

海外空间打开, 利润弹性可期

投资要点

- **事件:** 公司发布2021年年度报告, 实现营业收入36.1亿元, 同比增长37.2%; 实现归母净利润2.0亿元, 同比增长132.0%。国内支付服务行业逐步回暖, 海外市场需求扩张, 公司全年业绩高速增长。
- **疫情优惠政策影响毛利率, 后续有望显著改善带来利润弹性。** 公司子公司嘉联支付在疫情发生的两年内, 积极响应政府号召, 支持线下商户复苏, 开展收单和增值服务的手续减免、新增补贴等活动。2021年公司收单和增值服务毛利率为17.6%, 同比降低6.36pp, 致使公司整体毛利率下降5.20pp至21.8%。此外, 公司费用端管控良好, 销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为5.5%(-0.43pp)/5.5%(-1.12pp)/6.8%(-1.41%), 助推公司净利率达到5.56%, 同比提高2.27pp, 盈利能力大幅改善。我们认为, 伴随疫情的逐步恢复, 补贴优惠力度或减弱, 公司毛利率有望显著恢复, 利润端具备较大弹性。
- **数字化转型叠加数字货币加速推广, 智能支付终端存量更新需求市场广阔。** 分业务看, 报告期内公司智能终端业务(电子支付产品+生物识别产品)实现收入10.3亿元, 同比增长16.5%; 收单与增值服务实现营收23.7亿元, 同比增长44.7%, 整体表现良好。伴随数字人民币的试点加速铺开, 支付场景和进入场景的方式将逐步向多样化、复杂化发展, 国内现有的存量支付终端将面临全面的升级迭代和改造, 公司现已初步完成新一代POS机及“硬钱包”等产品所需技术储备, 并积极配合银行机构协助商户端的受理终端改造与场景落地, 后续有望持续受益。
- **海外业务快速拓展, 新获欧洲收单牌照打开成长空间。** 2021年公司海外业务取得亮眼表现, 实现收入5.4亿元, 同比增长88.3%, 出货量同比增长96.8%, 收入占比提升至15.1%。根据尼尔森报告, 2020年新国都POS机出货量以4.25%的市场份额位列全球第十, 现领先优势或进一步扩大。此外, 2022年3月, 子公司新国都欧洲已获批准授予支付机构经营许可证并已完成注册程序, 后续可在欧盟地区开展商户收单服务业务。长远看, 公司有望借助国内收单业务的成功经验, 加速海外业务布局, 打开新的成长空间。
- **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47.69%。公司凭借在电子支付行业的全产业链布局, 有望持续享受数字人民币推广带来的迭代改造红利; 叠加公司新获欧洲市场的收单业务牌照, 未来境外业务有望实现加速增长并提升盈利质量。此外, 公司毛利率前两年受疫情冲击较大, 伴随后续补贴优惠政策调整, 毛利率有望显著改善, 具备较大利润弹性。故给予公司2022年33倍PE, 对应目标价22.11元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情反复影响收单业务毛利率; 数字人民币推广不及预期; 海外业务拓展不及预期; 支付终端行业竞争加剧。

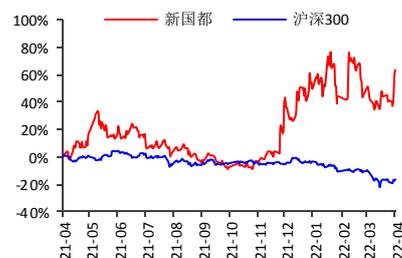
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3611.74	4751.50	6142.34	7777.63
增长率	37.21%	31.56%	29.27%	26.62%
归属母公司净利润(百万元)	200.67	326.89	459.48	646.47
增长率	131.98%	62.90%	40.56%	40.70%
每股收益EPS(元)	0.41	0.67	0.94	1.32
净资产收益率ROE	7.97%	11.48%	4.17%	17.02%
PE	39	24	17	12
PB	3.10	2.75	2.41	2.06

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
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: Wind

基础数据

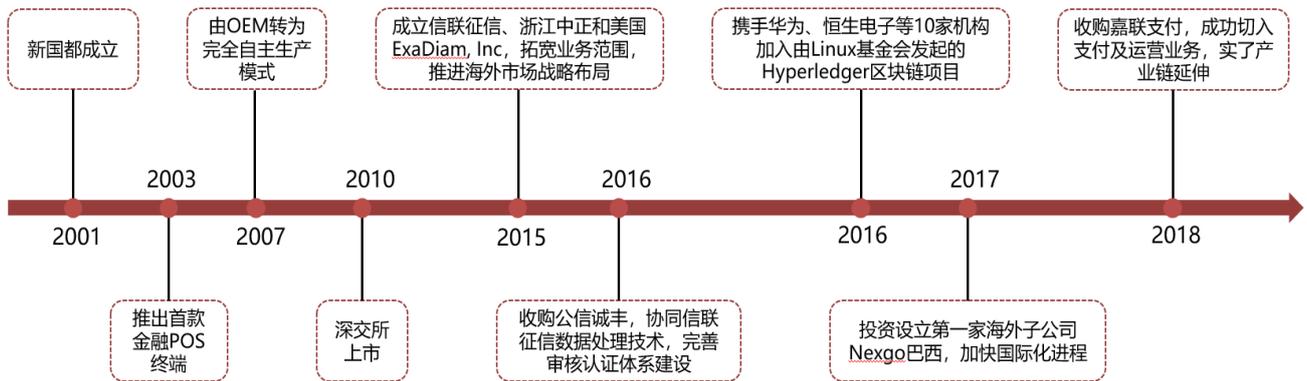
总股本(亿股)	4.89
流通A股(亿股)	3.55
52周内股价区间(元)	8.92-17.31
总市值(亿元)	78.37
总资产(亿元)	37.98
每股净资产(元)	5.16

相关研究

1 电子支付全产业链布局，驱动业绩快速增长

新国都成立于 2001 年，2010 年登陆深交所上市，是国内领先的电子支付服务供应商。公司从金融 POS 软硬件的开发和设计起家，2014 年起开始推行互联网战略转型，通过内生孵化和外延并购进行产业链上下游拓展和新兴技术储备，实现了全支付产业链的纵深拓展，目前业务涵盖支付服务及场景数字化服务、电子支付设备及生物识别产品以及审核服务等。同时，公司积极推进国际化战略，营销服务网络覆盖全国 340 个城市及多个海外地区，市场覆盖全球 80 多个国家。

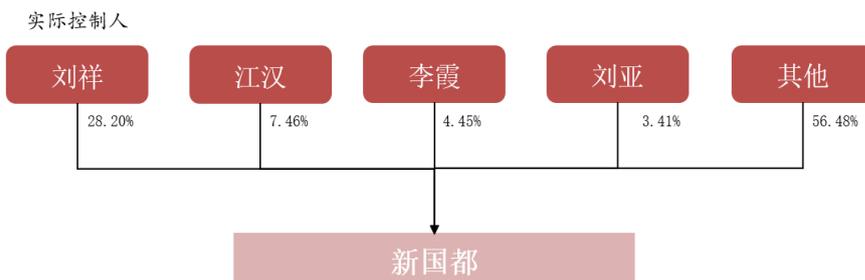
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，西南证券整理

股权结构稳定。公司实际控制人为董事长刘祥先生，直接持有公司 28.20% 的股份，上市十余年来未进行减持，彰显对公司发展前景看好的信心；此外，公司其余股东持股比例均不超过 10%，第二大股东为总经理江汉先生，持股占比为 7.46%，股权结构稳定。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，西南证券整理

股权激励充分。自 2014 年起，公司多次推进股票期权激励计划，深度绑定核心人员与公司利益，调动员工积极性和创造性。其中，公司 2021 年股权激励计划第一期行权条件已经达成，并同时发布 2022 年股权激励计划草案。本次计划拟向公司 74 名董事、高管及核心员工授予 2500 万份股票期权，约占股本总额的 5.11%，考核目标以 2021 年净利润为基数，2022、2023 年净利润增长率分别不低于 20%、40%，彰显公司对未来发展的信心。

表 1：公司历年股票期权激励情况

时间	占股本比例	激励对象	公司层面行权条件	进度
2014年	5.95%	董+高/中管+核心骨干（共 151 人）	2014年净资产收益率不低于 5%，2014年净利润比 2013 年增长不低于 10%； 2015年净资产收益率不低于 6%，2015年净利润比 2013 年增长不低于 20%； 2016年净资产收益率不低于 6%，2016年净利润比 2013 年增长不低于 30%。	已行权
2015年	2.72%	董+高/中管+核心骨干（共 125 人）	2016年净利润比 2015 年增长不低于 10%，2016 年加权平均净资产收益率不低于 6%； 2017 年的净利润比 2015 年增长不低于 20%，2017 年加权平均净资产收益率不低于 6%； 2018 年的净利润比 2015 年增长不低于 30%，2018 年加权平均净资产收益率不低于 6%。	未达到行权条件
2017年	4.25%	董+高/中管+核心骨干（共 222 人）	2017 年相对于 2016 年的营业收入增长率不低于 10%； 2018 年相对于 2016 年的营业收入增长率不低于 20%	2017 年行权条件未达； 2018 年已行权
2018年	2.46%	嘉联支付的高管+与嘉联支付协同性较强中管+核心骨干（共 34 人）	2018 年相对于 2017 年的净利润增长率不低于 10%，且嘉联支付 2018 年完成 1.35 亿净利润，当期 50%可行权，完成 1.8 亿当期可 100%行权； 2019 年相对于 2017 年的净利润增长率不低于 20%，且嘉联支付 2019 年完成 2 亿净利润，当期 50%可行权，完成 2.7 亿当期可 100%行权	已行权
2020年	10.02%	董+高/中管+核心骨干（共 106 人）	2020 年相对于 2019 年的净利润增长率不低于 100%； 2021 年相对于 2019 年的净利润增长率不低于 150%	2020 年未达行权条件； 2021 年行权条件已达成
2021年	9.20%	董+高/中管+核心骨干（共 195 人）	2021 年相对于 2019 年的净利润增长率不低于 150%； 2022 年相对于 2019 年的净利润增长率不低于 200%	2021 年行权条件已达成
2022年	5.11%	董+高/中管+核心骨干（共 74 人）	2022 年相对于 2021 年的净利润增长率不低于 20%； 2023 年相对于 2021 年的净利润增长率不低于 40%	草案

数据来源：公司公告，西南证券整理

数字化转型叠加数字货币试点铺开，智能支付终端存量更新需求市场广阔。“数字经济”战略背景下，支付服务产业的数字化将成为贯穿国民经济的重要技术支撑，实体货币向数字货币转型将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，2021年试点场景已超过 808.5 万个，累计开立个人钱包 2.6 亿个，交易金额达到 875.6 亿元；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，国内现有的存量支付终端将面临全面的升级迭代和改造。

行业迎来规范化发展时代，格局持续优化。同时，近年来颁布的各项线下收单行业政策表明电子支付行业正在迈向规范化发展，行业格局也将持续提升支付效率，未来银行业金融机构和非银行业金融机构或将迎来互相支持，构建合作型电子支付手段的趋势。我们认

为公司凭借“支付+经营”的服务体系，未来能有效地与银行业金融机构在电子支付手段上逐步融合，相互提供技术支持，突破业务壁垒，巩固行业领先地位。

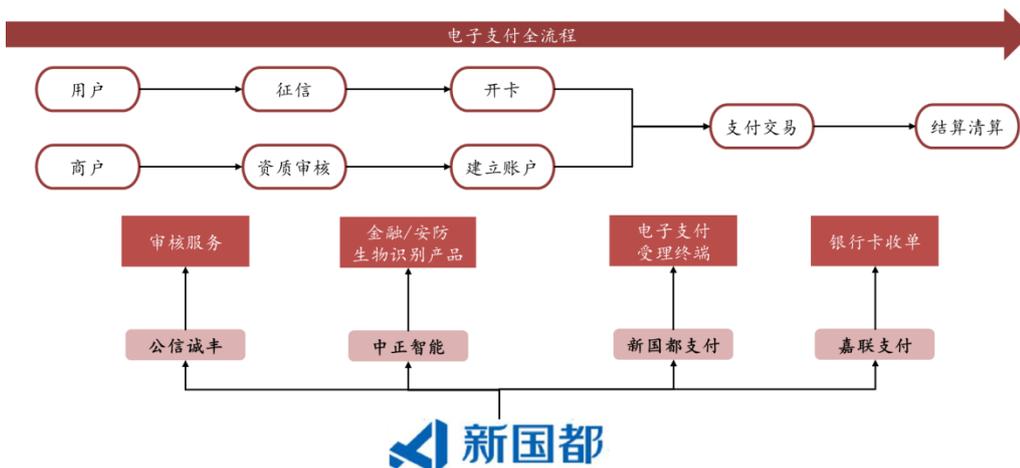
表 2：线下收单行业政策整理

时间	政策	内容
2010	《非金融机构支付服务管理办法》	规定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。根据市场公开信息统计，截至 2017 年底，拥有收单牌照的支付机构仅 61 家，其中拥有全国范围内收单资质的机构共 34 家，区域性范围收单资质的机构共 27 家。
2013	《银行卡收单业务管理办法》	清晰界定了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》	一、收单环节由政府定价改为市场定价，终结线上线下双轨制。二、统一商户类别，取费率梯度定价方式。一定程度有效杜绝商户套码以及信用卡套现现象。三、借(借记卡)贷(信用卡)分离政策。
2017	网联成立,直连切断	3 月 31 日起，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	支付机构备付金全额集中缴存	根据央行 2018 年 6 月发布的《关于支付机构客户备付金集中交存有关事宜通知》，2019 年 1 月 14 日起，支付机构客户备付金需全额集中缴存。
2020	备付金计息	央行于 2020 年 1 月起，将对第三方支付机构备付金 0.35% 的年利率付给第三方支付机构利息。实行按季结息。此外，需要从这笔利息中计提 10% 作为非银行支付行业保障基金。

数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

公司通过各家子公司形成“支付+经营”的服务体系，布局电子支付全产业链，提供支付服务及场景数字化服务、电子支付设备及生物识别产品以及审核服务业务。

图 3：公司业务一览



数据来源：公司公告，西南证券整理

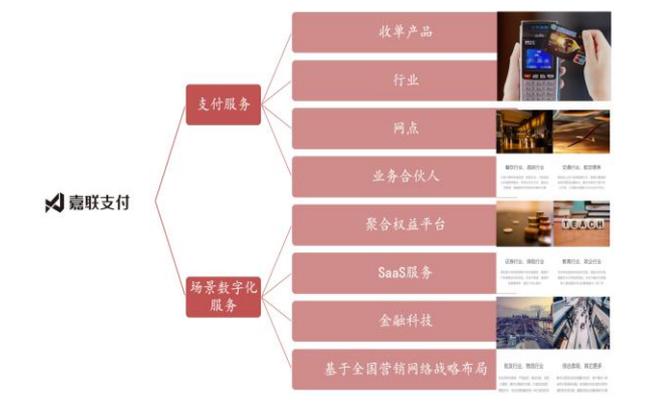
1) 支付服务和场景数字化服务：公司通过全资子公司**嘉联支付**为客户提供便携的支付结算服务，打造出“支付+经营”的服务体系，以支付为入口全面融入商户经营场景，建立聚合权益平台，以 SaaS 为客户提供会员管理、智能营销、金融科技等多种增值服务和行业解决方案的一站式服务。目前嘉联支付已与 6 家国有银行达成区域性合作，与超过 60 家股份制商业银行及城商行达成总对总合作，建立优势互补合作共赢模式。截止 2021 年底嘉联支付全国分公司员工总人数达 800 人，2021 全年累计处理交易流水约 1.97 万亿元，同比增长 61.5%。

2) 电子支付设备及生物识别产品：电子支付设备方面，全资子公司**新国都支付**围绕区块链加密、生物识别、数字货币支付等新技术、新支付形式进行研发，成功中标建设银行、邮储银行等多个电子支付设备采购项目，其 POS 终端设备 N86 已成功支持受理数字货币结算，医保业务综合服务终端（III 类）MR980 已成功通过医保终端过检认证，后续将正式服务全国医保业务。此外，新国都支付继续加大国际市场的布局，与非洲、欧洲和南美洲地区的客户形成了战略合作关系。

生物识别产品方面，控股子公司**中正智能**研发的综合身份认证应用系统支持防伪检测，人脸精准识别，可实现多模态的身份核验功能，已在智慧金融、智慧安防、智慧政务等多个场景实现应用。

3) 审核服务：全资子公司**公信诚丰**围绕客户展开多方位综合审核服务，专注于审核认证服务、运营内容和业务审核服务，启动多元化认证审核模式，为客户提供基于大数据技术的企业身份认证、运营业务审核等综合解决方案，并以此为基础，输出信息系统和技术增值服务。

图 4：嘉联支付提供服务类型



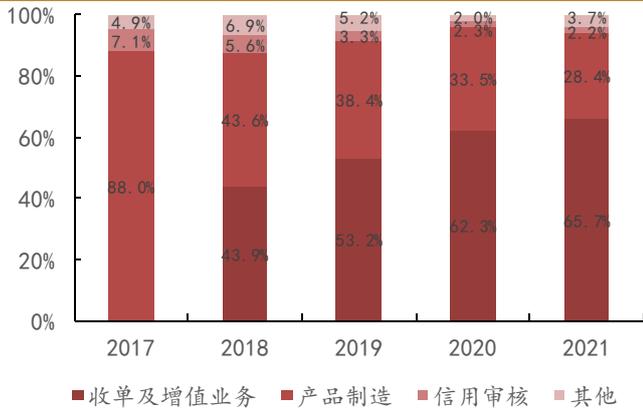
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 5：新国都支付的电子支付设备品类



数据来源：公司官网，西南证券整理

并入收单业务促收入结构转型，发展增值服务打造强竞争力。公司 2017 年收购嘉联支付，获得收单牌照之外，大力发展高毛利增值服务，实现从 POS 机硬件出货向支付服务领域转型。2021 年公司收单及增值业务实现收入 23.7 亿元，同比 2020 年增长 44.7%，2018-2021 年 CAGR 达到 32.7%，增长势能强劲；收入占比由 2017 年的 43.9% 提升至 2021 年的 65.7%，已超过硬件支付产品，成为公司的主要收入来源。公司产品制造业务 2021 年实现收入 10.3 亿元，同比 2020 年增长 16.5%；公司不断推出新一代 POS 机具、拓展商户渠道，除 2020 年疫情导致线下消费显著减小外，产品制造业务收入较为稳定。此外，公司信用审核业务虽占比不高，但也获得较快增长，2021 年实现 0.8 亿元，同比增长 30.9%。

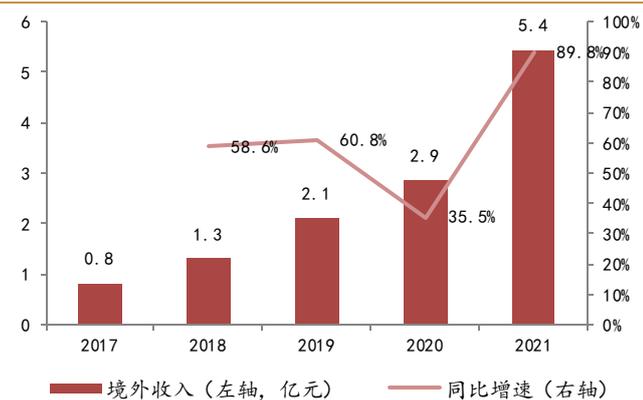
图 6：公司分行业收入结构（%）


数据来源：公司公告，西南证券整理

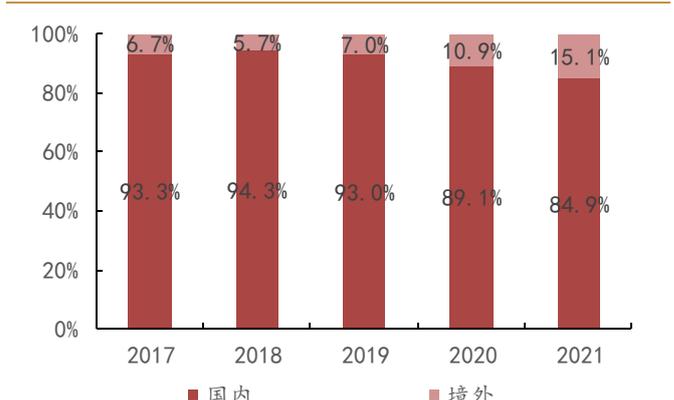
图 7：公司分行业收入情况（百万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

海外电子支付设备业绩翻番，新获欧盟收单业务牌照潜力巨大。国内移动支付业务发展迅猛，已成为全球第一大移动支付市场，目前行业增速趋于平稳，以存量机具更新为主；同时，疫情推动非接触支付在全球范围内加速普及，海外市场对支付硬件设备的需求呈现高速增长态势，潜力巨大。公司在取得国内市场领先份额的情况下，自 2012 年便开启国际化布局，继 2014 年公司海外市场订单取得突破后，2015 年收购美国 ExaDigm Inc.，2016 年后陆续在香港，澳门，印度，卢森堡等地设立子公司，国际化战略推进顺利。根据尼尔森报告，2020 年新国都 POS 机出货量以 4.25% 的市场份额位列全球第十。2021 年公司海外电子支付设备业务依旧表现强势，电子支付设备海外出货量同比增加 96.8%，收入达到 5.1 亿元，同比增长 88.3%；助推海外业务整体收入达到 5.4 亿元，同比增长 89.8%，收入占比提升至 15.1%。此外，2022 年 3 月，子公司新国都欧洲已获批准授予支付机构经营许可证并已完成注册程序，公司有望借助国内收单业务的经验，打开新的成长空间

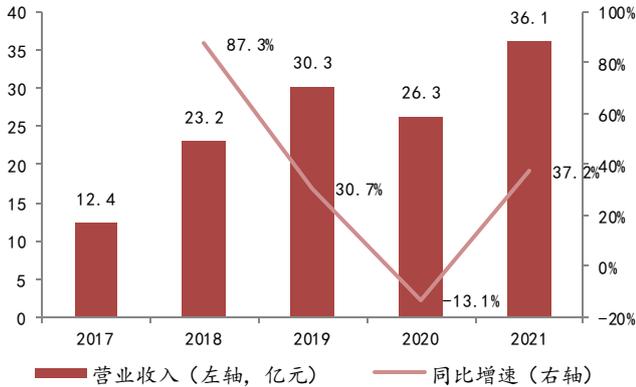
图 8：境外收入维持高增长


数据来源：公司公告，西南证券整理

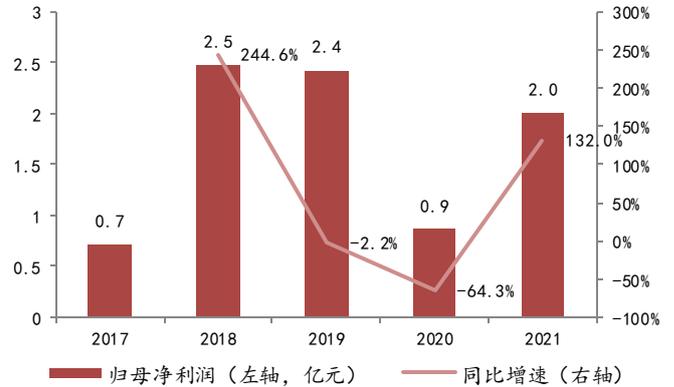
图 9：公司分地区收入情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

总体来看，2020 年线下消费受疫情冲击影响，公司收入与利润短暂承压。伴随疫情得到控制，公司业绩取得恢复性增长，2021 年实现营业收入 36.1 亿元，同比增长 37.2%，2017-2021 年 CAGR 为 30.7%；实现归母净利润 2.0 亿元，同比增长 132.0%。

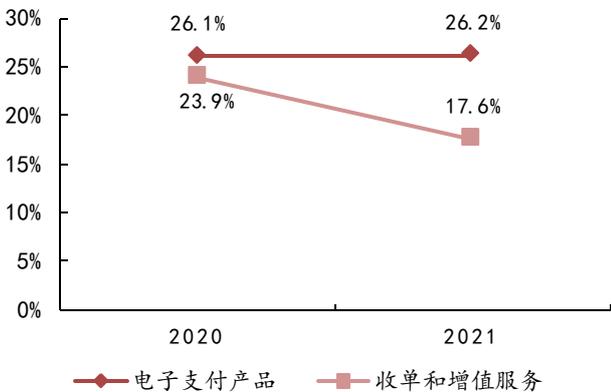
图 10：公司营业收入及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

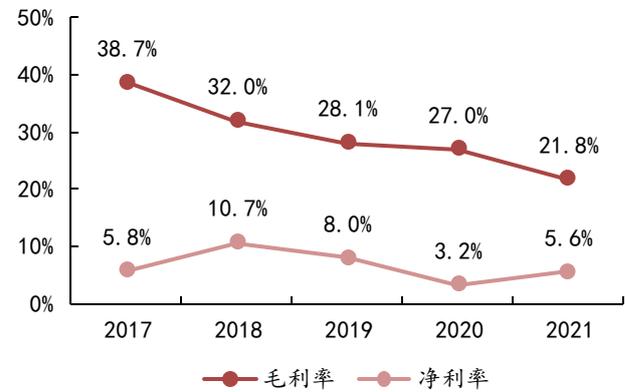
图 11：公司归母净利润及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

收单服务补贴增加致毛利率下降，后续或带来较大利润弹性。公司子公司嘉联支付在疫情发生的两年内，积极响应政府号召，支持线下商户复苏，开展收单和增值服务的手续减免、新增补贴等活动。2021 年公司收单和增值服务毛利率为 17.6%，同比降低 6.36pp，致使公司整体毛利率下降 5.20pp。同时，海外高毛利业务占比提升，电子支付产品毛利率达到 26.3%，同比增加 0.10pp。我们认为，伴随疫情的逐步恢复，补贴优惠力度或减弱，公司毛利率有望显著改善，利润有望得到快速释放。

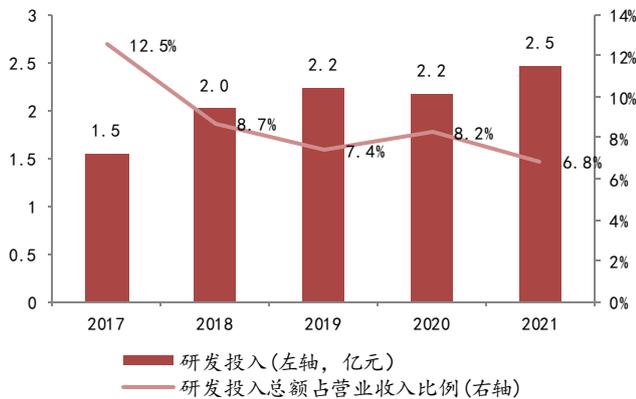
图 12：公司主要产品毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：公司毛利率与净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

持续加大研发，费用管控良好。近年来，公司持续加码研发投入，大幅扩充研发团队，研发人员占比常年维持在 20% 以上，2021 年研发支出达到 2.5 亿元，占营业收入比为 6.8%；公司研发项目涉及到公司各个业务条线，稳步提升公司在电子支付全产业链的领先地位。同时，公司费用端整体管控良好，三项费用率呈现稳中有降态势。2021 年公司管理费用率为 5.5%，同比降低 1.12pp；销售费用率为 5.5%，同比降低 0.43pp。

图 14：公司研发支出持续加大


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：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) 电子支付设备及生物识别产品：伴随数字人民币推广范围加大，国内存量机具市场迎来更新替代机遇，同时公司海外渠道拓展良好，国际市场订单有望保持高速放量态势，预计该业务 2022-2024 年收入增速分别为 15%、13%、13%。同时，该业务毛利率伴随海外高毛利业务占比提升而稳健增长。

2) 收单及增值服务：收单业务本身具有较好延续性，伴随线下支付场景的多样化、复杂化，嘉联支付收单业务交易流水有望持续稳定增长，同时公司新获欧盟市场的收单业务牌照，未来境外收单业务有望实现快速复制，逐步贡献业绩增量，预计该业务 2022-2024 年收入增速分别为 40%、35%、30%。伴随疫情得到控制，补贴力度有望减弱，毛利率快速恢复。

3) 审核服务：随着移动互联网向纵深发展，用户规模、在线时长不断增加，基于互联网业务形态的主体身份认证审核需求已成为互联网公司在合规以及风控方面不可忽视的一环，预计 2022-2024 年收入增速保持 30% 左右水平稳健增长。

4) 技术服务及其他：公司聚焦核心产业，于 2021 年剥离子公司万联科技通信，主动缩减低毛利业务；伴随数字人民币的深化推广、海外市场的不断推进，高毛利的技术服务类业务将呈现快速增长趋势，预计 2022-2024 年收入增速分别为 10%、30%、40%。

5) 毛利率显著改善；公司费用端管控效果可持续，各项费用整体维持稳定。

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
电子支付设备及生物识别产品	收入	1026.3	1180.3	1333.7	1507.1
	增速	16.5%	15.0%	13.0%	13.0%
	毛利率	29.0%	29.3%	29.5%	29.7%
收单及增值服务	收入	2372.0	3320.8	4483.1	5828.0
	增速	44.7%	40.0%	35.0%	30.0%
	毛利率	17.6%	21.0%	21.5%	22.0%
审核服务	收入	78.3	101.8	132.4	172.1
	增速	30.9%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	50.5%	50.5%	50.5%	50.5%
技术服务及其他	收入	135.0	148.6	193.1	270.4
	增速	158.5%	10.0%	30.0%	40.0%
	毛利率	24.2%	40.0%	41.0%	42.0%
合计	收入	3611.7	4751.5	6142.3	7777.6
	增速	37.2%	31.6%	29.3%	26.6%
	毛利率	21.8%	24.3%	24.5%	24.8%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 47.5 亿元（+31.6%）、61.4 亿元（+29.3%）和 77.8 亿元（+26.6%），归母净利润分别为 3.3 亿元（+62.9%）、4.6 亿元（+40.6%）、6.5 亿元（+40.7%），EPS 分别为 0.67 元、0.94 元、1.32 元，对应动态 PE 分别为 24 倍、17 倍、12 倍。

2.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取业务涉及电子支付服务领域的拉卡拉、新大陆、移卡以及优博讯 4 家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)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				20A	21A/E	22E	23E	20A	21A/E	22E	23E
300773.SZ	拉卡拉	188	23.51	1.16	1.37	1.65	1.94	26	17	14	12
000997.SZ	新大陆	169	16.38	0.44	0.63	0.76	1.00	35	26	21	16
300531.SZ	优博讯	57	17.16	0.37	0.56	0.81	1.09	43	31	21	16
9923.HK	移卡	108	23.80	0.87	0.97	0.91	1.57	32	23	22	12
平均值								34	24	20	14
300130.SZ	新国都	78	16.02	0.18	0.41	0.67	0.94	36	24	24	17

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看,2022 年行业平均估值为 20 倍,公司 PE 为 24 倍,略高于行业平均水平。国内随着数字化转型深化叠加数字货币快速推广,智能支付终端存量更新需求市场依旧广阔;海外移动终端接受度逐渐提升,电子支付产品需求旺盛。我们认为,公司凭借在电子支付行业的全产业链布局,持续应需更新迭代产品,占据国内领先地位;叠加公司新获欧盟市场的收单业务牌照,海外业务布局进一步完善,未来境内外业务均有望实现加速增长,故给予一定估值溢价。

此外,公司毛利率前两年受疫情冲击较大,伴随后续补贴优惠政策调整,毛利率有望显著改善,具备较大利润弹性,预计公司 2022-2024 年归母净利润 CAGR 达到 47.69%。综合来看,给予公司 2022 年 33 倍 PE,对应目标价 22.11 元,首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

疫情反复影响收单业务毛利率;数字人民币推广不及预期;海外业务拓展不及预期;支付终端行业竞争加剧。

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	3611.74	4751.50	6142.34	7777.63	净利润	202.76	330.30	464.28	653.23
营业成本	2825.12	3597.45	4638.99	5847.37	折旧与摊销	34.79	29.11	29.11	29.11
营业税金及附加	9.34	15.14	18.20	23.13	财务费用	3.49	-4.75	-6.14	-7.78
销售费用	198.13	242.33	294.83	349.99	资产减值损失	-15.87	-16.00	-16.00	-16.00
管理费用	198.84	560.68	706.37	871.09	经营营运资本变动	97.90	-220.28	-17.79	-99.79
财务费用	3.49	-4.75	-6.14	-7.78	其他	-89.82	32.63	1.36	20.54
资产减值损失	-15.87	-16.00	-16.00	-16.00	经营活动现金流净额	233.27	151.01	454.82	579.32
投资收益	0.22	0.00	0.00	0.00	资本支出	-29.83	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.01	0.00	0.00	0.00	其他	15.33	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	-14.49	0.00	0.00	0.00
营业利润	224.24	356.67	506.10	709.81	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.22	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	221.02	356.67	506.10	709.81	股权融资	20.01	0.00	0.00	0.00
所得税	18.26	26.36	41.82	56.59	支付股利	-121.42	0.00	-65.38	-91.90
净利润	202.76	330.30	464.28	653.23	其他	-77.40	-320.29	6.14	7.78
少数股东损益	2.10	3.41	4.80	6.75	筹资活动现金流净额	-178.80	-320.29	-59.23	-84.12
归属母公司股东净利润	200.67	326.89	459.48	646.47	现金流量净额	36.90	-169.27	395.59	495.20
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	1752.33	1583.05	1978.64	2473.84	成长能力				
应收和预付款项	555.72	846.13	1042.45	1317.82	销售收入增长率	37.21%	31.56%	29.27%	26.62%
存货	252.34	304.69	412.36	515.75	营业利润增长率	109.26%	59.05%	41.90%	40.25%
其他流动资产	127.00	166.13	213.88	270.02	净利润增长率	138.24%	62.90%	40.56%	40.70%
长期股权投资	12.88	12.88	12.88	12.88	EBITDA 增长率	94.72%	45.14%	38.85%	38.20%
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	106.75	86.42	66.08	45.75	毛利率	21.78%	24.29%	24.48%	24.82%
无形资产和开发支出	796.28	788.49	780.69	772.89	三费率	11.09%	16.80%	16.20%	15.60%
其他非流动资产	195.04	194.06	193.08	192.10	净利率	5.61%	6.95%	7.56%	8.40%
资产总计	3798.36	3981.85	4700.08	5601.06	ROE	7.97%	11.48%	14.17%	17.02%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.34%	8.30%	9.88%	11.66%
应付和预收款项	507.08	640.58	847.40	1056.53	ROIC	16.56%	22.89%	27.96%	35.35%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.27%	8.02%	8.61%	9.40%
其他负债	746.52	464.53	577.03	707.54	营运能力				
负债合计	1253.60	1105.11	1424.43	1764.08	总资产周转率	1.01	1.22	1.41	1.51
股本	489.20	489.20	489.20	489.20	固定资产周转率	38.98	49.19	80.55	139.09
资本公积	1082.63	1082.63	1082.63	1082.63	应收账款周转率	8.34	8.38	8.06	8.08
留存收益	1009.32	1336.21	1730.31	2284.89	存货周转率	12.48	12.54	12.61	12.49
归属母公司股东权益	2525.58	2854.15	3248.26	3802.84	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.47%	—	—	—
少数股东权益	19.17	22.59	27.39	34.14	资本结构				
股东权益合计	2544.75	2876.74	3275.65	3836.98	资产负债率	33.00%	27.75%	30.31%	31.50%
负债和股东权益合计	3798.36	3981.85	4700.08	5601.06	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.28	2.82	2.70	2.71
					速动比率	2.07	2.52	2.40	2.41
					股利支付率	60.51%	0.00%	14.23%	14.22%
					每股指标				
					每股收益	0.41	0.67	0.94	1.32
					每股净资产	5.16	5.83	6.64	7.77
					每股经营现金	0.48	0.31	0.93	1.18
					每股股利	0.25	0.00	0.13	0.19
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	262.53	381.02	529.07	731.15					
PE	39.05	23.97	17.06	12.12					
PB	3.10	2.75	2.41	2.06					
PS	2.17	1.65	1.28	1.01					
EV/EBITDA	23.70	15.92	10.72	7.08					
股息率	1.55%	0.00%	0.83%	1.17%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@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
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn