

卫星遥感龙头企业，产品多领域加速扩张

投资要点

- **事件：**公司发布2022年第三季度业绩报告，2022年前三季度，实现营业收入8.3亿元，同比增长41.8%；归母净利润0.71亿元，同比增长30.3%；扣非归母净利润0.3亿元，同比增长5.8%。
- **多行业领域扩张，业绩延续高增。**从单Q3来看，公司产品多领域、多行业加速渗透，整体实现营收3.8亿元，同比增长49.6%；归母净利润0.5亿元，同比增长28.2%。分行业来看：1）特种、市政领域为公司营收主要来源，2022H1分别实现营收1.5亿元、1.7亿元；其中特种领域营收同比下滑35.5%，主要系外部因素扰动导致行业需求递延、项目实施交付进度减缓。公司深耕特种领域多年，行业know-how积累颇深，技术与客户资源壁垒丰厚，行业地位领先，随着外部环境影响减退，营收有望快速恢复。2）气象生态领域实现高增，2022H1营收同比增长74.6%至0.6亿元；3）公司加速向安全应急、交通、自然资源等细分领域扩张，民用场景持续拓宽。
- **研发投入加大，技术与产品持续迭代。**2022年前三季度，公司研发投入大幅增加，同比增长75.2%至1.4亿元，致力于产品与技术创新迭代。1）产品端：展开线上、线下产品线共建，线下重构“1+1+1+N”产品体系，建立云原生平台、打造数字地球混合云系统；线上研发多个产品，满足大众用户在地球探索、产经设计、应用开发等方面的需求，为GEOVIS数字地球民用领域的场景扩张提供基础。2）核心技术端：在云计算与高性能计算、大数据、人工智能与高分北斗应用结合等方面提出若干创新技术思想，自主核心技术进一步突破，充分支撑线上和线下业务中大规模并发访问场景需求，技术实力持续提升。
- **定增资金投入在线数字地球研发，推动商业模式转型。**公司定增募集资金15.5亿元，其中13亿元将用于GEOVIS Online在线数字地球研发，构建新产品形态。该产品将助力公司推动商业模式由线下交付转向线上运营，有望降低获客成本和边际交付成本，为公司开启新业务增长曲线。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年EPS分别为1.25元、1.70元、2.26元，归母净利润将保持36.1%的复合增长率。公司背靠中科院，技术、客户资源壁垒丰厚；同时，在特种领域、智慧政府领域行业地位领先，下游应用领域持续扩宽；叠加公司大力投入在线数字地球研发，降低获客成本与交付成本，整体盈利能力向上可期。考虑到公司产品与技术具有一定稀缺性，有望享受行业溢价，故给予公司2023年47倍PE，对应目标价79.90元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险、下游需求不及预期风险、疫情影响项目实施交付风险等。

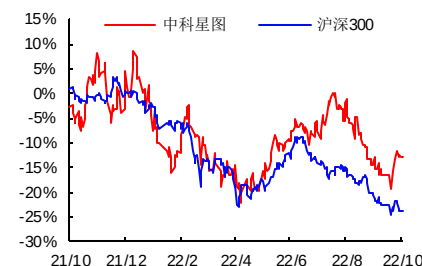
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1039.95	1494.56	2118.93	2940.06
增长率	48.03%	43.71%	41.78%	38.75%
归属母公司净利润（百万元）	220.31	306.66	415.92	555.33
增长率	49.41%	39.20%	35.63%	33.52%
每股收益EPS（元）	0.90	1.25	1.70	2.26
净资产收益率ROE	16.38%	18.26%	19.97%	21.01%
PE	74	53	39	29
PB	11.32	9.35	7.54	5.99

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

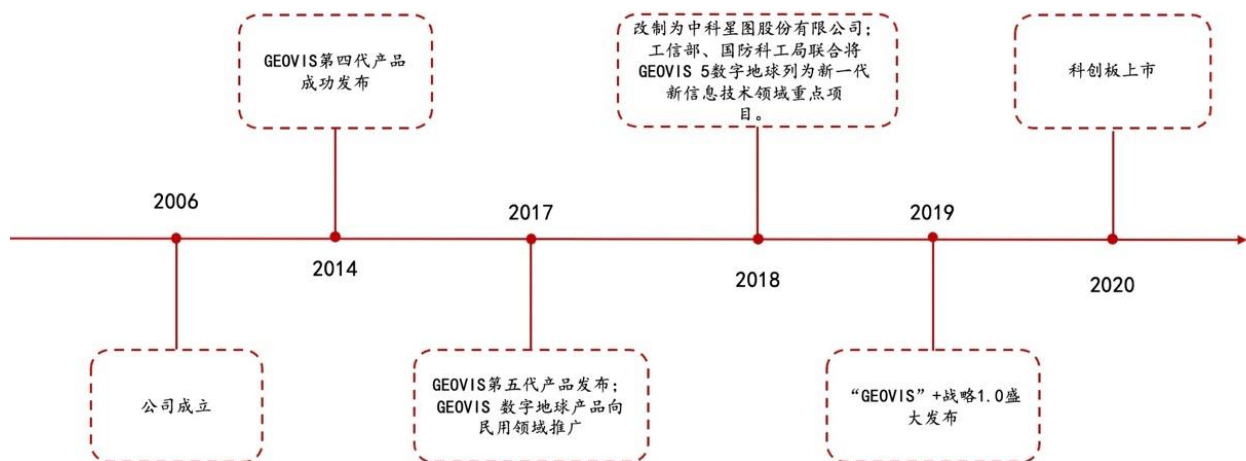
总股本(亿股)	2.45
流通A股(亿股)	1.07
52周内股价区间(元)	56.70-78.98
总市值(亿元)	162.36
总资产(亿元)	39.18
每股净资产(元)	12.45

相关研究

1 卫星遥感龙头企业，产品多领域加速扩张

中科星图成立于 2006 年，2020 年于科创板上市。公司为国内最早从事数字地球产品研发与产业化的企业，陆续推出 GEOVIS 数字地球基础软件系列产品，并在此基础上，形成以特种领域、智慧政府、气象生态、航天测运控、企业能源、线上业务六大板块业务为核心的 GEOVIS 数字地球应用软件系列产品，为政府、企业、特种领域以及大众等用户提供软件销售与数据服务、技术开发与服务、一体机产品，以及系统集成等业务，居行业领先地位。

图 1：公司发展历程

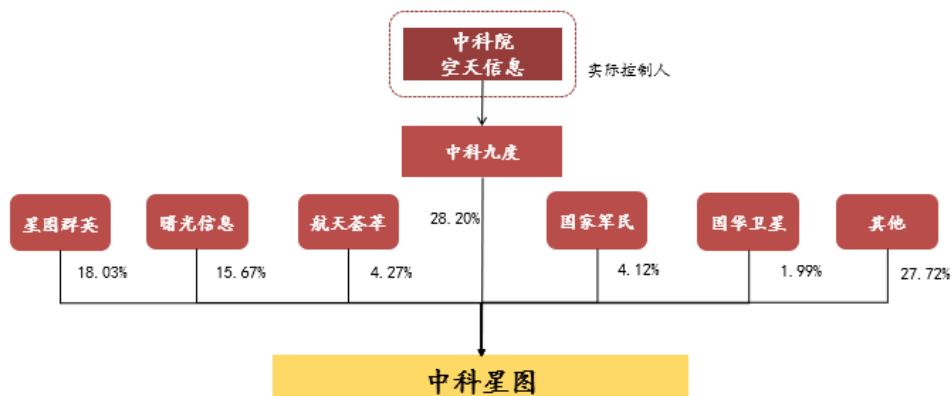


资料来源：公司官网，西南证券整理

中科院实际控制，股东、核心人员技术经验丰富。公司第一大股东为中科院空天信息创新研究院，为公司实际控制人，通过中科九度控制公司 28.20% 的股份，股权结构较为集中。此外，公司董事长付琨先生曾任中科院电子所研究室主任，现任中科院空天院副院长，深耕遥感领域多年；副董事长、总经理邵宗先生曾任中科曙光副总裁，在高性能计算领域参与过多项国家重大研发项目；此外，公司其他核心人员大多有中科院相关院所的科研及工作经历，在遥感、高性能计算、大数据、特种领域等方面经验丰富。公司第三大股东中科曙光作为国内高性能计算领域领军企业，有望为公司提供丰富的技术与产业经验。

股权激励措施创新，利于公司长期稳定发展。公司于 2020 年实施股权激励计划，激励对象主要为 170 名董事、高管以及核心技术（业务）人员，考核目标包含净利润、净资产收益率以及研发投入三个方面：以 2019 年净利润为基数，2021-2023 年净利润 CAGR 不低于 25%；2021-2023 年净资产收益率不低于 6%，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值；以 2019 年研发投入为基数，2021-2023 年研发投入 CAGR 不低于 20%。充分的股权激励将提高管理人员和核心员工的工作积极性，利于公司稳定发展。

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

数字经济、智慧城市蓬勃发展，数字地球服务需求增加。“数字地球”是指利用遥感卫星、航空摄影等多种对地观测手段和数字技术、地理信息技术等，按照地球坐标对数据进行整理，从而构成全球的数字模型。其时空关联特征能够实现不同行业、用户的数据融合分析与挖掘，因此逐渐成为面向“数字经济”、“智慧城市”、“精准扶贫”等国家重大需求的重要新兴软件平台。伴随着数字经济、智慧城市的蓬勃发展，相应的数字地球服务需求也随之增加。

应用领域不断拓宽，公司有望充分获益。近年来，随着大数据、人工智能、云计算等新一代信息技术与航空航天产业深度融合，数字地球应用范围从政务、金融、互联网逐步向工业、教育等各个领域延伸拓展，应用程度持续深化。公司作为行业领先企业，已形成面向特种领域、智慧政府、气象生态、航天测运控、企业能源等板块的“GEOVIS+”行业应用生态，有望在行业发展初期迅速抢占市场份额，打造先发优势，塑造技术壁垒。

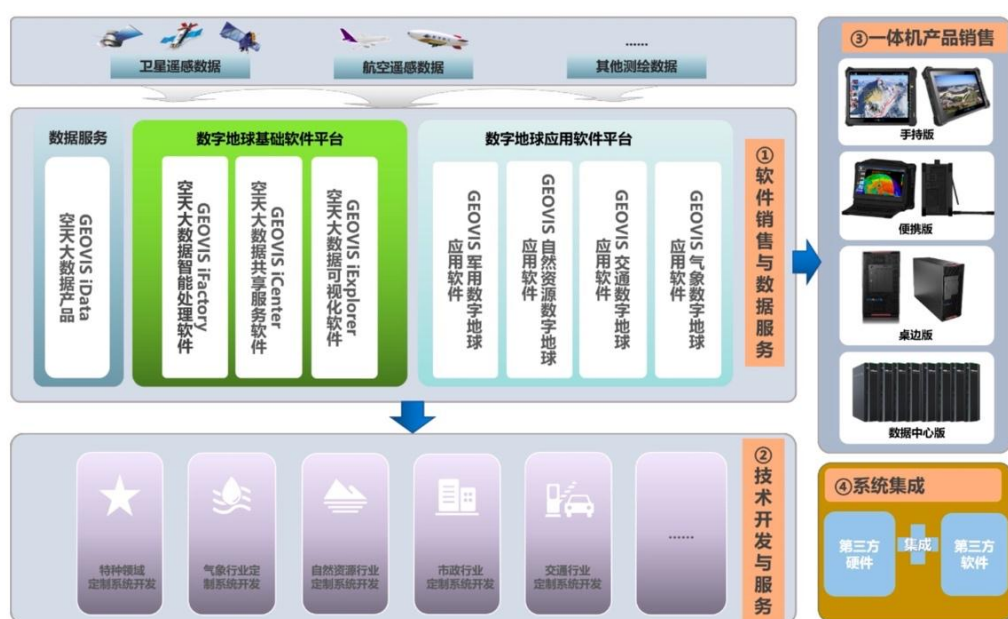
图 3：数字地球系统应用示例



资料来源：公司公告，西南证券整理

公司业务主要包括软件销售与数据服务、技术开发与服务、一体机产品销售以及系统集成四大部分。1) 软件销售与数据服务：以数字地球基础软件平台为核心软件产品，采取遥感测绘数据为基础框架，基于统一的时空基准重建三维虚拟地球框架模型，为各类行业应用提供基础数据支撑和共性服务支撑；同时，公司根据行业需求，打造行业专属的应用软件平台，并为客户提供处理后的数据产品销售服务。2) 技术开发与服务：公司针对用户定制化需求，通过采购第三方插件、与第三方软硬件进行适配等方式，为其提供定制化应用系统。3) 一体机产品：公司针对客户对数字地球产品的软硬件一体化需求，将其软件产品装载在专用硬件产品中，为用户提供快速交付的一体机产品。4) 系统集成服务：主要系基于第三方软硬件的维护服务。

图 4：公司主营业务构成图



资料来源：公司公告，西南证券整理

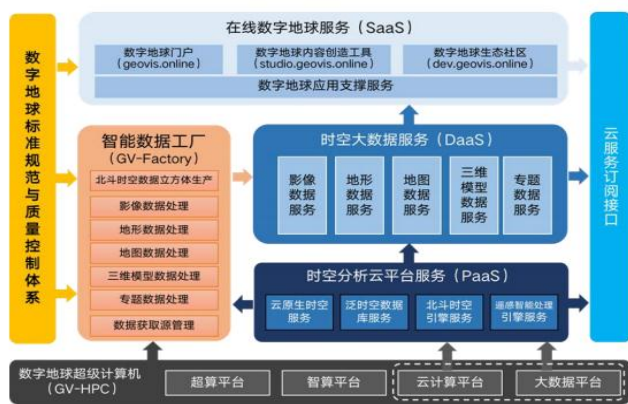
表 1：公司主要产品情况

业务	产品	具体内容
GEOVIS 软件销售与数据服务	数字地球基础软件平台	GEOVIS iFactory 空天大数据智能处理软件、GEOVIS iCenter 空天大数据共享服务软件、GEOVIS iExplorer 空天大数据可视化软件
	数字地球应用软件平台	GEOVIS 特种数字地球应用软件、GEOVIS 自然资源数字地球应用软件、GEOVIS 交通数字地球应用软件、GEOVIS 气象数字地球应用软件
	数据服务	GEOVIS iData 空天大数据产品
GEOVIS 技术开发与服务	基于自有软件产品和核心技术，按用户要求为用户定制开发所需要的应用系统	
GEOVIS 一体机产品销售	将自有软件产品装载在专用硬件产品中，为用户提供标准化的数字地球一体机产品	
系统集成	根据用户需求，将第三方外购软件、硬件集成	

资料来源：公司公告，西南证券整理

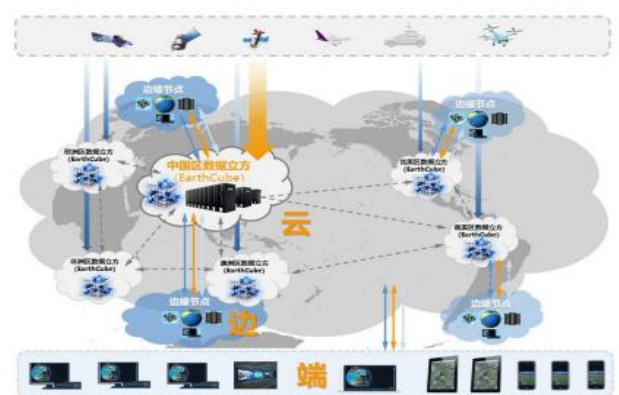
GEOVIS Online 打通“云-边-端”三大类数字地球用户场景，助力业务模式转型升级。公司完成定增，募集资金 15.5 亿元，其中 13 亿元将用于 GEOVIS Online 在线数字地球研发，GEOVIS Online 是公司基于自主的数字地球理论、自主的空间基础设施、自主的数字地球软件和自主的 IT 基础设施构建的在线数字地球。公司以数字地球超级计算机（GV-HPC）、智能数据工厂（GV-Factory）为基础，建立时空大数据服务（DaaS）、时空分析云平台服务（PaaS）和在线数字地球服务（SaaS）三位一体的应用生态，以及覆盖普通消费者、无代码开发者、低代码开发者三层的用户生态，有望服务于“云、边、端”三大类数字地球用户场景，进一步拓宽商业航天领域发展的深度和广度。同时，在线数字地球将助力业务模式由线下交付模式转型为线上运营模式，有利于降低公司获客成本与边际交付成本，构建新业务增长曲线。

图 5：公司 GEOVIS Online 系统架构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

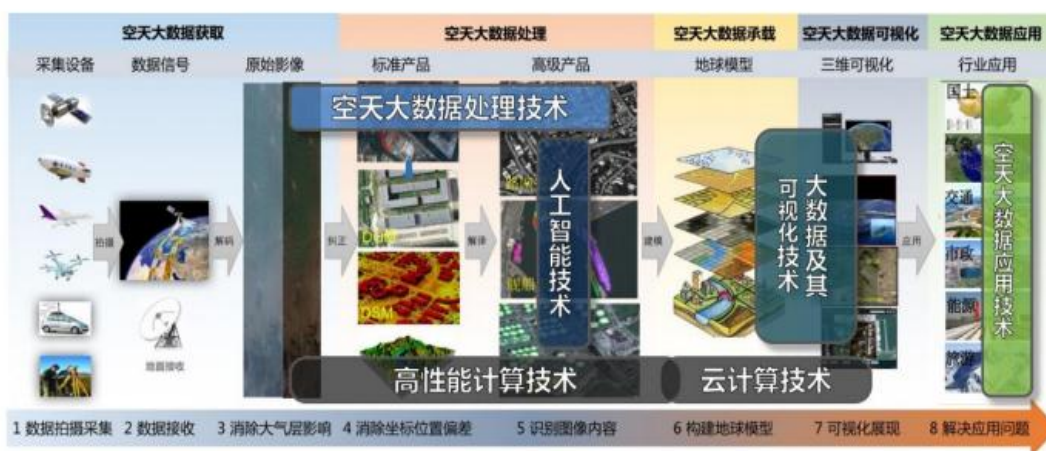
图 6：“云、边、端”架构的数字地球服务示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

技术实力强劲，专利储备丰富。公司深耕行业多年，已形成覆盖数字地球的空天大数据的获取、处理、承载、可视化和应用的自主核心技术。同时，依托中科院，公司专利全面覆盖遥感、大数据、人工智能、云计算、高性能计算等领域，储备丰厚。随着遥感数据量以及下游行业需求复杂性增加，公司有望凭借全面的技术布局与强劲的技术实力脱颖而出。

图 7：公司数字地球中的自有核心技术



资料来源：公司公告，西南证券整理

专注基础软件平台建设，实现高效扩张。公司依托“国家高分辨率对地观测系统”重大科技专项的重要成果——“高分资源共享服务平台”，打造 GEOVIS 数字地球基础软件平台，提供数字地球通用功能，成为应用平台开发和行业项目落地的基础。报告期内，公司研制 GEOVIS6 数字地球，在空天大数据储存、快速引接、弹性计算、智能解译、高效渲染等多项核心技术上均实现突破，构建“北斗为体、高分为象”的时空参考框架，形成新一代数字地球空天大数据底座；此外，公司根据 GEOVIS 数字地球线下业务发展态势，重构“1+1+1+N”的产品体系，进一步提高产品体系的开放性与包容性，加速向 2B、2G 领域扩张。

图 8：GEOVIS iFactory 产品示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：GEOVIS iCenter 产品示意图



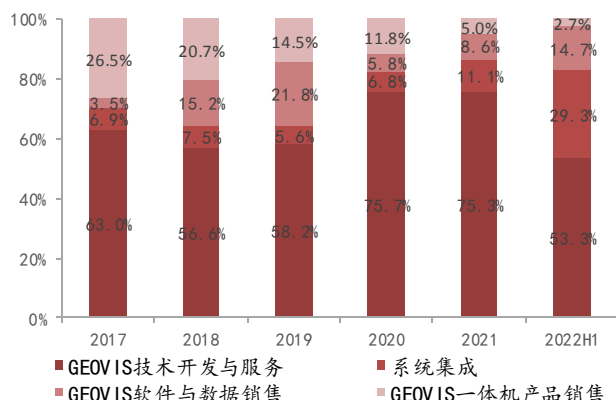
数据来源：公司公告，西南证券整理

特种领域积淀丰富，客户资源壁垒深厚。公司控股股东中科空天院作为国家科研事业单位，主要承担计划性的特种领域重大信息系统继承任务；借助此平台，公司深度参与多个特种领域大型项目，积累了丰富的面向作战、仿真、筹划、推演等方面的行业案例和专业的业务理解能力。从客户端来看，特种领域客户对系统安全性要求较高、业务持续性较强，公司技术实力强劲，研发持续加大，获客能力有望增强；从项目端来看，特种领域项目技术复杂程度较高，前期研发投入较大，公司数据积累丰富，可复用程度较高，有望实现规模效应。

集团化战略加速落地，特种领域应用模式有望快速复制。2022H1，公司集团化战略逐渐落地，基于特种领域的应用模式快速复制，公司加速向农业、林业、安全应急、商业航天等民用领域拓展。此外，公司针对专业领域形成子公司，特定领域项目的运作、交付能力大幅提升；有望打造跨领域的创新网络和项目交付网络。

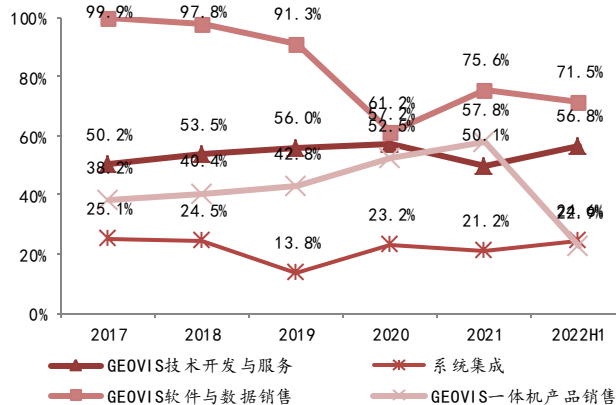
分产品来看，2022H1，1) GEOVIS 技术开发与服务为公司营收主要来源，实现营收 2.4 亿元，同比增长 6.6%，贡献占比达 53.3%。公司产品功能复用性、二次开发效率逐渐提升，业务毛利率呈向上趋势。2) 系统集成业务实现营收 1.3 亿元，同比增长 262.5%。3) GEOVIS 软件与数据销售业务实现营收 0.7 亿元，同比增长 73.7%。该业务标准程度较高，毛利率维持在 70% 以上。4) GEOVIS 一体机产品销售业务实现营收 0.1 亿元，同比下滑 62.5%。

图 10：公司 2017-2022H1 分产品收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

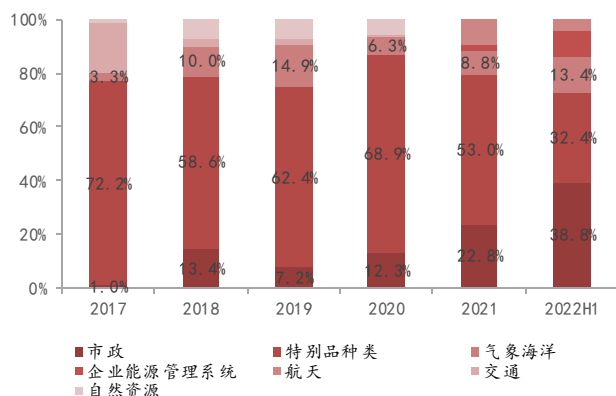
图 11：公司 2017-2022H1 分产品毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

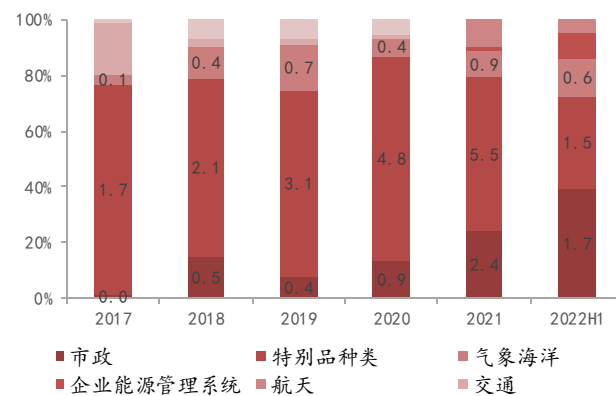
分行业来看，1) 特种、市政领域为公司营收主要来源，下游需求旺盛，保持高速增长，2017-2021 年营收 CAGR 分别为 33.9%、217.7%。2022H1 分别实现营收 1.5 亿元、1.7 亿元；2) 气象海洋领域高景气度持续，2022H1 实现 0.6 亿元，同比增长 74.6%。3) 此外，公司加速向安全应急、交通、自然资源等民用领域扩张，应用场景持续拓宽。

图 12：公司 2017-2022H1 分行业收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

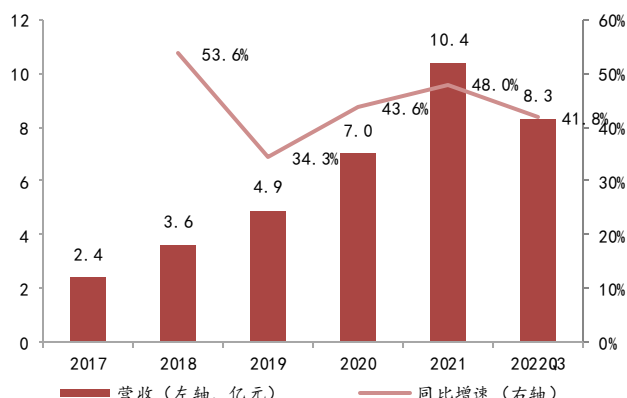
图 13：公司 2017-2022H1 分行业收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

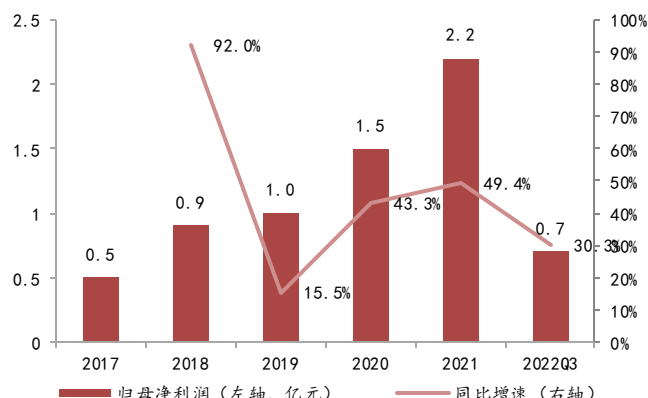
总体来看，公司业绩保持高速增长。2017-2021 年，公司营收与归母净利润均呈高速增长态势，CAGR 分别为 44.7%、47.6%。2022 年前三季度，公司实现营业收入 8.3 亿元，同比增长 41.8%，在疫情影响下逆势高增；实现归母净利润 0.7 亿元，同比增长 30.3%，主要系公司集团化战略推进效果显著，各细分行业渗透率提升所致。

图 14：公司 2017-2022Q3 营业收入及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

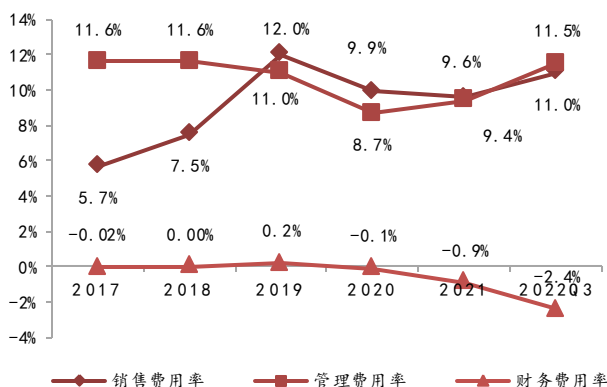
图 15：公司 2017-2022Q3 归母净利润及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

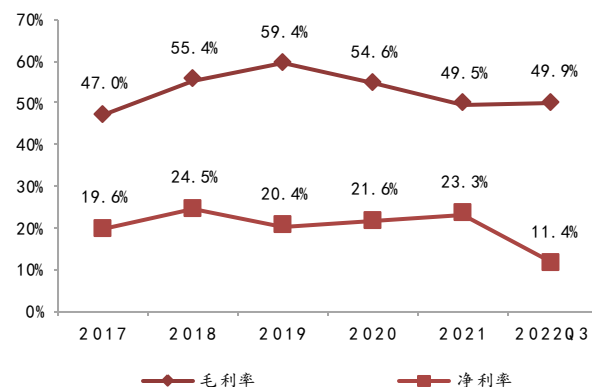
从费用率端和利润率端来看，1) 费用率端，由于人工成本和股票激励计划成本的上涨，2022 年前三季度，公司销售费用与管理费用绝对值均有所增加，销售费用率为 11.0% (-0.17pp)，管理费用率为 11.5% (+0.50pp)。财务费用率下降至-2.4%，主要利息收入增加。2) 利润率端，2022 年前三季度，公司毛利率为 49.9%，同比提升 2.37pp。净利率为 11.4%，同比下降 0.14pp，主要系期间费用增加导致。

图 16：公司 2017-2022Q3 费用率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

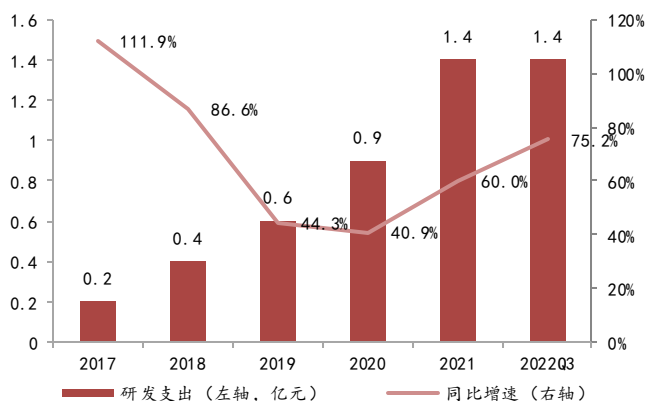
图 17：公司 2017-2022Q3 毛利率、净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

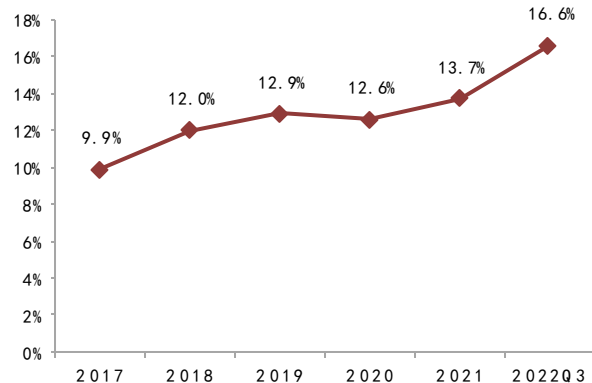
重视原始创新，持续加大研发投入。2022 年前三季度，公司研发费用达 1.4 亿元，同比增长 75.2%，占营业收入 16.6%。公司持续线上、线下产品共建，线下产品方面，重构形成“1+1+1+N”的产品体系；线上产品方面，公司形成星图地球产品体系，满足大众用户在地球探索、产经设计、应用开发等方面的需求，为 GEOVIS 数字地球在政府、企业等传统行业领域和社区、教育、旅游等非传统数字地球领域的场景落地提供基础。

图 18：公司 2017-2022Q3 研发费用情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：公司 2017-2022Q3 研发费用占营收比例



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) GEOVIS 技术开发与服务：随着公司产品下游应用领域进一步拓宽，特种领域、市政、气象生态以及企业等细分赛道需求上升，该业务有望保持快速增长，预计 2022-2024 年合同增速分别为 35%、32%、30%。

2) 系统集成设备：2022H1，系统集成设备营收增速达 262.5%，预计下半年仍将维持高速增长态势。未来随着公司业务体量快速扩大，该业务将保持高增，预计 2022-2024 年合同增速分别为 100%、80%、60%。

3) GEOVIS 软件销售与数据服务：公司重构线上、线下产品线共建，核心技术不断突破，为 GEOVIS 数字地球民用领域的场景扩张提供基础，预计 2022-2024 年合同增速分别为 70%、65%、60%。

4) GEOVIS 一体机产品销售：伴随公司软件业务增长，GEOVIS 一体机产品销量将维持稳定，预计 2022-2024 年销量增速为 5%。

5) 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
GEOVIS 技术开发与服务	收入	783.0	1057.1	1395.3	1813.9
	增速	47.3%	35.0%	32.0%	30.0%
	毛利率	50.1%	50.6%	51.8%	52.5%
系统集成设备	收入	115.4	230.8	415.4	664.7
	增速	143.4%	100.0%	80.0%	60.0%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
GEOVIS 软件销售 与数据服务	毛利率	21.2%	21.7%	22.0%	22.5%
	收入	89.4	151.9	250.7	401.1
	增速	119.3%	70.0%	65.0%	60.0%
	毛利率	75.5%	75.8%	76.5%	77.0%
GEOVIS 一体机产品销售	收入	52.2	54.8	57.5	60.4
	增速	-37.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	57.8%	58.0%	58.5%	58.8%
合计	收入	1039.9	1494.6	2118.9	2940.1
	增速	48.0%	43.7%	41.8%	38.8%
	毛利率	49.5%	49.0%	49.1%	49.2%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 14.9 亿元（+43.7%）、21.2 亿元（+41.8%）和 29.4 亿元（+38.8%），归母净利润分别为 3.1 亿元（+39.2%）、4.2 亿元（+35.6%）、5.6 亿元（+33.5%），EPS 分别为 1.25 元、1.70 元、2.26 元，对应动态 PE 分别为 53 倍、39 倍、29 倍。

2.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取在特种领域、市政、气象、自然资源、交通等行业均有相应业务的厂商航天宏图、四维图新作为可比公司进行估值比较。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
		(元)		21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
688066.SH	航天宏图	85.57	158	1.08	1.6	2.28	3.16	67	53	38	27
002405.SZ	四维图新	12.20	291	0.05	0.14	0.24	0.37	310	87	51	33
平均值								188	70	44	30
688568.SH	中科星图	66.20	162	0.90	1.25	1.70	2.26	74	53	39	29

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 44 倍，公司 PE 为 39 倍，低于可比公司平均水平。公司背靠中科院，技术、客户资源壁垒丰厚；同时，在特种领域、智慧政府领域行业地位领先，下游应用领域持续扩宽；叠加公司大力投入在线数字地球研发，降低获客成本与交付成本，整体盈利能力向上可期。考虑到公司产品与技术具有一定稀缺性，有望享受行业溢价，故给予公司 2023 年 47 倍 PE，对应目标价 79.90 元，首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

行业竞争加剧风险、下游需求不及预期风险、疫情影响项目实施交付风险等。

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	1039.95	1494.56	2118.93	2940.06	净利润	242.27	329.59	450.43	599.88
营业成本	525.36	762.67	1079.35	1493.86	折旧与摊销	22.04	13.23	13.23	13.23
营业税金及附加	2.30	2.86	4.38	5.85	财务费用	-8.87	-38.14	-52.70	-34.35
销售费用	100.16	131.52	180.11	249.91	资产减值损失	-19.55	0.00	0.00	0.00
管理费用	97.62	246.60	343.27	473.35	经营营运资本变动	-205.27	-31.52	-203.19	-311.99
财务费用	-8.87	-38.14	-52.70	-34.35	其他	136.31	0.06	2.10	-0.86
资产减值损失	-19.55	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	166.95	273.22	209.87	265.91
投资收益	4.12	0.00	0.00	0.00	资本支出	-71.70	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-26.22	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	-97.93	0.00	0.00	0.00
营业利润	203.28	389.04	564.53	751.44	短期借款	140.45	-140.45	0.00	0.00
其他非经营损益	58.50	-1.29	-1.49	-1.59	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	261.78	387.75	563.04	749.85	股权融资	20.61	0.00	0.00	0.00
所得税	19.50	58.16	112.61	149.97	支付股利	-44.44	0.00	0.00	0.00
净利润	242.27	329.59	450.43	599.88	其他	-28.98	22.14	52.70	34.35
少数股东损益	21.97	22.93	34.51	44.55	筹资活动现金流净额	87.64	-118.32	52.70	34.35
归属母公司股东净利润	220.31	306.66	415.92	555.33	现金流量净额	156.67	154.91	262.57	300.26
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	1068.66	1223.57	1486.14	1786.40	成长能力				
应收和预付款项	707.43	1016.06	1410.92	1977.55	销售收入增长率	48.03%	43.71%	41.78%	38.75%
存货	167.25	242.79	341.61	474.57	营业利润增长率	34.76%	91.39%	45.11%	33.11%
其他流动资产	202.43	6.53	9.25	12.84	净利润增长率	59.80%	36.04%	36.66%	33.18%
长期股权投资	19.45	19.45	19.45	19.45	EBITDA 增长率	30.07%	68.23%	44.20%	39.09%
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	29.50	23.84	18.17	12.51	毛利率	49.48%	48.97%	49.06%	49.19%
无形资产和开发支出	92.47	85.38	78.29	71.20	三费率	18.17%	22.75%	22.21%	23.43%
其他非流动资产	75.94	75.47	74.99	74.52	净利率	23.30%	22.05%	21.26%	20.40%
资产总计	2363.14	2693.08	3438.83	4429.03	ROE	16.38%	18.26%	19.97%	21.01%
短期借款	140.45	0.00	0.00	0.00	ROA	10.25%	12.24%	13.10%	13.54%
应付和预收款项	467.09	688.15	970.08	1344.75	ROIC	37.41%	49.04%	53.48%	53.01%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.81%	24.36%	24.78%	24.84%
其他负债	276.60	200.35	213.74	229.38	营运能力				
负债合计	884.14	888.50	1183.82	1574.13	总资产周转率	0.51	0.59	0.69	0.75
股本	220.00	245.26	245.26	245.26	固定资产周转率	41.46	56.04	100.88	191.63
资本公积	769.57	744.30	744.30	744.30	应收账款周转率	2.23	2.07	2.09	2.07
留存收益	444.85	751.51	1167.43	1722.76	存货周转率	3.94	3.72	3.68	3.65
归属母公司股东权益	1434.42	1737.07	2153.00	2708.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	77.55%	—	—	—
少数股东权益	44.58	67.51	102.02	146.57	资本结构				
股东权益合计	1479.00	1804.58	2255.01	2854.90	资产负债率	37.41%	32.99%	34.42%	35.54%
负债和股东权益合计	2363.14	2693.08	3438.83	4429.03	带息债务/总负债	15.89%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.02	3.49	3.22	3.04
					速动比率	2.79	3.15	2.88	2.70
					股利支付率	20.17%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.90	1.25	1.70	2.26
					每股净资产	5.85	7.08	8.78	11.04
					每股经营现金	0.68	1.11	0.86	1.08
					每股股利	0.18	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	216.45	364.13	525.06	730.32					
PE	73.70	52.95	39.04	29.24					
PB	11.32	9.35	7.54	5.99					
PS	15.61	10.86	7.66	5.52					
EV/EBITDA	62.72	41.03	27.96	19.69					
股息率	0.27%	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，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
	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