 个自建团队和 30 家“新芒计划”战略工作室。2020 全

年上线 57 部重点影视剧，其中，《下一站是幸福》创剧类广告招商新高；《以家人之名》诠释“家人会让彼此成为更好的人”；芒果影视出品的现实主义年代剧《隐秘而伟大》连续 25 天居收视率榜首；芒果娱乐出品的《向阳而生》首播收视率省级卫视全网第一。2021 年芒果 TV 大剧储备数量翻倍，并新增现实、悬疑烧脑、武侠等题材，打破“甜宠”标签，播出剧集包括《好女好男》、《陪你一起长大》等。此外，芒果 TV 与湖南卫视联手打造国内首个台网联动的季风剧场，尝试每周 2 集周播+每部 12 集短剧，选择能引发大众共鸣、探讨全社会向话题的剧目，包括《妻子的选择》、《礼物》、《海葵》等 10 部精选大剧。其中，反盗猎剧《狂猎》作为季风计划的首部剧，有望在 2021 年 5 月播出。

表 2：2021 年部分剧集片单

	电视剧	预计播出时间	主演	导演	制作公司	题材
芒果季风	狂猎	2021M5	秦昊、尹昉、黄子星	曹盾	芒果 TV	当代涉案
	我在他乡挺好的	2021M2 开机	周雨彤、白宇帆、孙千	李漠	湖南卫视、芒果超媒、芒果 TV	都市情感
	婆婆的镯子	2021 年 M3 开机	蓝盈莹、牛骏峰、郭君梅	李昂	芒果 TV、湖南卫视、芒果超媒	都市情感
	沉睡花园	2021 年 M4 开机	龚俊、乔欣	臧溪川	华策影视、芒果 TV	都市爱情
	江照黎明	筹备	-	-	芒果 TV	都市悬疑
	妻子的选择	筹备	-	-	唐人影视	都市情感
都市情感	好女好男	2021	殷桃、孙艺洲、袁弘	梦继	芒果 TV	都市情感
	夜色暗涌时	2021	张予曦、刘学义	戴小哲	湖南快乐阳光互动	都市爱情
	我和我们在一起	2021Q1	孙怡、张彬彬、李泊文	崔亮	华策影视、芒果 TV	都市情感
	八零九零	2021M4	吴倩、白敬亭	徐纪周	华策影视	都市情感
	对你的爱很美	2021	张嘉益、沙溢、刘敏涛	韩晓军	贰零壹陆影视	都市情感
	我亲爱的小洁癖	2021Q1	沈月、刘以豪、代云帆	蔡聪	湖南快乐阳光互动	都市爱情
	芥子时光	2021	郝富申、边程、黄子星	徐驰	芒果 TV	青春校园
	暗格里的秘密	2021Q4	陈哲远、徐梦洁、樊治欣	张笑安	芒果 TV	青春校园
悬疑推理	都是好时光	2021	-	-	华策影视、芒果 TV	都市职场
	逆光者	2021M7	彭冠英、张雨剑	余庆	芒果 TV、美百馥影业	悬疑犯罪
	法医秦明之无声的证词	2021Q2	张雨剑、周雨彤、袁昊	彭柯	京佳桐互娱传媒、金盾影视	悬疑刑侦
古装年代	梦醒长安	2021	成毅、张予曦、宣璐、韩栋	刘国楠	欢瑞世纪、悦视传媒、和力辰光	古装言情
	尚食	2021	许凯、吴谨言、王一哲	王威	欢娱影视、芒果 TV、知和影视	古装宫廷
	凭栏一片风云起	2021M7-8	(拟邀) 李易峰	-	华策影视、中天鹅禧	年代献礼
	屠户家的小娘子	2021	(拟邀) 张含韵、佟梦实	-	芒果 TV	古偶爱情
	亲爱的天狐大人	2021M4 开机	王佑硕、吕小雨、杨麟	刘国辉	芒果 TV、丝芭影视	古装传奇
	朝歌少年行	2021	张哲瀚、吴谨言	李达超	欢娱影视、华夏视听、芒果 TV	古装神话
	落花时节又逢君	2021M12	(拟邀) 袁水妍、刘学义	-	芒果 TV	古装言情

资料来源：前景传媒，芒果 TV，国元证券研究所

小芒 APP 拓展内容+流量变现价值，排名和下载量逐渐提升。面向 Z 时代的垂直内容电商平台“小芒”APP 于 2021 年 1 月日正式上线，依托公司在内容、IP 端的优势，探索打造密逃社区、潮玩社区、萌宠社区等垂类社区，形成以“视频+内容+电

商”为核心的全新视频“内容+社交”电商模式。根据七麦数据，在盲盒、汉服等活动以及与芒果系内容的协同下，小芒 APP 在 IOS 端免费榜排名以及下载量逐渐提升，长期看有望成为公司收入的新增长极。

图 12：小芒电商 APP IOS 端下载量变化情况



资料来源：七麦数据，小芒 app，国元证券研究所

3. 盈利预测

芒果 TV 在综艺内容上构筑稳固护城河，剧集制作能力逐渐迎头赶上，2020 年会员数量增长至 3613 万人，接近翻倍，2021 年在资金充足的情况下将尝试更多创新题材的剧集和综艺，有望获得更多元化的用户。我们看好芒果 TV 平台流量和价值的持续提升以及小芒电商的发展潜力，预计芒果超媒 2021-2023 年营业收入为 184.93/230.47/277.61 亿元，归母净利润为 24.02/29.97/36.30 亿元，EPS 1.35/1.68/2.04 元，对应 PE 47/37/31x，维持“买入”评级。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	11728.03	12924.81	16527.79	21001.56	25245.41
现金	5064.22	5336.32	6826.18	8736.75	10440.56
应收账款	2997.01	2976.70	3894.68	5046.04	6009.37
其他应收款	35.95	51.17	76.43	86.11	106.65
预付账款	1127.73	1398.35	2080.53	2365.22	2899.27
存货	1916.38	1660.32	2264.62	3371.99	4386.41
其他流动资产	586.74	1501.95	1385.35	1395.44	1403.16
非流动资产	5350.18	6340.89	7329.07	8471.03	9385.20
长期投资	210.44	22.88	117.51	101.46	93.71
固定资产	180.61	186.92	140.48	94.04	47.60
无形资产	4851.08	5894.45	6894.45	8094.45	9094.45
其他非流动资产	108.06	236.63	176.63	181.08	149.44
资产总计	17078.21	19265.70	23856.86	29472.59	34630.61
流动负债	7935.59	8587.23	10779.62	13412.94	14947.31
短期借款	349.82	39.79	406.87	788.20	570.42
应付账款	5048.44	5217.09	6823.58	8489.61	10149.16
其他流动负债	2537.33	3330.36	3549.17	4135.14	4227.73
非流动负债	322.66	57.24	54.86	41.38	36.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	322.66	57.24	54.86	41.38	36.45
负债合计	8258.25	8644.48	10834.47	13454.33	14983.76
少数股东权益	36.10	33.24	32.39	31.34	30.05
股本	1780.38	1780.38	1780.38	1780.38	1780.38
资本公积	4838.94	4838.94	4838.94	4838.94	4838.94
留存收益	2164.54	3968.67	6370.68	9367.61	12997.48
归属母公司股东权益	8783.86	10587.98	12989.99	15986.93	19616.80
负债和股东权益	17078.21	19265.70	23856.86	29472.59	34630.61

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	292.87	580.97	927.70	1354.10	1759.58
净利润	1157.50	1979.34	2401.16	2995.88	3628.59
折旧摊销	3770.62	4435.89	4436.35	4655.10	4884.23
财务费用	-36.58	-86.62	-95.35	-99.90	-98.97
投资损失	-6.47	-80.79	-47.79	-51.90	-55.34
营运资金变动	940.15	-502.08	-465.71	-338.57	-846.24
其他经营现金流	-5532.36	-5164.77	-5300.97	-5806.50	-5752.68
投资活动现金流	109.34	194.03	-64.72	75.27	63.03
资本支出	155.97	69.96	0.00	0.00	0.00
长期投资	-63.80	-259.68	113.08	-23.35	-7.69
其他投资现金流	201.50	4.31	48.36	51.91	55.34
筹资活动现金流	2124.68	-501.84	626.88	481.21	-118.80
短期借款	153.72	-310.03	367.08	381.33	-217.77
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	790.35	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1197.85	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-17.24	-191.81	259.80	99.88	98.98
现金净增加额	2526.49	273.39	1489.86	1910.57	1703.81

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	12500.66	14005.54	18492.51	23046.62	27760.67
营业成本	8284.74	9230.29	11807.91	14664.90	17611.41
营业税金及附加	96.43	21.98	160.88	230.47	277.61
营业费用	2140.68	2164.42	3051.26	3802.69	4580.51
管理费用	610.14	629.20	832.16	1037.10	1249.23
研发费用	239.30	184.38	369.85	460.93	555.21
财务费用	-36.58	-86.62	-95.35	-99.90	-98.97
资产减值损失	-0.62	-36.80	-36.02	-30.38	-33.33
公允价值变动收益	-1.37	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.47	80.79	47.79	51.90	55.34
营业利润	1177.73	2006.40	2444.43	3036.95	3677.90
营业外收入	25.84	26.89	22.53	25.09	24.83
营业外支出	26.04	46.54	39.20	37.26	41.00
利润总额	1177.53	1986.75	2427.76	3024.78	3661.73
所得税	20.03	7.41	26.59	28.90	33.14
净利润	1157.50	1979.34	2401.16	2995.88	3628.59
少数股东损益	1.22	-2.82	-0.85	-1.06	-1.28
归属母公司净利润	1156.29	1982.16	2402.01	2996.93	3629.87
EBITDA	4911.77	6355.67	6785.43	7592.15	8463.16
EPS (元)	0.65	1.11	1.35	1.68	2.04

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	29.40	12.04	32.04	24.63	20.45
营业利润 (%)	20.52	70.36	21.83	24.24	21.10
归属母公司净利润 (%)	33.59	71.42	21.18	24.77	21.12
获利能力					
毛利率 (%)	33.73	34.10	36.15	36.37	36.56
净利率 (%)	9.25	14.15	12.99	13.00	13.08
ROE (%)	13.16	18.72	18.49	18.75	18.50
ROIC (%)	26.29	33.12	32.82	34.07	34.66
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.36	44.87	45.41	45.65	43.27
净负债比率 (%)	4.36	0.46	3.76	5.86	3.81
流动比率	1.48	1.51	1.53	1.57	1.69
速动比率	1.23	1.30	1.31	1.30	1.38
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.77	0.86	0.86	0.87
应收账款周转率	5.50	4.48	5.15	4.98	4.87
应付账款周转率	1.97	1.80	1.96	1.92	1.89
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.65	1.11	1.35	1.68	2.04
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.16	0.33	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (最新摊薄)	4.93	5.95	7.30	8.98	11.02
估值比率					
P/E	96.82	56.48	46.61	37.35	30.84
P/B	12.74	10.57	8.62	7.00	5.71
EV/EBITDA	21.72	16.78	15.72	14.05	12.60

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188