

方正证券研究所证券研究报告

掌趣科技(300315)

公司研究

传媒行业

公司财报点评

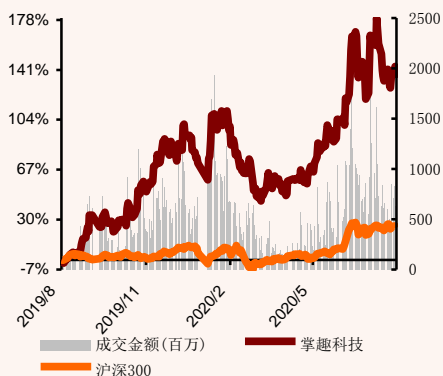
2020.08.26/推荐(首次)

传媒首席：杨仁文  
执业证书编号：S1220514060006  
联席首席：姚蕾  
执业证书编号：S1220516080006

联系人：李舒婕

E-mail lishujie@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

**事件：**公司公告中报业绩，20H1 实现营收 9.26 亿元（YOY+33.04%）、归母净利 4.43 亿元（YOY+110.11%）、归母扣非净利 2.69 亿元（YOY+10.08%）、净经营性现金流 2.32 亿元（YOY+69.14%）；非经包括其他非流动金融资产公允价值变动收益（掌阅+斗鱼）2.17 亿元。对应 20Q2 营收 5.17 亿元（YOY+51.93%、QOQ+26.45%）、归母扣非净利 1.8 亿元（YOY+93.4%、QOQ+102.87%）。

**点评：**

**1、20H1 公司自研游戏出海带动收入增长，利润端受非流动金融资产公允价值变动影响。**①20H1 手游收入 8.78 亿元（YOY+33.68%）、毛利率 74.71%（+17.36pct）。②20H1 销售费用 1.85 亿元（其中推广费 1.75 亿元），公司执行新收入准则，将推广费从主营业务成本调至销售费用。20H1 研发费用 1.83 亿元、研发费率 19.72%。③截止 20Q2 期末，货币资金 20.81 亿元（YOY+68%、主要系营收增长），应收账款 2.08 亿元，长期股权投资 12.31 亿元，其他非流动金融资产 5.19 亿元，合同负债 1.89 亿元（主要为预收游戏分成款及部分游戏递延收益）。

**2、20H1 《一拳超人》表现亮眼，《拳皇》《奇迹》《魔法门》等老产品 Q2 海外流水环比增加；储备《全民奇迹 2》《黑暗之潮》《街霸：对决》等多款重点产品，未来可期。**①20H1 《一拳超人：最强之男》表现突出，贡献收入增量。2020 年 1 月上线港澳台地区，2020 年 6 月上线东南亚地区。20H1 《一拳超人：最强之男》全球收入 3.58 亿元（占公司游戏收入的 39%、其中境外 2.67 亿元），充值流水 5.54 亿元（其中境外 4.03 亿元）。②2020 年 8 月，公司自研自发产品《真红之刃》上线，魔幻题材 RPG，由沈腾代言，iOS 游戏畅销榜最高至 24、平均为 46。③公司未来重点产品储备包括《全民奇迹 2》（腾讯独代/已有版号）、《黑暗之潮》（已有版号）、《街霸：对决》（腾讯独代/已有版号）等，正在稳步推进。④公司以游戏研发+发行立身，坚持“技术立企”的核心定位。在 Unity3D、H5 和虚幻游戏引擎框架搭建领域，已取得一定突破，有助于公司未来开辟更高的产品层级及游戏玩法的融合和进化。近年来，公司不断夯实游戏主业，夯实方法论，在 MMO、卡牌等主流手游品类中建立较为完善的研发管理体系，同时布局二次元等细分领域。

**3、公司积极推进长效激励机制的建立和实施，激发团队活力。**

①2019 年 2 月，公司推行实施首次回购股份方案并已于 2020 年 2 月届满，所回购股份（占公司总股本的 1.0104%）将全部用于实施股权激励或员工持股计划，成交金额 1.06 亿元，成交均价 3.79 元/股。②2020 年 6 月，公司推出第二次回购股份方案，将使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司部分股份，

回购总金额 1~2 亿元，回购价不超 8.61 元/股（含），所回购股份将全部用于实施员工持股计划或者股权激励。截止 2020/7/31，已回购股份（占公司总股本的 0.4839%），成交金额 1.05 亿元，成交均价 7.89 元/股。③2020 年 8 月，公司公告第二期员工持股计划。参加员工总数不超 122 人，其中董事长刘惠城（截止 20Q2 期末持有公司总股本的 6.05%）持有份额占该员工持股计划的 37%、占公司总股本的 0.37%。股份来源回购，占总股本的 1.0104%，受让价为 3.8 元/股（2020/8/26 公司收盘价为 8.36 元/股）。该员工持股计划资金总额不超 1.06 亿元。

**4、盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.79/9.68/11.65 亿元，对应当前 PE 分别为 34/24/20X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**产品上线进度及表现不及预期、资产减值风险、公司治理风险、行业政策风险、市场风格切换等。

#### 盈利预测：

| 单位/百万     | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入     | 1616.95 | 2093.15 | 2719.81 | 3300.00 |
| (+/-) (%) | -17.93  | 29.45   | 29.94   | 21.33   |
| 净利润       | 363.60  | 678.91  | 967.64  | 1165.42 |
| (+/-) (%) | 111.54  | 86.72   | 42.53   | 20.44   |
| EPS(元)    | 0.13    | 0.25    | 0.35    | 0.42    |
| P/E       | 63.40   | 33.96   | 23.82   | 19.78   |

数据来源：wind 方正证券研究所

### 事件:

公司公告中报业绩, 20H1 实现营收 9.26 亿元 (YOY+33.04%)、归母净利 4.43 亿元 (YOY+110.11%)、归母扣非净利 2.69 亿元 (YOY+10.08%)、净经营性现金流 2.32 亿元 (YOY+69.14%); 非经包括其他非流动金融资产公允价值变动收益(掌阅+斗鱼) 2.17 亿元。对应 20Q2 营收 5.17 亿元 (YOY+51.93%、QOQ+26.45%)、归母扣非净利 1.8 亿元 (YOY+93.4%、QOQ+102.87%)。

### 点评:

1、20H1 公司自研游戏出海带动收入增长, 利润端受非流动金融资产公允价值变动影响。

①20H1 公司实现营收 9.26 亿元 (YOY+33.04%)、归母净利 4.43 亿元 (YOY+110.11%)、归母扣非净利 2.69 亿元 (YOY+10.08%)、净经营性现金流 2.32 亿元 (YOY+69.14%); 非经包括其他非流动金融资产公允价值变动收益 2.17 亿元。对应 20Q2 营收 5.17 亿元 (YOY+51.93%、QOQ+26.45%)、归母扣非净利 1.8 亿元 (YOY+93.4%、QOQ+102.87%)。20H1 手游收入 8.78 亿元 (YOY+33.68%)、毛利率 74.71%(+17.36pct)。

图表1: 公司季度业绩一览

|             | 19Q1   | 19Q2   | 19Q3   | 19Q4    | 20Q1   | 20Q2     |
|-------------|--------|--------|--------|---------|--------|----------|
| 营收(亿元)      | 3.56   | 3.40   | 5.06   | 4.15    | 4.09   | 5.17     |
| YOY (%)     | -26.31 | -48.54 | 15.56  | 6.88    | 14.97  | 51.93    |
| QOQ (%)     |        | -4.31  | 48.52  | -17.91  | -1.45  | 26.45    |
| 归母净利(亿元)    | 1.87   | 0.24   | 1.34   | 0.19    | 0.94   | 3.49     |
| YOY (%)     | 41.94  | -90.23 | -1.53  | 100.51  | -49.60 | 1,337.88 |
| QOQ (%)     |        | -86.99 | 451.22 | -86.08  | 404.71 | 271.17   |
| 归母扣非净利(亿元)  | 1.51   | 0.93   | 1.79   | -0.14   | 0.89   | 1.80     |
| YOY (%)     | 17.19  | -62.22 | 38.32  | 99.62   | -41.26 | 93.40    |
| QOQ (%)     |        | -38.39 | 92.91  | -107.65 | 745.85 | 102.87   |
| 净经营性现金流(亿元) | 0.05   | 1.32   | 1.81   | 1.97    | 0.21   | 2.11     |
| 整体毛利率 (%)   | 63.25  | 54.17  | 57.38  | 50.01   | 74.87  | 75.86    |
| 整体净利率 (%)   | 52.24  | 6.88   | 26.27  | 4.33    | 22.75  | 67.36    |

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

②20H1 销售费用 1.85 亿元 (其中推广费 1.75 亿元), 公司执行新收入准则、将推广费从主营业务成本调至销售费用。20H1 研发费用 1.83 亿元、研发费率 19.72%。

图表2: 公司盈利能力

| 单位: %     | 2017A  | 2018A   | 2019A | 2020H1 |
|-----------|--------|---------|-------|--------|
| 整体净利率     | 16.53  | -157.10 | 22.27 | 47.66  |
| 整体毛利率     | 58.97  | 61.27   | 56.10 | 75.42  |
| 期间费用率     | 32.98  | 33.10   | 31.27 | 43.02  |
| 销售费用/营收   | 1.49   | 1.59    | 2.33  | 19.99  |
| 管理费用/营收   | 28.19  | 30.72   | 30.79 | 24.30  |
| 财务费用/营收   | 3.29   | 0.79    | -1.84 | -1.27  |
| 研发费用/营收   |        | 23.61   | 23.46 | 19.72  |
| 资产减值损失/营收 | 28.97  | 186.85  | -5.01 | 0.13   |
| 所得税率      | -25.01 |         | 0.27  | 19.90  |

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

③截止 20Q2 期末,货币资金 20.81 亿元(YOY+68%、主要系营收增长),应收账款 2.08 亿元,长期股权投资 12.31 亿元,其他非流动金融资产 5.19 亿元,合同负债 1.89 亿元(主要为预收游戏分成款及部分游戏递延收益)。

④20H1 玩蟹科技收入 1.72 亿元、净利润 6280 万元,天马时空收入 2.39 亿元、净利润 5246 万元。

图表3: 截止 20Q2 期末公司其他非流动金融资产

| 其他非流动金融资产   | 期末余额(亿元) | 期初余额(亿元) |
|---|----------|----------|
| 深圳前海掌趣创享股权投资企业(有限合伙)  | 0.0910   | 0.0910   |
| 上海冠润创业投资合伙企业(有限合伙)  | 0.1676   | 0.1676   |
| 苏州优格互联创业投资中心(有限合伙)  | 0.0300   | 0.0300   |
| 南山蓝月资产管理(天津)合伙企业(有限合伙)(持股斗鱼)  | 1.6139   | 1.3555   |
| 深圳国金天惠创业投资企业(有限合伙)  | 0.0909   | 0.0947   |
| 深圳国金天吉创业投资企业(有限合伙)(持股掌阅)<br>(20H1 期间减持 733 万股掌阅科技、期末持股 1.02%,期间掌阅科技涨幅 127%) | 3.0897   | 3.0163   |
| 杭州君溢创业投资合伙企业(有限合伙)  | 0.0515   | 0.0515   |
| 北京华泰瑞联并购基金中心(有限合伙)  | 0.0000   | 0.0071   |
| LVPSeedFund II, L.P.  | 0.0525   | 0.0470   |
| 合计  | 5.1870   | 4.8608   |

资料来源:公司公告,方正证券研究所

**2、20H1《一拳超人》表现亮眼,《拳皇》《奇迹》《魔法门》等老产品 Q2 海外流水环比增加;储备《全民奇迹 2》《黑暗之潮》《街霸:对决》等多款重点产品,未来可期。**

①20H1《一拳超人:最强之男》表现突出,贡献收入增量。2020 年 1 月上线港澳台地区并持续多时位于 APP Store 及 Google play 榜单前列,2020 年 6 月上线东南亚地区并一举登上新加坡、马来西亚、泰国、菲律宾等国 Google Play 下载榜及 App Store 下载榜第 1。20H1《一拳超人:最强之男》全球收入 3.58 亿元(占公司游戏收入的 39%、其中境外 2.67 亿元),充值流水 5.54 亿元(其中境外 4.03 亿元)。TOP5 游戏 20H1 全球收入占公司游戏收入的 81%。

