

20 年净利微增，21 年期待项目大年

华泰研究

年报点评

2021 年 2 月 24 日 | 中国内地

科技/传媒

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

157.64

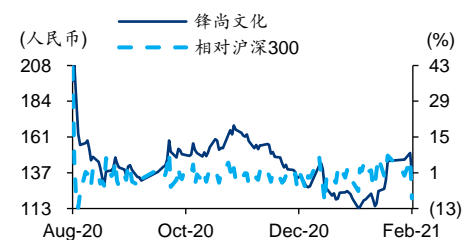
研究员 朱璐
SAC No. S0570520040004 zhujun016731@htsc.com
SFC No. BPX711

研究员 周劼
SAC No. S0570517070006 zhouzhao@htsc.com
SFC No. BQA910 +86-10-56793958

基本数据

目标价(人民币)	157.64
收盘价(人民币 截至 2 月 23 日)	135.78
市值(人民币百万)	9,786
6 个月平均日成交额(人民币百万)	194.42
52 周价格范围(人民币)	113.34-208.00
BVPS(人民币)	43.87

股价走势图



资料来源: Wind

20 年归母净利同增 2.63%，疫情影响业绩增速，维持买入评级

公司公布 20 年年报: 20 年营收 9.84 亿元, 同增 7.87%; 归母净利 2.61 亿元, 同增 2.63%。主要由于疫情导致大型文化演艺活动项目大幅减少, 业绩低于我们预期(前次预测 3.04 亿元)。公司拟以资本公积向全体股东每 10 股转增 9 股, 每 10 股派发现金股利 10 元(含税)。公司为文化创意领域龙头, 品牌优势突出, 我们认为疫情过后市场需求有望反弹, 推动业务回到正轨。结合 20 年年报中销售/管理/研发费用率均有所增长并预计持续, 我们调整公司 21-23 年归母净利为 4.06/5.10/5.86 亿元(21-22 年前值 4.46/5.61 亿元), 对应 EPS5.63/7.08/8.13 元, 目标价 157.64 元, 维持买入评级。

大型文化演艺活动: 20 年受疫情影响较大, 21 年需求有望触底反弹

20 年公司大型文化演艺活动业务实现营收 1.23 亿元, 同降 71.29%, 毛利率下降 15.55pct 至 25.66%, 主要由于疫情影响导致项目数量大幅下降, 部分项目推迟。由于大型项目减少, 对当年毛利率影响较大。21-22 年将迎来建党 100 周年、冬奥会等重大事件, 市场需求有望提振, 带动业务反弹。

文化旅游演艺: 疫情期间收入高增长, 拓展业务模式增强竞争力

20 年公司文化旅游演艺业务实现收入 6.66 亿元, 同比增长 113.29%, 毛利率同比增长 2.48pct 至 41.17%。旅游景区在疫情期间积极完善和更新演出内容, 加大投入, 公司作为文化旅游演艺内容提供者, 获得了良好的市场机会。公司于 20 年成立郑州黄河颂演艺有限公司, 拓展文化旅游演艺商业运营。未来公司将延伸全产业链业务, 增强竞争力; 开展 to C 业务, 在景区、商圈进行驻场表演, 进行票务运营管理, 推动公司业绩增长。

景观艺术照明及演绎: 20 年保持稳定增长, 城镇化推进将提升下游需求

20 年公司景观艺术照明及演绎业务实现收入 1.91 亿元, 同比增长 13.38%, 毛利率同比下降 6.07pct 至 36.40%。中国社会科学院预测 2035 年中国城镇化率将超过 70%, 城镇化发展仍有广阔空间, 为景观照明行业市场扩张的可持续性奠定基础, 下游需求增长有望促进公司业绩提升。

行业需求回暖, 开拓下沉市场, 维持买入评级

建党百年纪念、冬奥会催化, 疫情后市场需求有望回暖, 公司计划拓展下沉市场, 均有望带来新增长动能。结合 20 年年报中销售/管理/研发费用率均有所增长并预计持续, 我们调整公司 21-23 年归母净利为 4.06/5.10/5.86 亿元(21-22 年前值 4.46/5.61 亿元), 对应 EPS5.63/7.08/8.13 元, 可比公司 21 年 PE 均值 26.73X, 考虑公司品牌优势及市场地位, 给予 21 年 28X PE, 目标价 157.64 元(前值 154.75 元), 维持买入评级。

风险提示: 高端创意人才不足的风险等、疫情反复的风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	912.13	983.90	1,517	1,834	2,082
+/-%	59.26	7.87	54.18	20.87	13.52
归属母公司净利润(人民币百万)	253.83	260.50	405.72	510.21	585.76
+/-%	86.59	2.63	55.75	25.75	14.81
EPS(人民币, 最新摊薄)	3.52	3.61	5.63	7.08	8.13
ROE(%)	40.33	8.24	11.37	12.51	12.56
PE(倍)	38.55	37.57	24.12	19.18	16.71
PB(倍)	15.55	3.09	2.74	2.40	2.10
EV EBITDA(倍)	26.16	19.60	10.89	8.75	6.28

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

公司经营情况分析

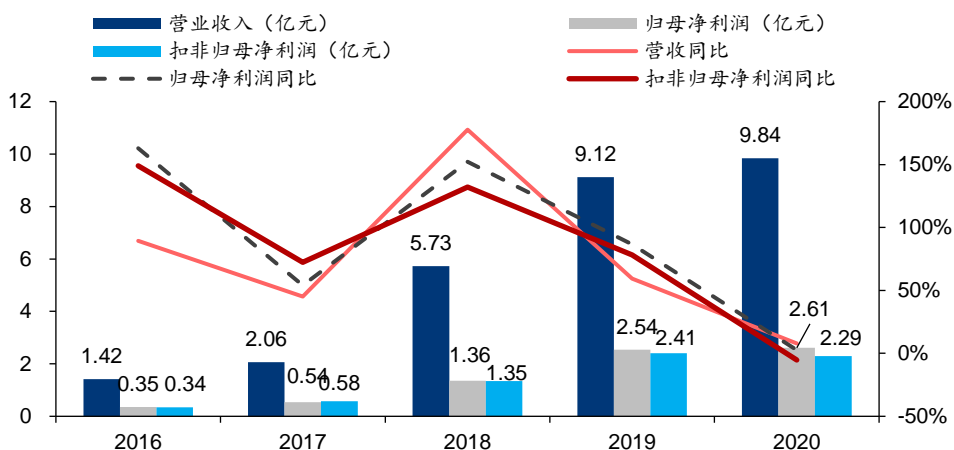
20 年营收同增 7.87%，归母净利同增 2.63%

20 年营收同比增长 7.87% 至 9.84 亿元，其中，1) 大型文化演绎活动业务收入同比下降 71.29% 至 1.23 亿元。主要因为疫情影响，项目数量大幅减少；2) 文化旅游演艺业务收入实现大幅增长，同增 113.29% 至 6.66 亿元。由于景区利用疫情封闭时期积极完善和更新演出内容，加大投入，公司作为文化旅游演艺内容的提供者获得了良好的市场机会；3) 景观艺术照明及演绎业务收入同增 13.38% 至 1.91 亿元，保持稳定增长。

从收入结构来看，2020 年大型文化演艺活动营收占比大幅下降，由 19 年的 46.84% 降至 12.47%；文化旅游演艺占比由 34.23% 提至 67.68%，占比显著提升；景观照明艺术及演绎占比由 18.45% 小幅提升至 19.40%。

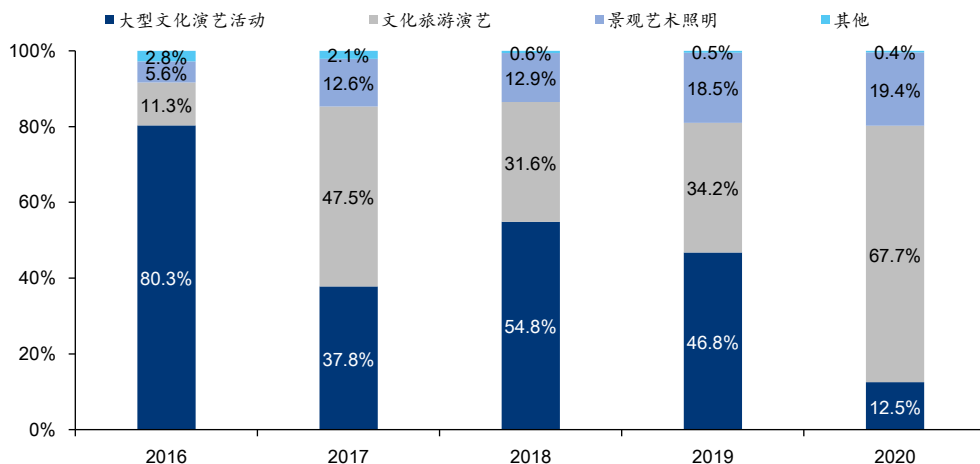
20 年实现归母净利 2.61 亿元，同增 2.63%；经营活动现金流同比减少 55.04%，主要系疫情导致客户回款受到一定程度影响。

图表1：20 年营收同增 7.87%，归母净利润同增 2.63%



资料来源：Wind、华泰研究

图表2：20 年大型文化演艺活动收入占比大幅下降，文化旅游演艺占比显著提升

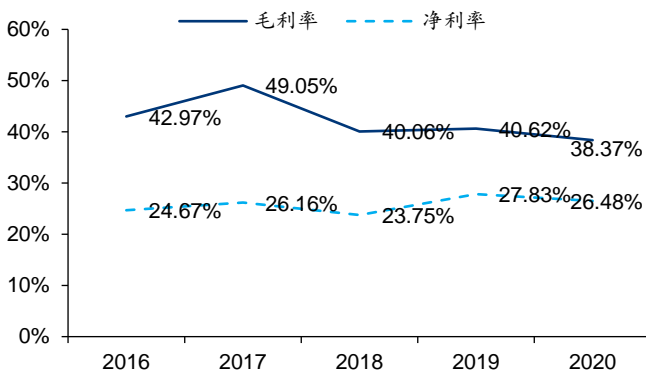


资料来源：Wind、华泰研究

毛利率受疫情影响略降，期间费用率有所提升

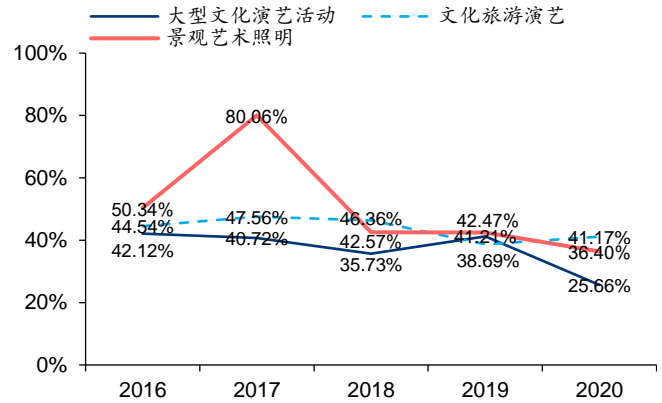
20 年公司综合毛利率同比下降 2.25pct 至 38.37%，主要因大型文化演艺活动毛利率下降的影响。20 年大型文化演艺活动毛利率同比下降 15.55pct 至 25.66%，主要由于疫情影响导致项目数量大幅下降，部分项目推迟，大型项目的减少对当年毛利率影响较大；文化旅游演艺毛利率同比上升 2.48pct 至 41.17%；景观艺术照明及演绎毛利率同比下降 6.07pct 至 36.40%。

图表3： 公司 20 年毛利率、净利率同比略微下降



资料来源：Wind、华泰研究

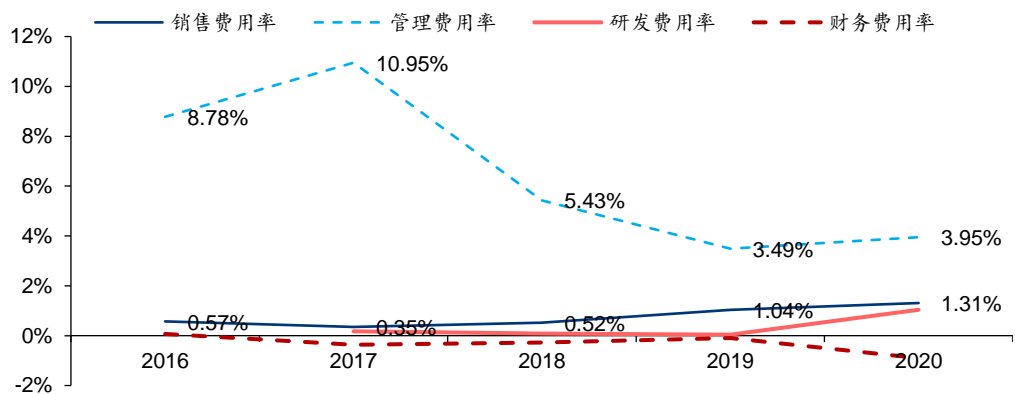
图表4： 20 年大型文化演艺活动毛利率大幅下降



资料来源：Wind、华泰研究

期间费用率方面，20 年公司期间费用率有所提升。销售费用率由 1.04% 提升至 1.31%，主要系公司新项目开拓费用增长较多，公司于 2020 年 8 月成立专门的销售部门，由以往的被动等待订单转变为主动获取订单；管理费用率由 3.49% 增至 3.95%，主要由于上市之后部分核心管理层和事业部负责人的激励机制有所改变，以匹配业务指标要求，管理人工成本增长较多；研发费用率由 0.04% 提升至 1.04%，公司在 20 年加大研发项目投入，目的在于提高舞美艺术效果，20 年已获得三项实用新型专利证书和若干软件著作权；财务费用率由 -0.10% 降至 -0.90%。

图表5： 20 年期间费用率有所提升

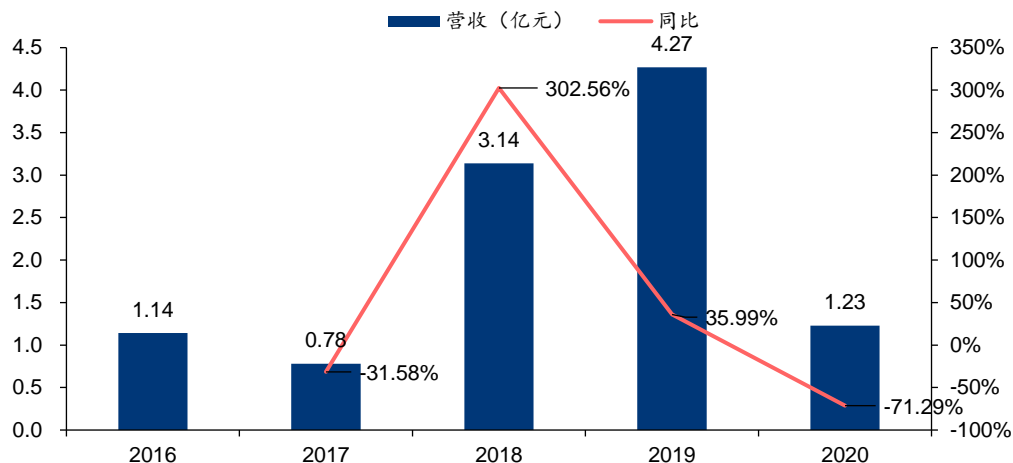


资料来源：Wind、华泰研究

大型文化演艺活动：20 年受疫情影响较大，21 年需求提振有望触底反弹

20 年公司大型文化演艺活动业务实现收入 1.23 亿元，同比下降 71.29%。

图表6： 20 年大型文化演艺活动业务收入同比下降 71.29%



资料来源：公司公告、华泰研究

受疫情影响项目数量下滑，积极拓展商业演出市场

20 年由于疫情影响大型活动文艺演出，报告期内公司仅有 2020 年央视春晚郑州分会场、央视春晚珠海分会场和 2019 全民 K 歌年度盛典颁奖晚会等大型活动，项目数量大幅减少。2020 年 2 月中标的福建晋江第 18 届世界中学生运动会开幕式和 2020 年迪拜世博会中国馆主题灯光展由于疫情原因被迫延迟。公司借助国家级大型文化演出市场经验基础，积极拓展商业演出市场，由公司承接的湖南卫视 2020-2021 跨年演唱会收视六网全域第一，此为 公司首次与湖南卫视合作。

21 年大型活动提振需求，继续拓展商业演出新领域

2021-22 年将陆续迎来纪念建党 100 周年、杭州 2022 年第 19 届亚运会、北京 2022 年冬奥会等一系列大型项目，有望提振需求，推动公司大型文化演艺活动业务回暖。

图表7： 2021-2022 年国内重大历史纪念日和大型体育赛事一览

时间	地点	重大事件
2021 年 3 月 19 日 (2020 延期)	南京	南京室内田径世锦赛
2021 年 7 月 1 日	全国各省市	中国共产党成立 100 周年
2021 年 7 月 10 日 (2020 延期)	青岛	第十四届全国学生运动会
2021 年 8 月 18 日	成都	第三十一届世界大学生夏季运动会
2021 年 9-10 月	西安	第十四届全运会
2021 年 10 月 22 日	全国各省市	红军长征胜利 85 周年
2021 年 11 月 20 日	汕头	第三届亚洲青年运动会
2022 年 2 月 4 日	北京和张家口	北京 2022 冬奥会
2022 年 3 月 4 日	北京和张家口	北京 2022 冬残奥会
2022 年 9 月 10 日	杭州	第十九届亚洲运动会

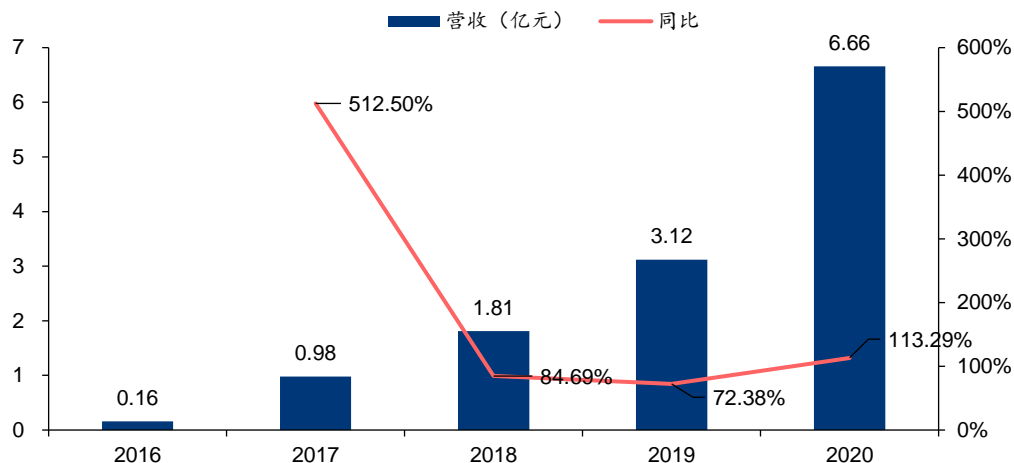
资料来源：公司公告、新华网、华泰研究

公司将进一步下沉到商业项目和中型项目，转换传统业务模式，在政府客户基础上拓展企业客户，在湖南卫视跨年演唱会基础上借助成功的项目合作模式和项目经验打造可复制、可移植的品牌产品，面向头部电商平台的双 11、618 等项目及网络媒体平台、头部卫视的跨年、春晚及各类年末盛典等定档演出，加大商业演出业务的开拓。

文化旅游演艺：疫情期间收入高增长，未来拓展业务模式增强竞争力

20 年公司文化旅游演艺业务实现收入 6.66 亿元，同比增长 113.29%。

图表8： 20年文化旅游演艺业务收入同比增长 113.29%



资料来源：公司公告、华泰研究

疫情期间景区建设获得良好增长，成立子公司拓展文化旅游演艺商业运营

旅游景区在疫情期间积极完善和更新演出内容，加大投入，公司作为文化旅游演艺内容提供者，获得了良好的市场机会，20年公司完成了陕西汉中大型文化史诗长歌《汉颂》与大型汉文化水上实景演艺《天汉传奇》、大型情景史诗剧《梦回巴国》和陕西西安大型水舞光影秀《大唐追梦》等文化旅游演艺项目。2020年11月5日，2020中国旅游演艺大会评选了“2019年中国实景旅游演艺十强”和“2020年疫后旅游演艺复演先锋”，公司承制的《最忆是杭州》和《大唐追梦》分别入围。

图表9： 20年公司主要文化旅游演艺项目

项目名称	项目简介
《天汉传奇》	大型汉文化水上实景演艺
《梦回巴国》	大型情景史诗剧
《大唐追梦》	西安大型水舞光影秀
《如梦晋阳》	大型水上实景演出项目
《金声玉振》	山东曲阜大型室内剧场演出

资料来源：公司公告、华泰研究

2020年4月，郑州锋尚世纪文化旅游发展有限公司成立，标志着公司准备进一步深耕河南文化旅游演艺市场。2020年7月成立郑州黄河颂演艺有限公司，拓展文化旅游演艺商业运营。

延伸产业链，拓展 to C 业务

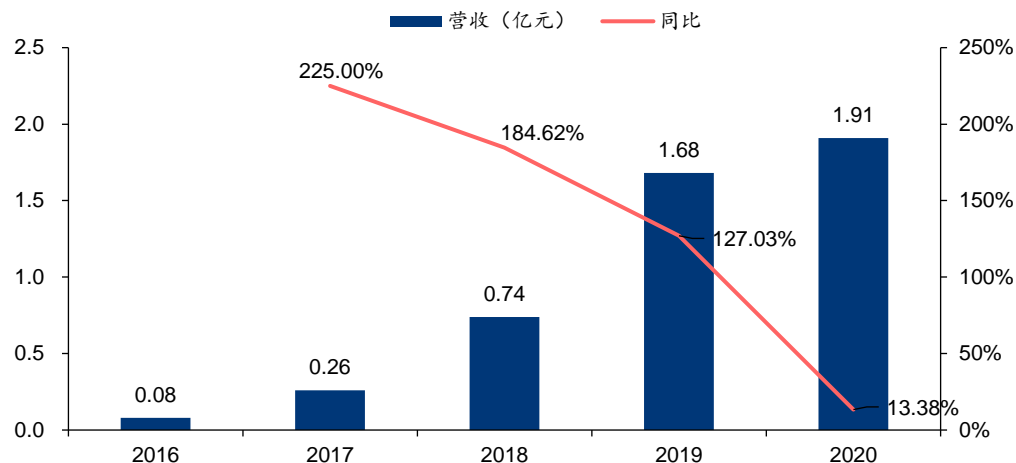
目前公司为主要演艺内容生产者，居于文化旅游产业链中游，未来公司将扩展行业领域，进入文旅产业的前端投资规划设计和后端运营，为客户提供“一站式”服务，在成立黄河颂演艺有限公司基础上进一步探索文化旅游演艺市场的商业运营领域。

现阶段公司文化旅游演艺客户主要为旅游景区，为进一步拓展业务面，稳定项目收益，2021年公司将借助强大创意设计能力，引入日本、韩国等国际团队，开展已实现成熟商业化运作的互动新媒体装置展览模式，借助原有技术设备优势和创意设计团队，通过在景区、商圈等消费群体密集区驻场表演形式，直接进行票务运营管理，现已投入制作，将陆续亮相。

景观艺术照明及演绎：20年保持稳定增长，城镇化推进将提升下游需求

20年公司景观艺术照明及演绎业务实现收入 1.91 亿元，同比增长 13.38%，保持稳定增长。20年公司完成了太原市长风商务区内河景观提升、南通市紫琅公园紫琅湖光影水秀和恒大集团广州足球场灯光秀等项目。

图表10： 20年景观艺术照明及演绎业务收入同比增长 13.38%



资料来源：公司公告、华泰研究

据国家统计局数据，2010-19年我国城镇化率从49.95%升至60.60%，2019年中国社会科学院发布的《中国城市竞争力第17次报告》预测2035年中国城镇化率将超过70%，城镇化发展仍有广阔空间，为景观照明行业市场扩张的可持续性奠定基础，下游需求增长有望促进公司景观艺术照明及演绎业务成长。

盈利预测关键假设变动

1、收入及毛利率调整

1) 大型文化演艺活动：20年该业务受疫情影响较为严重，部分项目推迟至21年，21-22年多项大型活动将提振需求，并且公司积极拓展商业项目，预计业绩迎来触底反弹。我们调整21-22年公司大型文化演艺活动收入同比增速至290%/35%，收入相应调整为4.79/6.46亿元（前值为4.47/4.91亿元）。

结合20年毛利率，考虑到业务恢复需要时间，可能会影响毛利率，我们调整21-22年公司大型文化演艺活动毛利率至35.19%/36.63%（前值为42.27%/41.22%）。

2) 文化旅游演艺：20年业绩大幅增长，我们预计随着疫情后旅游业反弹，公司拓展新业务模式，仍将保持稳健增长。我们调整21-22年公司文化旅游演艺收入同比增速至23%/15%，收入相应调整为8.19/9.42亿元（前值为6.70/8.37亿元）；毛利率相比20年基本保持稳定，我们微调21-22年公司文化旅游演艺毛利率至41.17%/41.69%（前值为41.47%/42.40%）。

3) 景观艺术照明及演绎：20年收入增速为13.38%，我们预计景观照明下游市场增速基本稳定，结合20年营收增速，我们调整21-22年公司景观艺术照明及演绎收入同比增速至15%/12%，收入相应调整为2.19/2.46亿元（前值为4.60/5.79亿元）。

结合20年毛利率调整21-22年毛利率至36.68%/37.24%（前值为41.31%/41.55%）。

2、期间费用率调整

1) 销售费用率：20年公司成立专门的销售部门，增强订单获取能力，预计后续公司仍将增加销售费用开支以推动业绩增长。我们调整21-22年公司销售费用率至1.30%/1.30%（前值为1.05%/1.04%）。

2) 管理费用率：公司为拓展市场将继续引进人才，其中包括文旅运营团队，预计管理费用仍将增长。我们调整21-22年公司管理费用率至3.75%/3.72%（前值为3.06%/3.01%）。

3) 研发费用率：20年公司研发费用大幅增长，研发人员由19年的9人增至20年的66人，并且年报指出公司仍有若干研发项目正在进行中，预计后续研发费用仍将保持较高水平。我们调整21-22年公司研发费用率至0.74%/0.65%（前值为0.32%/0.26%）。

图表11: 盈利预测关键假设变动对比 (单位: 百万元)

调整后					
核心假设	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	912	984	1517	1834	2082
YOY	59.26%	7.87%	54.18%	20.87%	13.52%
大型文化演艺活动收入	427	123	479	646	775
YOY	36.26%	-71.29%	290.00%	35.00%	20.00%
文化旅游演艺收入	312	666	819	942	1036
YOY	72.10%	113.29%	23.00%	15.00%	10.00%
景观艺术照明及演绎收入	168	191	219	246	270
YOY	128.76%	13.38%	15.00%	12.00%	10.00%
毛利率	40.62%	38.37%	38.64%	39.31%	39.62%
大型文化演艺活动毛利率	41.21%	25.66%	35.19%	36.63%	37.69%
文化旅游演艺毛利率	38.69%	41.17%	41.17%	41.69%	41.69%
景观艺术照明及演绎毛利率	42.47%	36.40%	36.68%	37.24%	37.24%
销售费用率	1.05%	1.31%	1.30%	1.30%	1.31%
管理费用率	3.49%	3.95%	3.75%	3.72%	3.65%
研发费用率	0.04%	1.04%	0.74%	0.65%	0.60%
调整前					
核心假设	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	912	1078	1576	1926	
YOY	59.26%	18.22%	46.12%	22.21%	
大型文化演艺活动收入	427	235	447	491	
YOY	36.26%	-45.00%	90.00%	10.00%	
文化旅游演艺收入	312	515	670	837	
YOY	72.10%	65.00%	30.00%	25.00%	
景观艺术照明及演绎收入	168	328	460	597	
YOY	128.76%	95.00%	40.00%	30.00%	
毛利率	40.62%	39.58%	41.31%	41.55%	
大型文化演艺活动毛利率	41.21%	35.48%	42.27%	41.22%	
文化旅游演艺毛利率	38.69%	40.55%	41.47%	42.40%	
景观艺术照明及演绎毛利率	42.47%	40.99%	40.15%	40.61%	
销售费用率	1.05%	1.17%	1.05%	1.04%	
管理费用率	3.49%	3.75%	3.06%	3.01%	
研发费用率	0.04%	0.93%	0.32%	0.26%	

资料来源: Wind、华泰研究预测

可比公司估值

我们认为宋城演艺、风语筑与公司具有一定的可比性,根据 Wind 一致预期,21 年可比公司平均 PE 为 26.73X。考虑到公司在行业内占领先地位,可给予一定溢价,我们给予公司 21 年 PE28X 估值,基于我们的盈利预测 21 年 EPS 为 5.63 元,目标价 157.64 元(前值 154.75 元),维持买入评级。

图表12: 可比公司估值表 (Wind 一致预期, 2021 年 2 月 23 日)

彭博代码	公司简称	总市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E
300144.CH	宋城演艺	511.70	-130.71	38.65	28.87	-3.91	13.24	17.72
603466.CH	风语筑	62.68	18.76	14.81	11.85	3.34	4.23	5.29
	平均			26.73				

资料来源: Wind、华泰研究

风险提示

1、高端创意人才不足的风险

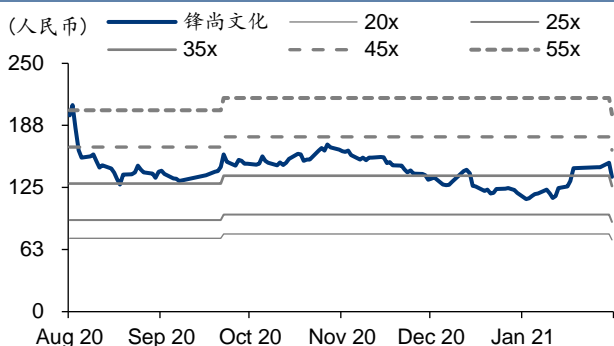
随着文化创意产业蓬勃发展，其市场空间持续扩大，尤其对于高端文化创意产品和服务的需求持续上升，公司业务规模亦随之不断扩大，业务链条不断延伸，但公司项目承接能力已接近饱和，人员不足的问题日益显现。若公司高端创意人才的引进和培养不能及时满足公司业务发展的需求，公司短期内可能较难适应业务扩张的要求，从而对公司日常经营和持续发展产生重大影响。

2、疫情反复的风险

虽然目前国内疫情控制良好、疫苗研发前景乐观，但仍有疫情反复的可能。病例数量的增多可能会引起政府对线下文化消费行为的监管加强，打击居民参与文化消费的信心，降低文化创意产业、旅游业、景观照明行业的市场需求，从而影响公司业绩。

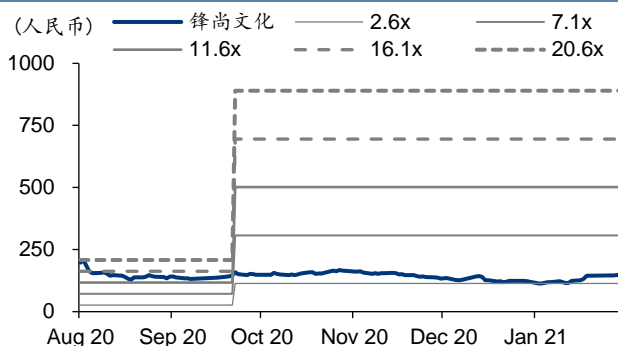
PE-Bands/PB-Bands

图表13: 锋尚文化 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表14: 锋尚文化 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,174	3,464	4,643	4,574	5,907
现金	560.46	815.80	1,712	1,663	2,721
应收账款	157.32	363.91	94.77	475.21	218.84
其他应收账款	2.79	5.64	7.36	8.35	9.48
预付账款	11.55	9.80	31.97	12.54	41.17
存货	382.69	75.70	627.96	213.26	736.83
其他流动资产	58.84	2,193	2,169	2,201	2,179
非流动资产	97.05	99.12	134.95	137.96	129.21
长期投资	0.00	4.00	8.00	12.00	16.00
固定投资	48.48	41.45	72.61	71.46	58.86
无形资产	0.00	0.12	0.14	0.16	0.18
其他非流动资产	48.56	53.54	54.19	54.34	54.17
资产总计	1,271	3,563	4,778	4,712	6,036
流动负债	632.17	392.95	1,200	624.85	1,364
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	134.09	145.42	255.63	240.00	310.49
其他流动负债	498.09	247.53	944.70	384.85	1,053
非流动负债	9.14	7.98	9.26	8.92	8.41
长期借款	0.00	0.00	1.29	0.94	0.43
其他非流动负债	9.14	7.98	7.98	7.98	7.98
负债合计	641.31	400.93	1,210	633.77	1,372
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	54.05	72.07	72.07	72.07	72.07
资本公积	119.49	2,374	2,374	2,374	2,374
留存公积	455.84	716.34	1,122	1,632	2,218
归属母公司股东权益	629.39	3,162	3,568	4,078	4,664
负债和股东权益	1,271	3,563	4,778	4,712	6,036

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	175.18	78.76	913.54	(60.95)	1,033
净利润	253.83	260.50	405.72	510.21	585.76
折旧摊销	15.69	14.83	15.84	24.12	28.13
财务费用	(0.90)	(8.83)	(11.73)	(16.73)	(22.75)
投资损失	(11.66)	(20.44)	(16.05)	(18.24)	(17.14)
营运资金变动	(87.93)	(181.84)	524.66	(555.32)	463.83
其他经营现金	6.15	14.53	(4.90)	(4.98)	(5.05)
投资活动现金	(13.66)	(2,108)	(30.72)	(3.91)	2.81
资本支出	27.28	5.13	47.67	23.13	15.38
长期投资	0.00	(2,124)	(4.00)	(4.00)	(4.00)
其他投资现金	13.62	20.59	20.95	23.22	22.19
筹资活动现金	(1.84)	2,278	13.34	16.39	22.24
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	1.29	(0.34)	(0.51)
普通股增加	0.00	18.02	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.85	2,254	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2.70)	5.39	12.05	16.73	22.75
现金净增加额	159.67	248.05	896.16	(48.47)	1,058

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	912.13	983.90	1,517	1,834	2,082
营业成本	541.65	606.42	930.88	1,113	1,257
营业税金及附加	5.49	2.66	7.34	8.29	8.37
营业费用	9.53	12.88	19.79	23.76	27.19
管理费用	31.81	38.85	56.83	68.21	75.98
财务费用	(0.90)	(8.83)	(11.73)	(16.73)	(22.75)
资产减值损失	0.00	(2.74)	(7.56)	(16.20)	(22.91)
公允价值变动收益	0.00	5.74	3.83	4.47	4.25
投资净收益	11.66	20.44	16.05	18.24	17.14
营业利润	343.86	338.29	539.78	673.89	777.46
营业外收入	0.00	6.00	3.00	4.50	3.75
营业外支出	0.18	0.02	0.10	0.06	0.08
利润总额	343.68	344.27	542.68	678.33	781.12
所得税	89.85	83.77	136.96	168.12	195.37
净利润	253.83	260.50	405.72	510.21	585.76
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	253.83	260.50	405.72	510.21	585.76
EBITDA	352.64	349.31	546.49	685.35	786.09
EPS (人民币, 基本)	3.52	3.61	5.63	7.08	8.13

主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	59.26	7.87	54.18	20.87	13.52
营业利润	76.11	(1.62)	59.56	24.85	15.37
归属母公司净利润	86.59	2.63	55.75	25.75	14.81
获利能力 (%)					
毛利率	40.62	38.37	38.64	39.31	39.62
净利率	27.83	26.48	26.74	27.82	28.14
ROE	40.33	8.24	11.37	12.51	12.56
ROIC	1,036	145.85	(124.25)	211.61	(235.31)
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.47	11.25	25.32	13.45	22.73
净负债比率 (%)	(89.05)	(25.80)	(47.94)	(40.76)	(58.33)
流动比率	1.86	8.82	3.87	7.32	4.33
流动比率	1.14	8.55	3.30	6.93	3.75
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.41	0.36	0.39	0.39
应收账款周转率	7.17	3.78	6.61	6.43	6.00
应付账款周转率	4.95	4.34	4.64	4.49	4.57
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	3.52	3.61	5.63	7.08	8.13
每股经营现金流(最新摊薄)	2.43	1.09	12.68	(0.85)	14.33
每股净资产(最新摊薄)	8.73	43.87	49.50	56.58	64.71
估值比率					
PE (倍)	38.55	37.57	24.12	19.18	16.71
PB (倍)	15.55	3.09	2.74	2.40	2.10
EV EBITDA (倍)	26.16	19.60	10.89	8.75	6.28

免责声明

分析师声明

本人，朱璐、周钊，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。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，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)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，华泰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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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，华泰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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰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，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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(无论整份或部分)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，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“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利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师朱璐、周钊本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限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
香港: 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: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

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

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司