

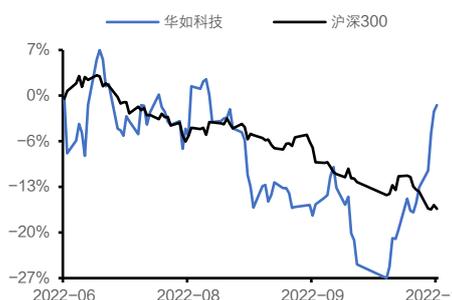
投资评级：增持(首次)

基本数据

2022-10-27

收盘价(元)	66.40
流通股本(亿股)	0.25
每股净资产(元)	21.30
总股本(亿股)	1.05

最近 12 月市场表现



分析师 杨烨

SAC 证书编号: S0160522050001

yangye01@ctsec.com

联系人 王妍丹

wangyd01@ctsec.com

相关报告

核心观点

- 国产军事仿真龙头，五大业务方向助力军事智能化。**公司成立于 2011 年，深耕军事仿真。2021 年公司收入 6.86 亿元，公司按照业务方向分作战实验、模拟训练、装备论证、试验鉴定、综合保障，2021 年收入分别占比 50%、27%、10%、10%、3%。公司收入三年 CAGR 达 41%，正处于业务高速扩张期，同时下游客户集的趋势也印证公司在客户拓展方面不断自我突破，后续成长可期。
- 军事仿真成为军费放大器，市场空间超 200 亿元。**军事仿真被全球各国认作军费放大器，能有效节约早期设计研发阶段的时间与经费投入。根据简氏防务预计，2027 年全球仿真军事训练系统市场空间将达到 1216 亿美元，十年 CAGR 达 25%。目前国防建设向信息化转型，军费信息化投入占比将提高，根据智研咨询，我国军事仿真技术需求逐年增加，预计 2027 年我国军用计算机仿真软件的市场规模将超过 200 亿元，空间广阔。
- 公司向大订单、应用软件、共性需求及民用四大方向突破。**公司单笔合同金额不断提高，根据公司招股书，2020 年出现破亿大额合同，且破千万合同达 19 个，同比增长 15 个。产品方向上，公司预计未来 3-5 年仿真应用软件进入规模化扩展期；根据智研咨询，军用仿真应用软件市场空间是基础软件的两倍以上，是公司下一大力发展方向。同时公司将主要精力转向挖掘军方、国防工业和公共安全领域的共性需求，有望拓宽赛道并摊薄研发成本，民用需求稳步提升也是公司成长驱动之一。
- 首次覆盖，给予“增持”评级。**公司作为军工仿真 CAE 龙头，受益于军工信息化的投入，伴随着订单规模和单个订单体量的持续增长，发展业务进入快速扩张期，同时公司底层平台的逐步夯实也有望在未来的项目落地中带来进一步的规模效应。我们预计公司 2022-2024 年分别实现收入 9.0 亿元、11.6 亿元和 14.6 亿元，实现归母净利润 1.6 亿元、2.1 亿元和 2.8 亿元，对应当前 PE 估值分别为 44x、33x、25x，给予“增持”评级。
- 风险提示：**下游景气度不及预期风险；政策支持不及预期风险；人员流失和技术泄密风险；资质风险；疫情反复与宏观经济下行风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	526	686	899	1162	1457
收入增长率(%)	64.56	30.41	31.00	29.27	25.33
归母净利润(百万元)	92	118	158	211	283
净利润增长率(%)	29.52	28.69	33.57	33.69	34.28
EPS(元/股)	1.17	1.49	1.50	2.00	2.68
PE	0.00	0.00	44.41	33.22	24.74
ROE(%)	10.95	12.35	6.60	8.11	9.82
PB	0.00	0.00	2.93	2.69	2.43

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

1. 国产军事仿真 CAE 龙头.....	4
1.1. 以军事仿真为主线，拓展五大业务方向.....	4
1.2. 公司成长性较强，股权结构稳定.....	8
2. 军事仿真成为军费放大器，市场空间超 200 亿元.....	11
2.1. 地缘政治风险频发，国防建设向信息化转型.....	11
2.2. 军事仿真成为军费放大器，市场化程度逐步提升.....	13
3. 公司业务向大订单、应用软件、共性需求及民用四大方向突破.....	15
4. 盈利预测.....	18
5. 风险提示.....	19

图表目录

图表 1. 公司历史沿革.....	4
图表 2. 公司主营业务.....	4
图表 3. 公司主营业务介绍.....	5
图表 4. 公司收入结构（五大业务）（2019-2021 年）.....	6
图表 5. 公司收入结构（2021 年）.....	7
图表 6. 公司业务毛利率数据（2017-2021 年）.....	7
图表 7. 公司收入结构（四大产品服务）（2017-2022H1）.....	7
图表 8. 公司战斗仿真平台实现沉浸式训练环境.....	8
图表 9. 公司营业总收入数据（2017-2022Q3）.....	9
图表 10. 公司归母净利润数据（2017-2022Q3）.....	9
图表 11. 公司单季度收入和归母净利润数据（2020Q3-2022Q3）.....	10
图表 12. 公司利润率数据（2017-2022Q3）.....	10
图表 13. 公司三费数据（2017-2022Q3）.....	10
图表 14. 公司研发费用数据（2017-2022Q3）.....	11
图表 15. 公司研发人数数据（2017-2021 年）.....	11
图表 16. 公司前五大客户、前两大客户集中度数据（2017-2021 年）.....	11
图表 17. 中国国防财政支出预算（2015-2021 年）.....	12
图表 18. 军事信息化政策指导.....	12
图表 19. 全球仿真军事训练系统市场规模（2017-2027E）.....	13
图表 20. 全球军事模拟和虚拟训练市场结构（2016-2025E）.....	13
图表 21. 英国空军应用伞降模拟器训练跳伞.....	14
图表 22. 中国军用计算机仿真（软件）产品及服务规模（单位：亿元）.....	14
图表 23. 中国仿真行业的主要参与者.....	15
图表 24. 公司各客户收入占比（2019-2021 年）.....	16
图表 25. 公司在手订单数据（2019-2021 年）.....	16
图表 26. 公司新签合同单笔金额破亿，合同量提升（2019-2020 年）.....	16
图表 27. 公司取得著作权的应用软件产品个数占比提升（2018 年-2022 年 6 月）.....	17
图表 28. 中国军用计算机仿真（软件）行业细分市场规模（2014-2019 年）.....	17

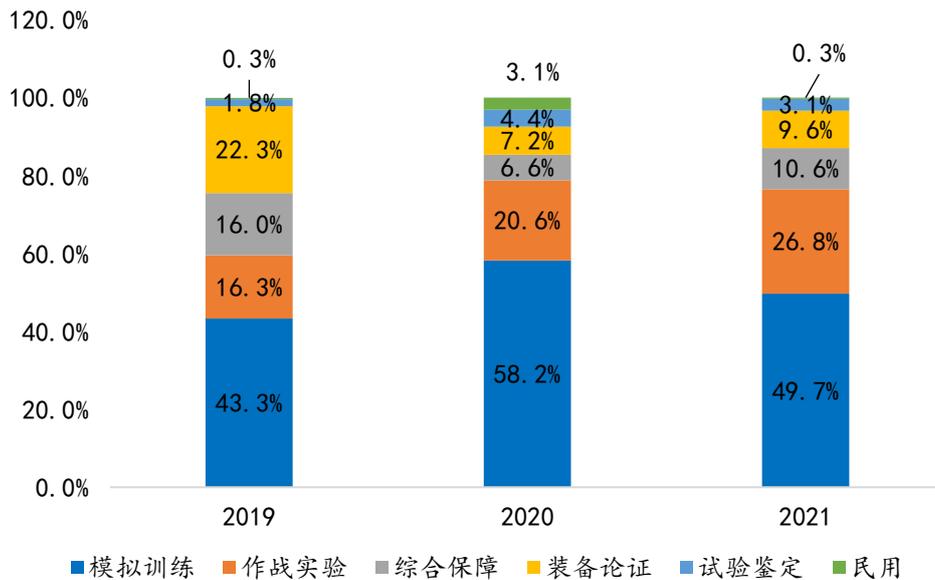
图表 29.	公司前五大民用客户（2021 年）	18
图表 30.	公司收入及毛利率预测（2020-2024E）	18
图表 31.	可比公司估值对比（2021-2023E）	19

图表 3. 公司主营业务介绍

一条主线		
以军事仿真为主线		
三大工程		
平台工程	着眼于需求、设计、建模、开发、运行、数据采集和展现等军事仿真系统全生命周期和全方位功能需求，打造全自主工具平台产品	
模型工程	从应用需求出发，设计规划模型体系框架，分类开展联合、陆、海、空、火、天、网电各领域的模型建设，形成门类齐全、可重用、可组合的模型产品集	
数据工程	紧扣军事仿真上、中、下游数据应用需求，应用大数据技术，支撑数据的建模、采集、管理、分析评估、挖掘、展现等	
五类业务		2021 年收入占比
模拟训练	综合运用兵棋系统、模拟训练系统、模拟器材，支撑司令官、指挥参谋人员和一线作战人员开展模拟训练，实现“像打仗那样训练”	50%
作战实验	仿真构设虚拟战场空间，模拟对抗双方兵力和作战行为，实现“战争在实验室打响”	27%
综合保障	为军事物流、人员保障、装备保障等保障业务提供方案优化、推演演练和综合管理一体化信息服务	10%
装备论证	以“体系贡献率”核心指标为牵引，为装备发展战略、规划计划、立项论证、作战运用、效能评估等论证工作提供定量支撑	10%
试验鉴定	构建集实兵实装（Live）、模拟器（Virtual）、数字仿真模型（Constructive）于一体的 LVC 联合试验环境，支撑试验场、部队和实验室联合构建异地分布、功能一体的逻辑靶场（Logic Range），支撑体系级对抗环境背景下的装备和作战联合试验	3%

数据来源：公司招股书，财通证券研究所

图表 4. 公司收入结构（五大业务）（2019-2021 年）

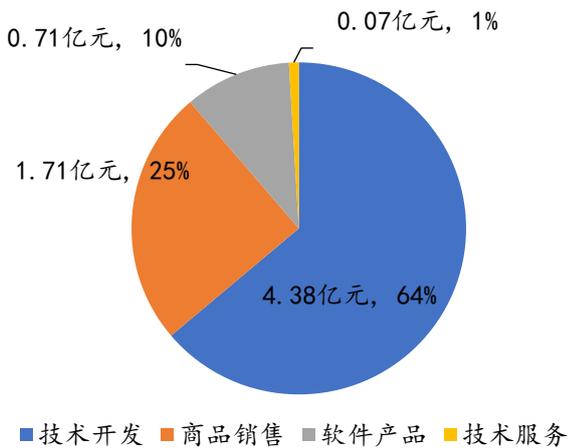


数据来源：公司招股书，财通证券研究所

公司提供的服务及产品包括技术开发、软件产品、商品销售和技术服务四大类：

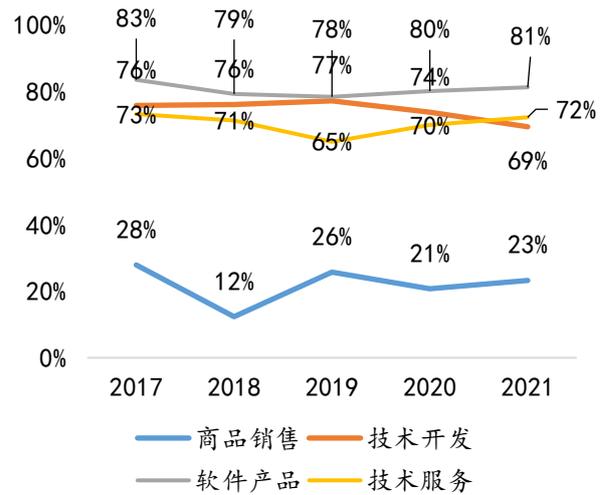
- **技术开发：**基于基础软件产品为客户提供军事仿真系统的定制开发产品，是公司的主要收入来源。2021 年该业务收入 4.38 亿元，占比 64%，毛利率为 69%。
- **商品销售：**为客户提供整体解决方案时，搭配技术开发，提供硬件专用设备（伞降模拟器、实兵交战训练器材等）与通用设备（计算机、服务器、存储设备、显示设备）。2021 年该业务收入 1.71 亿元，占比 25%，毛利率为 23%。其中专用设备、通用设备分别收入占比 72%、28%。
- **软件产品：**自主研发的标准化基础软件产品（支持仿真系统开发，分为平台、模型、数据三类）及应用软件产品（支撑客户应用），均可以向客户直接销售，支撑客户完成仿真系统的研制和运行。2021 年该业务收入 0.71 亿元，占比 10%，毛利率为 81%。
- **技术服务：**为客户提供技术开发外的服务如前期方案咨询、课题计算服务、培训等。2021 年该业务收入 0.07 亿元，占比 1%，毛利率为 72%。

图表 5. 公司收入结构 (2021 年)



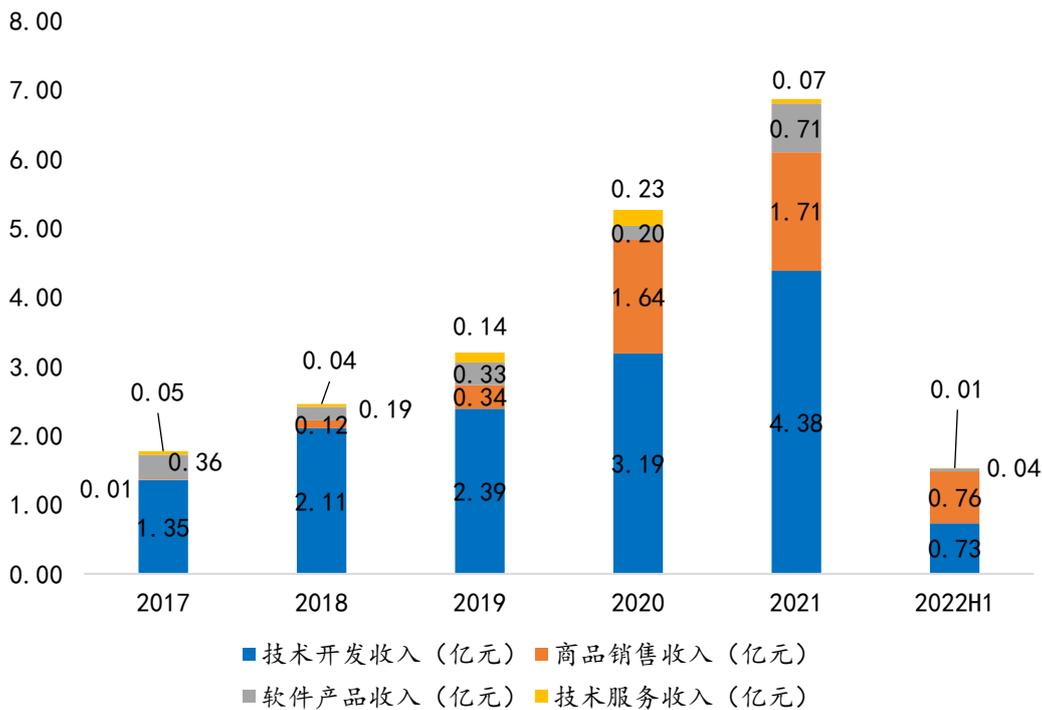
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图表 6. 公司业务毛利率数据 (2017-2021 年)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图表 7. 公司收入结构 (四大产品服务) (2017-2022H1)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

公司收入以模拟训练、作战实验业务为主, 占比 76.5%。2021 年公司收入以模拟训练、作战实验为主。模拟训练包括实兵、虚拟训练系统, 作战实验构建虚拟战场模拟双方兵力和作战行为。根据公司招股书, 模拟训练收入中技术开发、商品销售收入分别占比 47%、46%, 而作战实验则以技术开发收入为主 (占比 87%)。

图表 8. 公司战斗仿真平台实现沉浸式训练环境

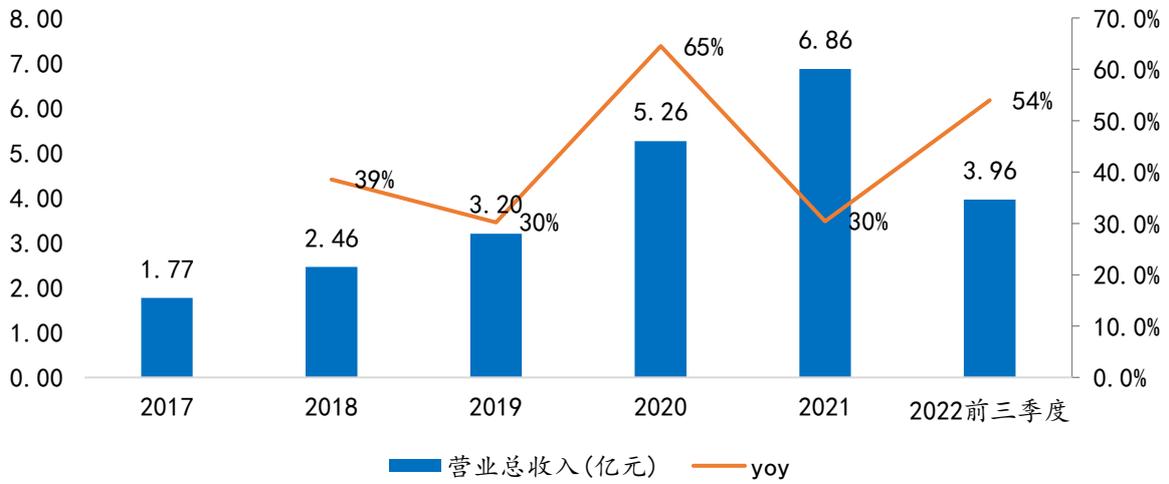


数据来源：公司官网，财通证券研究所

1.2. 公司成长性较强，股权结构稳定

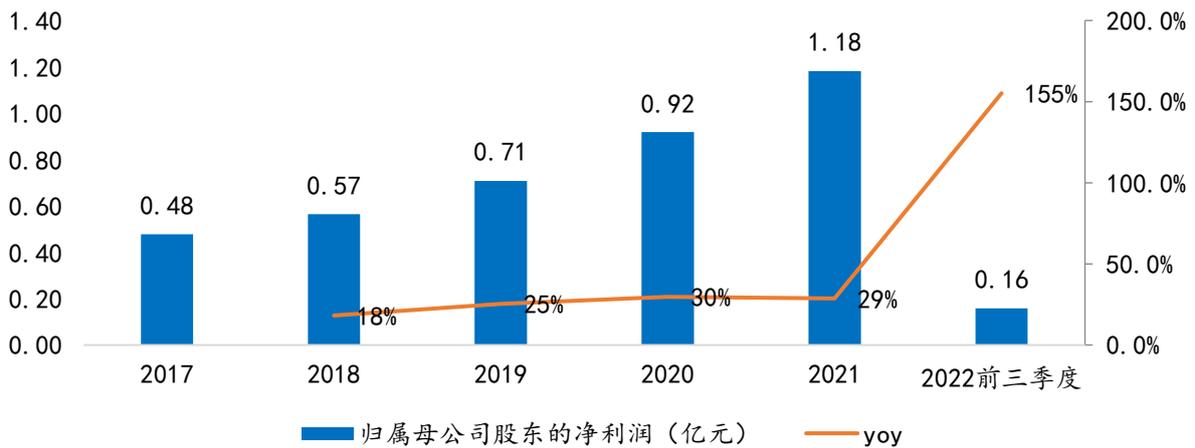
收入三年 CAGR 达 41%，正处于高速扩张期。2021 年公司收入 6.86 亿元，同比增速为 30%，2022H1 公司收入 1.53 亿元，同比增长 82%。如图表 1 所示，公司自 2017 年以来进入“产品线成熟、业务快速扩张”的第四阶段，收入持续高速增长。2021 年公司实现归母净利润 1.18 亿元，同比增长 29%，2022 前三季度归母净利润 0.16 亿元，同比增长 155%。公司收入确认具有强季节性，第四季度集中确认，而大部分成本费用全年均摊，总得来看，公司目前处于加速成长阶段。

图表 9. 公司营业总收入数据 (2017-2022Q3)



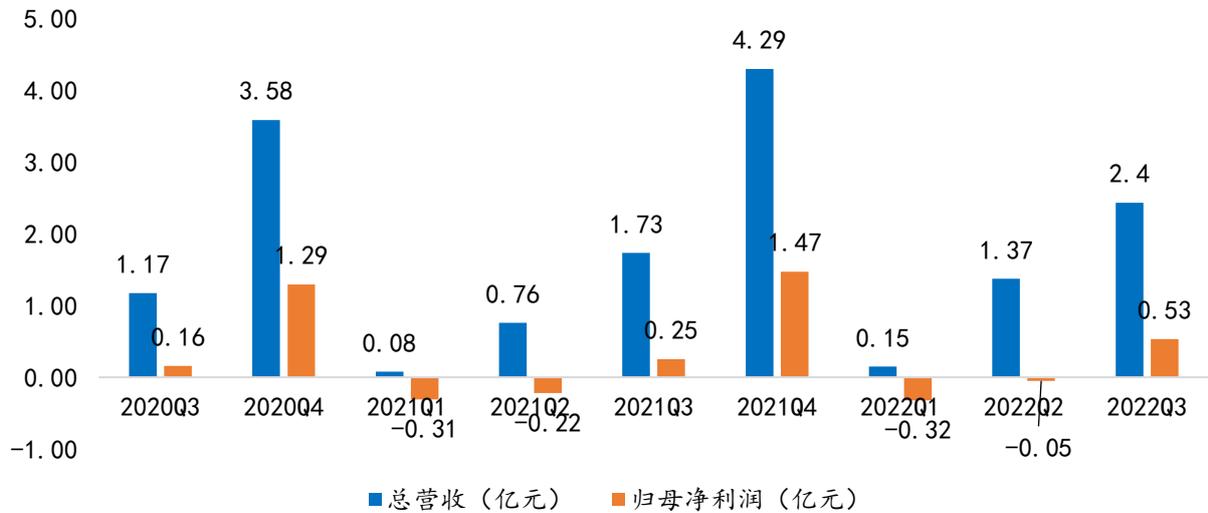
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图表 10. 公司归母净利润数据 (2017-2022Q3)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

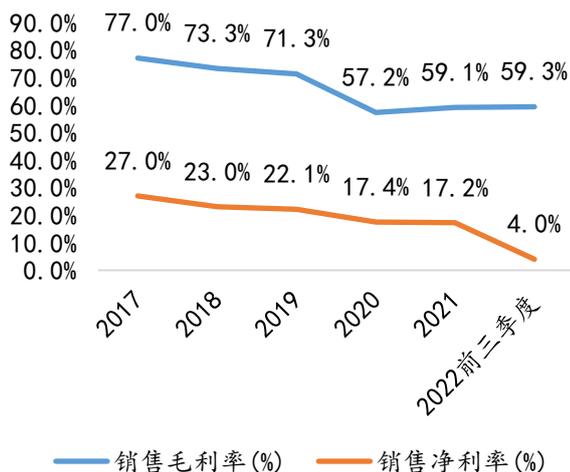
图表 11. 公司单季度收入和归母净利润数据 (2020Q3-2022Q3)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

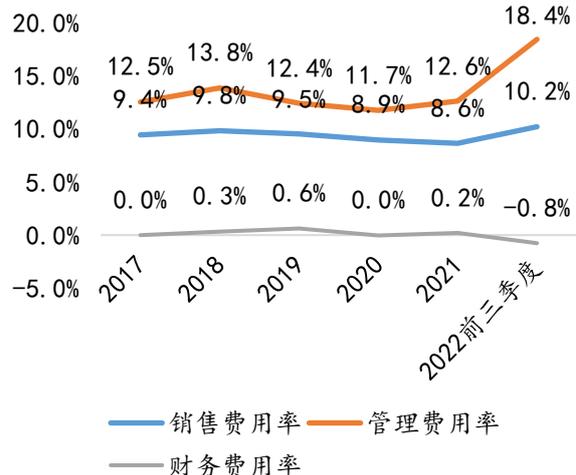
商品销售收入占比提升阶段性拉低毛利率, 费用率控制优秀。公司 2020 年起毛利率均低于 60%, 较此前有一定下降, 主要源于公司相对低毛利率的商品销售业务开始起量, 该业务辅助技术开发为客户提供“交钥匙”的解决方案, 未来伴随公司产品能力及服务模式逐步成熟、平台化能力的提升, 我们预计公司毛利率等数据将保持稳定。此外, 公司近五年三费费用率均保持相对稳定, 费用率把控能力优秀。(公司收入确认具有强季节性, 单季度费用率缺乏指引意义)

图表 12. 公司利润率数据 (2017-2022Q3)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图表 13. 公司三费数据 (2017-2022Q3)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

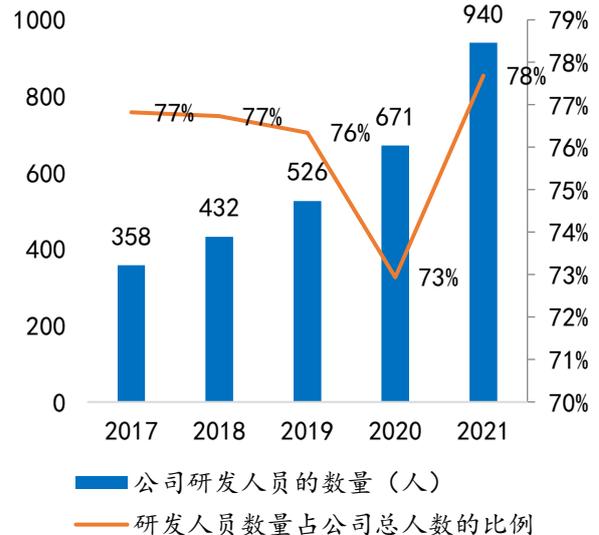
注重研发投入, 研发人员占比超 75%。2017-2021 年, 公司研发费用率保持在 20%左右, 近两年由于收入快速增长, 研发费用率略有下降。公司研发人员人数在 2021 年底已经达到 940 人, 研发人员数量占总员工人数的 78%。

图表 14. 公司研发费用数据 (2017-2022Q3)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

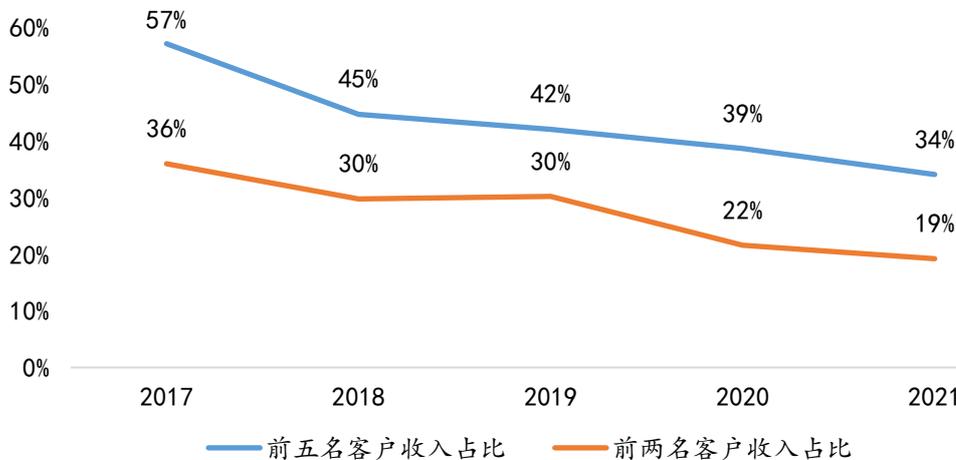
图表 15. 公司研发人数数据 (2017-2021 年)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

客户快速拓展,大客户集中度下降。2021 年公司前五大客户的收入占比为 34%，前两大客户的收入占比为 19%，随着公司能力的提升，公司客户集中度显著下降，未来伴随公司向多行业持续拓展，集中度有望进一步降低。

图表 16. 公司前五大客户、前两大客户集中度数据 (2017-2021 年)



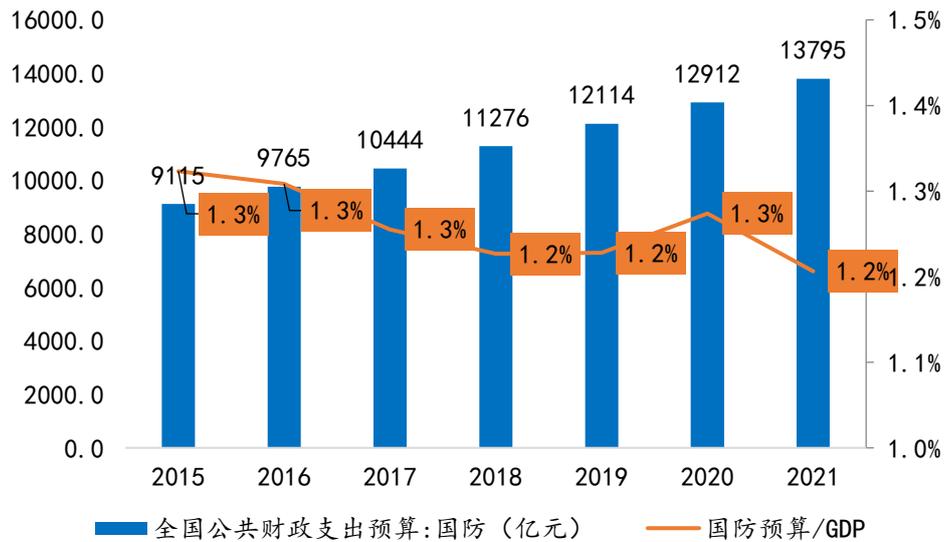
数据来源: Wind, 财通证券研究所

2. 军事仿真成为军费放大器，市场空间超 200 亿元

2.1. 地缘政治风险频发，国防建设向信息化转型

地缘政治风险频发，军工国防财政支出稳定增长。2020 年以来全球地缘政治风险频发，随着我国经济实力和国际地位显著提升，国防开支保持平稳增长。根据财政部数据，2021 年我国国防预算 13795 亿元，同比增长 6.8%，占 GDP 比例 1.2%，过去七年我国国防支出总体保持与国家经济和财政支出同步增长。

图表 17. 中国国防财政支出预算（2015-2021 年）



数据来源：财政部，国家统计局，财通证券研究所

国防军队处于机械化向信息化转变的过程，信息化投入占比将提高。伴随科技发展，信息化、智能化技术被不断融入国防军工建设，我国持续推出多条政策规划深化国防和军队的改革，加快国防科技创新步伐。目前我国的国防投入正在从机械化向信息化转型，信息化投入占比将持续提高。

图表 18. 军事信息化政策指导

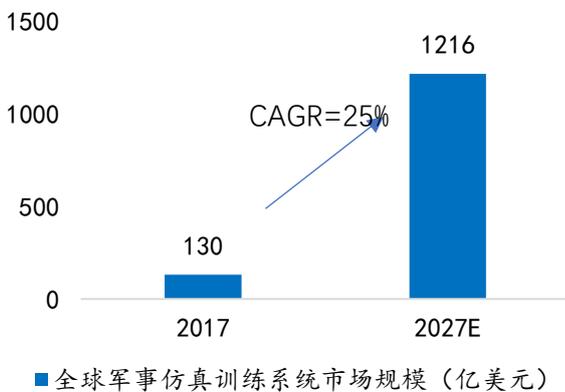
发布时间	政策名称	主要相关内容
2022 年 10 月	《“二十大”报告》	坚持机械化信息化智能化融合发展，加快军事理论现代化、军队组织形态现代化、军事人员现代化、武器装备现代化
2021 年 2 月	《关于构建新型军事训练体系的决定》	坚持实战实训、联战联训、科技强训、依法治训
2020 年 10 月	《“十四五”规划》	坚持政治建军、改革强军、科技强军、人才强军、依法治军，加快机械化信息化智能化融合发展
2019 年 3 月	《2019 年“两会”报告》	继续深化国防和军队改革，加快国防科技创新步伐
2018 年 11 月	《国防科技重点实验室稳定支持科研管理暂行办法》	支持实验室自主开展国防领域基础性、前沿性和探索性研究的科研投入
2018 年 7 月	《国防科技工业强基工程基础研究与前沿技术项目指南（2018 年）》	以增强国防基础前沿技术储备、提升国防科技工业自主创新能力为目标
2018 年 3 月	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	充分发挥资本市场作用，推动网信企业加快发展。加强政策引导，促进网信企业规范发展

数据来源：二十大，中央军委，中共中央，全国两会，国防科工局，网信办，证监会，财通证券研究所

2.2. 军事仿真成为军费放大器，市场化程度逐步提升

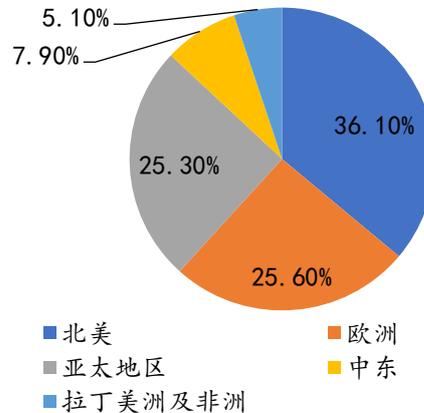
仿真技术是影响国家安全及繁荣的关键技术之一，全球军事仿真市场规模快速扩张。军事仿真系统是研究未来战争、设计未来装备、支撑战法评估、训法创新和装备建设的有效手段。世界各国均已认识到仿真技术在军事领域的巨大作用，将军事仿真领域的竞争视为现代化战争的“超前智能较量”。根据简氏防务预计，2027 年全球仿真军事训练系统市场空间将达到 1216 亿美元，十年 CAGR 达 25%；预计 2016-2025 年全球军事模拟和虚拟训练市场中，北美占据 36.1%，欧洲 25.6%，亚太 25.3%。

图表 19. 全球仿真军事训练系统市场规模(2017-2027E)



数据来源：简氏防务《全球建模与仿真的市场预测报告》，公司招股书，财通证券研究所

图表 20. 全球军事模拟和虚拟训练市场结构(2016-2025E)



数据来源：简氏防务《全球建模与仿真的市场预测报告》，公司招股书，财通证券研究所

军事仿真成为军费放大器，能有效节约早期设计研发阶段的时间与经费投入。目前世界各国均把建模与仿真看作“军队和经费效率的倍增器”和影响国家安全及繁荣的关键技术之一。以伞降模拟器为例，系统基于智能控制技术、人机交互技术、垂直风洞技术、三维立体建模、体感综合反馈、VR 虚拟现实等前沿技术，生成与真实跳伞基本一致的虚拟伞训环境，模拟伞训的训练过程，使受训者提前熟知连贯完整的跳伞过程；模拟器的运行成本远低于真实跳伞成本，在安全性上也大幅提升，且室内训练不被天气影响，已经广泛应用在各国空军训练之中。

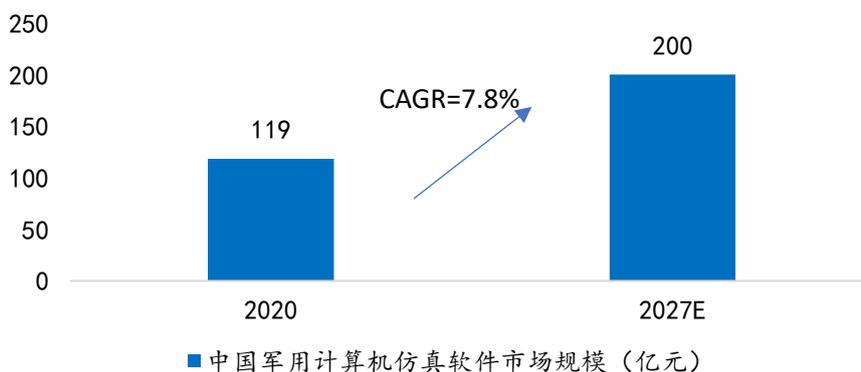
图表 21. 英国空军应用伞降模拟器训练跳伞



数据来源: alamy, 财通证券研究所

我国军用计算机仿真软件市场规模将超 200 亿元，市场化程度逐步提高。目前我国军队正处于由机械化向信息化转变的过程中，仿真软件市场规模持续扩大，根据智研咨询，我国军事仿真技术需求逐年增加，预计 2027 年我国军用计算机仿真软件的市场规模将超过 200 亿元，2020-2027 年 CAGR 约 7.8%。我国相关技术均为国内军队科研机构、科研院所和国防科技工业企业等承担，涉及仿真类科研往往都委托第三方完成。近年来第三方民营企业研发水平不断提升，且军品的采购模式也逐步从传统的定向采购向市场化采购模式转变，军用计算机仿真专业市场的市场化程度逐步提高。

图表 22. 中国军用计算机仿真（软件）产品及服务规模（单位：亿元）



数据来源: 智研咨询, 公司招股书, 财通证券研究所

图表 23. 中国仿真行业的主要参与者

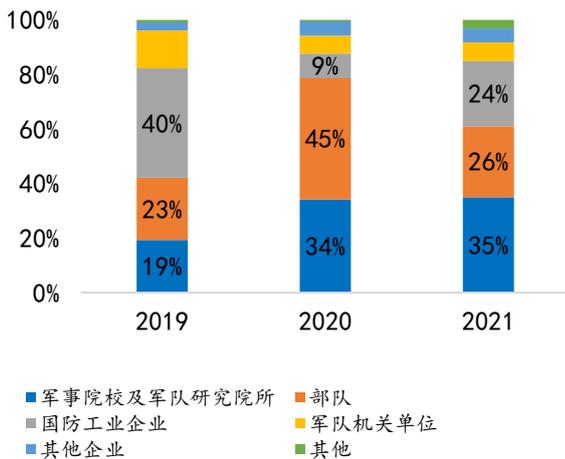
公司名称	成立时间	主营业务	2021 缴纳社保员工人数
北京华如科技股份有限公司	2011 年	以仿真为主业，面向国防建设和工业发展，为军事仿真、训练防务、智能决策和数字孪生等应用方向提供“仿真+”全场景解决方案和“一站式”产品及技术服务	1148
航天科工系统仿真科技（北京）有限公司	2003 年	面向军用系统仿真、民用系统仿真和动感娱乐仿真设备三大领域。可以完成武器制导半实物/数学仿真试验室建设、综合测试、流程仿真、攻防体系对抗及作战效能评估等	234
北京神州普惠科技股份有限公司	2003 年	以计算机系统仿真、集成测试和试验数据管理为主导，以声学测试与仿真为特色的高新技术企业，为国防、军工、科研、制造和教育等行业提供世界一流的产品和专业化的技术服务	43
北京未尔锐创科技有限公司	2006 年	专注于电子、航空、训练等领域的仿真模拟研发与服务，为客户提供自主知识产权的核心软硬件产品及系列化仿真模拟平台，并可根据客户需要，提供系统级和定制化解决方案	99
北京神舟智汇科技有限公司	2002 年	从事军事模拟仿真与武器装备配套产品技术开发，产品主要包括军事仿真系统、模拟训练装备、光机电一体化设备等	37
南京睿辰欣创网络科技股份有限公司	2010 年	从事军事仿真、虚拟现实应用与开发，业务覆盖军事训练教学、部队模拟训练、国防军工虚拟仿真等方面	138

数据来源：各企业官网，公司招股书，企查查，财通证券研究所

3. 公司业务向大订单、应用软件、共性需求及民用四大方向突破

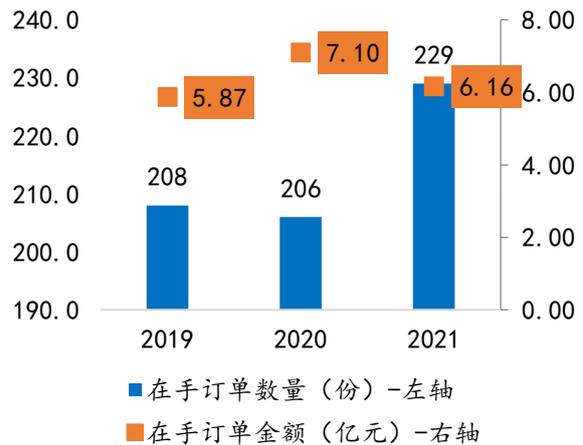
公司主要收入来自军方及国防，订单数量稳步提升。公司作为军事仿真领域的领先企业，目前主要客户为军方单位（包括部队、军事院校及军队科研院所、军队机关单位）和国防工业企业（即十大军工集团及其下属单位）等。2021 年公司来自军事院校及研究所、部队、国防工业企业的收入分别占比 35%、26%、24%；截至 2021 年底公司在手订单 229 份，较 2020 年增加 23 份。

图表 24. 公司各客户收入占比（2019-2021 年）



数据来源：公司招股书，财通证券研究所

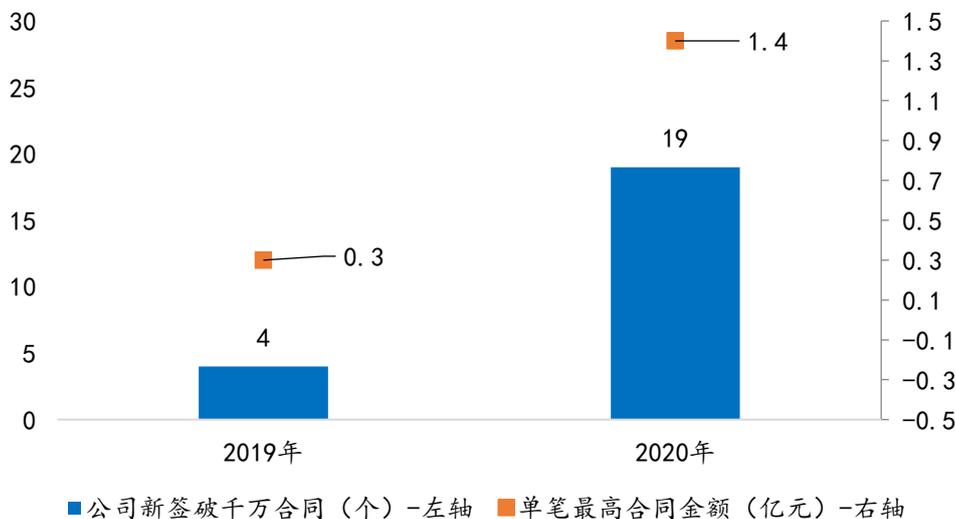
图表 25. 公司在手订单数据（2019-2021 年）



数据来源：公司招股书，财通证券研究所

已突破亿元大订单，新签大额合同数持续提升。公司单笔合同金额不断提高，根据公司招股书，2019 年公司新签破千万的合同共 4 个，最高金额为 3000 万；2020 年则出现破亿大额合同，且破千万合同达 19 个。公司在大额订单上持续突破印证了其军事仿真能力被广泛认可，同时，公司产品及服务的下游需求扩张可见一斑。

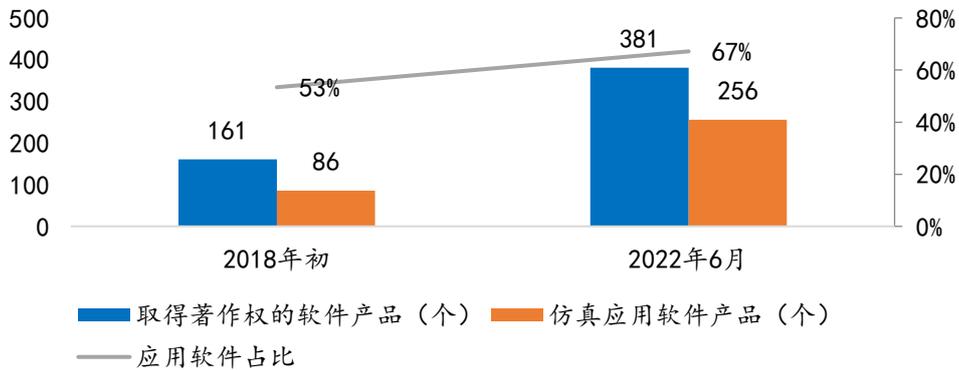
图表 26. 公司新签合同单笔金额破亿，合同量提升（2019-2020 年）



数据来源：公司招股书，财通证券研究所

未来 3-5 年仿真应用软件进入规模化扩展期，是公司接下来大力发展方向。伴随公司综合能力的提升，应用软件产品将持续迭代，公司应用产品的成熟期晚于基础平台产品，正逐步进入规模化扩展阶段。截至 2022 年 6 月，公司应用软件占比已达到 67%，而 2018 年占比 53%。基础软件的成熟为公司应用软件发展提供技术和客户基础，未来公司仿真应用软件落地将持续加速。

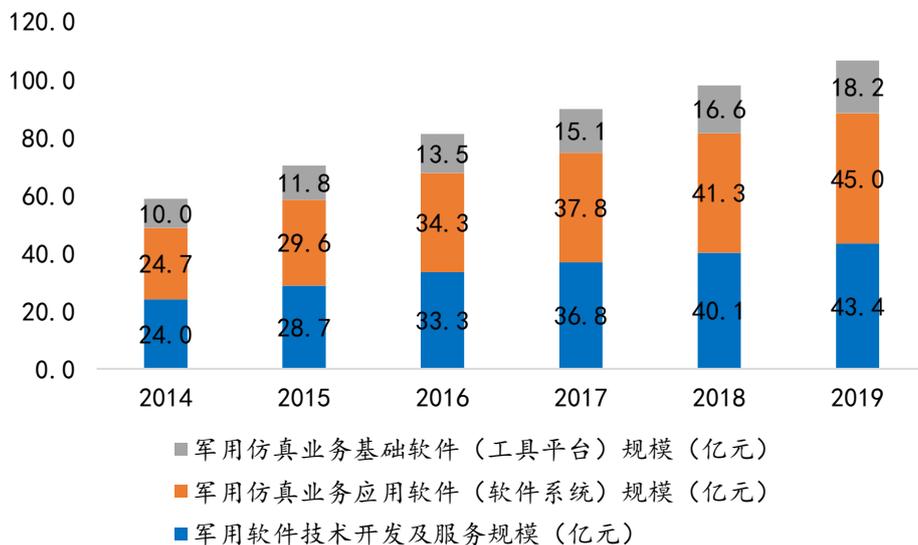
图表 27. 公司取得著作权的应用软件产品个数占比提升（2018 年-2022 年 6 月）



数据来源：公司招股书，财通证券研究所

军用仿真应用软件规模更大，公司成长空间广阔。军用仿真行业市场主要分为技术开发及服务、应用软件以及基础软件，其中开发服务与应用软件的市场空间更广。根据智研咨询，2019 年中国军用计算机仿真基础软件(工具平台)规模 18.16 亿元；军用仿真业务应用软件(软件系统)规模 44.96 亿元；军用软件技术开发及服务规模 43.35 亿元。公司目前主要收入来自基础软件，未来伴随其应用软件进一步成熟，成长空间可期。

图表 28. 中国军用计算机仿真（软件）行业细分市场规模（2014-2019 年）



数据来源：智研咨询，财通证券研究所

挖掘军方、国防工业和公共安全领域的共性需求，横向拓展民用市场。目前公司已有的装备模拟器，在销售规模化后能摊薄其单一订单的研发成本。未来公司计划提高定制开发的复用性，提升投入产出比。此外公司的产品能够应用在教育培训方向等民用需求，推动实验教学课程与虚拟仿真实验项目的深度融合，产品包括实验资源管理系统、文件资源管理系统和三维视景基础平台等，2021 年公司

民用客户收入达 0.54 亿元，占公司收入 7.91%，同比提升 4.83pct。

图表 29. 公司前五大民用客户（2021 年）

序号	客户名称	销售金额（万元）	占民用业务收入比重
1	中国科学院空天信息创新研究院	1,528.00	28%
2	深圳市腾讯文化传媒有限公司	687.55	13%
3	苍穹数码技术股份有限公司	424.53	8%
4	北京国遥新天地信息技术股份有限公司	410	8%
5	湖南麒麟信息工程技术有限公司	389.38	7%
合计	合计	3,439.46	63%

数据来源：公司招股书，财通证券研究所

4. 盈利预测

收入及增速预计：

1) 我们预计，公司技术开发、软件产品、技术服务业务收入 2022-2024 年增速分别为 32%、30%、27%，主要源于下游高景气叠加快速拓展客户。

2) 预计公司商品销售业务收入 2022-2024 年增速分别为 28%、27%、20%，成长同样来自下游高景气叠加客户开发；增速稍慢于高毛利的其他业务，主要源于军工信息化渗透率快速提升下软件需求增速快于硬件。

毛利率预计：

参考公司过去两年毛利率情况，预计公司技术开发、软件产品、技术服务、商品销售业务毛利率 2022-2024 年分别保持在 69%、80%、70%、23%。

综上，我们预计公司 2022-2024 年收入增速分别为 31%、29%、25%，公司销售毛利率分别为 59%，59%，60%。

图表 30. 公司收入及毛利率预测（2020-2024E）

亿元		2020	2021	2022E	2023E	2024E
技术开发	收入	3.19	4.38	5.78	7.52	9.55
	yoy	33%	38%	32%	30%	27%
	成本	0.84	1.34	1.79	2.33	2.96
	毛利率	74%	69%	69%	69%	69%
软件产品	收入	0.20	0.71	0.93	1.21	1.54
	yoy	-38%	247%	32%	30%	27%
	成本	0.04	0.13	0.19	0.24	0.31

	毛利率	80%	81%	80%	80%	80%
技术服务	收入	0.23	0.07	0.09	0.11	0.14
	yoy	64%	-72%	32%	30%	27%
	成本	0.07	0.02	0.03	0.03	0.04
	毛利率	70%	72%	70%	70%	70%
商品销售	收入	1.64	1.71	2.19	2.78	3.34
	yoy	382%	4%	28%	27%	20%
	成本	1.30	1.31	1.69	2.14	2.57
	毛利率	21%	23%	23%	23%	23%
合计	收入	5.26	6.86	8.99	11.62	14.57
	yoy	65%	30%	31%	29%	25%
	成本	2.25	2.80	3.69	4.75	5.88
	毛利率	57%	59%	59%	59%	60%

数据来源：Wind，财通证券研究所

首次覆盖，给予“增持”评级。综合前文的分析，公司作为军工仿真 CAE 龙头，受益于军工信息化的投入，伴随着订单规模和单个订单体量的持续增长，发展业务进入快速扩张期，同时公司底层平台的逐步夯实也有望在未来的项目落地中带来进一步的规模效应。我们预计公司 2022-2024 年分别实现收入 9.0 亿元、11.6 亿元和 14.6 亿元，实现归母净利润 1.6 亿元、2.1 亿元和 2.8 亿元，对应当前 PE 估值分别为 44x、33x、25x，给予“增持”评级。

图表 31. 可比公司估值对比 (2021-2023E)

股票简称	股票代码	收盘价(元)	市值(亿元)	EPS			PE		
		2022/10/27	2022/10/27	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
中科星图	688568.SH	67.72	166.09	1.00	1.27	1.79	67.72	53.22	37.79
航天宏图	688066.SH	85.31	157.72	1.08	1.60	2.26	78.99	53.43	37.70
霍莱沃	688682.SH	99.46	51.64	1.65	1.63	2.25	60.28	60.92	44.30
平均值		84.16	125.15	1.24	1.50	2.10	69.00	55.85	39.93
华如科技	301302.SZ	66.40	70.03	1.49	1.50	2.00	44.56	44.41	33.22

数据来源：Wind，财通证券研究所

注：可比公司 EPS 使用 Wind 一致预期

5. 风险提示

下游景气度不及预期风险：公司处于业务快速扩张期，如果下游需求景气度低于预期会产生负面影响。

政策支持不及预期风险：公司收入主要来自军工国防单位，其采购与政策支持相关，具有不及预期风险。

人员流失和技术泄密风险：公司主营软件业务的创新迭代均依靠研发人才，存在人员流失、技术泄密下降的风险。

资质风险。公司从事军品科研，需要定期进行资格认证，如果认证出现障碍，将面临经营风险。

疫情反复与宏观经济下行风险：疫情反复会对公司员工研发、销售活动产生负面影响，全球宏观经济可能对公司的业务开展产生负面影响。

公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	526	686	899	1162	1457	成长性					
减:营业成本	225	280	369	475	588	营业收入增长率	65%	30%	31%	29%	25%
营业税费	1	3	4	5	7	营业利润增长率	21%	39%	34%	34%	34%
销售费用	47	59	81	105	131	净利润增长率	30%	29%	34%	34%	34%
管理费用	62	86	112	145	175	EBITDA 增长率	18%	38%	53%	33%	31%
研发费用	101	135	175	227	280	EBIT 增长率	18%	37%	60%	33%	31%
财务费用	0	1	-4	-15	-16	NOPLAT 增长率	27%	27%	61%	33%	31%
资产减值损失	0	0	0	0	0	投资资本增长率	75%	9%	150%	10%	11%
加:公允价值变动收益	-2	0	0	0	0	净资产增长率	87%	14%	150%	9%	11%
投资和汇兑收益	3	4	6	7	9	利润率					
营业利润	89	124	166	222	298	毛利率	57%	59%	59%	59%	60%
加:营业外净收支	0	0	0	0	0	营业利润率	17%	18%	18%	19%	20%
利润总额	89	125	166	222	298	净利润率	17%	17%	18%	18%	19%
减:所得税	-3	6	8	11	15	EBITDA/营业收入	18%	19%	22%	23%	24%
净利润	92	118	158	211	283	EBIT/营业收入	17%	18%	22%	22%	23%
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	466	439	1690	1831	1876	固定资产周转天数	7	11	7	5	3
交易性金融资产	20	0	0	0	0	流动营业资本周转天数	281	249	275	243	259
应收帐款	462	540	754	894	1169	流动资产周转天数	759	681	1146	1013	912
应收票据	0	0	0	0	0	应收帐款周转天数	283	263	263	263	263
预付帐款	11	60	79	102	127	存货周转天数	129	198	220	220	220
存货	105	204	247	333	386	总资产周转天数	575	648	848	957	864
其他流动资产	1	1	1	1	1	投资资本周转天数	623	518	988	839	745
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	11%	12%	7%	8%	10%
长期股权投资	0	0	0	0	0	ROA	8%	9%	5%	6%	8%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROIC	10%	12%	8%	9%	11%
固定资产	9	20	16	15	14	费用率					
在建工程	0	0	0	0	0	销售费用率	9%	9%	9%	9%	9%
无形资产	3	3	3	3	2	管理费用率	12%	13%	13%	13%	12%
其他非流动资产	0	0	0	0	0	财务费用率	0%	0%	0%	-1%	-1%
资产总额	1122	1349	2889	3290	3702	三费/营业收入	21%	21%	21%	20%	20%
短期债务	60	0	30	60	90	偿债能力					
应付帐款	63	120	121	189	195	资产负债率	25%	29%	17%	21%	22%
应付票据	0	0	0	0	0	负债权益比	34%	41%	21%	27%	28%
其他流动负债	0	0	0	0	0	流动比率	3.85	3.43	5.82	4.75	4.45
长期借款	0	0	0	0	0	速动比率	3.44	2.72	5.15	4.11	3.82
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	61.98	40.70	278.74	151.63	125.96
负债总额	284	393	500	690	819	分红指标					
少数股东权益	0	0	0	0	0	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	79	79	105	105	105	分红比率					
留存收益	307	425	582	793	1076	股息收益率			0%	0%	0%
股东权益	838	956	2389	2600	2883	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	1.17	1.49	1.50	2.00	2.68
净利润	92	118	158	211	283	BVPS(元)	10.59	12.08	22.65	24.65	27.33
加:折旧和摊销	6	9	4	5	6	PE(X)	0.00	0.00	44.41	33.22	24.74
资产减值准备	10	15	19	30	33	PB(X)	0.00	0.00	2.93	2.69	2.43
公允价值变动损失	2	0	0	0	0	P/FCF					
财务费用	1	3	1	2	3	P/S	0.00	0.00	7.79	6.02	4.81
投资收益	-3	-4	-6	-7	-9	EV/EBITDA	-4.29	-3.23	26.99	19.90	15.15
少数股东损益	0	0	0	0	0	CAGR(%)					
营运资金的变动	11	-88	-229	-126	-294	PEG	0.00	0.00	1.32	0.99	0.72
经营活动产生现金流量	110	41	-53	113	21	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	3	9	4	4	7	REP					
融资活动产生现金流量	293	-77	1301	24	17						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。