②2020 年 8 月,公司自研自发产品《真红之刃》上线,魔幻题材 RPG,由沈腾代言,iOS 游戏畅销榜最高至 24、平均为 46。

③公司未来重点产品储备包括《全民奇迹 2》(腾讯独代/已有版号)、《黑暗之潮》(已有版号)、《街霸:对决》(腾讯独代/已有版号)等,正在稳步推进。

④公司以游戏研发+发行立身,坚持“技术立企”的核心定位。在 Unity3D、H5 和虚幻游戏引擎框架搭建领域,已取得一定突破,有助于公司未来开辟更高的产品层级及游戏玩法的融合和进化,有利于缩减产品研发成本和研发周期。近年来,公司不断夯实游戏主业,夯实方法论,在 MMO、卡牌等主流手游品类中建立较为完善的研发管理体系,同时布局二次元等细分领域,建立起面向不同市场定位及用户人群的多元化产品矩阵,打磨精品游戏。

图表4： 公司游戏 20H1 情况（全球）

| 游戏名称              | 运营模式           | 运营商  | 收入<br>(亿元) | 占游戏<br>收入比例 | 推广费<br>(万元) | 占游戏<br>推广费比例 | 推广费占主要游戏<br>收入比例 |
|-------------------|----------------|------|------------|-------------|-------------|--------------|------------------|
| 一拳超人：最强之男         | 自主运营           | 掌趣科技 | 3.58       | 38.80%      | 13,573      | 77.61%       | 37.92%           |
| 拳皇 98 终极之战 OL     | 自主运营/<br>第三方运营 | 腾讯等  | 1.77       | 19.22%      | 825         | 4.72%        | 4.66%            |
| 奇迹：觉醒             | 自主运营/<br>第三方运营 | 腾讯等  | 1.41       | 15.30%      | 2,248       | 12.85%       | 15.92%           |
| 全民奇迹              | 第三方运营          | 网禅等  | 0.35       | 3.82%       | 15          | 0.09%        | 0.43%            |
| 魔法门之英雄无敌：<br>战争纪元 | 自主运营/<br>第三方运营 | 腾讯等  | 0.33       | 3.53%       | 12          | 0.07%        | 0.35%            |
| TOP5 合计           |                |      | 7.44       | 80.67%      | 16,673      | 95.34%       | 59.28%           |

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表5： 公司主要游戏 20H1 情况（全球/按季度）

| 游戏名称              | 季度   | 当季新增用户数   | 活跃用户数     | 付费用户数   | ARPU 值(元) | 充值流水(亿元) |
|-------------------|------|-----------|-----------|---------|-----------|----------|
| 一拳超人：最强之男         | 20Q1 | 4,367,700 | 5,090,784 | 425,769 | 801       | 3.41     |
|                   | 20Q2 | 3,928,437 | 5,046,877 | 387,187 | 551       | 2.13     |
| 拳皇 98 终极之战 OL     | 20Q1 | 340,165   | 951,394   | 131,706 | 1,233     | 1.62     |
|                   | 20Q2 | 318,340   | 850,455   | 111,615 | 1,321     | 1.47     |
| 奇迹：觉醒             | 20Q1 | 887,060   | 1,373,632 | 179,742 | 950       | 1.71     |
|                   | 20Q2 | 730,251   | 1,160,756 | 153,011 | 1,176     | 1.80     |
| 全民奇迹              | 20Q1 | 157,120   | 340,222   | 55,293  | 934       | 0.52     |
|                   | 20Q2 | 97,266    | 240,209   | 40,209  | 1,122     | 0.45     |
| 魔法门之英雄无敌：<br>战争纪元 | 20Q1 | 385,903   | 578,139   | 94,605  | 1,044     | 0.99     |
|                   | 20Q2 | 324,722   | 487,905   | 65,278  | 1,600     | 1.04     |

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表6： 公司游戏 20H1 情况（境外）

| 游戏名称              | 运营模式       | 运营商   | 境外收入(亿元) | 占公司境外游戏收入比例 |
|-------------------|------------|-------|----------|-------------|
| 一拳超人：最强之男         | 自主运营       | 掌趣科技  | 2.67     | 28.91%      |
| 拳皇 98 终极之战 OL     | 自主运营/第三方运营 | 腾讯等   | 1.39     | 15.06%      |
| 奇迹：觉醒             | 自主运营/第三方运营 | 网禅等   | 0.99     | 10.77%      |
| 塔防三国志 II          | 第三方运营      | 苏州爱洛克 | 0.10     | 1.13%       |
| 魔法门之英雄无敌：<br>战争纪元 | 自主运营/第三方运营 | 腾讯等   | 0.07     | 0.80%       |
| TOP5 合计           |            |       | 5.23     | 56.67%      |

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表7： 公司游戏 20H1 情况（境外/按季度）

| 游戏名称              | 季度   | 当季新增境外<br>用户数 | 境外活跃用户数   | 境外付费用户数 | 境外 ARPU 值<br>(元) | 境外充值流水<br>(亿元) |
|-------------------|------|---------------|-----------|---------|------------------|----------------|
| 一拳超人:最强之男         | 20Q1 | 2,901,405     | 2,901,767 | 297,744 | 839              | 2.50           |
|                   | 20Q2 | 2,631,417     | 3,106,809 | 316,446 | 485              | 1.53           |
| 拳皇 98 终极之战 OL     | 20Q1 | 221,413       | 445,804   | 49,678  | 1,763            | 0.88           |
|                   | 20Q2 | 247,461       | 466,919   | 49,193  | 1,811            | 0.89           |
| 奇迹:觉醒             | 20Q1 | 782,327       | 1,155,430 | 117,540 | 915              | 1.08           |
|                   | 20Q2 | 673,651       | 1,026,130 | 118,579 | 1,033            | 1.22           |
| 塔防三国志 II          | 20Q1 | 235,162       | 292,880   | 18,232  | 1,828            | 0.33           |
|                   | 20Q2 | 164,604       | 235,029   | 13,296  | 1,542            | 0.21           |
| 魔法门之英雄无敌:<br>战争纪元 | 20Q1 | 357,225       | 467,264   | 70,725  | 690              | 0.49           |
|                   | 20Q2 | 309,490       | 409,954   | 45,735  | 1,310            | 0.60           |

资料来源：公司公告，方正证券研究所

### 3、公司积极推进长效激励机制的建立和实施，激发团队活力。

①2019年2月，公司推行实施首次回购股份方案并已于2020年2月届满，所回购股份（占公司总股本的1.0104%）将全部用于实施股权激励或员工持股计划，成交金额1.06亿元，成交价3.32~4.45元/股，成交均价3.79元/股。

②2020年6月，公司推出第二次回购股份方案，将使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司部分股份，回购总金额1~2亿元，回购价不超8.61元/股（含），所回购股份将全部用于实施员工持股计划或者股权激励。截止2020/7/31，已回购股份（占公司总股本的0.4839%），成交金额1.05亿元，成交价6.42~8.6元/股，成交均价7.89元/股。

③2020年8月，公司公告第二期员工持股计划。参加员工总数不超122人，其中董事长刘惠城（截止20Q2期末持有公司总股本的6.05%）持有份额占该员工持股计划的37%、占公司总股本的0.37%。股份来源回购，占总股本的1.0104%，受让价为3.8元/股（2020/8/26公司收盘价为8.36元/股）。该员工持股计划资金总额不超1.06亿元。

**4、盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为6.79/9.68/11.65亿元，对应当前PE分别为34/24/20X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**产品上线进度及表现不及预期、资产减值风险、公司治理风险、行业政策风险、市场风格切换等。

图表8： 公司分产品收入预测表

| 单位：亿元                  | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------------|-------|-------|-------|
| 前一年度老游戏(TOP5 假设占比 80%) | 15.85 | 20.20 | 24.50 |
| 当年度新游戏                 | 5.09  | 7.00  | 8.50  |
| 收入合计                   | 20.93 | 27.20 | 33.00 |

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表9： 可比公司估值表

| 公司   | 2019 年归母净利润<br>(亿元) | 预测净利 (亿元) |       |       | 总市值 (亿元) | 对应 PE (倍) |       |       |
|------|---------------------|-----------|-------|-------|----------|-----------|-------|-------|
|      |                     | 2020E     | 2021E | 2022E |          | 2020E     | 2021E | 2022E |
| 掌趣科技 | 3.64                | 6.79      | 9.68  | 11.65 | 231      | 34        | 24    | 20    |
| 三七互娱 | 21.15               | 27.77     | 32.94 | 38.41 | 956      | 34        | 29    | 25    |
| 完美世界 | 15.03               | 23.85     | 28.51 | 33.00 | 725      | 30        | 25    | 22    |
| 吉比特  | 8.09                | 11.53     | 14.10 | 16.26 | 449      | 39        | 32    | 28    |
| 电魂网络 | 2.28                | 3.99      | 5.12  | 6.01  | 113      | 28        | 22    | 19    |
| 游族网络 | 2.57                | 12.79     | 13.79 | 13.58 | 188      | 15        | 14    | 14    |
| 世纪华通 | 22.85               | 38.94     | 46.47 | 52.27 | 788      | 20        | 17    | 15    |

资料来源：wind (一致预期)，方正证券研究所

## 附录：公司财务预测表

单位：百万元

| 资产负债表          |         |         |         |         | 利润表             |         |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|---------|---------|---------|---------|
|                | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |                 | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
| <b>流动资产</b>    | 1900.60 | 2706.22 | 3679.48 | 4940.24 | <b>营业总收入</b>    | 1616.95 | 2093.15 | 2719.81 | 3300.00 |
| 现金             | 1682.39 | 2184.39 | 3041.81 | 4151.09 | 营业成本            | 709.76  | 544.22  | 598.36  | 792.00  |
| 应收账款           | 81.13   | 206.45  | 268.26  | 325.48  | 营业税金及附加         | 4.38    | 6.28    | 8.16    | 9.90    |
| 其它应收款          | 10.12   | 17.20   | 22.35   | 27.12   | 营业费用            | 37.60   | 397.70  | 435.17  | 495.00  |
| 预付账款           | 104.04  | 163.27  | 179.51  | 237.60  | 管理费用            | 118.49  | 146.52  | 190.39  | 231.00  |
| 存货             | 0.00    | 4.47    | 4.92    | 6.51    | 财务费用            | -29.83  | -12.62  | -16.38  | -22.81  |
| 其他             | 22.92   | 130.44  | 162.63  | 192.44  | 资产减值损失          | -80.96  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| <b>非流动资产</b>   | 4086.55 | 4104.22 | 4168.34 | 4246.47 | 公允价值变动收益        | -74.18  | 150.00  | 50.00   | 80.00   |
| 长期投资           | 1891.05 | 1941.05 | 2006.05 | 2086.05 | 投资净收益           | 121.25  | 50.00   | 65.00   | 80.00   |
| 固定资产           | 21.88   | 22.00   | 21.13   | 19.25   | <b>营业利润</b>     | 366.30  | 771.49  | 1075.16 | 1294.91 |
| 无形资产           | 2028.18 | 1995.72 | 1995.72 | 1995.72 | 营业外收入           | 0.37    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他             | 145.44  | 145.44  | 145.44  | 145.44  | 营业外支出           | 5.64    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| <b>资产总计</b>    | 5987.16 | 6810.44 | 7847.82 | 9186.71 | <b>利润总额</b>     | 361.03  | 771.49  | 1075.16 | 1294.91 |
| <b>流动负债</b>    | 374.72  | 519.10  | 588.84  | 762.30  | 所得税             | 0.99    | 92.58   | 107.52  | 129.49  |
| 短期借款           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>净利润</b>      | 360.04  | 678.91  | 967.64  | 1165.42 |
| 应付账款           | 124.48  | 149.10  | 163.93  | 216.99  | 少数股东损益          | -3.56   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他             | 250.24  | 370.00  | 424.91  | 545.31  | <b>归属母公司净利润</b> | 363.60  | 678.91  | 967.64  | 1165.42 |
| <b>非流动负债</b>   | 65.57   | 65.57   | 65.57   | 65.57   | EBITDA          | 509.21  | 563.75  | 949.65  | 1118.98 |
| 长期借款           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | EPS (元)         | 0.13    | 0.25    | 0.35    | 0.42    |
| 其他             | 65.57   | 65.57   | 65.57   | 65.57   |                 |         |         |         |         |
| <b>负债合计</b>    | 440.29  | 584.67  | 654.41  | 827.87  | <b>主要财务比率</b>   | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
| 少数股东权益         | -1.36   | -1.36   | -1.36   | -1.36   | <b>成长能力</b>     |         |         |         |         |
| 股本             | 2757.48 | 2757.48 | 2757.48 | 2757.48 | 营业收入            | -0.18   | 0.29    | 0.30    | 0.21    |
| 资本公积           | 3831.10 | 3831.10 | 3831.10 | 3831.10 | 营业利润            | 1.12    | 1.11    | 0.39    | 0.20    |
| 留存收益           | -607.14 | 71.77   | 1039.41 | 2204.83 | 归属母公司净利润        | 1.12    | 0.87    | 0.43    | 0.20    |
| 归属母公司股东权益      | 5548.22 | 6227.13 | 7194.77 | 8360.20 | <b>获利能力</b>     |         |         |         |         |
| <b>负债和股东权益</b> | 5987.16 | 6810.44 | 7847.82 | 9186.71 | 毛利率             | 0.56    | 0.74    | 0.78    | 0.76    |
|                |         |         |         |         | 净利率             | 0.22    | 0.32    | 0.36    | 0.35    |
|                |         |         |         |         | ROE             | 0.07    | 0.11    | 0.13    | 0.14    |
|                |         |         |         |         | ROIC            | 0.18    | 0.23    | 0.39    | 0.47    |
|                |         |         |         |         | <b>偿债能力</b>     |         |         |         |         |
|                |         |         |         |         | 资产负债率           | 0.07    | 0.09    | 0.08    | 0.09    |
|                |         |         |         |         | 净负债比率           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
|                |         |         |         |         | 流动比率            | 5.07    | 5.21    | 6.25    | 6.48    |
|                |         |         |         |         | 速动比率            | 5.07    | 5.20    | 6.24    | 6.47    |
|                |         |         |         |         | <b>营运能力</b>     |         |         |         |         |
|                |         |         |         |         | 总资产周转率          | 0.27    | 0.33    | 0.37    | 0.39    |
|                |         |         |         |         | 应收账款周转率         | 12.27   | 14.56   | 11.46   | 11.12   |
|                |         |         |         |         | 应付账款周转率         | 9.96    | 15.30   | 17.38   | 17.33   |
|                |         |         |         |         | <b>每股指标(元)</b>  |         |         |         |         |
|                |         |         |         |         | 每股收益            | 0.13    | 0.25    | 0.35    | 0.42    |
|                |         |         |         |         | 每股经营现金          | 0.18    | 0.12    | 0.29    | 0.38    |
|                |         |         |         |         | 每股净资产           | 2.01    | 2.26    | 2.61    | 3.03    |
|                |         |         |         |         | <b>估值比率</b>     |         |         |         |         |
|                |         |         |         |         | P/E             | 63.40   | 33.96   | 23.82   | 19.78   |
|                |         |         |         |         | P/B             | 4.15    | 3.70    | 3.20    | 2.76    |
|                |         |         |         |         | EV/EBITDA       | 41.97   |         |         |         |

数据来源：wind 方正证券研究所



## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

|         | 北京  | 上海  | 深圳  | 长沙  |
|---------|---|---|---|---|
| 地址：     | 北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)                                  | 上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)                               | 深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)                                | 长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)                                  |
| 网址：     | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> |
| E-mail： | yjzx@foundersc.com  | yjzx@foundersc.com  | yjzx@foundersc.com  | yjzx@foundersc.com  |