

通用自动化行业领跑，核心业务显著放量

投资要点

- 业绩总结:** 公司2021年H1实现营业收入82.74亿元,同比增长72.95%;实现归母净利润15.63亿元,同比增长101.81%;实现扣非归母净利润15.23亿元,同比增长117.01%,EPS为0.61元,业绩符合预期。
- 工控自动化内资龙头,国产替代进程加快。** 整体来看,2021年H1公司通用自动化业务实现营收43.94亿元,同比增长88%,工控自动化市场需求稳增带动业务规模持续扩大。细分业务来看,2021年H1公司变频器、伺服系统、PLC、传感器业务分别实现营收23.33、21.26、4.92、0.69亿元,分别同比增长58.52%、120.03%、61.62%、52.55%,实现快速增长,其中伺服系统业务更是迎来爆发。2020年,公司变频器业务市占率为12.1%;伺服系统业务市占率为10%,均为行业内资龙头。未来,公司品牌及技术优势有望带动公司市场份额持续提升。
- 电梯电气大配套业务成熟,线缆业务顺利拓展。** 2021年H1,公司电梯电气大配套业务实现营收24.15亿元,同比增长30%,维持较高增速。受益于下游电梯行业需求强势反弹,电梯事业部收入取得了较快增长,特别是大配套业务增速超过了90%。线缆业务在跨国企业的拓展顺利进行,拿下了多个定点项目,为今年和未来的较快发展奠定了基础。
- 订单饱满,新能源业务有望持续放量。** 2021年H1,公司新能源汽车业务实现营收9.08亿元,同比增长176%,业务显著放量。由于造车新势力的放量,公司订单取得爆发式增长。此外,公司电机、电控、电源产品获得多个汽车品牌定点,与战略合作客户在多个新平台上深度合作,基本完成了上半年的定点任务,公司在新能源乘用车市场的地位持续提升。
- 盈利预测与投资建议。** 我们选取行业内的五家可比公司,2021年-2023年平均PE分别为36、26、19倍。公司各项产品技术迭代创新,业绩保持快速增长,预计未来三年归母净利润复合增长率有望达到41.67%,由于公司的变频器及伺服系统业务为内资龙头,较国内其他初创型公司相比有较大优势,工控业务较同行相比可以给予一定溢价,首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示:** 竞争加剧及业务结构变化,导致毛利率下降的风险;原材料上涨导致成本增长的风险;新能源汽车产业政策调整及竞争加剧的风险;房地产市场调控导致电梯行业需求下滑带来的经营风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11511.32	17837.19	23288.18	28770.18
增长率	55.76%	54.95%	30.56%	23.54%
归属母公司净利润(百万元)	2100.14	3297.66	4510.66	5971.40
增长率	120.62%	57.02%	36.78%	32.38%
每股收益EPS(元)	0.80	1.26	1.72	2.28
净资产收益率ROE	19.81%	24.42%	25.96%	26.56%
PE	92	59	43	32
PB	18.23	14.34	11.16	8.64

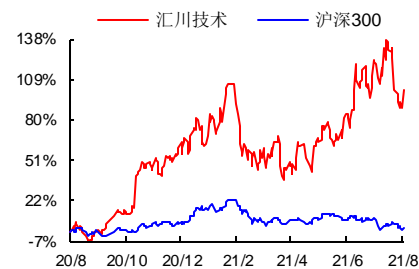
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨
执业证号: S1250521080001
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

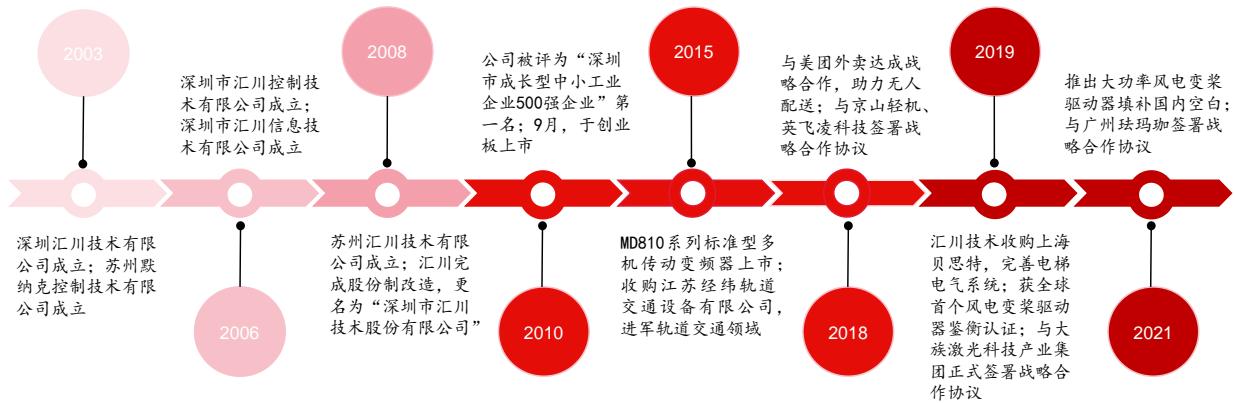
总股本(亿股)	26.21
流通A股(亿股)	20.76
52周内股价区间(元)	51.5-114.15
总市值(亿元)	1,939.29
总资产(亿元)	232.03
每股净资产(元)	5.31

相关研究

1 通用自动化行业领跑，核心业务显著放量

历经十余载，公司在多领域形成较强优势。公司前身为深圳汇川技术有限公司，成立于 2003 年，并于 2008 年完成股份制改造，2010 年 9 月创业板上市。历经十余年的发展，公司已经从单一的变频器供应商发展成机电液综合产品及解决方案供应商，掌握了高性能矢量变频技术、PLC 技术、伺服技术和永磁同步电机等核心平台技术。截止目前，公司已在多个领域形成较强优势：在工业自动化产品方面，公司已经成为国内最大的中低压变频器与伺服系统供应商；在电梯行业，公司已经成为行业领先的电梯一体化控制器供应商；在新能源汽车领域，公司已经成为我国新能源汽车电机控制器的领军企业。

图 1：历经十余载，汇川技术在多领域形成较强优势



数据来源：公司官网，西南证券整理

业务覆盖领域广泛，产品种类丰富。公司聚焦工业领域的自动化、数字化、智能化，专注“信息层、控制层、驱动层、执行层、传感层”核心技术。公司业务覆盖 5 大行业、12 大类、36 种系列产品，主营业务包括：通用自动化业务、电梯电气大配套业务、新能源汽车电驱&电源系统业务、工业机器人业务、轨道交通业务。产品包括：变频器、伺服系统、高性能电机等，广泛应用于工业领域的各行各业。

表 1：公司业务、产品及下游应用

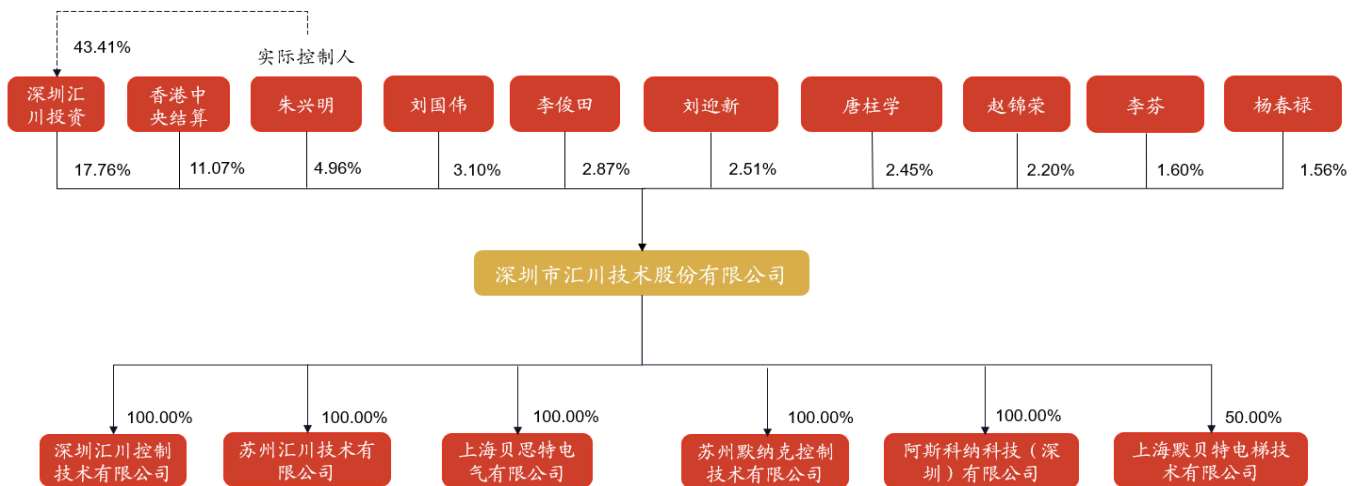
领域/行业	所属公司业务板块	产品类别	主营产品系列	下游行业
工业自动化	通用自动化事业部	变频器类	通用低压变频器、中高压变频器、行业专机等	空压机、起重、机床、金属制品、电线电缆、纺织化纤、印刷包装、塑胶、建材、煤矿、冶金、化工、市政、石油等
		运动控制类	通用伺服系统	3C 制造设备、机器人/机械手、锂电设备、LED 设备、印刷设备、包装设备、机床、纺织机械、食品机械、注塑机、压力机等
			专用伺服系统（电液行业专用）	
		控制技术类	PLC、工业视觉	3C 制造设备、印刷设备、包装设备、机床、纺织机械、汽车制造、锂电设备、LED 设备、机器人/机械手等
HMI				

领域/行业	所属公司业务板块	产品类别	主营产品系列	下游行业
		传感器类	光电编码器、开关	电梯、机床、纺织机械、电子设备等
		工业互联网类	工业云、应用开发平台、信息化管理平台 智能硬件	电梯、空压机、注塑机等
工业机器人	工业机器人事业部	核心部件类	机器人控制系统、视觉控制系统、精密丝杠	工业机器人、机械手、3C 制造设备等
		整机类	SCARA 机器人	3C 制造设备、锂电设备、LED 设备等
电梯	电梯事业部	变频器类	电梯一体化相关产品	电梯
		电气配套类	人机界面、门系统、线束线缆、井道电气等产品	
新能源汽车	联合动力	电机控制类	电机控制器、高性能电机、五合一控制器、动力总成	新能源汽车
		电源类	DC/DC、OBC、电源总成	
轨道交通	经纬轨道	牵引系统	牵引变频器、辅助变频器、高压箱、牵引电机	轨道交通

数据来源：公司公告，西南证券整理

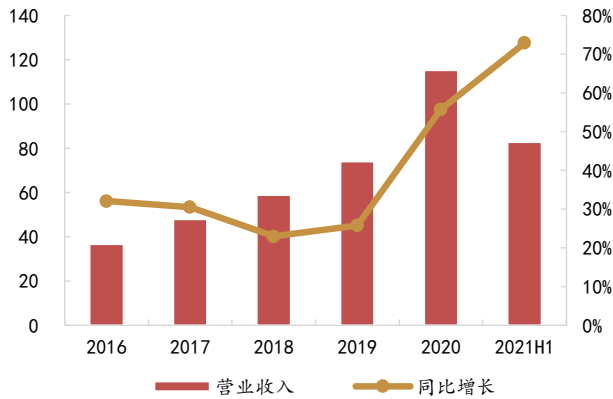
公司实际控制人为董事长朱兴明先生，与第一大股东深圳汇川投资有限责任公司为一致行动人。截止报告期，朱兴明先生直接持股 4.96%，为公司第三大股东，并通过实控深圳汇川投资有限责任公司，间接持股 17.76%，合计持股 22.72%。公司高管持股比例较高，13 位高管合计持有公司 20.41% 股权，8 为高管合计持有深圳汇川投资有限责任公司 28.79% 股权。

图 2：公司股权较分散，实际控制人为董事长朱兴明先生（截止于 2021 年 7 月 15 日）

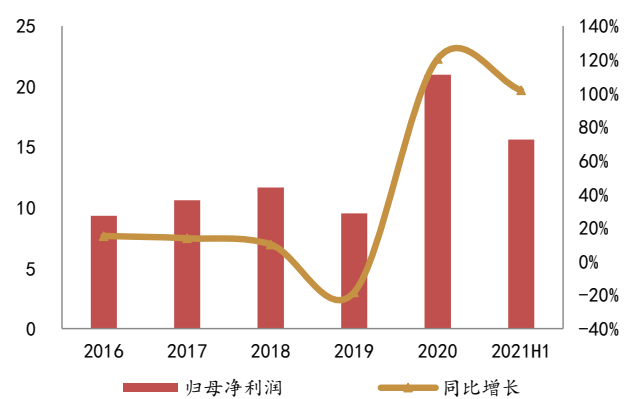


数据来源：公司公告，西南证券整理

受益于工控自动化市场需求稳增及新能源市场的高景气，近年来公司营收及归母净利润持续稳定增长。2021H1，公司实现营收 82.74 亿元，同比增长 72.95%；实现归母净利润 15.63 亿元，同比增长 101.81%。随着全国疫情得到有效控制，工业自动化控制领域市场需求稳定增长，新基建、碳中和、新能源等投资拉动以及下游行业需求回暖，带动公司相关产品快速增长。此外，公司持续技术创新，丰富产品种类，积极拓展大客户，促使各项主营业务持续发展。

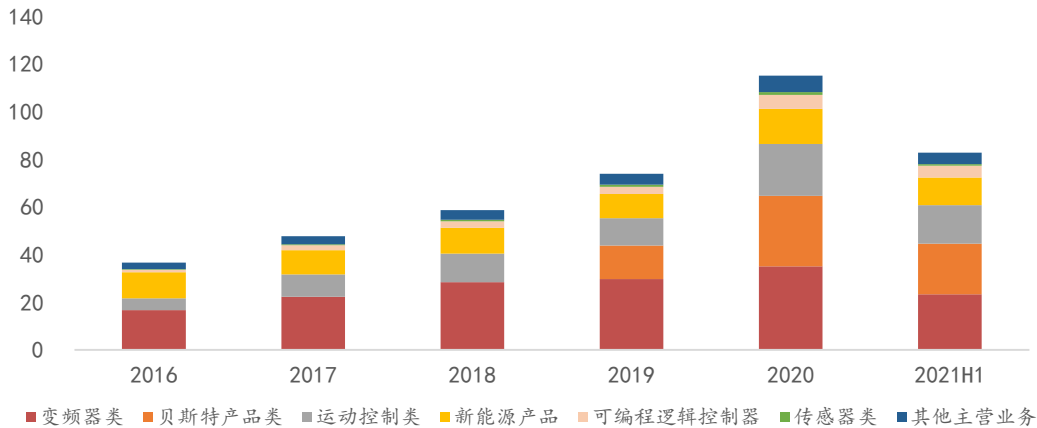
图 3：2021H1 公司营收同比增长 72.95% (亿元)


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 4：2021H1 公司归母净利润同比增长 101.81% (亿元)


数据来源：Wind, 西南证券整理

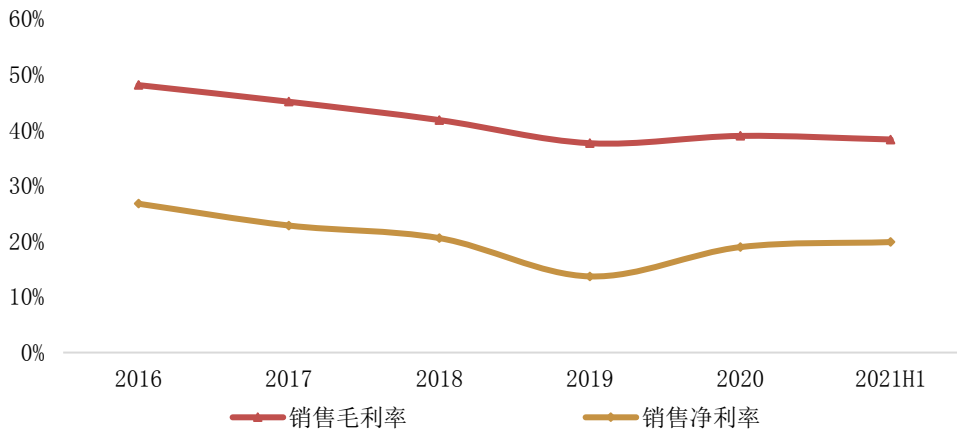
伺服系统、新能源业务成为公司营收有力增长点。 1) **通用自动化业务**：涵盖产品多，下游应用领域广泛，公司在该业务领域主要采取“行业营销+技术营销”、“工控+工艺”等营销模式。2021 年 H1，公司伺服系统业务实现营收 21.26 亿元，同比增长 120.03%；PLC 业务营收 4.92 亿元，同比增长 61.62%；变频器业务营收 23.33 亿元，同比增长 58.52%；2) **电梯业务**：公司的电梯一体化控制器、人机界面的市场占有率较高，电梯电气大配套业务属于成熟型业务。2021H1 实现营收 16.23 亿元，同比增长 24.25%；3) **新能源汽车业务**：公司主要为新能源乘用车、商用车提供综合产品解决方案与服务，为业内领先。2021H1 实现营收 11.58 亿元，同比增长 172.68%。目前新能源乘用车还处于市场发展的初期阶段，公司新能源乘用车相关业务处于战略投入期，未来新能源乘用车业务有望成为公司新的增长点。

图 5：公司主营业务持续放量 (亿元)


数据来源：Wind, 西南证券整理

毛利率、净利率有所下降。2021H1，公司销售毛利率为 38.32%，同比降低 1.49pp；销售净利率为 19.86%，同比增长 2.87pp，净利率增长毛利率略有下滑。主要原因有：①公司产品销售结构变化，低毛利新能源汽车业务相关产品销售占比增加，成本增幅大于收入增幅；②大宗商品涨价导致材料成本上升。我们预计，随着产品结构趋于稳定，公司盈利能力有望持续提升。

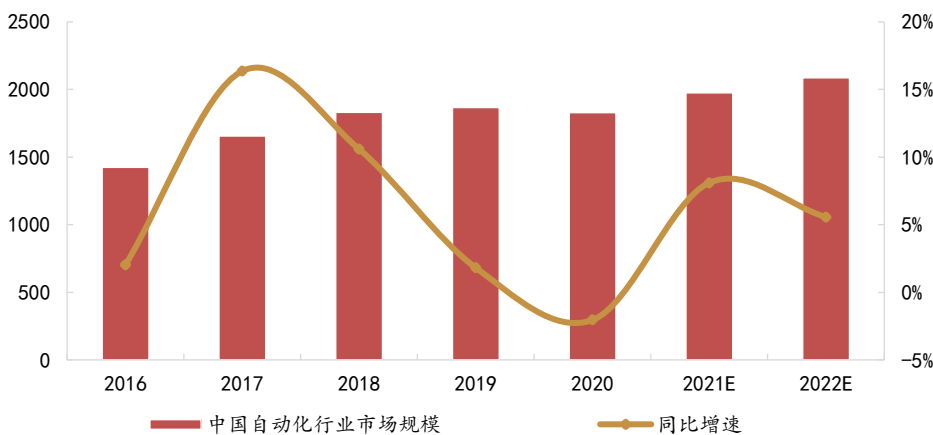
图 6：2021H1 公司净利率上升，毛利率略有下降



数据来源：Wind，西南证券整理

我国工业自动化市场规模逐渐扩大。在国内，工业自动化装备行业是推动制造业从低端向中高端升级转型的关键，近年来国家陆续推出鼓励先进制造业的政策，也为工业自动化装备行业的发展提供了有力的政策支持，中国工业自动化装备行业发展取得明显进步，国产替代进程加速。2016年-2020年，我国自动化市场规模达从 1423.2 亿元增长至 1827 亿元，复合增速为 6.44%。根据前瞻产业研究院预测，2022 年我国自动化市场规模有望达到 2085 亿元，有较大增长空间。

图 7：2022 年我国工业控制及自动化市场规模有望达 2085 亿元（亿元）

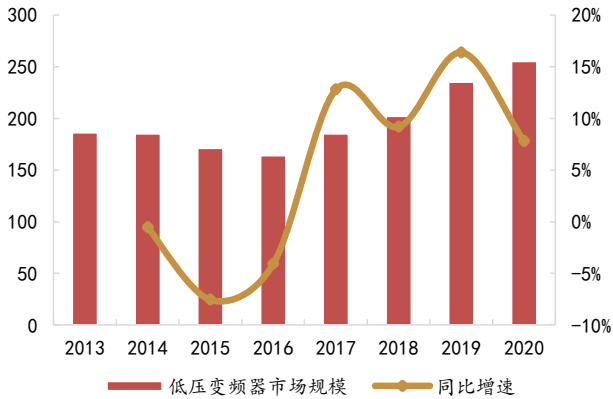


数据来源：工控网，前瞻产业研究院，西南证券整理

我国变频器发展较快，汇川技术为行业内资龙头。变频器又名逆变器，属于电力控制设备，融合了微电子处理技术、电气生产技术及变频技术，通过改变电机工作电源频率的方式实现对交流电动机的调控管理。变频器市场通常细分为高压和低压两个部分，其中低压变频

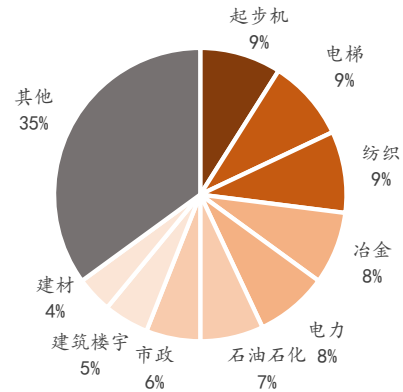
器是最重要的细分市场。低压变频器调速范围广、操作简单，能够实现工艺调节、节能、软启动、改善效率等功能，其下游较为分散，在电梯、纺织机械、起重机械、电力、冶金等领域均有应用。2016 年以来，随着下游行业景气度的稳步提升，市场规模逐渐反弹，低压变频器市场规模从 164 亿元增长至 2020 年 255 亿元，复合增速为 11.67%。据睿工业统计，2020 年公司低压变频器产品在中国市场的份额位于前三名，占比约 12.1%（排名第一、二位的厂商及市占率分别是：ABB，14.3%；西门子，13.0%），占据内资龙头地位。

图 8：2020 年我国低压变频器市场规模达 255 亿元



数据来源：MIR Databank，西南证券整理

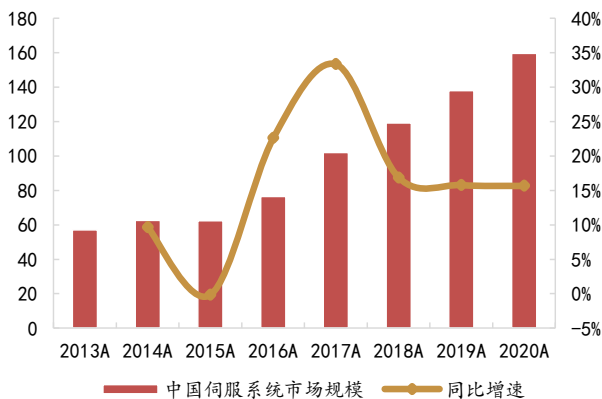
图 9：低压变频器下游应用领域分布广泛



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

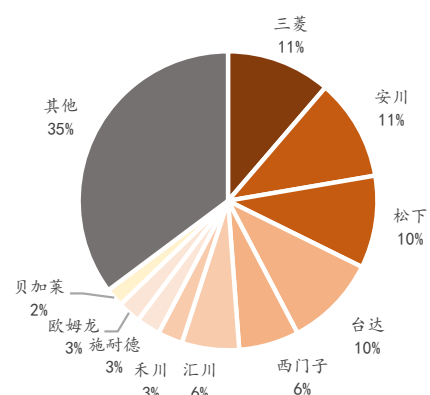
国产替代加快，伺服系统市场份额快速提升。伺服系统是电气驱动的主要控制和执行机构，能对电机的旋转角度、速度、加速度、输出转矩进行精确的控制。伺服系统下游应用领域广阔，在机床工具、纺织机械、印刷机械、包装机械、食品机械、医疗设备、3C 电子产品制造、工业机器人、航空航天等领域受到广泛应用。近年来，国内部分厂商在吸收国外先进技术基础上，开始自主研发伺服系统，在国内市场取得了一定的市场份额。2013 年-2020 年，我国伺服系统市场规模从 57 亿元增长至 159.6 亿元，复合增速为 15.85%，发展速度较快。根据睿工业统计，2020 年公司通用伺服系统市占率为 10%，位于第四名（前三名厂商及市占率分别是：安川，11%；三菱，11%；松下，10%），市场份额显著提升，国产化进程加快。

图 10：2015-2020 我国伺服系统市场 CAGR 为 20.66% (亿元)



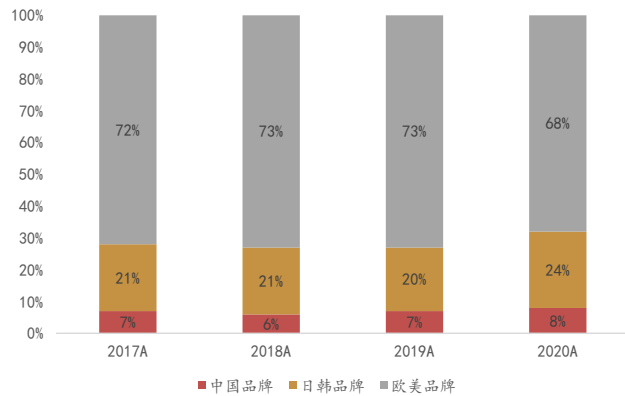
数据来源：MIR，中金企信国际咨询，西南证券整理

图 11：2019 年汇川技术伺服系统业务市占率为 6%

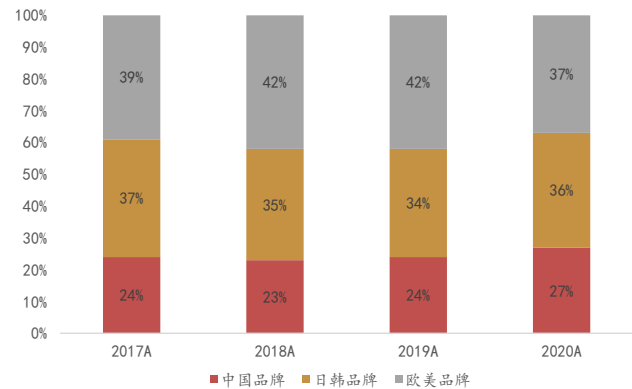


数据来源：立鼎产业研究，西南证券整理

我国小型 PLC 品牌份额有所提升，中大型 PLC 发展空间较大。可编程逻辑控制器是专门为在工业环境下应用而设计的数字运算操作电子系统。它采用一种可编程的存储器，在其内部存储执行逻辑运算、顺序控制、定时、计数和算术运算等操作的指令，通过数字式或模拟式的输入输出来控制各种类型的机械设备或生产过程。由于本土品牌起步较晚，在 PLC 的基础研究上投入不足，与国外品牌相比仍处于劣势状态。目前我国中大型 PLC 几乎被外资垄断，外资占比 9 成以上。而在小型 PLC 市场，以汇川技术、信捷电气为代表的本土企业开始突围，我国 PLC 本土品牌市场份额从 2017 年 24% 上升至 2020 年 27%，份额持续提升。

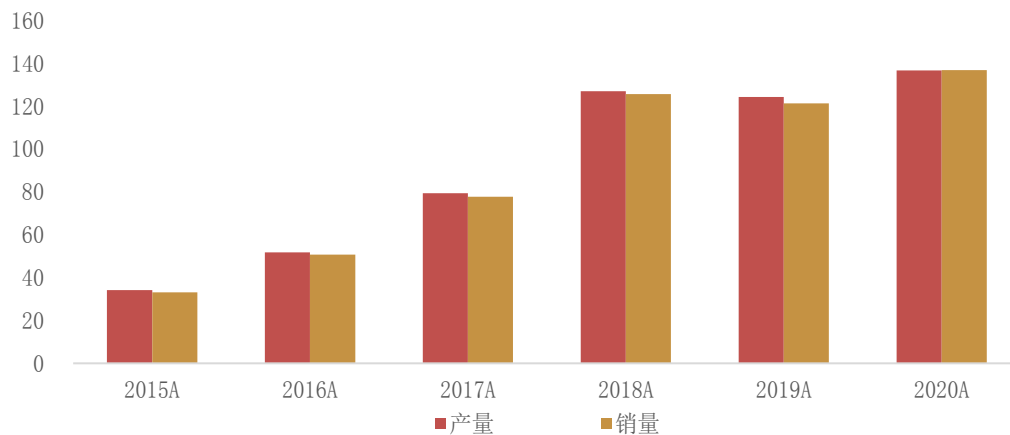
图 12：中大型 PLC 市场以外资品牌为主


数据来源：MIR Databank，西南证券整理

图 13：小型 PLC 市场国产品牌份额有所提升


数据来源：MIR Databank，西南证券整理

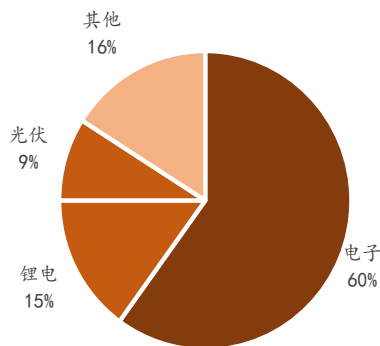
受益下游高景气，新能源业务发展空间广阔。公司新能源产品包括：电机控制器、高性能电机、DC/DC 电源、OBC 电源、五合一控制器、电驱总成、电源总成等。主要为新能源乘用车、新能源商用车提供低成本、高品质的综合产品解决方案与服务。近年来我国新能源汽车市场高速发展，全国销量由 2010 年的 0.5 万辆增长至 2020 年 136.7 万辆，占全国汽车总销量约 5.4%。在能源技术变革及特斯拉等新兴科技企业的带动下，全球新能源汽车产业取得快速增长。根据产业政策，我国规划到 2025 年新能源汽车竞争力将明显提高，销量占当年汽车总销量的 20%，并在 2030 年销量占比达到 40%。政策支持叠加市场需求，新能源汽车行业发展前景广阔，有望拉动公司新能源产品需求持续高增。

图 14：新能源汽车产销量持续上升（万辆）


数据来源：中国汽车工业协会，西南证券整理

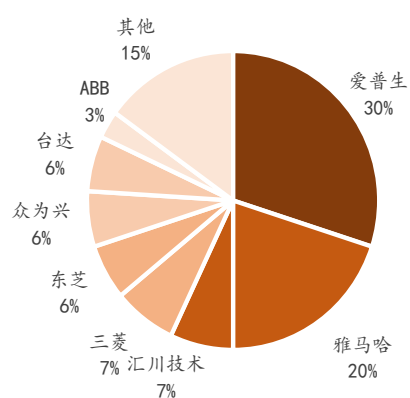
“核心部件+整机+工艺”经营策略，积极推进工业机器人研究发展。1) 产品开发方面，轻负载垂直多关节机器人和 SCARA 是公司销量占比最高的两种机型，2020 年分别销售 6.3 万台、5.1 万台，占比 37%、30%。报告期内，公司新增中负载六关节机器人、大负载 SCARA 机器人及高速 SCARA 机器人，并推出全新的编程平台 InoRobotLab；2) 市场开拓方面，聚焦 3C 制造和新能源市场，继续深挖 3C、锂电等行业应用工艺，凭借行业专机、工艺技术，工业机器人销售数量与金额均取得快速增长；3) 运营效率方面，通过组织变革，有效提高战略规划、需求管理、产品开发的质量和效率。

图 15：我国 SCARA 机器人主要销售分布在电子领域



数据来源：MIR，西南证券整理

图 16：2020 年汇川技术 SCARA 机器人市场份额为 7%



数据来源：MIR，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：公司新基地如期投产，新产能带动公司营收增长，产能利用率、产销率达到 90% 以上。

假设 2：中国低压变频器市场规模增速有望达 15%、14%、13%；公司深耕变频器行业多年，在多个行业进行专业化布局，低压变频器市占率有望提升至 14.1%、15.1%、16.1%；毛利率随规模效应释放有望稳定在 45% 左右。

假设 3：公司在国内电梯行业市占率较高且与房地产行业相关度较高，该部分属于成熟业务，收入有望以 25%、20%、15% 的增速增长；2020 年毛利率受原材料涨价略有影响，但随着产品的结构优化毛利率有望趋稳向上。

假设 4：伺服系统与其他驱动层产品相比标准化程度较高，近年来市场持续火热，中国伺服系统市场规模有望以 50%、25%、20% 速度增长；公司此业务爆发性较强，市占率有望提升至 13%、14%、15%；毛利率有望因规模效应维持较高水平。

假设 5：近年来，叠加市场需求和政策驱动，新能源汽车景气度持续提升。公司主要客户理想、小鹏、威马的成功放量带动了新能源业务收入的快速爆发，未来有望规模持续扩大，假设收入增速为 110%、50%、30%。

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
变频器类	收入	3502.2	4864.5	5938.8	7155.3
	增速	17.8%	38.9%	22.1%	20.5%
	毛利率	47.0%	45.0%	45.0%	45.0%
贝斯特产品类	收入	2964.4	3705.5	4446.6	5113.6
	增速	111.1%	25.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	26.4%	25.0%	26.0%	27.0%
运动控制类	收入	2185.4	4217.9	5616.9	7144.9
	增速	90.5%	93.0%	33.2%	27.2%
	毛利率	48.7%	50.0%	49.0%	48.0%
新能源产品	收入	1471.3	3089.6	4634.4	6024.8
	增速	44.5%	110.0%	50.0%	30.0%
	毛利率	23.5%	25.0%	24.0%	23.0%
可编程逻辑控制器	收入	587.9	999.4	1499.1	1948.8
	增速	94.5%	70.0%	50.0%	30.0%
	毛利率	52.3%	50.0%	50.0%	50.0%
传感器类	收入	112.5	135.0	162.0	194.4
	增速	24.5%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	45.6%	45.0%	44.0%	43.0%
合计	收入	11511.32	17837.19	23288.18	28770.18
	增速	52.70%	57.17%	31.07%	23.70%
	毛利率	41.9%	40.0%	40.0%	40.0%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取行业内的五家可比公司，2021 年-2023 年平均 PE 分别为 36、26、19 倍。公司伺服系统、低压变频器等工控产品迭代速度加快，业绩快速增长；新能源产品受益下游需求有望迎来快速突破。预计未来三年归母净利润复合增长率有望达到 41.67%，由于公司的变频器及伺服业务为内资龙头，较国内其他初创型公司相比有较大优势，工控业务较同行相比可以给予一定溢价，首次覆盖给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
688698.SH	伟创电气	24.92	0.49	0.72	1.08	1.61	50.86	34.61	23.07	15.48
603416.SH	信捷电气	53.05	2.36	2.79	3.52	4.43	22.48	19.01	15.07	11.98
688395.SH	正弦电气	29.50	0.82	1.09	1.57	2.17	35.98	27.06	18.79	13.58
600580.SH	卧龙电驱	14.78	0.66	0.80	0.94	1.11	22.39	18.48	15.72	13.32

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300450.SZ	先导智能	74.72	0.85	0.93	1.34	1.74	87.91	80.34	55.76	42.94
平均值							43.92	35.90	25.68	19.46

数据来源：Wind，西南证券整理；注：信捷电气、正弦电气 EPS 为西南电新往期报告预测，其余可比公司 EPS 为 Wind 一致预期

3 风险提示

- 1) 竞争加剧及业务结构变化，导致毛利率下降的风险；
- 2) 原材料上涨导致成本增长的风险；
- 3) 新能源汽车产业政策调整及竞争加剧的风险；
- 4) 房地产市场调控导致电梯行业需求下滑带来的经营风险。

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	11511.32	17837.19	23288.18	28770.18	净利润	2181.70	3425.72	4685.82	6203.29
营业成本	7026.58	10380.47	13693.18	16997.18	折旧与摊销	299.98	278.07	278.07	278.07
营业税金及附加	59.01	105.91	133.13	198.51	财务费用	-55.17	122.74	115.31	110.72
销售费用	871.39	1159.42	1280.85	1294.66	资产减值损失	-91.71	0.00	0.00	0.00
管理费用	580.27	2051.28	2561.70	2877.02	经营营运资本变动	-892.53	566.48	-478.92	-489.20
财务费用	-55.17	122.74	115.31	110.72	其他	25.09	-53.37	-85.68	27.18
资产减值损失	-91.71	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1467.35	4339.64	4514.60	6130.06
投资收益	153.32	30.00	30.00	30.00	资本支出	-557.06	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-31.36	-11.58	-14.43	-16.30	其他	53.39	18.42	15.57	13.70
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-503.68	18.42	15.57	13.70
营业利润	2347.59	4035.80	5519.58	7305.78	短期借款	-932.87	-331.09	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.06	-5.54	-6.85	-7.79	长期借款	951.76	0.00	0.00	0.00
利润总额	2343.53	4030.26	5512.73	7297.99	股权融资	8.69	0.00	0.00	0.00
所得税	161.84	604.54	826.91	1094.70	支付股利	-309.55	-420.03	-659.53	-902.13
净利润	2181.70	3425.72	4685.82	6203.29	其他	-166.83	-199.19	-115.31	-110.72
少数股东损益	81.56	128.06	175.16	231.89	筹资活动现金流净额	-448.79	-950.31	-774.84	-1012.86
归属母公司股东净利润	2100.14	3297.66	4510.66	5971.40	现金流量净额	501.69	3407.75	3755.34	5130.91
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	3041.21	6448.96	10204.29	15335.20	成长能力				
应收和预付款项	3400.92	5854.78	7515.71	9199.44	销售收入增长率	55.76%	54.95%	30.56%	23.54%
存货	2419.70	3660.71	4922.07	6069.30	营业利润增长率	124.15%	71.91%	36.77%	32.36%
其他流动资产	3596.41	1465.92	1525.86	1586.15	净利润增长率	115.98%	57.02%	36.78%	32.38%
长期股权投资	996.39	996.39	996.39	996.39	EBITDA 增长率	96.63%	71.14%	33.28%	30.13%
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	1962.20	1772.93	1583.65	1394.37	毛利率	38.96%	41.80%	41.20%	40.92%
无形资产和开发支出	2462.04	2385.35	2308.67	2231.98	三费率	12.13%	18.69%	17.00%	14.88%
其他非流动资产	768.72	756.62	744.52	732.41	净利率	18.95%	19.21%	20.12%	21.56%
资产总计	18647.59	23341.65	29801.15	37545.25	ROE	19.81%	24.42%	25.96%	26.56%
短期借款	331.09	0.00	0.00	0.00	ROA	11.70%	14.68%	15.72%	16.52%
应付和预收款项	4559.85	6695.25	8828.02	10971.31	ROIC	29.21%	44.37%	57.72%	69.45%
长期借款	1423.54	1423.54	1423.54	1423.54	EBITDA/销售收入	22.52%	24.87%	25.39%	26.74%
其他负债	1317.46	1195.68	1496.12	1795.77	营运能力				
负债合计	7631.93	9314.47	11747.67	14190.61	总资产周转率	0.69	0.85	0.88	0.85
股本	1719.72	2621.01	2621.01	2621.01	固定资产周转率	8.76	14.20	21.83	32.79
资本公积	2833.71	2833.71	2833.71	2833.71	应收账款周转率	4.24	4.31	3.87	3.84
留存收益	6089.86	8967.49	12818.62	17887.89	存货周转率	3.28	3.32	3.16	3.08
归属母公司股东权益	10637.46	13520.93	17372.05	22441.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	77.02%	—	—	—
少数股东权益	378.20	506.26	681.42	913.31	资本结构				
股东权益合计	11015.66	14027.19	18053.48	23354.64	资产负债率	40.93%	39.90%	39.42%	37.80%
负债和股东权益合计	18647.59	23341.65	29801.15	37545.25	带息债务/总负债	22.99%	15.28%	12.12%	10.03%
					流动比率	2.09	2.28	2.40	2.57
					速动比率	1.69	1.80	1.91	2.09
					股利支付率	14.74%	12.74%	14.62%	15.11%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	2592.40	4436.61	5912.96	7694.58	每股收益	0.80	1.26	1.72	2.28
PE	92.34	58.81	42.99	32.48	每股净资产	4.06	5.16	6.63	8.56
PB	18.23	14.34	11.16	8.64	每股经营现金	0.56	1.66	1.72	2.34
PS	16.85	10.87	8.33	6.74	每股股利	0.12	0.16	0.25	0.34
EV/EBITDA	47.88	27.12	19.71	14.48					
股息率	0.16%	0.22%	0.34%	0.47%					

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
	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