

供热节能龙头企业，受益于行业景气度向上

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 9597.9 万元，同比增长 36.0%，实现归母净利润 1920.2 万元，同比增长 127.7%。
- **营收维持高增，供热节能产品增速亮眼。**分产品来看，1) 公司供热节能产品保持高速增长，超声波热量表实现营收 1631.4 万元，同比增长 22.6%；智能模块化换热机组实现营收 3775.2 万元，同比增长 517.6%。2) 供热节能系统工程保持稳定增长，实现营收 2165.6 万元，同比增长 14.5%。从利润端来看，公司上半年归母净利润实现高速增长，单 Q2 实现归母净利润 851.7 万元，同比增长 169%。主要系：1) 供热节能产品实现高增；2) 公司获得政府补贴所致。从现金流来看，2022H1 公司经营性现金流同比下降 36%至 1.3 亿元，主要系原材料价格上涨，公司提前备货所致。
- **加大智能化研发投入，标杆效应逐步凸显。**2022H1，公司投入研发费用 0.2 亿元，同比增长 40.7%，研发费用率达 20.6%，进一步提升在全网热平衡、供热控制与调节、物联网、AI 算法等领域的自主研发能力，强化竞争壁垒。同时，报告期内公司与枣庄热力总公司签署 AI 智慧供热项目合同，合同金额达到 2.47 亿元，有望形成更大规模的示范效应，加速全国化推进。
- **“双碳”与“旧改”双轮驱动，智慧供热势在必行。**2020 年 7 月，国务院发布《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，供热被作为基础类改造内容列入其中。2021 年 1 月，国家碳达峰行动方案进一步部署，强调需要积极推进供热改造，节能供热需求大幅增加。2022 年 6 月，国务院发布文件启动城市燃气、供热管道等老化更新改造工作，要求 2025 年基本完成。公司作为智慧供热龙头企业，有望充分受益于行业向上趋势，产品与解决方案加速渗透。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.73 元、3.63 元、4.82 元，未来三年归母净利润将保持 29.81%的复合增长率。考虑到公司硬件产品性能领先，销量保持高速增长；同时，软件平台赋能，研发投入持续增加，核心技术能力增强，有望充分受益于“双碳”政策驱动下行业景气度上升，盈利能力向上值得期待。故给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应目标价 72.60 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**项目交付不及预期、存货周转风险、行业竞争加剧等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	529.58	713.44	935.09	1187.79
增长率	27.31%	34.72%	31.07%	27.02%
归属母公司净利润（百万元）	171.26	212.42	282.44	374.62
增长率	31.55%	24.03%	32.97%	32.64%
每股收益 EPS（元）	2.23	2.73	3.63	4.82
净资产收益率 ROE	11.50%	12.51%	14.27%	15.91%
PE	27	22	17	13
PB	3.15	2.77	2.38	2.00

数据来源：Wind，西南证券

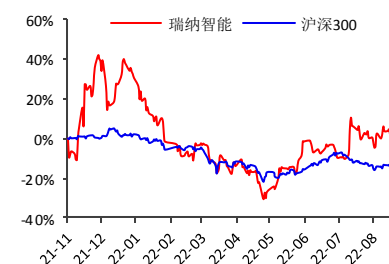
西南证券研究发展中心

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

分析师：邵桂龙
执业证号：S1250521050002
电话：021-58351893
邮箱：tgl@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

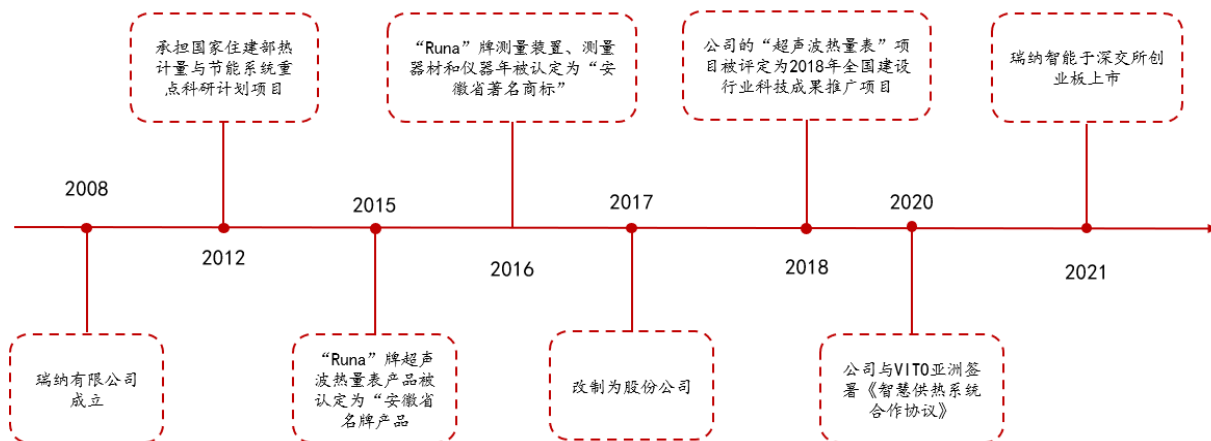
总股本(亿股)	0.74
流通 A 股(亿股)	0.18
52 周内股价区间(元)	45.07-92.0
总市值(亿元)	43.68
总资产(亿元)	17.94
每股净资产(元)	20.22

