

业绩增长迅猛, 加速汽车和 AIoT 赛道布局

投资要点

- **业绩总结:** 2021年, 公司实现营业收入 52.7 亿元, 同比增长 143.1%, 实现归母净利润 9.3 亿元, 同比增长 1165.3%。
- **公司营收超预期, 利润水平显著提升。** 2021年: 1) 从营收端来看, 受益于市场需求旺盛, 公司存储/智能视频/模拟与互联/微处理芯片业务分别实现收入 35.9/9.8/4.1/2.0 亿元, 同比+135.6%/+236.0%/+120.1%/+60.6%。2) 从利润端来看, 公司归母净利润增同比暴增 1165.3%, 销售毛利率为 40.0%, 同比+12.9pp; 销售净利率为 17.5%, 同比+14.1pp。3) 从费用端来看, 公司销售/管理/研发费用率分别为 4.9%/3.0%/9.9%, 分别同比-1.5pp/-1.5pp/-5.5pp。
- **汽车智能化为公司存储芯片和模拟 LED 驱动业务提供强劲增长动能。** 存储方面, Omdia 统计, 2021 年公司 SRAM、DRAM、Nor Flash 全球市占率分别位居第二、第七、第六; 在车规市场, 公司 SRAM 和 DRAM 产品竞争优势更为显著。未来, 汽车智能化带来对存储芯片的旺盛需求, 国内汽车厂商亦在持续加大对国产芯片的采购。随着公司车规级 Flash 等产品在市场的加速导入, 叠加 ISSI 多年在存储器芯片积累的经验以及全球范围的客户, 未来成长或加速释放, 对应成长空间超 20 亿美元。模拟方面, 公司产品主要为应用在汽车、工业等领域的 LED 驱动芯片, 在 2021 年产能不足情况下仍取得了 73% 的增长。未来汽车、工业、消费等市场对模拟芯片的需求预计持续旺盛, 公司有望通过加大研发和优化供应链布局提升性价比以及市占率。
- **智能视频芯片横向拓展, 完善从前端到后端、中低端到中高端的布局。** 公司目前已是国内消费类监控的主流供应商。2021 年, 公司实现了首颗 NVR 芯片的投片, 加速步入 IoT 赛道。未来随着 AI IPC、后端 NVR、汽车视频等芯片的出货, 公司预计将完善前端到后端、中低端到中高端 IPC、安防到 AIoT 和行业市场的布局, 提升在行业市场的竞争力, 稳固在智能视频芯片的市占率。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年, 公司的营收分别为 69.7/87.8/109.3 亿元, 归母净利润分别为 12.2/15.9/20.3 亿元。考虑到公司在国产车载存储业务的稳固地位以及未来汽车电子的景气持续性, 我们给予公司 2022 年 40 倍 PE, 对应目标价 101.20 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 研发进展不及预期风险, 下游需求不及预期风险, 竞争加剧风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5274.06	6974.29	8780.25	10926.19
增长率	143.07%	32.24%	25.89%	24.44%
归属母公司净利润(百万元)	926.18	1217.26	1586.35	2032.68
增长率	1165.27%	31.43%	30.32%	28.14%
每股收益 EPS(元)	1.92	2.53	3.29	4.22
净资产收益率 ROE	8.93%	10.36%	12.01%	13.45%
PE	42.16	32.08	24.61	19.21
PB	3.79	3.35	2.97	2.60

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: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.82
流通 A 股(亿股)	3.36
52 周内股价区间(元)	60.87-191.84
总市值(亿元)	390.46
总资产(亿元)	113.35
每股净资产(元)	21.39

相关研究

1 嵌入式 CPU 设计龙头，汽车存储芯片稀缺标的

北京君正集成电路股份有限公司成立于 2005 年，于 2011 年在深圳创业板上市，简称北京君正 (300223.SZ)，是一家集成电路设计企业。北京君正起初以自主 CPU 技术开展业务，而后在视频编解码、影像信号处理、神经网络处理器、AI 算法等领域持续投入。公司基于这些核心技术推出了微处理器芯片和智能视频芯片两大产品线，其中，微处理器产品线主要应用于生物识别、二维码识别、商业设备、智能家居、智能穿戴、教育电子及其他物联网相关领域，智能视频产品线主要应用于安防监控、智能门铃、人脸识别设备等智能视觉相关领域。2020 年，公司完成了对北京矽成（简称 ISSI）及其下属子品牌 Lumissil 的并购，再添高集成密度、高性能品质、高经济价值的集成电路存储芯片、模拟与互联芯片产品线，产品包括 SRAM、DRAM、FLASH、Analog 及 Connectivity，被广泛应用于汽车电子、工业与医疗、通讯设备等领域。目前，公司已形成四大业务主线：微处理器芯片、智能视频芯片、存储芯片和模拟与互联芯片。

未来，公司将不断加大计算技术、AI 相关技术、存储器技术、模拟技术和互联技术的研发投入，持续提升核心领域的技术水平，同时把计算和 AI 领域的优势与存储器和模拟领域的强大竞争力相结合，形成“计算+存储+模拟”的技术和产品格局，积极布局与拓展汽车电子、工业、医疗、安防监控、智能物联网等重点应用领域，使公司在综合实力、行业地位和核心竞争力等方面得到有效强化，将公司打造成国内领先、具有国际竞争力的集成电路设计企业。

图 1：公司业务和产品布局

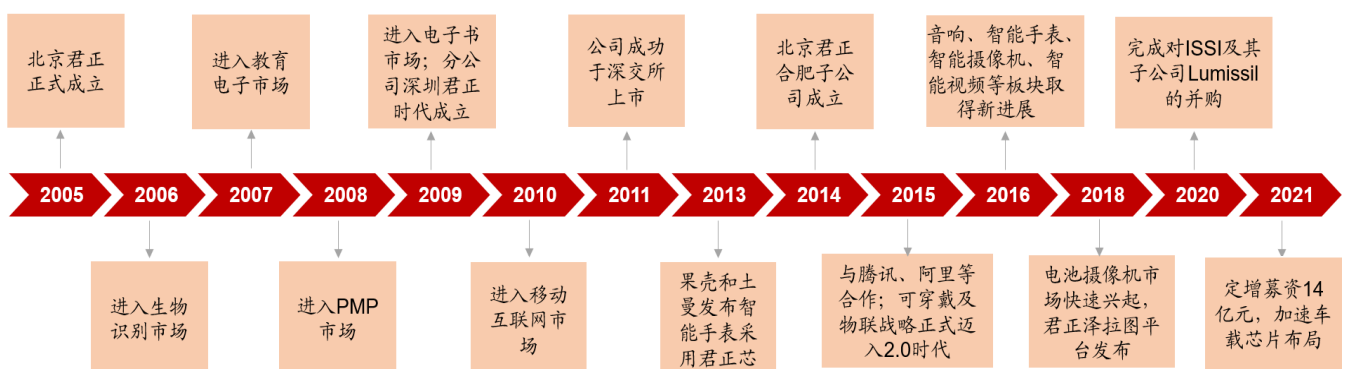


资料来源：公司公告，西南证券整理

公司发展历程可以分为以下四个阶段：

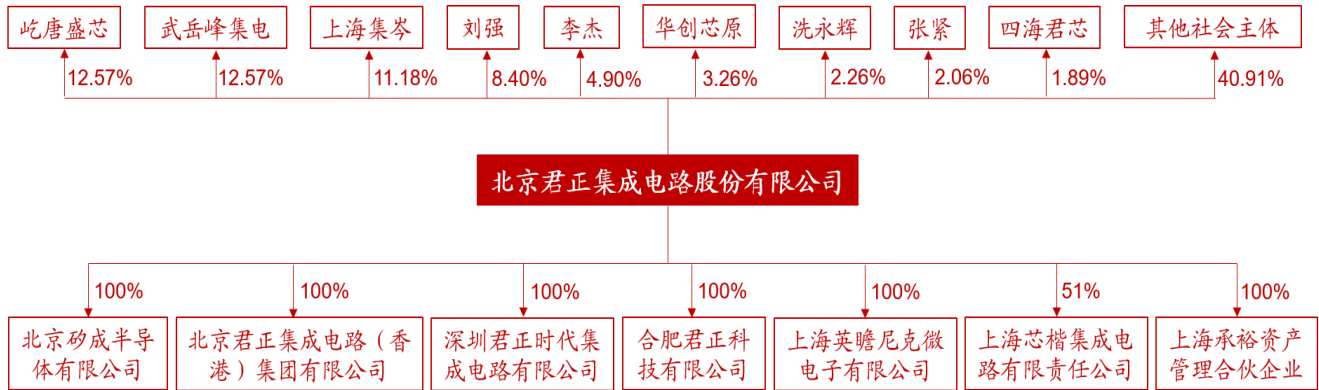
- **2005-2010 年：起步发展，掌握自主 CPU 技术，进军便携消费电子和教育电子领域。**
 该阶段中，公司先后进入生物识别市场、教育电子市场、PMP 市场、电子书市场和移动互联网市场，旗下嵌入式 CPU 产品成功进入了指纹识别、学习机、电子词典、点读机、学生电脑、PMP、电子书、POS 机等多个应用领域，并在各领域均取得了较高的市占率。公司开放平台市场策略，允许用户独立地进行二次开发，使得公司产品的平台稳定性和应用领域范围均领先于本土其他自主设计的嵌入式 CPU 芯片。
- **2011-2013 年：成功上市，原先赛道景气度降低，公司进入战略探索调整期。** 在该阶段，智能手机行业蓬勃发展，由于智能手机具备过去消费电子设备的众多功能，导致公司原先布局的赛道景气度降低，许多电子产品逐步被市场淘汰，嵌入式 CPU 需求大幅减少，使得公司增长乏力，进入业务探索调整期。
- **2014-2019 年：积极转变，正式布局可穿戴和物联领域，重获成长新曲线。** 2014 年，北京君正合肥子公司成立，且随着物联网 2.0 时代来临，公司可穿戴领域也取得了新进展，M200、Newton2 首次亮相；2015 年公司公布可穿戴及物联战略正式迈入 2.0 时代，并与腾讯和阿里成为合作伙伴，首款搭载君正 M200 和 Tencent OS 的智能手表 inWatch T 正式发布，阿里巴巴也发布了 PAY WATCH 可支付智能手表；随后，公司不断在音响、智能手表、智能摄像机、智能视频等板块突破，公司客户已涵盖 360、海康萤石、百度、阿里、腾讯、小米、华为、网易等行业龙头企业。
- **2020 年至今：收购扩张，发力车载芯片领域，公司业绩迈上新台阶。** 2020 年，公司完成了对 ISSI 及其子公司 Lumissil 的并购；2021 年，公司拟向不超过 35 名特定投资者募资 14 亿元用于嵌入式 MPU 系列芯片、智能视频系列芯片、车载 LED 照明系列芯片以及车载 ISP 系列芯片的研发与产业化项目，近两年公司营收规模陡增，2020/2021 年公司营收攀升至 21.7/52.7 亿元，增速高达 539.4%/143.1%。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，西南证券整理

股权结构较为集中，刘强先生为公司实控人。截至 2021 年年报，屹唐盛芯和武岳峰集成电路均持有公司约 12.57% 股权，分别为公司第一和第二大股东，上海集岑持有公司 11.18% 股权，为第三大股东。公司创始人刘强先生持股 8.4%，与李杰先生（持股 4.9%）是一致行动人，两人合计持股 13.3%，北京四海君芯为刘强先生控制的企业，持有公司 1.89% 股权，公司整体股权结构较为集中。

图 3：公司股权结构图


资料来源：公司公告，西南证券整理

高管团队稳定，研发能力突出。公司创始人刘强先生是国内嵌入式 CPU 行业的开拓者之一，业内声望颇高，拥有清华大学学士学位和中国科学院计算技术研究所工学博士学位，曾于 2009 年获得“中关村高端领军人才”称号，2010 年被新华社等媒体评为“中关村十大创新创业人才”。此外，公司大多核心高管履历优秀，有较强的芯片技术研发能力，已加入公司十多年，团队结构稳定，管理经验丰富，为公司的持续发展奠定了团队基础。

表 1：公司部分核心高管

姓名	当前职务	出生年份	学位	具体介绍
刘强	董事长、总经理	1969	博士	刘强先生自 2005 年至 2009 年任北京君正集成电路有限公司董事长，领导研发了嵌入式 XBurst CPU，现任公司董事长和总经理。
李杰	董事	1963	硕士	李杰先生曾在中科院计算所任职，从事大型机的研制工作，曾任北京庚顿数据科技有限公司执行董事，现任公司董事、北京华如科技董事长。
张紧	董事、副总经理	1962	硕士	张紧先生自 2005 年至 2009 年任北京君正集成电路有限公司董事、副总经理、技术总监，现任公司董事和副总经理、合肥君正总经理、北京矽成董事、君正芯成执行董事。张紧先生精通芯片的体系结构、微体系结构和逻辑电路，领导了公司多个嵌入式 CPU 芯片研发项目。
洗永辉	董事、副总经理	1968	学士	洗永辉先生自 2005 年至 2009 年任北京君正副总经理，现任公司董事和副总经理、北京矽成董事、君正芯成经理、四海君芯董事。洗永辉先生负责公司的系统软硬件工作，是硬件电路、操作系统底层、中间件领域的专家，主持了公司 Linux、Android 平台及多个产品方案的研发项目。
张敏	副总经理、董事会秘书	1973	硕士	张敏女士自 2007 年至 2009 年任北京君正商务总监，现任公司副总经理和董事会秘书、君正时代监事、君诚易恒监事、拉萨君品监事、君正芯成监事。
周生雷	副总经理	1975	硕士	周生雷先生自 2008 年至 2009 年任北京君正市场总监，2009 年至今担任公司副总经理。

姓名	当前职务	出生年份	学位	具体介绍
叶飞	副总经理、财务总监	1979	学士	中国注册会计师、澳洲注册会计师。叶飞先生曾任北京兴华会计师事务所审计部高级经理，自 2011 年至 2015 年任公司财务经理，现任公司副总经理和财务总监、北京矽成监事、上海闪胜监事、上海芯成监事、上海芯楷监事。
黄磊	副总经理	1982	硕士	黄磊先生自 2009 年起任职于北京君正，历任公司 IC 设计人员、SoC 部门经理、合肥君正智能视频事业部总监，现任公司副总经理。
刘将	副总经理	1985	学士	刘将先生自 2008 年起任职于深圳君正时代集成电路有限公司，历任君正时代软件工程师、软件部门经理、工程部经理，现任公司副总经理、君正时代总经理。

数据来源：公司公告，西南证券整理

营业收入大幅攀升，归母净利润陡增。回顾公司往年的经营情况：2017-2021 年，随着公司业务和产品结构逐步优化，公司营业收入由 1.8 亿元增长至 52.7 亿元，年复合增长率为 131.2%；公司归母净利润由 0.1 亿元增至 9.3 亿元，年复合增长率近 246.1%。2021 年，得益于公司各产品线市场需求旺盛，汽车终端市场带动尤为显著，公司营收同比增长 143.1%，归母净利润增同比暴增 1165.3%。

图 4：2017-2021 年公司营业收入情况

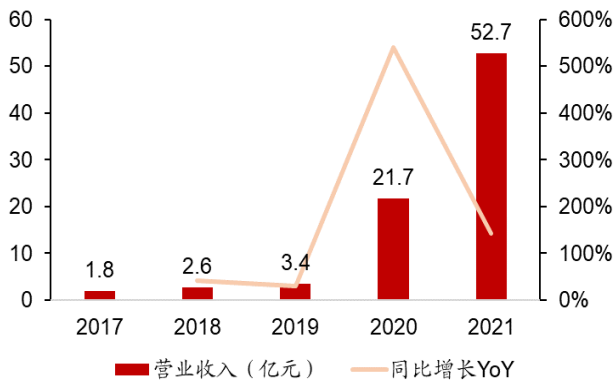
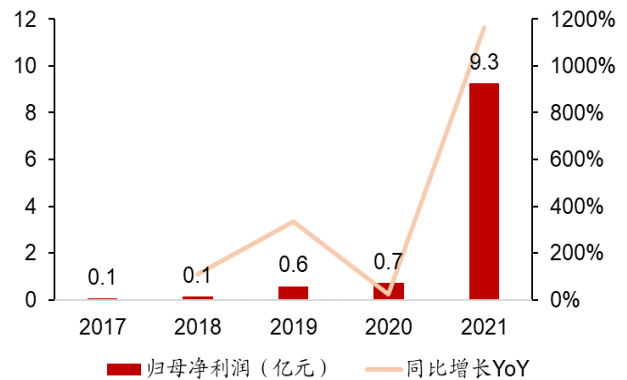


图 5：2017-2021 年公司归母净利润情况

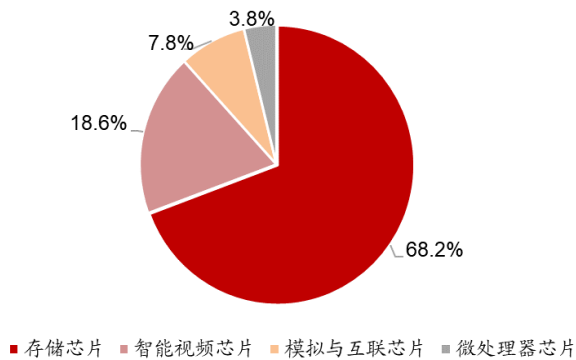


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

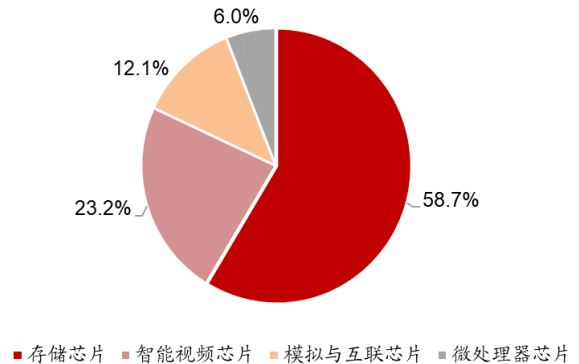
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

公司业务主要包括：存储芯片、智能视频芯片、模拟与互联芯片、微处理器芯片。从营收结构来看，1) **存储芯片**：汽车、医疗和高端消费等市场需求强劲，公司积极推广 DDR4、LPDDR4、SRAM 及 Flash 等产品，推进新客户应用，该业务在 2021 年实现收入 35.9 亿元，同比增长 135.6%，营收占比为 68.2%，同比减少 2.2pp，是公司收入的主要来源。2) **智能视频芯片**：凭借产品竞争优势及品牌影响力，该板块实现销售收入 9.8 亿元，同比增长 236.0%，营收占比 18.6%，同比增加 5.1pp。3) **模拟与互联芯片**：公司拥有丰富的车规级 LED 驱动芯片，具备高性价比和高品质，产品优势突出，该业务实现收入 4.1 亿元，同比增加 120.1%，营收占比 7.8%，同比下降 0.8pp；4) **微处理芯片方面**：受益于二维码、扫译笔、打印机等多个细分市场的成长，该板块 2021 年实现收入 2.0 亿元，同比增长 60.6%，营收占比 3.8%，同比减少 1.9pp。

从毛利结构来看，2021 年，存储芯片业务毛利率为 30.4%，毛利占比 58.7%；智能视频芯片板块毛利率为 44.2%，毛利占比为 23.2%；模拟与互联芯片板块毛利率为 54.6%，毛利占比为 12.1%；微处理芯片板块毛利率为 56.3%，毛利占比为 6.0%。

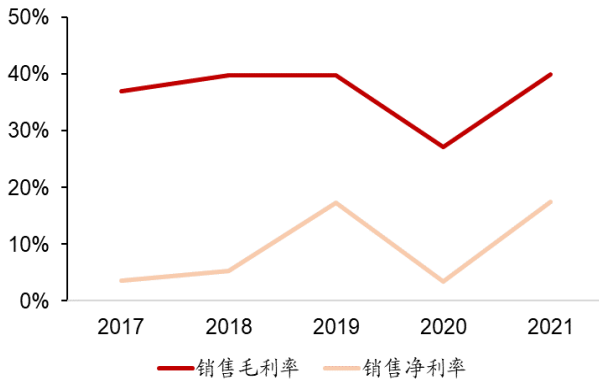
图 6：公司 2021 年主营业务收入占比


数据来源：Wind, 西南证券整理

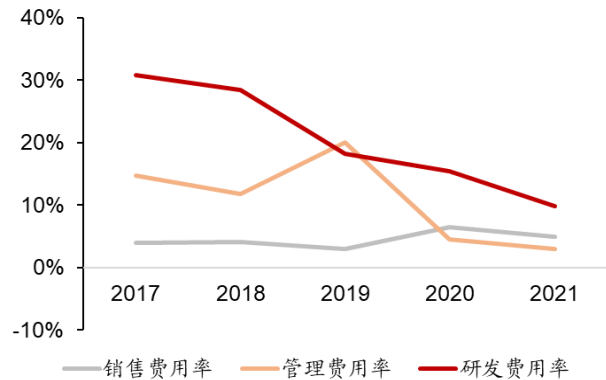
图 7：公司 2021 年主营业务毛利占比


数据来源：Wind, 西南证券整理

盈利能力回升，费用管控效果显著。1) **利润率方面：**2021 年，公司销售毛利率为 40.0%，较去年同期增长 12.9pp；销售净利率为 17.5%，较去年同期增长 14.1pp。2) **费用率方面：**2021 年，公司综合费用率为 17.4%，同比下降 8.0%，费用率水平下降显著。其中，销售费用率为 4.9%，同比下降 1.5pp；管理费用率为 3.0%，同比下降 1.5pp；研发费用率为 9.9%，同比下降 5.5pp。

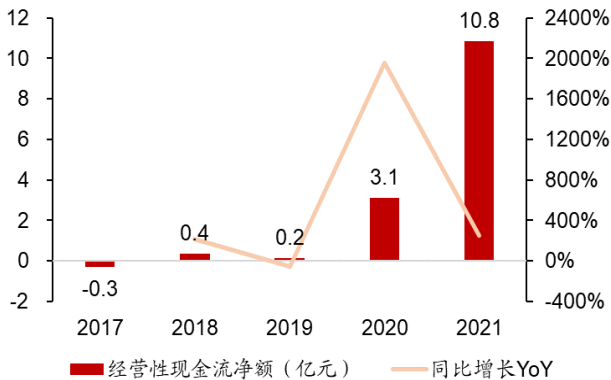
图 8：公司毛利率和净利率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

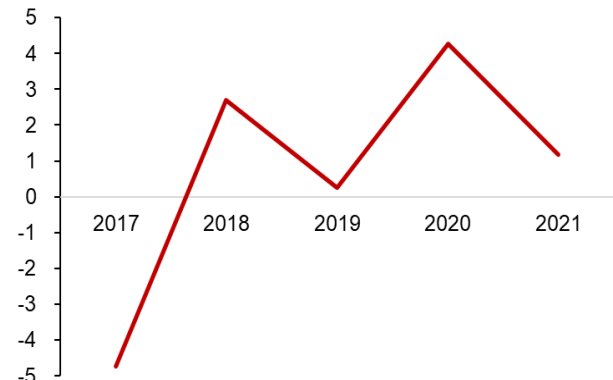
图 9：公司费用率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

经营性现金流净额高增，净现比回归健康阈值。1) **经营活动现金流净额：**2021 年，随着公司营收大幅攀升，经营活动产生的现金流量净额增长 247.0%至 10.8 亿元。2) **净现比：**2021 年公司净现比为 1.2，逐步回归健康阈值。

图 10：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 11：公司净现比


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：公司微处理器板块主要面对智能穿戴、二维码、智能家居等领域，未来公司将持续深挖生物识别、二维码识别、智能家居、家电等领域的机会，有望实现更大的突破。预计公司微处理器芯片板块 2022-2024 年销量同比增长 35%、25%、20%，毛利率分别为 56%、56%、56%。

假设 2：公司 2021 年底开始推出后端的 NVR 芯片，IPC 亦持续往中高端的 AI IPC、web camera 等产品布局，2021 年该板块增长 236.0%。未来公司将完善智能视频芯片从前端扩展到后端、中低端拓展到中高端的布局。该板块由于市场竞争加剧，公司亦计划走性价比的路线，预计毛利率将有所下降。预计公司智能视频芯片板块 2022-2024 年销量同比增长 35%、25%、20%，毛利率分别为 40%、40%、40%。

假设 3：公司存储芯片业务板块包含 SRAM、DRAM、Flash 等业务线，同时亦在 NAND 等新兴存储业务持续研发，下游包含汽车、工业、医疗和消费。目前公司车规级 DRAM 和 SRAM 在市场已有领先地位，未来有望在 Flash 的带动下持续快速增长。预计公司存储芯片板块 2022-2024 年销量同比增长 30%、25%、25%，毛利率分别为 30%、30%、30%。

假设 4：公司模拟产品主要为各类 LED 驱动芯片，预计 2022 年产能提升后将加速贡献收入；而互联类产品仍在培育阶段，GreenPHY 有望在 2022 年产生收入。预计公司模拟与互联板块 2022-2024 年销量同比增长 40%、30%、25%，毛利率分别为 55%、56%、56%。

假设 5：公司技术服务及其他业务（包括房租收入）保持 50% 的稳定增长，预计公司技术服务及其他业务板块 2022-2024 年销量同比增长 50%、50%、50%，毛利率分别为 95%、95%、95%。

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：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
微处理器芯片	收入	198.7	268.2	335.3	402.3
	增速	60.6%	35.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	56.3%	56.0%	56.0%	56.0%
智能视频芯片	收入	978.9	1321.6	1652.0	1982.4
	增速	236.0%	35.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	44.2%	40.0%	40.0%	40.0%
存储芯片	收入	3594.4	4672.8	5841.0	7301.2
	增速	135.6%	30.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	30.4%	30.0%	30.0%	30.0%
模拟与互联芯片	收入	412.7	577.7	751.0	938.8
	增速	120.1%	40.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	54.6%	55.0%	56.0%	56.0%
技术服务及其他业务	收入	89.3	134.0	201.0	301.5
	增速	113.6%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	97.0%	95.0%	95.0%	95.0%
合计	收入	5274.1	6974.3	8780.2	10926.2
	增速	143.1%	32.2%	25.9%	24.4%
	毛利率	37.0%	36.2%	36.6%	36.8%

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，分别是兆易创新、普冉股份、晶丰明源和圣邦股份。2022 年四家公司 Wind 一致预期的 PE 为 38.47 倍，2023 年四家公司 Wind 一致预期的 PE 为 29.81 倍。

我们预计 2022-2024 年，公司的 EPS 分别为 2.53 元、3.29 元、4.22 元，未来三年归母净利润的复合增长率将保持 29% 以上。考虑到公司在国产车载存储业务的稳固地位以及未来汽车电子的景气持续性，应享有一定估值溢价。我们给予公司 2022 年 40 倍 PE，对应目标价 101.20 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21A/E	22E	23E	20A	21A/E	22E	23E
603986.SH	兆易创新	123.58	1.87	2.46	4.49	5.67	105.76	50.23	27.52	21.78
688766.SH	普冉股份	312.60	3.17	7.11	10.26	13.14	98.72	43.92	30.45	23.78
688368.SH	晶丰明源	165.31	1.12	10.92	12.10	14.52	153.94	29.31	13.66	11.38
300661.SZ	圣邦股份	307.48	1.85	2.72	3.74	4.94	142.90	252.57	82.26	62.29
平均值							125.33	94.01	38.47	29.81

数据来源：Wind, 西南证券整理（数据截至 2022.4.11 收盘）

3 风险提示

- 1) 研发进展不及预期风险,
- 2) 下游需求不及预期风险,
- 3) 竞争加剧风险。

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	5274.06	6974.29	8780.25	10926.19	净利润	921.37	1210.94	1578.11	2022.12
营业成本	3324.95	4448.58	5567.89	6905.44	折旧与摊销	225.99	214.06	218.81	218.81
营业税金及附加	11.31	15.30	19.04	23.83	财务费用	-19.71	-12.66	0.00	0.00
销售费用	258.62	202.25	237.07	284.08	资产减值损失	-118.38	0.00	0.00	0.00
管理费用	159.62	1046.14	1295.09	1584.30	经营营运资本变动	-95.87	-3155.53	149.45	-1214.56
财务费用	-19.71	-12.66	0.00	0.00	其他	169.83	-119.57	0.65	0.32
资产减值损失	-118.38	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1083.24	-1862.76	1947.01	1026.69
投资收益	11.27	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1416.76	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.01	0.00	0.00	0.00	其他	727.15	-0.49	0.12	0.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-689.62	-0.49	0.12	0.02
营业利润	932.47	1274.68	1661.17	2128.55	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.54	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	934.01	1274.68	1661.17	2128.55	股权融资	1280.69	0.00	0.00	0.00
所得税	12.64	63.73	83.06	106.43	支付股利	0.00	-130.33	-122.88	-131.03
净利润	921.37	1210.94	1578.11	2022.12	其他	-74.72	286.13	0.00	0.00
少数股东损益	-4.81	-6.32	-8.24	-10.56	筹资活动现金流净额	1205.97	155.80	-122.88	-131.03
归属母公司股东净利润	926.18	1217.26	1586.35	2032.68	现金流量净额	1504.67	-1707.44	1824.25	895.69
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	2918.52	1211.07	3035.32	3931.01	成长能力				
应收和预付款项	784.42	1097.32	1425.84	1801.12	销售收入增长率	143.07%	32.24%	25.89%	24.44%
存货	1419.40	2881.37	3576.36	4380.01	营业利润增长率	1159.91%	36.70%	30.32%	28.14%
其他流动资产	1007.97	2812.26	1981.78	2380.71	净利润增长率	1162.82%	31.43%	30.32%	28.14%
长期股权投资	1.90	1.90	1.90	1.90	EBITDA 增长率	502.01%	29.62%	27.36%	24.86%
投资性房地产	29.40	29.89	29.77	29.75	获利能力				
固定资产和在建工程	490.03	401.73	308.68	215.63	毛利率	36.96%	36.21%	36.59%	36.80%
无形资产和开发支出	3885.17	3759.93	3634.70	3509.47	三费率	7.56%	17.72%	17.45%	17.10%
其他非流动资产	798.21	797.69	797.17	796.64	净利率	17.47%	17.36%	17.97%	18.51%
资产总计	11335.03	12993.17	14791.52	17046.23	ROE	8.93%	10.36%	12.01%	13.45%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.13%	9.32%	10.67%	11.86%
应付和预收款项	799.89	1094.42	1420.42	1761.73	ROIC	15.13%	15.43%	16.98%	20.63%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.59%	21.16%	21.41%	21.48%
其他负债	212.34	212.55	229.68	251.98	营运能力				
负债合计	1012.23	1306.97	1650.10	2013.71	总资产周转率	0.52	0.57	0.63	0.69
股本	481.57	481.57	481.57	481.57	固定资产周转率	14.21	17.88	24.72	41.68
资本公积	8844.92	8844.92	8844.92	8844.92	应收账款周转率	9.44	8.69	8.04	7.80
留存收益	1257.01	2343.95	3807.41	5709.07	存货周转率	2.24	2.01	1.72	1.73
归属母公司股东权益	10300.72	11670.44	13133.90	15035.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.79%	—	—	—
少数股东权益	22.08	15.76	7.52	-3.04	资本结构				
股东权益合计	10322.80	11686.19	13141.42	15032.52	资产负债率	8.93%	10.06%	11.16%	11.81%
负债和股东权益合计	11335.03	12993.17	14791.52	17046.23	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.93	6.78	6.58	6.62
					速动比率	5.32	4.34	4.23	4.30
					股利支付率	0.00%	10.71%	7.75%	6.45%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1138.76	1476.08	1879.97	2347.36	每股收益	1.92	2.53	3.29	4.22
PE	42.16	32.08	24.61	19.21	每股净资产	21.39	24.23	27.27	31.22
PB	3.79	3.35	2.97	2.60	每股经营现金	2.25	-3.87	4.04	2.13
PS	7.40	5.60	4.45	3.57	每股股利	0.00	0.27	0.26	0.27
EV/EBITDA	30.11	24.38	18.17	14.17					
股息率	0.00%	0.33%	0.31%	0.34%					

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
	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