# 宝通科技（300031）

证券研究报告
2021 年 04 月 25 日

## 业绩符合预期，21 年自研及代理游戏储备充足

**事件：公司于 4 月 24 日晚披露 20 年年报及 21Q1 季报，业绩符合预期。**2020 年公司实现营收 26.38 亿元，同比上升 6.56%；归母净利润 4.37 亿元，同比上升 43.18%，扣非归母 4.27 亿元，同比上升 43.18%。2021Q1 实现营收 7.33 亿元，同比增长 14.53%，归母净利润 1.23 亿元，同比增长 3.60%，扣非归母 1.22 亿元，同比增长 5.37%，符合业绩预告范围。2020 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元( 含税 )，现金分红率为 26.45%。2020 年整体毛利率 40.83%，同比下降 17.81pct，销售费用 4.93 亿，同比下降 47.06%，销售费用率 18.69%，同比下降 18.92pct，主要系公司执行新收入准则，将游戏金流渠道费 4.27 亿调整至营业成本所致，扣除金流渠道费影响，公司毛利率为 74.03%，较 19 年增加 3.02pct。

**游戏：21 年代理及自研产品储备值得期待。**2021 年产品储备丰富，在国内、港澳台、韩国、东南亚、日本等地区上线《终末阵线：伊诺贝塔》、《龙之怒吼》、《死神》、《T13》、《FZFS》、《D3》、《DK》、《伊苏》、《WLY》等多款重量级新品。同时，公司也已储备 4-5 款自研（定制）新品上线与测试，新品的上线将为公司业绩持续增长提供新动力。其中，《终末阵线：伊诺贝塔》将由 B 站在中国大陆进行独家代理发行，二次元 RPG 末日机甲游戏，将于 21Q2 上线，值得期待。

**工业互联网：持续创新，行业首家智能输送全栈式服务商。**20 年工业互联网业务实现 11.07 亿收入，增速 26.31%，海外收入占比首次突破 45%。公司是行业首家智能输送全栈式服务商，20 年是公司智能输送全栈式服务，智能软硬件系统落地的元年。公司同必和必拓签订 5 年框架协议，成为必和必拓全球矿山的主力输送带供应商。

**投资建议：**2021 年公司将持续加大自研游戏研发，首款成都聚获自研产品《终末阵线：伊诺贝塔》将由 B 站在中国大陆进行独家代理发行，B 站站内评分 9.1 分，当前预约数为 40.4 万，即将进行付费测试，有望 2021Q2 上线；海南高图《WST》也进入加大规模推广阶段；下半年将有代号《JS》、《SG》等自研和定制产品上线；还有《龙之怒吼》、《死神》、《T13》、《FZFS》、《D3（版号申请中）》、《DK》、《伊苏》、《WLY》等值得期待。工业互联网方面，随着应用场景增加，公司的工业互联网平台也将有更大的发挥空间。综上，由于公司 21 年进入自研及代理游戏新的一轮产品周期，我们上调公司 21-22 年盈利预测，我们预计公司 21-23 年净利为 5.32/6.59/8.03 亿元( 前期 21-22 年预测净利为 5.01/6.06 亿元 )，对应估值 12x/10x/8x，期待公司《终末阵线：伊诺贝塔》、《WST》等大作持续催化业绩，维持“买入”评级。

**风险提示：**游戏上线时间和表现不及预期；海外政策监管风险；海外市场拓展进度不及预期。

| 财务数据和估值 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 2,475.62 | 2,637.92 | 3,658.96 | 4,755.92 | 5,860.25 |
| 增长率(%) | 14.28 | 6.56 | 38.71 | 29.98 | 23.22 |
| EBITDA(百万元) | 421.82 | 664.56 | 656.56 | 802.67 | 970.62 |
| 净利润(百万元) | 305.04 | 436.76 | 531.63 | 658.51 | 802.86 |
| 增长率(%) | 12.25 | 43.18 | 21.72 | 23.87 | 21.92 |
| EPS(元/股) | 0.77 | 1.10 | 1.34 | 1.66 | 2.02 |
| 市盈率(P/E) | 20.86 | 14.57 | 11.97 | 9.66 | 7.93 |
| 市净率(P/B) | 2.41 | 2.08 | 1.85 | 1.55 | 1.30 |
| 市销率(P/S) | 2.57 | 2.41 | 1.74 | 1.34 | 1.09 |
| EV/EBITDA | 12.77 | 10.74 | 8.41 | 6.08 | 4.87 |

资料来源：wind，天风证券研究所

**投资评级**

| | |
|---|---|
| 行业 | 传媒/互联网传媒 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 16.04 元 |
| 目标价格 | 元 |

**基本数据**

| | |
|---|---|
| A 股总股本(百万股) | 396.77 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 324.53 |
| A 股总市值(百万元) | 6,364.20 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 5,205.41 |
| 每股净资产(元) | 7.75 |
| 资产负债率(%) | 32.00 |
| 一年内最高/最低(元) | 30.55/14.66 |

**作者**

**文浩** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

**冯翠婷** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

**股价走势**

资料来源：贝格数据

**相关报告**

1《宝通科技-半年报点评:符合预期，海南高图自研自发大幅增长，下半年自研产品国内上线可期》2020-08-27

2《宝通科技-公司点评:疫情催化业绩超预期，继续看好下半年及明年表现》2020-07-02

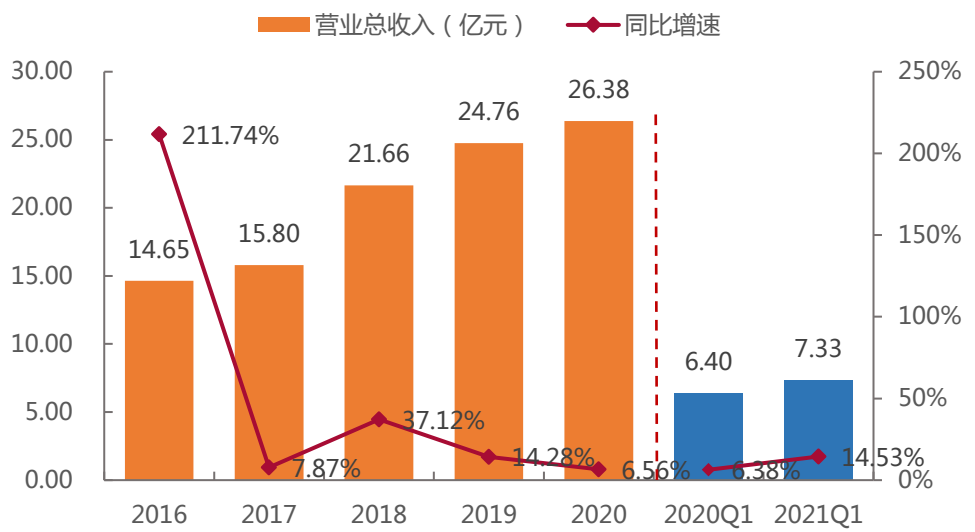
3《宝通科技-年报点评报告:一季度业绩超预期，两次激励彰显长期信心》2020-04-16

宝通科技 2020 年实现营收 26.38 亿元，同比上升 6.56%；归母净利润 4.37 亿元，同比上升 43.18%，扣非归母 4.27 亿元，同比上升 43.18%。

经拆分，2020Q4 公司实现营收 6.86 亿元，同比下降 2.88%，归母净利润 1.21 亿元，同比上升 66.82%，扣非归母 1.16 亿元，同比上升 69.49%。

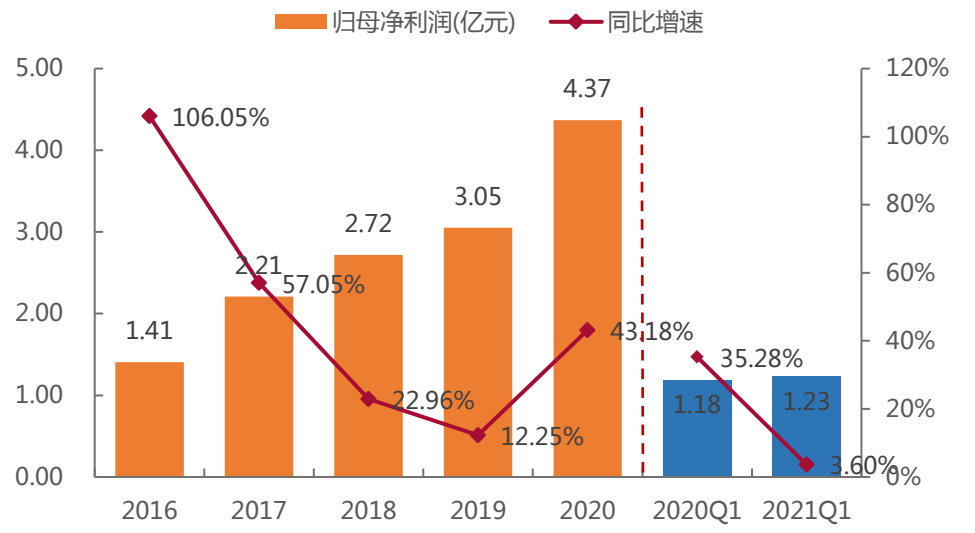
2021Q1 实现营收 7.33 亿元，同比增长 14.53%，归母净利润 1.23 亿元，同比增长 3.60%，扣非归母 1.22 亿元，同比增长 5.37%。

**图 1：宝通科技 2016-2020 年、2020Q1 和 2021Q1 营业总收入及增速 1**



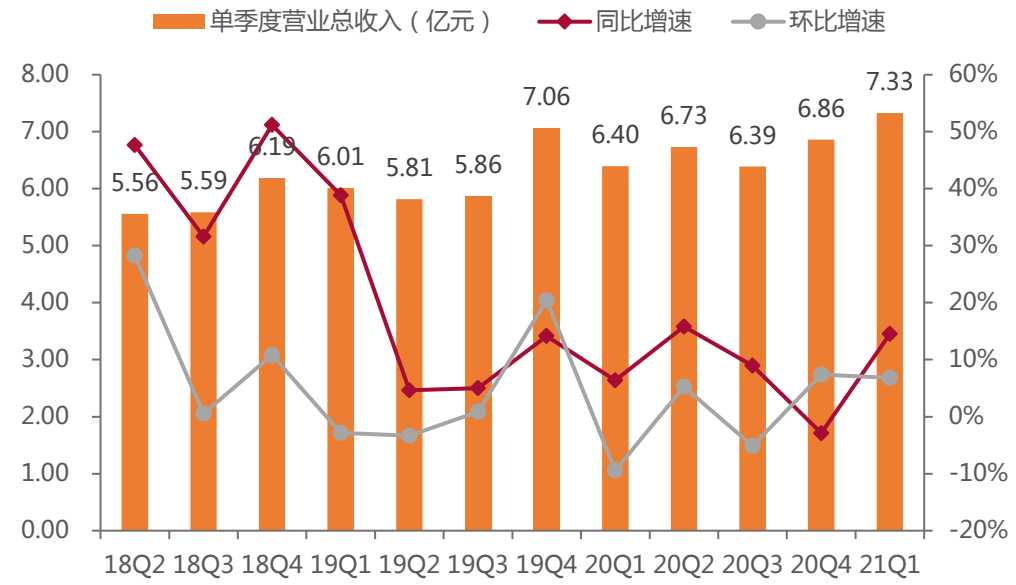

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**图 2：宝通科技 2016-2020 年、2020Q1 和 2021Q1 归母净利润及增速**



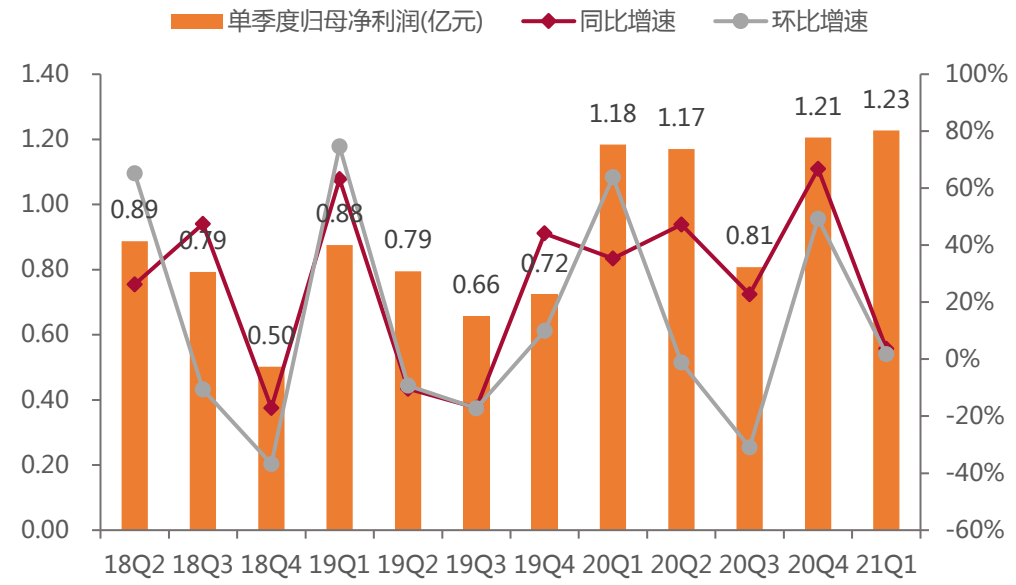

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：宝通科技 18Q2-21Q1 营业总收入及增速 2




资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：宝通科技 18Q2-21Q1 归母净利润及增速 3



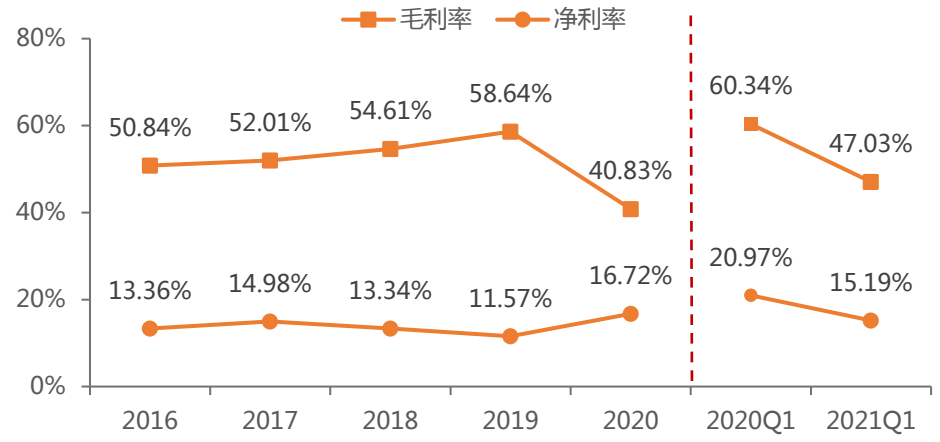

资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率上，公司 20 年整体毛利率 40.83%，同比下降 17.81pct，主要系游戏业务公司执行新收入准则，将游戏金流渠道费 4.28 亿元调整至营业成本所致；工业互联网业务将外销的海运费冲减收入及内销的运输费重分类进成本所致。扣除游戏业务的金流渠道费影响，公司毛利率为 74.03%，较上年增加 3.02pct。公司 20 年整体净利率 16.72%，同比上升 5.15pct。

20Q4 整体毛利率-15.12%，同比下降 71.87pct，整体净利率 17.10%，同比上升 8.54pct。

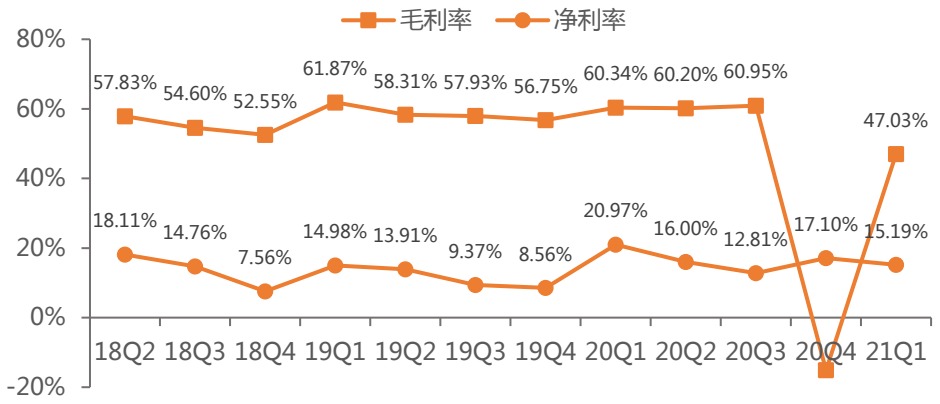
21Q1 毛利率 47.03%，同比下降 13.31pct，净利率 15.19%，同比下降 5.77pct。

图 5：宝通科技 2016-2020 年、2020Q1 和 2021Q1 毛利率与净利率 4




资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：宝通科技 18Q2-21Q1 毛利率与净利率 5




资料来源：公司公告，天风证券研究所；由于 20 年年报对游戏金流渠道费项目进行调整，导致 20Q4 毛利率异常

表 1：分业务营收及毛利率

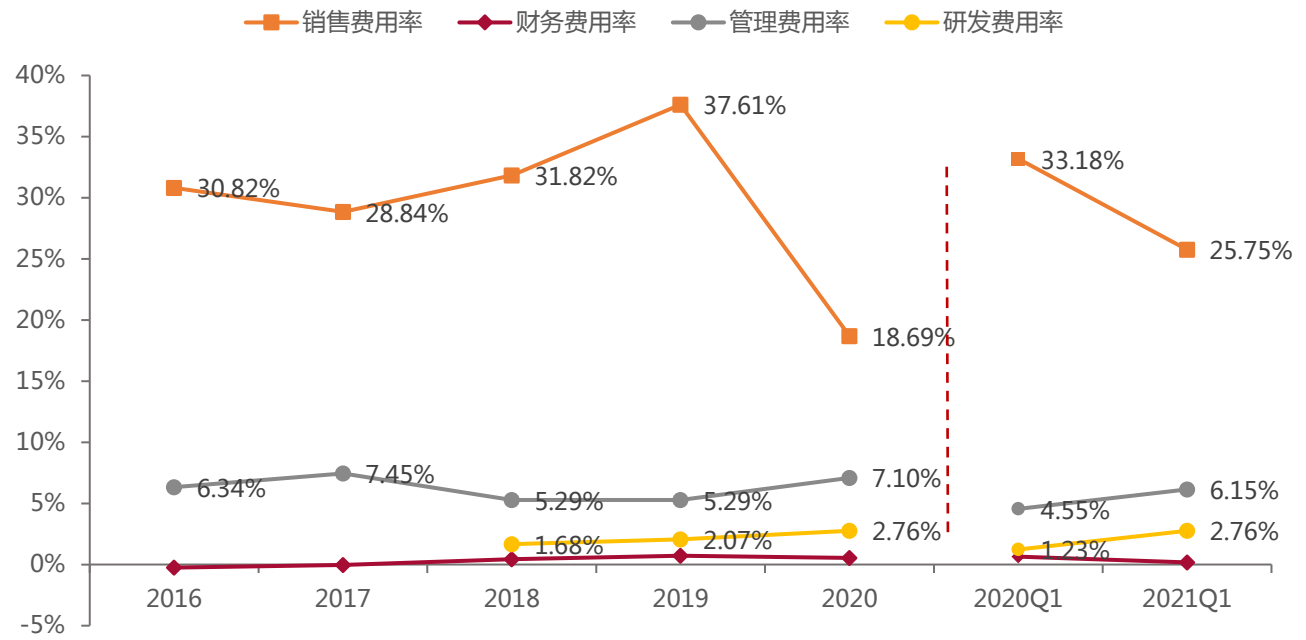
| | 营业收入 | yoy | 营业成本 | yoy | 毛利率 | yoy |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **分行业** | | | | | | |
| 移动游戏 | 1,531,098,824.57 | -4.27% | 825,458,877.35 | 78.04% | 46.09% | -24.92% |
| 工业互联网 | 1,106,823,602.52 | 26.31% | 735,462,062.26 | 31.28% | 33.55% | -2.51% |
| **分产品** | | | | | | |
| 移动游戏产品 | 1,531,098,824.57 | -4.27% | 825,458,877.35 | 78.04% | 46.09% | -24.92% |
| 智能输送数字化产品 | 938,647,898.64 | 29.54% | 661,887,828.35 | 35.27% | 29.48% | -2.99% |
| 智能输送系统服务 | 168,175,703.88 | 10.88% | 73,574,233.91 | 3.74% | 56.25% | 3.01% |
| **分地区** | | | | | | |
| 境内 | 646,990,443.40 | 4.59% | 478,765,340.49 | 7.71% | 26.00% | -2.15% |
| 境外 | 1,990,931,983.69 | 7.21% | 1,082,155,599.12 | 86.77% | 45.65% | -23.15% |

资料来源：公司公告、天风证券研究所

四项费用率上，2020 年销售费用 4.93 亿，同比下降 47.06%，销售费用率 18.69%，同比下降 18.92pct，主要系公司执行新收入准则，将游戏金流渠道费 4.27 亿调整至营业成本所致；管理费用 1.87 亿，同比上升 42.87%，管理费用率 7.10%，同比上升 1.80pct，主要系公司新增股权激励费用计提及职工薪酬增加所致；研发费用 7282.45 万，同比上升 42.30%，研发费用率 2.76%，同比上升 0.69pct，主要系公司研发人员增加后薪酬增加所致；财务费用 1399.73 万，同比下降 21.27%，财务费用率 0.53%，同比下降 0.19pct，主要系公司银行借款减少所致。

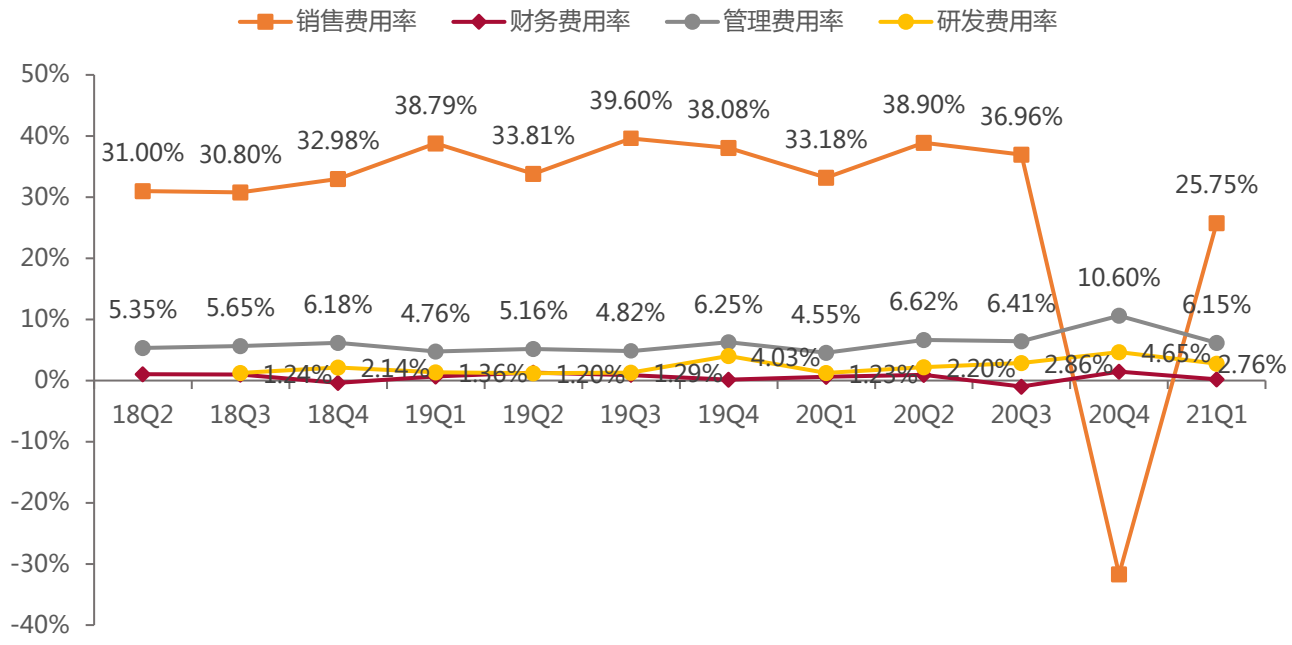
21Q1 公司销售费用 1.89 亿元，同比下降 11.13%，销售费用率 25.75%，同比下降 7.43pct；管理费用 4502.75 万元，同比增长 54.77%，管理费用率 6.15%，同比增加 1.60pct，主要系本期计提股权激励期权费用所致；财务费用 132.79 万元，同比下降 67.37%，财务费用率 0.18%，同比下降 0.45pct，研发费用 2024.61 万元，同比增长 156.86%，研发费用率 2.76%，同比增加 1.53pct，主要系本期研发投入增加所致。

**图 7：宝通科技 2016-2020 年、2020Q1 和 2021Q1 费用率 6**




资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：宝通科技 18Q2-21Q1 费用率 7

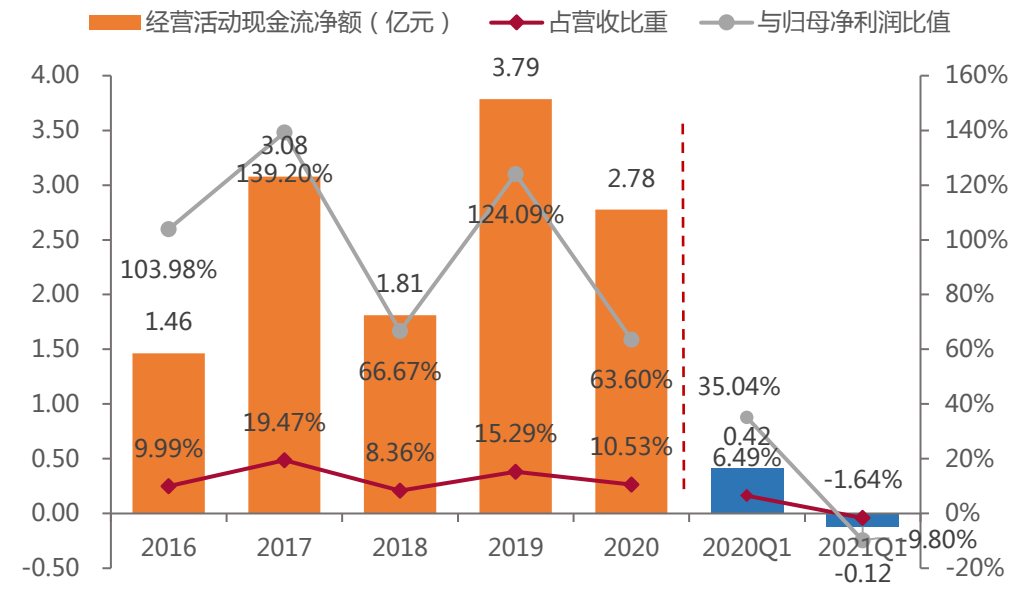



资料来源：公司公告，天风证券研究所；由于 20 年年报对游戏金流渠道费项目进行调整，导致 20Q4 销售费用率异常

2020 年公司经营活动产生的现金流量净额为 2.78 亿元，同比下降 26.62%，经营性现金流净额/营业收入为 10.53%，同比下降 4.76%，主要系本报告期内预付账款、管理费用、研发费用等成本费用增加较多所致。

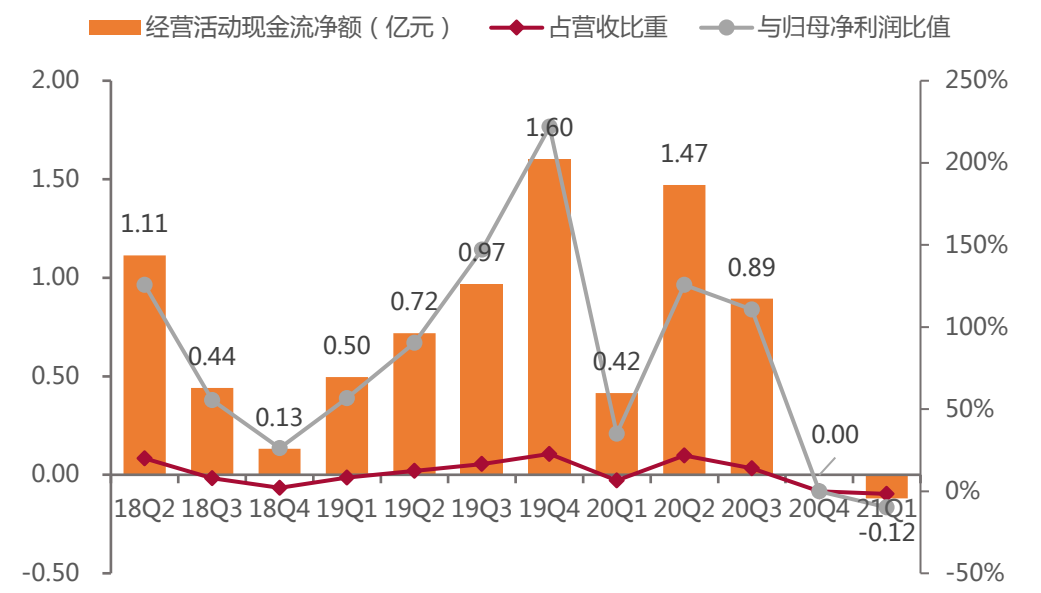
21Q1 公司经营性现金流净额为-1201.97 万元，去年同期为 4149.90 万元，主要系支付的各项税费增加 4221 万元、员工薪酬支出较去年同期增加 2340 万元及预付分成款等其他经营性支出增加 4393 万元所致。

图 9：宝通科技 2016-2020 年、2020Q1 和 2021Q1 经营性现金流情况 8




资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：宝通科技 18Q2-21Q1 经营性现金流情况 9




资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：公司分业务介绍

资料来源：公司公告、天风证券研究所

**游戏：21 年代理及自研产品储备值得期待。**目前，公司旗下子公司易幻网络拥有近七十款正在运营的游戏，热门游戏 30 余款，类型涉及 MMORPG、ARPG、SLG、CAG、SIM 等，语言覆盖繁体中文、英文、日语、韩语、东南亚和欧洲等语种，代表作品有《神雕侠侣》、《天龙八部》、《六龙御天》、《最终幻想-觉醒》、《诛仙》、《剑侠情缘》、《三国群英传》、《完美世界》《遗忘之境》《龙之怒吼》等多款游戏在韩国、港澳台、东南亚、日本、欧美等市场表现优秀，曾荣登 GooglePlay、AppStore 等榜单前列。公司除《万王之王》、《三国群英传》、《龙之怒吼》、《完美世界》等精品老游戏持续发力之外，2020 年持续推出新品《食物语》、《Kingdom:FlamesofWar》、《新笑傲江湖》、《造物 2》、《延禧攻略》、《梦境链接》等 10 余款新品，产品上线后表现良好，为公司业绩持续稳定增长提供支撑。

公司旗下子公司海南高图主攻全球化研运一体，运营游戏《War and Magic》曾在 6 个国

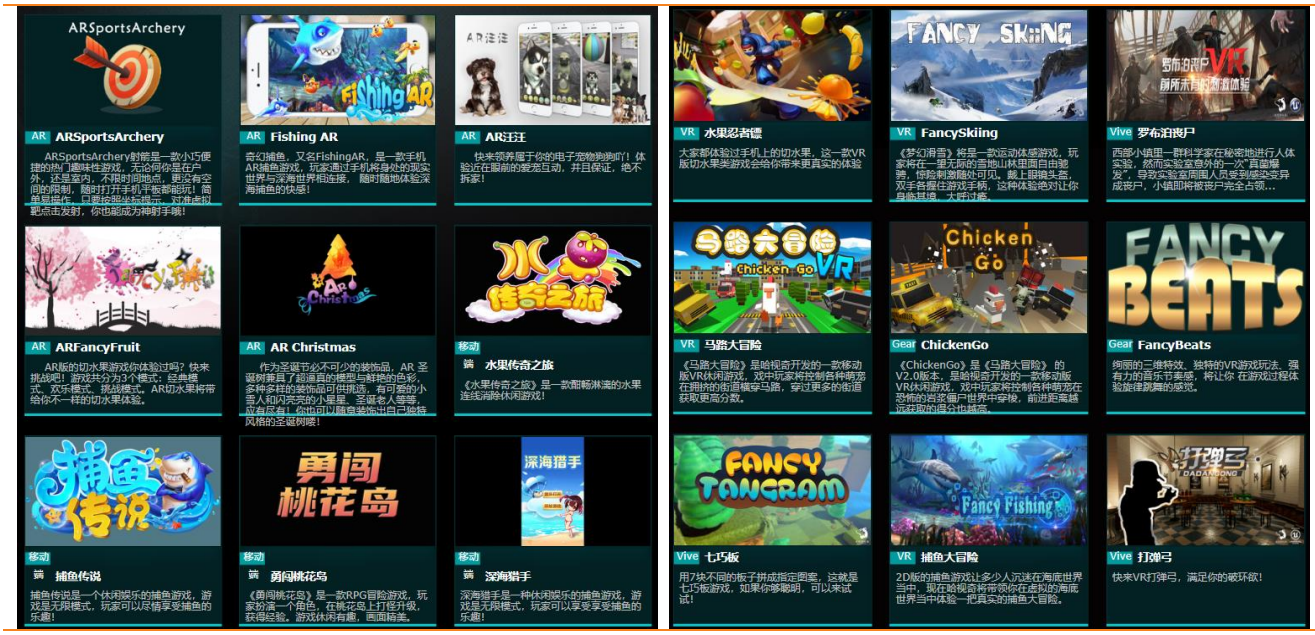
家和地区登顶 AppStore 畅销榜第一名，在 15 个国家和地区进入畅销榜前十名，注册用户已经突破千万，分别来自一百多个国家和地区；运营游戏运营的游戏《King’ s Throne》在 10 个国家或地区进入 AppStore 游戏畅销榜前十名，目前用户已经覆盖 98 个国家和地区，仍在持续成长中；运营的游戏《Dragon Storm Fantasy》在 5 个国家和地区进入 AppStore 游戏畅销榜前十名，多次获得 GooglePlay 官方推荐。

旗下子公司成都聚获，专注于二次元自研产品的研发，首款自研产品《终末阵线：伊诺贝塔》已于 2020 年 7 月 31 日联合 B 站对玩家首次展示，该款产品将由 B 站在中国大陆进行独家代理发行，该产品是一款经典的角色扮演游戏，二次元游戏风格，末日机甲游戏题材，即将于 2021Q2 上线。

**2021 年公司将持续加大自研游戏研发。**首款成都聚获自研产品《终末阵线：伊诺贝塔》将由 B 站在中国大陆进行独家代理发行，B 站站内评分 9.1 分，当前预约数为 40.4 万，即将进行付费测试，有望 2021Q2 上线；海南高图《WST》也进入加大规模推广阶段；下半年将有代号《JS》、《SG》等自研和定制产品上线；公司已储备 4-5 款自研（定制）新品上线与测试，新品的上线将为公司业绩持续增长提供新动力。同时，还有《龙之怒吼》、《死神》、《T13》、《FZFS》、《D3（版号申请中）》、《DK》、《伊苏》、《WLY》等值得期待。

**公司积极拓展 VR/AR/MR 领域新业务及结合云计算创新游戏业务新模式，切实推进新一代技术在游戏场景的落地。**公司投资国内顶尖的 VR/AR 内容和解决方案供应商哈视奇，并于 20 年 2 月与哈视奇签署业务合作协议，与该公司深入开展 VR/AR 游戏、云 VR 游戏研发运营合作。20 年全资子公司易幻网络投资设立星翼幻，该公司主要为拓展 VR/AR/MR 域新业务及结合云计算创新游戏业务新模式。

**图 11：哈视奇 VR/AR 游戏**




资料来源：哈视奇官网、天风证券研究所

**工业互联网：持续创新，行业首家智能输送全栈式服务商。**20 年工业互联网业务实现 11.07 亿收入，增速 26.31%，海外收入占比首次突破 45%。公司运用云计算、大数据、物联网、人工智能、等新一代信息技术，实现了输送系统的数据采集、传输、智能感知及智能分析预警解决下游客户安全输送、绿色输送、有序输送、无人值守等痛点，逐渐构建智能输送全栈式服务的生态体系。20 年是公司智能输送全栈式服务，智能软硬件系统落地的元年。公司同必和必拓签订 5 年框架协议，成为必和必拓全球矿山的主力输送带供应商。2021 年，公司正在和多个下游行业核心客户商谈全栈式服务的内容，逐步完成硬件和软件的标准化。公司投资矿区无人驾驶，延伸和丰富工业散货物料智能输送全栈式服务内涵，将无人运输解决方案与公司无人值守输送系统相结合，打开更大的成长空间。

# 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 837.29 | 722.13 | 1,096.23 | 1,687.27 | 1,847.32 |
| 应收票据及应收账款 | 497.83 | 668.08 | 1,017.08 | 864.75 | 1,454.04 |
| 预付账款 | 95.73 | 136.23 | 244.89 | 242.45 | 324.37 |
| 存货 | 235.40 | 261.73 | 539.62 | 496.90 | 774.51 |
| 其他 | 274.96 | 202.98 | 156.08 | 286.93 | 219.41 |
| **流动资产合计** | **1,941.22** | **1,991.15** | **3,053.90** | **3,578.30** | **4,619.64** |
| 长期股权投资 | 9.75 | 328.78 | 328.78 | 328.78 | 328.78 |
| 固定资产 | 233.54 | 224.86 | 320.49 | 397.94 | 451.50 |
| 在建工程 | 51.91 | 222.37 | 169.42 | 149.65 | 119.79 |
| 无形资产 | 88.74 | 92.36 | 85.09 | 77.82 | 70.55 |
| 其他 | 1,695.13 | 1,906.89 | 1,576.99 | 1,687.98 | 1,709.91 |
| **非流动资产合计** | **2,079.06** | **2,775.26** | **2,480.77** | **2,642.18** | **2,680.53** |
| **资产总计** | **4,020.28** | **4,766.41** | **5,534.67** | **6,220.48** | **7,300.17** |
| 短期借款 | 456.12 | 414.21 | 400.00 | 400.00 | 400.00 |
| 应付票据及应付账款 | 500.03 | 584.68 | 875.79 | 1,110.78 | 1,250.17 |
| 其他 | 183.54 | 252.65 | 599.56 | 350.78 | 438.53 |
| **流动负债合计** | **1,139.69** | **1,251.53** | **1,875.34** | **1,861.56** | **2,088.70** |
| 长期借款 | 150.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 384.27 | 128.09 | 170.79 | 227.72 |
| 其他 | 90.24 | 45.19 | 70.13 | 68.52 | 61.28 |
| **非流动负债合计** | **240.24** | **429.46** | **198.22** | **239.31** | **289.00** |
| **负债合计** | **1,379.92** | **1,680.99** | **2,073.57** | **2,100.86** | **2,377.69** |
| 少数股东权益 | 4.08 | 24.47 | 24.47 | 24.47 | 24.47 |
| 股本 | 396.77 | 396.77 | 396.77 | 396.77 | 396.77 |
| 资本公积 | 955.99 | 980.59 | 980.59 | 980.59 | 980.59 |
| 留存收益 | 2,165.87 | 2,508.24 | 3,039.87 | 3,698.38 | 4,501.24 |
| 其他 | (882.36) | (824.66) | (980.59) | (980.59) | (980.59) |
| **股东权益合计** | **2,640.36** | **3,085.41** | **3,461.10** | **4,119.61** | **4,922.47** |
| **负债和股东权益总计** | **4,020.28** | **4,766.41** | **5,534.67** | **6,220.48** | **7,300.17** |

| 现金流量表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 286.43 | 441.01 | 531.63 | 658.51 | 802.86 |
| 折旧摊销 | 115.38 | 106.13 | 24.59 | 29.58 | 33.58 |
| 财务费用 | 21.32 | 24.98 | 4.18 | (4.53) | (11.04) |
| 投资损失 | (0.18) | (123.77) | (120.00) | (120.00) | (120.00) |
| 营运资金变动 | (644.73) | (107.63) | 264.09 | (73.12) | (661.03) |
| 其它 | 600.31 | (62.95) | 0.00 | (0.00) | (0.00) |
| **经营活动现金流** | **378.54** | **277.77** | **704.49** | **490.44** | **44.37** |
| 资本支出 | 122.54 | 569.87 | 35.06 | 81.61 | 57.24 |
| 长期投资 | 2.50 | 319.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (260.93) | (1,513.56) | 24.94 | (41.61) | 12.76 |
| **投资活动现金流** | **(135.89)** | **(624.66)** | **60.00** | **40.00** | **70.00** |
| 债权融资 | 726.47 | 798.48 | 568.21 | 624.28 | 658.92 |
| 股权融资 | 48.16 | 92.91 | (160.12) | 4.53 | 11.04 |
| 其他 | (760.70) | (581.38) | (798.48) | (568.21) | (624.28) |
| **筹资活动现金流** | **13.93** | **310.00** | **(390.39)** | **60.60** | **45.68** |
| 汇率变动影响 | 0.91 | 25.64 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **现金净增加额** | **257.49** | **(11.26)** | **374.11** | **591.04** | **160.04** |

| 利润表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **2,475.62** | **2,637.92** | **3,658.96** | **4,755.92** | **5,860.25** |
| 营业成本 | 1,023.88 | 1,560.92 | 2,114.15 | 2,739.89 | 3,355.58 |
| 营业税金及附加 | 6.15 | 8.39 | 11.63 | 15.12 | 18.63 |
| 营业费用 | 931.08 | 492.95 | 699.23 | 931.68 | 1,165.02 |
| 管理费用 | 131.07 | 187.26 | 216.61 | 275.84 | 328.17 |
| 研发费用 | 51.18 | 72.82 | 105.38 | 140.30 | 175.81 |
| 财务费用 | 17.78 | 14.00 | 4.18 | (4.53) | (11.04) |
| 资产减值损失 | (1.73) | (11.75) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 74.61 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 1.08 | 149.41 | 120.00 | 120.00 | 120.00 |
| 其他 | 3.84 | (432.50) | (240.00) | (240.00) | (240.00) |
| **营业利润** | **311.28** | **521.82** | **627.78** | **777.62** | **948.08** |
| 营业外收入 | 0.70 | 1.65 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 0.56 | 2.69 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **利润总额** | **311.42** | **520.78** | **627.78** | **777.62** | **948.08** |
| 所得税 | 24.99 | 79.77 | 96.16 | 119.11 | 145.22 |
| **净利润** | **286.43** | **441.01** | **531.63** | **658.51** | **802.86** |
| 少数股东损益 | (18.61) | 4.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **归属于母公司净利润** | **305.04** | **436.76** | **531.63** | **658.51** | **802.86** |
| 每股收益（元） | 0.77 | 1.10 | 1.34 | 1.66 | 2.02 |

| 主要财务比率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入 | 14.28% | 6.56% | 38.71% | 29.98% | 23.22% |
| 营业利润 | 0.01% | 67.64% | 20.31% | 23.87% | 21.92% |
| 归属于母公司净利润 | 12.25% | 43.18% | 21.72% | 23.87% | 21.92% |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率 | 58.64% | 40.83% | 42.22% | 42.39% | 42.74% |
| 净利率 | 12.32% | 16.56% | 14.53% | 13.85% | 13.70% |
| ROE | 11.57% | 14.27% | 15.47% | 16.08% | 16.39% |
| ROIC | 15.63% | 21.90% | 21.45% | 25.21% | 30.41% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 34.32% | 35.27% | 37.47% | 33.77% | 32.57% |
| 净负债率 | -4.20% | 2.47% | -15.26% | -25.80% | -24.14% |
| 流动比率 | 1.70 | 1.59 | 1.63 | 1.92 | 2.21 |
| 速动比率 | 1.50 | 1.38 | 1.34 | 1.66 | 1.84 |
| **营运能力** | | | | | |
| 应收账款周转率 | 4.43 | 4.53 | 4.34 | 5.05 | 5.05 |
| 存货周转率 | 11.06 | 10.61 | 9.13 | 9.18 | 9.22 |
| 总资产周转率 | 0.68 | 0.60 | 0.71 | 0.81 | 0.87 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益 | 0.77 | 1.10 | 1.34 | 1.66 | 2.02 |
| 每股经营现金流 | 0.95 | 0.70 | 1.78 | 1.24 | 0.11 |
| 每股净资产 | 6.64 | 7.71 | 8.66 | 10.32 | 12.34 |
| **估值比率** | | | | | |
| 市盈率 | 20.86 | 14.57 | 11.97 | 9.66 | 7.93 |
| 市净率 | 2.41 | 2.08 | 1.85 | 1.55 | 1.30 |
| EV/EBITDA | 12.77 | 10.74 | 8.41 | 6.08 | 4.87 |
| EV/EBIT | 13.95 | 11.44 | 8.74 | 6.31 | 5.05 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

**一般声明**

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

**特别声明**

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

**投资评级声明**

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|---|---|---|---|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益-10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益-10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅-5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下 |

**天风证券研究**


| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|---|---|---|---|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 | 上海市浦东新区兰花路 333 | 深圳市福田区益田路 5033 号 |
| 邮编：100031 | 号保利广场 A 座 37 楼 | 号 333 世纪大厦 20 楼 | 平安金融中心 71 楼 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |