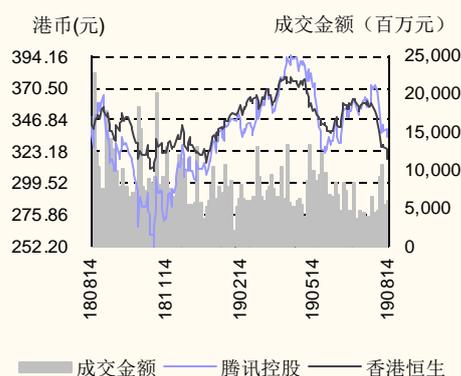


## 腾讯控股(00700.HK) 中性 (维持评级)

港股公司点评

## 市场数据(港币)

收盘价(元)	340.000
流通港股(百万股)	9,555.17
总市值(百万元)	3,248,757.34
年内股价最高最低(元)	395.60/252.20
香港恒生指数	25302.28



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	-8.26	-0.53	-2.47
相对香港恒生	1.77	10.48	6.36

## 相关报告

- 《《和平精英》能带给腾讯很大的业绩支撑吗？多半不能...》，2019.6.3
- 《重要的不是某项具体业务，重要的是经济！-腾讯控股...》，2019.5.16
- 《如果《刺激战场》在暑期之前改名并开始商业化，会带来...》，2019.4.29
- 《手游业务立功，广告、支付业务难言乐观；宏观经济仍是...》，2019.3.22
- 《长期战略地位稳固，但是市场预期和估值偏高-腾讯控股...》，2019.3.6

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002  
peipei@gjzq.com.cn

## 下一个增长引擎在哪里？还需要再等等

## 公司基本情况

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(百万)	312,694	388,137	470,973	548,287
同比增长	31.5%	24.1%	21.3%	16.4%
Non-GAAP 归母净利润(百万)	77,469	90,911	109,213	128,757
同比增长	19.0%	17.4%	20.1%	17.9%
Non-GAAP EPS(按期末股份)	8.14	9.55	11.47	13.52
Non-GAAP P/E	37.0	32.4	27.2	23.1

来源：公司年报、国金证券研究所注：货币单位是人民币

## 事件

- 腾讯公布 2019 年半年报：营业收入同比增长 21%（我们预期为 25%），Non-GAAP 净利润同比增长 19%（我们预期为 17%）。其中，手游业务收入同比增长 26%，是最重要的增长引擎；端游业务收入同比下滑 9%；广告业务收入同比增长 16%；金融科技及企业服务收入同比增长 37%。毛利率同比下滑 3pct，而营业费率同比也下滑 3pct。

## 评论

- 游戏业务大放异彩，三季度只会更好：我们此前预期，由于二季度新游戏仅有《和平精英》表现较好，该季度手游收入同比只有 15-20%；事实远超预期。我们认为，这主要是由于老游戏的长线运营，以及海外收入的贡献。端游流水同比上升，但是由于《英雄联盟》递延周期较长，会计收入同比下滑。进入三季度，腾讯已经发行了《跑跑卡丁车》《龙族幻想》等爆款手游，端游业务还在持续复苏，我们对游戏业务感到乐观。
- 广告业务的瓶颈不是短期能解决的：二季度社交广告收入同比增长 28%，尚属差强人意；但是媒体广告收入同比下滑 7%。我们认为，腾讯广告最大的问题是组织结构不清晰、内部协同不畅；仅仅依靠新增广告位不能解决问题。在长期，微信小程序电商可能带来巨大的 CPS 广告增量，然而这不是一蹴而就的。媒体广告可能在三季度出现季节性的回暖。
- 金融科技是最大的惊喜、下一个利润引擎：如果剔除存款备付金上缴的影响，二季度金融科技与企业服务收入同比增长 57%；我们估计该项业务大部分收入来自微信支付。微信支付已经是国内最大的第三方支付平台（按交易笔数），随着移动支付进一步下沉，它的市场份额还能上升。随着支付补贴的降低、理财和贷款等高利润业务的发展，我们预计金融科技将成为腾讯的下一个利润引擎，但是具体时间表还很难估算。
- 控制费用有一时之效，但不是长久之计：二季度销售费率同比下滑 4pct，对利润有重要支撑作用。然而，这并非长久之计，因为游戏、金融科技、企业服务以及海外业务都需要巨大的市场投入。未来几个季度，腾讯在成本和费用端将持续面临压力，营业利润率很难环比提升。
- 我们预计腾讯 2019-2021E Non-GAAP EPS 为 9.55/11.47/13.52 元。基于 DCF 得出目标价 348 港元，维持“中性”评级。
- 风险因素：监管风险，新业务风险，技术替代风险，战略投资风险。

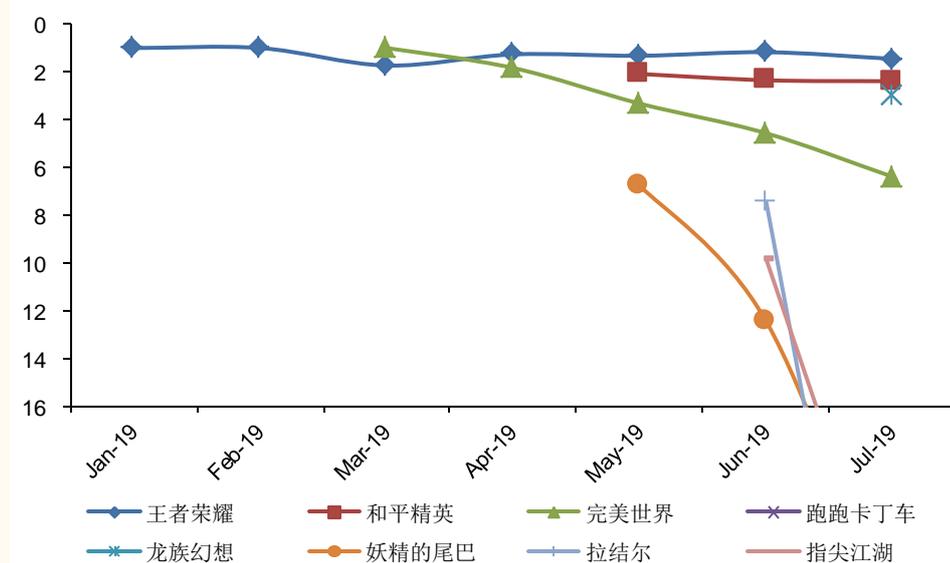
## 腾讯的“拇指定律”：与微信、QQ、游戏相关，就是好的

- 为什么腾讯二季度的手游业务如此强劲，而广告业务如此疲软？为什么金融科技业务能取得市场领先地位，而云服务没有取得类似的战果？答案很简单：事在人为，要看业务是哪个团队做的。在腾讯内部，微信、手机QQ、游戏（尤其是天美、光子工作室群）团队，是公认的精兵强将、经历过市场考验、有成功基因；其他团队则未必如此。

### 种性强韧：腾讯游戏的市场份额持续扩张

- 2019年7月下旬，iOS游戏畅销榜出现了罕见的盛况：腾讯发行的《王者荣耀》《龙族幻想》《和平精英》《跑跑卡丁车》霸占前4名。其中，《王者荣耀》已经有三年历史，《和平精英》的前身《刺激战场》上线于2018年初，《跑跑卡丁车》《龙族幻想》都是2019年7月的新游戏，可谓“老中青”搭配。在品类上，《王者荣耀》《和平精英》是重度竞技，《跑跑卡丁车》是休闲竞技，《龙族幻想》是开放世界MMORPG，是此前腾讯比较薄弱的环节。此外，2019年3月上线的《完美世界》仍然稳居畅销榜前10；7月上线的《权力的游戏》位居第10-15名。

图表 1：2019 年腾讯旗舰手游的 App Store 畅销榜平均排名



来源：App Store, 国金证券研究所

- 我们预计，2019年7-8月，《王者荣耀》的月均流水将超过25亿，《和平精英》超过12亿，《跑跑卡丁车》《龙族幻想》达到或接近7亿。以上4款游戏的使用寿命都会很长：《跑跑卡丁车》作为经典端游IP，有望取得与《QQ飞车》类似的长期战绩；《龙族幻想》刷新了MMO手游的画面纪录，而且年轻粉丝极多。8月，腾讯又发行了射击手游《王牌战士》，虽然初期流水贡献有限，但是有可能成为下一个重要电竞产品。
- 在这个玩家口味日益挑剔、渠道多元化的时代，腾讯的游戏导流能力仍然未见任何松动：我们估计《跑跑卡丁车》上线首日新增用户破1000万，《龙族幻想》破400万，均创下同类产品近期纪录；即便是让玩家大失所望的《剑网3：指尖江湖》，首日也有近200万新增。除了传统的微信、QQ、应用宝三大流量入口，腾讯加强了从媒体应用向游戏的导流，例如《权力的游戏》就从腾讯视频获得了大量预约。相比之下，其他发行商若能在首日为重度游戏导入50-100万用户，就算超额完成任务了。

图表 2：腾讯最近发现的5款主力手游初期导流情况

游戏名称	上线时间	首日导流估算	前三日导流估算
------	------	--------	---------

游戏名称	上线时间	首日导流估算	前三日导流估算
跑跑卡丁车	2019.7.1	1200 万	2000 万
权力的游戏：凛冬将至	2019.7.10	140 万	210 万
龙族幻想	2019.7.18	430 万	700 万
拉结尔	2019.6.19	120 万	180 万
剑网3：指尖江湖	2019.6.12	190 万	250 万

来源：微信游戏中心，QQ 游戏中心，国金证券研究所

- 我们曾经预期，由于二季度新手游只有《和平精英》表现较好、其他多是昙花一现，该季度腾讯的手游收入将只同比增长 15%左右。然而，事实远远超过预期。我们认为，关键在于腾讯的老游戏也通过做活动、拉回流，贡献着稳定的收入：除了《王者荣耀》这个常青树，《魂斗罗》《火影忍者》《剑侠情缘》《红警 OL》《乱世王者》也经常重回畅销榜前列。如果腾讯在二季度这个“新手游低潮期”也能取得佳绩，三季度只会更好。
- 端游流水今年上半年恢复了同比增长，但是会计收入仍在同比下滑之中，这很大程度上是由于《英雄联盟》的递延周期较长。我们估计，2018 年腾讯端游收入下滑主要是《英雄联盟》导致的；2019 年，在 IG 全球夺冠、LPL 职业联盟升级、“云顶之弈”新玩法的推动下，我们预计《英雄联盟》的收入将有较大的同比增长。与此同时，《地下城与勇士》等旗舰端游保持着稳定的趋势。我们估计，端游业务的会计收入转为同比增长只是时间问题；今年全年，端游收入可以做到同比持平。

图表 3：《英雄联盟》自走棋玩法“云顶之弈”



来源：游戏画面，国金证券研究所

### 广告业务到底出了什么问题？只有微信能够拯救

- 2019 年，受到宏观经济的影响，广告主需求不足，腾讯的广告业务不可避免地受到了影响。然而，二季度广告收入同比仅增长 16%，仍然远低于我们此前的预期（25%左右）。社交广告收入同比增长 28%，尚属差强人意；媒体广告收入同比下滑 7%，实在难以令人满意。腾讯广告到底出了什么问题？一言以蔽之：问题实在太多，短期难以解决。
- 平心而论，媒体广告收入的下滑，有一些偶然因素：《九州缥缈录》等多部重要剧集被推迟，二季度腾讯视频缺乏重量级内容。然而，问题的关键在于：广告业务线(AMS)成立时间太短，组织结构不清晰、内部缺乏协同，尚未成为一个有战斗力的团队。2018 年以前，腾讯广告业务呈现“山头林立”之势，各个事业群都有自己的广告销售团队；2018 年 10 月组织结构调整之后，广告销售归于统一，可是人员、数据、资源的打通不是一朝一

夕能做到的，执行力也不是短期内能培养起来的。要解决广告业务的问题，除了指望经济回暖，还需要更多的时间、更多的重组。

图表 4:《九州缥缈录》是推迟上映的重要剧集之一



来源：腾讯视频，国金证券研究所

- 我们认为，指望腾讯视频、腾讯新闻、天天快报、微视等媒体平台（归属于原 OMG、现 PCG）拉动广告收入增长，是不现实的——它们本来就不是腾讯最有战斗力的团队，流量见顶、缺乏创新，在任何层面上都不会是腾讯成长的推动力。广告收入的下一波增长，仍然需要依靠微信——只有微信，才具备最高的用户黏性、最完善的生态系统；只有微信，才拥有富余的潜在广告位；只有微信，才能在广告模式上做出创新。
- 2019 年 4 月，微信静悄悄地开始了直播功能的内测；5 月，微信公众号、小程序普遍开启直播功能。近年来，“直播带货”成为了一种新兴广告形式：早在 2017 年，快手部分播主就开始了带货的尝试；2018 年 3 月，淘宝直播登上手机淘宝第一屏，DAU 迅速突破千万；同年，抖音在短视频和直播当中大规模进行电商带货；相比之下，微信已经算后来者了。李佳琦、女神进化论……这些头部 KOL 可以用一场直播、一个 VLOG 吸引几千名买家、几百万 GMV。按照 5-10% 的广告货币化率计算，如果微信直播能够创造 100 亿 GMV，就可以新增 5-10 亿元收入，这并非遥不可及。

