

## 昆仑万维 (300148)

无 (变动)

## 游戏国际化运营实力强劲，高成长可期

## 市场数据

报告日期	2015-1-8
收盘价(元)	-
总股本(百万股)	280
流通股本(百万股)	70
总市值(百万元)	-
流通市值(百万元)	-
净资产(百万元)	853
总资产(百万元)	1250
每股净资产	4.06

## 相关报告

分析师:

张衡  
A0230513070009  
Hengzhang@xyzq.com.cn

## 主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1510	1916	2430	3005
同比增长	87.3%	26.9%	26.8%	23.6%
净利润(百万元)	436	350	422	512
同比增长	99.6%	-19.8%	20.6%	21.5%
毛利率	71.5%	71.2%	70.1%	69.8%
净利润率	28.9%	18.2%	17.3%	17.0%
净资产收益率(%)	51.1%	29.1%	28.0%	28.0%
净资产收益率	0.51	0.29	0.28	0.28
每股收益(元)	1.56	1.25	1.51	1.83

## 投资要点

- **公司是国内游戏行业龙头。**1) 公司主要从事网络游戏的研究和代理发行。在手游爆发的背景下, 2011、2012、2013 年公司游戏收入分别为 5.6 亿元、7.4 亿元和 14.58 亿元, 2013 年同比增长率高达 97%。2) 公司拥有庞大的海外发行网络, 产品进入数几个国家, 海外收入占比高。公司 2013 年境外主营收入达 11.2 亿元, 较 2011 年增长 203.34%, 截止 14 年 3 季度港澳台及海外的收入已经占到了 77.8%。是国内院线行业龙头。
- **公司海外发行优势明显, 在游戏国际化趋势下高成长可期。**公司是国内率先将页游推广至海外的公司之一, 通过设立子公司或办事处和境外平台联合运营的方式, 通过与本土团队的配合对游戏进行海外元素融合和本土化调整, 目前已成功开拓港澳台、日韩、东南亚和欧美等多个海外市场。相比于竞争对手, 公司游戏产品占出口市场份额居于前列。
- **盈利预测与估值:** 1) 我们预计公司 14/15/16 年归属于上市公司股东的净利润分别为 3.50/4.22/5.12 亿元, 对应全面摊薄 EPS 分别为 1.25/1.51/1.83 元; 2) 参考公司融资规模及发行费用影响(两者合计 14.21 亿元), 预计公司最终发行价约为 20.3 元, 分别对应 14/15/16 年 25/13/11 倍 PE, 显著低于游戏行业同期平均估值水平, 股价存在较大上行空间。
- **风险提示:** 1) 侵权风险。2) 现有游戏周期较短、新游戏开发风险。3) 政策风险。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

## 目录

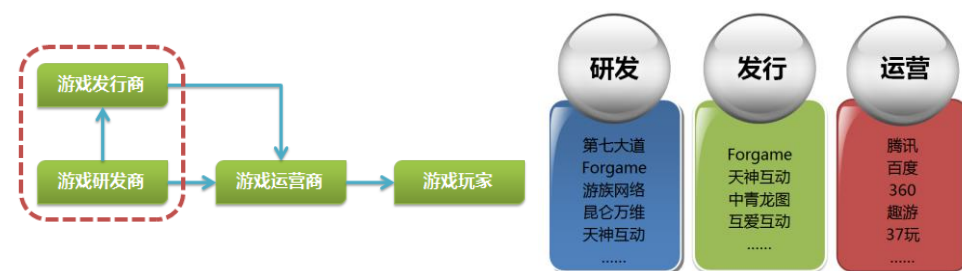
1.国内游戏龙头，海外发行实力突出 .....	- 3 -
1.1 公司为国内游戏龙头，经营业绩优异 .....	- 3 -
1.2 公司为国内游戏龙头，经营表现优异 .....	- 3 -
2. 网络游戏快速发展，国际化扩张正当时 .....	- 6 -
3、公司海外发行网络庞大，竞争优势显著 .....	- 9 -
4、募集资金项目有助于进一步扩大公司领先优势 .....	- 10 -
6、盈利预测与估值 .....	- 10 -
7、风险提示 .....	- 11 -
图 1、公司主要从事游戏的研发和发行业务 .....	- 3 -
图 2、周亚辉为公司实际控制人 .....	- 3 -
图 3、公司收入构成 .....	- 4 -
图 4、网络游戏和软件应用商店服务占比变化趋势 .....	- 4 -
图 5、Brothersoft.com 官网界面 .....	- 4 -
图 6、1Mobile APP .....	- 4 -
图 7、游戏业务收入结构 .....	- 5 -
图 8、游戏业务毛利结构 .....	- 5 -
图 9、自主研发&代理发行游戏列表 .....	- 5 -
图 10、运营效率表现稳定 .....	- 5 -
图 11、2010~2016 我国网络游戏市场规模预测 .....	- 6 -
图 12、2011~2017 国内网络游戏市场：手游占比快速提升 .....	- 6 -
图 13、2014H1 端游市场进入负增长 .....	- 7 -
图 14、2014Q1 端游研发商竞争格局 .....	- 7 -
图 15、页游市场增长平稳 .....	- 7 -
图 16、2014Q2 网页游戏研发商竞争格局 .....	- 7 -
图 17、移动游戏市场快速增长 .....	- 8 -
图 18、2014Q2 移动游戏研发商竞争格局 .....	- 8 -
图 19、中国网络游戏企业海外收入规模 .....	- 8 -
图 20、中国移动游戏海外市场规模预测 .....	- 8 -
图 21、境外游戏收入快速增长 .....	- 9 -
图 22、国外游戏收入占比不断提升 .....	- 9 -
图 23、2012 年海外页游收入排名第一 .....	- 9 -
图 24、公司国外子公司架构图 .....	- 9 -
图 25、A 股影视游戏公司估值 .....	- 11 -
表 1：募集资金项目 .....	- 10 -
表 2、公司盈利预测结果 .....	- 10 -
附表 .....	- 12 -

## 1.国内游戏龙头，海外发行实力突出

### 1.1 公司为国内游戏龙头，经营业绩优异

公司创立于时处于页游的黄金发展期的 2008 年，借助页游和手游的高速发展，成为了中国游戏产业的龙头。公司总体定位于全球化的综合性互联网集团，旗下曾包含游戏、语音和应用商店三系业务，而后 RC 语音业务重组出售。公司成立初期集中于网页游戏的研发和海内外运营，近年进入移动网络游戏和客户端游戏领域，在游戏领域，尤其是海外游戏发行运营具备一流竞争实力。

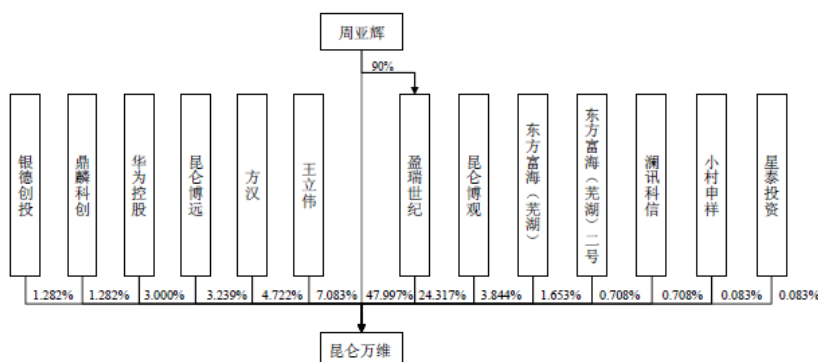
图 1、公司主要从事游戏的研发和发行业务



数据来源：公司招股意向书，兴业证券研究所

**周亚辉为公司的实际控制人。**1) 此次发行前，周亚辉直接持有公司 1 亿股，同时通过盈瑞世纪间接控制公司 5100 万股，合计占公司发行前股份总数的 72.31%。2) 本次发行公司总股本为 2.1 亿股，本次新增发行 7000 万股，占发行后总股本的 25%，原股东不公开发售股份。本次发行后，万达投资持股比例下降至 53.93%，周亚辉仍为公司实际控制人。

图 2、周亚辉为公司实际控制人



数据来源：公司招股意向书，兴业证券研究所

### 1.2 公司为国内游戏龙头，经营表现优异

公司旗下主要有两大业务体系：**网络游戏和软件应用商店服务**。公司两大业务体系中，游戏业务发展迅猛，收入快速攀升，占比也从 2011 年的 88% 提升到了 2014H

的 98%。而软件应用商店服务业务，受到全球化应用下载平台的冲击，收入规模萎缩，业务占比也从 2011 年的 11% 下降到了 2014H 的 1.5%。

图 3、公司收入构成

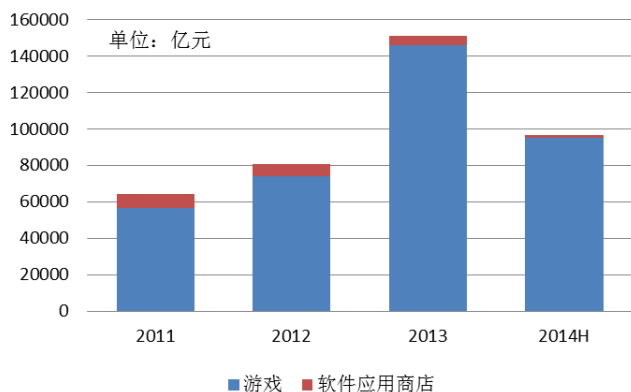
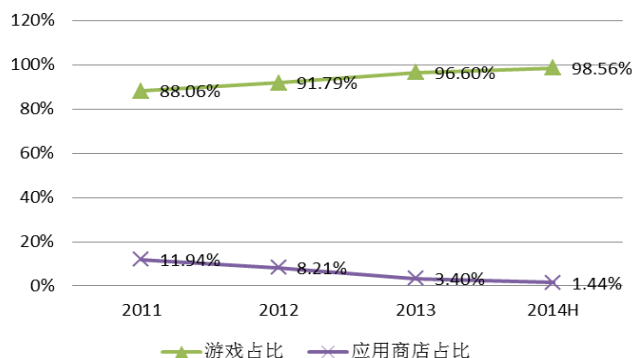


图 4、网络游戏和软件应用商店服务占比变化趋势



数据来源：公司招股意向书，兴业证券研究所

数据来源：公司招股意向书，兴业证券研究所

软件应用商店服务业务面向海外市场，逐渐萎缩。软件应用商店产品主要包括 Brothersoft.com 和 1Mobile 两个平台。其中 Brothersoft.com 网站面向海外 PC 用户为主，为 Windows 系统、Mac 系统和手机用户提供软件下载和购买渠道。1Mobile 则面向安卓系统的手机用户和手机应用开发者推出的手机应用发布与下载平台。1Mobile APP 是台湾本土最大的 Android 应用平台。

图 5、Brothersoft.com 官网界面



图 6、1Mobile APP



数据来源：公司招股意向书，兴业证券研究所

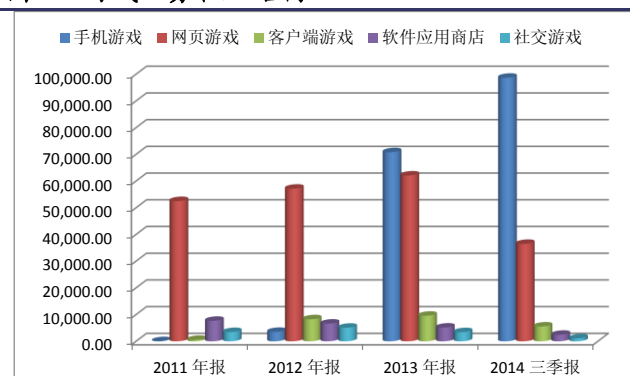
数据来源：公司招股意向书，兴业证券研究所

网络游戏营收及净利润表现抢眼。公司网络游戏实行一体化经营，基于多年来公司在网页游戏积累的经验，逐步延伸至移动游戏和客户端游戏。在手游爆发的背景下，2011、2012、2013 年公司游戏收入分别为 5.6 亿元、7.4 亿元和 14.58 亿元，2013 年同比增长率高达 97%。

手游业务构成业绩成长核心驱动。公司网游业务涵盖各个细分领域，具体包括移动游戏、网页游戏、客户端游戏，其中网页游戏和手机游戏是公司历年业务核心。1) 网页游戏，作为传统项目在 2013 年达到发展高峰，2014 同比呈现一定幅度

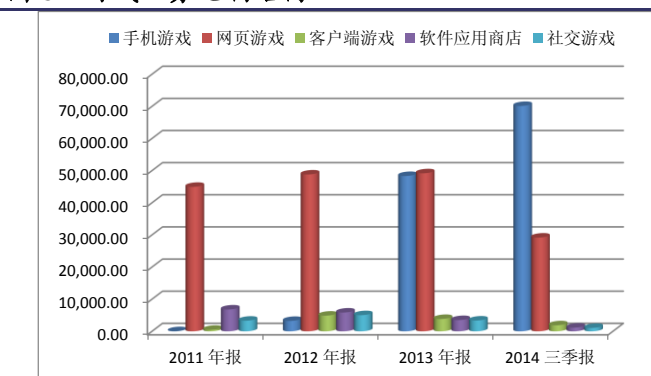
下滑，进入衰退期。2) 手机游戏业务，2013 年实现了爆发式增长。截止 14 年第三季度比去年全年收入增加了 39%，预计该业务全年增长率将高达 50%。

图 7、游戏业务收入结构



数据来源：公司招股意向书，兴业证券研究所

图 8、游戏业务毛利结构



数据来源：公司招股意向书，兴业证券研究所

研发和发行业务兼具，手游代理发行为主。公司起家于网页游戏。因此，在网页游戏领域，公司一直保持较高的自主研发比例；然而手机游戏业务 12、13 年短期快速爆发、游戏更新换代周期短等特征，使得公司在手游领域代理发行的比重较高。

图 9、自主研发&代理发行游戏列表

代理游戏	客户端游戏	《TERA》、《晴空物语》、《圣境传说》、《仙境传说》
	网页游戏	《傲视天地》、《傲剑》、《热血龙族2》、《圣剑神域》
手机游戏	《武侠Q传》、《仙变》、《海岛奇兵》、《英雄战魂》、《忘仙》、《时空猎人》、《君王2》	
原创游戏	客户端游戏	《希望OL》
	网页游戏	《三国风云1、2》、《千军破1、2》、《仙境幻想》、《武侠风云》、《绝代双骄》、《猛将无双》
	手机游戏	《超级MT》、《无双剑姬》、《武侠外传》、《斩灵》、《进击的魔王》

数据来源：公司招股意向书，兴业证券研究所

代理游戏收入占比不断提升。2010 年公司开始代理其他游戏研发商研发的优秀游戏，2011 年公司代理了《傲视天地》和《傲剑》；2012 年新增了《圣境传说》；2013 年新增了页游《神曲》和《英雄战魂》、《君王 2》、《时空猎人》、《忘仙》、《大掌门》、《武侠 Q 传》等手游；2014H1，多款代理游戏表现优异，公司代理游戏收入达 8.3 亿，占比高达 88%。

图 10、运营效率表现稳定

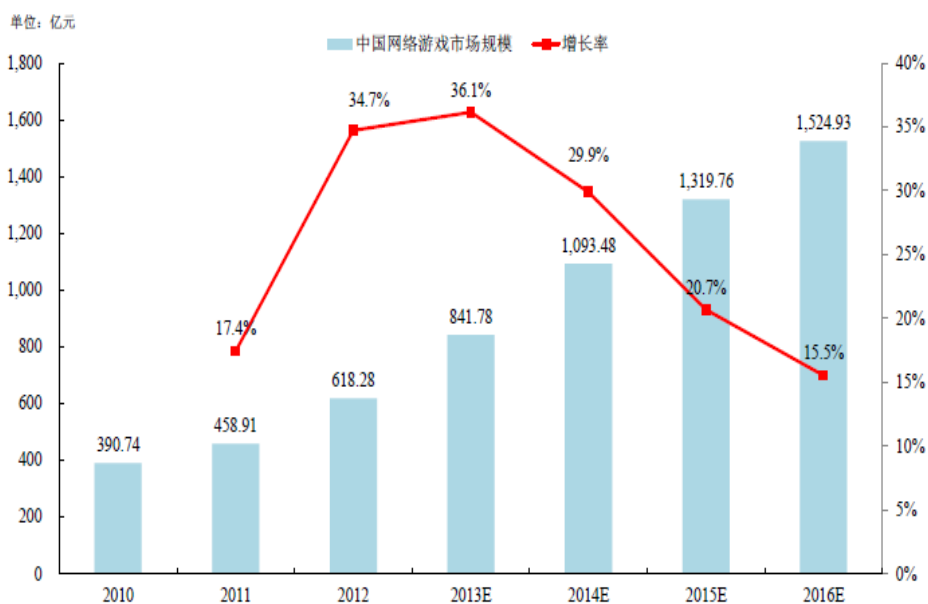
运营模式	2014年1-6月		2013年度		2012年度		2011年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自主运营	7,192.39	7.54%	25,116.02	17.22%	29,544.08	39.92%	27,438.74	48.52%
代理运营	83,984.89	88.01%	107,087.32	73.42%	34,857.87	47.11%	20,318.36	35.93%
授权运营	4,244.98	4.45%	13,656.58	9.36%	9,598.42	12.97%	8,797.65	15.56%
游戏收入合计	95,422.26	100.00%	145,859.93	100.00%	74,000.36	100.00%	56,554.75	100.00%

数据来源：公司招股意向书，兴业证券研究所

## 2. 网络游戏快速发展，国际化扩张正当时

网络游戏市场快速增长，2016 或突破 1500 亿。根据易观智库，2013 年中国网络游戏市场规模为 841.8 亿元，2010 年-2013 年平均复合增长率为 29%。预计 2016 年中国网络游戏市场规模有望达 1524.93 亿元，三年平均复合增长率为 22%。我国网络游戏市场整体保持快速增长。

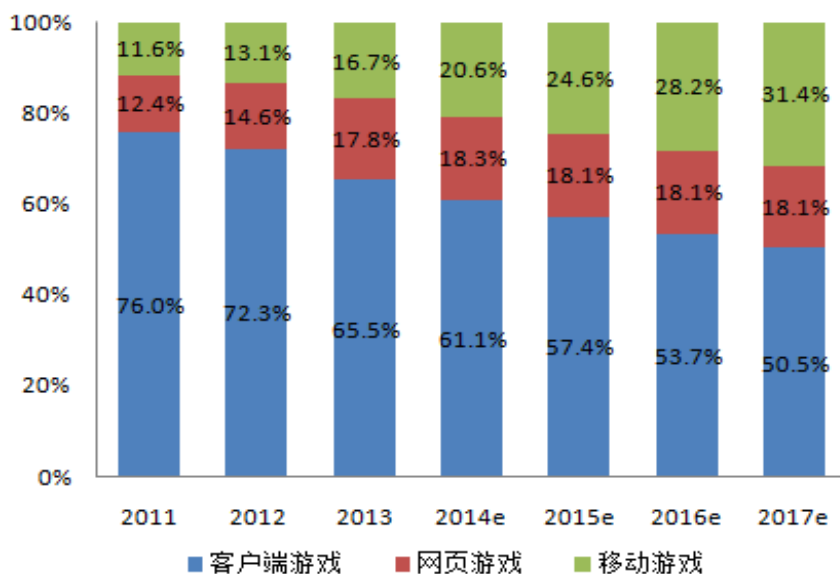
图 11、2010~2016 我国网络游戏市场规模预测



数据来源：公司招股意向书，兴业证券研究所

网络游戏市场规模结构：端游占大头，手游占比快速提升。近年网页游戏和移动游戏增速要高于网络游戏整体增速，过去客户端游戏统治局面逐渐在改变。艾瑞咨询预计 2017 年，网络游戏市场规模将有一半由网页游戏和移动游戏所贡献。

图 12、2011~2017 国内网络游戏市场：手游占比快速提升



数据来源：公司招股意向书，兴业证券研究所

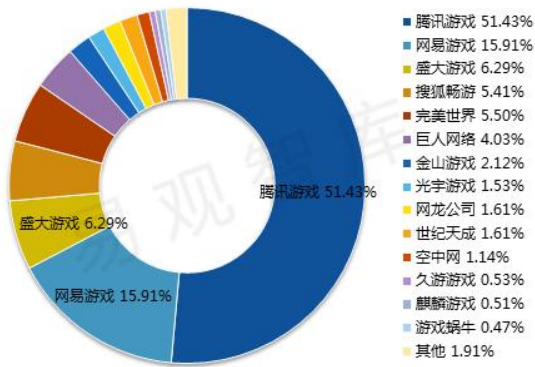
**端游负增长。**端游 2014 年一季度环比负增长，市场集中于大玩家。中国客户端游戏市场自 2005 至 2007 年的高速发展期之后，逐步进入存量市场。2014 年上半年，端游首次出现负增长，较 2013 年下半年增速下降 0.1%，市场规模为 287.19 亿元人民币。市场主要集中在以腾讯、网易等大厂。

图 13、2014H1 端游市场进入负增长

图 14、2014Q1 端游研发商竞争格局



数据来源：易观国际、兴业证券研究所

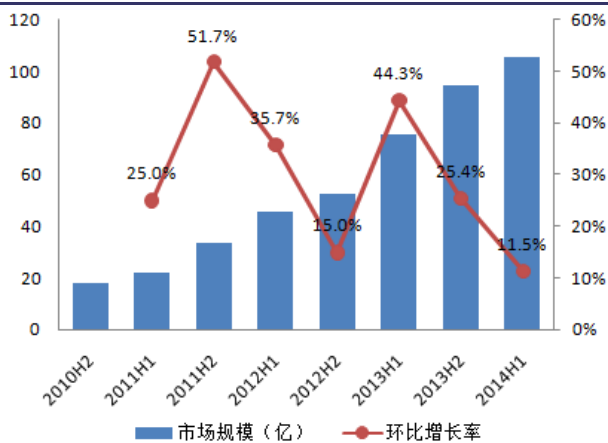


数据来源：易观国际、兴业证券研究所

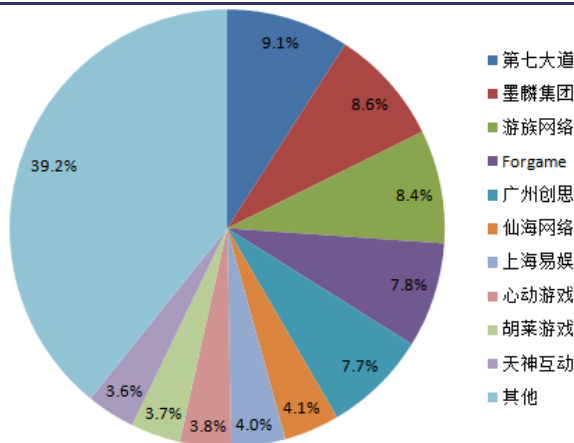
**页游市场平稳，2014H1 增速下滑。**网页游戏在 2010 年开始爆发，2013 年仍然保持了一个较高的增长速度，2013 年实现 172.5 亿的市场规模，同比增长 75.8%。随着手游对用户碎片化时间的争夺，网页游戏市场的新增用户规模增长开始放缓，同时越来越多的游戏厂商开始向移动游戏转型，从而进入平稳增长阶段。据易观智库统计，2014H1 网页游戏市场规模 105.72 亿元，较 2013 年下半年环比增长 11.5%，略高于网络游戏市场整体增速（10%），显示出增长乏力之态。

图 15、页游市场增长平稳

图 16、2014Q2 网页游戏研发商竞争格局



数据来源：易观国际、兴业证券研究所



数据来源：易观国际、兴业证券研究所

**移动游戏市场快速增长，规模首超网页游戏。**2014 上半年移动游戏市场继续保持高速增长，创造 125.19 亿市场规模，较 2013 年下半年环比增长 41.6%，未来成长性更加值得期待。随着移动游戏的爆发，各路厂商纷纷转战该领域掘金，成为移动游戏市场增长的主要推手。

图 17、移动游戏市场快速增长

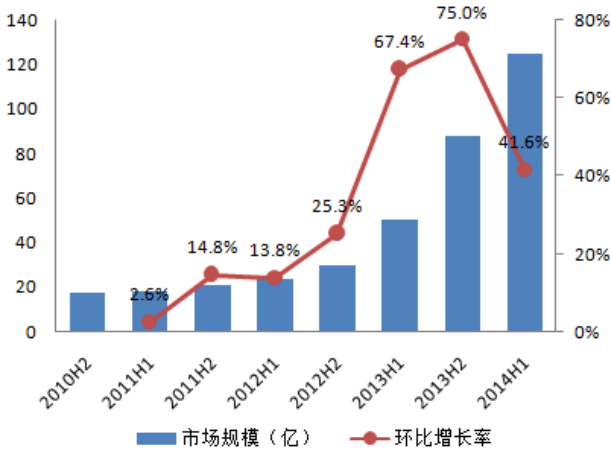
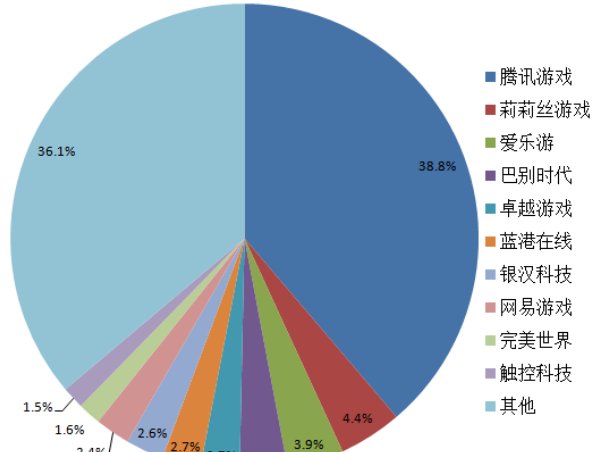


图 18、2014Q2 移动游戏研发商竞争格局



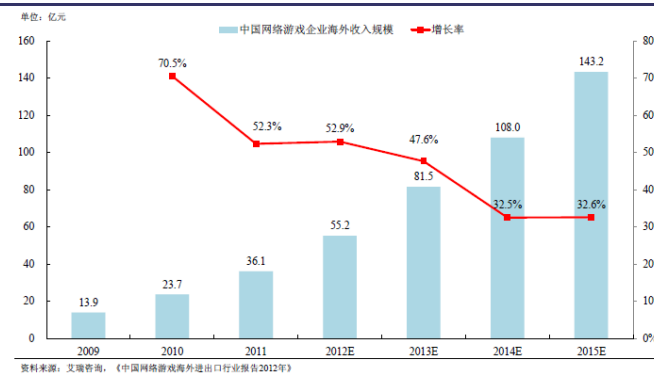
数据来源：易观国际、兴业证券研究所

数据来源：易观国际、兴业证券研究所

**电视游戏市场处于孕育期。**随着 2014 年 4 月 29 日，百视通和微软联合举行发布会，宣布国行 Xbox One 将于今年 9 月发售。今年 9 月开售的 Xbox one 标准版套装价格初步定为 4999 元，包含主机、游戏手柄和体感摄像头 Kinect。我们认为，进入 2015 年，市场开始进行教育用户、丰富内容、广泛铺开渠道的阶段。同时，基于安卓的智能电视的游戏应用也在快速发展，将会有大量的新产品推向市场。

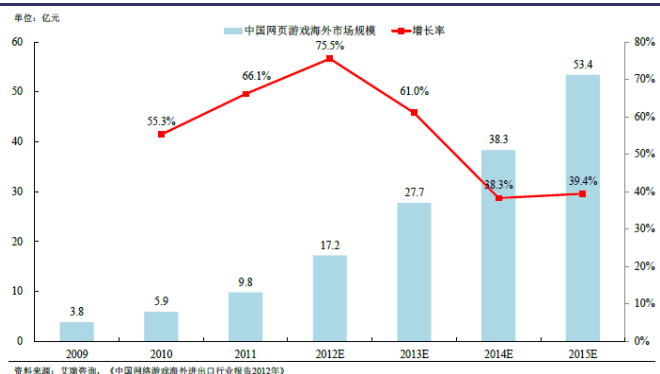
**国际市场广阔，中国游戏国际化扩张正当时，移动游戏成为出口中坚力量。**全球网络游戏市场近年来保持平稳增长。2013 年全球网络游戏市场规模达到 333.7 亿美元。随着国内游戏厂商实力的增长，出口扩张成为龙头公司的选择。根据艾瑞咨询发布的《中国网络游戏海外进出口行业报告 2012 年》数据，2012 年中国网络游戏企业海外收入规模为 55.2 亿元，较 2011 年增长 53%，预计至 2015 年有望增长至 143 亿元。从细分游戏类型来看，2012 年的中国游戏出口中仍以端游为主，而后是网页游戏。随着 2013 年中国移动游戏的爆发，同时在 IOS 和 Android 全球性平台的助推下，中国游戏企业起步较快，具备较强研发实力，并快速进军全球市场，成为了中国游戏出口的中间力量。

图 19、中国网络游戏企业海外收入规模



资料来源：艾瑞咨询，《中国网络游戏海外进出口行业报告2012年》

图 20、中国移动游戏海外市场规模预测



资料来源：艾瑞咨询，《中国网络游戏海外进出口行业报告2012年》

数据来源：艾瑞咨询、兴业证券研究所

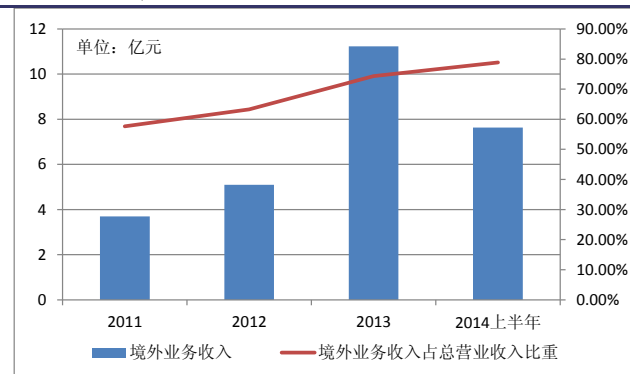
数据来源：艾瑞咨询、兴业证券研究所



### 3、公司海外发行网络庞大，竞争优势显著

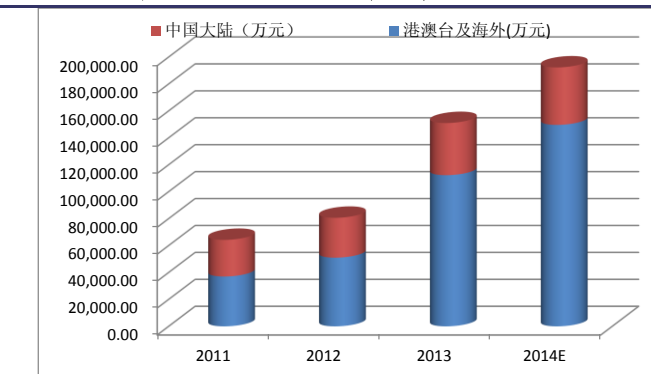
海内外市场兼具，海外收入占比高。公司 2013 年境外主营收入达 11.2 亿元，较 2011 年增长 203.34%，截止 14 年 3 季度港澳台及海外的收入已经占到了 77.8%。2014 年上半年境外业务收入规模达 7.63 亿，预计 2014 年全年境外收入可逾 15 亿元；在境外收入项目中源自于自有平台（包括自主运营和代理运营两种运营模式）的收入达 7.34 亿元，占当期境外收入的 97.31%。

图 21、境外游戏收入快速增长



数据来源：艾瑞咨询、兴业证券研究所

图 22、国外游戏收入占比不断提升

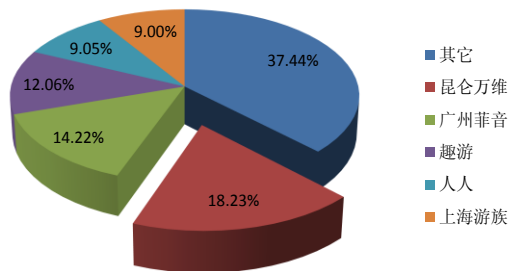


数据来源：艾瑞咨询、兴业证券研究所

**国内游戏国际化的三种模式。**在国内游戏国际化的背景下，海外游戏发行参与者众，主要有三大模式：1) 专注海外代理运营的发行商，如港股的 IGG。2) 以国内游戏为基础，不断海外扩张的研发+发行商，如昆仑万维、触控科技、恺英网络等。3) 开发商自己进行海外运营，如港股的博雅互动、数字天空、完美时空等。

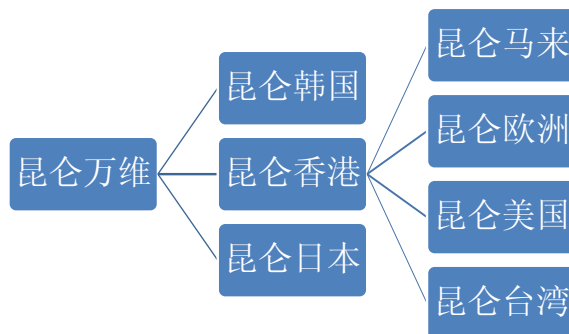
**海外发行网络庞大，构成公司核心竞争力。**公司是国内率先将页游推广至海外的公司之一，因此在页游市场出口方面占有领先地位，并形成了独特的海外运营模式。公司通过设立子公司或办事处和境外平台联合运营的方式，通过与本土团队的配合对游戏进行海外元素融合和本土化调整，从而发行更加适销对路的游戏。目前已成功开拓港澳台、日韩、东南亚和欧美等多个海外市场。根据易观智库发布的《中国网页游戏研发市场竞争力趋势报告 2013》，2012 年中国网页游戏产品出口市场份额（按游戏出口数量计算）排名第一。

图 23、2012 年海外页游收入排名第一



数据来源：艾瑞咨询、兴业证券研究所

图 24、公司国外子公司架构图



数据来源：艾瑞咨询、兴业证券研究所

#### 4、募集资金项目有助于进一步扩大公司领先优势

公司本次拟向社会公开发行人股份，发行数量不低于本次发行后总股本的 25%，且不超过 7000 万股。本次公司将使用 13.3 亿募集资金主要投入到移动网络游戏和移动网络游戏代理购买上，在短期内，决心通过利用募集资金在手游领域做大做强。在长期计划建立移动网络游戏的领先地位、巩固网页游戏领域的竞争优势、进一步推进网络游戏的全球发行和运营、积极开拓网络游戏业务领域，实现移动网络游戏、网页游戏和客户端游戏的均衡发展；同时完善 I Mobile 平台的系统建设和试产开发，实现平台效应。

**表 1：募集资金项目**

项目名称	项目备案文件	项目总投资	募集资金使用量
移动网络游戏新产品研发项目	京还多发改（备） [2014]28 号	40,816	40,816
移动网络游戏代理项目	京还多发改（备） [2014]29 号	50,903	50,903
网页游戏新产品研发项目	京还多发改（备） [2014]30 号	19,445	19,445
网页游戏代理项目	京还多发改（备） [2014]31 号	3,971	3,971
客户端网络游戏代理项目	京还多发改（备） [2014]27 号	19,714	19,714
合计		134,849	133,038

资料来源：招股说明书

#### 6、盈利预测与估值

我们预计公司 14/15/16 年归属于上市公司股东的净利润分别为 3.50/4.22/5.12 亿元，对应全面摊薄 EPS 分别为 1.25/1.51/1.83 元；

**表 2、公司盈利预测结果**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1510	1916	2430	3005
增长率	87.3%	26.9%	26.8%	23.6%
营业利润(百万元)	420	403	486	592
增长率	94.0%	-4.1%	20.8%	21.7%
净利润(百万元)	436	350	422	512
增长率	99.6%	-19.8%	20.6%	21.5%
最新摊薄每股收益(元)	2.08	1.66	1.51	1.83
每股净资产(元)	4.06	5.73	7.17	8.70
动态市盈率(倍)	0	0	0	0
市净率 (倍)	0	0	0	0

数据来源：兴业证券研究所整理

参考公司融资规模及发行费用影响（两者合计 14.21 亿元），预计公司最终发行价约为 20.3 元，分别对应 14/15/16 年 25/13/11 倍 PE，显著低于游戏行业同期平均

估值水平，股价存在较大上行空间。

图 25、A 股影视游戏公司估值

公司	总股本 (亿股)	收盘价	EPS			P/E	
			2014E	2015E	15%14	2014E	2015E
掌趣科技	12.98	15.83	0.32	0.47	46.71%	49.65	33.85
互动娱乐	5.66	15.09	0.51	0.65	27.49%	29.78	23.36
游族网络	2.76	49.37	1.45	1.93	32.45%	33.94	25.62
科冕木业	2.23	57.50	0.97	1.37	41.16%	59.35	42.04
顺网科技	2.90	22.20	0.49	0.73	47.07%	44.88	30.52
拓维信息	4.03	17.91	0.31	0.46	48.31%	57.53	38.79
神州泰岳	13.23	18.39	0.51	0.68	31.81%	35.82	27.18
华谊兄弟	12.38	28.06	0.65	0.76	17.88%	43.47	36.88
华策影视	6.47	27.06	0.85	1.11	30.84%	31.87	24.35
华录百纳	3.94	34.78	0.73	1.04	41.43%	47.43	33.54
光线传媒	10.13	24.78	0.43	0.57	33.44%	57.59	43.16
新文化	1.92	29.10	0.90	1.14	25.85%	32.22	25.60
奥飞动漫	6.32	30.58	0.71	0.98	36.74%	42.82	31.31
AVE						43.57	32.01

数据来源: wind, 兴业证券研究所

## 7、风险提示

公司的风险主要来自于:

- 1) **侵权风险。**《武侠 Q 传》被完美世界等公司起诉侵权，存在下线并暂停运营风险，可能影响公司未来业绩。2014H，《武侠 Q 传》收入占比不到 10%。
- 2) **现有游戏周期较短、新游戏开发风险。**游戏产品具备一定的周期性，现有游戏在产品周期中后期盈利能力将急剧下降，而新开发的游戏产品有可能不足以接替现有产品得到用户青睐。
- 3) **政策风险。**游戏产品具备意识形态特征，可能受到类似“净网行动”的审查风险。

附表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	1076	1528	1920	2356
货币资金	660	1194	1512	1878
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	230	96	97	90
其他应收款	37	48	60	75
存货	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	174	208	222	253
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	12	12	12	12
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	26	25	23	21
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	10	11	11	12
<b>资产总计</b>	1250	1736	2142	2609
<b>流动负债</b>	396	533	636	782
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	144	185	243	304
其他	252	348	394	478
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	396	533	636	782
股本	210	210	280	280
资本公积	163	163	93	93
未分配利润	433	761	1047	1343
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	853	1203	1506	1828
<b>负债及权益合计</b>	1250	1736	2142	2609

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	436	350	422	512
折旧和摊销	0	2	2	2
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	-11	-9	-11
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	0	198	4	45

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	1510	1916	2430	3005
营业成本	430	552	726	907
营业税金及附加	9	4	5	6
销售费用	601	747	948	1172
管理费用	188	211	267	331
财务费用	13	-11	-9	-11
资产减值损失	19	11	7	8
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	170	0	0	0
<b>营业利润</b>	420	403	486	592
营业外收入	23	9	10	11
营业外支出	0	0	1	1
<b>利润总额</b>	442	411	496	602
所得税	6	62	74	90
净利润	436	350	422	512
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	436	350	422	512
<b>EPS(元)</b>	2.08	1.66	1.51	1.83

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	87.3%	26.9%	26.8%	23.6%
营业利润增长率	94.0%	-4.1%	20.8%	21.7%
净利润增长率	99.6%	-19.8%	20.6%	21.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	71.5%	71.2%	70.1%	69.8%
净利率	28.9%	18.2%	17.3%	17.0%
ROE	51.1%	29.1%	28.0%	28.0%

资产负债率	31.7%	30.7%	29.7%	30.0%
流动比率	2.72	2.87	3.02	3.01
速动比率	2.72	2.87	3.02	3.01
<b>营运能力</b>				
资产周转率	144.3%	128.4%	125.3%	126.5%
应收帐款周转率	946.8%	1174.7%	2518.2%	3207.5%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	2.08	1.66	1.51	1.83

## 新股定价报告



经营活动产生现金流量	370	524	428	546	每股经营现金	1.76	2.49	2.04	2.60
投资活动产生现金流量	149	-0	-0	-1	每股净资产	4.06	5.73	7.17	8.70
融资活动产生现金流量	-282	11	-110	-179					
现金净变动	227	535	318	366	估值比率(倍)				
现金的期初余额	433	660	1194	1512	PE	0.0	0.0	0.0	0.0
现金的期末余额	660	1194	1512	1878	PB	0.0	0.0	0.0	0.0

### 投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推荐: 相对表现优于市场;
- 中性: 相对表现与市场持平
- 回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买入: 相对大盘涨幅大于 15%;
- 增持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
- 中性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
- 减持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

**【信息披露】**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**【法律声明】**

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。