

宝通科技 (300031)

证券研究报告

2017年09月14日

下半年 S 级产品集中兑现，期待出海龙头再起航

受益于易幻并表，2017H1 营收、净利润略增，盈利能力持续提升。

公司上半年实现营收 7.46 亿元，同比增长 7.02%；实现归母净利润 1.07 亿元，同比增长 38.88%；实现扣非经常性损益净利润 1.04 亿元，同比增长 36.23%。根据我们盈利预测，预计 2017 年净利润约 2.7 亿元，17H1 利润完成度约为 40%；我们预计易幻网络全年净利润 2.4 亿元，17H1 完成度约 37%，承诺业绩（2.02 亿元）完成度约为 44%。上半年手游、传统输送带业务均实现平稳增长，其中，手机游戏运营业务实现营收 4.79 亿元，同比增长 8.04%，占当期营业收入 64.21%，与 2016 年基本持平。

扩大易幻全球发行先发优势，成功进入日本市场，强化韩国市场占有率。

公司 5 亿现金收购易幻 24.16% 的股权于 3 月 1 日完成过户，持股比例增至 94.16%，上半年易幻网络实现营收 4.79 亿元，同比增长 8.04%；实现归母净利润 8899.09 万元，同比增长 7.77%。报告期内主要产品包括：《龙之谷起源》《御剑情缘》《暗黑黎明 2》《梦幻诛仙》《诛仙》《乱轰三国志》等；通过投资设立日本子公司，成功进入日本市场，通过投资设立韩国第二家子公司，强化在韩国的市场占有率，继续巩固韩国市场。目前日本是全球第三大游戏市场，韩国是全球第六大游戏市场。

下半年《最终觉醒》《权力与荣耀》等海外精品作表现抢眼，《倩女幽魂》《诛仙》等 S 级产品蓄势待发。

核心产品之一《权力与荣耀》7 月在韩国上线后第二天就登顶免费榜第一，目前韩国 Google Play 最新排名第 3，一直稳定在前五，《最终觉醒》印尼 iOS、Google Play 双畅销榜稳定排名前三，东南亚市场《诛仙》持续发力表现亮眼。公司将加快 S 级大作上线的速度，《倩女幽魂》（网易出品，负责韩国发行）《诛仙》（完美世界出品，负责韩国等地区发行）有望 10 月上线。

17 年布局频频，深化“制作、发行、运营”集于一体的全球化战略布局。

2017 年 8 月，子公司易幻网络向提塔利克溢价增资 300 万元取得 3% 股权，提塔利克代表作《刀塔联盟》《三国吧兄弟》等；2017 年 9 月，公司公告以自有资金 290 万元增资二次元游戏研发商杭州朝露科技，增资后占总股本 10%，代表作《料理次元》表现突出，有助补强二次元游戏研发能力。

盈利预测：下半年产品兑现期，建议关注重点作品表现，“买入”评级。

结合对下半年多款 S 级作品的预测，预计公司 17-19 年净利润分别为 2.7 亿/3.8 亿/4.6 亿，当前市值 72 亿，对应估值 27x/19x/16x，目前游戏行业平均估值水平约为 26x/22x/20x。综合考虑股东大会通过 20 亿融资有望带来外延超预期，给予 18 年 30x 估值，目标价 28.8 元，维持“买入”评级。
风险提示：游戏上线进度或流水表现不达预期的风险、人民币升值风险。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	469.82	1,464.60	1,813.93	2,265.95	2,827.64
增长率(%)	(6.49)	211.74	23.85	24.92	24.79
EBITDA(百万元)	99.95	233.08	348.99	492.26	615.64
净利润(百万元)	68.30	140.73	268.19	382.15	457.91
增长率(%)	(7.18)	106.05	90.58	42.49	19.83
EPS(元/股)	0.17	0.35	0.68	0.96	1.15
市盈率(P/E)	105.67	51.29	26.91	18.89	15.76
市净率(P/B)	8.09	2.83	2.60	2.32	2.08
市销率(P/S)	15.36	4.93	3.98	3.19	2.55
EV/EBITDA	92.58	33.83	20.93	13.42	10.90

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	18.56 元
目标价格	28.8 元
上次目标价	40 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	396.77
流通 A 股股本(百万股)	256.70
A 股总市值(百万元)	7,364.01
流通 A 股市值(百万元)	4,764.41
每股净资产(元)	5.51
资产负债率(%)	23.53
一年内最高/最低(元)	27.26/16.42

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

王晨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100009
wangchen1@tfzq.com

冯翠婷 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《宝通科技-公司点评:复牌点评:增持易幻深化业务转型升级,加速游戏为重点的泛娱乐布局,维持中线推荐》2016-11-28
- 2 《宝通科技-公司点评:易幻上半年 108% 高速增长,期待剑侠情缘上线表现,维持强烈推荐》2016-08-24
- 3 《宝通科技-公司深度研究:乘手游出海扬帆起航,借产业基金加快布局》2016-07-22

1. 17H1 营收、净利润略有增长，盈利能力持续提升

2017H1 公司实现营收 7.46 亿元，同比增长 7.02%；实现归母净利润 1.07 亿元，同比增长 38.88%；实现扣非经常性损益净利润 1.04 亿元，同比增长 36.23%。根据我们盈利预测，预计 17 年并表营业收入 18.13 亿元，上半年完成度约为 38%；17 年并表净利润 2.68 亿元，上半年完成度约为 40%；我们预计易幻网络净利润（100%股权）2.4 亿元，17H1 易幻网络净利润 0.89 亿元，全年完成度约 37%，承诺业绩（2017 年 2.02 亿元）完成度约为 44%。

表 1：公司营收、归母净利润及易幻网络净利润情况一览

	2016H1	2016H2	2016 全年	2017H1	YoY	2017E	1H as % of FY
并表营业收入（亿元）	6.97	7.68	14.65	7.46	7.02%	18.13	38%
并表归母净利润（亿元）	0.77	0.64	1.41	1.07	38.88%	2.68	40%
易幻网络净利润（亿元）	0.83	0.91	1.74	0.89	7.22%	2.4	37%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

上半年手游、传统输送带业务均实现平稳增长。2017H1 公司手机游戏运营业务实现营收 4.79 亿元，同比增长 8.04%，占当期营业收入 64.21%，与 2016 年基本持平；传统输送带业务实现营收 2.67 亿元，同比增长 5.23%，占当期营业收入 35.79%，较 2016 年（23.28%）有所增长。

表 2：2017H1 公司主营业务拆分情况

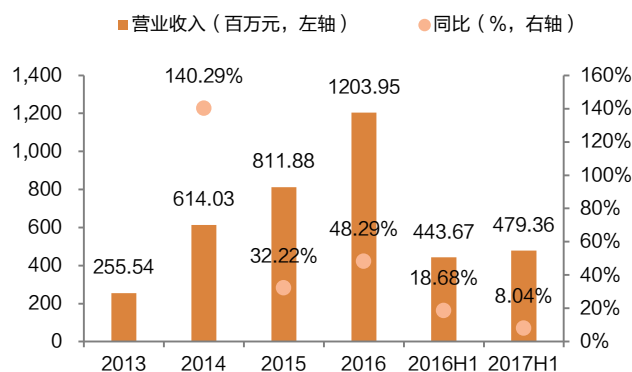
	营业收入(亿元)	营业收入(同比)	营业成本(亿元)	营业成本(同比)	毛利率	毛利率变动(pcts)
手机游戏运营	4.79	8.04%	1.80	6.48%	62.53%	0.55
输送带	2.67	5.23%	1.89	0.66%	29.11%	3.21

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 扩大易幻全球发行先发优势，《最终觉醒》《权力与荣耀》等海外精品作表现抢眼，《倩女幽魂》《诛仙》等 S 级产品蓄势待发

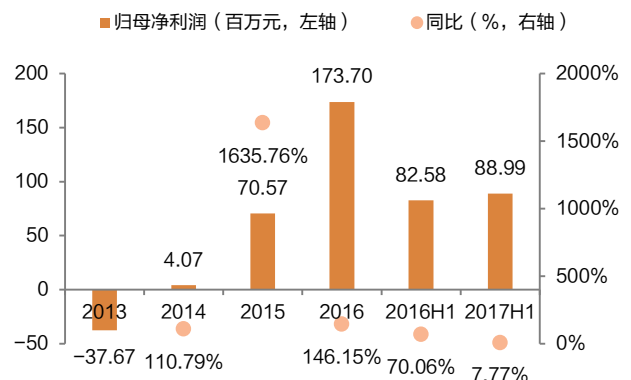
易幻网络敏锐把控市场，业绩稳健增长。公司 2017Q1 完成现金收购易幻 24.16%的股权，持股比例增至 94.16%，致力于实现研运一体，扩大全球发行版图。2017H1 易幻网络（100%股权）实现营收 4.79 亿元，同比增长 8.04%；上半年毛利率 62.5%，比去年同期增加 2.2pcts，毛利率略有提升；实现归母净利润 8899.09 万元，同比增长 7.77%，增速均有所放缓，主要由于前期《六龙御天》《天龙八部》等核心游戏海外发行进入后期，而上半年并无主要游戏大作发行计划所致，预计与 16 年类似下半年利润贡献度相对较高。易幻网络 2016/2017/2018 业绩承诺归母净利润分别为 1.55/2.02/2.62 亿元，2016 年实现净利润 1.73 亿，承诺业绩完成度达 112%，2017H1 承诺业绩完成度达 44.2%。

图 1：2017H1 易幻网络营收情况



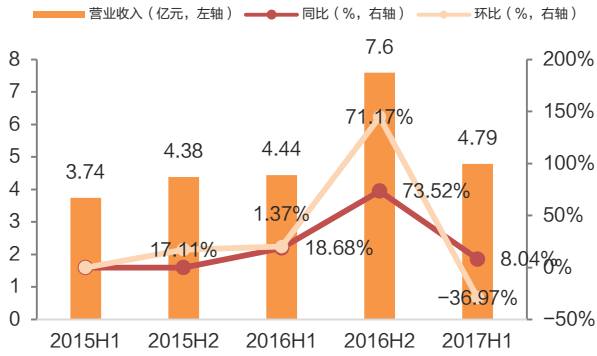
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：2017H1 易幻网络归母净利润情况



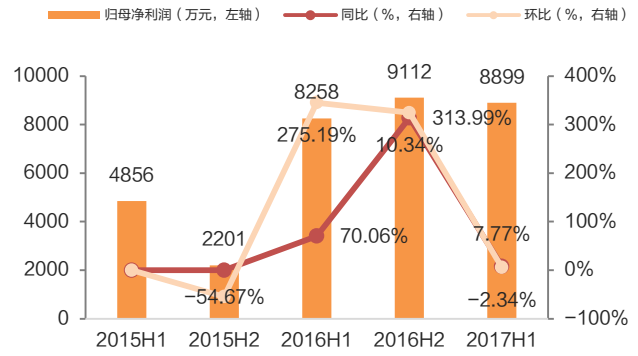
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：2015H1-2017H1 易幻网络营收



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：2015H1-2017H1 易幻网络归母净利润



资料来源：公司公告、天风证券研究所

精品手游全球发行和运营，打造移动出海领军者。上半年易幻发行和运营的游戏涵盖了战争策略类、休闲竞技类、模拟经营、MMORPG、MOBA，主要的产品包括：《龙之谷起源》、《御剑情缘》、《暗黑黎明 2》、《梦幻诛仙》、《如果的世界》、《诛仙》、《乱轰三国志》等业界知名游戏。其中《御剑情缘》17 年 2 月登陆东南亚市场，上线一周就跃居该地区多个国家同类型游戏 App Store 和 Google Play 畅销榜前十。

17 年上半年，公司通过投资设立日本子公司，成功进入日本市场，通过投资设立韩国第二家子公司，强化在韩国的市场占有率，继续巩固韩国市场。目前，日本是世界第三大游戏市场，韩国是世界第六大游戏市场。根据世界权威数据调查机构 Newzoo 的调查，2017 年日本有 1.26 亿人口，网民有 1.20 亿人，互联网渗透率达 95%，游戏市场规模达 125.5 亿美元，仅次于中国和美国。2017 年韩国有 5070 万人口，网民有 4690 万人口，互联网渗透率达 92.5%，游戏市场规模达 41.9 亿美元，位列全球第六。除日韩外，公司主要目标预期游戏市场还包括港澳台，印尼、泰国、马来西亚、新加坡等东南亚市场。其中，台湾/印尼/泰国游戏市场规模分别达到 10.3/8.8/6.0 亿美元，位列全球 TOP15/16/20。

图 4：2017 年世界游戏市场规模

排名	国家	人口 (百万)	互联网用户 (百万)	游戏用户 (百万)	游戏总收入 (百万美元)	平均游戏用户贡献收入 (美元)
1	中国	1,388.2	801.6	564.8	27,547.0	48.8
2	美国	326.5	261.2	160.3	25,059.9	156.3
3	日本	126.0	119.8	64.8	12,545.7	193.6
4	德国	80.6	73.1	37.2	4,378.1	117.7
5	英国*	65.5	61.6	31.6	4,217.7	133.5
6	韩国	50.7	46.9	25.6	4,187.7	163.6
7	法国	64.9	57.4	31.6	2,967.1	93.9
8	加拿大	36.6	33.5	20.1	1,947.4	96.9
9	西班牙	46.1	38.5	24.1	1,913.0	79.4
10	意大利	59.8	43.1	24.5	1,874.6	76.5
11	俄罗斯	143.4	113.3	71.3	1,485.2	20.8
12	墨西哥	130.2	84.2	49.2	1,428.0	29.0
13	巴西	211.2	139.8	66.3	1,334.2	20.1
14	澳大利亚	24.6	21.7	10.6	1,234.4	116.5
15	台湾	23.4	21.3	13.0	1,028.5	79.1
16	印尼	263.5	71.9	43.7	879.7	20.1
17	印度	1,342.5	428.8	263.6	817.8	3.1
18	土耳其	80.4	49.1	30.8	773.9	25.1
19	沙特阿拉伯**	32.7	24.8	14.4	651.2	45.3
20	泰国	68.3	31.8	18.3	597.2	32.6

数据来源：Newzoo (2017 年 6 月)，天风证券研究所

注：英国游戏用户数为 2016 年数据，其余为 2017 年数据

沙特阿拉伯游戏用户为估算值，具体估算方法为其他 19 个国家的游戏用户渗透值的平均值

8 大研发项目体现强技术创新能力，为建立专业、高效运营平台提供强有力支撑。2017H1 公司持续在移动网络游戏的全球发行和运营业务相关的领域进行研发，不断提高自身数据集成和分析能力，为运营及营销决策提供科学强大的数据支持，并用实际数据指导市场推广工作，更精确定位目标用户，优化广告投放渠道、投放时段、投放人群、投放区域和广告创意，实现广告目标人群的精准投放，提高代理移动网络游戏的利润率。

表 3：公司研发项目及进度

项目名称	项目进展
1 基于 REDIS 的移动支付平台优化	已完成
2 游戏运营结算系统的开发	已完成
3 面向开发者的游戏对接平台	开发中
4 基于 Flume+kafka 的分布式日志采集系统	已完成
5 分布式大数据平台	开发中
6 基于 openstack 的易幻私有云服务系统	开发中
7 CMBD 自动化管理系统	开发中
8 静态广告页生成平台	已完成

资料来源：公司公告、天风证券研究所

下半年 S 级游戏海外发行稳步推进。核心产品之一《权力与荣耀》在韩国上线后第二天就登顶免费榜第一，目前韩国 Google Play 最新排名第 3，一直稳定在前五，《最终觉醒》印尼 iOS、Google Play 双畅销榜稳定排名前三，马来西亚&新加坡市场《诛仙》手游持续发力表现亮眼。

海外手游发行有望继续突破，后续《倩女幽魂》《诛仙》等 S 级大作值得期待。公司将加快 S 级大作和新游戏上线的速度，包括《倩女幽魂》(网易出品，公司负责韩国发行)、《诛仙》(完美世界出品，公司负责韩国等地区发行)等，加快业绩释放，加强海外市场渗透，包括韩国、日本及欧美，进一步拓展和巩固公司手游海外发行优势地位。

表 2：公司目前主要游戏及最新表现（统计时间：9 月 12 日）

上线地区	上线国家	游戏名称	上线时间	最新流水表现
日韩	韩国	权力与荣耀	iOS 17 年 8 月 Google 17 年 7 月	Google Play 畅销榜排名第 3，长期稳定在前五
	印尼	最终觉醒	17 年 8 月	iOS、Google Play 双榜排名第二，长期稳定在前三
东南亚	马来西亚	诛仙手游	17 年 6 月	Google Play 畅销榜排名第 4，长期稳定在前五
	新加坡	诛仙手游	17 年 6 月	iOS 畅销榜目前排名 16，长期稳定在前 20

资料来源：App Annie、天风证券研究所

图 5：《最终觉醒》印尼市场 iOS 畅销榜排名情况

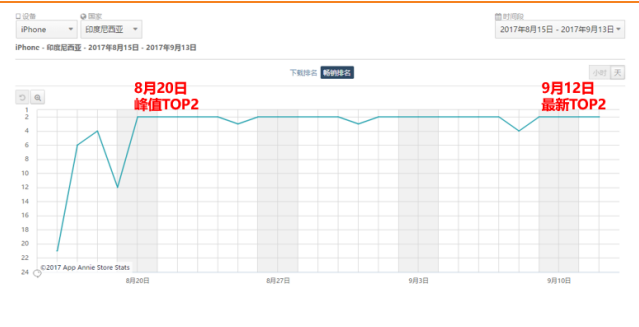


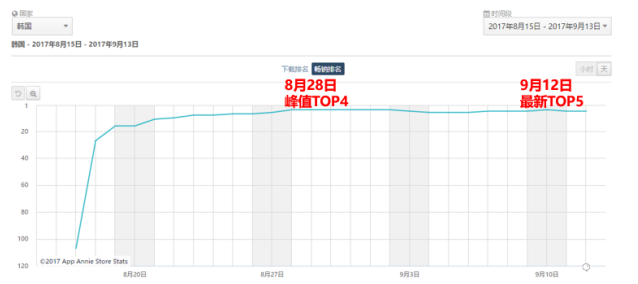
图 6：《最终觉醒》印尼市场 Google Play 畅销榜排名情况



资料来源：App Annie、天风证券研究所

资料来源：Google Play、天风证券研究所

图 5:《权力与荣耀》韩国市场 Google Play 畅销榜排名情况



资料来源：Google Play、天风证券研究所

图 6:《权力与荣耀》韩国版手游 Apink 韩国偶像女团代言图



资料来源：白鲸出海、天风证券研究所

3. 17 年布局频频，以发行为抓手，延伸游戏内容研发，扩大泛娱乐布局

1) 2017 年 3 月 1 日以 5 亿现金收购易幻网络 24.16% 股权完成过户，持有易幻网络的股权比例由 70% 提高到 94.16%，公司将围绕易幻网络，致力打造具有核心竞争力的泛娱乐平台，拥有“制作、发行、运营”集于一体的全球化战略布局。

2) 2017 年 8 月，子公司易幻网络向提塔利克溢价增资 300 万元，取得提塔利克 3% 股权。提塔利克主创原班人马来自搜狐畅游，创始人黄永锋曾出任《刀剑》、《古域》运营总监，后出任《刀剑 2》高级制作人，联合创始人杨光曾出任《古域》运营总监。团队成立以来推出产品《刀塔联盟》、《三国吧兄弟》，其中《三国吧兄弟》全版月流水突破人民币 1700 万，覆盖国内、台湾、香港、韩国、日本、东南亚等国家和地区，iOS 最高下载排名中国第 4 名。未来公司有望与提塔利克加强业务协同，获得提塔利克部分游戏海外发行权。此次投资举措符合公司战略规划及发展需求，亦表明公司在延伸移动游戏内容研发方面的野心，坚定以移动游戏发行和运营为核心，打通流量运营，打造产业链闭环。

3) 公司旗下宝通辰韬互联网产业并购基金对中影年年进行投资，旨在增强公司在泛娱乐领域，特别是影视制作发行及相关 IP 储备领域内的实力，增加公司在该领域内的经验。

4) 2017 年 9 月 12 日，公司公告以自有资金 290 万元增资二次元游戏研发商杭州朝露科技，增资后占总股本 10%，公司成为朝露科技的第四名股东。朝露科技定位于二次元游戏开发运营，代表作《次元料理》在 AppStore 玩家满分五星好评，位列 TapTap 热门总榜前十。本次投资将加强公司在移动游戏的细分领域内的多样性，特别是二次元与泛二次元方面的游戏研发能力。

4. 盈利预测：预计 17-19 年净利润 2.7/3.8/4.6 亿，“买入”评级

1) 我们预计广州易幻网络 17-19 年实现净利润 2.5/3.5/4.4 亿元，公司有望根据广州易幻网络 17 年业绩表现继续收购剩余 5.84% 的股权，据此预计并表比例为 94.16%/100%/100%。

2) 我们预计公司传统输送带业务利润将维持稳定，预计 17-19 年净利润 0.3/0.3/0.3 亿元。

3) 我们预计公司期间费用率将保持平稳，随公司海外游戏业务扩展略有增长，17-19 年销售费用率为 30%/30.5%/31%，管理费用率 6.5%/7%/7%。

4) 公司近期发布 20 亿融资计划表转型升级决心。2017 年 9 月公司股东大会通过《关于拟向金融机构或非金融机构融资的议案》，根据未来 12 个月发展规划和资金使用安排，公司及子公司拟向金融机构或非金融机构申请不超过 15 亿元的融资（包括流动资金贷款、固定资产贷款、项目贷款、信托计划融资、保理融资等），最终融资总额以相关机构实际

审批的金额为准。此外，公司拟向控股股东、实际控制人包志方先生以同期银行贷款利率借款不超过 5 亿元人民币，借款期限为 12 个月。本次合共不超过 20 亿人民币的融资计划反映公司推进现有业务升级与持续深化公司转型发展的信心，有助解决公司流动资金需求，优化借款结构，降低融资成本。

5) 15 年起股东增持股价倒挂，公司转型发展动力充足。根据我们梳理，控股股东、实际控制人包志方先生等核心股东及高管近两年增持价格相比当前价格处于倒挂。

表 3：2015 年以来宝通科技股东增持情况

姓名	职务	增持时间	增持股数 (万股)	占公司总 股本 (%)	增持金额 (万元)	增持价格 (元/股)	增持后持股数 (股)	占公司总 股本 (%)
包志方	董事长	2017.5.31-6.23	472.46	1.200%	未披露		98,556,664	24.84%
包志方	董事长	2016.2.18	2.10	0.007%	50.16	23.88	93,792,430	31.26%
陈勇	董事兼副 总经理	2016.1.8-1.11	8.11	0.027%	200.91	24.77	4,572,062	1.52%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

基于以上假设，结合对下半年多款 S 级作品流水情况的预测，预计公司 17-19 年净利润分别为 2.7 亿/3.8 亿/4.6 亿，当前市值 72 亿，对应估值 27x/19x/16x，目前游戏行业平均估值水平约为 26x/22x/20x。综合考虑股东大会通过 20 亿融资有望带来外延超预期，给予 18 年 30x 估值，相对于 16 年行业整体估值水平下行，我们调整目标价至 28.8 元，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	160.76	441.33	145.11	893.40	886.56
应收账款	256.11	415.58	992.85	766.55	1,129.40
预付账款	13.45	65.74	5.27	80.22	32.17
存货	79.52	110.39	172.15	168.01	212.11
其他	86.06	401.61	530.55	348.81	595.27
流动资产合计	595.91	1,434.65	1,845.93	2,256.99	2,855.51
长期股权投资	63.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	293.52	289.03	274.36	259.68	245.01
在建工程	8.02	4.12	12.12	20.12	28.12
无形资产	25.42	25.13	24.42	23.70	22.99
其他	55.53	1,349.29	1,175.99	1,175.99	1,177.35
非流动资产合计	445.49	1,667.58	1,486.88	1,479.49	1,473.47
资产总计	1,041.40	3,102.23	3,332.81	3,736.49	4,328.98
短期借款	12.13	0.00	16.47	0.00	0.00
应付账款	63.04	332.00	185.42	291.18	310.50
其他	44.50	47.65	157.83	75.26	158.91
流动负债合计	119.66	379.65	359.71	366.43	469.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.73	46.63	26.68	26.68	33.33
非流动负债合计	6.73	46.63	26.68	26.68	33.33
负债合计	126.40	426.28	386.39	393.12	502.74
少数股东权益	23.17	121.62	169.82	238.49	349.51
股本	300.00	396.77	396.77	396.77	396.77
资本公积	235.18	1,652.06	1,652.06	1,652.06	1,652.06
留存收益	591.84	2,149.45	2,379.84	2,708.11	3,079.95
其他	(235.19)	(1,643.95)	(1,652.06)	(1,652.06)	(1,652.06)
股东权益合计	915.00	2,675.94	2,946.42	3,343.37	3,826.23
负债和股东权益总	1,041.40	3,102.23	3,332.81	3,736.49	4,328.98

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	69.97	195.66	268.19	382.15	457.91
折旧摊销	29.97	118.39	15.39	15.39	15.39
财务费用	0.00	0.59	0.19	(0.93)	(4.41)
投资损失	0.00	(7.12)	(7.12)	(7.12)	(7.12)
营运资金变动	(59.79)	(390.29)	(624.27)	366.04	(489.60)
其它	7.95	229.11	14.47	74.30	118.51
经营活动现金流	48.09	146.33	(333.15)	829.82	90.68
资本支出	86.42	1,147.69	27.95	8.00	1.35
长期投资	63.00	(63.00)	0.00	0.00	0.00
其他	(271.54)	(1,537.90)	38.62	(20.12)	(17.22)
投资活动现金流	(122.12)	(453.21)	66.57	(12.12)	(15.87)
债权融资	12.13	0.00	16.47	0.00	0.00
股权融资	6.30	1,525.43	(8.30)	0.93	4.41
其他	(3.50)	(947.70)	(37.81)	(70.34)	(86.07)
筹资活动现金流	14.93	577.73	(29.64)	(69.41)	(81.66)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(59.10)	270.85	(296.22)	748.29	(6.84)

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	469.82	1,464.60	1,813.93	2,265.95	2,827.64
营业成本	311.28	720.02	783.13	942.84	1,157.35
营业税金及附加	3.65	2.37	2.93	3.66	4.57
营业费用	30.94	451.37	544.18	691.11	876.57
管理费用	50.68	92.81	117.91	158.62	197.94
财务费用	(6.32)	(3.66)	0.19	(0.93)	(4.41)
资产减值损失	3.21	5.58	5.58	5.58	5.58
公允价值变动收益	0.00	0.49	(33.72)	5.62	7.49
投资净收益	0.00	7.12	7.12	7.12	7.12
其他	0.00	(15.22)	53.20	(25.49)	(29.23)
营业利润	76.38	203.72	333.41	477.80	604.66
营业外收入	6.59	6.66	6.66	6.66	6.66
营业外支出	0.73	0.22	0.22	0.22	0.22
利润总额	82.23	210.15	339.84	484.23	611.09
所得税	12.26	14.50	23.45	33.41	42.16
净利润	69.97	195.66	316.39	450.82	568.93
少数股东损益	1.67	54.93	48.20	68.67	111.02
归属于母公司净利润	68.30	140.73	268.19	382.15	457.91
每股收益(元)	0.17	0.35	0.68	0.96	1.15

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-6.49%	211.74%	23.85%	24.92%	24.79%
营业利润	-7.73%	166.72%	63.66%	43.31%	26.55%
归属于母公司净利润	-7.18%	106.05%	90.58%	42.49%	19.83%
获利能力					
毛利率	33.74%	50.84%	56.83%	58.39%	59.07%
净利率	14.54%	9.61%	14.79%	16.86%	16.19%
ROE	7.66%	5.51%	9.66%	12.31%	13.17%
ROIC	9.64%	25.69%	14.97%	15.49%	22.43%
偿债能力					
资产负债率	12.14%	13.74%	11.59%	10.52%	11.61%
净负债率	-5.06%	-1.74%	-0.51%	6.72%	-13.08%
流动比率	4.98	3.78	5.13	6.16	6.08
速动比率	4.32	3.49	4.65	5.70	5.63
营运能力					
应收账款周转率	1.83	4.36	2.58	2.58	2.98
存货周转率	6.59	15.42	12.84	13.32	14.88
总资产周转率	0.46	0.71	0.56	0.64	0.70
每股指标(元)					
每股收益	0.17	0.35	0.68	0.96	1.15
每股经营现金流	0.12	0.37	-0.84	2.09	0.23
每股净资产	2.25	6.44	7.00	7.83	8.76
估值比率					
市盈率	105.67	51.29	26.91	18.89	15.76
市净率	8.09	2.83	2.60	2.32	2.08
EV/EBITDA	92.58	33.83	20.93	13.42	10.90
EV/EBIT	132.07	39.41	21.90	13.85	11.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com