

网络可视化领军企业，有望受益数据要素发展

投资要点

- **事件：**公司发布2023年中期报告。2023上半年，公司实现营收2.4亿元，同比+28%；归母净利润0.4亿元，同比+52.1%。Q2单季度，公司实现营收1.7亿元，同比+27%，环比+119.7%；归母净利润0.4亿元，同比+43.1%，环比扭亏。
- **网络可视化需求增长，公司业绩向好发展。**23年上半年，公司实现营收2.4亿元，同比+28%；实现归母净利润0.4亿元，同比+52.1%。公司营收和归母持续增长，主要系下游流量数据增长以及对网络安全的日益重视，带来网络可视化需求持续提升，上半年公司在手订单持续增长，为后续业绩发展提供有利支撑。利润率方面，23年上半年，公司实现毛利率52.2%，同比微增；实现净利率16.8%，同比+2.7pp，净利率提升主要系公司费用减少以及理财产品投资公允价值提升。23年上半年公司销售费用率为11%，同比-1.2pp；管理费用率为9.2%，同比+1.6pp；财务费用率为-0.6%，同比-0.6pp；研发费用率为17.1%，同比-1pp。销售费用率减少主要系收入规模增长，规模效应体现；管理费用率提升主要系研发人员薪酬增长以及股票激励产生的股份支付费用提升。
- **掌握核心技术，应用场景持续拓展。**公司通过长期的自主研发及技术积累，已形成了完全自主知识产权的以“大规模高速链路串接部署的DPI技术”、“PB级大数据处理平台技术”、“大规模网络用户感知和业务质量分析技术”、“大规模网络异常流量和内容检测技术”、“基于虚拟化架构的云安全管理技术”五大类核心技术。23年上半年，公司研发费用达0.4亿元，同比增长21.3%。公司持续迭代基于FPGA的DPI核心技术能力，实现硬件的国产替代，覆盖范围拓展至工业互联网、人工智能、5G、云计算、医疗、消费电子等领域。同时，公司积极跟进大数据和AI领域的前沿技术，已经完成顺水云大数据管理平台3.0的研发工作，已支持纳管99%主流大数据组件，技术完全自主可控，并且已实现全栈国产化。23年上半年，公司新获得发明专利3件、软件著作权10件，累计共拥有知识产权253件、软件著作权126件，技术实力持续提升。
- **数据要素带动产业发展，公司与运营商深度合作有望受益。**8月，上海印发《立足数字经济新赛道推动数据要素产业创新发展行动方案》，明确到25年上海数据产业规模将达到5000亿元，CAGR为15%；北京也提出在2030年数据要素市场规模将达到2000亿元；湖北、广东等多地也分别提出了数据要素发展目标，数据要素产业蓬勃发展。网络可视化是流量数据采集分析的重要手段，公司深耕行业，已在运营商国际出口和网间互联互通出口市场占有率第一，在中国移动22年互联网DPI集采中标份额超50%，未来有望受益数据要素带来的行业增量。
- **盈利预测与投资建议：**预计23-25年EPS分别为0.43元、0.64元、0.93元，对应PE分别为66、44、31倍，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期、网络升级迭代建设不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	449.28	607.29	824.17	1122.58
增长率	9.65%	35.17%	35.71%	36.21%
归属母公司净利润(百万元)	47.50	67.42	100.71	146.06
增长率	-18.74%	41.92%	49.38%	45.04%
每股收益EPS(元)	0.30	0.43	0.64	0.93
净资产收益率ROE	4.81%	6.46%	8.92%	11.65%
PE	94	66	44	31
PB	4.53	4.29	3.96	3.57

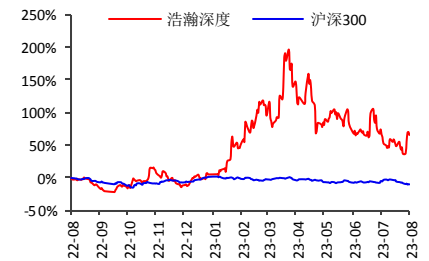
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

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

联系人：曾庆亮
邮箱：zqlyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.57
流通A股(亿股)	0.81
52周内股价区间(元)	13.37-58
总市值(亿元)	44.68
总资产(亿元)	5.97
每股净资产(元)	3.20

相关研究

目 录

1 互联网流量和数据智能化领航者.....	1
2 财务分析.....	4
3 盈利预测与估值.....	6
3.1 盈利预测.....	6
3.2 相对估值.....	7
4 风险提示.....	7

图 目 录

图 1：股权结构图（截止 2023H1）	2
图 2：公司产品结构示意图	3
图 3：网络智能解决方案架构	3
图 4：智能采集系统结构	3
图 5：互联网信息安全管理系统架构	4
图 6：异常流量监测防护系统架构	4
图 7：公司历年分业务营收占比情况	4
图 8：公司历年分业务毛利率情况	4
图 9：2019-2023H1 公司主营业务收入变化情况	5
图 10：2019-2023H1 公司归母净利润变化情况	5
图 11：2019-2023H1 公司毛利率与净利率变化情况	5
图 12：2019-2023H1 公司三费变化情况	5
图 13：2019-2023H1 公司研发费用变化情况	6
图 14：2023H1 公司研发人员学历结构（人）	6

表 目 录

表 1：公司发展历程	1
表 2：高管及核心技术人员背景深厚	2
表 3：分业务收入及毛利率	6
表 4：可比公司估值	7
附表：财务预测与估值	8

1 互联网流量和数据智能化领航者

深耕数据采集、数据处理近三十年，经验丰富技术积淀深厚。浩瀚深度成立于 1994 年，早期产品主要为 ATM 交换机。2003 年公司推出第一代自主研制的互联网流量分析系统，业务重心向网络流量领域转移，2007 年开始研发面向 2G/3G 的移动互联网流量解决方案。2015 年公司成功挂牌新三板并于 2022 年在上交所科创板上市。经过多年发展，公司已具备“大规模高速链路串接部署的 DPI”等五大类核心技术，已打造功能丰富的应用产品体系。

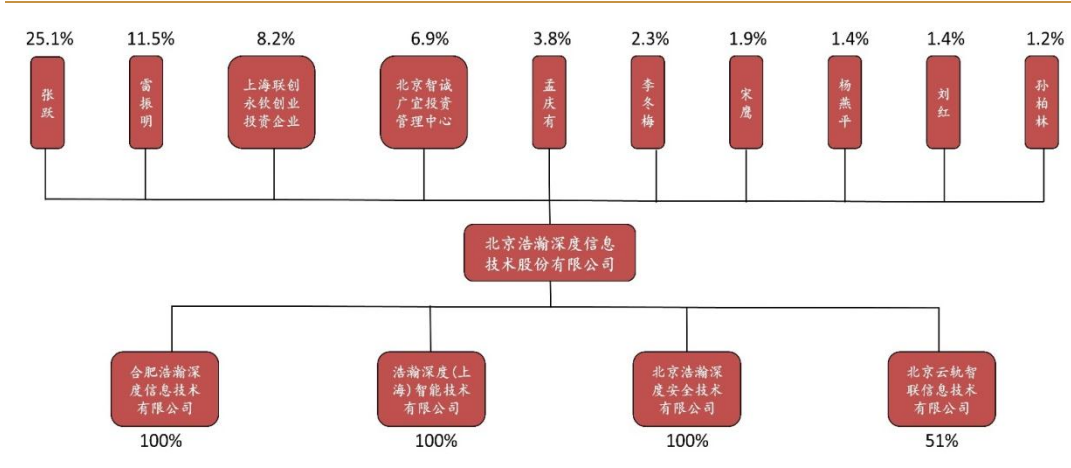
表 1：公司发展历程

时间	发展历程
1994	公司前身北京宽广电信高技术发展有限公司成立，公司创始人雷振明教授基于 ATM 异步传递模式理论和 FPGA 技术而研制成功中国第一台 ATM 骨干交换机 BTC9500。
1996	组建中国邮电 ATM 科学实验网（SEANET）。
1997	自主研制的 BTC-9500ATM 交换机为核心简称宽带实验网络。
1998	为中国邮电电信总局开发了全国智能网管业信息管理系统软件。
2003	重心转向网络流量领域，成功推出第一代自主研制的 TMA 互联网流量分析系统，采用 DPI 技术对互联网流量进行分类，可有效识别出 P2P 下载、VoIP、HTTP 等市场主流业务。
2004	自主研发了国内流量管理设备。
2007	开始研发面向 2G/3G 的移动互联网流量解决方案。
2009	TMA1100-B（盒式产品）探针设备采用大规模 FPGA 架构设计，高度为 2U，最大 20G 的 DPI 处理，提供 GE、2.5GPOS、10GPOS 等多种业务接口类型，支持 GE 镜像输出接口，支持串接和并接两种接入方式。
2012	发布 40G 高速接口 DPI 设备，支持 IPv6 网络。
2013	变更设立股份有限公司——北京浩瀚深度信息技术股份有限公司
2014	发布 KG1300（盒式产品）探针设备、KG2000（盒式产品）探针设备。
2015	公司成功挂牌新三板，股票代码：833175。
2016	完成 HDT5000 大容量标准机框设备的研发；HDT1100（盒式产品）探针设备达到最大 400G 的 DPI 处理，提供 10G 和 100GE 等多种接口类型，支持 GE、10GE、100GE 镜像接口。
2017	实现基于 x86 平台的流量系统的大规模部署，发布大容量低功耗高可靠性的冷存储解决方案以及运营商级的 DDoS 攻击检测、溯源和防御系统。
2018	发布高密度的 3.2T 智能 DPI 设备以及可满足 SDN 架构的高性能 DPI 引擎和综合解决方案。
2019	被评为“2018-2019 年度通信网络运营维护服务用户满意企业”；推出 HDT5000-6（机框式产品）、HDT5000-16（机框式产品）。
2020	公司异常流量清洗系统 HH-ND-CV3.0 抗拒绝服务攻击产品（基本级）、应用安全防火墙 HHSD-WAF/V1.0 web 应用防火墙（国际-基本级）取得公安部网络安全保卫局核发的《计算机信息系统安全专用产品销售许可证》。
2021	流量监控审计系统 HDS2000/V1.5 网络安全审计类（基本级）取得公安部网络安全保卫局核发的《计算机信息系统安全专用产品销售许可证》；2021 年 12 月公司 SFT9000 智能过滤分发系统开始市场推广。
2022	浩瀚深度在上交所上市。

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司利益与核心人员深度绑定，子公司业务分工明确。公司实际控制人为董事长张跃先生、雷振明先生是公司前两大股东，二人为一致行动人，合计直接持有公司 36.6% 的股份。第四大股东智诚广宜是公司员工持股平台，将核心人才与公司利益深度绑定。2022 年 10 月公司推出股权激励计划，考核目标为 2023/2024/2025 年营业收入（或净利润）相比 2022 年增长 10%/20%/32%，股权激励计划将激发核心人才积极性，支撑公司发展壮大。2015 年

以来公司成立四家子公司，合肥浩瀚主要产品及业务为电信级互联网流量管理软件系统及升级维护服务等；上海浩瀚的主要业务为智能科技、信息科技领域内的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务等；云轨智联主要业务为轨道交通视频智能综合管理系统；浩瀚安全主要业务为技术开发，上市前公司将涉密信息系统集成甲级资质剥离给浩瀚安全。

图 1：股权结构图（截止 2023H1）


数据来源：公司公告，西南证券整理

高管及核心技术人员产学研结合，技术背景深厚。董事长张跃先生通信行业从业二十余年，于 2008 年加入浩瀚深度，副董事长及总经理魏强先生 2000 年起在公司任职，对公司本身及行业技术发展有深刻理解。公司多位高管和核心技术人员均为高级工程师，曾在国内院校相关专业任教十余年，加入公司后成为技术中流砥柱。

表 2：高管及核心技术人员背景深厚

核心技术人员	职务	简历
张跃	董事长、实际控制人	毕业于北京邮电大学信号与信息处理专业，硕士研究生学历，教授级高级工程师。1983-2008 年先后任职于天津市塘沽邮电局、天津邮电管理局、天津移动通信局、中国移动通信集团公司、中国中信集团有限公司、上海蜂星国际贸易有限公司等；2008 年起历任公司副董事长、总经理、董事长。
雷振明	实际控制人	毕业于北京邮电大学通信与电子系统专业，博士研究生学历。1986-2016 年历任北京邮电大学信息工程系副教授、教授，宽带网络监控教研中心责任教授、博士生导师。1994 年公司成立以来，历任公司执行董事、董事长、董事。
陈陆颖	副总经理、核心技术人员	博士研究生学历，高级工程师。1998-2015 年任教于北京邮电大学信息与通信工程学院。1998 年至今先后担任公司研发经理、技术总监、副总经理。
窦伊男	副总经理、核心技术人员	博士研究生学历，高级工程师。1998-2015 年任教于北京邮电大学信息与通信工程学院。1998 年至今先后担任公司软件部经理、技术部副经理、副总经理。

数据来源：公司公告，西南证券整理

基于智能采集管理系统，业务领域不断拓展。浩瀚深度聚焦互联网流量智能化管控和数据应用领域，基于不断升级迭代智能采集管理系统，开展网络智能化解决方案、信息安全防护解决方案及大数据解决方案等业务。公司产品已广泛部署与我国三大运营商的骨干网、城域网/省网、IDC 出口等各层级网络节点，保障各层级网络的高效、稳定、安全运行。

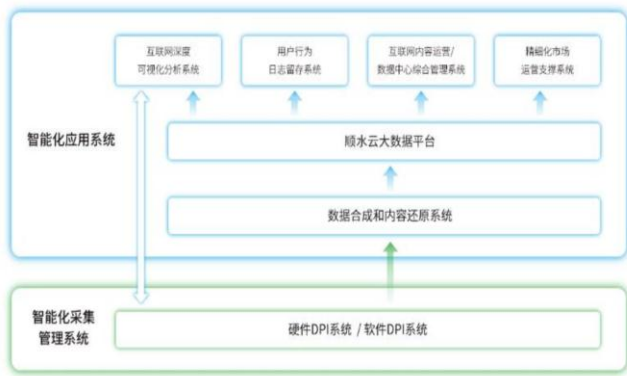
图 2：公司产品结构示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

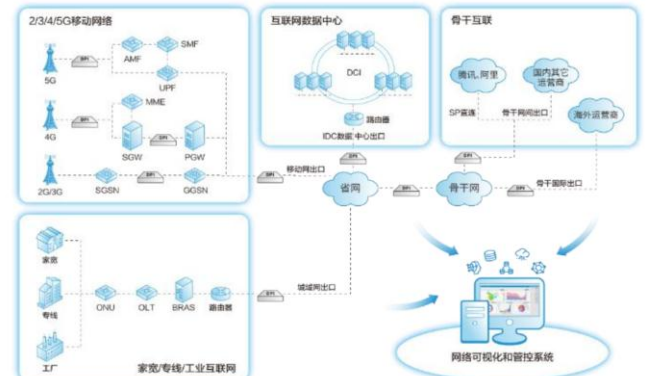
网络智能化解决方案由智能采集管理系统和智能化应用系统共同构成。其中“智能采集管理系统”主要的技术为 DPI 技术（深度包检测技术），该系统具备互联网流量识别、分析、管控以及数据采集等功能。经过多年发展，公司研发出“硬件 DPI 系统”以及“软件 DPI 系统”并不断进行升级，不断提升产品竞争力。“智能化应用系统”是基于智能采集管理系统，针对不同应用场景和应用目标研发的多功能系统，以软件为主，包括“数据合成和内容还原系统”、“网络深度可视化分析系统”等系统。

图 3：网络智能化解决方案架构



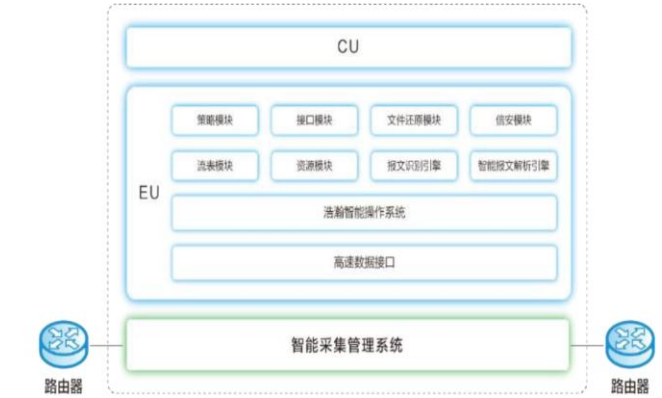
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：智能采集系统结构

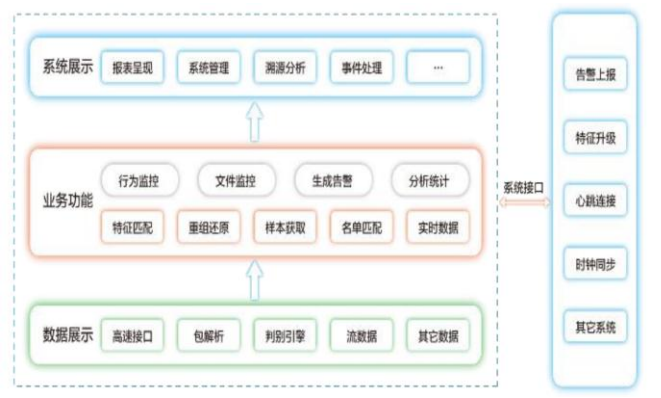


数据来源：公司公告，西南证券整理

信息安全防护解决方案为运营商客户提供互联网信息安全管理系统、异常流量监测防护系统。互联网信息安全管理系统具有基础数据管理、访问日志管理、信息安全管理等功能，2017 年工信部要求 IDC/ISP/CDN 企业必须建设信息安全管理系统并接入业务实际的通信管理局系统，方便监管。异常流量监测防护系统部署于运营商骨干网、省网、IDC 出口、国际出口等大流量节点位置，具备全面的僵尸木马检测能力，能够有效维护公共互联网安全。

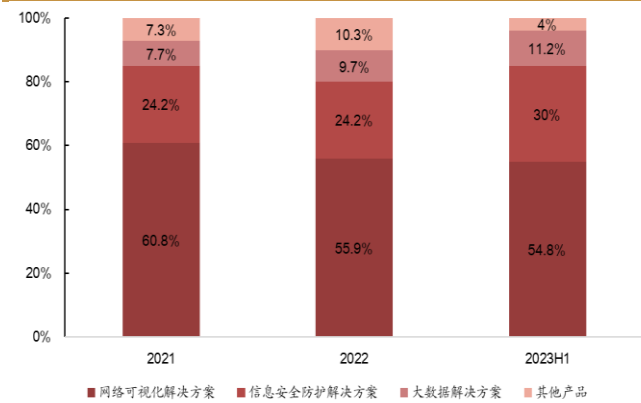
图 5：互联网信息安全管理系统架构


数据来源：公司公告，西南证券整理

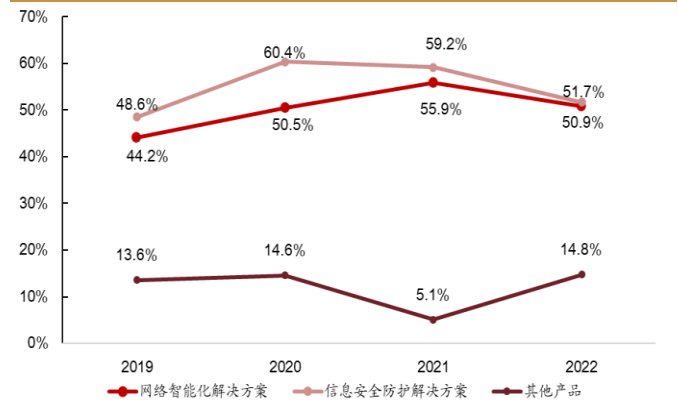
图 6：异常流量监测防护系统架构


数据来源：公司公告，西南证券整理

拓展大数据解决方案业务，主要业务保持高毛利率水平。从营业收入占比来看，网络可视化是公司核心业务，2023H1 占比为 54.8%。信息安全防护解决方案、大数据解决方案是公司的拓展业务，占比逐渐提升，2023H1 占比分别为 30%和 11.2%。从毛利率来看，公司主营业务均保持较高毛利率水平，信息安全防护解决方案毛利率略高于网络智能化解决方案，2022 年公司网络智能化解决方案和信息安全防护解决方案毛利率分别为 50.9%和 51.7%。

图 7：公司历年分业务营收占比情况


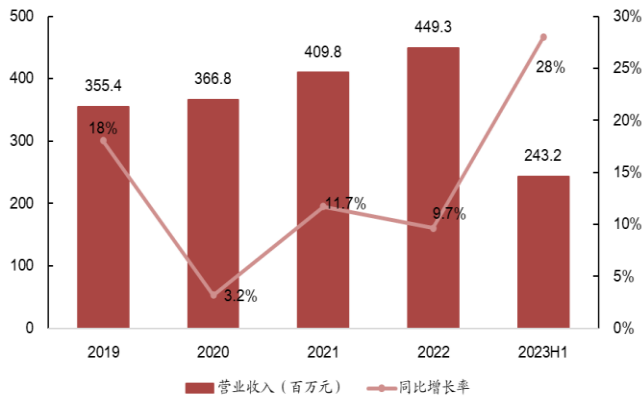
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司历年分业务毛利率情况


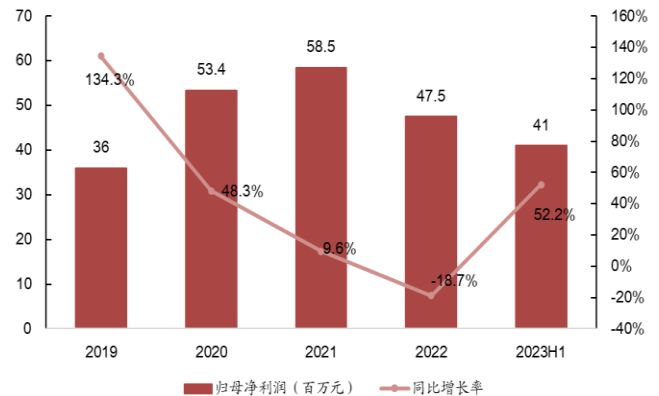
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 财务分析

业绩稳步增长，盈利能力持续提升。公司业务范围已拓展至全国，营业收入不断增长，2020-2022 年 CAGR 为 8.1%，2023 年上半年公司继续开拓市场，订单持续增长，营业收入达 2.4 亿元，同比增长 28%。归母净利润方面，2020-2022 年较为稳定，2023 年 H1 由于收入快速增长，且收到政府补助，归母净利润达 0.4 亿元，同比增长 52.2%。截至 2023 年上半年，公司在手订单持续增长，支撑业绩持续提升。

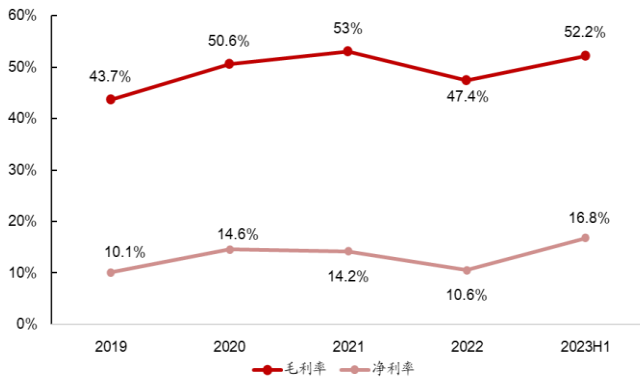
图 9：2019-2023H1 公司主营业务收入变化情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

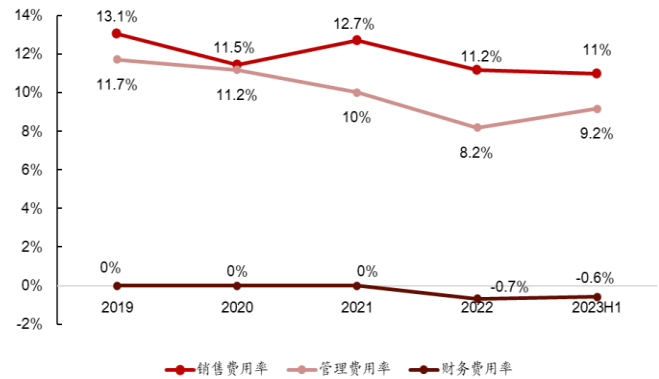
图 10：2019-2023H1 公司归母净利润变化情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

利润率呈上升趋势，费用率保持稳定。2019-2021 年公司毛利率持续提高，主要系硬件 DPI 系统持续迭代升级、光模块等原材料采购价格下降、EU 等软件模块完成自产替代等因素综合影响。2023H1 毛利率为 52.2%，较去年同期略有提升，2023H1 净利率为 16.8%，较去年同期提升 2.7pp。费用率方面，销售、管理、财务费用率均呈下降趋势，2022 年公司财务费用率为负，主要原因是公司 2022 年上市后，募集资金到位现金流充裕，利息收入增加。2023H1 管理费用率较去年同期上升 1.6pp，主要系职工薪酬较去年同期增长、报告期内限制性股票激励产生股份支付。

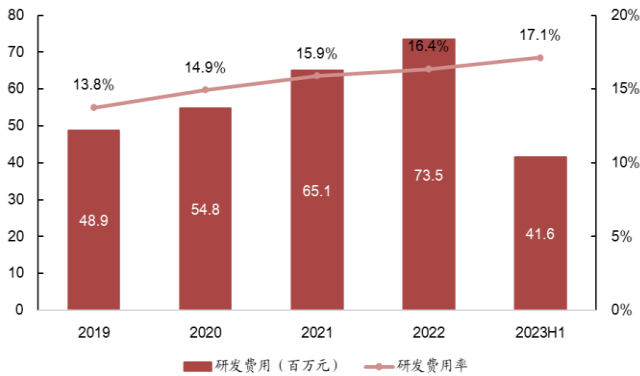
图 11：2019-2023H1 公司毛利率与净利率变化情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

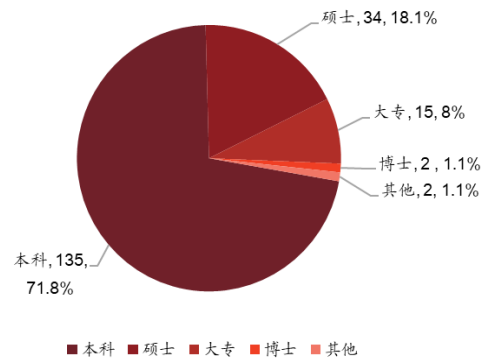
图 12：2019-2023H1 公司三费变化情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

重视研发投入，技术驱动成长。2019-2022 年公司研发费用率持续提高，2023H1 研发费用率为 17.1%。公司拥有 188 名研发人员，占公司总人数的 41%，其中本科及以上学历研发人员占比 91%。2023 年上半年，公司以下游需求为基础，继续迭代基于 FPGA 的 DPI 核心技术能力，研发边缘化、虚拟化、轻量化 DPI 技术等核心技术，新获得 3 件授权发明专利，10 件软件著作权。同时，公司与高校建立产学研合作关系，公司研发实力进一步增强。

图 13：2019-2023H1 公司研发费用变化情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：2023H1 公司研发人员学历结构 (人)


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着 5G 流量进入高速增长时期，骨干网代际升级持续演进，网络可视化产品的相关技术也要随之升级，产品迭代需求强烈。公司在运营商网络可视化采购中份额较大，能较好受益于网络可视化产品需求的提升。预计 23-25 年移动网络可视化产品收入增速为 40%，毛利率随着软件占比提升而增长到 50%。

假设 2：我国网络安全产业规模快速增长，据中国网络安全产业联盟，到 24 年我国网络安全市场规模将超过 1000 亿元，复合增速达 15%。网络可视化产品在信息安全领域得到广泛应用，公司互联网信息安全管理系统和异常流量监测防护系统销售持续增长，预计 23-25 年公司信息安全业务收入增速将达 20%，毛利率随着产品功能提升保持在较高水平，分别为 55%、58%、58%。

假设 3：人工智能、数据要素产业快速发展，公司已经完成顺水云大数据管理平台 3.0 的研发工作，预计大数据解决方案订单将快速增长，预计 23-25 年公司大数据解决方案收入增速为 40%，毛利率为 84%。

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
移动网络可视化产品	收入	251.2	351.7	492.4	689.4
	增速	0.77%	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	45.1%	50.0%	50.0%	50.0%
信息安全	收入	108.5	130.2	156.3	187.5
	增速	9.66%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	51.7%	55.0%	58.0%	58.0%

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
大数据类解决方案	收入	43.5	60.9	85.2	119.3
	增速	38.17%	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	84.3%	84.0%	84.0%	84.0%
其他	收入	46.1	64.5	90.3	126.4
	增速	53.43%	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	14.7%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	449.3	607.3	824.2	1122.6
	增速	9.6%	35.2%	35.7%	36.2%
	毛利率	47.4%	51.3%	51.7%	51.6%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 相对估值

我们选取网络可视化和网络安全领域的三家公司作为可比公司，分别为恒为科技、中新赛克和迪普科技，恒为科技和中新赛克主营网络可视化的软硬件研发销售，迪普科技主营网络安全产品的研发销售，与公司具有可比性。2024 年三家公司的平均 PE 为 29.43 倍，公司 24 年 PE 为 44.42 倍，首次覆盖给予“持有”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603496.SH	恒为科技	19.61	0.39	0.56	0.78	50.28	35.02	25.14
002912.SZ	中新赛克	33.89	0.39	1.47	2.02	86.90	23.05	16.78
300768.SZ	迪普科技	14.50	0.36	0.48	0.63	40.28	30.21	23.02
平均值						59.15	29.43	21.65
688292.SH	浩瀚深度	28.43	0.43	0.64	0.93	66.12	44.42	30.57

数据来源：Wind，西南证券整理，截止至 2023 年 8 月 27 日

4 风险提示

下游需求不及预期、网络升级迭代建设不及预期等风险。

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	449.28	607.29	824.17	1122.58	净利润	47.43	67.31	100.55	145.83
营业成本	236.37	295.78	397.69	543.64	折旧与摊销	1.98	4.97	4.97	4.97
营业税金及附加	2.58	3.87	5.08	7.00	财务费用	-3.04	0.22	0.26	0.34
销售费用	50.18	72.88	96.62	132.64	资产减值损失	-12.24	-3.00	-3.00	-3.00
管理费用	98.02	170.04	225.00	291.87	经营营运资本变动	-228.43	-23.16	-165.34	-203.08
财务费用	-3.04	0.22	0.26	0.34	其他	41.42	-6.59	-0.79	19.24
资产减值损失	-12.24	-3.00	-3.00	-3.00	经营活动现金流净额	-152.89	39.75	-63.35	-35.68
投资收益	2.07	3.00	3.00	3.00	资本支出	-9.52	-2.00	-2.00	-2.00
公允价值变动损益	0.10	0.71	0.58	0.55	其他	1.92	5.00	3.15	3.69
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7.60	3.00	1.15	1.69
营业利润	50.34	71.21	106.11	153.64	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.54	-0.53	-0.53	-0.50	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	49.80	70.68	105.59	153.14	股权融资	572.30	0.00	0.00	0.00
所得税	2.38	3.37	5.04	7.30	支付股利	-11.79	-10.88	-14.73	-22.08
净利润	47.43	67.31	100.55	145.83	其他	-1.33	-6.74	-0.26	-0.34
少数股东损益	-0.07	-0.11	-0.16	-0.23	筹资活动现金流净额	559.19	-17.62	-14.99	-22.42
归属母公司股东净利润	47.50	67.42	100.71	146.06	现金流量净额	398.69	25.13	-77.19	-56.41
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	470.02	495.16	417.97	361.55	成长能力				
应收和预付款项	177.31	221.68	308.65	417.28	销售收入增长率	9.65%	35.17%	35.71%	36.21%
存货	273.92	329.11	470.64	630.72	营业利润增长率	-20.07%	41.47%	49.01%	44.79%
其他流动资产	239.74	175.79	181.60	188.86	净利润增长率	-18.30%	41.92%	49.38%	45.04%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-25.38%	55.05%	45.73%	42.76%
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	11.99	7.55	3.10	-1.35	毛利率	47.39%	51.29%	51.75%	51.57%
无形资产和开发支出	0.02	1.50	2.98	4.45	三费率	18.69%	40.04%	39.05%	37.85%
其他非流动资产	46.44	46.44	46.44	46.44	净利率	10.56%	11.08%	12.20%	12.99%
资产总计	1219.45	1277.21	1431.37	1647.96	ROE	4.81%	6.46%	8.92%	11.65%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.89%	5.27%	7.02%	8.85%
应付和预收款项	138.34	202.73	270.34	362.14	ROIC	16.85%	17.93%	20.57%	21.26%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.97%	12.58%	13.51%	14.16%
其他负债	95.56	32.51	33.25	34.27	营运能力				
负债合计	233.91	235.24	303.59	396.41	总资产周转率	0.49	0.49	0.61	0.73
股本	157.15	157.15	157.15	157.15	固定资产周转率	102.80	152.16	-1799.10	-228.76
资本公积	643.27	643.27	643.27	643.27	应收账款周转率	2.76	2.84	2.90	2.89
留存收益	185.12	241.66	327.63	451.62	存货周转率	0.99	0.93	0.98	0.98
归属母公司股东权益	985.53	1042.07	1128.04	1252.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.68%	—	—	—
少数股东权益	0.01	-0.10	-0.26	-0.48	资本结构				
股东权益合计	985.54	1041.97	1127.79	1251.55	资产负债率	19.18%	18.42%	21.21%	24.05%
负债和股东权益合计	1219.45	1277.21	1431.37	1647.96	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.70	5.96	5.05	4.37
					速动比率	4.36	4.36	3.32	2.64
					股利支付率	24.81%	16.14%	14.63%	15.11%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	49.28	76.40	111.34	158.96	每股收益	0.30	0.43	0.64	0.93
PE	94.05	66.27	44.36	30.59	每股净资产	6.27	6.63	7.18	7.97
PB	4.53	4.29	3.96	3.57	每股经营现金	-0.97	0.25	-0.40	-0.23
PS	9.94	7.36	5.42	3.98	每股股利	0.07	0.07	0.09	0.14
EV/EBITDA	77.03	49.28	34.51	24.53					
股息率	0.26%	0.24%	0.33%	0.49%					

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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@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	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	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
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn