

转型 Fab-Lite, 国产射频龙头持续完善产品线

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年度报告, 全年实现营业总收入 46.3 亿元, 同比增长 66.0%; 归属于上市公司股东的净利润 21.3 亿元, 同比增长 99.0%。
- **公司业绩大幅攀升, 模组提升明显。** 2021 年: 1) 营收端: 公司射频分立器件/射频模组业务分别实现营收 33.5/12.0 亿元, 分别同比+36.1%/+332.7%。2) 利润端: 销售毛利率/销售净利率分别为 57.7%/46.1%, 同比分别+4.9pp/+7.7pp。3) 费用端: 公司销售/管理/研发费用率分别为 1.0%/1.1%/6.6%, 同比分别-0.3pp/-0.01pp/+0.04pp。2021 年, 公司射频分立器件通过升级迭代进一步放量, 接收端模组凭借产品良好性能和优秀的交付能力快速放量并持续在客户端渗透。
- **公司在开关和 LNA 两大泛 SOI 工艺器件具有高市占率, 该领先优势有望延伸至 LNA Bank 和 LFEM 接收模组。** 公司在安卓主要客户均占据了较高份额, 在 5G 手机渗透率持续提升下, 公司 SOI 产品有望率先受益、量价齐升。公司泛 SOI 射频工艺的领先亦预计将助力其接收端模组的布局。接收端模组中, LNA Bank、LFEM 均为 SOI 工艺主导, 公司有望凭借自身多年积累和市占率优势持续提升保持 SOI 主导的接收端模组的领先地位。
- **公司持续加大高端滤波器投入, 发射端模组亦有望起量; 自建产线 Fabless 转为 Fab-Lite, 完善射频 SAW 滤波器晶圆和射频模组封测产能。** 滤波器主导高端接收端和发射端模组, 因此为进阶高端模组必重点布局产品。Yole 预计 2025 年 IPD 和 SAW 滤波器市场规模合计为 59.3 亿美元, 而目前国产率仅约 3%, 公司可替代市场空间广阔。此外, 公司拟投资 35 亿元自建的芯卓半导体项目将拓展公司 SAW 滤波器布局, 预计将在今年投产, 届时将充沛公司滤波器产能。而 PA 为进阶发射端模组必需射频器件, 国产厂商竞争激烈。2021H1, 公司发射端模组 5G LPAMiF 已开始送样推广, 预计在 2022 年将会小批量出货。随着 PA 和滤波器两大核心器件的完善布局, 公司有望进一步吃透射频市场。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 22-24 年, 公司的 EPS 分别为 6.79 元、8.77 元、10.15 元。考虑到在射频国产化渗透率提升的背景下, 公司预计将完善分立到模组、低端到高端的布局, 叠加公司向 Fab-Lite 转型后产能的提升, 我们给予公司 2022 年 40 倍 PE, 对应目标价 271.60 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧, 中美贸易摩擦加剧, 疫情导致国内供应链恶化, 技术工艺开发滞后, 在建项目建成及达产进度或不及预期。

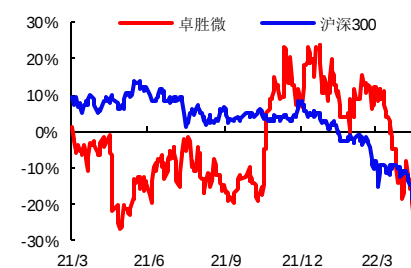
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4633.57	6023.64	7680.37	9142.20
增长率	65.95%	30.00%	27.50%	19.03%
归属母公司净利润(百万元)	2134.83	2264.18	2924.83	3386.30
增长率	99.00%	6.06%	29.18%	15.78%
每股收益 EPS(元)	6.40	6.79	8.77	10.15
净资产收益率 ROE	27.96%	24.08%	24.72%	23.10%
PE	28.64	27.00	20.90	18.06
PB	8.00	6.50	5.16	4.17

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: Wind

基础数据

总股本(亿股)	3.34
流通 A 股(亿股)	2.01
52 周内股价区间(元)	166.07-756.56
总市值(亿元)	611.47
总资产(亿元)	75.25
每股净资产(元)	20.91

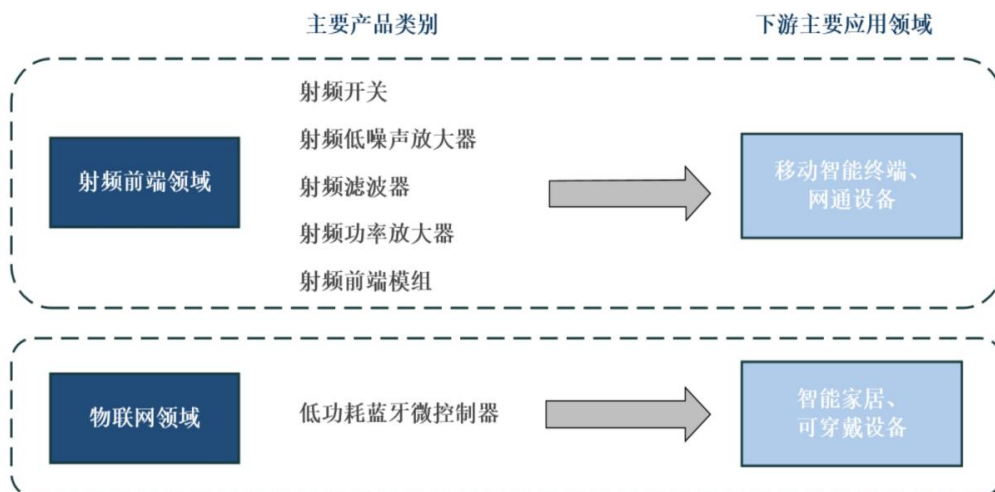
相关研究

1 国产射频龙头新旧产品并进，持续优化迭代

江苏卓胜微电子股份有限公司成立于 2012 年 8 月 10 日，于 2019 年 6 月 18 日在深交所创业板上市，简称卓胜微（股票代码：300782.SZ）。公司专注于射频集成电路领域的研究、开发与销售，主要向市场提供射频前端分立器件及各类模组产品（包括射频开关、射频低噪声放大器、射频滤波器、射频功率放大器等），以及物联网芯片产品（包括低功耗蓝牙微控制器芯片等）。公司射频前端分立器件和射频模组产品主要应用于智能手机（安卓厂商）、智能穿戴、通信基站、汽车电子、无人飞机、蓝牙耳机及网通组网设备等需要无线连接的领域；低功耗蓝牙微控制器芯片主要应用于智能家居、可穿戴设备等电子产品。公司的射频前端芯片得到客户广泛的认可，已成功覆盖三星、小米、华为、vivo、OPPO、联想、魅族、TCL 等终端厂商的产品。

公司在射频前端领域业务较为完整，部分产品国内领先，具有技术壁垒。卓胜微多年在射频前端应用领域深耕与积累，持续新产品的研发，产品线日益丰富，公司产品覆盖 RF CMOS、RF SOI、SiGe、GaAs、IPD、压电晶体等各种材料及相关工艺。公司在智能手机射频开关、射频低噪声放大器和天线开关的射频分立器件领域处于国内领先地位，具有和国际一流企业开展竞争的能力；公司在国内率先布局接收端射频模组，部分接收端射频模组产品可比肩国际先进水平。另外，公司是全球率先推出和采用 12 寸 65nm RF SOI 工艺晶圆生产高性能天线开关芯片以及 5G 通信制式 sub-6GHz 高频产品及射频模组产品的企业之一。公司基于 RF CMOS 工艺发明的拼版式集成射频开关的方法实现了射频低噪声放大器产品化、缩短了供货周期、提高了备货能力；基于 CMOS 技术的超低噪声 4G LTE 射频低噪声放大器获得由中国半导体行业协会颁发的“2016 年第十一届中国半导体创新产品和技术”奖项。

图 1：公司主营业务

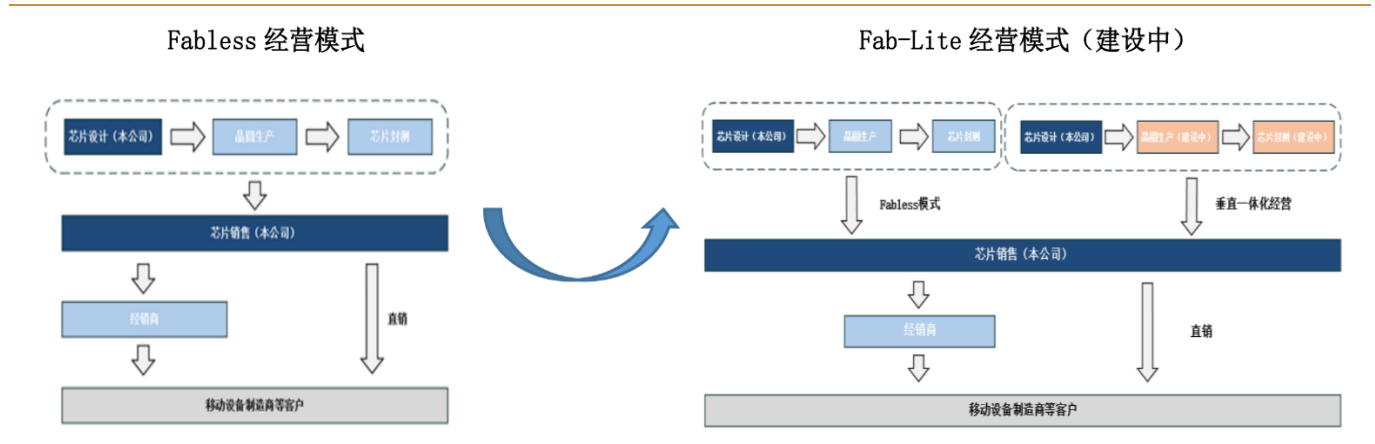


资料来源：公司公告，西南证券整理

公司目前采用 Fabless 经营模式，正在往 Fab-Lite 模式转型。Fabless 模式是国内射频公司常见生产模式，在 Fabless 模式下，IC 设计、晶圆制造、封测分别由专业化的公司分工完成，将公司的资源集中分配在集成电路的研发和销售环节，将晶圆制造和封装测试环节外包给相应的代工厂完成，减少了公司对生产厂房和设备的支出，将资金资源更好的集中利

用在芯片设计与研发上。目前，转型 **Fab-Lite** 逐渐成为众多国内射频厂商选择。在疫情和全球局势不明朗的情况下，许多国产 Fabless 公司遇到上游晶圆或封测产能受限的问题。同时，由于射频的设计需要与上游晶圆制造和封装的工艺相结合，而代工模式的工艺往往不够成熟和配套，同时由于国内射频厂商价格竞争严重，定价空间有限，因此自建产线可以帮助 Fabless 厂商更好地结合设计与工艺的同时降低成本。目前卓胜微除了跟现有的代工厂合作，也开始着手自建滤波器产线，有望在下一报告期将实现射频滤波器产品的垂直一体化经营，成功将转向 Fab-Lite 经营模式。

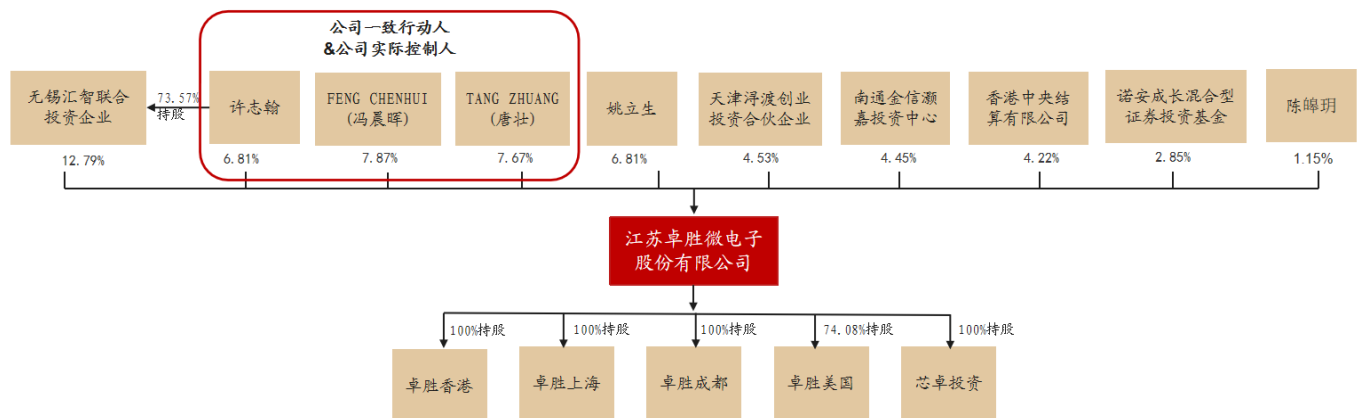
图 2：公司 Fabless 转 Fab-Lite 商业模式示意图



资料来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司高端滤波器募投项目和芯卓半导体产业化项目正在有序推进。公司 2021 年 9 月审议通过了《向特定对象发行募投项目进展情况的议案》，优化调整“高端射频滤波器芯片及模组研发和产业化项目”、“5G 通信基站射频器件研发及产业化项目”产线建设为自主建设，加速募投项目实施。目前募投项目的大部分高端滤波器设备均已完成订购，待设备进线、后续待设备逐步到位后，将放置在自有厂房进行建设和调试，研发也会并行推进。另外，截至 2022Q1，公司芯卓半导体产业化建设项目已处于工艺通线阶段，通过快速调试迭代，已完成首款滤波器晶圆样片的流片及各项性能指标测试和可靠性验证，即将进入小规模量产阶段。

公司管理层常年稳固，有利于公司长期稳定经营。卓胜微的实际控制人为公司董事长、总经理许志翰先生，董事、副总经理、董事会秘书 FENG CHENHUI（冯晨晖）先生，以及董事、副总经理 TANG ZHUANG（唐壮）先生，三人亦为一致行动人。截至 2022Q1，三人分别持股 16.22%（直接持股 6.81%，间接持股 9.41%）、7.87%和 7.67%，共计持股 31.76%。三人自从公司成立便陪伴公司成长，公司管理层常年稳固、股权结构较为集中。另外，以三人为核心的技术团队均于国内外一流大学或研究所取得博士或硕士学位，并有任职国内外知名的芯片设计厂商的经验，有利于做出与公司的长期利益一致的决定的同时，也具备优秀的技术能力和丰富的产品开发经验，对公司的稳定经营和健康发展有积极影响。公司子公司包括与母公司同处集成电路业的卓胜香港、卓胜上海、卓胜成都和卓胜美国，以及对外投资的芯卓投资。

图 3：公司股权结构


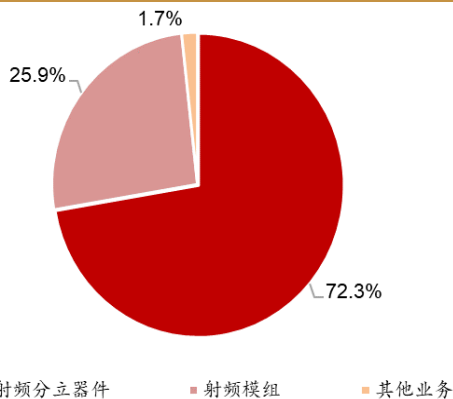
资料来源：公司公告，西南证券整理（截至 2022Q1）

公司连续实施两次股权激励，2022-2025 年业绩考核目标 CAGR 达 75%，彰显公司发展信心，调动团队积极性。公司分别于 2021 年 2 月和 2022 年 2 月实施了股权激励，分别授予 44 名/62 名骨干人员共计 9.0 万股/27.4 万股限制性股票，占激励计划公告时股本总额的 0.05%/0.08%。在 2022 年 2 月的股权激励预案中，公司将 2022 年定为业绩考核的第一个会计年度，公司一/二/三/四年的营业收入累计值不低于 58/127/211/311 亿元时，首次授予部分公司层面的归属比例为 100%，2022-2025 年考核目标的 CAGR 达 75%，彰显公司发展信心。公司连续两年对其中层管理人员、技术骨干和业务骨干实施股权激励，有利于留住优秀人才，促使各方共同推动公司长远持续发展。

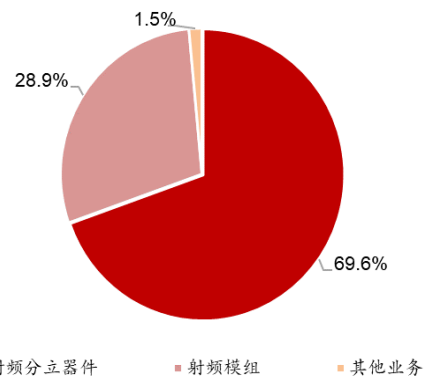
公司的主营业务主要包括：射频分立器件和射频模组产品。其中，分立器件包括射频开关、射频低噪声放大器等，模组产品包括接收端的模组产品（LFEM、LNA BANK、DiFEM）以及 WiFi 连接模组产品（WiFi FEM）。

从营收结构来看，2021 年，公司总营收 46.3 亿元，其中射频分立器件实现收入 33.5 亿元，同比增加 36.1%，营业收入占比为 72.3%，是公司营收的主要来源；射频模组实现收入 12.0 亿元，同比增加 332.7%，营业收入占比为 25.9%；其他业务实现收入约 8093.6 万元，营业收入占比为 1.7%。2020 年起，公司接收端射频模组产品已在多家知名手机厂商实现量产并出货。2021 年，公司在持续夯实射频分立器件的基础上推进射频模组产品的市场化进程，接收端模组产品 LFEM、LNA BANK、DiFEM 等在众多知名厂商得以量产，新推出的适用 5G 通信制式的 LDIFEM 产品（集成射频低噪声放大器、射频开关和滤波器）已在部分客户实现量产出货，公司产品结构得到进一步优化调整。此外，应用于 5G NR 频段的主集收发模组产品 L-PAMiF 已锁定品牌客户，即将实现大批量出货。

从毛利结构来看，2021 年，公司整体毛利率为 57.7%，同比提升 5.1pp。主要业务中，射频分立器件的毛利润为 18.6 亿元，毛利占比 69.6%，毛利率为 55.5%，同比提升 4.6pp；射频模组的毛利润为 7.7 亿元，毛利占比 28.9%，毛利率为 64.5%，同比下滑 2.7pp。公司射频分立器件以毛利较高的 LNA 和开关产品为主，此外毛利率较低的老产品在销售减少的同时也在被新产品替代，因此射频分立器件业务毛利率有所提升。虽然射频模组的毛利率有所下滑，但公司整体毛利率呈现上升趋势。

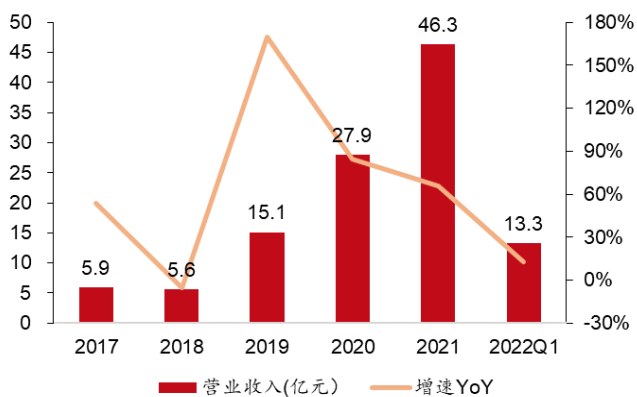
图 4：公司 2021 年主营业务结构情况


数据来源：Wind，西南证券整理

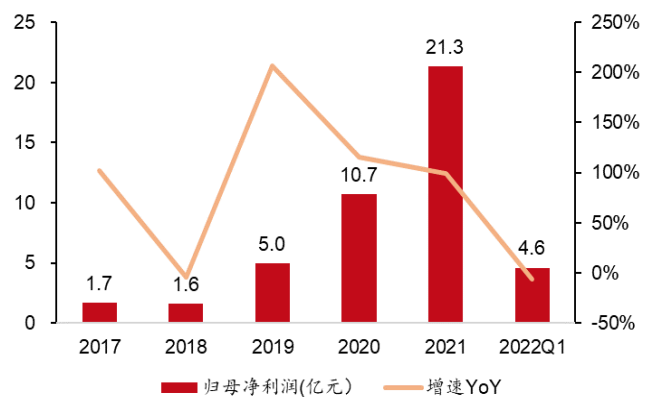
图 5：公司 2021 年主营业务毛利占比


数据来源：Wind，西南证券整理

营业收入和归母净利润稳定上升。回顾公司往年的经营情况：2017-2021 年，公司营业收入由 5.9 亿元增至 46.3 亿元，期间年复合增长率约为 67.3%；公司归母净利润由 1.7 亿元增至 21.3 亿元，期间年复合增长率约为 88.2%。公司除了 2018 年营收和归母净利润均有下降，其余年份营收和归母净利润均有快速增长。2018 年的利润下滑主要是由于公司受到韩国大客户对供应商新品导入的严格控制，导致公司 2018 年对韩国大客户的销售数量整体呈下降趋势。**2021 年**，得益于对自有产品持续优化迭代的同时持续推动新产品的量产出货，公司实现营收 46.3 亿元，同比增长 66.0%；实现归母净利润 21.3 亿元，同比增长 99.0%，公司归母净利润增速高于营收增速。**2022Q1**，公司实现营收 13.3 亿元，同比增长 12.4%；实现归母净利润 4.6 亿元，同比下滑 6.7%。

图 6：公司营业收入及增速情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司归母净利润及增速情况


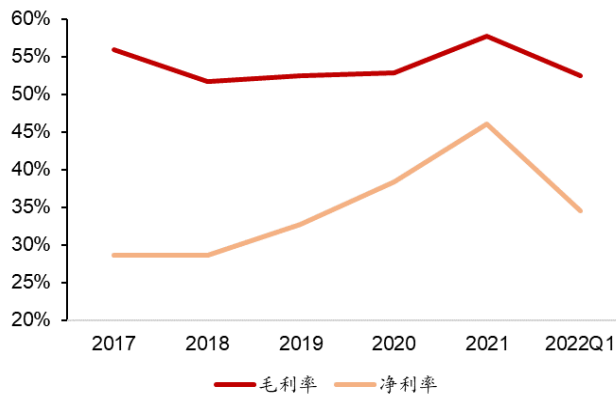
数据来源：Wind，西南证券整理

公司盈利能力基本维稳，费用率控制较好。

1) 利润率方面：2021 年，公司毛利率/净利率分别为 57.7%/46.1%，同比分别提升 4.9pp/7.7pp。公司毛利率和净利率近年来呈现上升趋势，而且净利率提升幅度高于毛利率提升幅度。这主要得益于随着 5G 通信技术的发展，射频前端市场需求快速增长，同时公司产品在客户端在持续渗透，公司产品也实现了从分立器件向射频模组的跨越，对于适用于 5G 新频段的接收端射频模组产品需求持续攀升。**2022Q1**，公司毛利率/净利率分别为 52.4%/34.5%，较去年同期分别下滑 5.4pp/7.1pp。

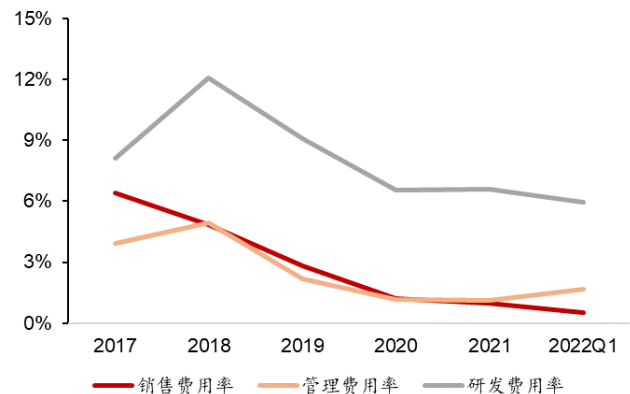
2) 费用率方面: 2021 年, 公司销售费用率为 1.1%, 同比下降 0.3pp; 管理费用率为 1.1%, 同比下降 0.01pp; 研发费用率为 6.6%, 同比提升 0.04pp。2022Q1, 公司销售费用率为 0.5%, 同比下降 0.2pp; 管理费用率为 1.7%, 同比增加 0.9pp; 研发费用率为 6.0%, 同比增加 0.9pp。值得注意的是, 2017 年起, 公司研发费用逐年提升, 但研发费用率仍然呈现下降趋势, 这主要是由于产品销售量提升速度高于公司研发增长率。公司销售/管理/研发三项费用整体呈现下降趋势, 费用端控制较好。

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



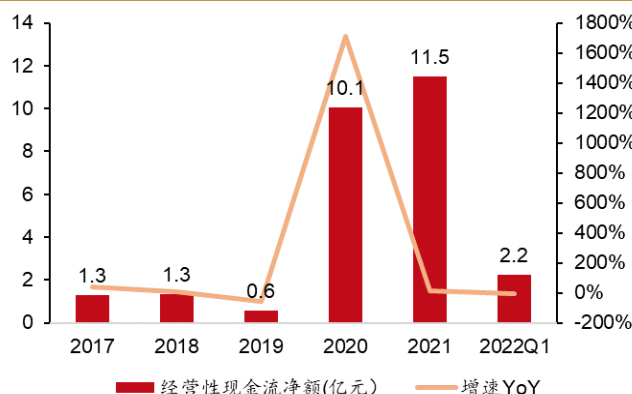
数据来源: Wind, 西南证券整理

经营性现金流净额 2020 年大幅提升, 2021 年进一步提升, 净现比在健康阈值。

1) 经营活动现金流: 2017-2021 年, 公司经营性现金流净额提升非常多, 2020 年由于销售商品收到的现金大幅增加, 公司经营性现金流净额达 10.1 亿元, 首次破 10 亿, 同比增长约 17 倍。2021 年, 公司经营性活动现金流净额进一步提升至 11.5 亿元。2022Q1, 公司经营性现金流净额为 2.2 亿元, 较去年同期下滑 8.3%

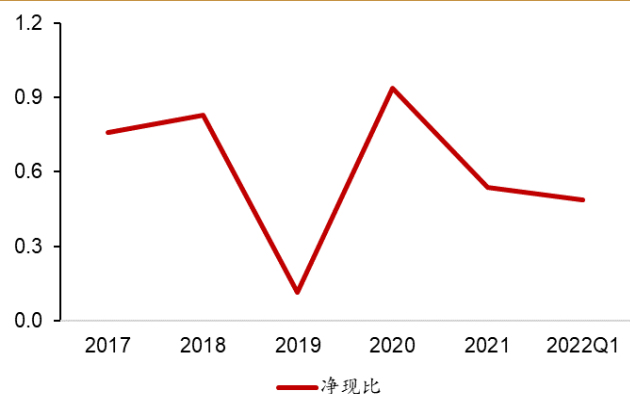
2) 净现比: 除 2019 年以外, 净现比保持在 0.5-1 左右。2019 年净现比较小主要是由于公司在该年归母净利润提升幅度大于经营性现金流净额提升幅度。2022Q1, 公司净现比为 0.5。

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: 公司净现比情况



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：未来滤波器以及 PA 均跟随射频模组方式出货。

假设 2：射频分立器件方面，预计未来开关、LNA 市场平稳，公司预计可以保持在开关、LNA 等射频分立器件产品的市场优势。同时由于毛利率较低的开关、LNA 老产品在销售减少的同时也在被新产品替代，叠加国内行业竞争加剧，因此假设毛利率略有下调。假设射频分立器件产品在 2022-2024 年销量同比增长 30%、25%、15%，对应毛利率分别为 50%、50%、50%。

假设 3：射频模组方面，公司持续专注接收端模块产品的迭代和性能升级，且不断完善发射端模块产品，未来有望实现从低端滤波器到高端滤波器、低端 PA 到高端 PA、接收端到发射端的完整布局，营收体量和市占率大幅提升。此外，由于公司布局发射端模组，因此毛利率更低的 PA 占比预计将提升，叠加产品推出时间推移会导致产品价格有一定下降，我们认为公司模组毛利率将会有一定下调。假设射频模组产品在 2022-2024 年销量同比增长 30%、35%、30%，对应毛利率分别为 55%、54%、50%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入毛利率如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
射频分立器件	收入	3351.9	4357.5	5446.9	6263.9
	增速	36.1%	30.0%	25.0%	15.0%
	毛利率	55.5%	50.0%	50.0%	50.0%
射频模组	收入	1200.7	1560.9	2107.2	2739.4
	增速	332.7%	30.0%	35.0%	30.0%
	毛利率	64.5%	55.0%	54.0%	50.0%
其他业务	收入	80.9	105.2	126.3	138.9
	增速	54.4%	30.0%	20.0%	10.0%
	毛利率	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%
合计	收入	4633.6	6023.6	7680.4	9142.2
	增速	66.0%	30.0%	27.5%	19.0%
	毛利率	57.7%	51.3%	51.1%	50.0%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取了行业内 4 家主流可比公司，分别是韦尔股份、唯捷创芯、艾为电子和汇顶科技，2022 年 4 家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 33 倍，2023 年 4 家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 24 倍。

我们预计 2022-2024 年，公司营业收入分别为 60.2/76.8/91.4 亿元，归母净利润分别为 22.6/29.2/33.9 亿元，EPS 分别为 6.79/8.77/10.15 元。考虑到在射频国产化渗透率提升的背景下，公司预计将完善分立到模组、低端到高端的布局，向 Fab-Lite 的转型后产能的提升，我们给予公司 2022 年 40 倍 PE，对应目标价 271.60 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：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
603501.SH	韦尔股份	148.13	3.12	5.11	6.59	8.34	74.09	60.80	22.49	17.77
688153.SH	唯捷创芯-U	51.62	-0.22	-0.19	1.29	1.76	——	——	39.92	29.32
688798.SH	艾为电子	135.10	0.82	1.74	2.61	3.88	165.00	124.35	51.79	34.79
603160.SH	汇顶科技	52.21	3.62	1.88	2.94	3.85	42.91	57.47	17.78	13.58
平均值							94.00	80.87	33.00	23.86

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2022/4/27 收盘）

3 风险提示

- 1) 市场竞争加剧的风险，
- 2) 中美贸易摩擦加剧的风险，
- 3) 疫情导致国内供应链恶化的风险，
- 4) 技术工艺开发滞后的风险，
- 5) 在建项目建成及达产进度或不及预期的风险。

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	4633.57	6023.64	7680.37	9142.20	净利润	2134.70	2264.04	2924.65	3386.09
营业成本	1958.86	2934.82	3757.16	4572.49	折旧与摊销	49.35	66.16	98.73	98.73
营业税金及附加	3.55	15.06	13.46	16.79	财务费用	12.38	36.14	47.10	54.28
销售费用	44.72	82.16	92.85	111.53	资产减值损失	-63.78	0.00	0.00	0.00
管理费用	52.74	572.25	691.23	822.80	经营营运资本变动	-839.63	-492.26	-606.32	-534.92
财务费用	12.38	36.14	47.10	54.28	其他	-143.27	-53.76	0.65	0.32
资产减值损失	-63.78	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1149.76	1820.33	2464.81	3004.50
投资收益	22.76	0.00	0.00	0.00	资本支出	-955.48	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	8.74	0.00	0.00	0.00	其他	-2400.24	50.40	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	-3355.72	50.40	0.00	0.00
营业利润	2221.42	2383.20	3078.58	3564.31	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	193.55	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2414.97	2383.20	3078.58	3564.31	股权融资	2983.22	0.00	0.00	0.00
所得税	280.27	119.16	153.93	178.22	支付股利	-100.00	-471.44	-493.88	-562.32
净利润	2134.70	2264.04	2924.65	3386.09	其他	-103.27	-62.91	-47.10	-54.28
少数股东损益	-0.13	-0.14	-0.18	-0.21	筹资活动现金流净额	2779.95	-534.35	-540.97	-616.59
归属母公司股东净利润	2134.83	2264.18	2924.83	3386.30	现金流量净额	544.65	1336.38	1923.83	2387.91
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	2660.73	3997.12	5920.95	8308.87	成长能力				
应收和预付款项	589.82	940.22	1196.73	1359.95	销售收入增长率	65.95%	30.00%	27.50%	19.03%
存货	1475.77	1843.25	2422.69	2995.47	营业利润增长率	82.34%	7.28%	29.18%	15.78%
其他流动资产	253.64	194.55	247.19	307.32	净利润增长率	99.41%	6.06%	29.18%	15.78%
长期股权投资	37.69	37.69	37.69	37.69	EBITDA 增长率	80.15%	8.86%	29.73%	15.29%
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	1012.68	954.14	863.03	771.92	毛利率	57.72%	51.28%	51.08%	49.98%
无形资产和开发支出	74.87	67.51	60.15	52.79	三费率	2.37%	11.46%	10.82%	10.81%
其他非流动资产	2342.65	2342.38	2342.12	2341.85	净利率	46.07%	37.59%	38.08%	37.04%
资产总计	8447.85	10376.86	13090.55	16175.87	ROE	27.96%	24.08%	24.72%	23.10%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	25.27%	21.82%	22.34%	20.93%
应付和预收款项	726.04	880.01	1157.69	1411.68	ROIC	95.97%	69.21%	74.86%	74.82%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	49.27%	41.26%	41.98%	40.66%
其他负债	87.40	94.39	99.63	107.18	营运能力				
负债合计	813.44	974.40	1257.32	1518.86	总资产周转率	0.80	0.64	0.65	0.62
股本	333.56	333.56	333.56	333.56	固定资产周转率	26.55	10.04	8.45	11.18
资本公积	3689.17	3689.17	3689.17	3689.17	应收账款周转率	10.18	8.37	7.79	7.74
留存收益	3595.03	5387.78	7818.73	10642.71	存货周转率	1.76	1.74	1.76	1.68
归属母公司股东权益	7642.32	9410.51	11841.46	14665.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.21%	—	—	—
少数股东权益	-7.91	-8.05	-8.23	-8.44	资本结构				
股东权益合计	7634.41	9402.46	11833.23	14657.01	资产负债率	9.63%	9.39%	9.60%	9.39%
负债和股东权益合计	8447.85	10376.86	13090.55	16175.87	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.62	7.64	8.18	8.90
					速动比率	4.66	5.62	6.16	6.85
					股利支付率	4.68%	20.82%	16.89%	16.61%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	2283.15	2485.51	3224.41	3717.32	每股收益	6.40	6.79	8.77	10.15
PE	28.64	27.00	20.90	18.06	每股净资产	22.91	28.21	35.50	43.97
PB	8.00	6.50	5.16	4.17	每股经营现金	3.45	5.46	7.39	9.01
PS	13.20	10.15	7.96	6.69	每股股利	0.30	1.41	1.48	1.69
EV/EBITDA	24.59	22.05	16.40	13.58					
股息率	0.16%	0.77%	0.81%	0.92%					

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