

完美世界 (002624)

证券研究报告
2019年05月06日

品质内容支撑 18 年稳步增长，旗舰产品带动 19Q1 亮眼增速

完美世界 2018 年实现营收 80.34 亿元，同比增长 1.31%，剔除院线业务影响后，游戏及影视业务收入实际较上年同比增长 6.21%；归母净利润 17.06 亿元，同比增长 13.38%，扣非后净利润 14.5 亿，同比增长 3.54%。由于 18 年版号暂停审核，公司 18 年下半年无新游戏上线，业绩整体符合预期。18 年完美影视子公司实现净利润 3.28 亿元，游戏子公司实现净利润 13.68 亿元，同比增长 2.7%。

2019Q1 公司实现营收 20.42 亿元，同比增长 13.26%，归母净利润 4.86 亿元，同比增长 34.95%，略超业绩指引上限，扣非后净利润 4.63 亿，同比增长 56.77%，扣非后净利润增速优异。

公司 18 年毛利率小幅下降，但 19Q1 开始回升，费用整体得到较好控制。公司 18 年整体毛利率 55.81%，同比下降 1.55pct。19Q1 整体毛利率回升，达到 68.11%，同比上升 6.79pct。2018 年末和 19Q1 末公司经营性现金流量净额分别为-1.3 亿和 -1.75 亿，主要由于影视剧生产规模扩大投入现金增加，同时公司 18 年下半年开始未上线新游戏，现金流入也受到一定影响。

分业务看，游戏业务 18 年受到版号暂停发放影响收入略降，营业收入 54.21 亿元，同比减少 4.06%，但原有经典游戏仍体现良好业绩支撑，随着 19Q1《完美世界》手游上线，游戏业绩恢复正轨。截至 18 年末游戏递延收入 9.3 亿元，环比 18Q3 减少 2.2 亿元。19Q1 递延收入 8.07 亿元，环比减少 1.2 亿元，主要由于新游戏 3 月开始上线，且《完美世界》手游不递延。18 年影视业务营业收入 26.13 亿元（同比增长 14.62%），电视剧生产规模明显提升，毛利率由于新团队作品较多，同比有所下降，但也维持业内相对较好水平。

19 年影游维持丰厚储备，游戏继《完美世界》手游后作品有望陆续上线，并在细分领域提前布局；影视储备多以近现代题材为主，顺应社会价值号召。19 年公司自研/代理游戏项目共 24 款，为 19、20 年提供源源不断血液，19 年有望上线手游《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》《新神魔大陆》等、PC+主机游戏《DON'T EVEN THINK》《Torchlight II》也有望在年内上线。影视业务方面，公司储备电视剧共 36 部，并充分把握影视剧题材趋势，储备题材以现代、民国及主旋律题材为主，其中 9 部已经完成制作，10 部在后期制作中，3 部在拍摄中，其余 14 部在筹备拍摄中。

投资建议：随着版号恢复正常发放，公司游戏业务在 2019 年进入上线周期，旗舰手游《完美世界》为游戏业务 19 年打下良好开局，端游领域 Ti9 有望带动 DOTA2 人气，而新游戏也将陆续上线；此外，5G 时代云游戏技术的发展，将有利于公司进一步发挥在端游、主机游戏等大屏精品游戏中积累的研发优势。影视业务方面，基于公司对于政策把握以及储备项目题材，预计将稳健发展。根据手游《完美世界》流水表现及后续储备，我们上调公司 19-20 年净利润（前值 20.8 亿/24.6 亿），预计完美世界 19-21 年净利润分别为 21.3 亿/25.5 亿/29.7 亿，同比增速 25.0%/19.8%/16.3%，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，行业监管趋严

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,929.82	8,033.77	8,766.95	10,381.41	11,294.01
增长率(%)	28.76	1.31	9.13	18.42	8.79
EBITDA(百万元)	1,920.87	3,430.12	2,533.86	2,991.27	3,390.09
净利润(百万元)	1,504.71	1,706.10	2,132.32	2,554.84	2,970.53
增长率(%)	29.01	13.38	24.98	19.81	16.27
EPS(元/股)	1.14	1.30	1.54	1.84	2.14
市盈率(P/E)	24.69	21.78	18.38	15.34	13.19
市净率(P/B)	4.67	4.40	3.59	2.95	2.44
市销率(P/S)	4.69	4.63	4.47	3.77	3.47
EV/EBITDA	22.90	10.22	13.56	10.97	8.77

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	27.28 元
目标价格	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)	487.44
A 股总市值(百万元)	35,867.74
流通 A 股市值(百万元)	13,297.29
每股净资产(元)	6.76
资产负债率(%)	39.38
一年内最高/最低(元)	38.10/19.75

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:19Q1 业绩预告点评: 利润 29%中线增速体现良好态势, 重磅手游首月流水超预期具备弹性空间》 2019-04-01
- 2 《完美世界-公司点评:18 年业绩快报点评: 版号影响下 17 亿业绩符合预期, 重磅产品《完美世界手游》3 月上线值得期待》 2019-03-03
- 3 《完美世界-季报点评:18Q3 季报点评: 存量项目驱动稳健增长, 四季度影游储备丰富, 静待监管落地》 2018-10-29

内容目录

1. 财报解读.....	3
2. 2018 年业务回顾.....	7
2.1. 游戏板块	7
2.2. 影视板块	7
3. 2019 年业务计划.....	8
3.1. 影视业务	8
3.2. 游戏业务	9
4. 投资建议.....	10

图表目录

图 1: 完美世界 2014-2018 年、2018Q1 和 2019Q1 营业收入及增速	3
图 2: 完美世界 2014-2018 年、2018Q1 和 2019Q1 归母净利润及增速	3
图 3: 完美世界 17Q2-19Q1 营业收入及同比增速	4
图 4: 完美世界 17Q2-19Q1 归母净利润及同比增速.....	4
图 5: 完美世界 2014-2018 年、2018Q1 和 2019Q1 毛利率	5
图 6: 完美世界 2014-2018 年、2018Q1 和 2019Q1 三项费用率	5
图 7: 完美世界 17Q1-19Q1 递延收入（亿元）及环比变动	6
表 1: 完美世界 2018 年营业收入、营业成本、毛利率构成及变动情况.....	6
表 2: 完美世界 2019 年电视剧制作发行计划	8
表 3: 完美世界 2019 年电影制作发行计划	9
表 4: 完美世界 2019 年自研/代理游戏项目	9

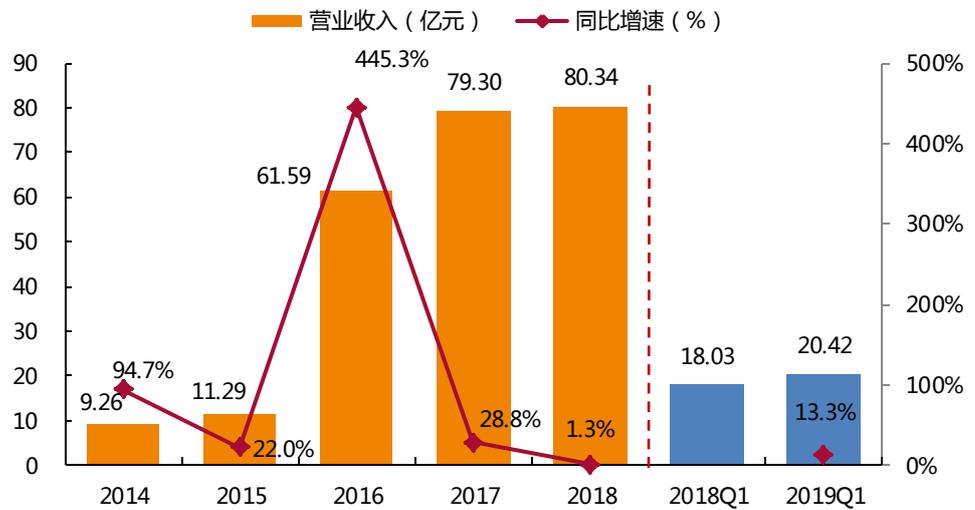
1. 财报解读

完美世界 2018 年实现营收 80.34 亿元，同比增长 1.31%，剔除院线业务影响后，游戏及影视业务收入实际较上年同比增长 6.21%；归母净利润 17.06 亿元，同比增长 13.38%，扣非后净利润 14.5 亿，同比增长 3.54%。

18 年完美影视子公司实现净利润 3.28 亿元，如整体考虑影视基金对业绩的贡献（收益扣除利息支出），影视板块整体业绩 2018 年为 4 亿左右，2017 年为 3 亿左右。游戏子公司实现净利润 13.68 亿元，同比增长 2.7%

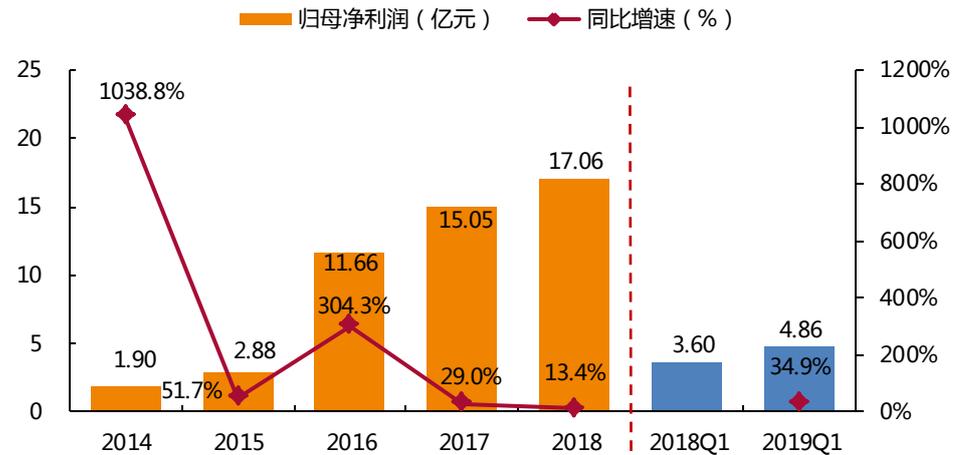
2019Q1 公司实现营收 20.42 亿元，同比增长 13.26%，归母净利润 4.86 亿元，同比增长 34.95%，略超业绩指引最上限，扣非后净利润 4.63 亿，同比增长 56.77%，扣非后净利润增速优异。

图 1：完美世界 2014-2018 年、2018Q1 和 2019Q1 营业收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

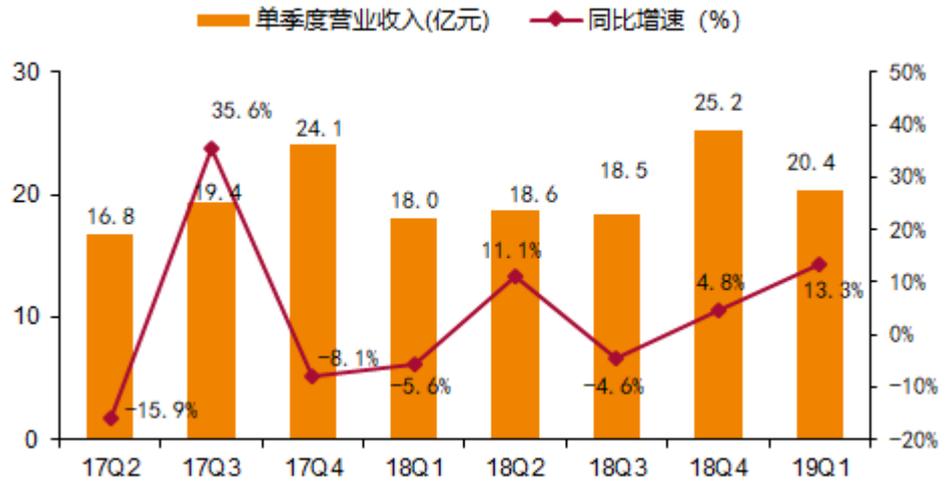
图 2：完美世界 2014-2018 年、2018Q1 和 2019Q1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

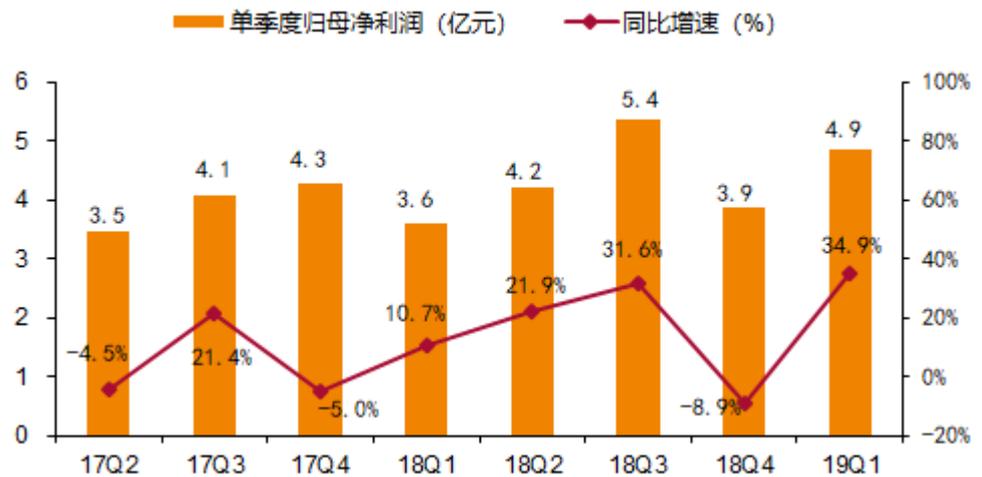
分季度看，18 年各季度和 19 年一季度分别实现营收 18.0 亿元、18.6 亿元、18.5 亿元、25.2 亿元和 20.4 亿元，归母净利润 3.6 亿元、4.2 亿元、5.4 亿元、3.9 亿元和 4.9 亿元。

图 3：完美世界 17Q2-19Q1 营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

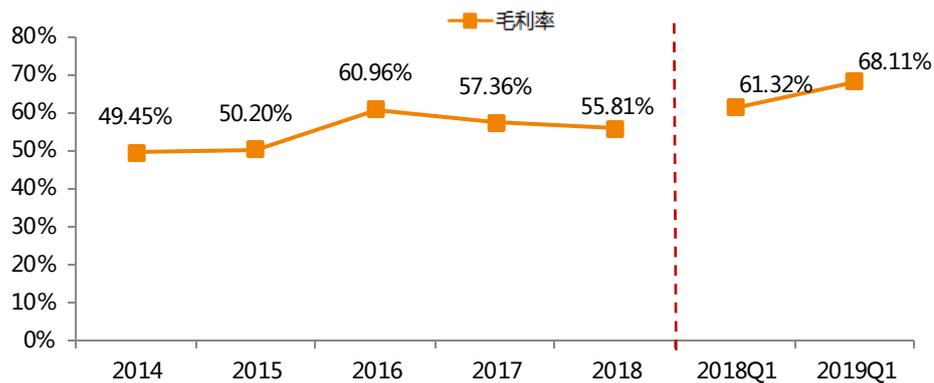
图 4：完美世界 17Q2-19Q1 归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率上,公司 18 年整体毛利率 55.81%, 同比下降 1.55pct。19 年一季度整体毛利率 68.11%, 同比上升 6.79pct。

图 5：完美世界 2014-2018 年、2018Q1 和 2019Q1 毛利率

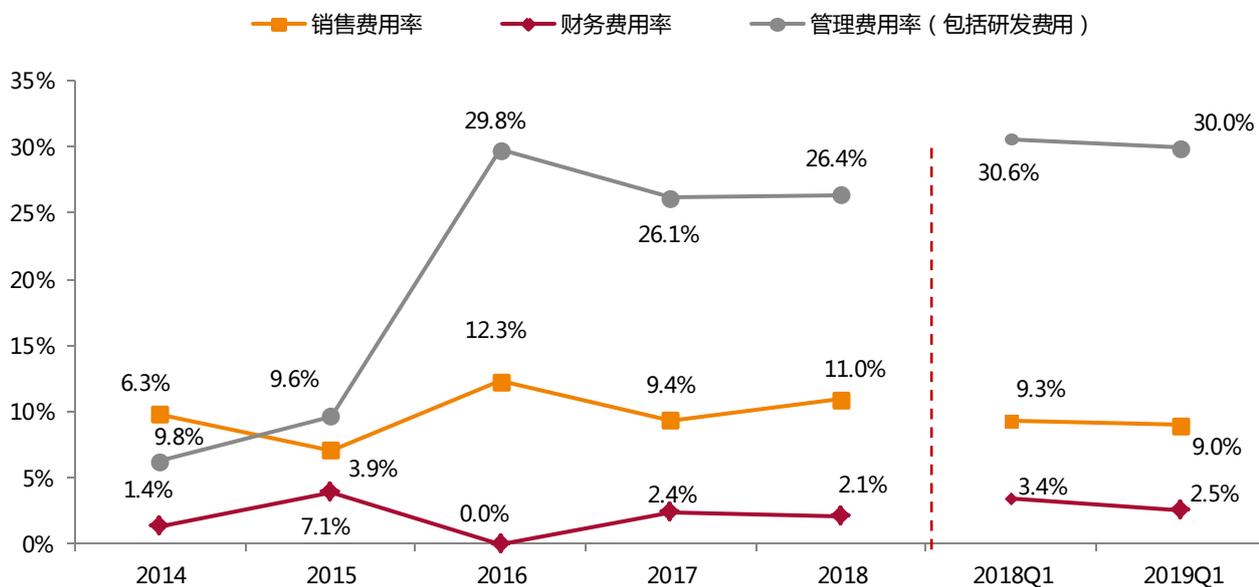


资料来源：公司公告，天风证券研究所

三项费用率上，2018 年销售费用 8.80 亿，同比增加 18.41%，销售费用率 11.0%，同比上升 1.6pct，销售费用增加主要系新游戏上线市场宣传费用增加所致；管理费用（包括研发费用）21.17 亿，同比增加 2.14%，管理费用率（包括研发费用）26.4%，同比增加 0.2pct；财务费用 1.68 亿，同比减少 11.71%，财务费用率 2.1%，同比下降 0.3pct，主要系汇兑损益减少所致。

2019Q1 销售费用 1.84 亿，同比减少 79.12%，销售费用率 9.0%，同比下降 0.3pct；管理费用（包括研发费用）6.12 亿，同比增加 10.96%，管理费用率（包括研发费用）30.0%，同比下降 0.6pct；财务费用 0.52 亿，同比减少 15.56%，财务费用率 2.5%，同比下降 0.9pct。

图 6：完美世界 2014-2018 年、2018Q1 和 2019Q1 三项费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业务板块具体分析：

表 1：完美世界 2018 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	营业收入比上 年同期增减	营业成本比上 年同期增减	毛利率比上年同 期增减
游戏	54.21	18.13	66.56%	-4.06%	-9.24%	1.90%
影视	26.13	17.37	33.50%	14.62%	25.52%	-5.78%
分产品						
PC 端网络游戏	21.96	5.78	73.67%	10.28%	19.42%	-2.02%
移动网络游戏	27.11	9.98	63.18%	-11.94%	-20.67%	4.05%
主机游戏	4.63	1.90	58.83%	-10.99%	-15.23%	2.06%
院线业务	5.07	3.66	27.84%	-39.87%	-44.61%	6.18%
电视剧	17.49	11.47	34.40%	55.01%	116.89%	-18.72%
艺人经纪及综艺节目	1.94	1.27	34.40%	8.58%	28.13%	-10.01%
游戏相关其他主营业务	0.20	0.13	32.95%	-38.29%	37.74%	-37.01%
影视相关其他主营业务	1.62	0.97	40.10%	26.72%	1.35%	14.98%
其他业务	0.33	0.33	0.39%	7.25%	60.79%	-33.17%
分地区						
境内	65.53	30.24	53.85%	-2.15%	3.15%	-2.37%
境外	14.81	5.26	64.50%	20.09%	16.99%	0.94%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

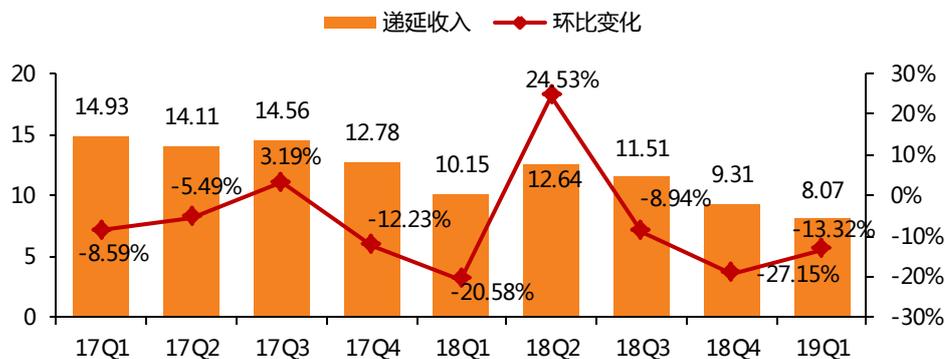
游戏业务板块：

收入方面，2018 年公司游戏业务营业收入 54.21 亿元，同比减少 4.06%，其中：端游收入 21.96 亿元（同比增长 10.28%），经典端游产品《诛仙》《完美世界国际版》《DOTA2》等持续贡献稳定收入，增量贡献主要来自端游及主机双平台游戏《Subnautica（深海迷航）》。手游收入 27.11 亿元（同比减少 11.94%），收入贡献主要来自《诛仙手游》《武林外传手游》《轮回诀》《烈火如歌》等。主机游戏收入 4.63 亿元（同比减少 10.99%），18 年新增《深海迷航（Subnautica）》，《无冬》继续维持良好贡献。

毛利率方面，公司游戏业务整体毛利率上升（66.56%，同比提升 1.90pct），其中端游毛利率 73.67%，同比下降 2.02pct，手游毛利率 63.18%，同比提升 4.05pct，主机游戏毛利率 58.83%，同比提升 2.06pct。

截至 18 年末游戏递延收入 9.3 亿元，环比 18Q3 减少 2.2 亿元。19Q1 递延收入 8.07 亿元，环比减少 1.2 亿元，主要由于新游戏 3 月开始上线，且《完美世界》手游不递延。

图 7：完美世界 17Q1-19Q1 递延收入（亿元）及环比变动



资料来源：公司公告，天风证券研究所

影视业务板块：

收入方面，2018 年公司影视业务营业收入 26.13 亿元（同比增长 14.62%），其中：电视剧收入 17.49 亿元（同比增长 55.01%），2018 年年初至今公司出品了包括《利刃出击》《烈火如歌》《忽而今夏》《归去来》《走火》《最美的青春》《香蜜沉沉烬如霜》《娘道》《苏茉儿传奇》《黄土高天》《小女花不弃》《青春斗》《趁我们还年轻》等精品电视剧、网剧。院线（已剥离）收入 5.07 亿元（同比减少 39.87%，18 年 7 月完成剥离），艺人经纪及综艺节目 1.94 亿元（同比增长 8.58%），影视相关其他业务收入 1.62 亿元（同比增长 26.72%）。

毛利率方面，影视整体毛利率下降（33.50%，同比下降 5.78pct），电视剧业务毛利率下降（34.40%，同比下降 18.72pct）、院线业务毛利率上升（27.84%，同比增长 6.18pct）、艺人经纪及综艺节目业务毛利率下降（34.40%，同比下降 10.01pct），影视相关其他业务毛利率上升（40.10%，同比增长 14.98pct）。

2. 2018 年业务回顾

2018 年，公司继续坚守规范运营的理念，凭借国内领先的内容制作优势，进一步巩固了“国内领先的影游综合体”的行业地位。

2.1. 游戏板块

1) **端游方面**：经典端游产品《诛仙》《完美世界国际版》等持续贡献稳定收入；同时公司推出的端游及主机双平台游戏《Subnautica（深海迷航）》受到玩家广泛欢迎。依托公司旗舰级 IP“诛仙”打造的次世代端游大作《新诛仙世界》正在积极研发过程中。

2) **移动游戏方面**：18 年推出的《轮回诀》、《烈火如歌》手游及《武林外传手游》等新的游戏产品表现良好，《诛仙手游》等经典游戏延续稳定表现，为公司带来了良好的收益。2019 年 3 月，公司依托端游大 IP“完美世界”研发的《完美世界》手游正式上线，次日即位居 iOS 畅销榜第二，第四日登上 iOS 畅销榜榜首；发布首月，《完美世界》手游过半时间位居 iOS 畅销榜榜首。

与此同时，公司正在加速推进手游业务出海，寻求更为广阔的发展空间。2019 年 3 月，公司宣布与 Google 的战略合作，完美世界游戏出海战略再次升级。

3) **主机游戏方面**：公司依托自身先发优势，不断加大在主机游戏领域的布局。报告期内公司推出的《深海迷航（Subnautica）》为公司贡献了良好业绩；2019 年 1 月推出的《非常英雄（Unruly Heroes）》首次以西方文化视角对西游文化进行改编，赢得了良好的口碑。此外，《完美世界》主机版、端游及主机双平台游戏《DON'T EVEN THINK》、《Torchlight II》、《Magic The Gathering》等项目正在积极研发中。

4) **电竞及海外合作方面**：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。此外，2019 年 8 月，公司将协助 Valve 公司在上海举办《DOTA2》2019 年国际邀请赛（TI9），这也是 Ti 系列赛事首次在中国举办。

2.2. 影视板块

公司坚持精品内容的深耕细作，在电视剧、网剧、电影及综艺节目等方面持续发力。

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》、《娘道》、《苏茉儿传奇》、《黄土高天》、《小女花不弃》、《青春斗》、《趁我们还年轻》等精品电视剧、网剧。其中《香蜜沉沉烬如霜》收视率、网络播放量双榜第一，网播量突破 150 亿，为近年来豆瓣评分最高的古装神话剧。

2) **电影方面**：公司推出的网络大电影《灵魂摆渡·黄泉》、《河盗》及由张艺谋执导的史

诗传奇电影《影》取得了良好的口碑及市场收益。

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. 2019 年业务计划

3.1. 影视业务

表 2：完美世界 2019 年电视剧制作发行计划

序号	投资项目名称	制作进度（截至报告日）
1	不婚女王	完成制作
2	壮志高飞	完成制作
3	半生缘	完成制作
4	山月不知心底事	完成制作
5	我的健身教练	完成制作
6	幸福的理由	完成制作
7	爱在星空下	完成制作
8	西夏死书	完成制作
9	巨匠	完成制作
10	江山故人	后期制作中
11	新一年又一年	后期制作中
12	蓝盔	后期制作中
13	河山	后期制作中
14	碧海丹心	后期制作中
15	燃烧	后期制作中
16	鳄鱼与牙签鸟	后期制作中
17	霍元甲	后期制作中
18	义无反顾	后期制作中
19	老酒馆	后期制作中
20	暴风眼	拍摄中
21	家有仙妻	拍摄中
22	冰糖炖雪梨	拍摄中
23	全世界最好的你	预计 2019 年上半年开拍
24	怪你过分美丽	预计 2019 年上半年开拍
25	天舞纪	预计 2019 年下半年开拍
26	谜图 1936	预计 2019 年下半年开拍
27	我在天堂等你	预计 2019 年下半年开拍
28	第十团	预计 2019 年下半年开拍
29	最美的乡村	预计 2019 年下半年开拍
30	陆小凤	预计 2019 年下半年开拍
31	猎头局中局	预计 2019 年下半年开拍
32	极限飞行：试飞英雄	预计 2019 年下半年开拍
33	我不结婚的理由	预计 2019 年下半年开拍
34	他知道风从哪个方向来	预计 2019 年下半年开拍
35	小军嫂	预计 2019 年下半年开拍
36	心理大师	预计 2019 年下半年开拍

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：完美世界 2019 年电影制作发行计划

序号	电影名称（暂定名）	制作进度
1	妈阁是座城	完成制作
2	霹雳娇娃 2019	后期制作中
3	催眠裁决	后期制作中
4	吹哨人	后期制作中
5	当小七遇到加菲	筹备中
6	丛林法则	筹备中
7	格斗少年	筹备中
8	无姓之人（网络大电影）	筹备中
9	黑白无常之汴京缉魂（网络大电影）	筹备中
10	小妖王一红孩儿（网络大电影）	筹备中

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 游戏业务

表 4：完美世界 2019 年自研/代理游戏项目

序号	游戏名称（暂定）	游戏类型	自研/代理
1	新诛仙世界	PC 端游	自研
2	完美世界主机版	主机游戏	自研
3	DON'T EVEN THINK（曾用名《边缘计划》）	PC 端游+主机游戏	自研
4	Torchlight II（曾用名《Torchlight Online》）	PC 端游+主机游戏	自研
5	Magic The Gathering	PC 端游+主机游戏	自研
6	神雕侠侣 2	移动游戏	自研
7	新神魔大陆	移动游戏	自研
8	云梦四时歌	移动游戏	自研
9	我的起源	移动游戏	自研
10	新笑傲江湖手游	移动游戏	自研
11	梦间集天鹅座	移动游戏	自研
12	梦间集 X DMM	移动游戏	自研
13	梦间集 2	移动游戏	自研
14	奈奥格之影（曾用名《梦魇》）	移动游戏	自研
15	Lowpoly 风格卡牌产品（暂未命名）	移动游戏	自研
16	ARPG 产品（暂未命名）	移动游戏	自研
17	新梦幻诛仙	移动游戏	自研
18	战神遗迹	移动游戏	自研
19	开放世界类 MMORPG 产品	移动游戏	自研
20	非常英雄	移动游戏	自研
21	面条人	独立游戏	代理
22	赦免者	独立游戏	代理
23	隐龙传	独立游戏	代理
24	洪潮之焰	独立游戏	代理

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 投资建议

随着版号恢复正常发放，公司游戏业务在 2019 年进入上线周期，旗舰手游《完美世界》为游戏业务 19 年打下良好开局，端游领域 Ti9 有望带动 DOTA2 人气，而新游戏也将陆续上线；此外，5G 时代云游戏技术的发展，将有利于公司进一步发挥在端游、主机游戏等大屏精品游戏中积累的研发优势。影视业务方面，基于公司对于政策把握以及储备项目题材，预计将稳健发展。根据手游《完美世界》流水表现及后续储备，我们上调公司 19-20 年净利润(前值 20.8 亿/24.6 亿)，预计完美世界 19-21 年净利润分别为 21.3 亿/25.5 亿/29.7 亿，同比增速 25.0%/19.8%/16.3%，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，行业监管趋严。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,236.42	4,228.91	4,810.85	6,592.70	9,731.23
应收票据及应收账款	1,661.52	1,964.39	2,662.61	2,816.46	3,144.27
预付账款	851.65	789.74	921.21	1,144.56	1,088.83
存货	1,575.57	2,141.80	2,230.64	3,048.57	2,658.99
其他	2,921.16	1,658.44	1,720.02	1,702.46	1,764.89
流动资产合计	10,246.32	10,783.28	12,345.33	15,304.76	18,388.20
长期股权投资	1,482.08	1,559.23	1,559.23	1,559.23	1,559.23
固定资产	478.60	362.34	282.57	202.80	123.04
在建工程	12.08	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	114.37	86.84	67.16	24.54	24.54
其他	4,251.47	3,186.60	3,126.79	3,133.49	3,107.36
非流动资产合计	6,338.59	5,195.00	5,035.75	4,920.07	4,814.17
资产总计	16,584.90	15,978.28	17,381.09	20,224.83	23,202.37
短期借款	617.90	1,270.02	800.00	900.00	900.00
应付票据及应付账款	489.26	393.09	462.38	570.50	546.19
其他	4,108.24	2,258.18	1,799.55	1,965.48	2,158.69
流动负债合计	5,215.40	3,921.30	3,061.94	3,435.99	3,604.88
长期借款	500.00	793.75	500.00	600.00	600.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,082.77	1,954.33	2,018.55	1,986.44	2,002.50
非流动负债合计	2,582.77	2,748.08	2,518.55	2,586.44	2,602.50
负债合计	7,798.17	6,669.38	5,580.49	6,022.43	6,207.37
少数股东权益	822.56	869.77	891.31	917.11	947.12
股本	1,386.39	1,386.49	1,386.52	1,386.52	1,386.52
资本公积	3,557.31	2,908.17	2,908.17	2,908.17	2,908.17
留存收益	6,663.61	7,497.07	9,522.78	11,898.78	14,661.36
其他	(3,643.15)	(3,352.60)	(2,908.17)	(2,908.17)	(2,908.17)
股东权益合计	8,786.73	9,308.90	11,800.60	14,202.40	16,995.00
负债和股东权益总	16,584.90	15,978.28	17,381.09	20,224.83	23,202.37

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,459.91	1,759.39	2,132.32	2,554.84	2,970.53
折旧摊销	280.25	166.48	149.44	172.39	129.77
财务费用	291.64	242.95	172.54	128.02	108.04
投资损失	(183.18)	(464.55)	(280.00)	(280.00)	(300.00)
营运资金变动	2,372.18	(1,252.26)	(1,245.42)	(942.34)	266.16
其它	(3,416.42)	(581.99)	21.54	25.81	30.01
经营活动现金流	804.38	(129.99)	950.42	1,658.71	3,204.50
资本支出	916.65	(938.10)	(14.22)	82.11	33.94
长期投资	613.81	77.16	0.00	0.00	0.00
其他	184.48	3,836.79	244.22	147.89	216.06
投资活动现金流	1,714.94	2,975.85	230.00	230.00	250.00
债权融资	2,223.50	2,063.77	1,300.00	1,500.00	1,500.00
股权融资	(828.17)	(1,175.42)	271.96	(127.97)	(107.99)
其他	(2,846.30)	(2,840.62)	(2,170.43)	(1,478.89)	(1,707.99)
筹资活动现金流	(1,450.97)	(1,952.27)	(598.48)	(106.85)	(315.98)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,068.35	893.59	581.94	1,781.85	3,138.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,929.82	8,033.77	8,766.95	10,381.41	11,294.01
营业成本	3,381.23	3,549.95	3,421.91	4,131.55	4,466.78
营业税金及附加	63.77	43.46	48.22	57.10	62.12
营业费用	743.51	880.39	946.83	1,121.19	1,185.87
管理费用	2,072.87	704.21	745.19	861.66	903.52
研发费用	1,311.31	1,413.11	1,490.38	1,661.03	1,705.40
财务费用	190.09	167.83	172.54	128.02	108.04
资产减值损失	137.17	10.39	10.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	183.18	464.55	280.00	280.00	300.00
其他	(1,742.75)	(1,092.40)	(690.00)	(680.00)	(720.00)
营业利润	1,589.45	1,892.28	2,341.88	2,810.87	3,272.29
营业外收入	72.05	30.87	30.00	30.00	30.00
营业外支出	12.64	7.40	5.00	5.00	5.00
利润总额	1,648.85	1,915.74	2,366.88	2,835.87	3,297.29
所得税	188.94	156.36	213.02	255.23	296.76
净利润	1,459.91	1,759.39	2,153.86	2,580.64	3,000.53
少数股东损益	(44.80)	53.28	21.54	25.81	30.01
归属于母公司净利润	1,504.71	1,706.10	2,132.32	2,554.84	2,970.53
每股收益(元)	1.14	1.30	1.54	1.84	2.14

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	28.76%	1.31%	9.13%	18.42%	8.79%
营业利润	32.34%	19.05%	23.76%	20.03%	16.42%
归属于母公司净利润	29.01%	13.38%	24.98%	19.81%	16.27%
获利能力					
毛利率	57.36%	55.81%	60.97%	60.20%	60.45%
净利率	18.98%	21.24%	24.32%	24.61%	26.30%
ROE	18.89%	20.22%	19.55%	19.23%	18.51%
ROIC	23.45%	34.01%	46.80%	43.88%	44.53%
偿债能力					
资产负债率	47.02%	41.74%	32.11%	29.78%	26.75%
净负债率	-11.53%	-23.26%	-29.75%	-35.86%	-48.43%
流动比率	1.96	2.75	4.03	4.45	5.10
速动比率	1.66	2.20	3.30	3.57	4.36
营运能力					
应收账款周转率	4.41	4.43	3.79	3.79	3.79
存货周转率	7.66	4.32	4.01	3.93	3.96
总资产周转率	0.48	0.49	0.53	0.55	0.52
每股指标(元)					
每股收益	1.14	1.30	1.54	1.84	2.14
每股经营现金流	0.61	-0.10	0.72	1.26	2.44
每股净资产	6.06	6.42	7.87	9.58	11.57
估值比率					
市盈率	24.69	21.78	18.38	15.34	13.19
市净率	4.67	4.40	3.59	2.95	2.44
EV/EBITDA	22.90	10.22	13.56	10.97	8.77
EV/EBIT	25.66	10.59	14.41	11.64	9.12

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