

芒果超媒 (300413)

证券研究报告

2021年08月22日

21H1 广告及运营商亮眼，下半年优质内容推动下会员可期

芒果超媒 2021 年上半年实现营收 78.53 亿元，同比增长 36.02%，归母净利润 14.51 亿元，同比增长 31.52%，扣非后归母净利润 14.40 亿元，同比增长 47.67%。其中运营主体快乐阳光实现营业收入 67.53 亿元，同比增长 45.96%，净利润 13.86 亿元，同比增长 32.84%。21Q2 公司实现营收 38.44 亿元，同比增长 26.19%，归母净利润 6.78 亿元，同比增长 8.70%，扣非后归母净利润 6.69 亿元，同比增长 25.33%。公司上半年整体业绩符合预期，特别是在 20Q2 单季度利润基数较高的情况下，21Q2 扣非后仍实现了 25% 的增长，体现公司各项业务的健康成长性和平台运营效能的不断提升。

新媒体平台运营：21H1 芒果 TV 互联网视频业务实现营收 58.98 亿元，同比增长 49.45%；毛利率 42.82%，同比增加 3.22pct。其中，21H1 公司会员收入 17.45 亿元，同比增长 23.05%；会员收入增速有所放缓，主要是由于去年同期在《下一站是幸福》《锦衣之下》等热播剧集拉动下，会员收入增速的基数较大；下半年，《披荆斩棘的哥哥》等热门综艺的播出、季风剧场优质剧集《我在他乡挺好的》等优质剧集的上线，有望拉动会员收入持续增长。21H1 广告收入 31.42 亿元，同比增长 74.75%，芒果优质制作能力奠定广告基础；21H1 运营商业收入 10.11 亿元，同比增长 38.63%。在刚刚完成芒果 45 亿定增中，中移资本认购近 30 亿元，成为第二大股东。芒果中移动再次牵手，体现了中移动对于之前合作成果的认可，以及对芒果未来看好；在业务层面，基于中移动再次入股，后续大屏业务协同可期。

内容制作：公司目前拥有 20 个高质量综艺节目自制团队，24 个影视制作团队和 30 家“新芒计划”战略工作室。除高品质台网联动的季风剧场外，芒果 TV 新开辟了“芒果季风网剧”剧场，首部《天目危机》定档 8 月 18 日。

IP 衍生及内容电商：公司基于 IP 正式布局线下实景互动娱乐产业，打造芒果 M-CITY 明星大侦探旗舰品牌，芒果 M-CITY 长沙旗舰店已成为网红打卡新地标，未来，将陆续登陆上海、成都、海口等城市。上半年，小芒电商积极探索搭建用户创作-KOL 众创-IP 内容专业产出的内容金字塔链路，主打 IP 联名，定制开发节目同款等，探索小芒特色。

投资建议：芒果在长视频平台领域竞争力不断提升，剧集新业态、电商、线下娱乐等积极推进，有助用户破圈及多元变现模式探索。随着《哥哥》等重点综艺及优质剧集陆续上线，芒果 TV 下半年在内容及用户拉动上有望迎来边际改善。我们认为芒果 TV 仍处于发展快车道，同时提醒芒果超媒为国有背景的媒体平台，受益国有媒体融合发展政策以及民企互联网反垄断政策，以及坚持价值观引领。我们预计公司 21-23 年归母净利润为 25.90 亿/32.71 亿/40.60 亿，同比增速分别为 30.7%/26.3%/24.1%，对应 21-23 年 PE 为 38.5x/30.5x/24.5x，维持买入评级。

风险提示：会员及流量增长不达预期，综艺影视项目进度不达预期，广告主投放意愿具有不确定性，行业监管趋严，互联网平台监管趋严。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,500.66	14,005.53	17,724.84	21,891.65	25,670.79
增长率(%)	29.40	12.04	26.56	23.51	17.26
EBITDA(百万元)	5,119.88	6,487.44	5,401.28	7,174.68	8,853.23
净利润(百万元)	1,156.29	1,982.16	2,589.60	3,271.31	4,059.70
增长率(%)	33.59	71.42	30.65	26.32	24.10
EPS(元/股)	0.62	1.06	1.38	1.75	2.17
市盈率(P/E)	86.17	50.27	38.47	30.46	24.54
市净率(P/B)	11.34	9.41	6.64	5.55	4.61
市销率(P/S)	7.97	7.11	5.62	4.55	3.88
EV/EBITDA	11.23	19.07	17.07	11.87	9.66

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	53.26 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,870.72
流通 A 股股本(百万股)	931.36
A 股总市值(百万元)	99,634.59
流通 A 股市值(百万元)	49,604.06
每股净资产(元)	6.63
资产负债率(%)	44.33
一年内最高/最低(元)	93.01/49.06

作者

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

张爽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070004
zhangshuang@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：《哥哥》综艺官宣，剧集渐入佳境，国有媒体平台更注重价值引领》 2021-08-09
- 2 《芒果超媒-年报点评报告：优质内容驱动用户规模，运营效率提升盈利能力》 2021-04-26
- 3 《芒果超媒-公司点评：20 年快报点评：芒果 TV 乘风创佳绩，21 年内容加持下期待破浪再前行》 2021-02-28

内容目录

1. 财报数据分析	3
2. 分业务板块分析	6
2.1. 新媒体平台运营及内容：21H1 会员增速放缓但已体现改善，广告及运营商保持高速增长	6
2.2. 互动娱乐内容制作：自制内容不断精进，基于 IP 把握实景娱乐新风口	8
2.3. 内容电商：小芒持续探索优化	9
3. 投资建议	9

图表目录

图 1：芒果超媒 2017-2020 年，2020H1、2021H1 营业收入及增速（单位：亿元）	3
图 2：芒果超媒 2017-2020 年，2020H1、2021H1 归母净利润及增速（单位：亿元）	3
图 3：芒果超媒 2019Q1-2021Q2 单季度营业收入	4
图 4：芒果超媒 2019Q1-2021Q2 单季度归母净利润	4
图 5：芒果超媒 2017-2020 年，2020H1、2021H1 毛利率、净利率变化情况	4
图 6：芒果超媒 2018-2020 年、2020H1、2021H1 费用变化情况	5
图 7：芒果超媒 2018-2020 年、2020H1、2021H1 费用率变化情况	6
图 8：2021H1 四大视频平台综艺有效播放同比变化	7
图 9：《披荆斩棘的哥哥》首播战报	7
图 10：2021H1 四大视频平台剧集有效播放同比变化	8
表 1：芒果超媒 2021H1 分产品营业收入、营业成本、毛利率构成及变动情况	5

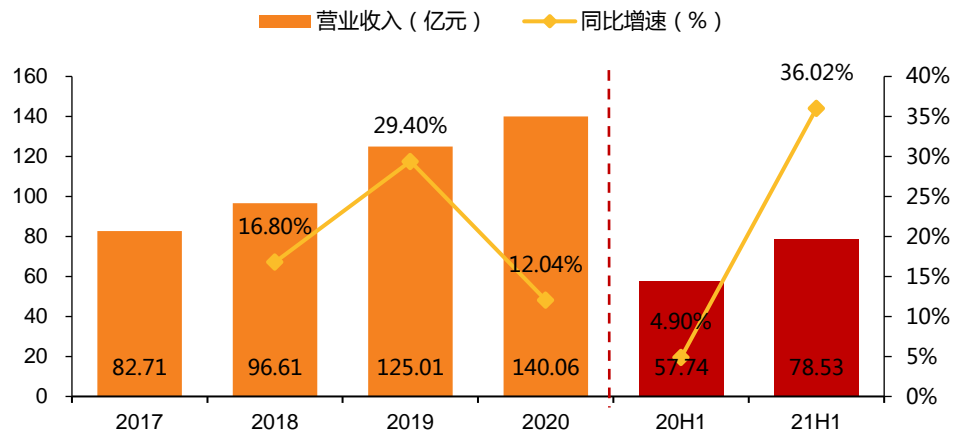
1. 财报数据分析

芒果超媒 2021 年上半年实现营收 78.53 亿元，同比增长 36.02%，归母净利润 14.51 亿元，同比增长 31.52%，扣非后归母净利润 14.40 亿元，同比增长 47.67%。其中运营主体快乐阳光实现营业收入 67.53 亿元，同比增长 45.96%，净利润 13.86 亿元，同比增长 32.84%。

21Q2 公司实现营收 38.44 亿元，同比增长 26.19%，归母净利润 6.78 亿元，同比增长 8.70%，扣非后归母净利润 6.69 亿元，同比增长 25.33%。

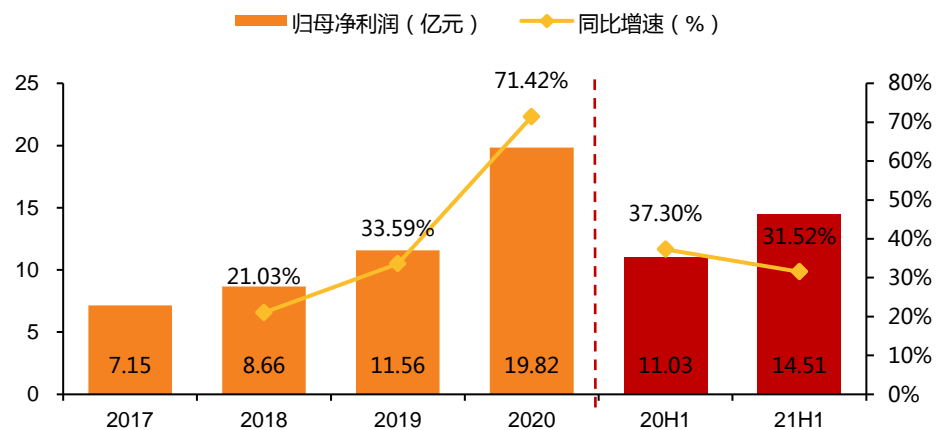
公司上半年整体业绩符合预期，特别是在 20Q2 单季度利润基数较高的情况下，21Q2 扣非后仍实现了 25% 的增长，体现公司各项业务的健康成长性和平台运营效能的不断提升。

图 1：芒果超媒 2017-2020 年，2020H1、2021H1 营业收入及增速（单位：亿元）



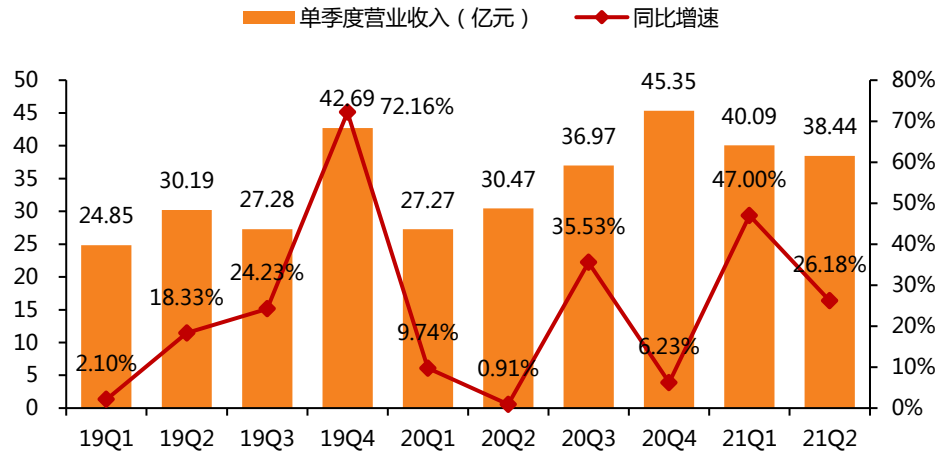
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：芒果超媒 2017-2020 年，2020H1、2021H1 归母净利润及增速（单位：亿元）



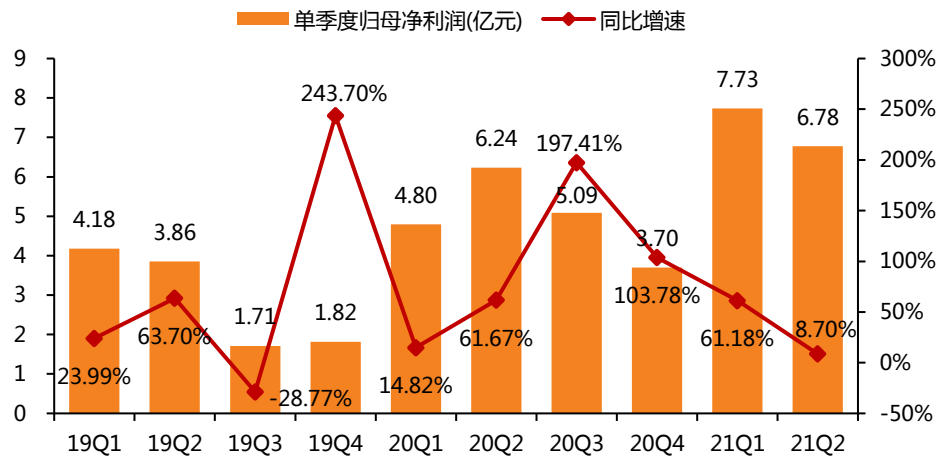
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3: 芒果超媒 2019Q1-2021Q2 单季度营业收入



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

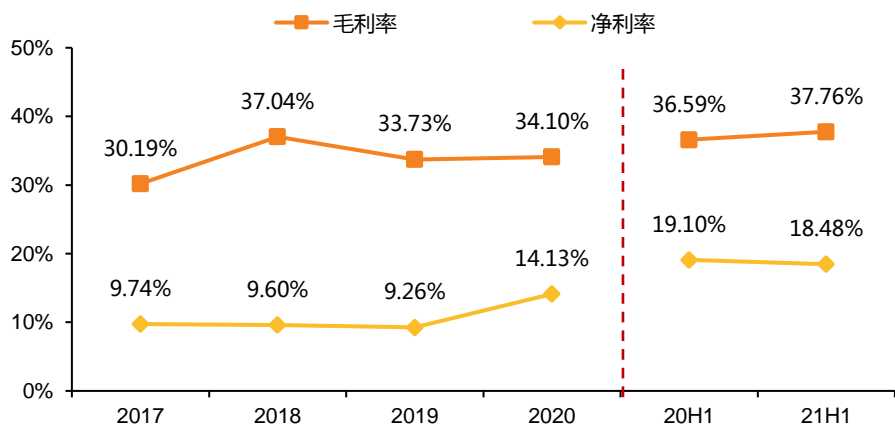
图 4: 芒果超媒 2019Q1-2021Q2 单季度归母净利润



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

21H1 公司整体毛利率 37.76%，同比提升 1.17pct；净利率 18.48%，同比下降 0.62pct。

图 5: 芒果超媒 2017-2020 年, 2020H1、2021H1 毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分业务来看，

21H1 芒果 TV 互联网视频业务实现营收 58.98 亿元，同比增长 49.45%；营收占比 75.10%，同比增长 6.75pct；毛利率 42.82%，同比增加 3.22pct。

其中，广告业务实现收入 31.42 亿元，同比增长 74.75%；会员收入 17.45 亿元，同比增长 23.05%；运营业务实现收入 10.11 亿元，同比增长 38.63%。

新媒体互动娱乐内容制作业务实现营收 9.85 亿元，同比增长 18.51%；营收占比 12.54%，同比下降 1.85pct；毛利率 27.23%，同比下降 8.76pct。

内容电商业务实现营收 9.31 亿元，同比下降 2.36%；营收占比 11.86%，同比下降 4.66%；毛利率 16.00%，同比下降 7.79pct。

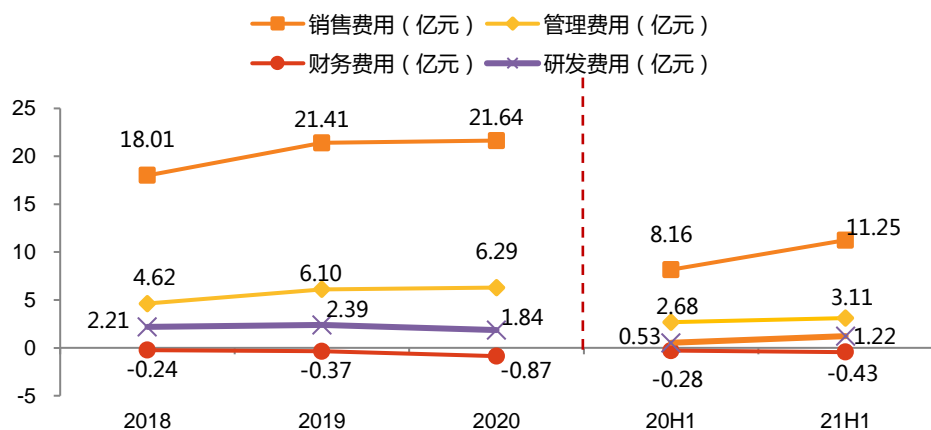
表 1：芒果超媒 2021H1 分产品营业收入、营业成本、毛利率构成及变动情况

	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率	营业收入比上 年同期增减	营业成本比上 年同期增减	毛利率比上 年同期增减
芒果 TV 互联网视频业务	58.98	33.72	42.82%	49.45%	41.48%	3.22%
新媒体互动娱乐内容制作	9.85	7.17	27.23%	18.51%	34.73%	-8.76%
内容电商	9.31	7.82	16.00%	-2.36%	7.61%	-7.79%
其他主营业务	0.28	0.11	60.19%	-14.55%	-27.53%	7.13%
其他业务	0.12	0.06	52.23%	13.48%	62.30%	-14.37%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

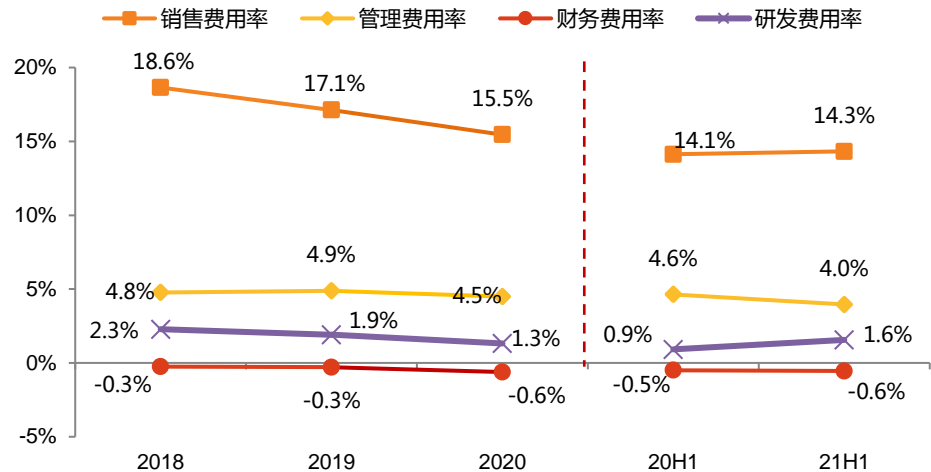
21H1 公司销售费用 11.25 亿元，同比增长 37.84%，销售费用率 14.32%，同比增加 0.19pct，主要系广告宣传费和职工薪酬增长所致；管理费用 3.11 亿元，同比增长 15.94%，管理费用率 3.96%，同比下降 0.69pct；财务费用-4348.13 万元，同比下降 53.19%，财务费用率-0.55%，同比下降 0.06pct，主要系利息收入增长所致；研发费用 1.22 亿元，同比增长 130.58%，研发费用率 1.56%，同比增加 0.64pct，主要系研发项目投入增加所致。

图 6：芒果超媒 2018-2020 年、2020H1、2021H1 费用变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：芒果超媒 2018-2020 年、2020H1、2021H1 费用率变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2021H1 公司经营活动现金流净流入 4.02 亿元，同比增长 3392.49%，主要系快乐阳光销售回款增加所致。

2. 分业务板块分析

2.1. 新媒体平台运营及内容：21H1 会员增速放缓但已体现改善，广告及运营商保持高增长

2021H1 快乐阳光整体实现营业收入 67.53 亿元，同比下降 23.4%，净利润 13.86 亿元，同比下降 13.86%。

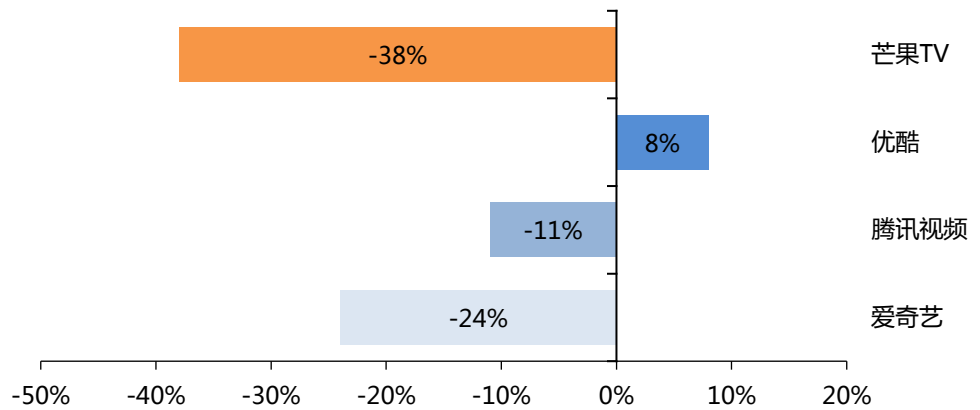
公司会员收入 17.45 亿元，同比增长 23.05%。会员收入增速有所放缓，主要是由于去年同期在《下一站是幸福》《锦衣之下》等热播剧集拉动下，会员收入增速的基数较大。下半年，《披荆斩棘的哥哥》等热门综艺的播出、季风剧场优质剧集《我在他乡挺好的》以及《与君歌》等头部剧集的上线，有望拉动会员收入持续增长。

公司广告业务实现收入 31.42 亿元，同比增长 74.75%。驱动广告收入增长的因素主要包括：公司头部 IP 不断刷新招商记录，如《乘风破浪的姐姐（第二季）》创上半年单项目招商金额之最；以《密室大逃脱（第三季）》《妻子的浪漫旅行（第五季）》等 IP 为代表的综 N 代项目广告招商体量稳步增长；头部剧集如《理智派生活》《八零九零》《陪你一起长大》以及定制综艺的广告产品创新与销售取得突破性进展，DSP、IGRP 营销升级成果显著。

综艺上线及播放表现上，21 年上半年上线主要综艺包括《乘风破浪的姐姐（第二季）》以及《明星大侦探（第六季）》《密室大逃脱（第三季）》《婆婆和妈妈（第二季）》《妻子的浪漫旅行（第五季）》等综 N 代，以及创新项目《初入职场的女性》等。

根据云合数据，2021H1 芒果 TV 新综艺上新量缩减，综艺有效播放下降 38%；前四大平台除优酷外，其他两大平台有效播放均同比下降。下半年《披荆斩棘的哥哥》8 月 12 日上线，获得高热度和好评，全网首档聚焦离婚题材的真人秀《再见爱人》等节目也获热烈反响，综艺播放有望回升。

图 8：2021H1 四大视频平台综艺有效播放同比变化



资料来源：云合数据，天风证券研究所

图 9：《披荆斩棘的哥哥》首播情况

爷青，回！

首播即收获全端热搜 **230+**
双榜热搜 **107+**
微博热搜主榜热搜 **52+**

首播 **52+** 个微博热搜 全端 **230+** 热搜

格局，有！

《人民日报》、新华社、
《光明日报》等肯定“披荆斩棘”奋斗精神

微博热搜
新鲜 · 热门 · 有料

热搜榜 娱乐榜 要闻榜 同城榜

	1	披荆斩棘的哥哥
	1	袁咏仪辟谣张智霖退圈
	3	被陈小春笑死了
	3	瘦了15斤的李云迪
	3	戚薇 我的快乐何止这些
	5	大S 道明寺我是你的杉菜

人民日报 有品质的新闻

致敬时代奋斗精神，《披荆斩棘的哥哥》将上线

人民日报客户端湖南频道 2021-08-10 20:37 浏览量10.7万

今年的奥运赛场，小将雷头迭代人惊喜，老将的坚守与突破更让人感动。选定一条赛道前行的人，何以成为持之以恒的奋斗者？

这些拼搏奥运赛场的“哥哥”们的故事能给人启发：从敬畏出发，敬业作底色，以坚持作伴，才能抵达长青。

其他赛道中长跑型的奋斗者，他们的故事也值得去记录和讲述。芒果TV即将于8月12日起，每周四、周五双更连播一档新综艺《披荆斩棘的哥哥》。不同领域、不同年龄的钢琴艺术家、歌手、演员们，要在这个舞台上创作作品，完成竞演，回归到本职工作。

33位嘉宾，处在不同的人生阶段与状态，摘掉各自的头衔与光环，聚在一起，打破原有的界限。有些人刚崭露头角，有些人已经在行业

《披荆斩棘的哥哥》：跳出舒适圈挑战自我

2021-09-12 16:11:18 来源：新华社

光明日报

知识分子掌上精神家园

《披荆斩棘的哥哥》将上线：引领青年一代以奋斗之姿赢未来

光明日报客户端 智读道 3天前

8月6日，芒果TV正式官宣最新档综艺节目《披荆斩棘的哥哥》，并释出全阵容故事感大片，在网络上引发关注和热议。据了解，《披荆斩棘的哥哥》是一档全景音乐竞演综艺，集结33位男性嘉宾，包括歌手、舞者、演奏家、演员、音乐制作人等等，在这个舞台上，创作作品，完成竞演。

资料来源：芒 TIME，天风证券研究所

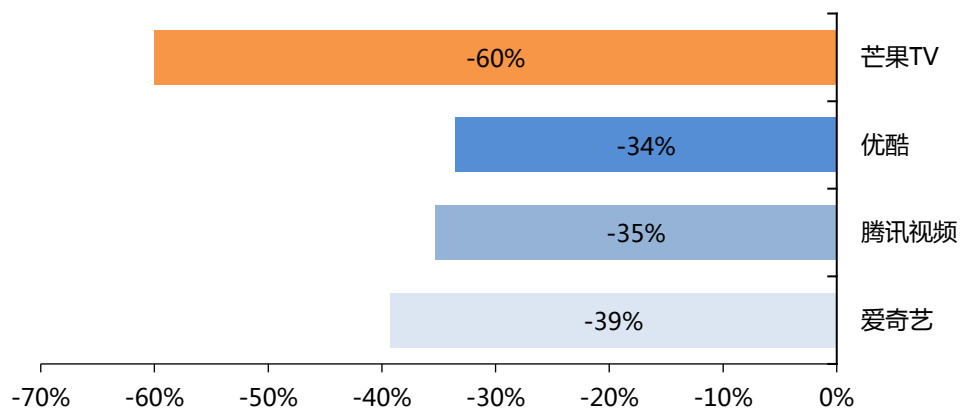
剧集上线及播放表现上，2021H1 芒果 TV 共上线 79 部剧集（含 23 部微短剧）。公司推出了高品质台网联动的芒果季风剧场，季风剧场采用短剧模式，单集 70 分钟，每周播出 2 集，共 12 集，是国内首次台网联动深入试水短剧模式，自开播以来，季风剧场先后上线《猎狼者》《谎言真探》《我在他乡挺好的》等，其中季风剧场第一部作品《猎狼者》男性用户偏好度 TGI 达到 170。

单就微短剧来说，根据云合数据，21H1 芒果微短剧共上线 23 部（上新数量公司披露与云合计算略有差异，数量以公司披露为主）有效播放同比提升 763%，从 0.2 亿增加至 1.8 亿。

根据云合数据，21H1 芒果 TV 剧集有效播放同比下降 60%，我们认为主要由于去年同期在《下一站是幸福》《锦衣之下》等热播剧集拉动基数较高，同时 21H1 缺少相应热度剧集影响。

21 年下半年公司剧集渐入佳境，季风剧场优质剧集《我在他乡挺好的》以及《与君歌》等头部剧集陆续上线获得优秀表现。《我在他乡挺好的》以大城市漂泊生活为着眼点引发观众共鸣，豆瓣评分 8.3 分，知乎知友推荐率达 91%。古装剧《与君歌》8 月 8 日上线，芒果 TV 独播，上线首日即获得猫眼剧集热度榜第一。

图 10：2021H1 四大视频平台剧集有效播放同比变化



资料来源：云合数据，天风证券研究所

运营业务方面：21H1 公司运营业务实现营业收入 10.11 亿元，同比增长 38.63%。公司运营业务已覆盖 31 个省级行政区域，覆盖用户超 3 亿户。针对省内用户，上线短视频分屏，试点 IPTV 一县一屏等；省外业务发挥自有版权内容优势，联合战略合作伙伴加大各省业务拓展力度，同时联合全国广电和运营商，共同探索建设大屏广告联盟项目。OTT 业务则重点发力厂商渠道，转变合作及运营模式，促进 OTT 业务稳健发展。

在刚刚完成的芒果的 45 亿定增中，中移资本认购近 30 亿元，持股 7.01%，成为第二大股东。芒果中移动再次牵手，体现了中移动对于之前合作成果的认可，以及对芒果未来看好；在业务层面，基于中移动再次入股，后续大屏业务协同可期。

2.2. 互动娱乐内容：自制内容不断精进，基于 IP 把握实景娱乐新风口

公司 21H1 新媒体互动娱乐内容制作业务实现营业收入 9.85 亿元，同比增长 18.51%。内容制作及运营、艺人经纪、音乐版权、IP 衍生开发及游戏等业务稳健发展。

内容制作领域，公司拥有 20 个高质量综艺节目自制团队，坚持综 N 代优化和新综艺研发并进。影视剧制作与投资方面，公司坚持自建工作室和外部战略工作室双管齐下，以 24 个影视制作团队和 30 家“新芒计划”战略工作室为核心生产力，全力打造自主自控的影视制作体系，逐步构建起优质、良性、可持续的剧集自有内容生态。

与此同时，公司积极布局微短剧赛道，将微短剧纳入“大芒计划”，打造“下饭剧场”，坚持“垂类剧场+精品化+创作者”策略，通过定制横屏精品剧，满足平台女性用户对短剧内容的刚性需求。

艺人经纪及音乐领域。公司旗下天娱传媒、快乐阳光签约艺人共 125 位，艺人矩阵包含影视、综艺、主持、音乐等方向；作为党媒国企，公司培养艺人始终以传递主流社会价值，弘扬主旋律为己任，不断加强艺人教育培训管理。

天娱传媒音乐曲库数量累计达到 1523 首，较年初新增 37 首，音乐版权收入同比增速近 40%，业绩增长的主要驱动因素包括：一是音乐创作方面，改变单曲单案的制作模式，推出系列音乐专案企划，打造音乐合辑；二是宣推方面，新设企划制作部和宣传推广部，加大对重点歌曲的企划和宣推力度；三是营销方面，凭借优质的音乐版权资源和持续扩大的音乐曲库，不断提升音乐版权的议价能力和收入体量。

IP 衍生开发及游戏业务经营领域，公司瞄准实景娱乐行业新风口，正式布局线下实景互动娱乐产业。公司打造芒果 M-CITY 明星大侦探旗舰品牌，通过上下游以及线上线下的协同，逐步构建起在实景探案+圆桌剧本杀细分领域的全产业链优势。开业三个月，“芒果 M-CITY”长沙旗舰店已成为网红打卡新地标，未来，“芒果 M-CITY”将陆续登陆上海、成都、海口等城市。

2.3. 内容电商：小芒持续探索优化

公司 21H1 内容电商业务实现收入 9.31 亿元，同比下降 2.36%。快乐购实施从聚焦大屏转型聚焦用户的整体策略，进一步整合以电视大屏、外呼为代表的传统业务，重建移动端小屏用户的供应链及营销体系。

公司基于长视频内容优势，面向 Z 时代的垂直内容电商平台“小芒”于 2021 年 1 月 1 日正式上线。截至 21 年 6 月 30 日小芒共有技术、运营、品开、商务等员工 405 人，主要业务板块包括商品开发、社区运营、商城运营、直播运营、用户增长等。上半年，小芒电商积极探索搭建用户创作-KOL 众创-IP 内容专业产出的内容金字塔链路，充分发挥媒体平台善于洞察时代变迁和社会情绪的优势，在强大的内容 IP 矩阵基础上主打 IP 联名，定制开发节目同款，探索建立小芒特色的内容-品牌转化链路，积极打造自有品牌根据地。

3. 投资建议

芒果在长视频平台领域竞争力不断提升，剧集新业态、电商、线下娱乐等积极推进，有助用户破圈及多元变现模式探索。随着《哥哥》等重点综艺及优质剧集陆续上线，芒果 TV 下半年在内容及用户拉动上有望迎来边际改善。我们认为芒果 TV 仍处于发展快车道，同时提醒芒果超媒为国有背景的媒体平台，受益国有媒体融合发展政策以及民企互联网反垄断政策，以及坚持价值观引领。我们预计公司 21-23 年归母净利润为 25.90 亿/32.71 亿/40.60 亿元，同比增速分别为 30.7%/26.3%/24.1%，对应 21-23 年 PE 为 38.5x/30.5x/24.5x，维持买入评级。

风险提示：会员及流量增长不达预期，综艺影视项目进度不达预期，广告主投放意愿具有不确定性，行业监管趋严，互联网平台监管趋严。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,064.22	5,336.32	7,845.29	14,969.29	14,745.46
应收票据及应收账款	3,092.47	2,976.70	962.16	3,294.55	1,696.99
预付账款	1,127.73	1,398.35	4,360.33	1,896.66	5,376.13
存货	1,916.38	1,660.32	4,738.21	2,691.97	6,399.01
其他	527.23	1,553.12	915.28	994.22	1,218.07
流动资产合计	11,728.03	12,924.81	18,821.26	23,846.69	29,435.66
长期股权投资	210.44	22.88	22.88	22.88	22.88
固定资产	180.61	186.92	177.89	168.86	159.83
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	4,889.42	6,051.72	5,199.41	3,306.73	542.38
其他	69.72	79.37	53.55	25.12	3.93
非流动资产合计	5,350.18	6,340.89	5,453.74	3,523.60	729.03
资产总计	17,078.21	19,265.70	24,275.00	27,370.28	30,164.69
短期借款	349.82	39.79	440.00	450.00	600.00
应付票据及应付账款	5,374.32	5,929.38	3,668.42	5,717.06	4,283.02
其他	2,211.45	2,618.07	4,843.46	2,889.37	3,225.96
流动负债合计	7,935.59	8,587.23	8,951.88	9,056.43	8,108.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	322.66	57.24	280.00	320.00	400.00
非流动负债合计	322.66	57.24	280.00	320.00	400.00
负债合计	8,258.25	8,644.48	9,231.88	9,376.43	8,508.97
少数股东权益	36.10	33.24	34.15	40.71	48.84
股本	1,780.38	1,780.38	1,870.72	1,870.72	1,870.72
资本公积	4,838.94	4,838.94	6,838.94	6,838.94	6,838.94
留存收益	7,003.48	8,807.60	13,138.25	16,082.43	19,736.16
其他	(4,838.94)	(4,838.94)	(6,838.94)	(6,838.94)	(6,838.94)
股东权益合计	8,819.96	10,621.22	15,043.12	17,993.85	21,655.72
负债和股东权益总计	17,078.21	19,265.70	24,275.00	27,370.28	30,164.69

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,157.50	1,979.34	2,589.60	3,271.31	4,059.70
折旧摊销	3,770.62	4,435.89	2,861.34	3,901.72	4,773.37
财务费用	16.38	13.55	(81.38)	(84.79)	(89.53)
投资损失	(6.47)	(80.79)	(3.72)	(4.00)	(4.00)
营运资金变动	1,095.04	(120.31)	(3,177.95)	2,260.40	(6,807.14)
其它	(5,740.20)	(5,646.70)	0.91	6.56	8.14
经营活动现金流	292.87	580.97	2,188.80	9,351.19	1,940.54
资本支出	5,682.09	5,656.68	1,777.24	1,960.00	1,920.00
长期投资	(5.11)	(187.55)	0.00	0.00	0.00
其他	(5,567.65)	(5,275.09)	(3,773.53)	(3,956.00)	(3,916.00)
投资活动现金流	109.34	194.03	(1,996.28)	(1,996.00)	(1,996.00)
债权融资	360.22	39.79	443.47	454.62	602.70
股权融资	2,024.78	86.62	2,171.73	84.79	89.53
其他	(260.32)	(628.24)	(298.75)	(770.60)	(860.59)
筹资活动现金流	2,124.68	(501.84)	2,316.44	(231.19)	(168.36)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,526.88	273.16	2,508.97	7,124.00	(223.83)

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	12,500.66	14,005.53	17,724.84	21,891.65	25,670.79
营业成本	8,284.74	9,230.29	11,517.36	14,078.23	16,363.77
营业税金及附加	96.43	21.98	30.90	41.59	48.77
营业费用	2,140.68	2,164.42	2,687.84	3,405.33	3,973.45
管理费用	610.14	629.20	716.31	833.17	917.56
研发费用	239.30	184.38	294.72	328.37	359.39
财务费用	(36.58)	(86.62)	(81.38)	(84.79)	(89.53)
资产减值损失	(0.62)	(36.80)	(58.51)	(64.00)	(68.00)
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	3.72	4.00	4.00
其他	(16.25)	(188.50)	(8.28)	8.00	16.00
营业利润	1,177.73	2,006.40	2,622.16	3,341.75	4,145.39
营业外收入	25.84	26.89	10.21	10.80	10.80
营业外支出	26.04	46.54	27.54	18.00	18.00
利润总额	1,177.53	1,986.75	2,604.84	3,334.55	4,138.19
所得税	20.03	7.41	14.32	56.69	70.35
净利润	1,157.50	1,979.34	2,590.51	3,277.86	4,067.84
少数股东损益	1.22	(2.82)	0.91	6.56	8.14
归属于母公司净利润	1,156.29	1,982.16	2,589.60	3,271.31	4,059.70
每股收益(元)	0.62	1.06	1.38	1.75	2.17

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	29.40%	12.04%	26.56%	23.51%	17.26%
营业利润	20.52%	70.36%	30.69%	27.44%	24.05%
归属于母公司净利润	33.59%	71.42%	30.65%	26.32%	24.10%
获利能力					
毛利率	33.73%	34.10%	35.02%	35.69%	36.26%
净利率	9.25%	14.15%	14.61%	14.94%	15.81%
ROE	13.16%	18.72%	17.25%	18.22%	18.79%
ROIC	35.31%	47.27%	48.17%	42.19%	115.43%
偿债能力					
资产负债率	48.36%	44.87%	38.03%	34.26%	28.21%
净负债率	-53.33%	-49.87%	-49.20%	-80.66%	-65.31%
流动比率	1.48	1.51	2.10	2.63	3.63
速动比率	1.24	1.31	1.57	2.34	2.84
营运能力					
应收账款周转率	5.52	4.62	9.00	10.29	10.29
存货周转率	6.05	7.83	5.54	5.89	5.65
总资产周转率	0.86	0.77	0.81	0.85	0.89
每股指标(元)					
每股收益	0.62	1.06	1.38	1.75	2.17
每股经营现金流	0.16	0.31	1.17	5.00	1.04
每股净资产	4.70	5.66	8.02	9.60	11.55
估值比率					
市盈率	86.17	50.27	38.47	30.46	24.54
市净率	11.34	9.41	6.64	5.55	4.61
EV/EBITDA	11.23	19.07	17.07	11.87	9.66
EV/EBIT	41.84	59.57	36.31	26.01	20.97

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