



信达证券  
CINDA SECURITIES

Research and  
Development Center

# 投资与文旅双轮驱动，昔日传媒第一股的发展升级

— 电广传媒（000917.SZ）深度报告

2021年10月13日

非银金融首席分析师

王舫朝

S1500519120002

(010) 83326877

wangfangzhao@cindasc.com

非银行业研究助理

朱丁宁

zhudingning@cindasc.com

## 证券研究报告

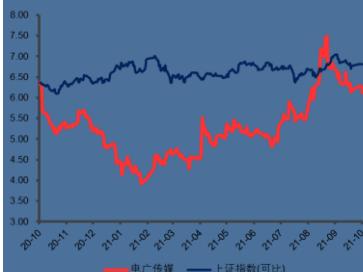
## 公司研究

## 深度报告

电广传媒(000917.SZ)

 投资评级 **买入**

首次覆盖



资料来源：万得，信达证券研发中心

## 公司主要数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| 收盘价(人民币)    | 6.12      |
| 52周内股价      | 3.91-7.48 |
| 波动区间(人民币)   |           |
| 最近一月涨跌幅 (%) | -7.55     |
| 总股本(亿股)     | 14.18     |
| 流通股比例(%)    | 99.93     |
| 总市值(亿元)     | 86.75     |

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

# 投资与文旅双轮驱动，昔日传媒第一股的发 展升级

2021年10月13日

## 本期内容提要：

- **轻装上阵，聚焦优势方向。**电广传媒是最早以传媒业务登陆A股的公司，过去以广告和有线网络为主业，营收占比约70-90%。2020年公司以部分有线网络公司股权出资参与设立中国广电网络股份有限公司，有线业务不再纳入公司合并报表，公司明确了“文旅+投资”的战略发展方向。公司新任董事长文旅板块经验丰富并极具创新意识。此外，公司有线传媒业务出表，公司包袱减轻大半。员工人数从去年开始不断精减，运营成本降低、运作效率将逐渐提升。
- **创投业务变身利润奶牛。**子公司达晨创投（含达晨财智）作为中国老牌VC/PE头部机构，今年起利润爆发，仅上半年达晨创投与达晨财智贡献利润就已达6.2亿元。达晨管理团队逾20年的创投经验和内部不断迭代优化的“募投管退”流程，为达晨积累了专业稳健的市场口碑，并带来优秀的退出回报率。继去年创下公司历史新高18家企业上市后，今年以来达晨投资企业IPO已13家。此外，公司累计投资62家“专精特新”企业，超过半数企业的持股比例达5%，17家“专精特新”企业完成上市或上市预披露，彰显出公司深厚精良的项目储备。达晨创鸿基金今年募资68亿元，首关金额55亿，继续保持优秀的募资表现。
- **着力打造湖南最大文旅投资平台和运营品牌。**公司长期以来秉持以文化产业经营旅游及酒店业的理念，旗下五星级酒店及世界之窗旅游景点在疫情控制后快速恢复，展现出极强的经营韧性和利润持续性。此外，公司借助芒果IP及媒体资源，已开始打造具有自身特色的文旅项目，公司文旅战略得到湖南省十四五文旅规划的重点支持。
- **传媒业务逐步稳定，贡献公司主要收入规模。**21年公司广告业务实现了较快恢复，上半年韵洪传播实现营收15.6亿元，同比+23%，亏损832万元，较2020年同期大幅收窄。此外，公司游戏业务保持营收与利润的稳定增长，净利润基本稳定在每年1亿元以上。
- **投资评级与估值：**我们预测公司2021E、2022E及2023E归属母公司净利润分别为4.96亿、6.39亿及7.96亿元，对应EPS分别为0.35、0.45以及0.56元。采用分部估值法(SOTP)，根据行业可比公司的市盈率给予电广传媒创投板块PE倍数21、文旅板块PE倍数51。预测电广传媒2021E目标市值106亿元，对应目标股价7.49元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **股价催化剂：**创投项目退出情况超预期、文旅项目有新突破、线下广告业务毛利率提升
- **风险因素：**私募股权投资机构在募资端以及项目退出方面受监管层对

募资方式以及一级市场融资政策的影响；疫情的持续与反复对公司的高铁广告业务、酒店以及旅游业务均会造成负面影响。

| 重要财务指标       | 单位: 百万元 |          |        |       |       |
|--------------|---------|----------|--------|-------|-------|
| 会计年度         | 2019A   | 2020A    | 2021E  | 2022E | 2023E |
| 营业总收入        | 7,077   | 5,940    | 5,214  | 5,727 | 6,119 |
| 同比(%)        | -32.7%  | -16.1%   | -12.2% | 9.8%  | 6.8%  |
| 归属母公司净利润     | 111     | -1,468   | 496    | 639   | 796   |
| 同比(%)        | 26.9%   | -1421.7% | 133.7% | 29.0% | 24.6% |
| 毛利率(%)       | 25.4%   | 20.4%    | 22.8%  | 24.2% | 25.6% |
| ROE(%)       | 1.0%    | -13.8%   | 4.8%   | 5.9%  | 6.9%  |
| EPS (摊薄) (元) | 0.08    | -1.04    | 0.35   | 0.45  | 0.56  |
| P/E          | 86.00   | -        | 17.51  | 13.57 | 10.89 |
| P/B          | 0.86    | 0.67     | 0.82   | 0.78  | 0.73  |
| EV/EBITDA    | 9.00    | -52.97   | 9.25   | 6.80  | 4.93  |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 公司股价收盘日期: 2021/10/12

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 信息披露 .....                                   | 6  |
| 1、电广传媒: 轻装再出发, 聚焦优势方向 .....                  | 7  |
| 1.1 业务变化: 传媒起家, 未来聚焦“文旅+投资” .....            | 7  |
| 1.2 管理变化: 新任董事长经验丰富, 人员结构优化 .....            | 8  |
| 1.3 经营改善: 2021H1 净利润转正, 投资业务实现新突破 .....      | 10 |
| 2、投资业务: 深耕多年的国内头部创投 .....                    | 11 |
| 2.1 中国 VC/PE 行业发展现状 .....                    | 11 |
| 2.2 达晨的成功之道 .....                            | 14 |
| 2.3 优质的项目存量与资本市场改革催化创投盈利有望再攀高峰 .....         | 19 |
| 2.4 未来展望与行业比较: 优势愈加凸显, 短板不断补足 .....          | 22 |
| 3、文旅业务: 打造湖南省最大文旅投资平台和文旅运营品牌 .....           | 23 |
| 3.1 经营情况: 疫情常态化下公司文旅业务显著改善 .....             | 23 |
| 3.2 外部环境: 湖南、长沙为旅行胜地, 公司战略被写入省十四五文旅规划 .....  | 24 |
| 3.3 内部规划与优势: 借势 IP 和媒体资源, 打造可复制的芒果系列产品 ..... | 24 |
| 4、传媒业务: 疫情影响消散, 稳定贡献营收 .....                 | 25 |
| 盈利预测与投资建议 .....                              | 26 |
| 1、盈利预测 .....                                 | 26 |
| 2、投资建议 .....                                 | 28 |
| 风险因素 .....                                   | 29 |

## 表 目 录

|   |    |
|---|----|
| 表 1: 2011-2021H1 公司分业务毛利率情况 .....                   | 8  |
| 表 2: 现任董事长兼总经理王艳忠先生具备丰富文旅运营经验 .....                 | 9  |
| 表 3: 电广传媒 2021 上半年主要子公司经营业绩 (单位: 万元) .....          | 11 |
| 表 4: 国内私募股权投资机构代表公司 .....                           | 12 |
| 表 5: 2021 年上半年 15 家 VC/PE 机构被投企业 IPO 数量超过 5 家 ..... | 14 |
| 表 6: 达晨创鸿基金股东名单 .....                               | 15 |
| 表 7: 达晨财智历年主要基金募资情况 .....                           | 16 |
| 表 8: 达晨财智前三年基金投向 (单位: 亿元) .....                     | 17 |
| 表 9: 达晨财智 2021 年主要投资案例 .....                        | 17 |
| 表 10: 达晨财智核心管理层 .....                               | 18 |
| 表 11: 达晨财智 2021 年上半年分红款主要来源 .....                   | 19 |
| 表 12: 2019 年以来资本市场重点改革政策 .....                      | 20 |
| 表 13: 达晨投资的部分“专精特新”企业名单 .....                       | 21 |
| 表 14: 小熊 U 租融资历程 .....                              | 22 |
| 表 15: 达晨的行业对比 .....                                 | 23 |
| 表 16: 电广传媒投资管理收益预测表 (单位: 百万元) .....                 | 27 |
| 表 17: 达晨创丰基金 carry 计算表 (单位: 百万元) .....              | 27 |
| 表 18: 电广传媒营业收入及毛利率预测表 .....                         | 28 |
| 表 19: 可比公司市盈率 .....                                 | 29 |

## 图 目 录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 1: 电广传媒历史沿革 .....               | 7  |
| 图 2: 电广传媒股权结构与重要子公司 .....         | 8  |
| 图 3: 2021H1 公司营收构成 .....          | 8  |
| 图 4: 2021H1 公司毛利润构成 .....         | 8  |
| 图 5: 长沙世界之窗营收及利润情况 .....          | 9  |
| 图 6: 湖南圣爵菲斯营收及利润情况 .....          | 9  |
| 图 7: 2020 年剥离有线业务, 人员大幅精简 .....   | 9  |
| 图 8: 2020 年公司员工构成情况 .....         | 9  |
| 图 9: 2013-2021H1 公司营收情况 .....     | 10 |
| 图 10: 2013-2021H1 公司归母净利润情况 ..... | 10 |
| 图 11: 2011-2021H1 公司利润率情况 .....   | 10 |
| 图 12: 2011-2021H1 公司费用率情况 .....   | 10 |
| 图 13: 有线网络业务增长乏力 .....            | 11 |
| 图 14: 投资管理业务收入高速增长 .....          | 11 |
| 图 15: 电广传媒各业务板块毛利率 .....          | 11 |
| 图 16: 电广传媒投资收益(百万元) .....         | 11 |
| 图 17: 私募股权、创业投资基金管理人数量 (家) .....  | 12 |

|   |    |
|---|----|
| 图 18: 2021Q1 私募股权、创业投资基金管理人分布情况.....          | 12 |
| 图 19: 2021Q1 私募基金管理人规模分布情况 (家) .....          | 12 |
| 图 20: 股权投资基金募资金额与募集数量 .....                   | 13 |
| 图 21: 股权投资基金单笔基金募资金额 (亿元) .....               | 13 |
| 图 22: 股权投资市场投资金额与投资案例数 .....                  | 13 |
| 图 23: 股权投资单笔金额 (亿元) .....                     | 13 |
| 图 24: 2021H1 股权投资行业分布 (亿元) .....              | 13 |
| 图 25: VC/PE 支持的中企上市数量与融资额(单位: 亿元) .....       | 14 |
| 图 26: VC/PE 与非 VC/PE 支持的 IPO 数量 (单位: 家) ..... | 14 |
| 图 27: 达晨增值服务体系 .....                          | 18 |
| 图 28: 达晨财智净利润不断突破 (单位: 百万元) .....             | 19 |
| 图 29: 达晨财智投资企业 IPO 数量 (不含新三板) .....           | 19 |
| 图 30: 达晨财智对外投资金额 (单位: 亿元) .....               | 20 |
| 图 31: 达晨长期深耕“专精特新”企业.....                     | 21 |
| 图 32: 达晨“专精特新”企业覆盖地区广泛.....                   | 21 |
| 图 33: 2011-2021H1 公司文旅业务收入情况 .....            | 23 |
| 图 34: 2018-2021H1 公司文旅业务细分收入情况 .....          | 23 |
| 图 35: 湖南是热门旅游省份.....                          | 24 |
| 图 36: 湖南接待国内旅游情况.....                         | 24 |
| 图 37: 长沙世界之窗游乐园路线图 .....                      | 25 |
| 图 38: 圣爵菲斯大酒店 .....                           | 25 |
| 图 39: 益阳小镇计划于 2024 年 5 月 1 日前实现整体运营.....      | 25 |
| 图 40: 2011-2021H1 韵洪传播营收及增速 .....             | 26 |
| 图 41: 2020 韵洪传播广告业务收入构成 .....                 | 26 |
| 图 42: 2015-2021H1 久之润营收及增速 .....              | 26 |

## 信息披露

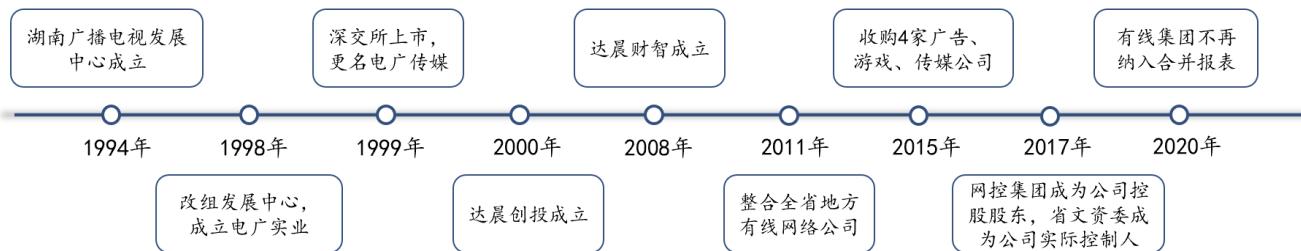
根据公司公告，信达证券股份有限公司控股股东中国信达资产管理股份有限公司实际控制的信达投资有限公司目前持有电广传媒 3506 万股，占公司总股本的 2.47%，为公司第二大股东，敬请投资者注意。

## 1、电广传媒：轻装再出发，聚焦优势方向

### 1.1 业务变化：传媒起家，未来聚焦“文旅+投资”

公司前身是 1994 年成立的湖南广播电视台发展中心，为湖南广电中心下属企业；1998 年改组成立湖南电广实业股份有限公司，并于 1999 年成功在深交所上市，更名为电广传媒。2017 年湖南广电网络控股集团有限公司受让广电中心所持公司全部股份，成为公司控股股东，湖南省文资委成为公司实际控制人。另外，信达投资为电广传媒第二大股东，持股占总股本 2.47%（截止 2021 年上半年）。

图 1：电广传媒历史沿革



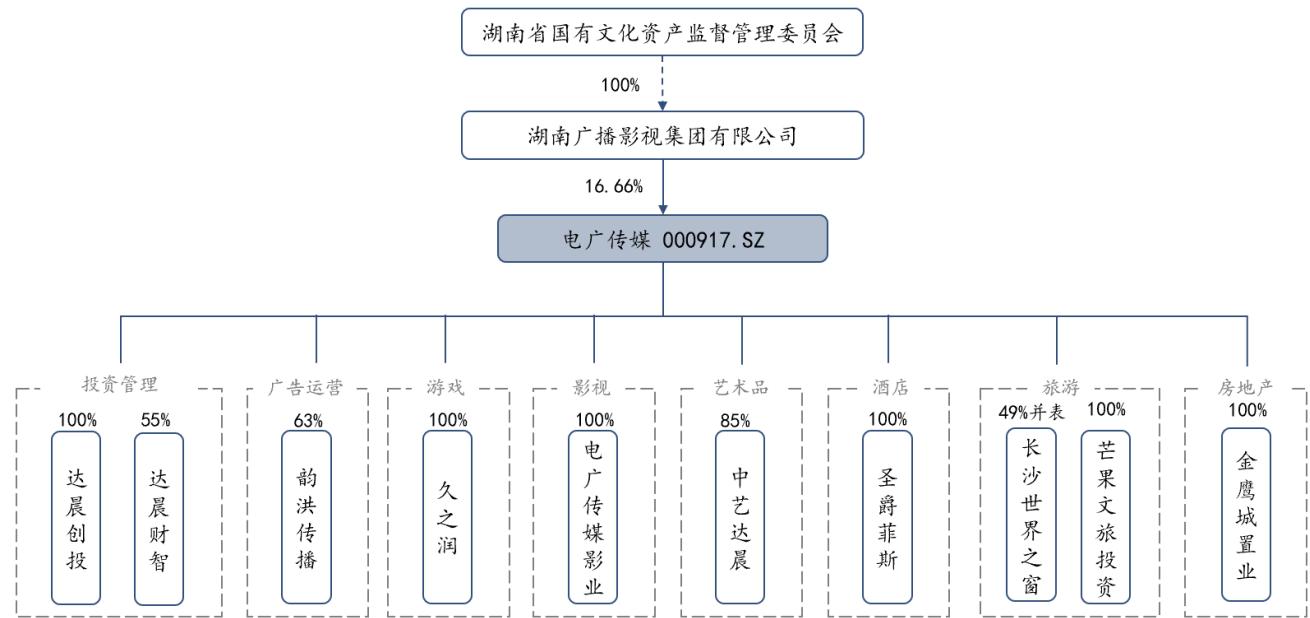
资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司是最早以传媒业务登陆 A 股的公司，过去以广告和有线网络为主业，营收占比约 70-90%。随着经济生活发展与文娱方式变迁，公司不断拓展能力圈，业务覆盖文旅、投资、传媒等产业。

文旅方面，公司具备湖南广电优质 IP 和媒体资源，通过自行开发培育与投资收购成熟产品相结合方式开展业务。旗下芒果文旅投资是公司文旅产业拓展平台，长沙世界之窗主题乐园连续十多年稳健增长，圣爵菲斯五星级酒店连续两年创收居省内行业第一。投资管理方面，公司持有达晨创投 100% 股权、达晨财智 55% 股权，管理基金总规模 360 亿元，共投资企业超 600 家，其中 116 家企业实现上市，累计有 90 多家企业在新三板挂牌。传媒方面，传统广告业务与全国 200 多家电视媒体合作，新媒体广告已成为芒果 TV、优酷等平台核心代理商，高铁媒体 LED 视频联播网已覆盖京港、京沪、沪昆等线路，游戏主打《劲舞团》、《机动战士敢达 OL》、《爱情公寓消消乐》等，积极试水潮玩。

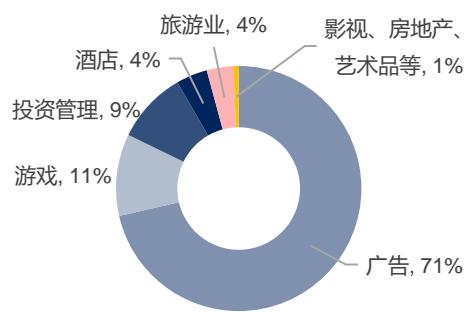
2020 年，为实现全国有线网络的统一运营管理，中国广电发起组建中国广电网络股份有限公司，公司以部分有线网络公司股权出资参与设立，有线业务不再纳入公司合并报表。至此，公司明确“文旅+投资”的战略发展方向，聚焦优势产业。

图 2: 电广传媒股权结构与重要子公司



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 2021H1 公司营收构成



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 1: 2011-2021H1 公司分业务毛利率情况

| 毛利率(%) | 2011  | 2012  | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021H1 |
|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 广告     | 6.4%  | 5.8%  | 6.8%   | 8.1%   | 8.3%   | 8.6%   | 6.9%   | 7.1%   | 7.2%   | 2.2%   | 2.3%   |
| 游戏     |       |       |        |        | 48.5%  | 46.1%  | 57.2%  | 60.0%  | 65.6%  | 64.8%  | 70.6%  |
| 投资管理   |       |       | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |
| 酒店     |       |       |        |        |        |        |        | 83.4%  | 82.3%  | 45.2%  | 64.2%  |
| 旅游业    | 86.5% | 86.4% | 89.3%  | 88.8%  | 87.8%  | 89.3%  | 89.7%  | 96.0%  | 95.8%  | 95.5%  | 93.6%  |
| 影视     | 2.2%  | 14.5% | 12.7%  | 18.0%  | 12.7%  | 3.9%   | --     | --     | 20.1%  | 48.7%  | 30.9%  |
| 房地产    | 33.4% | 46.5% | 54.7%  | 43.5%  | 43.0%  | 50.7%  | --     | 38.0%  | 66.0%  | 76.3%  | 86.0%  |
| 艺术品    | 74.4% | 79.6% | 75.8%  | 82.5%  | 82.2%  | 78.8%  | 63.1%  | 46.5%  | 59.1%  | 63.2%  | 73.9%  |
| 网络传输   | 48.9% | 48.2% | 45.6%  | 45.1%  | 45.4%  | 43.4%  | 20.6%  | 28.6%  | 26.5%  | 23.4%  | --     |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 1.2 管理变化: 新任董事长经验丰富, 人员结构优化

王艳忠先生具备深厚的电广背景与文旅运营经验。其自 2003 年起就在上市公司体系内工作, 先后管理长沙世界之窗、圣爵菲斯大酒店, 所管理的文旅资产持续十多年稳健发展, 成为小投入、大产出的文旅标杆。受疫情影响 2020 年文旅业务利润下滑, 公司通过主题活动、营

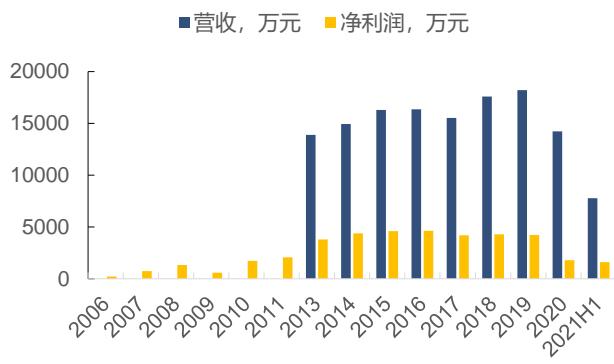
销推广、品质提升等策划新思路，经营实现较快恢复，2021年上半年长沙世界之窗实现营收7778万元，净利润1600万元；圣爵菲斯实现营收8569万元，净利润1662万元。

表2：现任董事长兼总经理王艳忠先生具备丰富文旅运营经验

| 时间               | 经历                                  |
|------------------|-------------------------------------|
| 1990年7月-1992年7月  | 任衡阳市二商局商业批发公司业务科副科长                 |
| 1992年8月-1995年8月  | 任海南《特区信息报》编辑部主任                     |
| 1995年9月-2010年1月  | 任职于湖南经济电视台，历任记者、责任编辑、制片人、新闻部主任、副总编辑 |
| 2003年4月-2017年11月 | 任长沙世界之窗有限公司总经理                      |
| 2005年6月起         | 任长沙海底世界有限公司董事长                      |
| 2010年1月起         | 任湖南电广传媒股份有限公司党委委员、副总经理              |
| 2010年3月起         | 任湖南金鹰城置业有限公司董事、董事长                  |
| 2011年3月起         | 任湖南圣爵菲斯投资有限公司董事、董事长                 |
| 2018年1月起         | 任湖南电广传媒股份有限公司总经理                    |
| 2020年8月-2021年7月  | 任湖南电广传媒股份有限公司代董事长                   |
| 2021年7月起         | 任湖南电广传媒股份有限公司董事长                    |

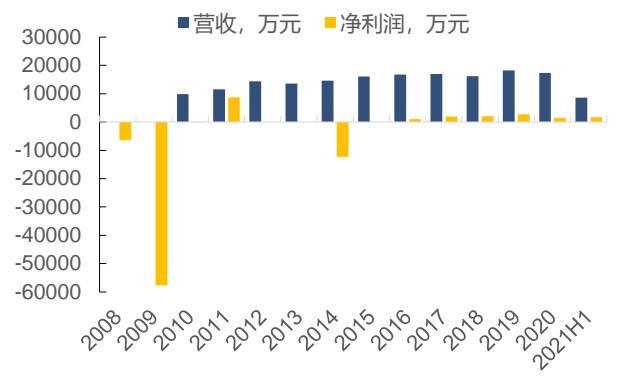
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图5：长沙世界之窗营收及利润情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

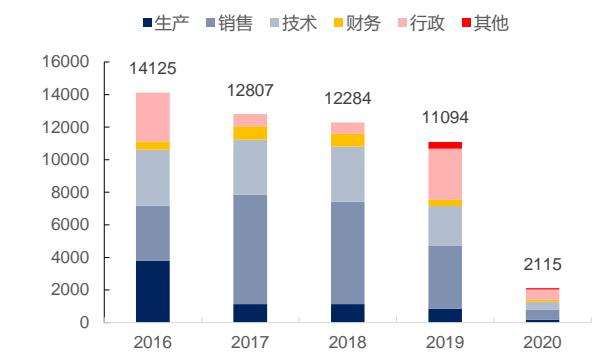
图6：湖南圣爵菲斯营收及利润情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

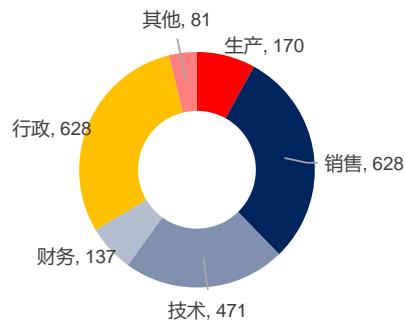
近年公司持续优化人员结构。全面推动解决有线集团事业编人员问题，推进深度市场化、企业化运作，但受行业市场、体制机制等多方面影响，有线集团业务发展形势仍严峻。2020年公司剥离有线网络业务后，人员大幅精简，员工人数由2019年超过1.1万人下降至约2000人，有利于降低管理难度，提高运转效率。

图7：2020年剥离有线业务，人员大幅精简



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图8：2020年公司员工构成情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 1.3 经营改善：2021H1 净利润转正，投资业务实现新突破

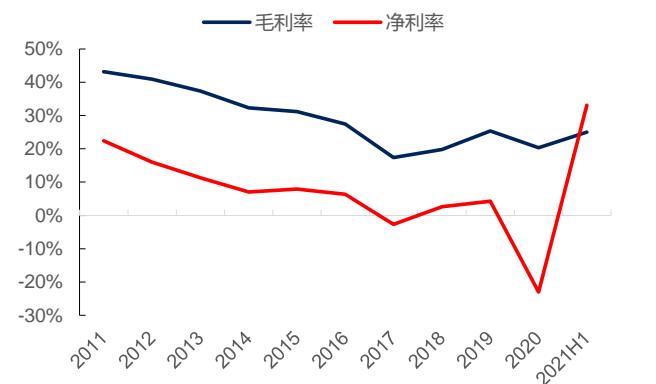
2021H1 公司实现营收 21.8 亿元，同比-11.2%，归母净利润 4.7 亿元，同比扭亏为盈。营收下降主要是剥离了有线网络业务，剔除有线网络业务，上半年营收同比+27%。受技术变革与娱乐方式转变影响，公司有线网络业务多年增长乏力，2014-16 年营收仅低个位数增长，17-20 年负增长拖累业绩。本次以有线网络公司股权出资参与设立中国广电网络股份有限公司有助于全国一网整合及广电 5G 建设，同时有利于公司推进产业结构调整，聚焦文旅和投资两大优势业务。2021H1 公司投资管理收入 2.1 亿元，同比+85.7%；投资收益 8.3 亿元，同比+148%。2021 年上半年，达晨财智管理的基金投资项目 35 个（其中新项目 25 个），投资总额 19.4 亿元，新增 IPO 申报 20 家，创历史新高；上市审核过会 9 家，正式挂牌 8 家。截至 2021 年 6 月 30 日，达晨财智共管理 25 期基金，总规模 360 亿元；投资企业超 600 家，成功退出 212 家，其中 116 家企业上市。

图 9：2013-2021H1 公司营收情况



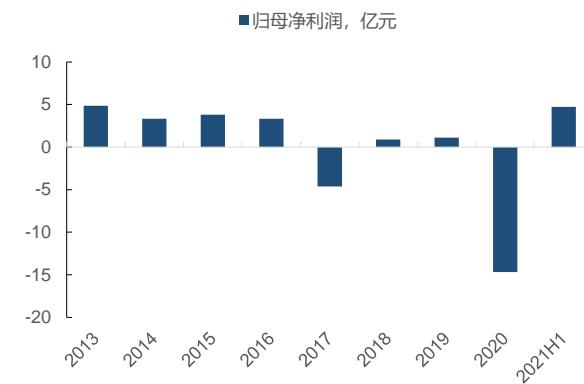
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：2011-2021H1 公司利润率情况



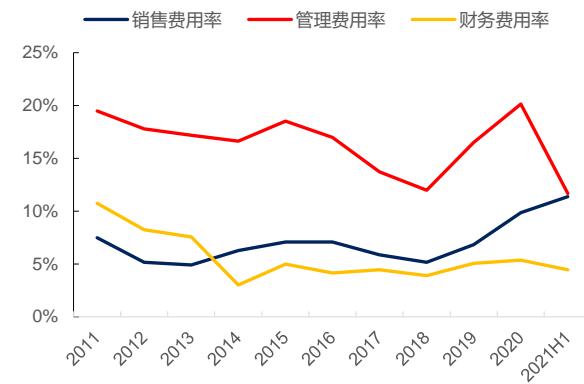
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：2013-2021H1 公司归母净利润情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

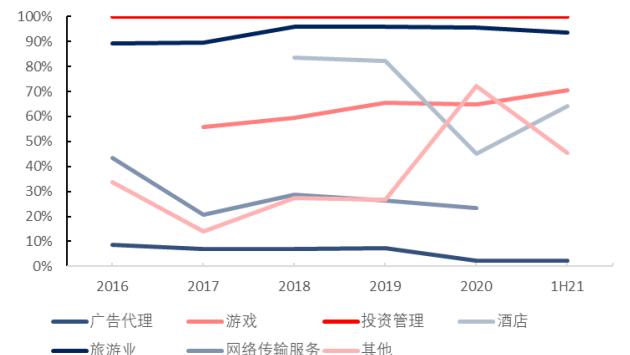
图 12：2011-2021H1 公司费用率情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 13: 有线网络业务增长乏力**

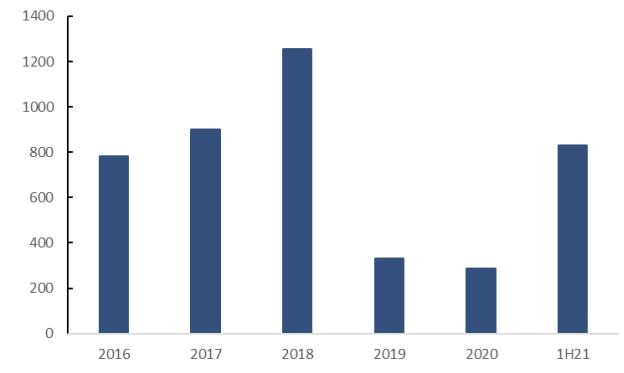

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 15: 电广传媒各业务板块毛利率**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 14: 投资管理业务收入高速增长**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 16: 电广传媒投资收益(百万元)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**表 3: 电广传媒 2021 上半年主要子公司经营业绩 (单位: 万元)**

| 公司名称 | 营业收入       | 营业利润      | 净利润       |
|------|------------|-----------|-----------|
| 韵洪传播 | 155,869.72 | -592.21   | -832.19   |
| 达晨创投 | 65.94      | 13,448.45 | 13,448.45 |
| 达晨财智 | 20,444.55  | 64,721.55 | 48,779.37 |
| 久之润  | 23,591.89  | 8,908.58  | 7,589.54  |
| 圣爵菲斯 | 8,568.58   | 2,311.39  | 1,662.04  |
| 世界之窗 | 7,777.68   | 2,117.57  | 1,600.01  |

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

## 2、投资业务: 深耕多年的国内头部创投

公司投资业务板块运营主体是达晨创投和达晨财智（达晨创投控股）。达晨创投主营直投业务，包括初创期企业、目前公司准备重点建设的文旅板块；达晨财智主营基金管理。达晨创投是我国第一批按市场化运作设立的创投机构，连续 17 年被行业权威评比机构清科集团评为“中国最佳创业投资机构 50 强”，2012 年度、2015 年度综合排名第一。目前，达晨创投已成为国内领先的专业的 PE/VC 投资基金管理平台。2021 年上半年，达晨财智实现净利润 48,779.37 万元，突破历史新高。

### 2.1 中国 VC/PE 行业发展现状

中国 VC/PE 行业新增基金数量在 2015 年创下历史纪录，新增基金管理人超 1 万家，但随着 2018 年资管新规的实施，各类资金的入场通道受监管限制，行业新增基金管理人数量持续下滑直至 2021 年，2021 年 6 月开始新增基金数量开始上升，预示行业已经触底并逐步升

温。前些年基金管理人登记数量呈井喷式增长，经过清理优化，已初步实现进出有序。另一方面，PE/VC 行业呈现明显的区域与规模的不均衡。截至 2021 年第一季度，北京、深圳、上海、浙江与广东（不含深圳）是 PE/VC 基金管理人注册地及管理规模前 5 地区。而具体到每家基金的管理规模上，市场上仅有 338 家私募基金管理规模超百亿，683 家私募基金管理规模超 50 亿，占比约 2.8%，大多数私募基金管理规模在 5 亿以下，呈现显著的长尾特征。

图 17：私募股权、创业投资基金管理人数量（家）



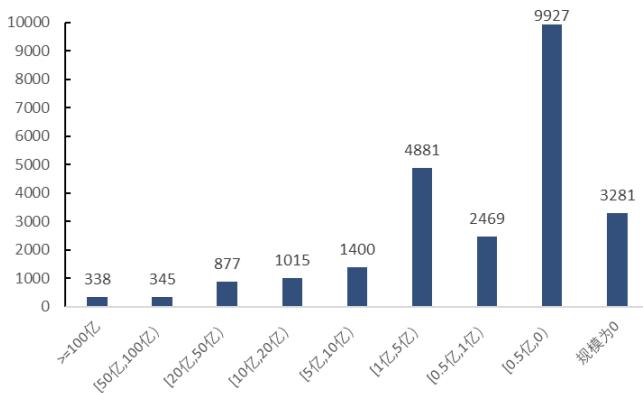
资料来源：中基协，信达证券研发中心

图 18：2021Q1 私募股权、创业投资基金管理人分布情况



资料来源：中基协，信达证券研发中心

图 19：2021Q1 私募基金管理人规模分布情况（家）



资料来源：中基协，信达证券研发中心

表 4：国内私募股权投资机构代表公司

| 机构类型  | 机构名称  |
|-------|---|
| VC    | 红杉资本中国基金、IDG 资本、深创投、达晨财智、启明创投、毅达资本、君联资本、经纬中国、元禾控股、北极光创投、GGV 纪源资本等 |
| PE    | 高瓴资本、腾讯投资、中金资本、鼎晖投资、华兴资本、招银国际资本、华平投资、金石投资等                        |
| 天使投资人 | 真格基金、明势资本、创新工场、中科创星、阿米巴资本、九合创投等                                   |

资料来源：信达证券研发中心

### （1）中国 VC/PE 市场募资分析

**2021 年上半年股权投资市场募资同比有所回暖，小规模基金数量提升明显。**2018 年资管新规后，股权投资市场募资保持低迷，特别是人民币资金受影响程度更大。2021 年上半年募资金额同比回暖，为 4548 亿元，同比+6.9%，基金数量 1941 支，同比+58.2%，源于银行及银行理财子、险资等机构投资者出资比例提升，但募资整体仍处于 3 年来较低水平。单笔基金募资金额 2.34 亿元，较 2020 年下降 32%，主要源于机构纷纷设立项目基金降低了募资难度导致上半年小规模基金数量增加，其中募集规模不足 5000 万元的基金数量超过 800 支，为去年同期的 2 倍。在与上半年整体募资规模略有上升的情况下，由于资金流向头部机构的趋势加剧，导致单笔基金平均募资金额下降，进一步凸显行业募资优胜劣汰的现状。

**图 20: 股权投资基金募资金额与募集数量**


资料来源：清科研究中心，信达证券研发中心

**图 21: 股权投资基金单笔基金募资金额（亿元）**

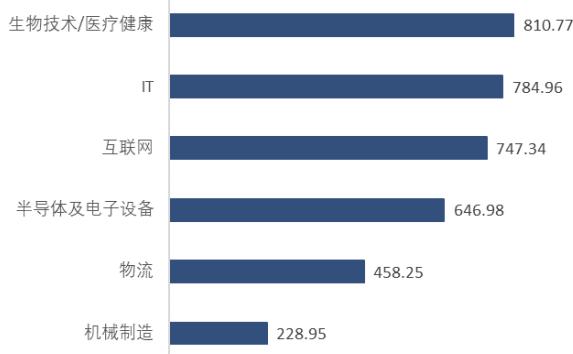

资料来源：清科研究中心，信达证券研发中心

## (2) 中国 VC/PE 市场投资分析

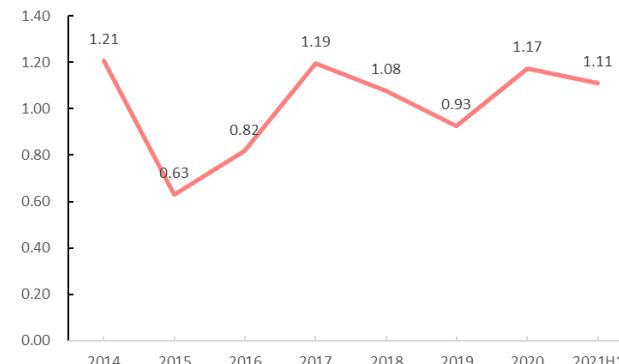
**2021 年上半年中国股权投资市场开始回暖。**上半年在国内疫情总体向好，经济存在复苏预期的背景下，投资案例数和投资金额快速回暖，分别同比增长 26%与 50%，单笔投资金额 1.11 亿，与 2020 年基本持平。其中，生物技术/医疗健康、IT、互联网、半导体及电子设备仍保持去年的热度，物流行业则是“意外”获得高额投资（主要因为京东物流、极兔速递获大额投资），成为上半年投资额第五大行业。此外，北上深集中了全国一半的投资案例，江浙地区增长可观。行业内 E 轮融资金额及 A 轮融资金额占比明显，尤其是 A 轮及以前轮次占比回升。

**图 22: 股权投资市场投资金额与投资案例数**


资料来源：清科研究中心，信达证券研发中心

**图 24: 2021H1 股权投资行业分布（亿元）**


资料来源：清科研究中心，信达证券研发中心

**图 23: 股权投资单笔金额（亿元）**


资料来源：清科研究中心，信达证券研发中心

### (3) 中国 VC/PE 市场退出分析

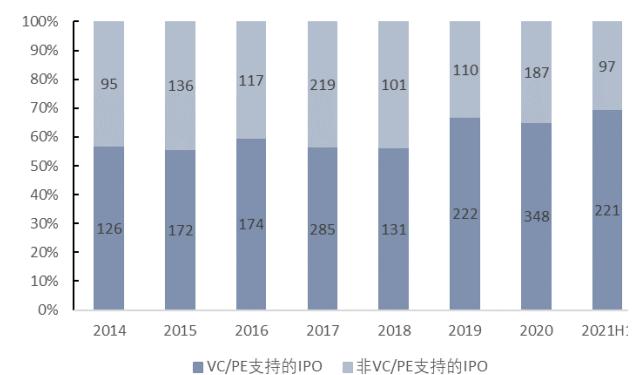
政策拓宽上市渠道，退出数量稳步上升。2021年上半年中国股权投资退出案例共 1880 笔，同比增长 23.6%，延续良好的退出节奏，其中被投企业 IPO 数量达 1628 笔，同比+106.6%，仍为主要退出方式。受中概股上市环境拖累，境内上市企业数量远超境外上市（245 vs 73），境内科创板上市为主要贡献。而受益于注册制及科创板，上半年 VC/PE 支持的中企上市数量 221 家，同比上升 89%；融资额 3298 亿元，同比上升 96%。在 VC/PE 渗透率方面，上半年达到 69%，创历史新高。2021年上半年共有 15 家 VC/PE 机构被投企业 IPO 数量超过 5 家。与之对应，伴随着 IPO 注册制改革，市场对并购退出的依赖程度下降，并购逐渐回归资源整合的本质，并购退出数量明显下落，2021H1 并购退出数量共计 78 笔。

图 25：VC/PE 支持的中企上市数量与融资额(单位：亿元)



资料来源：清科研究中心，信达证券研发中心

图 26：VC/PE 与非 VC/PE 支持的 IPO 数量 (单位：家)



资料来源：清科研究中心，信达证券研发中心

表 5：2021年上半年 15 家 VC/PE 机构被投企业 IPO 数量超过 5 家

| 机构名称    | 上市公司数量 | 科创板上市公司数量 | 投资时长(年) |
|---------|--------|-----------|---------|
| 红杉中国    | 17     | 2         | 3.93    |
| 毅达资本    | 12     | 6         | 3.5     |
| 高瓴      | 12     | 1         | 2.79    |
| 华兴新经济基金 | 11     | 2         | 2.83    |
| 深创投     | 9      | 3         | 4.24    |
| 中金资本    | 9      | 3         | 2.99    |
| 达晨财智    | 9      | 3         | 3.71    |
| 涌铧投资    | 8      | 1         | 4.34    |
| 君联资本    | 8      | 3         | 4.62    |
| 粤科金融    | 7      | 2         | 2.79    |
| 招银国际资本  | 6      | 1         | 2.65    |
| 老虎基金    | 6      | -         | 4       |
| 礼来亚洲基金  | 6      | 2         | 1.88    |
| 启明创投    | 6      | 1         | 3.69    |
| 弘晖资本    | 6      | 4         | 3.12    |

资料来源：清科研究中心，信达证券研发中心

## 2.2 达晨的成功之道

达晨创投连续 17 年被行业权威评比机构清科集团评为“中国最佳创业投资机构 50 强”，2012 年度、2015 年度综合排名第一。达晨的核心竞争力来源于持续迭代优化的“募投管退”流程。具体来看：

### (1) 募：拾阶而上，节奏适中

**达晨基金 LP 机构化程度逐步提升。**21年来，达晨先后募集了24期人民币、1期美元基金，基金总规模360亿元。资金来源包括引导资金、金融资本、产业资本、母基金、家族基金以及高净值个人。达晨设置投资人关系部，负责募资、投资人关系和LP服务。达晨募资早期以个人LP为主，但随着LP的机构化、专业化，达晨从2013年起成立投资人俱乐部，对机构LP提供更个性化的服务和更深入的交流。以今年达晨创鸿基金的募资为例，达晨新引入招商财富作为LP，通过招行私人银行渠道募资10亿元。此外，达晨创鸿基金LP复投率达70%。总的来说，达晨创鸿基金LP阵容中既有招商财富、歌斐资产、富安达资管等金融资本，又有世纪金源、金雷股份、碧桂园等产业资本，还有湖南、安徽等地区国资以及歌斐母基金、清科母基金、中科院科技成果转化基金等市场化母基金，LP机构化程度逐步提升。

**表6：达晨创鸿基金股东名单**

| 股东名称   | 持股比例     | 股东名称       | 持股比例    |
|--------|----------|------------|---------|
| 招商财富   | 19.7355% | 恒岩锦轩       | 2.0346% |
| 歌斐皓怡   | 7.3245%  | 常德沅澧产投     | 2.0346% |
| 歌斐皓仁   | 6.2258%  | 富安达资管      | 1.9736% |
| 达晨财智   | 6.0020%  | 迪策投资       | 1.1073% |
| 歌斐琼玉   | 5.9613%  | 盛世投资       | 1.1073% |
| 芜湖谨浩   | 5.8393%  | 湖南发展集团     | 1.0173% |
| 长沙歌赞   | 5.7172%  | 湘江智谷产业母基金  | 1.0173% |
| 歌斐天舒   | 5.5341%  | 亳州市康安投资    | 1.0173% |
| 湖南广播影视 | 4.0692%  | 金雷股份       | 1.0173% |
| 腾云源晟   | 3.0519%  | 兴湘投资控股     | 1.0173% |
| 电广传媒   | 3.0519%  | 哈匹十一投资     | 0.6104% |
| 瑞元资本   | 2.5229%  | 梅山保税港区旭宁创投 | 0.6104% |
| 达晨创投   | 2.0346%  | 中科院创投      | 0.6104% |
| 碧信泽天   | 2.0346%  | 青岛正览投资     | 0.6104% |
| 东营市产投  | 2.0346%  | 宁波华凌投资     | 0.6104% |
| 嘉善县金投  | 2.0346%  | 壹资时代       | 0.6104% |

资料来源：Wind，信达证券研发中心

**不管是在行业高景气还是低景气阶段，达晨创投一直保持相对谨慎的募资步伐。**从2008年达晨财智正式成立以来，单只基金募资最大规模就是今年的达晨创鸿基金，募集资金55亿、总规模68亿元。从资产管理规模上看，达晨财智360亿的管理资产规模在头部创投中属于末尾，对比启明创投59亿美元、君联资本500亿、经纬中国500亿、华兴资本570亿、纪源资本92亿美元、毅达资本1155亿、IDG资本1500亿、元禾控股1500亿、鼎晖投资1725亿、中金资本3800亿、深创投4305亿的资产管理规模。达晨的资管规模之前在一定程度上限制了在一些明星项目上（尤其是互联网企业）与资本实力更为雄厚的头部创投基金的资金竞争力，但伴随着达晨募资规模加速扩张以及当前资金主要投向科创型中小企业，达晨的规模劣势相对其他头部创投在不断缩小。

**表7：达晨财智历年主要基金募资情况**

| 时间   | 基金名称     | 募集金额    | 基金投向  |
|------|----------|---------|---|
| 2008 | 达晨财富     | 2亿      | 重点投向广电行业、现代农业、互联网、消费品、新材料、节能环保等国家重点扶持的产业方向，投资项目：同望科技、现代后勤、好家庭、武大有机硅二轮、太阳鸟等        |
| 2009 | 达晨创富     | 4.6亿    | 投资项目有瀚信通信、鼎识科技、金银岛、煌上煌、金凰珠宝、尚品宅配、豫园生物、政采科技、天景食品、华图教育、中科金财、美迪西、迅游网络等               |
| 2009 | 达晨银雷     | 1.2亿    | 由达晨创投和北京市中小企业中心共同出资成立的政府引导基金  |
| 2010 | 达晨创盛     | 13.8亿   | 创投，该期基金通过达晨创世（7.39亿）和达晨盛世（6.41亿元）两支基金进行募集。  |
| 2010 | 达晨美元I    | 0.78亿美元 | 美元基金  |
| 2010 | 湖南文旅产业基金 | 30亿     | 按照政府引导、市场运作的方式委托达晨专业管理  |
| 2011 | 达晨恒泰瑞    | 34.86亿  | 创投，该期通过达晨恒（12.3亿）、达晨创泰（12.53亿）和达晨创瑞（10.03亿）三支基金进行募集。                              |
| 2011 | 达晨创银     | 3.2亿    | 由达晨创投与佛山市政府合作设立，主要投资、服务于福山当地成长型企业。  |
| 2011 | 达晨财鑫     | 0.4亿    | 常德市政府引导资金，达晨主投、基金跟投   |
| 2012 | 达晨恒胜     | 3亿      | 早期投资基金，期限“8+1+1”年，主要投资新材料、节能环保、高端装备、移动互联网等领域                                      |
| 2012 | 达晨聚圣     | 0.64亿元  | 由达晨海峡创投管理   |
| 2013 | 达晨创丰     | 20亿     | 股权投资  |
| 2014 | 达晨创荣     | 9亿      | 存续期7+2年，该基金将聚焦于互联网新媒体产业的股权投资并购机会，布局于网络视频、OTT TV、移动互联网、网络游戏、在线旅游、在线教育、在线广告、智慧医疗等领域 |
| 2016 | 达晨创坤     | 15.1亿   | 存续期6年，主要从事医疗健康、TMT等高成长新兴产业的股权投资   |
| 2016 | 达晨创联     | 30亿     | 创投  |
| 2017 | 达晨鲲鹏二号   | 2亿      | 对未上市企业、在全国中小企业股份转让系统挂牌的企业进行股权投资   |
| 2017 | 达晨晨鹰二号   | 2.5亿    | 对未上市企业、在全国中小企业股份转让系统挂牌的企业进行股权投资   |
| 2018 | 达晨创通     | 37亿     | 存续期2+4+3年，股权投资  |
| 2021 | 达晨创鸿     | 55亿     | 投资医疗健康、智能制造、新一代信息技术、消费与企业服务、文化传媒、军工等行业。   |

资料来源：投资界，信达证券研发中心

## （2）投：深耕本土，从实业为主到主打硬科技赛道的多元化

达晨坚持“行业+区域”双轮驱动，以行业引领投资，以区域实现项目覆盖的投资体系。通过行业与区域的优势互补、相辅相成，形成了自上而下和自下而上有机结合的组织结构。在行业研究能力方面，达晨坚持重度垂直的专业化，并在研究驱动投资模式下，聚焦信息技术、智能制造和节能环保、医疗健康、大消费和企业服务、文化传媒、军工等国家重点扶持的战略新兴产业。此外，全国区域布局网络是达晨长期积淀的优势。以深圳总部、北京总部、华东总部三足鼎立，并在长沙、广州、武汉、成都、杭州、苏州、南京、天津、青岛、西安、郑州、福州、厦门、合肥、东莞、佛山、常德等17个全国主要经济中心城市设立分支机构，搭建起覆盖全国的投资网络，通过战略深耕和资源整合，迅速捕捉各地优质项目，实现区域优势项目的全面覆盖。

早期达晨的重点投资领域主要为大消费行业和信息技术。知名投资项目包括：主营肉鸡养殖及初加工的圣农发展、主打鸭子产品加工及销售的煌上煌、全流程数码化定制家具连锁品牌尚品宅配、从事数字机顶盒生产的同洲电子、从事电信增值服务的拓维信息。而近三年来达晨投资方向主要为智能制造、消费服务、医疗健康与TMT行业。过往三年达晨最具代表性的项目为明源云、康希诺以及道通科技。未来达晨也会依托股东电广传媒针对性地投资一些优质文旅IP资源。

**表 8：达晨财智前三年基金投向（单位：亿元）**

| 行业类型 | 2018 年 |        | 2019 年 |        | 2020 年 |        |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|      | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     |
| TMT  | 1.23   | 4.90%  | 2.60   | 27.25% | 6.45   | 17.10% |
| 大数据  | 1.67   | 6.67%  | -      | -      | -      | -      |
| 节能环保 | 1.65   | 6.57%  | -      | -      | -      | -      |
| 文化传媒 | -      | -      | -      | -      | 2.65   | 7.03%  |
| 军工   | 0.51   | 2.03%  | 0.21   | 2.20%  | 1.73   | 4.59%  |
| 消费服务 | 6.49   | 25.83% | 3.13   | 32.81% | 8.48   | 22.48% |
| 医疗健康 | 4.94   | 19.67% | 1.50   | 15.72% | 8.46   | 22.44% |
| 智能制造 | 8.62   | 34.33% | 2.10   | 22.01% | 9.95   | 26.36% |
| 总计   | 25.11  | 100%   | 9.54   | 100%   | 37.72  | 100%   |

资料来源：Wind，信达证券研发中心

**表 9：达晨财智 2021 年主要投资案例**

| 被投企业 | 经营简介   | 融资轮次 | 投融资金额                       |
|------|--|------|-----------------------------|
| 邦尔骨科 | 至 2020 年底已发展为可开放总床位数超过 4000 张，年手术量超 20000 台的大型骨科专科医院集团 | D 轮  | 与千骥资本合投 3 亿元                |
| 联合丽格 | 截止到 2021 年 3 月，已经在全国 10 多个城市共同投资、运营及筹建了 50 余家医美机构      | D 轮  | 独家投资数亿元                     |
| 创米科技 | 小米生态链公司，专注于智能家居领域的高科技企业                                | B 轮  | 本轮 2 亿元，达晨财智领投              |
| 德米特  | 专业从事质谱色谱临床化研究，目前公司产品已经覆盖全国 32 个省市，进入数百家三甲医院，累计销售额过亿    | A 轮  | 数千万元独家投资                    |
| 飞步科技 | 致力于全自动无人驾驶的人工智能企业                                      | B 轮  | 本轮数亿元，达晨财智领投                |
| 麦默真空 | 全球唯一一家拥有主流 CT 球管和静态 CT 球管两大产品线的 CT 球管厂商                | B+轮  | 本轮数亿元，达晨财智领投                |
| 美维口腔 | 美维口腔在国内核心城市圈已拥有近 200 家口腔门诊与医院以及优质的事业合伙人队伍              | B 轮  | 本轮超 10 亿元，达晨财智、天风天睿、新希望联合投资 |
| 览众数据 | 国内领先的智能决策科技公司  | A+轮  | 本轮数千万，达晨财智跟投                |
| 吉因加  | 国内领先的肿瘤精准医疗企业  | C 轮  | 本轮 7.5 亿元，达晨财智跟投            |
| 睿健医药 | 全球最早专注研究高效化学小分子诱导功能细胞再生的高科技制药公司                        | A 轮  | 本轮近亿元，达晨财智领投                |
| 长利新材 | 中国浮法玻璃制造十强，是具有较强竞争力和影响力的大型玻璃制造企业                       | A 轮  | 达晨财智投资数亿元                   |
| 大人糖  | 原创女性情趣品牌   | A 轮  | 达晨财智与 IDG 共同领投 2.5 亿元       |

资料来源：投中网，信达证券研发中心

### （3）管：优质协调的管理层+风控体系与增值服务体系双管齐下

达晨有优秀的管理能力首先来源于经营丰富的管理层团队。达晨的核心管理人员协调一致，形成企业向心力。达晨财智目前共有 17 位合伙人，核心管理层多出自电广传媒内部（投资管理部、财务部），均具有 15 年以上的投资管理经验，超过半数的合伙人有 20 年以上专业投资经验。具体来看，刘昼主要负责公司日常管理以及与外部沟通，对战略制定和项目判断有良好的敏感性和前瞻性；肖冰对项目判断有独到眼光，专门负责业务开拓；邵红霞具有优秀的表达能力，主要负责做募资，主导完成超过 20 期基金的募集和管理；刘旭峰，擅长企业经营管理分析及风险控制，负责投前的风控尽调；胡德华，具备国企财务管理经验，擅长谈判，负责投后的股权管理。管理团队的组合也展现出达晨财智稳健专业的投资风格。

**表 10：达晨财智核心管理层**

| 高管名称 | 职位        | 简介   |
|------|-----------|--|
| 刘昼   | 创始合伙人、董事长 | 从事投资行业 20 多年，对中国资本市场有着深刻的认识和丰富的实践操作经验，中国创投委“中国创投二十年二十大创投人物”、清科“中国十大创业投资家”。           |
| 肖冰   | 执行合伙人、总裁  | 从事投资 20 多年，对项目判断具有独到的眼光，主管公司投资业务。清科“中国创业投资家十强”、2011-2019 年连续 9 年被《福布斯》杂志评为“中国最佳创投人”。 |
| 邵红霞  | 合伙人、高级副总裁 | 2000 年加入达晨，是公司的创始成员之一，主管公司融资、品牌、外联、投资人关系、投资人俱乐部，募资总额近 350 亿元。连续多年被业内评为“中国最佳女性投资人”    |
| 刘旭峰  | 合伙人、高级副总裁 | 保险专业高级经济师，前平安保险高级管理人员。从事企业管理和金融工作 20 多年，主管公司风险控制、法务、纪检。                              |
| 胡德华  | 合伙人、高级副总裁 | 曾任大型国企副总经理、总会计师，对项目的投后管理服务、资源对接有丰富的经验和资源。主管公司股权管理、投资生态平台建设。                          |

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

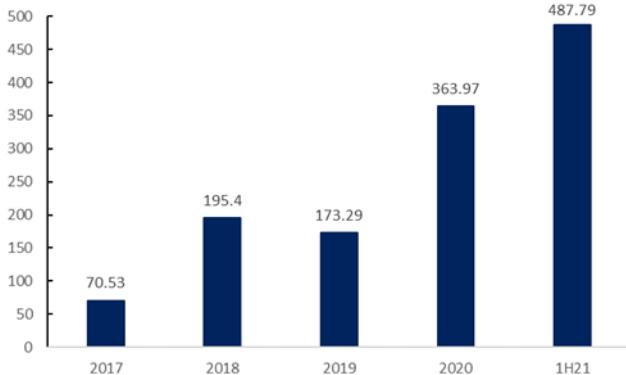
其次，在公司具体管理上，达晨着重强调风控体系与增值服务体系。达晨风控体系包括三个层次：一是全员风控，强调所有员工均有义务参与项目的风险监控；二是全面风控，主要针对法律、财务、行业、技术等业务层面的风险防控；三是全程风控，即风控应从项目接触到项目完全退出的全过程进行贯彻。此外，达晨还将风控体系纳入到员工的考核激励机制之中，使员工和企业的利益统一。另一方面，达晨坚持“投资就是服务”和“赋能投资”理念。具体措施包括：通过季度及年度项目汇报会，对投资项目进行全程跟踪，按星级对项目进行分类管理，并对异常项目重点管理扶持。例如 2011 年达晨成立的规模为 35 亿元的达晨恒泰瑞基金由于上市通道关闭长达 15 个月叠加全民 PE 狂潮导致退出受阻，达晨从 2017 年开始将该支基金列为重点管理对象，单独进行项目汇报和更有针对性的投后管理，之后随着科创板的开设该支基金迎来业绩拐点。达晨也搭建了诸如达晨企业家俱乐部、达晨投资人俱乐部以及各地达晨汇等平台，整合各种行业资源为投资企业提供有效的增值服务，并逐渐形成了以达晨为枢纽的投资与投后服务体系，实现达晨与被投企业赋能共赢的目标。

**图 27：达晨增值服务体系**

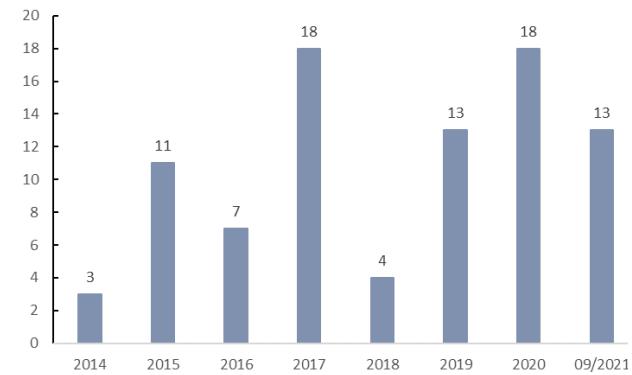

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

#### (4) 退：上市为矢，耐心退出

达晨强调以“基金维度”的意识来分层管理、多元退出，来最大化基金的回报。截至 2021 年 6 月 30 日，达晨财智投资企业超 600 家，成功退出 212 家，其中 116 家企业上市，96 家企业在新三板挂牌，退出比例约 1/3。突出的退出比率成为达晨净利润不断提升的压舱石。

**图 28：达晨财智净利润不断突破（单位：百万元）**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 29：达晨财智投资企业 IPO 数量（不含新三板）**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

达晨在退出时间上不急不燥、循序渐进。公司今年上半年创投分红款主要来源于 2010 年、2011 年成立的基金。值得注意的是，达晨 2010 年投资并在 2020 年在港股上市的企业明源云给达晨带来 150 倍的超高回报。

**表 11：达晨财智 2021 年上半年分红款主要来源**

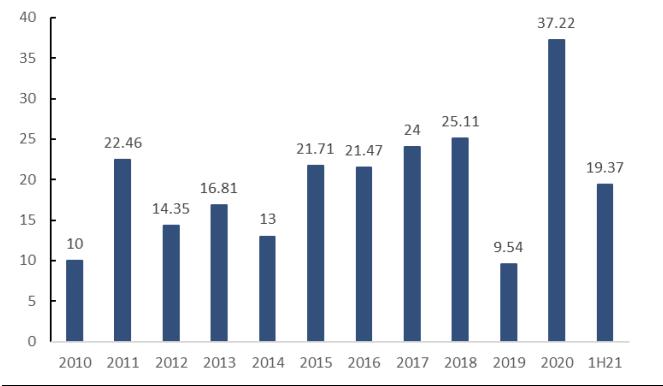
| 基金成立时间 | 基金名称     | 分红款金额 (元) |
|--------|----------|-----------|
| 2010   | 北京宸创     | 299552985 |
| 2010   | 达晨盛世     | 134335000 |
| 2010   | 达晨创世     | 124930000 |
| 2010   | 湖南文化旅游基金 | 115830000 |
| 2009   | 达晨创富     | 63337500  |
| 2012   | 达晨聚圣     | 9154450   |
| 2011   | 达晨创泰     | 5033925   |
| 2011   | 达晨创恒     | 4946200   |
| 2011   | 达晨创瑞     | 4027146   |
| 2011   | 达晨财鑫     | 360000    |

资料来源: 信达证券研发中心

### 2.3 优质的项目存量与资本市场改革催动创投盈利有望再攀高峰

前瞻性的投资方向与连贯的投资力度保证达晨投资业绩的稳健性。达晨长期以来所投资的企业基本都是国家所重点鼓励的科技创新企业，达晨积累了以智能制造、医疗健康等为代表的高新技术企业项目存量，从而使得达晨在去年以及今年迎来了 IPO 数量的爆发，所投企业在当前环境下具有较高行业景气度。今年截至报告日，达晨系上市企业有：征和工业、德必集团、中望软件、盛剑环境、智明达、圣诺生物、掌门教育、爱回收、叮咚买菜、中科通达、本川智能、金百泽以及兰卫医学等共计 13 家企业。此外，达晨长期以来每年均把投资规模保持在合理水平，在一定程度上保证了投资规模的连贯性。去年和今年，达晨的对外投资规模更上一个台阶。合理的投资规模、正确的投资方向，让达晨在创业板与科创板积累了大量的 IPO 储备企业，公司半年报显示所投企业上半年新增 IPO 申报数量 20 家，创历史新高。

图 30: 达晨财智对外投资金额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**资本市场改革持续利好创投业务。**达晨作为我国第一批按市场化运作设立的本土创投机构。自成立以来，达晨伴随着中国经济的快速增长和多层次资本市场的不断完善，聚焦于信息技术、智能制造和节能环保、医疗健康、大消费和企业服务、文化传媒、军工等领域。自 2009 年创业板开闸，到 2019 年上交所科创板设立并试点注册制、2020 年创业板改革并试点注册制以及今年 9 月宣布建立北交所，来自资本市场的改革持续利好科技型中小企业的上市融资，更是增强了创投机构的退出机会与投资收益。以科创板为例，截至今年 5 月底，科创板上市公司 282 家，总市值近 4.1 万亿元。科创板 IPO 融资 3615 亿元，超过同期 A 股 IPO 融资总额的四成。

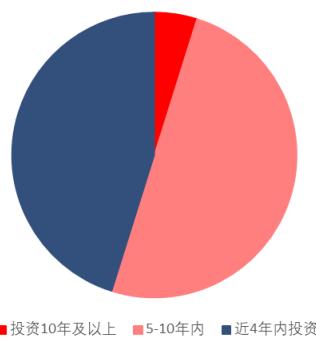
表 12: 2019 年以来资本市场重点改革政策

| 政策             | 时间        | 政策要点   |
|----------------|-----------|--|
| 上交所设立科创板并试点注册制 | 2019/1/30 | 大幅提升包容度和适应性；注册制：上交所负责审核上市发行，证监会发行注册；退市标准落实从严性；允许同股不同权及红筹企业上市；提高投资者门槛，放开涨跌停幅度。                                    |
| 创业板改革并试点注册制    | 2020/4/27 | 发行承销制度上，取消定价环节的行政干预；完善交易机制，放宽创业板涨跌幅，前5天不设涨跌幅，此后幅度20%；进一步强化信息披露监管的标准；完善退市流程，推动上市公司优胜劣汰。                           |
| 设立北交所并试点注册制    | 2021/9/2  | 按照分步实施、循序渐进的原则，总体平移精选层各项基础制度，坚持北京证券交易所上市公司由创新层公司产生，维持新三板基础层、创新层与北京证券交易所“层层递进”的市场结构，同步试点证券发行注册制，更高效地扶持“专精特新”中小企业。 |

资料来源：信达证券研发中心

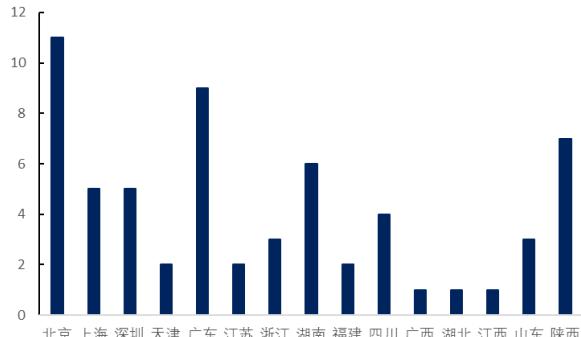
深厚的“专精特新”项目储备未来可期。达晨累计共有 62 家投资企业进入“专精特新”名单，其中已上市及上市预披露企业共 17 家。目前工信部已公布三轮“专精特新”企业名单，主要集中在机械设备、电子与计算机、化工、生物医药、军工等行业，属于科创板和创业板重点支持的行业领域，也是北交所重点关注的方向。有理由相信，创投机构对“专精特新”企业的投资项目存量，将直接影响创投机构后期的资本回报率与基金收益。达晨对于“专精特新”企业的投资久、金额大、行业与地区分布广。达晨所投资“专精特新”企业半数以上逾 5 年之久，累计投资超过 25 亿元，逾半数项目投资占比超过 5%。按照行业划分，达晨所投资“专精特工”企业依次分布在智能制造及节能环保、医疗健康、军工、软件及信息技术以及大消费与企业服务。按照地区划分，达晨所投资“专精特新”企业主要分布在北京、广东（除深圳以外）、陕西、湖南、上海、深圳、四川等地。

图 31：达晨长期深耕“专精特新”企业



资料来源：达晨官网，信达证券研发中心

图 32：达晨“专精特新”企业覆盖地区广泛



资料来源：达晨官网，信达证券研发中心

表 13：达晨投资的部分“专精特新”企业名单

| 智能制造及节能环保 |                                     | 医疗健康     |  |
|-----------|-------------------------------------|----------|--|
| 禾川科技      | 国内一流的工业自动化核心零部件及工控技术解决方案供应商         | 圣诺生物     | 国内少数能够提供高水平、难合成多肽药物 CDMO 服务和产业化规模生产的企业                           |
| 鸿之微       | 国内领先的材料设计和工艺仿真工业软件以及高水平定制化计算解决方案提供商 | 兰卫医学     | 提供第三方医学诊断服务和销售体外诊断产品相结合的业务                                       |
| 佰维存储      | 国内存储芯片设计、封测制造和应用领域的领军企业             | 六合宁远     | 主营高端医药中间体化学合成研发外包及生产外包服务（CRO/CDMO）                               |
| 星汉激光      | 国内顶尖的高性能光纤耦合半导体激光器及高功率激光器件供应商       | 凯普生物     | 与卫生部共建中国 HPV 数据库   |
| 飞沃科技      | 全球风电叶片紧固件细分市场全球龙头企业                 | 普博科技     | 呼吸机产品线最丰富完整的国内企业   |
| 铖昌科技      | 国内微波毫米波射频芯片的领军企业之一                  | 阅微基因     | 基于（毛细管电池）基因分析仪平台顶级的试剂设计和开发厂家                                     |
| 迈雷特       | 拥有核心控制系统原创技术和核心零部件等软硬一体化传感技术        | 奥浦迈      | 专注于细胞培养技术开发与生物制药委托开发生产（CDMO）的高科技生物技术公司                           |
| 利扬芯片      | 国内独立第三方芯片测试公司第一股                    | 可孚医疗     | 业内最早一批获得互联网销售医疗器械的医疗器械公司   |
| 征和工业      | 国内工业链条领域的引领者                        | 微纳芯      | 微流控 POCT 生化分析仪全球头部企业   |
| 金百泽       | 印制电路板（PCB）细分领域领跑者                   | 吉因加      | 国内唯一同时获批基因测序仪三类医疗器械、肿瘤基因突变检测试剂盒三类医疗器械和肿瘤 NGS 全自动分析软件二类医疗器械注册证的企业 |
| 星邦重工      | 中国高空平台领军企业                          | 晶易医疗     | 中国医药研发公司 20 强  |
| 海科新源      | 全球锂电池电解液溶剂龙头企业                      | 军工       |  |
| 明珞汽车      | 提供车身焊装智能制造生产线                       | 星展测控     | 民航和通航机载的动中通设备研发制造  |
| 仁创科技      | 国内领先的砂基透水技术、砂基透气防渗技术开发者             | 艾索信息     | 在信息化弹药等领域具有独特优势  |
| 奇芯光电      | 建有全球唯一可量产的光电子集成混合材料体系               | 欣创电子     | 基于数字相控阵技术的空间无线信号感知系统产品   |
| 汉维科技      | 国内硬脂酸盐龙头企业                          | 沈氏节能     | 国防科学进步奖获得者，专注高端换热装备产业  |
| 凌云光       | 聚焦机器视觉业务                            | 鑫精合      | 拥有中国最大的铺粉打印生产能力，拥有亚洲首台世界最大金属选区熔化设备                               |
| 德尔科技      | 专注含氟精细化工领域                          | 瑞风协同     | 计算机协助试验（CAT）工业软件空头   |
| 万德股份      | 专注微反应技术工程化和新型功能性材料的开发               | 安博通      | 专注网络安全核心软件产品的核心能力输出者   |
| 软件及信息技术   |                                     | 盛邦网络     | 深耕漏洞扫描、检测等领域   |
| 美林数据      | 自主研发 Tempo 人工智能平台层                  | 兴航航空     | 国产大飞机机体上关键零件的研发制造  |
| 博智软件      | 涉军网络靶场及工控安全领域的龙头企业                  | 大消费和企业服务 |  |
| 通用数据      | 专注于数据库产品研发的独立数据库服务商                 | 凌雄租赁     | 中国领先的 IT 办公设备运营商（“小熊 U 租”）                                       |
| 碳索能源      | 数字化碳综合服务商                           | 德尔玛      | 打造符合新消费需求的新兴家电产品品牌   |
| 安帝科技      | 专注于工业互联网安全                          | 其他       |  |
| 有人物联      | 打造全面物联网技术平台                         |          |  |
| 明朝万达      | 中国数据安全领域龙头企业                        |          |  |

资料来源：达晨官网，信达证券研发中心

达晨早期投入的众多“专精特新”企业预计将来丰厚的投资回报。以小熊 U 租为例，自 2018 年 5 月以来，小熊 U 租 3 年内完成 8 轮融资。股东包括腾讯集团、京东集团、联想集团、达晨、东方富海等，并获得国家中小企业发展基金、财政部旗下新兴产业基金、深圳市

引导基金、福田区引导基金、深圳国资委下属高新投等 5 支政府基金注资。在 8 轮融资和资源的注入下，小熊 U 租高速发展，不仅年营收保持每年增长翻番，新成交行业金字塔头部用户大幅增长，实现了头部市场 100% 的占领，累计服务企业 3 万多家。而达晨则是小熊 U 租的最早投资者和持续跟投者之一。

表 14：小熊 U 租融资历程

| 时间      | 融资轮次  | 投资额与投资方       |
|---------|-------|---------------|
| 2018.05 | A 轮   | 亿元级，达晨、京东联合投资 |
| 2018.12 | A+轮   | 数千万元，京东追投     |
| 2019.03 | Pre-B | 1.5 亿，达晨、前海长城 |
| 2019.05 | B 轮   | 数亿元，达晨、东方海富   |
| 2019.12 | C 轮   | 5 千万，腾讯独投     |
| 2020.07 | D1    | 数亿元，达晨、京东追投   |
| 2021.03 | D2    | 深圳高新投、明诚致慧    |
| 2021.08 | -     | 联想创投          |

资料来源：信达证券研发中心

## 2.4 未来展望与行业比较：优势愈加凸显，短板不断补足

我们认为达晨的竞争力来源于：具有丰富行业经验的管理层、优良的“募投管退”的内部治理、稳健专业的投资风格、精良的项目储备、高景气度的行业投向，这些在很大程度上可以保障达晨优秀业绩表现的可持续性。根据达晨可退出的项目情况，我们看到达晨 2009 年的达晨创富基金、2010 年的达晨创世、达晨盛世基金、2011 年的达晨恒泰瑞基金、2013 年的达晨创丰基金、2016 年的达晨创联与达晨创坤基金、2018 年的达晨创通基金均有良好的投资表现。尤其是达晨创世、达晨盛世（规模合计 13.8 亿）以及达晨恒泰瑞基金（规模 35 亿）将在今明两年在逐渐退出并带来丰厚回报。

我们也看到达晨目前在短板上的诸多补充，尤其是在基金规模、人才建设以及直投规模方面的更进取的态度。

- (1) **规模方面。**资金规模是创投机构的重要竞争力之一。当前，达晨不仅在募资规模上不断提升，向着达晨管理层所提的千亿资管的目标加速前进，也敢于对好项目下重注。此前达晨由于相较于其他头部创投基金规模较小，导致一些原本非常看好的公司，如爱尔眼科，投到后面资金跟不上导致持股比例变小，错过了更高回报的可能。
- (2) **人才建设。**达晨利用行业洗牌契机，逆势加大人才储备和引进。达晨去年招聘收到了将近 2600 份简历，转化率 1%，其中包括一些从优秀美元基金吸引过来的人才。相较于美元基金的 carry 通常只有合伙人才能享有，达晨、深创投这样的人民币基金，carry 是团队一起分享。2020 年达晨迎来退出大年，给投资团队也兑现了高额 carry。Carry 由团队共享有利于年轻投资人的成长和公司的长远发展。此外，现在达晨投资一线偏向具有数理化生背景的技术人员和研究学者，目前达晨 95% 的投资经理都是理工科出身。
- (3) **自投规模。**本次达晨创鸿基金团队和股东自有资金占比超 10%，如此高比例的自投规模在过往的基金募资中也属罕见。这既展现了达晨自身对于投资及管理的信心，也印证了达晨管理层对于进一步提升公司利润表现的期望。

为更加清晰的了解达晨的发展前景，我们对达晨做进一步的行业比较：

- (1) **人民币基金 vs 美元基金。**首先，我们看到市场上主流美元基金在管理规模上要远大于人民币基金，这源于美元基金的起步更早，如 IDG 在 1993 年就进入中国市场，

对比国内人民币基金更加专业、更具经验。而且在中国互联网浪潮中取得了优秀的业绩回报，导致其募资能力非常强，比如高瓴资本的基金中不乏社保基金这种具有绝对实力的 LP。其次，主流美元基金的综合实力更强，这不仅体现在美元基金所投项目的 IPO 成功率与绝对回报，更体现在其更加完备的业务体系，除 VC 外，PE 以及收购兼并乃至二级市场投资都更成熟。最后，我们也看到随着国家在战略上对科创企业的重视和权益市场的打开，中企境外上市比例开始降低、资本规模对投资的影响相对弱化，专业化和精细化的本土人民币基金获得新的发展良机。

**(2) 深创投 vs 达晨。**与达晨一样，深创投也是中国最早的一批创投机构，并且均是国企背景。但在资产管理规模上，深创投已经是国内最大的私募股权投资机构。此外，深创投具有更完整的业务体系，除创投业务外，深创投的基金管理业务同样出色，包括政府引导基金、中外合作基金、商业化基金以及前海母基金。深创投还设有国内首家创投系公募基金管理公司，具有公募基金管理资格。相较于深创投，达晨的业务目前更加单一，整体资产管理能力更弱，但达晨的核心管理层长期稳定，团队成员在投资与风控能力上持续累积，而深创投包括董事长与总裁在内的诸位高管加入时间公司相对较晚。相较于深创投庞大的管理规模，达晨在管理能力上具有更强的边际效用。

表 15：达晨的行业对比

| 机构名称   | 成立时间             | 管理规模（亿元） | 项目投资数 | 项目退出数         | 近三年最具代表项目      |
|--------|------------------|----------|-------|---------------|----------------|
| IDG 资本 | 1992 (1993 进入中国) | 1500     | 1000+ | 300+          | 猿辅导、华大智造、商汤科技  |
| 深创投    | 1999             | 4305     | 1323  | 564 (194 家上市) | 中新赛克、腾讯音乐、西部超导 |
| 达晨创投   | 2000 (2008 达晨财智) | 360      | 600+  | 212 (116 家上市) | 明源云、康希诺、道通科技   |

资料来源：信达证券研发中心

### 3、文旅业务：打造湖南省最大文旅投资平台和文旅运营品牌

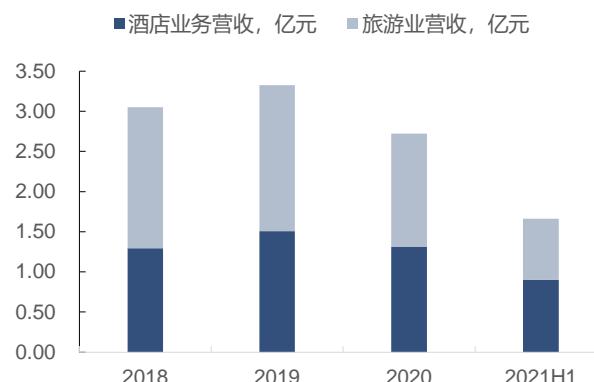
#### 3.1 经营情况：疫情常态化下公司文旅业务显著改善

公司文旅业务目前主要包括旅游和酒店，其中芒果文旅投资是文旅产业拓展平台，长沙世界之窗是主题乐园，圣爵菲斯是五星级酒店。文旅业务收入总体保持稳定增长态势，2020 年受疫情影响有所下滑，21H1 显著改善，文旅板块共实现收入 1.66 亿元，同比增长 107%，较 19H1 增长 9%。其中，酒店业务实现收入 8989 万元，同比+87%，毛利率 64%，较 2020 年提高 19pct；旅游业实现营收 7642 万元，同比+135%，毛利率 94%，较 2020 年略微下降 2pct。

图 33：2011-2021H1 公司文旅业务收入情况



图 34：2018-2021H1 公司文旅业务细分收入情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

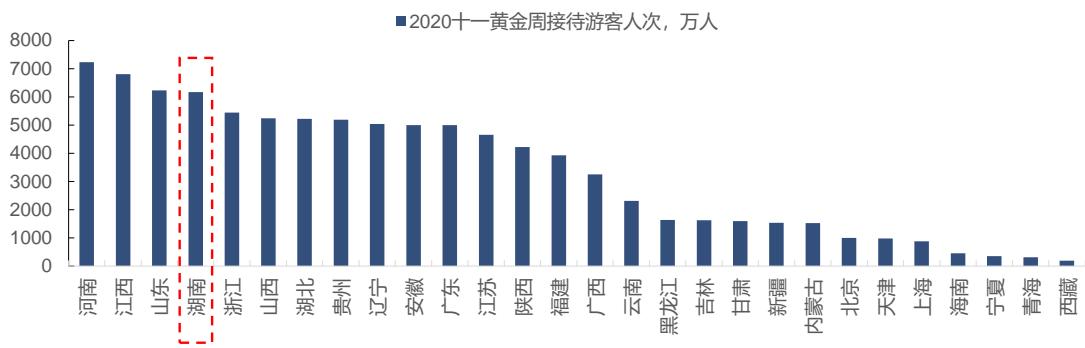
资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 3.2 外部环境：湖南、长沙为旅行胜地，公司战略被写入省十四五文旅规划

公司发展文旅事业有优渥的土壤，湖南是热门旅游地。2020年十一黄金周接待游客人次达6174万人，是客流量第四大的省份。湖南省、长沙市游客量均长期保持稳定增长态势，2020年受疫情影响下滑，但恢复较快，21上半年湖南省累计接待国内旅游3.93亿人次，同比增长66%，已恢复至疫情前水平，长沙市累计接待国内游客8339万人次，同比增长78%，较2019年同期增长6%。

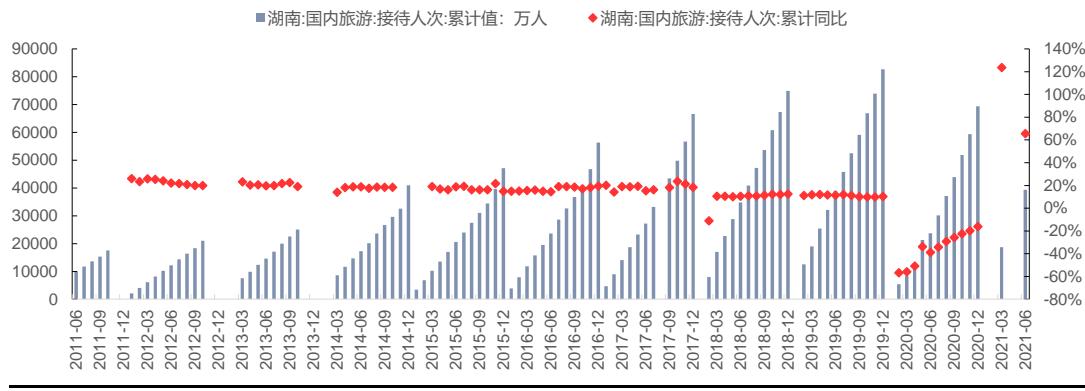
公司文旅产业得到地方政府大力支持。2021年9月，湖南省文化和旅游厅印发《湖南省“十四五”文化和旅游发展规划》，提及明确支持电广传媒“传媒+文旅+投资”战略升级，依托湖南卫视、芒果TV等节目内容优势，整合旅游资源，打造大型文旅投资平台。

图 35：湖南是热门旅游省份



资料来源：Wind，信达证券研发中心（注：四川、河北、重庆无可比统计数据）

图 36：湖南接待国内旅游情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 3.3 内部规划与优势：借势IP和媒体资源，打造可复制的芒果系列产品

运营经验丰富，实践成绩亮眼。公司较早树立“以文化产业规律经营旅游业”理念，具备出色的活动创意策划能力与营销管理能力。旗下长沙世界之窗主题乐园年入园人次最高达到130万，已连续十多年稳健增长；圣爵菲斯五星级酒店连续两年经营创收居全省行业第一，获得湖南省文明旅游现金单位和携程网最受欢迎酒店金奖等荣誉称号。

产品研发上深度融合湖南广电IP资源优势与宣推优势。“芒果城”项目是对现有长沙世界之窗、圣爵菲斯大酒店、摩天轮国际影城等区域资源重新梳理，打造独具湖南广电特色的都市休闲度假目的地，目前已经完成前期策划。芒果乐园、芒果冒险乐园、芒果海洋乐园等芒果系列第一代产品研发工作也基本完成。

加快优质资源开拓整合。2021年5月公司与益阳市政府就开发益阳691时光小镇达成协议，

该项目具有稀缺的历史文化底蕴、原生态秘境、良好的地理位置等天然优势，是针对微度假市场开发度假休闲类产品。公司正与多个景区洽谈托管运营项目，后续有望加快落地。

图 37：长沙世界之窗游乐路线图



资料来源：长沙世界之窗官网，信达证券研发中心

图 38：圣爵菲斯大酒店



资料来源：圣爵菲斯酒店官网，信达证券研发中心

图 39：益阳小镇计划于 2024 年 5 月 1 日前实现整体运营



资料来源：益阳在线，信达证券研发中心

#### 4、传媒业务：疫情影响消散，稳定贡献营收

公司广告代理运营业务由子公司韵洪传播经营。2020 年受疫情影响，广告投放低迷，全国广告收入 1940 亿元，同比下降 6.52%。2020 年韵洪传播广告业务收入 34.5 亿元，较上年略增 2.8%，分业务看，传统广告收入 11 亿元，较上年基本持平；高铁自营媒体收入 1.5 亿元，同比下降 34%；网络视频等新媒体业务收入 21.5 亿元，同比+7%。2020 年韵洪传播首次出现亏损，主要原因是毛利率高的高铁自营媒体投放量大幅下滑。经营模式需先与上游铁路局或其广告总包商签约，周期一般为 2-3 年，下游广告主签约周期一般不超过 1 年，疫情期间影响出行，高铁站广告吸引力大幅下降，收入减少成本照付影响公司利润。

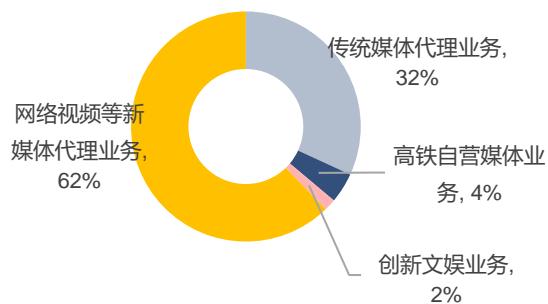
韵洪传播媒体资源丰富。传统广告以广州、上海、北京为轴心辐射全国，与 200 家电视媒体合作，其中对湖南电视台的传统电视广告代理占总量的 4 成左右；新媒体广告方面，韵洪传播已经成为芒果 TV、优酷等核心的代理商；高铁媒体方面，韵洪传播建立了以安检口、检票口为点位的 LED 视频联播网，资源覆盖京港、京沪、沪昆骨干线路。21 年公司广告业务实现了较快恢复，上半年韵洪传播实现营收 15.6 亿元，同比+23%，亏损 832 万元，较 2020 年同期大幅收窄（20H1 净利润-2759 万元）。

图 40：2011-2021H1 韵洪传播营收及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

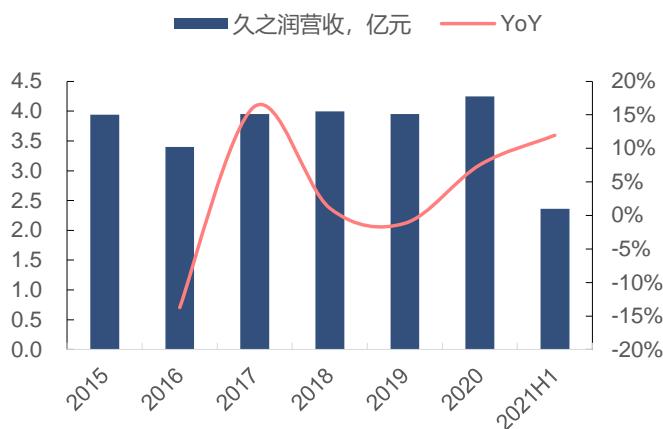
图 41：2020 韵洪传播广告业务收入构成



资料来源：Wind，信达证券研发中心

**游戏业务经营稳定，盈利能力较强。**公司通过子公司久之润经营网络游戏业务，主打游戏为《劲舞团》、《机动战士敢达 OL》、《爱情公寓消消乐》等。2021H1 公司游戏业务实现收入 2.36 亿元，同比+12%，毛利率高达 71%。

图 42：2015-2021H1 久之润营收及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 盈利预测与投资建议

### 1、盈利预测

**创投业务将成为电广传媒主要利润来源。**达晨财智的收入与主流私募股权投资机构类似，即主要来源于：

- 1) **管理费收入。**公司作为基金管理人，在投资期内按照出资总额的约 2% 向合伙人收取管理费；在管理期和延长期内，按照尚未退出项目的投资成本和已投资项目预留的后续投资成本（若有）总额之 2% 收取管理费。
- 2) **超额收益分成和直投收益。**基金到期或总投资盈利时，先返还合伙人的累计实缴资本；如有余额，则向有限合伙人支付优先回报，直至各有限合伙人的实缴资本实现 8% 的年化单利；如仍有余额，则向普通合伙人支付回报，直至普通合伙人本轮分得的金额达到优先回报 / 80% \* 20%；以上分配之后的余额 20% 归于普通合伙人，80% 归于所有合伙人，在所有合伙人之间按照实缴资本比例进行分配。达晨历史 IRR 在 20%-30%，按照上述分配原则，达晨既可作为普通合伙人获得基金投资收益的 20%

(超额收益)，又可作为有限合伙人（配投方）参与基金剩余投资收益的分配（直投收益）。

**创投业务核心假设：**1) 达晨财智保持每年 2%的管理费水平，每年发行一次私募投资基金；  
2) 基金存续期 8+2，前 4 年为投资期，第 5 年开始退出，每年退出比例分别为 10%、20%、  
20%、20%、20%与 10%；3) 优先回报利率 8%，IRR25%，每年投资回报率 17%。

表 16：电广传媒投资管理收益预测表（单位：百万元）

|                      | 2021E         | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 2025E          | 2026E          | 2027E          | 2028E          | 2029E          |
|----------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 管理基金总规模              | 36000         | 40420          | 45170          | 50340          | 56100          | 62310          | 68970          | 76500          | 84900          |
| 收费管理基金总规模            | 20000         | 23670          | 27291.25       | 30789.84       | 34491.11       | 38229.72       | 41581.01       | 45013.38       | 48886.71       |
| 不收费基金总规模             | 16000         | 16750          | 17878.75       | 19550.16       | 21608.89       | 24080.28       | 27388.99       | 31486.62       | 36013.29       |
| 管理费收入                | 400           | 473.4          | 545.83         | 615.80         | 689.82         | 764.59         | 831.62         | 900.27         | 977.73         |
| 新增实缴基金规模             | 5500          | 6000           | 6500           | 7000           | 7500           | 8000           | 8500           | 9000           | 9500           |
| IRR                  | 25%           | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            |
| 超额收益分成比例             | 20%           | 20%            | 20%            | 20%            | 20%            | 20%            | 20%            | 20%            | 20%            |
| 每年退出基金规模             | 1580          | 1750           | 1830           | 1740           | 1790           | 1840           | 1470           | 1100           | 1100           |
| <b>超额收益(Carry)</b>   | <b>199.08</b> | <b>368.37</b>  | <b>463.11</b>  | <b>351.09</b>  | <b>1004.01</b> | <b>259.81</b>  | <b>564.57</b>  | <b>358.37</b>  | <b>386.20</b>  |
| 其他权益工具投资(仅含基金投资)期初余额 | 5212          | 5583.25        | 5991.52        | 6448.78        | 6975.88        | 7553.30        | 8180.25        | 8905.90        | 9727.84        |
| 基金分红比例               | 15%           | 15%            | 15%            | 15%            | 15%            | 15%            | 15%            | 15%            | 15%            |
| 其他权益工具投资(仅含基金投资)分红金额 | 781.80        | 837.49         | 898.73         | 967.32         | 1046.38        | 1133.00        | 1227.04        | 1335.89        | 1459.18        |
| 权益法下确认的投资损益(中国广电网)   | -130          | -110           | -90            | -70            | -50            | -30            | -10            | 10             | 30             |
| <b>投资净收益</b>         | <b>850.88</b> | <b>1095.85</b> | <b>1271.84</b> | <b>1248.41</b> | <b>2000.39</b> | <b>1362.80</b> | <b>1781.60</b> | <b>1704.25</b> | <b>1875.37</b> |

资料来源：信达证券研发中心

关于 carry 的计算，我们主要统计了达晨 2013、2014、2016、2018、2021 年已发行基金的数据并做汇总。以 2013 年达晨创丰基金为例，该支基金的 carry 计算过程如下表：

表 17：达晨创丰基金 carry 计算表（单位：百万元）

| 优先回报最高额           | 2013        |              | 2014          |               | 2015          |               | 2016          |               | 2017          |               | 2018          |         | 2019    |         | 2020    |         | 2021E   |         | 2022E   |     |     |
|-------------------|-------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----|-----|
|                   | 投资期         |              | 退出期           |               |               |               |               |               |               |               |               |         |         |         |         |         |         |         |         |     |     |
| 投资金额              | 600         | 600          | 600           | 200           |               |               |               |               |               |               |               |         |         |         |         |         |         |         |         |     | 200 |
| 投资比例              | 30%         | 30%          | 30%           | 10%           |               |               |               |               |               |               |               |         |         |         |         |         |         |         |         |     |     |
| 资本金退出金额           |             |              |               |               | 200           | 400           | 400           | 400           | 400           | 400           | 400           | 400     | 400     | 400     | 400     | 400     | 400     | 400     | 400     | 200 |     |
| 退出比例              |             |              |               |               | 10%           | 20%           | 20%           | 20%           | 20%           | 20%           | 20%           | 20%     | 20%     | 20%     | 20%     | 20%     | 20%     | 20%     | 20%     | 10% |     |
| 投资余额              | 600         | 1200         | 1800          | 2000          | 1800          | 1400          | 1000          | 600           | 200           | 0             |               |         |         |         |         |         |         |         |         |     |     |
| 投资回报率             | 17%         | 17%          | 17%           | 17%           | 17%           | 17%           | 17%           | 17%           | 17%           | 17%           | 17%           | 17%     | 17%     | 17%     | 17%     | 17%     | 17%     | 17%     | 17%     | 17% |     |
| 每年公允价值升值          | 51          | 161.67       | 291.15        | 391.65        | 492.23        | 492.96        | 410.85        | 314.79        | 202.40        | 70.90         |               |         |         |         |         |         |         |         |         |     |     |
| 退出资本的公允价值升值       |             |              |               |               | -287.96       | -575.92       | -575.92       | -575.92       | -575.92       | -575.92       | -575.92       | -575.92 | -575.92 | -575.92 | -575.92 | -575.92 | -575.92 | -575.92 | -287.96 |     |     |
| 退出项目回报倍数          |             |              |               |               | 2.44          | 2.44          | 2.44          | 2.44          | 2.44          | 2.44          | 2.44          | 2.44    | 2.44    | 2.44    | 2.44    | 2.44    | 2.44    | 2.44    | 2.44    |     |     |
| 期末公允价值升值累计        | 51          | 212.67       | 503.82        | 895.47        | 1099.74       | 1016.78       | 851.71        | 590.58        | 217.06        | 0.00          |               |         |         |         |         |         |         |         |         |     |     |
| 公允价值升值总计          | 51          | 212.67       | 503.82        | 895.47        | 1387.70       | 1880.66       | 2291.51       | 2606.30       | 2808.70       | 2879.60       |               |         |         |         |         |         |         |         |         |     |     |
| 以公允价值计量的投资额       | 651         | 1412.67      | 2303.82       | 2895.47       | 2899.74       | 2416.78       | 1851.71       | 1190.58       | 417.06        | 0.00          |               |         |         |         |         |         |         |         |         |     |     |
| 每期 IRR            | 25%         | 25%          | 25%           | 25%           | 25%           | 25%           | 25%           | 25%           | 25%           | 25%           |               |         |         |         |         |         |         |         |         |     |     |
| <b>carry 总计</b>   | <b>10.2</b> | <b>42.53</b> | <b>100.76</b> | <b>179.09</b> | <b>277.54</b> | <b>376.13</b> | <b>458.30</b> | <b>521.26</b> | <b>561.74</b> | <b>575.92</b> |               |         |         |         |         |         |         |         |         |     |     |
| 当期产生的 carry       | 10.2        | 32.33        | 58.23         | 78.33         | 98.45         | 98.59         | 82.17         | 62.96         | 40.48         | 14.18         |               |         |         |         |         |         |         |         |         |     |     |
| <b>已实现的 carry</b> | <b>0</b>    | <b>0</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>130.32</b> | <b>140.44</b> | <b>305.17</b> |         |         |         |         |         |         |         |         |     |     |
| 未实现的 carry        | 10.2        | 42.53        | 100.76        | 179.09        | 277.54        | 376.13        | 458.30        | 390.95        | 290.99        | 0             |               |         |         |         |         |         |         |         |         |     |     |

资料来源：信达证券研发中心

**其他业务核心假设:** 1) 随着疫情逐渐稳定, 公司酒店、旅游及线下广告快速回暖, 并在 2020 年保持稳定增长, 酒店与旅游业毛利率保持基本保持当前水平, 广告业务毛利率稍有回升并保持稳定; 2) 公司游戏业务保持稳定增长, 毛利率保持稳定。

**表 18: 电广传媒营业收入及毛利率预测表**

| (百万元)             | 2021E          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 2025E          | 2026E          | 2027E          | 2028E          | 2029E          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>5213.71</b> | <b>5726.61</b> | <b>6118.65</b> | <b>6545.96</b> | <b>7006.10</b> | <b>7502.52</b> | <b>8031.54</b> | <b>8608.10</b> | <b>8971.14</b> |
| 广告制作代理            | 3903.25        | 4215.51        | 4426.28        | 4647.60        | 4879.97        | 5123.97        | 5380.17        | 5649.18        | 5931.64        |
| 游戏收入              | 475.65         | 499.44         | 524.41         | 550.63         | 578.16         | 607.07         | 637.42         | 669.29         | 669.96         |
| 投资管理              | 400.00         | 473.40         | 545.83         | 615.80         | 689.82         | 764.59         | 831.62         | 900.27         | 977.73         |
| 酒店                | 176.94         | 212.33         | 233.57         | 268.60         | 308.89         | 355.23         | 408.51         | 469.79         | 470.49         |
| 旅游业               | 211.40         | 274.81         | 329.78         | 395.73         | 474.88         | 569.85         | 683.82         | 820.59         | 822.23         |
| 其他                | 46.48          | 51.12          | 58.79          | 67.61          | 74.37          | 81.81          | 89.99          | 98.99          | 99.09          |
| <b>营收增速 (YoY)</b> | <b>-12%</b>    | <b>10%</b>     | <b>7%</b>      | <b>7%</b>      | <b>7%</b>      | <b>7%</b>      | <b>7%</b>      | <b>7%</b>      | <b>4%</b>      |
| 广告制作代理            | 13%            | 8%             | 5%             | 5%             | 5%             | 5%             | 5%             | 5%             | 5%             |
| 游戏收入              | 12%            | 5%             | 5%             | 5%             | 5%             | 5%             | 5%             | 5%             | 10%            |
| 投资管理              | 62%            | 18%            | 15%            | 13%            | 12%            | 11%            | 9%             | 8%             | 9%             |
| 酒店                | 35%            | 20%            | 10%            | 15%            | 15%            | 15%            | 15%            | 15%            | 15%            |
| 旅游业               | 50%            | 30%            | 20%            | 20%            | 20%            | 20%            | 20%            | 20%            | 20%            |
| 其他                | -60%           | 10%            | 15%            | 15%            | 10%            | 10%            | 10%            | 10%            | 10%            |
| <b>毛利率</b>        | <b>22%</b>     | <b>23%</b>     | <b>25%</b>     | <b>26%</b>     | <b>27%</b>     | <b>29%</b>     | <b>30%</b>     | <b>31%</b>     | <b>31%</b>     |
| 广告制作代理            | 3%             | 3%             | 3%             | 3%             | 3%             | 3%             | 3%             | 3%             | 3%             |
| 游戏收入              | 67%            | 65%            | 65%            | 65%            | 65%            | 65%            | 65%            | 65%            | 65%            |
| 投资管理              | 100%           | 100%           | 100%           | 100%           | 100%           | 100%           | 100%           | 100%           | 100%           |
| 酒店                | 70%            | 70%            | 75%            | 80%            | 80%            | 80%            | 80%            | 80%            | 80%            |
| 旅游业               | 95%            | 95%            | 95%            | 95%            | 95%            | 95%            | 95%            | 95%            | 95%            |
| 其他                | 40%            | 30%            | 30%            | 30%            | 30%            | 30%            | 30%            | 30%            | 30%            |

资料来源: 信达证券研发中心

综合公司各项业务营业收入与成本, 并重点预测公司投资收益, 特别是公司收到的基金分红及超额收益, 我们预测公司 2021E、2022E 及 2023E 归属母公司净利润分别为 4.96 亿、6.39 亿及 7.96 亿元, 对应 EPS 分别为 0.35、0.45 以及 0.56 元。

## 2、投资建议

考虑到公司的发展战略是文旅+投资, 上半年创投板块与文旅板块的净利润占比分别为 85% 与 7%, 采用分部估值法 (SOTP) (鉴于公司业务结构及发展战略在 2020 年发生了重大变化、创投板块业绩持续释放以及文旅板块盈利能力短期内难以快速取得巨大突破, 因此我们对创投板块及文旅板块沿用上半年的利润占比), 根据行业可比公司的市盈率给予电广传媒创投板块 PE 倍数 21、文旅板块 PE 倍数 51。预测电广传媒 2021E 目标市值 106 亿元, 对应目标股价 7.49 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 19: 可比公司市盈率

| 名称                   | 代码        | 10/12 股价 | EPS   |       |       | PE(x)         |              |              |
|----------------------|-----------|----------|-------|-------|-------|---------------|--------------|--------------|
|                      |           |          | 2020  | 2021E | 2022E | 2020          | 2021E        | 2022E        |
| KKR                  | KKR.N     | 65.29    | 1.69  | 3.62  | 3.92  | 38.63         | 18.04        | 16.66        |
| 黑石集团                 | BX.N      | 115.94   | 2.41  | 3.77  | 4.45  | 48.11         | 30.75        | 26.05        |
| 凯雷集团                 | CG.O      | 49.27    | 1.85  | 3.24  | 3.5   | 26.63         | 15.21        | 14.08        |
| <b>PE 行业 Average</b> |           |          |       |       |       | <b>37.79</b>  | <b>21.33</b> | <b>18.93</b> |
| 西藏旅游                 | 600749.SH | 9.87     | 0.02  | 0.11  | 0.15  | 493.50        | 89.73        | 65.80        |
| 黄山旅游                 | 600054.SH | 9.21     | -0.06 | 0.35  | 0.49  | -             | 26.31        | 18.80        |
| 云南旅游                 | 002059.SZ | 4.88     | 0.16  | 0.21  | 0.26  | 30.50         | 23.24        | 18.77        |
| 锦江酒店                 | 600754.SH | 47.15    | 0.12  | 0.72  | 1.49  | 392.92        | 65.49        | 31.64        |
| <b>文旅行业 Average</b>  |           |          |       |       |       | <b>305.64</b> | <b>51.19</b> | <b>33.75</b> |
| 电广传媒                 | 000917.SZ | 6.12     | -1.04 | 0.39  | 0.49  | -             | 15.69        | 12.49        |

资料来源: 彭博, Wind, 信达证券研发中心

## 风险因素

**政策风险:** 私募股权投资机构在募资端以及项目退出方面受监管层对募资方式以及一级市场融资政策的影响。

**宏观风险:** 疫情的持续与反复对公司的高铁广告业务、酒店以及旅游业务均会造成负面影响。



| 资产负债表     |        |        |        |        |        | 单位: | 百万元 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|-----|-----|
| 会计年度      | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |     |     |
| 流动资产      | 8,335  | 7,476  | 7,494  | 9,080  | 11,148 |     |     |
| 货币资金      | 2,186  | 2,463  | 2,265  | 3,791  | 5,400  |     |     |
| 应收票据      | 9      | 13     | 11     | 12     | 12     |     |     |
| 应收账款      | 1,105  | 708    | 561    | 867    | 866    |     |     |
| 预付账款      | 865    | 812    | 700    | 650    | 600    |     |     |
| 存货        | 1,821  | 1,072  | 1,355  | 1,262  | 1,482  |     |     |
| 其他        | 2,349  | 2,408  | 2,602  | 2,498  | 2,788  |     |     |
| 非流动资产     | 14,064 | 13,307 | 13,144 | 12,980 | 12,815 |     |     |
| 长期股权投资    | 1,917  | 2,906  | 3,006  | 3,106  | 3,206  |     |     |
| 固定资产(合计)  | 6,571  | 1,185  | 938    | 709    | 487    |     |     |
| 无形资产      | 821    | 65     | 44     | 22     | 1      |     |     |
| 其他        | 4,755  | 9,151  | 9,156  | 9,143  | 9,120  |     |     |
| 资产总计      | 22,399 | 20,784 | 20,638 | 22,060 | 23,962 |     |     |
| 流动负债      | 5,312  | 4,709  | 5,177  | 5,195  | 5,574  |     |     |
| 短期借款      | 564    | 920    | 998    | 900    | 900    |     |     |
| 应付票据      | 545    | 248    | 370    | 350    | 360    |     |     |
| 应付账款      | 1,214  | 818    | 645    | 550    | 450    |     |     |
| 其他        | 2,989  | 2,723  | 3,164  | 3,395  | 3,864  |     |     |
| 非流动负债     | 4,809  | 4,438  | 3,138  | 3,638  | 4,038  |     |     |
| 长期借款      | 1,634  | 670    | 1,170  | 1,370  | 1,570  |     |     |
| 其他        | 3,175  | 3,768  | 1,968  | 2,268  | 2,468  |     |     |
| 负债合计      | 10,121 | 9,147  | 8,315  | 8,832  | 9,612  |     |     |
| 少数股东权益    | 1,223  | 1,441  | 1,708  | 2,052  | 2,481  |     |     |
| 归属母公司股东权益 | 11,055 | 10,196 | 10,616 | 11,176 | 11,870 |     |     |
| 负债和股东权益   | 22,399 | 20,784 | 20,638 | 22,060 | 23,962 |     |     |

| 重要财务指标     |        |          |        |       |       | 单位: | 百万元 |
|------------|--------|----------|--------|-------|-------|-----|-----|
| 会计年度       | 2019A  | 2020A    | 2021E  | 2022E | 2023E |     |     |
| 营业收入       | 7,077  | 5,940    | 5,214  | 5,727 | 6,119 |     |     |
| 同比(%)      | -32.7% | -16.1%   | -12.2% | 9.8%  | 6.8%  |     |     |
| 归属母公司净利润   | 111    | -1,468   | 496    | 639   | 796   |     |     |
| 同比(%)      | 26.9%  | -1421.7% | 133.7% | 29.0% | 24.6% |     |     |
| 毛利率(%)     | 25.4%  | 20.4%    | 22.8%  | 24.2% | 25.6% |     |     |
| ROE(%)     | 1.0%   | -13.8%   | 4.8%   | 5.9%  | 6.9%  |     |     |
| EPS(摊薄)(元) | 0.08   | -1.04    | 0.35   | 0.45  | 0.56  |     |     |
| P/E        | 86.00  | -        | 17.51  | 13.57 | 10.89 |     |     |
| P/B        | 0.86   | 0.67     | 0.82   | 0.78  | 0.73  |     |     |
| EV/EBITDA  | 9.00   | -52.97   | 9.25   | 6.80  | 4.93  |     |     |

| 利润表        |       |        |       |       |       | 单位: | 百万元 |
|------------|-------|--------|-------|-------|-------|-----|-----|
| 会计年度       | 2019A | 2020A  | 2021E | 2022E | 2023E |     |     |
| 营业总收入      | 7,077 | 5,940  | 5,214 | 5,727 | 6,119 |     |     |
| 营业成本       | 5,281 | 4,731  | 4,026 | 4,341 | 4,552 |     |     |
| 营业税金及附加    | 32    | 21     | 21    | 23    | 24    |     |     |
| 销售费用       | 482   | 585    | 490   | 481   | 484   |     |     |
| 管理费用       | 1,091 | 1,110  | 522   | 559   | 586   |     |     |
| 研发费用       | 76    | 85     | 74    | 82    | 87    |     |     |
| 财务费用       | 358   | 318    | 128   | 98    | 83    |     |     |
| 减值损失合计     | -348  | -714   | 68    | -15   | 53    |     |     |
| 投资净收益      | 329   | 286    | 851   | 1,096 | 1,272 |     |     |
| 其他         | -9    | -99    | 0     | 0     | 0     |     |     |
| 营业利润       | 134   | -1,166 | 870   | 1,223 | 1,627 |     |     |
| 营业外收支      | 369   | 6      | 6     | 6     | 6     |     |     |
| 利润总额       | 503   | -1,160 | 876   | 1,229 | 1,633 |     |     |
| 所得税        | 203   | 204    | 114   | 246   | 408   |     |     |
| 净利润        | 300   | -1,363 | 762   | 983   | 1,225 |     |     |
| 少数股东损益     | 189   | 105    | 267   | 344   | 429   |     |     |
| 归属母公司净利润   | 111   | -1,468 | 496   | 639   | 796   |     |     |
| EBITDA     | 1,584 | -213   | 1,269 | 1,592 | 1,983 |     |     |
| EPS(摊薄)(元) | 0.08  | -1.04  | 0.35  | 0.45  | 0.56  |     |     |

| 现金流量表   |        |        |        |        |        | 单位: | 百万元 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|-----|-----|
| 会计年度    | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |     |     |
| 经营活动现金流 | 1,745  | 156    | 478    | 306    | 223    |     |     |
| 净利润     | 300    | -1,363 | 762    | 983    | 1,225  |     |     |
| 折旧摊销    | 712    | -6,791 | 264    | 265    | 266    |     |     |
| 财务费用    | 358    | 318    | 128    | 98     | 83     |     |     |
| 投资损失    | 329    | 286    | 851    | 1,096  | 1,272  |     |     |
| 营运资金变动  | 88     | -291   | -130   | -144   | 283    |     |     |
| 其它      | -42    | 7,998  | -1,398 | -1,992 | -2,907 |     |     |
| 投资活动现金流 | 779    | -553   | 750    | 995    | 1,171  |     |     |
| 资本支出    | -1,345 | -5,935 | -100   | -100   | -100   |     |     |
| 长期投资    | -497   | 12,352 | 0      | 0      | 0      |     |     |
| 其他      | 2,620  | -6,970 | 851    | 1,096  | 1,272  |     |     |
| 筹资活动现金流 | -3,111 | 720    | -1,426 | 225    | 215    |     |     |
| 吸收投资    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |     |     |
| 借款      | -2,728 | 1,060  | -1,300 | 500    | 400    |     |     |
| 支付利息或股息 | -384   | -340   | -204   | -177   | -185   |     |     |
| 现金净增加额  | -586   | 316    | -198   | 1,526  | 1,608  |     |     |

## 研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

温瑞鹏，硕士，毕业于复旦大学金融专业，曾工作于太平人寿保险有限公司，2021年5月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

孙思茹，硕士，同济大学经济学学士，香港大学经济学硕士，2021年4月加入信达证券研发中心，从事中小市值个股研究工作。

## 机构销售联系人

| 区域             | 姓名  | 手机          | 邮箱                       |
|----------------|-----|-------------|--------------------------|
| 全国销售总监         | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com    |
| 华北区销售副总监(主持工作) | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售          | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com  |
| 华北区销售          | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com    |
| 华北区销售          | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com     |
| 华北区销售          | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com     |
| 华东区销售副总监(主持工作) | 杨兴  | 13718803208 | yangxing@cindasc.com     |
| 华东区销售          | 吴国  | 15800476582 | wuguo@cindasc.com        |
| 华东区销售          | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售          | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com     |
| 华东区销售          | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华东区销售          | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com  |
| 华南区销售总监        | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com  |
| 华南区销售          | 陈晨  | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com    |
| 华南区销售          | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com    |
| 华南区销售          | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com  |
| 华南区销售          | 闫娜  | 13229465369 | yanna@cindasc.com        |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准   | 股票投资评级  | 行业投资评级  |
|---|---|---|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；<br><b>增持：</b> 股价相对强于基准 5%~20%；<br><b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；<br><b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。 | <b>看涨：</b> 行业指数超越基准；<br><b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；<br><b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。 |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资