

数字科技和文化双管齐下，发展具想象空间

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 数字文化板块，以边锋为首的休闲娱乐板块在国内稳居头部，同时积极出海打造新增长极；2) 数字科技板块，富春云数据中心建设持续推进，现存 6700 组机柜预计将在未来 3 年内还将稳步增加，有业绩增厚预期；3) 公司积极进行元宇宙布局，比如参与“城市大脑”“数字浙江”等数字政务建设、用区块链赋能艺术产业，有望对估值产生积极影响。
- **打造数字化政务系统，使政务向数字化沉浸。**公司深度参与省内数字政务和智慧城市建设，比如“城市大脑”“数字浙江”等智慧城市和数字政务建设，深化杭州、温州、台州、义乌、安吉等地市城市大脑的相关研发、运营、应用场景建设运营；同时全面参与党政机关整体智治综合应用、数字政府综合应用、数字社会综合应用等重点任务建设。公司该项业务是将线下政务系统数字化的典型，也是让生活更加向数字沉浸的方式。
- **艺术产业赋予艺术品数字身份证，打开区块链业务想象空间。**公司艺术产业下有艺术融媒体、美术拍卖多个平台，公司通过这些平台将艺术家社交、艺术品电商、艺术教育融合，通过互联网+短视频模式，整合艺术门类与产品功能，帮助艺术作品聚合和交易。这类平台可为艺术品提供数字身份证，解决数字艺术品防伪难点，为艺术家打造专属艺术品销售链、产业链和区块链。
- **数字科技和数字文化双管齐下，确立公司在数字产业的领先优势。**数字娱乐方面，浙数文化已构建起以边锋控股为核心的数字娱乐产业圈，持续培育完善数字体育领域布局，并以浙报艺术产业集团为依托搭建“互联网+艺术”发展平台，完善公司数字文化生态，支撑公司业绩稳定和增长。数字科技方面，浙数文化已逐步搭建了含数据科技、数字智治、融媒科技、数字文旅等细分领域的数字科技产业板块，提升公司可持续发展能力。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-23 年 EPS 分别为 0.46 元、0.56 元、0.60 元，对应的 PE 分别为 19 倍、15 倍、14 倍。公司已全面完成由传统媒体向互联网公司的转型，将在下一阶段着力布局数字文化和数字科技产业。公司的互联网定位切换以及元宇宙业务布局或可为公司带来一定的估值溢价。综上，我们预计公司 2022 年市值为 145.88 亿元，对应目标价 11.53 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**政策变动的风险；市场竞争加剧的风险；新游流水不及预期的风险。

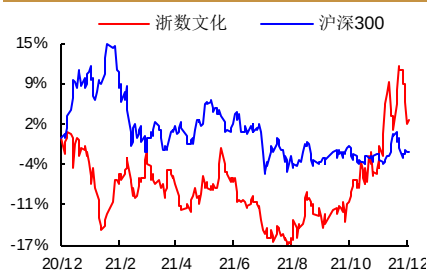
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3538.78	3596.09	4041.18	4840.80
增长率	25.16%	1.62%	12.38%	19.79%
归属母公司净利润（百万元）	511.59	582.24	704.00	759.47
增长率	0.64%	13.81%	20.91%	7.88%
每股收益 EPS（元）	0.40	0.46	0.56	0.60
净资产收益率 ROE	7.64%	8.36%	9.22%	9.16%
PE	21	19	15	14
PB	1.29	1.27	1.19	1.11

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：聚源数据

基础数据

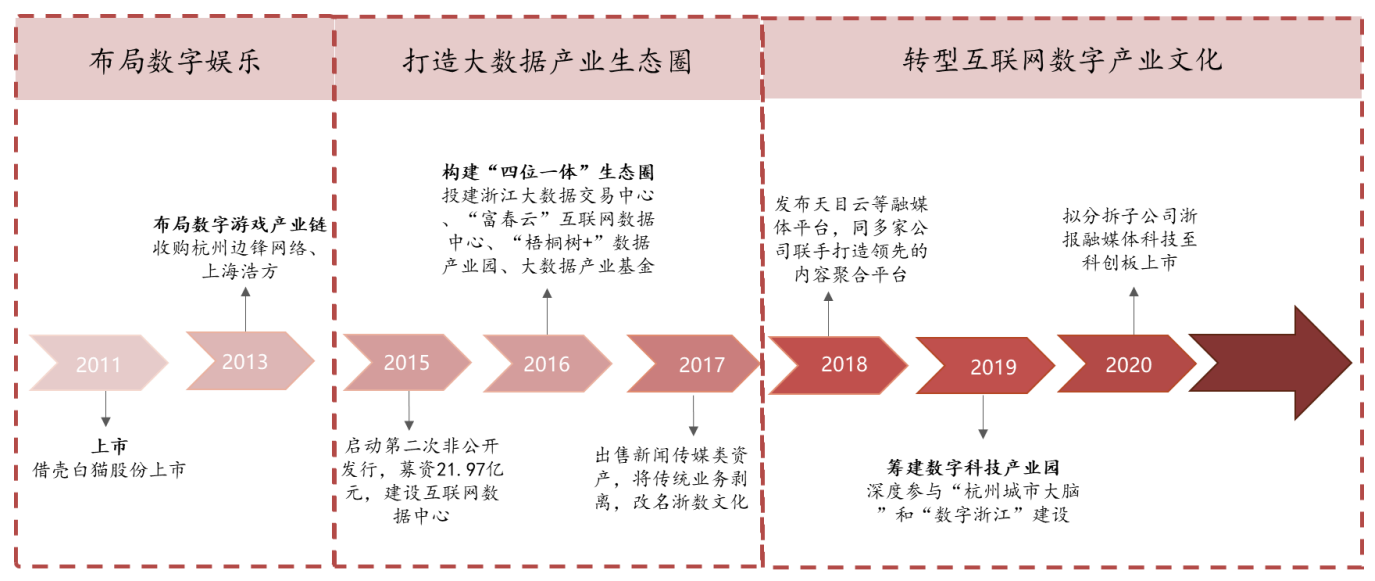
总股本(亿股)	12.66
流通 A 股(亿股)	12.66
52 周内股价区间(元)	6.61-8.91
总市值(亿元)	102.14
总资产(亿元)	118.08
每股净资产(元)	6.71

相关研究

1 公司概况：互联网数字产业集团

浙数文化是领先的数字文化和数字科技产业集团。公司于 2011 年借壳上市，是中国报业集团中第一家媒体经营性资产整体上市的公司。2013 年公司通过收购边锋网络和上海浩方布局游戏业务，2016 年投资建设浙江大数据交易中心、“富春云”互联网数据中心、“梧桐树+”数据产业园等，构建四位一体生态圈。公司于 2017 年出售新闻传媒类资产，将传统业务剥离，正式向互联网公司转型。随后 2018-2020 年，公司陆续发布融媒体平台天目云、参与“杭州城市大脑”和“数字浙江”建设，不断深化数字科技业务发展，全面完成互联网公司的转型。

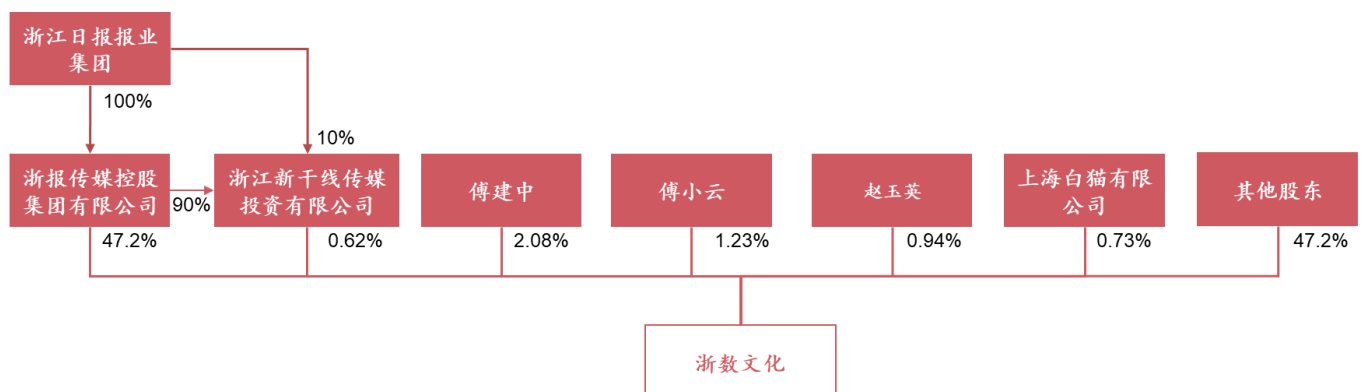
图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

公司股权结构：浙江日报报业集团为实控人，旗下全资子公司浙报传媒为第一大股东，持股比例 47.2%。外部股东中，傅建中持股比例 2.08%，为公司第二大股东。前十大股东中还包括广东省铁路发展基金、中央汇金等。

图 2：公司股权结构

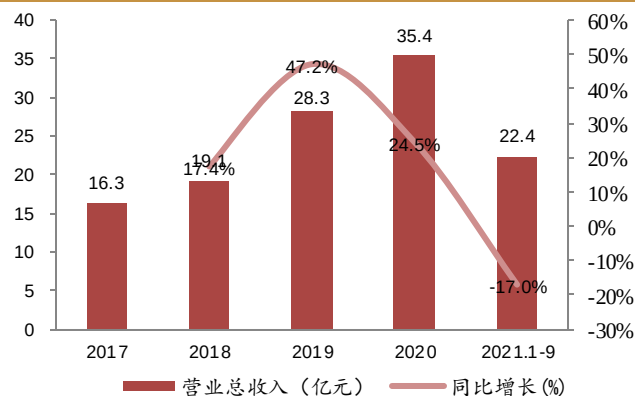


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩情况：2021 年 Q3 单季度公司实现营收 7.6 亿元，比 2020 年同期下降 8.6%，比 2019 年同期增长 13.0%。2018-2020 年营收 CARG 为 29.6%。前三季度整体来看，公司共实现营收 22.4 亿元，比 2020 同期下降 17%。

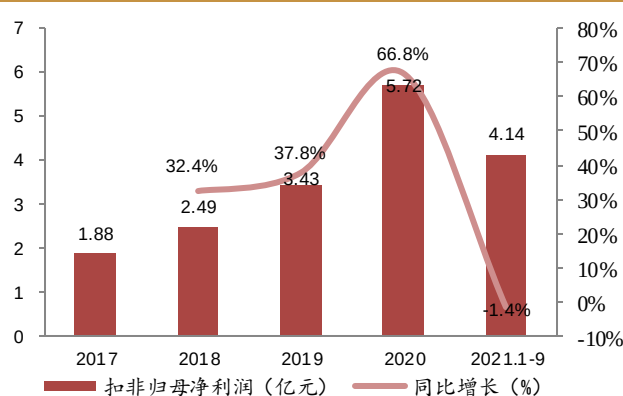
21Q3 单季度扣非归母净利润为 1.3 亿元，比 2020 年同期增长 6.2%，较 2019 年同期增长 15.6%，2018-2020 年归母净利润 CAGR 为 44.9%。前三季度整体来看，公司扣非归母净利润共 4.1 亿元，比 2020 同期减少 1.4%。

图 3：公司 2017 年以来营收与增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2017 年以来扣非归母净利润变动与增速

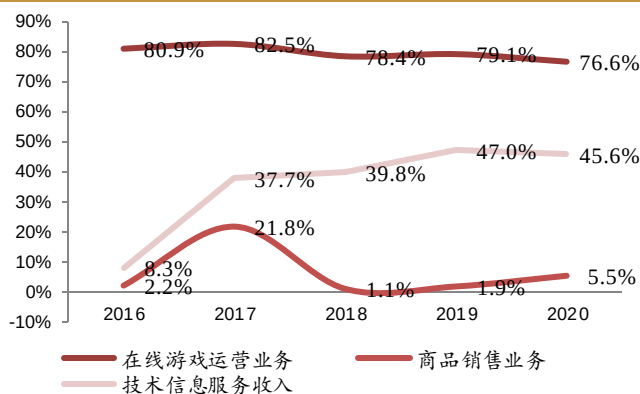


数据来源：公司公告，西南证券整理

综合毛利率维持稳定，费用率有所增长。2021 年前三季度毛利率为 73.5%，比 2019 年同期年增长 4 个百分点。2020 年毛利率为 69.5%，比 2019 年同期增长 0.4 个百分点，基本维持稳定，主要系在线游戏运营业务营收占比增长叠加毛利率下降。一方面，毛利率最高的在线游戏运营业务占总营收的比例提升 5.1 个百分点至 79.1%，拉高综合毛利率水平；而相应的毛利率下降 2.5 个百分点至 76.6%，盈利能力相对减弱。两因素叠加导致毛利率维持稳定。

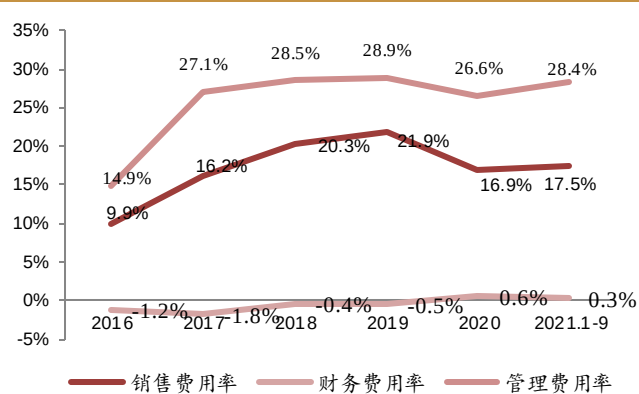
费用率方面，21 前三季度销售期间费用率为 46.2%，较 20 年同期上涨 2.6 个百分点。其中，管理费用率为 28.4%，较 20 年同期增长 1.7 个百分点，主要系子公司上年同期计提绩效奖金影响；销售费用率为 17.5%，较 20 年同期增长 0.9 个百分点，略有上升；公司财务费用率 2016-2019 为负，表示贡献正向利息收入，2020 年之后转正，但仍保持低位，21Q1-Q3 为 0.3%。

图 5：公司 2016 年以来毛利率变动情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2016 年以来三费率变动情况

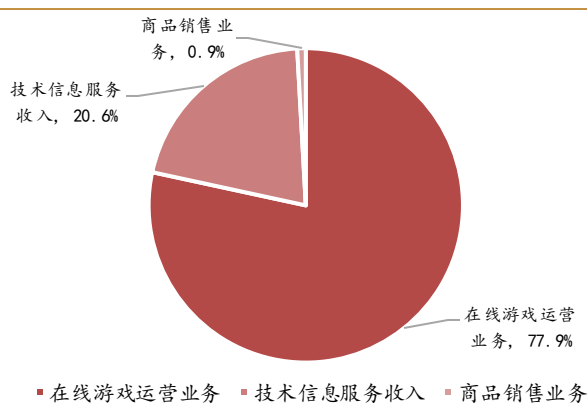


数据来源：公司公告，西南证券整理

主营业务结构：在线游戏运营贡献重要营收，数字科技板块增速亮眼。21H1 在线游戏运营业务占总营收比例 77.9%，为公司营收主力；技术信息服务收入占比 20.6%；商品销售业务占比 0.9%。

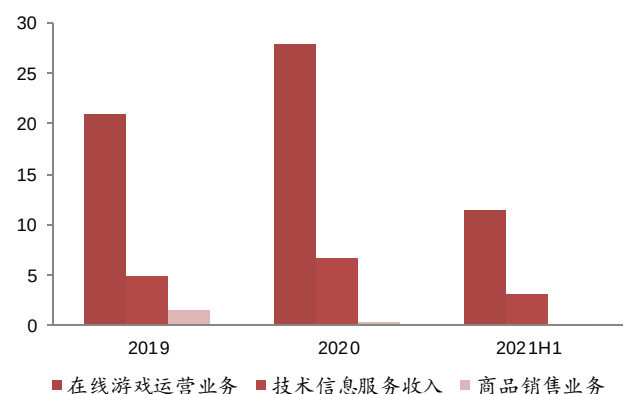
2021H1 与 2019 年同期相比，技术信息服务收入迅速增长，在线游戏运营业务稳健增长。21H1，技术信息服务实现营收 3.04 亿元，较 2019 年同期的增长 184.1%，主要系子公司融媒体业务快速增长，未来随着富春云建设持续推进、数字政务项目深化，该板块有望保持中高速增长；在线游戏运营业务实现营收 11.5 亿元，较 2019 年同期增长 6.6%，系公司以边锋网络为核心构建数字娱乐业务快速扩张，未来随着新游上线和出海，有望持续为公司贡献业绩。

图 7：2021H1 年公司主营业务营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2019 年以来各业务营收（亿元）



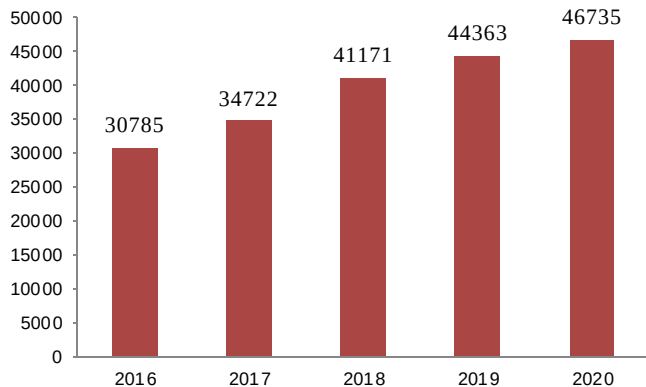
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 数字文化和数字科技双管齐下，发展具想象空间

2.1 数字文化贡献稳定业绩

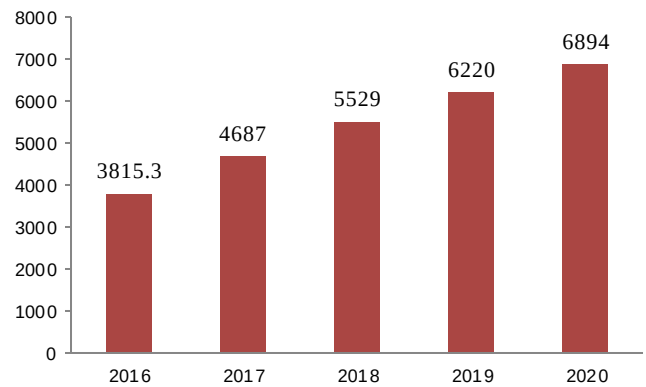
数字文化产业发展迅速，核心赛道数字娱乐前景可期。根据中商情报网与易观分析，2020 年我国文化及相关产业增加值超 4.6 万亿元，数字娱乐核心产业规模到达 6894 亿元，游戏市场销售收入也达到了 2787 亿元。数字娱乐作为数字文化产业链中的核心一环，产业规模日益增大，而公司也提前布局了相关产业，于 2013 年收购边锋网络、上海浩方等互联网游戏平台，开始构建以数字娱乐为主的数字文化产业链。边锋向用户提供无线互联网、网页游戏、软件平台等多项互动娱乐内容和服务，旗下拥有边锋游戏、游戏茶苑、浩方电竞、三国杀等众多知名品牌，目前注册用户过亿，月活跃用户上千万。

图 9：2016-2020 年中国文化产业增加值（亿元）



数据来源：中商情报网，西南证券整理

图 10：2016-2020 年中国数字娱乐核心产业规模（亿元）



数据来源：易观分析，西南证券整理

建立数字娱乐产业圈，确立自身在国内数字文化产业的领先优势。浙数文化已构建起以边锋控股为核心的数字娱乐产业圈，持续培育完善数字体育领域布局，并以浙报艺术产业集团为依托搭建“互联网+艺术”发展平台，完善公司数字文化生态，支撑公司业绩稳定和增长。

在数字娱乐领域，公司 2013 年收购边锋，多年来保持稳定的增长势头，2020 年形成净利润 7.72 亿元。边锋旗下海外品牌 Bfun 在 2020 年正式运营第一年实现营收 5522 万元，并积累超亿级别海外用户，目前全新推出的《Merge Dream Mansion》和《Idle Arks2》拥有精致的画面及新颖的玩法，有望触达更多新老用户，贡献业绩增量。

在数字体育领域，公司将积极助力罗顿发展优化自有“元竞技”赛事服务平台，GPLUS 赛事平台、“联盟家”运营平台等，建立全域电竞产品体系，打造系列国际一流数字体育 IP 和数字体育综合服务平台。

图 11：公司数字文化业务布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：边锋系生态圈

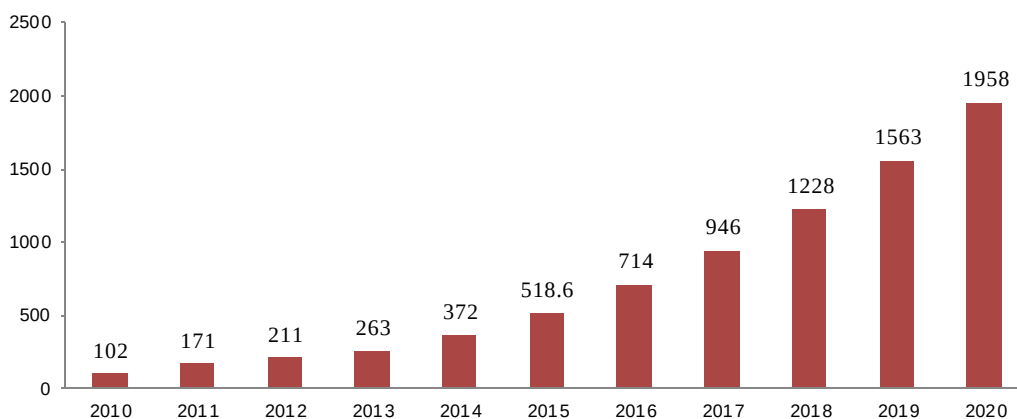


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 数字科技打造第二增长曲线

IDC 市场规模持续增长，数字科技享受行业增速红利。根据 IDC 测算，2020 年国内 IDC 行业市场规模约 1958 亿元，下游应用领域包括互联网企业、金融机构、云服务商等，随着企业租用数据中心服务需求上升，IDC 规模也逐年稳定增长。2016 年，公司投建包括浙江大数据交易中心、“富春云”互联网数据中心、“梧桐树+”数据产业园、大数据产业基金在内的“四位一体”大数据产业生态圈，成为首家建设大数据交易中心的上市公司。旗下公司富春云是国内领先的第三方互联网基础设施服务提供商，肩负为浙数文化集团整合优质产业资源、大数据平台资源打造的数据中心生态专业服务平台使命。随着 IDC 市场逐步增长，行业需求规模增大，应用场景逐渐丰富，公司布局 IDC 业务有望享受行业增长红利。

图 13：中国 2010-2020 年 IDC 市场规模（亿元）



数据来源：IDC 图，西南证券整理

搭建数字科技产业板块，培育细分领域的龙头企业。浙数文化已逐步搭建了含数据科技、数字智治、融媒科技、数字文旅等细分领域的数字科技产业板块，提升公司可持续发展能力。

数据中心-富春云：公司富春云下杭州 1 号数据中心于 2020 年实现净利润 4686 万元，于 2021 年上半年实现净利润 4565 万元，接近 2020 年全年水平。未来随着募投项目结项和用户上电量持续增加，杭州 1 号数据中心有望净利润持续增长；同时，富春云计划建设杭州 2 号数据中心、北京益园数据中心和杭州钱塘云数据中心，预计未来 3 年内富春云数据中心机柜数量将稳步增加，有望进一步增厚业绩。

政务服务-数字化改革：公司深度参与“城市大脑”“数字浙江”等智慧城市和数字政务建设，全面参与党政机关整体智治综合应用、数字政府综合应用、数字社会综合应用等重点任务建设，覆盖杭州、温州、台州、义乌、安吉等多个城市。目前公司已经拥有自有团队、技术积累和运营经验，有望在全国政务数字化进程中提升产品转化率和渗透率，抢占市场先机。

图 14：数字科技业务布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：富春云杭州富阳数据中心



数据来源：公司公告，西南证券整理

此外，公司以数字技术为媒体、医疗、文旅等传统生活服务领域赋能，推出了融媒科技、智慧医疗、数字文旅等方面的应用和服务。1) 浙报融媒科技通过科技创新与内容聚合，以“天目云”和“天枢”两大核心产品，服务于泛媒体和内容生产者，打造符合主流价值的内容生态与产品形态。2) 公司多年深耕智慧网络医院，已与浙大附属第二医院建立了长期深度合作，现运营的“浙二好医生”APP已成为业内标杆，并已开启新一轮与浙江省妇保医院、浙大附属邵逸夫医院等多家省内头部公立医院的全面合作，是“互联网+医疗”模式的坚定践行者。

图 16：“天枢”融媒媒体智能聚合分发云平台



数据来源：搜狐，西南证券整理

图 17：“浙二好医生”产品界面



数据来源：动脉网，西南证券整理

揭牌三所联合实验室，提升公司研发和应用实力。9月29日的创新发展大会上，浙数文化同时揭牌三所联合实验室，分别是 1) 与浙江大学联合打造的数字安全联合实验室，将探索公共数据和个人信息保护、网络安全评估等领域，推动建立基于大数据、云计算的数字安全体系；2) 与浙江工商大学、浙江大学社会治理研究院联合打造的共同富裕联合实验室，重点研究构建共同富裕的理论基础、体制机制与政策体系，目标成为共同富裕理论研究和战略咨询高地；3) 在浙江省商务厅的指导下，与浙江树人学院联合打造好家政与未来社区联合实验室，将在家政服务数字化、业务在线化、运营数据化、应用场景建设等方面推动科技创新与产学研融合发展。作为一家数字科技产业集团，浙数文化与几处高瓴联合实验室均提高了公司在数字文化、数字科技等领域高新技术的研发、应用能力。

图 18: 共同富裕联合实验室揭牌仪式



数据来源: 人民咨询, 西南证券整理

图 19: 公司与浙江工商大学文化战略合作签约仪式



数据来源: 人民咨询, 西南证券整理

3 盈利预测与投资建议

关键假设:

假设 1: 随着边锋出海战略不断深化, 预计公司在线游戏运营业务在 2022 年后将实现稳步增长。

假设 2: 随着富春云数据中心建设持续推进, 现存 6700 组机柜预计将在未来 3 年内还将稳步增加, 21 年富春云业务利润相较 20 年实现近翻倍增长, 预计未来会延续中高速增长。

假设 3: 2021 年游戏品牌 Bfun 出海稳步推进, 并有较为丰富的产品储备, 叠加成本控制能力提升, 预计在线游戏业务未来三年毛利率将会提升至 2019 年之前的水平, 稳定在 82%。

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		2020A	2021E	2022E	2023E
在线游戏运营业务	收入	2800.3	2660.3	2926.3	3511.6
	增速	33.9%	-5.0%	10.0%	20.0%
	毛利率	76.6%	82.0%	82.0%	82.0%
技术信息服务	收入	672.9	874.8	1049.8	1259.7
	增速	36.3%	30.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	45.6%	45.0%	45.0%	45.0%
商品销售业务	收入	38.2	40.1	42.1	44.2
	增速	-76.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	5.5%	1.9%	1.9%	1.9%
其他主营业务	收入	19.0	20.9	23.0	25.3
	增速	-72.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	25.2%	70.0%	70.0%	70.0%
合计	收入	3538.8	3596.1	4041.2	4840.8
	增速	25.2%	1.6%	12.4%	19.8%
	毛利率	69.5%	73.1%	72.6%	72.7%

数据来源: Wind, 西南证券

分部估值:

1) 游戏板块: 我们选取 A 股 6 家游戏公司作为可比公司, 2021 年 6 家公司平均 PE 为 26 倍, 2022 年平均 PE 为 19 倍。公司旗下边锋休闲游戏储备丰富, 出海战略稳步推进, 给予公司游戏板块 2022 年与行业平均一致的 19 倍 PE, 2022 年游戏利润为 5.9 亿元, 对应游戏板块市值 112.4 亿元。

表 2: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价	EPS (元)				PE (倍)				2022 游戏利润	2022 游戏市值
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E		
002555.SZ	三七互娱	24.72	1.31	1.20	1.49	1.75	23.89	20.64	16.57	14.12		
002624.SZ	完美世界	19.16	0.80	0.72	1.22	1.45	36.96	26.48	15.63	13.17		
603444.SH	吉比特	385.00	14.56	21.98	25.42	29.88	29.26	17.52	15.14	12.88		
002605.SZ	姚记科技	20.73	2.72	1.86	2.28	2.68	9.02	11.14	9.09	7.73		
300113.SZ	顺网科技	15.69	0.13	0.25	0.34	0.39	131.00	61.98	45.87	39.81		
300418.SZ	昆仑万维	21.67	4.26	1.42	1.63	2.00	4.69	15.30	13.26	10.82		
平均值							39.14	25.51	19.26	16.42	5.91	112.36

数据来源: Wind, 西南证券整理 (股价截至 2021.12.29; 2022 利润和市值单位为亿元)

2) 信息技术板块: 我们选取 A 股 4 家 IDC 公司作为可比公司, 2021 年 4 家公司平均 PE 为 47 倍, 2022 年平均 PE 为 34 倍。公司 IDC 业务目前体量较小, 但随着富春云数据中心建设持续推进, 现存 6700 组机柜预计将在未来 3 年内达 2-3 万个, 我们给予公司 IDC 业务 2022 年 30 倍 PE, 2022 年 IDC 利润为 1.1 亿元, 对应信息技术板块市值 33.5 亿元。

表 3: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价	EPS (元)				PE (倍)				2022 IDC 利润	2022 IDC 市值
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E		
300738.SZ	奥飞数据	21.80	0.74	0.49	0.69	0.99	47.25	44.18	31.64	22.07		
600845.SH	宝信软件	59.64	1.13	1.16	1.51	1.95	61.28	51.58	39.42	30.58		
603881.SH	数据港	36.49	0.58	0.51	0.81	1.13	103.57	70.96	45.01	32.16		
300383.SZ	光环新网	14.42	0.59	0.54	0.64	0.75	29.02	22.76	19.34	16.40		
平均值							60.28	47.37	33.85	25.30	1.12	33.47

数据来源: Wind, 西南证券整理 (股价截至 2021.12.29; 2022 利润和市值单位为亿元)

除游戏和 IDC 板块外, 我们预计公司 2022 年商品销售和其他业务将实现净利润 109 万元, 给予 5 倍 PE, 对应市值 0.05 亿元。

综上, 我们预计公司 2022 年市值为 145.88 亿元, 对应目标价 11.53 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

4 风险提示

1) 政策变动的风险; 2) 市场竞争加剧的风险; 3) 新游流水不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3538.78	3596.09	4041.18	4840.80	净利润	709.21	807.15	968.36	1044.66
营业成本	1078.64	1005.59	1152.29	1375.87	折旧与摊销	201.27	175.39	175.39	175.39
营业税金及附加	21.64	22.08	24.56	29.56	财务费用	19.62	-0.81	1.15	6.65
销售费用	598.34	791.14	848.65	1064.98	资产减值损失	-8.15	0.00	0.00	0.00
管理费用	429.13	899.02	969.88	1210.20	经营营运资本变动	333.59	-365.55	25.39	-15.97
财务费用	19.62	-0.81	1.15	6.65	其他	-220.88	-60.00	-78.00	-61.00
资产减值损失	-8.15	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1034.65	556.19	1092.29	1149.74
投资收益	63.37	0.00	0.00	0.00	资本支出	-552.92	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-142.03	60.00	80.00	60.00	其他	-800.45	60.00	80.00	60.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1353.38	60.00	80.00	60.00
营业利润	821.62	939.06	1124.65	1213.54	短期借款	-228.30	-562.11	-60.63	0.00
其他非经营损益	0.57	-3.33	-2.03	-2.47	长期借款	172.23	0.00	0.00	0.00
利润总额	822.19	935.73	1122.62	1211.08	股权融资	1.69	-307.66	0.00	0.00
所得税	112.98	128.58	154.26	166.41	支付股利	-101.26	-102.32	-116.45	-140.80
净利润	709.21	807.15	968.36	1044.66	其他	-347.83	-92.95	-1.15	-6.65
少数股东损益	197.62	224.91	264.36	285.19	筹资活动现金流净额	-503.47	-1065.05	-178.22	-147.45
归属母公司股东净利润	511.59	582.24	704.00	759.47	现金流量净额	-827.70	-448.85	994.07	1062.29
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	808.46	359.61	1353.67	2415.96	成长能力				
应收和预付款项	323.00	371.93	397.46	478.99	销售收入增长率	25.16%	1.62%	12.38%	19.79%
存货	13.80	12.87	12.75	16.61	营业利润增长率	6.30%	14.29%	19.76%	7.90%
其他流动资产	1424.23	1431.05	1484.01	1579.16	净利润增长率	2.75%	13.81%	19.97%	7.88%
长期股权投资	1484.05	1484.05	1484.05	1484.05	EBITDA 增长率	14.81%	6.82%	16.84%	7.25%
投资性房地产	7.32	7.32	7.32	7.32	获利能力				
固定资产和在建工程	1142.72	1109.33	1075.94	1042.54	毛利率	69.52%	72.04%	71.49%	71.58%
无形资产和开发支出	5270.98	5130.81	4990.64	4850.47	三费率	29.59%	46.98%	45.03%	47.14%
其他非流动资产	712.67	710.83	709.00	707.17	净利率	20.04%	22.45%	23.96%	21.58%
资产总计	11187.23	10617.79	11514.84	12582.27	ROE	7.64%	8.36%	9.22%	9.16%
短期借款	622.74	60.63	0.00	0.00	ROA	6.34%	7.60%	8.41%	8.30%
应付和预收款项	713.62	649.64	745.45	893.85	ROIC	11.09%	12.27%	14.67%	16.19%
长期借款	172.23	172.23	172.23	172.23	EBITDA/销售收入	29.46%	30.97%	32.20%	28.83%
其他负债	393.93	84.63	94.58	109.75	营运能力				
负债合计	1902.52	967.13	1012.27	1175.83	总资产周转率	0.32	0.33	0.37	0.40
股本	1301.92	1265.73	1265.73	1265.73	固定资产周转率	6.71	6.49	7.76	9.93
资本公积	3181.66	2910.19	2910.19	2910.19	应收账款周转率	17.82	15.65	15.72	16.60
留存收益	4246.79	4726.71	5314.26	5932.93	存货周转率	116.07	75.40	83.46	85.05
归属母公司股东权益	8417.74	8558.77	9146.32	9764.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.05%	—	—	—
少数股东权益	866.97	1091.89	1356.25	1641.44	资本结构				
股东权益合计	9284.71	9650.66	10502.57	11406.44	资产负债率	17.01%	9.11%	8.79%	9.35%
负债和股东权益合计	11187.23	10617.79	11514.84	12582.27	带息债务/总负债	41.79%	24.08%	17.01%	14.65%
					流动比率	1.50	2.79	3.94	4.55
					速动比率	1.49	2.78	3.93	4.53
					股利支付率	19.79%	17.57%	16.54%	18.54%
					每股指标				
					每股收益	0.40	0.46	0.56	0.60
					每股净资产	6.65	6.76	7.23	7.71
					每股经营现金	0.82	0.44	0.86	0.91
					每股股利	0.08	0.08	0.09	0.11
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1042.51	1113.65	1301.19	1395.59					
PE	21.23	18.65	15.43	14.30					
PB	1.29	1.27	1.19	1.11					
PS	3.07	3.02	2.69	2.24					
EV/EBITDA	9.11	8.09	6.12	4.94					
股息率	0.93%	0.94%	1.07%	1.30%					

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
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

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	zfy@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
	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
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	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
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn