

捷顺科技 (002609) 深度研究

乘复苏东风, 智慧停车龙头云上版图再扩张

2022 年 12 月 19 日

【投资要点】

- ◆ 公司是国内智慧停车领域龙头, 建立起了智慧停车硬件+平台产品+云化产品及服务的完整解决方案。公司行业深耕多年, 建立起了覆盖全国的销售渠道, 伴随疫情放开及地产行业复苏, 人民出行频率的提升以及智慧停车系统的进一步升级共振, 公司云托管拓展乘此东风再上台阶, 商业模式拓宽将进一步带动公司盈利能力提升。
- ◆ 捷停车享有多边网络效应, 云托管业务基于公司多年的停车业务沉淀快速发展。公司的捷停车平台对接庞大的 C 端客群和相对不饱和的停车位资源, 具有多边网络效应, 截至 2022 年 10 月底已接入智慧联网车场超 2.8 万个, 车位约 1500 万个, 累计用户数近 8800 万, 捷停车拥有丰富的商业变现模式, 其中交易流水抽成将伴随平台扩大而稳步增长。公司的停车场车道云托管业务依托公司积累多年的资源禀赋, 截至 2022 年 10 月底, 在托管车道数超 8000 条、覆盖车场数 2000 多个, 捷顺智慧车行与人行设备已落地 10 万个项目, 捷停车在捷顺项目的基础上同时吸收其他智慧车场, 而云托管立足于已实现智能化转型的捷停车合作车场, 不断渗透转化, 在停车云市场势如破竹。

【投资建议】

- ◆ 公司是智慧停车领域龙头, 行业深耕多年, 捷停车平台及云化转型进展顺利, 随着疫后线下经济复苏, 公司有望乘此东风再上发展新台阶。我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 18.26/23.41/28.01 亿元, 归母净利润分别为 1.43/2.84/3.53 亿元, EPS 分别为 0.22/0.44/0.54 元/股, 对应当前 PE 分别为 40/20/16 倍。我们采用分部估值法, 给予公司传统硬件业务 20 倍 PE 估值, 对应市值 40 亿元, 给予公司新业务 12 倍 PS 估值, 对应市值 81 亿元, 给予公司目标总市值 121 亿元, 对应 12 个月目标价为 19 元, 上调至“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1504.89	1825.62	2341.05	2800.87
增长率 (%)	9.75%	21.31%	28.23%	19.64%
EBITDA (百万元)	266.38	268.42	369.31	441.54
归母净利润 (百万元)	161.34	142.59	283.58	352.86
增长率 (%)	0.93%	-11.63%	98.88%	24.43%
EPS (元/股)	0.25	0.22	0.44	0.54
市盈率 (P/E)	38.63	39.81	20.02	16.09
市净率 (P/B)	2.69	2.31	2.07	1.84
EV/EBITDA	22.09	19.70	14.47	11.45

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所



挖掘价值 投资成长

买入 (上调)

目标价: 19 元

东方财富证券研究所

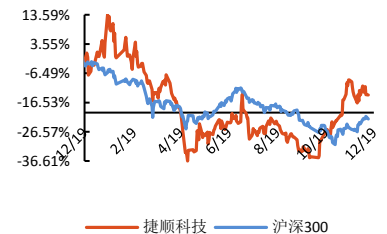
证券分析师: 方科

证书编号: S1160522040001

联系人: 向心韵

电话: 021-23586478

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	5391.05
流通市值 (百万元)	3731.31
52 周最高/最低 (元)	11.75/6.32
52 周最高/最低 (PE)	62.65/29.98
52 周最高/最低 (PB)	3.17/1.79
52 周涨幅 (%)	-15.03
52 周换手率 (%)	338.58

相关研究

《三季度业绩回暖, 新业务持续放量》

2022.11.24

【风险提示】

- ◆ 疫后经济复苏不及预期风险
- ◆ 地产车场改造升级需求不及预期风险
- ◆ 行业竞争加剧风险

1、关键假设

智能停车场管理系统：智能停车场管理系统即公司的智慧车行硬件产品多年来保持平稳发展，受益于我国居民汽车拥有量上升、停车场硬件设备更新换代、智慧社区建设等多重要素推动，预计智慧车行业务板块仍将维持稳健的发展速度，并且在疫情后时代进一步回暖。预计 2022-2024 年公司智能停车场管理系统业务营收增速分别为 7%、15%、12%，由于硬件业务中原材料成本占比较高，预计 22 年毛利率水平将出现下滑，毛利率分别为 41.00%、41.20%、41.30%。

智能门禁通道管理系统：智能门禁通道管理系统即公司的智慧人行硬件产品在疫情期间的发展速度有所放缓，随着社区、商场与写字楼等地段人口流动恢复，叠加人脸识别等技术进步、社会治安管理需求增加的因子，预计智慧人行将恢复增长。预计 2022-2024 年公司智能门禁通道管理系统业务营收增速分别为 6%、11%、9%，毛利率分别为 43.80%、44.20%、44.10%。

智慧停车运营业务：智慧停车运营业务主要可分为捷停车流水抽成收入和捷停车其他通道、广告类业务，捷停车业务呈现了显著的多边网络效应，随着接入平台的停车场数量和用户数量增加，公司基于网络效应所产生的收入将会出现显著增长。预计 2022-2024 年智慧停车运营业务增速分别为 57%、37%、29%。毛利率分别为 55%、55.5%、56%。

软件及云服务业务：公司的软件及云服务业务主要由云托管、天启云平台、城市智慧交通项目三块构成，其中云托管基于捷停车庞大的客户群进行用户拓展，已逐步放量，天启平台则有望受益于云托管及捷停车等项目的增长而增长，因为上云托管和接入捷停车平台后，车场更有意愿使用天启的软件平台以进行停车场的管理。预计 2022-2024 年软件及云服务业务增速分别为 72%、59%、47%。毛利率分别为 59%、59.5%、60%。

其他业务：其他业务包括公司的物业租赁、停车时长与停车收费业务，其中停车时长与停车收付费业务已于今年踏上正轨。预计 2022-2024 年其他业务收入分别为 0.68/1.65/1.68 亿元。

2、创新之处

详细分析了公司云业务开拓路径，测算了公司云托管业务收入及捷停车业务收入，并基于此对公司进行分部估值。

3、潜在催化

疫后复苏时代下，线下出行消费将率先受到提振，公司自 2020 年开始进行云托管转型，前期铺垫已见成效，公司正处在云托管、停车平台等新业务的爆发的关键位置，乘此东风，业务拓展恰逢其时。

正文目录

1. 国内停车：四大痛点亟待解决，政策出台完善治理	5
1.1. 国民汽车拥有量提升，车位供不应求成一线城市常态	5
1.2. 出行消费恢复，驾车出行或将成为优先选择	7
1.3. 新能源汽车渗透率提升，停车需求进一步细化	9
1.4. 智慧地产建设，停车场数字化管理为重要一环	10
2. 停车业务龙头，建立硬件—平台—服务闭环解决方案	11
2.1. 业务基石：智慧停车硬件产品	12
2.2. 面向 C 端：智慧停车运营业务	14
2.3. 云业务：开疆拓土新天地	16
3. 云托管成业绩增长的助推引擎，捷停车平台享多边网络效应	18
3.1. 公司财务概况	18
3.2. 捷停车：平台享多边网络效应，交易流水实现稳定增长	19
3.3. 云托管：依托资源禀赋快速发展，带动公司商业模式优化	20
4. 盈利预测及关键假设	21
5. 投资建议	24
6. 风险提示	24

图表目录

图表 1：中国民用汽车拥有量（万辆）	5
图表 2：中国私人汽车拥有量（万辆）	5
图表 3：美国居住公寓停车配建指标	6
图表 4：2021 年上海停车位供应数量	7
图表 5：出行找停车最难城市 TOP10	7
图表 6：全国停车难地点 TOP10	7
图表 7：上海市拥堵延时指数（2022 年 3 月-2022 年 8 月）	8
图表 8：成都市拥堵延时指数（2022 年 7 月-2022 年 11 月）	8
图表 9：公共充电桩保有量	9
图表 10：随车配建充电桩保有量	9
图表 11：充电桩存在的主要问题	9
图表 12：我国车桩比情况	9
图表 13：一个典型的智慧社区解决方案	10
图表 14：智慧社区产业支持政策	11
图表 15：公司发展历程	11
图表 16：公司股权结构	12
图表 17：公司智慧车行产品	12
图表 18：公司智慧人行产品	13
图表 19：捷停车 App	14
图表 20：停车运营业务主要商业模式	15
图表 21：捷停车与蚂蚁集团达成战略合作	16
图表 22：捷停车接入车场个数	16
图表 23：捷停车交易流水情况	16
图表 24：城市智慧停车云平台	17
图表 25：近半年停车场保安招聘市场情况	17
图表 26：重庆大悦城室内停车场收费标准	18
图表 27：公司营业收入情况	18

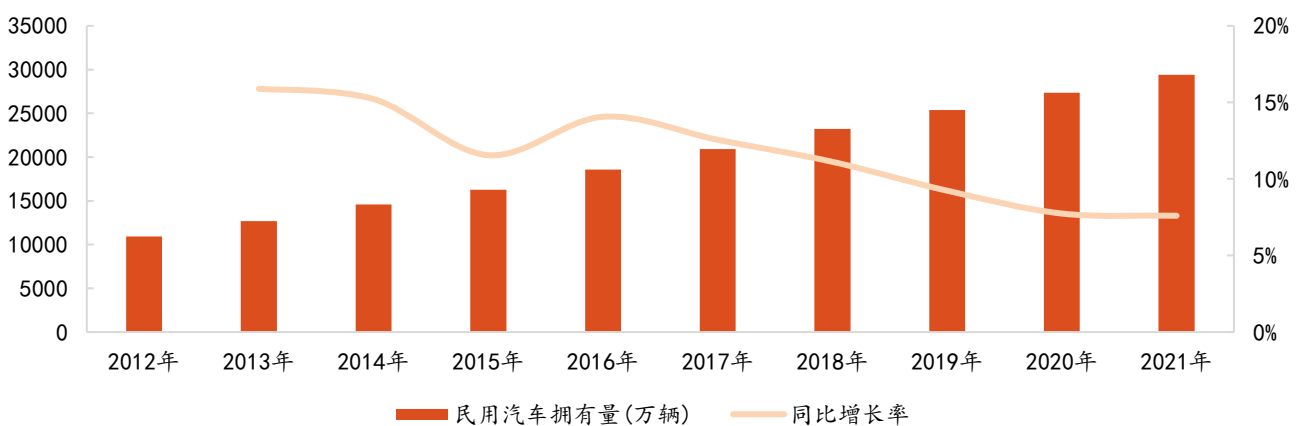
图表 28: 公司归母净利润情况.....	18
图表 29: 公司收入构成 (亿元)	19
图表 30: 公司盈利能力.....	19
图表 31: 公司费用支出情况.....	19
图表 32: 捷停车覆盖停车场数量.....	20
图表 33: 捷停车线上交易流水.....	20
图表 34: 捷停车交易流水预测.....	20
图表 35: 公司 AI 技术+解决方案+云服务.....	21
图表 36: 云托管收入预测.....	21
图表 37: 盈利预测.....	22
图表 38: 可比公司估值比较表 (按照 2022 年 12 月 15 日收盘价)	24
图表 39: 可比公司估值比较表 (按照 2022 年 12 月 15 日收盘价)	24

1. 国内停车：四大痛点亟待解决，政策出台完善治理

1.1. 国民汽车拥有量提升，车位供不应求成一线城市常态

从需求端水平来看，随着中国国民经济的快速发展，近年来我国居民汽车拥有量一直保持着较快的增长速度。根据公安部发布数据，截至 2022 年 11 月底，我国千人汽车保有量达到 225 辆，平均每百户家庭拥有汽车 60 辆。从汽车总量水平来看，全国机动车保有量达到 4.5 亿辆，国家统计局发布的数据显示，截至 2021 年，我国民用汽车拥有量达到 2.94 亿辆，私人汽车拥有量为 2.62 亿辆。

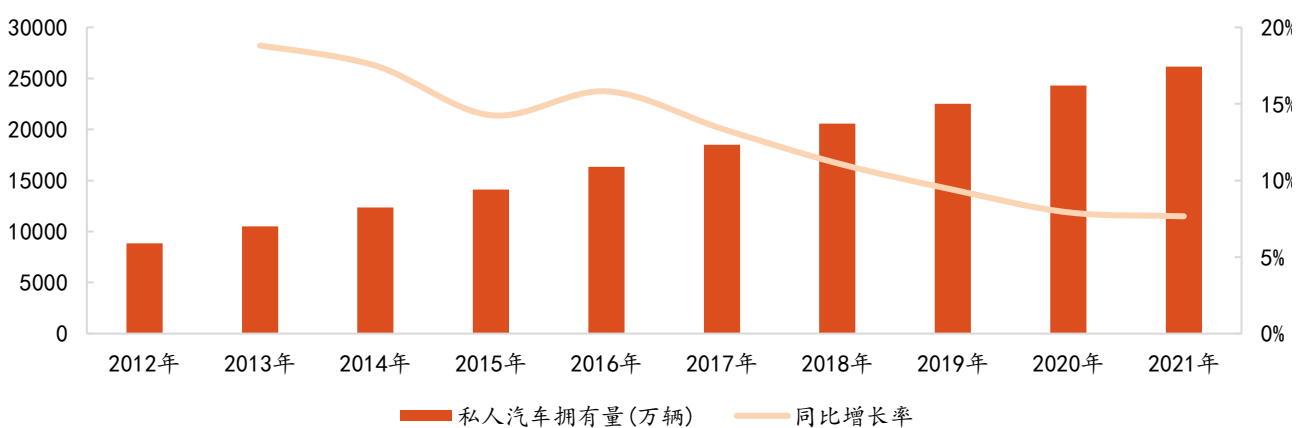
图表 1：中国民用汽车拥有量（万辆）



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

汽车保有量的提升以及驾驶人数量的增加，与有限的停车空间形成对照，使得停车难问题愈发突出。从城市分布来看，2021 年 79 个城市的汽车保有量超 100 万，35 个城市超 200 万辆、20 个城市超 300 万辆。

图表 2：中国私人汽车拥有量（万辆）



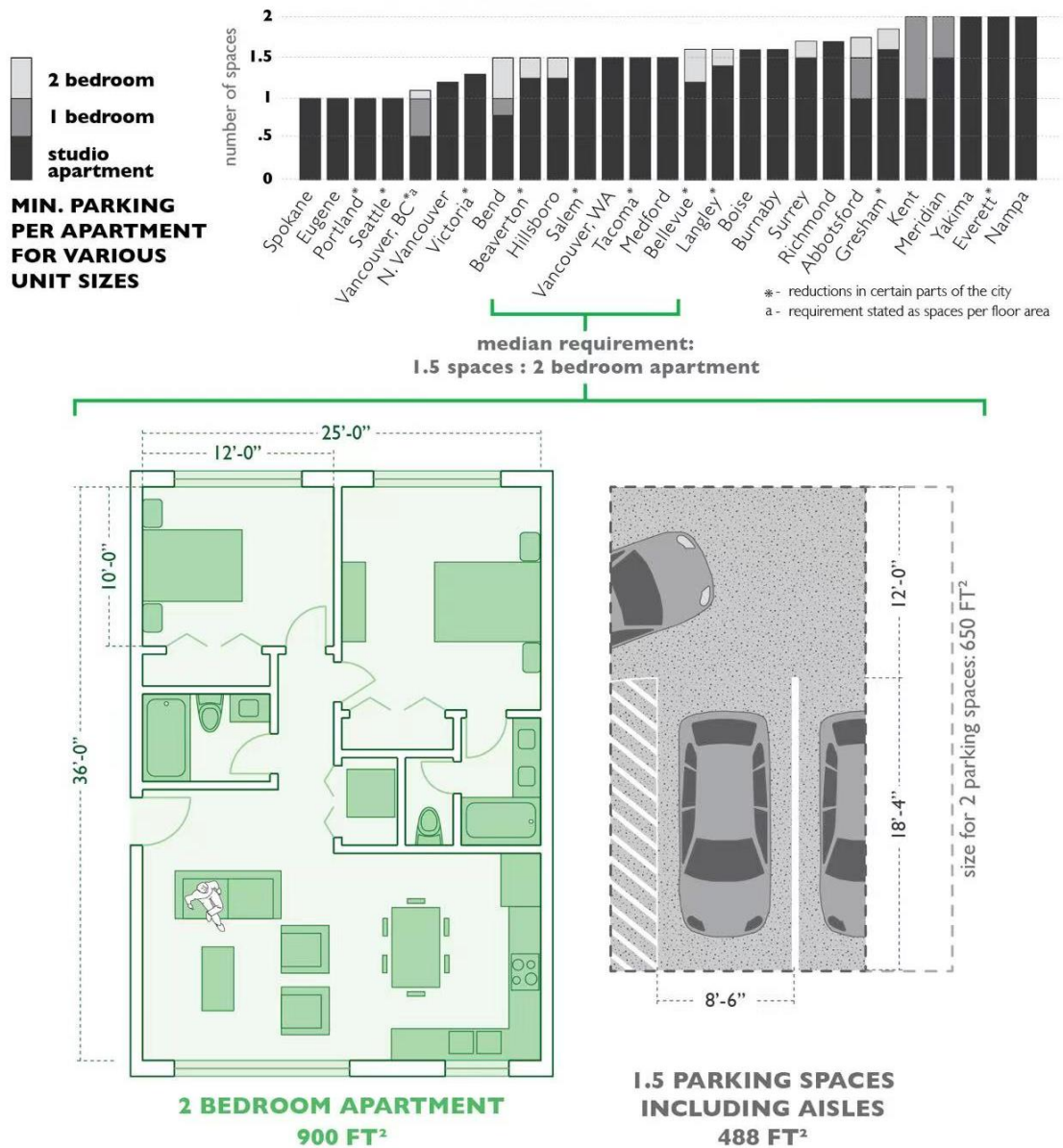
资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

汽车保有量的提升以及驾驶人数量的增加，与有限的停车空间形成对照，使得停车难问题愈发突出。从城市分布来看，2021 年 79 个城市的汽车保有量超 100 万，35 个城市超 200 万辆、20 个城市超 300 万辆。

参考海外的发展经验，美国主要是通过开发用地自行解决停车问题，避免停车外溢问题。美国各州各地区根据用地类型分别规定了停车配建的下限指标，

从中位数水平来看，居住公寓为 1.5 个车位/户（两居室），办公用地为 2.7 个车位/100 平方米，餐饮用地为 8.6 个车位/100 平方米。

图表 3：美国居住公寓停车配建指标



资料来源：Sightline，东方财富证券研究所

从我国停车场的供给端来看，目前国内已建设了超过百万的停车场，全国立体停车场数量已达 5600 多个，北京停车场数量最多，超过 4.7 万个，对应北京的汽车保有量水平超 600 万辆，不考虑时间和空间分布的前提下，平均每个停车场需要提供 130 个左右的车位才能满足停车需求。

上海的停车位供应主要分为三种类型：道路停车场、经营性公共停车场以及公共换乘停车场。2021 年上海市道路停车场设置路段数量总计 1186 条，设置道路停车泊位 49249 个，其中中心城道路停车泊位 32898 个；经营性公共停车场（库）经营企业 2965 家，场（库）数量共 3377 个，泊位数量总计 91.5 万个；上海市共运营 20 个公共换乘（P+R）停车场（库），设置公共换乘泊位 5837 个。2021 年底，上海市的汽车保有量为 473.3 万辆，单位面积机动车保有率为 779 辆/平方公里，单位面积私人小客车保有率为 503 辆/平方公里，上海的泊车位尚不足以满足城市内的停车需求。

图表 4: 2021 年上海停车位供应数量

停车位供应类型	数量 (万个)	同比增速
道路停车位	4.92	6.55%
其中: 中心城道路泊位	3.29	5.4%
经营性公共泊位	91.5	2.5%
公共换乘泊位	0.58	1.35%
总计		

资料来源:《上海市交通行业发展报告 (2022)》, 东方财富证券研究所

城市内的停车难主要集中在就诊高峰期间的知名医院、热门景区、出行高峰时的交通场站、大型商圈、早晚接送孩子期间的学校、老旧小区等地。因此人口密集、居民出行频率高、商业活动蓬勃的中大型城市的停车难问题更为突出。

图表 5: 出行找停车最难城市 TOP10

1	深圳市
2	南京市
3	上海市
4	广州市
5	武汉市
6	杭州市
7	西安市
8	长沙市
9	郑州市
10	成都市

资料来源:《全国停车场分析报告》, 东方财富证券研究所

图表 6: 全国停车难地点 TOP10

1	浙江大学医学院附属第一医院
2	北京自然博物馆
3	中国科学技术馆
4	青岛大学附属医院市南院区
5	郑州市动物园
6	安贞医院
7	解放公园
8	趵突泉
9	清凉山公园
10	山东第一医科大学附属青岛眼科医院

资料来源:《全国停车场分析报告》, 东方财富证券研究所

针对城市停车难点, 2021 年 5 月国务院办公厅印发了《国务院办公厅转发国家发展改革委等部门关于推动城市停车设施发展意见的通知》(国办函〔2021〕46 号), 提出:“支持机关、企事业单位在加强安全管理的前提下, 率先向社会开放停车设施; 鼓励商业设施、写字楼、旅游景区、体育场馆等停车设施在空闲时段向社会开放; 鼓励居住社区在保障安全和满足基本停车需求的前提下, 错时向社会开放停车设施。”

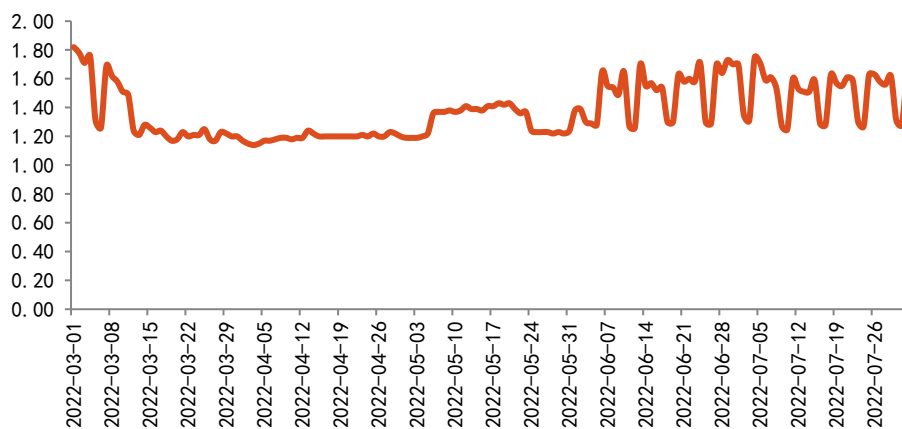
2022 年 7 月, 在“稳定增加汽车消费国务院政策例行吹风会”上, 强调“突出优化汽车使用环境。《若干措施》聚焦人民群众在汽车使用方面的“急难愁盼”, 加快完善汽车使用环境, 推动汽车由购买管理向使用管理转变。比如, 在解决城市停车问题方面, 要求结合城市更新行动, 积极扩建新建停车设施; 合理利用人防工程、公园绿地地下空间等, 挖潜增建停车设施。在便利新能源汽车充电方面, 加快推进居住社区、停车场、加油站、高速公路服务区、客货运枢纽等充电设施建设, 便利车辆充电使用。”具体措施包括“推动规划人口规模大于 50 万人的城市, 在普通商品房建设中, 按照 1 户 1 车位来配建停车位”和“研究完善停车收费政策, 强化资金用地政策保障。健全有利于吸引社会资本的停车收费机制, 科学制定差异化收费标准, 并建立动态调整机制。积极培育和发展城市停车设施建设运营的市场化主体, 鼓励各地对符合条件的停车设施建设项目, 制定出台资金、土地等方面的支持政策”。

1.2. 出行消费恢复, 驾车出行或将成为优先选择

2022 年 12 月 7 日, 国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》, 通知提到, 除养老院、福利院、医疗机构、

托幼机构、中小学等特殊场所外，不要求提供核酸检测阴性证明，不查验健康码。重要机关、大型企业及一些特定场所可由属地自行确定防控措施。

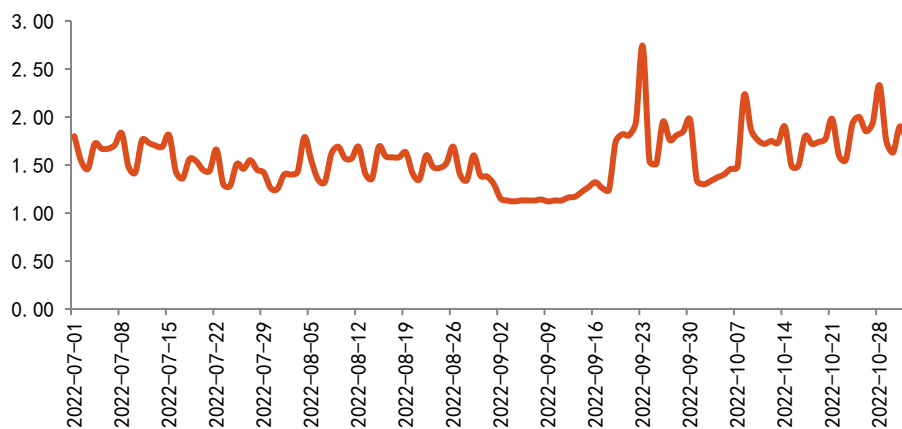
图表 7：上海市拥堵延时指数（2022 年 3 月-2022 年 8 月）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

受疫情因素压制的消费需求有望在疫情管控放松后迎来恢复性反弹，上海市的拥堵延时指数在 6 月之后迅速恢复到了疫情前水平，而成都则在 9 月底出现了显著超出疫情封控前水平的出行需求。

图表 8：成都市拥堵延时指数（2022 年 7 月-2022 年 11 月）



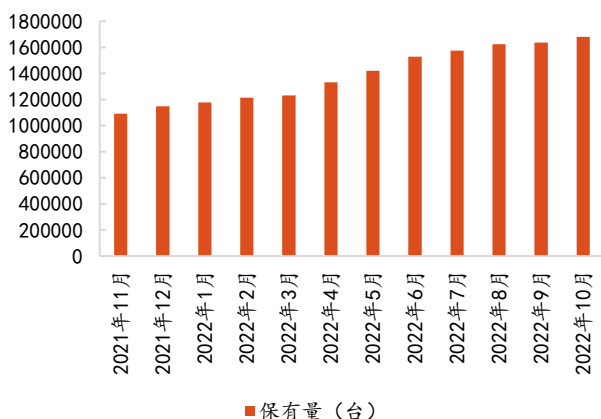
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

出行的便捷度提升将带来线下商品类和服务类消费的回温，办公大楼、商超等地产都将恢复人员流动与车流进出，但是疫情防控的边际放开将提升人们对自身健康的关注程度，因此相比于公共交通，人们对驾车出行的意愿度将更高。

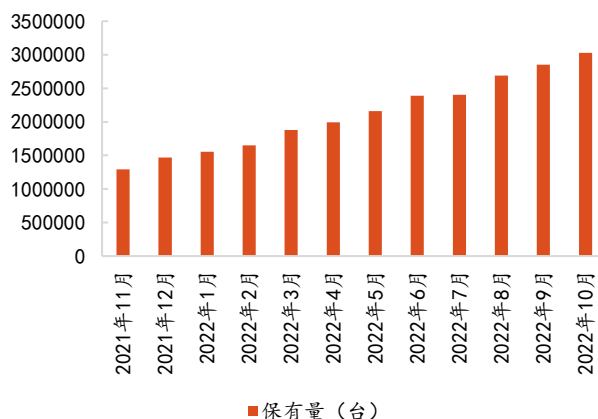
作为城市停车泊位最重要的供给方之一，2020 年上海市经营性停车场停车泊位为 89.3 万个，同比增幅为 6.2%，2021 年同比增幅为 2.5%，疫情压制居民出行需求导致经营性停车场的增速出现边际下滑，而疫情前 2016 年经营性泊位数同比增加 20%，2017 年增加 12.9%。出行的恢复趋势和建设持续放缓的停车泊位将进一步加剧大城市的停车难问题。

1.3. 新能源汽车渗透率提升，停车需求进一步细化

图表 9：公共充电桩保有量



图表 10：随车配建充电桩保有量

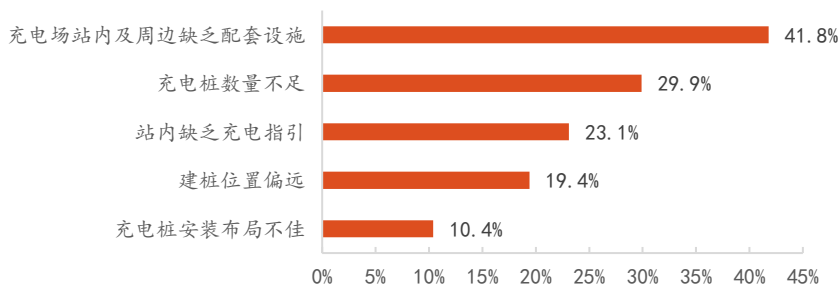


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

对新能源汽车车主而言，便捷充电是影响其停车地点的重要因素之一，因此汽车——用户——场景之间的匹配度提升将改善用户的使用体验，充电桩厂商在不断优化桩资源配置的过程中，需要与停车场等物管组织进行协调，按照用户的出行地、目的地和居住地进行针对性布局。

图表 11：充电桩存在的主要问题



资料来源：Choice，头豹研究院，东方财富证券研究所

2022年9月底，全国共有新能源汽车保有量1149万辆，而我国随车配建充电基础设施仅为285万台，未随车配建充电设施的现象较为普遍。根据中国充电联盟2021年底的统计，集团用户自行建桩、居住地没有固定停车位、居住地物业不配合这三个因素是未随车配建充电设施的主要原因，占比分别为48.6%、10.3%、9.9%，合计68.8%，用户选用专用场站充电、工作地没有固定车位、报装难度大及其他原因占比为31.2%。其中集团用户自行建桩主要指停车场管理方（第三方）或物业建设的充电桩，物业及停车场在充电桩建设常常拥有较大的话语权。

图表 12：我国车桩比情况

	充电基础设施总量 (万台)	公共充电基础设施数量 (万台)	随车配建基础设施数量 (万台)	车桩比
2017年	44.57	21.39	23.18	3.43:1
2018年	77.7	30	47.7	3.36:1
2019年	121.9	51.6	70.3	3.13:1
2020年	168.1	80.7	87.4	2.93:1

2021 年	261.7	114.7		147.1	3.00:1
2022 年 9 月	448.82	163.58		285.24	2.56:1

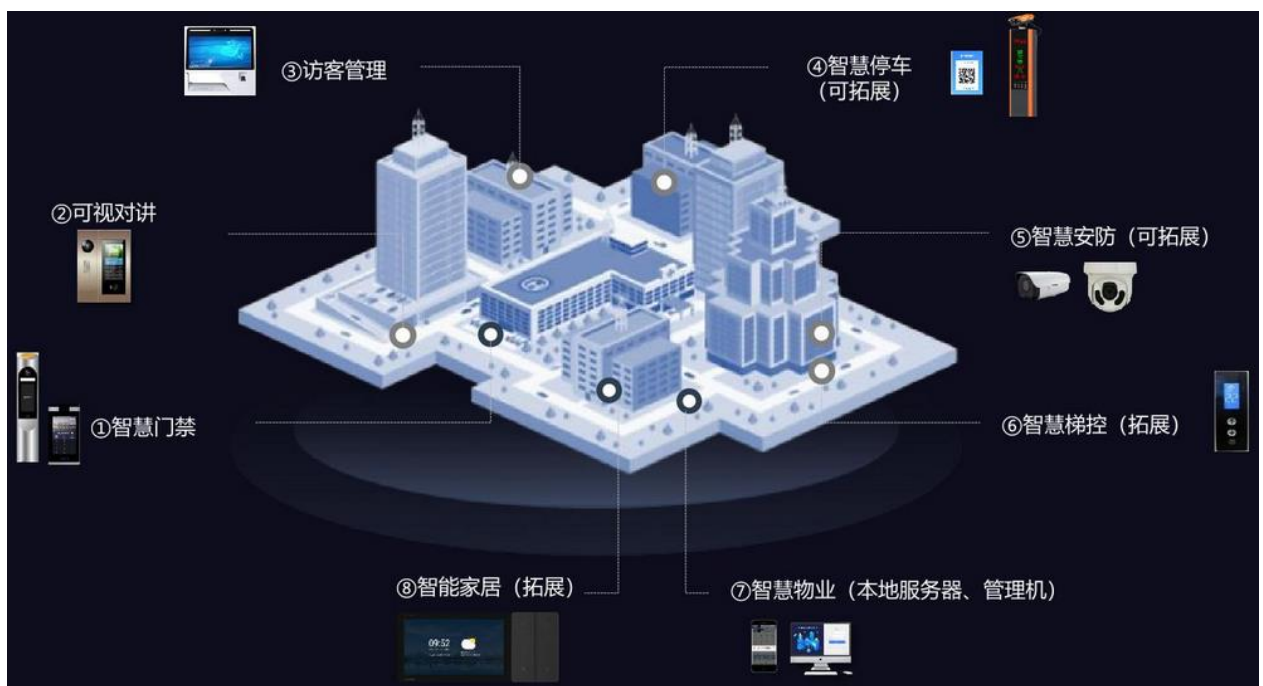
资料来源：中国充电联盟，新京报，东方财富证券研究所

1.4. 智慧地产建设，停车场数字化管理为重要一环

随着人口红利消失，物业管理行业需要从劳动密集型向更具智慧的方向转型升级，住宅和商业地产的数字化升级、智慧化服务是大势所趋，向内可将用户、物业、社区捏成强耦合，更好地满足用户需求，向外作为智慧城市整体建设的一部分，与交通、应急、医疗、消防等数字平台打通，联动城市大脑打造更智能的城市大数据平台。

停车场系统是智慧地产的支撑性基础系统之一，围绕社区的人行、车行、访客、物业管理、社区运营服务，依托智能硬件+管理平台+前端应用的整体解决方案，实现车行、人行的无人值守，降低物业管理成本，通过错时停车、广告招租、社区商城运营提升物业收入。

图表 13：一个典型的智慧社区解决方案



资料来源：科大讯飞官网，东方财富证券研究所

2022 年 5 月，国家发改委、工信部等九部门联合印发《关于深入推进智慧社区建设的意见》，提出要按照智慧城市和现代社区的发展要求，依托社区数字化平台提供线上线下相融合的社区生活服务、社区治理及公共服务和智能小区等服务。

2022 年 10 月，住房和城乡建设部、民政部印发《关于开展完整社区建设试点工作的通知》，要求开展完整社区建设试点，进一步健全完善城市社区服务功能。其中提出打造宜居生活环境试点任务，结合城镇老旧小区改造等工作，加强供水、供电、安防、停车及充电等基础设施改造建设，完善设施运行维护机制，确保设施完好、运行安全、供给稳定。同时强调，推进智能化服务试点，引入物联网、云计算、大数据、区块链和人工智能等技术，建设智慧物业管理服务平台，

促进线上线下服务融合发展。推进智慧物业管理服务平台与城市运行管理服务平台互联互通和融合应用，提供一体化管理和服 务，提高社区治理数字化、智能化水平。

图表 14：智慧社区产业支持政策

时间	印发部门	政策
2013 年	科技部	《国家高新技术产业开发区创新驱动战略提升行动实施方案》
2014 年	住房与城乡建设部	《智慧社区建设指南》
2016 年	民政部、中央组织部、中央综治办等部门	《城乡社区服务体系 建设规划（2016—2020 年）》
2017 年	国务院	《关于加强和完善城乡社区治理的意见》
2020 年	国务院办公厅	《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》
2021 年	国家发改委、住房城乡建设部	《关于加强城镇老旧小区改造配套设施建设的通知》

资料来源：中国政府网，东方财富证券研究所

2. 停车业务龙头，建立硬件—平台—服务闭环解决方案

公司在停车领域深耕多年，公司是智慧停车领域的龙头企业，拥有智能硬件、软件及云服务、智慧停车运营等业务板块，实现了对智慧停车领域的全覆盖。2014 年 9 月，公司与支付宝签订《合作框架协议》，推出停车场线上支付功能。

图表 15：公司发展历程



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

公司控股股东和实际控制人为唐健和刘翠英，截至 2022 年三季度，两人分别持有公司 27.30%、11.34% 的股份，合计共持有 38.64% 的股份。2019 年 7 月，唐健和刘翠英向深圳国资委旗下全资子公司特区建发智慧交通投资合伙企业转让公司 13% 的股份，截至 2022 年三季度，特建发智慧交通持有公司 12.94% 的股份，为公司第二大股东。此次股权转让旨在发挥特建发智慧交通及其股东方将的资源优势，与公司共同致力于在城市级停车项目运营、城市公共停车场智慧化和标准化改造等方向开展业务合作。

图表 16：公司股权结构

股东名称	股东性质	持股数量(股)	持股比例(%)
唐健	个人	177,182,744	27.30
深圳市特区建发智慧交通投资合伙企业(有限合伙)	投资公司	83,965,017	12.94
刘翠英	个人	73,577,283	11.34
蒋东瀚	个人	10,059,502	1.55
云南国际信托有限公司-云南信托·大西部丝绸之路2号集合资金信托计划	信托计划	8,920,455	1.37
招商银行股份有限公司-泓德瑞兴三年持有期混合型证券投资基金	证券投资基金	7,865,707	1.21
中国农业银行股份有限公司-摩根士丹利华鑫优享臻选六个月持有期混合型证券投资基金	证券投资基金	7,061,350	1.09
张天虚	个人	6,197,664	0.95
李玲	个人	6,118,512	0.94
中国建设银行股份有限公司-摩根士丹利华鑫领先优势混合型证券投资基金	证券投资基金	5,288,547	0.81

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2.1. 业务基石：智慧停车硬件产品

公司起家于停车硬件产品，智能硬件业务为公司传统主营业务，主要包括智慧车行与智慧人行两大类硬件产品。公司的智能硬件产品广泛应用于住宅物业、商业广场、写字楼、交通枢纽、政府机关、学校医院、企事业单位等各个领域，同时公司的城市级智慧停车已应用于国内 50 多个大中小城市。以设备 IP 化、接口标准化、自组网技术、AI 技术（智能视频识别）等技术为核心，形成了具有自主知识产权的车行、人行的全系列智能硬件产品。

图表 17：公司智慧车行产品

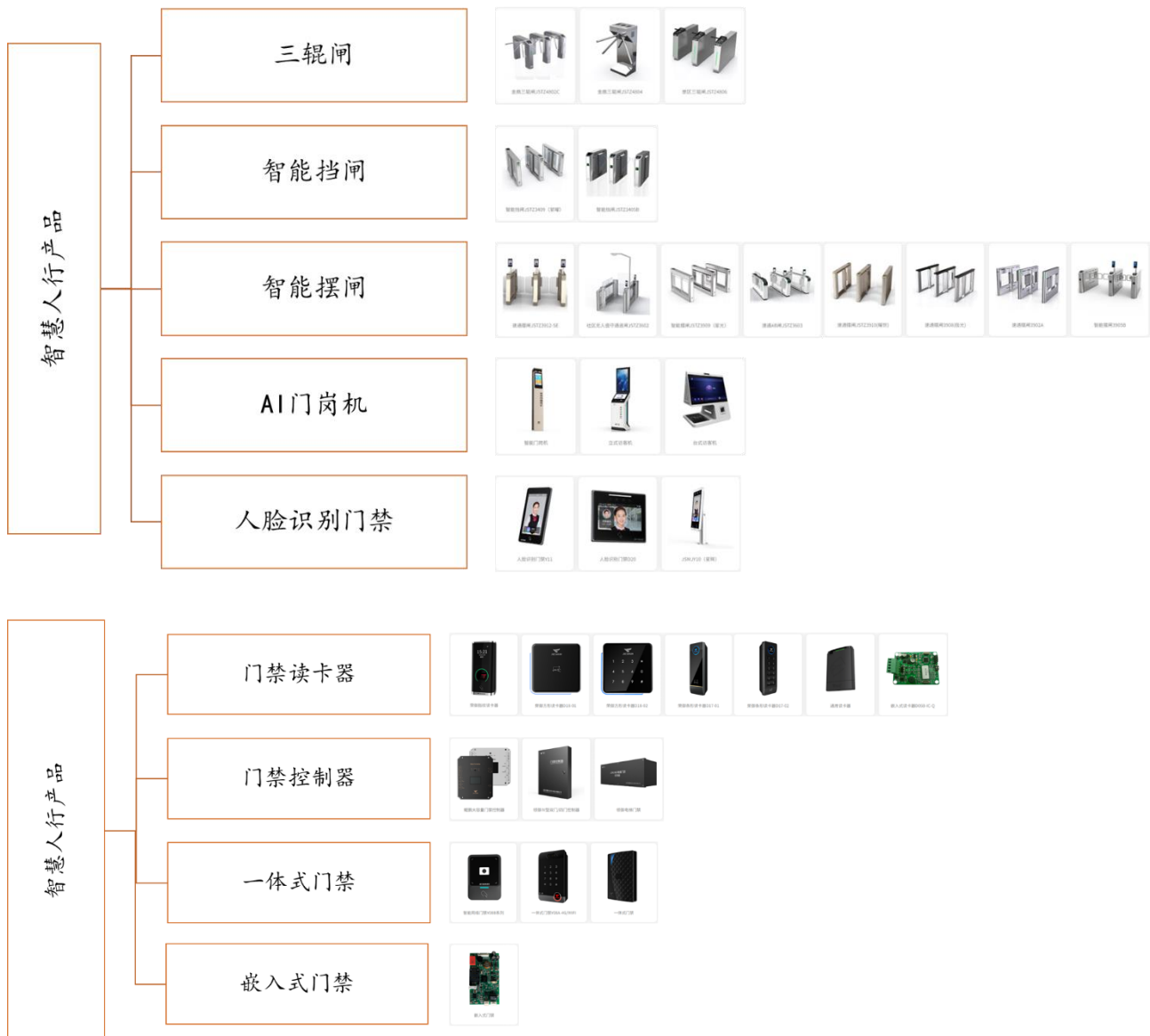


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

公司停车场智能硬件产品已经形成包括车场控制机、智能道闸、车位引导系统、车位管控设备、路内泊车检测设备、车场外围产品等在内的高、中、低全系列的产品布局，公司智慧车行产品可形成可视化交互、扫码支付、当面付、无感支付、室内定位、场内引导、一键上云等核心功能，同时所有停车场设备均通过不同层次的功能，完全接入云托管、移动岗亭、移动坐席，完成对无人值守的业务支撑。

公司为社区、园区、景区、楼宇等客户提供系列化的通道、门禁产品及整体解决方案，并将人脸识别技术全面应用到各个门禁通行场景中。实现了包括室内、室外、通道闸、墙面、嵌入式等各个安装环境的应用，可提供一整套专业化、智能化、标准化、便捷性、高体验、全覆盖的人行解决方案。

图表 18：公司智慧人行产品

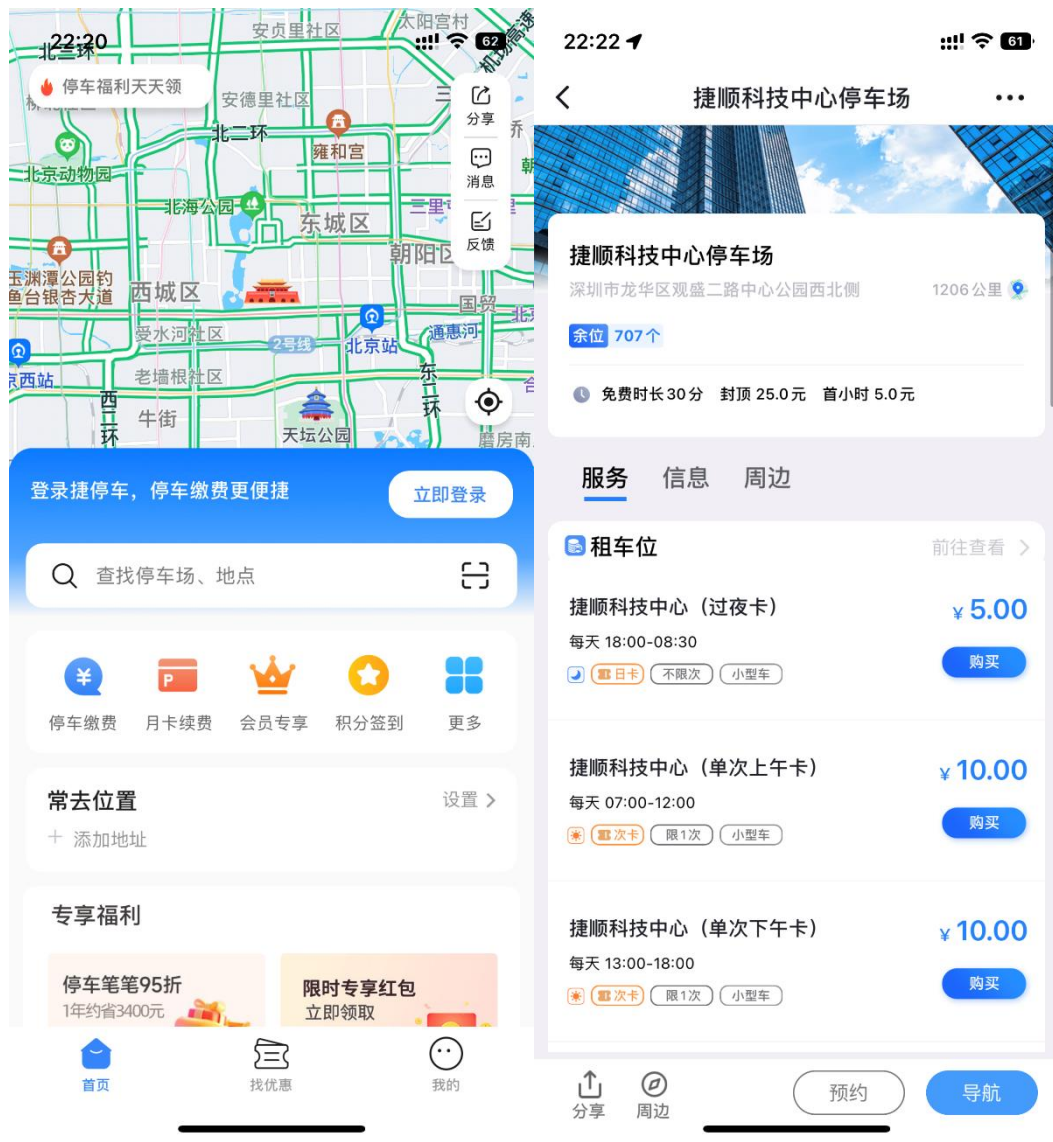


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

根据公司的客户拓展战略规划，最底层、最庞大的客户基础来自于公司积累多年的捷顺停车硬件客户，目前市场上捷顺项目全量有 10 万之多，我公司的运营类业务、云服务等业务的发展起到基石的作用。

2.2. 面向 C 端：智慧停车运营业务

图表 19：捷停车 App



资料来源：东方财富证券研究所

公司智慧停车运营业务以控股子公司顺易通为主体，以“捷停车”为品牌，依托捷顺科技主营业务，整合与停车相关的各类资源，重点围绕线下 B 端停车场景建设和线上 C 端用户拓展，形成以智慧停车为核心的互联网运营业务。捷停车应用规模持续快速增长，已经成长成为国内领先的智慧停车运营公司。截至 2022 年三季度末，捷停车累计签约智慧停车场超 2.5 万个，线上触达用户数超 8,100 万，线上月日均交易订单约 230 万笔，2022 年上半年累计线上交易流水人民币 38 亿。

图表 20：停车运营业务主要商业模式

主要商业模式	
通道服务业务	<p>基于智慧停车开放平台的建立，以平台为端口与银行、保险、汽车后市场、车生活服务、本地生活服务等连接，将线下的停车行为转化为线上的服务，连接线下的消费行为进行转化和变现。</p> <p>(1) 基于停车场景金融化的通道服务：与银行和保险等金融机构形成了通道服务合作，通过与银行进行无感支付的合作，开展停车打折、停车券反补等；通过与保险机构合作，实现购买保险与停车券优惠结合等；(2) 基于停车场景精准化的通道服务：与地图商、车机服务商进行联合，建立基于车场车位的精准导航服务，同时为人、位、车机互联的提供基于停车的精准化数据服务，形成找位、预估费用、广告触达等一系列精准数据服务内容；(3) 基于停车场景生活化的通道服务：通过智慧停车运营平台和停车这一高频和精准的场景切入，触达车生活服务如加油、洗车、保养、美容等车生活服务；(4) 基于停车场景功能化的通道服务：随着新能源汽车产业不断发展，对停车场设施功能提出了新要求，线下停车场要承担能源补给、车辆停放等功能；线上云平台要承担信息共享、联网互动、车机互联、人车互动等功能。</p>
广告运营业务	<p>“捷停车”拉通 APP\公众号\H5\生活号等线上应用和线下的车场场内空间，实施基于位置、基于业态、基于人群画像的精准广告推送。</p>
停车费交易业务	<p>智慧停车业务为停车场管理方和车主提供方便、快捷、安全的线上停车费交易和清结算服务，该项服务公司一般会向停车场管理方收取千分之六的线上交易服务费。</p>
共享停车业务	<p>利用线上平台的资源整合能力推出日夜错峰、工作日/休息日错峰、闲时车位长租等服务，通过闲时月卡、固定时段停车卡、夜间或周末停车卡等方式变现。</p> <p>(1) 日夜错峰：住宅小区的日间车位资源共享给写字楼，写字楼的夜间车位资源共享给住宅小区；(2) 工作日/休息日错峰：工作日商业购物中心车位资源共享给写字楼，休息日写字楼车位资源共享给商业购物中心；(3) 闲时车位长租：个人车主选购车场固定数量闲时车位资源包，供个人车辆长期停车。</p>
停车时长业务	<p>捷停车依托庞大的线上停车客户规模和交易流水规模，向停车场管理方以一定折扣价规模化采购其经营停车场未来的停车时长，并在未来的一段时间内将采购的时长通过线上的方式销售给捷停车用户，捷停车在此过程中获得停车时长收入。目前停车时长业务主要通过合同置换和直接采买两种方式进行。</p>
停车收费业务	<p>通过承包等方式获得目标停车场的经营收费权，开展停车场管理收费业务。公司通过对所承包的停车场进行技术改造，获得停车场经营收费收入，实现与停车场资产方的共赢。公司 2022 年上半年中标的重庆公租房项目，公司通过招投标的方式，获得重庆市公租房项目共 11 个组团的停车场（总计近 4 万个车位）4.5 年的经营收费权。</p>

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

在公司的客户拓展战略规划，捷停车的用户位于中间层，捷停车拥有丰富的 C 端用户资源，深入解决多个 C 端用户日常生活中的停车痛点，同时连接大量具备联网功能的智慧车场，起到连接 BC 两端客户的作用，具备显著的规模效应，截至 2022 年 10 月底，捷停车智慧停车服务覆盖的停车场已超过 2.8 万个停车场。

图表 21：捷停车与蚂蚁集团达成战略合作



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 22：捷停车接入车场个数

捷停车接入车场（个）	
2018年	0.65万
2019年	1.1万
2020年	1.6万
2021H1	1.8万
2021年	2.1万
2022H1	2.5万
2022Q3	2.8万

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 23：捷停车交易流水情况

捷停车流水情况		备注
2018年	10.95亿元	
2019年	25.12亿元	
2020年	40.15亿元	
2021H1	114亿元	累计至2021年上半年
2021年	70.45亿元	2021年全年
2022H1	38亿元	

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2.3. 云业务：开疆拓土新天地

软件及云服务业务是公司近几年重点培育发展的新主营业务。公司软件及云服务业务主要包括天启智能物联平台、停车场云托管服务、云停车/云门禁业务、城市停车管理平台等具体业务。软件及云服务业务应用包含终端部署和 SaaS 两种模式。

捷顺天启智能物联平台基于智慧物联，把企业的物与物、物与人、人与事进行有机在线链接，从而形成统一业务管理大脑。天启智能物联平台涵盖车行、人行、考勤、消费、访客、巡更、会议、防疫、移动岗亭等诸多业务模块，覆盖企业管理的各个方面，使管理形成集中化管控的服务模式，进而实现智能运维、智慧运维、业财一体化、电子发票、消费打折等功能，达到物管部企业降低成本、增加收入、提高效能、优化管理的经营目标。捷顺天启智能物联平台的销售方式为两种：一种是通过产品销售终端本地部署的方式，另一种是将云平台、门禁、考勤、消费、访客等功能模块化，分模块以 SaaS 的模式进行销售。

城市级智慧停车云平台主要是面向城市管理方，以城市公共停车资源的信息化管理为切入点，通过建设城市级智慧停车管理云平台，为城市级客户打造的城市静态交通管理系统。平台向下接入城市道路路侧停车位，通过前端 Lora 地磁/NB 地磁/高位视频车牌自动化检测识别等多种方案实现对路边停车的管理。平台同时还接入城市路外运营停车场，形成路内路外车位资源拉通一体化，

从盘活城市停车资源和提升车位利用率的角度，解决城市停车难、治理难的问题。

图表 24：城市智慧停车云平台



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

云托管业务是是公司向停车场运营方提供的一种智慧场景建设及运营托管服务，通过业界领先的“硬件+平台+服务”一站式服务以打造无人值守智慧停车场，助力车场运营实现降本增效。

停车场车行服务上云是人口红利下行、行业经营提质、安全治理进一步加强的必经之路。

- ① 降本: 传统停车场大多需要人工值守，由于停车场的 24 小时经营属性，人工值守通常是三班倒，假设一线城市一名停车场保安的月工资为 6000 元/月，一个停车场通常以 2 个出入口 4 条车道计算，每个出入口需要配备一名保安，则全年停车场保安员工薪酬成本为 43.2 万元。而云托管则可以帮助地产及物业公司节约人力成本。

图表 25：近半年停车场保安招聘市场情况



资料来源：看准网，东方财富证券研究所

- ② 增收：传统停车场易出现违规放行、翘班离守等情况，人工操作容易导致不规范收费、不按标准收费等现象，且由于违规操作难以回溯和追踪，运营方有意愿填补此类漏洞。
- ③ 提高车行效率：按时收费停车场的收费规则通常为阶梯降价趋势，平均每小时收费价格逐步下降，因此停车位的“翻台率”越高，对于停车场的运营方越有利。车行效率与停车场的收入紧密挂钩，智慧停车场更善于计算车位空缺数，匹配车位资源，实现车行的快速开闸与放行，运行效率高于人工识别与结算，公司同时提供应急情况下的人工客服及费用垫付等服务，充分保障整个停车场运营效率的提升。

图表 26：重庆大悦城室内停车场收费标准

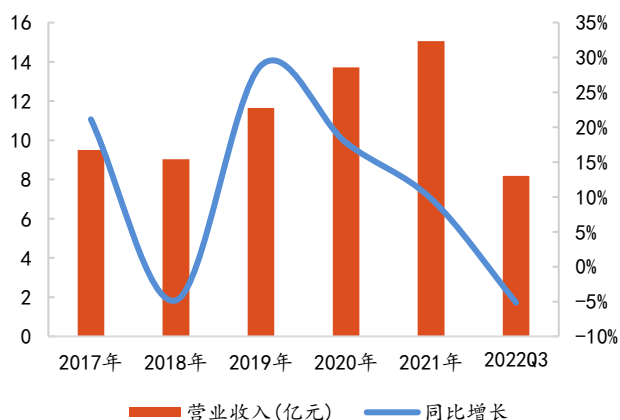
临 停 停 放				包 月 停 放		
时间	车型	二轮车	小型车/三轮车	大型车	小型车、三轮车	大型车
每小时		1元	4元	5元		
12小时内不超过		5元/次	15元/次	20元/次	600元/月	800元/月
24小时内不超过		10元/次	25元/次	30元/次		

资料来源：重庆发改委，东方财富证券研究所

3. 云托管成业绩增长的助推引擎，捷停车平台享多边网络效应

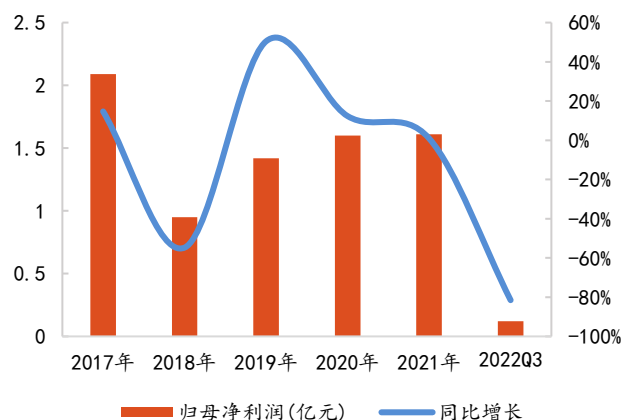
3.1. 公司财务概况

图表 27：公司营业收入情况



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 28：公司归母净利润情况

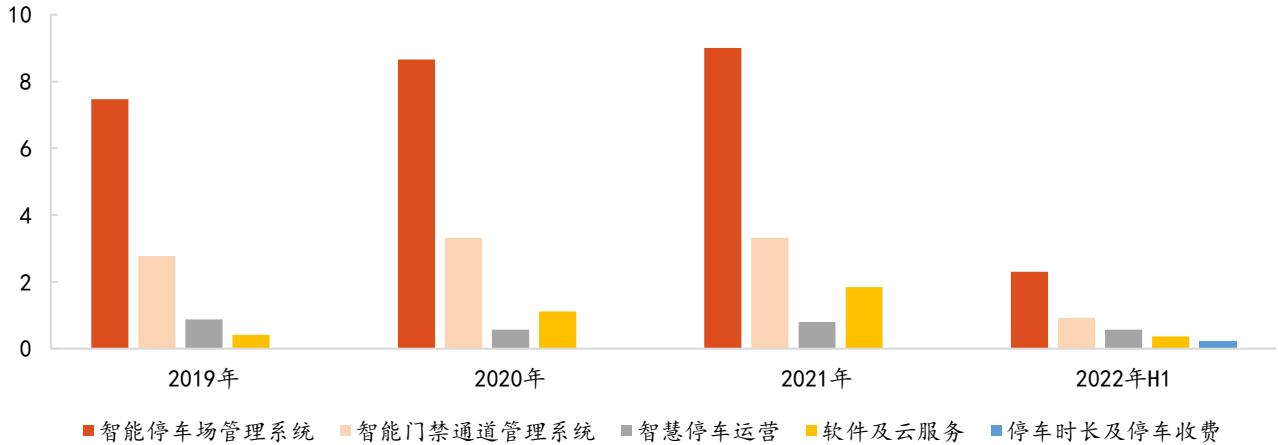


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

作为智慧停车行业的龙头企业，公司近年的收入及净利润变化体现了行业不同发展阶段的特征，2017—2018年，由于在线支付赛道的竞争加剧，互联网

企业纷纷涌入智慧停车行业，导致公司的市场份额出现小幅下滑，同时受价格战影响，利润出现同比下滑。随着行业竞争恢复由于公司的收入与出行场景紧密相关，2021年—2022年，受区域性疫情扰动的影响，尤其是公司的优势区域如珠三角等地区阶段限行，导致公司业绩承压。

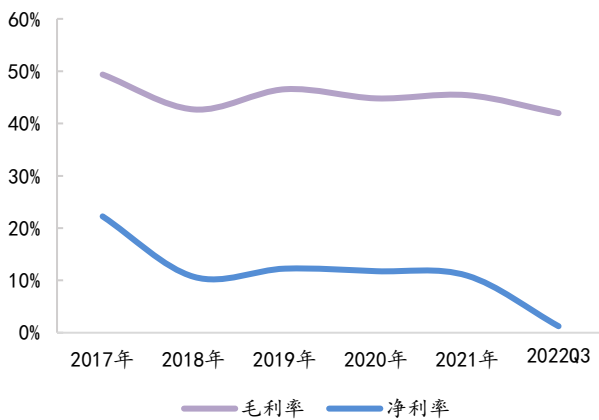
图表 29：公司收入构成（亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

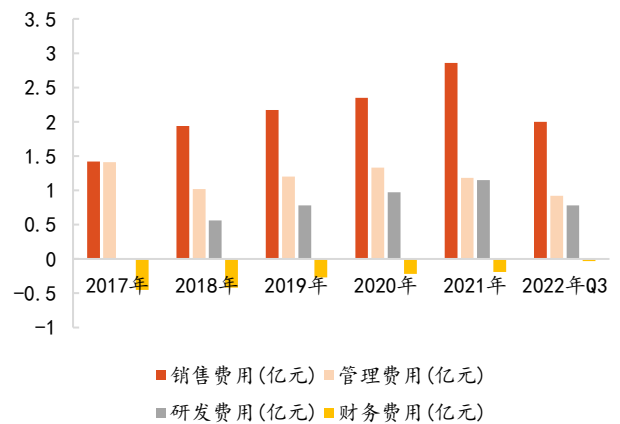
公司的主要收入来源于公司的两大基石业务，智慧车行及智慧人行的硬件设备销售业务，随着行业全面云化转型，以软件及云服务、智慧停车运营为代表的新业务在收入中占比不断提升，为公司打开业绩增长新空间。

图表 30：公司盈利能力



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 31：公司费用支出情况



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

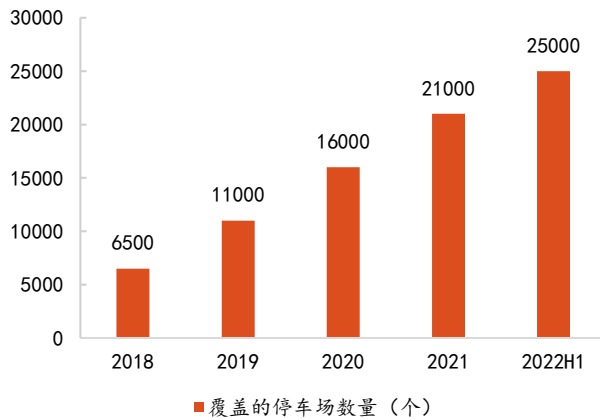
公司的利润率主要在 2018 年和 2021-2022 年有所波动。其中 17-18 年的利润波动主要是由于 2018 年互联网企业涌入停车市场，以 OEM 的方式获取设备，以低价或免费的策略获取市场，导致行业内出现了价格战。2022 年公司净利率水平下滑，主要是公司在云托管业务发展初期，铺设大量销售资源开拓市场，同时持续投入研发，不断打造自身产品的自主技术优势。

3.2. 捷停车：平台享多边网络效应，交易流水实现稳定增长

公司的停车运营业务收入主要可分为以下三类①交易流水抽成；②广告、通道等平台经济类收入；③停车时长收费和交易类收入，其中交易流水抽成是

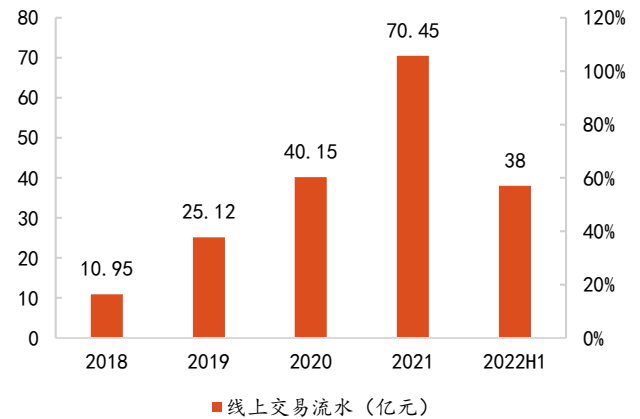
捷停车弹性最大、规模效应凸显最为显著的收入组成部分。线上交易流量与停车数量呈一定的正相关关系，且自 2021 年开始，单个停车场的交易流水金额上升了。2021 年以前，每个新增停车场贡献流水体量约为 30 万元，2021 年新增单个停车场交易流水金额为 60 万元。

图表 32：捷停车覆盖停车场数量



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 33：捷停车线上交易流水



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

预计随着线上支付率提升和捷停车接入停车场数量增长对 B、C 两端的议价能力提升，2022-2024 年以后平均单个停车场年均产生线上交易流水为 35 万元/38 万元/40 万元。预计 2022/2023/2024 年捷停车交易流水将为公司带来 0.63/0.87/1.08 亿元收入。

图表 34：捷停车交易流水预测

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
覆盖停车场数量 (个)	6500	11000	16000	21000	30000	38000	45000
单个停车场平均交易流水 (万元)	16.85	22.84	25.09	33.55	38	40	42
公司抽成比例	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
捷停车流水收入 (亿元)	0.07	0.15	0.24	0.42	0.68	0.91	1.13

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所预测（风险提示：覆盖停车场数量增长不及预期风险，单个停车场交易流水规模不及预期风险，公司抽成比例降低风险，该测算仅供参考）

3.3. 云托管：依托资源禀赋快速发展，带动公司商业模式优化

公司的云托管服务客户拓展战略主要沿着捷顺——捷停车——云托管这一转化路径。捷顺智能停车硬件项目有 10 万+，捷停车覆盖停车场接近 3 万个。截至 2022 年 10 月底，基于捷顺与捷停车庞大的用户基础，云托管服务已开拓 2000 余个停车场，共计 8000 余条车道。

图表 35：公司 AI 技术+解决方案+云服务



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

假设①：根据公司公告，云托管业务采用 SaaS 服务模式，一般托管合同服务期限为 3 年-5 年，因此从 2023 年开始面临客户续费问题，假设市场推广早期，由于市场教育和市场竞争的要素，2023 年和 2024 年公司云托管项目续费率分别为 85%和 87%。

假设②：根据公司公告，云托管业务采用 SaaS 服务模式，按月收取托管服务费。由于是按月收取服务费，因此由于新签车道时间不同，每年的新签车道项目由于签约时间早晚不同存在收入确认节奏差异，假设收入确认节奏导致的当年收入差异系数为 0.5。

假设③：假设每条车道价格全年收费约为 1.8 万元左右。

假设④：假设公司 2022/2023/2024 年每年新签车道数为 5000/9000/11000 条。

图表 36：云托管收入预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
新签车道数	2000	4500	5000	9000	11000
覆盖车道数(个)	2000	6500	11500	20200	30615
续费率	100%	100%	100%	85%	87%
每条车道价格(万)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.75
当年新签项目收入确认节奏差异系数	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
云托管项目营收(亿元)	0.18	0.77	1.62	2.88	4.50

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所预测（风险提示：公司新签车道数不及预期风险，续费率不及预期风险，车道云托管单价降低风险，该测算仅供参考）

4. 盈利预测及关键假设

智能停车场管理系统：智能停车场管理系统即公司的智慧车行硬件产品多年来保持平稳发展，受益于我国居民汽车拥有量上升、停车场硬件设备更新换代、智慧社区建设等多重要素推动，预计智慧车行业务板块仍将维持稳健的发展速度，并且在疫情后时代进一步回暖。预计 2022-2024 年公司智能停车场管理系统业务营收增速分别为 7%、15%、12%，由于硬件业务中原材料成本占比较高，预计 22 年毛利率水平将出现下滑，毛利率分别为 41.00%、41.20%、41.30%。

智能门禁通道管理系统：智能门禁通道管理系统即公司的智慧人行硬件产品在疫情期间的发展速度有所放缓，随着社区、商场与写字楼等地段人口流动

恢复，叠加人脸识别等技术进步、社会治安管理需求增加的因子，预计智慧人行将恢复增长。预计 2022-2024 年公司智能门禁通道管理系统业务营收增速分别为 6%、11%、9%，毛利率分别为 43.80%、44.20%、44.10%。

智慧停车运营业务：智慧停车运营业务主要可分为捷停车流水抽成收入和捷停车其他通道、广告类业务，捷停车业务呈现了显著的多边网络效应，随着接入平台的停车场数量和用户数量增加，公司基于网络效应所产生的收入将会出现显著增长。预计 2022-2024 年智慧停车运营业务增速分别为 57%、37%、29%。毛利率分别为 55%、55.5%、56%。

软件及云服务业务：公司的软件及云服务业务主要由云托管、天启云平台、城市智慧交通项目三块构成，其中云托管基于捷停车庞大的客户群进行用户拓展，已逐步放量，天启平台则有望受益于云托管及捷停车等项目的增长而增长，因为上云托管和接入捷停车平台后，车场更愿意使用天启的软件平台以进行停车场的管理。预计 2022-2024 年软件及云服务业务增速分别为 72%、59%、47%。毛利率分别为 59%、59.5%、60%。

其他业务：其他业务包括公司的物业租赁、停车时长与停车收费业务，其中停车时长与停车收付费业务已于今年踏上正轨。预计 2022-2024 年其他业务收入分别为 0.68/1.65/1.68 亿元。

图表 37：盈利预测

各板块营收&毛利预测	2021	2022E	2023E	2024E
智能停车场管理系统				
收入（百万元）	900.25	963.27	1107.76	1240.69
YoY	3.99%	7.00%	15.00%	12.00%
毛利率	42.36%	41.00%	41.20%	41.30%
毛利润（百万元）	381.35	394.94	456.40	512.40
智能门禁通道管理系统				
收入（百万元）	331.85	351.76	390.45	425.60
YoY	-0.15%	6.00%	11.00%	9.00%
毛利率	46.78%	43.80%	44.20%	44.10%
毛利润（百万元）	155.24	154.07	172.58	187.69
智慧停车运营				
交易流水收入（百万元）	42	68.4	91.2	113.4
YoY	75.00%	62.86%	33.33%	24.34%
捷停车其他收入（百万元）	38.23	57.35	81.43	109.93
YoY	16.84%	50.00%	42.00%	35.00%
收入（百万元）	80.23	125.75	172.63	223.33
YoY	41.45%	56.73%	37.29%	29.37%
毛利率	-	55%	55.50%	56%
毛利润（百万元）	-	69.16	95.81	125.07
软件及云服务				
云托管收入（百万元）	77	162	288	450
YoY	327.78%	110.39%	77.78%	56.25%
其他软件及云服务收入（百万元）	107.02	155.18	217.25	293.29
YoY	13.50%	45.00%	40.00%	35.00%
收入（百万元）	184.02	317.18	505.25	743.29

YoY	63.88%	72.36%	59.30%	47.11%
毛利率	51.57%	59.00%	59.50%	60.00%
毛利润（百万元）	94.89	187.14	300.62	445.97
其他(物业租赁+停车时长及停车收费+其他项目) 业务				
收入（百万元）	8.54	67.67	164.96	167.97
YoY	-	692.36%	143.78%	1.82%
毛利率	-	15.64%	21.88%	10.16%
毛利润（百万元）	-	10.58	36.09	17.07
合计				
营业收入（百万元）	1504.89	1,825.62	2,341.05	2,800.87
YoY	9.75%	21.31%	28.23%	19.64%
毛利率	45.41%	44.69%	45.34%	45.99%
毛利润（百万元）	683.37	815.89	1061.50	1288.20

5. 投资建议

公司是智慧停车领域龙头，行业深耕多年，建立起了覆盖全国的销售渠道，随着疫情放开及地产行业复苏，人民出行频率将提升，智慧停车系统也将迎来进一步升级，公司云托管、捷停车等新业务拓展乘此东风再上台阶，同时进一步带动公司商业模式优化，盈利能力提升。预计 2022-2024 年公司营收分别为 18.26/23.41/28.01 亿元，归母净利润分别为 1.43/2.84/3.53 亿元，EPS 分别为 0.22/0.44/0.54 元/股，对应当前 PE 分别为 40/20/16 倍。

我们预计 2023 年硬件及其他业务收入为 16.63 亿元，参考公司历史 2019-2020 年行业格局趋稳后的净利率水平，我们预计硬件部分将保持 12% 的净利率，给予硬件部分 20 倍 PE 估值，对应硬件部分市值为 40 亿元。

图表 38：可比公司估值比较表（按照 2022 年 12 月 15 日收盘价）

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
002373	千方科技	146	0.46	0.56	0.70	0.82	32.50	16.45	13.16	11.23	增持
600728	佳都科技	100	0.18	0.06	0.23	0.29	45.84	94.83	24.74	19.62	增持
	平均						39.17	55.64	18.95	15.43	
002609	捷顺科技	56.77	0.25	0.22	0.44	0.54	38.63	39.81	20.02	16.09	买入

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

我们预计 2023 年公司软件、云业务及运营业务收入为 6.78 亿元，给予高速发展的新业务 12 倍 PS 估值，对应新业务部分市值为 81 亿元，对应目标总市值为 121 亿元，对应 12 个月目标价为 19 元，上调至“买入”评级。

图表 39：可比公司估值比较表（按照 2022 年 12 月 15 日收盘价）

代码	简称	总市值 (亿元)	收入 (亿元)				PS (倍)				评级
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
002410	广联达	703	56.19	68.96	81.57	95.21	13.54	10.19	8.62	7.38	买入
688111	金山办公	1195	32.80	43.27	59.48	74.56	37.25	27.62	20.09	16.03	增持
	平均						25.40	18.91	14.36	11.71	
002609	捷顺科技	56.77	15.05	18.26	23.41	28.01	4.17	3.11	2.43	2.03	买入

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

6. 风险提示

- ◆ 疫后经济复苏不及预期风险
- ◆ 地产车场改造升级需求不及预期风险
- ◆ 行业竞争加剧风险

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2085.44	2295.16	2819.61	3278.48
货币资金	741.16	785.89	764.32	1094.28
应收及预付	925.15	1154.66	1491.13	1708.67
存货	356.18	277.71	468.70	371.68
其他流动资产	62.95	76.91	95.46	103.86
非流动资产	1483.29	1615.83	1702.71	1797.46
长期股权投资	43.98	51.64	62.46	72.23
固定资产	191.10	235.10	275.79	312.03
在建工程	9.94	78.39	108.00	156.33
无形资产	321.70	311.96	301.13	290.66
其他长期资产	916.56	938.74	955.33	966.21
资产总计	3568.72	3910.99	4522.31	5075.94
流动负债	809.28	1028.45	1351.88	1547.28
短期借款	0.00	52.00	86.67	127.11
应付及预收	336.35	395.71	531.97	547.91
其他流动负债	472.93	580.75	733.25	872.26
非流动负债	324.84	324.84	324.84	324.84
长期借款	310.58	310.58	310.58	310.58
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	14.26	14.26	14.26	14.26
负债合计	1134.12	1353.29	1676.72	1872.12
实收资本	644.00	643.41	643.41	643.41
资本公积	975.87	974.27	974.27	974.27
留存收益	732.63	855.73	1139.31	1492.17
归属母公司股东权益	2333.75	2454.67	2738.25	3091.11
少数股东权益	100.85	103.02	107.34	112.72
负债和股东权益	3568.72	3910.99	4522.31	5075.94

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1504.89	1825.62	2341.05	2800.87
营业成本	821.52	1009.73	1279.55	1512.67
税金及附加	9.58	10.22	11.71	15.12
销售费用	285.96	383.38	451.82	540.57
管理费用	118.30	155.18	189.63	224.07
研发费用	114.94	146.05	187.28	224.07
财务费用	-19.26	-13.78	-12.94	-11.01
资产减值损失	-1.42	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	12.69	9.13	11.71	14.00
资产处置收益	-0.06	0.18	0.23	0.28
其他收益	46.09	49.29	74.91	85.43
营业利润	185.54	155.40	308.31	384.16
营业外收入	7.89	7.56	8.93	9.05
营业外支出	7.34	5.62	4.31	3.83
利润总额	186.09	157.34	312.93	389.38
所得税	22.07	12.59	25.03	31.15
净利润	164.02	144.76	287.90	358.23
少数股东损益	2.68	2.17	4.32	5.37
归属母公司净利润	161.34	142.59	283.58	352.86
EBITDA	266.38	268.42	369.31	441.54

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	31.88	199.13	79.23	432.45
净利润	164.02	144.76	287.90	358.23
折旧摊销	112.73	60.03	60.78	60.82
营运资金变动	-274.39	-33.48	-268.21	17.70
其它	29.52	27.83	-1.24	-4.30
投资活动现金流	-253.00	-183.70	-132.69	-138.66
资本支出	-311.05	-160.61	-115.39	-129.42
投资变动	-18.17	-25.94	-25.01	-19.24
其他	76.22	2.85	7.72	9.99
筹资活动现金流	20.32	29.30	31.89	36.17
银行借款	125.69	52.00	34.67	40.44
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	4.02	-2.18	0.00	0.00
其他	-109.39	-20.52	-2.77	-4.28
现金净增加额	-201.12	44.73	-21.57	329.96
期初现金余额	933.52	732.40	777.13	755.56
期末现金余额	732.40	777.13	755.56	1085.52

主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长	9.75%	21.31%	28.23%	19.64%
营业利润增长	5.15%	-16.24%	98.39%	24.60%
归属母公司净利润增长	0.93%	-11.63%	98.88%	24.43%
获利能力 (%)				
毛利率	45.41%	44.69%	45.34%	45.99%
净利率	10.90%	7.93%	12.30%	12.79%
ROE	6.91%	5.81%	10.36%	11.42%
ROIC	4.87%	6.49%	8.66%	9.53%
偿债能力				
资产负债率 (%)	31.78%	34.60%	37.08%	36.88%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	2.58	2.23	2.09	2.12
速动比率	2.10	1.94	1.72	1.85
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.47	0.52	0.55
应收账款周转率	1.79	1.89	1.75	1.93
存货周转率	4.23	6.57	4.99	7.54
每股指标 (元)				
每股收益	0.25	0.22	0.44	0.54
每股经营现金流	0.05	0.31	0.12	0.67
每股净资产	3.62	3.78	4.22	4.76
估值比率				
P/E	38.63	39.81	20.02	16.09
P/B	2.69	2.31	2.07	1.84
EV/EBITDA	22.09	19.70	14.47	11.45

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。