

造价云化持续推进, 施工、设计快速发展

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年年度报告, 实现营业总收入 56.2 亿元, 同比增长 40.3%; 实现归母净利润 6.6 亿元, 同比增长 100.1%。营收表现超市场预期, 利润增速亮眼。
- **毛利率虽下滑但控费成效显著, 公司盈利能力提升。**公司 2021 年综合毛利率为 84.0%, 同比下滑 4.54pp, 主要由于智慧城市、施工实施等业务以软硬结合的解决方案进行输出, 影响毛利表现。伴随公司云转型的深入, 费用端得以减负, 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别下降 3.11pp、2.39pp、3.31pp, 助推公司利润快速释放。
- **云造价转型顺利, 迈入收获期。**公司数字造价业务实现营收 38.1 亿元, 同比增长 36.6%, 表现超市场预期。报告期内公司签署云合同 31 亿元, 同比 +38.8%; 确认的云收入为 25.6%, 占比提升至 67.2%。造价业务的最后 4 个地区江苏、浙江、安徽、福建已经开始进入全面云转型, 首年转化率超过 60%, 相较此前进一步提高; 2020 年转型的地区转化率达到 80%, 续费率超过 85%; 2017-2019 年转型地区的转化率和续费率均超过 85%。我们认为, 公司有望于 2022 年基本完成造价业务的云转型, 后续渗透率、ARPU 等仍然有广阔提升空间。
- **施工业务新签订单快速放量, 设计业务完成整合蓄势待发。**2021 年公司数字施工业务实现收入 12.1 亿元, 同比增长 27.8%。报告期内公司新增项目数达到 1.6 万个, 新增客户 1600 家, 实现合同额快速放量的同时紧抓交付, 确保收入转化。2021 年公司数字设计业务实现收入 1.3 亿元, 同比增速 250.1%。报告期内, 公司顺利完成了与鸿业科技在研发管理、营销渠道、人才团队等多方面的全面整合, 并陆续发布 BIMSpace2022 和基于广联达自主图形平台的数维建筑设计产品, 进一步完善全专业和全过程的一体化设计解决方案, 为后续实现设计、造价、施工、运维等全流程协同打下良好基础。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年公司归母净利润复合增速达 37.8%。公司造价业务云转型进展顺利, 后续利润有望快速释放; 同时政策持续催化叠加下游企业客户内生需求, 施工及设计业务有望迎来订单快速增长。采用分部估值法, 分别给予公司云业务 13 倍 PS 和非云业务 40 倍 PE, 综合可得公司 2022 年目标市值 815.6 亿元, 对应目标价 68.54 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 建筑行业景气度下行; 产品研发进度不及预期; 造价业务续费率不及预期; 行业竞争加剧等。

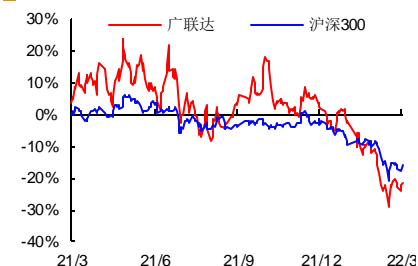
| 指标/年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入(百万元) | 5619.38 | 7168.38 | 9208.14 | 11692.43 |
| 增长率 | 40.32% | 27.57% | 28.45% | 26.98% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 660.97 | 959.79 | 1300.03 | 1727.92 |
| 增长率 | 100.06% | 45.21% | 35.45% | 32.91% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.56 | 0.81 | 1.09 | 1.45 |
| 净资产收益率 ROE | 11.46% | 14.21% | 6.59% | 18.64% |
| PE | 89 | 61 | 45 | 34 |
| PB | 10.15 | 8.69 | 7.47 | 6.31 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
 执业证号: S1250521120002
 邮箱: wxj@swsc.com.cn
 联系人: 邓文鑫
 电话: 15123996370
 邮箱: dwx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

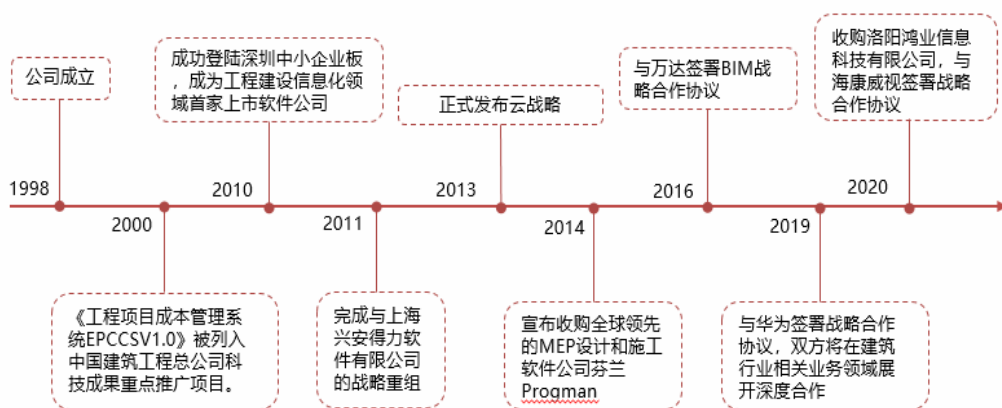
| | |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股) | 11.90 |
| 流通 A 股(亿股) | 9.94 |
| 52 周内股价区间(元) | 44.52-78.3 |
| 总市值(亿元) | 587.46 |
| 总资产(亿元) | 100.68 |
| 每股净资产(元) | 4.87 |

相关研究

1 建筑数字化龙头，云转型成效显著

广联达成立于 1998 年，2010 年在深交所上市，是国内领先的数字建筑平台服务商。公司深耕建筑信息化行业二十余年，围绕设计、造价、施工、运维、供采等工程项目的全生命周期，通过外延内生的方式，提供专业工具软件、解决方案、大数据服务、移动 APP、云计算服务、智能硬件设备、产业金融服务等多种业务形态。截至 2021 年，公司拥有员工 9000 余人，在全球建立 80 余家分子公司，服务客户遍布全球 100 多个国家，为 31 万企业客户，提供近百款专业应用产品及服务。

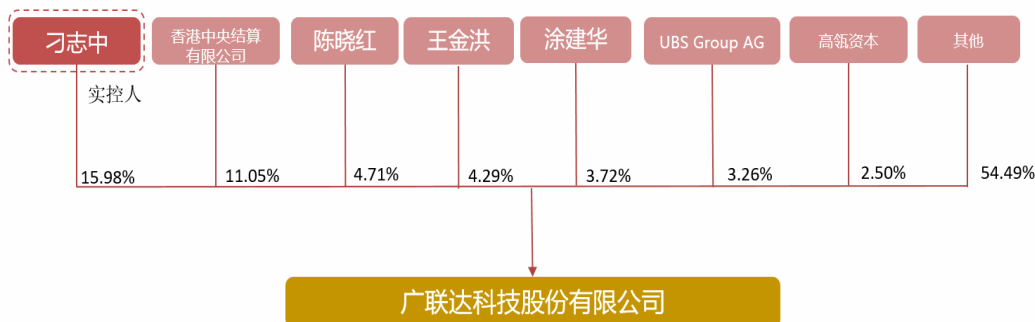
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，西南证券整理

股权结构稳定，员工激励充分。创始人兼董事长刁志中先生为公司的实际控制人，持有公司 15.98% 的股份；同时，公司成立时的几位联合创始人陈晓红、王金洪、涂建华、安景合、王晓芳合计持有公司 16.31% 的股份，股权结构稳定。此外，为促进公司长久发展，调动员工积极性，公司建立了以价值“创造-评估-分配”为主线的员工激励机制，上市以来多次推出股权激励计划，其中最新一期的 2021 年股权激励计划覆盖公司管理团队和核心骨干人员 351 人，业绩目标为 2021 年、2022 年、2023 年净利润分别不低于 6.5 亿元、9.5 亿元、12.5 亿元；截至目前，第一期考核目标已顺利完成。

图 2：公司主要股东持股比例



资料来源：Wind，西南证券整理

我国建筑信息化程度相较发达国家仍有广阔空间，政策牵引下有望继续提速。根据中国建筑业协会统计，我国建筑信息化投入在建筑业总产值中的占比仅为 0.08%，而欧美发达国家为 1%左右；我国大中型建筑企业研发费用支出占企业营业额的比例不足 2%，而世界 500 强企业一般为 5%-10% 以上，我国建筑行业数字化投入仍有较大的提升空间。2015 年起，国家陆续出台相应政策文件，推动以 BIM 为核心的建筑信息化市场快速发展。2022 年，住建部发布《“十四五”建筑业发展规划》，提出到 2025 年基本形成 BIM 技术框架和标准体系，推进自主可控 BIM 软件研发，引导企业建立 BIM 云服务平台，推动信息传递云端化，实现设计、生产、施工环节数据共享等明确要求。我们认为，“数字经济”战略背景下，建筑业作为国民经济支柱产业，转型升级步伐有望进一步加快。

表 1：建筑信息化相关政策

| 时间 | 发布单位 | 政策 | 主要内容 |
|--------|-----------|---------------------------------|---|
| 2015.7 | 住建部 | 《关于印发推进建筑信息模型应用指导意见的通知》 | 到 2020 年末，建筑行业甲级勘察、设计单位以及特级、一级房屋建筑工程施工企业应掌握并实现 BIM 与企业管理系统和其他信息技术的一体化集成应用；以国有资金投资为主的大中型建筑、申报绿色建筑的公共建筑和绿色生态示范小区项目在勘察、设计、施工、运营维护中，集成应用 BIM 的项目比率达到 90%。 |
| 2016.9 | 住建部 | 《关于印发 2016—2020 年建筑业信息化发展纲要的通知》 | 建筑企业应积极探索“互联网+”形势下管理、生产的新模式，深入研究 BIM、物联网等技术的创新应用，创新商业模式，增强核心竞争力，实现跨越式发展。 |
| 2017.2 | 国务院 | 《关于促进建筑业持续健康发展的意见》 | 加快推进建筑信息模型（BIM）技术在规划、勘察、设计、施工和运营维护全过程的集成应用，实现工程建设项目全生命周期数据共享和信息化管理，为项目方案优化和科学决策提供依据，促进建筑业提质增效。 |
| 2017.5 | 住建部 | 《关于印发建筑业发展“十三五”规划的通知》 | 加快推进建筑信息模型（BIM）技术在规划、工程勘察设计、施工和运营维护全过程的集成应用，支持基于具有自主知识产权三维图形平台的国产 BIM 软件的研发和推广使用。 |
| 2020.5 | 住建部 | 《关于推进建筑垃圾减量化的指导意见》 | 在建设单位主导下，推进建筑信息模型（BIM）等技术在工程设计和施工中的应用，减少设计中的“错漏碰缺”，辅助施工现场管理，提高资源利用率。 |
| 2020.7 | 住建部等 | 《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》 | 加快推动新一代信息技术与建筑工业化技术协同发展，在建造全过程加大建筑信息模型（BIM）、互联网、物联网、大数据、云计算、移动通信、人工智能、区块链等新技术的集成与创新应用。 |
| 2021.1 | 住建部、应急管理部 | 《关于加强超高层建筑规划建设管理的通知》 | 具备条件的，超高层建筑业主或其委托的管理单位应充分利用超高层建筑信息模型（BIM），完善运行维护平台，与城市信息模型（CIM）基础平台加强对接。 |
| 2022.1 | 住建部 | 《“十四五”建筑业发展规划》 | 1) 推进自主可控 BIM 软件研发。2) 完善 BIM 标准体系。3) 引导企业建立 BIM 云服务平台。4) 建立基于 BIM 的区域管理体系。5) 开展 BIM 报建审批试点。6) 推进数字化协同设计等。 |

资料来源：住建部、国务院、应急管理部等官网、西南证券整理

聚焦数字造价、数字施工、数字设计三大方向，孵化供应链管理等创新业务单元及海外业务。

1) 数字造价：该业务板块属于公司成熟业务，主要为建设工程造价提供工具类软件产品及数据服务，包括工程计价业务线、工程算量业务线和工程信息业务线等。经过二十多年发展，该业务在国内竞争优势明显，主要以 SaaS 模式为客户提供产品和服务。

2) 数字施工：该业务是公司重点突破的成长业务，主要聚焦工程项目建造过程，通过“平台+组件”的模式，为施工企业提供平台化解决方案以及软硬件产品销售，具体包括项目端的 BIM+智慧工地系列产品，以及面向施工企业层级的项企一体化产品等，目前施工行业的数字化渗透率较低，该业务具备良好成长潜力。

3) 数字设计：该业务板块是公司着力发展的新兴业务，主要面向设计院客户，提供建筑设计、市政设计和设计成果数字化交付审查等产品，其中 BIMSpace、Civil 市政系列产品在市场中处于领先地位。

4) 创新业务单元：该业务是公司孵化的新兴业务，依托数字项目管理平台及相关产品的积累，面向建筑业不同细分市场，从 CIM 规建管和新城建、供应链服务、人才培养等诸多维度为建筑业转型升级提供支持保障，当前阶段以产品打磨和标杆项目验证为主。

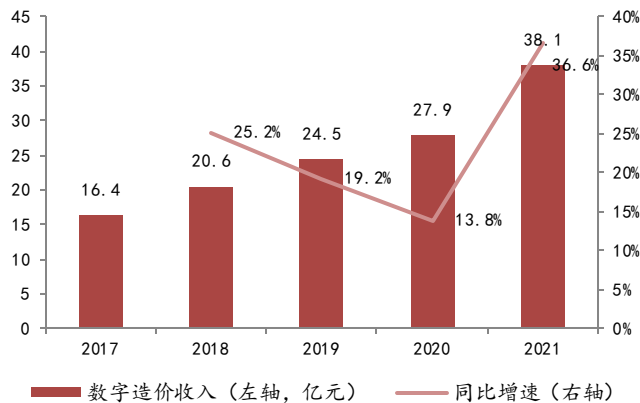
5) 海外业务：主要包括两部分，一部分是造价业务国际化系列产品 Cubicost，主要开拓东南亚市场；另一部分为数字施工业务的国际化产品，包括芬兰全资子公司经营的 MagiCAD 系列机电设计软件，以及施工 Glodon Gsite 国际化产品，主要覆盖欧洲市场。

图 3：公司部分产品矩阵

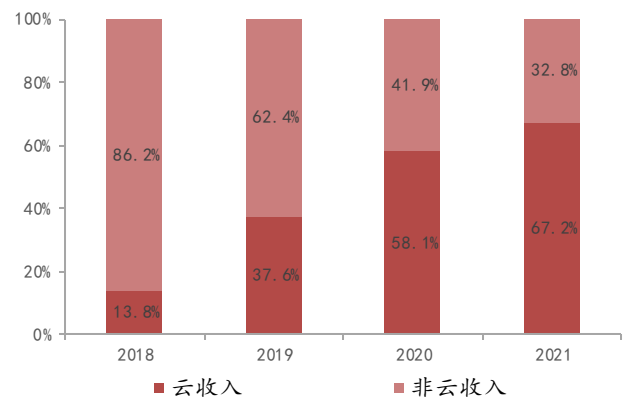


资料来源：公司官网，西南证券整理

造价业务云转型成效显著。2021 年公司数字造价业务实现营收 38.1 亿元，同比增长 36.6%，逐步渡过云转型阵痛期。报告期内公司签署云合同 31 亿元，同比同口径增长 38.77%；期末云合同负债 20.5 亿元，相较于年初增加 5.4 亿元；将云合同负债差额还原后，调整后营业收入 43.5 亿元，同比同口径增长 27.9%；确认的云收入达到 25.6 亿元，占比从 2018 年的 13.8%提升至 67.2%。截止目前，公司造价业务最后四个地区江苏、浙江、安徽、福建已于 2021 年上半年开始进入全面云转型，首年转化率超过 60%；2020 年转型的地区转化率达到 80%，续费率超过 85%；2017-2019 年转型地区的转化率和续费率均超过 85%。我们认为，公司有望于 2022 年基本完成造价业务的云转型。

图 4：造价业务收入及增速情况


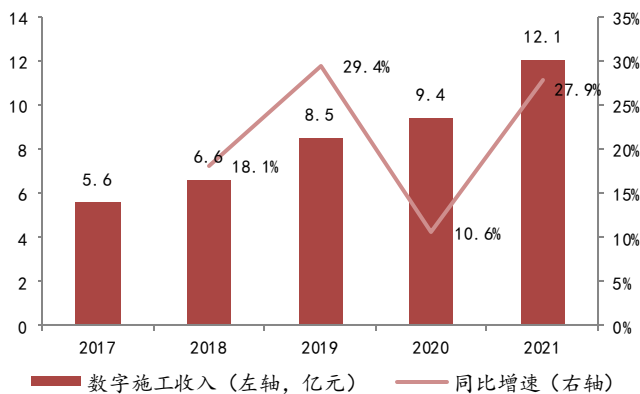
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：造价业务云收入与非云收入结构占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

施工业务新签订单快速放量，设计业务完成整合蓄势待发。2021 年公司数字施工业务实现收入 12.1 亿元，同比增长 27.8%。报告期内公司新增项目数达到 1.6 万个，新增客户 1600 家，实现合同额快速放量的同时紧抓交付；截至当前公司累计项目数突破 5.5 万个，累计服务客户超过 5000 家，业务快速扩张的基础上产品力进一步提升。

2021 年公司数字设计业务实现收入 1.3 亿元，同比增长 250.1%。报告期内，公司顺利完成了与鸿业科技在研发管理、营销渠道、人才团队等多方面的全面整合，并陆续发布 BIMSpace2022 和基于广联达自主图形平台的数维建筑设计产品，进一步完善全专业和全过程的一体化设计解决方案，为后续实现设计、造价、施工、运维等全流程协同打下良好基础。

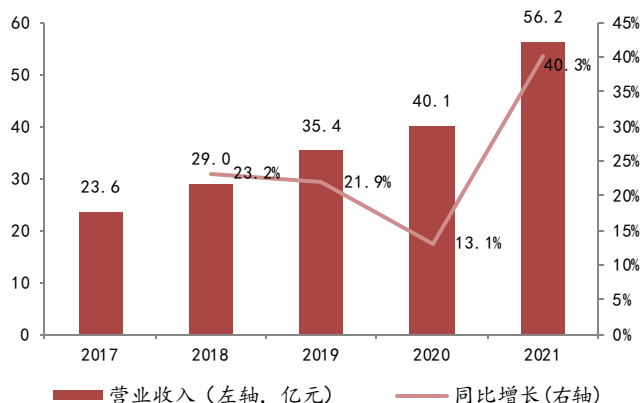
图 6：施工业务收入及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

