

完美世界 (002624)

证券研究报告

2021年08月19日

迭代阶段业绩符合预期,《梦诛》代表的新周期产品长线可期

完美世界 2021 年上半年实现营收 42.07 亿元, 同比下降 18.22%, 归母净利润 2.58 亿元, 同比下降 79.72%, 扣非后归母净利润 3823.66 万元, 同比下降 96.68%。其中 Q2 实现营收 19.76 亿元, 同比下降 23.10%, 归母净利润-2.07 亿元, 同比下降 131.48%, 扣非后归母净利润-2.80 亿元, 同比下降 150.53%。

公司在上半年调整海外游戏布局, 关停了部分项目及优化人员, 带来 2.7 亿的一次性亏损, 对 Q2 业绩产生影响。业务方面看, 21 年上半年公司上线新游戏产品有限且去年同期疫情效应下基数较高, 同时 Q2 新上线游戏产品《战神遗迹》(5.20 上线)、《梦幻新诛仙》(6.25 上线) 在上线初期集中进行市场推广, 费用一次性计入 Q2 当期, 收入则会递延至后期, 拉低 Q2 利润。综合一次性影响, 以及考虑公司新老周期产品过渡阶段, 上半年的业绩承压符合预期。

游戏业务板块, 经典端游体现长生命周期, 手游处于产品创新迭代阶段出现利润短期下滑, 但《梦诛》手游代表的新周期产品已效果初显。 21H1 公司游戏业务实现营收 34.09 亿元, 同比下降 21.75%; 实现净利润 2.23 亿元, 同比下降 80.71%; 其中端游收入 13.38 亿元 (YoY +7.32%); 手游收入 18.04 亿元 (YoY -38.08%); 主机游戏收入 1.83 亿元 (YoY +3.20%)。截至 2021 年 6 月 30 日递延收入 9.67 亿元。公司内以长线运营思路推进的《梦幻新诛仙》手游于 6 月 25 日公测, 上线至今累计流水近 8 亿元, 初步体现了公司游戏思路升级的成效, 后续业绩有望迎来释放。

影视业务板块, 公司继续加快消化库存, 新项目采取更加聚焦的策略, 以推进影视稳健发展。2021H1 公司影视业务营业收入 7.29 亿元, 同比下降 7.14%, 其中电视剧收入 7.23 亿元, 同比下降 4.06%。

后续发展看, 完美在 4 月举行的战略发布会, 公布了 20 余款多元化新品, 并将沿着“更聚焦、更年轻化、更长线”的思路做研发和运营。目前公司有手游《幻塔》《完美世界: 诸神之战》《一拳超人: 世界》《天龙八部 2》、端游《诛仙世界》等正在推进中, 明后年来看, 除上述游戏产品外, 公司发布会上展示的多类型游戏项目也为中长线增长提供了产品支持。

投资建议: 完美世界从 18 年开始进入游戏真正转型期, 在持续扩大核心品类如 MMORPG 的竞争优势基础上, 加速多元化、年轻化战略落地, 并且秉持长线理念。转型过程中虽短期面对一定压力, 但随着《梦幻新诛仙》《幻塔》等新品陆续上线, 公司有望在新产品周期下逐步恢复业绩增长节奏。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 15.8 亿/26.3 亿/31.2 亿元, 同比增速分别为 2.1%/66.5%/18.6%, 对应 PE 分别为 18.4x/11.1x/9.3x, 维持买入评级。

风险提示: 游戏上线延期、游戏流水不达预期, 影视项目确认不达预期, 行业监管趋严

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,039.02	10,224.77	10,027.06	13,465.99	15,135.09
增长率(%)	0.07	27.19	(1.93)	34.30	12.39
EBITDA(百万元)	4,516.06	5,301.64	1,945.95	3,188.08	3,748.04
净利润(百万元)	1,502.80	1,548.50	1,581.59	2,632.85	3,123.66
增长率(%)	(11.92)	3.04	2.14	66.47	18.64
EPS(元/股)	1.16	1.20	0.82	1.36	1.61
市盈率(P/E)	12.92	12.54	18.42	11.07	9.33
市净率(P/B)	3.06	2.69	1.84	1.60	1.39
市销率(P/S)	3.62	2.85	3.01	2.24	2.00
EV/EBITDA	12.11	9.86	11.94	5.63	4.85

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	15.02 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,939.97
流通 A 股股本(百万股)	1,827.29
A 股总市值(百万元)	29,138.33
流通 A 股市值(百万元)	27,445.87
每股净资产(元)	5.39
资产负债率(%)	35.42
一年内最高/最低(元)	38.82/14.20

作者

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

文浩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@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:海外调整及产品节奏带来短期压力, 聚焦新产品周期》 2021-07-12
- 2 《完美世界-年报点评报告:短期业绩压力释放, 游戏新品战略开启新征程》 2021-05-06
- 3 《完美世界-公司点评:高基数下 21Q1 回落符合预期, 近 30 款游戏储备支撑长线发展》 2021-04-15

内容目录

1. 财报数据分析	3
1.1. 总体分析	3
1.2. 分业务分析	6
1.2.1. 游戏板块	6
1.2.2. 影视板块	7
2. 2021 年上半年业务回顾.....	7
2.1. 游戏板块	7
2.2. 影视板块	8
3. 未来产品储备	8
4. 投资建议.....	9

图表目录

图 1: 完美世界 2015-2020 年、2020H1 和 2021H1 营业收入及增速 (单位: 亿元)	3
图 2: 完美世界 2015-2020 年、2020H1 和 2021H1 归母净利润及增速 (单位: 亿元) ...	3
图 3: 完美世界 19Q1-21Q2 单季度营业收入 (亿元) 及同比增速.....	4
图 4: 完美世界 19Q1-21Q2 单季度归母净利润 (亿元) 及同比增速.....	4
图 5: 完美世界 2017-2020 年、2020H1 和 2021H1 毛利率、净利率变动.....	4
图 6: 完美世界 18Q1-21Q2 单季度毛利率、净利率变动	5
图 7: 完美世界 2016-2020 年、2020H1 和 2021H1 四项费用 (亿元)	5
图 8: 完美世界 2016-2020 年、2020H1 和 2021H1 四项费用率	5
图 9: 完美世界 18Q1-21Q2 单季度四项费用率.....	6
图 10: 完美世界 2017 年-2020 年、2020H1 和 2021H1 递延收入及其同比变化 (单位: 亿元)	7
表 1: 完美世界 2021H1 营业收入、营业成本、毛利率构成及变动情况.....	6

1. 财报数据分析

1.1. 总体分析

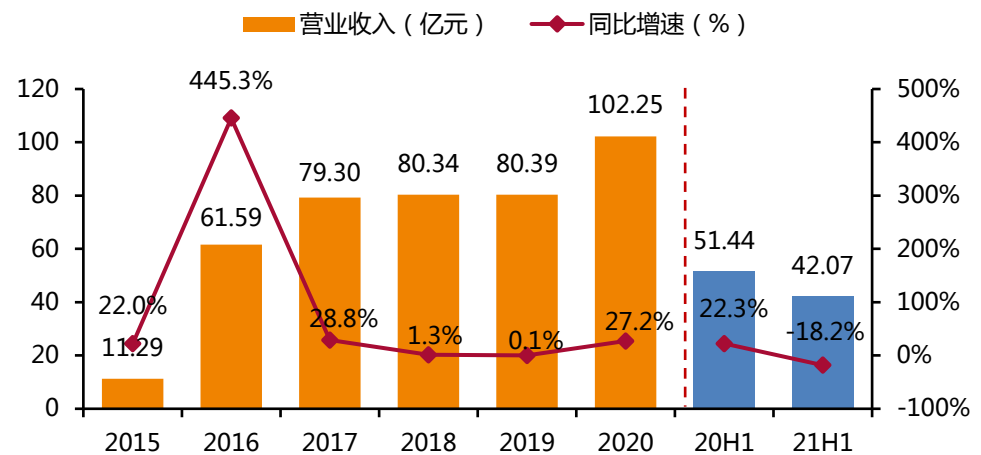
2021 年上半年公司实现营收 42.07 亿元，同比下降 18.22%，归母净利润 2.58 亿元，同比下降 79.72%，扣非后归母净利润 3823.66 万元，同比下降 96.68%。其中，非经常性损益中主要为处置子公司及联营企业部分股权的收益以及就对外融资出租的使用权资产确认的处置收益，共 1.94 亿元。

其中 2021 年上半年游戏业务实现营业收入 34.09 亿元，同比下降 21.75%；实现净利润 2.23 亿元，同比下降 80.71%。

公司在上半年调整海外游戏布局，关停了部分项目及优化人员，带来 2.7 亿的一次性亏损，对 Q2 业绩产生影响。业务方面看，21 年上半年公司上线新游戏产品有限且去年同期疫情效应下基数较高，同时 Q2 新上线游戏产品《战神遗迹》(5.20 上线)、《梦幻新诛仙》(6.25 上线) 在上线初期集中进行市场推广，费用一次性计入 Q2 当期，收入则会递延至后期，拉低 Q2 利润。综合一次性影响，以及考虑公司新老周期产品过渡阶段，上半年的业绩承压符合预期。

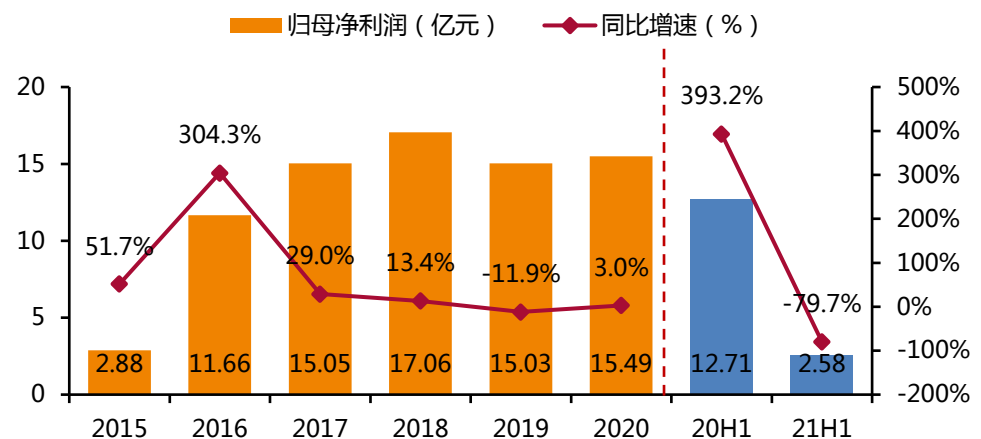
2021Q2 实现营收 19.76 亿元，同比下降 23.10%，归母净利润-2.07 亿元，同比下降 131.48%，扣非后归母净利润-2.80 亿元，同比下降 150.53%。

图 1：完美世界 2015-2020 年、2020H1 和 2021H1 营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

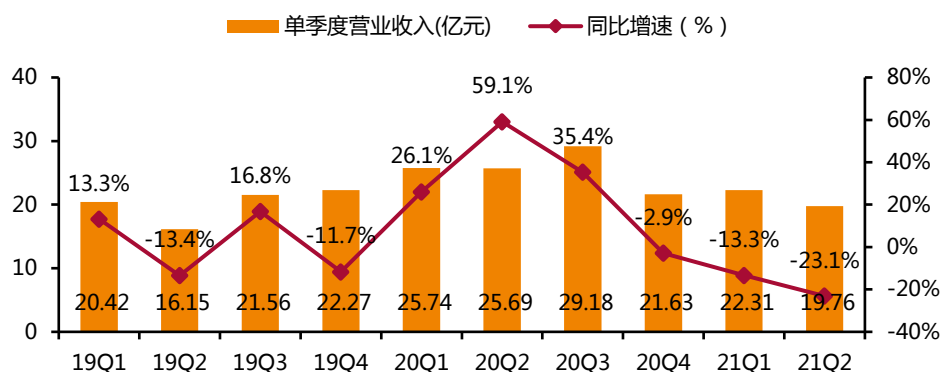
图 2：完美世界 2015-2020 年、2020H1 和 2021H1 归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

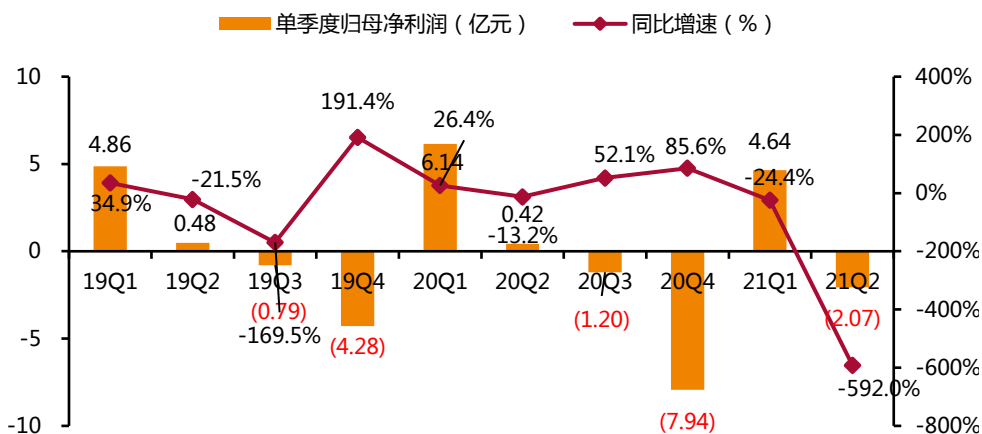
分季度看，21Q1、21Q2 分别实现营收 22.31 亿元和 19.76 亿元，21Q1 归母净利润 4.64 亿元，21Q2 归母净亏损 2.07 亿元。

图 3：完美世界 19Q1-21Q2 单季度营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

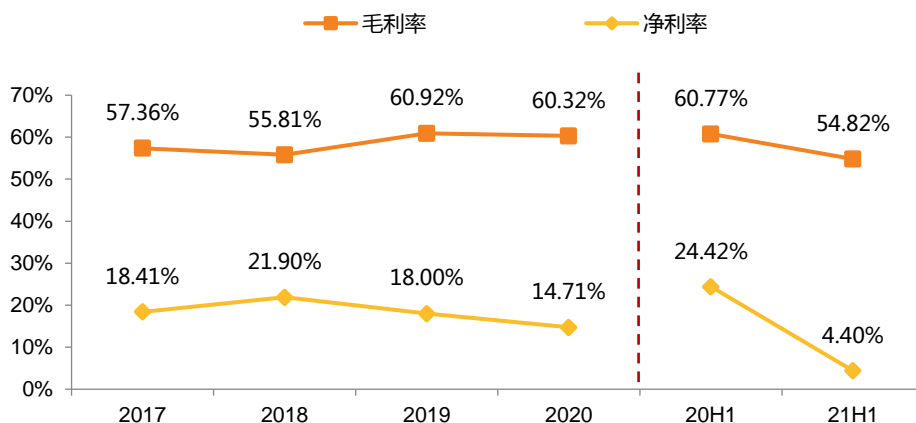
图 4：完美世界 19Q1-21Q2 单季度归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

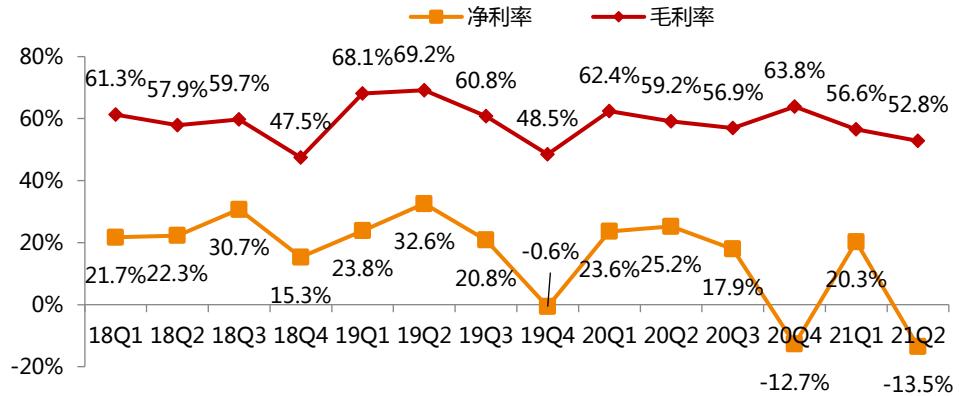
毛利率方面，公司 21H1 毛利率 54.82%，同比下降 5.95pct，净利率 4.40%，同比下降 20.02pct。其中 21Q2 毛利率 52.84%，同比下降 6.32pct，净利率 -13.54%，同比下降 38.75pct。

图 5：完美世界 2017-2020 年、2020H1 和 2021H1 毛利率、净利率变动



资料来源：公司公告，天风证券研究所

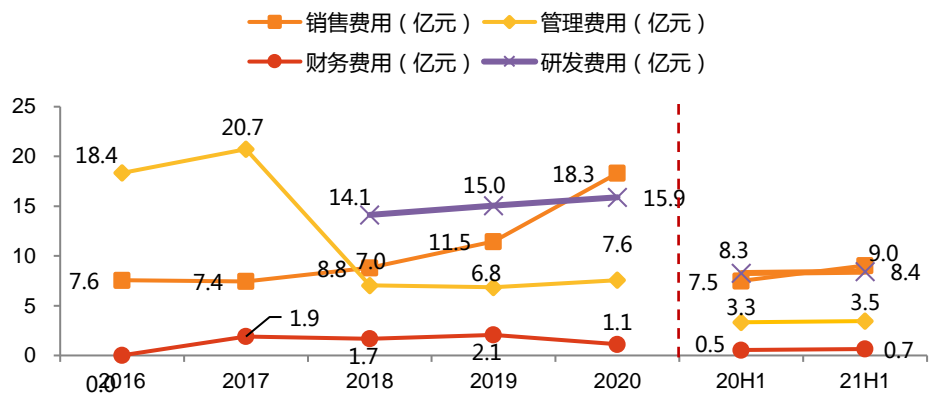
图 6：完美世界 18Q1-21Q2 单季度毛利率、净利率变动



资料来源：公司公告，天风证券研究所

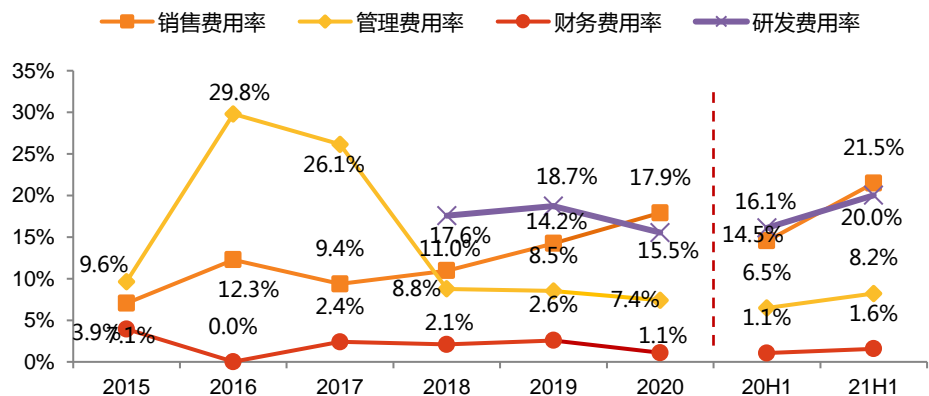
费用方面，21H1 公司销售费用 9.04 亿元，同比增长 20.77%；销售费用率 21.48%，同比增加 6.94pct；销售费用增加主要系新游戏在上线初期集中进行市场推广，市场费用相应增加所致。管理费用 3.45 亿元，同比增长 3.60%；管理费用率 8.21%，同比增加 1.73pct。财务费用 6603.21 万元，同比增长 20.72%；财务费用率 1.57%，同比增加 0.51pct；主要系以下两项因素的综合影响：执行新租赁准则，公司确认租赁负债并相应计提由此产生的利息支出以及公司本期偿还部分银行借款，利息支出相应下降。研发费用 8.42 亿元，同比增加 1.69%；研发费用率 20.02%，同比增加 3.92pct。

图 7：完美世界 2016-2020 年、2020H1 和 2021H1 四项费用（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：研发费用 18 年起从管理费用中单独分拆

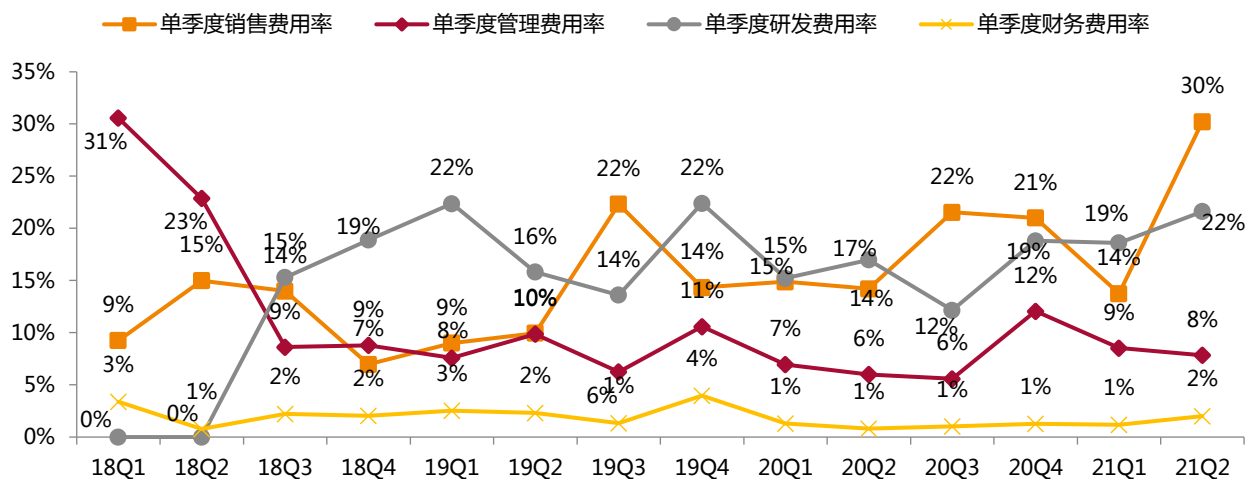
图 8：完美世界 2016-2020 年、2020H1 和 2021H1 四项费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：研发费用 18 年起从管理费用中单独分拆

21Q2 公司销售费用 5.97 亿元，同比增长 63.50%；销售费用率 30.2%，同比增加 16.0pct；管理费用 1.55 亿元，同比增长 0.40%；管理费用率 7.85%，同比增加 1.8pct；财务费用 3980.03 万元，同比增长 89.60%；财务费用率 2.0%，同比增加 1.2pct；研发费用 4.27 亿元，同比下降 2.15%；研发费用率 21.6%，同比增加 4.6pct。

图 9：完美世界 18Q1-21Q2 单季度四项费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：研发费用 18 年起从管理费用中单独分拆

1.2. 分业务分析

表 1：完美世界 2021H1 营业收入、营业成本、毛利率构成及变动情况

	营业收入	营业成本	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
分行业						
游戏	34.09	12.85	62.31%	-21.75%	-15.55%	-2.77%
影视	7.29	5.80	20.44%	-7.14%	17.07%	-16.46%
其他	0.68	0.36	47.93%	3544.24%	4676.90%	-12.35%
分产品						
PC 端网络游戏	13.38	5.30	60.40%	7.32%	13.92%	-2.29%
移动网络游戏	18.04	6.00	66.77%	-38.08%	-37.15%	-0.49%
主机游戏	1.83	0.73	60.06%	3.20%	-22.46%	13.21%
电视剧	7.23	5.63	22.09%	-4.06%	17.87%	-14.50%
游戏相关其他业务	0.83	0.82	1.37%	361.60%	932.91%	-54.55%
影视相关其他业务	0.06	0.17	-177.92%	-80.90%	-4.70%	-222.23%
其他业务	0.68	0.36	47.93%	3544.24%	4676.90%	-12.35%
分地区						
境内	35.67	16.49	53.76%	-19.28%	-6.21%	-6.45%
境外	6.40	2.52	60.68%	-11.73%	-3.04%	-3.52%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2.1. 游戏板块

收入方面，2021 年 1-6 月公司游戏业务营业收入 34.09 亿元，同比下降 21.75%，其中：

端游收入 13.38 亿元，同比增长 7.32%，经典端游产品《诛仙》、《完美世界国际版》等持续贡献稳定收入，顶级电竞大作《DOTA2》《CS:GO（反恐精英：全球攻势）》推进电竞业务健康发展。此外，依托公司旗舰 IP “诛仙” 打造的次世代端游大作《诛仙世界》、动作向

端游产品《Perfect New World》正在积极研发中。

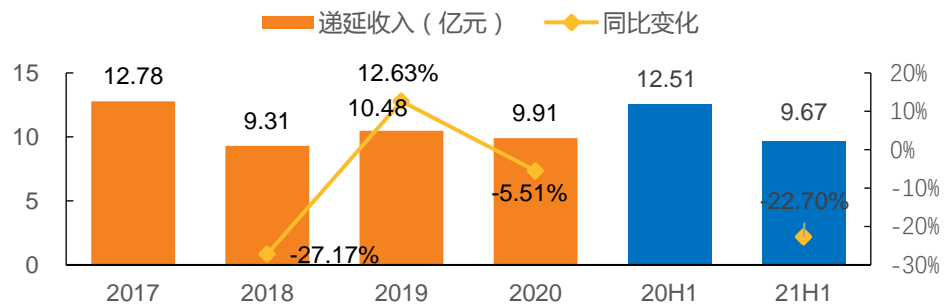
手游收入 18.04 亿元，同比下降 38.08%，收入贡献主要来自《诛仙》手游、《完美世界》手游、《新笑傲江湖》等。

主机游戏收入 1.83 亿元，同比增长 3.20%。

毛利率方面，公司游戏业务整体毛利率 62.31%，同比下降 2.77pct，其中端游毛利率 60.40%，同比下降 2.29pct，手游毛利率 66.77%，同比下降 0.49pct，主机游戏毛利率 60.06%，同比增长 13.21pct。

截至 2021 年 6 月 30 日递延收入 9.67 亿元。

图 10：完美世界 2017 年-2020 年、2020H1 和 2021H1 递延收入及其同比变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2.2. 影视板块

收入方面，2021H1 公司影视业务营业收入 7.29 亿元，同比下降 7.14%，其中电视剧收入 7.23 亿元，同比下降 4.06%。

毛利率方面，影视整体毛利率为 20.44%，同比下降 16.46pct，电视剧业务毛利率 22.09%，同比下降 14.50pct。

2. 2021 年上半年业务回顾

2.1. 游戏板块

MMORPG 基本盘稳固，市占率继续提升，顶级 IP 储备丰富，品类积极创新，端游、移动游戏、主机游戏多元化发展。

1) 端游及主机游戏方面：经典端游产品《诛仙》《完美世界国际版》等持续贡献稳定收入，顶级电竞大作《DOTA2》《CS:GO（反恐精英：全球攻势）》推进电竞业务健康发展。

2) 移动游戏方面：公司首款横版动作类单机手游《非常英雄救世奇缘》、首款 Roguelike 卡牌手游《旧日传说》、多元创新玩法融合的 MMOARPG 手游《战神遗迹》、诛仙首款创新回合 MMORPG 手游《梦幻新诛仙》先后公测。随着疫情逐步消退，报告期内公司《诛仙》手游、《完美世界》手游、《新笑傲江湖》手游等主力游戏流水相较于上年同期自然回落，疫情带来的上年同期高基数对报告期内业绩的同比变动产生一定影响。目前，公司有《幻塔》《完美世界：诸神之战》《一拳超人：世界》《天龙八部 2》等多款重磅游戏正在积极推进中，涵盖 MMORPG、回合制、ARPG、卡牌、沙盒、休闲等多种类型。

3) 电竞方面：公司于 2021 年 1 月开启 DOTA2 冬季职业巡回赛-中国联赛(DPC 中国联赛)，于 2021 年 4 月举办了 2021RMR 亚洲区春季赛-完美世界 CSGO 联赛第一赛季(PWS1)。

同时，公司举行了首届完美电竞嘉年华，以实景互动、虚拟现实、游戏试玩、舞台比赛等为用户带来沉浸式体验，受到玩家广泛好评。此外，蒸汽平台项目有序推进，目前正在上线测试中。

4) 海外布局方面：为了更好地贯彻全球化发展战略，公司调整海外游戏布局，关停部分表现不达预期的海外游戏项目，并优化相关项目人员。相关调整于 2021 年 1-6 月产生一次性亏损约 27,000 万元。经调整，公司海外游戏业务布局更加清晰，研发重心将聚焦在单机游戏、移动游戏等方向，同时研发团队更加精炼，更加符合海外区域的人才特点和市场情况。此外，公司的海外发行团队也日渐成熟，海外自主发行实力不断提升，有望为海外业务的进一步发展提供有力支撑。

2.2. 影视板块

公司坚持精品内容的深耕细作，加快推进库存项目的发行和排播，在电视剧、网剧、电影及综艺节目等方面持续发力。

公司出品的《上阳赋》《暴风眼》《爱在星空下》《明天我们好好过》《少女霓裳》《理想照耀中国》《温暖的味道》《光荣与梦想》《壮志高飞》等多部精品电视剧、网剧相继播出，取得了良好的市场口碑。此外，公司储备的《舍我其谁》《昔有琉璃瓦》《月里青山淡如画》《和平方舟》《山河表里》等影视作品正在制作、发行过程中。

3. 未来产品储备

2021 年 4 月，公司召开游戏战略发布会并展出了 20 余款新游储备。由完美世界 IP、诛仙 IP、武侠 IP 矩阵、魔幻 IP 矩阵等旗舰经典产品构筑的优势品类形成了稳固的基本盘，持续贡献稳定收益；在夯实基本盘的基础上，公司力求突破，开拓创新打造全新潮流新品，扩宽赛道多元布局，在研产品聚焦“MMO+X”与“卡牌+X”两大核心赛道，涵盖 MMORPG、回合制、ARPG、卡牌、沙盒、休闲等多种类型，涉及二次元未来科幻、二次元日式幻想、西方魔幻、东方仙侠、东方武侠等多种题材，融合了开放世界等全新元素。公司“聚焦、长线”的产品思路更加明确，将提供更优秀的产品，服务更广泛的用户，产能提升也有望迈上新台阶。

端游储备上，依托公司旗舰 IP “诛仙”打造的次世代端游大作《诛仙世界》、动作向端游产品《Perfect New World》正在积极研发中。

手游储备上，目前，公司有《幻塔》《完美世界：诸神之战》《一拳超人：世界》《天龙八部 2》等多款重磅游戏正在积极推进中。其中，《幻塔》手游自 2020 年 6 月首次曝光以来，以废土轻科幻的美术风格与高自由度世界的探索玩法，持续吸引广大玩家关注，测试过程中研发团队与用户之间良好互动，自然口碑和自传播效应显著，有望为公司新品类的突破打开新的格局。

此外，公司拥有丰富的顶级 IP 储备。2020 年初至今，公司与光线传媒旗下彩条屋影业达成战略合作，获得《哪吒之魔童降世》《姜子牙》《西游记之大圣归来》三大国产动画电影 IP 游戏改编授权，布局游戏与国漫的生态融合；公司与哔哩哔哩、艺画开天签订合作协议，以备受好评的国产科幻动画剧顶流之作《灵笼》为基础，共同打造多端“灵笼”系列 IP 游戏；同时，公司亦与温瑞安先生达成合作，未来将围绕温瑞安系列武侠 IP，在游戏领域创造出更多独具特色的诗意武侠精品。

公司还储备有《一拳超人》《百万亚瑟王》多个国际知名 IP，并通过《幻塔》《代号 R》《代号：棱镜》《梦间集 2》等在研游戏丰富和巩固原创 IP 储备，相关游戏正在积极研发过程中。

4. 投资建议

完美世界从 18 年开始进入游戏真正转型期，在持续扩大核心品类如 MMORPG 的竞争优势基础上，加速多元化、年轻化战略落地，并且秉持长线理念。转型过程中虽短期面对一定压力，但随着《梦幻新诛仙》《幻塔》等新品陆续上线，公司有望在新产品周期下逐步恢复业绩增长节奏。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 15.8 亿/26.3 亿/31.2 亿元，同比增速分别为 2.1%/66.5%/18.6%，对应 PE 分别为 18.4x/11.1x/9.3x，维持买入评级。

风险提示：游戏上线延期、游戏流水不达预期，影视项目确认不达预期，行业监管趋严

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,525.50	2,943.19	3,008.12	9,028.54	8,899.64
应收票据及应收账款	2,354.70	1,411.40	3,880.65	3,226.39	4,761.57
预付账款	541.88	330.92	1,683.49	1,117.53	2,000.83
存货	1,760.21	1,027.19	1,434.88	1,054.92	1,543.71
其他	2,949.81	2,171.91	3,571.03	2,882.43	3,347.55
流动资产合计	10,132.11	7,884.62	13,578.18	17,309.80	20,553.29
长期股权投资	1,913.90	2,768.08	2,768.08	2,768.08	2,768.08
固定资产	364.02	354.04	293.37	232.70	172.03
在建工程	47.55	275.00	275.00	275.00	275.00
无形资产	368.14	419.13	341.46	250.18	145.30
其他	3,803.68	3,806.08	3,610.26	3,697.64	3,653.04
非流动资产合计	6,497.28	7,622.31	7,288.16	7,223.59	7,013.44
资产总计	16,629.39	15,506.93	20,866.34	24,533.40	27,566.73
短期借款	1,138.64	784.07	789.98	1,500.00	1,500.00
应付票据及应付账款	486.39	733.02	274.19	1,126.32	432.85
其他	3,174.58	2,686.61	2,242.16	2,118.85	2,736.92
流动负债合计	4,799.61	4,203.70	3,306.33	4,745.18	4,669.77
长期借款	225.32	22.57	22.57	120.00	120.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,475.72	98.26	786.99	442.63	614.81
非流动负债合计	1,701.04	120.83	809.57	562.63	734.81
负债合计	6,500.65	4,324.54	4,115.90	5,307.80	5,404.58
少数股东权益	614.03	347.07	308.50	335.09	366.65
股本	1,364.86	2,011.66	2,011.66	2,011.66	2,011.66
资本公积	2,325.47	1,961.87	5,882.52	5,882.52	5,882.52
留存收益	8,184.27	9,007.12	14,430.29	16,878.84	19,783.84
其他	(2,359.89)	(2,145.34)	(5,882.52)	(5,882.52)	(5,882.52)
股东权益合计	10,128.75	11,182.39	16,750.45	19,225.59	22,162.15
负债和股东权益总计	16,629.39	15,506.93	20,866.34	24,533.40	27,566.73

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,447.16	1,504.29	1,581.59	2,632.85	3,123.66
折旧摊销	141.50	196.85	188.34	201.95	215.55
财务费用	240.19	133.70	110.30	134.66	136.22
投资损失	(229.40)	(195.69)	(390.00)	(250.00)	(250.00)
营运资金变动	(1,643.37)	427.65	(5,647.38)	2,585.88	(3,231.01)
其它	2,067.37	1,625.75	(38.58)	26.59	31.55
经营活动现金流	2,023.44	3,692.55	(4,195.73)	5,331.93	25.97
资本支出	966.85	2,328.98	(638.73)	394.37	(122.18)
长期投资	354.66	854.18	0.00	0.00	0.00
其他	(3,315.84)	(3,636.21)	978.73	(194.37)	322.18
投资活动现金流	(1,994.32)	(453.06)	340.00	200.00	200.00
债权融资	1,788.96	806.64	812.55	1,620.00	1,620.00
股权融资	(400.53)	21.61	3,993.82	(134.66)	(136.22)
其他	(2,815.07)	(3,622.62)	(885.72)	(996.85)	(1,838.66)
筹资活动现金流	(1,426.65)	(2,794.36)	3,920.65	488.49	(354.87)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,397.53)	445.13	64.93	6,020.42	(128.90)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,039.02	10,224.77	10,027.06	13,465.99	15,135.09
营业成本	3,141.66	4,057.03	4,028.84	5,602.04	6,236.70
营业税金及附加	31.22	31.90	31.08	41.74	46.92
营业费用	1,145.02	1,831.09	2,035.49	2,396.95	2,648.64
管理费用	684.54	757.41	902.44	781.03	817.29
研发费用	1,504.47	1,589.35	1,704.60	1,939.10	2,134.05
财务费用	206.21	112.54	110.30	134.66	136.22
资产减值损失	(707.10)	(969.46)	(43.00)	(31.00)	(31.00)
公允价值变动收益	427.38	412.91	0.00	0.00	0.00
投资净收益	229.40	195.69	390.00	250.00	250.00
其他	34.48	578.00	(824.00)	(568.00)	(568.00)
营业利润	1,341.73	1,628.30	1,691.31	2,919.47	3,464.27
营业外收入	10.46	39.83	11.31	10.00	10.00
营业外支出	6.33	11.60	7.00	7.00	7.00
利润总额	1,345.86	1,656.54	1,695.62	2,922.47	3,467.27
所得税	(101.29)	152.25	152.61	263.02	312.05
净利润	1,447.16	1,504.29	1,543.01	2,659.45	3,155.21
少数股东损益	(55.64)	(44.22)	(38.58)	26.59	31.55
归属于母公司净利润	1,502.80	1,548.50	1,581.59	2,632.85	3,123.66
每股收益(元)	1.16	1.20	0.82	1.36	1.61

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	0.07%	27.19%	-1.93%	34.30%	12.39%
营业利润	-29.09%	21.36%	3.87%	72.62%	18.66%
归属于母公司净利润	-11.92%	3.04%	2.14%	66.47%	18.64%
获利能力					
毛利率	60.92%	60.32%	59.82%	58.40%	58.79%
净利率	18.69%	15.14%	15.77%	19.55%	20.64%
ROE	15.79%	14.29%	9.62%	13.94%	14.33%
ROIC	34.04%	39.93%	43.62%	29.37%	49.36%
偿债能力					
资产负债率	39.09%	27.89%	19.73%	21.64%	19.61%
净负债率	-7.27%	-19.11%	-13.11%	-38.53%	-32.85%
流动比率	2.11	1.88	4.11	3.65	4.40
速动比率	1.74	1.63	3.67	3.43	4.07
营运能力					
应收账款周转率	3.72	5.43	3.79	3.79	3.79
存货周转率	4.12	7.34	8.15	10.82	11.65
总资产周转率	0.49	0.64	0.55	0.59	0.58
每股指标(元)					
每股收益	1.16	1.20	0.82	1.36	1.61
每股经营现金流	1.04	1.90	-2.16	2.75	0.01
每股净资产	4.90	5.59	8.17	9.39	10.83
估值比率					
市盈率	12.92	12.54	18.42	11.07	9.33
市净率	3.06	2.69	1.84	1.60	1.39
EV/EBITDA	12.11	9.86	11.94	5.63	4.85
EV/EBIT	12.43	10.20	13.22	6.02	5.14

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com