

# 完美世界 (002624)

证券研究报告

2018年01月29日

## 转让院线长期利好核心业务，18年影游项目丰富具备业绩支撑

公司将向大股东转让院线业务相关资产，长期有利于上市公司提升上市公司盈利能力和资金效率。本次院线资产交易对价为16.65亿元（股权+债权），以现金方式交易。转让原因主要为公司影院业务还在投入期不在变现期，后续发展需要较大资金投入，将院线资产转让至集团层面孵化，有利于提高资金使用效率；同时本次交易资金得以回笼能够更好支持公司核心业务的发展。

财务影响上，本次转让将在17年报表计提院线资产1.025亿元商誉价值，我们全年继续维持15亿业绩预期。由于院线资产评估价值低于包含商誉的相关资产组账面价值差额为1.025亿元，该金额将在2017年年报中确认为商誉减值损失。院线业务自身业绩体量较小，17年上半年收入3.92亿，毛利率18.4%，全年考虑杠杆收购的资金成本及部分公司管理费用，17年预计盈亏平衡，剥离后对公司整体利润并无影响。我们继续维持2017年全年15亿业绩预期。同时剥离院线资产有利于公司18年财务费用改善及毛利率提升。

大股东按含商誉的净资产账面价值受让充分显示诚意，将协议转让5%以上股权作为院线资产支付款，预计短期内不会对二级市场造成卖出压力。本次交易价格为含商誉的净资产账面价值与评估值孰高原则确定，相当于大股东溢价收购（按照商誉减值前账面价值），相关差额将于本次交易发生时计入资本公积，充分考虑股东利益，彰显公司诚意。大股东计划以协议转让方式转让部分股权，目前受让方为恒泰稳增，协议转让股份数量不低于公司总股本5%，以现金支付，转让所得将作为院线资产支付款。由于规定协议转让后，6个月内不得转让，短期内预计不会形成卖出压力。

公司核心业务均按计划推进，18年游戏影视业务线储备充沛，作品表现值得期待。游戏业务方面，公司18年将推出重点端转手项目《武林外传》《完美世界》《笑傲江湖》以及二次元游戏《轮回诀》（1月开始内测，预计Q1上线）《云梦四时歌》等，二季度开始将迎重点游戏产品上线周期；影视剧方面，18年完美有望确认《烈火如歌》《艳势番之新青年》《香蜜沉沉烬如霜》《西夏死书》《壮志高飞》《半生缘》《绝代双骄》《勇敢的心2》等多个项目，电影领域参与发行春节档《西游记女儿国》，并将参与出品张艺谋的《影》。

投资建议：完美世界为我们长期看好的A股稀缺游戏影视综合娱乐龙头手握经典IP以及多年游戏运营经验，并具备成为IP运营平台类公司潜质。由于院线转让尚未完成，暂不考虑剥离后报表影响，我们预计公司17-19年净利润分别为15亿/18.8亿/22.9亿，同比增速分别为28.7%/25.5%/21.5%，维持买入评级。

风险提示：游戏项目进度及流水不达预期，电视剧项目推进不达预期

| 财务数据和估值     | 2015     | 2016     | 2017E    | 2018E     | 2019E     |
|-------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 1,129.37 | 6,158.83 | 8,438.91 | 10,638.18 | 12,872.78 |
| 增长率(%)      | 21.99    | 445.33   | 37.02    | 26.06     | 21.01     |
| EBITDA(百万元) | 377.62   | 1,388.28 | 1,813.92 | 2,145.34  | 2,563.06  |
| 净利润(百万元)    | 288.45   | 1,166.31 | 1,501.01 | 1,883.57  | 2,288.79  |
| 增长率(%)      | 51.66    | 304.34   | 28.70    | 25.49     | 21.51     |
| EPS(元/股)    | 0.22     | 0.89     | 1.08     | 1.36      | 1.65      |
| 市盈率(P/E)    | 147.22   | 36.41    | 29.83    | 23.77     | 19.56     |
| 市净率(P/B)    | 41.40    | 5.89     | 5.51     | 4.47      | 3.29      |
| 市销率(P/S)    | 37.60    | 6.89     | 5.31     | 4.21      | 3.48      |
| EV/EBITDA   | 31.52    | 29.39    | 25.64    | 19.19     | 17.27     |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|       |          |
|-------|----------|
| 行业    | 传媒/互联网传媒 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格  | 32.30元   |
| 目标价格  | 42.9元    |

### 基本数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股)  | 1,314.69    |
| 流通A股股本(百万股) | 335.68      |
| A股总市值(百万元)  | 42,464.62   |
| 流通A股市值(百万元) | 10,842.48   |
| 每股净资产(元)    | 5.77        |
| 资产负债率(%)    | 49.36       |
| 一年内最高/最低(元) | 37.42/26.90 |

### 作者

文浩 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

张爽 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517070004  
zhangshuang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《完美世界-季报点评:优质内生性增长不断验证，影视储备及大IP游戏为明年亮点》2017-10-29

## 内容目录

|  |   |
|--|---|
| 1. 交易方案概述 .....  | 3 |
| 1.1. 交易细节及对价 .....   | 3 |
| 1.2. 交易资金来源 .....  | 3 |
| 2. 交易标的情况 .....  | 4 |
| 2.1. 标的股权一&标的债权 .....  | 4 |
| 2.1.1. 标的股权一：完美影城 100%股权、完美院线 100%股权、今典文化 100%股权 .....         | 4 |
| 2.1.2. 标的债权：完美影管与完美影城、完美院线、今典文化及其控制的下属公司之间的债权、债务抵销后的债权净额 ..... | 4 |
| 2.2. 标的股权二：君毅云扬持有的温岭市新时代乐购影城有限责任公司 99%股权 .....                 | 4 |
| 3. 交易目的及对上市公司的影响 .....   | 5 |
| 4. 投资建议 .....  | 5 |

## 图表目录

|   |   |
|---|---|
| 表 1：标的股权评估情况及交易对价（单位：亿元） .....          | 3 |
| 表 2：完美影城、完美院线和今典文化模拟合并财务数据（单位：万元） ..... | 4 |
| 表 3：新时代影城内部重组后利润表简表（单位：万元） .....        | 5 |

## 1. 交易方案概述

### 1.1. 交易细节及对价

完美世界（以下简称“上市公司”）拟将院线业务相关资产转让给上市公司控股股东完美世界控股。

上市公司全资子公司完美影管向完美世界控股转让完美院线、今典文化、完美影城 100% 股权，转让价款共计 14.9 亿元。上市公司子公司君毅云扬、完美影城向上市公司控股股东完美世界控股转让新时代乐购影城 99% 股权，转让价款 1.8 亿元。经初步评估及各方确认，本次交易对价共计 16.7 亿元。完美世界控股拟以现金方式支付本次交易转让对价。

由于院线资产评估价值低于包含商誉的相关资产组账面价值差额为 1.025 亿元，该金额将在 2017 年年报中确认为商誉减值损失。预计相关商誉减值损失的确认不会对业绩预告范围产生重大影响，2017 年度归属于上市公司股东的净利润变动区间仍为 14 亿元至 16 亿元。

本次交易价格由交易双方按照含商誉的净资产账面价值与评估值孰高的原则确定，交易价格高于评估价值的部分为完美世界控股基于控股股东身份对公司的资本性投入，相关差额将于本次交易发生时计入资本公积。

本次资产交易分为股权及债权，标的债权于基准日（2017 年 9 月 30 日）经审计的账面价值并考虑期后结算后的金额为 5.45 亿元，交易对价 5.45 亿元。

表 1: 标的股权评估情况及交易对价（单位：亿元）

| 标的资产              | 含商誉的净资产<br>账面价值 | 减值金额 | 评估值  | 交易对价 |
|-------------------|-----------------|------|------|------|
| 完美影城 100% 股权      | 6.6             | -0.6 | 6.0  | 6.6  |
| 完美院线 100% 股权      | 2.4             | -0.3 | 2.1  | 2.4  |
| 今典文化 100% 股权      | 0.4             | 0.0  | 0.4  | 0.4  |
| 新时代乐购影城<br>99% 股权 | 1.8             | -0.1 | 1.7  | 1.8  |
| 合计                | 11.2            | -1.0 | 10.2 | 11.2 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 交易资金来源

本次交易资金来源为完美世界控股合法自有和筹措资金。

完美世界控股、池宇峰及快乐永久为一致行动人，为履行协议约定的支付义务，同时引入基石投资者，优化公司股权结构，快乐永久计划以协议转让的方式将其持有的公司部分股份转让给第三方投资机构，并已初步达成相关意向书。转让公司股份所得转让现金款将用于本次交易价款的支付。转让股份的数量不低于公司总股本 5%，具体数量由双方协商确定，转让价款不低于正式股份转让协议签署日前一交易日二级市场收盘价的 90%，具体价格由双方协商确定。

上市公司股权受让方为深圳市恒泰稳增投资合伙企业（有限合伙），有限合伙人为芜湖华融兴科投资合伙企业（有限合伙）、华创证券有限责任公司-华创中信 173 号定向资产管理计划（相关工商登记正在办理中）。

## 2. 交易标的情况

### 2.1. 标的股权一&标的债权

#### 2.1.1. 标的股权一：完美影城 100%股权、完美院线 100%股权、今典文化 100%股权

2016 年 12 月，完美影管实现与今典传媒、今典影投的交易，完成对完美影城、完美院线、今典文化 100%股权，今典传媒和今典影投及其关联实体对完美影城及其控制的下属公司持有的净债权的收购。上市公司 16 年收购时的对价合计约 13.5 亿元，其中股权转让价款约为 8.8 亿元，债权转让价款约为 4.7 亿元。本次转让对价共计 14.9 亿元，股权转让对价为 9.44 亿元，债权转让对价为 5.45 亿元。

标的公司完美影城主要为消费者提供影院电影放映、卖品销售及广告发布等服务；完美院线主要负责影片采购、与制片商（包括发行商）洽谈分账比例、签订发行分账协议、向旗下影院供片；今典文化主要负责为完美影城下属影院在品牌、人员、运营等各方面提供日常经营管理服务并收取一定的管理费。

表 2：完美影城、完美院线和今典文化模拟合并财务数据（单位：万元）

| 项目            | 2017 年 9 月 30 日(经审计) | 2016 年 12 月 31 日(经审计) |
|---------------|----------------------|-----------------------|
| 资产总额          | 70,006.40            | 63,529.03             |
| 负债总额          | 84,601.10            | 82,869.99             |
| 应收款项总额        | 20,305.02            | 15,114.83             |
| 净资产           | -14,594.70           | -19,340.96            |
| 项目            | 2017 年 1-9 月(经审计)    | 2016 年度(经审计)          |
| 营业收入          | 59,105.11            | 72,730.91             |
| 营业利润          | 5,157.09             | 1,358.90              |
| 净利润           | 4,465.98             | 5,299.78              |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 5,316.99             | 505.81                |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

截止公告日，标的股权一作为相关银行借款的质押标的处于质押状态。完美影管将在本次交易交割前完成标的股权一的质押解除工作。**此次转让标的股权一后，公司合并报表范围将发生变更，完美影城、完美院线、今典文化不再纳入公司合并报表范围。**

#### 2.1.2. 标的债权：完美影管与完美影城、完美院线、今典文化及其控制的下属公司之间的债权、债务抵销后的债权净额

在 2016 年标的股权一取得时，完美影管以约 4.7 亿元对价受让今典传媒和今典影投及其关联实体对完美影城及其控制的下属公司持有的净债权，形成了完美影管与完美影城、完美院线、今典文化及其控制的下属公司之间的债权、债务关系。

2016 年重组交易完成后，完美影管与完美影城、完美院线、今典文化及其控制的下属公司之间的债权、债务金额因结算而变化，同时完美影管为支持完美影城、完美院线、今典文化及其控制的下属公司发展，对其提供了进一步的资金支持。

截止公告日，完美影管与完美影城、完美院线、今典文化及其控制的下属公司之间的债权、债务抵销后的净额，合计约为 5.4 亿元，为完美影管对完美影城、完美院线、今典文化及其控制的下属公司享有的净债权，构成本次交易的目标债权。

### 2.2. 标的股权二：君毅云扬持有的温岭市新时代乐购影城有限责任公司 99% 股权

标的股权二为公司下属并购基金君毅云扬 2016 年 12 月至 2017 年 2 月期间以现金对价合计人民币 1.34 亿元购买的温岭市新时代乐购影城、杭州铂金影院、台州新时代环球影城、

仙居县新时代影城、台州市新时代电影大世界**五家新时代影城**各 99%股权，并在收购完成后对新时代五家影城增资合计人民币 3,891.10 万元。新时代五家影城其余 1%股权由完美影城持有。**本次交易中，君毅云扬拟向完美世界控股转让其持有的新时代五家影城的全部股权，交易对价 1.8 亿元。**

为方便交易的进行及便于交易后的管理，本次交易实施前君毅云扬及完美影城无偿划转其余四家新时代影城至温岭市新时代乐购影城，构成新时代影城内部重组。**重组完成后，温岭市新时代乐购影城持有四家重组影城 100%股权。**

表 3：新时代影城内部重组后利润表简表（单位：万元）

| 项目   | 2017 年 1-9 月 | 2016 年 |
|------|--------------|--------|
| 营业收入 | 5466.2       | 6172.1 |
| 利润总额 | 675.2        | -750.1 |
| 净利润  | 488.7        | -558.5 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 交易目的及对上市公司的影响

2017 年影院市场竞争日趋激烈，公司影院业务经营业绩不及预期中理想，为降低公司经营风险，减少资金占用，提高资金使用效率，避免投资回款周期较长的风险，公司拟将院线相关资产进行转让。本次交易资金得以回笼能够更好支持公司核心业务的发展。

本次交易完成后，公司将不再从事院线相关业务，交易标的将不再纳入公司合并报表范围。因院线业务在公司整体业务中占比较小，且公司游戏及影视业务发展良好，相关商誉减值损失的确认不会对公司在 2017 年第三季度报告中作出的全年业绩预测产生重大影响。2017 年度归属于上市公司股东的净利润变动区间仍为 14 亿元-16 亿元。

### 4. 投资建议

完美世界为我们长期看好的 A 股稀缺游戏影视综合娱乐龙头手握经典 IP 以及多年游戏运营经验，并具备成为 IP 运营平台类公司潜质。由于院线转让尚未完成，暂不考虑剥离后报表影响，我们预计公司 17-19 年净利润分别为 15 亿/18.8 亿/22.9 亿，同比增速分别为 28.7%/25.5%/21.5%，维持买入评级。

**风险提示：**游戏项目进度及流水不达预期，电视剧项目推进不达预期。

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      | 2015            | 2016             | 2017E            | 2018E            | 2019E            |
|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金            | 1,098.00        | 2,097.11         | 8,438.91         | 10,638.18        | 12,872.78        |
| 应收账款            | 788.03          | 2,020.26         | 5,623.87         | 3,304.99         | 7,499.41         |
| 预付账款            | 93.04           | 483.28           | 259.80           | 837.72           | 463.93           |
| 存货              | 344.35          | 495.98           | 3,193.83         | 1,183.53         | 4,512.35         |
| 其他              | 174.81          | 6,111.72         | 2,397.71         | 2,899.45         | 3,801.21         |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>2,498.22</b> | <b>11,208.35</b> | <b>19,914.13</b> | <b>18,863.87</b> | <b>29,149.68</b> |
| 长期股权投资          | 415.84          | 868.27           | 868.27           | 868.27           | 868.27           |
| 固定资产            | 7.81            | 525.92           | 525.53           | 525.14           | 524.75           |
| 在建工程            | 0.00            | 0.60             | 0.60             | 0.60             | 0.60             |
| 无形资产            | 2.77            | 132.47           | (70.17)          | (70.17)          | (70.17)          |
| 其他              | 106.13          | 3,561.88         | 1,714.07         | 1,774.90         | 1,788.79         |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>532.55</b>   | <b>5,089.14</b>  | <b>3,038.30</b>  | <b>3,098.74</b>  | <b>3,112.24</b>  |
| <b>资产总计</b>     | <b>3,030.76</b> | <b>16,297.49</b> | <b>22,952.43</b> | <b>21,962.62</b> | <b>32,261.91</b> |
| 短期借款            | 308.81          | 440.71           | 7,167.07         | 6,155.93         | 11,579.57        |
| 应付账款            | 512.70          | 1,141.15         | 2,397.93         | 2,361.09         | 2,765.34         |
| 其他              | 417.28          | 2,641.06         | 1,504.59         | 1,590.21         | 2,290.36         |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>1,238.80</b> | <b>4,222.92</b>  | <b>11,069.59</b> | <b>10,107.23</b> | <b>16,635.28</b> |
| 长期借款            | 642.86          | 2,032.62         | 2,032.62         | 0.00             | 0.00             |
| 应付债券            | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他              | 0.42            | 1,589.21         | 530.13           | 706.59           | 941.98           |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>643.29</b>   | <b>3,621.83</b>  | <b>2,562.75</b>  | <b>706.59</b>    | <b>941.98</b>    |
| <b>负债合计</b>     | <b>1,882.08</b> | <b>7,844.75</b>  | <b>13,632.34</b> | <b>10,813.82</b> | <b>17,577.26</b> |
| 少数股东权益          | 122.93          | 1,238.44         | 1,194.72         | 1,139.86         | 1,073.19         |
| 股本              | 559.40          | 1,386.37         | 1,386.37         | 1,386.37         | 1,386.37         |
| 资本公积            | 23.27           | 4,162.14         | 3,519.69         | 3,519.69         | 4,833.42         |
| 留存收益            | 465.82          | 5,880.46         | 6,739.01         | 8,622.58         | 12,225.10        |
| 其他              | (22.75)         | (4,214.66)       | (3,519.69)       | (3,519.69)       | (4,833.42)       |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>1,148.68</b> | <b>8,452.74</b>  | <b>9,320.09</b>  | <b>11,148.80</b> | <b>14,684.66</b> |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>3,030.76</b> | <b>16,297.49</b> | <b>22,952.43</b> | <b>21,962.62</b> | <b>32,261.91</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2015            | 2016              | 2017E             | 2018E             | 2019E             |
|----------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润            | 299.11          | 1,133.15          | 1,501.01          | 1,883.57          | 2,288.79          |
| 折旧摊销           | 10.77           | 206.65            | 203.03            | 0.39              | 0.39              |
| 财务费用           | 45.39           | 84.13             | 216.73            | 163.47            | 147.32            |
| 投资损失           | (25.39)         | (192.40)          | (220.00)          | (250.00)          | (270.00)          |
| 营运资金变动         | (223.05)        | (2,304.23)        | (3,334.72)        | 3,394.70          | (6,695.78)        |
| 其它             | 91.51           | 2,227.61          | (43.72)           | (54.86)           | (66.66)           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>198.34</b>   | <b>1,154.90</b>   | <b>(1,677.67)</b> | <b>5,137.26</b>   | <b>(4,595.95)</b> |
| 资本支出           | 411.58          | 1,040.71          | 1,059.09          | (176.46)          | (235.39)          |
| 长期投资           | 415.84          | 452.43            | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 其他             | (1,337.72)      | (10,103.74)       | 1,024.09          | 421.93            | 497.25            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(510.30)</b> | <b>(8,610.60)</b> | <b>2,083.17</b>   | <b>245.47</b>     | <b>261.87</b>     |
| 债权融资           | 1,165.15        | 2,582.36          | 9,310.52          | 6,300.38          | 11,701.01         |
| 股权融资           | (43.48)         | 4,911.57          | (791.86)          | (158.52)          | 1,173.00          |
| 其他             | (198.65)        | 668.08            | (2,582.36)        | (9,325.33)        | (6,305.33)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>923.02</b>   | <b>8,162.00</b>   | <b>5,936.31</b>   | <b>(3,183.47)</b> | <b>6,568.68</b>   |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>611.06</b>   | <b>706.31</b>     | <b>6,341.81</b>   | <b>2,199.27</b>   | <b>2,234.59</b>   |

| 利润表(百万元)         | 2015            | 2016            | 2017E           | 2018E            | 2019E            |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>1,129.37</b> | <b>6,158.83</b> | <b>8,438.91</b> | <b>10,638.18</b> | <b>12,872.78</b> |
| 营业成本             | 562.38          | 2,404.28        | 3,721.82        | 4,764.58         | 5,830.76         |
| 营业税金及附加          | 8.68            | 53.57           | 73.42           | 92.55            | 111.99           |
| 营业费用             | 79.63           | 755.35          | 928.28          | 1,170.20         | 1,416.01         |
| 管理费用             | 108.88          | 1,835.58        | 2,278.51        | 2,659.55         | 3,153.83         |
| 财务费用             | 44.50           | 1.23            | 216.73          | 163.47           | 147.32           |
| 资产减值损失           | 22.89           | 100.18          | 46.00           | 56.36            | 67.51            |
| 公允价值变动收益         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| 投资净收益            | 25.39           | 192.40          | 220.00          | 250.00           | 270.00           |
| 其他               | (50.78)         | (384.81)        | (440.00)        | (500.00)         | (540.00)         |
| <b>营业利润</b>      | <b>327.79</b>   | <b>1,201.05</b> | <b>1,394.17</b> | <b>1,981.48</b>  | <b>2,415.35</b>  |
| 营业外收入            | 57.00           | 156.94          | 78.61           | 97.52            | 111.02           |
| 营业外支出            | 0.01            | 2.00            | 0.77            | 0.93             | 1.23             |
| <b>利润总额</b>      | <b>384.79</b>   | <b>1,355.98</b> | <b>1,472.01</b> | <b>2,078.07</b>  | <b>2,525.14</b>  |
| 所得税              | 85.67           | 222.83          | 14.72           | 249.37           | 303.02           |
| <b>净利润</b>       | <b>299.11</b>   | <b>1,133.15</b> | <b>1,457.29</b> | <b>1,828.70</b>  | <b>2,222.12</b>  |
| 少数股东损益           | 10.66           | (33.17)         | (43.72)         | (54.86)          | (66.66)          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>288.45</b>   | <b>1,166.31</b> | <b>1,501.01</b> | <b>1,883.57</b>  | <b>2,288.79</b>  |
| 每股收益(元)          | 0.22            | 0.89            | 1.08            | 1.36             | 1.65             |

| 主要财务比率         | 2015   | 2016    | 2017E  | 2018E   | 2019E   |
|----------------|--------|---------|--------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |        |         |        |         |         |
| 营业收入           | 21.99% | 445.33% | 37.02% | 26.06%  | 21.01%  |
| 营业利润           | 23.09% | 266.40% | 16.08% | 42.13%  | 21.90%  |
| 归属于母公司净利润      | 51.66% | 304.34% | 28.70% | 25.49%  | 21.51%  |
| <b>获利能力</b>    |        |         |        |         |         |
| 毛利率            | 50.20% | 60.96%  | 55.90% | 55.21%  | 54.70%  |
| 净利率            | 25.54% | 18.94%  | 17.79% | 17.71%  | 17.78%  |
| ROE            | 28.12% | 16.17%  | 18.47% | 18.82%  | 16.82%  |
| ROIC           | 32.40% | 86.42%  | 23.74% | 19.16%  | 35.20%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |         |        |         |         |
| 资产负债率          | 62.10% | 48.13%  | 59.39% | 49.24%  | 54.48%  |
| 净负债率           | 19.23% | -4.51%  | 33.96% | -36.93% | -41.71% |
| 流动比率           | 2.02   | 2.65    | 1.80   | 1.87    | 1.75    |
| 速动比率           | 1.74   | 2.54    | 1.51   | 1.75    | 1.48    |
| <b>营运能力</b>    |        |         |        |         |         |
| 应收账款周转率        | 1.51   | 4.39    | 2.21   | 2.38    | 2.38    |
| 存货周转率          | 2.84   | 14.66   | 4.57   | 4.86    | 4.52    |
| 总资产周转率         | 0.48   | 0.64    | 0.43   | 0.47    | 0.47    |
| <b>每股指标(元)</b> |        |         |        |         |         |
| 每股收益           | 0.22   | 0.89    | 1.08   | 1.36    | 1.65    |
| 每股经营现金流        | 0.15   | 0.88    | -1.28  | 3.91    | -3.50   |
| 每股净资产          | 0.78   | 5.49    | 5.86   | 7.22    | 9.82    |
| <b>估值比率</b>    |        |         |        |         |         |
| 市盈率            | 147.22 | 36.41   | 29.83  | 23.77   | 19.56   |
| 市净率            | 41.40  | 5.89    | 5.51   | 4.47    | 3.29    |
| EV/EBITDA      | 31.52  | 29.39   | 25.64  | 19.19   | 17.27   |
| EV/EBIT        | 31.97  | 33.94   | 28.87  | 19.20   | 17.27   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                   | 武汉                            | 上海                             | 深圳                          |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号      | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 |
| 邮编：100031            | 邮编：430071                     | 邮编：201204                      | 邮编：518017                   |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889            | 电话：(8621)-68815388             | 电话：(86755)-82566970         |
|                      | 传真：(8627)-87618863            | 传真：(8621)-68812910             | 传真：(86755)-23913441         |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com          | 邮箱：research@tfzq.com           | 邮箱：research@tfzq.com        |