

完美世界 (002624)

证券研究报告

2021年05月06日

短期业绩压力释放，游戏新品牌战略开启新征程

完美世界 2020 年公司实现营收 102.25 亿元，同比增长 27.2%，归母净利润 15.49 亿元，同比增长 3.0%，扣非后归母净利润 10.43 亿元，同比下降 4.0%。2021Q1 公司实现营收 22.31 亿元，同比下降 13.3%，归母净利润 4.64 亿元，同比下降 24.4%，扣非后归母净利润 3.18 亿元，同比下降 46.81%。

20 年主要由于谨慎原则进行影视存货等减值，游戏业务仍保持健康增长；21Q1 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，因而短期业绩增速承压符合预期。

游戏业务板块，公司精品化、长线化运营持续推进，核心品类优势提升。2020 年游戏业务收入达到 92.62 亿元，同比增长 35.0%，净利润 22.85 亿元，同比增长 20.43%。2021Q1 游戏业务净利润 4.27 亿元，同比下降 15.73%，游戏扣非后净利润 3.31 亿，同比下降 34.12%。20 年端游收入 26.39 亿元 (YoY +9.11%)，经典端游产品显示长生命周期；手游收入 60.94 亿元 (YoY +57.05%)，MMORPG 细分市场份由 20 年上半年的 22.5% 进一步提升至 24.4%。主机游戏收入 4.33 亿元 (YoY -5.26%)。截至 20 年末递延收入 9.91 亿元，相比 2019 年末减少 0.58 亿元。

影视业务板块，受行业调整影响业绩下降，但库存压力及减值风险已逐步释放，新项目采取更加聚焦的策略，以期实现影视业务的稳健发展。2020 年公司影视业务营业收入 9.63 亿元，同比下降 18.3%。公司出于谨慎原则针对影视存货计提跌价准备，影视业务整体亏损。

展望后续发展，21 年 4 月，完美世界游戏进行了全新品牌升级并发布产品储备，一方面提供了未来游戏增长的产品支撑，另一方面展示了完美在面对市场及用户需求变化趋势下，保持核心优势的同时，对多元类型的积极布局和探索，有助于开拓更广泛用户人群。新游戏储备上，手游《战神遗迹》(计划 5 月 20 日公测)《梦幻新诛仙》《幻塔》《一拳超人：世界》《天龙八部 2》等多款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。次世代端游大作《新诛仙世界》、“端游+主机”双平台游戏《Perfect New World》正在积极研发过程中。蒸汽平台项目有序推进，目前正在上线测试中。同时公司与光线彩条屋、哔哩哔哩、艺画开天等签订合作，储备多个丰富的顶级 IP。

投资建议：完美世界作为国内优质研发龙头，产品线丰富并且精品项目生命周期不断拉长，游戏新战略发布更是为长线发展提供坚实基础；行业发展维度看，则有望享受优质研发商议价力提升的红利。影视 20 年减值后短期压力释放，未来有望稳健发展。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 23.5 亿/30.0 亿/36.9 亿元，同比增速分别为 51.7%/27.8%/23.0%，对应 PE 分别为 17.3x/13.5x/11.0x，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 | 11,757.68 | 14,528.72 | 17,010.36 |
| 增长率(%) | 0.07 | 27.19 | 14.99 | 23.57 | 17.08 |
| EBITDA(百万元) | 4,516.06 | 5,301.64 | 2,854.39 | 3,644.30 | 4,439.24 |
| 净利润(百万元) | 1,502.80 | 1,548.50 | 2,348.33 | 3,000.22 | 3,688.81 |
| 增长率(%) | (11.92) | 3.04 | 51.65 | 27.76 | 22.95 |
| EPS(元/股) | 1.16 | 1.20 | 1.21 | 1.55 | 1.90 |
| 市盈率(P/E) | 18.00 | 17.46 | 17.28 | 13.53 | 11.00 |
| 市净率(P/B) | 4.27 | 3.75 | 2.40 | 2.07 | 1.77 |
| 市销率(P/S) | 5.05 | 3.97 | 3.58 | 2.90 | 2.47 |
| EV/EBITDA | 12.11 | 9.86 | 12.37 | 7.60 | 6.73 |

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 | 20.92 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) | 1,827.22 |
| A 股总市值(百万元) | 40,584.13 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 38,225.43 |
| 每股净资产(元) | 5.48 |
| 资产负债率(%) | 33.59 |
| 一年内最高/最低(元) | 63.82/19.05 |

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: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
- 2 《完美世界-公司点评:20 年游戏利润预增 20%显示持续竞争力,影视减值落地降低未来风险,21 年有望迎游戏大年》 2021-01-31
- 3 《完美世界-公司点评:推出回购+员工持股,建立长效激励并显示成长信心》 2021-01-14

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. 2020 年业务回顾 | 7 |
| 2.1. 游戏板块 | 7 |
| 2.2. 影视板块 | 8 |
| 3. 2021 年业务计划 | 8 |
| 3.1. 游戏板块 | 8 |
| 3.2. 影视板块 | 9 |
| 4. 投资建议 | 9 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1: 完美世界 2015-2020 年、2020Q1 和 2021Q1 营业收入及增速 (单位: 亿元) | 3 |
| 图 2: 完美世界 2015-2020 年、2020Q1 和 2021Q1 归母净利润及增速 (单位: 亿元) ... | 3 |
| 图 3: 完美世界 18Q2-21Q1 营业收入及同比增速 | 4 |
| 图 4: 完美世界 19Q1-21Q1 营业收入及同比增速 | 4 |
| 图 5: 完美世界 2017-2020 年、2020Q1 和 2021Q1 毛利率、净利率变动 | 5 |
| 图 6: 完美世界 2017-2020 年、2020Q1 和 2021Q1 费用率 | 5 |
| 图 7: 完美世界 2017 年-2020 年递延收入及其同比变化 (单位: 亿元) | 7 |
| 表 1: 2020 年计提各项资产减值准备 | 3 |
| 表 2: 完美世界 2020 年营业收入、营业成本、毛利率构成及变动情况 | 6 |
| 表 3: 完美世界 2021 年自研/代理游戏项目 | 8 |
| 表 4: 完美世界 2021 年影视项目投资计划 | 9 |

1. 财报数据分析

1.1. 总体分析

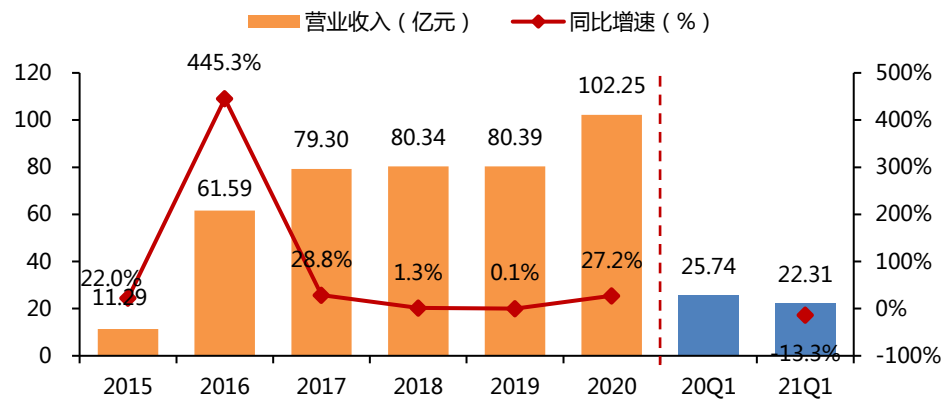
2020 年公司实现营收 102.25 亿元，同比上升 27.2%，归母净利润 15.49 亿元，同比增长 3.0%，扣非后归母净利润 10.43 亿元，同比下降 4.0%。非经常性损益主要为被收购单位的业绩补偿、进项税加计扣除及其他合计 3.57 亿元。

其中 2020 年游戏业务收入达到 92.62 亿元，同比增长 35.0%，净利润 22.85 亿元，同比增长 20.43%。影视业务营业收入 9.63 亿元，同比下降 18.3%。

2021Q1 公司实现营收 22.31 亿元，同比下降 13.3%，归母净利润 4.64 亿元，同比下降 24.4%，主要受去年疫情期间游戏业绩高基数的影响，扣非后归母净利润 3.18 亿元，同比下降 46.81%。21Q1 游戏业务净利润 4.27 亿元，较上年同期下降 15.73%，扣非后净利润 3.31 亿，同比下降 34.12%。

