

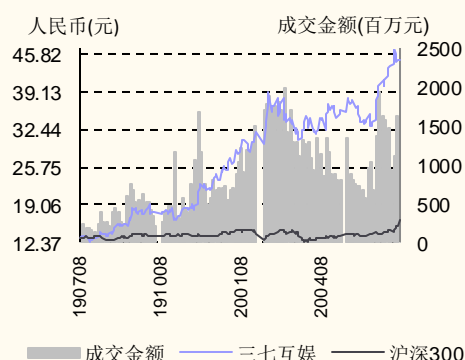
三七互娱 (002555.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 44.61 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	21.12
已上市流通 A 股(亿股)	13.17
总市值(亿元)	942.28
年内股价最高最低(元)	46.80/34.10
沪深 300 指数	4670
中小板综	11959



相关报告

- 1.《大象起舞,收入空间“五年四倍”-三七互娱跟踪深度》,2020.5.10
- 2.《发布非公开发行,5G云游戏平台火力全开-三七互娱首次覆盖》,2020.4.2

杨晓峰 分析师 SAC 执业编号: S1130520040001
yangxiaofeng@gjzq.com.cn

从《反馈回复》看“研发投入和研发矩阵”

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.475	1.001	1.375	1.723	2.054
每股净资产(元)	2.81	3.33	6.31	7.75	9.50
每股经营性现金流(元)	0.92	1.53	1.59	1.97	2.37
市盈率(倍)	19.89	26.90	27.61	22.03	18.48
净利润增长率(%)	-37.77%	109.69%	37.31%	25.34%	19.18%
净资产收益率(%)	16.89%	30.09%	20.76%	21.18%	20.58%
总股本(百万股)	2,124.87	2,112.25	2,112.25	2,112.25	2,112.25

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 自研投入: 研发投入 3 年 2.5 倍, 积极拓展 ARPG 题材和发力 SLG。根据公司公告, 三七互娱研发人员需求较大 (一方面需要维持原有优质项目, 同时需要扩张新的项目), 2020 年研发人员增速为 55%, 2021 年将进一步维持 30% 增长。

我们认为三七互娱在自研品类拓展的路径上, 其内核是“效率+微创新”, 因而我们预计其品类发展路径是: ①ARPG 品类, 不断在原有的成熟题材传奇、魔幻和仙侠基础上, 进一步丰富魔幻、仙侠和年轻向题材; ②SLG 品类, 进一步增加自研 SLG 储备项目, 同时研发国内和出海题材; ③卡牌类, 进一步关注《斗罗 3D》对卡牌的突破, 如果该类卡牌能成爆款, 后续通过购买二次元 IP 或能进军二次元卡牌; ④模拟类, 升官类手游已经较为成熟, 核心在于拓展更多的市场。同时值得关注的是, 三七互娱也正在加大对年轻化题材的布局。

- 外部品类矩阵: “SLG”与“新题材 ARPG”基数庞大
SLG: 丰富的题材类型, 与 CP 携手调优游戏参数。SLG 的核心在于题材和游戏参数, 三七在与参股公司合作 SLG 的过程中, 给予 CP 有较强的支持, 尤其是帮助其在参数的调优方面。从《最强王者》我们可以看出, 三七给予了较为充足的时间调优参数, 最终打造了一款品质极佳的三国类 SLG; 同时我们认为三七在与羯磨科技的合作中, 有望将《狂野西境》的品质再提升一个档次。

ARPG: 参股 CP 研发过爆款产品, 覆盖主流题材。公司合作的工作室中近半数专注于 ARPG 品类游戏开发, 其中包括魔幻、传奇、武侠、仙侠、Q 版等题材。

投资建议

- 预计公司未来 3 年研发投入增长较快, 有助于进一步丰富公司的品类和题材, 同时公司参股众多 CP, 进一步扩大研发矩阵。2020 归母净利润 29.04 亿, 对应 32.5X; 同时根据我们上一篇报告的测算, 2024 年其中性利润约为 78 亿, 如果给予行业的 30 倍 PE, 那么将达 2340 亿市值。

风险提示

- 网络环境与云技术不够成熟; 出海市场竞争加剧; 新游戏上线不及预期; 限售股解禁风险。

内容目录

1. 自研投入：研发投入 3 年 2.5 倍，积极拓展 ARPG 题材和发力 SLG	
2. 外部研发矩阵：以参投扩大“研发基数”，以“代理发行”加大新品类	
3. 外部品类矩阵：“SLG”与“新题材 ARPG”基数庞大	
3.1 SLG：丰富的题材类型，与 CP 携手调优游戏参数	
3.2 ARPG：参股 CP 研发过爆款产品，覆盖主流题材	
3.3 年轻向：用户为“角色”付费，面向二次元和女性	
4. 投资建议：	
5. 风险提示：	

图表目录

图表 1：2019-2023 年研发团队人员不断增加	
图表 2：5 年研发投入预测：研发费用测算	
图表 3：品类扩张逻辑图：成熟品类&成长品类&待开拓品类	
图表 4：2015 至 2019 年三七互娱投资的游戏研发公司数量呈上升趋势	
图表 5：三七互娱投资的游戏研发公司市值分布情况图	
图表 6：三七互娱投资的游戏研发公司类型分布	
图表 7：SLG 品类研发工作室代表作品	
图表 8：魔幻题材分类	
图表 9：魔幻类游戏研发工作室情况	
图表 10：传奇类游戏研发工作室情况	
图表 11：武侠和历史类游戏研发工作室情况	
图表 12：仙侠类游戏研发工作室情况	
图表 13：Q 版游戏研发工作室情况	
图表 14：年轻向品类游戏研发工作室情况	

1. 自研投入：研发投入 3 年 2.5 倍，积极拓展 ARPG 题材和发力 SLG

- 三七互娱研发人员需求较大（一方面需要维持原有优质项目，同时需要扩张新的项目），2020 年增速为 55%，2021 年将进一步维持 30% 增长。根据三七互娱的反馈，公司拟进一步扩大研发团队规模以保证业务拓展的持续性与技术的领先性。2020 年预计研发人员将达到 2066 人，相比 2019 年增长 54.64%，到 2023 年将达到 3523 人的规模，是 2019 年的 2.64 倍。由于此次非公开发行中的研发人员扩张计划主要到 23 年，因而不排除 23 年之后重新进入新的研发扩张计划。

图表 1：2019-2023 年研发团队人员不断增加

部门名称	备注	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
研发事业群	现有部门的人员规划	1,336	1,500	1,650	1,815	1,997
现有研发部门人员规划小计		1,336	1,500	1,650	1,815	1,997
研发人员	网络游戏开发及运营项目		480	960	1,440	1,440
	5G 云游戏平台建设项目		86	86	86	86
募投项目新增研发人员小计			566	1,046	1,526	1,526
研发总人数合计		1,336	2,066	2,696	3,341	3,523
YOY			54.64%	30.49%	23.92%	5.45%

来源：公司公告，国金证券研究所测算

- 我们假设人均研发投入每年增加 1 万，那么测算三七互娱 2020 年研发费用将保持 51% 的快速增长，达到 12.4 亿元。

图表 2：5 年研发投入预测：研发费用测算

	2017N	2018N	2019N	2020N	2021N	2022N	2023N
研发费用（亿）	4.4	5.4	8.2	12.4	16.4	20.7	22.2
YOY		23%	52%	51%	33%	26%	7%
研发人员（人）	779	928	1399	2066	2696	3341	3523
YOY		19%	51%	55%	31%	24%	5%
人均研发投入（万）	56	58	59	60	61	62	63

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为三七互娱在自研品类拓展的路径上，其内核是“效率+微创新”，因而我们预计其品类发展路径是：①ARPG 品类，不断在原有的成熟题材传奇、魔幻和仙侠基础上，进一步丰富魔幻、仙侠和年轻向题材；②SLG 品类，进一步增加自研 SLG 储备项目，同时研发国内和出海题材；③卡牌类，进一步关注《斗罗 3D》对卡牌的突破，如果该类卡牌能成爆款，后续通过购买二次元 IP 或能进军二次元卡牌；④模拟类，升官类手游已经较为成熟，核心在于拓展更多的市场。同时值得关注的是，三七互娱也正在加大对年轻化题材的布局。

图表 3：品类扩张逻辑图：成熟品类&成长品类&待开拓品类

		角色扮演类						策略类			卡牌类			模拟类			射击类	休闲类
		ARPG				横版格斗	回合制	SLG		MOBA	三国类	二次元	IP类	升官类	宫斗类	模拟经营类		
		传奇	魔幻	仙侠	武侠			国内	出海									
市场竞争格局	头部游戏	一刀传世、热血传奇	精灵盛典、全民奇迹MU	斗罗大陆、仙剑奇侠传	天龙八部、新笑傲江湖	地下城与勇士	梦幻西游、大话西游	三国志战略版、率土之滨、最强王者	列王的纷争、火枪纪元	王者荣耀	少年三国志2、放开那三国	阴阳师、明日方舟	炉石传说、我叫MT	极品芝麻官、江山美人	熹妃Q传、宫廷计	梦幻花园	和平精英、绝地求生	开心消消乐、忍者必须死3、欢乐斗地主
	竞争程度	中高	中高	中高	高	中低		中	中低	低	低			中	中	中	低	中
游戏特点	研发周期	3月-4年	3月-4年	3月-4年	3月-4年	>1年	>1年	几个月-1.5年	>1年	>1年	<1年	>1年	>1年	2-3月	2-3月	>1年	>1年	2-3月
	研发难度	内地：中低	内地：中低	内地：中低	内地：中低	高	高	中低	高	高	中低	高	高	低	低	高	高	低
		海外：高	海外：高	海外：高	海外：高													
		买量依赖	极高	极高	极高	极高	低		高	中低	低	高	中低		高	高	高	低
	市场偏好	在中国流水 TOP100 游戏中数量占比 44%，其中 ARPG 品类占比 34%						中国策略类游戏数量占比 7.5%，其中 MOBA 类占比 0.4%；美国流水 TOP250 中，SLG 游戏中数量占比 17%			流水 TOP250 中，中国卡牌类游戏数量占比为 7.2%；美国、日本和韩国卡牌类游戏数量占比为分别 9.2%、4.0% 和 4.0%			模拟类游戏在日本流水 TOP250 中数量占比 6%			射击类游戏在日本流水 TOP250 中数量占比 18%；在美国流水 TOP250 游戏中数量占比 10%	休闲类游戏在中国手游市场数量占比 31.4%；美国流水 TOP250 中占比 24.8%；日本流水 TOP250 游戏中数量占比 17%

来源：七麦数据，App Growing，公开资料整理，国金证券研究所

注：①竞争格局：根据 App Growing 推广排行素材数，素材数<100：低；100<素材数<1000：中；素材数>100：高

②市场规模：因为游戏分类及统计口径存在差异，我们选择硬核联盟联合艾瑞咨询发布的白皮书作为参考，按其统计及分类，2019 年中国手游行业规模 1920 亿，角色扮演、MOBA、策略、射击、休闲益智&棋牌、养成占比分别为 38%、20%、8.6%、8.1%、4.5%、1.9%。

③研发难度：研发周期>1 年：高；研发周期<1 年：中低；研发周期<6 个月：低

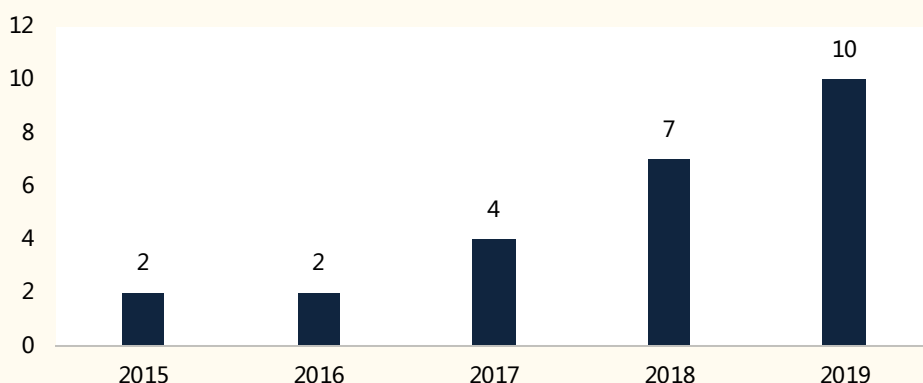
④出海：2019 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入 115.9 亿美元，同比增长 21.0%，增速高于国内市场销售收入，且其增速已经连续三年保持上升。分地区来看，30.9%的海外收入来自美国，22.4%的海外收入来自日本

⑤标灰为三七的成熟品类，标蓝为三七的小有成就品类；标橙为三七待开拓品类。

2. 外部研发矩阵：以参投扩大“研发基数”，以“代理发行”加大新品类

- 2018-2019 年三七互娱投资游戏公司的数量迅速增长，主要投资于手游研发领域，合计达到 12 家。相比于 2015-2017 年公司在页游等领域进行的较少投资，2018 年起公司开始积极布局并加大投资力度，主要投资于手游研发领域的公司，促进了投资数量的迅速增加，投资数量增长接近 2 倍，2019 年继续保持投资力度。

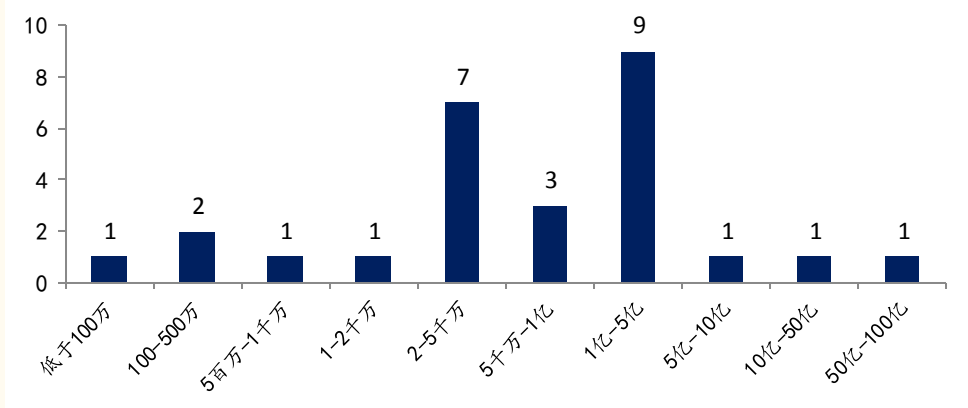
图表 4：2015 至 2019 年三七互娱投资的游戏研发公司数量呈上升趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

- 三七互娱投资的游戏研发公司市值主要集中于 2~5 千万与 1~5 亿区间。三七投资的公司中估值较高的有心动公司和中手游，其他投资的游戏研发公司市值过亿的还有墨麟科技、朋万科技、格斗科技等 12 家公司。

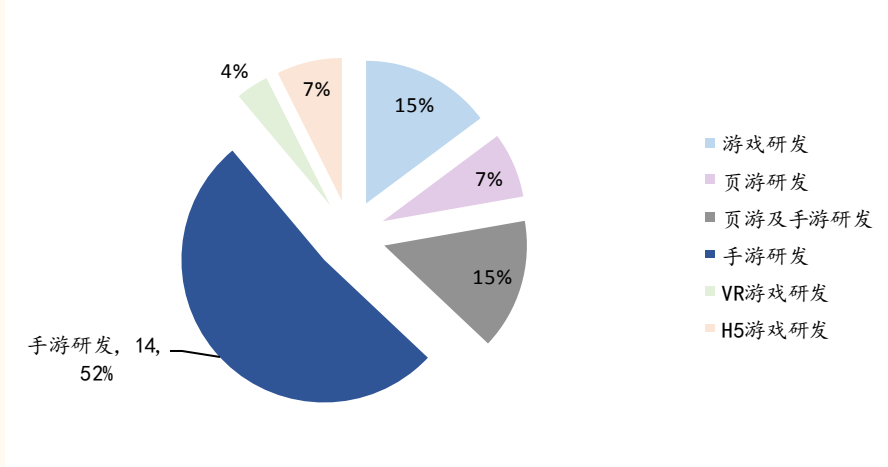
图表 5：三七互娱投资的游戏研发公司市值分布情况图



来源：公司公告，国金证券研究所

- 三七互娱早期投资的专注 ARPG 页游的公司，目前已经向手游研发转型。例如曾经研发了爆款页游《七魄》的爆米花互娱，已经实现了从页游向手游的转型，目前在研产品《屠龙天娇》和《燃爆三国》均为手游。

图表 6：三七互娱投资的游戏研发公司类型分布



来源：公司公告，国金证券研究所

3. 外部品类矩阵：“SLG”与“新题材 ARPG”基数庞大

3.1 SLG：丰富的题材类型，与 CP 携手调优游戏参数

- **SLG 的核心在于题材和游戏参数**，三七在与参股公司合作 SLG 的过程中，给予 CP 较强的支持，尤其是帮助其在参数的调优方面。从《最强王者》我们可以看出，三七给予了较为充足的时间调优参数，最终打造了一款品质极佳的三国类 SLG；同时我们认为三七在与羯磨科技的合作中，有望将《狂野西境》的品质再提升一个档次。

图表 7：SLG 品类研发工作室代表作品

序号	公司名	关系	持股比例	游戏代表作	合作游戏	题材
1	北京羯磨科技有限公司	参股	10%	创始人作为 SLG 顶级制作人，曾主导了《阿瓦隆之王》、《火枪纪元》等	狂野西境	海外：西部牛仔
	Karma Game HK Limited	参股	10%			
2	北京萌我爱网络技术有限公司	参股	22.00%	最强王者	最强王者	国内：三国
3	成都星合互娱科技有限公司	参股	30%			
3	Wafa Games Limited.	参股	10.00%	刀剑的荣耀（研发中）	刀剑的荣耀	海外：中东题材
4	上海易娱网络科技有限公司	合作	无	恐龙纪元、诸神的谎言、末世纷争、Primal Wars	恐龙纪元、末世纷争	海外：恐龙和中世纪

来源：公司公告，公司官网，公开资料整理，国金证券研究所

3.2 ARPG：参股 CP 研发过爆款产品，覆盖主流题材

- **公司合作的工作室中近半数专注于 ARPG 品类游戏开发**，其中包括魔幻、传奇、武侠、仙侠、Q 版等题材。在 ARPG 游戏制作上，合作工作室通过采用不同的历史背景、加入新颖元素和 IP 合作等方式，与游戏题材相结合进行创新，在画面制作、玩法创新等方面进行多样化的探索。
- **1)、魔幻类：**魔幻类题材游戏以魔幻故事为基础，主要分为西方魔幻与东方魔幻故事，故事来源于传统魔幻电影、小说等。在游戏元素中魔法是最重要的，其他还包括精灵、龙族、兽人等其他各种各样的物种。**研发魔幻类题材的作品包括燧木科技的《异能都市》和岂凡网络的《女武神》等。**《女武神》取材自西方魔幻文学，采用精美的油画美术效果，将写实与卡通相结合，打造优质画面。《异能都市》设定背景为异世界魔王的入侵，末日都市剧情，玩家运用魔法与恶势力对抗。

图表 8：魔幻题材分类

魔幻题材	分类	特点
以魔幻故事为基础，故事来源于传统魔幻电影、小说等。游戏大多比较重度，色彩运用深层，具有宏大的游戏背景	西方魔幻	题材来自西方魔幻电影、文学等，使用魔法，代表作《魔兽》、《魔法门》
	东方魔幻	取材自中国古典神话、经典历史背景等，加入神、鬼等元素、如《神魔传说》

来源：公开资料整理，国金证券研究所

图表 9：魔幻类游戏研发工作室情况

公司名	关系	三七参股比例（2020 年）	游戏代表作	页游	手游
深圳岂凡网络科技有限公司	参股	6.22%	女武神	是	
北京燧木科技有限公司	参股	5.00%	异能都市		是

来源：公司公告，公司官网，公开资料整理，国金证券研究所

- **2)、传奇：**游戏面向的玩家一般是 80 后中年消费者，其中火爆的重要原因 是老玩家们对游戏的情怀，玩法操作要求简单易上手，关键在于多人合作，游戏设定能够吸引玩家。研发传奇类题材的作品包括爆米花互娱的《七魄》、羽厚亦网络的《王者战歌》、野子网络的《烽火攻城》H5。《七魄》还原了经典传奇的体验，注重打斗中的游戏体验，《王者战歌》采用经典玩法，重视古风画面设计，《烽火攻城》H5 采用 3D 全景引擎，打造高自由世界，拥有多人 PVE、PVP、互联组队等多种世界交互玩法，突出协作。

图表 10：传奇类游戏研发工作室情况

公司名	关系	三七参股比例（2020 年）	游戏代表作	页游	手游
成都爆米花互娱科技有限公司	参股	30.00%	七魄	是	是
上海羽厚亦网络科技有限公司	参股	25.00%	王者战歌	是	
江苏野子网络科技有限公司	参股	20.00%	《烽火攻城》H5		是

来源：公司公告，公司官网，公开资料整理，国金证券研究所

- **3)、武侠和历史：**经典武侠小说多被改编过，工作室在游戏自身质量与玩法方面进行创新，对热度较高的 IP 和熟悉的历史背景进行改编。研发武侠类题材作品包括朋万科技的《琅琊榜》，墨非科技的《太极崛起》、成都墨嘟嘟的《寻秦记》、名通信息的《热血江湖传》、深圳墨麟的《秦美人》、《战龙三国》、趣味网络的《秦时明月》等。《琅琊榜》、《秦时明月》改编自同名电视剧、动漫，知名度较高，《秦美人》、《寻秦记》都以大秦历史为背景，《秦美人》主打秦代硬派武侠格斗并增加了收集侍宠作为特色，《寻秦记》注重惩恶扬善的精神体现，《战龙三国》具有浓烈的三国文化氛围，还原历史经典战役，《太极崛起》以 2D 写实风格主打美术场景，注重画面感，《热血江湖传》主打酷炫的人物技能和华丽的战斗特效，将回合制与即时战斗玩法相结合。

图表 11：武侠和历史类游戏研发工作室情况

公司名	关系	三七参股比例（2020 年）	游戏代表作	页游	手游
成都墨非科技有限公司	参股	20.00%	太极崛起	是	
成都朋万科技股份有限公司	参股	22.34%	琅琊榜	是	是
成都墨嘟嘟科技有限公司	参股	20.00%	寻秦记	是	
江苏名通信息科技有限公司	参股	5.00%	热血江湖传	是	是
上海趣味网络科技有限公司	参股	4.75%	秦时明月	是	是
深圳墨麟科技股份有限公司	参股	2.00%	秦美人、战龙三国	是	是

来源：公司公告，公司官网，公开资料整理，国金证券研究所

- **4)、仙侠类：**仙侠类题材背景设定较为重要，玩家注重画面、打斗体验和任务系统、跨服竞技等，工作室注重游戏设定的背景与情节发展，提升玩家的游戏体验。研发仙侠类题材作品包括益玩网络的《魔尊》《九天封神》、厦门火游的《盛世红颜》、厦门精深科技的《轮回》、趣味网络的《绝世唐门》和墨麟科技的《仙战》等。《魔尊》采用 flash3d 制作，展示了神魔交战、三界倾覆的上古神话世界。《盛世红颜》选用大唐盛世作为背景，玩家扮演维护人间正道的修仙士斩妖除魔匡扶正义，《九天封神》根据古典名著《封神演义》改编，并进行全新演绎，《轮回》采用人类神魔共存的仙侠世

界为背景注重拯救众生的剧情线,《绝世唐门》为经典 IP 改编,玩家将穿越到斗罗大陆进行修炼,《仙战》依托中国古代修仙神话为背景,重视画面质感,呈现给玩家一个东方仙侠传奇架空世界。

图表 12: 仙侠类游戏研发工作室情况

公司名	关系	三七参股比例 (2020 年)	游戏代表作	页游	手游
深圳市益玩网络科技有限公司	参股	20.00%	九天封神、魔尊	是	
厦门精深联合科技有限公司	参股	9.24%	轮回	是	
厦门火游信息科技有限公司	参股	7.00%	盛世红颜	是	
上海趣味网络科技有限公司	参股	4.75%	绝世唐门	是	是
深圳墨麟科技股份有限公司	参股	2.00%	仙战	是	是

来源:公司公告,公司官网,公开资料整理,国金证券研究所

- 5)、Q 版:人物可爱、玩法简单,因此会吸引很多年龄层较低的玩家和女性玩家。女性玩家是游戏中不容忽视的群体,可爱的人物设计与画面风格更容易吸引相关玩家。研发 Q 版题材作品包括益玩网络的《龙回三国》、名通信息的《仙境物语》、趣味网络的《RO_进击的波利》、心动网络的《仙境传说 RO》等。《龙回三国》是益玩游戏推出的首款回合制网页游戏。《龙回三国》以三国历史为背景,融入“萌”元素,打造了一个萌三国,采用穿越+神话的设定。《RO_进击的波利》和《仙境传说 RO》背景源于北欧神话,注重画风、音乐、剧情的配合,努力做到极致的画面效果。

图表 13: Q 版游戏研发工作室情况

公司名	关系	三七参股比例 (2020 年)	游戏代表作	合作游戏	页游	手游
深圳市益玩网络科技有限公司	参股	20.00%	龙回三国		是	
江苏名通信息科技有限公司	参股	5.00%	仙境物语		是	是
上海趣味网络科技有限公司	参股	4.75%	RO_进击的波利		是	是
心动网络股份有限公司	参股	2.38%	仙境传说 RO			是
广州诗悦网络科技有限公司	合作		云上城之歌、仙灵觉醒	云上城之歌、仙灵觉醒		是

来源:公司公告,公司官网,公开资料整理,国金证券研究所

3.3 年轻向: 用户为“角色”付费, 面向二次元和女性

- 年轻向游戏(主要面向二次元和女性)较多为“角色”付费,多采用卡牌的模式。上海龙掌网络和成都格斗科技专注于二次元卡牌类游戏研发,主要作品有《英灵召唤师》《电击文库:零境交错》等。《英灵召唤师》采用了日系唯美风格,以萌娘作为主题角色,吸引玩家兴趣。《电击文库:零境交错》由电击文库授权,人物角色为小说 IP 改编,国民度较高。

图表 14: 年轻向品类游戏研发工作室情况

公司名	关系	三七参股比例 (2020 年)	玩法	题材	游戏代表作	页游	手游
上海掌梦网络科技有限公司	参股	9.40%	模拟	女性、耽美	范冰冰魔范学院、金枝攻略		是
成都格斗科技有限公司	参股	15.75%	卡牌、格斗	二次元	电击文库:零境交错		是
上海萌宫坊网络科技有限公司	参股	28.00%	MOBA	二次元	萌王 EX		是
龙掌网络科技(上海)有限公司	参股	尚不明确	卡牌	二次元	英灵召唤师		是

来源：公司公告，公司官网，公开资料整理，国金证券研究所

4.投资建议：

预计公司未来 3 年研发投入增长较快，有助于进一步丰富公司的品类和题材；同时公司参股众多 CP，进一步扩大研发矩阵。2020 归母净利润 29.04 亿，对应 32.5X；同时根据我们上一篇报告的测算，2024 年其中性利润约为 78 亿，如果给予行业的 30 倍 PE，那么将达 2340 亿市值。

5.风险提示：

出海市场竞争加剧；新游戏上线不及预期；限售股解禁风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	6,189	7,633	13,227	16,874	20,596	24,433
增长率		23.3%	73.3%	27.6%	22.1%	18.6%
主营业务成本	-1,948	-1,811	-1,776	-2,210	-2,656	-3,102
%销售收入	31.5%	23.7%	13.4%	13.1%	12.9%	12.7%
毛利	4,241	5,821	11,451	14,665	17,940	21,331
%销售收入	68.5%	76.3%	86.6%	86.9%	87.1%	87.3%
营业税金及附加	-27	-33	-46	-59	-72	-86
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-1,908	-3,347	-7,737	-9,728	-11,616	-13,512
%销售收入	30.8%	43.9%	58.5%	57.7%	56.4%	55.3%
管理费用	-777	-246	-222	-236	-278	-318
%销售收入	12.5%	3.2%	1.7%	1.4%	1.4%	1.3%
研发费用	0	-538	-820	-1,232	-1,771	-2,414
%销售收入	0.0%	7.0%	6.2%	7.3%	8.6%	9.9%
息税前利润 (EBIT)	1,529	1,657	2,626	3,409	4,202	5,002
%销售收入	24.7%	21.7%	19.8%	20.2%	20.4%	20.5%
财务费用	-29	-17	15	25	-7	-2
%销售收入	0.5%	0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-351	-1,049	-58	-37	37	0
公允价值变动收益	0	0	-148	0	0	0
投资收益	256	81	111	116	139	167
%税前利润	13.4%	6.6%	4.1%	3.2%	3.0%	3.1%
营业利润	1,518	770	2,672	3,659	4,547	5,378
营业利润率	24.5%	10.1%	20.2%	21.7%	22.1%	22.0%
营业外收支	399	449	24	24	24	24
税前利润	1,917	1,219	2,696	3,683	4,571	5,402
利润率	31.0%	16.0%	20.4%	21.8%	22.2%	22.1%
所得税	-80	-68	-279	-387	-480	-567
所得税率	4.2%	5.6%	10.4%	10.5%	10.5%	10.5%
净利润	1,836	1,151	2,417	3,296	4,091	4,835
少数股东损益	216	143	302	393	452	497
归属于母公司的净利润	1,621	1,009	2,115	2,904	3,640	4,338
净利率	26.2%	13.2%	16.0%	17.2%	17.7%	17.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,836	1,151	2,417	3,296	4,091	4,835
少数股东损益	216	143	302	393	452	497
非现金支出	511	1,167	169	245	408	592
非经营收益	-215	-82	61	-126	-149	-177
营运资金变动	-301	-282	594	119	25	1
经营活动现金净流	1,832	1,954	3,241	3,534	4,375	5,250
资本开支	-1,010	-311	-366	-1,136	-264	-464
投资	-490	200	560	0	0	0
其他	132	56	-1,238	116	139	167
投资活动现金净流	-1,368	-55	-1,043	-1,020	-124	-296
股权募资	434	20	0	4,500	0	0
债权募资	338	-31	-399	-32	0	0
其他	-474	-1,953	-1,196	-461	-461	-461
筹资活动现金净流	298	-1,964	-1,595	4,007	-461	-461
现金净流量	762	-65	603	6,522	3,790	4,493

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,581	1,533	2,153	8,674	12,464	16,957
应收款项	1,329	2,091	1,373	1,905	2,370	2,812
存货	102	0	0	0	0	0
其他流动资产	951	558	2,830	3,077	3,270	3,403
流动资产	3,962	4,182	6,355	13,656	18,104	23,172
%总资产	43.3%	49.8%	62.6%	74.2%	79.8%	83.8%
长期投资	1,259	1,675	978	978	978	978
固定资产	343	36	844	1,738	1,534	1,387
%总资产	3.7%	0.4%	8.3%	9.4%	6.8%	5.0%
无形资产	2,669	1,673	1,671	1,701	1,719	1,728
非流动资产	5,198	4,214	3,790	4,744	4,591	4,489
%总资产	56.7%	50.2%	37.4%	25.8%	20.2%	16.2%
资产总计	9,160	8,396	10,145	18,400	22,695	27,661
短期借款	400	399	31	0	0	0
应付款项	889	1,285	2,057	2,896	3,416	3,863
其他流动负债	229	309	512	608	735	863
流动负债	1,518	1,992	2,600	3,504	4,151	4,726
长期贷款	311	281	250	250	250	250
其他长期负债	44	9	1	0	0	0
负债	1,873	2,282	2,852	3,754	4,401	4,976
普通股股东权益	7,017	5,973	7,029	13,989	17,185	21,080
其中：股本	2,148	2,125	2,112	2,218	2,218	2,218
未分配利润	2,820	3,332	4,711	7,171	10,367	14,261
少数股东权益	270	141	264	657	1,109	1,605
负债股东权益合计	9,160	8,396	10,145	18,400	22,695	27,661

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.754	0.475	1.001	1.375	1.723	2.054
每股净资产	3.266	2.811	3.328	6.308	7.749	9.504
每股经营现金净流	0.853	0.920	1.535	1.594	1.973	2.367
每股股利	0.100	0.200	0.300	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	23.10%	16.89%	30.09%	20.76%	21.18%	20.58%
总资产收益率	17.69%	12.01%	20.84%	15.78%	16.04%	15.68%
投入资本收益率	18.26%	23.02%	31.07%	20.48%	20.28%	19.52%
增长率						
主营业务收入增长率	17.93%	23.33%	73.30%	27.57%	22.06%	18.63%
EBIT增长率	32.49%	8.37%	58.43%	29.85%	23.26%	19.03%
净利润增长率	51.43%	-37.77%	109.69%	37.31%	25.34%	19.18%
总资产增长率	43.44%	-8.34%	20.84%	81.37%	23.34%	21.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.1	52.2	35.7	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	16.2	10.3	N/A	N/A	N/A	N/A
应付账款周转天数	135.1	183.8	257.0	280.0	270.0	265.0
固定资产周转天数	17.2	1.7	1.3	26.1	22.5	20.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.57%	-13.96%	-53.67%	-71.46%	-77.93%	-82.65%
EBIT利息保障倍数	53.6	96.9	-176.2	-137.9	642.0	2,748.3
资产负债率	20.45%	27.18%	28.11%	20.40%	19.39%	17.99%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	6
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.33

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-02	买入	32.01	47.35~47.35
2	2020-05-10	买入	37.96	47.35~47.35

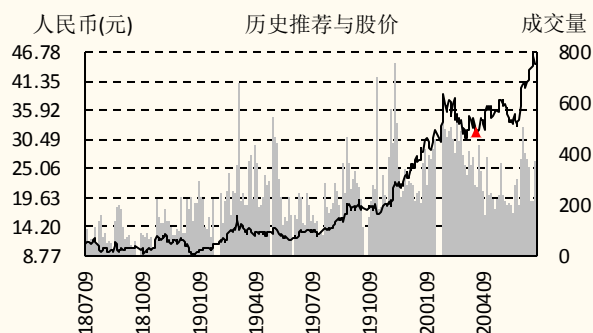
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH