

## 业绩增速回暖, 动力电池业务加速放量

### 投资要点

- **业绩总结:** 2021H1, 公司实现营业收入156.8亿元, 同比增长36.3%; 实现归母净利润6.2亿元, 同比增长10391.4%。
- **业绩重回高速增长通道, 动力电池业务加速放量。** 2021年H1: 1) 从营收端来看, 公司营业收入同比增长36.3%。分业务来看, 公司手机数码类、笔记本电脑类锂离子电池模组业务持续增长, 分别实现收入94.0、21.9亿元, 同比增长42.5%、29.3%; 动力电池加速放量, 实现收入5.7亿元, 同比提升344.3%; 智能硬件业务实现收入19.4亿元, 小幅下滑6.0%; 精密结构件业务继续保持高增长态势, 实现收入11.3亿元, 同比增长80.5%。2) 从利润端来看, 公司归母净利润同比增长10391.4%; 公司毛利率为16.6%, 同比上升1.8pp; 净利率为3.9%, 同比实现扭亏为盈, 相比2019年同期提升1.8pp, 随着公司产品附加值和电芯自供比例不断提升, 其盈利水平有望进一步提升。3) 从费用端来看, 公司销售费用率为1%, 同比提升0.17pp; 管理费用率为4.1%, 同比下降0.15pp; 研发费用率为6.4%, 同比提升0.39pp。
- **获得多家车企车型项目定点函, 公司动力电池业务进入加速放量阶段。** 公司动力电池业务得到国内外众多车企认可, 2021年上半年公司拿下15款车型, 相继获得东风柳汽菱智CM5EV、东风E70、广汽A9E、吉利PMA平台、吉利GHS2.0平台、五菱宏光mini等多个项目的定点函。目前公司已建立合作关系的车企包括: 雷诺、日产、易捷特、吉利、东风、广汽、上汽通用五菱、小鹏等。从中期维度来看, 新能源汽车行业将持续高景气, 根据GGII的数据显示, 2021上半年全球新能源汽车销量达到225.2万台, 同比增长151%, 动力电池装机量达到100.5GWh, 同比增长141%。我们认为, 公司凭借在锂电领域多年深耕积累下来的技术优势, 未来有望持续享受新能源车行业高景气的红利, 动力电池业务将成为公司未来业绩的核心增长点之一。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年, 公司EPS分别为0.82元、1.08元、1.41元, 未来三年公司归母净利润的复合增速有望达到40%以上。考虑到公司在锂电池领域的行业地位、在消费电子产业链中稳定且深度绑定大客户、以及在动力电池领域积蓄多年进入加速放量期, 我们给予公司2021年55倍PE估值, 对应目标价45.07元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 动力电池业务放量不达预期; 大客户产品销量不达预期。

| 指标/年度         | 2020A    | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 29692.31 | 40270.64 | 52348.08 | 65931.60 |
| 增长率           | 17.64%   | 35.63%   | 29.99%   | 25.95%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 801.96   | 1332.91  | 1760.11  | 2299.63  |
| 增长率           | 6.79%    | 66.21%   | 32.05%   | 30.65%   |
| 每股收益EPS(元)    | 0.49     | 0.82     | 1.08     | 1.41     |
| 净资产收益率ROE     | 11.20%   | 16.16%   | 8.02%    | 19.61%   |
| PE            | 75       | 45       | 34       | 26       |
| PB            | 8.77     | 7.51     | 6.32     | 5.24     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王谋  
执业证号: S1250521050001  
电话: 0755-23617478  
邮箱: wangmou@swsc.com.cn  
联系人: 徐一丹  
电话: 021-58351908  
邮箱: xyd@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

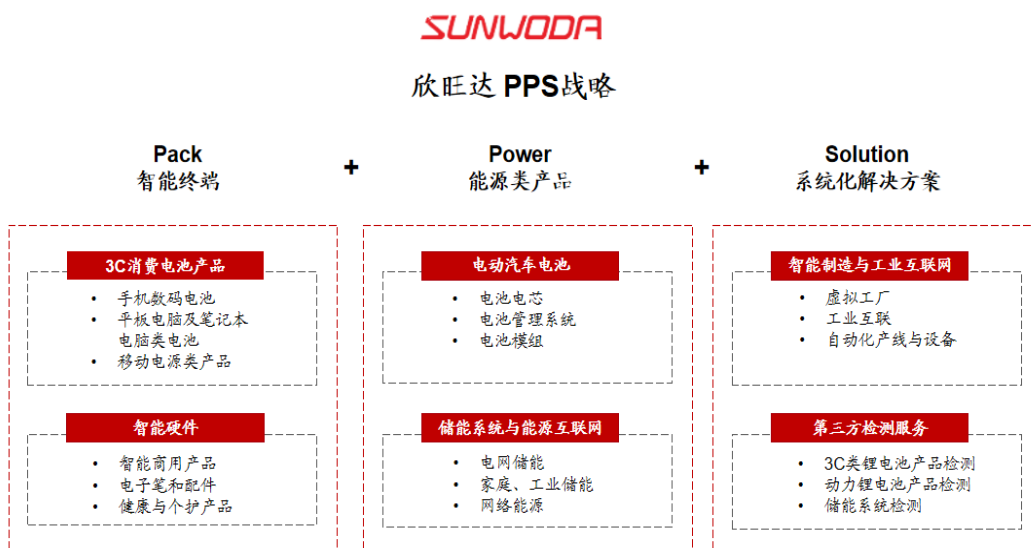
|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 16.26       |
| 流通A股(亿股)    | 14.59       |
| 52周内股价区间(元) | 18.69-37.78 |
| 总市值(亿元)     | 598.05      |
| 总资产(亿元)     | 324.05      |
| 每股净资产(元)    | 5.17        |

### 相关研究

## 1 公司是全球锂电池领域的领军企业

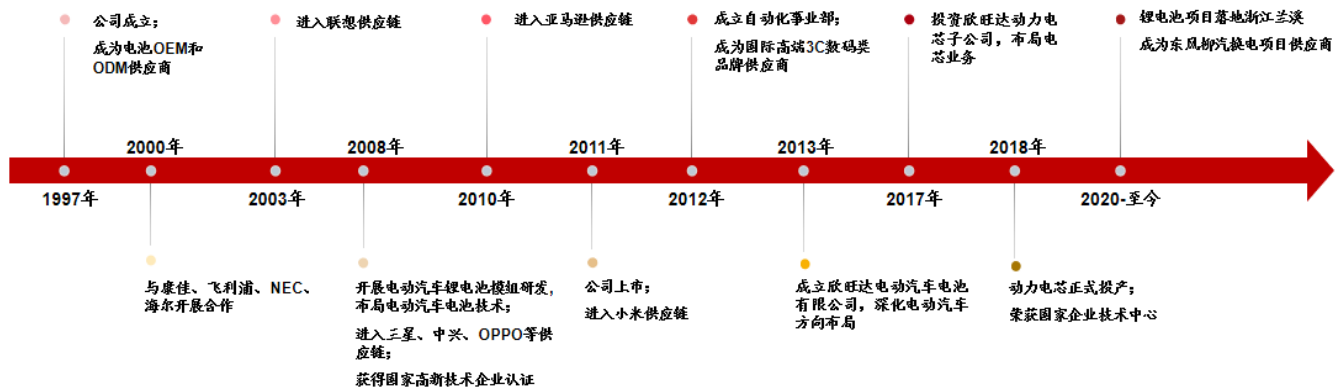
欣旺达成立于1997年，于2011年在深交所上市。公司以研发、生产销售锂电池模组为主要业务，历经二十余年，成为国内设计能力最强、配套能力最完善、产品最为多元的锂电池厂商之一。公司产品广泛应用于笔记本电脑、智能手机等消费电子领域，并且开始加速向汽车领域方向拓展，目前已经形成3C消费类电池、智能硬件、电动汽车电池、储能系统与能源互联网、智能制造与工业互联网、第三方检测服务六大业务群。经过多年的发展积淀，公司凭借优质的产品和服务，已与华为、vivo、小米、上汽、海尔、亚马逊等国内外大型客户建立起了紧密的合作关系。公司积极推进全球化布局，在美国、德国、以色列、印度、中国香港、中国台湾等多地设立了技术与客户中心，加快全球化体系布局的节奏。

图 1：公司 PPS 战略布局



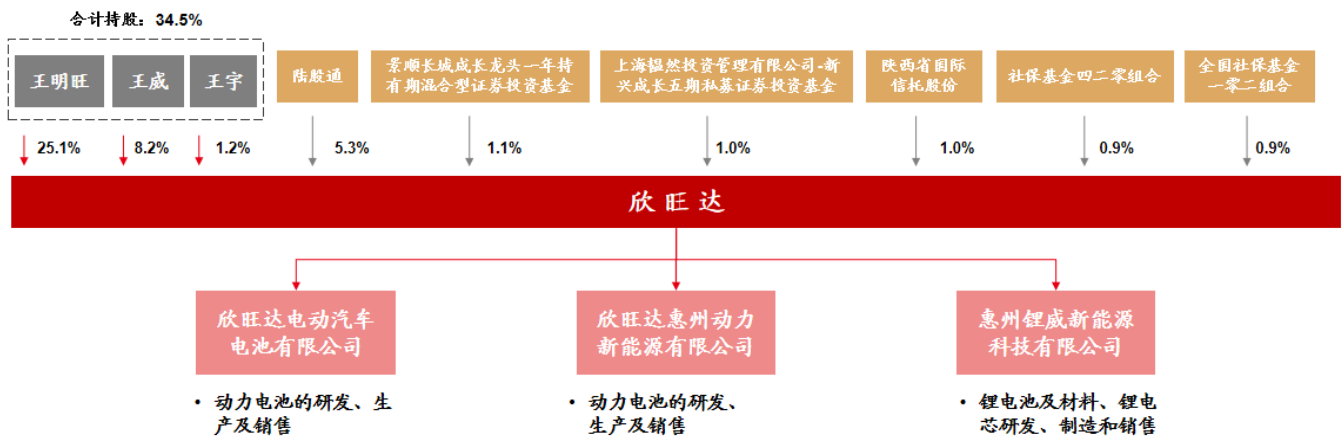
资料来源：公司公告，西南证券整理

**业务布局不断拓展，积极推动产业链纵深覆盖。**公司成立后致力于电池 OEM、ODM 业务。2000 年，公司开展同康佳、飞利浦、海尔等厂商的合作；2008 年，公司切入三星、中兴、OPPO 等多家大客户的供应链。同是 2008 年，公司开始布局动力电池业务，积极推动产业链纵深覆盖，形成以电动汽车电池系统为核心产品支点，向下游电站、电动汽车、动力电池等拓展的业务局面。2010-2012 年，公司先后切入亚马逊、小米、国际高端 3C 数码品牌供应链。2013 年，公司成立欣旺达电动汽车电池有限公司，深化电动汽车领域的布局。2017-2018 年，公司开展电芯业务并成功实现量产，实现锂电池模组产业链的向上延伸，将电芯纳入公司的生产制造体系。发展至今，公司已经围绕锂电业务完成诸多业务布局，在新能源背景下公司未来将持续保持高质量发展。

**图 2：公司主要发展历程**


资料来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

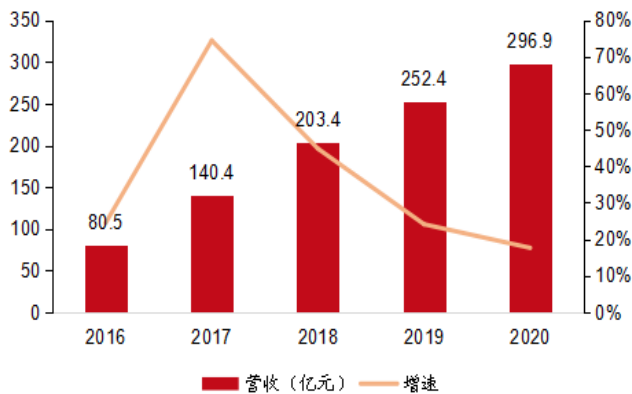
公司股权相对集中，多次股权激励计划提振员工积极性。公司实控人为王明旺和王威，其持股比例分别为 25.1%和 8.2%，实控人连同其一致行动人王宇的股权合计占比达 34.5%。整体来看，公司股权相对集中，前十大股东中除了前三位以外，其余持股比例均低于 2%。公司于 2018 年、2020 年先后实施两期员工持股计划，有利于实现公司、股东和员工三方利益的一致性，提升管理层和员工工作的积极性，为公司长期、稳定发展提供动能。

**图 3：公司股权结构**


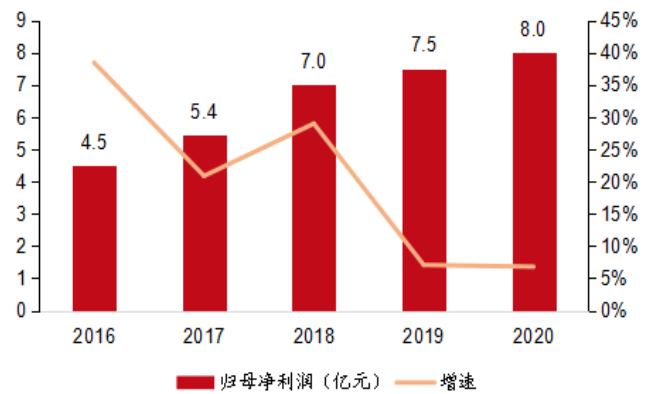
资料来源：公司公告，西南证券整理（截至 2021 年半年报）

营业收入和净利润增长稳健，随着动力电池业务加速放量将重回高增长通道。1) 收入端：2016-2020 年，公司营业收入由 80.5 亿元增长至 296.9 亿元，年复合增长率达 38.6%；其中，2020 年营业收入同比增长 17.6%，预计随着疫情影响减弱，加上公司动力电池业务逐步进入加速放量阶段，公司收入增速将进一步提升。2) 利润端：2016-2020 年，公司归母净利润由 4.5 亿元增长至 8.0 亿元，期间年复合增长率约为 15.6%；其中，2020 年公司归母净利润同比增长 6.8%，增速有所放缓，主要因为：一季度疫情对公司经营造成负向影响、公司摊销了一定的股权激励费用、国际汇率市场波动较大带来汇兑损失，以及动力电池业务持续投入但暂未实现盈利。

2021年H1，公司实现营收156.8亿元，同比增长36.3%，主要受动力电池业务高速增长所带动；归母净利润达6.2亿元，同比增长10391.4%。公司业绩大幅增长主要是因为：一方面，2020年受多种因素影响导致同期基数较低；另一方面公司消费类电芯业务的生产规模逐步扩大，稼动率稳步提升，随着自供比例的提升，产品附加值得以提升，从而提高公司的盈利能力。

**图4：公司2016-2020年营业收入及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

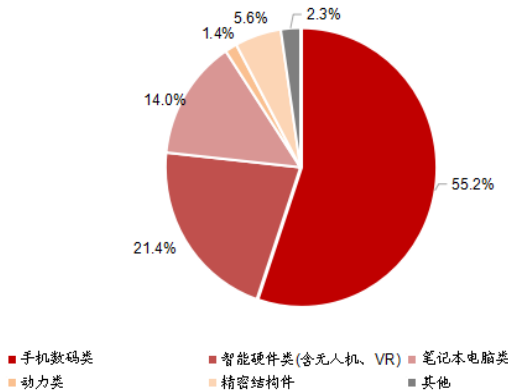
**图5：公司2016-2020年归母净利润及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

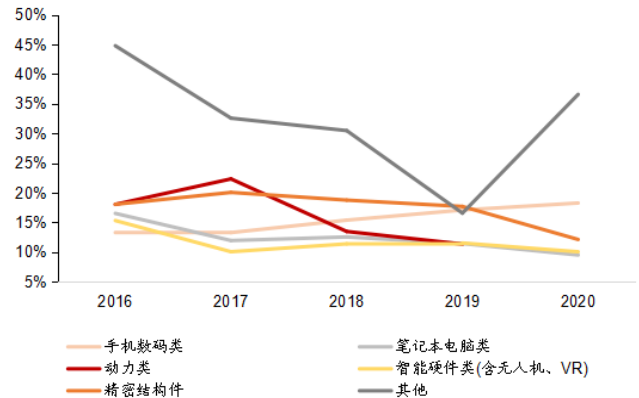
**分业务来看：**公司的主营业务主要包括锂离子电池模组（包含手机数码类、笔记本电脑类、动力电池类）、智能硬件、精密结构件等业务。

回顾2020年，公司锂离子电池模组业务实现收入209.8亿元，同比增长8.2%。其中，手机数码类锂电池模组业务实现营收164.0亿元，同比增长4.8%，占营业收入比重55.2%，是公司收入的主要来源；手机数码类业务毛利率为18.2%，是公司毛利率最高的主营业务。公司笔记本电脑类锂电池模组业务实现营收41.5亿元，同比增长43.4%，占收入比重约14.0%；该业务毛利率为9.5%。公司动力电池业务营收为6.9亿元，同比下滑49.5%，主要因为疫情影响下，当年下游消费需求萎缩。此外，公司智能硬件类业务实现营收63.7亿元，同比增长59.1%，占营收比重约21.4%；该业务毛利率为10.0%。公司精密结构件业务实现营收16.5亿元，同比增长37.2%，占营收比重约5.6%；该业务毛利率为12.1%。公司作为锂电池行业领军企业，在动力电池领域已有多年技术积淀与客户的资源积累，随着疫情影响的减弱，公司动力电池业务有望逐步进入加速放量阶段。

2021年H1，公司手机数码类锂离子电池模组业务持续增长，实现收入94.0亿元，同比增加42.5%，主要得益于公司积极贴合下游客户深度需求，推动市场份额提升；手机数码类业务毛利率达到19.1%，同比提升2.0pp，主要受益于电芯自供比例和稼动率的提升。公司笔记本电脑锂电池业务快速增长，实现营收21.9亿元，同比增长29.3%。公司动力电池业务营收实现收入5.7亿元，同比提升344.3%，主要因为公司动力电池业务获得众多知名车企认可，取得东风柳汽菱智CM5EV、东风E70、广汽A9E、吉利PMA平台、吉利GHS2.0平台、上汽通用五菱宏光mini等多家车企车型的定点函；该业务毛利率同比大幅下滑4.6pp至6.8%，主要因为受上游原材料涨价冲击。期间，由于部分产品业务调整，公司智能硬件业务同比下滑6.0%，实现收入19.4亿元；公司精密结构件业务持续保持高增长，实现收入11.3亿元，同比增长80.5%。

**图 6：公司 2020 年主营业务结构情况**


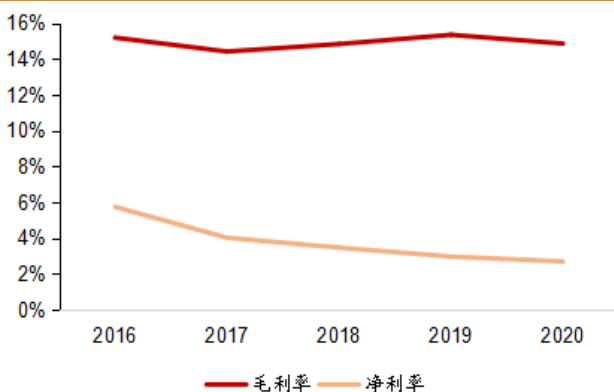
数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 7：公司 2020 年主营业务毛利率情况**


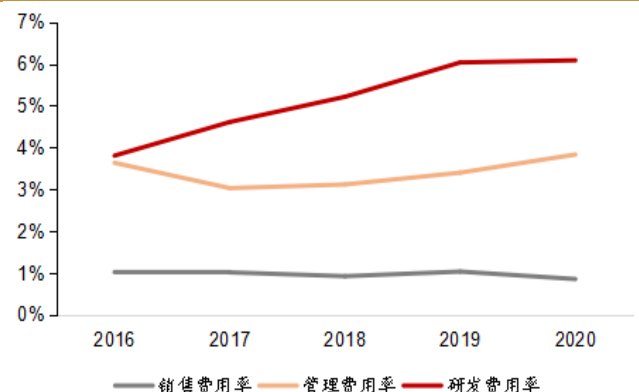
数据来源：Wind, 西南证券整理

**产品附加值和自供比例的提升，有望带动公司盈利水平进一步上行。1) 利润率方面：**2020 年，公司毛利率为 14.9%，同比下降 0.5pp；净利率为 2.7%，同比下降 0.3pp。2021H1，公司毛利率为 16.6%，同比提升 1.8pp；净利率为 3.9%，同比实现扭亏为盈，相比 2019 年同期提升 1.8pp。一方面，公司立足于锂电池领域的 PPS 战略深度绑定下游客户需求；另一方面，公司电芯业务的生产规模逐步扩大，产品附加值和自供比例有望不断提升，我们认为公司的盈利水平有望进一步提升。

**2) 费用率方面：**2020 年，公司销售费用率为 0.9%，同比下降 0.2pp；管理费用率为 3.8%，同比提升 0.4pp；研发费用率为 6.1%，同比提升 0.05pp。公司销售费用率较低，与公司紧跟下游需求、同大客户建立深度合作关系密不可分；公司研发费用率相对较高，且呈现逐年增长的趋势，主要因为公司在新产品、自动化设备和新技术等方面不断加大研发投入。2021 年 H1，公司销售费用率为 1%，同比提升 0.17pp；管理费用率为 4.1%，同比下降 0.15pp；研发费用率为 6.4%，同比提升 0.39pp。

**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



## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：由于公司在大客户方面的份额进一步提升，我们认为公司手机数码类业务仍有望保持稳健增长。但由于该业务增速相对放缓，其在公司主营业务结构中的占比将渐趋收窄，我们预计到 2023 年占比有望收窄至 33% 左右。与此同时，由于公司切入大客户产品的种类进一步增多，公司的笔电业务有望加速放量，该业务在主营业务结构中的占比有望稳步提升。

假设 2：公司动力电池业务已获得多个项目定点函，众多大型车企在陆续导入，因此近几年该业务成长的确定性较强。我们认为，从中期角度来看，未来几年中新能源汽车领域仍将具有高景气，公司将持续享受行业景气度的红利。我们预计，公司动力电池业务将逐步成为公司业绩的重要来源，其占公司主营业务结构中的占比将持续提升，到 2023 年有望提升至 15% 以上。

假设 3：由于公司电芯业务的生产规模逐步扩大，自供比例不断提升，我们预计公司的毛利率有望随之进一步上行。

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 1：分业务收入及毛利率

| 单位：亿元          |        |       | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E |
|----------------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 锂离子电池模组        | 手机数码类  | 收入    | 164.0  | 183.7  | 202.1  | 218.3 |
|                |        | 增速    | 4.8%   | 12.0%  | 10.0%  | 8.0%  |
|                |        | 毛利率   | 18.2%  | 18.5%  | 18.5%  | 18.5% |
|                | 笔记本电脑类 | 收入    | 41.5   | 62.3   | 90.3   | 117.3 |
|                |        | 增速    | 43.4%  | 50.0%  | 45.0%  | 30.0% |
|                |        | 毛利率   | 9.5%   | 11.0%  | 12.5%  | 12.8% |
|                | 动力类    | 收入    | 4.3    | 27.8   | 55.6   | 100.2 |
|                |        | 增速    | -49.6% | 550.0% | 100.0% | 80.0% |
|                |        | 毛利率   | -      | 13.0%  | 14.0%  | 14.0% |
| 智能硬件类(含无人机、VR) | 收入     | 63.7  | 98.7   | 138.2  | 179.6  |       |
|                | 增速     | 59.1% | 55.0%  | 40.0%  | 30.0%  |       |
|                | 毛利率    | 10.0% | 11.0%  | 11.5%  | 12.0%  |       |
| 精密结构件          | 收入     | 16.5  | 22.6   | 28.9   | 34.7   |       |
|                | 增速     | 37.2% | 37.0%  | 28.0%  | 20.0%  |       |
|                | 毛利率    | 12.1% | 16.0%  | 17.0%  | 18.8%  |       |
| 其他             | 收入     | 6.9   | 7.6    | 8.4    | 9.2    |       |
|                | 增速     | 8.1%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  |       |
|                | 毛利率    | 36.6% | 37.0%  | 37.0%  | 37.0%  |       |
| 合计             | 收入     | 296.9 | 402.7  | 523.5  | 659.3  |       |
|                | 增速     | 17.6% | 35.6%  | 30.0%  | 25.9%  |       |
|                | 毛利率    | 14.9% | 15.3%  | 15.4%  | 15.3%  |       |

数据来源：Wind，西南证券

## 2.2 相对估值

公司常年深耕锂电池领域，目前在动力电池领域进入加速放量期，且其主营业务包含智能硬件代工业务，因此我们选取歌尔股份、立讯精密、亿纬锂能、宁德时代作为可比公司。2020年，四家公司的平均PE为84倍，2021年Wind一致预期的平均PE为62倍。

我们预计2021-2023年，公司EPS分别为0.82元、1.08元、1.41元，未来三年归母净利润复合增速有望达到40%以上。考虑到公司在锂电池领域的优势地位、在消费电子产业链中稳定且深度绑定大客户、在动力电池领域积蓄多年进入加速放量期，我们给予公司2021年55倍PE估值，对应目标价45.07元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

| 证券代码   | 可比公司 | 股价（元）  | EPS（元） |      |      |      | PE（倍）  |        |       |       |
|--------|------|--------|--------|------|------|------|--------|--------|-------|-------|
|        |      |        | 20A    | 21E  | 22E  | 23E  | 20A    | 21E    | 22E   | 23E   |
| 002241 | 歌尔股份 | 40.88  | 0.87   | 1.21 | 1.59 | 2.00 | 42.92  | 33.84  | 25.67 | 20.43 |
| 002475 | 立讯精密 | 41.82  | 1.03   | 1.32 | 1.75 | 2.24 | 54.51  | 31.74  | 23.92 | 18.70 |
| 300014 | 亿纬锂能 | 110.40 | 0.87   | 1.72 | 2.43 | 3.34 | 93.18  | 64.30  | 45.38 | 33.08 |
| 300750 | 宁德时代 | 510.50 | 2.40   | 4.32 | 6.56 | 9.00 | 146.49 | 118.12 | 77.83 | 56.75 |
| 平均值    |      |        |        |      |      |      | 84.28  | 62.00  | 43.20 | 32.24 |

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至2021.08.10收盘）

## 3 风险提示

动力电池业务放量不达预期；大客户产品销量不达预期。

**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          | 29692.31        | 40270.64        | 52348.08        | 65931.60        | 净利润               | 800.26          | 1342.30         | 1768.65        | 2307.29        |
| 营业成本          | 25280.02        | 34096.40        | 44311.40        | 55840.59        | 折旧与摊销             | 664.61          | 678.95          | 678.95         | 678.95         |
| 营业税金及附加       | 104.11          | 141.21          | 183.55          | 231.18          | 财务费用              | 500.49          | 241.62          | 261.74         | 263.73         |
| 销售费用          | 253.04          | 402.71          | 500.40          | 628.54          | 资产减值损失            | -212.25         | -100.00         | -137.42        | -124.94        |
| 管理费用          | 1137.36         | 4067.33         | 5234.81         | 6494.26         | 经营营运资本变动          | -1905.16        | -1412.91        | -871.64        | -1241.50       |
| 财务费用          | 500.49          | 241.62          | 261.74          | 263.73          | 其他                | 396.13          | -159.45         | 31.54          | 5.25           |
| 资产减值损失        | -212.25         | -100.00         | -137.42         | -124.94         | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>244.09</b>   | <b>590.51</b>   | <b>1731.82</b> | <b>1888.76</b> |
| 投资收益          | 46.37           | 79.84           | 68.68           | 72.40           | 资本支出              | -2810.12        | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 公允价值变动损益      | 435.72          | 125.00          | 50.00           | 50.00           | 其他                | -551.51         | 99.26           | 37.70          | 98.26          |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-3361.63</b> | <b>99.26</b>    | <b>37.70</b>   | <b>98.26</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>977.33</b>   | <b>1626.21</b>  | <b>2112.28</b>  | <b>2720.64</b>  | 短期借款              | 592.16          | -1278.76        | -332.89        | -349.56        |
| 其他非经营损益       | -10.08          | -5.08           | -6.74           | -6.19           | 长期借款              | 838.09          | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>967.26</b>   | <b>1621.13</b>  | <b>2105.54</b>  | <b>2714.45</b>  | 股权融资              | 359.49          | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 166.99          | 278.83          | 336.89          | 407.17          | 支付股利              | -109.75         | -160.39         | -266.58        | -352.02        |
| 净利润           | 800.26          | 1342.30         | 1768.65         | 2307.29         | 其他                | 2063.05         | 181.07          | 37.70          | 72.91          |
| 少数股东损益        | -1.69           | 9.39            | 8.54            | 7.65            | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>3743.04</b>  | <b>-1258.07</b> | <b>-561.77</b> | <b>-628.67</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 801.96          | 1332.91         | 1760.11         | 2299.63         | <b>现金流量净额</b>     | <b>575.39</b>   | <b>-568.31</b>  | <b>1207.74</b> | <b>1358.35</b> |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                |                |
| 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          | 4595.37         | 4027.06         | 5234.81         | 6593.16         | <b>成长能力</b>       |                 |                 |                |                |
| 应收和预付款项       | 7879.82         | 10775.99        | 13922.28        | 17564.42        | 销售收入增长率           | 17.64%          | 35.63%          | 29.99%         | 25.95%         |
| 存货            | 5120.85         | 7050.91         | 9211.08         | 11660.90        | 营业利润增长率           | 20.77%          | 66.39%          | 29.89%         | 28.80%         |
| 其他流动资产        | 1080.65         | 1013.88         | 1304.75         | 1631.74         | 净利润增长率            | 6.68%           | 67.73%          | 31.76%         | 30.45%         |
| 长期股权投资        | 316.36          | 316.36          | 316.36          | 316.36          | EBITDA 增长率        | 22.76%          | 18.87%          | 19.88%         | 19.99%         |
| 投资性房地产        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>获利能力</b>       |                 |                 |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 7850.88         | 7367.94         | 6885.00         | 6402.06         | 毛利率               | 14.86%          | 15.33%          | 15.35%         | 15.31%         |
| 无形资产和开发支出     | 820.35          | 754.48          | 688.60          | 622.73          | 三费率               | 6.37%           | 11.70%          | 11.46%         | 11.20%         |
| 其他非流动资产       | 3007.92         | 2983.69         | 2934.43         | 2828.47         | 净利率               | 2.70%           | 3.33%           | 3.38%          | 3.50%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>30672.20</b> | <b>34290.31</b> | <b>40497.31</b> | <b>47619.83</b> | ROE               | 11.20%          | 16.16%          | 18.02%         | 19.61%         |
| 短期借款          | 6150.95         | 4872.19         | 4539.31         | 4189.75         | ROA               | 2.61%           | 3.91%           | 4.37%          | 4.85%          |
| 应付和预收款项       | 10447.05        | 13963.24        | 18199.34        | 22913.76        | ROIC              | 10.43%          | 10.45%          | 12.29%         | 14.35%         |
| 长期借款          | 1650.63         | 1650.63         | 1650.63         | 1650.63         | EBITDA/销售收入       | 7.22%           | 6.32%           | 5.83%          | 5.56%          |
| 其他负债          | 5276.17         | 5499.91         | 6293.31         | 7098.48         | <b>营运能力</b>       |                 |                 |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>23524.81</b> | <b>25985.98</b> | <b>30682.59</b> | <b>35852.62</b> | 总资产周转率            | 1.09            | 1.24            | 1.40           | 1.50           |
| 股本            | 1574.98         | 1626.45         | 1626.45         | 1626.45         | 固定资产周转率           | 5.83            | 7.07            | 10.04          | 13.94          |
| 资本公积          | 2228.17         | 2176.70         | 2176.70         | 2176.70         | 应收账款周转率           | 4.71            | 4.55            | 4.47           | 4.41           |
| 留存收益          | 3310.17         | 4482.69         | 5976.22         | 7923.83         | 存货周转率             | 5.26            | 5.40            | 5.31           | 5.24           |
| 归属母公司股东权益     | 6819.02         | 7966.57         | 9468.42         | 11413.25        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 106.46%         | —               | —              | —              |
| 少数股东权益        | 328.38          | 337.76          | 346.30          | 353.96          | <b>资本结构</b>       |                 |                 |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>7147.40</b>  | <b>8304.33</b>  | <b>9814.72</b>  | <b>11767.21</b> | 资产负债率             | 76.70%          | 75.78%          | 75.76%         | 75.29%         |
| 负债和股东权益合计     | 30672.20        | 34290.31        | 40497.31        | 47619.83        | 带息债务/总负债          | 41.70%          | 32.83%          | 26.72%         | 21.89%         |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 0.99            | 1.09            | 1.17           | 1.24           |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 0.72            | 0.76            | 0.81           | 0.86           |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 13.69%          | 12.03%          | 15.15%         | 15.31%         |
| 业绩和估值指标       | 2020A           | 2021E           | 2022E           | 2023E           | <b>每股指标</b>       |                 |                 |                |                |
| EBITDA        | 2142.44         | 2546.78         | 3052.97         | 3663.32         | 每股收益              | 0.49            | 0.82            | 1.08           | 1.41           |
| PE            | 74.57           | 44.87           | 33.98           | 26.01           | 每股净资产             | 4.19            | 4.90            | 5.82           | 7.02           |
| PB            | 8.77            | 7.51            | 6.32            | 5.24            | 每股经营现金            | 0.15            | 0.36            | 1.06           | 1.16           |
| PS            | 2.01            | 1.49            | 1.14            | 0.91            | 每股股利              | 0.07            | 0.10            | 0.16           | 0.22           |
| EV/EBITDA     | 28.99           | 24.86           | 20.20           | 16.36           |                   |                 |                 |                |                |
| 股息率           | 0.18%           | 0.27%           | 0.45%           | 0.59%           |                   |                 |                 |                |                |

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      |
|    | 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     |
| 北京 | 王昕宇 | 销售经理    | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
|    | 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 | 来趣儿 | 销售经理    | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
|    | 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       |