图表 5: 几大直播带货平台的特色

名称	淘宝直播	快手直播	抖音直播	微信直播
带货开启时间	2016 年	2018 年	2018 年	2019 年
商品来源	淘宝/天猫	魔筷/有赞/淘宝/拼多多/快手	淘宝/天猫为主	微信小程序
DAU 估算	3000 万以上	1 亿以上	1 亿以上	不明
流量来源	手机淘宝第一屏	快手信息流	抖音播放页面	微信公众号
MCN 参与度	较高	几乎没有	较高	一般
审核机制	非常严格	宽松	比较严格	严格
热门品类	服装/美妆/美食/珠宝	低毛利率/去库存商品	美妆	尚待观察

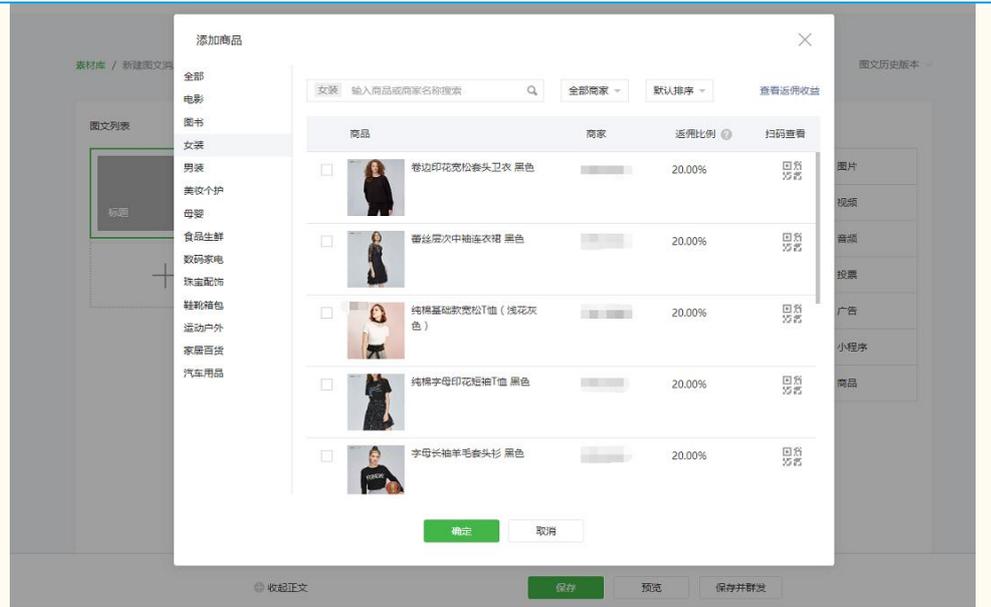
来源：公司官网，国金证券研究所整理

- 直播只是一个开始，微信正在全面加入“商品返佣广告”：从 5 月底开始，微信公众号都可以插入小程序商品，以 CPS 方式结算广告收入；从 7 月开始，小程序商品可以直接在朋友圈进行广告推广。在历史上，电商广告一直是最大的广告细分市场；然而，由于腾讯缺乏电商货架、缺乏向商品直接导流的能力，它基本缺席了这一市场。现在，随着小程序生态系统的成

熟，大批品牌开设小程序网店，有赞、微盟等小程序服务商发展起来，从微信直接向商品导流的 CPS 模式终于走到了井喷前夜。

- 必须承认，目前微信的商品返佣还存在诸多缺陷：商品种类有限，大部分来自京东、当当、猫眼等少数头部小程序，商品返佣比例缺乏灵活性，消费者主动购买的意愿也不够。我们预计，微信商品返佣还需要 2-3 个季度，才能对腾讯的广告收入造成实质性贡献。在此之前，广告业务的寒冬仍未过去。无论如何，我们有理由相信：在历史上反复证明过自己、在市场竞争中多次取胜的微信团队，是广告业务的拯救者。但是，微信毕竟只是一个平台，广告业务本身仍然有待于其他团队的配合。

图表 6：微信公众号全面试行“商品返佣广告”



来源：微信公众平台，国金证券研究所

### 新事物：金融科技强劲增长、与快手合作逐渐深入

- 在短期，游戏业务（包括国内和海外）仍是腾讯收入和利润的增长引擎，而广告业务脱离困境还需要一段时间。那么，在长期呢？腾讯的下一个战略性方向是什么？我们认为，在收入端，未来几个季度金融科技的贡献会越来越清晰地体现出来；在产品端，微信、QQ 与快手的合作值得期待，而且这种合作一旦深入，可以解决很多战略问题。

### 不要小看金融科技，它有可能再造一个腾讯

- 2013 年，当微信支付首次上线时，谁也没有想到，它会成为移动支付领域的“革命者”。我们估计，2016 年上半年，微信支付的交易笔数首次跃居市场第一；2018 年下半年，即便剔除红包、转账等社交支付，微信支付的商业交易笔数也已经位居市场第一。从央行要求披露的支付风险报告可以推算出：财付通（大部分是微信支付、少部分是 QQ 钱包）在 2018 年的交易笔数突破 5000 亿笔；我们估计支付金额突破了 20 万亿人民币。
- 微信支付不但可以贡献大量的佣金收入，而且是更多、更高附加值的金融业务的基础：理财通（包括零钱通）2019 年二季度的总规模突破 8000 亿元；根据微众银行财报，我们估计微粒贷在 2018 年底的规模接近 3000 亿元；微保（保险代理）于 2017 年底获得牌照，目前尚未放量，但是规模做大只是时间问题。由于监管要求，腾讯不能从事表内金融业务，也难以取得境内银行、券商、基金公司的控股权；但是，腾讯仍然能对金融机构提供导流、风险管理等服务，创造巨大的附加值。

图表 7：腾讯的金融科技产品线

产品名称	收费标准	业务规模
微信支付	直连手续费 0.6-1.0%； 代理手续费 0.2%； 提现手续费 0.1%	2019 年总交易 5375 亿笔，其中 50% 以上是商业支付； MAU 8 亿 (2018Q2)
QQ 钱包	直连手续费 0.6-2.0%	未披露
理财通	尾随佣金 (具体标准未 披露)	2019Q2 AUM 8000 亿以上；其中零 钱通可能占据多数
微粒贷 (微众银行)	年化利率 18%，腾讯收 取利息分账和利润分成	根据微众银行年报，2018 年底微粒 贷规模可能达到 3000 亿
微保	尾随佣金 (具体标准未 披露)	未披露

来源：公司官网，国金证券研究所

- 2019 年二季度，金融科技和企业服务业务收入同比增长 37%；若剔除备付金上缴央行造成的影响，该项业务收入同比增长将达到 57%。我们估计，在这项业务中，金融科技创造的收入远大于企业服务。腾讯为何要将这两项业务合并披露？因为，它们有很多共同点——微信支付等金融业务虽然以面向消费者为主，但是在本质上是企业业务，需要与金融机构、企业等合作；而且，腾讯今天能提供个人理财、个人小贷服务，明天也可以提供企业理财、企业信贷服务，这是蚂蚁金服已经走出的发展轨迹。
- 在长期，金融科技能够创造多少收入？由于信息披露不足，我们只能做一个最粗略的测算。我们估计，2018 年微信支付的交易金额已经突破 20 万亿元，而且还在高速增长之中，在长期达到 60 万亿元是可能的，其中大约 40 万亿元是商业性支付。按照 0.35% 的综合手续费率 (线上直连 0.6%，线下代理 0.2%)，仅商业支付就能贡献 1400 亿元的收入；再考虑提现手续费、还款手续费、理财、贷款和创新业务，金融科技业务的收入贡献可能超过 1700 亿元。相比之下，2018 年金融科技与企业服务业务的总收入也只有约 780 亿元。不过，腾讯能否达到我们粗略测算的“天花板”、何时达到这个“天花板”，都还存在巨大的不确定性。

图表 8：微信支付的九宫格



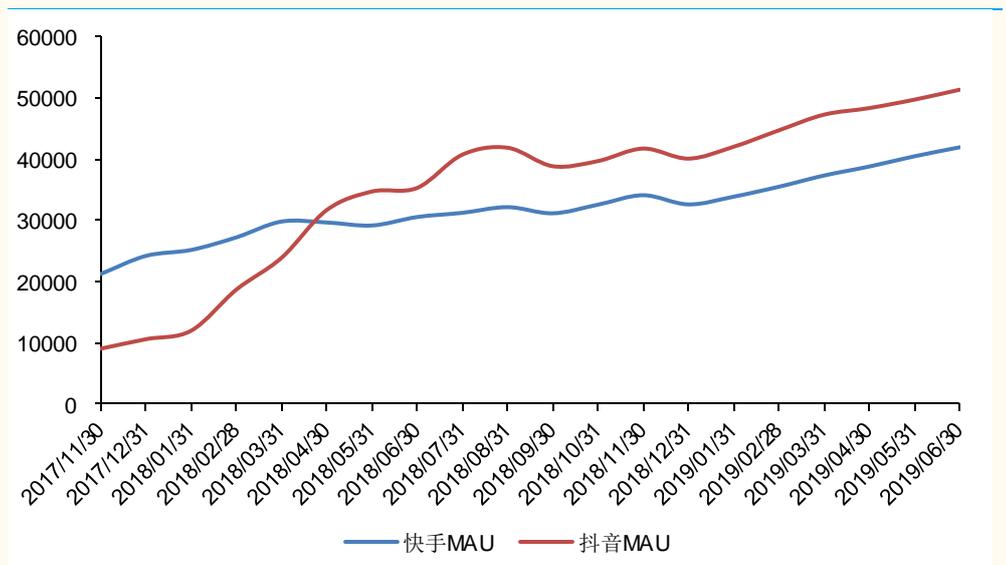
来源：微信支付，国金证券研究所

- 微信支付对腾讯的意义，远远超过了单纯的收入层面。如果没有微信支付，拼多多、小程序电商就不可能崛起，腾讯就会失去对千千万万商家的覆盖，也会失去新零售和 O2O 业务的支点。如果没有微信支付，腾讯在从事企业和政府解决方案业务时，就会少一个重要的筹码。此外，微信支付页面还能提供新的潜在广告位。在短期，腾讯是社交公司、游戏公司、广告公司；在长期，尤其是 3-5 年之后，腾讯更将是一个金融科技公司。

### 快手不仅仅能解决腾讯在短视频方面的难题

- 2019 年 8 月，新京报、第一财经等媒体多次报道了“腾讯将收购或增持快手股权”的说法；快手官方否认了收购传闻，但是对腾讯增持的说法不置可否。事实上，腾讯早在 2017 年就投资了快手，但是没有取得控制权，双方在历史上的合作不太多。在风起云涌的短视频行业，腾讯几乎彻底缺席：微视被边缘化，火锅视频从未热起来，微信“时刻视频”功能使用者寥寥。在这种情况下，与快手进一步合作，是一种理智的选择。
- 在抖音崛起之前，快手是当之无愧的中国第一短视频 App，它的“农村包围城市”的发展道路、“真实蛮荒”的内容风格，曾经被大批投资人和媒体视为教科书。抖音的横空出世，让快手一时被抢去了风头。我们的监测数据显示，从 2018 年二季度开始，抖音的 MAU 超过了快手。但是，快手并没有衰落，两家的 MAU 差距一直稳定在 25% 以内。抖音的口号是“发现美好生活”，快手的口号是“看见每一种生活”。世上有人喜欢“潮”，就会有人喜欢“真”，所以两家都有生存空间。

图表 9：快手与抖音 MAU 趋势对比（单位：百万）

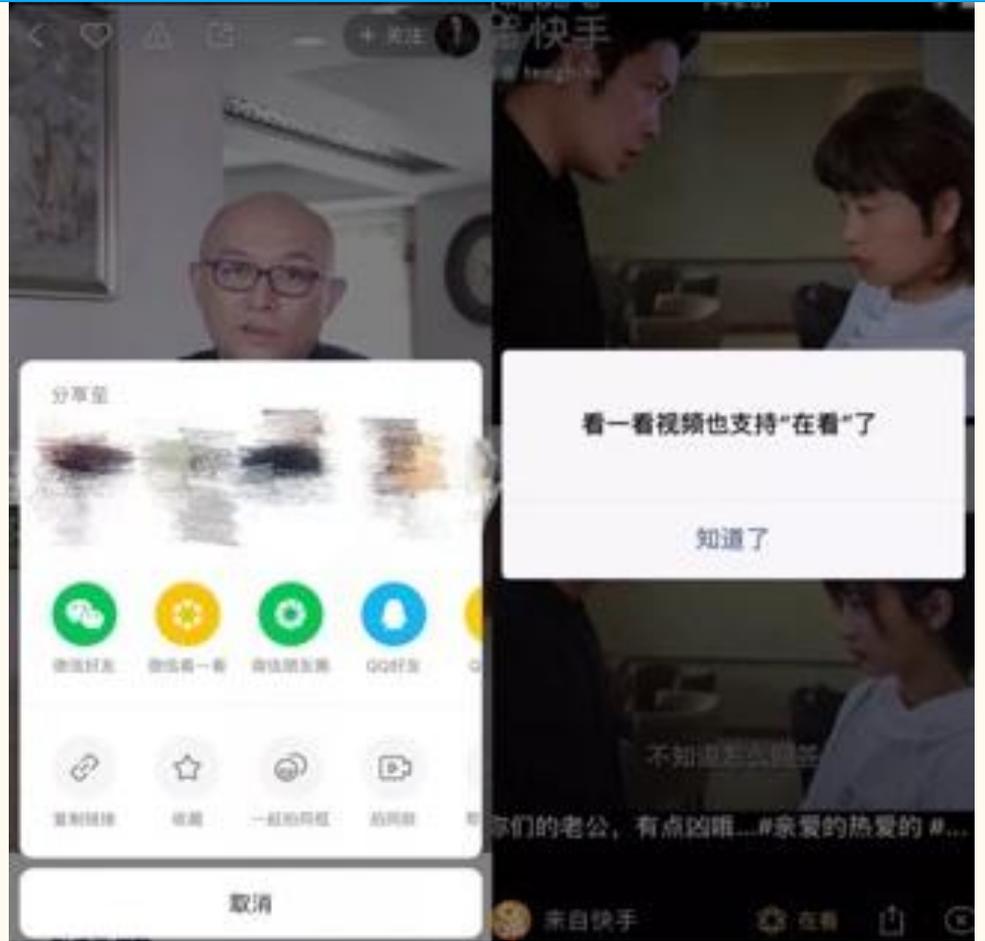


来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 腾讯没有做好短视频，其实并不意外：在新闻、兴趣阅读、动漫、影视等媒体和内容业务方面，腾讯的战绩一直不佳；长视频平台发展的不错，但是是以巨额投入为代价的；音乐、文学等发展的不错的内容业务都是独立运营。总而言之，腾讯本来就缺乏“媒体基因”，通过内生增长做媒体内容的胜算不大。但是，腾讯一直有通过外延收购补齐短板的历史，音乐、文学、影视业务的一部分均来自并购；就算无法全面并购，也可以通过战略投资建立合作。现在，快手就是最好的战略合作对象。
- 根据 36 氪报道，2019 年 8 月，微信尝试与快手合作，将快手视频转发到“看一看”，使得微信具备了以“上下滑动”为观看方式的短视频信息流。如果这个模式推广下去，无疑将大幅提高腾讯在短视频领域的存在感。与此同时，快手正在尝试游戏直播、电商带货、二次元内容平台，它与腾讯合作的可能性远远超过了单纯的短视频。目前，快手的广告负载率(Adload)

低于大部分竞争对手，电商带货还处于野蛮生长阶段，未来还有巨大的增长空间。或许，腾讯与快手之间能够相互赋能。

图表 10：腾讯与快手联合打造的“看一看视频”



来源：36 氪，快手，国金证券研究所

- 不过，腾讯与快手的合作还存在几个巨大的未知数：微信与快手两个 App 的调性匹配吗？用户重叠度高吗？用户真的需要在微信里观看短视频信息流吗？微信是腾讯的生命线，张小龙是一个谨慎的产品经理，绝不会过于激进地进行功能迭代。我们估计，腾讯与快手的“万里长征”，还只走完了第一步。我们只能确认，快手对腾讯具备战略价值，但是无法确认腾讯应该怎么实现这个战略价值。未来几个季度，双方将持续试探、寻找合作的最佳模式；如果找到了，腾讯的许多问题都能得到解决。

### 风险因素

- 作为互联网公司，监管风险是不可忽视的。游戏、视频、第三方支付等都属于国家严格监管的行业，政策变化可能难以预知。
- 腾讯正在拓展包括金融支付、云计算、人工智能等在内的新业务，在这些领域已经存在强大的竞争对手，公司可能无法达到战略预期。
- 技术是互联网公司的生命线，而腾讯的基础研究水平并不明显高于同行，因此存在技术进步带来的业务和产品替代风险。
- 腾讯对外进行大量战略投资，而且信息披露细节较少；虽然腾讯每年都进行大量投资减值拨备，但是仍不能忽略战略投资减值的风险。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	238611	227241	298454	369441	<b>营业额</b>	312694	388137	470973	548287
现金及现金等价物	160732	155255	202518	274144	销售成本	170574	221689	269565	314060
交易用投资	6175	-	-	-	<b>毛利</b>	142120	166447	201408	234228
应收款项	28427	31286	35996	39112	销售、一般性和行政开支 (含研究开发费用)	65755	79956	97491	113496
其他应收款	18493	24633	27697	33224	其他营业收入	21283	18575	21882	26557
存货	324	563	417	612	<b>EBITDA</b>	111754	133835	162267	190817
<b>非流动资产</b>	484910	603592	667105	742233	折旧和摊销	12619	26369	32869	38129
可供出售投资	-	-	-	-	<b>EBIT</b>	99135	107466	129398	152689
联营和共同控制实体的投资	227790	325790	377790	434990	融资收入净额	-100	69	59	65
投资物业	725	725	725	725	分占联营和共同控制实体的溢利	1487	2400	3600	5400
固定资产	35091	45806	47841	52217	<b>除所得税前溢利</b>	94466	107535	129457	152754
在建工程	4879	9000	12600	15120	所得税开支	14482	16485	20713	25204
土地使用权	7106	5685	4264	2842	<b>除所得税后溢利</b>	79984	91049	108744	127549
无形资产	56650	60767	64283	72200	非控制性股东应占溢利	1265	1184	1522	1786
<b>总资产</b>	723521	830833	965559	1111675	股息	1499	7189	8578	10061
<b>流动负债</b>	202435	218085	243842	262525	<b>母公司股东应占溢利</b>	78719	89866	107222	125764
短期借款	26834	20076	18494	7812	<b>EPS</b>	8.27	9.40	11.22	13.16
应付款项	87455	97286	110072	122565					
预收账款	-	-	-	-					
其他	88146	100723	115276	132147	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	164879	172681	181483	191428	<b>会计年度</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
长期借款	87437	87437	87437	87437	<b>成长性</b>				
其他	77442	85244	94046	103991	营业额增长率	31.5%	24.1%	21.3%	16.4%
<b>负债合计</b>	367314	390766	425325	453953	EBIT 增长率	8.8%	8.4%	20.4%	18.0%
股本	-	-	-	-	净利润增长率	10.4%	13.8%	19.4%	17.3%
储备	-3444	-3444	-3444	-3444	<b>盈利能力</b>				
保留溢利	299660	382336	480980	596683	EBIT/营业额	31.7%	27.7%	27.5%	27.8%
非控制性股东权益	32697	33881	35403	37189	EBITDA/营业额	35.7%	34.5%	34.5%	34.8%
<b>总权益</b>	356207	440067	540233	657722	毛利率	45.5%	42.9%	42.8%	42.7%
<b>总负债和总权益</b>	723521	830833	965559	1111675	净利率	25.6%	23.5%	23.1%	23.3%
					ROE	24.3%	22.1%	21.2%	20.3%
					<b>偿债能力</b>				
<b>综合现金流量表</b>					资产负债率	50.8%	47.0%	44.0%	40.8%
<b>会计年度</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	流动比率	1.18	1.04	1.22	1.41
除所得税后溢利	78719	89866	107222	125764	速动比率	1.16	1.03	1.21	1.39
折旧和摊销	12619	26369	32869	38129	<b>营运能力</b>				
利息费用	-664	-69	-59	-65	资产周转率	0.43	0.47	0.49	0.49
营运资本的变动	14351	15432	-4308	21150	应收帐款周转率	13.90	13.00	14.00	14.60
<b>经营活动产生现金流量</b>	106443	117185	134808	184350	应付账款周转率	4.40	4.20	4.54	4.71
资本性支出	-	-29000	-40600	-51520	存货周转率	551.13	500.00	550.00	610.00
投资、贷款于联营和共同控制实体	-	-101000	-52000	-57200	<b>每股资料</b>				
<b>投资活动产生现金流量</b>	-	-114392	-83615	-98834	每股收益	8.24	9.40	11.22	13.16
借款变动	-	-6758	-1581	-10682	每股经营现金流	11.14	12.26	14.11	19.29
发行股份	-	-	-	-	每股净资产	33.86	42.51	52.83	64.94
支付的股利和利息	-	-7121	-8519	-9996	<b>估值比率(倍)</b>				
<b>融资活动产生现金流量</b>	-	-8270	-3930	-13890	PE	36.98	32.40	27.15	23.15
现金净变动	106443	-5477	47264	71625	扣非 P/E	9.00	7.17	5.77	4.69
现金的期初余额	105697	160732	155255	202518	EV/EBITDA	24.60	22.81	18.81	15.95
现金的期末余额	214347	155255	202518	274144					

来源：公司年报、国金证券研究所

**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