

## 海外市场拓展顺利，持续受益于数币试点扩容

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2022年三季度报告,实现营业收入55.3亿元,同比增长2.1%;实现归母净利润3.7亿元,同比下降24.9%;实现扣非归母净利润4.7亿元,同比增长26.8%。单Q3实现营收18.7亿元,同比增长0.5%;实现归母净利润1.4亿元,同比下降25.4%;实现扣非归母净利润1.7亿元,同比增长16.3%。
- **海外市场拓展顺利,公司经营发展持续向好。** 今年以来,公司进一步把握海外移动支付渗透率上升的发展机遇,海外销售规模保持较好增长,前三季度海外销售收入达16.6亿元,同比增长67.4%;此外,三季度以来,公司电子支付及识读业务发展良好,且公司凭借支付业务积攒的客户优势,积极拓展商户运营和增值服务,三季度以来公司商户运营及增值服务业务规模呈现上升趋势,9月单月交易规模突破2100亿,前三季度交易总规模超1.7万亿。
- **费用率保持相对稳定,成功续展提升盈利韧性。** 2022前三季度,公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比+1.57pp/+0.79pp/-0.17pp/-1.92pp至4.6%/6.5%/8.1%/-2.3%。2022年6月公司《支付业务许可证》成功获得续展,续展后公司积极把握国内消费经济复苏的良好态势,持续、稳健、高效发展支付业务和商户运营增值服务,公司交易规模和盈利能力持续稳步提升。
- **数字人民币试点推广加速,持续受益于数币试点扩容。** 公司以多种角色参与数字人民币的试点和冬奥会等一系列场景的试点工作: 1) 公司作为数字人民币产业联盟理事长单位,深度参与数字人民币创新试点,为多家商业银行完成受理终端的改造升级和试点城市的落地使用; 2) 公司是唯一总行级的数字人民币受理系统建设外包服务商,也是核心智能POS的供应商,目前公司全系列智能POS均支持数字人民币的支付。公司在数币推广下扮演多重角色,数字经济产业拓展顺利,将持续受益于数币试点扩容。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年公司归母净利润复合增速达17.3%,公司6月成功获得《支付业务许可证》续展,有望树立公司形象,带动其他业务增长;在数字人民币方面,公司担任数币产业联盟的理事长单位,同时也是唯一总行级的数字人民币受理系统的建设外包服务商,有望受益于数字人民币试点扩容带来的增量需求,后续增长值得期待。故给予公司2023年19倍PE,对应目标价16.53元,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 海外拓展不及预期;数字人民币推广不及预期;宏观因素致使公司业绩不及预期;行业竞争加剧;参股子公司公允价值波动等风险。

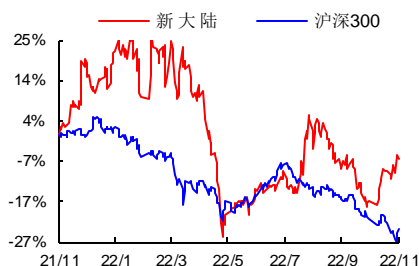
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7698.16	8753.00	10151.46	11926.18
增长率	8.99%	13.70%	15.98%	17.48%
归属母公司净利润(百万元)	704.23	752.52	900.94	1137.13
增长率	54.95%	6.86%	19.72%	26.22%
每股收益EPS(元)	0.68	0.73	0.87	1.10
净资产收益率ROE	11.62%	11.41%	12.21%	12.79%
PE	20	19	16	12
PB	2.26	2.06	1.86	1.65

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

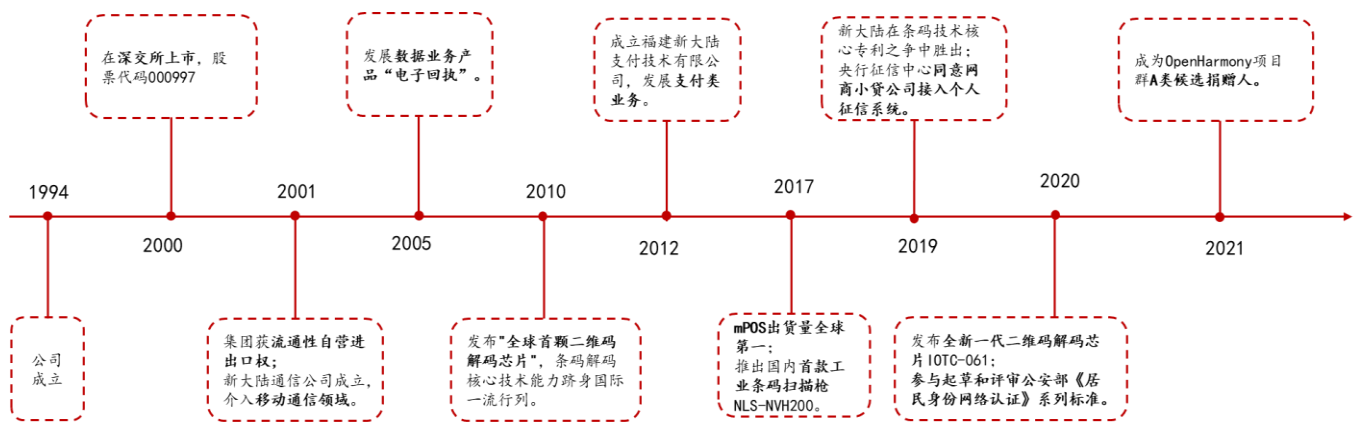
总股本(亿股)	10.32
流通A股(亿股)	10.26
52周内股价区间(元)	11.02-18.9
总市值(亿元)	141.50
总资产(亿元)	108.15
每股净资产(元)	5.87

### 相关研究

## 1 国内领先支付数字化服务商，数币核心地位确定

新大陆是一家拥有物联网设备系统平台以及大数据应用全产业链能力的数字化服务商。公司成立于1994年，2000年在深交所挂牌上市，目前主要聚焦数字中国的主赛道，以大数据、云计算、人工智能为整体核心技术支撑，依托于公司自主研发的物联网设备以及海量高频数据的处理能力，专于提供多元场景的数字化解决方案。公司硬件端营销网络涵盖亚太、拉美、欧洲、中东和非洲等70多个国家和地区，海外业务目前正处于快速成长阶段。此外，公司以多种角色参与到数字人民币的试点和冬奥会等一系列场景的试点工作，目前是唯—总行级的数字人民币受理系统建设外包服务商和核心智能POS供应商。

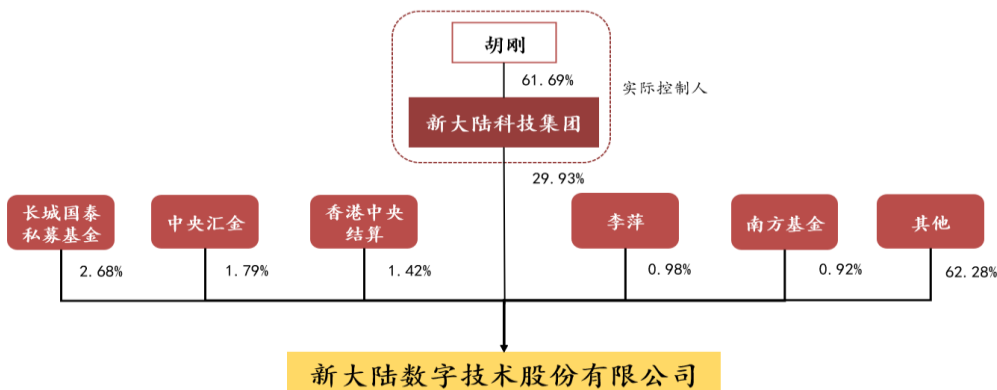
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

**股权结构明晰，实控人技术背景强大。**公司股权结构稳定，截至2022年9月30日，公司实际控制人为创始人胡钢先生，通过新大陆科技集团有限公司间接持有公司股份18.46%。胡钢为公司所属集团董事长，曾任福建省电子计算机研究所总工程师，于1994年创立新大陆科技集团，以强大的技术背景深度赋能公司产品自主研发。

图2：公司主要股东持股比例（截至2022年9月30日）



资料来源：公司公告，西南证券整理

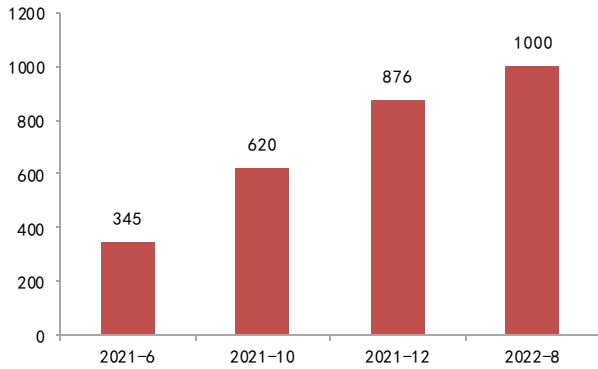
**股权激励覆盖范围扩大，绑定利益目光长远。**公司于2005-2007年连续三年针对高管和子公司核心管理人员进行股权激励；2014年和2018年重启股权激励计划，将核心技术和业务人员纳入覆盖范围，持续绑定技术人员利益。其中，2018年向258名激励对象授予3336.1万股限制性股票。考核目标为以2017年净利润为基数，2018-2020年净利润增长率不得低于25%/55%/100%，受疫情影响2020年解锁条件未达成，其余两期均已解锁。

**表 1：公司历次股票期权激励情况**

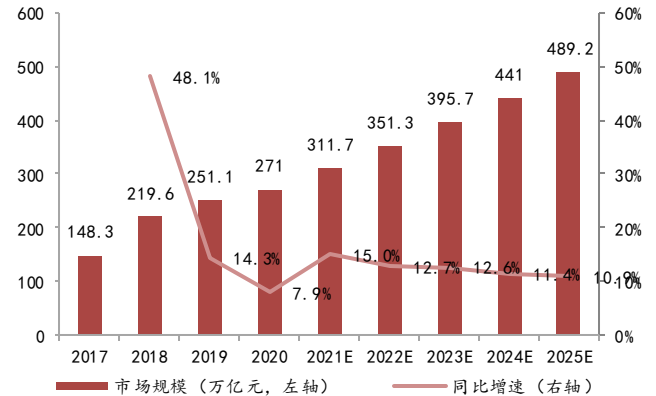
时间	占股本比例	激励对象	公司层面行权条件	进度
2005年	-	31人，高管+中管+业务骨干+本公司控股子公司高管人员	-	已实施
2006年	-	28人，高管+中管+本公司控股子公司高管人员	-	已实施
2007年	-	26名，中管+本公司控股子公司高管人员	-	已实施
2014年	2.20%	184人，中管+高管+核心技术人员+子公司主要管理人员+核心技术人员	2014-2016年公司净利润增长率相较于2013年不低于15%/30%/45%；相较于2013年的扣除控股子公司新大陆地产公司损益后的净利润，2014-2016年增长率不低于20%/40%/60%；锁定期内，归母和扣非归母净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负	已实施
2018年	4.09%	258人，中管+核心技术人员+子公司主要管理人员+核心技术人员	以2017年净利润为基数，2018-2020年净利润增长率不低于25%/55%/100%。	完成第一、二期解锁、第三期解锁条件未达成

数据来源：公司公告，西南证券整理

**数字人民币推广带来行业发展新机遇，第三方支付市场空间广阔。**“十四五”时期，以数字经济为代表的科技创新将成为中国经济高质量发展的重要驱动力，高质量的经济发展对支付基础设施的安全性、便捷性、普惠性及隐私性也提出了更高的要求，数字人民币应运而生，为电子支付行业市场带来新一轮转型发展契机。目前国内数字人民币在零售交易、生活缴费、政务服务等场景试点深化推广，截至2022年8月31日，15个省(市)的试点地区累计交易笔数3.6亿笔、金额1000.4亿元，支持数字人民币的商户门店数量超过560万个。2022年数字人民币APP已于各大应用商城上线，并在冬奥会成功迎来重要展示，央行于4月2日发布第三批数字人民币试点地区名单，在现有的“10+2”基础上新增天津、重庆、广州、福州、厦门、浙江省承办亚运会的6个城市。伴随数字人民币试点迎来再扩容，支付场景和进入场景的方式将逐步向多样化、复杂化发展，我国支付体系将在运行平稳、业务量稳步增长的基础上迎来新的发展机遇。

**图 3：2021M6-2022M8 e-CNY 累计交易金额（亿元）**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 4：2017-2025 年中国第三方支付行业市场交易规模**


数据来源：艾瑞咨询, 西南证券整理

**反垄断政策逐步落地，支付牌照续展收紧，行业将迎来规范化发展。**2021年1月，中国人民银行发布《非银行支付机构条例（征求意见稿）》，明确了支付市场支配地位量化认定标准，维护公平竞争的支付市场秩序，反垄断政策逐步落地，恶性低价或免费的无序竞争行为将得到遏制，支付机构发展更加规范，市场格局将得到优化。此外，自2015年下半年以来，央行停发支付牌照，并对已持有牌照的非银行支付机构进行严格管控。2022年6月26日央行公布第四批支付牌照续展信息，79家机构中52家支付机构顺利通过续展、19家支付机构牌照被注销、8家支付机构中止续展，行业竞争格局持续改善。新大陆全资子公司国通星驿获得支付牌照续展，作为支付行业稳健龙头，公司有望持续享受市场格局优化带来的收单业务红利。

**表 2：支付行业政策整理**

时间	政策	内容
2010	《非金融机构支付服务管理办法》	未经中国人民银行批准，任何非金融机构和个人不得从事或变相从事支付业务
2013	《银行卡收单业务管理办法》	界定银行卡收单业务的内涵和《办法》适用范围，对收单机构的特约商户资质审核、业务检查交易监测、信息安全及资金结算等环节的风险管理进行全面规范，提出严格的监管要求
2015	《中国人民银行关于加强银行卡收单业务外包管理的通知》	要求不得将核心业务系统运营、受理终端密钥管理、特约商户资质审核等工作交由外包服务机构办理；禁止实体和网络特约商户、外包服务机构留存支付敏感信息；每年对外包服务机构、实体和网络特约商户至少开展一次有一定独立性的安全评估等。
2016	《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》	1) 收单环节由政府定价改为市场定价，终结线上线下双轨制；2) 统一商户类别，取消费率梯次计价方式；3) 借贷分离政策。
2017	网联成立,直连切断	非银行支付机构网络支付清算平台（“网联平台”）启动试运行，用以处理由非银行支付机构发起的与银行交互的支付业务。
2017	《关于持续提升收单服务水平、规范和促进收单服务市场发展的指导意见》	鼓励收单机构服务创新，持续改善特约商户支付效率和消费者支付体验，提升支付效率，鼓励收单机构为特约商户提供聚合支付服务。
2019	《关于支付机构客户备付金集中交存有关事宜通知》	支付机构客户备付金需全额集中缴存。
2020	备付金计息	央行对第三方支付机构备付金以 0.35% 的年利率付给第三方支付机构利息，实行按季结息，需要从这笔利息中计提 10% 作为非银行支付行业保障基金。
2021	《非银行支付机构条例（征求意见稿）》	明确了支付市场支配地位量化认定标准，维护公平竞争的支付市场秩序



时间	政策	内容
2021	《中国人民银行关于加强支付受理终端及相关业务管理的通知》	明确了支付受理终端与特约商户的管理要求，提升支付受理终端及相关业务的安全性和合规性

数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

公司产品主要分为物联网设备集群和行业数字化集群两类：

**（1）物联网设备集群：**

**1) 电子支付设备业务：**电子支付终端产品包括智能 POS、智能收银 CPOS、人脸识别 FPOS、标准 POS、MPOS、新型扫码 POS 等，应用场景丰富，包括餐饮、商超、物流等各类行业及线下门店。公司凭借技术、产品、品牌等优势，实现覆盖国内外 70 多个国家及地区的销售，销量位居全球前列。

**2) 信息识读设备业务：**公司拥有自主研发的二维码（条码）通用解码芯片和可信数字身份安全解码芯片以及自主的主板设计能力，并向机器视觉和人工智能领域积极拓展。产品包括数据识读引擎、扫码枪、PDA、嵌入式扫描器、桌面式扫描器、穿戴式扫描器、专业智能平板以及嵌入式人工智能技术、设备管理软件系统等，下游应用场景包括物流快递、零售商超、移动支付、公共交通、医疗健康、智能制造以及特种作业等。

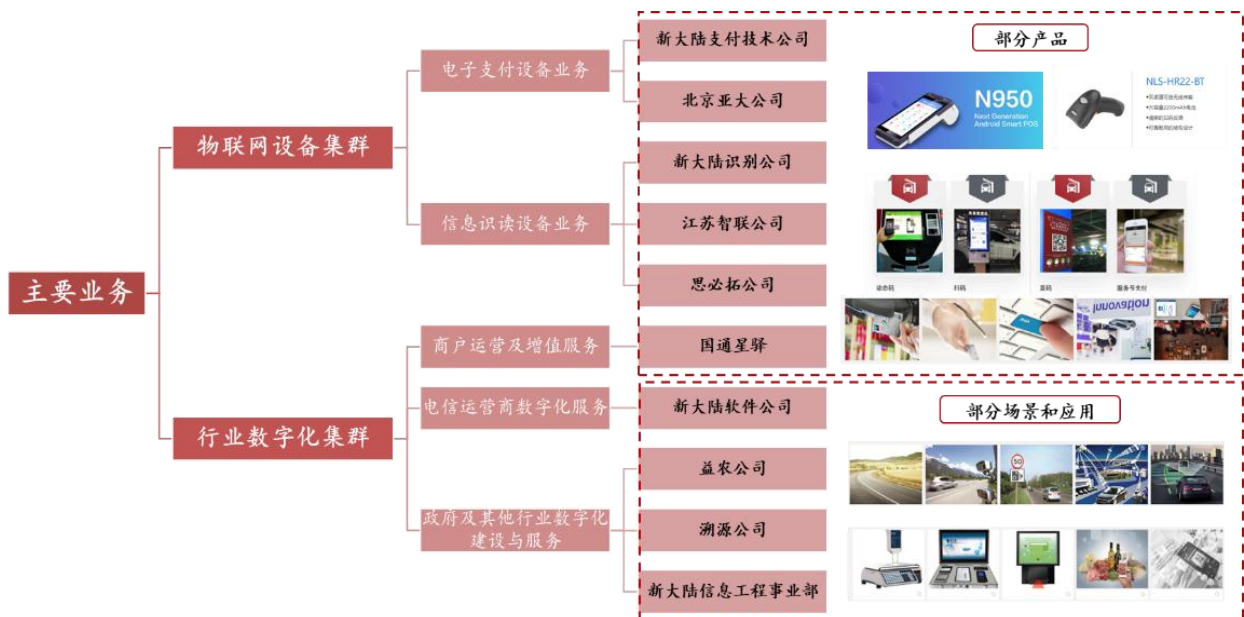
**（2）行业数字化集群：**

**1) 商户运营及增值服务：**公司以聚合支付为基础，依托公司全场景智能收款设备，搭配各类定制化场景解决方案，为商户提供聚合支付、ERP、营销和金融等数字化服务，并通过大数据分析，帮助商户增加收入、提升经营效率、降低运营成本与融资难度，主要商户服务平台有“星 POS”、“星驿付”及“邮驿付”；

**2) 电信运营商数字化服务，**公司产品服务涵盖电信运营商业务支撑服务域和网络支撑运营服务域的全面关键核心环节，包括大数据处理和分析平台、客户关系管理系统（CRM）、业务支撑系统（BOSS）、智慧中台、通信网络管理系统、移动互联网产品、PaaS 平台、人工智能平台和相关应用产品等；

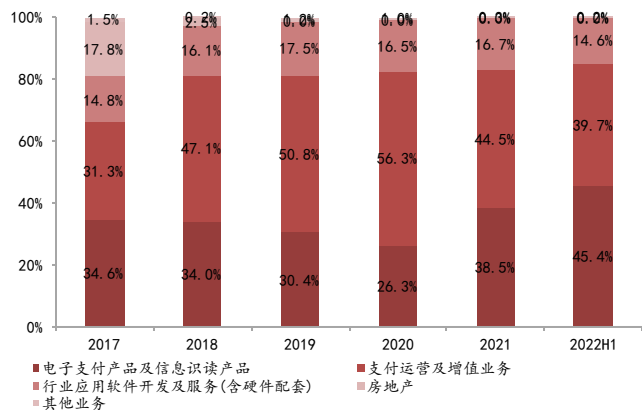
**3) 政府及其他行业数字化建设与服务，**公司深度布局行业的场景数字化建设，囊括农业、交通、工业、能源、物流、教育等领域，逐步形成新兴的业务增长点。

图 5：公司业务一览

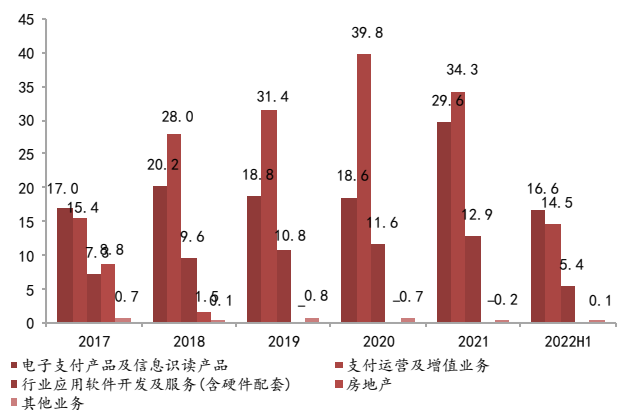


数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

**电子支付及信息识读产品实现高增。**从收入结构看，2022H1，电子支付及信息识读产品实现收入 16.6 亿元，同比增长 36.8%，整体增长势能强劲；支付运营及增值业务实现营业收入 14.5 亿元，同比下降 15.8%；行业应用软件开发及服务上半年实现营收 5.4 亿元，同比下降 11.8%。收入占比来看，电子支付及信息识读产品和支付运营及增值业务营收占比稳步提升，常年超 80%，2022H1 占比提升至 85.2%，公司将持续把握国外移动支付渗透率上升的发展机遇，实现电子支付及信息识读产品营收高增。

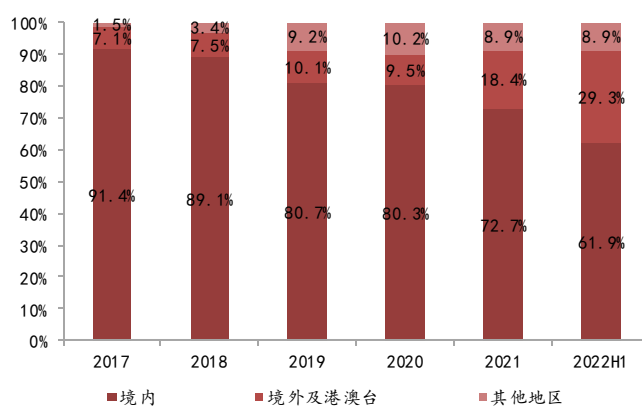
**图 6：2017-2022H1 公司分产品收入结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

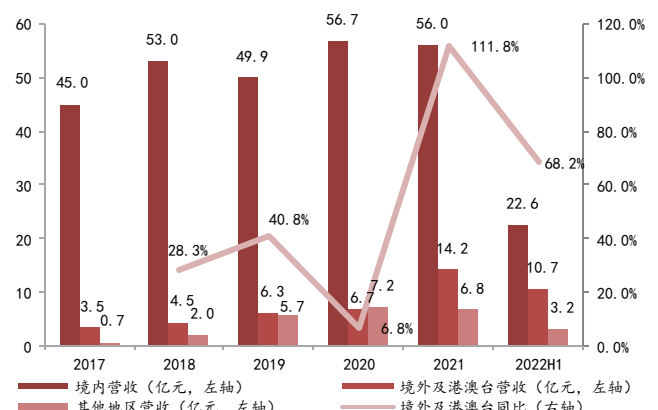
**图 7：2017-2022H1 公司分产品收入情况 (亿元)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**海外业务实现高增长，长期增长动能强劲。**2022H1，公司境内外营收分别为 22.6/10.7 亿元，分别同比-13.7%/+68.2%。从收入结构来看，2020 年以来，境外收入占比持续增长，2022H1 境外收入占比达 29.3%。上半年海外智能终端产品销量超 190 万台，较上年同期增长 62.1%，随着海外市场移动支付渗透率持续提升，公司充分把握海外非接触式经济发展带来的时代机遇，持续提升产品研发迭代能力和供应链保障能力，逐步搭建国际化组织管理架构，海外业务展现较强的增长动能。

**图 8：2017-2022H1 公司分地区收入结构**


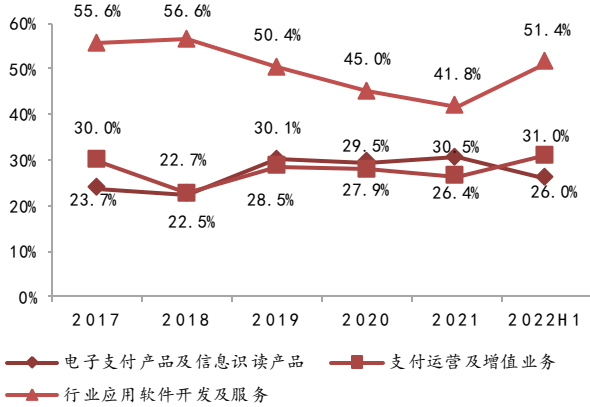
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 9：2017-2022H1 公司分地区收入情况 (亿元)**


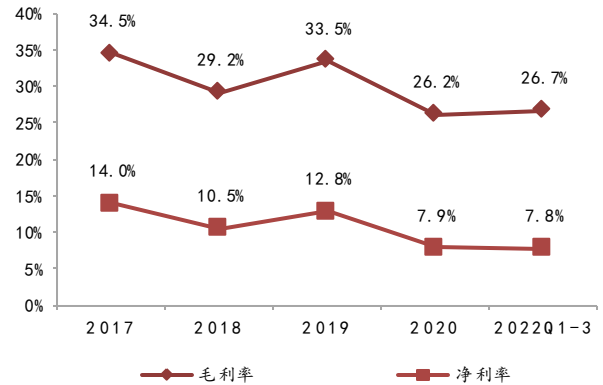
数据来源：公司公告，西南证券整理

**支付运营及增值业务和行业应用软件开发及服务毛利率显著提升，**2022H1，公司电子支付产品及信息识读产品/支付运营及增值业务/行业应用软件开发及服务毛利率分别同比-4.90pp/+10.49pp/+10.55pp 至 26.0%/31.0%/51.4%。整体来看，2022 年前三季度毛利率为

26.7%，同比+1.98pp。伴随疫情的逐步恢复，海外业务拓展顺利，公司毛利率持续改善，利润将得到快速释放。

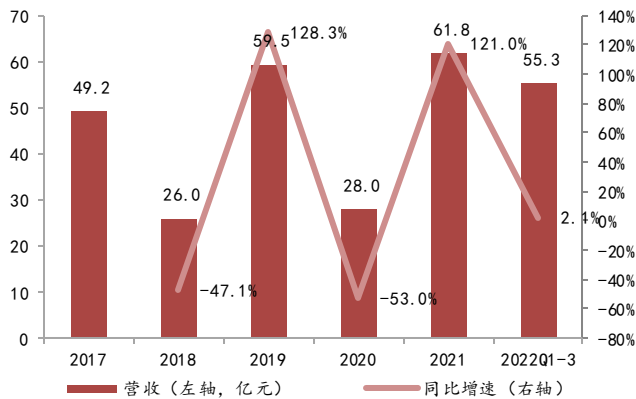
**图 10：2017-2022H1 公司主要业务毛利率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

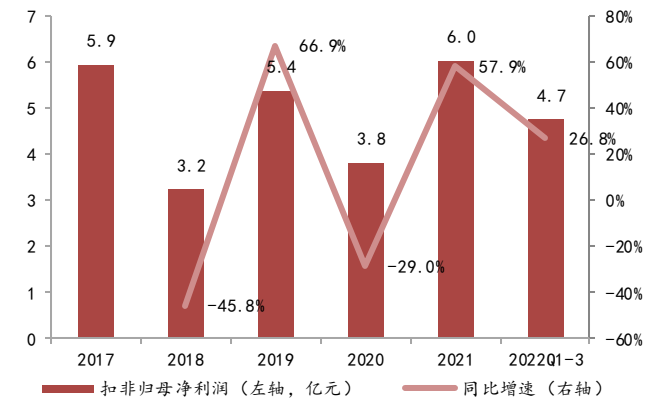
**图 11：2017-2022Q1-3 公司毛利率和净利率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

总体来看，2022 年前三季度，公司实现营业收入 55.3 亿元，同比增长 2.1%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.7 亿元，较上年同期下降 24.9%，剔除公司持有的股权资产价格变动等非经营性扰动，前三季度扣非归母净利润实现高增，同比增长 26.8%至 4.7 亿元。公司基于 OpenHarmony 打造自主可控的移动智能终端产业生态，并重点投入数字人民币、可信数字身份等数字产业建设，取得较好进展；叠加受海外移动支付渗透率提升影响，海外物联网设备业务持续高增趋势明显，营收端增长值得期待。此外，公司持续提升产品研发迭代能力和供应链保障能力，逐步搭建国际化组织管理架构，盈利能力将得到进一步提升。

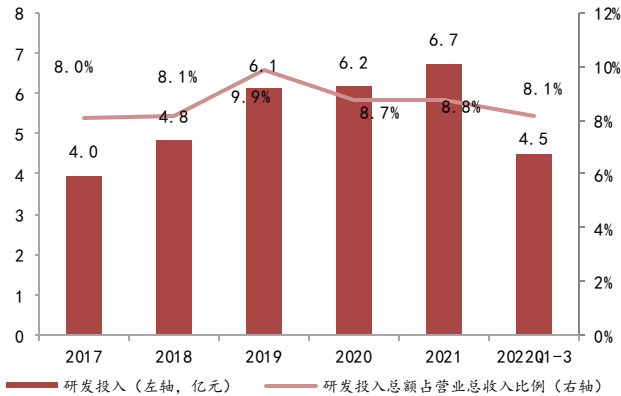
**图 12：2017-2022Q1-3 公司营业收入及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

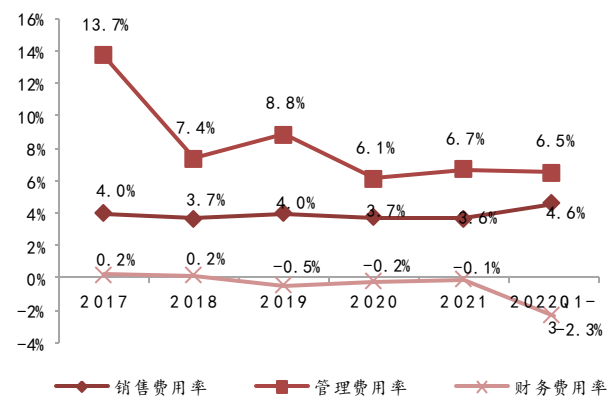
**图 13：2017-2022Q1-3 公司扣非归母净利润及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

费用端短期承压，盈利向好长期趋势不改。近年来，公司持续保持研发投入，研发费用率维持在 8%以上。受牌照续展与突发疫情等多重因素影响，2022 年前三季度研发支出略微收缩至 4.5 亿元，占营业收入比为 8.1%。随着《支付业务许可证》成功获得续展，公司将加大投入，保证产品销售和业务运营的高效性。由于疫情原因，公司其他费用小幅增长，2022 年前三季度，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比+1.57pp/+0.79pp/-1.92pp 至 4.6%/6.5%/-2.3%。

**图 14：2018-2022Q1-3 公司研发支出情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 15：2018-2022Q1-3 公司费用率情况**


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) 电子支付和识读业务：**随着发展中国家对于物联网设备需求的快速提升，公司凭借在行业内深耕多年积累的强品牌优势；叠加疫情期间建立强供应链保障能力，保证迅速响应需求，电子支付和识读业务订单有望迎来快速增长，预计 2022-2024 年该业务订单增速分别为 28%、25%、25%。

**2) 商户运营及增值业务：**随着数字人民币试点范围逐渐扩大，体验用户数量大幅增长，交易场景持续增加，将带动商户运营及增值业务需求持续提升；同时，公司于 2022 年 6 月成功获得《支付业务许可证》续展，不确定性逐渐消退，业务持续、稳健、高效经营值得期待。预计 2022-2024 年该业务订单增速分别为 5%、10%、12%。

**3) 行业应用软件开发及服务：**前三季度，公司灵霄 PaaS 平台、大数据处理及可视化平台、NLDevOps 开发云平台多项国产化基础软件产品在市场得到较好的推广应用，成功中标多地电信、政务、能源、教育、物流等多个细分领域行业龙头应用软件标杆项目，后续项目增长将维持稳健，预计 2022-2024 年该业务项目数量增速分别为 5%、7%、8%。

4) 公司积极采取降本增效措施，费用管控效果可持续，毛利率稳中有进。

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 3：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
电子支付和识读业务	收入	2963.3	3793.1	4741.3	5926.6
	增速	59.7%	28.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	30.5%	32.0%	32.5%	33.0%
商户运营及增值业务	收入	3427.7	3599.1	3959.0	4434.1
	增速	-13.8%	5.0%	10.0%	12.0%



单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
	毛利率	26.4%	28.0%	29.0%	29.0%
行业应用软件开发及服务	收入	1286.0	1350.2	1444.8	1560.3
	增速	10.4%	5.0%	7.0%	8.0%
	毛利率	41.8%	42.0%	42.0%	42.5%
其他业务	收入	21.2	10.6	6.3	5.1
	增速	-68.5%	-50.0%	-40.0%	-20.0%
合计	收入	7698.2	8753.0	10151.5	11926.2
	增速	9.0%	13.7%	16.0%	17.5%
	毛利率	32.4%	32.3%	32.7%	32.9%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 87.5 亿元（+13.7%）、101.5 亿元（+16.0%）和 119.3 亿元（+17.5%），归母净利润分别为 7.5 亿元（+6.9%）、9.0 亿元（+19.7%）、11.4 亿元（+26.2%），EPS 分别为 0.73 元、0.87 元、1.10 元，对应动态 PE 分别为 19 倍、16 倍、12 倍。

## 2.2 相对估值

综合考虑业务范围，我们选取移卡、拉卡拉和新国都作为同业可比公司进行估值比较。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元/亿港元)	股价 (元/港元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
9923.HK	移卡	89	19.74	0.97	0.71	1.16	1.80	23	26	16	10
300773.SZ	拉卡拉	118	14.70	1.35	0.97	1.21	1.68	21	15	12	9
300130.SZ	新国都	69	13.64	0.41	0.79	1.01	1.29	36	17	13	11
平均值								27	19	14	10
000997.SZ	新大陆	141	13.71	0.68	0.73	0.87	1.10	20	19	16	12

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，2023 年行业平均估值为 14 倍，公司 PE 为 16 倍，略高于行业平均水平。但考虑到公司 6 月成功获得《支付业务许可证》续展，有望树立公司形象，带动其他业务增长；在数字人民币方面，公司担任数币产业联盟的理事长单位，同时也是唯一总行级的数字人民币受理系统的建设外包服务商，有望受益于数字人民币试点扩容带来的增量需求，后续增长值得期待。预计 2022-2024 年公司归母净利润复合增速达 17.3%，高于可比公司平均水平，可给予一定估值溢价，给予公司 2023 年 19 倍 PE，对应目标价 16.53 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 3 风险提示

海外拓展不及预期；数字人民币推广不及预期；宏观因素致使公司业绩不及预期；行业竞争加剧；参股子公司公允价值波动等风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7698.16	8753.00	10151.46	11926.18	净利润	750.93	811.91	968.23	1137.20
营业成本	5203.70	5922.05	6830.22	8001.04	折旧与摊销	231.49	93.02	93.02	93.02
营业税金及附加	48.11	54.98	62.83	74.30	财务费用	-9.30	-87.53	-50.76	-59.63
销售费用	280.15	323.86	385.76	477.05	资产减值损失	-21.27	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	512.56	1400.48	1664.84	2003.60	经营营运资本变动	-689.84	524.34	-128.23	89.59
财务费用	-9.30	-87.53	-50.76	-59.63	其他	725.80	260.88	204.46	184.71
资产减值损失	-21.27	-20.00	-20.00	-20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>987.80</b>	<b>1582.62</b>	<b>1066.72</b>	<b>1424.88</b>
投资收益	-13.19	20.00	20.00	20.00	资本支出	198.98	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	246.26	-260.00	-200.00	-180.00	其他	-247.02	-140.00	-180.00	-160.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-48.04</b>	<b>-140.00</b>	<b>-180.00</b>	<b>-160.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>875.49</b>	<b>919.15</b>	<b>1098.57</b>	<b>1289.83</b>	短期借款	-476.56	-327.46	0.00	0.00
其他非经营损益	-18.23	2.37	2.49	2.55	长期借款	-2.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>857.25</b>	<b>921.52</b>	<b>1101.06</b>	<b>1292.38</b>	股权融资	11.97	0.00	0.00	0.00
所得税	106.32	109.61	132.83	155.18	支付股利	-356.51	-140.85	-150.50	-180.19
净利润	750.93	811.91	968.23	1137.20	其他	-596.45	84.20	90.76	99.63
少数股东损益	46.70	59.39	67.29	0.07	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1419.55</b>	<b>-384.11</b>	<b>-59.75</b>	<b>-80.56</b>
归属母公司股东净利润	704.23	752.52	900.94	1137.13	<b>现金流量净额</b>	<b>-493.91</b>	<b>1058.51</b>	<b>826.97</b>	<b>1184.33</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3807.65	4866.16	5693.13	6877.46	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1797.44	2317.76	2665.18	3141.40	销售收入增长率	8.99%	13.70%	15.98%	17.48%
存货	1136.15	1254.98	1474.34	1729.22	营业利润增长率	26.95%	4.99%	19.52%	17.41%
其他流动资产	992.44	739.50	849.32	970.98	净利润增长率	49.52%	8.12%	19.25%	17.45%
长期股权投资	134.63	134.63	134.63	134.63	EBITDA 增长率	8.18%	-15.76%	23.38%	15.99%
投资性房地产	85.82	85.82	85.82	85.82	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	355.14	279.50	203.86	128.23	毛利率	32.40%	32.34%	32.72%	32.91%
无形资产和开发支出	753.44	737.50	721.56	705.62	三费率	10.18%	18.70%	19.70%	20.30%
其他非流动资产	2196.99	2095.55	2094.11	2092.66	净利率	9.75%	9.28%	9.54%	9.54%
<b>资产总计</b>	<b>11259.69</b>	<b>12511.38</b>	<b>13921.94</b>	<b>15866.02</b>	ROE	11.62%	11.41%	12.21%	12.79%
短期借款	327.46	0.00	0.00	0.00	ROA	6.67%	6.49%	6.95%	7.17%
应付和预收款项	1379.83	1631.82	1847.01	2167.98	ROIC	75.22%	76.15%	122.44%	136.27%
长期借款	155.00	155.00	155.00	155.00	EBITDA/销售收入	14.26%	10.56%	11.24%	11.10%
其他负债	2935.25	3609.38	3987.02	4653.13	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4797.54</b>	<b>5396.20</b>	<b>5989.03</b>	<b>6976.11</b>	总资产周转率	0.67	0.74	0.77	0.80
股本	1032.06	1032.06	1032.06	1032.06	固定资产周转率	16.89	27.58	42.00	71.82
资本公积	1791.43	1791.43	1791.43	1791.43	应收账款周转率	7.34	7.24	7.02	7.03
留存收益	3706.67	4318.34	5068.78	6025.72	存货周转率	4.83	4.72	4.80	4.82
归属母公司股东权益	6267.04	6860.69	7611.12	8568.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.04%	—	—	—
少数股东权益	195.10	254.50	321.78	321.85	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6462.14</b>	<b>7115.18</b>	<b>7932.91</b>	<b>8889.92</b>	资产负债率	42.61%	43.13%	43.02%	43.97%
负债和股东权益合计	11259.69	12511.38	13921.94	15866.02	带息债务/总负债	10.06%	2.87%	2.59%	2.22%
					流动比率	1.71	1.81	1.90	1.93
					速动比率	1.46	1.56	1.64	1.67
					股利支付率	50.62%	18.72%	16.71%	15.85%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.68	0.73	0.87	1.10
					每股净资产	6.07	6.65	7.37	8.30
					每股经营现金	0.96	1.53	1.03	1.38
					每股股利	0.35	0.14	0.15	0.17
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1097.68	924.64	1140.83	1323.21					
PE	20.09	18.80	15.71	12.44					
PB	2.26	2.06	1.86	1.65					
PS	1.84	1.62	1.39	1.19					
EV/EBITDA	7.40	7.36	5.24	3.62					
股息率	2.52%	1.00%	1.06%	1.27%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 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
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