

## 营收利润双增长，研发创新有实效

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年全年实现收入 3.3 亿元, 同比增长 3.3%; 实现归母净利润 0.5 亿元, 同比增长 7.9%。2023 年一季度实现收入 0.3 亿元, 同比增长 9.9%; 实现归母净利润亏损 0.2 亿元, 亏损规模同比缩减 4.1%。
- **营收规模稳中有升, 盈利能力不断增强。** 1) 从营收端来看, 2022 年公司营业收入同比增长 3.3%, 稳中有升, 主要系公司产品持续受到市场广泛认可, 业务价值不断提升。2023 年一季度实现营业收入 0.3 亿元, 同比增长 9.9%, 增长预期乐观。2) 从利润端来看, 2022 年公司归母净利润同比增长 7.9%, 主要系公司内部管理控制成效显著, 产品毛利率均有提升。2022 年公司销售毛利率为 59.6%, 同比提升 2.8pp; 净利率为 16.1%, 同比提升 1.6pp。3) 从费用端来看, 2022 年公司销售、管理、研发费用率分别为 16.9%、9.3%和 15.1%。其中, 研发投入 0.6 亿元, 同比增长 26.5%, 主要系公司加大研发力度, 持续更新现有产品, 推动技术创新, 加强创新实力。
- **网络安全注重实质合规, “数字风洞”推动测评专业化。** 网络安全行业顶层设计不断完善, 事件频发, 驱动“实质合规”监管, 激发了更大的网络安全市场需求。根据 IDC 数据, 2026 年, 我国网络安全支出规模预计达 288.6 亿美元, 5 年复合增速达 18.8%, 市场空间广阔。网络安全测试评估作为企业建立安全网络的首要环节, 专业化、标准化需求旺盛。2022 年 11 月, 公司发布面向安全测试评估领域的“数字风洞”产品体系战略, 推动网络安全测试评估驶入专业赛道, 开启网络和数据安全崭新的“证无”时代, 全面保障用户网络和数据安全。
- **攻防基因突出, 聚焦创新持续领先。** 公司“攻防”基因突出, 平行仿真技术获北京市科技部一等奖, 曾多次承办工信部工业互联网大赛, 以“裁判员”和“运动员”双重身份领导网络靶场行业, 具有广泛的市场影响力。公司以研发创新为驱动, 持续强化科技支撑。2022 年, 先后发布了网络安全竞赛平台 V4.0 版本等 5 项产品, 丰富现有产品功能矩阵。同时, 公司持续推动核心产品迭代升级, 目前有春秋云境实网对抗演训靶场平台 V4.0 等 13 个在研项目, 持续拓展公司产品应用场景和落地范围。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.79 元、2.68 元、3.61 元, 未来三年归母净利润将达到 49.2%的复合增长率。考虑到公司是网络靶场领域领航者, 技术实力领先, 积极承担国家级网络安全演练, 以自有平台为我国网络安全行业培养更多人才, 持续提高公司行业影响力和品牌知名度, 预计公司订单量将迎来显著增长, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 项目研发进度缓慢、应收账款发生坏账、IT 预算不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	330.66	493.82	733.43	1055.05
增长率	3.28%	49.34%	48.52%	43.85%
归属母公司净利润(百万元)	50.80	83.61	125.49	168.84
增长率	7.93%	64.58%	50.08%	34.55%
每股收益 EPS(元)	1.08	1.79	2.68	3.61
净资产收益率 ROE	5.05%	7.45%	10.18%	12.20%
PE	87	53	35	26
PB	4.19	3.90	3.54	3.15

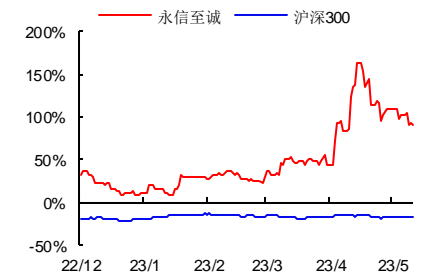
数据来源: Wind, 西南证券

### 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

分析师: 叶泽佑  
执业证号: S1250522090003  
电话: 13524424436  
邮箱: yezy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	0.47
流通 A 股(亿股)	0.10
52 周内股价区间(元)	51.20-133.12
总市值(亿元)	44.02
总资产(亿元)	11.80
每股净资产(元)	22.48

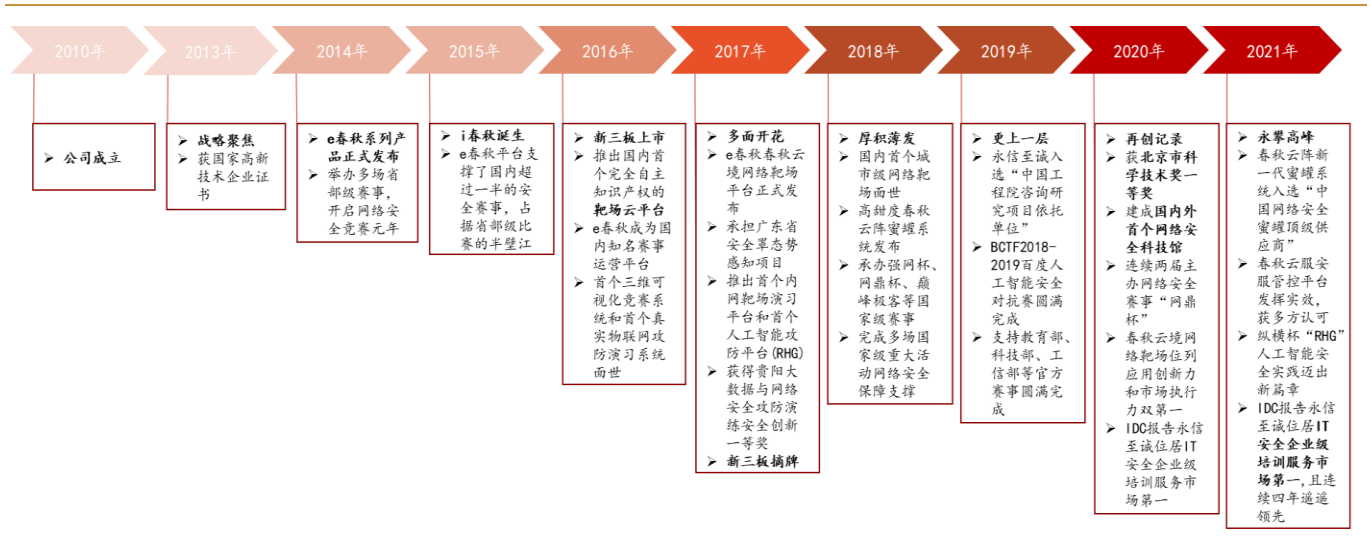
### 相关研究

# 1 专注网络靶场攻防技术，致力带给世界安全感

公司成立于 2010 年，是国内 IT 安全企业级培训服务市场龙头。永信至诚专注于网络靶场攻防技术，致力于解决产业数字化转型缺乏网络安全仿真测试环境、网络安全人员实战能力不足、政企用户缺乏主动防护能力等问题，主要从事网络靶场系列产品、安全管控与蜜罐系列产品、安全工具类产品、安全防护系列服务等产品与服务的研发、生产与销售。

公司专注自主研发，技术实力受到广泛认可。2018 年，公司自主研发的网络安全实验室靶场平台获得国家计算机网络应急技术处理协调中心网络安全创新产品（技术）一等奖，及中国信息安全测评中心中国信息安全产业优秀创新型产品解决方案称号。2022 年，公司积极响应市场需求，基于网络靶场技术优势推出了“数字风洞”产品体系为政企用户数字化转型提供专业的安全测试保障和专有人才支撑，以“带给世界安全感”为愿景，致力于成为中国网络空间与数字时代安全基础设施关键建设者。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

基于网络空间平行仿真技术和网络攻防对抗技术，公司形成了涵盖“预防、识别、攻击”全过程的网络安全产品，主要产品及服务包括网络靶场系列产品、安全管控与蜜罐产品、安全工具类产品、安全防护系列服务、网络安全竞赛服务和其他服务。为下游客户在数字化转型中提供安全性测试、检验和评估安全防范体系以及防范和化解重大网络安全风险解决方案，为政企、院校、科研机构等单位网络安全人才培养提供重要支撑平台。

公司主要产品如下所示：

表 1：公司主要产品及介绍

产品系列	产品名称	产品介绍
网络靶场系列产品	春秋云境网络靶场	春秋云境网络靶场平台是进行网络安全研究、人才培养、实战演练、安全测试、效能分析及态势推演等的专业试验平台。
安全管控与蜜罐产品	春秋云阵新一代蜜罐系统	春秋云阵新一代蜜罐系统能够仿真构建单体蜜罐以及场景化的蜜网网络，利用“高甜度”的仿真能力保护真实业务系统的安全。

产品系列	产品名称	产品介绍	
	春秋云势网络安全态势感知与处置平台	该平台能够采集和结构化处理各类网络安全设备和探针的数据,并基于公司网络攻防行业的深厚积累,构建黑客攻击画像模型系统,分析和展示攻击的宏观态势和微观行为。	
安全工具类产品	流量监测类产品	针对流量数据进行捕获分析和监测预警的系列产品,对网络流量数据进行实时捕获分析,为监管部门提供一个高效的监测预警平台,帮助监管部门及时发现网络犯罪分子的不法行动。	
	数据分析类产品	基于数据处理与计算分析的自动化关联技术,利用大数据分析技术,及时发现网络违法线索,为监管部门进一步打击网络违法活动提供价值分析。	
	业务支撑类产品	帮助业务部门实现对日常业务的综合性管理,提高业务部门的工作效率和监管水平。	
	安全辅助类产品	为监管部门开展信息采集、网络调查、业务分析、网络取证提供支撑和保障。	
安全防护系列服务	安全检测与评估	风险评估服务	对企事业单位的业务系统网络安全防护,主机的访问控制、身份识别,应用的逻辑安全、数据库安全,管理制度等方面进行安全评估,结合评估现状编写评估报告和整改建议。
		安全众测服务	通过公司专业的安全众测服务平台,以远程方式对授权系统目标进行漏洞发现,并通过人工验证方式,对发现的 Web 应用漏洞、主机操作系统漏洞、数据库漏洞、弱口令、信息泄露等各种类型漏洞进行验证,查找发现系统可能存在的安全漏洞和安全隐患。
		渗透测试服务	通过公司专业的安服管控平台(远程)或现场方式,借助专业工具和技术手段对授权业务系统开展渗透检测,查找发现系统存在的安全漏洞,验证系统遭受攻击后可能造成的破坏影响程度,并提供精准的系统漏洞风险报告和修复建议。
		行业专项安全检测	面向行业监管单位及电力、金融、通讯、交通、政府部委等大型企业事业单位的关键基础信息系统,组织安全可靠并了解行业业务特点的专项专业技术人员,对行业客户关键基础信息系统进行专项安全检测。
		APP 安全检测服务	安全服务人员 APP 客户端程序软件权限、数据安全性、通讯安全性、安装与卸载安全性、人机交互安全性等各个层面进行安全测试、检查,全面发现 Android、iOS 系统的 APP 应用程序可能存在的安全缺陷。
		代码审计服务	通过专业的审计工具和人工审查的组合审计方式对系统的源代码和软件架构的安全性、可靠性进行全面的全面的安全检查,挖掘系统代码中存在的安全缺陷及规范性缺陷;查找、发现系统软件中逻辑性错误和潜在的安全漏洞,并提供代码修订措施和建议。
	安全咨询	网络安全防护体系规划设计服务	采用现场的方式,对企事业单位的现有业务信息化系统应用对象、网络安全能力、网络安全管理制度开展调研和分析,为其提供综合的网络安全防御与运行体系建议。
		合规性建设咨询服务	安全咨询服务人员采用现场的方式,基于国家网络安全等级保护 2.0 标准,协助完成等级保护测评建设实施。
	安全运维与分析处置	安全加固服务	通过现场或远程的方式,依据前期安全检测中发现的问题和整改建议,对存在安全风险的系统进行修改和优化安全策略、系统漏洞和软件升级更新,提高信息系统的安全性和抗攻击能力。
		事件分析评估服务	通过现场方式,对可能存在被攻击的应用系统进行技术处理,查找系统存留的攻击者痕迹,发现正在发生或已经发生的攻击行为,并通过对攻击手段评估可能造成的后果和不良影响。
		追踪溯源服务	追踪溯源服务可以准确识别安全事件的攻击源地址、路径和方式等信息,帮助客户实施针对性的防护策略,阻止网络攻击行为。

产品系列	产品名称		产品介绍
		应急响应服务	当客户信息系统发生安全事件时,专业安全服务人员通过对安全事件分析判断,提出解决方案,协助客户查找安全事件的根源,防止后续同类事件的发生。
		安全重保服务	在国家举办重要活动、会议时期,组织专业安全队伍和专业设备,协助客户共同保障信息系统安全。
		行业协防值守服务	面向电力、通讯、金融、交通等国家重要行业单位,在特殊时期为行业客户提供可持续运营协防保障服务。
安全能力建设与评估		人员能力评估画像服务	通过专业的人才培训评价系统和专业讲师的分析报告,为客户网络安全人才梯队建设和考评提供参考依据。
		行业专业梯队安全能力建设服务	针对内部专业梯队,制定行业化内容体系等服务,为行业用户,持续提升专业梯队能力。
		攻防演习服务	面向行业监管单位及电力等各大型企业事业单位,组织开展“真攻真防”的攻防演习活动。
其他服务		线上安全培训	主要通过 i 春秋实训平台开展,为政企用户、个人用户提供在线网络安全实验环境。
		线下安全培训	线下安全培训分为线下培训就业班、线下培训定制班和国家网络安全技术认证班三种类型。
	网络安全竞赛服务		公司网络安全赛事运营服务包括赛事策划、赛制设计、平台开发、比赛培训、赛题制作、技术支持等服务;竞赛平台包括线上竞赛平台和线下竞赛平台。

数据来源:公司官网,公司招股说明书,西南证券整理

公司以研发创新为驱动,持续强化科技支撑。永信至诚在对现有产品进行迭代升级的同时,不断聚焦新技术、新产品的研发,推动在研技术的产业化落地。2022 年,公司先后发布了网络安全竞赛平台 V4.0 版本、春秋云实网络安全意识培训平台 V2.0 版本、春秋云境网络培训平台 V4.0 版本、春秋云实演武场 V1.0 版本、春秋云境应急演练靶场 V1.0 版本、春秋云服安服管控平台 V2.0 版本等一系列产品。公司已形成具有自主知识产权的网络安全产品体系。截至 2022 年底,公司新申请专利 39 项,获得授权专利 23 项;新申软件著作权 44 项,获得登记软件著作权 34 项,研发实力雄厚。

公司持续加大研发投入,推动核心产品不断迭代升级,目前已有春秋云境实网对抗演练靶场平台 V4.0、春秋云阵威胁诱捕系统(公有云版) V1.6、狩猎-自动化渗透平台、互联网安全辅助系统 V4.0、泰坦 GPU 关键数据破解平台、电邮威胁信息分析系统、统一业务管理系统、态势感知系统、安服管控平台开发、网安周标准产品方案、i 春秋网络安全意识产品、非法网络服务商发现系统 V2.0、2022-红队人才培养课程体系等 13 个在研项目,持续拓展公司产品应用场景和落地范围。

表 2: 公司在研项目

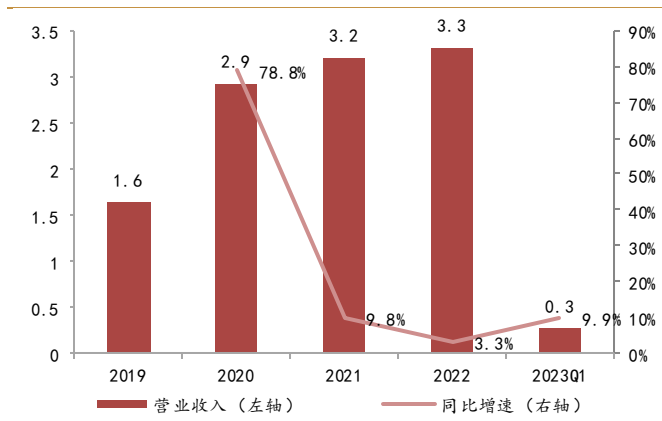
项目名称	进展或阶段性成果
春秋云境实网对抗演练靶场平台 V4.0	系统基本开发完毕,处于客户试用并进行迭代优化阶段。
春秋云阵威胁诱捕系统(公有云版) V1.6	数据采集、存储及分析模块原型开发完毕,处于关联性分析及攻击者画像的数据模型等部分关键技术及交互体验等进行设计和原型攻关阶段。诱捕节点轻量化改造原型系统基本开发完毕,全量系统关键数据监控和采集及跨平台适配等部分关键技术攻关阶段。
狩猎-自动化渗透平台	系统完成渗透技战法相关模块开发及优化,包括资产管理开发、策略配置开发、报告管理开发、扫描识别等功能开发。后续探测识别扩展,应用识别库、漏洞扫描库、目录字典库等功能正在稳步开发中。

项目名称	进展或阶段性成果
互联网安全辅助系统 V4.0	项目正处于智能路径选择、数据有效性传输功能开发尾声阶段，并输出迭代优化网络加速方案，辅助后期网络加速的实现。
泰坦 GPU 关键数据破解平台	系统整体框架设计已完成，目前已完成密文提取功能的研发；初步完成密文破解模式下字典破解、掩码破解功能，目前仍处于研发与验证阶段。
电邮威胁信息分析系统	已完成数据转换、威胁提取与分析、模型算法等系统技术预研；项目进入整体编码工作阶段。
统一业务管理系统	已完成系统基础支撑平台的对接预研、各子系统的主体逻辑架构的设计工作；项目进入各子系统开发阶段。
态势感知系统	已完成管理平台的研发，且实现初步的数据分析能力，内置实时和离线分析模型。
安服管控平台开发	已完成初步迭代，实现基于可拖拽式拓扑构建，并在拓扑节点中进行测试报告提交。
网安周标准产品方案	已开发完成部分青少年网络安全科普课程；已形成几款网安周主题特色展品，试点应用于 2022 年网安周；将主要针对 2023 年网安周持续研发系列展品。
i 春秋网络安全意识产品	当前培训平台、互动科普展品已完成，实现了多种教学模式的应用；下一步进行数据集成智能化管理平台、半自动化钓鱼演练及宣贯工具集的设计开发。
非法网络服务商发现系统 V2.0	项目正处于数据采集子系统开发阶段，扩大了数据采集范围，有效发现线索，并输出线索发现模型建设方案，辅助后期模型优化。
2022-红队人才培养课程体系	课程体系课件、配套实验实战环境已全部开发，配套平台已经完成线上线下平台同步实施及检测。项目现推广使用阶段：1、目前项目开发内容融合线下就业课程；2、作为春秋云境靶场平台课程内容升级包形式售卖；3、校企合作项目，本课程内容作为主要基础模块进行合作使用。

数据来源：公司 2022 年年报，西南证券整理

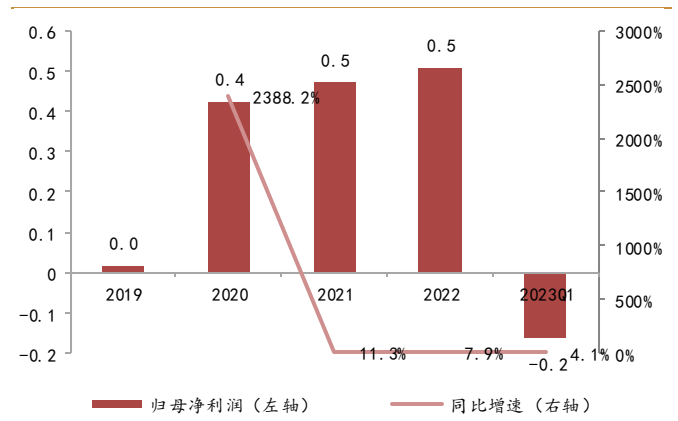
**积极应对宏观扰动，实现营收和利润双增长。**公司 2022 年全年实现营业收入 3.3 亿元，同比增长 3.3%，稳中有升，主要系公司产品持续受到市场广泛认可，业务价值不断提升，其中主打产品网络靶场实现收入 1.9 亿元，同比增长 7.3%。2023 年一季度实现营业收入 0.3 亿元，同比增长 9.9%，增长预期乐观。**2022 年，公司实现归母净利润 0.5 亿元，同比增长 7.9%**，主要系公司内部管理控制成效显著，营业成本同比下降 3.5%，同时公司产品毛利率均有提升。2023 年一季度实现归母净利润亏损 0.2 亿元，亏损规模同比收窄 4.1%。

图 2：2019 年-2023Q1 公司营业总收入（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

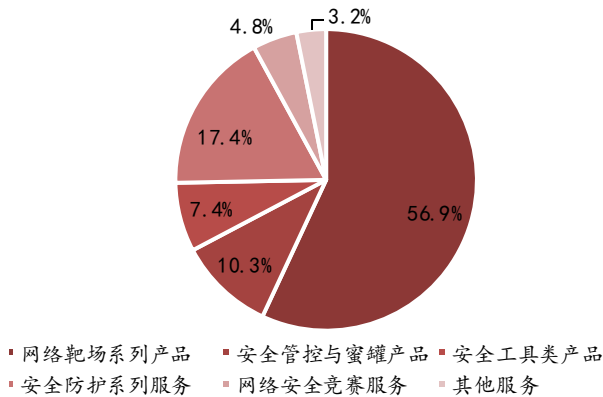
图 3：2019 年-2023Q1 公司归母净利润（亿元）



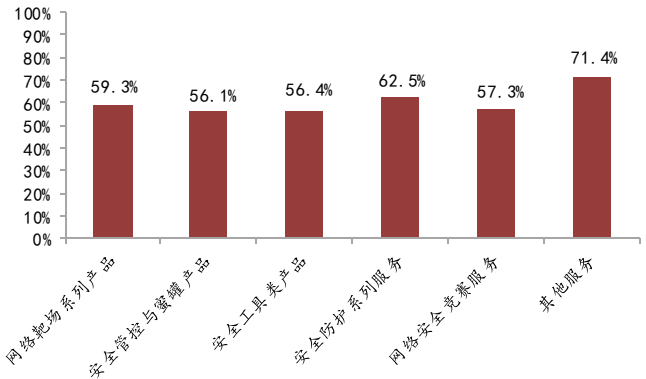
数据来源：Wind，西南证券整理

从营收结构来看，公司主营业务分为网络安全产品及网络安全服务。网络安全产品主要包括网络靶场系列产品、安全管控与蜜罐产品和安全工具类产品，网络安全服务包括安全防护系列服务、网络安全竞赛服务和其他服务。其中，网络靶场系列产品是公司主打的产品系列，同时，网络靶场产品还为蜜罐产品奠定了技术基础，推动形成了安全管控与蜜罐产品系列。目前，网络安全产品与网络安全服务形成了公司完整的产品服务生态链条。随着“7+1”应用场景的持续运营，网络靶场产品得到下游用户广泛认可，2022 年实现收入 1.9 亿元，同比增长 7.9%，占主营收入比达 56.9%。

从分业务毛利率情况来看，公司各业务盈利优势显著，2022 年，网络靶场系列产品、安全管控与蜜罐产品、安全工具类产品、安全防护系列服务、网络安全竞赛服务和其他服务毛利率分别为 59.3%/56.1%/56.4%/62.5%/57.3%和 71.4%。其他服务作为公司重要的流量入口，虽占主营业务收入比较低，但通过 i 春秋实训平台开展线上安全培训及线下安全培训，持续提升公司的行业影响力和知名度，为公司后续发展提供人才流量。

**图 4：2022 年公司分业务收入占比**


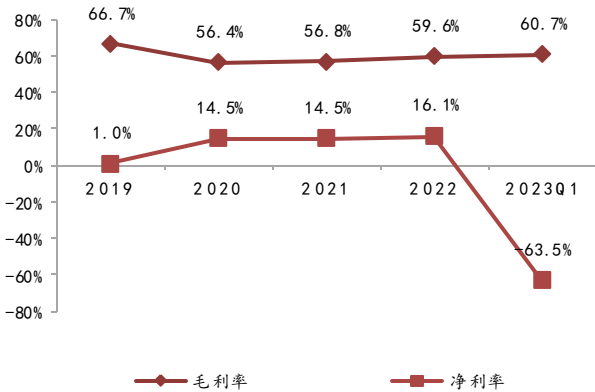
数据来源：Wind，西南证券整理

**图 5：2022 年公司分业务毛利率**


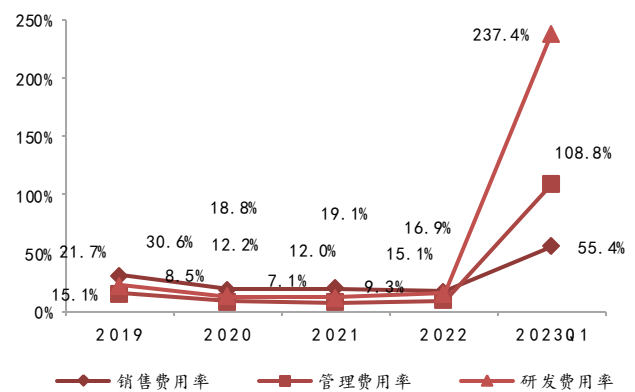
数据来源：Wind，西南证券整理

销售毛利率稳中有升，2022 年销售毛利率为 59.6%，同比提升 2.8 个百分点；净利率为 16.1%，同比提升 1.6 个百分点，主要系公司产品标准化程度和项目管理能力提升，营业成本下降，2022 年营业成本为 1.3 亿元，同比下降 3.5%；2023 年一季度，公司毛利率为 60.7%，净利率为 -63.5%，主要系公司加大研发投入，研发费用大幅增加。

从费用情况来看，2022 年公司运营效率提升，期间费用显著下降，销售费用支出 0.6 亿元，同比下降 8.4%，销售费用率为 16.9%，同比下降 2.2pp。管理费用支出 0.3 亿元，同比下降 6.0%，内控管理效果显著。2023 年，公司持续加大研发投入。2023 年一季度研发费用支出 0.2 亿元，研发费用率为 237.4%，持续推动在研项目落地，拓展公司经济价值。

**图 6：2019 年-2023Q1 公司毛利率及净利率**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 7：2019 年-2023Q1 公司费用情况**


数据来源：Wind, 西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司网络安全产品包括网络靶场系列产品、安全管控与蜜罐产品以及安全工具类产品。网络靶场系网络安全领域新兴方向，仍处于发展初期，市场空间增速较快。安全管控与蜜罐和安全工具类产品既可以单独售卖，也可以搭配网络靶场产品销售。随着公司网络靶场产品“7+1”应用落地逐渐成熟，市场接受度极大提高，预计公司网络安全产品订单量将持续增长。假设 2023-2025 年网络安全产品订单量增速分别为 49%、48%、44%。

假设 2：网络安全服务包括安全防护系列服务、网络安全竞赛服务和其他服务。随着产业政策对网络安全要求的提高，预计公司网络安全专业咨询服务订单量将持续提升；公司作为网络攻防领域的“裁判者”和“运动员”，通过网络安全赛事检验网络安全水平和选拔人才的模式逐渐被认同，在网络安全赛事方面的影响力提高，预计网络安全赛事运营业务收入持续增加，预计 2023-2025 年网络安全服务订单量增速分别为 49%、49%、44%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 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		2022A	2023E	2024E	2025E
网络安全产品	收入	247.0	368.8	547.5	787.6
	增速	7%	49%	48%	44%
	毛利率	59%	59%	59%	59%
网络安全服务	收入	83.7	125.0	185.9	267.5
	增速	-7%	49%	49%	44%
	毛利率	63%	63%	63%	63%
合计	收入	330.7	493.8	733.4	1055.0
	增速	3.3%	49.3%	48.5%	43.9%
	毛利率	59.61%	59.74%	59.70%	59.67%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 4.9 亿元（+49.3%）、7.3 亿元（+48.5%）和 10.6 亿元（+43.9%），归母净利润分别为 0.8 亿元（+64.6%）、1.3 亿元（+50.1%）、1.7 亿元（+34.5%），EPS 分别为 1.79 元、2.68 元、3.61 元，对应动态 PE 分别为 53 倍、35 倍、26 倍。

综合考虑业务范围，选取了启明星辰、奇安信、绿盟科技等 3 家网络安全行业上市公司作为估值参考。

**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)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002439.SZ	启明星辰	288.45	30.28	44.37	1.06	1.39	1.77	40	29	22	17
688561.SH	奇安信-U	377.35	55.08	62.23	0.44	0.90	1.21	787	126	62	46
300369.SZ	绿盟科技	90.80	11.37	26.29	0.39	0.55	0.79	287	29	21	14
平均值								371	61	35	26
688244.SH	永信至诚	44.02	94.00	1.08	1.79	2.68	3.61	87	53	35	26

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2023 年估值为 53 倍，行业平均值为 61 倍，低于行业平均估值水平。公司为国家级“专精特新”的小巨人企业，技术实力领先，在网络靶场行业持续领先，以自有平台为我国网络安全行业培养更多人才，持续提高公司行业影响力和品牌知名度，预计公司订单量将迎来显著增长，预计 2023 年公司订单量将显著增长，首次覆盖，给予“持有”评级。



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	330.66	493.82	733.43	1055.05	净利润	53.11	84.36	127.24	171.50
营业成本	133.56	198.81	295.58	425.49	折旧与摊销	14.25	8.79	8.79	8.79
营业税金及附加	2.20	9.09	21.72	33.13	财务费用	-2.30	0.25	1.13	21.07
销售费用	55.96	88.13	137.44	202.27	资产减值损失	-0.69	0.00	0.00	0.00
管理费用	28.95	44.67	80.30	119.27	经营营运资本变动	-226.51	-122.54	-229.17	-264.36
财务费用	-2.30	0.25	1.13	21.07	其他	144.60	12.66	26.04	31.31
资产减值损失	-0.69	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-17.54</b>	<b>-16.47</b>	<b>-65.96</b>	<b>-31.69</b>
投资收益	5.81	0.00	2.56	0.00	资本支出	245.86	245.86	245.86	245.86
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-430.51	0.00	2.56	0.00
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>-184.66</b>	<b>245.86</b>	<b>248.42</b>	<b>245.86</b>
<b>营业利润</b>	<b>57.25</b>	<b>91.34</b>	<b>137.65</b>	<b>185.45</b>	短期借款	2.50	-7.51	0.00	0.00
其他非经营损益	0.14	-0.19	-0.17	-0.15	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>57.39</b>	<b>91.15</b>	<b>137.49</b>	<b>185.30</b>	股权融资	506.05	0.00	0.00	0.00
所得税	4.28	6.79	10.24	13.81	支付股利	0.00	-5.08	-9.75	-15.69
净利润	53.11	84.36	127.24	171.50	其他	1.13	-1.16	-1.13	-21.07
少数股东损益	2.31	0.75	1.76	2.66	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>509.68</b>	<b>-13.74</b>	<b>-10.89</b>	<b>-36.75</b>
归属母公司股东净利润	50.80	83.61	125.49	168.84	<b>现金流量净额</b>	<b>307.49</b>	<b>215.64</b>	<b>171.57</b>	<b>177.42</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	669.06	638.85	564.56	496.12	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	214.12	270.38	424.81	600.87	销售收入增长率	3.28%	49.34%	48.52%	43.85%
存货	8.55	13.34	18.29	28.00	营业利润增长率	3.74%	59.54%	50.70%	34.72%
其他流动资产	166.30	234.73	343.77	490.13	净利润增长率	14.42%	58.84%	50.83%	34.78%
长期股权投资	2.43	2.43	2.43	2.43	EBITDA 增长率	3.78%	45.07%	47.01%	45.89%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	67.53	62.98	58.43	53.87	毛利率	59.61%	59.74%	59.70%	59.67%
无形资产和开发支出	33.41	29.42	25.44	21.46	三费率	24.99%	26.94%	29.84%	32.47%
其他非流动资产	18.69	18.44	18.18	17.92	净利率	16.06%	17.08%	17.35%	16.25%
<b>资产总计</b>	<b>1180.10</b>	<b>1270.57</b>	<b>1455.91</b>	<b>1710.81</b>	ROE	5.05%	7.45%	10.18%	12.20%
短期借款	7.51	0.00	0.00	0.00	ROA	4.50%	6.64%	8.74%	10.02%
应付和预收款项	87.12	108.97	168.11	255.51	ROIC	18.38%	18.62%	20.65%	22.27%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.93%	20.33%	20.12%	20.41%
其他负债	32.92	29.77	38.48	50.17	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>127.55</b>	<b>138.74</b>	<b>206.59</b>	<b>305.68</b>	总资产周转率	0.37	0.40	0.54	0.67
股本	46.83	46.83	46.83	46.83	固定资产周转率	4.63	7.57	12.08	18.79
资本公积	859.18	859.18	859.18	859.18	应收账款周转率	1.74	1.78	1.83	1.79
留存收益	144.85	223.39	339.12	492.27	存货周转率	10.14	17.43	17.42	17.19
归属母公司股东权益	1050.87	1129.40	1245.13	1398.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	73.61%	—	—	—
少数股东权益	1.69	2.44	4.19	6.85	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1052.55</b>	<b>1131.84</b>	<b>1249.32</b>	<b>1405.13</b>	资产负债率	10.81%	10.92%	14.19%	17.87%
负债和股东权益合计	1180.10	1270.57	1455.91	1710.81	带息债务/总负债	5.88%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	9.15	9.12	6.94	5.50
					速动比率	9.07	9.02	6.85	5.40
					股利支付率	0.00%	6.08%	7.77%	9.29%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.08	1.79	2.68	3.61
					每股净资产	22.44	24.12	26.59	29.86
					每股经营现金	-0.37	-0.35	-1.41	-0.68
					每股股利	0.00	0.11	0.21	0.33
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	69.20	100.39	147.58	215.32					
PE	86.65	52.65	35.08	26.07					
PB	4.19	3.90	3.54	3.15					
PS	13.31	8.91	6.00	4.17					
EV/EBITDA	53.69	37.23	25.83	18.02					
股息率	0.00%	0.12%	0.22%	0.36%					

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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@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	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn