

## DDR5 迎来出货拐点，业务发展势头强劲

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年度业绩快报，全年实现营业收入 25.6 亿元，同比增长 40.5%；实现归母净利润 8.3 亿元，同比下降 24.9%。其中 2021 年 Q4 公司业绩表现亮眼：单季度实现营业收入 9.7 亿元，环比增长 11.6%，同比增长 172.9%；实现净利润 3.2 亿元，环比增长 54.8%，同比增长 40.2%。
- **DDR5 增量可期，津逮服务器取得突破性进展。** 公司 2021 年销售额增长稳健，其中 Q4 业绩增长显著，原因主要为：1) 公司 DDR5 内存接口芯片和内存模组配套芯片正式量产出货；2) 津逮 CPU 业务持续发展。
- **DDR5 量产出货，在国际 CPU 龙头的带动下，公司 2022 年有望迎来强劲下游需求。** 互连类芯片 2021 年实现营收 17.2 亿元，同比下降 4.3%，毛利率为 66.7%；其中 Q4 单季度实现营收 6.0 亿元，环比增长 40.0%，同比增长 76.6%，毛利率为 69.2%。公司在全球内存接口芯片市场份额接近五成，其 DDR4 出货稳定，DDR5 已小批量出货，PCIe 4.0/5.0 Retimer 芯片亦在稳步进行客户导入。在元宇宙概念的带动下，能带来更优用户体验的更高性能服务器需求强劲。在国际 CPU 龙头的引领下，DDR5 和 PCIe 5.0 预计将迎来需求爆发。公司正在持续进行 DDR5 第二子代和 PCIe 6.0 Retimer 芯片的研发，PMIC、SPD 和 TS 三类配套芯片的研发也处于发展规划中，随着更高 ASP、更高毛利率的 DDR5 渗透率的提升，公司作为内存接口芯片龙头有望进一步受益。
- **津逮服务器平台落地开花，发展空间广阔。** 津逮服务器平台 2021 年实现营业收入 8.5 亿元，同比增长 2750.9%，毛利率为 10.2%；其中 Q4 单季度实现营收 3.7 亿元。津逮服务器平台前期的市场推广和客户培育成果落地，营收占比大幅提升：2021 年 Q4 营收占比达 38.1%。津逮服务器平台目前主要服务红色市场，机构预测该市场约有 50 亿美金的广阔空间。随着津逮服务器持续迭代，公司在前景广阔的服务器市场的市占率有望进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。** 2021-23 年，预计公司营收分别为 25.6/45.3/62.1 亿元，归母净利润分别为 8.3/13.7/20.2 亿元。考虑到公司在内存接口芯片的领先地位、单价和毛利更高的 DDR5 的进一步放量以及公司与大客户稳定的合作，给予公司 2022 年 75 倍 PE，对应目标价 90.75 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 供应链风险，全球贸易摩擦风险，新冠疫情风险，汇兑损益风险，投资收益及公允价值波动风险。

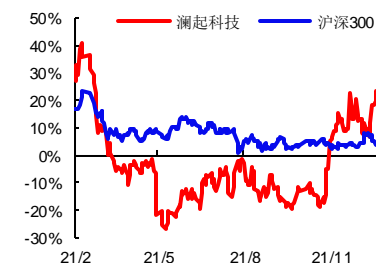
| 指标/年度         | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 1823.67 | 2562.02 | 4529.62 | 6214.68 |
| 增长率           | 4.94%   | 40.49%  | 76.80%  | 37.20%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1103.68 | 829.14  | 1371.37 | 2016.73 |
| 增长率           | 18.31%  | -24.87% | 65.40%  | 47.06%  |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.98    | 0.73    | 1.21    | 1.78    |
| 净资产收益率 ROE    | 13.68%  | 9.68%   | 14.31%  | 18.24%  |
| PE            | 76.29   | 101.83  | 61.57   | 41.86   |
| PB            | 10.46   | 9.86    | 8.81    | 7.64    |

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

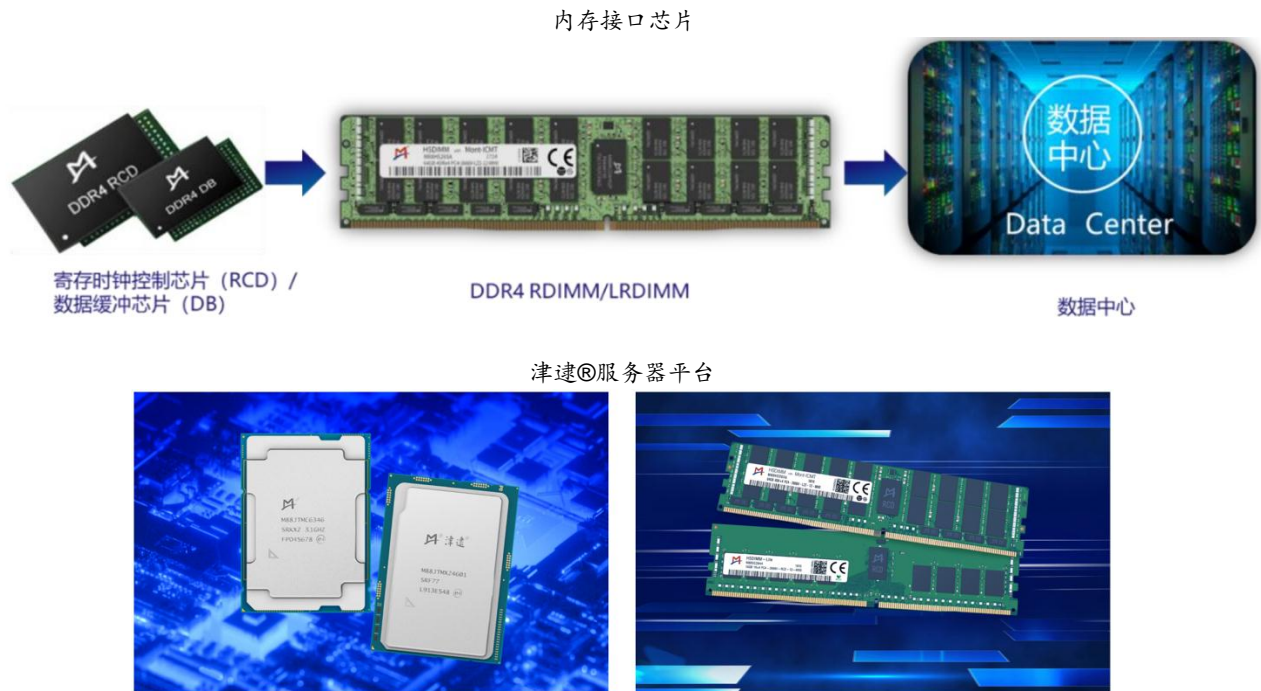
|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 11.33       |
| 流通 A 股(亿股)   | 5.40        |
| 52 周内股价区间(元) | 48.82-96.52 |
| 总市值(亿元)      | 844.29      |
| 总资产(亿元)      | 90.10       |
| 每股净资产(元)     | 7.41        |

### 相关研究

## 1 津逮服务器大幅起量，DDR 产品持续研发迭代

澜起科技股份有限公司成立于 2004 年，于 2019 年 7 月在上交所科创板上市，简称澜起科技（股票代码：688008.SH）。公司是以 **Fabless** 为主要经营模式的国际领先的数据处理及互连芯片设计公司，致力于为云计算和人工智能领域提供高性能、低功耗的芯片解决方案，主营产品包括内存接口、津逮服务器 CPU 以及混合安全内存模组。公司总部设在上海，并在昆山、北京、西安、澳门及美国、韩国等地设有分支机构。公司传统优势的内存接口产品成功打入海力士、三星电子、美光科技、富昌电子、海太半导体、金士顿、淇诺科技、中电器材等国内外客户。

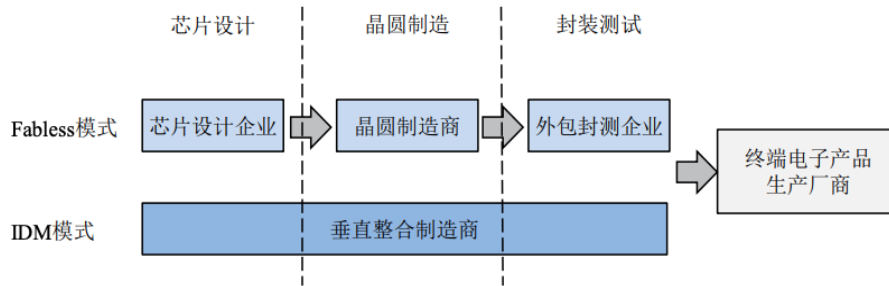
图 1：公司主营业务



资料来源：公司官网，西南证券整理

公司传统互连类芯片持续迭代，**津逮服务器平台**异军突起。澜起科技在内存技术领域有着先进的高速低功耗技术，且随着行业不断发展演变，公司持续迭代，先后推出了 **DDR2/3/4/5 系列内存接口芯片**，包括寄存缓冲器 (RCD，又称“寄存时钟驱动器”) 和数据缓冲器 (DB)，可应用于 RDIMM (寄存式双列直插内存模组) 和 LRDIMM (减载双列直插内存模组)，满足高性能服务器对高速、大容量的内存系统的需求。公司也为 DDR5 系列内存模组提供完整的**内存接口及配套芯片解决方案**。此外，公司还推出了 **PCIe 4.0 Retimer 芯片**，增加高速信号的有效传输距离，该产品荣获第九届“中国电子信息博览会创新奖”。公司 2017 年贡献营收、2021 年上半年规模起量的**津逮服务器平台**具备芯片级实时安全监控功能，可为云计算数据中心提供更为安全、可靠的运算。2020 年，公司第二代津逮 CPU 成功打入新华三、长城超云、宝德、联想等多家服务器厂商，并助其研发出了适合各个客户的新款服务器机型。津逮 CPU 也凭借其强大的综合数据处理及计算力支撑荣获 2020 年“‘中国芯’年度重大创新突破产品”奖。此后，公司仍持续研发迭代，于 2021 年 4 月推出了更高性能的第三代津逮 CPU 产品，并开始量产上市。

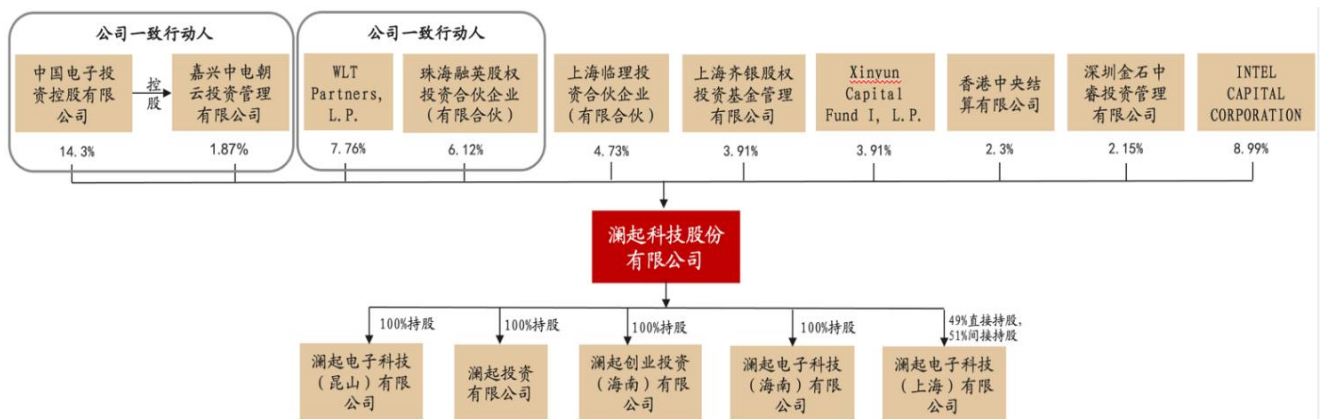
公司目前采用 **Fabless 经营模式**。Fabless 模式在国内半导体行业非常常见,在 Fabless 模式下, IC 设计、晶圆制造、封装分别由专业化的公司分工完成。Fabless 的优点是可以将公司的资源集中分配在集成电路的研发和销售环节,将晶圆制造和封装测试环节外包给相应的代工厂完成,减少了公司对生产厂房和设备的支出,将资金资源更好的集中利用在芯片设计与研发上。

**图 2: 公司 Fabless 商业模式示意图**


资料来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

公司股权较为分散,不存在控股股东和实际控制人;公司管理层具有丰富海内外半导体公司任职经验。澜起科技的股权架构较为分散,不存在控股股东和实际控制人。其中中国电子投资控股有限公司(中电投控)为公司最大股东。公司创始人杨崇和博士和 Stephen Kuong-lo Tai 先生,杨博士于俄勒冈州立大学取得电子与计算机工程学硕士及博士学位,并曾获得美国电气和电子工程师协会院士(IEEE Fellow)、“IEEE CAS 产业先驱奖”和上海市政府“白玉兰荣誉奖”等奖项; Stephen Kuong-lo Tai 先生先后在约翰霍普金斯大学和斯坦福大学取得电子工程学学士和硕士学位,具有 25 年的半导体架构、设计和工程管理经验,且曾任职 Sigmax 和 Marvell。其他多位管理层人员均具有泛林半导体、英特尔、上海贝岭、华虹、华大半导体等海内外半导体公司任职经验。公司管理层丰富的产业经验使得公司具备优秀的技术能力和丰富的产品开发经验,对公司的健康发展有积极影响。

公司子公司众多。公司子公司较多,主要子公司包括全资子公司澜起电子昆山、澜起投资、澜起创投海南、澜起电子海南,控股子公司澜起电子上海等。其中澜起电子昆山和澜起电子上海主营芯片研发及销售,澜起投资从事股权投资及资产管理。

**图 3: 公司股权结构**


资料来源: 公司公告, 西南证券整理 (截至 2021Q3)

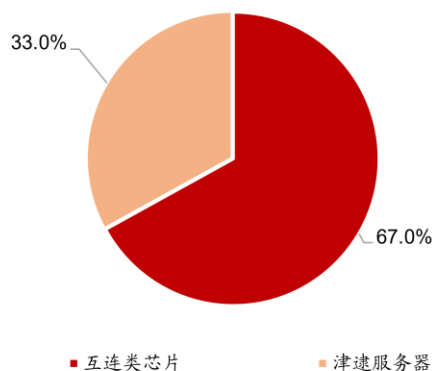
公司覆盖广、力度较大的股权激励兑现，调动团队积极性。为激励员工、绑定员工和公司利益并且助力公司长期发展，澜起科技 2019 年上市后，于 2019 年 10 月提出了首次覆盖面广的限制性股票激励计划，授予 468 名核心管理人员和核心技术人员等共计 165 万股，占当时总股本的 1.46%，员工覆盖面超过当时员工总数的 95%，充分调动员工积极性。该激励计划于 2020 年 6 月实施，公司股权激励的实施和兑现有助于保持核心员工稳定，健全长期发展机制，提升企业市场综合竞争内驱力。

公司的主营业务主要包括：互连类芯片（目前包括内存接口芯片及内存模组配套芯片、PCIe Retimer 芯片等）及津逮服务器平台（包括津逮 CPU 及混合安全内存模组）。

从营收结构来看，2021 年，公司全年实现营业收入 25.6 亿元，同比增长 40.5%。其中，互连类芯片/津逮服务器平台分别实现营业收入 17.2/8.5 亿元，分别同比增长（下降）(4.3%)/2750.1%。2021Q4，公司单季度实现营业收入 9.7 亿元，环比增长 11.6%，同比增长 40.2%，其中互连类芯片产品线实现营业收入 6.0 亿元，环比增长 40.0%，同比增长 76.6%；津逮服务器产品线实现营业收入 3.7 亿元。回顾公司 2021 年经营情况，一方面，公司互连类芯片营收同比略有下滑，主要系由于：1) 2021 年上半年尚处于服务器清库存阶段，公司内存芯片出货量较少；2) 随着英特尔支持 DDR5 内存接口芯片的 CPU 预计在 2022 年 Q2-Q3 推出，DDR4 内存接口芯片进入产品生命周期后期，需求端减弱；3) DDR4 芯片单价下滑叠加美元汇率下跌影响公司以人民币结算的营业收入。2022 年随着 DDR5 内存接口芯片及内存模组配套芯片正式量产出货，预计公司互连类芯片的出货量和单价均将迎来大幅提升。另一方面，公司津逮服务器平台在 2021 年下半年营收增长迅猛，这主要得益于行业持续复苏以及津逮服务器平台产品线的良好表现。

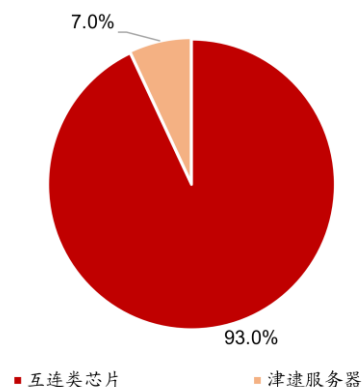
从毛利结构来看，2021 年，公司整体毛利率为 48.1%。主营业务中，互连类芯片/津逮服务器平台毛利润分别为 11.4/0.9 亿元，毛利率分别为 66.7%/10.2%，毛利占比分别约为 93.0%/7.0%。2021 年 Q4，公司单季度综合毛利率约为 48.1%，由于公司毛利率较低的津逮服务器平台产品营收占比大幅提升导致整体毛利率在数值上有所下滑。

图 4：公司 2021 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

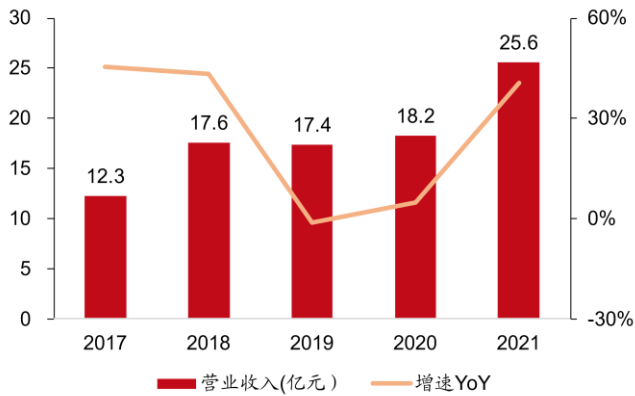
图 5：公司 2021 年主营业务毛利占比



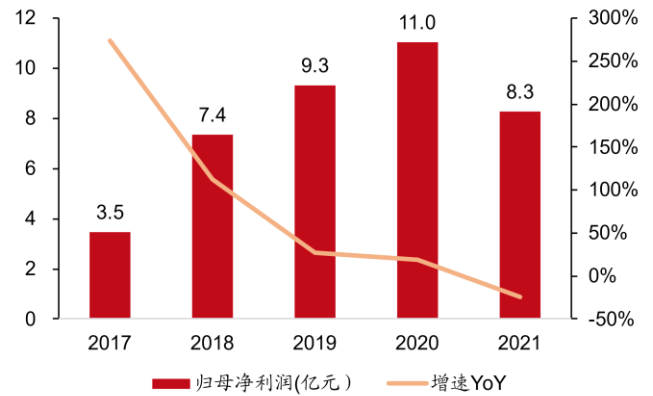
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

津逮服务器平台放量，营业收入大幅上升；由于产品结构变化等因素，归母净利润有一定回调。回顾公司往年的经营情况：2017-2021 年，公司营业收入由 12.3 亿元增至 25.6 亿元，期间年复合增长率约为 20.2%；公司归母净利润由 3.5 亿元增至 8.3 亿元，期间年复合增长率约为 24.3%，公司归母净利润增速高于营收增速。2021 年，公司营业收入为 25.6 亿

元，同比增长 40.5%；归母净利润为 8.3 亿元，同比下降 24.9%。公司归母净利润回调，主要系由于：1) 公司互连类芯片营收和毛利率均有下滑；2) 公司因投资产生的公允价值变动收益及投资收益之和减少；3) 研发投入加大。

**图 6：公司营业收入及增速情况**


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

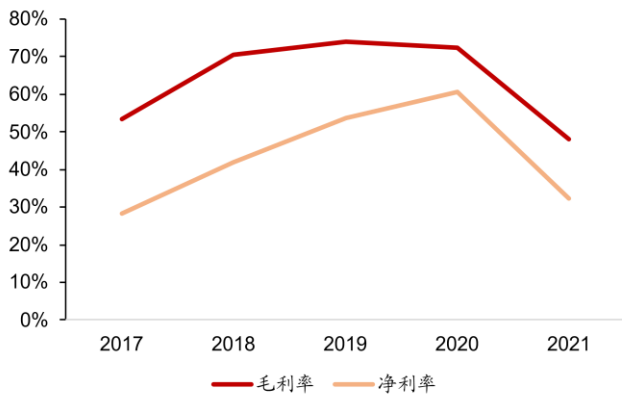
**图 7：公司归母净利润及增速情况**


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

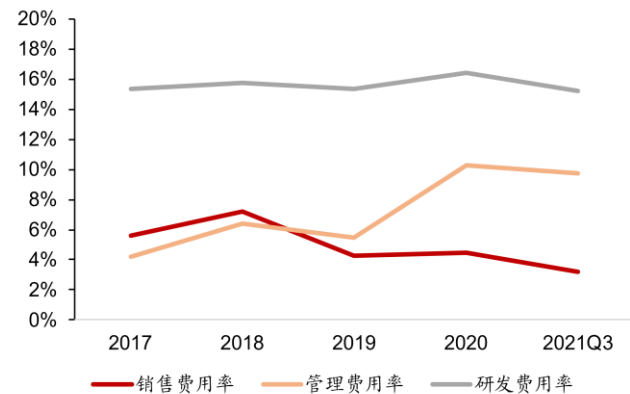
公司盈利能力呈现逐年上升趋势，费用率控制有效。

1) **利润率方面**：2021 年，公司毛利率/净利率分别为 48.1%/32.4%，同比分别下降 24.2pp/28.2pp。公司毛利率和净利率自 2017 年起呈现上升态势，2020 年起，由于毛利率较低的津逮服务器平台的起量以及前文所述原因，公司综合毛利率和净利率有一定下滑。

2) **费用率方面**：2021Q3，公司销售/管理/研发费用率分别为 3.2%/9.7%/15.2%，分别同比增加（下降）(1.4pp)/0.8pp/0.3pp。公司 2021 年三季度研发费用投入同比增长 81.4%，主要是由于公司研发人员增加导致的薪酬增加以及研发工程投入加大导致。

**图 8：公司毛利率和净利率情况**


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

**图 9：公司费用率情况**


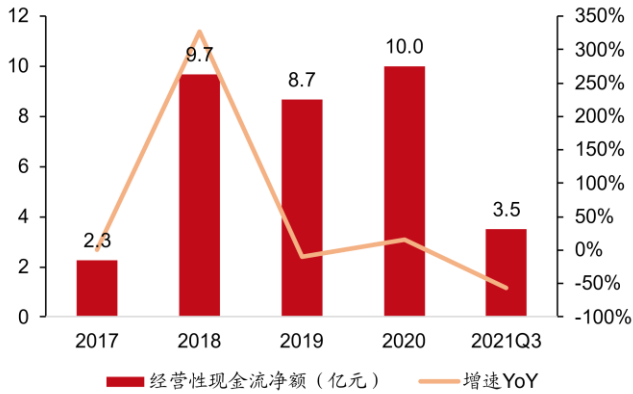
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

经营性现金流净额情况优化。

1) **经营活动现金流净额**：2017-2020 年，公司经营性现金流净额情况优化，2018 年起经营性现金流净额均接近 10 亿。2021Q3，公司三季度经营性现金流金额合计为 3.5 亿元，同比下滑 55.8%，这主要是由于公司净利润减少，同时应收账款相较应付账款增加更多。

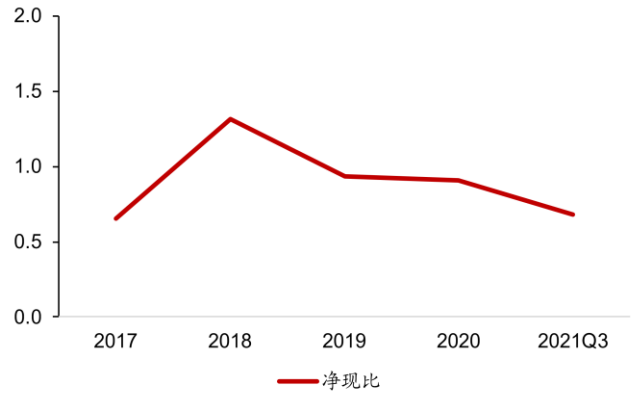
**2) 净现比:** 2017-2020 年, 公司净现比呈现下行趋势, 主要是因为公司经营性现金流净额增速不及公司净利润增速。**2021 Q3**, 公司三季度整体净现比为 0.7, 这是由于公司三季度经营性现金流净额回落较大。

**图 10: 公司经营活动现金流情况及增速**



数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

**图 11: 公司净现比情况**



数据来源: Wind, 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:** 2021 年互连类芯片营业收入为 17.2 亿元。公司于 2021 年 10 月底推出了单价和毛利率比 DDR4 更高的 DDR5 内存接口芯片, 适用于多种应用场景, 由于服务器需求预计将持续旺盛, 公司互连类芯片业务 2022 年有望进一步放量。我们预计公司互连类芯片在 21-23 年销量同比增长(下降)(4.3%)/90.0%/40.0%, 对应毛利率分别为 66.7%/72.0%/74.0%。

**假设 2:** 2021 年津逮服务器平台收入 8.5 亿元, 主要为下半年所贡献, 预计未来增长稳定。我们预计公司津逮服务器平台在 21-23 年销量同比增长 2750.9%/50.0%/30.0%, 对应毛利率分别为 10.2%/12.0%/13.0%。

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: 百万元 |     | 2020A  | 2021E   | 2022E  | 2023E  |
|---------|-----|--------|---------|--------|--------|
| 互连类芯片   | 收入  | 1794.0 | 1716.7  | 3261.7 | 4566.4 |
|         | 增速  | 4.2%   | -4.3%   | 90.0%  | 40.0%  |
|         | 毛利率 | 73.2%  | 66.7%   | 72.0%  | 74.0%  |
| 津逮服务器平台 | 收入  | 29.7   | 845.3   | 1268.0 | 1648.3 |
|         | 增速  | 82.2%  | 2750.9% | 50.0%  | 30.0%  |
|         | 毛利率 | 14.8%  | 10.2%   | 12.0%  | 13.0%  |
| 合计      | 收入  | 1823.7 | 2562.0  | 4529.7 | 6214.7 |

| 单位：百万元 |     | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|-----|-------|-------|-------|-------|
|        | 增速  | 4.9%  | 40.5% | 76.8% | 37.2% |
|        | 毛利率 | 72.3% | 48.1% | 55.2% | 57.8% |

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，分别是北京君正、兆易创新、圣邦股份和聚辰股份，2022年四家公司的Wind一致预期的平均PE为54.56倍，2023年四家公司的Wind一致预期的平均PE为42.92倍。

我们预计2021-2023年，公司的EPS分别为0.73元、1.21元、1.78元，在毛利率更高的DDR5的渗透率提升叠加毛利率较低的津逮服务器平台的营收占比提升的影响下，公司未来三年归母净利润的复合增长率约为22.3%。考虑到公司在内存接口芯片的领先地位、未来单价和毛利更高的DDR5的放量以及公司与国际大客户稳定的合作，我们给予公司2022年75倍PE，对应目标价90.75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   |
| 300223.SZ | 北京君正 | 106.30 | 0.16   | 1.85 | 2.49 | 3.10 | 586.15 | 57.55  | 42.73 | 34.29 |
| 603986.SH | 兆易创新 | 145.04 | 1.87   | 3.30 | 4.28 | 5.39 | 105.76 | 43.92  | 33.86 | 26.93 |
| 300661.SZ | 圣邦股份 | 304.90 | 1.85   | 2.58 | 3.50 | 4.58 | 142.90 | 118.31 | 87.21 | 66.64 |
| 688123.SH | 聚辰股份 | 72.05  | 1.35   | 1.09 | 1.32 | 1.64 | 44.61  | 66.25  | 54.45 | 43.81 |
| 平均值       |      |        |        |      |      |      | 219.86 | 71.51  | 54.56 | 42.92 |

数据来源：Wind, 西南证券整理（数据截至2022.2.10收盘）

## 3 风险提示

- 1) 供应链风险
- 2) 全球贸易摩擦风险
- 3) 新冠疫情风险
- 4) 汇兑损益风险
- 5) 投资收益及公允价值波动风险

**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          | 1823.67        | 2561.99        | 4529.62         | 6214.68         | 净利润               | 1103.68        | 829.14         | 1371.37        | 2016.73        |
| 营业成本          | 505.75         | 1330.21        | 2029.06         | 2621.29         | 折旧与摊销             | 32.27          | 55.21          | 55.25          | 55.29          |
| 营业税金及附加       | 1.93           | 1.28           | 2.26            | 3.11            | 财务费用              | -55.98         | -12.81         | -1.26          | 2.19           |
| 销售费用          | 81.84          | 76.86          | 126.83          | 174.01          | 资产减值损失            | -12.73         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 187.70         | 563.64         | 905.92          | 1242.94         | 经营营运资本变动          | 33.43          | 16.26          | -213.85        | -91.41         |
| 财务费用          | -55.98         | -12.81         | -1.26           | 2.19            | 其他                | -100.56        | -167.82        | 5.92           | -4.86          |
| 资产减值损失        | -12.73         | 0.00           | 0.00            | 0.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>1000.11</b> | <b>719.99</b>  | <b>1217.44</b> | <b>1977.94</b> |
| 投资收益          | 102.49         | 279.21         | 0.00            | 0.00            | 资本支出              | -964.96        | -2.00          | -1.50          | -1.00          |
| 公允价值变动损益      | 160.72         | -100.00        | 0.00            | 0.00            | 其他                | 621.19         | 179.21         | 0.00           | 0.00           |
| 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>-343.77</b> | <b>177.21</b>  | <b>-1.50</b>   | <b>-1.00</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>1198.31</b> | <b>782.02</b>  | <b>1466.80</b>  | <b>2171.15</b>  | 短期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | 6.33           | 104.28         | 0.00            | 0.00            | 长期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>1204.64</b> | <b>886.30</b>  | <b>1466.80</b>  | <b>2171.15</b>  | 股权融资              | 202.17         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 100.96         | 57.16          | 95.43           | 154.41          | 支付股利              | -338.94        | -455.28        | -351.11        | -545.18        |
| 净利润           | 1103.68        | 829.14         | 1371.37         | 2016.73         | 其他                | -202.32        | 156.27         | 26.11          | 27.52          |
| 少数股东损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 0.00            | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-339.09</b> | <b>-299.00</b> | <b>-325.00</b> | <b>-517.65</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 1103.68        | 829.14         | 1371.37         | 2016.73         | <b>现金流量净额</b>     | <b>82.75</b>   | <b>598.20</b>  | <b>890.94</b>  | <b>1459.28</b> |
|               |                |                |                 |                 |                   |                |                |                |                |
| 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          | 5474.59        | 6072.79        | 6963.73         | 8423.02         | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 93.85          | 138.81         | 240.12          | 329.95          | 销售收入增长率           | 4.94%          | 40.49%         | 76.80%         | 37.20%         |
| 存货            | 186.54         | 599.62         | 998.77          | 1289.30         | 营业利润增长率           | 22.37%         | -34.74%        | 87.57%         | 48.02%         |
| 其他流动资产        | 904.76         | 911.65         | 945.71          | 973.87          | 净利润增长率            | 18.31%         | -24.87%        | 65.40%         | 47.06%         |
| 长期股权投资        | 72.74          | 72.74          | 72.74           | 72.74           | EBITDA 增长率        | 29.10%         | -29.81%        | 84.47%         | 46.54%         |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 0.00            | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 985.50         | 938.36         | 890.68          | 842.45          | 毛利率               | 72.27%         | 48.08%         | 55.20%         | 57.82%         |
| 无形资产和开发支出     | 10.25          | 4.46           | -1.33           | -7.12           | 三费率               | 11.71%         | 24.50%         | 22.77%         | 22.84%         |
| 其他非流动资产       | 691.21         | 690.93         | 690.65          | 690.37          | 净利率               | 60.52%         | 32.36%         | 30.28%         | 32.45%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>8419.44</b> | <b>9429.35</b> | <b>10801.07</b> | <b>12614.57</b> | ROE               | 13.68%         | 9.68%          | 14.31%         | 18.24%         |
| 短期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 0.00            | ROA               | 13.11%         | 8.79%          | 12.70%         | 15.99%         |
| 应付和预收款项       | 212.50         | 623.57         | 928.35          | 1196.60         | ROIC              | 169.27%        | 63.67%         | 107.20%        | 131.78%        |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 0.00            | EBITDA/销售收入       | 64.41%         | 32.18%         | 33.57%         | 35.86%         |
| 其他负债          | 136.69         | 241.88         | 288.56          | 362.25          | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>349.19</b>  | <b>865.45</b>  | <b>1216.91</b>  | <b>1558.85</b>  | 总资产周转率            | 0.23           | 0.29           | 0.45           | 0.53           |
| 股本            | 1129.81        | 1132.82        | 1132.82         | 1132.82         | 固定资产周转率           | 3.60           | 2.67           | 4.96           | 7.19           |
| 资本公积          | 4901.65        | 4901.65        | 4901.65         | 4901.65         | 应收账款周转率           | 16.63          | 24.36          | 26.64          | 24.12          |
| 留存收益          | 2158.57        | 2529.43        | 3549.69         | 5021.25         | 存货周转率             | 1.82           | 2.83           | 2.29           | 2.13           |
| 归属母公司股东权益     | 8070.25        | 8563.90        | 9584.16         | 11055.72        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 102.04%        | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 0.00            | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>8070.25</b> | <b>8563.90</b> | <b>9584.16</b>  | <b>11055.72</b> | 资产负债率             | 4.15%          | 9.18%          | 11.27%         | 12.36%         |
| 负债和股东权益合计     | 8419.44        | 9429.35        | 10801.07        | 12614.57        | 带息债务/总负债          | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          |
|               |                |                |                 |                 | 流动比率              | 28.17          | 10.59          | 8.67           | 8.05           |
|               |                |                |                 |                 | 速动比率              | 27.38          | 9.77           | 7.72           | 7.11           |
|               |                |                |                 |                 | 股利支付率             | 30.71%         | 54.91%         | 25.60%         | 27.03%         |
| 业绩和估值指标       | 2020A          | 2021E          | 2022E           | 2023E           | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
| EBITDA        | 1174.60        | 824.42         | 1520.80         | 2228.63         | 每股收益              | 0.98           | 0.73           | 1.21           | 1.78           |
| PE            | 76.29          | 101.83         | 61.57           | 41.86           | 每股净资产             | 7.12           | 7.56           | 8.46           | 9.76           |
| PB            | 10.46          | 9.86           | 8.81            | 7.64            | 每股经营现金            | 0.88           | 0.64           | 1.07           | 1.75           |
| PS            | 46.30          | 32.95          | 18.64           | 13.59           | 每股股利              | 0.30           | 0.40           | 0.31           | 0.48           |
| EV/EBITDA     | 65.70          | 93.15          | 49.91           | 33.40           |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.40%          | 0.54%          | 0.42%           | 0.65%           |                   |                |                |                |                |

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      |
|    | 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  |
|    | 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     |
|    | 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 | 郑龔  | 销售经理    | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 陈慧玲 | 销售经理    | 18500709330  | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 杨新意 | 销售经理    | 17628609919  | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理    | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |