

## 收入保持高增长，客户结构持续优化

### 投资要点

- **业绩摘要:** 公司发布 2021 年年报, 2021 年实现收入 18 亿元(+46.9%); 实现归母净利润 1 亿元(-48.5%); 实现扣非归母净利润 1 亿元(-43.2%)。其中, 2021 年 Q4 公司实现营业收入 5 亿元(+60.3%); 实现归母净利润 2004 万元(-50.9%); 实现扣非归母净利润 1889 万元(-39.8%)。整体来看, 公司 2021 年全年营收实现高速增长, 受原材料大幅上涨影响, 业绩暂时承压。
- **原材料价格高涨压制毛利率, 费用管控向好。** 2021 年公司整体毛利率为 16.7% (-13pp), 主要由于原材料大幅上涨, 其中 PVC、耐磨层 2021 年平均价格比上年平均价格分别上涨 38.4%、34.4%。其中, 2021 年公司 SPC 地板毛利率为 17.2% (-11.8pp), LVT 地板毛利率为 16.4% (-15.8pp), WPC 地板毛利率为 13.3% (-17.5pp)。费用率方面, 2021 年公司整体费率为 12.3% (-4.3pp)。其中, 公司销售费用率为 6.7% (-1.9pp), 由于公司部分参展、出口费和销售佣金转计营业成本, 销售费用同比下降 40.8%; 管理费用率为 1.9% (-0.3pp), 主要系公司中介服务费减少所致; 研发费用率为 2.7% (-0.3pp), 为提高产品市场竞争力, 公司不断加大研发投入, 同时增加相关部门职工薪酬, 导致研发费用同比增长 30.1%; 财务费用率为 1% (-1.8pp), 主要系汇兑损失减少所致, 财务费用同比降低 47.5%。综合来看, 公司净利率为 5.4%, 同比减少 10pp。此外, 2021 年末公司存货 4.2 亿元, 同比增长 60.8%, 主要是公司业务规模扩张, 叠加海运紧张、发货周期延长所致; 应收账款 3.2 亿元(+102.5%), 主要是公司客户结构优化, 账期较长的大客户占比提高所致。2021 年公司经营性现金净流出 1.1 亿元, 其中 Q4 经营性现金流转正, 为净流入 1 亿元。
- **SPC 地板市场竞争力得到验证, 收入实现高速增长。** 分产品来看, 2021 年公司 SPC 地板实现营收 13.3 亿元, 同比增长 57.1%, 占比由 2020 年的 69.2% 上涨至 74%, 凭借良好的尺寸稳定性和抗冲击性, SPC 地板广泛应用于家装、商业及公共区域等多类型地面装饰, 逐渐成为近年来公司需求最大的 PVC 地板产品; LVT 地板实现营收 2.4 亿元, 同比增长 26.6%; WPC 地板实现营收 2.1 亿元, 同比增长 18.9%, 由于部分 LVT 地板和 WPC 地板已逐渐被相近规格的 SPC 地板替代, LVT 和 WPC 地板增速低于 SPC 产品增速。2021 年, 公司不断进行产品、工艺和技术创新, 从而满足客户对高品质、多功能产品的需求; 同时, 公司加大自主品牌建设力度, 在现有地板基础上, 逐步扩大产品线, 以提升核心竞争力。预计未来随 PVC 地板行业日益成熟, 市场将逐渐向专业化方向进一步集中, 凭借强大品牌影响力以及广泛市场知名度, 公司收入规模有望持续扩大, 规模效应随之逐渐显现。
- **新进客户持续放量, 客户结构进一步优化。** 公司与 KINGFISHER、BEAULIEU CANADA、ENGINEERED FLOORS 和 HORNBAACH 等国际知名地板品牌商、建材零售商建立了良好的合作关系。2021 年公司前五大客户销售 34.5% (前值 37.1%), 大客户集中度下降, 主要由于公司新进客户订单较快增长, 客户结构进一步优化。产能方面, 公司国内老工厂 800 柜产能、越南第一及第二

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn  
联系人: 赵兰亭  
电话: 023-67511807  
邮箱: zhlt@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.03
流通 A 股(亿股)	0.54
52 周内股价区间(元)	23.53-60.8
总市值(亿元)	25.31
总资产(亿元)	22.73
每股净资产(元)	12.40

