

传统业务稳健增长, 创新业务构筑新增长极

投资要点

- 事件:** 公司发布2021年度报告, 实现营业收入37.3亿元, 同比增长25.0%; 实现归母净利润4.0亿元, 同比下滑12.6%, 主要系处置联营企业产生较高非经常性损益的影响。报告期内扣除非经常性损益、剔除股份支付费用影响后的归母净利润为4.7亿元, 较上年同期增长22.0%。公司收入持续稳步增长叠加经营管理效率不断提升, 未来利润释放值得期待。
- 需求上升叠加产品迭代, 传统业务稳健增长。** 报告期内, 随着银行IT内生需求增加以及公司产品线蓬勃发展, 软件开发及服务业务实现快速增长, 2021年实现营收28.6亿元, 同比增长28.2%。**1) 需求端:** 国有大型银行与股份制银行积极推动金融信创发展, 需求大幅上升, 公司来自国有大型商业银行与股份制银行的软件开发及服务收入分别同比增长33.4%、28.4%。**2) 产品端:** 数据类产品家族具备全信创基础, 市场版图持续扩大; 信贷产品线推出新一代分布式综合信贷管理产品V5, 重构了信贷从业人员作业流程, 合同订单数呈现翻倍增长; 监管产品体系保持市占率第一, 产品持续迭代; 渠道产品体系不断出新, 为银行提供从渠道服务到数字化经营的全系列产品。产品竞争优势凸显, 有力推动公司软件业务快速发展, 报告期内在手订单同比增长26%。
- 创新运营业务高速增长, 构筑公司新增长极。** 创新运营业务是公司未来经营发展的新方向, 保持高速增长趋势, 2021年实现营收1.6亿元, 同比增长46.5%, 2019-2021营收CAGR达47.1%。**1) 金融生态平台方面,** 公司持续发力, 新增两家新客户并成功投入试运营。**2) 数字信贷方面,** 已拓展到中小微企业, 业务范围持续扩张。**3) 数字化营销运营方面,** 实现金融科技与营销运营有效融合, 新签订3家银行客户, 迎来业务增长。**4) 金融云服务方面,** 持续推动与百度深度融合, 基于百度云平台技术升级宇信金融云, 新签订两家消费金融公司与两家保险公司, 成为公司未来转型的重要组成部分。
- 海外市场持续深化, 传统+创新双管齐下。****1) 传统业务方面:** 在新加坡、印尼、马来西亚、柬埔寨进展顺利, 网点转型产品、渠道产品、数据产品、DevOps产品等均获得海外市场试点落地机会。**2) 创新业务方面:** 印尼两个创新运营业务推进顺利, 第二个项目预计将于2022年一季度上线, 两个项目的成功落地充分证明公司的创新运营业务在海外的市场潜力。**3) 加深与生态伙伴在海外市场的合作:** 与华为、腾讯、NTT DATA、新加坡华侨银行等多位合作方继续整合资源, 将公司在国内市场积累的先进产品和服务输出到东南亚市场。
- 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33.0%。金融科技相关政策持续牵引叠加数字人民币全面推广, 银行IT投入有望持续增加, 相应软件开发需求不断增加, 公司长年深耕银行IT解决方案领域, 客户资源稳定, 产品线丰富, 专业化程度高, 后续订单有望维持饱满状态, 利润弹性值得期待。故给予公司2022年33倍PE, 对应目标价24.42元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 银行IT投入不及预期; 创新业务推进不及预期; 行业竞争加剧等。

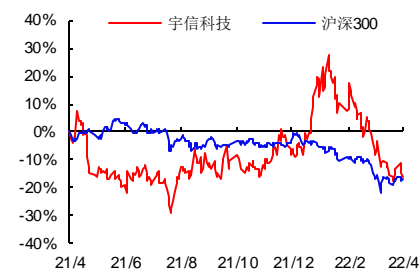
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3726.20	4627.17	5738.07	7014.10
增长率	24.97%	24.18%	24.01%	22.24%
归属母公司净利润(百万元)	395.82	524.15	695.17	931.39
增长率	-12.60%	32.42%	32.63%	33.98%
每股收益EPS(元)	0.56	0.74	0.98	1.31
净资产收益率ROE	14.29%	12.18%	14.20%	16.38%
PE	32	24	18	14
PB	4.61	2.96	2.60	2.24

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

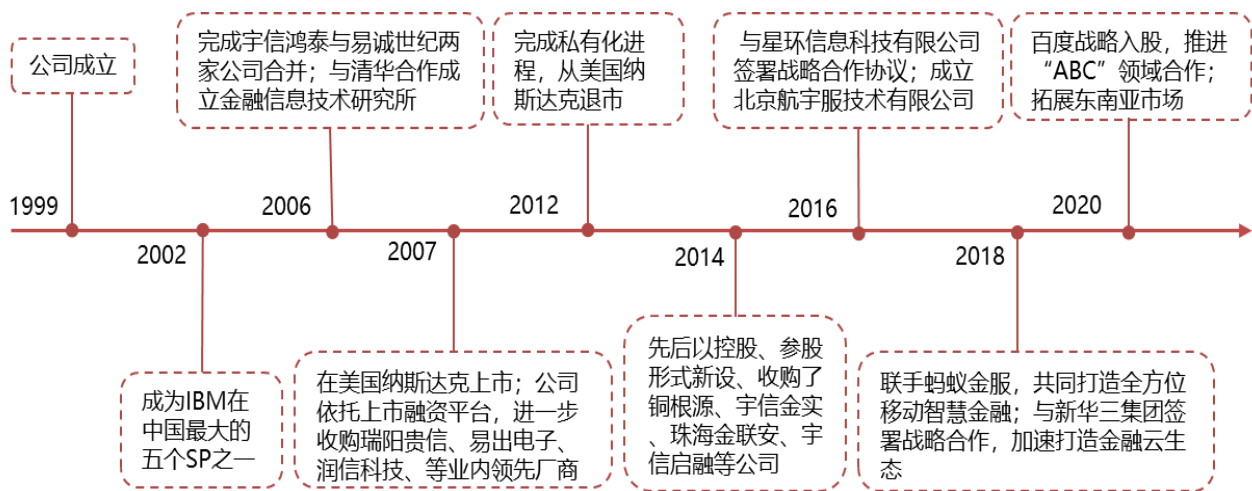
总股本(亿股)	7.12
流通A股(亿股)	6.47
52周内股价区间(元)	15.09-36.95
总市值(亿元)	126.81
总资产(亿元)	44.53
每股净资产(元)	4.16

相关研究

1 传统业务稳健增长，创新业务构筑新增长极

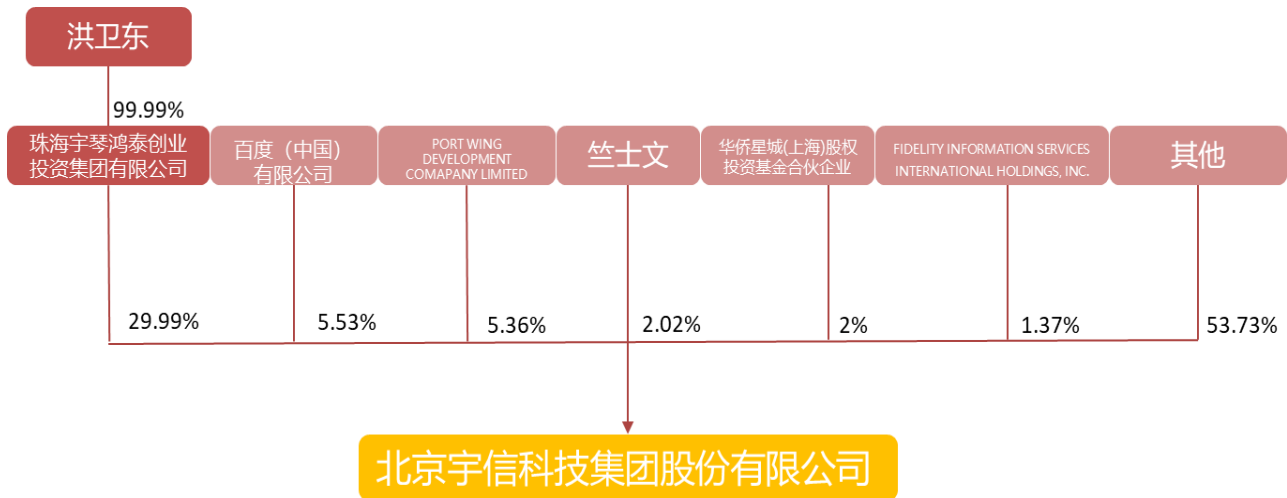
公司成立于 1999 年，2007 年在美国纳斯达克上市，并迅速成长为中国金融 IT 服务行业第一梯队厂商。2012 年完成私有化退市之后，公司通过参控股多家金融科技细分领域企业，实现业务版图迅速扩张、金融 IT 服务解决方案体系不断完善，并于 2018 年于创业板再次成功上市。2020 年百度战略入股，双方实现优势互补，共同推动自主创新金融产品普及，并开拓东南亚市场。历经二十余年的发展，公司已连续多年稳居中国银行 IT 解决方案服务商市场领先地位，形成了软件开发及服务、系统集成销售及服务和创新运营业务三位一体的业务矩阵，引领网络银行、信贷管理、商业智能、风险管理和监管报送等多个细分解决方案领域的发展。

图 1：公司主要股东持股比例



资料来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

股权结构集中稳定，核心技术、管理人员股权激励充分。公司创始人、董事长洪卫东先生为公司实际控制人，通过间接持股方式，合计持有 29.99% 的股份，股权结构相对集中稳定。同时，公司于 2020 年实施限制性股票激励计划，拟授予限制性股票数量 1,400 万股，激励对象覆盖公司高管以及骨干共计 421 人，考核目标为以 2019 年净利润为基数，2020 年-2022 年净利润每年增长率不得低于 15%、30% 和 60%。公司股权激励效果显著，2020 年净利润同比增长 65.8%，2021 年较 2019 年增长 44.7%，第一期与第二期考核目标均顺利完成，实现高管、员工与股东利益一致，充分调动员工积极性，利于公司长期稳定持续发展。

图 2：公司主要股东持股比例


资料来源：公司公告，西南证券整理

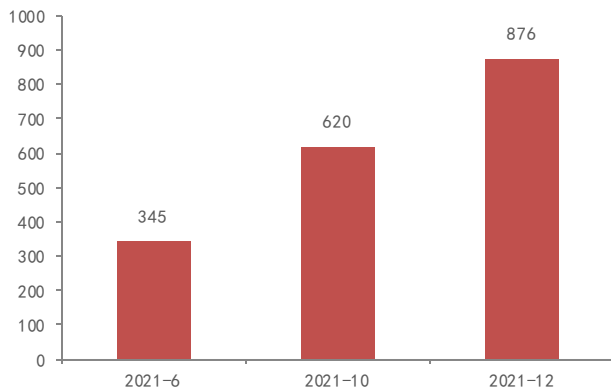
政策持续催化，银行 IT 景气度持续。近年来，国家陆续出台《中国金融业信息技术“十三五”发展规划》、《银行业金融机构数据治理指引》、《金融科技（FinTech）发展规划（2019-2021 年）》、《金融科技发展规划（2022-2025 年）》等一系列规划文件，为银行 IT 发展提供政策支持。最新的《金融科技发展规划（2022-2025 年）》指出，建设绿色高可用数据中心，架设安全泛在的金融网络，布局先进高效的算力体系，进一步夯实金融创新发展的“数字底座”；加快监管科技的全方位应用，强化数字化监管能力建设，对金融科技创新实施穿透式监管，筑牢金融与科技的风险防火墙。

表 1：国家出台的相关政策

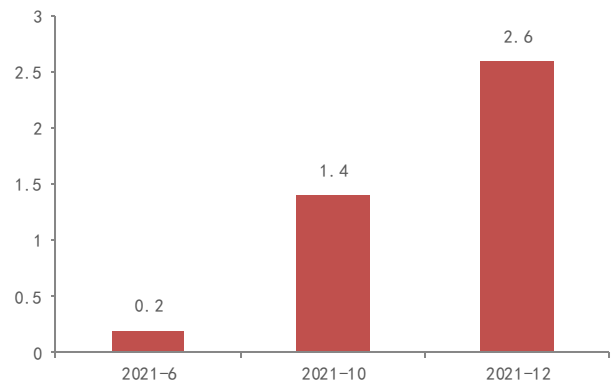
时间	部门	政策	主要内容
2017.06	中国人民银行	《中国金融业信息技术“十三五”发展规划》	确立了“十三五”期间金融业信息技术工作的发展目标，主要包括：金融信息基础设施达到国际领先水平、信息技术持续驱动金融创新、金融业标准化战略全面实施、金融网络安全保障体系更加完善、金融信息技术治理能力显著提升。
2018.05	中国银行保险监督管理委员会	《银行业金融机构数据治理指引》	明确全面实现数据价值的主要要求。提出银行业金融机构应当将数据应用嵌入到业务经营、风险管理和内部控制的全流程，有效捕捉风险，优化业务流程，实现数据驱动银行发展。
2019.08	中国人民银行	《金融科技（FinTech）发展规划（2019-2021 年）》	明确提出未来三年金融科技工作的指导思想、基本原则、发展目标、重点任务和保障措施。明确要加强金融科技战略部署、强化金融科技合理应用、赋能提质增效、增强金融科技监管。
2020.11	中国人民银行	《分布式数据库技术金融应用规范》	从分布式数据库技术架构、安全技术、灾难恢复三个方面对金融机构的应用加以规范，并加强对银行 IT 行业的监管。
2022.01	中国人民银行	《金融科技发展规划（2022-2025 年）》	建设绿色高可用数据中心，架设安全泛在的金融网络，布局先进高效的算力体系，进一步夯实金融创新发展的“数字底座”；加快监管科技的全方位应用，强化数字化监管能力建设，对金融科技创新实施穿透式监管，筑牢金融与科技的风险防火墙。

数据来源：中国人民银行官网，西南证券整理

数字人民币方兴未艾，有望成为公司未来增长点。数字人民币作为经济时代的支付基础设施，推广是大势所趋，随着央行不断推进数字人民币落地，银行系统改造、数字钱包等软硬件产品的更新替代需求不断催生。截至 2021 年 12 月底数字人民币试点场景已超过 808.7 万个，累计开立个人钱包 2.6 亿个，交易金额 875.7 亿元。2022 年，数字人民币 APP 已于各大应用商城上线，并在冬奥会成功迎来重要展示，央行于 4 月 2 日发布第三批数字人民币试点地区名单，在现有的“10+2”基础上新增天津、重庆、广州、福州、厦门、浙江省承办亚运会的 6 个城市。伴随数字人民币试点迎来再扩容，支付场景和进入场景的方式将逐步向多样化、复杂化发展，银行系统将面临全面的升级迭代和改造。

图 3: e-CNY 累计交易金额 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

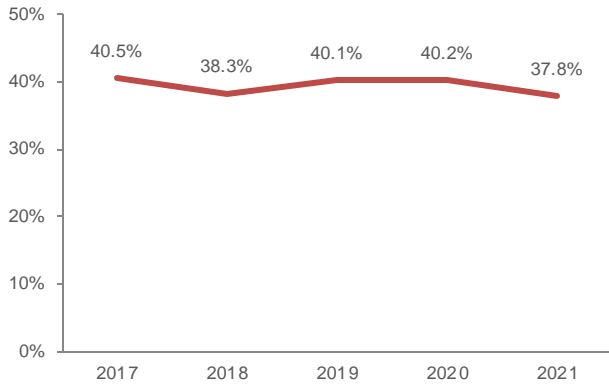
图 4: e-CNY 个人钱包开立数量 (亿个)


数据来源: Wind, 西南证券整理

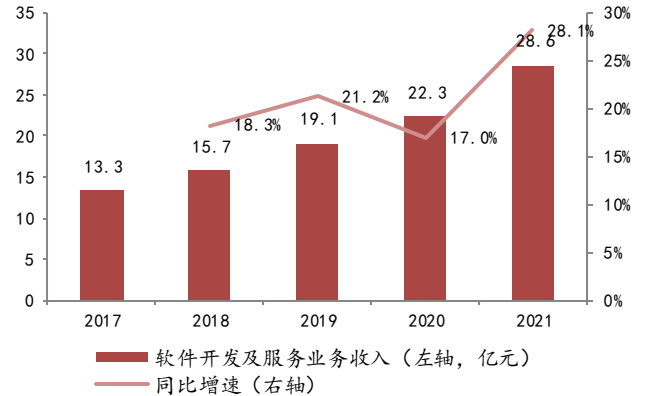
软件开发及服务业务保持快速增长，产品线完备且持续迭代。公司软件业务体系包括数据、信贷、渠道和监管等，报告期内各个产品线快速发展，持续迭代，推动收入实现快速增长，2021 年该业务实现营收 28.6 亿元，同比增长 28.2%。

- **数据类产品:** 报告期内，公司推出面向企业数据中台工作站的一体化信创产品，具备一站式解决方案及产品服务，覆盖了金融机构数据全生命周期的管理与应用需求。同时，公司完成全国注册资本最高的省级城商行数据治理及大数据统一监管平台项目，为两行合并数字化转型打造“样板工程”，并中标多家头部银行数据中台、大数据、智慧营销等相关项目，在信托、租赁、金控集团均取得突破。
- **信贷产品:** 报告期内，公司推出基于分布式架构的智能化信贷产品系列 V5，重构面向信贷从业人员的作业流程，实现行业内首个智能贷后系统的落地实施，并借助此新平台的研发效能，进一步扩大宇信科技信贷产品家族体系，获得了来自政策性银行、股份制银行、城商行、农信等多个客户订单。
- **监管产品:** 公司该系列产品已在超百家大中型银行落地，并全面覆盖了信托、财务、租赁、消金等非银金融机构，市场占有率保持第一。报告期内，公司积极响应监管新规，先后推出人行金融数据报送、人行新版利率报备、银保监关联交易三款新产品，在数十家金融机构落地，其中关联交易产品迎来突破，先后斩获某股份制银行和西部某城商行项目。

- **渠道产品：**报告期内，公司推出新一代企业网上银行系统，以及新手机银行产品，并完成“金融 e 店”产品的布局，为后续市场开拓奠定基础。此外，公司加速数字人民币试点快速推进，与三家国有行深度合作，积极参与数字钱包的开发与建设，有望受益于数字人民币扩容趋势。

图 5：公司软件开发与服务业务毛利率情况


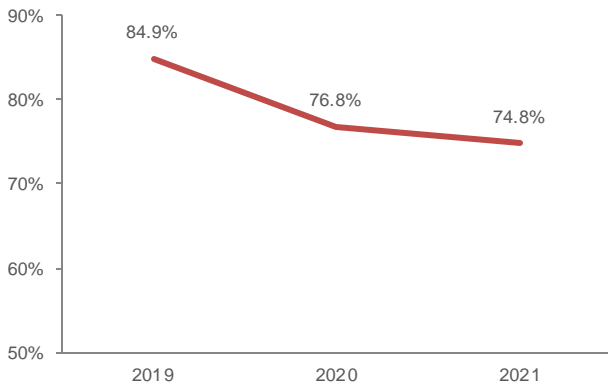
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司软件开发与服务业务营收及增速情况


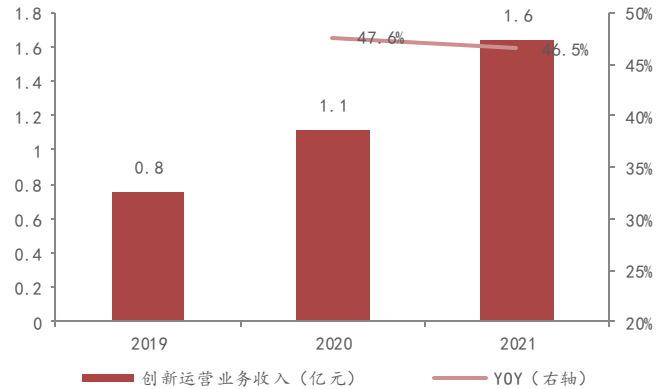
数据来源：公司公告，西南证券整理

创新运营业务场景进一步开拓，有望成为公司增长第二大引擎。报告期内，公司持续开拓产业布局的深度与广度，业务场景应用进一步丰富，取得重大进展，客户群体进一步扩充。2021 年创新运营业务实现营收 1.6 亿元，增速达 46.5%。

- **金融生态平台：**作为创新运营业务的主体，具备“上线快、可扩展、好运维”等特点，并采用“先盈利再付费”的合作方式，能够帮助客户实现零投入快速上线、快速做大零售资产规模、显著降低贷款不良率、无风险大幅增长收入和利润的目标。报告期内，公司新增两家新客户并且成功开始业务试运营。同时，公司在既有客户的零售转型战略实施过程中，将创新运营业务作为抓手，实现横向拓展业务机会，进一步促进软件开发业务的发展。
- **数字信贷：**报告期内，公司拓宽数字信贷业务范围，发展面向中小微企业普惠金融数字信贷业务，已和三家规模较大、业务影响范围大的城商行实现签约，未来增长潜力巨大。
- **数字化营销运营：**公司将金融科技与营销运营结合，统一输出为管家式运营服务，能够在投入较低科技与营销成本的前提下，快速开展丰富的营销活动，帮助银行突破传统获客路径依赖，加速银行获客、激活客户、价值提升等各项业务指标达成。报告期内，公司新签订三家银行客户，并实现一家客户成功上线且开始业务试运营。
- **金融云服务：**公司持续推动与百度深度融合，并升级宇信金融云，以金融云服务为载体的合作科技运营模式成为公司未来转型的重要组成部分。报告期内，公司新签两家消费金融公司和两家保险公司，业务版图持续扩张。

图 7：公司创新运营业务毛利率情况


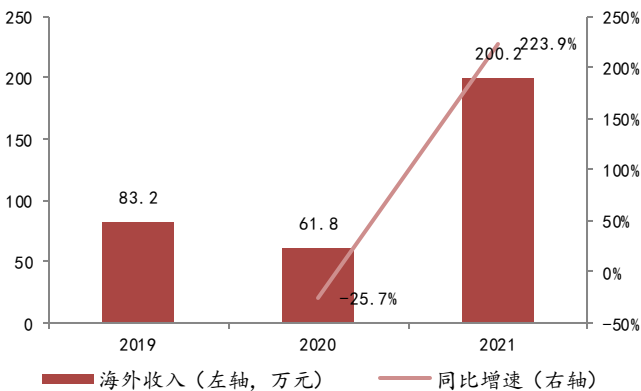
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司创新运营业务营收及增速情况


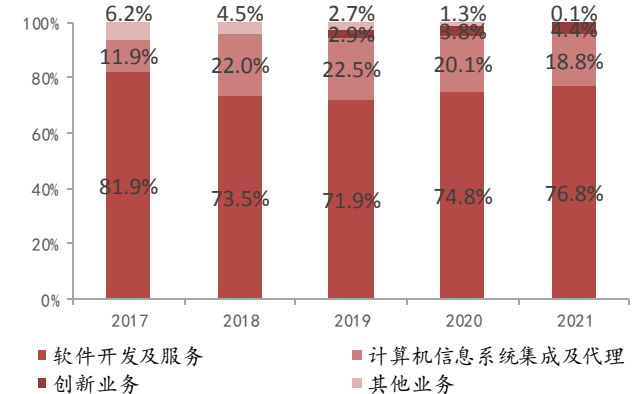
数据来源：公司公告，西南证券整理

积极布局海外市场，发展空间广阔。公司于 2019 年在香港和新加坡设立子公司，以东南亚为起点积极布局海外市场，主要通过战略合作的方式，迈出海外布局第一步。报告期内，公司积极推进与华为、NTT DATA 以及新加坡华侨银行的合作，其中，NTT DATA 在东南亚已经有一定数量的银行客户积累和丰富的市场资源积淀，帮助公司全面完成银行 IT 解决方案和软件开发能力输出，传统业务落地顺畅。同时，印尼市场的两个创新运营业务也在稳步推进中。

2021 年公司海外收入仅占公司总营收 0.05%，营收同比增长 224.1%，发展潜力巨大。随着疫情逐渐常态化发展，东南亚市场互联网渗透率不断提升，公司有望凭借技术与成本优势，乘着“一带一路”政策东风，实现高速增长。未来五年，海外市场的拓展将是公司整体发展战略的重要组成部分之一。

图 9：海外收入情况及增速


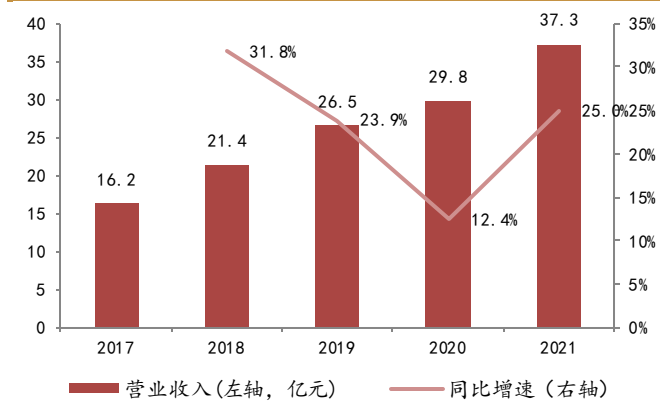
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司收入结构情况


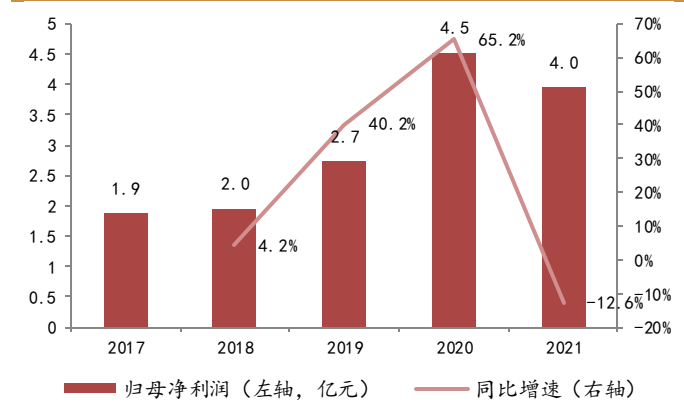
数据来源：公司公告，西南证券整理

业绩稳定增长，各个业务板块保持快速增长。从收入端来看，2021 年公司实现营收 37.3 亿元，同比增长 25%。其中，软件开发及服务业务实现营收占公司总营收 75% 以上，是公司营收主要来源和核心驱动力之一，随着金融科技行业快速发展，市场需求进一步升温，产品线不断迭代，后续仍将维持较高增速。受益于行业监管政策逐渐完善，公司数字零售市场的发展空间进一步拓宽，公司加速整合资源、拓展新品，创新运营业务呈爆发式增长，未来随着新产品和新业务的加速布局，推广日趋完善，有望成为公司未来新增增长点

从利润端来看，2021 年公司实现归母净利润 4.0 亿元，同比下滑 12.6%，主要系处置联营企业的非经常损益较高，对净利润产生影响；扣除非经常性损益、剔除股份支付费用影响后的归母净利润为 4.7 亿元，较上年同期增长 22%。随着公司各个业务收入持续稳步增长叠加经营管理效率不断提升，未来业绩进一步释放值得期待。

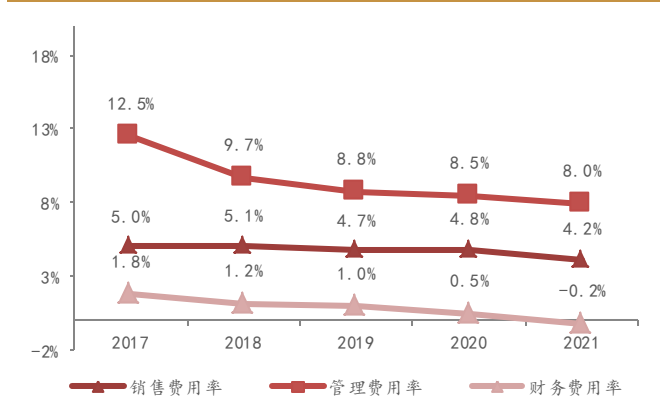
图 11：公司营业收入及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：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

费用率下降，盈利能力持续提升。 1) **费用率方面**：随着公司精细化管理和数字化管理不断升级，管理效率持续提升。同时，业务体量迅速扩张导致规模效应逐步凸显，2017-2021 年，公司销售、管理、财务费用率均呈现下降趋势。2) **利润率方面**：自 2017-2021 年，公司毛利率维持在 30% 以上，始终保持较高水平。由于金融科技人才竞争激烈，人工成本上升，公司 2021 年毛利率同比下降 1pp。未来随着公司研发费用不断投入，软件业务稳定增长，毛利率较高的创新业务高速增长，整体毛利率水平有望得到改善。

图 13：公司费用率情况


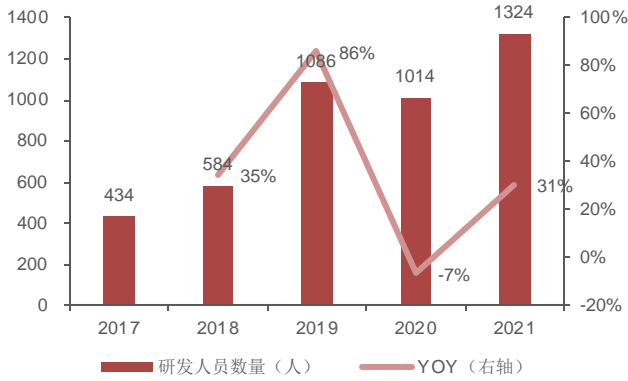
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：公司毛利率、净利率情况

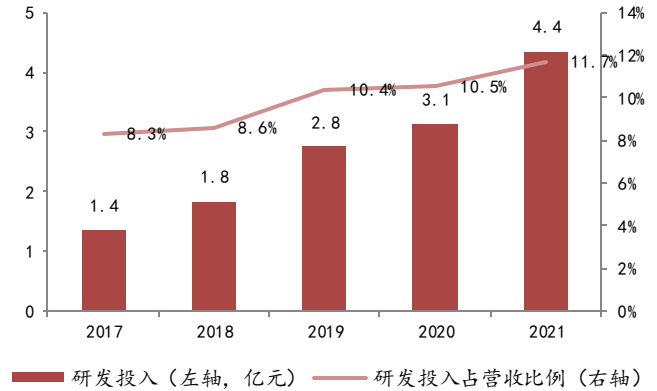

数据来源：公司公告，西南证券整理

研发投入逐年增加，进一步巩固产品竞争力。 2021 年公司研发投入达到 4.3 亿元，同比增长 38.7%，过去四年 CAGR 达到 24%。同时，研发投入占营收比重不断攀升，自 2017 年 8.3% 增加到 2021 年 11.67%。从研发投入方向来看，公司主要围绕信创与云原生两大能力增加技术平台与工具的研发；并完成从 IAAS 层到 PAAS 层，构建支撑所有业务产品的统一技术底座；同时，其基于微服务分布式架构的统一开发输出近 200 家金融机构。从产品上来看，公司持续投入软件开发与服务业务中四大产品的研发，进一步保障软件业

务稳健增长。此外，2022 年初公司已完成定增，募集资金 11.2 亿元，主要用于分布式、微服务架构技术的开发和迭代。大量的研发投入夯实了公司产品技术竞争力，为公司带来新增长点，同时有望提升软件产品标准化程度，进一步改善毛利率水平。

图 15：公司研发人员数量及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：公司研发投入及研发投入占营收比例情况


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) 软件开发及服务：伴随大型银行的金融科技创新及数字化转型的持续推进，行业迎来蓬勃发展机遇，相应软件开发需求不断增加；公司多年深耕银行 IT 解决方案，具备完善丰富的产品线及稳定的市场竞争优势，预计 2022-2024 年该业务营收增速分别为 25%、25%、23%。

2) 计算机系统集成及代理：商业银行对云计算、分布式架构建设需求持续增加，公司提供相应的 IT 基础设施咨询及规划、IT 系统改造升级等服务，预计 2022-2024 年该业务营收增速分别为 16%、15%、13%。

3) 创新运营业务：公司持续开拓产业布局的深度与广度，业务场景应用进一步丰富，创新运营业务虽仍在发展初期却取得重大进展，在信贷运营合作拓展较为顺利，金融云和智慧网点等新业务竞争力强劲，客户群体进一步扩充。预计 2022-2024 年该业务营收增速分别为 45%、40%、38%。

4) 费用管控效果可持续，毛利率稳中有进。

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：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
软件开发及服务	收入	2860.3	3575.3	4469.1	5497.0
	增速	28.2%	25.0%	25.0%	23.0%
	毛利率	37.8%	38.0%	38.2%	38.5%
计算机系统集成及代理	收入	699.7	811.7	933.4	1054.8
	增速	16.6%	16.0%	15.0%	13.0%
	毛利率	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
创新运营业务	收入	164.4	238.3	333.6	460.4
	增速	46.5%	45.0%	40.0%	38.0%
	毛利率	74.8%	75.0%	75.2%	75.2%
其他业务	收入	1.9	1.9	1.9	1.9
	增速	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	40.9%	41.0%	41.0%	41.0%
合计	收入	3726.2	4627.2	5738.1	7014.1
	增速	25.0%	24.2%	24.0%	22.2%
	毛利率	34.1%	35.0%	35.8%	36.6%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 46.3 亿元 (+24.2%)、57.4 亿元 (+24.0%) 和 70.1 亿元 (+22.2%)，归母净利润分别为 5.2 亿元 (+32.4%)、6.9 亿元 (+32.6%)、9.3 亿元 (+34.0%)，EPS 分别为 0.74 元、0.98 元、1.31 元，对应动态 PE 分别为 24 倍、18 倍、14 倍。

2.2 相对估值

综合考虑业务范围，我们选取长亮科技、恒生电子、神州信息作为同业可比公司进行估值比较。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A/E	22E	23E	24E	21A/E	22E	23E	24E
300348.SZ	长亮科技	92	13.47	0.39	0.53	0.69	--	33	24	19	--
600570.SH	恒生电子	606	41.49	1.00	1.20	1.44	1.72	62	35	29	24
000555.SZ	神州信息	121	12.27	0.38	0.52	0.65	0.70	33	24	19	17
平均值								43	28	22	21
300674.SZ	宇信科技	127	17.82	0.56	0.74	0.98	1.31	32	24	18	14

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看,2022 年行业平均估值为 28 倍,公司 PE 为 24 倍,略低于行业平均水平。金融科技相关政策牵引叠加数字人民币全面推广,银行 IT 投入有望持续增加,公司软件开发及服务客户资源稳定,产品线丰富,专业化程度高,后续订单有望维持饱满状态,利润弹性

值得期待。考虑公司 2022-2024 年归母净利润复合增速达到 33.01%，给予公司 2022 年 33 倍 PE，对应目标价 24.42 元，首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

银行 IT 投入不及预期；创新业务推进不及预期；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	3726.20	4627.17	5738.07	7014.10	净利润	395.25	523.38	694.16	930.03
营业成本	2453.76	3007.88	3685.86	4445.26	折旧与摊销	19.74	25.68	25.68	25.68
营业税金及附加	19.54	23.52	29.09	35.80	财务费用	-5.98	-9.25	-11.48	-14.03
销售费用	155.38	180.46	212.31	245.49	资产减值损失	-3.06	-3.00	-3.00	-3.00
管理费用	296.21	893.04	1107.45	1332.68	经营营运资本变动	-465.66	-725.42	-371.63	-468.27
财务费用	-5.98	-9.25	-11.48	-14.03	其他	176.60	-18.69	-23.84	-22.21
资产减值损失	-3.06	-3.00	-3.00	-3.00	经营活动现金流净额	116.90	-207.31	309.89	448.20
投资收益	45.59	25.00	25.00	25.00	资本支出	260.57	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.87	0.20	0.33	0.38	其他	-49.15	25.20	25.33	25.38
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	211.41	25.20	25.33	25.38
营业利润	429.20	559.72	743.17	997.28	短期借款	-168.70	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.87	1.00	2.00	2.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	428.33	560.72	745.17	999.28	股权融资	60.71	1096.82	0.00	0.00
所得税	33.08	37.34	51.02	69.25	支付股利	-111.61	-79.16	-104.83	-139.03
净利润	395.25	523.38	694.16	930.03	其他	-125.76	-16.08	11.48	14.03
少数股东损益	-0.58	-0.77	-1.02	-1.36	筹资活动现金流净额	-345.36	1001.57	-93.35	-125.01
归属母公司股东净利润	395.82	524.15	695.17	931.39	现金流量净额	-18.31	819.46	241.87	348.57
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	1291.56	2111.02	2352.88	2701.45	成长能力				
应收和预付款项	1244.14	1480.55	1841.33	2265.22	销售收入增长率	24.97%	24.18%	24.01%	22.24%
存货	1143.73	1398.50	1716.02	2069.82	营业利润增长率	-10.24%	30.41%	32.78%	34.19%
其他流动资产	62.73	4.45	5.52	6.75	净利润增长率	-12.74%	32.42%	32.63%	33.98%
长期股权投资	360.18	360.18	360.18	360.18	EBITDA 增长率	-14.96%	30.07%	31.46%	33.21%
投资性房地产	17.51	17.51	17.51	17.51	获利能力				
固定资产和在建工程	86.60	67.80	49.00	30.20	毛利率	34.15%	35.00%	35.76%	36.62%
无形资产和开发支出	12.77	6.86	0.95	-4.96	三费率	11.96%	23.00%	22.80%	22.30%
其他非流动资产	233.32	232.36	231.39	230.43	净利率	10.61%	11.31%	12.10%	13.26%
资产总计	4452.55	5679.24	6574.80	7676.61	ROE	14.29%	12.18%	14.20%	16.38%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.88%	9.22%	10.56%	12.12%
应付和预收款项	744.15	1068.27	1307.29	1542.80	ROIC	39.10%	31.04%	29.91%	32.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.89%	12.45%	13.20%	14.38%
其他负债	941.64	313.22	380.45	455.74	营运能力				
负债合计	1685.79	1381.50	1687.73	1998.55	总资产周转率	0.88	0.91	0.94	0.98
股本	661.17	711.63	711.63	711.63	固定资产周转率	41.58	59.94	98.25	177.12
资本公积	773.83	1820.19	1820.19	1820.19	应收账款周转率	3.75	3.67	3.73	3.68
留存收益	1468.73	1913.72	2504.06	3296.41	存货周转率	2.42	2.36	2.36	2.35
归属母公司股东权益	2748.08	4279.83	4870.17	5662.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.17%	—	—	—
少数股东权益	18.68	17.91	16.89	15.53	资本结构				
股东权益合计	2766.76	4297.74	4887.07	5678.06	资产负债率	37.86%	24.33%	25.67%	26.03%
负债和股东权益合计	4452.55	5679.24	6574.80	7676.61	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.24	3.65	3.54	3.55
					速动比率	1.56	2.63	2.51	2.51
					股利支付率	28.20%	15.10%	15.08%	14.93%
					每股指标				
					每股收益	0.56	0.74	0.98	1.31
					每股净资产	3.86	6.01	6.84	7.96
					每股经营现金	0.16	-0.29	0.44	0.63
					每股股利	0.16	0.11	0.15	0.20
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	442.96	576.14	757.38	1008.92					
PE	32.04	24.19	18.24	13.62					
PB	4.61	2.96	2.60	2.24					
PS	3.40	2.74	2.21	1.81					
EV/EBITDA	23.09	17.87	13.27	9.62					
股息率	0.88%	0.62%	0.83%	1.10%					

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	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	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