

海洋信息化领军，UDC蓄力增长

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 6.2 亿元, 同比增长 7.7%; 实现归母净利润 0.07 亿元, 同比下滑 28.9%。
- **利润端短暂承压, 合同负债蓄力增长。** 1、从单季度来看, Q3 公司营收端实现快速增长, 同比增长 30.1%至 2.4 亿元; 归母净利润亏损 114.2 万元, 利润端短暂承压。2、费用端来看, 2022 年前三季度, 公司销售、管理、研发费用率分别为 8.4% (-2.19pp)、13.2% (-0.83pp)、5.7% (-0.76pp), 经营管理效率提升, 费用控制力度加强。3、从合同负债来看, 2022 年前三季度, 公司合同负债为 1.1 亿元, 较年初增长 40.9%, 为后续业绩释放打下扎实根基。
- **UDC 技术壁垒较高, 打造公司未来增长新引擎。** 公司是国内首家 UDC 服务提供商, 2020 年, 通过对欧特海洋的收购, 公司获取了成熟的海底接驳技术、深海电站技术与海底工程实施经验, 并逐步攻破 UDC 配电系统、冷却系统、监控系统等技术瓶颈, 形成深厚技术壁垒, 综合实力强劲。从测试结果来看, 公司 UDC 方案各方面表现突出, 已具备商业化扩展的条件, 有望受益于低碳绿色“新基建”建设发展, 成为公司业绩快速提升的核心驱动力之一。
- **海洋经济规模稳步增长, 信息化发展空间广阔。** 根据自然资源部发布的数据, 2021 年我国海洋经济生产总值已达到 9 万亿元, 2012-2021 年复合增长率约 6.8%, 呈稳定增长态势。此外, 海底观测网建设已位列国家 16 项优先安排的重大科技基础设施的首项, 以广东、山东、海南等为代表的省份在十四五海洋经济发展规划中明确提出加速海底观测网建设, 预计十四五期间国内海底观测网产业链迎来新发展机遇。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.14 元、0.21 元、0.30 元, 归母净利润将保持 61.5%的复合增长率。考虑到公司产品矩阵完备, 技术壁垒深厚, 且 UDC 业务具备一定稀缺性, 未来有望加速放量; 在国家政策推动以及自主可控趋势下, 整体盈利能力向上值得期待, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** UDC 业务拓展不及预期风险、疫情影响项目实施交付风险、技术研发不及预期风险等。

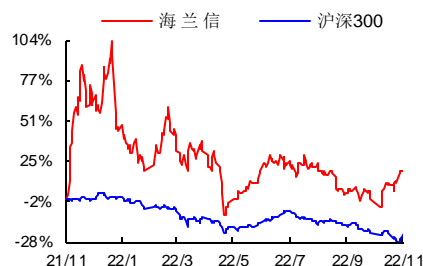
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	902.38	1211.14	1582.39	2045.55
增长率	3.61%	34.22%	30.65%	29.27%
归属母公司净利润(百万元)	48.91	99.93	143.28	206.19
增长率	-14.38%	104.31%	43.38%	43.90%
每股收益 EPS(元)	0.07	0.14	0.21	0.30
净资产收益率 ROE	2.57%	5.22%	6.98%	9.12%
PE	177	87	61	42
PB	4.56	4.57	4.25	3.86

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

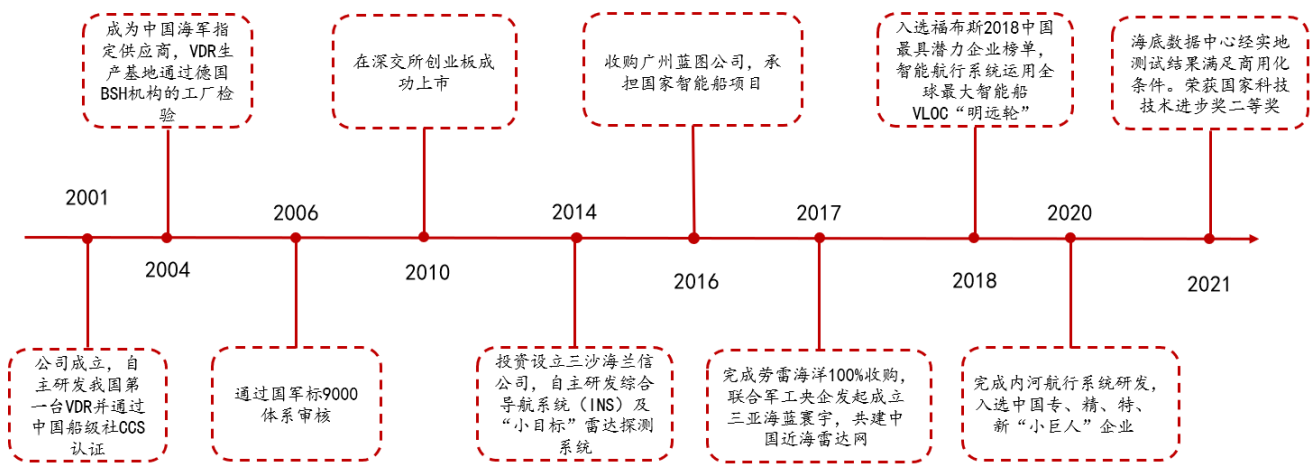
总股本(亿股)	6.94
流通 A 股(亿股)	6.17
52 周内股价区间(元)	9.45-21.59
总市值(亿元)	86.74
总资产(亿元)	28.55
每股净资产(元)	2.85

相关研究

1 海洋信息化领军，UDC 蓄力增长

公司成立于 2001 年，深耕航海智能化和海洋信息化领域，在智能航海、海洋观探测、海洋信息系统等方面建立了完整领先的技术、产品体系，已实现核心技术自主可控。公司以海洋观探测和大数据技术为支撑，主要产品包括岸海一体的综合海洋立体监测系统、海洋大数据平台以及智能船解决方案，为涉海国防、政府、企业类用户提供全方位多层次服务。目前，公司产品与解决方案已在大型远洋商船和内河船舶逐步铺开使用，海底数据中心已正式进入商用阶段。

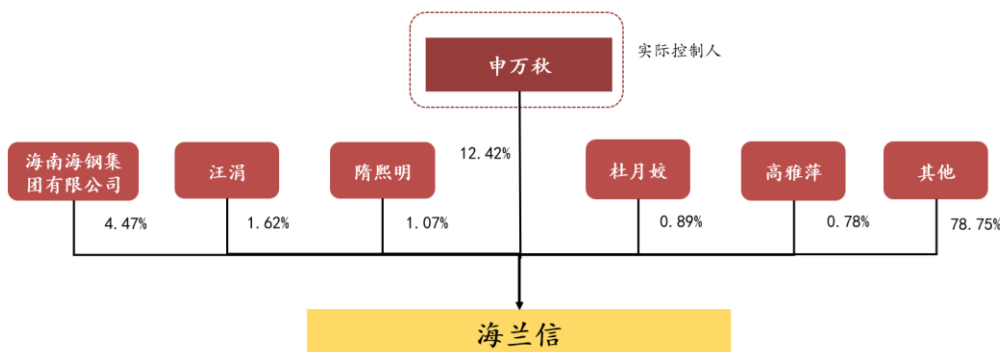
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，西南证券整理

股权结构稳定，国资入股协同发展。公司董事长申万秋先生持有公司 12.42%的股权，为公司实际控制人与第一大股东。第二大股东为海南海钢集团有限公司（由海南省国有资产监督管理委员会出资 90%，海南省财政厅出资 10%）持有公司 4.47%的股权，海南政府正处于打造自贸港的关键阶段，将与公司业务形成良好协同效应，支持企业稳健发展。

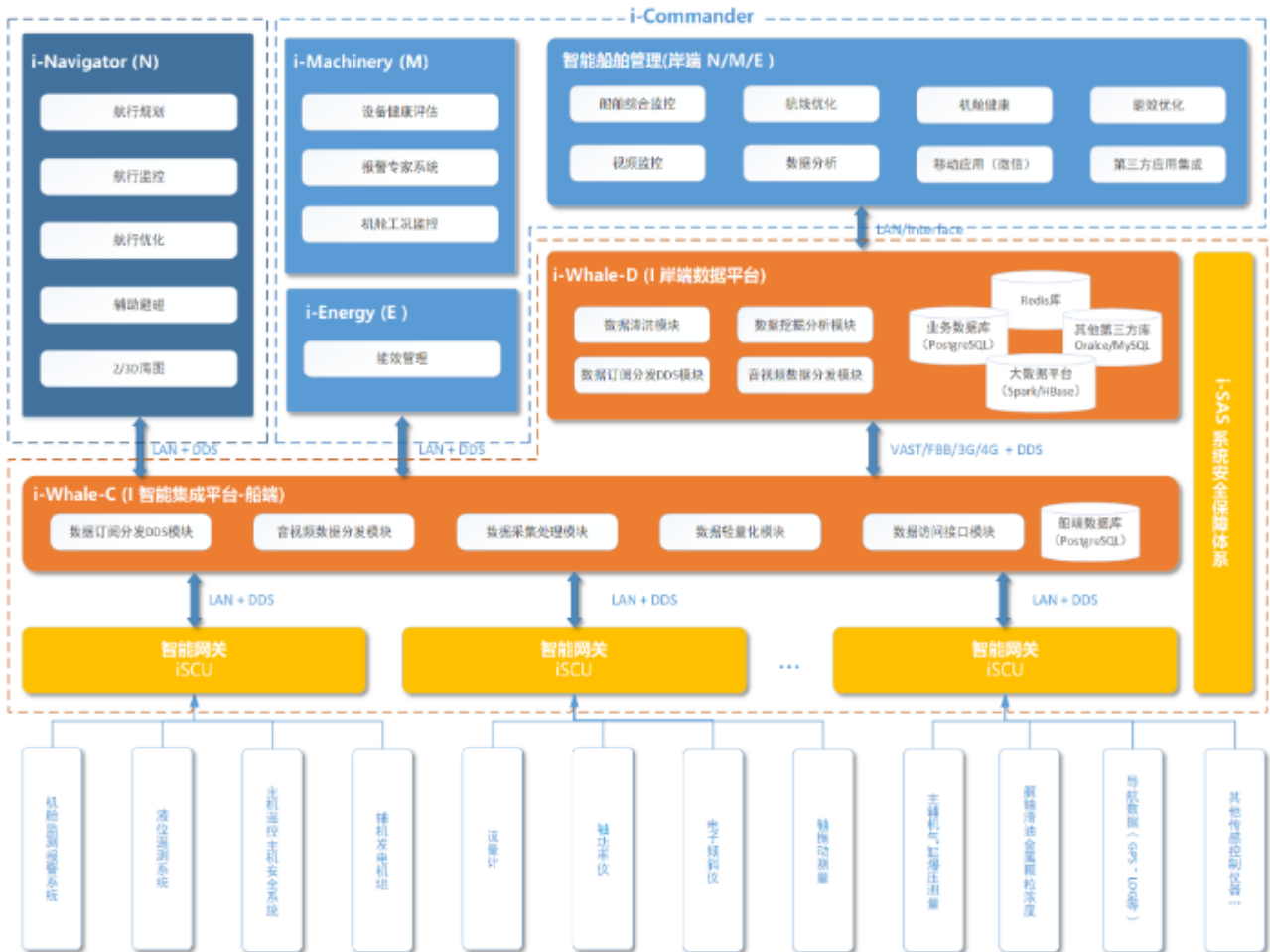
图 2：公司主要股东持股比例



资料来源：公司公告，西南证券整理

海洋船舶领域技术创新持续，国产替代进程势不可挡。工业 4.0 浪潮来临，以区块链、大数据、人工智能、物联网为代表的新技术、新应用生态蓬勃发展，智能航运业务在其影响下引发了深刻的科学研究革命，数据呈指数级增长，相应的分析能力大幅提升。国家高度重视与支持海洋船舶领域技术创新与发展，并重点加大国产设备研发力度。在复杂多变的宏观环境影响下，高端装备自主可控已经成为共识，各级部门积极推进其海洋勘测装备的国产化、商业化进程，扩展国产设备的应用领域，鼓励国产厂家参与国际的市场化竞争。

图 3：公司智能船整体方案



资料来源：公司公告，西南证券整理

海底观测网建设逐步启动，发展空间广阔。2013 年，国务院在《国家重大科技基础设施建设中长期规划（2012-2030 年）》中提出，将海底观测网建设放在 16 项优先安排的重大科技基础设施的首项。2017 年，我国最大规模的海底观测网正式建立，全国海底观测网建设进一步铺开。随后，以广东、山东、海南等为代表的省份在十四五海洋发展规划中明确提出加速海底观测网建设，预计十四五期间国内海底观测网产业链建设将提速。

表 1：各个省份出台关于海底观测网十四五规划文件

省份名称	政策名称	主要内容
广东	《广东省海洋观测网“十四五”规划》	提升海洋观测能力，增强对海洋的认知和管控能力，是海洋强省建设、海洋经济高质量发展、海洋生态文明建设的基础和保障。
山东	《山东省十四五数字强省建设规划》	统筹推进海洋立体观测网、海洋通信网络、海底数据中心、海底光纤电缆等基础设施建设。
海南	《海南省海洋经济发展十四五规划》	推进海洋新型基础设施建设，加快建设海南海底数据中心。

数据来源：政府官网，西南证券整理

低碳绿色“新基建”建设展开，海底数据中心（UDC）迎新发展机遇。近年来，工信部与发改委先后发布多个文件推动加快数字基础设施建设进程，2022年1月，在《十四五数字经济发展规划》中提出明确的数字基础设施建设目标，将加快构建算力、算法、数据、应用资源协同的全国一体化大数据中心体系，引导全国数据中心绿色发展提升至较高的国家战略地位，以低碳绿色数据中心为代表的“新基建”在全国范围内逐步展开。海底数据中心在微软2018年的下水试用中表现优异，各方面性能均优于传统的陆地数据中心，在低能耗的环境下故障率仅为陆地数据中心的八分之一。在低碳绿色的趋势下，有望迎来蓬勃发展新机遇。

表 2：相关政策

发表时间	政策名称	主要内容
2021年5月	《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》	以深化数据要素市场化配置改革为核心，优化数据中心建设布局，推动算力、算法、数据、应用资源集约化和服务化创新，对于深化政企协同、行业协同、区域协同，全面支撑各行业数字化升级和产业数字化转型具有重要意义。
2021年7月	《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023年）》	用3年时间，基本形成布局合理、技术先进、绿色低碳、算力规模与数字经济增长相适应的新型数据中心发展格局。总体布局持续优化，全国一体化算力网络国家枢纽节点（以下简称国家枢纽节点）、省内数据中心、边缘数据中心梯次布局。技术能力明显提升，产业链不断完善，国际竞争力稳步增强。算力算效水平显著提升，网络质量明显优化，数网、数云、云边协同发展。能效水平稳步提升，电能利用效率（PUE）逐步降低，可再生能源利用率逐步提高。
2021年12月	《“十四五”工业绿色发展规划》	强化数据中心运维与环境调控，通过智能化手段实现机械制冷与自然制冷协同。探索依托河湖、海洋、地热等优势资源建设全时自然冷数据中心。
2022年1月	《十四五数字经济发展规划》	以数据为关键要素，以数字技术与实体经济深度融合为主线，加强数字基础设施建设，完善数字经济治理体系，协同推进数字产业化和产业数字化，赋能传统产业转型升级，培育新产业新业态新模式，不断做强做优做大我国数字经济，为构建数字中国提供有力支撑。

数据来源：政府官网，西南证券整理

公司业务主要分为航海业务、海洋业务和 UDC 业务三类。1) **航海业务：**公司在智能航海领域攻克多项关键技术，拥有船舶智能导航系统、机舱自动化系统、船岸一体化系统、复合雷达系统等系列海事产品，构建海兰云（Hi-Cloud）船舶远程信息服务系统，致力于为客户提供船舶智能化综合解决方案。2) **海洋业务：**以“三系统一服务”体系构建海空天一体化立体监控网，为客户提供“近岸+近海+中远海”与“水面+水下”相结合的“海空天一体化”海洋监测网和海洋信息化数据平台，从而为海域使用管理、海洋环境保护、海洋资源探索和利用、海洋执法监察等工作提供有效的数据决策信息。3) **UDC 业务：**UDC 是由岸站、海底光电复合缆、海底分电站及海底数据舱组成，以大型水下结构为基础，将服务器安装在

密封的舱体中的数据中心。其以标准化模块的形式布置再海底，利用海底复合电力通讯缆将数据传回岸站，能够延长服务器的使用寿命，减少占地面积。

表 3：公司主要业务及产品情况

业务	产品	具体内容
航海业务	智能船整体方案	以智能导航，VMS, Hi-Cloud 1.0 产品为基础，利用计算机软件技术、通讯技术及控制技术，整合导航、机舱自动化、综合监控、为一体的综合方案。
	智慧桥·综合导航系统	主要由隔离冗余网络连接的多功能工作站组成，每一个工作站都能提供航线规划、航迹控制、航行状态等任务功能，无缝集成航行安全相关数据，实现信息和功能的融合能。
	船舶操舵控制系统	中国船级社(CCS)和 DNV-GL 型式认可的海兰信最新一代全数字化船舶操舵控制系统
海洋业务	溢油探测雷达	通过对海事雷达的回波进行专业处理，实现全自动、全天候、实时探测、发现、跟踪和监视溢油区域变化，也可以将溢油探测处理模块与船载导航雷达前端整合。
	海浪探测雷达	基于 X 波段导航雷达，能够全自动、全天候、实时进行海浪、海流观测，获取探测海域任意位置的波高、波向、流速等参数信息。
	海底观测网	由岸站、主节点、次节点、SIIM(海底仪器接口模块)等组成，对特定水域进行长时间、不间断的多参数、大范围监测，为军事应用、海洋科学研究、海上石油天然气开发提供数据支持。
UDC	海底数据中心	由岸站、海底光电复合缆、海底分电站及海底数据舱组成，基于海水热循环提高了服务器稳定性，保证数据物理安全。

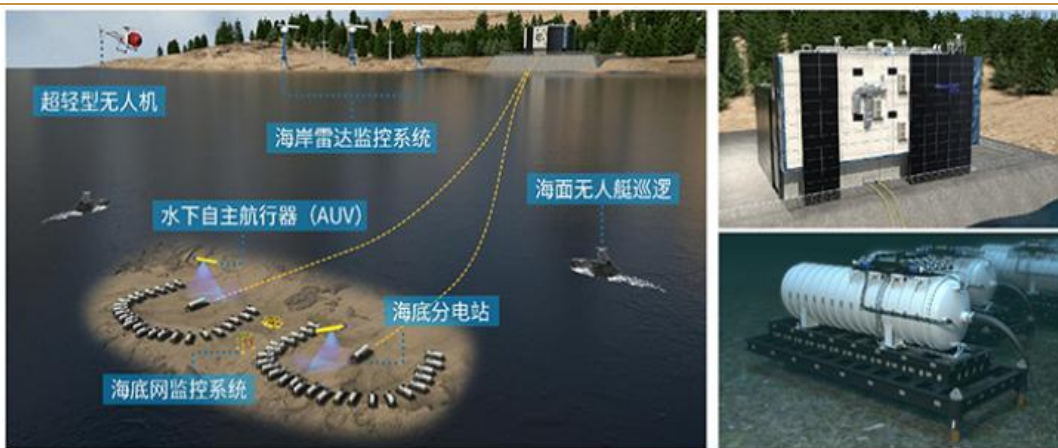
数据来源：公司公告，西南证券整理

关键技术自主可控，综合实力强劲。公司凭借多年在海洋装备、海洋信息化领域的技术积累，在航海导航和自动化、近海雷达及监控网络、海底网电接入、深海援潜救援、海洋无人系统等方面，建立完全自主可控的研制生产测试能力。

- **智能航海领域：**掌握多项关键技术，拥有船舶智能导航系统、机舱自动化系统、船岸一体化系统、复合雷达系统等系列海事产品，构建船舶远程信息服务系统，有能力为客户提供船舶智能化综合解决方案。
- **海洋观探测领域：**形成了海洋立体观探测能力，融合极小目标探测雷达、地波雷达、岸线多普勒雷达、光学探测的雷达组网技术，在国内处于领先地位。其中，1) 地波雷达海流探测精度达到国际先进水平，积极探索人工智能技术在雷达大数据、视频结构化处理应用。2) 海底观测解决方案具备海底观测网主接驳节点、次接驳节点和海底仪器接口模块的国产化能力，可靠性、维护性、容错能力强。3) 建立海洋机器人研制试验能力，突破海洋目标多源感知融合、自主航行控制、多机器协同作业关键技术。完成深水多波束、ADCP 产品产业化。
- **深海装备领域：**公司具备国际顶级的深潜高效作业装备（610 米/365 米深的两款常压潜水系统），并拥有完整知识产权，主要材料和关键工艺实现自主可控。

前瞻性布局 UDC，打造公司未来增长新引擎。公司是国内首家 UDC 服务提供商，2020 年，通过对欧特海洋的收购，公司获取了成熟的海底接驳技术、深海电站技术与海底工程实施经验，并逐步攻破 UDC 配电系统、冷却系统、监控系统等技术瓶颈，形成深厚技术壁垒，综合实力强劲。

- 从测试结果来看，公司 UDC 方案各方面表现突出，已具备商业化扩展的条件。1) 根据清华大学传热与能源利用北京重点实验室出具的《海底数据中心能效（PUE）测试报告》显示，公司测试样机单舱 PUE 值为 1.076，远低于工信部及各省市提出的新建数据中心 PUE 标准；2) 青岛环海海洋工程勘察研究院出具的《海底数据中心海洋生态环境影响评估报告》显示，样机对测试海域的海洋生态环境友好，基本不会对海区内海洋生物产生负面影响；3) 2021 年 5-8 月，海兰信联合海南电信进行网络性能测试，结果显示公司的 UDC 网络效能属于互联网数据中心最高级别，充分满足“实时、对抖动敏感、高交互”的业务要求。

图 4：UDC 解决方案详情


资料来源：公司公告，西南证券整理

- 从功能特点来看，1) 节能高效：UDC 采用海水自然冷却，样机单舱 PUE 低至 1.076；服务器设备故障率仅为陆地数据中心的八分之一，且具备天然的物理安全性，充分保障数据安全。此外，通过与海洋可再生能源结合，实现新能源就近消纳，促进低碳发展。2) 低成本：UDC 对岸基资源占用少，可大规模部署，建造成本大大低于陆地数据中心。同时，通过模块化生产，单千瓦 TCO（建设成本+运营成本）比同等规模陆地数据中心低 15%-20%左右。3) 低时延：主要数据用户位滨海城市，可实现就近部署，降低数据传输时延。4) 与陆上 IDC 网络传输性能一致：根据中国信息通信院出具的与岸基的私有网络的检测报告显示，项目千兆端口带宽为 939Mbps，抖动在 0.001ms-0.004ms 之间，单向平均时延在 1.002ms-1.671ms 之间，测试期间有 5 次丢包，平均丢包率在 0-0.0015% 之间。基于以上结果，并根据 YD/T 1171，在 UDC 环境下网络实测结果可满足类别 0 也就是“实时、对抖动敏感、高交互”业务的 QoS 要求。

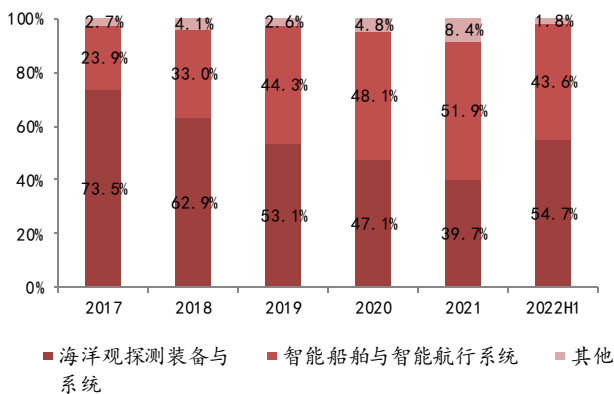
图 5：UDC 解决方案关键特征



资料来源：公司公告，西南证券整理

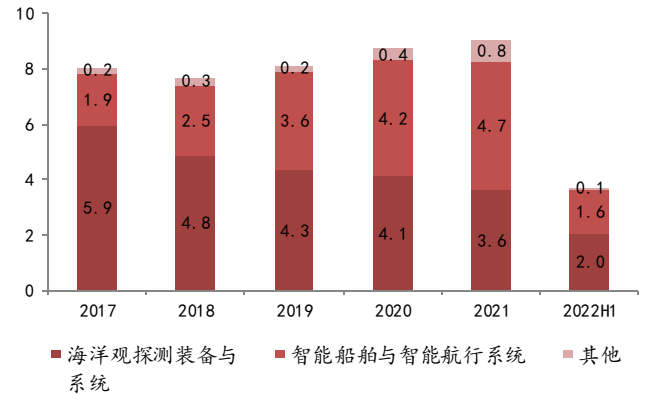
分业务看，2022H1，海洋观探测装备与系统实现收入 2.0 亿元，同比增长 55.4%；营收贡献占比为 54.7%，为公司基石业务。智能船舶与智能航行系统实现收入 1.6 亿元，同比下滑 29.7%，主要系受疫情等多种因素的影响，相关订单推迟交付，需求递延所致。公司积极向多个领域扩张，2021 年，内河产品首航成功，公司正式进军内河航运领域；同时，旗下控股子公司武汉海兰鲸科技成功获得英国劳氏船级社颁发的原理性认可证书，产品满足船舶智能化控制需求。随着公司业务领域不断拓宽，未来业绩有望保持快速增长。

图 6：2017-2022H1 公司分产品收入结构



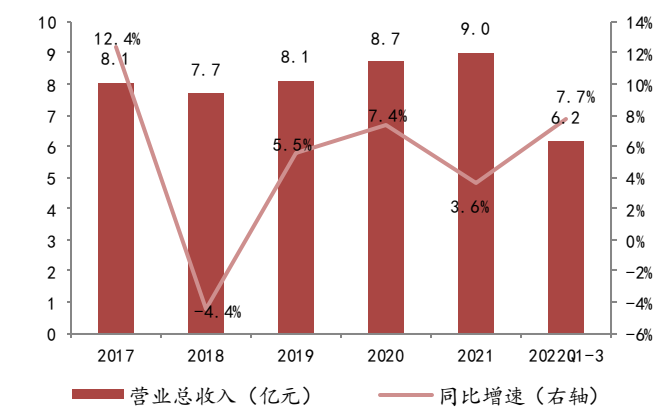
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2017-2022H1 公司分产品收入情况（亿元）

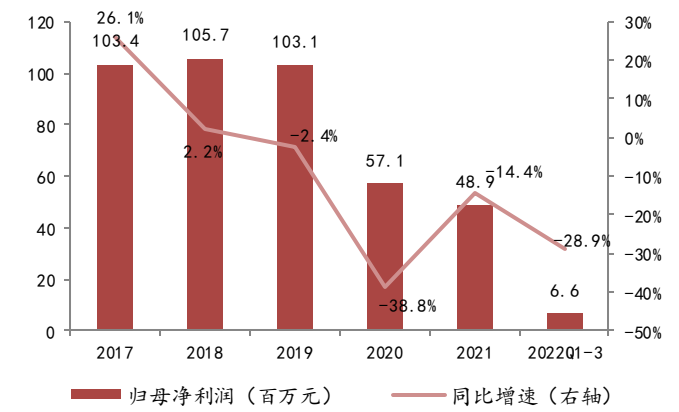


数据来源：公司公告，西南证券整理

总体来看，2022 年前三季度，公司实现营业收入 6.2 亿元，同比增加 7.7%；归母净利润同比下降 28.9%至 6.6 百万元，主要系外部因素扰动下，公司部分项目实施进度缓于预期所致。公司持续通过技术和业务的创新提升产品，积极进行市场开拓，上半年公司斩获单笔军品业务订单 2.7 亿元，单笔民品业务订单 1.5 亿元，开启亿元级订单先河，有利于扩大相关业务规模，提升公司产品市场占有率。未来伴随创新性产品 UDC 逐渐放量，叠加国产化替代趋势催化，业绩有望加速修复。

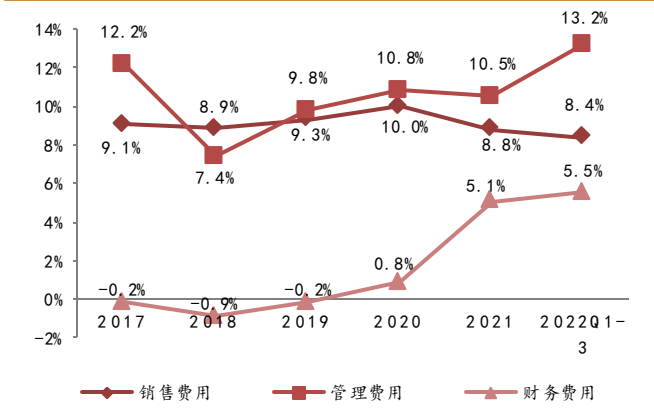
图 8：2017-2022Q1-3 公司营业收入及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

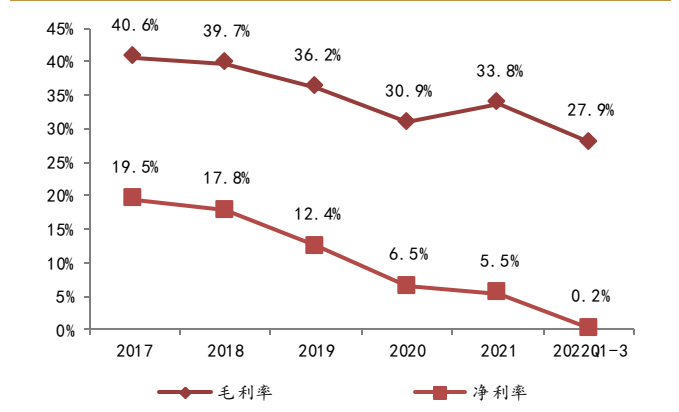
图 9：2017-2022Q1-3 公司归母净利润及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

从费用率与毛利率来看，1) 费用率方面，2022 年前三季度，公司销售、管理、研发费用率分别为 8.4% (-2.19pp)、13.2% (-0.83pp)、5.7% (-0.76pp)，经营管理效率提升，费用控制力度加强。2) 利润率方面，2022Q1-3 毛利率与净利率分别为 27.9% (-5.48pp)、0.2% (-0.53pp)，公司加速业务扩张，利润短期承压。

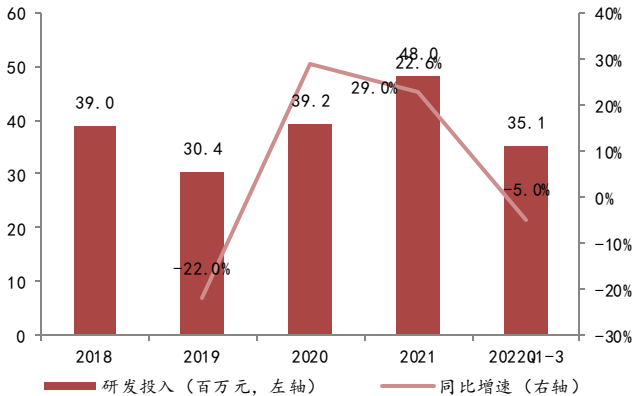
图 10：2017-2022Q1-3 公司费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

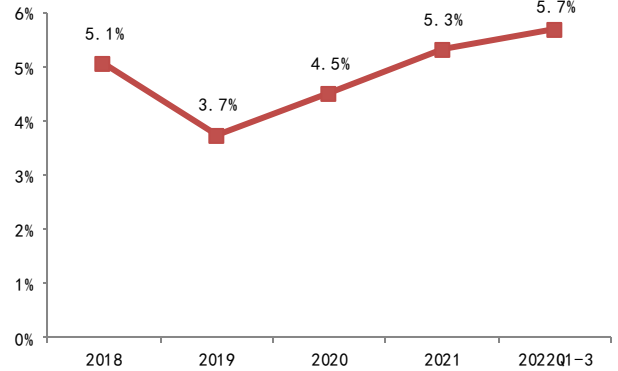
图 11：2017-2022Q1-3 公司毛利率和净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

研发力度加大，紧跟国内军品浪潮。近年来，公司高度重视研发，2022Q1-3 年研发支出达 35.1 百万元，占营收比例为 5.7%。2021 年，公司在青岛建设完成研发试验场，紧跟导航雷达市场发展方向，积极进行固态导航雷达技术的研发工作，研发成果显著。2022 年 1 月，公司交付的国家工业和信息化部“绿色智能内河船舶创新专项”示范船舶“长航货运 001”作为试点船舶首次搭载自研固态导航雷达，标志着国产内河船舶固态导航雷达应用实现了零的突破。

图 12：2018-2022Q1-3 公司研发投入情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：2018-2022Q1-3 公司研发费用率情况


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) 海洋观测装备与系统：海洋观测网建设已被纳入多个省市十四五规划，需求有望持续增加；公司产品矩阵完备，预计 2022-2024 年订单增速分别为 30%、25%、22%。

2) 智能船舶与智能航行系统：在复杂多变的宏观环境影响下，高端装备自主可控已经成为共识，各级部门积极推进其海洋勘测装备的国产化、商业化进程，扩展国产设备的应用领域，公司核心技术自主可控，有望充分受益于国产替代趋势，预计 2022-2024 年订单增速分别为 30%、25%、22%。

3) 其他业务：公司前瞻布局 UDC，性能领先，且具备一定的稀缺性，预计有望加速放量，保持高速增长态势，2022-2024 年订单增速分别为 80%、75%、70%。

4) 费用端管控效果可持续，各项费用率保持下降趋势。

5) 毛利率端：2021 年受到芯片短缺、大宗商品价格上涨等因素影响，公司产品毛利率短暂承压；伴随负面影响缓解，叠加军品与民品亿元订单收入逐步确认，毛利率水平有望逐渐修复；中长期来看，公司 UDC 业务将加速放量，由于 UDC 业务具备创新型、稀缺性的特征，公司议价能力较强，整体毛利率结构有望逐步改善。因此，我们预计 2022-2024 年毛利率分别为 34.1%、34.7%、34.9%，保持稳步增长态势。

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 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
海洋观探测装备与系统	收入	358.1	465.5	581.9	709.9
	增速	-12.6%	30.0%	25.0%	22.0%
智能船舶与智能航行系统	收入	468.2	608.7	760.8	928.2
	增速	11.7%	30.0%	25.0%	22.0%
其他业务	收入	76.1	136.9	239.7	407.4
	增速	82.0%	80.0%	75.0%	70.0%
合计	收入	902.4	1211.1	1582.4	2045.6
	增速	3.6%	34.2%	30.7%	29.3%
	毛利率	33.8%	34.1%	34.7%	34.9%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 12.1 亿元（+34.2%）、15.8 亿元（+30.7%）和 20.5 亿元（+29.3%），归母净利润分别为 1.0 亿元（+104.3%）、1.4 亿元（+43.4%）、2.1 亿元（+43.9%），EPS 分别为 0.14 元、0.21 元、0.30 元，对应动态 PE 分别为 87 倍、61 倍、42 倍。

2.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取奥飞数据、数据港、宝信软件作为可比公司进行估值比较。

表 5：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
300738.SZ	奥飞数据	9.17	63	0.38	0.24	0.29	0.38	24	38	32	24
603881.SH	数据港	25.17	83	0.34	0.33	0.49	0.62	74	76	51	41
600845.SH	宝信软件	42.02	730	1.2	1.12	1.41	1.78	35	38	30	24
平均值								49	57	41	32
300065.SZ	海兰信	12.50	87	0.07	0.14	0.21	0.30	177	87	61	42

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 41 倍，公司 PE 为 61 倍，高于可比公司平均水平。考虑到公司产品矩阵完备，技术壁垒深厚，且 UDC 业务具备一定稀缺性，未来有望加速放量；在国家政策推动以及自主可控趋势下，整体盈利能力向上值得期待，首次覆盖给予“持有”评级。

3 风险提示

UDC 业务拓展不及预期风险、疫情影响项目实施交付风险、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)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	902.38	1211.14	1582.39	2045.55	净利润	49.24	99.92	143.59	206.47
营业成本	597.21	797.57	1034.07	1331.39	折旧与摊销	37.35	65.14	65.14	65.14
营业税金及附加	2.53	3.62	4.58	6.02	财务费用	45.74	41.62	43.58	46.67
销售费用	79.48	78.72	99.69	122.73	资产减值损失	-0.65	0.00	0.00	0.00
管理费用	95.04	169.56	218.37	278.20	经营营运资本变动	-113.44	-259.22	-239.97	-338.37
财务费用	45.74	41.62	43.58	46.67	其他	-57.00	2.25	0.98	0.63
资产减值损失	-0.65	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-38.75	-50.30	13.31	-19.47
投资收益	15.25	0.00	0.00	0.00	资本支出	-127.65	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	4.67	0.00	0.00	0.00	其他	-485.16	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	-612.81	0.00	0.00	0.00
营业利润	61.58	120.05	182.11	260.54	短期借款	-54.58	24.39	67.39	112.45
其他非经营损益	-1.76	-2.50	-2.62	-2.45	长期借款	-41.11	0.00	0.00	0.00
利润总额	59.83	117.55	179.49	258.09	股权融资	242.68	0.00	0.00	0.00
所得税	10.59	17.63	35.90	51.62	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	49.24	99.92	143.59	206.47	其他	-222.13	-170.06	-43.58	-46.67
少数股东损益	0.33	-0.01	0.31	0.29	筹资活动现金流净额	-75.14	-145.66	23.81	65.78
归属母公司股东净利润	48.91	99.93	143.28	206.19	现金流量净额	-723.86	-195.96	37.13	46.32
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	317.07	121.11	158.24	204.56	成长能力				
应收和预付款项	719.88	922.43	1204.37	1572.67	销售收入增长率	3.61%	34.22%	30.65%	29.27%
存货	177.34	238.05	309.46	398.86	营业利润增长率	-17.82%	94.94%	51.70%	43.07%
其他流动资产	603.60	605.74	608.32	611.54	净利润增长率	-12.62%	102.92%	43.71%	43.79%
长期股权投资	71.18	71.18	71.18	71.18	EBITDA 增长率	19.29%	56.76%	28.23%	28.03%
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	130.92	115.38	99.85	84.31	毛利率	33.82%	34.15%	34.65%	34.91%
无形资产和开发支出	766.88	718.36	669.85	621.33	三费率	24.41%	23.94%	22.85%	21.88%
其他非流动资产	67.75	66.66	65.58	64.50	净利率	5.46%	8.25%	9.07%	10.09%
资产总计	2854.60	2858.91	3186.83	3628.93	ROE	2.57%	5.22%	6.98%	9.12%
短期借款	95.04	119.44	186.83	299.28	ROA	1.72%	3.49%	4.51%	5.69%
应付和预收款项	155.35	210.00	278.54	354.64	ROIC	6.19%	8.39%	9.73%	11.59%
长期借款	30.48	30.48	30.48	30.48	EBITDA/销售收入	16.03%	18.73%	18.38%	18.20%
其他负债	655.83	584.03	632.42	679.51	营运能力				
负债合计	936.71	943.95	1128.27	1363.91	总资产周转率	0.31	0.42	0.52	0.60
股本	629.83	693.90	693.90	693.90	固定资产周转率	7.32	10.33	15.56	23.74
资本公积	748.82	684.75	684.75	684.75	应收账款周转率	1.91	2.13	2.12	2.10
留存收益	438.23	538.16	681.44	887.63	存货周转率	3.22	3.80	3.75	3.74
归属母公司股东权益	1902.22	1899.31	2042.60	2248.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.15%	—	—	—
少数股东权益	15.67	15.66	15.96	16.25	资本结构				
股东权益合计	1917.89	1914.97	2058.56	2265.03	资产负债率	32.81%	33.02%	35.40%	37.58%
负债和股东权益合计	2854.60	2858.91	3186.83	3628.93	带息债务/总负债	57.04%	59.18%	55.49%	54.15%
					流动比率	3.99	4.08	3.52	3.16
					速动比率	3.60	3.56	3.05	2.71
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.07	0.14	0.21	0.30
					每股净资产	2.74	2.74	2.94	3.24
					每股经营现金	-0.06	-0.07	0.02	-0.03
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	144.68	226.80	290.82	372.35					
PE	177.34	86.80	60.54	42.07					
PB	4.56	4.57	4.25	3.86					
PS	9.61	7.16	5.48	4.24					
EV/EBITDA	51.57	37.29	29.18	22.97					
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。

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	yflyu@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
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