

# 游族网络 (002174)

证券研究报告

2019年05月21日

## 18年研发投入增长显著，静待《权游》上线业绩增长

18年业绩符合预期，营收净利稳定增长，毛利率提升。

18年营收35.81亿元，同比上升10.68%；归母净利10.09亿元，同比上升53.85%；归母扣非净利7.38亿元，同比上升23.05%。毛利率56.07%，同比上升3.91pcts，净利率28.23%，同比上升7.71pcts。经拆分18Q4营收9.58亿，同比增长19.45%，环比增长14.59%，归母净利3.26亿，同比增长65.48%，主要系《天使纪元》海外、《三十六计》等新游戏增量，老游戏《少年三国志》稳定贡献，及投资收益1.06亿元，内生基本持平。

19Q1营收利润下滑与新游上线周期及员工激励计划新增激励费用有关。

19Q1营收8.33亿元，同比下降4.03%，归母净利1.73亿元，同比下降22.07%，归母扣非净利1.72亿元，同比下降21.24%，毛利率54.62%，同比下降9.78pcts，净利率20.77%，同比下降4.69pcts。主要系：1) 19Q1新游数量少且18Q1《天使纪元》基数较高；2) 资产减值损失及员工激励费用的影响，剔除上述影响后预计净利与营收增速下降相匹配；3) 《圣斗士星矢：觉醒》、《猎魂觉醒》等新游分成，《权游页游》海外推广等。19Q1经营性活动现金流6859.6万，同比增长37%，现金流量表质量有所改善。

18年研发投入大幅增长，加强中台研发队伍建设，19-20年产品储备丰富。

18年研发投入4.94亿元，同比增长53.99%，研发人员数量1493人，同比上升1.77%，研发人员数量占比提升10.88pcts至76.49%，打造可靠中台和精悍前台提升内部研发运营效率，在研项目包括《权游》手页游、《山海镜花》《少年三国志2》《盗墓笔记》等，均计划在19年测试或上线。

18年手游营收25.68亿元，同比增长11.60%，营收占比71.7%，同比上升3.9pcts，毛利率提升5.9pcts至55.6%，《少年三国志》、《天使纪元》、《女神联盟2》等精品游戏贡献稳定流水，静待头部游戏上线催化业绩。公司将参与《荒野乱斗》国内发行。18年海外发行营收18.44亿元，同比下降6.30%，营收占比51.5%，同比下降9.3pcts，《狂暴之翼》17年基数高，19年公司携《猎魂觉醒》、《圣斗士星矢》、《神都夜行录》等多款游戏开拓海外市场，《权游页游》英文版海外公测预计将带动海外收入增速回升。

**投资建议：** 综上，公司18年及19Q1业绩基本符合预期，我们预计公司18年11月完成的最新员工持股计划费用摊分以及公司游戏上线时间调整公司盈利预测，预计公司19-21年净利分别为12/15/18亿元，对应估值为13x/10x/8x。《权游手游》5月8日已启动付费测试，近期公司率先推出免费微信小游戏造势，短期看头部大作上线在即有望催化公司估值增长，长期看公司19-20年产品储备丰富，研发投入增加、中台建设等精品化战略布局颇具诚意，维持“买入”评级。

**风险提示：** 游戏上线时间或表现不及预期、税收政策变化等政策趋严

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,235.68	3,581.25	4,754.47	5,887.94	7,077.89
增长率(%)	27.89	10.68	32.76	23.84	20.21
EBITDA(百万元)	736.94	1,450.59	1,410.68	1,719.22	2,025.58
净利润(百万元)	655.89	1,009.12	1,198.75	1,499.59	1,800.93
增长率(%)	11.57	53.85	18.79	25.10	20.10
EPS(元/股)	0.74	1.14	1.35	1.69	2.03
市盈率(P/E)	23.26	15.12	12.73	10.17	8.47
市净率(P/B)	3.77	3.38	2.49	2.00	1.62
市销率(P/S)	4.71	4.26	3.21	2.59	2.16
EV/EBITDA	25.54	11.02	9.18	7.07	5.05

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	17.17元
目标价格	32.4元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	888.47
流通A股股本(百万股)	642.26
A股总市值(百万元)	15,254.99
流通A股市值(百万元)	11,027.63
每股净资产(元)	5.33
资产负债率(%)	40.65
一年内最高/最低(元)	26.68/13.02

### 作者

文浩	分析师
SAC执业证书编号:	S1110516050002
wenhao@tfzq.com	
冯翠婷	分析师
SAC执业证书编号:	S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

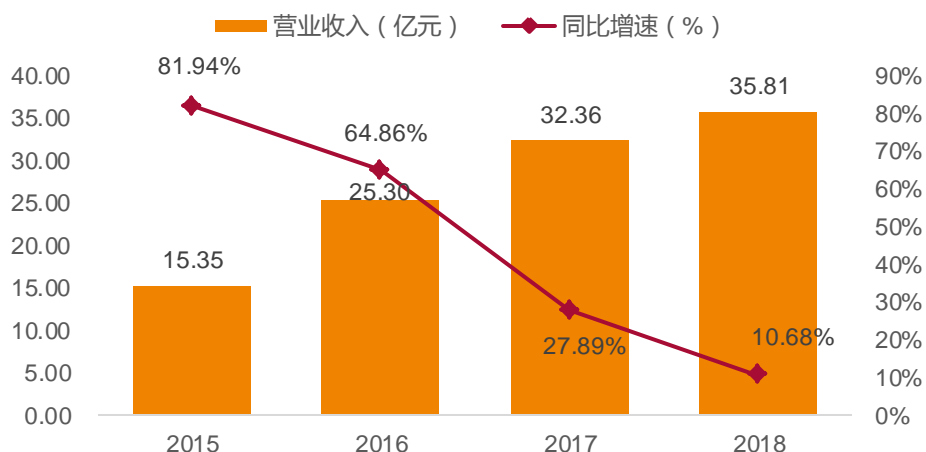
### 相关报告

- 1 《游族网络-公司点评:全年归母10.17亿符合预期，静待游戏版号落地催化》 2019-02-28
- 2 《游族网络-公司点评:顶级IP+腾讯导流打造爆款，持股计划绑定骨干员工》 2018-07-03
- 3 《游族网络-季报点评:18Q2有望成拐点，"天使"准备出海》 2018-04-26

## 1.18 年营收净利稳定增长，毛利率进一步提升，研发投入增长近 54%提升研发能力

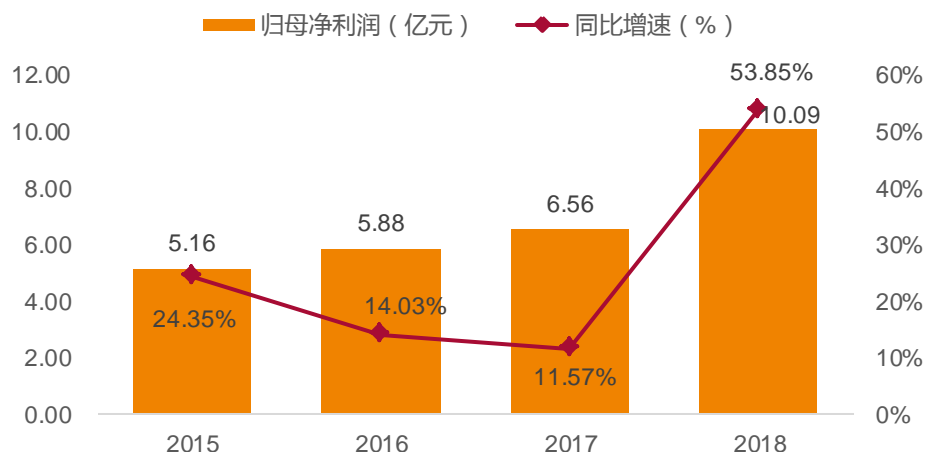
2018 年营收和利润均有所下降。2018 年实现营收 35.81 亿元，同比上升 10.68%；归母净利润 10.09 亿元，同比上升 53.85%；归母扣非净利润 7.38 亿元，同比上升 23.05%，主要系公司持续贯彻“精实增长”战略，立足“大 IP、精品化、全球化”三大方向，通过游戏研发升级和精细化运营巩固核心业务优势，《少年三国志》、《天使纪元》、《女神联盟 2》、《三十六计》等精品游戏为公司贡献了稳定的流水和收益；深化全球化布局，海外市场发展规模不断扩大，提高了市场渗透率和区域优势；报告期内公司处置部分股权而获取了相关投资收益 2.27 亿元，同比增长 7466.67%。

图 1：2015-2018 年公司营业收入及同比情况



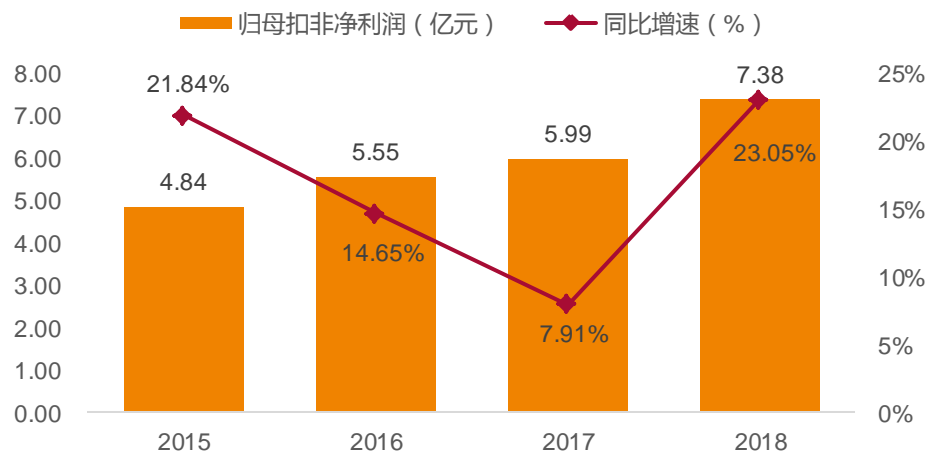
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：2015-2018 年公司归母净利润及同比情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：2015-2018 年公司归母扣非净利润及同比情况

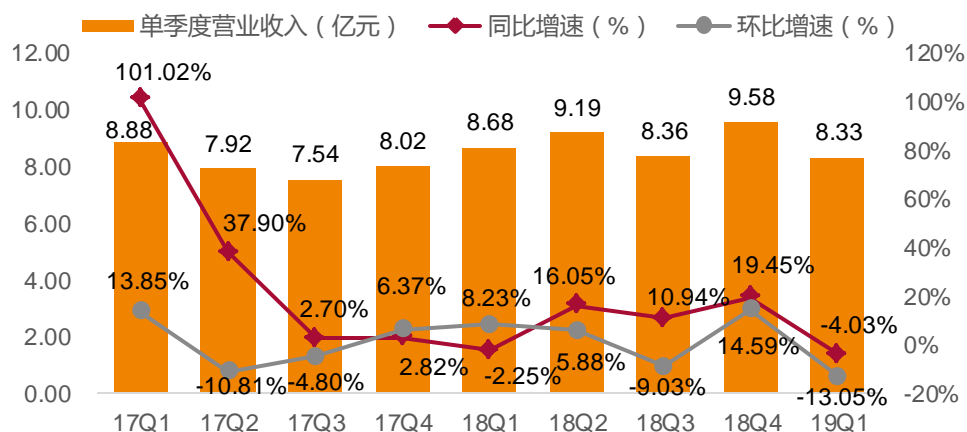


资料来源：公司公告、天风证券研究所

分季度看，2018 年各季度分别实现收入 8.68 亿元、9.19 亿元、8.36 亿元、9.58 亿元，各季度实现归母净利润 2.22 亿元、2.71 亿元、1.90 亿元和 3.26 亿元。其中 18Q4 实现营收 9.58 亿元，同比增长 19.45%，环比增长 14.59%，归母净利 3.26 亿元，同比增长 65.48%。18Q4 增长主要由于《天使纪元》海外、《三十六计》、《女神联盟 2》等新游戏带来的增量，以及老游戏《少年三国志》周年庆活动的流水增长（>1.1 亿月流水表现），及投资收益 1.06 亿元。且公司于 2018 年 11 月完成员工持股计划的购买，计提的激励费用略低于前期预期。

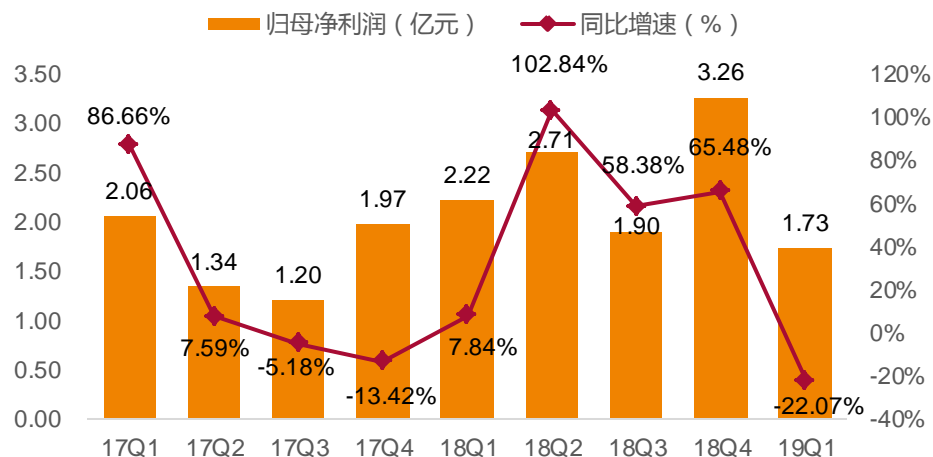
**受游戏上线周期影响，19Q1 业绩有所下滑。**公司 19Q1 实现营收 8.33 亿元，同比下降 4.03%，主要系 18Q1 上线的自研游戏《天使纪元》导致基数较高，且 19Q1 无大作上线所致；归母净利润 1.73 亿元，同比下降 22.07%，扣非后归母净利润 1.72 亿元，同比下降 21.24%。其中根据一季报可见，有资产减值损失（坏账计提比例提升）增加了 1438 万，及员工激励费用增加，剔除上述影响后预计净利增速下降与营收增速下降相匹配。

图 4：17Q1-19Q1 公司季度营收情况对比



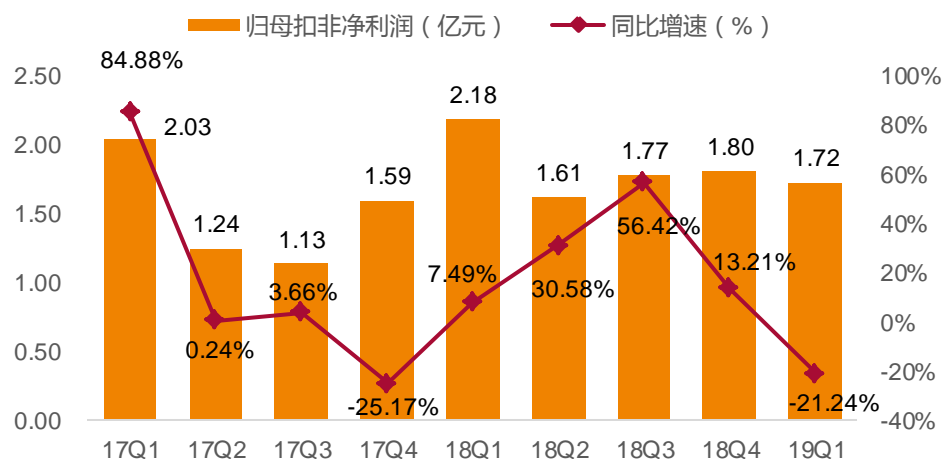
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：17Q1-19Q1 公司季度归母净利润情况对比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：17Q1-19Q1 公司季度归母扣非净利润情况对比

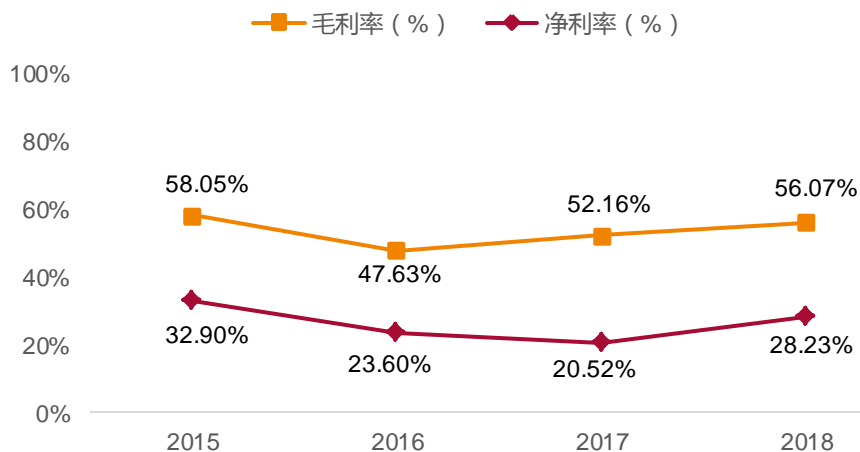


资料来源：公司公告、天风证券研究所

18 年公司毛利率、净利率进一步提升。18 年公司毛利率、净利率进一步提升。2018 年公司的毛利率为 56.07%，同比上升 3.91pcts；净利率 28.23%，同比上升 7.71pcts，主要系：

- 1) 公司 18 年由于版号问题，新游戏上线较少，主要靠《少年三国志》、《天使纪元》《女神联盟》等老游戏的贡献为主。老游戏进入生命周期的中期，开始进入利润回收期。
- 2) 公司游戏宣传向品牌宣传倾侧，计入销售费用份额增加。

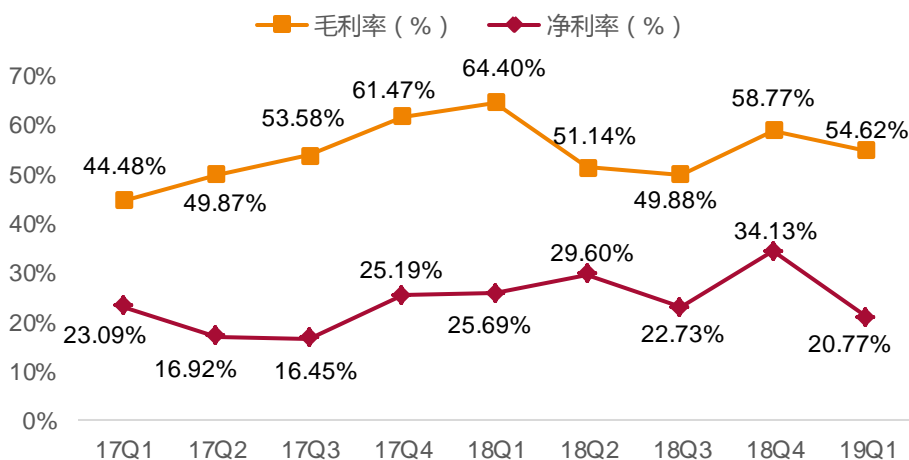
图 7：2015-2018 年公司毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司 19Q1 毛利率为 54.62%，同比下降 9.78pcts，净利率为 20.77%，同比下降 4.69pcts，主要系 19Q1 圣斗士星矢、权游的页游等游戏上线，游戏海外发行推广费用、CP 分成部分计入营业成本中，导致毛利率下滑。

图 8：17Q1-19Q1 公司毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

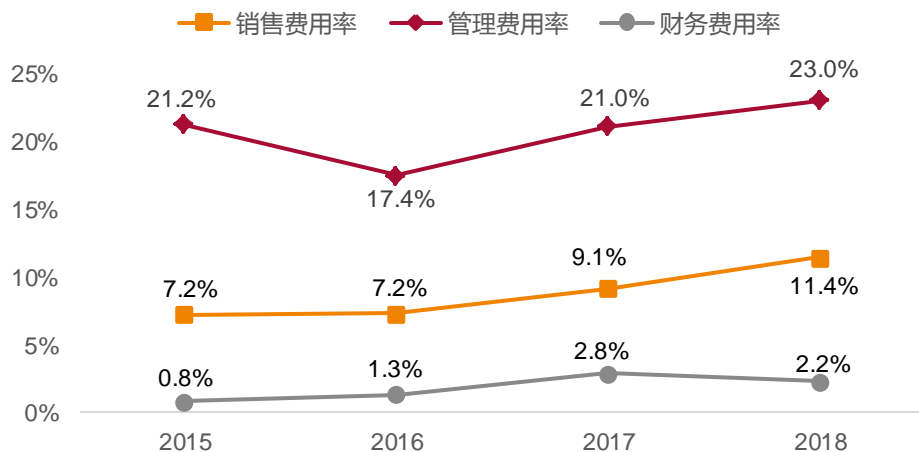
三项费用率：18 年三费率为 36.6%，同比上升 3.7pcts。

1) 销售费用率：2018 年公司销售费用 4.08 亿元，同比上升 38.8%，销售费用率 11.4%，同比上升 2.3pcts；主要系游戏宣传推广方式增加及增长所致，游族将与游戏直接相关的拉新等推广计入成本影响毛利率，把游戏品牌宣传计入销售费用，18 年游戏推广向品牌宣传倾斜，如《天使纪元》年初与在线答题 APP 联动等，因为体现为毛利率及销售费用率上升；

2) 管理费用率：2018 年公司管理费用 8.23 亿元，同比上升 21.0%，管理费用率 23.0%，同比上升 2.0pcts，其中职工薪酬提升近 4600 万；研发费用达到 3.70 亿元，同比增长 24.62%；股权激励费用 1562.12 万元，同比上升 54.09%；

3) 财务费用率：2018 年公司财务费用 0.8 亿元，同比下降 12.1%，财务费用率 2.2%，同比下降 0.6pcts；主要系本期利息收入较上年有较大增长。

图 9：2015-2018 年公司销售、管理、财务费用率情况



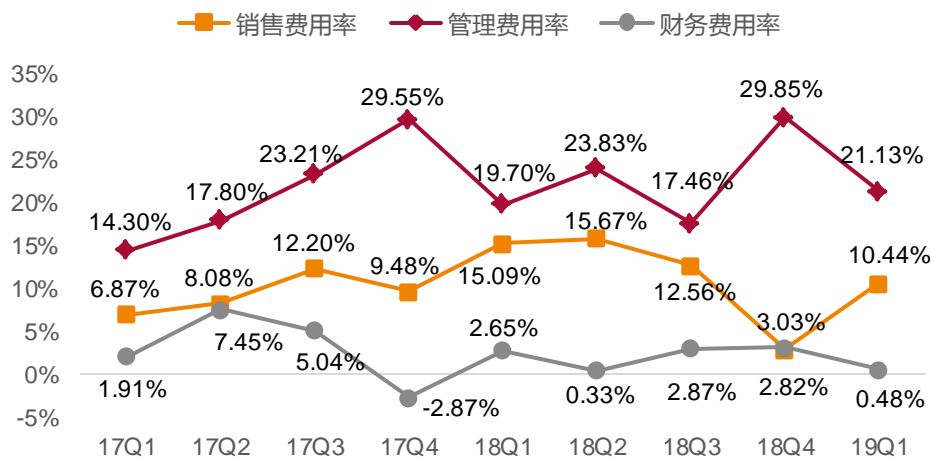
资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：2018 年第三季度起公司会计准则变更导致研发费用单列，为统一口径将 2018 年研发费用加回管理费用中比较

19Q1 公司三项费用率为 32.05%，同比下降 5.39pcts，主要系：

- 1) 销售费用率：19Q1 公司销售费用 0.87 亿元，同比下降 33.59%，销售费用率 10.44%，同比下降 4.65pcts，无新游上线推广减少；
- 2) 管理费用率(含研发费用，统一口径)：19Q1 公司管理费用 1.76 亿元，同比上升 2.92%，管理费用率 21.13%，同比上升 1.43pcts。实际管理费用 1.1 亿，同比增长 22.6%，18 年底落地的员工激励费用增加（根据季报+2000 万左右）；19Q1 研发费用 6564 万，环比下降 53.1%，18 年 Q4 研发费用提升主要项目到位。
- 3) 财务费用率：19Q1 公司财务费用 0.04 亿元，同比下降 82.61%，财务费用率 0.48%，同比下降 2.17pcts，主要系本报告期内利息收入和汇兑收益增加。

图 10：17Q1-19Q1 公司分季度三大费用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

**研发投入增长近 54%，研发团队增长提升研发能力。**18 年公司研发投入 4.94 亿元，同比增长 53.99%，主要包括《Game of Thrones Winter is Coming》、《权力的游戏凛冬将至》、《山海镜花》、《少年三国志 2》、《盗墓笔记》等项目。18 年研发人员数量 1493 人，同比上升 1.77%，研发人员数量占比提升 10.88pcts 至 76.49%，说明公司重视提升研发能力，向研发型公司转型。

表 1：2017-2018 年公司研发投入及人员情况

项目	2018	2017	变动比例
研发投入（亿元）	4.94	3.21	53.99%
研发支出占营业收入比例(%)	13.80%	9.92%	3.88pcts
研发人员数量（人）	1493	1467	1.77%
研发人员数量占比（%）	76.49%	65.61%	10.88pcts

资料来源：公司公告、天风证券研究所

18 年公司经营活动产生的现金流量净额为 2.73 亿元，同比减少 63.14%，主要系收入增长以及市场推广、渠道拓展和海外布局等造成相应现金流出较多所致。值得一提的是，公司于 19Q1 经营性活动现金流为 6859.6 万，同比增长 37%，相较 18 年现金流量表质量有所改善。

表 2：2018-2019Q1 公司经营活动现金流情况

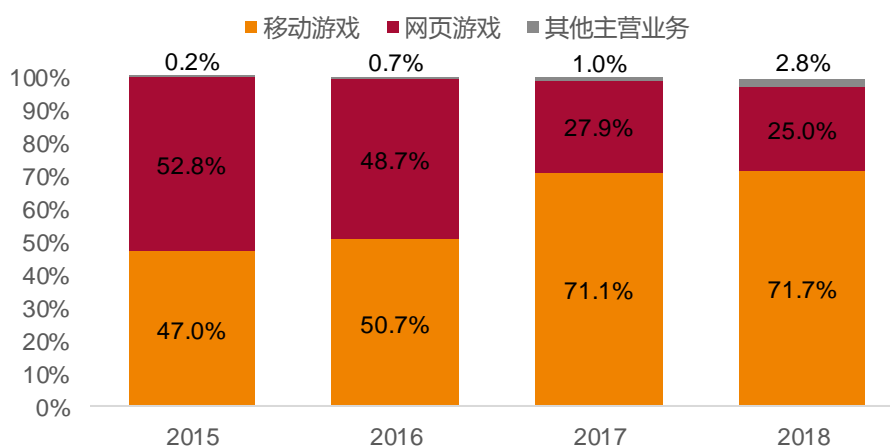
单位（亿元）	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业总收入	8.68	9.19	8.36	9.58	8.33
同比(%)	-2.25%	16.05%	10.94%	19.45%	-4.03%
经营活动现金净流量	0.5	-0.36	1.06	1.53	0.69
同比(%)	-18.96%	-125.39%	-57.75%	-46.18%	36.89%
占营收比(%)	5.76%	-3.92%	12.68%	15.97%	8.28%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 2. 19 年静待《权游》《山海》等头部游戏上线催化，海外代理《星矢》《神都》等大作增速回暖

**分业务总体情况：**从营收结构看，18 年公司移动游戏业务营收占比上升 0.6pcts 至 71.7%，保持稳定；网页游戏业务占比下降 2.9pcts 至 25.0%；从毛利润结构看，公司移动游戏业务毛利润占比逐年提升，18 年毛利润占比提升 3.4pcts 至 71.2%；网页游戏业务毛利润占比下降 4.9pcts 至 26.3%。

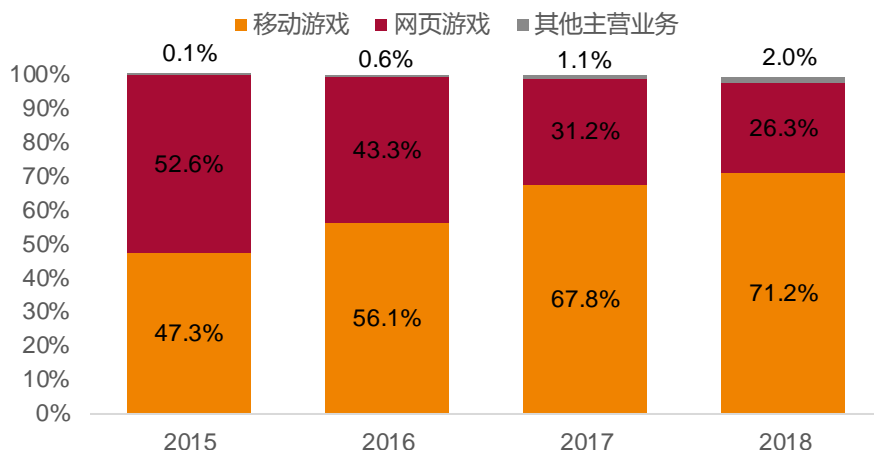
图 11：2015-2018 年公司主营业务构成情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所



图 12：2015-2018 年公司主营业务毛利润构成情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

18 年公司移动游戏业务保持稳定增长。实现营收 25.68 亿元，同比增长 11.60%，毛利率同比上升 5.92pcts 至 55.64%。公司“精品化、IP 化、全球化”战略稳步推进，产品线具体情况如下：

- 1) **长线运营**：经典卡牌手游《少年三国志》上线四年累计流水超 50 亿，“2018 年度十大最受欢迎移动游戏”；《狂暴之翼》“2018 十大最受海外欢迎游戏”；
- 2) **MMO**：《天使纪元》成为年度 MMO 市场黑马，上线 3 个月注册用户人数过 1500 万，日流水峰值过千万；
- 3) **SLG**：《三十六计》在新游畅销榜上获得优异的成绩；《女神联盟 2》为“女神联盟”IP 系列的续作，收获业界玩家好评；
- 4) **年轻用户精品手游**：《权力的游戏凛冬将至》(手页游)、《山海镜花》预计将于 19 年上线。公司已宣布将参与 Supercell 旗下重磅大作《荒野乱斗》的国内发行业务。

表 3：2016-2018 年公司移动游戏业务拆分

移动游戏	2016	2017	2018
收入	12.82	23.01	25.68
同比 (%)		79.49%	11.60%
成本	6.06	11.57	11.39
同比 (%)		90.92%	-1.56%
毛利	6.76	11.44	14.29
毛利率 (%)	52.74%	49.72%	55.64%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司 18 年网页游戏业务实现营收 8.94 亿元，同比下降 1.11%，毛利率同比上升 0.8pcts 至 59.03%。公司战略中心由网页游戏转移至移动游戏业务，页游业务收缩。



表 4：2016-2018 年公司网页游戏业务拆分

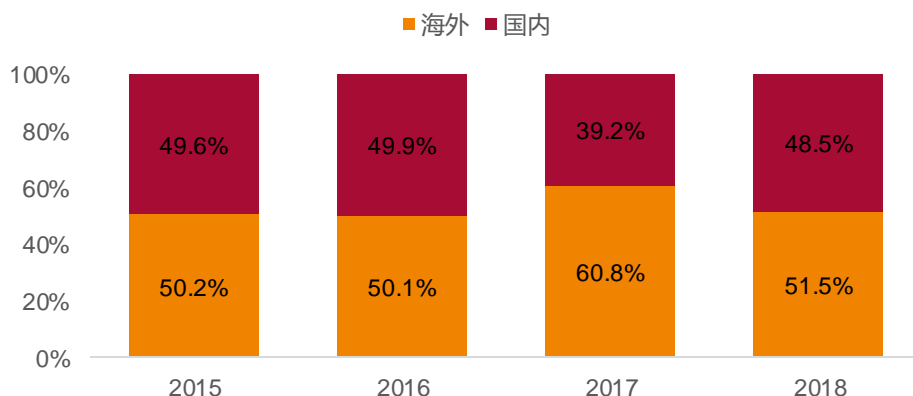
网页游戏	2016	2017	2018
收入	12.31	9.04	8.94
同比 (%)		-26.56%	-1.11%
成本	7.1	3.78	3.66
同比 (%)		-46.76%	-3.17%
毛利	5.22	5.26	5.28
毛利率 (%)	42.36%	58.23%	59.03%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

**分地区总体情况：**从营收结构看，18 年公司国内业务营收占比提升 9.30pcts 至 48.5%，海外业务营收占比为 51.5%，同比下降 9.30pcts；从毛利润结构看，国内业务毛利润占比为 63.5%，海外业务毛利润占比为 36.6%。海外营收占比下降主要系：17 年《狂暴之翼》、《女神联盟》等海外发行成绩游戏，导致 17 年基数高，18 年游戏生命周期进入中期，海外贡献减弱，同时 18 年底《少年三国志》、《三十六计》等国内游戏表现优秀。

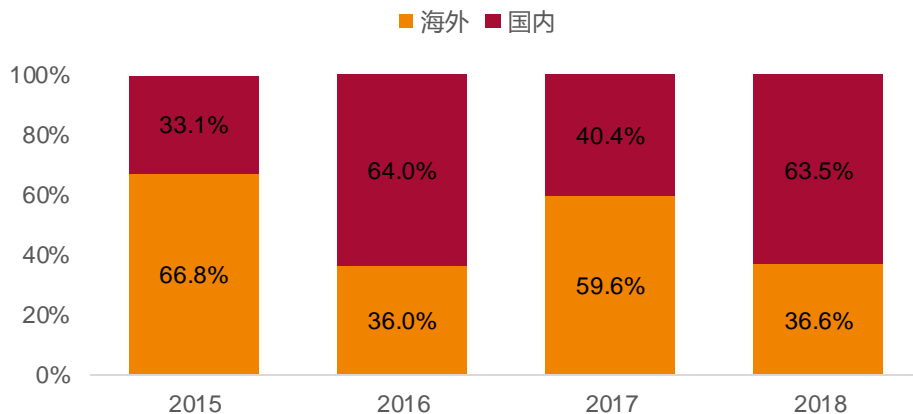
**19 年公司海外收入预计增速回暖。**19Q1《圣斗士星矢》(国内腾讯发行)2 月 26 日上线港澳台市场并马上登台湾下载榜榜二，网易《猎魂觉醒》《神都夜行录》等海外代理以及《权力的游戏》页游上线等也将为公司海外地区 19 年贡献业绩增量。

图 13：2015-2018 年公司分地区营收构成情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 14：2015-2018 年公司分地区毛利润构成情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 5：2016-2018 年公司海外业务拆分

海外	2016	2017	2018
收入	12.68	19.68	18.44
同比 (%)		55.21%	-6.30%
成本	8.34	9.62	11.1
同比 (%)		15.35%	15.38%
毛利	4.34	10.06	7.34
毛利率 (%)	34.20%	51.12%	39.79%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

高管期权及员工激励计划持续影响公司费用，预计 2019 年将摊销 2.2 亿费用。

1) 2017 年股票期权激励计划：为充分调动公司中高层管理人员及员工积极性，公司设立股票期权激励计划，2017 年 8 月向高级管理人员、核心管理人员及核心技术（业务）人员授予股票期权，授予的股票期权在满足行权条件的前提下，分别于授予日起 12 个月、24 个月、36 个月和 48 个月后按 20%、20%、30%、30% 的比例予以行权。对应的业绩考核目标为：相比于 2016 年，2017/2018/2019/2020 年营业收入增长率不低于 30%/50%/70%/90%，若公司未满足业绩考核目标，所有激励对象对应考核当年可行权的股票期权均不得行权，由公司注销。

18 年营业收入 35.81 亿元，16 年为 25.30 亿元，18 年营收相对 16 年增长 71.60%，股份期权行权价 29.25 元，期限为自 2017 年 8 月 15 日起 48 个月。

表 6：2017 年至 2021 年股票期权激励计划费用预计摊销情况（单位：万元）

股票期权费用	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
30585.35	4776.66	10624.59	8292.28	5142.01	1749.80

资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：1) 2017 年 10 月，2 名激励对象因个人原因放弃股票期权，5 名激励对象因离职而失去激励对象资格，计划调整为向 180 名激励对象授予 4996.4 万份股票期权；

2) 由于高管期权及员工激励计划按员工属性在不同费用单列，所以无法从公告得知实际费用确定情况。

## 2) 员工持股计划：

为有效激励公司骨干员工，公司设立员工持股计划。第一期员工持股计划：期末限制性股票：授予价格为 15.38 元/股，期限为自 2018 年 11 月 7 日起 36 个月。员工持股计划持有的股票总额为 1599.43 万股（其中通过二级市场竞价交易累计买入公司股票 188.47 万股，公司赠与回购股票共计 1410.96 万股），占公司目前总股比 1.80%。截止 2018 年 12 月 18 日，公司 2018 年员工持股计划通过二级市场竞价交易方式累计买入公司股票 188.47 万股，成交金额为 2998.81 万元（不含交易费用），成交均价约 15.91 元/股，买入股票数量占公司总股本的 0.212%。

表 7：2018 年至 2021 年员工持股计划费用预计摊销情况（单位：万元）

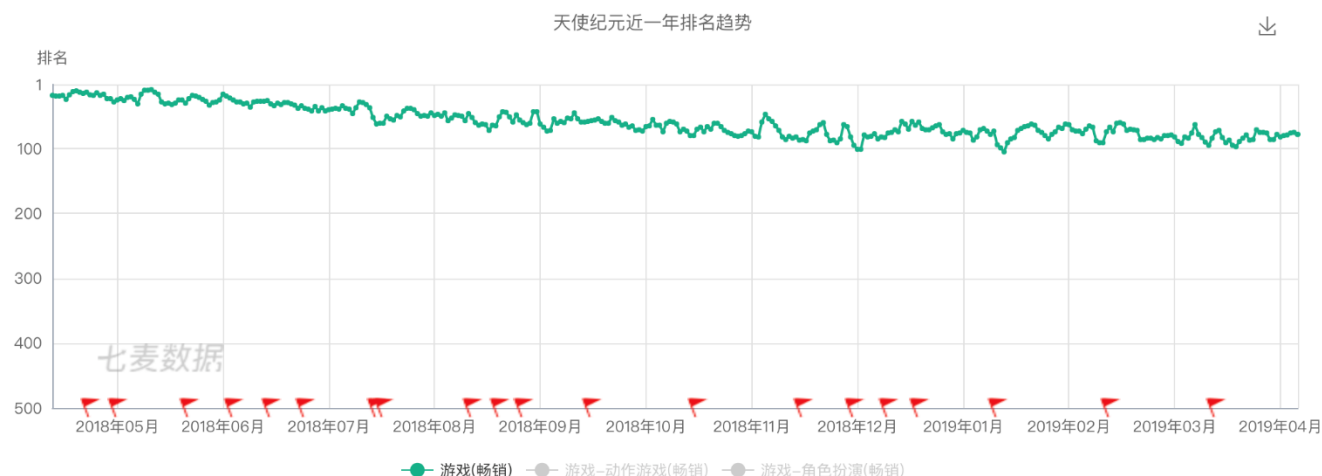
股份支付费用	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
30000.00	7291.67	13750.00	6625.00	2333.33

资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：18 年由于 11 月才完成员工激励计划授予，实质确认费用低于原计划。

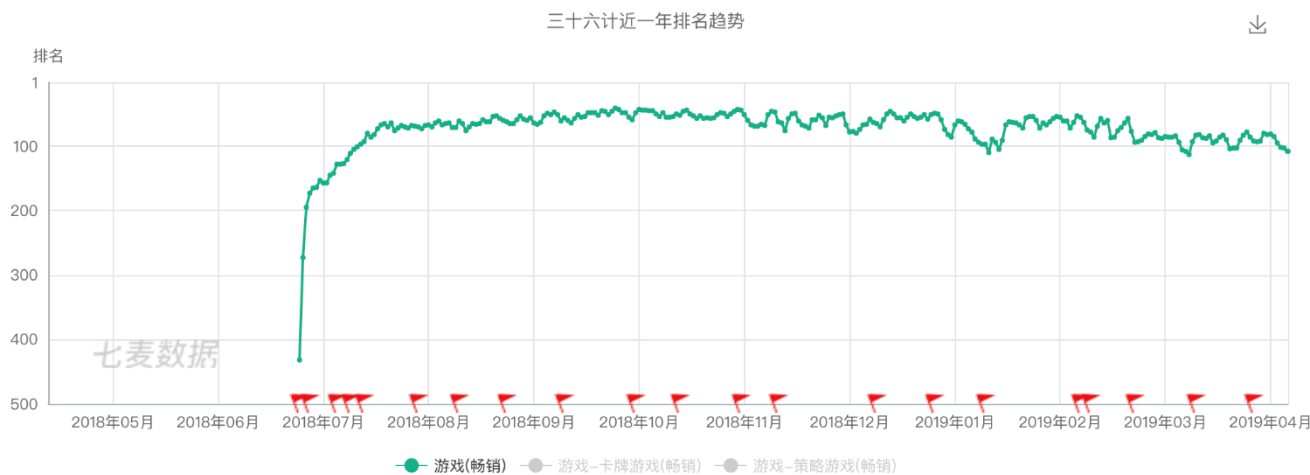
公司核心游戏排名如下：

图 15:《天使纪元》国内排名



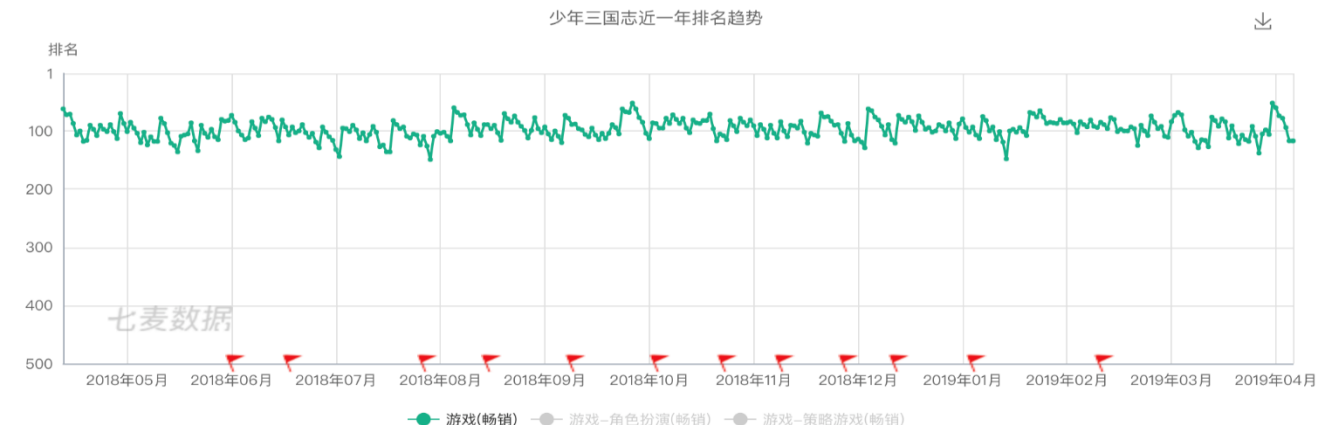
资料来源：七麦数据、天风证券研究所

图 16:《三十六计》国内排名



资料来源：七麦数据、天风证券研究所

图 17:《少年三国志》国内排名



资料来源：七麦数据、天风证券研究所

图 18：权力的游戏微信小游戏



资料来源：GameLook 微信公众号、天风证券研究所

由游族研发、腾讯发行的微信小游戏《权力的游戏·凛冬将至》已于 4 月 29 日正式上线，承电视剧最后一季热播的影游联动的东风，利用微信强大的流量激活、培养 IP 粉丝。小游戏的核心玩法为“塔防+融合”，我们认为简单来说就是“权游版的植物大战僵尸”。敌对 NPC，即剧中的“异鬼”从屏幕上方按波次进攻。只要有任意敌方单位突破玩家的 3 道防线、攻击到底部的堡垒，游戏就结束。玩家的堡垒阵前有 15 个单位格用于排兵布阵，并可利用己方英雄技能（如丹妮莉丝的召唤神龙）击退异鬼。我们认为，游族腾讯率先推出全免费小游戏，目的是为 APP 手游上线造势，并可以提前了解目标玩家群体提高后续手游拉新效率，如获得游戏中的英雄雪诺就需要玩家完成官方拉新任务、邀请一名好友才可获得，创新性尝试有望提升手游上线表现。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,937.77	1,156.06	2,377.24	3,238.37	4,954.52
应收票据及应收账款	474.20	886.05	919.81	1,316.56	1,371.78
预付账款	360.06	698.29	770.96	1,052.60	1,147.60
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	361.96	443.67	446.58	484.12	510.88
<b>流动资产合计</b>	<b>3,133.99</b>	<b>3,184.06</b>	<b>4,514.59</b>	<b>6,091.66</b>	<b>7,984.79</b>
长期股权投资	443.17	433.29	433.29	433.29	433.29
固定资产	699.06	714.99	702.84	710.77	717.74
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	264.03	354.34	281.65	208.96	136.27
其他	2,095.70	2,645.89	2,497.14	2,527.88	2,490.03
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,501.96</b>	<b>4,148.51</b>	<b>3,950.92</b>	<b>3,950.49</b>	<b>3,849.09</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,635.95</b>	<b>7,332.58</b>	<b>8,465.51</b>	<b>10,042.15</b>	<b>11,833.88</b>
短期借款	1,274.32	1,889.82	1,003.33	1,187.23	887.20
应付票据及应付账款	176.46	177.43	313.86	295.90	439.79
其他	687.99	325.96	602.42	509.10	652.58
<b>流动负债合计</b>	<b>2,138.77</b>	<b>2,393.20</b>	<b>1,919.61</b>	<b>1,992.23</b>	<b>1,979.58</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	398.16	398.95	398.56	398.75	398.66
其他	30.58	34.17	32.37	33.27	32.82
<b>非流动负债合计</b>	<b>428.74</b>	<b>433.12</b>	<b>430.93</b>	<b>432.02</b>	<b>431.48</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,567.51</b>	<b>2,826.32</b>	<b>2,350.54</b>	<b>2,424.25</b>	<b>2,411.05</b>
少数股东权益	17.27	(3.36)	(0.70)	2.63	6.64
股本	888.47	888.47	888.47	888.47	888.47
资本公积	930.32	842.61	842.61	842.61	842.61
留存收益	3,173.59	4,028.46	5,227.21	6,726.80	8,527.73
其他	(941.22)	(1,249.92)	(842.61)	(842.61)	(842.61)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,068.44</b>	<b>4,506.26</b>	<b>6,114.98</b>	<b>7,617.90</b>	<b>9,422.83</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>6,635.95</b>	<b>7,332.58</b>	<b>8,465.51</b>	<b>10,042.15</b>	<b>11,833.88</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	664.15	1,011.36	1,198.75	1,499.59	1,800.93
折旧摊销	143.78	151.71	108.84	111.16	113.55
财务费用	89.38	104.17	53.37	44.75	33.34
投资损失	(2.78)	(227.35)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(560.22)	(1,134.12)	265.95	(764.78)	101.66
其它	407.22	367.57	2.66	3.33	4.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>741.51</b>	<b>273.34</b>	<b>1,629.57</b>	<b>894.05</b>	<b>2,053.49</b>
资本支出	310.53	213.73	61.79	79.10	50.45
长期投资	133.05	(9.89)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,107.10)	(762.47)	(121.79)	(159.10)	(100.45)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(663.53)</b>	<b>(558.62)</b>	<b>(60.00)</b>	<b>(80.00)</b>	<b>(50.00)</b>
债权融资	2,041.58	2,288.77	1,586.43	1,678.26	1,424.27
股权融资	658.37	(559.05)	358.75	(39.95)	(28.54)
其他	(1,826.86)	(2,191.54)	(2,293.58)	(1,591.24)	(1,683.07)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>873.10</b>	<b>(461.82)</b>	<b>(348.39)</b>	<b>47.08</b>	<b>(287.33)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>951.08</b>	<b>(747.11)</b>	<b>1,221.18</b>	<b>861.13</b>	<b>1,716.16</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>3,235.68</b>	<b>3,581.25</b>	<b>4,754.47</b>	<b>5,887.94</b>	<b>7,077.89</b>
营业成本	1,547.56	1,572.94	2,183.62	2,710.22	3,269.99
营业税金及附加	20.21	24.50	29.70	36.78	44.22
营业费用	293.71	408.08	513.48	620.50	737.18
管理费用	383.17	453.43	451.67	500.47	552.08
研发费用	296.53	369.53	256.74	394.49	545.00
财务费用	90.52	79.74	53.37	44.75	33.34
资产减值损失	70.42	17.41	17.41	17.41	17.41
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.78	227.35	0.00	0.00	0.00
其他	(115.51)	(621.74)	0.00	(0.00)	0.00
<b>营业利润</b>	<b>646.27</b>	<b>1,050.01</b>	<b>1,248.47</b>	<b>1,563.31</b>	<b>1,878.68</b>
营业外收入	32.40	6.76	6.76	6.76	6.76
营业外支出	5.17	0.69	0.69	0.69	0.69
<b>利润总额</b>	<b>673.51</b>	<b>1,056.09</b>	<b>1,254.54</b>	<b>1,569.38</b>	<b>1,884.75</b>
所得税	9.36	44.73	53.13	66.46	79.82
<b>净利润</b>	<b>664.15</b>	<b>1,011.36</b>	<b>1,201.41</b>	<b>1,502.92</b>	<b>1,804.93</b>
少数股东损益	8.26	2.24	2.66	3.33	4.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>655.89</b>	<b>1,009.12</b>	<b>1,198.75</b>	<b>1,499.59</b>	<b>1,800.93</b>
每股收益(元)	0.74	1.14	1.35	1.69	2.03

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	27.89%	10.68%	32.76%	23.84%	20.21%
营业利润	22.40%	62.47%	18.90%	25.22%	20.17%
归属于母公司净利润	11.57%	53.85%	18.79%	25.10%	20.10%
<b>获利能力</b>					
毛利率	52.17%	56.08%	54.07%	53.97%	53.80%
净利率	20.27%	28.18%	25.21%	25.47%	25.44%
ROE	16.19%	22.38%	19.60%	19.69%	19.13%
ROIC	27.39%	35.38%	31.34%	40.40%	40.56%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.69%	38.54%	27.77%	24.14%	20.37%
净负债率	2.55%	25.14%	-12.93%	-20.48%	-37.46%
流动比率	1.47	1.33	2.35	3.06	4.03
速动比率	1.47	1.33	2.35	3.06	4.03
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.71	5.27	5.27	5.27	5.27
存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.57	0.51	0.60	0.64	0.65
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.74	1.14	1.35	1.69	2.03
每股经营现金流	0.83	0.31	1.83	1.01	2.31
每股净资产	4.56	5.08	6.88	8.57	10.60
<b>估值比率</b>					
市盈率	23.26	15.12	12.73	10.17	8.47
市净率	3.77	3.38	2.49	2.00	1.62
EV/EBITDA	25.54	11.02	9.18	7.07	5.05
EV/EBIT	30.02	12.00	9.95	7.56	5.35



### 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