

三驾马车齐头并进, 未来发展值得期待

投资要点

- 推荐逻辑:** 公司是“制造+营销+投资”多业务并重的集团公司, 各业务板块均呈现较好的发展态势, 目前处于黄金拐点位置。应对市场变化, 积极开展战略布局, 加大短视频、AI营销投入, 持续推进市场推广力度, 有望进一步提升市场占有率。公司未来三年有望实现年均31%的复合增长, 成长性较强。
- 数字营销: 前瞻布局短视频、AI营销。** 随5G、大数据、人工智能技术快速发展, 数字营销行业正发生极大变革。独角兽营销平台不断涌现, 深刻改变产业格局; 短视频、直播等新兴娱乐形式使直播带货、社交电商等新兴业态大行其道, 数字营销行业未来仍将保持年均20%以上增长。公司前瞻布局MCN短视频赛道, 目前是今日头条最头部的代理公司之一, 快手平台业务量也实现200%增长, 并跻身天猫美妆+大快消的核心合作伙伴。公司已在重庆建立短视频基地, 可满足公司短视频拍摄需求; 将AI人工智能和AR增强现实技术运用于电商直播, 打造了直播升级产品幻直播。我们认为, 公司布局领先, 有望在后续竞争中掌握主动。
- 制造业: 加大市场开拓和技术创新。** 公司是领先的泵类机械制造企业, 技术能力出众、客户资源丰富, 公司产品覆盖了全球超过140个国家和地区, 在128个国家和地区拥有LEO自主品牌经销商。随着疫情影响减弱&大型基建项目开工, 公司制造业板块有望充分受益, 进入发展快车道。
- 投资业务: 进入持续收获期。** 公司积极布局新兴产业投资方向, 投资了大量优质标的企业。被投标的之一的理想汽车已于2020年7月底成功在纳斯达克上市, 公司确认公允价值变动收益36亿元, 对归母净利润影响约在27亿元左右。此外, 新风光已于今年6月份申请科创板IPO, 预计将于近期上会; 碧橙电商、浙江大农、异乡好居等被投企业也将实现上市IPO, 有望为公司带来持续现金流入。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为0.49元、0.08元、0.10元, 未来三年归母净利润将保持31%的复合增长率。公司在“制造”、“营销”、“投资”等不同领域均取得一定成绩, 目前正处于拐头向上的黄金位置, 建议重点关注, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- 风险提示:** 产业政策变动风险, 市场竞争加剧的风险, 客户流失的风险, 业务开拓不及预期的风险, 核心人才流失的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14032.62	14871.05	17566.77	19487.93
增长率	14.55%	5.97%	18.13%	10.94%
归属母公司净利润(百万元)	307.61	3290.38	529.82	692.51
增长率	116.54%	969.66%	-83.90%	30.71%
每股收益EPS(元)	0.05	0.49	0.08	0.10
净资产收益率ROE	3.80%	28.98%	4.74%	5.89%
PE	70	7	40	31
PB	2.63	1.89	1.91	1.81

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)	67.55
流通A股(亿股)	57.87
52周内股价区间(元)	1.97-4.77
总市值(亿元)	214.13
总资产(亿元)	160.45
每股净资产(元)	1.67

相关研究

目 录

1 公司概况：“机械+营销+投资”，三驾马车齐头并进	1
2 行业分析：数字营销前景广阔，制造业需求持续增长	3
2.1 数字营销行业前景广阔，短视频领域流量激增	3
2.2 疫情防控持续向好，制造业需求逐步恢复	5
3 公司分析：积极应对市场变化，业务发展持续向好	6
3.1 数字营销板块：把握行业趋势热点，布局短视频与 AI 营销	6
3.2 制造业板块：不断推进市场推广及技术创新	8
3.3 投资板块：探索新兴产业投资方向，进入项目收获期.....	11
4 盈利预测与估值	11
5 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司 2015-2019 年分行业营收占比.....	2
图 4: 公司 2015-2019 年分产品营收占比.....	2
图 5: 公司 2015-2020 前三季度营业收入及增长率.....	2
图 6: 公司 2015-2020 前三季度归母净利润及增长率.....	2
图 7: 公司 2015-2020H1 毛利率变动情况.....	3
图 8: 公司 2015-2019 各项业务毛利占比.....	3
图 9: 互联网广告市场规模及增长率.....	4
图 10: 中国电商营销收入及增长率.....	4
图 11: 2018 年 6 月-2020 年 6 月短视频行业月总独立设备数.....	4
图 12: 未来数字营销生态: 全链路营销闭环.....	5
图 13: 2013 年-2019 年中国工业增加值增长速度.....	5
图 14: 全产业链布局, 提供一体化解决方案.....	6
图 15: 助力品牌实现抖音平台投放.....	7
图 16: 直播升级产品幻直播 (FANOX Virtual Broadcast).....	8
图 17: 公司泵业制造基地一览.....	8
图 18: 泵业板块营收及毛利情况一览.....	9
图 19: 公司泵业覆盖全球主要市场.....	10
图 20: 公司泵业销售国内覆盖情况.....	10

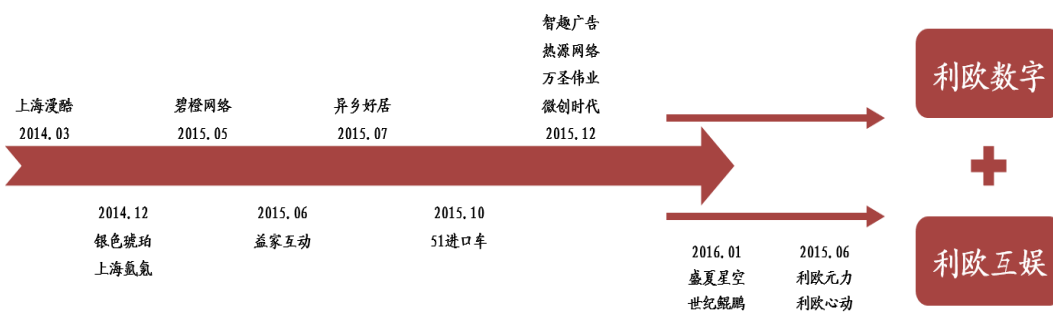
表 目 录

表 1: 近几年行业相关政策发布.....	3
表 2: 公司近年部分对外投资项目.....	11
表 3: 分业务收入及毛利率.....	12
表 4: 可比公司相对估值.....	12
附表: 财务预测与估值.....	13

1 公司概况：“机械+营销+投资”，三驾马车齐头并进

利欧集团股份有限公司是中国领先的泵类机械制造企业，亦是国内最大的数字营销集团之一。公司目前已构建了“机械制造+数字营销+投资并购”组成的多业务板块格局，拥有员工近 5000 人。机械制造是公司的传统业务，自 2001 年成立以来始终专注于微型小型水泵及园林机械产品的研发、生产和销售，产品在民用给排水、农业灌溉、水务工程、工业水处理、水利建设、电力电站、石油化工、园林保护等关键领域发挥着至关重要的作用。上市后，公司积极推动业务转型升级，不断拓宽业务领域。自 2014 年起，公司进入数字营销领域，陆续收购了上海漫酷、上海氩氩、琥珀传播、万圣伟业、微创时代和智趣广告，建立了从基础的互联网流量整合到全方位精准数字营销服务于一体的整合营销平台。

图 1：公司发展历程

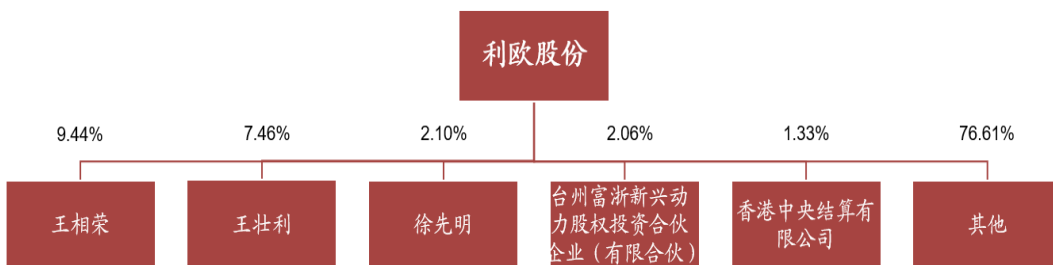


数据来源：公司官网，西南证券整理

现利欧数字旗下设有四大业务单元，分别为琥珀集团、氩氩集团、媒介业务群和多元业务群，致力于成为全球领先的数字集团，以数字化驱动重构传播，为客户提供数字策略和数据、数字创意、数字媒体、数字流量、数字电视、社会化媒体和娱乐内容营销以及电子商务为一体的“数字化商业转型”解决方案。

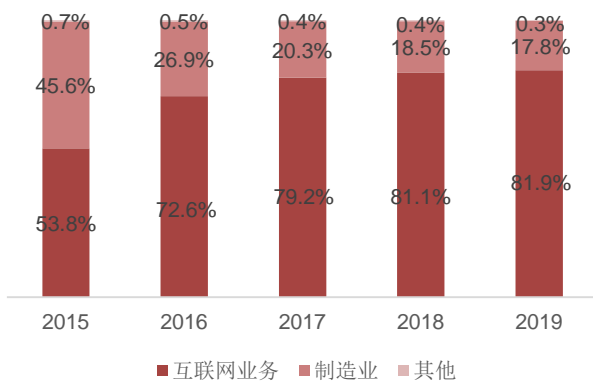
公司股权结构：截至 2020 年 6 月 30 日，公司第一大股东和实际控制人为王相荣，持股比例为 9.44%，第二大股东王壮利系王相荣胞弟，持股比例为 7.46%。公司前十大股东持股比例合计占总股本的 26.3%。

图 2：公司股权结构

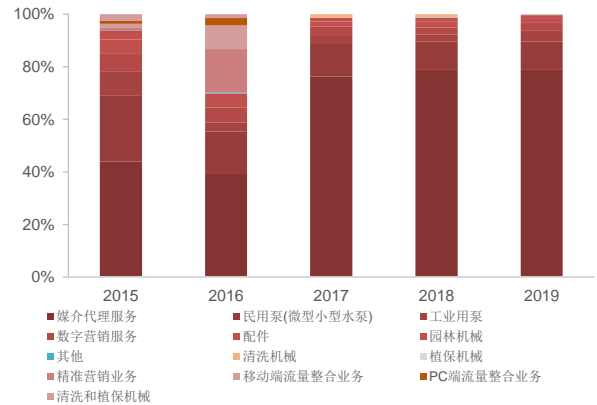


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构: 当前公司业务主要分为互联网业务、机械制造和投资并购三大板块, 三驾马车齐头并进, 推动公司快速发展。其中互联网业务为公司主要收入和利润来源, 2019 年收入和毛利的比重分别达到 81.89% 和 53.34%。公司细分业务中, 媒介代理服务贡献了绝大部分营业收入, 2019 年该项业务营收占比达到 78.56%。近年来互联网业务和制造业营收占比基本维持稳定。2014 年以来, 公司积极探索新兴产业投资方向, 先后投资了浙江大农、异乡好居、理想汽车、新风光等优质项目, 取得了源源不断现金流入, 为公司发展奠定了坚实基础, 投资并购已经成为利欧股份重要的业务板块。

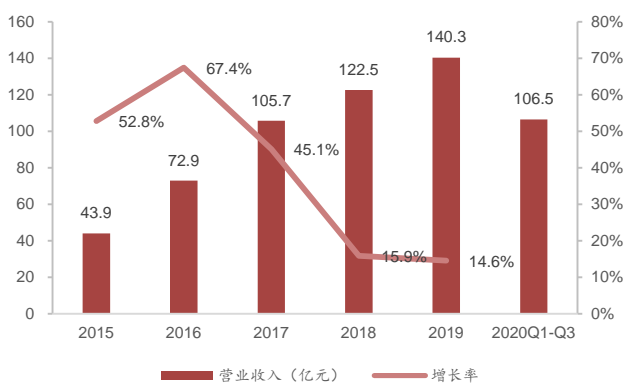
图 3: 公司 2015-2019 年分行业营收占比


数据来源: iFinD, 西南证券整理

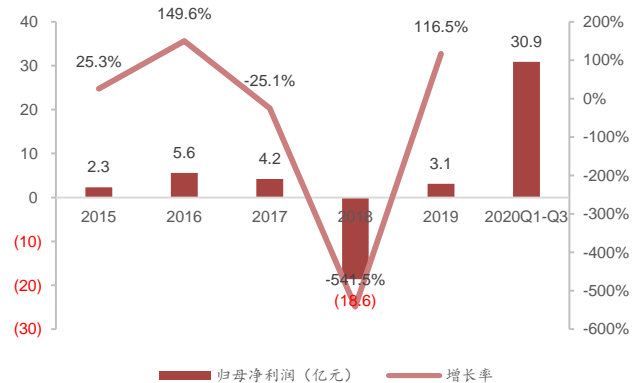
图 4: 公司 2015-2019 年分产品营收占比


数据来源: iFinD, 西南证券整理

公司业绩状况: 2020 年前三季度, 公司实现营业收入 106.5 亿元, 较上年同期下降 0.5%; 实现归属于上市公司股东的净利润 30.9 亿元, 同比大幅增长 900.0%; 实现扣非后归母净利润 3.4 亿元, 同比增长 70.4%。受新冠疫情影响, 制造业板块复工时间有所推迟, 实现营收 11.7 亿元, 同比下降 9.9%; 互联网用户娱乐需求从线下转移至线上, 催生短视频行业流量激增, 带动公司数字营销板块营收同比增长 9%。

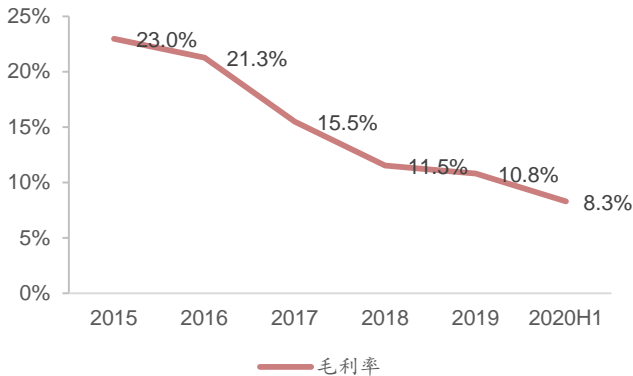
图 5: 公司 2015-2020 前三季度营业收入及增长率


数据来源: iFinD, 西南证券整理

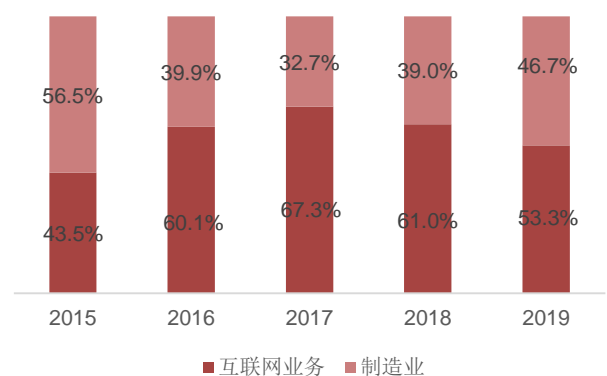
图 6: 公司 2015-2020 前三季度归母净利润及增长率


数据来源: iFinD, 西南证券整理

公司 2018 年业绩曾出现波动, 主要系公司计提超过 20 亿元的资产减值损失所致。2020 年, 公司早期投资项目渐渐进入收获期。今年 7 月 30 日, 理想汽车在美国纳斯达克上市, 公司相应公允价值变动收益增加超 27 亿元, 大幅提振公司业绩。经过多年的业务整合, 公司管理效率显著提升, 带动 2020 年前三季度扣非后归母净利润增长 70%。

图 7：公司 2015-2020H1 毛利率变动情况


数据来源：iFinD，西南证券整理

图 8：公司 2015-2019 各项业务毛利占比


数据来源：iFinD，西南证券整理

2 行业分析：数字营销前景广阔，制造业需求持续增长

2.1 数字营销行业前景广阔，短视频领域流量激增

2.1.1 政策扶持助推数字营销行业快速发展

数字营销行业近年得到了国家相关部门大力支持，国务院、工商总局等相关部委相继发布《关于促进广告业发展的指导意见》、《文化产业振兴规划》、《广告产业发展“十三五”规划》、《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》、《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》等政策文件，为数字营销行业发展提供了良好的政策环境，推动行业健康有序发展。

表 1：近几年行业相关政策发布

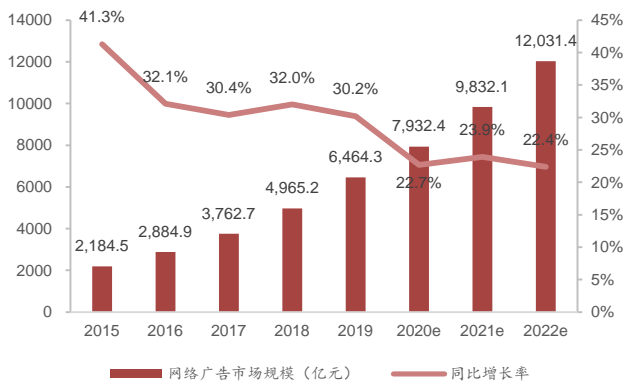
时间	政策
2014.08	中央会议通过《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》，强调要积极运用大数据，云计算等新技术，发展移动客户端，手机网站等新应用新业态促进新兴媒体发展。
2016.07	国家工商总局发布《广告业发展“十三五”规划》，指出广告产业要增强创新力，提升社会效益。
2019.01	中国网络视听节目服务协会公布《网络短视频平台管理规范》。
2019.12	《网络信息内容生态治理规定》正式发布，自 2020 年 3 月 1 日起施行。

数据来源：政府官网，西南证券整理

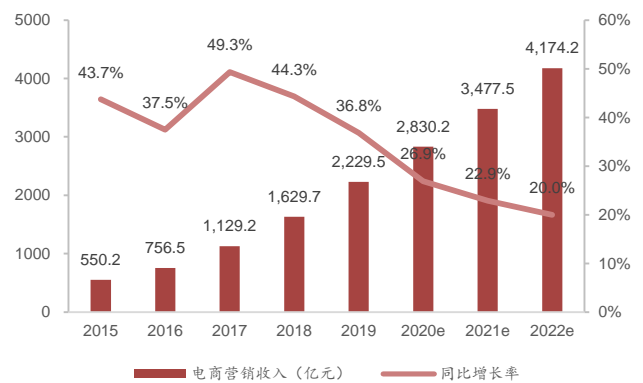
2.1.2 互联网广告仍快速增长，新型营销模式不断涌现

根据艾瑞咨询数据显示，2019 年我国互联网广告市场总体规模达到 6464.3 亿元，较 2018 年增长了 30.2%，增幅较 2018 年略有放缓。互联网流量红利虽逐渐消退，但整体市场规模仍保持每年超过 20% 以上的增长态势。一方面，AI、大数据、智能投放等创新技术的普及应用，不仅催生了一批独角兽营销平台，而且大幅拉低了广告投放门槛，极大拓宽了市场空间。另一方面，5G 网络的推行及移动互联网技术的不断迭代，带动了直播、短视频、信息流和社交电商等领域的流量激增，直播的即时性、双向互动性与短视频的社交属性，让直

播带货的网红电商模式成为 2019 年营销领域的关键热词，也成为品牌提升营销实效的重要突破口。

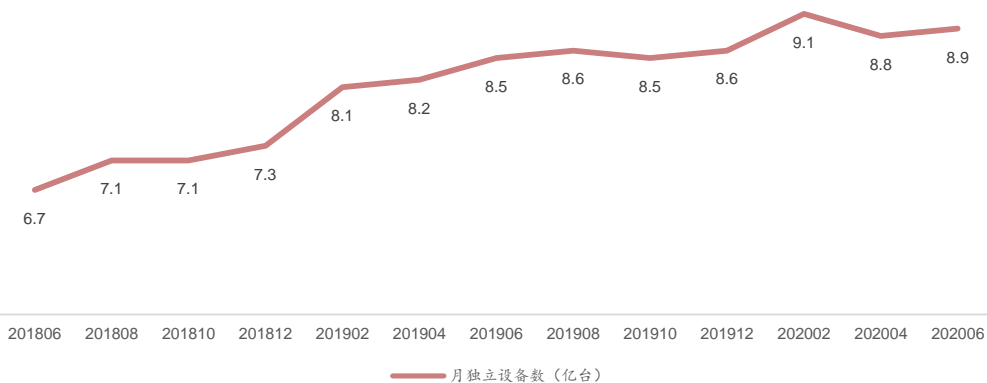
图 9：互联网广告市场规模及增长率


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 10：中国电商营销收入及增长率


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

目前，短视频已经成为互联网用户非常重要的娱乐方式之一。根据艾瑞咨询 2020 年 4 月用户调研数据显示，用户在过去接触过的内容形式中，短视频位列首位。艾瑞咨询 UserTracker 同时显示，截至 2020 年 6 月，移动网民端短视频渗透率已达 65.8%，伴随 5G 网络的落地和加速普及，短视频用户规模预计仍将进一步增长。较高的用户活跃度将进一步带动资本投入，推动短视频平台发展并衍生新变现渠道。

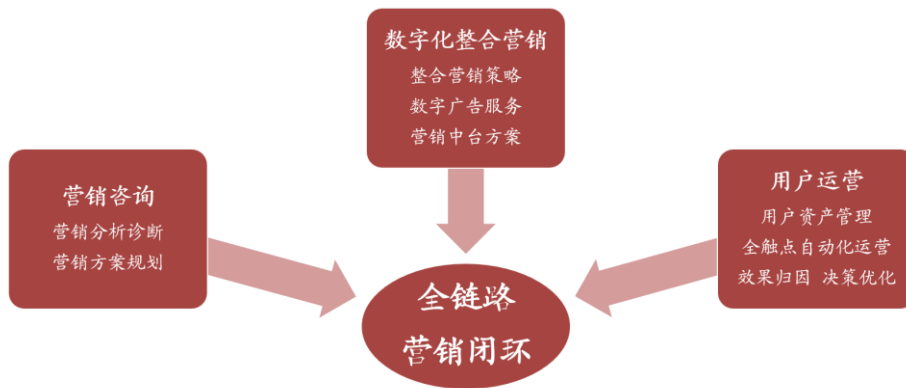
图 11：2018 年 6 月-2020 年 6 月短视频行业月总独立设备数


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

2.1.3 数字营销行业不断下沉，先行企业优势明显

现阶段，中国网民数量增长进入了一个相对平稳的阶段，互联网在易转化人群和发达地区居民中的普及率已经达到较高水平，下一阶段中国互联网的普及将转向三四线城市及农村地区的居民。与此同时，中西部地区经济实力与消费水平增速迅猛，这块“后发地区”正在移动互联网大潮中快速成长，带来巨大增长空间。

图 12: 未来数字营销生态: 全链路营销闭环



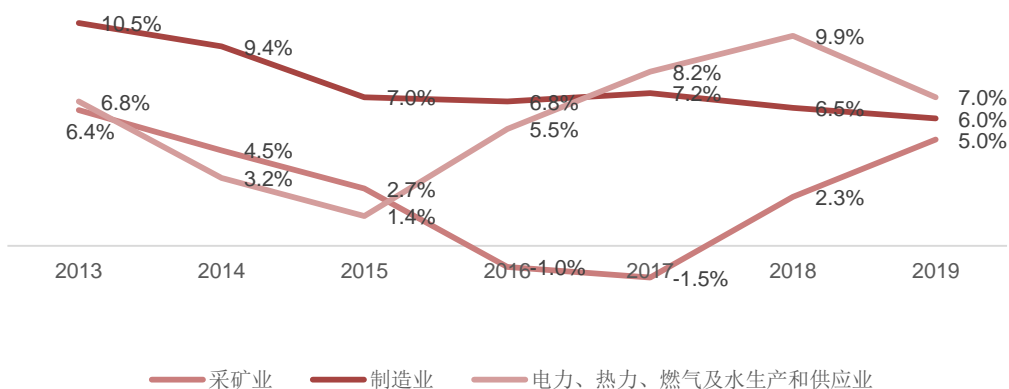
数据来源: 西南证券整理

我国数字营销行业市场规模较大, 但从业企业数量众多且大多规模较小。行业进入壁垒较低, 但先行者已积累一定技术实力、客户资源与媒体资源, 新进入者需具备独特优势才可能开展竞争存活下来。且部分领先企业已着手开展全产业链布局, 可提供从互联网用户数据源获取、大数据分析、营销策略制定, 到创意内容制作、媒体投放、营销效果监测和优化提升的全产业链闭环服务, 已形成较为明显的领先优势。

2.2 疫情防控持续向好, 制造业需求逐步恢复

近年来, 得益于国家扩大公共设施投资以及刺激内需的政策, 水利水务、电力、钢铁冶金、石化、矿业等国民经济主要部门和城市基础设施建设需求持续增长。并且经过多年的技术引进和消化吸收, 国内机械制造商的整体技术水平、生产装备水平得到了明显提升, 部分优势企业已掌握产品生产过程中的核心技术, 具备了自主研发和创新能力。国产设备质量迅速提高, 价格优势更加明显, 外资企业开始大量采购国产设备。

图 13: 2013 年-2019 年中国工业增加值增长速度



数据来源: 国家统计局官网, 西南证券整理

2020 年上半年，宏观政策刺激推动供给端快速恢复的主要方式是加库存，数据显示上半年被动加库存的幅度拉动 GDP 增速近 2 个百分点，远超正负 0.5% 的合理区间范围。从第三季度开始，随着国内消费快速增长和国外需求回升引致的出口扩张，对未来的乐观预期促使企业加快生产经营，工业生产增速提振显著，有望带动工业泵、园林机械市场需求保持稳定增长。截至目前，国家确定的 172 项重大工程现已开工 142 项，在建规模超过万亿。随着国内疫情防控形势的持续向好，生产型企业全面复工复产，而国外疫情形势依然不容乐观，更将进一步拉动国内相关产业及企业稳步发展。

3 公司分析：积极应对市场变化，业务发展持续向好

3.1 数字营销板块：把握行业趋势热点，布局短视频与 AI 营销

自 2014 年开始，公司通过系列并购事项，整合多家数字营销优质标的，已形成覆盖营销策略和创意、媒体投放和执行、效果监测和优化、社会化营销、精准营销、流量整合等业务领域的完整服务链条，成为业内少数提供一站式整合数字营销服务的企业。近年，公司针对行业内细分市场的变化趋势和热点，已率先实现在短视频、信息流和社交电商领域的全链路布局。2020 年上半年，公司继续发力短视频营销，在字节跳动（巨量引擎）业务投放量为 38 亿元，在快手的业务投放量超过 4 亿元。

3.1.1 先行优势显著，全产业链整合服务能力强

公司一直致力于成为全球领先的数字营销旗舰集团，目前已覆盖数字营销上下游全产业链，包括数字策略和数据、数字创意、数字媒体、数字流量、数字电视、社会化媒体、娱乐内容营销、以及电子商务，为品牌客户提供“以消费者为核心、以数据为导向、以内容为目标”的数字化商业转型解决方案，以生态化的服务体系实现“1+1>2”协同效应最大化。

图 14：全产业链布局，提供一体化解决方案



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司一直努力进一步拉长上下游产业链，上游延伸至产品的商业策略端、研发端，下游延伸至媒介代理和内容结合，包括社交电商和短视频，与内容制造者、媒体运营者、平台拥有者、科技创新者协同，触达消费者生活的方方面面。

3.1.2 建立重庆短视频基地，持续布局短视频、信息流

2017 年以来，公司持续布局 MCN，旗下子公司与今日头条及抖音平台已达成长期稳固的合作关系，并为包含东南汽车在内的多个品牌成功实现了在抖音平台的媒介投放。2019 年，公司以近 70 亿的业务体量成为今日头条最头部的代理公司之一，快手的业务增长突破了 200%，并跻身天猫美妆+大快消的核心合作伙伴。同时，公司成立了专业团队，聚拢行业内优质的达人和红人资源进行直播与短视频拍摄，其中还包括了海外直播短视频业务是公司未来坚持的核心业务。基于行业发展判断和直播方面的经验，公司将持续在抖音和快手电商进行团队建设和业务布局。

图 15：助力品牌实现抖音平台投放



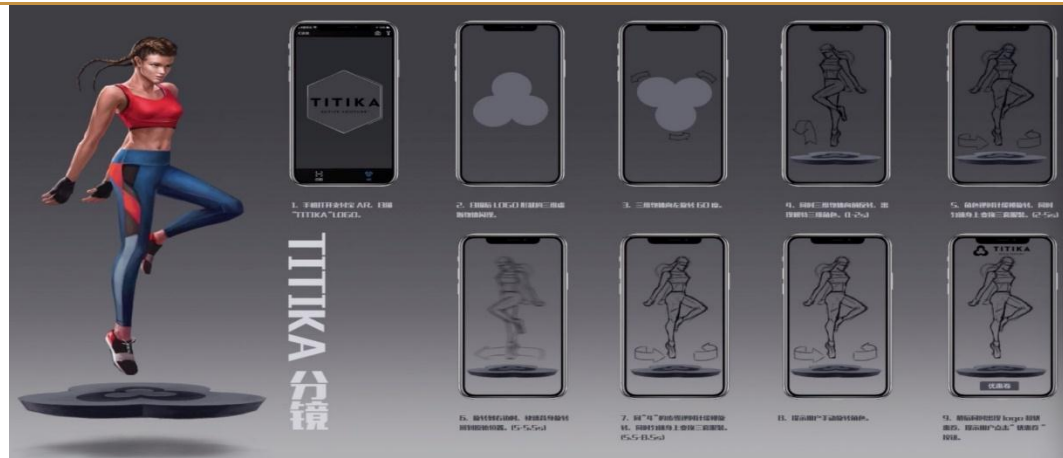
数据来源：公司官网，西南证券整理

公司已在重庆建立短视频基地，办公面积 1700 平米，场景面积 3000 平米，各类人员 230 人，未来能够满足整个公司短视频拍摄的需求。这将对短视频业务的进一步发展起到重要作用。此外，公司也将在上海周边建立一系列的拍摄场景布局。

3.1.3 积极投入技术创新，探索 AI 数字营销

公司聚拢了一大批行业顶尖人才，成立产品研发中心，并制定了数字营销云基础资源建设的未来五年规划，以增强大数据加工与应用和程序化广告交易平台的技术研发和运营能力。2017 年，公司与上外国际工商管理学院合作进行了 AI 人工智能科研项目。该项目旨在识别消费者个性化的需求和情感，将 AI 人工智能与广告创意进行深度结合，和消费者做到真正一对一的沟通，实现“千人千面”营销。

图 16: 直播升级产品幻直播 (FANOX Virtual Broadcast)



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

2020 年, 公司将 AI 人工智能和 AR 增强现实技术运用于电商直播, 打造了直播升级产品幻直播, 结合了表情捕捉、动作捕捉、物理解算、同步传输、特技效果等专项技术。AI 人工智能驱动的电商直播将有力提升直播的社交性、双向交互性和内容多样性, 并有效突破原有明星和网红资源在时间和空间上的限制, 成倍提高生产力, 最大化边际效应。虚拟主播也往往具有更高的可塑性和复用性, 能为品牌创造更多定制化和个性化的内容。公司基于多年的数据和技术积累, 积极探索 AI 技术在数字营销方面的应用, 并即将推出利欧管家的一站式营销 AI 产品。

3.2 制造业板块: 不断推进市场推广及技术创新

公司原有业务为传统制造业, 主要从事泵、园林机械制造和销售, 在整个泵业领域形成了较为完整的产业链覆盖。产品在民用给排水、农业灌溉、水务工程、工业水处理、水利建设、电力电站、石油化工、园林保护等关键领域发挥着至关重要的作用。公司已在国内建成三大生产基地, 一是位于浙江台州的民用泵生产基地; 二是位于湖南湘潭的工业泵生产基地, 主要生产水利、水务系统用泵、钢铁、冶金、矿山用泵、电站泵等产品; 三是位于辽宁大连的石化泵生产基地。

图 17: 公司泵业制造基地一览



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

3.2.1 行业协同优势明显，产品制造能力处于领先地位

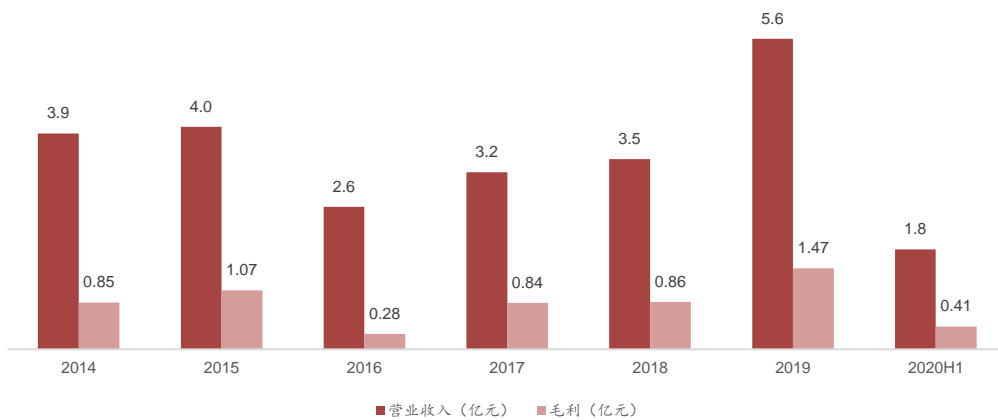
公司的业务领域涉及微型小型水泵、园林机械、工业泵等多个行业，形成了独特的**行业协同优势**。公司产品具有相似的应用领域（如园林绿化、园林浇灌、居民家庭庭院作业、家庭供排水等），在客户群体、营销网络方面部分重叠，**可共享公司的国际营销资源**；核心技术和装配工艺具有相似性，**可共享公司的技术、研发资源**；生产过程中使用的大部分原材料相同，产品生产、装配过程具有相似性，**有利于公司降低原材料采购成本，提高设备利用率**。

公司微型小型水泵和园林机械产品所用主要零部件全部自制，**零部件自制率约 80%**，在行业内处于**较高水平**。此外，公司购置了大量生产设备，包括进口高速冲床、兰化炉、注塑机、数控车床、自动绕线嵌线机、自动喷漆流水线以及先进装配流水线等，**生产装备水平在行业内处于领先地位**。

3.2.2 工业泵板块开始实现整体盈利

经过多年整合培育，工业泵板块从**2019 年开始实现整体盈利**，**2020 年有望保持盈利势头**。随着一批重大水利工程的陆续启动开工，更多有效资金参与项目建设，不仅有利于应对当前经济下行压力，更将会拉动一系列相关产业及企业发展。公司工业泵产品作为大型水利工程、引水工程等应用领域的国内市场领先品牌，有望在水利建设项目拉动下实现强劲增长。

图 18：泵业板块营收及毛利情况一览



数据来源：iFinD，西南证券整理

公司自主研发的 GS 型高效双吸中开离心泵，高效区相对于普通产品扩展 20%，以及 ZLB(Q)型轴流泵、HD(Q)导叶式混流泵、ZGB(Q)型竖井贯流泵、DS 卧式多级中开泵、GS 大型单级双吸卧式双吸泵等多个产品在国家重点调水工程中运用广泛、业绩斐然。随着国家倡导进口设备国产化，公司作为国内水利工程用泵龙头企业将在后续国家推进水利基础设施网络建设以及南水北调后续工程项目的过程中占据更大市场份额，加速实现国产化替代。

3.2.3 公司不断进行市场开拓与自主品牌推广

国际贸易冲突不断，公司积极调整国际市场布局，目前已在印尼、泰国、孟加拉、阿联酋迪拜、美国、俄罗斯、匈牙利及香港等多个国家和地区设立工厂和销售公司，对规避和降低贸易战的影响发挥了重要作用。目前，公司民用泵自营出口的国家地区已达 140 多个，并且已经在全球 128 个国家和地区拥有 LEO 自主品牌经销商。

图 19：公司泵业覆盖全球主要市场



数据来源：西南证券

为响应国家“内循环经济”倡导，公司泵业务积极推动国内市场开拓事宜，以持续扩张市场份额。公司已成立杭州销售公司，整合销售渠道，深耕国内市场；国内销售部除继续完善地市级市场分布外，逐步开发县级市场。截至目前为止，已实现了对除西藏、港澳台之外其他中国区域内市场销售和服务覆盖。

图 20：公司泵业销售国内覆盖情况



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.3 投资板块：探索新兴产业投资方向，进入项目收获期

公司一直致力于以投资开道进行扩张，自 2014 年开始投资了 20 余家企业，包括控制权投资和少数股权投资，被投公司大部分为广告、互联网公司，不仅为公司构建了数字营销业务板块，也帮助公司实现了大量投资收益。由于部分被投企业发展不及预期，故公司于 2018 年一次性计提 20 亿资产减值，实现了投资项目风险的充分释放。

表 2：公司近年部分对外投资项目

时间	投资项目
2020.10	公司以自有资金 3.5 亿元人民币参与民泰银行增资，本次增资完成后，公司将持有民泰银行 2.88% 股份。
2020.08	公司及全资子公司平潭元初与上海众挺智能科技有限公司签署了合资协议，各方将就 IGBT 芯片及模组生产项目以合资公司的形式开展合作，增资完成后，利欧股份持股占合资公司注册资本的 51%。
2017.09	公司以自有资金人民币 1 亿元增资车和家，本次增资完成后，公司将持有车和家 9.9950% 的股权。
2016.08	公司以自有资金人民币 3876.7 万元受让天津宗灵俊婵企业管理咨询合伙企业（有限合伙）所持有的天津世纪鲲鹏部分股权，以自有资金人民币 4560.8 万元增资天津世纪鲲鹏，增资及股权转让完成后，公司共持有天津世纪鲲鹏 15% 的股权
2016.07	公司以人民币 5333.3 万元对盛夏星空进行增资。增资完成后，利欧股份持有盛夏星空 10% 的股权。
2016.04	公司作为领头方以自有资金人民币 3.5 亿元参加了车和家 A 轮融资，A 轮融资完成后，车和家为满足自身业务发展需要，进行了 A+轮融资，公司持有的车和家股权经 A+轮稀释后为 9.3480%。

数据来源：公司公告，西南证券整理

随着部分企业顺利发展，公司前期投资项目开始进入收获期。被投标的——理想汽车已于 2020 年 7 月底成功在纳斯达克上市，公司确认公允价值变动收益超过 36 亿元，对归母净利润影响超 27 亿元，为公司带来巨额资产增值；新风光已于今年 6 月份申请科创板 IPO，预计将于近期上会；碧橙电商已启动创业板上市辅导。另外，公司投资的浙江大农、异乡好居，目前也在筹备 A 股上市工作。未来，公司将继续发挥产业链和资金优势，积极探索新兴产业投资方向，为公司后续发展添砖加瓦。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：新业态布局逐步发力，互联网板块快速发展，2020-2022 年毛利率分别为 5%、5.5% 和 6.5%；

假设 2：疫情影响逐步消退，下游需求持续上行，带动制造业板块触底反弹，毛利率维持在 28% 水平。

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 3: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
互联网板块	收入	11491.0	12607.7	15042.9	16799.4
	增速	15.7%	9.7%	19.3%	11.7%
	毛利率	7.0%	5.0%	5.5%	6.5%
制造业板块	收入	2496.2	2224.8	2481.4	2641.9
	增速	9.9%	-10.9%	11.5%	6.5%
	毛利率	28.0%	28.0%	28.0%	27.9%
其他	收入	45.4	38.5	42.4	46.6
	增速	-4.3%	-15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	32.9%	45.0%	40.0%	40.0%
合计	收入	14032.6	14871.1	17566.8	19487.9
	增速	14.6%	6.0%	18.1%	10.9%
	毛利率	10.8%	8.5%	8.7%	9.5%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.49 元、0.08 元、0.10 元, 未来三年归母净利润将保持 31% 的复合增长率。公司在“制造”、“营销”、“投资”等不同领域均取得一定成绩, 目前正处于拐头向上的黄金位置, 建议重点关注, 首次覆盖, 给予“持有”评级。

表 4: 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
002878.SZ	元隆雅图	24.54	0.88	0.76	1.04	33.66	32.10	23.46
300058.SZ	蓝色光标	6.87	0.29	0.28	0.35	19.81	24.83	19.72
603825.SH	华扬联众	30.40	0.83	1.36	1.92	23.26	22.30	15.80
605168.SH	三人行	258.60	3.74	5.03	7.62	-	51.38	33.96
中值						23.26	28.47	21.59
均值						25.58	32.65	23.24

数据来源: Wind 一致性预测, 西南证券整理 (数据截至 2020.11.2)

5 风险提示

产业政策变动风险, 市场竞争加剧的风险, 客户流失的风险, 业务开拓不及预期的风险, 核心人才流失的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14032.62	14871.05	17566.77	19487.93	净利润	308.89	3292.03	532.48	695.99
营业成本	12519.11	13599.95	16031.39	17640.12	折旧与摊销	145.71	103.00	103.00	103.00
营业税金及附加	31.56	40.28	46.03	50.43	财务费用	71.62	31.73	9.85	11.59
销售费用	504.81	416.39	491.87	545.66	资产减值损失	-121.58	0.00	0.00	0.00
管理费用	375.01	356.91	421.60	467.71	经营营运资本变动	438.40	100.01	-479.56	-293.28
财务费用	71.62	31.73	9.85	11.59	其他	34.42	-3679.00	-97.08	-71.63
资产减值损失	-121.58	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	877.48	-152.23	68.69	445.67
投资收益	169.19	80.00	80.00	80.00	资本支出	270.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-2.55	3600.00	0.00	0.00	其他	-129.16	3680.00	80.00	80.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	141.05	3680.00	80.00	80.00
营业利润	386.06	4105.79	646.03	852.41	短期借款	-982.37	-1211.58	0.00	0.00
其他非经营损益	1.37	23.28	21.84	20.54	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	387.44	4129.08	667.87	872.95	股权融资	806.35	0.00	0.00	0.00
所得税	78.54	837.05	135.39	176.97	支付股利	0.00	-61.52	-658.08	-105.96
净利润	308.89	3292.03	532.48	695.99	其他	-1230.64	-39.42	-9.85	-11.59
少数股东损益	1.28	1.65	2.66	3.48	筹资活动现金流净额	-1406.66	-1312.51	-667.92	-117.55
归属母公司股东净利润	307.61	3290.38	529.82	692.51	现金流量净额	-391.18	2215.26	-519.23	408.12
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1981.14	4196.39	3677.16	4085.28	成长能力				
应收和预付款项	4422.77	4690.65	5540.57	6144.93	销售收入增长率	14.55%	5.97%	18.13%	10.94%
存货	423.50	460.63	563.47	611.84	营业利润增长率	120.66%	963.50%	-84.27%	31.95%
其他流动资产	1380.78	1040.77	1229.43	1363.88	净利润增长率	116.68%	965.75%	-83.83%	30.71%
长期股权投资	545.89	545.89	545.89	545.89	EBITDA 增长率	139.83%	602.78%	-82.10%	27.42%
投资性房地产	52.28	52.28	52.28	52.28	获利能力				
固定资产和在建工程	934.42	873.25	812.08	750.91	毛利率	10.79%	8.55%	8.74%	9.48%
无形资产和开发支出	2075.84	2038.61	2001.39	1964.16	三费率	6.78%	5.41%	5.26%	5.26%
其他非流动资产	1505.95	1501.34	1496.73	1492.12	净利率	2.20%	22.14%	3.03%	3.57%
资产总计	13322.57	15399.81	15919.00	17011.30	ROE	3.80%	28.98%	4.74%	5.89%
短期借款	1211.58	0.00	0.00	0.00	ROA	2.32%	21.38%	3.34%	4.09%
应付和预收款项	3375.63	3430.54	4050.39	4536.17	ROIC	5.16%	48.79%	7.43%	9.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.30%	28.52%	4.32%	4.96%
其他负债	600.05	611.14	636.08	652.58	营运能力				
负债合计	5187.26	4041.68	4686.47	5188.75	总资产周转率	1.02	1.04	1.12	1.18
股本	6681.44	6754.80	6754.80	6754.80	固定资产周转率	14.47	18.18	23.22	28.02
资本公积	1268.20	1194.84	1194.84	1194.84	应收账款周转率	3.35	3.69	3.89	3.77
留存收益	175.30	3404.16	3275.90	3862.44	存货周转率	26.07	29.52	30.68	29.71
归属母公司股东权益	8132.63	11353.80	11225.54	11812.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.69%	—	—	—
少数股东权益	2.68	4.33	6.99	10.47	资本结构				
股东权益合计	8135.31	11358.13	11232.53	11822.55	资产负债率	38.94%	26.25%	29.44%	30.50%
负债和股东权益合计	13322.57	15399.81	15919.00	17011.30	带息债务/总负债	25.44%	2.68%	2.31%	2.08%
					流动比率	1.74	2.91	2.61	2.59
					速动比率	1.65	2.78	2.48	2.46
					股利支付率	0.00%	1.87%	124.21%	15.30%
					每股指标				
					每股收益	0.05	0.49	0.08	0.10
					每股净资产	1.20	1.68	1.66	1.75
					每股经营现金	0.13	-0.02	0.01	0.07
					每股股利	0.00	0.01	0.10	0.02
业绩和估值指标									
EBITDA	603.39	4240.52	758.88	967.00					
PE	69.61	6.51	40.42	30.92					
PB	2.63	1.89	1.91	1.81					
PS	1.53	1.44	1.22	1.10					
EV/EBITDA	31.33	3.70	21.38	16.36					
股息率	0.00%	0.29%	3.07%	0.49%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
北京	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	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
广深	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	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	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn