

业绩短期承压，长期价值不改

投资要点

- **业绩总结：**2021年H1，公司实现营业收入8.4亿元，同比增长36.8%；实现归母净利润5270万元，同比下降38.4%。一季度的厂房搬迁影响利润表现，单季度看，公司2021年Q2实现营业收入5.82亿元，同比上升51.6%；实现归母净利润7224万元，同比增长3.0%，营收恢复迅速，长期成长性不改。
- **商用车监控市场空间巨大，公司龙头地位稳固。**商用车行业长期存在司乘安全、运营管控、规范监管等多项隐患和痛点，数字化转型是必然手段。以即将落地的新《道条》、新国标《GB/T 19056》为代表的法规条例对车载视频监控设备的安装做出了明确要求，行业规模迅速扩容。公司是全国第一、全球第二的商用车载视频监控龙头，2017年全球市占率便已达到10%，未来有望充分受益行业景气度提升实现高质量成长，长期价值凸显。
- **深耕各类商用车场景，提供精细化解决方案。**公司根据不同行业的安全痛点和运营监管需求提供“车载硬件+大数据平台”的完整解决方案，在品牌、渠道、技术等多方面已有深厚积累，城市标杆项目众多。其中公交、出租等较成熟场景公司地位稳固，未来市占率有望跟随换装需求进一步提升；两客一危、环卫渣土等渗透率较低的领域公司布局领先，报告期内毫米雷达波等设备研发顺利，未来有望跟随政策强装等要求实现渗透率的迅速提升，拉高利润弹性。
- **海外市场发力，拉高成长空间。**公司境外营收占比迅速提升，从2016年的32%提升至2021年H1的46%，主要得益于校车车载执法抓拍系统的大规模落地以及货运市场的产品渗透率快速提升等。公司前期的本地化运营投入已初见成效，通用产品和行业解决方案在海外的竞争力大幅提升，成长空间进一步打开。
- **盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年公司归母净利润复合增速达23.9%，伴随相关政策推动下的需求释放，公司作为国内商用车安全及信息化解决方案的绝对龙头，有望扩大领先优势，实现业务快速扩张，给予2022年30倍PE，对应目标价60.90元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料涨价风险；汇率波动风险；下游各类商用车保有量不及预期；行业竞争加剧等。

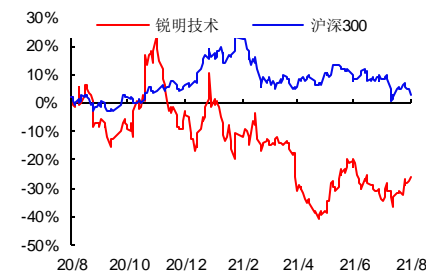
| 指标/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 1608.96 | 2106.68 | 2713.66 | 3342.70 |
| 增长率 | 2.90% | 30.93% | 28.81% | 23.18% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 234.88 | 239.07 | 350.75 | 446.92 |
| 增长率 | 20.61% | 1.79% | 46.71% | 27.42% |
| 每股收益EPS（元） | 1.36 | 1.38 | 2.03 | 2.58 |
| 净资产收益率ROE | 15.08% | 13.28% | 16.67% | 18.01% |
| PE | 32 | 31 | 21 | 17 |
| PB | 4.74 | 4.10 | 3.51 | 2.97 |

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
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

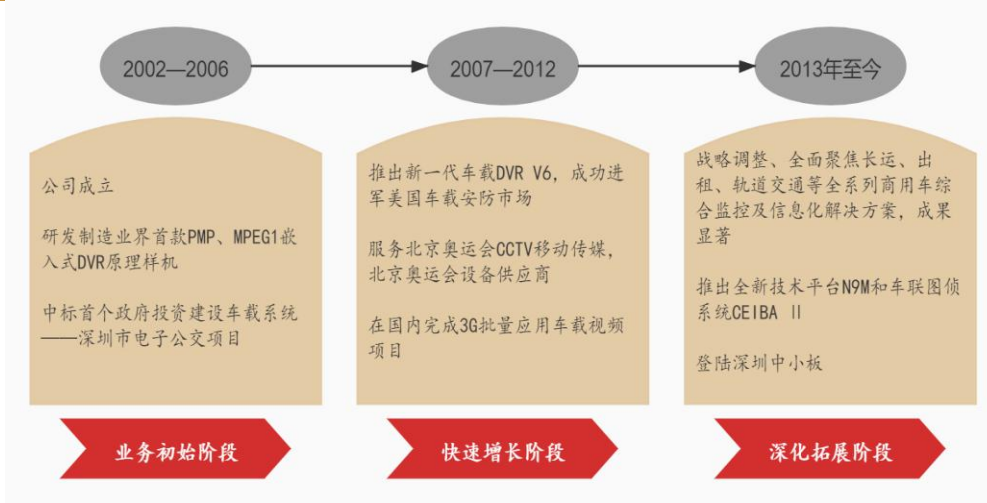
| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 1.73 |
| 流通A股(亿股) | 0.85 |
| 52周内股价区间(元) | 35.16-73.41 |
| 总市值(亿元) | 76.15 |
| 总资产(亿元) | 25.30 |
| 每股净资产(元) | 8.78 |

相关研究

1 聚焦商用车视频监控，深入场景精细化管理

锐明技术成立于 2002 年，2019 年于深交所中小板上市，是世界领先的商用车监控信息化设备及解决方案提供商。公司致力于利用视频、AI、大数据及 IoT 等技术手段，逐步发展成丰富的通用终端系列产品，以及面向城市公交、巡游/网约车出租车、两客一危、渣土运输车等细分场景的整体解决方案，帮助营运企业及政府监管部门改善交通环境中的驾驶安全及公共安全，提高营运合规监管水平及企业运营管理效率。经历近 20 年的深耕，公司已拥有深厚的技术积累及应用经验，参与了多项交通运输行业标准的制定，是国家级高新技术企业；产品和解决方案广泛应用于全球 100 多个国家和地区，累计赋能超过 120 万辆商用车，2017 年公司在车载视频监控领域市场占有率为 10%，排名全球第二。

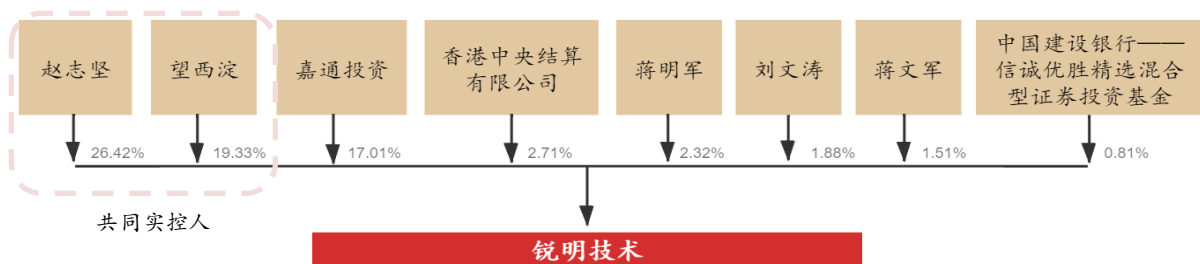
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，西南证券整理

股权结构集中稳定，核心员工持股比例较高。公司的两位共同创始人赵志坚先生、望西淀先生于 2015 年自愿签订《一致行动协议》，事实上构成了对公司经营上的共同控制，目前合计持股占比 45.75%，股权集中稳定；二位创始人分别毕业于西安电子科技大学和国防科技大学电子相关专业，具备扎实的技术背景和丰富的行业经验，自创立公司以来便紧密协作，共同推动公司的健康发展。此外，前十大股东中，嘉通投资是公司的战略投资者，持有公司 17.01% 的股份，蒋明军、刘文涛、蒋文君等为公司的现任或曾经的核心团队人员，合计持股比例 5.71%，均为公司长期的股权持有者。

图 2：公司主要股东持股比例



资料来源：Wind，西南证券整理

政策与需求共振，行业发展空间打开。近年来，关于“女性乘坐网约车失联”、“乘客影响公交车司机驾驶”等公共安全事件频发，暴露出一系列商用车行业的安全隐患和监管漏洞，消费者、驾驶员、运营企业、监管部门等多方参与者均急需针对性的技术手段及解决方案以保障司乘安全，满足营运部署及监管需求。针对此现象，国家各部门陆续推出以新《道路运输条例》和新国标《GB/T 19056》为代表的政策实施法案，对营运车辆的视频监控装置做出了明确规定，相关配套产品迎来需求爆发。例如，2020年11月交通运输部发布《道路运输条例（修订草案征求意见稿）》，规定客运车辆、危险货物运输车辆、半挂牵引车以及12吨以上载货车辆应当配备具有行驶记录功能的卫星定位装置和智能视频监控系统，并接入复合标准的监控平台。

表 1：国家部分相关政策法规

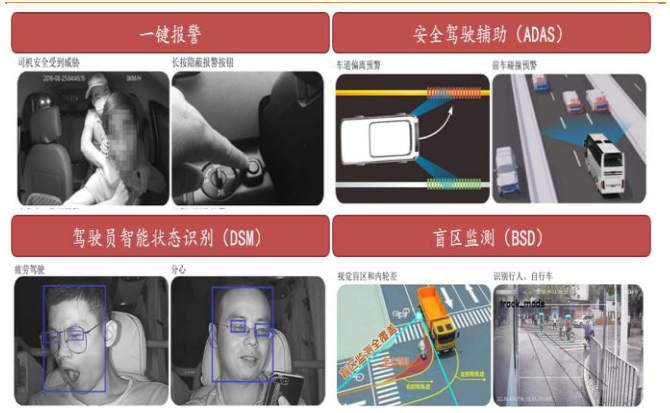
| 政策名称 | 发布日期 | 主要内容 |
|---------------------------|----------|---|
| 《智能网联汽车道路测试与示范应用管理规范（试行）》 | 2021年7月 | 道路测试车辆、示范应用车辆是指申请用于道路测试、示范应用的智能网联汽车，包括乘用车、商用车和专用作业车，不包括低速汽车、摩托车，应符合：具备车辆状态记录、存储及在线监控功能，包括车辆外部360度视频监控情况、反映驾驶员和人机交互状态的车内视频及语音监控情况。 |
| 《道路运输条例（修订草案征求意见稿）》 | 2020年11月 | 客运车辆、危险货物运输车辆、半挂牵引车以及总质量12000千克以上的载货车辆应当按照有关规定配备具有行驶记录功能的卫星定位装置和智能视频监控装置，并接入符合标准的监控平台。 |
| 《道路旅客运输企业安全管理规范》 | 2018年5月 | 客运企业应当按照相关规定为其客运车辆安装符合标准的卫星定位装置，并有效接入符合标准的道路运输车辆动态监控平台及全国重点营运车辆联网联控系统。 |

资料来源：公司公告，政府网站，西南证券整理

通用产品以车载监控为核心，满足多方位安全需求。公司通用型产品以车载视频监控设备为主，针对车辆运营监控和治安反恐的需求，提供车内、车外多路高清视频监控，实现对车内司乘人员活动监控、车外行驶过程记录，对司乘纠纷、盗窃行为、恐怖事件及交通事故进行监控和取证，方便事后定责等。此外，产品还提供一键报警、安全驾驶辅助（ADAS）、驾驶员状态监控（DSM）、盲区监测（BSD）等多种智能视频监控功能，全方位赋能主动行驶安全。

图 3：公司通用智能视频监控产品架构


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：通用产品的部分功能示例


数据来源：公司公告，西南证券整理

战略转型，深入场景量体裁衣，打造细分解决方案。需求个性化、碎片化、快速变化是交通运输业的运营安全及数字化转型的领域的核心特点，不同商用车使用场景下的监管政策和功能需求各不相同，仅凭标准化的通用产品难以进一步渗透。因此，公司以通用车载设备为基础，围绕用户需求进行技术创新和深化设计，建立起大数据云平台，逐步发展出面向公交车、巡游/网约出租车、两客一危、渣土车等细分场景的整套解决方案，全方位帮助运营企业及政府监管部门改善交通环境中的驾驶安全及公共安全，提高监管能力及企业运营管理效率。

表 2：公司主要解决方案及功能产品

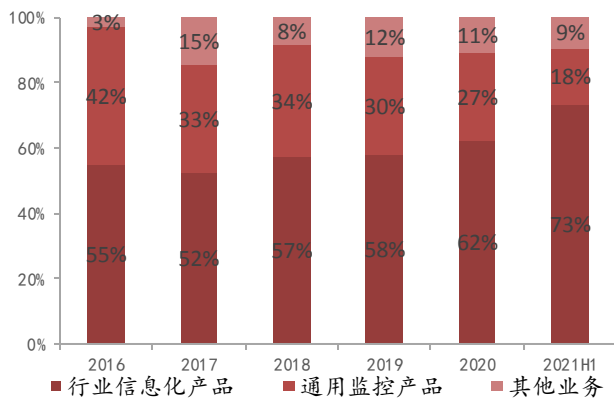
| 解决方案 | 主要产品与技术 | 图例 |
|-------------------------------|--|----|
| <p>公交综合监测智能化解决方案</p> | <p>全车高清视频监控与智能报警等车联网技术 安全驾驶舱驾驶员行为分析系统 双目 ADAS 高级辅助驾驶系统 公交专用道占道抓拍系统 客流大数据调度决策平台 5G 车载智能终端</p> | |
| <p>出租车&网约车综合监测智能化解决方案</p> | <p>疫情防控系统 聚合平台 驾驶员身份、行为识别 A 柱盲区行人检测功能 文明用语识别 智能计程计价 大数据云平台 风险分析</p> | |
| <p>校车抓拍智能化解决方案</p> | <p>智能抓拍设备套装 云平台</p> | |

| 解决方案 | 主要产品与技术 | 图例 |
|----------------------------|--|--|
| <p>“两客一危”车辆综合监测智能化解决方案</p> | <p>“两客一危”列装主动安全系统 进阶版智能视频 危化车运输守护系统</p> |  |
| <p>“货运”车辆综合监测智能化解决方案</p> | <p>智能图像识别系统 DashCam 双路方案 货物检测 智能风险识别 货运安全管理平台</p> |  |
| <p>渣土清运智能化解决方案</p> | <p>渣土车综合监管解决方案 双盲区行人预警系统 车辆抛洒监测系统 源头场站智慧监管系统 渣土车综合监管大数据平台 运输企业风险干预看板</p> |  |
| <p>环卫综合监测智能化解决方案</p> | <p>生活垃圾分类投放 AI 运营监管产品 生活垃圾分类收运 AI 运营监管产品</p> |  |

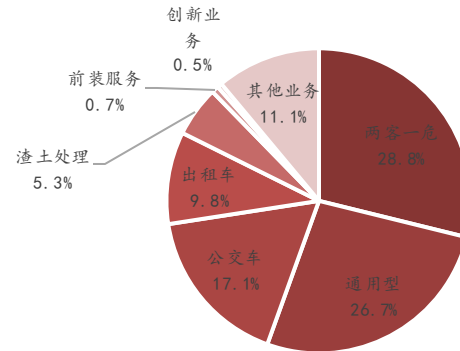
资料来源：公司公告，西南证券整理

行业信息化产品占比逐年提升，定制化方案加强综合竞争力。公司进一步由产品供应商向解决方案提供商转型，2016-2021 年 H1，通用产品占比由 42% 减少至 18%，对应行业信息化产品占比逐年提升至 73%。从细分场景看，1) 两客一危处于安全监管最为严格，相关政策最为密集，对于解决方案的需求也最为旺盛，收入占比达 28.8%；2) 公交车作

为居民日常出行选用频繁的交通工具，其运营需要解决的安全场景多种多样，公司利用 5G 和 AI 等最新技术，解决公交运营中车、站、场的全方位信息化及公交企业运营效率提升等问题，公交业务收入占比也达到了 17.1%；3) **出租车 & 网约车领域** 针对所需要解决的无证上岗、车辆运力失衡、绕路宰客、司乘纠纷、违规营运和套牌黑车等行业顽疾提出了解决防范的定制方案，收入占比接近 10%。公司各类产品及解决方案全面实现了技术升级改造和“由软及硬”的范围拓展，公司的行业定位从“商用车安全及信息化”逐步升级为“交通运输业的运营安全及数字化转型”；未来公司仍将继续聚焦商用车载领域，并开拓诸如城市治理、高铁动车等业务版图，逐步打开成长空间。

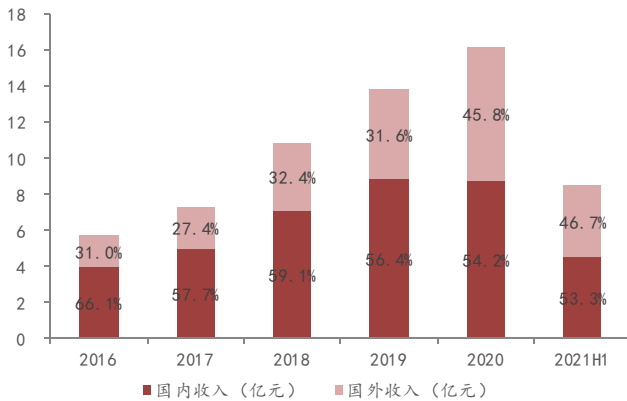
图 5：公司分产品收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

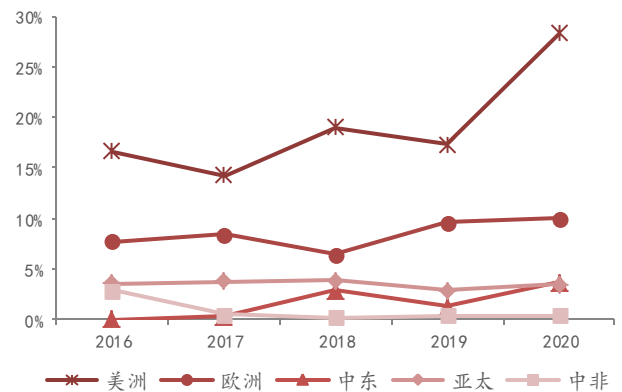
图 6：2020 年公司分场景收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

海外业务持续拓展，提升成长空间。 1) **国内概况**：公司头部市场地位仍然存在，2020 年国内业务收入下滑主要是受新冠疫情影响，部分项目落地时间延后，市场需求端的基本面未发生变化；2) **海外市场概况**：海外各地因思想、文化上的差异，销售活动有效开展的难度较大，在这样的背景下，公司积极推动海外本地化建设，外籍员工人数已初具规模，海外业务呈现较快的发展速度，2016-2020 年海外营收 CAGR 达到 41.9%。具体看，校车车载执法抓拍业务获得突破性成功，现已实现大规模商用；货运、公交的市场规模快速增大，出租、警用等解决方案也顺利开展。2020 年，海外业务收入 7.37 亿元，同比增长 49.31%，占总营收的 45.8%，相比 2019 年增长 14.2pp；2021 年 H1，海外业务占比进一步提升，达到了总收入的 46.7%。公司前期在海外持续进行的本地化业务布局效果逐渐显现，产品竞争力大幅提升，进一步打开成长空间。

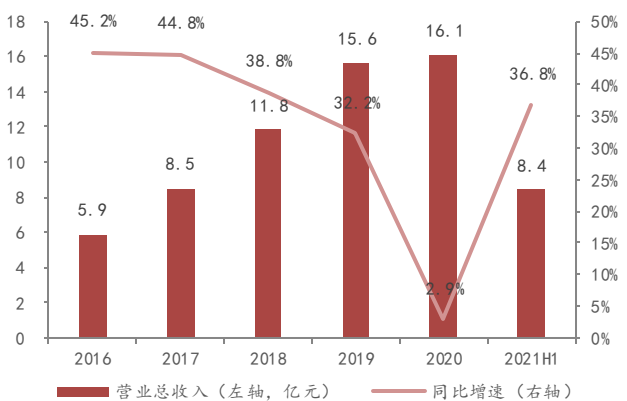
图 7：公司海内外市场收入占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

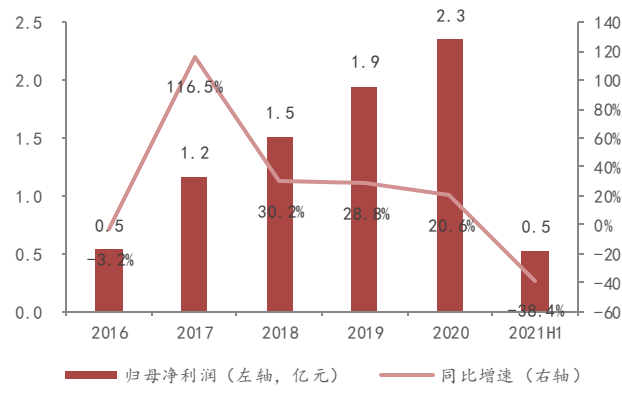
图 8：公司海外各市场占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

利润短期承压，营收已走出困境。2016-2019 年，公司营收和归母净利润皆保持高速增长态势，CAGR 分别达到 38.5%和 53.7%。2020 年后，受疫情、产能搬迁等多重不利因素影响，部分项目实施与验收进度推迟，公司业绩表现陷入短期困境；2021 年 H1，公司实现营收 8.4 亿元，同比增长 36.8%，实现归母净利润 0.5 亿元，同比下降 38.4%；若单季度看，公司 2021 年 Q2 实现营业收入 5.8 亿元，同比上升 51.6%；实现归母净利润 7224 万元，同比增长 3.0%，公司营收恢复迅速已走出泥潭，长期成长性不改。“政策+技术”双驱动下，整体产业仍有巨大潜力可挖，伴随不利因素的释放完全，公司业绩有望迎来拐点，实现高质量增长。

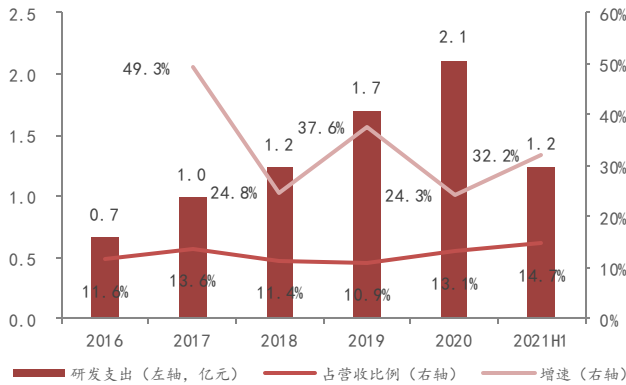
图 9：公司营业收入及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

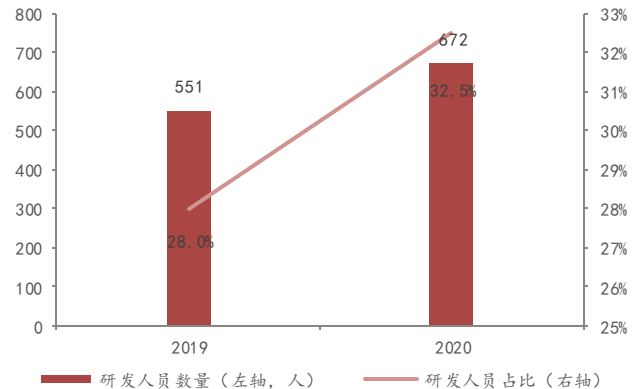
图 10：公司归母净利润及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

持续加码研发，研发人员数量占比均提升。公司 2016-2020 年研发支出持续增长，近年来保持 24% 以上的增速，2021 年 H1 研发投入有所加大，达到 1.2 亿元，同比增加 32.2%，占营业收入比例约为 14.7%。伴随公司进行战略调整，全面聚焦长运、出租、轨道交通等全系列商用车综合监控及信息化解决方案，研发人员占比由 2019 年的 28% 增至 2020 年的 32.5%，公司目前拥有已注册或在申请商标 23 个，专利 426 项，作品著作权 2 个，软件著作权 106 个，获得各项资质认证 41 个。

图 11: 公司近五年研发支出


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

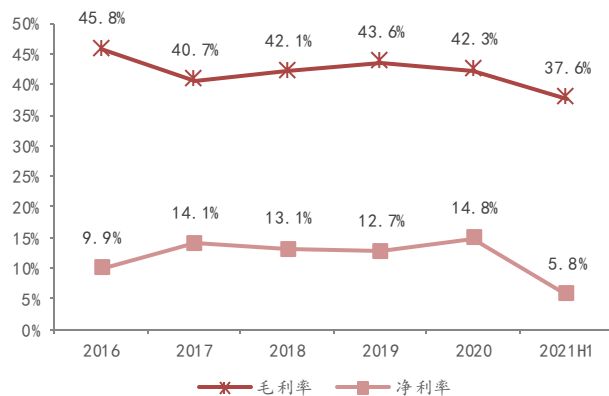
图 12: 公司研发人员情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

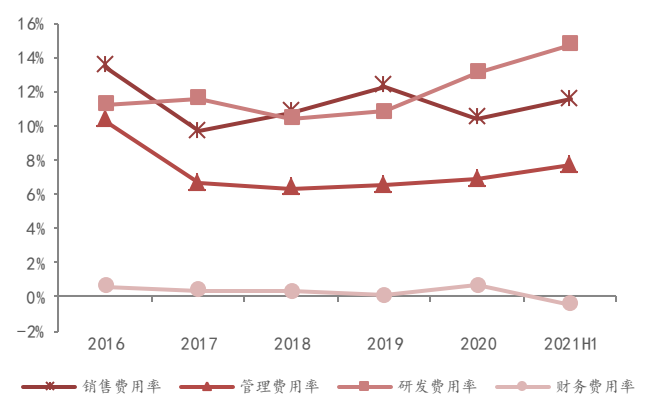
费用管控良好, 多重不利因素短期影响利润率。

1) 利润率方面: 2020 年, 公司毛利率为 42.3%, 较 2019 年下降 1.2pp; 净利率为 14.8%, 较 2019 年上升 2.1pp。2021H1, 公司毛利率为 37.6%, 同比下降 10.1pp; 净利率为 5.8%, 同比下降 8.1pp, 原材料涨价、产能搬迁等多重因素带来的短期影响仍然较为明显。

2) 费用率方面: 2018-2020 年, 公司财务费用率和管理费用率略有上升, 销售费用率波动下降, 研发费用率有所上升, 总体期间费用率稳定在 30% 上下, 未出现大幅波动。2021H1, 公司销售费用率为 11.6%, 同比减少 0.9pp; 管理费用率为 7.7%, 同比下降 0.7pp; 研发费用率为 14.7%, 同比下降 0.6pp, 三费率同比均有所收窄, 费用端控制有效。

图 13: 公司毛利率和净利率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 公司期间费用率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

1) **通用产品**：全球车载视频监控市场依然维持稳态扩容趋势，公司是全球第二的商用车视频监控设备龙头，市占率约为 10%，仍有提升空间，但通用产品不是公司的发展重心，预计 2021-2023 年该业务收入规模维持 8% 的增速持续增长。

2) **两客一危**：两客一危及货运行业主要关注行驶安全及路线规划等方面，目前整体视频安装率不足 3%，受益于新“道条”的强装政策，近年来发展迅猛，渗透率呈现快速提升趋势，是一个具备长期潜力的细分领域，预计 2021-2023 年该业务收入增速分别为 65%、45%、30%。

3) **公交车**：公交领域的视频渗透率已相对较高，但行业规模仍然受益于城镇化率提升以及新能源车型的替代逐步增长，预计 2021-2023 年该板块业务收入增速分别为 10%、15%、15%。

4) **出租/网约车**：巡游/网约车出租汽车的安全监管仍然是现阶段的主要难题，公司的整体解决方案能够为乘客安全、企业运营、政府监管等多方提供技术助力，公司在国内行业低位稳定，有望在海外快速放量，预计 2021-2023 年该板块业务收入增速分别为 70%、50%、30%。

5) **渣土处理**：目前渣土行业的管理系统仍然较为落后，各地频频爆出违规消纳、带泥上路、沿途扬尘等运营问题，在国家层面的法律支撑下，行业将逐步进入强监管阶段，公司相关技术及配套产品也将逐步升级完善，预计 2021-2023 年该板块业务收入增速分别为 5%、15%、20%。

6) **其他业务**：依靠核心软硬件的技术优势，公司正逐步拓展其他细分场景的业务版图及前装业务，未来一旦取得突破有望快速实现落地，预计 2021-2023 年该板块业务收入增速分别为 10%、15%、25%。

7) 毛利率受短期不利因素影响有所下滑，预计 2021-2023 年伴随规模效应逐渐恢复；公司费用端控制效果可持续，三费率有望稳步下行。

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 3：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|-----|--------|--------|----------|----------|
| 通用产品 | 收入 | 429.01 | 463.33 | 500.40 | 540.43 |
| | 增速 | -8.9% | 8.0% | 8.0% | 8.0% |
| | 毛利率 | 59.4% | 58.0% | 59.6% | 60.0% |
| 两客一危 | 收入 | 464.06 | 765.70 | 1,110.26 | 1,443.34 |
| | 增速 | 27.5% | 65.0% | 45.0% | 30.0% |
| | 毛利率 | 39.2% | 38.0% | 39.5% | 40.0% |
| 公交车 | 收入 | 274.36 | 301.80 | 347.07 | 399.13 |

| 单位：百万元 | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|-----|---------|---------|---------|---------|
| | 增速 | 22.1% | 10.0% | 15.0% | 15.0% |
| | 毛利率 | 45.4% | 49.0% | 49.5% | 50.0% |
| 出租车 | 收入 | 157.47 | 267.70 | 401.55 | 522.01 |
| | 增速 | -11.0% | 70.0% | 50.0% | 30.0% |
| | 毛利率 | 32.7% | 30.5% | 33.0% | 35.0% |
| 渣土处理 | 收入 | 85.99 | 90.29 | 103.83 | 124.60 |
| | 增速 | -34.9% | 5.0% | 15.0% | 20.0% |
| | 毛利率 | 47.4% | 44.0% | 47.0% | 48.0% |
| 其他 | 收入 | 198.07 | 217.88 | 250.56 | 313.20 |
| | 增速 | 1.5% | 10.0% | 15.0% | 25.0% |
| | 毛利率 | 13.8% | 15.0% | 16.0% | 18.0% |
| 合计 | 收入 | 1608.96 | 2106.69 | 2713.67 | 3342.71 |
| | 增速 | 2.9% | 30.9% | 28.8% | 23.2% |
| | 毛利率 | 42.3% | 40.9% | 41.6% | 41.9% |

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 21.1 亿元 (+30.9%)、27.1 亿元 (+28.8%) 和 33.4 亿元 (+23.2%)，归母净利润分别为 2.39 亿元 (+1.8%)、3.51 亿元 (+46.7%)、4.47 亿元 (+27.4%)，EPS 分别为 1.38 元、2.03 元、2.58 元，对应动态 PE 分别为 31 倍、21 倍、17 倍。

2.2 相对估值

综合考虑业务范围，由于公司处于安防&智能车载的交叉行业，具有一定的稀缺性，故选取业务涉及智能车载的中科创达、德赛西威以及安防摄像头龙头海康威视进行估值比较。

表 4：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 |
| 300496.SZ | 中科创达 | 537 | 126.53 | 1.05 | 1.56 | 2.22 | 3.03 | 112 | 81 | 57 | 42 |
| 002920.SZ | 德赛西威 | 500 | 90.88 | 0.94 | 1.40 | 1.83 | 2.33 | 89 | 65 | 50 | 39 |
| 002368.SZ | 海康威视 | 5126 | 54.91 | 1.43 | 1.79 | 2.16 | 2.57 | 34 | 31 | 25 | 21 |
| 平均值 | | | | | | | | 54 | 52 | 41 | 32 |
| 002970.SZ | 锐明技术 | 75 | 43.25 | 1.36 | 1.38 | 2.03 | 2.58 | 32 | 31 | 21 | 17 |

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2022 年估值为 21 倍，行业平均值为 41 倍，低于行业平均估值水平。伴随政策+技术双因素的驱动，公司作为车载视频监控领域的绝对龙头，在各类商用车细分场景均有重大发展机遇，短期不利因素消化完全后，业绩将呈现高质量增长趋势，看好利润端进一步的弹性释放，给予 2022 年 30 倍估值，对应目标价 60.90 元，首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

- 1) 原材料涨价风险；
- 2) 汇率波动风险；
- 3) 下游各类商用车销量不及预期；
- 4) 行业竞争加剧。

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 | 1608.96 | 2106.68 | 2713.66 | 3342.70 | 净利润 | 238.42 | 242.69 | 356.05 | 453.67 |
| 营业成本 | 928.09 | 1245.05 | 1583.67 | 1942.66 | 折旧与摊销 | 27.07 | 21.35 | 21.35 | 21.35 |
| 营业税金及附加 | 8.96 | 14.64 | 16.98 | 22.08 | 财务费用 | 10.66 | 4.21 | -3.80 | -2.34 |
| 销售费用 | 168.01 | 214.88 | 263.22 | 317.56 | 资产减值损失 | -7.15 | -5.00 | -6.00 | -6.00 |
| 管理费用 | 664.65 | 410.80 | 515.59 | 618.40 | 经营营运资本变动 | -87.45 | -31.74 | -88.87 | -96.54 |
| 财务费用 | 10.66 | 4.21 | -3.80 | -2.34 | 其他 | -29.55 | -36.12 | -33.61 | -34.01 |
| 资产减值损失 | -7.15 | -5.00 | -6.00 | -6.00 | 经营活动现金流净额 | 152.00 | 195.38 | 245.11 | 336.12 |
| 投资收益 | 42.18 | 40.00 | 40.00 | 40.00 | 资本支出 | -261.44 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 35.63 | 50.81 | 40.00 | 40.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -225.81 | 50.81 | 40.00 | 40.00 |
| 营业利润 | 260.66 | 262.09 | 383.98 | 490.35 | 短期借款 | 23.06 | -49.06 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -3.07 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 257.59 | 262.19 | 384.08 | 490.45 | 股权融资 | 2.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 19.17 | 19.51 | 28.04 | 36.78 | 支付股利 | -69.12 | 0.00 | -47.81 | -70.15 |
| 净利润 | 238.42 | 242.69 | 356.05 | 453.67 | 其他 | -24.28 | -2.58 | 3.80 | 2.34 |
| 少数股东损益 | 3.55 | 3.61 | 5.30 | 6.75 | 筹资活动现金流净额 | -68.01 | -51.64 | -44.02 | -67.81 |
| 归属母公司股东净利润 | 234.88 | 239.07 | 350.75 | 446.92 | 现金流量净额 | -152.19 | 194.56 | 241.10 | 308.31 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 958.15 | 1152.71 | 1393.81 | 1702.12 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 558.63 | 708.43 | 913.40 | 1129.31 | 销售收入增长率 | 2.90% | 30.93% | 28.81% | 23.18% |
| 存货 | 229.91 | 300.18 | 384.24 | 473.96 | 营业利润增长率 | 13.18% | 0.55% | 46.51% | 27.70% |
| 其他流动资产 | 99.75 | 32.42 | 49.37 | 56.13 | 净利润增长率 | 19.76% | 1.79% | 46.71% | 27.42% |
| 长期股权投资 | 3.99 | 3.99 | 3.99 | 3.99 | EBITDA 增长率 | 17.78% | -3.60% | 39.59% | 26.85% |
| 投资性房地产 | 1.65 | 1.65 | 1.65 | 1.65 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 317.83 | 299.83 | 281.83 | 263.84 | 毛利率 | 42.32% | 40.90% | 41.64% | 41.88% |
| 无形资产和开发支出 | 60.61 | 58.60 | 56.58 | 54.57 | 三费率 | 52.41% | 29.90% | 28.56% | 27.93% |
| 其他非流动资产 | 58.32 | 56.99 | 55.65 | 54.32 | 净利率 | 14.82% | 11.52% | 13.12% | 13.57% |
| 资产总计 | 2288.84 | 2614.80 | 3140.52 | 3739.88 | ROE | 15.08% | 13.28% | 16.67% | 18.01% |
| 短期借款 | 49.06 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 10.42% | 9.28% | 11.34% | 12.13% |
| 应付和预收款项 | 559.22 | 731.56 | 944.69 | 1155.90 | ROIC | 59.49% | 39.84% | 53.45% | 61.68% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 18.55% | 13.65% | 14.80% | 15.24% |
| 其他负债 | 99.79 | 56.11 | 60.48 | 65.11 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 708.07 | 787.67 | 1005.17 | 1221.02 | 总资产周转率 | 0.74 | 0.86 | 0.94 | 0.97 |
| 股本 | 172.80 | 173.10 | 173.10 | 173.10 | 固定资产周转率 | 14.44 | 16.84 | 25.34 | 37.51 |
| 资本公积 | 717.37 | 717.07 | 717.07 | 717.07 | 应收账款周转率 | 4.02 | 4.45 | 4.43 | 4.35 |
| 留存收益 | 660.97 | 900.04 | 1202.97 | 1579.74 | 存货周转率 | 4.21 | 4.63 | 4.58 | 4.49 |
| 归属母公司股东权益 | 1547.47 | 1790.21 | 2093.14 | 2469.91 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 99.71% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 33.30 | 36.91 | 42.21 | 48.96 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1580.77 | 1827.12 | 2135.35 | 2518.87 | 资产负债率 | 30.94% | 30.12% | 32.01% | 32.65% |
| 负债和股东权益合计 | 2288.84 | 2614.80 | 3140.52 | 3739.88 | 带息债务/总负债 | 6.93% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 2.76 | 2.93 | 2.84 | 2.85 |
| | | | | | 速动比率 | 2.42 | 2.53 | 2.44 | 2.45 |
| | | | | | 股利支付率 | 29.43% | 0.00% | 13.63% | 15.70% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.36 | 1.38 | 2.03 | 2.58 |
| | | | | | 每股净资产 | 9.13 | 10.56 | 12.34 | 14.55 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.88 | 1.13 | 1.42 | 1.94 |
| | | | | | 每股股利 | 0.40 | 0.00 | 0.28 | 0.41 |
| 业绩和估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | | | | |
| EBITDA | 298.39 | 287.65 | 401.53 | 509.36 | | | | | |
| PE | 31.87 | 31.31 | 21.34 | 16.75 | | | | | |
| PB | 4.74 | 4.10 | 3.51 | 2.97 | | | | | |
| PS | 4.65 | 3.55 | 2.76 | 2.24 | | | | | |
| EV/EBITDA | 21.84 | 21.85 | 15.05 | 11.26 | | | | | |
| 股息率 | 0.92% | 0.00% | 0.64% | 0.94% | | | | | |

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 | zfyi@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 |
| | 陈含月 | 销售经理 | 13021201616 | 13021201616 | chhy@swsc.com.cn |
| | 王兴 | 销售经理 | 13167383522 | 13167383522 | wxing@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 | yyx@swsc.com.cn |