

## 业绩稳定增长，视频物联龙头多元布局

### 投资要点

- **业绩总结:** 2021H1, 公司实现营业收入 135.1 亿元, 同比增长 37.3%; 实现归母净利润 16.4 亿元, 同比增长约 20.0%。
- **得益于国内渠道下沉和海外的积极布局, 公司业绩实现稳定增长。** 2021H1: 1) 从营收端来看, 公司智慧物联产品及方案实现营收 115.8 亿元, 同比上升 33.8%, 营收占比 85.7%; 得益于在机器视觉、视讯协作及智慧家居等业务的有序推进, 公司创新业务营收 5.5 亿元, 同比大幅增长 94.3%, 营收占比 8.9%; 其他业务营收 7.3 亿元, 同比上升 29.1%, 营收占比 5.4%。2) 从利润端来看, 公司营收 135.1 亿元, 同比上升 37.3%; 归母净利润 16.4 亿元, 同比上升 20.0%。3) 从费用端来看, 公司销售费用率为 15.3%, 同比下降 3.1pp; 管理费用率为 2.9%, 同比下降 0.7%; 研发费用率为 10.4%, 同比下降 3.0%, “三费”费率均实现下降, 费用端控制较好。
- **公司积极把握行业发展趋势, 进一步深化创新业务布局。** 在 AI 的实战应用中, 公司深耕各个细分行业, 理解行业碎片化需求, 并以软件等形式对行业的 know-how 能力加以固化。公司深入挖掘数据的价值, 形成为客户创造实用价值的的能力。此外, 公司高度重视创新业务的培育, 依托公司在视频物联行业的深厚积累, 持续扩展新的高速成长领域。报告期内, 公司创新业务总体实现营收 12.0 亿元, 同比增长 94.3%, 为公司未来的高速增长蓄力。
- **面对全球不确定局势, 公司深耕人工智能, 加速数字化转型升级。** 2021 年的新冠疫情持续蔓延, 美国对中国部分科技企业继续制裁和限制, 全球半导体供应链出现阶段性及结构性的失调。公司坚持多种研发策略保证产品稳定的替代更新, 并通过加大备货、强化供应商战略合作等方式, 保障了原材料供应的稳定。另外, 公司也推进全球数字化转型, 顺应时代升级加速布局, 快速提升业务的差异化和复杂度。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年, 公司 EPS 分别为 1.48 元、1.77 元、2.18 元, 未来三年归母净利润复合增速有望达到 18% 以上。我们保守给予公司 2021 年 23 倍 PE 估值, 对应目标价 34.12 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新冠疫情反复带来下游需求不确定风险; 汇率波动的风险; 公司技术研发不达预期的风险

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	26465.97	32982.64	39660.25	47175.07
增长率	1.21%	24.62%	20.25%	18.95%
归属母公司净利润(百万元)	3902.78	4443.91	5316.52	6524.45
增长率	22.42%	13.87%	19.64%	22.72%
每股收益 EPS(元)	1.30	1.48	1.77	2.18
净资产收益率 ROE	19.48%	18.33%	18.54%	19.11%
PE	17.67	15.52	12.97	10.57
PB	3.49	2.88	2.43	2.04

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

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	29.96
流通 A 股(亿股)	19.60
52 周内股价区间(元)	17.87-26.94
总市值(亿元)	689.58
总资产(亿元)	397.66
每股净资产(元)	7.18

### 相关研究

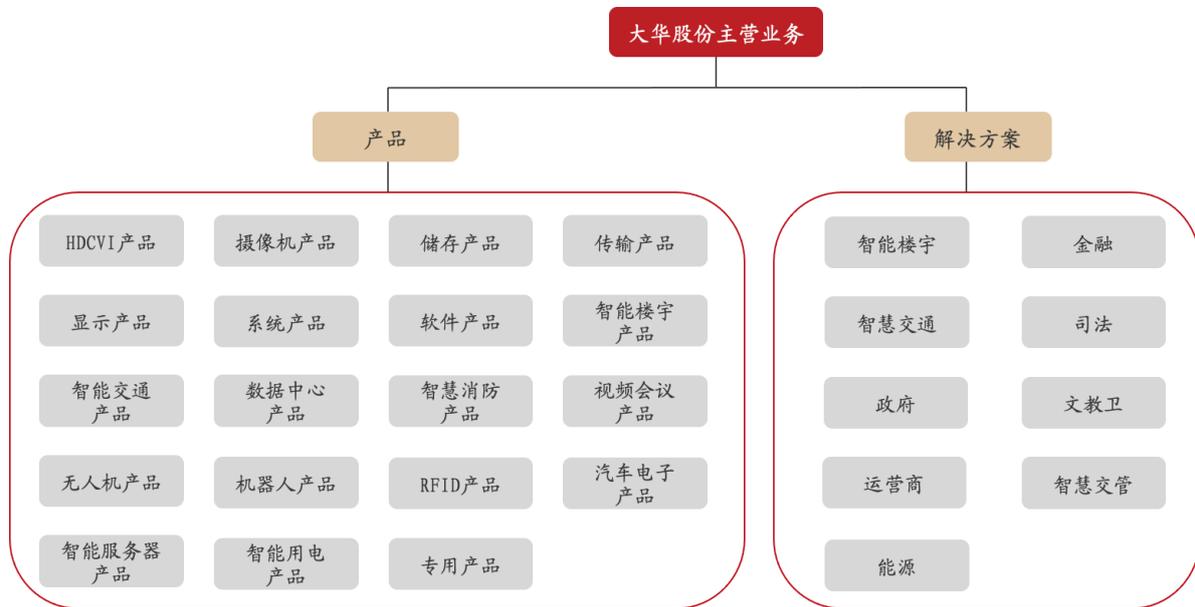
## 1 视频物联网行业龙头，后疫情时代数字化升级加速

浙江大华技术股份有限公司成立于 2001 年，于 2008 年在深交所中小板挂牌上市，简称大华股份 (002236.SZ)。大华股份早年从事安防相关产品与服务，后延展机器视觉、视频会议系统、专业无人机、智慧消防、电子车牌、RFID 射频识别及机器人等新兴视频应用，当前是全球较领先的以视频为核心的解决方案提供商和运营服务商。公司以技术创新为基础，提供端到端的视频监控解决方案、系统和服务，且持续探索新兴业务。

大华股份稳处全球安防领域第一梯队十余载。2020 年，大华股份在《A&S》“全球安防 50 强”排名全球第二，在 Omdia 发布的智能视频监控市场占有率排名全球第二位，均仅次于海康威视。截止 2020 年，大华股份连续 14 年入选《A&S》“全球安防 50 强”，连续 13 年荣获中国安防十大品牌和入选国家软件企业百强，是中国安防最具影响力的品牌之一，也是中国智慧城市建设推荐品牌。

公司核心产品、解决方案稳健发展，创新业务齐头并进。公司核心硬件产品包括多维感知产品（前端摄像机、热成像、智能交通、智能楼宇、5G 产品）、边缘处理产品（边缘智能计算产品、络传输和安全产品）和云中心产品等。公司的智慧物联管理平台在智慧制造、智慧物流、智慧电力、智慧农业等领域均有涉足，大幅度帮企业降低了其数字化的重复建设成本、提升了其部署效率和质量。公司的创新业务包括工业互联网领域（包含工业相机、智能相机和 AGV 机器人等产品系列的解决方案体系）、视讯协作、乐橙家用、智慧消防、软件平台、智慧储存、汽车电子和无人机等。

图 1：公司主营业务



资料来源：公司官网，西南证券整理

公司积极在海内外各地区展开覆盖和拓展。大华股份在全球建立有 58 个分支机构，营销、服务和产品网络覆盖全球 180 个国家和地区，现拥有 4 项国家火炬计划项目、5 项国家高技术产业化重大专项、3 项国家核高基项目。公司申请专利超 4500 项，其中申请国际专利 360 多项。以视频为核心，让感知与智能深度融合，构筑完善的智慧物联产品与解决方案

体系，依托人工智能和算法优势，构建全面真实的数字世界。围绕数据，提供端边云全网计算能力与全方位的安全防护。以云和大数据平台为应用的基石，实现面相业务驱动的价值链闭环。

**公司研发加重布局 AI 领域，深耕智能化、产业化进程。**AI 是大华股份的核心战略投入之一，截止 2020 年末，公司的 AI 研发团队超过千人，硕博人数占比超过 98%。为了稳固和加深在 AI 行业的领先地位，公司在 AI 领域进行了多方位布局，持续加大研发投入，深耕智能化、产业化进程。随着智能化升级，公司产品应用场景更加广泛，进一步提升了自身产品和解决方案的竞争力。公司以大数据为载体，拥有国家级企业技术中心、国家级博士后科研工作站、浙江省企业研究院、浙江省工程研究中心等研究院为其背书，持续加大研发投入，布局云计算、大数据技术和产品研发，打造了 AI 算法生产闭环、消费闭环、应用闭环，探索出一条数智化的价值之路。

**图 2：公司部分数字化转型方案**



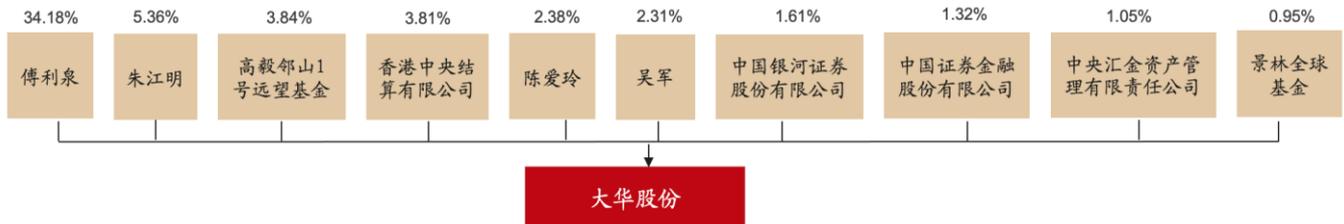
资料来源：公司官网，西南证券整理

**疫情和国际关系不确定的大环境下，公司数字化转型升级加速。**2020 年以来，新冠疫情蔓延对全球数字经济和智慧物联产业发展产生影响，全球商品价格在需求端复苏、供给端受限、而流动性宽裕，同时美国对中国部分科技企业也继续制裁和限制。为了面对复杂的市场环境变化和行业数字化转型的趋势，公司坚持多种研发策略保证产品稳定的替代更新，并通过加大备货、强化供应商战略合作等方式，保障原材料供应的稳定。同时，公司依托“一体系、两平台”架构，升级加速数字化转型布局，在人工智能领域不断开拓，深入细化行业业务，提升业务的差异化和复杂度，深化以视频为核心的智慧物联解决方案提供商和运营服务商战略。

**公司管理层常年稳固，有利于公司长期稳定经营。**大华股份的实际控制人为傅利泉先生和陈爱玲女士，分别持股 34.18%和 2.38%。另外，傅利泉先生与陈爱玲女士为夫妻关系，属于一致行动人。公司董事长傅利泉先生、公司董事会成员陈爱玲女士、朱江明先生均为公司发起人，自公司成立便长期陪伴公司成长；公司副董事长、董事吴军先生亦自公司上市之日起便已于公司任职。公司管理层常年稳固、股权结构较为集中，有利于做出与公司的长期利益一致的决定，对公司的长期稳定经营有积极影响。

**公司在国内积极渠道下沉，在海外积极开拓推广。**大华股份直接或间接持有 103 家海内外子公司的股份，其中有三家对公司净利润影响达 10%以上的参股公司：浙江大华系统工程有限公司、浙江大华科技有限公司和浙江大华智联有限公司。在国内市场，公司持续推进技

术营销能力建设,在国内 32 个省市设立了 200 多个办事处,积极渠道下沉,推出更合适不同用户的解决方案。在海外市场,公司持续开拓全球营销布局,在亚洲、欧洲、北美和非洲都有建立海外子公司并实行海外本土化的策略和具有地区针对性的推广,优化海外营收结构并进一步实现全球市场的深化和业务的升级。

**图 3: 公司前十大股东**


资料来源:公司公告,西南证券整理(截至2021Q1)

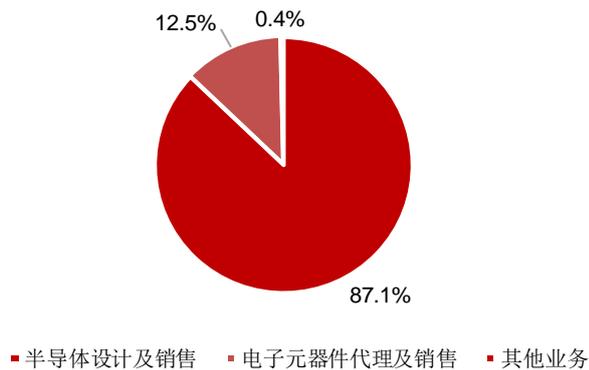
**公司激励力度大范围广,充分兑现调动团队积极性。**为激励员工、绑定员工和公司利益并且助力公司长期发展,大华股份在 2018 年进行了一次力度大、覆盖面广的股权激励,授予 3423 名公司董事、高级管理人员及其他管理者、业务骨干等共计 1.22 亿股,占授予前公司总股本的 4.20%,占公司员工人数的 25%。公司高成长性保证了股权激励的实施和兑现,有助于激发员工积极性,保持核心员工稳定,健全长期发展机制,提升企业市场综合竞争内驱力。

**公司的主营业务主要包括:**产品、解决方案、创新业务和其他业务。其中产品包括 HDCVI 高清复合视频接口、摄像机、储存、传输、显示、系统、软件等产品;解决方案包括智能楼宇、金融、智慧交通、司法、政府、文教卫、运营商、智慧交管和能源等;而创新业务为 2020 年年报新增项目口径,公司将工业互联网领域、视讯协作、乐橙家用、智慧消防及无人机等相应业务纳入该项。

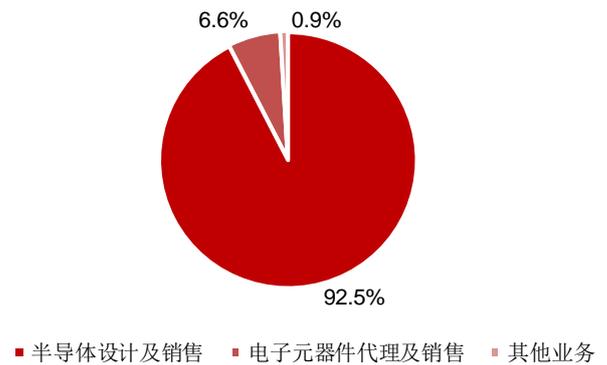
**从营收结构来看,**2020 年,公司总营收 264.7 亿元,其中解决方案实现收入 128.0 亿元,同比下降 6%,营业收入占比为 48.4%,是公司营收的主要来源;产品实现收入 102.4 亿元,同比下降 3.9%,营业收入占比为 38.7%;创新业务共实现收入 17.6 亿元,营业收入占比为 6.7%。**2021H1,**中报统计口径略有调整,公司实现营收 135.1 亿元,其中智慧物联产品及方案实现营收 115.8 亿元,同比上升 33.8%,营收占比 85.7%;创新业务营收 5.5 亿元,同比上升 94.3%,营收占比 8.9%;其他业务营收 7.3 亿元,同比上升 29.1%,营收占比 5.4%。可以看出,公司在创新业务的快速发展是得益于公司在机器视觉、视讯协作及智慧家居等业务的有序推进。另外,公司国内和国外营收占比近年来一直保持约六四开,且公司首次公布了其 ToB (企业) 端和 ToG (政府) 端的营收占比。**2021H1,**公司在大陆的 77.8 亿元营收中,ToB 端营收 36.0 亿元,占比 ToG 端营收 21.8 亿元。对于 ToB (企业) 端业务,公司持续拓展大企业和中小企业客户,助力其数字化转型,加强对市场的覆盖。针对大企业客户,公司深挖客户的需求,实行“一客一策”的服务策略;针对中小企业客户,公司持续业务下沉,联合合作伙伴推进客户的共建共享。

**从毛利结构来看,**2020 年,公司整体毛利率为 42.7%。主要业务中,产品毛利率为 48.3%,毛利占比为 43.7%;解决方案毛利率为 40.7%,毛利占比为 46.1%;创新业务毛利率为 36.8%,毛利占比为 5.7%;其他业务毛利率为 30.1%,毛利占比为 4.44%。毛利率的提升主要得益于占公司营收最大的产品的毛利率的进一步提升,从 2017 年的 37.2%提升到 2020 年的

48.3%，三年增长了 11.05pp。这主要是因为 2018 年以来，公司采取了一系列内部流程体系和管理体系的变革，积极渠道下沉全国三十多个城市，针对不同用户推出更合适他们的策略和解决方案，公司产品结构、产品研发交付、供应链和营销体系进一步优化和深化。**2021H1**，公司整体毛利率为 41.4%，同比下降 6.8pp，其中智慧物联产品及方案毛利率为 44.0%，毛利占比 91.1%；创新业务毛利率为 32.7%，毛利占比 7.0%；其他业务毛利率为 14.4%，毛利占比 1.9%。值得注意的是，公司智慧物联产品及方案中的软件业务毛利率高达 70.3%，这是由于公司软件模块持续沉淀和完善，软件复用性持续提升，软件开发成本不断降低。

**图 4：公司 2020 年主营业务结构情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 5：公司 2020 年主营业务毛利占比**


数据来源：Wind，西南证券整理

**营业收入和归母净利润稳定上升。**回顾公司往年的经营情况：2016-2020 年，公司营业收入由 133.3 亿元增至 264.7 亿元，年复合增长率约为 18.7%；公司归母净利润由 18.3 亿元增至 39.0 亿元，年复合增长率 20.9%。其中 2016、2017 年两年，公司营业收入同比增长分别高达 32.3%和 41.4%，归母净利润同比增长 33.0%和 30.3%。2018 年以来，由于中美贸易摩擦频繁的原因，公司营收虽持续上升，但增速均明显放缓，2020 年公司更是受到全球新冠疫情等因素，公司营收增速跌至 2011 年以来的最低水平，同比增速只有 1.2%。**2021H1**，公司营收 135.1 亿元，同比上升 37.3%。营收提升主要是由于公司聚焦智慧物联行业，加大企业业务的拓展和渠道下沉，叠加疫情后全球经济恢复所导致。公司归母净利润 16.4 亿元，同比上升 20.0%。归母净利润增速不及营收增速主要是因为成本同比增长 55.1%，大于营收增幅，叠加红外热成像等产品结构变化所致。

**图 6：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 7：公司归母净利润及增速情况**

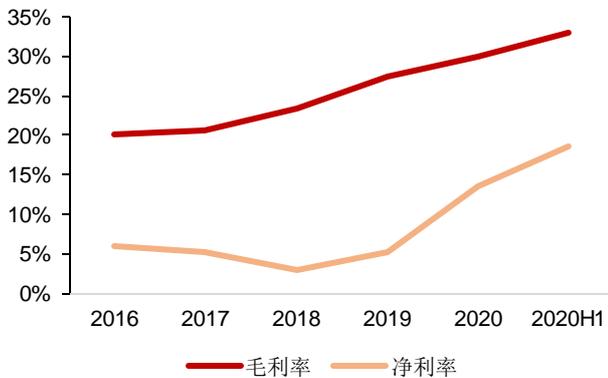

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司盈利能力基本维稳，费用率控制较好。

**1) 利润率方面:** 2020 年, 公司毛利率为 42.7%, 较去年同期增加 1.6pp; 净利率为 14.9%, 较去年同期增加 2.8pp。2018 年, 大华股份采取了一系列内部流程体系和管理体系的变革来提高利润率, 成效也是相当显著: 2018 年以来, 随着公司经营质量提升, 计提金额逐年下降, 公司毛利率、净利率逐年提升, 从 2018 年到 2020 年, 毛利率从 37.2% 提升到 42.7%, 增加了 5.5pp; 净利率从 11.0% 提升到 14.9%, 增加了 3.9pp。**2021H1**, 公司毛利率为 41.4%, 同比下降 6.8pp; 净利率为 20.2%, 同比下降 1.5pp。

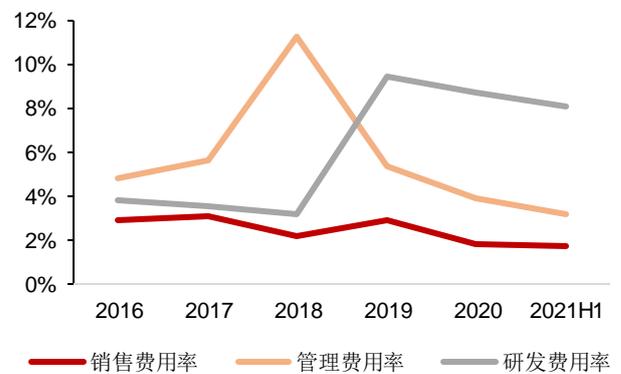
**2) 费用率方面:** 2020 年, 公司销售费用率为 16.2%, 同比增加 1.1pp; 管理费用率为 3.0%, 同比增加 0.1pp; 研发费用率为 11.3%, 同比增加 0.6pp。**2021H1**, 公司销售费用率为 15.3%, 同比下降 3.1pp; 管理费用率为 2.9%, 同比下降 0.7pp; 研发费用率为 10.4%, 同比下降 3.0pp。“三费”均下降, 公司费用端控制较好。

**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

经营性现金流净额整体波动较为剧烈, 净现比大幅提升彰显公司经营质量。

**1) 经营活动现金流:** 2016-2020 年, 公司经营活动现金流净额整体呈现上升趋势, 2020 年经营性现金流净额达 44.0 亿元, 同比增速达到 175%。公司经营活动整体来说非常活跃, 经营活动现金流净额 2016 年为 4.7 亿元, 首次破亿, 之后增长至 2020 年的 16.0 亿元。**2021H1**, 公司经营性现金流金额为负 8.7 亿元, 相较去年同期下降了 -714.7%

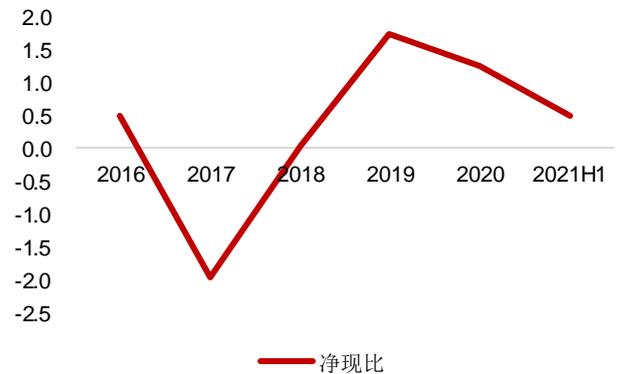
**2) 净现比:** 2016-2019 年, 公司净现比稳定维持在 0.3-0.5。而 2020 年公司净现比为 1.6, 同比提升超三倍, 主要因为公司当年现金流量净额增量较大。**2021H1**, 公司净现比为 -0.5, 这主要是因为公司经营性现金流金额为负。

图 10: 公司经营活动现金流情况及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 11: 公司经营活动现金流情况及增速



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:

**假设 1:** 公司不断完善产品及业务布局, 持续加强对人工智能、云计算与大数据等核心技术的投入和软件能力建设, 未来行业地位有望进一步提升, 我们预计公司智能物联产品在 21-23 年销量同比增长 20%、18%、16%, 对应毛利率分别为 45%、47%、48%; 智慧物联解决方案业务在 21-23 年销量同比增长 20%、18%、16%, 对应毛利率分别为 44%、45%、47%。

**假设 2:** 公司依托自身在视频物联行业的研发积累以及供应链整合能力, 持续发展高质量创新业务, 报告期内创新业务实现同比增长 94.3%, 我们预计 21-23 年公司创新业务销量同比增长 80%、40%、40%, 对应毛利率分别为 38%、40%、40%。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入毛利率如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 亿元		2020A	2021E	2022E	2023E
智慧物联产品	收入	102.4	122.8	144.9	168.1
	增速	-0.2%	20.0%	18.0%	16.0%
	毛利率	48.3%	45.0%	47.0%	48.0%
智慧物联解决方案	收入	128.0	153.6	181.2	210.2
	增速	0.1%	20.0%	18.0%	16.0%
	毛利率	40.7%	44.0%	45.0%	47.0%
创新业务	收入	17.6	31.7	44.4	62.1
	增速	44.6%	80.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	36.8%	38.0%	40.0%	40.0%
其他业务	收入	16.7	21.7	26.0	31.2

单位：亿元		2020A	2021E	2022E	2023E
	增速	-11.4%	30.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	30.1%	15.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	264.7	329.8	396.6	471.8
	增速	1.2%	24.6%	20.2%	18.9%
	毛利率	42.7%	41.9%	42.9%	44.0%

数据来源：Wind, 西南证券

## 2.2 相对估值

我们选取了行业内四家主流可比公司，分别是易华录、海康威视、同为股份、千方科技，2021 年四家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 25.48 倍。

我们预计 2021-2023 年，公司的 EPS 分别为 1.48 元、1.77 元、2.18 元，未来三年归母净利润的复合增长率将有望达到 18% 以上，我们保守给予公司 2021 年 23 倍 PE，对应目标价 34.12 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
300212.SZ	易华录	34.15	1.06	1.06	1.44	1.87	29.05	32.13	23.71	18.31
002415.SZ	海康威视	51.40	1.43	1.79	2.16	2.57	33.86	28.68	23.80	19.98
002835.SZ	同为股份	9.80	0.32	0.44	0.68	0.89	39.15	22.42	14.44	10.98
002373.SZ	千方科技	15.36	0.68	0.82	1.02	1.28	27.97	18.71	15.03	11.96
平均值							32.51	25.48	19.24	15.31

数据来源：Wind, 西南证券整理（数据截至 2021.08.31 收盘）

## 3 风险提示

- 1) 新冠疫情反复带来下游需求不确定风险；
- 2) 汇率波动的风险；
- 3) 公司技术研发不达预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	26465.97	32982.64	39660.25	47175.07	净利润	3935.24	4480.88	5360.74	6578.72
营业成本	15164.33	19166.73	22656.24	26425.35	折旧与摊销	330.94	208.53	236.18	236.18
营业税金及附加	161.68	201.49	242.29	288.20	财务费用	300.41	183.13	240.31	330.42
销售费用	4291.12	4661.46	5751.41	6999.44	资产减值损失	-128.58	0.00	0.00	0.00
管理费用	785.10	4188.80	5235.15	6274.28	经营营运资本变动	352.72	-518.58	-1367.85	-2325.07
财务费用	300.41	183.13	240.31	330.42	其他	-389.20	-213.83	-224.16	-227.28
资产减值损失	-128.58	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4401.53</b>	<b>4140.12</b>	<b>4245.23</b>	<b>4592.98</b>
投资收益	975.59	100.00	150.00	150.00	资本支出	-729.01	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	185.73	80.00	80.00	80.00	其他	539.10	814.10	230.90	229.86
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>-189.91</b>	<b>814.10</b>	<b>230.90</b>	<b>229.86</b>
<b>营业利润</b>	<b>4256.95</b>	<b>4761.03</b>	<b>5764.84</b>	<b>7087.38</b>	短期借款	-150.15	-250.18	0.00	0.00
其他非经营损益	-8.18	100.17	80.17	50.17	长期借款	724.50	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>4248.77</b>	<b>4861.20</b>	<b>5845.01</b>	<b>7137.54</b>	股权融资	98.67	603.27	0.00	0.00
所得税	313.53	380.32	484.27	558.82	支付股利	-397.65	-780.56	-888.78	-1063.30
净利润	3935.24	4480.88	5360.74	6578.72	其他	330.25	-396.17	-240.31	-330.42
少数股东损益	32.46	36.96	44.22	54.27	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>605.62</b>	<b>-823.64</b>	<b>-1129.10</b>	<b>-1393.73</b>
归属母公司股东净利润	3902.78	4443.91	5316.52	6524.45	<b>现金流量净额</b>	<b>4624.27</b>	<b>4130.58</b>	<b>3347.03</b>	<b>3429.11</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	7471.65	11602.23	14949.26	18378.37	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	14223.06	17773.11	21134.21	25261.60	销售收入增长率	1.21%	24.62%	20.25%	18.95%
存货	4928.02	5389.54	6622.27	7812.56	营业利润增长率	21.74%	11.84%	21.08%	22.94%
其他流动资产	2489.57	679.34	829.00	982.65	净利润增长率	24.50%	13.87%	19.64%	22.72%
长期股权投资	455.98	455.98	455.98	455.98	EBITDA 增长率	31.27%	5.41%	21.13%	22.63%
投资性房地产	336.01	337.87	336.97	337.11	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2679.73	2530.93	2354.49	2178.05	毛利率	42.70%	41.89%	42.87%	43.98%
无形资产和开发支出	449.46	392.95	336.44	279.92	三费率	20.32%	27.39%	28.31%	28.84%
其他非流动资产	3561.56	3558.33	3555.10	3551.88	净利率	14.87%	13.59%	13.52%	13.95%
<b>资产总计</b>	<b>36595.03</b>	<b>42720.29</b>	<b>50573.72</b>	<b>59238.11</b>	ROE	19.48%	18.33%	18.54%	19.11%
短期借款	250.18	0.00	0.00	0.00	ROA	10.75%	10.49%	10.60%	11.11%
应付和预收款项	12408.95	15037.29	18144.77	21000.80	ROIC	36.68%	37.36%	40.51%	42.96%
长期借款	878.00	878.00	878.00	878.00	EBITDA/销售收入	18.47%	15.62%	15.74%	16.22%
其他负债	2854.27	2358.93	2632.92	2925.86	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>16391.39</b>	<b>18274.21</b>	<b>21655.69</b>	<b>24804.66</b>	总资产周转率	0.80	0.83	0.85	0.86
股本	2995.58	2995.58	2995.58	2995.58	固定资产周转率	17.42	16.30	16.24	20.82
资本公积	1989.66	2592.93	2592.93	2592.93	应收账款周转率	2.03	2.28	2.25	2.24
留存收益	15308.61	18971.97	23399.70	28860.85	存货周转率	3.37	3.62	3.70	3.60
归属母公司股东权益	19773.03	23978.50	28406.24	33867.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.52%	—	—	—
少数股东权益	430.61	467.58	511.80	566.07	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>20203.64</b>	<b>24446.08</b>	<b>28918.03</b>	<b>34433.45</b>	资产负债率	44.79%	42.78%	42.82%	41.87%
负债和股东权益合计	36595.03	42720.29	50573.72	59238.11	带息债务/总负债	6.88%	4.80%	4.05%	3.54%
					流动比率	1.99	2.14	2.18	2.27
					速动比率	1.65	1.82	1.85	1.93
					股利支付率	10.19%	17.56%	16.72%	16.30%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	4888.30	5152.69	6241.34	7653.98	每股收益	1.30	1.48	1.77	2.18
PE	17.67	15.52	12.97	10.57	每股净资产	6.60	8.00	9.48	11.31
PB	3.49	2.88	2.43	2.04	每股经营现金	1.47	1.38	1.42	1.53
PS	2.61	2.09	1.74	1.46	每股股利	0.13	0.26	0.30	0.35
EV/EBITDA	11.91	10.42	8.07	6.13					
股息率	0.58%	1.13%	1.29%	1.54%					

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
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@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	xy@swsc.com.cn