

华策影视 (300133)

证券研究报告

2021年05月10日

剧集领先优势继续夯实，版权保护有利上游关注进展

华策影视 2020 年实现营收 37.32 亿元，同比上升 41.88%；归母净利润 3.99 亿元，同比上升 127.21%，扣非后净利润 3.10 亿元，同比上升 119.57%。2021 年一季度实现营收 14.00 亿元，同比增长 83.86%，归母净利润 1.37 亿元，同比增长 24.80%，扣非后归母净利润 1.29 亿元，同比增长 48.31%。

在疫情对于行业冲击下，华策在 20 年保持健康业绩增长以及正向经营性净现金流入，21Q1 也维持正向业绩增长，体现龙头优质性。

20 年整体毛利率有所上升，应收账款改善。公司 20 年毛利率为 26.76%，同比增加 7.84pct，净利率为 10.55%。公司经营活动产生的现金流量净额为 8.69 亿元，同比下降 30.28%，但仍保持正向现金流。20 年末应收账款为 12.8 亿元，相比 19 年的 23.6 亿有明显下降，21 年一季度为 13.6 亿。

华策在核心影视业务上领军优势继续巩固，在行业整体受冲击的背景下，公司立足平台化、数据化的中台赋能体系抗风险能力凸显，在开机量、取证量、播出量、年度回款四项指标上均取得亮眼成绩，核心业务四项指标全面超越上一年度，领跑行业。2020 年，公司电视剧开机 16 部 573 集，比上年同期多 112 集。其中，第一季度开机项目 1 个，第二季度开机 4 个，第三季度开机 5 个，第四季度开机 6 个。逆势增长的开机量，体现了公司在创意资源集聚、资金资源调配和精细化运营等方面的优势。播出效果上，公司产品在各大平台持续霸屏，保持 20% 的头部影视内容作品市场占有率。

2021 年，公司继续坚持“内容为王”战略，巩固头部内容市场领先地位，并完善业务形态，促进协同发展。内容核心正升级为头部电视剧+电影双线协同发展的新发展模式，并坚定、持续布局和加码版权、音乐、短视频等内容业务；建立新业务团队积极开拓新模式和新渠道，推进生态战略业务新发展。21 年公司计划开机电视剧 15 部，计划上映或开机电影 8 部，同时公司也尝试在红人培训、品牌孵化、电商直播等赛道进行探索。

投资建议：20 年的疫情对于 18、19 年刚刚经历深度调整的影视行业再次带来挑战，在行业寒冬中，华策依然能够保持持续输出精品内容，保持韧性，体现出龙头公司在精细运营、资金资源调配等方面的优势。

2021 年公司将继续立足内容，保持核心优势，并不断探索基于内容的衍生业态发展，有望打开新发展空间。近期视频行业规范化调整，版权环境优化有利于上游内容方增利，建议关注进展。根据公司财报及后续项目，我们小幅下调公司 21-22 年归母净利润(前值 5.01 亿/6.05 亿元)，预计 21-23 年归母净利润为 4.85 亿元/5.82 亿/6.55 亿元，同比增速为 21.4%/20.0%/12.7%，对应 PE 为 22.8x/19.0x/16.8x，维持买入评级。

风险提示：影视剧进度、销售价格不达预期，应收账款回收不达预期，内容监管趋严

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,630.55	3,732.28	4,857.51	5,452.95	6,005.61
增长率(%)	(54.62)	41.88	30.15	12.26	10.14
EBITDA(百万元)	1,058.74	531.85	733.40	859.04	951.78
净利润(百万元)	(1,467.06)	399.19	484.72	581.70	655.34
增长率(%)	(794.55)	(127.21)	21.43	20.01	12.66
EPS(元/股)	(0.77)	0.21	0.28	0.33	0.37
市盈率(P/E)	(8.14)	29.91	22.75	18.95	16.82
市净率(P/B)	2.27	2.15	1.21	1.14	1.00
市销率(P/S)	4.54	3.20	2.27	2.02	1.84
EV/EBITDA	11.16	15.32	10.64	6.66	8.73

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	6.25 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,755.67
流通 A 股股本(百万股)	1,436.60
A 股总市值(百万元)	10,972.96
流通 A 股市值(百万元)	8,978.75
每股净资产(元)	3.31
资产负债率(%)	33.06
一年内最高/最低(元)	9.51/5.56

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

张爽 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《华策影视-公司点评:21Q1 净利润同比增长 4.6%-24.7%，影剧佳作频出凸显头部实力》 2021-04-07
- 《华策影视-公司点评:20 年净利润 3.75-4.25 亿元，继续立足头部优质内容，探索多元生态战略》 2021-01-26
- 《华策影视-季报点评:业绩持续改善，内容核心优势巩固，关注后续商业变现空间拓展》 2020-11-04

内容目录

1. 财报数据分析	3
2. 2020 年业务回顾	5
3. 2021 年业务计划	8
4. 投资建议	9

图表目录

图 1: 华策影视 2016-2020 年, 2020Q1 和 2021Q1 营业收入及增速	3
图 2: 华策影视 2016-2020 年, 2020Q1 和 2021Q1 归母净利润及增速	3
图 3: 华策影视 19Q1-21Q1 单季度营收及增速	4
图 4: 华策影视 19Q1-20Q1 单季度归母净利润及增速	4
图 5: 华策影视 2016-2020 年, 2020Q1 和 2021Q1 整体业务毛利率变化情况	4
图 6: 华策影视 2016-2020 年, 2020Q1 和 2021Q1 四项费用率变化情况	5
图 7: 华策影视 2020 年分项业务财务状况	5
图 8: 华策影视 2020 年全网剧开机情况	6
图 9: 华策影视 2020 年全网剧首播情况	6
图 10: 华策影视 2020 年取得发行许可证的全网剧	7
图 11: 华策影视 2020 年开机并处于后期制作中的全网剧	7
图 12: 华策影视 2020 年上映电影情况 (含网络电影)	8
图 13: 华策影视 2020 年处于后期制作中的电影	8
图 14: 华策影视 2020 年播出的动画片	8
图 15: 华策影视 2021 年电视剧生产计划	9
图 16: 华策影视 2021 年电影上映及开机计划	9

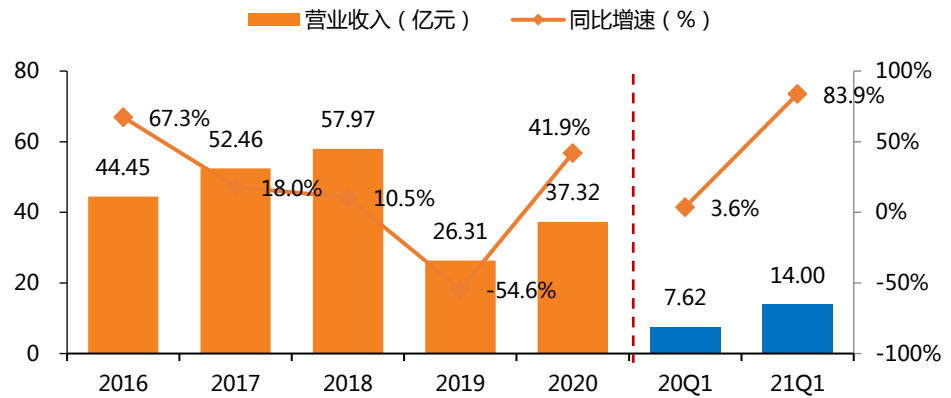
1. 财报数据分析

华策影视 2020 年实现营收 37.32 亿元，同比上升 41.88%；归母净利润 3.99 亿元，同比上升 127.21%，扣非后净利润 3.10 亿元，同比上升 119.57%。

2021 年一季度实现营收 14.00 亿元，同比增长 83.86%，归母净利润 1.37 亿元，同比增长 24.80%，扣非后归母净利润 1.29 亿元，同比增长 48.31%。

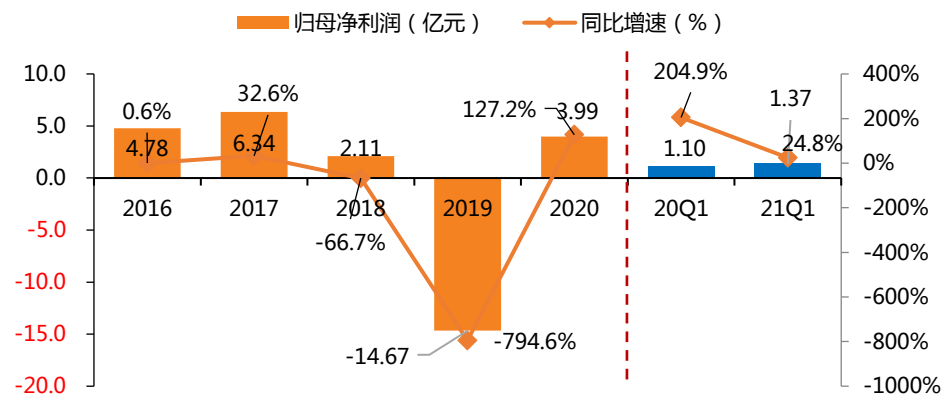
在疫情对于行业冲击下，华策在 20 年保持健康业绩增长以及正向经营性净现金流入，21Q1 也维持正向业绩增长，体现龙头优质性。

图 1：华策影视 2016-2020 年，2020Q1 和 2021Q1 营业收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

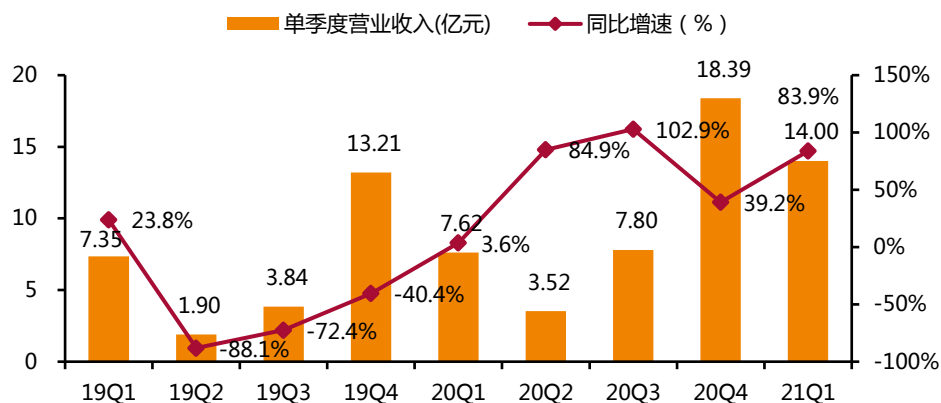
图 2：华策影视 2016-2020 年，2020Q1 和 2021Q1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

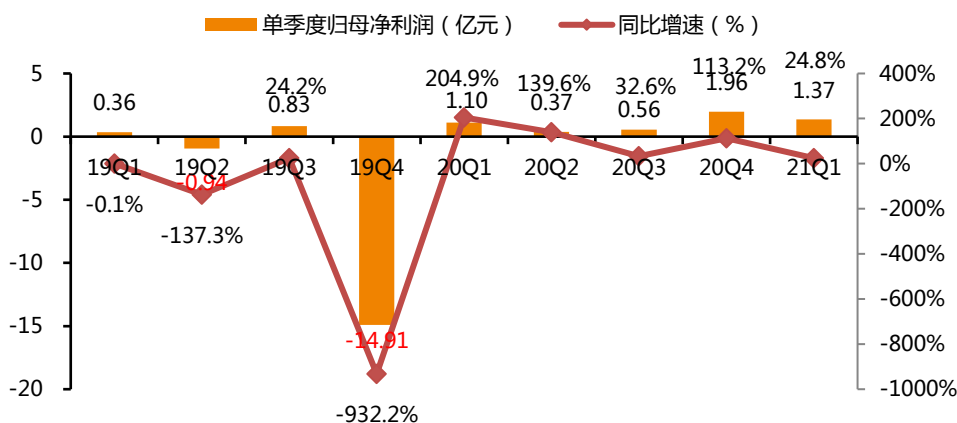
分季度看，20 年各季度和 21 年一季度分别实现营收 7.62 亿元、3.52 亿元、7.80 亿元、18.39 亿元和 14.00 亿元，归母净利润分别为 1.10 亿元、0.37 亿元、0.56 亿元、1.96 亿元和 1.37 亿元。

图 3：华策影视 19Q1-21Q1 单季度营收及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

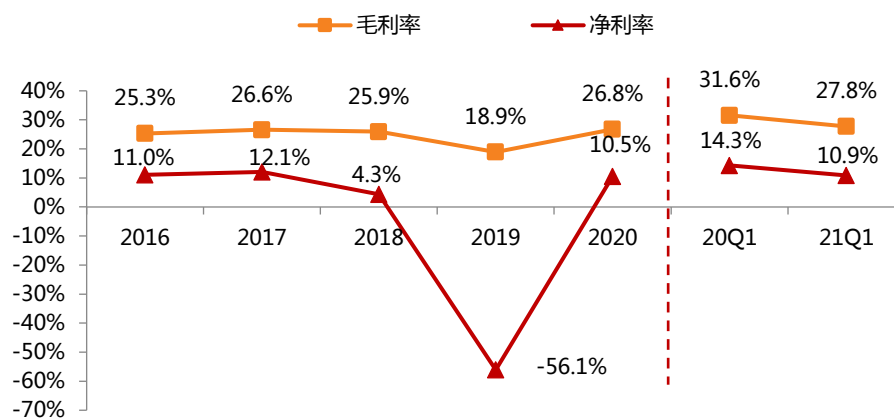
图 4：华策影视 19Q1-20Q1 单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率上，公司 20 年整体毛利率 26.76%，同比上升 7.84pct。

图 5：华策影视 2016-2020 年，2020Q1 和 2021Q1 整体业务毛利率变化情况

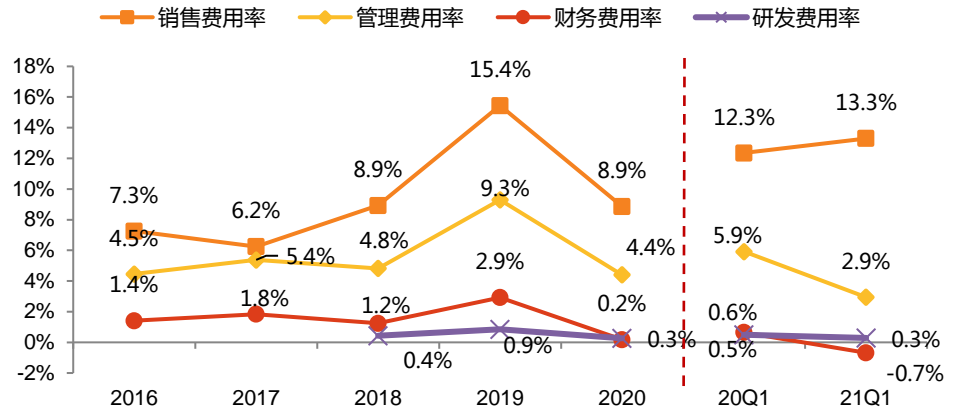


资料来源：公司公告，天风证券研究所

四项费用率上，2020 年销售费用 3.31 亿，同比下降 18.57%，销售费用率 8.86%，同比下降 6.58pct；管理费用 1.64 亿，同比下降 32.78%，管理费用率 4.40%，同比下降 4.89pct；研发费用 986.61 万，同比下降 56.03%，研发费用率 0.26%，同比下降 0.59pct；财务费用 650.66

万，同比下降 91.53%，财务费用率 0.17%，同比下降 2.75pct。

图 6：华策影视 2016-2020 年，2020Q1 和 2021Q1 四项费用率变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所；注：研发费用 18 年起从管理费用中分拆。

图 7：华策影视 2020 年分项业务财务状况

分产品	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率	营业收入同比增减	营业成本同比增减	毛利率同比增减
电视剧销售	34.19	25.54	25.31%	72.58%	52.60%	9.78%
影院票房	0.16	0.25	-57.38%	-75.92%	-56.35%	-70.56%
电影销售	0.67	0.45	33.20%	-53.89%	-69.44%	34.01%
广告	0.72	0.34	53.05%	8.49%	359.79%	-35.87%
经纪业务	1.15	0.40	65.37%	-24.33%	-43.85%	12.04%
综艺	0.11	0.07	31.23%	-93.58%	-95.08%	20.91%
音乐	0.41	0.15	62.20%	412.77%	313.92%	9.03%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

电视剧销售：营业收入 34.19 亿元，同比增加 72.58%，毛利率为 25.31%，同比上升 9.78pct；
 影院票房：营业收入 0.16 亿元，同比减少 75.92%，毛利率-57.38%，同比下降 70.56pct；
 电影销售：营业收入 0.67 亿元，同比减少 53.89%，毛利率为 33.20%，同比提升 34.01pct；
 广告：营业收入 0.72 亿元，同比增加 8.49%，毛利率 53.05%，同比减少 35.87pct；
 经纪业务：营业收入 1.15 亿元，同比减少 24.33%，毛利率 65.37%，同比上升 12.04pct；
 综艺：营业收入 0.11 亿元，同比减少 93.58%，毛利率 31.23%，同比上升 20.91pct；
 音乐：营业收入 0.41 亿元，同比增加 412.77%，毛利率 62.20%，同比上升 9.03pct。

2. 2020 年业务回顾

2020 年，公司电视剧开机 16 部 573 集，比上年同期多 112 集。其中，第一季度开机项目 1 个，第二季度开机 4 个，第三季度开机 5 个，第四季度开机 6 个。逆势增长的开机量，体现了公司在创意资源集聚、资金资源调配和精细化运营等方面的优势。

图 8：华策影视 2020 年全网剧开机情况

序号	剧名	题材	集数 (拟)	开机时间
1	《长歌行》	古装传奇	49	2020Q1
2	我和我们在一起	当代都市	36	2020Q2
3	《我的时代，你的时代》 (原名《亲爱的，挚爱的》)	当代都市	38	2020Q2
4	《八零九零》	当代都市	39	2020Q2
5	《锦心似玉》	古代传奇	45	2020Q2
6	《绝密使命》	近代革命	32	2020Q3
7	《一生一世》	当代都市	30	2020Q3
8	《月光变奏曲》	当代都市	36	2020Q3
9	《我们的新时代》	当代都市	48	2020Q3
10	《新人类！男友会漏电》	当代都市	24	2020Q3
11	《长安如故》	当代都市	24	2020Q4
12	《我的氧气女友》	当代都市	24	2020Q4
13	《变成你的那一天》	当代都市	26	2020Q4
14	《当爱情遇上科学家》	当代都市	24	2020Q4
15	《表演者》	当代都市	40	2020Q4
16	《恩爱两不疑》	其他传奇	30	2020Q4
17	《与君初相识》	古代神话	30	2021Q1
18	《恰似故人归》	古代神话	30	2021Q1

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：华策影视 2020 年全网剧首播情况

序号	剧名	首播时间	集数	卫视首播平台	互联网播出平台
1	《爱情公寓5》	2020年1月12日	36	/	爱奇艺
2	《绝代双骄》	2020年1月18日	44	CCTV8	爱奇艺
3	《下一站是幸福》	2020年1月26日	41	湖南卫视	芒果TV
4	《忍冬艳蔷薇》	2020年2月8日	45	安徽卫视	/
5	《完美关系》	2020年2月18日	51	湖南卫视	腾讯、爱奇艺、芒果TV
6	《暖暖，请多指教》	2020年5月13日	24	/	腾讯
7	《锦绣南歌》	2020年2月8日	53	/	腾讯
8	《以家人之名》	2020年2月18日	40	湖南卫视	芒果TV
9	《平凡的荣耀》	2020年5月13日	41	东方卫视、浙江卫视	优酷
10	《拾光里的我们》	2020年7月1日	26	/	腾讯
11	《你听起来很甜》	2020年11月5日	24	/	优酷
12	《鹿鼎记》	2020年11月15日	45	CCTV8	爱奇艺、优酷
13	《有翡》	2020年12月16日	51	/	腾讯
14	《觉醒年代》	2021年2月1日	43	CCTV1	爱奇艺、优酷
15	《我的时代，你的时代》 (原名《亲爱的，挚爱的》)	2021年2月4日	38	/	爱奇艺
16	《你好，安怡》	2021年2月19日	30	/	腾讯、爱奇艺
17	《锦心似玉》	2021年2月26日	45	/	腾讯
18	《你是我的城池营垒》	2021年3月11日	40	/	腾讯、优酷、爱奇艺
19	《新人类！男友会漏电》	2021年3月27日	24	/	爱奇艺
20	《长歌行》	2021年3月31日	49	山东卫视	腾讯
21	《绝密使命》	2021年4月18日	40	CCTV1	腾讯
22	《八零九零》	2021年4月21日	39	湖南卫视	芒果TV

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：华策影视 2020 年取得发行许可证的全网剧

序号	剧名	集数	日期	证号	取证单位
1	《拾光里的我们》	26	2020年3月	(津) 剧审字 (2020) 第001号	华策影业 (天津) 有限公司
2	《以家人之名》	40	2020年5月	(津) 剧审字 (2020) 第002号	华策影业 (天津) 有限公司
3	《热血神探》	30	2020年5月	V11120802005101	响想时代娱乐文化传媒 (北京) 有限公司
4	《有翡》	51	2020年10月	(沪) 剧审字 (2020) 第017号	上海好故事影视有限公司
5	《我的时代，你的时代》 (原名《亲爱的，挚爱的》)	38	2020年12月	(沪) 剧审字 (2020) 第022号	上海剧酷文化传播有限公司
6	《八零九零》	39	2020年12月	(京) 剧审字 (2020) 第036号	响想时代娱乐文化传媒 (北京) 有限公司
7	《长歌行》	49	2020年12月	(浙) 剧审字 (2020) 第011号	浙江华策影视股份有限公司
8	《我和我们在一起》	36	2020年12月	(浙) 剧审字 (2021) 第013号	浙江华策影视股份有限公司

资料来源：公司公告，天风证券研究所。注：《你听起来很甜》已于 2020 年 Q2 由合作方取证；《你是我的城池营垒》已于 2020 年 Q4 由合作方取证；《新类！男友会漏电》已于 2021 年 Q1 由合作方取证；《绝密使命》已于 2021 年 Q2 由合作方取证。

图 11：华策影视 2020 年开机并已于后期制作中的全网剧

序号	剧名	题材	集数 (拟)	备注
1	《镜双城》	古代神话	50	导演：游达志；编剧：初征、江光煜、欧思嘉；男一：李易峰；女一：陈钰琪
2	《一生一世》	当代都市	30	导演：沈阳；编剧：墨宝非宝；男一：任嘉伦；女一：白鹿
3	《月光变奏曲》	当代都市	36	导演：张博昱；编剧：邱婷 朱琪 石雅琴；男一：丁禹兮；女一：虞书欣
4	《长安如故》	古代传奇	24	导演：郭虎；编剧：墨宝非宝；男一：任嘉伦；女一：白鹿
5	《我的氧气女友》	当代都市	24	导演：明焱；编剧：王旭、吴梦奇、苏来、林梦楚；男一：邢昭林；女一：胡冰卿
6	《变成你的那一天》	当代都市	26	导演：王征；编剧：王雄成；男一：张新成；女一：梁洁
7	《恩爱两不疑》	其他传奇	30	导演：何振华；编剧：纪璟璟；男一：张昊唯；女一：宋妍霏
8	《当爱情遇上科学家》	当代都市	24	导演：陈家霖；编剧：秦飞；男一：刘以豪；女一：周雨彤

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2020 年，公司参与电影项目共上映 11 个。

图 12：华策影视 2020 年上映电影情况（含网络电影）

序号	名称	上映时间	方式
1	《紫罗兰永恒花园外传》	2020年1月10日	协助推广
2	《年兽》	2020年1月13日	爱奇艺
3	《镇魂法师2》	2020年6月24日	优酷
4	《怪兽猎人》	2020年8月20日	爱奇艺
5	《大冒险王之秘境古兽》	2020年9月20日	爱奇艺
6	《大圣》	2020年9月20日	爱奇艺
7	《金刚川》	2020年10月15日	投资、联合出品
8	《秘境古兽》	2020年10月23日	腾讯
9	《山羽异闻》	2020年10月25日	爱奇艺
10	《伊利比亚的派对》	2020年12月22日	爱奇艺
11	《看不见的房客》	2020年12月31日	爱奇艺
12	《没有过不去的年》（原名：《狗年》）	2021年1月9日	参投
13	《刺杀小说家》	2021年1月15日	主投主控
14	《大铸剑师》	2021年3月20日	爱奇艺
15	《名侦探柯南：绯红的子弹》	2021年4月17日	协助推广

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：华策影视 2020 年处于后期制作中的电影

序号	名称	方式
1	《渊野边》	主控主投
2	《寻秦记》	主控主投
3	《我要和你在一起》 （原名《魔女》）	主投、主控发行
4	《反贪风暴5》	主投主发

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2020 年公司播出动画片 3 部，分别在优酷、腾讯、芒果 TV、爱奇艺等平台播出。

图 14：华策影视 2020 年播出的动画片

序号	名称	上映时间	集数	播出平台
1	《小老鼠雷迪克》第一季	2020年1月24日	26	优酷
2	《挑战大魔王》	2020年2月3日	52	优酷、腾讯、芒果TV、爱奇艺、西瓜视频、搜狐、咪咕、路通、华数、环球合一以及全国41家IPTV全网播出
3	《小老鼠雷迪克》第二季	2021年2月21日	34	优酷

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 2021 年业务计划

2021 年，公司积极布局战略业务，落子新十年高质量发展，继续坚持“内容为王”战略。公司的内容核心正升级为头部电视剧+电影双线协同发展的新发展模式，并坚定、持续布

局和加码版权、音乐、短视频等内容业务，加强各产品线的组织能力、业务能力，提升其在业内的口碑度、美誉度和资源集聚能力；建立新业务团队积极开拓新模式和新渠道，推进生态战略业务新发展。公司尝试在红人培训、品牌孵化、电商直播等赛道进行探索。板块协同发展。

图 15：华策影视 2021 年电视剧生产计划

序号	剧名	题材	集数（拟）	时间计划
1	《刑警》	现代	40	计划2021年H1开机
2	《沉睡花园》	当代都市	16	计划2021年H1开机
3	《春闺梦里人》	古装	36	计划2021年H1开机
4	《凭栏一片风云起》	近代传奇	40	计划2021年H1开机
5	《追光者》	现代	40	计划2021年H2开机
6	《请和这样的我恋爱吧》	现代	40	计划2021年H2开机
7	《水清心亦甜》	现代	36	计划2021年H2开机
8	《三分野》	现代	36	计划2021年H2开机
9	《你是迟来的欢喜》	当代都市	36	计划2021年H2开机
10	《向风而行》	当代都市	40	计划2021年H2开机
11	《都是好时光》	当代都市	40	计划2021年H2开机
12	《我才没有喜欢你》	青春校园	24	计划2021年H2开机
13	《七夜雪》	古代传奇	36	计划2021年H2开机
14	《屠毒》	当代都市	24	计划2021年H2开机
15	《小执着》	当代都市	24	计划2021年H2开机

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：华策影视 2021 年电影上映及开机计划

序号	名称	方式	时间计划
1	《翻译官》	主投主发	计划2021开机
2	《内在美》	主控主投	计划2021开机
3	《渊野边》	主控主投	计划2021上映
4	《反贪风暴5》	主投主发	计划2021上映
5	《寻秦记》	主控主投	计划2021上映
6	《我要和你在一起》 (原名《魔女》)	主控主投	计划2021上映
7	《银魂，The Final》	协助推广	计划2021上映
8	《紫罗兰永恒花园剧场版》	协助推广	计划2021上映

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 投资建议

20 年的疫情对于 18、19 年刚刚经历深度调整的影视行业再次带来挑战，在行业寒冬中，华策依然能够保持持续输出精品内容，保持强韧性，体现出龙头公司在精细运营、资金资源调配等方面的优势。

2021 年公司将继续立足内容，保持核心优势，并不断探索基于内容的衍生业态发展，有望打开新发展空间。近期视频行业规范化调整，版权环境优化有利于上游内容方增利，建议关注进展。根据公司财报及后续项目，我们小幅下调公司 21-22 年归母净利润(前值 5.01 亿/6.05 亿元)，预计 21-23 年归母净利润为 4.85 亿元/5.82 亿/6.55 亿元，同比增速为 21.4%/20.0%/12.7%，对应 PE 为 22.8x/19.0x/16.8x，维持买入评级。

风险提示：影视剧进度、销售价格不达预期，应收账款回收不达预期，内容监管趋严

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,089.62	2,054.30	3,286.38	5,610.02	3,002.81
应收票据及应收账款	2,404.81	1,356.18	6,739.67	2,348.59	7,660.77
预付账款	334.52	286.01	1,075.98	232.73	1,086.67
存货	2,131.50	2,626.36	3,016.17	3,563.18	3,533.29
其他	1,136.32	302.74	666.33	436.18	693.96
流动资产合计	8,096.77	6,625.60	14,784.52	12,190.70	15,977.50
长期股权投资	264.96	216.34	216.34	216.34	216.34
固定资产	170.55	68.50	10.49	(47.52)	(102.05)
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	3.72	4.23	3.59	2.95	2.32
其他	1,332.16	1,375.54	736.84	726.77	725.95
非流动资产合计	1,771.39	1,664.61	967.26	898.54	842.55
资产总计	9,868.16	8,290.21	15,751.78	13,089.23	16,820.05
短期借款	1,602.39	300.57	400.00	400.00	408.29
应付票据及应付账款	1,121.55	699.74	2,024.25	1,029.41	2,329.07
其他	1,636.06	1,693.38	4,167.13	1,715.97	2,761.25
流动负债合计	4,359.99	2,693.68	6,591.37	3,145.38	5,498.61
长期借款	199.84	0.00	0.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.67	8.67	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	205.51	8.67	0.00	200.00	200.00
负债合计	4,565.50	2,702.35	6,591.37	3,345.38	5,698.61
少数股东权益	48.02	36.65	38.11	39.86	42.16
股本	1,755.67	1,755.67	1,755.67	1,755.67	1,755.67
资本公积	2,964.92	2,964.71	5,523.72	5,523.72	6,243.67
留存收益	4,079.49	4,322.88	7,366.62	7,948.32	9,323.61
其他	(3,545.44)	(3,492.07)	(5,523.72)	(5,523.72)	(6,243.67)
股东权益合计	5,302.66	5,587.85	9,160.40	9,743.86	11,121.45
负债和股东权益总	9,868.16	8,290.21	15,751.78	13,089.23	16,820.05

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(1,475.28)	393.70	484.72	581.70	655.34
折旧摊销	26.57	26.00	58.65	58.65	55.17
财务费用	109.94	44.28	12.04	9.69	8.29
投资损失	(21.57)	39.09	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	76.24	2,396.34	(2,468.71)	1,451.69	(4,018.42)
其它	2,530.26	(2,030.56)	11.30	11.90	17.15
经营活动现金流	1,246.16	868.85	(1,912.00)	2,103.64	(3,292.47)
资本支出	(948.55)	(174.10)	8.67	0.00	0.00
长期投资	(205.38)	(48.62)	0.00	0.00	0.00
其他	692.45	872.24	(38.36)	29.69	(34.69)
投资活动现金流	(461.48)	649.53	(29.69)	29.69	(34.69)
债权融资	1,802.42	300.57	400.00	600.00	608.29
股权融资	(267.41)	46.44	3,074.33	(9.69)	711.66
其他	(2,411.46)	(1,924.61)	(300.57)	(400.00)	(600.00)
筹资活动现金流	(876.45)	(1,577.60)	3,173.76	190.31	719.95
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(91.77)	(59.22)	1,232.07	2,323.64	(2,607.21)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,630.55	3,732.28	4,857.51	5,452.95	6,005.61
营业成本	2,133.02	2,733.67	3,502.26	3,926.12	4,318.04
营业税金及附加	7.14	5.12	9.72	10.91	12.01
营业费用	406.27	330.82	451.75	474.41	510.48
管理费用	244.47	164.33	267.16	289.01	318.30
研发费用	22.44	9.87	26.72	27.26	30.03
财务费用	76.84	6.51	12.04	9.69	8.29
资产减值损失	(1,178.22)	(34.35)	(55.00)	(55.00)	(55.00)
公允价值变动收益	8.96	25.22	9.85	10.15	14.85
投资净收益	21.57	(39.09)	10.00	10.00	10.00
其他	2,286.24	13.81	(14.69)	(15.31)	(24.69)
营业利润	(1,398.17)	516.37	637.71	765.70	863.31
营业外收入	2.48	2.76	5.00	5.00	5.00
营业外支出	5.80	2.87	3.00	3.00	3.00
利润总额	(1,401.48)	516.26	639.71	767.70	865.31
所得税	73.80	122.56	153.53	184.25	207.68
净利润	(1,475.28)	393.70	486.18	583.45	657.64
少数股东损益	(8.22)	(5.49)	1.46	1.75	2.30
归属于母公司净利润	(1,467.06)	399.19	484.72	581.70	655.34
每股收益(元)	(0.77)	0.21	0.28	0.33	0.37

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-54.62%	41.88%	30.15%	12.26%	10.14%
营业利润	-466.76%	-136.93%	23.50%	20.07%	12.75%
归属于母公司净利润	-794.55%	-127.21%	21.43%	20.01%	12.66%
获利能力					
毛利率	18.91%	26.76%	27.90%	28.00%	28.10%
净利率	-55.77%	10.70%	9.98%	10.67%	10.91%
ROE	-27.92%	7.19%	5.31%	5.99%	5.91%
ROIC	-22.76%	9.78%	17.33%	9.99%	15.06%
偿债能力					
资产负债率	46.26%	32.60%	41.85%	25.56%	33.88%
净负债率	-5.42%	-31.38%	-31.51%	-51.42%	-21.53%
流动比率	1.86	2.46	2.24	3.88	2.91
速动比率	1.37	1.48	1.79	2.74	2.26
营运能力					
应收账款周转率	0.78	1.98	1.20	1.20	1.20
存货周转率	1.20	1.57	1.72	1.66	1.69
总资产周转率	0.23	0.41	0.40	0.38	0.40
每股指标(元)					
每股收益	-0.77	0.21	0.28	0.33	0.37
每股经营现金流	0.66	0.46	-1.01	1.11	-1.73
每股净资产	2.76	2.92	5.20	5.53	6.31
估值比率					
市盈率	-8.14	29.91	22.75	18.95	16.82
市净率	2.27	2.15	1.21	1.14	1.00
EV/EBITDA	11.16	15.32	10.64	6.66	8.73
EV/EBIT	11.27	15.71	11.56	7.15	9.27

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