相关研究

1 智慧供热节能龙头，受益于行业景气度向上

瑞纳智能成立于 2008 年，2021 年于深交所上市。公司深耕供热节能领域 20 余年，致力于提供“自动化+信息化+智能化”的一站式低碳智慧供热整体解决方案，赋能行业实现智能化产业升级。公司硬件产品性能领先，并在大数据、人工智能算法、边缘计算等领域均取得突破，截至 2022 上半年，已取得 10 项 AI 技术发明专利，成为行业内少有的全栈式供应商。此外，公司产品及解决方案已经获得上百家国内热力企业认可，在山东、新疆、山西、陕西等地区已取得了较好的品牌效应，并逐步向北方其他供热地区延伸，行业龙头地位稳固。

图 1：公司发展历程

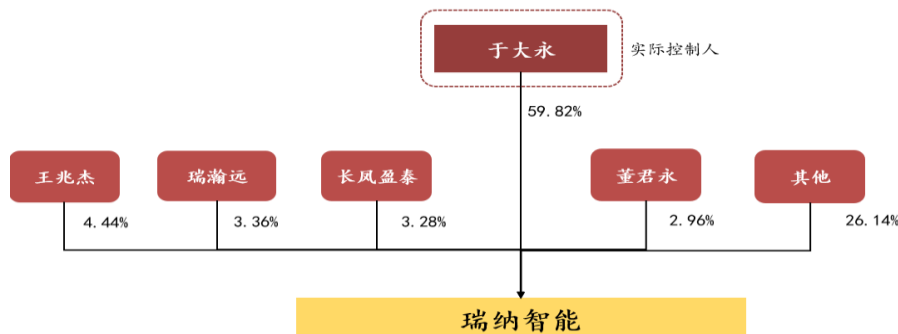


资料来源：公司公告，西南证券整理

股权结构集中，管理层技术实力雄厚。公司董事长于大永先生持有 59.82% 的股权，为公司实际控制人，股权结构相对集中。公司多名高管均参与股东专利研发工作，科研成果丰厚，管理层技术经验丰富，为公司技术创新提供方向和基础。

员工激励充分，利于公司长期稳定发展。公司员工激励措施不断创新，瑞瀚远和长风盈泰为公司员工持股平台，分别持有 3.39% 和 3.31% 的股权。同时，公司于 2022 年实施股权激励计划，激励对象包括董事、高管以及核心技术（业务）人员共计 24 人。考核目标以 2021 年营业收入为基数，2022-2024 年营收增速不得低于 20%、44%、72.8%。充分的激励措施有利于提高员工整体工作积极性，利于公司长期稳定发展。

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

“双碳”与“旧改”双轮驱动，行业景气度上升。近年来，供热面积增加、能源价格上涨、供热设施设备老旧等问题逐渐显现，国家高度重视供热可持续发展，相关政策频发。2020 年 7 月，国务院发布《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，供热被作为基础类改造内容列入其中；2021 年 1 月，国家碳达峰行动方案进一步部署，强调积极推进供热改造，企业节能供热需求大幅增加。公司作为智慧供热龙头企业，有望充分受益于行业向上趋势，产品与方案加速渗透。

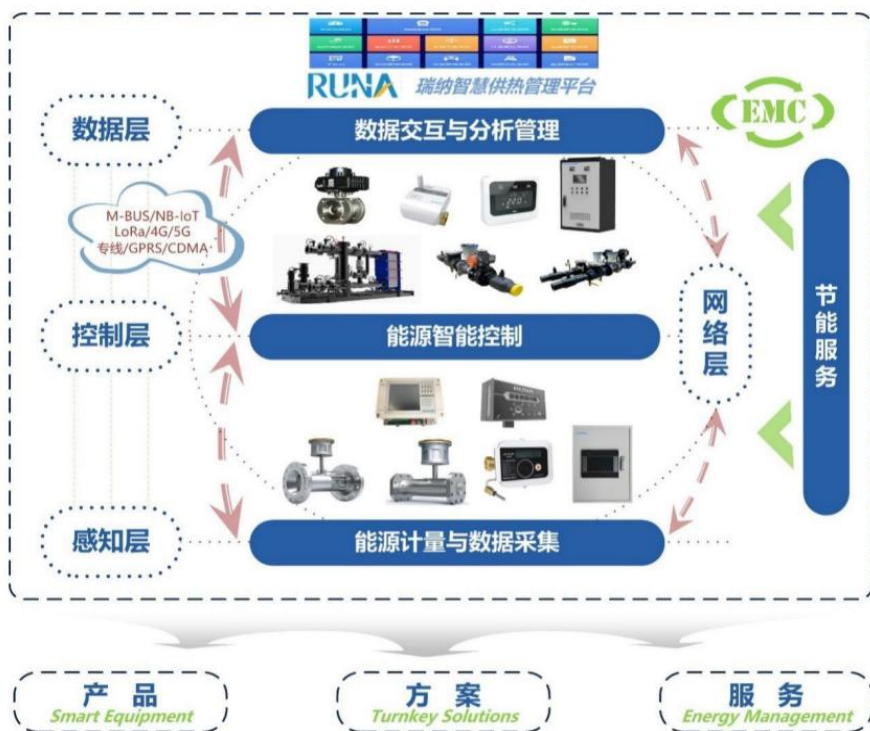
表 1：相关产业政策支持

日期	部门	政策	主要内容
2022 年 6 月	生态环境部 门等	《减污降碳协同增效实施方案》	重点削减散煤等非电用煤，严禁在国家政策允许的领域以外新（扩）建燃煤自备电厂；推动北方地区建筑节能绿色改造与清洁取暖同步实施，优先支持大气污染防治重点区域利用太阳能、地热、生物质能等可再生能源满足建筑供热、制冷及生活热水等用能需求；将清洁取暖财政政策支持范围扩大到整个北方地区，有序推进散煤替代和既有建筑节能改造工作。
2022 年 5 月	国务院	《城市燃气管道等老化更新改造实施方案（2022-2025 年）》	各地要根据本地实际，立足全面解决安全隐患、防范化解风险，坚持保障安全、满足需求，科学确定更新改造标准。城市燃气老化管道和设施更新改造所选用材料、规格、技术等应符合相关规范标准要求，注重立足当前兼顾长远。结合更新改造同步在燃气管道重要节点安装智能化感知设备，完善智能监控系统，实现智慧运行，完善消防设施设备，增强防范火灾等事故能力。城市供水、排水、供热等其他管道和设施老化更新改造标准，参照以上原则确定。
2022 年 2 月	发改委、国家能源局	《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》	推进供热计量改革和供热设施智能化建设，在保障能源安全的前提下有序推进能源绿色低碳转型，建立和完善能源绿色低碳转型相关技术标准及相应的碳排放量、碳减排量等核算标准等。
2022 年 1 月	国务院	《“十四五”节能减排综合工作方案》	到 2025 年，全国单位国内生产总值能源消耗比 2020 年下降 13.5%，能源消费总量得到合理控制，化学需氧量、氨氮、氮氧化物、挥发性有机物排放总量比 2020 年分别下降 8%、8%、10%以上、10%以上。节能减排政策机制更加健全，重点行业能源利用效率和主要污染物排放控制水平基本达到国际先进水平，经济社会发展绿色转型取得显著成效。
2021 年 1 月	国务院	《2030 年前碳达峰行动方案》	积极推进供热改造，推动煤电向基础保障性和系统调节性电源并重转型；实施城市节能降碳工程，开展建筑、交通、照明、供热等基础设施节能升级改造，推进先进绿色建筑技术示范应用，推动城市综合能效提升；加快推进居住建筑和公共建筑节能改造，持续推动老旧供热管网等市政基础设施节能降碳改造。提升城镇建筑和基础设施运行管理智能化水平，加快推广供热计量收费和合同能源管理，逐步开展公共建筑能耗限额管理。到 2025 年，城镇新建建筑全面执行绿色建筑标准。

资料来源：政府官网，西南证券整理

打造“产品+方案+服务”为一体的智慧供热整体解决方案。1) **产品应用端：**覆盖从供热一次管网，到热力站、楼栋单元，再到终端客户的供热核心环节。同时，结合大数据、云计算、物联网等技术，构建瑞纳智慧供热管理平台，形成软硬结合的产品布局。2) **解决方案端：**从客户需求出发，构建管网安全监测、热力站智能控制、二网智能平衡、计量管控、室温监测等涵盖源、网、站、楼、户的智慧供热整体解决方案。根据实践证明，公司城市智能低碳整体解决方案可降低热耗和碳排放 10%-30%，降低电耗 30%-50%，节能效益凸显，加速产业升级。3) **节能服务端：**为客户提供合同能源管理、供热节能运营等供热节能服务。

图 3：公司主营业务情况



资料来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 2：公司产品矩阵

产品及服务	具体种类	具体产品及服务
供热节能产品	能源计量与数据采集设备	超声波热量表、智能物联数据终端等
	能源智能控制设备	模块化换热机组、智能控制柜、智能平衡阀、智能温控产品等
	数据交互与分析管理系统	瑞纳智慧供热管理平台
供热节能方案	管网安全监测方案	通过在管网主管道和分支管道关键位置安装超声波热量表、传感器、电动阀门以及检查井安全监测设备，利用物联网和软件平台实现远程控制，对热力管网的安全监测进行升级，提升管网安全性
	热力站智能控制方案	通过安装智能模块化换热机组，采集站内的水、电、热等能源消耗数据，以及设备运行数据与环境安全数据，对居民小区或公建的用热状态实时监测、按需调节，精准快速的完成供热管理平台的指令
	二网智能平衡方案	总体上由架设于软件平台上的二网动态平衡系统、安装于楼栋单元热力入口处的智能水力平衡装置、安装于用户室内的室温采集器和负责上下位数据传输的网络设备组成，可以实现居民小区管网二次侧水力平衡的自动化调节，释放现场调节所需的人力、提高运行管理效率与服务水平。
	计量管控方案	通过为热用户安装楼栋、户用超声波热量表、智能温控产品、智能物联数据终端等设备，并搭载计量管控系统等软件平台，可实现热用户用热的精确计量、室温可调可控、欠费自动关阀以及在线充值自动开阀等功能
	室温监测方案	通过对室温监测系统和室温采集器、智能物联数据终端等设备的部署，可实现对用户室温的远程实时监测

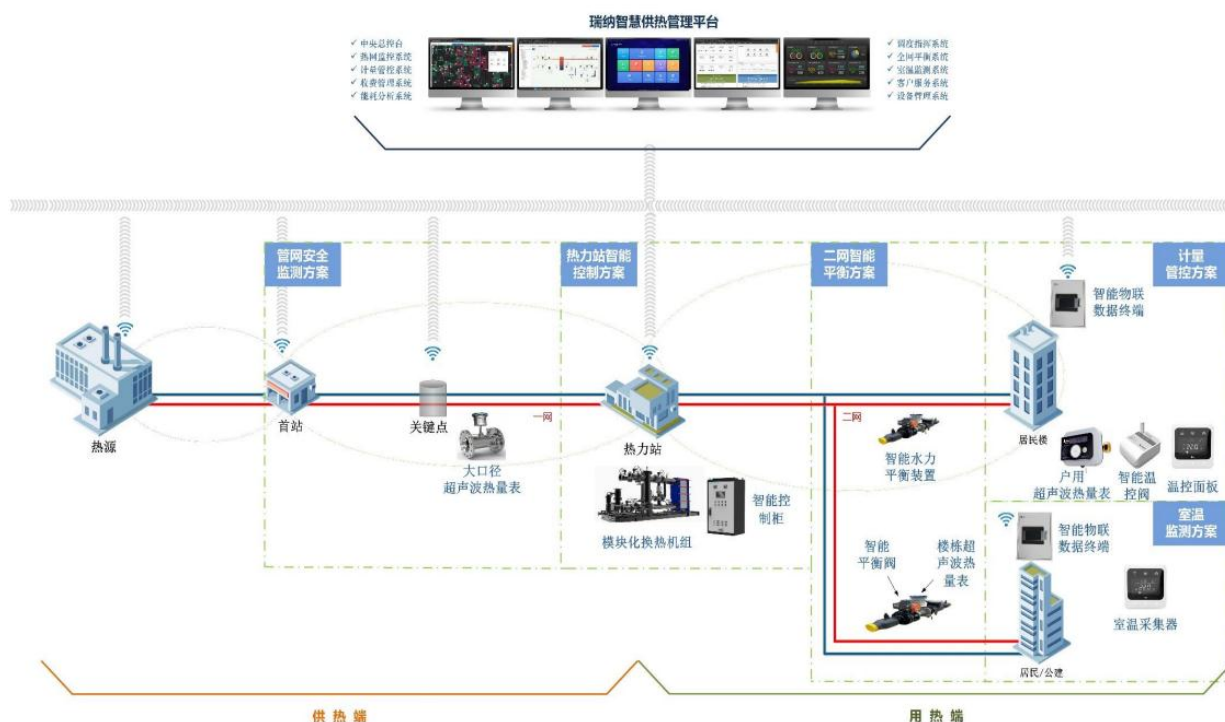
产品及服务	具体种类	具体产品及服务
供热节能服务	合同能源管理	通过自主投入节能产品和方案设计向供热企业提供供热节能服务，双方在项目合同期内分享节能效益
	供热节能运营	公司基于智慧供热的管理手段和技术，通过为客户提供人员、技术、产品和配套监控平台，负责托管区域内的供热运营维护，并实现能耗的精细化管理

资料来源：公司招股说明书，西南证券整理

硬件产品性能突出，营收高速增长。公司硬件产品全线自研，性能突出。其中，1) 超声波热量表已取得欧盟 MID 认证，具备国际一流冷/热计量水平，量程比达到《热量表》国标 GB/T 32224 最大等级，同时，公司采用自主发明专利 MBUS 总线供电技术，大幅降低电池更换成本，并提供多种供电方式，延长产品使用寿命。2) 模块化换热机组采用先进的工艺算法进行设计，在传统机组基础上进行多维度升级，传热效率大幅提升。此外，智能化系统设计大幅降低能耗，降低设计难度，实施速度有效提高，建设周期缩短。报告期内，以上两种产品业绩亮眼，超声波热量表实现营收 1631.4 万元，同比增长 22.6%，智能模块化换热机组实现营收 3775.2 万元，同比增长 517.6%。

智慧供热软件管理平台实现数智化发展，与硬件产品相辅相成。公司提供轻量级 API 接口，将所有供热子系统接入平台，形成海量数据积累、数据互联。同时，数据的交换使得现有系统具备 AI 分析能力，通过 AI 算法赋能，系统能够高效地处理计算资源需求较大的任务，效率显著提升。通过数据和模型的持续迭代，硬件产品的研发经验不断积累，加速升级迭代，进而反哺平台算法，软硬产品相辅相成，共同推动供热行业的转型升级。

图 4：公司软硬产品在供热过程中的应用场景



资料来源：公司招股说明书，西南证券整理

合同管理服务开创新商业模式，智能供热解决方案经济效益显著。近年来，公司与枣庄市热力总公司签订合同，由公司自主投入节能产品和方案设计、与供热企业共享项目节能收益。在该模式下，供热企业无需提前出资，风险小，同时能够达到节约能耗、降低成本的效果；公司持续获得分享收益，实现可持续增长。截至 2021 年末，公司分享收入已达 5404.0 万元，经济效益显著。

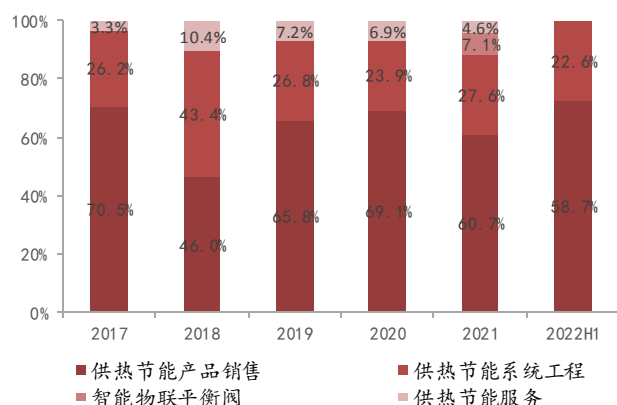
表 3：枣庄供热系统节能改造项目实际收益统计

各收益情况（万元）	2018	2019	2020	2021	合计
项目节能总收益	1544.93	1830.13	2005.29	2167.15	7547.50
公司分享收益	1235.94	1464.10	1403.70	1300.29	5404.03
枣庄市热力总公司分享收益	308.99	366.03	601.59	866.86	2143.47

数据来源：公司公告，西南证券整理

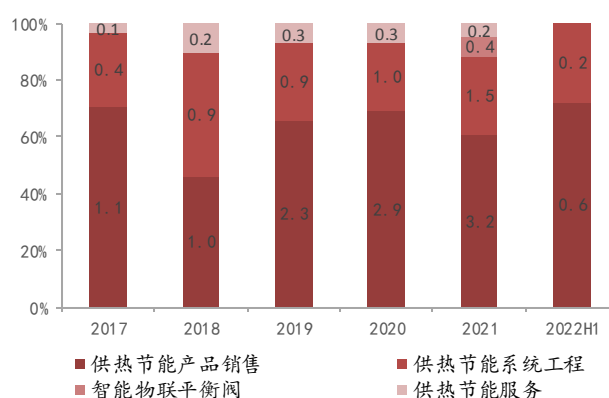
分产品来看，1) 供热节能产品为公司营收主要来源，贡献占比保持在 50%以上。2017-2021 年保持快速增长，CAGR 为 29.9%。2022H1，实现营收 0.6 亿元，同比增长 121.5%，高速增长势头延续。其中，智能模块化换热机组实现爆发式增长，营收增速达 517.6%，超声波热量表实现快速增长，营收增速达 22.6%。2) 供热节能系统工程维持稳增，2017-2021 年 CAGR 为 36.7%，2022H1 实现营收 0.2 亿元，同比增长 14.5%。

图 5：公司 2017-2022H1 分产品收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

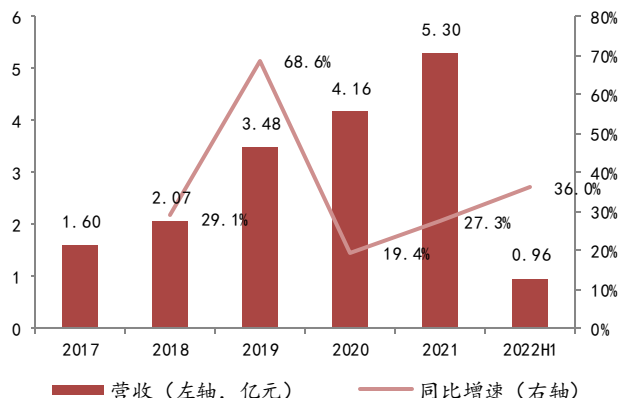
图 6：公司 2017-2022H1 产品收入情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

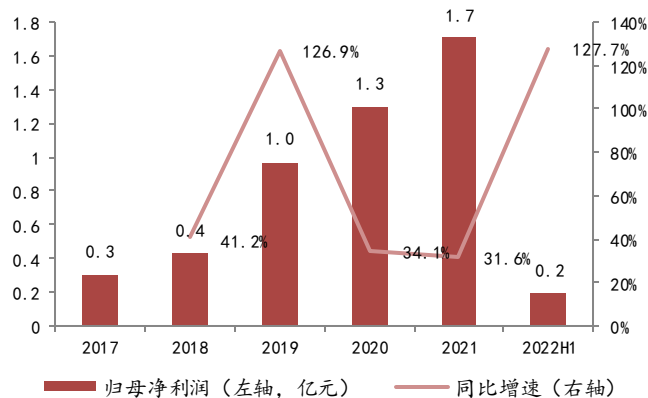
总体来看，公司业绩保持高速增长。2017-2021 年，公司营收与归母净利润均呈高速增长态势，CAGR 分别为 34.9%、54.2%。2022H1，公司实现营业收入 11.6 亿元，同比增长 94.6%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长 173.3%，主要系公司毛利率较高的超声波热量表、智能模块化换热机组销售大幅增加以及获得政府补贴所致。

图 7：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

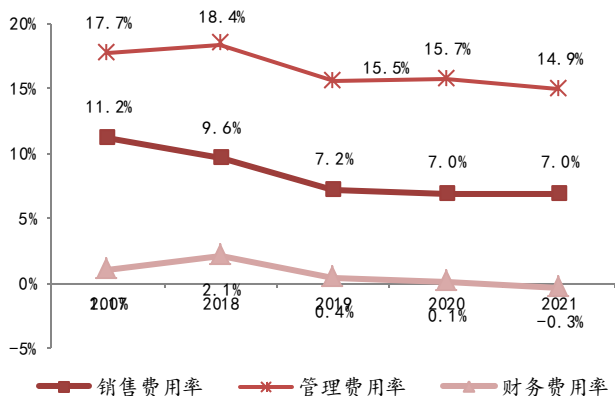
图 8：公司 2017-2022H1 归母净利润及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

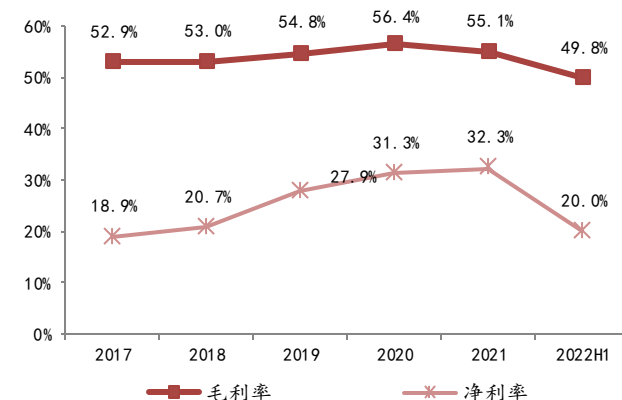
从费用率和利润率来看，1) 费用率端：2017-2021 年，公司费用率整体呈下降趋势，内部管理效率提升。2022H1，公司员工人数扩张，职工薪酬上涨，叠加咨询服务费用等增加，管理费用率同比提升 2.66pp 至 14.9%。销售费用率、财务费用率分别为 7.0% (-1.47pp)、-0.3% (+0.13pp)，基本保持稳定；2) 利润率端，2017-2021 年，公司供热节能产品保持量价齐升态势，规模效应逐渐显现，利润率稳步提升。2022H1，在管理费用增加的影响下，毛利率端短暂承压，同比下降 7.46pp 至 49.8%；净利率为 20.0%，同比提升 8.07pp。

图 9：公司 2017-2022H1 费用率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

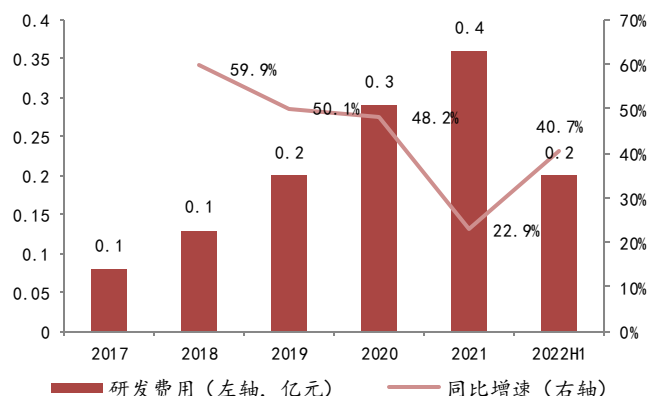
图 10：公司 2017-2022H1 毛利率、净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

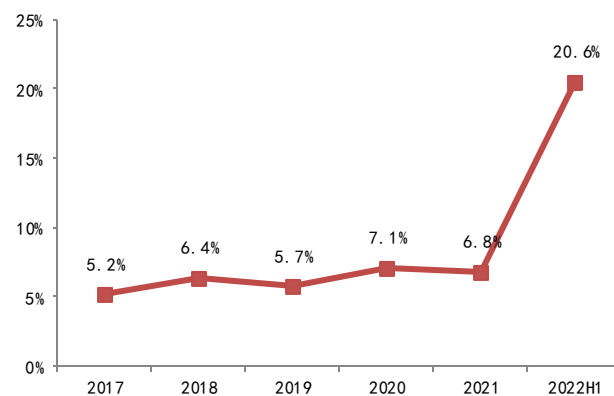
持续加大研发投入，加强核心技术人员储备。公司高度重视自主研发，成立供热系统节能、冷热计量、智慧软件三大研发中心，在全网热平衡、供热控制与调节、物联智能、AI 算法等领域享有多项自主研发核心技术。2022H1，公司投入研发费用 0.2 亿元，同比增长 40.7%，研发费用率达 20.6%，为后续持续技术创新，保持市场竞争力提供有力支撑。截至报告期末，公司已经取得专利 212 项，其中发明专利 28 项、实用新型专利 148 项、外观设计专利 36 项。此外，公司加强技术人员储备，技术团队主编或参编了多项国家、行业及地方标准，承担国家住建部热计量与节能系统重点科研计划项目。

图 11：公司 2017-2022H1 研发费用及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司 2017-2022H1 研发费用率情况



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：

1) **供热节能产品销售与供热节能系统工程**：随着“双碳”战略推进，老旧小区改造持续，行业需求将不断增加。公司供热节能产品性能领先，智慧供热软件平台技术领先，有望充分受益于行业景气度上行趋势，预计 2022-2024 年，供热节能产品销量增速分别为 30%、25%、20%，单价增速分别为 8%、4%、4%；供热节能系统工程营收增速分别为 25%、23%、20%。

2) **供热节能服务**：随着合同管理服务稳步推进，节能效益逐渐显现，未来合作项目有望增加，预计 2022-2024 年营收增速分别为 15%、13%、13%。

3) 伴随公司产品结构优化，毛利率稳步提升；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 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
供热节能产品销售	收入	359.2	502.8	678.8	882.4
	增速	24.9%	40.0%	35.0%	30.0%
	毛利率	57.9%	64.5%	64.6%	64.9%
供热节能系统工程	收入	146.3	182.9	224.9	269.9
	增速	47.1%	25.0%	23.0%	20.0%
	毛利率	48.6%	51.5%	51.9%	52.7%
供热节能服务	收入	24.1	27.8	31.4	35.4
	增速	-16.3%	15.0%	13.0%	13.0%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
	毛利率	53.0%	55.8%	56.2%	57.0%
合计	收入	529.6	713.4	935.1	1187.8
	增速	27.3%	34.7%	31.1%	27.0%
	毛利率	55.1%	60.8%	61.3%	61.9%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 713.4 百万元(+34.7%)、935.1 百万元(+31.1%)和 1187.8 百万元 (+27.0%)，归母净利润分别为 212.4 百万元 (+24.0%)、282.4 百万元 (+33.0%)、374.6 百万元 (+32.6%)，EPS 分别为 2.73 元、3.63 元、4.82 元，对应动态 PE 分别为 22 倍、17 倍、13 倍。

2.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取朗新科技、和达科技作为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
300682.SZ	朗新科技	27.82	291.8	0.81	1.02	1.33	1.71	46	27	21	16
688296.SH	和达科技	23.50	25.2	0.93	1.29	1.83	2.55	54	18	13	9
平均值								50	23	17	13
301129.SZ	瑞纳智能	58.72	43.7	2.23	2.73	3.63	4.82	27	22	17	13

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，2023 年行业平均 PE 为 17 倍，公司 PE 与行业平均持平。考虑到公司硬件产品性能领先，销量保持高速增长；同时，软件平台赋能，研发投入持续增加，核心技术能力增强，有望充分受益于“双碳”政策驱动下行业景气度上升，盈利能力向上值得期待。故给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应目标价 72.60 元，首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

项目交付不及预期、存货周转风险、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	529.58	713.44	935.09	1187.79	净利润	171.26	212.42	282.44	374.62
营业成本	237.94	279.63	362.25	452.92	折旧与摊销	9.02	8.76	8.76	8.76
营业税金及附加	4.49	7.04	8.58	11.31	财务费用	-1.80	-1.78	-2.05	-2.53
销售费用	33.79	42.81	56.11	65.33	资产减值损失	-3.75	0.00	0.00	0.00
管理费用	42.92	139.12	182.34	225.68	经营营运资本变动	-180.03	-120.37	-115.59	-142.08
财务费用	-1.80	-1.78	-2.05	-2.53	其他	88.64	-0.15	1.85	-0.90
资产减值损失	-3.75	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	83.35	98.88	175.41	237.87
投资收益	0.07	0.00	0.00	0.00	资本支出	-7.16	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.44	0.00	0.00	0.00	其他	-484.28	7.48	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	-491.44	7.48	0.00	0.00
营业利润	172.95	246.62	327.86	435.08	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	26.63	-0.29	-0.28	-0.27	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	199.58	246.33	327.58	434.81	股权融资	920.72	0.00	0.00	0.00
所得税	28.32	33.91	45.14	60.20	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	171.26	212.42	282.44	374.62	其他	-1.08	-4.75	2.05	2.53
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	919.64	-4.75	2.05	2.53
归属母公司股东净利润	171.26	212.42	282.44	374.62	现金流量净额	511.55	101.61	177.46	240.40
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	697.11	798.72	976.18	1216.58	成长能力				
应收和预付款项	306.76	384.17	508.36	650.75	销售收入增长率	27.31%	34.72%	31.07%	27.02%
存货	115.29	135.70	173.99	218.94	营业利润增长率	17.61%	42.59%	32.94%	32.70%
其他流动资产	498.41	511.13	553.91	602.68	净利润增长率	31.55%	24.03%	32.97%	32.64%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	15.34%	40.75%	31.93%	31.90%
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	66.70	59.00	51.31	43.61	毛利率	55.07%	60.81%	61.26%	61.87%
无形资产和开发支出	7.33	6.29	5.25	4.22	三费率	14.14%	25.25%	25.28%	24.29%
其他非流动资产	102.73	102.71	102.68	102.66	净利率	32.34%	29.77%	30.20%	31.54%
资产总计	1794.33	1997.73	2371.68	2839.43	ROE	11.50%	12.51%	14.27%	15.91%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.54%	10.63%	11.91%	13.19%
应付和预收款项	230.28	269.48	355.66	443.29	ROIC	54.66%	49.20%	50.36%	53.15%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.02%	35.55%	35.78%	37.15%
其他负债	74.38	30.79	36.12	41.62	营运能力				
负债合计	304.66	300.27	391.78	484.91	总资产周转率	0.44	0.38	0.43	0.46
股本	73.66	74.39	74.39	74.39	固定资产周转率	9.02	13.67	21.02	32.28
资本公积	965.17	964.44	964.44	964.44	应收账款周转率	2.17	2.16	2.20	2.15
留存收益	450.22	662.63	945.07	1319.69	存货周转率	2.62	2.22	2.32	2.29
归属母公司股东权益	1489.67	1697.46	1979.90	2354.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.68%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1489.67	1697.46	1979.90	2354.52	资产负债率	16.98%	15.03%	16.52%	17.08%
负债和股东权益合计	1794.33	1997.73	2371.68	2839.43	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.34	6.13	5.67	5.56
					速动比率	4.96	5.67	5.22	5.11
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	180.17	250.57	330.50	436.06	每股收益	2.23	2.73	3.63	4.82
PE	27.37	22.35	16.81	12.67	每股净资产	19.38	22.05	25.68	30.50
PB	3.15	2.77	2.38	2.00	每股经营现金	1.08	1.27	2.24	3.04
PS	8.85	6.57	5.01	3.95	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	18.44	13.63	9.81	6.89					
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.cn
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