

Q3业绩超预期，数币+“一卡通”融合互促

投资要点

- 事件:**公司发布2022年三季度报告，前三季度，公司实现营业收入6.1亿元，同比+50.2%；实现归母净利润6261.2万元，同比+65.8%。单Q3实现营收2.2亿元，同比+79.0%；实现归母净利润2384.4万元，同比+97.7%。
- Q3新签订单增速亮眼，利润端实现超预期增速。**前三季度，公司累计新签订合同金额同比+50.6%，其中，一卡通及AIoT应用/人社运营及大数据服务业务分别同比+42.7%/+91.1%；单三季度来看，公司新签订合同金额同比+81.7%，其中，一卡通及AIoT应用/人社运营及大数据服务业务分别同比+85.0%/+67.2%。在贵州毕节等标杆项目的示范效应下，新签订单加速落地，三季度收入实现高增，利润端增长强劲。前三季度毛利率为42.6%，同比+2.47pp；净利率为10.9%，同比+1.74pp；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比-1.79pp/-0.84pp/-2.90pp至11.4%/5.7%/9.2%。
- 居民“一卡通”迎发展机遇，三代社保卡替换和场景建设空间广阔。**1)政策端：习总书记在长三角经济会议中对围绕三代卡打造居民一卡通做出明确要求，在交通、旅游、文化体验等方面率先实现“同城待遇”，目前各地试点推广顺利。2)银行端：新办和补换三代卡是银行合法合规的获客渠道，三代卡发行涉及银行发卡份额的重新分配；且未来政府补贴、养老金均通过社保卡发放，产生大量零售存款，银行端推行社保“一卡通”动力强劲。截至2022年3月底，全国社保卡持卡人数达到13.6亿人，覆盖率达到96.3%，但绝大部分存量持卡为第一、二代社保卡，第三代社保卡持卡人数仅为1.4亿，仍存在超12亿张三代卡发行的巨大市场空间，预计2022-2024年迎来三代卡发行的高峰期，将带动“一卡通”应用场景系统建设加速。
- 社保卡搭载数字人民币钱包开启试点，北京民生一卡通项目示范效应强。**社保卡具有庞大的用户基数和唯一性，数字货币硬钱包加载至社保卡将有助于数字货币的推广普及；而数字货币的便捷支付功能也与第三代社保卡的NFC支付功能高度契合，将为第三代社保卡提供更多应用场景，二者融合共振将迎来发展再提速。目前邮储银行北京分行已完成首张叠加数字人民币硬件钱包的北京民生一卡通样卡，公司为其提供了软硬件综合服务，该项目示范效应显著，在数字人民币与社保“一卡通”融合的大趋势下，公司将持续受益。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年EPS分别为0.44元、0.68元、1.00元，归母净利润复合增速达49.9%。短期看标杆项目推广带来的订单数量高速增长；中期看三代社保卡的升级替换高峰期下，发卡和“一卡通”应用场景需求持续扩张；长期看试点项目的示范效应下，社保卡与数字货币融合共振迎来发展再提速，故给予2023年29倍PE，对应目标价19.72元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**三代社保卡推进不及预期；数字货币推广不及预期；人社信息化推进不及预期；市场竞争加剧等风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	742.64	1025.37	1411.96	1952.07
增长率	32.03%	38.07%	37.70%	38.25%
归属母公司净利润(百万元)	91.55	134.94	208.40	308.64
增长率	26.86%	47.40%	54.44%	48.10%
每股收益EPS(元)	0.30	0.44	0.68	1.00
净资产收益率ROE	10.74%	13.86%	18.04%	21.44%
PE	54	36	24	16
PB	5.75	5.06	4.27	3.46

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: 高宇洋
执业证号: S1250520110001
电话: 021-58351839
邮箱: gyy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

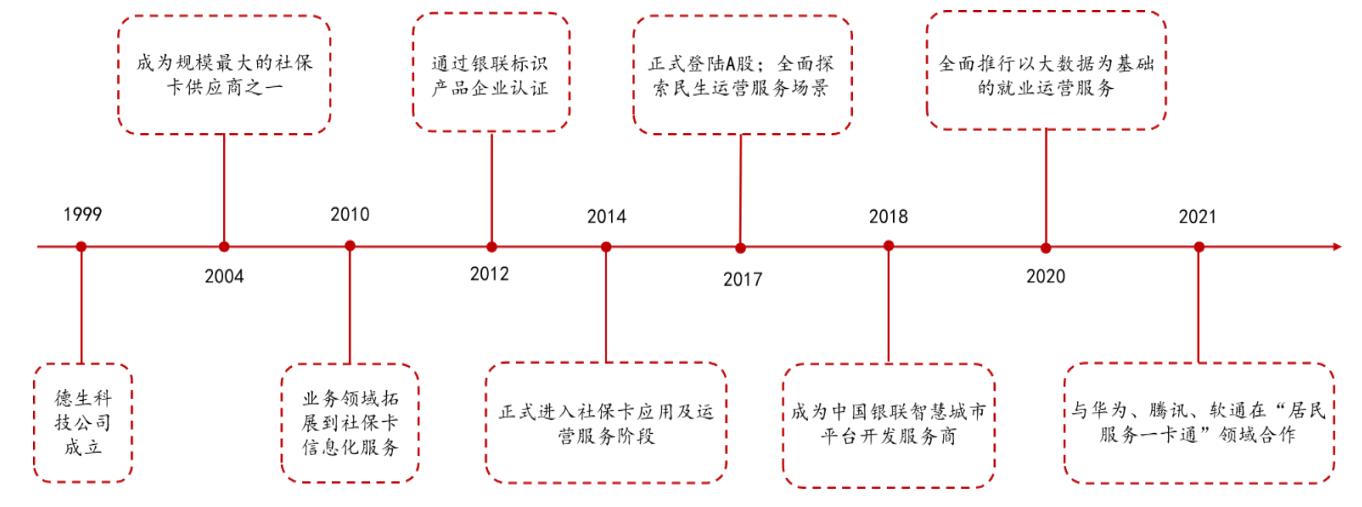
总股本(亿股)	3.09
流通A股(亿股)	2.14
52周内股价区间(元)	11.05-22.15
总市值(亿元)	49.22
总资产(亿元)	14.82
每股净资产(元)	4.81

相关研究

1 国内社保卡领域领先厂商，Q3 盈利水平超预期

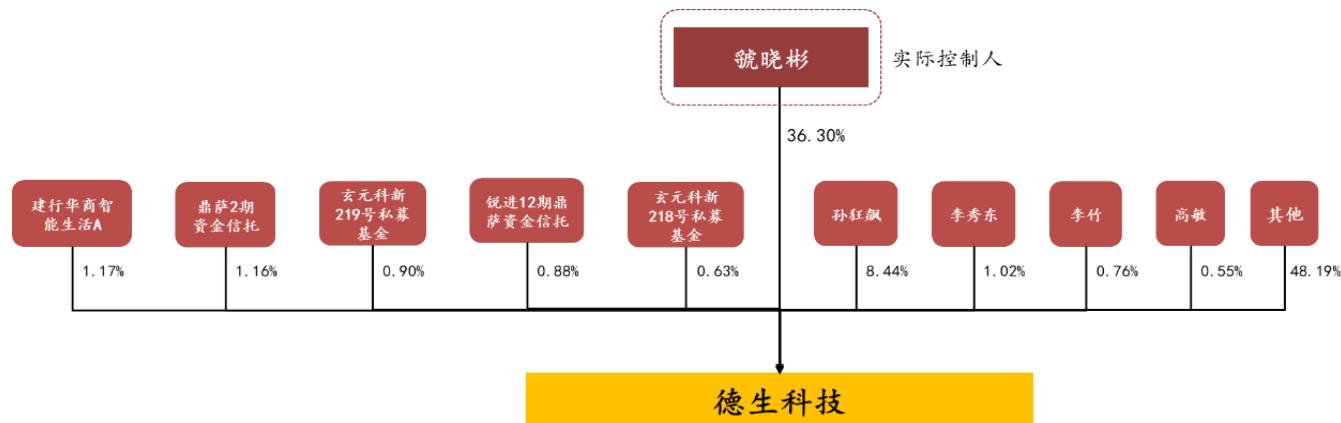
德生科技是国内领先的社保民生综合运营服务商，深耕社保卡领域 20 余年，业务覆盖 28 个省级行政区、150 多个地市，在全国所有地级市的覆盖率已超过 50%，服务群体数亿。公司围绕社保民生服务纵向拓展，提供社保卡制发、与场景建设有关的设备、系统建设、及运营管理服务，具备“社保卡+”全产业链的综合服务能力。2021 年起第三代社保卡进入发卡换卡高峰期，公司积极推进基于社保卡的居民服务“一卡通”体系建设，目前已与 100+ 地市的近 70 家银行签署主动发卡服务协议，在第三代社保卡发行市场市占率达 30%。此外，北京规划在社保卡上加载数字货币功能，公司作为北京民生一卡通的技术规范参与起草单位之一，深度参与北京民生一卡通的项目建设，为邮储银行北京分行的首张叠加数字人民币硬件钱包的北京民生一卡通样卡的推出提供软硬件综合服务。

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

五家机构投资者新入前十大股东，彰显市场积极预期。截至 2022 年 9 月 30 日，公司实际控制人为虢晓彬，持股比例为 36.30%，第二大股东为孙狂飙，其持股比例为 8.44%，较为集中清晰的股权结构利于公司制定决策和执行计划，为长期稳健经营奠定良好基础。截至 2022 年三季度末，公司股东结构变化明显，前十大股东中出现 5 家机构投资者，包含一家排名靠前的公募基金、两家在国内比较知名的私募机构，充分市场彰显对公司长期发展价值的认可。

图 2：公司主要股东持股比例（截至 2022 年 9 月 30 日）


资料来源：公司公告，西南证券整理

政策自上而下发力，社保“一卡通”试点推行工作顺利。2020年8月20日，习近平总书记在扎实推进长三角一体化发展座谈会上提出探索以社会保障卡为载体建立居民服务“一卡通”，要在交通、旅游、文化体验等方面率先实现“同城待遇”；2022年4月，国务院办公厅印发《关于依托全国一体化政务服务平台开展社会保障卡居民服务“一卡通”应用试点方案的通知》，全面启动社会保障卡“一卡通”试点工作，并将上海、江苏、浙江、安徽、江西、广东、海南、重庆、四川9个省（直辖市）和河北雄安新区纳入试点地区，先后部署社会保障卡“一卡通”的推进工作。

表 1：社保“一卡通”相关政策

时间	政策文件	涉及内容
2019.12	社会保障卡 20 周年座谈会	加大社会保障卡发行服务力度，2025 年基本覆盖全国人口， 建立以社会保障卡为载体的一卡通服务管理模式 ，大力发发展电子社保卡，形成线上线下综合服务能力，在民生服务领域实现一网通办、一卡通行。
2020.8	扎实推进长三角一体化发展座谈会	探索以社会保障卡为载体建立居民服务“一卡通”，在交通出行、旅游观光、文化体验等方面率先实现“同城待遇”。
2020.9	《关于开展社会保障卡“一卡通”创新应用示范工作的通知》	在所有省份共 79 个地区开展为期半年左右的社保卡“一卡通”创新应用示范建设工作 ，确定社保卡“一卡通”示范基地，全面推动实体社保卡与电子社保卡协同应用，以社保卡在人力资源和社会保障领域的全面“一卡通”应用为基础，加快推动在政务服务、惠民惠农补贴发放、就医购药、金融服务、智慧城市、信用服务等公共服务领域的“一卡通”应用。
2020.10	《关于推广应用具有金融功能的第三代社会保障卡的通知》	2020 年底前全面完成第三代社保卡发行准备 ，自 2021 年起，全国所有地区新发、补领、换领社保卡时全部采用支持 SM 系列算法的第三代社保卡，并加快签发电子社保卡，实现线上线下“一卡通用、一网通办”。
2021.6	《人力资源和社会保障事业发展“十四五”规划》	推动建立以社会保障卡为载体的居民服务“一卡通”新格局 。强化基础信息库建设，推进省级核心业务系统一体化整合。
2021.11	《“十四五”国家信息化规划》	以社会保障卡为载体， 推动居民服务“一卡通”在政务服务、社会保障、城市服务等领域的线上线下应用 ，提供就业补贴、社保待遇、农民工工资、惠民惠农补贴发放等服务，在交通出行、旅游观光、文化体验等方面率先实现“同城待遇”。
2022.4	《依托全国一体化政务服务平台	上海、江苏、浙江、安徽、江西、广东、海南、重庆、四川 9 个省（直辖市）和河北雄安新

时间	政策文件	涉及内容
	开展社会保障卡居民服务“一卡通”应用试点方案的通知》	区作为试点地区，先后部署推进以社会保障卡为载体的居民服务“一卡通”

数据来源：人力资源和社会保障部，西南证券整理

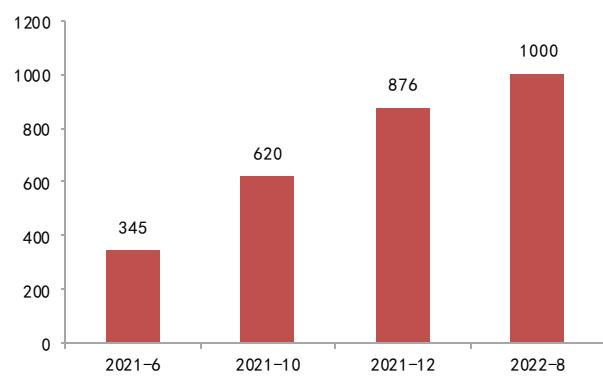
第三代社保卡是“一卡通”关键载体，替换升级和场景应用建设空间广阔。

(1) 银行端积极发力，三代卡替换升级迈入“高峰期”。从功能来看，第三代社保卡具有第二代社保卡的所有功能，且增加了非接触式应用功能，与居民工作和生活场景密切相关，是居民服务“一卡通”服务体系建设的关键载体。截至 2022 年 3 月底，全国社保卡持卡人数达到 13.6 亿人，覆盖率达 96.3%，但绝大部分存量持卡为第一、二代社保卡，第三代社保卡持卡人数仅为 1.4 亿，仍存在超 12 亿张三代卡发行的巨大市场空间，预计 2022-2024 年迎来三代卡发行的高峰期。新办和补换三代卡是银行合法合规的获客渠道，三代卡发行涉及银行发卡份额的重新分配；且未来政府补贴、养老金极有可能均通过社保卡发放，其中产生大量零售存款。为提升市场份额，增强客户服务粘性，银行端将持续积极发力，推动三代卡加速替换。

(2) “一卡通”应用场景系统建设需求空间广阔。社保“一卡通”的实现需要完善居民服务“一卡通”的设备铺设、系统搭建、平台维护等，协同人社部门建设城市“一卡通”的基础信息、资金收支、保障服务、交通旅游、人才服务、文体生活六大系统，主要应用场景包括公共交通、政府资金发放、公共场景服务等各种民生类服务。第三代社保“一卡通”渗透率加速提升，应用场景系统建设需求空间广阔。

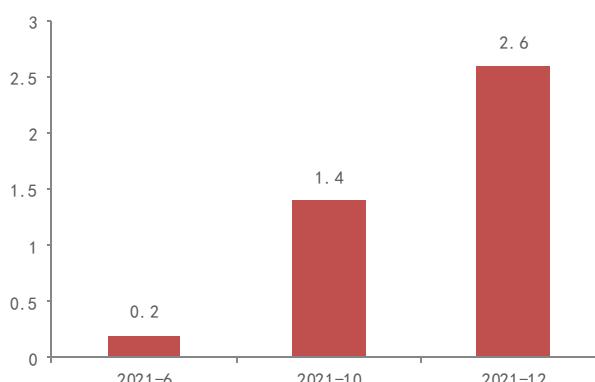
数币全国加速推广期来临，与社保“一卡通”融合互促。数字人民币作为经济时代的支付基础设施，推广是大势所趋，随着央行不断推进数字人民币落地，应用场景不断丰富。截至 2022 年 8 月 31 日，15 个省(市)的试点地区累计交易笔数 3.6 亿笔、金额 1000.4 亿元，支持数字人民币的商户门店数量超过 560 万个。为促进数字人民币进一步推广，北京市市场监督管理局发布《“北京民生一卡通”技术规范》，指出“北京民生一卡通”将成为数字人民币的载体，在卡片背面指定位置设计数字人民币标识区，预计未来基于社保卡的民生服务“一卡通”将与数字人民币的应用进行深度结合。社保卡具有庞大的用户基数和唯一性，数字货币作为硬钱包加载至社保卡将有助于数字货币的推广普及；而数字货币的便捷支付功能也与第三代社保卡的 NFC 支付功能高度契合，将为第三代社保卡提供更多应用场景，二者融合发展将带来数币和社保“一卡通”发展再提速。

图 3：2021M6-2022M8 e-CNY 累计交易金额（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2021M6-2021M12 e-CNY 个人钱包开立数量（亿个）

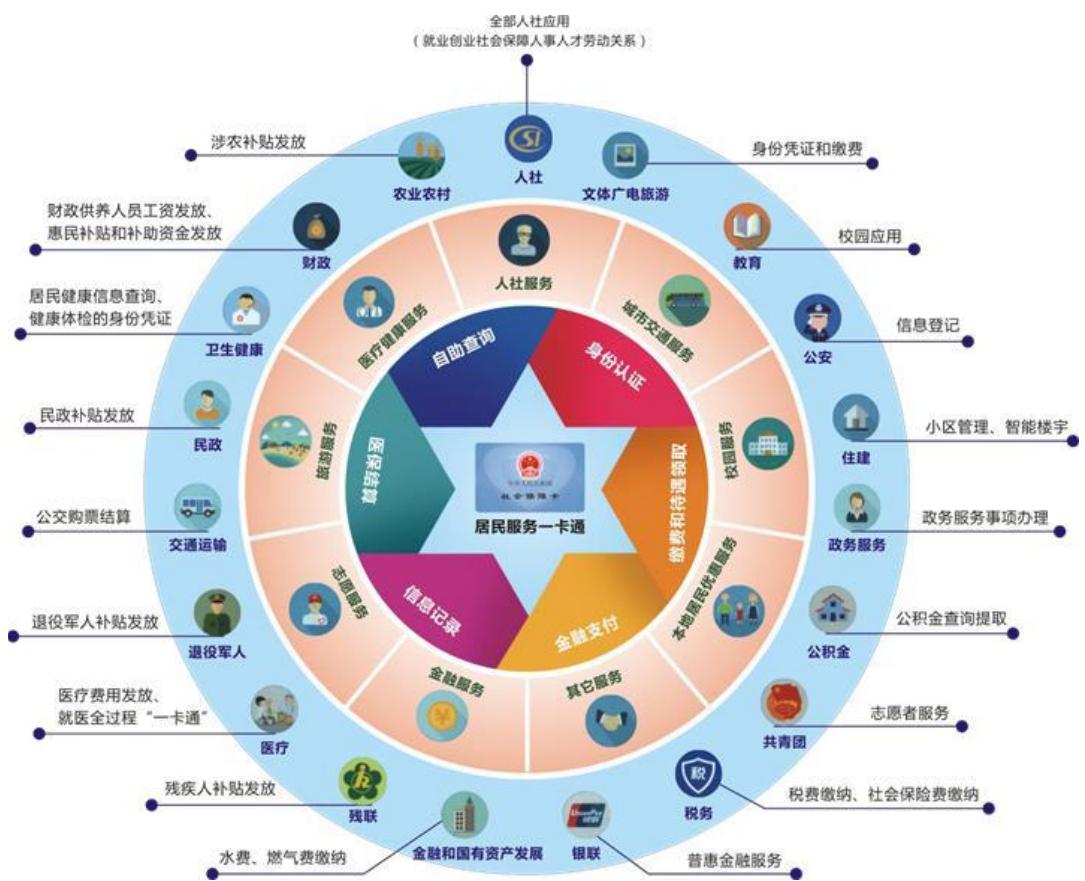


数据来源：Wind，西南证券整理

公司主要面向人社、就业、金融、医疗、大数据等领域提供信息系统建设和相关运营服务，以城市为单位，涵盖居民服务“一卡通”体系建设、基于大数据的人力资源运营服务、智能知识运营服务、社保金融服务、电商运营服务等综合服务体系。主要包括三类：

(1) 一卡通及 AIoT 应用：公司在该领域业务主要包括第三代社会保障卡卡片制造和居民服务“一卡通”场景服务，2022 前三季度，该业务新签订的合同额同比增长 42.7%。公司协同人社部门建设城市“一卡通”的基础信息、资金收支、保障服务、交通旅游、人才服务、文体生活六大系统，提供从产品开发、应用、及运营等全方位、多层次的服务支持，目前北京民生“一卡通”试点项目（融合数字人民币）已落地。“一卡通”项目促进了公司与银行的深度合作，共同推进第三代社保卡的发行。截至目前，公司已与近 130 个地市签署主动发卡协议，其中银行协议超 70 家，新增发卡量加速增长。此外，公司还与华为技术、腾讯云、软通智慧、中国移动、中国平安、中国电子等建立了战略合作伙伴关系，并与数字广东网络建设有限公司联合研发推出“粤康码·数字哨兵”的数字化抗疫产品，有效提升防疫工作的精准化，目前已在广东省全面落地，并在全国其他省市加速推广。

图 5：居民服务“一卡通”具体功能展示



资料来源：公司公告，西南证券整理

(2) 人社运营及大数据服务：该业务主要包含基于大数据的人力资源运营服务、智能知识运营服务、社保金融服务等综合服务体系，2022 前三季度，公司人社运营及大数据服务业务的合同订单金额同比增长 91.1%。其中，基于大数据的人力资源运营服务公司已在贵州省毕节市建立了“全口径劳动力大数据分析应用平台”，正加速向其他地市推

广复制；以 SaaS 模式服务 C 端客户的智能知识运营服务已上线近 60 个地市，覆盖 17 个省份；“信用就医”作为社保金融领域的重要服务，公司已接入全国超 1300 家医疗机构，目前正加速以社保为基础的信用消费场景拓展。

图 6：德生数字化就业服务工厂运营示意图

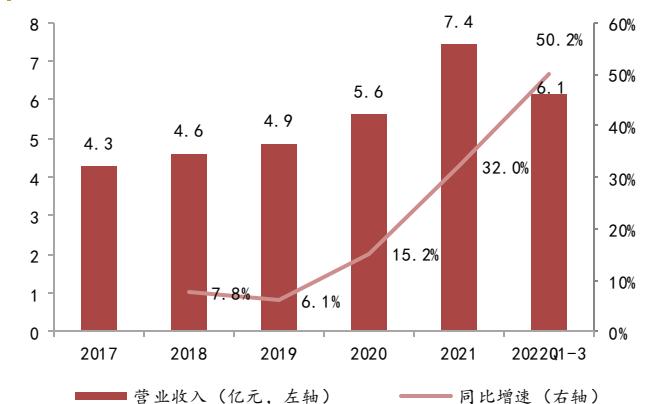


资料来源：公司公告，西南证券整理

(3) 传统社保卡及读写设备：该领域产品主要包括：**1) 社保卡读卡器：**读写器系列、多功能密码键盘系列、扫描窗系列、多功能高拍仪；**2) 社保卡制卡机：**社保卡桌面制卡设备、社保卡自助制卡一体机、桌面型证书打印机；**3) 德金宝智慧政务机器人：**“大金宝”TSZ-J1 智能服务机器人、“小金宝”TSZ-J2 桌面机器人。随着第三代社保卡替换升级逐步加速，传统社保卡及读写设备营收将逐步缩减。

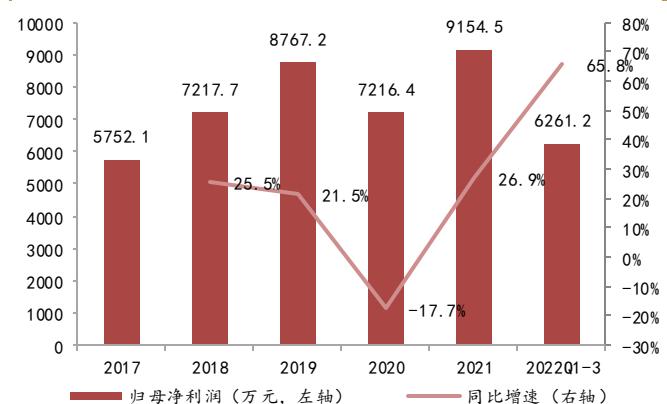
Q3 营收高速增长，盈利能力超预期。2022 年前三季度，公司主要经营合同累计签订金额同比增长 50.61%；单三季度合同新签订金额同比增长 81.65%。标杆项目形成的示范效应极强，新签订单加速落地，三季度收入实现高增，利润端增长强劲。前三季度，公司实现营业收入 6.1 亿元，同比+50.2%；实现归母净利润 6261.2 万元，同比+65.8%。单 Q3 实现营收 2.2 亿元，同比+79.0%；实现归母净利润 2384.4 万元，同比+97.7%。公司积极把握行业发展机遇，成功进行业务转型，今年以来业绩表现亮眼，单三季度实现公司上市以来最高增速。

图 7：2017-2022Q1-3 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

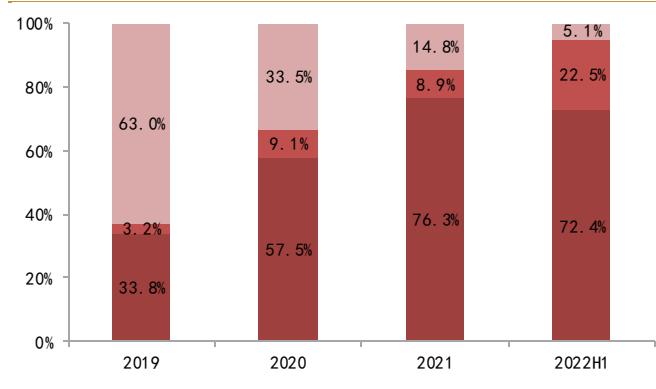
图 8：2017-2022Q1-3 公司归母净利润及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

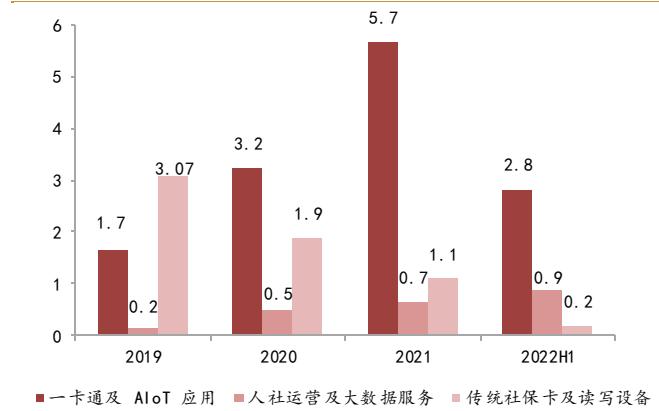
一卡通及 AIoT 应用为公司核心业务，人社运营及大数据服务拓展顺利。受益于三代社保卡的普及，公司一卡通及 AIoT 应用营收大幅度增长，2022H1 实现营收 2.8 亿元，同比增长 16.4%，占总营收比为 72.4%。在外部社保体系信息化需求持续增长趋势下，基于多年在社保民生服务领域的业务积累，公司人社运营及大数据服务业务拓展顺利，2022H1 实现营收 8758.1 万元，同比增长 450.0%，占总营收比重增长至 22.5%。由于二代社保卡及设备逐渐退出市场，传统社保卡及读写设备业务逐年收缩，2022H1 该业务实现营收 1981.9 万元，同比下降 20.8%。

图 9：2019-2022H1 公司分产品收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：2019-2022H1 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

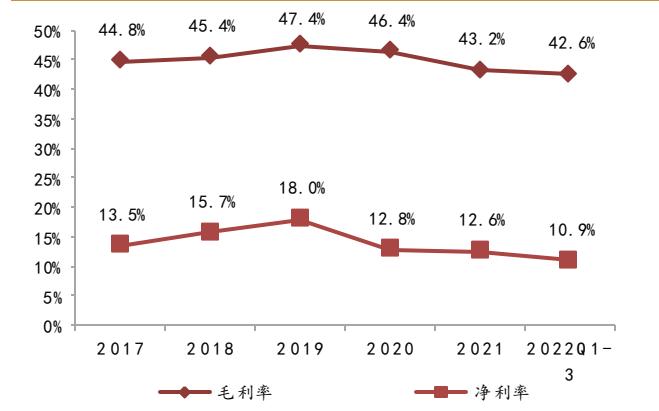
利润端来看，伴随三代卡发行量不断上升，产品规模效应逐步显现，2022H1 公司一卡通及 AIoT 应用毛利率同比提升 5.48pp 至 46.6%；传统社保卡及读写设备/人社运营及大数据服务毛利率分别同比 -18.19pp/-5.49pp 至 34.1%/39.7%，主要是由于公司处于业务转型期，标杆项目落地期间毛利率略有下降。整体来看，公司毛利率水平维持在 40% 以上，2022 年前三季度毛利率为 42.6%，未来伴随三代卡应用逐步落地，公司综合毛利率有望进一步提升。

图 11：2020-2022H1 公司主要业务毛利率情况



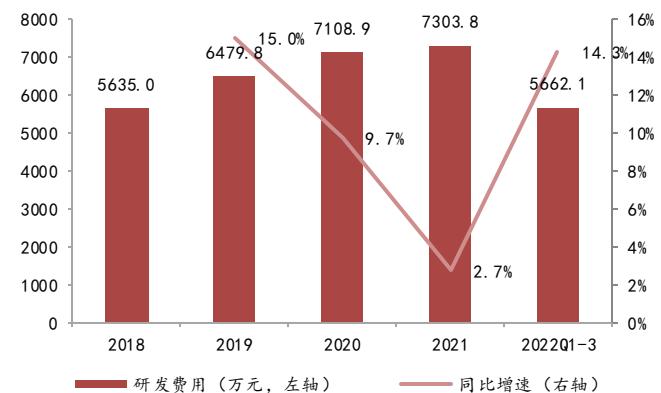
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：2017-2022Q1-3 公司毛利率和净利率情况

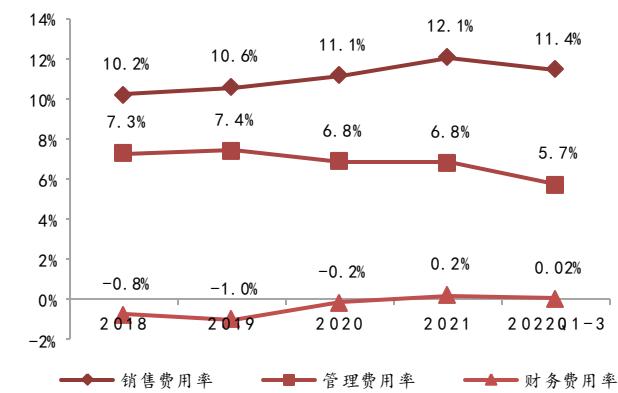


数据来源：公司公告，西南证券整理

研发费用持续提升，整体费用率稳中有降。近年来公司加快业务转型，持续加大投入，研发费用不断提升，2022 年前三季度研发费用为 5662.1 万元，同比增长 14.3%。公司整体控费稳健，2022 年前三季度，销售/管理/财务费用率分别同比 -1.79pp/-0.84pp/-0.12pp 至 11.4%/5.7%/0.02%。

图 13：2018-2022Q1-3 公司研发费用情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：2018-2022Q1-3 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：

1) 一卡通及 AIoT 应用：政策端和银行端双重驱动下，三代社保卡“一卡通”升级替换需求持续扩容，2022-2024 年将迎来升级替换高峰期下，公司合同数量持续高增长，已落地项目复制速度加快，预计 2022-2024 年该业务项目落地数量增速分别为 35%/38%/40%，伴随业务成熟，规模效应逐渐体现，预计 2022-2024 年毛利率分别为 42%/44%/44.5%。

2) 人社运营及大数据服务：公司的贵州“毕节”数字就业标杆项目示范效应强，且多数服务已实现标准化模块化，在已落地的四川、广西、河南等地基本上形成快速推进的模式。预计 2022-2024 年该业务项目数量增速分别为 210%/60%/40%；毛利率随着规模效应的扩大有望稳步提升，预计 2022-2024 年毛利率分别为 46%/47%/48%。

3) 传统社保卡及读写设备：随着第三代社保卡替换升级逐步加速，传统社保卡及读写设备订单将逐步缩减，预计 2022-2024 年项目分别同比下降 50%/50%/50%；毛利率保持相对稳定，预计 2022-2024 年毛利率分别为 53%/54%/54%。

4) 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 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
一卡通及 AIOT 应用	收入	566.7	765.0	1055.7	1477.9
	增速	75.3%	35.0%	38.0%	40.0%
	毛利率	41.2%	42.0%	44.0%	44.5%
人社运营及大数据服务	收入	66.3	205.5	328.9	460.4

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
	增速	30.2%	210.0%	60.0%	40.0%
	毛利率	45.2%	46.0%	47.0%	48.0%
传统社保卡及读写设备	收入	109.7	54.8	27.4	13.7
	增速	-41.7%	-50.0%	-50.0%	-50.0%
	毛利率	52.3%	53.0%	54.0%	54.0%
合计	收入	742.6	1025.4	1412.0	1952.1
	增速	32.0%	38.1%	37.7%	38.3%
	毛利率	43.2%	43.4%	44.9%	45.4%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 10.3 亿元 (+38.1%)、14.1 亿元 (+37.7%) 和 19.5 亿元 (+38.3%)，归母净利润分别为 1.3 亿元 (+47.4%)、2.1 亿元 (+54.4%)、3.1 亿元 (+48.1%)，EPS 分别为 0.44 元、0.68 元、1.00 元，对应动态 PE 分别为 36 倍、24 倍、16 倍。

2.2 相对估值

选取同样处于一卡通行业的楚天龙、正元智慧、新开普作为可比公司：

表 3：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
003040.SZ	楚天龙	81	17.79	0.14	0.38	0.47	0.58	193	47	38	31
300645.SZ	正元智慧	38	27.25	0.46	0.61	0.89	1.06	50	44	31	26
300248.SZ	新开普	55	11.88	0.33	0.42	0.49	0.56	45	28	24	21
平均值								96	40	31	26
002908.SZ	德生科技	49	15.95	0.30	0.44	0.68	1.00	54	36	24	16

数据来源: Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，2023 年行业内可比公司的平均 PE 为 31 倍，公司 PE 为 24 倍，远低于平均水平。短期看标杆项目推广带来的订单数量高速增长；中期看三代社保卡的升级替换高峰期下，发卡和“一卡通”应用场景需求持续扩张；长期看试点项目的示范效应下，社保卡与数字货币融合共振迎来发展再提速。预计德生科技 2022-2024 年归母净利润 CAGR 达到 49.9%，故给予 2023 年 29 倍 PE，对应目标价 19.72 元，首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

三代社保卡推进不及预期；数字货币推广不及预期；人社信息化推进不及预期；市场竞争加剧等风险。

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	742.64	1025.37	1411.96	1952.07	净利润	93.36	136.99	211.57	308.66
营业成本	422.01	580.46	778.09	1065.98	折旧与摊销	13.05	19.79	20.22	21.39
营业税金及附加	4.80	6.79	9.45	12.95	财务费用	1.50	0.31	0.42	0.59
销售费用	89.63	123.04	166.61	224.49	资产减值损失	-7.97	0.00	0.00	0.00
管理费用	50.64	164.06	223.09	306.47	经营营运资本变动	-71.72	-217.82	-230.66	-320.13
财务费用	1.50	0.31	0.42	0.59	其他	-41.17	-4.52	-0.42	-0.70
资产减值损失	-7.97	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-12.95	-65.26	1.13	9.80
投资收益	0.55	1.00	1.00	1.00	资本支出	-305.25	-7.00	-12.00	-18.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	294.35	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	-10.89	-7.00	-12.00	-18.00
营业利润	105.95	151.70	235.30	342.59	短期借款	-4.60	-53.38	51.01	104.48
其他非经营损益	-1.20	-0.26	-0.25	-0.25	长期借款	41.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	104.75	151.45	235.05	342.34	股权融资	2.01	0.00	0.00	0.00
所得税	11.39	14.46	23.47	33.69	支付股利	-20.09	-18.31	-26.99	-41.68
净利润	93.36	136.99	211.57	308.66	其他	-10.58	-11.93	-0.42	-0.59
少数股东损益	1.82	2.05	3.17	0.02	筹资活动现金流净额	8.05	-83.62	23.60	62.21
归属母公司股东净利润	91.55	134.94	208.40	308.64	现金流量净额	-15.79	-155.88	12.73	54.01
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E					
货币资金	284.34	128.46	141.20	195.21	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
应收和预付款项	576.11	740.46	1033.99	1435.92	成长能力				
存货	123.36	176.92	237.43	331.02	销售收入增长率	32.03%	38.07%	37.70%	38.25%
其他流动资产	3.26	2.45	3.43	4.95	营业利润增长率	36.31%	43.18%	55.10%	45.60%
长期股权投资	1.70	1.70	1.70	1.70	净利润增长率	29.51%	46.73%	54.44%	45.89%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	35.99%	42.57%	48.98%	42.44%
固定资产和在建工程	20.37	14.98	12.48	14.19	获利能力				
无形资产和开发支出	308.85	302.24	297.29	292.96	毛利率	43.17%	43.39%	44.89%	45.39%
其他非流动资产	25.30	25.53	25.76	25.99	三费率	19.09%	28.03%	27.63%	27.23%
资产总计	1343.30	1392.74	1753.28	2301.95	净利润率	12.57%	13.36%	14.98%	15.81%
短期借款	53.38	0.00	51.01	155.49	ROE	10.74%	13.86%	18.04%	21.44%
应付和预收款项	256.76	347.69	468.68	640.13	ROA	6.95%	9.84%	12.07%	13.41%
长期借款	41.31	41.31	41.31	41.31	ROIC	14.49%	15.99%	19.13%	21.70%
其他负债	122.30	15.51	19.46	25.22	EBITDA/销售收入	16.23%	16.75%	18.13%	18.68%
负债合计	473.75	404.51	580.46	862.15	营运能力				
股本	200.93	308.60	308.60	308.60	总资产周转率	0.63	0.75	0.90	0.96
资本公积	313.91	206.24	206.24	206.24	固定资产周转率	37.04	63.39	147.66	234.17
留存收益	342.89	459.52	640.93	907.89	应收账款周转率	1.68	1.68	1.72	1.71
归属母公司股东权益	856.06	972.68	1154.09	1421.06	存货周转率	3.72	3.59	3.58	3.61
少数股东权益	13.49	15.55	18.72	18.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.21%	—	—	—
股东权益合计	869.55	988.23	1172.82	1439.79	资本结构				
负债和股东权益合计	1343.30	1392.74	1753.28	2301.95	资产负债率	35.27%	29.04%	33.11%	37.45%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	带息债务/总负债	19.99%	10.21%	15.90%	22.83%
EBITDA	120.50	171.80	255.94	364.57	流动比率	2.30	2.92	2.65	2.41
PE	53.77	36.48	23.62	15.95	速动比率	2.02	2.43	2.20	2.00
PB	5.75	5.06	4.27	3.46	股利支付率	21.95%	13.57%	12.95%	13.50%
PS	6.63	4.80	3.49	2.52	每股指标				
EV/EBITDA	24.93	28.00	18.94	13.43	每股收益	0.30	0.44	0.68	1.00
股息率	0.41%	0.37%	0.55%	0.85%	每股净资产	2.77	3.15	3.74	4.60
					每股经营现金	-0.04	-0.21	0.00	0.03
					每股股利	0.07	0.06	0.09	0.14

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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

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
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
北京	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@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
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn