消费升级与娱乐研究中心

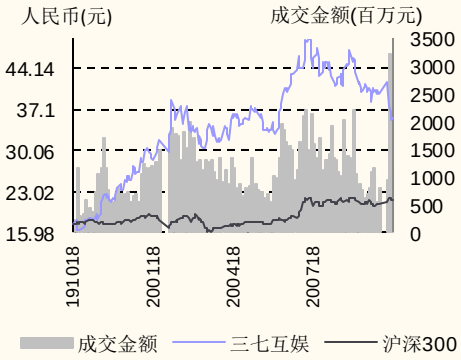
三七互娱 (002555.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：35.58 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)	751.54
年内股价最高最低(元)	41.75/35.22
沪深 300 指数	4792
中小板综	12644



相关报告

1.《-20H1 净利增长 65%，静待《荣耀大天使》上线》，2020.9.1

2.《-三七互娱：为何像网易腾讯具备长期研发实力》，2020.8.19

3.《从《反馈回复》看“研发投入和研发矩阵”-三七互娱跟踪》，2020.7.7

4.《大象起舞，收入空间“五年四倍”-三七互娱跟踪深度》，2020.5.10

5.《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：从“品类&产品周期”真正理解买量 ROI

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

- **事件：三七互娱《荣耀大天使》获版号，预计 ROI 将显著提高**
  10 月 16 日，国家新闻出版署下发 10 月第一批游戏版号，三七互娱西方魔幻类重点新游《荣耀大天使》在列。过去几个月，由于版号原因导致主力新游上线慢于预期，公司将更多资源投向新品类的游戏和一些老游戏，导致市场担心 Q3 业绩承压。但是我们也能看到几个明显的迹象：
  1、业绩结构凸显公司成功进军年轻用户：在主力中年游戏上线延迟背景下，年轻向的《云上城之歌》等成为业绩贡献的重要支撑。虽然年轻向游戏短期的 ROI 相对低于中年游戏，但是进一步丰富了公司的覆盖用户群体；
  2、《荣耀大天使》上线后整体 ROI 将显著提高：三七的西方魔幻类品质属于赛道 NO1，经持续迭代已显著领先竞争对手，故该品类买量成本主要由其掌控，同时由于持续迭代，LTV(用户生命周期)上升，进而 ROI 相对较高。
- **在 CPA(单用户买量成本)定价原理下，近期 SLG(策略类游戏)竞争激烈导致品类内部买量成本上升，三七后续西方魔幻新游《荣耀大天使》仍能以较平稳 CPA 获取用户。**三七即将上线的西方魔幻类新游《荣耀大天使》玩法上属于 ARPG(动作类角色扮演)，与 SLG 不处于同一赛道；此外，近期没有其他重磅西方魔幻类手游上线，该品类面临的竞争环境将会比较宽松，因此预计《荣耀大天使》的买量成本不会大幅升高，投入产出比能够得到保证。
- **三七互娱在“商业化的大赛道”中打磨精品游戏，后续品类扩张值得期待。**三七互娱主攻的三大赛道 ARPG、SLG 和卡牌类都是市场规模很大的赛道，根据我们测算，这三大赛道市占率分别为 12%、16%、10%，在大赛道中的持续开拓会为其未来发展带来很大的空间。

投资建议

- **预计公司未来 3 年研发人员增长较快，尤其在主攻的 SLG 品类和 ARPG 新题材类方面项目储备基数较大，实现单品类突破的成功率极高。**我们预测公司 2020~2022 归母净利润分别为 27.74/36.37/43.35 亿元，对应 EPS 分别为 1.31/1.72/2.05 元，对应 PE 分别为 26/20/17 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 政策变动风险（游戏版号、游戏分级等）；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

一、事件：三七互娱《荣耀大天使》获版号，预计 ROI 将显著提高 3
二、点评 3
1. 买量逻辑：“产品迭代提高 LTV”来控制该品类 ROI，单游戏 ROI“随生命周期的推移而下降” 3
1.1、品类 ROI：对于游戏品质提升较快的游戏公司、同一品类的游戏来说，新老游戏不断迭代的过程可以增加这一品类 LTV，进而控制 ROI.....3
1.2 单款游戏 ROI：随着游戏生命周期的不断推移，其买量投入产出比呈现下降趋势 4
2. 买量价格：全品类价格意义不大，核心是特定品类的 CPA.....5
2.1 由于不同游戏品类目标用户群体的差异化，在买量竞争方面，不同游戏品类的 CPA 几乎不会互相影响 5
2.2 在同一游戏品类下，当某款游戏买量升高，其内部竞争加剧时，该品类整体的买量成本都会拉升.....6
2.3 在 CPA 定价原理下，近期 SLG 竞争激烈导致品类内部买量成本上升，三七互娱后续西方魔幻类新游《荣耀大天使》仍能以较为平稳的 CPA 获取用户 6
3. 三七互娱：在“商业化的大赛道”中打磨精品游戏，精品游戏的核心是“满足用户心理需求”.....7
3.1 主攻商业化强的大赛道：三七互娱的成熟品类（ARPG）和未来计划开拓的品类（SLG &卡牌）都处于大规模赛道.....7
3.2 在大规模赛道中，三七互娱不断提高自研能力，新游戏更加趋于精品化.8
3.3 品类扩张展望：未来三七互娱也会在大赛道品类如 SLG 和卡牌类赛道不断进行扩张.....9
4. 投资建议 9
5. 风险提示 9

图表目录

图表 1：品类迭代 ROI 计算公式 4
图表 2：优质游戏公司“产品迭代提高 LTV”来控制该品类 ROI 4
图表 3：游戏买量投入产出比 ROI 计算公式.....5
图表 4：单款游戏 ROI 随游戏生命周期推移而下降 5
图表 5：不同游戏品类主要目标用户群体特征.....6
图表 6：单品类买量成本随品类内部竞争加剧而升高.....6
图表 7：AppGrowing 买量排名前 25 款游戏买量占比分布 7
图表 8：三七互娱品类扩张逻辑图.....8
图表 9：IOS 畅销榜前 100 名游戏近三个月流水占比 8

一、事件：三七互娱《荣耀大天使》获版号，预计 ROI 将显著提高

- **10 月 16 日，国家新闻出版署下发 10 月第一批游戏版号，三七互娱西方魔幻类重点新游《荣耀大天使》在列。**过去几个月，由于版号原因导致主力新游上线慢于预期，公司将更多资源投向新品类的游戏和一些老游戏，导致市场担心 Q3 业绩承压。但是我们也能看到几个明显的迹象：

  1、业绩结构凸显公司成功进军年轻用户：在主力中年游戏上线延迟背景下，年轻向的《云上城之歌》等成为业绩贡献的重要支撑。虽然年轻向游戏短期的 ROI 相对低于中年游戏，但是进一步丰富了公司的覆盖用户群体；

  2、《荣耀大天使》上线后整体 ROI 将显著提高：在西方魔幻的品类中三七的品质属于 NO1，经过持续迭代已显著领先竞争对手，因而该品类的买量成本主要由其掌控，同时由于其产品持续迭代，LTV 持续上升，进而 ROI 相对较高。

二、点评

1. 买量逻辑：“产品迭代提高 LTV”来控制该品类 ROI，单游戏 ROI “随生命周期的推移而下降”

- 以 ARPG 中的西方魔幻类为例，其是三七互娱深耕多年的传统优势赛道，已经推出多款经典西方魔幻类产品，如《永恒纪元》、《精灵盛典》。在西方魔幻的品类中三七的品质属于 NO1，经过持续迭代已显著领先竞争对手，因而该品类的买量成本主要由其掌控（因为其 LTV 较高，其甚至可以主动提高 CPA，进一步将竞争门槛提高，进而提高市场份额），同时由于其产品持续迭代，LTV 持续上升，进而 ROI 相对较高。《精灵盛典》也符合单款游戏 ROI 不断下降的趋势，但过去几个月，三七互娱的西方魔幻类重点迭代产品《荣耀大天使》由于版号原因，上线相对延迟，进而带来 Q3 一定的业绩承压，但是后续《荣耀大天使》上线后，其 ROI 又将显著提高。

1.1、品类 ROI：对于游戏品质提升较快的游戏公司、同一品类的游戏来说，新老游戏不断迭代的过程可以增加这一品类 LTV，进而控制 ROI

- 就同一品类下所有游戏而言，由于游戏公司对于各款游戏的买量预算不同，单一品类整体买量的投入产出比可以计算为该品类下所有游戏投入产出比的加权平均数，即所有单款游戏 ROI 乘以其游戏买量占比之后求和。一般来看，同一品类下的新游戏上线后，游戏公司会将买量预算的重心放在新推出的游戏上，新游戏的买量占比W_n会高于其他老游戏。此外，随着新老游戏的迭代，游戏产品会更加趋于精品化，通过不断打磨更高的游戏品质，用户在游戏的留存时间会有所延长，从而提升用户的整体生命周期 LTV；同时，经过对同一品类产品的深度挖掘，精品化的迭代产品一般会更容易吸引用户，从而提升广告买量转化率 CVR。然而随着市场买量竞争加剧，千次广告展示成本 CPM 不断增加，但是游戏品质提升较快的优秀公司，LTV 和 CVR 的增加会快于 CPM 的增加，因此，通过 LTV 和 CVR 的同时提升、且增速快于市场 CPM 的增速，优秀的游戏公司同一品类下新推出的迭代游戏，在刚推出时的 ROI 会高于老款游戏刚推出时的 ROI。虽然在同一品类中，单款老游戏的 ROI 会不断下降，但是在新游戏上线之后，新游戏的高 ROI 以及较高的买量预算权重占比能够使整体品类的 ROI 得到提升。

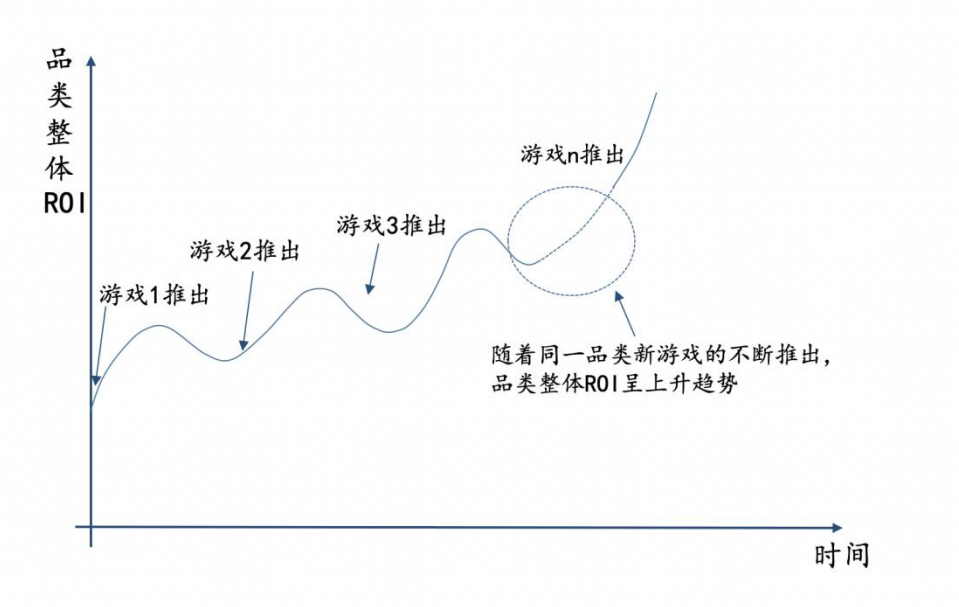
图表 1：品类迭代 ROI 计算公式

$$ROI_{品类}\uparrow = W_1 * ROI_1 + W_2 * ROI_2 + W_3 * ROI_3 + \cdots + W_n\uparrow * ROI_n\uparrow$$

$$游戏买量占比\ W_i = \frac{买量i}{总买量}$$

来源：国金证券研究所

图表 2：优质游戏公司“产品迭代提高 LTV”来控制该品类 ROI



来源：国金证券研究所

1.2 单款游戏 ROI：随着游戏生命周期的不断推移，其买量投入产出比呈现下降趋势

- 游戏的生命周期是指一款游戏从投放到市场到最终退出市场的过程，影响其市场寿命的因素包括游戏种类及其在市场上的竞争力、盈利能力等。游戏用户的生命周期包含在游戏生命周期之内，短于游戏生命周期。较长的用户生命周期表现为，从用户注册游戏开始很长一段时间的持续登陆，而较短的用户生命周期表现为用户注册之后短时间就不再登陆游戏，也称为用户的快速流失。随着游戏生命周期的推移，包含在游戏生命周期中的用户生命周期也相应不断减少。同时，在一款游戏发展到成熟期或处于衰退期的时候，目标买量用户对于广告的敏感程度会逐渐降低，通过点击游戏广告而转化成为游戏用户的转化率 CVR 会降低。在平台买量收费不变的情况下，单用户买量成本 CPA 会升高。对于单款游戏而言，随着游戏生命周期的不断推移，用户生命周期 LTV 的减少和单用户买量成本 CPA 的升高，两个指标的同时变化必然会带来其投入产出比 ROI 的下降。

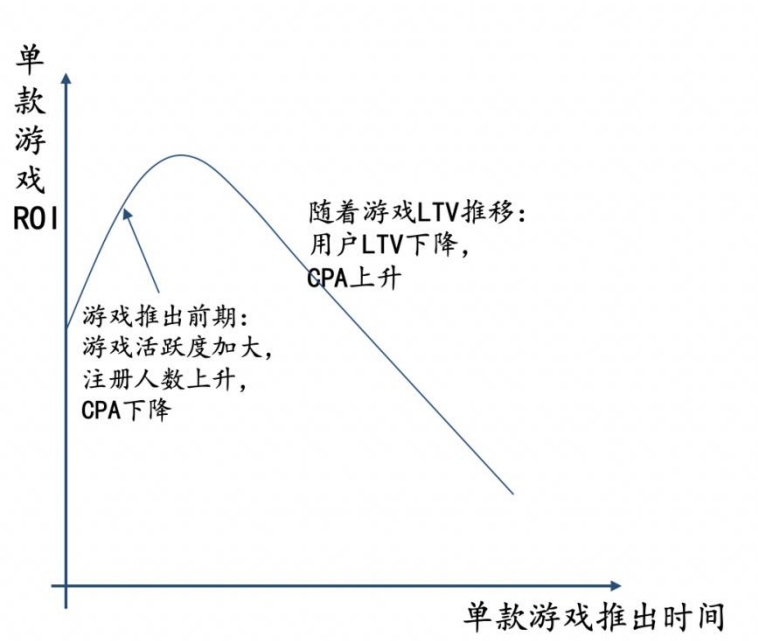
图表 3：游戏买量投入产出比 ROI 计算公式

$$\text{单用户买量成本CPA}\uparrow = \frac{\text{CPM}}{1000*\text{CTR}*\text{广告转化率CVR}\downarrow}$$

$$\text{投入产出比ROI}\downarrow = \frac{\text{用户生命周期LTV}\downarrow}{\text{单用户买量成本CPA}\uparrow}$$

来源：国金证券研究所

图表 4：单款游戏 ROI 随游戏生命周期推移而下降



来源：国金证券研究所

2. 买量价格：全品类价格意义不大，核心是特定品类的 CPA

2.1 由于不同游戏品类目标用户群体的差异化，在买量竞争方面，不同游戏品类的 CPA 几乎不会互相影响

- 随着手游市场不断趋于成熟、游戏品类趋于细分，不同游戏品类对于目标群体的定位变得更加清晰和精准。在各大主要游戏赛道中，三国类手游主要面向对历史、谋略感兴趣的男性用户，二次元手游主要面向对二次元感兴趣、对游戏美术较为挑剔的青少年用户，传奇类手游主要面向 30~40 岁、爱好 PK、以及从传奇类页游转化的用户。从不同游戏品类所定位的主要目标群体特征可以看出，不同游戏赛道的目标用户群体分化度大、重合度低，因此，不同游戏品类在获取用户方面的竞争关系较弱，游戏买量竞争主要体现在同一品类内部游戏中。在游戏买量发行的过程中，由于投放目标群体的差异化，不同游戏品类间的 CPA 相关度较低。当某一品类游戏内部竞争比较激烈，导致该品类整体 CPA 上升时，其他非相关品类游戏的 CPA 不会受到明显影响。

图表 5：不同游戏品类主要目标用户群体特征

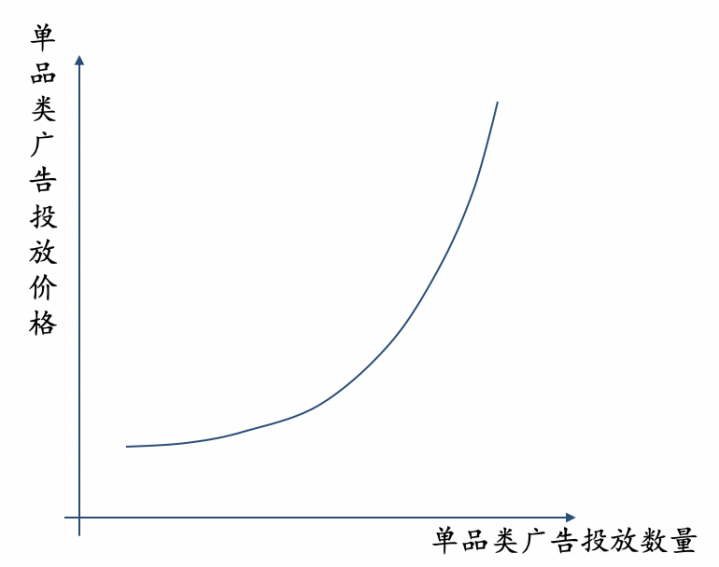
游戏品类	主要目标用户特征			
	年龄	性别	爱好	其他
三国类	-	男性较多	历史、权谋	-
传奇类	30-40岁中年群体	男性较多	PK	页游转化用户
二次元	15-25岁青少年	-	二次元	追求游戏画质
休闲类	30岁以上	女性较多	日常休闲	-
体育类	-	男性较多	体育运动	-

来源：国金证券研究所

2.2 在同一游戏品类下，当某款游戏买量升高，其内部竞争加剧时，该品类整体的买量成本都会拉升

- 游戏公司通过买量获取用户的过程符合买量市场的供需关系，单一品类的市场目标用户总量为供给端，而游戏公司对于某款游戏广告投放的目标用户需求为需求端。当单一品类下整体游戏买量增加，导致该品类对于目标用户的需求增加时，由于市场目标用户总量在短期内不会出现大幅变化，在该品类的买量市场上会出现供不应求的现象。当市场的需求大于供给时，一方面，广告投放平台会提高该品类的广告定价来应对供不应求的现象，该品类的千次广告展示成本 CPM 就会随之上升；另一方面，单一品类广告数量增加而目标用户总量不变，导致目标用户对于该品类广告的敏感度降低，广告的用户转化率 CVR 也会下降。因此，当同一品类内部买量竞争加剧时，CPM 的增加和 CVR 的降低会拉升该品类整体 CPA。在相同的用户生命周期 LTV 下，同品类游戏间激烈竞争导致该品类 CPA 升高，会使该品类整体投入产出比 ROI 下滑，游戏公司的买量效益也会随之下降。

图表 6：单品类买量成本随品类内部竞争加剧而升高



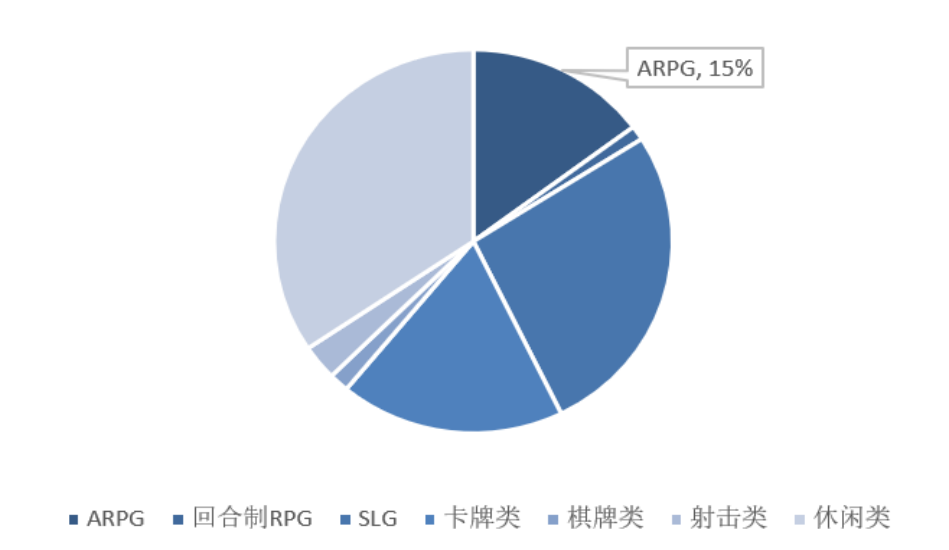
来源：国金证券研究所

2.3 在 CPA 定价原理下，近期 SLG 竞争激烈导致品类内部买量成本上升，三七互娱后续西方魔幻类新游《荣耀大天使》仍能以较为平稳的 CPA 获取用户

- 从 10 月至今游戏买量数据来看，以《万国觉醒》为代表的 SLG 买量占比较大，其他如以消除类、猜谜类为代表的休闲类手游、《三国志幻想大陆》、《少年三国志 2》等卡牌类手游也保持较高买量。SLG 手游广告投放需求

的增加，在买量 CPA 定价原理下，使得对应品类的单用户买量成本随之上升，从而造成对应品类手游买量效益下降的现象。但根据 CPA 定价原理，其他品类手游的单用户买量成本几乎不会受到 SLG 竞争加剧的影响，买量成本基本会保持稳定。三七互娱即将上线的西方魔幻类新游《荣耀大天使》在玩法上属于 ARPG，与 SLG 不处于同一赛道；此外，近期没有其他重磅西方魔幻类手游上线，该品类面临的竞争环境将会比较宽松，因此我们预计《荣耀大天使》的买量成本不会大幅升高，投入产出比能够得到保证。

图表 7：AppGrowing 买量排名前 25 款游戏买量占比分布



来源：AppGrowing，国金证券研究所

3. 三七互娱：在“商业化的大赛道”中打磨精品游戏，精品游戏的核心是“满足用户心理需求”

3.1 主攻商业化强的大赛道：三七互娱的成熟品类（ARPG）和未来计划开拓的品类（SLG &卡牌）都处于大规模赛道

- 在三七的主攻赛道中，ARPG 品类下的传奇魔幻类题材手游，如《一刀传世》《精灵盛典》等是三七的传统优势品类，在赛道中已经做到经典的地位。国内三国 SLG 目前市场竞争较为激烈，头部游戏集中度较高，由《三国志战略版》《率土之滨》等占据大量市场份额，但三国 SLG 整体赛道空间巨大，三七仍有很大潜力。模拟升官类产品《江山美人》也是三七目前比较成熟的品类。在未来，SLG 的出海以及卡牌类、模拟类产品都是三七的重点计划开拓品类。根据七麦数据，从 IOS 畅销榜前 100 名游戏近三个月的流水占比可以看出，三七互娱主攻的三大赛道 ARPG、SLG 和卡牌类都是市场规模很大的赛道，我们认为三七互娱在大赛道中的持续开拓会为其未来发展带来很大的空间。

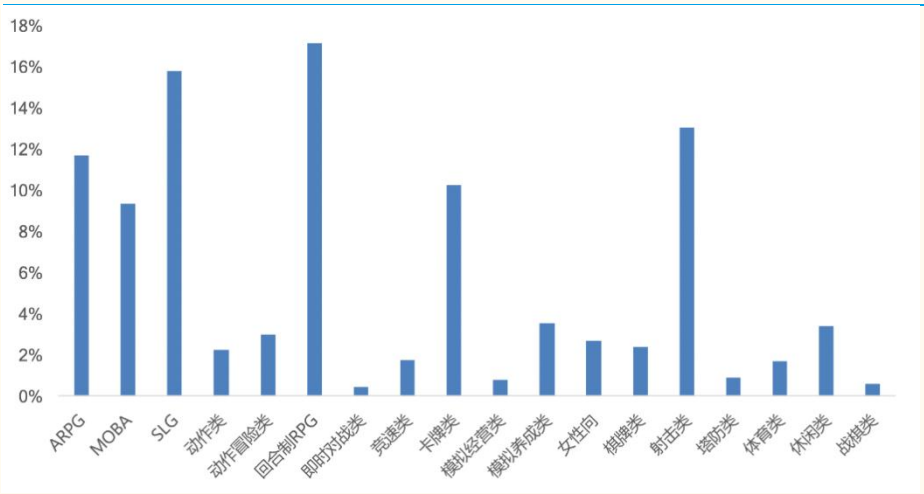
图表 8：三七互娱品类扩张逻辑图

角色扮演类	ARPG	传奇	一刀传世、热血传奇
		魔幻	精灵盛典、全民奇迹MU
		仙侠	斗罗大陆、仙剑奇侠传
		武侠	天龙八部、新笑傲江湖
	横版格斗		地下城与勇士
	回合制		梦幻西游、 大话西游
策略类	SLG	国内	三国志战略版、率土之滨、最强王者
		出海	列王的纷争、火枪纪元
	MOBA		王者荣耀
卡牌类	三国类		少年三国志2、放开那三国
	二次元		阴阳师、明日方舟
	IP类		炉石传说、我叫MT
模拟类	升官类		极品芝麻官、 江山美人
	宫斗类		熹妃Q传、宫廷计
	模拟经营类		梦幻花园
射击类			和平精英、绝地求生
休闲类			开心消消乐、忍者必须死3、欢乐斗地主

三七的成熟品类； 三七的小有所成的品类； 三七待开拓品类

来源：国金证券研究所

图表 9：IOS 畅销榜前 100 名游戏近三个月流水占比



来源：七麦数据，国金证券研究所

3.2 在大规模赛道中，三七互娱不断提高自研能力，新游戏更加趋于精品化

- **首先，我们认为精品游戏的评判标准，并不局限于美术品质的高低、数值策划的优劣，评判一款游戏是否为精品游戏的标准，应该是看该款游戏在对应赛道中，能否满足核心目标用户的游戏需求。**以《精灵盛典》为例，ARPG 下魔幻类题材的成熟产品《精灵盛典》已经成为这个赛道的经典游戏，凭借丰富的职业、地图等设置，满足以中年男性群体为核心的游戏用户，在升级砍怪、战斗 PK 方面的游戏需求，因此《精灵盛典》毫无疑问是魔幻类 ARPG 的精品游戏，并且后期同类游戏对《精灵盛典》的模仿仍然无法超越其在魔幻类 ARPG 赛道中所达到的精品化程度。

3.3 品类扩张展望：未来三七互娱也会在大赛道品类如 SLG 和卡牌类赛道不断进行扩张

- 首先，三国 SLG，该品类参数已经调优一年，之前只在安卓广告平台投放的时候就有 1 亿多月流水，如果按安卓广告平台占比 35%，该品类的潜力是在 3 亿以上。该品类后续的迭代产品通过三七自研，其美术投入将会更上一个台阶。而目前三七海外 SLG 的项目中，题材包括西部牛仔、黑道、战争、三消等 4~5 款。从概率角度来说，如果一款 SLG 产品的成功率为 25%，那么三七做 4~5 款 SLG 产品中至少成功一款的概率为 68.4%~76.3%。在卡牌赛道，公司储备的《斗罗大陆 3D》投入美术力度较大，且斗罗大陆 IP 影响力广泛，预期将帮助三七打开卡牌品类市场。

4. 投资建议

预计公司未来 3 年研发人员增长较快，尤其在主攻的 SLG 品类和 ARPG 新题材类方面项目储备基数较大，实现单品类突破的成功率极高。我们预测公司 2020~2022 归母净利润分别为 27.74/36.37/43.35 亿元，对应 EPS 分别为 1.31/1.72/2.05 元，对应 PE 分别为 26/20/17 倍，维持“买入”评级。

5. 风险提示

政策变动风险(游戏版号、游戏分级等)；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	-9,871	-11,616	-13,512
%销售收入	30.8%	43.9%	58.5%	58.5%	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	3,266	4,202	5,002
%销售收入	24.7%	21.7%	19.8%	19.4%	20.4%	20.5%
财务费用	-29	-17	15	23	-9	-5
%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%	3.3%	3.1%	3.1%
营业利润	1,518	770	2,672	3,514	4,544	5,375
营业利润率	24.5%	10.1%	20.2%	20.8%	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	3,538	4,568	5,399
利润率	31.0%	16.0%	20.4%	21.0%	22.2%	22.1%
所得税	-80	-68	-279	-372	-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	3,167	4,089	4,832
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**	**2,774**	**3,637**	**4,335**
净利率	26.2%	13.2%	16.0%	16.4%	17.7%	17.7%

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	3,167	4,089	4,832
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	116	27	1
经营活动现金净流	**1,832**	**1,954**	**3,241**	**3,403**	**4,375**	**5,248**
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	8,542	12,332	16,822
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	13,524	17,972	23,037
%总资产	43.3%	49.8%	62.6%	74.0%	79.7%	83.7%
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%	9.5%	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%	26.0%	20.3%	16.3%
资产总计	**9,160**	**8,396**	**10,145**	**18,268**	**22,563**	**27,527**
短期借款	400	399	31	0	0	0
应付款项	889	1,285	2,057	2,898	3,416	3,863
其他流动负债	229	309	512	604	735	863
流动负债	1,518	1,992	2,600	3,501	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**	**3,751**	**4,401**	**4,976**
普通股股东权益	**7,017**	**5,973**	**7,029**	**13,860**	**17,053**	**20,945**
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	7,042	10,235	14,127
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**	**18,268**	**22,563**	**27,527**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.754	0.475	1.001	1.313	1.722	2.052
每股净资产	3.266	2.811	3.328	6.249	7.689	9.444
每股经营现金净流	0.853	0.920	1.535	1.534	1.972	2.366
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%	20.02%	21.33%	20.70%
总资产收益率	17.69%	12.01%	20.84%	15.19%	16.12%	15.75%
投入资本收益率	18.26%	23.02%	31.07%	19.79%	20.43%	19.64%
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%	24.39%	28.67%	19.03%
净利润增长率	51.43%	-37.77%	109.69%	31.18%	31.11%	19.19%
总资产增长率	43.44%	-8.34%	20.84%	80.07%	23.51%	22.00%
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%	-71.20%	-77.77%	-82.55%
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	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
4	2020-08-19	买入	43.62	N/A
5	2020-09-01	买入	45.59	N/A

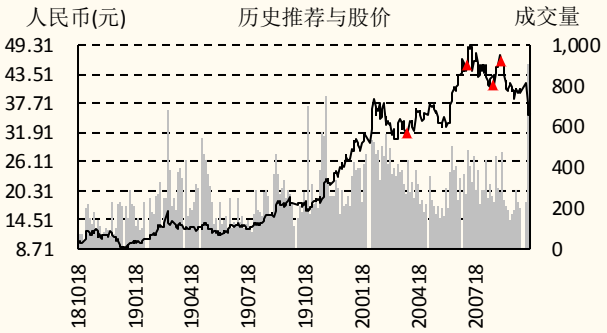
来源：国金证券研究所

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