### 相关研究

工厂合计 650 柜产能基本达到满产状态，订单较为饱和，越南第三工厂及国内募投项目 2000 万平方米 PVC 地板产能基建正常推进中，预计年内完成设备安装并投产。公司新增产能主要供给新增客户订单需求，预计新客户订单放量后推动公司收入规模进一步提升。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年 EPS 分别为 2.43 元、3.76 元、5.39 元，对应 PE 分别为 10 倍、7 倍、5 倍，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，中美贸易摩擦加剧的风险，海运费回落不及预期的风险，产能投放进展不及预期的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1797.57	2454.35	3283.34	4292.35
增长率	46.87%	36.54%	33.78%	30.73%
归属母公司净利润（百万元）	96.97	249.68	385.91	553.29
增长率	-48.50%	157.48%	54.57%	43.37%
每股收益 EPS（元）	0.94	2.43	3.76	5.39
净资产收益率 ROE	7.62%	16.20%	20.10%	22.47%
PE	26	10	7	5
PB	1.99	1.64	1.32	1.03

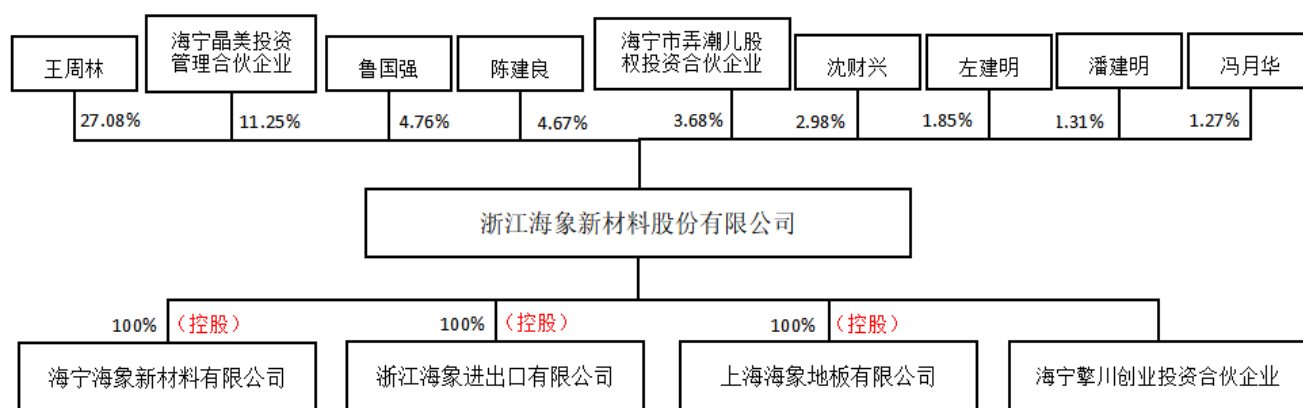
数据来源：Wind，西南证券



## 1 PVC 地板行业龙头，产品渗透率快速提升

浙江海象新材料股份有限公司成立于 2013 年 12 月，是一家专业从事乙烯基环保复合地板研发、生产和销售的现代科技型企业。2016 年，公司被授予浙江省科技型企业，同年被认定为国家高新技术企业；2017 年，公司加入中国建筑装饰装修材料协会弹性地板分会成为常务理事会员单位，并被中国建筑装饰装修材料协会评为“中国弹性地板行业十大品牌”；2020 年 9 月，公司在深圳证券交易所挂牌上市。公司实际控制人为王周林、王淑芳，王周林直接持有公司 27.08% 的股份，并通过晶美投资间接控制公司 11.25% 的股份，现任公司董事长和总经理；王淑芳为王周林之女，通过晶美投资持有公司 0.5% 的股份，现任公司董事、副总经理。

图 1：海象新材股权结构图



数据来源：Wind，西南证券整理

目前，公司是国内领先的 PVC 地板生产及出口商之一，主要从事 PVC 地板的研发、生产和销售。根据产品的结构，公司产品分为 LVT 地板、WPC 地板和 SPC 地板三大类，主要用于建筑物的室内地面装饰，产品功能与木地板、瓷砖等传统地面装饰材料相似。PVC 地板由高分子材料聚氯乙烯（PVC）加工制成，与木地板、瓷砖等传统地面装饰材料相比，PVC 地板具有环保、可回收利用、安装简便、耐磨、防潮、防滑和防火阻燃等优点，广泛应用于商场、酒店、写字楼、医院、学校、体育场馆等公共建筑以及住宅。现阶段，公司产品深受海外市场欢迎，主要销往欧洲、北美等国家和地区。

表 1：海象新材主要产品构造及使用效果

产品类别	主要原料	产品描述	优点	产品图例
LVT 地板	聚氯乙烯、重钙、稳定剂、增塑剂	LVT (Luxury Vinyl Tile) 地板又称高端 PVC 地板，主要由 UV 层、透明耐磨层、印花面料层、PVC 中料层以及基底平衡层构成，是最为传统的 PVC 地板之一	绿色环保；超强耐磨；高弹性和超强抗冲击；防火阻燃；保养方便；防水防潮	

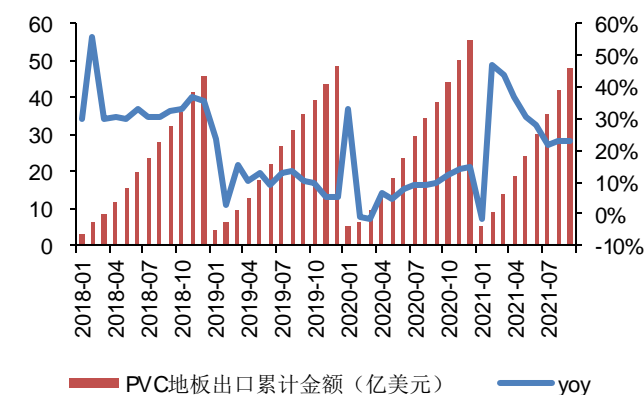
产品类别	主要原料	产品描述	优点	产品图例
WPC 地板	聚氯乙烯、重钙、稳定剂、发泡剂	WPC (WOOD PLASTIC COMPOSITE) 地板又称木塑地板, 主要由 UV 层、透明耐磨层、印花面料层、PVC 中料层、WPC 基材层构成	WPC 地板除了具备 LVT 地板的优异特性外, 由于 WPC 基材层通过 PVC 树脂粉与发泡剂制成, 具有材质较轻, 便于运输安装的优点; 部分 WPC 地板通过加设基层, 达到静音的效果	
SPC 地板	聚氯乙烯、重钙、稳定剂	SPC (STONE PLASTIC COMPOSITE) 地板又称石塑地板, 主要由 UV 层、透明耐磨层、印花面料层、SPC 基材层构成, 可应用于家装、商业及公共区域等多类型地面装饰	相比其他类型 PVC 地板产品, SPC 的基材层通过重钙粉与 PVC 粉混合, 具有更好的尺寸稳定性以及抗冲击性; 部分 SPC 地板通过加设基层, 达到静音效果	

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

**海外需求拉动我国 PVC 地板出口规模增长。**由于美国和欧洲等地区产能有限, 其所需的 PVC 地板严重依赖进口。2018 年, 我国出口 PVC 地板中, 销往美国/加拿大/德国的占比分别为 61%/6%/4%。据海关数据显示, 2020 年我国出口 PVC 地板规模达到 55.6 亿美元, 2017-2020 年复合增速为 17.9%。2018-2019 年美国对中国进口商品加征关税, 其中 PVC 地板品类目前关税水平 25%。在中美贸易摩擦大幅加征关税及新冠疫情突然爆发的背景下, 我国 PVC 地板出口依然保持个位数稳定增长。2021 年, 受益于美国地产景气上行, PVC 地板出口金额增速恢复至 20% 以上。

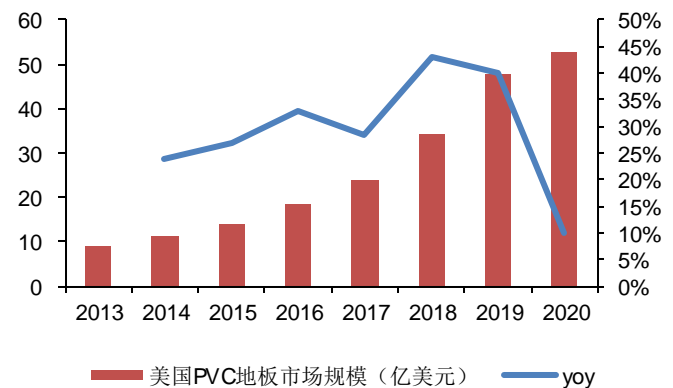
**近年美国 PVC 地板渗透率快速提升, 市场规模由 2013 年的 9 亿美元增长至 2020 年的 52.8 亿美元。**凭借产品良好的环保性、稳定性和耐磨性, PVC 地板应用领域逐步由商业建筑延伸至居民住宅, 需求快速增长。2007-2018 年, PVC 地板市场份额由 9.8% 提升至 21.4%, 逐渐取代地毯、实木地板等成为美国第二大地面装饰材料。2020 年, 美国 PVC 地板销售额为 52.8 亿美元。预计未来随着 PVC 地板的铺装成本优势持续放大, PVC 地板对传统地面装饰材料的替代效应将逐渐显现。

图 2: 中国 PVC 地板出口金额



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 3: 美国 PVC 地板市场规模

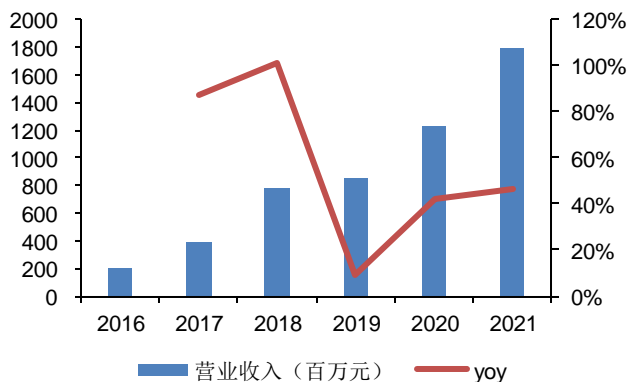


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

公司营业收入持续增长，2016-2021 年复合增速达 53.9%。2017 年下半年起，公司不断拓展新的客户，并取得了较好的效果；2018 年公司产能实现大幅扩张，拉动营收同比上涨 101.4%；2020 年受新冠疫情爆发影响，消费者居家时间延长，由于 PVC 地板属性更加适合 DIY，且不受工人上门安装服务的限制，疫情期间 PVC 地板行业需求仍能有效落地，公司营业收入较 2019 年仍有明显增长，增幅达 42.5%；2021 年，公司营业收入增长 46.9% 达 18 亿元，主要是美国地产景气带动 PVC 地板需求高速增长所致。整体而言，2016-2021 年公司整体发展向好，与头部 PVC 地板零售商展开合作，市场空间进一步打开，营收呈较快增长态势。

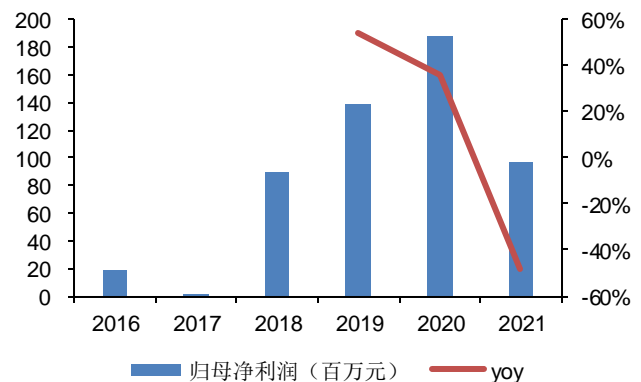
从盈利能力来看，公司净利润水平增速较高，2016-2021 年复合增速达 38.8%。除去 2017 年由于股份支付费用影响，导致公司净利润暂时下滑，公司净利润增长总体稳健。2018-2019 年，公司受中美贸易战影响较小，净利润仍保持快速增长。2021 年，公司盈利能力暂时承压，主要受原材料价格上涨和汇率波动影响，净利润同比下降 48.5%。预计随原材料及海运费成本下行，盈利能力有望边际改善。

图 4：2016-2021 年公司营业收入



数据来源：公司财报，西南证券整理

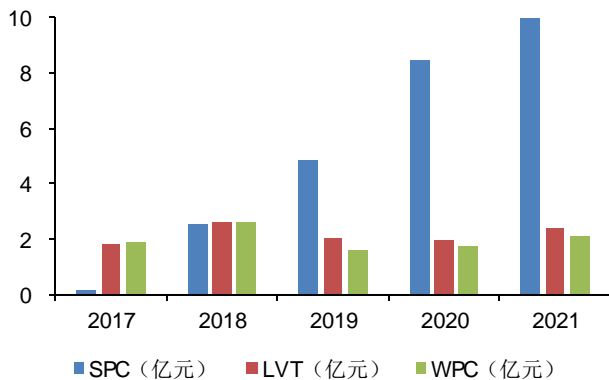
图 5：2016-2021 年公司归母净利润



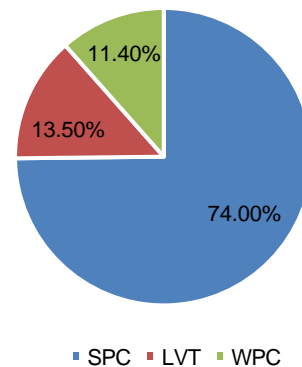
数据来源：公司财报，西南证券整理

分产品来看，公司 SPC 地板收入占比持续上升，2021 年 SPC/LVT/WPC 地板收入分别实现 13.3/2.4/2.1 亿元，占比分别达到 74%/13.5%/11.4%。公司于 2017 年下半年推出 SPC 地板，2018 年开始逐渐形成规模效应。2019 年，SPC 地板成为公司最受客户欢迎的品类，部分较厚规格的 LVT 地板及较薄规格的 WPC 地板已逐渐被相近规格的 SPC 地板替代，致使 LVT 地板及 WPC 地板需求降低。2021 年，公司 SPC 地板同比增长 57.1%，营收占比由 2017 年的 4.7% 上涨至 74%。在此基础上，考虑到公司后续开发的新增客户主要采购 SPC 地板，替代及新增需求叠加共同导致 SPC 地板销量大幅上升，SPC 地板仍将成为公司收入增长的主要驱动力。



**图 6：2017-2021 年分产品营业收入**


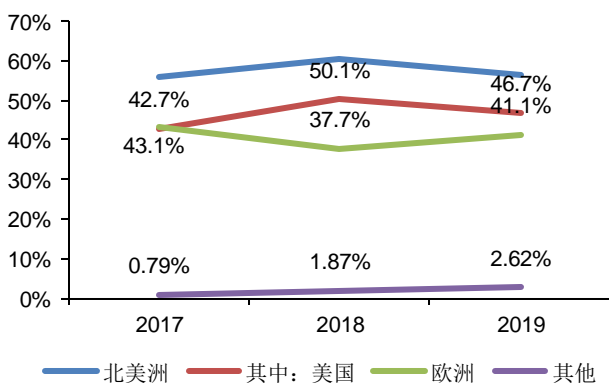
数据来源：公司财报，西南证券整理

**图 7：2021 年各产品营业收入占比**


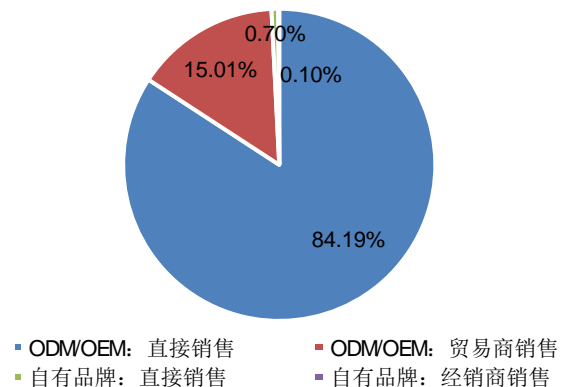
数据来源：公司财报，西南证券整理

分区域来看，公司收入以外销 ODM 为主，客户主要为海外 PVC 地板品牌商、建材零售商，对美国销售占外销比例较高。2018-2021 年公司外销收入占比 99% 以上，其中美国市场收入增长较快，2016-2019 年收入复合增速达 78.8%。公司同时也加强了美国地区以外市场的开拓力度，2019 年公司在美国/欧洲的收入占比分别为 41.1%/46.7%，有效降低了单一地区收入占比过高的风险。内销方面，公司计划加强自有品牌建设，积极开拓国内板材市场。目前，公司已与万科企业股份有限公司签署框架协议，正式成为其 PVC 地板的供应商之一。

分模式来看，公司业务以 ODM/OEM 销售模式为主，自有品牌销售模式为辅。2017-2019 年，ODM/OEM 模式直接销售占主营业务收入的比例分别为 67.8%、75.5% 和 84.2%，通过贸易商销售占主营业务收入的比例分别为 31.8%、24% 和 15%，通过贸易商销售的收入比例持续下降，客户稳定性增强。

**图 8：2017-2019 年境外营收占比变化**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

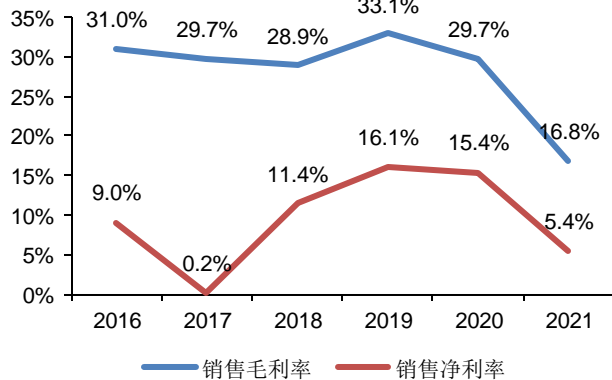
**图 9：2019 年各销售模式营收占比**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2016-2020 年毛利率总体稳定，2021 年受原材料价格上涨影响毛利率暂时承压。2020 年，公司毛利率水平为 29.8%；2016-2020 年公司毛利率整体稳定，维持在 30% 左右。2021 年，公司整体毛利率为 16.7%，较 2020 年下跌 13 个百分点，主要由于大宗原材料价格上涨，从而推动公司毛利率发生下滑。2021 年 8 月和 10 月公司进行了两次涨价，预计调价效果传导后毛利率有望改善。自 2018 年起，公司不断扩大销售，同时加强费用控制，2021 年公司净利率为 5.4%，同比下滑 10 个百分点，盈利能力仍有进一步提升的空间。

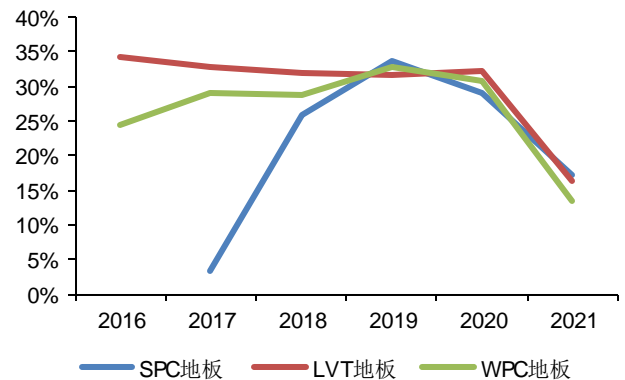
随着生产技术成熟各品类毛利率企稳，2021 年公司 SPC/LVT/WPC 地板毛利率分别为 17.2%/16.4%/13.3%。其中，SPC 地板于 2017 年下半年推出，2018 年开始形成规模效应，毛利率快速提升；LVT 和 WPC 地板生产技术成熟，毛利率波动主要系产品规格结构性变化、汇率波动及产品价格调整所致。

图 10：2017-2021 年公司销售毛利率/销售净利率



数据来源：公司财报，西南证券整理

图 11：2017-2021 年公司分产品毛利率

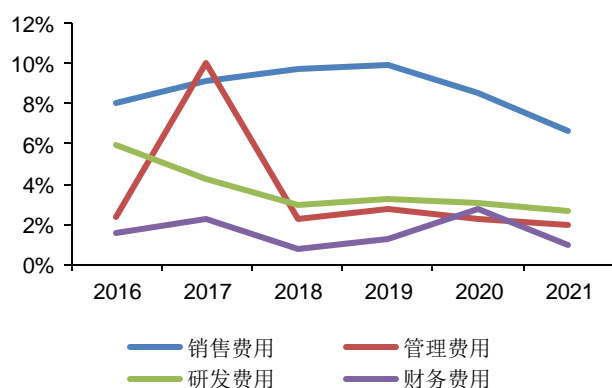


数据来源：公司财报，西南证券整理

费用率整体下行，降本控费成效较好。从费用端来看，2016-2021 年总费用率减少 5.5pp 至 12.3%，费用率水平整体呈下行态势。2019-2021 年，随着公司扩展的新客户放量，销售费用率回落；研发费用前期投入较大，主要系开发 SPC 地板所致，随 SPC 逐渐量产实现收入后，研发费用率也随之不断下降。2021 年，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.7%/1.9%/2.7%/1%。其中，公司销售费用率下跌主要系参展、出口费和销售佣金大幅减少所致；财务费用率减少 1.8pp，主要系汇兑损失减少所致，财务费用同比降低 47.5%。

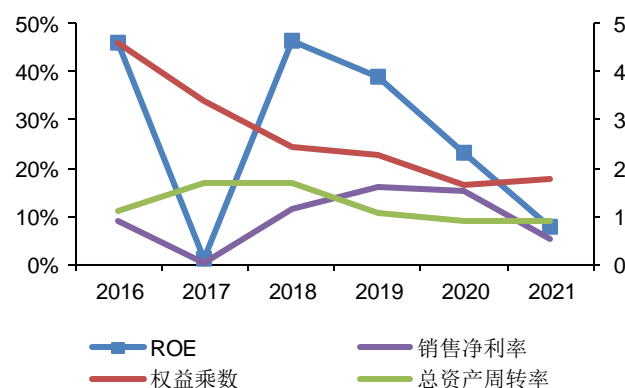
2021 年公司 ROE 为 7.3%，受产能扩张和成本上涨影响有下滑趋势。2018-2021 年公司 ROE 有所下降，从 ROE 拆分来看，主要公司 IPO 后资本结构优化，权益乘数由 4.6 下降至 1.8；2019 年公司总资产周转率略有下滑，主要由于越南工厂投建后，产能需要一定时间爬坡；销售净利率随着原材料价格波动较大，2021 年净利率承压导致 ROE 下滑。未来，公司将结合地区属性布局全球市场，对内建设国内募投项目，对外扩大越南第三工厂，将两者打造为主要经营支撑，并逐渐贡献重要收入增长。预计随产能利用率提高，资产周转率有望逐渐回升。整体来看，企业经营状况较为稳定，盈利能力仍有进一步提升的空间。

图 12：2016-2021 年公司各项费用率



数据来源：公司财报，西南证券整理

图 13：2016-2021 年公司 ROE 拆分



数据来源：公司财报，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

假设 1：随着 PVC 原材料价格回落，生产端规模优势凸显，SPC 地板毛利率回升，2022-2024 年分别达到 22%、23%、24%；

假设 2：新增项目如期投产，2022-2024 年新项目投资比例分别达到 10%、30%、70%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 2：公司分业务收入与成本预测**

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>合计</b>				
营业收入	1797.6	2454.4	3283.3	4292.4
yoy	46.9%	36.5%	33.8%	30.7%
营业成本	1496.6	1922.8	2537.7	3273.0
毛利率	16.7%	21.7%	22.7%	23.7%
<b>SPC 地板</b>				
收入	1331.0	1929.9	2701.8	3647.5
yoy	57.1%	45%	40%	35%
成本	1102.0	1505.3	2080.4	2772.1
毛利率	17.2%	22.0%	23.0%	24.0%
<b>LVT 地板</b>				
收入	242.6	279.0	312.4	349.9
yoy	26.6%	15%	12%	12%
成本	202.8	220.4	243.7	269.5
毛利率	16.4%	21.0%	22.0%	23.0%
<b>WPC 地板</b>				
收入	205.3	225.8	248.4	273.2
yoy	19.0%	10%	10%	10%
成本	178.0	182.9	198.7	215.9
毛利率	13.3%	19.0%	20.0%	21.0%
<b>其他</b>				
收入	18.7	19.7	20.7	21.7
yoy	50.0%	5%	5%	5%
成本	13.8	14.2	14.9	15.6
毛利率	26.5%	28%	28%	28%

数据来源：Wind, 西南证券

可比公司方面，我们选取出口企业共创草坪、乐歌股份、玉马遮阳为可比公司，考虑到公司产能储备充足，盈利能力优于同业，首次覆盖给予“持有”评级。



表 3：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
605099.SH	共创草坪	26.17	1.13	1.54	1.96	23.17	16.97	13.35
300729.SZ	乐歌股份	17.75	0.88	1.44	2.14	20.17	12.34	8.30
300993.SZ	玉马遮阳	23.14	1.10	1.43	1.90	20.96	16.18	12.20
平均值						21.43	15.16	11.28

数据来源：Wind，西南证券整理

**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	1797.57	2454.35	3283.34	4292.35	净利润	96.97	249.68	385.91	553.29
营业成本	1496.56	1922.77	2537.71	3273.01	折旧与摊销	54.18	43.47	43.47	43.47
营业税金及附加	7.63	11.26	14.70	29.62	财务费用	17.80	45.98	43.42	47.73
销售费用	119.91	164.44	219.98	283.29	资产减值损失	-3.63	0.00	0.00	0.00
管理费用	34.94	46.63	62.38	77.26	经营营运资本变动	-82.78	-91.28	-197.75	-262.73
财务费用	17.80	45.98	43.42	47.73	其他	-191.72	5.02	1.57	2.72
资产减值损失	-3.63	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-109.16</b>	<b>252.88</b>	<b>276.62</b>	<b>384.48</b>
投资收益	-0.98	0.00	0.00	0.00	资本支出	-370.19	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-2.63	-2.36	-2.45	-2.42	其他	141.91	-2.36	-2.45	-2.42
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>-228.29</b>	<b>-2.36</b>	<b>-2.45</b>	<b>-2.42</b>
<b>营业利润</b>	<b>99.12</b>	<b>260.89</b>	<b>402.69</b>	<b>579.01</b>	短期借款	392.55	-70.05	-74.19	-142.20
其他非经营损益	1.60	2.05	1.85	1.87	长期借款	-1.67	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>100.72</b>	<b>262.94</b>	<b>404.54</b>	<b>580.88</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	3.75	13.26	18.62	27.59	支付股利	0.00	-3.64	-7.34	-10.51
净利润	96.97	249.68	385.91	553.29	其他	-67.54	-62.89	-43.42	-47.73
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>323.35</b>	<b>-136.58</b>	<b>-124.95</b>	<b>-200.44</b>
归属母公司股东净利润	96.97	249.68	385.91	553.29	<b>现金流量净额</b>	<b>-25.26</b>	<b>113.93</b>	<b>149.22</b>	<b>181.62</b>
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	327.85	441.78	591.00	772.62	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	373.83	492.63	646.78	860.52	销售收入增长率	46.87%	36.54%	33.78%	30.73%
存货	419.76	557.37	728.25	943.40	营业利润增长率	-50.98%	163.20%	54.35%	43.79%
其他流动资产	24.55	33.52	44.84	58.62	净利润增长率	-48.50%	157.48%	54.57%	43.37%
长期股权投资	34.19	34.19	34.19	34.19	EBITDA 增长率	-38.42%	104.75%	39.74%	36.89%
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	854.96	825.26	795.56	765.87	毛利率	16.75%	21.66%	22.71%	23.75%
无形资产和开发支出	136.09	123.17	110.24	97.31	三费率	9.60%	10.47%	9.92%	9.51%
其他非流动资产	102.10	101.25	100.40	99.55	净利率	5.39%	10.17%	11.75%	12.89%
<b>资产总计</b>	<b>2273.33</b>	<b>2609.16</b>	<b>3051.27</b>	<b>3632.08</b>	ROE	7.62%	16.20%	20.10%	22.47%
短期借款	585.87	515.81	441.62	299.42	ROA	4.27%	9.57%	12.65%	15.23%
应付和预收款项	296.50	467.62	593.02	758.51	ROIC	7.71%	15.76%	20.43%	24.50%
长期借款	0.69	0.69	0.69	0.69	EBITDA/销售收入	9.52%	14.27%	14.91%	15.61%
其他负债	117.49	83.67	96.00	110.73	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1000.55</b>	<b>1067.80</b>	<b>1131.32</b>	<b>1169.35</b>	总资产周转率	0.90	1.01	1.16	1.28
股本	102.68	102.68	102.68	102.68	固定资产周转率	3.95	5.41	7.74	10.88
资本公积	718.98	718.98	718.98	718.98	应收账款周转率	7.61	6.88	7.09	6.97
留存收益	473.67	719.71	1098.28	1641.07	存货周转率	4.35	3.92	3.93	3.91
归属母公司股东权益	1272.78	1541.37	1919.94	2462.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.68%	—	—	—
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>1272.78</b>	<b>1541.37</b>	<b>1919.94</b>	<b>2462.73</b>	资产负债率	44.01%	40.92%	37.08%	32.20%
负债和股东权益合计	2273.33	2609.16	3051.27	3632.08	带息债务/总负债	58.62%	48.37%	39.10%	25.66%
					流动比率	1.20	1.49	1.85	2.35
					速动比率	0.76	0.95	1.18	1.51
					股利支付率	0.00%	1.46%	1.90%	1.90%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	171.11	350.35	489.58	670.21	每股收益	0.94	2.43	3.76	5.39
PE	26.10	10.14	6.56	4.57	每股净资产	12.40	15.01	18.70	23.99
PB	1.99	1.64	1.32	1.03	每股经营现金	-1.06	2.46	2.69	3.74
PS	1.41	1.03	0.77	0.59	每股股利	0.00	0.04	0.07	0.10
EV/EBITDA	15.99	7.17	4.67	2.93					
股息率	0.00%	0.14%	0.29%	0.42%					

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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@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	xy@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