

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 10.68
合理价格区间(元): 13.11~14.82

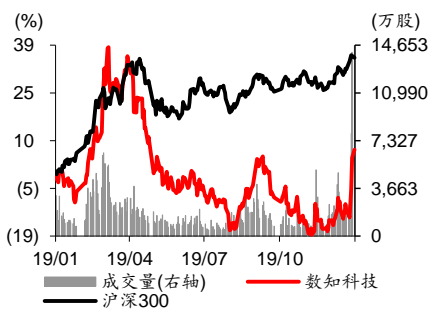
王林 执业证书编号: S0570518120002
研究员 wanglin014712@htsc.com

赵悦媛 执业证书编号: S0570519020001
研究员 zhaoyueyuan@htsc.com

相关研究

- 1《数知科技(300038 SZ,买入): H1 增速稳健,持续拓展国内市场》2019.08
- 2《数知科技(300038,买入): H1 业绩预告增速稳健》2019.07
- 3《数知科技(300038,买入): AI 战略落地初现规模》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

5G+MCN 共振,再迎新机遇

数知科技(300038)

5G+MCN 迎新机遇

5G 应用加速落地, MCN 直播类创新互联网营销浪潮迭起, 公司作为智能营销领军企业, 且基于 BBHI SSP 平台核心大数据分析技术, 是行业标杆企业, 业务拓展有望加速。同时, 预期河南信产投的国资入股计划, 将成为公司 5G、物联网以及大数据业务新的发展机遇, 2020 年翻开新篇章, 迎来基本面向好。预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.49、0.57 和 0.70 元(调整前为 0.75/0.99/1.25 元), 维持“买入”评级。

5G 应用加速落地, MCN 直播类创新互联网营销浪潮迭起

5G 商用带动应用加快落地, 直播作为 5G 应用的先锋之一备受关注, 同时内容营销更显重要, 推动“MCN+电商+直播”的新型内容营销模式飞速发展, 数知科技旗下子公司中易电通 DIM 平台整合了 MCN、SSP、DSP、CDP 等人工智能和大数据技术, 发挥 MCN 优势及海量优质媒介资源、定制化全案服务等实现广告主诉求。内容营销+技术平台+媒介资源打造公司 5G 智慧营销前沿地位。

国资计划入股, 5G 发展面临新机遇

公司于 2019 年 11 月 18 日公告与河南信产投资和信产基金签署《股份转让意向协议》, 公司控股股东拟转让 20% 股权, 河南信产投承接省内互联网、物联网、大数据、云计算、人工智能等信息产业重点项目, 与华为、诺基亚贝尔、京东、甲骨文、运营商、广电等行业巨头建立合作关系。本次国资入股将有效推动数知科技在 5G 基础设施、物联网、大数据等领域的全面战略布局, 同时有利于提高公司融资能力, 降低融资成本, 进一步助力公司业务开展。5G 春风已到, 公司有望迎来新的发展机遇。

Adtech 技术前沿, 行业标杆地位

BBHI 旗下子公司 Media.net 的大数据和人工智能先进算法技术行业领先, 是公司的核心壁垒。SSP 平台是广告行业的技术型 Adtech 平台, 区别于 DSP 平台主要依靠媒体资源获得市场竞争力, 故而 BBHI 的定位为软件类 Adtech 公司, 其基于上下文检索的广告技术全球领先, 仅次于 Google AdSense。2019H1 BBHI 营收增速约为 15.6%, 增长稳健, 为公司收入和利润奠定基础。

20 年基本面改善, 估值处于相对底部区间, 维持“买入”评级

公司作为智能营销领军企业, 估值位于相对底部区域, 我们看好公司行业标杆地位, 以及智慧营销+大数据整体布局, 未来加速发展可期。考虑到公司 2019 年三季度因资金受限导致业务拓展不及预期, 下调公司盈利预测, 预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.49、0.57 和 0.70 元(调整前为 0.75/0.99/1.25 元)。参考 A 股同类型公司的 2020 年 PE 估值平均水平为 25.75 倍, 考虑公司大数据分析核心优势, 以及预期基本面向好, 给予 20 年 PE 为 23-26 倍, 对应目标价为 13.11-14.82 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 国资入股落地时间不确定性, 智慧灯杆业务进展不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,172
流通 A 股 (百万股)	805.72
52 周内股价区间 (元)	8.10-13.88
总市值 (百万元)	12,515
总资产 (百万元)	14,359
每股净资产 (元)	9.38

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,751	5,454	5,651	6,738	8,349
+/-%	179.54	98.23	3.61	19.24	23.90
归属母公司净利润 (百万元)	487.27	633.74	574.87	672.16	817.94
+/-%	350.74	30.06	(9.29)	16.92	21.69
EPS (元, 最新摊薄)	0.42	0.54	0.49	0.57	0.70
PE (倍)	25.08	19.29	21.26	18.18	14.94

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

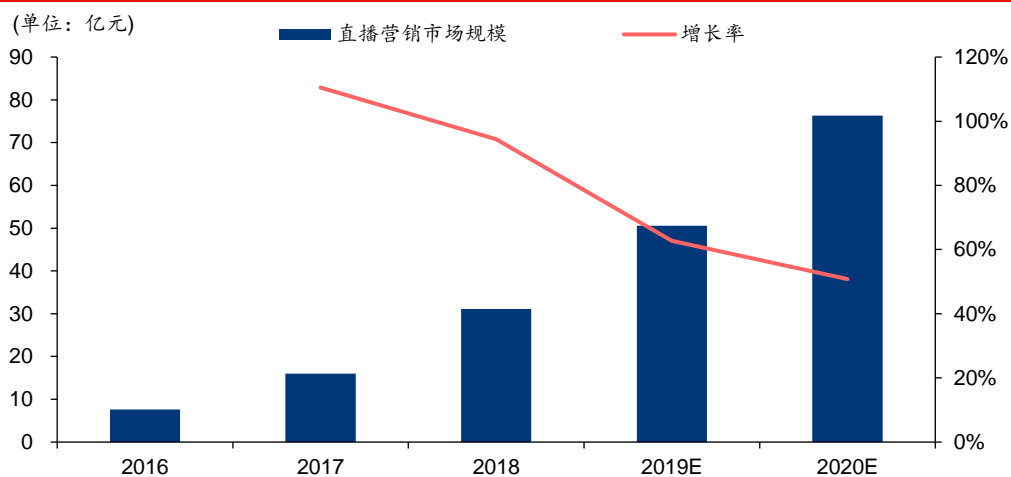
5G 应用加速落地，直播类创新互联网营销浪潮迭起

5G 商用启动，直播内容营销加速发展。2019 年迎来 5G 商用元年，在 10 月 31 日的中国国际信息通信展上，工信部携手三大运营商宣布国内 5G 正式商用。5G 三大应用场景中，增强移动宽带 eMBB 为高性能的直播网络提供基础，在带宽、时延、容量、可靠性等方面均满足未来视频直播的需求。同时，以直播为载体的内容营销嗅到商机，成为了 5G 重要的落地应用场景之一。

在人人即可自媒体的时代，互联网营销与视频直播融合，迸发出新的营销活力，直播营销正加速普及。在这一背景下，我们看到以下变化，首先 5G 网络性能为直播提供基础，加速行业发展；其次，视频表现形式多样化，为营销效果加码，有望成为互联网营销的主流方式；另外，优质内容以及技术升级更显重要，如何抓住用户碎片化的流量，实现精准触达，并有效变现成为核心能力。

据 iiMeida Research《艾媒报告|2018 企业直播营销专题研究报告》数据显示，2018 年中国直播营销市场规模为 31.1 亿元，预计 2019 年市场规模有望达 50.6 亿元，增长率为 62.7%，2020 年将持续高速发展。

图表1：中国直播营销市场规模快速增长



资料来源：iiMeida Research，华泰证券研究所

MCN 是连接内容生产的自媒体和各大平台的经济枢纽，作用在产品、制作、提供资金、交互推广、合作管理、数字版权管理、变现/销售、受众拓展等领域，解决了自媒体的资源对接和平台的商业化变现，通过广告营销等方式实现变现并从中分成，是直播营销领域重要环节，同时如何做到精准营销推送、全产业链布局也成为了 MCN 平台的核心优势之一。

图表2：MCN 是连接内容生产的自媒体和各大平台的经济枢纽



资料来源：克劳瑞《2019 中国 MCN 行业发展研究白皮书》，华泰证券研究所

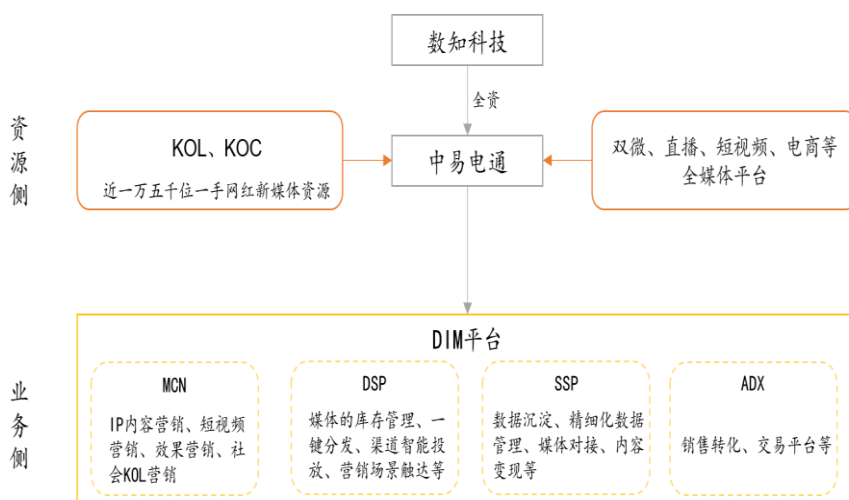
数知科技深耕互联网营销行业，旗下中易电通为 2017 年 11 月设立，投资资金来源于此前并购 BBHI 募集资金，注册资金为 6000 万，目的在于互联网营销业务以及 SSP 平台产品在国内市场的落地和拓展。

中易电通是一家基于人工智能和大数据能力应用于互联网数字营销的智慧营销平台，公司目前覆盖三大业务板块，分别为内容营销业务、MCN 业务以及直播+电商业务。其旗下 DIM 平台整合了 MCN、SSP、DSP、CDP 等人工智能和大数据前沿技术，构建起短视频智能分发、内容营销、IP 营销、内容社群电商以及品牌出海入境等业务板块。中易电通借助用户的碎片化时间、触媒习惯等，充分利用社会化媒体，发挥 MCN 优势及海量优质媒介资源、定制化全案服务等实现广告主诉求，依托 DIM 智慧营销平台赋能，实现全链路营销。

中易电通旗下宇宙网红中心 ICCU 机构，是集网红经济、社交媒体、内容营销为一体的，以网红营销为核心，覆盖全渠道网红新媒体资源，致力于打造“创意玩法-媒介策略-落地执行-数据监测”完整闭环的创新型营销服务商，形成了“明星 MCN+电商+直播”的整合型内容营销模式。

中易电通现有超过 15,000 位一手网红新媒体资源，于 2018 年开始全面布局整个直播带货行业以及营销种草行业，是抖音 MCN 直播机构以及抖音代理商、淘宝认证直播机构、小红书代理商、快手代理商等。拥有网红营销策划、IP 孵化线下直播活动落地执行等业务，服务品牌客户已覆盖汽车、3C、电子电器、游戏动漫、房产、金融、日用快消等多个行业领域。

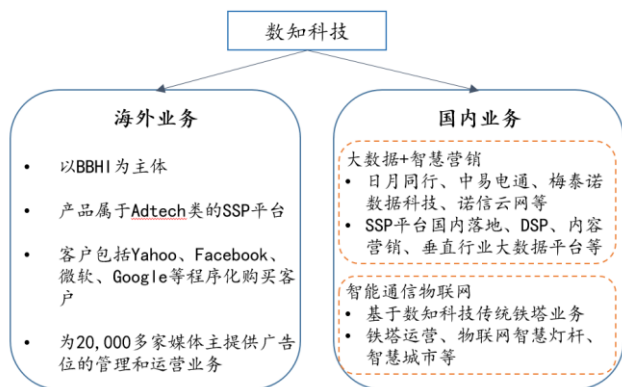
图表3：中易电通实现 MCN+DSP+SSP+ADX 全景互联网营销



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

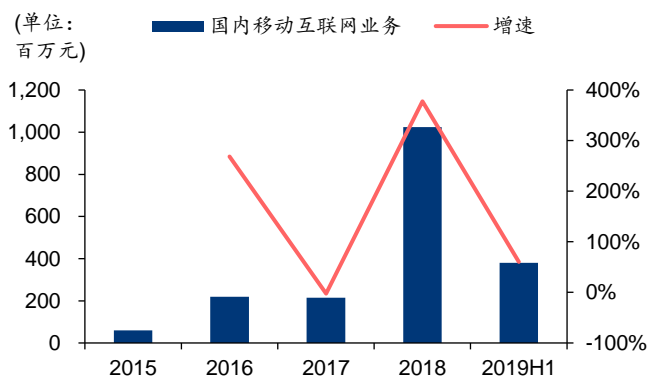
数知科技国内业务仍以智慧营销为主要收入来源，自2015年收购日月同行开展相关业务以来，2017年完成收购BBHI后形成海外+国内双战场，并借助BBHI行业经验和技術优势，实现了国内业务的大幅提升，2018年国内大数据业务（智慧营销+垂直行业应用）实现营业收入10.25亿元，较2017年同比增长377.6%，2019H1实现营业收入3.8亿元，同比增长60.5%。

图表4：数知科技国内外业务战略布局



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：数知科技国内移动互联网业务高速发展

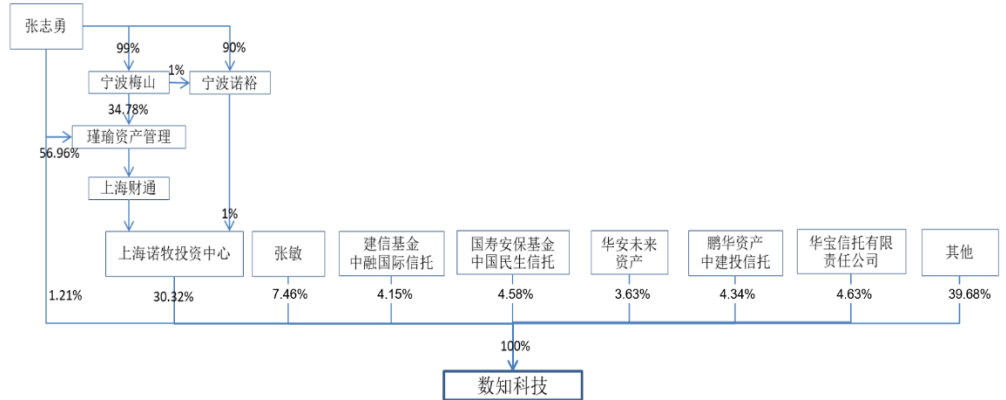


资料来源：Wind，华泰证券研究所

国资计划入股，5G 发展面临新机遇

公司于 2019 年 11 月 18 日公告与河南信产投资和信产基金签署《股份转让意向协议》，公司控股股东上海诺牧及实际控制人张志勇先生、张敏女士（截至 2019 年 12 月 27 日，大股东占公司总股本比例为 38.99%），拟转让股权 20%。按照当前方案，转让后国资持股 20%，实际控制人张志勇先生、张敏女士合计持股 18.99%，可能存在控制权发生变更，我们预计未对公司业务布局产生重大影响。

图表6：数知科技股权分布情况，上海诺牧+张志勇+张敏合计持股 38.99%（截至 2019 年 12 月 27 日）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

河南信产投于 2018 年 02 月 26 日成立，由河南投资集团发起设立的全资子公司，信产基金由河南信产投和河南投资集团分别持股 65%和 35%。河南投资集团是由河南省政府批准设立，经营省政府授权范围内国有资产的国有独资公司，是省政府的投融资主体。信产投主要承接省内互联网、物联网、大数据、云计算、人工智能等信息产业重点项目，服务信息基础设施建设和产业生态建设。

河南信产投与华为、诺基亚贝尔、京东、甲骨文、运营商、广电等领军公司建立密切合作关系。2019 年 4 月 8 日，河南信产投与华为牵手“信息产业”战略合作，围绕政务专有云、中原云、新型智慧城市建设、省内国企信息化转型、无线政务专网领域深度合作，打造国家大数据综合实验区建设。2019 年 6 月 13 日，信产投与中国移动签署战略合作协议，双方将通过基于 5G 移动通信、互联网、物联网、云计算和大数据等先进技术的深度合作。

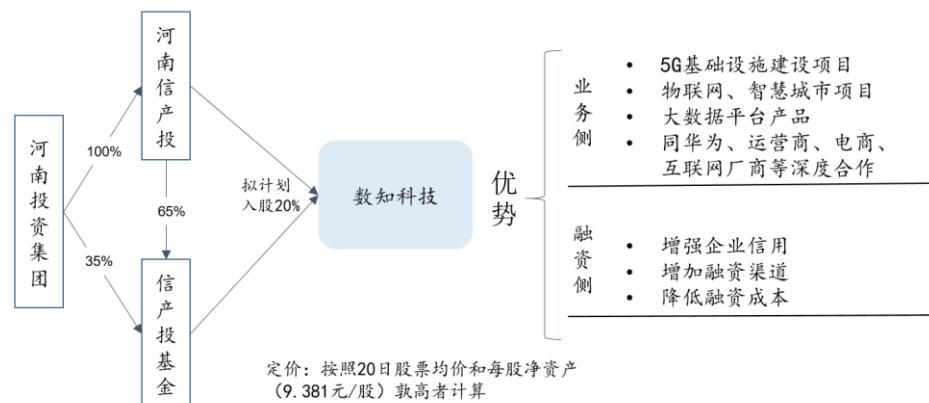
图表7：河南信产投与华为、诺基亚贝尔、京东、甲骨文、运营商、广电等领军公司建立密切合作

合作对象	合作时间	合作内容
中国移动	2019.6.13	5G移动通信、互联网、物联网、云计算和大数据等
甲骨文	2019.8.8	云计算、人工智能、物联网和区块链等领域
华为	2019.4.8	政务云、智慧城市、国企信息化转型、大数据平台等
广电网络	2019.3.28	5G、智慧广电等信息产业
诺基亚贝尔	2019.2.18	打造5G精品网络、加快培育5G融合应用、建立5G展示和交流中心等
数梦工场	2018.10.18	河南省政务服务建设、政府数字化转型和新型智慧城市建设等
京东	2018.9.18	数字政府建设、大数据研究院、建设省级行业云、共建省级大数据交易中心、共建区域电商产业集聚中心等

资料来源：河南信产投官网，华泰证券研究所

国资入股将推动数知科技 5G、智慧城市、以及大数据平台业务。数知科技具有 5G 基础设施建设、智慧城市物联网、以及大数据平台产品，河南信产投入股将推动公司以上三大领域的业务在河南地区的拓展，并同华为、运营商、电商等行业巨头达成进一步合作关系。同时，国资入股有利于增强数知科技企业信用，提高公司和项目融资能力，降低融资成本，进一步助力公司业务开展。

图表8：河南信产投拟入股 20%，有望提升业务推进和融资能力

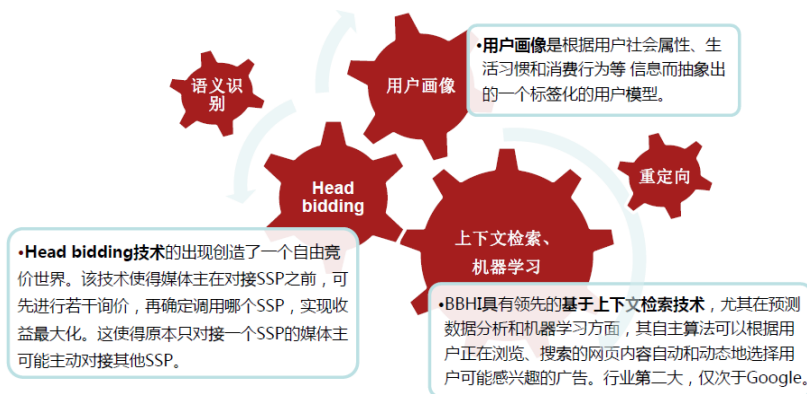


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

Adtech 技术前沿，行业标杆地位

数知科技旗下 BBHI 是全球领先的 SSP 平台，BBHI 子公司 Media.net 具有特有的机器学习算法、复杂的数据处理和详细的分析能力，是全球 5 大广告技术公司之一。根据 Google 统计报告，按照收入，Media.net 在世界范围内语境关联（contextual）广告技术公司排行第二，排名第一是 Google 子公司 Google AdSense。

图表9： Media.net 是全球 5 大广告技术公司之一，具有核心算法



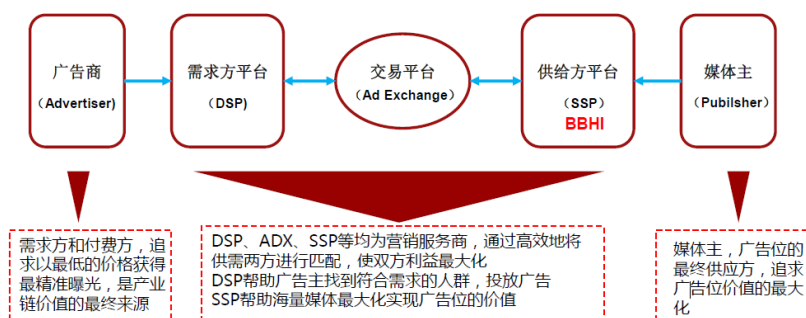
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

BBHI 在全球范围内拥有 20,000 多家媒体资源，为其提供广告位的管理和运营业务，为 Yahoo! Bing Network、Verizon Media、Microsoft、Facebook 等客户提供精准的广告投放业务。基于上下文检索（Contextual）广告技术，尤其在预测数据分析和机器学习方面，BBHI 的自主算法可以根据用户正在浏览/搜索的网页内容自动和动态的选择性展示用户可能会感兴趣的广告，并且智能化的实现点击率和竞价排名之间的平衡，从而帮助 媒体主大幅提高长期广告收入，实现广告位价值的最大化，帮助广告主实现精准营销。

SSP 平台 Adtech 技术为核心。在智慧营销产业链中，主要分为 DSP 平台和 SSP 平台。DSP 服务于广告主，广告主在平台上进行广告位的竞价。SSP 服务于媒体端，一方面是根据用户的历史轨迹、画像、以及广告位投放的区域进行计算，把用户感兴趣的广告类型（汽车、服装、化妆品等）需求提给 DSP 平台；另一方面 DSP 反馈价格后，SSP 通过计算广告主给出的价格和投放广告后用户实现点击的转化率相乘，得到最大期望值，将期望值大的广告投放在此广告位上。

在这一过程中，强大的数据分析算法保证了转化率，获得媒体端的认可，从而有效积累媒体资源，实现业务的持续扩大。**技术指标 CTR 和 RPM 来衡量 SSP 平台的实力**，2018 年的 RPM 和 CTR 较 2017 年同期实现大幅提升，其中 RPM 为 6.5 美元、CTR 为 0.87%，均大幅领先于美国行业平均水平。使广告主投放效果及媒体主收入均远高于行业水平，技术指标处于行业领先水平，平台性能优势明显。

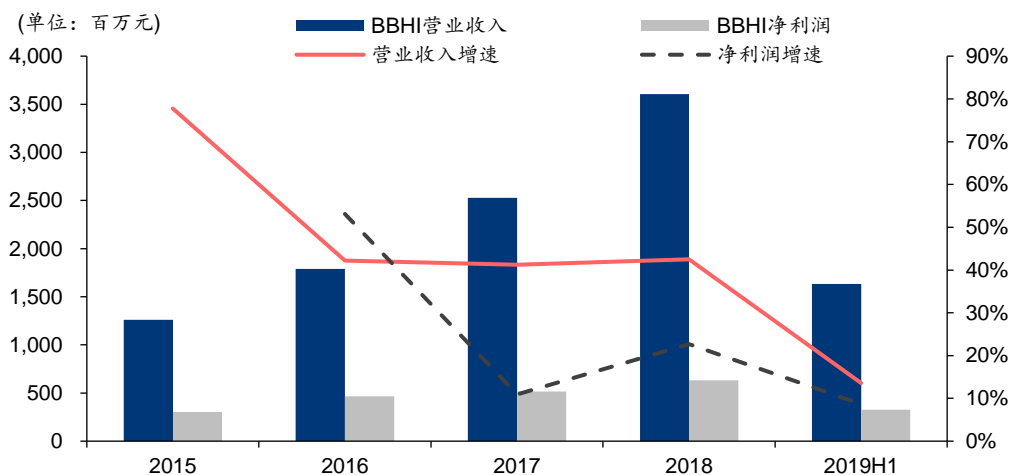
图表10: SSP平台 Adtech 技术为核心



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

BBHI 发展稳健, 营收和净利润逐步提升。2016-2018年BBHI营业收入平均增速为41.9%，净利润平均增速为16.7%，2019H1我们测算BBHI实现营业收入16.33亿元，同比增长15.6%，净利润3.26亿元，同比增长8.7%。按照此前业绩承诺2017-2019年分别实现7,158.70万美元、8,590.50万美元、9,993.10万美元，按照19年平均汇率为6.9，BBHI全年需完成净利润约为6.90亿元，我们预计基本可以完成业绩对赌。

图表11: BBHI 营收和净利润稳步提升



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

投资建议

公司 2019 年下半年因资金受限导致业务拓展不及预期。一方面，由于公司国内移动互联网业务包括精准营销以及大数据分析业务，需要较大资金进行优质内容储备、持续的第三方数据积累、以及媒体资源渠道的打通，故 2019 年下半年受到资金影响，业务拓展不及预期。另一方面，通信物联网业务侧重物联网方向，铁塔制造业务缩减，物联网业务主要是基于智慧灯杆的智慧城市项目，也需要较大资金支持。故而资金将影响通信物联网和移动互联网业务假设调整，预测 2019 年以上两业务营收下调，并对毛利率和费用增长情况做出相应调整，主要假设调整如下：

营业收入方面，公司业务分为通信物联网业务、移动互联网业务以及 BBHI 三大类业务板块。

1. **通信物联网业务**，包括铁塔业务以及物联网智慧灯杆相关。2019 年公司通信相关业务逐步侧重物联网方向，将大幅压缩传统铁塔制造业务，而物联网业务受资金影响导致业务拓展不及预期，调整 2019 年通信物联网业务增速为-0.34%。预计铁塔制造业务 2021 年较 2019 年收缩 50%，物联网相关业务随着 5G 建设带动智慧灯杆行业景气度提升，以及资金受限压力减小，国资入股也有望推进物联网智慧城市项目顺利开展，根据 OFweek 产业研究院统计，2019-2021 我国智慧灯杆建设规模平均增速水平为 84.9%，我们预计公司物联网业务增速约为 80%，综合测算公司通信物联网业务 2020-2021 年增速分别为 42.8%和 62.63%。
2. **移动互联网业务**，2019 年三季度起由于公司资金限制，导致该业务市场拓展缩减，而对比 2018 年下半年该业务实现近 7 亿收入，基数较高，参考 2019H1 该业务实现 3.80 亿收入，我们预计 2019 年全年移动互联网业务实现收入 7.12 亿元，同比下降 30.53%。随着河南信产投入股计划，将有望改善公司融资能力，预计 2020-2021 年重回正向增长，但到考虑 2019 年的公司基本面情况，下调对未来该业务增速假设。根据赛迪顾问发布的《2019 年中国数字营销解决方案市场白皮书》显示，2019-2021 年中国数字营销市场规模平均增速为 26.9%，参考行业增速情况，我们预测公司 2020 和 2021 年移动互联网业务增速分别为 22.95%和 28.52%，由于 5G 拉动直播等互联网营销加速发展，2021 年增速将有望提升。
3. **BBHI 业务**，近年来 BBHI 业务实现稳步增长，但由于 18 年营收基数较高，故而 2019 年增速有所下降，参考 2019H1 BBHI 业务实现收入增速为 13.58%，预计全年实现营业收入增速为 14.23%，较此前预测的 12.9%增速略有上调。根据 PubMatic 发布的《2019 全球数字广告趋势报告》数据显示，2019-2022 年全球数字广告市场规模复合增速为 12%，考虑 BBHI 具有核心技术优势，我们预计 BBHI 2020-2021 年有望实现增速水平为 13.89%和 13.34%。

毛利率方面，2019 年毛利率较低的铁塔制造类业务缩减明显，故而毛利率假设有所提升，2020-2021 年由于智慧灯杆业务体量增长明显，且根据物联网终端发展规律，规模起量后会降低产品售价，带来毛利率的下滑，故而预测 2020-2021 年公司该业务毛利率呈现下降趋势。移动互联网业务 2019 年没有持续大幅扩张，使得业务投入产出比略有提升，毛利率假设上调 0.2 个百分点，预计 2020-2021 年随着该业务回归正向增长，且公司营销资源、数据资源等积累逐步形成规模效应，毛利率有望持续提升。BBHI 业务，根据 2019H1 BBHI 业务毛利率为 29.2%，调整毛利率假设有所提升，预计 2020-2021 年该业务大客户占比持续提升，且商业模式为成熟，故而毛利率有望持续提升。

费用方面，预计公司 2019-2021 年在物联网和国内移动互联网业务持续投入销售资源和研发能力，以及公司业务拓展聘用行业精英和高级管理人员增长，且营收规模较此前预测有所下降，故而导致销售费用率、管理费用率和研发费用率假设均有所提升。

图表12：数知科技盈利预测假设调整情况

营业收入增速	2019E			2020E			2021E		
	调整前	调整后	调整幅度 (百分点)	调整前	调整后	调整幅度 (百分点)	调整前	调整后	调整幅度 (百分点)
通信物联网	61%	-0.3%	-61.3	45.5%	42.8%	-2.7	28.8%	62.6%	33.8
移动互联业务	69.7%	-30.5%	-100.2	67.6%	22.9%	-44.7	49%	28.5%	-20.5
BBHI	12.9%	14.2%	12.9%	13.0%	13.9%	0.9	13.0%	13.3%	0.3
总计	31.1%	3.61%	-27.5%	32.3%	19.2%	-13.1	28.3%	23.9%	-4.4
毛利率 (%)									
通信物联网	22.7%	24.1%	1.4	23.7%	22.6%	-1.1	24.1%	21.0%	-3.1
移动互联业务	25.0%	25.2%	0.2	25.5%	27.1%	1.6	26%	29.0%	3
BBHI	25.5%	26.7%	1.2	25.3%	27%	1.7	25.1%	27.5%	2.4
总计	25.1	26.1%	1	25.1%	26.2%	1.1	25.1%	26.2%	1.1
费用率									
销售费用率	0.36%	0.47%	0.11	0.38%	0.49%	0.11	0.42%	0.50%	0.08
管理费用率	5.32%	6.71%	1.39	5.34%	6.73%	1.39	5.38%	6.79%	1.41
研发费用率	4.04%	5.94%	1.90	4.08%	5.98%	1.90	4.12%	5.98%	1.86

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

考虑到公司 2019 年三季度因资金受限导致业务拓展不及预期，下调公司盈利预测，预计 2019-2021 年公司实现归母净利润分别为 5.75 亿、6.72 亿和 8.18 亿元（调整前为 8.83 亿、11.59 亿和 14.77 亿元），EPS 分别为 0.49、0.57 和 0.70 元（调整前为 0.75/0.99/1.25 元）。参考 A 股同类型公司的 2020 年 PE 估值平均水平为 25.75 倍，考虑到公司大数据分析核心优势，以及 2020 年预期基本面向好，给予 20 年 PE 为 23-26 倍，对应目标价为 13.11-14.82 元/股。

图表13：数知科技 PE 估值位于行业较低水平（截至 2020 年 1 月 3 日收盘）

证券名称	股价	总市值 (亿)	EPS (元)			PE (X)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
蓝色光标	6.64	165.4	0.18	0.33	0.31	24.35	20.12	21.42
万兴科技	69.26	56.4	1.02	1.28	1.6	53.06	54.11	43.29
东方国信	13.90	146.9	0.49	0.6	0.75	21.12	23.17	18.53
华体科技	43.70	44.6	0.7	1.44	2.21	32.32	30.35	19.77
平均			0.60	0.91	1.22	32.71	31.94	25.75
数知科技	10.43	122.2	0.54	0.49	0.57	16.57	21.26	18.18

注：蓝色光标、万兴科技、东方国信、华体科技 EPS 和 PE 为万得一致预测；

资料来源：wind, 华泰证券研究所

估值位于相对底部区间，看好公司行业标杆地位，以及智慧营销+大数据整体布局，维持“买入”评级。19 年受限于大股东质押和资金受限压力，营收和净利润增长不及预期，估值处于相对底部区域。但随着 5G 应用落地带来智慧营销行业浪潮迭起，以及国资入股计划有望拉动公司基本面向好，并提升融资能力，且当前公司具有大数据分析核心实力，是行业标杆企业，未来发展潜力较大，维持“买入”评级。

风险提示

1、国资入股落地时间不确定性

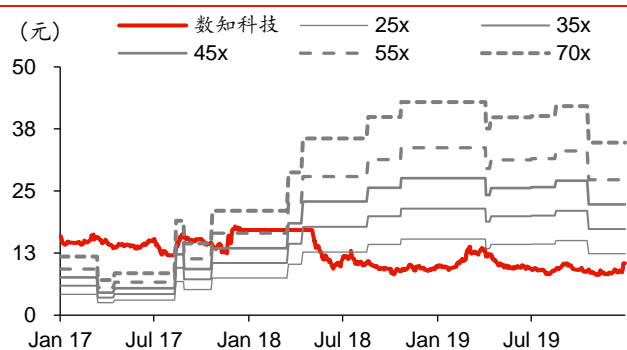
河南信产投入股尚处于预案阶段，对入股比例和入股方式仍在商谈，落地时间具有不确定性。

2、智慧灯杆业务进展不及预期

公司智慧灯杆业务可能受到地区招标影响，且行业竞争较大，业务进展存在不及预期风险。

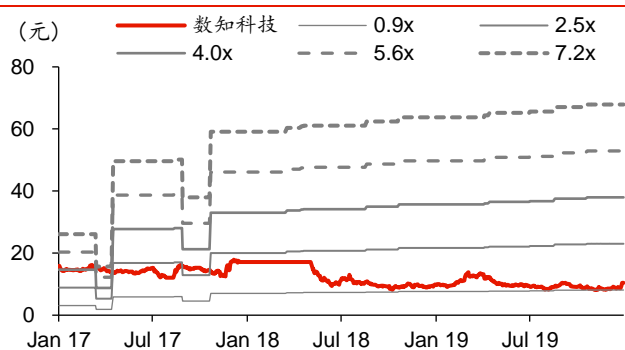
PE/PB - Bands

图表14： 数知科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表15： 数知科技历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,342	5,350	6,545	7,344	8,559
现金	2,166	1,940	3,085	3,517	3,836
应收账款	1,188	1,998	2,084	2,174	2,694
其他应收账款	118.21	204.81	225.89	269.34	333.72
预付账款	269.05	720.05	681.34	832.36	1,023
存货	562.54	416.67	416.55	496.00	614.70
其他流动资产	38.41	70.41	53.02	55.85	58.08
非流动资产	7,697	8,084	8,136	8,229	8,298
长期投资	11.76	8.61	8.61	8.61	8.61
固定投资	643.21	841.54	912.70	954.28	977.31
无形资产	130.72	203.04	253.51	308.92	362.35
其他非流动资产	6,911	7,031	6,961	6,958	6,950
资产总计	12,039	13,434	14,681	15,574	16,857
流动负债	1,615	2,257	3,038	3,175	3,591
短期借款	836.00	757.50	960.00	900.00	800.00
应付账款	312.50	392.88	918.32	1,093	1,355
其他流动负债	466.70	1,107	1,160	1,181	1,436
非流动负债	471.20	561.88	530.63	609.34	651.75
长期借款	321.13	172.23	223.32	274.42	325.51
其他非流动负债	150.07	389.65	307.31	334.92	326.23
负债合计	2,086	2,819	3,569	3,784	4,243
少数股东权益	65.84	99.49	104.17	109.65	116.32
股本	418.51	1,172	1,172	1,172	1,172
资本公积	8,720	7,966	7,966	7,966	7,966
留存公积	836.08	1,407	1,870	2,542	3,360
归属母公司股东权益	9,887	10,515	11,008	11,680	12,498
负债和股东权益	12,039	13,434	14,681	15,574	16,857

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	289.56	99.69	1,284	687.63	603.69
净利润	495.52	638.91	579.56	677.63	824.61
折旧摊销	59.90	87.86	95.45	106.15	114.47
财务费用	42.61	39.97	84.11	94.78	92.87
投资损失	(1.50)	(25.37)	(55.00)	(43.00)	(35.00)
营运资金变动	(308.58)	(786.70)	571.80	(162.01)	(445.96)
其他经营现金	1.61	145.02	8.12	14.07	52.71
投资活动现金	(2,502)	(442.35)	(88.91)	(151.54)	(142.25)
资本支出	381.47	247.31	100.00	100.00	100.00
长期投资	229.60	64.68	(33.65)	11.22	(3.74)
其他投资现金	(1,891)	(130.36)	(22.57)	(40.32)	(45.98)
筹资活动现金	3,743	(24.15)	(50.49)	(103.78)	(141.96)
短期借款	285.90	(78.50)	202.50	(60.00)	(100.00)
长期借款	186.66	(148.90)	51.10	51.10	51.10
普通股增加	228.08	753.32	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	7,296	(753.49)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(4,254)	203.43	(304.09)	(94.87)	(93.05)
现金净增加额	1,511	(362.37)	1,145	432.31	319.49

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,751	5,454	5,651	6,738	8,349
营业成本	1,953	4,093	4,174	4,970	6,160
营业税金及附加	10.12	8.17	8.47	10.10	12.51
营业费用	15.02	20.48	26.63	33.29	41.61
管理费用	145.44	244.67	714.77	855.83	1,066
财务费用	42.61	39.97	84.11	94.78	92.87
资产减值损失	3.61	126.96	61.24	63.94	84.05
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.50	25.37	55.00	43.00	35.00
营业利润	550.40	732.92	686.79	803.18	977.39
营业外收入	1.79	25.52	0.20	0.20	0.20
营业外支出	0.09	1.55	0.40	0.60	0.70
利润总额	552.10	756.89	686.59	802.78	976.89
所得税	56.57	117.99	107.03	125.14	152.28
净利润	495.52	638.91	579.56	677.63	824.61
少数股东损益	8.25	5.17	4.69	5.48	6.67
归属母公司净利润	487.27	633.74	574.87	672.16	817.94
EBITDA	652.91	860.76	866.35	1,004	1,185
EPS (元, 基本)	1.16	0.54	0.49	0.57	0.70

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	179.54	98.23	3.61	19.24	23.90
营业利润	329.65	33.16	(6.29)	16.95	21.69
归属母公司净利润	350.74	30.06	(9.29)	16.92	21.69
获利能力 (%)					
毛利率	29.03	24.96	26.14	26.24	26.22
净利率	17.71	11.62	10.17	9.97	9.80
ROE	4.93	6.03	5.22	5.75	6.54
ROIC	6.19	7.00	7.38	8.38	9.49
偿债能力					
资产负债率 (%)	17.33	20.98	24.31	24.30	25.17
净负债比率 (%)	55.46	37.91	33.16	31.04	26.53
流动比率	2.69	2.37	2.15	2.31	2.38
速动比率	2.34	2.19	2.02	2.16	2.21
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.43	0.40	0.45	0.51
应收账款周转率	2.37	3.14	2.55	2.92	3.16
应付账款周转率	6.14	11.60	6.37	4.94	5.03
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.54	0.49	0.57	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.09	1.10	0.59	0.52
每股净资产(最新摊薄)	8.44	8.97	9.39	9.97	10.67
估值比率					
PE (倍)	25.08	19.29	21.26	18.18	14.94
PB (倍)	1.24	1.16	1.11	1.05	0.98
EV_EBITDA (倍)	16.86	12.79	12.71	10.96	9.29

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com