

主产品长线稳定,《幻塔》出海亮眼

——完美世界 22 中报点评

核心观点

- **22Q2 公司营收 17.95 亿, 同比下降 9.16%, 环比下降 15.65%。** 同比下降主要系报告期内公司调整海外游戏业务布局, 出售美国研发工作室及相关欧美本地发行团队 (相关欧美子公司自 2022 年 2 月起不再纳入合并范围)。毛利率为 67.13%, 同比增长 14.30pp, 环比下降 1.52pp。 **22Q2 公司归母净利润 2.97 亿, 同比增长 243.5%, 环比降低 64.64%。** 同比增加主要是由于 21Q2 亏损了 2.07 亿, 基数较低; 环比降低主要是由于 22Q1 公司出售了美国研发工作室及相关欧美本地发行团队, 对应归母净利润增加约 4 亿元。
- **游戏业务: 22H1 手游 26.24 亿, 同比上升 45.41%, 环比下降 4.8%。** 同比上升主要是由于《梦幻新诛仙》、《完美世界: 诸神之战》、《幻塔》等手游业绩贡献增量。Q3 有《幻塔》海外, 《黑猫奇闻社》等新项目上线贡献利润增量。 **22H1 端游营收 9.78 亿, 同比下降 26.89%, 环比下降 5.25%, 下降主要由于《诛仙》、《完美世界》等端游收入下滑。**
- **影视业务: 22H1 影视营收 1.20 亿, 同比下降 83.56%, 环比下降 46.27%, 同比下降主要由于 21H1 上线大剧《上阳赋》造成同期基数较高, 同时 22H1 剧集较少。** 毛利率 21.12%, 同比下降 2.82pp, 环比下降 0.66pp。 22H1 公司出品的《昔有琉璃瓦》《仙琦小姐许愿吧》《蓝焰突击》播出, 赢得了良好的市场口碑。此外, 公司储备的《月里青山淡如画》《云襄传》《许你岁月静好》等影视作品正在制作和发行的过程中, 题材多元、类型丰富。

盈利预测与投资建议

- 公司产品保持长周期运营, Q3 有腾讯代理的《幻塔》海外上线, 以及《黑猫奇闻社》国内定档, 预期带动流水和利润环比增长。《朝与夜之国》、《天龙八部 2》等有望后期持续贡献全球增量。我们预计 22/23/24 年归母净利润分别为 19.37/23.33/26.44 亿元 (22~24 原预测值为 19.35/25.28/26.55 亿元, 由于游戏上线延期及国内版号不确定性, 下调 23 和 24 年的盈利预测), 对应 EPS 1.00/1.20/1.36 元。根据可比公司 2022 年 P/E 调整后均值 17 倍, 我们给予公司目标价: 17 元, 维持“买入”评级。

风险提示 行业政策变化风险、行业竞争加剧风险、人才流失及储备不足风险、流水不达预期风险、影视存货跌价风险、版号发放不及预期风险

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,225	8,518	9,011	11,844	13,737
同比增长(%)	27.2%	-16.7%	5.8%	31.4%	16.0%
营业利润(百万元)	1,628	149	2,032	2,545	2,920
同比增长(%)	21.4%	-90.8%	1259.7%	25.3%	14.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,549	369	1,937	2,333	2,644
同比增长(%)	3.0%	-76.2%	424.8%	20.4%	13.3%
每股收益(元)	0.80	0.19	1.00	1.20	1.36
毛利率(%)	60.3%	61.5%	67.1%	67.6%	68.0%
净利率(%)	15.1%	4.3%	21.5%	19.7%	19.2%
净资产收益率(%)	15.2%	3.5%	19.0%	20.8%	19.4%
市盈率	18.8	78.7	15.0	12.4	11.0
市净率	2.7	2.8	2.9	2.4	1.9

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入 (维持)

股价 (2022年08月23日)	14.97 元
目标价格	17 元
52 周最高价/最低价	21.75/10.15 元
总股本/流通 A 股 (万股)	193,997/182,736
A 股市值 (百万元)	29,041
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2022 年 08 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.52	4.32	11.74	9.26
相对表现	0.13	9.69	16.46	31.59
沪深 300	-1.65	-5.37	-4.72	-22.33



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860517020003 香港证监会牌照: BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuyi@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520050001 香港证监会牌照: BQP135
吴丛露	wuconglu@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520020003 香港证监会牌照: BQJ931
詹博	021-63325888*3209 zhanbo@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860521110001
崔凡平	021-63325888*6065 cuifanping@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860521050003

相关报告

《幻塔》带动利润大增, 海内外双轮驱动: ——完美世界 (002624.SZ) 2021 年报及一季报点评	2022-04-29
《梦幻新诛仙》驱动利润增长, 《幻塔》有望成下一增长点: ——完美世界 2021 三季报点评	2021-11-01
20 全年营收稳定, 多品类游戏蓄势待发: ——完美世界 2020 全年报告点评	2021-05-07

目录

1、22Q2 营收 18 亿，同比下滑 9%；期待 Q3 新游带来增长	4
1.1 22Q2 费用端相对平稳，降本增效基调不变	4
1.2 22Q2 归母净利润 2.97 亿，环比下滑 65%	5
2、游戏：保持长线运营，多款产品定档	6
3、影视：定制剧占比提升	9
投资建议	10
风险提示	10

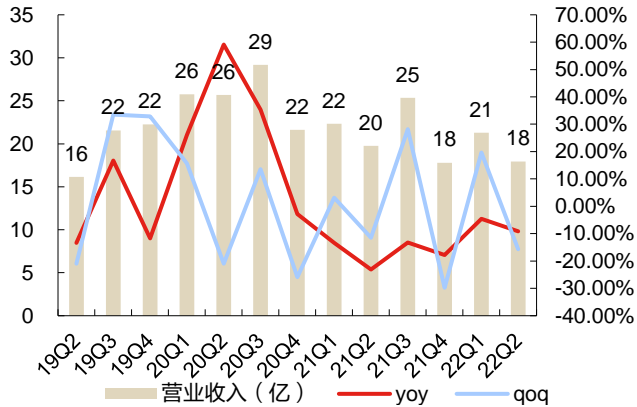
图表目录

图 1: 营收变化 (亿)	4
图 2: 毛利变化 (亿)	4
图 3: 公司费用情况(亿)	5
图 4: 公司费率变化情况(%).....	5
图 5: 公司归母净利润变化情况 (亿)	6
图 6: 公司手游收入变化情况 (亿)	6
图 7: 22H1 国内 iOS 游戏畅销榜排名	7
图 8: 公司端游收入变化情况 (百万)	8
图 9: 公司主机游戏收入变化情况 (百万)	8
图 10: 公司影视业务收入变化情况 (百万)	9
图 11: 公司存货 (亿)	9
表 1: 完美世界移动游戏产品线.....	7
表 2: 完美世界端游产品线.....	8
表 3: 2022H1 影视剧储备.....	10
表 4: 可比公司估值	10

1、22Q2 营收 18 亿，同比下滑 9%；期待 Q3 新游带来增长

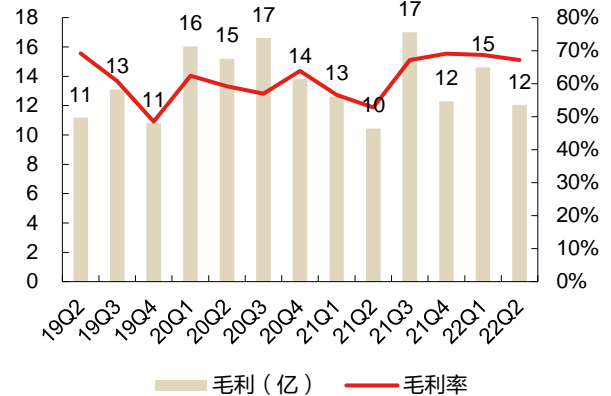
22Q2 公司营收 17.95 亿，同比下降 9.16%，环比下降 15.65%。同比下降主要系报告期内公司调整海外游戏业务布局，出售美国研发工作室及相关欧美本地发行团队（相关欧美子公司自 2022 年 2 月起不再纳入合并范围）。22Q2 公司毛利率为 67.13%，同比增长 14.30pp，环比下降 1.52pp。

图 1：营收变化（亿）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：毛利变化（亿）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.1 22Q2 费用端相对平稳，降本增效基调不变

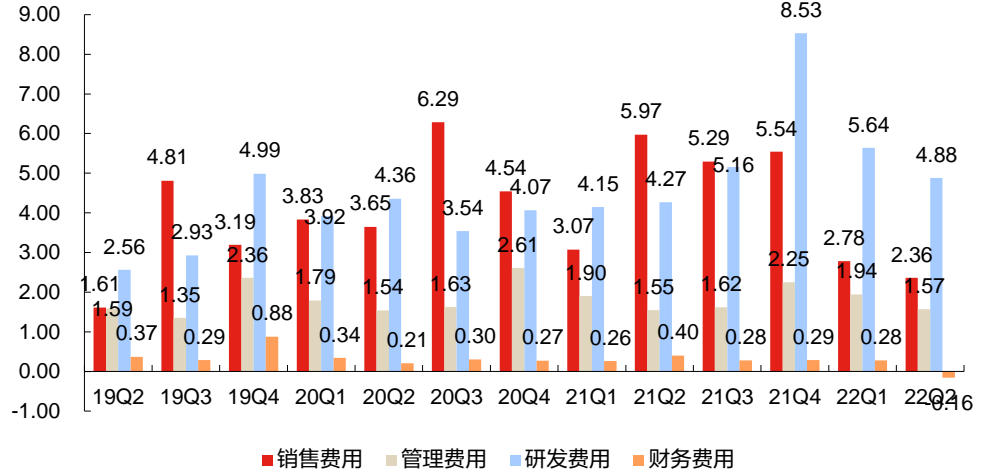
22Q2 销售费用为 2.36 亿，同比下降 60.47%，环比下降 15.11%，销售费率为 13.0%，同比下降 17.1pp，环比增加 0.1pp。销售费用同比下降的主要原因是市场推广费用减少，销售费率环比保持稳定。

22Q2 管理费用为 1.57 亿，同比增加 1.29%，环比降低 19.07%，管理费率为 8.7%，同比上升 0.9pp，环比下降 0.1pp。管理费率环比保持稳定。

22Q2 研发费用 4.88 亿，同比增长 14.29%，环比下降 13.48%，研发费率为 27.2%，同比上升 5.6%，环比上升 0.7%。研发费率同比上升较多，而环比保持稳定的主要原因是 21Q4 和 22Q1 已经经历了人员优化比较集中的过程。

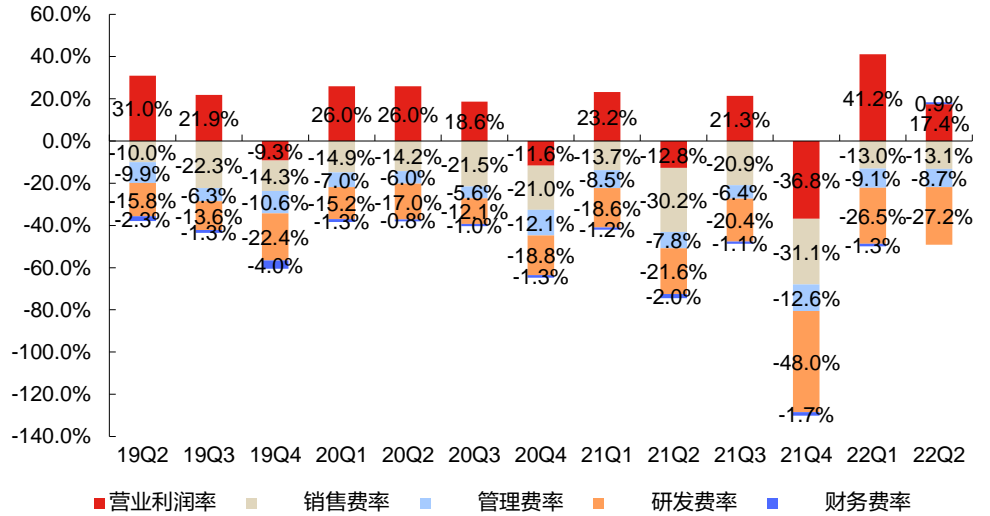
22Q2 财务费用为-1600 万，同比降低 140.00%，环比降低 157.14%，财务费率为-0.9%，同比下降 2.9pp，环比下降 2.2pp。财务费用的减少主要是外币汇率波动形成的汇兑收益增加所致。

图 3: 公司费用情况(亿)



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 4: 公司费率变化情况(%)

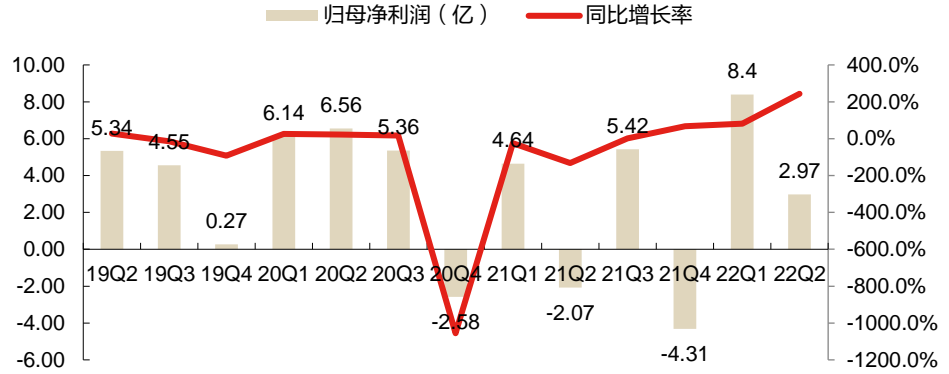


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

1.2 22Q2 归母净利润 2.97 亿, 环比下滑 65%

22Q2 归母净利润 2.97 亿, 同比增长 243.5%, 环比降低 64.64%。同比增加主要是由于 21Q2 亏损了 2.07 亿, 基数较低; 环比降低主要是由于 22Q1 公司出售了美国研发工作室及相关欧美本地发行团队, 对应归母净利润增加约 4 亿元。

图 5: 公司归母净利润变化情况 (亿)



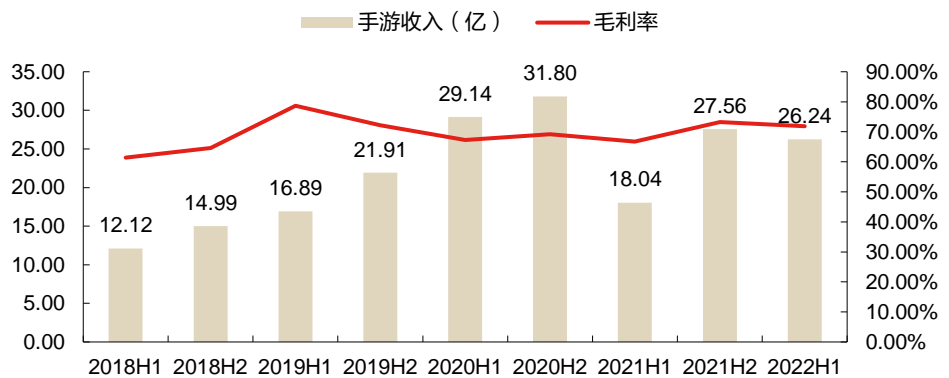
数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

2、游戏: 保持长线运营, 多款产品定档

手游表现:

- 22H1 营收 26.24 亿, 同比上升 45.41%, 环比下降 4.8%。同比上升主要是由于《梦幻新诛仙》、《完美世界: 诸神之战》、《幻塔》等手游业绩贡献增量。毛利率 71.89%, 同比增长 5.12pp, 环比下降 1.39pp, 主要是由于大热产品《梦幻新诛仙》与《幻塔》毛利率高, 带动整体毛利率提升。Q3 有腾讯代理的《幻塔》海外上线, 以及《黑猫奇闻社》国内定档, 预期带动流水和利润环比增长。

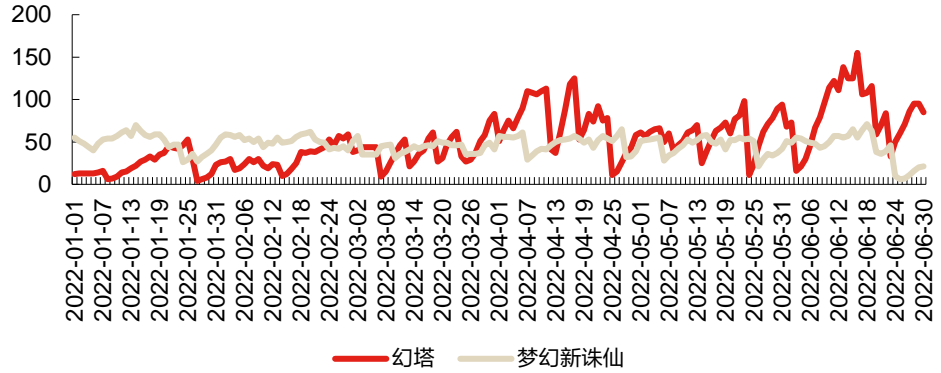
图 6: 公司手游收入变化情况 (亿)



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

- 《幻塔》持续更新, 通过前瞻直播、品牌联动、玩家创作生态培育等方式升级运营体系, 22H1 取得国内 iOS 游戏畅销榜第四名的好成绩, 体现公司产品创新的优势。
- 《梦幻新诛仙》于 2022 年 6 月上线一年, 开启周年庆版本, 22H1 取得国内 iOS 游戏畅销榜第六名的好成绩, 体现公司长线运营的优势。

图 7: 22H1 国内 iOS 游戏畅销榜排名



数据来源: 七麦数据, 东方证券研究所

- **未来上线游戏体现新品类布局, 部分产品或先于海外上线。**《黑猫奇闻社》为奇幻解谜类的产品, 将于 2022 年 8 月 24 日在国内公测; 《天龙八部 2》海外部分地区测试已完成, 《朝与夜之国》海外部分地区授权已完成; 另有《百万亚瑟王》、《一拳超人: 世界》、《诛仙 2》、《完美新世界》、《神魔大陆 2》等手游产品持续推进。

表 1: 完美世界移动游戏产品线

游戏名称	类型	Taptap 预约	预计上线时间	版号 国新出 审[2022]692 号
黑猫奇闻社	卡牌/魔幻	281,219	2022.8.24	
百万亚瑟王 (代号: MA)	策略/卡牌	76181	预计 22Q4 测试	-
天龙八部 2 手游	武侠	43309	2022, 海外部分地区测试已完成	-
一拳超人: 世界	动作/RPG	-	预计 22Q4 测试	-
诛仙 2	仙侠	-	2023~2024	-
神魔大陆 2	奇幻/RPG	-	2023~2024	-
完美新世界	玄幻	-	2023~2024	-
朝与夜之国	二次元	-	2022, 海外部分地区授权已完成	-

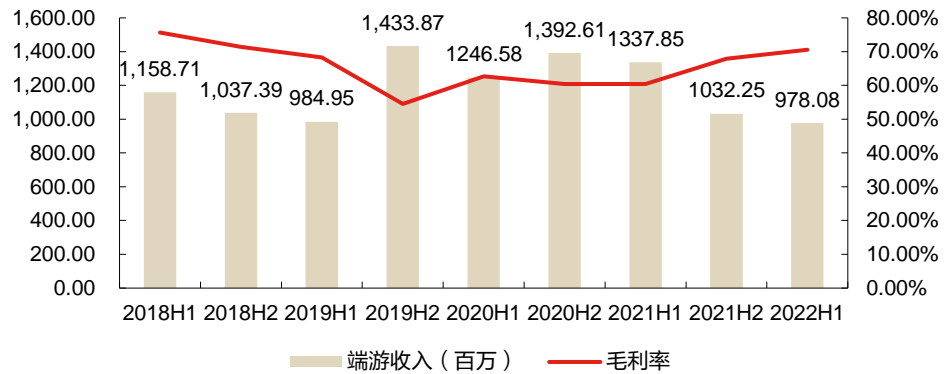
资料来源: 公司公告, Taptap、截止 2022 年 8 月 17 日, 东方证券研究所

- **公司海外游戏业务布局更加清晰, 未来将围绕“国内产品出海+海外本地化”双维度发力。**在国内产品出海方面, 《梦幻新诛仙》已于 2022 年 3 月同步上线海外市场; 《幻塔》手游已于 2022 年 8 月 11 日同步上线海外市场, 在近 40 个国家和地区位列 iOS 游戏免费榜第 1 名, 在近 30 个国家和地区进入 iOS 游戏畅销榜 Top10, 市场表现良好。海外本地化方面, 公司地域侧重明确, 同时选择年轻化团队, 产品聚焦海外市场需求。

端游及主机表现:

- 22H1 端游营收 9.78 亿，同比下降 26.89%，环比下降 5.25%，下降主要由于《诛仙》、《完美世界》等端游收入下滑。毛利率 70.52%，同比增长 10.12pp，环比增长 2.65pp，增长主要是由于端游的小体量游戏毛利率的提升。

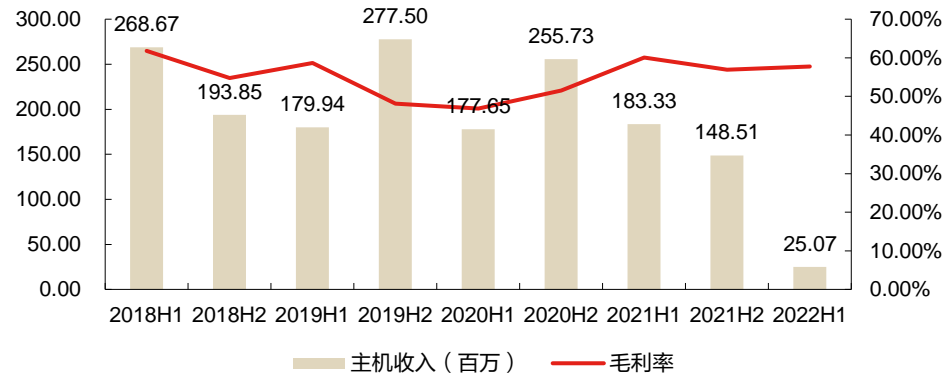
图 8: 公司端游收入变化情况 (百万)



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

- 22H1 主机游戏营收 2507.05 万，同比下降 41.93%。环比下降 18.99%。毛利率 57.72%，同比下降 2.34pp，环比上升 0.83pp。

图 9: 公司主机游戏收入变化情况 (百万)



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

- 经典端游产品《CSGO》、《DOTA 2》等持续贡献稳定收入；依托公司旗舰 IP“诛仙”打造的次世代端游大作《诛仙世界》于 2022 年 8 月 19 日开启首次测试；动作向端游产品《Perfect New World》以及 PC 端游+主机游戏《Have a Nice Death》等将持续推出。

表 2: 完美世界端游产品线

游戏名称	平台	类型	版本号
诛仙世界	PC	玄幻、MMO、RPG	-
Perfect New World	PC	玄幻	-
Have a Nice Death	PC+主机	Roguelike、冒险	-

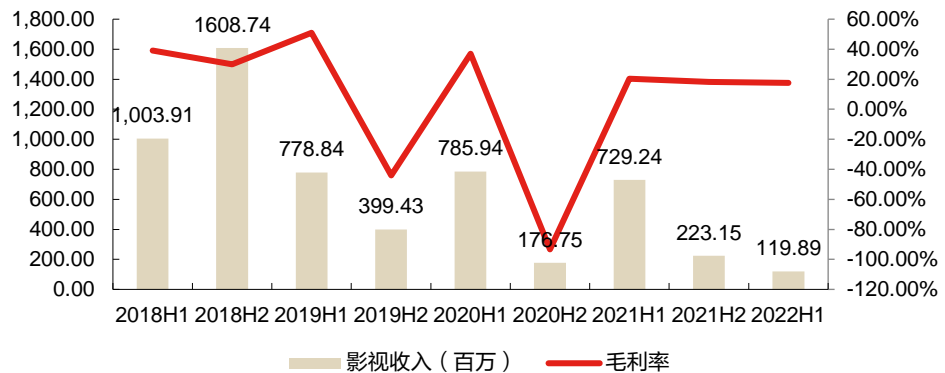
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

资料来源：公司官网，东方证券研究所

3、影视：定制剧占比提升

- 22H1 影视业务营收 1.20 亿，同比下降 83.56%，环比下降 46.27%，同比下降主要由于 21H1 上线大剧《上阳赋》造成同期基数较高，同时 22H1 剧集较少。毛利率 21.12%，同比下降 2.82pp，环比下降 0.66pp。

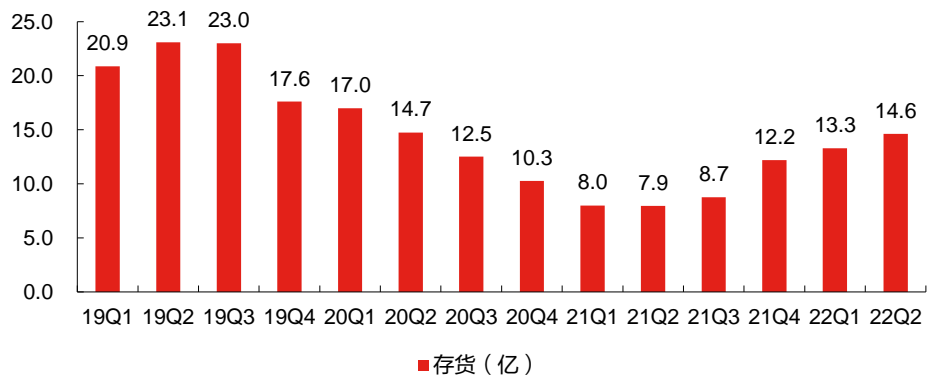
图 10：公司影视业务收入变化情况（百万）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

- 22H1 期末公司存货余额 14.61 亿，占总资产比例为 9.37%，比上年末增长 2.22pp，增长主要系本期投资制作的影视剧形成的存货。2021 年开始，存货中大多为新项目，电视剧类型以定制剧为主，版权剧也有明确售卖渠道，安全性较高。2022 年公司将继续加快库存项目的发行与排播。

图 11：公司存货（亿）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

- 22H1 公司出品的《昔有琉璃瓦》《仙琦小姐许愿吧》《蓝焰突击》播出，赢得了良好的市场口碑。此外，公司储备的《月里青山淡如画》《云襄传》《许你岁月静好》《星落凝成糖》《摇滚狂花》《特工任务》《灿烂！灿烂！》《心想事成》《温暖的甜蜜的》《只此江湖梦》《纵横芯海》《九个弹孔》等影视作品正在制作和发行的过程中，题材多元、类型丰富。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 3: 2022H1 影视剧储备

项目名称	进展	演员阵容
《月里青山淡如画》	后期制作中	李庚希、张超
《云襄传》	后期制作中	陈晓、毛晓彤
《许你岁月静好》	后期制作中	金瀚、宣璐
《星落凝成糖》	后期制作中	陈星旭、李兰迪
《摇滚狂花》	后期制作中	姚晨、常远
《灿烂!灿烂!》	后期制作中	郭京飞、任敏
《特工任务》	后期制作中	韩庚、魏大勋
《心想事成》	拍摄中	毛晓彤、张俪
《温暖的甜蜜的》	拍摄中	宋茜、陈妍希
《只此江湖梦》	拍摄中	高伟光、宣璐
《九个弹孔》	拍摄中	黄张桐、何雨虹
《纵横芯海》	筹备中	黄晓明、王鸥

资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

投资建议

公司新品类项目《幻塔》流水表现优异, 22 年新游《黑猫奇闻社》、《朝与夜之国》、《天龙八部 2》等有望持续贡献全球增量。我们预计 22/23/24 年归母净利润分别为 19.37/23.33/26.44 亿元 (22~24 原预测值为 19.35/25.28/26.55 亿元, 由于游戏上线延期及国内版号不确定性, 下调 23 和 24 年的盈利预测), 对应 EPS 1.00/1.20/1.36 元。根据可比公司 2022 年 P/E 调整后均值 17 倍, 我们给予公司目标价: 17 元, 维持“买入”评级。

表 4: 可比公司估值

公司	证券代码	最新价格 (元)				每股收益 (元)				市盈率 PE				
		2022/8/23	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
调整后平均											13.83	16.58	13.50	11.88
三七互娱	002555.SZ	20.44	1.30	1.51	1.71	1.97	15.76	13.51	11.94	10.40				
吉比特	603444.SH	283.94	20.43	21.14	25.02	28.48	13.90	13.43	11.35	9.97				
腾讯控股	0700.HK	273.83	23.16	12.54	15.91	17.94	11.82	21.84	17.21	15.26				
网易-S	9999.HK	119.23	5.01	5.53	6.43	7.30	23.80	21.56	18.54	16.33				
祖龙娱乐	9990.HK	3.52	-0.38	0.24	0.58	0.92	-9.26	14.66	6.07	3.83				

资料来源: Wind, 2022/8/23 收盘价, 东方证券研究所

风险提示

行业政策变化风险: 鉴于文化行业具有特殊的意识形态属性, 国家对文化行业执行严格、规范的管理政策。近年来, 国家发布了一系列旨在引导行业规范健康发展的政策。未来如果公司在经营策略上未能及时根据行业政策的变化进行快速调整, 将对公司经营产生不利影响。

行业竞争加剧风险: 在当前用户需求升级推动产业精品发展、技术升级加速业态变革的背景下, 优质游戏产品及影视作品在制作周期、资源投入、创新能力等方面的要求也与日俱增, 公司若不能在激烈的市场竞争中洞察用户需求、持续推出精品力作, 可能会对公司经营业绩产生不利影响。

人才流失及储备不足风险: 随着行业竞争加剧和公司规模扩张, 公司仍然面临人才流失和储备不足的风险。

流水不达预期风险: 游戏上线后实际流水水平和高峰期流水持续性会有着较强的不确定性。

影视存货跌价风险: 公司仍有 14.6 亿存货, 其中影视项目占到绝大多数。虽然影视方面目前仍是之前项目的落地, 处于清库存状态, 但当前仍存在计提存货跌价准备风险。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

版号发放不及预期风险：版号虽然恢复发放，但仍存在获取进度不如预期的风险，如由于监管政策趋严，授予数量偏少或版号品类限制较多。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,943	3,436	3,635	4,778	5,962	营业收入	10,225	8,518	9,011	11,844	13,737
应收票据、账款及款项融资	1,411	1,092	1,680	2,211	2,569	营业成本	4,057	3,283	2,967	3,842	4,396
预付账款	331	311	329	432	501	营业税金及附加	32	29	31	41	48
存货	1,027	1,218	1,042	1,349	1,543	营业费用	1,831	1,986	1,331	1,774	2,058
其他	2,172	1,507	1,553	1,678	1,811	管理费用及研发费用	2,347	2,943	3,210	3,943	4,817
流动资产合计	7,885	7,565	8,239	10,449	12,386	财务费用	113	124	32	60	42
长期股权投资	2,768	2,752	2,752	2,752	2,752	资产、信用减值损失	956	229	80	197	82
固定资产	354	381	438	459	457	公允价值变动收益	413	(358)	44	44	44
在建工程	275	10	0	38	71	投资净收益	196	408	496	369	431
无形资产	190	260	232	218	170	其他	130	176	131	146	151
其他	4,035	6,072	4,796	5,066	5,247	营业利润	1,628	149	2,032	2,545	2,920
非流动资产合计	7,622	9,475	8,218	8,532	8,697	营业外收入	40	18	23	27	23
资产总计	15,507	17,040	16,457	18,981	21,083	营业外支出	12	12	10	11	11
短期借款	784	628	1,019	1,601	628	利润总额	1,657	156	2,045	2,561	2,932
应付票据及应付账款	733	501	483	635	704	所得税	152	(21)	164	205	235
其他	2,687	3,228	1,997	1,686	1,888	净利润	1,504	177	1,881	2,356	2,698
流动负债合计	4,204	4,357	3,499	3,922	3,220	少数股东损益	(44)	(192)	(56)	24	54
长期借款	23	0	78	199	298	归属于母公司净利润	1,549	369	1,937	2,333	2,644
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.80	0.19	1.00	1.20	1.36
其他	98	2,178	2,640	2,333	2,384						
非流动负债合计	121	2,178	2,718	2,532	2,682	主要财务比率					
负债合计	4,325	6,535	6,217	6,454	5,902		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	347	214	158	182	235	成长能力					
股本	2,012	2,012	1,940	1,940	1,940	营业收入	27.2%	-16.7%	5.8%	31.4%	16.0%
资本公积	1,946	1,432	1,663	1,636	1,601	营业利润	21.4%	-90.8%	1259.7%	25.3%	14.7%
留存收益	7,045	7,104	6,628	8,961	11,604	归属于母公司净利润	3.0%	-76.2%	424.8%	20.4%	13.3%
其他	(167)	(259)	(148)	(191)	(199)	获利能力					
股东权益合计	11,182	10,504	10,240	12,527	15,182	毛利率	60.3%	61.5%	67.1%	67.6%	68.0%
负债和股东权益总计	15,507	17,040	16,457	18,981	21,083	净利率	15.1%	4.3%	21.5%	19.7%	19.2%
						ROE	15.2%	3.5%	19.0%	20.8%	19.4%
						ROIC	13.2%	2.7%	16.6%	18.4%	17.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	27.9%	38.4%	37.8%	34.0%	28.0%
净利润	1,504	177	1,881	2,356	2,698	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	167	152	238	284	331	流动比率	1.88	173.62%	235.48%	266.45%	384.66%
财务费用	113	124	32	60	42	速动比率	1.43	134.31%	189.68%	213.53%	310.92%
投资损失	(196)	(408)	(496)	(369)	(431)	营运能力					
营运资金变动	1,883	560	(1,860)	(1,371)	(669)	应收账款周转率	5.3	6.9	6.6	6.0	5.7
其它	222	493	1,989	(351)	14	存货周转率	2.0	1.8	1.8	2.1	2.0
经营活动现金流	3,693	1,098	1,784	608	1,984	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.7	0.7
资本支出	(289)	(241)	(240)	(408)	(354)	每股指标(元)					
长期投资	(888)	8	0	0	0	每股收益	0.80	0.19	1.00	1.20	1.36
其他	724	824	485	394	455	每股经营现金流	1.84	0.55	0.92	0.31	1.02
投资活动现金流	(453)	590	245	(14)	101	每股净资产	5.59	5.30	5.20	6.36	7.70
债权融资	(631)	207	67	52	149	估值比率					
股权融资	283	(513)	159	(26)	(35)	市盈率	18.8	78.7	15.0	12.4	11.0
其他	(2,447)	(820)	(2,055)	522	(1,014)	市净率	2.7	2.8	2.9	2.4	1.9
筹资活动现金流	(2,794)	(1,127)	(1,830)	548	(901)	EV/EBITDA	13.3	59.8	11.0	8.8	7.7
汇率变动影响	(61)	(38)	-0	-0	-0	EV/EBIT	14.6	93.0	12.3	9.8	8.6
现金净增加额	384	523	199	1,143	1,184						

资料来源: Wind, 东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn