

盛讯达(300518)

深度报告

行业公司研究—传媒及互联网行业一

证券研究报告

牵手辛选，共探直播电商新天地

——盛讯达首次覆盖报告

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

报告导读

2020年9月，公司与辛有志控制的广东辛选控股有限公司协商一致并签订了《股权转让协议》，由公司向辛选控股转让全资子公司盛讯云商49%股权。同时辛有志团队入职盛讯云商，并通过盛讯云商开展直播电商相关业务。公司亦于9月推出了针对盛讯云商公司管理层的限制性股票激励计划，寻求在直播电商业务领域的探索。

投资要点

□ 辛巴团队入职盛讯云商，2021目标净利润2.2亿元

公司于9月推出了针对盛讯云商公司管理层的限制性股票激励计划，该激励计划拟授予的限制性股票数量为840.06万股，占公告时公司股本比例为9%。该激励计划授予的限制性股票将分三期解锁，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。

□ 辛有志团队整体实力强劲，代表直播带货行业领先水平

辛有志团队在快手平台上拥有极高知名度。在粉丝量角度观察，辛巴（辛有志本人）粉丝量为6344.26万人，即便与其他快手顶级流量（二驴的、散打哥、小伊伊）相比亦存在较大优势；同时辛选团队注重矩阵化主播培养，旗下蛋蛋、赵梦澈、时大漂亮以及陈小硕等主播均有千万级的粉丝量，拥有极强的电商带货转化基础。

□ 以游戏运营为主的互联网业务为公司基本盘

目前公司主要业务包括游戏业务、电信增值业务和租赁业务三大板块。其中游戏业务为公司主要收入来源，主要包括游戏运营业务和受托开发业务等；电信增值业务为公司以较低的折扣自基础运营商处取得流量、话费后对外销售。租赁业务主要为经营租赁，公司将自有房产对外出租，以获取租金收益。

□ 盈利预测及估值

我们认为2020年上半年盛讯达公司互联网及租赁业务恢复有序，2020年业务层面有望实现平稳发展；辛选团队或将赋能公司在直播电商领域进行有效探索，从而对公司营收及业绩形成有效推动。我们预计2020-2022年公司营收分别增长66.85%/373.85%/16.34%至3.6/17.04/19.83亿，2020-2022年净利润分别为0.95/3.12/3.58亿。公司与辛选股份的联合，或将有效提升公司利润质量，我们认为随着公司利润逐步释放将会抬升公司估值中枢，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：直播电商行业发展不及预期、双方合作进展不及预期。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	216	360	1704	1983
(+/-)	-47.51%	66.85%	373.85%	16.34%
净利润	-226	84	203	223
(+/-)	-	-	141.65%	9.71%
每股收益(元)	-2.42	0.90	2.18	2.39
P/E	-18.37	49.35	20.42	18.61

评级

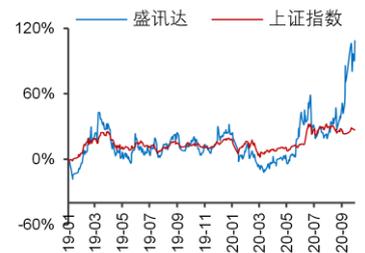
增持

上次评级	首次评级
当前价格	¥47.12

单季度业绩

元/股

2Q/2020	0.05
1Q/2020	0.59
4Q/2019	-2.59
3Q/2019	0.08



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

联系人：辛泽熙

正文目录

1. 盛讯达：以游戏运营为核心的互联网企业	3
1.1. 互联网业务为公司基本盘，租赁业务发展较快	3
1.2. 主要游戏基本情况：棋牌为主，放眼海外	5
1.3. 公司财务情况：现金储备良好，2019 亏损主要源于减值计提	5
1.4. 公司股权情况：分布较为集中，实际控制人为陈湧锐	6
2. 牵手辛有志严选，试水直播电商领域	7
2.1. 辛巴团队入职盛讯云商，2021 目标净利润 2.2 亿元	7
2.2. 辛有志团队整体实力强劲，代表直播带货行业领先水平	8
2.3. 未来双方合作将聚焦于游戏相关直播及主播培养	9
2.4. 直播电商行业仍处于扩容阶段，头部团队有望持续增长	9
3. 估值及投资建议	11
4. 风险提示	13

图表目录

图 1: 盛讯达主要业务一览	3
图 2: 各主要业务收入占比 (2019)	4
图 3: 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入增长情况一览 (亿美元)	5
图 4: 辛巴团队及快手知名主播粉丝量一览 (2020-10/单位: 万人)	8
图 5: 辛选团队知名主播近三十天直播带货 GMV 情况 (单位: 亿元)	9
图 6: 我国直播电商市场规模 (亿元)	10
图 7: 我国直播电商受众基本数量 (亿)	10
图 8: 直播电商产业链简化流程	11
图 9: 盛讯达 2019 年动态 PE-BAND 平均水平	13
表 1: 公司收入分行业一览 (单位: 百万)	4
表 2: 公司主要游戏基本情况 (2020H1 单位: 百万)	5
表 3: 公司基本财务情况一览 (百万)	6
表 4: 公司前十大股东基本情况	6
表 5: 限制性股票在各激励对象间的分配情况	7
表 6: 盛讯云商核心技术 (业务) 人员一览	7
表 7: 激励计划需摊销费用明细及解锁目标 (单位: 百万)	8
表 8: 辛有志团队知名带货场次一览 (单位: 亿元)	12
表 9: 盛讯达及同行业公司业绩预测及对应 PE	12
表附录: 三大报表预测值	14

1. 盛讯达：以游戏运营为核心的互联网企业

1.1. 互联网业务为公司基本盘，租赁业务发展较快

盛讯达成立于 2006 年 12 月，并于 2016 年 6 月在深圳证券交易所创业板成功上市。目前公司主要业务包括游戏业务、电信增值业务和租赁业务三大板块。

游戏业务：公司主要收入来源，主要包括游戏运营业务和受托开发业务等。

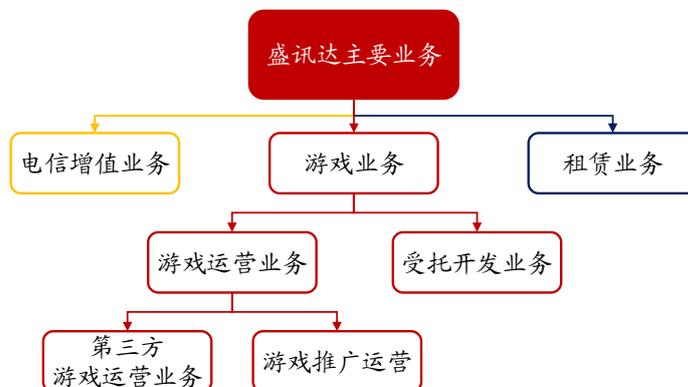
游戏运营业务模式分为第三方平台游戏运营和游戏推广运营。第三方平台联合运营是指公司将自研或代理等方式获得的游戏产品交由第三方游戏运营平台运营。第三方游戏平台公司负责平台的运营、推广、充值服务以及计费系统的管理，公司与游戏开发商联合提供技术支持服务。游戏推广运营是指公司在取得不同游戏平台的游戏推广资格后，将游戏向各游戏渠道推广商予以推广。

受托开发业务是指公司接受客户的委托，开发相关游戏产品，开发完成提交客户，经验收后，公司向客户收取固定制作费，在游戏成功上线运营后按合同约定的分成比例向客户收取充值流水分成款。目前，公司主要进行手机游戏和网页游戏的研发。

电信增值业务：主要为公司以较低的折扣自基础运营商处取得流量、话费后对外销售。

租赁业务主要为经营租赁，公司将自有房产对外出租，以获取租金收益。目前，租赁业务主要是公司全资子公司利丰创达名下的投资性房地产用于出租。

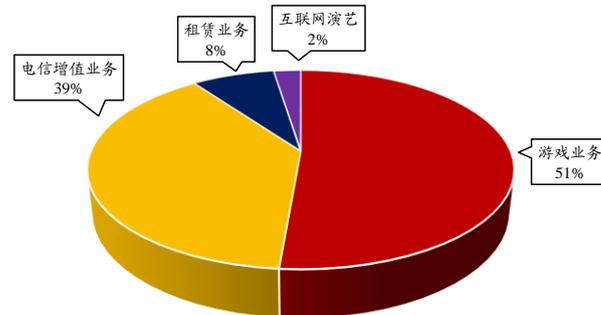
图 1：盛讯达主要业务一览



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2019年游戏业务占比达到51%，是公司营业收入的核心板块；电信增值业务占比为39%，是公司第二大板块；租赁业务2019年营收占比为8%，高于占比2%的互联网演艺业务。目前公司主营业务重心均位于游戏、电信增值及租赁业务中，互联网演艺业务收入占比或将持续降低。

图 2：各主要业务收入占比（2019）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2017-2019年，公司营收分别为2.43/4.10/2.16亿元，同比增长17.38%/68.83%/-47.51%。2019年公司营收受互联网及其他业务拖累较大，互联网业务收入同比减少的主要原因如下：

- 1、2018年、2019年国内手机出货量下滑幅度较大，手机单机游戏开发业务2018年开始萎缩，收入出现较大幅度下滑；
- 2、运营商业务调整，公司电信增值业务收入下滑；
- 3、受监管、市场竞争、运营成本高等因素影响，2019年公司主动缩减了对互联网演艺业务、游戏推广业务的投入。

表 1：公司收入分行业一览（单位：百万）

	2016	2017	2018	2019
营业收入	207.25	243.27	410.70	215.56
yoy	-	17.38%	68.83%	-47.51%
互联网行业及其他	205.32	238.52	402.16	199.50
yoy	-	16.17%	68.61%	-50.39%
租赁	1.93	4.75	8.55	16.06
yoy	-	146.70%	79.83%	87.91%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.2. 主要游戏基本情况：棋牌为主，放眼海外

公司较为专注于面向海内外市场的休闲社交棋牌类移动网络游戏的研发和运营，目前已在中国及东南亚推出多款游戏产品，尤其在泰国、印度尼西亚等国家和地区的细分游戏市场中形成了一定优势，2019年公司海外业务收入实现0.94亿元，占比为43.68%；2020H1公司五大主要游戏中棋牌类游戏已占四席，收入合计占游戏业务收入比例约52.88%。

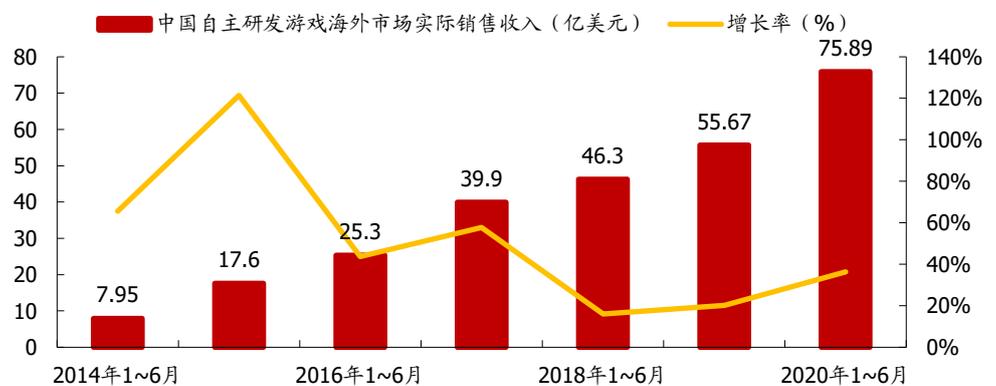
表 2：公司主要游戏基本情况（2020H1 单位：百万）

游戏名称	版本号	类型	运营模式	对应运营商名称	游戏分发渠道	收费方式	收入	占游戏业务收入比例
游戏一	2016SR377945	棋牌	联合运营	APPLE/ GOOGLE	APPLE/ GOOGLE	金币模式	15.13	23.89%
游戏二	2016SR377953	棋牌	联合运营	APPLE/ GOOGLE	APPLE/ GOOGLE	金币模式	11.90	18.79%
游戏三	2017SR667943	棋牌	联合运营	GOOGLE	GOOGLE	金币模式	4.36	6.88%
游戏四	2016SR387551	手游	联合运营	APPLE	APPLE	道具收费	1.68	2.66%
游戏五	2018SR1003897	棋牌	联合运营	GOOGLE /MOL	GOOGLE /MOL	金币模式	0.42	0.66%

资料来源：浙商证券研究所

在行业角度观察，数据显示2020年上半年中国游戏企业积极拓展海外，中国自主研发游戏在海外市场的实际销售收入达75.89亿美元，同比增长36.32%，保持快速增长势头。公司主要业务行业趋势较为稳定。

图 3：中国自主研发游戏海外市场实际销售收入增长情况一览（亿美元）



资料来源：《2020年1-6月中国游戏产业报告》、浙商证券研究所

1.3. 公司财务情况：现金储备良好，2019 亏损主要源于减值计提

2016-2018年，公司净利润分别为1.0/0.6/0.2亿元；2019年公司净利润为-2.1亿元，该年度净利润与往年发生较大差异的原因如下：

1、2019年大量游戏厂商开始进驻海外游戏市场，东南亚游戏市场竞争加剧，获客难度和推广成本持续上升，公司子公司中联畅想2019年经营业绩下滑，未能达到预期收益，故于该年度计提中联畅想商誉减值准备1.58亿元；

2、2019年下半年利丰创达观澜厂房园区周边租金出现下滑，厂房空置率较高。故因此在该年度对利丰创达投资性房地产计提减值准备 1.04 亿元。

表 3：公司基本财务情况一览（百万）

	2016	2017	2018	2019
毛利率	85.22%	69.60%	28.93%	38.80%
销售费用率	11.31%	6.65%	6.35%	11.66%
管理费用率	26.89%	24.28%	7.71%	13.74%
净利润	99.67	63.23	20.18	-210.88
净利率	48.09%	25.99%	4.91%	-97.83%
扣除非经常性损益后归母净利润	93.47	57.81	4.66	-289.46
扣除非经常性损益后归母净利率	45.10%	23.76%	1.13%	-134.28%
货币资金	731.84	271.33	186.60	183.19
经营现金流量净额	88.41	39.78	86.20	134.77

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.4. 公司股权情况：分布较为集中，实际控制人为陈湧锐

公司实际控制人为陈湧锐，截至 2020H1，陈湧锐持股数量为 0.42 亿股，占比为 44.76%；在公司前十大股东中，陈湧锐、陈湧彬以及陈湧鑫为兄弟，三人合计持股 0.45 亿股，合计占比为 48.37%。公司股权分布较为集中，有利于公司决策的落实与推动。

表 4：公司前十大股东基本情况

股东名称	持股比例	持股数量	质押股票数量
陈湧锐	44.76%	41.78	41.75
马嘉霖	13.93%	13.00	13.00
陈湧彬	2.51%	2.35	2.30
中铁宝盈资产-浦发银行-中铁宝盈-宝鑫 77 号特定客户资管计划	1.63%	1.52	-
鹏华资产-浦发银行-鹏华资产金润 24 号资产管理计划	1.41%	1.32	-
鹏华资产-浦发银行-鹏华资产金润 28 号资产管理计划	1.30%	1.21	-
陈湧鑫	1.10%	1.03	1.00
郑娟娟	0.61%	0.57	-
鹏华资产-浦发银行-鹏华资产方圆 6 号资产管理计划	0.58%	0.54	-
鹏华资产-浦发银行-鹏华资产方圆 18 号资产管理计划	0.48%	0.45	-
合计	68.31%	63.77	-

资料来源：浙商证券研究所

2. 牵手辛有志严选，试水直播电商领域

2.1. 辛巴团队入职盛讯云商，2021 目标净利润 2.2 亿元

2020 年 9 月，公司与辛有志控制的广东辛选控股有限公司协商一致并签订了《股权转让协议》，由公司向辛选控股转让公司全资子公司盛讯云商 49% 股权。同时辛有志团队入职盛讯云商，并通过盛讯云商开展直播电商相关业务。

此外，公司亦于 9 月推出了针对盛讯云商公司管理层的限制性股票激励计划，寻求在直播电商业务领域的探索。该激励计划拟授予的限制性股票数量为 840.06 万股，占公告时公司股本比例为 9%。本次授予为一次性授予，无预留权益。

表 5：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%
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

表 6：盛讯云商核心技术 (业务) 人员一览

序号	姓名	职务
1	初瑞雪	核心业务人员
2	计梦瑶	核心业务人员
3	辛库	核心业务人员
4	刘鹏	核心业务人员
5	周通	核心业务人员
6	郑伽佰	核心业务人员
7	杨帆	核心业务人员
8	方劼	核心业务人员
9	贺洋	核心业务人员

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

公司该激励计划授予的限制性股票将分三期解锁，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。本次激励计划的限售期分别为自限制性股票完成登记之日起 12 个月、24 个月和 36 个月。激励对象根据本激励计划获授的限制性股票在限售期内不得转让、用于担保或偿还债务。如盛讯云商完成激励计划，或将在收入及利润端对公司形成较大推动。

表 7：激励计划需摊销费用明细及解锁目标（单位：百万）

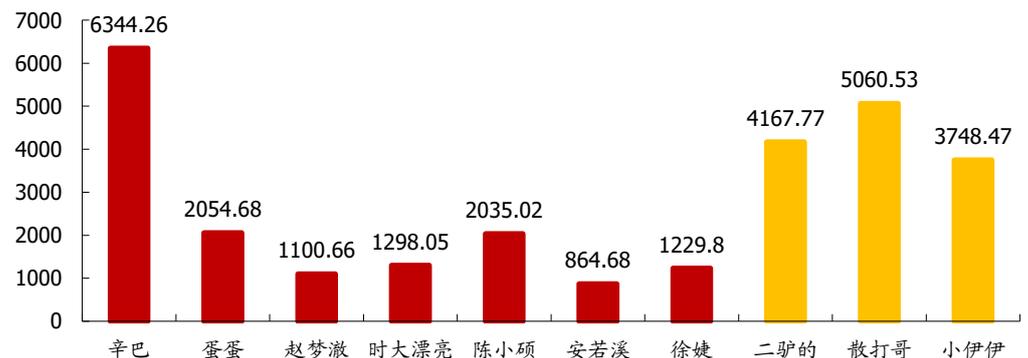
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
需摊销的总费用	10.54	62.26	52.04	21.08
解锁所需净利润 最低值	20.00	220.00	260.00	-

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2.2. 辛有志团队整体实力强劲，代表直播带货行业领先水平

辛选控股的发展依托于以辛有志为代表的直播团队所进行的直播电商业务。辛有志团队主要在快手平台进行直播带货，在该平台上拥有极高知名度。在粉丝量角度观察，辛巴（辛有志本人）粉丝量为 6344.26 万人，即便与其他快手顶级流量（二驴的、散打哥、小伊伊）相比亦存在较大优势；同时辛选团队注重矩阵化主播培养，旗下蛋蛋、赵梦澈、时大漂亮以及陈小硕等主播均有千万级的粉丝量，拥有极强的电商带货转化基础。

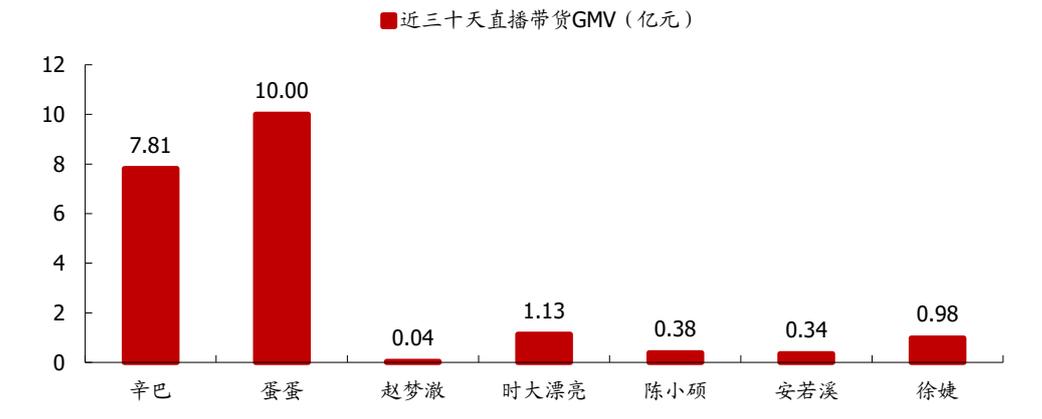
图 4：辛巴团队及快手知名主播粉丝量一览（2020-10/单位：万人）



资料来源：壁虎看看、浙商证券研究所

辛有志团队于 2018 年进军短视频直播电商带货领域，依托较强的主播带货能力及供应链选品能力实现了单场 GMV 的逐步提升。2018 年 8 月，辛有志单场直播仅销售了 12 万元商品，但仅在三个月后辛有志就于当年 11 月实现了单场 1.1 亿 GMV。2020 年 6 月，辛有志举行“辛有志回归”专场直播带货，单场实现 12.5 亿 GMV。与此同时，辛有志旗下主播蛋蛋、时大漂亮也均拥有较强直播带货能力，在美妆、女性生活等领域具有极强的消费号召力。

图 5：辛选团队知名主播近三十天直播带货 GMV 情况（单位：亿元）



资料来源：壁虎看看、浙商证券研究所

2.3. 未来双方合作将聚焦于游戏相关直播及主播培养

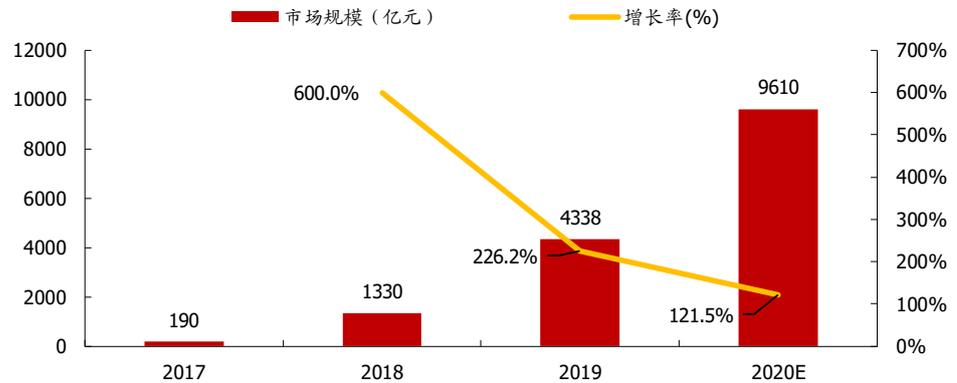
据公司披露，盛讯云商与辛选团队的合作将主要集中于以下两大方面：

- 1、盛讯云商与辛选团队，在直播带货业务领域协同销售游戏 IP 衍生品及休闲零食品类，另外，双方如需扩大业务开展领域范围，增加盛讯云商的直播销售品类，则需避开辛选团队与其他商业主体之间的合约，以免发生业务竞争。
- 2、在主播签约、孵化领域，盛讯云商将与辛选团队共同探索，依托于盛讯云商的游戏开发主营业务，着力培养侧重于游戏直播、娱乐等领域的优秀主播。未来盛讯云商将对签约主播隶属关系进行明确区分并做业务隔离，上市公司的签约主播不会与辛选股份已有业务主体发生相关合作及往来，避免发生业务竞争或冲突关系。

2.4. 直播电商行业仍处于扩容阶段，头部团队有望持续成长

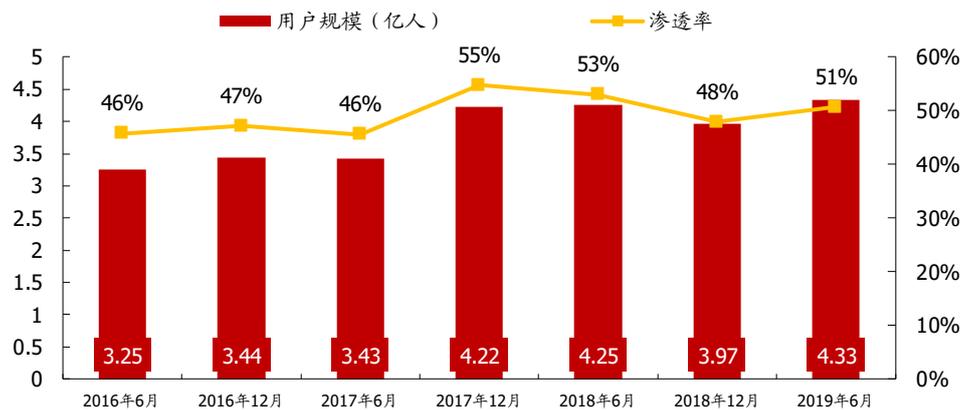
直播电商目前仍处于迅速发展阶段。艾瑞咨询数据显示，2019 年我国直播电商行业规模已实现 4338 亿元；同时 2020 年预计直播电商仍将继续发展，全年销售规模有望实现 9000 亿元。在消费者端，QuestMobile 数据显示，2019 年 6 月我国直播电商受众群体已经达到 4.33 亿人，渗透率达到 51%。我们预计未来直播电商的的流行趋势将保持稳中有升的态势。

图 6：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

图 7：我国直播电商受众基本数量（亿）

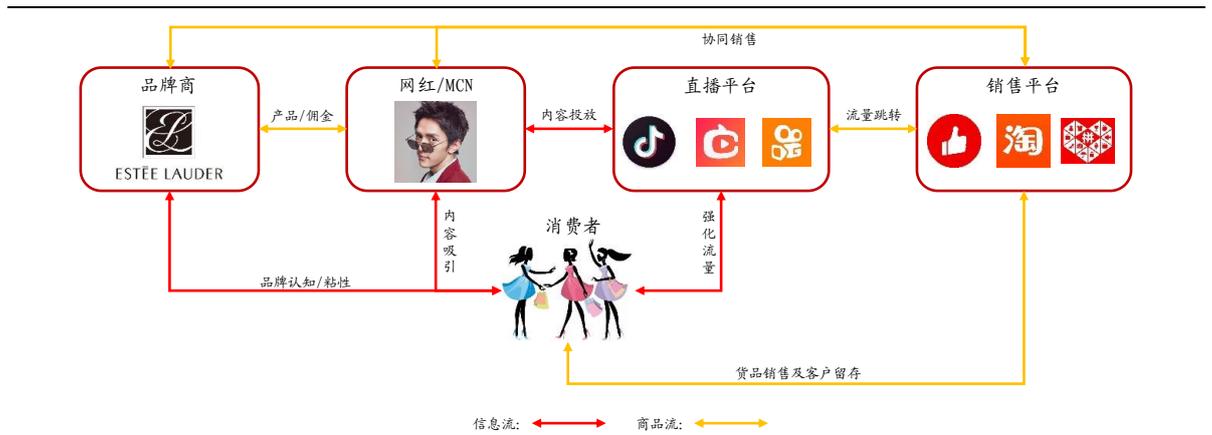


资料来源：QuestMobile、浙商证券研究所

纵观直播电商产业链，“红人 KOL”是直播的核心载体，品牌商、MCN 机构、内容分发渠道以及数据服务支持方，均围绕着主播红人开展一系列的服务。主播红人的能力与责任在于，通过“人格化的认同和信任促成商品销售”，而在此之外的引流、选品、产品供应、售后则均需要各类不同的专业团队协作完成。即消费者直观感受到的“直播卖货”仅为整个直播销售的一个环节，优秀的后台运作团队也是实现持续销售的必不可少的支撑。

主播网红、消费者以及直播平台之间的信息流是构成整个直播销售行为的核心因素。而网红与 MCN 则是位于统一战线，当市场急速扩容时，头部网红可以独立于机构，利用强大的自身流量实现转化；而更多的腰部以下具有细分流量的网红博主，则需要借助 MCN 实现供应链的赋能、营销流量的分发、以及对品牌商的价格谈判。

图 8：直播电商产业链简化流程



资料来源：克劳锐、浙商证券研究所

3. 估值及投资建议

我们认为 2020 年上半年盛讯达公司互联网及租赁业务恢复有序，2020 年业务层面有望实现平稳发展；同时辛选团队或将赋能公司在直播电商领域进行有效探索，从而对公司营收及业绩形成有效推动。

业绩预测层面，基本假设如下：

- 1、公司原有基本业务平稳发展，互联网、电信及租赁业务合计营收维持低个位数发展，费用率水平不出现大幅波动；
- 2、辛选股份股权激励业绩考核指标顺利完成，2020-2022 年为公司子公司提供至少 0.2/2.2/2.6 亿的净利润；对应收入 1.33/14.67/17.33 亿元。
- 3、辛选股份公司直播电商业务稳定发展，净利率符合行业平均水平。

表 8：盛讯达营收预测（单位：百万）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
公司互联网相关业务营收	243.27	410.70	215.56	226.34	237.66	249.54
yoy	17.38%	68.83%	-47.51%	5.00%	5.00%	5.00%
辛选股份承诺利润	-	-	-	20.00	220.00	260.00
辛选对应收入	-	-	-	133.33	1,466.67	1,733.33
yoy	-	-	-		1000.00%	18.18%
合计收入	-	-	-	359.67	1,704.33	1,982.87
yoy	-	-	-	66.85%	373.85%	16.34%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

考虑到辛有志团队在 2020 年所进行的直播中均有较好效果，单场 GMV 最高突破 12 亿元，较为知名的五场直播累计 GMV 已达到 33.7 亿元，同时主播带货量随着行业持续扩容，直播电商或将继续维持高热度。因此辛选团队全年实现预期收入存在较大可能性。

表 9：辛有志团队知名带货场次一览（单位：亿元）

	2018.8	2018.11	2019.7	2019.8	2019.9	2019.10	2019.12	2020.3	2020.4	2020.4	2020.6	2020.10
事件	创立辛选	辛有志单场	辛选国际之旅	818“从辛出发”	9.9 聚划算	首次韩国行	韩国二次专场	辛选女神节	辛选蛋蛋	时大漂亮首秀	辛巴回归专场	辛选蛋蛋
带货 GMV	0.0012	1.10	1.80	1.30	1.25	3.60	6.70	4.60	4.80	5.30	12.50	6.50

资料来源：辛选投资公开交流资料、浙商证券研究所

在此基础上，我们预计 2020-2022 年公司营收分别增长 66.85%/373.85%/16.34%至 3.6/17.04/19.83 亿，2020-2022 年净利润分别为 0.95/3.12/3.58 亿。公司与辛选股份的联合，或将有效提升公司利润质量，随着利润逐步释放，盛讯达预期市盈率将趋近于行业内优秀公司。综上，首次覆盖给予“增持”评级。

表 10：盛讯达及同行业公司业绩预测及对应 PE

	收盘价	EPS			PE		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
盛讯达	47.12	0.91	2.19	2.4	49.35	20.42	18.61
三七互娱	33.91	1.42	1.69	1.99	23.88	20.07	17.04
世纪华通	8.88	0.51	0.61	0.69	17.41	14.56	12.87
完美世界	20.31	1.24	1.48	1.72	16.38	13.72	11.81

资料来源：WIND 一致预期、浙商证券研究所

图 9：盛讯达 2019 年动态 PE-BAND 平均水平



资料来源：WIND、浙商证券研究所

4. 风险提示

直播电商行业发展不及预期、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	501	1345	2000	营业收入	216	360	1704	1983
现金	183	214	601	1175	营业成本	132	198	852	1001
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	2	2	9	11
应收账款	73	90	436	491	营业费用	25	36	170	198
其它应收款	3	6	34	33	管理费用	30	47	222	258
预付账款	16	22	94	110	研发费用	23	39	184	214
存货	0	0	0	0	财务费用	9	11	8	-1
其他	257	170	180	190	资产减值损失	271	7	17	20
非流动资产	808	778	793	736	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	26	26	26
长期投资	55	55	55	55	其他经营收益	4	4	5	4
固定资产	98	115	112	37	营业利润	-246	51	273	311
无形资产	3	10	16	23	营业外收支	45	45	45	45
在建工程	0	0	0	0	利润总额	-200	96	318	357
其他	652	598	609	621	所得税	11	2	8	9
资产总计	1340	1279	2138	2736	净利润	-211	94	311	348
流动负债	394	328	831	1082	少数股东损益	15	10	107	125
短期借款	50	90	56	57	归属母公司净利润	-226	84	203	223
应付款项	0	0	2	2	EBITDA	-164	118	338	368
预收账款	106	60	378	582	EPS (最新摊薄)	-2.42	0.90	2.18	2.39
其他	238	177	395	440	主要财务比率				
非流动负债	222	135	179	179		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	222	135	179	179	营业收入	-47.51%	66.85%	373.85%	16.34%
负债合计	617	462	1010	1261	营业利润	-1099.48%	120.78%	434.75%	13.96%
少数股东权益	3	13	120	245	归属母公司净利润	-	-	141.65%	9.71%
归属母公司股东权益	720	804	1007	1230	获利能力				
负债和股东权益	1340	1279	2138	2736	毛利率	38.80%	45.00%	50.00%	49.50%
					净利率	-97.83%	26.15%	18.22%	17.54%
					ROE	-23.71%	10.92%	20.89%	17.12%
					ROIC	-18.29%	9.23%	23.32%	21.78%
					偿债能力				
					资产负债率	46.04%	36.14%	47.26%	46.08%
					净负债比率	36.01%	43.80%	18.58%	15.56%
					流动比率	1.35	1.53	1.62	1.85
					速动比率	1.35	1.53	1.62	1.85
					营运能力				
					总资产周转率	0.14	0.27	1.00	0.81
					应收帐款周转率	2.05	4.23	6.12	3.98
					应付帐款周转率	45.05	566.49	766.39	510.15
					每股指标(元)				
					每股收益	-2.42	0.90	2.18	2.39
					每股经营现金	1.44	0.74	4.28	5.16
					每股净资产	7.71	8.61	10.79	13.18
					估值比率				
					P/E	-18.37	49.35	20.42	18.61
					P/B	5.76	5.16	4.12	3.37
					EV/EBITDA	-17.12	36.29	11.92	9.75

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	135	69	399	482
净利润	-211	94	311	348
折旧摊销	37	11	11	11
财务费用	9	11	8	-1
投资损失	-26	-26	-26	-26
营运资金变动	-29	-81	89	141
其它	354	60	6	8
投资活动现金流	76	-8	11	83
资本支出	231	-24	-5	67
长期投资	233	0	0	0
其他	-389	16	16	16
筹资活动现金流	-217	-30	-23	9
短期借款	0	40	-35	2
长期借款	-157	0	0	0
其他	-61	-70	12	7
现金净增加额	-7	31	387	574

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>