

2020年03月03日

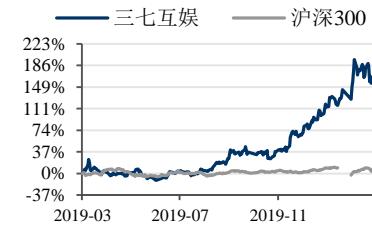
证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	34.20
一年最低/最高价	11.43/39.70
市净率(倍)	11.07
流通A股市值(百万元)	48509.62

## 基础数据

每股净资产(元)	3.09
资产负债率(%)	31.82
总股本(百万股)	2112.25
流通A股(百万股)	1418.41

## 相关研究

1、《三七互娱 (002555): 19年业绩超预期, 自研全球精品预计于二季度陆续上线》2020-02-28

2、《三七互娱 (002555): 单季度收入创新高, 新游上线期收入利润增速错配, 预计 Q4 利润率出现回升》2019-10-31

3、《三七互娱 (002555): 业绩略超预期, 新游表现强劲, 继续践行多品类与出海战略》

2019-08-28

# 核心品类逆周期扩张, 建立长期竞争壁垒

## 买入 (维持)

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7,633	13,226	15,881	18,328
同比 (%)	23.3%	73.3%	20.1%	15.4%
归母净利润 (百万元)	1,009	2,144	2,797	3,354
同比 (%)	-37.8%	112.6%	30.5%	19.9%
每股收益 (元/股)	0.48	1.02	1.32	1.59
P/E (倍)	71.63	33.69	25.83	21.54

## 投资要点

■ 本文解释了三七互娱的长期竞争壁垒及商业模式, 长期看好公司竞争力。

### 1) 核心 ARPG 品类逆周期扩张, 出清中小厂商, 长期提升利润率

2019年, 三七互娱在其核心 ARPG 品类实现逆周期扩张, 大幅抢占市场份额, 从产品盈利指标来看, 三七互娱盈利能力远高于竞争对手, 长期持续扩大广告投放及收入规模, 将迫使中小厂商出清, 长期提升自身利润率。

### 2) “量子”及“天机”系统提升公司广告投放与运营效率, 建立极高竞争壁垒

公司依靠“量子”智能广告投放系统实现7\*24h自动化广告投放, 实现了广告投放CPA(单次投放成本)与提升ROI(回报率)的目标; 依靠“天机”系统实现了游戏智能化运营分析, 有效提高用户粘性, 提升用户LTV(用户全生命周期价值)。

### 3) 自研引擎提升画质, 2020年多品类扩张及海外扩张落地

公司重点游戏产品使用了自研引擎, 同时《暗黑大天使》页游实现了自研引擎跨平台使用, 使得产品画面表现力大幅提升, 流水表现遥遥领先行业竞品; 2018年起公司提出产品多元化战略, 经过近两年研发与产品打磨周期, 将于2020年落地多元化产品; 2020年SLG产品梯队将帮助公司拓展欧美市场, 重点产品为《狂野西境》, 亚洲市场持续保持领先优势, 以MMO品类为核心, 日本市场深挖二次元、SLG等产品。

■ **盈利预测与投资评级:** 根据业绩快报及2020Q1指引, 考虑公司后续产品储备及流量运营优势, 预计19-21年实现营收132.3/158.8/183.3亿, 归母净利润21.4/28.0/33.5亿, EPS分别1.02/1.32/1.59元, 对应当前PE33.69/25.83/21.54X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 政策监管趋严, 行业竞争加剧, 宏观经济风险等

## 内容目录

1. 核心品类逆周期扩张，建立长期竞争壁垒 .....	4
1.1. RPG 类市场已较为成熟.....	4
1.2. 中小厂商出清，三七互娱逆周期扩张 .....	5
1.2.1. 市场出清，三七互娱份额提升 .....	7
1.2.2. “量子”与“天机”系统提升广告投放及运营效率 .....	8
1.2.3. 三七互娱商业模式解析：规模效应降低边际成本，提升利润率 .....	11
1.3. 中小厂商出清，规模效应长期提升利润率 .....	11
2. 自研手游引擎投入使用，2020 年多品类扩张及海外扩张落地 .....	12
2.1. 自研手游引擎投入使用，画面表现力取得突破 .....	12
2.2. 2020 年产品类型多元化落地 .....	12
2.3. 2020 年海外扩展战略持续推进 .....	13
2.3.1. 以 SLG 品类充分拓展欧美市场 .....	13
2.3.2. 亚洲市场保持领先优势 .....	14
3. 盈利预测与估值 .....	15
4. 风险提示： .....	16

## 图表目录

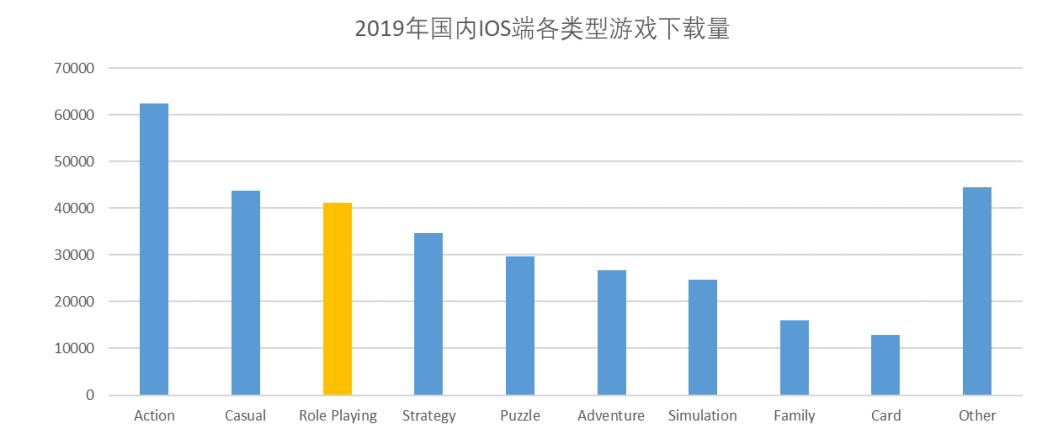
图 1: 2019 年国内 IOS 端各类型游戏下载量 (单位: 万次) .....	4
图 2: 国内 IOS 端 RPG 类游戏单季度发行商收入 (单位: 万美元) .....	4
图 3: 国内智能手机出货量及增速 (单位: 万部, %) .....	5
图 4: 国内苹果手机单季度出货量占比 (单位: %) .....	5
图 5: 三七互娱重点产品《一刀传世》 .....	6
图 6: 三七互娱重点产品《永恒纪元》 .....	6
图 7: IOS 端 ARPG 类游戏发行商收入及下载量变化 (单位: 万美元, 万次) .....	6
图 8: 2010-2019 年国产游戏版号发放数量 .....	7
图 9: 2018.1-2020.2 国产游戏版号单月发放数量 .....	7
图 10: “量子”系统提升广告投放效率 .....	8
图 11: “天机”系统提升游戏运营效率 .....	8
图 12: 《一刀传世》与竞品游戏月度 RPD 指标对比 (单位: 美元) .....	10
图 13: 三七互娱商业模式解析, 以收入成本拆分为例 .....	11
图 14: 《暗黑大天使》战斗画面 .....	12
图 15: 《暗黑大天使》游戏画面 .....	12
图 16: 国内 IOS 端策略类手游季度发行商收入变化 .....	13
图 17: 欧美 IOS 端策略类手游季度发行商收入变化 .....	13
图 18: 《日理万姬》游戏宣传图 .....	14
图 19: 《日理万姬》日本月度收入变化趋势 .....	14
表 1: 2016-2019 年 IOS 端收入前 250 名 ARPG 类产品三七互娱占比 (单位: %) .....	7
表 2: 行业智能化广告投放系统对比 .....	10
表 3: 三七互娱销售费用占比营业收入 (单位: 亿元, %) .....	12

## 1. 核心品类逆周期扩张，建立长期竞争壁垒

### 1.1. RPG 类市场已较为成熟

角色扮演游戏 (Role-playing game)，简称为 RPG 游戏，是游戏类型的一种，在游戏玩法上，玩家扮演一位角色在一个写实或虚构的世界中活动。RPG 游戏为市场上非常重要的游戏类型，从 2019 年 IOS 端各游戏类型下载量来看，RPG 游戏排名第三。

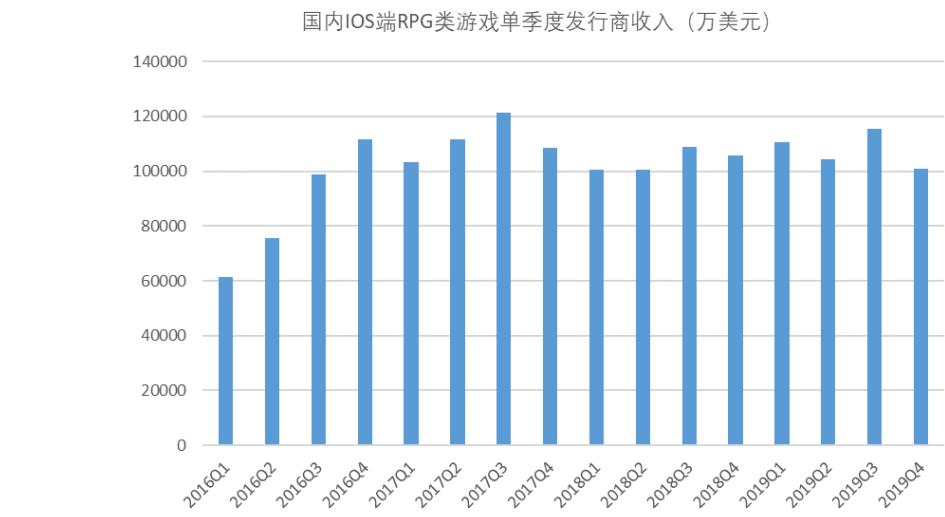
图 1：2019 年国内 IOS 端各类型游戏下载量（单位：万次）



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

我们统计了 2016Q1-2019Q4 单季度国内 IOS 端 RPG 类游戏发行商收入变化，发现自 2016Q3 起，国内 IOS 端 RPG 类游戏单季度发行商收入进入周期性波动区间。

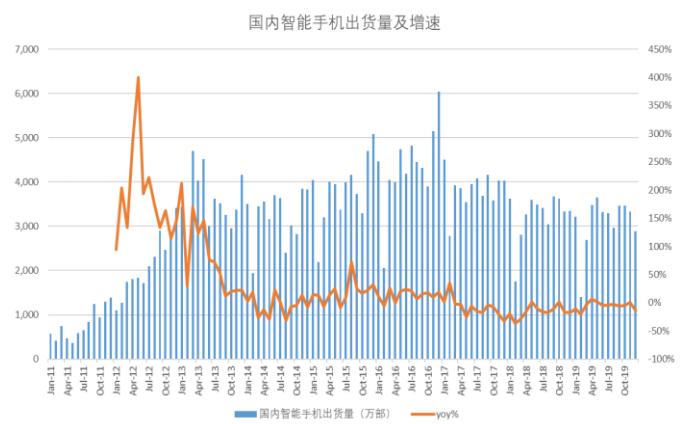
图 2：国内 IOS 端 RPG 类游戏单季度发行商收入（单位：万美元）



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

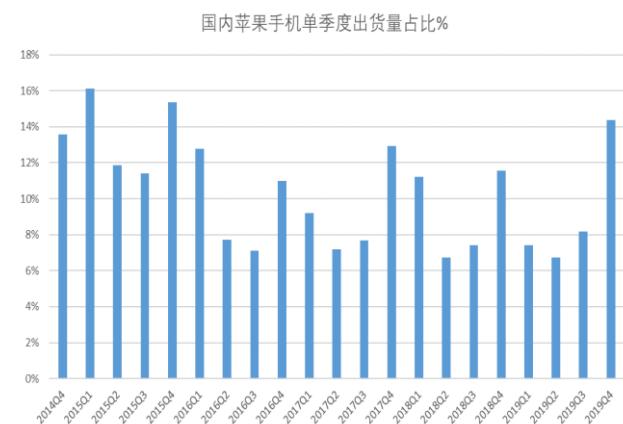
究其原因，一方面由于智能手机出货量增速自 2017 年开始趋缓，另一方面由于苹果手机的出货量占比国内智能手机处于下降通道，所以 IOS 端 RPG 类游戏近三年来增长并不明显。其次，RPG 类游戏为传统游戏类型，2018 年国内游戏版号停发对其收入产生了一定影响，2019 年随着版号逐渐放松有所恢复，但总体而言 RPG 类游戏市场已较为成熟。

图 3：国内智能手机出货量及增速（单位：万部，%）



数据来源：wind，工业及信息化部，东吴证券研究所

图 4：国内苹果手机单季度出货量占比（单位：%）



数据来源：IDC，东吴证券研究所

虽然当前苹果手机出货量占比不高且处于下降通道，但存量市场苹果手机市占率较高，且苹果手机平均单价远高于安卓机，相应用户付费 ARPU 值也更高，所以国内 IOS 端数据趋势有一定参考意义。

## 1.2. 中小厂商出清，三七互娱逆周期扩张

大型多人在线角色扮演类游戏(MMOARPG)为 RPG 游戏中的一个子品类，简称 ARPG，玩家扮演一位角色在一个写实或虚构的世界中活动，并实时对虚拟人物进行操控，控制其日常活动或游戏中战斗。在整个端游时代 ARPG 类游戏风靡全国，代表了一类玩法，并伴随着一代 80 及 90 后的成长。随着 2013 年移动互联网快速增长，ARPG 类端游开始向手游端移植，开启了手游时代商业化运营的新篇章，典型成功产品有三七互娱的《永恒纪元》、《一刀传世》及《传奇霸业》等。

图 5：三七互娱重点产品《一刀传世》



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

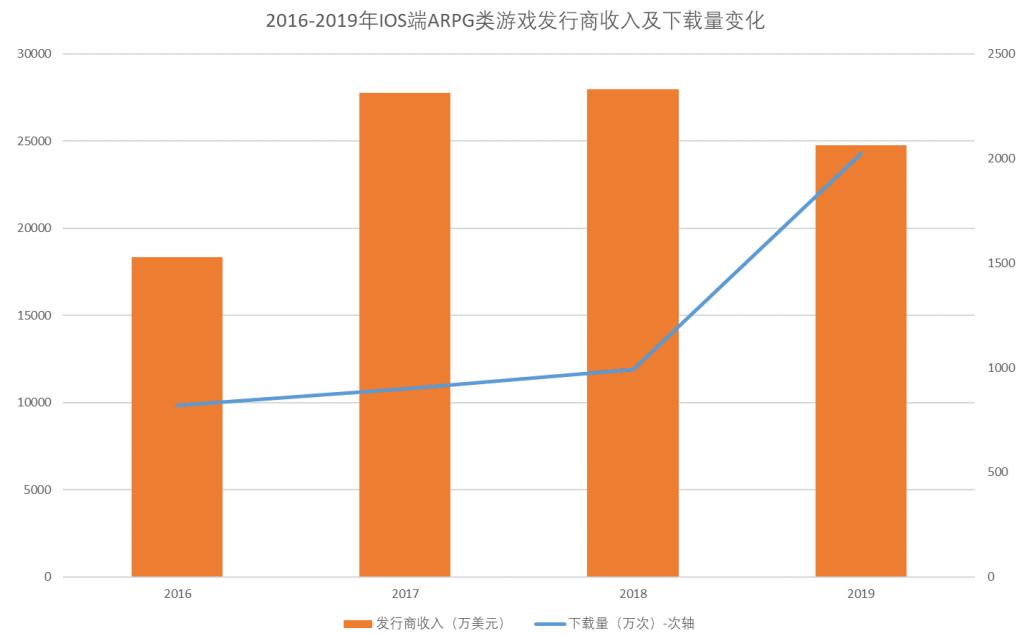
图 6：三七互娱重点产品《永恒纪元》



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

我们对 2016-2019 年 IOS 端收入前 250 名的 RPG 游戏进行梳理，发现自 2016-2019 年分别有 15 款、22 款、15 款、21 款 ARPG 类玩法游戏，其中下载量在 2019 年有较大幅度增长，但收入有所下降。

图 7：IOS 端 ARPG 类游戏发行商收入及下载量变化（单位：万美元，万次）



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

将其结构拆分来看，2016-2019 年 15、22、15、21 款游戏中，三七互娱的产品分别占有 1 款（永恒纪元）、3 款（永恒纪元、大天使之剑 H5、传奇霸业）、4 款（永恒纪元、大天使之剑 H5、传奇霸业、屠龙破晓）、7 款（一刀传世、精灵盛典、永恒纪元、大天

使之剑 H5、王城英雄、屠龙破晓、传奇霸业)，占比逐年提升明显。

表 1：2016-2019 年 IOS 端收入前 250 名 ARPG 类产品三七互娱占比（单位：%）

年份	三七产品数量占比	三七产品下载量占比(%)	三七产品收入占比(%)
2016	1/15	16.9%	17.8%
2017	3/22	32.2%	43.2%
2018	4/15	13.3%	22.1%
2019	7/21	60.8%	71.3%

数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

可以看到，2019 年三七在 ARPG 品类中体现出非常强的优势，不论进入 IOS 端 RPG 收入前 250 名游戏的数量，还是收入占比，均大幅领先市场同类产品。为何会出现三七大幅领先市场的现象？

### 1.2.1. 市场出清，三七互娱份额提升

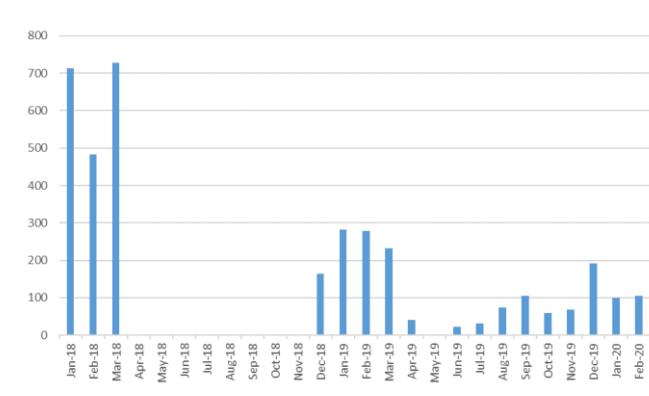
游戏行业经历了 2016-2017 年版号泛滥，2018 年版号停发，2019 年版号发放逐渐进入正常轨道，2020 年至今版号发放已进入正常状态。在 2018-2019 年大量中小游戏公司出清，特别是买量型游戏公司，导致产品供给不足，IOS 收入端前 250 名 RPG 游戏中，2017 年非三七互娱出品的游戏产品有 19 款，但 2018 年下降至 11 款，2019 年也仅恢复至 14 款。

图 8：2010-2019 年国产游戏版号发放数量



数据来源：国家新闻出版广电总局，东吴证券研究所

图 9：2018.1-2020.2 国产游戏版号单月发放数量



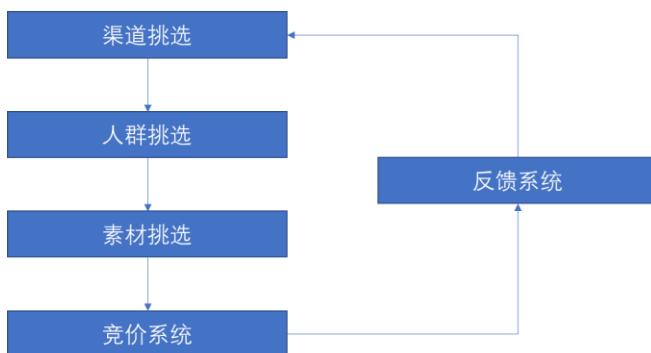
数据来源：国家新闻出版广电总局，东吴证券研究所

因此，行业供给端的出清为三七互娱创造了更好的市场环境，龙头公司抗风险能力强，并且产品储备丰富，在竞争对手出清时逆周期扩张，依靠新产品不论在流量端还是收入端均大幅抢占市场份额。

### 1.2.2. “量子”与“天机”系统提升广告投放及运营效率

除了市场环境为三七互娱提供了有利条件外，公司自身通过“量子”与“天机”系统不断提升运营效率。在投放端，公司运用智能化广告投放“量子”系统，降低单次投放成本并提升回报率；在运营端，公司运用“天机”系统提升用户 LTV（用户全生命周期价值）。

图 10：“量子”系统提升广告投放效率



数据来源：东吴证券研究所绘制

图 11：“天机”系统提升游戏运营效率



数据来源：东吴证券研究所绘制

#### “量子”系统介绍：

“量子”系统为公司内部广告投放系统，以降低广告投放 CPA（单次投放成本），提升 ROI（回报率）为目标，在抖音、百度、广点通、微信等流量主投放广告渠道进行全天候实时广告投放，为公司获取大量新增用户。

量子系统的智能化投放流程为：

- 1) 渠道挑选：智能选择所需要投放的渠道如抖音、百度、微信、广点通、微博、快手。
- 2) 人群挑选：针对不同游戏筛选的不同人群进行投放。
- 3) 素材挑选：选择目标人群更加感兴趣、更能描述该游戏产品的素材。

- 4) 竞价系统: 与友商竞价, 出更有竞争力的价格, 生产更有质量的素材, 研发更有价值的产品。
- 5) 反馈系统: 对过往投放效果数据进行分析, 再去指导渠道、人群、素材的挑选。

### “天机”系统介绍:

“天机”系统为公司智能化运营分析平台, 其目的是为了提高用户粘性, 提升用户 LTV (用户全生命周期价值)。主要包含以下模块:

- 1) 数据查询模块: 随时查询如用户新进入量、留存量、ARPU 值、LTV 等关键运营数据; 涵盖 20 个分析的场景、250 个基础的指标、1000 个以上的自定义的方法; 共累积几百款游戏分析数据。
- 2) 游戏甄选及 LTV 预测模块: 判断游戏应选择何种投放方式, 对 LTV 进行数据预测、甄别游戏, 降低运营风险, 可以做到用 14 天的数据预测整体的游戏 LTV, 实际产生的差异在 5% 以内, 成功预测了上百款的游戏 LTV 并减少了上亿的无效投入。
- 3) 个性化营销模块: 对用户画像、游戏关联、用户深度进行分析。在分析的基础上, 甄选出高价值、活跃用户进行个性化营销方案, 比普通的无差异的用户活动提升 30% 的效果, 优化运营人力成本。

在“量子”及“天机”系统的帮助下, 公司广告投放和运营效率得到大幅提升。以“量子”系统为例, 在系统不断升级的过程中, 为广告投放效率带来了质变:

- 1) 最初没有量子投放系统: 业务人员必须同时操作流量方广告系统与自身内部系统, 无法做到 7\*24h 上线广告、一条计划的创建需要至少 10 分钟、无法批量创建。
- 2) 第一阶段 (流程化): 将快手、巨量引擎、广点通、百度、微信、UC 等渠道集成, 通过规范资源、素材、投放、数据管理来整合投放, 一条计划的创建只需要一分钟, 业务人员只需要在内部系统操作投放。
- 3) 第二阶段 (批量标准化): 将一条一条的计划变成批量的计划, 100 条计划投放只需要一分钟。
- 4) 第三阶段 (自动化): 规范投放因素, 将素材使用、人群选择、账号选择、竞价方式选择、计划创建与结束实现、计划调整等转化为代码; 去除人工干预阶段, 达到自动化。

5) 第四阶段(智能化): 通过海量数据机器学习产生模型, 告诉机器应该使用哪些素材, 应该使用什么样的人群包, 使用哪些账号。智能自动地创建、优选和维护这些计划, 并自动反馈与优化。

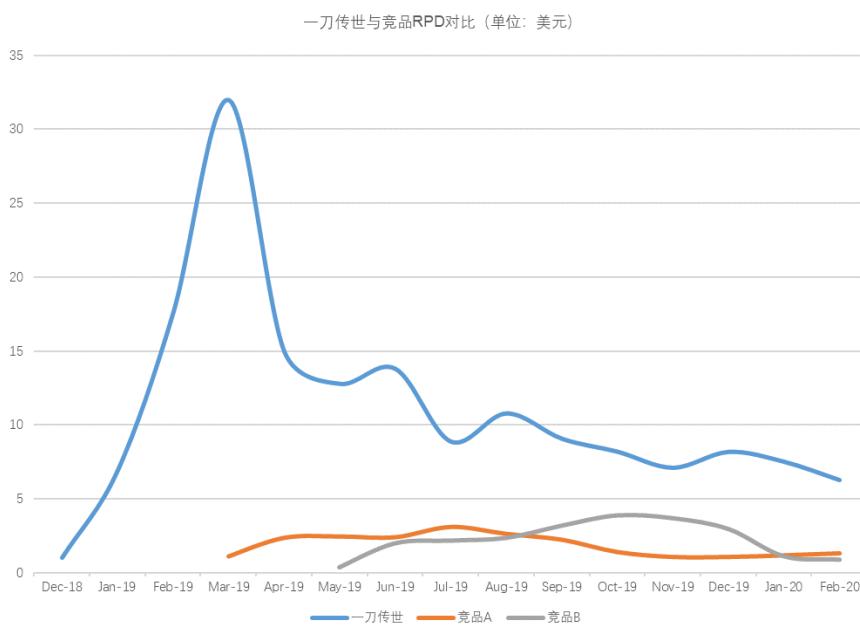
表 2: 行业智能化广告投放系统对比

公司	线下	线上化留存	标准批量化	自动化	智能化
三七互娱	√	√	100%占比	60%占比	30%占比
公司 A	√	√	20%占比	✗	✗
公司 B	√	√	✗	✗	✗
公司 C	√	√	✗	✗	✗
公司 D	√	√	10%占比	✗	✗

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们以 RPD (Revenue Per Download) 指标观察三七互娱的《一刀传世》与市场竞争的差异, 因 ARPG 类游戏前端采用大量广告投放吸引用户形成新增下载, 后端以用户付费进行成本回收, 所以游戏单下载量所对应的收入 RPD 指标可以反应该游戏的盈利能力, 我们采用月度 RPD 指标进行观察, 发现三七互娱的《一刀传世》单下载量所对应的收入远高于同类竞品, 说明其广告投放及用户变现效率远高于同行业竞争对手。

图 12: 《一刀传世》与竞品游戏月度 RPD 指标对比 (单位: 美元)



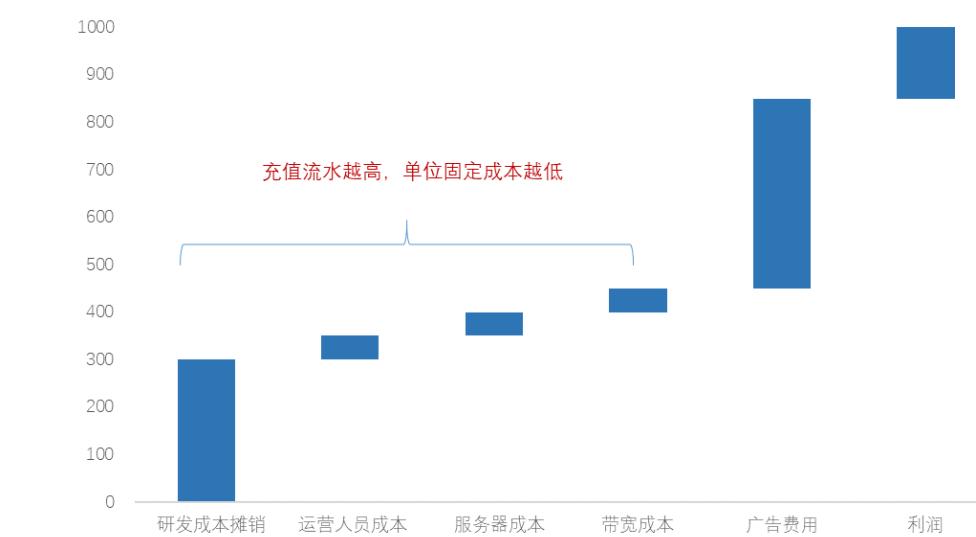
数据来源: Sensor Tower, 东吴证券研究所

以上指标也可以解释为何三七在 2019 年在 ARPG 类市场中不论下载量还是收入占比均大幅提升，因其游戏不论从前端投放至后端变现效率高于行业平均水平，所以有能力不断滚大流水规模以抢占市场，同时挤压竞争对手。

### 1.2.3. 三七互娱商业模式解析：规模效应降低边际成本，提升利润率

对于三七的商业模式而言，收入规模越大，单位固定成本越低，例如人员成本、服务器成本、带宽成本及研发成本都将被摊薄。其次，公司通过“量子”系统 7\*24h 自动化投放可以在流量端大幅领先市场，并且高用户变现效率保证了较高的 ROI，以支撑模型持续滚动，促进收入规模持续增长。

图 13：三七互娱商业模式解析，以收入成本拆分为例



数据来源：东吴证券研究所绘制

### 1.3. 中小厂商出清，规模效应长期提升利润率

2018 年 ARPG 品类中小厂商大量出清，政策端为三七互娱提供了良好的竞争环境，同时公司凭借多年积累，于 2019 年公司主动发力大幅抢占市场，并且当前依靠“量子”与“天机”系统建立起了极高的竞争壁垒。我们判断，公司在流量端不断滚大的同时，将迫使中小厂商持续退出该市场，而竞争对手的出清长期将使流量价格下降，降低销售费用占比，而对于百亿级营收的三七互娱，边际降低 1% 销售费用就将提高 1 亿以上净利润，规模效应将带来充足的利润弹性空间。

表 3：三七互娱销售费用占比营业收入（单位：亿元，%）

年份	销售费用	营业收入	销售费用占比（%）
2016	16.1	52.5	30.6%
2017	19.1	61.9	30.8%
2018	33.5	76.3	43.9%
2019Q1-Q3	57.7	95.6	60.4%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 自研手游引擎投入使用，2020 年多品类扩张及海外扩张落地

### 2.1. 自研手游引擎投入使用，画面表现力取得突破

公司在 2019 年重点游戏《精灵盛典》中使用了自研引擎，使得游戏画面表现力取得突破，同时在《暗黑大天使》页游实现了自研引擎跨平台使用，使得产品画面表现力大幅提升，流水表现遥遥领先行业竞品。

图 14：《暗黑大天使》战斗画面



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 15：《暗黑大天使》游戏画面



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司对自研引擎将持续投入研发，以不断提升产品画面表现力，同时在多品类游戏扩张中，画面表现力的提升将明显提升游戏综合品质。

### 2.2. 2020 年产品类型多元化落地

公司自 2018 年起提出产品多元化战略，经过近两年研发与产品打磨周期，将于 2020 年落地多元化产品，保证业绩长期稳定增长：

- 1) SLG 品类多款产品：《狂野西境》、《Final Order》等多款产品；
- 2) SRPG 品类稳步突破；
- 3) C6game+GD：全球化布局+微创新，响应出海；
- 4) 《荣耀大天使》：一游两用，页游与手游端同时运营；
- 5) 多款 RPG：去 IP 化 RPG，持续微创新

### 2.3. 2020 年海外发展战略持续推进

#### 2.3.1. 以 SLG 品类充分拓展欧美市场

国内策略类手游市场快速发展，优势企业出海成为必然趋势。欧美国家手游以策略类为主，并且市场规模仍在成长期，也成为中国游戏出海的主要目的地。

**图 16：国内 IOS 端策略类手游季度发行商收入变化**  
 (单位：万美元)



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

**图 17：欧美 IOS 端策略类手游季度发行商收入变化**  
 (单位：万美元)



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

三七互娱针对欧美策略类游戏市场，2020 年将推出系列化产品，促进公司业绩长期稳定增长：

#### 1) 狂野西境

研发团队：羯摩科技，为三七互娱投资的专注海外市场公司，CEO 刘宇宁代表作为现象级产品《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》。

西部题材：在美国有深厚土壤、用户画像与之前成功产品高度重合。

游戏特色：拓荒式地图探索、开放建筑；建筑精简、可自由滑动；模拟真实地理因素、考究史实的美术；独特的天气系统；象征西部的酒吧、美女交互活动、英雄、枪支

合成；超级单位英雄-战局影响者；形象类型丰富的单位-石头剪刀布式谋略。

## 2) Final Order

军事题材 SLG：军事题材，给玩家沉浸式体验；玩家同服竞技，以赛季进行竞争

## 3) SLG+三消/合成/塔防/益智/等

多品类结合 SLG 进行多元化尝试。

## 4) 其他 SLG 题材游戏

### 2.3.2. 亚洲市场保持领先优势

公司针对亚洲市场运营策略清晰，在韩国、港澳台、日韩以 MMO 品类为核心，日本市场深挖二次元、SLG 等产品，宫廷题材类女性向手游《日理万姬》在日本市场表现优异。

图 18: 《日理万姬》游戏宣传图



数据来源：App China, 东吴证券研究所

图 19: 《日理万姬》日本月度收入变化趋势



数据来源：Sensor Tower, 东吴证券研究所

### 2020 年亚洲地区重点产品：

- 1) MMO：奇迹 MU-跨时代，计划先上线港澳台地区、后续上东南亚地区
- 2) MMO：新希望，为亚洲地区是有影响力的 IP 产品
- 3) MMO：西方魔幻题材、都市题材游戏

### 3. 盈利预测与估值

根据业绩快报及 2020Q1 指引，考虑公司后续产品储备及流量运营优势，预计 19-21 年实现营收 132.3/158.8/183.3 亿，归母净利润 21.4/28.0/33.5 亿，EPS 分别 1.02/1.32/1.59 元，对应当前 PE33.69/25.83/21.54X。

#### 4. 风险提示：

1. 政策监管趋严：游戏行业政策较多，行业监管政策趋严可能会影响公司收入。
2. 行业竞争加剧：随着行业不断发展，行业竞争加剧可能影响公司收入。
3. 宏观经济风险：宏观经济下滑可能将影响消费者支出，致使公司收入下滑。

## 三七互娱三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>4,182</b>	<b>5,323</b>	<b>8,507</b>	<b>11,807</b>	<b>营业收入</b>	<b>7,633</b>	<b>13,226</b>	<b>15,881</b>	<b>18,328</b>
现金	1,533	2,186	4,104	7,867	减: 营业成本	1,811	2,020	2,396	2,726
应收账款	1,299	465	2,711	954	营业税金及附加	33	77	80	89
存货	0	114	21	132	营业费用	3,347	7,671	9,052	10,080
其他流动资产	1,351	2,559	1,671	2,854	管理费用	246	833	1,128	1,521
<b>非流动资产</b>	<b>4,214</b>	<b>5,184</b>	<b>5,383</b>	<b>5,526</b>	财务费用	17	41	94	31
长期股权投资	556	752	942	1,128	资产减值损失	1,049	0	159	183
固定资产	36	793	810	785	加: 投资净收益	81	117	127	145
在建工程	0	23	32	38	其他收益	0	0	0	0
无形资产	21	28	34	39	<b>营业利润</b>	<b>770</b>	<b>2,700</b>	<b>3,099</b>	<b>3,842</b>
其他非流动资产	3,601	3,588	3,565	3,536	加: 营业外净收支	449	24	321	251
<b>资产总计</b>	<b>8,396</b>	<b>10,507</b>	<b>13,890</b>	<b>17,333</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,219</b>	<b>2,724</b>	<b>3,420</b>	<b>4,093</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,992</b>	<b>1,975</b>	<b>2,454</b>	<b>2,351</b>	减: 所得税费用	68	127	189	204
短期借款	369	369	369	369	少数股东损益	143	453	433	535
应付账款	1,082	952	1,461	1,284	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,009</b>	<b>2,144</b>	<b>2,797</b>	<b>3,354</b>
其他流动负债	541	654	624	698	EBIT	1,214	2,699	3,355	3,941
<b>非流动负债</b>	<b>290</b>	<b>259</b>	<b>197</b>	<b>132</b>	EBITDA	1,332	2,806	3,549	4,164
长期借款	281	251	188	123					
其他非流动负债	9	9	9	9	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,282</b>	<b>2,234</b>	<b>2,651</b>	<b>2,482</b>	每股收益(元)	0.48	1.02	1.32	1.59
少数股东权益	141	594	1,027	1,562	每股净资产(元)	2.83	3.64	4.83	6.29
归属母公司股东权益	5,973	7,679	10,212	13,289	发行在外股份(百万股)	2125	2112	2112	2112
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,396</b>	<b>10,507</b>	<b>13,890</b>	<b>17,333</b>	ROIC(%)	17.2%	30.8%	29.2%	27.0%
					ROE(%)	18.8%	31.4%	28.7%	26.2%
					毛利率(%)	76.3%	84.7%	84.9%	85.1%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	13.2%	16.2%	17.6%	18.3%
经营活动现金流	1,954	2,089	2,604	4,358	资产负债率(%)	27.2%	21.3%	19.1%	14.3%
投资活动现金流	-55	-960	-266	-221	收入增长率(%)	23.3%	73.3%	20.1%	15.4%
筹资活动现金流	-1,969	-477	-420	-374	净利润增长率(%)	-37.8%	112.6%	30.5%	19.9%
现金净增加额	-65	653	1,918	3,763	P/E	71.63	33.69	25.83	21.54
折旧和摊销	118	106	194	223	P/B	12.09	9.41	7.07	5.44
资本开支	324	774	9	-42	EV/EBITDA	53.70	25.42	19.66	15.96
营运资本变动	164	-538	-787	359					

数据来源：贝格数据，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>