

线缆检测龙头，长期增长动力充足

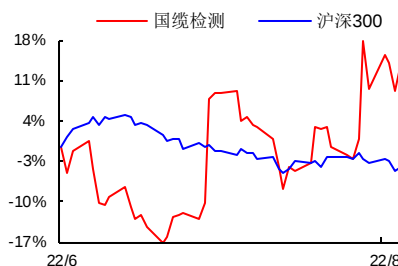
投资要点

- **事件：**公司公布 2022 半年报，2022H1 实现营收 0.86 亿元，同比减少 17.11%；归母净利润 0.26 亿元，同比减少 24.71%；扣非净利润 0.25 亿元，同比减少 23.50%；Q2 单季度看，实现营收 0.34 亿元，同比减少 30.58%，环比减少 36.24%；归母净利润 0.09 亿元，同比减少 38.37%，环比减少 46.77%；扣非净利润 0.09 亿元，同比减少 36.45%，环比减少 48.21%，上半年业绩符合招股书披露业绩预测，相比 Q1 公司 Q2 单季度受疫情影响业绩承压明显。
- **检验检测服务受疫情影响拖累整体营收下滑，公司综合毛利率仍保持高位。**检验检测是公司第一大主营业务，2022H1 营收为 0.7 亿元，营收占比为 84.1%，受疫情影响，同比下降 21.3%，导致公司整体业绩下滑。2022H1，公司综合毛利率为 61.8%，同比增加 0.82 个百分点；净利率为 29.76%，同比下降 3.0 个百分点。综合毛利率提升主要系高附加值的中高压线缆检测业务占比和毛利双提升，占比由 49.2%提升至 55.3%，毛利率由 59.4%提升至 64.9%，业务结构持续优化；单 2022Q2，公司综合毛利率为 58.6%，同比下降 6.9 个百分点，环比下降 5.3 个百分点，净利率为 26.6%，同比下降 3.4 个百分点，环比下降 5.3 个百分点，主要系 2021 年低压线缆检测业务下游行业结构变化导致毛利率同比减少 14.2 个百分点；公司净利率短期承压，但仍保持较高位。
- **受业务扩张和疫情影响，公司期间费用率微升，伴随管理效能提升，未来有望呈现下降趋势。**2022H1 期间费用率为 23.5%，同比增加 1.2 个百分点；细分类看，销售、管理、研发费用率分别为 2.7%、10.6%和 8.2%，分别同比增加 0.3、3.1 和 0.6 个百分点；财务费用率不足 0.1%，同比下降 1.9 个百分点，财务费用下降主要系报告期内公司存款利息收入增加。未来公司规模效益显现、管理效能提升，期间费用率有望下降。
- **下半年电力线缆检测需求旺盛，公司技术实力突出，业务订单充足，有望实现业绩高增长。**2022 年 3-5 月，公司所处上海地区爆发大规模奥密克戎疫情，由于物流不畅，检验检测业务样品接收和报告发送、计量业务人员上门服务等环节受限，因此收入和利润同比下降。但疫情期间公司参与招投标等工作持续开展，共参与各类投标 11 次，中标金额超 800 万元，且成功与部分重要终端用户签署年度框架性服务合同，为复工复产积累了充足的业务订单。另一方面，公司新能源及高端装备电缆检测等技术国内外行业领先，如全球首家 550kV 海底电缆的全套检测设施等技术，随着疫情形势好转，将充分受益于下游风电、光伏等新能源电力及配套产业的快速发展，业绩有望实现高增长。
- **完善硬件设备、重视科研创新，响应市场需求、多区域布局，公司后续增长动力充足。**1) 扩充试验能力：2022H1 公司新购置检测设备 40 余台(套)，增强 220kV 高压电缆预鉴定、光纤复合缆及电梯电缆的垂直曲挠等试验能力，积极响应市场需求，填补交流电阻测试能力空缺，综合实力不断提升。2) 重视科研创新：针对高压电力电缆专项试验需求，积极开发相关技术；2022H1 5 个科研项目，研发与技术人员超 70%，优势明显。3) 客户资源稳定且行业覆盖广：中天科技、远东智慧能源、宝胜股份等国内知名线缆生产方和电力工程建设、轨

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：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.60
流通 A 股(亿股)	0.15
52 周内股价区间(元)	40.49-57.53
总市值(亿元)	32.64
总资产(亿元)	6.13
每股净资产(元)	8.76

相关研究

交、航空航天等线缆使用方，均是公司客户，同时公司也为地方监管部门开展第三方质量检测评价服务；客户涵盖新能源产业、智能电网、轨交、大型飞机、航空航天、5G 通信、工业互联网等众多国家战略性新兴产业。4) 多区域布局：设立国缆广东，扩大服务半径，增强海风、通信、工业互联网等行业发达的地缘优势。

- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.89、1.23、1.69 亿元，未来三年归母净利润复合增长率 32%，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**公信力和品牌受不利事件影响的风险、政策和行业标准变动风险、主营业务单一的风险、骨干员工流失的风险、疫情反复风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	218.55	259.46	351.47	465.32
增长率	22.69%	18.72%	35.46%	32.39%
归属母公司净利润（百万元）	73.21	88.72	122.82	169.39
增长率	31.50%	21.18%	38.44%	37.91%
每股收益 EPS（元）	1.22	1.48	2.05	2.82
净资产收益率 ROE	18.57%	18.94%	21.42%	23.58%
PE	45	37	27	19
PB	8.28	6.97	5.69	4.54

数据来源：Wind，西南证券



目 录

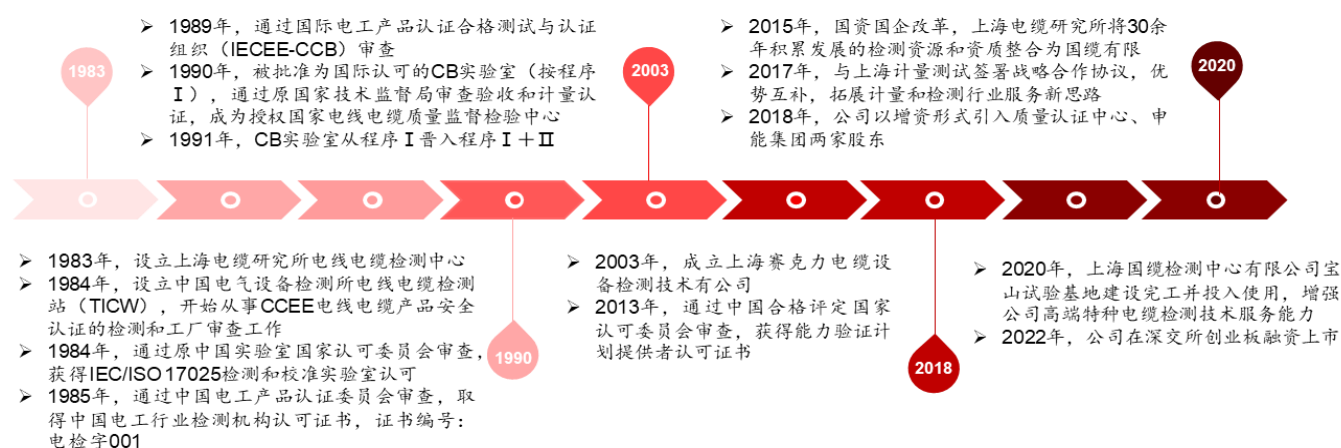
1 光电线缆检测领航者，综合实力雄厚	1
1.1 深耕检测行业近 40 年，成就光电线缆检测领航者	1
1.2 业绩符合预期，公司盈利能力强	3
1.3 上海国资委控股，管理层行业经验丰富	4
2 盈利预测与估值	5
2.1 盈利预测	5
2.2 相对估值	6
3 风险提示	7

1 光电线缆检测领航者，综合实力雄厚

1.1 深耕检测行业近 40 年，成就光电线缆检测领航者

深耕检测行业近 40 年，成就第三方线缆检测领军企业。国缆检测成立于 2003 年，是国内领先的电线电缆第三方检验检测服务机构；前身为设立于 1983 年的上海电缆研究所检测中心，成立初期主要从事电线电缆产品安全认证的检测和工厂审查工作，此后多次获得行业首张证书认可：1984 年获 IEC/ISO 17025 检测和校准实验室认可、1985 年获国内首张中国电工行业检测机构认可、1990 年成为国内首家国家电线电缆质量检验检测中心等，综合实力不断强化。2015 年，上海电缆研究所通过国资国企改革将 30 余年积累发展的检测资源和资质整合为国缆有限，综合实力提升；2017 年，与上海计量测试签署战略合作协议，优势互补，拓展计量和检测行业服务新思路；2020 年，宝山基地建设完工并投入使用，深化公司高端特种电缆检测服务；2022 年，公司融资上市，开启 IPO 募投项目建设，助力公司稳步向前。

图 1：深耕检测行业近 40 年，成就光电线缆检测领军企业



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

公司主营业务可分为检验检测、专业技术和计量服务三大业务板块；下游应用广泛，涵盖输配电、传统和新能源发电、石油化工、建筑、交通运输、航空、军品等众多行业。细分来看：1）检验检测服务：根据工业产品分类、标准体系以及用户需求，该业务可细分为中高压线缆、低压线缆、通信电缆及光缆和电工材料及电器附件检测、能力验证五大业务，是公司的经营核心所在，具备技术和经验优势。2）专业技术服务：包括专业培训、检查监造、标准制定、工厂审查、应用评估等，公司是国内最早一批开展电线电缆检验员培训的机构之一，技术力量雄厚。3）计量业务：该业务主要为客户提供电线电缆测试设备的校准服务；专业及计量服务目前占比较小。

表 1：公司主营业务可分为检验检测、专业技术和计量服务三大业务板块

板块	检测对象	测试性能	行业/客户
检验检测	中高压线缆	电气、非电气、机械物理等性能	特殊行业、航空航天、汽车、轨交、船舶工业、电子电器、通信、物联网等
	低压线缆		
	通信电缆及光缆		
	电工材料及电器附件	物理化学、电气、机械力学、燃烧等性能	汽车、轨道交通、电子电器、船舶等
	能力验证	按照预先制订的准则，通过实验室间比对，评价评定机构的检测能力 各类型的检验检测机构：线缆生产企业实验室、线缆用户实验室、第三方检测机构、科研院所、海关技术中心等	
专业技术	提供专业培训、检查监造、标准制定、工厂审查、应用评估、工程服务等专业技术服务 覆盖 500kV 及以下高压及超高压电缆、海底电缆、直流电缆、电缆附件以及特高压架空输电线等		线缆生产企业
计量服务	对橡皮和塑料绝缘电线电缆测试设备、绕组线测试设备、高压及超高压电缆测试设备进行校准和检测	局部放电测试校准、分压比较准、电压校准等	线缆生产企业、检测机构

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

1) 检验检测服务受疫情影响拖累整体营收下滑，但毛利率仍保持高位，占比约 85%。

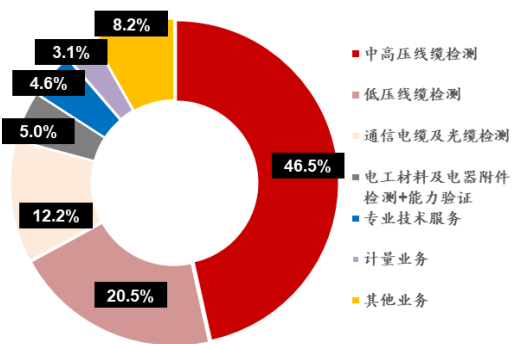
检验检测是公司第一大主营业务，2021 年该业务营收 2.0 亿元，收入占比 91.5%，毛利率为 62.6%；2022H1 营收为 0.7 亿元，受疫情影响，同比下降 21.3%，营收占比为 84.1%，毛利率为 58.5%；自 5 月下旬复工后，公司采取多项措施，努力完成在手订单，尽量降低疫情对经营业绩的影响，细分来看：

- ① **中高压线缆检测占比最大，毛利率高。**2022H1 实现营收 4.0 亿元，同比减少 18.6%，占总营收比例为 46.5%，毛利率为 64.6%，同比提升 4.1 个百分点；主要系募投项目“超高压大容量试验及安全评估能力建设项目”的陆续投产；随着公司高压及超高压电力电缆试验大厅、超高压架空输电线实验室逐步投用，试验能力进一步释放，中高压线缆检测业务毛利率水平可能继续提升。
- ② **低压线缆检测下游行业广泛，毛利率波动大。**2022H1 实现营收 1.8 亿元，同比减少 35.3%，占总营收比例为 20.5%，毛利率为 52.0%，同比下降 14.2 个百分点。2020 年及 2021 年公司低压线缆检测业务毛利率较高，主要原因为以航空线缆为代表的中高端装备用线缆检测业务占比提升。
- ③ **通信电缆及光缆营收实现较高增长，毛利率相对稳定。**2022H1 实现营收 1.0 亿元，同比增长 20.7%，占总营收比例为 12.2%，毛利率为 52.7%，同比提升 0.5 个百分点。公司的光电复合缆检测技术覆盖了绝大多数国际国内标准以及常用国际区域性标准，服务对象覆盖六十多个国家和地区，业绩增长稳定。

2) **专家技术服务收入占比小，专业性强，毛利率高。**2021 年营收 0.05 亿元，占总营收比例为 4.6%，毛利率为 65.6%；2022H1 营收 0.78 亿元，同比上升 52.2%，占总营收比例为 4.6%，公司为国内最早一批开展电线电缆检验员培训的机构之一，该业务在疫情期间仍然实现大幅提升。

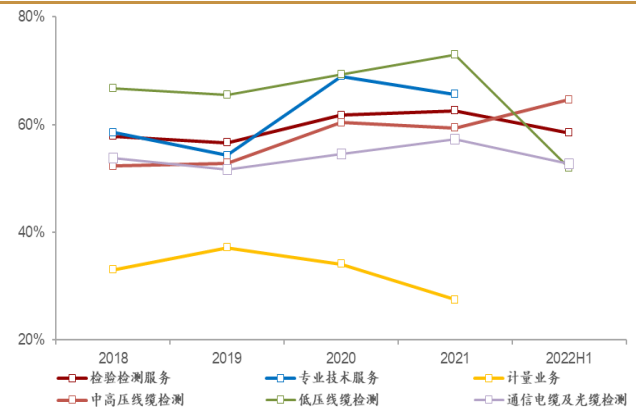
3) 计量服务受疫情影响较大，营收有所下滑。2021 年营收 0.07 亿元，占总营收比例为 3.1%，毛利率为 27.5%，毛利率相比其他业务较低；2022H1 实现营收 0.03 亿元，同比减少 35.2%，占总营收比例为 3.4%。2022H1 受上海疫情影响，公司人员通过前往客户现场开展检测设备计量服务受阻，因此该项业务收入有所下滑。

图 2：2022H1，检验检测服务合计占比超 84%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：中高压线缆检测毛利率最高，且整体呈现上升趋势

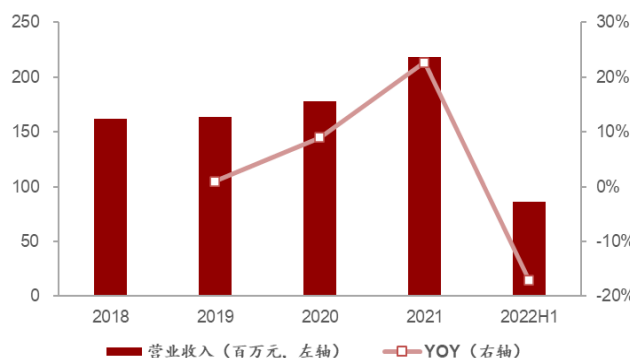


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 业绩符合预期，公司盈利能力强

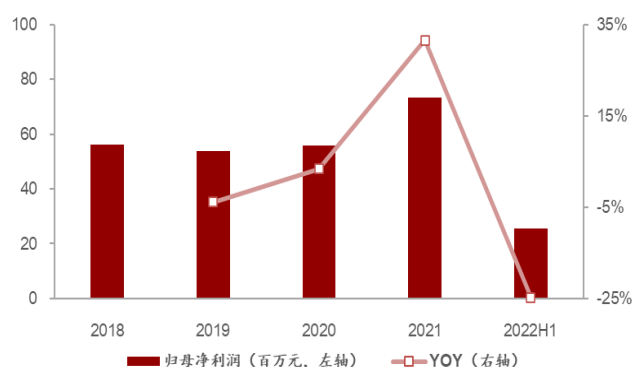
受疫情影响公司营收减少，业务订单充足，后续增长动力充足。2018-2021 年营收由 1.6 亿元提升至 2.2 亿元，CAGR 为 10.5%，2018-2021 年归母净利率由 0.6 亿元提升至 0.7 亿元，CAGR 为 23.9%。2022H1 实现营收 0.86 亿元，同比减少 17.11%；归母净利润 0.26 亿元，同比减少 24.71%；主要系 2022 年 3-5 月，公司所处上海地区爆发大规模奥密戎疫情，疫情防控形势较为严峻，由于物流不畅，公司的检验检测业务样品接收和报告发送、计量业务的人员上门服务等环节受限，因此收入和利润同比下降。但疫情期间公司参与招投标、签署订单的工作持续开展，共参与各类投标 11 次，中标项目金额超过 800 万元，为复工后积累了充足的业务订单，随着疫情形势好转，下半年公司业绩有望实现恢复。

图 4：2022H1 实现营收 0.86 亿元



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：2022H1 实现归母净利润 0.26 亿元

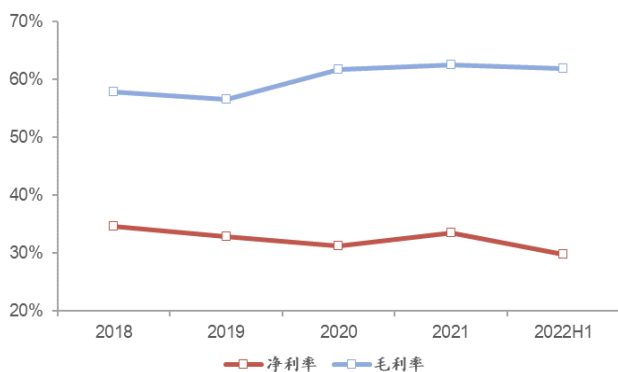


数据来源：Wind，西南证券整理

毛利率提升、净利率微降，盈利水平维持高位。2022H1，公司综合毛利率为 61.8%，同比增加 0.82 个百分点；净利率为 29.76%，同比下降 3.0 个百分点。公司综合毛利率提升主要系公司高附加值的中高压线缆检测业务拓展，占比由 49.2% 提升至 55.3%，毛利率由 59.4% 提升至 64.9%，业务结构持续优化；单 2022Q2，公司综合毛利率为 58.6%，同比下降 6.9 个百分点，环比下降 5.3 个百分点，净利率为 26.6%，同比下降 3.4 个百分点，环比下降 5.3 个百分点。Q2 受疫情影响，公司毛利率、净利率短期承压，但仍保持较高位。

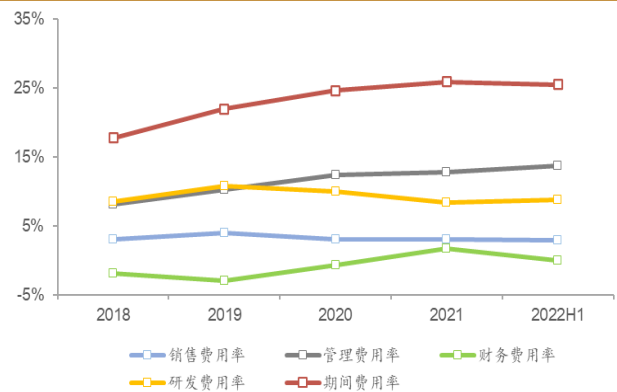
受募投扩张+疫情影响，公司期间费用率微升。2021 年，公司期间费用率为 25.53%，同比增加 2.0 个百分点；2022H1 期间费用率为 23.5%，同比增加 1.2 个百分点；细分来看，销售、管理、研发费用率分别为 2.7%、10.6% 和 8.2%，分别同比增加 0.3、3.1 和 0.6 个百分点；财务费用率不足 0.1%，同比下降 1.9 个百分点，财务费用下降主要系报告期内公司存款类项目所产生的利息收入增加所致。未来公司规模效益显现、管理效能提升，期间费用率有望下降。

图 6：公司毛利率整体提升、净利率水平略有下滑



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司期间费用率逐年增加



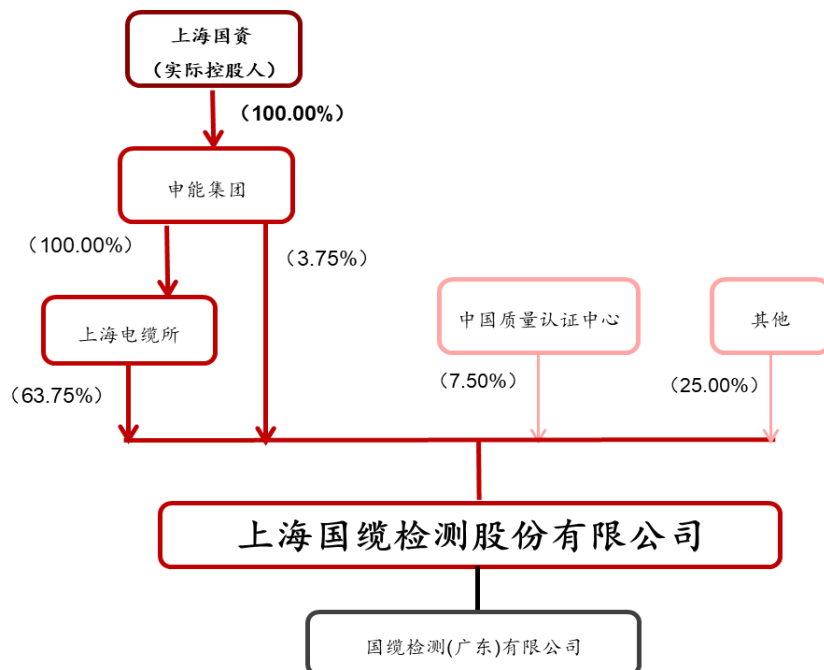
数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 上海国资委控股，管理层行业经验丰富

上海国资委控股，股权结构稳定集中。目前，国缆检测的最大股东为上海电缆研究所，持股 63.75%，其实际控制人为上海市国资委，上海国资委通过申能集团和上海电缆研究所共合计持股 67.50%；公司第二大股东为中质量认证中心，持股 7.50%。国缆检测背靠上海市国资委，控股股东资金实力雄厚，国企背景利于公司稳固发展；另外上海电缆研究所是国内唯一的集电线电缆研究开发、工程设计、测试检验、信息服务于一体的研究机构，申能集团是上海唯一涵盖电力、油气、金融、战略新兴等板块的国有独资综合性能源企业集团，两者将持续在科研资源、业务拓展方面给予公司有力支持。

管理层行业经验丰富，研发技术底蕴深厚。董事长周赤忠、总经理黄国飞等管理层拥有超 20 年以上丰富行业工作经验和管理经验；首席技术专家毛庆传曾两次荣获国家科学技术进步奖，多次承担国家重大科技专项项目，技术底蕴深厚；高级管理人员、核心技术人员在多个行业协会、技术委员会担任委员、注册专家等职务，行业经验丰富；管理及技术人员多数出身于上海电缆所，拥有长期与主营业务相关的工作背景。截至 2022 年 6 月 30 日，公司的员工总数为 193 人，其中研发与技术人员超过 70%，研发人员占比高，利于助推公司稳步发展。

图 8：公司实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会，持股 67.5%



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：公司深耕电线电缆及光纤光缆的检验检测业务，风电、太阳能等新能源电缆检测技术实力突出，电线电缆有望充分受益于下游风电、光伏到 2030 年装机总量 12 亿千瓦规划，需求旺盛。预计 2022-2024 年公司中高压线缆检测和低压线缆检测订单增速分别为 24%、40%、35%和 10%、40%、35%。

假设 2：十四五期间，5G 通信、工业互联网等战略新兴产业发展所配套的电线电缆及光纤光缆需求旺盛，将进一步推动公司订单提升。预计 2022-2024 年公司通信电缆及光缆检测订单增速分别为 25%、20%、20%。

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
检验检测服务	收入	199.93	237.27	324.14	431.11
	增速	21.42%	18.68%	36.61%	33.00%
	毛利率	62.58%	63.21%	63.38%	63.95%
专业技术服务	收入	4.84	6.77	8.47	10.59
	增速	44.28%	40.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	65.64%	66.00%	67.00%	68.00%
计量服务	收入	7.46	7.83	9.00	10.81
	增速	15.90%	5.00%	15.00%	20.00%
	毛利率	27.48%	28.00%	29.00%	29.00%
其他业务	收入	6.32	7.59	9.86	12.82
	增速	71.63%	20.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	——	98.00%	99.00%	99.00%
合计	收入	218.55	259.46	351.47	465.32
	增速	22.69%	18.72%	35.46%	32.39%
	毛利率	62.53%	63.23%	63.58%	64.20%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取与公司同属于检验检测行业的华测检测、谱尼测试和苏试试验 3 家公司作为可比公司，3 家可比公司 2022-2024 年平均 PE 分别为 38、29、22 倍。公司是行业领先的全产业链布局国有大型综合检测服务提供商，计量、电磁兼容检测和可靠性与环境试验等传统业务优势明显，食品检测、环保检测等新业务拓展顺利，增长动能充沛。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.89、1.23、1.69 亿元，未来三年归母净利润复合增长率 32%，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值（截至 2022 年 8 月 26 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300012.SZ	华测检测	21.04	0.45	0.55	0.69	0.85	47.17	37.49	30.12	24.28
300887.SZ	谱尼测试	40.14	1.61	1.08	1.44	1.88	24.97	37.24	27.96	21.35
300416.SZ	苏试试验	27.84	0.72	0.73	0.98	1.30	38.64	38.09	28.27	21.47
可比公司平均值							36.93	37.61	28.78	22.37

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

1) 公信力和品牌受不利事件影响的风险。公信力和品牌是第三方计量检测服务机构的立身之本，若出现质量问题则会导致公信力和品牌受损，公司挖掘客户受阻甚至损失客户，进而影响企业的业务拓展和盈利状况。

2) 政策和行业标准变动的风险。第三方检验检测行业作为强监管行业，实行资质许可准入制度，发展速度受产业政策影响较大；若现有产业政策、市场准入规则和行业标准等调整，可能出现局部不利于行业市场化发展情况，将对公司的经营发展产生不利影响。

3) 主营业务单一的风险。公司电线电缆及光纤光缆检验检测收入占主营业务收入的比例约 85%，其他业务规模相对较小；若电线电缆及光纤光缆检验检测业务发展受阻，可能会对公司利润造成影响。

4) 专业技术人员流失的风险。检验检测服务业属于知识密集型行业，若公司管理、技术等核心员工的流失会导致公司人员配置问题，将对公司经营产生不利影响。

5) 疫情反复的风险。受疫情影响，公司的检验检测样品快递送检、计量服务业务人员派出受阻，如果未来新冠肺炎疫情无法得到有效控制，将对公司经营产生不利影响。

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	218.55	259.46	351.47	465.32	净利润	73.21	88.72	122.82	169.39
营业成本	81.88	95.39	127.99	166.59	折旧与摊销	17.44	15.70	15.70	15.70
营业税金及附加	1.67	1.27	1.89	2.60	财务费用	3.66	1.05	1.22	1.27
销售费用	6.71	7.78	10.54	13.96	资产减值损失	-0.64	0.00	0.00	0.00
管理费用	27.95	51.89	68.54	86.08	经营营运资本变动	-8.94	-42.22	9.15	4.95
财务费用	3.66	1.05	1.22	1.27	其他	34.23	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	-0.64	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	118.97	63.26	150.90	190.31
投资收益	0.25	0.00	0.00	0.00	资本支出	-12.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-27.11	0.00	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	-39.96	0.00	0.00	0.00
营业利润	82.26	102.07	141.28	194.81	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.83	-0.09	-0.11	-0.11	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	84.09	101.98	141.18	194.70	股权融资	4.78	0.00	0.00	0.00
所得税	10.88	13.26	18.35	25.31	支付股利	0.00	-14.64	-17.74	-24.56
净利润	73.21	88.72	122.82	169.39	其他	-29.37	-10.76	-1.22	-1.27
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-24.59	-25.41	-18.96	-25.83
归属母公司股东净利润	73.21	88.72	122.82	169.39	现金流量净额	54.27	37.86	131.94	164.47
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	230.65	268.51	400.45	564.92	成长能力				
应收和预付款项	22.87	40.12	53.80	67.69	销售收入增长率	22.69%	18.72%	35.46%	32.39%
存货	7.15	8.33	9.18	13.55	营业利润增长率	29.58%	24.08%	38.42%	37.88%
其他流动资产	17.93	19.41	22.75	26.88	净利润增长率	31.50%	21.18%	38.44%	37.91%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	43.17%	14.96%	33.14%	33.86%
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	187.09	175.07	163.05	151.03	毛利率	62.53%	63.23%	63.58%	64.20%
无形资产和开发支出	20.03	17.87	15.71	13.55	三费率	17.53%	23.41%	22.85%	21.77%
其他非流动资产	127.04	125.52	124.00	122.47	净利率	33.50%	34.19%	34.95%	36.40%
资产总计	612.77	654.83	788.93	960.09	ROE	18.57%	18.94%	21.42%	23.58%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.95%	13.55%	15.57%	17.64%
应付和预收款项	55.75	67.22	95.09	120.06	ROIC	66.59%	100.33%	127.26%	198.39%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	47.30%	45.80%	45.01%	45.51%
其他负债	162.76	119.26	120.41	121.78	营运能力				
负债合计	218.50	186.48	215.50	241.84	总资产周转率	0.41	0.41	0.49	0.53
股本	45.00	60.00	60.00	60.00	固定资产周转率	1.22	1.45	2.11	3.00
资本公积	264.54	264.54	264.54	264.54	应收账款周转率	11.03	10.74	11.28	11.24
留存收益	84.73	158.81	263.89	408.71	存货周转率	11.95	12.32	13.12	12.95
归属母公司股东权益	394.27	468.35	573.43	718.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.26%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	394.27	468.35	573.43	718.25	资产负债率	35.66%	28.48%	27.32%	25.19%
负债和股东权益合计	612.77	654.83	788.93	960.09	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.72	4.76	4.88	5.34
					速动比率	2.65	4.65	4.79	5.24
					股利支付率	0.00%	16.50%	14.45%	14.50%
					每股指标				
					每股收益	1.22	1.48	2.05	2.82
					每股净资产	6.57	7.81	9.56	11.97
					每股经营现金	1.98	1.05	2.51	3.17
					每股股利	0.00	0.24	0.30	0.41
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	103.36	118.83	158.21	211.78					
PE	44.58	36.79	26.57	19.27					
PB	8.28	6.97	5.69	4.54					
PS	14.94	12.58	9.29	7.01					
EV/EBITDA	20.37	17.32	12.17	8.32					
股息率	0.00%	0.45%	0.54%	0.75%					

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	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	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