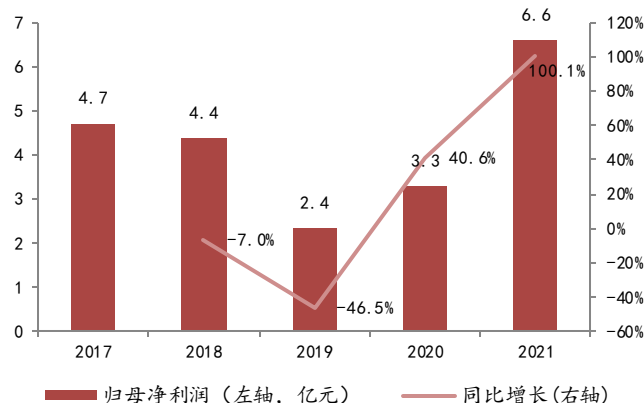
图 7：公司新发布数字设计平台


数据来源：公司公告，西南证券整理

整体看，收入保持稳步增长，利润触底回升。2017-2019 年，公司经历了一段时间的云转型阵痛期，前期投入大幅增加叠加部分收入延迟确认，收入端虽整体保持稳定增长但增速有所放缓，利润端呈现逐年下滑态势，于 2019 年达到谷底。2020 年起，伴随公司云转型的持续深入，业绩弹性开始得到释放。2021 年公司实现营收 56.2 亿元，同比增长 40.3%；实现归母净利润 6.6 亿元，同比增长 100.1%，创下新高。我们认为，公司云造价业务仍有渗透率提升、单价提升等广阔空间，待全面完成云转型后，利润仍有望维持高速增长。

图 8：公司营业收入及增速情况


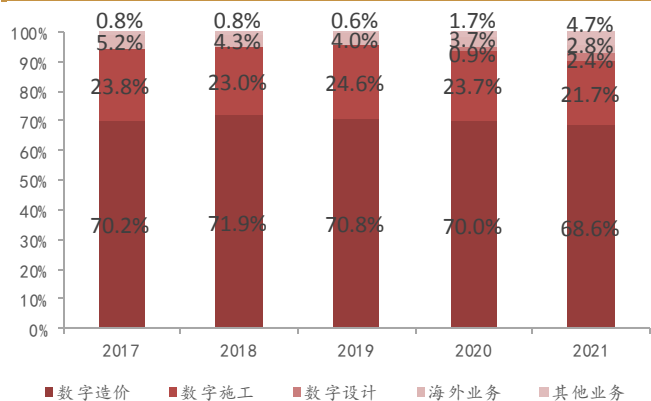
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司归母净利润及增速情况


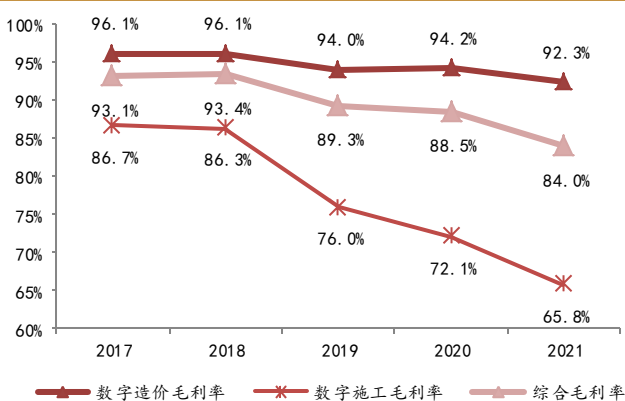
数据来源：公司公告，西南证券整理

从营收结构看，数字造价为公司传统优势领域，收入占比长年维持在 70% 左右水平；数字施工作为公司重点突破的成长业务，贡献收入比重亦保持在 20% 以上；数字设计业务和其他创新业务近两年发展势头迅猛，2021 年收入占比分别提升至 2.4% 和 4.7%。

从毛利角度看，公司主要的两项业务毛利率皆呈现下滑趋势，2021 年数字造价和数字施工毛利率分别为 92.3% 和 65.8%，分别同比降低 1.86pp 和 6.30pp，其中数字施工毛利率下滑明显，主要由于公司以整体解决方案的形式进行项目输出，实施交付占比提升。多因素影响下，2021 年公司综合毛利率为 84.0%，同比下滑 4.54pp。我们认为，伴随公司云造价产品的逐渐成熟，高毛利的数字设计业务占比提升，公司后续毛利率有望逐步恢复。

图 10：公司分产品收入结构


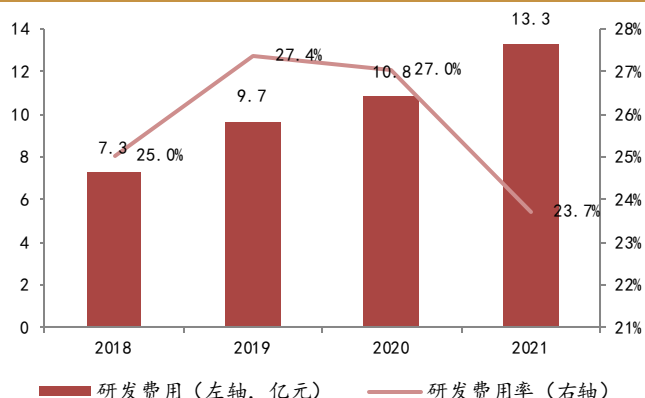
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司主要产品及综合毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

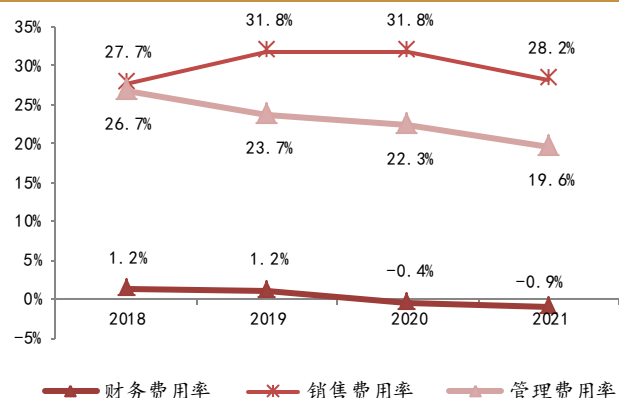
持续加码研发保证市场竞争力，费用管控良好。公司不断扩充研发团队，持续加码云产品的研发，2021 年公司研发支出达到 16.3 亿元，占营业收入比例为 29.3%；高额的投入保证了公司云转型战略的持续推进，伴随公司收入规模的提升，近两年研发费用率开始呈现下降趋势。同时，公司费用管控效果良好，2021 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 28.2%、19.6%、-0.9%，分别下降 3.57pp、2.71pp、0.50pp，带动公司盈利能力提升。

图 12：公司持续加码研发



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：公司费用率情况



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：

1) **数字造价**：作为公司的核心业务，云转型成果显著，未来在渗透率提升、模块的拓展、单用户价值量的提升等方向仍有广阔发展空间，预计该业务 2022-2024 年收入增速分别为 27%、25%、23%。

2) **数字施工**：当前我国施工行业信息化程度较低，仍属于蓝海市场，随着政策的持续推进和内生需求并起，市场空间广阔；公司凭借长期的技术积累已经取得领先地位，通过“平台+组件”的整体解决方案输出有望取得订单的快速增长，预计该业务 2022-2024 年收入增速分别为 30%、32%、33%。

3) **数字设计**：公司与鸿业科技顺利完成技术、渠道等全面整合，数维建筑设计等一体化解决方案产品将陆续发布，后续增长潜力值得期待，预计该业务 2022-2024 年收入增速分别为 120%、90%、60%。

4) **海外业务**：Cubicost 和 MagiCAD 产品持续推广，但海外业务受影响因素较多，保守预计 2022-2024 年收入增速将维持在 4% 左右。

5) **其他业务**：数字城市、数字供采等业新兴业务单元仍处于产品打磨与标杆项目建立阶段，预计 2022-2024 年收入增速将维持在 20% 左右。

6) 费用管控效果可持续，云造价业务毛利率逐渐回升。

表 2：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 数字造价 | 收入 | 3813.3 | 4842.8 | 6053.5 | 7445.9 |
| | 增速 | 36.6% | 27.0% | 25.0% | 23.0% |
| | 毛利率 | 92.3% | 92.5% | 92.8% | 93.2% |

| 单位：百万元 | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------|-----|--------|--------|--------|---------|
| 数字施工 | 收入 | 1205.6 | 1567.2 | 2068.8 | 2751.4 |
| | 增速 | 27.8% | 30.0% | 32.0% | 33.0% |
| | 毛利率 | 65.8% | 65.0% | 64.5% | 64.0% |
| 数字设计 | 收入 | 130.8 | 287.7 | 546.6 | 874.6 |
| | 增速 | 250.1% | 120.0% | 90.0% | 60.0% |
| | 毛利率 | 95.8% | 96.0% | 96.0% | 96.0% |
| 海外业务 | 收入 | 153.3 | 159.4 | 165.8 | 172.4 |
| | 增速 | 3.9% | 4.0% | 4.0% | 4.0% |
| | 毛利率 | 88.9% | 89.0% | 89.0% | 89.0% |
| 其他业务 | 收入 | 259.3 | 311.2 | 373.4 | 448.1 |
| | 增速 | 815.1% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| | 毛利率 | 36.6% | 40.0% | 40.0% | 40.0% |
| 合计 | 收入 | 5619.4 | 7168.4 | 9208.1 | 11692.4 |
| | 增速 | 40.3% | 27.6% | 28.5% | 27.0% |
| | 毛利率 | 84.1% | 84.3% | 84.4% | 84.4% |

数据来源：wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 71.7 亿元（+27.6%）、92.1 亿元（+28.5%）和 116.9 亿元（+27%），归母净利润分别为 9.6 亿元（+45.2%）、13.0 亿元（+35.5%）、17.3 亿元（+32.9%），EPS 分别为 0.81 元、1.09 元、1.45 元，对应动态 PE 分别为 61 倍、45 倍、34 倍。

2.2 相对估值

我们选取四家主流可比公司，采用分部估值法对公司业务进行拆解。

对公司云造价业务采用 PS 估值法，预计 2022 年实现收入 48.4 亿元，参考行业平均 PS，给予 2022 年云服务业务 13 倍 PS，对应云服务业务市值为 629.2 亿元。

对公司施工业务、设计业务等采用 PE 估值法，预计 2022 年公司传统业务实现收入 23.3 亿元，参考公司过去净利润率及品茗股份等公司的净利率水平，假设传统软件业务的净利润率为 20%，进而预计 2022 年该部分业务实现归母净利润 4.7 亿元。考虑到公司传统软件业务呈现收缩趋势，给予 2022 年传统软件业务 40 倍 PE，对应市值 186.4 亿元。

表 3：可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 总市值 (亿元) | 股价 (元) | PE (倍) | | | | PS (倍) | | | |
|-----------|------|-------------|-----------|--------|-----|-----|-----|--------|-----|-----|-----|
| | | | | 21A | 22E | 23E | 24E | 21A | 22E | 23E | 24E |
| 002410.SZ | 石基信息 | 309 | 20.59 | - | 88 | 54 | - | 9 | 8 | 7 | 7 |
| 688111.SH | 金山办公 | 857 | 186.00 | 117 | 60 | 44 | 35 | 26 | 20 | 14 | 11 |
| 0268.HK | 金蝶国际 | 593 | 17.06 | - | - | - | - | 18 | 12 | 9 | 7 |
| 600588.SH | 用友网络 | 801 | 23.32 | 166 | 85 | 65 | 52 | 9 | 7 | 6 | 5 |
| 平均值 | | | | 142 | 78 | 54 | 44 | 16 | 12 | 9 | 8 |
| 002410.SZ | 广联达 | 593 | 49.86 | 89 | 61 | 45 | 34 | 10 | 8 | 6 | 5 |

数据来源：Wind，西南证券整理

综合来看，公司造价业务云转型进展顺利，后续利润有望快速释放；同时政策持续催化叠加下游企业客户内生需求，施工及设计业务有望迎来订单快速增长。故给予公司 2022 年目标市值 815.6 亿元，对应目标价 68.54 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

3 风险提示

1) 建筑行业景气度下行；2) 产品研发进度不及预期；3) 造价业务续费率不及预期；4) 行业竞争加剧等。

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 | 5619.38 | 7168.38 | 9208.14 | 11692.43 | 净利润 | 718.68 | 1041.79 | 1418.65 | 1894.34 |
| 营业成本 | 892.63 | 1127.51 | 1434.43 | 1819.67 | 折旧与摊销 | 157.79 | 88.95 | 88.95 | 88.95 |
| 营业税金及附加 | 45.59 | 58.16 | 74.71 | 94.86 | 财务费用 | -53.04 | -81.68 | -102.67 | -144.70 |
| 销售费用 | 1586.83 | 1971.31 | 2504.62 | 3133.57 | 资产减值损失 | -1.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 1098.96 | 3010.72 | 3821.38 | 4817.28 | 经营营运资本变动 | 299.94 | -1590.93 | 214.72 | 4640.26 |
| 财务费用 | -53.04 | -81.68 | -102.67 | -144.70 | 其他 | 479.23 | -10.00 | -10.00 | -10.00 |
| 资产减值损失 | -1.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 1601.35 | -551.88 | 1609.65 | 6468.84 |
| 投资收益 | -16.23 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 资本支出 | -446.39 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -1095.00 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -1541.38 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 营业利润 | 758.41 | 1092.37 | 1485.69 | 1981.75 | 短期借款 | -3.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -9.16 | -6.27 | -6.70 | -6.83 | 长期借款 | -0.07 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 749.25 | 1086.10 | 1478.99 | 1974.92 | 股权融资 | 42.68 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 30.57 | 44.31 | 60.34 | 80.58 | 支付股利 | 0.00 | -132.19 | -191.96 | -260.01 |
| 净利润 | 718.68 | 1041.79 | 1418.65 | 1894.34 | 其他 | -859.10 | 199.79 | 99.84 | 121.57 |
| 少数股东损益 | 57.71 | 82.00 | 118.62 | 166.42 | 筹资活动现金流净额 | -819.50 | 67.59 | -92.12 | -138.44 |
| 归属母公司股东净利润 | 660.97 | 959.79 | 1300.03 | 1727.92 | 现金流量净额 | -772.31 | -474.28 | 1527.53 | 6340.40 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 4049.52 | 3575.24 | 5102.77 | 11443.17 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 635.62 | 906.19 | 1255.09 | 1641.98 | 销售收入增长率 | 40.32% | 27.57% | 28.45% | 26.98% |
| 存货 | 70.89 | 72.27 | 93.36 | 120.52 | 营业利润增长率 | 83.10% | 44.03% | 36.01% | 33.39% |
| 其他流动资产 | 365.52 | 342.44 | 364.49 | 463.66 | 净利润增长率 | 88.45% | 44.96% | 36.17% | 33.53% |
| 长期股权投资 | 325.81 | 325.81 | 325.81 | 325.81 | EBITDA 增长率 | 62.60% | 27.40% | 33.86% | 30.85% |
| 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 | 1219.49 | 1182.41 | 1145.34 | 1108.26 | 毛利率 | 84.12% | 84.27% | 84.42% | 84.44% |
| 无形资产和开发支出 | 1964.71 | 1914.30 | 1863.89 | 1813.49 | 三费率 | 46.85% | 68.36% | 67.58% | 66.76% |
| 其他非流动资产 | 1436.07 | 1434.61 | 1433.15 | 1431.69 | 净利率 | 12.79% | 14.53% | 15.41% | 16.20% |
| 资产总计 | 10067.63 | 9753.26 | 11583.89 | 18348.57 | ROE | 11.46% | 14.21% | 16.59% | 18.64% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 7.14% | 10.68% | 12.25% | 10.32% |
| 应付和预收款项 | 1135.21 | 1664.94 | 2086.17 | 7044.64 | ROIC | 124.34% | 66.92% | 63.08% | -512.27% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 15.36% | 15.34% | 15.99% | 16.47% |
| 其他负债 | 2659.68 | 758.70 | 944.24 | 1139.24 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 3794.88 | 2423.64 | 3030.41 | 8183.88 | 总资产周转率 | 0.57 | 0.72 | 0.86 | 0.78 |
| 股本 | 1189.32 | 1190.39 | 1190.39 | 1190.39 | 固定资产周转率 | 6.88 | 8.90 | 11.98 | 15.99 |
| 资本公积 | 3173.71 | 3172.65 | 3172.65 | 3172.65 | 应收账款周转率 | 12.26 | 11.65 | 10.40 | 9.85 |
| 留存收益 | 2431.91 | 3259.50 | 4367.58 | 5835.49 | 存货周转率 | 18.36 | 15.75 | 17.32 | 17.02 |
| 归属母公司股东权益 | 5787.74 | 6762.62 | 7867.86 | 9312.65 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 112.96% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 485.01 | 567.00 | 685.62 | 852.04 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 6272.74 | 7329.63 | 8553.48 | 10164.69 | 资产负债率 | 37.69% | 24.85% | 26.16% | 44.60% |
| 负债和股东权益合计 | 10067.63 | 9753.26 | 11583.89 | 18348.57 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 1.41 | 2.16 | 2.37 | 1.70 |
| | | | | | 速动比率 | 1.39 | 2.13 | 2.34 | 1.69 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 13.77% | 14.77% | 15.05% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.56 | 0.81 | 1.09 | 1.45 |
| | | | | | 每股净资产 | 4.86 | 5.68 | 6.61 | 7.82 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.35 | -0.46 | 1.35 | 5.43 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.11 | 0.16 | 0.22 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | | | | |
| EBITDA | 863.16 | 1099.64 | 1471.96 | 1926.00 | | | | | |
| PE | 88.88 | 61.21 | 45.19 | 34.00 | | | | | |
| PB | 10.15 | 8.69 | 7.47 | 6.31 | | | | | |
| PS | 10.45 | 8.20 | 6.38 | 5.02 | | | | | |
| EV/EBITDA | 61.69 | 48.88 | 35.48 | 23.82 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.23% | 0.33% | 0.44% | | | | | |

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 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 销售总监 | 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 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |