

信创+海外双轮驱动，利润拐点或渐近

投资要点

- 事件:**公司发布2022年半年度报告,实现营业收入6.8亿元,同比增长38.4%;实现归母净利润678.1万元,同比下降20.4%;实现扣非后归母净利润316.4万元,同比增长253.8%。
- 数字金融业务实现高增,海外市场拓展顺利。**1)分产品看,2022年H1数字金融解决方案和大数据应用系统解决方案分别实现营收4.1/2.3亿元,同比增长51.2%/28.9%;报告期内,公司克服疫情影响,陆续中标多家重量级客户的核心类系统项目和数据类项目,同时积极开拓股份制银行中台项目市场,营业收入增长超市场预期。2)分地区看,2022年H1境内外分别实现营收6.0/0.8亿元,分别同比增长37.3%/46.6%。公司海外市场拓展顺利,ICORE核心系统在东南亚市场平均中标率保持在25%以上,同期中标印度尼西亚某银行的数字银行核心项目,再次验证公司强大的产品竞争力,海外业务有望成为后续公司持续增长的源动力。
- 疫情影响逐步消退,盈利拐点有望到来。**利润端看,2022年H1公司毛利率和净利率分别为39.5%和1.2%,同比下降2.43pp和0.61pp,主要系上半年受疫情影响较大,部分金融机构对金融IT服务的需求和预算有所缩减,公司相应的员工调动成本增加。但伴随复工复产的持续推进,预计下半年相关市场需求将逐步释放,同时公司自二季度起加强项目精细化管理和成本管控,未来利润释放值得期待。
- 金融信创持续推进,银行IT市场空间广阔。**金融信创在经历前期的试点后于2022年全面铺开与下沉,进展节奏进一步加速。公司当前已完成国产硬件+操作系统+数据库的全面适配和验证,具备各种组合国产环境的调优能力,为近百家银行的信创项目落地提供服务支撑。我们认为,伴随国际环境的突变,行业信创推进节奏或将加速,公司有望充分受益于新一轮的银行IT建设周期。
- 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42.5%。公司核心业务系统优势明显,客户资源稳定,产品线丰富,专业化程度高,后续订单有望维持饱满状态,利润弹性值得期待。故给予公司2023年35倍PE,对应目标价13.30元,首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:**海外拓展不及预期;疫情反复风险;行业竞争加剧等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1572.02	2021.83	2684.54	3400.56
增长率	-92.56%	28.61%	32.78%	26.67%
归属母公司净利润(百万元)	126.15	187.10	268.22	363.52
增长率	-13.11%	48.32%	43.36%	35.53%
每股收益EPS(元)	0.17	0.26	0.38	0.51
净资产收益率ROE	8.51%	11.36%	14.28%	16.61%
PE	55	37	26	19
PB	4.70	4.16	3.58	3.02

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
电话: 0755-26671517
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

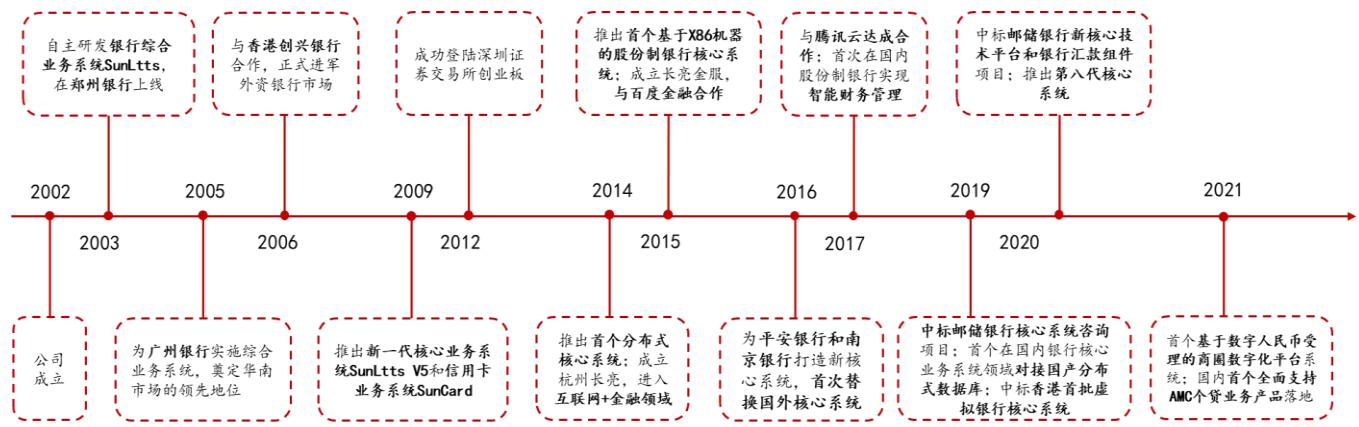
总股本(亿股)	7.21
流通A股(亿股)	6.11
52周内股价区间(元)	8.36-17.57
总市值(亿元)	69.79
总资产(亿元)	23.65
每股净资产(元)	2.06

相关研究

1 银行 IT 领军，金融信创+海外业务打开增长空间

公司成立于 2002 年，2012 年在深圳创业板上市，是国内银行 IT 领先供应商。长亮科技 20 年专注为金融机构提供核心业务、数字金融业务、大数据业务及管理业务等整体化金融科技应用解决方案，目前公司产品已广泛应用于银行、互联网金融、消费金融、资产管理、证券、基金、保险、财务公司、金控平台等诸多金融领域。2021 年公司在东南亚主要国家前 5 名大行中均取得突破，海外市场拓展顺利，ICORE 核心系统平均中标率在 25% 以上，东南亚市场首次扭亏为盈，未来公司将持续深化全球化拓展战略。

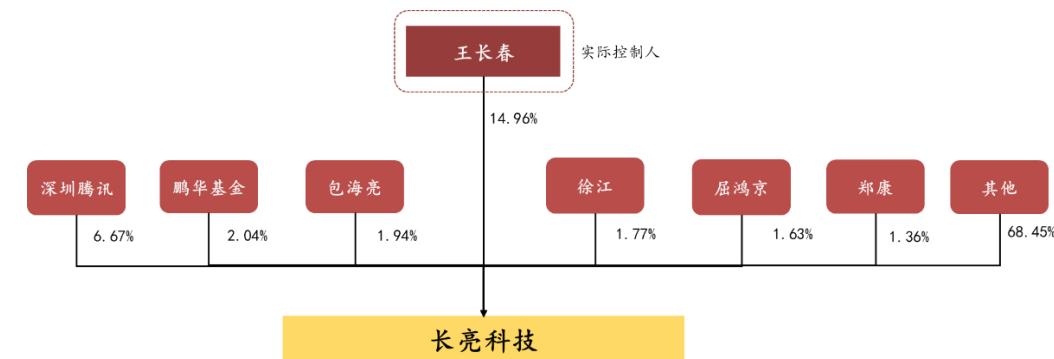
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

腾讯战略入股，业务协同效应明显。公司的主要创始人、董事长王长春先生持有公司 14.96% 的股权，是公司的实际控制人，股权结构相对集中。腾讯签订《关于腾讯长亮金融云项目合作框架协议》战略入股，持有公司 6.67% 的股权，为公司第二大股东。长亮科技的核心系统与腾讯云 TDSQL 分布式数据库高效融合，双方借助各自优势合作探索金融云服务，将进一步拓展公司未来增长空间。

图 2：公司主要股东持股比例



资料来源：公司公告，西南证券整理

历年股权激励成效优。长期股权激励方案可期。公司于 2014 年和 2018 年分别实施股权激励计划，覆盖范围较广。其中 2018 年授予限制性股票数量 2231.8 股，激励对象包括公司中高管以及业务骨干在内 659 人，考核目标为以 2017 年净利润为基数，2018 年-2020 年

净利润每年增长率不得低于 40%、80% 和 120%。公司净利润实现高速增长，三期解锁条件均已达成，股权激励效果显著。2021 年起，公司开始规划新员工激励战略，打造具有长期性与持续性的员工全面激励体系，真正实现与员工长期利益绑定。

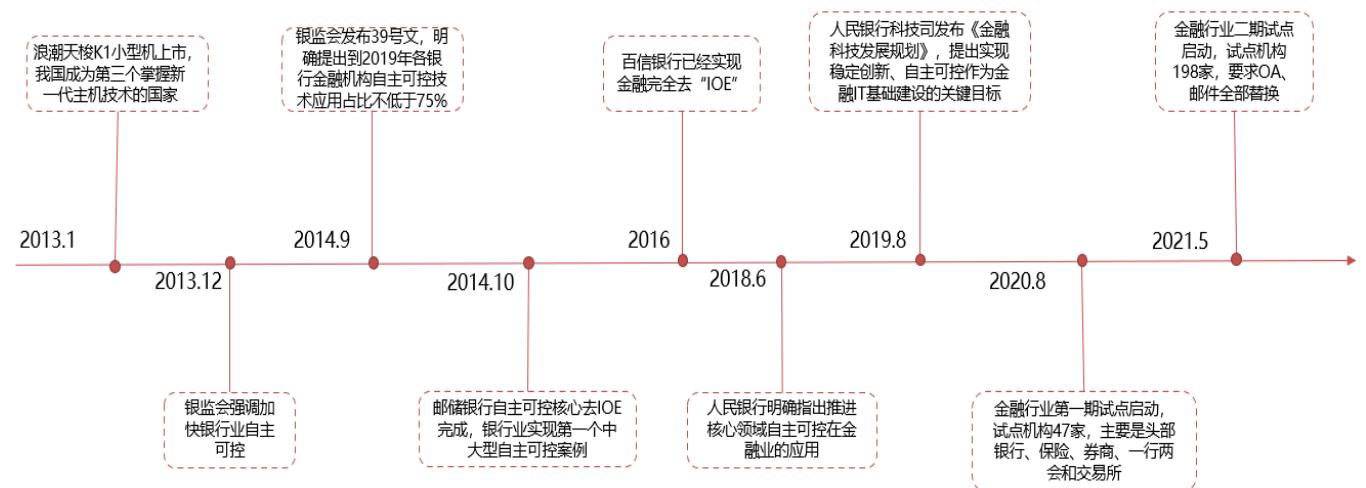
表 1：公司历次员工激励计划情况

时间	占股本比例	激励对象	公司层面行权条件	进度
2014 年	9.67%	133 人，中高管+核心技术(业务)人员	相比 2013 年，2014-2017 年净利润增长率分别不低于 80%/100%/120%/140%；净资产收益率分别不低于 6.6%/6.8%/7%/7.2%	已完成第一、二、三期解锁
2018 年	7.46%	659 人，高管+中管+业务骨干	以 2017 年净利润为基数，2018 年-2020 年净利润增长率分别不低于 40%/80%/120%。	均已解锁

数据来源：公司公告，西南证券整理

金融信创如火如荼。金融信创以“先试点，后全面”的推广方式进行，2020 年共有 47 家试点机构，主要包括头部银行、保险、证券、一行两会和交易所，项目多以 OA 办公系统为主，要求信创基础软硬件采购额占 IT 外采的 5-8%；2021 年试点机构扩容至 198 家，信创基础软硬件在 IT 外采中占比要求提高至 10-15%；而 2022 年有望进入规模推广阶段，广度、深度都将进一步扩大，预计信创软硬件投入占行业全年 IT 支出的 30%。

图 3：金融信创发展历程



资料来源：零壹智库，亿欧，西南证券整理

分布式技术变革推动银行 IT 国产化进程加速。国内银行系统的构建、运营和维护服务长期被 IBM 等国际 IT 巨头所掌控；但近年来，以 IBM 服务器、Oracle 数据库、EMC 储存为基础的 IOE 集中式架构，逐渐难以适应高并发、高迁移性、高兼容性的数字金融新业态。以 x86 计算机和分布式数据库搭建的分布式方案，凭借其良好的拓展性、低廉的边际成本以及强大的数据处理能力逐渐成为金融 IT 的发展转型方向。从技术上来看，相比集中式架构对于海外软硬件厂商的依赖，分布式架构在硬件层面能够实现国产化替代（普通 X86 服务器，各类国产自研的分布式数据库）。因此，分布式作为银行 IT 新一轮周期的技术支撑，与信创产业的国家战略共同驱动银行数字化转型升级和国产化进程加速，推动新一轮银行 IT 市场空间释放。

表 2：集中式架构和分布式架构的区别

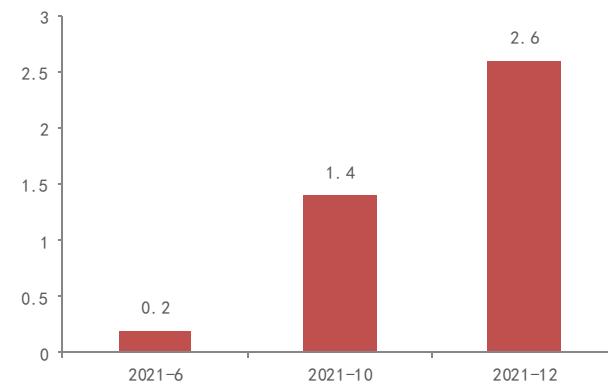
	集中式架构	分布式架构	提升
技术特点	大型机/小型机+数据库+集中存储	标准服务器+高带宽低时延网络	垂直升级变为水平扩展
交易速度	几十~几百毫秒	几~几十微妙	快 1000+倍
处理能力	几千~几万笔/秒	几万~几十万笔/秒	提高 10+倍
可靠性/可用性	单活高可用, 分钟级切换, 切换过程中可能有数据丢失	双活高可用, 秒级切换, 切换过程中零数据丢失	大幅提高
技术来源/可控性	单一设备供应商, 进口封闭平台	多个设备供应商, 开放平台, 国产化成为可能	自主可控能力大幅提高
硬件成本	进口主机价格昂贵	标准服务器价格低廉	大幅降低 2/3

数据来源：华锐技术，西南证券整理

数字人民币带来增量需求，有望成为公司未来增长点。数字人民币作为经济时代的支付基础设施，推广是大势所趋，随着央行不断推进数字人民币落地，银行系统改造、数字钱包等软硬件产品的更新替代需求不断催生。截至 2021 年 12 月底数字人民币试点场景已超过 808.7 万个，累计开立个人钱包 2.6 亿个，交易金额 875.7 亿元。2022 年，数字人民币 APP 已于各大应用商城上线，并在冬奥会成功迎来重要展示，试点地区有原有的“10+2”扩展至 15 个省份 23 个城市；7 月 23 日，第五届数字中国建设峰会上，“数字人民币产业联盟”正式成立，产业推进加速。为了适配数字人民币的数字化交易，银行系统将迎来大量新建与改造需求，主要集中在核心业务系统升级、认证系统升级和数字货币钱包升级系统等，将成为公司未来业务增量重要来源。

图 4：e-CNY 累计交易金额（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：e-CNY 个人钱包开立数量（亿个）


数据来源：Wind，西南证券整理

公司产品主要分为数字金融业务解决方案、大数据应用系统解决方案以及全财务价值链业务管理解决方案三大类：

- **数字金融业务解决方案：**解决方案融合众多金融业务场景，包括核心业务系统、互联网金融、信用卡核心业务、信贷业务、渠道业务等：1) 核心业务系统是公司深耕十余年的产品，采用“能力中心+微服务+组件化”架构进行应用设计，依托自主安全可靠的分布式架构，做到可靠的稳态传统与数字经济敏捷开放相结合，目前已在多家银行落地应用，并获得国有大行认可；2) 新一代信贷平台沿用中台应用设计理念，围绕信贷领域业务服务进行能力细分，具备强大的业务扩展性和业务适配性，能够适应短期内不同企业对不同信贷业务方向的诉求，以及长期的迭代发展3D 标信用卡整体解决方案面向信

用卡业务全生命周期的完整产品体系，为银行客户提供包括获客营销、风险管理、交易授权、账务服务、权益管理、运营操作等的整体 IT 解决方案；4) 渠道业务产品包括支付产品线、开放平台产品线、数字人民币钱包产品线、综合前端产品线，公司与跟央行数研所深入交流，研发出合作银行数字人民币钱包产品。**2022 年上半年，公司数字金融业务解决方案中各项业务系统中标项目较多，覆盖大中小银行。**

表 3：2022H1 数字金融业务解决方案中标和项目进度

产品	2022H1 中标和项目进度
核心业务系统	中标湖州银行核心系统项目、金华银行核心系统项目、龙江银行贷款核心系统项目等多家重量级客户的核心类系统项目
银行业务中台	中标渤海银行业务中台等项目
信贷系统	中标多家股份制行、头部城商行以及尚诚消费金融催收系统、安徽省农信信贷系统等项目。
信用卡整体解决方案	完成了某国有大行信用卡核心系统项目的实施及初步投产上线；构建了广泛的海外意向客群；推进与银联数据战略合作项目的落地
数字金融业务	深度参与邮储银行新核心分布式技术平台和相关业务组件的建设工作

数据来源：公司公告，西南证券整理

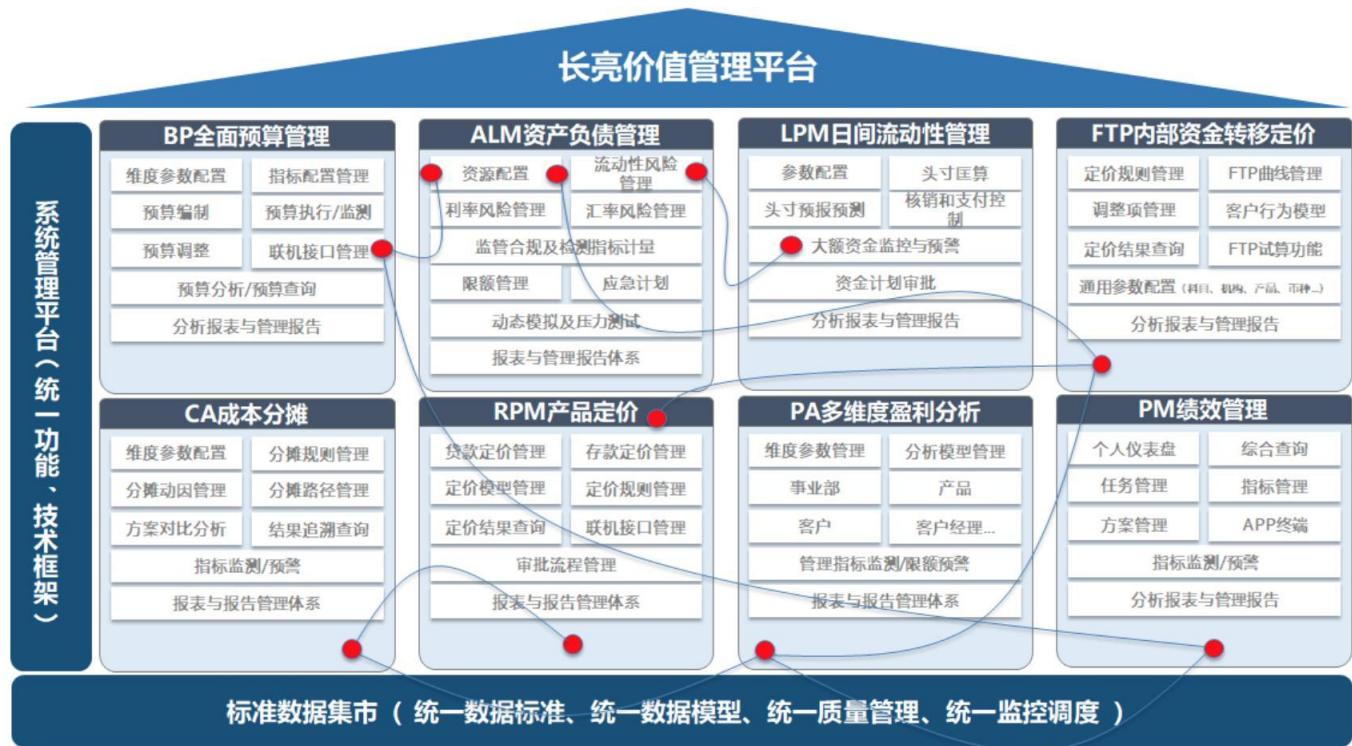
➤ **大数据应用系统解决方案：**公司大数据业务主要包括数据资产管理体系、数据采集和数据整合建设、有针对性的场景化的数据中台体系和丰富多样的数据应用体系，以及在数字化的六大数据应用领域的完善解决方案。2022 年上半年，公司中标中国农业发展银行、中国银行、招商银行、南京银行、宁波银行、上海农商银行等数十家银行以及多家证券公司、财务公司、资产管理公司的数据类项目，并在金融租赁行业数据项目方面取得突破，以及中标某港澳地区银行客户数据资产管理类项目。

图 6：大数据管理应用体系总体框架



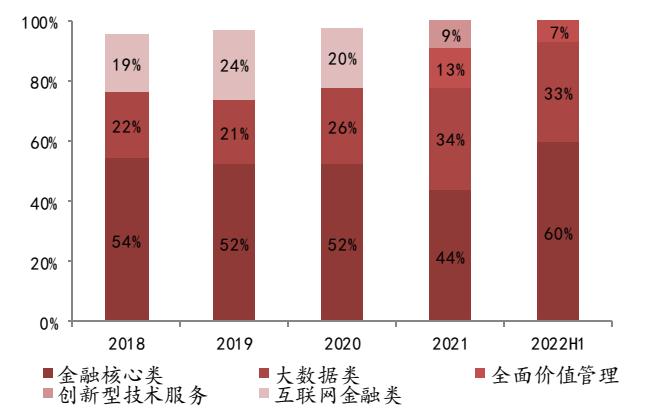
资料来源：公司公告，西南证券整理

➤ **全财务价值链业务管理解决方案：**公司为金融企业提供了“谋-控-记-量-用”全财务价值链解决方案以及数字化预算、核算、考核、经营分析的方法与工具，帮助商业银行提升管理水平，重塑竞争优势。2022 年上半年，公司全财务价值链解决方案在大型银行、中小银行及非银市场持续开拓客户十余家，并在重点领域取得关键突破，赢得了市场的广泛认可。

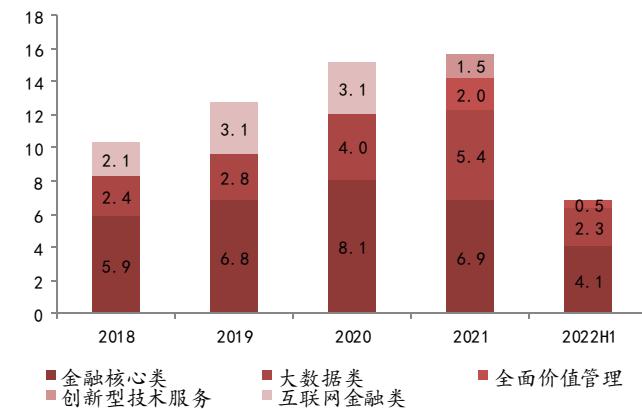
图 7：长亮科技价值管理平台


资料来源：公司官网，西南证券整理

公司营收以金融核心类和大数据类解决方案为主，2022H1 均实现大幅增长。从收入结构看，金融核心类解决方案 2022H1 实现收入 4.1 亿元，同比增长 51.2%，上半年增长势能强劲；大数据类解决方案 2022H1 实现收入 2.3 亿元，同比增长 28.9%；全财务价值链业务管理解决方案上半年实现营收 0.5 亿元，同比增长 0.7%。收入占比来看，金融核心类和大数据类解决方案营收占比常年超 75%，2022H1 占比大幅提升至 93.0%，主要由于核心业务系统和数据类系统需求刚性强，相较于全财务价值链业务管理解决方案受疫情影响较弱。

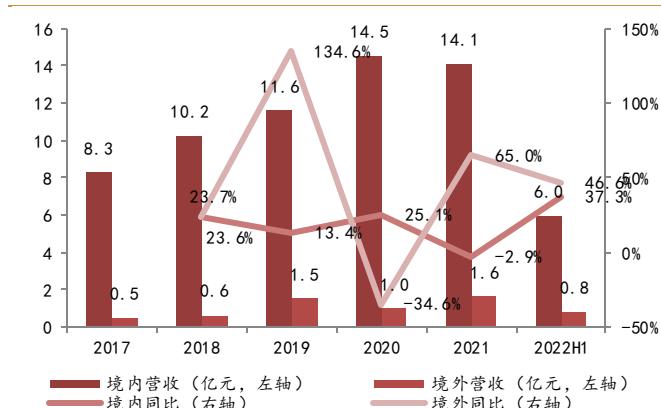
图 8：公司分产品收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司分产品收入情况（亿元）


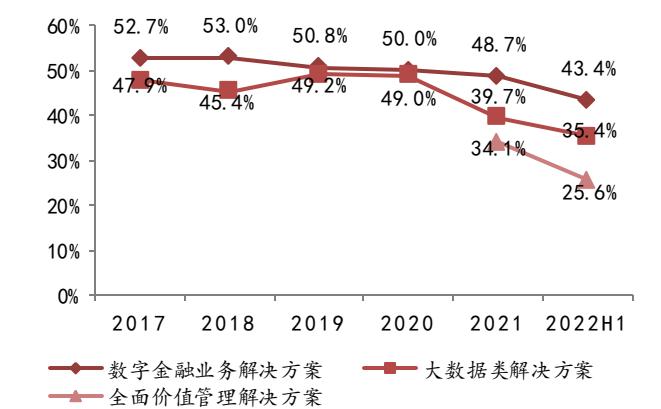
数据来源：公司公告，西南证券整理

海外开辟新赛道，高增长未来可期。2022H1 公司境内外营收分别为 6.0/0.8 亿元，分别同比增长 37.3%/46.4%。从收入结构来看，2020 年以来，境外收入占比持续增长，2022H1 境外收入占比达 12.3%。全球化是公司核心战略，目前公司在东南亚市场拓展较为顺利，2022H1 公司中标印度尼西亚某银行的数字银行核心项目；且公司 ICORE 核心系统在东南亚市场平均中标率保持在 25% 以上。海外市场银行核心业务系统竞争较为激烈，未来公司将以小微贷作为海外市场突破口，向海外生态提供端到端的解决方案，凭借公司在银行系统领域的全产品布局，海外业务将迎来高速增长期。

图 10：公司境内外营收及同比增速


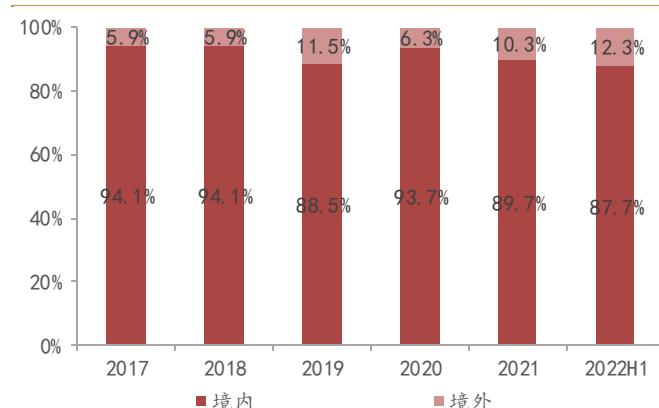
数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率方面，2022H1 公司数字金融业务解决方案/大数据类解决方案/全面价值管理解决方案收单和增值服务毛利率分别同比下降 4.01pp/0.24pp/8.53pp 至 43.4%/35.4%/25.6%。2022H1 公司整体毛利率下降 2.43pp 至 39.5%。我们认为，伴随疫情的逐步消退，以及公司与大客户的产品打磨成熟，后续毛利率有望逐步回升。

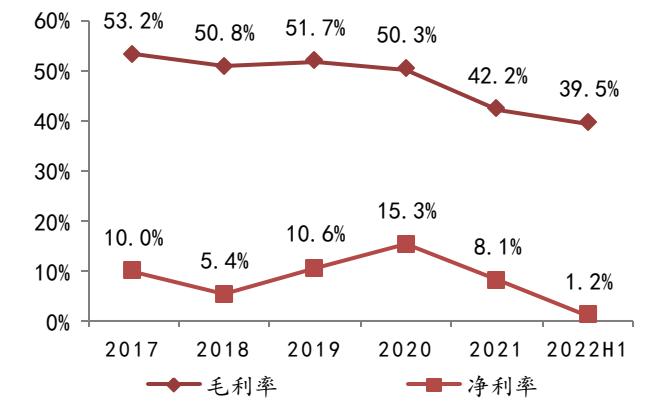
图 12：公司主要业务毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

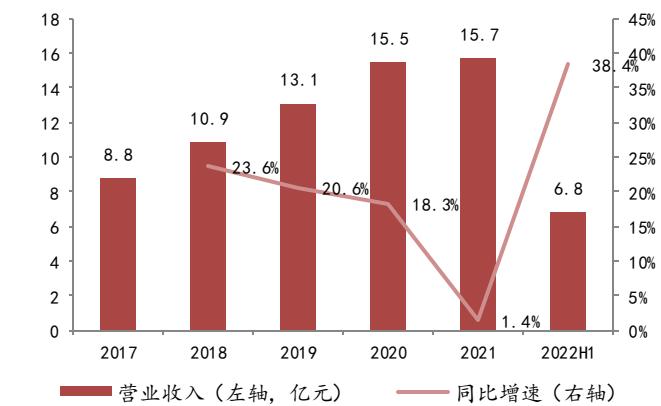
总体来看，2021H1 公司实现营业收入 6.8 亿元，同比增长 38.4%；上半年扣非归母净利润扭亏为盈，同比增长 253.8% 至 316.4 万元。2022H1 公司数字金融业务以及大数据业务实现高增长，带动公司同期营业收入大幅增长。受疫情影响较大的华东、华南地区对金融科技需求缩减、预算收缩，导致上半年不少项目延期或暂缓。但我们认为，随着二季度稳增长政策逐步落地，这一部分需求有望于下半年得到释放。

图 11：公司境内外收入占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：公司毛利率和净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

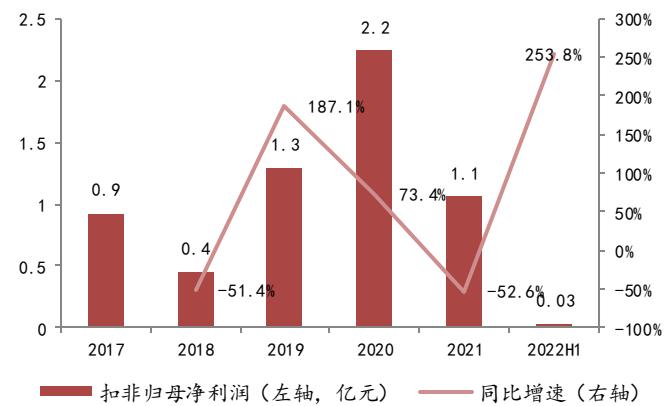
图 14：公司营业收入及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

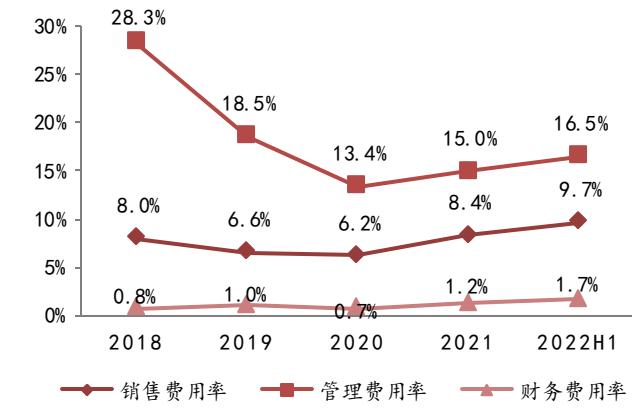
研发力度加大，费用端短期承压。近年来，公司持续保持研发投入，研发费用率维持在 10% 左右，2022H1 年研发支出达 1.0 亿元，占营业收入比为 14.0%；持续高研发投入使得公司具备完全自主可控的产品体系与项目实施能力。费用端来看，由于疫情原因，公司费用端小幅增长，2022H1，公司销售费用率管理费用率分别同比下降 0.16pp/1.08pp 至 16.5%/9.7%；财务费用同比增长 0.47pp 至 1.7%。

图 16：公司研发支出情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：公司扣非归母净利润及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：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：

公司发布的 2022 年半年报对收入分类重新调整，将以产品与解决方案为基础的技术服务收入大部分调整至数字金融业务解决方案。

1) 数字金融业务解决方案：伴随金融信创全面铺开和数字人民币深入推广，相应的银行系统升级迭代和新增需求增大；公司多年深耕银行 IT 解决方案，产品线丰富，客户粘性强，在银行核心业务系统领域市场竞争优势明显，订单有望保持高速增长。预计 2022-2024 年该业务营收增速分别为 52%、38%、30%。

2) 大数据应用系统解决方案：公司大数据业务的整体解决方案以信创为指导，助力金融机构数字化转型，不仅在国内中标多家大行与股份制银行项目，并且在马来西亚、泰国、印尼等海外市场拓展良好，预计 2022-2024 年该业务营收增速分别为 40%、32%、26%。

3) 全财务价值链业务管理解决方案：公司接连中标 30 多个银行财务价值链业务管理解决方案项目，奠定公司在银行业全财务价值链业务管理领域的龙头地位；除此之外，公司还积极拓展非银领域客户，有望贡献业务新增长点，预计 2022-2024 年该业务营收增速分别为 12%、11%、10%。

4) 公司积极采取降本增效措施，费用管控效果可持续，毛利率稳中有进。

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：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
数字金融业务解决方案	收入	687.5	1045.0	1442.1	1874.7
	增速	-26.4%	52.0%	38.0%	30.0%
	毛利率	47.8%	44.4%	45.0%	45.5%
大数据应用系统解决方案	收入	536.1	750.6	990.8	1248.4
	增速	36.8%	40.0%	32.0%	26.0%
	毛利率	39.7%	38.0%	39.0%	40.0%
全财务价值链业务管理解决方案	收入	200.8	224.9	249.6	274.6
	增速	9.0%	12.0%	11.0%	10.0%
	毛利率	34.1%	33.0%	33.5%	34.1%
合计	收入	1572.0	2021.8	2684.5	3400.6
	增速	1.4%	28.6%	32.8%	26.7%
	毛利率	42.2%	40.8%	41.8%	42.6%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 20.2 亿元 (+28.6%)、26.8 亿元 (+32.8%) 和 34.0 亿元 (+26.7%)，归母净利润分别为 1.9 亿元 (+49.5%)、2.7 亿元 (43.6%)、3.6 亿元 (+34.8%)，EPS 分别为 0.26 元、0.38 元、0.51 元，对应动态 PE 分别为 37 倍、26 倍、19 倍。

2.2 相对估值

综合考虑业务范围，我们选取宇信科技、恒生电子、神州信息作为同业可比公司进行估值比较。

表 5：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)			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300348.SZ	宇信科技	107	15.04	0.60	0.72	0.93	1.15	40	21	16	13
600570.SH	恒生电子	606	41.42	1.00	1.12	1.39	1.75	62	37	30	24
000555.SZ	神州信息	108	10.97	0.38	0.45	0.52	0.61	33	24	21	18
平均值								45	27	22	18
300674.SZ	长亮科技	70	9.68	0.17	0.26	0.38	0.51	55	37	26	19

数据来源: Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看, 2023 年行业平均估值为 22 倍, 公司 PE 为 26 倍, 略高于行业平均水平。但考虑到金融信创进程加速叠加数字人民币全面推广, 银行的 IT 系统建设需求将持续扩张, 行业有望迎来新一轮景气向上周期。公司核心业务系统优势明显, 近年来一直处于业内领先地位, 同时公司金融大数据类业务逐渐占据业内头部位置, 客户资源稳定, 产品线丰富, 专业化程度高, 后续订单有望维持饱满状态, 利润弹性值得期待。

预计 2022-2024 年公司归母净利润复合增速达 42.5%, 高于可比公司平均水平, 可给予一定估值溢价; 参考公司近五年来 PE 中枢为 46x, 给予公司 2023 年 35 倍 PE, 对应目标价 13.3 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

海外拓展不及预期; 疫情反复风险; 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	1572.02	2021.83	2684.54	3400.56	净利润	127.52	189.13	271.13	367.46
营业成本	909.39	1197.03	1563.49	1951.66	折旧与摊销	63.18	50.40	50.40	50.40
营业税金及附加	8.41	9.83	13.71	16.94	财务费用	19.26	33.35	40.92	49.39
销售费用	131.28	131.42	174.50	221.04	资产减值损失	-16.94	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	235.63	465.02	617.44	782.13	经营营运资本变动	-133.62	-54.92	-207.39	-368.37
财务费用	19.26	33.35	40.92	49.39	其他	-25.97	14.43	9.14	25.36
资产减值损失	-16.94	-20.00	-20.00	-20.00	经营活动现金流净额	33.44	212.40	144.21	104.24
投资收益	0.60	0.60	0.60	0.60	资本支出	-89.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	62.89	2.63	0.60	0.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-26.48	2.63	0.60	0.60
营业利润	138.82	205.78	295.09	400.00	短期借款	149.80	0.20	0.00	0.00
其他非经营损益	0.08	0.20	0.20	0.20	长期借款	-7.48	0.00	0.00	0.00
利润总额	138.89	205.98	295.29	400.20	股权融资	-14.65	0.00	0.00	0.00
所得税	11.37	16.85	24.15	32.74	支付股利	-50.50	-25.23	-37.42	-53.64
净利润	127.52	189.13	271.13	367.46	其他	-2.13	-33.19	-40.92	-49.39
少数股东损益	1.37	2.03	2.91	3.94	筹资活动现金流净额	75.04	-58.22	-78.34	-103.03
归属母公司股东净利润	126.15	187.10	268.22	363.52	现金流量净额	76.77	156.81	66.47	1.80
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	575.59	732.40	798.87	800.68	成长能力				
应收和预付款项	577.40	627.93	756.39	1039.13	销售收入增长率	-92.56%	28.61%	32.78%	26.67%
存货	510.71	682.65	905.65	1125.04	营业利润增长率	-51.56%	48.24%	43.40%	35.55%
其他流动资产	85.98	15.05	19.98	25.31	净利润增长率	-46.40%	48.32%	43.36%	35.53%
长期股权投资	4.19	4.19	4.19	4.19	EBITDA 增长率	-88.78%	30.85%	33.46%	29.34%
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	222.73	208.38	194.04	179.69	毛利率	42.15%	40.79%	41.76%	42.61%
无形资产和开发支出	262.47	226.87	191.28	155.68	三费率	24.57%	31.15%	31.02%	30.95%
其他非流动资产	125.45	124.99	124.54	124.08	净利润率	8.11%	9.35%	10.10%	10.81%
资产总计	2364.51	2622.47	2994.94	3453.80	ROE	8.51%	11.36%	14.28%	16.61%
短期借款	249.80	250.00	250.00	250.00	ROA	5.39%	7.21%	9.05%	10.64%
应付和预收款项	244.29	213.42	282.78	381.68	ROIC	6.77%	17.28%	21.81%	23.94%
长期借款	29.90	29.90	29.90	29.90	EBITDA/销售收入	14.08%	14.32%	14.39%	14.70%
其他负债	342.37	464.35	533.74	579.88	营运能力				
负债合计	866.37	957.67	1096.42	1241.46	总资产周转率	0.71	0.81	0.96	1.05
股本	721.00	721.00	721.00	721.00	固定资产周转率	6.82	9.38	13.34	18.20
资本公积	412.05	412.05	412.05	412.05	应收账款周转率	3.08	3.52	4.06	3.98
留存收益	359.81	521.68	752.48	1062.36	存货周转率	2.06	1.96	1.95	1.91
归属母公司股东权益	1486.10	1650.73	1881.53	2191.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.10%	—	—	—
少数股东权益	12.04	14.07	16.98	20.93	资本结构				
股东权益合计	1498.15	1664.80	1898.52	2212.34	资产负债率	36.64%	36.52%	36.61%	35.94%
负债和股东权益合计	2364.51	2622.47	2994.94	3453.80	带息债务/总负债	32.28%	29.23%	25.53%	22.55%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	流动比率	2.16	2.28	2.38	2.52
EBITDA	221.27	289.53	386.41	499.79	速动比率	1.53	1.52	1.51	1.57
PE	55.32	37.02	25.78	19.12	股利支付率	40.03%	13.48%	13.95%	14.76%
PB	4.70	4.16	3.58	3.02	每股指标				
PS	4.44	3.45	2.60	2.05	每股收益	0.17	0.26	0.38	0.51
EV/EBITDA	29.71	23.46	17.47	13.47	每股净资产	2.06	2.33	2.70	3.21
股息率	0.72%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	0.05	-0.27	0.11	0.09
					每股股利	0.07	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
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龑	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	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn