

# 顺网科技 (300113)

## 流量及技术积累助公司元宇宙场景落地

买入 (首次)

2022年07月26日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002  
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,142	1,199	1,544	1,833
同比	9%	5%	29%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	61	69	122	154
同比	-33%	13%	77%	26%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.09	0.10	0.18	0.22
P/E (现价&最新股本摊薄)	152.20	134.86	76.28	60.45

### 投资要点

- 员工持股方案落地, 利益绑定重启增长可期。**2022年6月30日, 公司公布2022年员工持股计划草案, 拟参加人数不超过90人, 其中董事(不含独立董事)、高级管理人员6人, 出资额占比41.53%。本次计划考核年度为2022/2023年, 每期解锁标的股票比例为50%/50%, 公司层面业绩考核为: 1) 第一个解锁期考核指标为2022年营收不低于2021年, 若达成则公司层面可解锁比例为100%, 若未达成则公司层面可解锁比例为0%; 2) 第二个解锁期考核指标为2023年营业收入或净利润较2021年的增长率, 目标完成情况对应不同的解锁比例, 若两者增长率均低于10%则可解锁比例为0%。
- 管理层焕新履历丰富, 云业务商业化有望提速。**公司持续研发投入, 于算力领域具备领先优势, 截至2021年6月2022年6月, 公司投入运行的边缘计算节点已超200个, 覆盖一线至三四线城市, 投入高GPU算力服务器已超1万台, 截至2021年末, 共获得31个专利和95个软著。2022年5月, 邢春华女士接任公司董事长, 其拥有深厚的运营商背景, 将负责公司战略决策及落地; 陈意明先生接任总经理, 其曾任阿里巴巴集团总监、1688事业部大市场总经理、阿里云大网站部负责人, 拥有丰富的产品体系构建及落地经验, 2022年加入顺网科技, 主管公司经营。我们看好两者能力资源整合, 推动公司网吧云、游戏云落地, 同时推动公司原有技术优势转化为云产品及服务, 构建成熟产品矩阵。
- 元宇宙应用场景相继落地, 先发优势有望持续验证。**2022年7月上海市政府先后发布《上海市培育“元宇宙”新赛道行动方案(2022—2025年)》《上海市数字经济发展“十四五”规划》, 提出到2025年元宇宙相关产业规模达3500亿目标, 鼓励打造云上展厅、数字化展厅、打造更丰富多元的内容场景新平台, 培育虚拟演唱会、虚拟偶像、虚拟体育等数字娱乐消费新业态。公司深耕元宇宙基础算力设施, 具备技术及资源优势, 同时公司核心品牌ChinaJoy作为上海市重要展览展会, 有望作为示范案例, 融入上海元宇宙赛道布局, 成为元宇宙重要入口之一, 获得先发优势。2022年3月公司数字藏品平台落地; 2022年7月公司与国家级版权交易保护联盟链的超级节点运营机构一中数链签订框架协议; 2022年7月与中国田径协会达成战略协作, 打造体育数字化场景; 首场元宇宙展会“CJ Plus”即将于2022年8月举办, 此外, 公司还计划推出ChinaJoy虚拟偶像, 看好公司依托ChinaJoy平台优势, 持续探索、落地元宇宙应用场景。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计2022-2024年公司EPS分别为0.10/0.18/0.22元, 对应当前股价PE分别为135/76/60X。我们看好公司内部组织结构升级后, 云业务商业化提速, 同时元宇宙先发优势有望持续验证, 打开业绩增长空间, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 商誉减值风险, 云业务产品落地不及预期, 游戏业务下滑加速, 传统业务恢复不及预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	13.41
一年最低/最高价	9.50/17.47
市净率(倍)	3.86
流通 A 股市值(百万元)	6,488.39
总市值(百万元)	9,310.39

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.48
资产负债率(% ,LF)	13.61
总股本(百万股)	694.29
流通 A 股(百万股)	483.85

### 相关研究

- 《顺网科技(300113): 2019年Q3业绩点评: 业绩跌幅收窄, “存储上云”到“算力上云”稳步推进》  
2019-10-30
- 《顺网科技(300113): 网吧龙头再起航, 云化服务强化平台价值》  
2019-09-26

## 内容目录

1. 高管换届及员工持股方案落地，期待疫情后恢复增长 .....	4
1.1. 2022 年员工持股方案落地，业绩有望重启高增长。 .....	4
1.2. 管理层焕新履历丰富，云业务商业化有望提速 .....	6
2. 流量入口及技术基础将有助于元宇宙应用场景落地 .....	7
2.1. 依托自身优势建设算力网络，持续推进研发和产品化 .....	7
2.2. 依托云业务底层优势，元宇宙应用场景相继落地 .....	8
3. 盈利预测与投资评级 .....	10
4. 风险提示 .....	10

## 图表目录

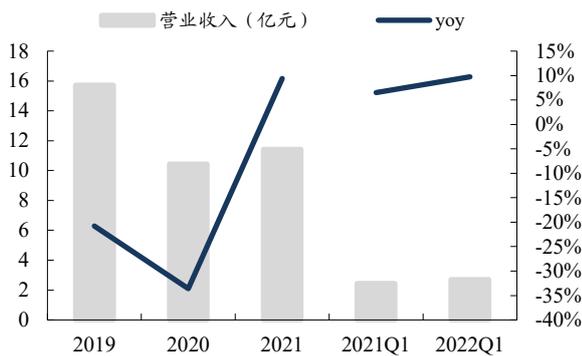
图 1: 公司营业收入及同比增速情况.....	4
图 2: 公司分业务营业收入情况.....	4
图 3: 《云·原神》iOS 游戏畅销榜排名 .....	7
图 4: 公司研发费用及研发费用率情况.....	8
图 5: MetaJoy 动漫潮玩主题区实景 .....	9
图 6: ChinaJoy 数字藏品发售 .....	9
表 1: 公司 2022 年员工持股计划公司层面业绩考核.....	5
表 2: 公司 2022 年员工持股计划第二个解锁期的解锁比例.....	5
表 3: 员工持股计划持有人分配情况.....	5
表 4: 公司部分董事及高级管理人员履历背景.....	6

## 1. 高管换届及员工持股方案落地，期待疫情后恢复增长

因国内疫情反复，2021年员工持股计划终止。公司于2021年2月公布2021年员工持股计划，业绩考核标准为2021/2022年营收目标值13.57/17.74亿元，并根据目标完成值设定解锁比例。2022Q1公司营业收入为2.69亿元，yoy+9.74%，同比有所增长，但2022年3月起国内疫情反复，线下公共上网服务场所数量减少或暂停营业，终端保有量随之减少，对公司网络广告及增值业务造成冲击，同时线下展会举办具备不确定性，公司预计无法达成2022年营收目标值80%的完成率。基于疫情不可抗力影响，公司于2022年6月30日终止该员工持股计划。

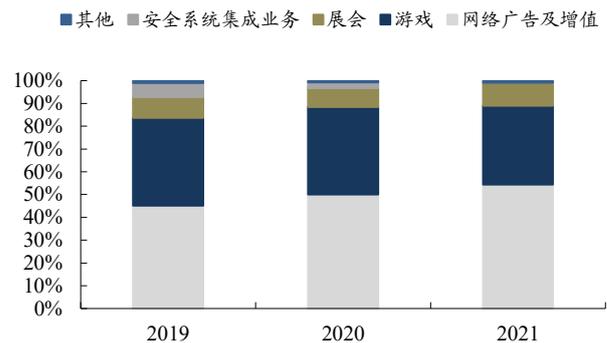
业绩受疫情扰动大，2021年起营收逐步恢复。由于展会、网络广告及增值业务受疫情影响大，2020年公司营业收入同比下滑33.59%至10.44亿元，2021年疫情影响减缓，公司营业收入回升至11.42亿元，同比增长9.37%。

图1：公司营业收入及同比增速情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：公司分业务营业收入情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.1. 2022年员工持股方案落地，业绩有望重启高增长。

2022年6月30日，公司公布2022年员工持股计划草案，股票来源为2018年9月19日至2019年9月18日期间公司回购的股份，本次员工持股计划规模不超过9,365,848股，占公司总股本的1.35%，受让价格为4.00元/股，为草案公告日前60个交易日交易均价的34.75%。

本次员工持股计划考核年度为2022-2023年，每期解锁标的股票比例分别为50%、50%。公司层面业绩考核为：1) 第一个解锁期考核指标为2022年营收不低于2021年，若达成则公司层面可解锁比例为100%，若未达成则公司层面可解锁比例为0%；2) 第二个解锁期考核指标为2023年营业收入或净利润较2021年的增长率，目标完成情况对应不同的解锁比例，若两者增长率均低于10%则可解锁比例为0%。

**表1: 公司 2022 年员工持股计划公司层面业绩考核**

解锁期	营业收入增长率 (A)		净利润增长率 (B)	
	目标值 (Am)	触发值 (An)	目标值 (Bm)	触发值 (Bn)
第一个解锁期	2022 年营业收入不低于 2021 年营业收入		不考核	
第二个解锁期	相较 2021 年, 2023 年营业收入增长率不低于 <b>20%</b>	相较 2021 年, 2023 年营业收入增长率不低于 <b>10%</b>	相较 2021 年, 2023 年净利润增长率不低于 <b>20%</b>	相较 2021 年, 2023 年净利润增长率不低于 <b>10%</b>

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 净利润指经审计后的归母扣非净利润, 且剔除商誉减值及公司全部有效期内员工持股计划、股权激励计划股份支付费用

**表2: 公司 2022 年员工持股计划第二个解锁期的解锁比例**

考核指标	考核指标完成区间	指标对应系数 (M1、M2)
营业收入增长率 (A)	$A \geq A_m$	M1 = 100%
	$A_n \leq A < A_m$	M1 = 80%
	$A < A_n$	M1 = 0%
净利润增长率 (B)	$B \geq B_m$	M2 = 100%
	$B_n \leq B < B_m$	M2 = 80%
	$B < B_n$	M2 = 0%
公司层面可解锁比例 (M)	$M = \text{MAX}(M1, M2)$ , 即 M 取 M1、M2 孰高值	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**核心人员持股计划彰显发展信心, 董事及高管出资额占比 41.53%。**本次员工持股计划参加对象为公司董事(不含独立董事)、高级管理人员、核心骨干人员及重要骨干员工, 总数不超过 90 人, 其中董事(不含独立董事)、高级管理人员人数为 6 人, 出资额占比达 41.53%。

**表3: 员工持股计划持有人分配情况**

持有人	职务	持有股数上限 (股)	持有份数上限 (份)	占持股计划比例
邢春华	董事长	700,000	2,800,000	7.47%
陈意明	总经理	980,000	3,920,000	10.46%
李德宏	副总经理、财务总监、董事	620,000	2,480,000	6.62%
韩志海	副总经理、董事	530,000	2,120,000	5.66%
吴建华	副总经理	530,000	2,120,000	5.66%
俞国燕	董事会秘书、副总经理	530,000	2,120,000	5.66%
其他符合参与标准的员工 (84 人)		5,475,848	21,903,392	58.47%
合计		9,365,848	37,463,392	100%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 1.2. 管理层焕新履历丰富，云业务商业化有望提速

**组织结构改革升级，应对变局开拓新局。**传统业务受疫情冲击影响，新业务即将迈入新发展阶段，为更好应对挑战，并抓住机遇，公司组织结构迎来升级优化。2022年5月11日公司前董事长兼CEO华勇先生宣布卸任，邢春华女士接任董事长，负责公司战略决策及落地，陈意明先生接任CEO，主管公司经营。

**有望整合邢春华女士、陈意明先生的能力资源，实现产品落地及产品矩阵搭建。**邢春华女士曾任西安电信政企客户部副总经理、总经理，以及西安电信高新分公司总经理，后续有望发挥其运营商背景资源，推动公司与运营商的紧密合作，加速产品商业化落地。陈意明先生曾就职于亚马逊、雅虎、明基，2010年进入阿里巴巴任集团总监、1688事业部大市场总经理，负责平台战略制定及全产品体系构建，后任阿里云大网站部负责人，负责中长尾在线业务，重构用户增长模式及在线服务体系，实现从IT部门上云到企业经营上云的切换。我们认为陈意明先生拥有超10年的互联网及平台管理经验，将推进公司业务运营体系升级，加速公司面向“B+C”双端及垂直行业的云服务商业化落地。

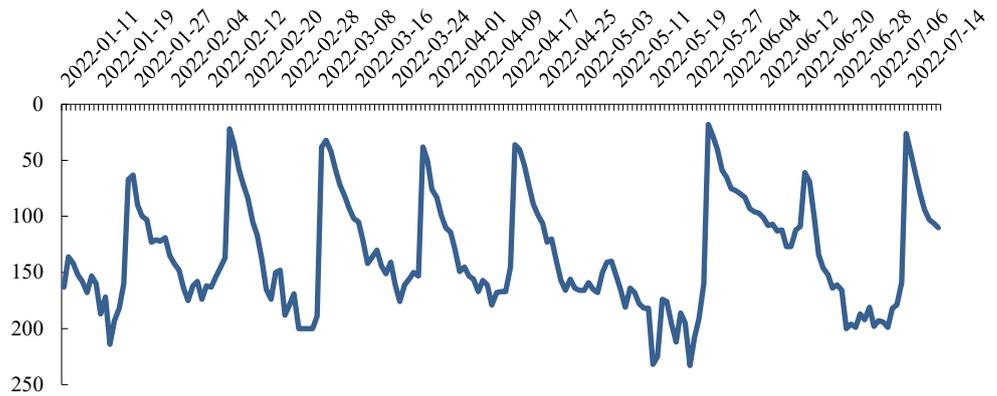
表4：公司部分董事及高级管理人员履历背景

姓名	职务	经历
邢春华	董事长、董事	2017年9月加入公司，曾任西安电信政企客户部副总经理、总经理；西安电信高新分公司总经理。
陈意明	总经理	2005-2009年期间，分别就职于亚马逊(中国)网络技术有限公司、雅虎(中国)网络技术有限公司、明基电通信息技术有限公司； 2010-2021年期间，历任阿里巴巴集团总监、1688事业部大市场总经理、工业市场总经理、B2B进口业务部总监、大服饰行业运营总监、阿里云智能事业群大网站负责人。现任公司总经理。
吴建华	副总经理	2008年加入公司，历任研发经理、顺网大数据研究院院长、CTO，组织研发了虚拟盘、无盘、云计费、顺网云等产品，现任公司副总经理。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**网吧云及游戏云为重点发力方向，产品落地及商业化值得期待。**随着新基建的密集部署，以及云计算、边缘计算等技术的快速发展，云游戏行业产品落地基础逐步完善。同时头部游戏产品上云，于用户侧扩大云游戏普及度，提振行业对于云游戏发展的信心，云游戏行业规模有望进一步扩大。开放世界游戏《原神》的云游戏版本《云·原神》已于2021年上线，iOS游戏畅销榜排名最高至18名。公司于网吧云、游戏云领域已有顺网云电脑、顺网云游戏、顺网云等系列技术产品，随着新管理层上台，已有产品及新产品落地与商业化有望成长为业绩新增长点。

图3: 《云·原神》iOS 游戏畅销榜排名



数据来源: 七麦数据, 东吴证券研究所

## 2. 流量入口及技术基础将有助于元宇宙应用场景落地

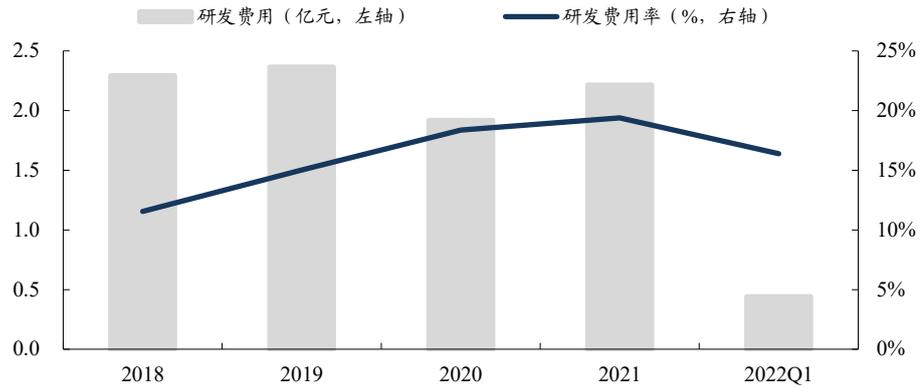
### 2.1. 依托自身优势建设算力网络, 持续推进研发和产品化

**算力领域具备领先优势, 云计算、边缘计算服务网络逐步完善。**顺网云是基于边缘的 GPU 算力, 在云游戏、云宇宙、渲染等领域具有计算优势, 截至 2021 年底, 已为超 80 万 PC 终端提供云服务。截至 2021 年 6 月, 公司投入运行的边缘计算节点已超 200 个, 覆盖一线至三四线城市, 投入高 GPU 算力服务器已超 1 万台, 拥有多线并发能力。

**依托网吧基础, 边缘云有望持续扩容。**公司作为国内领先的网吧娱乐平台服务商, 于网吧行业积累深厚, 截至 2019 年上半年, 覆盖全国范围内 10 万家以上网吧, 网吧管理软件市场市占率达 70% 以上。我们认为搭建算力节点投入成本较高, 而公司依托顺网云在全国布局的边缘节点, 搭建算力池覆盖算力需求最强的网吧, 而后于算力需求平峰、低谷期覆盖家庭及移动用户, 最大化降低投入成本, 未来有望依托大量的网吧资源, 以及电竞酒店等新场景, 持续推进算力建设。同时我们认为公司与四大运营商均有紧密合作, 有望于机房改造、数据中心选址等方面占优。

**持续研发投入, 保持技术领先优势, 更多云产品及服务有望陆续落地。**2018-2021 年及 2022Q1 公司研发费用分别为 2.29、2.36、1.92、2.21、0.44 亿元, 研发费用率分别为 11.55%、15.02%、18.37%、19.39%、16.39%, 截至 2021 年末, 公司共获得 31 个专利和 95 个软著, 于三层更新、穿透还原的核心技术、虚拟磁盘等领域保持领先优势, 于异构硬件远程自动安装技术取得突破性进展。公司顺网云游戏平台、云电脑项目等已落地, 未来有望在已有产品矩阵基础上, 持续转化技术优势, 陆续推出开放的 PaaS 层和 SaaS 层应用。

图4：公司研发费用及研发费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.2. 依托云业务底层优势，元宇宙应用场景相继落地

各地政府相继出台元宇宙相关政策规划，争先布局元宇宙赛道。2022年7月8日，上海市政府发布《上海市培育“元宇宙”新赛道行动方案(2022—2025年)》，提出到2025年，元宇宙相关产业规模达到3500亿元，带动全市软件和信息服务业规模超15000亿元，电子信息制造业规模突破5500亿元的目标；提出加快推动数字会展，鼓励打造云上展厅、数字化展厅，提供无边界、沉浸式展示服务，促进多人同屏互动、在线社区、语音和动作实时交互，提升展览展示的参与感、体验感。发展全景导览服务，鼓励场馆打造虚拟全场景导览应用，提升室内导航、商业导购、泊车寻车体验。2022年7月12日，上海市政府印发《上海市数字经济发展“十四五”规划》，提出加快研究部署未来虚拟世界与现实社会相交互的平台，鼓励打造更加丰富多元内容场景新平台，培育虚拟演唱会、虚拟偶像、虚拟体育等数字娱乐消费新业态。

我们认为公司核心品牌ChinaJoy作为上海市的重要展览展会，且天然结合数字娱乐产业，有望作为示范案例，融入上海元宇宙赛道布局中，获得先发优势。

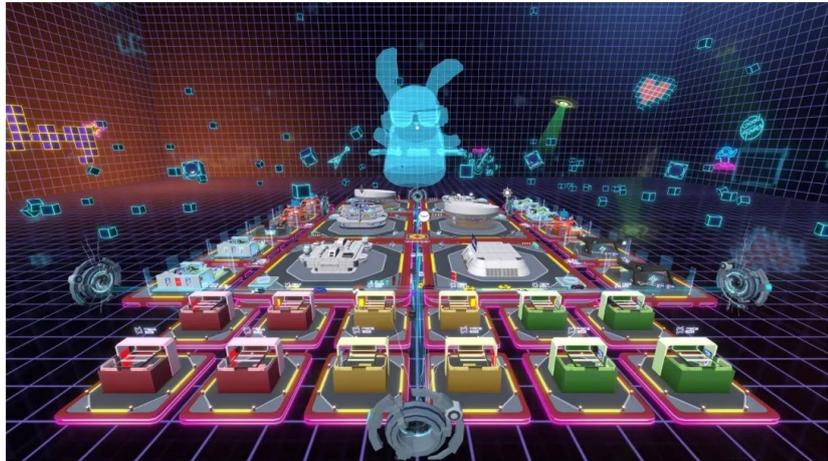
一方面，公司深耕元宇宙基础算力设施，充分发挥前期技术积累优势，基于边缘计算网络资源优势，打造了区块链底层项目瞬元智能链，支持艺术数字藏品、游戏资产等多元化数字资产，同时对AR/VR场景进行专属的兼容适配，支持元宇宙内资产多元化的交互需求。

另一方面，ChinaJoy已跻身全球顶级数字娱乐展会行列，在“B+C”双端品牌影响力强大，产业资源丰富，有望作为元宇宙入口之一，助力公司元宇宙应用场景落地。

**打造永不落幕的ChinaJoy，首场展会“CJ Plus”即将上线。**基于瞬元SiMETA，公司打造了全新MetaJoy元宇宙线上嘉年华，首场展会ChinaJoy线上展(CJ Plus)将于2022年8月27日至9月2日举办，截至2022年7月20日，完美世界、百度国际确认

参展。通过元宇宙展会，线上观众可在 ChinaJoy “主宇宙” 和参展品牌 “子宇宙” 间自由切换，体验定制化虚拟形象、构筑同好社交、数字衍生品兑换等。

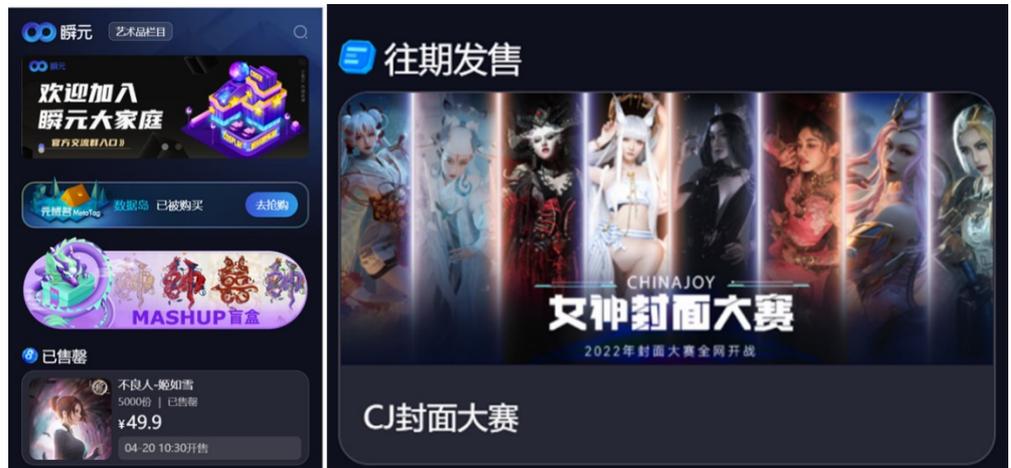
图5: MetaJoy 动漫潮玩主题区实景



数据来源: ChinaJoy 公众号, 东吴证券研究所

**ChinaJoy 数字藏品已落地, ChinaJoy 虚拟偶像推出在即。**公司将 CJ 封面大赛获奖作品铸造为数字藏品, 于 2022 年 3 月 16-23 日在瞬元 SiMETA 平台发售, 依托 CJ 封面大赛十余年的品牌沉淀, 瞬元 SiMETA 平台用户数快速起量。随后, 瞬元 SiMETA 平台依托 ChinaJoy 产业资源, 发售《画江湖之不良人》《我是江小白》《观海策》《少年歌行》等多项数字藏品, 扩展国漫、潮玩等领域。根据公司 2021 年年报, 公司还将推出 ChinaJoy 虚拟偶像, 打造虚拟偶像展示平台。我们看好公司依托 ChinaJoy 平台资源, 持续探索元宇宙应用层生态, 推动原有技术转化为产品并落地。

图6: ChinaJoy 数字藏品发售



数据来源: 瞬元官网, 东吴证券研究所

与中数链展开全面合作，持续探索元宇宙应用生态。根据公司官方公众号 2022 年 7 月 21 日消息，日前，公司与中数链（上海）文化发展有限公司签订框架合作协议。中数链是国家级版权交易保护联盟链的超级节点运营机构，整合了专业的区块链、web3.0 应用技术，链接了丰富的文化数字化上下游生态资源的元宇宙技术及应用解决方案。公司旗下元宇宙瞬元智能链、Meta CJ 将与中数链展开包含资本性合作在内的全面深入合作。

携手中国田径协会，共建数字体育生态，期待更多合作案例落地，先发优势有望持续验证。2022 年 7 月 19 日，公司与中国田径协会、中田体育签署战略合作协议，正式达成战略合作伙伴关系，未来将加强资源共享，加速中国田径数字化转型，推进“体育+数字”融合发展，打造体育数字化场景。其中，在体育数字版权方面，公司将提供大数据、云计算、区块链、视觉设计、智能算法等技术支持；在体育元宇宙领域，公司将与中田体育在 Meta CJ、ChinaJoy、线上虚拟世界、线上虚拟赛事、虚拟空间、虚拟现实、虚拟表演、数字孪生、游戏引擎、技术运动游戏、数字藏品售卖、线上大型活动等方面开展合作。

### 3. 盈利预测与投资评级

我们预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.10/0.18/0.22 元，对应当前股价 PE 分别为 135/76/60X。我们看好公司内部组织结构升级后，云业务商业化提速，同时元宇宙先发优势有望持续验证，打开业绩增长空间，维持“买入”评级。

### 4. 风险提示

商誉减值风险，云业务产品落地不及预期，游戏业务下滑加速，传统业务恢复不及预期。

## 顺网科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>1,547</b>	<b>1,345</b>	<b>1,732</b>	<b>2,047</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,142</b>	<b>1,199</b>	<b>1,544</b>	<b>1,833</b>
货币资金及交易性金融资产	1,314	1,064	1,410	1,691	营业成本(含金融类)	452	461	628	753
经营性应收款项	94	115	153	166	税金及附加	5	5	7	8
存货	8	15	16	22	销售费用	118	132	170	202
合同资产	0	0	0	0	管理费用	244	258	278	321
其他流动资产	132	151	153	169	研发费用	221	240	262	293
<b>非流动资产</b>	<b>1,435</b>	<b>1,395</b>	<b>1,346</b>	<b>1,303</b>	财务费用	-26	-26	-31	-28
长期股权投资	40	40	40	40	加:其他收益	15	14	19	22
固定资产及使用权资产	137	123	113	112	投资净收益	7	6	8	9
在建工程	5	7	9	13	公允价值变动	20	0	0	0
无形资产	16	13	11	10	减值损失	-53	-26	-40	-42
商誉	688	662	622	580	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	29	29	29	29	<b>营业利润</b>	<b>117</b>	<b>123</b>	<b>217</b>	<b>274</b>
其他非流动资产	521	521	521	521	营业外净收支	-1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,983</b>	<b>2,741</b>	<b>3,078</b>	<b>3,350</b>	<b>利润总额</b>	<b>117</b>	<b>123</b>	<b>217</b>	<b>274</b>
<b>流动负债</b>	<b>447</b>	<b>413</b>	<b>588</b>	<b>655</b>	减:所得税	35	31	54	68
短期借款及一年内到期的非流动负债	20	20	20	20	<b>净利润</b>	<b>82</b>	<b>92</b>	<b>163</b>	<b>205</b>
经营性应付款项	59	43	96	71	减:少数股东损益	21	23	41	51
合同负债	82	69	94	113	<b>归属母公司净利润</b>	<b>61</b>	<b>69</b>	<b>122</b>	<b>154</b>
其他流动负债	286	281	378	451	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.09	0.10	0.18	0.22
非流动负债	51	51	51	51	EBIT	118	117	218	279
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	174	134	231	290
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	60.44	61.51	59.34	58.94
租赁负债	44	44	44	44	归母净利率(%)	5.36	5.76	7.91	8.40
其他非流动负债	7	7	7	7	收入增长率(%)	9.37	4.99	28.77	18.72
<b>负债合计</b>	<b>498</b>	<b>465</b>	<b>639</b>	<b>706</b>	归母净利润增长率(%)	-32.70	12.85	76.80	26.17
归属母公司股东权益	2,436	2,204	2,326	2,480					
少数股东权益	49	72	113	164					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,485</b>	<b>2,276</b>	<b>2,439</b>	<b>2,644</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,983</b>	<b>2,741</b>	<b>3,078</b>	<b>3,350</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	273	48	342	282	每股净资产(元)	3.51	3.17	3.35	3.57
投资活动现金流	323	3	5	-2	最新发行在外股份(百万股)	694	694	694	694
筹资活动现金流	-130	-301	0	0	ROIC(%)	3.26	3.60	6.75	8.03
现金净增加额	467	-250	347	280	ROE-摊薄(%)	2.51	3.13	5.25	6.21
折旧和摊销	56	17	13	12	资产负债率(%)	16.69	16.95	20.77	21.08
资本开支	-44	-3	-3	-11	P/E(现价&最新股本摊薄)	152.20	134.86	76.28	60.45
营运资本变动	111	-82	134	32	P/B(现价)	3.82	4.22	4.00	3.75

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

