

完美世界 (002624)

证券研究报告

2018年08月23日

16.5%稳健增长符合预期，储备及递延蓄力后续业绩

完美世界 2018 年上半年实现营收 36.67 亿元，同比增长 2.20%，归母净利润 7.82 亿元，同比增长 16.46%，扣非后净利润 7.07 亿元，同比增长 16.76%，净利润落在预告上调后业绩区间的中线左右，整体符合预期。18H1 完美影视子公司实现净利润 1.72 亿元，游戏子公司实现净利润 6.94 亿元。18Q1-Q3 预计实现净利润 11.90 亿-12.90 亿元，同比增长 10.37%-19.64%。

公司财务健康，毛利率提升，费用率控制较好。18H1 整体毛利率 59.58%，同比上升 3.57pct；18H1 销售费用同比增加 26.52%，销售费用率同比上升 2.4pct，主要系新游戏/新版本上线带来的市场费用增加所致；管理费用同比减少 5.56%，管理费用率同比下降 2.2pct，主要由于员工薪酬产生的费用下降；财务费用同比减少 33.33%，财务费用率同比下降 1.1pct。

游戏业务板块，18H1 手游增速下滑但在预期内，截至 18H1 游戏递延收入 12.6 亿元，环比 18Q1 增加 2.5 亿，同比基本持平，为后续业绩蓄力。18H1 公司游戏营收同比减少 13.26%，整体毛利率上升（67.31%，同比提升 6.00pct），手游增速下滑较多但在预期内，手游收入同比下滑主要由于：（1）17H1《诛仙手游》高流水递延带来高基数；（2）《武林外传手游》18 年 6 月上线，但流水递延，确认至 18H1 报表业绩有限；（3）《烈火如歌》为第三方发行，公司仅确认分成后净收入。

影视业务板块，18H1 公司影视业务营业收入 10.04 亿元（同比增长 93.85%），高同比主要来自电视剧收入的大幅增长。

根据项目进展，Q4 有望迎来多个游戏及影视确认。《武林外传手游》已于 6 月上线，预计主要为 Q3 预计贡献新增游戏业绩，Q4 则储备多个游戏支撑增长，根据中报披露，正在研发项目《完美世界手游》、《云梦四时歌》、《梦间集天鹅座》、《神雕侠侣 2》、《新笑傲江湖》等以及主机游戏《非常英雄》等。根据公司在 18Q2 披露投资者关系沟通中，电视剧储备包括《绝代双骄》《不婚女王》《半生缘》《壮志高飞》《西夏死书》等。

投资建议：完美世界股价近期大幅波动，我们认为主要受到版号审核暂缓影响，引发市场对于公司游戏上线进度和业绩担忧，建议密切关注版号放开进度，同时值得注意的是，公司回购按规定在中报结束后可继续进行。根据中报收入及毛利率变化，考虑公司与第三方合作游戏收入将计为净收入，带来收入增速降低和毛利率提升，以及主要游戏上线延期，我们将公司 18-20 年营收由 91.6 亿/111.6 亿/130 亿下调至 84.6 亿/99.9 亿/117 亿，净利润由 19.0 亿/23.7 亿/28.9 亿小幅调整至 18.7 亿/23.7 亿/28.8 亿；考虑传媒板块整体估值下行，版号暂缓事项引发游戏行业调整，将公司目标价由 42.9 元下调至 35.0 元，维持买入评级。

风险提示：游戏影视上线延期，游戏流水不达预期，Steam 中国上线及游戏引进不达预期，行业监管趋严

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,158.83	7,929.82	8,461.14	9,987.94	11,737.71
增长率(%)	445.33	28.76	6.70	18.04	17.52
EBITDA(百万元)	1,388.28	1,920.87	2,224.01	2,787.07	3,354.16
净利润(百万元)	1,166.31	1,504.71	1,870.70	2,365.59	2,881.55
增长率(%)	304.34	29.01	24.32	26.45	21.81
EPS(元/股)	0.89	1.14	1.35	1.71	2.08
市盈率(P/E)	26.22	20.32	17.24	13.63	11.19
市净率(P/B)	4.24	3.84	3.36	2.75	2.17
市销率(P/S)	4.97	3.86	3.81	3.23	2.75
EV/EBITDA	29.39	22.90	13.26	9.69	7.60

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	23.26 元
目标价格	35.0 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,314.80
流通 A 股股本(百万股)	466.45
A 股总市值(百万元)	30,582.24
流通 A 股市值(百万元)	10,849.59
每股净资产(元)	6.50
资产负债率(%)	45.10
一年内最高/最低(元)	38.10/21.16

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-公司点评:披露回购报告书,关注首个可回购窗口期,《我的起源》手游合作腾讯再显研发实力》 2018-08-06
- 2 《完美世界-公司点评:5-10 亿回购注入强心剂,回购增持双管齐下显示信心与诚意》 2018-07-15
- 3 《完美世界-公司点评:Steam 中国能否成为下一款“吃鸡”诞生地?》 2018-06-15

内容目录

1. 财报解读.....	3
1.1. 整体业绩回顾.....	3
1.2. 分业务板块分析.....	5
1.2.1. 游戏业务板块.....	5
1.2.2. 影视业务板块.....	6
2. 上半年业务回顾：以内生增长为根基，影视游戏健康发展.....	6
2.1. 游戏板块.....	7
2.2. 影视板块.....	7
3. 下半年业务计划：储备项目丰富，Q4 有望迎来影视游戏集中确认.....	7
4. 投资建议.....	7

图表目录

图 1：完美世界 2012-2017 年，2017H1-2018H1 营业收入及增速.....	3
图 2：完美世界 2012-2017 年，2017H1-2018H1 归母净利润及增速.....	3
图 3：完美世界 16Q1-18Q2 营业收入及同比增速.....	4
图 4：完美世界 16Q1-18Q2 归母净利润及同比增速.....	4
图 5：完美世界 2012-2017 年，2017H1-2018H1 毛利率.....	4
图 6：完美世界 2012-2017 年，2017H1-2018H1 三项费用率.....	5
图 7：完美世界 2018 上半年营业收入、营业成本、毛利率构成及变动情况.....	5
图 8：完美世界 17Q1-18Q2 递延收入及环比变动.....	6

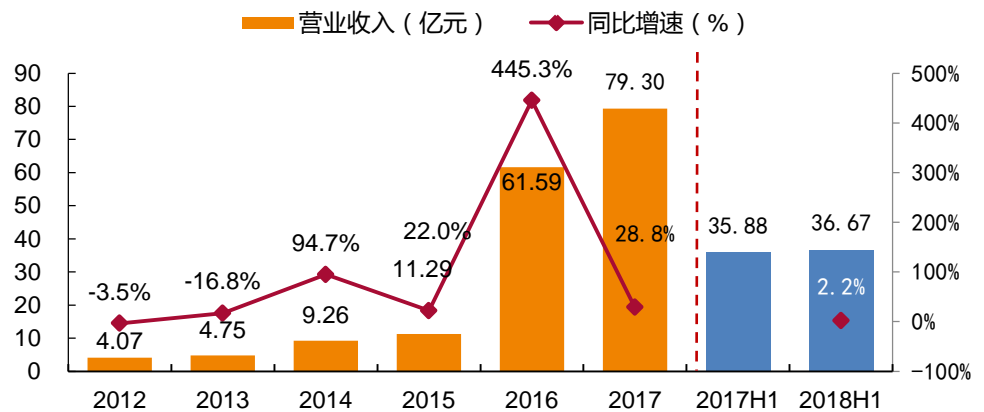
1. 财报解读

1.1. 整体业绩回顾

完美世界 2018 年上半年实现营收 36.67 亿元，同比增长 2.20%，归属于上市公司股东净利润 7.82 亿元，同比增长 16.46%。子公司完美影视实现净利润 1.72 亿元，游戏子公司实现净利润 6.94 亿元，游戏+影视子公司业绩相比中报报表 8457 万元差额主要为总部费用+财务费用。

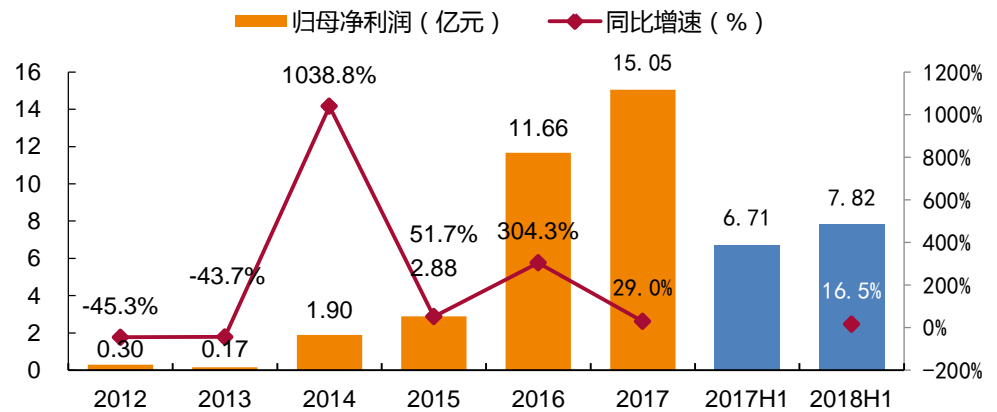
18Q1-Q3 预计实现净利润 11.90 亿-12.90 亿元，同比增长 10.37% - 19.64%。对应 18Q3 单季度净利润 4.1-5.1 亿元，同比增长 0.25%-24.82%。

图 1：完美世界 2012-2017 年，2017H1-2018H1 营业收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

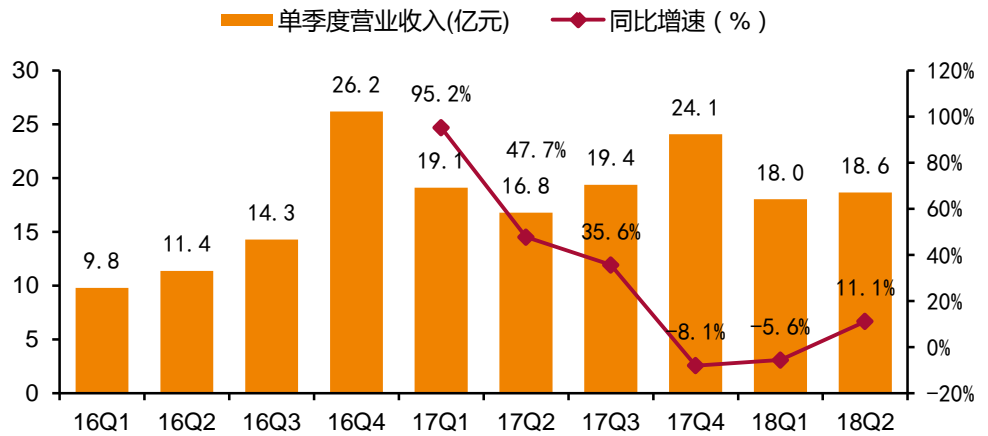
图 2：完美世界 2012-2017 年，2017H1-2018H1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

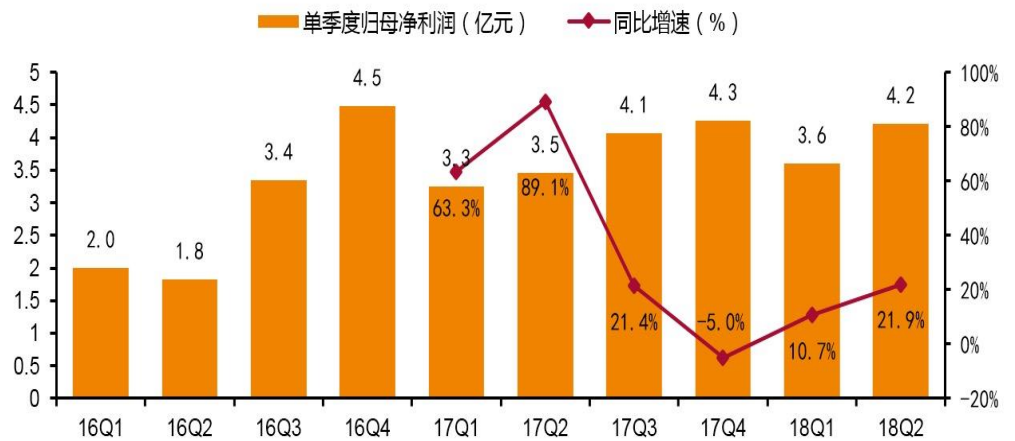
分季度看，18Q1 及 18Q2 分别实现营收 18.0 亿元和 18.6 亿元，净利润 3.6 亿元和 4.2 亿元。

图 3: 完美世界 16Q1-18Q2 营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

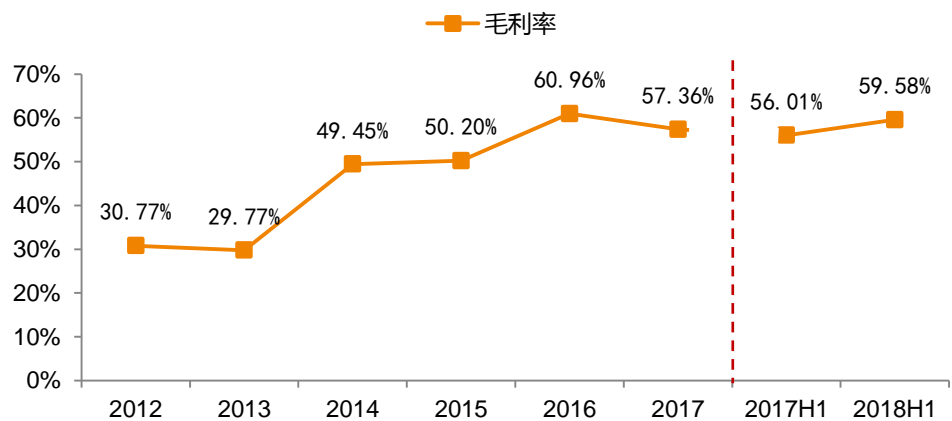
图 4: 完美世界 16Q1-18Q2 归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

毛利率上, 公司 18H 整体毛利率 59.58%, 同比上升 3.57pct, 游戏影视毛利率均有提升。

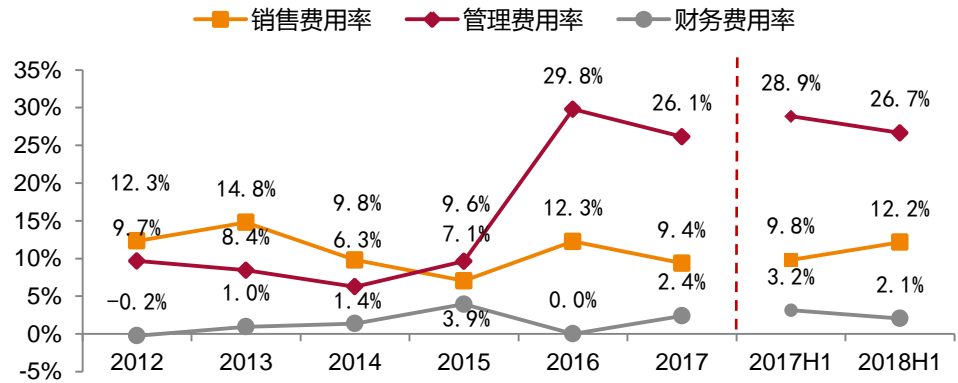
图 5: 完美世界 2012-2017 年, 2017H1-2018H1 毛利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

三项费用率上,销售费用 4.46 亿,同比增加 26.52%,销售费用率 12.2%,同比上升 2.4pct,销售费用增加主要系新游戏/新版本上线带来的市场费用增加所致;管理费用 9.78 亿,同比减少 5.56%,管理费用率 26.7%,同比下降 2.2pct,主要由于员工薪酬产生的费用下降;财务费用 0.76 亿,同比减少 33.33%,财务费用率 2.1%,同比下降 1.1pct,主要系人民币对美元/欧元贬值带来汇兑损益所致。

图 6: 完美世界 2012-2017 年, 2017H1-2018H1 三项费用率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

1.2. 分业务板块分析

图 7: 完美世界 2018 上半年营业收入、营业成本、毛利率构成及变动情况

分行业	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率	营业收入同比增减	营业成本同比增减	毛利率同比增减
游戏	26.63	8.71	67.31%	-13.26%	-26.72%	6.00%
影视	10.04	6.12	39.08%	93.85%	56.67%	14.46%
分产品						
PC 端网络游戏	11.59	2.82	75.66%	20.06%	14.17%	1.26%
移动网络游戏	12.12	4.68	61.40%	-31.43%	-40.64%	5.99%
主机游戏	2.69	1.03	61.79%	-14.03%	-24.07%	5.05%
电视剧	4.68	2.79	40.34%	1971.85%	1447.05%	20.24%
电影	0.50	0.15	69.90%	-14.05%	-68.20%	51.24%
院线业务	4.15	3.04	26.87%	5.87%	-5.16%	8.51%
游戏相关其他业务	0.09	0.05	43.73%	-25.89%	-47.85%	23.69%
影视相关其他业务	0.70	0.14	80.31%	56.90%	194.12%	-9.18%
其他业务	0.15	0.13	14.18%	19.93%	71.04%	-25.65%
分地区						
境内	27.92	11.90	57.36%	-4.87%	-11.71%	3.30%
境外	8.75	2.92	66.66%	33.99%	26.83%	1.88%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

1.2.1. 游戏业务板块

18H 手游增速下滑较多但在预期内, 截至 18H 游戏递延收入 12.6 亿元, 环比 18Q1 增加 2.5 亿, 为后续业绩蓄力。

收入方面, 2018 年上半年公司游戏业务营业收入 26.63 亿元, 同比减少 13.26%, 其中:

端游收入 11.59 亿元 (同比增长 20.06%), 《诛仙》《完美世界国际版》《DOTA2》等经典端游大作表现稳定; 同时, 报告期内公司推出的《Subnautica (深海迷航)》位列 Steam 全

球 2018 年上半年游戏畅销榜 TOP20，新增贡献业绩。

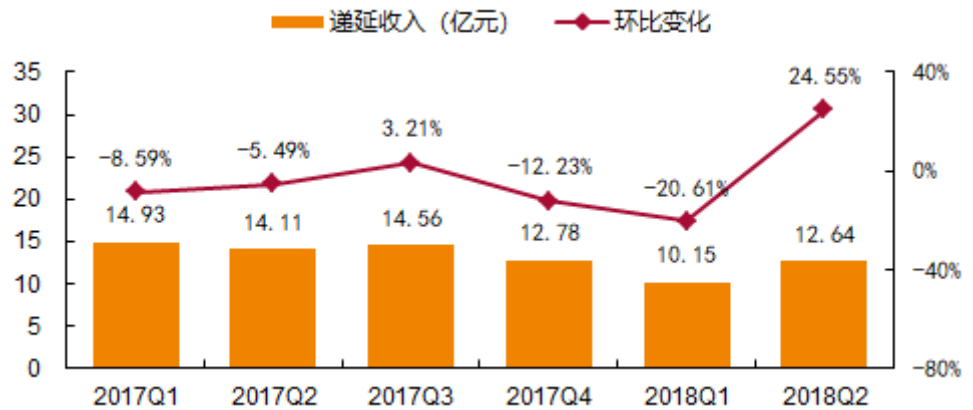
手游收入 12.12 亿元 (同比减少 31.43%)，《诛仙手游》、《射雕英雄传 2》等延续稳定表现，报告期内上线的《轮回诀》、《烈火如歌》及《武林外传手游》表现良好。

主机游戏收入 2.69 亿元 (同比减少 14.03%)，主要作品《无冬 OL》《星际迷航》，游戏运营时间已经 2 年以上，有自然流水下滑。手游收入同比下滑主要由于：(1) 17H1《诛仙手游》高流水递延带来高基数；(2)《武林外传手游》18 年 6 月上线，但流水递延，确认至 18H1 报表业绩有限；(3)《烈火如歌》为第三方发行，公司仅确认分成后净收入。

毛利率方面，公司游戏业务整体毛利率上升 (67.31%，同比提升 6.00pct)，其中端游毛利率 75.66%，同比提升 1.26pct，手游毛利率 61.40%，同比提升 5.99pct，主机游戏毛利率 61.79%，同比提升 5.05pct。

2018 年上半年公司研发投入金额 6.54 亿元，占营收 17.83%。递延收入方面，截至 18H 游戏递延收入 12.6 亿元，环比 18Q1 增加 2.5 亿。

图 8：完美世界 17Q1-18Q2 递延收入及环比变动



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2.2. 影视业务板块

电视剧业务实现收入 4.68 亿元，18H《香蜜沉沉烬如霜》《烈火如歌》等电视剧业务贡献主要业绩，院线业务收入较高，但净利润影响较小，院线于 7 月完成剥离，8 月开始将不再并表。

收入方面，2018 上半年公司影视业务营业收入 10.04 亿元 (同比增长 93.85%)，高同比主要来自电视剧收入的大幅增长。电视剧收入 4.68 亿元 (同比增长 1971.85%)，主要业绩来自《香蜜沉沉烬如霜》《烈火如歌》《忽而今夏》《走火》《利刃出击》。

电影收入 5026 万元 (同比下降 14.05%)，院线收入 4.15 亿元 (同比增长 5.87%)，影视相关其他业务收入 7034 万元 (同比增长 56.90%)。

毛利率方面，影视整体毛利率上升 (39.08%，同比增长 14.46pct)，电视剧业务毛利率上升 (40.34%，同比增长 20.24pct)、电影业务毛利率上升 (69.90%，同比增长 51.24pct)、院线业务毛利率上升 (26.87%，同比增长 8.51pct)，影视相关其他业务毛利率下降 (80.31%，同比下降 9.18pct)。

2. 上半年业务回顾：以内生增长为根基，影视游戏健康发展

2018 年上半年，游戏业务方面，端游、移动游戏、主机游戏三驾马车持续良好发展，影视业务持续推出的精品大作为公司赢得了良好的收视率及口碑，电视剧、电影业务蓬勃发

展，进一步巩固了国内一流内容制作公司的地位。

2.1. 游戏板块

平台化机制建设进一步深化，年轻化布局效果初现，新 IP 孵化首试成功，端游、移动游戏、主机游戏三驾马车多元化发展。

1) **端游方面**：《诛仙》、《完美世界国际版》、《DOTA2》等经典端游大作表现稳定；同时，报告期内公司推出的《Subnautica (深海迷航)》受到玩家广泛欢迎，位列 Steam 全球 2018 年上半年游戏畅销榜 TOP20。此外，2018 年 6 月，公司与 Valve 公司达成战略合作，共同建立 Steam 中国。通过搭建 Steam 中国，公司将引入海外优秀的端游产品，并支持中国广大游戏开发企业及其产品更好地走向海外市场。在内容制作的基础上，Steam 中国的平台布局有望助力公司端游业务整体的持续、稳健增长。

2) **移动游戏方面**：《诛仙手游》、《射雕英雄传 2》等延续稳定表现，报告期内上线的《轮回诀》、《烈火如歌》及《武林外传手游》表现良好，为公司带来良好收益的同时带来了大批年轻用户和女性用户。报告期内，部分游戏产品由于生命周期所处阶段的原因，收入贡献较上年同期有所下降。研发方面，公司持续加大新游戏的研发及细分游戏市场领域的布局，目前公司有《完美世界手游》、《云梦四时歌》、《梦间集天鹅座》、《神雕侠侣 2》、《新笑傲江湖》、《我的起源》等数款涵盖 MMORPG、二次元、沙盒、SLG 等多种游戏类型的项目正在研发中。

3) **主机游戏方面**：《无冬 OL》主机版及《星际迷航》为公司积累了丰富的研发经验和良好的口碑。在此基础上，公司将继续大力开拓主机市场。目前，《非常英雄》、《Magic The Gathering》、《Torchlight Online》、《完美世界》主机版等项目正在研发中，公司将依托在主机市场的优势，不断拓展海外市场，加强全球化布局。

2.2. 影视板块

公司坚持精品内容的深耕细作，聚合行业优质资源，在电视剧、网剧、电影及综艺节目等方面持续发力，拓宽影视业务娱乐矩阵。

1) **电视剧方面**：公司推出的《香蜜沉沉烬如霜》、《利刃出击》、《烈火如歌》、《忽而今夏》、《归去来》、《走火》、《最美的青春》等精品电视剧、网剧于 2018 年陆续与观众见面。其中，《香蜜沉沉烬如霜》自播出后，全国网、52 城和 35 城省级卫视黄金档收视率均排名第一，截至目前，网络累计播放量已超过 50 亿，豆瓣评分高达 7.6 分，成为口碑、收视率和网络播放量齐飞的精品大剧。

2) **电影方面**：公司推出的网络大电影《灵魂摆渡·黄泉》分账票房突破 4500 万元，播放量近 2 亿，并在上海国际电影节中荣获“年度精品网络电影”等 4 项大奖，成为上半年最受欢迎的网络大电影之一。同时，与美国环球影业(Universal Pictures) 的片单投资及战略合作继续按计划推进。报告期内，公司参与投资的《侏罗纪世界 2》表现不俗，截至目前全球票房突破 12 亿美元。

3) **综艺方面**：报告期内公司参与投资制作了《欢乐中国人第二季》、《向往的生活 2》、《无限歌谣季》、《极限挑战 4》等综艺节目，赢得了良好的口碑及收视率。

3. 下半年业务计划：储备项目丰富，Q4 有望迎来影视游戏集中确认

根据项目进展，Q4 有望迎来多个游戏及影视确认。

《武林外传手游》已于 6 月上线，预计主要为 Q3 预计贡献新增游戏业绩，Q4 则储备多个游戏支撑增长，根据中报披露，正在研发项目《完美世界手游》、《云梦四时歌》、《梦间集天鹅座》、《神雕侠侣 2》、《新笑傲江湖》等以及主机游戏《非常英雄》等。根据公司在 18Q2 披露投资者关系沟通中，电视剧储备包括《绝代双骄》、《不婚女王》、《半生缘》、《壮志高飞》

《西夏死书》等。

4. 投资建议

完美世界股价近期大幅波动，我们认为主要受到版号审核暂缓影响，引发市场对于公司游戏上线进度和业绩担忧，建议密切关注版号放开进度，同时值得注意的是，公司回购按规定在中报结束后可继续进行。根据中报收入及毛利率变化，考虑公司与第三方合作游戏收入将计为净收入，带来收入增速降低和毛利率提升，以及主要游戏上线延期，我们将公司18-20年营收由91.6亿/111.6亿/130亿下调至84.6亿/99.9亿/117亿，净利润由19.0亿/23.7亿/28.9亿小幅调整至18.7亿/23.7亿/28.8亿；考虑传媒板块整体估值下行，版号暂缓事项引发游戏行业调整，将公司目标价由42.9元下调至35.0元，维持买入评级。

风险提示：游戏影视上线延期，游戏流水不达预期，Steam 中国上线及游戏引进不达预期，行业监管趋严

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,097.11	3,236.42	4,230.57	6,991.55	9,038.03
应收账款	2,020.26	1,751.15	2,009.35	2,429.73	2,787.03
预付账款	483.28	851.65	544.14	1,037.10	847.43
存货	495.98	1,575.57	2,412.41	2,105.44	3,278.94
其他	6,111.72	2,831.53	2,811.45	2,834.80	2,837.29
流动资产合计	11,208.35	10,246.32	12,007.93	15,398.62	18,788.72
长期股权投资	868.27	1,482.08	1,482.08	1,482.08	1,482.08
固定资产	525.92	478.60	452.30	426.00	399.71
在建工程	0.60	12.08	12.08	12.08	12.08
无形资产	132.47	114.37	24.91	0.00	0.00
其他	3,561.88	4,251.47	4,020.72	3,973.45	3,936.13
非流动资产合计	5,089.14	6,338.59	5,992.08	5,893.61	5,829.99
资产总计	16,297.49	16,584.90	18,000.01	21,292.23	24,618.71
短期借款	440.71	617.90	996.24	1,369.61	1,784.73
应付账款	1,141.15	839.28	687.73	1,248.25	1,058.35
其他	2,641.06	3,758.22	3,494.28	3,880.04	3,685.50
流动负债合计	4,222.92	5,215.40	5,178.24	6,497.90	6,528.58
长期借款	2,032.62	500.00	500.00	270.37	270.37
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,589.21	2,082.77	1,835.99	1,835.99	1,918.25
非流动负债合计	3,621.83	2,582.77	2,335.99	2,106.36	2,188.62
负债合计	7,844.75	7,798.17	7,514.24	8,604.26	8,717.20
少数股东权益	1,238.44	822.56	880.42	953.58	1,042.70
股本	1,386.37	1,386.39	1,386.39	1,386.39	1,386.39
资本公积	4,162.14	3,557.31	3,429.03	3,429.03	3,960.06
留存收益	5,880.46	6,663.61	8,218.96	10,347.99	13,472.42
其他	(4,214.66)	(3,643.15)	(3,429.03)	(3,429.03)	(3,960.06)
股东权益合计	8,452.74	8,786.73	10,485.77	12,687.97	15,901.51
负债和股东权益总	16,297.49	16,584.90	18,000.01	21,292.23	24,618.71

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,133.15	1,459.91	1,870.70	2,365.59	2,881.55
折旧摊销	206.65	280.25	115.76	51.20	26.30
财务费用	84.13	291.64	121.72	136.82	126.96
投资损失	(192.40)	(183.18)	(150.00)	(150.00)	(150.00)
营运资金变动	(2,304.23)	2,367.34	(1,327.32)	363.84	(1,617.49)
其它	2,227.61	(3,411.57)	57.86	73.16	89.12
经营活动现金流	1,154.90	804.38	688.71	2,840.62	1,356.44
资本支出	1,040.71	916.65	246.78	(0.00)	(82.26)
长期投资	452.43	613.81	0.00	0.00	0.00
其他	(10,103.74)	184.48	31.57	150.00	241.27
投资活动现金流	(8,610.60)	1,714.94	278.35	150.00	159.01
债权融资	2,582.36	2,223.50	2,601.83	2,745.58	3,160.69
股权融资	4,911.57	(828.22)	(164.17)	(136.82)	404.07
其他	668.08	(2,846.25)	(2,410.57)	(2,838.39)	(3,033.73)
筹资活动现金流	8,162.00	(1,450.97)	27.09	(229.63)	531.03
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	706.31	1,068.35	994.15	2,760.98	2,046.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,158.83	7,929.82	8,461.14	9,987.94	11,737.71
营业成本	2,404.28	3,381.23	3,589.18	4,066.06	4,845.94
营业税金及附加	53.57	63.77	67.69	79.90	93.90
营业费用	755.35	743.51	795.35	928.88	1,056.39
管理费用	1,835.58	2,072.87	2,030.67	2,297.23	2,523.61
财务费用	1.23	190.09	121.72	136.82	126.96
资产减值损失	100.18	137.17	20.00	30.00	40.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	192.40	183.18	150.00	150.00	150.00
其他	(384.81)	(431.45)	(300.00)	(300.00)	(300.00)
营业利润	1,201.05	1,589.45	1,986.53	2,599.05	3,200.91
营业外收入	156.94	72.05	192.60	160.00	160.00
营业外支出	2.00	12.64	4.88	6.51	8.01
利润总额	1,355.98	1,648.85	2,174.25	2,752.54	3,352.90
所得税	222.83	188.94	245.69	313.79	382.23
净利润	1,133.15	1,459.91	1,928.56	2,438.75	2,970.67
少数股东损益	(33.17)	(44.80)	57.86	73.16	89.12
归属于母公司净利润	1,166.31	1,504.71	1,870.70	2,365.59	2,881.55
每股收益(元)	0.89	1.14	1.35	1.71	2.08

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	445.33%	28.76%	6.70%	18.04%	17.52%
营业利润	266.40%	32.34%	24.98%	30.83%	23.16%
归属于母公司净利润	304.34%	29.01%	24.32%	26.45%	21.81%
获利能力					
毛利率	60.96%	57.36%	57.58%	59.29%	58.71%
净利率	18.94%	18.98%	22.11%	23.68%	24.55%
ROE	16.17%	18.89%	19.48%	20.16%	19.39%
ROIC	86.42%	23.45%	33.62%	35.39%	45.49%
偿债能力					
资产负债率	48.13%	47.02%	41.75%	40.41%	35.41%
净负债率	-4.51%	36.02%	22.30%	5.37%	-7.12%
流动比率	2.65	1.96	2.32	2.37	2.88
速动比率	2.54	1.66	1.85	2.05	2.38
营运能力					
应收账款周转率	4.39	4.21	4.50	4.50	4.50
存货周转率	14.66	7.66	4.24	4.42	4.36
总资产周转率	0.64	0.48	0.49	0.51	0.51
每股指标(元)					
每股收益	0.89	1.14	1.35	1.71	2.08
每股经营现金流	0.88	0.61	0.52	2.16	1.03
每股净资产	5.49	6.06	6.93	8.46	10.72
估值比率					
市盈率	26.22	20.32	17.24	13.63	11.19
市净率	4.24	3.84	3.36	2.75	2.17
EV/EBITDA	29.39	22.90	13.26	9.69	7.60
EV/EBIT	33.94	25.66	13.99	9.87	7.66

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，并应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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com