

## 云化进程顺利, “以评促建”需求依然刚性

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2021年年度报告, 实现营业收入19.0亿元, 同比增长16.3%; 实现归母净利润4.1亿元, 同比增长24.3%。业绩整体符合预期。
- **医卫信息化优势巩固, 医保产品打开空间。** 2021年公司进一步收缩非医疗业务, 医疗行业业务整体实现收入17.0万元, 同比增长24.4%, 贡献营收比重提升至89.3%, 核心业务进一步聚焦。公司作为国内医疗信息化综合解决方案的龙头厂商, 其产品线全面、技术实力领先等优势进一步凸显, 报告期内新增千万级订单32个, 千万级订单金额同比增长超40%, 标杆项目进一步丰富。此外, 公司医保业务线表现亮眼, 参与建设多个省级、市级医保平台及院端项目, 医保业务实现收入5734万元, 同比增长132%, 带来新的增量。分产品看, 公司软件销售、技术服务和系统集成设备分别实现营收7.7/7.3/2.8亿元, 分别同比增长29.6%/9.0%/74.9%; 软件销售和技术服务毛利率保持较高水平, 而系统集成业务收入增速较快且毛利率下降4.23pp至12.49%, 略微拉低了综合毛利率至54.2%。
- **云化转型顺利, 产品矩阵逐步完善。** 2021年公司正式启动“慧康云2.0”的整体云化转型发展战略, 计划在未来3-5年时间内, 在云端构筑全面产品矩阵, 真正形成医疗卫生健康信息化行业的云生态价值供应链。报告期内, 公司HIT产品的全面云化解决方案、混合云的子系统解决方案成果转化成功, 进入市场推广期; “慧康云2.0”全面云化解决方案在三级医疗机构成功上线, 新一代产品提高了系统性能和可扩展性, 可以满足医院内部的业务一体、外部的医卫健一体、集团医院管理的上下一体的管理需求。此外, 公司陆续发布运维云平台、智慧养老云、5G+危重症协同救治云等产品, 生态建设已经初具雏形, 后续规模化落地值得期待。
- **“以评促建”政策频出, 下游需求依然刚性。** 2021年, 国家密集发布《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》、《关于推动公立医院高质量发展行动(2021-2025年)》等相关政策, 其中多项政策对电子病历、智慧管理、智慧服务等相关模块建设提出定量评级目标, 下游医疗机构的项目规划及招投标有望集中于2022年开启。我们认为, 尽管近期国内疫情反复或影响项目实施交付进度, 但下游仍然存在刚性需求, 拉长时间维度看行业景气度或有望维持; 伴随疫情拐点渐近, 公司云产品落地部署节奏有望加快, 后续业绩弹性充足。
- **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29.1%。伴随政策持续落地催化, 行业迎来景气度拐点, 医疗医卫信息化建设有望迎来新一轮投入周期; 公司是国内医疗信息化综合解决方案的第一梯队厂商, 云化进程领先, 医疗信息化系统竞争力优势突出, 医保信息化系统空间打开, 全国化扩张进展顺利, 在手订单充足, 有望持续受益, 故给予2022年29倍PE, 对应目标价10.15元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 政策推进力度不及预期, 医院内生改革动力不足, 疫情反复影响交付, 行业竞争加剧等。

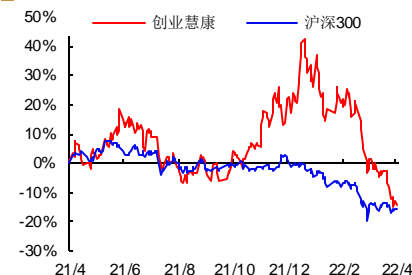
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1898.98	2376.86	2961.01	3617.60
增长率	16.30%	25.17%	24.58%	22.17%
归属母公司净利润(百万元)	413.04	544.20	701.84	889.05
增长率	24.28%	31.75%	28.97%	26.67%
每股收益EPS(元)	0.27	0.35	0.45	0.57
净资产收益率ROE	9.00%	10.78%	12.44%	13.91%
PE	25	19	15	12
PB	2.27	2.06	1.84	1.63

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)	15.50
流通A股(亿股)	13.43
52周内股价区间(元)	6.68-12.24
总市值(亿元)	106.47
总资产(亿元)	56.10
每股净资产(元)	2.94

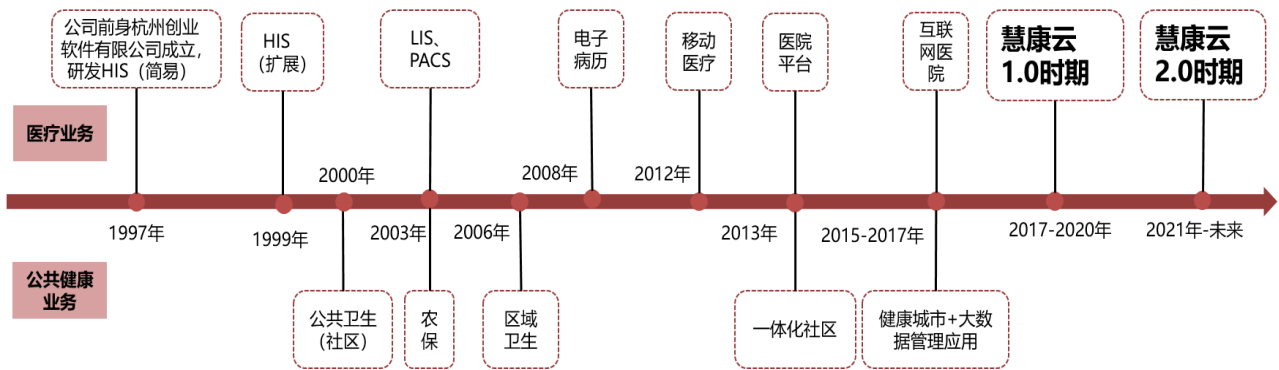
### 相关研究

# 1 医疗信息化行业龙头，云化顺利蓄力高质量发展

创业慧康是国内领先的医疗卫生信息化建设全面解决方案提供商。公司成立于 1997 年，创始初期便聚焦于医疗信息化系统建设；2015 年登陆深交所上市，凭借多年深耕医疗和公共卫生信息化行业研发的优势，公司制定了“一体两翼”的发展战略，构建横向业务发展经营模式，产品涵盖医疗、卫生、医保、健康、养老等各种服务场景；2021 年公司正式启动“慧康云 2.0”的整体云化转型发展战略，目前正处于从传统 IT 信息产品服务向科技云生态企业的转型阶段，形成医疗卫生健康信息化行业的云生态价值供应链。

目前，公司共拥有八大系列 300 多个自主研发产品，服务网络遍及全国 30 多个省、自治区及直辖市，用户数量超 7000 家，公共卫生项目遍及全国 370 多个区县，为 30 万基层医生提供工作平台，积累约 3 亿份居民健康档案。

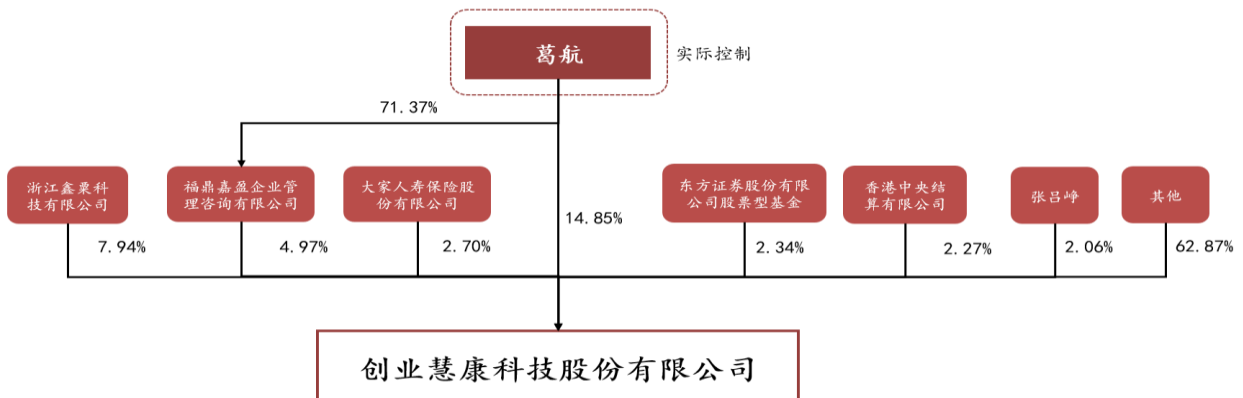
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，西南证券整理

股权结构稳定，多种股权激励方式并用。公司董事长葛航通过直接和间接持有公司合计 18.40% 的股权，是公司的实际控制人，股权结构相对稳定。此外，公司通过股票期权、限制性股票和员工持股计划多种股权激励方式持续激励员工，覆盖范围较广。其中最新一期的 2019 年限制性股票激励计划覆盖公司董高监和核心技术（业务）人员共 324 人，截至目前，解锁目标均已达成。

图 2：公司主要股东持股比例



资料来源：Wind，西南证券整理

**表 1：公司历次员工激励计划情况**

时间	占股本比例	激励对象	公司层面行权条件	进度
2015 年《创业软件股份有限公司股票期权与限制性股票激励计划》	股票期权 1.49%+限制性股票 3.56%	512 人，董+高管+核心管+中管+核心技术（业务）人员	期权行权条件和限制性股票解禁条件： 以 2014 年净利润值为基数，2015 年净利润增长率不低于 10% 以 2014 年净利润值为基数，2016 年净利润增长率不低于 20% 以 2014 年净利润值为基数，2017 年净利润增长率不低于 30%	四期期权均已行权，限制性股票均已解禁
《创业软件股份有限公司 2017 年度第一期员工持股计划》	1.56%	253 人，董监高（7 人）+员工	锁定期 12 个月，存续期 36 个月	员工持股计划出售完毕
《2019 年限制性股票激励计划》	1.80%	324 人，董+高管+核心管+中管+核心技术（业务）人员	以 2018 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 30% 以 2018 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 60% 以 2018 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 90%	解锁条件均已达成

数据来源：公司公告，西南证券整理

**政策牵引+技术发展是行业提质的关键驱动力。**长久以来，医疗 IT 行业呈现自上而下的政策强驱动特征，建设标准不断明确；同时伴随云计算、人工智能、大数据等先进技术的不断融合发展，开始出现自下而上的系统更新换代需求，需求侧能量逐步显现。

**1) 以评促建，下游需求维持高景气：**2021 年国家密集发布《“十四五”推进国家政务信息化规划》、《“十四五”全民医疗保障规划》、《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》、《关于推动公立医院高质量发展的意见》等相关政策，医疗信息化逐渐向精细化发展。目前政策着眼点主要集中在以电子病历为核心的临床信息化系统建设、以控费为目的的医保控费系统建设、以“互联网+医疗”为重点的医疗卫生信息化改进以及以医联体为载体的区域卫生信息化建设，以评级作为考核要求，加速下游医卫主体的数字化转型进程。其中，卫健委明确要求 2022 年全国二级和三级公立医院电子病历应用水平平均级别分别达到 3 级和 4 级，智慧服务平均级别力争达到 2 级和 3 级，智慧管理平均级别力争达到 1 级和 2 级，下游医院将根据相关定量评级目标提前做好建设规划，行业迎来新一轮需求爆发。

**表 2：泛医卫信息化政策密集发布**

行业	政策
医疗信息化行业政策	《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》； 《电子病历系统应用水平分级评价工作规程和专家管理办法》；《关于推动公立医院高质量发展的意见》；《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务》； 《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》； 《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案（2021-2025 年）》； 《“十四五”医疗装备产业发展规划》； 《“十四五”公共服务规划》
医卫物联网、互联网业务政策	《互联网诊疗监管细则（征求意见稿）》； 《医院智慧管理分级评估标准体系（试行）》； 《公立医院高质量发展促进行动（2021-2025 年）》； 《“十四五”国家临床专科能力建设规划》； 《关于印发 DRG/DIP 付费示范名单的通知》； 《关于组织申报中央财政支持公立医院改革与高质量发展示范项目的通知》

行业	政策
医保业务政策	《关于印发按病种分值付费（DIP）医疗保障经办管理规程（试行）的通知》； 《关于优化医保领域便民服务的意见》； 《关于印发“十四五”全民医疗保障规划的通知》； 《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》
养老业务政策	《智慧健康养老产业发展行动计划（2021-2025 年）》； 《关于开展老年医疗护理服务试点工作的通知》； 《关于全面加强老年健康服务工作的通知》； 《“十四五”健康老龄化规划》

数据来源：各政府网站，西南证券整理

图 3：“三位一体”智慧医院评价体系



数据来源：国家卫健委，西南证券整理

图 4：DRG/DIP 支付方式改革主要任务



数据来源：国家医疗保障局，西南证券整理

2) 传统系统难以满足需求，中台架构、云转型趋势明显：医疗行业对于信息化系统的需求不敏感，信息化投入的效益在短期内难以体现，传统的以业务流程为驱动到医院管理信息化系统架构已经难以满足如今的需求等，均导致了医院主动参与信息化建设的积极性不足。疫情、政策等催化下，叠加新一代信息技术发展成熟，以中台思想、数据为核心驱动的新一代架构正掀起业内的系统更新浪潮，提供标准化接口的云服务可为医疗资源配置、临床业务流程、精细化管理管理、发展战略决策等提供全面的技术支撑。

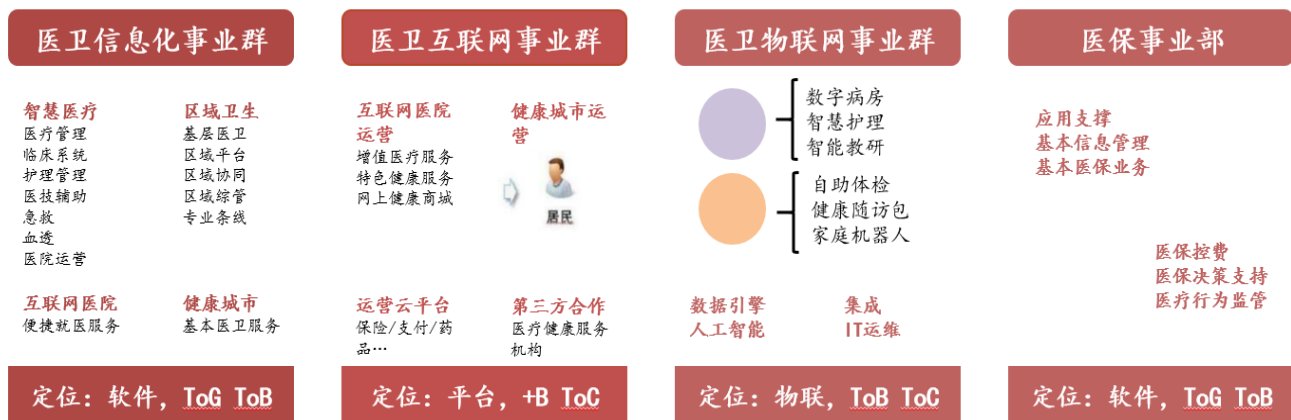
产品矩阵完备，“一体两翼”加医保事业部全面布局。随着“三医联动”改革及互联网医疗的发展，医保信息化、药品信息化及其他创新系统建设也被纳入广义医疗信息化的范围。公司以“一体两翼”加医保事业部的业务划分，构建横向业务发展经营模式，产品涵盖医疗、卫生、医保、健康、养老等各种服务场景，客户覆盖 B 端医疗结构，G 端区域卫生机构，以及 C 端居民健康等，是业内为数不多的全面布局的龙头厂商。

1) “一体”——医疗卫生信息化：公司已建立较为完整的产品体系，拥有八大系列 300 多个自主研发产品，包含医院信息化应用软件和公共卫生信息化应用软件服务两大类。医院信息化应用软件是以电子病历为核心，以全面集成为手段，支持医院内部医疗信息和管理信息的数据采集、处理、存储、传输和共享，实现病人信息数字化、医疗过程数字化、管理流程数字化、医疗服务数字化、信息交互数字化；公共卫生信息化应用软件是公司帮助各地政府建设区域卫生信息化服务体系，提供完备的智慧卫生解决方案。

**2) “两翼”——医疗卫生互联网和医疗生物物联网：** 医卫互联网是建设城市全民健康信息化服务体系，推动政府健康医疗信息系统和公众健康医疗数据互联融合、开放共享，构建“互联网+医疗健康”的新型服务模式。从互联网运营的各个项目看，创业慧康互联网医院云平台、保险云平台、电商云平台、护理云平台、聚合支付云平台、智能一站式终端服务平台、商业保险综合服务平台及多学科远程医疗平台等多个平台，逐渐形成产业闭环。医卫物联网是公司基于自主开发的智能物联支撑平台，逐步形成了以物联网技术为核心的便民服务、临床应用服务、运营管理服务、健康服务等医疗应用服务体系和战略部署，且公司将不断根据院内场景需求定向打造物联网模块产品。

**3) 医疗保障应用产品：** 2019 年公司中标国家医疗保障信息平台，并适时组建了医保事业部，随后开始布局省、地市级医疗信息平台市场，打造智慧医保解决方案。报告期内，公司参与建设了河北、天津、甘肃、黑龙江、内蒙古、青海、山西七个省级医保平台及两个地市级医保平台。同时，公司基于现有自主知识产权的 DRG/DIP 产品，打造 DRG/DIP 统一分组和服务平台，其不仅能满足医保局端的应用，还能同时支撑公司现有面向医疗机构（医院）和卫健委（局）的生产和管理系统对于 DRG/DIP 支付改革需求的功能升级。此外，公司关注商业医疗保险行业发展，提供以商业医疗保险信息化服务平台为核心的解决方案，后续增长值得期待。

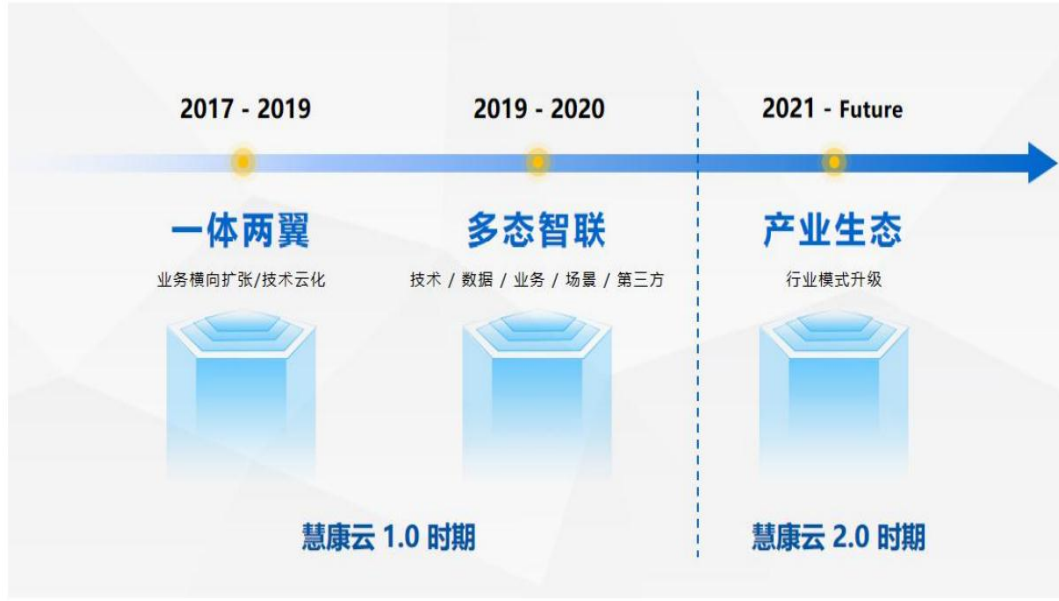
**图 5：“一体两翼”加医保事业部，产品矩阵全面**



资料来源：公司公告，西南证券整理

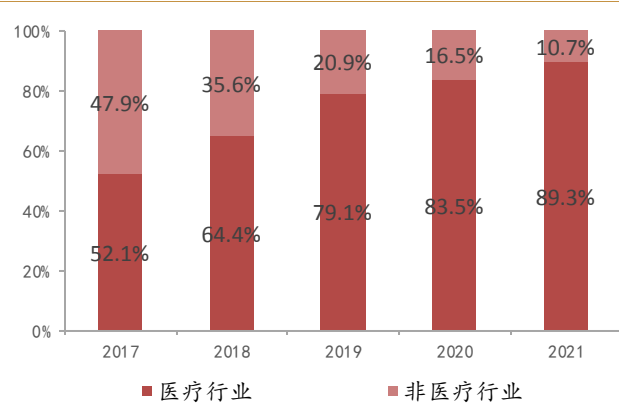
**整体云化转型开启，项目落地顺利。** 2021 年公司正式启动“慧康云 2.0”的整体云化转型发展战略，从传统 IT 信息产品服务商向科技云生态企业的转型，计划在未来 3-5 年时间内，在云端构筑全面产品矩阵，真正形成医疗卫生健康信息化行业的云生态价值供应链。

经过多年云技术和多态智联的研发推进，2021 年公司 HIT 产品的全面云化解决方案、混合云的子系统解决方案成果转化成功，进入市场推广期，助力公司信息化业务的持续高质量发展；“慧康云 2.0”全面云化解决方案在三级医疗机构成功上线，新一代产品提高了系统性能和可扩展性，可以满足医院内部的业务一体、外部的医卫健一体、集团医院管理的上下一体的管理需求。此外，公司陆续发布运维云平台、智慧养老云、5G+危重症协同救治云等产品，生态建设已经初具雏形，后续规模化落地值得期待。

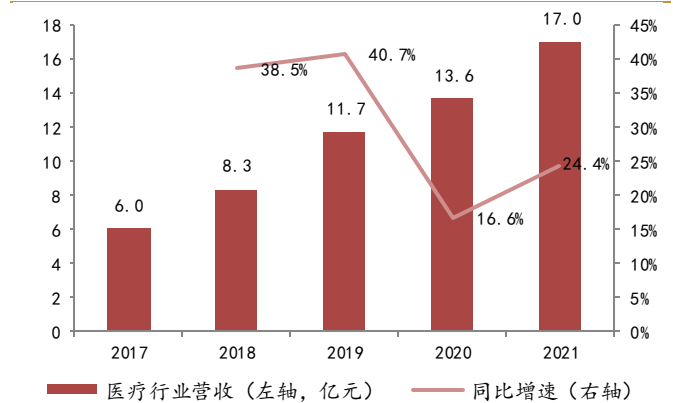
**图 6：公司开启全面云化新篇章**


资料来源：公司公告，西南证券整理

**核心医疗业务高速增长，占比接近 90%。**从行业来看，公司收入可分为医疗行业和非医疗行业收入；2021 年，公司核心业务进一步聚焦，医疗行业收入占比达到 89.3%，相较 2017 年的 52.1% 大幅提升。报告期内，公司新增千万级订单 32 个，千万级订单金额同比增长超 40%，医疗业务实现营收 17.0 万元，同比增长 24.4%，2017-2021 年 CAGR 达 29.1%，持续保持良好的增长势头。其中，公司医保业务线表现亮眼，参与建设多个省级、市级医保平台及院端项目，医保业务实现收入 5734 万元，同比增长 132%，打开后续增长空间。

**图 7：公司分行业收入结构**


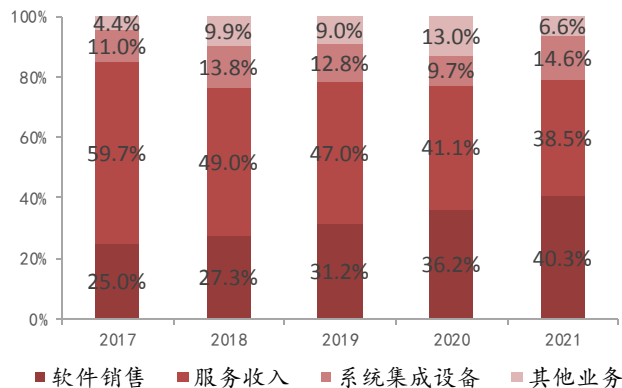
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 8：公司分行业收入情况（百万元）**


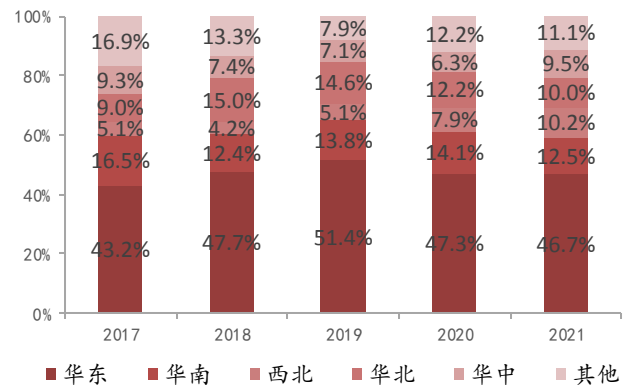
数据来源：公司公告，西南证券整理

**分产品看，**公司经历 20 余年深耕，在各个业务线已积累丰富的行业 Know-how，标准化软件销售呈现快速增长，2021 年实现营收 7.7 亿元，同比提升 29.6%，占比达到 40.3%。同时，报告期内公司在医卫物联网领域完成多个重点运维管理、数字病房等项目落地，系统集成设备实现收入 2.8 亿元，同比增长 74.9%。

分地区看，我国医疗信息化市场格局较为分散，呈现明显的地域特征。公司是全国医疗 IT 的第一梯队厂商，华东地区仍然保持强势，2021 年实现营收 8.9 亿元，收入占比达到 46.7%。同时，公司进一步加快全国扩张步伐，其中西北、华中地区收入占比提升较快，2021 年分别实现收入 1.9 亿元、1.8 亿元，分别同比增长 48.7%、74.4%。

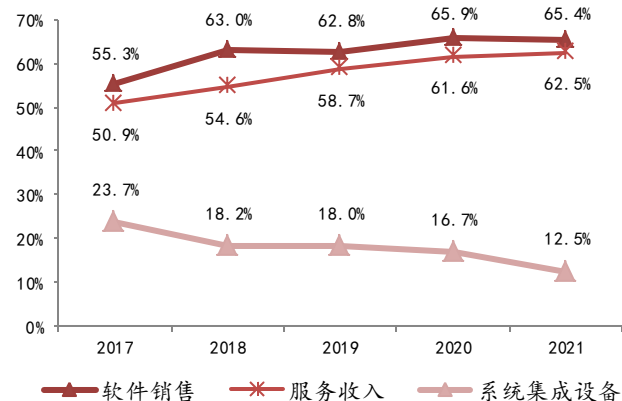
**图 9：公司分产品收入情况 (百万元)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

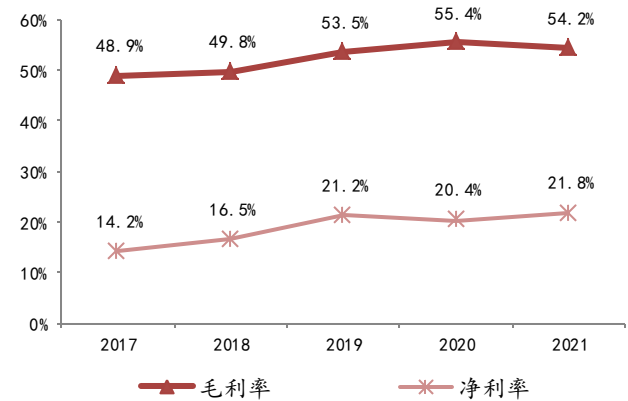
**图 10：公司分地区收入结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率方面，2017 年-2020 年，伴随高毛利软件销售收入占比的提升，公司综合毛利率呈现稳步增长，处于业内领先水平。2021 年，公司加大云化产品的研发投入，叠加疫情反复影响 ROP，软件销售毛利率略有下降；此外，系统集成业务收入增长较快且毛利率降低 4.23pp 至 12.5%，致使综合毛利率被略微拉低至 54.2%，同比下降 1.20pp。伴随公司云产品矩阵的不断丰富完善及项目经验的积累，后续毛利率有望逐步恢复，利润弹性值得期待。

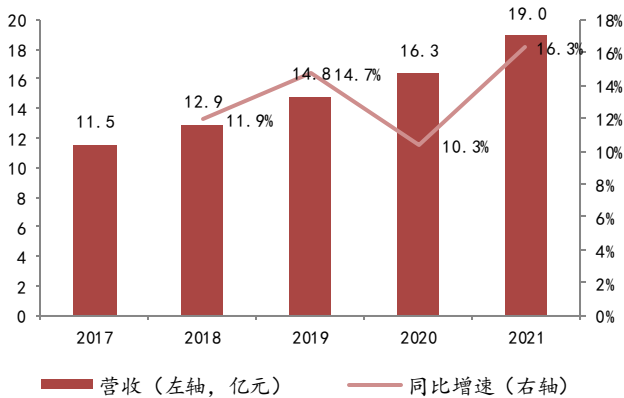
**图 11：公司分产品毛利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

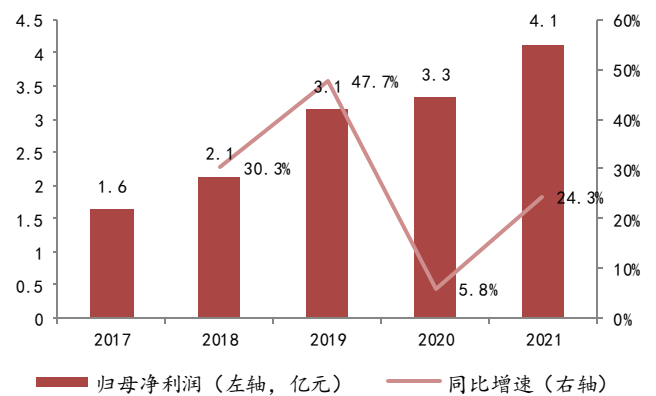
**图 12：公司综合毛利率与净利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

总体来看，得益于行业政策的持续推动，公司不断提升业务覆盖的广度和深度，在软件架构等技术上保持领先，市场占有率稳步上升，业绩释放良好。公司 2021 年实现营业收入 19.0 亿元，同比增长 16.3%，2015-2021 年 CAGR 为 28.3%；实现归母净利润 4.1 亿元，同比增长 24.3%，2015-2021 年 CAGR 高达 42.3%。

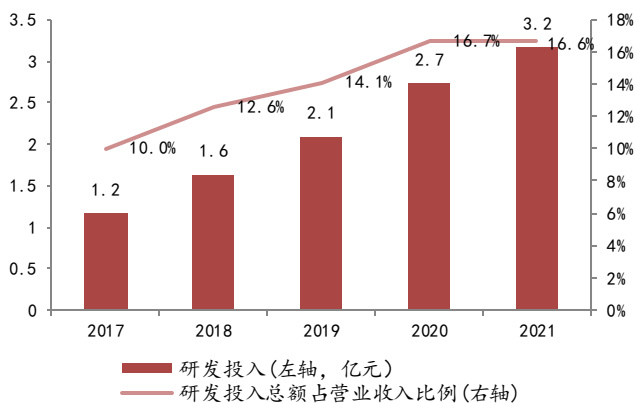
**图 13: 公司营业收入及增速情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

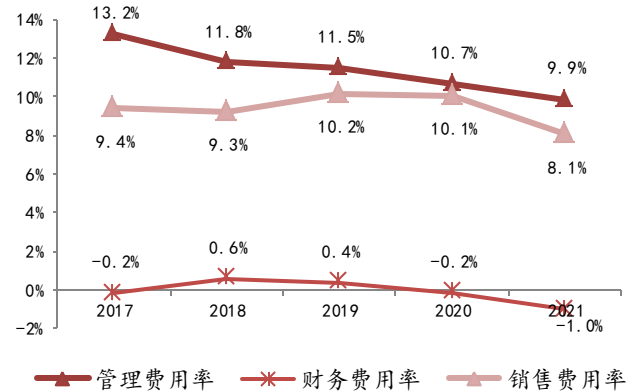
**图 14: 公司归母净利润及增速情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**持续投入研发, 费用管控良好。**公司持续深入挖掘行业潜能, 针对新产品线的拓展及老产品云化、架构升级等加大投入, 2021 年研发投入达到 2.1 亿元, 占营业收入的 16.6%。2021 年公司新增发明专利 3 项, 软件著作权新增约 90 项, 相关云化产品逐步推出, 研发成果显著。此外, 公司费用端整体管控良好, 2021 年管理费用率同比下降 0.82pp 至 9.9%; 销售费用率同比下降 2.00pp 至 8.1%, 促使盈利能力提升。

**图 15: 公司研发投入持续加大**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 16: 公司费用率情况**


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) 软件销售：** 医卫信息化相关政策密集发布，智慧服务、智慧管理等评级目标促使医疗机构建设需求维持高位，相关预算制定及招投标有望于 2022 年集中开启，行业在经历 2020 年短暂低谷后有望迎来景气度拐点；公司作为国内医疗信息化综合解决方案的第一梯队厂商，慧康云 2.0 战略持续推进，产品矩阵不断完善，医保产品带来新增空间，有望实现订单快速增长，预计该业务 2022-2024 年收入增速分别为 31%、33%、30%；伴随云产品占比不断提升，毛利率逐步提升。

**2) 技术服务：** 伴随公司云化转型持续推进，技术服务收入占比或进一步下降，但总体订单规模保持稳健增长，预计该业务 2022-2024 年收入增速保持 15% 左右水平。

**3) 系统集成：** 医疗信息化进入精细化、复杂化建设阶段，系统集成业务快速增长，后续伴随公司产品矩阵的不断丰富完善及项目经验的积累，系统集成增速或缓慢下降，收入占比将保持相对稳定，预计 2022-2024 年收入增速分别为 45%、30%、20%。

**4) 伴随公司业务中台的持续沉淀和技术成熟，各项业务毛利率持续提升；公司费用端管控效果可持续，各项费用整体稳中有降。**

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 3：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
软件销售	收入	765.8	1003.2	1334.3	1734.5
	增速	29.6%	31.0%	33.0%	30.0%
	毛利率	65.4%	65.7%	65.9%	66.4%
技术服务	收入	731.5	841.2	967.4	1112.5
	增速	9.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	62.5%	62.6%	63.0%	63.3%
系统集成	收入	276.7	401.2	521.5	625.8
	增速	74.9%	45.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	12.5%	12.8%	13.3%	13.5%
其他	收入	125.0	131.3	137.8	144.7
	增速	-41.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	29.3%	29.5%	29.5%	29.5%
合计	收入	1899.0	2376.9	2961.0	3617.6
	增速	16.3%	25.2%	24.6%	22.2%
	毛利率	54.2%	53.7%	54.0%	54.8%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 23.8 亿元 (+25.2%)、29.6 亿元 (+24.6%) 和 36.2 亿元 (+22.2%)，归母净利润分别为 5.4 亿元 (+31.8%)、7.0 亿元 (+29.0%)、8.9 亿元 (+26.7%)，EPS 分别为 0.35 元、0.45 元、0.57 元，对应动态 PE 分别为 19 倍、15 倍、12 倍。

## 2.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取业务涉及医卫信息化的卫宁健康、久远银海以及万达信息 3 家可比公司进行估值比较。

**表 4：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
300253.SZ	卫宁健康	175	8.13	0.23	0.27	0.38	0.50	76	30	22	16
002777.SZ	久远银海	56	17.82	0.59	0.70	0.89	1.14	39	40	20	16
300168.SZ	万达信息	111	9.32	-1.09	0.15	0.25	0.40	-	64	37	23
平均值								58	35	21	16
300451.SZ	创业慧康	103	6.68	0.28	0.27	0.35	0.45	49	42	19	15

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 21 倍，公司 PE 为 19 倍，低于行业平均水平。伴随政策持续落地催化，行业迎来景气度拐点，医疗医保信息化建设有望迎来新一轮投入周期；公司是国内医疗信息化综合解决方案的第一梯队厂商，云化进程领先，医疗信息化系统竞争力优势突出，医保信息化系统空间打开，全国化扩张进展顺利，在手订单充足，有望持续受益，故给予 2022 年 29 倍估值，对应目标价 10.15 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 3 风险提示

政策推进力度不及预期，医院内生改革动力不足，疫情反复影响交付，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	1898.98	2376.86	2961.01	3617.60	净利润	414.15	545.66	703.72	891.44
营业成本	869.34	1101.07	1362.24	1634.46	折旧与摊销	70.69	62.14	62.14	62.14
营业税金及附加	19.08	23.68	29.44	36.06	财务费用	-19.60	-11.88	-14.81	-18.09
销售费用	152.98	192.53	233.92	282.17	资产减值损失	-20.88	0.00	0.00	0.00
管理费用	187.45	499.14	609.97	741.61	经营营运资本变动	-242.90	-163.51	-206.71	-272.91
财务费用	-19.60	-11.88	-14.81	-18.09	其他	-25.24	-31.45	-35.66	-42.77
资产减值损失	-20.88	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>176.22</b>	<b>400.96</b>	<b>508.69</b>	<b>619.81</b>
投资收益	30.54	32.00	37.00	42.00	资本支出	-141.88	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.38	0.07	0.04	-0.02	其他	175.41	32.07	37.04	41.98
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>33.53</b>	<b>32.07</b>	<b>37.04</b>	<b>41.98</b>
<b>营业利润</b>	<b>452.27</b>	<b>604.39</b>	<b>777.28</b>	<b>983.37</b>	短期借款	-163.12	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.35	-0.81	-0.82	-0.79	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>451.92</b>	<b>603.58</b>	<b>776.46</b>	<b>982.58</b>	股权融资	7.87	0.00	0.00	0.00
所得税	37.77	57.92	72.74	91.14	支付股利	-35.75	-82.61	-108.84	-140.37
净利润	414.15	545.66	703.72	891.44	其他	14.88	4.97	14.81	18.09
少数股东损益	1.11	1.46	1.89	2.39	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-176.12</b>	<b>-77.64</b>	<b>-94.03</b>	<b>-122.28</b>
归属母公司股东净利润	413.04	544.20	701.84	889.05	<b>现金流量净额</b>	<b>33.63</b>	<b>355.39</b>	<b>451.70</b>	<b>539.51</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	1619.15	1974.54	2426.24	2965.75	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1332.67	1540.38	1930.64	2384.71	销售收入增长率	16.30%	25.17%	24.58%	22.17%
存货	240.51	304.00	374.87	450.97	营业利润增长率	19.79%	33.63%	28.60%	26.51%
其他流动资产	143.79	1.07	1.33	1.62	净利润增长率	23.17%	31.75%	28.97%	26.67%
长期股权投资	240.83	240.83	240.83	240.83	EBITDA 增长率	15.90%	30.06%	25.96%	24.59%
投资性房地产	2.80	2.80	2.80	2.80	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	350.32	326.06	301.80	277.54	毛利率	54.22%	53.68%	53.99%	54.82%
无形资产和开发支出	1457.58	1422.06	1386.54	1351.02	三费率	16.90%	28.60%	28.00%	27.80%
其他非流动资产	221.91	219.55	217.19	214.83	净利率	21.81%	22.96%	23.77%	24.64%
<b>资产总计</b>	<b>5609.58</b>	<b>6031.29</b>	<b>6882.25</b>	<b>7890.09</b>	ROE	9.00%	10.78%	12.44%	13.91%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.38%	9.05%	10.23%	11.30%
应付和预收款项	747.18	842.58	1070.89	1298.73	ROIC	15.56%	19.06%	23.13%	27.12%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.51%	27.54%	27.85%	28.40%
其他负债	263.10	126.35	154.12	183.05	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1010.28</b>	<b>968.94</b>	<b>1225.01</b>	<b>1481.78</b>	总资产周转率	0.35	0.41	0.46	0.49
股本	1549.79	1549.79	1549.79	1549.79	固定资产周转率	6.82	9.30	12.80	17.47
资本公积	1524.89	1524.89	1524.89	1524.89	应收账款周转率	1.81	1.78	1.84	1.80
留存收益	1522.42	1984.01	2577.01	3325.69	存货周转率	3.06	4.04	4.00	3.94
归属母公司股东权益	4561.80	5023.39	5616.39	6365.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	74.45%	—	—	—
少数股东权益	37.50	38.96	40.85	43.24	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4599.30</b>	<b>5062.35</b>	<b>5657.24</b>	<b>6408.31</b>	资产负债率	18.01%	16.07%	17.80%	18.78%
负债和股东权益合计	5609.58	6031.29	6882.25	7890.09	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.33	3.98	3.89	3.94
					速动比率	3.09	3.66	3.58	3.63
					股利支付率	8.66%	15.18%	15.51%	15.79%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.27	0.35	0.45	0.57
					每股净资产	2.94	3.24	3.62	4.11
					每股经营现金	0.11	0.26	0.33	0.40
					每股股利	0.02	0.05	0.07	0.09
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	503.36	654.65	824.61	1027.42					
PE	25.06	19.02	14.75	11.64					
PB	2.27	2.06	1.84	1.63					
PS	5.45	4.36	3.50	2.86					
EV/EBITDA	16.95	12.48	9.36	6.99					
股息率	0.35%	0.80%	1.05%	1.36%					

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
	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	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