

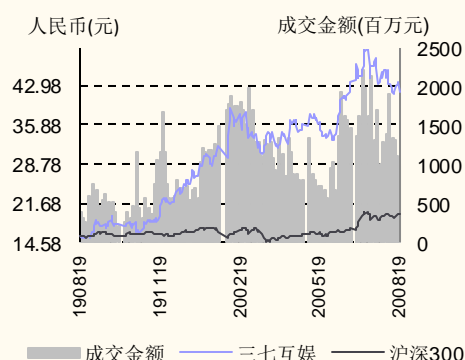
## 三七互娱 (002555.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 41.70 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	21.12
已上市流通 A 股(亿股)	14.80
总市值(亿元)	880.81
年内股价最高最低(元)	47.88/41.30
沪深 300 指数	4741
中小板综	12884



## 相关报告

- 1.《从《反馈回复》看“研发投入和研发矩阵”-三七互娱跟踪》，2020.7.7
- 2.《大象起舞，收入空间“五年四倍”-三七互娱跟踪深度》，2020.5.10
- 3.《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

## 三七互娱：为什么像“网易&amp;腾讯”具备长期研发实力

## 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

## 核心观点

- 1、研发“基数\*成功率”是衡量长期研发能力的核心标准，国内龙头游戏公司的研发布局均围绕研发“基数\*成功率”展开。对于单个游戏品类突破而言，积累项目“基数”往往是提升成功率最显著的方式。国内头部厂商间的研发布局策略集中在：(1)成功率导向的单品类突破研发策略；(2)总基数导向的成功品类期望数最大化策略。
- 2、三七互娱：自上而下确立研发目标，倾向于研发系统性成功率较高的游戏品类。对公司现有成熟品类 (ARPG 类)，采用积累品类内基数+针对性渐进式创新的方法，确保成熟品类成功的延续；对扩品类产品研发，公司在品类内基数的指引下，借道富有经验的研究团队，进一步提升成功率。
- 3、腾讯：“竞争策略+资源投入”双驱动确保成功率，利用自身研发团队的规模优势，在品类内建立多个项目引起激烈的内部竞争，通过内部竞争筛选出最富有市场前景的产品。
- 4、网易：研发布局多品类战略，储备产品的基数、品类充足。公司已上线产品类型涉足范围广，高项目基数源于内部研发管理具有垂直距离短、扁平化的特征，给予基层研发人员极大的立项自由度，因而其具有丰富的品类矩阵 (包括大量成品项目和非成品项目)。

## 投资建议

- 预计三七未来 3 年研发人员增长较快，尤其是在公司主攻的 SLG 品类、ARPG 新题材类方面项目基数较大，实现单品类突破的成功率极高。2020 归母净利润 29.04 亿元，对应 30 倍 PE，对应 EPS 1.38 元；2021 归母净利润 36.40 亿元，对应 24 倍 PE，对应 EPS 1.72 元；2022 归母净利润 43.38 亿元，对应 20 倍 PE，对应 EPS 2.05 元；同时根据我们的测算，2024 年其中性利润约为 78 亿元，如果给予行业的 30 倍 PE，那么将达 2340 亿元市值。

## 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. 研发“基数*成功率”是衡量长期研发能力的核心标准 .....	3
1.1 单品类突破：如何提高单品类的成功率？ .....	3
1.2 多品类突破：如何平衡“品类总数*单品类项目数”？ .....	4
2. 成功率维度：三七和腾讯是如何提高成功率的？ .....	5
2.1 三七互娱：“成熟品类”迭代式增加成功率，“扩张品类”加大单品类基数 提高品类成功率 .....	5
2.1.1 现有品类：APRG 渐进式创新提升留存&赛马机制提升成功率 .....	5
2.1.2 以 SLG 为代表的品类扩张 .....	6
2.2 腾讯如何竞争择优确保品类突破？“赛马”机制筛选出最佳作品 .....	7
2.2.1 光子 VS 天美：内部竞争择优促成高成功率 .....	7
2.2.2 腾讯游戏高成功率的要素：内部竞争+资源驱动 .....	8
3. 研发基数维度：网易如何加大研发基数？ .....	9
3.1 公司理念端：网易的扁平化管理模式造就高项目基数 .....	9
3.2 研发布局端：网易品类布局多，品类成功总量高 .....	9
4. 投资建议 .....	10
5. 风险提示 .....	10

## 图表目录

图表 1：三七、腾讯、网易游戏市占率 .....	3
图表 2：研发基数策略假设模型一 .....	3
图表 3：研发基数策略假设模型二 .....	3
图表 4：研发基数策略模型成功率对比 .....	4
图表 5：品类数&基数权衡表：低基数情况 .....	4
图表 6：品类数&基数权衡表：中基数情况 .....	4
图表 7：品类数&基数权衡表：高基数情况 .....	5
图表 8：三七互娱同品类迭代的用户留存提升情况 .....	5
图表 9：三七互娱数据分析模型实时评估研发进展图表 .....	6
图表 10：SLG 海外成功品类分析 .....	6
图表 11：SLG 品类成功率测算 .....	7
图表 12：腾讯手游收入构成 .....	7
图表 13：腾讯游戏四大工作室群架构 .....	8
图表 14：腾讯游戏的品类内竞争模式 .....	8
图表 15：网易扁平化研发管理示意图 .....	9
图表 16：网易手游产品类型分布情况 .....	9
图表 17：网易、腾讯手游产品储备情况对比 .....	10

## 1. 研发“基数\*成功率”是衡量长期研发能力的核心标准

- 市场份额上，三七、腾讯、网易占据游戏市场份额逐年增长。长期增长路径，腾讯、三七主要依靠成功率，网易依靠基数，从研发能力的角度上看，都是健康的成长路径。

图表 1：三七、腾讯、网易游戏市占率

市占率	12N	13N	14N	15N	16N	17N	18N	19N
腾讯	37.90%	38.43%	39.10%	40.22%	42.79%	48.19%	48.50%	49.68%
网易	12.09%	9.99%	8.57%	12.31%	16.90%	17.82%	18.74%	20.11%
三七互娱	0.97%	2.07%	2.46%	2.99%	2.79%	2.76%	3.38%	5.73%

来源：公司财报，国金证券研究所

### 1.1 单品类突破：如何提高单品类的成功率？

- 游戏品类成功率的提升通常可从三个维度展开：1)、单项目投入相较竞品更多的资金与资源；2)、积累同品类的研发项目基数；3)、借助于知名制作团队的研发经验。相较于资金维度和明星制作团队维度，积累研发单品类项目基数往往是最直观、最能迅速提升品类成功率的途径。
- 通过对游戏产品研发的基数策略进行量化分析我们发现，单品类游戏产品研发基数能有效提升单个企业单个品类的突破成功率。特别是在该品类单个产品系统性成功率较低时，通过增加研发项目基数的方法能显著推升品类总体成功率。下面我们利用独立重复试验与二项分布机制建立量化分析模型，验证研发基数对品类成功率的显著推升作用。
- 假设模型一：特定品类下，研发项目各自独立开展，4-5 个项目可使品类突破成功率过半。假设该特定品类的项目成功率较低，仅为 15%（普通厂商的大多数产品成功率均处于此水平）。在各自开展两个项目后，总体成功率（即至少一款产品成功的概率）将提升一倍升至近 30%；若同时开展 5 个项目的研发，该品类突破的成功率将超过 50%。通过独立研发项目的积累，可在 4-5 个项目规模的情形下，将原本低至 15% 的项目成功率推升到超过 50% 的品类成功率。

图表 2：研发基数策略假设模型一

研发次数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
品类成功率	15.0%	27.8%	38.6%	47.8%	55.6%	62.3%	67.9%	72.8%	76.8%	80.3%

来源：国金证券研究所

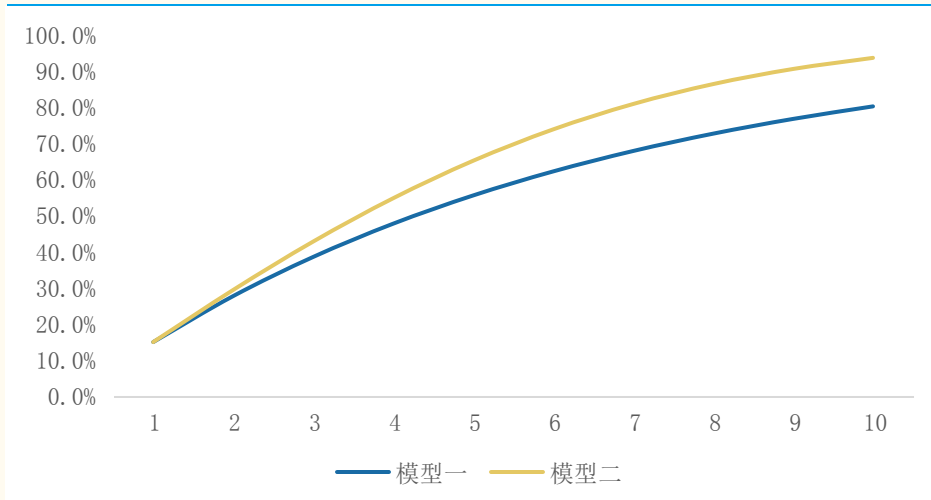
- 假设模型二：研发项目逐个推进，成功率得以进一步提升。假设该特定品类的项目成功率为 15%，但在研发每个项目后由于获取了同品类研发经验，成功率提升 2pct。在推进两个项目研发后，总体成功率将提升一倍至 30%；若积累 4-5 个项目研发经验，该品类突破的成功率将超过 60%。通过推进研发项目的经验化积累基数，可在 3-4 个项目规模的情形下，将原本低至 15% 的项目成功率推升到超过 60% 的品类成功率。

图表 3：研发基数策略假设模型二

研发次数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
当次成功率	15.0%	17.0%	19.0%	21.0%	23.0%	25.0%	27.0%	29.0%	31.0%	33.0%
品类成功率	15.0%	29.5%	42.9%	54.9%	65.2%	73.9%	81.0%	86.5%	90.7%	93.8%

来源：国金证券研究所

图表 4：研发基数策略模型成功率对比



来源：国金证券研究所

## 1.2 多品类突破：如何平衡“品类总数\*单品类项目数”？

- **多品类突破研发布局：权衡项目数与品类数使得成功品类期望值最大化。**该布局方法是从研发总项目基数出发，权衡布局品类数量与单个品类内项目数，从而保证较多的品类得以突破。若将固定的研发总基数分配成“高品类基数\*低项目数”的模式，由于品类分散了研发资源，将导致单个项目成功率降低；若分配为“低品类基数\*高项目数”的模式，则可能导致突破品类数较少，导致单品类研发过度。因此进行品类与单品类项目数的权衡，找出项目成功数的最大期望值是指导研发布局的关键。
- 下面我们分别使用“研发品类数\*研发项目数”模型进行成功品类突破的测算。本模型保持单次测算时研发总项目基数不变，利用研发品类与品类内研发项目数的权衡变化来量化分析品类布局对成功项目数期望值的影响。假设研发项目总数为 10~180 项，布局研发品类 1~15 个，单个项目成功率随研发品类数增加而降低，但各项目研发彼此互不干扰且成功率趋同。

图表 5：品类数&基数权衡表：低基数情况

期望成功品类数	布局品类数				
研发项目总数	1	2	3	5	10
10 个	0.76	<b>0.93</b>	0.91	0.77	0.43
30 个	0.99	1.69	<b>1.99</b>	1.97	1.23

来源：国金证券研究所

- **低研发基数研发布局：专注少数品类。**当研发总基数较低，仅有 10-30 个研发项目数，布局 **2-3 个品类**，每个品类内部分配 5-10 个研发项目可获得最高的成功品类数。

图表 6：品类数&基数权衡表：中基数情况

期望成功品类数	布局品类数				
研发项目总数	1	3	5	10	15
60 个	1.00	2.66	<b>3.17</b>	2.32	1.33
90 个	1.00	2.89	<b>3.89</b>	3.27	1.95
120 个	1.00	2.96	<b>4.33</b>	4.1	2.55

来源：国金证券研究所



- 中研发基数研发布局：适量增加品类覆盖。当研发项目总基数达 60-120 个时，可布局 5 个品类，每个品类内部分配 12-24 个研发项目，此时可获得最高的成功品类数。

图表 7：品类数&基数权衡表：高基数情况

期望成功品类数	布局品类数				
研发项目总数	1	3	5	10	15
150 个	1.00	2.99	4.59	<b>4.83</b>	3.11
180 个	1.00	3.00	4.75	<b>5.46</b>	3.65

来源：国金证券研究所

- 高研发基数研发布局：大幅提升品类覆盖。当研发项目总基数超过 120 个时，可布局 10 个品类，每个品类内部分配 15-18 个研发项目，此时可获得最高的成功品类数。
- 根据模型测算结果：低于 30 个研发项目基数的公司应重点研发 2-3 个品类以获得突破。研发项目显著高于 120 个的公司可覆盖超过 10 个品类进行布局。研发项目基数居中的公司应覆盖约 5 个品类进行研发。

## 2. 成功率维度：三七和腾讯是如何提高成功率的？

### 2.1 三七互娱：“成熟品类”迭代式增加成功率，“扩张品类”加大单品类基数提高品类成功率

#### 2.1.1 现有品类：ARPG 渐进式创新提升留存&赛马机制提升成功率

- 战略目标自上而下：A 股手游龙头三七互娱采取的是自上而下为各品类研发制定目标的方法：研发重点着眼于系统性成功率较高的成熟品类。ARPG 类（传奇、奇迹、年轻向 IP）游戏是三七互娱的传统优势品类，公司在这一品类具有国内最丰富的研发经验和技術，自 2014 年起公司在该品类共取得 11 款月度流水破亿元的成功产品，平均每年两款；在这一品类公司已经形成了独有的研发传承体系与机制，确保其游戏质量及用户留存逐步提升。
- 成熟品类渐进创新提升留存：公司 2017 年 9 月上线的产品《大天使之剑》月活跃用户数半衰期相比前序作品《永恒纪元》延长 85.7%，游戏用户留存情况随着产品迭代有明显提升。

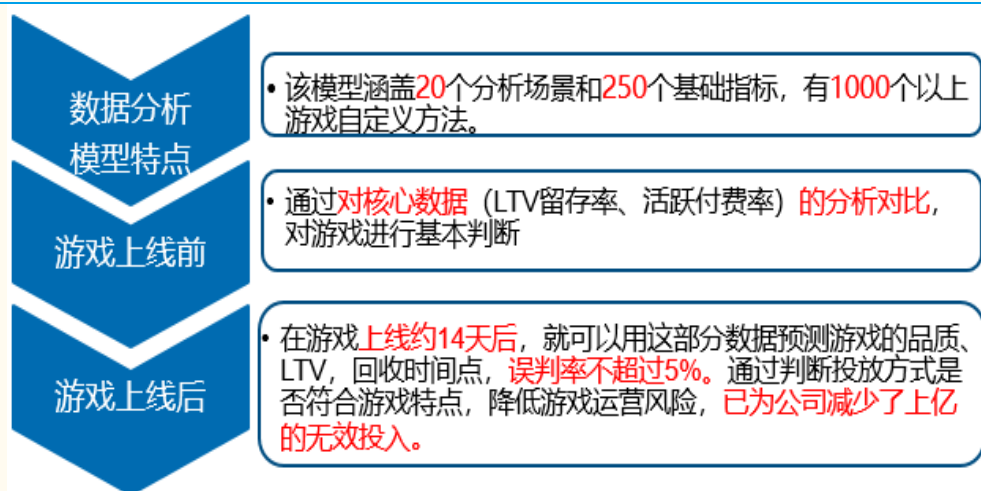
图表 8：三七互娱同品类迭代的用户留存提升情况

游戏	上线时间	顶峰 MAU (万人)	衰减至 50% MAU 时间 (月)	衰减至 25% MAU 时间 (月)
《永恒纪元》	2016.11	311.51	7	13
《大天使之剑》	2017.9	68.75	13	15

来源：Questmobile，国金证券研究所

- 渐进创新+赛马机制确保年轻向 ARPG 品类成功率：公司在该品类研发过程中重视画面把控，每款产品自研发立项起就处于公司成熟的评价模型监控之中，能快速反馈研发所遇到的问题和路径偏差，利用前序产品的研发经验积累对新产品的研发作出指导。公司在品类内采用“赛马”机制，同时推进多个项目研发，利用监控和测试结果择优选择产品进入上市发行阶段。此外，于产品正式上线后公司内仍设置超过 50 人的团队负责追踪、监控市场情绪和用户反馈，即时进行整改。

图表 9：三七互娱数据分析模型实时评估研发进展图表



来源：国金证券研究所

- 三七互娱积累了国内最为丰富的年轻向 ARPG 品类用户行为数据，并与国内广告投放巨头字节跳动合作，利用数据分析反哺研发创新。在两个方面把握用户从导入到付费的全方位过程：（1）面向现有游戏用户的付费行为侧，（2）面向潜在用户的广告投放侧，因而能在该品类内做到高成功率研发。

#### 2.1.2 以 SLG 为代表的品类扩张

- 布局品类扩张，SLG 先行：除传统优势品类之外，三七互娱同时也在布局 SLG、卡牌、升官模拟等品类从而丰富自己的研发产品线，其中以 SLG 品类扩张最具代表性。
- 国内 SLG 品类，参投三国 SLG 已突破，后续静待自研三国 SLG：国内 SLG 题材相对单一，因此品类成功率的提升点主要在美术、参数等方面。三七互娱通过参投成熟 SLG 研发团队的方式积累 SLG 品类制作经验，并在此基础上获取、分析用户数据，为自研 SLG 成功率提升打下了良好基础。公司现有自研 SLG 产品相比参投产品在美术等游戏体验方面有较大提升，预期将超过原有产品实现自研 SLG 突破。
- 海外 SLG 题材：选择往往与电影密切相关。以美国市场为例，BBC《全美历史最伟大电影》榜单前 30 名中，已有 6 部电影对应题材被应用于海外市场 SLG 产品中，包含黑道、科幻、战争、西部等题材。公司出海 SLG 研发紧跟以上品类，确保产品符合海外市场需求。

图表 10：SLG 海外成功品类分析

排名	电影	题材	该题材 SLG 手游
2	教父	黑道	黑道风云
4	2001 太空漫游	科幻	星际迷航：舰队指挥官
9	卡萨布兰卡	战争	二战风云
17	淘金记	西部	狂野西境
20	好家伙	黑道	黑道风云
25	为所欲为	黑道	黑道风云

来源：BBC，国金证券研究所

- 海外 SLG 品类：“明星制作人&多项目基数”确保成功率。海外 SLG 可选题材较为广泛，公司在海外布局西部牛仔、黑道、战争、三消等品类超过 4 款 SLG 产品。假设 SLG 单品类成功率为 25%，则公司的海外 SLG 产品至少成功一款的概率高达 68.4%。

**图表 11：SLG 品类成功率测算**

研发次数	1	2	3	4	5
SLG 品类成功率	25.0%	43.8%	57.8%	68.4%	76.3%

来源：国金证券研究所

- **与明星制作人刘宇宁合作，提高项目成功率。**公司投资的前爆款 SLG 《阿瓦隆之王》制作人刘宇宁的西部牛仔题材 SLG 已于海外部分市场上线，并处于长期调优过程中，预计后续调优后表现将较为亮眼。

## 2.2 腾讯如何竞争择优确保品类突破？“赛马”机制筛选出最佳作品

### 2.2.1 光子 VS 天美：内部竞争择优促成高成功率

- **腾讯为什么在意品类成功率：主要收入集中于爆款产品。**腾讯的手游收入份额大体服从“二八分布”原则：爆款手游的收入体量往往是非爆款的 5~10 倍以上，因此对腾讯而言，品类成功率的提升往往能是其手游收入爆发的关键因素。经测算仅《王者荣耀》、《和平精英》两款游戏收入占腾讯手游收入比例就高达近 70%。

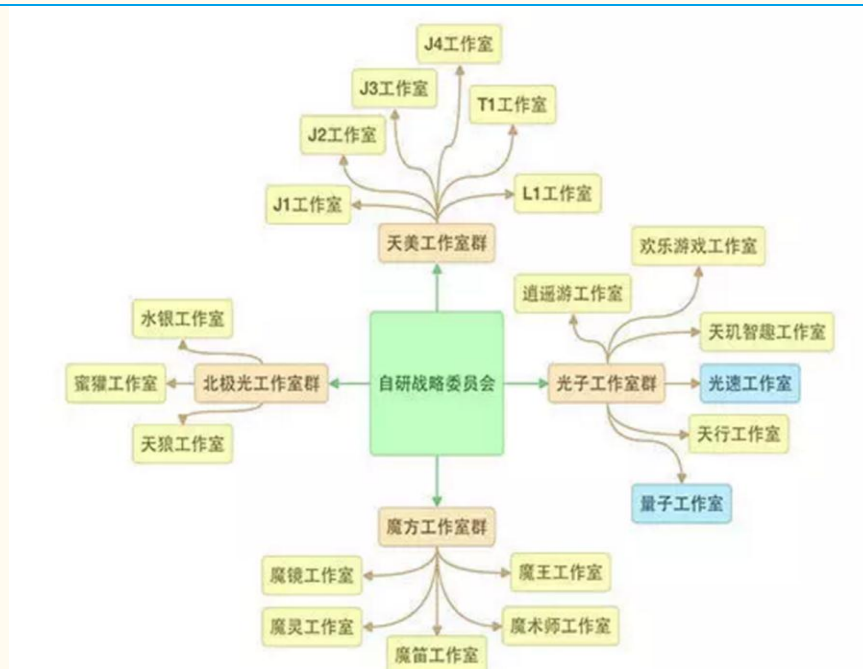
**图表 12：腾讯手游收入构成**

	2019	2019	2019	2019	2020	2020	2020	2020
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2E	Q3E	Q4E
王者荣耀	69%	49%	40%	43%	50%	42%	42%	41%
和平精英	无版号	12%	17%	22%	23%	26%	22%	23%
爆款收入占比	69%	61%	57%	65%	73%	66%	64%	64%
QQ 飞车	9%	5%	5%	5%	6%	3%	4%	5%
穿越火线	5%	5%	3%	3%	3%	3%	3%	3%

来源：国金证券研究所

- **腾讯提升品类成功率的方法：内部竞争。**腾讯各工作室之间的研发过程相对独立，研发的产品也可能互为竞品，现以天美和光子两工作室竞争最为激烈，早在几年以前，双方就分别以“天天系列”和“全民系列”确立了各自的手游研发份额。而腾讯则乐见工作室内部的竞争并运用类似赛马的择优选择法，留下市场认可度更高的产品，利用工作室之间的产品研发、竞争与优化，成功占领某一特定品类的市场并获得成功。

图表 13：腾讯游戏四大工作室群架构



来源：Donews，国金证券研究所

- **MOBA 品类：**天美工作室《王者荣耀》历经内部迭代后来居上。腾讯于 2015 年进军 MOBA 品类，于当年 8 月首先由光子工作室推出《全民超神》，而天美工作室的 MOBA 产品先后历经《英雄战迹》、《王者联盟》、《王者荣耀》三个版本，历经用户反馈调优最终赢得了腾讯内部 MOBA 品类之争。至 2019 年《王者荣耀》已占据 MOBA 品类的绝大多数市场份额，取得了品类成功后，《全民超神》也即停止运营。
- **“吃鸡”品类：**二次交锋，光子工作室借《刺激战场》胜出。天美和光子在 2018 年 2 月几乎同时推出各自的“吃鸡”产品《全军出击》和《刺激战场》，在历经一年三个月的测试期后，《刺激战场》最终取得了市场认可，从而得以继续运营，而《全军出击》则被关停测试服务器。

图表 14：腾讯游戏的品类内竞争模式

品类	工作室	游戏名称	开服时间	停服时间	后续
MOBA	光子	《全民超神》	2015.8	2019.10	停止运营
	天美	《王者荣耀》	2015.11	-	持续运营
吃鸡	天美	《全军出击》	2018.2	2019.5	停止运营
	光子	《刺激战场》	2018.2	-	转为《和平精英》

来源：国金证券研究所

## 2.2.2 腾讯游戏高成功率的要素：内部竞争+资源驱动

- **腾讯游戏高成功率的要素一：竞争型研发理念。**这一理念使得腾讯能在产品上做的精益求精，从而最终占领该品类的市场。竞争是腾讯工作室之间的主旋律，工作室之间对其各自产品、研发方法的了解，往往要深于公司外部的竞争对手，因而也能更加精准地做出差异化产品，以各个角度切入用户需求，从而导致内部竞争能更快筛选出优质产品。
- **腾讯游戏高成功率的要素二：市场领先的资源投入。**腾讯在“绝地求生”系列研发总投入超过 1 亿元；在该品类产品研发初期，出于抢占市场先机的需要，研发时间非常紧张。腾讯内部工作室采用“三班倒”的工作模式，超过 3/4 的手游研发人员不间断进行该品类游戏研发。以光子工作室为例，共有超过 200 人的研发团队 24 小时不间断进行研发，最终在游戏工委做



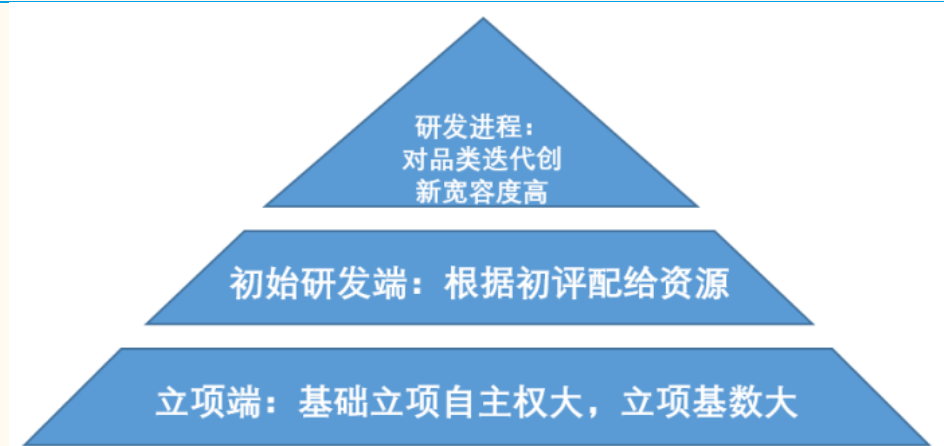
出有关“大逃杀”游戏指导意见后三个月内就完成并上线了两款“吃鸡”类手游产品。

### 3. 研发基数维度：网易如何加大研发基数？

#### 3.1 公司理念端：网易的扁平化管理模式造就高项目基数

- 网易的研发布局：高品类基数推动。网易的研发布局模式与网易的扁平化管理机制密切相关。网易产品在立项端较为容易，基层员工往往就有创新立项的机会，而在实际研发过程中则会有持续跟踪评估，从而动态调整项目研发取舍和研发经费。同时网易整体的研发规划也并非完全由高层决定，而是自下而上逐步建立研发目标（项目数），汇总后再由高管进行分析调整。这种员工拥有较大自主权的“扁平化”管理机制使得网易每年拥有超过100个新立项产品，品类也遍及市场主流游戏各品类。

图表 15：网易扁平化研发管理示意图



来源：国金证券研究所

#### 3.2 研发布局端：网易品类布局多，品类成功总量高

- 网易手游产品布局思路：由“高研发基数”走向“高成功产品数”。网易手游产品线对品类覆盖面极为全面：以自身端游时代的优势品类 RPG（包含 ARPG 和回合制 RPG）为主线，同时覆盖射击（生存、“吃鸡”、沙盒等细分玩法）、SLG、MOBA、TCG、解密等多品类，每个品类均有取得突破的代表作出现，这体现了网易高品类突破研发布局模式的成功，利用基数研发策略助推产品研发及产品线布局。

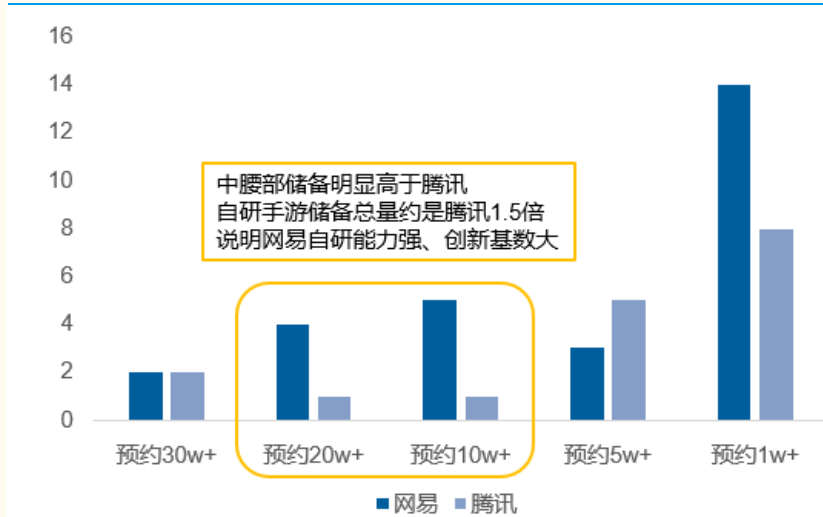
图表 16：网易手游产品类型分布情况

产品类型	产品数	代表作品
ARPG	18	《倩女幽魂》、《一梦江湖》
回合制 RPG	11	《阴阳师》、《梦幻西游手机版》
射击	6	《荒野行动》
解密	4	《青璃》
体育	2	《潮人篮球》
MOBA	2	《决战平安京》
TCG	2	《阴阳师百闻牌》
SLG	2	《率土之滨》

来源：公司官网，国金证券研究所

- **网易产品储备量：相比腾讯具备优势，中腰部细分品类数量优势明显。当前网易手游产品储备量相比腾讯具有优势，其中又以中腰部定位的细分品类产品数量优势最为明显：网易旗下预约人数在 10-30 万人的中腰部定位手游数是腾讯的 4 倍以上。**

图表 17：网易、腾讯手游产品储备情况对比



来源：TapTap，国金证券研究所

#### 4. 投资建议

预计三七未来 3 年研发人员增长较快，尤其是在公司主攻的 SLG 品类、ARPG 新题材类方面项目基数较大，实现单品类突破的成功率极高。2020 归母净利润 29.04 亿元，对应 30 倍 PE，对应 EPS 1.38 元；2021 归母净利润 36.40 亿元，对应 24 倍 PE，对应 EPS 1.72 元；2022 归母净利润 43.38 亿元，对应 20 倍 PE，对应 EPS 2.05 元；同时根据我们的测算，2024 年其中性利润约为 78 亿元，如果给予行业的 30 倍 PE，那么将达 2340 亿元市值。

#### 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
<b>主营业务收入</b>	<b>6,189</b>	<b>7,633</b>	<b>13,227</b>	<b>16,874</b>	<b>20,596</b>	<b>24,433</b>
增长率		23.3%	73.3%	27.6%	22.1%	18.6%
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,948</b>	<b>-1,811</b>	<b>-1,776</b>	<b>-2,210</b>	<b>-2,656</b>	<b>-3,102</b>
%销售收入	31.5%	23.7%	13.4%	13.1%	12.9%	12.7%
<b>毛利</b>	<b>4,241</b>	<b>5,821</b>	<b>11,451</b>	<b>14,665</b>	<b>17,940</b>	<b>21,331</b>
%销售收入	68.5%	76.3%	86.6%	86.9%	87.1%	87.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-27</b>	<b>-33</b>	<b>-46</b>	<b>-59</b>	<b>-72</b>	<b>-86</b>
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>销售费用</b>	<b>-1,908</b>	<b>-3,347</b>	<b>-7,737</b>	<b>-9,728</b>	<b>-11,616</b>	<b>-13,512</b>
%销售收入	30.8%	43.9%	58.5%	57.7%	56.4%	55.3%
<b>管理费用</b>	<b>-777</b>	<b>-246</b>	<b>-222</b>	<b>-236</b>	<b>-278</b>	<b>-318</b>
%销售收入	12.5%	3.2%	1.7%	1.4%	1.4%	1.3%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>-538</b>	<b>-820</b>	<b>-1,232</b>	<b>-1,771</b>	<b>-2,414</b>
%销售收入	0.0%	7.0%	6.2%	7.3%	8.6%	9.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,529</b>	<b>1,657</b>	<b>2,626</b>	<b>3,409</b>	<b>4,202</b>	<b>5,002</b>
%销售收入	24.7%	21.7%	19.8%	20.2%	20.4%	20.5%
<b>财务费用</b>	<b>-29</b>	<b>-17</b>	<b>15</b>	<b>25</b>	<b>-7</b>	<b>-2</b>
%销售收入	0.5%	0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-351</b>	<b>-1,049</b>	<b>-58</b>	<b>-37</b>	<b>37</b>	<b>0</b>
公允价值变动收益	0	0	-148	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>256</b>	<b>81</b>	<b>111</b>	<b>116</b>	<b>139</b>	<b>167</b>
%税前利润	13.4%	6.6%	4.1%	3.2%	3.0%	3.1%
<b>营业利润</b>	<b>1,518</b>	<b>770</b>	<b>2,672</b>	<b>3,659</b>	<b>4,547</b>	<b>5,378</b>
营业利润率	24.5%	10.1%	20.2%	21.7%	22.1%	22.0%
<b>营业外收支</b>	<b>399</b>	<b>449</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>24</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,917</b>	<b>1,219</b>	<b>2,696</b>	<b>3,683</b>	<b>4,571</b>	<b>5,402</b>
利润率	31.0%	16.0%	20.4%	21.8%	22.2%	22.1%
<b>所得税</b>	<b>-80</b>	<b>-68</b>	<b>-279</b>	<b>-387</b>	<b>-480</b>	<b>-567</b>
所得税率	4.2%	5.6%	10.4%	10.5%	10.5%	10.5%
<b>净利润</b>	<b>1,836</b>	<b>1,151</b>	<b>2,417</b>	<b>3,296</b>	<b>4,091</b>	<b>4,835</b>
少数股东损益	216	143	302	393	452	497
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,621</b>	<b>1,009</b>	<b>2,115</b>	<b>2,904</b>	<b>3,640</b>	<b>4,338</b>
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
<b>净利润</b>	<b>1,836</b>	<b>1,151</b>	<b>2,417</b>	<b>3,296</b>	<b>4,091</b>	<b>4,835</b>
少数股东损益	216	143	302	393	452	497
<b>非现金支出</b>	<b>511</b>	<b>1,167</b>	<b>169</b>	<b>245</b>	<b>408</b>	<b>592</b>
非经营收益	-215	-82	61	-126	-149	-177
<b>营运资金变动</b>	<b>-301</b>	<b>-282</b>	<b>594</b>	<b>119</b>	<b>25</b>	<b>1</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,832</b>	<b>1,954</b>	<b>3,241</b>	<b>3,534</b>	<b>4,375</b>	<b>5,250</b>
<b>资本开支</b>	<b>-1,010</b>	<b>-311</b>	<b>-366</b>	<b>-1,136</b>	<b>-264</b>	<b>-464</b>
投资	-490	200	560	0	0	0
其他	132	56	-1,238	116	139	167
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,368</b>	<b>-55</b>	<b>-1,043</b>	<b>-1,020</b>	<b>-124</b>	<b>-296</b>
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
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>298</b>	<b>-1,964</b>	<b>-1,595</b>	<b>4,007</b>	<b>-461</b>	<b>-461</b>
<b>现金净流量</b>	<b>762</b>	<b>-65</b>	<b>603</b>	<b>6,522</b>	<b>3,790</b>	<b>4,493</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

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

**比率分析**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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%

**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	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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
3	2020-07-07	买入	44.61	N/A

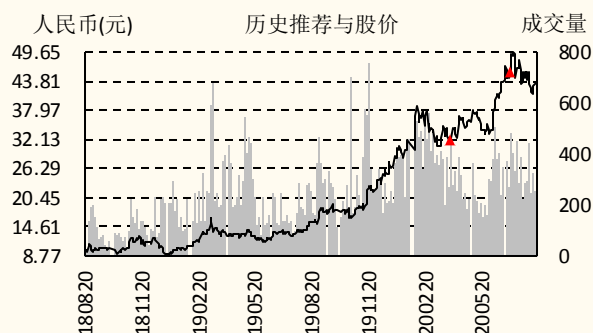
来源：国金证券研究所

**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