

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 9.84
合理价格区间(元): 12.81~14.64

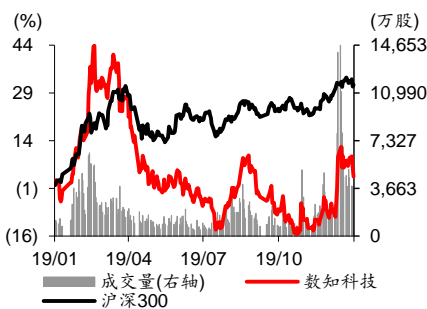
王林 执业证书编号: S0570518120002
研究员 wanglin014712@htsc.com

赵悦媛 执业证书编号: S0570519020001
研究员 zhaoyueyuan@htsc.com

相关研究

- 1《数知科技(300038 SZ,买入): 5G+MCN 共振, 再迎新机遇》2020.01
- 2《数知科技(300038 SZ,买入): H1 增速稳健, 持续拓展国内市场》2019.08
- 3《数知科技(300038,买入): H1 业绩预告增速稳健》2019.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩超预期, Adtech 赋能新营销

数知科技(300038)

业绩超预期, 大数据赋能, 内容营销变现

数知科技于1月22日晚间发布2019年业绩预告, 预计公司2019年实现归母净利润5.70-7.60亿元, 较2018年同期的6.34亿元增长-10%-20%, 略超预期。我们认为BBHI具有技术壁垒较高的大数据分析算法, 并在智慧营销领域变现, 定位软件服务厂商, 是全球5大广告技术公司之一, 具有较大估值提升空间。根据公司2019年业绩预告, 我们上调公司2019-2021年EPS分别为0.54/0.61/0.73元(调整前为0.49/0.57/0.70元)维持“买入”评级。

剔除商誉减值和非经常性损益影响, 实际净利润增速为-7.22%-21.16%

根据公司2019年业绩预告公告, 预计金之路和日月同行商誉减值金额为1.5亿元, 非经常性损益为9,884.35万元。2018年, 公司计提日月同行商誉减值金额为5,843.11万元, 非经常性损益为2,227.04万元。若剔除商誉减值和非经常性损益影响, 实际净利润增速为-7.22%-21.16%。

数知科技具备 Adtech 核心技术, 定位软件服务厂商

数知科技旗下BBHI是全球领先的SSP平台, 核心能力是大数据分析模型算法, 是全球5大广告技术公司之一, 定位为技术支持类软件服务厂商。BBHI大数据算法核心技术指标为CTR和RPM, 2016-2018年公司CTR提升1倍, RPM提升接近3倍, 远高于行业平均水平, 且随着算法技术的积累, 壁垒不断提升。参考A股可比公司2020年平均PE估值以及计算机行业估值溢价, 给予该业务合理PE估值30倍。数知科技目前主要利润有BBHI贡献, 2020年对应PE仅为16.08倍, 具有较大估值提升空间。

大数据分析赋能, 实现内容营销品效合一, 是核心竞争力

数知科技全资孙公司中易电通布局明星签约、网红签约、内容营销、电商带货、以及直播业务, 实现商业变现。短视频和直播是中国整体广告程序化购买支出的主要推动力, 而其中大数据分析实现精准触达成为营销厂商核心竞争力的体现。BBHI的SSP平台大数据分析实力全球领先, 是精准营销的头部企业, 大数据赋能实现广告品效合一, 进行目标用户、渠道用户、明星粉丝、领域用户的匹配, 是客户获取的核心竞争力。

数知科技具备 Adtech 核心技术, 定位软件服务厂商, 维持“买入”评级

随着5G应用落地带来智慧营销行业浪潮迭起, 以及国资入股计划有望拉动公司基本面向好, 并提升融资能力, 且当前公司具有大数据分析核心实力, 是行业标杆企业, 未来发展潜力较大。根据公司2019年业绩预告, 我们上调公司2019-2021年EPS分别为0.54/0.61/0.73元(调整前为0.49/0.57/0.70元), 参考A股大数据、数字营销、及智慧灯杆类型公司的2020年PE估值平均水平为27.95倍, 考虑到当前公司仍处于投入期, 给予20年PE为21-24倍, 对应目标价为12.81-14.64元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 国资入股落地时间不确定性, 智慧灯杆业务进展不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,172
流通A股(百万股)	805.72
52周内股价区间(元)	8.10-13.88
总市值(百万元)	11,531
总资产(百万元)	14,359
每股净资产(元)	9.38

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,751	5,454	5,651	6,552	8,012
+/-%	179.54	98.23	3.61	15.94	22.28
归属母公司净利润(百万元)	487.27	633.74	636.07	716.89	854.49
+/-%	350.74	30.06	0.37	12.71	19.19
EPS(元, 最新摊薄)	0.42	0.54	0.54	0.61	0.73
PE(倍)	23.66	18.19	18.13	16.08	13.49

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

数知科技具备 Adtech 核心技术，定位软件服务厂商

数知科技旗下 BBHI 是全球领先的 SSP 平台，BBHI 子公司 Media.net 具有技术壁垒较高的机器学习算法、复杂的数据处理和详细的分析能力，是全球 5 大广告技术公司之一。我们核心观点如下：

1. BBHI 的核心能力是大数据分析模型算法，定位为技术支持类软件服务厂商，主要的应用领域为广告营销，也是当前快速实现商业变现的途径。
2. 不同于 DSP 平台厂商，主要依靠媒体资源获得市场竞争力的代理商模式。BBHI 2019H1 拥有超过 20,000 多家媒体资源，而媒体资源的长期合作来源于预测的精准性，公司 2016-2018 年 CTR 提升 1 倍，RPM 提升接近 3 倍，随着算法技术的积累，壁垒不断提升。
3. BBHI 作为全球 SSP 服务商头部企业，依靠的是多年的技术积累，壁垒较高。
4. 广告效果是评判 SSP 大数据分析能力的核心指标（BBHI 2018 年 RPM 为 6.5 美元、CTR 为 0.87%，均大幅领先于美国行业平均水平），也是 BBHI 营收和净利润持续增长的动力，2018 年 BBHI 实现营业收入约 36.05 亿人民币，实现净利润 6.34 亿人民币，我们预计 2019 年 BBHI 大概率完成业绩对赌的 9993.10 万美元（即 6.9 亿人民币）。
5. BBHI 大数据分析算法国内落地，以新营销为主要商业变现方式，形成了以中易电通为主体，布局 MCN 经纪业务、SSP、DSP、品牌和互联网平台服务的新型互联网营销全产业链。同时，公司逐步推进大数据分析产品在金融、医疗、智慧城市、交通等垂直行业的延伸，不断拓宽未来成长空间。

数知科技专注于数据营销，核心能力是大数据分析算法。公司是一家基于大数据和人工智能技术的智能营销领军企业，2015 年公司完成并购国内数字营销行业领先企业日月同行，2017 年完成收购 BBHI 后形成海外+国内双战场，并借助 BBHI 行业经验和优势，实现了国内业务的大幅提升。

图表1：数知科技海外+国内业务齐头并进

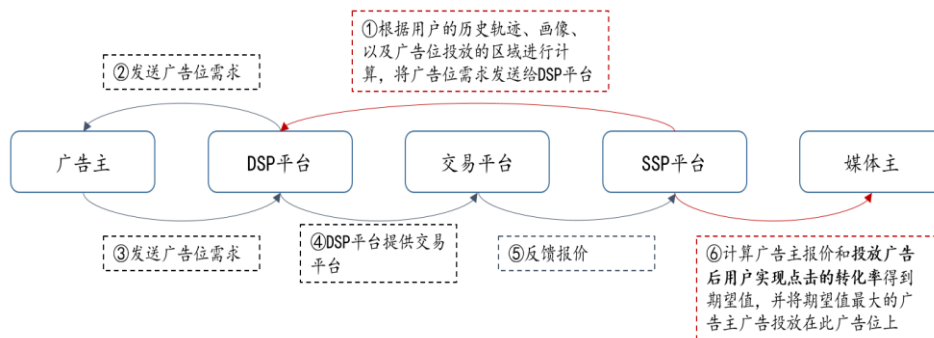


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

BBHI 主要客户包括 Yahoo、Microsoft、Google 等，为 Yahoo 和微软 Bing 广告网络提供供应端媒体管理（SSP）平台。BBHI 在全球范围内拥有 20,000 多家媒体资源，其中包括 Forbes、Fluent、Reuters、WSJ 以及 AT&T 等全球数百家最有影响力的媒体以及其他拥有优质内容的中小媒体，这些为 BBHI 提供了丰富优质的广告位资源。

SSP 平台的主要目的是帮助媒体主大幅提高长期广告收入，实现广告位价值的最大化。在这一过程中，SSP 平台需要根据用户的历史轨迹、画像、以及广告位投放的区域进行计算，将广告位需求发送给 DSP 平台和广告主，然后广告主将价格反馈 SSP 平台，平台通过计算广告主价格和投放广告后用户实现点击的转化率得到期望值，并将期望值最大的广告主广告投放在此广告位上。故而 SSP 平台是承载了智慧营销程序化购买领域大数据分析的核心预测，属于广告技术类平台。

图表2： BBHI SSP 平台在程序化广告购买产业链占据核心技术



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

SSP 平台服务的主体是媒体主，由于海外广告行业程序化购买按照 CPC 结算模式（每次点击付费广告），只有推送用户后点击广告浏览，广告主根据点击量进行付费，媒体主获得分成，故而预测结果的准确性、精准触达率是考验 SSP 平台的关键，也是获得媒体主的认可并长期合作的核心竞争力。

截至 BBHI 2019H1 在全球范围内拥有超过 20,000 多家媒体资源，2017 年底时仅拥有 8,000 多家媒体资源。广告产品包括展示类广告、搜索广告、邮件广告、移动广告、视频广告、本地原生图片展示广告、消费洞察、域名 DNS 解析停靠广告等。并为 Yahoo! Bing Network、Verizon Media、Microsoft、Facebook、Google 等广告网络及其广告主提供精准的广告投放业务。

如何获得媒体主的长期合作，主要来源于预测的精准性，而技术指标 CTR 和 RPM 来衡量 SSP 平台的实力。在 CTR 方面(广告主点击通过率)，公司 2016 年为 0.45%左右，2018 年为 0.87%，根据 WordStream 统计数据显示，行业最强的 Google Adsense 旗下广告技术平台公司的平均 CTR 指标仅为 0.46%左右,表明 BBHI 整体算法实力行业领先。在 RPM 方面（每千次广告展示获得收入），公司 2018 年为 6.5 美元，而 2016 年仅为 2.3 美元。可以看到，公司 2016-2018 年 CTR 提升 1 倍，RPM 提升接近 3 倍，随着算法技术的积累，壁垒不断提升。

数知科技净利润基本来源于 BBHI，2018 年 BBHI 实现净利润高达 6.34 亿，2019 年大概率完成业绩对赌的 9,993.10 万美元（约 6.9 亿人民币），增长稳健。

A 股大数据分析类软件公司 2020 年 PE 估值均值为 43.6 倍，数知科技具有较大估值提升空间。参考 A 股具有大数据核心能力的可比公司 2020 年平均 PE 估值为 43.6 倍，考虑 A 股计算机行业估值溢价，给予该业务合理 PE 估值 30 倍。数知科技 2020 年 PE 估值仅为 16.08 倍，当前具备较大估值提升空间。

图表3： 具有大数据分析核心能力的可比 A 股公司 PE 估值情况（截至 2020 年 1 月 22 日收盘）

	股价	总市值		净利润 (亿元)		PE		备注
		(亿元)	2019E	2020E	2019E	2020E		
科大讯飞	36.9	810	0.39	0.57	94.5	64.7	大数据和人工智能算法在办公、教育、政法、医疗等领域应用	
锐明技术	153.0	132	2.51	3.28	61.0	46.6	人工智能和大数据算法在车联网领域应用	
东方国信	15.7	166	0.6	0.75	26.2	21.0	大数据算法在运营商、金融、工业、政府、公共安全、农业领域应用	
超图软件	26.5	119	0.47	0.63	56.4	42.1	软件技术在 GIS 行业应用	
平均值	-	-	0.99	1.31	59.5	43.6		

注：科大讯飞、锐明技术、超图软件 EPS 和 PE 为万得一致预测；

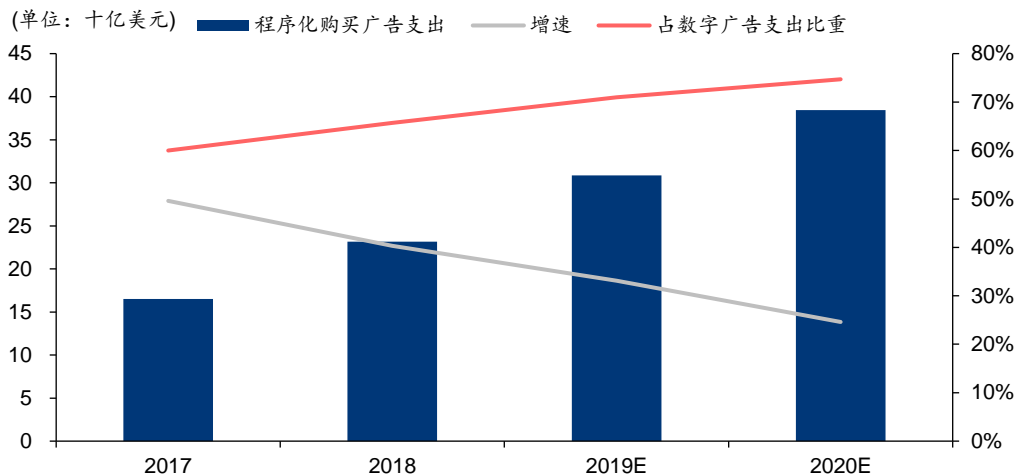
资料来源：Wind，华泰证券研究所

程序化购买为大势所趋，短视频和直播带动新浪潮

利用大数据和人工智能技术，程序化购买把从广告主到媒体的全部投放过程进行了程序化投放，实现了整个数字广告产业链的自动化，从而实现了精准营销。随着 2019 年 5G 商用启动，数据和流量将实现进一步大幅增长，以及互联网广告的普及，对广告技术平台的要求逐步提升，程序化购买成为大势所趋。

根据 eMarketer 对中国广告程序化购买预测，2019 年支出将增长 33%，达到 2,085.5 亿元人民币，2020 年将持续提升至 2,597.8 亿美元，同比增长 24.6%。

图表4：BBHI SSP 平台在程序化广告购买产业链占据核心技术



资料来源：eMarketer，华泰证券研究所

短视频和直播主导当前视频广告，是中国整体广告程序化购买支出的主要推动力。根据 eMarketer 对中国广告程序化购买预测，预计 2020 年广告程序化购买将占中国所有视频广告支出的 50.0%，相当于 446.4 亿元 (66 亿美元)。当前，腾讯视频、爱奇艺和优酷等大型视频播放器推动了中国的视频广告程序化购买支出，新闻源和短视频应用程序如今日头条、抖音、小红书等，催生更多用户生成内容，我们预计随着 5G 渗透率提升，以直播为主要方式的视频广告程序化购买增长做出较大贡献。

图表5：5G 发展带动短视频和直播成为中国广告程序化购买支出的主要推动力



资料来源：eMarketer，华泰证券研究所

中易电通：大数据分析赋能国内智慧营销业务落地

中易电通成立于2017年11月，是数知科技2017年募投项目的资金落地后成立的全资孙公司，根据近期调研内容信息，2018年3月份内容营销团队正式接手，2019年进入中国4A，目前团队总人数70人，未来计划打造一支150人左右的团队，涉及专人项目服务，内容方案策划，拍摄作业、媒介对接以及艺人MCN经纪事业运营等。

从业务板块来看，主要分为明星短视频直播、网红经纪、内容营销服务、电商带货和直播等方面。

1. **内容营销业务：**内容营销是目前体量最大且变现最快的业务，为品牌商提供从营销策划、脚本、拍摄、明星和网红的匹配、到媒体平台投放的一站式解决方案，从中收取服务费用，再将净利润和明星、网红分成的模式。另外，同平台合作主要为帮助没有经验的平台设计直播种草和内容种草的解决方案。公司通过用户的产品在大数据里面分析产品需要匹配用户画像，并匹配相应的明星或网红，最后通过媒体渠道做推广覆盖。在帮助品牌进行产品推广的同时，同时帮助网红输出内容，内容输出的模式分为创意短片、微综艺、微记录 and 微剧等。

图表6：内容的生产和运营方式



资料来源：公司调研，华泰证券研究所

2. **MCN 业务：**公司开拓明星经纪 MCN 业务，而且是大规模签约明星，偏向于广撒网的形式，以一线尾端的明星和网红为主。为签约的每个艺人和明星提供孵化方案，建立尾部艺人孵化，腰部艺人合作，头部艺人签约的模式。

图表7：明星 MCN 经纪运营流程



资料来源：华泰证券研究所

图表8：建立“尾部孵化-腰部合作-头部签约”的可持续 KOL 生态



资料来源：华泰证券研究所

目前，经纪类明星 MCN 新媒体独家艺人合约已签定 40 位，尚有百余位待签，涉及短视频、直播带货领域。深度合作类明星 MCN 资源直接触达中国 1 万+明星，涉及公关类合作、商业化合作、营销类合作以及销售类合作。全球化网红资源覆盖全媒体平台近 50+个垂直领域，拥有多达 16700+达人资源支撑，可对接各品牌的服务要求。

3. **直播+电商业务**: 公司目前已获得抖音官方、淘宝天猫、一直播、小红书等平台的 MCN 资质。在 C 端领域通过打赏+电商带货实现商业变现，B 端领域提供内容营销等商业合作。例如，明星淘宝直播带货方面，公司于 2018 年 11 月份正式进入官方认证，在美妆、时装、美食等领域通过主播直播推销带货。预期，该业务 2020 年将在抖音万人直播公会发力，随着新媒体营销在 2019 年快速发展。

图表9： 精细化布局移动互联网直播业务打造落地社群变现



资料来源：公司调研，华泰证券研究所

中易电通目前已经实现了从产品-渠道资源-商业变现的成熟模式。产品和渠道由明星网红+新媒体内容+短视频渠道，是围绕明星和网红的 MCN 机构，制作自有 IP。从变现盈利来看，公司广泛覆盖 G 端、B 端和 C 端客户，G 端客户以咨询服务为主，B 端客户的痛点在于比较熟悉数字营销，但对内容营销的经验欠缺。

图表10： 精细化布局移动互联网直播业务打造落地社群变现



资料来源：公司调研，华泰证券研究所

核心优势之一，在于从精准营销向内容营销转型，大数据分析 Adtech 技术的赋能，从而帮助品牌实现品效合一。

1. 传统广告的痛点在于品牌广告和效果广告相对独立，品牌广告（大屏、电影植入等方式）效果有限，而传统效果广告（精准营销）传播力比较局限，精准标签范围小，但是没有品牌效应。未来基于短视频、直播营销的方式，既可以通过精准推送解决触达问题，又可以通过明星网红实现品牌效应提升并广泛传播，真正意义上做到品效合一。
2. 公域流量转化至私域流量有效引流，通过大数据分析，进行目标用户、渠道用户、明星粉丝、领域用户的匹配，大数据赋能实现品效合一。

图表11：品效合一的解决方案：内容场景化+消费场景内容化平衡品效



资料来源：公司调研，华泰证券研究所

核心优势之二，在于全链覆盖，从明星网红培育孵化，到内容产出，再到平台投放。公司达人资源多达 16,700，覆盖的领域众多，为其品牌和平台的内容营销服务业务拓展打下基础。

投资建议

估值位于相对底部区间，看好公司行业标杆地位，以及智慧营销+大数据整体布局，维持“买入”评级。随着 5G 应用落地带来智慧营销行业浪潮迭起，以及国资入股计划有望拉动公司基本面向好，并提升融资能力，且当前公司具有大数据分析核心实力，是行业标杆企业，未来发展潜力较大。参考 A 股大数据、数字营销、及智慧灯杆类型公司的 2020 年 PE 估值平均水平为 27.95 倍，考虑到当前公司仍处于投入期，给予 20 年 PE 为 21-24 倍，对应目标价为 12.81-14.64 元/股，维持“买入”评级。

图表12：数知科技 PE 估值位于行业较低水平（截至 2020 年 1 月 22 日收盘）

证券名称	股价	总市值 (亿)	EPS (元)			PE (X)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
蓝色光标	6.52	162	0.18	0.33	0.31	24.35	19.76	21.03
万兴科技	77.43	63	1.02	1.28	1.6	53.06	60.49	48.39
东方国信	15.72	166	0.49	0.6	0.75	21.12	26.20	20.96
华体科技	47.35	48	0.7	1.44	2.21	32.32	32.88	21.43
平均			0.60	0.91	1.22	32.71	34.83	27.95
数知科技	9.84	115	0.54	0.54	0.61	16.57	18.13	16.08

注：蓝色光标、万兴科技、东方国信、华体科技 EPS 和 PE 为万得一致预测；

资料来源：wind, 华泰证券研究所

风险提示

1、国资入股落地时间不确定性

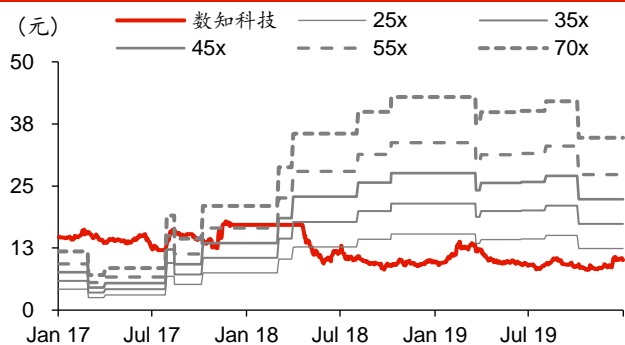
河南信产投入股尚处于预案阶段，对入股比例和入股方式仍在商谈，落地时间具有不确定性。

2、智慧灯杆业务进展不及预期

公司智慧灯杆业务可能受到地区招标影响，且行业竞争较大，业务进展存在不及预期风险。

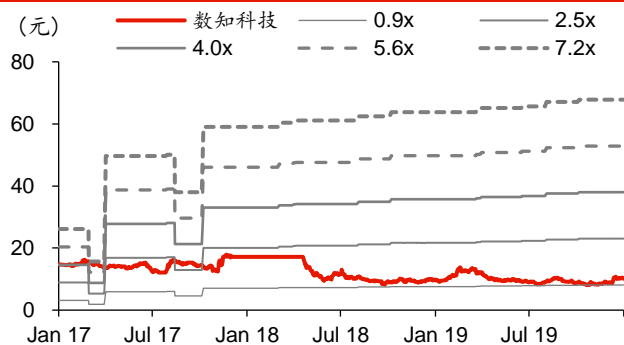
PE/PB - Bands

图表13：数知科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表14：数知科技历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,342	5,350	6,911	7,694	8,896
现金	2,166	1,940	3,450	3,976	4,368
应收账款	1,188	1,998	2,084	2,114	2,585
其他应收账款	118.21	204.81	225.89	261.89	320.25
预付账款	269.05	720.05	681.34	806.63	977.27
存货	562.54	416.67	416.55	480.67	587.30
其他流动资产	38.41	70.41	53.02	55.79	57.97
非流动资产	7,697	8,084	7,832	7,925	7,994
长期投资	11.76	8.61	8.61	8.61	8.61
固定投资	643.21	841.54	912.70	954.28	977.31
无形资产	130.72	203.04	253.51	308.92	362.35
其他非流动资产	6,911	7,031	6,657	6,654	6,646
资产总计	12,039	13,434	14,743	15,620	16,890
流动负债	1,615	2,257	3,038	3,114	3,480
短期借款	836.00	757.50	960.00	900.00	800.00
应付账款	312.50	392.88	918.32	1,060	1,295
其他流动负债	466.70	1,107	1,160	1,154	1,385
非流动负债	471.20	561.88	530.63	609.34	651.75
长期借款	321.13	172.23	223.32	274.42	325.51
其他非流动负债	150.07	389.65	307.31	334.92	326.23
负债合计	2,086	2,819	3,569	3,723	4,131
少数股东权益	65.84	99.49	104.67	110.51	117.48
股本	418.51	1,172	1,172	1,172	1,172
资本公积	8,720	7,966	7,966	7,966	7,966
留存公积	836.08	1,407	1,931	2,648	3,503
归属母公司股东权益	9,887	10,515	11,069	11,786	12,641
负债和股东权益	12,039	13,434	14,743	15,620	16,890

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	289.56	99.69	1,346	780.48	676.79
净利润	495.52	638.91	641.26	722.74	861.46
折旧摊销	59.90	87.86	95.45	106.15	114.47
财务费用	42.61	39.97	84.11	94.78	92.87
投资损失	(1.50)	(25.37)	(55.00)	(43.00)	(35.00)
营运资金变动	(308.58)	(786.70)	571.80	(108.18)	(404.80)
其他经营现金	1.61	145.02	8.12	7.99	47.80
投资活动现金	(2,502)	(442.35)	215.14	(151.54)	(142.25)
资本支出	381.47	247.31	100.00	100.00	100.00
长期投资	229.60	64.68	(33.65)	11.22	(3.74)
其他投资现金	(1,891)	(130.36)	281.49	(40.32)	(45.98)
筹资活动现金	3,743	(24.15)	(50.49)	(103.78)	(141.96)
短期借款	285.90	(78.50)	202.50	(60.00)	(100.00)
长期借款	186.66	(148.90)	51.10	51.10	51.10
普通股增加	228.08	753.32	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	7,296	(753.49)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(4,254)	203.43	(304.09)	(94.87)	(93.05)
现金净增加额	1,511	(362.37)	1,510	525.17	392.59

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,751	5,454	5,651	6,552	8,012
营业成本	1,953	4,093	4,174	4,817	5,885
营业税金及附加	10.12	8.17	8.47	9.82	12.01
营业费用	15.02	20.48	25.61	32.01	40.01
管理费用	145.44	244.67	592.15	754.26	939.16
财务费用	42.61	39.97	84.11	94.78	92.87
资产减值损失	3.61	126.96	111.80	80.79	106.52
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.50	25.37	55.00	43.00	35.00
营业利润	550.40	732.92	759.88	856.61	1,021
营业外收入	1.79	25.52	0.20	0.20	0.20
营业外支出	0.09	1.55	0.40	0.60	0.70
利润总额	552.10	756.89	759.68	856.21	1,021
所得税	56.57	117.99	118.42	133.47	159.09
净利润	495.52	638.91	641.26	722.74	861.46
少数股东损益	8.25	5.17	5.18	5.84	6.96
归属母公司净利润	487.27	633.74	636.07	716.89	854.49
EBITDA	652.91	860.76	939.44	1,058	1,228
EPS (元, 基本)	1.16	0.54	0.54	0.61	0.73

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	179.54	98.23	3.61	15.94	22.28
营业利润	329.65	33.16	3.68	12.73	19.20
归属母公司净利润	350.74	30.06	0.37	12.71	19.19
获利能力 (%)					
毛利率	29.03	24.96	26.14	26.48	26.54
净利率	17.71	11.62	11.26	10.94	10.67
ROE	4.93	6.03	5.75	6.08	6.76
ROIC	6.19	7.00	8.37	9.23	10.30
偿债能力					
资产负债率 (%)	17.33	20.98	24.21	23.84	24.46
净负债比率 (%)	55.46	37.91	33.16	31.55	27.24
流动比率	2.69	2.37	2.27	2.47	2.56
速动比率	2.34	2.19	2.14	2.32	2.39
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.43	0.40	0.43	0.49
应收账款周转率	2.37	3.14	2.55	2.88	3.14
应付账款周转率	6.14	11.60	6.37	4.87	5.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.54	0.54	0.61	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.09	1.15	0.67	0.58
每股净资产(最新摊薄)	8.44	8.97	9.45	10.06	10.79
估值比率					
PE (倍)	23.66	18.19	18.13	16.08	13.49
PB (倍)	1.17	1.10	1.04	0.98	0.91
EV_EBITDA (倍)	15.80	11.99	10.98	9.76	8.40

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com