

影视行业逐渐回暖，龙头大厂优势显著

投资要点

- **投资逻辑：**公司是国内最大的影视剧制作公司，专注打造电视剧、电影、综艺三大精品内容，拥有成熟的工业化制作能力。2018以来，受行业整体景气度影响，公司业绩产生一定波动。但随着行业逐步复苏，公司有望借助强大工业化内容体系&优秀人才储备，实现快速崛起。
- **影视行业深度调整，2020年开始行业逐步复苏。**在监管政策的引导下，演员高薪等行业乱象得到约束，制作环节得到更多的资源支持。电视剧正逐步由“体量大、数量多、质量参差不齐的低制作水准电视剧”转变为“高标准、高品质、精细化的高制作水准电视剧”。随着供给侧改革效果的显现，电视剧开机数重新回升，行业复苏迹象明显。
- **迎难而上积极变革，梳理公司业务，打造主旋律头部精品剧。**受监管部门限古令、限外令等政策的施行影响，现实主义题材的作品占比逐渐提升。在鼓励现实主义的政策导向下，公司积极调整产品开发方向，致力于打造优质内容的主旋律电视剧。目前公司已逐步适应行业变化趋势，调整发展策略。公司精品剧储备丰富，多部作品正在制作或即将播出，有望进一步提升市占率。
- **行业整合加快，利好龙头剧集制造商。**演员片酬降低和行业的规范化使得制作成本也开始下降，制作成本优化带来内容质量的提升，国产作品精品化进程加快。短视频崛起形成新的产业链条，同时各大卫视平台和视频网站对于精品剧内容存在极大的需求。小型制作方大多不具有持续产出精品剧的能力，而龙头凭借其全流程、体系化的制作平台，能够保证精品剧稳定持续地输出。因此，长期来看，利好具有优质内容生产力的头部剧集制造商。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为0.26元、0.34元、0.38元。公司是影视剧行业领先企业，具备较强的工业化生产能力，有望在行业调整期迅速应对，进一步提升市场竞争能力。考虑到可比公司估值，我们给予公司2021年27倍估值，对应股价9.18元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策变动风险，竞争加剧的风险，项目落地进程不及预期的风险，项目收益不及预期的风险，人才流失风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2630.55	3856.27	4561.79	5026.87
增长率	-54.62%	46.60%	18.30%	10.20%
归属母公司净利润(百万元)	-1467.06	459.00	593.27	675.10
增长率	-794.55%	131.29%	29.25%	13.79%
每股收益EPS(元)	-0.84	0.26	0.34	0.38
净资产收益率ROE	-27.82%	7.05%	8.46%	8.91%
PE	-9	28	22	19
PB	2.49	1.98	1.84	1.71

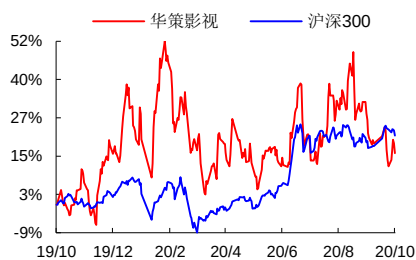
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn

分析师: 杭爱
 执业证号: S1250519080006
 电话: 010-58251921
 邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	17.56
流通A股(亿股)	14.37
52周内股价区间(元)	6.0-9.72
总市值(亿元)	130.62
总资产(亿元)	86.09
每股净资产(元)	3.08

相关研究

目 录

1 公司概况：电视剧制作行业领导者	1
2 行业分析：影视行业深度调整，2020 年开始逐步复苏	2
2.1 文化影视行业处于行业调整周期	2
2.2 行业整合进一步加快，商业模式出现变革	4
2.3 平台方大力扶持定制剧，头部精品剧稀缺	5
3 公司分析：积极应对行业变化，竞争优势显著	6
3.1 电视剧制作行业领导者，人才、版权资源集聚效应显著	6
3.2 引领行业的大数据能力和集成稳定高产出的工业化平台	6
3.3 公司发展战略契合行业发展规律	7
4 盈利预测与估值	9
5 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司 2014 年至今营收情况一览	1
图 2: 公司 2014 年至今综合毛利率一览	1
图 3: 公司 2014 年来营收构成	2
图 4: 公司 2014 年来分业务毛利率	2
图 5: 2013-2019 年国内电视剧版权市场交易额	3
图 6: 全国近三年 1-5 月电视剧逐月备案数量	3
图 7: 2017-2019 年影视公司情况	3
图 8: 2018 年 9 月到 2020 年 7 月电视剧开机部数变化	4
图 9: 近两年电视剧题材立项概况	4
图 10: 2017-2020 年 (1-6 月) 剧集上线数量 (部)	4
图 11: 2019/2020 年 1-6 月好评区间网剧数量占比及趋势	4
图 12: 2019H1/2020H1 各类型剧集上新量	5
图 13: 短视频从长视频取材二次创作截图	5
图 14: 2019/2020 年 1-6 月视频平台参投剧数量占比变化	5
图 15: 近年来平台联播网剧上线数量 (部)	5
图 16: 公司电视剧制作流程体系	6
图 17: 公司践行“华流出海”战略, 开展全球化布局	7
图 18: 公司产业架构	8

表 目 录

表 1: 近几年影视剧行业相关监管政策梳理	2
表 2: 公司旗下部分制作板块子公司及其代表性作品	6
表 3: 公司部分其他内容形态代表性作品	7
表 4: 分业务收入及毛利率	9
表 5: 可比公司相对估值	10
附表: 财务预测与估值	11

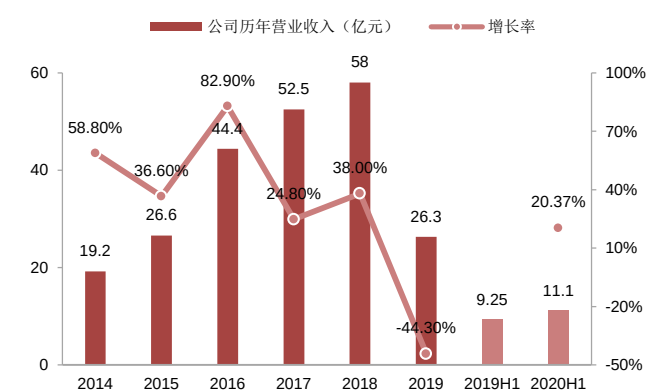
1 公司概况：电视剧制作行业领导者

华策影视成立于 2005 年，2010 年登陆创业板，2013 年并购全国第二大影视公司上海克顿传媒，奠定国内电视剧制作和发行龙头地位，专注打造电视剧、电影、综艺三大精品内容。公司坚持“内容为王、产业为基、华流出海”三大战略，不断丰富内容产品矩阵，持续升级内容影响力，打造更多思想精深、艺术精湛、制作精良的影视内容作品，成为中国影视内容行业领军企业。

公司业绩状况：公司营业收入自上市以来一直保持稳步增长的态势，自 2014 年的 19.2 亿元增长至 2018 年的 58 亿元，增速基本维持在 25% 以上。2019 年，受行业调整影响，公司短期业绩承压，营业收入受到冲击，实现营收 26.3 亿元，同比下降 44.3%。随着公司不断调整战略，逐渐适应行业监管新常态，2020H1 公司实现营收 11.1 亿，同比增加 20.4%。受新冠疫情影响，影院票房收入同比降低 95.4%，电影销售收入同比降低 67%，但其他产品或服务收入相对去年同期均保持稳定提升。

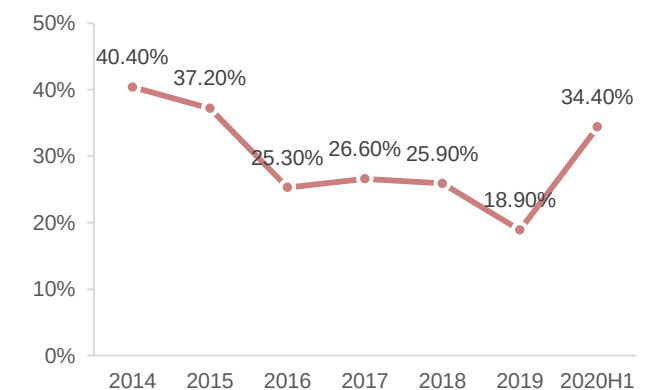
行业调整使得下游平台版权采购价格回调，业内公司毛利率均有下滑，公司毛利率从 2014 年的 40.4% 下降至 2019 年的 18.9%。在行业逐渐规范化，演员薪酬等制作成本回归理性后，预计后续毛利率将维持稳定。2020 年上半年，电影销售、经纪业务依然是公司毛利率最高的业务，分别为 67.1% 和 50.8%，二者毛利润相对上年同期有所下降，但占比有所提升。

图 1：公司 2014 年至今营收情况一览



数据来源：公司公告，西南证券整理

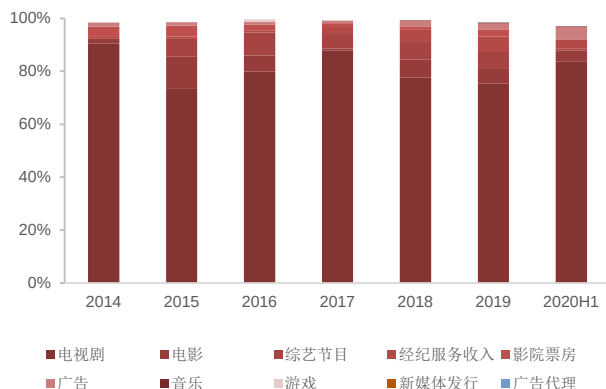
图 2：公司 2014 年至今综合毛利率一览



数据来源：公司公告，西南证券整理

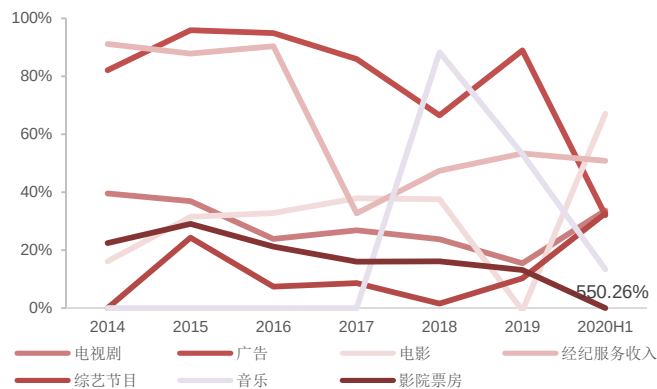
公司主营业务结构：电视剧业务为公司核心业务，历年营业收入占比均在 70% 以上。公司在主营业务以外积极扩展泛娱乐产业其他领域，电视剧业务营收占比逐年下降，以电影销售、影院票房、经纪服务等为代表的新业务占比逐渐扩大，公司收入逐渐多元化。2020 年前三季度，公司主要确认的电视剧项目包括《爱情公寓 5》《绝代双骄》《有翡》等，主要确认的电影项目包括《寻秦记》《紫罗兰永恒花园外传》《镇魂法师 2》等。

图 3：公司 2014 年来营收构成



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 4：公司 2014 年来分业务毛利率



数据来源：iFinD，西南证券整理

2 行业分析：影视行业深度调整，2020 年开始逐步复苏

2.1 文化影视行业处于行业调整周期

2.1.1 政策强力监管规范行业秩序，版权价格和市场规模双双回落

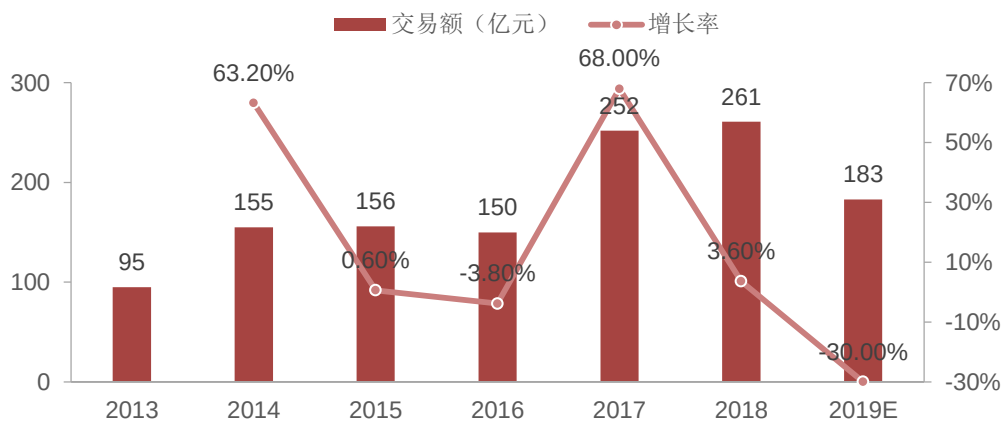
从 2017 年开始，广电总局分别针对电视剧题材、电视剧质量、影视行业演员片酬和收视率数据等实行强力监管。受监管政策影响，电视剧版权价格和市场规模双双回落。

表 1：近几年影视剧行业相关监管政策梳理

发布时间	政策内容
2017.09	限薪令：《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》
2018.03	广电总局严格整治网上歪曲演绎红色经典、血腥暴力、低俗炒作明星绯闻隐私和炫富享乐类视听节目。
2018.06	中宣部、文化旅游局、税务局、广电总局、国家电影局联合印发《通知》，整治天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问题。
2018.08	各大视频平台和传媒公司共同发布《关于抑制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》。
2018.09	限外令：广电总局起草《境外视听节目引进、传播管理规定》，控制境外节目引进总量、题材和产地，抑制网络播放总量。
2018.10	国家税务总局下发《通知》，对 2016 年以来的申报纳税情况进行自查自纠。
2018.11	限薪令：广电总局下发《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》，演员片酬不得超过总成本的 40%。
2019.03	限古令：广电总局出台调控新规，至六月底，所有古装题材网剧、电视剧、网路大电影都不允许播出；已播出的撤掉所有版面，未播出的择日再排。
2019.04	广电总局下发《未成年人节目管理规定》，明确了 16 条未成年人节目禁止的内容。
2020.02	广电总局发布《关于做好脱贫攻坚题材电视剧创作播出工作的通知》，加大脱贫攻坚电视剧购买、排播力度。
2020.04	广电总局发布《广播电视行业统计管理规定》，不得制造虚假的收视收听率。

数据来源：公开信息，西南证券整理

图 5：2013-2019 年国内电视剧版权市场交易额

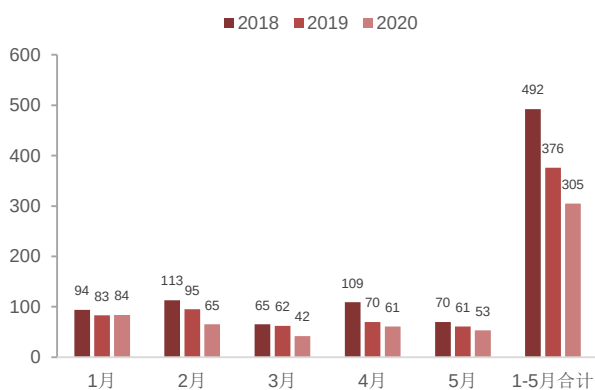


数据来源：广电总局，艺恩数据，西南证券整理

2.1.2 制作方适应监管新常态，2019 年开始行业逐渐复苏

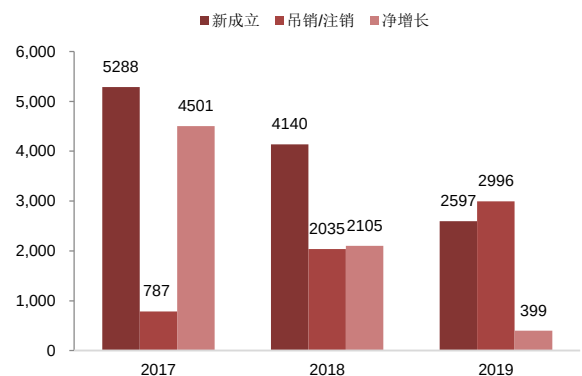
在监管政策的引导下，演员高薪等行业乱象得到约束，制作环节得到更多的资源支持。电视剧正逐步由体量大、数量多、质量参差不齐的低制作水准电视剧转变为高标准、高品质、精细化的高制作水准电视剧。与此同时，制作机构数量下降，影视剧行业集中度提升。

图 6：全国近三年 1-5 月电视剧逐月备案数量



数据来源：广电总局，西南证券整理

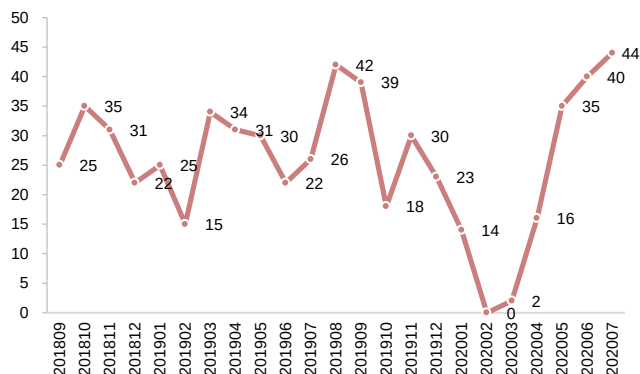
图 7：2017-2019 年影视公司情况



数据来源：企查查，西南证券整理

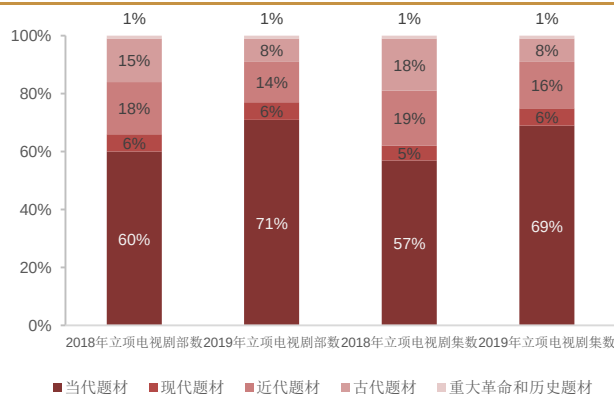
2019 年下半年起，随着供给侧改革效果的显现，电视剧开机数重新回升。受监管部门限古令、限外令等政策的施行影响，现实主义题材的作品占比逐渐提升。2020 年初，新冠疫情使得行业短期遭受影响，项目暂停、剧组停工、公司亏损，影视公司遭受重创。然而，在党和全国人民的共同努力下，疫情得到有效控制，很快就由停工停产状态向有序复工转变。期间，国家和地方出台多项政策扶持广播电视发展，加之影视基地、在拍剧组有序复工、严格监管，影视行业逐步恢复正常。随着复工复产的进行，电视剧开机数持续回升，整体行业复苏迹象明显。

图 8：2018 年 9 月到 2020 年 7 月电视剧开机部数变化



数据来源：电视剧鹰眼，西南证券整理

图 9：近两年电视剧题材立项概况

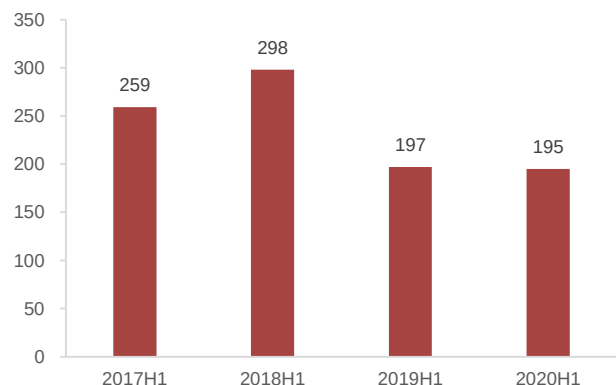


数据来源：广电总局，新传智库，西南证券整理

2.2 行业整合进一步加快，商业模式出现变革

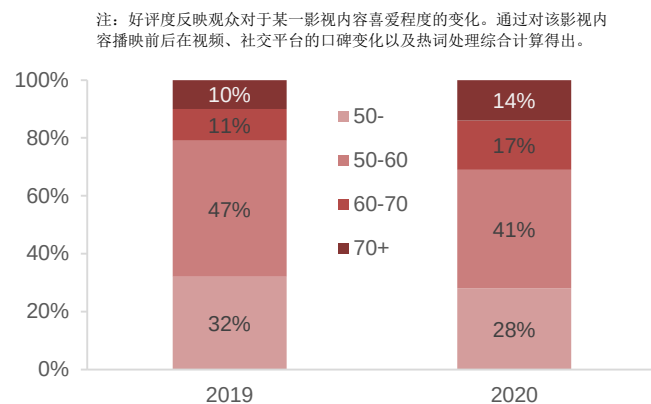
随着挥退泡沫化和规范行业发展矩阵等相关举措的施行，剧播量在大批量减少后逐步恢复稳定。演员片酬降低和行业的规范化使得制作成本也开始下降，制作成本优化带来内容质量的提升，国产作品精品化进程加快。

图 10：2017-2020 年（1-6 月）剧集上线数量（部）



数据来源：艺恩视频智库，西南证券整理

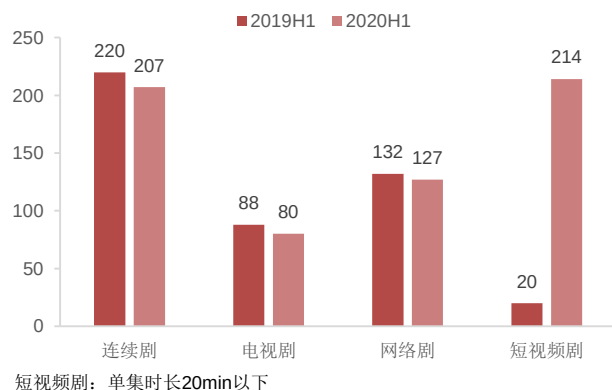
图 11：2019/2020 年 1-6 月好评区间网剧数量占比及趋势



数据来源：艺恩视频智库，西南证券整理

短视频崛起形成新的产业链条。内容品质升级以外，各大平台均在不断探索新的网剧制作形式，迷你剧、互动剧、竖屏剧等创新型网剧成为了网剧市场新赛道。随着短视频的崛起，长短视频实现跨次元合作：长剧集可以借助短视频实现传播破圈，实现播出前的热度积累以及二度剪辑发酵；而短视频可利用长视频进行二次创作，获得更高的流量及变现可能。内容创作上，长短视频融合推动短剧、微剧发展；商业模式上，短视频平台开始购买长视频内容以进一步提高客户粘性。

图 12: 2019H1/2020H1 各类型剧集上新量



数据来源: 云合数据, 西南证券整理

图 13: 短视频从长视频取材二次创作截图



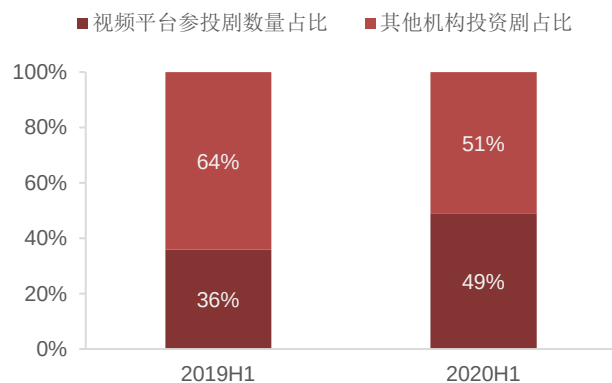
数据来源: 抖音, 西南证券整理

2.3 平台方大力扶持定制剧, 头部精品剧稀缺

平台方大力扶持定制剧, 不断向上游渗透, 近年来定制化趋势明显。定制剧在能够降低内容成本, 同时能更好地匹配受众群体, 实现口碑与成本的双赢, 因此各大平台方均以委托制作或联合出品的方式大力扶持定制剧。2020 年上半年新播网剧 131 部, 其中独播 115 部, 占比 88%。热门网剧《三生三世枕上书》在腾讯独播,《爱情公寓 5》《北陵少年志之大主宰》在爱奇艺独播, 三部剧均为平台自制剧, 表现突出。此外《锦衣之下》为芒果自制剧, 在爱奇艺、芒果 TV 拼播, 整体表现同样较为出色。

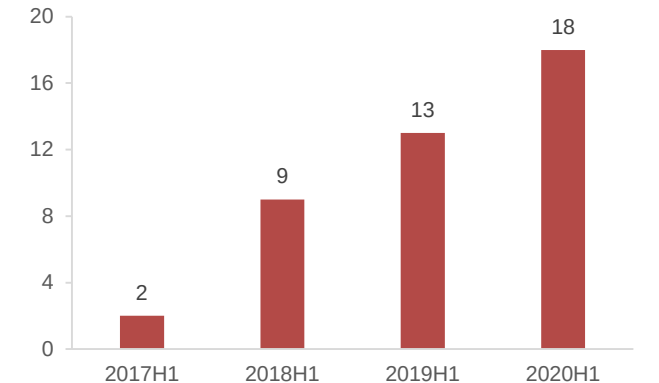
精品剧依然稀缺, 具有优质内容生产力的头部剧集制造商拥有更强的议价能力。未来剧集上线数目或将持续减少, 如果没有及时的优质作品填充, 头部区域或将面临库存紧缺的困境。出于用户对优质长视频内容的依赖, 各大卫视平台和视频网站平台出于“拉新”和维持用户留存率的目的, 均需要精品头部剧来帮助其取得竞争优势。从供给端看, 能够稳定提供精品剧内容的制作公司屈指可数; 而从需求端来看, 视频平台对于精品剧内容存在极大的需求。小型制作方大多不具有持续产出精品剧的能力, 而龙头凭借其全流程、体系化的制作平台, 能够保证精品剧稳定持续地输出。因此, 长期来看, 利好具有优质内容生产力的头部剧集制造商。

图 14: 2019/2020 年 1-6 月视频平台参投剧数量占比变化



数据来源: 艺恩数据, 西南证券整理

图 15: 近年来平台联播网剧上线数量 (部)



数据来源: 艺恩数据, 西南证券整理

3 公司分析：积极应对行业变化，竞争优势显著

3.1 电视剧制作行业领导者，人才、版权资源集聚效应显著

公司具有强大的核心创意能力，IP 资源储备丰富，现有创意团队 36 个，创意团队、工作室规模均居行业第一。以开放共赢为理念，依靠“强前台，优平台”的支撑体系最大化创意资源价值，为创意团队赋能，不断储备优质版权、剧本等内容资源，为产品制作奠定坚实的基础。存货规模和强大发行能力使得公司足以应对行业变化趋势。

表 2：公司旗下部分制作板块子公司及其代表性作品

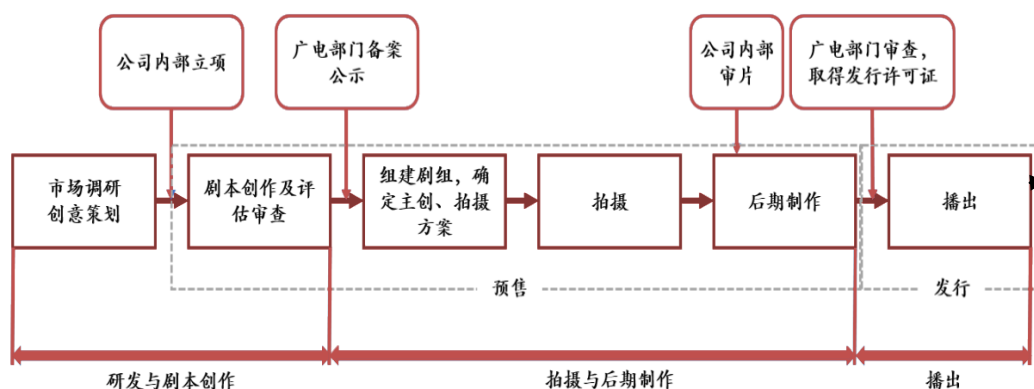
子公司	代表作品
剧酷传播	《三生三世十里桃花》《宸汐缘》《何以笙箫默》《微微一笑很倾城》《亲爱的，热爱的》等
辛迪加影视	《爱情公寓》系列、《天盛长歌》《我的莫格利男孩》等
剧芯文化	《亲爱的翻译官》《谈判官》等
金溪影视	《完美关系》等
华策影视（天津）	《下一站是幸福》、《以家人之名》等

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 引领行业的大数据能力和集成稳定高产出的工业化平台

公司拥有业内领先的大数据团队，通过强大的大数据分析工具产品，在内容创意、版权收集评估、影视制片、艺人经纪、渠道合作等各方面提供体系化的服务支持。在庞大的版权储备的基础上，公司积极采用前沿制作技术，辅以版权采购研发、大数据、大宣发、制片管理、业务协同等全流程项目管理体系，打造出一套工业化生产平台，确保内容产出的优质和稳定。

图 16：公司电视剧制作流程体系



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 公司发展战略契合行业发展规律

3.3.1 积极变革，从“内容力经济”向“影响力经济”拓展

公司积极梳理企业定位、业务模式等，丰富内容产品矩阵，打造主旋律精品剧，增强自身议价能力。在促进电视剧、电影两大核心主业高质量发展的同时，全力支持短剧、短视频、动画、音乐等内容产品形态的发展，加强内容商业变现。

表 3：公司部分其他内容形态代表性作品

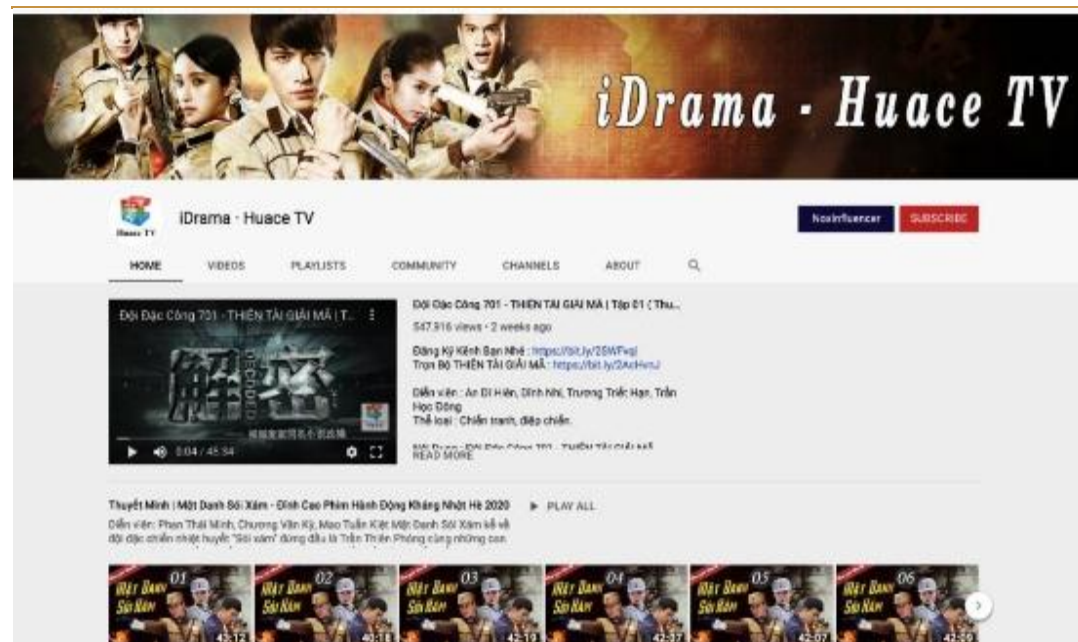
内容形态	代表作品
动画	《小老鼠雷迪克》《挑战大魔王》
综艺	《花样中国》《抖音美好奇妙夜》《天猫双十一狂欢夜》《2019 央视春晚“飞灯项目”》
游戏	《仙魔决》《萌宠大乱斗》

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

3.3.2 全球化布局，顺应华流出海浪潮，引领中国内容产业的升级

公司致力于全球化布局以及国际创意内容的交流。一方面，拓展海外渠道布局，加快“华剧场”的海外频道落地；另一方面，通过影视节目译制引进海外优质作品。此外，公司建立全球娱乐合伙人联盟和中国影视剧出口联盟，与华纳、索尼、福克斯、ITV、爱奇艺等国际国内顶级传媒集团开展深度合作，整合全球的优质内容资源，引领中国内容产业的升级。

图 17：公司践行“华流出海”战略，开展全球化布局



数据来源：中国经济时报，西南证券整理

3.3.3 前瞻布局、多元化变现

随着网络通讯技术、AR/VR 等科技的发展和移动互联网的普及，内容成为流量入口，促使传统文化影业与其他实体产业的对接成为可能。公司基于规模化的头部内容集群先天享有内容优势。一方面，公司在科技领域前瞻性地布局了 AR/VR 技术领域，驱动内容形式的创新升级；另一方面，公司积极参与跨行业资源整合与合作，扩展内容衍生价值和新业务模式，开发整合新媒体、艺人经纪、整合营销、音乐、影城等多元变现潜力，护航公司持续、健康、稳定发展。

图 18：公司产业架构



数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：随行业逐步复苏，电视剧业务重回正轨，2020-2022 年毛利率维持在 30% 的水平；

假设 2：电影业务受疫情影响逐步缓解，增速回稳。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
电视剧	收入	1981.3	3,368.2	3,772.3	4,149.6
	增速	-56.0%	70.0%	12.0%	10.0%
	毛利率	15.5%	30.0%	30.0%	30.0%
电影	收入	145.3	101.7	284.9	307.7
	增速	-63.3%	-30.0%	180.0%	8.0%
	毛利率	-0.8%	30.0%	35.0%	35.0%
影院票房	收入	65.1	42.3	105.8	113.2
	增速	-12.7%	-35.0%	150.0%	7.0%
	毛利率	13.2%	12.0%	15.0%	15.0%
经纪服务	收入	151.8	179.1	223.8	268.6
	增速	-43.0%	18.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	53.3%	50.0%	50.0%	50.0%
广告	收入	66.3	99.4	114.3	123.5
	增速	-49.5%	50.0%	15.0%	8.0%
	毛利率	88.9%	85.0%	85.0%	85.0%
综艺节目	收入	169.6	8.5	-	-
	增速	-55.8%	-95.0%	-	-
	毛利率	10.3%	10.0%	-	-
音乐	收入	7.9	8.9	9.8	10.8
	增速	-23.2%	12.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	53.1%	50.0%	50.0%	50.0%
其他主营业务	收入	34.6	37.0	38.8	40.8
	增速	-38.9%	7.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	18.1%	20.0%	25.0%	25.0%
其他业务	收入	23.4	28.1	30.9	34.0
	增速	46.6%	20.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	99.2%	98.0%	98.0%	98.0%
内部抵消	收入	-14.7	-16.9	-18.9	-21.1
	增速	-59.2%	15.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	59.5%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	收入	2630.6	3,856.3	4,561.8	5,026.9
	增速	-54.6%	46.6%	18.3%	10.2%
	毛利率	18.9%	32.4%	32.7%	32.7%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.26 元、0.34 元、0.38 元。公司是影视剧行业领先企业，具备较强的工业化生产能力，有望在行业调整期迅速应对，进一步提升市场竞争能力。考虑到可比公司估值，我们给予公司 2021 年 27 倍估值，对应股价 9.18 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司相对估值

证券代码	证券名称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
002343.SZ	慈文传媒	7.29	0.35	0.34	0.52	34.92	21.28	14.15
300027.SZ	华谊兄弟	5.44	-1.42	-0.03	0.15	-3.26	-194.22	36.84
300251.SZ	光线传媒	12.34	0.32	0.16	0.37	36.53	75.02	33.25
300336.SZ	新文化	4.98	-1.18	0.15	0.23	-3.48	34.03	21.94
中值						35.73	34.03	27.60
均值						35.73	43.44	26.55

数据来源：Wind 一致性预测，西南证券（数据截至 2020.10.25，剔除负值影响）

5 风险提示

行业政策变动风险，竞争加剧的风险，项目落地进程不及预期的风险，项目收益不及预期的风险，人才流失风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2630.55	3856.27	4561.79	5026.87	净利润	-1475.28	468.36	605.37	688.88
营业成本	2133.02	2606.10	3071.88	3381.91	折旧与摊销	26.57	14.06	14.06	14.06
营业税金及附加	7.14	13.50	14.77	16.72	财务费用	76.84	101.45	75.17	72.22
销售费用	406.27	347.06	401.44	427.28	资产减值损失	-1178.22	0.00	0.00	0.00
管理费用	244.47	269.94	319.33	351.88	经营营运资本变动	933.77	-912.60	-832.67	-566.84
财务费用	76.84	101.45	75.17	72.22	其他	2862.48	-113.13	-159.54	39.93
资产减值损失	-1178.22	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1246.16	-441.85	-297.61	248.25
投资收益	21.57	30.00	30.00	30.00	资本支出	745.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	8.96	4.25	5.08	5.45	其他	-1206.59	34.25	35.08	35.45
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-461.48	34.25	35.08	35.45
营业利润	-1398.17	552.47	714.28	812.31	短期借款	-317.61	-1602.39	33.77	-33.77
其他非经营损益	-3.31	-1.45	-2.07	-1.87	长期借款	0.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	-1401.48	551.02	712.20	810.44	股权融资	-61.15	0.00	0.00	0.00
所得税	73.80	82.65	106.83	121.57	支付股利	-25.51	293.41	-91.80	-118.65
净利润	-1475.28	468.36	605.37	688.88	其他	-472.20	478.87	-75.17	-72.22
少数股东损益	-8.22	9.37	12.11	13.78	筹资活动现金流净额	-876.45	-830.11	-133.20	-224.64
归属母公司股东净利润	-1467.06	459.00	593.27	675.10	现金流量净额	-91.77	-1237.71	-395.73	59.06
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2089.62	851.91	456.18	515.24	成长能力				
应收和预付款项	3002.41	3853.91	4650.29	5169.62	销售收入增长率	-54.62%	46.60%	18.30%	10.20%
存货	2131.50	2728.66	3363.42	3627.69	营业利润增长率	-466.76%	139.51%	29.29%	13.72%
其他流动资产	873.24	1266.22	1492.42	1641.53	净利润增长率	-689.96%	131.75%	29.25%	13.79%
长期股权投资	264.96	264.96	264.96	264.96	EBITDA 增长率	-370.80%	151.59%	20.29%	11.83%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	170.55	160.14	149.74	139.33	毛利率	18.91%	32.42%	32.66%	32.72%
无形资产和开发支出	429.30	428.95	428.60	428.24	三费率	27.66%	18.63%	17.45%	16.94%
其他非流动资产	906.57	903.27	899.97	896.67	净利率	-56.08%	12.15%	13.27%	13.70%
资产总计	9868.16	10458.03	11705.57	12683.29	ROE	-27.82%	7.05%	8.46%	8.91%
短期借款	1602.39	0.00	33.77	0.00	ROA	-14.95%	4.48%	5.17%	5.43%
应付和预收款项	2707.93	3547.13	4236.52	4670.59	ROIC	-26.82%	11.92%	11.73%	11.58%
长期借款	199.84	199.84	199.84	199.84	EBITDA/销售收入	-49.22%	17.32%	17.61%	17.88%
其他负债	55.34	66.11	76.91	84.11	营运能力				
负债合计	4565.50	3813.07	4547.04	4954.53	总资产周转率	0.23	0.38	0.41	0.41
股本	1755.67	1738.07	1738.07	1738.07	固定资产周转率	27.02	23.32	29.44	34.78
资本公积	2964.92	2982.52	2982.52	2982.52	应收账款周转率	0.80	1.39	1.31	1.25
留存收益	1114.57	1866.98	2368.44	2924.89	存货周转率	0.91	1.00	0.99	0.96
归属母公司股东权益	5254.64	6587.57	7089.04	7645.48	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	197.23%	—	—	—
少数股东权益	48.02	57.38	69.49	83.27	资本结构				
股东权益合计	5302.66	6644.95	7158.53	7728.75	资产负债率	46.26%	36.46%	38.85%	39.06%
负债和股东权益合计	9868.16	10458.03	11705.57	12683.29	带息债务/总负债	39.47%	5.24%	5.14%	4.03%
					流动比率	1.86	2.41	2.29	2.31
					速动比率	1.37	1.66	1.52	1.54
					股利支付率	-1.74%	-63.92%	15.47%	17.58%
					每股指标				
					每股收益	-0.84	0.26	0.34	0.38
					每股净资产	2.99	3.75	4.04	4.35
					每股经营现金	0.71	-0.25	-0.17	0.14
					每股股利	0.01	-0.17	0.05	0.07
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	-1294.76	667.99	803.51	898.59					
PE	-8.90	28.46	22.02	19.35					
PB	2.49	1.98	1.84	1.71					
PS	4.97	3.39	2.86	2.60					
EV/EBITDA	-9.17	17.03	14.69	13.03					
股息率	0.20%	—	0.70%	0.91%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn