

三大领域景气持续，共同驱动业绩高增

投资要点

- 业绩总结:** 公司2021年H1实现营业收入16.94亿元，同比增长61.4%，两年CAGR为51.8%；实现归母净利润2.77亿元，同比增长58.9%，两年CAGR为77.2%。整体业绩表现优异，贴近预报上沿边际，存在3000万元左右的汇兑损益，略微影响净利率；三大板块业务在2020年全年高速增长的情况下增速仍有提升，智能软件(+30%)、智能汽车(+70%)、物联网(+137%)，彰显公司优质成长性。
- 5G换机潮注入新活力，智能软件业务增量可观。** 2021年上半年5G手机出货量大幅增加，公司智能软件业务充分收益，报告期内实现营业收入7.28亿元，同比增长30.2%。公司深耕智能OS技术十余年，与高通形成深度合作绑定，具备“芯片+全栈”的技术稀缺性和承上启下的生态地位必要性，上下游客户皆对公司产品依赖性较强。未来1-3年，伴随5G智能终端的芯片迭代、新机型推出、应用算法升级等，该板块业务仍将贡献不俗增量。
- 软件定义汽车成为行业共识，前瞻性布局持续兑现收益。** 报告期内公司智能网联车业务实现营业收入4.93亿元，同比增长70%，其中软件许可模式表现亮眼，增速达到92%。公司早在2013年便切入智能汽车领域布局，期间以优势智能OS技术为基，通过内生+外延的方式逐步完善板块技术拼图，为全球超200家企业提供从操作系统开发、核心技术授权到应用个性定制的全套整体智能驾驶舱软件解决方案和服务，搭建起“技术+生态”的强大竞争壁垒，先发卡位优势明显。未来3-5年，智能汽车渗透率仍有较大提升空间，更多功能的车载软件需求将持续放大，公司智能汽车业务前期播种迎来持续收获季节。
- 泛物联网领域空间逐渐打开，引领生态共享成长。** 2021年H1，公司智能物联网业务实现营业收入4.68亿元，同比增长137.2%。公司拥有“核心板+操作系统+核心算法”一体化的SoM及相关开发平台产品，将技术与生态优势引入物联网领域加速产业融合发展。报告期内，公司持续深化与华为Harmony的生态合作，面向各领域的鸿蒙IoT操作系统发行版正逐步推出；同时发布软硬一体的TurboX EB5边缘智能站，并在智能工业率先落地。未来5-10年，随着物联网基础设施逐渐完善，下游场景将逐步拓宽，工业物联网等相关应用亟待规模化落地，公司业务边际随行业一同拓宽，支撑长期成长。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年两年归母净利润复合增速达53.9%，公司凭借“技术+生态”牢牢占据万物智联浪潮卡位，短中长期皆有稳固逻辑支撑，给予2022年70倍PE，对应目标价172.20元，上调至“买入”评级。
- 风险提示:** 5G手机销量不及预期；物联网、车联网渗透率提升不及预期；国内外政策环境波动风险。

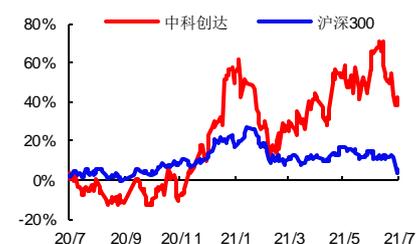
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2627.88	4114.57	5939.24	8213.78
增长率	43.85%	56.57%	44.35%	38.30%
归属母公司净利润(百万元)	443.46	634.71	1041.88	1617.40
增长率	86.61%	43.13%	64.15%	55.24%
每股收益EPS(元)	1.05	1.50	2.46	3.81
净资产收益率ROE	10.25%	14.18%	19.37%	23.89%
PE	129	90	55	35
PB	13.01	12.58	10.47	8.32

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-58351932
邮箱: cxya@swsc.com.cn
联系人: 叶泽佑
电话: 021-58351932
邮箱: yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.24
流通A股(亿股)	3.19
52周内股价区间(元)	80.98-167.98
总市值(亿元)	569.56
总资产(亿元)	62.75
每股净资产(元)	10.87

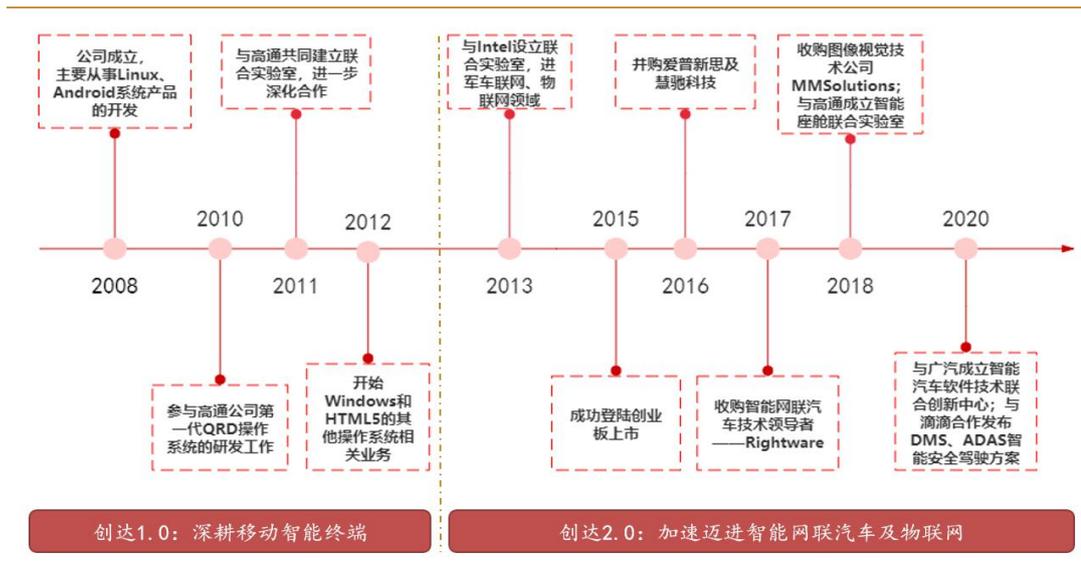
相关研究

1 先发卡位优势持续兑现，三驾马车齐驱业绩高增

中科创达软件股份有限公司创立于 2008 年 3 月，专注于 Linux、Android 和 RTOS 等智能操作系统底层技术及应用技术的开发，以中游赋能者的角色助力并加速智能软件、智能网联汽车、智能物联网三大核心领域的产品化和技术创新，发展至今已成为全球领先的智能操作系统产品和技术提供商。

深度绑定高通，抢占时代先机。回顾公司的发展历程，以 2013 年为界，可将其分为两个阶段：1) 创达 1.0 (2008-2013)：公司成立之初正是移动互联网兴起之时，中科创达以智能 OS 的二次开发起家，协同 Android 共同起量成长，并以此为核心进行持续研发与创新，形成了芯片驱动、操作系统内核、中间件到上层应用的全栈式技术体系，期间通过与高通联合开发 QRD、共同建立联合实验室等一系列举措，形成了深度绑定的合作关系；2) 创达 2.0 (2013-至今)：在智能手机市场竞争最激烈的时段，公司基于自身积累多年的核心技术，利用与产业链深度融合的占位优势，成功洞察 IoT 时代开启先机，通过“内生+外延”的方式将业务范围逐步拓展至车联网和物联网领域，已经取得先发卡位优势。随着 5G 商用进一步落地，下游多方应用市场需求爆发，公司迈向快速发展的黄金时期。

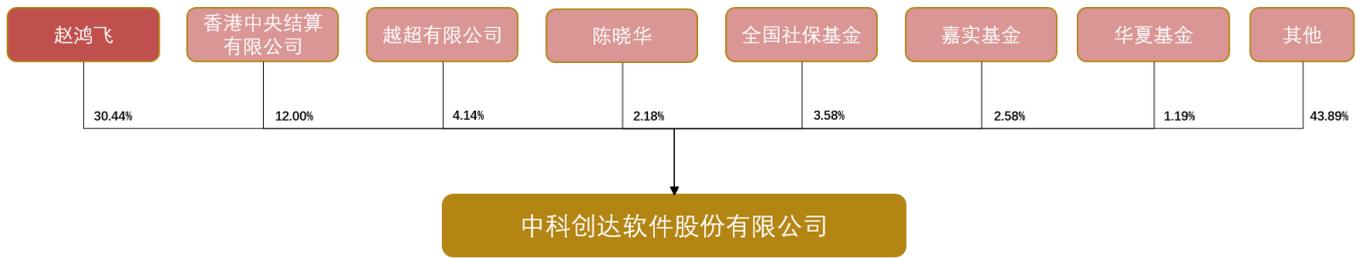
图 1：中科创达发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.1 股权结构集中，激励计划确立发展信心

股权较为集中，众多机构加持。公司实际控制人为董事长兼总经理赵鸿飞先生，持股比例为 30.44%，对公司决策拥有绝对控制权；前十大股东名单中还有众多机构投资者，彰显市场对公司未来发展向好的乐观预期。

图 2：公司股权结构


数据来源：Wind，西南证券整理

股权激励绑定利益，积极性调动确立发展信心。公司于 2020 年先后两次实施股权激励计划，通过利益绑定的方式充分调动员工积极性，催化业绩增长：1) 2020 年 1 月发布《2020 年股票期权激励计划》，该计划考核期限为 3 年，要求以 2018 年净利润为基数，2020 年、2021 年、2022 年净利润增长率分别不低于 120%、140%、160%；2020 年公司业绩达标，第一期行权条件已达成。2) 2020 年 8 月发布《2020 年公司限制性股票激励计划》，并于同年 9 月实施完毕，本次计划考核期限为 4 年，要求以 2019 年为基数，2020 年、2021 年、2022 年、2023 年净利润增长率分别不低于 70%、80%、90%、100%；2020 年公司净利润同比增长 89.7%，第一归属期目标成功实现。

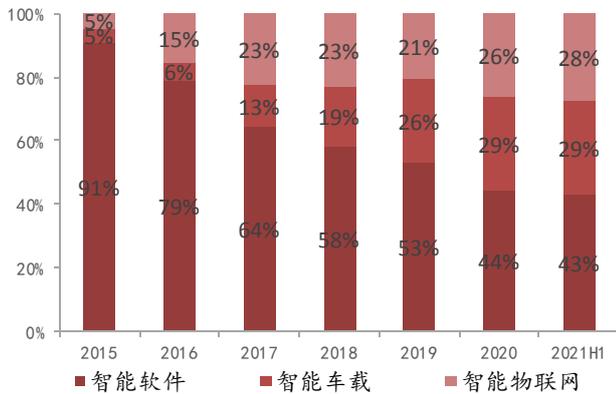
表 1：公司 2020 年股权激励计划一览

	《2020 年股票期权激励计划》	《2020 年公司限制性股票激励计划》
激励方式	期权	股票
激励对象	公司董事、高级管理人员； 公司中层管理人员； 公司核心技术（业务）骨干； 合计 75 人	公司董事、高级管理人员； 公司中层管理人员； 公司核心技术（业务）骨干； 合计 214 人
每股转让价/初始行权价（元）	33.46	48.06
激励总数（万股/万份）	339.80	365.95
激励总数占当时总股本比例	0.8400%	0.8648%
行权条件	以 2018 年净利润为基数，2020 年、2021 年、2022 年净利润增长率分别不低于 120%、140%、160%。	以 2019 年为基数，2020 年、2021 年、2022 年、2023 年净利润增长率分别不低于 70%、80%、90%、100%。
方案进度	第一期行权条件达成	第一归属期目标实现

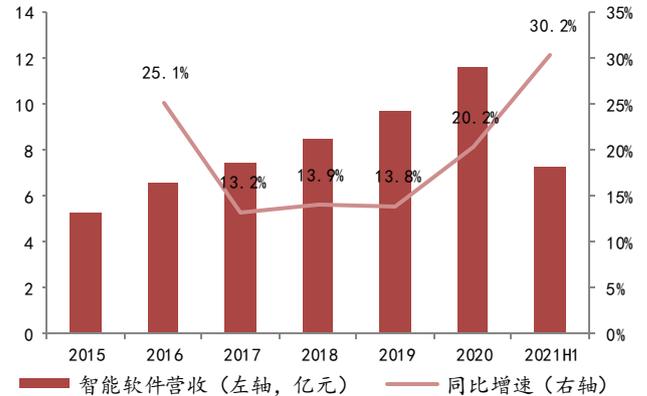
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 三大业务对应不同成长曲线，短中长期动力皆足

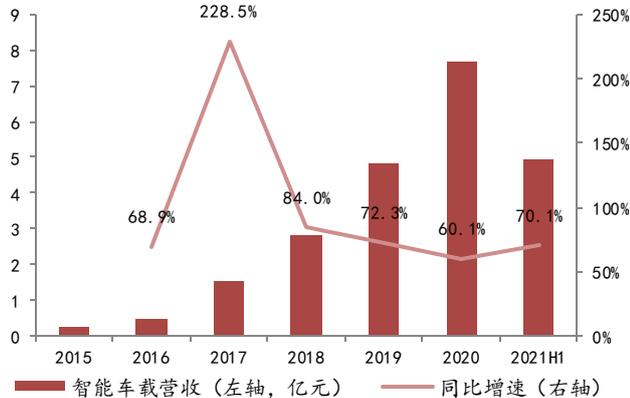
智能软件稳步前行，智能汽车和智能物联网带动爆发增量。从业务结构来看，智能软件业务仍是稳步发展的主力，2015-2020 年营收 CAGR 为 17.2%，但占比持续降低，2021 年 H1 实现营收 7.28 亿元，同比增长 30.2%，贡献比重 43%；智能车载业务和物联网业务快速爆发，2015 年-2020 年二者营收规模均从 2700 万元扩张至 7 亿元左右，CAGR 分别达到 94.9%、91.4%，贡献营收占比均从 5%提升至接近 30%，双剑合璧带领公司业绩爆发。

图 3：公司 2015 年-2021H1 主营业务收入结构


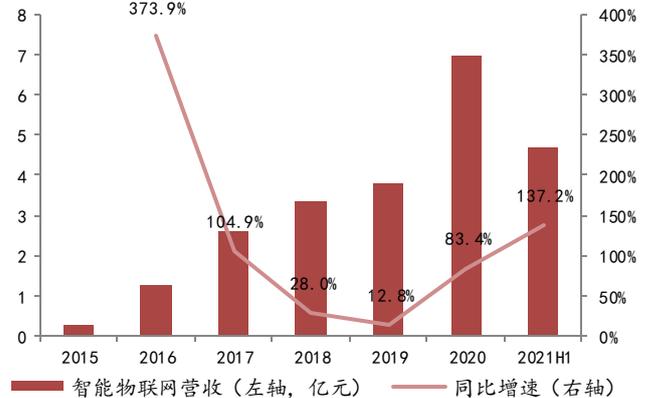
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2015 年-2021H1 智能软件营收及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2015-2020 年智能车载营收及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

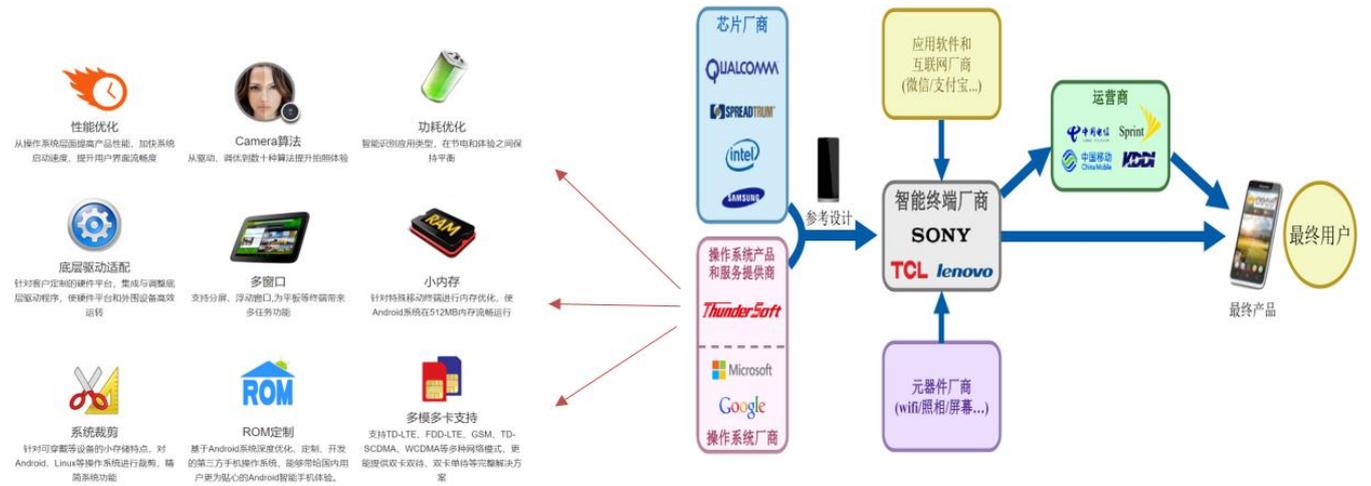
图 6：公司 2015 年-2021H1 智能物联网营收及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

短期看，三驾马车共同驱动业绩高增。受益于 5G 商业元年的开启，下游需求迎来全方位爆发，车联网及物联网领域的相关应用开始规模化落地，同时兴起的 5G 智能手机“换机潮”也为趋于饱和的传统智能终端存量市场带来新活力。2021 年 1-6 月，国内市场 5G 手机累计出货量 1.28 亿部，同比增长 100.9%，占同期手机出货量的 73.4%；上市新机型中 5G 手机 110 款，占同期手机上市新机型数量 51.6%。

由于移动智能终端产业链中的主要参与者如移动芯片厂商、移动智能终端厂商、应用软件厂商等均需要进行操作系统层面的定制化开发、调优、测试、驱动等工作，以使自身的产品能够迅速推向市场或提升用户体验，因此公司智能软件业务将充分享受“换机潮”下芯片迭代、新机型推出、智能应用调试升级带来的订单量增长。2017-2019 年该业务收入增速降至 13% 左右，2020 年迎来反弹至 20.2%，2021 年 H1 同比增速达到 30.2%，预计在未来的 1-3 年仍有望维持 20% 左右的收入增速，与智能车载和物联网业务共同贡献业绩增量。

图 8：公司智能软件业务示例



数据来源：公司公告，西南证券整理

中长期看，智能汽车和物联网业务是动力源泉。泛物联网领域正处在蓄力期到高速发展期的转换阶段，随着政策的落地推动和基础设施的完善，市场能量开始由供给侧向需求侧倾斜，行业想象空间将逐步被打开，高景气度有望持续较长时间。

图 9：中国 AIoT 产业发展阶段

	产业早期	产业蓄力期	产业增长期	产业高速增长期	产业成熟期
底层建设	<ul style="list-style-type: none"> 依托旧有基础设施； 感知能力普及不足，数据收集意识较弱。 	<ul style="list-style-type: none"> 新型基础设施快速铺设； 网联和数据采集能力开始普及；零碎的数据池产生。 	<ul style="list-style-type: none"> 多层次基础设施进一步完善； 网联和数据采集能力基本普及；数据开始互通，数据池扩大。 	<ul style="list-style-type: none"> AIoT基础设施完善，足以支持各类AIoT应用； 网联和数据采集普及；大型数据池形成。 	<ul style="list-style-type: none"> 数据融汇，应用自然。 配合未来新技术，开始建设新基础设施。
技术特征	<ul style="list-style-type: none"> 物联、AI底层技术逐步成熟，但相互割裂，技术应用相对匮乏。 	<ul style="list-style-type: none"> AI应用技术发展迅速； AI和IoT快速融合。 	<ul style="list-style-type: none"> 区块链等新技术应用走向成熟，融合进入AIoT。 	<ul style="list-style-type: none"> 各类技术充分渗透，形成海量数据+成熟AI+稳定连接+高等级安全保障。 	<ul style="list-style-type: none"> 进阶AI技术和新型连接、感知技术诞生、应用。
发展驱动力	<ul style="list-style-type: none"> 尚未形成产业整体市场。 智能家居/硬件市场为主。 	<ul style="list-style-type: none"> 供给侧市场为主。 主要市场：通信基础设施市场、平台市场、AI算法市场 需求侧：ToC市场为主，ToG市场开始快速增长，如公共事业等。 	<ul style="list-style-type: none"> 供给、需求开始平衡。 主要市场：通信基础设施市场、产业区块链市场等 需求侧：ToC市场平稳增长，ToG市场壮大，如智慧城市等 	<ul style="list-style-type: none"> 需求侧占主导。 主要市场：需求侧：ToC和ToG市场稳定增长；ToB市场快速膨胀，例如高等级智慧工业、车联网等产业级应用市场等。 	<ul style="list-style-type: none"> 需求侧占绝对主导。 市场整体成熟、稳定。
市场特征	<ul style="list-style-type: none"> 市场形态：①ToC设备市场逐渐成长；②市场成星状。 	<ul style="list-style-type: none"> 竞争格局：①头部企业积极布局，企业数量飞速增加；②端侧市场格局逐渐形成。云和用市场零碎。 市场形态：市场呈多个分散的网状。 	<ul style="list-style-type: none"> 竞争格局：平台层市场整合加速，各企业定位逐渐明晰 市场形态：市场各分散网状开始部分交叉。 	<ul style="list-style-type: none"> 竞争格局：①产业整体格局成型，上游市场集中度较高；②应用市场较分散。 市场形态：市场呈完整网状。 	<ul style="list-style-type: none"> 竞争格局：①格局稳固；②新型企业仍然可依靠技术创新进入市场。 市场形态：市场呈完整片状。
	2009-2015	2016-2020	2021-2025	2026-2030	2031-

数据来源：挚物AIoT产业研究院，西南证券整理

具体来看，**智能座舱接棒智能手机，是公司新一代核心业务**。智能手机总体增量受限的情况下，汽车作为居民每天使用的交通工具有望成为下一代流量入口，“软件定义汽车”已成为共识，各大厂商纷纷开始汽车智能化布局；而智能座舱相比自动驾驶实现难度较低，已开始逐步商业化落地及放量，是目前汽车智能化的主要方向。公司 2013 年切入该领域，现已具备“技术+生态”的核心优势，形成竞争壁垒；2021 年 H1，依托下游智能汽车的持续高景气，该板块业务实现营收 4.9 亿元，同比增速超 70%。

➤ 技术：内生外延构成全栈式版图

内生：公司凭借积累多年的底层系统开发经验，横向拓展至车载操作系统并无太大阻碍，同时持续加码智能视觉引擎、人机交互和终端安全等前沿技术，为车载终端创造多项解决方案。

外延：公司于 2016 年起进行一系列收购举措，强势提升 IVI 技术、HMI 界面设计、图像处理算法等多方面能力，实现了由底层 OS 开发向应用层的延伸，完善了产品版图，现为汽车提供从操作系统开发、核心技术授权到应用定制的包括汽车娱乐系统、智能仪表盘、集成驾驶舱、ADAS 和音频产品在内的整体智能驾驶舱软件解决方案和服务。

图 10：公司主要产品 E-Cockpit 智能驾驶舱示例

E-Cockpit 智能互联驾驶舱 4.5

 <p>一芯多屏多系统, 支持最新SoC</p> <ul style="list-style-type: none"> 支持多个主流芯片平台(高通、瑞萨、NXP等) 基于硬件虚拟化、操作系统性能优化 支持QNX, INTEGRITY, Android, Linux等OS 集成度高, 支持多LCD、Camera、Audio 	 <p>集成Kanzi 最新技术</p> <ul style="list-style-type: none"> 基于Kanzi Studio3.6.X工具链 Kanzi for Android和Android无缝结合 Kanzi map 3D, 双屏3D导航 Kanzi Particle, 最新粒子效果
 <p>多屏互动互联 (集成Edge Connect)</p> <ul style="list-style-type: none"> 双路音源, 中控主屏与副屏独立音源输出 影音娱乐升级, 双屏间可音视频资源共享 支持三方应用双开, 多用户独立使用 仪表与中控, 导航音乐等信息实时同步 	 <p>车内外视觉AI</p> <ul style="list-style-type: none"> 集成360°真环视, 高度还原周围环境 嵌入式AI引擎优化, 集成DMS等算法 Face ID和大数据结合, 实现用户个性化 集成行车记录功能, 关注行车安全

数据来源：公司官网，西南证券整理

➤ 生态：供应链地位升级，议价能力增强

软件定义汽车趋势下，传统汽车制造产业链发生结构性变化，公司地位升级带来**议价能力提升**。在传统产业链中，软件服务商处于 Tier 2 位置，主要面对硬件集成商交付产品，并不直接与整车厂进行对接。而随着汽车的智能化升级，软件变得复杂化，传统的链式结构容易产生兼容性问题，最终导致终端用户体验的不一致。因此，整车厂越来越倾向于直接与软件公司对接，链式结构向网状结构转变，公司产业链级别得以攀升至 Tier 1，商业模式将从过去的开发方案收费逐渐转向按出货量收取软件许可费用，议价能力大大提升。

公司在全球拥有超过 200 家智能网联汽车客户，与上汽、一汽、大众、理想、丰田、广汽等头部车厂合作的深度和广度均有重大提升，其中公司 2017 年对 Rightware 的收购在客户资源获取方面起到了至关重要的作用。Rightware 旗下的 Kanzi 系列产品是汽车 UI 设计工具，比较常见的有数字仪表盘，信息娱乐系统和抬头显示系统等，众多知名的汽车品牌商如奥迪、宝马、戴勒姆等均使用 Kanzi 进行 HMI 设计

图 11: Kanzi Studio 设计界面



数据来源: Rightware 官网, 西南证券整理

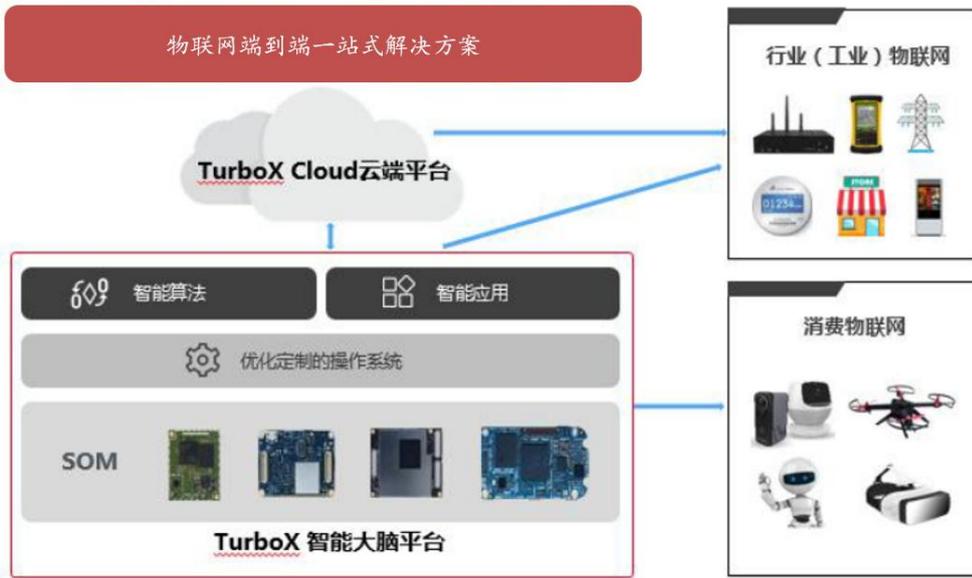
发挥承上启下定位优势，加深产业链进一步融合。公司在车联网领域动作频出，2020 年与滴滴合作研发的 DMS、ADAS 等智能安全驾驶方案正式发布，打通智能座舱和智能驾驶两大技术领域；与广汽合作成立“广汽研究院-中科创达智能汽车软件技术联合创新中心”携手打造软件和应用创新；2021 年公司收购了全球领先的自动泊车技术提供商辅易航，进一步提升了在自动驾驶领域的产品和技术优势。与产业链多方参与者的价值汇聚将进一步加速智能汽车的发展，培育巩固生态优势，从而反哺公司业绩高增。

物联网业务承载未来想象空间。结合芯片+操作系统优势，公司面向智能物联网市场推出“核心板+操作系统+核心算法”的一体化 SoM 产品，并以此为基后续发布 TurboX 智能大脑平台以及 TurboX Cloud 智能物联网云平台，为客户提供物联网应用开发的标准化产品及一站式技术支持服务，能够帮助传统企业快速实现智能产品的开发、量产和落地，降低智能化转型的门槛。目前公司客户主要集中在无人机、扫地机器人、可穿戴设备、AR/VR、摄像头等消费级领域，与 JVC、优必选等全球知名的 300 余家终端厂商取得广泛的业务联系。

鸿蒙助力，产业物联网亟待起飞。公司是华为全球七家专业供应商之一，也是 Harmony 2.0 首批生态合作伙伴，2021 年，公司发布基于 RISC-V 的 WiFi+BLE 芯片的鸿蒙操作系统，并已经开始逐步量产出货，能有效缩短客身鸿蒙适配、HiLink 对接周期，可广泛应用于面向个人、家庭和行业的物联网产品及解决方案。

同时，公司在边缘计算领域继续领跑，2021 年推出全球首款支持 Linux 和 Android 操作系统的 TurboX EB5 边缘智能站，是专为边缘计算应用场景设计和研发的一款软硬件一体化产品，能够有效解决网络状况不好传输受限、终端能力不足、全部云端实现成本过高及时延要求严格等问题，是针对产业物联网的绝佳解决方案，并率先在智能零售、智慧工厂、智慧城市、智能楼宇等场景落地。

图 12：公司物联网提供端到端的一站式解决方案



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 向好趋势不改，盈利能力提升

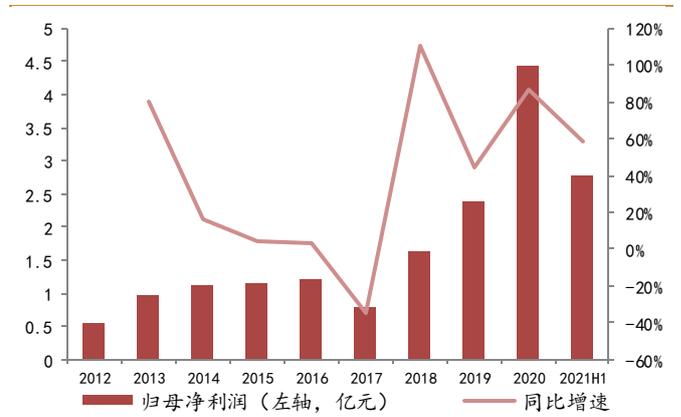
综合来看，公司 2021 年 H1 实现营业收入 16.94 亿元，同比增长 61.4%，两年 CAGR 为 51.8%；实现归母净利润 2.77 亿元，同比增长 58.8%，两年 CAGR 为 77.2%。单季度看，2021 年 Q2 实现营收 9.03 亿元，同比增长 48.8%，两年 CAGR 为 50.3%；实现归母净利润 1.67 亿元，同比增长 55%，两年 CAGR 为 110.7%。公司成长性良好，业绩高增符合预期。

图 13：公司营业收入和增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：公司归母净利润和增速情况



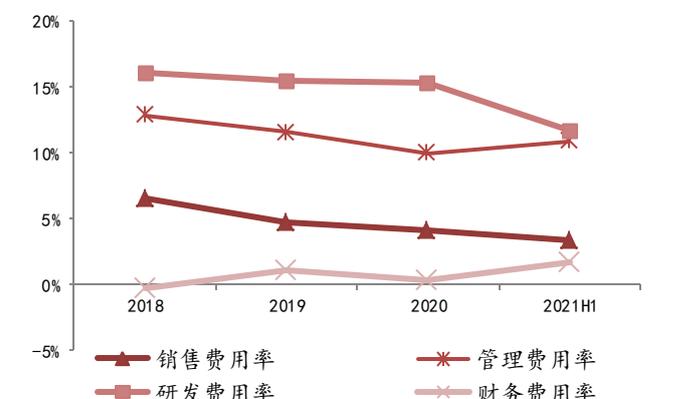
数据来源：Wind，西南证券整理

利润率方面:2020年,公司整体毛利率为44.2%,较2017年提升7.8pp;净利率为16.9%,较2017年增加9.6pp,整体趋势向好,盈利能力不断攀升。2021年H1,公司毛利率为42.2%,较2020年同期上升2.2pp;净利率为16.16%,较2020年同期下降0.8pp,主要是海外业务产生的3000万元汇兑损益导致。公司业务持续扩张,规模效应将带来毛利率稳定增长,盈利能力总体提升趋势明显。

费用率方面:由于涉及全球化运营的汇率损益,公司财务费用率有所波动,但总体来说影响有限。其他三项费用率总体呈现下降趋势:销售费用率保持低位并持续下降,主要由于公司行业领导地位持续突出,客户粘性较强;公司持续加大研发费用投放,绝对值上升,但不及营收增速;管理费用率总体呈下降趋势,2020H1略微上升主要由于人员扩张和股权激励所致。

图8: 公司毛利率和净利率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图9: 公司费用率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

总体来说,三大下游应用场景持续高景气催动公司业绩高增,半年度指标略微波动但总体向好趋势不改,公司凭借前瞻性布局占据卡位先发优势,依靠“技术+生态”持续巩固产业链领导地位,未来有望长期引领物联网产业发展,享受赛道高成长。

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设:

1) 智能软件:传统智能设备终端市场原本趋于饱和,随着5G商用的落地铺开,智能手机出货量的持续高增为公司智能软件业务带来新增量,预计2021-2023年该业务收入同比增长25%、17%、14%。

2) 智能网联汽车:软件定义汽车趋势明显,随着智能汽车渗透率的提高以及软件应用层面的逐渐丰富,公司该板块业务的先发布局开始进入收获期,预计2021-2023年智能网联汽车业务收入同比增长65%、53%、41%。

3) 智能物联网:随着物联网基础设施逐渐完善,下游应用场景将逐步拓宽,公司持续深化与产业链多方参与者合作,利用技术+生态拥抱万亿赛道,SoM芯片和TurboX平台现已加速出货,预计2021-2023年智能物联网业务收入同比增长100%、65%、54%。

4) 新兴业务放量带来规模效应, 毛利率稳中有升。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

表 2: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
智能软件	收入	1,162.15	1,452.69	1,699.65	1,937.60
	增速	20.2%	25.0%	17.0%	14.0%
智能网联汽车	收入	770.24	1,270.90	1,944.48	2,741.72
	增速	60.1%	65.0%	53.0%	41.0%
智能物联网	收入	695.49	1,390.97	2,295.11	3,534.46
	增速	83.4%	100.0%	65.0%	54.0%
合计	收入	2,627.9	4,114.6	5,939.2	8,213.8
	增速	43.8%	56.6%	44.3%	38.3%
	毛利率	44.2%	45.0%	46.0%	47.0%

数据来源: Wind, 西南证券

2.2 相对估值

综合考虑业务范围, 选取智能汽车软件行业中的四家可比公司, 四家公司主营业务与中科创达有一定重合度。从 PE 角度看, 公司 2021 年估值为 90 倍, 行业平均值为 64 倍; 2022 年公司 PE 为 55 倍, 行业平均值为 48 倍。考虑到公司在智能车联网领域占据独有卡位优势, 未来将充分享受智能汽车渗透率提升以及车载软件丰富度提高的所带来的头部区位红利, 我们认为公司估值将继续高于行业平均水平。

表 3: 可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	最新价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002920.SZ	德赛西威	564	103.71	0.94	1.4	1.83	2.33	89	73	56	44
002405.SZ	四维图新	291	12.62	-0.16	0.13	0.17	-	-	99	74	-
688088.SH	虹软科技	221	53.89	0.62	0.84	1.16	1.33	113	65	47	41
002373.SZ	千方科技	244	15.19	0.68	0.87	1.09	1.31	28	18	14	12
平均值								77	64	48	32
300496.SZ	中科创达	570	135.6	1.05	1.5	2.46	3.81	129	90	55	35

数据来源: Wind, 西南证券整理

同时伴随 5G 商用落地加速, 智能软件业务短期也将贡献相当的业绩增量; 物联网市场空间广阔, 公司不断拓宽自身产品边际, 有望长期维持高增速。公司三大业务板块共同推进, 叠加规模效应、效率提升等因素, 业绩将持续呈现高质量增长趋势, 预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.50 元、2.46 元、3.81 元, 未来三年归母净利润复合增速将达到 53.9%, 故给予 2022 年 70 倍 PE, 对应目标价 172.20 元, 上调至“买入”评级。

3 风险提示

- 1) 5G 手机销量不及预期，物联网、车联网渗透率提升不及预期；
- 2) 国际内外部政策环境波动风险。

附表：财务预测与估值

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	2627.88	4114.57	5939.24	8213.78	净利润	449.74	643.70	1056.63	1640.31
营业成本	1465.87	2263.01	3207.19	4353.30	折旧与摊销	107.98	107.33	108.13	108.84
营业税金及附加	7.21	11.18	16.21	22.37	财务费用	6.21	5.97	15.13	19.72
销售费用	109.05	148.12	190.06	246.41	资产减值损失	0.00	0.01	0.00	0.00
管理费用	664.65	1028.64	1425.42	1889.17	经营营运资本变动	-194.99	-536.59	-583.16	-621.18
财务费用	6.21	5.97	15.13	19.72	其他	-27.61	-2.60	-2.82	-2.83
资产减值损失	0.00	0.01	0.00	0.00	经营活动现金流净额	341.33	217.82	593.91	1144.85
投资收益	9.98	3.00	3.00	3.00	资本支出	-442.72	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	0.30	-0.40	-0.18	-0.17	其他	-82.57	4.23	2.82	2.83
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-525.29	-15.77	-17.18	-17.17
营业利润	462.00	660.23	1088.05	1685.64	短期借款	-91.63	-310.70	0.00	0.00
其他非经营损益	0.05	0.21	0.19	0.20	长期借款	1.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	462.05	660.44	1088.24	1685.84	股权融资	1771.14	0.00	0.00	0.00
所得税	12.30	16.73	31.61	45.53	支付股利	-52.32	-97.56	-139.64	-229.21
净利润	449.74	643.70	1056.63	1640.31	其他	-98.22	-403.97	-15.13	-19.72
少数股东损益	6.28	8.99	14.76	22.91	筹资活动现金流净额	1530.29	-812.23	-154.77	-248.93
归属母公司股东净利润	443.46	634.71	1041.88	1617.40	现金流量净额	1330.07	-610.17	421.96	878.75
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	2087.34	1477.17	1899.13	2777.88	成长能力				
应收和预付款项	900.94	1531.69	2211.19	2968.75	销售收入增长率	43.85%	56.57%	44.35%	38.30%
存货	400.47	340.79	551.31	790.99	营业利润增长率	87.51%	42.91%	64.80%	54.92%
其他流动资产	40.46	49.37	71.27	98.57	净利润增长率	89.73%	43.13%	64.15%	55.24%
长期股权投资	67.22	67.22	67.22	67.22	EBITDA 增长率	60.50%	34.25%	56.60%	49.77%
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	437.74	415.50	392.47	368.72	毛利率	44.22%	45.00%	46.00%	47.00%
无形资产和开发支出	784.70	723.46	662.21	600.97	三费率	29.68%	28.75%	27.45%	26.24%
其他非流动资产	838.75	834.89	831.04	827.19	净利率	17.11%	15.64%	17.79%	19.97%
资产总计	5557.61	5440.10	6685.85	8500.30	ROE	10.25%	14.18%	19.37%	23.89%
短期借款	310.70	0.00	0.00	0.00	ROA	8.09%	11.83%	15.80%	19.30%
应付和预收款项	410.25	667.06	938.76	1272.87	ROIC	30.84%	32.86%	43.68%	55.87%
长期借款	4.95	4.95	4.95	4.95	EBITDA/销售收入	21.93%	18.80%	20.40%	22.09%
其他负债	444.61	229.58	286.63	355.87	营运能力				
负债合计	1170.51	901.58	1230.33	1633.69	总资产周转率	0.63	0.75	0.98	1.08
股本	423.15	424.19	424.19	424.19	固定资产周转率	10.40	10.00	15.17	22.24
资本公积	2395.15	2394.11	2394.11	2394.11	应收账款周转率	3.62	3.81	3.56	3.57
留存收益	1113.71	1650.86	2553.10	3941.29	存货周转率	6.73	6.10	7.19	6.49
归属母公司股东权益	4326.75	4469.17	5371.41	6759.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.26%	—	—	—
少数股东权益	60.36	69.35	84.11	107.01	资本结构				
股东权益合计	4387.11	4538.52	5455.51	6866.61	资产负债率	21.06%	16.57%	18.40%	19.22%
负债和股东权益合计	5557.61	5440.10	6685.85	8500.30	带息债务/总负债	26.97%	0.55%	0.40%	0.30%
					流动比率	3.20	4.23	4.18	4.32
					速动比率	2.82	3.80	3.69	3.81
					股利支付率	11.80%	15.37%	13.40%	14.17%
					每股指标				
					每股收益	1.05	1.50	2.46	3.81
					每股净资产	10.34	10.70	12.86	16.19
					每股经营现金	0.80	0.51	1.40	2.70
					每股股利	0.12	0.23	0.33	0.54
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	576.20	773.53	1211.31	1814.19					
PE	128.75	89.96	54.80	35.30					
PB	13.01	12.58	10.47	8.32					
PS	21.73	13.88	9.61	6.95					
EV/EBITDA	94.39	70.87	44.91	29.50					
股息率	0.09%	0.17%	0.24%	0.40%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn