

# 天下秀 (600556)

证券研究报告

2022年04月22日

## 年报维持高增长，红人新经济龙头增长势头强劲

**业绩综述:**公司发布2021年年报。2021年天下秀实现营业收入人民币45.1亿元，同比增长47.4%；实现归属于上市公司股东的净利润人民币3.5亿元，同比增长19.9%。

### 1、年报维持高增长，红人新经济龙头增长势头强劲

天下秀连续五年实现收入、利润高增，近五年收入、扣非净利润的的复合增长率达到57.7%、43.2%。

### 2、新媒体商业：商家侧高粘性、流量去中心化趋势明确

**WEIQ 商家侧：商家质量、粘性不断提升。**2021年，注册商家客户数达到179,412个，较上年增长12,683个；WEIQ平台的活跃商家客户数为7,918个，较2020年8342个小幅下降，其中品牌客户799个。在活跃商家客户中，品牌客户的留存率达到79.6%，高于2020年的78.0%。

**WEIQ 红人端：红人供给增长强劲，职业化态势显著，且腰部红人获得收入占比81.4%。**WEIQ平台高效的连接了超过192万个红人（内容创业者），红人侧高增且订单量增速远高于收入增速。2021年，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53.5万，与2020年末29.1万的数量相比大幅增加。

**热浪数据：**目前已实现日均数据处理量平均1亿+，数据响应速度0.001秒，累计收录热门素材11亿+，拥有智能粉丝画像数据2000万+。

**WEIQ-SAAS：**致力于赋能广大代理商客户在自媒体采买服务中实现降本增效。截至2021年，已经服务超70客户。

**克劳锐：**2021年克劳锐共发布榜单700+个，累积曝光3亿人次；制作行业报告50+份，累积阅读数400万次。

**IMSOCIAL 红人加速器：**深度赋能的红人厂牌超过9家，IMSOCIAL红人加速器定向赋能MCN机构数量超650家，较2020年增加250家。

### 3、红人生态链创新业务，致力于迈向去中心化的创业者经济生态中“超级连接器”

**基于Web2.0时代的“红人经济生态圈”：**红人职业教育品牌“天下秀教育”，已深度触达全国213所高等院校，签约合作40所，自研15本专业课程配套教材，累计惠及学员2.1万人；新消费品牌宅猫日记，上市3个月月销破千万，2021年累计销售额过亿；潮流内容街区西五街，累计试用商品件数58万。

**基于区块链技术、面向Web3.0时代的创新产品和商业模式：**以3D虚拟生活社区“虹宇宙”和自媒体数字藏品工具集“TopHolder 头号藏家”为代表。

**投资建议：**公司收入持续高增，且不断投入打开成长新边界，因投入加大，下调2022、2023年归母净利润至5.1、6.5亿元（前值：2022-2023，7.8/11.1亿元），新增2024年归母净利润8.1亿元，继续推荐。

**风险提示：**宏观经济影响；新模式、新业态下监管要求变化；市场竞争风险等

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,060.40	4,511.67	6,470.68	9,021.49	12,216.99
增长率(%)	54.78	47.42	43.42	39.42	35.42
EBITDA(百万元)	478.96	554.07	577.49	721.65	877.46
净利润(百万元)	295.48	354.29	509.05	653.38	808.32
增长率(%)	14.26	19.90	43.68	28.35	23.71
EPS(元/股)	0.16	0.20	0.28	0.36	0.45
市盈率(P/E)	51.51	42.96	29.90	23.30	18.83
市净率(P/B)	4.61	4.20	3.78	3.33	2.89
市销率(P/S)	4.97	3.37	2.35	1.69	1.25
EV/EBITDA	42.67	36.84	22.81	19.22	15.74

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	传媒/广告营销
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.1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)	1,066.94
A股总市值(百万元)	14,642.76
流通A股市值(百万元)	8,642.18
每股净资产(元)	2.01
资产负债率(%)	27.68
一年内最高/最低(元)	15.31/7.63

### 作者

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

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《天下秀-半年报点评:流量去中心化势不可挡，IMS 营收净利持续高增印证预判》 2021-08-24
- 《天下秀-公司点评:业绩五年持续高增长，全数据解读红人新经济龙头价值》 2021-04-25
- 《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

