

业绩超预期，安防龙头开创业务新局面

投资要点

- **业绩总结:** 2021H1, 公司实现营业收入 339.0 亿元, 同比增长 39.7%; 实现归母净利润 64.8 亿元, 同比增长约 40.2%。
- **公司业绩超预期, 创新业务产品收入大幅提升。** 2021H1: 1) 从营收端来看, 由于公司继续拓宽创新业务产品线, 营收实现同比增长 39.7%。分业务来看, 公司产品及服务与建造工程营收仍然是绝对主力, 整体占公司营收 83.4%, 但整个创新业务产品线营收占公司营收 16.6%, 达到了历史最高, 其中机器人业务和其他创新业务两大创新业务产品营收同比增长率分别为 124.8%、215.3%。2) 从利润端来看, 2021H1 公司归母净利润同比大幅增长 40.2%, 远 3) 从费用端来看, 公司销售费用率为 12.4%, 同比下降 1.73pp; 管理费用率为 2.6%, 同比下降 0.97pp; 研发费用率为 11.4%, 处于稳步上升趋势。公司销售规模效益显著, 利用公司的龙头效应、长期稳固的客户群体和完善的分销渠道提高销售和管理边际效率, 费用端控制有效。
- **智能+安防时代拓宽公司产品使用场景。** AI 正在融入整个“泛安防”生态圈, 安防行业上游得到了更新, 下游产品迎来整体升级。公司已经逐渐转型为一套构建开放合作、致力于智慧城市和数字化企业等智慧业务的建设与服务的生态系统。随着 AI、大数据时代的到来, 智能+安防的结合模糊化了泛安防行业的边界, 许多需求有望被满足。
- **公司坚持技术创新, 硬件软件两手抓。** 2021 年 H1, 公司研发投入 38.8 亿元, 占公司营业收入比例为 11.44%。硬件方面, 公司视频产品继续强化其龙头地位, 实现马太效应, 非视频产品积极围绕 AI 进行升级。软件方面, 公司持续构建大系统软件支撑能力, 建立生态系统, 公司以物联感知、人工智能、大数据为核心的技术体系不断完善, 综合竞争力强上加强。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 1.82 元、2.16 元、2.45 元, 未来三年归母净利润复合增速有望达到 19% 以上。考虑到公司全球安防业务龙头地位, 随着 AI 赋能逐步落地、创新业务的陆续孵化, 公司估值体系将随着软件化率的提升稳健上行, 我们给予公司 2021 年 45 倍 PE 估值, 对应目标价 82.06 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新冠疫情反复影响下游需求; 技术研发进展不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	63503.45	82632.38	95353.21	111694.78
增长率	10.14%	30.12%	15.39%	17.14%
归属母公司净利润 (百万元)	13385.53	17023.98	20173.79	22869.41
增长率	7.82%	27.18%	18.50%	13.36%
每股收益 EPS (元)	1.43	1.82	2.16	2.45
净资产收益率 ROE	25.11%	25.11%	23.84%	22.08%
PE	47.05	36.96	31.19	27.51
PB	11.70	9.22	7.40	6.06

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
 执业证号: S1250521050001
 电话: 0755-23617478
 邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	93.36
流通 A 股(亿股)	81.43
52 周内股价区间(元)	33.63-69.08
总市值(亿元)	6,292.33
总资产(亿元)	871.19
每股净资产(元)	5.67

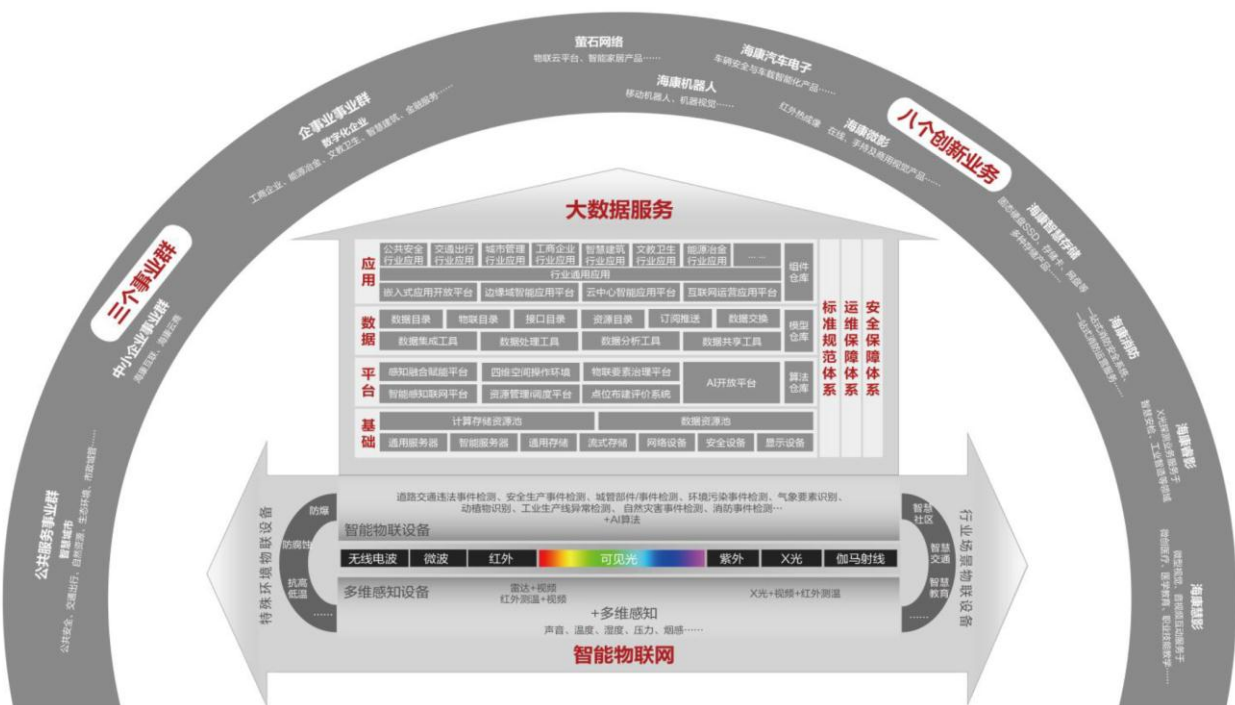
相关研究

1 视频物联网行业龙头，AI 时代布局“智能+安防”

海康威视成立于 2001 年，于 2010 年在深交所中小企业板挂牌上市。公司为世界安防龙头企业，面向全球提供领先的视频产品、专业的行业解决方案与内容服务。自从 2011 年跃居 IHS 全球视频监控市占率排名第一位之后，海康威视稳坐该安防龙头宝座十载。在 A&S “全球安防 50 强”榜单中，海康威视连续 4 年蝉联第一位。公司也积极布局新兴市场和新兴业务，基于互联网推出了面向家庭和小微企业的相关产品及云服务平台；进入智能制造领域，推出了一系列机器视觉产品及解决方案。

作为一家以板卡和 DVR 数字视频录像机产品起家的公司，海康威视已经逐渐转型为以视频为核心竞争力的物联网解决方案和大数据服务提供商，并聚焦综合安防、大数据服务和智慧业务等领域的业务。近年来，海康威视开始提供软硬融合、云边融合的智能物联网产品及服务，并提供物信融合、数智融合的大数据平台产品及服务，马不停蹄地拓展智能家居、移动机器人与机器视觉、汽车电子、智慧存储、红外热成像、智慧消防、智慧安检、智慧医疗等创新业务的版图。

图 1：公司业务全景图



资料来源：公司年报，西南证券整理

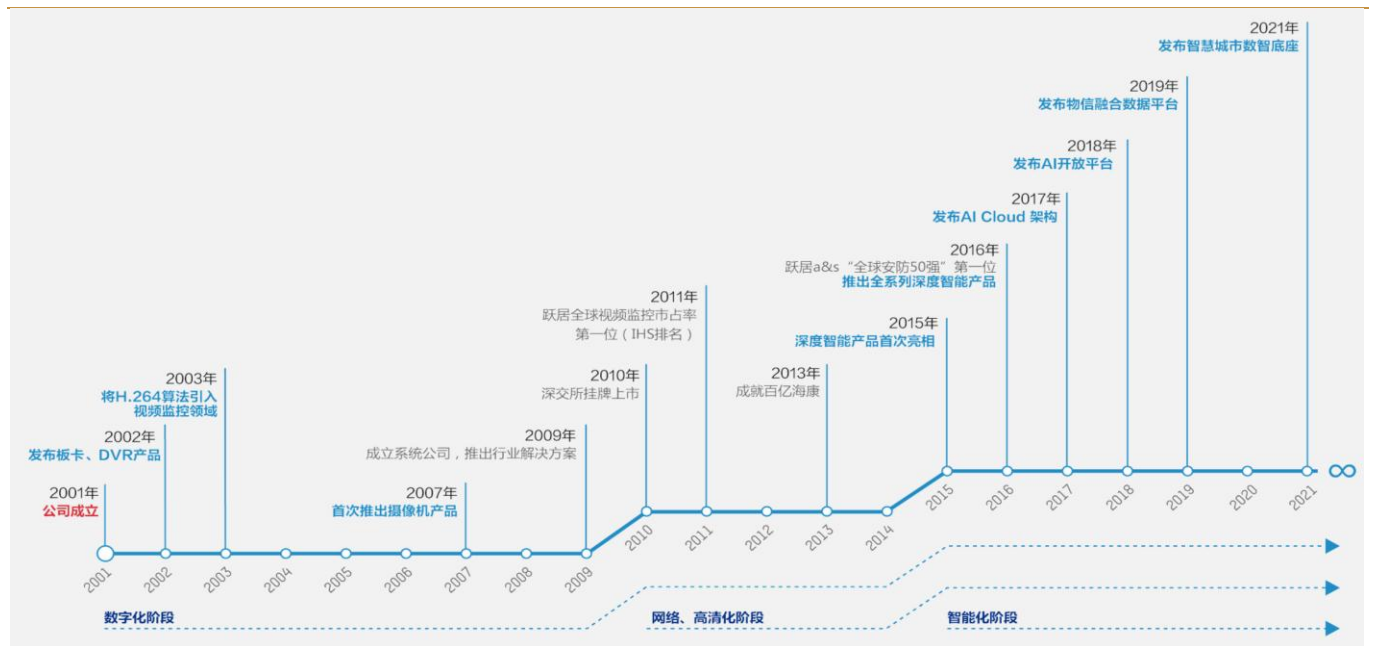
技术模式创新与拓展业务布局并进，保持全球视频物联网领域的龙头地位。回顾海康威视 20 年的发展，公司的发展主要可以分为三个阶段：

- **2001-2007 年：模拟时代的起步积累期。**海康威视在 2001 年起步时定位为单一产品生产商，以生产板卡为主，2002 年开始推出 DVR 数字视频录像机产品。由于解决了 VCR 存储小、画面不清晰等问题，DVR 开始迅速替代 VCR 成为安防行业的主流。次年公司更进一步将 H. 264 算法引入视频监控领域，这种高度压缩数字视频编解码器标准将同等图象质量下的压缩效率比以前的标准提高了 2 倍以上，因

此也成为了使用最广泛的视频压缩技术。由于牢牢抓住了这次视频技术革命的机会，公司在国内视频市场份额步步攀升。2007年，公司板卡和DVR数字视频录像机产品在国内外市占率超过了40.0%。

- **2007-2015年：数字时代的模式转型和加速成长期。**2007年，海康威视首次推出摄像机产品，并在2009年提出行业解决方案模式，扩大公司经营范围。公司的侧重也从从以后端的录像设备（如采集设备采集卡、硬盘录像机等）逐渐向前端产品（如摄像机、智能球机、网络光端机等）倾斜，使得前端产品获得较高毛利率和市场份额，逐渐成为公司盈利支撑点。公司抓住了技术变革机遇，在技术路径上实现了抢占外资安防厂商的份额，并于2011年首次成为全球视频监控市占率第一名，之后便牢牢坐稳安防市占率第一宝座。2013年公司市值过百亿，成就“百亿海康”。
- **2015年至今：AI时代的智能产品和大数据业务的持续开拓期。**2015年，海康威视深度智能产品——“猎鹰”和“刀锋”智能服务器——首次亮相，次年持续推出新品“超脑”、“神捕”、“脸谱”系列以及“深眸”全系列。2017年发布AI Cloud架构，2018年开放AI平台。2021年公司进一步发布智慧城市数智底座，目的是为智慧城市的建设者提供平台、算法、模型和服务。2015年至今，公司主动开拓音视频技术、云计算、大数据、人工智能等技术升级，并利用自己安防领域的优势，结合智能产品和大数据分析，推动安防AI升级。现在公司有五大优势：1. 实现软硬件研发互为支持，2. 感知融合赋能平台应运而生，3. 数据资源平台在多行业发力，4. 智能应用开放平台赋能行业，5. 开放生态赋能体系全面形成。
- **未来：AI落地，“智能+安防”战略优势会更加凸显。**公司已经从安防视频物联网行业龙头逐渐转型为一套构建开放合作、致力于智慧城市和数字化企业等智慧业务的建设与服务的生态系统。未来智能+安防”战略优势会更加凸显。

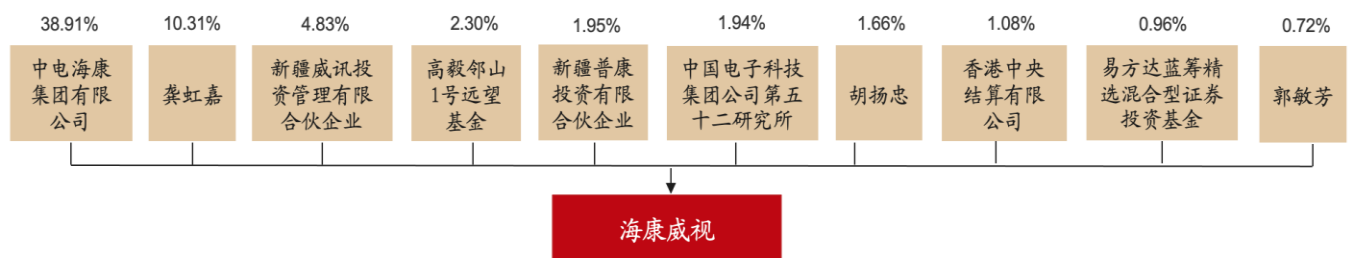
图 2：公司主要发展历程



资料来源：公司官网，西南证券整理

公司股权结构相对集中，有利于公司长期稳定经营。公司的实际控制人为中国电子科技集团有限公司，中电海康集团有限公司与中国电子科技集团第五十二研究所同受其控制，因此其直接或间接持有公司 40.85% 的股权。除以上一致行动人，持股 10.31% 的境外自然人股东龚虹嘉先生与持股 1.95% 的新疆普康投资有限合伙企业的有限合伙人陈春梅女士为夫妻关系；境内自然人股东胡扬忠先生同时持有持股 4.83% 的新疆威讯投资管理有限合伙企业和持股 1.95% 的新疆普康投资有限合伙企业的部分股份。公司股权结构较为集中，管理层常年稳固，有利于做出与公司的长期利益一致的决定，对公司的长期稳定经营有积极影响。

图 3：公司前十大股东



资料来源：公司公告，西南证券整理（截至 2021H1）

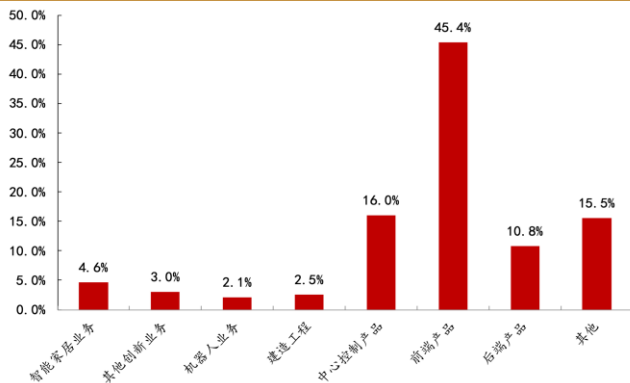
公司高成长性保证员工激励实施，激励兑现调动团队积极性。公司为激励员工、绑定员工和公司利益并且助力公司长期发展，在 2012 年制定了 10 年期、每两年一次的股权激励计划，截至 2020 年底，已兑现了四次授予的进行。公司高成长性保证了股权激励的实施和兑现，有助于激发员工积极性，保持核心员工稳定，健全长期发展机制，提升企业市场综合竞争力。

公司的主营业务主要包括：视频监控产品和创新业务产品。其中，视频监控产品包括建造合同 和产品及服务（包括中心控制产品、前端产品、后端产品和其他产品）；创新业务产品包括智能家居业务、机器人业务和其他创新业务。

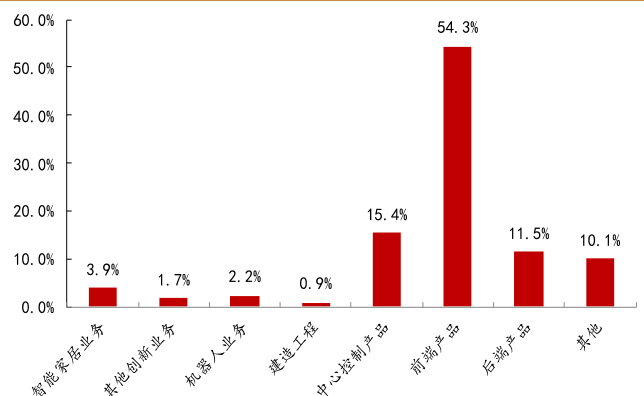
从营收结构来看，2020 年，公司视频监控产品实现收入 573.4 亿元，同比增长 7.7%，营业收入占比为 90.3%，是公司营收的主要来源；其中，前端产品营业收入 288.4 亿元，营收占比 45.4%，一直是公司自从 2011 年上市以来营收来源最大的细分板块。公司创新业务产品实现收入 61.7 亿元，同比增长 39.0%，营业收入占比 9.7%；其中，其他创新业务和机器人业务占比分别为 3.0%、2.1%，虽营收占比较小，但目前是行业热门的赛道，2019 年至 2020 年同比增速分别为 83.6% 和 67.0%，未来营收有望快速增长。2021H1，公司产品及服务与建造工程营收 280.8 亿元，整体占公司营收 83.4%；创新业务创下营收 55.8 亿元，整体占公司营收 16.6%。值得注意的是，2021 年上半年创新业务达到历史营收占比最高。创新业务发展如此之快的主要原因是智能家居分拆上市工作稳步有序推进，以及机器人业务凭借深厚的算法积累和强大的软硬件开发能力持续助力全球智能制造的发展。公司创新业务正在逐渐打开局面，成为推动公司进一步发展的新动力。

从毛利结构来看，2020 年，公司主要业务中，视频监控产品毛利率为 47.5%，毛利占比为 92.2%；创新业务产品毛利率为 51.9%，毛利占比为 7.8%。值得注意的是，公司的中流砥柱——视频监控产品的前端产品——毛利占比为 54.3%，超过该细分板块的营收占比，且前端产品毛利率也一直维持在 50% 左右的较高水平，在 2020 年高达 55.6%。这是由于马太效应，海康威视前端产品的龙头效应增强，而规模化生产又使得成本大幅下降，随着行业

集中度上升, 前端产品进一步被市场所认可, 形成了正反馈。而 2020 年视频监控产品的建设工程毛利率为 16.2%, 毛利占比仅为 0.9%。2021H1, 视频监控产品中的建设工程和创新业务产品中的其他创新业务毛利率有较大幅度的增长, 建设工程毛利率比上年同期上涨 7.4%, 增至 29.0%; 其他创新业务毛利率比上年同期上涨 9.1%, 增至 42.1%。公司整体毛利率上涨 3.1%, 增至 41.6%。产品的毛利率受上游供应商与下游客户供求关系影响。

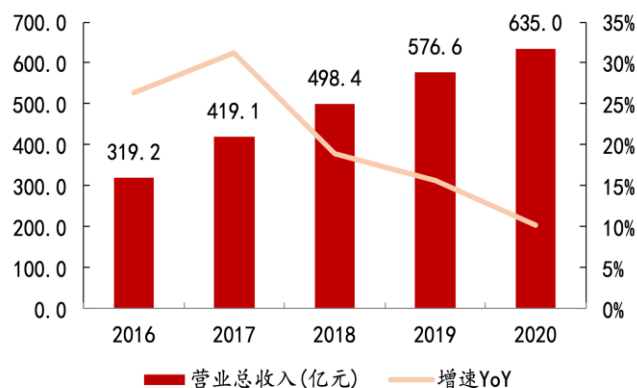
图 4: 公司 2020 年主营业务结构情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

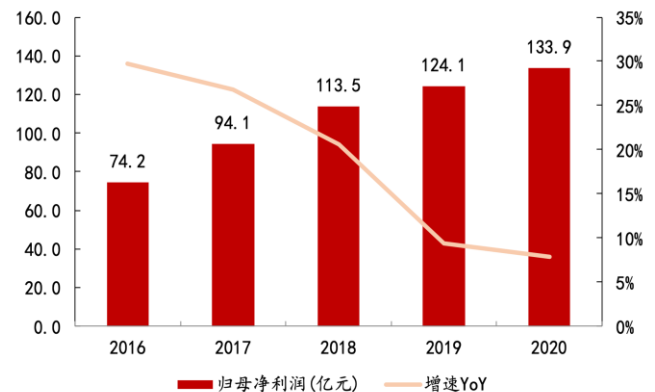
图 5: 公司 2020 年主营业务毛利占比


数据来源: Wind, 西南证券整理

营业收入和归母净利润企稳回升。回顾公司往年的经营情况: 2016-2020 年, 公司营业收入由 319.2 亿元增至 635.0 亿元, 年复合增长率约为 18.8%; 公司归母净利润由 74.2 亿元增至 133.9 亿元, 年复合增长率为 15.9%。其中 2017 年的营业收入实现接近一年增长约 100 亿, 同比增长 31.3%; 归母净利润同比增长 26.8%。然而 2018 年开始, 公司营收和归母净利润虽持续上升, 但增速均放缓, 这是由于中美贸易摩擦频繁、全球新冠疫情等诸多因素。2020 年公司营收增速跌至 2011 年以来的最低水平, 同比增速只有 10.1%。然而 2021 年 H1, 由于疫情放缓带动的经济回暖和下游应用景气度提升, 公司营收实现了 39.7% 的同比增长, 归母净利润实现了 40.2% 的同比增长。

图 6: 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

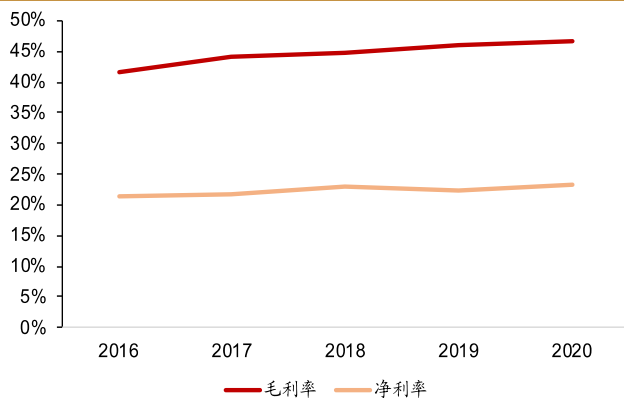
图 7: 公司归母净利润及增速情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司盈利能力基本维稳，龙头规模效应显著使费用率下降。1) 利润率方面：2020 年，公司毛利率为 46.5%，较去年同期增加 0.54pp；净利率为 23.2%，较去年同期增加 0.87pp。2021H1，公司毛利率为 46.3%，同比下降 3.5pp；净利率为 20.2%，同比增加 1.0pp。综合毛利率的下降是由于产品及服务（包括中心控制产品、前端产品、后端产品和其他产品）毛利率的同期下降 4%，而该部分业务占整体营收的 83.4%，因此虽然有建造工程和其他创新业务对毛利率的拉动，毛利率仍然受下行权重影响较大。而在各方面的不同方向的作用下，公司净利率相对维持了稳定。

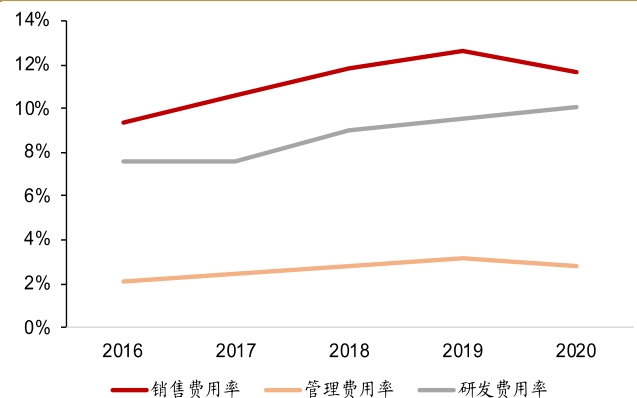
2) 费用率方面：2020 年，公司销售费用率为 11.6%，同比下降 0.97pp；管理费用率为 2.8%，同比下降 0.34pp；研发费用率为 10.0%，同比增加 0.53pp。2021H1，公司销售费用率为 12.4%，同比下降 1.73pp；管理费用率为 2.6%，同比下降 0.97pp；研发费用率为 11.4%，同比下降 1.18pp。“三费”同比均有所下滑。公司销售规模效益显著，能有效利用公司的龙头效应、长期稳固的客户群体和完善的分销渠道提高销售边际效率。研发费用率增长主要系因为公司持续加大信息技术服务领域的研发投入，雄厚的研发实力有助于奠定强大护城河。

图 8：公司毛利率和净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

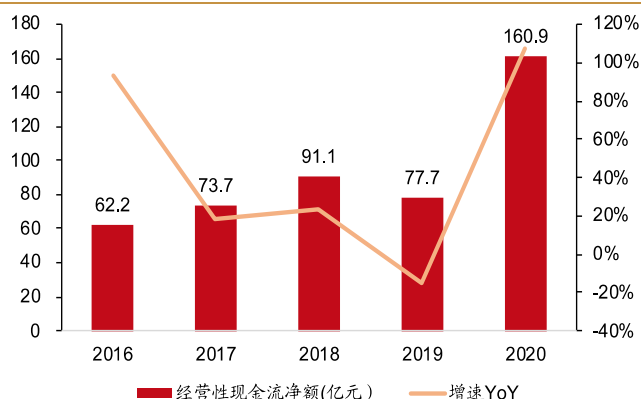
图 9：公司费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

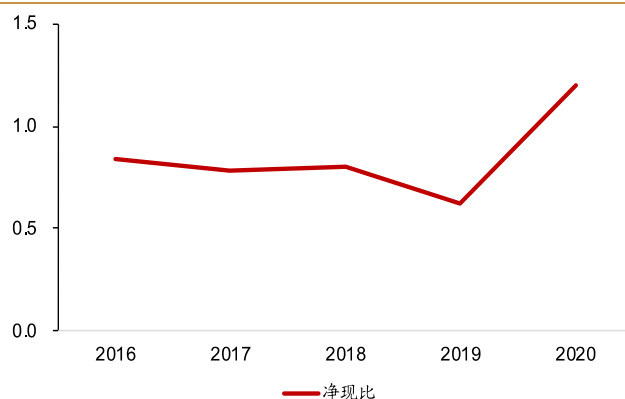
经营性现金流净额整体波动较为剧烈，净现比大幅提升彰显公司经营质量。1) 经营活动现金流：2011-2020 年，公司经营活动现金流净额整体波动剧烈，2014、2016 年经营活动现金流净额同比增速均接近 100%，2020 年增速达到 107.1%，但 2015、2019 年经营活动现金流净额同比增速为负，这是因为公司现金流净额受到整个科技行业整体影响巨大。公司经营活动整体来说非常活跃，经营活动现金流净额从 2011 年的 14.4 亿元增长至 2020 年的 160.1 亿元，期间复合增长率达 33.8%。2021H1，公司经营性现金流净额为 19.6 亿元，同比增长 270.5%，虽然去年现金流有受到疫情影响，但仍然可见公司现金流情况处于健康水平且持续向好。2) 净现比：2016-2019 年，公司净现比稳中有落，维持在 0.9 以下。而 2020 年公司净现比为 1.2，同比提升一倍，主要因为公司当年现金流量净额增量较大。2021H1，公司净现比为 0.3，同比提升 20 倍，这主要是由于去年现金流受到疫情影响较大，而且公司的经营质量在持续提升。

图 10：公司经营活动现金流情况及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司经营活动现金流情况及增速



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：

假设 1：公司产品及服务板块持续稳定增长。2020 年在新冠疫情影响下，公司业绩增速放缓，21 年上半年公司业绩增速实现强势反弹，在持续技术创新和研发的推动下，公司传统产品有望进一步强化优势地位，毛利率稳中有升，预计公司产品及服务板块 2021~2023 年销量同比增长 25%、10%、10%，毛利率分别为 50%、52%、52%。

假设 2：公司大力发展创新业务，凭借深厚的算法积累和强大的软硬件开发能力，在智能家居、机器人业务和其他创新业务上逐渐打开局面，未来业绩放量将进一步支撑公司利润增长。我们预计公司智能家居业务 2021~2023 年销量增长分别为 40%、30%、30%，毛利率保持在 39% 的水平；同期机器人业务销量增长分别为 100%、60%、60%，毛利率分别为 50%、49%、49%；其他创新业务销量增长分别为 120%、60%、60%，毛利率分别为 42%、40%、40%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2020A	2021E	2022E	2023E
产品及服务	收入	557.2	696.5	766.2	842.8
	增速	6.9%	25.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	48.4%	50.0%	52.0%	52.0%
智能家居	收入	29.2	40.9	53.1	69.1
	增速	12.6%	40.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	39.3%	39.0%	39.0%	39.0%
机器人业务	收入	13.6	27.2	43.5	69.6
	增速	66.9%	100.0%	60.0%	60.0%

单位：亿元		2020A	2021E	2022E	2023E
	毛利率	48.2%	50.0%	49.0%	49.0%
其他创新业务	收入	18.9	41.6	66.6	106.5
	增速	83.5%	120.0%	60.0%	60.0%
	毛利率	26.4%	42.0%	40.0%	40.0%
工程施工	收入	16.1	20.2	24.2	29.1
	增速	47.9%	25.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	16.2%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	635.0	826.3	953.5	1116.9
	增速	10.1%	30.1%	15.4%	17.1%
	毛利率	46.5%	48.2%	49.4%	48.9%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取了四家主流可比公司分别为大华股份、虹软科技、佳都科技和易华录。考虑到公司全球安防业务龙头地位，随着 AI 赋能逐步落地、创新业务的陆续孵化，公司估值体系将随着软件化率的提升稳健上行，我们给予公司 2021 年 45 倍 PE，对应目标价 82.06 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002236.SZ	大华股份	22.46	1.30	1.51	1.80	2.17	15.27	14.87	12.45	10.37
688088.SH	虹软科技	50.88	0.62	0.84	1.16	1.33	112.89	60.46	43.80	38.34
300212.SZ	易华录	27.81	1.06	1.06	1.44	1.87	29.05	26.17	19.31	14.91
600728.SH	佳都科技	7.63	0.05	0.21	0.31	0.00	145.26	37.15	24.46	0.00
平均值							75.62	34.66	25.00	15.90

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2021.07.23 收盘）

3 风险提示

- 1) 新冠疫情反复带来的需求不确定风险；
- 2) 公司技术研发进展不达预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	63503.45	82632.38	95353.21	111694.78	净利润	13678.32	17396.36	20615.07	23369.66
营业成本	33957.70	42804.72	48285.16	57072.94	折旧与摊销	845.39	538.12	555.38	567.46
营业税金及附加	416.26	541.65	625.04	732.16	财务费用	396.25	423.34	514.52	692.37
销售费用	7377.79	9249.74	11021.52	13130.80	资产减值损失	-363.11	0.00	0.00	0.00
管理费用	1790.01	10548.02	12217.13	14284.37	经营营运资本变动	877.80	-3222.33	-3559.98	-3560.70
财务费用	396.25	423.34	514.52	692.37	其他	653.50	-191.12	-61.17	-79.99
资产减值损失	-363.11	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	16088.16	14944.37	18063.83	20988.80
投资收益	169.28	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1152.01	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	85.46	85.46	85.46	85.46	其他	-1402.63	1086.67	85.46	85.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2554.63	1086.67	85.46	85.46
营业利润	15196.67	19150.37	22775.30	25867.61	短期借款	1359.16	-3999.25	0.00	0.00
其他非经营损益	76.30	59.18	67.74	63.46	长期借款	-2643.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	15272.97	19209.54	22843.03	25931.07	股权融资	1050.24	-7.61	0.00	0.00
所得税	1594.65	1813.18	2227.96	2561.41	支付股利	-6540.39	-2677.11	-3404.80	-4034.76
净利润	13678.32	17396.36	20615.07	23369.66	其他	2213.89	-3846.02	-514.52	-692.37
少数股东损益	292.79	372.38	441.28	500.24	筹资活动现金流净额	-4560.10	-10529.99	-3919.32	-4727.13
归属母公司股东净利润	13385.53	17023.98	20173.79	22869.41	现金流量净额	8509.17	5501.05	14229.96	16347.13
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	35459.73	40960.78	55190.74	71537.87	成长能力				
应收和预付款项	23578.97	31336.44	35870.04	42035.93	销售收入增长率	10.14%	30.12%	15.39%	17.14%
存货	11477.91	14048.08	16434.81	19346.03	营业利润增长率	10.86%	26.02%	18.93%	13.58%
其他流动资产	4246.30	908.96	991.20	1135.23	净利润增长率	9.73%	27.18%	18.50%	13.36%
长期股权投资	864.03	864.03	864.03	864.03	EBITDA 增长率	19.41%	22.35%	18.56%	13.76%
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	7301.24	6897.97	6477.44	6044.83	毛利率	46.53%	48.20%	49.36%	48.90%
无形资产和开发支出	1525.52	1401.53	1277.54	1153.55	三费率	15.06%	24.47%	24.91%	25.16%
其他非流动资产	4247.99	4237.13	4226.27	4215.41	净利率	21.54%	21.05%	21.62%	20.92%
资产总计	88701.68	100654.92	121332.07	146332.88	ROE	25.11%	25.11%	23.84%	22.08%
短期借款	3999.25	0.00	0.00	0.00	ROA	15.42%	17.28%	16.99%	15.97%
应付和预收款项	19278.65	24946.59	28189.58	33187.16	ROIC	49.63%	56.87%	58.95%	59.69%
长期借款	1961.17	1961.17	1961.17	1961.17	EBITDA/销售收入	25.89%	24.34%	25.01%	24.29%
其他负债	8982.88	4470.78	4694.67	5363.00	营运能力				
负债合计	34221.94	31378.54	34845.41	40511.32	总资产周转率	0.77	0.87	0.86	0.83
股本	9343.42	9335.81	9335.81	9335.81	固定资产周转率	10.89	14.03	16.33	19.71
资本公积	5178.78	5178.78	5178.78	5178.78	应收账款周转率	2.93	3.27	3.10	3.12
留存收益	40479.03	54825.91	71594.90	90429.56	存货周转率	2.85	3.21	3.06	3.10
归属母公司股东权益	53794.31	68218.57	84987.57	103822.22	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.35%	—	—	—
少数股东权益	685.43	1057.81	1499.09	1999.33	资本结构				
股东权益合计	54479.74	69276.38	86486.66	105821.56	资产负债率	38.58%	31.17%	28.72%	27.68%
负债和股东权益合计	88701.68	100654.92	121332.07	146332.88	带息债务/总负债	17.42%	6.25%	5.63%	4.84%
					流动比率	2.39	3.07	3.41	3.57
					速动比率	2.03	2.58	2.89	3.06
					股利支付率	48.86%	15.73%	16.88%	17.64%
					每股指标				
					每股收益	1.43	1.82	2.16	2.45
					每股净资产	5.76	7.31	9.10	11.12
					每股经营现金	1.72	1.60	1.93	2.25
					每股股利	0.70	0.29	0.36	0.43
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	16438.32	20111.82	23845.20	27127.45					
PE	47.05	36.96	31.19	27.51					
PB	11.70	9.22	7.40	6.06					
PS	9.91	7.61	6.60	5.63					
EV/EBITDA	36.48	29.14	23.98	20.48					
股息率	1.04%	0.43%	0.54%	0.64%					

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
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 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

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。

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@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
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@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	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn