

双轮驱动稳步发展, AI 赋能开启新增长空间

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年年度报告, 公司实现营业总收入 102.8 亿元, 同比增长 9.2%; 实现归母净利润 7.2 亿元, 同比下降 33.0%, 主要系市场波动导致鸿泉物联的公允价值下降, 叠加销售及研发投入加大所致。
- **智慧交通稳步发展, 云边端一体化优势凸显。** 报告期内, 公司智慧交通业务(剔除子公司视频产品贡献)实现营业总收入 42.3 亿元, 若扣除 ETC 产品及拆除省界收费站项目影响, 收入同比增长 19.5%, 保持稳定增长趋势。**1) 城市交通方面,** 公司持续推进“云-边-端”一体协同的业务架构, Omni-T 全域交通解决方案落地成效良好, 多个项目管控效能明显提升。**2) 城际交通方面,** 高速公路信息化与数字化升级业务稳步发展, 智慧路网业务助力产业变革, 在多地实现落地应用。**3) 车路协同方面,** 按需部署路测感知与通信设备, 已完成多个项目落地实施, 牵头多个自动驾驶示范区建设, 标杆效应逐渐显现。
- **智能物联快速发展, 海内外市场持续开拓。** 报告期内, 公司积极面对芯片供应短缺、疫情反复等挑战, 智能物联业务实现收入 60.7 亿元, 同比增长 15.1%。**1) 国内市场:** 一方面紧跟国家标准, 大力发展定制产品业务市场, 打造行业高端案例; 另一方面充分落地市下沉策略, 加大标准品业务拓展力度, 布局设立 80 多个二级办事处, 重新梳理产品矩阵, 并创建亲民品牌“阿宇”, 市占率维持领先。**2) 海外市场:** 公司实现境外收入 20.2 亿元, 同比增长 27.9%, 收入占比提升至 19.7%, 同时完成多个分支机构的设立, 进一步完善海外渠道网络, 品牌影响力得到有效提升。
- **人工智能厚积薄发, 汽车电子精准切入。****1) 人工智能:** 子公司博观智能全面发力, 在赋能内部智能物联、智慧交通业务高质量发展的同时, 实现规模性外拓, 在智慧电厂、智慧煤矿、智能制造等领域与知名企业取得深度合作, 取得阶段性突破, 有望成为公司业务新增长点。**2) 汽车电子领域:** 公司通过投资联陆智能, 打通“道路网联化”与“车端网联化”的完整车联网闭环。报告期内公司推出符合 Autosar 标准的 ETC OBU, 已为头部整车厂批量供货; 推出基于 UWB 的新一代智能进入产品, 持续研发探索 UWB 在活体检测, 近距离雷达模式等场景的应用拓展; 成功交付几十万台前装 4G T-Box 产品, 与大陆集团联合研发 5G V-Box 模组方案, 并在此基础上进行自主升级, 已获得两个定点项目并计划于 2022 年开始量产, 后续与大陆集团的协同效应值得期待。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年归母净利润复合增速为 29.7%。公司受益于交通行业数字化转型, 智慧交通业务保持稳定增长, 后续订单有望随基建工程的规划实施呈现先慢后快的增长趋势; 智能物联业务海内外市场开拓顺利, 同时人工智能业务蓬勃发展, 进一步赋能智慧交通与智能物联业务实现多领域项目落地, 打开新的成长空间。此外, 公司 2021 年利润端受非经常性损益影响短暂承压, 后续供应链及原材料价格扰动有望趋缓, 毛利率或逐步回升, 利润弹性值得期待。综合来看, 给予公司 2022 年 22 倍 PE, 对应目标价 13.42 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 智慧交通项目推进速度不及预期; 智能物联行业竞争加剧; 原材料价格上涨等。

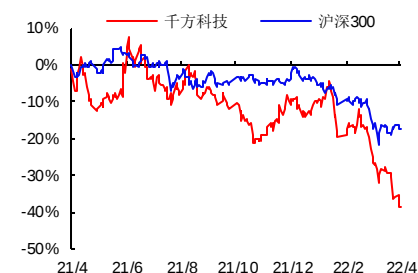
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10281.10	11648.80	13306.43	15361.29
增长率	9.15%	13.30%	14.23%	15.44%
归属母公司净利润(百万元)	724.02	958.65	1242.97	1580.35
增长率	-33.01%	32.41%	29.66%	27.14%
每股收益 EPS(元)	0.46	0.61	0.79	1.00
净资产收益率 ROE	6.25%	7.61%	9.09%	10.51%
PE	22	17	13	10
PB	1.30	1.20	1.12	1.02

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)	15.81
流通 A 股(亿股)	13.74
52 周内股价区间(元)	9.99-18.07
总市值(亿元)	157.93
总资产(亿元)	196.79
每股净资产(元)	7.88

相关研究

1 交通数字化专家，战略布局智能向业务

千方科技成立于 2000 年，2014 年登陆深交所上市，是国内领先的交通行业数字化解决方案和大数据服务提供商。公司聚焦智慧交运、智慧高速、智慧民航、智慧轨交、智能网联等核心领域，目前已成功认证发明专利 2391 件，软件著作权 1315 件，在全球 150 多个国家与地区开展业务，覆盖全国 31 个省市自治区和 300 多个城市，服务超过 2000 个行业头部客户，累计成功交付 6000 个以上中大型智慧交通项目，1000 个以上人工智能项目。

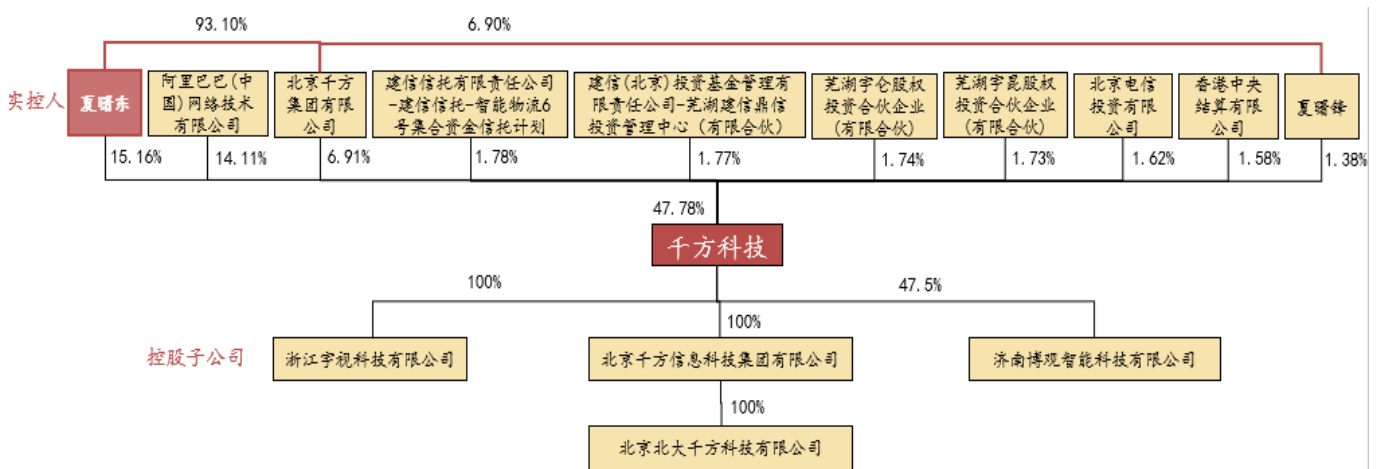
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，西南证券整理

股权结构稳定，战略股东赋能全面发展。公司董事长夏曙东先生深耕行业 20 余年，具有丰富的专业知识与管理经验储备，合计持有公司股份约 21.59%，为公司第一大股东与实控人，股权结构稳定。2019 年 5 月，阿里巴巴战略入股，成为公司第二大股东，持股占比约 14.11%，双方在智能交通及边缘计算领域展开深度协同合作，合力共建 AIoT 战略联盟，加快边缘智能产品布局，打造国内领先的端云协同智慧交通及智能物联综合解决方案，实现共赢全面发展。

图 2：公司主要股东持股比例



资料来源：Wind，西南证券整理

万物智联时代起航，AIoT 赋能交通行业智能化升级。根据 IDC 数据，2020 年中国 IoT 支出规模超过 1500 亿美元，预计 2025 年达到 3070 亿美元，市场前景极为广阔。目前 IoT 应用已覆盖基础设施、生活、军事等众多领域，在人工智能、云计算、5G 等技术加持下进一步拓宽应用范围，以视频感知和应用为核心的智能物联产品及云边端综合解决方案正成为信息化的基础设施和新基建的建设热点。伴随《智能汽车创新发展战略》、《中国交通的可持续发展》、《国家综合立体交通网规划纲要》等政策发布，智慧交通行业数字化变革正快速推进，其中明确要求 2035 年交通基础设施数字化率达到 90% 以上，汽车行业正向智慧网联下半场过渡。自 2021 年年底以来，交通运输部陆续发布一系列交通领域“十四五”规划，我们预计相关项目建设将呈现“先慢后快”的推进节奏，公司在智慧交通领域深耕多年，有望充分受益。

表 1：智慧交通相关政策持续出台

政策名称	发布日期	相关重要内容
《智能汽车创新发展战略》	2020 年 2 月	坚持电动化、网联化、智能化发展方向，以融合创新为重点，突破关键核心技术，优化产业发展环境，推动我国新能源汽车产业高质量可持续发展，加快建设汽车强国。
《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》	2020 年 11 月	坚持电动化、网联化、智能化发展方向，以融合创新为重点，突破关键核心技术，优化产业发展环境，推动我国新能源汽车产业高质量可持续发展，加快建设汽车强国。
《中国交通的可持续发展》	2020 年 12 月	中国交通积极适应新的形势要求，坚持对内服务高质量发展、对外服务高水平开放，把握基础设施发展、服务水平提高和转型发展的黄金时期，着力推进综合交通、智慧交通、平安交通、绿色交通建设，走新时代交通发展之路，进入新时代，中国交通驶入高质量发展的快车道，从交通大国向交通强国迈进。
《国家综合立体交通网规划纲要》	2021 年 2 月	构建综合交通大数据中心体系，完善综合交通运输信息平台。完善科技资源开放共享机制，建设一批具有国际影响力的创新平台。推动智能网联汽车与智慧城市协同发展，建设城市道路、建筑、公共设施融合感知体系，打造基于城市信息模型平台、集城市动态静态数据于一体的智慧出行平台，到 2035 年交通基础设施数字化率达到 90% 以上。
《国家车联网产业标准体系建设指南（智能交通相关）》	2021 年 3 月	到 2022 年底，制修订智能交通基础设施、交通信息辅助等领域智能交通急需标准 20 项以上，初步构建起支撑车联网应用和产业的标准体系；到 2025 年，制修订智能管理和服务、车路协同等领域智能交通关键标准 20 项以上，系统形成能够支撑车联网应用、满足交通运输管理和服务需求的标准体系。
《综合运输服务“十四五”发展规划》、《数字交通“十四五”发展规划》、《公路“十四五”发展规划》、《交通领域科技创新中长期发展规划纲要（2021—2035 年）》	2021 年 11 月 2022 年 1 月 2022 年 2 月	打造数字智能的智慧运输服务体系，加强新一代信息技术在运输服务领域的应用，推进数据资源赋能运输服务发展，构建交通新型融合基础设施网络；完善公路感知网络，实现基础设施全要素、全周期数字化，建设监测、调度、管控、应急、服务议题的智慧路网平台，综合利用科技手段，开展风险动态监测预警和分析研判；打造综合交通运输“数据大脑”，完善部、省两级综合交通运输信息平台架构，加强数据资源的整合共享、综合开发和利用；交通设施数字感知，信息网络广泛覆盖，运输服务便捷智能，行业治理在线协同，技术应用创新活跃，网络安全保障有力的数字交通体系深入推进，“一脑、五网、两体系”的发展格局基本建成，交通新基建取得重要进展，行业数字化、网络化、智能化水平显著提升，有力支撑交通运输行业高质量发展和交通强国建设。
《“十四五”信息通信行业发展规划》	2021 年 11 月	提出 5 项重点任务，包括全面部署 5G、千兆光纤网络、IPv6、移动物联网、卫星通信网络等新一代通信网络基础设施，统筹优化数据中心布局，构建绿色智能、互通共享的数据与算力设施，积极发展工业互联网和车联网等融合基础设施，加快构建并形成以技术创新为驱动、以新一代通

政策名称	发布日期	相关重要内容
《智能网联汽车团体标准体系建设指南（2021 年）》	2021 年 12 月	以“3+N”智能网联汽车相关标准研究框架、智能网联汽车技术路线图“三横两纵”技术体系为基础，构建中国方案智能网联汽车团体标准体系。基于“3+N”智能网联汽车相关标准研究框架，将重点推动建立多场景、聚焦典型自动驾驶功能验证的标准体系。

资料来源：各政府部门官网，西南证券整理

智慧交通“云-边-端”一体化，全方位布局稳步发展。智慧交通是公司发展历程中核心聚焦领域之一，产品覆盖城市交通、城际交通、车路协同等多个业务场景，采用云边端统一技术架构操作系统，加速实现全业务场景赋能。报告期内，公司智慧交通业务（剔除子公司视频产品贡献）实现营收 42.3 亿元，扣除 ETC 产品及拆除省界收费站项目影响，同比增长 19.5%。其中，城际交通、城市交通与其他业务分别实现营收 24.6 亿元、14.5 亿元和 3.2 亿元，占智慧交通业务收入 58.2%、34.3%和 7.5%。

- **城市交通持续深耕：**1) 智慧交运领域：公司重点打造全要素交通运输业务中台，促进“云-边-端”一体化协同，实现多期项目顺利交付，报告期内，公司成功中标 30 余个项目，龙头地位巩固。2) 智慧交管领域：公司基于“云-边-端”一体协同的业务架构，打造智能路口硬件与云控业务平台，有效推进城市交通治理的数字化和智能化进程，提高城市交通管控效能。同时，公司凭借 Omni-T 全域交通解决方案与智能路口产品，接连中标多地智慧交管项目，核心竞争力进一步提升。
- **城际交通稳步推进：**公司进一步加强高速公路信息化以及数字化升级业务，进行隧道提质升级等新产品方案研发。同时，抓住智慧路网业务承接城际交通智能化升级建设机遇，积极打造多项智慧交通云服务，已在多地广泛运用，市场份额显著提升。
- **车路协同持续升级：**公司加大路测感知与通讯设备部署，完成多个项目落地实施。其中，“路运一体化车路协同系统”为未来自动驾驶商业化落地提供了更智能、更可靠的环境示范，助力自动驾驶、智慧物流、智慧出行和城市管理的稳步发展。

图 3：千方科技交通云产品全景图



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 4：智慧交通专属硬件产品



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：千方科技全场景成熟化解决方案



资料来源：公司官网，西南证券整理

智能物联业务快速增长，海内外市场不断开拓。公司通过子公司宇视科技主攻智能物联产品端，不断加深对定制产品的理解，加大国内外市场拓展力度，领跑智能物联多个细分赛道，市占率稳居前三。2021 年实现营收 60.7 亿元，同比增长 15.1%，呈快速增长趋势。

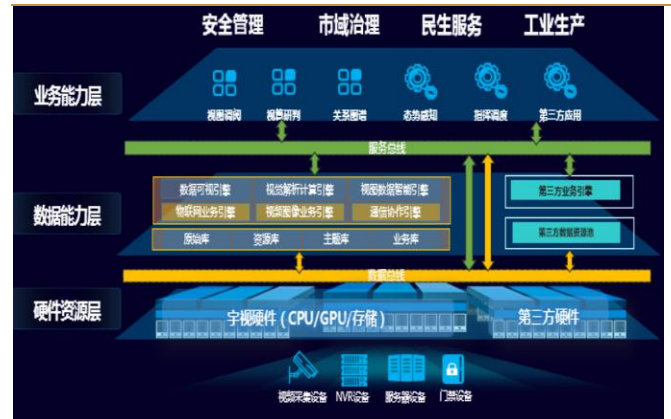
- **产品端：**2021 年公司以全景、数智、物联产品技术为核心，强化资源协同，加大 AI 等核心技术创新研发投入，已形成涵盖前端、NVR 解析、显控、存储、计算、安全、边侧智能硬件、管理平台等产品类别的全链条智能物联产品体系。同时，公司升级 IMOS 平台，围绕去中心化理念，对云平台、边缘计算、终端三大类产品特点进行二次设计和深度优化。
- **渠道端：**公司将内部业务架构进行变革重组，调整为 PBG、EBG 两个业务群，重新划分为 8 大产品线，并确保各产品团队横向拉通，面对不同类型的市场和客户有针对性的提供服务，内部运营效率大幅提升。同时，公司进一步落实渠道下沉策略，目前已成立 80 多个二级办事处，创建亲民品牌“阿宇”积极开拓县级市场。
- **供应链端：**公司供应链运用 TOC 管理思想，采用领先的加工、生产管理设备，实现优质物料、产品追溯，加强质量管理，整体效率高于行业平均水平。在上游芯片供应紧张的大背景下，公司有效保障了器件的充足供应，优势凸显。
- **海外市场保持高速增长：**公司持续增加对海外市场投入，全球竞争力不断增强，海外市场营收占比已达 20% 左右。同时，公司完成多个分支结构设立调研，销售网络不断完善，海外市场保持高速增长，营收增速达 28% 左右。

图 6: 智能物联产品体系



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7: 智能物联产品软件系统统一调度平台 IMOS 10.0

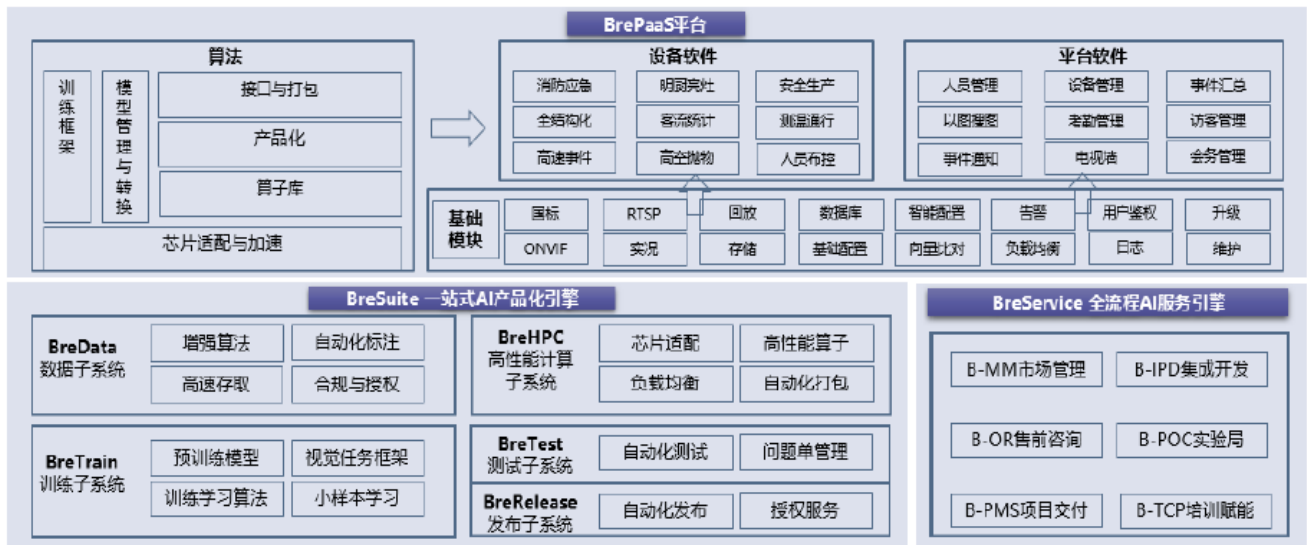


数据来源：公司公告，西南证券整理

发力人工智能和汽车电子领域，实现协同发展。报告期内，公司全面进入人工智能与智能网联汽车电子赛道，并取得突出效果。AI 方面，公司以视觉智能为核心，不断迭代行业领先 AI 算法，实现高速增长，2021 年人工智能业务实现收入 0.9 亿元，同比增长 43.2%；汽车电子方面，公司打通“道路网联化”与“车端网联化”的完整车联网闭环，产品线不断丰富。

- **人工智能：1) 智慧交通与智能网联赋能算法迭代升级：**公司经过多年积淀，已推出包括 100+AI 训练学习算法、200+预训练模型、900+行业算法，在智慧交通和智能物联网等场景均处于领先位置，既提高公司竞争力，又对外输出服务同行客户。**2) 打造“快、灵、轻”三大核心特点：**公司构建“BrePaaS”平台、AI 产品化引擎“BreSuite”以及 AI 服务引擎“BreService”的“1+2”全景 AI 技术栈，提供快速生成 Demo 算法、灵活匹配算法、轻量级 AI 技术栈的前沿技术，并在多个细分行业实现应用。**3) 快速向不同行业场景扩展：**公司迅速切入多个碎片场景，并有效提炼、迭代高精度识别的 AI 算法，在多个领域为制造企业降本增效提供动能。
- **汽车电子：**公司目前已推出 5G V-Box、C-V2X OBU、UWB 数字钥匙等车外网的全域射频硬件产品，并获得多家主机厂定点。其中 5G V-Box 产品结合了 5G、V2X、高精度定位等功能，更有效的辅助智能驾驶。此外，在千方科技与联陆智能业务链条互相协同下，前装 ETC 产品也已经从定点进入量产阶段。

图 8：博观智能 AI “1+2” 技术栈

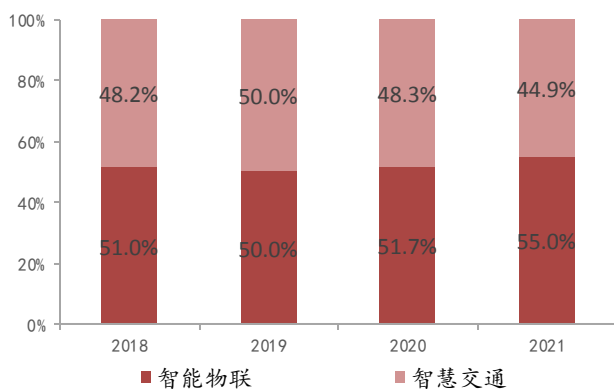


资料来源：公司公告，西南证券整理

分行业看，智能物联占比提升。2018-2021 年，公司智能物联业务营收保持快速增长趋势，CAGR 达到 15.2%，收入占比稳步提升至 55.0%，政策、市场、技术的加持下，高增趋势有望持续。智慧交通业务收入占比虽有下降，但仍保持稳定扩容。此外，随着公司人工智能、汽车电子的高速发展，有望持续赋能智能物联、智慧交通业务，在为公司带来新的增长点。

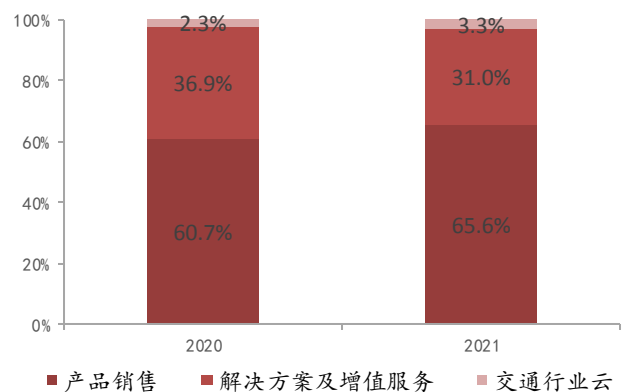
分产品看，产品销售比例提升，交通行业云增速亮眼。2021 年公司产品销售实现收入 67.5 亿元，同比增长 17.9%，贡献收入比重提升至 65.6%；交通行业云实现收入 3.4 亿元，同比增长 56.3%，其毛利率达到 54.1%，同比增长 2.00pp。高毛利业务快速增长，后续有望优化公司毛利结构，提升盈利能力。

图 9：公司分行业收入结构



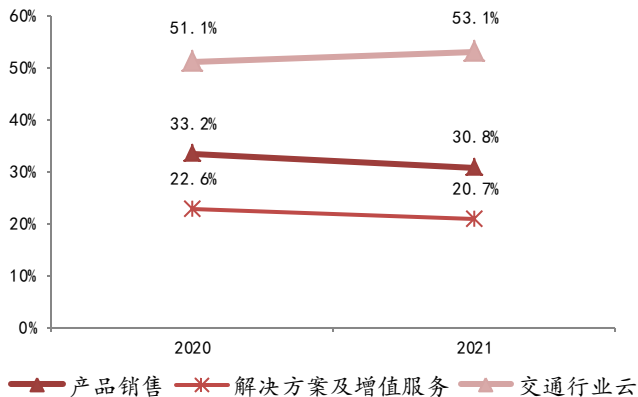
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司分产品收入结构

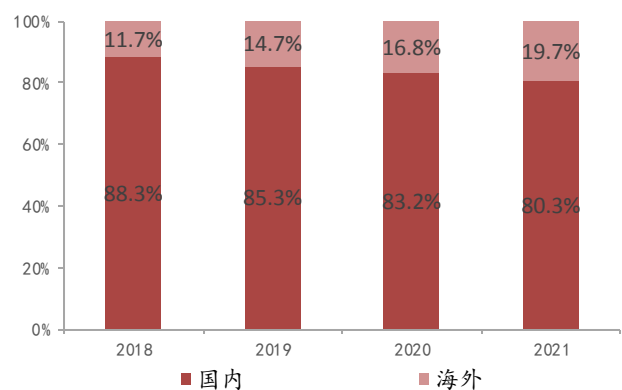


数据来源：公司公告，西南证券整理

分区域看，海外业务拓展良好。2021 年公司实现境内收入 82.6 亿元，同比增长 5.4%；实现海外收入 20.2 亿元，同比增长 27.9%，收入占比提升至 19.7%。海外渠道拓展顺利，市场空间打开。

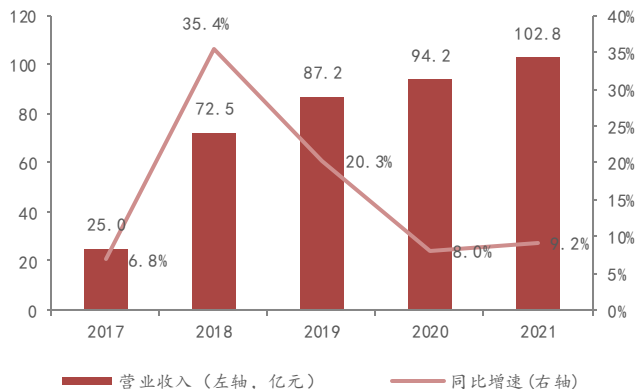
图 11：公司分产品毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

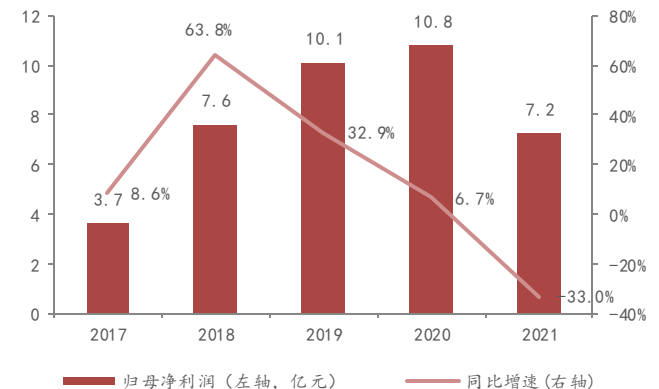
图 12：公司分区域收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

总体来看，2021 年，公司实现营业总收入 102.8 亿元，同比增长 9.2%，收入端整体延续稳健增长趋势；利润端短暂承压，主要系市场波动导致鸿泉物联的公允价值下降，叠加海内外市场拓宽营销渠道，不断加强研发投入，最终实现归母净利润 7.2 亿元，同比下降 33.0%。

图 13：公司营业收入及增速情况


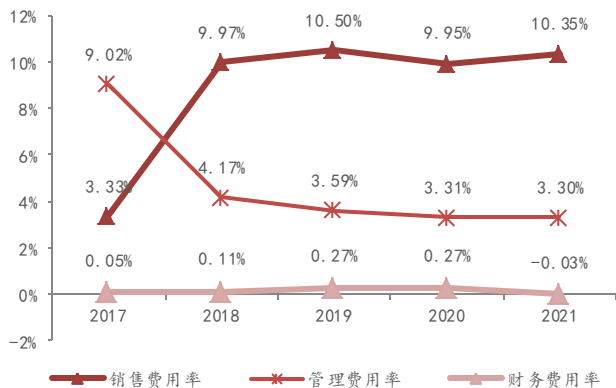
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：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

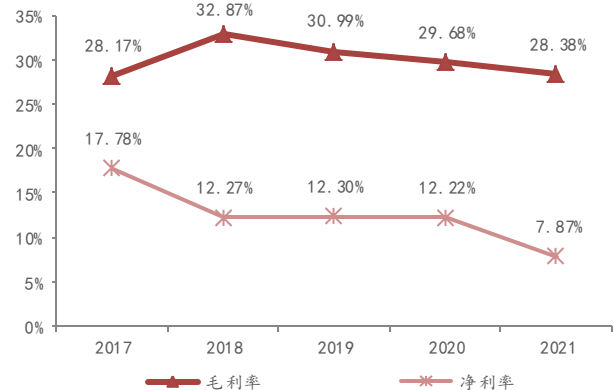
从费用率和利润率来看，1) **费用率方面**：报告期内，公司加大销售渠道扩展力度，销售费用率达到 10.4%，同比小幅上升 0.40pp；财务费用率与管理费用率稳中有降，整体费用管控成效良好。2) **利润率方面**：受供应链及硬件原材料上涨等多重因素影响，公司 2021 年毛利率为 28.4%，同比下降 1.30pp；净利率为 7.9%，同比下降 4.35pp，主要系公司加大研发和销售费用投入，且鸿泉物联公允价值下降所致。我们认为，伴随公司高毛利的交通行业云服务高速增长，人工智能业务持续赋能，研发体系不断完善，后续利润弹性值得期待。

图 15: 公司费用率情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

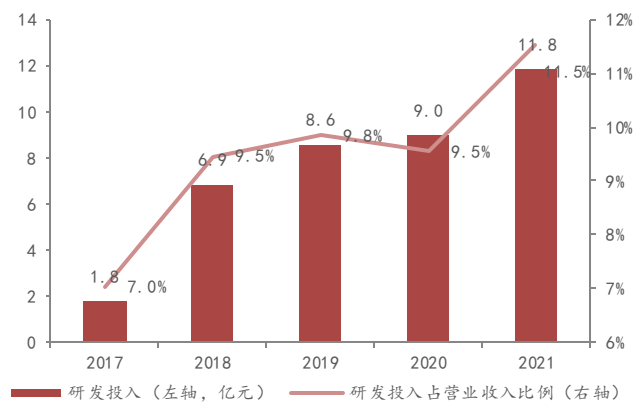
图 16: 公司毛利率和净利率情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

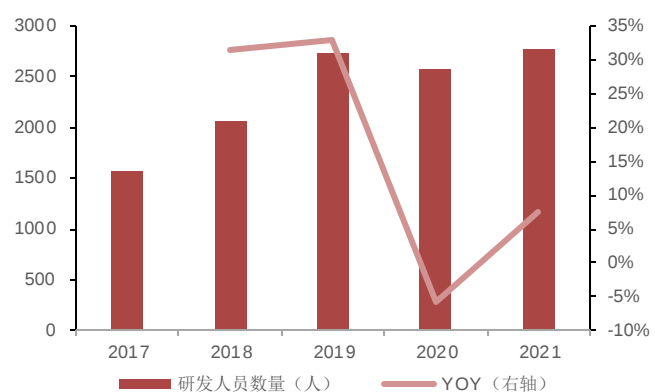
完善研发体系, 核心竞争力提高。2019 年起, 公司开始内部数字化建设, 持续完善 IPD 研发体系, 提升研发能力与效率, 同时加强“三院五所八中心”研发布局, 注重人工智能、边缘计算等智能物联核心产品研发。2021 年, 公司研发投入达到 11.8 亿元, 同比增长 31.6%, 占营业收入的 11.5%; 研发人员扩充至 2766 人, 同比增长 7.5%, 占公司总人数 39.0%。随着研发体系不断完善, 公司不断推出性能优越、引领行业的新产品及解决方案, 在智能物联、智能交通等核心领域维持市占率领先优势。

图 17: 研发投入持续加码



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18: 公司研发团队持续扩容



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) 智慧交通：政策牵引智慧交通建设稳步推进，公司作为行业龙头订单有望维持饱满状态，同时，公司“云-边-端”一体化与车路协同产品规模化落地节奏有望加快，后续有望增添订单厚度，预计 2022-2024 年智慧交通业务收入增速分别为 5%、6%、8%。

2) 智能物联：公司 AIoT 业务场景不断拓展，坚定实施渠道下沉，有望打开更加广阔的成长空间；同时，公司积极开拓海外市场，销售网络逐步完善，预计 2022-2024 年公司智能物联业务收入增速维持 20%左右水平。

3) 其他业务：公司积极布局人工智能及汽车电子领域，打造智能网联业务闭环之外实现规模性外拓，后续有望呈现爆发式增长，预计 2022-2024 年收入增速分别为 150%、100%、80%。

4) 供应链影响逐步消退，毛利率逐步恢复；费用端管控效果可持续。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入如下表：

表 2：分业务收入预测

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
智慧交通	收入	4621.32	4852.39	5143.53	5555.01
	yoy	1.55%	5.00%	6.00%	8.00%
	毛利率	25.19%	25.54%	25.89%	25.19%
智能物联	收入	5656.18	6787.42	8144.90	9773.88
	yoy	16.19%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	31.25%	32.40%	33.52%	34.63%
其他业务	收入	3.60	9.00	18.00	32.40
	yoy	35900.00%	150.00%	100.00%	80.00%
	毛利率	82.39%	81.69%	81.23%	81.12%
合计	收入	10281.1	11648.80	13306.43	15361.29
	yoy	9.2%	13.30%	14.23%	15.44%
	毛利率	28.4%	29.43%	30.50%	31.57%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 116.5 亿元（+13.3%）、133.1 亿元（+14.2%）和 153.6 亿元（+15.4%），归母净利润分别为 9.6 亿元（+32.4%）、12.4 亿元（+29.7%）、15.8 亿元（+27.1%），摊薄后 EPS 分别为 0.61 元、0.79 元、1.00 元，对应动态 PE 分别为 17 倍、13 倍、10 倍。

2.2 相对估值

综合考虑业务范围，我们选取海康威视、大华股份、易华录 3 家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)			
				20A	21A/E	22E	23E	20A	21A/E	22E	23E
002415.SZ	海康威视	3524	37.36	1.43	1.80	2.14	2.55	34	29	17	15
002236.SZ	大华股份	465	15.53	1.30	1.47	1.80	2.23	15	11	9	7
300212.SZ	易华录	121	18.11	1.06	-0.27	0.92	1.23	29	-	20	15
平均值								26	20	15	12
002373.SZ	千方科技	162	10.26	0.68	0.46	0.61	0.79	15	22	17	13

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 15 倍，公司 PE 为 17 倍，略高于行业平均水平。公司受益于交通行业数字化转型，智慧交通业务保持稳定增长，后续订单随建设工程规划实施有望呈现先慢后快的增长趋势；智能物联业务海内外市场开拓顺利，同时人工智能业务蓬勃发展，进一步赋能智慧交通与智能物联业务实现多领域项目落地，打开新的成长空间。

公司 2021 年利润端受非经常性损益影响短暂承压，后续供应链及原材料价格扰动有望趋缓，毛利率或逐步回升，利润弹性有望释放。预计 2022-2024 年公司归母净利润复合增速为 29.7%，综合来看，给予公司 2022 年 22 倍 PE，对应目标价 13.42 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

3 风险提示

智慧交通项目推进速度不及预期；智能物联行业竞争加剧；原材料价格上涨等。

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	10281.10	11648.80	13306.43	15361.29	净利润	809.55	1071.90	1389.81	1767.04
营业成本	7362.93	8220.22	9247.54	10512.12	折旧与摊销	243.14	235.39	235.39	235.39
营业税金及附加	40.40	53.42	58.89	67.54	财务费用	-2.69	-6.06	-17.42	-25.40
销售费用	1064.19	1141.58	1264.11	1443.96	资产减值损失	-17.33	-15.00	-15.00	-15.00
管理费用	338.85	1304.67	1463.71	1659.02	经营营运资本变动	-960.53	-771.06	-446.89	-523.07
财务费用	-2.69	-6.06	-17.42	-25.40	其他	169.39	-180.50	-189.93	-167.96
资产减值损失	-17.33	-15.00	-15.00	-15.00	经营活动现金流净额	241.53	334.67	955.95	1271.00
投资收益	-15.85	15.00	15.00	15.00	资本支出	-62.02	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	101.30	192.61	179.83	171.00	其他	-65.17	342.29	194.83	186.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-127.19	342.29	194.83	186.00
营业利润	789.04	1157.58	1499.42	1905.05	短期借款	-149.47	-348.30	0.00	0.00
其他非经营损益	-5.51	-5.00	-5.00	-5.00	长期借款	-93.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	783.53	1152.58	1494.42	1900.05	股权融资	11.34	0.00	0.00	0.00
所得税	-26.02	80.68	104.61	133.00	支付股利	-110.15	0.00	-191.73	-248.59
净利润	809.55	1071.90	1389.81	1767.04	其他	-166.97	-193.60	17.42	25.40
少数股东损益	85.53	113.25	146.84	186.69	筹资活动现金流净额	-508.95	-541.91	-174.31	-223.20
归属母公司股东净利润	724.02	958.65	1242.97	1580.35	现金流量净额	-396.79	135.06	976.47	1233.80
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	3752.12	3887.18	4863.65	6097.45	成长能力				
应收和预付款项	4492.34	4937.45	5642.16	6542.88	销售收入增长率	9.15%	13.30%	14.23%	15.44%
存货	2489.20	2766.92	3124.33	3548.81	营业利润增长率	-37.72%	46.71%	29.53%	27.05%
其他流动资产	839.53	533.01	550.94	573.15	净利润增长率	-29.69%	32.41%	29.66%	27.14%
长期股权投资	495.19	495.19	495.19	495.19	EBITDA 增长率	-32.06%	34.72%	23.83%	23.15%
投资性房地产	25.57	25.57	25.57	25.57	获利能力				
固定资产和在建工程	777.68	696.06	614.44	532.82	毛利率	28.38%	29.43%	30.50%	31.57%
无形资产和开发支出	4455.43	4305.87	4156.31	4006.75	三费率	13.62%	20.95%	20.37%	20.03%
其他非流动资产	2352.35	2348.14	2343.94	2339.73	净利率	7.87%	9.20%	10.44%	11.50%
资产总计	19679.40	19995.39	21816.51	24162.35	ROE	6.25%	7.61%	9.09%	10.51%
短期借款	348.30	0.00	0.00	0.00	ROA	4.11%	5.36%	6.37%	7.31%
应付和预收款项	4097.01	4768.55	5306.57	6029.30	ROIC	11.68%	13.53%	16.33%	19.67%
长期借款	108.30	108.30	108.30	108.30	EBITDA/销售收入	10.01%	11.91%	12.91%	13.77%
其他负债	2172.54	1024.29	1109.31	1213.97	营运能力				
负债合计	6726.15	5901.14	6524.19	7351.57	总资产周转率	0.53	0.59	0.64	0.67
股本	1580.19	1580.87	1580.87	1580.87	固定资产周转率	23.08	32.60	48.27	79.16
资本公积	6268.61	6267.92	6267.92	6267.92	应收账款周转率	2.73	2.70	2.76	2.76
留存收益	4833.15	5791.80	6843.04	8174.80	存货周转率	2.96	3.12	3.13	3.15
归属母公司股东权益	12444.66	13472.41	14523.65	15855.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.38%	—	—	—
少数股东权益	508.59	621.84	768.68	955.37	资本结构				
股东权益合计	12953.25	14094.25	15292.33	16810.78	资产负债率	34.18%	29.51%	29.90%	30.43%
负债和股东权益合计	19679.40	19995.39	21816.51	24162.35	带息债务/总负债	6.79%	1.84%	1.66%	1.47%
					流动比率	1.84	2.23	2.34	2.43
					速动比率	1.45	1.72	1.82	1.92
					股利支付率	15.21%	0.00%	15.43%	15.73%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1029.49	1386.91	1717.39	2115.04	每股收益	0.46	0.61	0.79	1.00
PE	22.40	16.92	13.05	10.26	每股净资产	7.87	8.52	9.19	10.03
PB	1.30	1.20	1.12	1.02	每股经营现金	0.15	0.21	0.60	0.80
PS	1.58	1.39	1.22	1.06	每股股利	0.07	0.00	0.12	0.16
EV/EBITDA	10.09	6.96	5.05	3.52					
股息率	0.68%	0.00%	1.18%	1.53%					

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
	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	xyy@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