

盛讯达(300518)

深度报告

行业公司研究—传媒及互联网行业—

证券研究报告

深度绑定辛巴，食品直播提供确定增量，上调评级

——盛讯达更新报告

✍️：陈腾曦 执业证书编号：S1230520080010
☎️：
✉️：chentengxi@stocke.com.cn

报告导读

盛讯云商以食品为突破口切入直播电商赛道，深度绑定辛巴，基本面发生重大变化，上调评级为“买入”

投资要点

- ❑ **休闲食品×直播电商：两大万亿市场的碰撞，辛巴携盛讯达入局高景气赛道：**直播电商是目前仍处于高速发展期的万亿市场，截至10月中旬，快手2020年GMV已超2000亿元；休闲食品同样是一个在快速增长的、市场规模超万亿的消费细分赛道，食品已成为快手直播电商第一大类，占比超20%，两大市场交叉碰撞，公司与辛巴团队的深度合作建立在一片巨大的蓝海市场基础之上。
- ❑ **借股权激励深度绑定辛巴团队，未来更具看点：**以快手&抖音为代表的短视频直播平台仍在不断汇集新增流量，直播电商作为短视频直播平台变现的主战场，仍具备极大的发展潜力。辛巴家族作为快手第一大家族，其核心竞争力体现在：1)海量流量沉淀；2)体系化电商培育主播及运营能力；3)高效供应链组织能力。辛巴家族直播电商GMV体量已十分庞大且仍在快速增长的过程中，食品也是辛巴家族GMV中占比前三的品类。辛巴家族核心成员入职盛讯云商后，公司通过限制性股权激励，激励股权占比达到总股本的9%，分三年解锁，对应的解锁业绩指标分别为盛讯云商2020-2022年净利润不低于0.2/2.2/2.6亿元。未来，公司不排除采取更加多元化的方式与辛巴家族深化合作，看点多多。
- ❑ **盈利预测及估值：**直播电商是一个具备长期产业红利的成长型赛道，盛讯达携手行业头部玩家辛巴家族以食品为突破口，共享行业红利，未来更具看点。考虑到辛巴家族现有直播电商业务的存量、结构与成长性，我们认为通过股权深度绑定辛巴家族的盛讯达基本面已经发生重大变化，兼具确定性及成长性。预计公司2020-2022年公司营收分别增长63%/183%/20%至3.5/9.9/11.9亿，2020-2022年归母净利润分别为1.1/1.7/1.8亿，对应PE 42X/27X/25X，上调评级为“买入”。
- ❑ **风险提示：**直播电商行业发展不及预期、竞争加剧、合作进展不及预期。

财务摘要

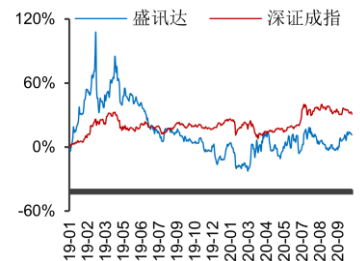
(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	215.6	351.2	992.7	1192.3
(+/-)	-47.5%	62.9%	182.7%	20.1%
净利润	(225.8)	110.8	170.2	182.1
(+/-)	-2322.1%	-149.1%	53.7%	7.0%
每股收益(元)	(2.42)	1.19	1.82	1.95
P/E	(20.4)	41.6	27.1	25.3

评级

上次评级 增持
当前价格 ¥48.06

单季度业绩

元/股
3Q/2020 0.70
2Q/2020 0.05
1Q/2020 0.59
4Q/2019 -2.59



公司简介

公司是一家集动漫创作、游戏研发、音乐制作、在线阅读、电子商务，及移动互联网应用开发为一体的国家级高新技术企业。

相关报告

报告撰写人：陈腾曦

正文目录

1. 食品×直播高景气，牵手辛巴掘金蓝海	3
1.1. 食品×直播电商：两个万亿市场的碰撞	3
1.2. 辛巴家族行业领先，商业模式可持续性强	5
2. 借股权激励深度绑定辛巴团队，业绩确定性强	7
2.1. 食品与游戏更配，盛讯云商以休闲食品为突破口切入直播电商	7
2.2. 游戏业务平稳运营，辛选股权激励深度绑定，公司业绩确定性强	8
3. 估值及投资建议	9
4. 风险提示	10

图表目录

图 1: 我国直播电商市场规模(亿元)	3
图 2: 休闲零食行业规模	4
图 3: 休闲零食新渠道销售占比提升	4
图 4: 快手直播电商带货前 10 大品类	4
图 5: 休闲零食行业男女消费者人数及购买力分布	4
图 6: 抖音快手稳定双强格局形成(月活, 亿人)	6
图 7: 直播电商行业将加速优胜劣汰	6
图 8: 辛巴团队美食饮品带货占比接近 20%	7
图 9: 辛巴团队粉丝女性占比超六成	7
图 10: 直播电商利益分配及盛讯云商收入确认方式	8
表 1: 快手六大家族中辛巴家族头部主播数量最多、家族粉丝总量最大(6月数据)	5
表 2: 辛巴团队主要主播的粉丝数量、带货情况及主要品类一览	6
表 3: 入职盛讯云商的辛巴团队核心人员一览	7
表 4: 限制性股票在各激励对象间的分配情况	9
表 5: 公司核心业务盈利预测(单位: 百万元)	9
表 6: 公司盈利预测(单位: 百万元)	10
表附录: 三大报表预测值	11

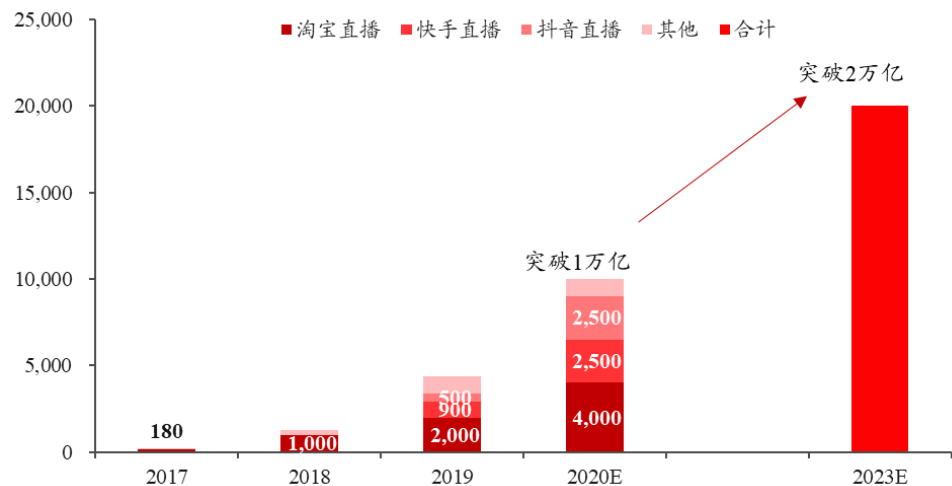
1. 食品×直播高景气，牵手辛巴掘金蓝海

1.1. 食品×直播电商：两个万亿市场的碰撞

新流量新机遇，技术变迁导致交互形式变化，短视频及直播平台兴起。当前直播电商交易和供应链效率整体高于传统电商和线下零售：

- 从商品展示来看，展示形式丰富，沟通充分：直播电商能够非常好的展示品牌和商品，触达消费者。
- 从运营来看，运营门槛降低，操作简易：传统电商如直通车、钻展、超级推荐等运营复杂。直播电商做好内容即可，同时主播沉淀的强影响力和情感联系能增强粘性。
- 从交易来看，缩短了交易步骤，提升交易效率，优化体验：较长的交易链条易导致用户流失。交易链条缩短，跳失率有所降低，提高用户转化率
- 从供应链来看，缩短了供应链链路：直播电商有大量的厂家直销，打破了层层经销体系。

图 1：我国直播电商市场规模（亿元）

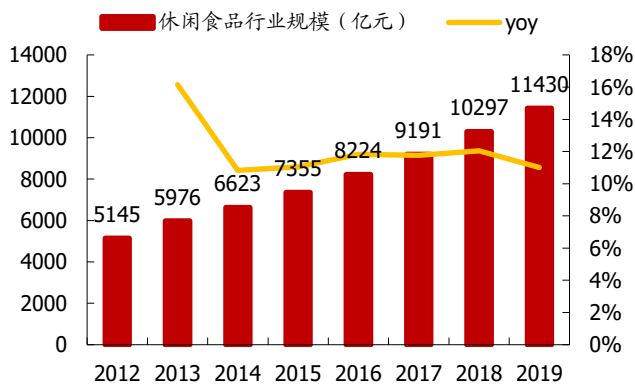


资料来源：艾瑞咨询、浙商证券研究所

直播电商具备万亿行业规模，且处于高速发展阶段。根据公开数据披露，2018年淘宝直播GMV突破1000亿；根据艾瑞咨询数据显示，2019年我国直播电商行业规模已实现4338亿元，2019年淘宝直播GMV突破了2000亿，快手电商GMV完成约900亿，抖音电商GMV超过了500亿，基本呈现三分天下的态势。2020年预计直播电商仍将继续发展，2020年快手电商目标是GMV2500亿，抖音电商目标也要达到GMV2000亿。根据飞瓜数据显示，截止10月中旬，快手今年GMV已经超过2000亿元，整体来看，直播电商全年销售规模有望突破万亿。

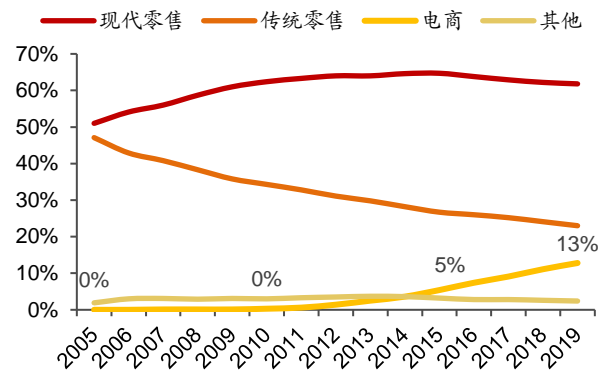
休闲食品市场同样是一个在快速增长的万亿市场。根据Frost&Sullivan，2019年我国休闲食品市场规模突破1.1万亿元，2015-2019年CAGR近12%。与世界部分主要国家相比，我国的人均年休闲食品消费量仍较低，2018年我国人均休闲食品消费量为2.15KG，远低于日本的5.63KG，不及美国的六分之一。未来随着我国人均休闲零食消费量的提升，叠加消费升级的提升，行业规模将确定性持续增长。

图 2：休闲零食行业规模



资料来源：Frost&Sullivan，浙商证券研究所

图 3：休闲零食新渠道销售占比提升

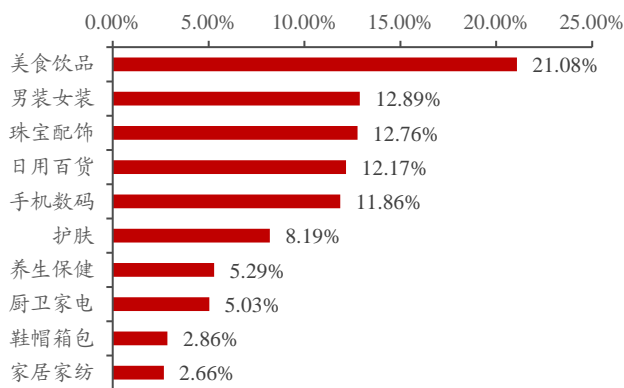


资料来源：欧睿咨询，浙商证券研究所

直播渠道×休闲食品：美食饮品已为快手直播电商第一大品类，空间巨大。根据飞瓜数据，分品类来看，美食饮品类在直播电商市场占比远高于其他品类占比超过21%。而得益于直播渠道特点与休闲零食品类特点的契合性，休闲食品直播带货可持续性较强，前景广阔。

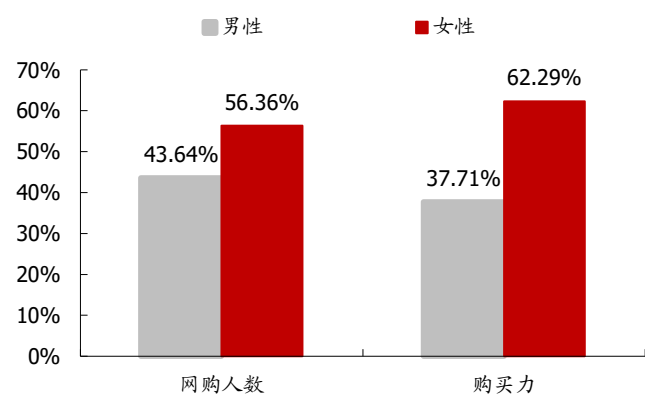
- **直播重场景化消费，冲动性消费占比高。**休闲食品可小包装化、拥有“低价尝试”属性，相对于客单价较高的产品，消费者尝试成本低，进而拥有更高的被认可的机率。
- **我国食品供应链能力强，休闲零食物美价廉。**我国拥有丰富且完整的休闲零食供应链，但由于我国休闲零食品牌化进程较为初级、且线下销售渠道开拓难度大，因此市场上存在大量的白牌但优质的休闲零食产品未能被消费者发掘。而直播则可以打破地域以及图文介绍的局限，将优质休闲零食直接推送给消费者。
- **食品消费频次高，适合重复带货。**零食的消耗时间较短，属于高频消费品。对于主播而言，可以在较短间隔后进行同品类直播带货，不易引起消费者的厌倦。
- **消费者分布与直播电商消费者分布接近。**数据显示，我国零食消费者分布上女性占比较高且购买力较强，这与直播电商的客户画像较为一致，因此休闲食品类类的直播电商的接受程度较高。

图 4：快手直播电商带货前 10 大品类



资料来源：飞瓜数据，浙商证券研究所

图 5：休闲零食行业男女消费者人数及购买力分布



资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

1.2. 辛巴家族行业领先，商业模式可持续性高

辛巴团队为快手第一大家族，家族商业价值远高于其他家族。主播商业价值的核心在于①流量。主播核心优势在于其积累的社交资产，沉淀的大批量、高质量、强粘性的粉丝群体。具体与粉丝数量、短视频观看点赞评论率、单条视频完播率等指标关联。②变现能力。变现能力除与流量有关外，与所处领域、寄生平台、主播本身特质、外在资源特点相关，具体衡量指标则为带货的体量。

从主播层级和粉丝量来看，快手六大家族中辛巴家族头部主播数量最多、家族粉丝总量最大；根据飞瓜数据每月披露的带货榜单，2020年以来，辛巴团队3位头部主播（辛巴、蛋蛋、猫妹妹）带货体量整体居于前10大，居于前10-30大的主播则有时大漂亮和赵梦澈。2019年辛巴团队带货约150亿，2020年以来，辛巴团队截至10月11日带货超200亿，双11预计60-80亿，全年预计超300亿。

表 1：快手六大家族中辛巴家族头部主播数量最多、家族粉丝总量最大（6月数据）

家族名称	粉丝总量	核心主播	粉丝数（万）
辛巴家族	2.1 亿	辛巴	4761
		猫妹妹	3150
		初瑞雪	2617
		陈小硕	1829
		蛋蛋小盆友	1340
散打家族	1.28 亿	散打哥	5066
		小沈龙	1960
		户外发	1054
		我是真真姐	1039
二驴家族	1.23 亿	二驴的	4065
		驴嫂平荣 JLV	2192
		爽儿户外舞蹈第一人	1154
		LV 阿宇送黄金	1038
张二嫂家族	9071 万	张二嫂	3157
		胡闹	915
方丈家族	8474 万	FZ 方丈	3013
		王小国	1492
牌牌琦家族	6452 万	牌牌琦	3634
		小伊伊	738

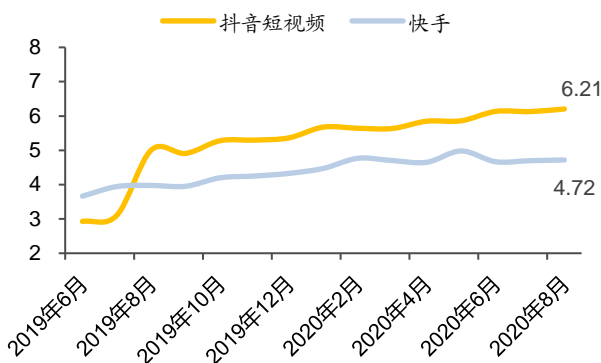
资料来源：快手，CBNData，红漏斗，浙商证券研究所

快手未来流量及商业化的发展仍具有中长期的确定性。从整个直播大环境来看，直播电商成常规零售业态，全渠道直播场景将被打通，直播电商行业扩容：直播成为标配，主播更加普及，直播场景更加丰富；行业监管增强，平台马太效应增强：从增量的竞争转向存量的竞争，小平台流量流失，大平台增加审核治理力度。从头部参与者来看，快手与抖音双超的局面成型，快手目前日活跃用户数超过3亿，直播日活超过1.7亿，月活跃用户数超过4亿，日均曝光超过千亿级别。对比抖音和快手来看，快手商业化更加明朗，快手直播商业化时间更早，已建成比较成熟的生态体系，快手用户对商业化接受度更高。考虑到用户使用场景和需求，快手主播易于带货，快手用户群体多在二、三线城市且存在较

强的购买力，快手平台的主播的用户情感粘性非常强，只要主播货品优质、价格合理，都能有不错的销量。而抖音用户更关注内容，直播电商变现的规则仍在逐步成熟过程中，未来潜力值得看好。目前截止 10 月中旬，快手今年 GMV 已经超过 2000 亿元，8 月份累计订单超过 5 个亿，全年累计订单量电商平台第四。

随着监管趋严及竞争加剧，直播电商行业将加速优胜劣汰，未来直播电商比拼的依然是专业化、体系化运营的规模和效率。主播比拼专业化运营和供应链能力：主播将背靠机构，带货质量很大程度上决定了能走多远。那么对于机构而言，未来核心竞争的点就是主播的运营培育能力和供应链资源能力。

图 6：抖音快手稳定双强格局形成（月活，亿人）



资料来源：易观千帆，浙商证券研究所

图 7：直播电商行业将加速优胜劣汰



资料来源：虎嗅，微盟研究院，浙商证券研究所

辛巴团队本身具有极强的电商主播运营培育能力和供应链能力。就前端而言，主播运营培育能力一方面体现在售前的展示营销能力，另一方面体现在售中和售后的服务能力。蛋蛋、时大漂亮、猫妹妹等先后成为辛巴徒弟，加入辛巴家族之后表现亮眼，比如蛋蛋以往直播体量百万量级，参与策划的活动后带货破亿。辛巴团队带货能力行业领先的地位，同样离不开辛巴团队建立的强大的客服系统，目前辛选的客服团队行业领先，拥有 1500 个客服，并通过自己的人才体系、机构培训更多的客服，未来的目标是 4500 名客服。从后端来看，辛巴早早意识到直播电商作为新渠道但不改零售的本质，意识到货品和物流的重要性，成立辛有志严选，深耕产业链、布局物流仓储。辛选的定位是提供优质低价的高性价比商品，公司目前已在义乌、温州、广州相关产业聚集带设立办事处，并在广州建立了高标仓储物流基础设施，广州的最大的仓库约有 16 万平，日吞吐量 150 万单。

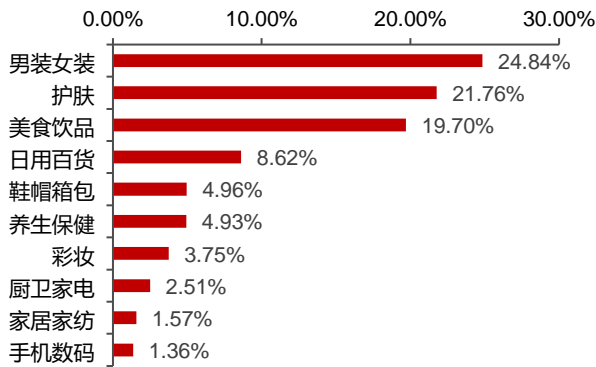
表 2：辛巴团队主要主播的粉丝数量、带货情况及主要品类一览

主播名称	粉丝数 (万)	1-9 月 GMV (亿元)	主要品类
辛有志	6712	55.4	男女装、护肤、美食饮品、日用百货、厨卫家电
蛋蛋小盆友	2242	27	服饰、美妆、家电、日用百货
猫妹妹	3517	18.7	美食饮品、家电、日用百货、美妆、母婴用品
时大漂亮	1591	14	美妆、日用百货、家居家纺
陈小硕	2065	7	男女装、鞋帽箱包、母婴用品 (童装)
赵梦澈	1216	5.5	护肤、日用百货、家电、母婴用品

资料来源：飞瓜数据，浙商证券研究所

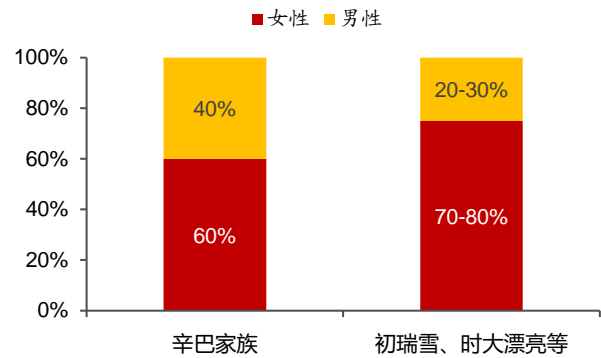
辛巴带货领域食品占比高、潜力大。根据飞瓜数据显示,辛巴团队美食饮品接近 20%,食品品类带货主要由猫妹妹进行,辛巴和初瑞雪也有少量。猫妹妹 1-9 月引导 18.7 亿 GMV,其中美食饮品类占其总量的 90%、占辛巴团队美食饮品类类的 63% (前 10 大主播统计口径)。辛巴家族女性粉丝占比超过 60%,初瑞雪、时大漂亮等主播的女性粉丝占 70%以上,甚至 80%,女性粉丝群体占比高,使得团队更适合休闲食品的带货。

图 8: 辛巴团队美食饮品带货占比接近 20%



资料来源: 飞瓜数据, 浙商证券研究所

图 9: 辛巴团队粉丝女性占比超六成



资料来源: 飞瓜数据, 浙商证券研究所

2. 借股权激励深度绑定辛巴团队, 业绩确定性强

2.1. 食品与游戏更配, 盛讯云商以休闲食品为突破口切入直播电商

合作背景: 因缘际会达成合作, 合作双方力求共赢。公司于 2016 年进入网络直播市场, 组建管理及运营团队, 并保持对网络直播业务的关注, 一直寻求新的合作机遇。今年, 公司关注到辛有志团队具备强大的孵化能力和经营能力且在直播电商业务有流量优势, 经过沟通, 双方达成共识, 进而完成子公司股权转让、团队入职及股权激励等相关合作。公司与辛选合作是长期共赢的合作: 一方面丰富公司业务模块、提高公司整体盈利能力和市场影响, 另一方面, 辛巴团队也通过本次合作进一步完善产业布局, 进入资本市场, 扩大影响力。

表 3: 入职盛讯云商的辛巴团队核心人员一览

序号	姓名	职务
1	辛有志	盛讯云商董事长、核心业务人员
2	宋铁牛	盛讯云商总经理
3	杨芸	盛讯云商副总经理
4	初瑞雪	核心业务人员
5	计梦瑶	核心业务人员
6	辛库	核心业务人员
7	刘鹏	核心业务人员
8	周通	核心业务人员
9	郑伽佰	核心业务人员
10	杨帆	核心业务人员
11	方劼	核心业务人员
12	贺洋	核心业务人员

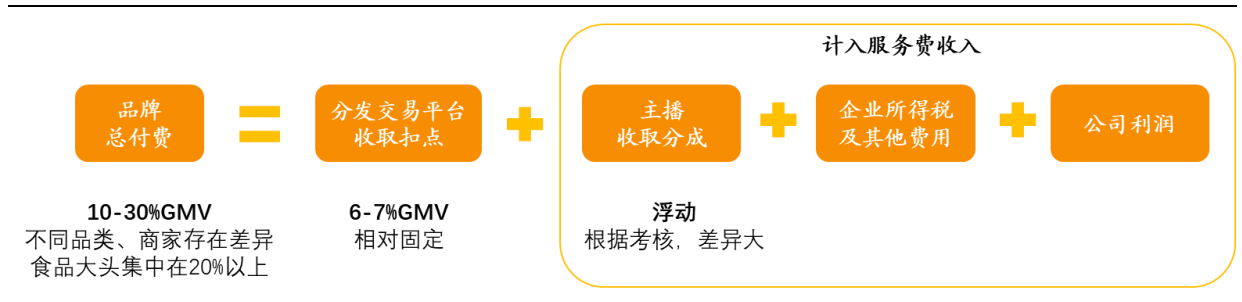
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

合作方式：辛选团队入职盛讯云商，合作开展直播电商、分工明确。1)在股权层面，公司控股盛讯云商：辛选控股持有盛讯云商 49%股份，公司持有 51%。2)在董事会层面，公司拥有强话语权：盛讯云商董事会成员共 3 人，由公司委派的董事 2 人，为多数席位的一方，重要的经营决策都要通过董事会、股东会去讨论决定。3)在经营层面，辛巴团队主导业务，公司主要负责内控管理和财务管理，辛巴团队负责运营。

业务内容：休闲食品和游戏衍生品为主，有望逐步拓展。当前具体合作规划包括：(1) 游戏 IP 衍生品、休闲零食的直播带货业务；(2) 游戏主播签约、孵化、游戏直播等业务；(3) 游戏推广业务，即通过旗下签约主播进行游戏推广、代言等获取广告收入；(4) 游戏 IP 开发业务。**休闲零食用户与游戏用户市场高度复合，推动双方共赢。**休闲零食和游戏的主力消费群体为年轻人，消费行为具有冲动性且消费频次高等特点。未来，公司将根据行业政策、市场情况等因素适时扩大盛讯云商业务开展领域范围、对盛讯云商的直播销售品类进行增加。

直播电商利益分配&公司收入确认方式：带货佣金扣除平台扣点后计服务费收入。直播电商产业链利益分配主要由供货方付链接费、佣金，平台收取平台费用，主播根据考核拿分成，公司费用和利润等构成。**1) 品牌付费：**链接费数万元不等；佣金根据 GMV，比率因品类、商家而异，食品是 20%以上，不排除个别商品偏高。**2) 扣除平台费用后计入服务费收入：**平台费用相对固定，快手和淘宝平台收取费用约有 6%-7%，假设品类 25% 佣金减去 7%平台费用，那么剩下 18%的 GMV 由淘宝划转给公司、计入公司服务费收入。再由公司进行主播分成的分配：主播根据不同考核结果分成比例浮动大。10 月以来，双方已经已经展开直播电商合作，带货成绩优异。如果按照辛巴团队全年带货 300 亿测算，全年整个美食饮品类带货 GMV 约有 60 亿，那么品牌支付的佣金（20%以上）扣除平台费用（6-7%）后的服务费将超过 7 亿，当前仅承接休闲食品类直播电商，未来如果合作范围进一步扩大，公司服务费收入体量极为庞大。

图 10：直播电商利益分配及盛讯云商收入确认方式



资料来源：浙商证券研究所

2.2. 游戏业务平稳运营，辛选股权激励深度绑定，公司业绩确定性强

公司原主营业务主要有游戏业务和电信增值业务，业务运营稳定。2020 年前三季度实现收入 1.7 亿，实现净利润 6500 多万，扣非后净利润约 1000 万左右。其中游戏业务贡献原业务的过半的收入和主要利润，收入利润同比去年均有一定增长。电信增值业务主要是从事中国移动分发流量的业务，相比去年略有下滑，但由于其低毛利特点，对业绩影响不大。

游戏业务运营主体中联畅想为东南亚棋牌类游戏领先者，目前已在泰国、印度尼西亚等东南亚国家和地区推出多款游戏产品，在当地细分游戏市场逐渐形成了领先优势，未来将在已经较大优势的地区增加新游戏，以及拓展业务覆盖区域来实现稳健增长。

中联畅想系 2018 年收购所得，2021 年业绩承诺期结束后可稳定过渡。2018 年公司收购专注于面向海外市场的休闲社交棋牌类移动网络游戏的研发和运营的中联畅想 67% 的股权。2019 年收购剩余 33% 股权，中联畅想成为公司全资子公司。目前公司负责内控管理和财务管理，对方负责运营。目前，公司本身也一直运营游戏，对海外市场业务熟悉，公司与中联畅想核心经营团队合作、互动良好，承诺期结束后，公司将通过激励机制保持核心人员稳定性。

新业务方面，公司推出股权激励与辛巴深度绑定，公司业绩确定性强。一方面公司与辛有志团队共 12 人签订长期的劳动合同，包括主要合伙人辛有志、宋铁牛、郑伽栢、初瑞雪等。另一方面公司通过对辛有志团队实施股权激励计划进行深度绑定。公司于 9 月推出了针对辛巴团队入职人员的股权激励计划，拟授予的限制性股票数量为 840.06 万股，占总股本的 9%，分 3 年解锁。解锁条件为盛讯云商的净利润需满足一定条件，2020-2022 年的最低净利润目标分别为 0.2/2.2/2.6 亿元。未来，双方不排除采用更多元化的合作模式实现长期共赢。

表 4：限制性股票在各激励对象间的分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日公司股本总额的比例
辛有志	盛讯云商董事长、 核心业务人员	93.34	11.11%	1.00%
宋铁牛	盛讯云商总经理	84.01	10.00%	0.90%
杨芸	盛讯云商副总经理	46.67	5.56%	0.50%
辛选核心技术（业务）人员（共 9 人）		616.04	73.33%	6.60%
合计		840.06	100.00%	9.00%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3. 估值及投资建议

直播电商是一个具备长期产业红利的成长型赛道，盛讯达携手行业头部玩家辛巴家族以食品为突破口，共享行业红利，未来更具看点。考虑到辛巴家族现有直播电商业务的存量、结构与成长性，我们认为通过股权深度绑定辛巴家族的盛讯达基本面已经发生重大变化，兼具确定性及成长性。预计公司 2020-2022 年公司营收分别增长 63%/183%/20% 至 3.5/9.9/11.9 亿，2020-2022 年归母净利润分别为 1.1/1.7/1.8 亿，对应 PE 42X/27X/25X，上调评级为“买入”。

表 5：公司核心业务盈利预测（单位：百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
公司原业务盘	410.70	215.56	231.15	242.71	254.84
YoY	68.82%	-47.51%	7.23%	5.00%	5.00%
净利润	20.18	-210.88	95.75	55.18	42.07
YoY	-68.08%	-1145%	--	-42.37%	-23.76%
盛讯云商			120.00	750.00	937.50
YoY					25.00%
净利润			30.00	230.00	280.00
YoY					21.74%

资料来源：浙商证券研究所

表 6：公司盈利预测（单位：百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
公司整体收入	410.70	215.56	351.15	992.71	1,192.34
YoY	68.82%	-47.51%	62.90%	182.70%	20.11%
净利润	20.18	-210.88	125.75	285.18	322.07
YoY	-68.08%	-1145.00%	--	126.78%	12.94%
归母净利润	10.16	-225.77	110.75	170.18	182.07
YoY	-83.93%	-2322%	-149.06%	53.66%	6.99%

资料来源：浙商证券研究所

表 7：公司与同业估值比较（PE）

上市公司	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				归母净利润 YOY				PE			
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
游戏业务													
三七互娱	611	3.93	29.09	34.94	41.29	37%	641%	20%	18%	156	21	17	15
世纪华通	601	5.15	37.68	45.11	51.35	24%	632%	20%	14%	117	16	13	12
完美世界	559	5.57	24.08	28.99	33.81	3%	332%	20%	17%	100	23	19	17
										124	20	17	14
直播电商业													
天下秀	305	3.93	3.96	6.07	8.79	37%	1%	53%	45%	78	77	50	35
星期六	166	5.15	1.96	5.07	7.35	24%	-62%	158%	45%	32	85	33	23
值得买	85	5.57	1.54	1.96	2.40	3%	-72%	28%	22%	15	56	44	36
										42	72	42	31
盛讯达	46	110.8	170.2	182.1	110.8	-2322%	-149%	54%	7%	(20.4)	42	27	25

数据来源：Wind 一致预期、浙商证券研究所预测

4. 风险提示

直播电商行业发展不及预期、竞争加剧、双方合作进展不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	532	397	829	1,164	营业收入	216	351	993	1,192
现金	183	276	576	966	营业成本	132	212	495	588
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	2	2	5	6
应收账款	73	75	146	125	营业费用	25	20	53	48
其它应收款	3	4	16	8	管理费用	30	24	48	56
预付账款	16	37	87	60	研发费用	23	24	50	60
存货	0	0	0	0	财务费用	9	4	10	12
其他	257	5	5	5	资产减值损失	-264	0	0	0
非流动资产	808	827	834	841	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	26	-7	0	0
长期投资	55	55	55	55	其他经营收益	5	0	0	0
固定资产	98	104	109	113	营业利润	-246	116	333	424
无形资产	3	2	1	1	营业外收支	45	40	40	0
在建工程	0	0	0	0	利润总额	-200	156	373	424
其他	652	666	668	671	所得税	11	30	87	102
资产总计	1,340	1,224	1,663	2,005	净利润	-211	126	285	322
流动负债	394	124	289	304	少数股东损益	15	15	115	140
短期借款	50	50	50	50	归属母公司净利润	-226	111	170	182
应付款项	0	10	14	15	EBITDA	-169	170	273	301
预收账款	106	11	88	150	EPS (最新摊薄)	-2.42	1.19	1.82	1.95
其他	238	52	136	89	主要财务比率				
非流动负债	222	238	241	246		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	25	25	25	成长能力				
其他	222	213	216	221	营业收入	-47.5%	62.9%	182.7%	20.1%
负债合计	617	362	530	550	营业利润	-1099.3%	-147.1%	187.3%	27.4%
少数股东权益	3	18	133	273	归属母公司净利润	-2322.1%	-149.1%	53.7%	7.0%
归属母公司股东权益	720	845	1,000	1,182	获利能力				
负债和股东权益	1,340	1,224	1,663	2,005	毛利率	38.8%	39.5%	50.1%	50.7%
					净利率	-104.7%	31.5%	17.1%	15.3%
					ROE	-23.7%	14.0%	17.1%	14.1%
					ROIC	-28.2%	12.7%	19.0%	17.9%
					偿债能力				
					资产负债率	46.0%	29.5%	31.9%	27.4%
					净负债比率	85.3%	41.9%	46.8%	37.8%
					流动比率	1.3	3.2	2.9	3.8
					速动比率	1.3	2.9	2.6	3.6
					营运能力				
					总资产周转率	0.1	0.3	0.7	0.7
					应收帐款周转率	1.8	4.0	8.0	8.0
					应付帐款周转率	45.0	40.0	40.0	40.0
					每股指标(元)				
					每股收益	-2.42	1.19	1.82	1.95
					每股经营现金	1.44	0.64	3.99	3.97
					每股净资产	7.71	9.05	10.71	12.66
					估值比率				
					P/E	-20.4	41.6	27.1	25.3
					P/B	6.4	5.5	4.6	3.9
					EV/EBITDA	-26.4	25.9	15.1	12.3

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>