

# 七一二 (603712)

证券研究报告  
2021年08月16日

## 军用通信核心供应商，我国 C4ISR 建设持续投入推动长期发展

### 军用通信核心供应商，“十四五”迎发展高速突破期

公司是国内最早的军用无线通信设备的研发、制造企业之一，拥有完整的科研生产资质，是该领域无线通信装备的主要供应商，产品形态包括手持、背负、车载、机载、舰载等系列装备，实现了从短波、超短波到卫星通信等宽领域覆盖。民用产品主要包括铁路、地铁通信终端和系统级平台调度系统，近年来公司陆续中标多个城市地铁通信项目。我们认为军品业务在“十四五”期间仍将保持较快增速，尤其是系统级产品未来或持续高增长，民用领域随着新一代 5G 技术产品研制推进，更新换代需求强烈。

### 系统级放量推动业绩加速突破，高研发投入奠定长期发展基础

2020 年，公司实现营业收入 26.96 亿元，同比增长 25.9%，16-20 年复合增速为 18.02%；归母净利润为 5.23 亿元，同比增长 51.5%，16-20 年复合增速为 34.72%，近年来业绩呈现快速提升趋势，主要原因为系统级产品显著放量，2018-2020 年系统级产品收入增速分别为 49.28%、59.23%、76.39%。

公司研发投入持续提升，研发费用率维持高位，与竞争对手相比优势明显。我们认为公司仍在持续开发各类系统级产品、民用 5G 技术终端，高研发投入有望帮助公司开拓新品获取更多市场份额。

公司具备强大通信技术综合研发实力，为“信息化/智能化”时代洗牌受益者对标美军 C4ISR 的发展，我军目前约处于其第二阶段“分散建设”向第三阶段“集成建设”的过渡中。军工电子信息行业承担着“信息系统一体化、武器装备信息化、信息装备武器化、信息基础设施现代化”的重大战略任务。我们预计，为了达成信息化、智能化发展目标，我国 C4ISR 系统建设投入也将显著提升。

公司通过稳步布局，实现了传统领域装备占有率稳步提升，并且通过竞标拓展了微波散射通信、短波通信、数据链、大数据应用等新领域。近年来通过技术积累，公司系统承研能力得到大幅提升，业务态势上从单任务终端产品向指挥控制、任务管理、作战协同、目标监视、电子对抗等多任务一体化综合系统发展。我们认为公司正通过系统产品向新客户开拓，随着科研项目逐渐落地，新产品有望持续转化为市场订单，我国 C4ISR 系统建设持续投入推动公司跨越“十四五”持续成长。同时我们预计凭借着强大的军用通信技术综合研发实力，公司可顺应通信、导航、指控集成化发展需要，或成为行业洗牌的主要受益者。

**盈利预测与评级：**公司作为军用无线通信核心供应商，终端产品在军民应用中仍有望持续提升，系统级军品伴随军机放量和老机型加装有望延续高增速，并且随着我军 C4ISR 系统建设投入加大，看好公司长坡赛道持续发展。综上，我们预计 2021-23 年营业收入为 36.29/47.65/61.66 亿元、归母净利润为 7.56/10.52/14.37 亿元，对应 EPS 为 0.98/1.36/1.86 元，对应 PE 为 45.44/32.66/23.91x，给予 55 倍估值测算 2021 年目标价为 53.9 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**军品订单波动风险；新产品竞标批产进度不及预期；民用市场存在外部环境变化风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,140.65	2,696.10	3,628.53	4,764.79	6,166.40
增长率(%)	31.69	25.95	34.58	31.31	29.42
EBITDA(百万元)	866.75	1,170.46	799.34	1,099.36	1,505.80
净利润(百万元)	345.32	523.08	756.27	1,051.97	1,437.10
增长率(%)	53.52	51.48	44.58	39.10	36.61
EPS(元/股)	0.45	0.68	0.98	1.36	1.86
市盈率(P/E)	99.51	65.69	45.44	32.66	23.91
市净率(P/B)	13.43	11.44	9.48	7.67	6.06
市销率(P/S)	16.05	12.74	9.47	7.21	5.57
EV/EBITDA	21.43	26.91	41.31	29.78	21.48

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	44.51 元
目标价格	53.9 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	772.00
流通 A 股股本(百万股)	772.00
A 股总市值(百万元)	34,361.72
流通 A 股市值(百万元)	34,361.72
每股净资产(元)	3.91
资产负债率(%)	60.62
一年内最高/最低(元)	58.33/30.29

### 作者

**唐海清** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

**李鲁靖** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519050003  
lilujing@tfzq.com

**刘明洋** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521080001  
liumingyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《七一二-首次覆盖报告:天津地区国企混改先锋，军民融合专网通信持续扩张》2019-05-22

## 内容目录

1. 军用通信核心供应商，“十四五”迎发展高速突破期 .....	3
2. 系统级放量推动业绩加速突破，高研发投入奠定长期发展基础 .....	3
3. 构建我国 C4ISR 重要基石，系统建设推动公司长期快速发展 .....	5
4. 七一二盈利预测及估值 .....	7
5. 风险提示 .....	8

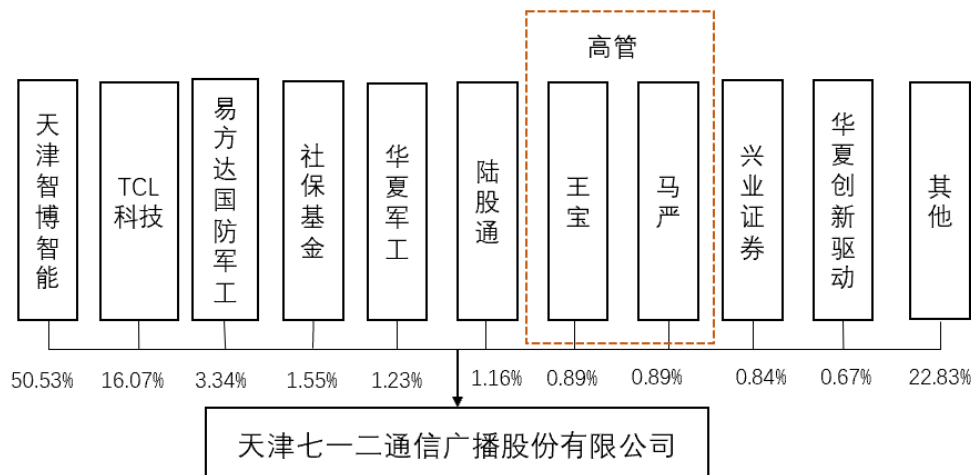
## 图表目录

图 1：七一二股权结构 .....	3
图 2：2016A-2020A 公司营业收入及其增速情况 .....	4
图 3：2016A-2020A 公司归母净利润及其增速情况 .....	4
图 4：2019Q1-2021Q1 公司营业收入（单位：亿元） .....	4
图 5：2019Q1-2021Q1 公司归母净利润（单位：亿元） .....	4
图 6：2016A-2020A 公司利润率情况 .....	4
图 7：2016A-2020A 公司期间费用率情况 .....	4
图 8：与竞争对手研发费用率对比 .....	5
图 9：2016A-2021Q1 公司合同负债+预收款项情况 .....	5
图 10：C4ISR 各层级概览 .....	5
图 11：我国军费支出情况 .....	6
表 1：公司主要产品 .....	3
表 2：美国指挥控制系统建设历史 .....	6
表 3：2010 年至 2017 年中国年度国防军费构成 .....	6
表 4：2021-2023 年公司核心业务预测假设以及收入情况 .....	7
表 5：2021-2023 年公司盈利预测 .....	7
表 6：可比公司 2021 年备考 PE（时间截至 2021/8/13） .....	8

## 1. 军用通信核心供应商，“十四五”迎发展高速突破期

公司为专用无线通信核心供应商，前身为始建于 1936 年湖南电器制造厂，是一家具有八十多年历史的大型综合性电子骨干企业。公司始终服务于国家及国防战略，专注推进我国军用无线通信行业发展，主营业务包括专用无线通信、民用无线通信及环保监测三大领域。公司于 2018 年在上海证券交易所上市，2020 年原控股股东中环集团通过国有股权无偿划转方式将所持股权划转至天津智博智能科技发展有限公司，实际控制人仍为天津市国资委。

图 1：七一二股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所  
注：数据截至 2021 一季报

产品涵盖终端、系统级，应用领域包括航空、地面、铁路高铁等。公司是国内最早的军用无线通信设备的研发、制造企业之一，拥有完整的科研生产资质，是该领域无线通信装备的主要供应商，产品形态包括手持、背负、车载、机载、舰载等系列装备，实现了从短波、超短波到卫星通信等宽领域覆盖。民用产品主要包括铁路、地铁通信终端和系统级平台调度系统，近年来公司陆续中标多个城市地铁通信项目。我们认为军品业务在“十四五”期间仍将保持较快增速，尤其是系统级产品未来或持续高增长，民用领域随着新一代 5G 技术产品研制推进，更新换代需求强烈。

表 1：公司主要产品

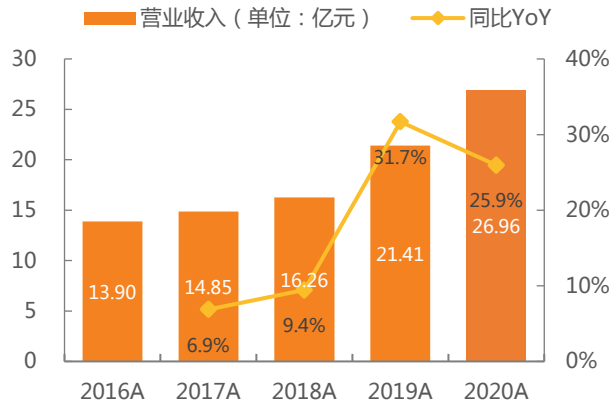
产品类别	应用平台	收入构成
航空终端	主要应用于战斗机、直升机、预警机、无人机等军用多种型号航空平台，包括少量民用航空无线通信终端产品	主要为军品
地面终端	应用于地面的单兵、车载平台和指挥所	主要为军品
铁路终端	应用于列车、车站、调度台的铁路无线通信平台全	全部为民品
系统产品	应用于军机无线通信、航电通信的 CNI 系统及应用 于铁路及轨道交通平台调度系统	主要为军品

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 2. 系统级放量推动业绩加速突破，高研发投入奠定长期发展基础

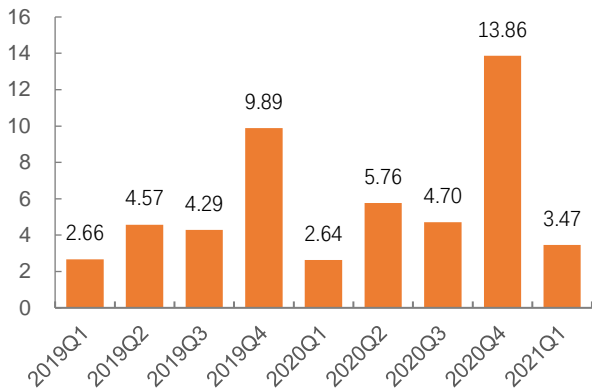
受益于系统级产品快速发展，近年来公司业绩加速放量。2020 年，公司实现营业收入 26.96 亿元，同比增长 25.9%，16-20 年复合增速为 18.02%；归母净利润为 5.23 亿元，同比增长 51.5%，16-20 年复合增速为 34.72%，近年来业绩呈现快速提升趋势，主要原因为系统级产品显著放量，2018-2020 年系统级产品收入增速分别为 49.28%、59.23%、76.39%。另外，公司产品交付存在明显的季节性波动，收入确认主要发生在四季度。2021Q1 公司实现营业收入 3.47 亿元，同比增长 31.36%；归母净利润为 0.17 亿元，同比增长 94.82%，由于公司基本面季节波动明显，Q2-Q4 业绩预计将显著提升。

图 2：2016A-2020A 公司营业收入及其增速情况



资料来源：wind，天风证券研究所

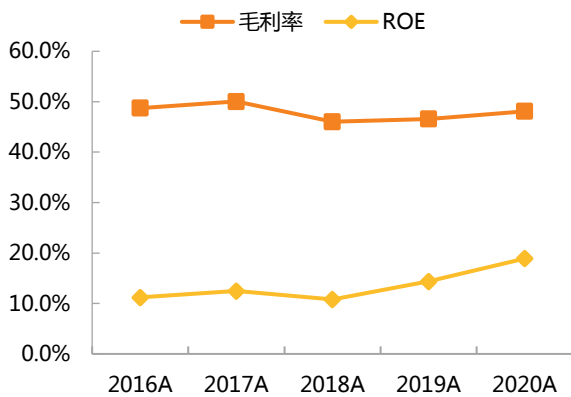
图 4：2019Q1-2021Q1 公司营业收入 (单位：亿元)



资料来源：wind，天风证券研究所

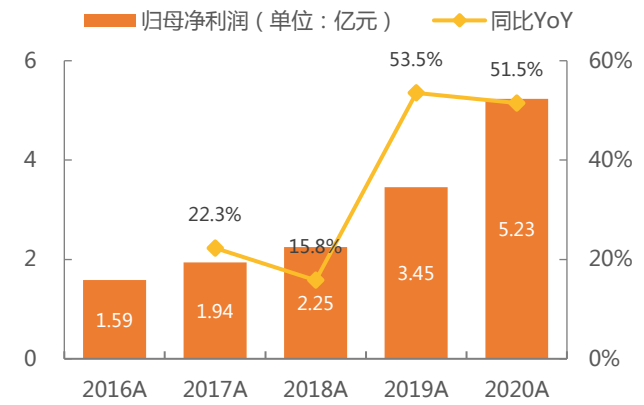
**毛利率逐渐回升，ROE 增长显著。**毛利率方面，公司 2020 年毛利率为 48.12%，较 2019 年同比提升 1.53pct，2018 年以来毛利率呈现回升趋势，我们认为主要原因为高毛利率的系统级产品占比提升，并且终端产品中高毛利率的军品业务占比同样提升，产品角度看，终端、系统级产品毛利率也呈现增长趋势。ROE 方面，2020 年公司 ROE 为 18.90%，较去年同期提升 4.56pct，主要依靠成本、费用控制能力增强带来的净利率提升。

图 6：2016A-2020A 公司利润率情况



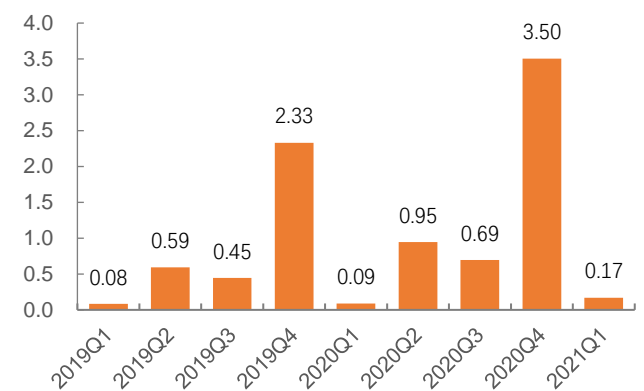
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2016A-2020A 公司归母净利润及其增速情况



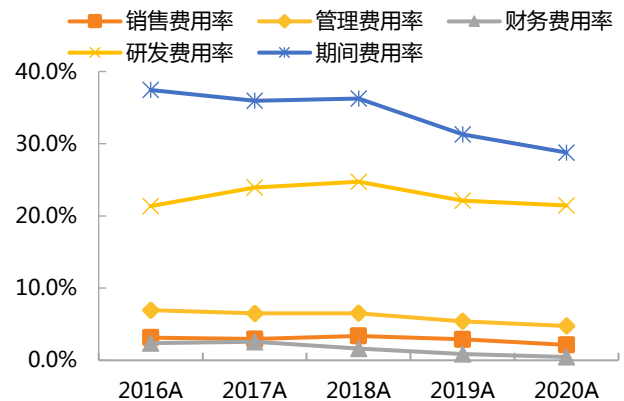
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2019Q1-2021Q1 公司归母净利润 (单位：亿元)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2016A-2020A 公司期间费用率情况

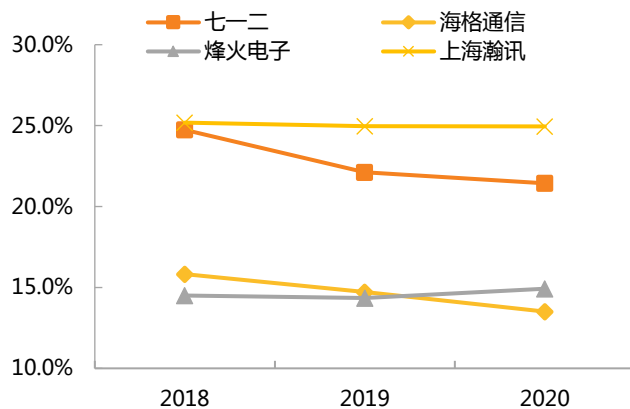


资料来源：wind，天风证券研究所

**期间费用率显著下滑，研发费用率仍维持高位，与竞争对手相比优势显著。**期间费用率方面，2020 年公司期间费用率为 28.78%，同比下降 2.51pct，自 2018 年的 36.24% 下降 7.46pct，各项费用率均呈现下滑趋势，表现出较强的费用控制能力。公司研发费用率虽持续下探，但仍然维持高位，与竞争对手相比，显著高于海格通信、烽火电子，与上海

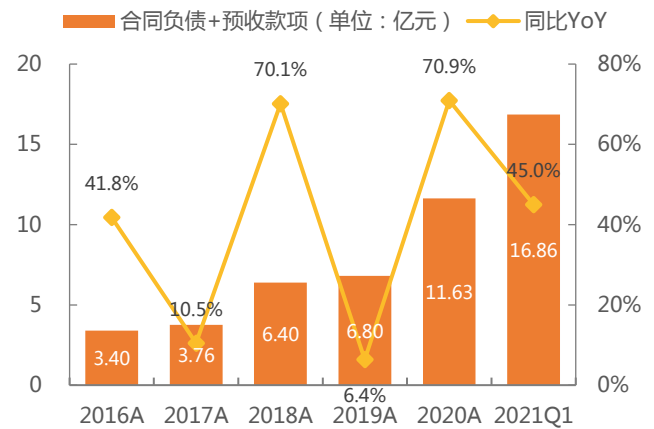
瀚讯均维持超过 20%的研发费用率。我们认为公司仍在持续开发各类系统级产品、民用 5G 技术终端，高研发投入有望帮助公司开拓新品获取更多市场份额。

图 8：与竞争对手研发费用率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：2016A-2021Q1 公司合同负债+预收款项情况



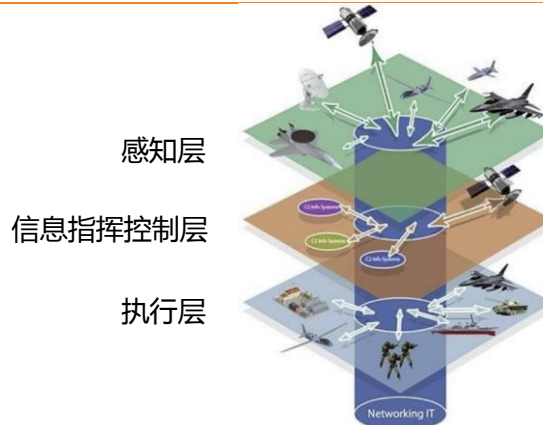
资料来源：wind，天风证券研究所

**21Q1 合同负债较期初显著提升，推测公司订单或持续增长。**2021Q1，公司合同负债为 16.86 亿元，较期初增长 45%；2020 年合同负债为 11.63 亿元，较 2019 年同比提升 70.9%。随着下游地面终端渗透率持续提升，航空终端跟随军机排产放量，系统级需求显著爬升，公司订单有望持续高增长，从 21Q1 合同负债中已显示出较强的增长能力。

### 3. 构建我国 C4ISR 重要基石，系统建设推动公司长期快速发展

C4ISR 系统是指从基础的指挥与控制 (Command&Control) 出发，囊括通信 (Communications)、计算机 (Computers)、情报 (Intelligence)、监视 (Surveillance)、侦查 (Reconnaissance) 等要素的全维度军事信息系统框架。C4ISR 系统不仅是对军事信息管理的理论概括，也对应着现实的软硬件解决方案。C4ISR 系统能及时准确获取战场信息，分析处理后将指令经由可靠安全的军工通信网络传达到具体作战单元，从而形成完整的信息闭环。

图 10：C4ISR 各层级概览



资料来源：上海瀚讯招股说明书，天风证券研究所

我国指挥控制系统正处于分散化向集成化建设过渡阶段，未来有望显著加大建设投入。美军自上世纪 90 年代开始实施 C4ISR 建设，目前美国已建成全球最先进的 C4ISR，能满足美国军方各种指挥控制的需求。对标美军 C4ISR 的发展，我军目前约处于其第二阶段“分散建设”向第三阶段“集成建设”的过渡中。军工电子信息行业承担着“信息系统一体化、武器装备信息化、信息装备武器化、信息基础设施现代化”的重大战略任务。根据美国 Frost&Sullivan 研究数据，1999 年美国 C4ISR 系统支出约 109.5 亿美元，2012 年 C4ISR 支出已达到 755.3 亿美元，平均年复合增长率高达 17.46%。我们预计，为了达成信息化、智能化发展目标，我国 C4ISR 系统建设投入也将显著提升。



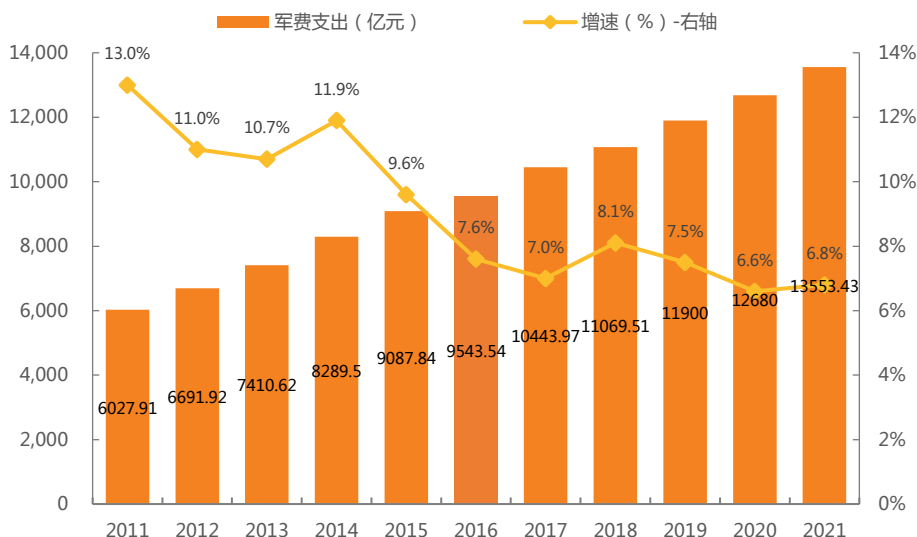
表 2：美国指挥控制系统建设历史

阶段	时间	指挥系统	特征
初创阶段	20 世纪 50 年-70 年代	C2	以某一作战区域的指挥所这个“点”为中心，直接连接传感器和武器平台，不具备和友邻部队进行协同作战的能力。
分散建设	20 世纪 70 年代后期-90 年代中期	C2->C3I->C4I	围绕指挥所建设，处于各军兵种主导的分散建设模式，形成了各军兵种专用的指挥信息系统，实现了军兵种内部指挥、情报和通信的相互结合，基本解决了军兵种独立作战的指挥控制问题，但各军兵种指挥信息系统间相对独立运行，不能互联互通，缺乏跨军兵种的信息共享和作战协同能力。
集成建设	20 世纪 90 年代后期-21 世纪初	C4ISR	信息系统结构规模更大、系统组成要素种类更多，部分实现了跨军兵种互联互通能力，完成了从“线”到“面”的转变。但系统结构灵活性仍然较差；信息共享效率低，横向协同困难。
网络中心化建设	至今	C4KISR	系统各组成要素能够随时随地动态接入军事信息基础设施，快速获取和使用所需的网络、数据、服务等资源；能根据作战任务、战场环境、作战单元毁伤情况，快速、灵活地对组成要素进行扩充、剪裁和重组；可依据任务情况，灵活地组织、生成用户所需要的通信、计算、信息、软件等资源，并快速、合理、高效地为用户提供资源服务。

资料来源：产业信息网，天风证券研究所

我国军费仍将稳定增长，“十四五”期间装备费占比有望持续提升。2021 年，我国国防预算增速为 6.8%，规模达到 13353.43 亿元（约为 2090 亿美元）。从增速角度看，2020 年国防预算增速受疫情影响略有下滑，2021 年增速再次提升，我们认为未来我国国防预算将保持稳定增长。根据《新时代的中国国防白皮书》，我国军费结构中装备费占比不断提升，从 2010 年的 33.2% 提升至 2017 年的 41.1%。我们认为，军改中对于人员编制的优化，将有效降低人员生活费和训练维持费的占比，相应的，装备费占比有望在“十四五”期间不断提升。

图 11：我国军费支出情况



资料来源：《新时代中国国防白皮书》、新浪军事、观察者网，天风证券研究所

表 3：2010 年至 2017 年中国年度国防军费构成

单位：亿元	人员生活费		训练维持费		装备费		合计
	支出额	占比	支出额	占比	支出额	占比	
2010	1859.31	34.9%	1700.47	31.9%	1773.59	33.2%	5333.37
2011	2065.06	34.3%	1899.43	31.5%	2063.42	34.2%	6027.91

2012	1955.72	29.2%	2329.94	34.8%	2406.26	36.0%	6691.92
2013	2002.31	27.0%	2699.71	36.4%	2708.60	36.6%	7410.62
2014	2372.34	28.6%	2679.82	32.3%	3237.38	39.1%	8289.54
2015	2818.63	31.0%	2615.38	28.8%	3653.83	40.2%	9087.84
2016	3060.01	31.3%	2669.94	27.4%	4035.89	41.3%	9765.84
2017	3210.52	30.8%	2933.50	28.1%	4288.35	41.1%	10432.37

资料来源:《新时代的中国国防白皮书》,天风证券研究所

**持续拓展新领域,跨越“十四五”形成长期发展。**公司通过稳步布局,实现了传统领域装备占有率稳步提升,并且通过竞标拓展了微波散射通信、短波通信、数据链、大数据应用等新领域。近年来通过技术积累,公司系统承研能力得到大幅提升,业务态势上从单任务终端产品向指挥控制、任务管理、作战协同、目标监视、电子对抗等多任务一体化综合系统发展。我们认为公司正通过系统产品向新客户开拓,随着科研项目逐渐落地,新产品有望持续转化为市场订单,我国 C4ISR 系统建设持续投入推动公司跨越“十四五”持续成长。

#### 4. 七一二盈利预测及估值

终端产品伴随军机放量以及地面领域渗透率提升,假设 21-23 年增速分别为 25%;系统级产品近年来增速持续突破,未来系统级仍为公司主要业绩推动力,假设 21-23 年增速分别为 50%、40%、35%。毛利率方面,我们认为随着出货量提升,边际成本有望显著下降,假设 21-23 年终端毛利率分别为 50%、52%、53%,系统级毛利率分别为 52%、53%、54%。综上,公司作为军用无线通信核心供应商,终端产品在军民应用中仍有望持续提升,系统级军品伴随军机放量和老机型加装有望延续高增速,并且随着我军 C4ISR 系统建设投入加大,看好公司长坡赛道持续发展。综上,我们预计 2021-23 年营业收入为 36.29/47.65/61.66 亿元、归母净利润为 7.56/10.52/14.37 亿元,对应 EPS 为 0.98/1.36/1.86 元,对应 PE 为 45.44/32.66/23.91x。

表 4: 2021-2023 年公司核心业务预测假设以及收入情况

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>关键假设</b>					
终端业务增长率 (%)	20.24%	7.17%	25.0%	25.0%	25.0%
终端业务毛利率 (%)	44.64%	48.12%	50.0%	52.0%	53.0%
系统业务增长率 (%)	59.23%	76.39%	50.0%	40.0%	35.0%
系统业务毛利率 (%)	54.49%	51.34%	52.0%	53.0%	54.0%
<b>收入预测</b>					
终端业务收入 (百万元)	1,371	1,470	1,837	2,296	2,870
终端业务成本 (百万元)	759	762	918	1,102	1,349
终端业务毛利 (百万元)	612	707	918	1,194	1,521
系统业务收入 (百万元)	617	1,089	1,633	2,286	3,087
系统业务成本 (百万元)	281	530	784	1,075	1,420
系统业务毛利 (百万元)	336	559	849	1,212	1,667

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 5: 2021-2023 年公司盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,140.65	2,696.10	3,628.53	4,764.79	6,166.40
增长率(%)	31.69	25.95	34.58	31.31	29.42
净利润 (百万元)	345.32	523.08	756.27	1,051.97	1,437.10
增长率(%)	53.52	51.48	44.58	39.10	36.61
EPS (元/股)	0.45	0.68	0.98	1.36	1.86
市盈率 (P/E)	99.51	65.69	45.44	32.66	23.91

资料来源: Wind, 天风证券研究所

采用 PE 法可比估值进行目标价预测。公司为军用通信核心供应商,选择同样从事军用移动通信设备的上海瀚讯、海格通信对标。根据 Wind 一致性预期,2 家可比公司 2021 年

备考 PE 分别为 53.4/32.3x，均值 42.85x，公司当前 2021 年备考 PE 为 44.6x，我们认为公司为军机系统级产品核心供应商，行业竞争优势显著，业绩增速或明显超过行业竞争对手，按照 55X 估值测算 2021 年目标价为 53.9 元，给予“买入”评级。

表 6：可比公司 2021 年备考 PE（时间截至 2021/8/13）

证券代码	公司简称	主营业务	2021 备考 PE 均值
300762.SZ	上海瀚讯	宽带军用移动通信设备	53.4
002465.SZ	海格通信	军用无线通信、北斗导航设备	32.3
		平均值	42.85

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

- 1. 军品订单波动风险。**受最终用户的具体需求及其每年采购计划和国防需要间歇性大幅调整采购量等因素的影响，可能存在突发订单增加、订单延迟的情况。订单的具体项目及数量存在波动，交货时间具有不均衡。
- 2. 新产品竞标批产进度不及预期。**公司目前正参与多款型号竞标，可能存在竞标进度不达预期导致批产出货延后风险。
- 3. 民用市场存在外部环境变化风险。**2021 年度受后疫情影响，整体公共交通运输力受限，对铁路、城轨等轨道交通经营冲击较大，国家财政收入减少；根据国铁集团最近信息公布，2021 年仍将降低铁路固投额度，高铁开通里程减少，未来有平缓刚性需求的压力，进而抑制公司民品领域市场拓展脚步。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	530.06	798.17	1,326.34	1,586.23	1,960.17
应收票据及应收账款	1,412.10	1,561.11	2,269.01	2,282.58	3,607.91
预付账款	7.99	21.80	8.79	29.46	23.83
存货	2,360.37	2,813.22	3,864.59	4,428.58	6,105.95
其他	437.31	854.88	508.66	648.15	688.84
<b>流动资产合计</b>	<b>4,747.83</b>	<b>6,049.18</b>	<b>7,977.39</b>	<b>8,975.00</b>	<b>12,386.70</b>
长期股权投资	47.48	141.01	141.01	141.01	141.01
固定资产	555.49	570.30	569.33	586.63	601.89
在建工程	24.27	10.53	42.32	73.39	74.04
无形资产	53.46	58.99	54.91	50.83	46.76
其他	36.16	44.89	32.01	26.23	26.72
<b>非流动资产合计</b>	<b>716.85</b>	<b>825.72</b>	<b>839.58</b>	<b>878.09</b>	<b>890.41</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,464.69</b>	<b>6,874.90</b>	<b>8,816.97</b>	<b>9,853.09</b>	<b>13,277.11</b>
短期借款	320.00	170.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,636.29	2,280.98	2,777.98	3,805.54	4,410.88
其他	888.31	1,298.07	2,396.38	1,546.06	3,172.59
<b>流动负债合计</b>	<b>2,844.59</b>	<b>3,749.05</b>	<b>5,174.37</b>	<b>5,351.60</b>	<b>7,583.47</b>
长期借款	44.00	100.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.82	21.70	19.00	19.51	20.07
<b>非流动负债合计</b>	<b>61.82</b>	<b>121.70</b>	<b>19.00</b>	<b>19.51</b>	<b>20.07</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,906.41</b>	<b>3,870.74</b>	<b>5,193.37</b>	<b>5,371.10</b>	<b>7,603.53</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	772.00	772.00	772.00	772.00	772.00
资本公积	934.83	934.83	934.83	934.83	934.83
留存收益	1,786.27	2,232.16	2,851.60	3,709.99	4,901.57
其他	(934.83)	(934.83)	(934.83)	(934.83)	(934.83)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,558.27</b>	<b>3,004.16</b>	<b>3,623.60</b>	<b>4,481.99</b>	<b>5,673.57</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,464.69</b>	<b>6,874.90</b>	<b>8,816.97</b>	<b>9,853.09</b>	<b>13,277.11</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	345.32	523.08	756.27	1,051.97	1,437.10
折旧摊销	46.00	54.26	33.26	35.71	38.18
财务费用	21.79	14.90	1.62	(6.48)	(7.89)
投资损失	(11.15)	(14.02)	(11.44)	(11.44)	(11.44)
营运资金变动	(577.66)	1,094.17	111.46	(526.87)	(792.71)
其它	396.94	(868.54)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>221.24</b>	<b>803.86</b>	<b>891.17</b>	<b>542.89</b>	<b>663.24</b>
资本支出	70.11	143.77	62.69	79.50	49.44
长期投资	4.93	93.52	0.00	0.00	0.00
其他	(137.92)	(456.82)	(111.26)	(148.06)	(88.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(62.88)</b>	<b>(219.52)</b>	<b>(48.56)</b>	<b>(68.56)</b>	<b>(38.56)</b>
债权融资	470.00	270.00	94.00	66.67	53.56
股权融资	(18.44)	(12.31)	(1.62)	6.48	7.89
其他	(612.99)	(549.77)	(406.83)	(287.59)	(312.19)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(161.42)</b>	<b>(292.08)</b>	<b>(314.44)</b>	<b>(214.44)</b>	<b>(250.74)</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>(3.07)</b>	<b>292.25</b>	<b>528.17</b>	<b>259.89</b>	<b>373.94</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2,140.65</b>	<b>2,696.10</b>	<b>3,628.53</b>	<b>4,764.79</b>	<b>6,166.40</b>
营业成本	1,143.34	1,398.73	1,821.23	2,313.45	2,926.03
营业税金及附加	4.67	4.88	7.43	9.59	12.07
营业费用	62.01	57.59	79.83	114.88	138.69
管理费用	115.89	128.18	181.43	240.91	304.42
研发费用	473.39	577.94	780.13	1,033.17	1,328.24
财务费用	18.44	12.31	1.62	(6.48)	(7.89)
资产减值损失	0.00	(2.09)	3.84	0.58	0.78
公允价值变动收益	0.00	0.13	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.15	14.02	11.44	11.44	11.44
其他	(28.66)	(46.10)	(22.87)	(22.87)	(22.87)
<b>营业利润</b>	<b>340.43</b>	<b>550.50</b>	<b>764.46</b>	<b>1,070.13</b>	<b>1,475.51</b>
营业外收入	2.27	0.07	0.84	1.06	0.66
营业外支出	0.06	0.06	0.27	0.13	0.16
<b>利润总额</b>	<b>342.64</b>	<b>550.51</b>	<b>765.03</b>	<b>1,071.06</b>	<b>1,476.02</b>
所得税	(2.68)	27.42	8.76	19.09	38.91
<b>净利润</b>	<b>345.32</b>	<b>523.08</b>	<b>756.27</b>	<b>1,051.97</b>	<b>1,437.10</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>345.32</b>	<b>523.08</b>	<b>756.27</b>	<b>1,051.97</b>	<b>1,437.10</b>
每股收益(元)	0.45	0.68	0.98	1.36	1.86

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	31.69%	25.95%	34.58%	31.31%	29.42%
营业利润	52.17%	61.71%	38.87%	39.98%	37.88%
归属于母公司净利润	53.52%	51.48%	44.58%	39.10%	36.61%
<b>获利能力</b>					
毛利率	46.59%	48.12%	49.81%	51.45%	52.55%
净利率	16.13%	19.40%	20.84%	22.08%	23.31%
ROE	13.50%	17.41%	20.87%	23.47%	25.33%
ROIC	16.00%	21.72%	32.21%	45.84%	50.03%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	53.19%	56.30%	58.90%	54.51%	57.27%
净负债率	-2.35%	-17.58%	-34.01%	-33.90%	-33.61%
流动比率	1.67	1.61	1.54	1.68	1.63
速动比率	0.84	0.86	0.79	0.85	0.83
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.46	1.81	1.89	2.09	2.09
存货周转率	1.01	1.04	1.09	1.15	1.17
总资产周转率	0.42	0.44	0.46	0.51	0.53
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.45	0.68	0.98	1.36	1.86
每股经营现金流	0.29	1.04	1.15	0.70	0.86
每股净资产	3.31	3.89	4.69	5.81	7.35
<b>估值比率</b>					
市盈率	99.51	65.69	45.44	32.66	23.91
市净率	13.43	11.44	9.48	7.67	6.06
EV/EBITDA	21.43	26.91	41.31	29.78	21.48
EV/EBIT	22.49	28.05	43.10	30.78	22.04

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com