

行业维持高景气度, 各项业务齐头并进

投资要点

- **业绩总结:** 2021H1, 公司实现营业收入 36.4 亿元, 同比增长 119.6%; 实现归母净利润 7.9 亿元, 同比增长 116.3%。
- **下游需求旺盛, 公司营收与利润双增长。** 2021H1: 1) 从营收端来看, 消费电子、物联网、工业互联、汽车电子等应用领域需求旺盛, 公司把握客户多样化需求, 完善了以存储、MCU 和传感器为三大方向的业务布局, 实现营收高速增长, 报告期内公司总营收实现同比增长 119.6%。2) 从利润端来看, 公司坚持通过自主创新提供可靠的、具有竞争力的产品, 维持了稳定的高利润率水平, 报告期内公司综合毛利率为 40.3%, 同比下降 0.3pp; 净利率为 21.6%, 同比下降 0.3pp。3) 从费用端来看, 公司销售费用率为 3.6%, 同比下降 0.2pp; 管理费用率为 5.0%, 同比下降 0.9pp; 研发费用率为 10.1%, 同比下降 3.2pp。
- **完善存储业务布局, 自研 DRAM 产品贡献新增长点。** 公司凭借在存储市场的深厚积累, 于 2021 年 6 月量产了首款自研的 4Gb DDR4 产品。该产品已通过了众多主流平台的认证, 目前已在机顶盒、电视、监控、网络通信、智能家电等领域广泛应用。同时, 公司已在 IPTV、安防及消费类等领域获得了 DRAM 客户的订单和信任, 为后续长期合作打下了坚实基础。公司将在未来推出更多自研 DRAM 产品, 有望进一步打开销售收入与利润空间。
- **MCU 产品持续放量, 新领域带来增长动能。** 2021 年, 公司 MCU 产品在工业、医疗设备、安防监控、汽车仪表、娱乐影音、T-BOX、家电等领域增长良好。同时, 公司于 2021 年量产了电机驱动芯片和电源管理芯片, 并成功开发出无线产品线第一代 WIFI 产品以及第一代低功耗产品。该 WIFI 产品与低功耗产品预计将于 2021 年 4 季度向市场推出。另外, 公司 MCU 产品正稳步进入车规市场。公司第一颗车规级 MCU 产品已流片, 该产品主要面向通用车身市场, 预计 21 年底可提供样品供客户测试, 2022 年可实现量产。公司不断丰富工规、车规、消费等领域产品, 为公司 MCU 业务持续增长提供动力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年, 公司 EPS 分别为 2.72 元、3.51 元、4.53 元, 未来三年归母净利润复合增速有望达到 50% 以上。我们保守给予公司 2021 年 78 倍 PE 估值, 对应目标价 212.37 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 全球宏观经济波动的风险; 新冠疫情反复导致下游需求或不及预期。

| 指标/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 4496.89 | 8201.78 | 10763.53 | 14214.17 |
| 增长率 | 40.40% | 82.39% | 31.23% | 32.06% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 880.70 | 1808.72 | 2333.37 | 3008.81 |
| 增长率 | 45.11% | 105.37% | 29.01% | 28.95% |
| 每股收益 EPS(元) | 1.87 | 2.72 | 3.51 | 4.53 |
| 净资产收益率 ROE | 8.23% | 14.18% | 15.85% | 17.43% |
| PE | 82.28 | 56.43 | 43.74 | 33.92 |
| PB | 9.54 | 8.01 | 6.93 | 5.91 |

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) | 6.64 |
| 流通 A 股(亿股) | 6.15 |
| 52 周内股价区间(元) | 104.69-235.13 |
| 总市值(亿元) | 1,020.72 |
| 总资产(亿元) | 130.10 |
| 每股净资产(元) | 17.05 |

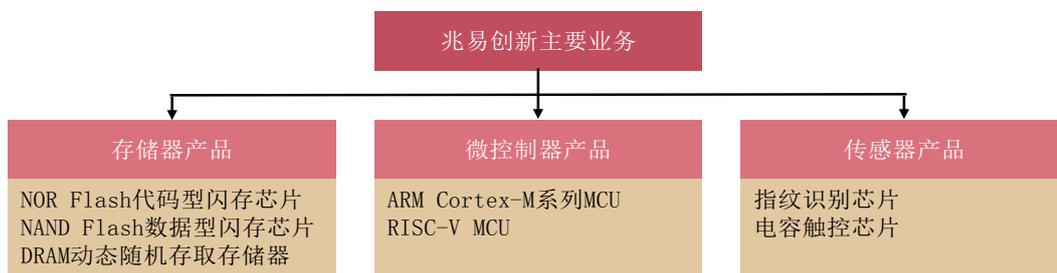
相关研究

1 国内领先的存储芯片、MCU 与传感器芯片设计企业

公司主要业务为存储器、微控制器和传感器的研发、技术支持和销售，在中国北京、上海、深圳、合肥、西安、成都、苏州、香港和台湾，美国、韩国、日本、英国、德国、新加坡等多个国家和地区均设有分支机构和办事处，营销网络遍布全球。公司采取 Fabless 模式，坚持轻资产策略，同时布局多元化供应链体系，与全球多家领先晶圆厂、封装测试厂达成战略合作伙伴关系，通过加强产业上下游合作、优化供应链管理，共同推进半导体领域的技术创新。

公司立足存储，同时布局控制器和传感器，致力于构建完善的半导体生态系统。公司产品广泛应用于手机、平板电脑等手持移动终端、消费类电子产品、物联网终端、个人电脑及周边，以及通信设备、医疗设备、办公设备、汽车电子及工业控制设备等领域。在 NOR Flash 产品上，公司是中国第一、全球前三的供应商，累计出货量近 160 亿颗，年出货量超 28 亿颗；在 DRAM 产品上，公司于 2021 年推出了首颗 DRAM 产品 GDQ2BFAA 系列，正式入局 DRAM 这一主流存储市场；在 MCU 产品上，公司的 MCU 已经成为中国 32 位通用 MCU 市场的主流之选，并以累计超过 6 亿颗的出货数量，超过 2 万家客户数量，28 个系列 370 余款产品选择所提供的广阔应用覆盖率稳居中国本土首位；在传感器产品上，公司的触控和指纹识别芯片广泛应用在国内外知名移动终端厂商，是国内仅有的两家可量产供货的光学指纹芯片供应商之一，触控芯片全球市场排名第四，指纹芯片全球市场排名第三。

图 1：公司主要业务布局



资料来源：公司官网，西南证券整理

回顾公司发展的十余年时间，主要可以分为三个阶段：

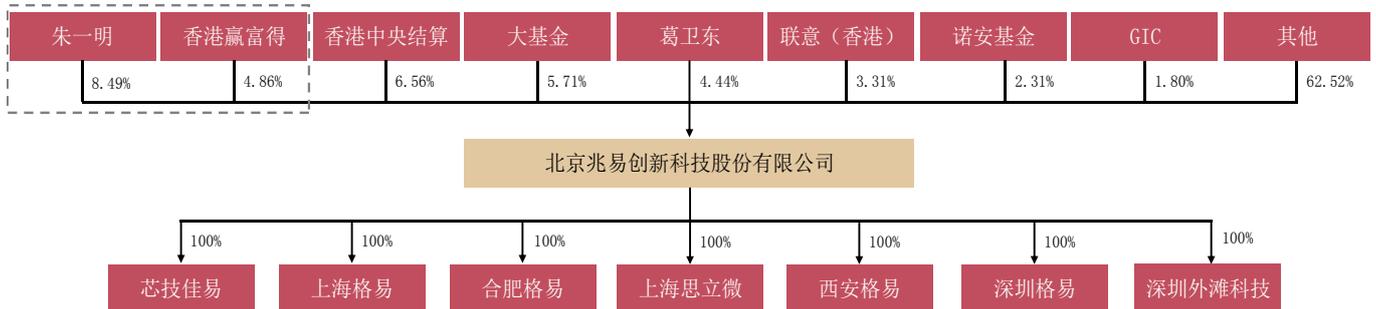
- **2005-2012 年：公司成立，存储芯片为主要收入来源。**2005 年，公司成立于北京，专注于存储器的研发与销售。2008 年，公司发布了国内首款 180nm SPI NOR Flash 产品。
- **2013-2018 年：MCU 产品发布，公司产品多元发展。**2013 年，公司发布 ARM Cortex-M3 内核 32 位通用 MCU 并发布了第一款 SPI NAND Flash 产品，丰富了公司产品矩阵，为公司增长打开空间。2016 年，公司在上交所上市。2017 年，公司联手合肥产投首次进入 DRAM 市场。
- **2019 年至今：收购思立微，传感器业务促进公司全方位升级。**2019 年，公司完成对思立微 100% 股权的收购。思立微是全球排名前三的指纹芯片供应商，在完成收购后，公司针对 IoT 应用领域可提供包括 MCU、存储、传感、边缘计算、连接等芯片，以及相应算法、软件在内的一整套系统及解决方案，为客户提供多样化的产品选择和定制化的解决方案。同时，公司各类产品不断更新迭代。在存储器产品上，2020 年推出

代表了行业最高水准的国内首款容量高达 2Gb、高性能 SPI NOR Flash 产品，同年量产全国化 24nm 工艺节点的 4Gb SPI NAND Flash 产品。在 MCU 产品上，公司于 2019 年正式推出全球首个基于 RISC-V 内核的 GD32V 系列 32 位通用 MCU 产品，并于 2020 年正式发布基于全新 ARM Cortex-M33 内核的高性能 MCU。

图 2：公司主要发展历程


资料来源：公司官网，西南证券整理

公司创始人为实际控制人。公司创始人朱一明直接持有兆易创新 8.49% 股份，同时朱一明与香港赢富得为一致行动人。基于此，朱一明实际对公司拥有 13.35% 的表决权而成为公司的控股股东与实际控制人。此外，香港中央结算与国家大基金分别持有公司 6.56% 和 5.71% 股权。公司的实际控制人为自 2016 年上市以来，公司于 2016 年、2018 年、2020 年与 2021 年共计 4 次推出股权激励计划。2021 年，公司拟向 407 名激励对象授予 566.57 万股，约占激励计划公告时公司股本的 0.85%。公司多次的激励计划为公司发展注入新的动力，有利于提高公司员工积极性，为长期稳定的发展奠定基础。

图 3：公司股权架构


资料来源：公司公告，西南证券整理

公司的**主营业务**主要包括：存储芯片业务、微控制器 MCU 业务、传感器业务、技术服务及其他业务。

从**营收结构**来看，2020 年公司最大的营收来源是存储芯片业务。2020 年存储芯片实现销售收入 32.8 亿元，同比增长 28.5%，营业收入占比 73.0%；MCU 业务与传感器业务营收占比分别为 16.8%与 10.0%，同比分别实现 70.1%与 121.7%的高速增长；技术服务及其他业务营收规模较小，合计营业收入占比为 0.2%。2021H1，公司存储芯片业务、MCU 业务及传感器业务均实现了收入的大幅增长。存储芯片业务实现 97.5%的增长，收入占比 71.4%；MCU 业务及传感器业务分别实现 222.1%与 162.3%的高速增长，收入占比分别为 21.9%及 6.6%。

从**毛利结构**来看，2020 年公司中存储芯片业务毛利率为 35.0%，毛利占比为 68.4%；MCU 业务毛利率为 47.6%，毛利占比为 21.4%；传感器业务毛利率为 37.0%，毛利占比为 9.9%；技术服务及其他业务毛利率为 63.6%，毛利占比为 0.4%。

图 4：公司 2020 年营收结构

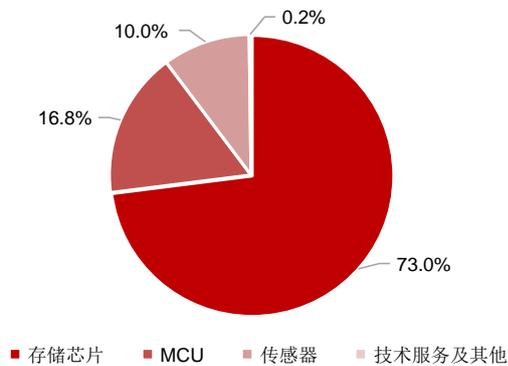
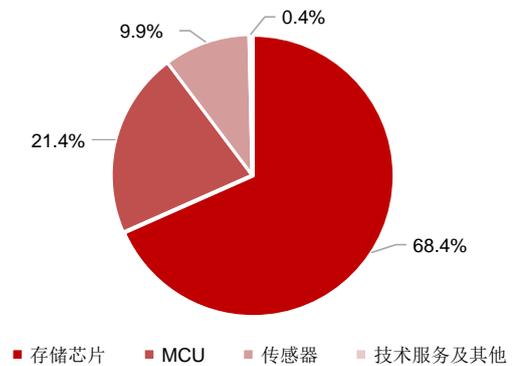


图 5：公司 2020 年毛利结构



数据来源：iFind, 西南证券整理

数据来源：iFind, 西南证券整理

公司**营业收入与净利润保持稳定增长态势**。回顾公司往年的经营情况：2016-2020 年间，营业收入由 14.9 亿元增至 45.0 亿元，整体年复合增长率约 31.8%；同期归母净利润由 1.8 亿元增至 8.8 亿元，整体年复合增长率约 49.5%。2018 年，受到中美贸易摩擦、宏观经济增速放缓、产能释放产品价格下跌等多重因素影响，公司的收入与净利润增速略有下滑。公司凭借多年扎实的技术研发积累，深耕市场细分领域，经营业绩自 2019 年开始回暖。2020 年，尽管受到全球疫情影响，公司凭借多年来累积的广泛客户群体和市场基础、完善的产品线布局，发挥供应链多元化管理的布局优势，抓住行业供应链本土化的机遇，实现公司业绩的高速增长。

2021 年上半年，消费电子、物联网、工业互联、汽车电子等应用领域需求旺盛，供应链本土化趋势显著，公司凭借完善的产品线布局、强大的研发实力以及多年深耕市场积累的品牌影响力，以优质可靠的产品和服务满足客户的多样化需求，实现了业绩高速增长。公司实现营业收入 36.4 亿元，同比增长 119.6%；实现归母净利润 7.9 亿元，同比增长 116.3%

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

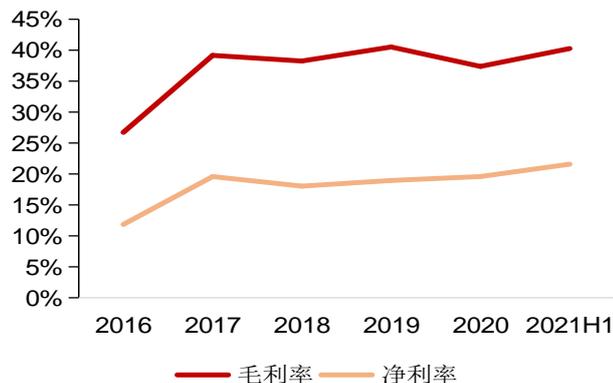
图 7：公司归母净利润及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

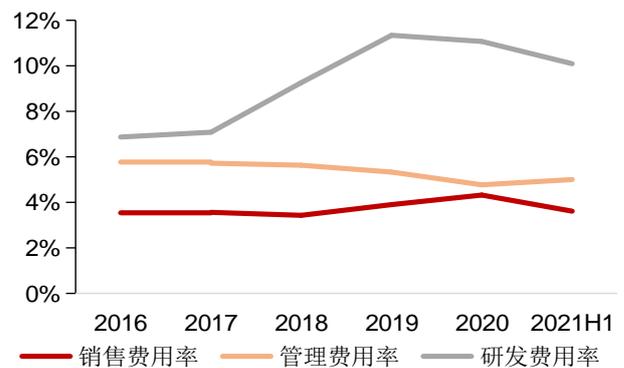
公司盈利能力强，研发投入再创新高。

1) **利润率方面**：2020 年，公司毛利率为 37.4%，较去年同期下降 3.1pp；净利率为 19.6%，较去年同期增加 0.6pp。2021H1，公司毛利率为 40.3%，同比下降 0.3pp；净利率为 21.6%，同比下降 0.3pp。公司坚持通过自主创新提供优质可靠的产品，维持综合毛利率和净利率处于稳定的高水平。

2) **费用率方面**：2020 年，公司销售费用率为 4.3%，同比上升 0.4pp；管理费用率为 4.8%，同比下降 0.6pp；研发费用率为 11.1%，同比下降 0.3pp。2021H1，公司经营情况稳定，公司各项费用率相比去年同期略有下降。销售费用率为 3.6%，同比下降 0.2pp；管理费用率为 5.0%，同比下降 0.9pp；研发费用率为 10.1%，同比下降 3.2pp。

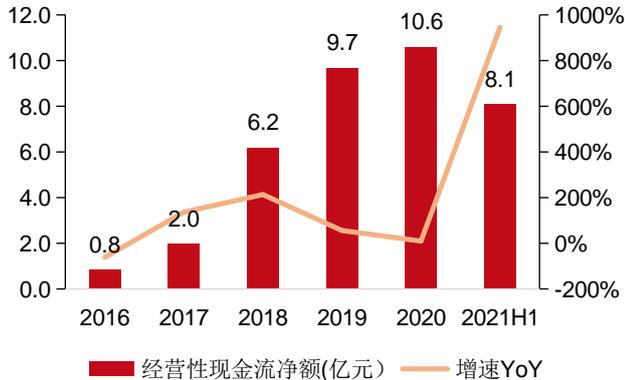
图 8：公司毛利率和净利率情况


数据来源：iFind，西南证券整理

图 9：公司费用率情况


数据来源：iFind，西南证券整理

经营性现金流净额呈上升趋势，经营状况良好。 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增长态势，从 2016 年 0.8 亿元增长至 2020 年的 10.6 亿元，期间复合增长率达 88.7%。2021H1，公司现金流情况较去年同期大幅改善，公司经营性现金流净额为 8.1 亿元，同比增长 945.1%。2) **净现比**：2016-2020 年，公司净现比在 1 左右波动。近三年净现比均超过 1，经营情况较为稳定。2021H1，公司净现比为 1.0，经营状况良好。

图 10：公司历年经营活动现金流情况及增速


数据来源：iFind, 西南证券整理

图 11：公司历年净现比


数据来源：iFind, 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：公司闪存芯片继续保持技术和市场的领先地位，第一颗 DRAM 产品已于 21 年 6 月量产，未来公司将基于自身在存储芯片领域的技术研发优势进一步扩大市场份额，我们预计公司存储芯片业务在 21-23 年销量同比增长 70%、25%、25%，对应毛利率分别为 38%、39%、39%。

假设 2：公司 MCU 产品在工业、医疗、安防、家电等领域渗透率稳步提升，此外公司第一颗车规级 MCU 产品已流片，正式进入车规市场，报告期内 MCU 产品同比增长超过 200%，我们预计公司 MCU 业务在 21-23 年销量同比增长 150%、50%、50%，对应毛利率分别为 47%、48%、48%。

假设 3：公司即将推出的 OLED 触控产品和新一代 LCD 触控产品处于行业领先地位，可应用于下游消费电子和车载等领域，此外公司传感器产品在 AI 和超声领域也有布局，可应用于智能穿戴设备、移动医疗和物联网等领域，我们预计公司传感器业务在 21-23 年销量同比增长 60%、30%、30%，对应毛利率维持在 40%左右的水平。

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 |
|-------|-----|-------|--------|-------|-------|
| 存储芯片 | 收入 | 32.8 | 55.8 | 69.8 | 87.2 |
| | 增速 | 28.5% | 70.0% | 25.0% | 25.0% |
| | 毛利率 | 35.0% | 38.0% | 39.0% | 39.0% |
| MCU | 收入 | 7.5 | 18.9 | 28.3 | 42.5 |
| | 增速 | 70.1% | 150.0% | 50.0% | 50.0% |
| | 毛利率 | 47.6% | 47.0% | 48.0% | 48.0% |

| 单位：亿元 | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|-----|---------|-------|-------|-------|
| 传感器 | 收入 | 4.5 | 7.2 | 9.4 | 12.2 |
| | 增速 | 121.7% | 60.0% | 30.0% | 30.0% |
| | 毛利率 | 37.0% | 40.0% | 40.0% | 40.0% |
| 其他业务 | 收入 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.3 |
| | 增速 | 1376.2% | 50.0% | 50.0% | 50.0% |
| | 毛利率 | 63.7% | 50.0% | 50.0% | 50.0% |
| 合计 | 收入 | 45.0 | 82.0 | 107.6 | 142.1 |
| | 增速 | 40.4% | 82.4% | 31.2% | 32.1% |
| | 毛利率 | 37.4% | 40.3% | 41.5% | 41.8% |

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，分别是澜起科技、芯海科技、北京君正、中颖电子，2021 年四家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 78.48 倍。

我们预计 2021-2023 年，公司的 EPS 分别为 2.72 元、3.51 元、4.53 元，未来三年归母净利润的复合增长率将有望达到 50% 以上。我们保守给予公司 2021 年 78 倍 PE，对应目标价 212.37 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 |
| 688008.SH | 澜起科技 | 62.07 | 0.98 | 0.95 | 1.34 | 1.80 | 84.84 | 65.48 | 46.49 | 34.41 |
| 688595.SH | 芯海科技 | 106.10 | 0.89 | 1.10 | 1.66 | 2.46 | 72.63 | 96.24 | 63.75 | 43.19 |
| 300223.SZ | 北京君正 | 142.88 | 0.16 | 1.58 | 2.12 | 2.66 | 586.15 | 90.72 | 67.40 | 53.69 |
| 300327.SZ | 中颖电子 | 66.52 | 0.75 | 1.08 | 1.50 | 1.90 | 43.48 | 61.48 | 44.41 | 34.97 |
| 平均值 | | | | | | | 196.77 | 78.48 | 55.52 | 41.56 |

数据来源：Wind, 西南证券整理（数据截至 2021.09.01 收盘）

3 风险提示

- 1) 全球宏观经济波动的风险；
- 2) 新冠疫情反复导致下游需求或不及预期。

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 | 4496.89 | 8201.78 | 10763.53 | 14214.17 | 净利润 | 880.49 | 1808.29 | 2332.81 | 3008.09 |
| 营业成本 | 2815.99 | 4899.18 | 6299.31 | 8272.85 | 折旧与摊销 | 189.06 | 89.41 | 89.81 | 89.81 |
| 营业税金及附加 | 18.50 | 33.74 | 44.28 | 58.48 | 财务费用 | 60.58 | 52.26 | 74.84 | 122.25 |
| 销售费用 | 194.08 | 330.41 | 441.55 | 584.67 | 资产减值损失 | -150.94 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 214.51 | 1148.25 | 1668.35 | 2188.98 | 经营营运资本变动 | -100.26 | -528.88 | -237.74 | -363.62 |
| 财务费用 | 60.58 | 52.26 | 74.84 | 122.25 | 其他 | 180.78 | -184.79 | -238.98 | -213.19 |
| 资产减值损失 | -150.94 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 1059.71 | 1236.29 | 2020.74 | 2643.34 |
| 投资收益 | 71.27 | 71.09 | 71.09 | 71.09 | 资本支出 | -410.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 226.11 | 113.08 | 169.60 | 141.34 | 其他 | 728.31 | 185.76 | 240.69 | 212.43 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | 318.29 | 185.76 | 240.69 | 212.43 |
| 营业利润 | 939.27 | 1922.13 | 2475.89 | 3199.38 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -0.05 | 12.48 | 12.48 | 12.48 | 长期借款 | -82.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 939.21 | 1934.61 | 2488.38 | 3211.87 | 股权融资 | 4458.21 | 396.63 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 58.72 | 126.32 | 155.56 | 203.78 | 支付股利 | -121.99 | -176.14 | -361.74 | -466.67 |
| 净利润 | 880.49 | 1808.29 | 2332.81 | 3008.09 | 其他 | -129.30 | -24.95 | -74.84 | -122.25 |
| 少数股东损益 | -0.21 | -0.43 | -0.56 | -0.72 | 筹资活动现金流净额 | 4124.53 | 195.54 | -436.58 | -588.92 |
| 归属母公司股东净利润 | 880.70 | 1808.72 | 2333.37 | 3008.81 | 现金流量净额 | 5389.84 | 1617.59 | 1824.84 | 2266.85 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 7362.15 | 8979.74 | 10804.58 | 13071.43 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 256.05 | 435.03 | 568.94 | 761.47 | 销售收入增长率 | 40.40% | 82.39% | 31.23% | 32.06% |
| 存货 | 739.23 | 1701.61 | 2104.26 | 2783.96 | 营业利润增长率 | 42.00% | 104.64% | 28.81% | 29.22% |
| 其他流动资产 | 371.56 | 435.11 | 466.81 | 521.15 | 净利润增长率 | 45.47% | 105.37% | 29.01% | 28.95% |
| 长期股权投资 | 18.87 | 18.87 | 18.87 | 18.87 | EBITDA 增长率 | 59.47% | 73.59% | 27.95% | 29.19% |
| 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 | 711.15 | 663.89 | 616.23 | 568.57 | 毛利率 | 37.38% | 40.27% | 41.48% | 41.80% |
| 无形资产和开发支出 | 1518.43 | 1481.75 | 1445.08 | 1408.41 | 三费率 | 10.43% | 18.67% | 20.30% | 20.37% |
| 其他非流动资产 | 733.30 | 727.82 | 722.34 | 716.86 | 净利率 | 19.58% | 22.05% | 21.67% | 21.16% |
| 资产总计 | 11710.73 | 14443.82 | 16747.12 | 19850.73 | ROE | 8.23% | 14.18% | 15.85% | 17.43% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 7.52% | 12.52% | 13.93% | 15.15% |
| 应付和预收款项 | 580.11 | 1141.87 | 1430.05 | 1882.33 | ROIC | 35.63% | 57.93% | 62.97% | 72.11% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 26.44% | 25.16% | 24.53% | 24.00% |
| 其他负债 | 436.64 | 551.88 | 595.94 | 705.85 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 1016.75 | 1693.75 | 2025.98 | 2588.18 | 总资产周转率 | 0.50 | 0.63 | 0.69 | 0.78 |
| 股本 | 471.59 | 664.32 | 664.32 | 664.32 | 固定资产周转率 | 7.19 | 12.08 | 16.82 | 23.99 |
| 资本公积 | 7520.94 | 7724.85 | 7724.85 | 7724.85 | 应收账款周转率 | 25.06 | 33.74 | 29.65 | 29.73 |
| 留存收益 | 2752.37 | 4384.96 | 6356.58 | 8898.72 | 存货周转率 | 3.50 | 3.67 | 3.12 | 3.23 |
| 归属母公司股东权益 | 10693.98 | 12750.50 | 14722.13 | 17264.26 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 103.08% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | -0.43 | -0.99 | -1.71 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 10693.98 | 12750.07 | 14721.13 | 17262.55 | 资产负债率 | 8.68% | 11.73% | 12.10% | 13.04% |
| 负债和股东权益合计 | 11710.73 | 14443.82 | 16747.12 | 19850.73 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 11.24 | 7.95 | 7.81 | 7.30 |
| | | | | | 速动比率 | 10.29 | 6.78 | 6.63 | 6.11 |
| | | | | | 股利支付率 | 13.85% | 9.74% | 15.50% | 15.51% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.87 | 2.72 | 3.51 | 4.53 |
| | | | | | 每股净资产 | 16.10 | 19.19 | 22.16 | 25.99 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.60 | 1.86 | 3.04 | 3.98 |
| | | | | | 每股股利 | 0.26 | 0.27 | 0.54 | 0.70 |
| 业绩和估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | | | | |
| EBITDA | 1188.91 | 2063.79 | 2640.54 | 3411.43 | | | | | |
| PE | 82.28 | 56.43 | 43.74 | 33.92 | | | | | |
| PB | 9.54 | 8.01 | 6.93 | 5.91 | | | | | |
| PS | 22.70 | 12.45 | 9.48 | 7.18 | | | | | |
| EV/EBITDA | 53.93 | 44.63 | 34.19 | 25.80 | | | | | |
| 股息率 | 0.17% | 0.17% | 0.35% | 0.46% | | | | | |

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 |
| | 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 |
| | 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 | yxy@swsc.com.cn |