

债务危机消弭, 多业务重回正轨

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司是第一家进行重整的互联网民营上市公司, 通过司法重整程序顺利实施全额债转股, 化解公司债务危机; 2) 打造“自有流量+代理流量+流量变现”完整生态闭环, 流量入口爱思助手总用户数突破 2.3 亿, 未来有望成为行业领先平台; 3) 财务状况逐步改善: 2020 年归母净利润扭亏, 同比增长 112.8%, 随着重整完成, 多个储备游戏上线, 未来利润有望企稳向好。
- **重整计划顺利完成。** 2020 年 11 月, 公司第二次债权人大会表决通过了《重整计划(草案)》, 通过资本公积金转增的股票向全体债权人抵偿债务, 以公司总股本 9.3 亿股为基数实施资本公积金转增股本, 资本公积转增的股票不向原股东分配, 按照第二次债权人会议召开前二十个交易日公司股票均价的 2.2 倍作为抵债价格, 用于向债权人分配抵偿债权, 该重整计划已于同年 12 月执行完毕。
- **经营计划: 建立“自有流量+代理流量+流量变现”完整生态闭环。** 公司遵循“电竞驱动游戏, 数据驱动流量”的发展理念, 持续打造电竞游戏和数据流量双业务引擎, 构筑游戏运营与电子竞技互促共进、品牌内容营销与精准数字营销多维推广、自有流量平台与移动应用分发同步增强的产品矩阵和流量生态。2020 年, 公司整体经营业绩实现扭亏。
 - 1) **自有流量:** 公司培育了月活跃用户数达 2000 万的互联网超级流量入口爱思助手, 形成了强大的流量分发能力, 并且基于其流量基础开发了“米橙”和“米橙省购”平台, 未来有望发展为行业内领先平台。
 - 2) **代理流量:** 公司构建覆盖全球超 10 亿台独立设备的移动互联网广告科技 SaaS 平台 Altamob, 自主研发 Adxing 和 Alchemy 广告系统, 为企业执行投放方案。同时组建流量内容创意团队, 致力于出海移动数字营销, 当前业务营收可观。2020 年, 公司引入专注于国内数字营销的业务团队, 搭建基于国内头部优质短视频媒体的精准数字营销业务体系, 获得巨量引擎全国代理商资质、快手 KA 效果广告代理商资质、快手重庆区域效果广告代理商资质, 为客户提供全国性、区域性广告投放服务。
 - 3) **流量变现:** 公司在游戏领域全产业链布局, 同时将旗下棋牌游戏产品全面接入 WCAA 云电竞平台, “电竞+棋牌”创新模式为棋牌业务回暖提供了有力支撑。此外, 公司把握行业热点, 积极发力快手短剧内容带货与直播电商营销业务, 牵头建设山西数据流量生态园, 打造全国流量价格洼地。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.19 元、0.25 元和 0.32 元。公司是首家进行重整的互联网民营上市公司, 目前重整计划正在顺利执行过程中, 有望摆脱困境迎来复苏, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 行业政策变动风险, 市场竞争加剧风险, 实际控制权不稳定风险。

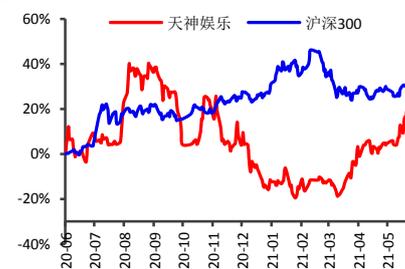
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	996.27	1250.14	1613.30	2009.05
增长率	-25.37%	25.48%	29.05%	24.53%
归属母公司净利润(百万元)	152.94	310.65	414.28	540.16
增长率	112.77%	103.13%	33.36%	30.46%
每股收益 EPS(元)	0.09	0.19	0.25	0.32
净资产收益率 ROE	5.95%	9.87%	11.94%	13.63%
PE	39	19	15	11
PB	2.17	1.93	1.73	1.53

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

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	16.63
流通 A 股(亿股)	14.55
52 周内股价区间(元)	2.44-4.35
总市值(亿元)	61.37
总资产(亿元)	31.76
每股净资产(元)	1.68

相关研究

目录

1 公司概况：首家进行重整的互联网民营上市公司.....	1
2 公司分析：司法重整实施债转股，业绩企稳向好可期.....	3
2.1 重整方案：开创市场先河，实施全额债转股.....	3
2.2 经营方案：打造“自有流量+代理流量+流量变现”生态闭环.....	4
3 盈利预测与估值.....	11
4 风险提示.....	12

图目录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司 2020 年主营业务营收占比情况.....	2
图 4: 公司 2020 年主营业务毛利占比情况.....	2
图 5: 公司 2016 年以来营业收入及增速.....	3
图 6: 公司 2016 年以来归母净利润及增速.....	3
图 7: 生态闭环结构图.....	4
图 8: 爱思助手.....	5
图 9: 米橙.....	5
图 10: Altamob 产品列表.....	6
图 11: 公司游戏出海推广团队主要服务客户.....	6
图 12: 营销变现示意图.....	7
图 13: 公司部分游戏产品.....	7
图 14: 《雪鹰领主》成功登上韩国免费榜 TOP7.....	8
图 15: 虎牙直播 WCAA 德州扑克大师邀请赛.....	8
图 16: 2020 年国庆节合作的影视作品.....	9
图 17: 自然堂植入《住在我家的花美男》上线快手.....	9
图 18: 电商变现案例.....	10
图 19: 山西数据流量生态园.....	10
图 20: 山西数据流量生态园园区业态.....	11

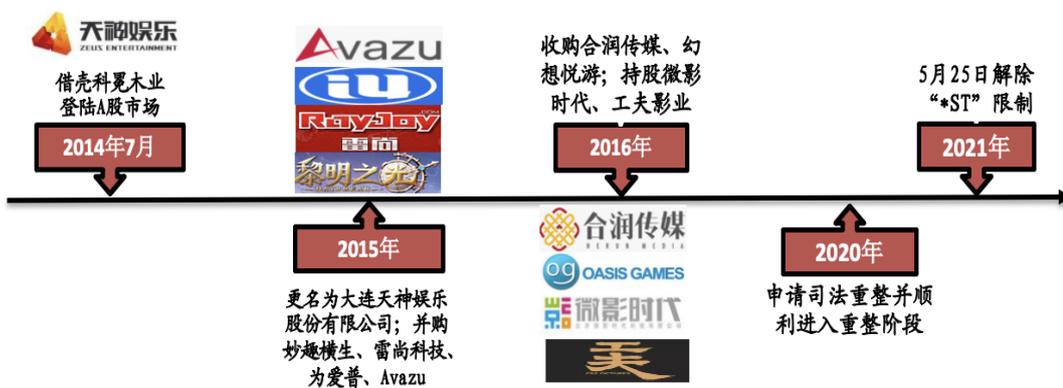
表目录

表 1: 分业务收入及毛利率.....	11
表 2: 可比公司相对估值.....	12
附表: 财务预测与估值.....	13

1 公司概况：首家进行重整的互联网民营上市公司

公司成立于 2003 年，是一家游戏行业民营上市公司，2014 年借壳科冕木业上市，上市之初主营网页游戏和移动游戏研发，上市后通过外延并购致力于转型成为泛娱乐平台。因前期过度扩张，2018 年以来受行业政策调整和市场环境变化的叠加影响，公司陷入了严重的债务危机。2019 年 10 月，公司更换管理层，迅速展开一系列自救措施。公司着力在维持主营业务不变的前提下摆脱债务负担，聚焦于电竞游戏和数据流量业务，为公司打造新的增长引擎、构筑新的竞争优势。2020 年 11 月，公司《重整计划（草案）》获法院裁定批准；12 月，《重整计划》执行完毕。2021 年 5 月 25 日解除“*ST”限制，回归健康发展轨道。

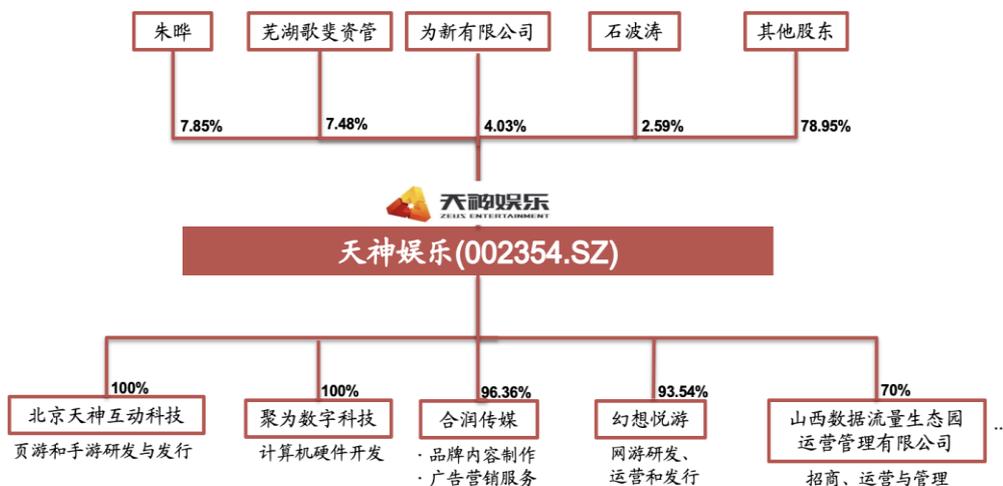
图 1：公司历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构：根据公司一季报显示，朱晔为公司第一大股东，持有公司 1.3 亿股，占公司总股本 7.85%，其中 1.29 亿股已质押，占公司总股本的 7.77%，其所持有公司股票均被冻结和轮候冻结；其次为芜湖歌斐资管，持股比例为 7.48%；公司第三大股东系为新有限公司，持股比例为 4.03%。

图 2：公司股权结构

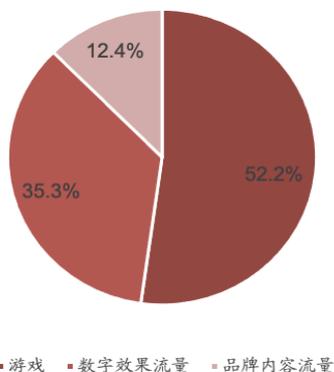


数据来源：公司公告，西南证券整理（数据截至公司 2021 年一季报披露）

股权激励出台，绑定核心员工利益：2020年6月，公司公布2020年股票期权激励计划：拟向41名激励对象授予4340万份股票期权（约占披露时公司总股本9.32亿股的4.66%），行权价格为3.18元/份，有效期自股票期权授予之日起至所有股票期权行权或注销完毕之日止，最长不超过42个月。股权激励政策将进一步建立企业利益共同体，提升管理层与员工主观能动性，提高业绩增长内驱力。

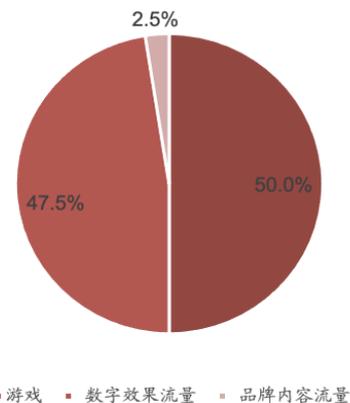
公司主营业务结构：公司聚焦电竞游戏和数据流量两大业务板块。其中，数据流量业务包括数字效果流量板块和品牌内容流量板块，同时积极拓展影视票务、IP运营等业务，不断深化泛娱乐与互联网科技平台布局。电竞游戏板块为公司主要收入和利润来源，2020年实现营收5.2亿元，占公司总营收52.2%；实现毛利2亿元，占整体毛利50%。公司加大游戏板块投入，持续推出具有竞争力的精品游戏，并在集团层面上成立棋牌运营中心助力棋牌业务回暖。

图3：公司2020年主营业务营收占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图4：公司2020年主营业务毛利占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

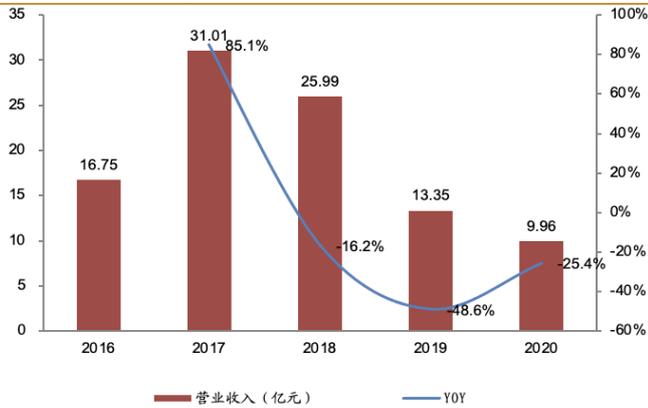
数字效果流量主要由聚为科技和旗下山西鹏景的精准数字营销业务组成。山西鹏景系公司于2020年11月在山西数据流量生态园成立的精准数字营销业务平台，已获得今日头条授权的巨量引擎全国地区除独家范围以外综合代理商、巨量千川电商营销服务商和快手广告授权的KA效果代理商等媒体代理商资质，服务于国内在线教育、网络服务、金融保险、电商等行业重点客户，为客户提供基于短视频广告的推广方案制作、创意素材创作等精准数字营销服务。

据公司5月27日公告披露，为提升数据流量业务在短视频领域的数字营销规模，控股子公司山西鹏景向今日头条、快手申请合计9000万元授信金额，公司为担保事项提供最高额反担保，本次合作将使山西鹏景获得在一定额度和期限内的付款账期，无需全额预付款项，有望提升子公司的资金使用效率，进一步扩大业务规模效应，提高其数据流量业务竞争力。

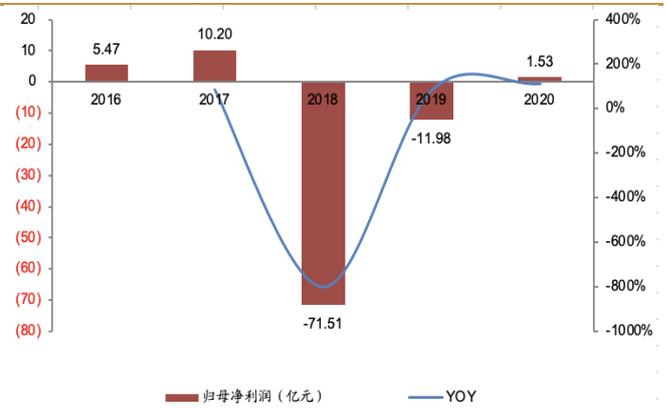
数据流量业务中的品牌内容流量板块主要由子公司合润传媒完成，公司已积极发力短剧定制、艺人带货新业务，未来公司将依托旗下现有平台爱思助手的强大流量基础与新建立的山西省数据流量生态园带来的流量价格优势，进一步强化数据流量业务布局。

公司业绩逐步走出阴霾：前期扩张过于激进，加之近年市场环境及监管政策变化的双重影响，公司业绩大幅下滑，陷入严重债务危机。大额商誉减值、债务利息罚息违约金等导致公司2018年、2019年连续亏损。公司于2019年10月更换管理层展开自救。2020年

实现营收 9.96 亿元，同比下降 25.4%，主要系公司原控股子公司嘉兴乐玩网络科技有限公司出表所致；归母净利润自 2018 年以来首次扭亏为 1.53 亿元，同比增长 112.8%，整体经营业绩企稳向好，2021 年公司有望挣脱桎梏，重回健康增长轨道，实现业绩正增长。

图 5：公司 2016 年以来营业收入及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2016 年以来归母净利润及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

2 公司分析：司法重整实施债转股，业绩企稳向好可期

受到前期过度扩张、市场环境&监管政策变化影响，公司经营业绩大幅下滑，陷入了严重的债务危机，2018 年-2020 年 Q3 连续亏损，面临巨大的退市和破产清算风险。由于扣除商誉等资产减值、债务利息违约金后，公司仍有较高的经营性利润，为推动公司化解危机、回到正常发展轨道，2019 年 9 月，公司经小股东联合提议改组了董事会与管理层并积极开展自救，经与债权人、专业机构认真研究和反复论证，一致认为通过司法重整程序实施债转股是化解公司债务危机、实现重生的唯一可行途径。

2020 年 11 月 5 日，公司发布公告，公司第二次债权人大会表决通过了《重整计划（草案）》，从公司披露的各组表决情况来看，有财产担保债权组、普通债权组均高票通过。同日召开的出资人组会议也表决通过了《重整计划（草案）之出资人权益调整方案》，随后公司顺利完成重整，并于 2021 年 5 月 25 日成功解除“*ST”限制。

2.1 重整方案：开创市场先河，实施全额债转股

此次重整，公司拟通过资本公积金转增的股票向全体债权人抵偿债务，也是市场上第一家通过重整程序实施全额债转股的上市公司。据重整计划，此次重整以公司现有总股本 9.3 亿股为基数实施资本公积金转增股本，资本公积转增的股票不向原股东分配，将按照第二次债权人会议召开日前二十个交易日公司股票均价的 2.2 倍作为抵债价格，用于向债权人分配抵偿债权，预留 0.4 亿股根据重整计划的规定在二级市场处置变现用于支付破产费用、偿还共益债务以及补充公司流动资金等，剩余股票全部按照重整计划之债权调整与受偿方案的规定用于直接抵偿债务。

2.2 经营方案：打造“自有流量+代理流量+流量变现”生态闭环

通过重整程序，公司将在维持主营业务不变的前提下摆脱债务负担，公司各板块业务滚存经营收益将保障业务营运资金需求。公司以互联网流量经营为核心，凭借优秀的人才队伍基础、强劲的产品矩阵、成熟的内容生产机制以及全球化运营能力，持续打造电竞游戏和数据流量双业务引擎，构筑游戏运营与电子竞技互促共进、品牌内容营销与数字效果营销多维推广、自有流量平台与移动应用分发同步增强的产品矩阵和流量生态，不断优化经营结构，强化公司各业务板块的协同效应和规模效应，实现业绩快速回暖。

图 7：生态闭环结构图



数据来源：2020 天神娱乐业绩 PPT，西南证券整理

2.2.1 自有流量：依托流量平台，拓展研发业务

公司培育了月活跃用户数达 2000 万的互联网超级流量入口爱思助手，形成了强大的流量分发能力。爱思助手为独立运营的移动应用渠道分发商，为手机用户提供软件、游戏、铃声等服务，并为今日头条、抖音、快手等 APP 执行投放推广。根据公司最新年报披露，2020 年，爱思助手总用户数已达 2.32 亿人，其海外版本 3uTools 已成功开拓东南亚、北美、非洲、中东、南美、欧洲等市场，各市场用户数攀升。

图 8: 爱思助手



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

基于爱思助手研发经验及积累的庞大用户资源, 公司开发拓展出多功能一体化生活管理工具类应用“米橙”, 该产品已于 2020 年初开始进入产品纵深研发和市场推广阶段。同时, 公司推出省钱购物应用“米橙省购”, 目前该应用安装量已突破百万次, 未来有望发展成为领先的购物信息平台。

图 9: 米橙

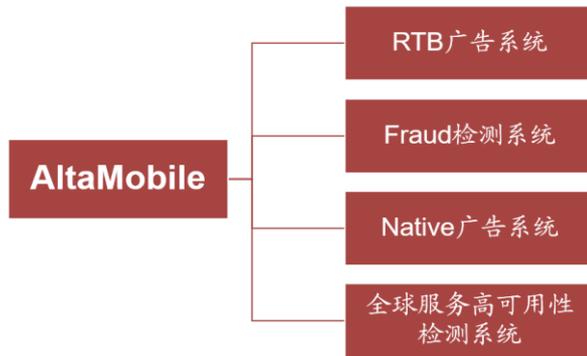


数据来源: 华为应用市场产品界面, 西南证券整理

2.2.2 代理流量: 自研系统专注移动广告投放, 补强出海营销业务

公司构建了覆盖全球超 10 亿台独立设备的移动互联网流量科技平台——Altamob, 自主研发 Adxing 和 Alchemy 广告系统, 分别从需求方广告平台 (DSP) 和供应方广告平台 (SSP) 出发, 构建以大数据为基础、以用户为导向的广告位置最优购买模式, 同时配合 CPA (按效果付费) 以结果为导向的付费模式, 有效帮助广告主实现 ROI 的最大化并控制推广风险。公司建立了良好的服务口碑和企业形象, 为多家知名企业如 Alibaba、Lazada、Amazon 等执行投放方案。

图 10: Altamob 产品列表



数据来源: 公司官网, 西南证券

公司于 2019 年 5 月组建了流量内容创意团队, 专注于出海移动数字营销, 为出海互联网公司提供推广方案、买量投放、素材和创意制作、数据服务等广告营销服务。截至 2020 年 8 月份, 公司已陆续与 Bilibili、游族等 16 家客户签约, 并在 8 月实现单月营收 149.8 万美元。

图 11: 公司游戏出海推广团队主要服务客户

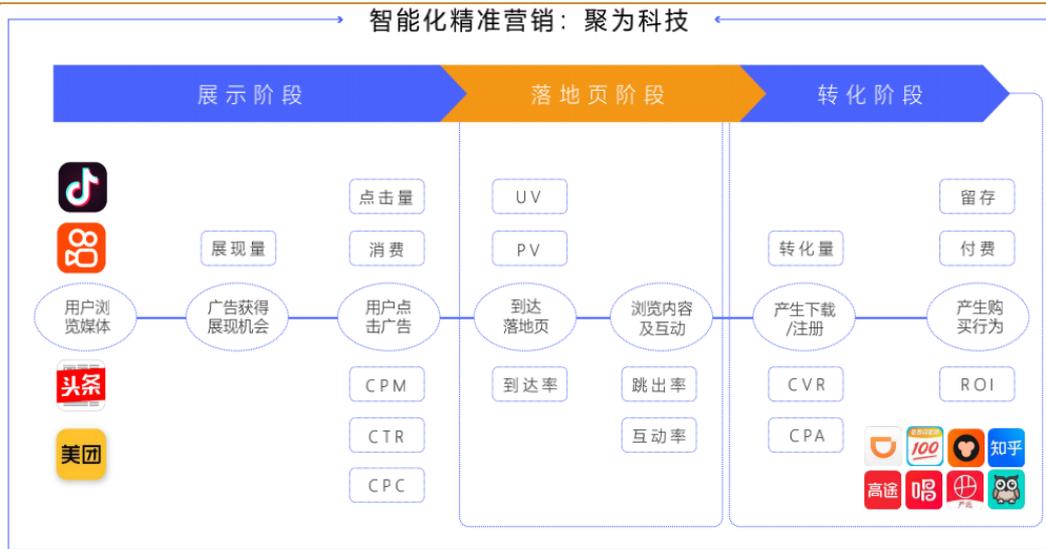


数据来源: 百度, 西南证券整理

公司依托移动出海数字营销业务积累的运营、创意素材制作及研发经验, 加强对国内市场的拓展。报告期内, 公司引入专注于国内数字营销的业务团队, 快速搭建基于国内头部优质短视频媒体的精准数字营销业务体系。公司已获得巨量引擎全国代理商资质、快手 KA 效果广告代理商资质及快手重庆区域效果广告代理商资质, 为客户提供全国性、区域性广告投放服务。目前已完成以北京为总部, 重庆、郑州、太原为分部的国内精准数字营销业务团队搭建, 在重庆、郑州、太原三地设立技术研发、运营优化、创意素材制作团队, 储备专职及兼职演员人数超 1000 人, 具备业内一流的编导、制片、服装、化妆及道具团队, 实时满足各类风格创意视频拍摄需求。

截至 2021 年 3 月底, 公司国内精准数字营销业务累计服务客户数 207 家, 其中基于巨量引擎平台开展精准数字营销的客户共 38 家, 基于快手平台开展精准数字营销的客户共 169 家, 代表性客户有猿辅导、高途教育、国美融通、网易严选、映客网络、滴滴、南京网眼等, 累计完成创意素材制作 1.78 万条, 创意素材点击 8796 万次。

图 12: 营销变现示意图



数据来源：2020 天神娱乐业绩 PPT，西南证券整理

2.2.3 流量变现：深耕棋牌电竞领域，发力快手短剧制作与直播电商新业务

1) 游戏行业全产业链布局，在棋牌电竞领域深耕细作

游戏研发方面：公司将持续开展运营模式优化。一是精耕细作延长产品生命周期，二是整合资源配置，出售或外包部分游戏，三是通过自研、定制开发或者合作研发等方式提升研发供应，加大新游戏的开发和版号资源储备。

图 13: 公司部分游戏产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

游戏发行方面：公司在全球范围搭建了强大的发行渠道，持续深入区域化市场，专注于本地化产品输出。2020 年，《死神》、《雪鹰领主》、《一拳超人》等新产品陆续上线，其中不乏众多知名的重磅 IP，其中《死神》日流水最高已突破 30 万美金，《雪鹰领主》、《一拳超人》等产品最高日流水均突破 10 万美元。随着产品的不断优化和市场推广，预计上述

新推出重磅游戏的充值流水在 2021-2022 年达到最高，同时公司储备产品《火影忍者》(手游)、《决战三国》等将于 2021 年上线，将进一步丰富产品矩阵，业务收入大幅提升。

图 14:《雪鹰领主》成功登上韩国免费榜 TOP7



数据来源: Sensor Tower, 西南证券整理

棋牌电竞方面: 公司将持续在棋牌电竞领域深耕细作, 充分发挥由天神娱乐发起成立的棋牌电竞产业联盟的优势, 汇聚各方资源, 共同推进棋牌游戏产业的绿色、健康、蓬勃发展。继在大连成功举办 WCAA2020 国际高校对抗赛后, 公司与 WCAA 世界电子竞技大赛合作, 将旗下棋牌游戏产品全面接入 WCAA 云电竞平台, “WCAA 斗地主大师赛”、“WCAA2020 季前赛”等多项电竞赛事持续举办, 2020 年 10 月, “WCAA 百万大奖赛德州扑克大师赛”在虎牙直播火热开启。未来, 公司将按照“云电竞”对游戏产品的要求, 重点对产品设计、赛事嵌入、交互体验、服务器保障等方面作加强, 新增用户、日活用户、参赛人数均持续大幅增长。

图 15: 虎牙直播 WCAA 德州扑克大师邀请赛



数据来源: WCAA 官方公众号, 西南证券整理

2) 领跑品牌内容整合营销行业, 发力快手短剧内容带货与直播电商新业务

公司旗下合润传媒是中国品牌内容整合营销行业的先驱和领跑者, 拥有涵盖影视、媒体、营销、广告、公关、数据等各行业的专业队伍, 包括内容营销专家、分析师团队、策划团队等在内的近 200 人的团队, 致力于构建国内最大的“互联网+品牌内容整合营销平

台”。2020年，公司成功操盘完成了热门影视剧《完美关系》中的贝壳找房、《如果岁月可回头》中的滴滴出行和小郎酒、《谁说我们结不了婚》中的利郎服装、《平凡的荣耀》中的滴滴出行等优质品牌的内容流量植入，已实现《姜子牙》、《夺冠》、《我和我的家乡》等电影的授权或植入。

图 16：2020 年国庆节合作的影视作品



数据来源：百度，西南证券整理

公司短剧带货和直播电商新业务发展分四步：第一步是定制短剧，以内容吸引流量，提升品牌形象及美誉度；第二步是即看即买，基于发布平台，一步链入品牌商城或 APP；第三步是精准推送，精准抓取目标购买用户，进行预热、推送；第四步是直播带货，打造头部主播+主演专场直播。合润传媒与自然堂合作定制的 20 集短剧《住在我家的花美男》在快手平台上播出，其中 17 集有品牌植入，5 集为品牌的深入定制。

图 17：自然堂植入《住在我家的花美男》上线快手



数据来源：快手，西南证券整理

公司于 2020 年 9 月与亚洲星光合作促成了张韶涵的抖音直播带货首秀，共销售包括宠物用品、美妆产品、零食产品和 3C 产品在内共四大类 40+爆款产品，取得不错的成绩。合润传媒"星直播"杨坤抖音直播带货总 GMV 超过 5000 万以上，公司 KOL 直播带货、变现方面优势明显。

图 18：电商变现案例

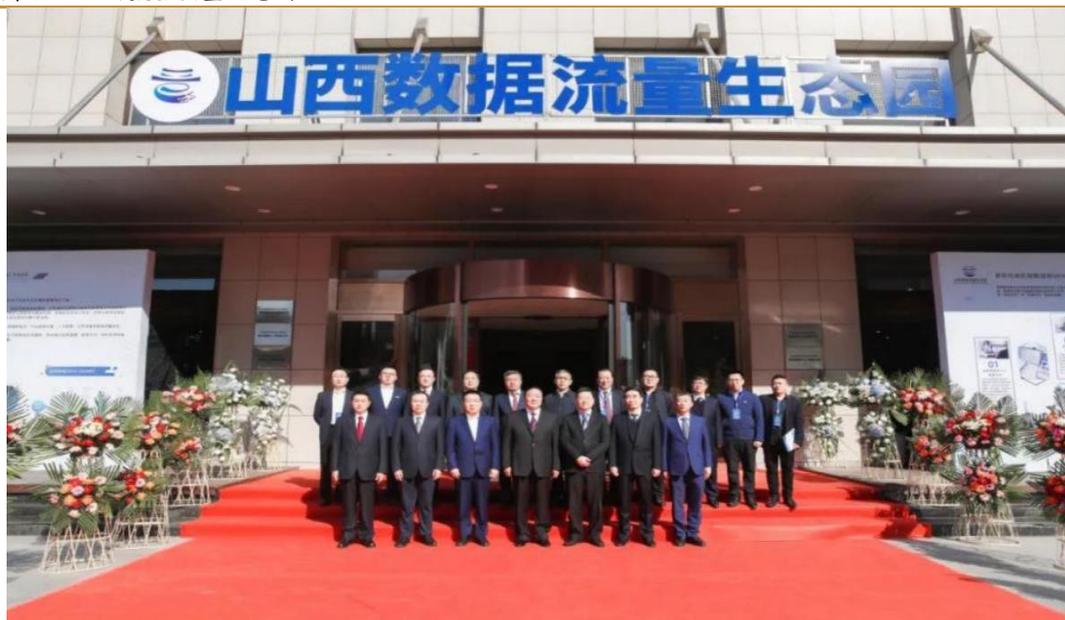


数据来源：2020 天神娱乐业绩 PPT，西南证券整理

3) 建立数据流量生态园，围绕需求构建完整业务生态。

2020 年，公司牵头建设山西数据流量生态园，闭环架构打造全国流量价格洼地，园区内部多种业态并存，不仅直接解决了当下中小企业流量营销成本高的问题，也为公司自身的业务发展大幅缩减营销费用。围绕园区数据流量生态需求，将形成数据智能融合、产业链条完善、业态丰富、人才集聚的数据流量生态体系，有利于未来公司与和园区企业开展更多的业务合作，还让公司短剧带货和艺人直播带货业务有了更多的选择和想象空间。

图 19：山西数据流量生态园



数据来源：公司官方公众号，西南证券整理

洼地效应吸引入驻。生态园采用市场化、产业化的运营模式，通过打造互联网流量价格洼地与数字经济产业发展高地，带动全国数据流量资源向山西省跨区域集聚，吸引数字传媒、数字电商等数字经济企业群体跨界合作，弯道超车形成产业集群。

相关行业痛点得到解决。生态园同时引入内容营销服务、流量精准投放服务、新个体服务、金融服务、法律服务、税务服务、投资基金 7 大生态服务公司群体，不断解决入驻企业痛点难点问题（例如获客成本高及转化率低、灵活就业群体合规纳税、知识产权保护、数字权益保护等），为数字经济发展保驾护航，形成数据智能融合、产业链条完善、人才聚集、业态丰富的数据流量生态。

目前已有共计 65 家数字经济企业入园，入园企业中不乏数字经济各细分领域的头部企业，如数字物流独角兽企业满帮集团、游戏行业龙头企业盛趣游戏和巨人网络等，“头羊效应”逐步形成。

图 20：山西数据流量生态园园区业态



数据来源：2020 天神娱乐业绩 PPT，西南证券整理

3 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司探索“棋牌+竞技”新模式，推动游戏竞技业务回暖，预计 2021-2023 年毛利率分别为 40%、42%、44%；

假设 2：行业发展带动公司数据流量业务快速发展，毛利率持续上行。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1334.9	996.3	1250.1	1613.3	2009.1
YOY	-	-25.37%	25.5%	29.1%	24.5%
毛利率	49.34%	40.44%	41.4%	43.4%	45.4%
游戏竞技业务	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	718.6	519.9	649.9	838.3	1051.3
YOY	-43.30%	-27.65%	25.00%	29.00%	25.40%
毛利率	61.80%	39.16%	40.00%	42.00%	44.00%

单位: 百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
数据流量业务	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	616.3	476.4	600.3	774.9	957.8
YOY	-53.70%	-22.70%	26.00%	29.10%	23.60%
毛利率	34.80%	41.83%	43.00%	45.00%	47.00%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.19 元、0.25 元和 0.32 元。公司是首家进行重整的互联网民营上市公司, 目前重整计划已顺利执行, 后续有望摆脱困境, 重回业绩驱动式增长, 首次覆盖, 给予“持有”评级。

表 2: 可比公司相对估值

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
300418.SZ	昆仑万维	18.01	4.26	1.51	1.81	4.23	11.93	9.95
002555.SZ	三七互娱	24.88	1.31	1.37	1.65	18.99	18.16	15.08
002602.SZ	世纪华通	6.42	0.4	0.56	0.64	29.79	15.78	13.18
600633.SH	浙数文化	7.57	0.39	0.47	0.56	19.41	16.11	13.52
中值						19.2	15.95	13.35
均值						18.11	15.5	12.93

数据来源: Wind 一致性预期, 西南证券整理 (数据截至 2021.5.24)

4 风险提示

行业政策变动风险, 市场竞争加剧的风险, 实际控制权不稳定的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	996.27	1250.14	1613.30	2009.05	净利润	172.01	320.26	431.54	557.17
营业成本	593.39	732.08	912.47	1096.33	折旧与摊销	70.44	18.83	18.83	18.83
营业税金及附加	2.81	3.52	4.54	5.66	财务费用	327.10	37.50	-80.67	-80.36
销售费用	236.23	275.03	193.60	200.90	资产减值损失	-2128.42	2500.00	0.00	0.00
管理费用	209.67	362.54	193.60	241.09	经营营运资本变动	-2755.01	-60.27	17.57	4.32
财务费用	327.10	37.50	-80.67	-80.36	其他	4407.81	-5500.00	-71.90	-49.05
资产减值损失	-2128.42	2500.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	93.93	-2683.67	315.30	450.60
投资收益	3144.11	3000.00	70.00	50.00	资本支出	1275.85	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	7.55	0.00	0.00	0.00	其他	-1226.41	3003.40	70.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	49.45	3003.40	70.00	50.00
营业利润	435.72	339.47	459.85	595.76	短期借款	-194.84	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-249.64	7.00	7.00	7.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	186.09	346.47	466.85	602.76	股权融资	1904.15	0.00	0.00	0.00
所得税	14.08	26.21	35.31	45.59	支付股利	0.00	-30.59	-62.13	-82.84
净利润	172.01	320.26	431.54	557.17	其他	-1795.10	28.11	80.67	80.36
少数股东损益	19.08	9.61	17.26	16.71	筹资活动现金流净额	-85.79	-2.48	18.53	-2.48
归属母公司股东净利润	152.94	310.65	414.28	540.16	现金流量净额	50.51	317.25	403.83	498.13
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	448.62	765.87	1169.70	1667.83	成长能力				
应收和预付款项	247.43	309.01	395.00	487.22	销售收入增长率	-25.37%	25.48%	29.05%	24.53%
存货	30.03	37.96	50.17	59.73	营业利润增长率	137.57%	-22.09%	35.44%	29.51%
其他流动资产	513.49	513.52	518.43	523.77	净利润增长率	115.20%	86.19%	34.72%	29.06%
长期股权投资	1519.37	1519.37	1519.37	1519.37	EBITDA 增长率	216.24%	-52.50%	0.54%	34.17%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	77.95	72.30	66.65	61.00	毛利率	40.44%	41.44%	43.44%	45.43%
无形资产和开发支出	630.71	621.10	611.50	601.89	三费率	77.59%	54.00%	19.00%	18.00%
其他非流动资产	337.06	333.48	329.91	326.33	净利率	17.27%	25.62%	26.74%	27.72%
资产总计	3804.66	4172.61	4660.72	5247.14	ROE	5.95%	9.87%	11.94%	13.62%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.52%	7.68%	9.26%	10.61%
应付和预收款项	318.45	375.59	476.79	571.26	ROIC	-140.96%	136.97%	119.98%	156.35%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	83.64%	31.66%	24.67%	26.57%
其他负债	597.33	552.86	570.44	588.35	营运能力				
负债合计	915.77	928.44	1047.22	1159.61	总资产周转率	0.20	0.31	0.37	0.41
股本	1663.01	1663.01	1663.01	1663.01	固定资产周转率	12.00	16.64	23.22	31.48
资本公积	7059.27	6328.40	6328.40	6328.40	应收账款周转率	4.51	6.96	7.04	6.93
留存收益	-5876.66	-5596.59	-5244.52	-4786.20	存货周转率	14.91	19.32	19.41	19.09
归属母公司股东权益	2780.02	3125.70	3477.77	3935.08	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.20%	—	—	—
少数股东权益	108.86	118.47	135.73	152.44	资本结构				
股东权益合计	2888.88	3244.17	3613.50	4087.52	资产负债率	24.07%	22.25%	22.47%	22.10%
负债和股东权益合计	3804.66	4172.61	4660.72	5247.14	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.85	3.64	3.77	4.04
					速动比率	2.79	3.55	3.68	3.95
					股利支付率	0.00%	9.85%	15.00%	15.34%
					每股指标				
					每股收益	0.09	0.19	0.25	0.32
					每股净资产	1.67	1.88	2.09	2.37
					每股经营现金	0.06	-1.61	0.19	0.27
					每股股利	0.00	0.02	0.04	0.05
业绩和估值指标									
EBITDA	833.26	395.80	397.93	533.90					
PE	39.36	19.38	14.53	11.15					
PB	2.17	1.93	1.73	1.53					
PS	6.04	4.82	3.73	3.00					
EV/EBITDA	5.73	17.94	16.83	11.61					
股息率	0.00%	0.51%	1.03%	1.38%					

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
	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
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn