

京北方 (002987.SZ)

2022 年 01 月 13 日

银行 IT 领军，高景气赛道确定受益标的

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
陈宝健（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

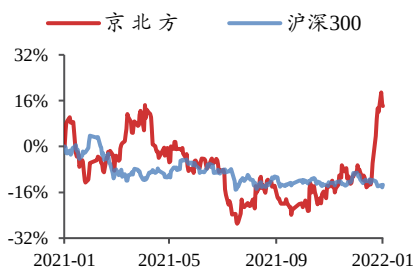
闫宁（联系人）

yanning@kysec.cn

证书编号：S0790121050038

日期	2022/1/12
当前股价(元)	38.10
一年最高最低(元)	54.52/23.90
总市值(亿元)	85.70
流通市值(亿元)	35.43
总股本(亿股)	2.25
流通股本(亿股)	0.93
近 3 个月换手率(%)	333.22

股价走势图



数据来源：聚源

● 银行 IT 领军，首次覆盖给予“买入”评级

公司是银行 IT 领军，为银行等金融机构提供技术和外包服务。银行 IT 具备高确定性和高景气度双重属性，公司拥有优质大行客户资源，2020 年六大行收入占比达 65.1%，为高景气赛道下确定受益标的。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.69、3.67、4.88 亿元，对应 EPS 分别为 1.20、1.63、2.17 元/股，对应当前股价 PE 分别为 31.9、23.4、17.5 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 银行 IT 具备高确定性和高景气度双重属性

（1）高确定性：我国银行业资产规模庞大且稳定增长，2020 年银行业总资产规模达 320 万亿元，为银行 IT 市场奠定基础。结构方面，国有大行资产规模占比持续提升，2016-2020 年由 37.3%增长至 40.2%。国有大行和股份行因业务种类繁多，同时在不断增加、更新，IT 系统需要不断升级、换代以及重新开发，IT 投入为刚性支出。**（2）高景气度：**数字化转型是银行降本增效的必由之路，各银行在战略层面主动融入金融科技，由“科技赋能”升级至“科技引领”。根据中国信通院数据，2020 年六大国有大行 IT 投入增速为 34.54%，远超其 4.44% 的收入增速，行业呈现高景气。未来，金融信创和数字人民币将带来大量的开发、测试、运维需求，银行 IT 景气度有望持续，大行作为领头羊投入将更大。

● 拥有大行客户资源，高景气赛道下确定受益标的

（1）拥有大行客户资源：公司客户包括银行、保险、证券等多个行业，银行客户收入占比超 90%，六大行收入占比超 65%。2021 年前三季度公司收入增速达 40.3%，与银行 IT 投入增速匹配，验证行业景气度。在数字货币领域，公司参与时间早、程度深、合作范围广，依托大行客户资源，将确定性受益。**（2）收入结构持续优化：**公司业务分为信息技术服务和业务流程外包（BPO）两大板块。信息技术服务主要为软件和解决方案，毛利率相对较高（2019 年为 36.63%），收入占比由 2017 年的 32%提升至 2020 年的 54%，带动公司整体毛利率持续提升。

● **风险提示：**政策推进不及预期；银行 IT 投入不及预期；行业竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,687	2,293	3,101	4,253	5,670
YOY(%)	37.6	35.9	35.3	37.1	33.3
归母净利润(百万元)	175	276	269	367	488
YOY(%)	123.9	58.0	-2.6	36.3	33.2
毛利率(%)	26.9	27.9	25.8	26.3	26.9
净利率(%)	10.4	12.0	8.7	8.6	8.6
ROE(%)	27.7	15.6	13.4	15.6	17.3
EPS(摊薄/元)	0.78	1.23	1.20	1.63	2.17
P/E(倍)	49.1	31.0	31.9	23.4	17.5
P/B(倍)	13.6	4.8	4.3	3.6	3.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、概况：银行 IT 领军	3
2、行业：银行 IT 具备高确定性和高景气度双重属性	5
2.1、高确定性：IT 投入为刚性支出，外包需求稳定且持续	5
2.2、高景气度：银行 IT 投入远高于收入增速，行业呈现高景气	6
2.3、行业催化：金融信创叠加数字人民币，景气有望持续	6
3、看点：高景气赛道下确定受益标的	8
3.1、拥有大行客户资源，确定性受益	8
3.2、收入结构持续优化，毛利率提升	9
4、盈利预测与投资建议	12
5、风险提示	12
附：财务预测摘要	13

图表目录

图 1：公司提供渠道、业务、管理、金融云等解决方案	3
图 2：公司提供软件开发、测试、运维等服务	3
图 3：公司在银行领域具有较强的品牌声誉和竞争实力	3
图 4：公司设立了覆盖全国的业务网络体系	4
图 5：银行资产规模稳定增长	5
图 6：国有大行资产占比持续提升	5
图 7：2019 年我国银行 IT 投入规模达 1327 亿元	5
图 8：国有大行和股份行投入占主导（2019 年）	5
图 9：银行 IT 投入远高于收入增速（2020 年）	6
图 10：数字人民币（试点版）APP 正式上线	7
图 11：银行客户收入占比超 90%	8
图 12：大行收入占比达 65%，公司确定性受益	9
图 13：2021 年前三季度收入增速达 40.3%	9
图 14：2020 年利润增速达 58.0%	9
图 15：金融服务外包划分为 ITO、BPO、KPO 三类	10
图 16：公司业务分为信息技术服务和业务流程外包（BPO）两大板块	10
图 17：信息技术服务收入占比持续提升	11
图 18：收入结构优化带动公司毛利率持续提升	11
图 19：费用率持续优化	11
图 20：研发投入持续增长	11
表 1：费振勇、刘海凝夫妇为公司实际控制人（2021Q3）	4
表 2：各银行在战略层面主动融入金融科技	6
表 3：金融数据治理成监管重点，有望加速信创替换	7
表 4：各大银行积极推进数字人民币业务	8
表 5：国有大行和股份行为公司核心客户	9
表 6：公司 2022-2023 年 PE 估值低于行业可比公司平均水平	12

1、概况：银行 IT 领军

公司是银行 IT 领军。公司主要为银行等金融机构提供技术和外包服务，国有六大行和股份行是公司核心客户。经过多年的发展，公司具有丰富的业务经验和运营管理经验，业务规模和区域覆盖位居行业前列。

图1：公司提供渠道、业务、管理、金融云等解决方案



资料来源：公司官网

图2：公司提供软件开发、测试、运维等服务



资料来源：公司官网

公司在银行领域具有较强的品牌声誉和竞争实力。公司成立以来，始终将银行作为主要服务对象。凭借丰富的案例、综合服务优势、以及对行业需求的深刻理解，公司积累了大量长期稳定的合作客户，实现了对 6 家国有大行、12 家股份行的全覆盖，在业内具有较强的品牌声誉和竞争实力。

图3：公司在银行领域具有较强的品牌声誉和竞争实力



资料来源：公司官网

公司设立了覆盖全国的业务网络体系。公司总部位于北京，在全国设有八大销售区域，在超过 20 个中心城市设有分支机构及办事处，公司业务已覆盖全国 31 个省（自治区、直辖市），形成了全国性的客户服务体系。

图4: 公司设立了覆盖全国的业务网络体系



资料来源: 公司官网

费振勇、刘海凝夫妇为公司实际控制人。截至 2021 年三季度, 费振勇、刘海凝夫妇直接持有公司 0.2% 的股份, 通过永道投资、天津和道间接持有公司 58.27% 的股份, 为公司实际控制人。

表1: 费振勇、刘海凝夫妇为公司实际控制人 (2021Q3)

股东名称	持股比例
永道投资	51.46%
天津和道	6.81%
同道投资	4.44%
青岛海丝	3.96%
信泰人寿保险股份有限公司-传统产品	1.10%
孟杰飞	0.69%
广发高股息优享混合型证券投资基金	0.55%
孙丽红	0.40%
广发基金智享 1 号集合资产管理计划	0.39%
广发创新驱动灵活配置混合型证券投资基金	0.36%
合计	70.16%

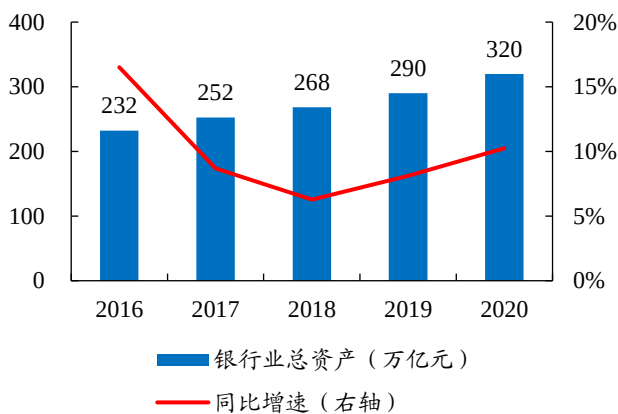
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、行业：银行 IT 具备高确定性和高景气度双重属性

2.1、高确定性：IT 投入为刚性支出，外包需求稳定且持续

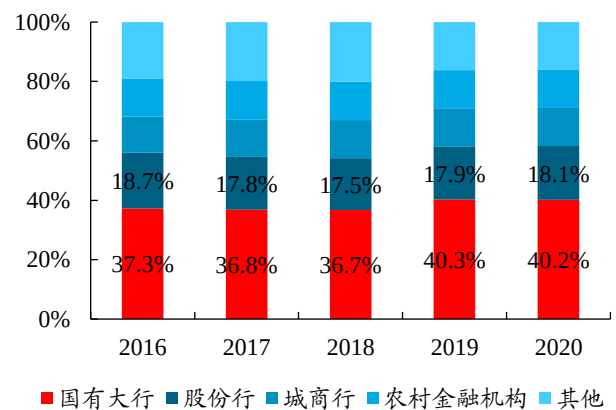
银行规模稳定增长。我国银行业资产规模庞大，为银行 IT 及对应外包服务市场奠定基础。根据银保监会数据，2020 年我国银行业总资产规模达 320 万亿元，同比增长 10.25%，银行业规模稳定增长。从结构来看，国有大行资产规模占比持续提升，2016-2020 年由 37.3% 增长至 40.2%。

图5：银行资产规模稳定增长



数据来源：银保监会、开源证券研究所

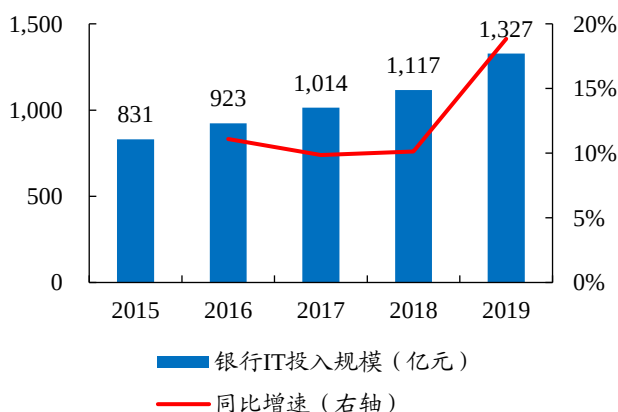
图6：国有大行资产占比持续提升



数据来源：银保监会、开源证券研究所

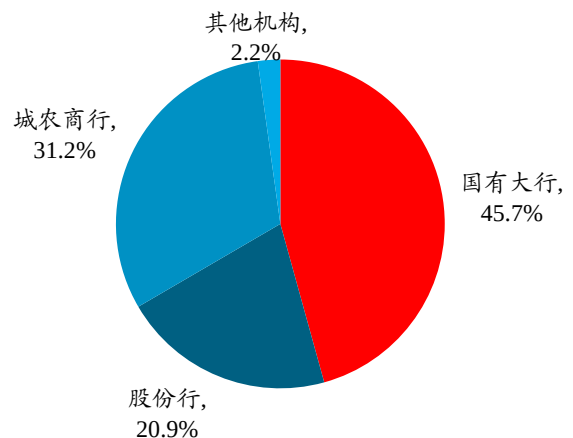
IT 投入为刚性支出。国有大行和股份行因业务种类繁多，同时在不断增加、更新，IT 系统需要不断升级、换代以及重新开发，IT 投入为刚性支出。根据 IDC 数据，2019 年我国银行 IT 投入规模达 1327 亿元，行业需求明显提速，国有大行和股份行投入占主导，2019 年占比分别为 45.7%、20.9%。

图7：2019 年我国银行 IT 投入规模达 1327 亿元



数据来源：IDC、开源证券研究所

图8：国有大行和股份行投入占主导（2019 年）



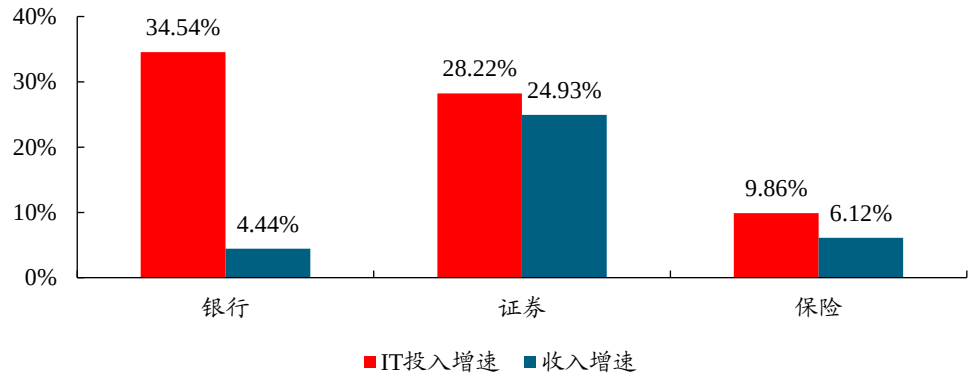
数据来源：IDC、开源证券研究所

银行外包需求稳定，业务持续性强。在外包尤其是流程外包领域，银行客户更看重服务的稳定性，行业经验和业绩表现是银行选择外包供应商的重要条件之一。从过去的实际情况来看，银行的外包业务连续性基本不会中断，具有较强的稳定性和连续性。

2.2、高景气度：银行 IT 投入远高于收入增速，行业呈现高景气

银行 IT 投入远高于收入增速。在政策、技术、市场的多重催化下，金融科技产业不断成熟，重要性不断提高。对应地我们可以看到，金融机构在 IT 层面的投入增长率远超收入增速。根据中国信通院数据，2020 年六大国有大行 IT 投入增速为 34.54%，远超其 4.44% 的收入增速。

图9：银行 IT 投入远高于收入增速（2020 年）



数据来源：中国信通院、开源证券研究所（银行为六大国有大行数据）

背后深层次的原因在于从“科技赋能”到“科技引领”的转型。数字化转型是银行降本增效的必由之路，各银行在战略层面主动融入金融科技，并从“科技赋能”升级至“科技引领”。2022 年 1 月 4 日，央行印发《金融科技发展规划（2022-2025 年）》，提出八大重点任务，推动我国金融科技从“立柱架梁”全面迈入“积厚成势”新阶段，力争到 2025 年实现整体水平与核心竞争力跨越式提升。

表2：各银行在战略层面主动融入金融科技

银行	战略定位
工商银行	制定《中国工商银行金融科技发展规划（2021-2023 年）》，并提出在规划期内将 显著提升科技创新能力 和金融创新能力，打造“敏捷、智慧、生态、数字、安全”五位一体的“科技强行”。
建设银行	审议通过 2021-2025 年金融科技战略规划，将以金融科技平台为基础、共享中台能力为依托、智慧洞察为动力， 推动本行全面数字化转型 和高质量发展。
交通银行	将数字化转型提升至集团战略层面，推进数字化新交行建设 。通过构建以客户服务、经营管理、数据治理、科技创新和组织保障五大能力提升为主线的转型战略布局和实施体系，全集团共同实施挂图作业，有序全面提速数字化转型。
平安银行	提出“科技引领” ，推进数据治理、数据中台、人工智能平台三大科技基础项目，并以科技带动业务转型，实现包括财务、风控、运营、营销在内的中后台业务的全面线上化、智能化。

资料来源：各银行年报、开源证券研究所

2.3、行业催化：金融信创叠加数字人民币，景气有望持续

金融数据治理成监管重点，加速信创替换。中央文件已将数据纳入与土地、劳动力、资本、技术同等的生产要素，重要性凸显。数据的保护和治理关系国家安全利益，金融行业更是监管的重点。在政策指引和行业自身需求驱动下，金融信创产业成熟度不断提升，订单逐渐落地。国产化替代和分布式架构的实施带来了大量的开发、测试、运维需求，为银行 IT 公司带来更多业务机会。

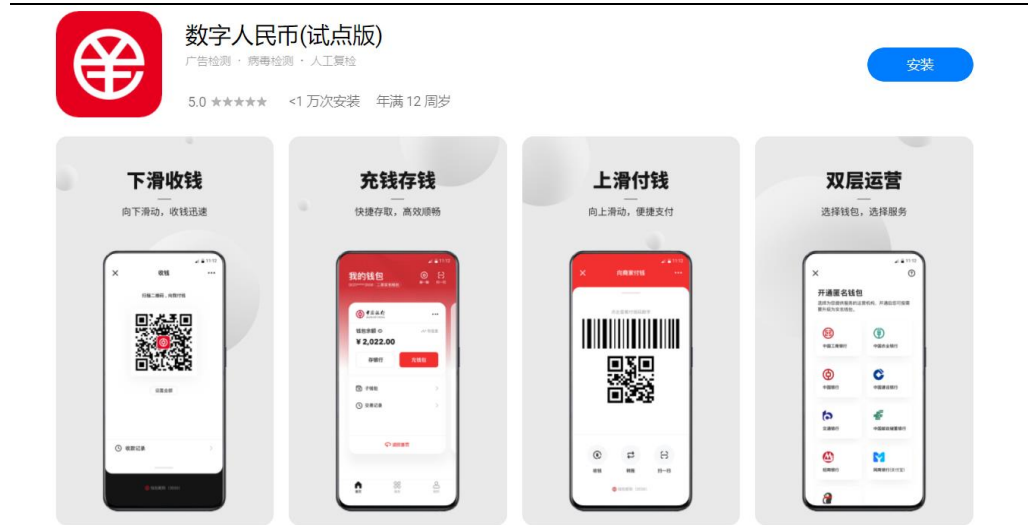
表3: 金融数据治理成监管重点, 有望加速信创替换

时间	部门	政策
2019 年 10 月	人民银行	《个人金融信息保护试行办法》
2020 年 2 月	人民银行	《个人金融信息保护技术规范》
2020 年 4 月	人民银行	《金融数据安全 数据安全分级指南 (送审稿)》
2020 年 5 月	银保监会	《关于开展监管数据质量专项数据治理工作的通知》
2021 年 1 月	银保监会	《监管数据安全管理办法 (试行)》
2021 年 3 月	人民银行	《金融业数据能力指引》
2021 年 4 月	人民银行	《金融数据安全 数据生命周期安全规范》
2021 年 7 月	人大	《数据安全法》

资料来源: 中国信通院、开源证券研究所

数字人民币持续推进。根据中国人民银行数字货币研究所所长穆长春透露, 截至 2021 年 10 月 22 日, 国内已经开立数字人民币个人钱包 1.4 亿个, 企业钱包 1000 万个, 累计交易笔数达到 1.5 亿笔, 交易额接近 620 亿元。目前, 有 155 万商户支持数字人民币钱包, 涵盖公共事业、餐饮服务、交通出行、购物和政务等各个方面。2022 年 1 月 4 日, 数字人民币 (试点版) APP 正式上线, 此前为定向邀请的测试版, 数字人民币持续推进。

图10: 数字人民币 (试点版) APP 正式上线



资料来源: IT 之家

数字人民币带来确定性新增需求。根据央行的设计, 数字人民币采取中心化管理、双层运营, 运营机构包括六家国有大行、网商银行、微众银行和招商银行。围绕数字货币的应用场景, 未来在国有大行、股份行以及中小银行将产生大量的系统开发、测试、运维需求。

表4: 各大银行积极推进数字人民币业务

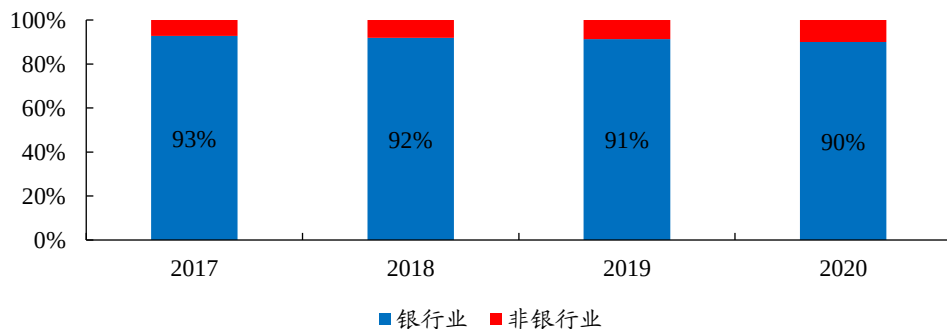
银行	数字人民币业务开展亮点
工商银行	工行数字人民币业务与中国移动展开战略合作，在业内率先实现 SIM 卡硬件钱包产品及数字人民币 5G 消息应用。
农业银行	2021 年 1 月，试点 ATM 机数字人民币存取现功能；成立总行级的“数字人民币创新实验室”。
中国银行	中银手机银行开通的数字人民币钱包出现“中国大陆”、“中国香港”、“新加坡”的选择，说明数字人民币正积极测试与香港、新加坡等地区跨境支付的可能。
建设银行	2019 年 3 月设立“产品创新实验室（深圳）”。截至 2021 年 4 月，已在全国 11 个城市铺开数字人民币业务。
交通银行	2021 年 4 月，与涛控全球精品免税城打造海口地区首家支持数字人民币全场景支付免税企业。
邮储银行	推出叠加健康宝功能的数字人民币可视卡“硬钱包”以及指纹卡“硬钱包”，实现数字人民币支付和健康宝登记的“一卡双用”。

资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

3、看点：高景气赛道下确定受益标的

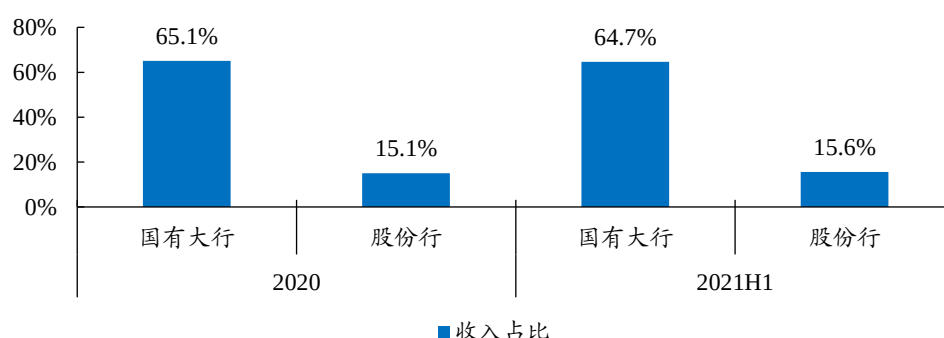
3.1、拥有大行客户资源，确定性受益

银行客户收入占比超 90%。公司客户包括银行、保险、证券、其他金融机构、非金融机构等多个行业，其中银行客户收入占比超 90%。银行客户主要为各大行总行及其下属的一二级分支行，分支行具有相对独立的服务采购权。

图11: 银行客户收入占比超 90%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

大行收入占比达 65%，公司确定性受益。2020 年六大国有大行 IT 投入增速为 34.54%，公司来自六大行收入占比达 65.1%。在金融信创和数字人民币进程中，大行作为领头羊投入将更大。公司依托大行客户资源，将确定性受益。

图12: 大行收入占比达 65%，公司确定性受益


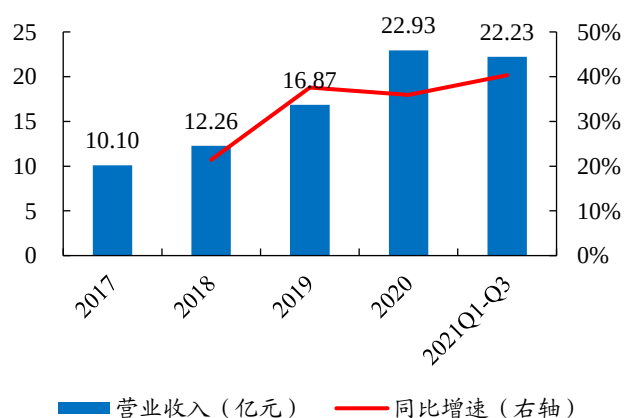
数据来源：公司公告、开源证券研究所

表5: 国有大行和股份行为公司核心客户

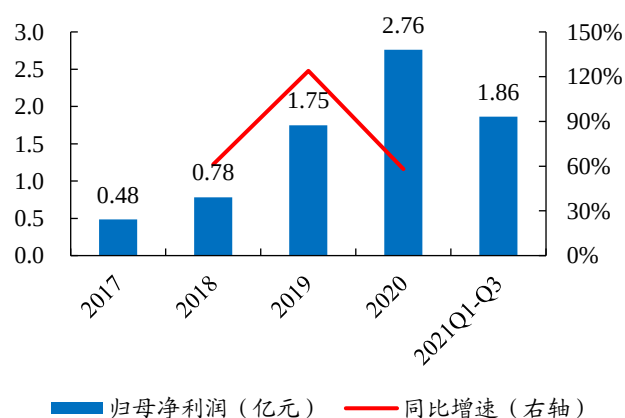
表5：国有大行存款收入占比（按行）						
	2018 年收入占比		2019 年收入占比		2020 年收入占比	
1	邮储银行	18.46%	邮储银行	20.76%	邮储银行	18.49%
2	建设银行	17.22%	建设银行	17.07%	建设银行	17.67%
3	工商银行	11.21%	工商银行	14.43%	工商银行	12.41%
4	中国银行	9.89%	中国银行	9.71%	中国银行	7.38%
5	交通银行	8.64%	光大银行	5.16%	光大银行	4.98%
合计		65.42%		67.13%		60.93%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

前三季度收入增速验证行业高景气。从业绩层面来看，受益于全行业数字化转型、信创需求释放等因素，2021 年前三季度公司收入增速达 40.3%，来自六大行的收入同比增长 40.54%。收入增速与银行 IT 投入增速匹配，验证行业景气度。

图13: 2021 年前三季度收入增速达 40.3%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

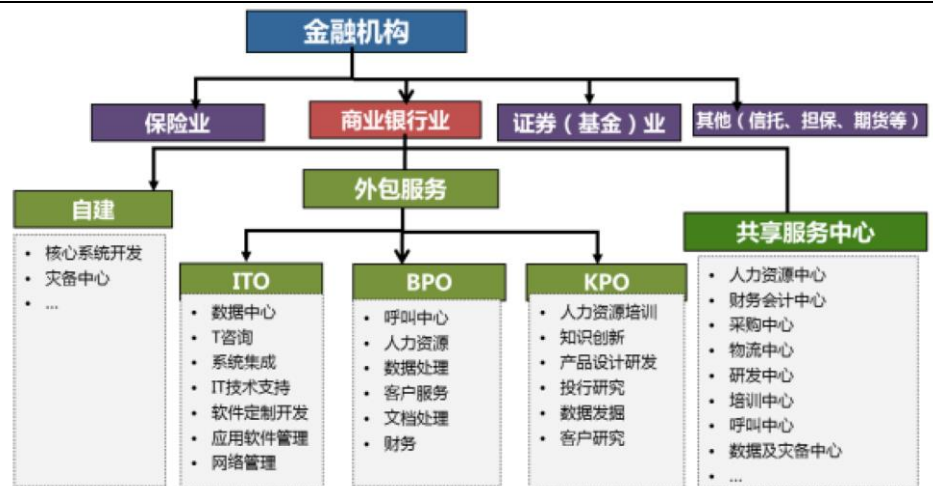
图14: 2020 年利润增速达 58.0%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、收入结构持续优化，毛利率提升

巴塞尔银行监管委员会将金融服务外包划分为信息技术外包 (ITO)、业务流程外包 (BPO) 和知识流程外包 (KPO) 三类。近年来，我国金融服务外包业发展快速，产业链较为完整，以 ITO 和 BPO 为主。

图15: 金融服务外包划分为 ITO、BPO、KPO 三类

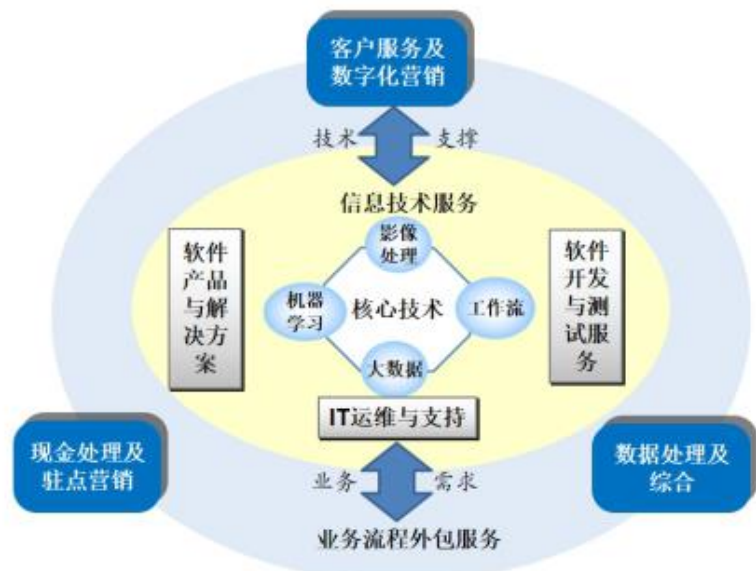


资料来源：公司招股书

公司业务分为信息技术服务和业务流程外包（BPO）两大板块。信息技术服务方面，公司有软件产品与解决方案、软件开发与测试、IT 运维与支持三条产品线；BPO 方面，公司有客户服务及数字化营销、数据处理及综合、现金处理及驻点营销三条产品线。两大业务板块协同发展、客户高度一致，形成了较为完整的服务供应链。

图16: 公司业务分为信息技术服务和业务流程外包（BPO）两大板块

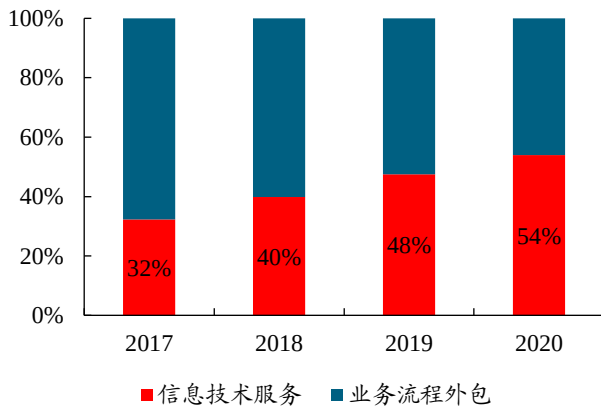
信息技术服务和业务流程外包两大业务深度融合，为客户提供全方位的综合性服务



资料来源：公司公告

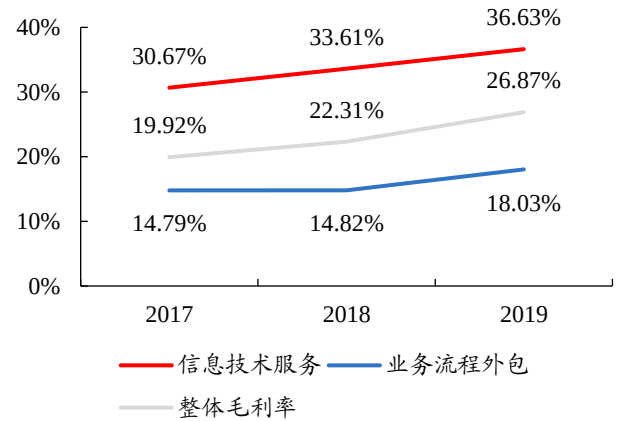
收入结构优化带动毛利率提升。信息技术服务主要为软件和解决方案，毛利率相对较高，过去几年收入占比持续提升，带动公司整体毛利率提升。2017-2020 年，信息技术服务收入占比由 32%提升至 54%，毛利率由 30.67%提升至 36.63%，带动公司整体毛利率由 19.92%提升至 26.87%。

图17: 信息技术服务收入占比持续提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

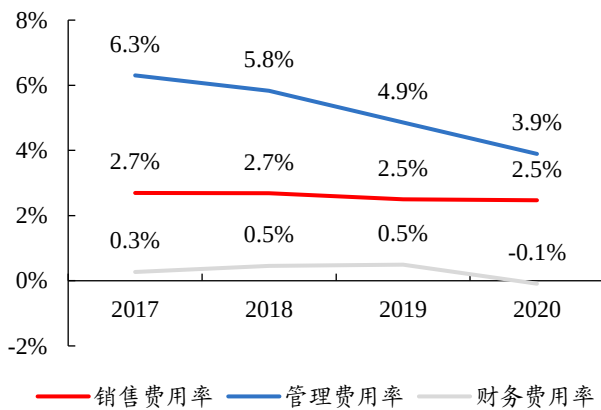
图18: 收入结构优化带动公司毛利率持续提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

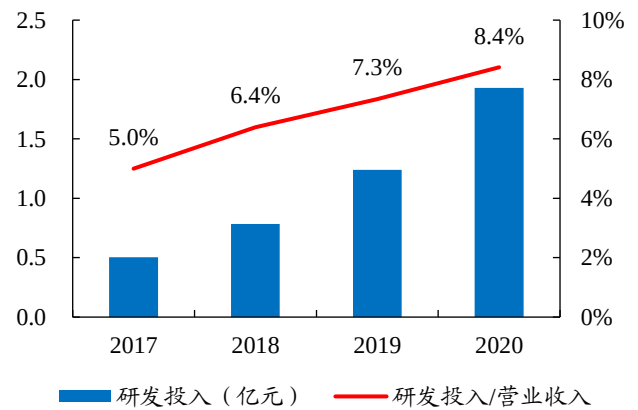
费用率持续优化, 研发投入持续增长。(1) 2020 年公司管理、销售、财务费用率分别为 3.9%、2.5%、-0.1%，过去几年费用率持续优化; (2) 公司持续加大研发投入支持新产品研发和产品升级优化, 2020 年研发投入达 1.93 亿元, 保持快速增长, 在营收收入占比持续提升。

图19: 费用率持续优化



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图20: 研发投入持续增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

关键假设：银行 IT 投入为刚性支出，未来金融信创和数字人民币将带来大量的开发、测试、运维需求，银行 IT 景气度有望持续，大行作为领头羊投入将更大。公司拥有大行客户资源，将充分受益。我们预计业务流程外包服务稳健增长，信息技术服务保持高增长，进而带动公司收入结构进一步优化，毛利率持续提升。

行业层面：银行 IT 具备高景气度和高确定性双重属性。**(1) 高确定性：**我国银行业资产规模庞大且稳定增长，为银行 IT 市场奠定基础。国有大行和股份行因业务种类繁多，同时在不断增加、更新，IT 系统需要不断升级、换代以及重新开发，IT 投入为刚性支出。**(2) 高景气度：**根据中国信通院数据，2020 年六大国有大行 IT 投入增速为 34.54%，远超其 4.44% 的收入增速，行业呈现高景气。未来，金融信创和数字人民币将带来大量的开发、测试、运维需求，银行 IT 景气度有望持续，大行作为领头羊投入将更大。

公司层面：公司是银行 IT 领军，为银行等金融机构提供技术和外包服务。公司拥有优质大行客户资源，2020 年六大行收入占比达 65.07%，为高景气赛道下确定受益标的。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.69、3.67、4.88 亿元，对应 EPS 分别为 1.20、1.63、2.17 元/股，对应当前股价 PE 分别为 31.9、23.4、17.5 倍。

我们选取宇信科技、长亮科技、高伟达、天阳科技、神州信息等银行 IT 公司作为可比公司。公司 2022-2023 年 PE 估值低于行业可比公司平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：公司 2022-2023 年 PE 估值低于行业可比公司平均水平

证券代码	公司简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
		2022/1/12	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300674.SZ	宇信科技	162.7	4.70	6.22	8.18	34.6	26.2	19.9
300348.SZ	长亮科技	113.7	2.98	3.94	5.21	38.1	28.9	21.8
300465.SZ	高伟达	54.0	2.01	2.61	3.40	26.9	20.7	15.9
300872.SZ	天阳科技	81.3	1.91	2.55	3.40	42.5	31.9	23.9
000555.SZ	神州信息	138.1	5.94	7.56	9.04	23.3	18.3	15.3
	行业平均	110.0	3.51	4.58	5.85	31.3	24.0	18.8
002987.SZ	京北方	85.7	2.69	3.67	4.88	31.9	23.4	17.5

数据来源：Wind、开源证券研究所（京北方盈利预测来自开源证券研究所，宇信科技、长亮科技、高伟达、天阳科技、神州信息盈利预测来自 Wind 一致预期）

5、风险提示

政策推进不及预期；银行 IT 投入不及预期；行业竞争加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	819	2008	2208	2696	3265
现金	366	622	976	1276	1701
应收票据及应收账款	421	563	677	870	960
其他应收款	17	18	36	33	62
预付账款	2	2	4	4	6
存货	7	11	20	22	33
其他流动资产	5	791	496	491	503
非流动资产	72	82	99	123	150
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	66	69	88	113	142
无形资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	5	12	11	10	9
资产总计	890	2089	2307	2819	3415
流动负债	258	313	296	463	597
短期借款	46	0	0	167	238
应付票据及应付账款	8	9	14	17	24
其他流动负债	203	304	281	278	335
非流动负债	2	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	3	3	3	3
负债合计	260	317	298	466	600
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	120	161	225	225	225
资本公积	224	1049	985	985	985
留存收益	286	562	800	1124	1556
归属母公司股东权益	630	1772	2009	2353	2815
负债和股东权益	890	2089	2307	2819	3415

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	184	55	211	179	440
净利润	175	276	269	367	488
折旧摊销	12	13	13	18	25
财务费用	6	-1	-1	4	11
投资损失	-0	-5	-2	-3	-3
营运资金变动	-13	-241	-68	-207	-81
其他经营现金流	5	13	0	-0	-0
投资活动现金流	-7	-618	174	-19	-49
资本支出	8	23	20	24	27
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1	-595	194	4	-22
筹资活动现金流	-28	818	-32	-26	-37
短期借款	-14	-46	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	40	64	0	0
资本公积增加	1	826	-64	0	0
其他筹资现金流	-15	-1	-32	-26	-37
现金净增加额	149	255	353	133	355

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1687	2293	3101	4253	5670
营业成本	1234	1652	2302	3133	4147
营业税金及附加	13	15	21	29	38
营业费用	42	57	74	111	153
管理费用	82	89	118	183	255
研发费用	124	193	273	374	499
财务费用	6	-1	-1	4	11
资产减值损失	0	-3	-37	-30	-40
其他收益	7	14	10	5	0
公允价值变动收益	0	4	0	0	0
投资净收益	0	5	2	3	3
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	190	296	289	398	530
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	190	296	289	398	530
所得税	15	20	20	31	42
净利润	175	276	269	367	488
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	175	276	269	367	488
EBITDA	194	291	278	388	523
EPS(元)	0.78	1.23	1.20	1.63	2.17

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	37.6	35.9	35.3	37.1	33.3
营业利润(%)	125.6	55.7	-2.4	37.8	33.2
归属于母公司净利润(%)	123.9	58.0	-2.6	36.3	33.2
获利能力					
毛利率(%)	26.9	27.9	25.8	26.3	26.9
净利率(%)	10.4	12.0	8.7	8.6	8.6
ROE(%)	27.7	15.6	13.4	15.6	17.3
ROIC(%)	24.7	14.6	12.3	13.5	15.0
偿债能力					
资产负债率(%)	29.2	15.2	12.9	16.5	17.6
净负债比率(%)	-50.8	-35.1	-48.6	-47.1	-52.0
流动比率	3.2	6.4	7.5	5.8	5.5
速动比率	3.1	5.8	7.1	5.5	5.2
营运能力					
总资产周转率	2.2	1.5	1.4	1.7	1.8
应收账款周转率	4.5	4.7	5.0	5.5	6.2
应付账款周转率	164.0	189.7	200.0	200.0	200.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	1.23	1.20	1.63	2.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.25	0.94	0.80	1.96
每股净资产(最新摊薄)	2.80	7.88	8.93	10.46	12.52
估值比率					
P/E	49.1	31.0	31.9	23.4	17.5
P/B	13.6	4.8	4.3	3.6	3.0
EV/EBITDA	42.6	25.2	25.9	18.3	12.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn