中青旅（600138）

证券研究报告
2021 年 03 月 27 日

景区客单价持续提升，业务架构助力疫后复苏发展

公司 2021 年 3 月 25 日发布 2020 年年报，2020 年实现营业总收入 71.51 亿元，同比下降 49.12%；实现归母净利润-2.32 亿元，同比下降 140.85% ；扣非后归母净利润-3.95 亿元，同比下降 191.44%；基本 EPS -0.32 元/股，同比下降 140.85%。分季度看，2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 公司分别实现营业收入 12.01 亿元/ 13.54 亿元/ 20.92 亿元/ 25.03 亿元，同比-52.77% /-59.09% /-43.34% /-44.49%。归母净利润 -1.98 亿元/ 0.41 亿元/ 0.29 亿元/ -1.04 亿元，同比-408.57%/ -87.14%/ -82.17%/ -546.43%。

■收入端：①分业务：IT 产品销售与技术服务收入逆势增长，其他类型业务收入受疫情影响均略有下滑。②分地区：中国内地是公司主要收入来源。
■成本费用端：①业务结构变化与酒店业务毛利率的大幅下滑影响整体毛利率水平。公司毛利率水平最低的 IT 产品销售与技术服务占比在疫情期间大幅提升，从 2019 年占营业收入的 27.39%提升到 2020 年的 57.85%；其次，收入占比 4.15%的酒店业务毛利率下滑 53.68pct，主要由于会计准则调整导致其计算方式改变。
■利润端：受疫情影响，2020 年实现归母净利润 -2.32 亿元。其中，乌镇旅游、中青博联、古北水镇分别实现归母净利润 1.35 亿元、0.01 亿元、-1.71 亿元，同比变化-83.21%、-98.25%、-217.21%。其中，古北水镇因受房地产投资收益减少及成本费用上升等因素影响，归母净利润同比下降最为显著。

“4+3”架构实现产融结合，多项业务协同运营

①景区业务：疫情影响下中青旅景区业务积极应对。①乌镇景区经营情况随着国内疫情形势的好转，整体呈现稳步复苏态势。2020 年全年游客量 301.99 万人次，同比下降 67.11%。②古北水镇景区受益于国内疫情的有效控制、周边游市场需求的快速释放，经营情况回暖。2020 年接待游客 116.55 万人次，同比下降 51.31%；实现营业收入 5.72 亿元，同比下降 39.81%。

②旅行社业务：“产品+渠道+业务拓展”等多方面发力，发展传统核心业务。

③整合营销业务：线上线下多种业态协同发展整合营销服务。

④酒店业务：献力抗疫攻坚，“智慧酒店”+大数据管理并举。

中青旅资产价值显著，拥有乌镇、古北水镇等核心景区资源；股东背景强劲；“4+3”业务架构，有望实现产业融合和多业务协同发展。我们看好疫情后中青旅集团的恢复能力，预计公司 2021-2022 年净利润分别为 5 亿元/ 6 亿元；对应 PE 分别为 18X/ 14.5X，维持“买入”评级。

风险提示：疫情恢复不及预期，旅游市场不景气，项目推进不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,053.57	7,150.72	12,124.68	15,093.43	16,045.88
增长率(%)	14.58	(49.12)	69.56	24.49	6.31
EBITDA(百万元)	1,327.63	71.19	1,294.30	1,495.76	1,632.27
净利润(百万元)	568.16	(232.08)	504.70	634.22	763.50
增长率(%)	(4.90)	(140.85)	(317.47)	25.66	20.39
EPS(元/股)	0.78	(0.32)	0.70	0.88	1.05
市盈率(P/E)	16.18	(39.61)	18.21	14.49	12.04
市净率(P/B)	1.39	1.45	1.35	1.24	1.13
市销率(P/S)	0.65	1.29	0.76	0.61	0.57
EV/EBITDA	9.71	164.15	9.61	9.55	6.13

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	休闲服务/旅游综合
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	13.23 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	723.84
流通 A 股股本(百万股)	723.84
A 股总市值(百万元)	9,576.40
流通 A 股市值(百万元)	9,576.40
每股净资产(元)	8.74
资产负债率(%)	49.74
一年内最高/最低(元)	13.53/9.34

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com
李珍妮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120002
lizhenni@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《中青旅-公司点评:疫情导致业绩亏损，顺应消费结构趋势优化产品内容》2021-01-31
2 《中青旅-季报点评:乌镇、古北游客量环比大幅增加，业绩降幅逐季收窄》2020-11-01
3 《中青旅-半年报点评:Q2 游客量环比改善，国内游需求释放助业务回暖》2020-08-30

1. 公司公布 2020 年年度报告

公司 2021 年 3 月 25 日发布 2020 年年报，2020 年实现营业总收入 71.51 亿元，同比下降 49.12%；实现归母净利润-2.32 亿元，同比下降 140.85% ；扣非后归母净利润-3.95 亿元，同比下降 191.44%；基本 EPS -0.32 元/股，同比下降 140.85%。其中，非经常性损益主要包含控股子公司乌镇旅游股份有限公司收到桐乡市财政局政府给予的古镇保护与品牌宣传推广补贴 2.87 亿元。

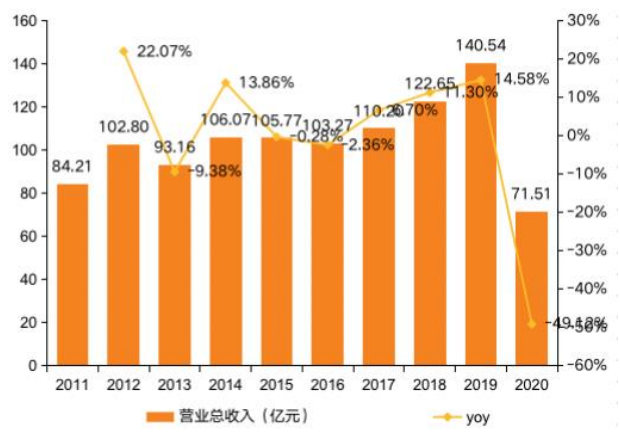
分季度看，2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 公司分别实现营业收入 12.01 亿元/ 13.54 亿元/ 20.92 亿元/ 25.03 亿元，同比-52.77% /-59.09% /-43.34% /-44.49%。归母净利润 -1.98 亿元/ 0.41 亿元/ 0.29 亿元/ -1.04 亿元，同比-408.57%/ -87.14%/ -82.17%/ -546.43%。其中第一季度和第四季度分别受疫情及疫情反复影响，导致归母净利润下滑幅度较大。2020 年归母净利率为-3.24%，较 2019 年降低 7.29pct。

2. 2020 年年报点评

2.1. 收入端：IT 产品销售与技术服务收入逆势增长，其他类型业务收入下滑

2020 年实现营业总收入 71.51 亿元，同比下降 49.12%。Q1/Q2/Q3/Q4 公司分别实现收入 12.01 亿元/13.54 亿元/20.92 亿元/25.03 亿元，同比-52.77% /-59.09% /-43.34% /-44.49%。

图 1：受疫情影响，营业总收入下滑



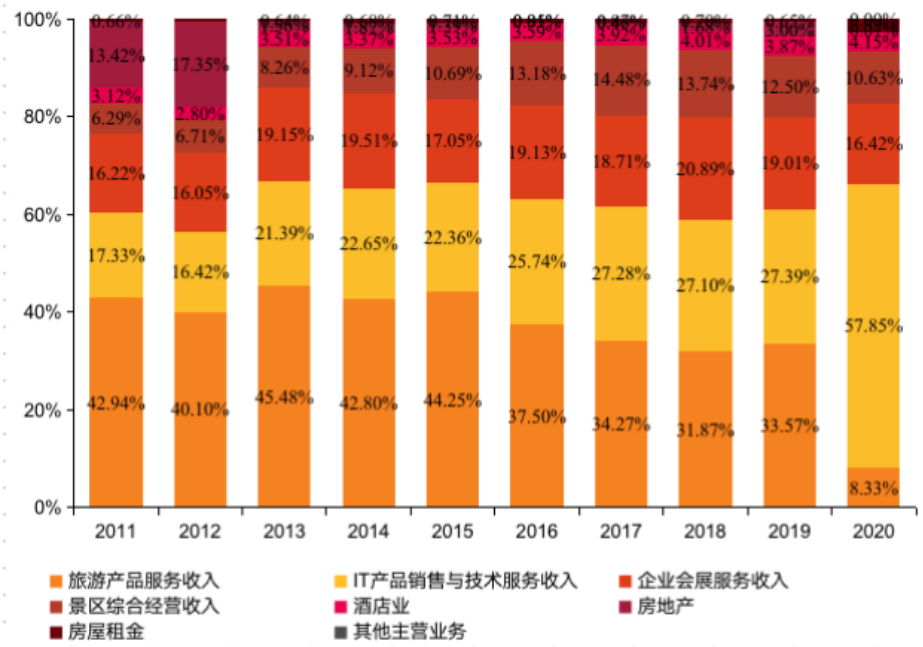
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：各季度营收均有不同程度的下滑

资料来源：Wind，天风证券研究所

分业务：IT 产品销售与技术服务收入逆势增长，其他类型业务收入受疫情影响均有不同程度下滑。2020 年，旅游产品服务/IT 产品销售与技术服务/整合营销服务/景区经营/酒店业/房地产销售/房屋租赁分别实现营业收入 5.96 亿元/ 41.37 亿元/ 11.74 亿元/ 7.60 亿元 /2.99 亿元/ 0.05 亿元/ 1.80 亿元，同比增长分别为-87.36%/ 7.48%/ -55.98%/ -55.83%/ -34.84%/ -98.88%/ -17.40%，其营收占比分别为 8.33%/ 57.85%/ 16.42%/ 10.63%/ 4.15%/ 0.07%/ 2.52%。

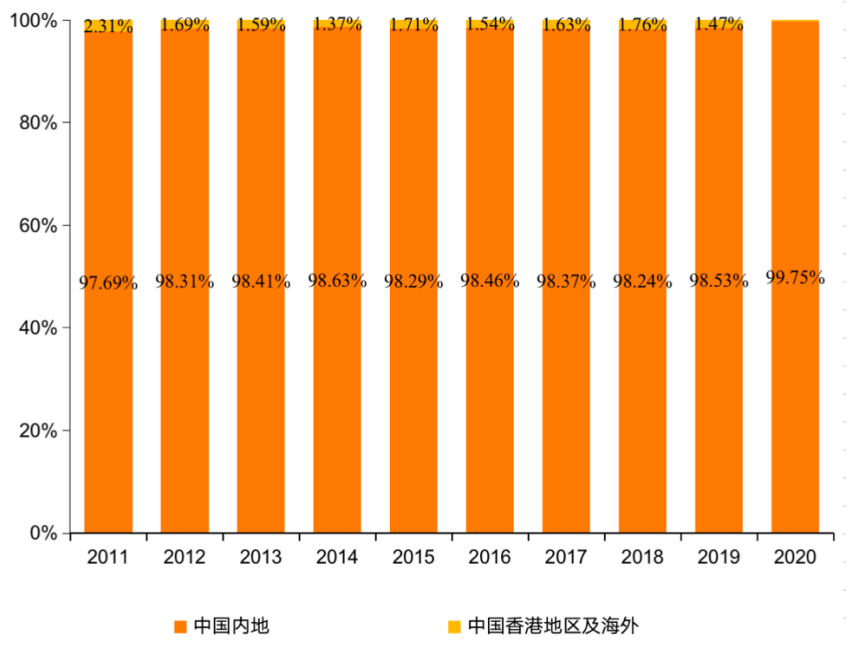
图 3：IT 产品销售与技术服务收入占比增长明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

分地区：中国内地是公司主要收入来源。2020 年，中国内地、中国香港地区及海外分别实现营业收入 71.33 亿元、0.17 亿元，同比增速分别为-48.49%、-91.75%，营收占比分别为 99.75%、0.24%。

图 4：中国内地是公司主要收入来源

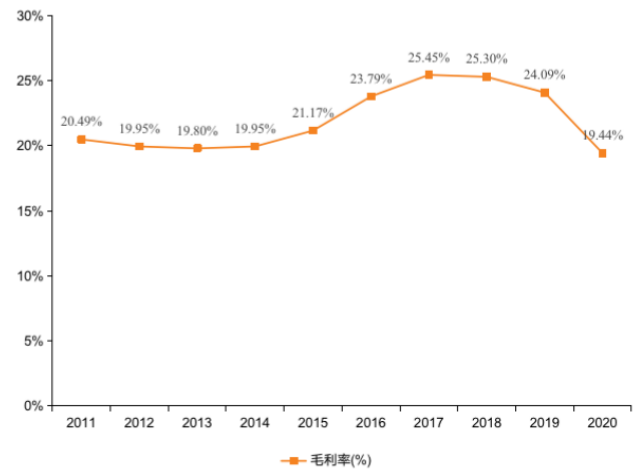


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 成本费用端：业务结构变化与酒店业务毛利率大幅下滑影响整体毛利率水平；各项费用率均有所上升

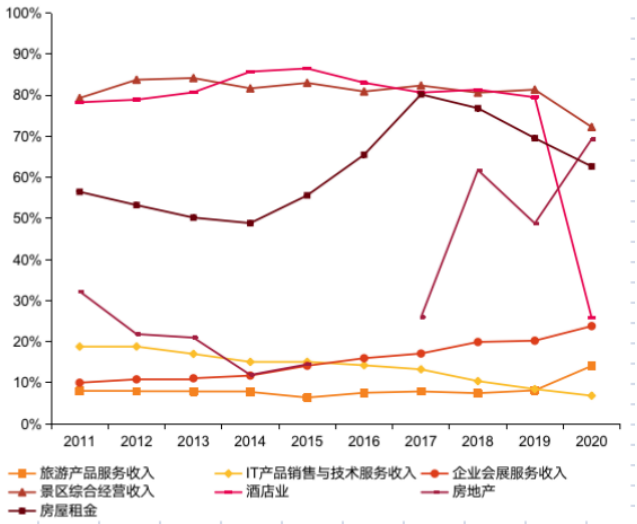
业务结构变化与酒店业务毛利率的大幅下滑影响整体毛利率水平。2020 年，公司整体毛利率为 19.44%，较 2019 年下降 4.65pct。从各业务类型来看，旅游产品服务/ IT 产品销售与技术服务/ 整合营销服务/ 景区经营/ 酒店业/ 房地产销售/ 房屋租赁毛利率分别为 14.12%/ 6.86%/ 23.81%/ 72.25%/ 25.81%/ 69.30%/ 62.66%，同比变化 5.95pct/ -1.62pct/ 3.56pct/ -9.10pct/ -53.68pct/ 20.49pct/ -6.87pct。公司整体毛利率水平的下滑主要有两个原因，首先，公司毛利率水平最低的 IT 产品销售与技术服务占比在疫情期间大幅提升，从 2019 年占营业收入的 27.39%提升到 2020 年的 57.85%；其次，收入占比 4.15%的酒店业务毛利率下滑 53.68pct，主要由于会计准则调整导致其计算方式改变。

图 5：毛利率水平略有下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

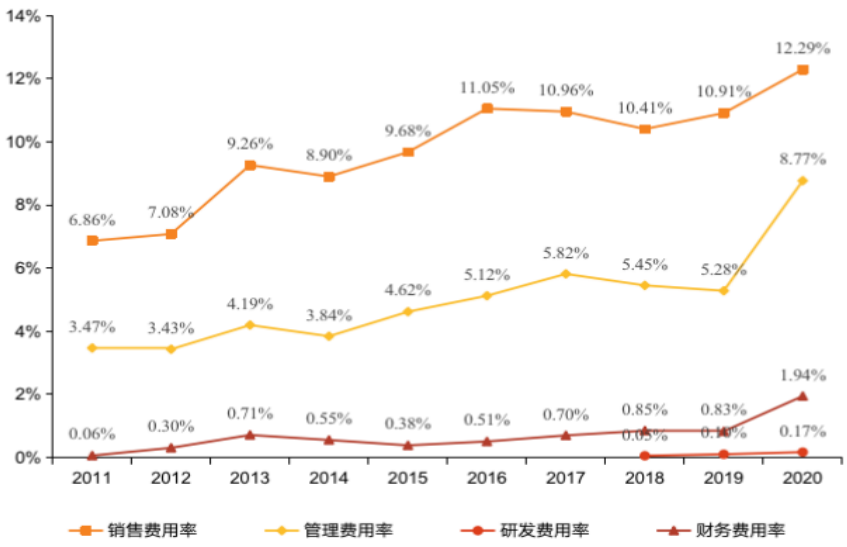
图 6：分业务毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

各项费用率均有所上升。2020 年公司期间费用率为 23.17%，较 2019 年提升 6.05pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 12.29%/ 8.77%/ 0.17%/ 1.94%，同比变化 1.38pct/ 3.49pct/ 0.07pct/ 1.12pct。

图 7：各项费用率均有所上升

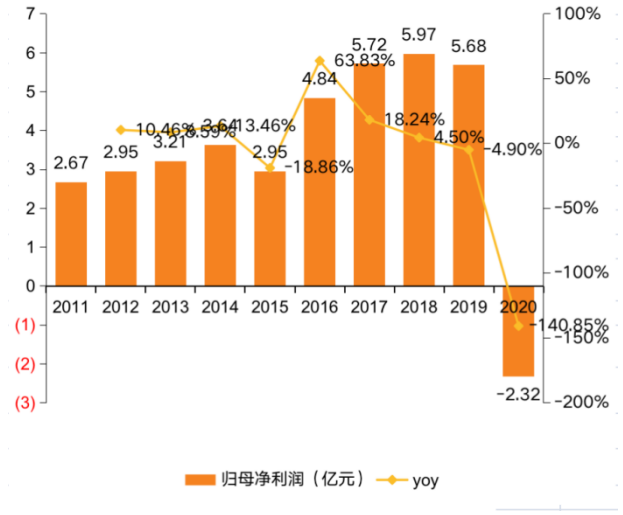


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 盈利端：疫情影响下，归母净利润下滑；Q1 和 Q4 下降幅度较大

受疫情影响，2020 年实现归母净利润 -2.32 亿元，同比下降 140.85%。其中，乌镇旅游、中青博联、古北水镇分别实现归母净利润 1.35 亿元、0.01 亿元、-1.71 亿元，同比变化 -83.21%、-98.25%、-217.21%。其中，古北水镇因受房地产投资收益减少及成本费用上升等叠加因素影响，归母净利润同比下降最为显著。Q1/Q2/Q3/Q4 公司分别实现归母净利润 -1.98 亿元/ 0.41 亿元/ 0.29 亿元/ -1.04 亿元，同比-408.57%/ -87.14%/ -82.17%/ -546.43%。2020 年归母净利率为-3.24%，较 2019 年降低 7.29pct。

图 8：受疫情影响，2020 年归母净利润下滑

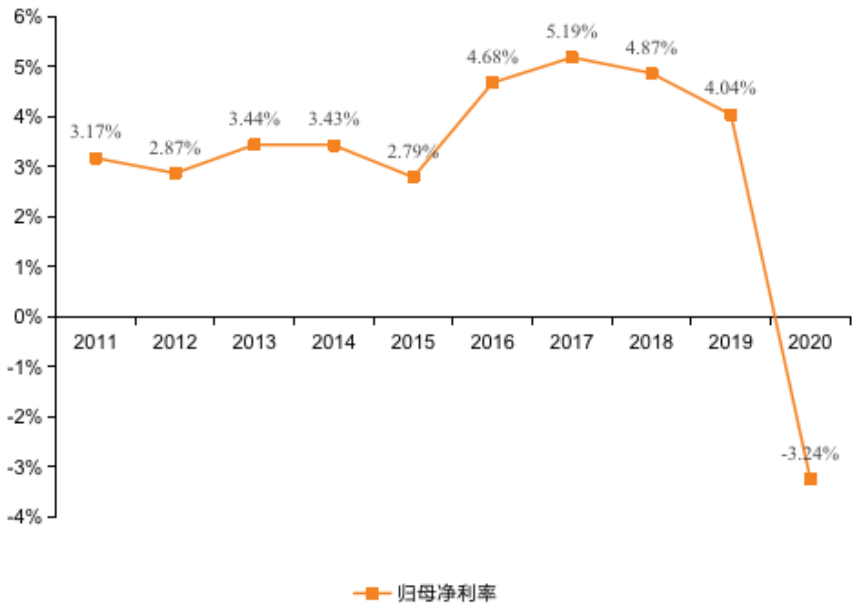


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2020Q1 与 Q4 归母净利率下降幅度较大

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：受疫情冲击，2020 年归母净利率下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. “4+3”架构实现产融结合，多项业务协同运营

公司以“4+3”业务架构积极布局产业融合领域，打造文旅综合体开发与建设平台、酒店

运营与管理平台、会议展览与整合营销平台、旅行社与旅游互联网平台，大力拓展“旅游+”战略，谋求旅游与教育、体育、康养行业的互通促进发展。

3.1. 景区业务：乌镇和古北水镇持续转型升级，稳步应对疫情挑战

面对新冠疫情的冲击，公司坚持“稳中求进、变中求机、进中求新”， 采取调整业务区域布局、创新产品内容、调整服务方式、严控成本费用等多项举措，在稳定存量业务的同时力争在逆境中寻求突破和发展。公司 2020 年度实现营业收入 71.51 亿元，同比下降 49.12%；受人工、折旧摊销等固定成本费用支出影响，实现归属于上市公司股东的净利润 -2.32 亿元。

1）乌镇：打造“会展小镇+文化小镇”，发展高附加值服务，提升人均消费水平。面对疫情对旅游市场及景区经营的长期影响，乌镇景区积极应对。一方面，通过增设智慧型信息化防疫体系、强化票务和支付结算等信息化建设，加强与旅游、疾控、市场监督等多部门联合检查，完善门票、交通、食品安全等方面的应急处理机制等举措，确保景区安全防控常态化开展的同时保障景区高效智慧化运转，为游客营造健康、安全、放心的度假旅游环境。另一方面，针对疫情常态化趋势下各地防控措施的差异及本地、异地客群旅游需求和出行习惯的变化，推出“乌镇如意桥夜市”、早市，激活小镇经济；设计田园、科技、戏剧等主题产品，丰富产品层次；深挖疗休养市场和高端婚宴市场，拓展景区业态；开展线上线下联动创意营销，进行“直播+旅游”的场景化探索，放大宣传效应；继续发挥并巩固“文化+会展”双轨发展优势，持续深化“文化乌镇”品牌底蕴，为景区进一步提质扩容、持续优化客户体验奠定基础。乌镇景区经营情况随着国内疫情形势好转，整体呈现稳步复苏态势，通过多项举措并施，全年实现盈利。但由于 2020 年初疫情突发导致暂停营业、疫情反复及人员流动管控政策等因素影响，乌镇景区报告期内经营数据同比出现较大降幅，2020 年实现营业收入 7.95 亿元， 同比下降 63.53%，实现净利润 1.35 亿元，同比下降 83.22%；全年游客量 301.99 万人次，同比下降 67.11%，其中，东栅接待游客 95.65 万人次，同比下降 75.38%，西栅接待游客 206.33 万人次， 同比下降 61.04%。

2）古北水镇：探索创新营销模式，拓宽发展辐射范围。2020 年古北水镇直面疫情挑战，迎难而上，精准把握疫后游客消费需求，立足长城文化， 持续打造“长城下的童话小镇”、“爵士音乐夜”等特色主题活动，始终致力于文化传承与创新， 将二次元文化等潮流热点与长城文化创造性融合，针对新生代客群重磅推出“红叶祭”活动，成为各大媒体社交平台关注焦点。在坚持“文化+ 会展”发展方向、不断提升产品丰富度的同时，古北水镇景区积极探索创新的营销模式，紧跟线上营销新趋势，举办多场“云游+直播带货”活动、录制热门综艺节目《德云斗笑社》等，提高市场知名度，进一步挖掘潜在客群。此外，京哈高铁以及北京市郊铁路怀密线均已正式全线贯通， 交通渠道的优化将为景区未来提升知名度、拓展辐射范围打开发展空间。受益于国内疫情有效控制、周边游市场需求快速释放等利好因素，2020 年下半年古北水镇经营情况迅速回暖，但综合全年疫情影响，古北水镇景区整体业绩出现下滑，2020 年接待游客 116.55 万人次，同比下降 51.31%；实现营业收入 5.72 亿元，同比下降 39.81%；全年实现净利润-1.71 亿元。

3）濮院：濮院景区目前仍处于建设阶段，根据现阶段疫情防控及旅游市场恢复情况，预计将于 2021 年开业。

表 1：乌镇和古北水镇的经营情况

	2016	2017	2018	2019	2020
乌镇景区收入（亿元）	13.60	16.46	19.05	21.79	7.95
yoy	19.88%	20.93%	15.74%	14.39%	-63.53%
乌镇全年累计接待游客量（万人次）	906.44	1013.48	915.03	918.26	301.99
yoy	13.97%	11.81%	-9.71%	0.35%	-67.11%
其中：东栅游客量（万人次）	429.94	468.91	400.99	388.59	95.65
yoy	0.09	9.06%	-14.48%	-3.09%	-75.38%
其中：西栅游客量（万人次）	476.50	544.57	514.04	529.67	206.33
yoy	0.19	14.28%	-5.61%	3.04%	-61.04%
乌镇景区人均消费（元/人）	150.04	162.41	208.19	237.30	263.25
yoy	5.14%	8.25%	28.19%	13.98%	10.94%
古北水镇景区收入（亿元）	7.20	9.79	9.98	9.50	5.72
yoy	56.86%	35.16%	1.98%	-4.79%	-39.81%
古北水镇全年累计接待游客量（万人次）	243.92	275.36	256.49	239.37	116.55
yoy	65.68%	12.89%	-6.85%	-6.68%	-51.31%
古北水镇景区人均消费（元/人）	295.18	355.53	389.10	396.88	490.78
yoy	-6.08%	20.45%	9.44%	2.00%	23.66%

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 旅行社业务：持续发展遨游网品牌，打造一站式互联网旅游平台

“产品+渠道+业务拓展”等多方面发力，发展传统核心业务。受疫情影响，年度内公司出入境旅游业务近乎停滞，遨游国际公司快速研判国内外疫情形势及疫后旅游市场恢复趋势，及时调整业务结构，深度布局国内游市场，在保障游客安全出行的基础上，不断加强产品创新与品质提升，推出乡村游、康养游、亲子游等多主题特色旅游产品，重点开拓房车游和红色旅游领域，同时成为北京环球度假区旅游渠道官方授权合作伙伴，为进一步整合京津冀文旅资源奠定基础；不断完善线上产品种类及服务场景，在遨游旅行 APP 中先后开通火车票、酒店订购频道，并推出中青旅遨游旅行小程序，为游客提供一站式在线旅游服务；加速打造线上营销推广阵地，以文化创意和新媒体融合手段，深化短视频营销布局和直播带货活动，收获了消费者的广泛关注和好评。

3.3. 整合营销业务：展开多项大型会展活动，维持稳健增长

线上线下多种业态协同发展整合营销服务。疫情爆发后，整合营销业务诸多重大项目被迫延期或取消，针对疫情防控处于常态化特征， 以及疫情带来的客户线上需求增加、线上线下融合的变化趋势，中青博联抢抓机遇，一方面通过线上线下协同联动继续扩大线下业务竞争力，另一方面，以科技推动行业数字化转型，迅速增强“智慧会展、数字营销”的服务能力，打造新的利润增长点。2020 年，中青博联实现营业收入 11.76 亿元，同比下降 55.96%，实现净利润 123.84 万元。

3.4. 酒店业务：勇担社会责任，助力防疫阻击战

献力抗疫攻坚，“智慧酒店”+大数据管理并举。疫情期间，山水酒店先后共计 12 家门店被政府列为定点接待酒店，武汉区域两家分店承担了援鄂医疗队的接待服务，服务品质赢得了行业肯定和社会赞誉。疫情防控常态化形势下，山水酒店立足智慧酒店领导者战略，通过大数据管理及时把握客户需求与消费习惯，通过丰富线上服务场景并引入线上 VR 选房、智能客控、送物机器人等智慧服务措施，优化丰富“非接触式服务”渠道，实现酒店管理服务模式的智慧化升级。2020 年，中青旅山水酒店荣获“中国饭店集团 60 强”、“中国酒店集团 50 强”、“连锁酒店中端品牌 20 强”等荣誉，旗下品牌山水时尚酒店荣获“深

圳特区成立 40 周年最具影响力酒店卓越奖”。

3.5. 策略性投资业务：包含科技业务和物业租赁两大业务板块

科技业务主要为中青旅创格和中青旅风采提供的以 IT 硬件代理和系统集成业务以及云贵川三省福利彩票技术服务业务，租赁业务则主要是指中青旅大厦物业租赁。2020 年，策略性投资业务持续为公司带来稳定的利润贡献，风采科技顺利续签云南福彩服务项目，在疫情特殊情况下为公司业绩提供了有力支持。公司 2020 年 IT 产品销售与技术服务和房屋租赁分别实现营业收入 41.37 亿元、1.80 亿元，同比增长分别为 7.48%、-17.40%，占比分别为 57.85%、2.52%。

4. 盈利预测

公司以“4+3”业务架构积极布局产业融合领域，为客户提供定制化、主题化、精品化的旅游服务，打造贯穿线上线下的整合营销服务体系，专注于为多种业态提供协同高效的整合营销服务解决方案。公司将历史文化传承与旅游复合式开发相结合，提供景区内全产业链业务服务。未来公司将继续积极推动各业务板块实现资本与资源快速嫁接，形成联动效应，实现品牌的升值增值。中青旅资产价值显著，股东背景强劲，品牌价值突出，持续创新培育新兴业务和利润增长点。我们看好疫情后中青旅集团的恢复能力，预计公司 2021-2022 年净利润分别为 5 亿元/ 6 亿元；对应 PE 分别为 18X/ 14.5X，维持“买入”评级。

5. 风险提示

疫情恢复不及预期：疫情影响国内游，直接影响公司旅行社业务，同时影响乌镇、古北水镇接待的游客量。

旅游市场不景气：全国旅游市场发展与景区游客数量息息相关，居民出游意愿不强将导致景区游客数量下滑。

项目推进不及预期：濮院等建设中的项目受不可抗力等因素的影响，推进情况不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,003.06	1,755.98	1,477.09	1,207.47	4,593.23
应收票据及应收账款	2,345.06	2,191.54	3,063.85	3,111.18	3,453.52
预付账款	920.67	273.49	1,175.26	800.48	1,399.11
存货	2,367.32	2,877.77	2,581.15	4,909.21	2,492.80
其他	420.71	378.72	546.14	452.01	682.07
流动资产合计	**7,056.82**	**7,477.50**	**8,843.50**	**10,480.36**	**12,620.71**
长期股权投资	2,474.09	2,569.79	2,569.79	2,569.79	2,569.79
固定资产	4,083.79	4,219.23	4,230.16	4,174.12	4,064.90
在建工程	441.84	506.10	339.66	251.80	181.08
无形资产	1,213.20	1,153.88	1,117.63	1,081.39	1,045.14
其他	1,166.96	1,128.93	1,041.15	924.99	830.57
非流动资产合计	**9,379.88**	**9,577.92**	**9,298.39**	**9,002.08**	**8,691.48**
资产总计	**16,436.70**	**17,055.42**	**18,141.89**	**19,482.43**	**21,312.19**
短期借款	2,482.66	3,340.31	2,000.00	3,030.26	2,000.00
应付票据及应付账款	1,727.08	1,406.15	2,261.44	2,634.95	2,975.51
其他	2,014.55	2,861.66	3,562.12	2,472.82	4,375.39
流动负债合计	**6,224.30**	**7,608.12**	**7,823.56**	**8,138.03**	**9,350.91**
长期借款	1,026.45	869.66	1,000.00	1,218.96	1,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	240.07	5.21	85.08	110.12	66.80
非流动负债合计	**1,266.52**	**874.87**	**1,085.08**	**1,329.09**	**1,066.80**
负债合计	**7,490.82**	**8,483.00**	**8,908.63**	**9,467.12**	**10,417.71**
少数股东权益	2,353.68	2,245.86	2,422.21	2,610.46	2,778.02
股本	723.84	723.84	723.84	723.84	723.84
资本公积	1,752.70	1,753.02	1,753.02	1,753.02	1,753.02
留存收益	5,888.74	5,628.03	6,087.21	6,681.01	7,392.62
其他	(1,773.07)	(1,778.33)	(1,753.02)	(1,753.02)	(1,753.02)
股东权益合计	**8,945.88**	**8,572.43**	**9,233.25**	**10,015.31**	**10,894.48**
负债和股东权益总	**16,436.70**	**17,055.42**	**18,141.89**	**19,482.43**	**21,312.19**

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	909.96	(244.83)	504.70	634.22	763.50
折旧摊销	296.10	349.64	251.76	260.15	266.18
财务费用	123.62	145.17	140.19	143.89	127.72
投资损失	(84.75)	83.59	(44.39)	(80.00)	(80.00)
营运资金变动	(336.27)	1,142.83	428.15	(2,510.95)	3,443.01
其它	(312.45)	(866.94)	176.35	188.25	167.57
经营活动现金流	**596.21**	**609.45**	**1,456.75**	**(1,364.44)**	**4,687.98**
资本支出	1,399.86	711.50	(19.87)	54.96	93.32
长期投资	522.12	95.69	0.00	0.00	0.00
其他	(3,301.78)	(1,780.08)	4.26	(54.96)	(63.32)
投资活动现金流	**(1,379.80)**	**(972.89)**	**(15.61)**	**(0.00)**	**30.00**
债权融资	3,540.62	4,851.07	3,291.46	4,570.58	3,417.97
股权融资	(93.10)	(121.51)	(92.96)	(121.97)	(105.80)
其他	(3,068.55)	(3,708.03)	(4,918.52)	(3,353.79)	(4,644.40)
筹资活动现金流	**378.97**	**1,021.53**	**(1,720.02)**	**1,094.82**	**(1,332.23)**
汇率变动影响	0.00	0.00	260.00	260.00	260.00
现金净增加额	**(404.61)**	**658.10**	**(18.89)**	**(9.62)**	**3,645.75**

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	**14,053.57**	**7,150.72**	**12,124.68**	**15,093.43**	**16,045.88**
营业成本	10,668.36	5,760.86	9,337.26	11,745.51	12,435.01
营业税金及附加	97.62	31.61	60.62	75.47	80.23
营业费用	1,533.38	879.32	1,333.71	1,599.90	1,684.82
管理费用	742.10	626.96	642.61	784.86	834.39
研发费用	14.18	11.95	18.19	15.09	16.05
财务费用	116.29	138.83	140.19	143.89	127.72
资产减值损失	0.00	(63.19)	(5.87)	(23.02)	(30.69)
公允价值变动收益	13.65	(0.93)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	84.75	(83.59)	304.39	340.00	340.00
其他	(439.56)	18.27	(608.78)	(680.00)	(680.00)
营业利润	**1,222.82**	**(169.37)**	**902.35**	**1,091.73**	**1,238.36**
营业外收入	12.55	18.48	14.20	15.08	15.92
营业外支出	2.16	19.89	8.49	10.18	12.85
利润总额	**1,233.21**	**(170.79)**	**908.06**	**1,096.62**	**1,241.43**
所得税	323.25	74.05	227.02	274.16	310.36
净利润	**909.96**	**(244.83)**	**681.05**	**822.47**	**931.07**
少数股东损益	341.81	(12.75)	176.35	188.25	167.57
归属于母公司净利润	**568.16**	**(232.08)**	**504.70**	**634.22**	**763.50**
每股收益（元）	0.78	(0.32)	0.70	0.88	1.05

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	14.58%	-49.12%	69.56%	24.49%	6.31%
营业利润	-1.16%	-113.85%	-632.76%	20.99%	13.43%
归属于母公司净利润	-4.90%	-140.85%	-317.47%	25.66%	20.39%
获利能力					
毛利率	24.09%	19.44%	22.99%	22.18%	22.50%
净利率	4.04%	-3.25%	4.16%	4.20%	4.76%
ROE	8.62%	-3.67%	7.41%	8.56%	9.41%
ROIC	11.54%	-0.42%	7.39%	9.22%	8.20%
偿债能力					
资产负债率	45.57%	49.74%	49.11%	48.59%	48.88%
净负债率	28.37%	36.11%	19.65%	33.58%	-10.79%
流动比率	1.13	0.98	1.13	1.29	1.35
速动比率	0.75	0.60	0.80	0.68	1.08
营运能力					
应收账款周转率	6.13	3.15	4.61	4.89	4.89
存货周转率	6.30	2.73	4.44	4.03	4.34
总资产周转率	0.91	0.43	0.69	0.80	0.79
每股指标（元）					
每股收益	0.78	-0.32	0.70	0.88	1.05
每股经营现金流	0.82	0.84	2.01	-1.89	6.48
每股净资产	9.11	8.74	9.41	10.23	11.21
估值比率					
市盈率	16.18	-39.61	18.21	14.49	12.04
市净率	1.39	1.45	1.35	1.24	1.13
EV/EBITDA	9.71	164.15	9.61	9.55	6.13
EV/EBIT	11.61	-69.00	11.93	11.56	7.33

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com