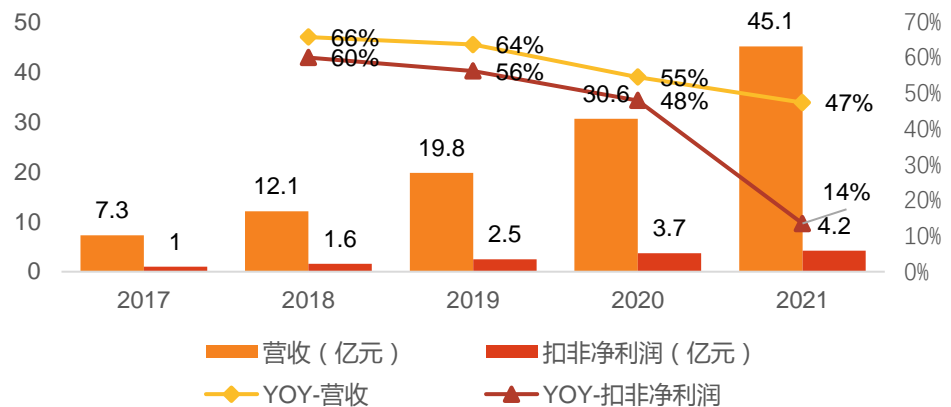
2021 年天下秀实现营业收入人民币 45.1 亿元，同比增长 47.4%；实现归属于上市公司股东的净利润人民币 3.5 亿元，同比增长 19.9%。

本篇点评核心就三个问题做出阐述：财务、公司相对成熟、快速扩张的新媒体商业、面向未来布局的红人经济生态链创新业务。

## 1. 年报维持高增长，红人新经济龙头增长势头强劲

天下秀连续五年实现收入、利润高增，近五年收入、扣非净利润的年复合增长率达到 57.7%、43.2%，公司业绩的快速增长，验证了公司对于红人新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 平台和数据产品的技术研发投入，巩固战略定位，使得平台处理能力逐年增强，叠加全方位的商业服务赋能，高效的连接了近 18 万个商家客户及超过 192 万个红人（内容创业者）。

图 1：天下秀收入、利润持续 5 年高增

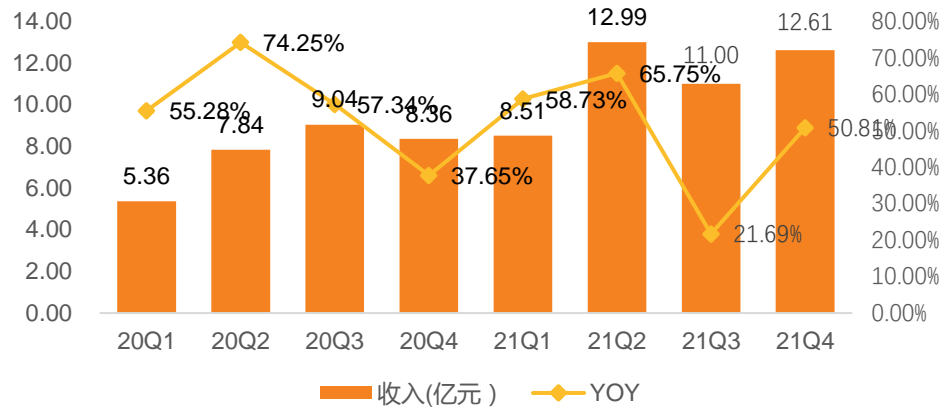


资料来源：公司公告，天风证券研究所

在 2021Q4 季度中，我们看到公司收入增长强劲，现金流改善明显，印证了流量去中心化趋势中，公司运营效率持续提升的长期逻辑；利润率如预期有所下降，因在新业务上投入增加等影响，我们认为公司主动拓展业务边界、率先面向新网络技术环境布局进行前置投入；需求端旺盛、平台商家选择性下单局面不改，业务能见度较远。具体看：

21 年全年公司营收 45.12 亿/+47.42%，20Q4-21Q4 实现营收 8.36/8.51/12.99/11/12.61 亿，同比增长 37.65%/58.73%/65.75%/21.69%/50.81%。Q4 公司营收增速从波动中恢复，主要因基数等影响解除，公司恢复常态化增长。

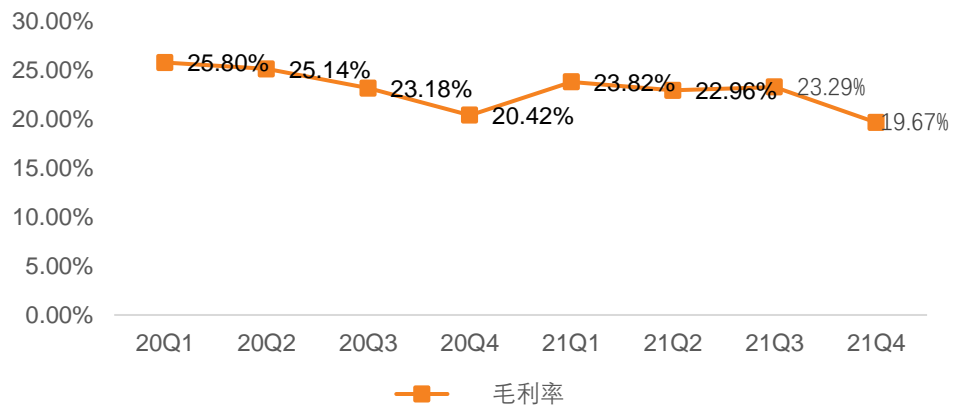
图 2: 2020Q1-2021Q4 营业收入及增速



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

20Q4-21Q4 毛利率分别为 20.42%/23.82%/22.96%/23.29%/19.67%，21Q4 毛利率同比有所波动，属于业务扩张中的正常现象，趋势与 21Q3 基本一致。

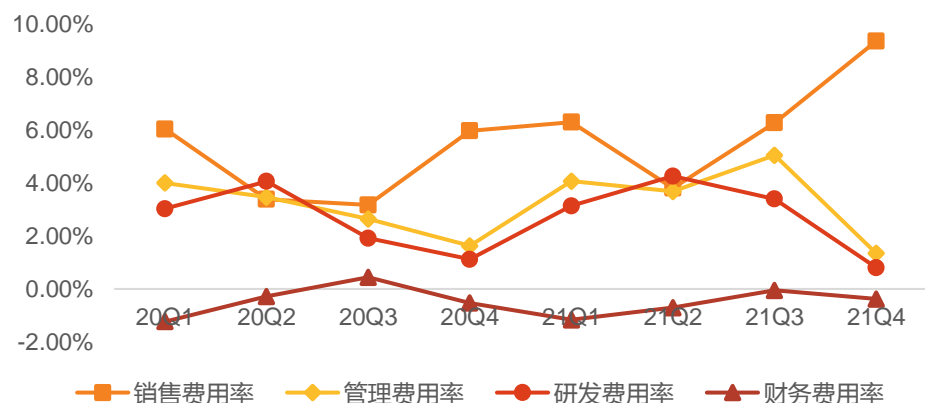
图 3: 2020Q1-2021Q4 毛利率 (%)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

20Q4-21Q4 单季度期间费率分别为 8.18%/12.32%/11.03%/14.66%/11.12%，21Q4 期间费用率同比有所提升，主要原因在于公司加大新业务上投入，其中 2021Q4 销售费用率 9.35%/+3.38pcts，管理费用率 1.34%/-0.29pcts，2021Q4 研发费用率 0.8%/-0.32pcts，2021Q4 财务费用率-0.38%/+0.15pcts。

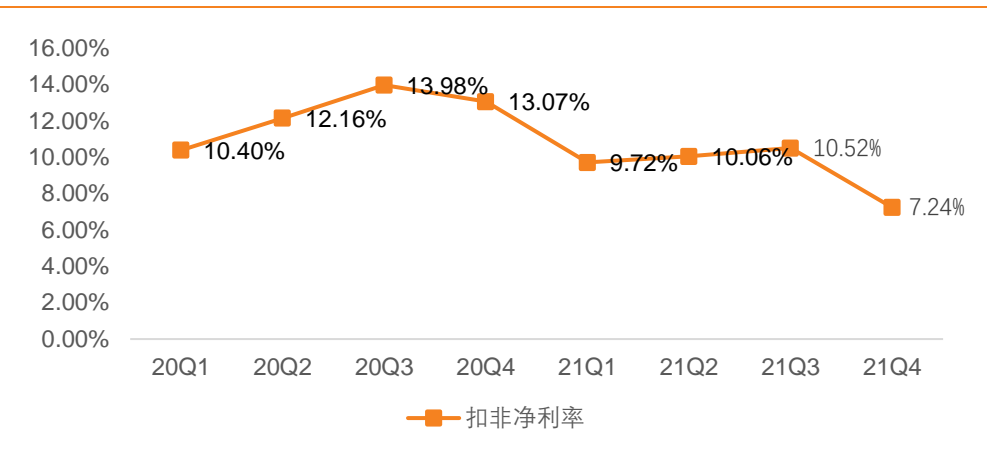
图 4: 2020Q1-2021Q4 公司期间费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

20Q4-21Q4 单季度归母净利润 0.48/0.83/1.29/0.43/0.99 亿元，21Q4 归母净利润同比增长 105.71%，但本季度扣非归母净利率 7.24%有所下降，因去年诉讼归母利润低基数，我们认为排除新业务增加投入等干扰，红人营销业务对应净利率将维持在 10%的稳定区间。

图 5：2020Q2-2021Q1 扣非归母净利率



资料来源：公司财报,天风证券研究所

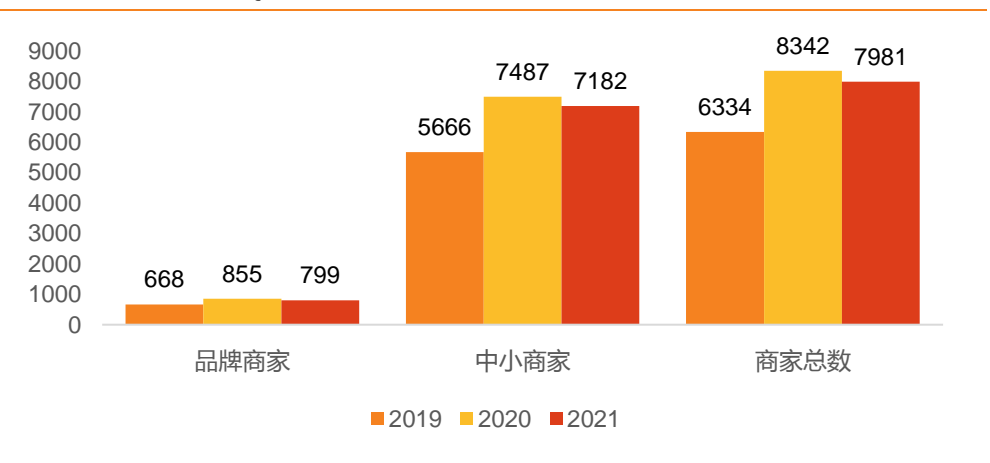
## 2. 新媒体商业：商家侧高粘性、流量去中心化趋势明确

### 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

在商家侧，公司商家质量、粘性不断提升。2021 年，注册商家客户数达到 179,412 个，较上年增长 12,683 个；此期间平台提高了对商家客户资质的审核标准，应用了更为严格的客户评级体系，主动淘汰了部分履约能力弱的商家客户，WEIQ 平台的活跃商家客户数为 7,918 个，较 2020 年 8342 个小幅下降，其中品牌客户 799 个。在活跃商家客户中，品牌客户的留存率达到 79.6%，高于 2020 年的 78.0%。

图 6：2019-2021 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

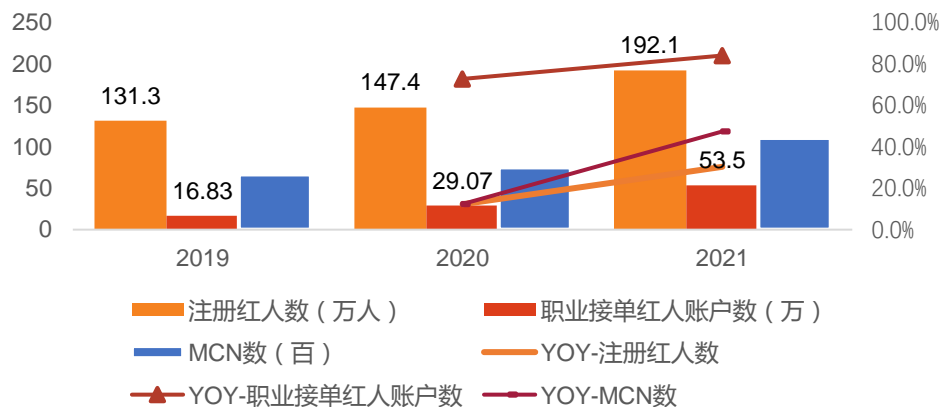
客户用户投入不断加大，业务空间量广阔。老客户继续加大投入，79.6%的留存客户的投放金额同比增长 39.3%，延续了去年的高增长。同时，2021 年收入中，81.2%来自于老客户，18.8%来自于新增客户。

### 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

红人供给增长强劲，职业化态势显著。WEIQ 平台高效的连接了超过 192 万个红人（内容创业者），红人侧高增且订单量增速远高于收入增速，显示出持续高增动能强劲及明确的去中心化趋势，印证公司在数据产品的技术研发投入，巩固战略定位，使得平台处理能力逐年增强，叠加全方位的商业服务赋能的回报。

2021 年，公司注册红人、接单红人和 MCN 数均持续增长，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 53.5 万，与 2020 年末 29.1 万的数量相比大幅增加。

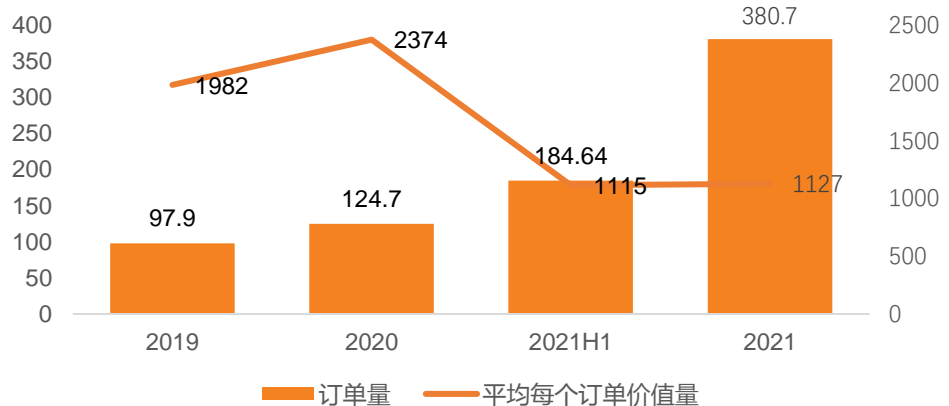
图 7：WEIQ 职业化红人账户快速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

单笔数达 380.7 万笔，较 2020 年 124.7 万同比增长 205%，客单价自 2375 降至 1127 元。

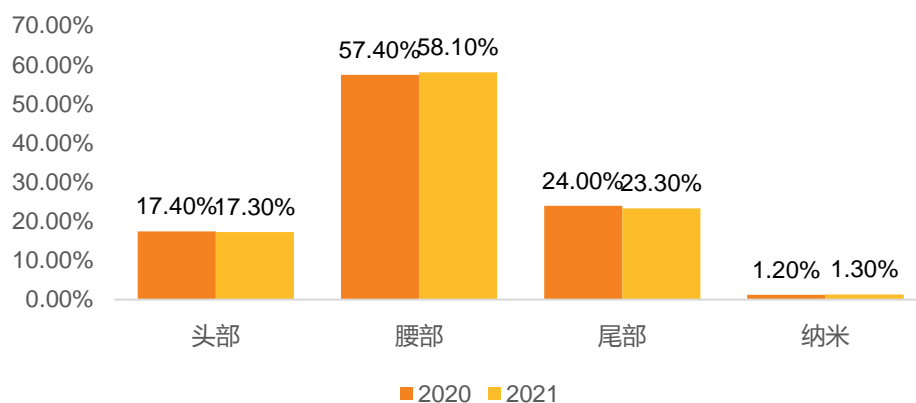
图 8：公司订单量快速增长，见证流量去中心化趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

WEIQ 平台能够实现商家客户需求同时与大规模红人数量的订单匹配与执行。平台高效的匹配撮合模式既保障海量腰尾部红人的权益，也能很好满足商家客户的需求，促使整体红人生态保持态健康均衡发展。2021 年，腰尾部红人获得收入占比 81.4%，形成了红人生态的稳固基石，亦符合平台模式下红人去中心化的趋势。

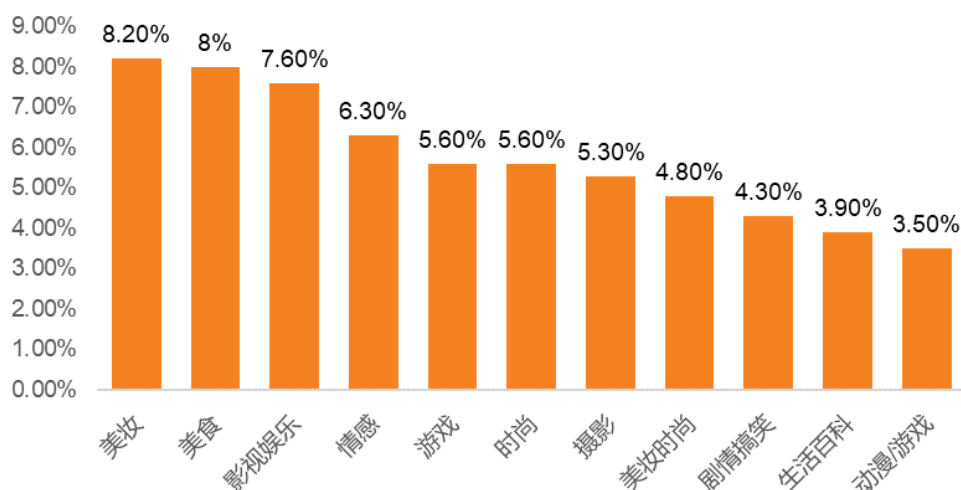
图 9：2020、2021 年从天下秀获得收入的红人结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

WEIQ 平台红人垂类分布均衡，腰尾部红人获得收入 81.4%，同比基本稳定，腰尾部主导态势明确。WEIQ 连接红人账号的领域分布广泛，前三大行业为美妆、美食和影视娱乐，整体处于分散状态。WEIQ 平台透过多个数据化产品的建设，对于商家客户的需求数据精准分析，挖掘红人的私域流量价值，促使内容投放趋于垂直化和专业化，形成高质量的内容供给，腰尾部红人营销的商业效率和内涵价值逐渐凸显。

图 10：WeiQ 平台垂类红人分布行业



资料来源：公司公告，天风证券研究所



## 2.2. 新媒体商业创新数据产品及商业服务

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。2021 年取得良好的效果。

### 2.2.1. 短视频直播电商一站式数据服务平台——热浪数据

热浪数据 (www.relangdata.cn) 是公司独家运营的短视频直播电商一站式数据服务平台。依托专业的红人数据挖掘与分析能力,为品牌方、红人、MCN、专家学者等各类型用户提供数据参考、数据监测和多维度红人价值评估。

热浪数据 2.0 版本目前已实现日均数据处理量平均 1 亿+,数据响应速度 0.001 秒,累计收录热门素材 11 亿+,拥有智能粉丝画像数据 2000 万+。实现深度洞察抖音、小红书、快手、B 站、视频号大数据,可视化的数据分析工具已帮助诸多用户实现精准数据分析需求。

图 11: 热浪数据介绍



资料来源:公司公告,天风证券研究所

### 2.2.2. 新媒体商业创新数据产品——WEIQ-SAAS

2021 年公司推出 SaaS 产品——WEIQ-SAAS,系统致力于赋能广大代理商客户在自媒体采买服务中实现降本增效。为客户提供全方位的支持:打造专属资源池、WEIQ 大数据平台数据支撑、工具类可视化的商业产品、专业服务团队及时响应,覆盖传播策略制定、账号报价、下单等全链路,并协助客户优化选号策略能力。结合规范化标准化的工作流管理,驱动客户业务增长。

WEIQ-SAAS 系统旨在赋能中小型企业,经过几年的运营和使用,已经帮助多个客户大幅提升效率,提高人效比。截至 2021 年,已经服务超 70 客户。

### 2.2.3. IMSOCIAL 红人加速器，为红人提供成长加速赋能

2021 年，IMSOCIAL 红人加速器深度赋能的红人厂牌超过 9 家。其中“叁里”厂牌全平台签约合作 KOL 已超过 600 余人；肆哆、五月互动等明星厂牌，合作 200+ 头部艺人，独家全平台运营艺人杨坤、李纯、许飞、张瑶、李俊贤、吴优、符龙飞等；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，7 条视频全网播放量突破 6 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、@宅猫日记（食神是只猫），IP @鱼太闲，数次霸榜抖音热门视频，总播放量破 20 亿。

与此同时，IMSOCIAL 红人加速器定向赋能 MCN 机构数量超 650 家，较 2020 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

### 2.2.4. 自媒体排行及版权管理机构：TOPKLOUT 克劳锐

TOPKLOUT 克劳锐作为红人经济生态的第三方权威评价机构，是国内领先的权威自媒体价值排行及版权经纪管理第三方数据监测机构，依托强大数据体系及跨平台数据整合能力，提供自媒体价值评估体系、自媒体数据监测工具、内容传播矩阵、行业观察研究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。

2021 年，克劳锐共发布榜单 700+ 个，累积曝光 3 亿人次；制作行业报告 50+ 份，累积阅读数 400 万次；旗下产品“红管家”、“克劳锐指数小程序”、克劳锐声量系统”、获得了国家软件著作权认证，且克劳锐指数小程序用户数突破 10 万，红管家及声量系统 KA 品牌客户数新增 200+；克劳锐新媒体传播平台累积粉丝量突破 30 万。



### 3. 红人生态链创新业务，致力于迈向去中心化的创业者经济生态中“超级连接器”

#### 3.1. 红人教育、宅猫日记、西五街等迎来收获，围绕当下红人经济生态产业链不断延伸

在努力夯实新媒体商业竞争力的同时，一直积极探索红人（内容创业者）的价值洼地和商业边界，将平台多年来积累的红人资源、品牌资源、大数据体系和服务能力应用到红人经济的各个领域并不断向上下游探索延伸，布局了新消费产渠、红人职业教育、潮流内容街区西五街等创新业务，构建了基于 Web2.0 时代的“红人经济生态圈”。其中：

1. 红人职业教育品牌“天下秀教育”，已深度触达全国 213 所高等院校，签约合作 40 所，自研 15 本专业课程配套教材，累计惠及学员 2.1 万人，疫情期间组织开展了专业的线上课堂，课时超过 1000 小时。
2. 新消费品牌宅猫日记，上市 3 个月月销破千万，2021 年累计销售额过亿，宅猫 IP 破圈，全网粉丝数超 200 万，短视频累计播放超 3 亿；
3. 潮流内容街区西五街，着力于 Z 世代人群个性化圈层的群居生活属性，倡导“让兴趣环环相连”，探索新的横评评测板块，优化测评生态，累计试用商品件数 58 万。

#### 3.2. Web 3.0 演进之路上，天下秀积极研究区块链、并探索面向 Web 3.0 时代的创新产品和商业模式

经过 30 年的发展，如今互联网正处在 Web2.0 向 Web3.0 演进的重要时点。在 5G、云计算、区块链、AI、VR 等技术的驱动下，Web3.0 正在全世界的共同努力下开始基础设施的搭建和完善，以用户为中心，强调用户拥有自主权，希望改进现有的互联网生态系统，有效解决 Web2.0 时代存在的垄断、隐私保护缺失、算法作恶等问题，使互联网更加开放、普惠和安全，向更高阶的可信互联网、价值互联网、智能互联网、全息互联网创新发展。

图 13：Web3.0：渐行渐近的新一代互联网



资料来源：公司公告，天风证券研究所

同时，公司前瞻布局区块链技术，并积极探索基于区块链技术、面向 Web3.0 时代的创新产品和商业模式，以 3D 虚拟生活社区“虹宇宙”和自媒体数字藏品工具集“TopHolder 头号藏家”为代表。其中：

1.3D 虚拟生活社区“虹宇宙”，自上线内测以来累计预约用户已超过 40 万，红人 IP 鱼太闲、天才小熊猫等入驻社区与粉丝互动，并与拉菲集团、龙湖集团等著名品牌开展合作，探索数字化技术赋能实体经济。

2.自媒体数字藏品工具集“TopHolder 头号藏家”已正式接入虹宇宙开放应用平台，为虹宇宙引入全网内容创作者的优质数字作品，丰富平台内 UGC 内容生态建设，并与微博达成战略合作，为微博创作者提供数字藏品服务。

**虹宇宙或上线在即，关注虹宇宙自身优势。**虹宇宙创新之处在于更好的内容形态、高效的商业营销，UGC 生态的完善为虹宇宙经济生态的跑通落下关键一步。一方面，虹宇宙可以在 VR 端占线内容，且随引擎升级及 TopHolder 的引入，后续流畅性、商家端建模、内容创作成本有望不断降低，从而为低成本创造高质量、高还原度的线上内容创造了良好的环境；另一方面，基于区块链技术的应用，从发行到持有各环节均有望从中获得直接的经济利益，商业营销效率有望远高于当下移动互联网时代浏览模式。

#### 4. 盈利预测与投资建议：

**红人经济快速扩张，社会价值不断提升。**根据中指研究院《2021 中国红人新经济发展报告》，综合红人新经济主要关联市场数据，2017-2020 年红人新经济直接市场规模分别为 786 亿元、2,491 亿元、6,188 亿元、13,572 亿元，年平均增速超过 150%，在新经济中的占比也从 2017 年的 0.6% 上涨到 2020 年的 8.0%。根据红人新经济规模在新经济中的占比增速预测，到 2025 年红人新经济规模将超过 6.7 万亿元，占新经济比重超过 20%。同时，红人新经济作为数字经济的一环，正持续促进新个体经济发展。据国家统计局数据显示，截至 2021 年底，中国灵活就业人员已经达到 2 亿人，其中从事主播及相关从业人员 160 多万人，较 2020 年增加近 3 倍。越来越多的内容创业者正通过红人新经济获得收入。

公司收入持续高增，且不断投入打开成长新边界，还原后利润高增，这样的成长是红人经济赛道高景气度、数字化平台规模效应和组织运营高效率的有力佐证。在 2021 年中，红人经济生态链创新业务上，公司面向红人经济周边领域布局开始逐渐收获成效，此外围绕 Web3.0 开始在区块链等众多技术应用中构建基础设施、解决方案和产品生态。加大业务投入反映了公司以科技驱动的红人新经济领域平台型公司的本质，公司在新布局主要业务上均具备较强竞争力，原有业务维持稳定盈利能力，正在打开公司成长边界、理应更好促进公司发展，估值上应正确看待、还原发展性投入。因投入加大，下调 2022、2023 年归母净利润至 5.1、6.5 亿元（前值：2022-2023，7.8/11.1 亿元），新增 2024 年归母净利润 8.1 亿元，继续推荐。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,293.82	1,569.97	1,569.07	853.30	879.39	营业收入	3,060.40	4,511.67	6,470.68	9,021.49	12,216.99
应收票据及应收账款	1,502.04	2,411.99	3,201.55	4,624.91	5,973.76	营业成本	2,344.67	3,506.38	5,061.24	7,119.58	9,726.92
预付账款	146.64	287.97	339.36	543.09	662.53	营业税金及附加	10.47	14.56	20.89	29.12	39.44
存货	2.36	35.94	19.35	58.43	47.83	营业费用	137.42	289.83	415.68	579.54	784.82
其他	99.45	132.40	134.89	156.57	165.17	管理费用	86.01	154.81	215.55	300.53	406.98
<b>流动资产合计</b>	<b>4,044.31</b>	<b>4,438.26</b>	<b>5,264.22</b>	<b>6,236.30</b>	<b>7,728.69</b>	研发费用	74.72	129.46	185.67	276.91	387.21
长期股权投资	20.99	32.07	32.07	32.07	32.07	财务费用	(9.24)	(24.41)	(24.41)	(24.41)	(24.41)
固定资产	5.71	33.00	26.98	20.96	14.93	资产减值损失	(21.47)	(40.64)	0.00	0.00	0.00
在建工程	1.72	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	16.07	22.38	19.18	15.99	12.80	投资净收益	(6.67)	(3.37)	(3.37)	(3.37)	(3.37)
其他	143.47	477.21	462.89	448.56	445.37	其他	36.06	47.99	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>187.95</b>	<b>564.66</b>	<b>541.11</b>	<b>517.57</b>	<b>505.17</b>	<b>营业利润</b>	<b>408.44</b>	<b>437.07</b>	<b>592.69</b>	<b>736.85</b>	<b>892.66</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,232.27</b>	<b>5,002.92</b>	<b>5,805.33</b>	<b>6,753.87</b>	<b>8,233.85</b>	营业外收入	1.00	0.02	0.02	1.00	1.00
短期借款	0.00	100.03	0.00	0.00	0.00	营业外支出	98.25	80.82	80.82	80.82	80.82
应付票据及应付账款	480.65	726.29	1,015.85	1,434.79	1,913.32	<b>利润总额</b>	<b>311.19</b>	<b>356.27</b>	<b>511.89</b>	<b>657.03</b>	<b>812.84</b>
其他	281.83	305.83	601.18	621.98	956.36	所得税	17.73	20.41	29.33	37.64	46.57
<b>流动负债合计</b>	<b>762.48</b>	<b>1,132.14</b>	<b>1,617.03</b>	<b>2,056.77</b>	<b>2,869.68</b>	<b>净利润</b>	<b>293.46</b>	<b>335.86</b>	<b>482.57</b>	<b>619.39</b>	<b>766.27</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(2.02)	(18.43)	(26.48)	(33.99)	(42.05)
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>295.48</b>	<b>354.29</b>	<b>509.05</b>	<b>653.38</b>	<b>808.32</b>
其他	118.64	189.09	189.09	189.09	189.09	每股收益(元)	0.16	0.20	0.28	0.36	0.45
<b>非流动负债合计</b>	<b>118.64</b>	<b>189.09</b>	<b>189.09</b>	<b>189.09</b>	<b>189.09</b>						
<b>负债合计</b>	<b>930.28</b>	<b>1,385.04</b>	<b>1,806.13</b>	<b>2,245.86</b>	<b>3,058.77</b>						
少数股东权益	0.05	(8.59)	(29.52)	(57.44)	(94.05)	<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
股本	1,807.75	1,807.75	1,807.75	1,807.75	1,807.75	<b>成长能力</b>					
资本公积	762.91	763.46	763.46	763.46	763.46	营业收入	54.78%	47.42%	43.42%	39.42%	35.42%
留存收益	734.28	1,055.27	1,457.52	1,994.24	2,697.92	营业利润	31.62%	7.01%	35.61%	24.32%	21.15%
其他	(3.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	归属于母公司净利润	14.26%	19.90%	43.68%	28.35%	23.71%
<b>股东权益合计</b>	<b>3,301.99</b>	<b>3,617.88</b>	<b>3,999.21</b>	<b>4,508.01</b>	<b>5,175.08</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,232.27</b>	<b>5,002.92</b>	<b>5,805.33</b>	<b>6,753.87</b>	<b>8,233.85</b>	毛利率	23.39%	22.28%	21.78%	21.08%	20.38%
						净利率	9.66%	7.85%	7.87%	7.24%	6.62%
						ROE	8.95%	9.77%	12.64%	14.31%	15.34%
						ROIC	-245.98%	44.75%	31.33%	33.96%	25.44%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	21.98%	27.68%	31.11%	33.25%	37.15%
						净负债率	-69.47%	-39.84%	-39.23%	-18.93%	-16.99%
						流动比率	4.98	3.71	3.26	3.03	2.69
						速动比率	4.98	3.68	3.24	3.00	2.68
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	2.80	2.31	2.31	2.31	2.31
						存货周转率	2,592.56	235.58	234.08	232.00	229.96
						总资产周转率	0.98	0.98	1.20	1.44	1.63
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.16	0.20	0.28	0.36	0.45
						每股经营现金流	-0.17	-0.24	0.12	-0.35	0.06
						每股净资产	1.83	2.01	2.23	2.53	2.91
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	51.51	42.96	29.90	23.30	18.83
						市净率	4.61	4.20	3.78	3.33	2.89
						EV/EBITDA	42.67	36.84	22.81	19.22	15.74
						EV/EBIT	42.78	37.26	23.18	19.47	15.91

现金流量表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	293.46	335.86	509.05	653.38	808.32
折旧摊销	4.33	15.25	9.22	9.22	9.22
财务费用	8.61	6.19	(24.41)	(24.41)	(24.41)
投资损失	6.67	3.37	3.37	3.37	3.37
营运资金变动	(600.17)	(1,011.18)	(262.67)	(1,233.79)	(650.20)
其它	(28.65)	212.93	(26.48)	(33.99)	(42.05)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(315.75)</b>	<b>(437.59)</b>	<b>208.07</b>	<b>(626.23)</b>	<b>104.24</b>
资本支出	(48.98)	(15.26)	0.00	0.00	0.00
长期投资	9.50	11.08	0.00	0.00	0.00
其他	(247.83)	(239.17)	(3.37)	(3.37)	(3.37)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(287.30)</b>	<b>(243.35)</b>	<b>(3.37)</b>	<b>(3.37)</b>	<b>(3.37)</b>
债权融资	9.24	153.18	(104.35)	24.41	24.41
股权融资	2,039.23	3.54	(101.24)	(110.59)	(99.19)
其他	(302.86)	(195.89)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,745.61</b>	<b>(39.16)</b>	<b>(205.60)</b>	<b>(86.18)</b>	<b>(74.78)</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>1,142.57</b>	<b>(720.10)</b>	<b>(0.90)</b>	<b>(715.78)</b>	<b>26.09</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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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