安信证券 ESSENCE SECURITIES

2019 年 01 月 25 日

宝通科技（300031.SZ）

公司深度分析

证券研究报告

橡胶制品

受益于出海红利，易幻有望进一步取得区域性突破

■**中国游戏出海增量空间大，且 TOP10 厂商差距相对较小。**2018 年中国游戏海外市场实现收入 95.9 亿美元（约合 664.6 亿元），海外及国内收入占比约为 3:7。对比好莱坞电影及任天堂等国际厂商的海外收入占比情况（海外及国内占比为 7:3），我们测算 2019-2022 年内中国游戏厂商可争取的海外增量市场空间分别为 1094.1 亿元、1258.2 亿元、1446.9 亿元、1663.9 亿元。同时，我们对目前中国游戏出海收入 TOP3 厂商收入进行测算，预计 Funplus、IGG、网易 2018 年海外游戏收入在 25-50 亿区间；公司旗下易幻网络排名第 9，2018 收入预计在 13-14 亿元左右（根据 2018H1 数据乘以区域占比再翻倍）。整体来看，中国游戏出海仍在行业扩张阶段，尚未形成垄断格局。

■**继港澳台 、东南亚后，公司凭借《三国志 M》、《万王之王》等产品在韩国地区取得重大突破。**1）2015 年上线的古天乐代言产品《天龙八部 3D》在香港地区首发四小时登上 App Store 畅销榜榜首，同年上线的《六龙御天》在港台地区 App Store 及 Google Play 免费榜、畅销榜双榜第一、连续一个月蝉联 Google Play 畅销榜首；2）2016 年上线的《剑侠情缘》长期占据马来西亚畅销榜第一，新加坡畅销榜前十，上线三个月海外中文注册用户超过百万，2018 年上线的《九州天空城》上线后登上 ios 马来西亚畅销榜第一；3）2018 年初上线的《三国志 M》单日流水破百万美金，创下韩国 SLG 历史最好成绩，为 2018 年韩国收入排行总榜第 8 名，2018 年 11 月新上线的《万王之王》目前位于韩国畅销榜 Top15，最高到达第 2 名。基于上述产品的出色表现，2018H1 公司净利润同增 37%，全年预计增长 20-40%，在行业可比公司中成长性突出。

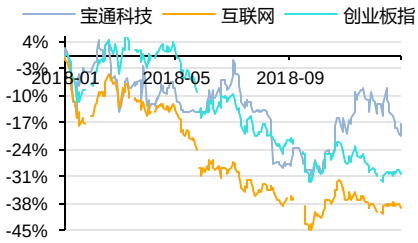
■**公司一方面在现有优势区域外，进一步拓展日本、欧美等地区，另一方面加强研发端布局，打造研运一体化。**2018 年公司加大行业内投资力度，积极部署手游全产业链，主要项目包括：1）专注 SLG 游戏的研运业务的蓝滴信息，旗下代表作品《铁血文明》等；2）加大了易幻网络海外游戏研发商 C4CAT 的投资，其成员均为 90 后，主要作品有《炫光动感》、《Zold：Out》等；3）全球移动游戏发行商落鱼互动，代表作品包括《Empire of Dominations: Risk War Game》及《口袋战争》等；4）由业内资深从业者重组的新公司 HIHO，代表作品有《奇迹 MU》、《剑侠情缘》等。上述投资拓宽了易幻网络全球化游戏内容的供应渠道及发行区域，有望助力公司逐步深入日本、欧美市场。2019 年公司计划在日本发行《Zold：Out》、《时之歌》等二次元品类产品，并持续加大投入比例，有望再次实现区域性突破，进一步提升公司在

投资评级	买入-A
	首次评级
6 个月目标价:	17.8 元
股价（2019-01-24）	12.45 元

交易数据

总市值（百万元）	4,927.86
流通市值(百万元)	3,188.26
总股本（百万股）	396.77
流通股本(百万股)	256.70
12 个月价格区间	10.40/15.85 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.18	18.38	10.31
绝对收益	-6.69	15.21	-17.18

焦娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

相关报告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

游戏出海市场中的份额。

■**传送带业务持续为公司提供稳定收益。**2018 年受供给侧改革大环境影响，公司传统主业收入有一定提升，同时公司积极优化经营效率改善取得一定成效，2018H1 传输维护业务利润率从 31.5%大幅提升至 62.7%，传送带制造业务受新产品研发投入较大影响利润率略有下降。整体来看，公司传统主业表现稳健。

■**投资建议：**公司游戏出海业务行业增量空间较大，且具有一定的先发优势，未来有望在行业扩张中脱颖而出；公司传统主业稳健。我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 2.85 亿元、3.53 亿元、4.46 亿元，对应 EPS 分别为 0.72 元、0.89 元、1.12 元，我们给予 2019 年 20X 估值，对应 6 个月目标价 17.8 元。

■**风险提示：**新游上线节奏低于预期、游戏行业监管趋严、海外地区业务拓展回报不达预期、税收政策变化。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	1,464.6	1,579.8	2,006.4	2,528.0	3,160.0
净利润	140.7	221.0	285.4	352.6	445.9
每股收益(元)	0.35	0.56	0.72	0.89	1.12
每股净资产(元)	6.44	5.76	6.04	6.80	7.78

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	35.0	22.3	17.3	14.0	11.1
市净率(倍)	1.9	2.2	2.1	1.8	1.6
净利润率	9.6%	14.0%	14.2%	13.9%	14.1%
净资产收益率	5.5%	9.7%	11.9%	13.1%	14.4%
股息收益率	0.8%	0.9%	0.9%	1.6%	1.8%
ROIC	25.7%	11.4%	20.9%	15.7%	31.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 历史沿革：输送带龙头企业，手游出海的先行者 5
2. 财务数据：新增游戏业务提升收入及利润率 6
3. 不断深化全球化发行，产品成绩持续提升 8
3.1. 韩国、东南亚市场表现优异，位列出海厂商第一梯队 8
3.2. 技术创新及行业经验助力运营效率提升 10
3.3. 内部团队质量不断提升，外部合作关系保持良好 11
4. 游戏出海仍在上半场，易幻有望脱颖而出 12
4.1. 测算数据显示海外市场有翻倍增量空间 12
4.2. 亚洲地区游戏出海竞争概况 17
4.3. 行业洗牌中公司市场占有率不断扩大 18
4.4. 公司坚定全球化发展战略，积极延伸研发端实力 19
5. 投资建议及风险提示 20
6. 附录：公司待上线产品 Pipeline 20

图表目录

图 1：公司历史沿革 5
图 2：公司股权架构 6
图 3：2015-2018Q3 公司营业收入及同比增速 6
图 4：2015-2018Q3 公司归母净利润及同比增速 6
图 5：2018H1 年公司主要业务收入占比 7
图 6：2016-2018H1 年公司主要业务毛利率 7
图 7：2014-2018Q3 公司利润率 7
图 8：2014-2018Q3 年公司三费率 7
图 9：2014-2007 地区收入结构占比情况 8
图 10：易幻网络热门游戏节选 9
图 11：2018 年韩国地区手游排名（按用户支出计） 10
图 12：2018 年《三国志 M》韩语版海外收入榜单排名 10
图 13：《三国志 M》及《万王之王》韩国地区游戏畅销榜排名 10
图 14：《剑侠情缘》新马版宣传主题曲《Water！打功夫！》 11
图 15：《三国志 M》韩语版宣传海报 11
图 16：公司技术人员及本科人员数及其占比 12
图 17：易幻网络及其合作伙伴 12
图 18：2008-2018 中国自研网络游戏海外收入情况 12
图 19：2015-2018 中国自研手游海外收入情况 12
图 20：未来中国自研网游收入预测 13
图 21：全球电影票房 top30 影片收入结构 13
图 22：未来海外市场增量空间预测（比重上限：70%） 14
图 23：任天堂各地区收入及其占总收入比重 14
图 24：索尼各地区收入及其占总收入比重 14
图 25：动视暴雪各地区收入及其占总收入比重 14
图 26：未来海外市场增量空间预测（比重上限：50%） 15

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 27：各地区智能手机用户数量预测 16
图 28：全球手游 ARPU 值预测 16
图 29：假设三所用估算数据 16
图 30：未来海外市场增量空间预测（假设三） 16
图 31：韩国地区最受欢迎的中国手游 17
图 32：2017 年东南亚六国基本市场概况 17
图 33：2017-2018 年出海厂商及游戏收入排行榜 18
图 34：主攻国内市场及海外市场公司业绩对比 18
图 35：智明星通、IGG、易幻网络净利率对比 19
图 36：智明星通、IGG、易幻网络总营收对比 19
图 37：中国手游发行商收入排行榜 19

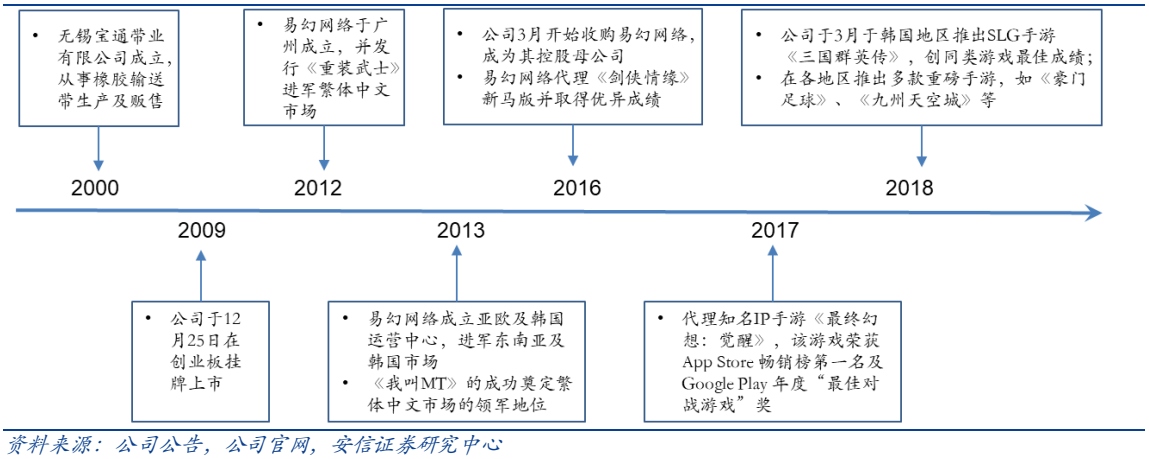
表 1：公司主要在线产品运营情况 9
表 2：公司主要研发项目进展情况 11
表 3：19H1 公司待上线游戏 pipeline 20

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 历史沿革：输送带龙头企业，手游出海的先行者

2000 年无锡宝通科技股份有限公司成立，成立初期主营业务为研发、生产及销售各类高强力橡胶输送带，及各类特种输送带产品；2009 年 12 月公司挂牌创业板上市，是 A 股首家上市输送带龙头企业。2016 年公司陆续收购易幻网络 70%股权，在业务上形成"移动互联网和现代输送服务业"双主业运营的格局；2018 年 7 月，公司完成易幻网络 100%股权收购。目前公司在韩国、港澳台、东南亚地区处于手游发行第一梯队。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

易幻网络深耕海外发行多年，在多地区拥有成功案例。易幻网络累计发行超过 200 款游戏、十几种语言，用户覆盖全球超过 130 个国家，在港澳台地区先后于 2012 年、2014 年、2016 年发行《重装武士》、《神雕侠侣》及《剑侠情缘》；在韩国地区先后于 2013 年、2014 年、2018 年推出《비룡재천》、《삼국지 PK》(《三国志 PK》) 及《삼국지 M》(《三国志 M》)；在 2013 年进军泰国市场，于 2014 年发布《Biệt đội thú cưng》进入越南市场。根据 Sensor Tower 数据，2018 年易幻网络多次进入中国出海厂商收入榜 top10，最高在 5 月份位列第 5 名，全年累计排名第 9 名。

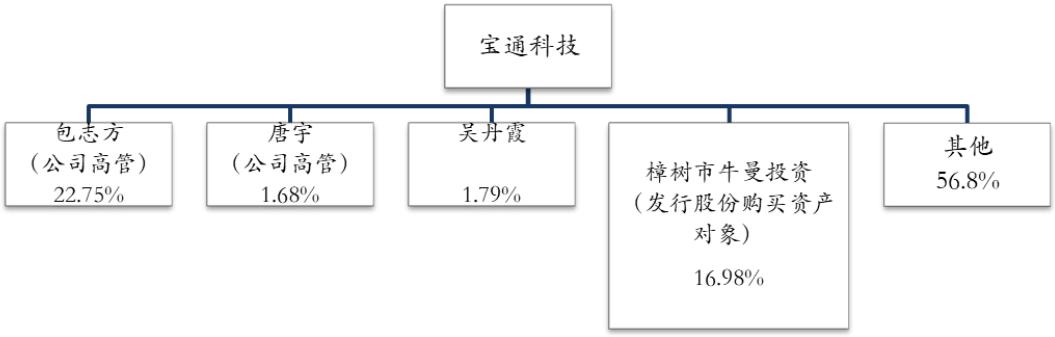
精准定位目标人群，在韩国地区取得优异成绩。易幻网络拥有自研数据分析平台 GM tool，通过数据分析能力建立优势，完成大数据采集分析平台建立成熟的数据集成和分析能力，实现广告目标人群的精准投放，2018 年 3 月上线的《삼국지 M》(《三国志 M》韩语版）公司聘请韩国著名小说家李文烈为代言人，该手游在发布后长期位列 App Store 及 Google Play 畅销榜前五名，并 3 次登顶韩国地区 ios 单日游戏畅销榜榜首；11 月上线的 3DMMORPG 魔幻手游《오크》(《万王之王》韩语版）最高在 2018 年 11 月 29 日位列韩国地区 ios 畅销榜第 2 名。根据 App Annie 的数据，易幻网络是韩国用户支出公司榜单 top10 中唯一的中国厂商。

技术创新推动传统工业稳步发展，积极适应智能输送方向。2018 年上半年公司新增输送带业务授权发明专利 5 项，新增发明专利受理 7 项，累计已授权的有效专利数量达 63 项，实现营收 3.34 亿元，同比增长 25.18%。公司成立了"全球先进输送技术与数字化服务创新中心"，以工业散货物料智能输送与服务为研究方向，结合自身的实际情况不断优化和改进先前建立的企业资源计划（ERP）+制造执行系统(MES)+数据采集与监视控制系统（SCADA）+智能化物料输送系统（RGV）等信息系统的综合集成化管理系统，实现了从按客户订单需求制造管理流程转变成为柔性敏捷制造的智能化生产的目标，从而提高产品质量和服务质量。

公司股东结构较为分散，持股 5%以上股东为包志方先生（持股 22.75%）及樟树市牛曼投资

管理中心（持股 16.98%），剩余股东持股比例均在 2%以下。股权质押方面，包志方先生累计质押 6053 万股股份，占总股本 15.26%，占其持股比例 67.07%（2018/4/27 为 52%），牛曼投资累计质押6737 万股，占总股本16.98%，占其持股比例 100%(2017/9/8 为 95.66%)。

图 2：公司股权架构

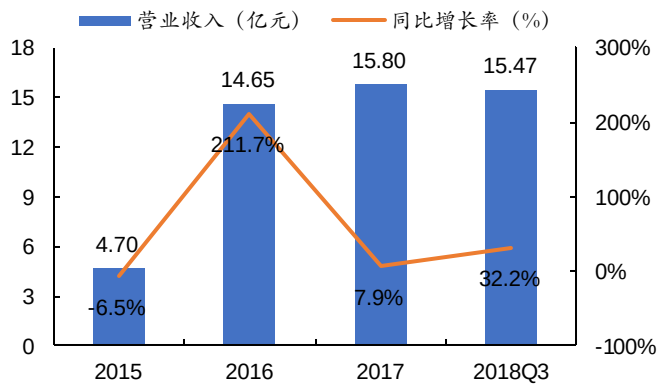


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 财务数据：新增游戏业务提升收入及利润率

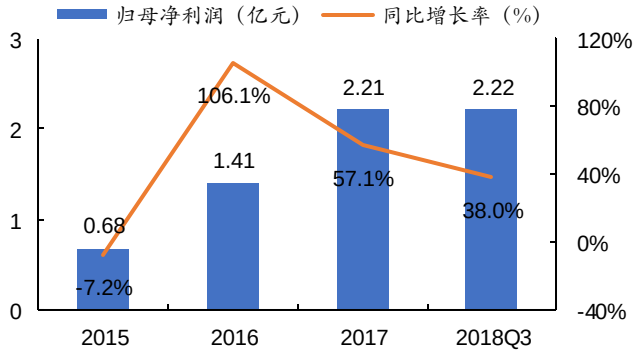
收购易幻网络后收入及利润水平持续保持较高速增长。2015-2018Q3 年公司分别实现营业总收入 4.7 亿元、14.6 亿元、15.8 亿元、15.5 亿元，同比增长率分别为-6.5%、211.7%、7.9%、32.2%；归母净利润 0.68 亿元、1.41 亿元、2.21 亿元、2.22 亿元，同比增长-7.2%、106.1%、57.1%、38.0%。公司营收、利润均保持上升态势，截至 2018 年前三季度营业总收入同比增长 32.2%，净利润同比增长 38.04%。 根据公司公告，预计 2018 年全年净利润为 2.65-3.09 亿元，同比增速 20-40%。

图 3：2015-2018Q3 公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：2015-2018Q3 公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

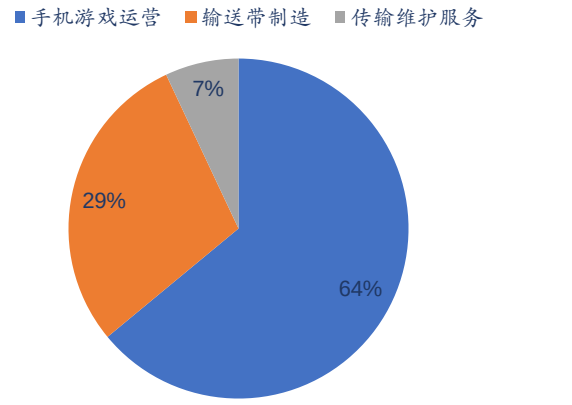
手游业务占主导地位，带动利润率提升。从主营业务构成上看，公司自 2016 年收购易幻网络起，手机游戏运营已成为公司最大主营业务。2018 年半年报显示，公司手机游戏运营、输送带制造、传输维护服务分别实现营业收入 6.55 亿元、2.92 亿元、7516 万元，业务占比分别为 64%、29%、7%。

从各业务毛利率上看，公司游戏运营毛利率较高，明显高于传统主业输送带制造和传输系统服务毛利率。2014-2018Q3 年公司毛利率分别为 29.7%、33.7%、50.8%、52.0%、55.4%；净利率分别为 14.7%、14.9%、13.4%、15.0%、15.7%。2016 年公司毛利率大幅提升至 50%，

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

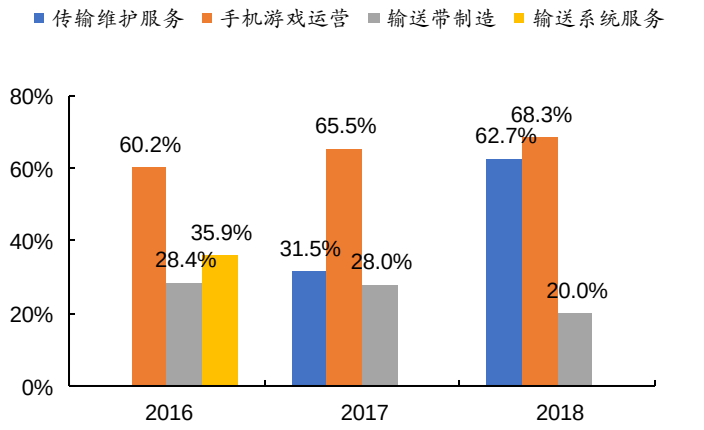
主要原因是 2016 年公司收购易幻网络，移动游戏产品带来的高毛利率使公司总毛利率大幅提升。2016 年后公司毛利稳定上升至 2018Q3 的 55.4%，主要原因为：1）公司大数据精准投放能力不断增强，手机游戏运营毛利率逐年提升，2016 年至 2018 年分别为 60.2%，65.5%，68.3%；2）2018 年公司智能传输策略成效显著，传输维护服务毛利率大幅至 62.7%，也成为公司毛利率持续提高的关键因素之一。

图 5：2018H1 年公司主要业务收入占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

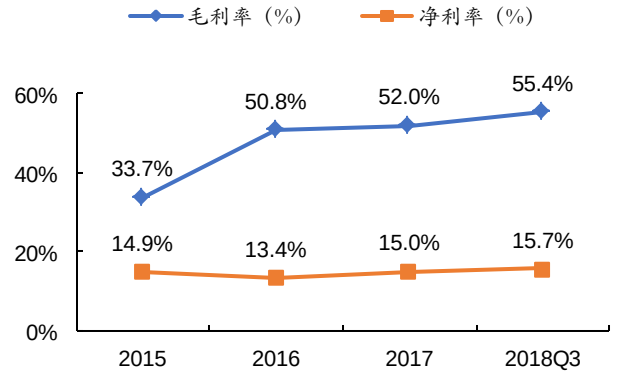
图 6：2016-2018H1 年公司主要业务毛利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

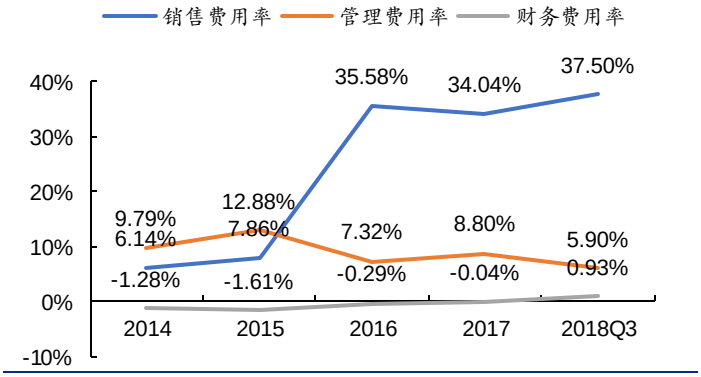
费用率方面，1）公司始终保持较低的财务费用率，主要是利息收入和汇兑收益较高导致；2）销售费用率自 2016 年来逐渐提高，主要系易幻网络并表后，新增广告费和金流渠道费（支付渠道）且数额较大，整体运营费用上升；3）管理费用整体成下降趋势，主要是公司收购易幻网络后，优化了公司管理结构，降低了管理成本；4）2018 年第三季度报告显示，公司研发费用为 2318 万元，主要用于游戏产品研发。

图 7：2014-2018Q3 公司利润率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：2014-2018Q3 年公司三费率

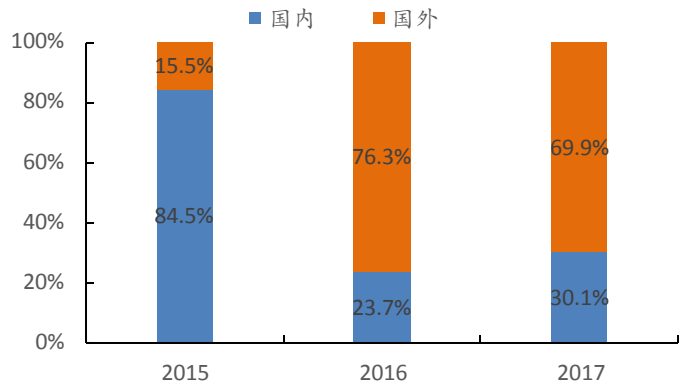


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

收购易幻后海外业务比重增大，成为公司主要收入来源区域。按地区分类，公司 2015 年海外营收占比 15.5%，公司 2016 年收购易幻网络后开始发展海外游戏发行业务，随后海外营收占比不断增长，2016 达到总收入的 76.3%，同比增长 492.26%，主要原因是易幻网络海外地区数款优质在线产品带来流水所致；2016 年、2017 年，公司来自境外的游戏收入分别达到 11.9 亿元、9.9 亿元，占公司报告期内游戏收入总额的比例 99.29%和 99.37%。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 9：2014-2007 地区收入结构占比情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 不断深化全球化发行，产品成绩持续提升

易幻网络（efun）于 2013 年成立亚欧运营中心及韩国运营中心，同年在香港设立办公室，主攻海外游戏市场；2015 年在俄罗斯及德国地区取得进展，进军全球并累计发行海外游戏超过 200 款。根据易幻网络官网显示，旗下产品类型主要分为 MMORPG（多人在线角色扮演类）、ARPG（动作角色扮演类）、SLG（策略类）、CAG（卡牌类）、SIM（模拟经营类）及其他，语言版本覆盖简体中文、繁体中文、英文、日韩语、东南亚语种及欧洲语种（俄语及德语）。根据 App Annie 显示，目前公司在线运营的游戏数为 122 款，累计发行超过 200 款产品，用户覆盖超过 130 个国家。

3.1. 韩国、东南亚市场表现优异，位列出海厂商第一梯队

产品矩阵丰富，多地区拥有代表作品。

1）东南亚地区：公司分别推出《비룡재천》(2013 年)、《Biệt đội thú cưng》(2014 年)、《Dinasti Naga》（2015 年）进军泰国、越南及印尼；于 2016 年上线的《剑侠情缘》长期占据马来西亚畅销榜第一，新加坡畅销榜前十，上线三个月海外中文注册用户超过百万；《九州天空城》（2018 年）位列 ios 马来西亚畅销榜第一；

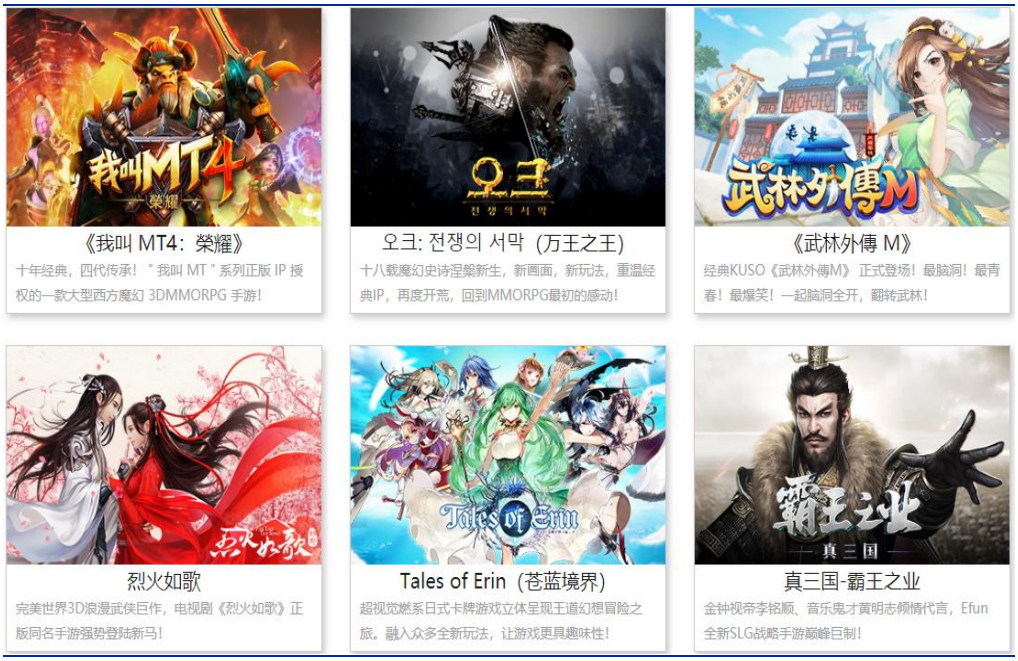
2）港澳台地区：2015 年上线由古天乐代言的《天龙八部 3D》，香港地区首发四小时登上 App Store 畅销榜榜首，同年上线的《六龙御天》在港台地区 App Store 和 Google Play 免费榜、畅销榜双榜第一、连续一个月蝉联 Google Play 畅销榜首；

3）韩国地区：公司分别于 2014 年、2018 年在韩国地区发行 SLG 手游《삼국지 PK》(《三国志 PK》）及《삼국지 M》(《三国志 M》)，前者注册用户累计近百万，位于当年韩国 SLG 分类榜榜首，且长期稳居榜单前列，后者单日流水最高破百万美金，创下韩国 SLG 历史最好成绩，根据 Newzoo 数据显示，该游戏是 2018H1 韩国 Google Play 收入排行总榜第 8 名；

4）其他地区：2015 年上线的《World War III：Tahk》标志着公司进军俄罗斯市场，同时公司在欧美及日本等地区也开始布局。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 10：易幻网络热门游戏节选



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

表 1：公司主要在线产品运营情况

游戏	游戏类型	游戏题材	上线地区	上线时间	ios 畅销榜排名	ios评分
《오크》(《万王之王》韩语版)	3D MMOARPG	魔幻	韩国	2018/11/8	10	3.8
《삼국지 M》(《三国志 M》韩语版)	SLG	三国、写实		2018/3/14	25	4.6
《オウガ・レクイエム》(《奥兹：安魂曲》)	RPG	二次元	日本	2018/10/9	-	4.2
《Samkok Z》(《三国 Z》)	SLG	三国	印尼	2018/6/10	362	4.3
《FINAL FANTASY AWAKENING-ID》(《最终幻想：觉醒》)	3D MMOARPG	奇幻		2017/8/15	117	4.8
《Tales of Erin》(《苍蓝结界》)	RPG	二次元		2018/8/29	381	4.8
《烈火如歌》	3D MMOARPG	武侠		2018/9/19	66	4.1
《Rise of Dynasty:Three Kingdom》	SLG	三国		2018/7/22	179	
《新射雕英雄传》	MMORPG	武侠	马来西亚	2017/12/12	48	4.7
《FINAL FANTASY AWAKENING》(《最终幻想：觉醒》)	3D MMOARPG	奇幻		2017/10/12	136	4.9
《九州天空城》	ARPG	玄幻		2018/6/13		4.2
《剑侠情缘》	MMORPG	武侠		2016/10/1	196	3.9
《ตำนานแห่งวายุ》	ARPG	Q 版	泰国	2018/10/9	60	3.9
《Tales of Erin》(《苍蓝结界》)	RPG	二次元		2018/8/29		4.8
《烈火如歌》	3D MMOARPG	武侠		2018/9/19	93	4.1
《Rise of Dynasty:Three Kingdom》	SLG	三国	新加坡	2018/7/22	119	
《最终幻想：觉醒》	3D MMOARPG			2017/10/12	140	4.9
《剑侠情缘》	MMORPG	武侠		2016/10/1	196	3.9
《CMM Champions Manager Mobasaka》(《豪门足球》)	体育	足球	港澳台	2018/2/7	22	4.9
《我叫 MT4：榮耀》	3D MMOARPG	魔幻		2018/10/19	54	4.3

资料来源：七麦数据，taptap，安信证券研究中心

2018 年韩国市场表现出色，成为韩国用户支出 TOP10 榜单中唯一中国厂商。根据 App Annie 数据，易幻网络凭借在韩发行的《三国志 M》、《万王之王》等的出色表现，在 2018H1 海外游戏用户支出最高的中国公司中位列第六名，同时在 2018 年韩国地区用户支出排名中位列第九名，也是唯一一家中国厂商。2018 年上半年《三国志 M》最高至韩国收入榜单第 7 名，

下半年受其他热门游戏冲击，《三国志 M》排名有所下降，在韩国 ios 手游畅销榜中跌出前 20 名，在中国出海手游海外收入榜中下半年仅在 8 月排名第 19，其余时间均未上榜；于 11 月 8 日上线的《万王之王》韩语版表现优异，目前稳定位于韩国地区 ios 畅销榜前 15 名，最高在 11 月 29 日位列第 2。整体来看，易幻网络 2018 全年排名为中国游戏出海厂商第 9 名。

图 11：2018 年韩国地区手游排名（按用户支出计）

2018 年热门游戏：韩国 iOS 与 Google Play 综合用户支出排名

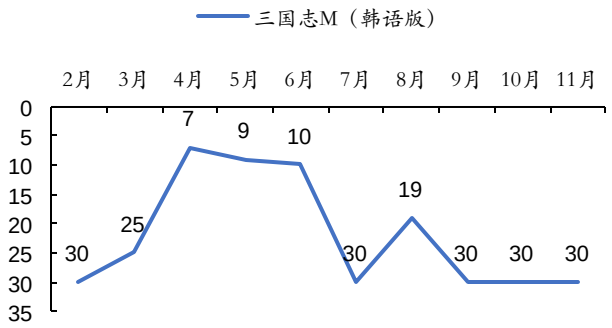
排名	App	公司
1	Lineage M	NCSOFT
2	Black Desert	Pearl Abyss
3	Lineage 2 Revolution	Netmarble
4	MU Awakening	Tencent
5	Everybody's Marble	Netmarble
6	Seven Knights	Netmarble
7	Ragnarok M : Eternal Love	X.D. Network
8	Rise of Dynasty: Three Kingdom	EFUN
9	Be The King	Chuang Cool
10	Fate/Grand Order	Sony

2018 年领先公司：韩国 iOS 与 Google Play 游戏综合用户支出排名

排名	公司	总部
1	NCSOFT	South Korea
2	Netmarble	South Korea
3	Pearl Abyss	South Korea
4	NEXON	Japan
5	Kakao Corp	South Korea
6	Webzen	South Korea
7	GAMEVIL	South Korea
8	EFUN	China
9	SundayToz	South Korea
10	GungHo Online Entertainment	Japan

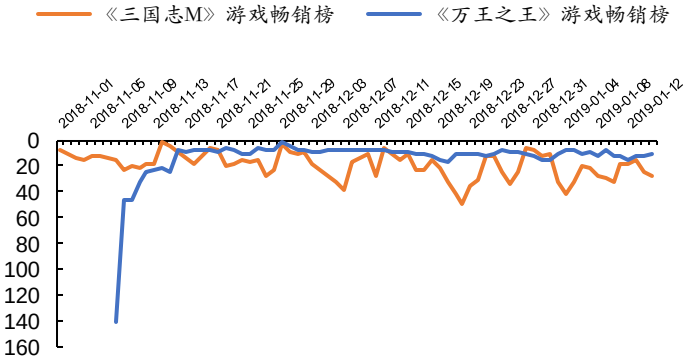
资料来源：App annie，安信证券研究中心

图 12： 2018 年《三国志 M》韩语版海外收入榜单排名



资料来源：App Annie，安信证券研究中心 备注：如当月未上榜，排名计作 30

图 13：《三国志 M》及《万王之王》韩国地区游戏畅销榜排名



资料来源：七麦数据，安信证券研究中心

3.2. 技术创新及行业经验助力运营效率提升

后台数据分析创新技术不断提升公司运营效率。公司 2018 年月均活跃用户数超过 200 万，基于自研数据分析平台 GM tool，用户实时数据均将被记录并分析，以此来实现广告投放的高效、目前人群的精准定位等，减少成本，提升利润率。为进一步在游戏行业保持领军地位，多个技术研发项目正在进行，包括 H5 游戏平台、微信后台分析、游戏支付系统、地区 app

等，未来公司的后台研发能力将进一步得到提高。

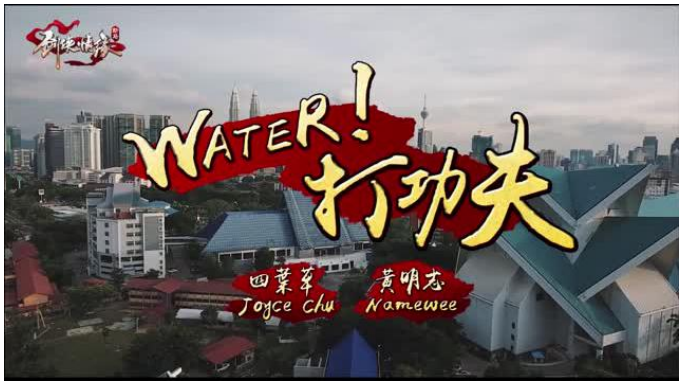
表 2：公司主要研发项目进展情况

项目名称	项目目标	项目进展	项目意义
移动端 html5 游戏平台系统	随着游戏市场的发展趋势，越来越多的玩家都转向时间成本少可以利用零碎时间玩的游戏，同时也随着游戏的开发成本问题和技术的发张，越来越多游戏厂商陆续转向手机页游市场。作为一家游戏运营公司，应该更早和更好切入移动端页游市场，争取更多的市场份额。	已完成	1、迎合移动端页游市场需求；2、降低游戏接入的成本；3、降低金流接入的成本；4、优化原有的技术架构。
微信版后台系统	伴随着公司业务量不断增长，游戏带来的各项数据也在指数暴涨，利用好游戏数据来观察游戏生态、协助运营决策就变得尤为重要。而仅仅通过 PC 版的管理后台查看数据，已无法满足移动办公的要求，随时随地查看实时数据的需求变得尤为迫切。而微信版后台，就是为了解决这些问题。	已完成	1、更便捷地查看游戏数据；2、更及时地反馈游戏情况；3、有助于运营部门随时随地了解游戏生态，迅速做出反应。
游戏统一支付系统	1、可支持各个地区的金流复用；2、可支持各个地区的支付功能复用；3、可支持各地区的充值活动功能复用；4、简化后台对账功能的开发。	开发中	1、增强不同地区的金流复用；2、降低功能的开发成本；3、降低储值的维护成本。
游戏平台微服务化	1、分布式集群管理,以及服务治理；2、测试、构建、部署自动化平台；3、实现系统级的版本控制，灰度发布、发布回滚等。	开发中	1、分布式管理、自动化运维；2、有效的拆分应用，实现敏捷开发与部署；3、服务之间的解耦与快速演化，提升服务的可用性与可靠性。
港台 APP	1、提供 Efun 游戏下载；2、Efun 游戏资讯与社交圈打造；3、用户 FAQ、客诉与积分奖励。	开发中	1、便于玩家提前了解与预下载游戏；2、便于玩家更好的游戏体验，与进行社交交互；3、更好的处理与解决玩家问题，并提高玩家粘度和活跃度。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

丰富的本地化营销策略成就产品优异成绩。公司于 2017 年在新马地区代理西山居手游《剑侠情缘》，并邀请网络走红的创作型歌手黄明志及朱主爱（四叶草）共同演唱主题曲《Water！打功夫！》，该视频在公布当天在 YouTube 上便有 30 万浏览量，两周点击量破百万并登上台湾新闻报道；2018 年 3 月上线的《삼국지 M》（《三国志 M》韩语版）便邀请韩国著名小说家李文烈为代言人，该手游在发布后长期位列 App Store 及 Google Play 畅销榜前五名。

图 14：《剑侠情缘》新马版宣传主题曲《Water！打功夫！》



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 15：《三国志 M》韩语版宣传海报

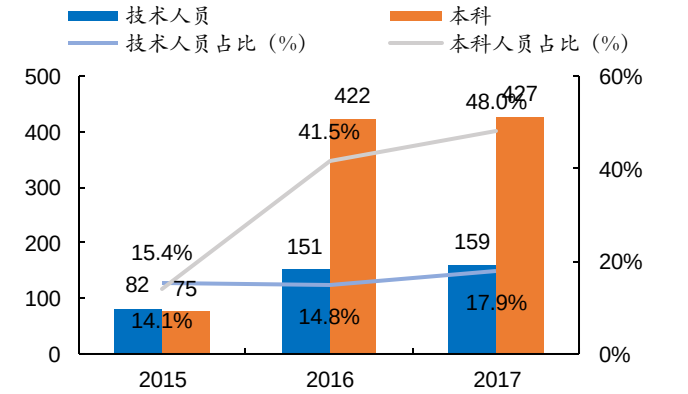
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

3.3. 内部团队质量不断提升，外部合作关系保持良好

注重高质量员工，提倡团队作战。公司目前有 532 名员工，按学历分，本科学历为公司最高学历，2017 年已增至 427 人，占比达 48%，较 2015 年提升 33.9 个百分点；子公司易幻网络在职员工于 2014 年已超过 500 人，其中 75%是双语员工，研发工作不在公司体系内，而是以单独子公司或参股或控股公司的形式运行。根据公司调研信息，目前公司策略主要为加强团队的单边作战能力、提高个人创收能力，再辅以技术工具，提高整体产出而非继续依靠人员的扩张。

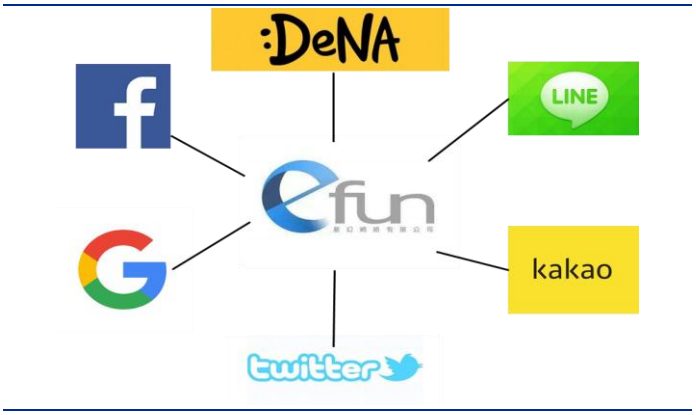
与国际接轨，建立深厚合作关系。在全球化发行的实现过程中，易幻网络与 Facebook、Google、Twitter、Line、Kakao、DeNA 等不同地区的国际知名公司形成长久深厚互信的合作关系，通过本地化的合作关系培养，公司在引进国际知名 IP、国际媒体间合作方面逐步占据更大的主动性和能动性。

图 16：公司技术人员及本科人员数及其占比



资料来源：Choice，安信证券研究中心

图 17：易幻网络及其合作伙伴



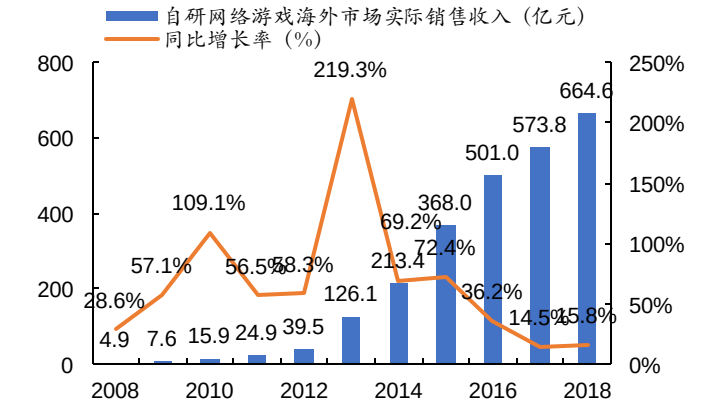
资料来源：公开信息，安信证券研究中心

4. 游戏出海仍在上半场，易幻有望脱颖而出

4.1. 测算数据显示海外市场有翻倍增量空间

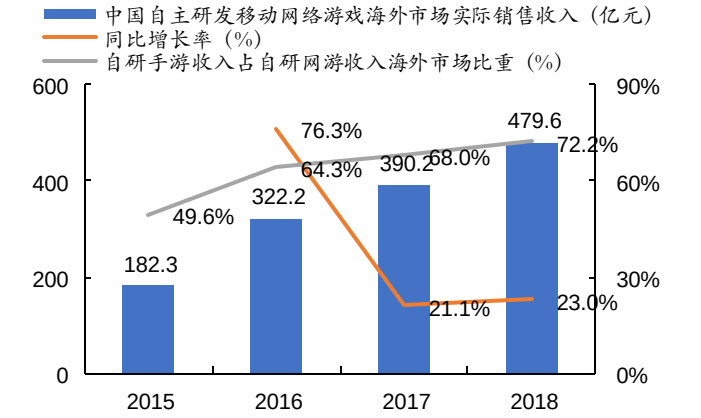
2018 年中国网络游戏（包括手游、端游、页游等）总收入为 2308.5 亿元，其中海外市场实现收入 95.9 亿美元（约合 664.6 亿元），海外收入占比为 28.8%。海外市场收入持续上升，2016 年-2018 年同比增长率分别为 36.2%、14.5%、15.8%。其中自研手游仍保持高速增长，2018 年海外收入达到 479.6 亿元（69.2 亿美元），同比增长 72.2%，占自研网游收入比重达 23%。

图 18：2008-2018 中国自研网络游戏海外收入情况



资料来源：伽马数据，安信证券研究中心

图 19：2015-2018 中国自研手游海外收入情况

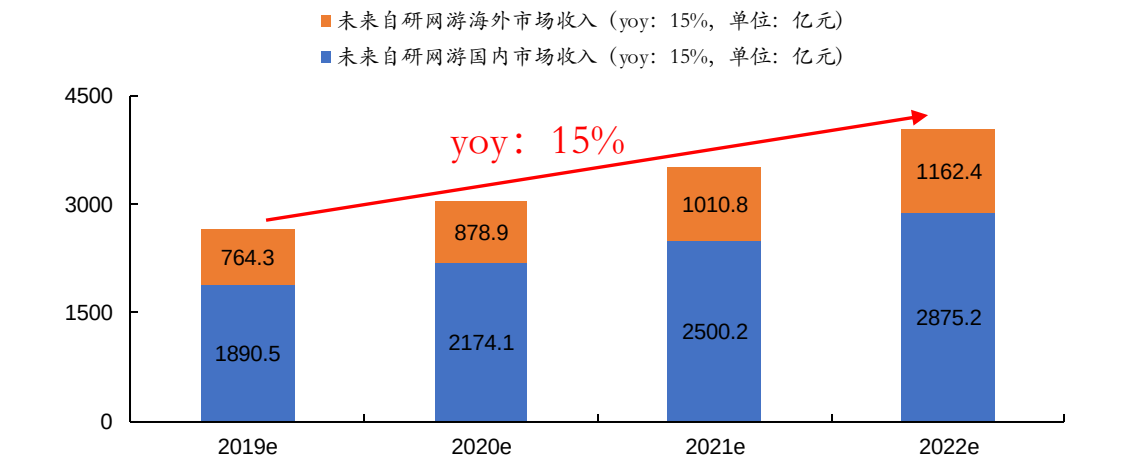


资料来源：伽马数据，安信证券研究中心

根据近年自研网游同比增长率变化及未来形势，我们假设未来四年内仍能保持 15%的年均同比增长率水平，以该值为平均数，我们预计 2019-2022 年间自研网游总收入将分别达到 2654.8 亿元、3053 亿元、3510.9 亿元、4037.6 亿元，其中海外收入分别为 764.3 亿元、878.9 亿元、1010.8 亿元、1162.4 亿元，同时在该自然增长的情形下，我们假设海外市场收入占比保持在 2018 年水平（28.8%）。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 20：未来中国自研网游收入预测

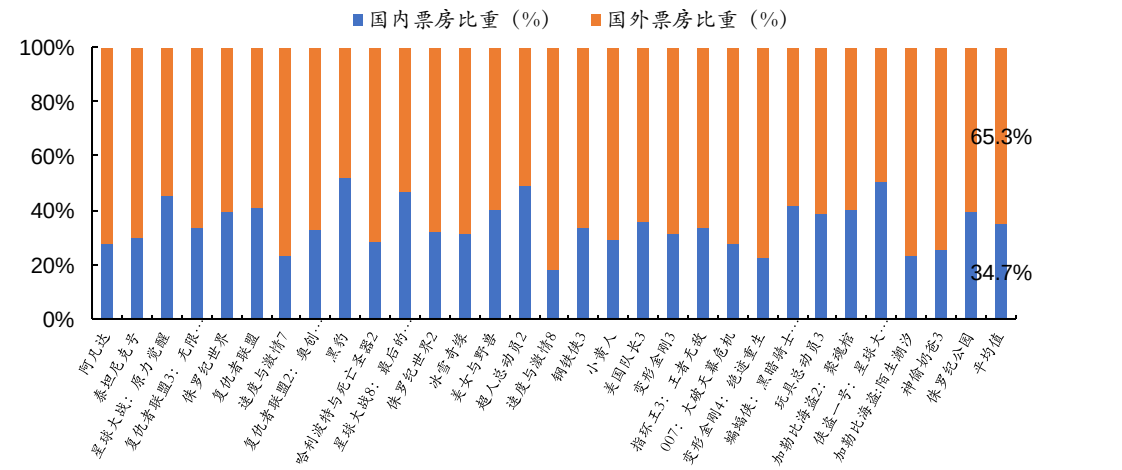


资料来源：安信证券研究中心

假设一、游戏行业以电影行业发展轨迹进行

将中国游戏与好莱坞电影进行类比，预计海外市场收入占比上限为 65%-70%。游戏与电影均属于文化输出的载体，且目前大众对于游戏的接受趋势与电影发展轨迹相似，有一定可比性。根据 Box Office Mojo 提供的数据，全球票房 top30 的电影中，国外票房比重最高的为《变形金刚 4：绝迹重生》创下的 77.8%，最低为《黑豹》的 48%，海外票房比重的平均值为 65.33%，若以平均值为基准线，预计中国自研网游海外收入比重上限为 70%。

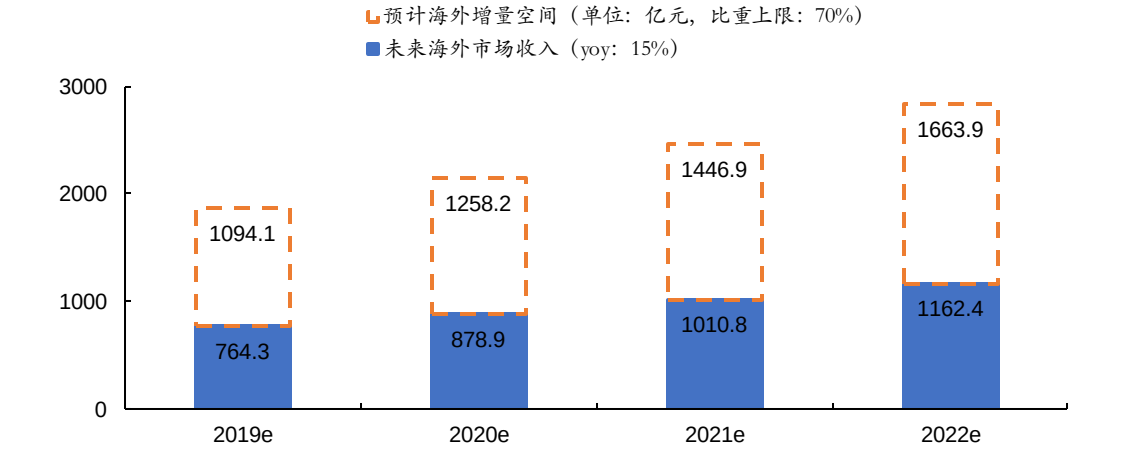
图 21：全球电影票房 top30 影片收入结构



资料来源：Box Ofice Mojo，安信证券研究中心

基于假设一中的海外收入比重上限（70%），2019-2022 年内中国厂商可争取的海外增量市场空间分别为 1094.1 亿元、1258.2 亿元、1446.9 亿元、1663.9 亿元。该值仅为增量空间上限，基于目前海内外收入情况（国内收入：海外收入约 7:3），短期内实现可能性较低。

图 22：未来海外市场增量空间预测（比重上限：70%）

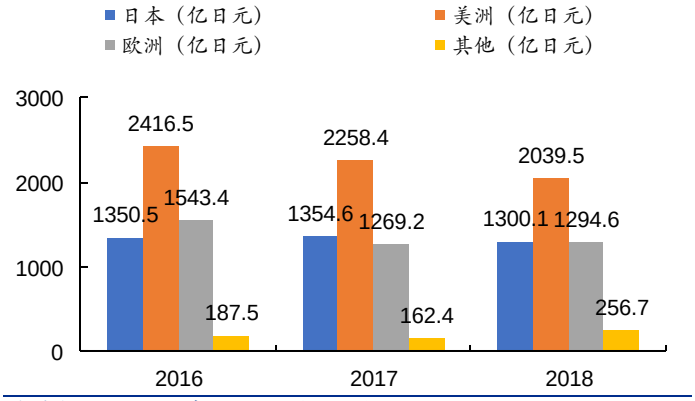


资料来源：安信证券研究中心

假设二、中国游戏厂商发展上限为目前全球头部游戏公司

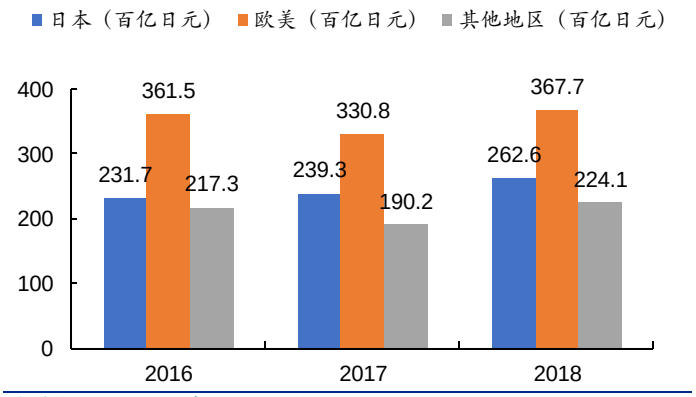
中国游戏行业起步较晚，若假设中国游戏与目前头部游戏公司的差距仅在于时间问题，目前头部企业海外收入比重即为中国游戏海外市场天花板。以两家日本公司（任天堂、索尼）为基准，海外收入天花板与电影行业类似，接近 70%；以知名老牌游戏公司动视暴雪为例，2015-2017 年间，除美国地区外收入分别为 22.55 亿美元、31.85 亿美元、34.1 亿美元，海外收入比重分别为 48.3%、48.2%、48.6%，海内外收入接近 1:1 较为稳定。

图 23：任天堂各地区收入及其占总收入比重



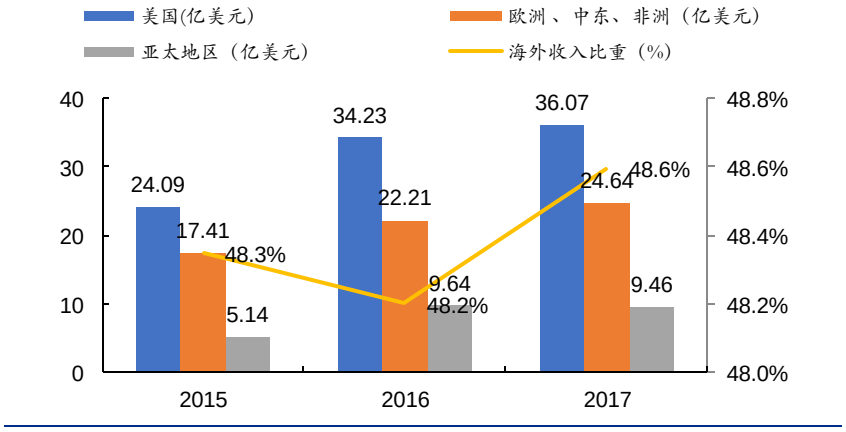
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 24：索尼各地区收入及其占总收入比重



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

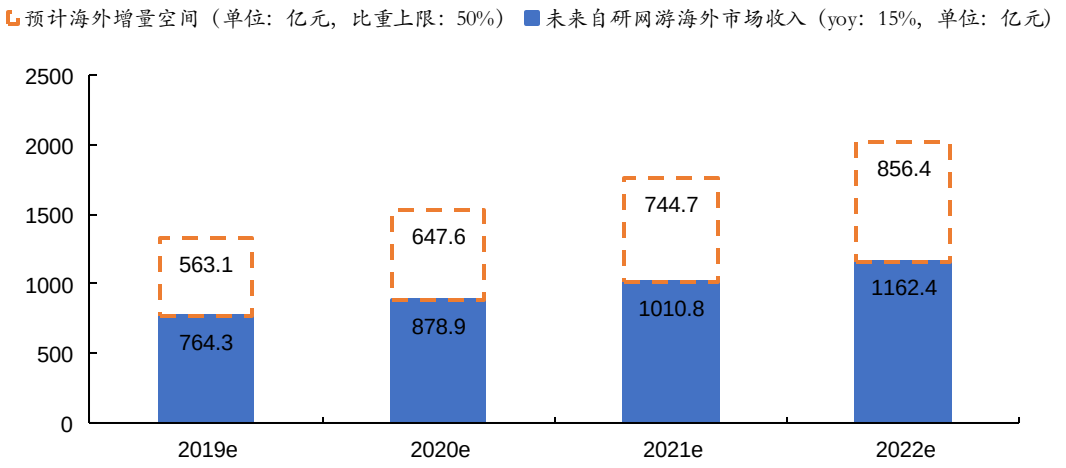
图 25：动视暴雪各地区收入及其占总收入比重



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

若将动视暴雪作为海外收入占比上限（50%），2019-2022 年内中国厂商可争取的海外增量市场空间分别为 563.1 亿元、647.6 亿元、744.7 亿元、856.4 亿元，若未来国产游戏质量持续提升，该系列数值有望实现。

图 26：未来海外市场增量空间预测（比重上限：50%）



资料来源：安信证券研究中心

假设三、根据各地区未来手游用户及 ARPU 值计算（以手游收入推算总收入）

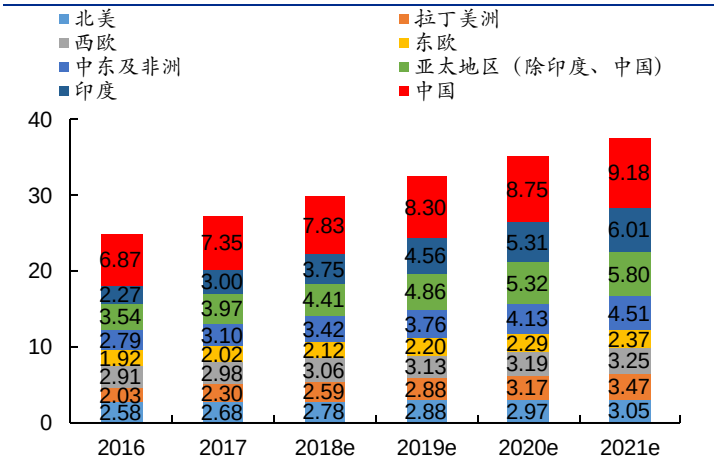
由于全球各地区在网络建设、网民普及率、人口数量、经济情况等因素存在一定差异性，可结合不同地区的手游用户数及付费意愿与中国游戏在该地区市场份额进行预测，数学表达式为：$海外收入_{增量} = 海外手游收入_{增量} / 手游收入占比$;

$海外手游收入_{增量} = 海外手游收入_{上限} - 海外手游收入_{自然增长}$；

$海外手游收入_{上限} = \sum 各地区智能手机用户数 * 手游渗透率 * ARPU值$;

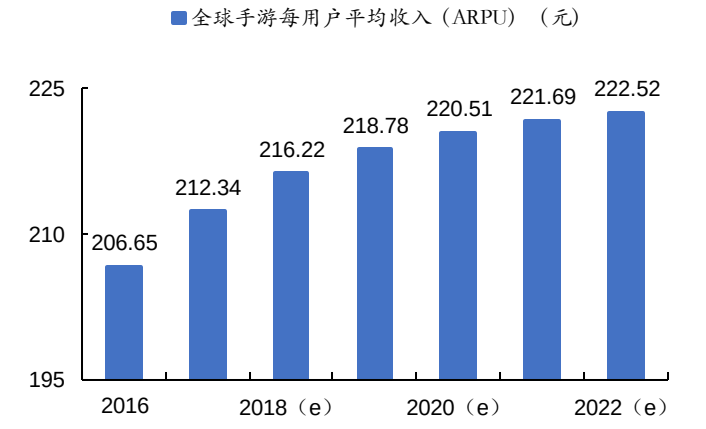
根据 Newzoo 及弗若斯特沙利文数据显示，1）成熟游戏市场地区：以美国为例，其手机及平板玩家数合计 2.13 亿人，2018 年 ARPU 值为 53.1 美元，ARPU 值水平位列世界第 8，2018 年 H1 中国在该地市场份额为 9%，加之日韩等高 ARPU 值且高市场份额国家，预计 2021 年该地区手游渗透率上限达 84%，ARPU 值约为 500 元，市场份额上限约 24%；2）亚太地区：该地区（如印度、越南）基础网络建设相对落后、国家经济条件相对较差，预计短期内手游用户渗透率上限为 35%，ARPU 值低于平均水平约为 120 元，但中国出海重点标的包括东南亚及印度，未来市场份额较高约占 40%；3）高文化壁垒发展地区：此类地区有一定地域特色及文化风俗，用户付费情绪较为积极，预计手游渗透率上限为 55%，ARPU 值接近平均水平约为 270 元，市场份额较低约 22%。

图 27：各地区智能手机用户数量预测



资料来源：Newzoo，安信证券研究中心

图 28：全球手游 ARPU 值预测



资料来源：深诺智库，安信证券研究中心

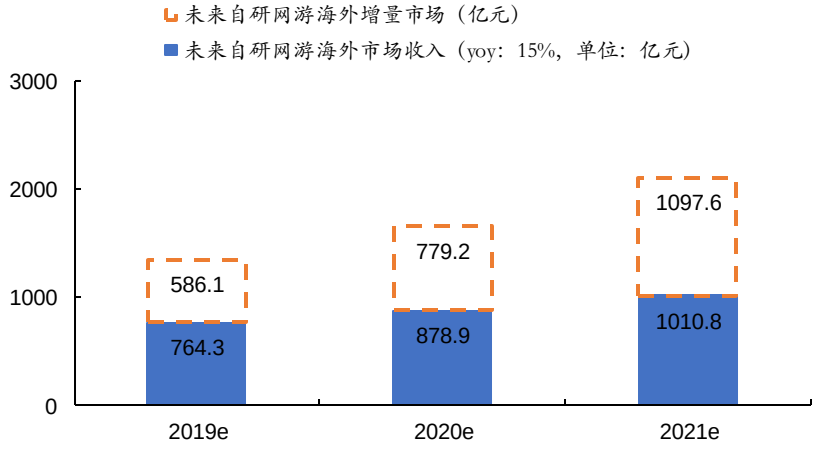
基于上述数据，我们对未来三年间各地区数据进行一定动态假设，包括不同地区手游渗透率、ARPU 值、中国手游市占率，同时以现有中国市场手游占比比例反推总游戏收入，计算得出 2019-2021 年间中国厂商可争取的海外增量市场空间分别为 586.1 亿元、779.2 亿元、1097.6 亿元，该数值计算均建立在理性假设基础上，实现可能性较大。

图 29：假设三所用估算数据

	2019e	2020e	2021e
发达地区渗透率	80%	82%	84%
发展地区渗透率	45%	50%	55%
亚太地区渗透率	25%	30%	35%
发达地区ARPU值	450	470	500
发展地区ARPU值	230	250	270
亚太地区ARPU值	70	90	120
手游收入占总网游收入比重	65%	68%	70%
中国手游在发达地区市场份额	20%	22%	24%
中国手游在发展地区市场份额	18%	20%	22%
中国手游在亚太地区市场份额	30%	35%	40%

资料来源：安信证券研究中心；备注：发达地区包括欧美、日韩；亚太地区不包括中日韩。

图 30：未来海外市场增量空间预测（假设三）



资料来源：安信证券研究中心

4.2. 亚洲地区游戏出海竞争概况

日韩地区用户支出高，头部挤压效应严重。根据 Newzoo 数据显示，日韩 2018 年手游市场规模分别为 111 亿美元、32 亿美元，位列全球第 3、第 4，手游用户规模分别为 5860 万人、2700 万人，付费玩家分别为 2670 万人、1090 万人，年 ARPU 值为 371 美元、244.5 美元，按年 ARPU 值计，排名全球第 1、第 3。日本头部产品挤压严重，58%的中国手游收入来自排名前 5 的游戏，而韩国偏爱中国策略类手游，三国题材尤为突出，2018H1 最畅销的 5 款中国游戏有 3 款为策略类，贡献 59%的收入，其中排名第一的为《三国志 M》，另一三国题材手游《朕的江山》于 2016 年 4 月上线，目前位列 2018H1 中国手游韩国市场畅销榜 27 名。

东南亚市场边际收益且文化壁垒低，竞争红海。东南亚地区总人口达 6.36 亿，占全球总人数 8.59%；整体人均 GDP 及边际收益较高，其中新加坡由于人口少，人均 GDP 达 5.29 万美元；76%的华侨分布在东南亚地区，同时汉语普及度较高，且在政策上东南亚地区是“一带一路”政策的主要受惠国，也是国内企业出海的首选地，较低的文化壁垒及政策响应的双向推动下导致竞争加剧，Sensor Tower 数据显示，进入台湾地区 ios 畅销榜 top500 的国产手游有 83 款，约 15%，该水平仅限于韩国地区。

图 31：韩国地区最受欢迎的中国手游

韩国移动游戏市场五大中国游戏

按收入 | 2018年上半年 | iOS & Google Play综合

#		游戏	发行商	发行时间	游戏类别	iOS整体收入排名	GOOGLE PLAY 收入排名
1		《三国志M》	Efun	2018年3月	策略	#10	#8
2		《少女前线》	心动网络	2017年6月	角色扮演	#14	#9
3		《王国纪元》	IGG	2016年2月	策略	#25	#14
4		《崩坏3》	米哈游	2017年10月	动作	#15	#15
5		《火枪纪元》	趣加	2017年9月	策略	#27	#21

资料来源：Newzoo，安信证券研究中心

图 32：2017 年东南亚六国基本市场概况

	印尼	菲律宾	泰国	越南	新加坡	马来西亚
用户数(亿户)	0.51	0.11	0.11	0.14	0.01	0.01
ARPU（美元）	10.09	14.97	21.40	9.34	77.40	22.19
市场总值（亿美元）	5.14	1.59	1.44	1.29	1.09	1.09
CPI（美元）	0.55	0.67	0.63	0.51	2.14	1.56
边际收益	4.86	1.52	1.40	1.22	1.06	1.02

资料来源：statista，安信证券研究中心

出海厂商头部效应逐步显现，腾讯、网易快速入局。根据艾瑞咨询数据显示，智明星通最早于 2015 年凭借《列王的纷争》在海外市场拥有影响力，并在 2016 年海外用户忠诚度排行榜中位列第一（数据来源：猎豹全球智库）；根据 Sensor Tower 及伽马数据显示，2018 年手游海外流水 top10 榜单中 IGG、FunPlus 及智明星通保留在头部队伍；网易的《荒野行动》位列第一名、腾讯的《PUBG Mobile》位列第六，原主攻国内市场的大厂已将海外市场作为重要标的并快速入局，预计未来头部垄断效应将进一步显著。

图 33：2017-2018 年出海厂商及游戏收入排行榜

2018年手游海外流水top10			
排名	游戏	研发商	类型
1	荒野行动	网易	射击类
2	王国纪元	IGG	策略类
3	火枪纪元	FunPlus	策略类
4	阿瓦隆之王	FunPlus	策略类
5	列王的纷争	智明星通	策略类
6	PUBG Mobile	腾讯	射击类
7	碧蓝航线（日语版）	蜜啾游戏&勇仕网络	射击类
8	奇迹：觉醒	掌趣科技	MMORPG
9	仙境传说RO：守护永恒的爱	心动网络	MMORPG
10	奇迹暖暖	Nikki Games & 智明星通	模拟经营/养成

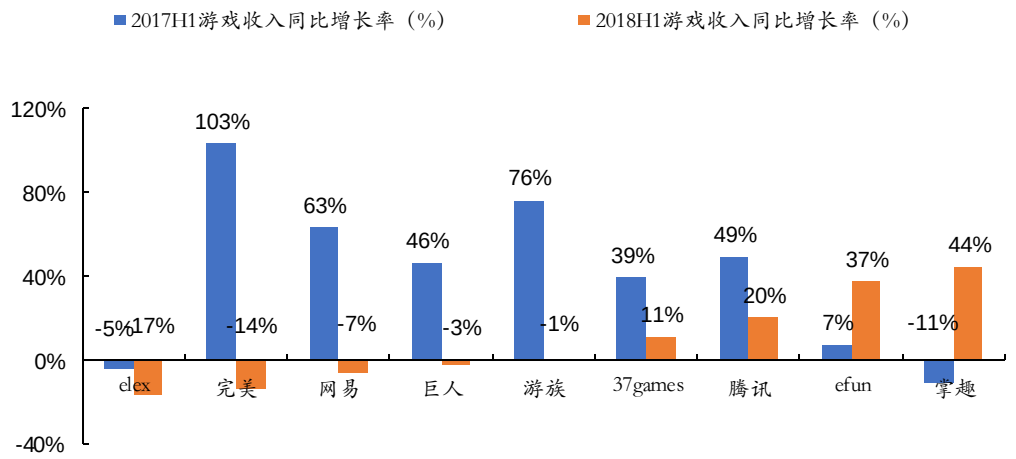
资料来源：AppAnnie，安信证券研究中心

4.3. 行业洗牌中公司市场占有率不断扩大

2018 年公司推出数款优质产品，成长速度位居行业前列。1）3 月在韩国地区发布 S 级大作《三国志 M》，单日流水破百万美金，创下韩国 SLG 史上最好成绩；11 月新上线的 MMORPG 游戏《万王之王》韩语版表现超过预期，根据七麦数据显示，该游戏在韩国长期处于畅销榜 top15，最高到达第 2 名；2）在日本推出卡牌、PRG 游戏《战国 DRIVE》（以日文命名），曾为日本游戏免费榜排名第一；3）港台市场，因《冠军足球》在世界杯时期推广，使其长时间在榜单排名保持前 10；二次元游戏《食之契约》，在港澳台排名前 3；4）ARPG 游戏《九州天空城》于 6 月登陆新马市场，上线一周稳居该地区同类型游戏 Google Play 畅销榜第一。

横向对比行业主要上市企业，2018H1 公司游戏收入同比增长 37%，位列主攻海外市场游戏公司第二名，同时超越国内多数厂商，预计全年易幻网络收入及归母净利润均同比增长 20-40%。

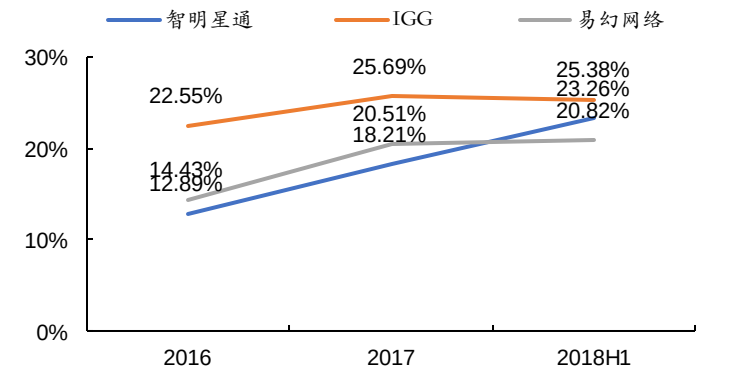
图 34：主攻国内市场及海外市场公司业绩对比



资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

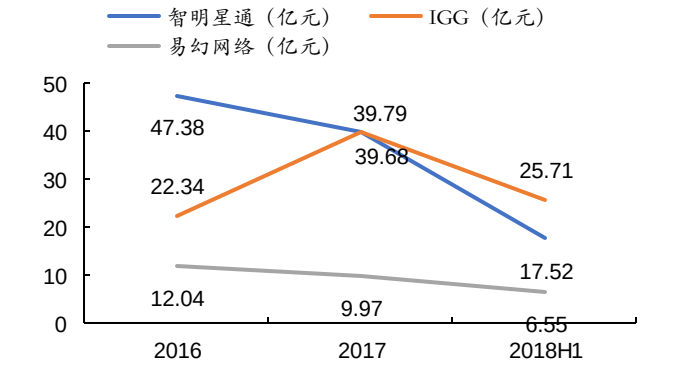
公司利润率不断提升，总营收与 TOP3 出海厂商仍有一定距离。我们将公司主要营业数据与出海头部厂商 IGG、智明星通进行对比。利润率方面，2016-2018H1 期间，IGG 以 25.38%的净利率位列第一，易幻网络稳步增长分别实现 14.43%、20.51%、20.82%，但与 IGG 仍有一定差距，主要原因是 IGG 及智明星通头部产品均上线多年，推广及买量成本较低，导致利润率上升。营业收入方面，易幻网络 2016-2018H1 分别实现营收 12.04 亿元、9.97 亿元、6.55 亿元，头部企业（智明星通、IGG）年营收始终保持在 20 亿元以上；根据 Sensor Tower 数据显示，IGG 及智明星通在出海厂商收入榜中地位稳固，稳定在前 5 名（IGG 稳定前 3，智明星通仅 11 月跌至第 6），而易幻网络在 5-19 名之间波动，全球排名第 9，造成营收差距的主要是头部效应严重，头部产品与中流产品收入差距大。

图 35：智明星通、IGG、易幻网络净利率对比



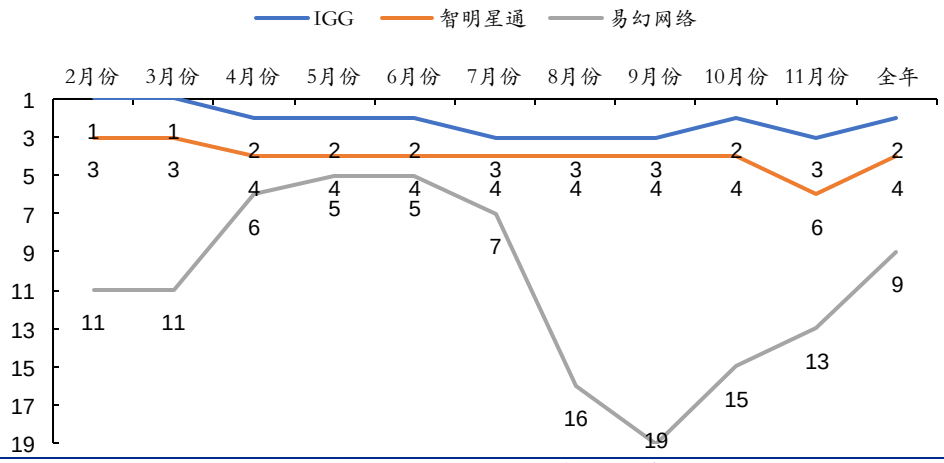
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 36：智明星通、IGG、易幻网络总营收对比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 37：中国手游发行商收入排行榜



资料来源：Sensor Tower，安信证券研究中心 备注：由于 3 月份数据未公布，该月排名与上月一致

4.4. 公司坚定全球化发展战略，积极延伸研发端实力

加大日本游戏市场投入，建立当地团队。根据公司公开调研信息，公司 2019 年计划对日本与欧美市场加大布局，提高市场占有率。1）2018 年以来公司加大在日本游戏市场的投资，预计每年以 20%增长；2）积极招聘双语人才，组建以日本当地团队为主的发行线。公司已在日本地区发行《战国 DRIVE》、《オウガ・レクイエム》（《奥兹：安魂曲》）等游戏，类型仍以二次元为主，结合当地地推和社区经营，并联合各个渠道的加持。

整合行业上下游团队，增强研发实力。目前公司所发行、运营产品均为代理产品，未来将进

一步以参投方式部署优质研发团队。2017 年 8 月易幻网络以自有资金投资提塔利克，2017 年 9 月公司以自有资金完成了对朝露科技的投资，成功布局二次元游戏开发与运行。2018 年上半年，公司再次进行了一系列行业资源整合，主要投资了：1）专注 SLG 游戏的研运业务的蓝滴信息，旗下代表作品有《铁血文明》等；2）加大了易幻网络海外游戏研发商 C4CAT 的投资，其成员均为 90 后，主要作品有《炫光动感》、《Zold：Out》等；3）全球移动游戏发行商落鱼互动，代表作品包括《Empire of Dominations: Risk War Game》及《口袋战争》等；4）由业内资深从业者重组的新公司 HIHO，代表作品有《奇迹 MU》、《剑侠情缘》等。上述投资拓宽了易幻网络全球化游戏内容的供应渠道及发行区域，有望助力公司在亚洲地区外逐步进入欧美市场。

5. 投资建议及风险提示

投资建议：公司游戏出海业务行业增量空间较大，且具有一定的先发优势，未来有望在行业扩张中脱颖而出；公司传统主业稳健。我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 2.85 亿元、3.53 亿元、4.46 亿元，对应 EPS 分别为 0.72 元、0.89 元、1.12 元，我们给予 2019 年 20X 估值，对应 6 个月目标价 17.8 元。

风险提示：新游上线节奏低于预期、游戏行业监管趋严、海外地区业务拓展回报不达预期、税收政策变化。

6. 附录：公司待上线产品 Pipeline

根据公司公告显示，易幻网络将于 2018 年发行多款优秀移动游戏产品覆盖全球各个市场，其中《真三国-霸王之业》（三国群英传新马版）已于 2018 年 7 月 12 日上线、《万王之王》韩国版已于 2018 年 11 月 8 日上线；其余游戏《Ultimate Football Club 冠軍球會》、《武林外传》及《时之歌》等预计将在 2019Q1 上线。根据公司调研信息，未来公司在产品类型上也将覆盖更多细分品类，针对不同区域市场推出二次元、女性向游戏，同时 2019 年 Q2 将会发售两款全球化 S 级 SLG、MMO 游戏，及多款 A 级及 B 级产品。

表 3：19H1 公司待上线游戏 pipeline

游戏	游戏类型	上线地区	上线预期	taptap 评分	备注
《时之歌》	二次元音乐	日本	19Q1	3.6	入围 TapTtap 年度最佳音乐奖
《我叫 MT4》	MMORPG	东南亚	19Q1	4.6	易幻海外发行权，国内网易代理
《Magic and War》	SLG	全球	19Q1	-	
《魔女兵器》	二次元养成	韩国	19Q1	7.4	易幻外海发行权，国内吉比特代理
《Zold: Out》(《完售物语》)	二次元	日本	19Q2	9.1	易幻海外发行权，国内网易代理
《1982 夏娃义务》	悬疑解谜	韩国	19Q2	9.6	
祖龙 S 级	RPG	韩国	19Q2	-	
西山居 S 级	MMORPG	韩国、港澳台	19Q2	-	

资料来源：公司公开调研，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,464.6	1,579.8	2,006.4	2,528.0	3,160.0
减:营业成本	720.0	758.2	963.1	1,238.7	1,548.4
营业税费	2.4	4.6	8.2	7.3	10.4
销售费用	451.4	455.6	581.8	707.8	884.8
管理费用	92.8	117.8	140.4	177.0	221.2
财务费用	-3.7	-0.6	-2.0	-4.5	-9.1
资产减值损失	5.6	2.9	3.4	4.1	3.6
加:公允价值变动收益	0.5	-0.5	16.9	5.6	-9.4
投资和汇兑收益	7.1	3.8	15.5	39.6	57.5
营业利润	203.7	247.9	343.7	442.8	548.8
加:营业外净收支	6.4	0.1	0.1	0.1	0.1
利润总额	210.2	248.0	343.8	442.9	548.9
减:所得税	14.5	11.3	18.2	24.8	44.8
净利润	140.7	221.0	285.4	352.6	445.9

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	441.3	650.3	160.5	1,152.0	321.6
交易性金融资产	50.6	-	16.9	22.5	13.1
应收帐款	415.6	396.0	986.1	413.7	1,436.3
应收票据	74.1	64.5	323.9	2.7	429.7
预付帐款	65.7	70.5	45.4	123.9	101.5
存货	110.4	162.4	184.7	221.6	319.5
其他流动资产	276.9	5.9	95.8	126.2	76.0
可供出售金融资产	45.8	251.3	110.9	136.0	166.1
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	289.0	265.6	230.7	195.8	160.9
在建工程	4.1	-	-	-	-
无形资产	25.1	28.1	27.3	26.5	25.7
其他非流动资产	1,303.5	1,310.8	1,223.5	1,226.3	1,227.3
资产总额	3,102.2	3,205.3	3,405.7	3,647.2	4,277.6
短期债务	-	20.0	221.7	-	-
应付帐款	332.0	549.2	338.4	667.2	725.6
应付票据	21.6	57.1	101.8	41.3	157.1
其他流动负债	26.0	34.0	30.0	28.8	40.0
长期借款	-	150.0	179.3	-	-
其他非流动负债	46.6	44.1	32.5	41.1	39.2
负债总额	426.3	854.4	903.7	778.4	961.8
少数股东权益	121.6	64.0	104.2	169.8	228.0
股本	396.8	396.8	396.8	396.8	396.8
留存收益	2,149.4	1,902.6	2,001.0	2,302.2	2,691.1
股东权益	2,675.9	2,350.9	2,502.0	2,868.8	3,315.8

财务指标

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长性					
营业收入增长率	211.7%	7.9%	27.0%	26.0%	25.0%
营业利润增长率	166.7%	21.7%	38.7%	28.8%	23.9%
净利润增长率	106.0%	57.0%	29.1%	23.6%	26.5%
EBITDA 增长率	133.2%	19.4%	35.6%	25.6%	21.4%
EBIT 增长率	185.5%	22.0%	40.0%	28.3%	23.1%
NOPLAT 增长率	212.4%	26.7%	37.1%	27.9%	19.8%
投资资本增长率	186.2%	-25.4%	69.9%	-40.2%	79.9%
净资产增长率	192.5%	-12.1%	6.4%	14.7%	15.6%
利润率					
毛利率	50.8%	52.0%	52.0%	51.0%	51.0%
营业利润率	13.9%	15.7%	17.1%	17.5%	17.4%
净利润率	9.6%	14.0%	14.2%	13.9%	14.1%
EBITDA/营业收入	15.9%	17.6%	18.8%	18.8%	18.2%
EBIT/营业收入	13.7%	15.5%	17.0%	17.3%	17.1%
运营效率					
固定资产周转天数	72	63	45	30	20
流动营业资本周转天数	109	71	110	94	91
流动资产周转天数	250	317	284	276	271
应收帐款周转天数	83	92	124	100	105
存货周转天数	23	31	31	29	31
总资产周转天数	509	719	593	502	451
投资资本周转天数	344	413	375	299	251
投资回报率					
ROE	5.5%	9.7%	11.9%	13.1%	14.4%
ROA	6.3%	7.4%	9.6%	11.5%	11.8%
ROIC	25.7%	11.4%	20.9%	15.7%	31.5%
费用率					
销售费用率	30.8%	28.8%	29.0%	28.0%	28.0%
管理费用率	6.3%	7.5%	7.0%	7.0%	7.0%
财务费用率	-0.3%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
三费/营业收入	36.9%	36.3%	35.9%	34.8%	34.7%
偿债能力					
资产负债率	13.7%	26.7%	26.5%	21.3%	22.5%
负债权益比	15.9%	36.3%	36.1%	27.1%	29.0%
流动比率	3.78	2.04	2.62	2.80	2.92
速动比率	3.49	1.80	2.35	2.50	2.58
利息保障倍数	-54.61	-409.80	-170.32	-97.78	-59.64
分红指标					
DPS(元)	0.10	0.12	0.12	0.19	0.22
分红比率	28.2%	20.6%	16.3%	21.7%	19.5%
股息收益率	0.8%	0.9%	0.9%	1.6%	1.8%

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	195.7	236.6	285.4	352.6	445.9
加:折旧和摊销	118.4	114.1	35.7	35.7	35.7
资产减值准备	5.6	2.9	-	-	-
公允价值变动损失	-0.5	0.5	16.9	5.6	-9.4
财务费用	0.6	1.6	-2.0	-4.5	-9.1
投资损失	-7.1	-3.8	-15.5	-39.6	-57.5
少数股东损益	54.9	15.6	40.2	65.6	58.2
营运资金的变动	-390.3	231.6	-1,031.1	1,020.8	-1,292.4
经营活动产生现金流量	146.3	307.6	-670.4	1,436.1	-828.6
投资活动产生现金流量	-453.2	105.5	122.2	3.3	46.2
融资活动产生现金流量	577.7	-208.8	58.5	-447.9	-48.0

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.35	0.56	0.72	0.89	1.12
BVPS(元)	6.44	5.76	6.04	6.80	7.78
PE(X)	35.0	22.3	17.3	14.0	11.1
PB(X)	1.9	2.2	2.1	1.8	1.6
P/FCF	-4.0	5.4	-8.7	4.9	-6.1
P/S	3.4	3.1	2.5	1.9	1.6
EV/EBITDA	33.8	18.5	13.7	8.0	8.1
CAGR(%)	28.8%	28.7%	67.0%	28.8%	28.7%
PEG	1.2	0.8	0.3	0.5	0.4
ROIC/WACC	2.5	1.1	2.0	1.5	3.1
REP	1.5	3.0	1.0	1.6	0.5

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

焦娟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。