



2021-06-21

公司深度报告

买入/首次

 中科星图 (688568)

昨收盘: 59.66

信息技术 软件与服务

卡位自主可控新赛道的“星空之眼”

■ 走势比较

■ 股票数据

证券分析师: 曹佩

电话: 13122223631

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520080001

报告摘要

- **遥感的应用场景极其广阔。**根据 gisgeography 总结, 遥感的应用及其广阔, 遍布农业、林业、气候、保险、零售、生物多样性等各个领域, 并结合了无人驾驶、5G、激光雷达、无人机、人工智能等技术。其列举了高达 100 种应用场景, 新型的应用场景包括利用光探测和测距技术进行激光精密测绘、通过计算停车场的汽车数量预测零售收入 and 市场份额、从事欺诈性农作物保险索赔的侦查工作、用侦察卫星监视敌人、使用无人机清点和评估农村道路状况、无人驾驶、预防传染病在流行病学中的传播等等。
- **行业处于高增长态势。**以国内从事遥感产业的中科星图和航天宏图为例: 2017 年, 中科星图的收入为 2.37 亿元, 同比增长 254%, 从 2017 年到 2020 年, 中科星图的收入从 2.37 亿元增长至 7.03 亿元, 增长率为 197%。2021 年第一季度, 中科星图的收入为 1 亿元, 同比增长 165%。2017 年, 航天宏图的收入为 2.96 亿元, 同比增长 51.98%, 从 2017 年到 2020 年, 航天宏图的收入从 2.96 亿元增长至 8.47 亿元, 增长率为 186%。2021 年第一季度, 航天宏图的收入为 0.70 亿元, 同比增长 317%。
- **5G、AI 以及自主可控驱动行业发展。**PNT (定位 Positioning、导航 Navigation、授时 Timing) 主要是指导航位置服务, 5G 技术的出现弥补了传输内容容量不足和速率不够快的缺陷, 从而将导航、遥感和通信相结合。AI 智能化的图像识别技术推动了遥感技术, 在智能交通、智慧城市、公共安全等应用中起到重要的作用。2020 年 1 月 3 日, 美国政府采取措施限制人工智能类地理空间图像软件出口, 国内目前仍然使用国外遥感处理基础软件。因长期的市场培育以及随之而来的用户习惯, 目前国外软件占领国内遥感图像处理软件主流市场。
- **以特种领域为特色, 赋能四大行业的遥感软件提供商。**公司的数字地球应用软件平台 (GEOVIS 数字地球应用软件平台) 是在基础软件平台之上承载融合各行业空间信息、扩展行业应用打造形成的行业

专属应用软件，目前主要应用在特种数字地球应用软件、自然资源数字地球应用软件、交通数字地球应用软件、气象数字地球应用软件四大领域。公司的营业收入绝大部分来自于特种领域。

- **股权激励绑定公司员工利益。**2020年11月，公司公布了股权激励预案，激励计划拟向激励对象授予275.00万股限制性股票，约占本激励计划草案公告时公司股本总额22,000.00万股的1.25%。计划限制性股票的授予价格为35.86元/股。考核条件为2019年为基础，21-23年的净利润复合增长率不低于25%。
- **投资建议：**公司是国内领先的遥感行业服务提供商。行业处于高速增长的态势，公司的特点是来自于特种领域的收入占据绝大部分。预计2021-2023年公司的EPS分别为1.04、1.53、2.17元，首次覆盖给予买入评级。
- **风险提示：**企业、行业拓展领域不及预期；行业竞争加剧。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	702.54	997.61	1426.58	2054.28
(+/-%)	43.55%	42.00%	43.00%	44.00%
净利润(百万元)	147.45	228.22	336.54	476.63
(+/-%)	43.31%	54.77%	47.46%	41.62%
摊薄每股收益(元)	0.67	1.04	1.53	2.17
市盈率(PE)	89	58	39	28

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 全国领先的遥感行业服务提供商	5
(一) 国内数字地球行业先行者	5
(二) 营收增长稳健，第四季度为全年营收主要来源	5
(三) 实控人为中科院空天信息研究院，为公司提供技术支持	8
二、 5G 和 AI 驱动，遥感行业持续高增长	10
(一) 以遥感卫星为起源的数据产业链	10
(二) 高增速的市场，市场有望延申至企业端	12
(三) 遥感卫星发射数量持续攀升，无人机数据应用加快	13
(四) 5G、AI 与自主可控是遥感行业的应用趋势	15
三、 以军工为特色,公司卡位优势明显	15
(一) 公司拥有完备的遥感产品线	15
(二) 以特种领域为基础，向企业、政府端发力	17
四、 投资建议	19
五、 风险提示	19

图表目录

图表 1: 2016-2021Q1 公司营业收入及增长	6
图表 2: 2016-2020Q1 公司扣非归母净利润及增长	6
图表 3: 2016-2020Q1 公司净利润与经营性现金流	7
图表 4: 2017-2020 年公司主营业务收入 (按产品)	7
图表 5: 2017-2020 年公司主营业务收入 (按行业)	7
图表 6: 2016-2020Q1 公司利润率	8
图表 7: 2016-2020Q1 公司各项费用率	8
图表 8: 公司股权结构	9
图表 9: 公司股权激励考核条件	9
图表 10: 遥感产业链	10
图表 11: 产业链参与公司	11
图表 12: 遥感卫星产业市场巨大	12
图表 13: 2017-2021Q1 中科星图增长状况	13
图表 14: 2017-2021Q1 航天宏图增长状况	13
图表 15: 近十年中美遥感卫星发射数量比较	13
图表 16: 2019 年遥感卫星发射数量	14
图表 17: 2019 年中国各单位拥有的遥感卫星数量	14
图表 18: 全球无人机市场规模及预测	14
图表 19: 阿里卫星遥感及航空影响 AI 识别	15
图表 20: 公司主要产品	16
图表 21: GEOVIS 应用场景	17
图表 22: GEOVIS 金融风控立体化监管服务流程	18
图表 23: 企业运营状况指数监管	18
图表 24: 离岸港口商品储备量计算	18

一、 全国领先的遥感行业服务提供商

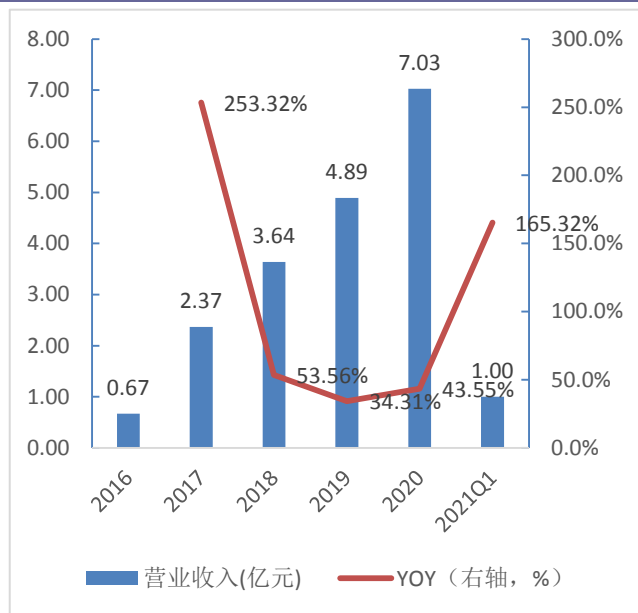
(一) 国内数字地球行业先行者

国内数字地球行业先行者。公司前身航天星图科技成立于 2006 年，2018 年更名为中科星图，2020 年 7 月于科创板上市。公司数字地球业务对标谷歌地球，是国内最早从事数字化地球产品研发与产业化的企业。主营业务包括 GEOVIS 数字地球基础平台、GEOVIS 数字地球应用平台、GEOVIS 数字地球技术开发服务。以大数据、人工智能、云计算、高性能计算、遥感、地理信息系统等技术为支撑；产品覆盖空天大数据获取、处理、承载、可视化和应用等产业链环节，上游行业主要为测绘、遥感、卫星导航；下游行业包括自然资源、交通、气象、海洋、环保、应急等政府、企业以及国防领域用户。

(二) 营收增长稳健，第四季度为全年营收主要来源

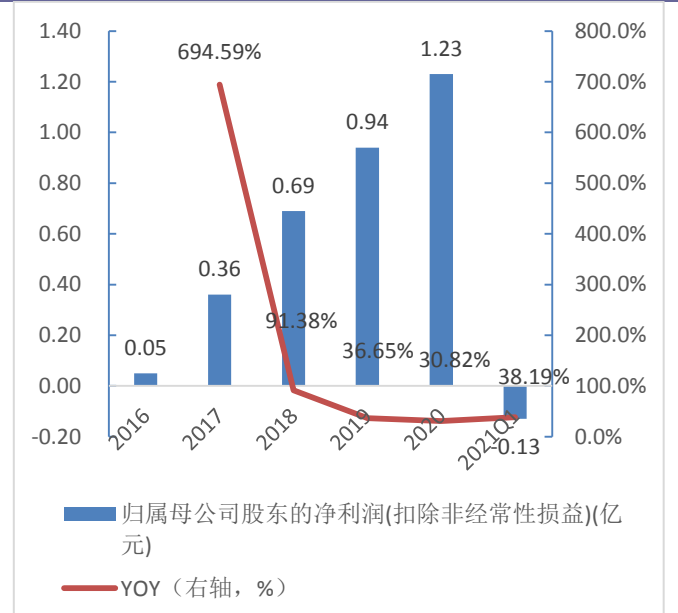
营收与增长稳健。由 2016 年 0.67 亿元增长至 2020 年 7.03 亿元，2016-2020 年 CAGR 为 79.98%，2021 年第一季度营收为 1.00 亿元，同比增加 165.32%。由于公司下游企业多为政府部门、特种领域、科研院所、大型企业，其一般在上半年审批与招标采购计划，并于年底集中交付实施。这使得公司收入具有季节性的特点，2017-2020 年第四季度收入占营业收入比重为 77.07%、59.75%、49.89%及 54.77%。2016-2020 年公司扣非归母净利润 CAGR 为 122.71%，2021 年一季度为-0.13 亿元，同比增长 38%。2016-2020Q1 经营性现金流净额分别为-0.11 亿元、0.06 亿元、0.18 亿元、-0.03 亿元、0.79 亿元及-1.44 亿元。

图表 1：2016-2021Q1 公司营业收入及增长



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

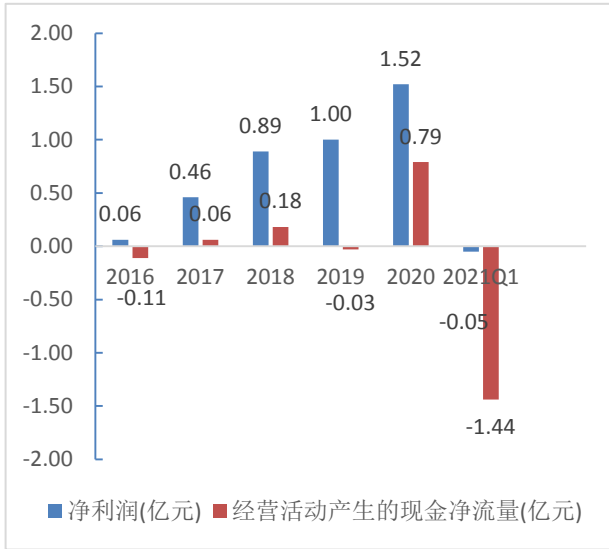
图表 2：2016-2020Q1 公司扣非归母净利润及增长



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

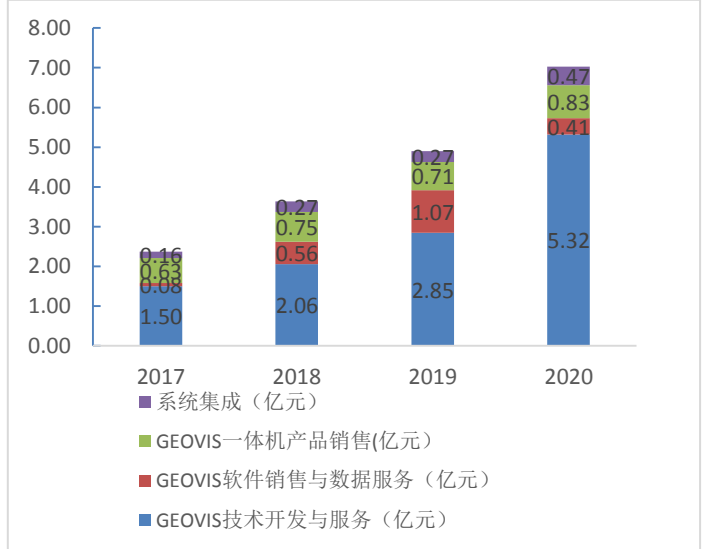
公司的主营业务为 GEOVIS 技术开发与服务、软件销售与数据服务、一体机产品销售与系统集成业务。其中，GEOVIS 技术开发与服务为营业收入主要来源，2017-2020 年分别占比 63.29%、56.59%、58.16%与 75.68%。从下游行业来看，国防领域为公司营收主要来源。2017-2020 年分别占比 72.15%、58.63%、62.50%与 68.85%。2020 年，企业与政府营收贡献分别为 12.52%与 12.23%。

图表 3: 2016-2020Q1 公司净利润与经营性现金流



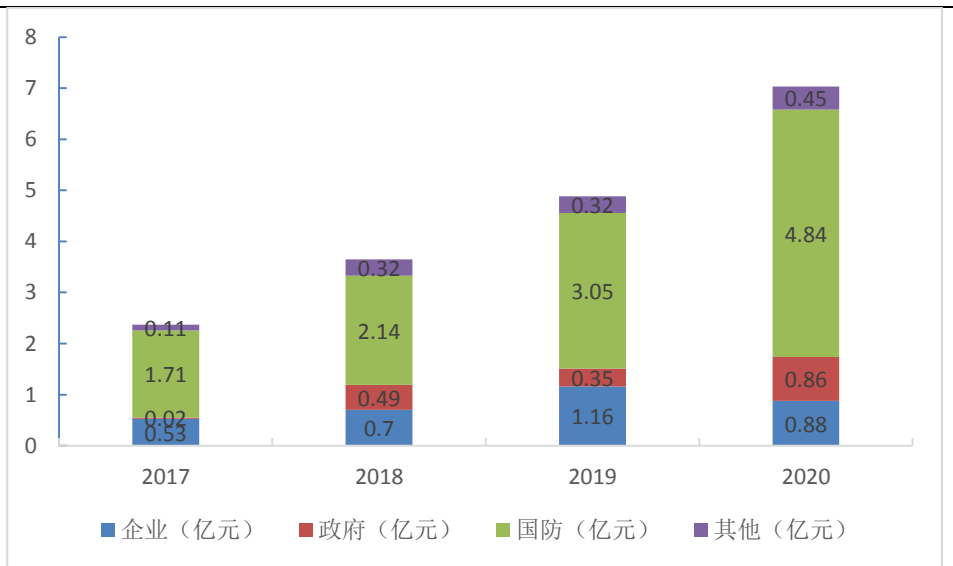
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 4: 2017-2020 年公司主营业务收入 (按产品)



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 5: 2017-2020 年公司主营业务收入 (按行业)

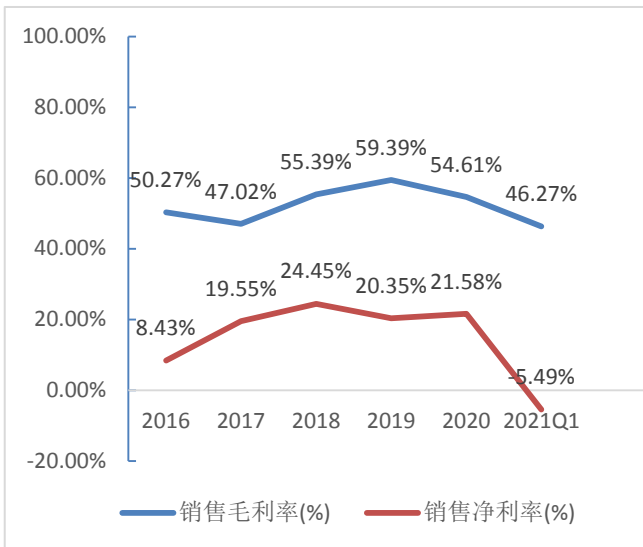


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

毛利率稳步上升, 各项期间费用率稳定。2016-2019 年公司毛利率稳步上升, 2020 年毛利率有所下降, 主要由于 GEOVIS 软件与数据服务毛利率较去年同期减少 30.02%, 系数据服务种类增加, 数据需求增加, 导致数据采购种类增加以及数据采

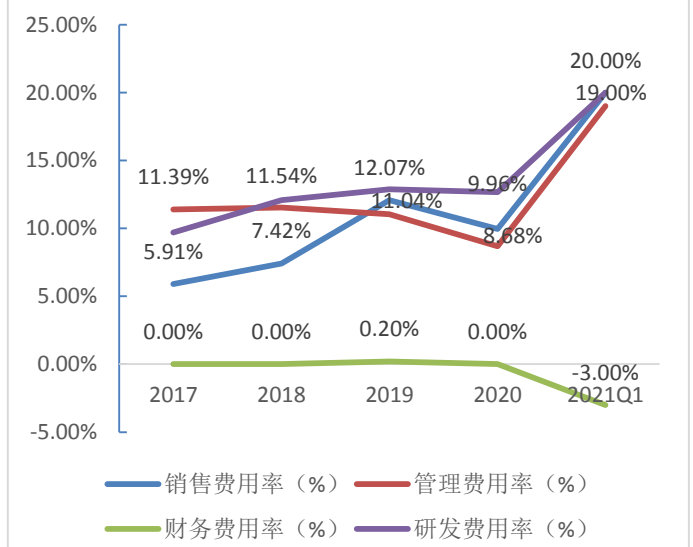
购综合成本上升所致。各项期间费用率稳定，2020 年公司销售费用率、管理费用率分别较去年同期下降 2.11%、2.37%，研发费用率维持在 12%左右，体现了公司较强的成本控制能力。

图表 6：2016-2020Q1 公司利润率



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 7：2016-2020Q1 公司各项费用率

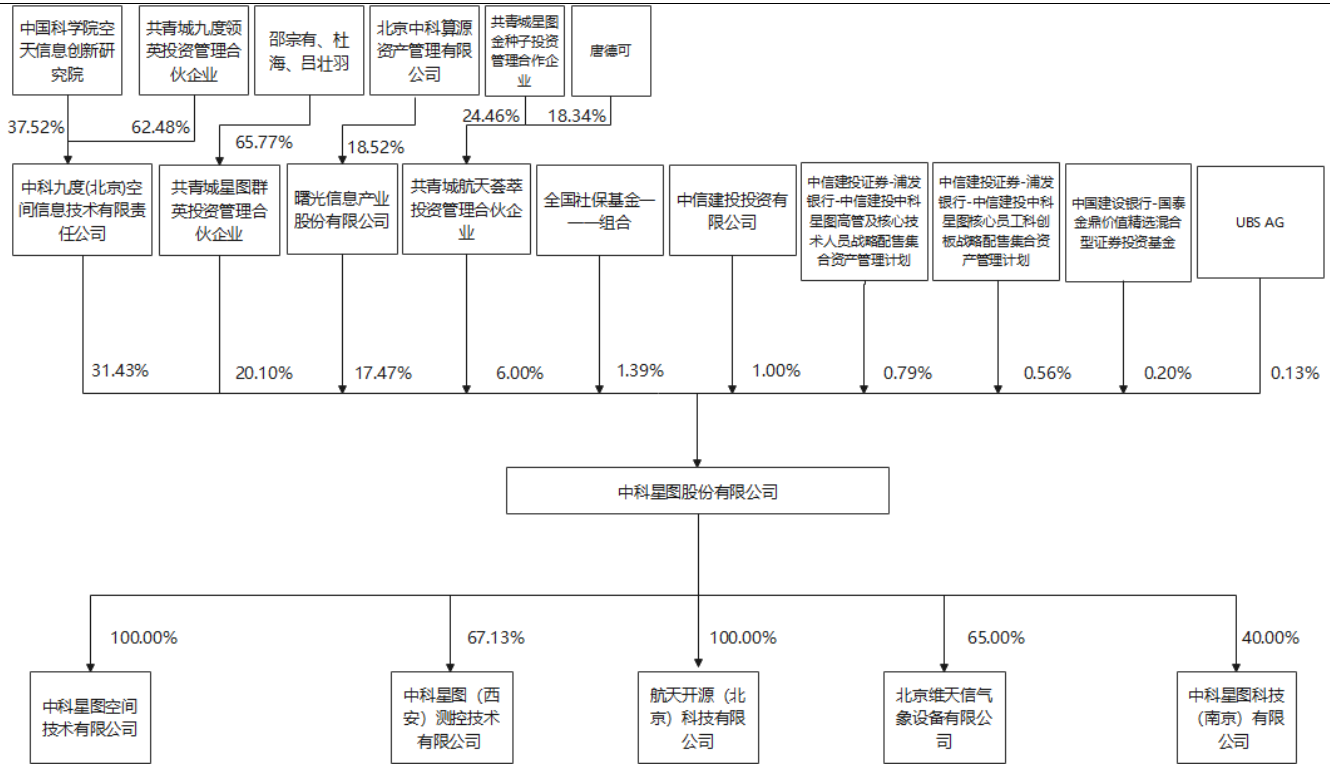


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

(三) 实控人为中科院空天信息研究院，为公司提供技术支持

中科院空天信息研究院为公司实际控制人。2018 年 1 月 1 日至 2020 年 3 月，中科院电子所直接持有中科九度 37.52% 的股权，通过一致行动协议间接控制中科九度 62.48% 的股权，通过中科九度控制公司 41.91% 的股份。2019 年 7 月，中科院电子所、中科院遥感所与中科院光电院合并为中科院空天院，2020 年 3 月，中科院空天院成为公司实际控制人。实控人在空间地球系统科学、遥感与数字地球、空天观测平台、地面系统、传感技术与导航技术研究空天信息获取、接收、处理方面的技术有助于增强公司产品在行业内的竞争力。

图表 8：公司股权结构



资料来源：企查查，太平洋证券研究院整理

股权激励绑定公司员工利益。2020年11月，公司公布了股权激励预案，激励计划拟向激励对象授予275.00万股限制性股票，约占本激励计划草案公告时公司股本总额22,000.00万股的1.25%。计划限制性股票的授予价格为35.86元/股。考核条件为2019年为基础，21-23年的净利润复合增长率不低于25%。

图表 9：公司股权激励考核条件

归属期	业绩考核目标
第一个归属期	以2019年净利润为基数，2021年净利润复合增长率不低于25%；2021年净资产收益率不低于6%，且上述两个指标均不低于对标企业75分位值；以2019年研发投入为基数，2021年研发投入复合增长率不低于20%。
第二个归属期	以2019年净利润为基数，2022年净利润复合增长率不低于25%；2022年净资产收益率不低于6%，且上述两个指标均不低于对标企业75分位值；以2019年研发投入为基数，2022年研发投入复合增长率不低于20%。
第三个归属期	以2019年净利润为基数，2023年净利润复合增长率不低于25%；2023年净资产收益率不低于6%，且上述两个指标均不低于对标企业75分位值；以2019年研发投入为基数，2023年研发投入复合增长率不低于20%。

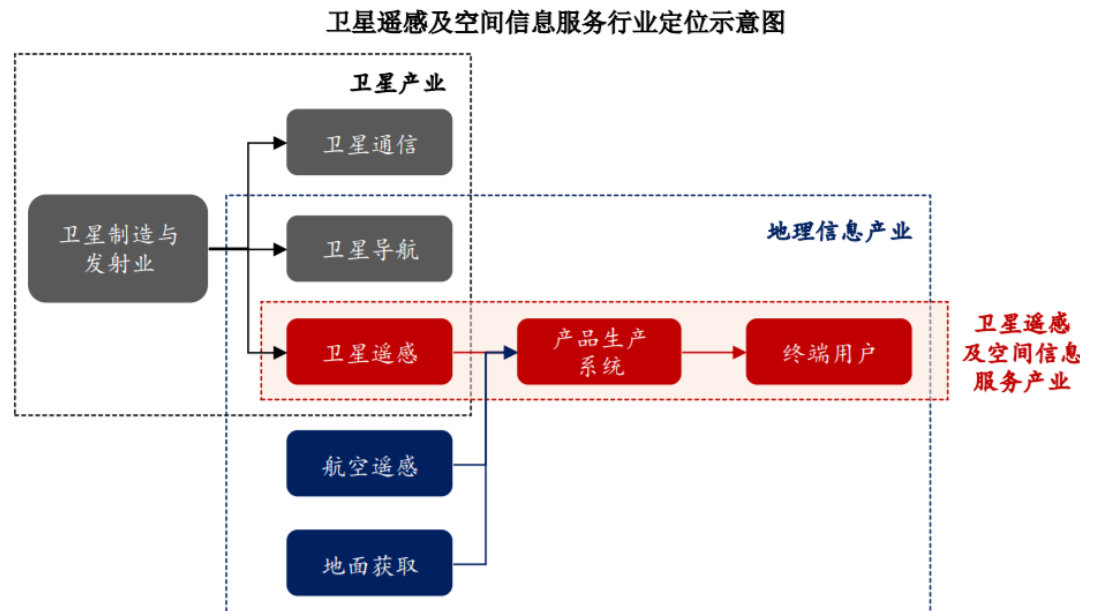
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

二、 5G 和 AI 驱动，遥感行业持续高增长

(一) 以遥感卫星为起源的数据产业链

以**遥感卫星为起源的数据产业链**。遥感卫星产业链整体可分为：1、卫星产业环节，此环节的主要目的为数据的收集，涉及到发射遥感卫星，卫星运营以及卫星的制造和发射环节。2、遥感数据处理和应用环节，涉及到遥感数据的处理以及卫星遥感的应用，后者往往与地理信息系统结合。在数据环节，随着无人机技术的不断普及，为卫星遥感数据之外提供新的数据来源。

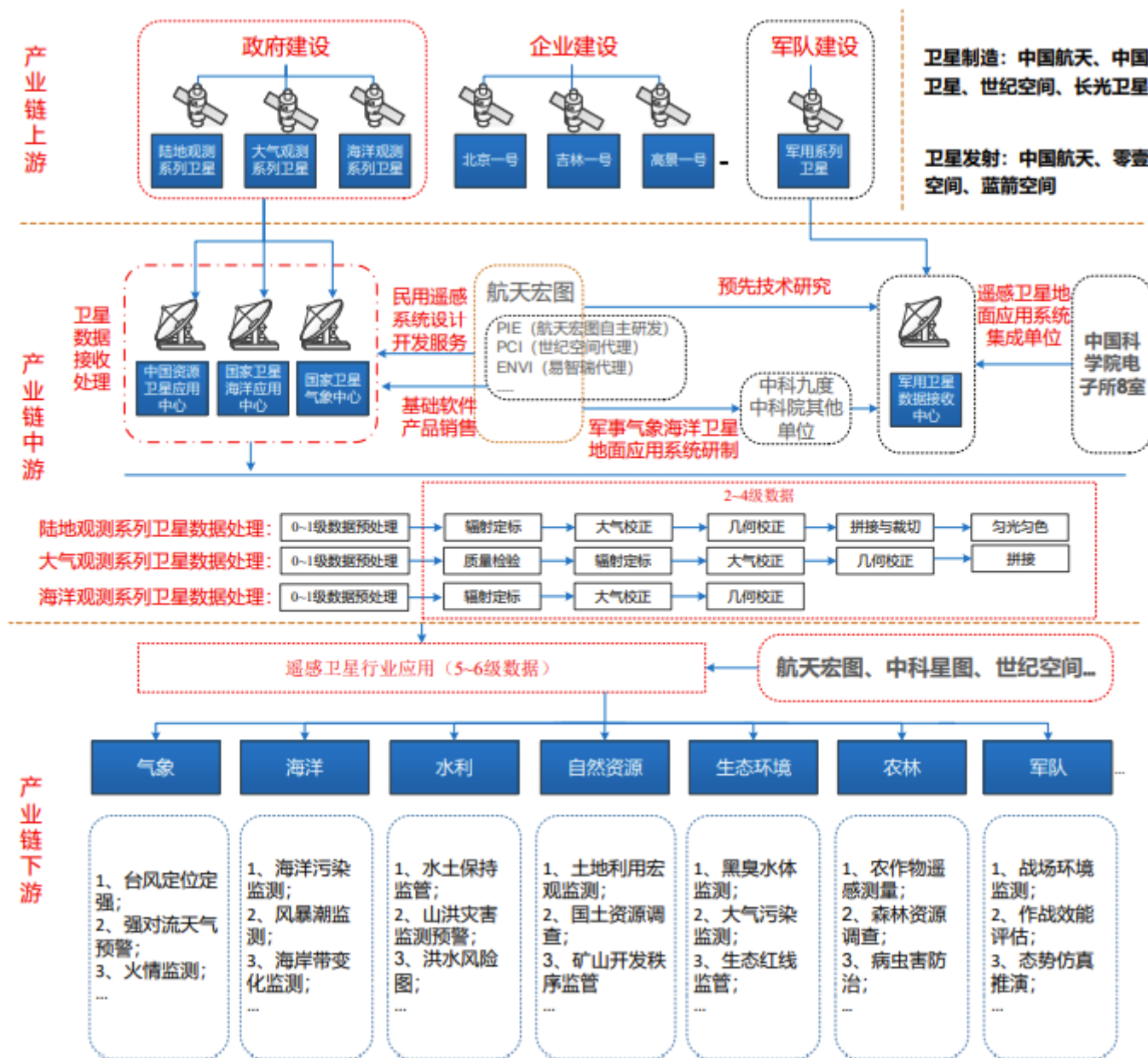
图表 10：遥感产业链



资料来源：世纪空间招股说明书，太平洋证券研究院

在卫星制造和发射的环节，包括中国航天、中国卫星、世纪空间、蓝剑空间等公司；在遥感数据处理环节，国内包括中科星图、航天宏图等公司，海外包括美国的 ENVI 和加拿大的 PCI 两家主要的公司；在遥感卫星应用，包含中科星图、航天宏图、世纪空间等公司。下游应用环节较为丰富，包含气象、海洋、水利、农林、军队等多样化应用场景。

图表 11：产业链参与公司



资料来源：航天宏图招股说明书，太平洋证券研究院

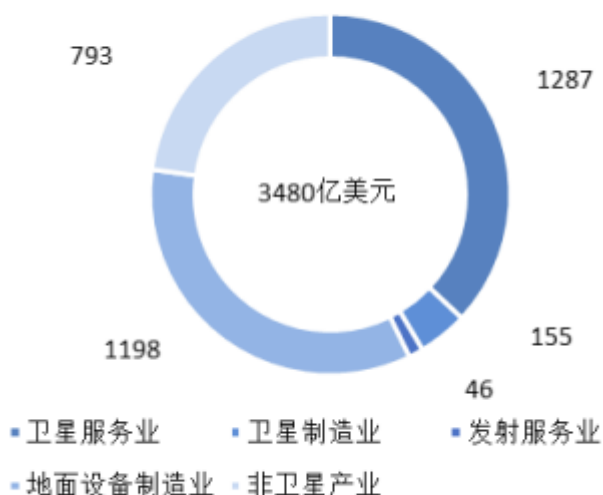
遥感的应用场景极其广阔。根据 gisgeography 总结，遥感的应用及其广阔，遍布农业、林业、气候、保险、零售、生物多样性等各个领域，并结合了无人驾驶、5G、激光雷达、无人机、人工智能等技术。其列举了高达 100 种应用场景，新型的应用场景包括利用光探测和测距技术进行激光精密测绘、通过计算停车场的汽车数量预测零售收入和市场份额、从事欺诈性农作物保险索赔的侦查工作、用侦察卫星监视敌人、使用无人机清点和评估农村道路状况、无人驾驶、预防传染病在流行病学中的传播等等。

(二) 高增速的市场，市场有望延申至企业端

遥感应用服务市场与全球相比有很大的提升空间。通过航天宏图的招股说明书得知，据 SIA 统计，全球卫星应用业务和卫星制造业务的比值约为 9:1，而我国只有 3:1 左右的水平，卫星应用业务具有较大的发展空间。2017 年全球航天产业的收入为 3480 亿美元，其中卫星产业 2686 亿美元，占比 79%，卫星应用业务仍然在总体收入中占比最大，为 1287 亿美元。

图表 12：遥感卫星产业市场巨大

2017年卫星产业规模2686亿美元 占航天产业79%



资料来源：《2018 年卫星产业状况报告》

近6年来全球卫星产值持续增长



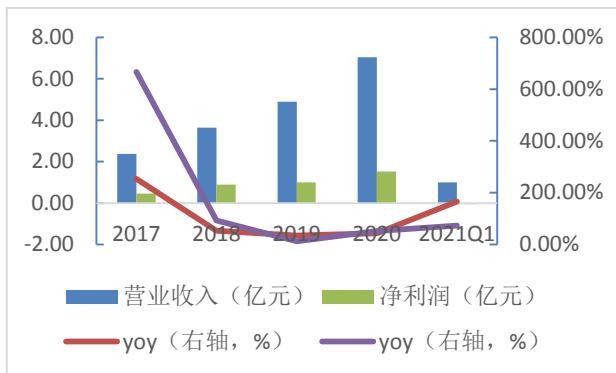
资料来源：《2018 年卫星产业状况报告》

资料来源：航天宏图招股说明书，太平洋证券研究院

市场双雄处于快速增长的态势。以国内从事遥感产业的中科星图和航天宏图为例：

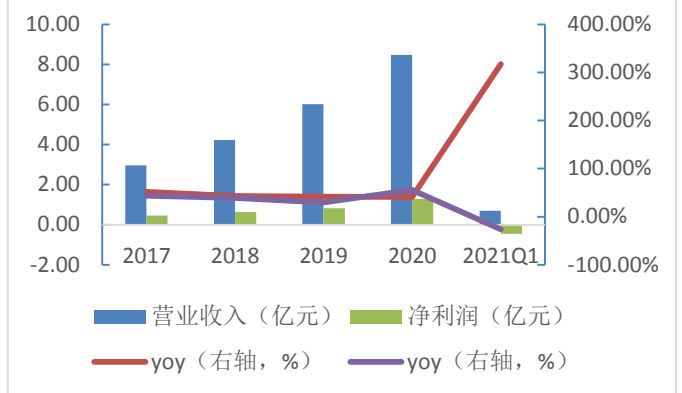
- 2017 年，中科星图的收入为 2.37 亿元，同比增长 254%，从 2017 年到 2020 年，中科星图的收入从 2.37 亿元增长至 7.03 亿元，增长率为 197%。2021 年第一季度，中科星图的收入为 1 亿元，同比增长 165%。
- 2017 年，航天宏图的收入为 2.96 亿元，同比增长 51.98%，从 2017 年到 2020 年，航天宏图的收入从 2.96 亿元增长至 8.47 亿元，增长率为 186%。2021 年第一季度，航天宏图的收入为 0.70 亿元，同比增长 317%。

图表 13：2017-2021Q1 中科星图增长状况



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 14：2017-2021Q1 航天宏图增长状况

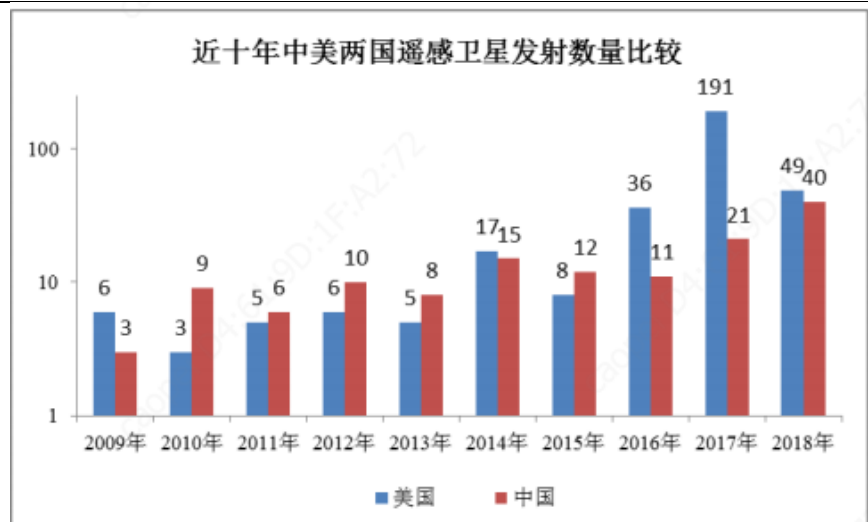


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

(三) 遥感卫星发射数量持续攀升，无人机数据应用加快

遥感卫星发射数量持续攀升。2016 年起，中国遥感卫星发射量连续两年 100% 增长，2019 年(截至 12 月 16 日)，中国遥感卫星发射数量为 21 颗，仅次于美国 42 颗。北京时间 2021 年 6 月 18 日 14 时 30 分，我国在西昌卫星发射中心用长征二号丙运载火箭，成功将遥感三十号 09 组卫星发射升空，卫星进入预定轨道。此次任务还搭载发射了天启星座 14 星。截止 2019 年 12 月 26 日，中国人民解放军拥有的遥感卫星数量最多，达到 62 颗，其次则是中国航天科技集团有限公司，欧比特等，拥有的数量分别为 14 颗和 13 颗。

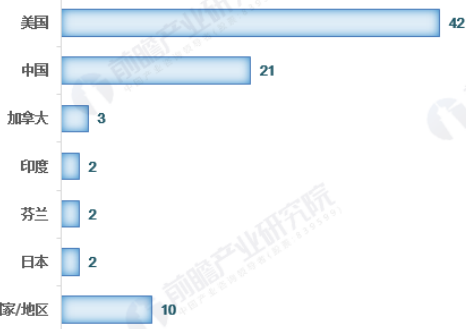
图表 15：近十年中美遥感卫星发射数量比较



资料来源：航天宏图招股说明书，太平洋证券研究院

图表 16：2019 年遥感卫星发射数量

图表 2：2019 年(截至 12 月 26 日)各个国家遥感卫星发射数量(单位：颗)



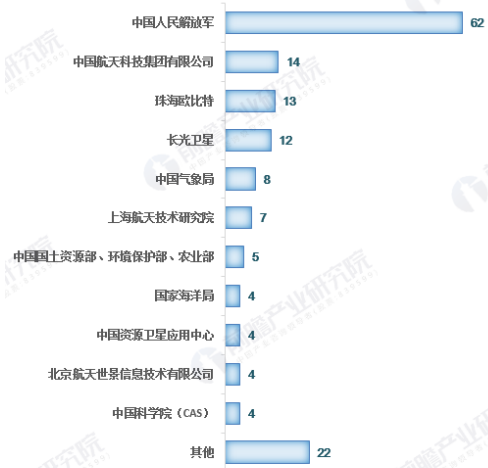
资料来源：UCS 前瞻产业研究院整理

@前瞻经济学人APP

资料来源：UCS，前瞻经济学人，太平洋证券研究院

图表 17：2019 年中国各单位拥有的遥感卫星数量

图表 3：截至 2019 年 12 月 16 日中国各单位遥感卫星拥有量(单位：颗)



资料来源：UCS 前瞻产业研究院整理

@前瞻经济学人APP

资料来源：UCS，前瞻经济学人，太平洋证券研究院

无人机遥感有望成为新的遥感方向。无人机遥感系统由于具有机动、快速、经济等优势，成为未来的主要航空遥感技术之一。在农业、生态环境、新农村建设规划、自然灾害监测、公共安全、水利、矿产资源勘探、测绘等国民经济及社会发展各个领域发挥了重要作用，成为继卫星遥感和有人通用航空遥感技术之后的新兴发展方向。

图表 18：全球无人机市场规模及预测

图表 1：2018-2025 年全球无人机市场规模及预测(单位：亿美元)



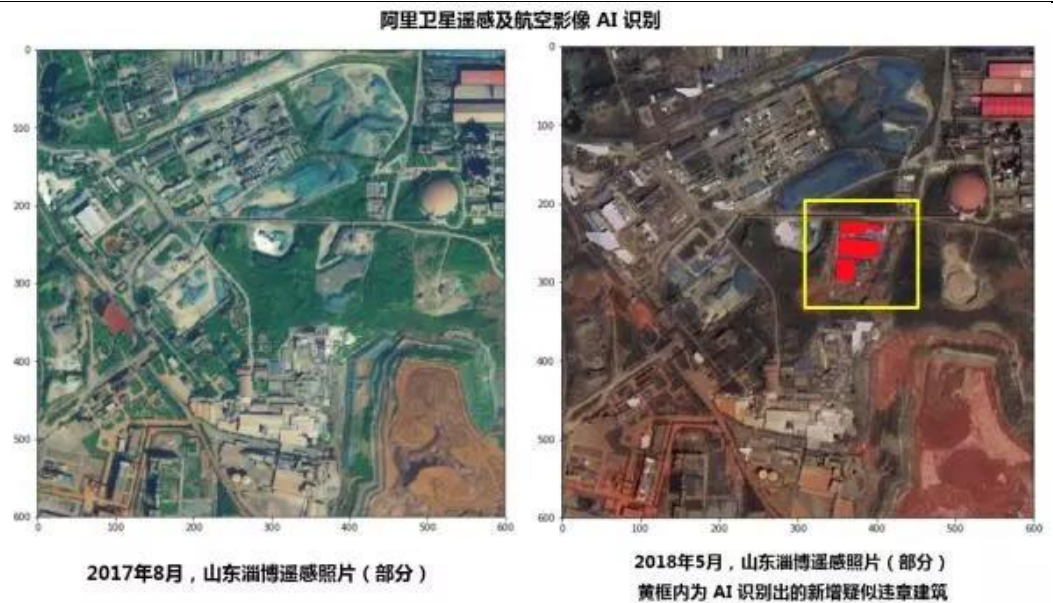
资料来源：前瞻产业研究院，太平洋证券研究院

(四) 5G、AI 与自主可控是遥感行业的应用趋势

从 PNT 到 PNTRC, 5G 助力行业内容实时化。PNT(定位 Positioning、导航 Navigation、授时 Timing) 主要是指导航位置服务, 主要提供商分别为美国 GPS、俄罗斯 GLONASS、中国北斗和欧洲 GALILEO。PNT 的不足在于两点: 一是传输内容容量不足, 二是速率不够快。借助于 5G 技术, 实现 PNTRC(定位 Positioning、导航 Navigation、授时 Timing、遥感 Remote sensing、以及通信服务 Communication) 空天信息实时智能服务。

AI 图像识别技术赋能现代遥感技术。AI 智能化的图像识别技术推动了遥感技术, 在智能交通、智慧城市、公共安全等应用中起到重要的作用。例如, 山东省淄博市国土资源局通过与阿里巴巴合作, 在全国首次利用人工智能技术, 实现了卫星遥感照片的自动分析识别与比对, 大大提高了国土资源监察、执法的工作效率。将原先需要几个月的遥感照片分析缩短至一分钟, 将国土监察从事后处罚转变为事中干预的工作模式。

图表 19: 阿里卫星遥感及航空影像 AI 识别



资料来源: 搜狐网, 太平洋证券研究院

遥感软件属于人工智能类软件。2020 年 1 月 3 日, 美国政府采取措施限制人工智能类软件出口, 1 月 6 日生效。规定中提出“根据将于周一生效的新规定, 出口某些地理空间图像软件的美商公司必须申请许可, 才能将上述软件发送到海外(加拿大除外)。”国内目前仍然使用国外遥感处理基础软件。因长期的市场培育以及随之而来的用户习惯, 目前国外软件占领国内遥感图像处理软件主流市场。

三、以军工为特色, 公司卡位优势明显

(一) 公司拥有完备的遥感产品线

拥有自主知识产权的数字地球产品。公司的数字星球 GEOVIS 遥感产品先后推出了六代，以遥感数据为基础框架，面向军事、政府、企业等不同行业应用。从收入分类来看，2020 年，对公司的收入贡献依次排序分别是来自于主要是面向政府、企业以及特种领域技术开发与服务、一体机产品销售、系统集成以及软件与数据销售。GEOVIS 数字地球基础平台产品包括 GEOVIS iData、GEOVIS iFactory、GEOVIS iCenter、GEOVIS iExplorer 四条产品线。

图表 20：公司主要产品



资料来源：公司年报，太平洋证券研究院

产品下游应用四大领域。数字地球应用软件平台（GEOVIS 数字地球应用软件平台）是在基础软件平台之上承载融合各行业空间信息、扩展行业应用打造形成的行业专属应用软件，目前主要应用在特种数字地球应用软件、自然资源数字地球应用软件、交通数字地球应用软件、气象数字地球应用软件四大领域。

图表 21：GEOVIS 应用场景

产品名称	主要功能及用途	应用范围
GEOVIS 特种数字地球应用软件	实现特种环境中不同类型遥感数据信息的统一汇聚、时空关联、组织管理、共享分发、融合分析、可视表达、辅助决策等功能，支持特种领域各层次的应用扩展，为特种领域系统的建设提供坚强的支撑。	主要面向开展筹划、训练等业务的特种行业用户
GEOVIS 自然资源数字地球应用软件	实现自然资源数据引接、智能处理、专业分析、可视化展示到多级数据共享等功能，为自然资源资源管理、生态环境保护等提供可靠的决策支持和信息保障。	主要面向各级自然资源规划和管理部门
GEOVIS 交通数字地球应用软件	实现交通路网规划、交通状态监测评估、交通道路安全监测预警等业务领域数据与高分遥感数据的汇聚、处理、共享和分发，支撑交通运输设施核查、路灾监测和建设监管等业务，服务交通战备、边防道路建设和国家重大活动需要。	主要面向各级铁路、公路行业管理部门以及交通信息应用部门或企业
GEOVIS 气象数字地球应用软件	实现多源探测信息、监测信息、数值预报信息的引接处理及分析显示等功能，服务于气象保障领域宏观态势、重大活动保障、仿真推演等方面。	主要面向各级气象保障部门、气象相关应用政府或企业

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

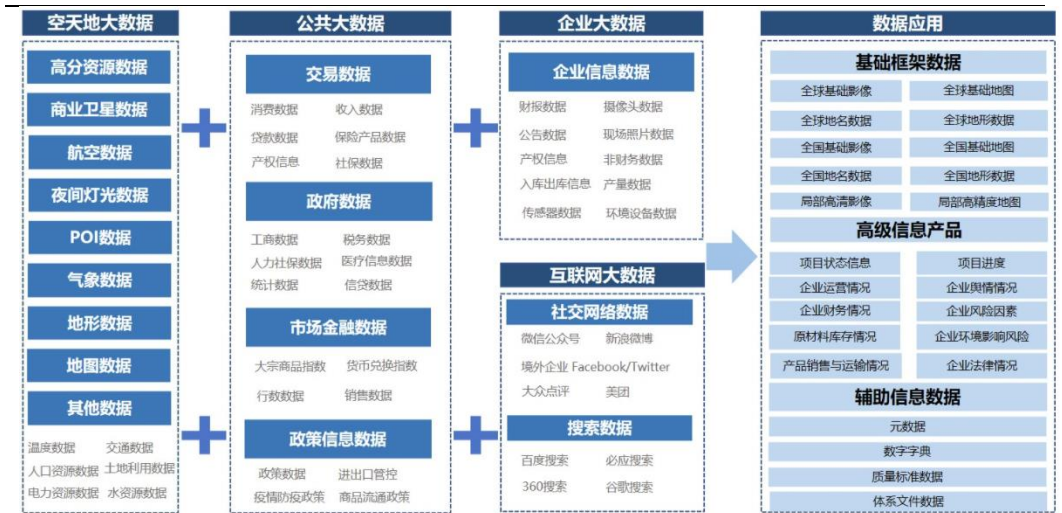
（二）以特种领域为基础，向企业、政府端发力

以特种领域为基础。公司以政府、企业以及特殊领域等为基础，逐步向智慧农业、智慧城市、应急减灾、商业航天等热点应用方向稳步推进。司基于长期在特种领域市场的项目沉淀和积累，积累了丰富的面向作训、仿真、筹划、推演等方面的行业案例和专业的业务理解能力。根据公司数字地球研究院副总经理张克强在军事智能技术装备博览会的介绍：“该平台覆盖空天大数据获取、处理、承载、可视化和应用等产业链环节，将大数据、云计算和人工智能等新一代信息技术、地理信息

技术与航空航天产业深度融合，提供“陆-海-空-天-电-网”一体化、全维度的复杂仿真环境、态势感知、行动规划、任务筹划及应用扩展等功能，帮助特种领域用户快速构建作训想定及研讨指挥方针，为我国特种领域智能深度发展提供强大辅助决策支撑。”从下游行业来看，特种领域为公司营收主要来源。2017-2020年分别占比72.15%、58.63%、62.50%与68.85%。

向企业、政府端发力。公司凭借“海南自贸港金融风控立体化监管服务系统”项目，以第二名的优异成绩成功入选海南省第一批公共数据资源开发利用赛道“金融综合服务赛道”优胜项目。公司构建了基于各类数据的金融风控立体化监管服务流程，通过对企业运行状况、离岸港口商品储备量等多元数据，来完成对企业运行状态的监督。

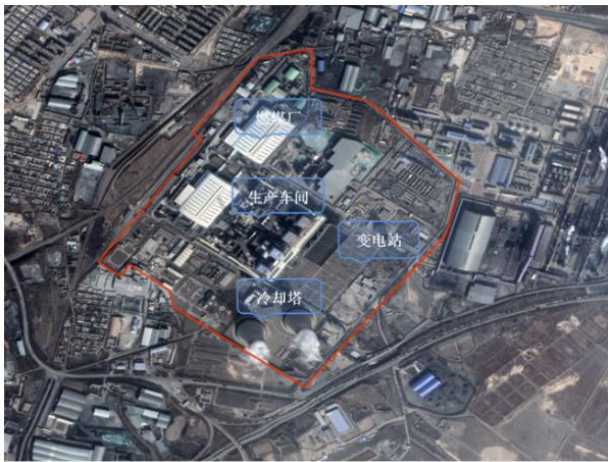
图表 22: GEOVIS 金融风控立体化监管服务流程



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

图表 23: 企业运营状况指数监管

图表 24: 离岸港口商品储备量计算



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院



资料来源：UCS，前瞻经济学人，太平洋证券研究院

四、 投资建议

公司是国内领先的遥感行业服务提供商。行业处于高速增长的态势，公司的特点是来自于特种领域的收入占据绝大部分。预计2021-2023年公司的EPS分别为1.04、1.53、2.17元，首次覆盖给予买入评级。

五、 风险提示

企业、行业拓展领域不及预期；行业竞争加剧。

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	702.54	997.61	1426.58	2054.28	净利润	151.61	224.62	332.94	473.03
营业成本	318.86	458.90	641.96	924.42	折旧与摊销	15.93	10.22	8.57	9.24
营业税金及附加	1.14	1.00	1.43	2.05	财务费用	-0.36	-29.78	-35.15	-42.47
销售费用	69.90	109.74	149.79	205.43	资产减值损失	-9.04	0.00	0.00	0.00
管理费用	61.35	99.76	142.66	205.43	经营营运资本变动	-108.03	-70.50	-155.22	-208.94
财务费用	-0.36	-29.78	-35.15	-42.47	其他	29.35	-0.01	0.00	0.00
资产减值损失	-9.04	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	79.45	134.55	151.14	230.85
投资收益	4.19	0.00	0.00	0.00	资本支出	-8.79	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-15.88	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-24.67	-10.00	-10.00	-10.00
营业利润	189.90	237.32	354.44	506.36	短期借款	-59.97	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-24.93	7.44	8.60	9.13	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	164.98	244.76	363.04	515.49	股权融资	801.28	0.00	0.00	0.00
所得税	13.37	20.13	30.09	42.46	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	151.61	224.62	332.94	473.03	其他	-1.50	29.78	35.15	42.47
少数股东损益	4.15	-3.60	-3.60	-3.60	筹资活动现金流净额	739.81	29.78	35.15	42.47
归属母公司股东净利润	147.45	228.22	336.54	476.63	现金流量净额	794.60	154.33	176.30	263.33
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	905.55	1059.87	1236.17	1499.50	成长能力				
应收和预付款项	404.41	677.89	953.16	1345.77	销售收入增长率	43.55%	42.00%	43.00%	44.00%
存货	99.25	142.86	199.85	287.79	营业利润增长率	52.24%	24.97%	49.35%	42.86%
其他流动资产	192.62	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	52.26%	48.16%	48.22%	42.07%
长期股权投资	287.16	287.16	287.16	287.16	EBITDA 增长率	50.45%	5.98%	50.57%	44.31%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	20.67	27.21	33.09	38.30	毛利率	54.61%	54.00%	55.00%	55.00%
无形资产和开发支出	37.07	32.62	28.17	23.72	期间费率	31.27%	31.51%	31.04%	30.93%
其他非流动资产	-257.29	-259.60	-259.60	-259.60	净利率	21.58%	22.52%	23.34%	23.03%
资产总计	1689.42	1968.01	2477.99	3222.63	ROE	12.14%	15.25%	18.43%	20.75%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.97%	11.41%	13.44%	14.68%
应付和预收款项	303.01	419.84	591.67	855.24	ROIC	44.61%	36.49%	41.30%	42.66%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.25%	21.83%	22.98%	23.03%
其他负债	137.68	74.81	80.02	88.06	营运能力				
负债合计	440.68	494.65	671.69	943.30	总资产周转率	0.61	0.55	0.64	0.72
股本	220.00	220.00	220.00	220.00	固定资产周转率	29.24	41.67	47.32	57.55
资本公积	748.95	748.95	748.95	748.95	应收账款周转率	2.00	2.13	2.00	2.05
留存收益	268.83	497.05	833.59	1310.22	存货周转率	3.94	3.79	3.75	3.79
归属母公司股东权益	1237.78	1466.00	1802.54	2279.17	销售商品提供劳务收到现金/ 营业收入	74.33%	—	—	—
少数股东权益	10.95	7.35	3.75	0.15	资本结构				
股东权益合计	1248.73	1473.35	1806.30	2279.33	资产负债率	26.09%	25.13%	27.11%	29.27%

负债和股东权益合计	1689.42	1968.01	2477.99	3222.63
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	205.46	217.75	327.86	473.13
PE	89.01	57.51	39.00	27.54
PB	10.51	8.91	7.27	5.76
PS	18.68	13.16	9.20	6.39
EV/EBITDA	59.36	55.30	36.19	24.52

资料来源: WIND, 太平洋证券

带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.23	4.34	3.92	3.55
速动比率	3.97	4.01	3.59	3.23
每股指标				
每股收益	0.67	1.04	1.53	2.17
每股净资产	5.68	6.70	8.21	10.36
每股经营现金	0.36	0.61	0.00	0.00



内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
]内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
 看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
 增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
 持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
 减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。