

## 智能座舱延续高增，研发加码巩固核心竞争力

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年半年度业绩报告，实现营业收入 2.0 亿元，同比增长 16.1%；实现归母净利润 458.7 万元，同比下降 81.1%；扣非归母净利润亏损 169.5 万元，同比下降 107.7%。单 Q2 来看，实现营业收入 1.2 亿元，同比增长 15.9%；实现归母净利润 315.5 万元，同比下降 78.6%。
- **智能座舱业务表现亮眼，加速本土和欧美市场拓展。**1) 分业务来看，2022H1 公司智能座舱、新能源和智能驾驶分别实现营收 1.1/0.2/0.5 亿元，分别同比 +72.5%/-23.3%/-17.3%，智能座舱业务表现亮眼，主要由于公司技术成熟，电装、诺博汽车、零束科技等客户的座舱智能化业务需求快速增长；新能源和智能驾驶业务下降主要由于原日系业务增长不及预期。2) 分地区来看，2022H1 境内外业务分别实现营收 1.6/0.3 亿元，同比+42.8%/-39.1%，公司积极开拓国内和欧美市场，逐步摆脱对前几大日系客户的依赖，境内业务实现高增。
- **进入规模扩张期，利润短期承压。**为顺应智能网联汽车的蓬勃发展趋势，公司持续加大人才招聘力度，截至报告期末员工数达到 2297 人，较 2021 年末增长 20.6%。由于新员工的培养需要一定导入时间，叠加疫情影响项目交付进度，公司 2022 年 H1 毛利率为 35.6%，同比下滑 11.77pp。费用端看，上半年公司开始计提股权激励费用并启动募投项目，管理、研发费用率分别达到 19.1%（+7.13pp）、15.3%（+6.34pp），致使利润短期承压。我们认为，伴随疫情的缓和以及公司平台化研发体系的搭建完善，下半年收入和利润有望逐季修复。
- **万人软件园一期开幕，超级工厂理念逐步落地。**2021 年公司行业首推超级软件工厂模式，引入工厂化 SOP、组件化的代码产品设计理念以及可视化的管理平台，形成高效且高质的研发体系。在此基础上，公司围绕积极推动产业生态建设，进一步开启“超级软件工程-灯塔工程”计划，2022 年 7 月 28 日，光庭万人软件园一期顺利开工，目前已有 5 家生态合作企业入驻，超级工厂理念逐渐落地。公司计划在 3 年内汇聚汽车软件研发人才一万名，与公司形成“战略、技术、资本”全方位的生态协同，合力推动百亿级的智能汽车产业发展。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.98 元、1.39 元、2.08 元，归母净利润复合增速达到 38.1%。公司具备全域全栈的汽车软件开发能力，超级工厂蓝图正逐步构建，有望持续强化核心竞争优势，充分受益于行业扩容，后续盈利能力提升值得期待。给予 2023 年 55 倍 PE，对应目标价 76.45 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**汽车智能化进展不及预期；客户集中度较高；研发进度不及预期；行业竞争加剧等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	432.20	599.21	845.76	1210.75
增长率	29.26%	38.64%	41.15%	43.16%
归属母公司净利润（百万元）	73.26	91.06	128.62	193.07
增长率	0.34%	24.29%	41.25%	50.11%
每股收益 EPS（元）	0.79	0.98	1.39	2.08
净资产收益率 ROE	3.85%	4.40%	5.85%	8.02%
PE	80	64	45	30
PB	2.94	2.81	2.64	2.43

数据来源：Wind，西南证券

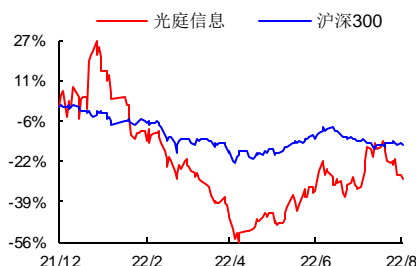
### 西南证券研究发展中心

分析师：王湘杰  
执业证号：S1250521120002  
电话：0755-26671517  
邮箱：wxj@swsc.com.cn

分析师：郑连声  
执业证号：S1250522040001  
电话：010-57758531  
邮箱：zlsn@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：聚源数据

### 基础数据

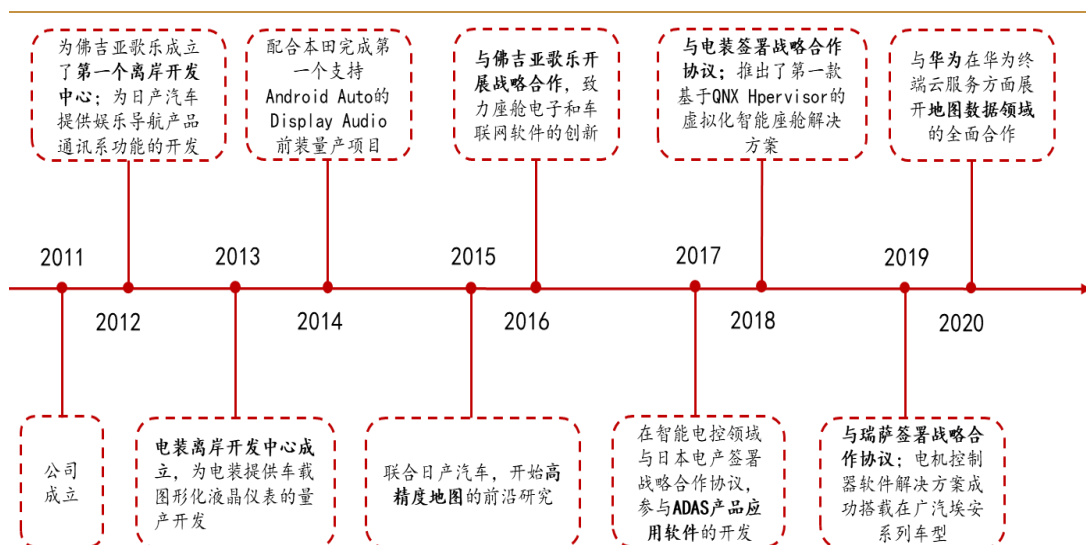
总股本(亿股)	0.93
流通 A 股(亿股)	0.23
52 周内股价区间(元)	39.07-112.21
总市值(亿元)	58.20
总资产(亿元)	21.54
每股净资产(元)	21.37

### 相关研究

## 1 汽车电子软件领先企业，研发投入持续加码

光庭信息成立于 2011 年，深耕汽车电子软件先端技术的研发与创新，专注于提供智能网联汽车的软件创新和解决方案。公司具有全栈全域式汽车软件解决方案，在智能座舱、智能电控、智能驾驶、智能网联汽车测试和移动地图数据服务等领域形成了行业领先的竞争实力。公司拥有全球化技术整合、客户响应和技术服务能力，市场覆盖中国、日本、北美等区域，其产品和服务得到了日本电产、延锋伟世通、佛吉亚歌乐、电装、马瑞利、安波福、麦格纳等全球知名汽车零部件供应商的广泛认可。

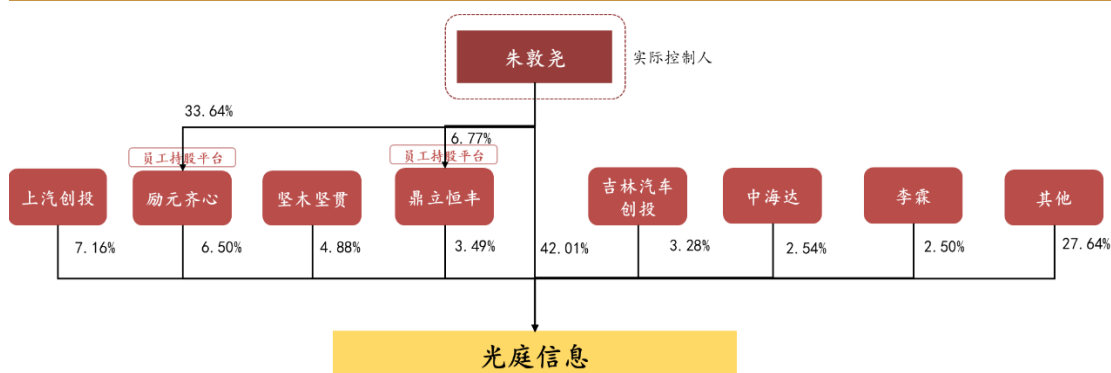
图 1：公司发展历程



资料来源：Wind，西南证券整理

股权结构集中稳定，实际控制人背景强大。创始人朱敦尧是公司第一大股东与实际控制人，直接持有公司 42.01% 股权，同时通过鼎立恒丰和励元齐心员工持股平台合计控制公司 52.00% 股份。朱敦尧先生先后任职日本 Xanavi 公司导航事业部部长、日本微软公司 ITS 部经理和日本适普公司总经理，并现于武汉大学卫星导航定位技术研究中心兼职教授，具有丰富的管理经验和行业经验以及强大的技术背景，为公司业务早期发展以及日本市场客户开拓奠定良好基础。

图 2：公司主要股东持股比例（截至 2022 年 6 月 30 日）



资料来源：Wind，西南证券整理

**实施首个股权激励计划，彰显长期发展信心。**2022 年 3 月 22 日，公司发布首个股权激励方案，本次股权激励以每股 35.98 元向董高管和 241 名核心技术骨干授予限制性股票，授予数量为 259.7 万股（占总股本的 2.80%）。考核目标为：以 2021 年营业收入为基数，2022-2024 年营收增长率高于 30%/55%/75%时将触发部分股权激励；当营收增长率高于 35%/65%/95%，当年将全额解锁。此次股权激励深度绑定员工利益与公司业绩，提高高级管理人员和核心员工的工作积极性，有利于公司稳定发展。

**汽车智能化和网联化政策频发，驱动行业高景气发展。**政策围绕战略规划和标准制定展开，全方位推动智能网联汽车稳定高速发展。**1) 战略规划：**2020 年 2 月，发改委、科技部、工业和信息化部等 11 个部门联合发布《智能汽车创新发展战略》，提出到 2025 年，实现有条件自动驾驶的智能汽车达到规模化生产，实现高度自动驾驶的智能汽车在特定环境下市场化应用；**2) 标准制定：**2020 年 4 月工业和信息化部发布《2020 年智能网联汽车标准化工作要点》，提出完成智能网联汽车标准体系阶段性建设目标，推进智能网联汽车产品管理和应用示范标准研制，加快推进智能网联汽车各类关键标准出台，深化智能网联汽车国际标准法规交流与合作。

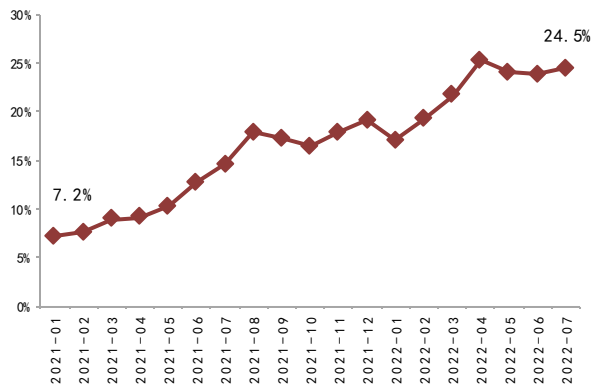
**表 1：2015 年以来我国智能网联汽车相关政策**

时间	部门	政策	主要内容
2015 年 5 月	国务院	《中国制造 2025》	加快汽车等行业生产设备的 <b>智能化改造</b> ，统筹布局 and 推动智能交通工具等产品研发和产业化
2017 年 4 月	发改委、科技部、工业和信息化部联合发布	《汽车产业中长期发展规划》	加大技术研发支持，协调制定相关标准法规，推动宽带网络基础设施建设和多产业共建 <b>智能网联汽车大数据交互平台</b> ，加快网络信息安全和车辆行驶安全保障体系建设
2017 年 12 月	工业和信息化部、国家标准化管理委员会联合发布	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）》	确立我国发展智能网联汽车将“ <b>以汽车为重点和以智能化为主、兼顾网联化</b> ”的总体思路，建立智能网联汽车标准体系，并逐步形成统一、协调的体系架构
2018 年 12 月	工业和信息化部、公安部、交通运输部联合发布	《智能网联汽车自动驾驶功能测试规程（试行）》	提出 <b>突破关键技术</b> ，推动产业化发展；完善标准体系，推动测试验证与示范应用；合作共建，推动 <b>完善车联网产业基础设施</b> ；发展综合应用，推动提升市场渗透率；技管结合，推动完善安全保障体系
2019 年 9 月	中共中央、国务院	《交通强国建设纲要》	提出加强智能网联汽车（智能汽车、自动驾驶、车路协同）研发， <b>形成自主可控完整的产业链</b>
2020 年 2 月	发改委、科技部、工业和信息化部等 11 个部门联合发布	《智能汽车创新发展战略》	到 2025 年，实现有条件自动驾驶的智能汽车达到规模化生产，实现 <b>高度自动驾驶的智能汽车在特定环境下市场化应用</b>
2020 年 4 月	工业和信息化部	《2020 年智能网联汽车标准化工作要点》	完成智能网联汽车标准体系阶段性建设目标，推进智能网联汽车产品管理和应用示范标准研制， <b>加快推进智能网联汽车各类关键标准出台</b>
2020 年 11 月	国务院	《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》	2025 年，新能源汽车新车销量占比将达到 20%， <b>高度自动驾驶汽车实现限定区域和特定场景商业化应用</b>
2021 年 2 月	中共中央、国务院	《国家综合立体交通网规划纲要》	加强智能化载运工具和关键专用设备研发， <b>推进智能网联汽车（智能汽车、自动驾驶、车路协同）、智能化通用航空器应用</b>
2021 年 8 月	交通运输部等	《关于科技创新驱动加快建设交通强国的意见》	开发新一代智能交通系统， <b>促进自动驾驶、智能航运等加快应用</b>
2021 年 9 月	工信部等八部门	《物联网新型基础设施建设三年行动计划（2021-2023 年）》	打造 <b>车联网（智能网联汽车）协同服务综合监测平台</b> ，加快智慧停车管理、自动驾驶等应用场景建设，推动城市交通基础设施、交通载运工具、环境网联化和协同发展

资料来源：公司公告，西南证券整理

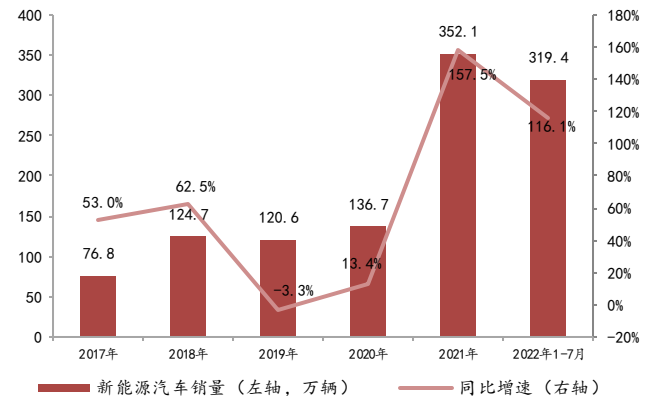
新能源汽车渗透率持续提升，汽车智能网联化空间广阔。2021 年以来我国新能源车渗透率持续走高，已由 2021 年 1 月的 7.2% 提升至 2022 年 7 月的 20.4%，增长明显。在汽车电动化趋势日渐明确的背景下，电动汽车智能化程度将成为未来智能电动汽车赛道优胜劣汰的重要标准。新能源汽车销量持续增长，渗透率不断提高，将打开汽车智能网联化新增长空间。

图 3：国内新能源汽车渗透率



数据来源：Wind，中汽协，西南证券整理

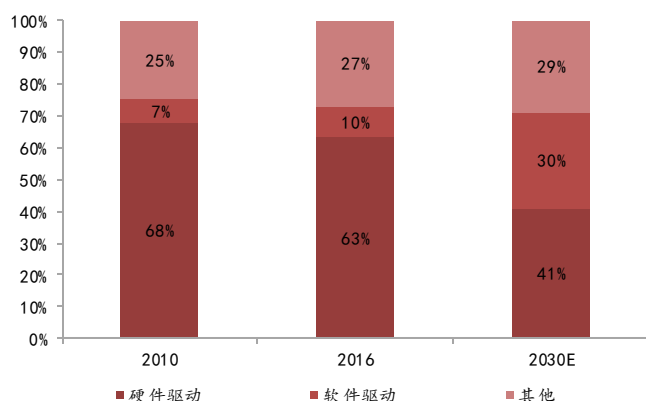
图 4：2017 年-2022 年 7 月国内新能源汽车销量和增速



数据来源：Wind，西南证券整理

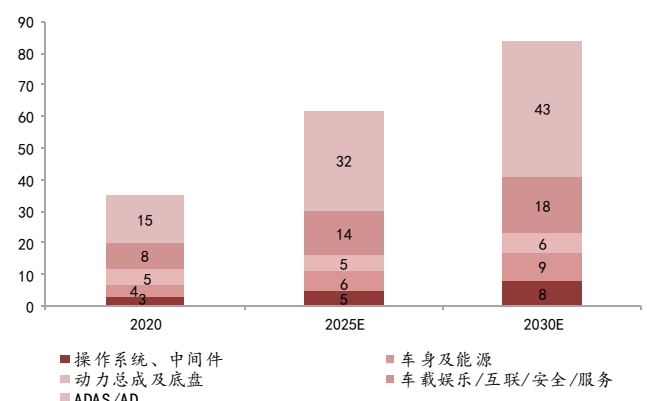
汽车电子软件 SOA 转型，软件价值在整车中占比提升。汽车电子软件从依赖于硬件提供单一功能架构转变为面向服务架构 (SOA)，硬件实现高度集中化、标准化，在此基础上软件可实现与硬件解耦，各种新兴软件技术得以在汽车中应用，“软件定义汽车”时代来临。随着人工智能、5G 通信、车联网等新兴技术的介入，软件在汽车整车内容结构中的比重将逐步提高，汽车将逐步从传统的交通工具演变为高度智能网联化的移动终端。

图 5：全球汽车软硬件产品内容结构占比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 6：分类别全球汽车软件市场规模 (十亿美元)



数据来源：McKinseyanalysis，西南证券整理

公司产品主要分为智能座舱、新能源和智能驾驶三大类。(1) 智能座舱：面向不同车型和用户群体提供分离式或一体化的智能座舱和车联网综合解决方案；(2) 新能源：为客户提供动力域、底盘域、车身域电控软件开发服务及系统技术支持服务；(3) 智能驾驶：为客户提供智能驾驶、智能网联汽车测试和移动地图数据服务。



表 2：公司智能物联全栈全域产品体系

业务领域	主要内容	目前公司主要产品
智能座舱	面向不同车型和用户群体提供分离式或一体化的智能座舱和车联网综合解决方案	①UX 设计和 HMI 软件开发服务②图形化仪表解决方案③信息娱乐系统软硬分离解决方案④虚拟化座舱整体解决方案⑤T-BOX 软件解决方案
新能源	为客户提供动力域、底盘域、车身域电控软件开发服务及系统技术支持服务	①新能源电机控制器解决方案②电子助力转向系统应用软件开发③电子伺服制动系统应用软件开发
智能驾驶	1) 为客户提供乘用车 ADAS 应用软件开发服务；2) 为汽车整车和零部件厂商及自动驾驶算法公司提供智能座舱、自动驾驶等领域的测试评价、数据产品及技术平台等服务；3) 提供基于地图的深度定制开发和移动大数据增值服务。	①ADAS 应用软件开发②APA 软件解决方案③汽车电子软件测试④产品信赖性评价⑤软件研发流程咨询服务⑥智能网联汽车实车测试服务⑦自动驾驶场景库及模拟仿真测试服务⑧全球导航电子地图编译系统⑨ L2+ 自动驾驶地图更新服务平台

资料来源：公司公告，西南证券整理

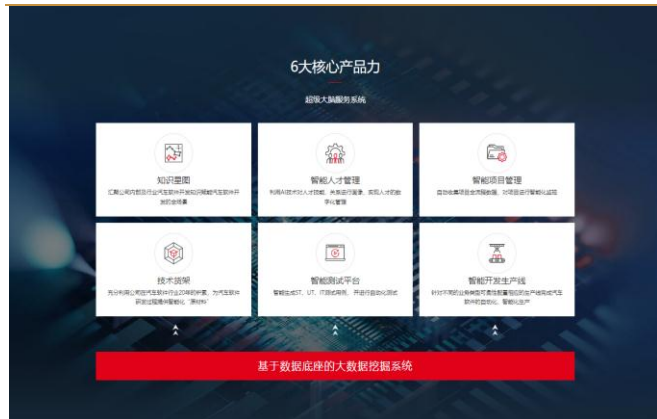
图 7：公司智能网联汽车全域业务布局



资料来源：公司官网，西南证券整理

行业首推“超级软件工厂”，打造协同创新的共生共赢新生态。2021 年公司首创“超级软件工厂”，引入工厂化的标准操作流程（SOP）、组件化的代码产品设计理念以及可视化的管理平台，形成具有竞争优势的“工厂式”软件开发流程，提升软件开发交付能力与质量，引领未来汽车软件工程变革。2022 年，基于超级软件工厂的生态体系，公司进一步提出“超级软件工厂-灯塔工程”，计划建设智能网联汽车万人软件产业园，与产业链上下游、合作伙伴、高校科研机构等形成积极协同，引领软件体系革新。7 月 28 日，万人软件产业园一期顺利开园，目前已有 5 家生态合作企业入驻。公司计划在 3 年内汇聚汽车软件研发人才一万人，与光庭信息形成“战略、技术、资本”全方位的生态协同，推动百亿级的智能汽车产业发展。

图 8：超级软件工厂六大核心产品力



数据来源：公司官网，西南证券整理

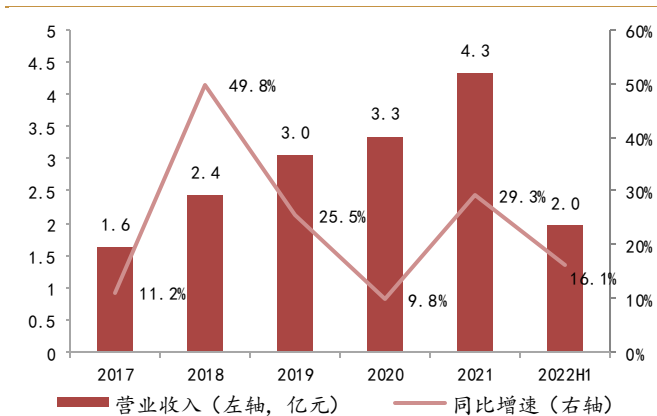
图 9：超级软件工厂的敏捷开发模式



数据来源：招股说明书，西南证券整理

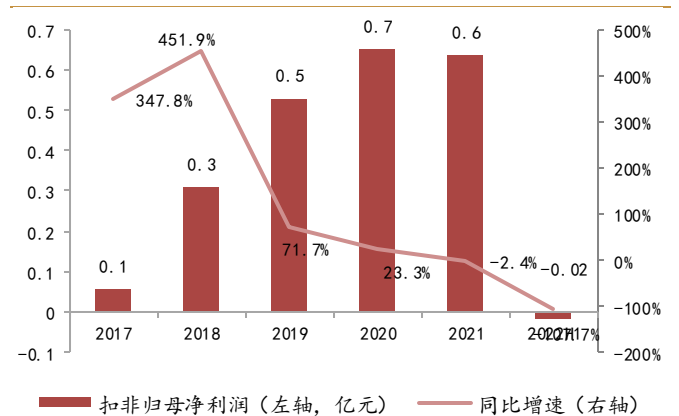
营收稳步增长，人员扩张利润端短期承压。2017-2021 年，公司营收与扣非归母净利润均呈快速增长态势，CAGR 分别为 27.8%/83.7%。2022H1 公司实现营业收入 2.0 亿元，同比增长 16.1%；实现归母净利润 458.7 万元，同比下降 81.1%；扣非归母净利润亏损 169.5 万元，同比下降 107.7%，亏损主要原因是：1) 2022H1 公司启动募投项目开发，人员大幅扩张，导致费用增速较快，截至 2022 年二季度末，公司员工人数为 2297 人，较年初增长 20.6%；2) 公司实施 IPO 上市后的首个员工股权激励计划，股权激励费用为 968 万元。随着公司投入成效逐步显现，利润端将有明显改善。

图 10：公司 2017-2022H1 营业收入及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

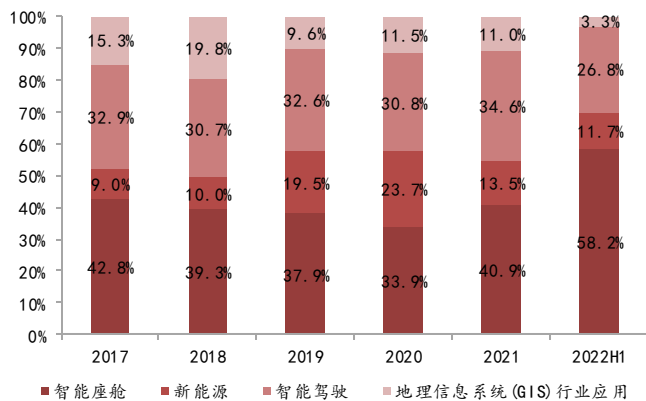
图 11：公司 2017-2022H1 扣非归母净利润及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

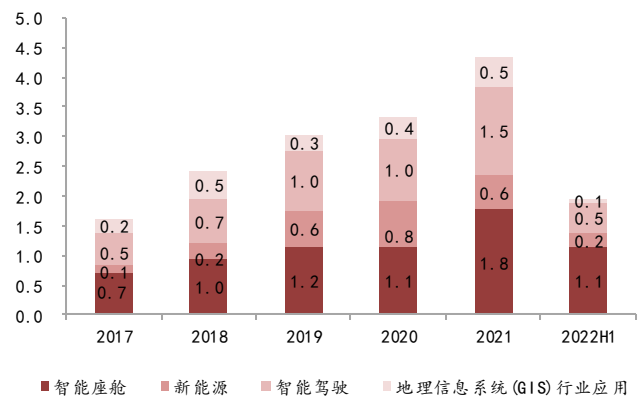
分业务来看，智能座舱业务表现亮眼。2022H1 公司智能座舱、新能源和智能驾驶分别实现营收 1.1/0.2/0.5 亿元，分别占总营收的比重 58.2%/11.7%/26.8%。2017-2021 年智能座舱、新能源和智能驾驶保持高速增长，CAGR 分别为 26.4%/41.3%/29.3%，2022H1 智能座舱、新能源和智能驾驶分别同比+72.5%/-23.3%/-17.3%。智能座舱业务表现亮眼，主要由于公司技术成熟，电装、诺博汽车、零束科技等客户的座舱智能化业务需求快速增长；而新能源和智能驾驶业务同比下降主要由于原日系业务增长不及预期。

图 12：公司 2017-2022H1 分业务收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

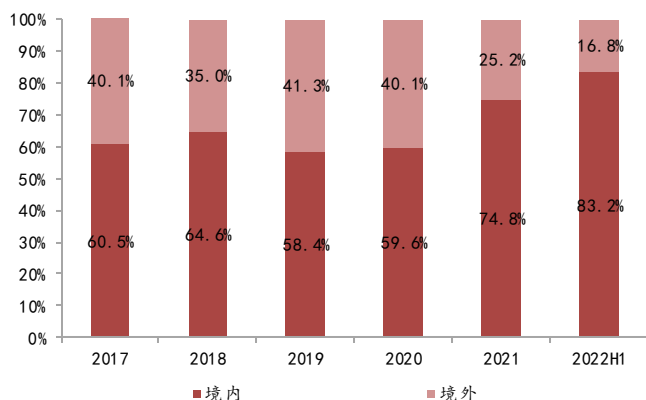
图 13：公司 2017-2022H1 分业务收入情况 (亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

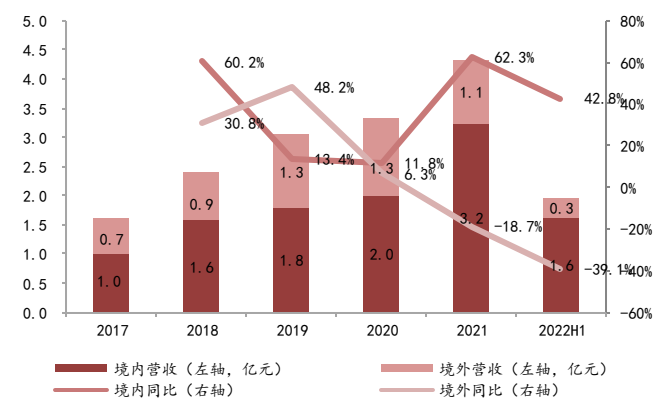
分地区来看，境内收入占比逐年提升。2020 年及之前，境外业务高速增长，占公司总收入 40% 以上；近年来由于日系客户增速不及预期，境外业务略显颓势。公司积极开拓国内和欧美市场，逐步摆脱对前几大日系客户的依赖，境内业务实现高增。2022H1 境内外业务分别实现营收 1.6/0.3 亿元，同比+42.8%/-39.1%，分别占比 83.2%/16.8%。

图 14：公司 2017-2022H1 分地区收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

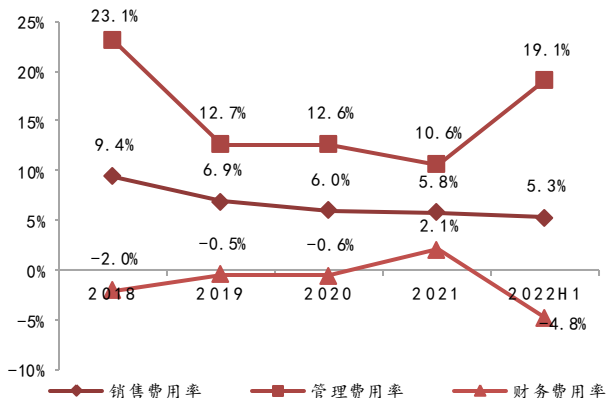
图 15：公司 2017-2022H1 分地区收入情况 (亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

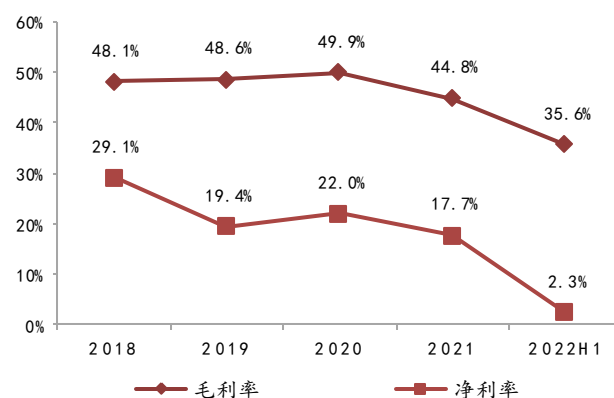
从费用率和利润率来看，1) 费用率端，2022H1，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比-1.02pp/+7.13pp/-7.61pp 至 5.3%/19.1%/-4.8%。2) 利润率端，2018-2022H1，公司利润率呈下降趋势，利润端短期承压，主要系公司仍处于人员高投入阶段，随着公司软件超级工厂落地，引入工厂化标准操作流程提高软件开发准确率，公司有望步入快车道。

图 16：公司 2018-2022H1 费用率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

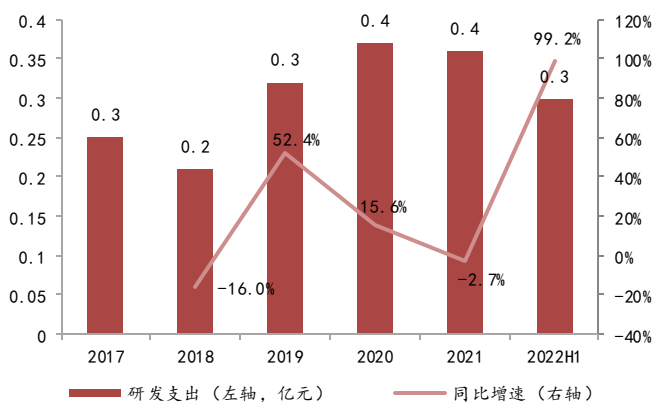
图 17：公司 2018-2022H1 毛利率、净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

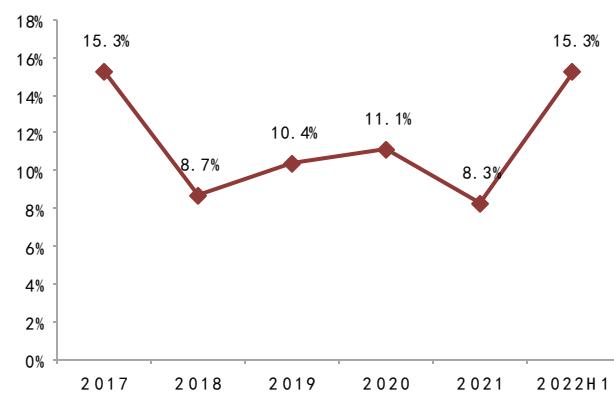
持续加大研发投入，不断完善核心技术。公司高度重视研发，不断加码研发投入，2022H1 公司投入研发费用为 0.3 亿元，同比增长 99.2%，研发费用率为 15.3%，同比提升 6.34pp。截至 2022 年 6 月 30 日，公司及其控股子公司拥有计算机软件著作权 196 项，已授权专利共计 98 项，覆盖智能座舱、智能电控、智能驾驶、智能网联汽车测试及移动地图数据服务等技术领域的核心软件平台、关键算法及软件组件、代码自动生成工具软件和自动测试软件。目前公司正处于研发投入期，未来将受益于汽车智能化和网联化趋势带来的良好机遇。

图 18：公司 2017-2022H1 研发支出情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：公司 2017-2022H1 研发费用率



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) 定制软件开发服务业务：公司主要为整车厂和汽车零件供应商提供智能汽车全域软件开发服务，随着汽车智能化渗透率提升，智能座舱和智能驾驶等高毛利率业务占比持续提升，我们预计 2022-2024 年该业务项目订单增速为 23%/25%/28%，毛利率分别为 43%/45%/47%。



**2) 软件技术服务业务：**软件技术服务主要包括现场技术支持、数据采集及整理服务、维护服务等。随着疫情逐步稳定，现场技术支持更顺畅；叠加汽车智能化、网联化需求进一步增加，软件技术服务业务将迎来高速增长，我们预计 2022-2024 年的软件技术服务业务订单增速分别为 65%/60%/57%，毛利率分别为 35%/37%/38%。

**3) 第三方测试服务业务：**第三方测试业务主要包括性能测试、可靠性测试、走行测试、信赖评价、传感器验证等。智能网联汽车测试是公司新业务增长点之一，随着整车厂和汽车电子零部件供应商对智能座舱和自动驾驶测试业务订单的增长，我们预计 2022-2024 年的第三方测试服务订单数量增长率分别为 20%/23%/25%；随着公司承接测试项目增多，数据采集分析及导航地图等优势更加凸显，毛利率将有所提升，预计 2022-2024 年分别为 65%/67%/68%。

**4) 软件许可业务和系统集成设备业务。**软件许可业务和系统集成设备业务占比较低，预计增速维持稳定，我们预计 2022-2024 年软件许可业务订单数量增速分别为 2.0%/1.5%/1.5%，毛利率分别为 63%/63%/63%；系统集成设备业务项目订单增速分别为 1%/1%/1%，毛利率分别为 31%/31%/31%。

5) 伴随公司各项业务毛利率持续提升，费用端管控效果可持续，各项费用率保持下降趋势。

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
定制软件开发服务	收入	190.0	233.7	292.1	373.9
	增速	17.6%	23.0%	25.0%	28.0%
	毛利率	46.6%	43.0%	45.0%	47.0%
软件技术服务	收入	175.1	289.0	462.4	725.9
	增速	74.7%	65.0%	60.0%	57.0%
	毛利率	37.1%	35.0%	37.0%	38.0%
第三方测试服务	收入	52.8	63.3	77.9	97.3
	增速	-0.9%	20.0%	23.0%	25.0%
	毛利率	62.4%	65.0%	67.0%	68.0%
软件许可	收入	8.3	8.5	8.6	8.8
	增速	-26.4%	2.0%	1.5%	1.5%
	毛利率	62.0%	63.0%	63.0%	63.0%
系统集成设备业务	收入	4.7	4.7	4.8	4.8
	增速	-32.4%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	31.4%	31.0%	31.0%	31.0%
合计	收入	432.2	599.2	845.8	1210.7
	增速	29.3%	38.6%	41.1%	43.2%
	毛利率	44.8%	41.6%	42.7%	43.3%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 5.99 亿元（+38.6%）、8.46 亿元（+41.1%）和 12.11 亿元（+43.2%），归母净利润分别为 0.91 亿元（+24.3%）、1.29 亿元（+41.3%）、1.93 亿元（+50.1%），EPS 分别为 0.98 元、1.39 元、2.08 元，对应动态 PE 分别为 64 倍、45 倍、30 倍。

## 2.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取中科创达、德赛西威和四维图新作为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)			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300496.SZ	中科创达	561	131.89	1.52	2.17	2.98	4.01	91	61	44	33
002920.SZ	德赛西威	907	163.42	1.50	2.21	3.06	4.11	94	74	53	40
002405.SZ	四维图新	347	14.62	0.05	0.14	0.24	0.36	310	106	61	40
平均值								165	80	53	38
301221.SZ	光庭信息	58	62.84	0.79	0.98	1.39	2.08	80	64	45	30

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，2023 年行业平均 PE 为 53 倍，公司 PE 为 45 倍，低于行业平均水平。公司具备全域全栈的汽车软件开发能力，超级工厂蓝图正逐步构建，有望持续强化竞争优势，充分受益于行业扩容，后续盈利能力提升值得期待。故给予公司 2023 年 55 倍 PE，对应目标价 76.45 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 3 风险提示

汽车智能化进展不及预期；客户集中度较高；研发进度不及预期；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	432.20	599.21	845.76	1210.75	净利润	76.60	91.70	129.39	193.07
营业成本	238.45	349.60	484.14	685.96	折旧与摊销	6.67	12.79	12.79	12.79
营业税金及附加	0.52	1.09	1.40	1.98	财务费用	8.94	-23.97	-25.37	-30.27
销售费用	24.91	31.16	43.13	60.54	资产减值损失	-0.56	0.00	0.00	0.00
管理费用	45.96	143.81	203.83	284.53	经营营运资本变动	-38.10	-19.21	-39.12	-67.85
财务费用	8.94	-23.97	-25.37	-30.27	其他	-29.01	-1.75	-1.50	-1.50
资产减值损失	-0.56	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>24.55</b>	<b>59.56</b>	<b>76.20</b>	<b>106.25</b>
投资收益	-1.05	1.50	1.50	1.50	资本支出	-170.88	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	50.34	2.26	1.00	1.00
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>-120.54</b>	<b>2.26</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>82.27</b>	<b>99.01</b>	<b>140.12</b>	<b>209.51</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.80	1.31	1.44	1.50	长期借款	26.58	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>84.07</b>	<b>100.32</b>	<b>141.57</b>	<b>211.01</b>	股权融资	1478.75	0.00	0.00	0.00
所得税	7.47	8.63	12.17	17.94	支付股利	-13.89	0.00	0.00	0.00
净利润	76.60	91.70	129.39	193.07	其他	-0.89	21.92	25.37	30.27
少数股东损益	3.34	0.64	0.78	0.01	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1490.55</b>	<b>21.92</b>	<b>25.37</b>	<b>30.27</b>
归属母公司股东净利润	73.26	91.06	128.62	193.07	<b>现金流量净额</b>	<b>1383.49</b>	<b>83.75</b>	<b>102.57</b>	<b>137.52</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	1609.74	1693.49	1796.06	1933.57	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	174.13	214.11	305.97	444.75	销售收入增长率	29.26%	38.64%	41.15%	43.16%
存货	17.79	30.36	40.23	57.86	营业利润增长率	1.47%	20.35%	41.52%	49.52%
其他流动资产	11.77	10.49	15.98	22.66	净利润增长率	4.36%	19.71%	41.11%	49.22%
长期股权投资	129.57	129.57	129.57	129.57	EBITDA 增长率	14.16%	-10.25%	45.20%	50.56%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	164.33	153.80	143.27	132.74	毛利率	44.83%	41.66%	42.76%	43.34%
无形资产和开发支出	29.36	27.39	25.42	23.45	三费率	18.47%	25.20%	26.20%	26.00%
其他非流动资产	16.83	17.04	17.25	17.46	净利率	17.72%	15.30%	15.30%	15.95%
<b>资产总计</b>	<b>2153.53</b>	<b>2276.25</b>	<b>2473.75</b>	<b>2762.06</b>	ROE	3.85%	4.40%	5.85%	8.02%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.56%	4.03%	5.23%	6.99%
应付和预收款项	115.39	150.32	215.91	307.41	ROIC	38.35%	21.33%	29.21%	38.09%
长期借款	26.58	26.58	26.58	26.58	EBITDA/销售收入	22.65%	14.66%	15.08%	15.86%
其他负债	21.02	15.28	17.80	21.53	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>162.99</b>	<b>192.18</b>	<b>260.29</b>	<b>355.52</b>	总资产周转率	0.32	0.27	0.36	0.46
股本	92.62	92.62	92.62	92.62	固定资产周转率	5.43	4.17	6.35	9.88
资本公积	1581.98	1581.98	1581.98	1581.98	应收账款周转率	3.32	3.22	3.41	3.37
留存收益	306.72	397.78	526.39	719.46	存货周转率	13.13	14.45	13.72	13.99
归属母公司股东权益	1979.50	2072.38	2201.00	2394.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.54%	—	—	—
少数股东权益	11.04	11.68	12.46	12.47	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1990.54</b>	<b>2084.07</b>	<b>2213.46</b>	<b>2406.53</b>	资产负债率	7.57%	8.44%	10.52%	12.87%
负债和股东权益合计	2153.53	2276.25	2473.75	2762.06	带息债务/总负债	16.31%	13.83%	10.21%	7.48%
					流动比率	14.23	12.44	9.60	7.69
					速动比率	14.09	12.25	9.43	7.50
					股利支付率	18.96%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	97.88	87.84	127.55	192.04	每股收益	0.79	0.98	1.39	2.08
PE	79.45	63.92	45.25	30.15	每股净资产	21.37	22.37	23.76	25.85
PB	2.94	2.81	2.64	2.43	每股经营现金	0.27	0.64	0.82	1.15
PS	13.47	9.71	6.88	4.81	每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	43.19	47.12	31.64	20.30					
股息率	0.24%	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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@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
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn