

双轮驱动模拟业务，平台深化竞争壁垒

投资要点

- **业绩总结:** 2021年，公司实现营业收入13.3亿元，同比增长134.1%；实现归母净利润4.4亿元，同比增长141.3%，剔除股份支付费用影响后，归属于上市公司股东的净利润为5.9亿元，同比增长180.4%。
- **信号链类产品稳定增长，电源管理类产品大幅攀升。** 2021: 1) 从营收端来看，公司信号链类产品保持稳健增长，营收约10.3亿元，同比增长88.6%，收入占比为77.5%；电源类模拟芯片实现收入3.0亿元，增速高达1276.3%，收入占比提高至22.5%，主要原因是电源类新产品不断投放市场。2) 从利润端来看，由于毛利率相对较低的电源管理芯片产品收入占比快速提高，使得2021年公司综合毛利率略微下降至60.5%，同比下降0.7pp；净利率为33.5%，同比增长1.1pp。3) 从费用端来看，公司销售费用率为4.3%，同比上升0.2pp；管理费用率为4.9%，同比下降1.1pp；研发费用率为22.7%，同比增加1.1pp。
- **行业国产替代空间广阔，公司加大研发夯实地位。** WSTS预测2022年全球模拟IC规模将达到711.8亿美金，其中中国销售额占比超43%，但国产化率仍不足15%。公司身为少数深耕信号链的本土模拟公司之一，具备料号丰富、技术领先、工艺差异化等优势。在国产市占率较高的优势下，公司仍在加大研发、丰富料号: 2021年公司研发投入同比增长145.6%，研发人员数量同比增长95.0%，年增料号400款达到累计1600余款。预计未来公司信号链芯片竞争力将进一步提升，叠加电源管理IC的协同，公司有望夯实模拟IC国产龙头地位。
- **公司积极优化下游结构，打造平台有利于产品迭代和深化壁垒。** 公司业务以更高端的通讯和工控业务为主，其营收占比约九成。2021年，公司实现了首颗汽车级高压精密放大器和首款多通道数字隔离器的量产。此外公司亦在布局隔离+车规两大通用型平台，待其发展成熟，未来模拟IC、MCU、数模混合产品均有望贴附于平台上进行研究和迭代，公司有望进一步深化自身竞争壁垒。
- **盈利预测与投资建议:** 公司在国内市占率较高的优势下仍在加大研发投入，电源管理IC业务亦将加速协同效应，预计2022-2024年，公司EPS分别为7.52/10.32/13.70元，对应PE分别为83/60/45倍。我们持续看好公司在国内模拟芯片领域的地位，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 技术研发进展不达预期；下游需求放缓；客户导入进展不达预期。

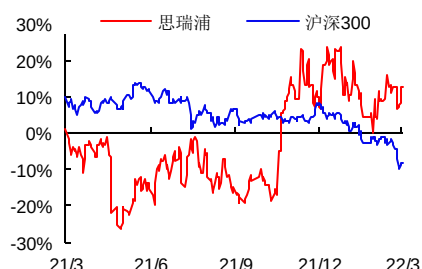
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1325.95	2048.57	2764.54	3393.50
增长率	134.06%	54.50%	34.95%	22.75%
归属母公司净利润(百万元)	443.54	603.74	828.12	1099.27
增长率	141.32%	36.12%	37.17%	32.74%
每股收益EPS(元)	5.53	7.52	10.32	13.70
净资产收益率ROE	13.97%	16.19%	18.18%	19.44%
PE	113	83	60	45
PB	15.71	13.38	10.95	8.82

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)	0.80
流通A股(亿股)	0.43
52周内股价区间(元)	535.88-926.99
总市值(亿元)	498.99
总资产(亿元)	34.42
每股净资产(元)	39.58

相关研究

1. 思瑞浦 (688536): 业绩持续增长，电源管理芯片表现亮眼 (2021-08-06)

1 国内模拟芯片领军企业，业绩成长势头强劲

思瑞浦成立于 2012 年 4 月，2020 年 9 月于上海科创板上市，是一家专注于模拟集成电路产品研发和销售的集成电路设计企业。公司始终坚持研发高性能、高质量和高可靠性的集成电路产品，包括信号链模拟芯片、电源管理模拟芯片和数模混合模拟前端，并逐渐融合嵌入式处理器。目前，公司业务以信号链模拟芯片为主，同时在电源管理模拟芯片方向发力，其中，信号链模拟芯片业务主要包括线性产品、转换器产品和接口产品，电源管理模拟芯片业务涵盖线性稳压器、电源监控产品及其他电源管理产品。截至 2021 年，公司产品型号累计超过 1600 个，旗下许多核心产品的综合性能已经达到了国际标准，是国内少数实现通信系统模拟芯片技术突破的企业之一。

表 1：公司业务及产品分类

业务类别		具体产品	应用领域
信号链模拟芯片	线性产品	低功耗运算/纳安运算/高压运算/零漂运算/低噪运算/高速运算/电流检测放大器；音频放大器；标清视频/高清视频放大器；比较器；模拟开关（LV/HV SWITCH）等	通讯基站，工业类电表、烟感等，安防监控， 高清电视等
	转换器产品	高速转换器、高精度转换器、ADC/DAC 等	工业、通讯、医疗领域
	接口产品	RS232、RS485、I2C Level Shift、MLVDS 等	安防、通讯行业等
电源管理模拟芯片	线性稳压器	低功耗/低噪声线性稳压器等	通讯基站，图像传感器，工业类电表、烟感等
	电源监控产品	电源时序控制器、看门狗、上电复位产品等	电压域电子设备，工业控制器等
	其他电源管理产品	开关型电压转换器、马达驱动器等	通讯、工业和医疗应用

数据来源：公司公告，西南证券整理

下游主要为门槛较高领域，客户进一步拓宽。公司产品应用领域包括信息通讯、工业控制、电子汽车、监控安全、医疗健康、仪器仪表和消费，公司凭借其优秀的技术研发能力、突出的产品性能以及优质的客户服务，成为了各领域龙头客户的供应商。2021 年，公司获得中兴通讯颁发的“同心协力奖”，哈啰出行“最佳科技协同奖”，成为杭州万隆光电 2021 年度战略合作伙伴、英博尔电器 2021 年度优秀战略合作伙伴、安克创新 2021 核心合作伙伴等奖项。此外，公司在通讯、泛工业及绿色能源等多个应用领域的市场拓展取得丰硕成果，与 Samsung、中维电子、Maytronics、群光电子、明维及飞宏等国内外多家优质客户达成合作，产品应用领域不断拓宽。未来，公司有望凭借其多方面优势进一步提升经营业绩和行业地位。

表 2：公司业务领域及客户布局

业务领域	产品举例	客户资源
信息通讯	光网络、中继器、基站、服务器、路由、网关、无线终端	中兴、立讯电子、光迅
工业控制	变频器、无人机、马达驱动、机器人、可编程逻辑控制	汇川技术、科沃斯、石头世纪、海尔
汽车电子	逆变器、电源模块、电力设备	澳仕达、科岛微、宁德时代
监控安全	数字视频记录、红外图像、图像处理与传输、变焦控制	海康威视、大华科技、浙江宇视
医疗健康	血氧仪、血压仪、红外测温仪、心电图与病人监控仪	柯顿电子、鱼跃医疗、北京怡成、三诺生物
仪器仪表	测试测量设备、万用表、示波器、热表、气表、水表	深圳新威、联迪、新大陆、昆仑通态
消费及其他	空调、网络机顶盒、厨房抽油烟机、无线充电	长虹、哈曼、科大讯飞

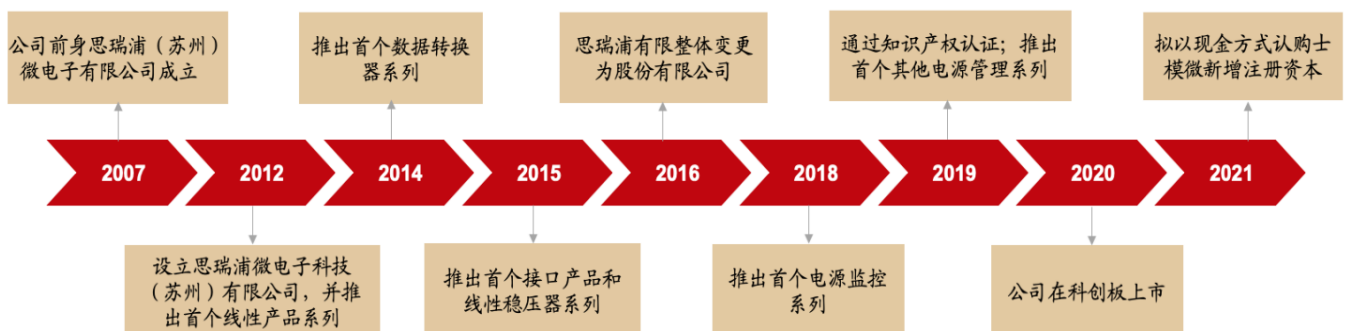
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司采用 **Fabless 经营模式**。目前集成电路企业采用的经营模式可以分为 IDM 模式和 Fabless 模式。思瑞浦受制于自身体量，选择前期以 Fabless 经营模式为主，该模式所需投资规模小，客户需求响应速度快，有助于公司集中资源专注于模拟芯片的研发和销售，及时追踪市场需求，推出适合市场发展的新产品，待公司发展壮大之后再逐步转向 IDM 模式。此外，公司采用经销和直销并行的商业模式，在与龙头客户的合格供应商开展双边合作的同时，还与业内资深电子元器件经销商建立了合作关系，通过直销模式与客户紧密联动，通过经销模式扩大产品影响力，为终端客户提供更优质的产品和服务支持，提高公司市占率。

公司发展历程可以分为以下三个阶段：

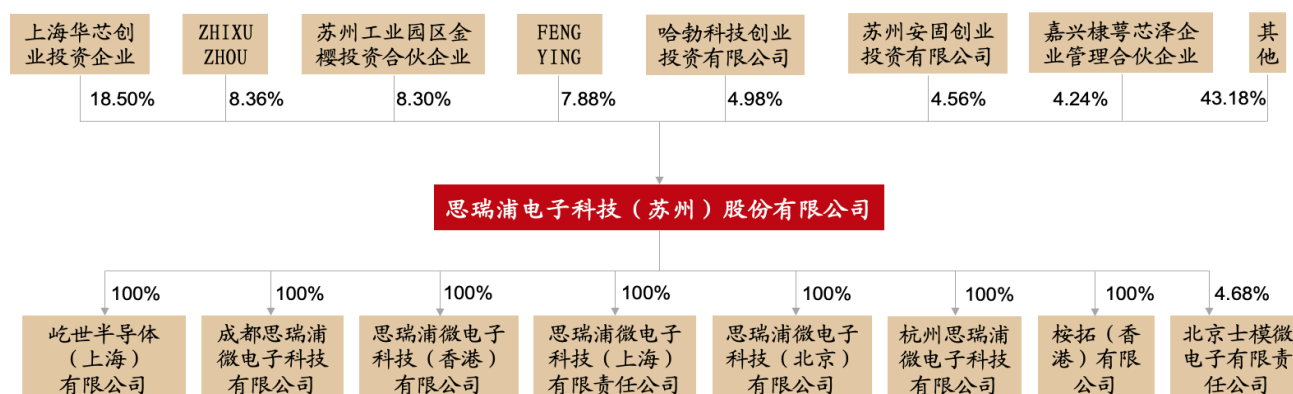
- **2007-2016 年：起步积累，产品类目逐渐完善。**公司自成立以来，坚持对信号链模拟芯片和电源管理模拟芯片两大类产品线进行持续开发。在该阶段，公司陆续推出了首个线性产品系列（2012）、首个数据转换器系列（2014）、首个接口产品、线性稳压器系列（2015），并不断丰富其电源监控产品和其他电源管理产品。
- **2017-2019 年：快速成长，产品及技术获得市场认可。**2017 年，公司产品数据转换器（TPC116S1）获评最佳、智能硬件获杰出市场表现奖。第七届集成电路产业创新大会上，公司获评 2017-2018 年度中国集成电路设计最具影响力企业奖及中国半导体最佳市场表现奖（高精度数模转换器）。2018 年，推出首个电源监控系列。2019 年顺利通过知识产权认证，推出首个其他电源管理系列。在该阶段，公司积极拓展产品类目，其产品和技術深受市场认可，荣获系列奖项，行业影响力不断增强。
- **2020 年至今：成功上市，加大产品和项目投入。**2020 年 9 月 21 日，公司于科创板成功上市，筹集资金主要用于模拟集成电路产品开发与产业化项目和研发中心建设项目。2021 年 2 月，公司拟以现金方式对北京士模微电子有限责任公司增资，计划在 ADC/DAC 等高性能芯片产品的设计及销售方面实现优势互补和战略协同。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

公司暂无实际控制人。截至 2021 年，持股份额最大股东为上海华芯创业投资企业，占总股本比例 18.5%，其余依次为 ZHIXU ZHOU（8.36%）、苏州工业园区金樱投资合伙企业（8.30%）、FENG YING（7.88%）、哈勃科技投资有限公司（4.98%）苏州安固创业投资有限公司（4.56%）以及嘉兴棣萼芯泽投资管理企业（4.24%）。其中，ZHIXU ZHOU 和 FENG YING 为公司创始人，合计持股 16.24%。整体上，公司股权较为集中，前五大股东共持有 48.02% 股权，有利于公司长期稳定发展，但公司目前暂无实际控制人，经营决策由各方共同讨论决定。

图 2：公司股权结构


资料来源：Wind，西南证券整理（截至 2021 年年报）

公司核心成员均具备工科高等教育背景、卓越的专业技术能力以及在国际 TMT 公司的工作、管理经验。公司创始人、董事长周之栩先生具有世界一流学府工科博士学位和工程师任职经历。公司学术氛围和工程师文化浓厚。核心成员的国际化背景有助于为公司带来全球最先进的视角，他们的相关专业学历以及在业内丰富的工作和管理经验有利于做出对行业方向正确、迅速的判断以及制定出有利于公司长期发展的决策。

表 3：部分公司董事、管理层和核心技术人员学术背景和工作经历

	职位	出生年份	国籍	教育背景	任职经历
ZHIXU ZHOU (周之栩)	董事长、总经理	1968	美国	美国亚利桑那州立大学电子工程专业学士、硕士和博士	摩托罗拉公司（2004 年变更为飞思卡尔半导体公司），历任器件与工艺研发工程师、高级工程师、主任研究员、模拟电路设计主任工程师、科技委员会委员、科技委员会资深委员
FENG YING (应峰)	董事、副总经理、首席技术官	1969	美国	浙江大学物理学学士；中国科学院物理所物理学硕士；美国密西根大学电子工程硕士；美国德克萨斯大学达拉斯分校微电子博士	德州仪器 混合数字 IC 设计部门技术经理；C2 Microsystems Inc. 设计总监
何德军	董事、新技术总监（历任主任工程师、设计总监）	1976	中国	浙江大学信息电子技术学士	华芯微 工程师；凯明 工程师；Atmel Corporation 工程师
HING WONG (黄庆)	董事	1962	美国	美国加州大学学士、博士	IBM 工程师；Chromatic Research Inc 资深工程师；SiliconAccess Networks 亚太区商务副总经理；Silicon Federation 资深咨询顾问；华登投资咨询 董事总经理
王林	董事	1979	中国	杭州电子科技大学学士；浙江大学硕士	三星半导体（中国）工程师、高级工程师、技术企划经理；华登投资咨询上海分公司 投资经理、投资总监、副总裁、合伙人
吴建刚	设计总监	1978	中国	东南大学微电子与固体电子学学士；清华大学微电子与固体电子学博士	展讯通信（上海）有限公司 模拟电路设计副总监

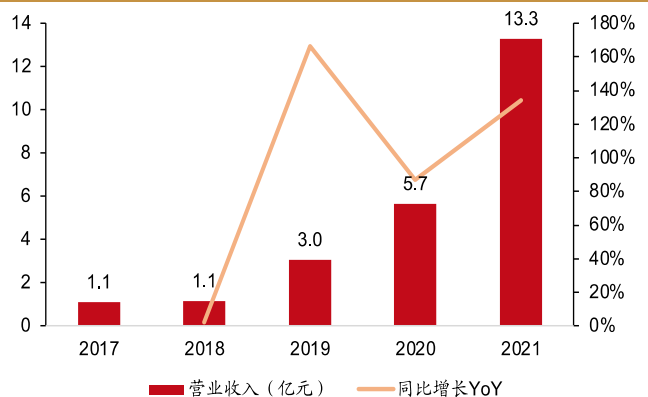
	职位	出生年份	国籍	教育背景	任职经历
朱一平	质量经理、 质量副总监	1981	中国	上海交通大学信息工程学士；清 华大学微电子博士	美国佛罗里达大学 博士后研究员；美国加州 大学伯克利分校 博士后研究员；华东师 范大学 副研究员

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

员工持股平台绑定公司发展与员工利益，股权激励调动团队积极性，考核目标彰显公司信心。为激励员工、绑定员工和公司利益并且助力公司长期发展，公司设立棣萼芯泽为其员工持股平台，截至 2021 年底持有公司共 4.24% 的股份。此外，公司分别于 2020 年底和 2021 年底实施了股权激励，分别授予 192 名/259 名骨干人员共计 93 万股/102 万股限制性股票，占授予前公司总股本的 1.2%/1.3%。考核业绩方面，公司 2020 年的股权激励将 2020/2021/2022 年的营收目标分别定在 5.5/7.4/10.4 亿元，根据实际业绩情况，20 年和 21 年考核目标均已达标。2021 年的股权激励预案中将 2021/2022/2023 年业绩考核目标分别提升至 12.0/17.0/22.8 亿元，对应业绩同比增速分别为 112.0%/41.7%/34.1%，其中 2021/2022 年的业绩考核目标分别提升了 62.2%/63.5%，2020-2023 年考核目标的 CAGR 达 60.6%，彰显公司发展信心。公司多次对其技术骨干和业务骨干实施股权激励，有利于留住优秀人才，充分调动团队积极性，促使各方共同推动公司长远持续发展。

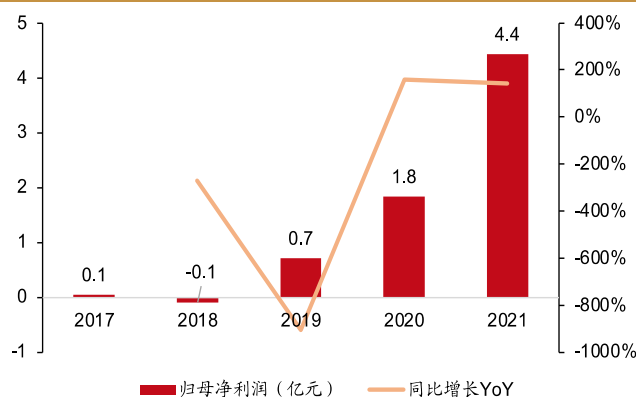
回顾公司近五年的经营情况：2017-2021 年，随着新产品的开发以及新客户的导入，公司营业收入由 1.1 亿元增至 13.3 亿元，CAGR 近 86.5%，归母净利润由 0.1 亿元增至 4.4 亿元，CAGR 为 157.6%，其中 2018 年归母净利润为负主要系研发费用大幅增加所致。2021 年，公司营收同比增长 134.1%，归母净利润同比增长 141.3%，主要得益于信号链类模拟芯片和电源类模拟芯片销售双双提升。

图 3：2017-2021 公司营业收入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2017-2021 公司归母净利润情况

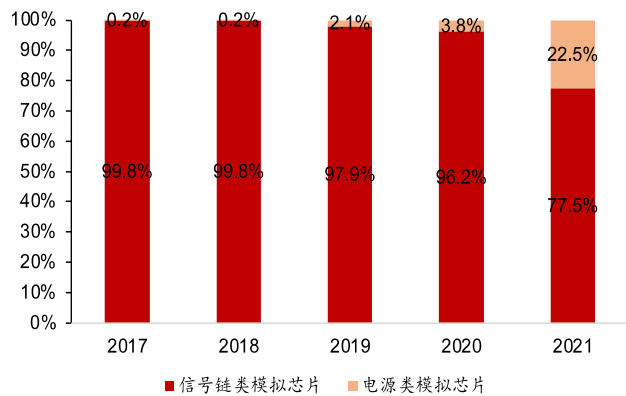


数据来源：Wind，西南证券整理

公司主营业务包括信号链类模拟芯片和电源类模拟芯片。（1）从营收结构来看，2021 年，在半导体行业景气度持续向好的背景下，公司信号链与电源管理产品销量同比均大幅增长，使得信号链产品收入稳健增长，电源管理产品收入快速提升。2021 年，公司信号链类模拟芯片销售收入 10.3 亿元，同比增长 88.6%，营业收入占比 77.5%，是公司营收的主要来源；电源类模拟芯片销售实现收入 3.0 亿元，同比增长 1276.3%，业绩大幅攀升，营业收入占比增加至 22.5%，随着公司加大投入力度，新产品不断投放市场，该业务公司未来营收有望继续增长，营收结构将持续优化。（2）从毛利结构来看，2021 年，公司信号链芯片产

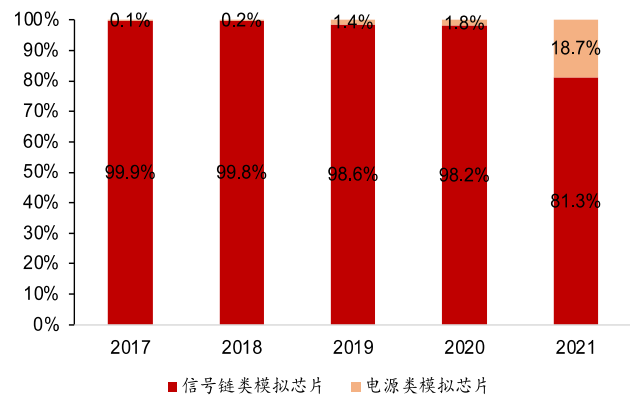
品毛利率为 63.5%，同比提高 1.0pp，毛利占比 81.3%；随着电源管理芯片新产品的陆续推出及部分高性能产品销量增加，带动了电源管理产品毛利率的提高，电源管理芯片产品毛利率为 50.4%，同比提高 21.1pp，毛利占比 18.7%。

图 5：公司主营业务营收结构



数据来源：Wind，西南证券整理

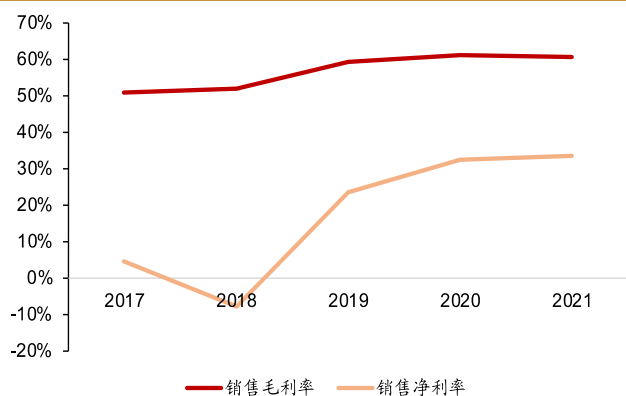
图 6：公司主营业务毛利结构



数据来源：Wind，西南证券整理

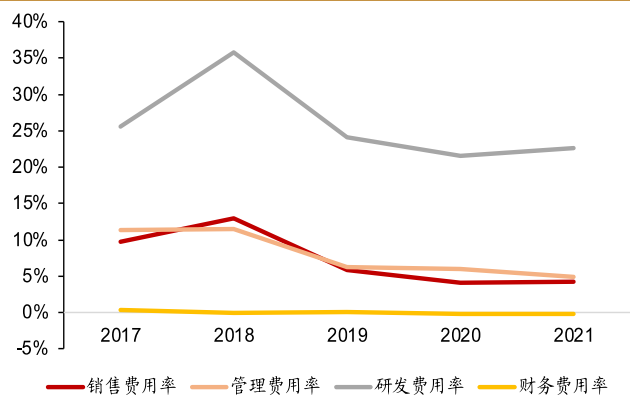
盈利能力持续提升，研发投入保持较高水平。（1）**利润率方面：**2021 年，由于毛利率相对较低的电源管理芯片产品收入占比快速提高，使得公司综合毛利率略微下降，全年毛利率为 60.5%，同比下降 0.7pp；净利率为 33.5%，同比增长 1.1pp。近年来，公司毛利率和净利率呈上升态势，表明其盈利能力逐渐增强。（2）**费用率方面：**2021 年，公司销售费用率为 4.3%，同比上升 0.2pp；管理费用率为 4.9%，同比下降 1.1pp；研发费用率为 22.7%，同比增加 1.1pp；财务费用率为 -0.2%，同比下降 0.1pp；综合费用率为 31.6%，与去年同期持平，公司整体费用率水平控制较好，表明公司运营管理效率提高。此外，公司继续加大研发投入，进一步壮大研发团队，补足关键研发能力，2021 年，公司研发投入达 3 亿元，同比增长 145.6%，研发技术人员数量增加至 275 人，同比增长 95.0%，占公司员工总数 69.6%，同比提高 4.0pp。

图 7：公司毛利率和净利率情况



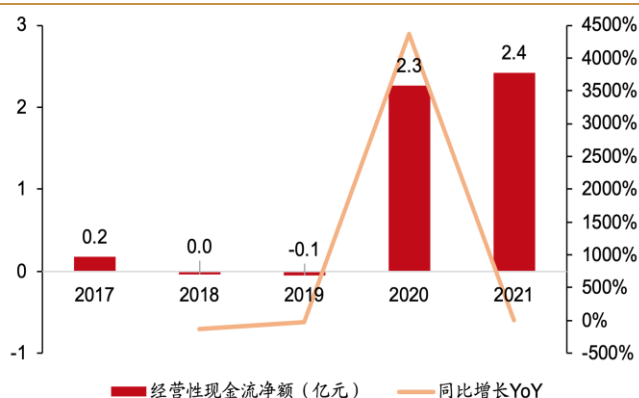
数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司费用率情况

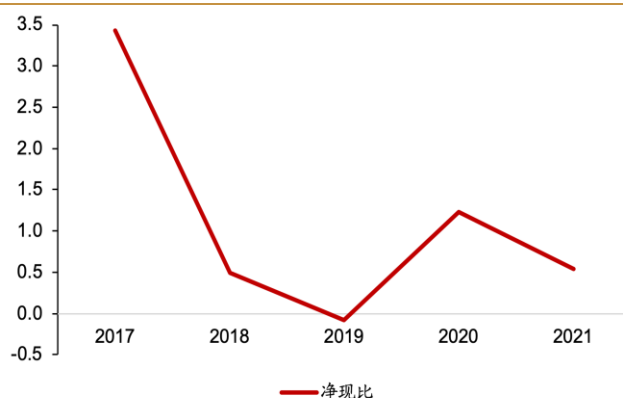


数据来源：Wind，西南证券整理

经营性现金流净额和净现比下降，不影响公司长期经营质量。（1）经营活动现金流：2017-2019 年，公司经营活动现金流净额逐年递减，从 0.2 亿元减少至-0.1 亿元，而在 2020 年出现跳跃式增长，达到 2.3 亿元；2021 年，公司经营性现金流净额为 2.4 亿元，同比增长 6.8%。（2）净现比：2017-2019 年，公司净现比呈断崖式下跌，而 2020 年公司利润高增，净现比同比大幅好转，达 1.2；2021 年，公司净现比为 0.5，主要受经营性现金流减少影响。

图 9：公司经营活动现金流情况及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：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：公司已成为信号链类模拟芯片国内龙头，在公司大力研发投入下，信号链芯片业务预计将会稳定增长。我们预计公司 2022-2024 年信号链类芯片销量同比增长 50.0%、30.0%、20.0%，对应毛利率分别为 63.0%、63.5%、64.0%。

假设 2：公司电源管理类芯片在 2021 年高速增长，预计未来将有所放缓，随着电源管理芯片业务趋于成熟，其毛利率预计将略有波动，但将逐渐趋近约 50% 的水平。我们预计公司 2022-2024 年电源管理芯片销量同比增长 70.0%、50.0%、30.0%，对应毛利率分别为 47.5%、49.0%、50.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入毛利率如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
信号链类 模拟芯片	收入	1027.7	1541.6	2004.1	2404.9
	增速	88.6%	50.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	63.5%	63.0%	63.5%	64.0%
电源管理类 模拟芯片	收入	298.2	507.0	760.5	988.6
	增速	1276.3%	70.0%	50.0%	30.0%
	毛利率	50.4%	47.5%	49.0%	50.0%

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
合计	收入	1325.9	2048.6	2764.5	3393.5
	增速	134.1%	54.5%	34.9%	22.8%
	毛利率	60.5%	59.2%	59.5%	59.9%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取了四家主流可比公司，分别是圣邦股份、芯海科技、上海贝岭和华润微，其 2022 年 Wind 一致预期的平均 PE 为 45 倍，2023 年 Wind 一致预期的平均 PE 为 35 倍。

我们预计 2022-2024 年，公司的 EPS 分别为 7.52 元、10.32 元、13.70 元，未来三年归母净利润的复合增长率将保持 35% 以上。公司在国内市占率较高的优势下仍在加大研发投入，电源管理 IC 业务亦将加速协同效应。我们持续看好公司在国内模拟芯片领域的地位，维持“买入”评级。

表 5：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
300661.SZ	圣邦股份	328.00	1.85	2.71	3.69	4.85	142.90	121.19	88.77	67.61
688595.SH	芯海科技	83.60	0.89	1.95	1.95	2.73	72.63	43.04	42.96	30.69
600171.SH	上海贝岭	20.40	0.75	0.91	1.00	1.19	18.70	22.41	20.46	17.11
688396.SH	华润微	56.63	0.85	1.96	2.21	2.48	78.85	32.50	28.88	25.65
平均值							78.27	54.79	45.27	35.26

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2022.3.14 收盘）

3 风险提示

- 1) 技术研发进展不达预期；
- 2) 下游需求放缓；
- 3) 客户导入进展不达预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1325.95	2048.57	2764.54	3393.50	净利润	443.54	603.74	828.12	1099.27
营业成本	523.36	836.55	1119.33	1360.07	折旧与摊销	18.93	6.69	7.03	7.28
营业税金及附加	10.25	14.75	19.35	23.75	财务费用	-3.24	0.82	0.83	1.02
销售费用	56.52	83.99	110.58	135.74	资产减值损失	-2.56	0.00	0.00	0.00
管理费用	65.04	512.14	691.13	780.50	经营营运资本变动	-227.91	-155.57	-161.68	-155.41
财务费用	-3.24	0.82	0.83	1.02	其他	12.99	-0.73	-1.49	-1.21
资产减值损失	-2.56	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	241.74	454.94	672.81	950.96
投资收益	59.01	0.00	0.00	0.00	资本支出	-37.76	-2.00	-1.50	-1.00
公允价值变动损益	1.40	1.26	1.30	1.29	其他	-1408.87	1.26	1.30	1.29
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1446.63	-0.74	-0.20	0.29
营业利润	445.55	601.57	824.62	1093.70	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.47	0.05	0.02	0.02	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	445.09	601.62	824.64	1093.72	股权融资	173.55	0.00	0.00	0.00
所得税	1.55	-2.12	-3.49	-5.55	支付股利	-16.96	-49.28	0.00	0.00
净利润	443.54	603.74	828.12	1099.27	其他	-153.06	-12.22	1.29	1.55
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	3.53	-61.49	1.29	1.55
归属母公司股东净利润	443.54	603.74	828.12	1099.27	现金流量净额	-1201.89	392.71	673.91	952.80
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	297.37	690.07	1363.98	2316.78	成长能力				
应收和预付款项	407.80	561.65	774.36	957.70	销售收入增长率	134.06%	54.50%	34.95%	22.75%
存货	146.42	273.82	352.33	428.00	营业利润增长率	146.13%	35.02%	37.08%	32.63%
其他流动资产	2370.19	2371.35	2373.16	2374.91	净利润增长率	141.32%	36.12%	37.17%	32.74%
长期股权投资	35.16	35.16	35.16	35.16	EBITDA 增长率	143.92%	32.05%	36.68%	32.38%
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	57.20	55.07	52.09	48.37	毛利率	60.53%	59.16%	59.51%	59.92%
无形资产和开发支出	16.35	14.08	11.81	9.55	三费率	8.92%	29.14%	29.03%	27.03%
其他非流动资产	111.44	111.16	110.87	110.58	净利率	33.45%	29.47%	29.96%	32.39%
资产总计	3441.92	4112.36	5073.77	6281.06	ROE	13.97%	16.19%	18.18%	19.44%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.89%	14.68%	16.32%	17.50%
应付和预收款项	213.31	334.98	452.84	547.94	ROIC	130.30%	97.10%	97.96%	103.40%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.79%	29.73%	30.11%	32.47%
其他负债	52.96	49.16	64.59	77.51	营运能力				
负债合计	266.27	384.14	517.43	625.45	总资产周转率	0.43	0.54	0.60	0.60
股本	80.24	80.24	80.24	80.24	固定资产周转率	44.22	49.31	64.84	80.69
资本公积	2404.94	2404.94	2404.94	2404.94	应收账款周转率	7.82	6.11	5.78	5.55
留存收益	688.57	1243.04	2071.16	3170.44	存货周转率	4.66	3.91	3.53	3.45
归属母公司股东权益	3175.65	3728.22	4556.34	5655.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.66%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3175.65	3728.22	4556.34	5655.61	资产负债率	7.74%	9.34%	10.20%	9.96%
负债和股东权益合计	3441.92	4112.36	5073.77	6281.06	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	12.83	10.61	9.76	10.06
					速动比率	12.25	9.87	9.05	9.36
					股利支付率	3.82%	8.16%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	5.53	7.52	10.32	13.70
					每股净资产	39.58	46.47	56.79	70.49
					每股经营现金	3.01	5.67	8.39	11.85
					每股股利	0.21	0.61	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	461.24	609.07	832.47	1102.00					
PE	112.50	82.65	60.26	45.39					
PB	15.71	13.38	10.95	8.82					
PS	37.63	24.36	18.05	14.70					
EV/EBITDA	102.20	76.73	55.33	40.93					
股息率	0.03%	0.10%	0.00%	0.00%					

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
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	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	广州销售负责人 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	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn