

## 财政信息化领军企业，乘政策东风扶摇直上

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年前三季度业绩报告, 实现营收 5.5 亿元, 同比增长 17.6%; 归母净利润 1.3 亿元, 同比增长 47.1%; 扣非归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 43.1%。
- **Q3 业绩符合预期, 盈利能力持续提升。** 1、单 Q3 来看, 受益于财政预算管理一体化新政推动, 公司业绩保持高速增长态势, 实现营收 2.0 亿元, 同比增长 18.8%; 归母净利润 0.7 亿元, 同比增长 90.9%。2、从费用端来看, 2022 年前三季度, 公司销售、管理费用分别为 10.8% (-0.61pp)、4.6% (-1.70pp)、经营管理效率持续提升; 同时, 公司加大财政信息化解决方案建设, 研发费用率同比提升 1.87pp 至 20.7%。3、从利润率端看, 2022 前三季度, 公司毛利率为 59.2% (+3.98pp), 净利率为 22.8% (+4.44pp), 成本控制力度良好, 盈利能力提升。
- **支付电子化业务市占率领先, 增长空间广阔。** 支付电子化为公司基石业务, 2018-2021 年营收 CAGR 为 28.9%, 保持稳健增长。从市场地位来看, 公司是财政部“电子凭证安全支撑控件升级改造项目”的唯一中标单位, 同时主要参与人民银行、财政部国库资金电子支付标准制定, 市占率保持领先。截至 2021 年底, 公司已覆盖 35 个省级财政单位, 328 个地级市单位, 2828 个区县级单位; 地市级覆盖率高达 96.7%, 总体市占率约为 93.2%。从市场空间来看, 根据公司招股说明书, 未来支付电子业务市场空间约为 18.8 亿元; 按照公司 2020 年底的市场覆盖率测算, 2021-2023 年公司市场份额约为 15.4 亿元, 伴随区县级财政单位支付电子化进一步升级与推广, 预计 2021-2023 年公司市场份额有望达到 17.5 亿元。
- **响应政策号召, 财政预算管理一体化业务高速增长。** 2022 年, 为确保中央财政预算管理一体化建设试点工作顺利进行, 财政部印发《中央财政预算管理一体化资金支付管理办法(试行)》, 要求通过中央预算管理一体化系统办理业务, 利好公司产品进一步渗透。截至 2021 年 12 月, 公司财政预算管理一体化业务市场覆盖 11 个省级财政单位, 165 个地级市单位, 1520 个区县级单位。截至 2021 年 5 月, 根据财政预算管理一体化建设安排以及公司已取得的省本级开发业务测算, 公司财政预算管理一体化解决方案业务增量约为 7.0 亿元。2021 年公司财政预算一体化业务营收仅为 0.2 亿元, 未来有望保持高速增长态势。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.15 元、2.91 元、3.82 元, 归母净利润将保持 38.3% 的复合增长率。公司为财政信息化领域领军企业, 在支付电子化业务领域占据绝大部分市场份额, 伴随财政预算一体化新政催化, 存量升级与增量空间广阔, 考虑到公司 2022-2024 年归母净利润 CAGR 为 38.3%, 高于可比公司平均水平, 故给予公司 2023 年 38 倍 PE, 对应目标价 110.63 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、政策推进不及预期、产品推广不及预期风险等。

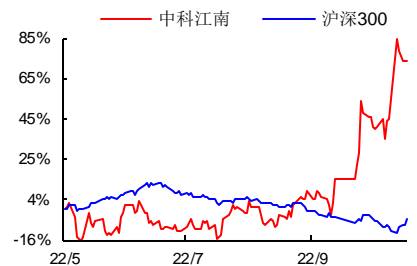
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	738.20	1055.63	1389.00	1739.71
增长率	25.72%	43.00%	31.58%	25.25%
归属母公司净利润(百万元)	156.05	232.02	314.43	412.58
增长率	25.20%	48.68%	35.52%	31.21%
每股收益 EPS(元)	1.44	2.15	2.91	3.82
净资产收益率 ROE	28.00%	29.58%	28.60%	27.29%
PE	63	42	31	24
PB	17.70	12.55	8.95	6.51

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: 聚源数据

### 基础数据

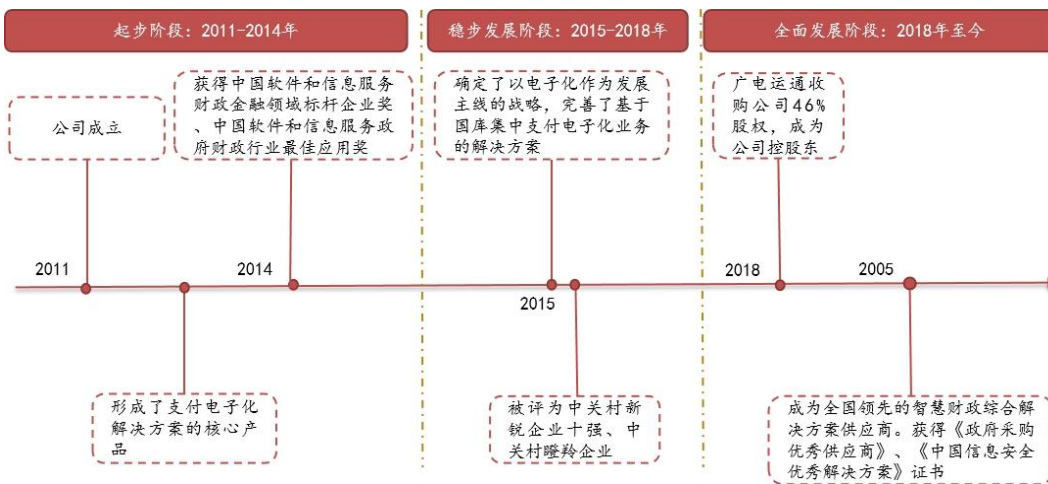
总股本(亿股)	1.08
流通 A 股(亿股)	0.24
52 周内股价区间(元)	44.9-97.2
总市值(亿元)	98.26
总资产(亿元)	9.35
每股净资产(元)	13.08

### 相关研究

## 1 财政信息化领军企业，业绩延续高增

中科江南成立于 2011 年，立足于财政信息化领域，为客户提供智慧财政综合解决方案。公司客户主要为各级财政部门、金融机构以及行政单位，主要产品为支付电子化解决方案、财政预算管理一体化解决方案、预算单位财务服务平台和运维服务等。经过持续的产品研发和业务积累，公司已成为财政信息化领域领先企业，是人民银行、财政部国库资金电子支付标准的主要参与者。

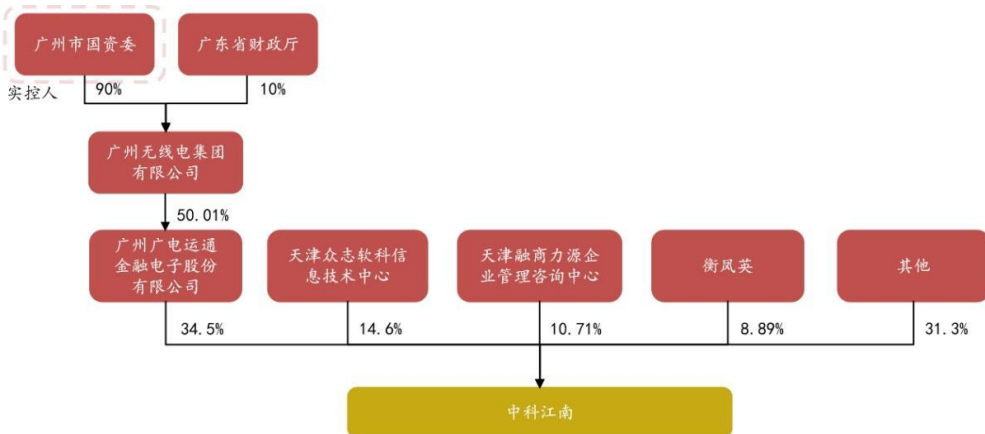
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，西南证券整理

**国资背景深厚，股权激励提升业绩信心。**公司第一大股东广电运通持股比例为 34.5%，广电运通由广州市国资委间接持股，为中科江南注入国资背景，为公司业务拓宽提供动力。此外，2022 年 9 月，公司推出 2022 年限制性股票激励计划，业绩考核目标为：以 2021 年净利润为基础，2022-2024 净利润增长率分别不低于 50%/86%/124%；净资产收益率不低于 19%/16.5%/17.5%；三年研发投入占比不低于 17%；高股权激励目标充分彰显公司信心，利于企业中长期向上发展。

图 2：公司主要股东持股比例



资料来源：Wind，西南证券整理

公司主要产品和服务包括：支付电子化解决方案、财政预算管理一体化解决方案、行业电子化扩展解决方案和运维及增值服务等。

**表 1：公司主要业务以及产品情况**

分类	代表产品和服务	描述
支付电子化解决方案	电子凭证库系统	为客户提供基于国库集中支付电子化业务的安全规划咨询、电子凭证库系统建设、管理培训、运行保障等服务。
	电子印章系统	是采用电子签名技术，按照国家安全部门认可的控制规范，为凭证、发票、合同、公文等电子数据提供盖章、验章功能的软件系统。
	银行支付柜面系统	是代理银行办理国库资金电子支付的业务系统，通过从电子凭证库获取来自财政部门发来的电子凭证，实现银行柜面转账业务。
	银行自助柜面系统	是代理银行提供给预算单位具有自助管理国库资金功能的专用网银系统。
财政预算管理一体化解决方案	财政综合业务管理系统	是围绕财政性资金的预算编制、预算调整、预算执行及决算的主线，为各级政府财政部门的人、财、物管理提供全面解决方案的软件系统。
预算单位财务服务平台	预算单位财务管理系统及电子化	是为预算单位财务管理工作提供全面解决方案的软件系统及电子化。
运维服务		为客户持续提供基于公司产品或业务的技术支持、产品升级及系统安全运行保障等服务。

资料来源：公司公告，西南证券整理

**财政信息化浪潮下，国库集中支付电子化稳步推进。**近年来，国家颁布多项政策支持财政信息化发展，国库支付电子化作为推动政务数字化转型的重要一环，极具发展意义。“十二五规划”中，财政国库提出“积极推进国库集中支付电子化”，并于 2012 年起，正式启动河北、重庆第一批支付电子化试点。截至 2020 年上半年，全国已有 37 个省（包括新疆建设兵团），398 个地市，2043 个区县实施了国库集中支付电子化管理。

**表 2：财政信息化、国库集中支付等相关法规及政策**

发布时间	法规、政策名称	相关内容
2017 年	《财政部中国人民银行关于加快推进地方国库集中支付电子化管理工作的通知》	明确国库集中支付电子化管理是建立现代国库管理制度的一项重要基础性工作。并就加快推进国库集中支付电子化管理工作提出具体工作要求。
2016 年	《财政部关于地方财政信息化建设的指导意见》	利用 2-3 年时间，持续深化信息系统一体化建设和整合，着力推进核心系统统建统管和集中部署，积极开展财政大数据创新应用，形成横向一体化、纵向集中化、全国系统化的财政信息化发展格局。
2015 年	《财政部中国人民银行关于进一步加强和规范国库集中支付电子化管理工作的通知》	进一步加强支付电子化统筹工作；建立健全支付电子化管理安全机制；积极推动支付电子化管理业务创新，加快自助柜面系统推进步伐，推动电子化管理与财政业务深度融合。
2013 年	《国库集中支付业务电子化管理暂行办法》	各级财政部门、人民银行及其分支机构、代理银行、预算单位等业务方，利用信息技术，通过有关业务处理系统制作、发送、接收和处理电子凭证，办理国库集中支付业务。

资料来源：招股说明书，西南证券整理

公司的支付电子化解决方案满足国库集中支付全业务电子化管理的要求，在国库集中支付电子化管理中发挥重要作用。公司支付电子化解决方案的功能模块主要包括电子凭证库系统实施服务、电子印章系统、银行支付柜面系统、银行自助柜面系统等；通过电子凭证库的实施服务，使国库集中支付电子化管理中的资金流、业务流、指标流均以电子凭证为载体，充分实现业务生产系统的整合。同时，公司通过统一标准规范，电子化管理打破信息“孤岛”，在建立清晰的部门信息系统边界基础上，实现各系统间的有效衔接，达到深度数据共享与分析，使客户工作效率大幅提升。

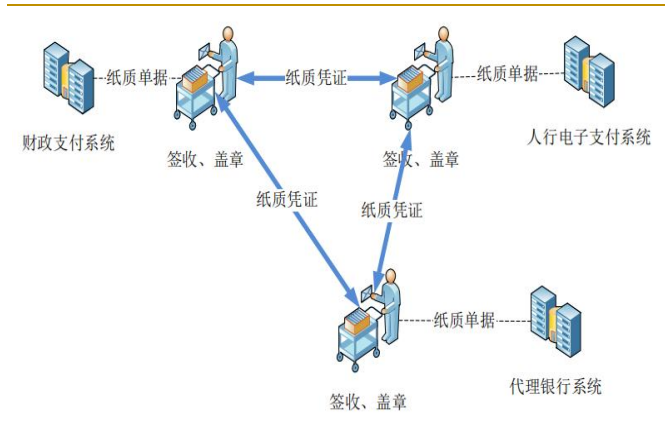
以财政授权支付为例，在支付电子化改革前，需要进行纸质文件流转以及纸单和电子数据重复核对，工作效率低，差错率高。公司的支付电子化解决方案的四类子系统在国库集中支付过程中协同发挥作用，共同实现电子化支付，保障财政资金安全、高效运行，满足财政精细化管理要求。

**表 3：支付电子化解决方案产品及主要客户**

产品	主要客户	主要服务
电子凭证库系统实施服务	财政部门、人民银行、代理银行	为客户提供国库集中支付电子化业务的安全咨询、电子凭证库系统建设、管理培训、运行保障等系列服务。
电子印章系统	财政部门、人民银行、代理银行、行政事业单位	采用电子签名技术，将印章持有人的电子签名认证证书与其管理的实物印章图像有效绑定，支持电子印章的制作、发放、挂失和更换等处理，并依据管理需要，按照国家安全部门认可的控制规范进行盖章、验章等操作的信息系统
银行支付柜面系统	代理银行	代理银行办理国库资金电子支付的业务系统，通过从电子凭证库获取来自财政部门发来的电子凭证，实现银行柜面转账业务。
银行自助柜面系统	代理银行	代理银行提供给预算单位自助管理国库资金功能的专用网银系统

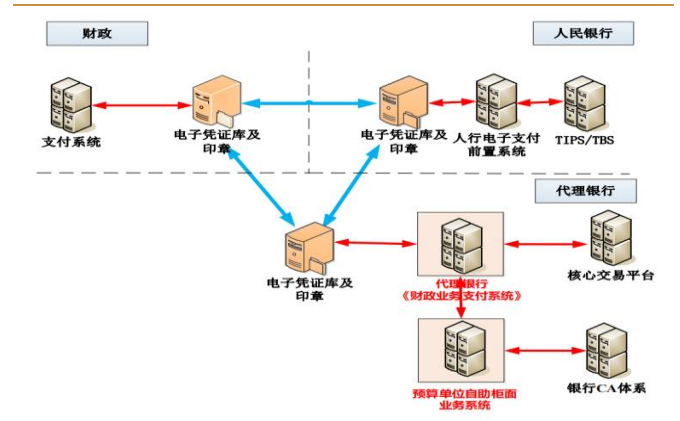
数据来源：公司招股书，西南证券整理

**图 3：支付电子化改革前的授权支付业务流程**



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**图 4：支付电子化改革后支付业务流程**



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

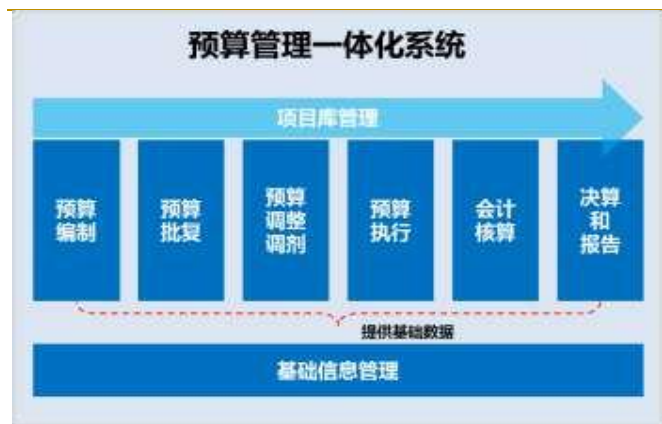
**龙头地位稳固，市占率稳步提升。**支付电子化业务加速下沉，截至 2021 年底，已覆盖 35 个省级财政单位，328 个地级市单位，2828 个区县级单位；地市级覆盖率高达 96.7%，市占率约为 93.2%，领先地位稳固。根据公司招股说明书，未来支付电子业务市场空间约为 18.8 亿元。按照公司 2020 年底的市场覆盖率测算，2021-2023 年公司市场份额约为 15.4 亿元。伴随区县级财政单位支付电子化进一步升级与推广，预计 2021-2023 年公司市场份额有望达到 17.5 亿元。

**表 4：支付电子业务市场空间测算**

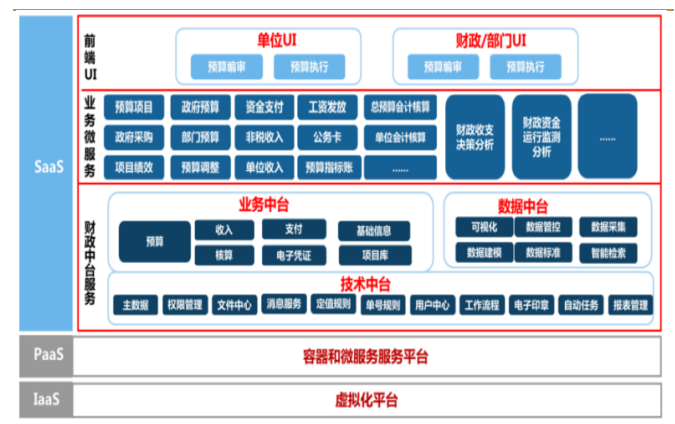
项目	省级	地市级	区县级
各级财政单位数量 (个)	36	328	2846
支付电子化进一步升级和推广下沉涉及财政单位数量 (个)	36	328	2846
支付电子化进一步升级和推广下沉市场规模 (万元) A	1296	6888	37567
银行对等部署支付电子化数量 (个)	216	1312	5692
银行对等部署支付电子化市场规模 (万元) B	7776	23616	68304
信创背景下的支付电子系统的适配改造财政单位和银行数量 (个)	252	328	2846
信创背景下的支付电子系统的适配改造市场规模 (万元) C	7560	3280	14230
配套运维服务 (万元) D=(A+B+C) *10%	1663	3378	12010
未来三年市场空间合计 (万元)	187569		

资料来源：招股说明书，西南证券整理

公司财政预算管理一体化解决方案是面向财政部门，对财政预算管理业务全流程、全生命周期的信息化管理的软件系统。该解决方案依照公司全程参与制定的财政部《财政核心业务一体化管理规范》、《财政核心业务一体化技术规范》相关规范和标准进行设计开发，包括基础信息管理、项目库管理、预算编制、预算批复、预算调整调剂、预算执行、会计核算、决算和报告 8 个部分，实现全流程、全业务管理。

**图 5：财政预算管理一体化八大流程**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**图 6：财政预算管理一体化系统框架图**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**表 5：财政预算管理一体化相关法规及政策**

发布时间	法规、政策名称	相关内容
2022 年	《预算指标核算管理办法（试行）》	实现全国预算指标管理系统一体化、标准化、信息化、数字化。
2022 年	《中央财政预算管理一体化资金支付管理办法（试行）》	资金支付实行全流程电子化管理，通过中央预算管理一体化系统办理业务。
2021 年	国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见	增强财政透明度，提高预算管理信息化水平等七个方面内容。
2020 年	《预算管理一体化系统技术标准 V1.0》	对预算管理一体化系统的数据描述、接口标准、逻辑库表、系统软件质量标准等技术规范做出了规定。
2019 年	《财政核心业务一体化系统实施方案》	财政部就财政业务系统建设工作，提出由省级财政统建统管的财政核心业务一体化系统建设。2019 年 7 月财政部召开财政核心业务一体化系统建设现场会暨全国财政信息化工作会议，提出了推进财政核心业务一体化系统建设的
2019 年	《财政信息化三年重点规划》	
2019 年	《关于推进财政大数据应用的实施意见》	

发布时间	法规、政策名称	相关内容
2019 年	《财政信息系统集中化推进工作方案》	总体目标:运用信息化手段全面深化预算制度改革,加快建立现代财政制度。

资料来源:各政府网站官网,西南证券整理

**响应国家政策号召,增长空间广阔。**2022 年,为确保中央财政预算管理一体化建设试点工作顺利进行,财政部印发《中央财政预算管理一体化资金支付管理办法(试行)》,要求通过中央预算管理一体化系统办理业务,有利于国内预算管理一体化市场发展,利好公司产品进一步渗透。截至 2021 年 12 月,公司财政预算管理一体化业务市场覆盖 11 个省级财政单位,165 个地级市单位,1520 个区县级单位。据公司招股说明书,截至 2021 年 5 月,根据财政预算管理一体化建设安排以及公司已取得的省本级开发业务测算,公司财政预算管理一体化解决方案业务增量约为 7.0 亿元。2021 年公司财政预算一体化业务营收仅为 0.2 亿元,未来增长空间广阔。

**表 6: 财政预算管理一体化业务市场覆盖情况(截至 2021 年 5 月)**

项目	省级	地市级	区县级
公司支付电子化业务覆盖各级财政单位数量	35	328	2828
公司财政预算管理一体化业务覆盖各级财政单位数量	10	129	1039
公司已取得省本级开发业务(万元) A	10353		
预计能够取得市县级推广业务(万元) B	54746		
配套运维服务(万元) C=(A+B)*10%	6510		
公司已取得/预计能够取得的市场份额(万元) D=A+B+C	70309		

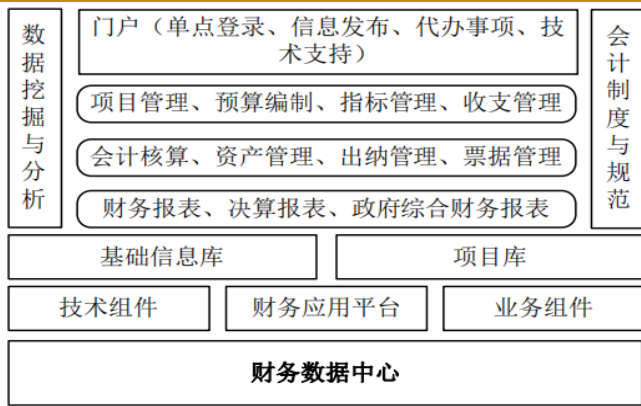
资料来源:招股说明书,西南证券整理

**预算单位财务服务平台市场份额约为 5.5 亿元。**公司面向预算单位,为财务管理工作提供全面财务解决方案的软件系统,包含预算单位会计核算平台、预算单位财务报销系统、财务管理大数据监督平台等三个业务子系统。其中,会计核算平台具有网络化在线自动记账、自动生成决算报表,自动生成财务报告功能;财务报销系统实现预算单位报销流程的标准化、规范化、电子化,具备自动生成支付凭证、会计凭证功能;大数据监督平台动态化抽取、采集财政、财务数据,满足省纪委等部门对预算单位监督查询需求。截至 2021 年 12 月,公司预算单位财务服务平台已销售至 15 个省、76 个地市、502 个区县的各级预算单位,预计能够取得的预算单位财务服务平台的市场份额为 5.5 亿元。

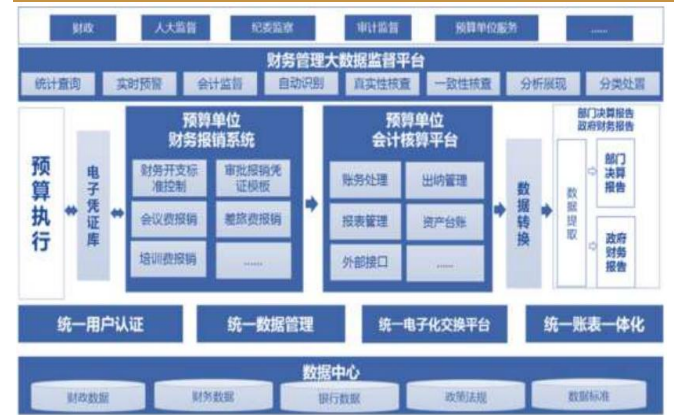
**表 7: 预算单位财务服务平台市场份额量化情况**

项目	数额
合同中明确发行人负责单位会计核算/财务服务平台建设部分的省份数量(个)	4
上述省份内预算单位数量(万个)	12.11
预算单位收费单价(万元)	0.45
预测可取的的市场份额(万元)	54490

数据来源:招股说明书,西南证券整理

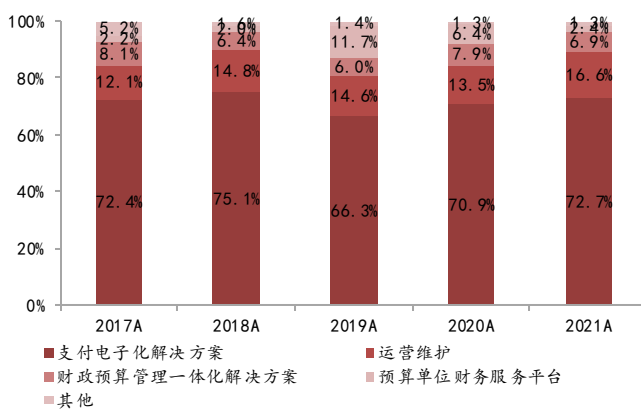
**图 7：预算单位财务服务平台框架图**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

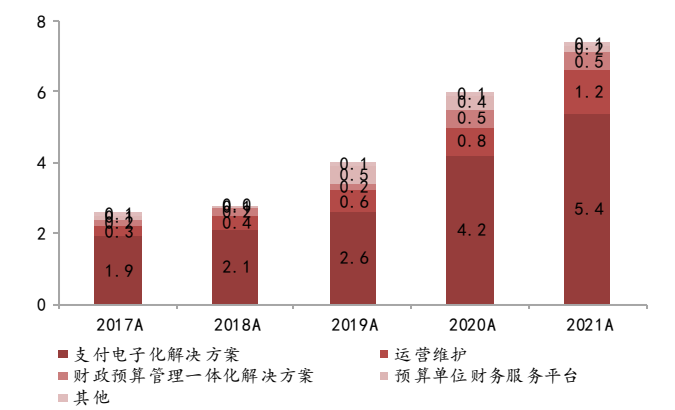
**图 8：财政部门集中采购部署的财务服务平台系统架构图示**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

分业务来看，2021 年，1) 支付电子化解决方案为公司营收主要来源，实现营收 5.4 亿元，营收贡献占比为 72.7%，保持稳定增长；2) 运营维护取得收入 1.2 亿元，营收占比为 16.6%，同比增长 54.9%；3) 财政预算管理一体化解决方案实现营收 0.5 亿元，占总收入比为 6.9%，同比增长 9.6%；4) 预算单位财务服务平台实现营收 0.2 亿，同比下降 52.7%。

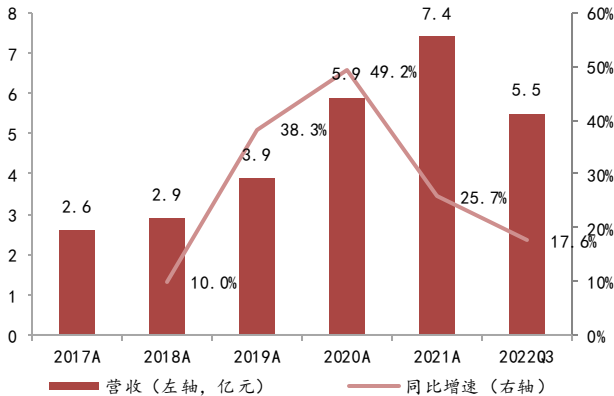
**图 9：公司 2017-2021 主营收入结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

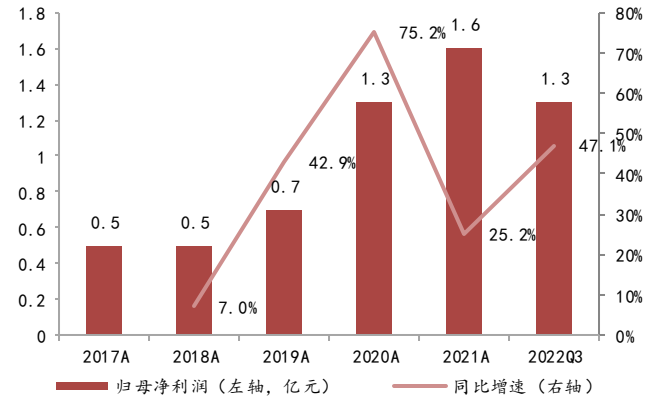
**图 10：公司 2017-2021 主营收入情况（亿元）**


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态势。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 30%、35.3%。2022 年前三季度，实现营业收入 5.5 亿元，同比增长 17.6%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 47.1%。主要系由于公司销售、研发投入效率增加，各项业务稳步推进，应收账款回款加强。

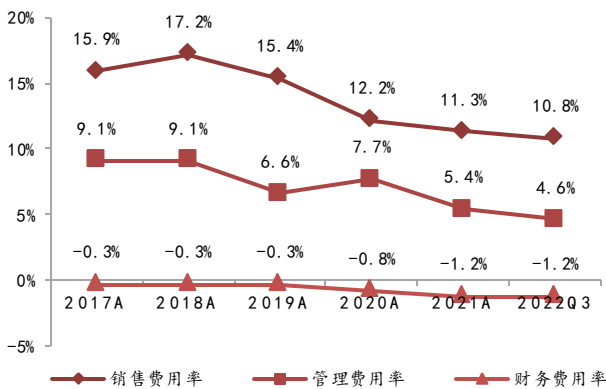
**图 11：公司 2017-2022 年前三季度营业收入及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

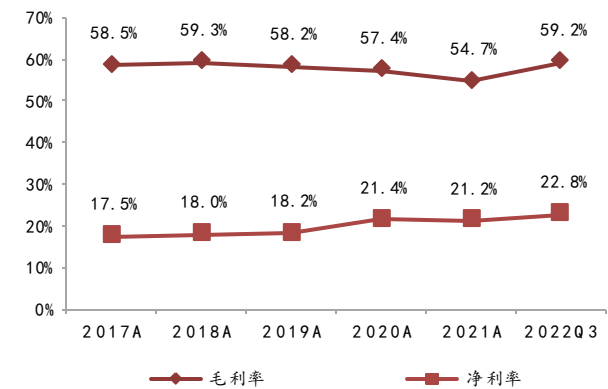
**图 12：公司 2017-2022 年前三季度归母净利润及增速情况**


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 10.8%、4.6%，分别同比下降 0.61pp、1.70pp；财务费用率为 -1.2%，利息收入较去年同期小幅下降。2) 利润率端，2022 年前三季度，公司毛利率为 59.2%，同比提升 3.98pp；净利率为 22.8%，同比提升 4.44pp，公司经营效率显著提升，盈利能力增强。

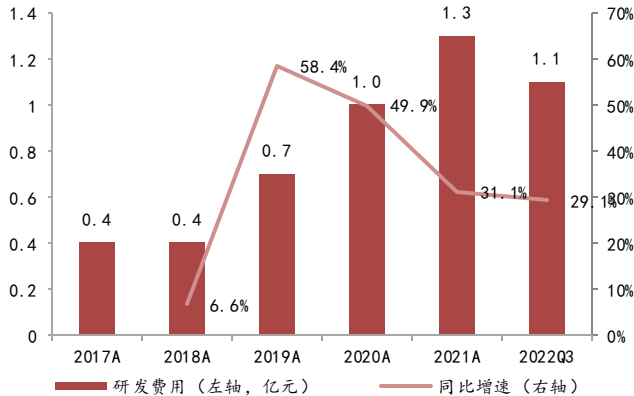
**图 13：公司 2017-2022 年前三季度费用率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

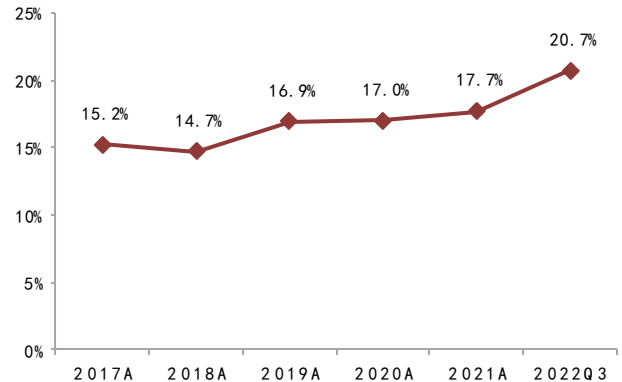
**图 14：公司 2017-2022 年前三季度利润率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

持续加大研发投入，加强核心技术人员储备。2022 年前三季度，公司研发费用为 1.1 亿元，同比增长 29.1%；研发费用率为 20.7%，同比提升 1.87pp。截至 2021 年底，公司拥有研发人员 488 人，占员工总数的 42.5%。同时，公司给予主要研发人员、技术骨干股权激励充分调动研发人员的积极性和创造性。截至 2022H1，公司已形成较为丰富的技术成果，拥有发明专利 4 项、外观设计专利 7 项及软件著作权 80 项，为后续持续经营发展奠定技术基础。

**图 15 公司 2017-2022Q3 研发费用及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 16：公司 2017-2022Q3 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) 支付电子化解决方案:**公司是财政部招标确定的“电子凭证安全支撑控件升级改造项 目”的唯一中标单位，同时也是人民银行、财政部国库资金电子支付标准的主要参 与者，占据领先地位。随着传统财政及银行领域持续渗透，公司有望优先受益，保 持稳步增长。预计 2022-2024 年订单增速分别为 38%、25%、20%。
- 2) 财政预算管理一体化解决方案与预算单位财务服务平台:**近年来，财政预算管理一体 化相关政策频发，行业景气度上升。公司 2021 年收入确认较少，伴随未来项目逐 步验收以及下游需求增加，两项业务有望迎来高速增长期；预计 2022-2024 年订单 增速分别为 90%、50%、30%。
- 3) 运维服务:**运维服务作为公司主营业务的配套服务，将伴随软件业务与服务的扩大 而增长，预计该业务 2022-2024 年订单增速分别为 50%、45%、40%。

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 8：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
支付电子化解决方案	收入	537.0	741.0	926.3	1111.6
	增速	28.9%	38.0%	25.0%	20.0%
财政预算管理一体化解决方案	收入	51.1	97.2	145.8	189.5
	增速	9.6%	90.0%	50.0%	30.0%
预算单位财务服务平台	收入	17.7	33.7	50.6	65.7
	增速	-52.7%	90.0%	50.0%	30.0%
运维服务	收入	122.5	183.7	266.4	372.9
	增速	54.9%	50.0%	45.0%	40.0%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
其他业务	收入	9.9	12.3	15.4	19.2
	增速	32.4%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	收入	738.2	1055.6	1389.0	1739.7
	增速	25.7%	43.0%	31.6%	25.2%
	毛利率	54.7%	55.2%	55.7%	56.0%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 10.6 亿元 (+43.0%)、13.9 亿元 (+31.6%) 和 17.4 亿元 (+25.2%)，归母净利润分别为 2.3 亿元 (+48.7%)、3.1 亿元 (+35.5%)、4.1 亿元 (+31.2%)，EPS 分别 2.15 元、2.91 元、3.82 元，对应动态 PE 分别为 42 倍、31 倍、24 倍。

## 2.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取政务信息化领域领先厂商南威软件、博思软件、新点软件作为可比公司进行估值比较。

表 9：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300525.SZ	博思软件	21.06	127	0.57	0.48	0.66	0.89	37	44	32	24
603636.SH	南威软件	15.06	89	0.22	0.38	0.46	0.59	68	40	33	26
688232.SH	新点软件	59.89	198	1.53	1.9	2.47	3.16	39	32	24	19
平均值								48	38	30	23
301153.SZ	中科江南	90.980	98.3	1.44	2.15	2.91	3.82	63	42	31	24

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 30 倍，公司为 PE 为 31 倍，略高于可比公司平均水平。公司为财政信息化领域领先企业，在支付电子化业务领域占据绝大部分市场份额，伴随财政预算一体化新政催化，存量升级与增量空间广阔，考虑到公司 2022-2024 年归母净利润 CAGR 为 38.3%，高于可比公司平均水平，故给予公司 2023 年 38 倍 PE，对应目标价 110.63 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 3 风险提示

行业竞争加剧、政策推进不及预期、产品推广不及预期风险等。

**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	738.20	1055.63	1389.00	1739.71	净利润	156.78	233.45	316.21	414.98
营业成本	334.37	472.46	615.90	765.67	折旧与摊销	1.16	0.80	0.80	0.80
营业税金及附加	5.50	7.98	10.43	13.11	财务费用	-8.64	-1.06	-0.72	-1.40
销售费用	83.46	103.45	136.12	165.27	资产减值损失	-3.81	0.00	0.00	0.00
管理费用	39.86	219.57	284.75	347.94	经营营运资本变动	-260.34	-564.57	-152.26	-173.42
财务费用	-8.64	-1.06	-0.72	-1.40	其他	329.20	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	-3.81	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>214.34</b>	<b>-331.38</b>	<b>166.02</b>	<b>239.96</b>
投资收益	1.47	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1.27	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-323.22	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-324.48</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>168.88</b>	<b>253.22</b>	<b>342.54</b>	<b>449.11</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.31	-0.26	-0.29	-0.28	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>168.57</b>	<b>252.96</b>	<b>342.25</b>	<b>448.83</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	11.80	19.51	26.04	33.85	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	156.78	233.45	316.21	414.98	其他	-4.34	-7.15	0.72	1.40
少数股东损益	0.72	1.43	1.78	2.40	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-4.34</b>	<b>-7.15</b>	<b>0.72</b>	<b>1.40</b>
归属母公司股东净利润	156.05	232.02	314.43	412.58	<b>现金流量净额</b>	<b>-114.48</b>	<b>-338.53</b>	<b>166.74</b>	<b>241.36</b>
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	579.66	241.13	407.87	649.23	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	213.48	333.87	426.31	533.60	销售收入增长率	25.72%	43.00%	31.58%	25.25%
存货	33.77	47.71	60.20	76.33	营业利润增长率	22.52%	49.94%	35.27%	31.11%
其他流动资产	346.58	495.62	652.14	816.79	净利润增长率	24.62%	48.91%	35.45%	31.24%
长期股权投资	6.03	6.03	6.03	6.03	EBITDA 增长率	20.85%	56.73%	35.44%	30.91%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2.32	1.96	1.60	1.24	毛利率	54.70%	55.24%	55.66%	55.99%
无形资产和开发支出	0.42	0.25	0.09	-0.07	三费率	15.54%	30.50%	30.25%	29.42%
其他非流动资产	27.93	27.65	27.38	27.10	净利率	21.24%	22.11%	22.76%	23.85%
<b>资产总计</b>	<b>1210.19</b>	<b>1154.23</b>	<b>1581.62</b>	<b>2110.25</b>	ROE	28.00%	29.58%	28.60%	27.29%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.95%	20.23%	19.99%	19.66%
应付和预收款项	221.46	313.68	406.86	507.49	ROIC	-137.89%	71.62%	44.21%	45.47%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.86%	23.96%	24.67%	25.78%
其他负债	428.84	51.21	69.22	82.25	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>650.31</b>	<b>364.90</b>	<b>476.08</b>	<b>589.74</b>	总资产周转率	0.68	0.89	1.02	0.94
股本	81.00	108.00	108.00	108.00	固定资产周转率	437.27	493.15	780.33	1225.62
资本公积	29.94	2.94	2.94	2.94	应收账款周转率	4.81	5.01	4.73	4.70
留存收益	444.13	676.15	990.58	1403.15	存货周转率	8.79	11.60	11.21	10.98
归属母公司股东权益	555.07	783.09	1097.51	1510.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.98%	—	—	—
少数股东权益	4.82	6.25	8.02	10.43	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>559.88</b>	<b>789.33</b>	<b>1105.54</b>	<b>1520.52</b>	资产负债率	53.74%	31.61%	30.10%	27.95%
负债和股东权益合计	1210.19	1154.23	1581.62	2110.25	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.82	3.12	3.30	3.56
					速动比率	1.77	2.99	3.17	3.43
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.44	2.15	2.91	3.82
					每股净资产	5.14	7.25	10.16	13.98
					每股经营现金	1.98	-3.07	1.54	2.22
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	161.40	252.96	342.61	448.51					
PE	62.96	42.35	31.25	23.82					
PB	17.70	12.55	8.95	6.51					
PS	13.31	9.31	7.07	5.65					
EV/EBITDA	41.94	37.79	27.42	20.40					
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

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 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
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@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
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@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
广深	郑龔	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	cyrf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn