

金科文化(300459)

18 年 Q1 业绩预告超市场预期，协同效应助力公司业绩释放 增持(首次)

2018 年 02 月 06 日

证券分析师 张良卫

执业证书编号:

S0600516070001

021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 王建会

wangjianhui@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入（百万元）	894.6	1,410.3	2,906.4	3,542.1
同比%	77%	58%	106%	22%
净利润（百万元）	205.0	413.9	1,192.1	1,507.7
同比%	323%	102%	188%	26%
每股净收益（元）	1.51	0.21	0.60	0.76
PE	7.1	51.0	17.7	14.0

投资要点

■ **传统业务平稳增长，持续贡献稳定业绩增量：**公司传统主营业务专业从事氧系漂白助剂 SPC 的研发、生产和销售，是全球 SPC 的主要生产企业之一，三个优势助力公司业绩稳定增长：1、SPC 品质优势：公司通过自主研发和创新突破了影响 SPC 产品品质的多项核心技术，产品品质具有市场竞争力；2、市场及品牌优势：公司与国内外主要日化企业及日化原料经销商建立了长期稳定合作关系；3、产品销售协同优势。未来公司将继续推动精细化工新材料业务的发展，加强研发投入，严格把控新产品的产品质量，产能将得到充分保障，进一步增强公司核心竞争力。

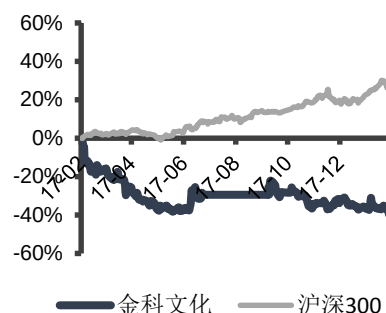
■ **外延收购 Outfit，基于 IP 变现潜力较大：**公司于 18 年 1 月采用非公开发行方式购买 Outfit56%股权，合计持有 71.4%股权比例，Outfit 拥有《我的汤姆猫》、《我的安吉拉》、《我的汉克狗》、《会说话的汤姆猫》等系列化数十款移动应用，适用于 iOS、安卓和 Windows 系统，其移动应用累计下载量超过 60 亿次，主要终端用户覆盖美国、英国、俄罗斯、巴西、中国等全球数十个国家和地区，目前以广告收入为主，基于公司在移动互联网文化产业的布局，未来依据 IP 有望实现在儿童早期教育、电影动漫、衍生品开发、汤姆猫主题乐园等领域全方位、立体化拓展。

■ **协同杭州哲信，三个优势助力公司业绩实现突破：**Outfit7 主要从事移动互联网广告分发以及互联网儿童早期教育业务，浙江金科汤姆猫依托中国地区具有竞争优势的本地产品、运营团队和对中国地区深入的市场理解，将成为 Outfit7 在中国协同业务全方位落地的平台载体，公司及浙江金科汤姆猫、杭州哲信与 Outfit7，在市场、客户、技术等方面具有明显的协同效应。市场方面：海内外有望实现协同，减少推广、制作成本，利于 IP 多元变现；客户方面：客户资源之间将得以交叉利用，实现优质客户资源共享，丰富增值服务内容，创造新的利润增长点；技术方面：利于公司完善已有数据分析系统，并借助 Outfit7 精准的用户分析能力与市场营销经验，对公司全业务产业链进行全面拓展升级。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到化工业务稳定增长以及移动互联网业务的持续完善，我们预计公司 2017-2019 营业收入为 14.10 亿、29.06 亿、35.42 亿，归母净利润 4.14 亿、11.92 亿、15.08 亿，对应 EPS 为 0.21 元、0.60 元、0.76 元（不考虑配套融资），对应 PE 为 51、18、14X，首次覆盖给予“增持”评级

■ **风险提示：**传统业务下游需求减弱，手游市场竞争加剧，汤姆猫 IP 衍生运营不达预期，经营业绩低于预期带来的减值风险。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	10.86
一年最低/最高价	9.80/18.03
市净率（倍）	2.30
流通 A 股市值（百万元）	5673

基础数据

每股净资产（元）	3.24
资本负债率（%）	14.68
总股本（百万股）	1971
流通 A 股（百万股）	522

相关研究

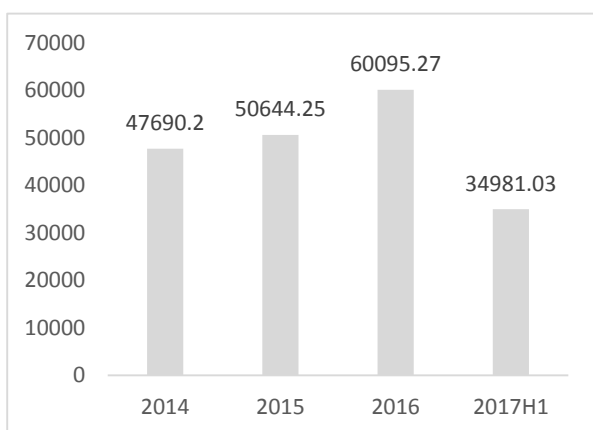
1. 传统化工业务保持稳定，有望贡献稳定业绩增量

公司成立于 2007 年，原主营业务专业从事氧系漂白助剂 SPC 的研发、生产和销售，是全球 SPC 的主要生产企业之一，公司还同时经营 TAED、TC、双氧水、醋酸钠、液体二氧化碳等产品。公司主导产品 SPC 为环境友好型精细化工新材料，广泛应用于日化洗涤领域，还可应用于环保、印染、造纸、医疗等领域。

三大优势助力公司传统业务稳定增长。1、SPC 品质优势：公司通过自主研发和创新突破了影响 SPC 产品品质的多项核心技术，产品品质具有市场竞争力。2、市场及品牌优势：公司与国内外主要日化企业及日化原料经销商建立了长期稳定合作关系。3、产品销售协同优势：TAED 可与 SPC 等过氧化物配伍使用，能有效提升过氧化物在低温环境下的去污、漂白、杀菌能力，两种产品销售网络的共享，有利于公司扩大产品销售规模，降低销售成本。

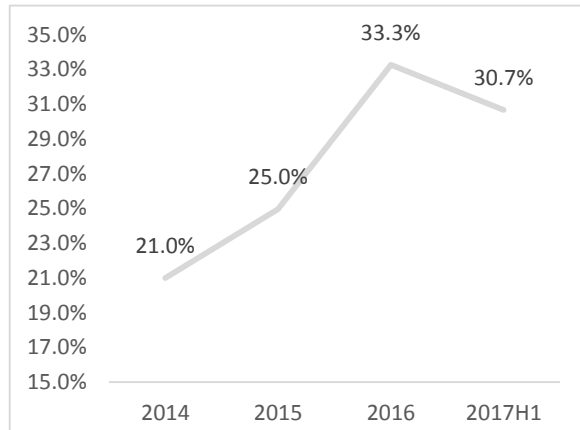
营业收入方面，化工业务 2015 年、2016 年营业收入分别同比增长 6% 和 19%。2017 年上半年化工业务实现营业收入 34981 万元，同比增长 11.26%。毛利率方面，2014 年至 2016 年，化工业务毛利率从 21% 提升至 33%，2017 年上半年毛利率为 30.7%。未来公司将继续推动精细化工新材料业务的发展，加强研发投入，严格把控新产品的产品质量，产能将得到充分保障，进一步增强公司核心竞争力。

图表 1：2014-2017H1 化工业务营业收入（万元）



资料来源：公司公告，Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 2：2014-2017H1 化工业务毛利率



资料来源：公司公告，Wind 资讯，东吴证券研究所

2. 收购 Outfit 7，IP 衍生多重变现方式助力公司业绩增长

2018 年 1 月公司采用非公开发行方式向朱志刚、王健等共 6 名交易对象购买其持有的杭州逗宝 100% 股权和上虞码牛 100% 股权，杭州逗宝及上虞码牛主要资产为其合计持有的 Outfit7 的 56% 股权，本次交易金额 42 亿元，交易完成后，公司合计持有 Outfit7 的 71.4% 股权，在 2017-2019 年承诺业绩扣非归母净利润分别不低于 7809.0 万欧元、9286.7 万欧元、10975.8 万欧元。

公司 2 月 2 日发布一季度业绩预告，归母净利润为 2.75 亿-3.06 亿元，同比上年增长 159%—189%，大幅增长，主要系 2018 年 1 月起，公司将 Outfit7 的 71.4% 的股权纳入合并报表范围，Outfit7 与国内子公司各个业务间的协同效应成果明显，产品研发运营、市场营销及

广告分发能力得到进一步增强，市场开拓持续稳。

2.1. IP 储备充足，未来产品发行节奏良好

Outfit7 (Outfit7 Investments Limited) 成立于 2009 年，是一家集大数据广告分发与互联网儿童早期教育于一体的全球著名移动互联网高科技企业，成立至今已拥有《我的汤姆猫》、《我的安吉拉》、《我的汉克狗》、《会说话的汤姆猫》等系列化数十款移动应用，适用于 iOS、安卓和 Windows 系统，其移动应用累计下载量超过 60 亿次，主要终端用户覆盖美国、英国、俄罗斯、巴西、中国等全球数十个国家和地区。“会说话的汤姆猫家族”被 Google Play 评为最受欢迎的应用之一，是全球最著名的动漫 IP 与儿童早期教育 IP 之一。

Outfit7 共开发和运营了超过 20 款休闲移动应用，其中主要产品包括《我的汤姆猫》、《我的安吉拉》、《汤姆猫跑酷》、《我的汉克狗》、《会说话的汤姆猫 2》等。公司的主要产品在多个国家和地区应用榜单中名列前茅。例如，根据 App Annie 发布的《全球移动应用市场 2016 年回顾》，Outfit7 的产品《我的汤姆猫》按照 Android 手机月活跃用户数、全球 iOS 和 Google Play 综合下载量等指标排名，均当选为 2016 年度全球十大热门游戏；《汤姆猫跑酷》iOS 平台的下载量曾在全球多个国家进入所有应用类别排名的前十；《我的安吉拉》下载量在 2017 年上半年全球多个国家的 iOS 家庭类游戏中均进入前十。Outfit7 产品根据月活跃用户数、不同渠道下载量等不同指标，在巴西、中国、法国、印度、印尼、墨西哥、波兰、俄罗斯、土耳其等全球多个国家的排名均进入前十。

未来 Outfit 7 研发团队将基于已有 IP 的基础，继续研发推出新产品。2018 年计划上线汤姆猫战营、汤姆猫快跑、汤姆猫摩托艇 2 等 5 款应用。

图表 3: Outfit 主要移动应用产品

产品	发布时间	类型	来源	收入构成
我的汤姆猫	2013. 11	养成类	自研	广告+内购
我的安吉拉	2014. 1	养成类	自研	广告+内购
汤姆猫跑酷	2016. 6	跑酷类	自研	广告+内购
我的汉克狗	2017. 1	养成类	自研	广告+内购
会说话的汤姆猫 2	2011. 5	养成类	自研	广告+内购
会说话的汤姆猫	2010. 6	养成类	自研	广告+内购
会说话的安吉拉	2012. 12	养成类	自研	广告+内购
会说话的金杰猫 2	2012. 8	养成类	自研	广告+内购
会说话的金杰猫	2012. 8	养成类	自研	广告+内购
会说话的狗狗本	2012. 6	养成类	自研	广告+内购
会说话的皮埃尔	2011. 11	养成类	自研	广告+内购
汤姆猫泡泡射手	2015. 12	竞赛类	自研	广告+内购
汤姆猫的摩托艇	2015. 1	跑酷类	自研	广告+内购
汤姆和本的欢乐新闻	2011. 1	养成类	自研	广告+内购
汤姆与安吉拉	2012. 7	养成类	自研	广告+内购
汤姆的情书	2012. 1	养成类	自研	广告+内购

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4: Outfit 未来移动应用产品计划

新应用名称（拟用名）	类型	上线时间	开发阶段
汤姆猫战营	战斗策略类	2018 年 1 月	研发完成，第二轮有限发布测试
汤姆猫快跑	横板跑酷类	2018 年 5 月	研发中期，初始可玩版本测试
汤姆猫摩托艇 2	运动类、赛车类	2018 年 6 月	研发初期，美术整体风格确认中
我的汤姆猫 2	养成类、模拟类	2018 年 11 月	研发初期，应用特征确认中
汤姆和小偷	餐厅类、收集类	2018 年	研发初期，原型应用测试
安吉拉时尚工作室	消除类、收集类	2019 年	研发完成，玩法美术等部分内容重制调优中

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 广告收入为主，IP 多重变现为未来主要增长点

以广告业务收入为主，占总收入的 80%左右

Outfit7 收入主要来源有移动应用广告收入、用户应用内的充值购买收入、及其他业务获取的少量收入，包括视频播放分成收入和特许权授权分成收入。广告业务收入在 2017 年 1-6 月、2016 年度和 2015 年度占营业收入的比例分别为 79.91%、82.66%和 81.21%，占比较为稳定。从地区上看，美国与中国地区收入 2017 年 1-6 月分别占比 24.7%和 24.8%，中国地区占比持续增长。

图表 5: 主营业务收入按产品类别分类

单位：万元

产品类别	2017 年 1-6 月		2016 年度		2015 年度	
	收入	占比 (%)	收入	占比 (%)	收入	占比 (%)
广告收入	33,902.97	79.91	56,083.10	82.66	61,065.68	81.21
其中：移动广告投放	32,973.97	77.72	54,489.40	80.31	59,542.57	79.18
视频广告收入	929.00	2.19	1,593.70	2.35	1,523.11	2.03
用户应用内购买	6,152.20	14.50	8,700.02	12.82	10,501.76	13.97
特许权收入	374.39	0.88	147.73	0.22	627.16	0.83
其他	1,996.62	4.71	2,916.23	4.30	2,999.75	3.99
合计	42,426.18	100	67,847.08	100	75,194.35	100

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

基于 IP 的多重变现，有望成为业绩主要增量

1) 基于 IP 制作的视频内容成为交叉推广移动应用的重要举措和新的赢利点。Outfit7 利用其所掌握的 IP 资源，与动画片制作公司合作开发相关系列动画片、短片和迷你剧，在第三方视频播放平台（YouTube、优酷等）进行播放，可以依靠视频内容在该等平台播放时贴片广告取得收益分成。

Outfit7 推出的视频内容在主要网络播放平台累计播放量超过 105.64 亿次，覆盖全球多个国家和地区。一方面可以吸引视频观众下载和体验 Outfit7 开发的移动应用产品或购买 Outfit7 推出的周边产品，另一方面部分较忠实的移动应用产品用户，亦乐意选择观看相同主题的视频内容。

图表 6: Outfit 7 采购视频内容

单位: 万次

序号	名称	发布时间	示例	YouTube 播放数	优酷播放数	iQiyi 播放数
1	会说话的汤姆猫家族动画系列	2015 年 4 月		742,977.07	207,290.28	106,177.51
2	会说话的汤姆猫家族迷你剧	2015 年 3 月				
3	会说话的汤姆猫短剧	2014 年 3 月				

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

Outfit7 通过视频广告取得的收入呈逐年上升趋势。Outfit7 未来将继续加大在视频内容制作与销售方面的投入, 将视频内容打造成 Outfit7 新的重要盈利增长点。未来规划保持 5%-10% 的增长率。

2) 特许权收入将继续增长。Outfit 7 通过向第三方公司进行汤姆猫的形象授权从而获得特许权收入。Outfit7 在全球给予超过 50 家产品授权方开发各种类别的产品并收取授权费, 比如与麦当劳合作开发快乐套餐系列, 衣服印文、包装物、书籍、手机套等, 我们预计特许权收入未来预测将保持 10% 左右的增长速度。

图表 7: Outfit 7 视频广告收入和授权收入预测

单位: 万欧元

项目	2017 年 7-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
网络视频广告收入	231.87	486.92	511.27	536.83	
授权收入	54.65	120.22	132.25	145.47	160.02

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3) 结合早教打造线下乐园, 购建完整生态链。Outfit 7 的用户有 45% 是 3 岁以下的儿童, 与互联网早教产品的对象精准契合, 公司计划未来将联合旗下星宝乐园 (被腾讯评为“2017 年度知名儿童教育品牌”), 利用汤姆猫平台, 挖掘亲子互动教育的市场空间。并将线上游戏与线下乐园相结合, 推动会说话的汤姆猫主题乐园建设, 拟在广告、儿童教育、儿童乐园、人工智能、衍生品等领域进行全方位、生态化布局, 以期充分挖掘该 IP 潜藏的价值。

3. 协同杭州哲信, 三大优势助力公司移动互联网领域布局

3.1. 杭州哲信：依托大数据，打造移动休闲游戏发行运营体系

交易方案：公司于 2016 年 1 月向王健等 9 名杭州哲信股东发行股份并支付现金，购买其持有的杭州哲信 100% 股权，该标的股权交易对价 29 亿元，其中发行上市公司股份的方式支付 20.3 亿元，剩余 8.7 亿元以现金方式支付，同时交易配套融资金额 21 亿元。王健、方明等持有杭州哲信 58.94% 股权参与业绩承诺，承诺标的公司 2016、2017 和 2018 年实现扣非经常性损益的净利润不低于 1.7 亿、2.3 亿和 3.0 亿，其中公司 16 年完成扣非净利润 1.92 亿元。

公司成立于 2010 年 5 月，是一家依托于大数据分析从事移动休闲游戏发行运营为主的移动互联网企业，打造开放型移动休闲游戏生态体系的经营模式，以自主开发的开放型“移动游戏综合运营平台”为依托，通过大数据筛选接入精品化移动休闲游戏产品以及多元化的发行渠道体系，截至 2017 年中报，杭州哲信通过对现有资源整合，通过加强与移动互联网数字文化产品开发商、渠道商及支付提供商的紧密合作，增加移动互联网数字文化产品发行数量，同时积累了众多的月活跃用户和提高了付费用户的数量。在发行产品的数量、SP 合作数量、CP 合作数量、渠道合作数量等方面均有了很大的增加，发行运营手机游戏百余款，其中包括《蛇蛇大作战》、《球球大乱斗》、《火爆鸟》、《小猫快跑》、《飞龙争霸》等多款长周期、精品明星移动休闲游戏，另外公司逐步开始在海外布局并成长，建立了本土化的游戏发行团队。

图表 8：2017 年中报公司游戏产品运营情况

单位：元

游戏名称	游戏类型	运营模式	收费方式	收入	收入占游戏业务收入的 比例	推广营销费用	推广营销费用占游戏推广营销费用 总额的比例	推广营销费用占主 要游戏收入总额的比例
蛇蛇大作战	益智类	自研产品，自行发行	虚拟道具销售收费	21,077,236.90	11.24%	7,726,804.57	9.81%	10.37%
球球大乱斗	益智类	自研产品，自行发行	虚拟道具销售收费	15,055,100.80	8.03%	6,283,718.55	7.97%	8.43%
火爆鸟	益智类	独占授权产品发行	虚拟道具销售收费	13,719,839.40	7.32%	6,009,642.48	7.63%	8.06%
小猫快跑	跑酷类	独占授权产品发行	虚拟道具销售收费	13,450,327.82	7.17%	5,928,637.66	7.52%	7.95%
飞龙争霸	益智类	独占授权产品发行	虚拟道具销售收费	11,234,184.98	5.99%	4,703,812.86	5.97%	6.31%
合计	-	-	-	74,536,689.89	39.76%	30,652,616.11	38.90%	41.12%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 协同效应显著，三大优势助力公司业绩 18 年有望释放

公司 18 年 Q1 业绩预告超市场预期，公司继续完善移动互联网文化产业领域内的生态布局，在进行移动互联网文化内容制作与运营的同时，积极开展互联网儿童早期教育业务，持续创新业务生态，协同效应显著。杭州哲信依托于大数据，Outfit7 主要从事移动互联网广告分发以及互联网儿童早期教育业务，上市公司全资子公司浙江金科汤姆猫依托中国地区具有竞争优势的本地产品、运营团队和对中国地区深入的市场理解，将成为 Outfit7 在中国协同业务全方位落地的平台载体，公司及浙江金科汤姆猫、杭州哲信与 Outfit7，在市场、客户、技术等方面具有明显的协同效应

1) 市场方面：Outfit7 的主要产品自公司创立起即在 Facebook、Google Play 和 App Store

等各大国际主流网页及移动平台渠道运营，拥有良好的主流平台渠道合作关系及丰富的全球化运营经验。同时，Outfit7 拥有专业化的营销运营团队，通过在目标市场上深耕细作，针对不同地区市场的法律法规、行为偏好、付费能力以及付费习惯等制定推广和运营策略。上市公司将依托 Outfit7 海外发行和运营，积极拓展海外市场，导入国际知名平台丰富用户流量，提升上市公司产品的影响力及收入规模。另外杭州哲信一直尝试海外发行业务，推动国内移动互联网产品出海，先后在印尼、中东等国家和地区设立了本土化落地团队，Outfit7 覆盖美国、英国、俄罗斯、巴西等全球数十个国家和地区，将有利于杭州哲信各类应用产品通过 Outfit7 平台在全球市场进行推荐，形成强大的协同效应。浙江金科汤姆猫的成立一方面协助 Outfit7 对接中国开发团队和合作方，开发更多优质的应用产品和视频作品，降低制作和推广成本；另一方面也可以利用 Outfit7 的 IP 资源，在儿童早期教育、电影动漫、衍生品开发、汤姆猫主题乐园等领域进行全方位、立体化的拓展。

2) 客户方面：Outfit7 拥有超过 3 亿人的月活跃用户，覆盖美国、英国、俄罗斯、巴西等全球数十个国家和地区，主要广告客户覆盖 Google、Facebook、Twitter、Applovin、Vungle 等全球 30 余家大型广告平台。另外杭州哲信通过移动互联网综合运营平台积累了庞大的客户资源，并且通过大数据分析模型针对上述客户进行数据挖掘，形成了多维度用户画像，结合用户特征，精准推送 Outfit7 优质产品内容，同时杭州哲信的结算客户如新浪、中国移动、中国联通等，也可以为 Outfit7 在国内提供结算支持。通过这次并购，公司、杭州哲信和 Outfit7 客户资源之间将得以交叉利用，实现优质客户资源共享，丰富增值服务内容，创造新的利润增长点。

图表 9:《我的汤姆猫》月均活跃用户地区分布情况

应用产品	2017 年 1-6 月	2016 年	2015 年
《我的汤姆猫》	84796235	78373340	70437064
《我的安吉拉》	61367453	52762149	42625210
《汤姆猫跑酷》	46795436	33995884	-
《我的汉克狗》	17236297	-	-
《会说话的汤姆猫 2》	16655826	22120780	31262913
其他应用产品	74457019	76504329	88887673
累计平均月活跃用户数 A	301308266	263756482	233212860
去重后累计平均月活跃用户数 B	198902477	165866502	150634588
平均每名活跃用户当月体验的应用产品数量 C=A/B	1.51	1.59	1.55

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3) 技术方面：Outfit7 在移动应用研发和运营过程中，开发了高效的实时数据统计系统，建立了业内领先的用户行为模型以及相应的数据分析系统，以对运营中的应用进行实时监控，并收集相关运营及用户行为数据。在数据管理方面，杭州哲信自主研发了通用数据抓取、用户行为分析等技术，为数据分析奠定了坚实基础；在服务器管理方面，杭州哲信的 Web 服务器监视控制系统和服务器集群等技术的应用，有效实现服务器负载均衡，满足大规模用户承载需求，同时也实现了服务器的运行状态监控，保障平台顺利运行。本次交易完成后，公司将完善已有数据分析系统，并借助 Outfit7 精准的用户分析能力与市场营销经验，对公司全业务产业链进行全面拓展升级，扩大公司产品市场占比，增强公司用户流量变现能力。

4. 盈利预测

- 1、公司化工业务随着公司产品生产产能释放、生产技术提升以及核心竞争力的提升，我们预计公司经营效益以及业务规模将取得稳定增长，预计 17-19 年收入规模增速在 10%-15%之间。
- 2、公司持续完善移动互联网文化产业领域内的生态布局，围绕“亲子娱教”的战略，积极开展亲子互动、家庭娱乐与寓教于乐的互联网儿童早期教育业务，Outfit7 与国内子公司各个业务间的协同效应成果明显，产品研发运营、市场营销及广告分发能力得到进一步增强，基于上市公司、杭州哲信、浙江金科汤姆猫以及 Outfit7 在市场、客户等方面具有明显的协同作用，以及公司现有 IP 的在儿童早期教育、电影动漫、衍生品开发、汤姆猫主题乐园等领域进行全方位、立体化的拓展的潜力，我们预计杭州哲信以及 Outfit 业绩对赌完成情况均好于预期。

考虑到化工业务稳定增长以及移动互联网业务的持续完善，我们预计公司 2017-2019 营业收入为 14.10 亿、29.06 亿、35.42 亿，归母净利润 4.14 亿、11.92 亿、15.08 亿，对应 EPS 为 0.21 元、0.60 元、0.76 元（不考虑配套融资），对应当前 PE 为 51、18、14X，综合考虑公司传统主业保持稳定增长及互联网文化产业的持续完善布局，我们认为公司 18 年 PE 处于行业低位，仍有一定的提升空间，首次覆盖给予“增持”评级。

5. 风险提示

- 1、化工行业业务规模增长放缓，传统业务的增长低于预期。。
- 2、手游市场竞争激烈，新产品表现低于预期。当前手游市场用户数增长放缓，手游产品的竞争逐渐加剧，公司上线产品的表现存在低于预期可能。
- 3、汤姆猫 IP 衍生运营不达预期。IP 衍生运营模式目前国内尤其是实景部分还没有得到验证，运营之后。
- 4、经营业绩低于预期带来的商誉减值风险。海外用户数量等有下滑风险，将可能导致本次 Outfit 的收购所形成的商誉需要进行减值，从而对公司经营业绩产生不利影响。

金科文化三大财务预测表（尚未考虑配套融资影响）

资产负债表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,657.4	1,902.1	3,107.3	4,014.7	营业收入	894.6	1,410.3	2,906.4	3,542.1
货币资金	1,285.0	1,390.0	1,957.4	3,161.0	营业成本	515.9	745.4	1,051.3	1,216.9
应收和预付款项	309.4	347.3	996.7	640.1	营业税金及附加	10.5	16.5	34.0	41.5
存货	59.2	161.0	149.5	209.9	销售费用	30.6	48.2	99.3	121.0
其他流动资产	3.8	3.8	3.8	3.8	管理费用	99.5	156.8	323.2	393.9
非流动资产	3,704.3	3,691.6	3,825.7	4,245.6	财务费用	-11.8	-42.9	-66.2	-92.4
长期股权投资	169.7	195.6	220.6	245.6	资产减值损失	0.3	-0.1	-0.1	-0.1
投资性房地产	9.5	8.3	7.1	5.9	投资收益	-2.2	25.9	25.0	25.0
固定资产和在建工程	379.1	370.3	506.4	922.6	其他经营损益	4.7	0.0	0.0	0.0
无形资产和开发支出	2,622.3	2,602.2	2,582.1	2,562.1	营业利润	247.5	512.3	1,489.8	1,886.3
其他非流动资产	523.7	515.2	509.4	509.4	营业外净收支	4.7	3.0	3.0	3.0
资产总计	5,361.7	5,593.8	6,933.1	8,260.3	利润总额	252.1	515.3	1,492.9	1,889.3
流动负债	277.7	153.7	343.5	217.0	所得税	32.9	73.4	220.2	279.6
短期借款	-	-	-	-	净利润	219.2	441.9	1,272.7	1,609.7
应付和预收款项	277.7	153.7	343.5	217.0	少数股东损益	14.2	28.0	80.6	102.0
长期借款	-	-	-	-	归属母公司股东 净利润	205.0	413.9	1,192.1	1,507.7
其他负债	72.3	32.4	32.4	32.4	EBIT	249.1	486.3	1,455.2	1,831.7
负债合计	353.1	186.0	375.9	249.4	EBITDA	301.8	572.3	1,546.2	1,936.9
股本	136.0	1,971.2	1,971.2	1,971.2					
资本公积	2,956.0	2,956.0	2,956.0	2,956.0	重要财务与估值 指标	2016A	2017E	2018E	2019E
留存收益	380.8	794.8	1,863.6	3,215.4	每股收益(元)	1.51	0.21	0.60	0.76
归属母公司股东权益	4,961.0	5,332.1	6,400.9	7,752.7	每股净资产(元)	36.48	2.70	3.25	3.93
少数股东权益	47.7	75.7	156.3	258.2	发行在外股份(百 万股)	136.0	1,971.2	1,971.2	1,971.2
股东权益合计	5,008.6	5,407.7	6,557.2	8,010.9	ROIC(%)	42.7%	12.2%	34.4%	37.1%
负债和股东权益合计	5,361.7	5,593.8	6,933.1	8,260.3	ROE(%)	4.1%	7.8%	18.6%	19.4%
					毛利率(%)	42.3%	47.1%	63.8%	65.6%
现金流量表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	EBITMargin(%)	27.9%	34.5%	50.1%	51.7%
经营性现金净流量	337.5	261.4	850.4	1,799.4	销售净利率(%)	24.5%	31.3%	43.8%	45.4%
投资性现金净流量	-1,278.3	-47.4	-197.4	-497.4	资产负债率(%)	6.6%	3.3%	5.4%	3.0%
筹资性现金净流量	2,004.5	-13.8	-85.6	-98.3	收入增长率(%)	76.6%	57.7%	106.1%	21.9%
现金流量净额	1,073.6	200.2	567.4	1,203.6	净利润增长率(%)	322.9%	101.9%	188.0%	26.5%
折旧与摊销	52.7	86.0	91.0	105.2	P/E	7.1	51.0	17.7	14.0
资本支出	226.0	50.0	200.0	500.0	P/B	0.3	4.0	3.3	2.7
经营营运资本增加	166.8	214.0	462.9	-163.4	EV/EBITDA	51.7	27.0	9.7	7.2

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>