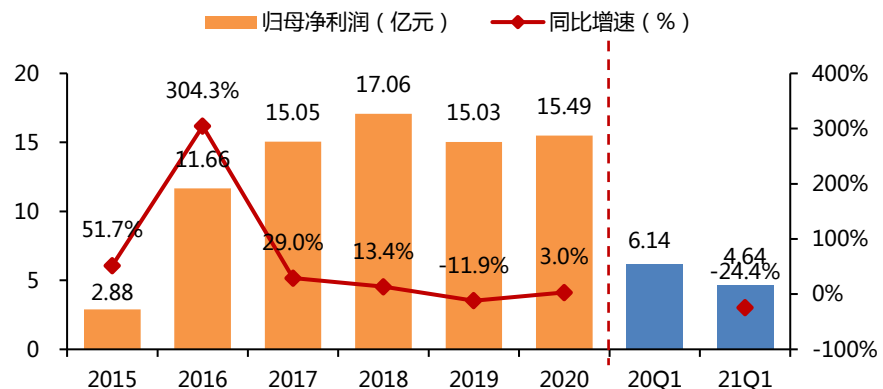
20 年主要由于谨慎原则进行影视存货等减值，游戏业务仍保持健康增长；21Q1 公司上线新游戏产品有限且去年同期疫情效应下基数较高，因而短期业绩增速承压符合预期。

图 1：完美世界 2015-2020 年、2020Q1 和 2021Q1 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、2020Q1 和 2021Q1 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

表 1：2020 年计提各项资产减值准备

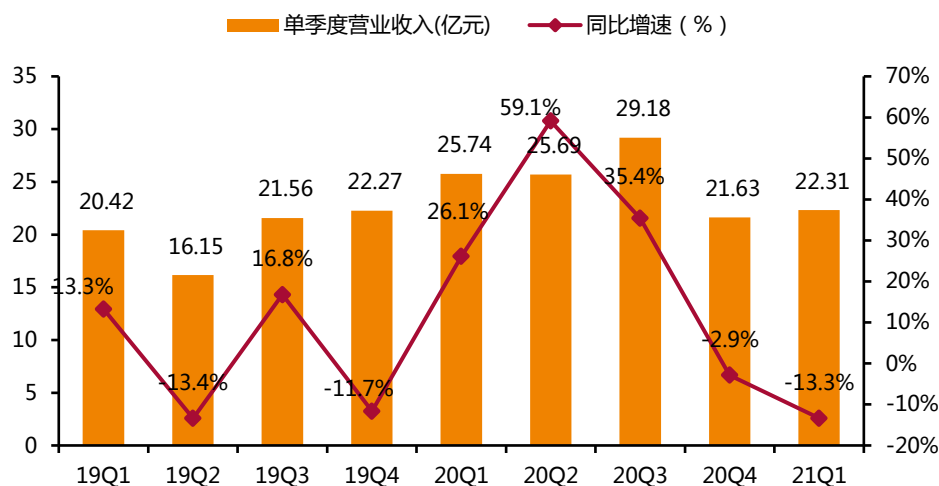
| 资产名称 | 本期计提资产减值准备金额 (亿元) | 占 2020 年度经审计归属于母公司所有者的净利润的比例 |
|-------|-------------------|------------------------------|
| 应收账款 | (0.30) | -1.94% |
| 其他应收款 | 0.08 | 0.52% |

| | | |
|----|------|--------|
| 存货 | 5.23 | 33.77% |
| 商誉 | 3.48 | 22.47% |
| 合计 | 8.49 | 54.83% |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

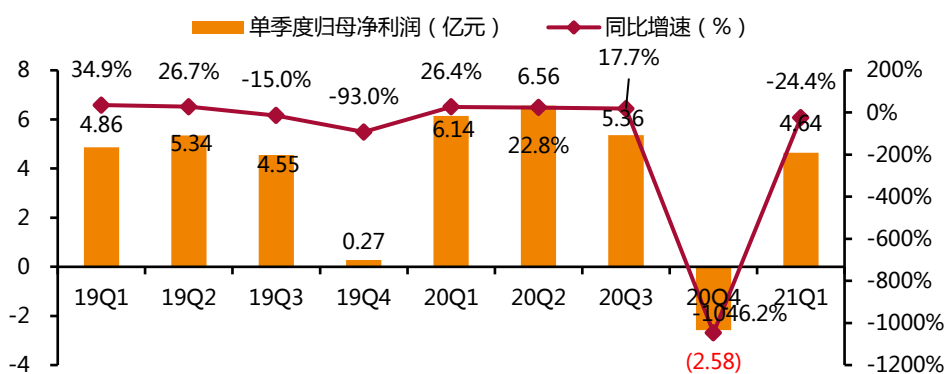
分季度看，20 年各季度和 21 年一季度分别实现营收 25.74 亿元、25.69 亿元、29.18 亿元、21.63 亿元和 22.31 亿元，归母净利润 6.14 亿元、6.56 亿元、5.36 亿元、-2.58 亿元和 4.64 亿元。

图 3：完美世界 18Q2-21Q1 营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

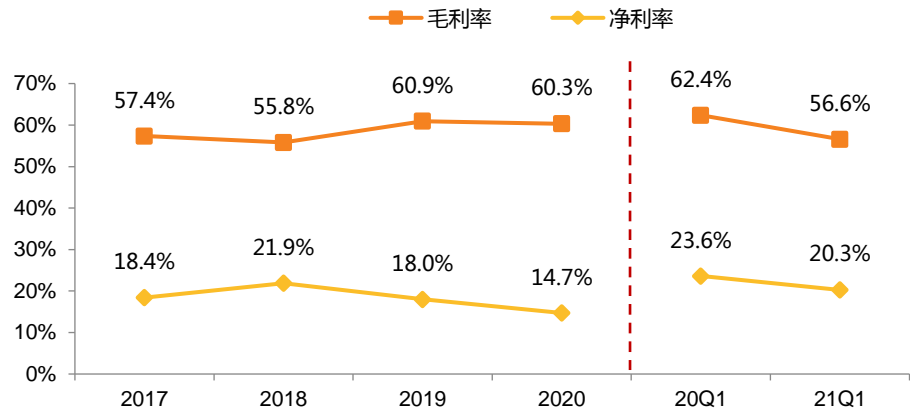
图 4：完美世界 19Q1-21Q1 营业收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

毛利率上，公司 2020 年整体毛利率 60.32%，同比下降 0.60pct。21Q1 整体毛利率 56.56%，同比下降 5.81pct。净利率上，公司 2020 年整体净利率 14.7%，同比下降 3.3pct。21Q1 整体净利率 20.3%，同比下降 3.3pct。

图 5：完美世界 2017-2020 年、2020Q1 和 2021Q1 毛利率、净利率变动

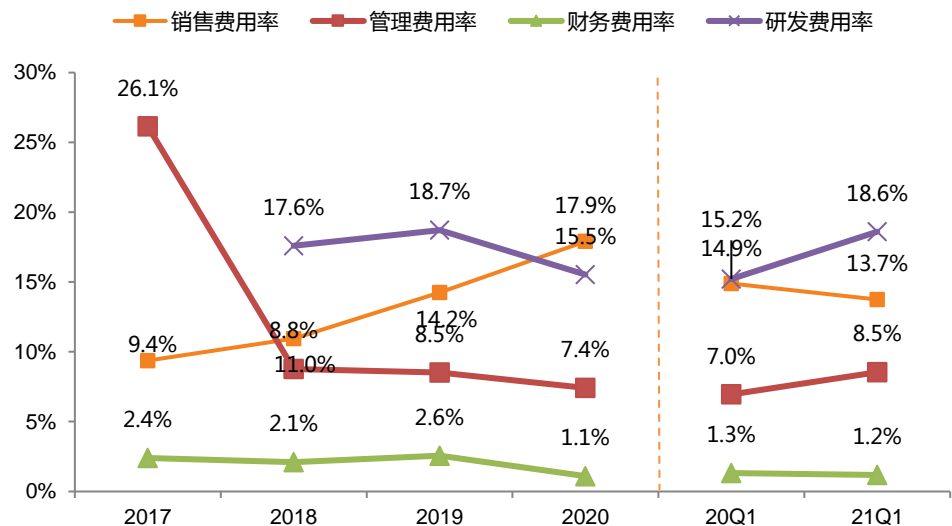


资料来源：公司公告，天风证券研究所

费用率上,2020年销售费用18.31亿,同比增加59.92%,销售费用率17.9%,同比上升3.67pct,销售费用增加主要系游戏业务规模的扩大,市场宣传及推广费用增加所致,且20年自主发行游戏占比大幅提高,市场宣传及推广费用相应增加;管理费用7.57亿,同比上升10.65%,管理费用率7.4%,同比下降1.1pct,主要为新办公大楼相关的房租物业支出;财务费用1.12亿,同比下降45.43%,财务费用率1.1%,同比下降0.2pct,主要系公司购买子公司石河子市君毅云扬股权投资有限合伙企业优先级有限合伙人的全部投资份额,其他非流动负债下降带来的利息支出减少所致;研发费用15.89亿,同比增加5.64%,研发费用率15.5%,同比下降3.2pct。

2021Q1销售费用3.07亿,同比下降19.96%,销售费用率13.7%,同比下降1.14pct;管理费用1.90亿,同比增加6.37%,管理费用率8.5%,同比上升1.58pct;财务费用0.26亿,同比减少22.17%,财务费用率1.2%,同比下降0.13pct;研发费用4.15亿,同比上升5.96%,研发费用率18.6%,同比上升3.39pct。

图 6：完美世界 2017-2020 年、2020Q1 和 2021Q1 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 2：完美世界 2020 年营业收入、营业成本、毛利率构成及变动情况

| | 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 |
|---------------|--------------|--------------|--------|-----------------|-----------------|----------------|
| 分行业 | | | | | | |
| 游戏 | 92.62 | 32.19 | 65.24% | 35.00% | 47.40% | -2.93% |
| 影视 | 9.63 | 8.38 | 12.97% | -18.30% | -12.51% | -5.76% |
| 分产品 | | | | | | |
| PC 端网络游戏 | 26.39 | 10.16 | 61.49% | 9.11% | 5.38% | 1.37% |
| 移动网络游戏 | 60.94 | 19.34 | 68.26% | 57.05% | 99.50% | -6.76% |
| 主机游戏 | 4.33 | 2.18 | 49.58% | -5.26% | 0.10% | -2.70% |
| 电视剧 | 8.86 | 7.79 | 12.10% | -16.45% | 8.24% | -20.05% |
| 艺人经纪及综 艺节目 | 0.12 | 0.08 | 31.08% | -37.59% | 283.33% | -57.70% |
| 游戏相关其他 业务 | 0.83 | 0.50 | 40.22% | 37.88% | 99.09% | -18.38% |
| 影视相关其他 业务 | 0.37 | 0.29 | 23.04% | -60.57% | -87.76% | 170.99% |
| 其他业务 | 0.40 | 0.23 | 43.05% | -16.97% | 156.48% | -38.51% |
| 分地区 | | | | | | |
| 境内 | 85.21 | 32.43 | 61.94% | 29.15% | 23.54% | 1.73% |
| 境外 | 17.04 | 8.14 | 52.25% | 18.22% | 57.58% | -11.92% |

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，2020 年公司游戏业务营业收入 92.6 亿元，同比增长 35.00%，其中：

端游收入 26.39 亿元，同比增长 9.11%，经典端游产品《诛仙》、《完美世界国际版》等持续贡献稳定收入，《DOTA2》、《CS:GO（反恐精英：全球攻势）》带动电竞业务进一步增长，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。

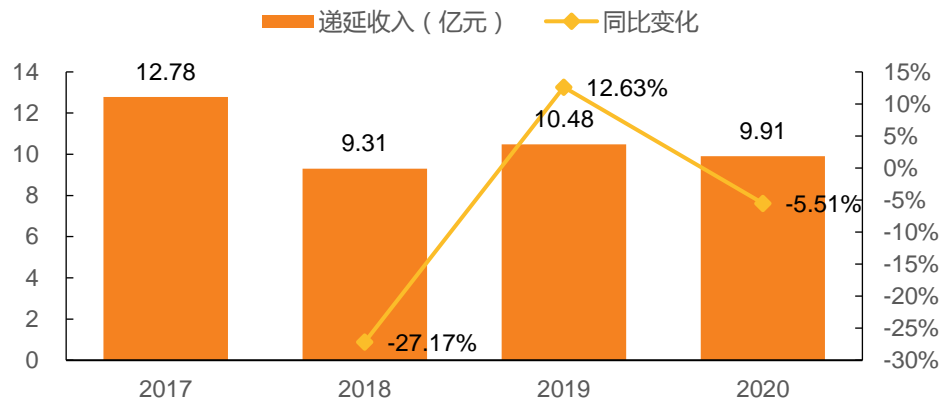
手游收入 60.94 亿元，同比增长 57.05%，收入贡献主要来自《诛仙》手游、《完美世界》手游、《新笑傲江湖》《新神魔大陆》等。

主机游戏收入 4.33 亿元，同比减少 5.26%，“端游+主机”双平台游戏《Perfect New World》正在积极研发过程中。

毛利率方面，公司游戏业务整体毛利率 65.24%，同比下降 2.93pct，其中端游毛利率 61.49%，同比上升 1.37pct，手游毛利率 68.26%，同比下降 6.76pct，主机游戏毛利率 49.58%，同比下降 2.70pct。毛利率下降主要由于手游结构变化的自然下降，公司 20 年新游戏主要为自主研发及发行，相比《完美世界》手游等第三方发行游戏净额计入收入比毛利率会降低。

截至 20 年末递延收入 9.91 亿元，相比 2019 年末减少 0.58 亿元。

图 7：完美世界 2017 年-2020 年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，2020 年公司影视业务营业收入 9.63 亿元，同比下降 18.3%，其中电视剧收入 8.86 亿元，同比下降 16.45%。

毛利率方面，影视整体毛利率为 12.97%，同比下降 5.76pct，电视剧业务毛利率 12.10%，同比下降 20.05pct、艺人经纪及综艺节目业务毛利率 31.08%，同比下降 57.70pct，影视相关其他业务毛利率 23.04%，同比上升 170.99pct。

2. 2020 年业务回顾

2.1. 游戏板块

MMORPG 基本盘稳固，市占率继续提升，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》等持续贡献良好稳定收入，《DOTA2》《CS:GO（反恐精英：全球攻势）》借助优质的游戏内容、多层次的赛事安排及多样化的运营策略，带动电竞业务进一步增长。目前，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》、“端游+主机” 双平台游戏《Perfect New World》正在积极研发过程中。

2) 移动游戏方面：伽马数据显示，2020 年公司在移动游戏 MMORPG 细分市场份额由 2020 年上半年的 22.5% 进一步提升至 24.4%。《诛仙》手游、《完美世界》手游、《新笑傲江湖》手游等经典游戏延续稳定表现，持续贡献良好业绩。2020 年 7 月公测的《新神魔大陆》手游，为游戏业务贡献了新的利润来源。目前公司有《战神遗迹》《梦幻新诛仙》《幻塔》《一拳超人：世界》《天龙八部 2》等多款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：2020 年 10 月 10 日，第十届 DOTA2 国际邀请赛 (Ti10) 的总奖金池定格，总金额突破 4000 万美元，再次刷新单项电竞赛事奖金的众筹金额与速度，电竞人气聚集能力也在全球疫情下得到了验证。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：2020 年 2 月，《R5》（《新神魔大陆》）在韩国上线，取得该区域 Google 免费榜第 2、畅销榜 Top 10 以及 iOS 免费榜第 3、畅销榜 Top 10 的佳绩。2020 年 3 月，《新笑傲江湖 M》在港澳台地区上线，取得香港、台湾 iOS 游戏畅销榜第 1 以及 Google

畅销总榜 Top 3 的好成绩，并且上线后多次获得 Google Play 及 App Store 台湾、香港和澳门三地商店推荐；2020 年 5 月，《新笑傲江湖》在新加坡和马来西亚上线，上线首周勇夺新加坡 iOS 免费榜第 4、畅销榜第 7 以及 Google 免费榜 Top 1。

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。

电视剧方面：2020 年至今，公司出品的《绝代双骄》《热血同行》《冰糖炖雪梨》《全世界最好的你》《燃烧》《月上重火》《三叉戟》《最美的乡村》《怪你过分美丽》《天舞纪》《大侠霍元甲》《情深缘起》《上阳赋》《暴风眼》《爱在星空下》《明天我们好好过》《小女霓裳》等精品电视剧、网剧相继播出，赢得了良好的市场口碑。

3. 2021 年业务计划

3.1. 游戏板块

2021 年 4 月，完美世界游戏进行了全新品牌升级，启用全新 LOGO，以“永不止步”为主旨，以“玩，在一起”为 Slogan。未来，在立足既有优势的基础上，公司将继续深入推进“精品化”、“多元化”、“国际化”、“技术赋能”、“多板块联动”的发展战略，扩大用户圈层，增强发行能力，不断巩固行业领先的市场地位。

表 3：完美世界 2021 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 | Perfect New World | PC 端游+主机游戏 | 自研 |
| 2 | 完美新世界 | 移动游戏 | 自研 |
| 3 | 新诛仙世界 | PC 端游 | 自研 |
| 4 | 诛仙 2 | 云原生游戏 | 自研 |
| 5 | 梦幻新诛仙 | 移动游戏 | 自研 |
| 6 | 天龙八部 2 | 移动游戏 | 代理 |
| 7 | 香蜜沉沉烬如霜 | 移动游戏 | 自研 |
| 8 | 战神遗迹 | 移动游戏 | 自研 |
| 9 | 代号：火山 | 移动游戏 | 自研 |
| 10 | 幻塔 | 移动游戏 | 自研 |
| 11 | 代号：R | 移动游戏 | 自研 |
| 12 | 代号：棱镜 | 移动游戏 | 自研 |
| 13 | Project Bard | 移动游戏 | 自研 |
| 14 | CODE NAME：X | 移动游戏 | 自研 |
| 15 | 一拳超人：世界 | 移动游戏 | 自研 |
| 16 | 代号：MA | 移动游戏 | 自研 |
| 17 | 黑猫奇闻社 | 移动游戏 | 自研 |
| 18 | 逐光之旅 | 单机游戏 | 自研 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 影视板块

