调整完毕业绩重回增长，关注疫情后经营改善情况

——奥飞娱乐 2019 年报点评

公司点评

● **事件：**

公司发布 2019 年年报：2019 年实现营业收入 27.27 亿元，同比减少 3.97%；毛利 12.71 亿元，同比增长 16.12%；归母净利润 1.2 亿元，同比增长 107.37%。公司发布 2020 年一季度业绩预告，预计归母净利润亏损 3500-4000 万元，去年同期盈利 5907.84 万元。

● **业务调整完毕，2019 重回增长，费用控制优秀，受疫情影响 2020Q1 亏损**

公司 2019 年实现营业收入 27.27 亿元，同比减少 3.97%，2019 年玩具业务调整完毕，婴童业务重回增长，带动营业收入增速迎来拐点。2019 年实现归母净利润 1.2 亿元，同比扭亏为盈，业绩重回增长。2019 年公司费用控制优秀，各项费用率显著下降，公司新管理层上任，多项变革措施已获得显著成效。受疫情影响，公司预计 2020Q1 亏损。公司加强线上布局，开展短视频业务，孵化奥飞俱乐部，打造私欲流量。我们认为疫情结束后各项业务将恢复常态经营，主题商业迎来机遇，将加速推进。

● **动漫内容持续推出，玩具、婴童业务表现亮眼，主题商业加速推进**

公司 2019 年持续推出动画内容作品，巩固动漫龙头地位。有妖气稳定增长，围绕 IP 多维度延伸拓展。内容传播全渠道覆盖，布局短视频生态。玩具业务调整完毕，毛利率回升，2019H2 毛利同比增加 12.94%。供应链降本提效，库存降低，玩具国际化持续推进。Babytrend 派驻管理团队顺利完成接替，婴童重回增长，19H2 毛利同比增加 23.2%。主题商业高速增长，2019 其他业务营收同比增长 34.27%。2019 年室内乐园、移动嘉年华、室外乐园持续推进。2020 年奥飞欢乐世界逆势而上，推出“城市合伙人”计划，不设开店数量上限。

● **看好公司 IP 为核心的商业模式及管理层执行能力，维持“推荐”评级**

公司新管理层经验丰富，调整战略重新聚焦 K12，2019 年业务调整显现成效，费用控制优秀，业绩重回增长。虽短期受疫情影响，但随公司主题商业战略全面铺开，以 IP 为核心的商业模式逐渐成熟，迎来 IP 多元变现的黄金时代，动画电影、主题乐园等业务值得期待。预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.45、2.40、3.50 亿元，同比分别增长 20.7%、65.8%、45.5%，对应 PE 分别为 66.8/40.3/27.7 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**疫情加剧，销售不及预期，乐园业务开展缓慢，动画电影延期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,840	2,727	2,859	3,442	4,125
增长率(%)	-22.0	-4.0	4.8	20.4	19.8
净利润(百万元)	-1,630	120	145	240	350
增长率(%)	-1908.7	-107.4	20.7	65.8	45.5
毛利率(%)	38.5	46.6	45.3	46.0	47.1
净利率(%)	-57.4	4.4	5.1	7.0	8.5
ROE(%)	-42.3	2.5	3.2	4.9	6.8
EPS(摊薄/元)	-1.20	0.09	0.11	0.18	0.26
P/E(倍)	-5.9	80.7	66.8	40.3	27.7
P/B(倍)	2.5	2.4	2.3	2.2	2.0

推荐（维持评级）

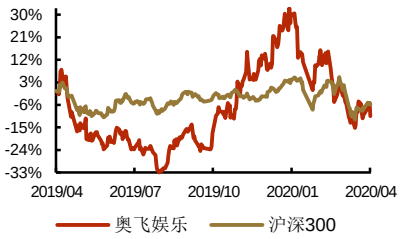
胡皓（分析师）
huhao@xsdzq.cn
证书编号：S0280518020001

马笑（联系人）
maxiao@xsdzq.cn
证书编号：S0280117100011

殷成钢（联系人）
yinchenggang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120020006

市场数据	时间 2020.04.10
收盘价(元):	7.14
一年最低/最高(元):	5.16/10.85
总股本(亿股):	13.57
总市值(亿元):	96.9
流通股本(亿股):	8.13
流通市值(亿元):	58.08
近 3 月换手率:	114.51%

股价一年走势



相关报告

《动漫龙头战略调整再出发，迎来 IP 多元变现的黄金时代》2020-04-02

《Baby Trend 并表拉动收入增长，奥飞的后续潜力仍值得期待》2017-08-19

目 录

1、 2019 年归母净利润 1.2 亿，各项费用率显著下降.....3
2、 动漫内容持续推出，IP 矩阵不断巩固，布局短视频拓展传播方式.....4
3、 玩具、婴童业绩出色，主题商业加速推进.....5
4、 盈利预测.....10
5、 风险提示.....10
附：财务预测摘要.....11

图表目录

图 1: 2019 年营收增速迎来拐点.....3
图 2: 2018 年因商誉减值大额亏损，2019 年录得正利润.....3
图 3: 2019 年各项费用率显著下降.....3
图 4: 2019 年毛利率、净利率显著回升.....4
图 5: 公司动漫内容持续推出，IP 矩阵不断巩固.....5
图 6: 内容传播全渠道覆盖，布局短视频生态.....5
图 7: 玩具业务 2019H2 营收同比-4.9%.....6
图 8: 玩具业务 2019H2 毛利同比+12.94%.....6
图 9: 婴童业务 2019H2 营收同比+23.25%.....7
图 10: 婴童业务 2019H2 毛利同比+23.2%.....7
图 11: 公司主题商业持续推进.....7
图 12: “奥飞欢乐世界”招募城市合伙人.....8
图 13: “奥飞欢乐世界”筹备阶段加盟优势.....8
图 14: “奥飞欢乐世界”开业阶段加盟优势.....8
图 15: “奥飞欢乐世界”17 家门店分布.....9

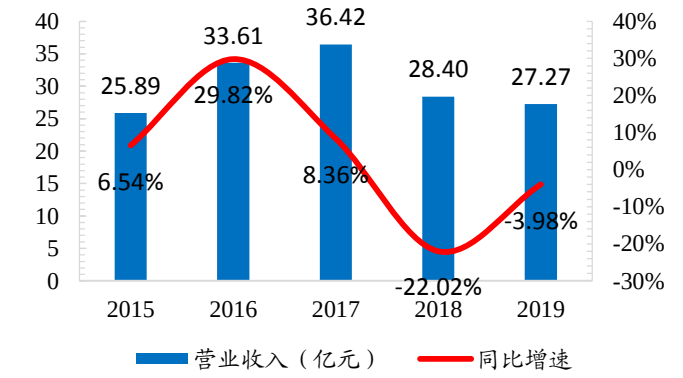
表 1: 公司 2019 年重点动画作品.....4
表 2: 公司销售、生产、库存数据.....6
表 3: 公司财务数据摘要.....9

1、 2019 年归母净利润 1.2 亿，各项费用率显著下降

营收增速迎来拐点，录得正利润。公司 2019 年实现营业收入 27.27 亿元，同比减少 3.97%，下降原因主要为 2019 年初玩具业务仍处于品类调整阶段，原潮流类占比下调。并且影视业务 2018 年确认电影项目及剧业收入，使得 2019 收入同比下降。2019 年玩具业务调整完毕，婴童业务重回增长，带动营业收入增速迎来拐点。2019 年实现归母净利润 1.2 亿元，同比扭亏为盈，2018 年因商誉减值导致净利润大额亏损，2019 年录得正利润。

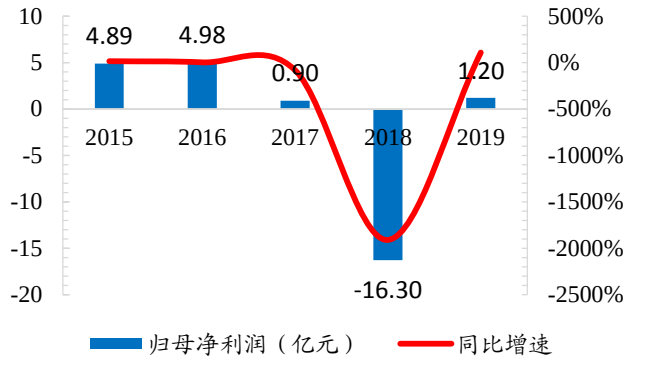
公司预计 2002 年一季度归母净利润亏损 3500-4000 万元，去年同期盈利 5907.84 万元。因受到新冠疫情影响，公司玩具、婴童用品以及主题商业等涉及到线下终端销售或体验的部分业务业绩下滑。预期疫情结束后各项业务将回复正常，主题商业加速推进。

图1： 2019 年营收增速迎来拐点



资料来源：wind，新时代证券研究所

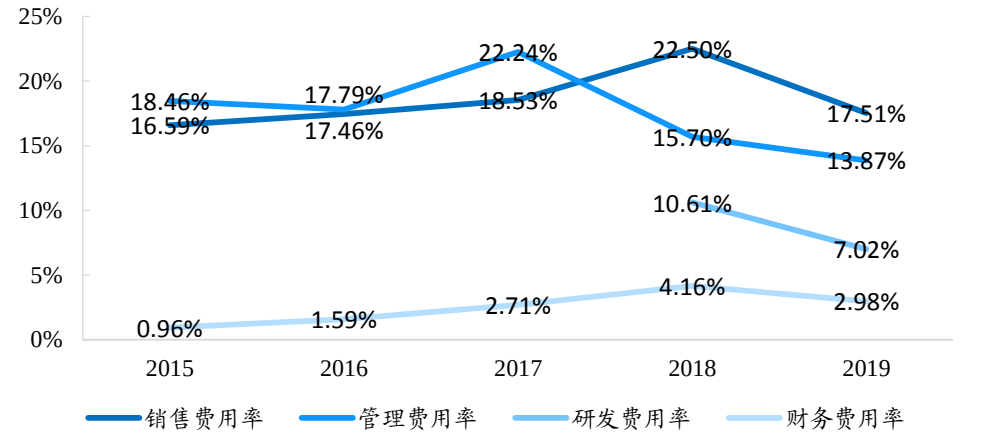
图2： 2018 年因商誉减值大额亏损，2019 年录得正利润



资料来源：wind，新时代证券研究所

费用控制优秀，各项费用率显著下降。2019 年公司销售费用率 17.51%，同比下降 4.98%；管理费用率 13.87%，同比下降 1.83%；研发费用率 7.02%，同比下降 3.59%；财务费用率 2.98%，同比下降 1.18%。公司新管理层表现出色，业务架构体系调整、人才激励政策、组织运营优化等多项变革措施已获得显著成效。

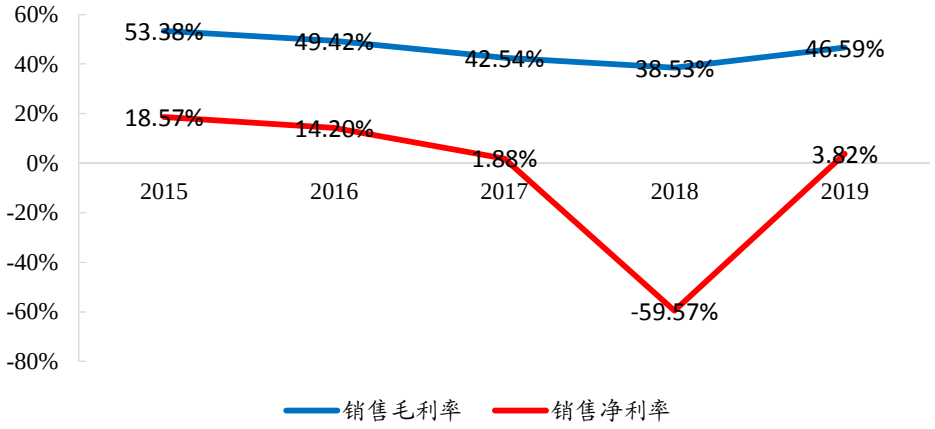
图3： 2019 年各项费用率显著下降



资料来源：wind，新时代证券研究所

毛利率、净利率显著回升。受益于公司业务增长，2019 年毛利率、净利率回升，实现毛利率 46.59%，同比提升 8.06%，净利率 3.82%，同比提升 63.39%。

图4： 2019 年毛利率、净利率显著回升



资料来源：wind，新时代证券研究所

2、 动漫内容持续推出，IP 矩阵不断巩固，布局短视频拓展传播方式

公司 2019 年持续推出动画内容作品，巩固动漫龙头地位。“超级飞侠”系列在 5 月和 11 月接连推出《超级飞侠 6》以及《超级飞侠 7》两部新作，其中《超级飞侠 7》播出首月全网点播量突破 5 亿。“喜羊羊与灰太狼”系列新作《羊村守护者》、《嘻哈闯世界 4-跨时空救兵》分别于 1 月、7 月在各大卡通卫视频道首播。根据动漫收视榜数据，《羊村守护者》自开播 100 天内获 26 次全天收视冠军，64 次时段收视冠军，收视最高 2.47。《嘻哈闯世界-跨时空救兵》自开播 32 天内获 16 次全天冠军，41 次时段冠军。截至 2019 年底，《机灵宠物车》已在 19 个电视频道实际播出超过 15000 分钟，比原播出计划增长 50%；上线 16 周，新媒体三平台（爱奇艺、腾讯、芒果）总点播为 2.45 亿。

表1： 公司 2019 年重点动画作品

播出时间	动画作品
2019 年 1 月	《羊村守护者》
2019 年 3 月	《爆裂飞车 3-兽神合体》下部
2019 年 5 月	《超级飞侠 6》
2019 年 7 月	《嘻哈闯世界 4-跨时空救兵》
2019 年 8 月	《菲梦少女》
2019 年 9 月	《机灵宠物车》
2019 年 11 月	《超级飞侠 7》
2019 年 11 月	《贝肯熊 4》

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

有妖气稳定增长，围绕 IP 多维度延伸拓展。2019 年有妖气漫画平台共签约、上线新作品 9 部，完结作品 11 部，现共有近 200 部签约作品。聚焦内容化、多样化、核心粉、影视化进行多方尝试，包括游戏形象授权、游戏改编授权、衍生品、IP 影视化，电视剧、电影、动态漫画、舞台剧、广播剧等。《镇魂街》动画第二季已于 2019 年 12 月在 B 站开播，累计总播放 1.4 亿次。《蓝翅》《我的不靠谱王子殿下》等 IP 开发项目正稳步推进，《雏蜂 · 伊甸之子》动画制作完毕，将于 2020 年上映。

图5： 公司动漫内容持续推出，IP 矩阵不断巩固



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

内容传播全渠道覆盖，布局短视频生态。公司通过电视媒体、新媒体平台、电影院线、网站平台等线上线下渠道传播动漫 IP 内容。近年布局短视频生态，除了将已有动漫内容进行“嫁接”，还扩展到借助直播、活动、带货等运营形式，寻找用户增量，满足用户社交需求，为动漫内容导流的同时带动产品的销售。

图6： 内容传播全渠道覆盖，布局短视频生态



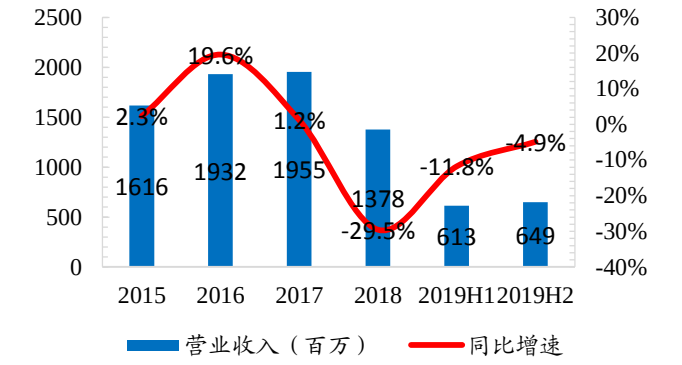
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3、 玩具、婴童业绩出色，主题商业加速推进

玩具业务调整完毕，毛利率回升，2019H2 毛利同比+12.94%。2019 年公司玩具业务实现营业收入 12.62 亿元，同比下降 8.36%；实现毛利 6.59 亿元，同比下降 2.62%；实现毛利率 52.21%，同比增长 3.08 个百分点。虽然营收及毛利均录得负增

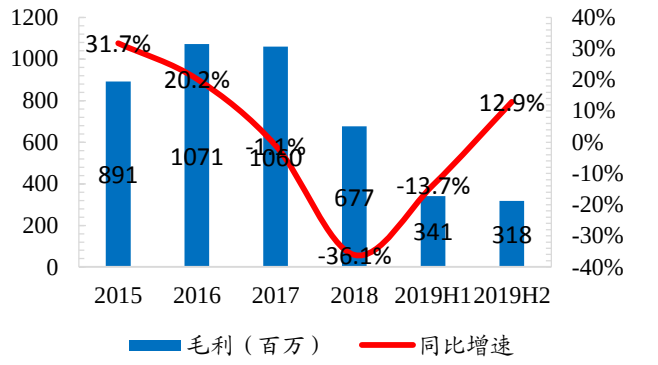
长，但分半年来看，2019H1 营收 6.13 亿元，同比下降 11.78%；毛利 3.41 亿元，同比下降 13.69%。而 2019H2 营收 6.49 亿元，同比下降 4.88%；毛利 3.18 亿元，同比增长 12.94%。2019 年下半年玩具业务毛利已实现正增长，同时全年毛利率回升，玩具品类调整充分显现成效。

图7： 玩具业务 2019H2 营收同比-4.9%



资料来源：wind，新时代证券研究所

图8： 玩具业务 2019H2 毛利同比+12.94%



资料来源：wind，新时代证券研究所

供应链降本提效，库存降低。2019 年公司玩具业务供应链降本提效，完成标准化，清理库存。2019 年底库存 1698.52 万只，同比下降 21.11%。2019 年与多达 20 家企业进行玩具产品的定制合作，销售额超过 3000 万元，并举办多场企业内购会。玩具销售渠道结构逐步从传统渠道向现代渠道转型，其中 2019 年便利渠道合作超过 8000 家，同比 2018 年增加约 6000 家。

玩具国际化继续推进。2019 年海外玩具销售覆盖共 47 个国家/地区，包括新拓展国家巴拉圭，日本，波罗的海等。巴西、墨西哥等南美区域同比增长近七成；得益于德国、俄罗斯、乌克兰的增长，欧洲其他区域销售有较大幅度上升；亚洲区域也保持稳定增长，北美，英国及法国等传统玩具市场受激烈的市场竞争及复杂的政治经济环境影响，同比有所下降。整体海外市场会在渠道、模式及产品上进一步拓展。

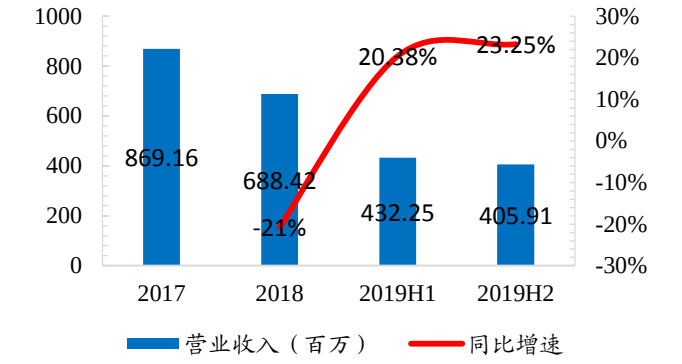
表2： 公司销售、生产、库存数据

项目（万只）	2019 年	2018 年	同比增减
销售量	5500.95	5470.08	0.56%
生产量	5046.36	5558.00	-9.21%
库存量	1698.52	2153.10	-21.11%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

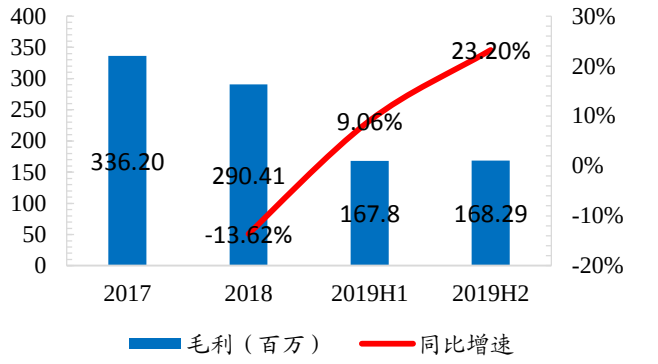
Babytrend 派驻管理团队顺利完成接替，婴童业务重回增长。2018 年受到玩具反斗城美国门店关闭事件影响，整体婴童用品业务营收下降 20.8%，毛利下降 13.62%。公司 2018 年下半年开始对 Babytrend 派驻管理团队，现已顺利完成接替，团队稳定高效，婴童用品业务迅速恢复增长势头，2019 年公司婴童业务实现营业收入 8.38 亿元，同比增长 21.75%；实现毛利 3.36 亿元，同比增长 15.71%。分半年来看，2019H1 营收 4.32 亿元，同比增长 20.38%；毛利 1.68 亿元，同比增长 9.06%。2019H2 营收 4.06 亿元，同比增长 23.25%；毛利 1.68 亿元，同比增长 23.2%。下半年业绩表现优于上半年。

图9： 婴童业务 2019H2 营收同比+23.25%



资料来源：wind，新时代证券研究所

图10： 婴童业务 2019H2 毛利同比+23.2%



资料来源：wind，新时代证券研究所

主题商业高速增长，2019 其他业务营收同比增长 34.27%。公司其他业务以主题商业为主，包括室内乐园直营及加盟、主题策展及活动等具体业务。2019 年公司其他业务实现营业收入 0.3 亿元，同比增长 34.27%，实现毛利-206 万元。

2019 年“奥飞欢乐世界”全国新开直营店 3 家，加盟店 5 家，截至年末全国共有 17 家门店。另外奥飞主题商业通过授权手段与上游供应链合作开发，开发游艺主题产品，结合奥飞 IP 赋能以及高坪效的产品类型进行定制开发，丰富整体品类结构，例如游艺主题体验站、超级飞侠小火车等。

嘉年华项目持续落地，2019 年举办 4 场，营收超 1000 万。主题策展超过 40 次，配合玩具渠道，甄选当地优秀经销商，联合打造体验式消费经济。另外，酒店亲子主题房覆盖全国 350 家星级酒店，超过 3000 间房间，年接待 70 万+组亲子家庭。

室外乐园 2020 年底正式落成。重庆欢乐谷与公司在 2019 年 3 月正式达成战略合作，双方携手打造中国首个超级飞侠实景主题区，该项目已进入设计建设阶段，预计将在 2020 年底正式落成。此外，公司已与碧桂园集团、新希望文旅集团、保利文旅、江西省旅游集团等多个国内知名文旅企业达成战略合作关系，共同推进主题文旅业务发展。

图11： 公司主题商业持续推进



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

新冠疫情施压现金流，类同供给侧改革公司迎来机遇。新冠疫情影响下，群众在家隔离并减少外出娱乐，小型室内乐园现金流承担较大压力。类同供给侧改革，管理完善，实力更强，现金流稳定的头部公司将更能够在疫情影响下渡过难关，甚至趁机扩大市场份额，奥飞实力雄厚，室内乐园快速拓展，有望迎来机遇。

奥飞欢乐世界逆势而上，推出“城市合伙人”计划，不设开店数量上限。为把握当前室内乐园机遇，公司逆势而上，以直营和联营“城市合伙人”加盟方式，在原计划 17 家的目标下，对优质的新旧商业项目的新增或调整位置，不设置开店数量上限。

图12： “奥飞欢乐世界”招募城市合伙人



资料来源：CEO 品牌观察，新时代证券研究所

奥飞投入游乐设施，提供全方位辅助，降低加盟商资金压力。联营加盟模式中，奥飞投入游乐设施，运营两年后归属加盟方。游乐设施投资费用，将分摊到营收分成里面。并且奥飞欢乐世界辅助加盟商从 0 到 1 建店，包括选址勘察、店面规划、主题设计、设施匹配、IP 产品开发、工程施工、人员招聘、开业筹备、营销推广等。在疫情影响的环境下，此举将充分缓解加盟商资金压力，同时侧面反映出公司大力发展室内乐园的决心。

图13： “奥飞欢乐世界”筹备阶段加盟优势



资料来源：CEO 品牌观察，新时代证券研究所

图14： “奥飞欢乐世界”开业阶段加盟优势



资料来源：CEO 品牌观察，新时代证券研究所

持续向全国拓展，区位瞄准 2-4 线城市。现有 17 家门店中，华东区域 6 家，占比 35.3%，华南区域 5 家，占比 29.4%，为当前主力区域。2020 年的拓店选址，奥飞欢乐世界更偏向西区、中部、东区、西北、西南的 2-4 线城市。覆盖范围持续

向全国拓展。

图15： “奥飞欢乐世界”17家门店分布



资料来源：CEO品牌观察，新时代证券研究所

注：红标为加盟店

表3： 公司财务数据摘要

数据类型	科目（百万元）	2015	2016	2017	2018	2019
收入及利润	营业收入	2589.17	3360.67	3642.46	2839.79	2726.92
	同比增速	6.56%	29.80%	8.39%	-22.04%	-3.97%
	毛利	1382.07	1660.85	1549.55	1094.20	1270.55
	同比增速	14.14%	20.17%	-6.70%	-29.39%	16.12%
	归母净利润	489.04	498.44	90.13	-1,630.19	120.10
	同比增速	14.26%	1.92%	-81.92%	-1908.71%	107.37%
成本及费用	销售费用	429.55	586.69	675.05	638.85	477.59
	销售费用率	16.59%	17.46%	18.53%	22.50%	17.51%
	管理费用	477.96	597.78	810.24	445.82	378.13
	管理费用率	18.46%	17.79%	22.24%	15.70%	13.87%
	研发费用	-	-	-	301.23	191.34
	研发费用率	-	-	-	10.61%	7.02%
	财务费用	24.82	53.40	98.89	118.09	81.29
	财务费用率	0.96%	1.59%	2.71%	4.16%	2.98%
关键比率	ROE(摊薄)	16.14%	10.39%	1.89%	-41.59%	2.98%
	销售毛利率	53.38%	49.42%	42.54%	38.53%	46.59%
	销售净利率	18.57%	14.20%	1.88%	-59.57%	3.82%
	资产负债率	35.81%	41.55%	41.29%	40.18%	34.43%
每股指标	EPS(基本)	0.39	0.39	0.07	-1.20	0.09
	P/E(TTM)	125.79	54.39	49.67	-50.30	-8.51
	P/B(MRQ)	21.58	6.19	3.91	1.96	3.34
	P/S(TTM)	25.13	9.22	5.33	2.46	4.88

资料来源：wind，新时代证券研究所

4、 盈利预测

公司新管理层经验丰富，调整战略重新聚焦 K12，2019 年业务调整显现成效，费用控制优秀，业绩重回增长。虽短期受疫情影响，但随公司主题商业战略全面铺开，以 IP 为核心的商业模式逐渐成熟，迎来 IP 多元变现的黄金时代，动画电影、主题乐园等业务值得期待。预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.45、2.40、3.50 亿元，同比分别增长 20.7%、65.8%、45.5%，对应 PE 分别为 66.8/40.3/27.7 倍，维持“推荐”评级。

5、 风险提示

疫情加剧，销售不及预期，乐园业务开展缓慢，动画电影延期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**2536**	**2195**	**3091**	**3638**	**4313**
现金	781	551	1060	1276	1529
应收票据及应收账款合计	488	522	605	765	831
其他应收款	231	87	246	156	326
预付账款	147	83	158	132	215
存货	844	904	974	1258	1363
其他流动资产	46	48	48	52	49
非流动资产	**4151**	**4049**	**3980**	**3976**	**3915**
长期投资	478	463	441	421	400
固定资产	300	292	274	297	324
无形资产	289	275	264	258	191
其他非流动资产	3084	3018	3000	3000	3000
资产总计	**6687**	**6244**	**7070**	**7615**	**8228**
流动负债	**2420**	**2072**	**2776**	**3114**	**3417**
短期借款	1504	1295	2209	2166	2610
应付票据及应付账款合计	417	415	275	583	454
其他流动负债	499	362	291	365	353
非流动负债	**267**	**78**	**64**	**52**	**39**
长期借款	242	58	44	33	19
其他非流动负债	24	20	20	20	20
负债合计	**2687**	**2150**	**2839**	**3166**	**3456**
少数股东权益	81	63	55	32	5
股本	1357	1357	1357	1357	1357
资本公积	2098	2073	2073	2073	2073
留存收益	360	504	641	858	1181
归属母公司股东权益	3920	4031	4176	4416	4766
负债和股东权益	**6687**	**6244**	**7070**	**7615**	**8228**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**73**	**281**	**-291**	**403**	**-72**
净利润	-1692	104	137	217	323
折旧摊销	112	104	81	67	73
财务费用	118	81	89	116	133
投资损失	-122	2	-38	-24	-29
营运资金变动	247	-63	-542	50	-562
其他经营现金流	1411	52	-18	-23	-10
投资活动现金流	**-16**	**-60**	**44**	**-16**	**27**
资本支出	67	76	-48	17	-41
长期投资	95	87	21	21	21
其他投资现金流	146	103	17	22	7
筹资活动现金流	**1**	**-414**	**-53**	**-179**	**-120**
短期借款	222	-209	104	-52	26
长期借款	208	-184	-14	-11	-14
普通股增加	50	0	0	0	0
资本公积增加	636	-25	0	0	0
其他筹资现金流	-1114	4	-144	-116	-133
现金净增加额	**67**	**-191**	**-301**	**207**	**-165**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2840**	**2727**	**2859**	**3442**	**4125**
营业成本	1746	1456	1565	1860	2184
营业税金及附加	26	22	24	28	34
营业费用	639	478	515	585	681
管理费用	446	378	429	482	557
研发费用	301	191	201	242	289
财务费用	118	81	89	116	133
资产减值损失	1495	-28	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-1	-0	-1
其他收益	37	26	31	30	30
投资净收益	122	-2	38	24	29
营业利润	**-1772**	**83**	**124**	**207**	**316**
营业外收入	11	29	24	22	22
营业外支出	12	8	8	9	9
利润总额	**-1774**	**105**	**140**	**220**	**328**
所得税	-82	0	3	3	5
净利润	**-1692**	**104**	**137**	**217**	**323**
少数股东损益	-62	-16	-8	-23	-27
归属母公司净利润	**-1630**	**120**	**145**	**240**	**350**
EBITDA	-1578	275	304	386	505
EPS（元）	-1.20	0.09	0.11	0.18	0.26

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-22.0	-4.0	4.8	20.4	19.8
营业利润(%)	-2661.4	104.7	49.3	67.1	52.8
归属于母公司净利润(%)	-1908.7	-107.4	20.7	65.8	45.5
获利能力					
毛利率(%)	38.5	46.6	45.3	46.0	47.1
净利率(%)	-57.4	4.4	5.1	7.0	8.5
ROE(%)	-42.3	2.5	3.2	4.9	6.8
ROIC(%)	-42.0	4.5	5.2	7.4	8.9
偿债能力					
资产负债率(%)	40.2	34.4	40.2	41.6	42.0
净负债比率(%)	30.0	21.4	28.6	21.2	23.4
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	4.6	5.4	5.1	5.0	5.2
应付账款周转率	4.2	3.5	4.5	4.3	4.2
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	-1.20	0.09	0.11	0.18	0.26
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.27	0.30	-0.21	0.30	-0.05
每股净资产(最新摊薄)	2.89	2.97	3.08	3.25	3.51
估值比率					
P/E	-5.9	80.7	66.8	40.3	27.7
P/B	2.5	2.4	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	-7.0	38.7	36.0	27.6	21.4

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009 年 4 月加盟光大证券研究所，期间曾获 2010 年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011 年加盟银河证券，2012、2014 年新财富最佳分析师第四名，2015 年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/