

功能遮阳面料龙头制造商，产品渗透率有望提升

投资要点

- **业绩摘要：**公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报，2021 年实现收入 5.2 亿元（+35.2%）；实现归母净利润 1.4 亿元（+29.9%）；实现扣非归母净利润 1.4 亿元（+39.5%）。其中，2021 年 Q4 公司实现营业收入 1.5 亿元（+14.9%）；实现归母净利润 0.3 亿元（-4.2%）。2022 年 Q1 公司实现营业收入 1.1 亿元（+9.6%）；实现归母净利润 0.3 亿元（-12.8%）；实现扣非归母净利润 0.3 亿元（-9.5%）。一季度在疫情及地缘政治等因素影响下，收入增速暂时放缓。
- **2021 全年汇兑损失收窄，净利率略下降 1.1pp。**2021 年公司整体毛利率为 43.6%（-3pp），主要由于年内人民币汇率提升，以及原材料、动力和能源等成本上涨。分产品看，2021 年公司遮光面料毛利率为 33.7%（-2.1pp），可调光面料毛利率为 54.2%（-1pp），阳光面料毛利率为 46.6%（-5.1pp）。费用率方面，2021 年公司整体费用率为 11.6%（-3.6pp）。其中，公司销售费用率为 3.2%（-0.03pp）；管理费用率为 5.7%（-0.5pp），主要由于咨询费同比减少；研发费用率为 3.4%（+0.2pp），为实现技术创新与业务拓展，公司持续加大研发投入，研发费用同比增长 44.5%；财务费用率为 -0.6%（-3.4pp），主要受汇率波动影响，公司汇兑损失减少，叠加利息收入增加，财务费用同比大幅下降。整体来看，公司净利率为 27%，同比减少 1.1pp。此外，2021 年公司实现经营性现金流净额 1.5 亿元，同比增长 2%，一方面得益于公司销售规模持续扩张，另一方面依赖于回款及退税增加；投资活动现金流净额同比增加 291.8%，主要系公司募投项目投资增加所致。
- **22Q1 毛利率受高基数影响暂时承压，全年盈利能力有望改善。**22Q1 公司实现毛利率 41.5%（-5.1pp），由于人民币汇率及原材料价格同比处于高位，毛利率暂时承压。22Q1 公司各项费用率 12%（+1.1pp），销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.2%/5.6%/4.7%/-1.5%，同比+0.1pp/+0.3pp/+2.2pp/-1.5pp。综合来看，22Q1 公司净利率 23.6%（-6pp）。展望后续，4 月人民币汇率趋势向好，原材料价格环比企稳或回落，预计伴随国内疫情好转，港口发货恢复顺畅，全年来看盈利能力有望逐渐改善。
- **21 年遮阳面料需求改善，产品渗透率有望持续提升。**分产品来看，2021 年公司遮光面料实现营收 1.8 亿元（+34.4%），国内外遮阳市场需求上涨，导致业务订单大幅增加；可调光面料实现营收 1.6 亿元（+45.2%），占比由原来的 29% 上涨至 31.2%，主要系产品结构新颖、功能齐全，具备简约美观、装饰性强等特点，自推出后快速被家居市场接受所致；阳光面料实现营收 1.6 亿元（+29.8%），从生产工艺到外观设计，公司不断创新丰富产品品类，有效推动了阳光面料的销量提升。2021 年疫情对业务影响减弱，下游需求持续增长，海外订单逐渐恢复，公司通过参展实现精准获客，整体业务规模呈稳步上升趋势。未来，随着传统布艺窗帘逐步被遮阳产品所替代，功能性遮阳市场将进一步向优质企业集中。公司核心布局增强技术优势，品牌影响力获业内高度认可，市场份额有望提升。
- **募投项目释放产能，实现规模效益提升。**自成立以来，公司产品远销全球六大洲的 70 多个国家和地区，与 BAMAR、SHADES、TOP、NEVALUZ、HUNDPAS、COULISSE 等国内外知名厂商建立了长期稳定的战略合作关系。分地区来看，

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
 执业证号：S1250517080002
 电话：023-67511807
 邮箱：cxin@swsc.com.cn
 联系人：赵兰亭
 电话：023-67511807
 邮箱：zhl@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)	1.32
流通 A 股(亿股)	0.33
52 周内股价区间(元)	20.29-34.74
总市值(亿元)	26.76
总资产(亿元)	12.28
每股净资产(元)	8.86

相关研究

2021 年公司境外地区实现营收 3.7 亿元 (+44.8%)；境内地区实现营收 1.5 亿元 (+35.2%)。其中，境外市场以欧洲、亚洲、北美洲和南美洲为主；境内销售覆盖全国各省份，主要集中于华东和华南地区。整体来看，公司以市场为导向，积极响应国内外客户需求，获得了较高的市场美誉度。此外，公司聚焦产能和效率提升，在结构、款式、性能和设计等方面持续创新，以优化工艺装备水平，从而提高生产效率。公司积极推进募投扩产项目建设进度，预计在 2022 年完成投产，2021 年公司产能达到 4500 万平，2022 年产能有望达到 6000 万平，产能储备充分。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.33 元、1.66 元、2.06 元，对应 PE 分别为 15 倍、12 倍、10 倍，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，中外贸易摩擦加剧的风险，汇率大幅波动的风险，产能项目投产不及预期的风险，疫情影响范围扩大的风险。

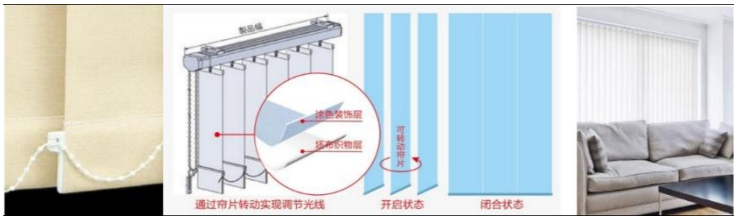
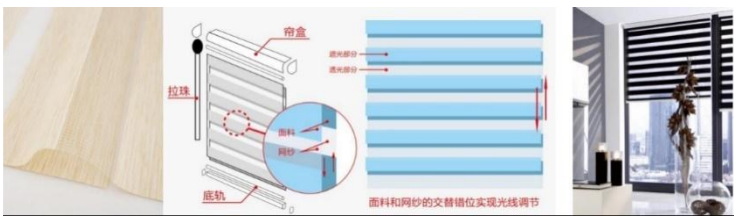
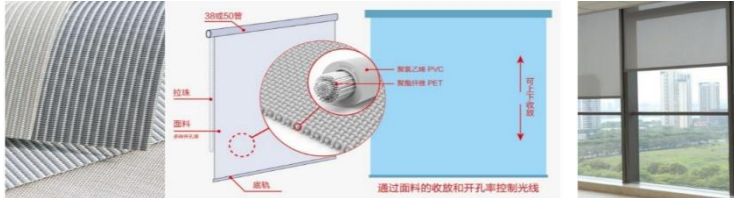
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	520.38	649.10	800.50	975.57
增长率	35.16%	24.74%	23.32%	21.87%
归属母公司净利润 (百万元)	140.32	175.75	219.17	271.59
增长率	29.87%	25.24%	24.71%	23.92%
每股收益 EPS (元)	1.07	1.33	1.66	2.06
净资产收益率 ROE	12.31%	13.36%	14.28%	15.03%
PE	19	15	12	10
PB	2.35	2.03	1.74	1.48

数据来源: Wind, 西南证券

1 功能性遮阳面料龙头生产商，研发优势突出

山东玉马遮阳科技股份有限公司成立于 2014 年，是一家集高分子功能性遮阳新材料的研发、生产、销售及进出口贸易于一体的高新技术企业。自成立以来，公司一直专注于功能性遮阳材料的研发、生产和销售，主要产品包括遮光面料、可调光面料和阳光面料，集遮阳、节能、环保等多功能为一体，兼具抗菌、防污、除甲醛等特殊功能，符合国家科技创新和产业发展的方向，属于重点发展的战略性新兴产业。具体而言，公司遮光面料为传统产品，根据结构样式可分为垂直帘面料和卷帘面料；可调光面料结构新颖，产品也更为美观；阳光面料较传统面料不仅具有遮阳隔热、通风透景、色牢度高、易清洗等特点，并且拥有较强耐候性、抗拉力、抗撕裂、防火等多种优势。

表 1：公司主要产品构造及使用效果

材料	示意图	用途
遮光面料	 通过帘片转动实现调节光线 开启状态 闭合状态	遮光面料具有减弱光线、遮挡强光的作用，可满足人们对不同光线强度的需求，应用范围广泛，适用于家居、公共建筑工程内遮阳，如家庭住宅的书房、阳台、卫生间，酒店，办公楼和写字楼等。
可调光面料	 帘盒 拉珠 面料 网纱 底轨 面料和网纱的交替错位实现光线调节	可调光面料调节光线便捷，具有一定的装饰性等特点，自进入市场后，快速被家居市场所接受，主要适用于别墅，家庭住宅的书房、卫生间、飘窗等及高档酒店大堂、特色餐厅、咖啡厅、办公楼等建筑的内遮阳。
阳光面料	 帘盒 拉珠 面料 底轨 通过面料的收放和开孔率控制光线	阳光面料稳定性极佳，尺寸稳定不易伸长，经日晒不易变形，适合长期使用，阻燃等级高，能满足高楼和公共建筑较高的防火安全标准，广泛应用于写字楼、办公楼、图书馆、医院等公共建筑和商业建筑。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

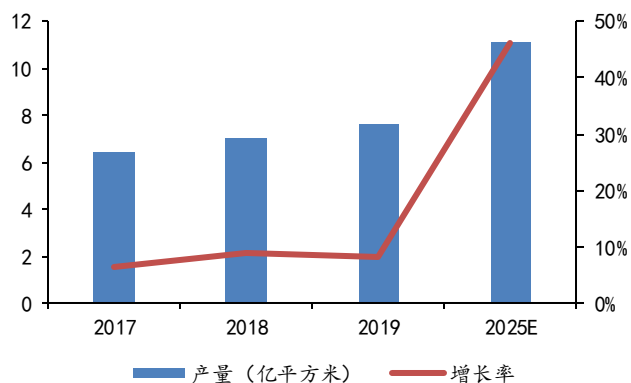
产品性能优质，名列同业前茅。长时间以来，公司立足于全球建筑遮阳产业并全面参与全球高端市场的竞争，致力于为遮阳成品生产商提供高品质、高性能、高附加值的功能性遮阳材料与服务，综合实力处于行业第一梯队。该梯队主要代表企业除玉马遮阳外，还包括西大门、先锋新材等十余家公司，行业整体生产规模庞大，产品质量及口碑均属国内上乘水平，面向中高端市场，保持着较高毛利率。相较而言，虽然海外建筑遮阳市场发展成熟，国际遮阳厂商 Hunter Douglas、Phifer、Mermet、Gale Pacific、Junkers & Müllers、Serge Ferrari 等占据全球绝大部分市场份额。但整体来看，公司生产工艺处于行业领先水平，产品质量控制优势较为突出。未来，凭借较高的市场敏锐度，公司能够迅速响应客户定制化、多样化的产品服务需求，不断进行产品创意迭代升级，进一步引领国际市场潮流。

表 2：公司与主要同业公司业务对比

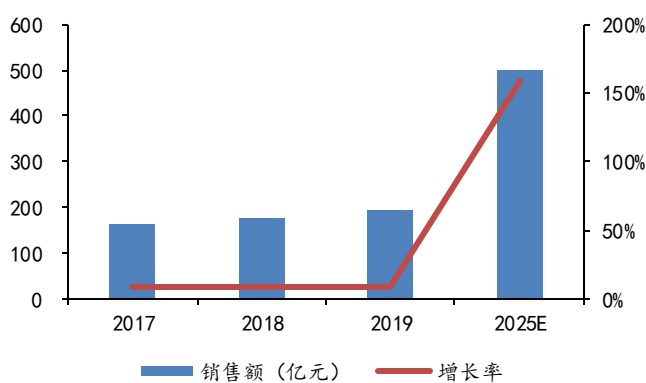
公司名称	产品定位	细分市场	目标客户
玉马遮阳	遮光面料、可调光面料和阳光面料	境外以欧洲、亚洲、北美洲、南美洲为主；境内以华东和华南地区为主	国内外大型遮阳成品生商、面料贸易商
西大门	阳光面料、涂层面料和可调光面料等，逐步向功能性遮阳成品拓展	境外以南美洲、欧洲、亚洲、北美洲为主；境内以华东地区为主	遮阳产品生产商
先锋新材	高分子复合遮阳材料产品	境外以南美洲、欧洲、亚洲、北美洲为主；境内以华东地区为主	窗饰生产、销售企业
Hunter Douglas Group	建筑产品、窗饰产品	全球市场	全球市场的窗饰制造销售企业
Phifer	特种高档纤维织物	聚焦于欧美等发达国家	家居、商业遮阳用品销售商、高档工程装修公司等

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

推进国内市场布局，提升中长期渗透率。目前，国内功能遮阳市场仍处于导入阶段，主要应用于大型公共建筑，渗透率依然处于较低水平状态。截至 2019 年底，全国功能性建筑遮阳行业企业数量约 3000 余家，年销售额在 3000 万元以上的企业仅为 180 余家左右。据遮阳材料协会统计显示，2019 年我国功能性遮阳行业规模为 193 亿元，总产量为 7.6 亿平方米，功能遮阳材料渗透率仅为 3.1%。预计到 2025 年，中国功能性遮阳产品产量将达到 11.1 亿平方米，较 2019 年增长 46.1%；中国功能性遮阳产品销售量将实现 500 亿，年均复合增长率为 17%。在国家大力推动建筑节能改造的环境背景下，随着国民对绿色建筑新型材料认知的不断加强，国内遮阳市场渗透率仍有进一步提升的空间。

图 1：2017-2025 年中国功能性遮阳产品产量


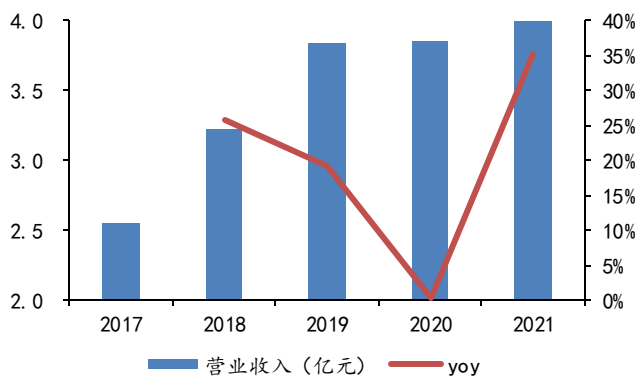
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 2：2017-2025 年中国功能性遮阳产品销售额


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

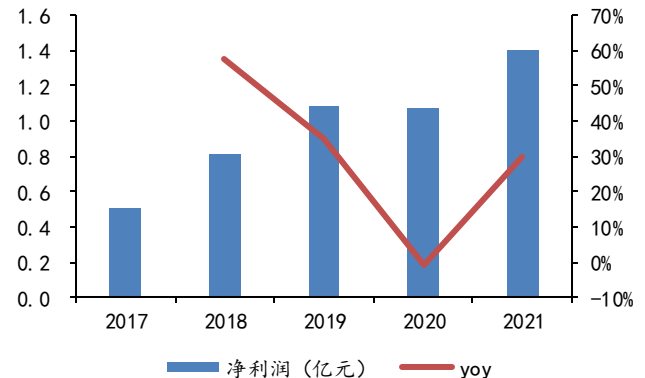
疫情后海外积压需求释放，出口业务订单加速增长。从收入端来看，2017-2021 年公司营业收入从 2.6 亿元增长至 5.2 亿元，复合年均增长率 19.4%。2018-2021 年，功能性遮阳行业高速发展。凭借良好的产品品质和品牌地位，公司积极拓展市场并扩充生产能力，营业收入实现持续增长。2020 年受疫情影响公司业务拓展速度放缓，公司营收同比增长 0.4%。2021 年，公司营收同比增长 35.2%，主要得益于公司客户基础稳固，疫情结束后订单短时间内得到快速恢复。整体来看，功能性遮阳产品市场规模不断增长，为公司后续发展提供了良好的环境。从利润端来看，2017-2021 年公司净利润从 0.5 亿元增长至 1.4 亿元，复合年均增长率达 28.6%。2021 年，公司净利润增长 0.3 亿 29.9%，恢复增长态势。

图 3：2017-2021 年公司营业收入及增速



数据来源：公司财报，西南证券整理

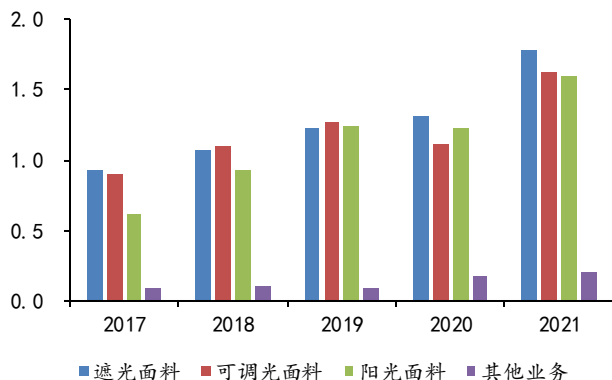
图 4：2017-2021 年公司归母净利润及增速



数据来源：公司财报，西南证券整理

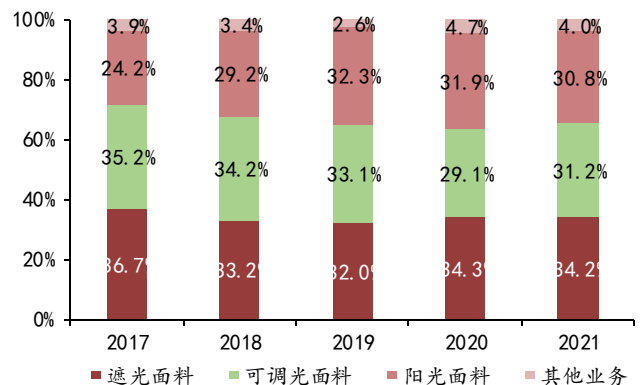
从产品结构来看，公司产品主要分为遮光面料、可调光面料和阳光面料，2021 年收入占比分别为 34.2%/31.2%/30.8%，由于阳光面料产品性能优越，生产壁垒高，总体占比提升。2021 年，公司遮光面料/可调光面料/阳光面料营收分别实现 1.8 亿元/1.6 亿元/1.6 亿元，增速分别达到 34.4%/45.2%/29.8%，下游订单稳定增长。阳光面料和可调光面料作为公司的重点发展品类，产品不断推陈出新，随着公司逐渐加大产品宣传力度，收入占比有望持续提升。

图 5：2017-2021 年公司分产品营收（亿元）



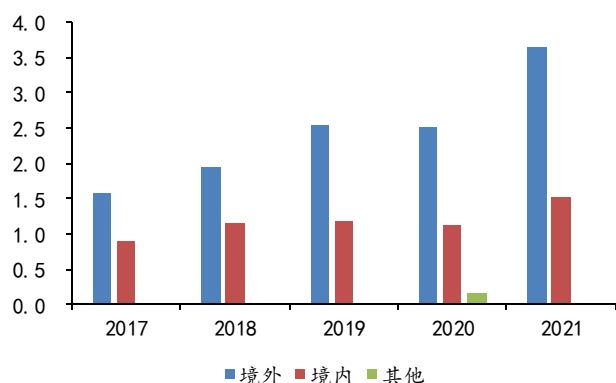
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 6：2017-2021 年公司营收产品结构

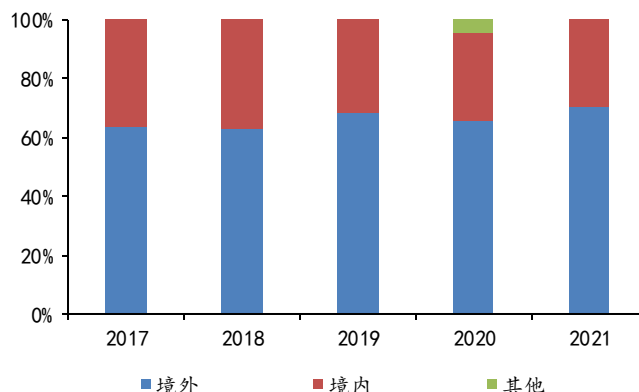


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

从地区结构来看，公司产品以出口为主，外销基本维持在 65% 左右，欧洲地区销售占比最高，主要客户群体较为稳定。2021 年，公司境内和境外收入规模分别为 1.5 亿元/3.7 亿元。2017-2021 年，公司产品远销全球六大洲的 60 多个国家和地区，与 BAMAR、SHADES、TOP、NEVALUZ、HUNDP.AS、COULISSE 等国外知名厂商建立了长期稳定的战略合作关系，境外销售收入占主营业务收入的比例分别为 63.8%、63%、68.1%、65.7% 和 70.4%。其中，境外营收主要由欧洲地区贡献，2017-2020 年收入复合增速达 9%。除此之外，2017 年以来公司持续加大对欧洲以外市场的开拓力度，北美洲地区营收占比由 8.9% 增长至 15.2%，亚洲地区营收占比由 9.7% 增长至 13.1%。整体而言，公司销售地区结构较为分散，且对单一客户依赖度低，具有较强的抗风险能力。

图 7：2017-2021 年公司分地区营收（亿元）


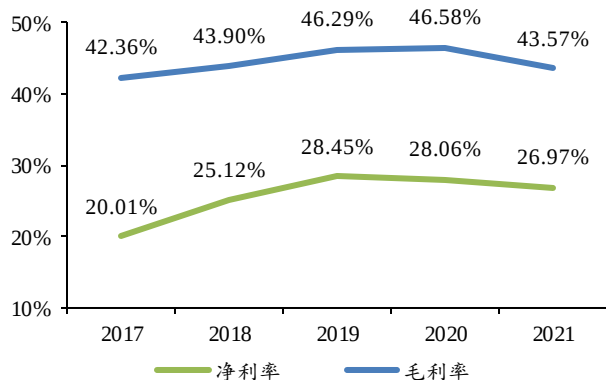
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 8：2017-2021 年公司营收地区结构


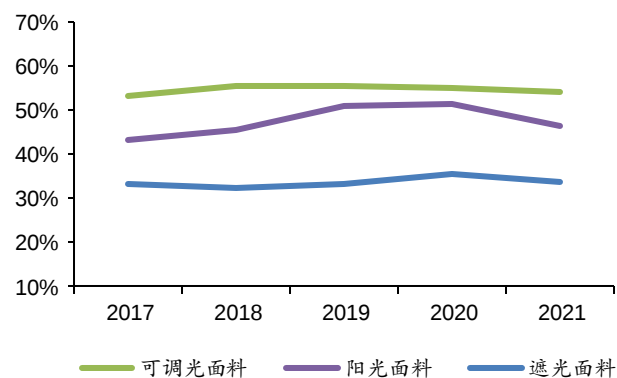
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

毛利率受汇率及原材料价格波动影响暂时承压，收入结构优化有望拉动毛利率提升。

2017-2021 年，公司毛利率分别为 42.4%、43.9%、46.3%、46.6%及 43.6%，2017-2020 年公司毛利率总体呈上升趋势，主要由于公司产品结构优化及主要原材料成本下行。2021 年毛利率同比下滑 3pp，主要受到汇率及原材料价格波动影响。其中，2021 年公司可调光面料/阳光面料/遮光面料毛利率分别为 54.2%/46.6%/33.7%。预计伴随公司产品结构持续优化及成本控制能力提升，规模优势有望进一步显现。

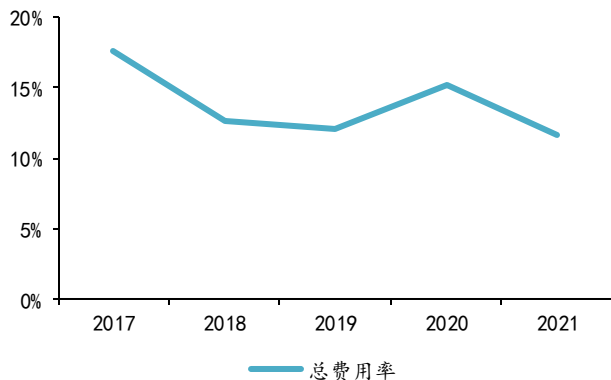
图 9：2017-2021 年公司毛利率/净利率


数据来源：公司财报，西南证券整理

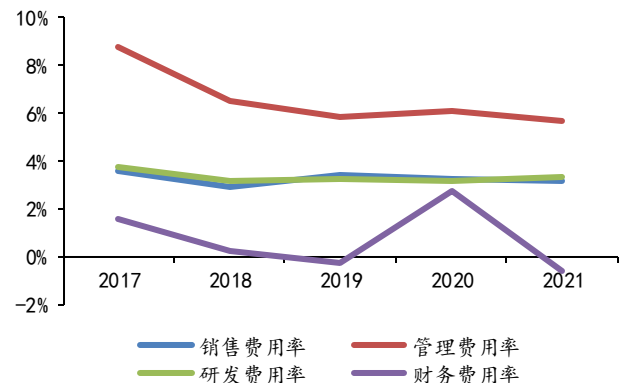
图 10：2017-2021 年公司分产品毛利率


数据来源：公司财报，西南证券整理

费用管控持续改善，盈利能力保持在较好水平。2017-2021 年，公司总费用率分别为 17.6%、12.7%、12.1%、15.3%和 11.6%，费用率整体呈下行趋势。2017-2021 年管理费用率下降 3pp 至 5.7%，主要由于股份支付费用减少；销售费用率及研发费用率较为稳定；财务费用率波动主要因汇率波动引起。2021 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.2% (-0.03pp) /5.7% (-0.5pp) /3.4% (+0.2pp) /-0.6% (-3.4pp)。2021 年，公司净利率为 27%，较 2017 年提升 7 个百分点，盈利能力总体提升，2021 年在原材料及汇率上涨的影响下，公司盈利能力依然保持高位。

图 11：2017-2021 年公司总费用率


数据来源：公司财报，西南证券整理

图 12：2017-2021 年公司各项费用率


数据来源：公司财报，西南证券整理

高端产品销售占比提升，有效助推平均单价上行。近年来，公司持续推出功能性中高端新品，加大了对单价较高的大幅宽全遮光等面料以及具有阻燃等功能性的半遮光面料的推广和销售，使得平均单价有所提高。2018-2020 年公司可调光面料上升 1.4 元/平方米，主要由于可调光面料构造较为新颖，且品种处于持续创新开发中，公司掌握新品研发技术，定价能力较强。

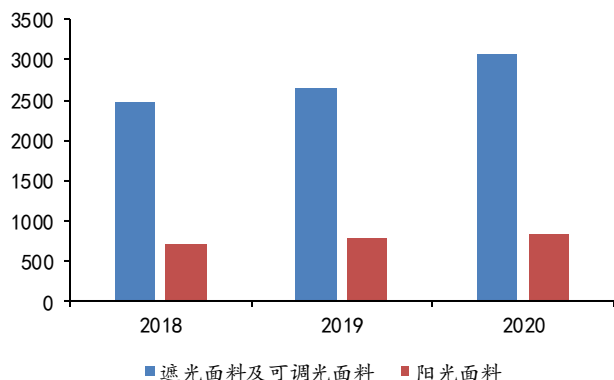
表 3：2018-2020 年公司主要产品量价拆分

产品	2018		2019		2020	
	单价 (元/平方米)	销量 (万平方米)	单价 (元/平方米)	销量 (万平方米)	单价 (元/平方米)	销量 (万平方米)
遮光面料	8.97	1270.56	9.73	1263.54	10.41	1193.01
可调光面料	10.31	1229.4	9.88	1281.99	9.09	1071.51
阳光面料	15.06	774.04	16.02	771.78	15.88	622.58
平均	10.78	—	11.25	—	11.21	—

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

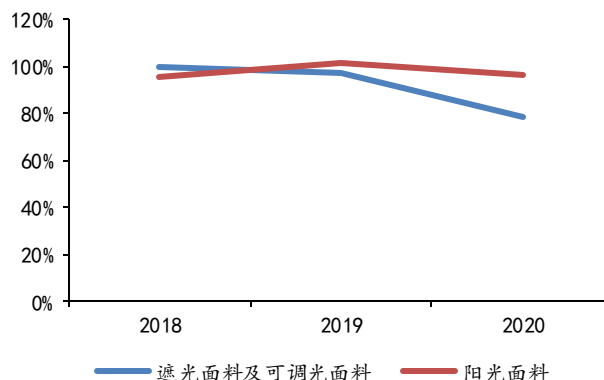
产能储备丰富，产能利用率较高。2018-2019 年，公司产能利用率接近 100%，产能较饱和。公司募投项目为高分子复合遮阳材料扩产项目，预计建设期为 24 个月，达产后将新增功能性遮阳材料产能 1960 万平方米。通过募集资金投资项目的建设，公司将持续扩大在产线、设备等方面的投入，增强各类型功能性遮阳材料产品的供应能力，有助于进一步发挥技术和产品优势，扩大市场占有率，提高综合竞争力。

图 13: 2018-2020 年公司主要产品产能 (万平方米)



数据来源: 公司财报, 西南证券整理

图 14: 2018-2020 年公司主要产品产能利用率



数据来源: 公司财报, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

假设 1: 随着原材料价格下行及人民币汇率恢复常态, 2022-2024 年可调光面料毛利率分别达到 54.8%、55%、55.2%;

假设 2: 募投项目如期投产, 2022-2023 年新项目投资比例分别达到 50%、100%。

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 4: 公司分业务收入与成本预测

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
营业收入	520.4	649.1	800.5	975.6
yoy	35.2%	24.7%	23.3%	21.9%
营业成本	293.6	359.1	438.7	529.6
毛利率	43.6%	44.7%	45.2%	45.7%
遮光面料				
收入	177.8	216.9	260.3	307.1
yoy	34.4%	22%	20%	18%
成本	117.9	142.1	170.2	200.3
毛利率	33.7%	34.5%	34.6%	34.8%
可调光面料				
收入	162.2	210.9	270.0	340.1
yoy	45.2%	30%	28%	26%
成本	74.4	95.3	121.5	152.4
毛利率	54.2%	54.8%	55.0%	55.2%
阳光面料				
收入	159.6	199.5	247.4	304.3
yoy	29.8%	25%	24%	23%

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
成本	85.3	104.7	129.1	158.2
毛利率	46.6%	47.5%	47.8%	48.0%
其他				
收入	20.8	21.8	22.9	24.0
yoy	15.1%	5%	5%	5%
成本	16.1	17.0	17.9	18.8
毛利率	22.3%	22%	22%	22%

数据来源: Wind, 西南证券

可比公司方面, 我们选取功能性遮阳面料出口公司西大门、PVC 地板出口公司海象新材为可比公司, 考虑到公司产能储备充分, 产品研发实力较强, 首次覆盖给予“持有”评级。

表 5: 可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
605155.SH	西大门	18.37	1.29	1.75	2.29	14.22	10.50	8.02
003011.SZ	海象新材	24.16	2.00	2.82	3.60	12.08	8.57	6.71
平均值						13.15	9.53	7.36

数据来源: Wind, 西南证券整理

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	520.38	649.10	800.50	975.57	净利润	140.32	175.75	219.17	271.59
营业成本	293.63	359.14	438.69	529.60	折旧与摊销	28.01	33.49	37.36	42.32
营业税金及附加	4.32	6.98	8.31	6.73	财务费用	-3.14	3.10	5.50	8.61
销售费用	16.55	20.77	25.62	32.19	资产减值损失	-4.17	0.00	0.00	0.00
管理费用	29.51	58.42	71.24	85.85	经营营运资本变动	-39.58	-37.08	-32.79	-37.85
财务费用	-3.14	3.10	5.50	8.61	其他	30.11	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-4.17	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	151.55	175.25	229.23	284.67
投资收益	3.30	0.00	0.00	0.00	资本支出	-107.77	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-92.52	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-200.29	-80.00	-80.00	-80.00
营业利润	162.32	200.69	251.13	312.59	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.88	3.69	3.75	3.25	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	163.20	204.37	254.88	315.84	股权融资	350.82	0.00	0.00	0.00
所得税	22.88	28.63	35.72	44.25	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	140.32	175.75	219.17	271.59	其他	-2.09	-4.62	-5.50	-8.61
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	348.73	-4.62	-5.50	-8.61
归属母公司股东净利润	140.32	175.75	219.17	271.59	现金流量净额	297.22	90.63	143.73	196.06
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	582.15	672.78	816.51	1012.57	成长能力				
应收和预付款项	55.80	71.51	88.47	106.86	销售收入增长率	35.16%	24.74%	23.32%	21.87%
存货	118.09	144.53	176.51	213.10	营业利润增长率	39.97%	23.64%	25.14%	24.47%
其他流动资产	10.46	10.58	10.71	10.87	净利润增长率	29.87%	25.24%	24.71%	23.92%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	47.77%	26.76%	23.91%	23.65%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	301.82	360.03	414.37	463.75	毛利率	43.57%	44.67%	45.20%	45.71%
无形资产和开发支出	107.63	96.81	85.98	75.15	三费率	8.25%	12.68%	12.79%	12.98%
其他非流动资产	33.23	32.35	31.48	30.61	净利率	26.97%	27.08%	27.38%	27.84%
资产总计	1209.19	1388.59	1624.04	1912.92	ROE	12.31%	13.36%	14.28%	15.03%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.60%	12.66%	13.50%	14.20%
应付和预收款项	51.99	68.56	83.97	100.27	ROIC	25.63%	26.06%	28.36%	31.25%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	35.97%	36.55%	36.73%	37.26%
其他负债	17.61	4.14	5.01	6.00	营运能力				
负债合计	69.61	72.70	88.98	106.28	总资产周转率	0.54	0.50	0.53	0.55
股本	131.68	131.68	131.68	131.68	固定资产周转率	2.87	3.14	3.27	3.31
资本公积	654.05	654.05	654.05	654.05	应收账款周转率	13.31	13.43	13.09	13.05
留存收益	354.42	530.17	749.33	1020.92	存货周转率	2.92	2.73	2.73	2.72
归属母公司股东权益	1139.58	1315.89	1535.06	1806.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.54%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1139.58	1315.89	1535.06	1806.65	资产负债率	5.76%	5.24%	5.48%	5.56%
负债和股东权益合计	1209.19	1388.59	1624.04	1912.92	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	11.05	12.41	12.31	12.67
					速动比率	9.35	10.42	10.32	10.66
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.07	1.33	1.66	2.06
					每股净资产	8.65	9.99	11.66	13.72
					每股经营现金	1.15	1.33	1.74	2.16
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	187.18	237.27	293.99	363.52					
PE	19.07	15.23	12.21	9.85					
PB	2.35	2.03	1.74	1.48					
PS	5.14	4.12	3.34	2.74					
EV/EBITDA	11.01	8.30	6.21	4.48					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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