

# 中科江南 (301153)

证券研究报告

2023年06月13日

## 不只是医保，财务云是一片新蓝海

我们认为，中科江南发展阶段主要包括三个阶段，第一阶段为财政，第二阶段为医保+财务，第三阶段为数据要素。本篇报告主要研究公司在第二阶段尤其是财务部分的相关机会。

**数电票：金税四期改革为基础，助力财税数据要素。**数电票全称“全面数字化的电子发票”，是电子发票的 3.0 版本，从全电发票演变而来。与现有电子发票主要区别在于数电票的开票方式、票面信息等进行了多项优化且破除了特定格式要求改用 XML 作为基础数据文件，便利财税数据流转。

**通知要求数电票试点改造 6 月需完成，会计入账模式亦需改变。**财政部会同八部门联合发布通知，推进电子凭证会计数据标准深化试点，推动实现电子凭证全流程标准化无纸化处理，并要求数电票试点 6 月份改造完成。

**经我们测算，市场空间超 30 亿元。**我们认为，电子凭证推行后，票据数字化流转需对预算单位、企业现行会计的入档、归档环节进行改造。由于企业端接口、软件不统一，我们认为或首先从预算单位开始相关系统改造。根据公司招股说明书，截至 2021 年 4 月 30 日，全国预算单位大约 69.9 万个，参考金蝶信息财务 SaaS 软件年订阅费，假设 5000 元每年，经我们测算，市场空间约 34.95 亿元。

**公司最新募投项目是在此前预算单位云财务服务基础上增加新的产品与服务模式，有望提升 ARPU 值。**5 月 31 日，公司发布《拟使用部分超募资金投资建设项目的公告》，拟使用超募资金投入电子凭证综合服务平台升级研发项目。最新募投项目是在此前预算单位云财务服务基础上增加新的产品与服务模式，有望提升 ARPU 值。

此外，公司与博雅正链合资成立中科江南博雅科技有限公司，**基于博雅正链平台研发财政、医保医疗区块链应用。**结合近期发布的首个区块链和分布式账本技术标准公司有望把握顶层文件带来的产业升级与改革机遇。

目前公司已经成为广州数据交易所登记入库的数据经纪人和第三方专业服务机构，**公司数据要素相关产品已经入库并进行登记，目前进行政策合规审查。**

**盈利预测与投资建议：**公司在国库支付电子化保持优势地位的同时，公司作为八家电子凭证开局平台之一有望受益于数电票改造，且公司积极研发财政、医保医疗领域区块链应用。我们维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.28/4.22/5.32 亿元。对应当前市值 PE 分别为 49.40/38.37/30.40 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**市场竞争加剧、政策落地不及预期、技术进展不及预期、本文对电子凭证空间测算是基于一定前提假设，存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致市场空间测算结果偏差、IPO 募资承诺项目未达到预计效益、公司股价波动较大。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	738.20	912.85	1,163.19	1,446.35	1,747.58
增长率(%)	25.72	23.66	27.42	24.34	20.83
EBITDA(百万元)	281.09	420.37	334.58	419.03	528.84
归属母公司净利润(百万元)	156.05	258.55	327.63	421.80	532.43
增长率(%)	25.20	65.68	26.72	28.74	26.23
EPS(元/股)	0.80	1.33	1.69	2.17	2.74
市盈率(P/E)	103.71	62.60	49.40	38.37	30.40
市净率(P/B)	29.16	10.47	3.79	3.19	2.69
市销率(P/S)	21.92	17.73	7.73	6.22	5.14
EV/EBITDA	0.00	23.60	19.44	14.12	9.96

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	计算机/软件开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	83.25 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	194.40
流通 A 股股本(百万股)	48.60
A 股总市值(百万元)	16,183.80
流通 A 股市值(百万元)	4,045.95
每股净资产(元)	14.42
资产负债率(%)	27.51
一年内最高/最低(元)	172.75/44.44

### 作者

缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	
张若凡	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521090001	
zhangruofan@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《中科江南-年报点评报告:利润增速接近预告上限，新业务有望成为新增长点》2023-04-05
- 《中科江南-公司点评:业绩预告超预期，公司积极向医保领域拓展》2023-01-03
- 《中科江南-季报点评:Q3 利润高增长，高成长的财政 IT 龙头》2022-11-06

## 内容目录

1. 中科江南：公司营收高增长，23Q1 业绩超预期	3
2. 数电票即将进入推广期，入账流程或改变	4
2.1. 数电票：电子发票进入“3.0”时代	4
2.2. 财政部联合八部门发文试点建设加速，数电票助力财税数据要素流通	5
3. 数电票接收端试点单位改造即将完成，公司有望受益	6
3.1. 数电票试点在即，电子凭证入账需满足全数字流转要求，市场空间或超 30 亿	6
3.2. 公司有望深度参与其中	8
4. 积极探索财政、医保医疗领域区块链应用	9
5. 盈利预测与投资建议	10
6. 风险提示	10

## 图表目录

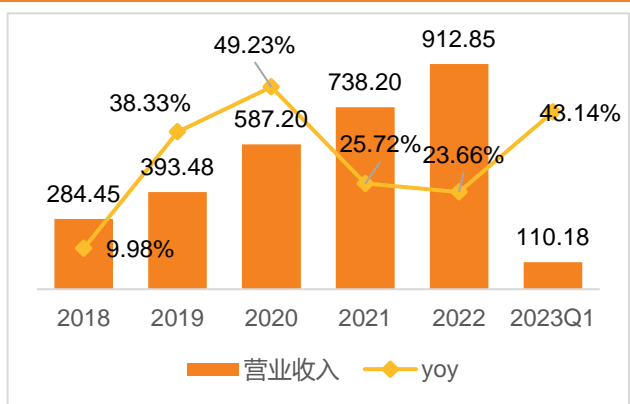
图 1：23 年 Q1 营收实现高增长	3
图 2：23 年 Q1 归母净利润快速攀升	3
图 3：2022 年公司各业务营收占比	3
图 4：公司注重研发，研发费用率持续增高	4
图 5：2022 年每刻平台电子发票占比已超 30%	4
图 6：系统已变更为“数电票”	4
图 7：数电票试点后无需税控盘即可开具发票	5
图 8：数电票与现有发票区别	5
图 9：数电票与现有发票区别	5
图 10：金税四期重点——非税收入纳入征管及政府部门间数据打通	6
图 11：财政部联合八部门发文开展电子凭证会计数据标准试点	6
图 12：一般企业数电票报账流程—全程数字化	7
图 13：公司“预算单位综合财务数字化平台”产品特色	8
图 14：公司与博雅正链合资成立区块链应用公司中科江南博雅科技有限公司（截至 2023 年 3 月）	9
图 15：首个区块链技术领域国家标准正式发布	10
表 1：全国已有 24 个省市开展数电票的开票试点	6
表 2：电子凭证市场空间测算	8
表 3：电子凭证综合服务平台具体应用	8
表 4：业务可比公司市值、营业收入与归母净利润（亿元）	9

## 1. 中科江南：公司营收高增长，23Q1 业绩超预期

公司 2022 年报拆分预算单位云服务于行业电子化。公司目前主要产品和服务包括：支付电子化、财政预算管理一体化、行业电子化、运维及增值服务以及新增的预算单位云服务。预算单位云服务是公司面向预算单位客户市场提供包括财务数字化、一体化、内控管理等一揽子解决方案，主要包括预算单位财务云平台和预算单位内控系统。2022 年，公司积极开拓行业客户业财一体化业务，在全国总工会财务一体化系统、电子凭证会计数据服务平台等方面取得了进展。

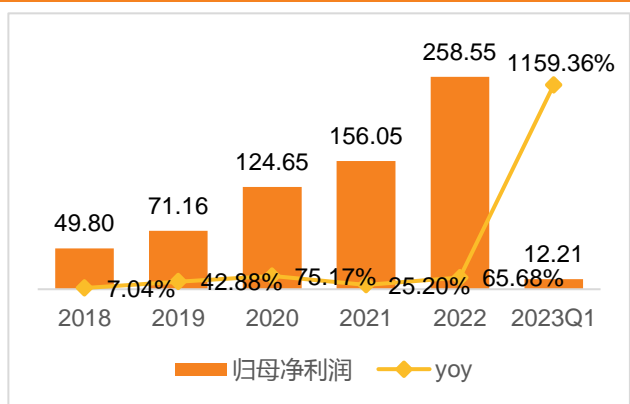
营收端来看，公司进入高速增长通道，近 4 年 CAGR 达 33.84%。2022 年，公司实现营业收入 9.13 亿元，同比增长 23.66%；实现归母净利润 2.59 亿元，同比增长 65.68%。2018-2022 年，公司营业收入进入高速增长通道，CAGR 达到 33.84%，归母净利润亦实现快速攀升，CAGR 为 50.95%。

图 1：23 年 Q1 营收实现高增长



资料来源：Wind、天风证券研究所

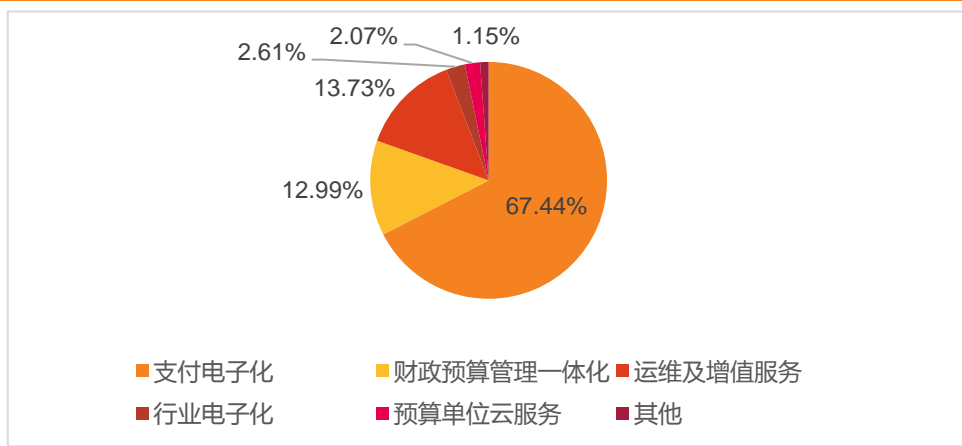
图 2：23 年 Q1 归母净利润快速攀升



资料来源：Wind、天风证券研究所

从营收来看，支付电子化占比仍然最高。2022 年，公司支付电子化解决方案营收 6.16 亿元，营收占比 67.44%，相比 21 年降低 5.3pct。财政预算管理一体化业务实现营收 1.19 亿元，占比 12.99%，相比 21 年提升 6.06pct。

图 3：2022 年公司各业务营收占比

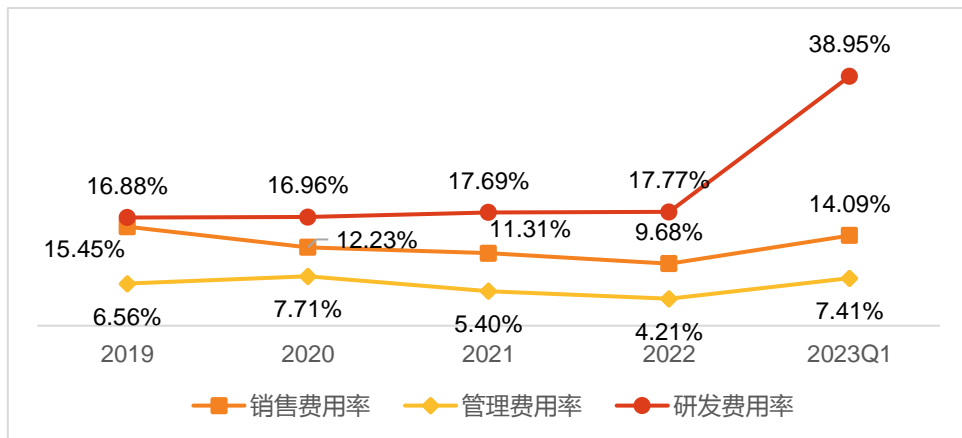


资料来源：Wind、天风证券研究所

注重研发，新增电子凭证综合服务平台研发项目。公司注重研发，2022 年公司研发费用率为 17.77%，2023 年一季度更是达到 38.95%，主要因为公司加大研发投入力度，研发团

队规模增长所致。2022 年，公司销售费用率、管理费用率分别为 9.68%、4.21%，分别同比变动-1.63pct 与-1.19pct，相较于 2019 年，二者分别变动了-5.77pct 及-2.35pct，体现出公司稳定的费用管控能力。

图 4：公司注重研发，研发费用率持续增高



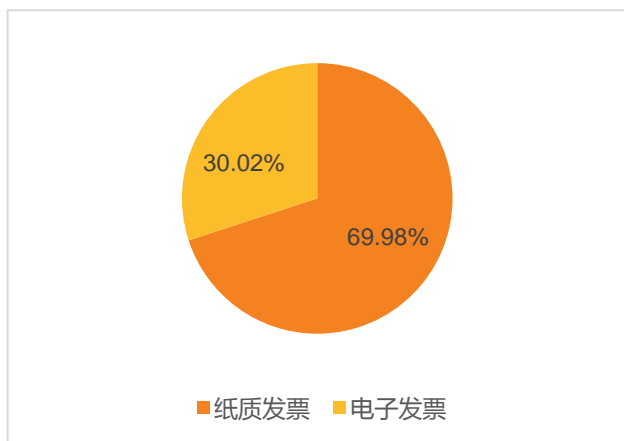
资料来源：Wind、天风证券研究所

## 2. 数电票即将进入推广期，入账流程或改变

### 2.1. 数电票：电子发票进入“3.0”时代

根据 2023 年各地税务局文件以及电子发票服务平台显示，全电发票已在多地试点为数电票，且新增数电票种类：铁路电子客票和航空运输电子客票行程单。结合近期每刻平台统计，2022 年其报销平台上流通的发票中电子发票占比已超 30%，发票全面电子化或即将达到质变点。

图 5：2022 年每刻平台电子发票占比已超 30%



资料来源：每刻科技公众号、天风证券研究所

图 6：系统已变更为“数电票”



资料来源：广源信得企业服务公众号、天风证券研究所

数电票是电子发票的“3.0”版本，全称为“全面数字化的电子发票”，由全电发票演变而来。数电票与纸质发票具有同等法律效力，与现有电子发票主要区别在于数电票的开票方式、票面信息等进行了多项优化且破除了特定格式要求改用 XML 作为基础数据文件，便利财税数据流转：

**开票方式变化：取消税控盘。**以往税务人员抄报税需使用专门的税控盘来做，其主要作用是保证发票的安全储存并生成发票税控码、数控数据等。而数电票开票不再使用税控盘开具纸质版发票，数电纸和纸质发票均可在电子发票服务平台中直接开具。

图 7：数电票试点后无需税控盘即可开具发票



资料来源：麦税网、天风证券研究所

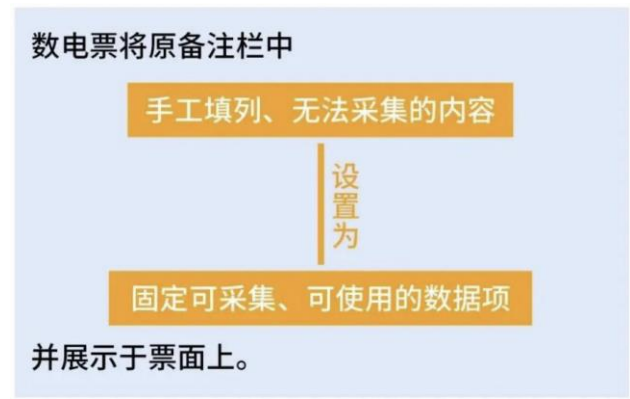
**版面信息优化：**相比于现有发票，数电票将原有的发票代码和发票号码统一变为 20 位发票号码，取消了核验码、密码区、收款人、复核人和销售方（章），新增了动态二维码。相较于现有发票，数电票业务针对不同的特定业务展示的发票票面内容不同。数电票将原备注栏中手工填列、无法采集的内容设置为固定可采集、可使用的数据项。此外，在管理方式和发票的交付手段上也有所区别。

图 8：数电票与现有发票区别



资料来源：福建税务公众号、天风证券研究所

图 9：数电票与现有发票区别



资料来源：福建税务公众号、天风证券研究所

## 2.2. 财政部联合八部门发文试点建设加速，数电票助力财税数据要素流通

**顺应金税四期改革，助力财税数据要素流通。**不论是 2021 年发布的《关于进一步深化税收征管改革的意见》中强调的“加快推进电子发票无纸化报销、入账、归档、存储”，还是金税三期“以票管税”到金税四期的“以数治税”都证明了发票电子化、数字化对我国税收改革的重要性。我们认为，数电票作为电子发票的 3.0 版本实现了真正的发票的数字化、无纸化，或便利各层级财税数据要素的打通与流转。

图 10：金税四期重点——非税收入纳入征管及政府部门间数据打通



资料来源：艾瑞咨询公众号、天风证券研究所

2023 年 4 月，财政部会同八部门联合发布《关于联合开展电子凭证会计数据标准深化试点工作的通知》(财会[2023]7号)，推进电子凭证会计数据标准深化试点，推动实现电子凭证全流程标准化无纸化处理，助力解决企事业单位电子凭证“接收难、入账难、归档难”问题和数字化转型。按通知要求，本次试点 1 月起至 6 月完成。根据百望派消息，按照通知要求，本次试点将“防范风险、安全可控”列为工作原则，并给出了具体的工作目标。

图 11：财政部联合八部门发文开展电子凭证会计数据标准试点



资料来源：百望股份公众号、天风证券研究所

### 3. 数电票接收端试点单位改造即将完成，公司有望受益

#### 3.1. 数电票试点在即，电子凭证入账需满足全数字流转要求，市场空间或超 30 亿

中国会计报统计，截至 5 月份，全国已有 24 个省市开展数电票的开票试点。根据电子凭证会计数据标准试点通知要求，今年 6 月份完成所有的试点工作。

表 1：全国已有 24 个省市开展数电票的开票试点

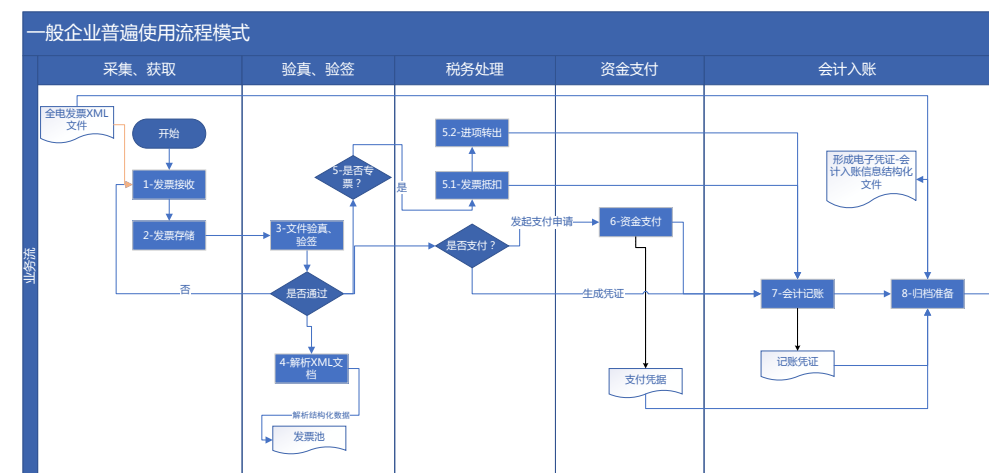
行政划分	名称	开票试点	售票试点	行政划分	名称	开票试点	售票试点
省	河北		●	省	甘肃	●	●
	陕西	●	●		青海		●
	辽宁	●	●		台湾		

	吉林	●	●	直辖市	北京		●
	黑龙江		●		上海	●	●
	江苏	●	●		天津	●	●
	浙江	●	●		重庆	●	●
	安徽		●	自治区	内蒙古	●	●
	福建	●	●		广西	●	●
	江西	●	●		西藏		●
	山东	●	●		宁夏		●
	河南	●	●		新疆		●
	湖北		●	计划单列市	青岛	●	●
	湖南		●		大连	●	●
	广东	●	●		厦门	●	●
	海南	●	●		深圳	●	●
	四川	●	●		宁波	●	●
	贵州		●		特别行政区	香港	
	云南	●	●	澳门			
	陕西	●	●				

资料来源：中国会计报公众号、天风证券研究所

**全面试点在即，会计入账模式需转变。**在现行会计入账模式下，电子凭证存在接收难、解析难、校验难、报销难、入账难、归档难等问题，实践中主要是打印或者扫描等手工入账，并需要多次人工校验，难以实现全流程无纸化业务处理和自动入账等电子凭证的特点应用。在电子凭证入账新模式下，通过“总对总”对接模式，从开具源头对接电子凭证，可以采用一级分发平台分发、二级应用平台接收并提供标准化数据接口，供各个业务系统调用并记录凭证状态，实现全流程无纸化、标准化、自动化业务处理。

图 12：一般企业数电票报账流程—全程数字化



资料来源：《电子凭证会计数据标准——全面数字化的电子发票（试行版）》指南、天风证券研究所

经我们测算，市场空间超 30 亿元。我们认为，电子凭证推行后，票据数字化流转需对预算单位、企业现行会计的入账、归档环节进行改造。由于企业端接口、软件不统一，我们认为或首先从预算单位开始相关系统改造。根据公司招股说明书，截至 2021 年 4 月 30 日，全国预算单位大约 69.9 万个，参考金蝶信息财务 SaaS 软件年订阅费，假设 5000 元每年，经我们测算，市场空间约 34.95 亿元。

表 2：电子凭证市场空间测算

电子凭证空间测算（只考虑年 SaaS 费用）

全国预算单位数量（万家）	69.90
每年费用（万元）	0.50
空间（亿元）	34.95

资料来源：公司公告、金蝶京东自营旗舰店、天风证券研究所（每年费用根据第三方平台价格测算，仅供参考）

### 3.2. 公司有望深度参与其中

公司使用超募资金建设电子凭证综合服务平台升级研发项目。5月31日，公司发布《拟使用部分超募资金投资建设项目的公告》，拟使用超募资金投入电子凭证综合服务平台升级研发项目，建设项目主要基于公司电子凭证库和电子凭证全生命周期管理系统，结合市场新的应用需求，升级建设电子凭证综合服务平台。

表 3：电子凭证综合服务平台具体应用

应用	具体业务
电子凭证分发管理解决方案	根据相关主管部门有关业务规范和数据标准的要求,提供相关电子凭证开具(交付)、分发、互联互通服务
电子凭证综合管理解决方案	提高电子凭证的流转效率、管理效率和安全性,增强企事业单位财务制度的执行力,推动企事业单位会计数字化转型
综合财务管理解决方案	通过优化电子凭证报销入账归档系统,推动会计原始凭证的无纸化,实现电子凭证从接收到报销、入账、归档全流程的自动化数字化处理

资料来源：公司公告、天风证券研究所

最新募投项目是在此前预算单位云财务服务基础上增加新的产品与服务模式，有望提升 ARPU 值。公司预算单位云服务业务通过与预算管理一体化系统衔接,实现在线自动记账、自动生成会计制度报表、部门决算报表和政府部门财务报表,实现部门、单位财务管理工作的规范化、智能化,提升财务管理效率。预算单位财务云平台是专业的云版多租户财务核算软件产品。该系统覆盖河南、广西、辽宁、云南、贵州等五省预算单位并服务于湖南、安徽、江西等地 5 万家预算单位客户,2022 年实现收入 1892.87 万元。公司最新募投项目“电子凭证综合服务平台升级研发项目”也将为预算单位云财务服务增加新的产品与服务模式,有望实现 ARPU 值提升。

图 13：公司“预算单位综合财务数字化平台”产品特色



资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司是八家电子凭证开具平台之一，随着数电票建设试点的推进、落地，公司有望受益。公司是八家电子凭证开具分发平台之一，后续公司将对预算管理一体化、内部控制管理一体化、电子档案归档等政务财务服务平台进行配置升级，扩展预算单位财务云服务平台相关功能，使之按照标准及相关技术规范服务，对使用的结构化数据进行全流程跟踪验证。



相关产品可以按照会计数据标准接收、解析相关电子凭证，支持会计核算系统自动处理，帮助企事业单位降低电子凭证全流程无纸化处理的技术难度和实施成本。

**未来企业端有望受益。**公司通过开展电子凭证综合服务平台升级研发项目，将公司预算管理一体化平台服务和预算单位云财务服务平台服务更紧密联系在一起，为预算单位客户提供电子会计凭证统一接收、标准化处理、多系统应用等一站式服务。我们认为平台分发模式不仅是预算单位，未来企业端也有望受益于平台建设所带来的便利性。该业务与用友网络、金蝶国际、税友股份等业务存在可比性，to B 市场状况可参考相关公司市值、收入等。

表 4: 业务可比公司市值、营业收入与归母净利润 (亿元)

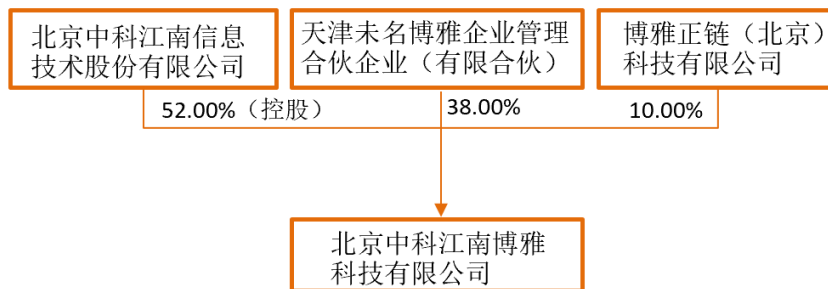
	金蝶国际	用友网络	税友股份
当前市值	357.71	708.94	169.17
2022 年营业收入	48.66	92.62	16.98
2022 年归母净利润	-3.89	2.19	1.44

资料来源: Wind、天风证券研究所，金蝶国际相关数据已转化为人民币 (汇率为 wind 直接转换)，市值数据截止 2023 年 6 月 2 日

#### 4. 积极探索财政、医保医疗领域区块链应用

公司积极探索医保、财政领域数据要素区块链应用，与博雅正链合资成立公司。2023 年 3 月，公司与博雅正链合资成立中科江南博雅科技有限公司，中科江南持股 52%，为公司控股股东，博雅正链持股 10%。公司将博雅正链为基础技术平台进行研发，面向财政、医保医疗领域的业务场景为客户提供基于区块链技术的软硬件产品及技术服务。

图 14: 公司与博雅正链合资成立区块链应用公司中科江南博雅科技有限公司 (截至 2023 年 3 月)



资料来源: iFind、天风证券研究所

近日，我国首个区块链技术领域国家标准《区块链和分布式记账技术 参考架构》(GB/T 42752-2023) 正式发布，国家标准是指导我国区块链技术应用和产业发展的基础性、通用性标准，规范了区块链系统的功能架构、核心要素等，为产业界统一对区块链概念的认识、建设完善区块链系统、选择使用区块链服务提供参考指引，目前已在上百个典型区块链企业中得到应用。该标准预计于 2023 年 12 月 1 日正式实施，我们认为，公司有望把握标准发布带来的产业升级与革新相关机遇。

图 15：首个区块链技术领域国家标准正式发布



资料来源：工信部网站、天风证券研究所

公司积极开拓数据要素相关应用，相关产品已入库广州数交所，目前进行政策合规审查。公司积极开拓财政、会计数电票入账和医保等领域的的数据要素各项应用。目前公司已经成为广州数据交易所登记入库的数据经纪人和第三方专业服务机构，公司数据要素相关产品已经入库并进行登记，目前进行政策合规审查。

## 5. 盈利预测与投资建议

公司在国库支付电子化保持优势地位的同时，公司作为八家电子凭证开具平台之一有望受益于数电票改造，且公司积极研发财政、医保医疗领域区块链应用。我们维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.28/4.22/5.32 亿元。对应当前市值 PE 分别为 49.40/38.37/30.40 倍，维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

**市场竞争加剧：**财税领域市场规模庞大，若后续市场竞争加剧，公司可能会受到影响；

**政策落地不及预期：**如果数电票政策发生变化或建设落地速度不及预期，公司可能会受到影响；

**技术进展不及预期：**税务、发票领域发展较快，若公司技术推进不及预期，可能会受到影响；

**本文对电子凭证空间测算是基于一定前提假设，存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致市场空间测算结果偏差；**

**IPO 募资承诺项目未达到预计效益：**公司在财政中台建设项目的研发过程中持续进行大量的人员及其他研发投入，由于财政中台建设项目不同模块的研发进展不同，尚未能产生规模集成效应，因此可能导致财政中台建设项目的收入不及预期；

**公司股价波动较大：**公司自去年底至今涨幅近 100%，股价波动较大。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	579.66	1,373.82	2,277.87	2,866.55	3,518.30	营业收入	738.20	912.85	1,163.19	1,446.35	1,747.58
应收票据及应收账款	162.67	179.47	256.49	285.59	369.39	营业成本	334.37	379.37	477.71	573.76	676.17
预付账款	36.75	30.25	54.12	47.22	72.21	营业税金及附加	5.50	5.05	6.43	8.00	9.67
存货	33.77	53.69	56.44	75.84	80.05	销售费用	83.46	88.32	110.50	137.40	166.02
其他	360.65	552.99	578.51	575.52	586.52	管理费用	39.86	38.41	69.79	79.55	87.38
<b>流动资产合计</b>	<b>1,173.49</b>	<b>2,190.22</b>	<b>3,223.43</b>	<b>3,850.73</b>	<b>4,626.47</b>	研发费用	130.56	162.24	203.56	250.22	300.58
长期股权投资	6.03	3.52	3.52	3.52	3.52	财务费用	(8.64)	(17.11)	(32.75)	(46.14)	(57.26)
固定资产	2.32	2.89	1.77	0.64	0.00	资产/信用减值损失	(4.26)	(4.70)	(3.88)	(1.10)	(1.10)
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	15.00	0.00	0.00
无形资产	0.42	1.11	0.72	0.34	0.00	投资净收益	1.47	14.51	20.00	20.00	20.00
其他	27.93	28.60	23.83	25.34	24.93	其他	(13.00)	(38.36)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>36.70</b>	<b>36.12</b>	<b>29.85</b>	<b>29.85</b>	<b>28.45</b>	<b>营业利润</b>	<b>168.88</b>	<b>285.12</b>	<b>359.06</b>	<b>462.46</b>	<b>583.92</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,210.19</b>	<b>2,226.34</b>	<b>3,253.28</b>	<b>3,880.58</b>	<b>4,654.93</b>	营业外收入	0.00	0.72	0.72	0.72	0.72
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.31	0.07	0.07	0.07	0.07
应付票据及应付账款	132.77	148.30	205.63	219.46	281.50	<b>利润总额</b>	<b>168.57</b>	<b>285.77</b>	<b>359.71</b>	<b>463.11</b>	<b>584.57</b>
其他	126.05	138.08	659.07	823.19	1,009.82	所得税	11.80	24.31	28.78	37.05	46.77
<b>流动负债合计</b>	<b>258.82</b>	<b>286.38</b>	<b>864.70</b>	<b>1,042.65</b>	<b>1,291.33</b>	<b>净利润</b>	<b>156.78</b>	<b>261.46</b>	<b>330.94</b>	<b>426.06</b>	<b>537.81</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.72	2.91	3.31	4.26	5.38
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>156.05</b>	<b>258.55</b>	<b>327.63</b>	<b>421.80</b>	<b>532.43</b>
其他	6.80	3.15	3.32	4.42	3.63	每股收益(元)	0.80	1.33	1.69	2.17	2.74
<b>非流动负债合计</b>	<b>6.80</b>	<b>3.15</b>	<b>3.32</b>	<b>4.42</b>	<b>3.63</b>						
<b>负债合计</b>	<b>650.31</b>	<b>672.73</b>	<b>868.01</b>	<b>1,047.07</b>	<b>1,294.96</b>						
少数股东权益	4.82	8.20	10.52	13.50	17.27	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
股本	81.00	108.00	108.00	108.00	108.00	<b>成长能力</b>					
资本公积	29.94	842.73	842.73	842.73	842.73	营业收入	25.72%	23.66%	27.42%	24.34%	20.83%
留存收益	444.13	594.68	824.02	1,119.28	1,491.98	营业利润	22.52%	68.83%	25.93%	28.80%	26.27%
其他	0.00	0.00	600.00	750.00	900.00	归属于母公司净利润	25.20%	65.68%	26.72%	28.74%	26.23%
<b>股东权益合计</b>	<b>559.88</b>	<b>1,553.61</b>	<b>2,385.26</b>	<b>2,833.51</b>	<b>3,359.97</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,210.19</b>	<b>2,226.34</b>	<b>3,253.28</b>	<b>3,880.58</b>	<b>4,654.93</b>	毛利率	54.70%	58.44%	58.93%	60.33%	61.31%
						净利率	21.14%	28.32%	28.17%	29.16%	30.47%
						ROE	28.11%	16.73%	13.80%	14.96%	15.93%
						ROIC	-49.34%	-563.73%	-1049.40%	-340.11%	-191.03%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	53.74%	30.22%	26.68%	26.98%	27.82%
						净负债率	-102.78%	-88.16%	-95.38%	-101.04%	-104.61%
						流动比率	1.82	3.27	3.73	3.69	3.58
						速动比率	1.77	3.19	3.66	3.62	3.52
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	4.81	5.34	5.34	5.34	5.34
						存货周转率	19.40	20.87	21.12	21.87	22.42
						总资产周转率	0.68	0.53	0.42	0.41	0.41
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.80	1.33	1.69	2.17	2.74
						每股经营现金流	1.10	1.16	1.96	2.57	3.01
						每股净资产	2.86	7.95	21.99	26.11	30.95
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	103.71	62.60	49.40	38.37	30.40
						市净率	29.16	10.47	3.79	3.19	2.69
						EV/EBITDA	0.00	23.60	19.44	14.12	9.96
						EV/EBIT	0.00	23.67	19.53	14.17	9.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com