

芒果超媒 (300413.SZ)

看好公司 2023 年综艺内容储备，业绩有望逐季改善

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 张衡 021-60875160
证券分析师： 夏妍 021-60933162

◆ 传媒 · 数字媒体

zhangheng2@guosen.com.cn
 xiayan2@guosen.com.cn

◆ 投资评级：买入(维持评级)

执证编码：S0980517060002
 执证编码：S0980520030003

事项：

湖南卫视和芒果 TV “暖冬品鉴” 2023 年内容 IP 分享会通过直播间在线上举行，带来 2023 年重点综艺、大型晚会和纪录片等各类项目推介 31 款。综艺节目储备分为四大赛道，分别是音综赛道、慢综和热血综艺、推理竞技综艺和圈层定制综艺。

国信传媒观点：芒果 TV 新媒体平台的核心逻辑未变，自制内容是公司的核心竞争力。1) 预计公司广告业务有望跟随行业实现 β 层面的确定性修复，内容制作、会员业务增速取决于内容表现，公司季度业绩有望持续环比改善；2) 2023 年公司综艺内容储备丰富，公司内容上线节奏整体可控，兑现程度较高；3) 公司在保证优质内容稳定输出的同时，积极把握行业新趋势。4) 我们维持此前盈利预测，预计 22-24 年公司归母净利润为 21.43/25.05/28.87 亿，增速为 1.4%/16.9%/15.3%，预计公司 22-24 年 EPS 为 1.14/1.34/1.54 元，对应 PE 29/25/22x。5) 根据我们的测算，预计互联网视频业务（会员+广告）目标市值 423-517 亿，互联网视频业务（运营商）目标市值 123-146 亿，内容电商业务目标市值 31-35 亿，内容制作业务目标市值 26-33 亿。综合以上，预计公司 23 年目标市值在 603-730 亿，对应目标价 32-39 元，维持芒果超媒“买入”评级。

风险提示：剧综恢复周期偏长；影视剧集业务表现不及预期；会员增长不及预期；新赛道尚无业绩兑现。

评论：

◆ 2023 年内容招商会发布 31 款综艺内容，储备丰富，未来可期

12 月 15-16 日，湖南卫视和芒果 TV “暖冬品鉴” 2023 年内容 IP 分享会通过直播间在线上举行，带来 2023 年重点综艺、大型晚会和纪录片等各类项目推介 31 款，内容储备丰富。综艺节目储备分为四大赛道，分别是音综赛道、慢综和热血综艺、推理竞技综艺和圈层定制综艺。

1) 音综赛道：作为双平台的王牌赛道，2023 年《乘风破浪 4》、《披荆斩棘 3》、《声生不息·宝岛季》和《时光音乐会 2》等 IP 综艺将在 2023 年继续上线，除此之外，重磅音乐竞技节目《全民歌手 2023》有望成为芒果 2023 年音综引领创新的新经典。

2) 慢综和热血综艺：慢综艺赛道，《向往的生活》、《中餐厅》口碑综 N 代续集继续，《再见爱人》也将推出第三季，《你好星期六》将推出全面升级版本；热血综艺赛道，全新武术题材节目《无名之辈》、全行业唯一军旅题材节目《真正的勇士》也将上线。

3) 推理竞技综艺：推理综艺赛道，湖南卫视和芒果 TV 推出“全年迷综带”企划，推理综艺覆盖四个季度，涵盖各个品类，《大侦探 8》和《密室大逃脱 5》将推出持续创新节目，同时推出创新 IP《女子推理社》和《推理开始了》，聚焦首档全女性连续剧式沉浸推理真人秀和中国首档实景沉浸式推理剧综。竞技综艺赛道，《全员加速中》即将回归，带来国内首创虚实结合综艺体验。

4) 圈层定制综艺：《这一波好 6》带来全新反诈互动体验户外真人秀，《城市中的桃花源》开启国内首档历史街区“焕新”纪实综艺，《宠爱同行》聚焦萌宠和亲密关系，《好样的！国牌》用年轻人的视角，去探索“新世代新国牌”，《鲜生厨房》翻山越岭带你尝鲜，《爸爸当家 2》聚焦全职爸爸，《快乐再出发 2》和《初

入职场的我们3·就业季》也将回归。

5) 大型晚会和纪录片领域：2023年芒果晚会也将创新迭代，《跨年晚会》、《小年夜春晚》、《华人春晚》和《元宵晚会》等晚会将融入全新VR、XR等技术新尝试，为用户带来全新真听真看真感受。纪录片领域也将重磅开启，泛纪实、文化类节目《中国3》、《白驹过隙与君逢》和《我的大学》均在待播之列。

表1：2023年湖南卫视&芒果TV部分节目储备

序号	名称	节目类型	制作团队	预排播时间	节目特色
1	乘风破浪4	音综	任洋团队	2023Q2	新增户外号召任务，升级5+2真人秀模式
2	披荆斩棘3	音综			IP音综持续上线
3	声生不息·宝岛季	音综	洪啸工作室	2023Q1	召集海峡两岸的数位歌手分为两队通过5轮年代对话，主题竞演
4	时光音乐会3	音综	任洋团队		户外音乐综艺，节目邀请6位百里挑一的顶峰歌手，新一季节目升级年代主题机制、多人庄主机制、特殊节点机制全方位耦合式创新
5	全民歌手2023	音综	王恬工作室	2023Q2	音乐竞技节目，由《歌手》八大歌王担任音乐伯乐团，共同挖掘全民音乐实力派。拟邀韩磊、韩红、李玟、林忆莲、Jessie J、刘欢、华晨宇等
6	向往的生活7	慢综艺	王征宇	2023Q2	《向往的生活》第七季选择从零开始，从林开始。这一次的蘑菇屋将不再是建在小村庄里的“农家乐”、“渔家乐”，而是真正地融入自然，电来自太阳和风，水来自山泉和雨水。他们将回归原始，利用大自然的力量，完成衣食住行的自给自足。
7	中餐厅7	慢综艺	王恬工作室		《中餐厅7》有望回归王牌模式，海外经营。这一次，老外或许不仅仅是顾客，知名国外艺人也许会成为中餐厅的“学徒”；不仅要推广中国美食，还要推广的是影响世界的中国科技。每周餐厅“办美食展”是节目经营输出的一个新模式。
8	再见爱人3	慢综艺	刘乐团队 刘伟工作室、 刘建立工作室		婚姻纪实观察真人秀。通过真人秀和观察室的结合，节目以第三人的视角探讨婚姻中的酸甜苦辣
9	你好星期六	慢综艺		2023Q1	拟邀何炅、冯禧、杨紫、李雪琴、王鹤棣、国民热度小花和快乐源泉焕新加盟
10	无名之辈	热血综艺	李晓丹团队		召集来自中国、泰国、日本等不同国家的24位动作新生，经过8轮的合作、竞争和比拼，在功夫和表演中呈现文化的碰撞和精神的交流，终选拔出1位年度动作演员新秀
11	真正的勇士	热血综艺	梁书源工作室	2023Q3	行业唯一聚焦新疆边防军旅题材真人秀，节目召集8名热血少年组成「国旗班」深入部队，通过与一线部队战士同吃同住同训练地无差别生活，努力获得认同，一同完成4次特殊的升旗仪式
12	跨年晚会	大型晚会	王恬工作室	2023Q1	以天地为界，元宇宙为景，打造双平行世界，拥抱Z世代，迎接2023
13	小年夜春晚	大型晚会	刘昕团队	2023Q1	将融入全新VR、XR等先锋尝试，为用户带来全新真听真看真感受
14	华人春晚	大型晚会	杨子扬团队	2023Q1	围绕主题“同心共圆，中国梦”展开，传统文化融合潮流元素，多组人气歌手同频共诉家国情
15	元宵晚会	大型晚会	朱锋团队	2023Q1	以“喜乐”为主要内容架构和叙述，每年在语言类节目上下足功夫
16	大侦探8	推理综艺	晏吉工作室	2023Q1	互联网普法教育推理节目由何炅担任名侦探俱乐部代理会长。节目中，每期嘉宾根据不同的案件主题，扮演不同的角色，在“案件现场”寻找证据，推理并找出真正的“凶手”。
17	密室大逃脱5	推理综艺	晏吉工作室	2023Q2	这一季冲破次元的六大异世界场景，颠覆感官体验，挑战想象极限，密逃团化身故事主角，每人开启独立剧情线。多结局设定，选择关乎命运，步步惊心。NPC深度互动，可养成系攻略，可化敌为友，助力通关，花样百出的机制玩法。
18	女子推理社	推理综艺	甘亿团队	2023Q2	首档全女性连续剧式沉浸推理真人秀《女子推理社》，五位高智女性，组成“神秘推理社”，登录芒果星球女校，通过层层推理，解决一系列跌宕起伏的连环案件
19	推理开始了	推理综艺	晏吉工作室	2023Q4	侦探社开放侦探排行甄选15名新手侦探开启推理竞赛，勇气、智慧、观察、逻辑各项考验轮番上阵，谁能成为侦探社的正式成员
20	全员加速中	竞技赛道 创新及定制 综艺	安德胜工作室	2023Q2	12位加速队员入驻加速之城，在24天时间内开启一场躲避猎人侵袭追逃挑战速度空间，共建加速之城绿洲的生存游戏
21	这一波好6	综艺			全新反诈互动体验户外真人秀

22	城市中的桃花源	创新及定制综艺		2023Q1	文化综艺，打破文化时空限制，让历史与新潮跨时代对话。前无古人的历史文化街区焕新，打造街区博物馆，建立年轻台社区博物馆，打造城市新名片
23	宠爱同行	创新及定制综艺			以朱茵黄贯中夫妻为主，围绕他们因宠结缘的故事为背景，节目模式将流浪动物带回山林家中收养与救治，召集身边好友协助、试养、领养，帮它们找到新家
24	好样的！国牌	创新及定制综艺		2023Q1	以一做城市为一站，用年轻人的视角探索新国牌时代的品牌价值观，用青春力量赋能国牌创新，展现当代青年的多元追求和生活态度
25	鲜生厨房	创新及定制综艺	原子娱乐	2023Q1	沿着中国四条最美高速公路，以高速服务区为圆心一路探寻，寻找周边百里之内的原产地食材地图
26	爸爸当家2	创新及定制综艺	明艾晴团队		2023《爸爸当家》第二季邀请来自不同地域、不同文化、不同教育方式的4个家庭。展示每一个家庭都在为这个时代培养优秀的下一代
27	快乐再出发2	创新及定制综艺	大千影业	2022Q4	陈楚生、王铮亮、王栎鑫、张远、苏醒、陆虎，原班人马再次踏上一趟穷游之旅，这一季他们将真正的开始旅行，但在一路上通过不断接碎货，被迫踏上流浪歌手之旅
28	初入职场的人们3·就业季	职场综艺	赵文海团队		本季邀请六名有真实工作经历，专业技能傍身的艺人，一个月时间内重回各自老本行，和宝藏素人同事一起真实工作。之后在齐聚观察棚，观看各自工作片段，互相点评
29	中国3	文化类节目	伯璟文化		再现华夏历史切面，挖掘古代中华文明中对今日中国社会最具深远影响的人与故事，回溯中华文化渊源，为观众呈现悠悠千年古国的精神图腾
30	白驹过隙与君逢	文化类节目	伯璟文化		这是一次思想的交锋不同职业、不同身份的人相遇，在深度交流中点燃思想的星火。这是一次时光的交错，不同年龄、不同境遇的人相逢，在深度交流中感受时代的烟火。这是一次文化漫谈类节目的求索，不同角度、不同内涵的现实肌理在创新的形式中紧扣时代跳动的脉搏。
31	我的大学	文化类节目	伯璟文化		不同时代的记忆，对大学有不同的青春记忆，中国首档回忆口述秀《我的大学》，同步关注综合型和专业类院校，以学校为叙事单元，一个学校制作一季，每集访谈多位嘉宾

资料来源：湖南卫视广告部官方微信、湖南卫视&芒果TV“暖冬品鉴”内容IP分享会，国信证券经济研究所整理

◆ 2022年公司作为综艺内容龙头地位稳固，影视剧集持续投入

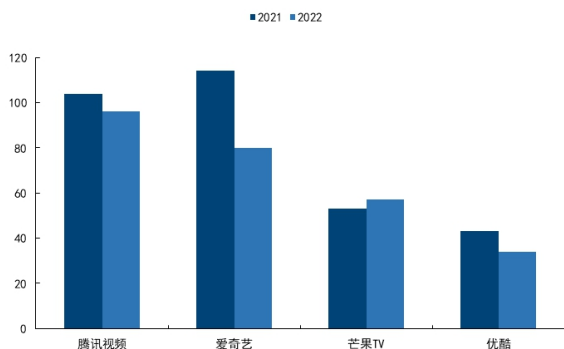
回顾2022年四大长视频平台的剧综表现：

1) **综艺方面：芒果TV是唯一全网有效播放量、上新有效播放量保持正增长的平台。**从全网整体数据来看，2022年腾讯视频综艺有效播放96亿，同比下滑8%；爱奇艺综艺有效播放80亿，同比下滑30%；芒果TV综艺有效播放57亿，同比上涨9%；优酷综艺有效播放34亿，同比下滑22%。

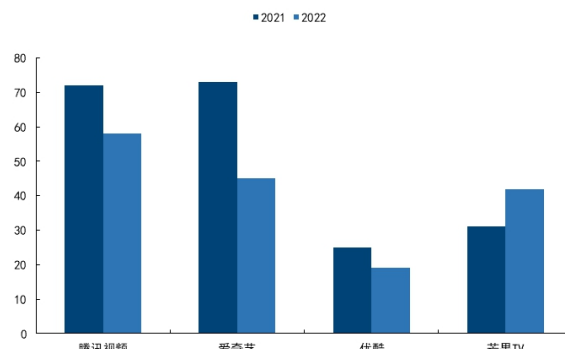
从上新季播综艺有效播放来看，2022年腾讯视频上新季播综艺有效播放为58亿，同比下降19%；爱奇艺上新季播综艺有效播放为45亿，同比下降39%；优酷上新季播综艺有效播放19亿，同比下降25%；芒果TV上新季播综艺有效播放42亿，同比上升37%。

2) **剧集方面：芒果TV表现略有逊于其他平台，但会员有效播放增速达21%。**从全网剧集有效播放量来看，2022年爱奇艺全网剧集正片有效播放1190亿，同比上涨4%；腾讯视频正片有效播放972亿，同比下滑15%；优酷正片有效播放664亿，同比上涨5%；芒果TV正片有效播放61亿，同比下滑11%。

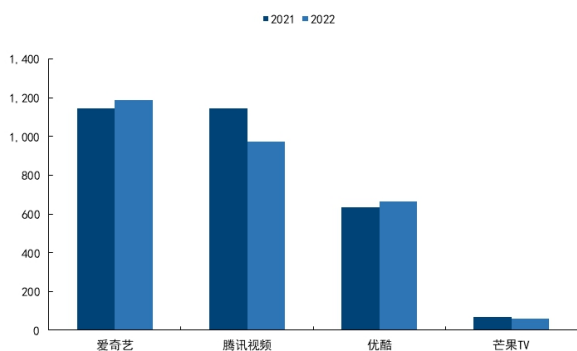
从会员侧来看，2022年爱奇艺会员内容有效播放614亿，同比上涨46%；腾讯视频会员内容有效播放485亿，同比上涨1%；优酷会员内容有效播放311亿，同比上涨36%；芒果TV会员内容有效播放39亿，同比上涨21%。

图1：四大视频平台全网络综艺正片有效播放（亿）


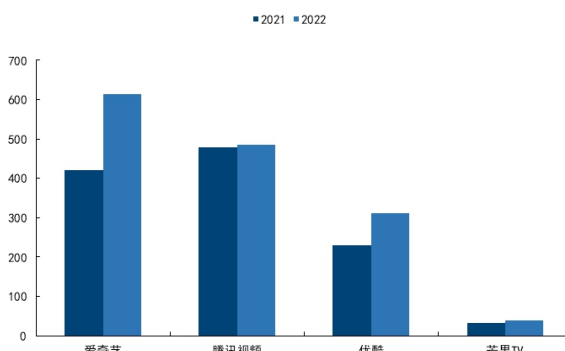
资料来源：云合数据、国信证券经济研究所整理

图2：四大视频平台上新季播综艺正片有效播放（亿）


资料来源：云合数据、国信证券经济研究所整理

图3：四大视频平台全网剧集正片有效播放（亿）


资料来源：云合数据、国信证券经济研究所整理

图4：四大视频平台全网剧集会员内容有效播放（亿）


资料来源：云合数据、国信证券经济研究所整理

表2：2022 年网络综艺有效播放·霸屏榜 top10

排名	综艺名称	正片有效播放	市占率	上线日期	播放平台
1	乘风破浪第三季	6.6 亿	4.3%	2022/5/20	芒果TV
2	哈哈哈哈哈第2季	6.3 亿	4.0%	2021/11/20	爱/腾
3	一年一度喜剧大赛第2季	6.1 亿	3.9%	2022/9/23	爱奇艺
4	萌探探案第2季	5.0 亿	3.2%	2022/5/27	爱奇艺
5	大侦探第七季	5.0 亿	3.2%	2022/1/28	芒果TV
6	脱口秀大会第5季	5.0 亿	3.2%	2022/8/30	腾讯视频
7	中国说唱巅峰对决	4.8 亿	3.1%	2022/6/25	爱奇艺
8	密室大逃脱第四季	4.6 亿	3.0%	2022/7/8	芒果TV
9	心动的信号第5季	4.4 亿	2.8%	2022/8/16	腾讯视频
10	披荆斩棘第二季	4.3 亿	2.8%	2022/8/19	芒果TV

资料来源：云合数据，国信证券经济研究所整理

表3: 2022 年连续剧有效播放·霸屏榜 top10

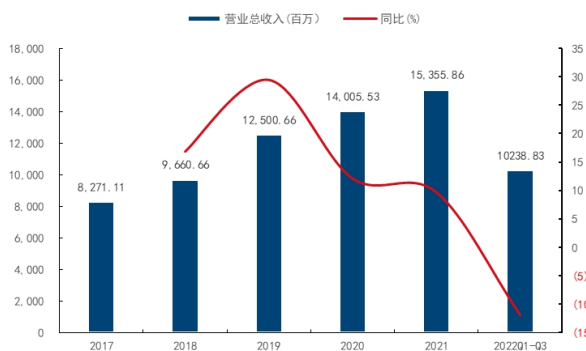
排名	剧集名称	正片有效播放	市占率	总集数	上线日期	类型 播放平台
1	人世间	47.6 亿	1.6%	58	2022/1/28	电视剧 爱奇艺
2	星汉灿烂	34.7 亿	1.1%	56	2022/7/5	网络剧 腾讯视频
3	卿卿日常	30.5 亿	1.0%	40	2022/11/10	网络剧 爱奇艺
4	苍兰诀	27.6 亿	0.9%	36	2022/8/7	网络剧 爱奇艺
5	特战荣耀	25.4 亿	0.8%	45	2022/4/5	电视剧 爱/优/腾
6	罚罪	24.4 亿	0.8%	40	2022/8/25	网络剧 爱奇艺
7	知否知否应是绿肥红瘦	24.2 亿	0.8%	78	2018/12/25	电视剧 爱/优/腾
8	雪中悍刀行	24.0 亿	0.8%	38	2021/12/15	电视剧 腾讯视频
9	沉香如屑·沉香重华	23.1 亿	0.8%	59	2022/7/20	网络剧 优酷
10	梦华录	21.9 亿	0.7%	40	2022/6/2	网络剧 腾讯视频

资料来源: 云合数据, 国信证券经济研究所整理

◆ 预计公司 2023 年业绩端有望持续环比改善, 看好公司 2023 年业绩端持续修复

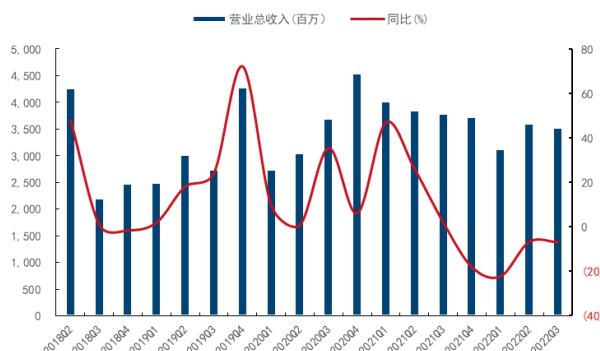
22Q3 业绩略承压, 现金流表现较好。22Q3 业绩略承压, 现金流表现较好。2022Q1-Q3 公司实现营收 102.39 亿, 同减 11.97%, 其中 22Q3 实现营收 35.24 亿, 同减 6.72%, 环比减少 1.84%, 2022Q1-Q3 公司实现归母净利润 16.78 亿, 同减 15.24%, 其中 22Q3 实现归母净利润 4.88 亿, 同减 7.8%, 环比减少 28.65%。22Q3 公司经营性现金流 4.57 亿, 二三季度保证经营现金流为正。

图5: 芒果超媒营业收入及增速



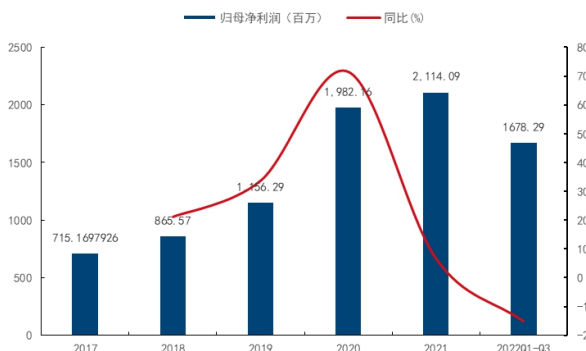
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 芒果超媒单季营业收入及增速



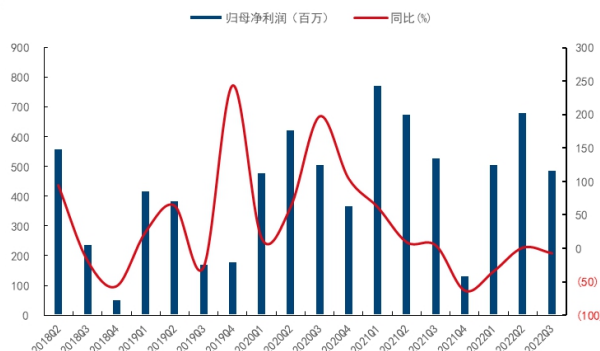
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 芒果超媒归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

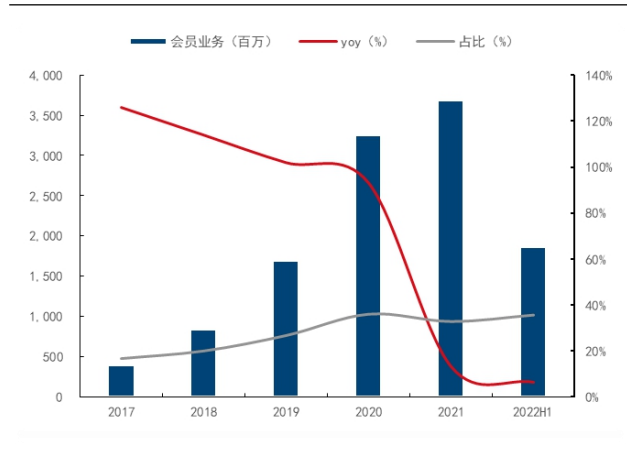
图8: 芒果超媒单季归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

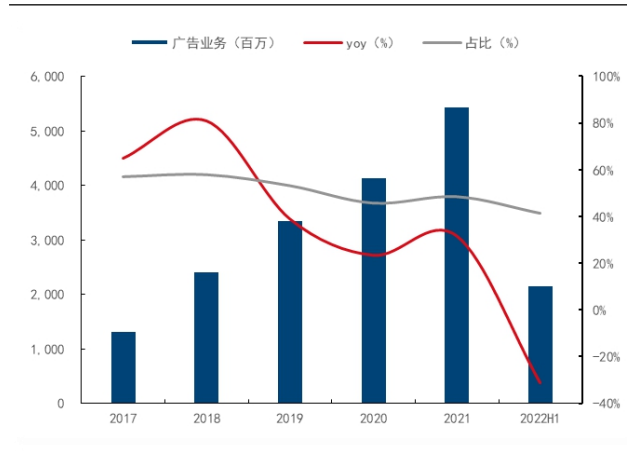
22Q3 公司互联网视频业务有所好转。22H1 公司会员、广告、运营商业务增速为+6.78%/-31.15%/+19.31%，前三季度增速分别为+7.83%/-26.33%/+16.39%。分业务来看，会员业务通过创新双平台“芒果剧选”、“M-CLUB”等会员运营打法，提升会员粘性和续费率；广告业务受宏观经济、新冠肺炎疫情等影响持续承压；运营商业务通过优化付费模式，运营商省内用户拉新效果明显，与中国移动合作推出的“芒果卡”已在全国范围内多个省份上线。

图9: 芒果超媒会员业务收入变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 芒果超媒广告业务收入变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 看好芒果超媒 2023 年内容表现, 维持“买入”评级

芒果 TV 新媒体平台的核心逻辑未变, 自制内容是公司的核心竞争力。1) 预计广告业务有望跟随行业实现 β 层面的修复, 内容制作、会员业务增速取决于内容表现, 公司业绩有望持续环比改善; 2) 2023 年公司综艺内容储备丰富, 公司内容上线节奏整体可控, 兑现程度较高; 3) 公司在保证优质内容稳定输出的同时, 积极把握行业新趋势。我们维持此前盈利预测, 预计 22-24 年公司归母净利润为 21.43/25.05/28.87 亿, 预计公司 22-24 年 EPS 为 1.14/1.34/1.54 元, 对应 PE 29/25/22x。

我们采用分部估值法看公司 2023 年的空间:

- 1) 互联网视频业务 (会员+广告) 按照 PS 法, 预计 23 年该部分业务实现营收 94 亿, 公司是市场上唯一实现盈亏平衡的视频平台, 奈飞近半年的 PS 中枢在 4.5-5.5X, 奈飞付费用户增长放缓, 芒果超媒付费用户增长呈正向趋势, 综合考虑我们仍给予该部分业务 23 年 PS 4.5-5.5x, 对应市值 423-517 亿;
- 2) 互联网视频业务 (运营商) 按照 PE 法, 行业下行之际该业务仍保持近 20% 的正增长, 高于同行, 给予该部分业务 PE 11-13X, 对应市值 123-146 亿;
- 3) 内容电商业务按照 PE 法, 考虑同行可比公司给予该部分业务 PE 14-16x, 对应市值 31-35 亿;
- 4) 内容制作业务按照 PE 法, 考虑可比公司给予该部分业务 PE 20-25x, 对应市值 26-33 亿。

综合以上, 预计公司 23 年目标市值在 603-730 亿, 对应目标价 32-39 元, 维持芒果超媒“买入”评级。

表4: 23 年公司分部目标市值测算

分部业务	估值方法	23 年业绩预测	估值	23 年目标市值区间 (亿)
互联网视频 (会员+广告)	PS 法	预计营业收入 94 亿	4.5-5.5x	423-517
互联网视频 (运营业务)	PE 法	参考同行净利率约 38%，预计实现净利润 11.21 亿	11-13x	123-146
内容电商业务	PE 法	参考内容电商平均净利率，预计该业务净利率约 10-15%，预计实现净利润 2.2 亿	14-16x	31-35
新媒体互动娱乐内容制作业务	PE 法	参考行业平均净利率约 8-10%，预计该业务实现净利润约 1.3 亿	20-25x	26-33
合计目标市值 (亿)				603-730

资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表5: 可比公司 PE 估值 (A 股)

公司代码	公司名称	前收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			投资评级
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
300770.SH	新媒股份	37.77	86.25	2.94	3.25	3.67	12.85	11.62	10.29	增持
300133.SZ	华策影视	5.48	85.13	0.21	0.24	0.29	26.10	22.83	18.90	买入
002291.SZ	遥望科技	13.76	115.28	-0.77	0.77	1.13	-17.87	17.87	12.18	买入

资料来源: wind 一致预测, 国信证券经济研究所整理

表6: 可比公司 PS 估值 (海外)

公司代码	公司名称	总市值 (亿美元)	收入 (亿美元)				PS (倍)				投资评级
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
IQ.O	爱奇艺	50.30	44.34	42.03	44.85	47.3	1.13	1.20	1.12	1.06	暂未评级
BILI.O	哔哩哔哩	113.05	28.13	32.18	39.64	46.68	4.02	3.51	2.85	2.42	暂未评级
NFLX.O	奈飞	1404.26	296.98	314.04	344.9	388.71	4.73	4.47	4.07	3.61	暂未评级
DIS.N	迪士尼	1712.72	674.18	827.22	943.98	1019.69	2.54	2.07	1.81	1.68	暂未评级

资料来源: wind, 彭博, 国信证券经济研究所整理

(综合 wind 和彭博数据, 美股标的爱奇艺、哔哩哔哩、奈飞和迪士尼的业绩预测引用市场一致预期。)

◆ 风险提示

剧综恢复周期偏长; 影视剧集业务表现不及预期; 会员增长不及预期; 新赛道尚无业绩兑现。

相关研究报告:

- 《芒果超媒 (300413.SZ) - 广告、会员略有改善, 综艺内容表现优于行业》 ——2022-10-26
- 《芒果超媒 (300413.SZ) - 业绩环比改善, 关注远期内容供给节奏》 ——2022-08-19
- 《芒果超媒 (300413.SZ) - 业绩短期承压, 关注后续剧综排播》 ——2022-04-26
- 《芒果超媒-300413-2021 年年报预告点评: 短期因素扰动业绩表现, 长期确定性持续提升》 ——2022-01-28
- 《芒果超媒-300413-2021 年三季报点评: 业绩稳健, 关注内容表现》 ——2021-10-29

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	5336	6974	7501	8394	9707	营业收入	14006	15356	13991	15977	18314
应收款项	3028	3828	3833	3940	4014	营业成本	9230	9905	9146	10374	11836
存货净额	1660	1690	1603	1790	2010	营业税金及附加	22	27	28	32	37
其他流动资产	2900	2999	2798	3195	3663	销售费用	2164	2469	2099	2189	2381
流动资产合计	12925	18901	18735	20319	22394	管理费用	629	696	611	905	1175
固定资产	187	184	252	310	366	研发费用	184	272	224	250	301
无形资产及其他	5894	6444	7635	8937	10268	财务费用	(87)	(101)	(177)	(195)	(223)
投资性房地产	237	558	558	558	558	投资收益	81	37	40	40	40
长期股权投资	23	24	25	26	27	资产减值及公允价值变动	37	68	70	70	70
资产总计	19266	26111	27204	30150	33612	其他收入	(157)	(329)	(224)	(250)	(301)
短期借款及交易性金融负债	40	83	80	80	80	营业利润	2006	2136	2170	2533	2916
应付款项	5929	5882	5511	5966	6484	营业外净收支	(20)	(21)	(20)	(20)	(20)
其他流动负债	2618	2919	2430	2640	2965	利润总额	1987	2114	2150	2513	2896
流动负债合计	8587	8885	8021	8686	9528	所得税费用	7	0	6	8	9
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(3)	0	0	0	1
其他长期负债	57	229	279	329	379	归属于母公司净利润	1982	2114	2143	2505	2887
长期负债合计	57	229	279	329	379	现金流量表 (百万元)					
负债合计	8644	9114	8300	9015	9907	净利润	1982	2114	2143	2505	2887
少数股东权益	33	31	31	32	32	资产减值准备	38	23	41	35	34
股东权益	10588	16966	18874	21103	23673	折旧摊销	4410	4834	4841	5734	6710
负债和股东权益总计	19266	26111	27204	30150	33612	公允价值变动损失	(37)	(68)	(70)	(70)	(70)
关键财务与估值指标						财务费用	(87)	(101)	(177)	(195)	(223)
每股收益	1.11	1.13	1.15	1.34	1.54	营运资本变动	(309)	(801)	(488)	61	164
每股红利	0.11	0.13	0.13	0.15	0.17	其它	(40)	(22)	(40)	(35)	(33)
每股净资产	5.95	9.07	10.09	11.28	12.65	经营活动现金流	6044	6080	6426	8230	9691
ROIC	63.28%	56.65%	47%	48%	50%	资本开支	0	(131)	(6070)	(7060)	(8060)
ROE	18.72%	12.46%	11%	12%	12%	其它投资现金流	0	(3410)	410	0	0
毛利率	34%	35%	35%	35%	35%	投资活动现金流	188	(3542)	(5661)	(7061)	(8061)
EBIT Margin	13%	13%	13%	14%	14%	权益性融资	0	4497	0	0	0
EBITDA Margin	44%	44%	48%	50%	51%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	12%	10%	-9%	14%	15%	支付股利、利息	(192)	(234)	(236)	(276)	(318)
净利润增长率	71%	7%	1%	17%	15%	其它融资现金流	(5575)	(4928)	(3)	0	0
资产负债率	45%	35%	31%	30%	30%	融资活动现金流	(5959)	(900)	(239)	(276)	(318)
股息率	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	现金净变动	272	1638	526	894	1313
P/E	29.8	29.4	29.0	24.8	21.5	货币资金的期初余额	5064	5336	6974	7501	8394
P/B	5.6	3.7	3.3	2.9	2.6	货币资金的期末余额	5336	6974	7501	8394	9707
EV/EBITDA	11.0	10.4	10.5	8.9	7.7	企业自由现金流	0	5889	159	956	1390
						权益自由现金流	0	960	333	1150	1612

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032