

以信创邮箱为核心，业绩延续高速增长

投资要点

- **事件：**公司发布2022年三季度业绩报告，2022年前三季度，公司实现营业收入9.4亿元，同比增长58.4%；归母净利润1.6亿元，同比增长53.5%；扣非归母净利润1.4亿元，同比增长57.8%。
- **业绩持续高增，盈利能力有所修复。**1、从单Q3来看，在客户数字化转型需求增加、信创产业加速发展背景下，公司业绩持续高增，实现营收3.1亿元，同比增长61.8%；实现归母净利润0.6亿元，同比增长43.0%。2、从费用端看，2022年前三季度，销售费用率、管理费用率分别同比下降0.59pp、0.02pp。同时，公司重点投入信创邮箱、移动办公等领域，研发费用同比增长51.2%至1.5亿元。3、从利润率端看，2022年前三季度，公司毛利率为41.1%，净利率为17.5%，较2022H1分别提升1.03pp和1.37pp，盈利能力逐渐修复。
- **以“信创邮箱”为核心，生态建设进一步完善。**公司Rich Mail邮箱系统已完成全栈信创认证，拥有如邮件安全网关技术等多项国家专利技术，率先实现对微软Exchange和IBM Domino邮件系统的替代。此外，公司自主产品与国内主流信创生态实现适配，覆盖服务器、操作系统、中间件、数据库全产业链；并针对华为生态重点发力，已完成华为泰山服务器、公有云以及私有云的认证，成为华为智能计算邮件系统解决方案合作伙伴以及政务云合作伙伴。我们认为，公司有望借力信创生态实现加速腾飞。
- **智慧运营业务高速增长，云与大数据业务蓄势待发。**1、智慧渠道业务：受益于下游客户数字化转型需求增长以及5G消息商用规模化铺开，业绩呈高速增长态势，标杆项目持续落地。2、云与大数据业务：2022年前三季度，公司云与大数据业务实现营收1.8亿元，同比增长63%。公司与移动云等国资云厂商密切合作，未来有望乘国资云替代东风共振向上。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年EPS分别为0.46元、0.63元、0.86元，归母净利润将保持36.84%的复合增长率。公司深耕企业信息化、企业数字化转型领域近二十余年，技术沉淀深厚，其以信创邮箱系统为核心的自主产品信创适配度较高；同时，公司与以移动云为代表的国资云厂商密切合作，有望充分受益于国产替代以及国资云快速发展的趋势，订单量迎来大幅增长；考虑到公司2022-2024年归母净利润CAGR远高于可比公司平均水平，故给予公司2023年36倍PE，对应目标价为22.68元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险、软件产品质量风险、技术研发不及预期风险等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	887.37	1262.33	1740.36	2327.03
增长率	20.06%	42.26%	37.87%	33.71%
归属母公司净利润（百万元）	149.13	204.99	280.59	382.13
增长率	9.17%	37.46%	36.88%	36.19%
每股收益EPS（元）	0.34	0.46	0.63	0.86
净资产收益率ROE	7.17%	9.07%	11.04%	13.07%
PE	55	40	29	22
PB	3.97	3.65	3.24	2.82

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
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

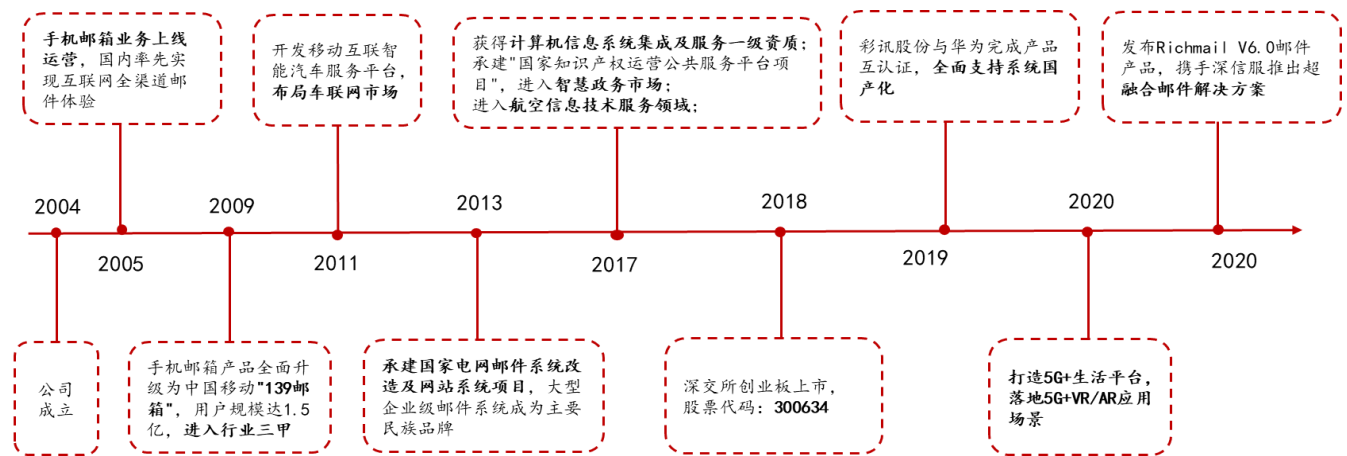
总股本(亿股)	4.44
流通A股(亿股)	4.16
52周内股价区间(元)	9.98-19.87
总市值(亿元)	82.23
总资产(亿元)	24.81
每股净资产(元)	4.57

相关研究

1 数字化基础设施建设先驱企业，行业深耕到行业贯通

彩讯股份成立于 2004 年，是国内领先的企业数字化技术和服务提供商。公司依托协同办公系统、大数据智能分析平台、一体化营销资源管理平台、统一认证平台等产品，持续赋能通信、能源、交通、金融等行业客户数字化转型和产业升级。目前，公司所服务企业客户近千家，消费者用户超 8 亿，是国家规划布局重点软件企业之一，具备 CMMI5、ISO9001、ISO27001、ISO20000 以及 ISO14001 认证等资质。公司产品竞争力强，自主可控程度高，其中 Richmail 企业邮件系统获得“中国 500 强首选邮件系统”的荣誉。

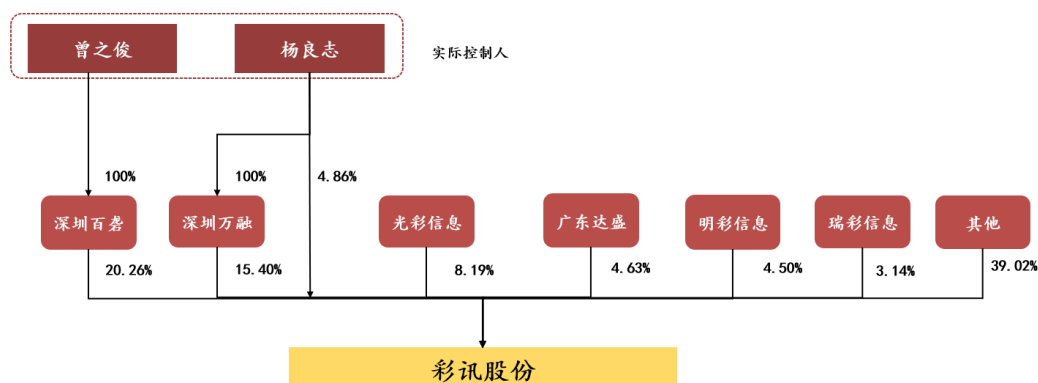
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，西南证券整理

股权结构较为集中，股权激励充分。公司董事长杨良志先生直接与间接持股 20.26%，董事曾之俊先生通过其全资子公司深圳百睿持股 20.26%；二人为公司实际控制人，股权结构集中稳定。此外，光彩信息、明彩信息、瑞彩信息为员工持股平台，合计持有公司 15.83% 股份，股权激励充分，管理层利益与公司利益高度一致，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：Wind，西南证券整理

自主可控势在必行，信创产业迎来黄金发展期。步入 2022 年以来，国际形势屡屡生变，叠加美国频繁采取多种措施意图限制我国制造先进芯片的能力，自主可控短期紧迫性和长期确定性再次得到加强。同时，近年来国家相关部门先后发布核心软硬件产品自主创新、加强网络与信息安全战略部署的相关政策，信创产业稳步发展，在经历前期试点工作之后，以金融、电信为代表的领域推进节奏较快，订单持续放量、新领域不断开阔。未来，信创产业有望在重点行业领域全面推广，发展空间广阔。

表 1：关于软件国产化的相关政策

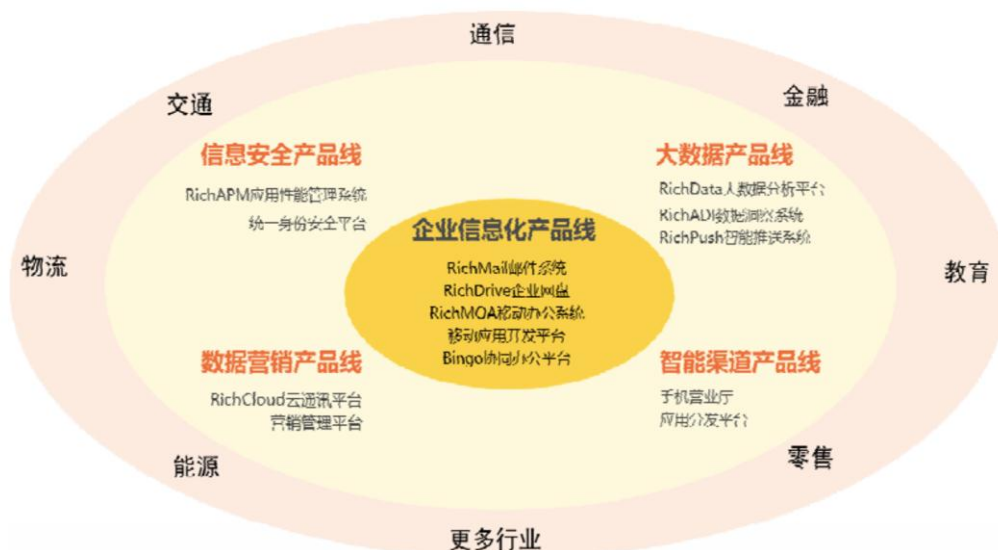
发布时间	政策名称	政策内容
《中央国家机关政府采购中心重要通知》	2014 年 5 月	中央国家机关政府采购中心发布一份通知，对入围中央机关采购范围内的信息类产品提出新的采购要求，其中要求所有计算机类产品不允许安装 Windows 8 操作系统。
党政办公系统国产化项目启动	2014 年 5 月	旨在推动 CPU、操作系统、办公软件、防病毒软件等应用于党政办公系统的国产化升级。
《国务院关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见》	2015 年 1 月	以企业为主体，加强产学研用合作，强化云计算关键技术和模式创新，提升自主创新能力。
《国家信息化发展战略纲要》	2016 年 7 月	打造自主先进的技术体系。制定网络强国战略工程实施纲要，以系统思维构建新一代网络技术体系、云计算体系、安全技术体系以及高端制造装备技术体系，协同攻关关键软硬件设备。增强自主创新能力。
《“十三五”国家信息化规划》	2016 年 12 月	信息领域核心技术设备自主创新能力全面增强，新一代网络技术体系、云计算技术体系、云计算技术体系和安全技术体系基本建立。
《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020 年）》	2017 年 1 月	力求发展安全可控。强化核心技术研发和重大应用能力建设，着力解决产业发展受制于人的问题。进一步完善政策法规和标准体系，加快关键产品和系统的推广应用。发展信息安全技术及应用，提升网络安全保障支撑能力。
《关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告》	2019 年 5 月	依法成立且符合条件的集成电路设计企业和软件企业，在 2018 年 12 月 31 日前自获利年度起计算优惠期，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照 25% 的法定税率减半征收企业所得税，并享受至期满为止。
《“十四五”数字经济发展规划》	2021 年 12 月	到 2025 年，达成数字产业化水平显著提升。数字技术自主创新能力显著提升，数字化产品和服务供给质量大幅提高，产业核心竞争力明显增强的目标。
《国务院关于加强数字政府建设的指导意见》	2022 年 6 月	构建数字政府全方位安全保障体系，要提高自主可控水平。加强自主创新，加快数字政府建设领域关键核心技术攻关，强化安全可靠技术和产品应用，切实提高自主可控水平。

资料来源：各政府官网，西南证券整理

公司业务布局企业信息化、大数据、信息安全、数字营销和智能渠道五大产品线，覆盖国内通信、能源、零售、金融、教育等行业的大中型企业、政府企业客户，为其提供基于邮件系统、云存储、协同办公、大数据平台及应用、电子渠道建设和运营支撑、数字营销等产品的互联网应用平台的建设及运营支撑服务，具体包括软件产品开发与销售、技术服务和系统集成。

- **企业信息化产品线（协同办公）：**提供电子邮件、即时通讯工具、云平台网盘信息存储和内部信息协作平台等移动端和 PC 端智慧办公产品和服务对基础办公软件和相应功能模块整合，颠覆传统沟通模式，提升企业内部协同管理效率。
- **大数据产品线：**通过公司大数据分析平台、数据洞察系统等大数据分析软件为企业提供数据统计、分析和挖掘等功能，辅助管理者分析决策，为企业提供大数据服务相关的全流程、全生命周期的服务。

- **信息安全产品线：**通过实现应用内手机号码一键登录、验证用户身份信息，降低用户互联网注册、登录门槛；同时采用 Agent 实时数据采集、日志分析、旁路监听、实时拨测等手段，通过跟踪、记录、分析、告警、评估等技术实现端到端应用性能管理。
- **数字营销产品线：**协助企业整合多渠道消费者数据，并聚合运营商基础通信能力，以短信、彩信、邮件为通道，实现一对一精准营销和品牌宣传。目前客户包括平安保险、招商银行、金融工场、中腾信、中信银行、兴业银行、中美联泰大都会人寿等知名金融企业。
- **智能渠道产品线：**通过智能终端信息管理软件实现企业服务移动端信息展示、业务办理、营销推广、数据统计及优化的闭环支撑系统，帮助用户实现业务查询、自助办理、客服咨询、自助下载安装软件等功能，搭建企业和其用户高效沟通的桥梁，提供移动化整合的能力。

图 3：公司业务结构


资料来源：公司招股书，西南证券整理

表 2：公司主要业务以及产品情况

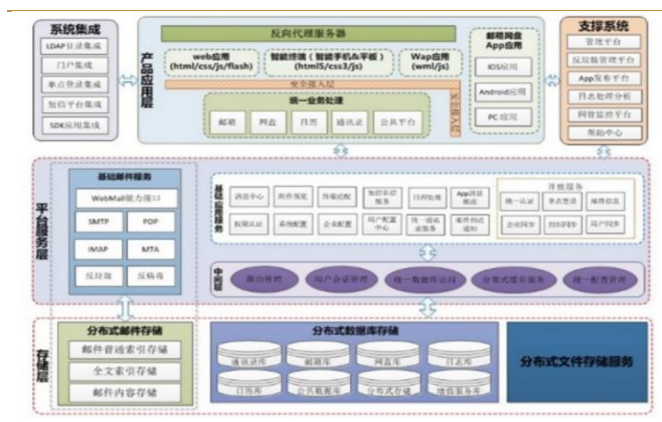
产品线	主要内容	对应子产品
企业信息化	该产品线主要负责为电信运营商、大型企业、政府和高效等组织提供套件化的办公邮件组件、企业办公协作系统等协同管理软件。主要客户为中国移动、国家电网等	RichMail 邮件系统 RichDrive 企业网盘 RichMOA 移动办公系统 移动应用开发平台 Bingo（富媒体通信协同办公平台）
大数据	该产品线主要负责为企业提供数据统计、分析和挖掘等功能，辅助管理者分析决策，为企业提供大数据服务相关的全流程、全生命周期的服务。主要客户为国家电网、南方电网等	RichData 大数据分析平台 RichADI 数据洞察系统 RichPush 智能推送系统
信息安全	该产品线面向开发者提供手机应用内实现手机号码一键登录服务，应用内完成用户身份验证	统一身份安全平台

产品线	主要内容	对应子产品
	证，替代短信验证码，是降低用户互联网注册、登录门槛的移动应用账号体系。同时实现端到端应用性能管理，系统采用 Agent 实时数据采集、日志分析、旁路监听、实时拨测等手段，通过跟踪、记录、分析、告警、评估等技术实现对网站、服务器、应用程序、业务等进行有效管理和安全预警	RichAPM 应用性能管理系统
数字营销	该产品线主要负责协助企业整合多渠道消费者数据，并聚合运营商基础通信能力，以短信、彩信、邮件为通道，实现一对一精准营销和品牌宣传。目前客户包括平安保险、招商银行、金融工场、中腾信、中信银行、兴业银行、中美联泰大都会人寿等知名金融企业	RichCloud 云通讯平台 营销管理平台
智能渠道	该产品线能够通过手机营业厅、手机助手等，帮助用户实现业务查询、自助办理、客服咨询、自助下载安装软件等功能，使企业高效地与其用户进行互动，并提供移动化整合的能力	手机营业厅 应用分发平台

资料来源：公司公告，西南证券整理

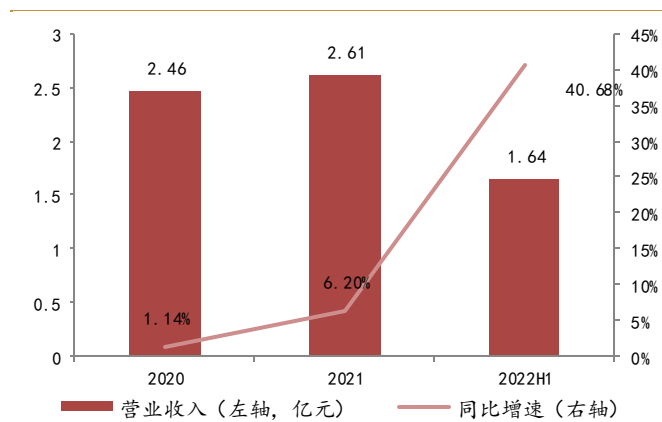
协同办公产品充分满足企业需求，邮箱系统完全实现自主可控。近年来，协同办公趋势加速演进，公司以“信创邮箱”为核心，叠加统一办公平台，致力于为企业创建高效协同办公环境。其中，Rich Mail 邮箱系统技术实力强劲，能够支持十亿级注册用户，千亿级别邮件数；同时具备较高自主可控能力，拥有如邮件安全网关技术等多项国家专利技术，已率先实现对微软 Exchange 和 IBM Domino 邮件系统的替代；同时，RichMail V6.0，通过了国家保密局、公安部等权威机构的一致信息安全认证。在国产替代趋势下，公司协同办公产品线实现高速增长，2022H1 实现收入 1.6 亿元，同比增长 40.68%。

图 4：邮件系统的整体架构设计情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2020-2022H1 协同办公产品收入及增速情况

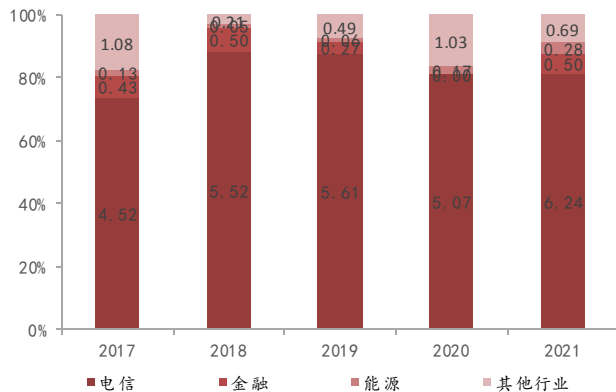


数据来源：公司公告，西南证券整理

信创生态进一步完善，为信创产业链建设添砖加瓦。2022 年以来，公司已完成华为鲲鹏、飞腾、海光、兆芯等国产化芯片服务器，中标麒麟、银河麒麟、统信 UOS 等国产操作系统，东方通、金蝶天燕、宝兰德等国产化中间件，达梦、人大金仓及巨杉等国产化数据库以及华为昇腾 AI 服务器等软硬件兼容性认证。此外，针对华为产品线，公司完成了华为泰山服务器、公有云以及私有云的认证并获得相关认证。并已成为华为智能计算邮件系统解决方案合作伙伴以及政务云合作伙伴。

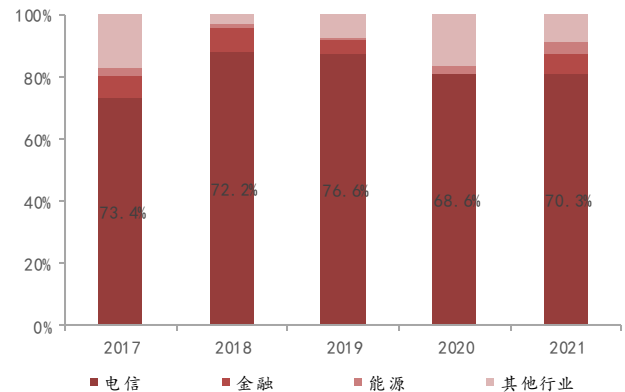
分行业来看，公司在电信行业具备多年服务经验，依托高度模块化和组件化的双中台（IT 中台+运营中台）体系，竞争优势逐渐增强。2021 年，公司电信行业实现营收 6.3 亿元，营收贡献占比为 70.3%。同时，公司积极把握金融、能源、交通、政府等领域数字化转型的机会，标杆项目逐渐落地，2021 年，金融、能源行业分别实现营收 0.5 亿元和 0.3 亿元，均实现快速增长。

图 6：公司 2017-2021 年分行业收入情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

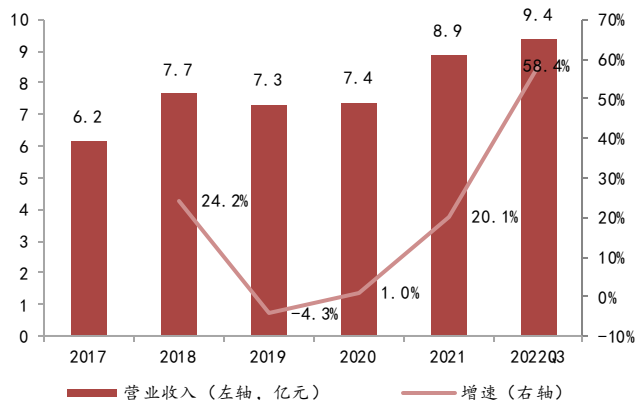
图 7：公司 2017-2021 年分行业收入占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

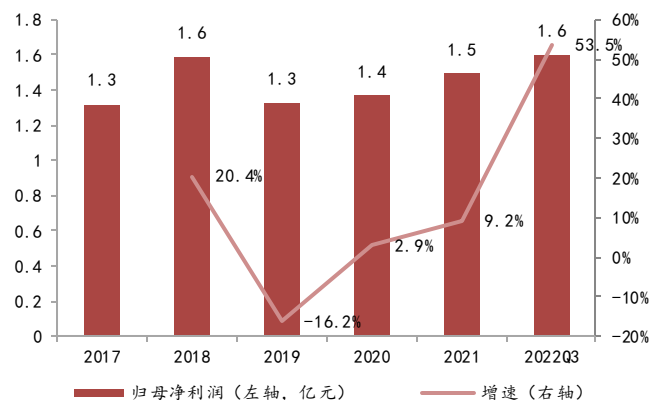
总体来看，公司业绩保持稳定增长。2017-2021 年，公司营收与归母净利润总体均呈稳定增长态势，CAGR 分别为 14.0% 和 10.4%。2019 年公司收入和净利润规模有所下滑，主要系公司参与的香港 CMMP 项目未在年底之前完成验收影响收入确认，同时公司主动调整营销方向，减少部分低毛利的营销业务所致。2022 年前三季度，受益于国产替代趋势，公司实现营业收入 9.4 亿元，同比增长 58.4%；实现归母净利润 1.6 亿元，同比增长 53.5%，均呈高速增长态势。

图 8：公司 2017-2022Q3 营业收入及增速情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

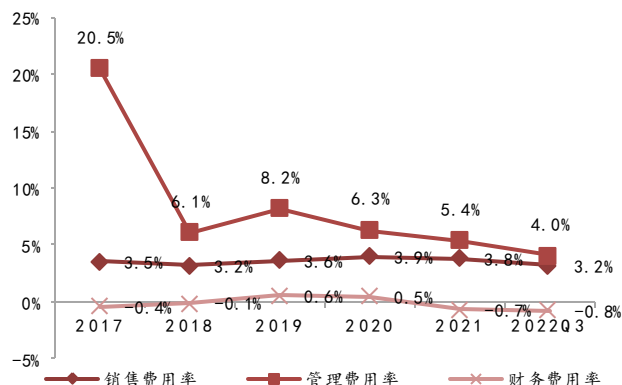
图 9：公司 2017-2022Q3 归母净利润及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

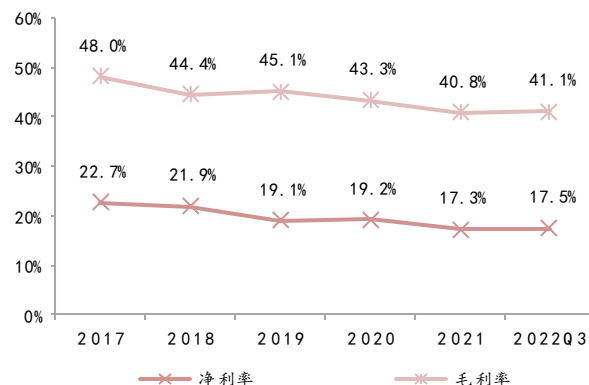
从费用率和利润率来看，1) 费用率端：2022 年前三季度，公司销售费用率、管理费用率分别为 4.0%、3.2%，分别同比下降 0.59pp、0.02pp。财务费用率为 -0.6%，主要系 2022 年第三季度存款利息增加所致。2) 利润率端，2022 前三季度，公司毛利率为 41.1%，同比下降 4.06pp，净利率为 17.5%，同比下降 1.22pp，主要系公司销售签单增长，销售人员薪酬及费用增加，同时公司业务规模扩大，相应成本上升所致。

图 10：公司 2017-2022Q3 费用率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

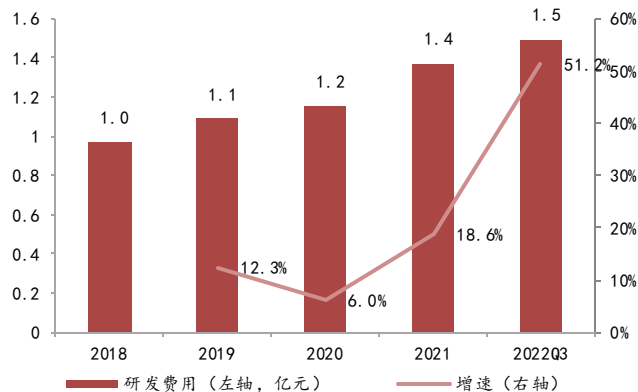
图 11：公司 2017-2022Q3 利润率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

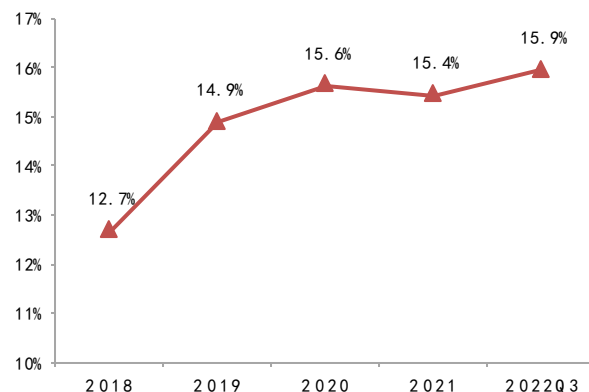
持续加大研发投入，布局前沿方向技术。2022 年前三季度，公司研发费用为 1.5 亿元，同比增长 51.2%；研发费用率为 15.9%，同比下降 0.76pp。2022 年以来，公司始终围绕“协同办公”、“智慧渠道”、“云和大数据”等方向保持高水平的研发投入，重点发力绕信创邮箱、移动办公、智慧渠道、5G 消息、企业上云、数据中台等重点领域。公司“运营中台建设项目-彩讯 CSP 服务平台”、“企业协同办公系统项目-彩讯邮件系统开发项目”等在研项目整体研发进展符合预期，能够确保公司保持行业技术引领地位，同时将极大地助力创新业务的快速拓展。

图 12：公司 2018-2022Q3 研发费用及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：公司 2018-2022Q3 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) 软件产品开发与销售：公司产品线完备，其中，信创邮箱已实现完全自主可控，并与国内主流信创生态实现适配，同时在党政与金融领域均实现突破，未来在国产化替代催化下，有望迎来放量加速；此外，通过交叉销售，公司其他软件产品线收入也有望实现快速增长。因此，我们预计 2022-2024 年该业务订单增速分别为 50%、45%、40%。

2) 技术服务：公司技术服务伴随软件产品销售而快速增长，预计 2022-2024 年订单增速分别为 45%、40%、35%。

3) 系统集成：系统集成业务属于主营业务的配套服务，有望随主营业务实现快速增长，预计 2022-2024 年订单增速分别为 30%、25%、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 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
系统解决方案产品	收入	96.6	144.9	210.2	294.2
	增速	-21.4%	50.0%	45.0%	40.0%
	毛利率	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
智能软硬件产品	收入	680.6	986.9	1381.6	1865.2
	增速	38.5%	45.0%	40.0%	35.0%
	毛利率	39.9%	40.0%	40.1%	40.2%
运营维护	收入	25.7	33.4	41.7	50.1
	增速	-51.5%	30.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
其他业务	收入	84.5	97.1	106.8	117.5
	增速	17.6%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	53.9%	54.0%	54.0%	54.0%
合计	收入	887.4	1262.3	1740.4	2327.0
	增速	20.1%	42.3%	37.9%	33.7%
	毛利率	40.8%	40.8%	40.8%	40.8%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 12.62 亿元（+42.3%）、17.40 亿元（+37.9%）和 23.27 亿元（+33.7%），归母净利润分别为 2.05 亿元（+37.46%）、2.81 亿元（+36.88%）、3.82 亿元（+36.19%），EPS 分别为 0.46 元、0.63 元、0.86 元，对应动态 PE 分别为 40 倍、29 倍、22 倍。

2.2 相对估值

综合考虑业务范围，我们选取东方国信（主要从事运营商业务）、致远互联（主要从事协同办公业务）、太极股份（主要从事政务云业务）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	股价	市值	EPS（元）				PE（倍）			
		（元）	（亿元）	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300166.SZ	东方国信	7.84	90	0.21	0.26	0.37	0.45	41	24	18	17
688369.SH	致远互联	72.97	56	1.67	2.12	2.81	3.68	43	34	26	20
002368.SZ	太极股份	21.17	123	0.64	0.78	0.95	1.17	43	27	22	18
平均值								42	28	22	18
300634.SZ	彩讯股份	18.52	82	0.34	0.46	0.63	0.86	55	40	29	22

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，2023 年可比公司平均 PE 为 22 倍，公司 PE 为 29 倍，高于可比公司平均水平。公司深耕企业信息化、企业数字化转型领域近二十余年，技术沉淀深厚，其以信创邮箱系统为核心的自主产品信创造配度较高；同时，公司与以移动云为代表的国资云厂商密切合作，有望充分受益于国产替代以及国资云快速发展的趋势，订单量迎来大幅增长。预计公司 2022-2024 年归母净利润的复合增速为 36.84%，远高于可比公司平均水平，故给予公司 2023 年 36 倍 PE，对应目标价为 22.68 元，首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

行业竞争加剧风险、软件产品质量风险、技术研发不及预期风险等。

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	887.37	1262.33	1740.36	2327.03	净利润	153.78	211.83	289.75	394.69
营业成本	524.95	747.06	1030.51	1377.09	折旧与摊销	30.73	10.19	10.19	10.19
营业税金及附加	5.24	7.08	10.02	13.22	财务费用	-6.32	0.13	1.74	2.33
销售费用	33.67	47.97	66.13	86.10	资产减值损失	-6.58	0.00	0.00	0.00
管理费用	47.83	233.53	321.97	425.85	经营营运资本变动	-172.87	105.08	-97.05	-121.74
财务费用	-6.32	0.13	1.74	2.33	其他	34.96	1.87	3.26	0.88
资产减值损失	-6.58	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	33.71	329.09	207.89	286.34
投资收益	12.44	0.00	0.00	0.00	资本支出	42.54	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	3.06	0.00	0.00	0.00	其他	47.39	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	89.93	0.00	0.00	0.00
营业利润	165.88	226.56	309.99	422.44	短期借款	3.00	-3.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.20	-0.68	-0.66	-0.59	长期借款	-16.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	165.68	225.88	309.34	421.85	股权融资	494.55	0.00	0.00	0.00
所得税	11.90	14.05	19.59	27.16	支付股利	-26.64	0.00	0.00	0.00
净利润	153.78	211.83	289.75	394.69	其他	-21.35	-48.24	-1.74	-2.33
少数股东损益	4.65	6.84	9.16	12.56	筹资活动现金流净额	433.34	-51.24	-1.74	-2.33
归属母公司股东净利润	149.13	204.99	280.59	382.13	现金流量净额	556.86	277.85	206.15	284.02
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	914.30	1192.15	1398.30	1682.32	成长能力				
应收和预付款项	264.92	388.57	520.94	696.23	销售收入增长率	20.06%	42.26%	37.87%	33.71%
存货	115.07	163.88	224.30	301.32	营业利润增长率	10.17%	36.58%	36.83%	36.28%
其他流动资产	509.15	217.64	223.11	229.82	净利润增长率	8.49%	37.74%	36.78%	36.22%
长期股权投资	47.48	47.48	47.48	47.48	EBITDA 增长率	3.92%	24.48%	35.90%	35.11%
投资性房地产	399.11	399.11	399.11	399.11	获利能力				
固定资产和在建工程	76.40	67.66	58.93	50.19	毛利率	40.84%	40.82%	40.79%	40.82%
无形资产和开发支出	46.72	45.79	44.86	43.93	三费率	8.47%	22.31%	22.40%	22.10%
其他非流动资产	167.38	166.86	166.33	165.81	净利率	17.33%	16.78%	16.65%	16.96%
资产总计	2540.52	2689.14	3083.36	3616.21	ROE	7.17%	9.07%	11.04%	13.07%
短期借款	3.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.05%	7.88%	9.40%	10.91%
应付和预收款项	173.07	262.65	351.34	471.86	ROIC	28.98%	39.56%	51.79%	55.61%
长期借款	40.41	40.41	40.41	40.41	EBITDA/销售收入	21.45%	18.77%	18.50%	18.69%
其他负债	179.50	51.35	67.14	84.77	营运能力				
负债合计	395.97	354.41	458.89	597.04	总资产周转率	0.41	0.48	0.60	0.69
股本	444.01	444.01	444.01	444.01	固定资产周转率	9.03	17.52	27.50	42.65
资本公积	919.89	919.89	919.89	919.89	应收账款周转率	6.16	6.04	5.78	5.88
留存收益	688.98	893.97	1174.55	1556.69	存货周转率	5.98	5.35	5.28	5.21
归属母公司股东权益	2070.53	2253.87	2534.45	2916.59	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.05%	—	—	—
少数股东权益	74.03	80.86	90.02	102.59	资本结构				
股东权益合计	2144.56	2334.73	2624.48	3019.17	资产负债率	15.59%	13.18%	14.88%	16.51%
负债和股东权益合计	2540.52	2689.14	3083.36	3616.21	带息债务/总负债	10.96%	11.40%	8.81%	6.77%
					流动比率	5.25	6.51	5.83	5.35
					速动比率	4.92	5.96	5.28	4.79
					股利支付率	17.86%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	190.30	236.88	321.92	434.96	每股收益	0.34	0.46	0.63	0.86
PE	55.14	40.11	29.31	21.52	每股净资产	4.66	5.08	5.71	6.57
PB	3.97	3.65	3.24	2.82	每股经营现金	0.08	0.74	0.47	0.64
PS	9.27	6.51	4.72	3.53	每股股利	0.06	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	30.56	23.26	16.47	11.54					
股息率	0.32%	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

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
	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
行业评级	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
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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
	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.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
广深	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	cyyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn