

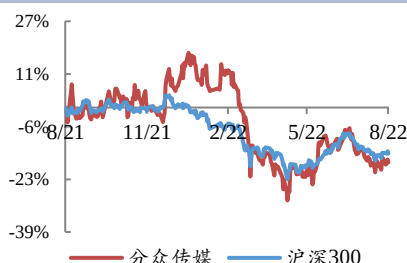
广告主结构优化叠加点位调优，静待下半年疫后业绩修复

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-18

收盘价（元）	5.85
近 12 个月最高/最低（元）	8.31/5.00
总股本（百万股）	14,442
流通股本（百万股）	14,442
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	845
流通市值（亿元）	845

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 阿里巴巴-SW (9988.HK)：消费矩阵互为补充，本季盈利超预期买入 2022-08-10
2. 元宇宙时代下，游戏引擎行业与 Unity(U.N)的空间与未来 2022-08-04
3. 外卖行业深度：赋能商户，提高效率 2022-08-02
4. 光线传媒 (300251.SZ)：真人影视龙头，动画领域“质、量”齐抓坐稳行业头把交椅 2022-07-27
5. 快手-W (1024.HK)：22Q2 前瞻，流量大盘整体稳增，直播电商彰显韧性买入 2022-07-26

主要观点：

● 事件

公司发布 2022 半年度业绩报告，22H1 公司实现营收 48.5 亿元，同比下降 33.8%；实现归母净利润 14.0 亿元，同比下降 51.6%。

其中，22H1 楼宇媒体业务收入为 44.6 亿，同比下降 33.0%；22H1 影院媒体业务收入为 3.91 亿，同比下降 40.0%。

● 广告主结构持续优化，为公司业绩修复打下坚实的基本盘

根据 CTR，22H1 广告花费同比增幅 TOP30 的品牌中过半数均为日用消费品，可见日用消费品广告需求的韧性之强。而日用消费品正是公司第一大广告主，且占比持续扩大，从 21 年底的 42.7% 提升至 22H1 的 53.1%。

与之相对应的，互联网服务贡献的收入占比有所收窄，从 21 年底的 28.5% 下降至 14.8%。这主要是由于经济下滑期间，互联网广告主融资能力有所减弱。信通院数据显示，21Q2/21Q3/21Q4/22Q1/22Q2 互联网投融资金额分别为 94.6/77.2/55.7/34.2/28.5 亿美元，呈下降趋势。

● 楼宇媒体：国内点位优化有望修复毛利率，境外点位增长助力提升收入

截至 2022 年 7 月 31 日，公司共拥有点位数 266.5 万台，相较于 2021 年年底的 267.3 万台，下降了 0.3%。其中，国内自营电梯电视媒体点位相较于 21 年年底，在一线/二线城市/三线及以下城市的点位数分别变动了 +3.0%/+3.8%/-5.0%；国内自营电梯海报媒体点位相较于 21 年年底，在一线/二线城市/三线及以下城市的点位数分别变动了 +0.5%/-2.4%/-9.1%。淘汰低线城市的低效点位、增加优质点位有望修复公司的毛利率水平。

同时，境外点位在小基数下高速增长。22H1 境外自营电梯电视设备约 10.3 万台，比 21 年年底增长 9.6%；22H1 境外自营电梯海报设备约 0.3 万台，比 21 年年底增长 50%。境外电梯电视和电梯海报点位增速均超国内，且部分国家已实现盈利。

● 影院媒体：疫后用户消费复苏叠加消费券刺激，影院媒体业务有望借暑期档东风一扫颓势

猫眼数据显示，截至 7 月 19 日，全国营业影院总数 9682 家，影院营业率 79.61%，全国影院上座率 4.22%，恢复至去年同期 96%。同时，为了推动电影市场更快恢复、持续向好，国家电影局推出一系列电影消费促进措施，联合多家电影票务平台发放共计 1 亿元观影消费券等。疫后用户消费复苏叠加消费券刺激，共同盘活了院线经济，国家电影局最新数据显示，截至 8 月 14 日，2022 年暑期档票房达 74.96 亿元，超去年同期票房 1.15 亿元。疫后回暖的广告需求叠加较高的影院覆盖率，下半年影院媒体业务有望得到修复。

● 投资建议

结合当前的疫情防控政策，我们预计线下流量及广告需求的恢复仍

需要一定时间，故调整公司 22E-24E 营业收入至 118.2/154.0/173.7 亿元，下调归母净利润至 44.0/62.9/75.4 亿元。公司近 5 年来估值中枢为 23.8x PE，可比公司 23 年 PE wind 一致预期为 17.6x，结合公司业绩修复的高确定性，给予公司 23 年 20x PE，对应合理市值 1258.8 亿元/合理股价 8.72 元，维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济持续承压；疫情反复；广告需求恢复不及预期；行业竞争格局恶化

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14,836	11,820	15,400	17,371
收入同比（%）	22.6%	-20.3%	30.3%	12.8%
归属母公司净利润(百万元)	6,063	4,403	6,294	7,535
净利润同比（%）	51.4%	-27.4%	42.9%	19.7%
毛利率（%）	67.5%	65.5%	68.5%	70.4%
ROE（%）	33.0%	19.3%	21.6%	20.5%
每股收益（元）	0.42	0.30	0.44	0.52
P/E	19.51	20.76	14.52	12.13
P/B	6.44	4.00	3.13	2.49
EV/EBITDA	11.38	15.64	10.55	8.01

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 业绩回顾：疫情导致业绩短期承压，下半年有望疫后复苏	5
2 楼宇媒体广告业务：卧薪尝胆，调优点位静待疫后修复	8
3 影院媒体广告业务：短期走弱，有望借暑期档东风一扫颓势	12
4 盈利预测与投资建议	13
风险提示：	13
财务报表与盈利预测	14

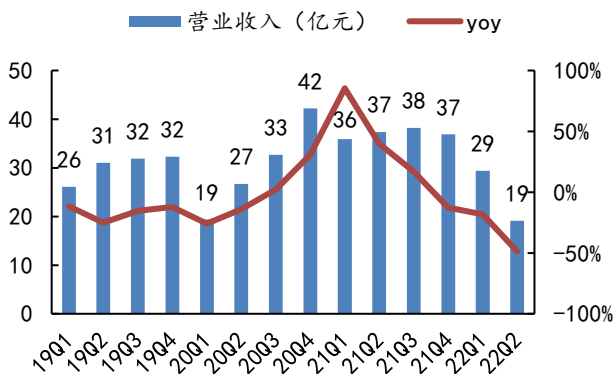
图表目录

图表 1 19Q1-22Q2 公司营业收入及同比增速	5
图表 2 20Q1-22Q2 公司营收结构	5
图表 3 2017-22H1 期间费用及期间费用率	5
图表 4 19Q1-22Q2 公司归母净利润及同比增速	6
图表 5 19Q1-22Q2 公司归母净利率	6
图表 6 22H1 整体广告市场广告花费同比增幅行业（中类）TOP30 榜单	6
图表 7 2017-22H1 公司整体广告主结构	7
图表 8 20Q1-22Q2 公司楼宇媒体广告业务收入及其同比变动、环比变动	8
图表 9 22H1 电梯 LCD 广告花费 TOP 30 品牌榜单	8
图表 10 22H1 电梯海报广告花费 TOP 30 品牌榜单	9
图表 11 19.12-22.07 公司全部电梯电视媒体数及环比	9
图表 12 19.12-22.07 公司自营电梯电视媒体数（万）	10
图表 13 19.12-22.07 公司自营电梯电视媒体环比变动	10
图表 14 19.12-22.07 公司全部电梯海报媒体数及环比	10
图表 15 19.12-22.07 各城市自营电梯海报媒体数（万）	11
图表 16 19.12-22.07 各城市自营电梯海报媒体数环比	11
图表 17 21Q2-22Q2 中国互联网投融资金额及案例数	11
图表 18 20Q1-22Q2 公司影院媒体广告业务收入及其同比变动、环比变动	12
图表 19 可比公司估值表	13

1 业绩回顾：疫情导致业绩短期承压，下半年有望疫后复苏

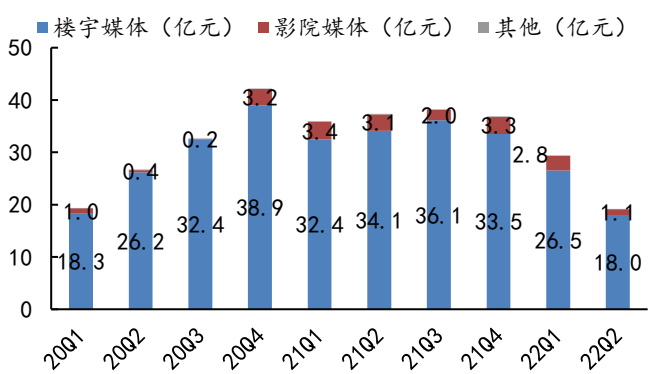
22年3月至5月，上海、北京、深圳等地疫情反复，不仅导致广告市场需求疲软、影院停止营业，还导致公司部分重点城市的广告发布受限，从而对公司业绩带来负面影响。22H1公司实现营收48.5亿元，同比下降33.8%；22Q2公司实现营收19.1亿元，同比下降48.8%。其中，楼宇媒体营收达44.6亿，同比下降33.0%，影院媒体营收达3.9亿，同比下降40.0%，楼宇媒体贡献公司总收入的91.8%。

图表 1 19Q1-22Q2 公司营业收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

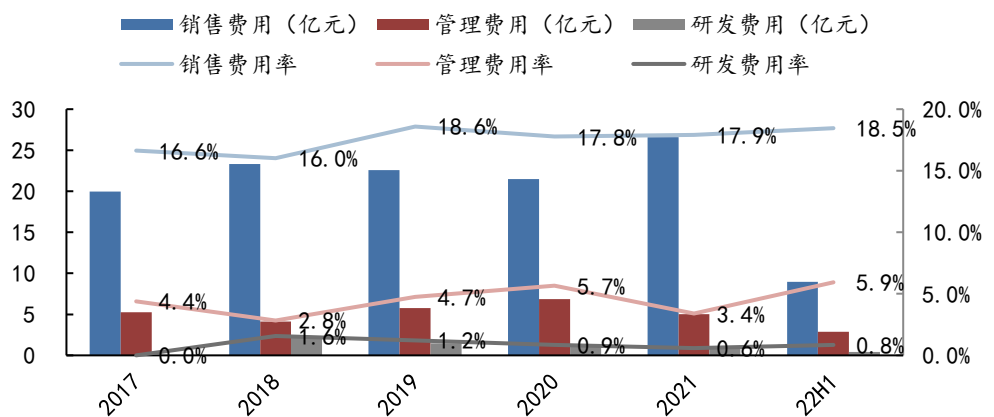
图表 2 20Q1-22Q2 公司营收结构



资料来源：公司财报，华安证券研究所

费用方面，由于疫情对公司业务开展带来负面影响，公司销售费用和研发费用同比有所下降，管理费用同比上升16%，主要是由于员工薪酬有所上升。由于22H1营业收入同比下降33.8%，故三项费用率均有所提高，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为18.5%/5.9%/0.8%。

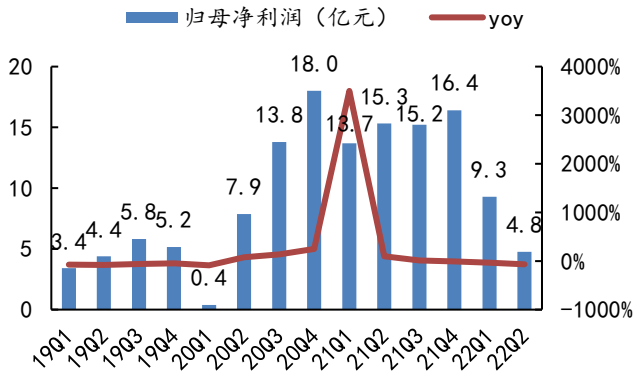
图表 3 2017-22H1 期间费用及期间费用率



资料来源：公司财报，华安证券研究所

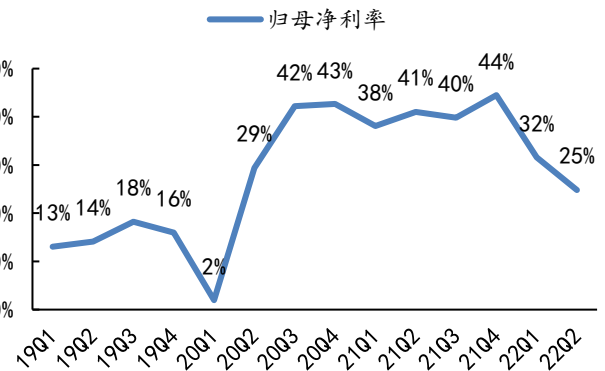
盈利能力方面，疫情影响叠加成本刚性，22H1 公司实现归母净利润 14.0 亿元，同比下降 51.6%，归母净利率达 28.9%；22Q2 公司实现归母净利润 4.8 亿元，同比下降 69.0%，归母净利率达 24.8%。

图表 4 19Q1-22Q2 公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表 5 19Q1-22Q2 公司归母净利率



资料来源：公司财报，华安证券研究所

广告主结构健康，以广告花费增幅较高的日用消费品为第一大广告主。根据 CTR 数据发布的 22H1 整体广告市场广告花费同比增幅行业（中类）榜单，22H1 广告花费同比增幅 TOP30 的品牌中过半数均为日用消费品，可见日用消费品广告需求的韧性之强。

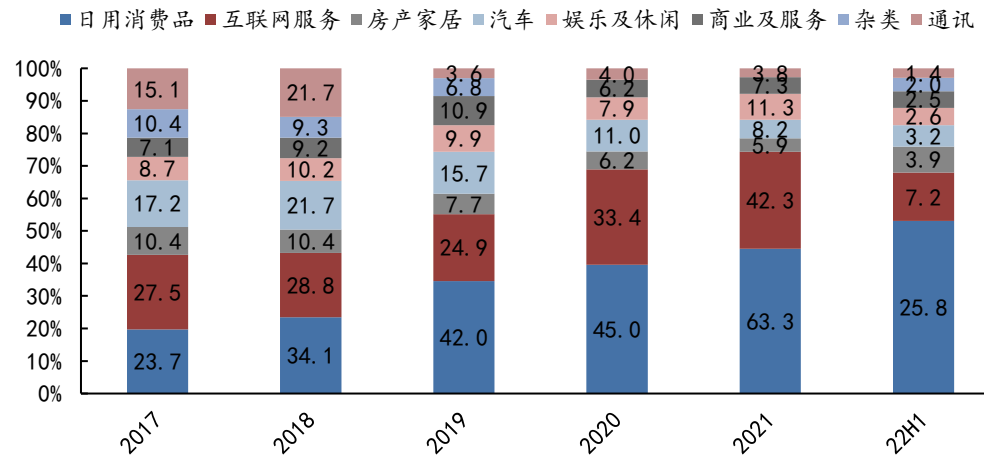
图表 6 22H1 整体广告市场广告花费同比增幅行业（中类）TOP30 榜单

排名	行业（中类）	排名	行业（中类）	排名	行业（中类）
1	活动-政府类	11	厨房电器	21	肉类
2	生发/假发用品及服务	12	机动车相关服务	22	奶类产品
3	饮料-企业形象	13	家庭取暖设备	23	方便食品
4	婴幼儿食品	14	感冒用药	24	风湿及骨病药
5	冰雪食品	15	交通-企业形象	25	电脑软件与顾问服务
6	家具-企业形象	16	葡萄酒/果酒	26	眼科用品
7	消化系统药	17	女用脱毛器	27	通讯产品
8	内衣	18	清洁系列产品	28	家具/装饰材料及服务
9	咽喉药	19	洗洁剂/光亮剂/消毒剂	29	心脑血管病药
10	体育用品及服务	20	全网服务	30	儿科用药

资料来源：CTR，华安证券研究所

而日用消费品正是公司第一大广告主，且占比持续扩大，从 21 年底的 42.7% 提升至 22H1 的 53.1%。与之相对应的，互联网服务贡献的收入占比有所收窄，从 21 年底的 28.5% 下降至 14.8%。虽然受疫情影响，公司业绩短期承压，但健康的广告主结构、随疫情好转逐渐恢复的广告主需求和公司经营活动，降低了分众业绩修复的不确定性。

图表 7 2017-22H1 公司整体广告主结构

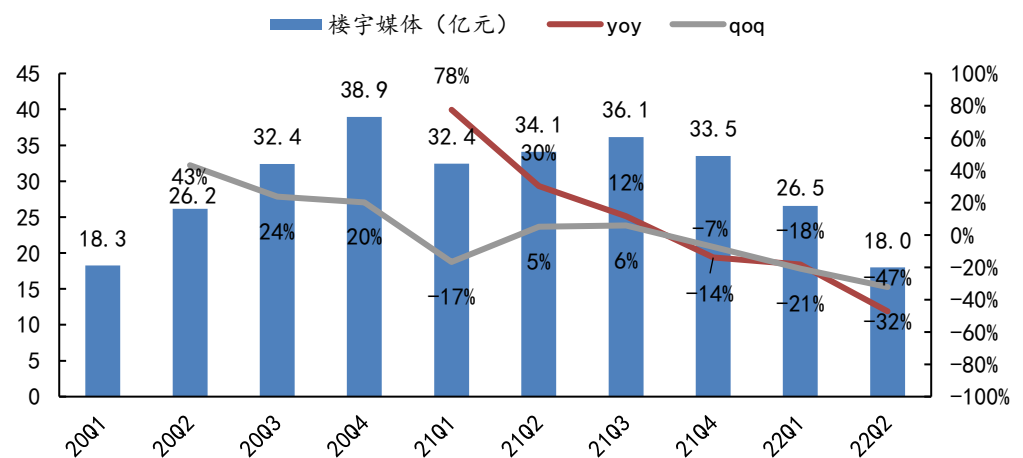


资料来源：公司财报，华安证券研究所

2 楼宇媒体广告业务：卧薪尝胆，调优点位静待疫后修复

公司楼宇媒体业务包含电梯电视媒体业务和电梯海报媒体业务，22H1 楼宇媒体业务收入为 44.6 亿，同比下降 33.0%；22Q2 楼宇媒体业务收入为 18.0 亿，同比下降 32.2%。营收下降主要是由于 22 年 3 月至 5 月，上海、北京、深圳等地疫情反复，导致广告市场需求疲软、且公司部分重点城市的广告发布受限。不过 22 年 6 月份以来，随着全国疫情防控形势的好转，广告需求也有所回暖，公司各项经营指标均得到有序恢复和改善。

图表 8 20Q1-22Q2 公司楼宇媒体广告业务收入及其同比变动、环比变动



资料来源：CTR，华安证券研究所

客户基础扎实，为业绩修复打下了稳健的基本盘。在 CTR 公布的电梯 LCD 广告花费品牌榜单和电梯海报广告花费品牌榜单的 TOP 10 中，过半品牌都是分众的客户，如：妙可蓝多、蒙牛、小罐茶、认养一头牛、今麦郎、泰山、啄木鸟、英氏、国美等，坚实的客户基础提升了公司业绩修复的确定性。

图表 9 22H1 电梯 LCD 广告花费 TOP 30 品牌榜单

排名	品牌	同比涨幅	排名	品牌	同比涨幅	排名	品牌	同比涨幅
1	妙可蓝多	34.2%	11	康恩贝	>1000%	21	有棵树	New
2	蒙牛	41.6%	12	丸美	New	22	业之峰诺华	97.3%
3	君乐宝	196.4%	13	九阳	New	23	天猫	-54.9%
4	伊利	184.0%	14	ULIKE	131.1%	24	农夫山泉	-31.5%
5	康铂	New	15	龙蟠	New	25	钟薛高	New
6	小罐茶	New	16	三只松鼠	617.1%	26	竹叶青	103.3%
7	认养一头牛	New	17	芬腾	New	27	索菲亚	176.4%
8	今麦郎	New	18	后秀	New	28	智联招聘	184.3%
9	泰山	New	19	太极	New	29	京东商城	-43.7%
10	广汽丰田	177.2%	20	红星	81.0%	30	泰山	508.4%

资料来源：CTR，华安证券研究所

图表 10 22H1 电梯海报广告花费 TOP 30 品牌榜单

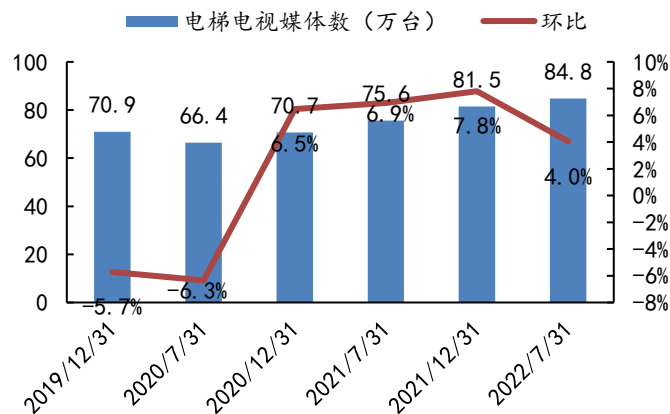
排名	品牌	同比涨幅	排名	品牌	同比涨幅	排名	品牌	同比涨幅
1	啄木鸟	>1000%	11	朴朴超市微信公众号	235.0%	21	人类快乐	New
2	蒙牛	76.9%	12	杏花村	183.6%	22	暴龙	46.1%
3	君乐宝	48.6%	13	飞鹤	12.1%	23	唱吧	New
4	伊利	212.9%	14	老板	>1000%	24	信良记	New
5	康铂	New	15	麦当劳	149.8%	25	认养一头牛	New
6	英氏	New	16	比乐	New	26	如祺出行	166.5%
7	京东商城	-10.0%	17	泸州	29.8%	27	中国移动通信	-53.0%
8	国美	228.7%	18	今麦郎	New	28	欧琳	>1000%
9	美赞臣	>1000%	19	天猫	-59.1%	29	舌尖	New
10	广汽丰田	177.2%	20	红星	81.0%	30	泰山	508.4%

资料来源：CTR，华安证券研究所

点位结构持续优化，海外点位数快速增长。根据沙利文的报告，截至 2021 年底，分众传媒拥有的楼宇媒体点位数排名第一，覆盖的写字楼和住宅楼领域的电梯数均排名第一。

1) 电梯电视媒体设备：截至 2022 年 7 月 31 日，公司电梯电视媒体设备合计约 84.8 万台，相较于 2021 年 12 月 31 日的 81.5 万台设备，增加了 4.0%。自营设备约 80.2 万台，其中境内自营设备约 69.9 万台，比 21 年底增长 2.8%，覆盖国内 86 个主要城市；境外自营设备约 10.3 万台，比 21 年底增长 9.6%，覆盖香港特别行政区以及韩国、泰国、新加坡、印度尼西亚、马来西亚等国的 50 多个城市 and 地区。加盟设备约 4.6 万台，覆盖国内 123 个城市和地区。

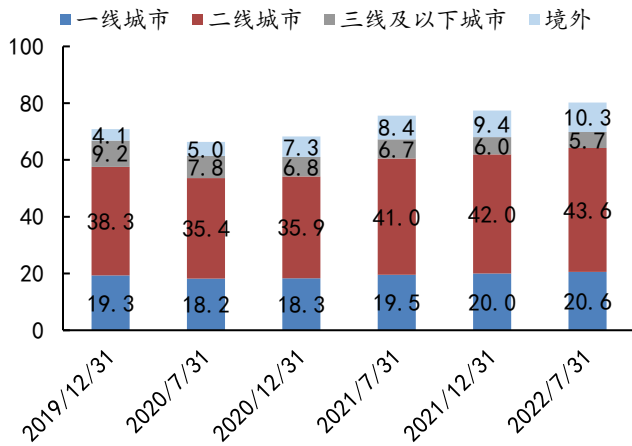
图表 11 19.12 -22.07 公司全部电梯电视媒体数及环比



资料来源：公司财报，华安证券研究所

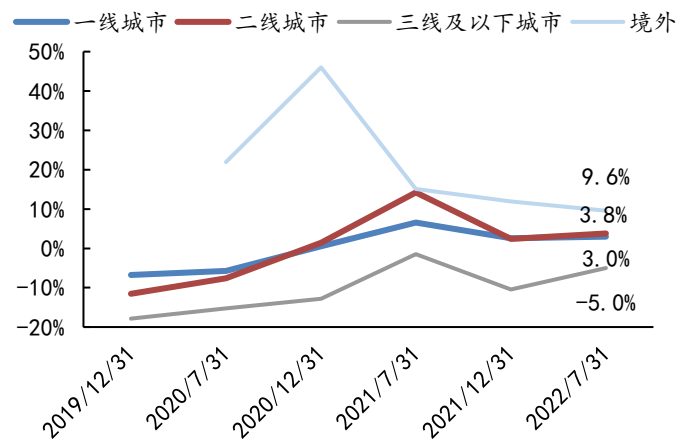
公司自营电梯电视媒体点位主要集中在一线、二线城市，覆盖高收入人群，且相较于 21 年年底，一线、二线城市点位数均有所增加，分别增加了 3.0%/3.8%，而三线及以下城市点位数则比 21 年底下降了 5.0%。可见 22H1 公司淘汰了处于低线城市的部分落后产能，并新增了优质点位。

图表 12 19.12-22.07 公司自营电梯电视媒体数 (万)



资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

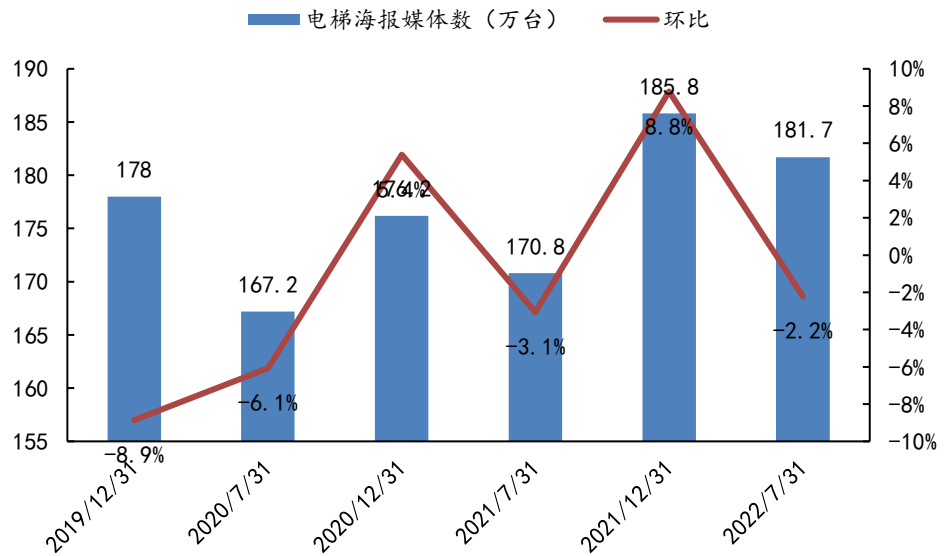
图表 13 19.12-22.07 公司自营电梯电视媒体环比变动



资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

2) 电梯海报媒体设备: 截至 2022 年 7 月 31 日, 公司电梯海报媒体设备合计约 181.7 万个, 相较于 2021 年 12 月 31 日的 185.8 万台设备, 减少了 2.2%。自营设备约 153.9 万个, 其中境内自营设备约 153.6 万台, 比 21 年底下降了 2.7%, 覆盖国内 75 个主要城市; 境外设备约 0.3 万台, 比 21 年底增加了 50%, 覆盖香港特别行政区以及马来西亚。参股公司电梯海报媒体设备约为 27.8 万个, 覆盖国内 62 个城市。

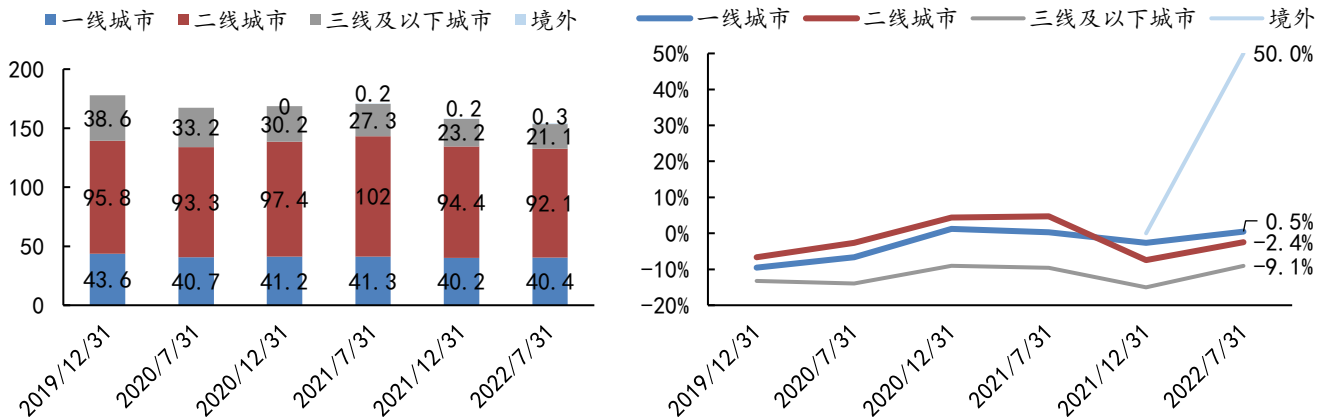
图表 14 19.12 -22.07 公司全部电梯海报媒体数及环比



资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

无独有偶, 22H1 公司自营电梯海报点位结构也在持续优化, 相较于 21 年年底, 一线城市点位数增加了 0.5%, 二线/三线及以下城市点位数分别减少了 2.4%/9.1%。

图表 15 19.12-22.07 各城市自营电梯海报媒体数(万) 图表 16 19.12-22.07 各城市自营电梯海报媒体数环比



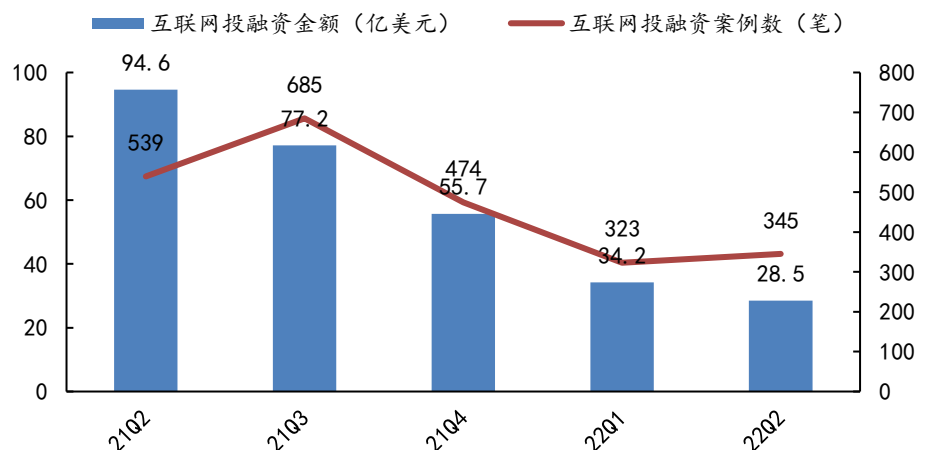
资料来源：公司财报，华安证券研究所

资料来源：公司财报，华安证券研究所

日用品和房产家居广告主韧性较强，成为楼宇媒体收入的压舱石。楼宇媒体收入中，日用消费品/互联网/房产家居为贡献收入最多的三个行业。其中，日用消费品广告收入同比下降 8.33%，小于楼宇媒体的整体降幅 33%，贡献了收入的 49.05%，21 年同期贡献了收入的 35.44%；房产家居广告收入更是逆势提升，同比增加 70.14%，贡献了收入的 7.7%，21 年同期仅贡献收入的 3.00%。

与之相对的，互联网广告收入同比下降 70.65%，22H1 贡献了收入的 13.63%，21 年同期贡献了收入的 3.00%。这主要是由于经济下滑期间，互联网广告主融资能力有所减弱。信通院数据显示，22Q1/22Q2 互联网投融资金额分别为 34.2/28.5 亿美元，较之前有较大下降。

图表 17 21Q2-22Q2 中国互联网投融资金额及案例数



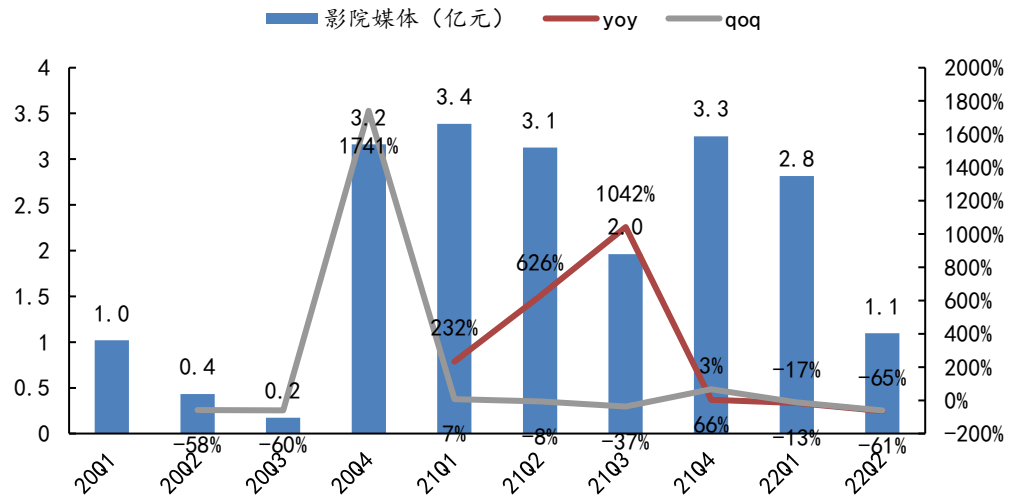
资料来源：中国信通院，华安证券研究所

未来，日用品和房产家居的占比有望进一步提升，不断优化的广告主结构使得公司下半年业绩修复的确定性较强；同时，持续调优的点位资源，有望提升公司的毛利率水平，因此看好公司下半年业绩的修复机会。

3 影院媒体广告业务：短期走弱，有望借暑期档东风一扫颓势

22H1 影院媒体业务收入为 3.91 亿，同比下降 40.0%，营收下降主要是由于疫情反复导致影院停止营业，从而对公司影院广告业务带来负面影响。猫眼数据显示，全国影院营业数量从 22 年 3 月初的 10000 家以上，下滑至 4 月的 5000 家左右，5 月恢复至 8000 家左右。

图表 18 20Q1-22Q2 公司影院媒体广告业务收入及其同比变动、环比变动



资料来源：公司财报，华安证券研究所

疫情好转+暑期档全面提振影院媒体业务基本面。随着疫情逐渐被控制住，营业影院数量也在不断增加。猫眼数据显示，6 月中旬全国影院营业数量恢复至 10000 家左右，截至 7 月 19 日，全国营业影院总数 9682 家，影院营业率 79.61%，全国影院上座率 4.22%，恢复至去年同期 96%。同时，为了推动电影市场更快恢复、持续向好，国家电影局推出一系列电影消费促进措施，联合多家电影票务平台发放共计 1 亿元观影消费券等。疫后用户消费复苏叠加消费券刺激，共同盘活了院线经济，国家电影局最新数据显示，截至 8 月 14 日，2022 年暑期档票房达 74.96 亿元，超去年同期票房 1.15 亿元。

截至 2022 年 7 月 31 日，公司影院媒体业务覆盖国内城市 278 个，共签约影院 1812 家，覆盖影厅 1.3 万个，21 年底覆盖影院 1.36 万个，可见影院媒体业务点位也在持续优化，以提升公司毛利率。疫后回暖的广告需求叠加较高的影院覆盖率，使得公司下半年影院媒体业务有望得到修复。

4 盈利预测与投资建议

结合当前的疫情防控政策，我们预计线下流量及广告需求的恢复仍需要一定时间，故调整公司 22E-24E 营业收入至 118.2/154.0/173.7 亿元，下调归母净利润至 44.0/62.9/75.4 亿元。公司近 5 年来估值中枢为 23.8x PE，可比公司 23 年 PE wind 一致预期为 17.6x，结合公司业绩修复的高确定性，给予公司 23 年 20x PE，对应合理市值 1258.8 亿元/合理股价 8.72 元，维持“买入”评级。

图表 19 可比公司估值表

可比公司	归母净利润（百万）				PE			
	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
蓝色光标	522	744	890	1,028	51.2	21.1	17.6	15.3
华扬联众	229	306	417	475	32.3	14.0	10.3	9.0
三人行	505	737	1,026	1,328	23.3	15.0	10.8	8.3
天下秀	354	509	694	898	63.0	28.5	20.9	16.1
视觉中国	153	198	254	311	109.5	47.4	37.0	30.2

资料来源：WIND，华安证券研究所

风险提示：

宏观经济持续承压；疫情反复；广告需求恢复不及预期；行业竞争格局恶化。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	11711	16522	23782	31865	营业收入	14836	11820	15400	17371
现金	4296	6111	12852	21274	营业成本	4817	4081	4855	5149
应收账款	2979	3786	4139	3727	营业税金及附加	80	228	298	336
其他应收款	60	58	72	76	销售费用	2658	2128	2695	2953
预付账款	112	402	479	508	管理费用	503	426	524	556
存货	10	11	11	8	财务费用	-169	-55	-99	-176
其他流动资产	4254	6153	6230	6272	资产减值损失	-71	-55	-40	-40
非流动资产	13845	13367	13081	12754	公允价值变动收益	263	0	0	0
长期投资	1600	1869	2138	2408	投资净收益	268	189	277	347
固定资产	915	188	-368	-964	营业利润	7745	5420	7743	9267
无形资产	15	0	0	0	营业外收入	4	6	6	6
其他非流动资产	11314	11311	11311	11311	营业外支出	16	16	16	16
资产总计	25555	29889	36863	44619	利润总额	7733	5410	7733	9257
流动负债	5770	5647	6294	6485	所得税	1621	1012	1447	1732
短期借款	21	0	0	0	净利润	6112	4398	6286	7525
应付账款	206	671	665	564	少数股东损益	48	-5	-8	-9
其他流动负债	5543	4976	5629	5921	归属母公司净利润	6063	4403	6294	7535
非流动负债	1102	1102	1102	1102	EBITDA	10268	5634	7714	9113
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.42	0.30	0.44	0.52
其他非流动负债	1102	1102	1102	1102					
负债合计	6873	6749	7396	7587					
少数股东权益	303	298	290	281					
股本	328	328	328	328					
资本公积	381	381	381	381					
留存收益	17670	22134	28468	36042					
归属母公司股东权益	18379	22843	29177	36751					
负债和股东权益	25555	29889	36863	44619					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	9590	3839	6969	8597	成长能力				
净利润	6063	4403	6294	7535	营业收入	22.6%	-20.3%	30.3%	12.8%
折旧摊销	3157	748	775	833	营业利润	52.5%	-30.0%	42.9%	19.7%
财务费用	100	0	0	0	归属于母公司净利	51.4%	-27.4%	42.9%	19.7%
投资损失	-268	-189	-277	-347	获利能力				
营运资金变动	340	-1288	48	449	毛利率 (%)	67.5%	65.5%	68.5%	70.4%
其他经营现金流	5921	5855	6375	7214	净利率 (%)	40.9%	37.3%	40.9%	43.4%
投资活动现金流	-2430	-2002	-228	-176	ROE (%)	33.0%	19.3%	21.6%	20.5%
资本支出	-246	-15	-236	-254	ROIC (%)	26.1%	15.3%	17.5%	16.9%
长期投资	-308	-2173	-269	-269	偿债能力				
其他投资现金流	-1876	186	277	347	资产负债率 (%)	26.9%	22.6%	20.1%	17.0%
筹资活动现金流	-7551	-21	0	0	净负债比率 (%)	36.8%	29.2%	25.1%	20.5%
短期借款	-29	-21	0	0	流动比率	2.03	2.93	3.78	4.91
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.90	2.74	3.60	4.73
普通股增加	-5	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-87	0	0	0	总资产周转率	0.58	0.40	0.42	0.39
其他筹资现金流	-7430	0	0	0	应收账款周转率	4.98	3.12	3.72	4.66
现金净增加额	-394	1815	6741	8422	应付账款周转率	23.39	6.08	7.30	9.13

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.42	0.30	0.44	0.52	P/E	19.51	20.76	14.52	12.13
每股经营现金流薄)	0.66	0.27	0.48	0.60	P/B	6.44	4.00	3.13	2.49
每股净资产	1.27	1.58	2.02	2.54	EV/EBITDA	11.38	15.64	10.55	8.01

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。