

## 业绩大幅增长，自研芯片成就电子测量领跑者

### 投资要点

- **业绩概述：**公司公布2022半年报，2022H1实现营收2.6亿元，同比增长23.3%；实现归母净利润0.29亿元，扭亏为盈，同比增长0.49亿元。2022Q2实现营收1.5亿元，同比增长20.9%，环比增长24.1%；实现归母净利润0.24亿元，同比增长396.5%，环比增长467.3%。业绩实现大幅增长，盈利能力继续改善。
- **毛利率保持高位，期间费用率下降，净利率提升明显。**2022年H1公司综合毛利率为52.0%，同比增长1.1个百分点；净利率为10.9%，同比增长20.5个百分点。公司费用率管控持续改善，2022年H1期间费用率为48.0%，同比下降18.1个百分点，细分来看销售、管理、财务和研发费用分别为25.1%、15.0%、2.2%和23.9%，分别同比下降8.6、3.4、3.5和2.7个百分点，公司费用率控制持续向好。公司发展将进入红利期，未来公司毛利率有望稳中有升，期间费用率有望持续下降，净利率有望快速提升。
- **重研发+破壁垒，自研芯片助力公司崛起。**公司在通用电子测量仪器的芯片设计、软硬件、算法等领域技术积累深厚，2017年和2022年分别发布“凤凰座”和“半人马座”芯片组，成功打破国外技术垄断，成为唯一搭载自主研发数字示波器芯片组并商业化的中国企业，五款主营产品性能国内领先；凭借自研芯片加持已经进入全球高端数字示波器一级梯队，产业化进程迅速；未来有望凭借高壁垒技术优势+本土市场培育+性价比+便捷售后等优势成长为行业龙头。
- **高端化产品持续放量，公司竞争优势不断扩大。**2017年以来，公司基于自研芯片技术优势不断推出具有差异化优势的产品，示波器系列先后搭载了“凤凰座”和“半人马座”芯片组，实现了超低噪声和12bit高分辨率的高性能，销售额占比迅速提升，从2018年的13.8%提升至2022H1的69.1%；高端产品具备高毛利，其中，2022年H1高端数字示波器主机均价同比增长26.4%。另外，公司2022年已经推出数字示波器、微波信号发生器和电源与电子负载三款5系列高精度产品，预计搭载“仙女座”的13GHz高带宽示波器新品将于2023年推出，“高端+精品”产品发展战略，将为公司的长期发展注入了充沛动能。
- **盈利预测与投资建议。**公司是国内通用电子测量仪器唯一自研芯片龙头，高端化产品比例持续提升，具备技术+产品+渠道优势，考虑到行业高景气及公司自研芯片稀缺性，有望维持公司业绩高增长。预计2022-2024年归母净利润分别为0.86/1.47/2.30亿元，对应2023年和2024年归母净利润同比增速分别为71.0%和56.9%，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**技术与产品研发风险、高端产品拓展不及预期、国际贸易摩擦风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	483.94	663.38	929.56	1220.10
增长率	36.63%	37.08%	40.12%	31.26%
归属母公司净利润(百万元)	-3.90	85.92	146.91	230.47
增长率	85.65%	—	70.99%	56.88%
每股收益EPS(元)	-0.03	0.71	1.21	1.90
净资产收益率ROE	-0.52%	10.25%	5.17%	19.71%
PE	-2326	106	62	39
PB	12.03	10.81	9.36	7.75

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：邵桂龙  
执业证号：S1250521050002  
电话：021-58351893  
邮箱：tgl@swsc.com.cn  
联系人：周鑫雨  
电话：021-58351893  
邮箱：zxyu@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	1.21
流通A股(亿股)	0.25
52周内股价区间(元)	35.38-79.00
总市值(亿元)	90.64
总资产(亿元)	9.41
每股净资产(元)	8.47

### 相关研究

## 目 录

<b>1 国内通用电子测试测量龙头，盈利能力显著提升</b> .....	<b>1</b>
1.1 深耕电子测量领域，成就国内唯一自研芯片龙头.....	1
1.2 营收稳步增长，高端产品拉动毛利提升.....	3
1.3 创始人团队控股，股权激励核心员工.....	4
<b>2 盈利预测与估值</b> .....	<b>5</b>
2.1 盈利预测.....	5
2.2 相对估值.....	6
<b>3 风险提示</b> .....	<b>7</b>

# 1 国内通用电子测试测量龙头，盈利能力显著提升

## 1.1 深耕电子测量领域，成就国内唯一自研芯片龙头

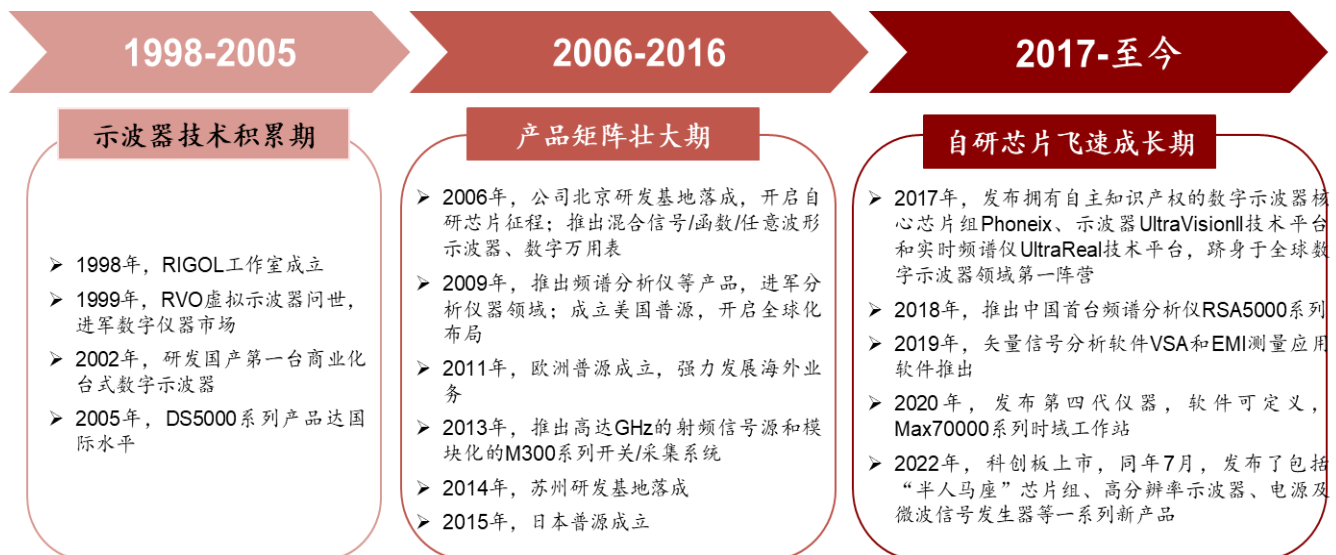
深耕通用电子测量领域二十余年，成就国内唯一自研芯片龙头。公司成立于1998年，是目前唯一搭载自主研发数字示波器核心芯片组并成功实现产品产业化的中国企业，其发展历程可划分为三大阶段：

1) **示波器技术积累期（1998-2005年）**：公司成立初期，主要以研发工作室形式自主研发数字示波器；发展期间，公司抓住示波器由模拟向数字转换的历史机遇，先后推出模拟示波器、台式数字示波器系列，实现了自身技术的飞速成长。

2) **产品矩阵壮大期（2006-2016年）**：2006年公司北京研发基地落成，开启自研芯片征程。此后，公司不断完善产品矩阵，连续推出混合信号/函数/任意波形示波器、数字万用表、频谱分析仪等多类产品，实现科研、工业生产、通信、消费电子等多行业覆盖；同时公司启动全球化战略部署，先后建立了欧洲、美国、日本及新加坡等海外子公司，形成国际化营销渠道，奠定公司全球业务成长基石。

3) **自研芯片飞速成长期（2017-至今）**：2017年和2022年公司先后发布拥有自主知识产权的数字示波器核心芯片组“凤凰座”芯片组和“半人马座”芯片组，以及示波器 Ultra VisionII 技术平台、实时频谱仪 Ultra Real 技术平台以及高分辨率示波器、电源及微波信号发生器等一系列新产品，跻身于全球数字示波器领域第一阵营，驶入产品中高端快车道发展；同时，公司深入客户需求，提供核心解决方案，逐渐从通用电子测量仪器硬件供应商转型为综合性电子测量解决方案提供商；2022年，公司在上交所科创板上市，募投扩产重研，进入发展新阶段。

图 1：2017 年至今，公司进入自研芯片飞速成长期



数据来源：公司官网，西南证券整理

聚焦通用电子测量，产品矩阵不断丰富。公司专注于通用电子测量仪器领域的前沿技术开发与突破，不断细化各类子产品，核心产品为数字示波器、射频类仪器、波形发生器、电源及电子负载、万用表及数据采集器五大类型，分为高端、中端、低端三大型号，从功能和用户体验上满足客户不同需求，逐步在时域和频域测试测量应用方向实现多元化覆盖；产品下游应用广泛，包括教育与科研、工业生产、通信行业、航空航天、交通与能源、消费电子等众多行业。

**表 1：公司的核心产品为数字示波器、射频类仪器等五大类型**

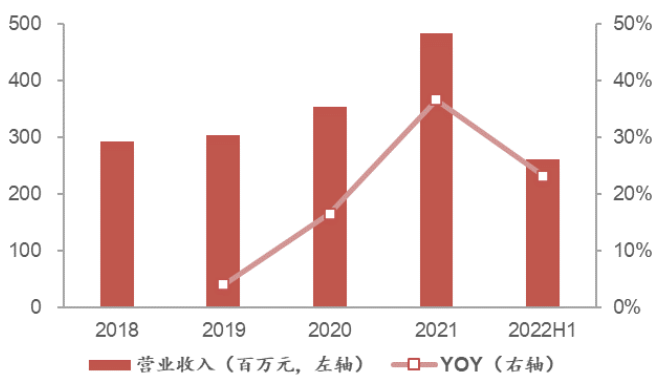
产品类别	特性	高端型	中端型	经济型
数字示波器	带宽	$\geq 2\text{GHz}$	$\geq 300\text{MHz}$ , $< 2\text{GHz}$	$< 300\text{MHz}$
	采样率	$\geq 5\text{GSa/s}$	$\geq 2\text{GSa/s}$ , $< 5\text{GSa/s}$	$< 2\text{GSa/s}$
	产品系列	 MS08000、DS8000-R 和基于 UltraVisionIII 的 DS70000 等系列	 基于 UltraVisionII 的 MS05000、MS0/DS7000 等系列	 DS1000E 和基于 UltraVision 的 DS1000Z 等系列
射频类仪器	频率	$\geq 26.5\text{GHz}$	$\geq 6\text{GHz}$ , $< 26.5\text{GHz}$	$< 6\text{GHz}$
	相位噪声	$< -120\text{dBc/Hz}$	$\geq -120\text{dBc/Hz}$ , $< -95\text{dBc/Hz}$	$\geq -95\text{dBc/Hz}$
	产品系列		 DSG3000B 等系列信号发生器；RSA5000/N 等系列频谱分析仪	 DSG800/A 等系列信号发生器；RSA3000/IV 等系列频谱分析仪
波形发生器	带宽	$\geq 2\text{GHz}$	$\geq 200\text{MHz}$ , $< 2\text{GHz}$	$< 200\text{MHz}$
	采样率	$\geq 5\text{GSa/s}$	$\geq 500\text{MSa/s}$ , $< 5\text{GSa/s}$	$< 500\text{MSa/s}$
	产品系列	 基于 SiFill 的 DG70000 等系列	 DG4000、DG5000 等系列及基于 SiFill 的 DG2000 等系列	 DG800 等系列及基于 SiFi 的 DG1000Z 等系列
万用表及数据采集器	分辨率	$\geq 7$ 位半	$\geq 5$ 位半, $< 7$ 位半	$< 5$ 位半
	产品系列		 DM3068、M300、DM3058/E 等系列	
电源及电子负载	编程精度	0.05%+20mV	0.1%+0.1%FS	
	产品系列	 DP700、DP800 等系列	 DL3000 等系列	

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 营收稳步增长，高端产品拉动毛利提升

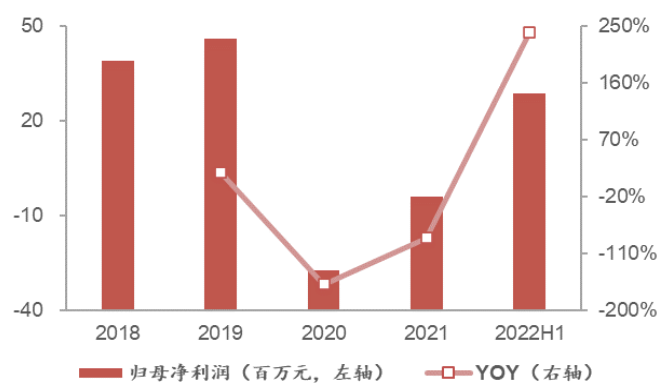
公司营收快速增长，盈利能力提升。2018-2021年公司营收由2.9亿元增长到4.8亿元，CAGR为18.3%，且2021年增速加快，同比增长36.6%，主要系公司产品结构不断优化，数字示波器等高端高毛利产品销售规模不断扩大。2020-2021年由于实施大规模股权激励，公司归母净利润为负。2022年H1公司营收为2.6亿元，同比增长23.3%；归母净利润0.29亿元，扭亏转盈，同比增加了0.49亿元。2022年Q2实现营收1.5亿元，同比增长20.9%，环比增长24.1%；实现归母净利润0.24亿元，同比增长396.5%，环比增长467.3%，公司盈利能力大幅提升。

图 2：2022 年 H1 实现营收 2.6 亿



数据来源：Wind，西南证券整理

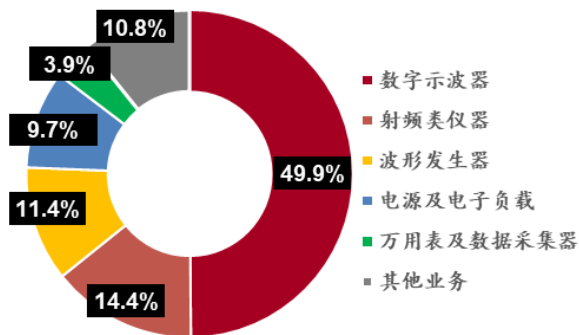
图 3：2022 年 H1 实现归母净利润 0.29 亿元



数据来源：Wind，西南证券整理

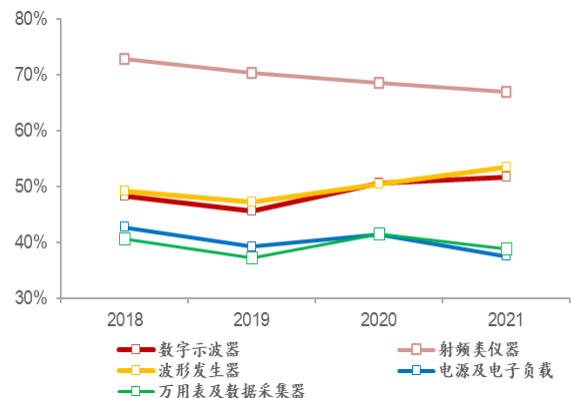
拳头产品数字示波器营收占比高，毛利率提升明显。从产品结构来看，公司营收大部分来源于数字示波器，2021年，公司数字示波器、射频类仪器、波形发生器、电源及电子负载和万用表及数据采集器营收占比分别为49.9%、14.4%、11.4%、9.7%、3.9%。从毛利结构来看，射频类仪器毛利率呈下降趋势，2021年为67.0%，主要系低端产品拓展市场，但毛利率依旧最高；数字示波器、波形发生器毛利率相对较高，2019年以来呈逐年上升，2021年分别为51.6%、53.5%，主要系公司高端产品量价齐升，拉动毛利向上，这也是公司盈利能力提升的保障；电源及电子负载、万用表及数据采集器毛利率相对较低，2021年分别为37.5%、38.8%。

图 4：2021 年，数字示波器业务占比 49.9%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：2019 年以来，数字示波器和波形发生器毛利率提升



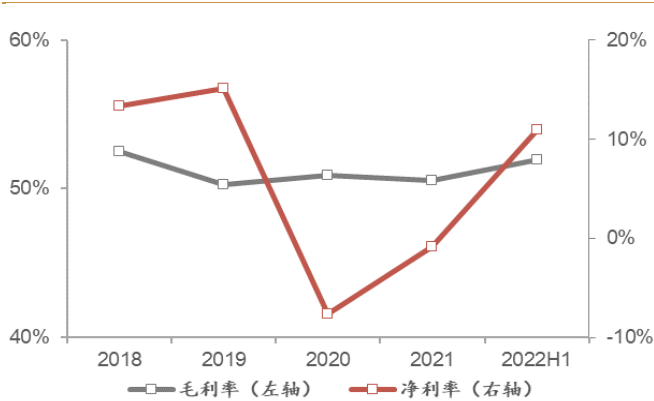
数据来源：wind，西南证券整理



**综合毛利率基本稳定，净利率提升明显。**2018-2021年，公司综合毛利率基本在50%-53%之间波动，22H1公司综合毛利率为52.0%，同比增长1.1个百分点。2020-2021年由于实施大规模股权激励和研发费用投入提升，净利润为负；2022年H1公司净利率为10.9%，同比增长了20.5个百分点，盈利逐提升明显。2021年公司股权支付费用为0.8亿元，2022H1股权支付费用为0.3亿元，预计2022-2024年股权支付费用分别为0.5亿元、0.1亿元和0.02亿元。考虑到股权激励费用持续下降，将会对公司费用率、毛利率及净利率指标产生积极影响；另外，公司的自研芯片具备成本优势，随着搭载自研芯片的高端产品量价齐升，公司前期的市场营销、管理工具、品牌建设等前期规模性投入已经基本完成，公司发展将进入红利期，未来公司毛利率有望稳中有升，净利水平有望快速提升。

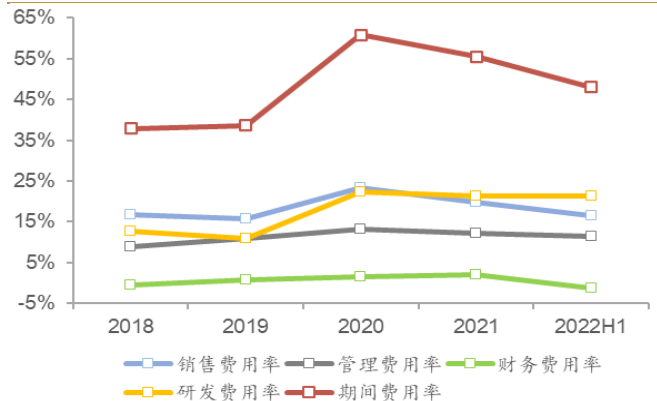
**产品结构不断优化，期间费用率先升后降。**2020年，公司实施大规模股权激励、加大产品研发投入，刺激期间费用率提升至60.8%；2021年公司期间费用率为55.4%，同比减少5.4个百分点。2022年H1公司期间费用率为48.0%，同比下降18.1个百分点，细分来看销售、管理、财务、研发费用率分别为25.1%、15.0%、2.2%、和23.9%，分别同比下降8.6、3.4、3.5和2.7个百分点，公司费用率控制持续向好。随着公司高端产品产业化持续扩大、公司前期战略投入基本完成，未来盈利能力逐步提升，期间费用率有望持续下降。

**图 6：2020 年以来，公司综合毛利率和净利率双升**



数据来源：Wind, 西南证券整理

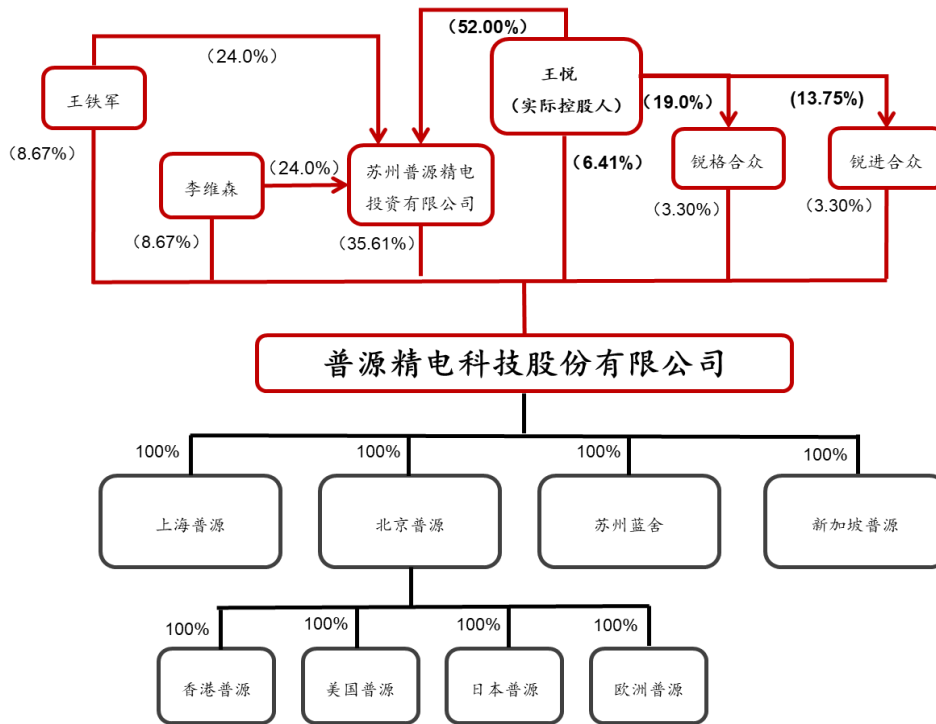
**图 7：2020 年以来，公司期间费用率持续下降**



数据来源：Wind, 西南证券整理

### 1.3 创始人团队控股，股权激励核心员工

**公司创始人控股，股权结构清晰稳定。**王悦先生是公司的实际控制人，直接和间接通过普源投资、锐格合众、锐进合众合计持有公司26.0%股份。创始人王悦先生任公司董事长、总经理，公司创始团队核心成员王铁军先生、李维森先生与王悦先生有一致行动关系，利于实控人把控公司的生产经营决策及公司的未来发展方向。另外，公司设立了股权激励平台锐格合众和锐进合众，对公司核心研发、市场、供应链等核心员工进行股权激励，股权激励有利于深度绑定公司与员工利益，充分激发公司经营活力。

**图 8：公司实际控制人王悦先生合计持有公司 26.0%的股份**


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：**公司在数字示波器领域具备核心芯片自研能力，技术国内领先；2022 年 7 月公司发布搭载“半人马座”自研芯片的 HDO4000/1000 系列数字高端示波器，预计 2023 年将继续推出搭载“仙女座”自研芯片的高端示波器系列，募投项目投产后高端示波器新增约 1800 台/年，有望实现量价齐升，叠加股份支付对制造成本影响下降等因素，毛利率将有所提升。预计 2022-2024 年公司数字示波器销量分别为 8.0、10.0、12.0 万台，单价为 0.42、0.50、0.55 万元/台，毛利率分别为 58.0%、60.0%、62.0%。

**假设 2：**公司近年加大募投项目高端微波射频仪器的研发，微波射频类仪器芯片已完成高端新品预研，产品价格和毛利率将随着高端化进程有所提升。预计 2022-2024 年公司微波射频类仪器销量分别为 0.7、0.9、1.1 万台，单价为 1.4、1.45、1.55 万元/台，毛利率分别为 68.0%、69.0%、71.0%。

**假设 3：**公司高端波形发生器产品技术国内领先，2022 年新推出的高端微波发生器逐渐验证放量，规模效应显现，有望提升毛利率水平。预计 2022-2024 年公司波形发生器销量分别为 2.4、2.8、3.3 万台，单价为 0.35、0.40、0.45 万元/台，毛利率分别为 54.0%、55.0%、56.0%。

**假设 4:** 公司具备成熟的分销渠道, 2022 年 7 月, 公司推出高精度电源 DP2000 和 DP900 系列, 有望借助渠道优势产品和下游新能源汽车行业迅速发展推动, 实现业绩稳定增长。预计 2022-2024 年公司电源及电子负载销量分别为 2.0、2.5、3.0 万台, 单价为 0.28、0.29、0.31 万元/台, 毛利率分别为 38.0%、39.0%、39.0%。

**假设 5:** 公司的万用表和数据采集器以中低端产品为主, 考虑到公司产品线搭售效应, 业务营收将不断扩大。预计 2022-2024 年公司万用表和数据采集器销量分别为 0.65、0.75、0.90 万台, 单价为 0.33、0.35、0.37 万元/台, 毛利率分别为 40.0%、41.0%、41.0%。

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 2: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
数字示波器	收入	241.38	336.00	500.00	660.00
	增速	37.33%	39.20%	48.81%	32.00%
	毛利率	51.60%	58.00%	60.00%	62.00%
射频类仪器	收入	69.58	98.00	130.50	170.50
	增速	27.39%	40.85%	33.16%	30.65%
	毛利率	66.97%	68.00%	69.00%	71.00%
波形发生器	收入	55.00	84.00	112.00	148.50
	增速	42.67%	52.73%	33.33%	32.59%
	毛利率	53.55%	54.00%	55.00%	56.00%
电源及电子负载	收入	46.91	56.00	72.50	93.00
	增速	29.05%	19.38%	29.46%	28.28%
	毛利率	37.48%	38.00%	39.00%	39.00%
万用表及数据采集器	收入	18.82	21.45	26.25	33.30
	增速	41.29%	13.97%	22.38%	26.86%
	毛利率	38.76%	40.00%	41.00%	41.00%
其他业务	收入	52.25	67.93	88.30	114.79
	增速	46.77%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	61.00%	62.00%	62.00%	62.00%
合计	收入	483.94	663.38	929.55	1220.09
	增速	36.63%	37.08%	40.12%	31.26%
	毛利率	50.58%	57.11%	58.68%	60.20%

数据来源: Wind, 西南证券

## 2.2 相对估值

我们选取鼎阳科技和坤恒顺维两家公司作为可比公司: 鼎阳科技是电子测量仪器国家级重点“小巨人”企业, 坤恒顺维是无线电测试仿真仪器仪表领先厂商。两家可比公司 2022-2024 年平均 PE 分别为 62、43、31 倍。普源精电深耕通用电子测量仪器领域, 是国内唯一自研芯片龙头, 具备技术领先+产品高端+渠道优越等业绩有望充分兑现。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.86、1.47、2.30 亿元, 对应 2023 年和 2024 年归母



净利润同比增速分别为 71.0%和 56.9%；公司是国内唯一通用电子测量自研芯片龙头，考虑到行业高景气及公司自研芯片稀缺性，有望维持公司业绩高增长，首次覆盖，给予“持有”评级。

**表 3：可比公司估值（截至 2022 年 8 月 8 日）**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
688112.SH	鼎阳科技	75.86	0.76	1.16	1.67	2.38	99.83	65.50	45.56	31.93
688283.SH	坤恒顺维	56.14	0.81	0.95	1.39	1.88	69.74	59.01	40.31	29.88
可比公司平均值							84.78	62.26	42.93	30.91

数据来源：Wind，西南证券整理

### 3 风险提示

**1) 技术与产品研发风险。**电子测量仪器需以技术研发实现产品扩张，如果公司未来技术研发方向偏离或者落后于电子测量仪器系统市场所需，将对公司业务发展造成不利影响。

**2) 高端产品拓展不及预期。**目前公司与国外优势企业在某些技术以及产品上仍然具有差距，若公司高端产品在市场扩展过程中无法凭借技术或性价比优势实现放量，可能会对公司经营产生不利影响。

**3) 国际贸易摩擦风险。**近年来，中美贸易摩擦逐渐升级，美国政府加大了对中国进口商品加征关税范围和征收税率。2020 年，公司国外销售收入占公司总营收的 44%，公司出口美国产品销售收入占比 16.7%。如果未来中美贸易摩擦进一步升级，可能会导致公司对美国市场的销售收入或盈利水平下降。

**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	483.94	663.38	929.56	1220.10	净利润	-3.90	85.91	146.89	230.44
营业成本	239.14	284.52	384.12	485.59	折旧与摊销	22.20	18.30	18.30	18.30
营业税金及附加	5.74	6.63	9.30	12.20	财务费用	9.96	13.20	13.38	11.21
销售费用	95.49	92.87	120.84	146.41	资产减值损失	-2.84	0.00	0.00	0.00
管理费用	59.55	172.48	232.39	292.82	经营营运资本变动	-46.21	-64.68	-62.13	-66.83
财务费用	9.96	13.20	13.38	11.21	其他	82.73	-8.50	-2.50	-1.50
资产减值损失	-2.84	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>61.93</b>	<b>44.24</b>	<b>113.94</b>	<b>191.63</b>
投资收益	8.47	8.00	4.00	0.00	资本支出	-53.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.92	0.50	0.50	0.50	其他	-91.56	8.50	4.50	0.50
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>-145.00</b>	<b>8.50</b>	<b>4.50</b>	<b>0.50</b>
<b>营业利润</b>	<b>-5.41</b>	<b>102.17</b>	<b>174.03</b>	<b>272.36</b>	短期借款	-0.84	-18.05	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.97	-1.10	-1.22	-1.25	长期借款	0.79	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-6.39</b>	<b>101.07</b>	<b>172.81</b>	<b>271.11</b>	股权融资	82.80	0.00	0.00	0.00
所得税	-2.49	15.16	25.92	40.67	支付股利	0.00	0.78	-17.18	-29.38
净利润	-3.90	85.91	146.89	230.44	其他	-82.42	-16.37	-13.38	-11.21
少数股东损益	0.00	-0.01	-0.01	-0.02	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>0.33</b>	<b>-33.64</b>	<b>-30.56</b>	<b>-40.60</b>
归属母公司股东净利润	-3.90	85.92	146.91	230.47	<b>现金流量净额</b>	<b>-87.01</b>	<b>19.09</b>	<b>87.88</b>	<b>151.53</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	137.69	156.78	244.66	396.20	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	71.92	106.82	146.29	190.40	销售收入增长率	36.63%	37.08%	40.12%	31.26%
存货	119.33	141.97	189.67	241.30	营业利润增长率	76.68%	1987.32%	70.34%	56.50%
其他流动资产	246.69	255.61	269.22	284.07	净利润增长率	85.65%	—	70.99%	56.88%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	677.08%	399.90%	53.89%	46.75%
投资性房地产	42.53	42.53	42.53	42.53	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	255.53	241.33	227.13	212.92	毛利率	50.58%	57.11%	58.68%	60.20%
无形资产和开发支出	22.46	18.38	14.29	10.21	三费率	34.09%	41.99%	39.44%	36.92%
其他非流动资产	20.65	20.63	20.62	20.61	净利率	-0.81%	12.95%	15.80%	18.89%
<b>资产总计</b>	<b>916.79</b>	<b>984.05</b>	<b>1154.41</b>	<b>1398.23</b>	ROE	-0.52%	10.25%	15.17%	19.71%
短期借款	18.05	0.00	0.00	0.00	ROA	-0.43%	8.73%	12.72%	16.48%
应付和预收款项	91.05	120.87	161.52	204.27	ROIC	0.76%	22.70%	31.96%	42.15%
长期借款	0.79	0.79	0.79	0.79	EBITDA/销售收入	5.53%	20.15%	22.13%	24.74%
其他负债	53.19	23.86	23.86	23.86	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>163.08</b>	<b>145.52</b>	<b>186.17</b>	<b>228.92</b>	总资产周转率	0.56	0.70	0.87	0.96
股本	90.98	121.31	121.31	121.31	固定资产周转率	2.01	2.75	4.09	5.73
资本公积	632.24	632.24	632.24	632.24	应收账款周转率	8.44	8.74	8.63	8.44
留存收益	28.62	115.32	245.04	446.13	存货周转率	2.41	2.18	2.30	2.24
归属母公司股东权益	753.72	838.54	968.26	1169.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.14%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-0.01	-0.02	-0.05	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>753.72</b>	<b>838.53</b>	<b>968.24</b>	<b>1169.30</b>	资产负债率	17.79%	14.79%	16.13%	16.37%
负债和股东权益合计	916.79	984.05	1154.41	1398.23	带息债务/总负债	11.55%	0.54%	0.42%	0.34%
					流动比率	4.16	5.47	5.26	5.44
					速动比率	3.30	4.30	4.09	4.26
					股利支付率	0.00%	-0.91%	11.70%	12.75%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	26.74	133.67	205.71	301.88	每股收益	-0.03	0.71	1.21	1.90
PE	-2325.51	105.50	61.70	39.33	每股净资产	6.21	6.91	7.98	9.64
PB	12.03	10.81	9.36	7.75	每股经营现金	0.51	0.36	0.94	1.58
PS	18.73	13.66	9.75	7.43	每股股利	0.00	-0.01	0.14	0.24
EV/EBITDA	236.01	46.92	30.06	19.98					
股息率	0.00%	—	0.19%	0.32%					

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
	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	zmyf@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	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn