

公司深度

电广传媒(000917.SZ)

传媒 | 电视广播 II

转型升级再出发，“传媒+文旅+创投”战略稳步推进

2022年09月26日

评级 **增持**
评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	4.62
52周价格区间(元)	4.41-6.92
总市值(百万)	6549.12
流通市值(百万)	6547.92
总股本(万股)	141755.70
流通股(万股)	141729.70

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
电广传媒	-9.41	-10.98	-27.01
电视广播 II	-7.15	-10.31	-9.38

何晨 分析师

执业证书编号:S0530513080001
hechen@hncasing.com

曹俊杰 分析师

执业证书编号:S0530522050001
caojunjie@hncasing.com

相关报告

- 《财信证券湘股传媒行业专题报告：竞争优势显著，关注优质传媒湘股》 2022-09-14
- 《传媒行业9月报：疫情拖累上半年业绩，关注业绩优质龙头》 2022-09-13
- 《电广传媒(000917.SZ)公司点评：战略转型落地，业务更加纯粹，盈利状况改善》 2021-09-16

预测指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	5,939.94	4,339.68	4,019.72	4,396.79	4,746.64
净利润(百万元)	-1,468.39	330.43	109.64	192.52	295.34
每股收益(元)	-1.04	0.23	0.08	0.14	0.21
每股净资产(元)	7.19	7.27	7.34	7.47	7.65
P/E	-4.46	19.82	59.73	34.02	22.18
P/B	0.64	0.64	0.63	0.62	0.60

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **聚焦优势主业，转型升级再出发。**公司于1999年在深交所挂牌上市。2021年剥离传统有线电视业务，“传媒+文旅+创投”战略转型落地，2022H1传统有线业务事业编人员问题已全面解决，员工规模大幅缩减、成本费用明显优化、经营效率不断提升。
- **文旅：整合湖南广电优势资源，打造文旅融合生态。**对内利用湖南广电IP资源打造“芒果城”项目，是独具湖南广电特色的都市综合休闲旅游度假地和5A级景区。对外积极开拓潜在资源，安化茶马古道、汨罗屈子祠、湘潭万楼青年码头等多个项目已签订合作协议。2022H1公司文旅业务板块实现收入1.40亿元，同比下滑15.06%；通过加强线下消费运营，环比收入改善，单Q2实现收入0.77亿元，环比增长22.48%。
- **创投：管理规模不断提升，国内保持领先地位。**项目IPO、基金募集等成绩显著，2022H1达晨财智新增IPO项目申报17个、过会10个；累计管理基金规模近400亿元，投资企业总数673家，IPO上市达130家。在市场节奏放缓、退出总量下滑背景下，2022H1达晨财智实现净利润1.51亿元，同比下滑69.06%；单Q2实现净利润1.02亿元，环比增长108.16%。未来，公司将努力推动达晨创投申请资产管理等资管平台，积极拓展PE/并购/定增等业务，打造投资业务新增长点。
- **传媒：贡献主要营收，整体发展势头有望向好。**1)广告业务延续盈利，业务升级取得进展。韵洪传播新增信息流广告业务带动增长，实现净利润0.18亿元，保持了继续盈利态势。2022H1公司广告收入13.59亿元，同比下滑12.83%；单Q2收入7.43亿元、环比增长20.70%。2)游戏业务贡献稳定业绩和现金流，年均贡献超1亿元净利润。2022H1公司游戏收入和净利润分别为2.39亿元和0.77亿元，同比分别增长1.41%和1.05%；单Q2收入1.22亿元，环比增长3.83%。
- **投资建议：**随着疫情防控平稳，公司文旅和广告业务有望逐步修复；在注册制改革持续推进及北交所开市等背景下，创投机构仍有较大发展空间。预计公司2022年/2023年/2024年营收40.20亿元/43.97亿元/47.47亿元，归母净利润1.10亿元/1.93亿元/2.95亿元，EPS为0.08元/0.14元/0.21元，对应PE为59.73倍/34.02倍/22.18倍。维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**国内疫情反复；项目退出不及预期；政策监管风险。

内容目录

1 有线业务剥离，“传媒+文旅+创投”战略持续推进.....	4
1.1 业务升级：有线业务出表，聚焦“传媒+文旅+创投”优势主业.....	4
1.2 管理优化：管理团队调整，员工规模大幅缩减.....	5
1.3 业绩改善：保持持续盈利，2022Q2 细分业务环比恢复.....	6
2 文旅：整合湖南广电优势资源，打造文旅融合生态.....	9
2.1 行业概况：疫后国内旅游复苏艰难，湖南省积极实施“文化+旅游”战略.....	9
2.2 公司情况：整合湖南广电优势资源，打造文旅融合生态.....	10
3 创投：管理规模不断提升，国内保持领先地位.....	12
3.1 行业概况：上半年市场节奏放缓，投资情绪趋于谨慎.....	12
3.2 公司情况：管理规模不断提升，“大资管”战略稳步推进.....	13
4 传媒业务：上半年复苏受疫情干扰，整体发展势头有望向好.....	15
4.1 行业概况：上半年国内广告和游戏市场同比均出现下滑.....	15
4.2 公司情况：传媒类业务贡献稳定营收.....	17
5 投资建议.....	19
6 风险提示.....	19

图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司股权结构（截至 2022 中报）.....	5
图 3：公司组织架构（截至 2022 中报）.....	6
图 4：公司传统有线电视业务收入趋势.....	6
图 5：公司员工专业构成类别.....	6
图 6：公司营业收入及其同比增速.....	7
图 7：公司归母净利润.....	7
图 8：公司毛利率、净利率、加权 ROE.....	7
图 9：公司费用率情况.....	7
图 10：公司应收/预付类账款及其占营收比重.....	8
图 11：公司预收账款及其占营收比重.....	8
图 12：公司资产负债率.....	8
图 13：公司商誉规模.....	8
图 14：国内旅游出行人次.....	9
图 15：国内旅游收入.....	9
图 16：长沙位列 2022 年暑期档最受欢迎旅游城市第六.....	10
图 17：湖南省各地市的旅游分布情况.....	10
图 18：芒果城项目列入 2022 省重点建设项目.....	11
图 19：安化茶马古道、汨罗屈子祠等项目已签订协议.....	11
图 20：公司酒店/旅游收入及其同比增速.....	11
图 21：公司 2022Q2 文旅收入实现环比增长.....	11
图 22：2012 年-2022H1 中国股权基金募集情况.....	12
图 23：2012 年-2022H1 中国股权基金单支募集金额.....	12
图 24：2012 年-2022H1 中国股权投资市场投资情况.....	12
图 25：2012 年-2022H1 中国股权投资市场投资行业.....	12

图 26: 2012 年-2022H1 中国股权投资市场投资情况.....	13
图 27: 2022H1 中国股权投资市场退出方式分布.....	13
图 28: 公司投资管理收入及其同比增速.....	15
图 29: 公司 2022Q2 投资管理收入实现环比增长.....	15
图 30: 整体广告市场同比增速.....	15
图 31: 整体广告市场同比/环比增速 (分月)	15
图 32: 互联网广告市场规模及其同比增速	16
图 33: 2022 年典型媒介类型投放费用分布.....	16
图 34: 国内游戏/手游市场规模及其同比增速.....	16
图 35: 中国自研手游出海收入规模及其同比增速.....	16
图 36: 国产游戏版号发放数量.....	17
图 37: 2019 年-2021 年韵洪传播业务收入构成.....	17
图 38: 2019 年-2022H1 韵洪传播净利润.....	17
图 39: 公司广告收入及其同比增速.....	18
图 40: 公司 2022Q2 广告收入实现环比增长.....	18
图 41: 公司游戏收入及其同比增速.....	18
图 42: 公司 2022Q2 游戏收入实现环比增长.....	18
图 43: 2020 年-2022H1 上海久之润收入和净利润.....	18
表 1: 近三年湖南省有关文化产业政策的出台情况.....	10
表 2: 达晨财智典型投资案例.....	14

1 有线业务剥离，“传媒+文旅+创投”战略持续推进

1.1 业务升级：有线业务出表，聚焦“传媒+文旅+创投”优势主业

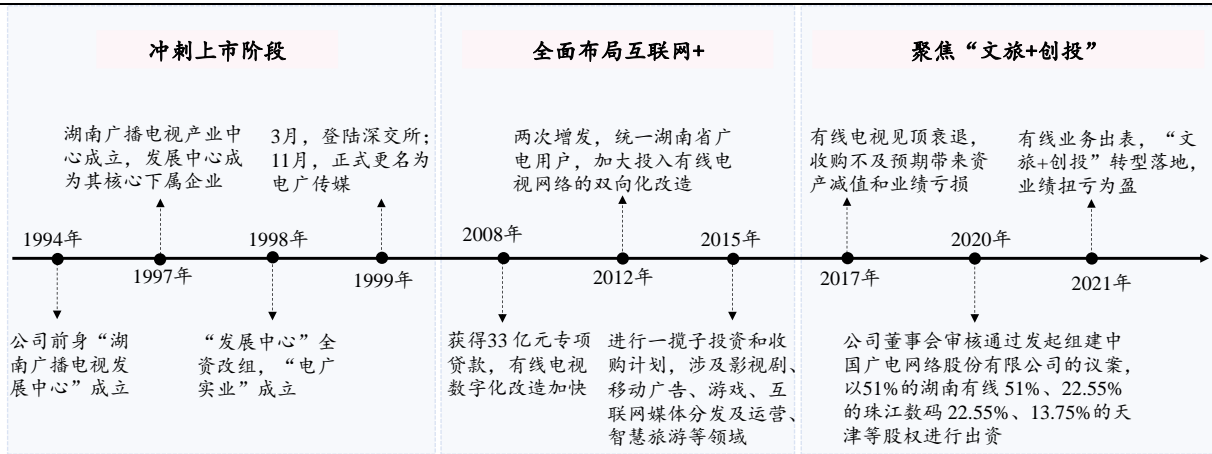
回顾公司发展历史，可将其梳理成以下三个阶段：

第一阶段：1994年-1999年，深交所上市，曾被誉为“中国传媒第一股”。1994年经湖南省广播电视厅批准，公司前身湖南广播电视发展中心（简称“发展中心”）成立；1997年湖南广播电视产业中心成立（简称“广电中心”），发展中心成为广电中心下属的核心企业。1999年3月，公司在深交所挂牌上市，成为全国首家文化传媒业上市公司，被誉为“中国传媒第一股”，并于同年11月正式更名为“电广传媒”。

第二阶段：2000年-2016年，初期加大投入改造有线电视业务，移动互联网时代下传统有线电视逐渐衰落、“互联网+”收购不达预期致业绩大幅回落。一方面，在我国入世后，公司不断加大有线电视改造投入。2008年公司获得33亿元有线电视数字化改造专项贷款；2012年公司将两次增发取得的资金，用于湖南省广电用户合并和有线电视网络的双向化改造。另一方面，随着移动互联网的快速发展，2015年公司公布了一揽子投资收购计划，涉及影视剧、移动广告、游戏、互联网媒体分发及运营、智慧旅游等领域。但随着传统有线电视业务不断衰落、行业监管趋严、传媒商誉暴雷、收购子公司业绩对赌不达预期等，2017年公司业绩出现大幅回落。

第三阶段：2017年-至今，有线电视业务出表，“传媒+文旅+创投”转型落地。1) 2017年是公司创变发展的启动年：开始着手梳理业务、重塑战略、重构组织，确定了以文旅文创、投资管理、创新传媒等为核心构建新型传媒集团。2) 2020年是公司战略转型的关键之年：借助全国有线电视网络整合，为公司产业结构调整和基本面改善打下坚实基础。2020年11月5日公司宣布以自有资金2亿元，旗下全资子公司华丰达持有的湖南有线集团51%股份、广州珠江数码22.5%股份和天津广播电视网络4.9918%股份，华丰达子公司天津虹桥持有的天津广播电视网络8.7533%股份等为投入，参与设立中国广电网络股份有限公司。2020年12月起，传统有线业务实现出表，公司将持有的中国广电湖南网络49%股份按照权益法核算。目前，公司通过全资子公司华丰达持有中国广电网络股份有限公司2.21%股份。3) 2021年是公司“传媒+文旅+创投”战略转型的落地之年：公司重新梳理、聚焦优势主业，确立“传媒+文旅+创投”的战略发展方向。未来，公司将加快特色文旅产品落地和优质文旅资源开拓；同时，做大做强创投业务，打造新的市场增长点。

图 1：公司发展历程

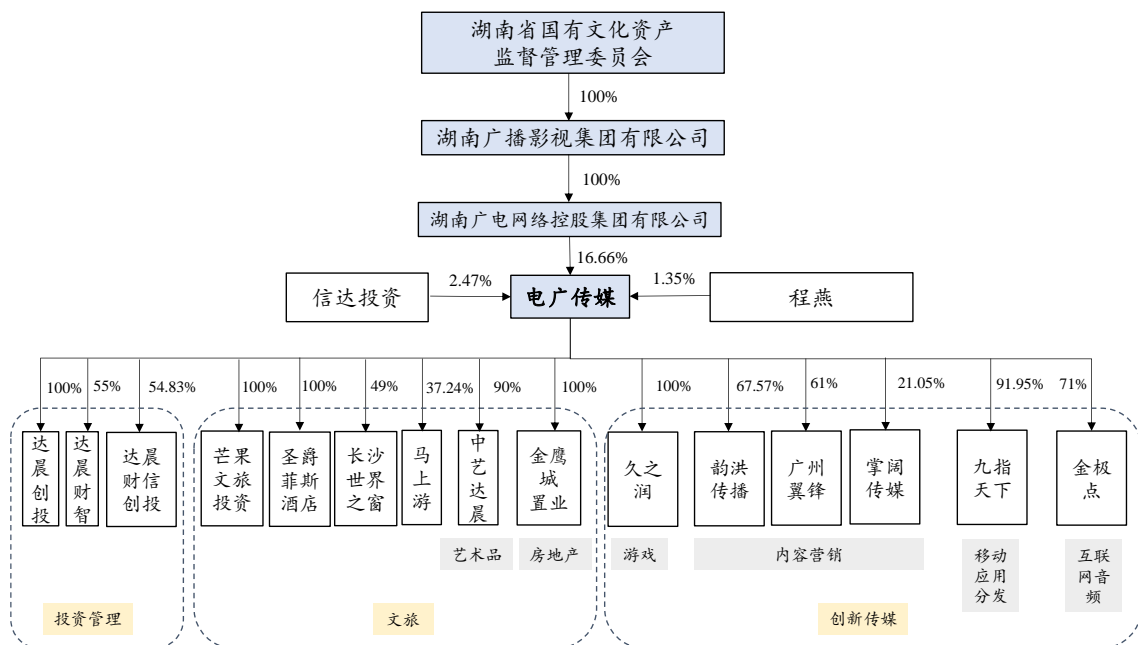


资料来源：公司公告，财信证券

1.2 管理优化：管理团队调整，员工规模大幅缩减

湖南省国资委为实控人。2017年10月，广电中心将所持公司股份全部无偿划转给湖南广电网络控股集团有限公司（简称“网控集团”），网控集团成为公司控股股东，湖南省国有文化资产监督管理委员会（简称“省国资委”）成为公司实际控制人。截至2022中报，网控集团持股占比16.66%，前十大流通股东持股占比24.98%。旗下子公司主要涉及投资、文旅、传媒等三大业务，以达晨创投（早期PE/VC）、达晨财智（基金管理），芒果文旅投资（文旅产业拓展平台）、圣爵菲斯（五星级酒店）、世界之窗（大型主题乐园）、中艺达晨、金鹰城置业，久之润（游戏）、韵洪传播（高铁、电视媒体等广告代理）等为代表。

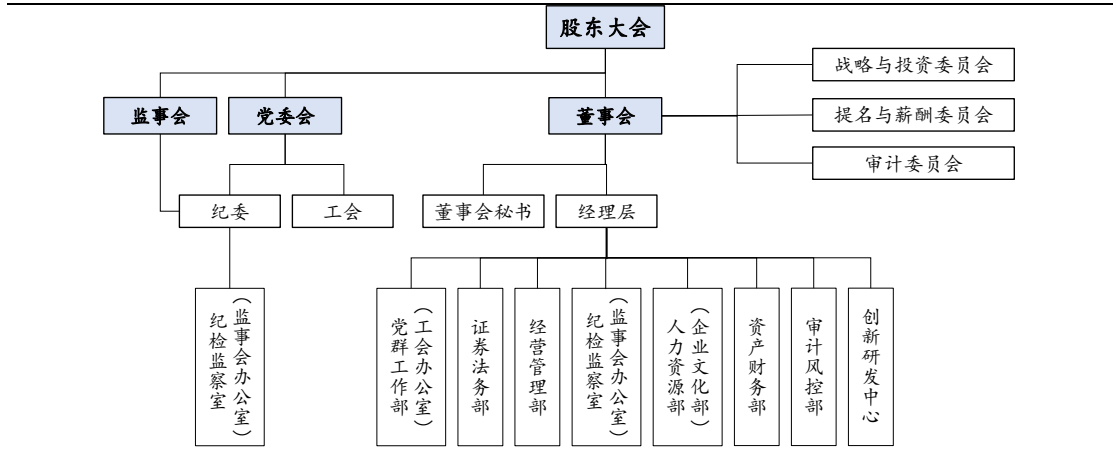
图 2：公司股权结构（截至2022中报）



资料来源：wind，财信证券

管理团队有所调整。2021年7月,董事会选举王艳忠先生担任第六届董事会董事长;2021年9月,杨贇被选举为董事。王艳忠先生曾先后在海南《特区信息报》、湖南经济电视台、长沙世界之窗等任职,具备丰富的新闻从业和文旅产业工作经验。杨贇曾在湖南娱乐频道、芒果传媒、湖南广播电视台等任职高管,具备丰富的财务管理经验。

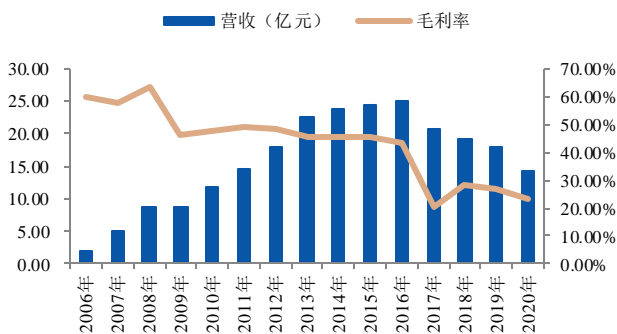
图 3: 公司组织架构 (截至 2022 中报)



资料来源: wind, 财信证券

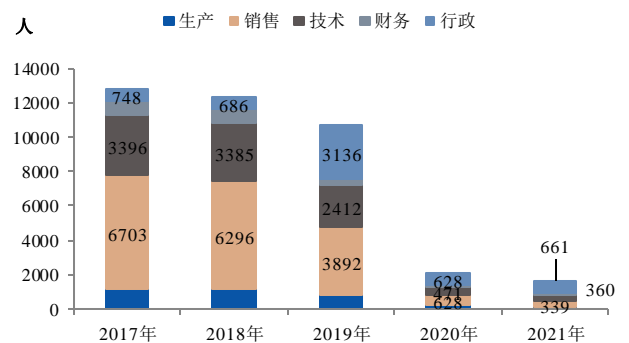
员工规模大幅缩减。1) 2006年-2015年: 中国移动互联网尚未完全兴起, 公司有线电视业务收入快速增长, 年均复合增速超 30%; 期间最高总收入规模将近 25 亿元、给公司的业务贡献占比超过 40%。2) 2016年-2021年: 移动互联网和智能手机的快速发展, 大屏端的 IPTV 和 OTT 也逐渐占领家庭客厅, 公司有线电视业务逐渐萎缩, 有线电视收入和盈利能力不断下滑, 冗杂的人员编制也成为公司的成本负担。随着有线业务出表, 公司员工人数大幅精简, 2021 年底公司员工人数仅剩 2112 名, 较 2019 年的 11094 名大幅减少了 80.96%。3) 截至 2022 年中报, 中国广电湖南网络公司事业编人员问题全面解决, 成本费用大幅降低。此外, 上半年中国广电湖南网络公司收入呈止跌企稳态势, 净利润同比增长近 1 亿元、实现扭亏。

图 4: 公司传统有线电视业务收入趋势



资料来源: wind, 财信证券

图 5: 公司员工专业构成类别



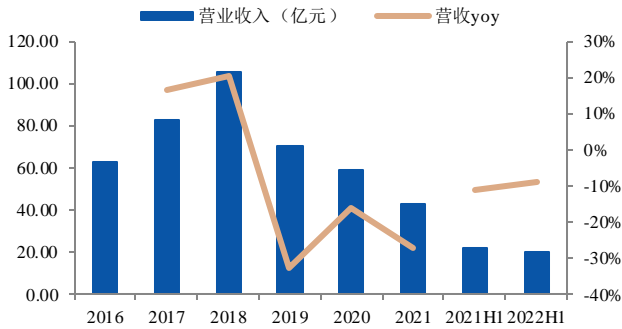
资料来源: wind, 财信证券

1.3 业绩改善: 保持持续盈利, 2022Q2 细分业务环比恢复

有线业务出表后, 保持持续盈利。2021 年公司实现营收 43.40 亿元, 同比下滑 26.94%; 归母净利润 3.30 亿元, 同比大幅扭亏为盈, 主要系剥离有线业务后营收减少, 但成本费

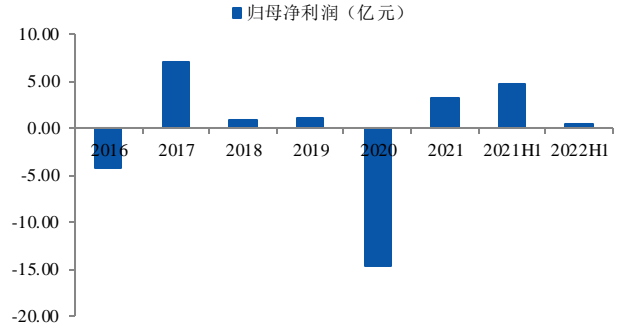
用优化、盈利能力大幅改善。2022H1 公司实现营收 19.90 亿元，同比下滑 8.84%；归母净利润 0.44 亿元，同比下滑 90.65%，主要系国内疫情致文旅、广告等业务受到较大影响，同时，外围环境变化致上市项目退出放缓、投资净利润同比下滑所致。但上半年公司整体仍保持了盈利状态，2022Q2 各细分业务环比也均有改善；其中，文旅 Q2 实现收入 0.77 亿元、环比增长 22.48%；投资 Q2 实现收入 1.18 亿元、环比增长 6.02%；广告 Q2 实现收入 7.43 亿元、环比增长 20.70%；游戏 Q2 实现收入 1.22 亿元、环比增长 3.83% 等。

图 6：公司营业收入及其同比增速



资料来源：wind，财信证券

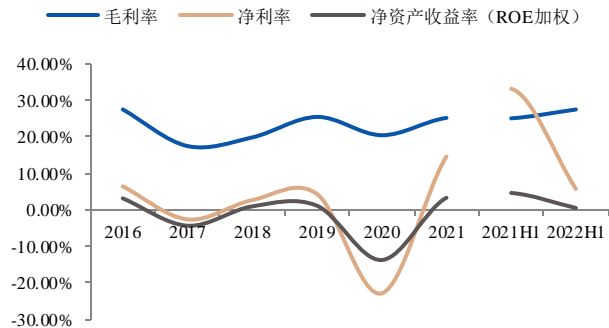
图 7：公司归母净利润



资料来源：wind，财信证券

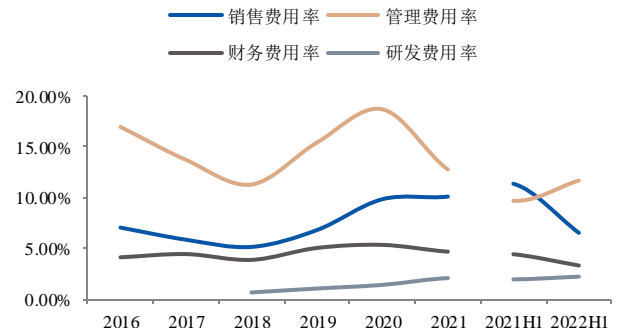
整体费用率明显降低、盈利能力改善，后续文旅、广告有望迎来修复。2021 年公司毛利率和净利率分别为 25.10% 和 14.52%，同比分别增加 4.75pct 和 37.47pct；销售/管理/财务/研发等费用率同比分别变化 0.26pct/-5.92pct/-0.67pct/0.66pct，从规模来看，销售/管理/财务等费用同比分别减少 25.02%/50.07%/36.02%。2022H1 公司毛利率和净利率分别为 27.41% 和 5.62%，同比分别变化 2.41pct 和 -27.46pct；销售/管理/财务/研发等费用率同比分别变化 -4.83pct/1.99pct/-1.11pct/0.27pct，但从规模来看销售/管理/财务/研发等费用合计同比减少了 21.06%。上半年公司盈利能力同比略有下滑、期间费用率略有上升，主要是受到国内疫情及股权市场波动等影响。在国内疫情防控平稳下，公司文旅/广告业务有望在下半年迎来修复。短期面对国内外复杂局势，股权市场交易活动或将继续维持谨慎；中长期在注册制改革持续推进及北交所开市等背景下，创投业务有望迎来较大发展机遇。

图 8：公司毛利率、净利率、加权 ROE



资料来源：wind，财信证券

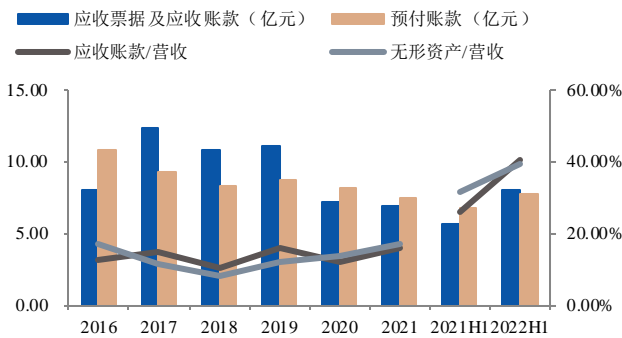
图 9：公司费用率情况



资料来源：wind，财信证券

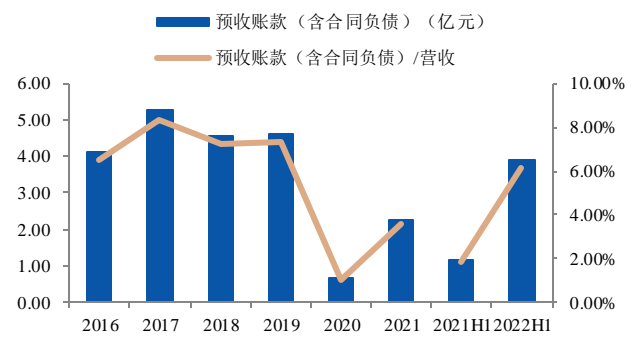
应收/预付类账款占比走高，关注后续应收账款类减值风险。2021年和2022H1公司应收票据及应收账款规模分别为6.95亿元和8.07亿元，相应的营收占比分别为16.01%和40.55%，同比分别增加3.88pct和14.34pct。2021年和2022H1公司预付账款规模分别为7.46亿元和7.78亿元，相应的营收占比分别为17.20%和39.09%，同比分别增加3.53pct和7.85pct。与此同时，2021年和2022H1公司预收账款（含合同负债）分别为2.27亿元和3.90亿元，相应的营收占比分别为3.59%和6.17%，同比分别增加2.53pct和4.32pct。由此看出，公司在广告代理业务中对下游广告客户的预收款权力较弱、但边际有所改善；同时，公司也需要先垫付大量媒体资源采购款、但客户回款存在时滞，在宏观经济疲软、行业盈利能力有限的大环境下，后续需关注应收账款类的资产减值风险。

图 10：公司应收/预付类账款及其占营收比重



资料来源：wind，财信证券

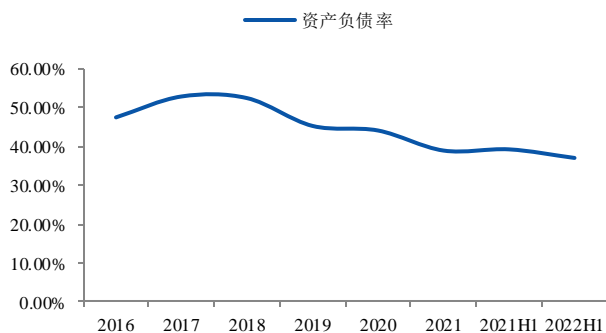
图 11：公司预收账款及其占营收比重



资料来源：wind，财信证券

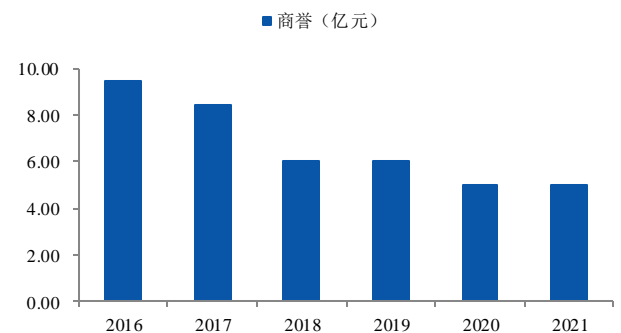
资产负债率、商誉规模等不断降低，预计后续商誉减值概率不大。2021年和2022H1公司资产负债率分别为38.86%和36.96%，同比分别减少5.15pct和2.20pct，主要系短期借款、应付债券等带息债务规模不断降低所致。此外，公司前期大规模并购所遗留的商誉风险不断释放，截至2021年末，公司商誉规模仅剩5.04亿元、占总资产比重2.65%，主要由上海久之润构成，该公司主营业务为游戏，拥有《劲舞团》等经典代表作品，且近两年财务表现较为稳健，在上半年的疫情影响下仍在为公司贡献可观的现金净流入，因此预计后续发生减值的风险较小。

图 12：公司资产负债率



资料来源：wind，财信证券

图 13：公司商誉规模



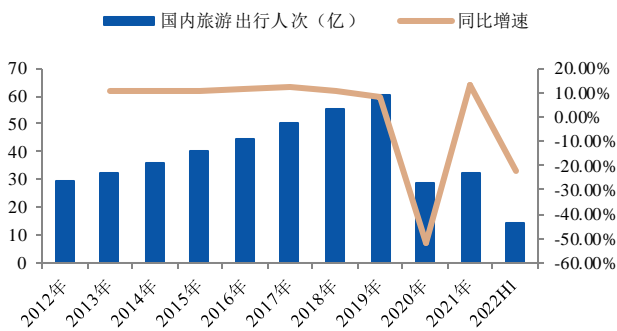
资料来源：wind，财信证券

2 文旅：整合湖南广电优势资源，打造文旅融合生态

2.1 行业概况：疫后国内旅游复苏艰难，湖南省积极实施“文化+旅游”战略

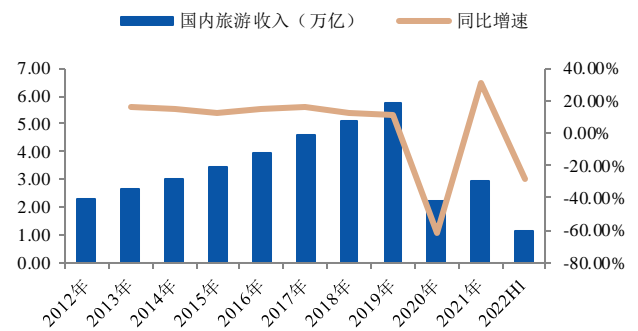
全国层面：疫情后的国内旅游收入和出行人次腰斩，上半年国内游同比下滑超 20%。 2020 年新冠疫情的爆发对线下经济造成了明显打击，当年国内旅游出行人次和总收入分别为 28.79 亿人次和 2.23 亿元，仅为疫情前 2019 年水平的 47.94% 和 38.93%；2021 年国内旅游恢复情况稍有改善，出行人次和总收入较 2020 年同比分别增长 12.89% 和 30.98%，但只恢复到 2019 年水平的 54.11% 和 50.99%。2022H1 国内疫情多点散发，线下旅游、娱乐、零售等行业复苏受阻，上半年国内旅游出行人次和总收入分别为 14.55 亿人次和 1.17 亿元，同比分别下滑了 22.20% 和 28.20%。

图 14：国内旅游出行人次



资料来源：wind，财信证券

图 15：国内旅游收入



资料来源：wind，财信证券

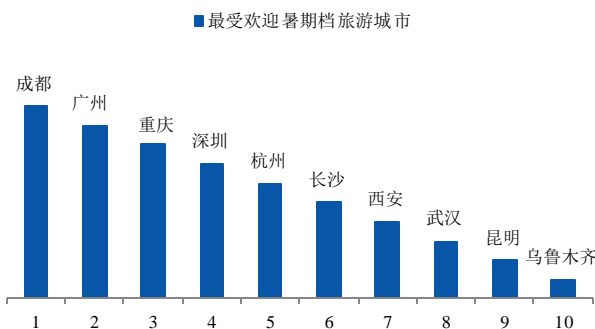
湖南省层面：“文化+旅游”为主要战略抓手，提升文化软实力，建设文化强省。 2020 年新冠疫情爆发以来，线下文旅和娱乐经济普遍受到较大冲击。湖南省政府在积极出台文化企业帮扶政策的同时，不断刺激文旅消费潜在增长点，努力促进文化企业转型升级，拉动全省经济发展。2021 年 8 月，湖南省文化和旅游厅发布《湖南省“十四五”文化和旅游发展规划》，提出：增强文化产业和旅游产业高质量发展新动能，推动文化产业提质增效。重点举措包括：1) 加快文化产业结构优化升级，建设一批文化产业数字化应用场景；2) 做强做精文化产业园区基地，支持马栏山视频文创产业园建设，打造具有国际影响力的“中国 V 谷”；3) 建好产业服务平台，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，整合旅游资产资源，打造大型文旅投资平台。《规划》确定了“到 2025 年，文化强省和以锦绣潇湘为品牌的全域旅游基地建设取得重大进展，规模以上文化企业超过 5000 家（2020 年为 3379 家），规模以上文化企业营业收入超过 5000 亿元（2020 年为 3394.78 亿元）”的文化产业发展目标。整体来看，文化产业链作为湖南省的优势产业链以及重要经济支柱之一，省政府及下属各部门单位近年来多次出台支持鼓励措施，促进文化产业健康可持续发展，为湖南省文化产业链发展壮大、走向全国提供了强有力支撑，成功打造了湖南省文化产业链的优质名片。

表 1：近三年湖南省有关文化产业的出台情况

时间	发文单位	文件	主要内容
2021/8/24	湖南省文化和旅游厅	《湖南省“十四五”文化和旅游发展规划》	1.到 2025 年,文化强省和以锦绣潇湘为品牌的全域旅游基地建设取得重大进展,文化和旅游及相关产业增加值占 GDP 比重不断提高,“文化+旅游”成为全省经济发展的重要增长点。 2.展望 2035 年,湖南建成文化强省、旅游强省和全省全域旅游基地,社会文明程度达到新高度,文化软实力、传播力、影响力显著增强
2021/8/8	湖南省财政厅中共湖南省委宣传部	《湖南省文化产业发展专项资金管理办法》	专项资金支持范围:1.骨干文化企业转型升级,不断提升品牌影响力和核心竞争力;2.马栏山视频文创产业园建设,打造具有国际竞争力的“中国 V 谷”;3.“文化+”行动计划;4.搭建文化融资服务平台,推动银企合作,支持我省区域性股权市场文化产业专板建设;5.重大产业活动及平台建设及奖励等
2021/3/2	湖南省人民政府办公厅	《进一步激发文化和旅游消费潜力的若干措施》	1.落实景区门票减免、景区免费开放日等政策,鼓励文化旅游企业组建经营联合体;2.推进文旅消费试点示范,创建一批省级文化和旅游消费示范城市,推动疫后文化和旅游消费振兴;3.加快高等级景区和文旅消费集聚区建设,加快长沙马栏山视频文创产业园、湘潭昭山文化产业园、长沙天心文化(广告)产业园等特色文化旅游产业园区建设;4.实施智慧文旅工程,发展假日和夜间文旅经济,开展乡村旅游消费行动等;7.以长沙、张家界、郴州、衡阳、岳阳等地为重点突破,加快湖南文化和旅游国际化等
2020/7/30	中共湖南省委办公厅 湖南省人民政府办公厅	《关于加快构建现代公共文化服务体系的意见》	实现公共文化设施网络全面覆盖、互联互通,公共文化服务的内容和手段更加丰富,服务质量显著提升,公共文化管理、运行和保障机制进一步完善,政府、市场、社会共同参与公共文化服务体系建设的格局逐步形成,人民群众基本文化权益得到更好保障,基本公共文化服务均等化水平稳步提高
2020/2/27	湖南省文化和旅游厅湖南省财政厅	《支持文化和旅游战疫情促发展的若干措施》	1.强化政策落实,支持文化和旅游企业积极应对疫情; 2.优化支出结构,支持文化和旅游业平稳健康发展; 3.调整绩效目标,提高财政资金使用效益
2019/11/29	湖南省文化和旅游厅	《湖南省文化和旅游规划管理办法》	促进全省文化和旅游高质量发展,加强文化和旅游规划管理

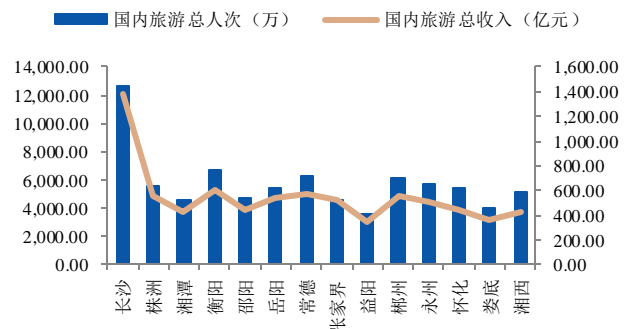
资料来源：湖南省人民政府,湖南省财政厅,湖南省文化和旅游厅,湖南省委宣传部, 财信证券

图 16：长沙位列 2022 年暑期档最受欢迎旅游城市第六



资料来源：去哪儿官网, 财信证券

图 17：湖南省各地市的旅游分布情况



资料来源：wind, 财信证券

2.2 公司情况：整合湖南广电优势资源，打造文旅融合生态

积极寻找优质标的，文旅项目落地提速。1) 对内整合湖南广电资源。“芒果城”项目是公司计划利用湖南广电 IP 资源、文旅资源打造的核心文旅产品，项目依托长沙世界

之窗、圣爵菲斯大酒店、摩天轮国际影城，联合长沙海底世界、芒果七彩盒子（湖南广电节目生产基地）等进行资源整合、产品升级和统筹运营，打造独具湖南广电特色的都市综合休闲旅游度假目的地和 5A 级景区。2022 年 3 月，“芒果城”项目被省政府正式列入 2022 年省重点建设项目。目前，芒果乐园、芒果冒险乐园已完成研发，芒果村、芒果未来艺术中心、芒果海洋、芒果田园等正在加快设计。未来计划输出品牌和管理，实现轻资产运营。2) 对外开拓优质文旅资源。公司 2022 中报披露，安化茶马古道、汨罗屈子祠等多个文旅项目已签订合作协议，2022 年下半年有望实现收入。此外，2021 年 8 月，公司与湘潭市人民政府签订《湘潭文化旅游项目战略合作协议》，湘潭交通发展集团有限公司、湖南芒果文旅投资有限公司与湘潭城乡建设发展集团有限公司签订《万楼青年码头项目投资合作协议》，此项目总投资约 6 亿元，计划分两期实施。

图 18：芒果城项目列入 2022 省重点建设项目



资料来源：电广传媒 917, 官方媒体账号, 财信证券

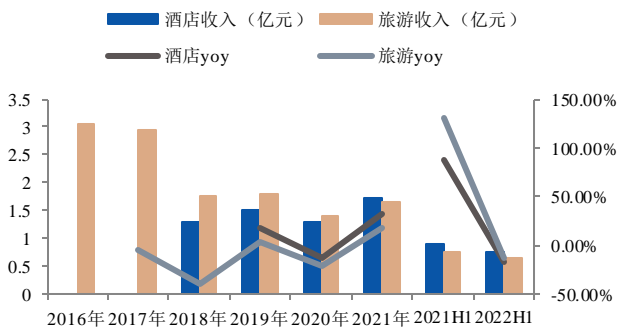
图 19：安化茶马古道、汨罗屈子祠等项目已签订协议



资料来源：电广传媒 917, 官方媒体账号, 财信证券

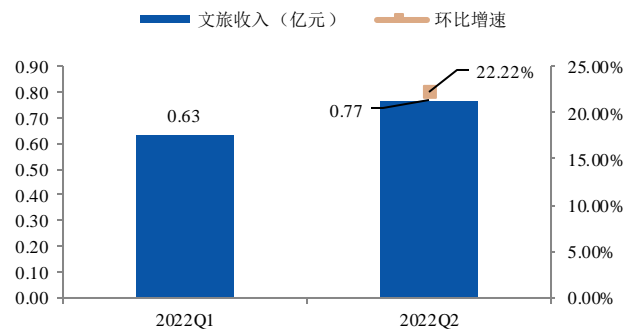
加强线下消费活动运营，Q2 文旅收入环比改善。公司文旅板块的运营主体主要包括圣爵菲斯酒店、世界之窗主题乐园等。上半年，主题乐园长沙世界之窗紧抓“周边游”撬动客流，推出了 9 项主题活动，连续数月在抖音本地生活销量排行榜和抖音吃喝玩乐同城榜等多个榜单中排名第一，尤其是 6 月份主打“毕业季”以来，游客量持续突破高位，6、7 月两月共计实现营业收入 5267 万元，实现利润总额 3025 万元，创历史新高。圣爵菲斯大酒店加强线上线下营销策划，推出“嗦粉节”、“火锅节”、“小吃节”、“龙虾节”等创新营销活动，激活酒店消费。2022H1 公司文旅业务板块实现收入 1.40 亿元，同比下滑 15.06%；其中，Q2 实现收入 0.77 亿元，环比增长 22.48%。

图 20：公司酒店/旅游收入及其同比增速



资料来源：wind, 财信证券

图 21：公司 2022Q2 文旅收入实现环比增长



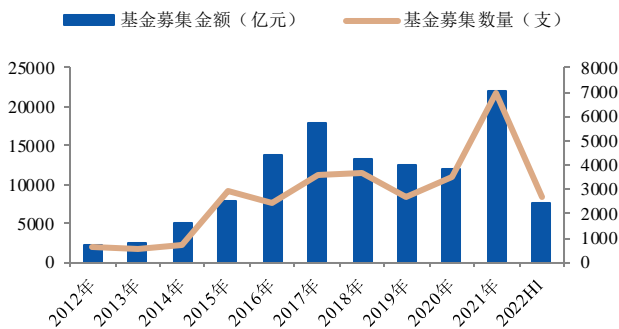
资料来源：wind, 财信证券

3 创投：管理规模不断提升，国内保持领先地位

3.1 行业概况：上半年市场节奏放缓，投资情绪趋于谨慎

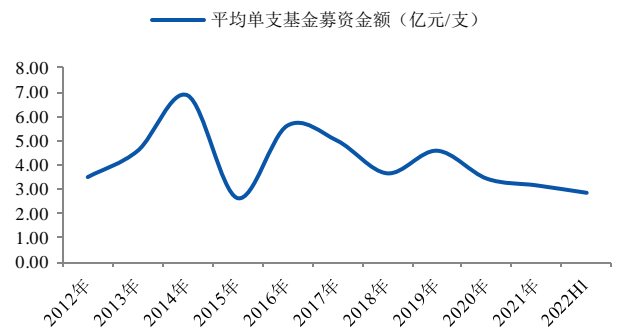
一是募资市场，上半年募资规模同比下滑，结构持续分化。1) 根据清科研究中心数据，2022H1 股权投资市场募资 7724.55 亿元，同比下滑 10.3%；新募基金 2701 支，同比下滑 7.2%；平均单支基金募资 2.86 亿元，较 2021 年水平下降 9.63%。募资市场活跃度呈走低趋势，主要系上半年国内疫情反复、海外环境变化、资本市场波动等因素的持续影响。2) 根据清科研究中心披露，大额战略新兴领域产业基金、基础设施建设、政府引导基金等积极组建；同时，市场中小规模基金的数量占比居高不下，且有小幅上升趋势；小规模基金中，项目基金、专项基金等非盲池基金依然活跃。LP 的分布中，政府机构出资金额超千亿，以政府引导基金、国企/央企为代表的国资 LP 出资活跃，

图 22：2012 年-2022H1 中国股权基金募集情况



资料来源：清科研究中心,同花顺, 财信证券

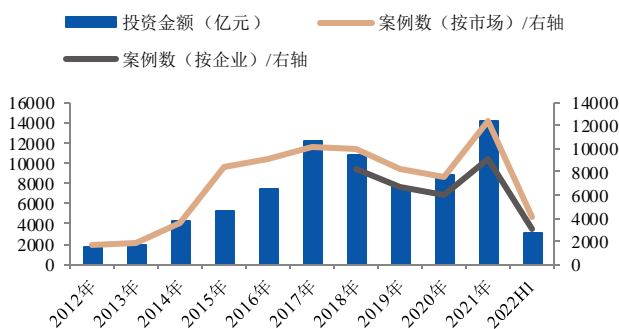
图 23：2012 年-2022H1 中国股权基金单支募集金额



资料来源：清科研究中心,同花顺, 财信证券

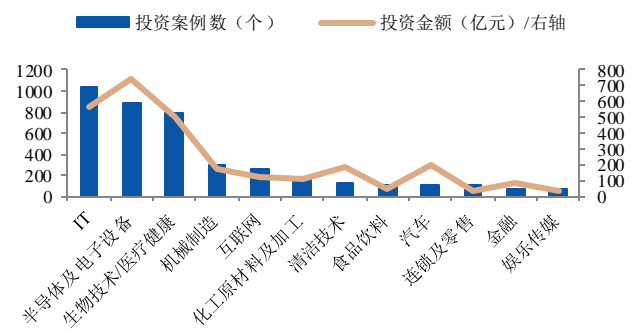
二是投资市场，投资节奏明显放缓，汽车、半导体数量明显增多。1) 根据清科研究中心数据，2022 年上半年中国股权投资市场投资总额约 3149.29 亿元、投资案例数 4167 起，同比分别下滑了，54.9%和 31.9%。整体投资节奏减速，主要系国际形势严峻、国内疫情多点散发等影响所致。2) 从行业分布来看，IT、半导体及电子设备、生物技术/医疗健康等前三大行业投资案例数占比达 65.13%、投资金额占比达 57.79%。汽车、半导体及电子设备两大行业投资热度较高，在行业投资金额及案例数均呈下滑态势中，仅有汽车 (yoy+17.9%)、半导体及电子设备 (yoy+9.7%) 的投资案例数保持了同比正增长。

图 24：2012 年-2022H1 中国股权投资市场投资情况



资料来源：清科研究中心,同花顺, 财信证券

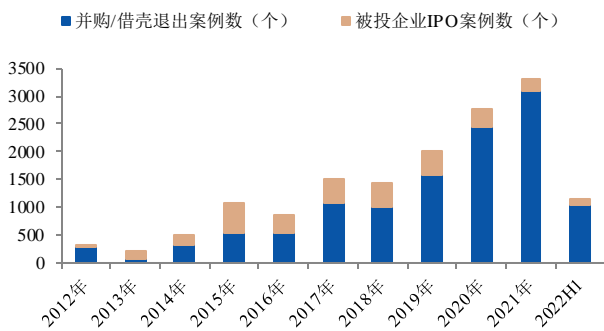
图 25：2012 年-2022H1 中国股权投资市场投资行业



资料来源：清科研究中心,同花顺, 财信证券

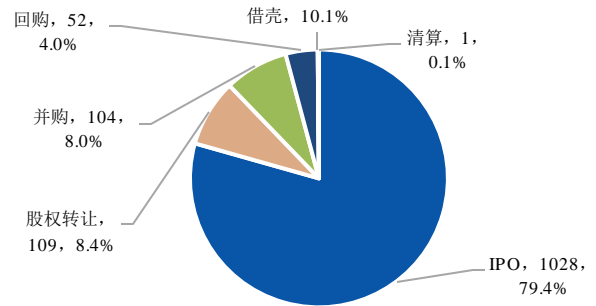
三是退出总量下滑，A股作为主要退出通道的贡献率走高。根据清科研究中心数据，2022年上半年，除并购外的各类退出总量均有下降，IPO、股权转让、回购等贡献案例数分别下滑38.8%、78.8%、81.5%。IPO贡献案例数下滑主要系在中概股问题下，美股上市监管趋严、海外上市企业前景不确定导致海外退出渠道受阻，而去年同期为赴美IPO活跃度高点。此外，受全球大环境影响，港股、A股的被投企业IPO案例数同比分别下滑36.5%、15.7%。但相对来看，在注册制改革持续推进及北交所开市等背景下，A股退出渠道相对通畅，IPO仍为创投机构的主要退出方式。2022年上半年，A股贡献率再度走高，达88.1%。

图 26：2012 年-2022H1 中国股权投资市场投资情况



资料来源：清科研究中心,同花顺,财信证券

图 27：2022H1 中国股权投资市场退出方式分布



资料来源：清科研究中心,同花顺,财信证券

3.2 公司情况：管理规模不断提升，“大资管”战略稳步推进

公司投资业务板块的运营主体是达晨创投和达晨财智（公司直接持有达晨财智 20% 股份，全资子公司达晨创投持有达晨财智 35% 股份，公司合计持有达晨财智 55% 股份）。其中，达晨创投是直投平台，投资标的多为初创期企业；达晨财智主营基金管理，投资方向主要涵盖信息技术、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、军工等六大领域。去年开始，达晨财智开始加快推进“大资管”布局，已经成功募集第一支定增基金（达晨晨欣 1 号）。公司投资业务效益主要来自基金管理费的收益和超额收益分成、直投项目退出收益、配投基金退出收益。长期以来，达晨形成了全国区域布局网络优势，以深圳总部、北京总部、华东总部三足鼎立，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、佛山等 16 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。

表 2：达晨财智典型投资案例

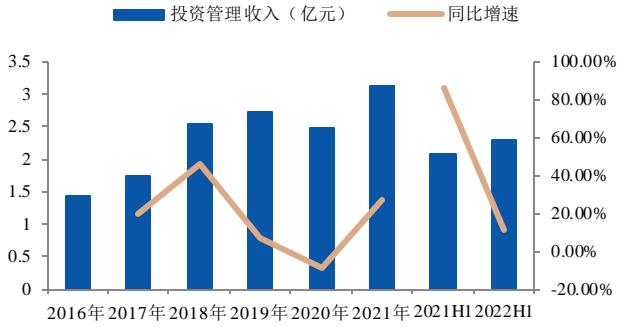
投资领域	投资案例
信息技术产业	拓维信息、迅游科技、网宿科技、拓尔思、宇信科技、奇虎 360、同望科技、新奥特、微智信业、国华网安、中望软件、龙软科技、中科金财、明源软件、软通动力、
智能制造和节能环保	恒大高新、太空板业、和而泰、博世科、赢合科技、星光农机、双飞股份、铭普光磁、弘信电子、道通科技、兆日科技、拓斯达、昆山佰奥、新锐科技、星云股份、升华科技、青岛征和、智华电子、钧达股份、新洁能、东方精工、金百泽、兰剑物流、硕贝德、瑞芯微、沃尔德、利扬芯片、宏昌电子、正业科技、开元股份、丰光科技、禾川科技、芯能半导体、凌云光、本川智能、维德信息、亿纬锂能、华友钴业、铖昌科技、恒泰艾普、鹏辉能源、丰元股份、金雷股份、国恩股份、利安隆、光莆电子、激智科技、宇环数控、洁美科技、景津环保、万德斯、中信博、仁创生态、盛剑环境、紫科环保、奥迪威、安科兴业、能新科、上海中镭、海王星、福尔生化、达刚路机、天派电子、瀛通通讯、杰美特
医疗健康	爱尔眼科、凯普生物、博济医药、康希诺、瑞鹏股份、中汇医药、热景生物、华康世纪、圣诺科技、兰卫检验、可孚科技、创胜集团
大消费和企业服务	圣农发展、尚品宅配、天味食品、多喜爱、煌上煌、晨光生物、青客、酷特智能、慧择保险、慧辰咨询、爱回收、叮咚买菜
文化传媒	蓝色光标、分众传媒、数码视讯、吉比特、高斯贝尔、中南传媒、华凯创意、创梦天地、创业黑马、同洲电子、华夏电通、百合传媒、中国电影、英派斯、芒果超媒、掌门教育、上海德必
军工	亚光科技、航新科技、安博通、智明达

资料来源：达晨财智官网，财信证券

项目 IPO、基金募集等成绩显著。2022 年以来，达晨财智新增 17 个 IPO 项目申报、10 个项目 IPO 过会，IPO 过会数量较去年同期再增加 1 家；基金规模稳步增长，达晨创投鸿基金规模提升至 70 亿，较原计划超募 2 亿；80 亿元达晨创程综合基金、20 亿元达晨中小企业科技基金及 3 亿元达晨晨欣 1 号定增基金的募投工作目前正在稳步推进中，特别是 20 亿元达晨中小企业科技基金，获得国家发改委、工信部主导的国家中小企业发展基金的基石投资，目前已基本募集到位。截至目前，达晨财智累计管理基金规模近 400 亿元，投资企业总数 673 家，IPO 上市达 130 家。在母基金研究中心发布的 2022 年中榜单中，达晨获评“2022 年 VC 基金最佳回报前十”。

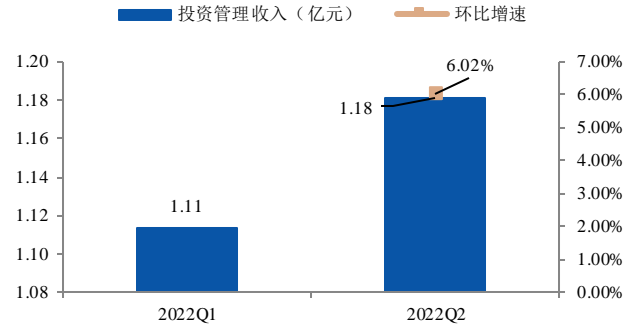
Q2 投资管理收入环比改善。受外围环境及市场波动影响，上半年达晨财智上市项目退出放缓，导致投资收益同比下降。2022H1 达晨财智实现净利润 1.51 亿元，同比下滑 69.06%；其中，单 Q2 实现净利润 1.02 亿元，环比增长 108.16%。此外，2022H1 公司投资管理业务实现收入 2.30 亿元，同比增长 10.99%；其中，单 Q2 贡献收入 1.18 亿元，环比增长 6.02%。未来，公司将努力推动达晨创投申请资产管理等资管平台，支持达晨财智的市场化发展，积极拓展 PE、并购、定增等业务，打造投资业务新的增长点。

图 28：公司投资管理收入及其同比增速



资料来源：wind，财信证券

图 29：公司 2022Q2 投资管理收入实现环比增长



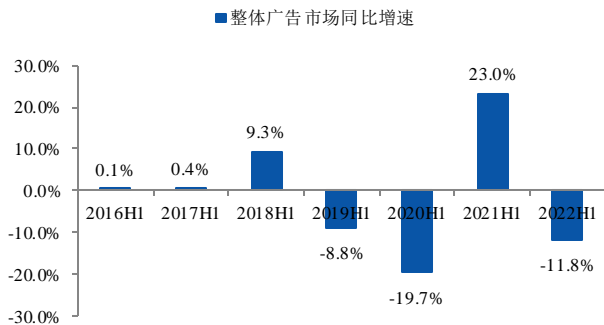
资料来源：wind，财信证券

4 传媒业务：上半年复苏受疫情干扰，整体发展势头有望向好

4.1 行业概况：上半年国内广告和游戏市场同比均出现下滑

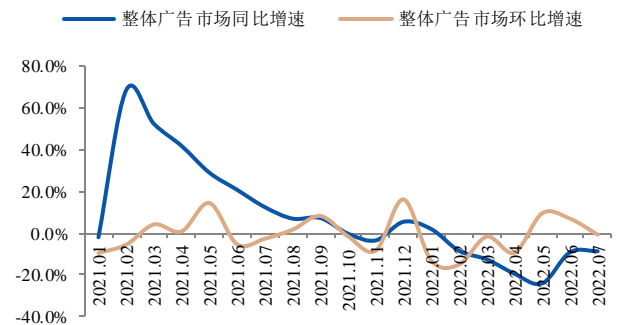
一是，广告市场。1) 上半年整体广告市场同比下滑超 10%，但整体仍好于 2020 年。根据 CTR 数据，2022H1 国内广告市场同比下滑 11.8%，但相较 2020H1 仍增长 11.5%；从广告主市场信心来看，对国内整体经济形势和公司经营情况的信心较 2021 年有所下降，但仍高于 2020 年。从细分月份来看，受上半年疫情反复影响，2022 年 2 月-7 月整体广告市场同比均为负增长，6 月同比降幅开始缩窄；而 1 月-4 月整体广告市场环比均为负增长，直至 5 月、6 月才开始回正；7 月整体广告市场同比和环比增速分别为-8.7%和-0.8%。随着疫情反弹得到有效控制，下半年广告市场规模有望随经济稳增长而修复。

图 30：整体广告市场同比增速



资料来源：CTR，财信证券

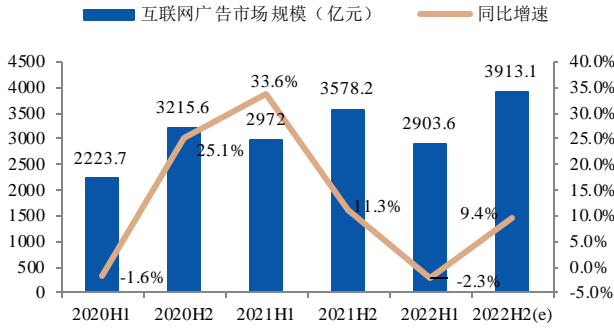
图 31：整体广告市场同比/环比增速（分月）



资料来源：CTR，财信证券

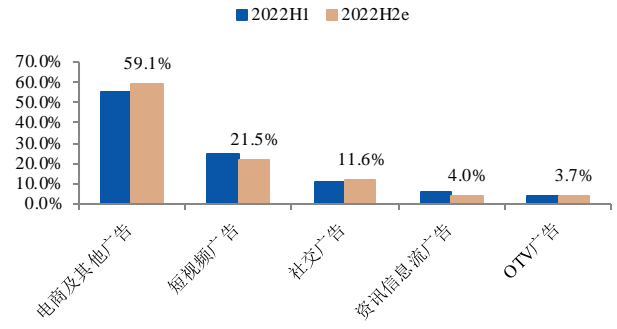
2) 上半年互联网广告市场同比微跌，预计下半年广告主将进一步加强销售转化诉求。根据 Questmobile 数据，2022H1 中国互联网广告市场规模 2903.6 亿元，较 2021H1 下滑 2.3%，但较 2020H1 仍增长 30.58%。我们认为，在宏观经济疲软、疫情致线下物流和消费受阻、企业盈利预期减弱的情况下，广告主将倾向缩减品牌广告预算支出，将有限的广告预算投入到能够直接产生销售和兑现盈利的广告形式中，例如电商、社交等具备强引流和强曝光类的广告。根据 Questmobile 预测，2022H2 电商及其他广告、社交广告的投放占比将进一步增长至 59.1%和 11.6%。随着下半年双十一、双十二等电商大促节来临，电商类广告有望进一步释放广告主需求，也有助于整体广告市场迎来增长。

图 32：互联网广告市场规模及其同比增速



资料来源：Questmobile, 财信证券

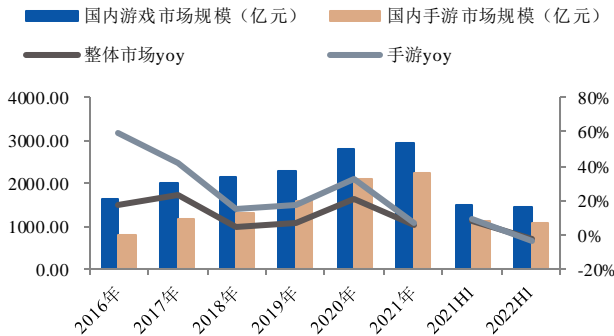
图 33：2022 年典型媒介类型投放费用分布



资料来源：Questmobile, 财信证券

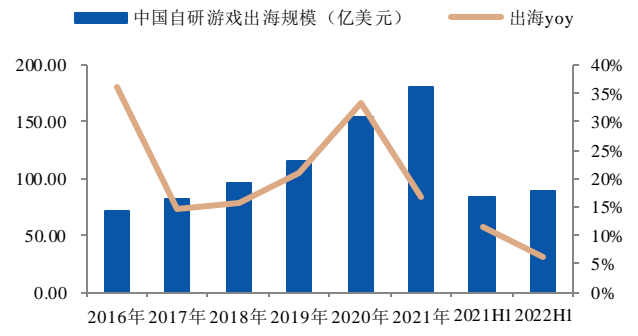
二是，游戏市场。1) 上半年国内游戏市场增长停滞，出海收入增速放缓。受国内版号政策收紧、未成年人保护、移动互联网用户红利见顶等影响，国内游戏市场增长陷入停滞局面。根据伽马数据，2022H1 国内游戏市场收入规模 1477.89 亿元，同比微降 1.8%；其中，移动游戏市场收入规模 1104.75 亿元，同比降低 3.74%；端游市场收入规模 307.4 亿元，同比增长 2.85%；页游市场收入规模 27.06 亿元，同比下滑 10.4%。出海方面，2022H1 中国自研游戏出海收入规模 89.89 亿美元，同比增长 6.16%，增速有所放缓。从单月来看，受版号稀缺、新品上线延迟等影响，2022 年 3 月起国内手游市场收入开始进入同比负增长。2022 年 7 月，国内整体游戏市场和手游市场收入同比分别下滑 15.12% 和 19.6%；出海方面，中国自研游戏出海收入 14 亿美元，同比和环比增速分别下滑 15.05% 和 3.65%。整体来看，游戏行业已进步入存量争夺的成熟阶段，或需要靠新技术、新硬件来驱动新一轮内容变革和需求增量。

图 34：国内游戏/手游市场规模及其同比增速



资料来源：伽马数据, 财信证券

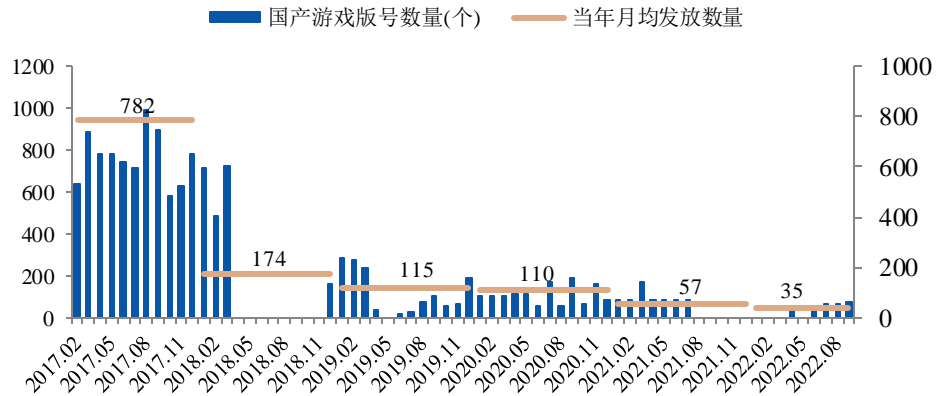
图 35：中国自研手游出海收入规模及其同比增速



资料来源：伽马数据, 财信证券

2) 新一轮版号重启后，发放节奏和数量趋于稳定。第一轮版号暂停时间为 2018 年 4 月-11 月，主要原因为监管机构调整。此前的 2017 年共下发 9384 款国产游戏版号，平均每月 782 款；2019 年-2020 年分别下发了 1384 款和 1316 款，平均每月分别为 115 款和 110 款；2021 年 1 月-7 月共下发 679 款国产游戏版号，平均每月 97 款。第二轮版号暂停时间为 2021 年 8 月-2022 年 3 月，主要原因系防止未成年人沉迷网络游戏的政策出台后，游戏版号审核流程和标准需做出相应调整。自 2022 年 4 月第二轮版号重启发放以来，共下发了五批版号、平均每批 63 款，整体数量较次有所缩减，但下发节奏已逐渐回归常态化、且数量有递增趋势。后续版号发放可期，有望为市场规模贡献增量。

图 36：国产游戏版号发放数量



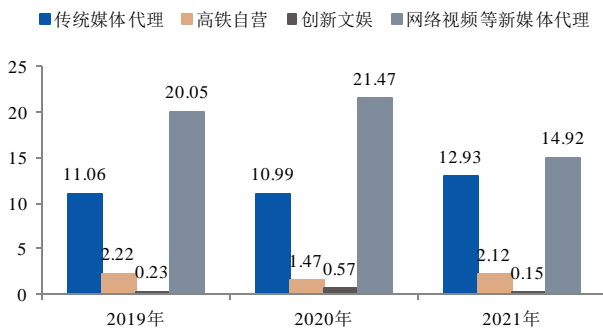
资料来源：国家新闻出版署，财信证券

4.2 公司情况：传媒类业务贡献稳定营收

公司传媒类业务主要包括广告、游戏等两大板块。1) 广告业务板块的运营主体主要是韵洪传播，韵洪传播主要覆盖电视媒体代理（与 200 多家电视媒体合作，其中对湖南电视台的传统电视广告代理占其总量的 4 成；芒果 TV、优酷等新媒体的核心代理商）、高铁户外媒体自营（以安检口、检票口为点位的 LED 视频联播网，覆盖京港全线、京津线和珠三角城际线等骨干线路）和新媒体拓展。

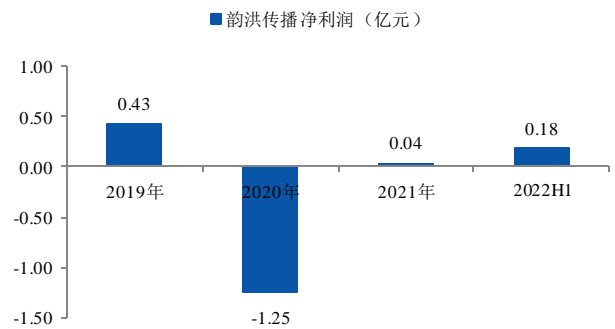
广告业务延续盈利，业务转型升级取得突破进展。一方面，韵洪传播对其广告产品进行深度融合，以产品包形式进行销售，同时停止了回款较慢、毛利率较低的部分客户业务，收获了良好业绩。2021 年韵洪传播的传统媒体代理业务收入和高铁自营媒体业务收入同比分别增长 17.65% 和 44.22%，网络视频等新媒体代理业务收入同比下降了 30.51%，但整体实现净利润 376 万元（2020 年为亏损 1.25 亿元）。另一方面，业务结构优化转型升级取得突破进展，韵洪传播新增信息流广告业务自 2022 年 4 月下旬正式运营以来，业务量增长明显，带动韵洪传播上半年实现净利润 0.18 亿元，保持了继续盈利态势。2022H1 公司广告业务实现收入 13.59 亿元，同比下滑 12.83%；其中，Q2 实现收入 7.43 亿元、环比增长 20.70%。随着下半年宏观经济稳增长、双十一等重大电商节来临，营销行业需求有望增加，公司广告收入有望迎来修复。

图 37：2019 年-2021 年韵洪传播业务收入构成



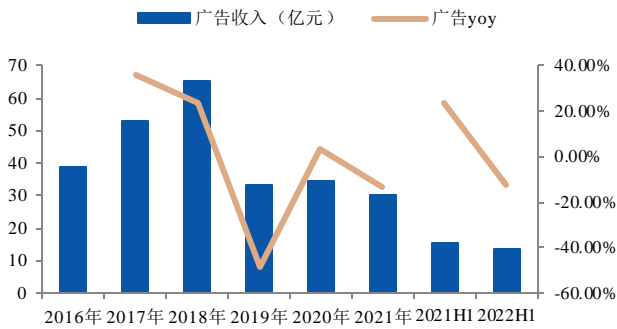
资料来源：wind，财信证券

图 38：2019 年-2022H1 韵洪传播净利润



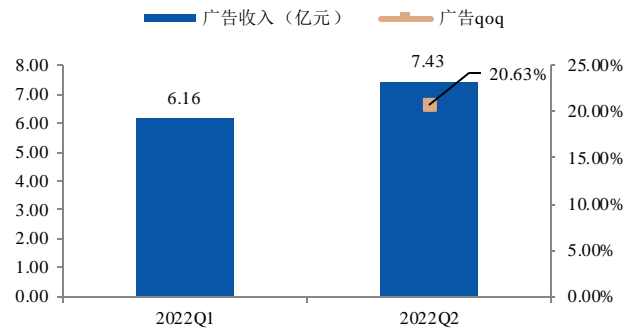
资料来源：wind，财信证券

图 39：公司广告收入及其同比增速



资料来源：wind，财信证券

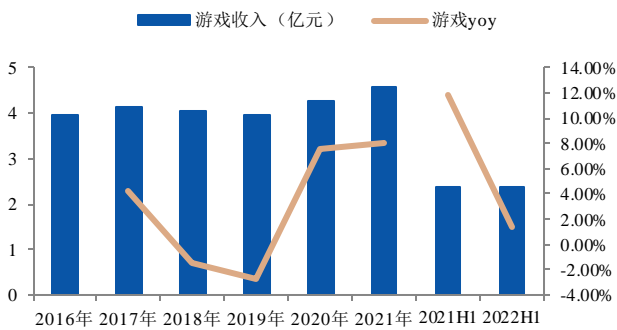
图 40：公司 2022Q2 广告收入实现环比增长



资料来源：wind，财信证券

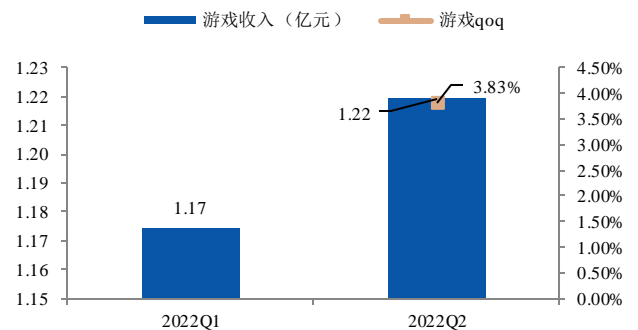
2) 游戏业务贡献稳定业绩和现金流。游戏业务板块的运营主体是上海久之润，主打游戏为《劲舞团》、《机动战士敢达 OL》、《爱情公寓消消乐》等，经典音舞网络游戏《劲乐团》、《劲舞团》等长生命周期产品持续为公司贡献稳定业绩和现金流，年均贡献超 1 亿元净利润。2022H1 公司游戏业务实现收入 2.39 亿元，同比增长 1.41%；贡献净利润 0.77 亿元、同比增长 1.05%。其中，Q2 实现收入 1.22 亿元、环比增长 3.83%。随着新一轮游戏版号发放常态化，新品上线有望加速，公司游戏业务利润有望进一步增厚。

图 41：公司游戏收入及其同比增速



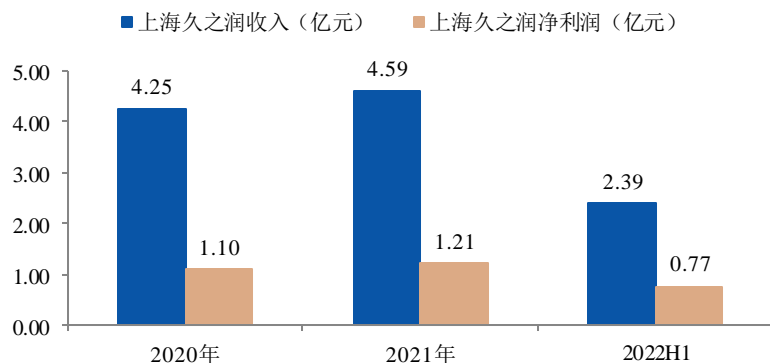
资料来源：wind，财信证券

图 42：公司 2022Q2 游戏收入实现环比增长



资料来源：wind，财信证券

图 43：2020 年-2022H1 上海久之润收入和净利润



资料来源：wind，财信证券

5 投资建议

公司“传媒+文旅+投资”的战略发展方向清晰，业务持续推进。虽然在短期内，文旅和传媒业务均受到疫情因素干扰，创投受外围环境影响退出缩减而收益下滑。但随着疫情好转，2022Q2 公司文旅和传媒业务环比有所修复仍显示出了韧性；下半年文旅、广告业务有望随着疫情防控平稳和经济恢复增长而迎来修复。此外，在注册制改革持续推进及北交所开市等背景下，未来公司的创投业务仍有较大发展空间。预计公司 2022 年/2023 年/2024 年营收 40.20 亿元/43.97 亿元/47.47 亿元，归母净利润 1.10 亿元/1.93 亿元/2.95 亿元，EPS 为 0.08 元/0.14 元/0.21 元，对应 PE 为 59.73 倍/34.02 倍/22.18 倍。维持公司“增持”评级。

6 风险提示

国内疫情反复导致防控不及预期，国内局部疫情反复对广告、文旅等业务开展造成影响；

投资项目退出不及预期，二级市场波动导致创投项目退出放缓。

政策监管风险，游戏版号收紧导致无法取得新版号、或新品上线延迟、老产品生命周期衰退等造成游戏收入下降。

报表预测(单位:百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,939.9	4,339.6	4,019.7	4,396.7	4,746.6	营业收入	5,939.9	4,339.6	4,019.7	4,396.7	4,746.6
减:营业成本	4,730.7	3,250.2	2,995.8	3,280.7	3,536.7	增长率(%)	-16.07	-26.94	-7.37	9.38	7.96
营业税金及附加	21.41	22.65	24.12	26.38	28.48	归属母公司股东净利润	-1,468.3	330.43	109.64	192.52	295.34
营业费用	585.25	438.82	281.38	307.78	332.26	增长率(%)	-1,421.5	122.50	-66.82	75.59	53.40
管理费用	1,110.4	554.43	522.56	571.58	617.06	每股收益(EPS)	-1.04	0.23	0.08	0.14	0.21
研发费用	84.87	90.76	100.49	109.92	118.67	每股股利(DPS)	0.00	0.02	0.01	0.01	0.02
财务费用	318.41	203.71	73.85	42.67	15.40	每股经营现金流	0.11	0.44	-0.72	0.21	0.20
减值损失	-807.59	-85.54	-132.65	-145.09	-156.64	销售毛利率	0.20	0.25	0.25	0.25	0.25
加:投资收益	286.20	1,055.6	250.00	370.00	520.00	销售净利率	-0.23	0.15	0.04	0.07	0.09
公允价值变动损益	187.05	4.43	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	-0.14	0.03	0.01	0.02	0.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	-0.12	0.18	0.09	0.09	0.14
营业利润	-1,165.	799.21	209.60	353.49	532.16	市盈率(P/E)	-4.46	19.82	59.73	34.02	22.18
加:其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	0.64	0.64	0.63	0.62	0.60
利润总额	-1,159.	804.17	215.16	359.05	537.72	股息率(分红/股价)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减:所得税	203.73	174.22	48.30	66.06	88.26	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-1,363.	629.95	166.86	292.99	449.46	收益率					
减:少数股东损益	104.95	299.53	57.22	100.47	154.12	毛利率	20.36%	25.10%	25.47%	25.38%	25.49%
归属母公司股东净利润	-1,468.	330.43	109.64	192.52	295.34	三费/销售收入	33.91%	27.58%	21.84%	20.97%	20.32%
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EBIT/销售收入	-14.16%	23.22%	7.19%	9.14%	11.65%
货币资金	2,463.3	2,058.3	401.97	439.68	668.94	EBITDA/销售收入	-2.52%	25.26%	12.77%	14.29%	16.22%
交易性金融资产	1,431.0	1,761.3	1,761.3	1,761.3	1,761.3	销售净利率	-22.95%	14.52%	4.15%	6.66%	9.47%
应收和预付款项	1,994.4	1,638.5	1,330.6	1,455.4	1,571.3	资产获利率					
其他应收款(合计)	475.77	179.35	305.56	334.22	360.81	ROE	-14.40%	3.21%	1.05%	1.82%	2.72%
存货	1,071.9	1,027.1	886.14	970.38	1,046.1	ROA	-7.07%	1.74%	0.65%	1.15%	1.75%
其他流动资产	39.59	41.95	74.28	81.25	87.71	ROIC	-11.66%	18.08%	8.58%	9.17%	14.43%
长期股权投资	2,906.4	2,437.0	2,357.0	2,277.0	2,197.0	资本结构					
金融资产投资	8,398.9	7,824.0	7,824.0	7,824.0	7,824.0	资产负债率	44.01%	38.86%	29.70%	27.96%	26.12%
投资性房地产	34.93	33.50	29.05	24.60	20.15	投资资本/总资产	20.82%	13.04%	20.34%	18.46%	16.49%
固定资产和在建工程	1,301.5	1,339.1	1,141.6	941.67	739.23	带息债务/总负债	47.99%	28.10%	24.58%	13.44%	2.20%
无形资产和开发支出	568.85	562.69	552.89	543.10	533.31	流动比率	1.59	1.30	1.44	1.44	1.50
其他非流动资产	96.70	89.42	76.90	64.39	64.39	速动比率	1.18	0.95	0.98	0.96	1.00
资产总计	20,783.	18,992.	16,741.	16,717.	16,874.	股利支付率	0.00%	8.58%	9.24%	9.24%	9.24%
短期借款	920.08	513.07	195.57	93.74	0.00	收益留存率	100.00	91.42%	90.76%	90.76%	90.76%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	2,970.3	2,289.0	2,001.6	2,191.7	2,363.0	总资产周转率	0.29	0.23	0.24	0.26	0.28
长期借款	3,469.9	1,560.9	1,026.5	534.19	96.89	固定资产周转率	5.01	3.49	3.78	5.00	6.86
其他负债	1,786.4	3,017.6	1,749.1	1,853.6	1,948.4	应收账款周转率	5.08	4.91	5.39	5.39	5.39
负债合计	9,146.8	7,380.6	4,972.9	4,673.3	4,408.4	存货周转率	4.41	3.16	3.38	3.38	3.38
股本	1,417.5	1,417.5	1,417.5	1,417.5	1,417.5	估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	6,430.7	6,420.8	6,420.8	6,420.8	6,420.8	EBIT	-841.31	1,007.8	289.02	401.72	553.12
留存收益	2,347.5	2,469.8	2,569.3	2,744.0	3,012.1	EBITDA	-149.77	1,096.0	513.29	628.45	769.80
归属母公司股东权益	10,195.	10,308.	10,407.	10,582.	10,850.	NOPLAT	-1,237.8	782.18	212.57	312.13	445.36
少数股东权益	1,440.8	1,303.6	1,360.8	1,461.3	1,615.4	净利润	-1,468.3	330.43	109.64	192.52	295.34
股东权益合计	11,636.	11,611.	11,768.	12,043.	12,465.	EPS	-1.04	0.23	0.08	0.14	0.21
负债和股东权益合计	20,783.	18,992.	16,741.	16,717.	16,874.	BPS	7.19	7.27	7.34	7.47	7.65
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	PE	-4.46	19.82	59.73	34.02	22.18
经营性现金净流量	156.47	621.03	-1,016.	293.80	276.60	PEG	0.00	0.16	-0.89	0.45	0.42
投资性现金净流量	-552.66	789.13	296.34	398.58	526.38	PB	0.64	0.64	0.63	0.62	0.60
筹资性现金净流量	720.40	-1,832.	-935.82	-654.67	-573.72	PS	1.10	1.51	1.63	1.49	1.38
现金流量净额	315.86	-419.30	-1,656.	37.71	229.26	PCF	41.85	10.55	-6.44	22.29	23.68

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438