

证券研究报告  
2020年11月03日

# 【方正汽车·公司深度报告】广汽集团（601633）

## 日系崛起，广汽传奇

分析师： 于特      执业证书编号： S1220515050003  
分析师： 李金锦      执业证书编号： S1220518040001

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。  
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

[www.foundersc.com](http://www.foundersc.com)

- **国有大型汽车集团之一，大股东持股比例高。**公司第一大股东为广州汽车工业集团有限公司，A股持股比例为72.93%，实际控制人为广州市国资委。2019年公司汽车销量为 206.2万辆，同比下降 3.99%，优于行业水平约 4.24 个百分点，汽车销量位列全国前五。
- **围绕汽车业务打造产业链闭环。**公司业务包括研发 整车、零部件、商贸服务、金融五大板块。包括并表子公司：乘用车板块（广汽乘用车，广汽新能源等控股子公司）收入占比近 60%，以整车制造为主，其次是汽车相关贸易，包括广汽商贸等汽车销售业务。合营联营公司的投资收益是公司主要营业利润来源，包括广汽丰田，广汽本田，广三菱、广菲克等。
- **广汽乘用车再续传奇：**广汽集团2019年研发投入达到 50.4亿元，高于长城汽车，长安汽车，吉利汽车。广汽集团推出GPMA平台架构是广汽造车理念的全面升级，标志着广汽传祺进入了全新的平台化、模块化造车时代。2020年发布全新动力平台品牌“钜浪动力”，以及全新纯电平台GEP2.0。扎实的研发与技术储备有望再续传奇。
- **日系“两田”的强周期：**2015年后，日系市场份额不断恢复，2020.1-9提升至23.8%，与德系基本持平。2020.1-9广汽丰田累计销量54.9万辆，同比增长10.6%。广汽丰田受益丰田汽车TNGA车型的成功，广汽集团与丰田绑定日益深入。2020.1-9，广汽本田累计销售55.0万辆，同比下降5.69%，9月份同比大增21.7%。
- **盈利预测与估值：**我们预计，预计2020-2022年净利润分别约为70.97亿元、92.51亿元、115.42亿元，EPS分别为0.69元、0.90元和1.13元，对应PE分别为20倍、15倍和12倍，给予“推荐”评级
- **风险提示：**国内汽车市场景气度不及预期，广汽集团新车型推广不及预期，疫情对汽车市场影响超预期

一

广汽集团概况

二

广汽乘用车再续传奇

三

广汽丰田/本田的强周期

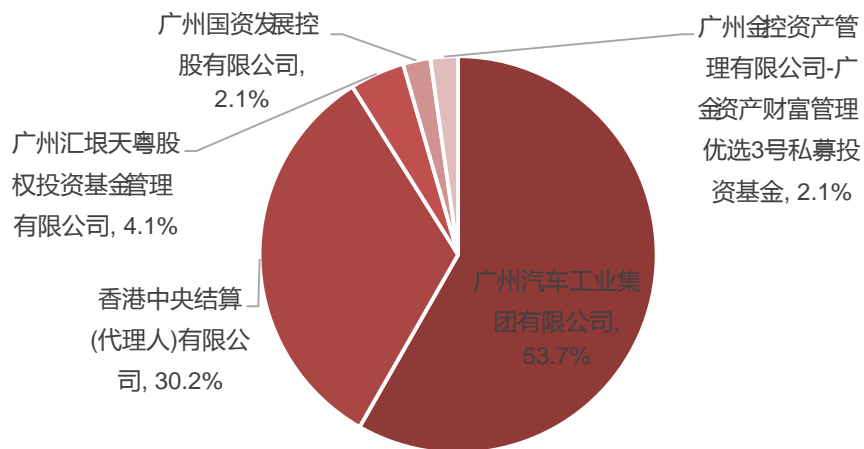
四

盈利预测与估值：

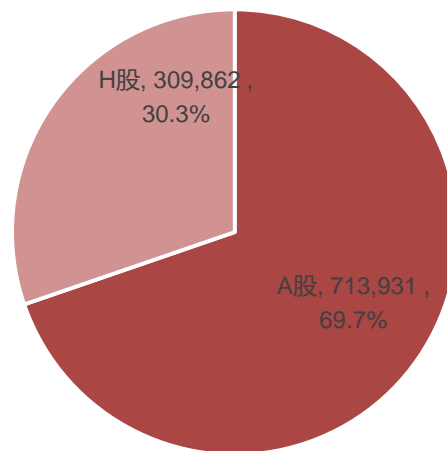
# 广汽集团为广州市属企业，A股集中度高

- 广汽集团第一大股东为广州汽车工业集团有限公司，持股合计占公司总股本的53.7%，广州汽车工业集团为广州市人民政府全资子公司。
- 大股东持股比例高：广州汽车工业集团有限公司持有本公司 A 股 5,206,932,069 股，约占公司 A 股股本的 72.93%。

图表1：广汽集团的前五大股东



图表2：广汽集团A和H股数量及占比（万股）

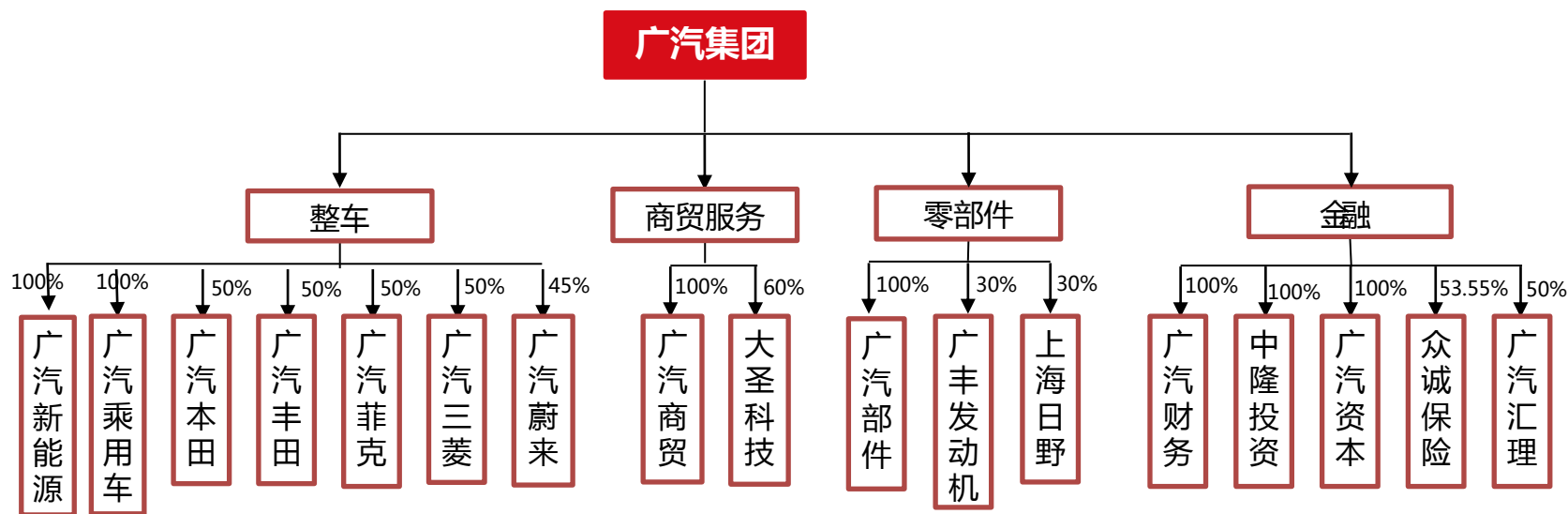


资料来源：公司三季报，wind、方正证券研究所

# 广汽集团整体上市，业务涵盖整车，零部件，商贸及金融

- 整车板块主要通过子公司广汽乘用车，广汽新能源汽车和合营公司广汽本田、广汽丰田、广汽菲克、广汽三菱、广汽蔚来生产；商贸服务板块主要通过子公司广汽商贸、大圣科技等围绕产业链展开配套服务；零部件板块主要通过子公司广汽部件的控股、共同控制、参股公司及联营公司广丰发动机和上海日野生产；金融板块主要通过子公司广汽财务、中隆投资、广汽资本、众诚保险及合营公司广汽汇理等提供相关服务。

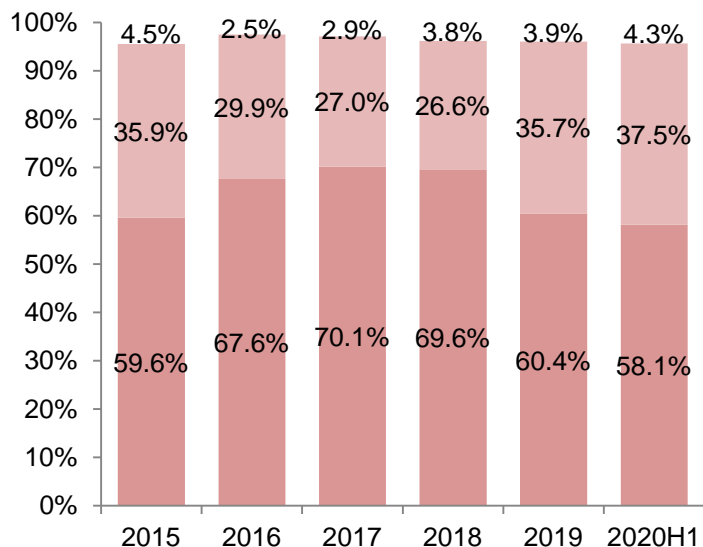
图表3：广汽集团子公司结构：



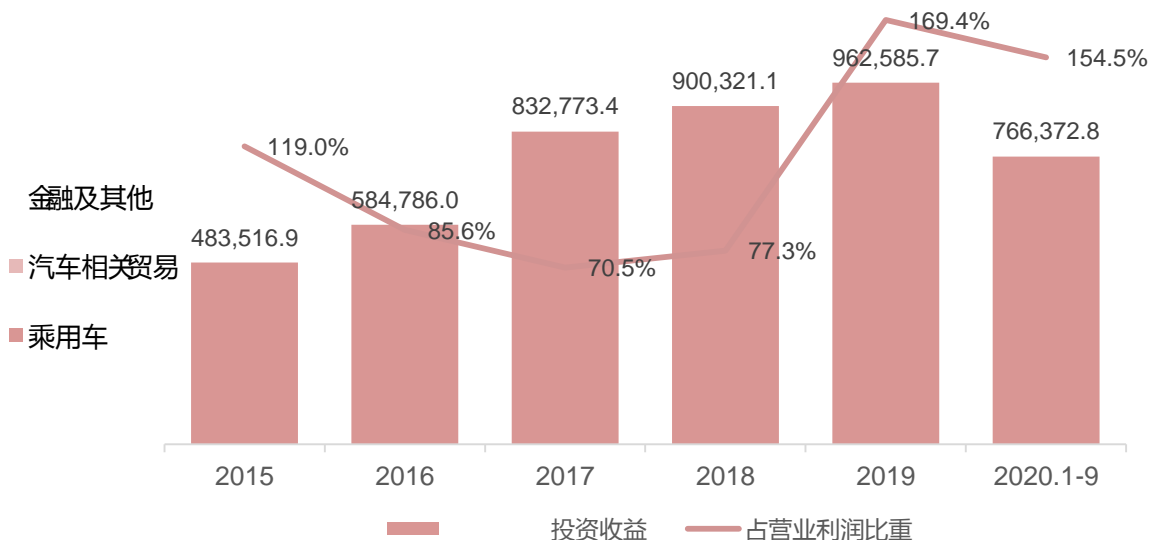
# 广汽集团业务由并表业务与合营联营公司构成

- 并表业务：乘用车板块（广汽乘用车，广汽新能源等控股子公司）收入占比仅 60%，以整车制造为主，其次是汽车相关贸易，由广汽商贸等汽车销售业务。
- 投资收益：2019年广汽集团投资收益约为96.3亿元，是公司主要营业利润来源。

图表4：并表业务收入结构



图表5：投资收益及其占营业利润比例（万元）



资料来源：公司年报，方正证券研究所

资料来源：公司年报，方正证券研究所

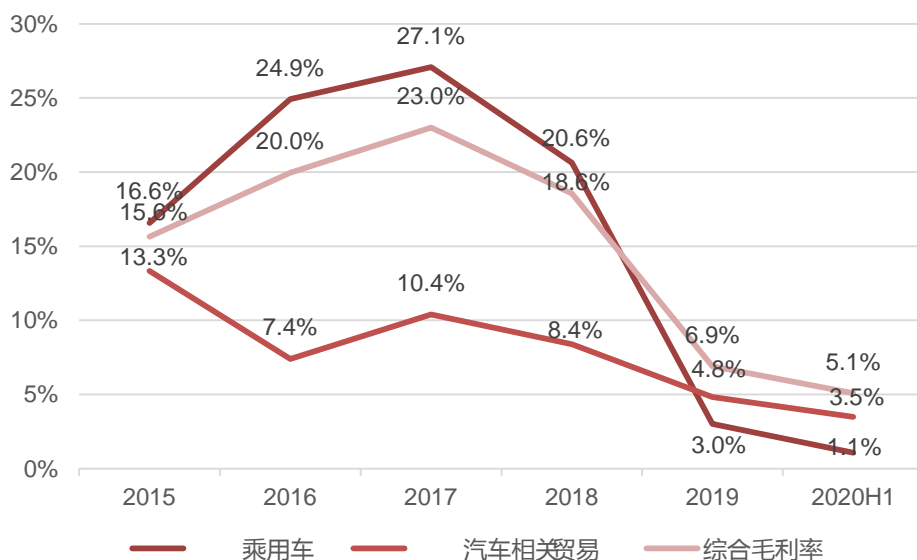
慧博资讯 专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

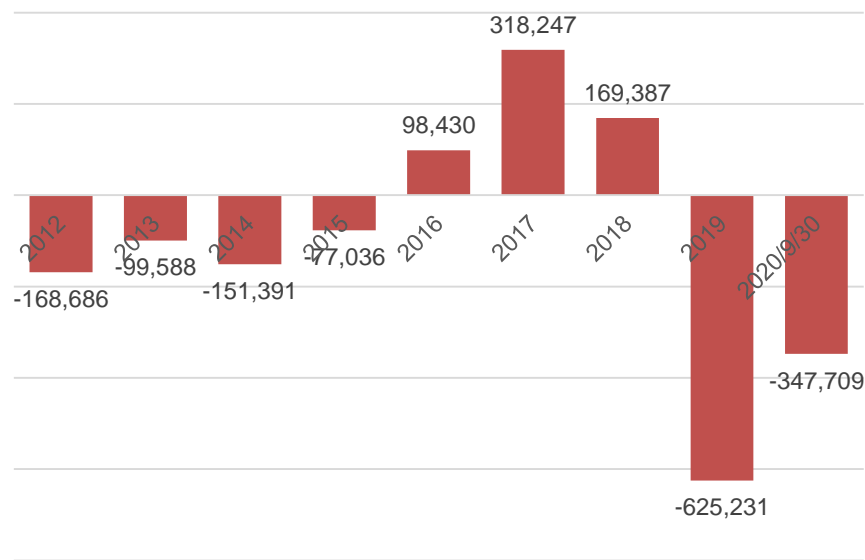
# 并表业务：2016-2018年并表业务贡献利润

- 毛利率上：2016-2017乘用车业务毛利率大幅提升至27.1%，带动并表业务业绩提升
- 并表业务：我们以营业利润减去投资收益和其他收益，估算并表业务的税前利润。在 2017 年公司并表业务实现业绩贡献高峰，达到 31.8 亿元，随后2019年至今为亏损状态

图表6：主要业务毛利率近年变化  
(元)



图表7：营业利润-投资收益-其他收益=并表业务 (万)



资料来源：公司年报，方正证券研究所

资料来源：公司年报，方正证券研究所

慧博资讯 专业的投资研究大数据分享平台

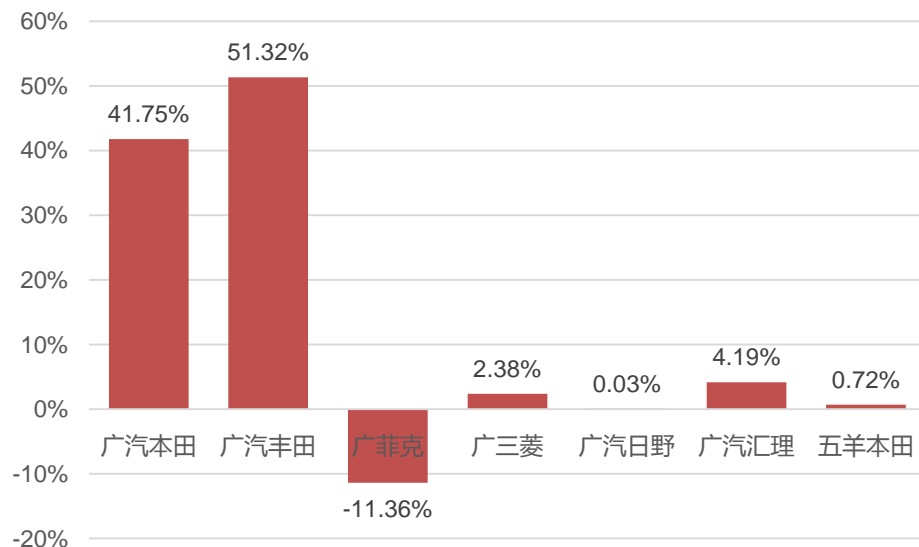
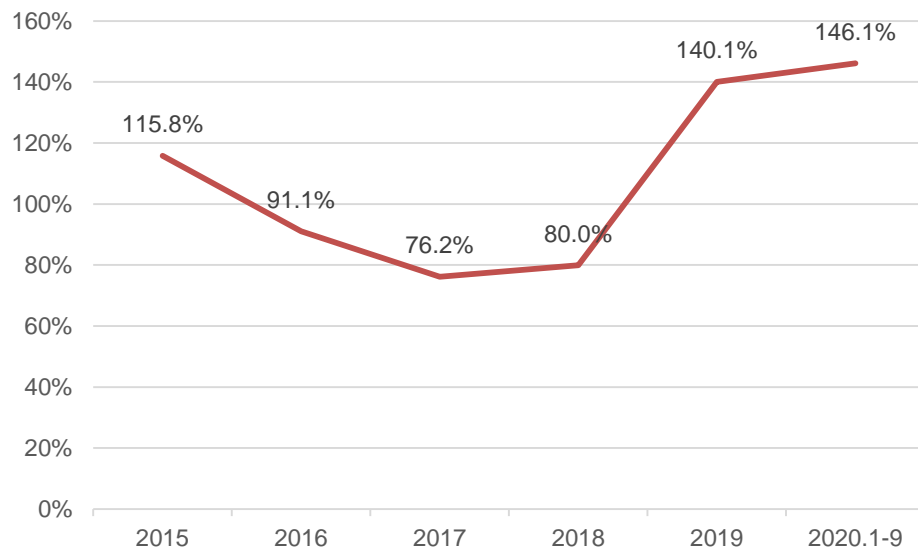
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

# 联营与合营公司中广汽丰田和广汽本田贡献主要利润

- 联营与合营企业投资收益是集团利润的主要来源，自2015年来，其对利润总额的贡献均达到76%以上。
- 2019年联营与合营企业投资收益为939934.33万元，其中广汽丰田贡献率为51.32%，广汽本田贡献率为41.75%。（注：我们用各合营公司长期股权投资大致估算每个车企的利润，然后除以合营联营总投资收益，与实际值会有偏差）

图表8：联营与合营投资收益占净利润比例，

图表9：2019年主要联营与合营公司净利润贡献估算



资料来源：wind，公司年报，方正证券研究所

资料来源：wind，公司年报，方正证券研究所

慧博资讯 专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



一

广汽集团概况

二

广汽乘用车再续传奇

三

广汽丰田/本田的强周期

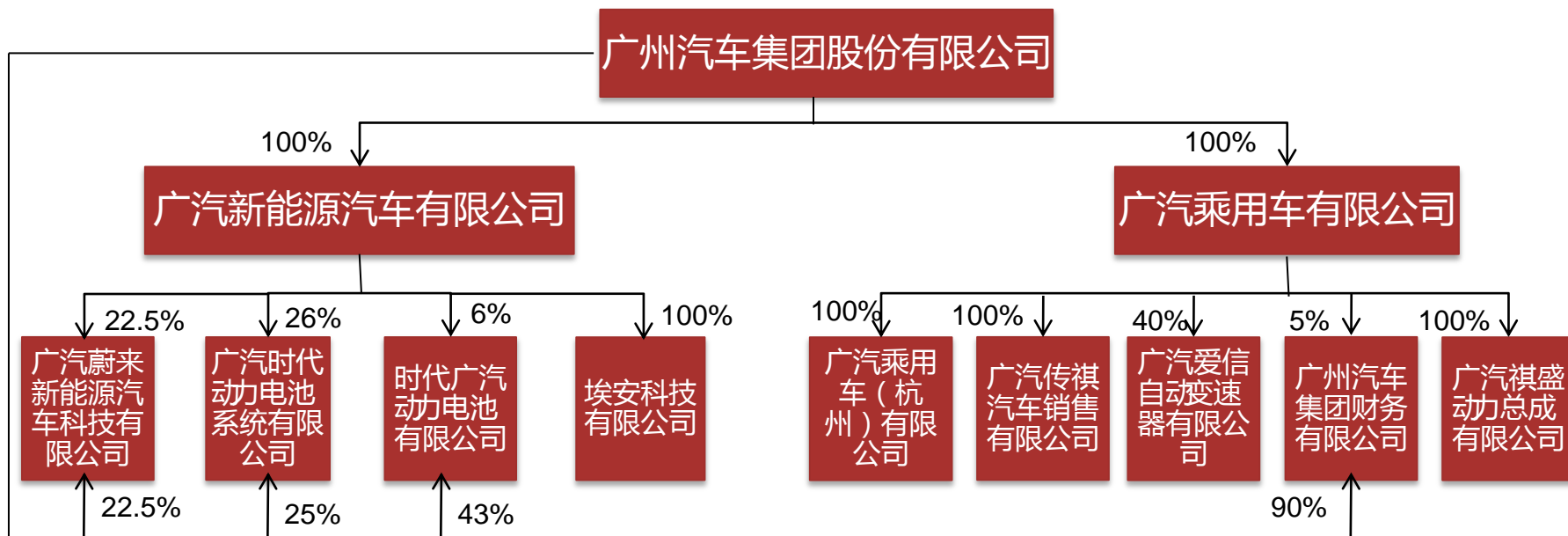
四

盈利预测与估值：

# 广汽乘用车业务：传统与新能源齐头并进

- **广汽乘用车公司**：成立于2008年7月21日，由广州汽车集团股份有限公司独资设立，作为广汽集团自主品牌乘用车项目的实施载体。
- **广汽新能源汽车有限公司**：成立于2017年7月28日，是广汽集团秉承自主创新的体系优势，面向未来发展成立的一家创新科技公司，是广汽集团新能源汽车事业的发展载体。

图表10：广汽集团自主乘用车公司体系：



资料来源：wind、天眼查、公司年报、方正证券研究所

# 广汽乘用车的繁荣与低谷

- **乘用车业务起步晚**：2007年12月和2008年4月，广汽集团与菲亚特动力科技公司和菲亚特汽车集团签署了发动机和底盘平台转让合同。传祺最初的 GA5和GS5是基于阿尔发罗密欧的平台开发，第三款车 GA3是委托保时捷工程开发
- **第一款爆款车型**：2015年上市传祺GS4，售价范围为9.98万-14.68万元；2016年推出GS8售价范围为16.98万-25.98万元。

图表11：广汽自主车型周期

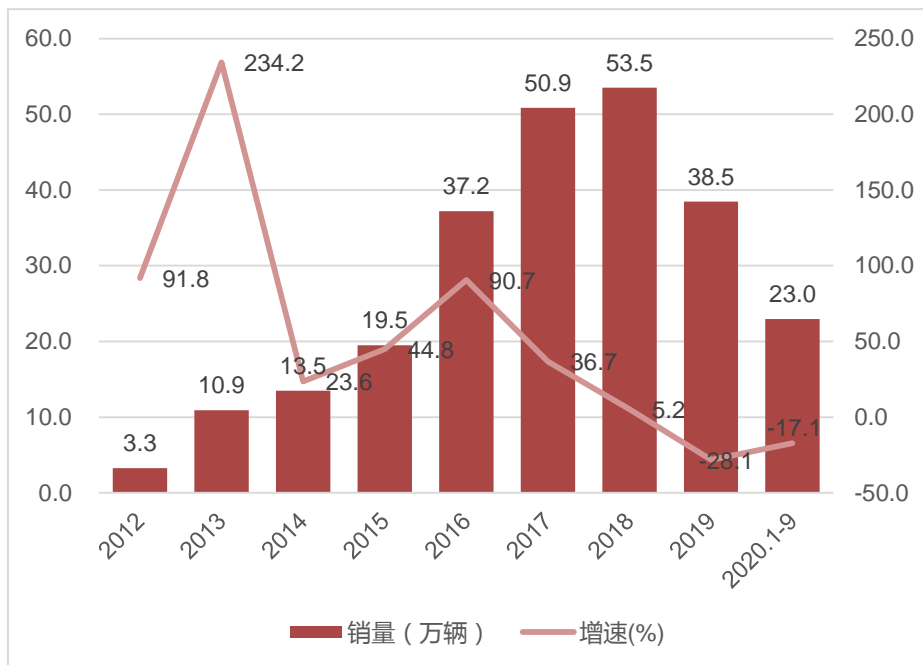


# 传祺GS4成就2016-2017的传奇

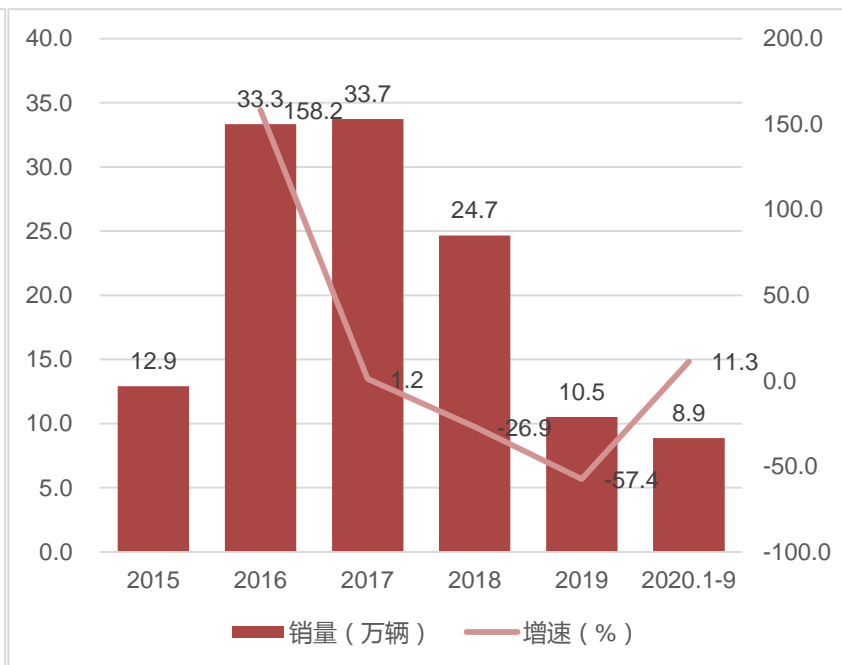
➤传祺GS4上市后2016年实现销量33.3万辆，月均销量近2.8万辆，占广汽乘用车销量的89.5%。2017年销售33.7万辆，连续两年月均销量近2.8万辆。作为一个后来者，GS4创造了车市的传奇。

➤2018年汽车行业进入调整期，全新换代GS4于2019年11月份才上市，导致18-19年销量的低迷，广汽乘用车公司销量也从2018的53.5万辆调整到2019年的38.5万辆

图表12：广汽乘用车销量及增速



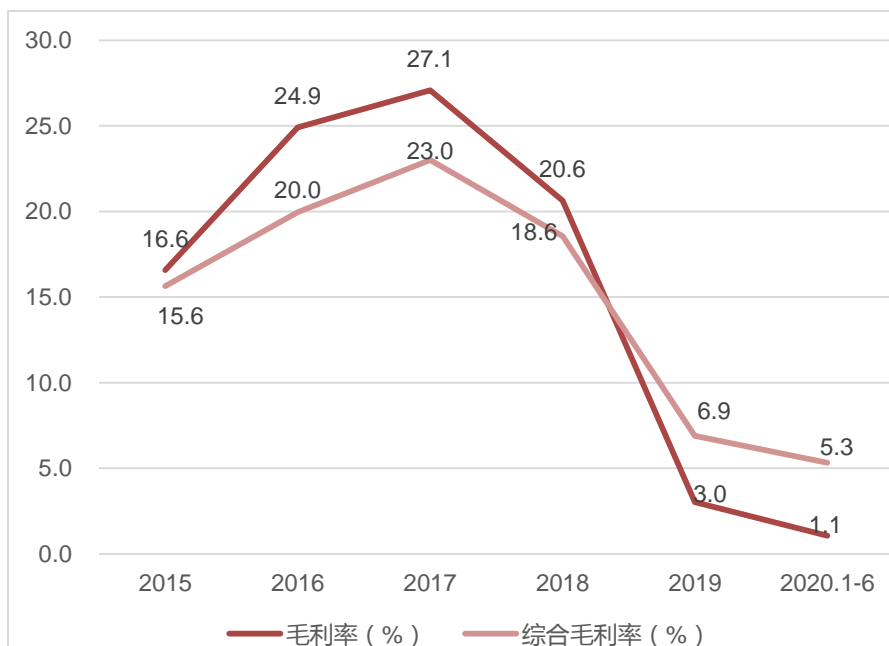
图表13：主力车型GS4销量及增速



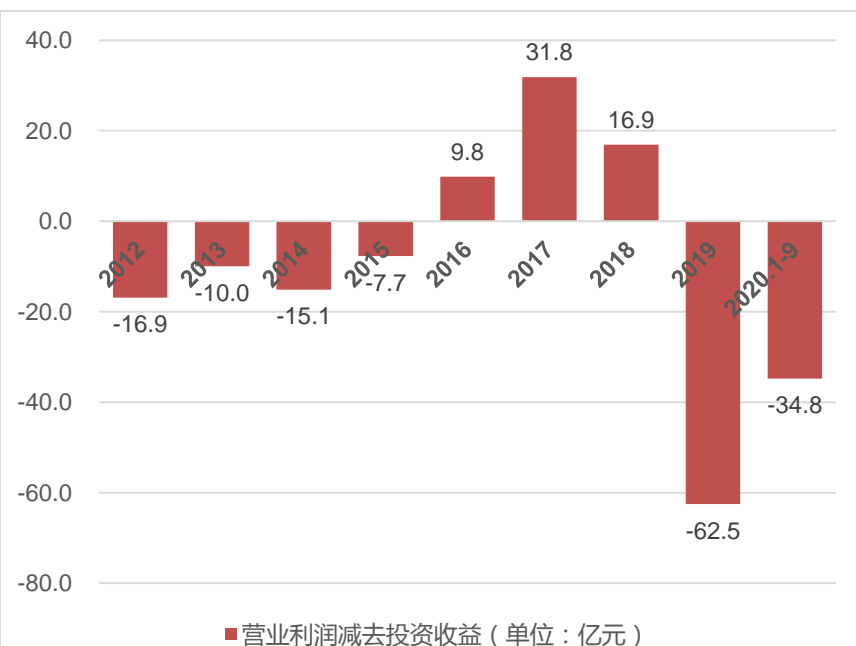
# GS4的热销带动的广汽乘用车业务的业绩弹性

- 乘用车业务业绩的高弹性：2016-2017年GS4带动广汽乘用车销量大增，也带动盈利能力大幅好转，2016-2017年乘用车业务毛利率2017年达到历史高点 27.1%，2018-2020H1随着销量的下行，毛利率不断下降，2020H1乘用车业务毛利率仅1.1%。
- 广汽乘用在研发投入，技术储备，车型开发上仍然具备较强实力，我们认为，广汽乘用车有望再续传奇

图表14：乘用车业务毛利率和综合毛利率



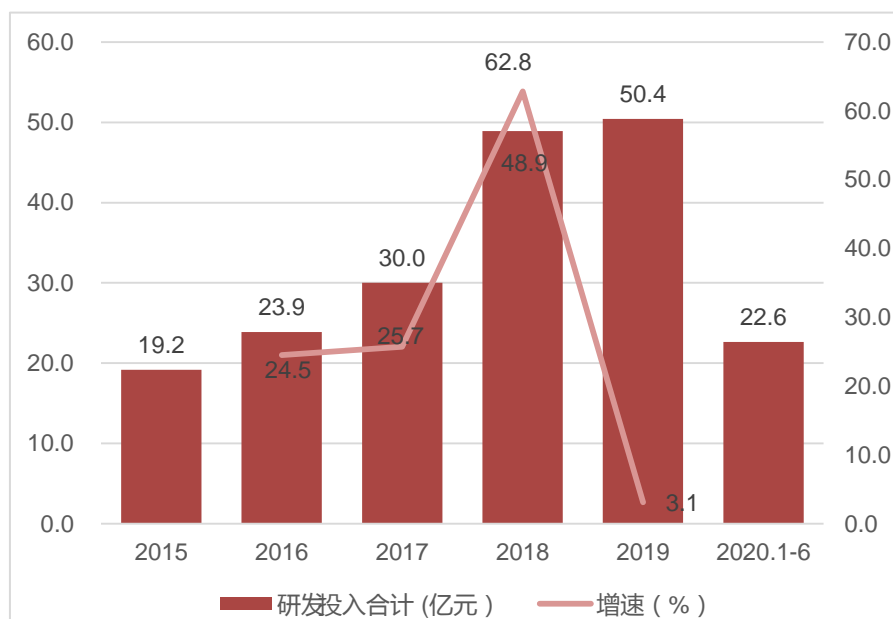
图表15：营业利润-投资收益-其他收益=并表利润



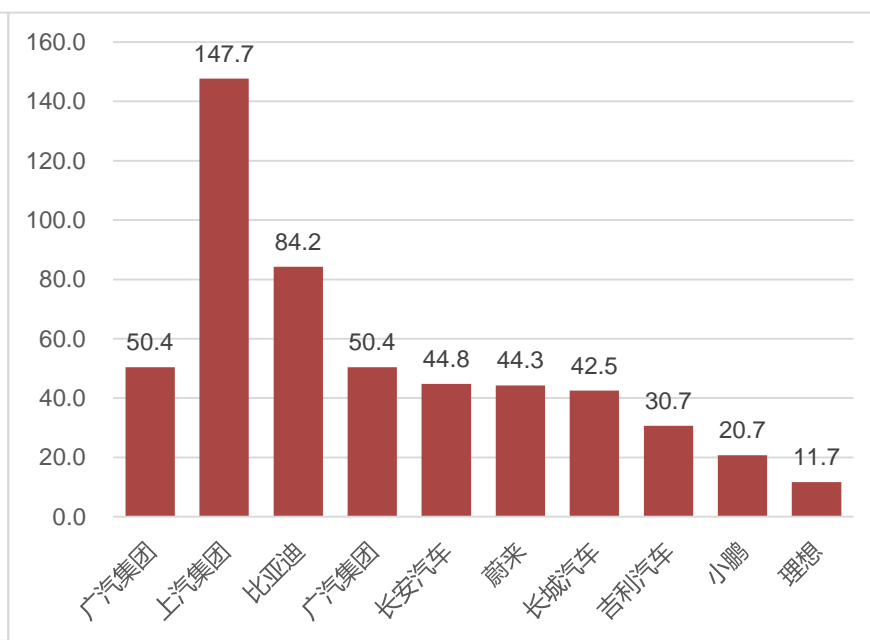
# 广汽集团高研发投入，为长足发展保驾护航

➤自2015年起，广汽连续5年增加研发投入，2019年研发投入高达到 50.4亿元，从绝对量上，高于2019年长城汽车，长安汽车，吉利汽车。

图表16：广汽研发投入及增速



图表17：2019年主要车企研发投入对比（亿元）



# 新平台，新动力，智能化将再续传奇

- GPMA平台架构是广汽造车理念的全面升级，标志着广汽传祺进入了全新的平台化、模块化造车时代。
- GPMA是面向全球主要汽车市场开发的平台化模块化架构，包括R和L两个子平台，涵盖了轿车、SUV、MPV以及PHEV、HEV等车型，动力系统包括传统燃油发动机、PHEV、HEV等混合动力。
- GPMA可以实现高柔性生产，所有基于该平台的车型都可以混线生产，可以实现最多6款车型同时共线生产，提高生产效率。

图表18：GPMA平台架构

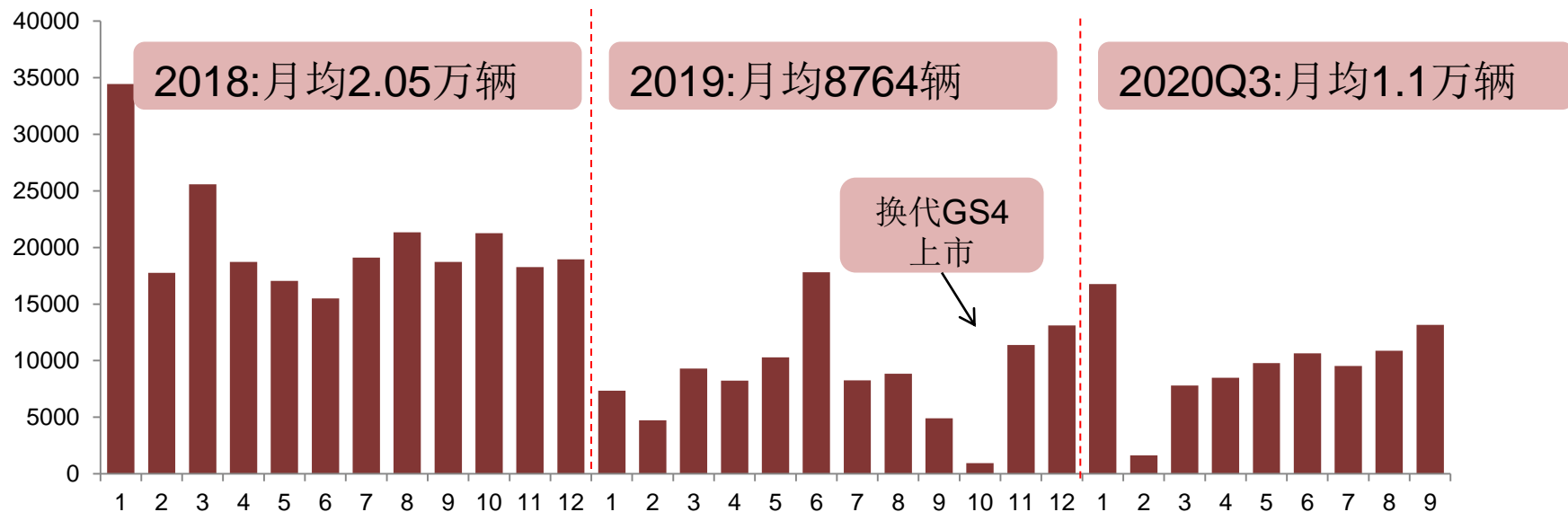




# GPMA加快新车型投放节奏

- 2019年11月，广汽乘用车推出基于GPMA首款SUV车型-第二代GS4，2019年11月份销量即反弹至1.1万辆，2020.1月份达到近1.6万辆，2020Q1-Q2受疫情影响，2020年9月份再次回升至1.3万辆。GPMA平台产品力基本得到市场认可。
- 基于GPMA平台，2021年公司还将投放该平台第一款轿车，GS8的换代产品，2022年或推出MPV产品。

图表19：传祺GS4 月销量





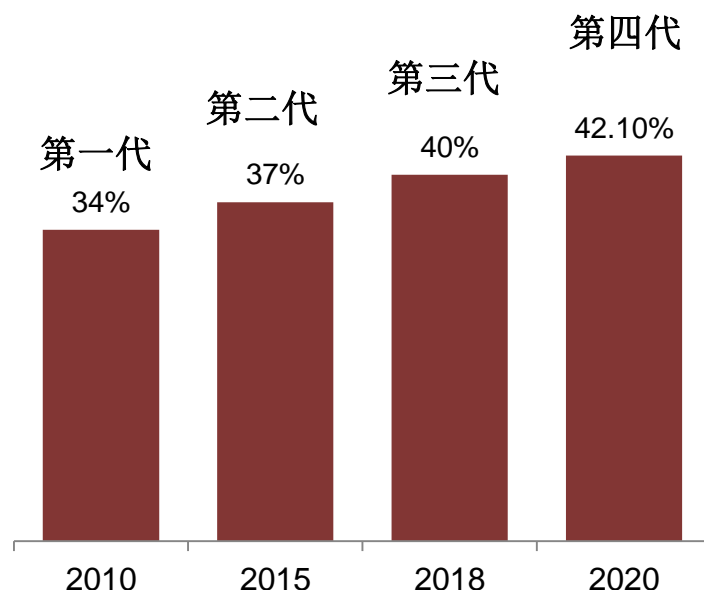
# 新动力品牌发布：钜浪动力提升产品竞争力

- 2020年09月，广汽集团发布全新动力总成平台品牌“钜浪动力”，该平台由发动机、变速器两大领域，高效发动机、高效变速器、混动产品三大支撑构建。
- 高效率发动机：广汽推出专为混合动力车型开发的第四代发动机——2.0ATK发动机，热效率达到42.1%，代表了目前世界上汽油机产品热效率的领先水平。

图表20：钜浪动力平台



图表21：广汽历代发动机热效率



## 新动力品牌发布：钜浪动力提升产品竞争力

- 广汽第三代发动机热效率即达到 40%，将量产的第四代发动机热效率将更胜一筹、
- 高传动效率变速箱：广汽 7WDCT采用广汽自主研发的国内首例电液控制系统，使功耗损耗降低30%以上，实现综合效率96%的高效动力传递，超过行业93%的水平，节省油耗方面表现优秀，最大传递扭矩也达到400N·m。

图表22：主流1.5T发动机参数对比

发动机	排量	功率-kw	扭矩-N.M	热效率
哈弗	1.5T	124	285	未知
长安NE	1.5T	132	300	40%
吉利	1.5T	115	265	39.1%
上汽	1.5T	127	275	未知
广汽第三代	1.5T	124	265	40%

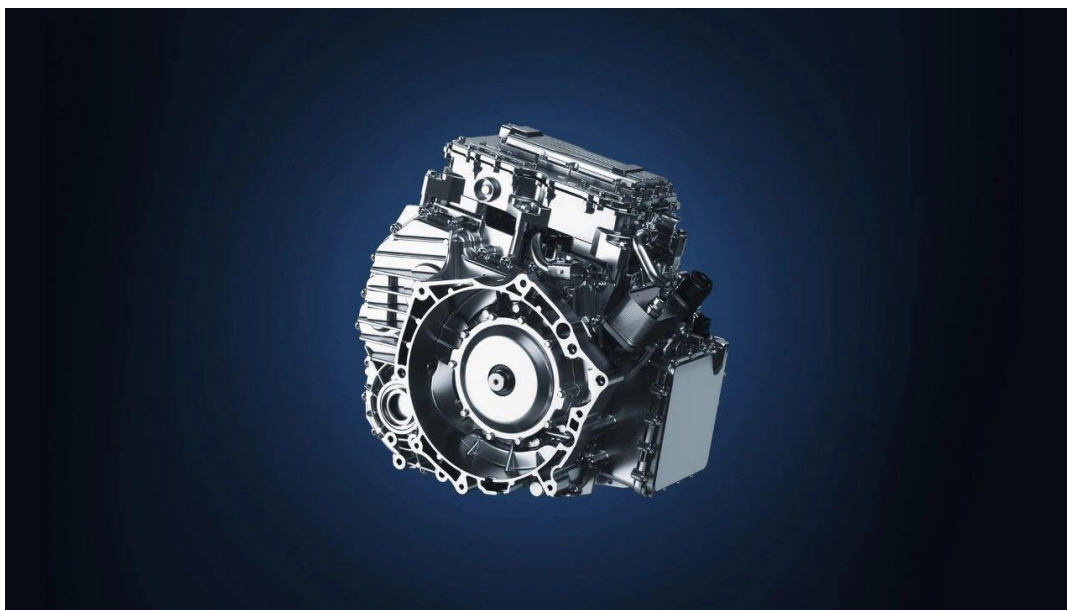
图表23：广汽7WDCT七速湿式双离合自动变速器



## 新动力品牌发布：钜浪动力提升产品竞争力

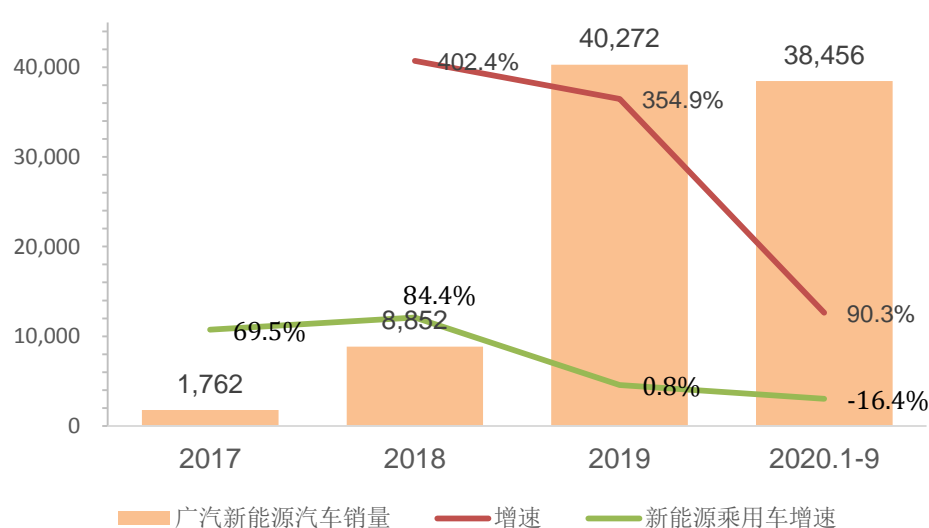
- 在混动技术路线上，为了能够适应中国市场需求，广汽将针对小型车、中型车、大型车选用不同的混动技术路线。小型车使用48V混动技术，中、大型车可选择双电机和单电机混动技术。
- 广汽研究院自主研发的第一代 G-MC机电耦合系统在2019年荣获第二届“世界十佳变速器”称号，而第二代G-MC机电耦合系统实现了平台化开发应用，在轴向尺寸缩短、重量下降等方面都获得了显著提升，最大输出扭矩达到行业领先水平，广汽定下了2025年传动效率达 97.5%的行业领先目标。

图表24：广汽第二代G-MC机电耦合系统

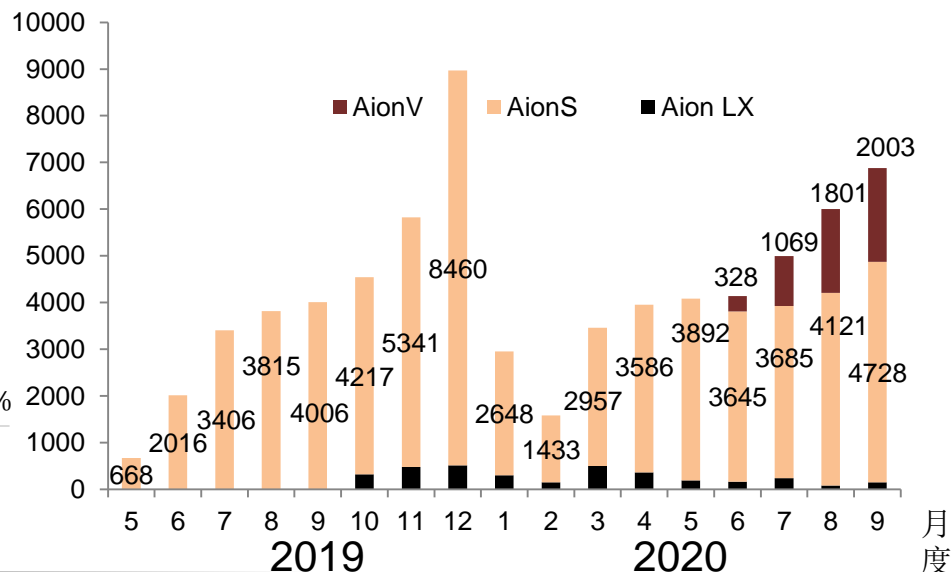


- 2017年7月推出第一款纯电动汽车 GE3，2017成立广汽新能源有限公司，与广汽乘用车有限公司同级。2019推出“埃安”品牌，先后推出埃安S、埃安V和埃安LX。

图表25：广汽新能源销量及增速



图表26：广汽新能源主要车型销量（辆）



- ### 图表27：纯电平台GEP2.0



一

广汽集团概况

二

广汽乘用车再续传奇

三

广汽丰田/本田的强周期

四

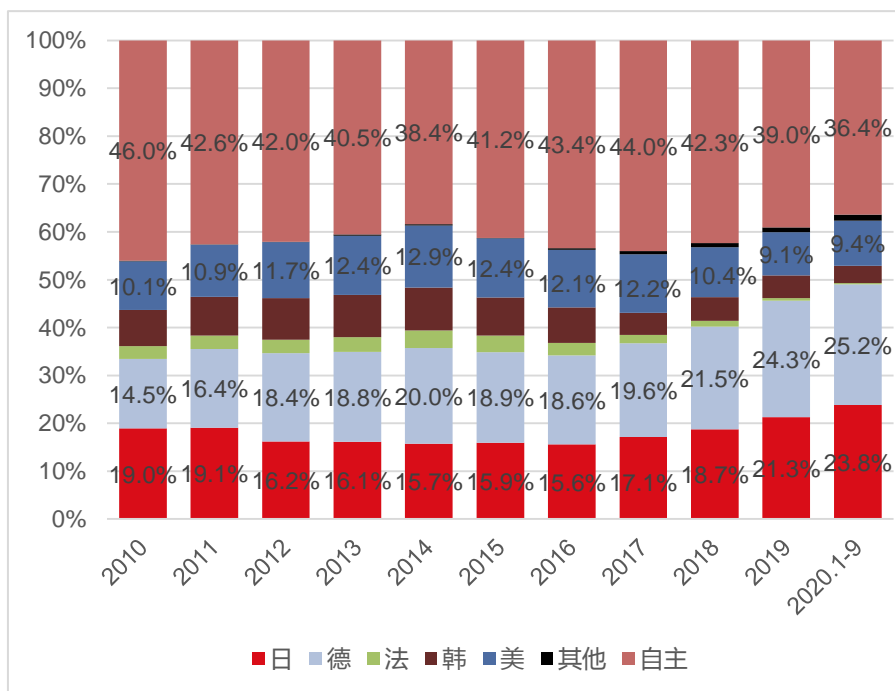
盈利预测与估值：



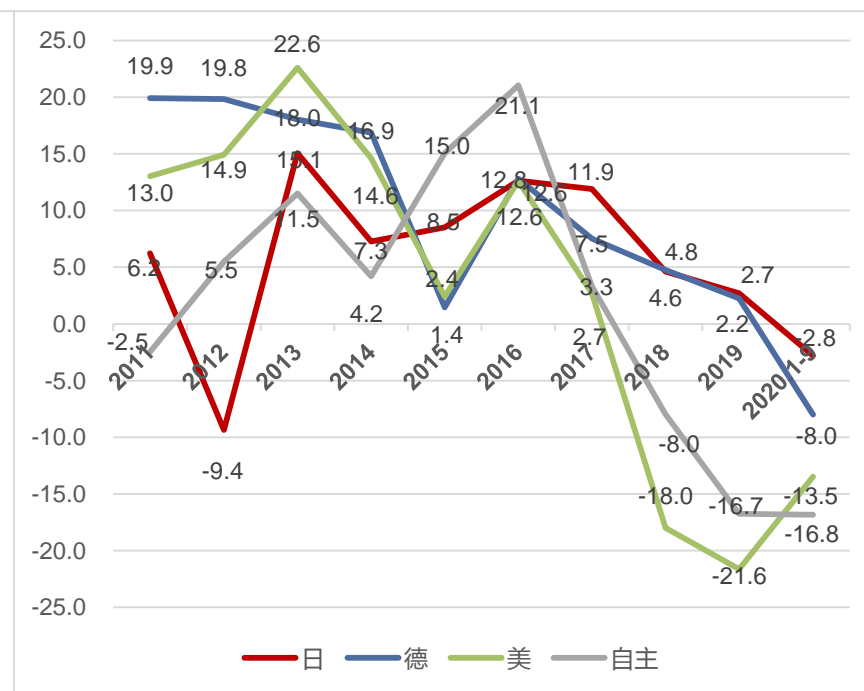
# 日系品牌市场份额稳步提升，是产品力更贴合国内需求的体现

- 2012年因中日关系危机，日系汽车市场份额不断下降，2014年跌至近10年低点。2015年后，日系市场份额不断恢复，2020.1-9提升至23.8%，与德系基本持平。
- 从销量增速上看，美系和自主销量下滑较大，日系销量增速明显好于行业，略好于德系，带动市场份额提升。
- 日系车油耗低，质量可靠耐用的口碑深入人心，日系车更适合家用车需求。

图表28：车系份额变化



图表29：日系德系自主美系销量增速对比（%）



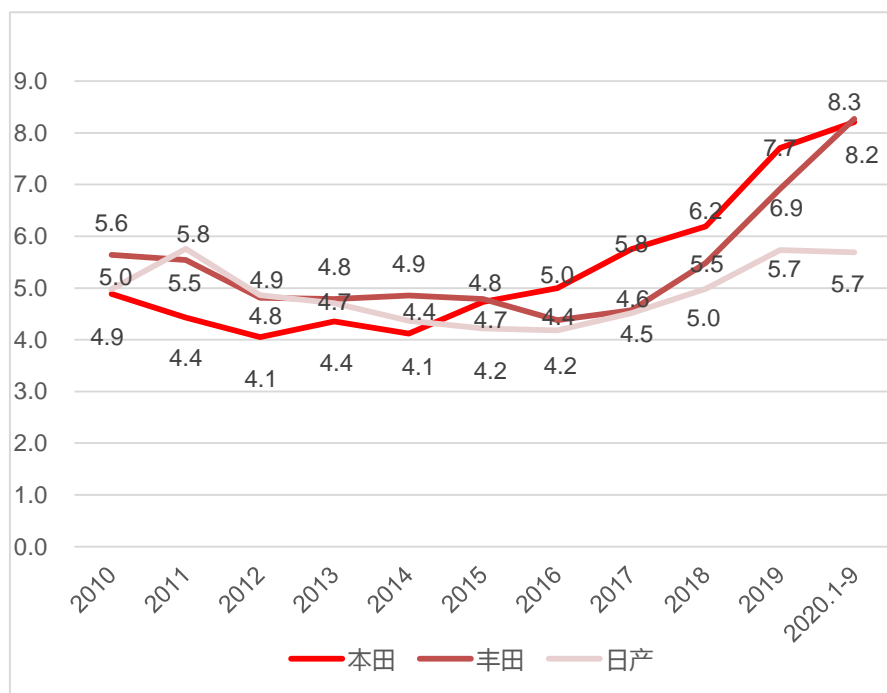
资料来源：乘联会，中国汽车工业信息网，方正证券研究所

慧博资讯 专业的投资研究大数据分享平台

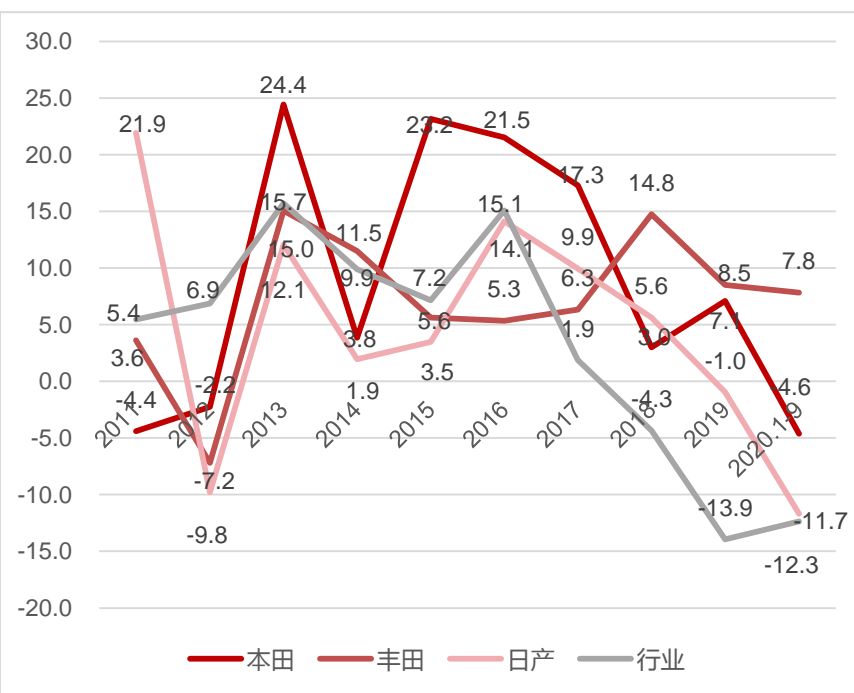
# 丰田本田在我国市场发展势头强劲，销量增速领跑行业

- 丰田（包括一汽丰田，广汽丰田）市场份额提升迅速，由2016年4.4%上升至2020年8.3%，市场份额略超本田（包括广汽本田，东风本田）。本田和丰田市场份额提升好于同日系日产
- 销量增速上，两田大幅好于行业，好于日产，丰田表现更为强势。

图表30：主要日系品牌中国市场份额变化（%）



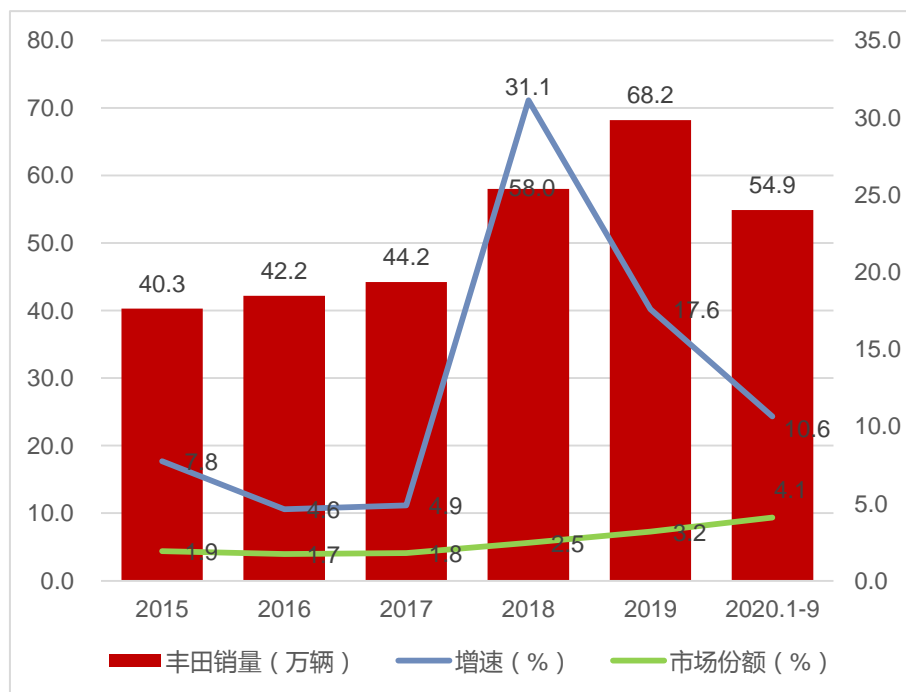
图表31：主要日系品牌增速及行业增速对比（%）



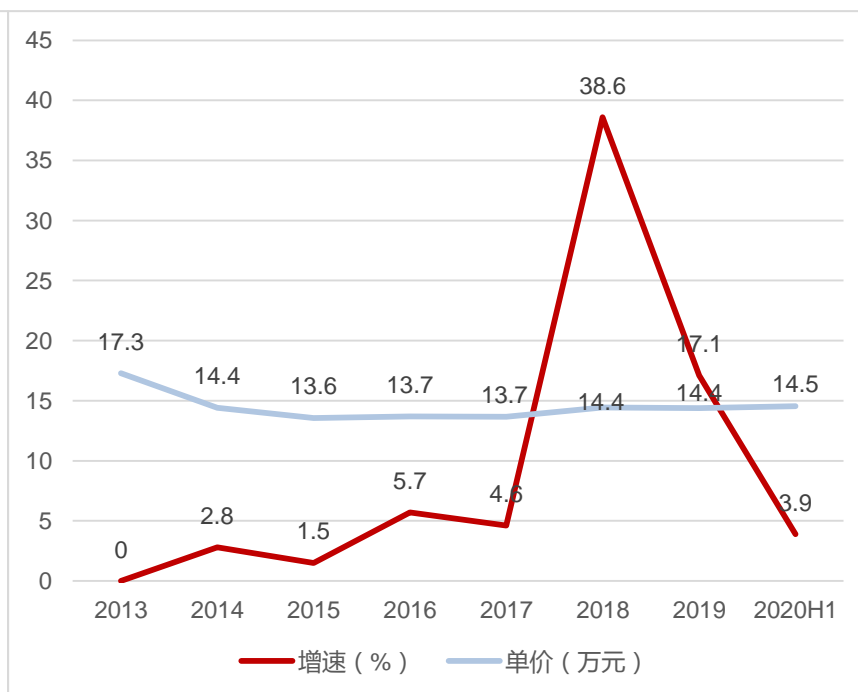


- 2015年以来，广汽丰田的销量已经实现连续6年增长，年初疫情仍没阻挡广汽丰田增长的趋势，2020.1-9广汽丰田累计销量54.9万辆，同比增长10.6%。
- 量价齐升：均价上看，广汽丰田车型单价持续稳定提升，量价齐升带动营收增长。

图表32：广汽丰田销量及增速和市场份额



图表33：营收增速及单价



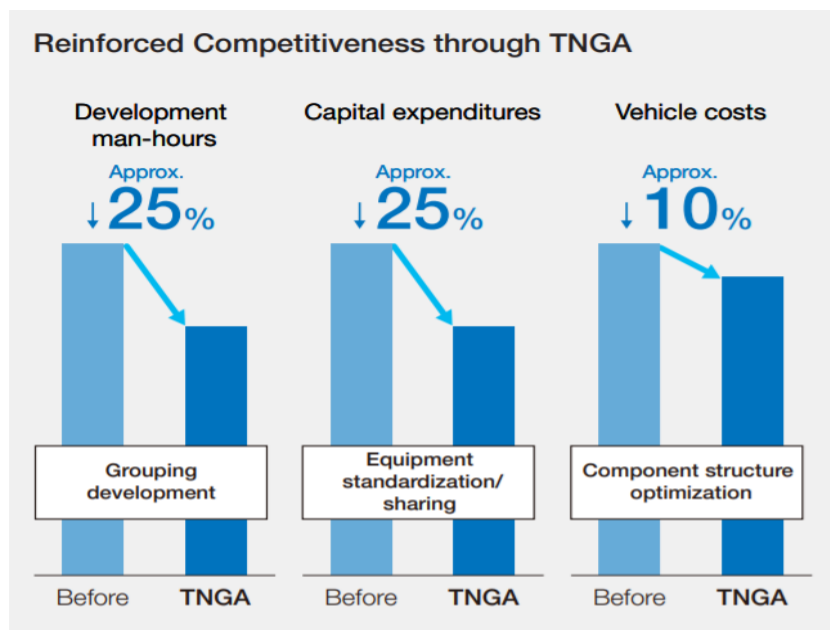
资料来源：公司官网、乘联会、方正证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台  
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

# 广汽丰田受益丰田汽车TNGA车型的成功

- TNGA是丰田新全球架构，打破了丰田1950年提出的CE制度（工程师制度），从上至下地企业体系、研发体系、生产体系、零部件体系对丰田内部以及合作供应商进行优化整合。
- 2017年至今，广汽丰田先后推出TNGA版凯美瑞，雷凌，CHR，威兰达等车型，广受市场好评。2021年TNGA版换代汉兰达也将上市，销量有望大增。

图表34：TNGA的推出成功实现降本增效



图表35：广汽丰田TNGA车型的推出时间

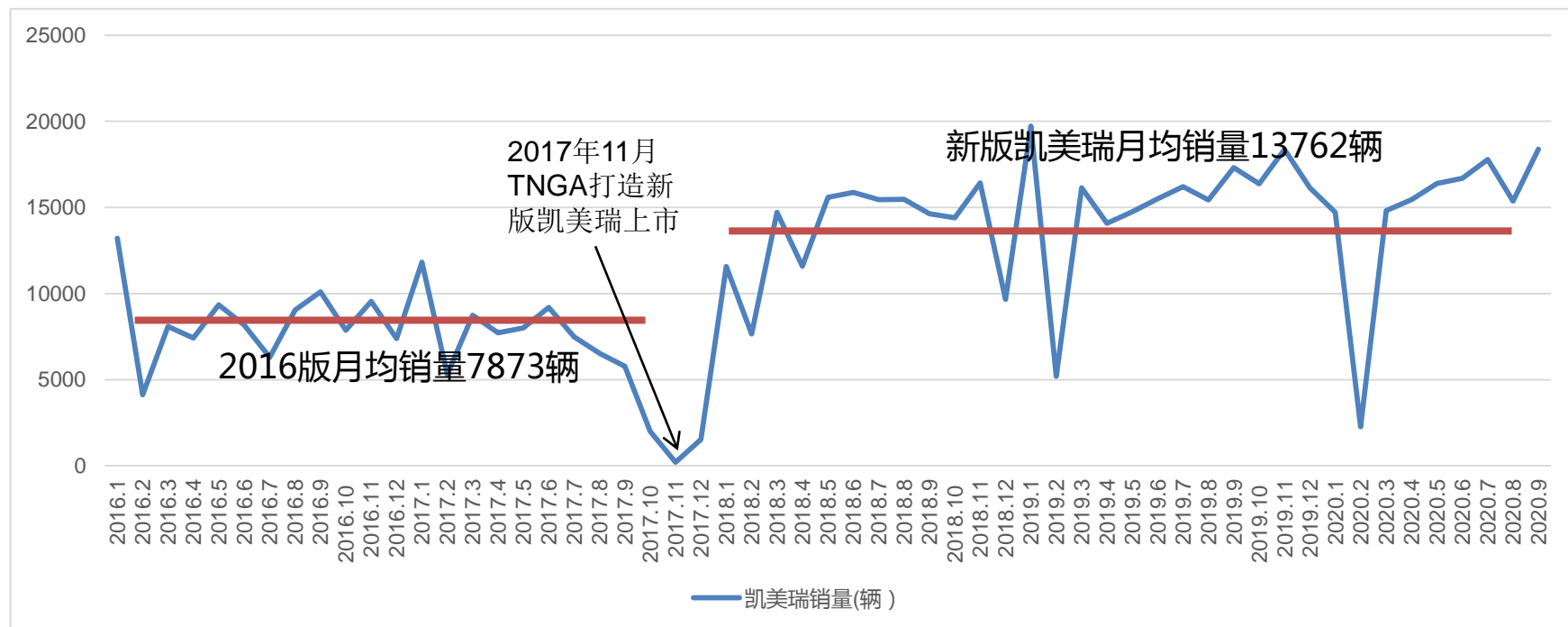
车型	售价 (万元)	上市时间	上一版本售价 (万元)
凯美瑞	17.98-27.98	2017年11月	18.78-32.98
雷凌	11.58-15.28	2019年5月	12.68-14.38
CHR	14.48-17.98	2018年6月	-
威兰达	17.18-24.18	2019年11月	-
汉兰达 (TNGA版未上)	-	-	23.98-32.58

资料来源：丰田年报，公司官网，汽车之家，方正证券研究所  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

# 丰田TNGA车型的成功

➤2017年11月，新版凯美瑞上市，销量逐月爬坡，当前月均销量达到13762辆，较2016年月均销量7873辆，提升了近一倍。

图表36：TNGA打造的新版凯美瑞重回巅峰



资料来源：公司官网、方正证券研究所

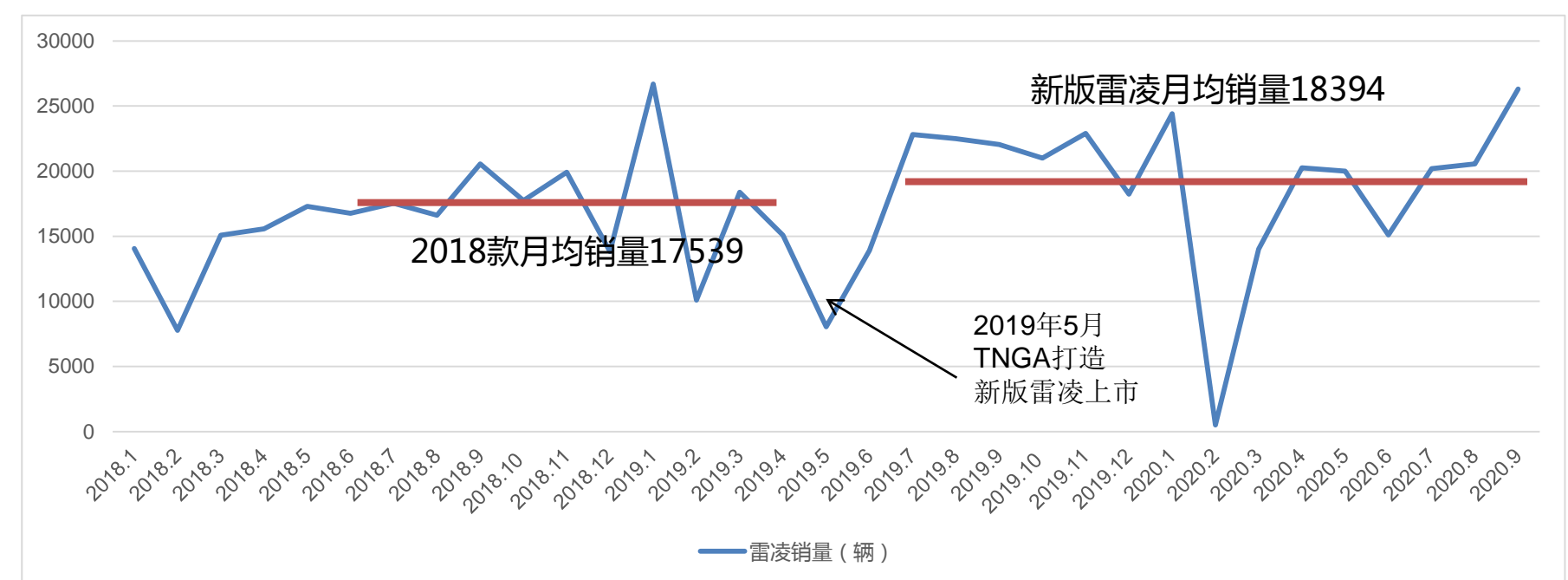
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

## 丰田TNGA车型的成功（续）

➤2019年5月，新版雷凌上市，月销量迅速由8038辆攀升至13895辆，当前月均销量达到18394辆，较2018款月均销量17539辆，提升了近1000辆，其中2020.09销量更是突破2.5万辆。

图表37：雷凌换代后的月销量对比



资料来源：公司年报，汽车之家，方正证券研究所  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

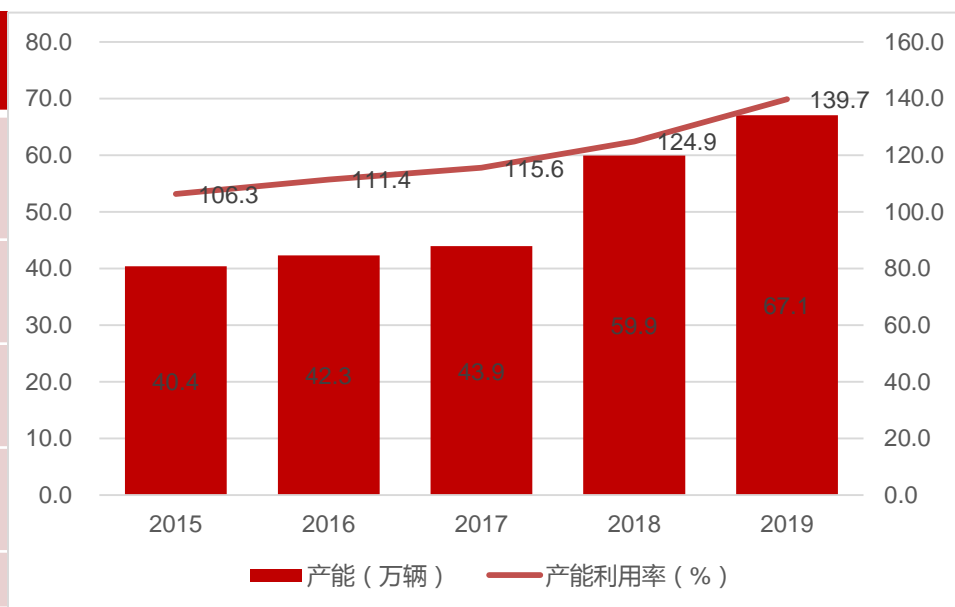
# 广汽丰田产能扩张，未来形成100万产能

- 广汽丰田产能利用率一直维持在行业高位，现有三条产线提供60万辆产能，2019年产能利用率高达139.7%。
- 第四和第五条产线已在投产中，预计形成40万产能，2022年投产，届时广汽丰田将形成100万辆产能。

图表38：广汽丰田工厂

	生产线	产能 (万台)	生产车型
广汽丰田	广州基地(南沙)第一/ 第二生产线	38	凯美瑞、汉兰达、 致炫、雷凌
	第三条生产线	22	雷凌、致炫、致享
	第四生产线 (预计2021年9月投产)	预计20	新能源车
	第五生产线 (预计2022年中投产)	预计20	新能源车
	产能总计	100	

图表39：广汽丰田产能及产能利用率



资料来源：公司网站，公司年报，方正证券研究所

资料来源：公司年报，方正证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

# 广汽集团与丰田汽车深入绑定新能源汽车与智能汽车

- 2019年9月26日，广汽集团与丰田为进一步深化合作伙伴关系，签订电动化及智能网联领域的战略合作框架协议：双方将深化包含新能源车在内的电动化车辆及智能网联领域的合作，从而为中国社会作出贡献。
- 2019年9月5日，广汽丰田在2019成都车展发布首款量产纯电动轿车广汽丰田 iA5，补贴后售价为16.98万元-19.28万元。iA5由广汽研究院根据广汽丰田需求、基于广汽第二代纯电专属平台开发，成为自主品牌再向合资输出新能源车型范例。

图表40：广汽丰田纯电动iA5上市



资料来源：公司网站，汽车之家，方正证券研究所

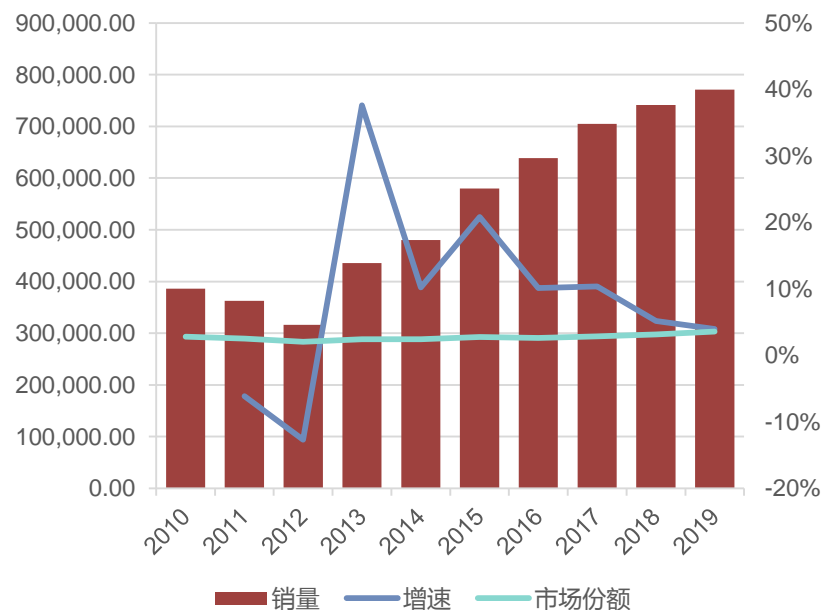
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

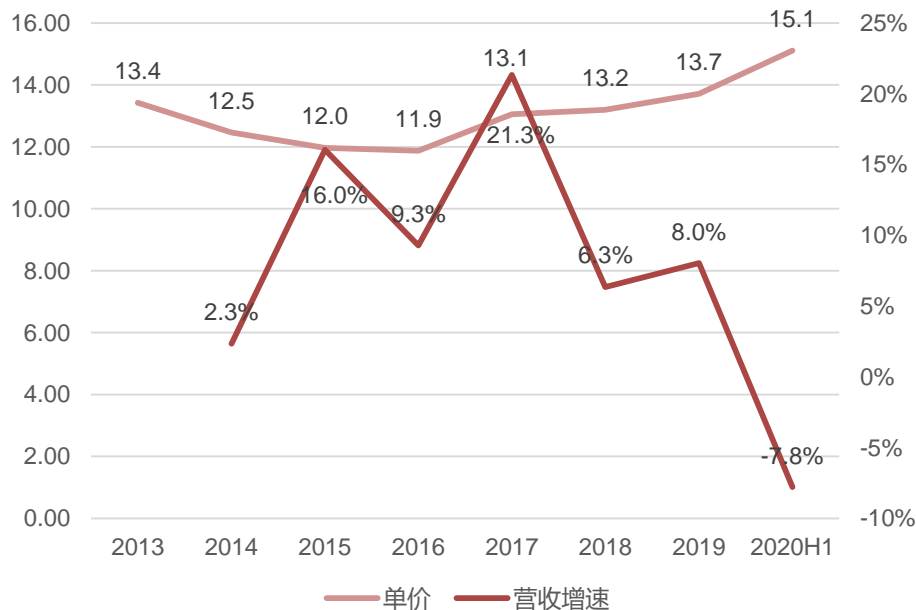
# 广汽本田市场份额稳中有升，增长势头强劲

- 2012年-2019年广汽本田销量逐年增加，市场份额不断扩大，2019年市场份额达到3.60%。
- 广汽本田售价稳步提升，受疫情影响，2020年上半年营收增速下滑。

图表41：广汽本田销量及增速及市场份额（辆）



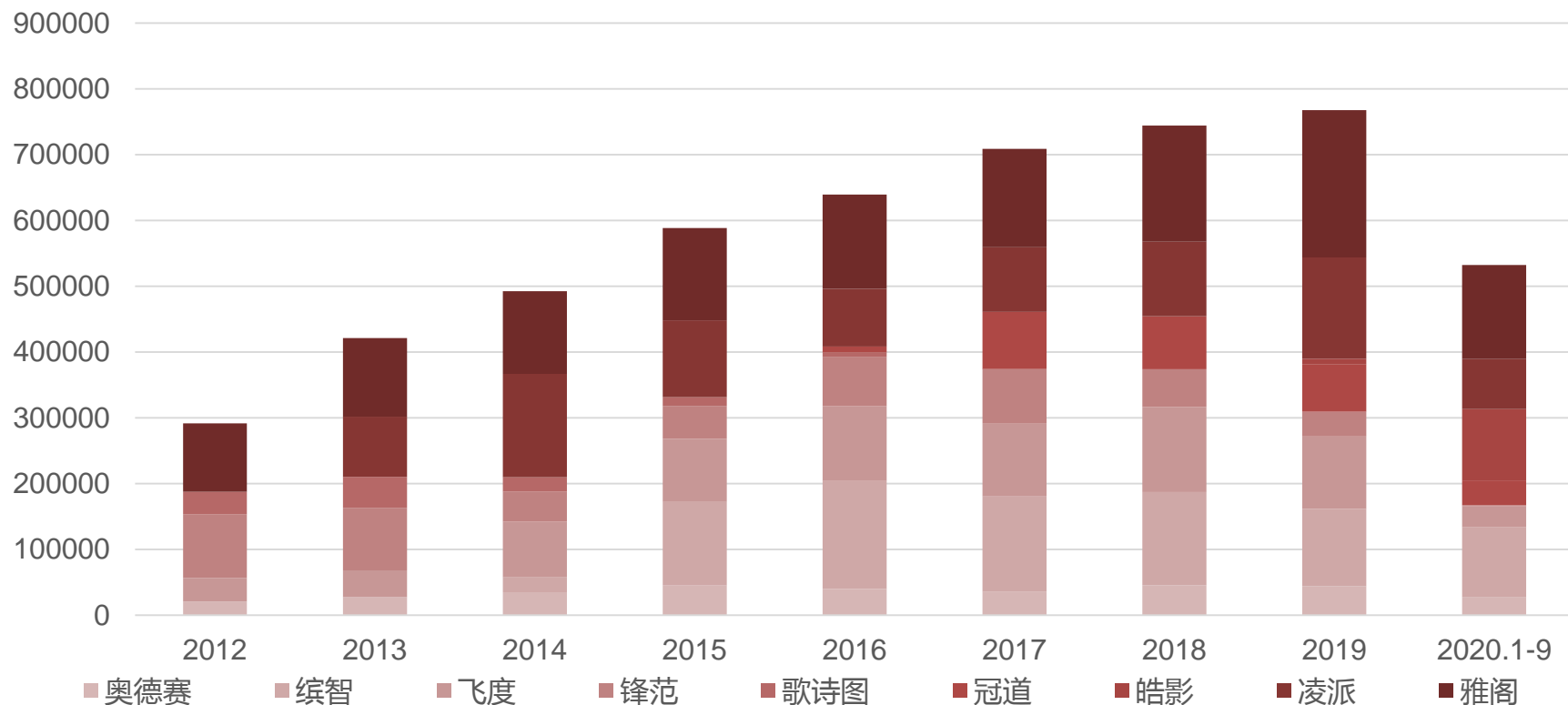
图表42：营收增速及单价（万元）



## 广汽本田汽车销量结构：雅阁销量最多，皓影市场竞争力强

- 2019年雅阁销量最多，为223706辆，其次是凌派、缤智和飞度。
- 皓影发展势头迅猛，2020年1-9月累计销量108519辆，仅落后于雅阁143135辆，拥有强大的市场竞争力。

图表43：广汽本田各车型销量（单位：辆）



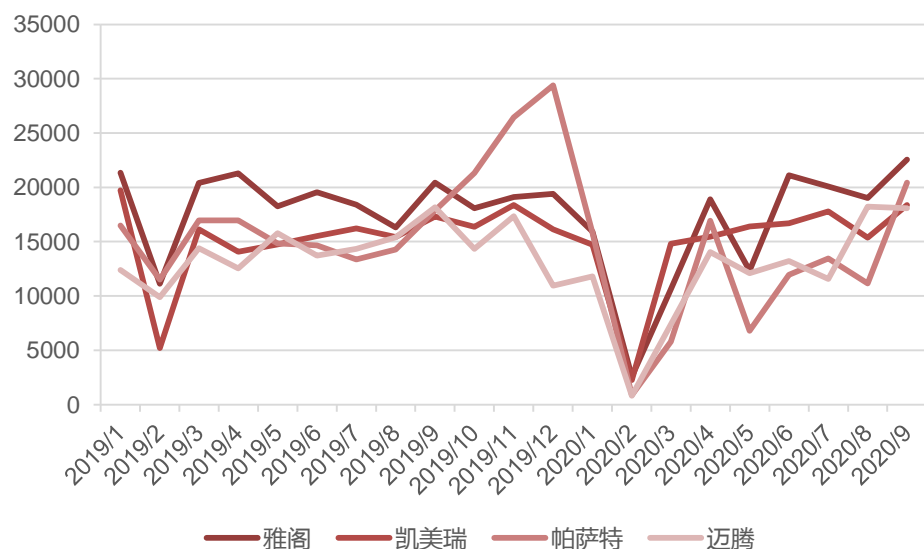
资料来源：中汽协、方正证券研究所



# 广汽本田主力车型销量：受疫情影响短暂下滑，复苏迹象明显

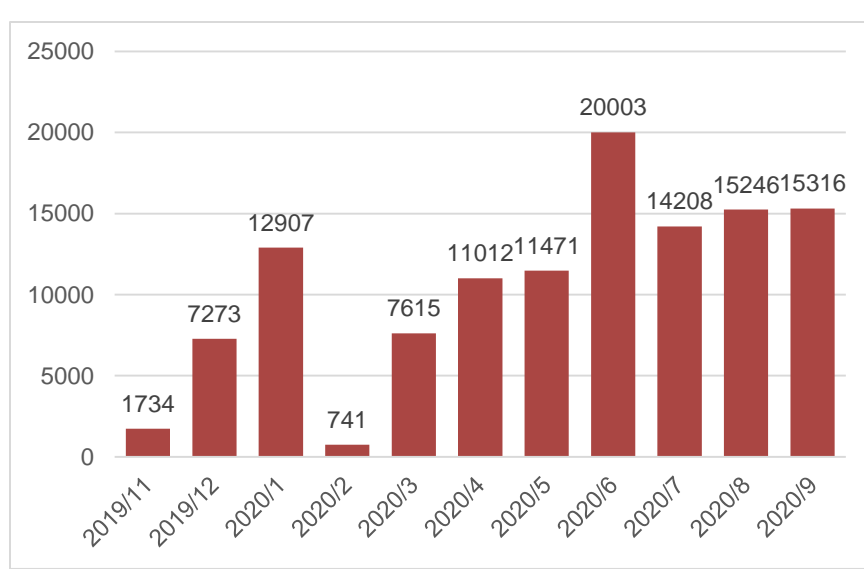
- 2019年广汽本田各主力车型月均销量在16500辆左右，雅阁销量最高，达到月均18642辆
- 皓影自上市以来，很受市场欢迎，月均销量达10684辆，具有强大的市场竞争力。
- 受疫情影响，各主力车型销量短暂下滑后迅速反弹，销量呈上升趋势，复苏迹象明显。

图表44：雅阁凯美瑞迈腾帕萨特月度销量对比（辆）



资料来源：公司网站，方正证券研究所

图表45：皓影月度销量（辆）



资料来源：公司网站，方正证券研究所

# 广汽本田产能利用率高

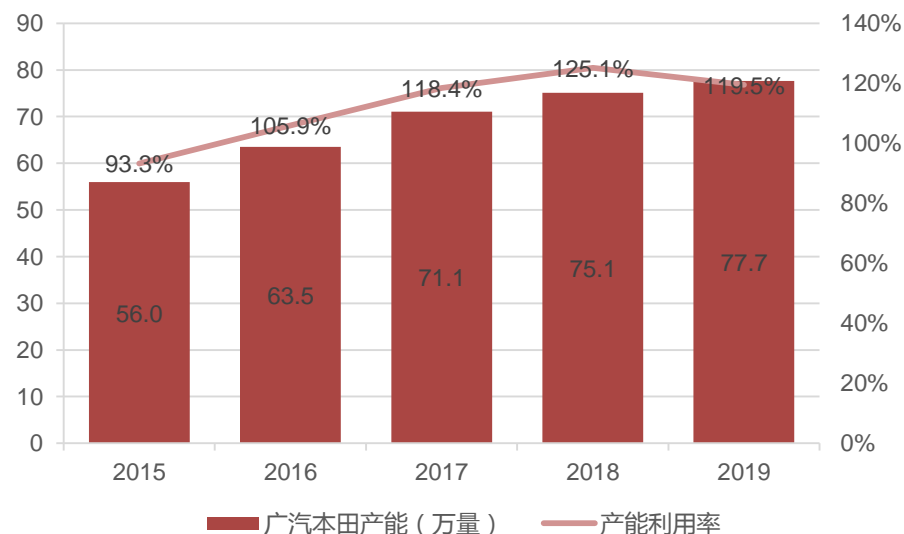
- 广汽本田拥有黄埔、增城、广州开发区三个厂区，包含四条整车生产线及一条发动机生产线，总占地面积为238万平方米，基本生产能力为77万台，广汽本田新能源车产能扩大建设项目增加12万产能，产能合计每年89万台。
- 截至2019年末，广汽本田产能利用率达到119.5%，满负荷运转。

图表46：2019年广汽本田产能及所产车型

	产能 (万台)	车型
广汽本田第一工厂	24	缤智、锋范、凌派、理念
广汽本田第二工厂	24	雅阁、歌诗、图奥、德赛
广汽本田第三工厂	24	飞度、讴歌等
本田（中国）	5	
广本新能源工厂	12	新能源汽车
产能合计	89	

资料来源：公司网站，方正证券研究所

图表47：广汽本田产能（万辆）及产能利用率%



资料来源：公司网站，方正证券研究所

一

广汽集团概况

二

广汽乘用车再续传奇

三

广汽丰田/本田的强周期

四

盈利预测与估值：

## ➤ 相关假设：

1. 广汽集团2020-2022年销量增速分别为-7.6%、15.0%和11.2%
2. 单车均价小幅提升：GS8换代，GPMA平台轿车等新车带动价格向上
3. 上游原材料价格维持稳定

➤ 风险提示：国内汽车市场景气度不及预期，广汽集团新车型推广不及预期，疫情对汽车市场影响超预期

图表48：广汽集团分业务收入预测

单位/万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5,970,432.16	6,388,869.76	7,308,076.26	8,193,110.10
增速	-17.5%	7.0%	14.4%	12.1%
乘用车业务收入	3,603,900.00	3,840,037.60	4,504,364.10	5,109,029.94
增速	-28.5%	6.6%	17.3%	13.4%
汽车销量	384,578	355,365	408,670	454,441
增速	-28.1%	-7.6%	15.0%	11.2%
汽车贸易收入	2,132,500.00	2,303,100.00	2,533,410.00	2,786,751.00
增速	10.7%	8.0%	10.0%	10.0%
投资收益	962,585.66	1,046,619.17	1,177,512.08	1,312,014.59
增速	6.9%	8.7%	12.5%	11.4%

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

- 按照我们盈利预测模型，预计2020-2022年净利润分别约为70.97亿元、92.51亿元、115.42亿元，EPS分别为0.69元、0.90元和1.13元，对应PE分别为20倍、15倍和12倍，给予“推荐”评级

图表49：广汽集团盈利预测与估值

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	59704.32	63888.70	73080.76	81931.10
(+/-)(%)	-17.51	7.01	14.39	12.11
净利润	6617.54	7097.30	9250.87	11542.46
(+/-)(%)	-39.30	7.25	30.34	24.77
EPS(元)	0.65	0.69	0.90	1.13
P/E	21.13	19.70	15.12	12.12

资料来源：wind，方正证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

- 与主要A股汽车整车类上市公司相比，2021年估值看，广汽集团估值高于上汽集团，低于长安汽车和长城汽车，估值处于整车企业中下限
- 风险提示：国内汽车市场不及预期，公司新车型推广不及预期，疫情影响超预期

图表50：整车可比公司估值

代码	上市公司	股价-元	市值-亿元	EPS			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600104.SH	上汽集团	24.1	2,815.7	2.0	2.4	2.6	12.3	10.2	9.2
000625.SZ	长安汽车	17.7	949.3	0.9	0.9	1.1	19.9	19.2	15.9
601633.SH	长城汽车	24.5	2,243.5	0.5	0.8	1.0	46.6	30.9	25.2
002594.SZ	比亚迪	168.0	4,582.7	1.5	1.8	2.3	114.3	93.4	74.5
	平均值						42.6	33.7	27.4
601238.SH	广汽集团	13.7	1,398.5	0.69	0.90	1.13	19.70	15.12	12.12

# 财务报表



资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>56864.50</b>	<b>54785.08</b>	<b>54773.23</b>	<b>56306.35</b>
现金	32242.93	32600.65	28978.77	28384.80
应收账款	3466.35	1873.00	2432.24	2978.44
其他应收款	4675.08	3516.58	4768.64	4927.91
预付账款	1284.44	1411.39	1553.90	1720.65
存货	6927.83	5123.90	6459.92	7415.60
其他	8267.88	10259.55	10579.75	10878.95
<b>非流动资产</b>	<b>80545.03</b>	<b>91004.13</b>	<b>103456.31</b>	<b>116372.41</b>
长期投资	39198.94	49665.13	61440.25	74560.39
固定资产	19127.54	19830.74	20154.30	20128.41
无形资产	16665.05	15954.76	16308.26	16130.10
其他	5553.51	5553.51	5553.51	5553.51
<b>资产总计</b>	<b>137409.53</b>	<b>145789.21</b>	<b>158229.54</b>	<b>172678.75</b>
<b>流动负债</b>	<b>41585.35</b>	<b>42814.65</b>	<b>45927.82</b>	<b>48734.14</b>
短期借款	1884.06	1884.06	1884.06	1884.06
应付账款	12142.92	11973.70	13620.16	14838.02
其他	27558.36	28956.89	30423.59	32012.07
<b>非流动负债</b>	<b>13369.96</b>	<b>13369.96</b>	<b>13369.96</b>	<b>13369.96</b>
长期借款	1853.58	1853.58	1853.58	1853.58
其他	11516.38	11516.38	11516.38	11516.38
<b>负债合计</b>	<b>54955.31</b>	<b>56184.61</b>	<b>59297.78</b>	<b>62104.10</b>
少数股东权益	2320.13	2373.21	2449.51	2549.93
股本	10237.71	10237.71	10237.71	10237.71
资本公积	22704.37	22704.37	22704.37	22704.37
留存收益	46299.47	53396.78	62647.64	74190.10
归属母公司股东权益	80134.09	87231.39	96482.26	108024.71
<b>负债和股东权益</b>	<b>137409.53</b>	<b>145789.21</b>	<b>158229.54</b>	<b>172678.75</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>经营活动现金流</b>	<b>-380.57</b>	<b>5190.23</b>	<b>2321.06</b>	<b>4793.74</b>
净利润	6711.15	7150.38	9327.17	11642.88
折旧摊销	4165.13	4652.71	5079.00	5404.89
财务费用	498.75	186.88	186.88	186.88
投资损失	-9625.86	-10466.19	-11775.12	-13120.15
营运资金变动	-2001.64	3666.45	-496.86	679.23
其他	-128.10	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4825.68</b>	<b>-4645.62</b>	<b>-5756.06</b>	<b>-5200.84</b>
资本支出	-10057.45	-4645.62	-5756.06	-5200.84
长期投资	-3405.49	0.00	0.00	0.00
其他	8637.26	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2325.45</b>	<b>-186.88</b>	<b>-186.88</b>	<b>-186.88</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1116.30	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-2052.57	-2581.83	-2317.20
其他	-3441.75	1865.69	2394.95	2130.32
<b>现金净增加额</b>	<b>-7531.70</b>	<b>357.73</b>	<b>-3621.88</b>	<b>-593.98</b>

利润表	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>59704.32</b>	<b>63888.70</b>	<b>73080.76</b>	<b>81931.10</b>
营业成本	55271.25	59218.65	66021.82	72647.67
营业税金及附加	1355.52	1450.52	1659.22	1860.16
营业费用	4553.40	3386.10	4019.44	4506.21
管理费用	3243.77	3066.66	3654.04	4096.56
财务费用	26.29	-135.55	-139.12	-102.91
资产减值损失	-554.59	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	95.35	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9625.86	10466.19	11775.12	13120.15
<b>营业利润</b>	<b>5681.71</b>	<b>7010.18</b>	<b>9144.28</b>	<b>11414.59</b>
营业外收入	661.48	0.00	0.00	0.00
营业外支出	49.23	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>6293.96</b>	<b>7010.18</b>	<b>9144.28</b>	<b>11414.59</b>
所得税	-417.19	-140.20	-182.89	-228.29
<b>净利润</b>	<b>6711.15</b>	<b>7150.38</b>	<b>9327.17</b>	<b>11642.88</b>
少数股东损益	93.61	53.08	76.30	100.42
<b>归属母公司净利润</b>	<b>6617.54</b>	<b>7097.30</b>	<b>9250.87</b>	<b>11542.46</b>
EBITDA	-1556.94	461.14	1709.03	2996.43
EPS (元)	0.65	0.69	0.90	1.13
<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>成长能力</b>				
营业收入	-0.18	0.07	0.14	0.12
营业利润	-0.51	0.23	0.30	0.25
归属母公司净利润	-0.39	0.07	0.30	0.25
<b>获利能力</b>				
毛利率	0.07	0.07	0.10	0.11
净利率	0.11	0.11	0.13	0.14
ROE	0.08	0.08	0.10	0.11
ROIC	-0.25	-0.21	-0.16	-0.12
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	0.40	0.39	0.37	0.36
净负债比率	0.17	0.16	0.14	0.13
流动比率	1.37	1.28	1.19	1.16
速动比率	1.20	1.16	1.05	1.00
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.44	0.45	0.48	0.50
应收账款周转率	21.23	23.93	33.95	30.28
应付账款周转率	5.06	5.30	5.71	5.76
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.65	0.69	0.90	1.13
每股经营现金	-0.04	0.51	0.23	0.47
每股净资产	7.83	8.52	9.42	10.55
<b>估值比率</b>				
P/E	21.13	19.70	15.12	12.12
P/B	1.75	1.60	1.45	1.29
EV/EBITDA	-77.90	-41.03	-8.95	-4.91

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。本研究报告仅供方正证券的客户使用，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。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。



本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有**20%**以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有**10%**以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在**-10%**和**10%**之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有**10%**以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深**300**指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深**300**指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深**300**指数。

# 专注 专心 专业



## 方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市浦东新区新上海国际大厦33层

广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>