

网联化基石稳固，智能化快速突破

投资要点

- **业绩总结:** 2021年H1, 公司实现营业收入 2.5 亿元, 同比增长 26.5%; 实现归母净利润 4138 万元, 同比增长 12.2%。原材料短缺、下游重卡出货量不及预期等不利因素略微影响公司上半年业绩表现, 但伴随各省份陆续启动“主动安全业务”等强装政策, 公司已在广东、河南等多省市中标, 预计下半年开始批量供货, 中长期成长性依旧良好。
- **商用车智能网联化先行者, 客户资源优质构建护城河。**公司自 2009 年成立以来便深耕商用车的智能网联领域, 成功将智能增强系统等产品从客车逐步推广至货车、渣土车、工程机械车等车型, 主要客户包括了苏州金龙以及重卡行业前五大整车厂的四家企业, 且是陕汽和北汽福田的第一供货商; 凭借优质产品力, 公司前装业务占比已超过 85%, 并持续拓展客户渠道资源至三一重工、中国重汽等, 为公司的业务扩张打下坚实基础。
- **政策持续落地驱动, 智能终端量价齐升。**近年来, 新国标、新“道条”、“国六”等政策密集出台, 对汽车行驶记录仪、重型柴油车 TBOX、商用车主动安全智能防控设备等智能网联终端均做出了明确的强装规定和功能要求, 前后装增量市场迅速扩容, 商用车智能网联终端进入量价齐升的黄金时期。
- **网联化业务基石稳固, 智能化产品快速突破。**公司围绕网联化和智能化两大技术路径持续拓展产品线, 其中网联化业务是公司立足之本, 智能增强系统在重卡领域的市占率超过 26%, 未来有望进一步拓展覆盖领域和客户群, 维持稳健增长; 智能化业务是公司的战略重心, 伴随下游企业“主动安全”的需求释放实现快速突破, 2020 年 ADAS 导入前装市场后与大客户充分绑定, 2021 年 H1 同比增速超过 103%, 未来有望持续拓展产品品类和客户资源, 实现快速放量。
- **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 38.5%, 基于新国标、国六等强装政策要求的执行, 公司作为商用车智能网联龙头有望继续在重卡、渣土等领域扩大领先优势, 并持续拓展产品线和业务领域, 实现业绩的快速成长, 给予 2022 年 34 倍 PE, 对应目标价 54.74 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策推进力度不及预期; 原材料涨价; 业务拓展不及预期; 行业竞争加剧等。

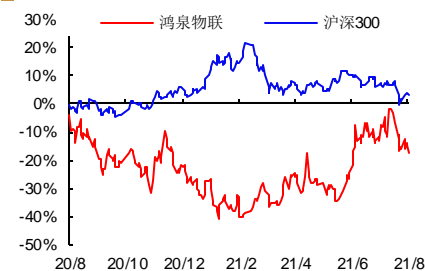
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	456.16	625.75	825.19	1100.70
增长率	45.64%	37.18%	31.87%	33.39%
归属母公司净利润 (百万元)	88.31	109.93	161.94	234.45
增长率	26.72%	24.49%	47.31%	44.78%
每股收益 EPS (元)	0.88	1.10	1.61	2.34
净资产收益率 ROE	9.63%	10.70%	13.75%	16.79%
PE	46	37	25	17
PB	4.40	3.93	3.42	2.89

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)	1.00
流通 A 股(亿股)	0.52
52 周内股价区间(元)	30.50-53.04
总市值(亿元)	40.34
总资产(亿元)	11.41
每股净资产(元)	9.28

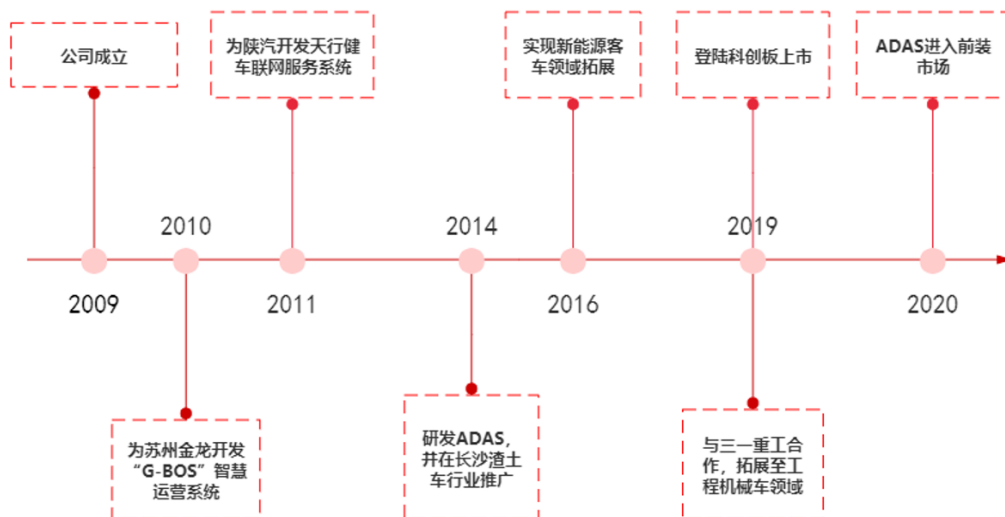
相关研究

1. 鸿泉物联 (688288): 智能网联高景气, 业绩持续超预期 (2021-04-26)
2. 鸿泉物联(688288): 全年业绩符合预期, 政策刺激网联业务高增长 (2021-02-24)
3. 鸿泉物联 (688288): 政策需求双驱动, 商用车车联网开拓者启航 (2021-01-22)

1 商用车智能网联先行者，产品+渠道壁垒高筑

鸿泉物联成立于 2009 年，2019 年登陆科创板上市，是国内领先的商用车智能网联设备提供商。公司围绕网联化与智能化两大技术路径持续丰富产品线，推出智能增强系统、高级辅助驾驶系统等，并不断拓展应用至客车、货车、渣土、工程机械车等领域，2020 年公司正式实现 ADAS 前装零突破，进一步打开成长空间。

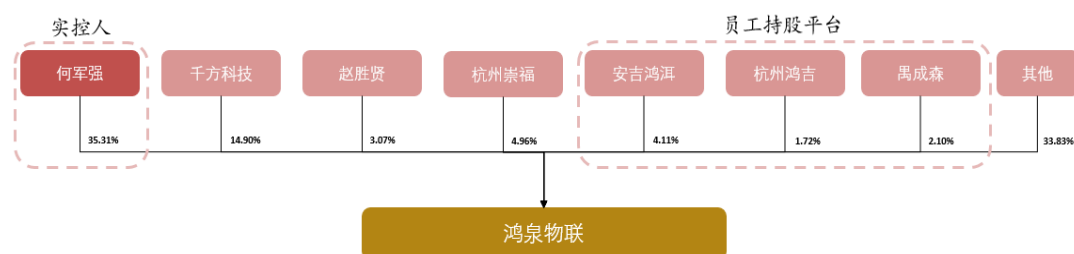
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，西南证券整理

股权集中稳定，员工持股充分。创始人何军强先生自 2009 年创办公司后担任董事长兼总经理职务至今，目前直接持有公司 35.31% 的股权，是公司的实际控制人。同时，公司开设多个员工持股平台，实现员工与公司利益的长久绑定，并于 2020 年 1 月实施股权激励计划，拟授予限制性股票 150 万股，占总股本的 1.50%，激励对象包括公司高级管理人员和核心技术业务人员等，目前已达成第一个归属期计划并完成解锁，员工积极性调动充分。此外，公司的第二大股东为智慧交通龙头千方科技，持股比例为 14.90%（包括北大千方持股），双方在渠道资源、数据运营等方面进行合作互补，进一步加强竞争力。

图 2：公司主要股东持股比例



资料来源：Wind，西南证券整理

政策风起，行业发展路径清晰。汽车行业“智能化”、“网联化”、“电动化”浪潮下，诸如 ADAS、ABS、倒车影像系统等加速向中低端车型渗透，单车电子零部件成本占比相较传统汽车至少翻倍，行业空间逐渐打开。近年来，国家和地方政府陆续出台一系列强制性政策和规定，要求各类商用车通过安装智能网联设备，以提高道路安全、减少交通事故、强化节能减排。强装政策从“两客一危”开始，逐步推向重型载货汽车、新能源汽车、中轻卡、专项作业车等领域。例如，2018 年 6 月发布的“国六”标准，要求车辆加装车载自动诊断系统来实现对碳排放量的实时监测；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。多项政策推动下，智能网联终端在存量车进行大规模后装、在新出厂车型成为标配，市场容量大幅提升，随着功能的丰富，单车价值量也逐步增加，商用车的智能网联终端步入量价齐升的黄金时期。

表 1：国家部分相关政策法规

政策名称	发布日期	主要内容
《关于进一步做好新能源汽车推广应用安全监管工作的通知》	2016 年 11 月	2017 年 1 月 1 日起，新生产的全部新能源汽车安装车载终端，通过企业监测平台对整车及动力电池关键系统运行安全状态进行监测和管理，将公共服务领域车辆相关安全状态信息上传至地方监测平台。
《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。
《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》	2018 年 6 月	要求 2021 年 7 月 1 日起，所有生产、进口销售和注册登记的重型柴油车（包括重卡和中轻卡）必须满足国六 A 的尾气排放标准；要求生产企业应确保所有的发动机和车辆在出厂前都应该安装符合规定的远程排放管理车载终端，用于采集、存储和传输车辆 OBD 信息和发动机排放数据
《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。
《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、反映驾驶人及人机交互状态的车内视频及语音监控情况。

资料来源：公司公告，政府网站，西南证券整理

紧抓政策机遇，围绕网联化和智能化两大技术路径持续丰富产品线。1) **网联化业务：**主要包括智能增强驾驶系统、车载联网终端和人机交互终端，主要为满足交通监管部门的监管要求，提高商用车联网率，实现交通安全监管要求和司机安全行车的目的。其中智能增强驾驶系统以“端+云”的形式，基于硬件设备（智能行驶记录仪、T-BOX 等）采集传输的数据，通过嵌入式的软件模块，向使用者提供驾驶行为分析、油耗管理等功能，主要用于前装市场的整体采购；车载联网终端包括智能行驶记录仪、T-BOX 等硬件，主要用于后装市场的补充采购；人机交互终端主要指车载智能中控屏，面向商用车中高端车型提供影音娱乐、车载导航、胎压监测等功能。2) **智能化业务：**主要指高级辅助驾驶系统 ADAS，由车载终端、智能摄像头、智能传感器、人工智能模块和大数据云平台构成，对专项作业车、重卡等驾驶运营中存在的安全隐患实现状态识别、盲区监测等一系列 ADAS 功能，降低交通事故发生率；并可接入政府监管平台或自主开发平台，呈现在线车辆的状况和运行数据，用于分析管理，

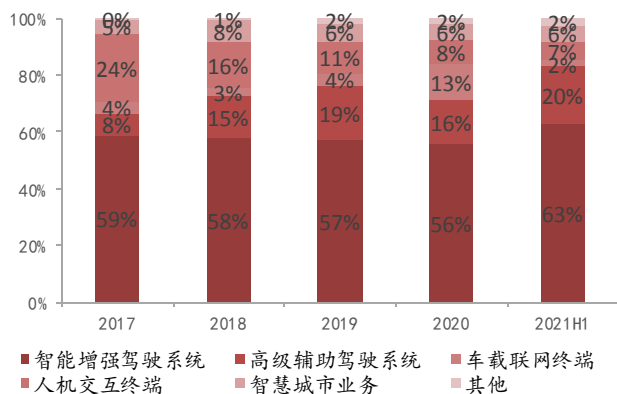
有效的提升车辆的管理效率和城市环境的改善。**3) 智慧城市业务：**包括应用于城市垃圾、环卫、水务、气象等领域的智慧城市政务管理平台及其运营服务，已在上海、杭州、宁波等城市落地。

图 3: 公司主要业务及功能

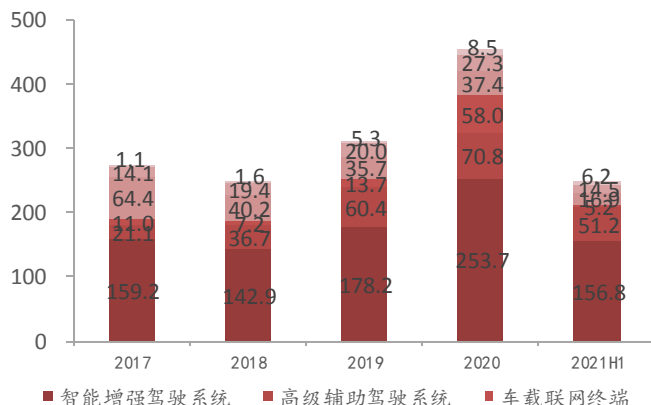


资料来源：公司公告，西南证券整理

网联为基，智能突破。从收入结构看，网联化业务仍是公司业绩稳步增长的基石，贡献了较大的收入占比，其中智能增强驾驶系统长期保持在 50%以上，2020 年实现收入 2.5 亿元，2017-2020 年收入复合增速达到 16.8%；智能化业务融合了大量的人工智能算法和前沿技术，是公司的重要战略方向和资源投入点，收入占比快速提升至 15%以上，2020 年实现收入 7079 万元，2017-2020 年复合增速高达 49.7%，未来有望成为公司业绩增长的重要因素。

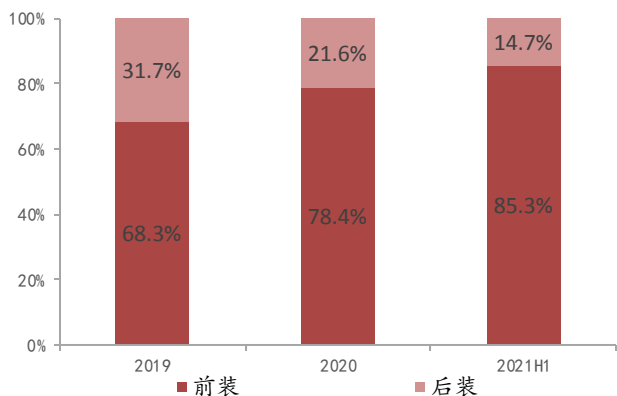
图 4：公司各项业务收入结构


数据来源：公司官网，西南证券整理

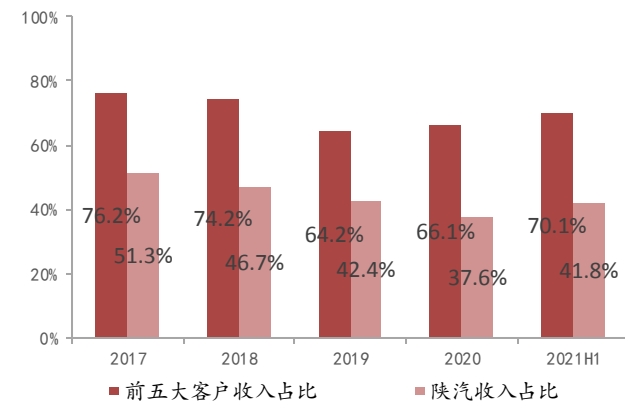
图 5：公司各项业务收入情况（百万元）


数据来源：公司官网，西南证券整理

前装直销绑定大客户，渠道壁垒高筑。从销售模式看，公司的智能增强驾驶系统具备明显先发优势，已与陕汽、北汽、金龙等整车厂形成长期稳定的合作关系，前装是其主要的销售形式并且比例逐年提升，2021 年 H1 公司前装销售占比超过 85%。前装方式相比后装，更有利于客户资源管理，在充分了解客户需求后进行技术交流、定制研发、订单执行、货款回收等，具有很强的客户粘性和收入稳定性；同时，由于公司下游客户集中在重卡、客车等领域，整体集中度较高，重卡行业的 CR5 更是高达 86.5%，公司已与其中四名建立了业务关系，其中陕汽、北汽均为第一供应商，公司市占率超过 26%，形成核心渠道壁垒。此外，公司也积极开拓客户群体，前五大客户的销售额占比相比 2018 年已有明显下降，其中第一大客户陕汽的销售额占比已从 51% 降至 40% 左右，对大客户的依赖有所降低。

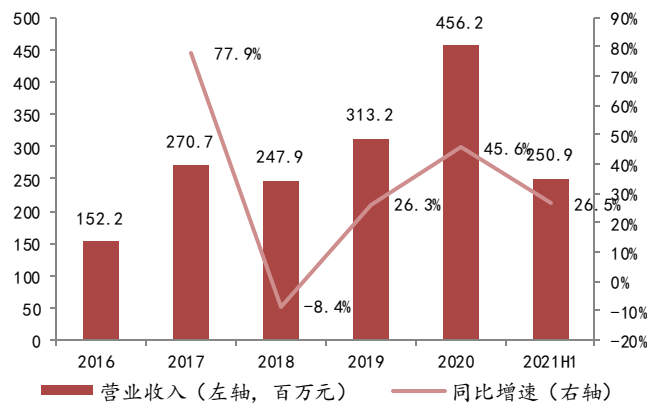
图 6：公司前装业务占比逐年提升


数据来源：公司官网，西南证券整理

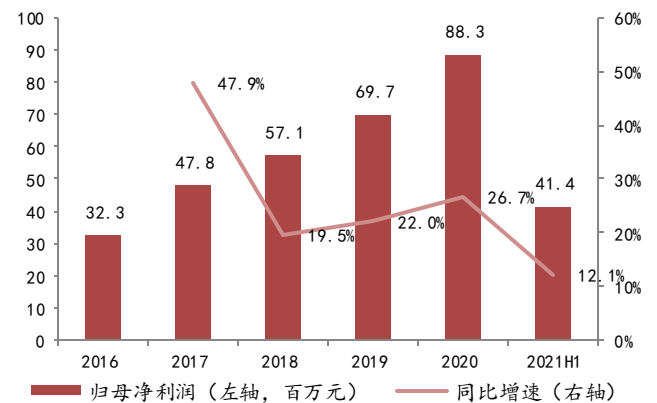
图 7：公司销售集中度有所降低


数据来源：公司官网，西南证券整理

政策驱动，产品发力，业绩快速增长。近年来，公司营收和利润端总体维持较快增长态势，2016-2020 年复合增长率分别为 31.6% 和 28.6%。2018 年收入端出现短暂下滑，主要由于公司大客户陕汽进行产品结构调整，以及北汽当年重卡销量下降导致；2019 年起，公司积极拓展产品线和客户群，进入东风、三一重工等供货商名单，业绩重回高增轨道。2020 年疫情影响下，公司实现营业收入 4.6 亿元，同比增长 46%，实现归母净利润 8830 万元，同比增长 26.7%，主要受益于“国六”政策驱动，公司智能驾驶系统及新增的环保 OBD 业务快速放量。2021 年上半年，公司实现营收 2.5 亿元，同比增长 26.5%，实现归母净利润 4140 万元，同比增长 12.1%，高基数下表现不俗，成长性良好。

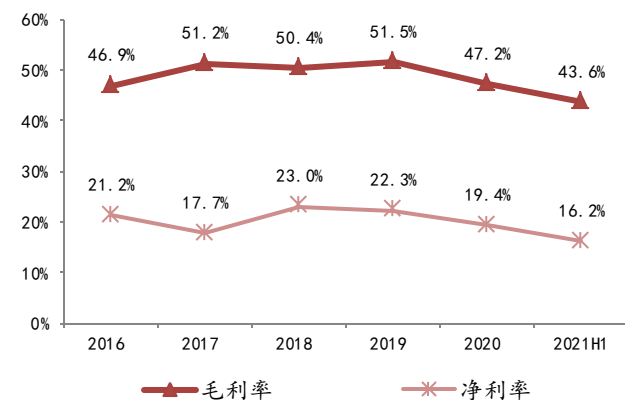
图 8：公司营业收入及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

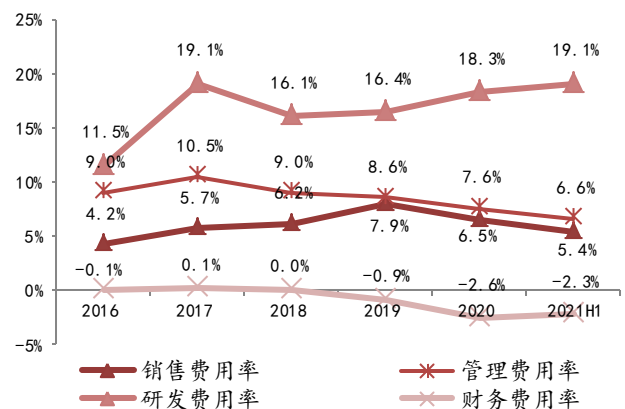
图 9：公司归母净利润及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

多重因素影响利润率，费用端管控良好。1) **利润率方面：**2016-2019 年，公司毛利率和净利率总体保持稳定；进入 2020 年后，原材料价格上涨、产能搬迁、产品导入前装单价较低等多重因素影响毛利率，致使净利率也随之有所下滑，2021H1 公司毛利率、净利率分别为 43.6%、16.2%。2) **费用率方面：**与此同时，公司在费用端加强管控，力争将上述影响降至最低，期间费用率连续下滑，2021 年 H1 公司管理费用率、销售费用率、财务费用率分别为 6.6%、5.4%、-2.3%，均保持较低水平。此外，公司研发费用率持续上升，2021 年 H1 达到 19.1%，较高的研发投入水平保持产品的核心竞争力，为各项业务的持续成长奠定基础。

图 10：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 11：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) 智能增强驾驶系统：该业务是公司布局最早的业务，也是公司业绩稳健增长的基石，目前前5大重卡整车厂已有4家是公司客户，其中陕汽和北汽福田均为第一供应商，渠道优势明显；“国六”政策下，单车前装的行驶记录仪和环保OBD价值量均有大幅提升，公司有望紧抓政策红利，继续强化智能增强驾驶系统的优势，在细分车型如渣土、水泥搅拌、工程机械车等继续渗透，预计2021-2023年收入增速保持35%水平。

2) 高级辅助驾驶系统：ADAS业务自2020年导入前装市场后实现快速增长，由于ADAS在目前渗透率仍然较低，下游整车厂商对于主动安全的需求仍有望持续较长时间，该业务也是公司未来发展的战略重心，将持续拓展品类和支持车型，预计2021-2023年收入增速分别为80%、50%、40%。

3) 车载联网终端：该业务的主要产品形态为应用于环保OBD领域的后装T-BOX，与各地政府部门的招投标项目密切相关，公司已在河南、山东、广东等数个落地打造标杆项目，未来渗透率有望进一步提升，预计2021-2023年收入增速分别为5%、10%、15%。

4) 人机交互终端：主要产品形式为应用于高端车型的前装智能中控屏，未来有望持续向中低端车型渗透，预计2021-2023年收入增速分别为10%、15%、15%。

5) 智慧城市：主要产品为全资子公司成生科技开发的各类政务管理平台及相关运维服务，目前已在上海、宁波、重庆、杭州等城市落地推广，覆盖领域也逐步拓宽至市容环卫、水务防汛、气象、林业、城市综合管理等，随着公司品牌声量的打开及产品范围的进一步拓展，未来有望继续维持较高增速，预计2021-2023年收入增速分别为50%、40%、35%。

6) 其他业务：公司已掌握智能化、网联化两条路径的底层核心技术，逐步拓展产品线，车身控制器、V2X等新产品具备快速放量潜力，预计2021-2023年收入增速维持50%。

7) 预计毛利率在消化原材料上涨、客户结构调整等不利因素后缓慢恢复上行；公司费用端控制效果可持续，三费率有望进一步下行。

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 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
智能增强驾驶系统	收入	253.71	342.51	462.39	624.22
	增速	42.4%	35.0%	35.0%	35.0%
	毛利率	45.8%	45.0%	46.5%	47.5%
高级辅助驾驶系统	收入	70.79	127.42	191.13	267.59
	增速	17.1%	80.0%	50.0%	40.0%
	毛利率	38.8%	38.0%	39.0%	40.0%
车载联网终端	收入	57.95	60.85	66.93	76.97
	增速	324.5%	5.0%	10.0%	15.0%

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
	毛利率	43.1%	42.0%	42.0%	42.0%
人机交互终端	收入	37.44	41.18	47.36	54.47
	增速	5.0%	10%	15%	15%
	毛利率	49.3%	48.0%	48.0%	48.0%
智慧城市业务	收入	27.32	40.98	57.37	77.45
	增速	36.5%	50.0%	40.0%	35.0%
	毛利率	77.6%	78.0%	79.0%	80.0%
其他	收入	8.54	12.81	19.22	28.82
	增速	61.7%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	80.6%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	456.16	625.75	825.19	1100.70
	增速	45.6%	37.2%	31.9%	33.4%
	毛利率	47.2%	45.7%	46.7%	47.6%

数据来源：西南证券整理

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 6.3 亿元（+37.2%）、8.3 亿元（+31.9%）和 11.0 亿元（+33.4%），归母净利润分别为 1.10 亿元（+24.5%）、1.62 亿元（+47.3%）、2.34 亿元（+44.8%），EPS 分别为 1.10 元、1.61 元、2.34 元，对应动态 PE 分别为 37 倍、25 倍、17 倍。

2.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取业务涉及智能网联车载终端的三家上市公司进行估值比较，其中锐明技术主要为出租、公交、两客一危、渣土环卫等细分商用领域提供整套的监控、运营、监管解决方案，与公司业务重合度较高但侧重领域有所不同。

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
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
002970.SZ	锐明技术	75	43.25	1.36	1.38	2.03	2.58	32	31	21	17
平均值								78	59	43	33
688288.SZ	鸿泉物联	40	40.20	0.88	1.10	1.61	2.34	46	37	25	17

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2022 年估值为 25 倍，行业平均值为 43 倍，低于行业平均估值水平。公司在重卡、渣土等商用车领域竞争地位领先，客户资源优势明显，伴随汽车行驶记录仪新国标、重型柴油车国六、商用车主动安全智能防控设备等强装政策的推行，均将为公司业务带来增量市场，叠加公司产品的不断升级迭代提升价值量和产品矩阵的不断丰富，未来业绩有望持续高成长，给予 2022 年 34 倍估值，对应目标价 54.74 元，维持“买入”评级。

3 风险提示

- 1) 政策执行力度不及预期;
- 2) 原材料成本上涨;
- 3) 业务拓展不及预期
- 4) 行业竞争加剧等。

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	456.16	625.75	825.19	1100.70	净利润	88.31	109.93	161.94	234.45
营业成本	240.81	339.51	439.47	576.73	折旧与摊销	10.85	9.76	9.76	9.76
营业税金及附加	3.33	4.78	6.16	8.31	财务费用	-11.71	-15.02	-19.80	-26.42
销售费用	29.54	32.54	37.13	44.03	资产减值损失	-1.10	-1.30	-1.30	-1.30
管理费用	34.66	150.18	193.92	253.16	经营营运资本变动	-267.85	-27.90	-193.23	-182.92
财务费用	-11.71	-15.02	-19.80	-26.42	其他	220.86	0.11	0.43	0.26
资产减值损失	-1.10	-1.30	-1.30	-1.30	经营活动现金流净额	39.35	75.59	-42.21	33.84
投资收益	1.95	1.00	1.00	1.00	资本支出	-33.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-273.12	1.00	1.00	1.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-306.86	1.00	1.00	1.00
营业利润	92.61	116.07	170.61	247.19	短期借款	50.06	-55.07	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.01	0.03	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	92.60	116.09	170.61	247.20	股权融资	10.16	0.00	0.00	0.00
所得税	4.29	6.16	8.67	12.75	支付股利	-30.00	0.00	-10.99	-16.19
净利润	88.31	109.93	161.94	234.45	其他	-11.00	15.02	19.80	26.42
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	19.22	-40.05	8.81	10.22
归属母公司股东净利润	88.31	109.93	161.94	234.45	现金流量净额	-248.28	36.53	-32.39	45.06
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	354.33	390.86	358.47	403.53	成长能力				
应收和预付款项	285.18	421.92	535.78	728.54	销售收入增长率	45.64%	37.18%	31.87%	33.39%
存货	62.11	87.81	114.45	150.56	营业利润增长率	24.01%	25.33%	47.00%	44.89%
其他流动资产	221.92	135.21	255.65	289.42	净利润增长率	26.72%	24.49%	47.31%	44.78%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.76%	20.78%	44.91%	43.58%
投资性房地产	21.23	21.23	21.23	21.23	获利能力				
固定资产和在建工程	93.78	87.52	81.26	75.00	毛利率	47.21%	45.74%	46.74%	47.60%
无形资产和开发支出	26.90	23.97	21.04	18.11	三费率	11.51%	26.80%	25.60%	24.60%
其他非流动资产	68.96	68.38	67.81	67.24	净利率	19.36%	17.57%	19.62%	21.30%
资产总计	1134.40	1236.90	1455.70	1753.63	ROE	9.63%	10.70%	13.75%	16.79%
短期借款	55.07	0.00	0.00	0.00	ROA	7.78%	8.89%	11.12%	13.37%
应付和预收款项	142.95	197.56	264.54	343.02	ROIC	19.73%	17.63%	22.22%	25.44%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.11%	17.71%	19.46%	20.94%
其他负债	19.35	12.38	13.25	14.44	营运能力				
负债合计	217.37	209.94	277.79	357.46	总资产周转率	0.43	0.53	0.61	0.69
股本	100.00	100.34	100.34	100.34	固定资产周转率	7.61	12.89	19.51	30.54
资本公积	652.55	652.21	652.21	652.21	应收账款周转率	2.93	2.95	2.85	2.89
留存收益	164.48	274.41	425.36	643.62	存货周转率	4.62	4.44	4.28	4.30
归属母公司股东权益	917.03	1026.96	1177.91	1396.17	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	64.01%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	917.03	1026.96	1177.91	1396.17	资产负债率	19.16%	16.97%	19.08%	20.38%
负债和股东权益合计	1134.40	1236.90	1455.70	1753.63	带息债务/总负债	25.34%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.44	5.17	4.71	4.52
					速动比率	4.14	4.73	4.28	4.08
					股利支付率	33.97%	0.00%	6.79%	6.91%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	91.74	110.81	160.57	230.54	每股收益	0.88	1.10	1.61	2.34
PE	45.68	36.69	24.91	17.21	每股净资产	9.14	10.23	11.74	13.91
PB	4.40	3.93	3.42	2.89	每股经营现金	0.39	0.75	-0.42	0.34
PS	8.84	6.45	4.89	3.66	每股股利	0.30	0.00	0.11	0.16
EV/EBITDA	39.17	31.73	22.10	15.20					
股息率	0.74%	0.00%	0.27%	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
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

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
	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
	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
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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	yyx@swsc.com.cn