2021 年，公司将顺应市场环境变化，谨慎投资与积极消化库存相结合，加快推进库存项目的发行和排播的同时，在新项目的立项及开机中采取更加聚焦的策略，以期实现影视业务的稳健发展。

表 4：完美世界 2021 年影视项目投资计划

| 序号 | 投资项目名称 | 制作进度 (截至报告日) | 预计开拍日期 |
|----|-----------------|-----------------|-----------|
| 1 | 昔有琉璃瓦 | 后期制作中 | |
| 2 | 理想照耀中国 | 后期制作中 | |
| 3 | 光荣与梦想 | 后期制作中 | |
| 4 | 舍我其谁 | 后期制作中 | |
| 5 | 山河表里 | 拍摄中 | |
| 6 | 月里青山淡如画 | 拍摄中 | |
| 7 | 和平方舟 | 拍摄中 | |
| 8 | 许你岁月静好 | 筹备中 | 2021 年上半年 |
| 9 | 来吧，宝贝 | 筹备中 | 2021 年上半年 |
| 10 | 云襄传 | 筹备中 | 2021 年下半年 |
| 11 | 心想事成 | 筹备中 | 2021 年下半年 |
| 12 | 大明江湖宅女记 | 筹备中 | 2021 年下半年 |
| 13 | 星落凝成糖 | 筹备中 | 2021 年下半年 |
| 14 | 和前男友一起穿越到 23 年后 | 筹备中 | 2021 年下半年 |
| 15 | 灿烂 | 筹备中 | 2021 年下半年 |
| 16 | 摇滚狂花 | 筹备中 | 2021 年下半年 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 投资建议

完美世界作为国内优质研发龙头，产品线丰富并且精品项目生命周期不断拉长，游戏新战略发布更是为长线发展提供坚实基础；行业发展维度看，则有望享受优质研发商议价力提升的红利。影视 20 年减值后短期压力释放，未来有望稳健发展。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 23.5 亿/30.0 亿/36.9 亿元，同比增速分别为 51.7%/27.8%/23.0%，对应 PE 分别为 17.3x/13.5x/11.0x，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 | 2,939.42 | 10,798.71 | 8,711.04 |
| 应收票据及应收账款 | 2,354.70 | 1,411.40 | 4,794.04 | 2,873.90 | 6,103.80 |
| 预付账款 | 541.88 | 330.92 | 2,063.36 | 894.57 | 2,535.52 |
| 存货 | 1,760.21 | 1,027.19 | 1,899.16 | 730.11 | 2,128.30 |
| 其他 | 2,949.81 | 2,171.91 | 3,638.34 | 2,856.45 | 3,446.45 |
| 流动资产合计 | 10,132.11 | 7,884.62 | 15,334.31 | 18,153.74 | 22,925.11 |
| 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 | 22,622.47 | 25,377.34 | 29,938.55 |
| 短期借款 | 1,138.64 | 784.07 | 870.87 | 1,200.00 | 1,200.00 |
| 应付票据及应付账款 | 486.39 | 733.02 | 464.12 | 1,014.84 | 700.20 |
| 其他 | 3,174.58 | 2,686.61 | 2,565.30 | 1,967.85 | 3,203.67 |
| 流动负债合计 | 4,799.61 | 4,203.70 | 3,900.29 | 4,182.69 | 5,103.87 |
| 长期借款 | 225.32 | 22.57 | 22.57 | 25.00 | 25.00 |
| 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 | 467.63 | 639.81 |
| 负债合计 | 6,500.65 | 4,324.54 | 4,709.85 | 4,650.32 | 5,743.68 |
| 少数股东权益 | 614.03 | 347.07 | 357.93 | 382.12 | 419.38 |
| 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 | 6,266.86 | 6,266.86 | 6,266.86 |
| 留存收益 | 8,184.27 | 9,007.12 | 15,543.03 | 18,333.23 | 21,763.83 |
| 其他 | (2,359.89) | (2,145.34) | (6,266.86) | (6,266.86) | (6,266.86) |
| 股东权益合计 | 10,128.75 | 11,182.39 | 17,912.62 | 20,727.02 | 24,194.87 |
| 负债和股东权益总 | 16,629.39 | 15,506.93 | 22,622.47 | 25,377.34 | 29,938.55 |

| 现金流量表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------------|-------------------|
| 净利润 | 1,447.16 | 1,504.29 | 2,348.33 | 3,000.22 | 3,688.81 |
| 折旧摊销 | 141.50 | 196.85 | 188.34 | 201.95 | 215.55 |
| 财务费用 | 240.19 | 133.70 | 152.85 | 159.82 | 170.10 |
| 投资损失 | (229.40) | (195.69) | (270.00) | (270.00) | (270.00) |
| 营运资金变动 | (1,643.37) | 427.65 | (6,959.14) | 4,561.39 | (5,721.08) |
| 其它 | 2,067.37 | 1,625.75 | 10.85 | 24.20 | 37.26 |
| 经营活动现金流 | 2,023.44 | 3,692.55 | (4,528.77) | 7,677.57 | (1,879.35) |
| 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) | 858.73 | (174.37) | 342.18 |
| 投资活动现金流 | (1,994.32) | (453.06) | 220.00 | 220.00 | 220.00 |
| 债权融资 | 1,788.96 | 806.64 | 893.44 | 1,225.00 | 1,225.00 |
| 股权融资 | (400.53) | 21.61 | 4,335.61 | (159.82) | (170.10) |
| 其他 | (2,815.07) | (3,622.62) | (924.06) | (1,103.46) | (1,483.22) |
| 筹资活动现金流 | (1,426.65) | (2,794.36) | 4,304.99 | (38.28) | (428.32) |
| 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 | (3.77) | 7,859.29 | (2,087.67) |

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 | 11,757.68 | 14,528.72 | 17,010.36 |
| 营业成本 | 3,141.66 | 4,057.03 | 4,788.57 | 5,915.85 | 6,860.18 |
| 营业税金及附加 | 31.22 | 31.90 | 36.45 | 45.04 | 52.73 |
| 营业费用 | 1,145.02 | 1,831.09 | 2,028.20 | 2,462.62 | 2,823.72 |
| 管理费用 | 684.54 | 757.41 | 787.76 | 813.61 | 850.52 |
| 研发费用 | 1,504.47 | 1,589.35 | 1,763.65 | 2,150.25 | 2,500.52 |
| 财务费用 | 206.21 | 112.54 | 152.85 | 159.82 | 170.10 |
| 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 | 270.00 | 270.00 | 270.00 |
| 其他 | 34.48 | 578.00 | (615.00) | (578.00) | (578.00) |
| 营业利润 | 1,341.73 | 1,628.30 | 2,588.20 | 3,320.53 | 4,091.58 |
| 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 | 2,592.51 | 3,323.53 | 4,094.58 |
| 所得税 | (101.29) | 152.25 | 233.33 | 299.12 | 368.51 |
| 净利润 | 1,447.16 | 1,504.29 | 2,359.18 | 3,024.41 | 3,726.07 |
| 少数股东损益 | (55.64) | (44.22) | 10.85 | 24.20 | 37.26 |
| 归属于母公司净利润 | 1,502.80 | 1,548.50 | 2,348.33 | 3,000.22 | 3,688.81 |
| 每股收益(元) | 1.16 | 1.20 | 1.21 | 1.55 | 1.90 |

| 主要财务比率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 0.07% | 27.19% | 14.99% | 23.57% | 17.08% |
| 营业利润 | -29.09% | 21.36% | 58.95% | 28.30% | 23.22% |
| 归属于母公司净利润 | -11.92% | 3.04% | 51.65% | 27.76% | 22.95% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 60.92% | 60.32% | 59.27% | 59.28% | 59.67% |
| 净利率 | 18.69% | 15.14% | 19.97% | 20.65% | 21.69% |
| ROE | 15.79% | 14.29% | 13.38% | 14.75% | 15.52% |
| ROIC | 34.04% | 39.93% | 66.36% | 29.39% | 64.91% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 39.09% | 27.89% | 20.82% | 18.32% | 19.18% |
| 净负债率 | -7.27% | -19.11% | -11.42% | -46.19% | -30.94% |
| 流动比率 | 2.11 | 1.88 | 3.93 | 4.34 | 4.49 |
| 速动比率 | 1.74 | 1.63 | 3.44 | 4.17 | 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 | 8.04 | 11.05 | 11.90 |
| 总资产周转率 | 0.49 | 0.64 | 0.62 | 0.61 | 0.62 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.16 | 1.20 | 1.21 | 1.55 | 1.90 |
| 每股经营现金流 | 1.04 | 1.90 | -2.33 | 3.96 | -0.97 |
| 每股净资产 | 4.90 | 5.59 | 8.73 | 10.11 | 11.82 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 18.00 | 17.46 | 17.28 | 13.53 | 11.00 |
| 市净率 | 4.27 | 3.75 | 2.40 | 2.07 | 1.77 |
| EV/EBITDA | 12.11 | 9.86 | 12.37 | 7.60 | 6.73 |
| EV/EBIT | 12.43 | 10.20 | 13.24 | 8.05 | 7.08 |

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 |