

# 新大正 (002968)

证券研究报告

2021年04月01日

## 20Q4 显著提速 2021 高增超预期，激励到位全力起航

### 公司发布 2020 年度报告，拟 10 转 5 派 5.5 元

3月29日，公司公告2020年度报告，2020年公司实现营收13.18亿元，同比增长25.01%，其中Q1-4营收分别为2.75亿+14.43%、2.93亿+17.13%、3.25亿+23.76%和4.26亿元+41.04%，占比20.84%、22.19%、24.68%和32.29%。

归母净利润1.31亿元，同比增长25.61%，Q1-4归母净利润分别0.25亿、0.29亿、0.36亿和0.41亿元，占比18.85%、22.12%、27.59%和31.44%。拟向全体股东每10股派发现金红利5.5元(含税)，以资本公积金向全体股东每10股转增5股。2020年公司现金分红5910.52万元，分红率45.05%。

### 2020 年公司实现营收 13.2 亿元，同比增长 25.01%。

分产品来看，综合物业管理服务收入9.85亿元，占比74.72%，同比减少0.56%；专项物业管理服务收入2.10亿元，占比15.92%，同比增长0.09%；增值服务收入1.23亿元，占比9.31%，同比增长0.49%；其他业务收入70.8万元，占比0.05%。

2020年毛利率21.42%，同比增加0.28pct。其中分产品来看，综合物业管理服务毛利率19.83%，同比减少0.08pct；专项物业管理服务毛利率13.34%，同比增加1.35pct；增值服务毛利率47.56%，同比增加0.06pct。增值服务毛利率小幅下降，主要在于公司报告期内在各大事业部专设增值服务管理部，对不同类客户需求进行重点挖掘和分析，因此成本略有增加，收入也因此有了较大提升。

### 经营：20 年新项目总金额 9.2 亿元，同比增 54%，渝外占比约 78%

2020年公司新开发项目和业务合同签约总金额逾9.2亿元，年合同金额约4.7亿元，签约项目的服务期间1至5年不等，签约总金额较去年同期增长约54%。区域拓展方面，省外地区(除成渝地区外)市场开发额约占新开发项目和业务合同签约总金额的78%，公司全国化布局已经初见成效。

公司作为独立第三方物业服务企业，主要为各类城市公共建筑提供物业服务，专注于中国未来智慧城市公共建筑与设施的运营和管理。由于公司业务开展超预期、员工股权激励充分，现将21/22年营收由18/23亿元上调至19/28亿元；又由于预计业务开展过程中费用端开支较大，现将21/22年净利润由2.03/2.62亿元下调至1.79/2.55亿元。我们预计公司21-23年EPS分别为1.67元、2.38元、3.17元；PE分别为41xPE、29xPE、22xPE。  
**给予买入评级**

**风险提示：**拿单不及预期，行业竞争激烈，核心高管流失，经营状况不如预期风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,054.60	1,318.35	1,924.79	2,819.82	4,060.54
增长率(%)	19.05	25.01	46.00	46.50	44.00
EBITDA(百万元)	128.01	147.86	218.95	310.97	404.10
净利润(百万元)	104.46	131.21	179.13	255.26	340.41
增长率(%)	18.60	25.61	36.52	42.50	33.36
EPS(元/股)	0.97	1.22	1.67	2.38	3.17
市盈率(P/E)	70.98	56.51	41.40	29.05	21.78
市净率(P/B)	9.84	8.72	7.46	6.17	4.93
市销率(P/S)	7.03	5.62	3.85	2.63	1.83
EV/EBITDA	33.50	30.91	30.03	20.88	15.38

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	71.1元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	107.46
流通A股股本(百万股)	46.46
A股总市值(百万元)	7,640.69
流通A股市值(百万元)	3,303.02
每股净资产(元)	7.91
资产负债率(%)	30.77
一年内最高/最低(元)	89.62/46.14

### 作者

**刘章明** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

**陈天诚** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517110001  
chentiancheng@tfzq.com

**孙海洋** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《新大正-公司点评:成立深圳慧链云科技公司落地信息化建设，智慧赋能提供高质量物管服务》2021-03-18
- 《新大正-公司点评:理顺机制打造非住宅物管龙头，高业绩目标彰显信心》2021-03-06
- 《新大正-公司点评:股票激励考核目标超预期，引入中航物业高管，实现核心人才绑定》2021-02-23

## 1. 公司发布 2020 年度报告，拟 10 转 5 派 5.5 元

3月29日，公司公告2020年度报告，2020年公司实现营收13.18亿元，同比增长25.01%，其中Q1-4营收分别为2.75亿+14.43%、2.93亿+17.13%、3.25亿+23.76%和4.26亿元+41.04%，占比20.84%、22.19%、24.68%和32.29%。

归母净利1.31亿元，同比增长25.61%，Q1-4归母净利分别0.25亿、0.29亿、0.36亿和0.41亿元，占比18.85%、22.12%、27.59%和31.44%。

拟向全体股东每10股派发现金红利5.5元(含税)，以资本公积金向全体股东每10股转增5股。2020年公司现金分红5910.52万元，分红率45.05%。

## 2. 财务：2020 年收入、归母净利均同比增 25%

### 2.1. 营业收入：航空物业同比增 2.46pct

2020 年公司实现营收 13.18 亿元，同比增长 25.01%。

分产品来看，综合物业管理服务收入 9.85 亿元，占比 74.72%，同比减少 0.56%；专项物业管理服务收入 2.10 亿元，占比 15.92%，同比增长 0.09%；增值服务收入 1.23 亿元，占比 9.31%，同比增长 0.49%；其他业务收入 70.8 万元，占比 0.05%。

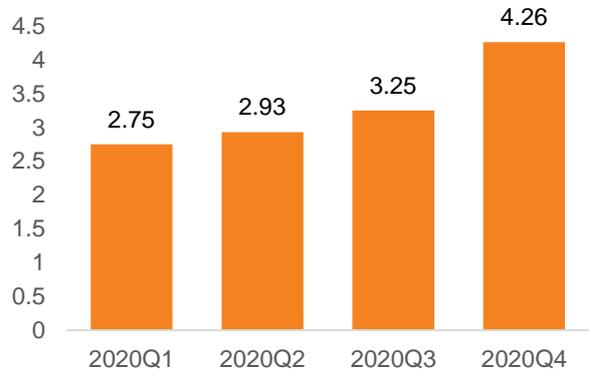
分经营业态来看，公共物业收入占比 21.01%，同比增加 0.12pct；学校物业占比 19.35%，同比减少 3pct；商住物业占比 22.30%，同比减少 3.13pct；航空物业占比 12.50%，同比增加 2.46pct；办公物业占比 24.84%，同比减少 3.55pct。

图 1： 2020 年公司实现营收 13.18 亿元，同比增长 25.01%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2： Q1-4 营收分别为 2.75 亿、2.93 亿、3.25 亿和 4.26 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3： 分产品看，综合物业管理服务收入 8.85 亿元，占比 74.24%

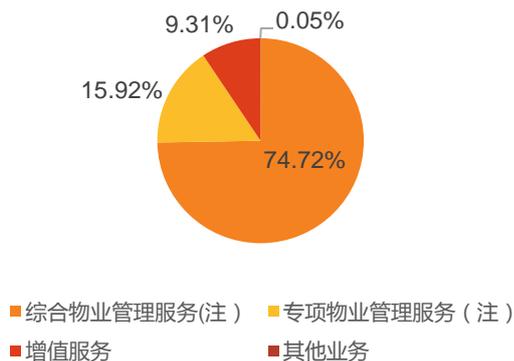
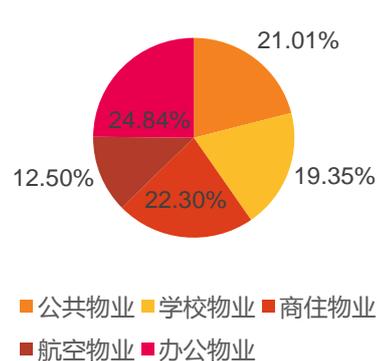


图 4： 分经营业态看，公共物业收入占比 21.01%，同比增加 0.12pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

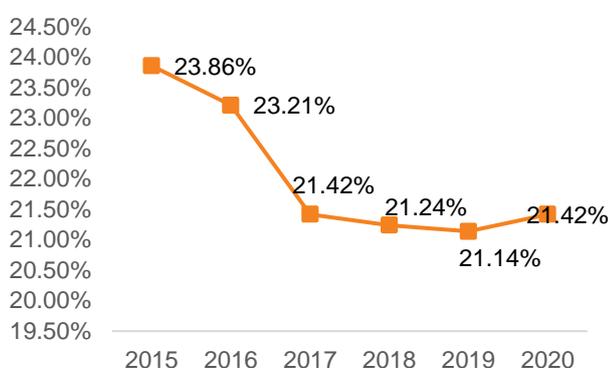
## 2.2. 毛利率微升，人力成本占比约 9 成

2020 年毛利率 21.42%，同比增加 0.28pct。其中分产品来看，综合物业管理服务毛利率 19.83%，同比减少 0.08pct；专项物业管理服务毛利率 13.34%，同比增加 1.35pct；增值服务毛利率 47.56%，同比增加 0.06pct。增值服务毛利率小幅下降，主要在于公司报告期内在各大事业部专设增值服务管理部，对不同类客户需求进行重点挖掘和分析，因此成本略有增加，收入也因此有了较大提升。

就成本构成来看，综合物业管理服务中人工成本占比 84.81%；材料成本占比 2.3%，维修维保费占比 5.86%，保洁绿化费占比 3.04%，其他成本占比 3.99%；

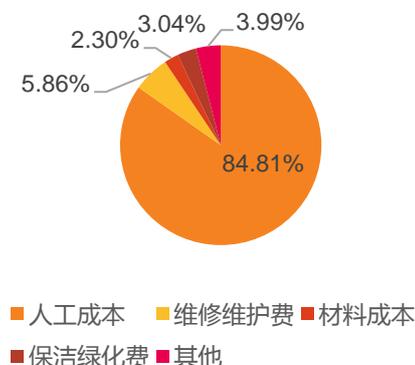
专项物业管理服务中人工成本占比 89.7%；材料成本占比 4.61%，保洁绿化费占比 3.3%，其他成本占比 2.4%。

图 5：2020 年毛利率 21.42%，同比减少 0.28 pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：综合物业管理服务中人工成本占比 84.81%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.3. 期间费用整体稳定，全年实现归母净利 1.31 亿元

2020 年管理费用率 1.75%，同比增加 0.12pct，本期管理费用增长主要系公司业务规模的持续扩大和扩张，销售人员数量增加导致职工薪酬成本增加；业务持续开拓，导致项目招投标费持续增加。

2020 年销售费用率 9.09%，同比增加 1.48pct，公司销售费用增加主要系公司业务规模扩大和组织结构逐步规范和完善，为满足日常经营和管理需求，职工薪酬、中介机构服务费及品牌宣传费用增加所致。

2020 年财务费用率 -0.40%，同比减少 0.49pct，财务费用大幅减少主要系本期募集资金取得的利息收入增加。

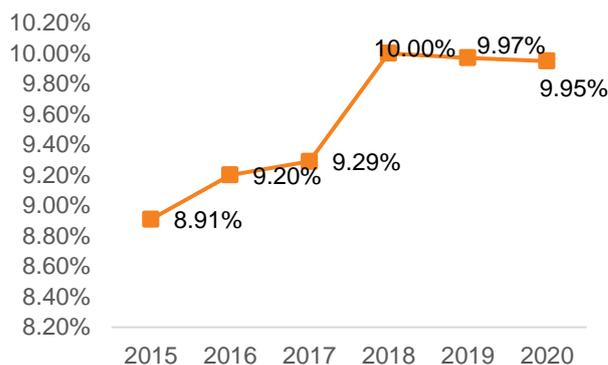
公司 20 年实现归母净利润 1.31 亿，同比增长 25.61%；归母净利率 9.95%，同比减少 0.02pct。

图 7：公司 2020 年归母净利润 1.31 亿，同比增长 25.6%

图 8：公司 2020 年归母净利率 9.95%，同比减少 0.02pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 经营：20 年新项目总投资金额 9.2 亿元，同比增 54%，渝外占比约 78%

2020 年公司新开发项目和业务合同签约总金额逾 9.2 亿元，年合同金额约 4.7 亿元，签约项目的服务期间 1 至 5 年不等，签约总金额较去年同期增长约 54%。区域拓展方面，省外地区（除成渝地区外）市场开发额约占新开发项目和业务合同签约总金额的 78%，公司全国化布局已经初见成效。

作为独立第三方物业企业，公司主要通过公开招投标获得业务增长。2020 年上半年受疫情影响，公司市场开拓放缓，下半年公司克服困难，积极进行全国业务的开拓，在航空、办公、公共等重点业态的开发上取得了较大突破。截至 2020 年底，公司已进驻全国 16 座机场，并在包括军区干休所、军事学校等类型的军事类项目、金融物业项目、高速公路及轨道交通项目等细分业态中取得了突破，为公司后续的业绩增长提供有力保障。

2020 年公司在管项目 369 个，签约面积约 8000 万方，较上一年度稳步提升。受益于公司在公建物业领域获得客户的广泛认可及上市后品牌知名度的提升，公司业务拓展全国化步伐持续推进，管理的业态种类及规模的日益扩大，公司承接全国各类优质大中型项目的能力凸显；同时随着社会物业市场化的快速推进，更多规模化、综合类项目进入市场，新项目规模及质量均有较大提升。公司在全国业务的拓展上，着重加大了对标志性项目、战略性项目、创新性项目的拓展，2020 年新签合同额 1000 万（含）以上项目 12 个，包括广州白云国际机场、南京禄口国际机场、青岛胶东机场、中国进出口商品交易会展馆（即“广交会展馆”）、广西大学、南阳市三馆一院、贵州移动、北京金风科技园区等大型优质项目，项目整体品质提升明显，品牌形象持续提升。

#### ● 学校物业业务收入较上年同期增长 8.25%

学校业态因师生来自全国各地，人数众多，且日常工作、学习、生活均需长时间聚集，因此在疫情恢复阶段的学校开学、重启招投标时间均较其他业态晚，表现为学校业态 2020 年度收入占比降低。学校业态在疫情恢复后积极开拓市场，2020 年度业务收入较上年同期增长 8.25%。2020 年，公司遵循全国化战略要求，对学校物业的异地项目管控、帮扶模式进行了优化，以有效支撑产销协同城市的项目运营管理，实现学校物业异地项目品质的稳定提升。公司建立了项目品质保障的分级管理体系以及标杆项目引领机制，通过开展专题研究提升在公寓、教学等特色板块的竞争力，增强公司在学校物业板块的综合一体化服务运营能力。同时，通过积极创新学校业态的产品模式，完成了新洁居、S 潮宝等增值服务项目的上线运营。2020 年度，公司新进驻广西大学、西藏民族大学、重庆医科大学、贵阳职业技术学院、南京航空航天大学、阜阳师范大学等重要项目，并荣获由中国房地产测评中心评选的“2020 学校物业服务领先企业”。

● **航空物业突飞猛进，已布局全国 16 座机场**

2020 年，公司新增广州白云国际机场、南京禄口国际机场等大中型机场；截至报告期末，公司已布局全国 16 座机场，领先国内航空物业，航空物业 2020 年度业务收入较上年同期增 55.65%。2020 年，公司通过持续优化标准流程，提升前介管理及项目运营管理能力，在航空物业领域实现优质的服务品质和良好的客户口碑；同时积极开发市场，在新项目拓展中表现优异，较上一年度航空业态的营业收入及营收占比均实现较大幅度提升。作为近年市场新开放的业态，行业内对于航空业态服务标准内容的定位、技术要求的选择都属于摸索阶段，报告期内公司获中国物业管理协会同意对《机场航站楼物业服务规范》团体标准立项，该标准涵盖机场航站楼物业服务基本要求、机场安全管控，航站楼常规保洁服务、手推车管理、停车场管理、工程维修管理等内容，公司将把新大正航空物业高品质服务标准融入到团体标准之中，推动航空物业管理服务向好发展。

● **交通类物业产品取得了较好的前期拓展成果**

2020 年，公司在医院、交通等重要的城市功能业态中加大投入，承担了基层公共卫生安全防控的重任，对疫情的突发事件应急处置能力和对现场人员管控得到了客户的高度认可。报告期内，公司公共业态项目品质持续改善，大中型优质项目数量增加，整体营业收入持续稳定增长，业务收入较上年同期增长 25.77%。

随着我国后勤社会化改革持续推进，大量基础建设当中的公共物业与设施设备投入运营，公共物业前景可期。公司公共物业作为服务产品类型最为丰富、新产品涉足最多的产品孵化中心，在市场拓展及运营中会及时根据市场情况进行重点方向的实时调整，以最灵活的市场机制，应对多变的市场环境。截至 2020 年底，公司在交通类物业产品取得了较好的前期拓展成果，已进入重庆、南京绕越、河南商登高速公路部分服务区以及重庆、苏州、贵阳、长沙、洛阳等地轨道交通部分线路；同时，基于外地拓展标志性项目的积极影响，报告期内中公司加大对重点中心城市的重要项目拓展，取得了广交会展馆、北京金风科技园区、南阳市三馆一院等大型标志性项目，亦彰显了在公共物业领域的品牌竞争力与影响力。

● **深入挖掘办公业态新客户、新需求**

随着城市化进程的加深，存量市场的增加，对以写字楼、党政军机关为代表的办公物业的运营能力提出了更高要求。面对客户高品质、高标准、智能化、多元化的服务需求，公司以部分服务的机关项目作为办公业态标准化建设试点，以点带面，打造办公业态集约化、精细化、专业化管理水准，并以此对标、学习，不断提升现场服务品质和标准化水平；同时通过推进智能化技术和装备在办公物业服务领域的应用，为客户提供多元化、菜单式服务，助推服务升级。2020 年，公司深入挖掘办公业态新客户、新需求，开发了包括通讯公司、烟草公司、干休所等新项目类型；与此同时，受益于收并购民兴物业带来的项目并表，办公业态在管项目数量、营业收入、营收占比均实现大幅增加，业务收入较上年同期增长 45.84%。

● **商住物业：探索“物业+生活服务”的发展模式**

商住物业 2020 年度业务收入较上年同期增长 9.63%，作为与百姓最为贴近的板块，防疫抗疫中投入了大量的人力物力，在防疫期间的担当表现在社会中取得了良好的口碑效应，突显了在危急状态下，作为城市运行和百姓美好生活保障的基础性行业的价值和作用。伴随疫情管控的有效推进，积极配合进入防疫状态的商业领域也开始回暖，2020 年，公司注重加强与在管客户的深度合作及商业资产经营，大力支持业务的恢复发展；对增值服务持续进行深入研究，特别是注重满足客户多元化和差异化服务产品的研发和拓展；通过介入老旧城区改造与社区治理，挖掘老旧小区改造带来的项目机会；以党建引领商住社区物业建设，积极探索“物业+生活服务”的发展模式。

**4. 竞争力：市场化专业化能力显著**

### （一）差异化的战略定位优势

公司成立于 1998 年，成立初期即通过对行业市场及自身优势的研判，确立了差异化的市场战略定位，历经 20 余年发展，已成为全国性的一体化综合服务商，业务涵盖公共、园区、医养、公园、场馆、地铁、航空机场、政府机关、企事业单位办公楼、学校、住宅、商场等多种类型城市服务项目。公司深耕公建物业 20 余年，秉持差异化战略定位，持续专注于中国未来智慧城市公共建筑与设施的管理和运营，现已形成较大的规模，具有一定的先发优势，在公建物业领域保持相对竞争优势。

### （二）市场化优势

公司是重庆市最早一批成立的物业企业之一，是一家运行机制灵活的民营企业。独立决策的机制使得公司管理层可以发挥最大的能动性，战略规划能够得到贯彻与延续，进而保障了公司稳定、健康的快速发展；人才选聘的机制使得公司能够以开阔的思维和眼界选择适合公司的人才，公司管理层均为行业内高级管理人才，基于对公司的文化理念、价值观、发展梦想的高度趋同而共同努力；管理优化的机制体现在公司历来对组织架构作用的重视，公司成立以来积极根据内外环境变化持续进行组织架构的调整与优化，为公司全国化发展提供了有力保障。机制优势使公司在市场上动力充足，竞争能力较强，相比同业能够提供更高性价比的服务，较高的市场敏锐度则有利于公司及时调整策略，对现有五大业态转型升级。同时，公司作为第三方物业，成立以来主要以公开招投标方式进行市场拓展，公司 90% 以上的项目以招投标方式取得，程度深、覆盖广、无依赖、活力高。公司内部在招投标管理上形成了规范化、制度化的流程。随着全国各地关于采购透明化、程序化的愈加规范，公司 20 多年的市场化运营及在公建领域积累的经验 and 口碑，使公司在主要采用公开招投标方式的公建市场项目拓展方面，具有一定的竞争优势。

### （三）人员与组织优势

公司作为劳动密集型企业，人才是发展的关键。公司拥有完整的梯队化管理团队，高级管理人员拥有丰富的项目与行业经验，中级管理人员具有充足的活力与动力，具备良好的创新精神与奋斗精神。公司自 2002 年已经开始实施员工持股，有效提升了中高层员工凝聚力，20 余年来骨干成员的稳定状态保持了较高的水平，对公司的发展和战略规划的延续起到了至关重要的作用。公司上市后，良好的企业文化、价值观与战略布局，吸引了一批来自行业内的知名与专业人士作为事业合伙人加入共谋发展。公司 2021 年第一次临时股东大会审议通过限制性股票激励计划，利于进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司中高层干部干事创业的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起。同时，公司建立了完善的培训体系，拥有“大正经理班”“储备项目经理”等人才培养机制，为员工创造职后再教育的机会，鼓励员工自学提升专业能力及视野。2020 年，公司创始人、控股股东、终身名誉董事长王宣女士个人出资设立“新大正王宣贡献奖励基金”，对于在为客户服务、产品研发、市场拓展、科技进步等各方面有创新性贡献的员工，给予特别贡献奖励。公司的各项制度与员工关怀举措，都为优化员工结构、提升员工效能、保证公司的团队优势做出了必要的贡献。

### （四）标准化优势

公司作为国家一级资质的专业化物业管理企业，已通过职业健康安全体系、质量管理体系、环境管理体系、信息安全体系、能源管理体系等五大管理体系认证，具有完整的管理运行体系和丰富的管理经验。公司于 2008 年成立了“企业标准化研究院”，基于规范服务流程、保障过程管理、确保服务质量的持续完善与改进，开发了项目全面质量管控模型；同时，公司不断研究客户需求，引入新技术、新设备应用，发布了五大业态物业服务标准并向社会进行推广。其中，商务楼宇和高校的物业管理标准已成为重庆市地方标准。公司通过将成熟的细分业态服务标准向外地项目进行复制推广、改进执行，有效保证了公司在全国化过程中的项目服务品质和服务质量。

### （五）品牌优势

公司作为第三方物业专业公司，公司综合实力位于重庆物业管理行业第 3 名、中国物业服务百强企业前 25 强，是重庆市物业管理协会副会长单位、中国物业管理协会常务理事

事单位、国家级服务业标准化试点单位。2019年，公司获得中国物业管理协会颁发的“学校物业服务领先企业”“公共场馆服务领先企业”。公司于2019年12月3日在深圳证券交易所挂牌上市后，成为重庆第一家、国内第二家登陆A股市场的物业服务企业。公司在业务覆盖的主要区域，已具有较强的品牌影响力，上市后品牌效力及知名度得到进一步提升，在疫情期间的疫情防控成效更是在社会中形成了良好的口碑效应。品牌优势对公司的市场拓展起到了积极的影响。

#### （六）智慧化及机械化作业优势

公司属于劳动密集型行业，人力成本是公司主要成本，作为公共物业服务提供商，公司具备大型机械化及信息化实施场景。随着科技的不断进步及人力成本的上升，公司不断优化项目组织管理，大力推行机械替代人工作业，新接项目均优先制定并使用机械化作业方案，并通过搭建管理及业务信息化平台，降低项目管理难度和人工成本，利用信息技术提升项目服务及管理品质，进而提升了客户的体验感和满意度。在信息化浪潮的推动下，公司已投入了大量的资源，搭建运营平台和技术平台，实现增长模式向“高质量”转变，探索新的利润增长点。通过用科技赋能传统物业，打造智慧化服务平台，为客户提供更加精准、便捷、高效的物业服务，实现公司由劳动密集型向数字化、智能化转型，并通过大数据衍生新兴业务，助力智慧城市发展。

## 5. 盈利预测与估值

公司作为独立第三方物业服务企业，主要为各类城市公共建筑提供物业服务，专注于智慧城市公共建筑与设施的运营和管理，提供综合物业管理服务、专业管理服务和增值服务。通过不断深化研究客户需求、作业场景及服务标准，让客户专注于主业，给客户创造价值和优质服务体验。由于公司业务开展超预期、员工股权激励充分，现将21/22年营收由18/23亿元上调至19/28亿元；但预计业务开展过程中费用端开支较大，现将21/22年净利润由2.03/2.62亿元下调至1.79/2.55亿元。我们预计公司21-23年EPS分别为1.67元、2.38元、3.17元；PE分别为41xPE、29xPE、22xPE。**给予买入评级。**

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	617.59	676.51	777.32	851.81	1,132.05
应收票据及应收账款	139.20	202.96	188.60	276.42	393.21
预付账款	3.02	5.85	1.63	11.83	8.92
存货	0.62	2.36	0.36	3.96	1.86
其他	65.70	86.21	98.90	192.91	232.94
<b>流动资产合计</b>	<b>826.13</b>	<b>973.89</b>	<b>1,066.81</b>	<b>1,336.93</b>	<b>1,768.97</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	123.14	129.05	148.08	186.11	222.54
在建工程	7.39	6.27	39.76	71.86	73.12
无形资产	2.39	5.17	2.24	0.00	0.00
其他	36.29	118.17	105.93	113.74	112.52
<b>非流动资产合计</b>	<b>169.22</b>	<b>258.67</b>	<b>296.02</b>	<b>371.70</b>	<b>408.17</b>
<b>资产总计</b>	<b>995.35</b>	<b>1,232.56</b>	<b>1,362.83</b>	<b>1,708.64</b>	<b>2,177.14</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	36.94	82.51	20.00	155.58	122.27
其他	194.99	286.75	338.68	338.35	535.42
<b>流动负债合计</b>	<b>231.93</b>	<b>369.26</b>	<b>358.68</b>	<b>493.92</b>	<b>657.68</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.48	10.05	6.18	8.24	8.15
<b>非流动负债合计</b>	<b>8.48</b>	<b>10.05</b>	<b>6.18</b>	<b>8.24</b>	<b>8.15</b>
<b>负债合计</b>	<b>240.41</b>	<b>379.31</b>	<b>364.86</b>	<b>502.16</b>	<b>665.84</b>
少数股东权益	1.42	2.94	3.92	5.41	7.36
股本	71.64	107.46	107.46	107.46	107.46
资本公积	497.46	461.64	461.64	461.64	461.64
留存收益	681.88	732.85	886.59	1,093.61	1,396.49
其他	(497.46)	(451.65)	(461.64)	(461.64)	(461.64)
<b>股东权益合计</b>	<b>754.94</b>	<b>853.24</b>	<b>997.97</b>	<b>1,206.48</b>	<b>1,511.31</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>995.35</b>	<b>1,232.56</b>	<b>1,362.83</b>	<b>1,708.64</b>	<b>2,177.14</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	105.10	131.98	179.13	255.26	340.41
折旧摊销	8.10	10.93	10.41	12.12	12.32
财务费用	1.85	0.00	(6.63)	(7.43)	(9.04)
投资损失	(0.92)	(5.97)	(7.82)	(8.00)	(5.00)
营运资金变动	(74.93)	125.06	3.59	(64.76)	12.87
其它	12.04	(88.67)	1.03	1.51	1.99
<b>经营活动现金流</b>	<b>51.23</b>	<b>173.33</b>	<b>179.72</b>	<b>188.71</b>	<b>353.55</b>
资本支出	26.17	53.80	63.87	77.94	50.08
长期投资	(0.37)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(51.60)	(130.02)	(116.05)	(149.94)	(95.08)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(25.81)</b>	<b>(76.22)</b>	<b>(52.18)</b>	<b>(72.00)</b>	<b>(45.00)</b>
债权融资	0.00	0.00	2.07	0.69	0.92
股权融资	433.69	15.24	(3.36)	7.43	9.04
其他	(89.77)	(58.91)	(25.44)	(50.34)	(38.26)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>343.92</b>	<b>(43.67)</b>	<b>(26.73)</b>	<b>(42.22)</b>	<b>(28.30)</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>369.35</b>	<b>53.44</b>	<b>100.81</b>	<b>74.49</b>	<b>280.25</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>1,054.60</b>	<b>1,318.35</b>	<b>1,924.79</b>	<b>2,819.82</b>	<b>4,060.54</b>
营业成本	831.66	1,035.94	1,503.65	2,193.82	3,163.16
营业税金及附加	6.52	8.51	13.47	28.20	48.73
营业费用	17.25	23.13	23.10	38.07	62.94
管理费用	80.18	119.78	163.61	239.68	357.33
研发费用	0.00	0.00	19.25	28.20	40.61
财务费用	0.98	(5.26)	(6.63)	(7.43)	(9.04)
资产减值损失	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.92	5.97	7.82	8.00	5.00
其他	(6.59)	(25.09)	(15.64)	(16.00)	(10.00)
<b>营业利润</b>	<b>123.68</b>	<b>155.37</b>	<b>215.16</b>	<b>306.28</b>	<b>400.82</b>
营业外收入	0.27	0.14	7.31	3.31	5.00
营业外支出	1.67	0.58	8.00	7.50	3.00
<b>利润总额</b>	<b>122.28</b>	<b>154.93</b>	<b>214.47</b>	<b>302.09</b>	<b>402.82</b>
所得税	17.18	22.95	34.32	45.31	60.42
<b>净利润</b>	<b>105.10</b>	<b>131.98</b>	<b>180.16</b>	<b>256.77</b>	<b>342.40</b>
少数股东损益	0.64	0.77	1.03	1.51	1.99
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>104.46</b>	<b>131.21</b>	<b>179.13</b>	<b>255.26</b>	<b>340.41</b>
每股收益(元)	0.97	1.22	1.67	2.38	3.17

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	19.05%	25.01%	46.00%	46.50%	44.00%
营业利润	19.44%	25.62%	38.49%	42.35%	30.87%
归属于母公司净利润	18.60%	25.61%	36.52%	42.50%	33.36%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.14%	21.42%	21.88%	22.20%	22.10%
净利率	9.91%	9.95%	9.31%	9.05%	8.38%
ROE	13.86%	15.43%	18.02%	21.25%	22.63%
ROIC	409.22%	126.54%	183.52%	165.29%	119.57%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.15%	30.77%	26.77%	29.39%	30.58%
净负债率	-81.81%	-79.29%	-77.68%	-70.55%	-74.84%
流动比率	3.56	2.64	2.97	2.71	2.69
速动比率	3.56	2.63	2.97	2.70	2.69
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	10.08	7.71	9.83	12.13	12.13
存货周转率	2,050.74	887.35	1,415.95	1,304.23	1,394.80
总资产周转率	1.41	1.18	1.48	1.84	2.09
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.97	1.22	1.67	2.38	3.17
每股经营现金流	0.48	1.61	1.67	1.76	3.29
每股净资产	7.01	7.91	9.25	11.18	13.99
<b>估值比率</b>					
市盈率	70.98	56.51	41.40	29.05	21.78
市净率	9.84	8.72	7.46	6.17	4.93
EV/EBITDA	33.50	30.91	30.03	20.88	15.38
EV/EBIT	35.77	33.37	31.53	21.72	15.87

### 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