

麒麟信安(688152): 国产操作系统先行者, 抢占信创价值高地

——【浙商科技·公司深度报告】

公司评级: 买入 (首次)

2023年3月27日

分析师 陈杭
邮箱 chenhang@stocke.com.cn
证书编号 S1230522110004

研究助理 安子超
邮箱 anzichao@stocke.com.cn

1、首家上市国产操作系统企业，三大业务齐头并进

- 公司的基础核心技术是操作系统，产品特色是安全，目前已形成了“操作系统-云计算-信息安全”三位一体的产品体系，即以操作系统技术为根技术，操作系统产品为基石，信息安全产品和云计算产品为延伸的紧相关产品结构。
- 根据公司2022年业绩快报，2018-2022年公司收入 CAGR 为 50%，归母净利润增速为85%。2022 年公司实现营业收入 4.0 亿元，同比增长18%；归母净利润 1.28亿元，同比增长14%。受信创政策推动，国防、党政、电力行业对公司产品需求不断扩大，主营业务受益明显，公司营收持续处于高速增长阶段。

2、云+安全应用深化，国产操作系统前景广阔

- 受 CentOS 停止维护等事件驱动，未来操作系统国产化应用将成为行业趋势。同时随着国家安全要求不断提升，各行业尤其是国防、电力、政务等安全性要求较高的关键行业信息技术需要满足自主可控。未来随着金融、石化、交通、医疗等行业信创产业体系建设下，国产操作系统将迎来越来越多的规模性应用需求，市场规模将大幅提升。
- 数据安全包括数据存储、处理安全、所涉及技术和基础设施的安全以及数据权属带来的安全。未来随着数据安全技术持续突破，数据安全在不同行业领域的应用将逐渐深入。
- 桌面云依托其节省IT运营支出与总拥有成本、保证数据安全、便于集中管理等优势，产品采纳率逐渐上升，在政务、教育、医疗、金融等行业中快速推广，在制造业极具市场潜力。

3、公司具备“三位一体”产品布局、大量应用案例和全栈生态体系

- 公司三大业务均以操作系统为根技术、注重安全，在此基础上创新发展云计算和信息安全产品，技术上紧密关联。
- 麒麟信安操作系统基于电力、国防关键应用场景的技术发展与储备，已具备向其他领域复制拓展的能力。随着金融、交通、能源等行业关键业务系统国产自主产品应用推进的进程加快，公司将进一步加大相关行业推广部署。
- 公司是华为鲲鹏生态建设积极参与者，并围绕核心产品构建了向下CPU处理器、硬件整机，向上数据库、中间件、办公软件、2 管理软件、应用软件，以及外部设备等产品适配的生态体系。

预计公司2022-2024年实现归母净利润1.28、1.69、2.29亿元，同比增长率分别为14%、33%、35%，对应EPS为2.41、3.21、4.33元。现价（23年3月27日收盘价）对应2023-2024年PE为75、55倍，基于公司竞争力、成长性和稀缺性，首次覆盖给予“买入”评级。

项目/年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	338	400	535	710
增长率 (%)	46%	18%	34%	33%
归母净利润 (百万元)	112	128	169	229
增长率 (%)	13%	14%	33%	35%
EPS (元/股)	2.11	2.41	3.21	4.33
市盈率 (P/E)	113	99	75	55

公司名称	股票代码	预测归母净利润 (百万)			总市值 (亿元)	市盈率 (PE)		
		2022E	2023E	2024E	2023/3/27	2022E	2023E	2024E
中国软件	600536.SH	188	388	651	457	242	118	70
深信服	300454.SZ	261	562	942	587	225	104	62
电科网安	002268.SZ	305	569	778	305	100	54	39
锐捷网络	301165.SZ	559	755	1019	289	52	38	28
可比公司平均						155	79	50
麒麟信安	688152.SH	128	169	229	126	99	75	55

风险提示

- 1、技术研发风险
- 2、信创政策不及预期风险
- 3、市场竞争加剧风险

目录

CONTENTS

01

公司介绍：首家上市国产操作系统企业，三大业务齐头并进

02

行业趋势：云+安全应用深化，国产操作系统前景广阔

03

公司优势：“三位一体”产品布局、广泛应用案例和生态体系

04

投资建议：盈利预测与估值分析

01

公司介绍

**首家上市国产操作系统
企业**

**操作系统、云+安全，
三大业务齐头并进**

营收高增，业绩稳步释放

公司成立以来专注于国家关键信息基础设施领域相关技术的研发与应用，主要从事操作系统产品研发及技术服务，并以操作系统为根技术创新发展信息安全、云计算等产品及服务业务。公司的基础核心技术是操作系统，产品特色是安全。目前公司形成了“操作系统-云计算-信息安全”三位一体的产品体系，即以操作系统技术为根技术，操作系统产品为基石，信息安全产品和云计算产品为延伸的紧相关产品结构。

公司产品结构图

应用场景



国防



电网



政务



金融、石化、交通等

麒麟信安产品体系

云计算

麒麟信安
云桌面麒麟信安
轻量级云平台麒麟信安
超融合一体机麒麟信安
云终端

信息安全

麒麟信安
安全存储系统麒麟信安电子文
档安全管理系统

麒麟信安服务器操作系统

麒麟信安桌面操作系统

专用操作系统模块

操作系统

支持的CPU类型

Intel、AMD等
国际商用CPU飞腾、鲲鹏、龙芯、海光、申威、
兆芯、众志等国产自主CPU

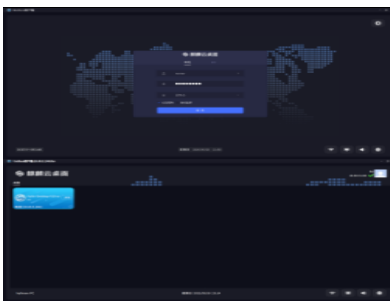


麒麟信安操作系统是公司基于开源 Linux 技术开发的高安全、高可信、高可用和可定制的国产操作系统。麒麟信安操作系统在版本发布上，细分为服务器操作系统、桌面操作系统、专用操作系统模块。其中，麒麟信安服务器操作系统是公司主推产品。

	产品名称	产品简介	应用场景	产品特点
操作系统	服务器操作系统	专注于电力、国防、政府等关键信息系统建设，突出高安全性、高可用性、实时性等关键应用指标，系统全面兼容国际商用主流 CPU 及国内各自主 CPU	服务器	1.安全：连续 7 次通过公安部信息安全产品检测中心等保四级安全认证的操作系统产品 2.需求定制：为不同行业客户需求提供整体解决方案
	专用操作系统模块	针对工控行业需求及国防专用装备配套需求精简冗余模块，并定制安全内核、设备驱动，增值开发高可用、多路径、主机监控、容灾备份等功能模块	服务器、工控机、专用设备	1.稳定：系统只包含满足特定应用最少功能模块以构成最优操作环境，具备高稳定性 2.增值开发：针对特定应用需求增值开发模块，与麒麟信安操作系统紧耦合
	桌面操作系统	麒麟信安桌面操作系统定位于个人用户及业务终端，系统全面兼容国际商用主流 CPU 及国内各自主 CPU	办公 PC、笔记本、业务终端	1.产品功能简洁：兼容网络浏览器、邮件客户端等，兼容国产 Office 套件 2.交互使用方便：采用自研 Kiran 桌面环境，提供类 Windows 操作界面，有效降低了用户学习成本
	操作系统服务	公司为客户提供与操作系统产品相关的维保服务、技术支持服务等	--	--

公司信息安全产品聚焦数据中心和办公环境的数据安全防护需求，采用自研技术手段对终端数据、服务端数据和数据中心数据进行防护，形成了麒麟信安安全存储系统、麒麟信安电子文档安全管理系统两大类产品。

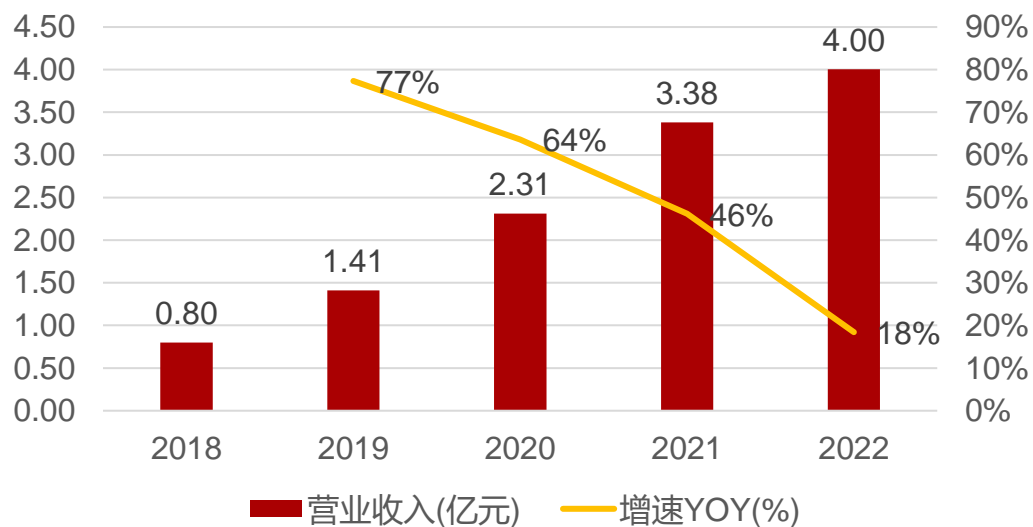
信息安全	产品名称	产品简介	产品特点
	麒麟信安安全存储系统	为传统信息中心和云计算中心提供电子文件和数据库统一数据安全存储解决方案，实现数据集中存储、权限控制、加密保护，保证数据的机密性、完整性	1.支持后端存储 IPSAN、FC SAN 和分布式存储的融合异构 2.支持应用免改造的数据透明加密保护 3.采用集群技术实现系统的高可用和灵活的扩容，并做到加解密性能近线性的增长 4.融合多种性能优化技术，实现系统的超高性能 5.基于定制的麒麟信安操作系统，采用内核级安全机制保证数据存储安全的不可旁路性和防止非法访问
	麒麟信安电子文档安全管理系统	对办公环境电子文档进行集中安全管控，实现办公过程中电子文档强制集中存储、流转访问控制和防止非法泄露	1.集本地虚拟化、操作系统融合登录、文档强制集中存储、文档流转管控、外带管控、本地外设网络封控等功能于一体，可对办公环境中电子文档进行集中安全管理 2.产品支持使用公司安全存储系统进行数据安全保护，可使用公司云桌面替代本地外设网络封控等功能，提供公司产品整体安全解决方案
	信息安全服务	公司为客户提供与信息安全产品相关的维保服务、技术支持服务等	/

公司云计算产品定位于私有云市场，专注国防、电力、政务等公司既有优势行业市场，已形成不断增长的规模化应用，并在一些项目逐步取代较早进入国内市场的 Citrix 云桌面产品。

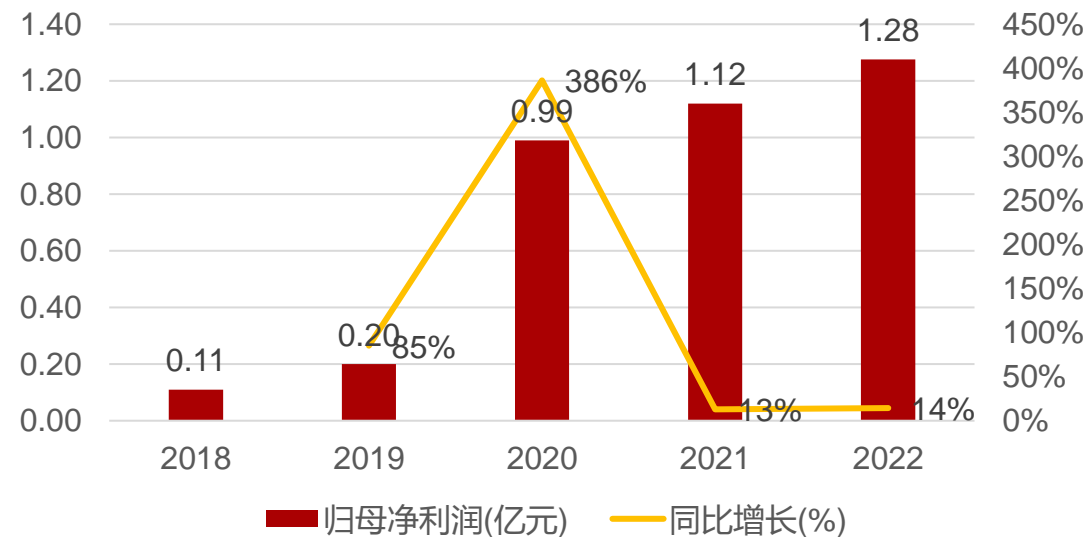
产品名称	产品简介	产品特点	产品图片
云桌面	<p>基于麒麟信安操作系统研制，系统主要由客户端层、虚拟机、虚拟桌面系统组成。从远程集中为用户提供计算机桌面（虚拟桌面），达到桌面使用的安全性和灵活性，可支持企业级用户实现桌面系统的远程动态访问与云端统一托管</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1.支持 VDI 和 IDV 融合架构，同时支持 X86 芯片和国产芯片服务器统一部署管理，满足多种场景的使用需求，具有良好的兼容性 2.系统支持各种品类的外设、高清视频播放、3D 态势展现、广域网推送 	
轻量级云平台	<p>基于麒麟信安操作系统研发，对硬件设施进行虚拟化处理，形成虚拟层面的资源池系统，该资源池系统可按需为每一应用系统提供基础 IT 资源-计算能力、存储能力和网络功能，快速适应动态变化的业务需求</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1.支持 X86 和鲲鹏、飞腾、龙芯等国产平台，不同平台能够异构融合统一管理 2.借助分布式存储、网络虚拟化、自动部署等技术，可提供弹性计算、集群横向扩展、虚拟机高可用、云运维管控等多种服务能力 3.具备高可靠性、高可用性和平滑升级扩容能力 	
超融合一体机	<p>采用标准服务器硬件设备，预装麒麟信安云计算软件产品（包含云桌面和轻量级云平台所有功能）和麒麟信安服务器操作系统，通过图形化方式进行部署和扩容，为用户提供“开箱即用”的产品交付方式</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1.开箱即用，通过图形化方式即可实现快速部署交付，免去繁琐的安装部署流程 2.可以根据业务发展需求实现横向扩展，简单高效 3.麒麟信安云系统与一体机硬件设备进行深度的适配、优化及测试验证，根据硬件特点实现硬盘点亮、故障检测等特色功能 	

根据公司2022年业绩快报，2018-2022年公司收入 CAGR 为 50%，归母净利润增速为85%。2022 年公司实现营业收入 4.0亿元，同比增长18%；归母净利润 1.28亿元，同比增长14%。自2018年以来，受信创政策推动，国防、党政、电力行业对公司产品需求不断扩大，主营业务受益明显，公司营收持续处于快速增长阶段；同时公司毛利率处于同行业领先水平，利润稳步释放。

公司营收情况



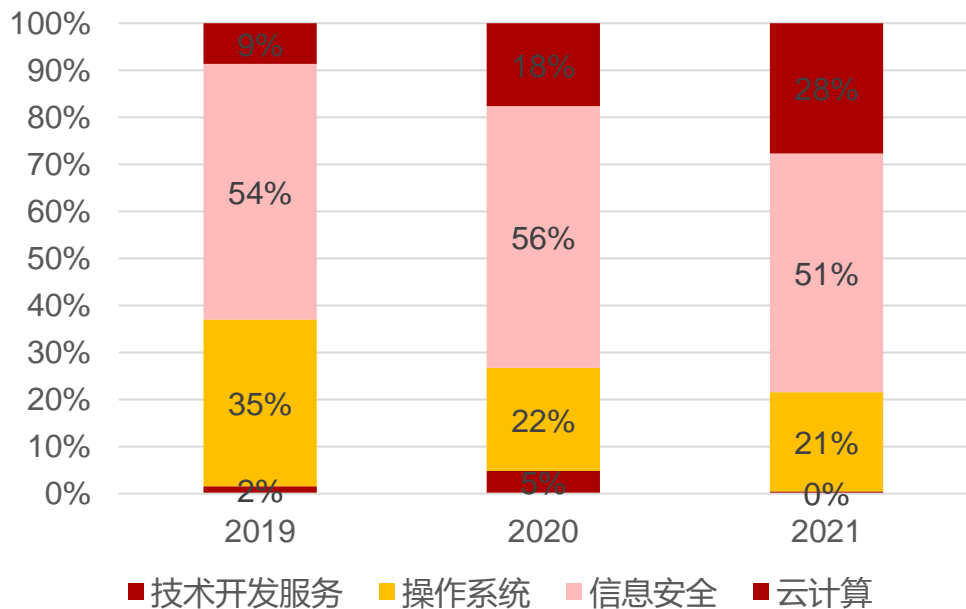
公司利润情况



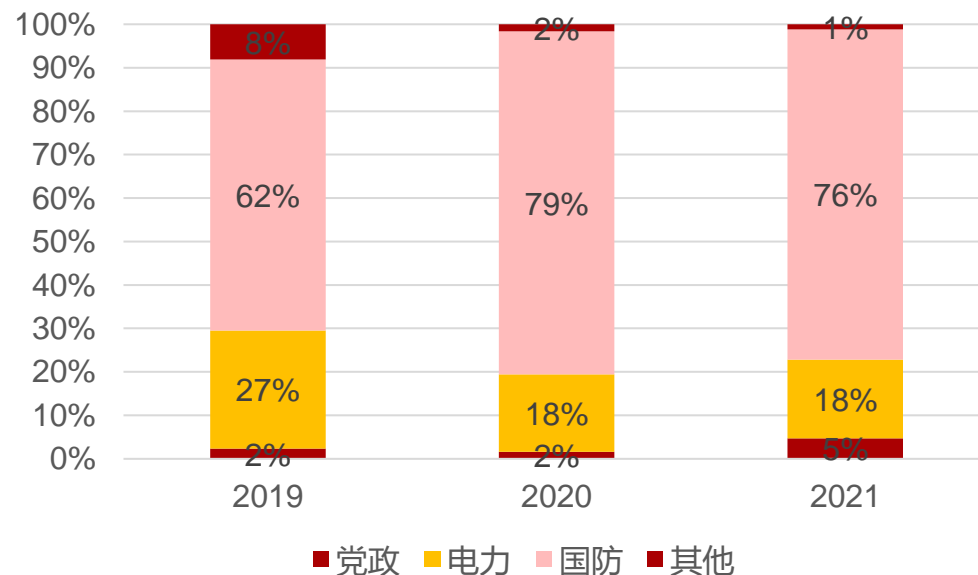
分业务来看，公司三大业务板块相互协同，2019年以来，信息安全业务营收占比已连续三年超过50%，成为公司最主要的营收来源；云计算业务营收占比快速增加，2021年占比28%。

分行业来看，2018-2021年公司主要营收来自于国防行业，2021年占比76%；电力行业贡献保持稳定，近年来为20%左右；党政行业营收占比增速明显，由2020年2%增加到2021年的5%。

公司各业务营收占比



公司各行业营收占比



02

行业趋势

国产操作系统前景广阔

数据安全应用逐渐深入

云计算需求稳步增长

操作系统是计算机系统的一种重要软件，它负责管理和协调计算机系统中的各种硬件和软件资源，提供给用户和应用程序一个简单而方便的接口。操作系统的功能包括但不限于：处理器管理、内存管理、输入/输出设备管理、文件系统管理、进程和线程管理、网络和安全管理等，公司产品报告服务器操作系统、专用操作系统和桌面操作系统

 操作系统分类	根据使用设备类型	 桌面操作系统：Windows、MacOS、Linux发行版、Chrome、麒麟信安桌面操作系统
		 服务器操作系统：Unix、Linux、Netware、Windows Server、麒麟信安服务器操作系统
		 手机操作系统：iOS、Android、微软WP系统、鸿蒙OS
	根据源代码是否开放	 开源操作系统：基于Linux的桌面和服务器操作系统以及移动端的Android操作系统
		 闭源操作系统：Windows、Unix、iOS
	根据应用场景	 通用操作系统：服务器操作系统、桌面操作系统、移动操作系统
		 专用操作系统：电表操作系统、ATM机操作系统


传统 PC 桌面办公领域，Windows 桌面操作系统在国内市场上占有主导地位，Windows 桌面操作系统拥有深厚的用户使用习惯，市场占有率处于领先地位。在服务器领域，由于服务器端需求多样，正好与 Linux 的灵活定制、丰富多样特征相吻合，Linux 在服务器操作系统领域占有较高的市场份额。目前我国基本确立了基于 Linux 等开源软件来发展服务器操作系统和桌面操作系统，国产服务器操作系统一般对标 RedHat OS 来研发，国产桌面操作系统则对标 Windows 打磨界面、打造生态以提升用户体验

用户

应用软件

系统库与服务

内核


 根据内核代码是否开源分为开源系统和闭源系统

闭源操作系统——内核代码不开源
 以Windows、MacOS为代表

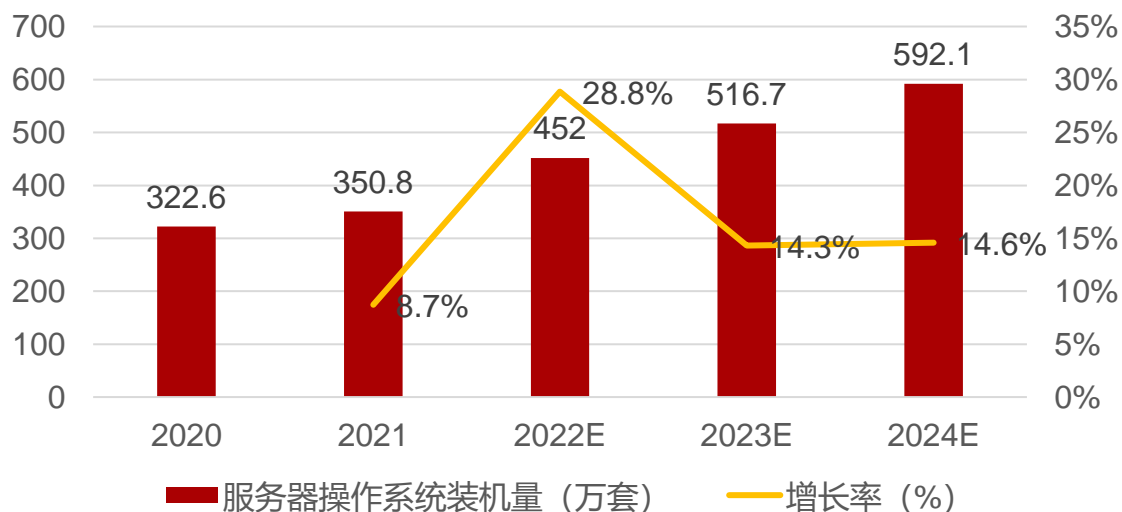
开源操作系统——内核代码开源
 以Linux操作系统为代表

Linux内核为基础，不同的开发团体（开源社区、企业、个人等）对内核代码进行一定的修改和补充，加入GUI（图形界面）、应用等部分，形成了相应的Linux操作系统发行版。Linux系统版本之间存在衍生关系，由此形成Debian、Fedora等几大家族，各家族内部又衍生出一些著名版本，如Ubuntu、RedHat Enterprise Linux等。

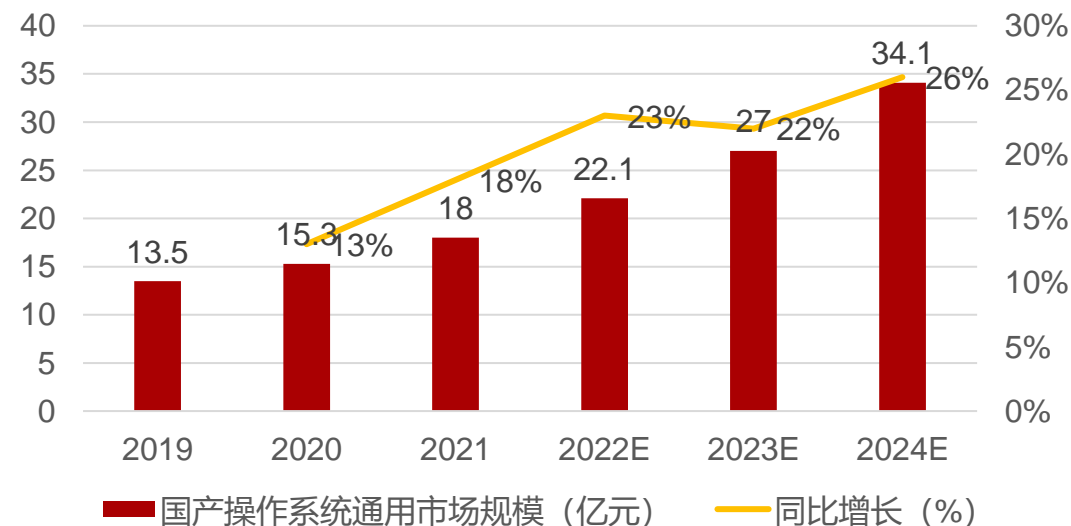

国产操作系统发展趋势
开源是国产操作系统发展方向
**操作系统国产化应用推进，
市场需求进一步扩大**
多样性计算对操作系统提出新要求
**国产操作系统发展
开启新局面**

受到 CentOS 停止维护等事件驱动，未来操作系统国产化应用将成为行业趋势，下游市场需求将进一步扩大。同时，随着国家安全意识不断提升，各行业信息技术需要满足自主可控要求，尤其在国防、电力、政务等安全性要求较高的关键行业。未来随着金融、石化、交通、医疗等行业信创产业体系建设下，国产操作系统将迎来越来越多的规模性应用需求，市场规模将大幅度提升。2021年，受益于数字化建设进程的加速，中国服务器操作系统装机量保持稳定增长，增长率达到8.7%；国产操作系统通用新增市场规模达到18亿元，增长率达到18%。

2020-2024E中国服务器操作系统装机量及增长率

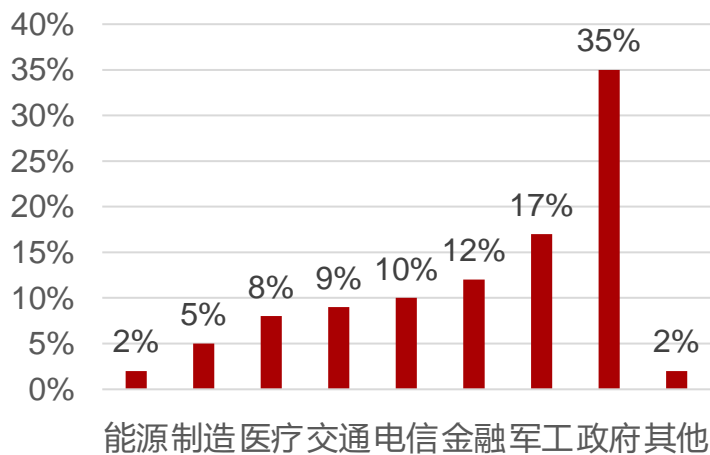


2019-2024年国产操作系统通用新增市场规模及增长率

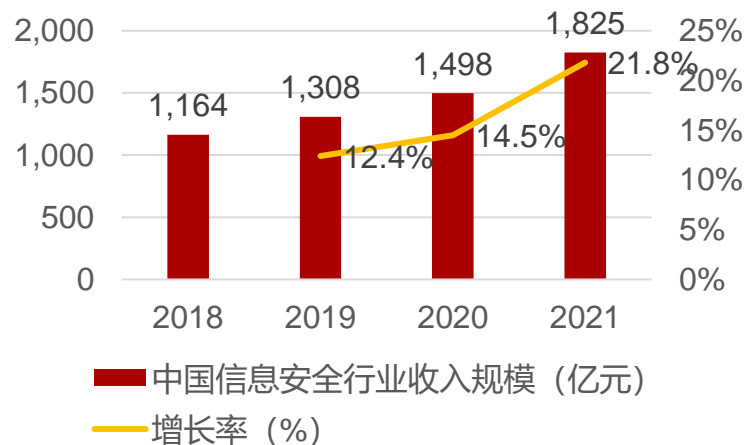


- 信息安全是为数据处理系统建立和采用的技术、管理上的安全保护，目的是保护计算机硬件、软件、数据不因偶然和恶意的原因而遭到破坏、更改和泄露。数据安全是信息安全领域内重要的组成部分。数据安全包括数据存储、处理安全、所涉及技术和基础设施的安全以及数据权属带来的安全。
- 近年来，人们对数据安全的重视程度不断加深，数据安全市场规模不断增长。数据显示，2017-2021年，我国数据安全市场规模由22.9亿元增长至70.9亿元，复合年均增长率达32.6%。未来，数据安全技术将持续突破，数据安全在不同行业领域的应用将逐渐深入，预计2023年我国数据安全市场规模将达109.5亿元。

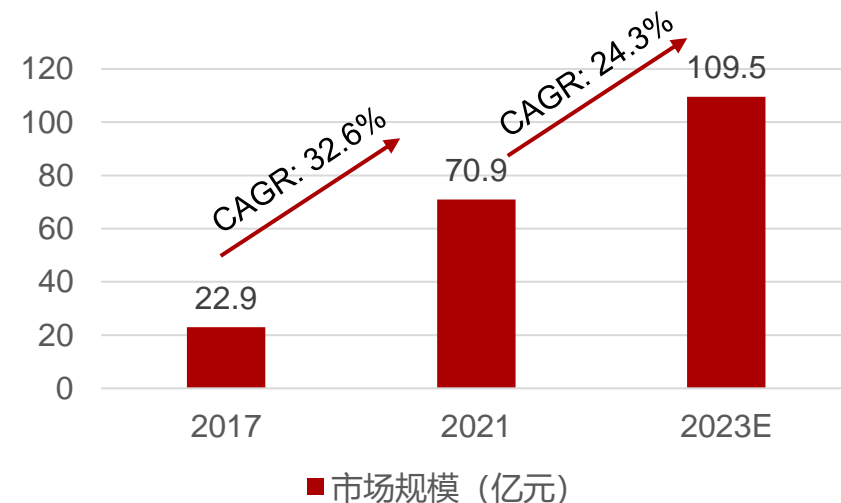
2019年各行业数据安全用户占比



中国信息安全市场规模及增长率

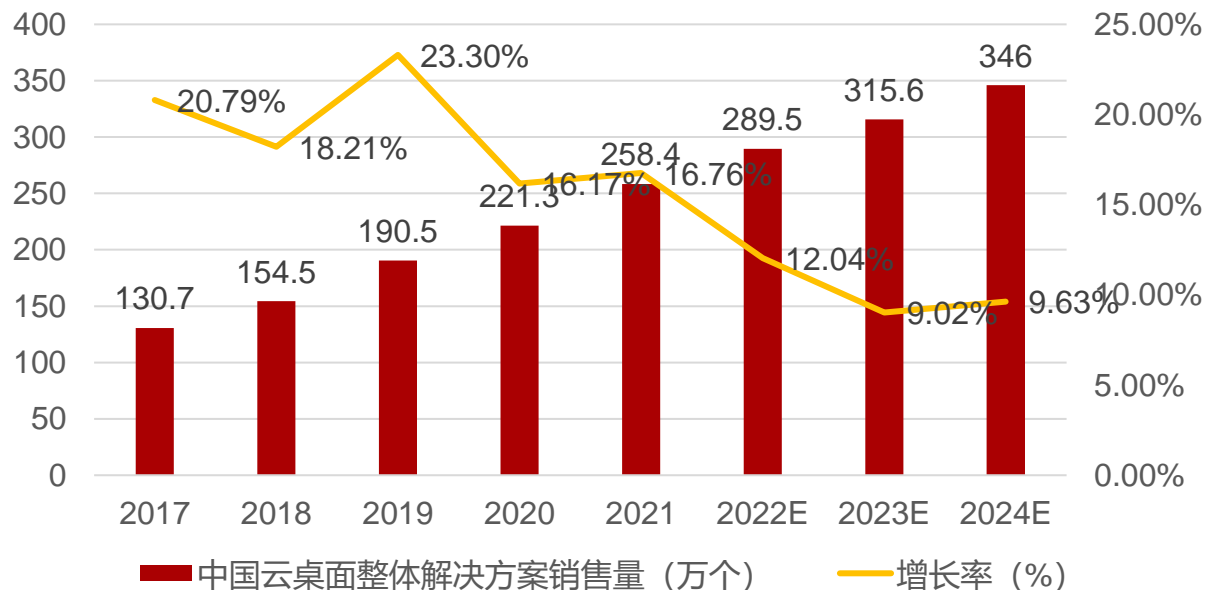


中国数据安全市场规模

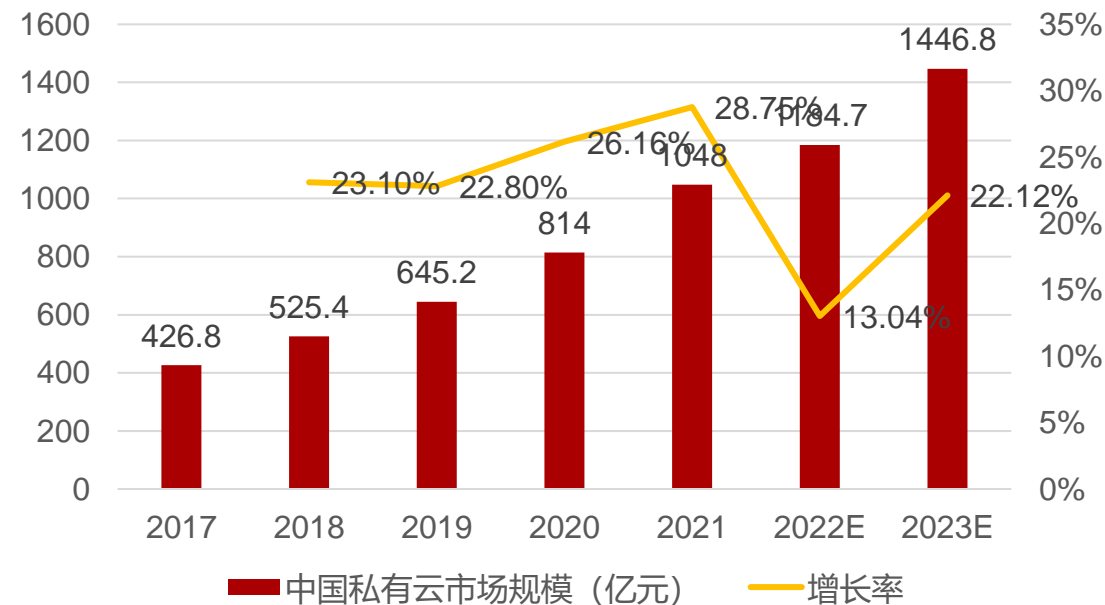


- 云计算可以实现随时随地、便捷地、按需应变地从可配置计算资源共享池中获取所需的资源（例如网络、服务器、存储、应用及服务），资源能够快速供应并释放，使管理资源的工作量和与服务提供商的交互减小到最低限度。
- 《云计算白皮书（2022年）》数据显示，我国云计算市场呈现爆发式增长。2021年我国云计算整体市场规模达到3,229亿元，同比增长54.42%。2021年我国私有云市场达到1,048.00亿元，同比增长28.75%。根据信通院的预测，预计未来几年我国私有云市场将保持稳定增长，到2023年私有云市场规模将达到1,446.80亿元。

2015-2024年中国云桌面整体解决方案销售量及增长率



2017-2023年中国私有云市场规模及增长率



03

公司优势

“三位一体” 产品布局

关键行业成熟应用案例

全栈自主可控生态体系

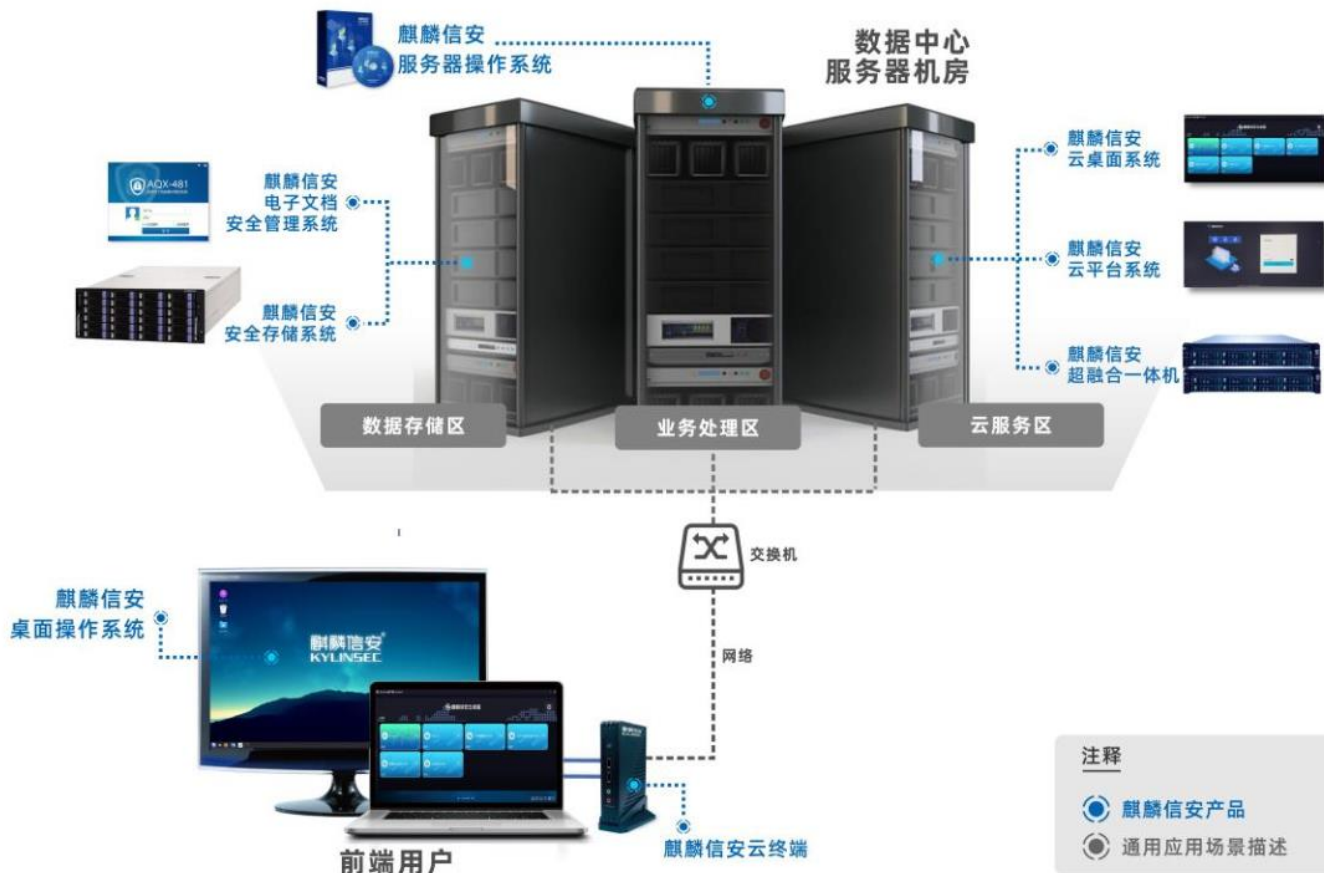
公司形成了“操作系统-云计算-信息安全”三位一体的产品体系，即以操作系统技术为根技术，操作系统产品为基石，信息安全产品和云计算产品为延伸的紧相关产品结构。三大业务均以操作系统为根技术、注重安全，在此基础上创新发展云计算和信息安全产品，技术上紧密关联。

安全协同

麒麟信安操作系统以自主安全为特色，是国内首批通过并连续7次获得公安部信息安全产品检测中心等级保护第四级认证的安全操作系统，是国内自主操作系统当前所达到的最高安全等级。

适配最优

操作系统和云计算是基础平台软件，产品间的竞争更取决于相应生态体系间的竞争，构建丰富的生态体系十分重要，包括适配的硬件整机、外部设备、上层数据库、中间件、应用软件、安全管理软件



运维高效

麒麟信安操作系统提供集中运维管控平台软件，给用户提供一个集中、统一、可视化的主机运维管控平台，帮助用户更加高效地批量管理所有的主机。

性价比高

超融合基础架构实现了计算、存储、网络等资源的统一管理和调度，具有更弹性的横向扩展能力，可以为数据中心带来最优的效率、灵活性、规模、成本和数据保护。

麒麟信安操作系统基于电力、国防关键应用场景的技术发展与储备，已具备向其他领域复制拓展的能力。随着金融、交通、能源等行业关键业务系统国产自主产品应用推进的进程加快，公司操作系统将在既有产品成果基础上，进一步加大相关行业软硬件适配和性能调优即可推广部署。

电网

调度、发电、变电、配电、电力装备及电网信通

中调、地调、主站自动化系统、配网自动化系统、智能变电站集控系统、五防系统、电厂发电系统和二次安防系统等

向**新能源发电**领域拓展

国防

航天测发控、训练、指挥、办公、教育培训等

业务部署

全军各基地

指挥训练

数据中心

智慧军营

机关办公

军职教育

科研开发

...

政务、金融、教育等

客户列表

国家能源局

公安部

中国人民银行

科技部

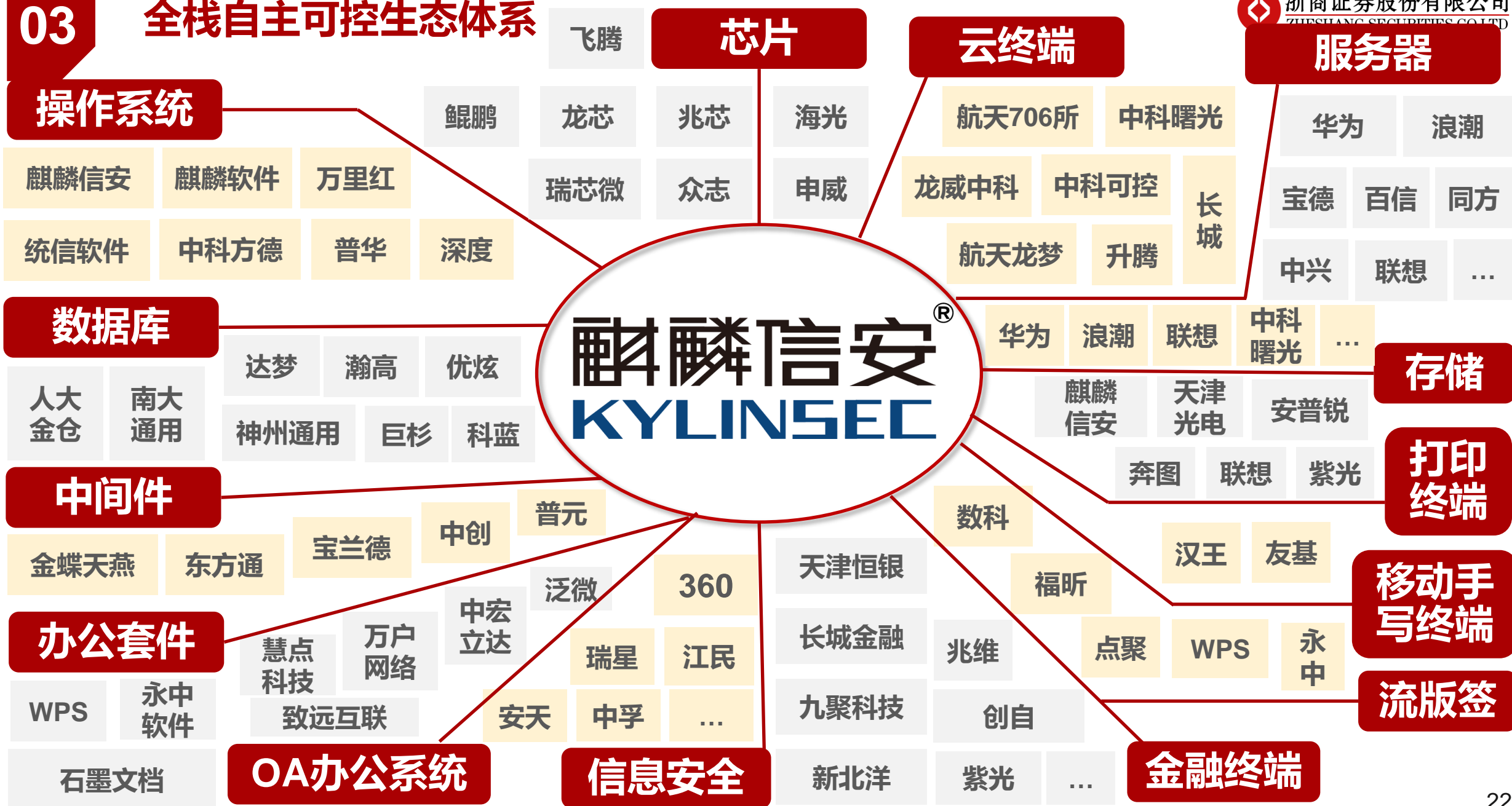
浙江省党委

G20峰会

...

03

全栈自主可控生态体系



数据来源：公司官微，浙商证券研究

04

投资建议

盈利预测

估值分析

① 操作系统业务

得益于信创政策促进，本土科技生态快速成熟，服务器操作系统国产化持续高速渗透。公司操作系统在电力行业占据优势市场地位，操作系统市场有天然集中的发展趋势，预计公司在原有行业份额继续提升。同时随着国内信创产业化进程的快速发展，未来公司除在电力、国防等优势行业继续深耕细作外，将加快拓展金融、能源、交通等对基础软件平台有自主、安全、可靠明确需求的领域。预计操作系统业务将长期作为公司的主要引擎牵引收入增长。

② 信息安全业务

近年来数据安全行业立法加速，作为数据要素交易流通的前提，数据安全市场迎来爆发。而存储安全是数据全生命周期安全管理中的重要一环。公司数据安全存储产品已获得一项商密产品认证，为多家国内相关研究所多个型号装备提供专用配套安全平台，在商密领域已形成典型应用，具有广泛的市场认可度，有望逐步从国防行业的成功实践向更广阔的下游市场拓展。

③ 云计算业务

桌面云依托其节省IT运营支出与总拥有成本、保证数据安全、便于集中管理等优势，产品采纳率逐渐上升，在政务、教育、医疗、金融等行业中快速推广，在制造业极具市场潜力。公司云计算产品在国产平台适配、混合异构部署、系统整体安全等方面具有竞争优势，三种产品能够有机结合，构成“安全操作系统+云产品+数据安全平台产品”的整体解决方案，可通过交叉销售实现产品快速导入。

综上，得益于信创、数据安全和云计算等产业高速增长，以及公司产品技术优势和综合竞争力，预计公司22-24年营业收入分别为4.00/5.35/7.10亿元，同比增长18%、34%、33%。

毛利率方面，由于2021年全球芯片等上游原材料出现大幅短缺，对部分业务毛利率产生一定影响。预计随着采购成本恢复正常，以及公司高毛利率的操作系统业务快速增长拉动，22-24年整体毛利率呈现逐步提高趋势。

营业收入 (百万元)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
操作系统	49	49	70	89	144	220
增速	14%	2%	42%	27%	61%	53%
毛利率	98%	100%	96%	98%	98%	98%
信息安全	74	126	169	194	233	279
增速	330%	69%	34%	15%	20%	20%
毛利率	73%	71%	67%	68%	69%	68%
云计算	12	40	92	116	157	209
增速	-31%	235%	131%	26%	35%	33%
毛利率	53%	43%	45%	47%	49%	52%
技术开发服务	2	11	1	1	2	2
增速	557%	398%	-86%	-21%	30%	30%
毛利率	100%	66%	69%	67%	68%	68%
其他业务	4	6	6			
毛利率	22%	20%	9%			
营收合计	141	231	338	400	535	710
增速	77%	64%	46%	18%	34%	33%
毛利率	79%	71%	66%	68%	71%	72%

同时假设公司22-24年销售费用率为15%、16%、15%，管理费用率为8%、8%、7.5%，研发费用率为23%、25%、25%。预计公司2022-2024年实现归母净利润1.28、1.69、2.29亿元，同比增长率分别为14%、33%、35%，对应EPS为2.41、3.21、4.33元。现价（23年3月27日收盘价）对应2023-2024年PE为75、55倍，基于公司竞争力、成长性和稀缺性，首次覆盖给予“买入”评级。

项目/年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	338	400	535	710
增长率 (%)	46%	18%	34%	33%
归母净利润 (百万元)	112	128	169	229
增长率 (%)	13%	14%	33%	35%
EPS (元/股)	2.11	2.41	3.21	4.33
市盈率 (P/E)	113	99	75	55

公司名称	股票代码	预测归母净利润 (百万)			总市值 (亿元)	市盈率 (PE)		
		2022E	2023E	2024E	2023/3/27	2022E	2023E	2024E
中国软件	600536.SH	188	388	651	457	242	118	70
深信服	300454.SZ	261	562	942	587	225	104	62
电科网安	002268.SZ	305	569	778	305	100	54	39
锐捷网络	301165.SZ	559	755	1019	289	52	38	28
可比公司平均						155	79	50
麒麟信安	688152.SH	128	169	229	126	99	75	55

- 1、技术研发风险：**基础软件行业的技术壁垒高、研发难度大，若公司不能持续取得研发进展，则将影响新产品销售收入增长；
- 2、信创政策不及预期风险：**信创产业有较强的政策促进属性，若政策对国产化率提升要求放松，则将影响整体信创市场扩容；
- 3、市场竞争加剧风险：**随着国家密集出台基础软件行业扶持政策，国内涌现出较多相关领域企业，在推动我国科技自立自强发展的同时，客观上导致了一定程度的同质化竞争。若市场竞争加剧，则将影响公司销售收入增长和盈利水平、市场份额提升。

利润表

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	338	400	535	710
营业成本	114	127	156	196
营业税金及附加	4	5	7	8
营业费用	48	60	86	107
管理费用	26	32	43	53
研发费用	60	92	134	178
财务费用	4	(1)	(12)	(12)
资产减值损失	(1)	(1)	(3)	(3)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	7	8	8	11
其他经营收益	35	47	64	71
营业利润	118	134	184	251
营业外收支	2	4	0	0
利润总额	120	137	184	251
所得税	8	10	15	23
净利润	112	128	169	229
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	112	128	169	229
EBITDA	127	140	189	256
EPS (最新摊薄)	2.11	2.41	3.21	4.33

资产负债表

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	458	1,554	1,756	1,994
现金	54	1,160	1,245	1,441
交易性金融资产	181	181	181	181
应收账款	143	112	199	219
其它应收款	2	6	3	9
预付账款	5	9	9	11
存货	66	81	111	123
其他	7	5	7	10
非流动资产	43	57	70	89
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	7	9	8	7
无形资产	1	1	1	1
在建工程	0	0	0	0
其他	36	47	61	81
资产总计	502	1,611	1,826	2,083
流动负债	108	256	302	331
短期借款	0	0	0	0
应付款项	23	39	35	55
预收账款	0	19	8	15
其他	85	199	259	262
非流动负债	34	34	34	34
长期借款	0	0	0	0
其他	34	34	34	34
负债合计	141	290	336	364
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	360	1,321	1,490	1,719
负债和股东权益	502	1,611	1,826	2,083

现金流量表

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	23	279	99	212
净利润	112	128	169	229
折旧摊销	11	5	8	9
财务费用	4	0	0	0
投资损失	(7)	(8)	(8)	(11)
营运资金变动	(102)	153	(80)	(26)
其它	5	2	10	11
投资活动现金流	44	(7)	(14)	(17)
资本支出	(5)	(15)	(22)	(28)
长期投资	0	0	0	0
其他	49	8	8	11
筹资活动现金流	(50)	833	0	0
短期借款	(10)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(40)	833	0	0
现金净增加额	17	1,106	85	195

主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	46.17%	18.45%	33.59%	32.76%
营业利润	16.89%	13.27%	37.73%	36.45%
归属母公司净利润	12.78%	14.39%	32.73%	34.97%
获利能力				
毛利率	66.30%	68.24%	70.85%	72.35%
净利率	33.00%	31.87%	31.67%	32.19%
ROE	30.98%	9.66%	11.37%	13.30%
ROIC	27.28%	9.23%	10.97%	12.82%
偿债能力				
资产负债率	28.20%	18.00%	18.40%	17.49%
净负债比率	39.28%	21.95%	22.55%	21.20%
流动比率	4.25	6.06	5.81	6.03
速动比率	3.52	5.69	5.38	5.59
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.38	0.31	0.36
应收账款周转率	3.61	3.30	3.62	3.57
应付账款周转率	4.87	4.14	4.25	4.40
每股指标(元)				
每股收益	2.11	2.41	3.21	4.33
每股经营现金	0.44	5.29	1.87	4.01
每股净资产	6.81	25.00	28.20	32.53
估值比率				
P/E	113.22	98.98	74.57	55.25
P/B	35.08	9.56	8.48	7.35
EV/EBITDA	—	82.31	60.26	43.83

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深300指数表现 + 20%以上；
- 2.增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3.中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动；
- 4.减持：相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>