

焦点科技 (002315.SZ) B2B 跨境电商领军, AI+电商成长前景光明

2023 年 05 月 18 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

陈宝健 (分析师)

李海强 (联系人)

chenbaojian@kysec.cn

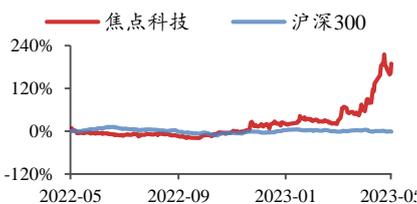
lihaiqiang@kysec.cn

证书编号: S0790520080001

证书编号: S0790122070009

日期	2023/5/17
当前股价(元)	42.26
一年最高最低(元)	47.00/12.10
总市值(亿元)	131.55
流通市值(亿元)	82.28
总股本(亿股)	3.11
流通股本(亿股)	1.95
近 3 个月换手率(%)	679.38

股价走势图



数据来源: 聚源

● 跨境电商领军, 给予“买入”评级

公司是国内 B2B 跨境电商领军企业, 有望受益政策加码和 AI 赋能带来的成长机遇。我们预计 2023-2025 年归母净利润为 3.93、5.18、6.84 亿元, EPS 为 1.26、1.67、2.20 元/股, 当前股价对应 PE 为 33.5、25.4、19.2 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 跨境出口规模快速增长, 政策加码下前景广阔

近年来跨境电商规模快速增长, 尤其是跨境出口表现亮眼。根据海关总署数据, 2019-2021 年, 国内跨境电商出口规模以超过 30% 的年均复合增速保持快速增长。2023 年 4 月, 国务院办公厅《关于推动外贸稳规模优结构的意见》进一步提出, 加大对跨境电商等新业态新模式的支持力度, 推动跨境电商健康持续创新发展。国家持续出台相关支持政策, 政策加码下跨境电商优势和潜力有望进一步释放。

● 公司先发优势持续扩大, 会员数稳步提升

公司品牌影响力、客户资源、市场渠道等方面的先发优势不断扩大, 带动付费会员数量稳步增长。截至 2023 年一季报, 中国制造网英文站高级会员数 24374 位, 同比增加 1819 位, 同比增长 8.06%, 为后续收入增长奠定坚实基础。

● 推出 AI 外贸助手, AI 赋能打开成长空间

公司旗下中国制造网 4 月 25 日推出 AI 外贸助手。5 月 15 日召开 AI 麦可产品发布会, 并现场展示了麦可在信息发布、营销推广和商机转化环节中的多项能力。根据互动易, 公司研发端已接入 Chat GPT 3.5 Turbo, Chat GPT-4.0 正在接入审核中。目前 MIC 国际站已在智能客户服务、智能搜索与推荐、智能营销、图文内容生成、多语种翻译等方向进行 AI 技术的多元探索和应用, 对提高内容产出效率、提升平台服务品质发挥了积极作用。我们认为 AI 技术的应用利好公司降本增效, 提升盈利能力; 同时 AI 赋能也有助于改善用户体验, 助力提升 ARPU 值, 扩大用户数量, 有望打开公司成长空间。

● **风险提示:** AI 落地不及预期风险; 市场竞争加剧风险; 公司研发不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,475	1,475	1,921	2,502	3,266
YOY(%)	27.3	0.0	30.2	30.3	30.5
归母净利润(百万元)	245	300	393	518	684
YOY(%)	41.3	22.6	30.8	31.9	32.0
毛利率(%)	75.6	80.4	79.9	80.6	81.5
净利率(%)	16.6	20.4	20.5	20.7	21.0
ROE(%)	11.7	13.2	16.5	19.6	22.3
EPS(摊薄/元)	0.79	0.96	1.26	1.67	2.20
P/E(倍)	53.7	43.8	33.5	25.4	19.2
P/B(倍)	6.3	5.8	5.6	5.0	4.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司为国内 B2B 跨境电商领军	3
2、 政策持续加码，跨境电商前景广阔	6
3、 公司推出 AI 外贸助手，AI+电商打开成长空间	8
4、 盈利预测与投资建议	12
4.1、 核心假设	12
4.2、 盈利预测与估值分析	12
5、 风险提示	13
附：财务预测摘要	14

图表目录

图 1： 中国制造网提供全链路外贸服务	4
图 2： 2019-2022 年公司收入实现平稳增长	5
图 3： 2023Q1 年公司归母净利润快速增长	5
图 4： 2020-2022 年 B2B 业务收入保持平稳增长（亿元）	5
图 5： B2B 业务为公司主要收入来源（%）	5
图 6： 2019 年以来中国制造网收入快速增长	6
图 7： 2019 年以来中国制造网国际站会员数稳步提升	6
图 8： 高毛利的 B2B 业务收入占比提升带动公司综合毛利率增长	6
图 9： 近年来跨境电商规模快速增长（亿元）	7
图 10： 2013-2022 年我国对“一带一路”沿线国家贸易比重较大提升	7
图 11： 公司旗下中国制造网（MIC 国际站）宣布推出 AI 外贸助手	9
图 12： 麦可成为外贸供应商的“AI 创意大脑”	9
图 13： 麦可成为外贸供应商的“AI 营销专家”	10
图 14： 麦可在采洽沟通场景中承担“AI 全能助理”的重要角色	10
图 15： 公司 AI 麦可产品全面赋能外贸电商平台降本增效	11
图 16： 中国制造网上新小语种站点	12
表 1： 公司为国内 B2B 跨境电商领军公司	3
表 2： 公司股权结构相对集中	4
表 3： 国家持续出台跨境电商支持政策	8
表 4： 公司估值低于行业可比公司均值	13

1、公司为国内 B2B 跨境电商领军

公司为国内 B2B 跨境电商领军公司。公司成立于 1996 年，为中小企业提供包括跨境供应链、交易支付、仓储物流、金融保险、语言和通讯等方面在内的外贸交易全流程服务，同时围绕“保险与科技”打造线上线下融合的全新保险服务生态。公司主营业务具体包括全链路外贸服务综合平台、跨境 B2B 电子商务业务、线上线下融合的保险代理业务以及与各平台业务相关联的综合服务等。

表1：公司为国内 B2B 跨境电商领军公司

主营业务	业务介绍
全链路外贸服务综合平台	<p>作为全链路外贸服务综合平台，中国制造网（Made-in-China.com）致力于帮助中国供应商和海外采购商挖掘全球商机，为双方国际贸易的达成提供一站式解决方案。</p> <p>2022 年，在中国制造网（Made-in-China.com）服务的基础上，进一步形成了以领动建站、孚盟 CRM、企业培训为主的“X 业务”和以交易、收款、物流等服务为主的“链路生态业务”的一站式全链路综合贸易服务体系。</p>
跨境 B2B 电子商务业务	<p>在全链路外贸服务基础上，公司大力发展跨境业务，打造以交易为核心、供应链为基础、平台为支撑的完整跨境 B2B 服务生态链。通过美国本土一件代发服务平台 Doba.com，可对接 Amazon、ebay 等十余家主流跨境电商平台，帮助供应商打造高效营销矩阵，以轻量分销的模式快速打开跨境市场。</p> <p>公司依托在美国设立的全资子公司 inQbrands Inc. 组建了国际化跨境运营团队，为中国供应商提供品牌策划、营销推广、全渠道销售、供应链管理等落地北美市场的一站式跨境出海全流程服务，助力中国企业的产品畅销海外市场，让中国制造能以较小的代价在美国市场上立足生根。</p>
线上线下融合的保险代理业务	<p>公司旗下控股子公司新一站主要从事互联网保险代理业务，通过互联网、电话、上门推广、线下活动等线上线下融合模式为企业和个人提供各类保险产品的代理销售服务，处理相关保险业务的损失勘查和理赔服务，提供保险智能化整体解决方案，以及从事其他经银保监会批准的业务。</p>

资料来源：公司 2022 年报、开源证券研究所

中国制造网提供全链路外贸服务，为国内 B2B 跨境电商领军。中国制造网（Made-in-China.com）创立于 1998 年，向以中小企业为主体的中国供应商提供第三方 B2B 电子商务平台服务。作为全链路外贸服务综合平台，中国制造网致力于为中国供应商和海外采购商挖掘全球商机，为双方国际贸易的达成提供一站式外贸服务，现已成为中国外贸企业走向国际市场的重要桥梁和海外采购商采购中国产品的重要网络渠道。

在信息展示服务基础之上，中国制造网还为会员企业提供精准营销推广、TM 洽谈在线翻译、在线交易支付、物流报关、融资退税、专业培训等全链路外贸服务，赋能国内外贸企业，为其拓展国际市场、获取贸易机会提供全程保障。中国制造网连续多年荣获“最具商业价值电子商务网站”、“中国 B2B 行业网站影响力奖”、“中国电子商务最佳跨境电商企业”等殊荣，获得市场的高度认可。

图1：中国制造网提供全链路外贸服务



资料来源：公司官网

公司股权结构相对集中。根据公司 2023 年一季报，公司董事长兼总裁沈锦华为公司控股股东、实际控制人，直接持有公司 47.30% 股份。沈锦华为公司创始人，于 1996 年创办南京焦点，并于 1998 年 3 月正式推出中国制造网英文版，至今已有 20 多年 B2B 电子商务平台服务行业经验，具备资深产业背景。

表2：公司股权结构相对集中

排名	股东名称	持股比例 (%)
1	沈锦华	47.30%
2	姚瑞波	2.09%
3	易方达基金-中央汇金资产管理有限责任公司-易方达基金-汇金资管单一资产管理	1.98%
4	黄良发	1.44%
5	谢永忠	1.37%
6	欧阳芳	0.82%
7	摩根士丹利国际股份有限公司	0.78%
8	美林证券国际有限公司	0.62%
9	邵逸群	0.55%
10	交银施罗德趋势优先混合型证券投资基金	0.52%
	合计	57.47%

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：截至 20230331

2019-2022 年公司收入稳中有升，主要系（1）国家陆续出台相关支持政策，跨境电商出口 B2B 市场规模保持稳健增长；（2）跨境电商 B2B 产业链各环节更加趋向线上化、数字化、生态化；（3）公司旗下中国制造网在行业内进一步发挥整合资源、提高效率、协同各方的作用，品牌影响力、客户资源、市场渠道等方面的先发优势不断扩大，带动会员数量和 ARPU 齐升。

2023 年一季度公司利润快速增长。2023 年一季度公司实现归母净利润 0.49 亿元，同比增长 19.79%；实现扣非归母净利润 0.46 亿元，同比增长 29.85%。2023 年一季度，盈利能力有所提升，主要系期间费用率下降显著，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别同比下降 1.56、0.93、4.43 个百分点。

图2：2019-2022 年公司收入实现平稳增长

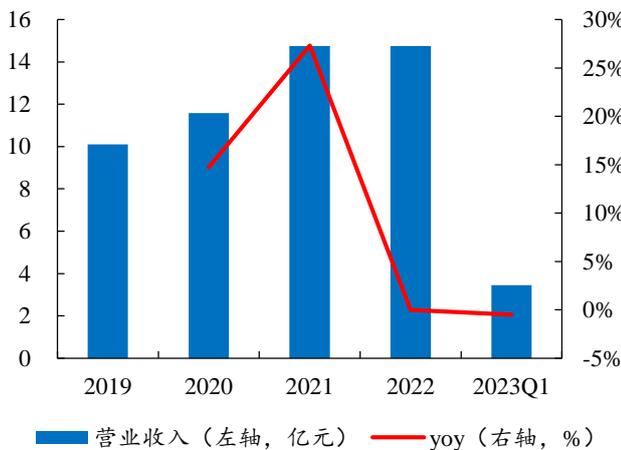
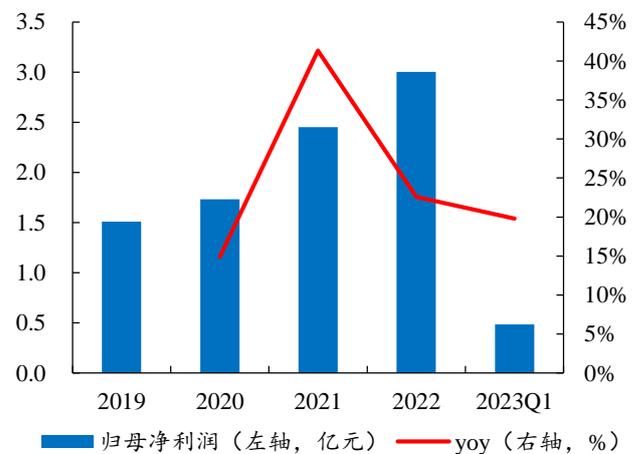


图3：2023Q1 年公司归母净利润快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2020-2022 年 B2B 业务收入保持平稳增长，为公司主要收入来源。公司旗下的中国制造网为国内出口型中小企业提供跨境 B2B 电子商务服务超 20 年，面向中国制造网电子商务平台注册收费会员收取的网络信息技术服务、认证供应商服务等服务为公司 B2B 业务的主要收入来源。2018-2022 年公司 B2B 业务收入实现 CAGR 为 18.63% 的平稳增长。

图4：2020-2022 年 B2B 业务收入保持平稳增长（亿元）

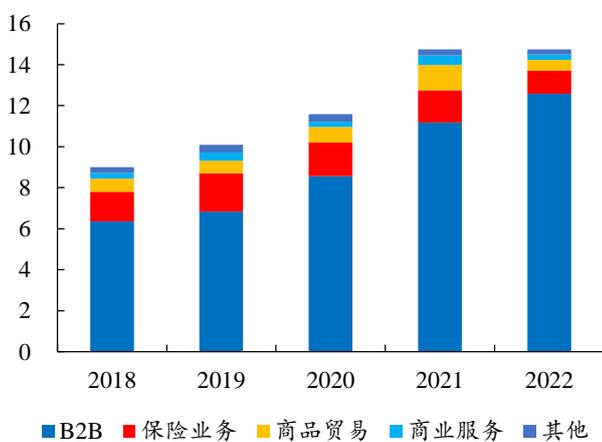
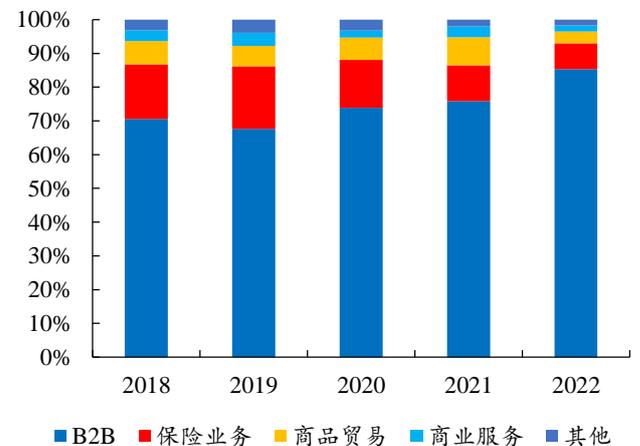


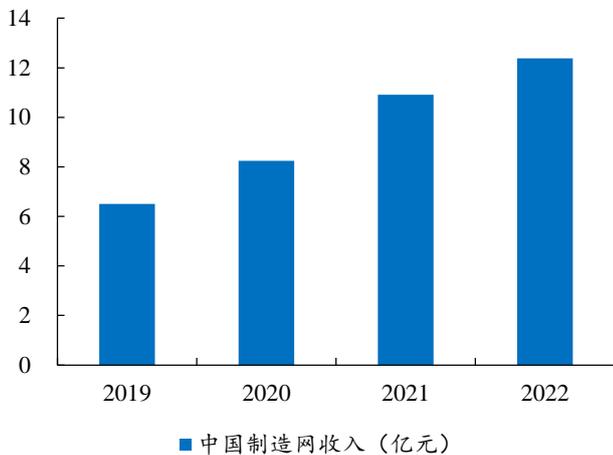
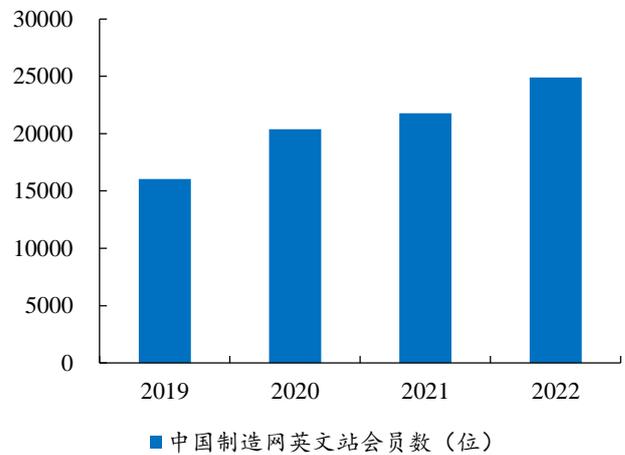
图5：B2B 业务为公司主要收入来源（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

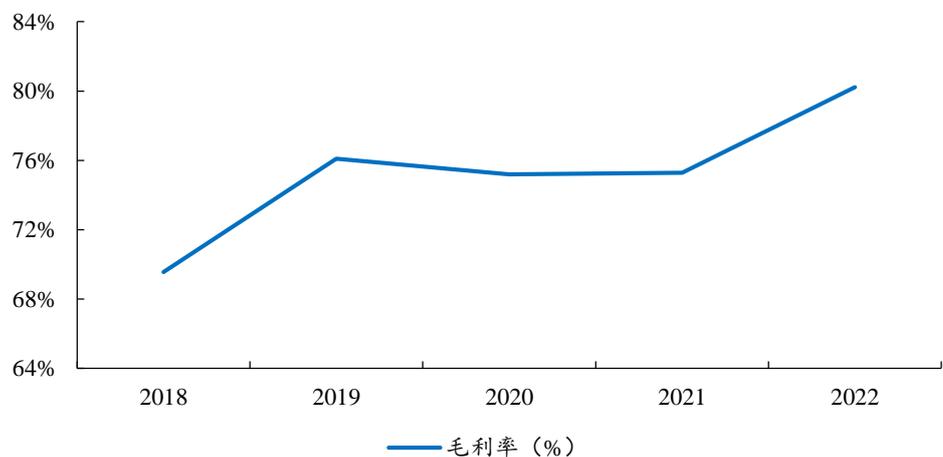
2019年以来中国制造网英文站会员数稳步提升，带动收入持续增长。2019-2022年中国制造网收入年均复合增速达到23.95%，收入保持快速增长主要系（1）公司全面升级业务方向，持续创造营收增量，带动ARPU提升；（2）公司品牌影响力加强，用户规模提升，2022年中国制造网英文站会员数达到2.49万位，同比增加3135位。

图6：2019年以来中国制造网收入快速增长

图7：2019年以来中国制造网国际站会员数稳步提升


数据来源：公司2019-2022年报、开源证券研究所

数据来源：公司2019-2022年报、开源证券研究所

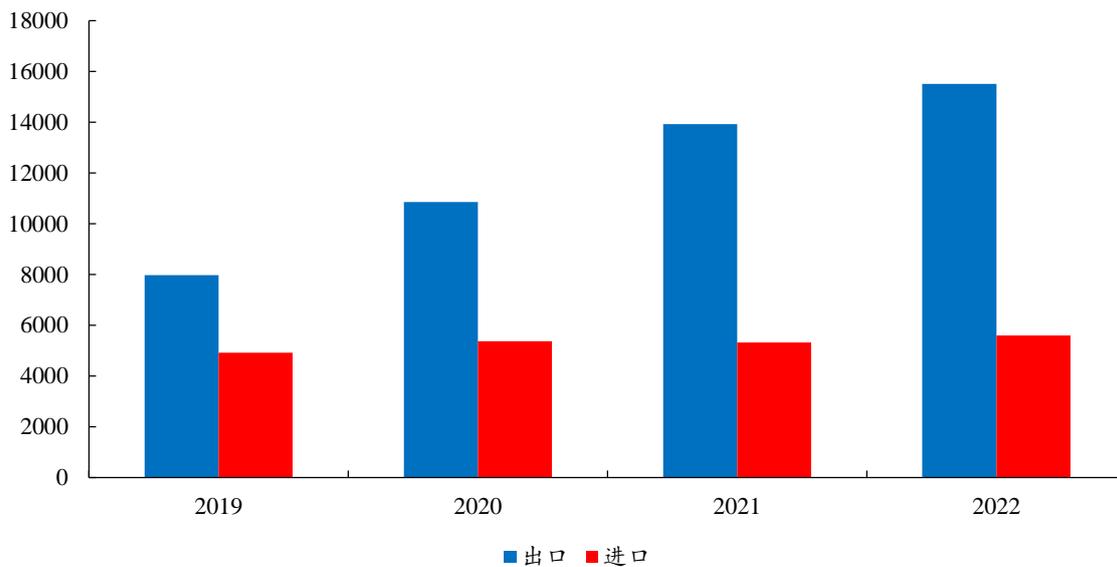
高毛利的B2B业务收入占比提升带动公司综合毛利率增长。2018年-2022年，公司B2B业务收入占比从70.56%提升至85.31%，带动公司综合毛利率从69.56%提升至80.23%。

图8：高毛利的B2B业务收入占比提升带动公司综合毛利率增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、政策持续加码，跨境电商前景广阔

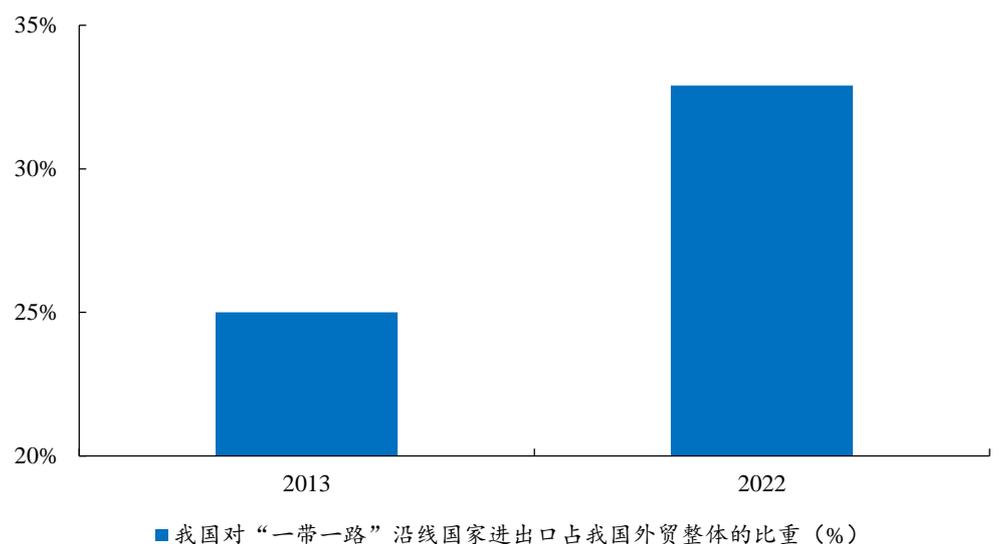
近年来跨境电商规模快速增长，尤其是跨境出口表现亮眼。根据海关总署数据，2019年-2021年，国内跨境电商出口规模以超过30%的年均复合增速保持快速增长。根据海关总署新闻发言人吕大良在2023年1月13日国新办发布会上的数据，2022年我国跨境电商进出口规模约2.11万亿元，增长9.8%。其中，出口1.55万亿元，增长11.7%，2022年克服了多重超预期因素冲击的挑战，在2021年高基数的基础上仍实现稳定增长，展现强劲的韧性。

图9：近年来跨境电商规模快速增长（亿元）


数据来源：海关总署、开源证券研究所

我国与“一带一路”沿线国家外贸增速高于整体，增长尤为亮眼。根据海关总署，自“一带一路”倡议提出十年来，我国对“一带一路”沿线国家进出口占我国外贸整体的比重有了较大提升，从2013年的25%显著提升到2022年32.9%。

2023年一季度，我国对“一带一路”沿线国家进出口3.43万亿元，同比增长16.8%，较同期我国外贸整体增速高12个百分点。其中，出口2.04万亿元，增长25.3%；进口1.39万亿元，增长6.3%。

图10：2013-2022年我国对“一带一路”沿线国家贸易比重较大提升


数据来源：海关总署、开源证券研究所

国家持续出台相关支持政策，跨境电商优势和潜力有望进一步释放。2021年7月，国务院办公厅印发的《关于加快发展外贸新业态新模式的意见》中提出，“完善跨境电商支持政策”，“推进跨境电商综合试验区的建设”。商务部的《“十四五”商务发展规划》、《“十四五”对外贸易高质量发展规划》、《“十四五”服务贸易发展规

划》等文件对跨境电商持续健康发展等方面提出了多方面指导意见。2023年4月，国务院办公厅《关于推动外贸稳规模优结构的意见》进一步提出，加大对跨境电商等新业态新模式的支持力度，推动跨境电商健康持续创新发展。

表3：国家持续出台跨境电商支持政策

时间	政策	主要内容
2021.7	国务院办公厅 《关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	完善跨境电商发展支持政策。在全国适用跨境电商企业对企业（B2B）直接出口、跨境电商出口海外仓监管模式，完善配套政策。到2025年，跨境电商政策体系进一步完善，发展环境进一步优化，发展水平进一步提升。 扎实推进跨境电子商务综合试验区建设。扩大跨境电子商务综合试验区试点范围。到2025年，综试区建设取得显著成效，建成一批要素集聚、主体多元、服务专业的跨境电商线下产业园区，形成各具特色的发展格局，成为引领跨境电商发展的创新集群。
2021.7	商务部 《“十四五”商务发展规划》	促进跨境电商健康持续创新发展，推进跨境电商综合试验区建设，优化跨境电商零售进口监管，探索跨境电商交易全流程创新，巩固壮大一批跨境电商龙头企业和优秀产业园区。
2023.4	国务院办公厅 《关于推动外贸稳规模优结构的意见》	更好发挥出口信用保险作用，加大对跨境电商等新业态新模式的支持力度。优化跨境结算服务。进一步扩大跨境贸易人民币结算规模，更好满足外贸企业汇率避险和跨境人民币结算需求。 推动跨境电商健康持续创新发展。支持外贸企业通过跨境电商等新业态新模式拓展销售渠道、培育自主品牌。鼓励各地方结合产业和禀赋优势，创新建设跨境电商综合试验区，积极发展“跨境电商+产业带”模式，带动跨境电商企业对企业出口。

资料来源：国务院及商务部官网、开源证券研究所

3、公司推出 AI 外贸助手，AI+电商打开成长空间

公司积极探索 AI+电商应用，有望打开成长空间。4月25日，公司旗下中国制造网（MIC 国际站）宣布推出 AI 外贸助手，以品牌 IP “麦可”的 AI 形象呈现给网站用户，为外贸企业提供 AI 智能化服务，赋能外贸企业开拓海外市场。

根据公司官网，2017年，MIC 国际站开始引入 AI 技术，并组建团队进行专项研究及应用探索。根据互动易，公司研发端已接入 Chat GPT 3.5 Turbo，Chat GPT-4.0 正在接入审核中。目前 MIC 国际站已在智能客户服务、智能搜索与推荐、智能营销、图文内容生成、多语种翻译等方向进行 AI 技术的多元探索和应用，对提高内容产出效率、提升平台服务品质发挥了积极作用。

我们认为 AI 技术应用利好公司降本增效，提升盈利能力；同时 AI 赋能也有助于改善用户体验，助力提升客户 ARPU 值，有望扩大用户数量，打开公司成长空间。

图11: 公司旗下中国制造网 (MIC 国际站) 宣布推出 AI 外贸助手

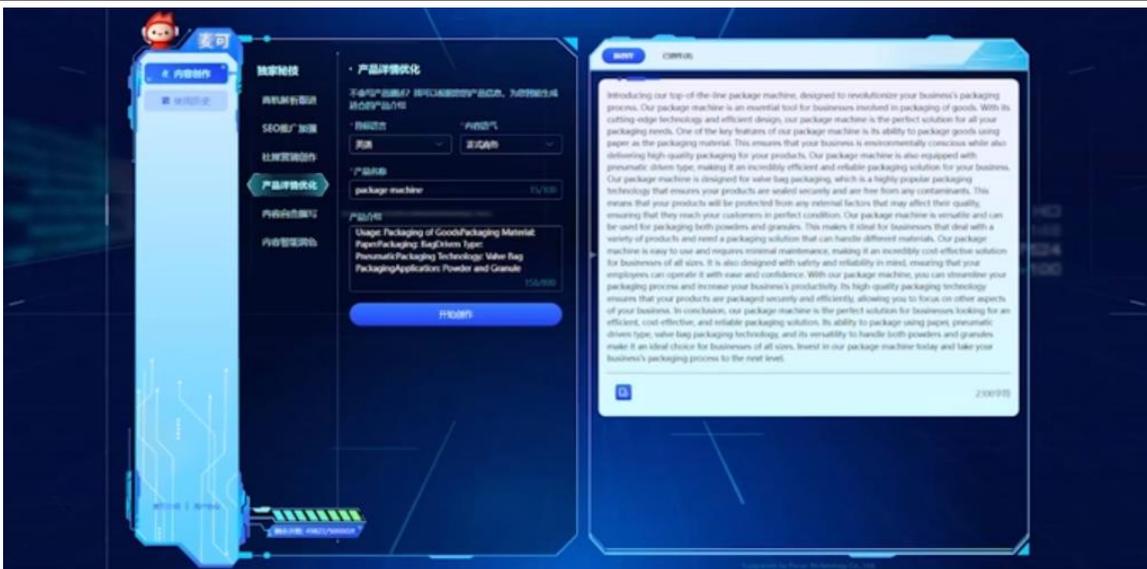


资料来源: 公司官网

麦可提供全场景 AI 助手，打造外贸“数智大脑”。线上店铺运营面临产品推广效果差、开发客户效率低、不懂小语种错失大单等难题，使得外贸企业的获客成本不断攀升。针对这些难题，麦可为外贸企业提供了一系列 AI 助手解决方案，可以帮助企业降低因人员能力问题带来的业绩影响。

在品牌出海场景，麦可成为供应商的“AI 创意大脑”，能从企业品牌形象打造、社媒贴文创意策划、Blog 自动生成等功能驱动品牌内容生产自动化。

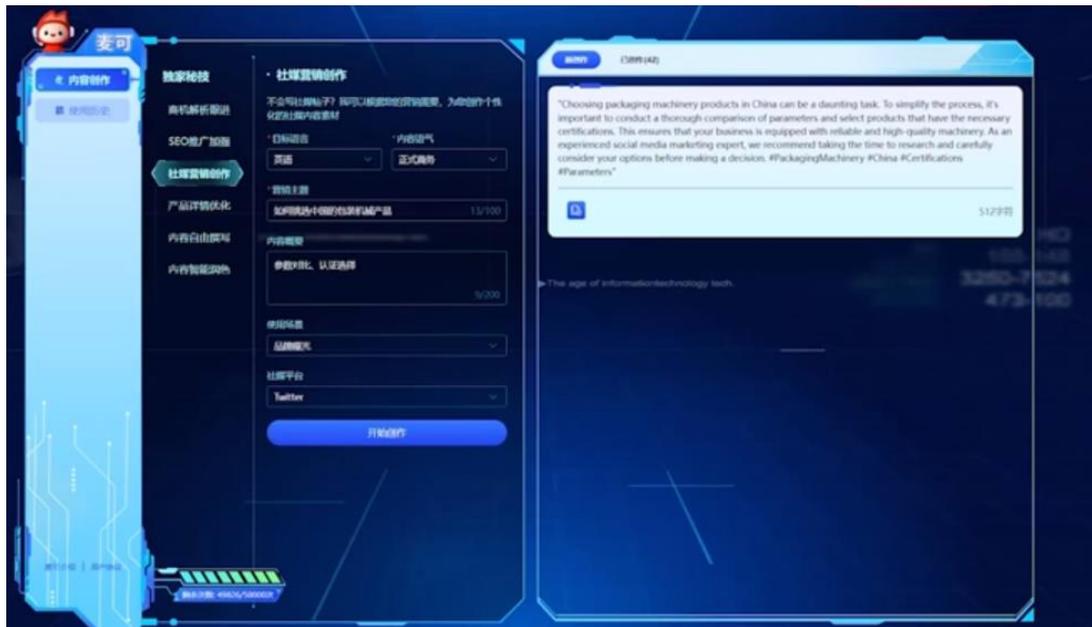
图12: 麦可成为外贸供应商的“AI 创意大脑”



资料来源: 中国制造网视频号

在营销推广场景，麦可成为供应商的“AI 营销专家”，可以实现从市场洞察到营销文案的综合产出，多场景撰写外贸专业开发信、智能改写产品描述，并实时进行 SEO 检测和优化提醒。

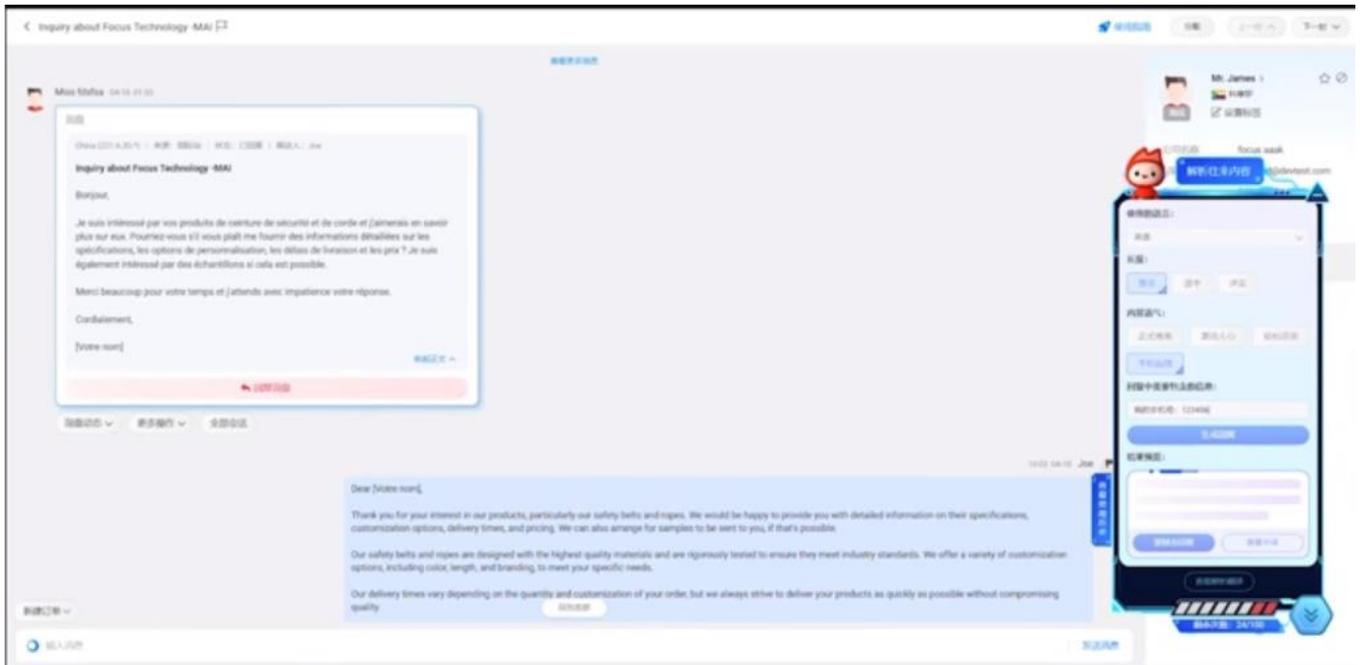
图13: 麦可成为外贸供应商的“AI 营销专家”



资料来源: 中国制造网视频号

在采洽沟通场景，麦可承担“AI 全能助理”的重要角色，当收到国外买家的询盘时，麦可能智能提炼买家的诉求和关键点，并实现对话内容的多语种翻译，贴合不同对话场景进行自动回复，成为外贸人员的“得力助手”。

图14: 麦可在采洽沟通场景中承担“AI 全能助理”的重要角色



资料来源: 中国制造网视频号

公司 AI 麦可产品全面赋能外贸电商平台降本增效。5 月 15 日，中国制造网召开 AI 麦可产品发布会，正式面向全球买卖双方推出外贸企业专属 AI 助手“麦可”，并现场展示了麦可在信息发布、营销推广和商机转化环节中的多项能力。

麦可展示了作为企业外贸助手的全方位能力：**多语种实时翻译**，助力外贸企业开发多语市场；**秒速处理产品图片**，解决外贸企业缺少专业美工的痛点；**一键生成开发信、社媒贴文**等多场景内容，帮助外贸企业提高营销推广效率；**智能改写产品描述**，并能实时进行 SEO 检测和优化提醒，促进外贸企业多方位提质增效。麦可在未来还将快速迭代升级，最终成为外贸企业的“数智大脑”。

值得一提的是，中国外贸企业可以通过麦可的**买家背调能力**，快速了解海外买家画像和背景实力，提高外贸企业在国际贸易中的风险防范能力。此项功能的推出，在 MIC 国际站安全交易的服务基础上，进一步保障了贸易的真实性，全面帮助企业有效甄别交易的安全性。

此次升级，麦可还面向海外买家开放了**语音解析搜索**的功能，买家只需要说出采购需求，麦可就能精准分析并即时匹配产品，让全球买家“动动口”就能找到心仪的产品，大幅提高了采购效率。

图15：公司 AI 麦可产品全面赋能外贸电商平台降本增效



资料来源：公司公众号

上新小语种站点，掘金一带一路蓝海。4 月 10 日，MIC 国际站结合“一带一路”沿线国家及平台买家画像，甄选出印地语、泰语、土耳其语、越南语和印度尼西亚语 5 个小语种，并增设对应的语言站点，为供应商提供丰富的语种服务并挖掘潜在

商机。

我们认为，一带一路地区为国内供应商出口的重要蓝海市场，公司增设相关小语种站点布局有望发挥“桥梁”作用，携手国内供应商共同受益“一带一路”成长机遇。

图16：中国制造网上新小语种站点



资料来源：公司公众号

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

核心假设 1: 伴随跨境电商支持政策持续加码，公司品牌影响力、客户资源、市场渠道等方面的先发优势不断扩大，公司付费会员数量和 ARPU 值有望持续提升。同时 AI 赋能有望打开公司长期成长空间。综上我们预计 2023-2025 年公司收入复合增速有望超 30%。

核心假设 2: 公司收入增速提振，有望摊薄公司成本，公司毛利率有望稳中有升，期间费用率有望下降。

4.2、盈利预测与估值分析

公司是国内 B2B 跨境电商领军企业，有望受益 AI 赋能带来的成长机遇。我们预计 2023-2025 年归母净利润为 3.93、5.18、6.84 亿元，EPS 为 1.26、1.67、2.20 元/股。

我们选取两类可比公司（1）万兴科技、福昕软件，为订阅制商业模式，海外版产品集成了 ChatGPT 功能，预期 AI 赋能将带来 ARPU 和付费客户数量双升；（2）吉宏股份、华凯易佰等国内跨境电商领军公司。公司当前股价对应 PE 为 33.5、25.4、19.2 倍，低于行业可比公司均值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：公司估值低于行业可比公司均值

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
		2023/5/17	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
300624.SZ	万兴科技	170.9	1.0	1.6	2.1	163.3	109.8	80.0	
688095.SH	福昕软件	94.1	0.4	0.7	0.9	251.8	140.4	110.3	
002803.SZ	吉宏股份	81.9	4.0	5.4	6.9	20.3	15.1	11.9	
300592.SZ	华凯易佰	71.4	3.3	4.2	5.6	21.5	16.9	12.7	
	平均值	104.6	2.2	3.0	3.9	114.3	70.5	53.8	
002315.SZ	焦点科技	131.6	3.9	5.2	6.8	33.5	25.4	19.2	

数据来源：Wind、开源证券研究所（万兴科技、福昕软件、华凯易佰盈利预测均来自 Wind 一致预测；吉宏股份盈利预测来源开源证券研究所）

5、风险提示

AI 落地不及预期风险；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2098	2276	2857	3649	4693
现金	1546	1950	2540	3309	4319
应收票据及应收账款	36	30	0	0	0
其他应收款	18	45	37	70	70
预付账款	11	9	17	17	27
存货	22	13	33	25	48
其他流动资产	466	229	229	229	229
非流动资产	1305	1282	1366	1504	1718
长期投资	85	60	36	12	-12
固定资产	500	463	560	714	946
无形资产	75	68	40	11	7
其他非流动资产	645	690	729	766	776
资产总计	3403	3558	4223	5153	6411
流动负债	1085	1114	1666	2325	3156
短期借款	0	0	699	1332	2158
应付票据及应付账款	149	127	0	0	0
其他流动负债	935	987	967	993	998
非流动负债	206	177	177	177	177
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	206	177	177	177	177
负债合计	1290	1291	1842	2502	3333
少数股东权益	19	18	18	20	21
股本	306	311	311	311	311
资本公积	1063	1144	1144	1144	1144
留存收益	677	733	754	780	818
归属母公司股东权益	2094	2249	2362	2632	3057
负债和股东权益	3403	3558	4223	5153	6411

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	516	485	306	592	746
净利润	248	300	393	520	685
折旧摊销	64	63	52	58	45
财务费用	-13	-31	-3	27	60
投资损失	-29	-2	-13	-12	-11
营运资金变动	197	91	-118	6	-24
其他经营现金流	50	64	-4	-8	-10
投资活动现金流	-430	406	-119	-179	-243
资本支出	86	45	160	220	283
长期投资	-355	445	24	24	24
其他投资现金流	10	6	17	17	15
筹资活动现金流	-160	-229	-296	-276	-319
短期借款	0	0	699	632	826
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	1	5	0	0	0
资本公积增加	42	82	0	0	0
其他筹资现金流	-203	-316	-995	-908	-1146
现金净增加额	-77	672	-109	136	183

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1475	1475	1921	2502	3266
营业成本	359	289	386	485	604
营业税金及附加	11	11	14	18	23
营业费用	596	557	711	913	1179
管理费用	124	157	186	225	294
研发费用	176	178	230	300	392
财务费用	-13	-31	-3	27	60
资产减值损失	-1	-2	-2	-3	-4
其他收益	14	18	18	18	18
公允价值变动收益	7	6	4	5	5
投资净收益	29	2	13	12	11
资产处置收益	0	-0	0	-0	-0
营业利润	275	331	435	573	756
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	274	329	434	572	755
所得税	26	29	41	53	70
净利润	248	300	393	520	685
少数股东损益	3	-0	1	1	1
归属母公司净利润	245	300	393	518	684
EBITDA	291	333	442	607	793
EPS(元)	0.79	0.96	1.26	1.67	2.20

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	27.3	0.0	30.2	30.3	30.5
营业利润(%)	42.7	20.4	31.7	31.8	31.8
归属于母公司净利润(%)	41.3	22.6	30.8	31.9	32.0
获利能力					
毛利率(%)	75.6	80.4	79.9	80.6	81.5
净利率(%)	16.6	20.4	20.5	20.7	21.0
ROE(%)	11.7	13.2	16.5	19.6	22.3
ROIC(%)	9.1	10.3	11.1	12.2	12.7
偿债能力					
资产负债率(%)	37.9	36.3	43.6	48.5	52.0
净负债比率(%)	-65.4	-79.5	-71.9	-69.7	-66.0
流动比率	1.9	2.0	1.7	1.6	1.5
速动比率	1.8	1.9	1.6	1.5	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	44.3	46.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.1	2.1	6.1	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.96	1.26	1.67	2.20
每股经营现金流(最新摊薄)	1.66	1.56	0.98	1.90	2.40
每股净资产(最新摊薄)	6.73	7.22	7.59	8.45	9.82
估值比率					
P/E	53.7	43.8	33.5	25.4	19.2
P/B	6.3	5.8	5.6	5.0	4.3
EV/EBITDA	39.4	33.7	25.6	18.5	13.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn