

# 2021 迎转型发展之元年，以内容、广告深挖用户价值 ——新媒股份（300770）深度报告

## 报告关键要素：

我们认为可从三个角度理解新媒股份投资价值：确定性、弹性、预期差。

1) 确定性：经多年发展的高用户基数，将保障基础业务稳定增长，并为后续深挖用户价值提供基础；2) 弹性：全新拓展广告业务，包括不限于广告位出售、内容招商等多种形式；3) 预期差：确立从播控平台向主流媒体平台、头部互联网视听平台的发展战略，完成品牌升级、推出自制内容，并加强与广东台的业务合作，内容布局有望带动估值提升。

## 投资要点：

- 确定性——主业：IPTV 看增值业务，OTT 量价均有空间。**从大赛道来看，移动端时长已至上限，大屏时长 2 倍于移动端，且在年轻用户中渗透率提升。IPTV 业务上，截至 20H1 全国专网用户已达 1850 万户，基础业务 ARPU 值趋向平稳，20H2 起公司着力推进增值业务，有望实现付费率和 ARPPU 双提升。20 年受疫情影响，省外专网业务拓展停滞，21 年增值业务与省外专网业务有望较 20 年大幅增长。OTT 业务上，云视听极光依然是营收的主力产品，20 年云视听极光以市场份额 32.69% 居首，Top10 中云视听系列入选 3 席，整体产品市占率第一。20 年云视听系列新增多款产品，长/中/短视频均覆盖，且多款 App 本身处于做用户增长的阶段，后续商业化变现可期。

- 弹性——广告：纯增量业务，已稳步推进中。**经多年发展，行业已沉淀充足的用户数据与业务经验，基础建设完成后，针对广告价值的挖掘迎来布局时点，大屏广告迎来发展窗口期。公司将开展基于广告位及内容招商（如与广东台联合招商）等多种形式的广告业务，目前已组建团队、进入合同谈判，为业绩带来弹性空间。

- 预期差——内容：对标芒果，看内容带动估值修复与提升。**与芒果进行分部估值对比，新媒存在估值修复与提升的空间，从顶层设计的战略转型、高管配备到具体实践中的战略合作、资本运作、加强与广东台的合作，自制内容接连问世，都显示新媒在内容领域的不断加码。

- 投资建议：**预计 2020-2022 年实现营业收入 12.07/15.39/20.19 亿元；归母净利润 5.96/7.90/10.64 亿元，对应现价(2 月 26 日收盘价 57.87 元) PE 分别为 22.4X、16.9X、12.6X，维持“买入”评级。

- 风险因素：**增值业务发展不及预期、内容布局不及预期、广告业务拓展风险。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	996	1,207	1,539	2,019
增长比率 (%)	54.9%	21.2%	27.5%	31.2%
净利润(百万元)	396	596	790	1,064
增长比率 (%)	92.8%	50.7%	32.5%	34.7%
每股收益(元)	1.71	2.58	3.42	4.61
市盈率(倍)	33.8	22.4	16.9	12.6

资料来源：Wind、万联证券研究所

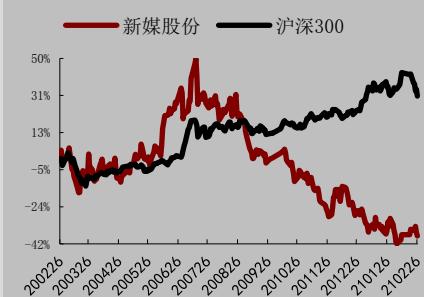
买入（维持）

日期：2021 年 03 月 01 日

## 基础数据

行业	传媒
公司网址	
大股东/持股	广东广播电视台 /25.6%
实际控制人/持股	
总股本 (百万股)	231.06
流通 A 股 (百万股)	141.53
收盘价 (元)	57.87
总市值 (亿元)	133.71
流通 A 股市值 (亿元)	81.90

## 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2021 年 02 月 26 日

## 相关研究

- 万联证券研究所 20210208\_公司事项点评
- \_AAA\_新媒股份（300770）事项点评报告
- 万联证券研究所 20201029\_公司季报点评
- \_AAA\_新媒股份（300770.SZ）三季报点评报告
- 万联证券研究所 20200825\_公司半年报点评
- \_AAA\_新媒股份（300770.SZ）半年报点评报告

## 分析师：夏清莹

执业证书编号：S0270520050001

电话：075583228231

邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

## 研究助理：杨岚

电话：075583221361

邮箱：yanglan1@wlzq.com.cn

## 目录

1、当前如何理解新媒：估值处于低位，开启转型增长 .....	3
1.1 确定性：IPTV 业务看 ARPU 值提升，OTT 量价提升空间均大 .....	3
1.2 弹性——广告业务：整合营销链路，纯增量业务空间可期 .....	6
1.3 预期差——内容布局：对标芒果，看估值修复或估值提升 .....	9
2、投资建议 .....	11
3、风险提示 .....	13
图表 1：20 年 7-12 月 IPTV 用户数、渗透率及固定互联网用户数 .....	3
图表 2：2020 中国家庭 OTT 收视率排行榜 .....	4
图表 3：2020 中国家庭 OTT 平台市场份额 .....	4
图表 4：21 年 1 月 OTT 端点播媒体日活榜单 Top10（单位：万台） .....	4
图表 5：2018-2020 年 B 站月活用户变动情况 .....	5
图表 6：2018-2020 年 B 站月付费用户及付费率变动情况 .....	5
图表 7：腾讯视频大屏端会员价格高出 110-120 元/年 .....	5
图表 8：B 站大屏端会员价格高出 10-20 元/年 .....	5
图表 9：2020 年大屏收视时长是网络视频消费时长的 2 倍 .....	6
图表 10：2016-2020 年各年龄段受众收视时长变动情况（单位：min） .....	6
图表 11：智慧大屏营销产业链参与者 .....	7
图表 12：20 年 1-12 月智能电视开机日活率、日户均时长保持稳定 .....	7
图表 13：2004-2019 年国内有线电视用户规模变动情况 .....	8
图表 14：电视媒体广告效率提升：2019VS2020 播出时长下降而收视时长上升 .....	8
图表 15：广东省位列 2020.11 省级地面新增品牌榜首位（单位：个） .....	9
图表 16：广东卫视提供的广告植入方式（2016 年） .....	9
图表 17：新媒股份与芒果超媒分部估值对比 .....	9
图表 18：首档自制纪录片《喜粤之味》1 月 25 日于腾讯视频上线 .....	10
图表 19：第二档自制纪录片《超级食材》将于 3 月 2 日多平台上线 .....	10
图表 20：2016-2020E 公司购买广东台版权内容及占营业成本比重 .....	11
图表 21：2018-2022E 公司分业务预测 .....	11
图表 22：新媒股份上市至今 PE Band（前复权） .....	12
图表 23：新媒股份上市至今 PB Band（前复权） .....	12

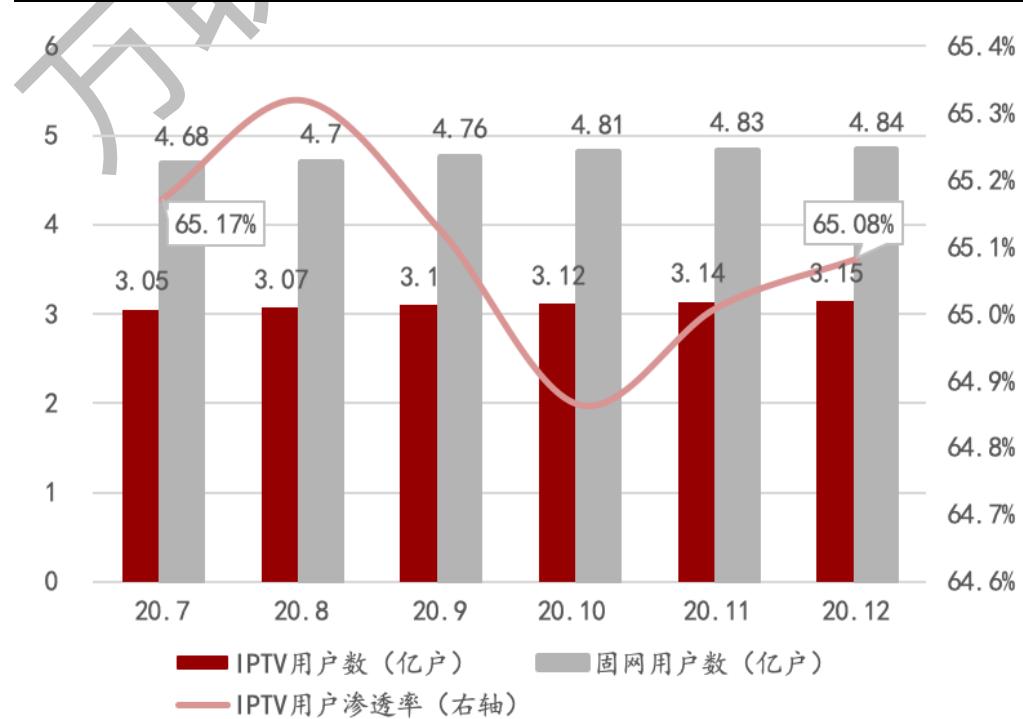
## 1、当前如何理解新媒：估值处于低位，开启转型增长

### 1.1 确定性：IPTV业务看ARPU值提升，OTT量价提升空间均大

IPTV业务看增值业务带动ARPU值提升。1) 用户增长上，根据工信部统计，20年12月全国IPTV用户达3.15亿户，固网用户4.84亿户，IPTV用户渗透率65.08%。截至20Q3，广东省IPTV渗透率为46.85%，相较于全国而言仍有近20%提升空间。2) ARPU值上，基础用户的ARPU值趋于平稳，扣除分成后公司净收入约40元/年。在平台积累了大规模基础用户后，基于用户的价值挖掘成为发展重点。公司在20Q3开始推广增值业务，将优质内容组建成大会员包，以优惠吸引用户并以精细化运营固化留存，有望实现付费率、ARPPU双提升。

升级打造“喜粤TV”品牌，继续强化内容产品运营，从播控平台走向主流媒体平台。2020年11月19日，新媒股份正式发布了全新品牌“喜粤TV”，将发展逐步从建设集成播控平台向打造主流媒体品牌转移并聚焦。围绕“喜粤TV”这一核心品牌，公司将整合内容、数据、投资、多屏资源和技术力量，培育智慧家庭生态。围绕打造“喜粤TV”这一新型主流媒体，公司将通过实施内容建设战略、大数据引擎战略、产业链投资战略、双轮驱动战略、技术创新战略和智慧家庭战略这六大战略，形成六大布局，建成“融平台·智生态”的先进技术架构，实现“一云多屏，智慧家庭”的全媒体格局。

图表1：20年7-12月IPTV用户数、渗透率及固定互联网用户数



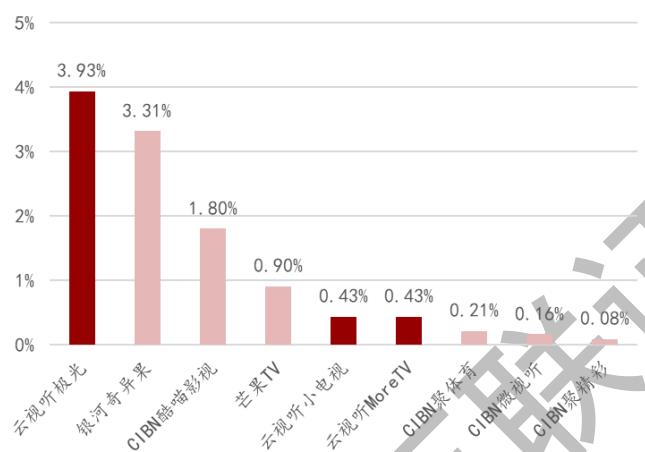
资料来源：工信部、万联证券研究所

OTT业务先看用户增长，后看付费率及ARPPU提升。

当前阶段：用户数量快速增长，云视听产品线不断扩充。截至20H1，公司云视听系列有效用户数超1.7亿户，用户数实现较快增长。2020年公司继续拓展云视听系列产品线，小屏内容大屏化，新推出快TV、虎电竞、全民K歌、埋堆堆等多款产品，目前主要处于用户增长阶段；云视听极光仍是公司营收端的主力产品。根据勾正数据2020年OTT收视排行榜数据，云视听极光以收视率3.93%，市场份额32.69%居于首位，Top10

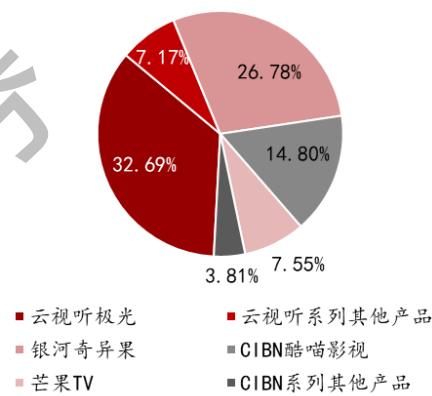
中云视听系列入选3席，整体产品市占率第一。据奥维互娱2021年1月点播媒体排行榜，Top10中云视听系列占据4席：云视听极光日活2727万台（QoQ+11.8%）；云视听小电视日活371万台（QoQ+23.2%）；云视听快TV日活306万台（QoQ+31.2%）；云视听电竞日活130万台（QoQ+9.7%）。云视听极光ARPPU约为40-50元/年（净收入），付费用户数约为数百万，对标当前在线视频整体付费渗透率（据QuestMobile数据和公司公告，付费用户/月活用户约为15%-20%），大屏端付费渗透率有较大提升空间。对于多款小屏内容大屏化的产品，目前处于用户增长阶段，在用户体量达一定规模后，将考虑如广告、电商、垂直内容产品推送、增值业务等多种变现方式。

图表2：2020中国家庭OTT收视率排行榜



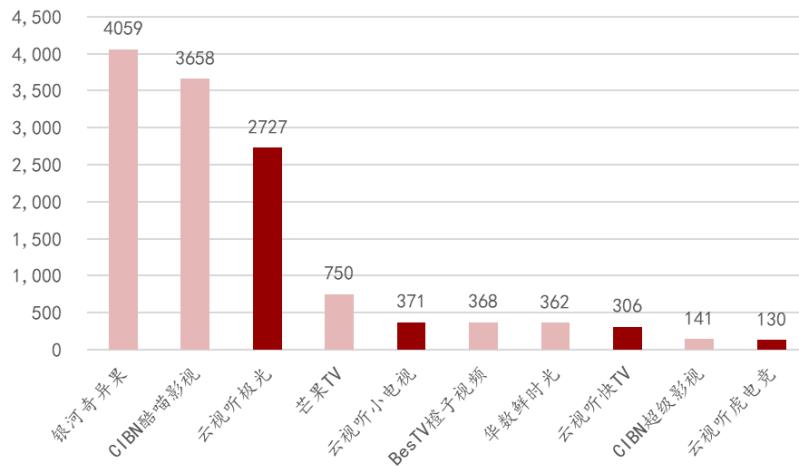
资料来源：勾正数据、万联证券研究所

图表3：2020中国家庭OTT平台市场份额



资料来源：勾正数据、万联证券研究所

图表4：21年1月OTT端点播媒体日活榜单Top10（单位：万台）

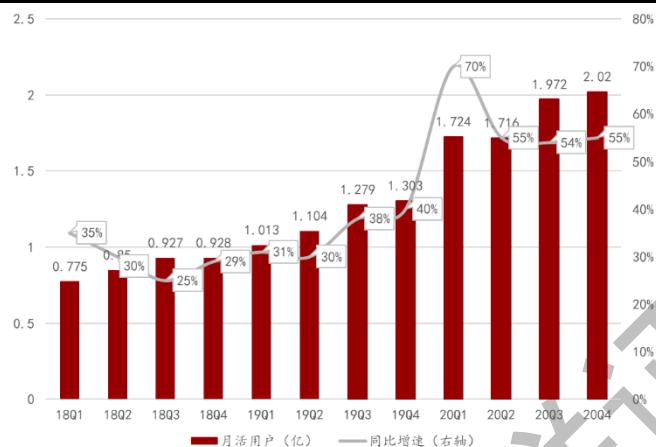


资料来源：奥维互娱、万联证券研究所

下一阶段，看付费转化率及ARPPU值提升。视频类应用可分为长视频、中视频和短视频三类，长视频赛道相对稳定，短视频景气度高企，以B站为代表的中视频在“破圈”带动下用户高速增长，云视听系列产品对三类应用均有布局。以当前云视听系列产品第二大产品云视听小电视（B站大屏产品）为例，看用户增长、扩圈对大屏端增长的拉动。20Q4财报显示B站MAU达2.02亿人（YoY+55%），其中移动端MAU达1.865亿人（YoY+61%），在财报电话会议上董事长兼CEO陈睿提出2023年内MAU将翻番至4亿。在

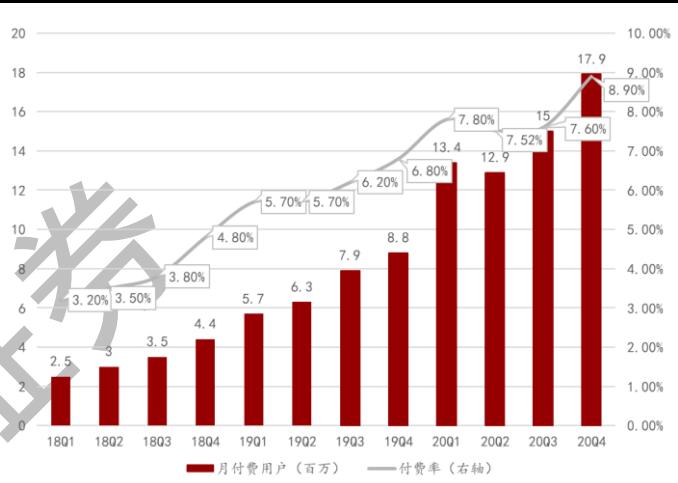
OGV布局加码以及营销活动带动下，截至20Q4付费渗透率已达8.9%，相较于其他长视频平台依然有提升空间。云视听小电视的电视大会员较大会员套餐价格仅高出20-30元/年，价差不大下大屏会员容易受到青睐；大屏端用户平均年龄较B站用户平均年龄偏大，该年龄段用户正是B站“扩圈”战略（年龄上，从Z世代不断向90/85/80后扩充）的对象。目前多款OTT产品均处于做用户增长阶段，在高用户基数下，付费渗透率、ARPPU提升有望带来较大规模收入体量。

图表5：2018-2020年B站月活用户变动情况



资料来源：公司财报、万联证券研究所

图表6：2018-2020年B站月付费用户及付费率变动情况



资料来源：公司财报、万联证券研究所

图表7：腾讯视频大屏端会员价格高出110-120元/年



资料来源：腾讯视频、万联证券研究所



资料来源：B站、万联证券研究所

从赛道看，移动端习惯已然稳固，用户时长达上限，大屏端价值值得重视。大屏收视时长依然坚挺，在年轻群体中渗透率有所提升。据CSM媒介研究，2020年全国电视

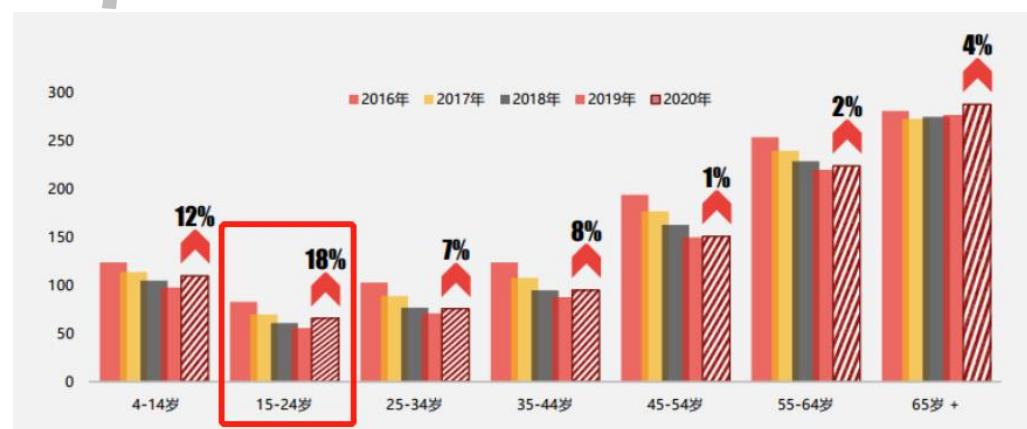
大屏端用户超12.8亿，人均观影时长2小时，大屏端总时长2倍于网络视频时长。从受众的年龄分布来看，2020年15-24岁的用户收视时长增加18%，为各年龄层用户中时长增加最多的群体。

图表9：2020年大屏收视时长是网络视频消费时长的2倍



资料来源：CSM、万联证券研究所

图表10：2016–2020年各年龄段受众收视时长变动情况（单位：min）



资料来源：CSM、万联证券研究所

## 1.2 弹性——广告业务：整合营销链路，纯增量业务空间可期

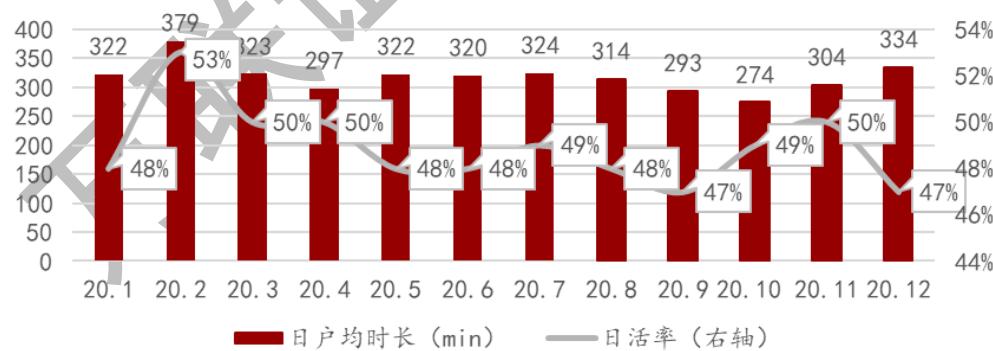
**大屏广告价值有望获重估，目前迎来布局窗口期。**此前，大屏广告因效果转化等问题未能充分受到广告主青睐，随着数据的多年积累与沉淀，行业已完成了基础建设，针对广告价值的挖掘迎来布局时点。行业第三方数据公司也开发了相应的工具，以解决广告主的痛点、增强大屏广告投放吸引力。据勾正数据，截至20H1智能屏(IPTV+OTT)激活设备量3.97亿台，家庭覆盖率达86.5%，渗透率较上年同期提升4.5pct；收视时长和活跃度方面，勾正数据显示20年全年智能电视日户均收视时长在5小时、日活率50%左右，用户习惯已相对稳定。如此意味着电视广告覆盖人群广、到达率高，经合理运营将释放较大广告价值。

图表11：智慧大屏营销产业链参与者



资料来源：勾正数据-尼尔森-MMA《2020H1智慧屏行业发展白皮书》、万联证券研究所

图表12：20年1-12月智能电视开机日活率、日户均时长保持稳定



资料来源：勾正数据、万联证券研究所

融媒体发展趋势下，优质内容可多端上线，内容招商吸引力进一步提升。大屏内容观看有多种渠道，随着IPTV、OTT的发展，有线电视的空间不断被侵蚀，有线电视用户数已降至2019年的2.07亿户。IPTV/OTT区别于有线电视的一个显著特点是，观众基于自身喜好「主动」选择节目，优质内容将获得观众、进而获得广告主青睐。多端传播进一步提升优质内容的广告价值，有线电视的式微并不意味着台端自制内容的衰落；对于主要覆盖移动端受众的内容来说，增加大屏渠道整合大小屏营销资源亦是性价比较高的选择。

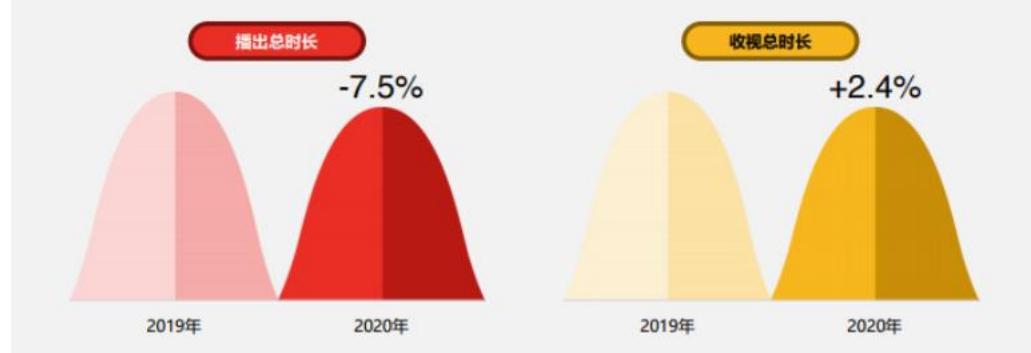
图表13：2004-2019年国内有线电视用户规模变动情况



资料来源：国家广电总局、万联证券研究所

家庭大屏的高触达率、黄金时段等都是吸引广告主的重点，营销革新提升广告效果。随着营销的不断革新，广告播出环境不断优化，收视效果较此前有所提升。据CSM研究，2020年电视广告播出总时长压缩7.5%，而广告收视总时长同比增加2.4%，也即单位时长广告收视效果提升10.7%。

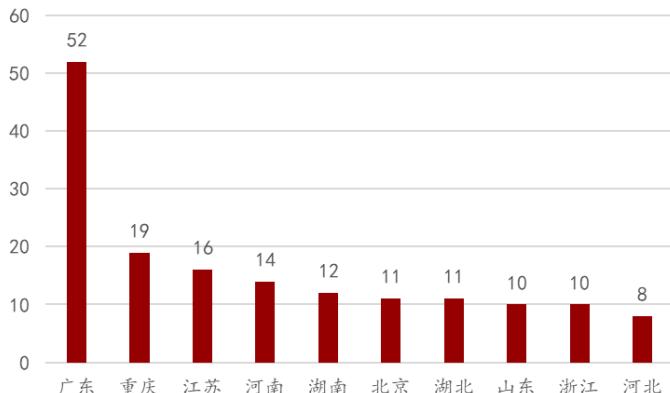
图表14：电视媒体广告效率提升：2019VS2020播出时长下降而收视时长上升



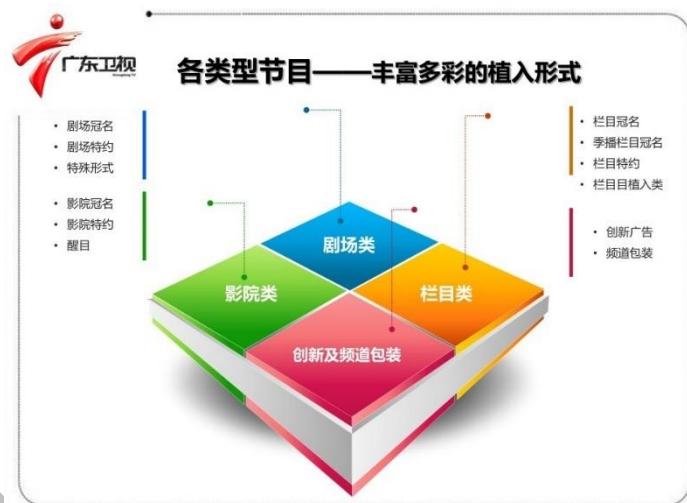
资料来源：CSM、万联证券研究所

公司布局全链路广告营销，强化大屏营销能力。当前大屏广告迎来发展窗口期，率先布局者有望获得先机。公司此前的广告收入主要来自OTT端产品的广告分成，收入整体占比较少。2020年10月28日，公司公告称将组建商务运营中心，该部门负责基于流量、数据等核心资产开展广告业务，并表示将打造一支全新的广告业务运营团队，重点放置在管理与运营上，基于用户基数、平台影响力，与产业链各方洽谈包括不限于广告位出售、节目冠名及植入等多种合作形式。在基于内容的招商上，我们认为或类似于芒果TV与湖南卫视的合作模式。据CTR电视广告监测的最新数据，2020年11月，广东省位列省级地面频道新增品牌榜的首位，增量为第二名的近3倍，充分显示广东卫视的招商势能。新媒股份为广东广播电视台授权开展IPTV、OTT业务的平台，并已将原“广东IPTV”升级为“喜粤TV”，强化品牌形象，类似于芒果TV与湖南台的联合招商，喜粤TV与广东台亦有望开展类似的广告合作模式，充分发挥传统媒体资源与新媒体平台的各自优势，为广告客户提供一体化的广告投放资源，有效提升广告招商效果。广告作为纯增量业务，预计为公司带来较大利润弹性。

图表15: 广东省位列2020.11省级地面新增品牌榜首位(单位:个)



资料来源: CTR、万联证券研究所



资料来源: TVJS、万联证券研究所

### 1.3 预期差——内容布局: 对标芒果, 看估值修复或估值提升

与芒果超媒对标, 新媒股份有估值修复的空间与估值提升的可能性。用芒果超媒市值扣除以新媒股份PE估算的运营商业务市值后, 可见扣除后的余下业务PE自19H2以来始终大幅领先于新媒股份PE, 由此可得出两个推论: 1) 新媒股份PE被低估; 2) 「内容」可获得市场的更高估值。若从角度一理解, 则对应估值修复; 若从角度二理解, 新媒加码内容布局后有望带动估值提升, 这一逻辑将在发展中不断得以论证。

图表17: 新媒股份与芒果超媒分部估值对比

	2019H1	2019	2020H1	2020	2021.2
期末芒果市值(亿元)	429.91	622.42	1160.81	1290.77	1142.11
期末新媒PE(TTM)	<b>46.25</b>	<b>51.17</b>	<b>61.62</b>	<b>28.31</b>	<b>23.30</b>
运营商分部利润(TTM, 亿元)	2.18	2.75	5.23	3.83	3.83
期末运营商业务市值(亿元)	100.59	140.96	322.00	108.40	108.40
余下业务市值(亿元)	329.32	481.46	838.80	1182.37	1033.71
芒果利润(TTM, 亿元)	12.70	10.27	12.18	17.94	17.94
余下业务分部利润(TTM, 亿元)	10.53	7.52	6.96	14.11	14.11
期末余下业务PE(TTM)	<b>31.28</b>	<b>64.02</b>	<b>120.57</b>	<b>83.82</b>	<b>73.28</b>

资料来源: Wind、万联证券研究所

注: 2021.2行情日为2.26日, 即2月最后一交易日。

内容布局方面, 公司此前已有多重举措意在加码内容: 1) 高管方面, 杨德建总裁于2020年就任, 其拥有新闻学博士学位、二级文学编辑职称, 此前在内容制作领域有20年以上丰富经验。2) 对外合作方面, 公司通过参设基金或开展战略合作等方式展开合作, 19年10月公司全资子公司南新金控参设广州新媒天泽文化产业股权投资中心(有限合伙), 探索投资于新一代信息技术、文娱等相关领域, 虽后因各种客观原因基金未进入实质性运作, 公司决定终止参与基金设立, 但该举措本身已反映通过资本运作来布局内容之意图; 与4K花园合作, 构建5G+超高清生态圈, 围绕5G+4K/8K在内容供给、产品创新、便捷传输、服务方式等方面开展深度合作, 目前已落地《喜粤之味》第一部。3) 品牌升级, 强化品牌辨识度。2020年11月公司品牌升级为“喜

粤 TV”，反映公司从以内容播控为主的偏「通道型」业务向打造主流媒体品牌「通道+内容」转移。

以美食纪录片为内容自制切入点。喜粤 TV 平台首档 8K 美食人文纪录片《喜粤之味》是推动 5G+8K 的一次实战应用和跨界融合，在腾讯视频上线后评分高达 8.7 分。《超级食材》为公司出品的第二档美食纪录片，7 集内容，采用 4K/8K、VR 技术呈现，内容形式上以综艺+纪录片搭配，一方面以综艺特有的玩梗、融梗的表达方式增强“网感”，另一方面用超高清提升纪录片的拍摄品质。该节目已于 21 年正月初一上线喜粤 TV，在 7 天内获得 15 万次以上点播，并将于 3 月 2 日上线 B 站、腾讯视频、优酷。

图表18：首档自制纪录片《喜粤之味》1月25日于腾讯视频上线



资料来源：腾讯视频、万联证券研究所

图表19：第二档自制纪录片《超级食材》将于3月2日多平台上线

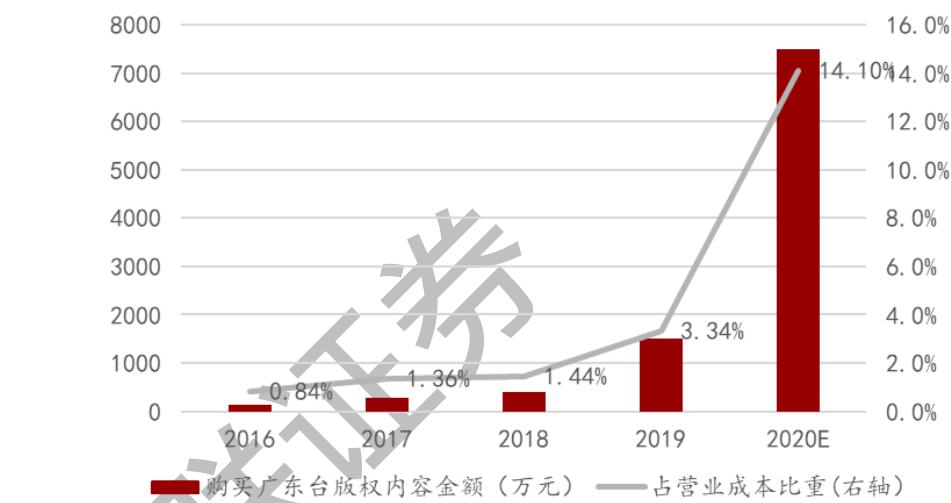


资料来源：《超级食材》官方微信、抖音、万联证券研究所

近来，内容战略被置于更重要的位置，提出“打造头部互联网视听平台”之战略目标。2021 年 2 月 24-25 日，新媒股份业务创新务虚会召开，就公司战略及业务转型进行深入研讨，在“打造头部互联网视听平台”的总战略目标之下，提出“用户为先”、“内容为王”、“资源整合”和“价值创造”的子战略，表示同时加快与广东台优质内容、业务方面的全面整合，提升新媒股份在内容制作、细分领域等产业链的竞争优

势，实现转型升级。卫视与新媒体平台的协同发展，此前已有湖南卫视与芒果TV之成功先例，新媒与广东台的合作亦有望充分发挥各自平台优势及内容优势，以媒介优势找到更多“好内容”，并以更多的“好内容”不断提升媒介影响力。事实上，公司与广东广播电视台之间在版权内容采买上的合作不断深入，购买广东台版权内容金额以及占营收成本的比重均不断提升。

图表20：2016–2020E公司购买广东台版权内容及占营业成本比重



资料来源：公司公告、万联证券研究所

## 2、投资建议

**业绩预测：**IPTV/OTT业务将为公司带来确定性的增长。**IPTV业务：**考虑到20年省外业务拓展停滞、增值业务下半年起步推广对全年业绩贡献有限，21–22年预计将迎来较快发展，20–22年预计营收增速14%/24%/35%。**OTT业务：**目前主要依靠云视听极光，未来多个产品有望实现商业化变现，预计20–22年营收分别增长23%/30%/50%。广告业务及有线电视网络增值服务等合并计其他业务收入，由于广告业务毛利率较高，预计毛利率有所提升，21/22年分别为65%、70%。

图表21：2018–2022E公司分业务预测

单位（人民币百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
专网收入	512.19	828.09	1020.95	1256.75	1516.61
YoY	49%	62%	23%	23%	21%
毛利率		52%	54%	54%	54%
互联网电视业务收入	98.66	129.03	159.11	238.67	393.80
YoY	39%	31%	23%	50%	65%
毛利率	72%	73%	75%	75%	75%
其他业务收入	32.31	38.88	27.06	43.30	108.24
YoY	–	20%	-30%	60%	150%
毛利率	–	–	60%	65%	70%
总营收	643.16	996.00	1207.12	1538.71	2018.65
YoY	–	55%	21%	27%	31%
毛利率	57%	55%	57%	58%	59%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

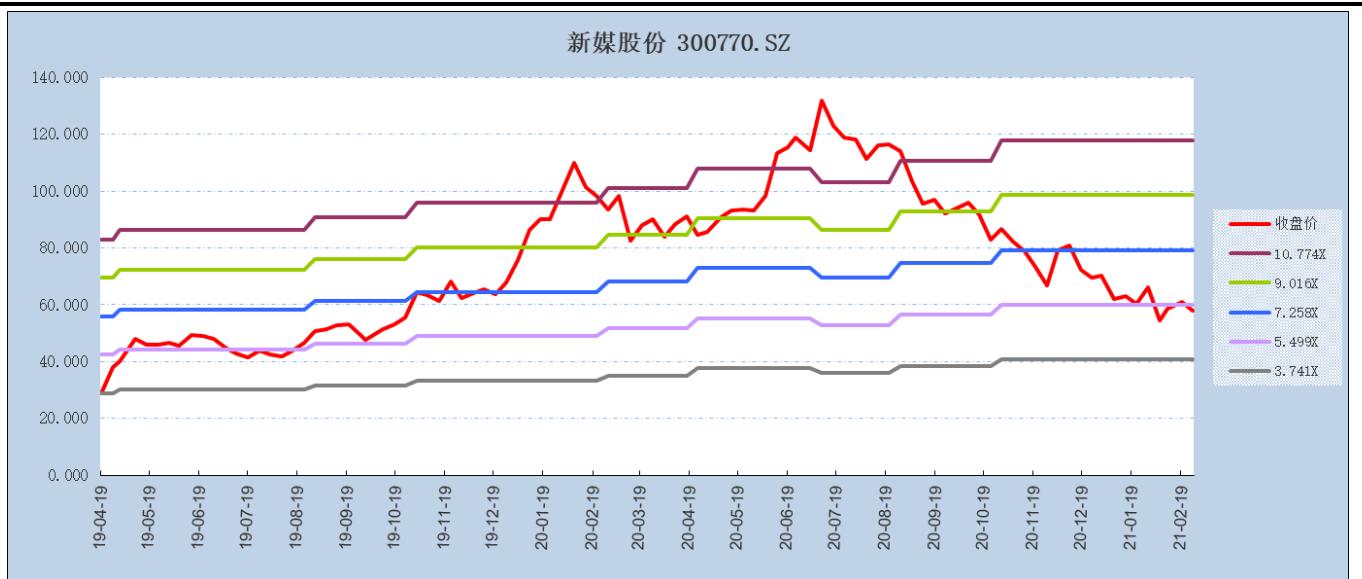
**估值：**当前估值已调整至上市以来的最低水平，自7月达到估值峰值后持续单边下行。考虑到：1) **主营业务增长的确定性：**供给端上具有牌照优势，无替代者风险；需求端上，移动互联网对大众娱乐的冲击影响已趋于稳定，大屏观影需求保持稳定。2) **短期内，回购稳定股价。**公司发布回购方案，拟投入5000万-1亿自有资金回购股份，用于后续转换可转债。3) **与芒果超媒对标，新媒有估值修复及估值提升的空间（提升内容能力）：**公司已在内容领域积极布局，从建设集成播控平台走向建设主流媒体品牌。短期看估值修复，中长期看内容带动估值提升。

图表22：新媒股份上市至今PE Band (前复权)



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表23：新媒股份上市至今PB Band (前复权)



资料来源：Wind、万联证券研究所

综合来看，预计2020-2022年实现营业收入12.07/15.39/20.19亿元，同比增长21%/28%/31%；归母净利润5.96/7.90/10.64亿元，同比增长51%/33%/35%，对应现价(2月26日收盘价57.87元)PE分别为22.43X、16.92X、12.57X，维持“买入”评级。

### 3、风险提示

**增值业务发展不及预期：**增值业务是IPTV业务的目前发展的主要看点，若内容储备不足，则付费用户增长可能不及预期。

**内容布局不及预期：**公司以平台优势嫁接外部优质资源合作，并加强自身内容自制能力，在初期可能存在精品化独占内容不足的风险。

**广告业务拓展风险：**增加广告位有流失用户的风脸，需谨慎评估实施；业务开展需协调多方利益，存在落地进度不及预期的风险。

万联证券

**资产负债表**

	单位: 百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,184	2,603	3,238	4,209
货币资金	1,822	2,171	2,724	3,564
应收票据及应收账款	245	317	396	523
其他应收款	4	3	4	6
预付账款	2	4	5	7
存货	0	0	0	0
其他流动资产	111	108	109	110
<b>非流动资产</b>	<b>529</b>	<b>801</b>	<b>1,005</b>	<b>1,176</b>
长期股权投资	25	83	103	123
固定资产	112	177	224	274
在建工程	5	5	6	6
无形资产	256	403	540	640
其他长期资产	130	132	132	132
<b>资产总计</b>	<b>2,713</b>	<b>3,404</b>	<b>4,243</b>	<b>5,385</b>
<b>流动负债</b>	<b>506</b>	<b>589</b>	<b>738</b>	<b>936</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	402	436	559	704
预收账款	32	44	54	71
其他流动负债	72	109	126	160
<b>非流动负债</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	22	22	22	22
<b>负债合计</b>	<b>528</b>	<b>611</b>	<b>760</b>	<b>958</b>
股本	128	231	231	231
资本公积	1,359	1,359	1,359	1,359
留存收益	695	1,201	1,891	2,836
归属母公司股东权益	2,184	2,793	3,483	4,427
少数股东权益	1	1	0	0
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,713</b>	<b>3,404</b>	<b>4,243</b>	<b>5,385</b>

**现金流量表**

	单位: 百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>462</b>	<b>677</b>	<b>954</b>	<b>1,261</b>
净利润	395	596	789	1,064
折旧摊销	89	75	105	140
营运资金变动	-27	12	68	67
其它	4	-6	-8	-10
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,167</b>	<b>-341</b>	<b>-301</b>	<b>-301</b>
资本支出	-171	-287	-289	-291
投资变动	-1,002	-60	-20	-20
其他	6	6	8	10
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,076</b>	<b>13</b>	<b>-100</b>	<b>-120</b>
银行借款	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	1,093	103	0	0
其他	-18	-90	-100	-120
<b>现金净增加额</b>	<b>371</b>	<b>349</b>	<b>553</b>	<b>840</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>611</b>	<b>1,822</b>	<b>2,171</b>	<b>2,724</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>982</b>	<b>2,171</b>	<b>2,724</b>	<b>3,564</b>

**利润表**

	单位: 百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>996</b>	<b>1,207</b>	<b>1,539</b>	<b>2,019</b>
营业成本	452	520	653	829
营业税金及附加	3	5	6	8
销售费用	51	30	40	52
管理费用	57	46	46	61
研发费用	47	42	54	71
财务费用	-13	-30	-37	-47
资产减值损失	-6	-4	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	6	8	10
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>398</b>	<b>596</b>	<b>790</b>	<b>1,066</b>
营业外收入	2	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>400</b>	<b>600</b>	<b>795</b>	<b>1,071</b>
所得税	4	4	6	7
<b>净利润</b>	<b>395</b>	<b>596</b>	<b>789</b>	<b>1,064</b>
少数股东损益	0	0	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>396</b>	<b>596</b>	<b>790</b>	<b>1,064</b>
EBITDA	476	639	845	1,139
EPS(元)	1.71	2.58	3.42	4.61

**主要财务比率**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	54.9%	21.2%	27.5%	31.2%
营业利润	93.7%	49.6%	32.6%	35.0%
归属于母公司净利润	92.8%	50.7%	32.5%	34.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	54.7%	56.9%	57.6%	59.0%
净利率	39.7%	49.4%	51.3%	52.7%
ROE	18.1%	21.3%	22.7%	24.0%
ROIC	17.5%	20.0%	21.1%	22.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.5%	17.9%	17.9%	17.8%
净负债比率	-83.4%	-77.7%	-78.2%	-80.5%
流动比率	4.31	4.42	4.39	4.50
速动比率	4.31	4.42	4.38	4.49
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.37	0.35	0.36	0.37
应收账款周转率	4.06	3.81	3.89	3.86
存货周转率	8,090.40	4,861.19	5,607.21	5,334.33
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.71	2.58	3.42	4.61
每股经营现金流	2.00	2.93	4.13	5.46
每股净资产	9.45	12.09	15.07	19.16
<b>估值比率</b>				
P/E	33.79	22.43	16.92	12.57
P/B	6.12	4.79	3.84	3.02
EV/EBITDA	31.22	22.03	16.00	11.13

资料来源：公司财报、万联证券研究所

**行业投资评级**

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

**公司投资评级**

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。  
基准指数：沪深300指数

**风险提示**

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**证券分析师承诺**

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

**免责条款**

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

**万联证券股份有限公司 研究所**

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦  
电话：021-60883482 传真：021-60883484  
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心  
深圳 福田区深南大道2007号金地中心  
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场