

营收稳健增长，新业务凸显拉动作用

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年业绩报告, 2021 年全年公司实现营业收入 43.9 亿元, 同比增长 20.3%; 实现归母净利润 8.6 亿元, 同比增长 7.1%; 实现扣非归母净利润 7.6 亿元, 同比增长 8.7%。
- **营收持续健康增长, 新业务凸显拉动作用。** 公司 2021 年实现营收 4.8 亿元, 同比增长 32.2%。业绩增长显著, 主要系 2021 年公司网络安全运营等战略不断夯实落地, 在安全运营中心、国产化、工控安全业务收入实现了快速增长。公司积极布局战略新兴业务, 发布数据绿洲技术框架, 提出数据安全从 1.0 的数据对象安全, 到 2.0 的数据汇聚安全, 再到 3.0 的数据流通安全的演化路径。数据安全业务实现营业收入 9.12 亿元, 较上年同期增长 52%, 其中数据安全 2.0 和 3.0 实现营业收入 3.12 亿元。公司在数据安全 2.0 和 3.0、安全运营中心、工业互联网安全和云安全新业务板块, 实现营业收入 15.54 亿元, 较上年同期增长 48%。
- **持续高研发投入, 重点投入与新业务、新赛道、实战化能力。** 2021 年公司研发投入 8.5 亿元, 同比增长 29.4%, 研发投入占营收比重为 19.4%。公司研发投入集中在以下几个方向: 1) 新业务方向: 包括数据安全、云安全、安全运营中心、国产化适配、工控安全、车联网安全等; 2) 新赛道产品: EDR、蜜罐/密网、SOAR、UEBA、网络安全靶场、空间测绘、全流量检测等; 3) 实战化能力: 2021 年增加了 9 个区域和行业的积极防御实验室, 将漏洞挖掘能力, 应急响应能力向区域和行业输出。
- **网络安全法律法规体系基本建成, 推动安全投入持续加大。** 网络安全相关法律法规、政策意见密集出台, 提升了网络安全在信息化建设中的地位和作用。2021 年国家陆续颁布了《中华人民共和国数据安全法》、《关键信息基础设施安全保护条例》、《中华人民共和国个人信息保护法》、《网络安全审查办法》等法规, 相关配套制度和标准逐渐完善, 全方位构建网络空间安全和国家安全能力, 强化网络安全、数据安全和个人信息保护。随着监管范围逐步扩大, 网络平台运营者、中小型客户的需求有望加速释放。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.18 元、1.45 元、1.68 元, 未来三年归母净利润将达到 22.1% 的复合增长率。公司为信息安全行业领军企业, 产品技术实力过硬, 客户资源优质, 预计公司订单量将迎来显著增长, 给予公司 2022 年 25 倍估值, 对应目标价 29.5 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期、大客户订单风险等风险。

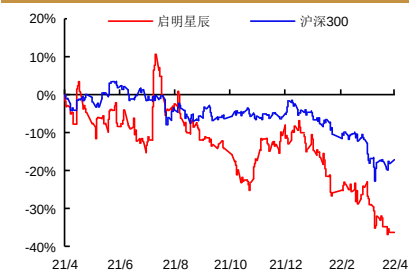
指标年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4386.03	5412.07	6669.11	8166.40
增长率	20.27%	23.39%	23.23%	22.45%
归属母公司净利润(百万元)	861.53	1099.47	1353.46	1568.13
增长率	7.15%	27.62%	23.10%	15.86%
每股收益 EPS(元)	0.92	1.18	1.45	1.68
净资产收益率 ROE	12.80%	14.18%	15.13%	15.19%
PE	21	16	13	12
PB	2.69	2.34	2.02	1.75

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: 叶泽佑
 电话: 13524424436
 邮箱: yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	9.34
流通 A 股(亿股)	7.24
52 周内股价区间(元)	18.43-36.88
总市值(亿元)	180.56
总资产(亿元)	89.36
每股净资产(元)	7.22

相关研究

1 深耕信息安全领域，网络安全巨头大有可为

启明星辰成立于 1996 年，是国内极具实力的、拥有完全自主知识产权的网络安全产品、可信安全管理平台、安全服务与解决方案的综合提供商。公司覆盖网络安全、数据安全、应用业务安全等多个领域，形成了信息安全产业生态圈。公司多年处于我国入侵检测/入侵防御、统一威胁管理、安全管理平台、运维安全审计、数据审计与防护市场占有率第一位。

公司多年深耕信息安全领域，已经成为政府、电信、金融、税务、能源、交通、军队、军工、制造等国内高端企业级客户的首选品牌，为上海世博会、广州亚运会、APEC 大会、G20 杭州峰会、一带一路峰会、金砖国家领导人第九次峰会、十九大以及嫦娥号、上合青岛峰会等众多国家级重大安保项目网络安全保驾护航，成为国家网络安全发展中不可或缺的主力军。

图 1：公司发展阶段演进



数据来源：公司官网，西南证券整理

国家政策推动网络安全行业发展，行业标准制定，合规完善。我国关于网络安全行业的政策越来越完善。截至目前，我国已相继出台《云计算发展三年行动计划》、《信息安全技术大数据安全管理指南》、《网络安全审查办法》等指导性文件，不算规范行业内部准则，并提供相关发展要点。

表 1：网络安全相关政策文件

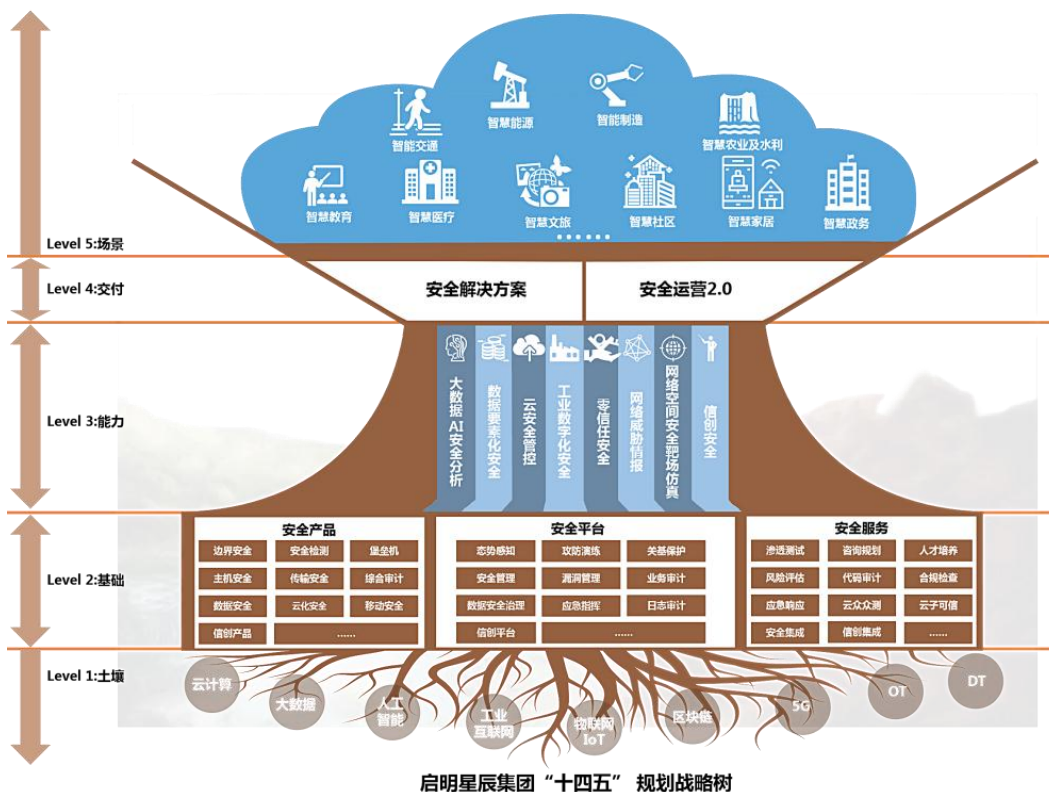
时间	政策文件	政策指导内容
2007 年	《信息安全等级保护管理办法》	制定统一信息安全等级划分和保护的管理规范和技术标准，组织公民、法人和其他组织对信息系统分等级实行安全保护，对等级保护工作的实施进行监督、管理。
2015 年	《中华人民共和国网络安全法》	首次提出网络空间主权这一概念，要求加强网络管理，防范、制止和依法惩治网络攻击、网络入侵、网络窃密、散布违法有害信息等网络违法犯罪行为，维护国家网络空间主权、安全和发展利益。

时间	政策文件	政策指导内容
2016 年	《中华人民共和国网络安全法》	国家制定并不断完善网络安全战略，明确保障网络安全的基本要求和主要目标，提出重点领域的网络安全政策、工作任务和措施。
2017 年	《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》	对政府机关，国家行业主管或监管部门，能源、电信、交通等行业，公安机关以及个人进行要求，明确关键信息基础设施范围，规定运营者安全保护的权利和义务及其负责人的职责，要求建立关键信息基础设施网络安全监测预警体系和信息通报制度。
	《云计算发展三年行动计划》	到 2019 年，我国云计算产业规模达到 4,300 亿元，突破一批核心关键技术，云计算服务能力达到国际先进水平；支持软件和信息技术服务企业基于开发测试平台发展产品、服务和解决方案，加速向云计算转型。
	《国家网络安全事件应急预案》	该预案适用于网络安全事件的应对工作。该预案明确网络安全事件是指由于人为原因、软硬件缺陷或故障、自然灾害等，对网络和信息系统或者其中的数据造成危害，对社会造成负面影响的事件，可分为有害程序事件、网络攻击事件、信息破坏事件、信息内容安全事件、设备设施故障、灾害性事件和其他事件。
2018 年	《公安机关互联网安全监督检查规定》	规定明确公安机关依法对互联网服务提供者和联网使用单位履行法律、行政法规规定的网络安全义务情况进行的监督检查的对象、内容和程序以及互联网服务提供者和联网使用单位的法律责任。
2019 年	《信息安全技术大数据安全管理指南》	提出了大数据安全管理基本原则，规定了大数据安全需求、数据分类分级、大数据活动的安全要求、评估大数据安全风险，适用于各类组织进行大数据安全管理。
2020 年	《网络安全审查办法》	关键信息基础设施运营者采购网络产品和服务，影响或可能影响国家安全的，应当按照《办法》进行网络安全审查。通常情况下，关键信息基础设施运营者应当在与产品和服务提供方正式签署合同前申报网络安全审查。网络安全审查充分尊重和严格保护企业的知识产权。网络安全审查的目的是维护国家网络安全，不是要限制或歧视国外产品和服务。
	《个人信息保护法（草案）》	草案明确规定个人信息概念和个人信息的处理范围，健全个人信息处理系列规则，强调处理个人信息应当采用合法正当的方式，完善个人信息跨境提供规则。
2021 年	《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》	扩大了适用网络安全审查的范围，增加“掌握超过 100 万用户个人信息的运营者赴国外上市，必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查”。增加证监会作为网络安全审查工作机制的成员单位；增加“核心数据、重要数据或大量个人信息被窃取、泄露、毁损以及非法利用或出境的风险；国外上市后关键网络安全审查办法(修订信息基础设施，核心数据、重要数据或大量个人信息被国外政府影响、控制、恶意利用的风险”为国家安全风险；明确“重要通信产品”属于“对关键信息基础设施安全有重要影响的网络产品和服务”。
	《数据安全法》	建立数据分类分级保护制度，国家促进数据安全检测评估、认证等服务的发展，建立数据交易制度，鼓励合法利用数据，明确数据交易中介机构义务。
	《中华人民共和国个人信息保护法》	确立个人信息保护原则，规范处理活动保障权益，禁止“大数据杀熟”规范自动化决策，严格保护敏感个人信息，规范国家机关处理活动，赋予个人充分权利，赋予大型网络平台特别义务，规范个人信息跨境流动，健全个人信息保护工作机制。

数据来源：中国政府网，西南证券整理

公司基于场景化安全思维，依托核心技术优势与丰富经验积累，制定“五横八纵”战略树。根植网络安全技术沃土，战略树横向划分土壤、基础、能力、交付、场景五个层面，纵向贯穿集团未来五年重点战略布局的大数据 AI 安全分析、数据要素化安全、云安全管控、工业数字化安全、零信任等八大维度，横纵联动构建围绕全业务流程和数据全生命周期的风险控制机制，打造自主可控的安全生态体系，赋能更加高效、智慧、安全的数字化应用场景，实现“护航数字中国，领航信息安全”的美好愿景。

图 2：启明星辰集团“十四五”规划战略树



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司依托核心技术优势、丰富的经验和前瞻性的战略，通过安全原生创新和场景化创新，重点布局数据安全、安全运营中心、云安全、工业数字化安全、车联网安全、供应链安全、安全产品全国产化和基础安全八个方向，引领了产业未来最具吸引力的数据安全板块、工业数字化安全板块、新算力安全板块等高增长产业板块。

- 1) 数据安全：**公司自 2003 年推出第一款数据安全产品至今，已有近二十年的技术积累。2021 年公司在杭州成立数据安全总部，推出面向数据的系统属性、业务属性、经济属性，全方位的安全技术及管理框架体系——数据绿洲。公司 2021 年以“场景化安全”思维助力构建无锡城市大数据中心安全体系，成为全国第一个政务场景下通过 DSMM 数据安全成熟度三级认证的案例，目前已在国家范围内数十个大数据局进行应用部署，覆盖政府、公安、医疗等行业。
- 2) 安全运营中心：**公司围绕智慧城市建设中对安全运营中心业务的迫切需求，为城市云、数据中心、关键信息基础设施及其他政府机构和中小企业提供安全运营中心建设及安全运营服务。截止 2021 年底，公司已累计建设了 119 个城市安全运营中心。
- 3) 云安全：**面对云网一体化进程的加速以及客户网络环境不断变化，公司创新提出了“三协同、一体化”综合云安全管理平台解决方案，打造新一代云安全管理平台，具备综合协同、态势感知、云安全资源池、安全编排自动化响应等安全能力。
- 4) 工业数字化安全：**公司推进工业互联网安全场景化落地，与电力、石油石化、交通、智能制造等行业用户联合开展基础性安全研究。针对重点行业典型和特有需求，基

于协议安全、重要设备保护、业务互联、智能监测等方面推出行业场景化深度定制产品。

- 5) **车联网安全**：公司对车联网进行了多年的研究和实践，形成了包括智能车联网网络与信息安全、网络与数据安全、个人隐私保护及人工智能伦理安全风险防护等技术及产品，并针对智能汽车生产企业信息安全需求及 UN/WP.29 等国内外标准，开展汽车信息安全专业合规咨询服务，同时提供相应的安全检测、防护产品与解决方案。
- 6) **供应链安全**：公司推出软件供应链安全整体解决方案，支持传统的 SDLC 开发模式和新兴的 DevSecOps 框架，为行业客户提供自动化、可视化的安全开发管控平台。
- 7) **安全产品全国产化**：公司大力推进产品国产化进度，研发的信创产品基于飞腾、海光、兆芯、申威、鲲鹏等多种国产化平台，同时适配麒麟、深度、统信等国产化操作系统。并在平台国产化的基础上，继续提高产品的国产化率。
- 8) **基础安全**：公司提供最全面的基础安全保护能力，提供网络安全防护、网络威胁检测、应用安全、安全管理、密码应用安全、移动及终端安全等百余种型号的网络安产品平台。

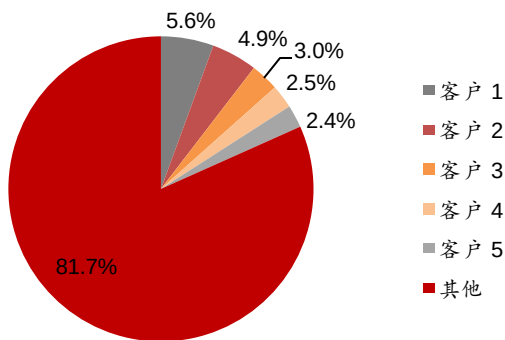
表 2：公司网络安全产品体系

网络安全防护	网络安全检测	应用安全	安全管理	云安全	工控安全	移动及终端安全
安全网关 UTM	入侵检测 IDS	Web 应用防火墙	数据防泄漏系统	安全管理平台	云安全资源池	业防火墙
防火墙	入侵防御 IPS	Web 应用审计	数据库审计与防护	态势感知平台	云安全管理平台	工控 IDS 与审计
下一代防火墙	网络流量融合探针	网页防篡改	数据库静态脱敏	日志审计	云 Web 应用审计	工控脆弱性扫描
防火墙策略梳理	APT 高级威胁检测	视频安全防护系统	数据库动态脱敏	配置核查	云数据库审计	工业 SOC
网闸	入侵分析中心	视频应用审计	文档加密	网络行为分析	虚拟 WAF	工业网闸
单向光闸	网络审计	应用交付控制系统	电子签章	业务支撑管理系统	云子可信 SaaS	工控检查工具箱
VPN/密码机	上网行为管控	数据安全交换系统	堡垒机	资产发现与管理	安星网站安全 SaaS	工业主机防护系统
漏洞扫描	应急处理工具箱	实时数据同步系统	数据库防火墙	漏洞管理平台		工控态势感知
抗拒绝服务系统	安全无线控制系统	应用安全管控系统	数据库加密	弱口令核查		
网络接入控制系统	邮件安全管理系统			4A 管理平台		
零信任 SDP	网络流秩序分析			数据安全治理平台		
	欺骗防御系统			网络安全靶场平台		

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司主要客户为国内通信、金融等领域的大中型企业。公司前五大客户销售占比为 18.3%，占比较低，不存在大客户依赖问题。

图 3：公司 2021 年前五大客户占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

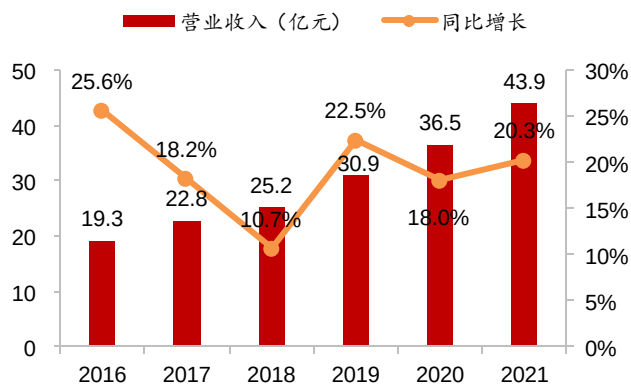
图 4：公司部分客户



数据来源：天眼查，公司公告，西南证券整理

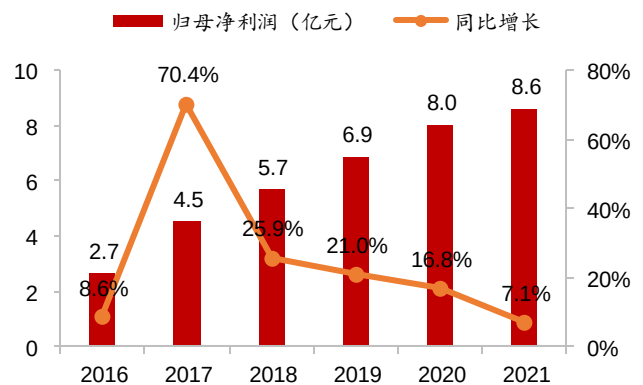
营收增长稳定，净利润增长大幅放缓。2021 年公司营收 43.9 亿元，同比上升 20.3%，过去四年公司主营业务收入 CAGR 为 17.3%。主要源于 2021 年公司网络安全运营等战略不断夯实落地，在安全运营中心、国产化、工控安全业务收入实现了快速增长。公司 2016 年至 2020 年归母净利润 CAGR 为 32.0%，2021 年归母净利润增长 7.1%，增速有所放缓，主要系 2021 年公司在研发、营销上的投入较大，以及公司员工持股计划产生的股份支付和 2020 年因疫情社保减免两项合计约 1.47 亿元（其中报告期内发生股份支付为 7,680 万元）。剔除上述两项因素的影响，2021 年公司归母净利润同比上升 14%。

图 5：公司营收情况



数据来源：Wind，西南证券整理

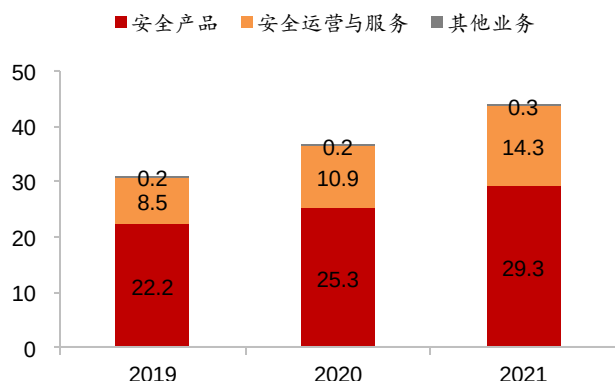
图 6：公司归母净利润情况



数据来源：Wind，西南证券整理

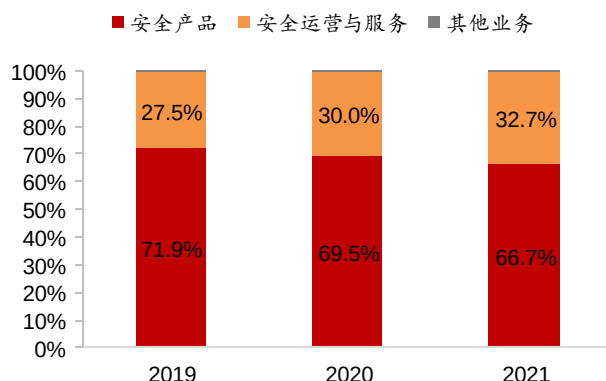
主营业务增长迅速，安全运营与服务业务占比有所提升。随着新一代信息技术的发展和应用，公司将主营业务划分为安全产品和安全运营与服务两大类，以适应网络安全行业的各类软硬件产品一体化、平台化、运营化的发展趋势。2021 年，公司安全产品、安全运营与服务业务高速增长，收入分别为 29.3、14.3 亿元，同比增长 15.5%、30.9%。安全运营与服务业务占比继续扩大，2021 年占比达到 32.7%，业务结构优化推动整体毛利率的提升。

图 7：公司分业务收入情况（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

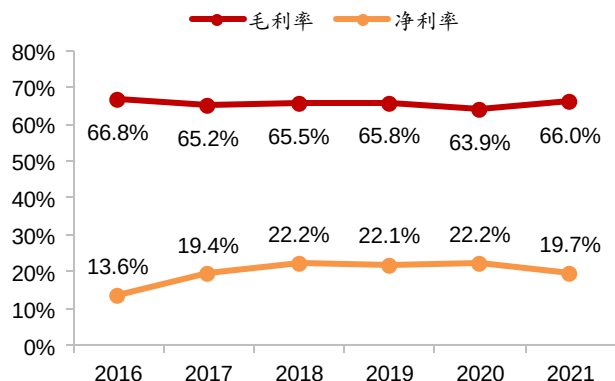
图 8：公司分业务收入结构



数据来源：Wind，西南证券整理

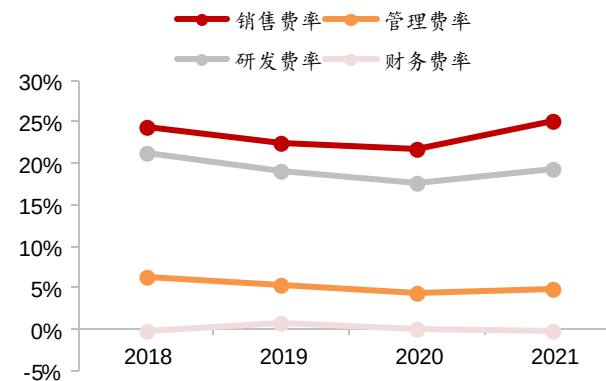
成本管控良好，费用率有所提升。2021 年，公司综合毛利率为 66.0%，较上年同期有所提升，主要系毛利率较高的自有产品和服务的销售收入占比增长，公司在实现收入快速增长的同时做到了成本的良好控制。2021 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 25.1%、4.9%、-0.2%，各项费用率均有所提升，主要系公司增加研发、销售投入，研发、销售费用同比增长约 35%。后续公司将加强费用的管控，具备一定利润弹性。

图 9：公司毛利率及净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

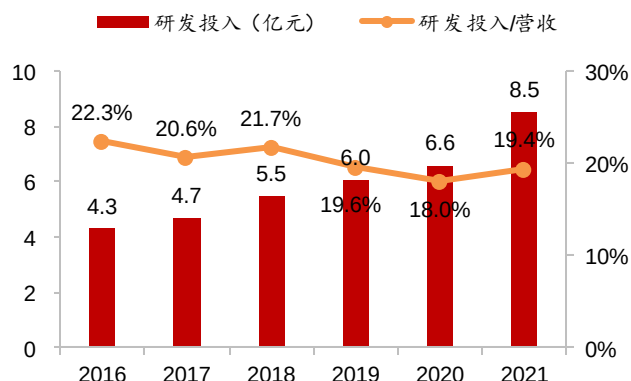
图 10：公司各项费用率情况



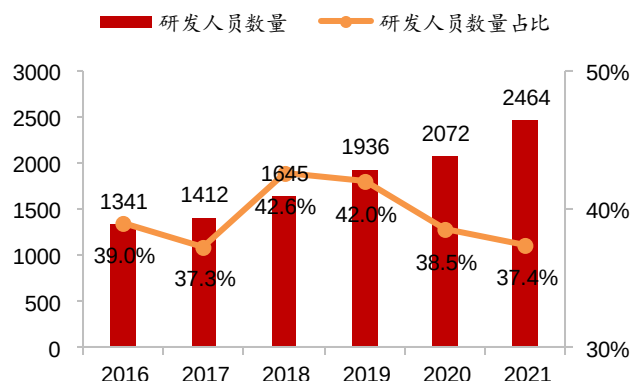
数据来源：Wind，西南证券整理

持续高研发投入，重点投入与新业务、新赛道、实战化能力。2021 年，公司研发投入 8.5 亿元，同比增长 29.4%，研发投入占营收比重为 19.4%。公司研发投入集中在以下几个方向：1) 新业务方向：包括数据安全、云安全、安全运营中心、国产化适配、工控安全、车联网安全等；2) 新赛道产品：EDR、蜜罐/密网、SOAR、UEBA、网络安全靶场、空间测绘、全流量检测等；3) 实战化能力：2021 年增加了 9 个区域和行业的积极防御实验室，将漏洞挖掘能力，应急响应能力向区域和行业输出。

不断优化人才体系建设，建立科学的长效激励机制。截止 2021 年底，公司 6587 名员工中，研发人员占比 37.4%，员工中本科及以上学历占比 71.4%。公司持续推进人才培养，建立科学的长效激励机制。2022 年公司将继续开展员工激励计划，增强公司凝聚力。公司注重管理干部的储备和培养，引入集团合伙人制度，集团合伙人均来自研发端、销售端和其他主要业务的资深高级管理人员。

图 11：公司 2016-2021 研发投入情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：公司 2016-2021 研发人员情况


数据来源：Wind，西南证券整理

表 3：2021 年公司主要研发项目情况

主要研发项目名称	项目目的	项目进展
终端高级威胁检测与响应系统新版本研发项目	研发启明星辰 EDR 产品新版本	完成新版本发布上市，具备多引擎检测技术、多维场景分析技术、威胁溯源与取证技术等先进技术。
国产化系列开发群项目	持续适配各类国产化软硬件，依据不同行业国产化操作系统、CPU 处理器的要求，完成不同品类安全产品的适配。	已完成各美国产化处理器的全类别国产化网络安全产品的研发与发布。
面向多维数据源的大情报分析项目	提升构建多维数据源的大情报运营体系能力	依托成功构建的平台统一技术架构体系，实现包括威胁情报在内的大情报分析能力，聚合多维数据源，构建具备跨域联防的威胁情报运营体系。
数据安全产品研发	确保公司在数据安全领域的领先地位	1、对主要数据安全产品，包括数据库审计、数据库防火墙等进行功能和性能提升，发布了全新版本。2、推出全新版本 DSMP2.0，实现基于场景化的数据全生命周期管控。
云安全平台研发	构建云安全管控方向完整安全能力，打造“三协同、一体化”云安全能力框架。	将安全管理与云安全资源池进行整合，发布了新一代云安全管理平台，并对安全资源池进行迭代，进一步整合云化安全原子能力，在多个行业客户场景得到落地推广。
工业数字化安全场景化创新项目	围绕着工业互联网数字化安全，面向监管侧态势感知、5G 安全、工业靶场等需求进行场景化创新。	完成了包括升级工业互联网安全态势感知平台项目、基于 5G 专网的垂直行业网络安全产品、知白工控网络安全靶场产品、工控日志审计产品在内的工业数字化安全新品研发布局。
身份安全（零信任）产品研发	将身份安全向零信任、国产化方向进一步演进	1、将公司的 EDR 与 4A、SDP 相结合，发布了基于终端环境风险的零信任系统，并在多个行业得到成功应用。2、发布若干支持国产化硬件、操作系统的身份安全产品，支持国密算法的身份认证等。
平行仿真与靶场模拟产品研发	以虚拟化技术、SDN 技术、云平台技术为基础，实现系统、设备、网络、业务、应用等多种仿真环境，集成积极防御场景库、安全漏洞库、武器库、应急知识库、欺骗防御设计与构造等多种关键安全能力，解决用户实战化阶段转型中面临的人才培养、机制、实战、成本等问题。	已完成应急演练系统、安全众测管控平台、网络靶场平台、网络攻防演习平台以及网络仿真系统的研发工作。

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：

公司网络信息安全业务主要包括数据要素化安全、大数据 AI 安全分析、云安全管控、工业数字化安全、零信任安全、威胁情报、网络空间安全靶场仿真和国产化安全八个方向，有 15 类产品市场占有率排名第一，9 类产品处于市场第一梯队，是中国数字化场景中政企客户在网络安全产品、可信安全管理平台、安全运营与服务、安全解决方案的首选提供商。我们预计随着数字化转型的推进，网络安全业务需求将迅速增长，公司作为网络安全领域的龙头企业，不断进行业务模式创新和战略资源归集，协同产业健康发展，预计订单量将持续增长。假设 2022-2024 年安全产品订单量增速分别为 17%、17%、15%，安全服务业务订单量增速分别为 35%、33%、33%，其他业务订单量增速分别为 53%、48%、43%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
安全产品	收入	2926.8	3438.0	4038.6	4663.3
	增速	15%	17%	17%	15%
	毛利率	66%	67%	67%	66%
安全服务	收入	1432.1	1932.5	2569.2	3415.6
	增速	31%	35%	33%	33%
	毛利率	66%	69%	69%	69%
其他业务	收入	27.2	41.5	61.3	87.5
	增速	48%	53%	48%	43%
	毛利率	57%	63%	61%	61%
合计	收入	4386.0	5412.1	6669.1	8166.4
	增速	20.3%	23.4%	23.2%	22.5%
	毛利率	65.99%	67.99%	67.99%	66.99%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值与投资建议

我们选取网络信息安全行业中的三家可比公司，2022 年三家公司的平均估值约为 31 倍，在网络安全市场与监管的需求不断扩大、国产替代高速发展背景下，行业订单旺盛，增速处于上升通道，行业平均估值水平有望在 2022 年得到提升。公司已在信息安全产业深耕多年，积累了深厚的技术优势，形成了深厚的技术壁垒。公司在巩固技术壁垒的同时，不断开拓新业务领域，与下游客户关系紧密，客户黏性高。我们预计公司订单量在 2022 年将迎来显著增长，估值应达到行业平均水平。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300369.SZ	绿盟科技	10.44	0.43	0.55	0.70	0.86	36.76	18.91	14.81	12.07
688201.SH	信安世纪	52.36	1.66	2.16	2.83	3.75	37.85	24.27	18.51	13.97
688023.SH	安恒信息	140.00	--	2.86	4.68	--	1401.81	48.89	29.93	--
平均值							492.14	30.69	21.08	8.68

数据来源：Wind，西南证券整理

预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.18 元、1.45 元、1.68 元，未来三年归母净利润将达到 22.1% 的复合增长率。公司为信息安全行业领军企业，产品技术实力过硬，客户资源优质，预计公司订单量将迎来显著增长，给予公司 2022 年 25 倍估值，对应目标价 29.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

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	4386.03	5412.07	6669.11	8166.40	净利润	862.75	1098.71	1354.38	1569.83
营业成本	1491.78	1732.51	2134.91	2695.89	折旧与摊销	143.71	125.23	125.23	125.23
营业税金及附加	41.96	52.31	63.88	78.44	财务费用	-10.20	-3.92	-5.52	-7.93
销售费用	1102.32	1277.37	1571.36	1926.28	资产减值损失	-18.88	0.00	-30.11	9.70
管理费用	215.03	292.40	340.31	838.69	经营营运资本变动	-608.55	-660.53	-524.94	-667.31
财务费用	-10.20	-3.92	-5.52	-7.93	其他	-50.98	-23.80	-55.66	-53.67
资产减值损失	-18.88	0.00	-30.11	9.70	经营活动现金流净额	317.84	535.70	863.38	975.86
投资收益	49.09	0.00	2.56	0.00	资本支出	-15.02	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	50.92	55.91	53.10	53.67	其他	-94.50	55.91	55.66	53.67
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-109.52	55.91	55.66	53.67
营业利润	936.09	1207.37	1485.23	1723.57	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.12	-3.79	-5.20	-6.70	长期借款	1.26	0.00	0.00	0.00
利润总额	938.21	1203.58	1480.02	1716.87	股权融资	76.79	0.00	0.00	0.00
所得税	75.45	104.87	125.65	147.03	支付股利	-47.61	-104.86	-146.39	-190.13
净利润	862.75	1098.71	1354.38	1569.83	其他	-259.36	17.88	5.52	7.93
少数股东损益	1.22	-0.75	0.92	1.70	筹资活动现金流净额	-228.91	-86.98	-140.87	-182.20
归属母公司股东净利润	861.53	1099.47	1353.46	1568.13	现金流量净额	-21.17	504.63	778.17	847.33
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	1354.50	1859.12	2637.29	3484.62	成长能力				
应收和预付款项	3246.27	4131.82	5041.47	6193.43	销售收入增长率	20.27%	23.39%	23.23%	22.45%
存货	474.21	518.62	676.65	845.27	营业利润增长率	3.73%	28.98%	23.01%	16.05%
其他流动资产	1492.26	1444.19	1453.73	1465.09	净利润增长率	6.51%	27.35%	23.27%	15.91%
长期股权投资	163.62	163.62	163.62	163.62	EBITDA 增长率	4.95%	24.22%	20.79%	14.70%
投资性房地产	224.86	224.86	224.86	224.86	获利能力				
固定资产和在建工程	569.87	533.66	497.44	461.23	毛利率	65.99%	67.99%	67.99%	66.99%
无形资产和开发支出	927.88	840.51	753.15	665.78	三费率	29.80%	28.93%	28.58%	33.76%
其他非流动资产	482.92	481.26	479.61	477.95	净利率	19.67%	20.30%	20.31%	19.22%
资产总计	8936.37	10197.66	11927.81	13981.86	ROE	12.80%	14.18%	15.13%	15.19%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.65%	10.77%	11.35%	11.23%
应付和预收款项	1703.76	2210.00	2709.39	3351.99	ROIC	27.08%	28.40%	30.42%	30.93%
长期借款	1.26	1.26	1.26	1.26	EBITDA/销售收入	24.39%	24.55%	24.07%	22.54%
其他负债	493.65	240.74	263.51	295.26	营运能力				
负债合计	2198.66	2452.00	2974.16	3648.51	总资产周转率	0.51	0.57	0.60	0.63
股本	933.58	933.58	933.58	933.58	固定资产周转率	10.20	9.83	12.96	17.07
资本公积	2018.67	2018.67	2018.67	2018.67	应收账款周转率	1.54	1.60	1.58	1.58
留存收益	4033.42	5028.03	6235.10	7613.10	存货周转率	3.27	3.38	3.47	3.51
归属母公司股东权益	6721.58	7730.28	8937.35	10315.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.89%	—	—	—
少数股东权益	16.13	15.38	16.29	17.99	资本结构				
股东权益合计	6737.71	7745.66	8953.64	10333.34	资产负债率	24.60%	24.04%	24.93%	26.09%
负债和股东权益合计	8936.37	10197.66	11927.81	13981.86	带息债务/总负债	0.06%	0.05%	0.04%	0.03%
					流动比率	3.20	3.45	3.47	3.42
					速动比率	2.97	3.22	3.23	3.18
					股利支付率	5.53%	9.54%	10.82%	12.12%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1069.59	1328.69	1604.94	1840.87	每股收益	0.92	1.18	1.45	1.68
PE	20.96	16.42	13.34	11.51	每股净资产	7.20	8.28	9.57	11.05
PB	2.69	2.34	2.02	1.75	每股经营现金	0.34	0.57	0.92	1.05
PS	4.12	3.34	2.71	2.21	每股股利	0.05	0.11	0.16	0.20
EV/EBITDA	13.24	10.28	8.02	6.53					
股息率	0.26%	0.58%	0.81%	1.05%					

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