

【广发海外】华润医疗 (01515.HK)

医疗业务收入回升，投资并购持续推进

核心观点：

- **公司公告 21H1 业绩。** 21H1 收入较 19H1 增长 83.7%至 17.72 亿元，归母净利润较 19H1 增长 8.8%至 1.99 亿元，收入大幅增长主要因并购济南重汽医院、淮矿医院、润能系医院带来收入增量。21H1 整体医疗业务收入较 19H1 增长 14.5%至 37.77 亿元。医院利润贡献较 19H1 增长 11.1%至 3.58 亿元，医院利润贡献率较 19H1 收窄 0.3pct 至 9.5%。
- **并表医院：** 21H1 健宫医院医疗业务收入较 19H1 增长 8.2%至 3.54 亿元，利润贡献率下降 2pct 至 15.5%；淮矿医院收入较 19H1 下降 5.6%至 3.84 亿元，利润贡献率提升 5.3pct 至 12.0%；润能系医院收入较 19H1 增长 33.4%至 2.63 亿元，利润贡献率提升 2.7pct 至 3.0%；重汽医院收入实现 1.39 亿元，利润贡献率达 8.3%。
- **非并表医院：** 21H1 京煤医院收入较 19H1 提升 21.6%至 8.23 亿元，利润贡献率提升 5.1pct 至 9.4%，主要是重签协议成立合资公司，管理和供应链的利润贡献减少；脑科医院收入较 19H1 下降 9.5%至 4.87 亿元，利润贡献率提升 1.1pct 至 11.6%；武钢两院收入较 19H1 下降 1.9%至 4.60 亿元，利润贡献率提升 1.0pct 至 5.5%。
- **盈利预测与投资评级。** 21 年新增并表淮阴医院，新增 IOT 医院芝罘及悦年华，预计 21~22 年收入分别为 32.80 亿元 (同比+19.3%) 和 35.82 亿元 (同比+9.2%)，预计归母净利润分别为 4.51 亿元 (同比+45.6%) 和 5.13 亿元 (同比+13.7%)，最新股价对应 21~22 年 PE 分别为 15.8 倍和 13.9 倍。华润医疗具有丰富医院管理经验，通过持续并购+提升已有医院经营效率双轮驱动增长。维持合理价值 8.66 港元/股的观点不变。**维持“买入”评级。**
- **风险提示。** 疫情对线下医院不利影响；扩张进程不及预期；互联网医疗迅速发展对实体医院产生冲击。

盈利预测：

(人民币)	2019A	202AE	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,115	2,751	3,280	3,582	3,920
增长率 (%)	2.7%	30.0%	19.3%	9.2%	9.4%
EBITDA (百万元)	616	530	694	776	867
归母净利润 (百万元)	391	310	451	513	580
增长率 (%)	-9.0%	-20.7%	45.6%	13.7%	13.0%
EPS (元/股)	0.30	0.24	0.35	0.40	0.45
市盈率 (P/E)	18.3	23.0	15.8	13.9	12.3
ROE (%)	6.6%	5.1%	6.9%	7.3%	7.6%
EV/EBITDA	18.1	21.1	16.1	14.4	12.9

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 备注：EPS 按最新股本摊薄

公司评级

买入

当前价格	6.61 港元
合理价值	8.66 港元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-30

相对市场表现



分析师：

杨琳琳



SAC 执证号：S0260514050004

SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

相关研究：

- 【广发海外】华润医疗 (01515.HK) : 医院业务恢复，内生+并购做大医院网络 2021-03-30
- 【广发海外】华润医疗 (01515.HK) : 内生+并购双驱动，打造综合+专科医院集团 2021-03-22

21H1公司收入实现17.72亿元（较19H1增长83.7%），归母净利较19H1增长8.8%至1.99亿元，收入大幅增长主要因并表济南重汽医院、淮矿医院、润能系医院带来收入增量。京煤医院自2021年1月起因应举办主体变更完成，由原来的IOT医院分部改为列入非并表医院分部，2021年起公司按照49%持股比例享有京煤医院相关利润。IOT医院自21年起新增烟台芝罘医院、3月起新增悦年华南宁康复医院。淮阴医院已于6月完成交割，进入整合阶段。

表 1：旗下主要医院梳理

序号	医院名称	医院类型	纳入报告范围时间	持股比例/举办权比例
1	健宫医院	营利性医院	2007.12	80%
2	济南重汽医院	营利性医院	2020.4 开始并表，1~3 月为非并表	100%
3	淮阴医院	营利性医院		80%
4	淮矿医院	举办权医院（并表）	2020.5 开始并表，2016.11~2020.4 为非并表	100%
5	润能系医院	举办权医院（并表）	2020.6 开始并表，2019.12~2020.5 为非并表	65%
6	广东三九脑科医院	举办权医院	2016.11	100%
7	徐矿医院	举办权医院	2016.11	100%
8	武钢医院	举办权医院	2016.11	51%
9	淮北市精神（心理）卫生中心	举办权医院	2020.1	100%
10	门头沟区医院	IOT/OT 医院	2010.7	*
11	京煤医院	IOT/OT 医院	2011.5	49%
12	门头沟区中医院	IOT/OT 医院	2012.6	*
13	门头沟区妇幼保健院	IOT/OT 医院	2014.9	*
14	顺义区空港医院	IOT/OT 医院	2015.5	*
15	顺义区第二医院	IOT/OT 医院	2015.5	*
16	保定市第三中心医院	IOT/OT 医院	2015.9	*
17	泰安市立医院	IOT/OT 医院	2020.4	*
18	烟台芝罘医院	IOT/OT 医院	2021.1	
19	悦年华南宁康复医院	IOT/OT 医院	2021.3	

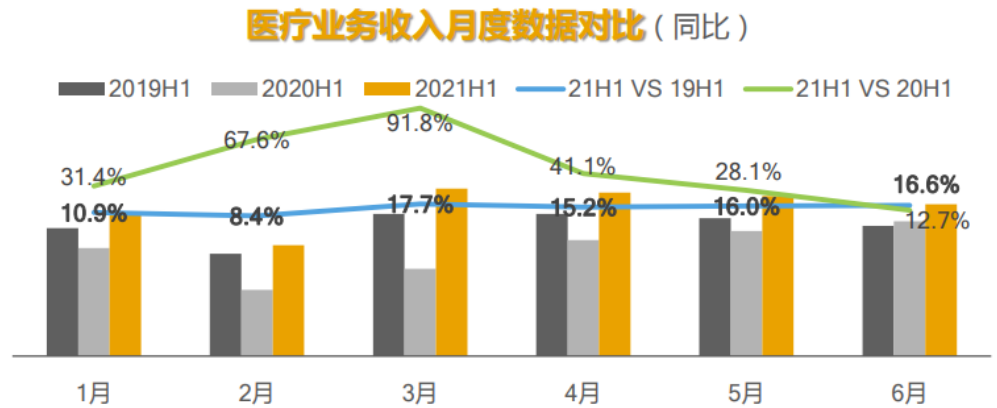
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 备注：1.* 持股比例未披露；2. 淮矿医院与润能系医院于 2020 年上半年完成章程修订，达到并表条件；淮矿医院 5 月起并表，1~4 月属于非并表医院；润能系医院 6 月起并表，1~5 月属于非并表医院；3. 济南重汽医院于 2020 年上半年完成营利性改制，4 月起并表，1~3 月属于非并表医院。4. 京煤医院及其下属分院重组协议于 2020 年 6 月签署，华润医疗和京煤集团分别按照持股 49%和 51%比例，合资成立举办权公司、管理公司。合资管理公司与医院签署新 OT 协议，向京煤医院集团提供医院管理服务并收取管理费收益，新协议追溯 2020 年 1 月 1 日起生效；自 2021 年初京煤医院列入自有医院，举办主体由 IOT 医院变更为非并表医院。

成员医院的医疗业务收入较19H1增长14.5%至37.77亿元。医院利润贡献稳步增长，利润贡献合计3.58亿元，较20H1同比增长66.0%，较19H1同比增长11.1%。

成员医院的医疗业务收入较19H1增长14.5%至37.77亿元。由于京煤医院列入自有医院，自有医院医疗业务同比增长90.6%，IOT/OT医院同比下降34.2%。除去京煤医院，原自有医院：医疗业务收入较19H1增长8.3%；现IOT/OT医院：医疗业务收入

较19H1增长29.1%；京煤医院：医疗业务收入较20H1同比增长23.0%，较19H1增长21.6%。

图 1：整体医疗业务收入和利润贡献月度数据对比



数据来源：公司业绩会PPT，广发证券发展研究中心

21H1医院利润贡献率9.5%，较19H1稍降0.3ppt。根据业绩会材料，自有医院利润贡献较20H1同比增长255.8%，其中因京煤医院分类调整带来的增长为96.0%。**除去京煤医院，原自有医院：**利润贡献率较20H1同比提升4.4个pct，较19H1提升1.2个pct，利润贡献较2019年同比增长23.9%；**现IOT/OT医院：**利润贡献率较20H1减少2.8个pct，较19H1不变。**京煤医院：**利润贡献较20H1同比下降4%，较19H1下降21.2%。

21H1门诊业务恢复迅速。根据业绩会材料，21H1门诊收入为17.8亿元，较19H1增长22.0%，其中内生（存量）增长14.3%，外延（重汽、泰安、芝罘及悦年华康复）增长7.7%。21H1门诊人次为473.9万，较19H1增长14.8%，其中内生（存量）增长4.6%，外延（重汽、泰安、芝罘及悦年华康复）增长10.2%。相较于2019年同期，门诊人次自2021年2月起均保持双位数增长。21H1门诊次均费用为人民币377元，较19H1增长6.5%。

21H1住院业务稳步回升。根据业绩会材料，21H1住院收入为19.3亿元，较19H1增长7.6%，实现常态水平下的稳步提升；21H1住院人次为12.8万，较19H1增长0.8%；21H1住院次均费用为人民币15,033元，较19H1增长6.7%。

表 2: 21H1上市公司利润表拆分(分部业绩情况)

2021上半年 (人民币千元)	分部业绩						
	合计	并表医院	非并表医院	IOT/OT医院	其他衍生业务	行政费用	其他收益及费用
商品及服务收益	1,772,123	1,156,032	411,142	192,259	12,690	-	-
销售及服务成本	(1,377,549)	(952,553)	(277,960)	(133,842)	(13,194)	-	-
其他收入	20,530	9,632	-	4,615	6,283	-	-
销售及分销费用	(7,952)	(1,632)	(4,419)	(1,901)	-	-	-
行政费用	(127,506)	(95,731)	(17,152)	(11,760)	(2,863)	-	-
财务费用	(1,177)	(1,144)	-	-	(33)	-	-
信用减值损失	1,012	1,012	-	-	-	-	-
其他费用	(1,139)	(1,008)	-	-	(131)	-	-
应占合营/联营公司利润	43,134	-	43,134	-	-	-	-
分部业绩	321,476	114,608	154,745	49,371	2,752	N/A不适用	N/A不适用
总部运营费用	(61,379)	-	-	-	-	(61,379)	-
其他损益	14,166	-	-	-	-	-	14,166
财务费用	(4,701)	-	-	-	-	-	(4,701)
应占合营/联营公司利润	580	-	-	-	-	-	580
所得税	(64,817)	-	-	-	-	-	(64,817)
净损益	205,325	114,608	154,745	49,371	2,752	(61,379)	(54,772)
医疗业务收入	3,777,148	1,138,886	1,914,703	723,559	-	N/A不适用	N/A不适用

注: 于本报告期内:

- (1) 并表医院包括: 健宫医院、济南重汽医院、淮矿医院集团及润能系医院;
- (2) 非并表医院包括: 广东三九脑科医院、淮北市精神(心理)卫生中心、徐矿医院、武钢医院集团及京煤医院集团;
- (3) IOT医院包括: 门头沟区医院、门头沟区中医院、门头沟区妇幼保健院、顺义区空港医院及顺义区第二医院;
- (4) OT医院包括: 泰安市立医院、烟台芝罘医院及悦年华南宁康复医院(自2021年3月起)。

数据来源: 公司业绩会PPT, 广发证券发展研究中心

表 3: 20H1上市公司利润表拆分(分部业绩情况)

2020上半年 (人民币千元)	分部业绩						
	合计	并表医院	非并表医院	IOT/OT医院	其他衍生业务	行政费用	其他收益及费用
商品及服务收益	907,413	438,409	95,928	358,625	14,451	-	-
销售及服务成本	(662,090)	(374,268)	(40,004)	(241,151)	(6,667)	-	-
其他收入	10,935	3,393	-	4,794	2,748	-	-
其他收益及亏损	(182)	(182)	-	-	-	-	-
销售及分销费用	(6,072)	(1,030)	(1,692)	(3,350)	-	-	-
行政费用	(66,460)	(43,141)	(6,393)	(14,038)	(2,888)	-	-
信用减值损失	(6,622)	(6,622)	-	-	-	-	-
其他费用	(309)	(290)	-	-	(19)	-	-
分部业绩	176,613	16,269	47,839	104,880	7,625	N/A不适用	N/A不适用
总部运营费用	(40,535)	-	-	-	-	(40,535)	-
其他损益	29,052	-	-	-	-	-	29,052
财务费用	(9,343)	-	-	-	-	-	(9,343)
应占合营/联营公司利润	404	-	-	-	-	-	404
所得税	(45,971)	-	-	-	-	-	(45,971)
净损益	110,220	16,269	47,839	104,880	7,625	(40,535)	(25,858)
医疗业务收入	2,702,450	428,687	1,173,525	1,100,238	-	N/A不适用	N/A不适用

注: 于截至2020年6月20日的6个月期间:

- (1) 并表医院包括: 健宫医院、济南重汽医院(自2020年4月起)、淮矿医院集团(自2020年5月起)及润能系医院(自2020年6月起);
- (2) 非并表医院包括: 广东三九脑科医院、淮北市精神(心理)卫生中心(自2020年1月起)、徐矿医院、武钢医院集团、济南重汽医院(2020年1月至3月)、淮矿医院集团(2020年1月至4月)及润能系医院(2020年1月至5月);
- (3) IOT医院包括: 京煤医院集团、门头沟区医院、门头沟区中医院、门头沟区妇幼保健院、顺义区空港医院、顺义区第二医院、保定市第三中心医院;
- (4) OT医院包括: 泰安市立医院。

数据来源: 公司业绩会PPT, 广发证券发展研究中心

表 4: 19H1上市公司利润表拆分 (分部业绩情况)

2019上半年 (人民币千元)	分部业绩						
	合计	并表医院	非并表医院	IOT/OT医院	其他衍生业务	行政费用	其他收益及费用
商品及服务收益	964,939	337,088	187,790	422,136	17,925	-	-
销售及成本	(619,376)	(250,396)	(76,105)	(286,114)	(6,761)	-	-
其他收入	7,729	670	-	5,250	1,809	-	-
其他收益及亏损	(377)	(377)	-	-	-	-	-
销售及分销费用	(6,965)	(1,061)	(1,421)	(4,483)	-	-	-
行政费用	(54,141)	(30,686)	(4,176)	(14,958)	(4,321)	-	-
其他费用	(1,596)	(497)	-	-	(1,099)	-	-
分部业绩	290,213	54,741	106,088	121,831	7,553	N/A不适用	N/A不适用
总部运营费用	(52,867)	-	-	-	-	(52,867)	-
其他损益	22,329	-	-	-	-	-	22,329
财务费用	(7,446)	-	-	-	-	-	(7,446)
应占合营/联营公司利润	1,712	-	-	-	-	-	1,712
所得税	(65,417)	-	-	-	-	-	(65,417)
净损益	188,524	54,741	106,088	121,831	7,553	(52,867)	(48,822)
医疗业务收入	3,297,646	326,713	1,733,575	1,237,358	-	N/A不适用	N/A不适用

注: 于截至2019年6月20日的6个月期间:

(1) 并表医院包括: 健宫医院、三九门诊部 (2019年上半年减少);

(2) 非并表医院包括: 广东三九脑科医院、淮矿医院集团、徐矿医院、武钢医院集团及润能系医院 (2019年上半年新增);

(3) IOT医院包括: 燕化医院集团 (2019年上半年减少)、京煤医院集团、门头沟区中医院、门头沟区妇幼保健院、顺义区空港医院、顺义区第二医院、保定市第三中心医院;

(4) OT医院包括: 泰安市立医院 (建设中, 未投入管理)。

数据来源: 公司业绩会PPT, 广发证券发展研究中心

表 5: 21H1旗下医院财务情况

2021上半年 (人民币千元)	医院利润贡献										
	医疗业务收入	占比	综合医疗服务 (EBIT)	医院管理服务 (收入)	第三方供应链服务费 (收入)	GPO 毛利	合计	占比	利润 贡献率	分部业绩	分部利润率
并表医院	1,138,886	30.2%	82,813	-	17,146	20,058	120,017	33.5%	10.5%	114,608	10.1%
其中: 健宫医院	353,665	9.4%					54,711	15.3%	15.5%	52,256	14.8%
重汽医院	138,635	3.7%					11,456	3.2%	8.3%	11,148	8.0%
淮矿医院	383,674	10.2%					45,940	12.8%	12.0%	45,018	11.7%
润能系医院	262,912	7.0%					7,910	2.2%	3.0%	6,186	2.4%
非并表医院	1,914,703	50.7%	-	29,899	81,149	56,581	167,629	46.8%	8.8%	154,745	8.1%
其中: 武钢两院	459,728	12.2%					25,057	7.0%	5.5%	22,484	4.9%
淮北精卫中心	22,389	0.6%					1,518	0.4%	6.8%	1,500	6.7%
徐矿医院	122,361	3.2%					7,032	2.0%	5.7%	6,774	5.5%
脑科医院	487,493	12.9%					56,453	15.8%	11.6%	54,623	11.2%
京煤医院	822,732	21.8%					77,569	21.7%	9.4%	69,364	8.4%
IOT/OT医院	723,559	19.2%	-	19,396	19,756	31,319	70,471	19.7%	9.7%	49,371	6.8%
全部医院合计	3,777,148	100.0%	82,813	49,295	118,051	107,958	358,117	100.0%	9.5%	318,724	8.4%

数据来源: 公司业绩会PPT, 广发证券发展研究中心

表 6: 20H1旗下医院财务情况

2020上半年 (人民币千元)	医疗业务收入		医院利润贡献					合计		利润贡献率		分部业绩	
			综合医疗服务 (EBIT)	医院管理服务 (收入)	第三方供应链服务费 (收入)	GPO 毛利	占比						
并表医院	428,687	15.9%	1,521	-	9,722	12,799	24,042	11.1%	5.6%	16,269	3.8%		
其中: 健宫医院	208,841	7.7%					3,946	1.8%	1.9%	1,955	0.9%		
重汽医院(4-6月)	54,871	2.0%					5,790	2.7%	10.6%	5,763	10.5%		
淮矿医院(5-6月)	125,554	4.6%					13,960	6.5%	11.1%	8,769	7.0%		
润能系医院(6月)	39,421	1.6%					346	0.2%	0.9%	(218)	-0.6%		
非并表医院	1,173,525	43.4%	-	20,980	31,459	4,371	56,810	26.3%	4.8%	47,839	4.1%		
其中: 武钢两院	257,941	9.5%					10,624	4.9%	4.1%	7,451	2.9%		
徐矿医院	104,767	3.9%					6,230	2.9%	5.9%	5,895	5.6%		
脑科医院	358,016	13.2%					24,567	11.4%	6.9%	22,179	6.2%		
重汽医院(1-3月)	37,762	1.4%					-	0.0%	0.0%	-	0.0%		
淮矿医院(1-4月)	241,367	8.9%					12,864	6.0%	5.3%	12,598	5.2%		
淮北精卫中心	18,053	0.7%					1,277	0.6%	7.1%	1,248	6.9%		
润能系医院(1-5月)	155,619	5.8%					1,248	0.6%	0.8%	(1,532)	-1.0%		
IOT/OT医院	1,100,238	40.7%	-	36,608	50,729	47,512	134,849	62.5%	12.3%	104,880	9.5%		
其中: 京煤医院	669,003	24.7%					80,836	37.5%	12.1%	69,842	10.4%		
其他医院	431,235	16.0%					54,013	25.0%	12.5%	35,038	8.1%		
全部医院合计	2,702,450	100.0%	1,521	57,588	91,910	64,682	215,701	100.0%	8.0%	168,988	6.3%		

数据来源: 公司业绩会PPT, 广发证券发展研究中心

表 7: 19H1旗下医院财务情况

2019上半年 (人民币千元)	医疗业务收入		医院利润贡献					合计		利润贡献率		分部业绩	
			综合医疗服务 (EBIT)	医院管理服务 (收入)	第三方供应链服务费 (收入)	GPO 毛利	占比						
并表医院	326,713	9.9%	26,967	-	10,375	19,823	57,165	17.7%	17.5%	54,741	16.8%		
非并表医院	1,733,575	52.6%	-	53,037	50,161	9,154	112,352	34.8%	6.5%	106,088	6.1%		
其中: 武钢两院	468,792	14.2%					20,932	6.5%	4.5%	17,676	3.8%		
淮矿医院	406,389	12.3%					27,186	8.4%	6.7%	26,323	6.5%		
徐矿医院	122,785	3.7%					6,867	2.1%	5.6%	6,474	5.3%		
脑科医院	538,477	16.3%					56,801	17.6%	10.5%	55,051	10.2%		
润能医院	197,132	6.0%					566	0.2%	0.3%	566	0.3%		
IOT/OT医院	1,237,358	37.5%	-	49,682	41,622	61,586	152,890	47.4%	12.4%	121,831	9.8%		
其中: 京煤医院	676,836	20.5%					98,434	30.5%	14.5%	85,787	12.7%		
其他医院	560,522	17.0%					54,456	16.9%	9.7%	36,044	6.4%		
全部医院合计	3,297,646	100.0%	26,967	102,719	102,158	90,564	322,407	100.0%	9.8%	282,660	8.6%		

数据来源: 公司业绩会PPT, 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级。21年新增并表淮阴医院, 新增IOT医院芝罘及悦年华, 预计21~22年收入分别为32.80亿元(同比+19.3%)和35.82亿元(同比+9.2%), 预计归母净利润分别为4.51亿元(同比+45.6%)和5.13亿元(同比+13.7%), 最新股价对应21~22年PE分别为15.8倍和13.9倍。华润医疗具有丰富医院管理经验, 通过持续并购+提升已有医院经营效率双轮驱动增长。维持合理价值8.66港元/股的观点不变。维持“买入”评级。

风险提示。疫情对线下医院不利影响; 扩张进程不及预期; 互联网医疗迅速发展对实体医院产生冲击。

表 8: 旗下医院运营情况

2021年上半年營運數據

類型	運營床位數	床位使用率	診療人次		醫療業務收入(人民幣千元)			
			門診人次	住院人次	門診收入	住院收入	體檢收入	合計
自有醫院 ^(註)	9,293	75.0%	3,315,393	108,626	1,345,877	1,667,830	39,882	3,053,589
IOT/OT醫院	1,804	53.7%	1,423,253	19,644	438,646	260,471	24,442	723,559
小計	<u>11,097</u>	<u>71.6%</u>	<u>4,738,646</u>	<u>128,270</u>	<u>1,784,523</u>	<u>1,928,301</u>	<u>64,324</u>	<u>3,777,148</u>

2020年上半年營運數據

類型	運營床位數	床位使用率	診療人次		醫療業務收入(人民幣千元)			
			門診人次	住院人次	門診收入	住院收入	體檢收入	合計
自有醫院 ^(註)	7,460	56.7%	1,777,365	69,702	649,722	926,482	26,008	1,602,212
IOT/OT醫院	3,412	58.0%	1,371,575	24,059	663,957	429,930	6,351	1,100,238
小計	<u>10,872</u>	<u>57.1%</u>	<u>3,148,940</u>	<u>93,761</u>	<u>1,313,679</u>	<u>1,356,412</u>	<u>32,359</u>	<u>2,702,450</u>

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,198	4,147	4,784	5,046	5,081	经营活动现金流	366	579	503	593	661
货币资金	2,006	2,701	3,205	3,389	3,333	净利润	391	310	451	513	580
应收及预付	848	996	1,086	1,144	1,213	折旧摊销	58	94	92	89	89
存货	62	142	160	172	184	营运资金变动	(61)	306	69	99	99
其他流动资产	282	308	333	341	350	其它	(22)	(131)	(109)	(108)	(108)
非流动资产	4,676	4,816	4,574	5,132	5,802	投资活动现金流	157	157	140	(659)	(772)
长期股权投资	513	555	628	709	802	资本支出	0	0	645	(59)	(59)
固定资产	181	805	770	735	699	投资变动	157	157	(505)	(600)	(713)
在建工程	0	0	0	0	0	其他	0	0	0	0	0
无形资产	2,036	1,346	645	650	655	筹资活动现金流	(41)	(41)	(139)	250	55
其他长期资产	1,945	2,110	2,532	3,038	3,646	银行借款	(397)	(284)	(284)	100	(100)
资产总计	7,874	8,963	9,359	10,178	10,883	股权融资	314	202	0	0	0
流动负债	1,384	2,207	2,016	2,181	2,159	其他	42	42	145	150	155
短期借款	578	684	300	300	100	现金净增加额	482	695	504	184	(56)
应付及预收	241	564	659	719	781	期初现金余额	1,524	2,006	2,701	3,205	3,389
其他流动负债	565	959	1,056	1,162	1,278	期末现金余额	2,006	2,701	3,205	3,389	3,333
非流动负债	350	416	542	673	807						
长期借款	0	0	100	200	300						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	350	416	442	473	507						
负债合计	1,734	2,623	2,558	2,854	2,965						
股本	0	0	0	0	0						
资本公积	5,903	6,105	6,105	6,105	6,105						
留存收益	0	0	445	952	1,526						
归属母公司股东权益	5,904	6,105	6,551	7,058	7,631						
少数股东权益	236	235	250	267	286						
负债和股东权益	7,874	8,963	9,359	10,178	10,883						

利润表					
单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,115	2,751	3,280	3,582	3,920
营业成本	1,353	2,114	2,447	2,642	2,867
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	16	15	16	18	20
管理费用	237	323	351	376	400
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	17	17	18	18	19
资产减值损失	(2)	(24)	0	0	0
公允价值变动收益	46	126	137	141	144
投资净收益	5	35	37	39	40
营业利润	558	436	603	687	777
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	541	418	622	707	799
所得税	141	98	155	177	200
净利润	401	320	466	530	599
少数股东损益	9	10	15	17	19
归属母公司净利润	391	310	451	513	580
EBITDA	616	530	694	776	867
EPS (元)	0.30	0.24	0.35	0.40	0.45

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	3%	30%	19%	9%	9%
营业利润增长	-6%	-22%	38%	14%	13%
归母净利润增长	-9%	-21%	46%	14%	13%
获利能力					
毛利率	36%	23%	25%	26%	27%
净利率	18%	11%	14%	14%	15%
ROE	7%	5%	7%	7%	8%
ROIC	6%	5%	6%	7%	7%
偿债能力					
资产负债率	22.0%	29.3%	27.3%	28.0%	27.2%
净负债比率	7.3%	7.6%	4.3%	4.9%	3.7%
流动比率	2.31	1.88	2.37	2.31	2.35
速动比率	2.27	1.81	2.29	2.24	2.27
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.31	0.35	0.35	0.36
应收账款周转率	3.79	4.45	4.85	4.66	4.67
存货周转率	-	-	-	-	-
每股指标 (元)					
每股收益	0.30	0.24	0.35	0.40	0.45
每股经营现金流	0.28	0.45	0.39	0.46	0.51
每股净资产	4.55	4.71	5.05	5.44	5.89
估值比率					
P/E	18.3	23.0	15.8	13.9	12.3
P/B	1.21	1.17	1.09	1.01	0.94
EV/EBITDA	18.1	21.1	16.1	14.4	12.9

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 杨琳琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。