

华如科技 (301302.SZ) 赛道优、实力强的军事仿真领军，步入成长新阶段

2022 年 11 月 11 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
陈宝健（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

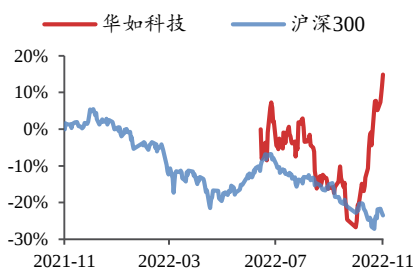
刘逍遥（分析师）

liuxiaoyao@kysec.cn

证书编号：S0790520090001

日期	2022/11/10
当前股价(元)	77.00
一年最高最低(元)	82.88/48.88
总市值(亿元)	81.21
流通市值(亿元)	19.26
总股本(亿股)	1.05
流通股本(亿股)	0.25
近 3 个月换手率(%)	371.94

股价走势图



数据来源：聚源

● 民营军事仿真领先厂商，首次覆盖给予“买入”评级

公司致力于打造中国军事仿真自主品牌，一方面，公司有望从定制软件开发向标准仿真应用软件为主模式转变，进入规模化扩展期。另一方面，公司将继续夯实产品实力，提高军用市场份额，同时积极拓展民用领域，进一步打开市场空间。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 1.60、2.22、3.13 亿元，EPS 分别为 1.52、2.10、2.97 元/股，当前股价对应 PE 分别为 50.7、36.6、25.9 倍。公司估值低于同行可比公司估值，首次覆盖给予“买入”评级。

● 军事仿真市场空间广阔，民企市场地位有望提升

军事仿真被视为“军队和经费效率的倍增器”，军事仿真领域的竞争视为现代化战争的“超前智能较量”，其重要程度不言而喻。从市场规模来看，根据智研咨询统计，2019 年我国军用计算机仿真软件行业市场规模 106.47 亿元，我们预计到 2025 年将达 280.4 亿元，年复合增长率达 17.5%。从竞争格局来看，在军民融合的政策推动下，一批具备军品科研生产相关资质的企业已逐步进入专业市场，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，民企地位逐渐提升。

● 产品覆盖全面，已形成良好的客户基础

(1) 产品层面，公司依托平台、模型和数据三大基础工程建设，形成作战实验、模拟训练、装备论证、试验鉴定和综合保障五类业务，打造完成数十款应用产品，产品库的品种门类稳步扩大，产品性能和使用体验持续提升。(2) 客户层面，公司在军方大客户中形成了军事仿真民营企业品牌效应，作为部分重大预研项目中的民营企业，与部分国防军工企业合作，先后承担了包括“跨越”系列、“火力山丹”系列等重要军事演习项目的研究工作，并承担着朱日和、库尔勒、鼎新、确山等训练基地建设任务。

● **风险提示：**人才流失风险；市场竞争加剧风险；疫情影响项目招投标与实施节奏。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	526	686	902	1,242	1,774
YOY(%)	64.6	30.4	31.4	37.7	42.8
归母净利润(百万元)	92	118	160	222	313
YOY(%)	29.5	28.7	35.8	38.5	41.0
毛利率(%)	57.3	59.1	58.3	57.8	56.2
净利率(%)	17.4	17.2	17.8	17.9	17.6
ROE(%)	11.0	12.4	14.4	16.6	19.0
EPS(摊薄/元)	0.87	1.12	1.52	2.10	2.97
P/E(倍)	88.5	68.8	50.7	36.6	25.9
P/B(倍)	9.7	8.5	7.3	6.1	4.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司概况：民营军事仿真领先厂商	4
1.1、 业绩快速增长，业务结构变化导致毛利率有所下降	5
1.2、 股权结构稳定，员工激励到位	7
2、 行业分析：军事仿真市场空间广阔，民企市场地位有望提升	7
2.1、 军事仿真被视为“军队和经费效率的倍增器”，世界各国均高度重视	8
2.2、 中国军事仿真发展基础仍比较薄弱，有较大提升空间	9
2.3、 军事仿真行业格局较为分散，民营企业市场地位逐渐提升	11
3、 核心竞争力：产品覆盖全面，已形成良好的客户基础	12
3.1、 产品体系全域覆盖，自主化程度高	12
3.2、 技术实力领先，客户认可度高	15
4、 未来发展方向：优化结构、提升市占率、拓展民用市场	16
4.1、 从定制软件开发向标准仿真应用软件为主模式转变，进入规模化扩展期	16
4.2、 提高军用市场份额，积极拓展民用领域	17
5、 盈利预测与投资建议	17
5.1、 核心假设	17
5.2、 盈利预测与投资建议	18
6、 风险提示	18
附：财务预测摘要	19

图表目录

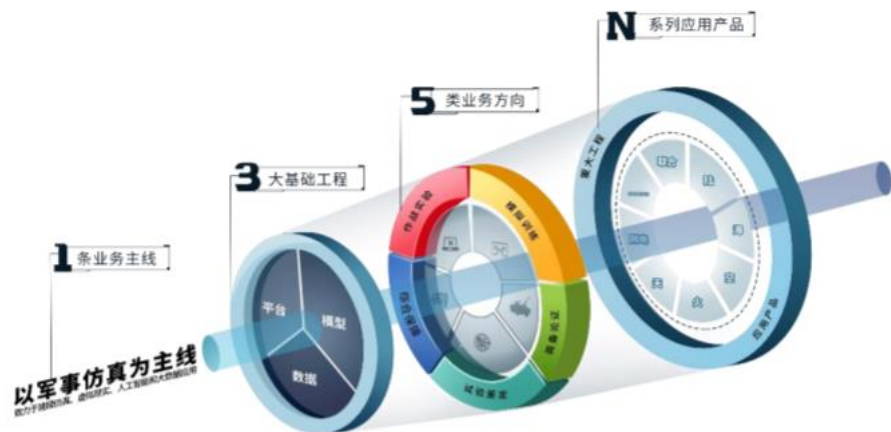
图 1： 公司依托平台、数据、模型三大基础工程致力于打造中国军事仿真自主品牌	4
图 2： 历经四个发展阶段，公司产品线逐渐成熟和完善	5
图 3： 公司主要客户群为部队、军队研究院所及军事院校等	5
图 4： 公司主要收入来源于军方单位、国防工业企业和其他企业	5
图 5： 2017-2021 年公司营业收入复合增长率为 40.3%	6
图 6： 2017-2021 年公司归母净利润复合增长率为 25.2%	6
图 7： 公司商品销售收入占比不断提升	6
图 8： 由于业务结构变化，公司综合毛利率有所下降	6
图 9： 公司实际控制人为李杰和韩超	7
图 10： 仿真技术包括软件和硬件两大部分	8
图 11： 2017-2027 年仿真军事训练系统全球市场年复合增长率将达 25.1%	9
图 12： 北美、欧洲和亚太将成为全球仿真军事训练系统的主要市场	9
图 13： 2008-2022 年中国国防支出快速增长	9
图 14： 预计到 2025 年我国军用计算机仿真（软件）行业市场规模将达 280.4 亿元	11
图 15： 我国军用计算机仿真（软件）市场分为基础软件、应用软件、技术开发及服务	11
图 16： 可扩展仿真平台（XSIM）是成熟的仿真应用平台，围绕仿真事前、事中、事后提供一系列工具和丰富的专业模型库	13
图 17： 仿真模型库（XSimModels）是一套成熟稳定、成体系、可重用、持续发展的仿真模型集合	13
图 18： 公司打造了十多款应用软件产品	15
图 19： 截至 2021 年末，公司研发人员和技术人员占比达到 78%	16
表 1： 公司陆续中标较大金额项目	7

表 2: 国家出台多项政策/文件推动国防信息化发展	10
表 3: 体制内军事仿真企业依托工业集团在军品研制方面优势较大	11
表 4: 军事仿真民营企业市场地位不断提升	12
表 5: 依托客户需求, 公司形成五类业务	14
表 6: 公司管理层和核心技术团队经验丰富	15
表 7: 公司成立/收购数个子公司拓展民用市场	17
表 8: 公司 PE 和 PS 低于行业可比公司平均水平 (截止 2022.11.10 收盘)	18

1、公司概况：民营军事仿真领先厂商

华如科技成立于 2011 年，以军事仿真为主业，依托平台、数据、模型三大基础工程，致力于打造中国军事仿真自主品牌，在作战实验、模拟训练、装备论证、试验鉴定、综合保障等领域为客户提供优质专业的仿真产品及技术开发服务。

图1：公司依托平台、数据、模型三大基础工程致力于打造中国军事仿真自主品牌



资料来源：公司招股说明书

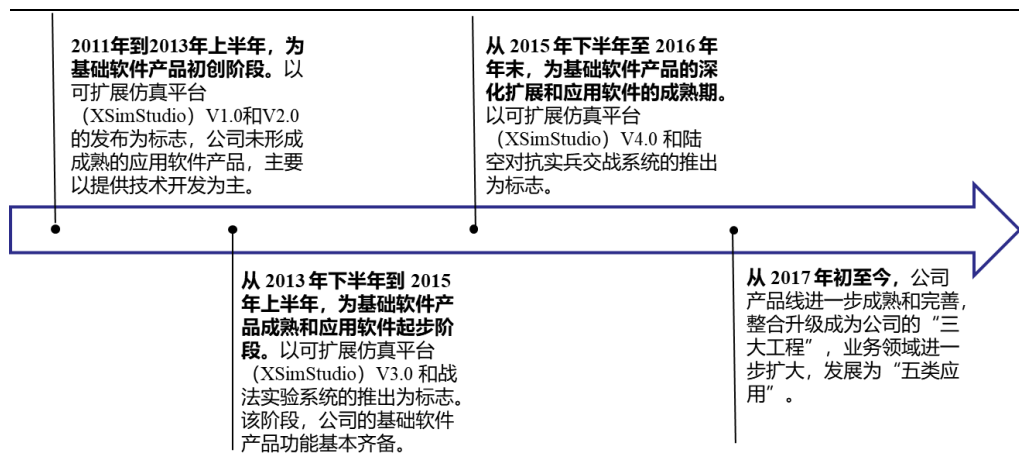
公司的发展历程分为四个阶段：第一阶段，从 2011 年到 2013 年上半年，为基础软件产品初创阶段，以可扩展仿真平台 (XSimStudio) V1.0 和 V2.0 的发布为标志。该阶段，公司主要通过调研需求，研究仿真前沿技术，形成从需求和技术到产品的转化。

第二阶段，从 2013 年下半年到 2015 年上半年，为基础软件产品成熟和应用软件起步阶段，以可扩展仿真平台 (XSimStudio) V3.0 和战法实验系统的推出为标志。该阶段，公司的基础软件产品功能基本齐备，对于用户的需求把握进一步全面和深化，开始应用软件产品的研制，先后推出战法实验系统和防空兵指挥模拟训练系统。

第三阶段，从 2015 年下半年至 2016 年年末，为基础软件产品的深化扩展和应用软件的成熟期，以可扩展仿真平台 (XSimStudio) V4.0 和陆空对抗实兵交战系统的推出为标志。随着基础软件和应用软件产品的不断成熟，公司的市场影响力和技术实力大幅提升，开始参与军方的装备研制和大型工程建设类任务。

第四阶段，从 2017 年初至今，公司产品线进一步成熟和完善，整合升级成为公司的“三大工程”。公司业务进一步扩大，营收规模突破性增长，客户由过去的研究院所、院校为主，进一步扩展到作战部队，业务领域进一步扩大，发展为“五类应用”。随着业务扩展，公司进一步整合各方面业务，成立了华如防务、鼎成智造、华如慧云三个子公司，专门开展防务器材、工业仿真和军用数据业务，对公司的军事仿真业务形成支撑。

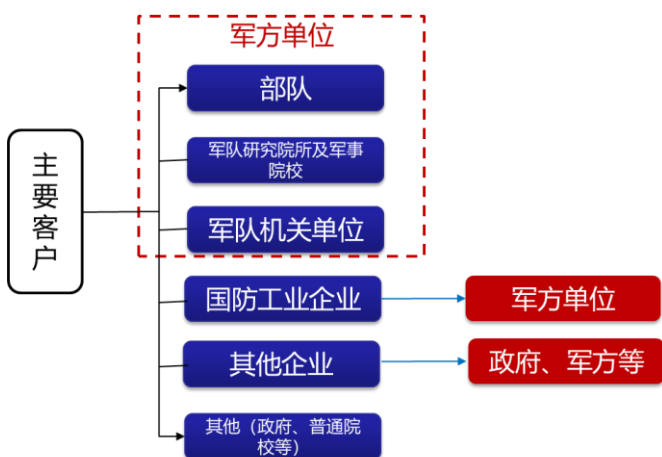
图2：历经四个发展阶段，公司产品线逐渐成熟和完善



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

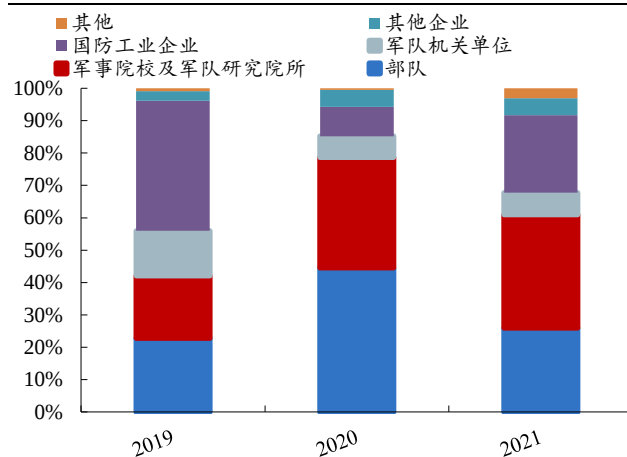
公司主要客户群体为部队、军队研究院所及军事院校、军队机关单位、国防工业企业、其他企业等。

图3：公司主要客户群为部队、军队研究院所及军事院校等



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

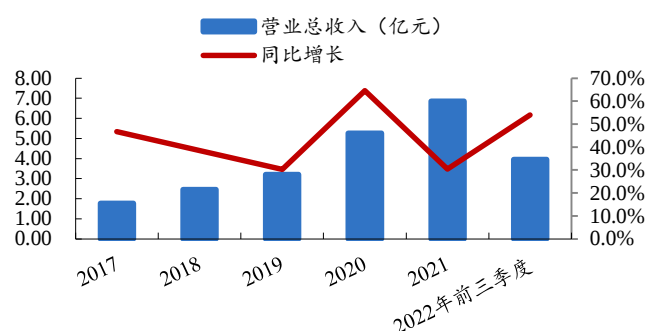
图4：公司主要收入来源于军方单位、国防工业企业和其他企业



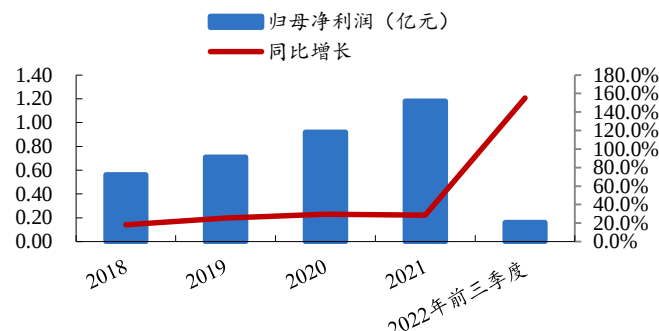
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.1、业绩快速增长，业务结构变化导致毛利率有所下降

近五年来公司收入和利润实现快速增长。2017-2021 年公司营业收入从 1.77 亿元增至 6.86 亿元，年复合增长率为 40.3%；公司归母净利润从 0.48 亿元增至 1.18 亿元，年复合增长率为 25.2%。2021 年前三季度，公司实现营业收入 3.96 亿元，同比增长 53.96%；实现归母净利润 1582.86 万元，同比增长 155.17%。公司收入和净利润的快速增长主要得益于：凭借较强的自主研发及创新能力，以及在各应用领域积累的丰富经验和对客户需求的深刻理解，通过有效市场开拓和客户渗透，公司业务实现快速发展。

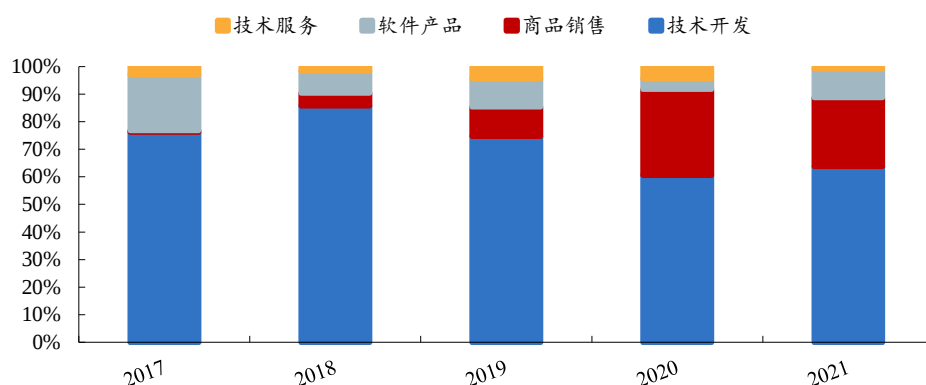
图5：2017-2021 年公司营业收入复合增长率为 40.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2017-2021 年公司归母净利润复合增长率为 25.2%


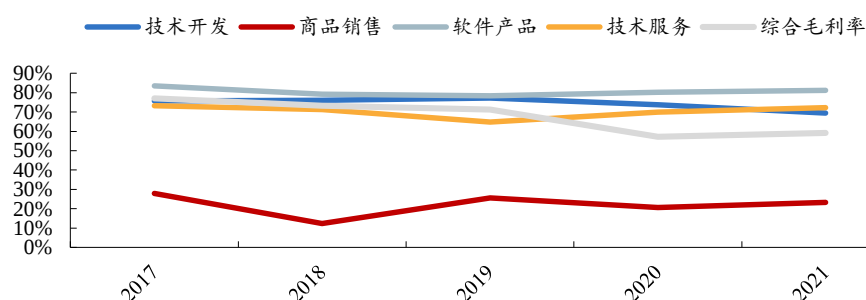
数据来源：Wind、开源证券研究所

商品销售收入占比不断提升。公司主营业务收入主要来自于技术开发，从2017-2021 年技术开发收入占比有所下降，但仍保持在60%以上。同时，基于客户对模拟仿真设备等硬件需求的增长以及公司自身综合能力的增强，商品销售收入占比不断提升，2021 年达到24.93%。

图7：公司商品销售收入占比不断提升


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

由于业务结构变化，公司综合毛利率有所下降。2017-2019 年，公司综合毛利率在70%以上，自2020 年和2021 年分别下降至57.25%和59.14%，主要是由于毛利率水平较低的商品销售业务收入占比持续快速提升，拉低了整体毛利率水平。

图8：由于业务结构变化，公司综合毛利率有所下降


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

大额合同的数量和合同金额均呈现明显增长态势。2019年，公司新签的合同金额超1,000万元的销售合同共4个，其中单笔合同金额最高超过了3,000万元。2020年，公司新签的合同金额超1,000万元的销售合同已迅速增至19个，其中金额3,000万元以上的合同有4个，单笔合同金额最高超过1.40亿元。

表1：公司陆续中标较大金额项目

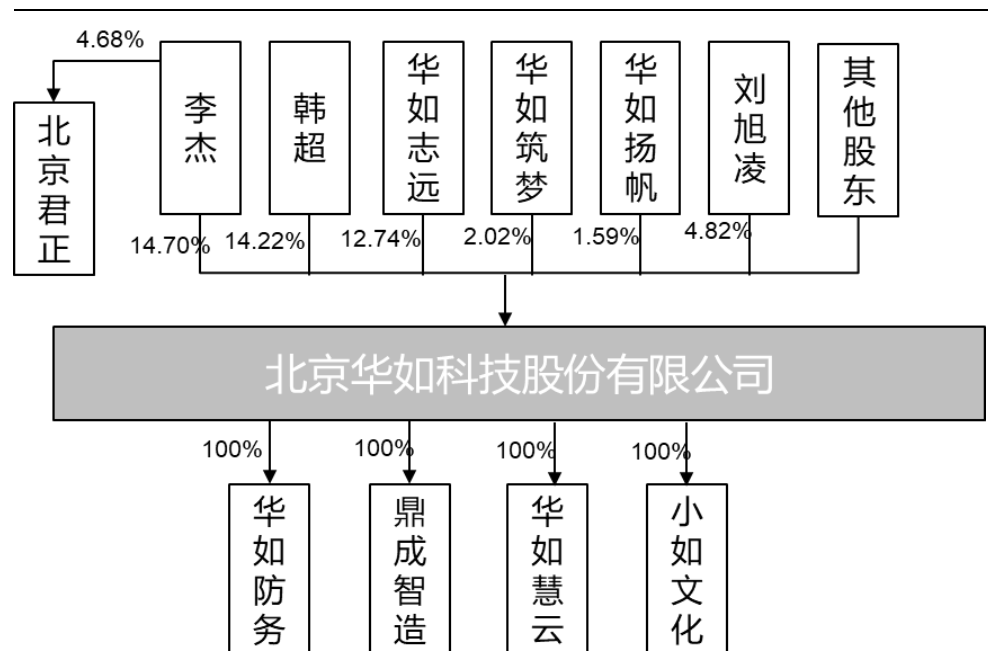
项目名称	时间	金额（万元）	招标单位
***部兵棋系统项目	2022.7.7	688	-
舰船装备体系设计研究平台和视景仿真运行环境软件项目	2022.6.28	905.27	中国船舶工业集团公司第七零八研究所
***飞行作战综合仿真平台研制项目	2022.4.26	650.27	-
成都飞机工业（集团）有限责任公司体系对抗仿真平台（二期）采购	2021.9.19	745.73	成都飞机工业（集团）有限责任公司
***部战术对抗系统	2021.7.12	1229.1	-

资料来源：采招网、开源证券研究所

1.2、股权结构稳定，员工激励到位

公司实际控制人为李杰和韩超，三大员工持股平台合计持有公司股16.35%。李杰直接持有公司14.70%的股份，韩超直接持有公司14.22%的股份，此外，二人共同作为华如志远、华如筑梦和华如扬帆三个员工持股平台的普通合伙人，间接控制公司16.35%的股份。

图9：公司实际控制人为李杰和韩超



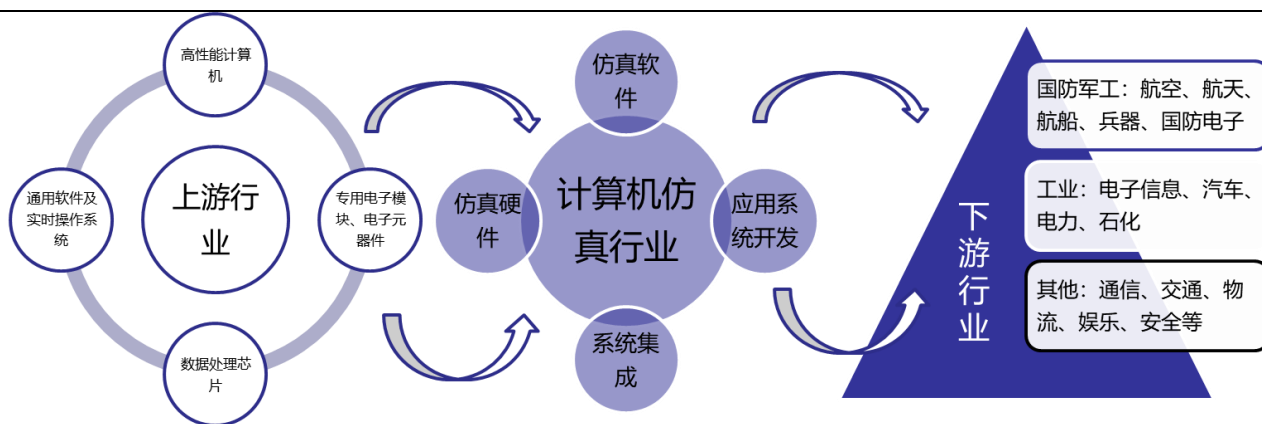
资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2、行业分析：军事仿真市场空间广阔，民企市场地位有望提升

2.1、军事仿真被视为“军队和经费效率的倍增器”，世界各国均高度重视

仿真技术是以相似原理、信息技术、系统技术及其应用领域有关的专业技术为基础，以计算机和各种物理效应设备为工具，利用系统模型对实际的或设想的系统进行研究、分析、评估、决策或参与系统运行的一门多学科的综合技术。**仿真技术包括软件和硬件两大部分。从软件方面讲**，应具备以下功能：复杂的逻辑控制；模拟实时的相互作用；模拟人脑所有的智能行为（人工智能，AI）；模拟复杂的时空关系，主要涉及时间与空间的同步等问题；感觉的表达，包括人的听觉、视觉、触觉、味觉和嗅觉的计算机表达；实时的数据采集、压缩、分析、解压缩；支持与仿真环境交互的定位、操纵、导航等。**从硬件支持的角度来看**，主要是计算机与周边设备的组合关系，表现在更大存储容量的存储设备、图像显示设备、数据采集与处理系统仿真技术的操作设备等。

图10：仿真技术包括软件和硬件两大部分



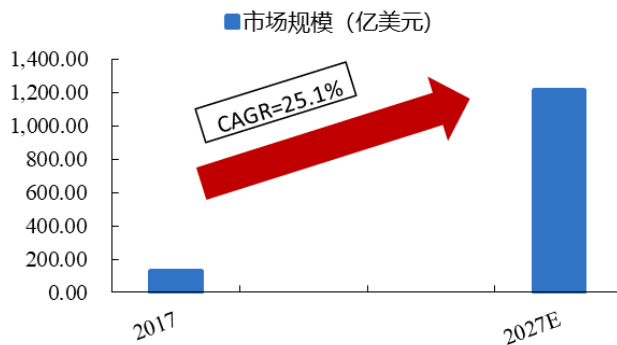
资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

军事仿真是仿真技术重要应用领域之一。军用仿真系统是专门针对军事应用构建的仿真模拟系统，可对陆、海、空、天、电、网等作战元素、武器装备性能以及作战行动进行量化分析，进而精确模拟战场环境、呈现相关战场态势，实现作战体系的效能评估和指挥决策辅助，服务于军队的作战、训练、试验和保障以及国防工业企业的装备研制、试验、保障等多个方面。

目前世界各国均认识到仿真技术在军事领域的重要作用，将军事仿真领域的竞争视为现代化战争的“超前智能较量”，并把建模与仿真看作“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。美国一直将建模与仿真列为重要的国防关键技术，美军自上世纪 70 年代开始研制 MILES(复合式综合激光交战系统)，经过 MILES2000、I-MILES 两次大的升级，2003 年美军开始预研 I-TESS（一体化战术交战模拟系统），2012 年首次进行系统实地测试，初步具备支持联合部队自主对抗训练能力，目前正基于 LVC 体系架构，开展陆、海、空军实兵交战终端、装备模拟器材、推演仿真系统的系统集成，实现异地分布的异构训练系统互联互通互操作，支撑美军实施全球跨域联合对抗训练。2021 年，美国海军陆战队采购了下一代部队训练系统(FoFTS-Next)，FoFTS-Next 是下一代仪表战术交战模拟系统(I-TESS)，将取代现有的仪表和战术交战模拟系统设备。同样，欧洲对于仿真的研究也十分重视，北大西洋公约组织（NATO）于 1992 年 9 月成立了 DIS 工作组。同年欧洲学术界的二百个成员成立了欧洲仿真特殊兴趣组，并于次年组建了“仿真未来：新概念、工具和应用”基础研究工作组。

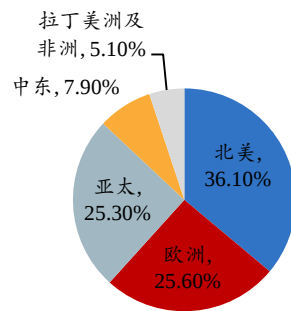
根据简氏防务《全球建模与仿真的市场预测报告》，仿真军事训练系统全球市场在 2017 年达到 130 亿美元，预期 10 年后此市场总额将达到 1,216 亿美元，年复合增长率达 25.1%。从全球市场规模来看，北美预计在 2016-2025 年期间将占据全球军事模拟和虚拟训练市场 36.10% 的份额，其余的排名分别为：欧洲占 25.60%，亚太地区占 25.30%，中东占 7.90%，拉丁美洲和非洲共占 5.10%。

图11：2017-2027 年仿真军事训练系统全球市场年复合增长率将达 25.1%



数据来源：公司招股说明书、简氏防务《全球建模与仿真的市场预测报告》、开源证券研究所

图12：北美、欧洲和亚太将成为全球仿真军事训练系统的主要市场

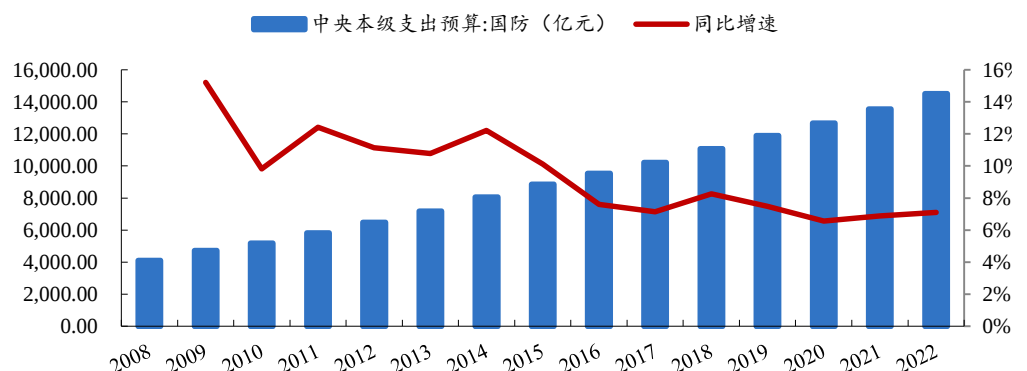


数据来源：公司招股说明书、简氏防务《全球建模与仿真的市场预测报告》、开源证券研究所

2.2、中国军事仿真发展基础仍比较薄弱，有较大提升空间

我国国防预算支出逐年增长，国防实力的重要性不言而喻。根据财政部数据，2008 年至 2022 年，中国国防预算支出 4098.95 亿元人民币增加到 14504.5 亿元人民币，年平均增长 9.45%，中国 2022 年国防支出预算同比增长 7.1%，增幅较 2021 年的 6.8% 上调 0.3 个百分点。2017 年，装备支出 4,289 亿元人民币，同比增长 6.3%，占国防费比例为 41%，相比 2010 年提升约 8%，未来占比仍将持续提高。

图13：2008-2022 年中国国防支出快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

我国军队正处于由机械化向信息化转变的过程中，信息化水平提升空间大。2021 年 3 月发布的《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要（草案）》中提出，“十四五”我国要全面加强练兵备战、全面加快武器装备升级换代，同时加快关键技术的突

破，提出三化融合向智能化武器发展，加速战略性、颠覆性装备和技术的发展。

表2：国家出台多项政策/文件推动国防信息化发展

发布时间	发布单位	政策名称	主要相关内容
2016 年 12 月	国务院	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	引导优势民营企业进入国防科研生产和维修领域，构建各类企业公平竞争的政策环境
2017 年 10 月	中国共产党第十九次全国代表大会	-	对国防和军队现代化作出“三步走”的战略安排，强调要确保到 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升，力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队
2018 年 7 月	国防科工局	《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，突出对国防科技创新基地、国防特色学科支持
2018 年 11 月	国防科工局	《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方式，旨在培养造就高水平国防科技人才和创新团队，提升实验室的自主创新能力
2019 年 3 月	全国两会	《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
2020 年 10 月	中共中央	《“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
2021 年 2 月	中央军委	《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，发扬优良传统，强化改革创新，加快构建新型军事训练体系，全面提高训练水平和打赢能力

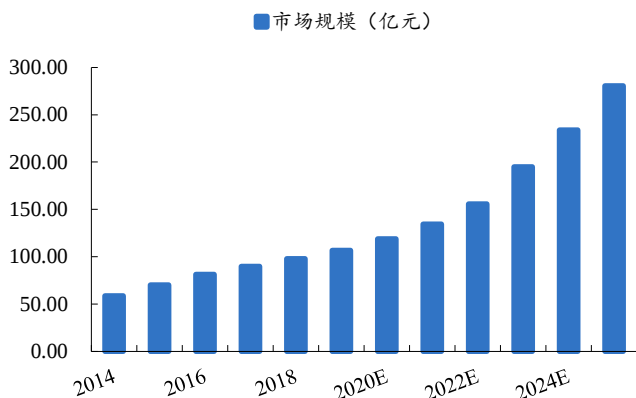
资料来源：公司招股说明书、人民网、开源证券研究所

军事仿真作为中国国防信息化的关键技术之一，发展基础仍比较薄弱。“十一五”以来，我军部队开始成规模建设运用实兵交战系统。陆军采用“直瞄打激光、间瞄打数据”的方法研制完善合成旅团规模实兵交战系统，依托朱日和、三界等训练基地开展“跨越”系列实兵对抗检验。空军初步建成基于数字仿真技术体制的 ACMI 空战综合训练系统，依托鼎新训练基地开展“红剑”系列演习，为全面展开新一代实兵交战系统建设奠定了物质技术基础，积累了训练实践经验。

与国外军用仿真技术的发展相比，我国体现在仿真技术上的不足主要表现为：（1）已建的半实物仿真系统，基本上只能服务于新型武器系统的设计研制阶段；（2）已有的仿真系统，在体系结构上，是集中、封闭式的，只能进行单一武器的性能仿真；（3）还不具备接近实战的目标、环境和干扰仿真的能力；（4）仿真技术的应用距离服务于武器装备全寿命和全系统的要求，尚有不小的差距；（5）国内体系对抗仿真系统的规模、功能和组织管理等方面与国际先进水平存在一定的差距，主要体现在可扩展性较差，功能上不能全面覆盖各种需求，标准规范尚待进一步统一和细化。

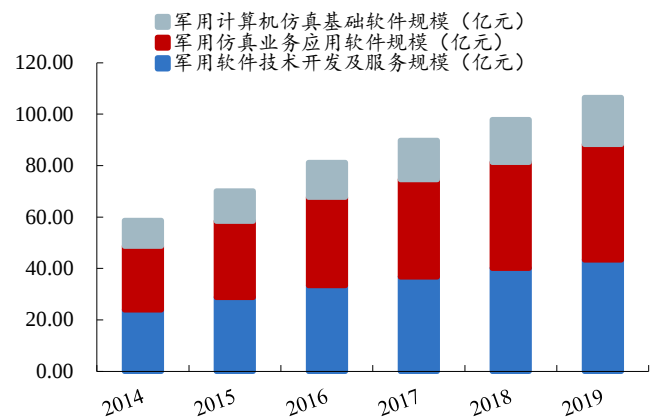
我们预计到 2025 年我国军用计算机仿真(软件)行业市场规模将达 280.4 亿元。根据智研咨询统计，2019 年我国军用计算机仿真(软件)行业市场规模 106.47 亿元。其中，军用计算机仿真基础软件（工具平台）规模 18.16 亿元；军用仿真业务应用软件（软件系统）规模 44.96 亿元；军用软件技术开发及服务规模 43.35 亿元。而根据国泰集团发布的投资者关系活动记录表，“十四五”期间军方对于模拟仿真的投入预计将超过千亿级。

图14：预计到2025年我国军用计算机仿真（软件）行业市场规模将达280.4亿元



数据来源：智研咨询、开源证券研究所（注：2014-2020年数据来自智研咨询统计，2021-2025年数据为开源证券研究所预测）

图15：我国军用计算机仿真（软件）市场分为基础软件、应用软件、技术开发及服务



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

2.3、军事仿真行业格局较为分散，民营企业市场地位逐渐提升

在军事仿真行业内部主要有两类竞争主体：第一类是体制内单位，如军队的科研机构、研究院所和国防工业企业等；第二类是民营企业。第一类竞争主体，即体制内单位而言，该类体制内单位因其装备和信息系统研制主业科研任务繁重，涉及仿真类科研往往都委托第三方完成。部分国防工业单位的主业本身包含仿真相关的业务，其依托的工业集团在军品研制方面优势较大。

表3：体制内军事仿真企业依托工业集团在军品研制方面优势较大

单位	简要介绍
航天科工系统仿真科技（北京）有限公司	成立于2003年8月，隶属于航天科工集团航天发展上市公司。公司肩负军委装备发展部仿真技术专业组产业成果推广、军委训管部数字化训练平台支撑和航天科工集团虚拟现实总体部建设三大使命。业务聚焦军用仿真、信息化、虚拟现实三大板块，自主开发五大平台：通用化半实物仿真平台(HSIM)、联合作战对抗推演平台(ACS)、训练模拟系统、信息化保障平台、“3+2”导弹及航天技术系列展品等。
中国电子科技集团公司第二十八研究所	又称南京电子工程研究所，始建于1964年，是主要从事军民用电信息系统顶层设计及总体论证、军事指挥信息系统及民用信息系统研制生产、共性及应用软件设计开发、系统专用设备设计制造与装备集成、信息系统装备联试与集成验证服务的大型骨干研究所。全国空管系统技术总体单位，具有军工一级保密单位、武器装备科研生产单位、总装备部装备承制单位等资质。
北京仿真中心	成立于1991年，隶属于航天科工集团二院，在装备体系仿真、协同设计仿真、控制系统仿真、国民经济仿真等方面形成的独特专业优势。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

对于第二类竞争主体，即民营企业而言，受军工相关资质许可及要求，军事仿真市场准入门槛较高。近年来，随着民营企业生产和技术研发水平的不断提升，同时在军民融合政策的推动下，一批具备军品科研生产相关资质的企业已逐步进入专业市场，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，上述因素

均使得专业市场的市场化程度逐步提高。

表4：军事仿真民营企业市场地位不断提升

单位	简要介绍
华如科技	成立于 2011 年，以军事仿真为主业，依托平台、数据、模型三大基础工程，致力于打造中国军事仿真自主品牌，在作战实验、模拟训练、装备论证、试验鉴定、综合保障等领域为客户提供优质专业的仿真产品及技术开发服务。
北京神舟智汇科技有限公司	成立于 2002 年 5 月，是以国防科技大学和众多科研院所技术力量为依托、以军民融合指导思想为牵引，专门从事军事模拟仿真与武器装备配套产品技术研发的高科技公司。核心产品 Maxsim 总体水平达到国际先进、国内领先，已在陆军、海军、空军、火箭军、战略支援部队、武警部队及国防工业部门获得了广泛应用。
北京未尔锐创科技有限公司	成立于 2003 年，专注于电子、训练、航空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，为客户提供满意的全方位技术支持与售后服务。
南京睿辰欣创网络科技股份有限公司	成立于 2010 年，公司通过自主研发虚拟军事仿真平台，建立起满足军队、武警、公安所需求的产品体系，并逐步将产品延伸到医疗、教育、虚拟制造、培训学校以及互联网等增强现实领域。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3、核心竞争力：产品覆盖全面，已形成良好的客户基础

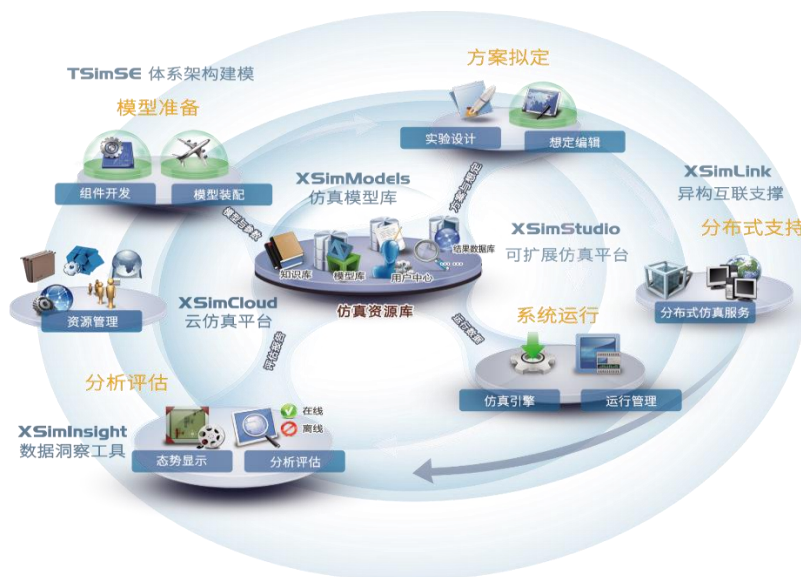
3.1、产品体系全域覆盖，自主化程度高

公司依托平台、模型和数据三大基础工程建设，形成作战实验、模拟训练、装备论证、试验鉴定和综合保障五类业务，打造完成海空联合作战实验系统、伞降模拟训练系统、舰艇作战指挥模拟训练支持系统等数十款应用产品，产品库的品种门类稳步扩大，产品性能和使用体验持续提升。

（1）平台、模型和数据三大基础工程是公司核心能力的体现

平台工程系公司着眼于需求、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，打造的管用好用、技术先进的全自主工具平台产品。当前已形成一系列平台产品，包括可扩展仿真平台、分布式支撑平台、智能决策平台、战场元宇宙、云仿真平台等。

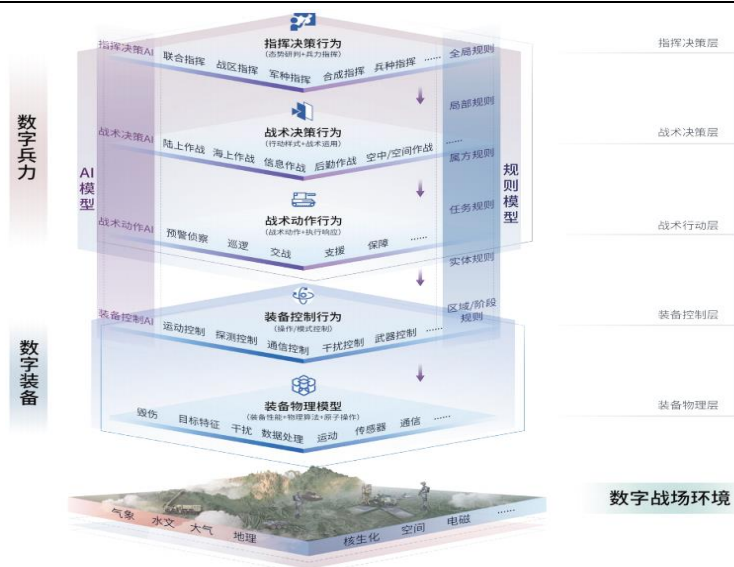
图16：可扩展仿真平台（XSIM）是成熟的仿真应用平台，围绕仿真事前、事中、事后提供一系列工具和丰富的专业模型库



资料来源：公司官网

模型是仿真的核心，针对陆海空天等各军兵种，面向战役、战术、交战等不同层次作战，实现了面向对象建模、组件化建模、参数化建模方法，构建了符合军事需求的模型体系和模型框架，支持从运动、探测、通信、行为到环境、裁决的系列模型。模型工程已成功打造了仿真模型库（XSimModels）和三维模型库（3DModels），研制联合、陆、海、空、火、天、网电等400余类模型，构建了环境服务模型（DigiWorld），可以提供地理、气象、大气、电磁、核生化等战场环境服务，并已经应用到一系列装备研制和训练应用中。

图17：仿真模型库（XSimModels）是一套成熟稳定、成体系、可重用、持续发展的仿真模型集合



资料来源：公司官网

数据工程紧扣军事仿真上、中、下游数据应用需求，包括想定数据、模型数据、运行过程数据、结果数据等，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。目前，公司已成功研发了分析评估平台（AESTudio）和大数据平台（DataStudio）等，服务于多方位的数据评估分析，在大量项目中进行了成功应用。

（2）全面覆盖作战实验、模拟训练、装备论证、试验鉴定和综合保障五类业务

在军事仿真主营业务方向下，公司形成作战实验、模拟训练、装备论证、试验鉴定和综合保障五类业务。

表5：依托客户需求，公司形成五类业务

类别	基本介绍	部分应用案例
作战实验	面向作战指挥机关和院校、试验基地，为作战概念提出、演示验证，作战计划推演优化，作战方案评估等提供仿真技术开发	● 某战区联合作战指挥信息系统试点建设 ● 某战区陆上战役作战指挥信息系统试点建设 ● 某区域联合防空反导作战规划与验证评估系统 ● 某军种合同战斗实验系统 ● 联合作战模拟评估系统
模拟训练	面向指挥机关、军事院校、基地和一线部队，为训练各级司令官、指挥参谋人员、作战人员和保障人员提供仿真技术开发，保障“练谋略、练指挥、练操作”各类模拟训练的实施	● 某联合训练模拟系统 ● 某军种防空兵实兵交战系统 ● 某军种防空兵指挥训练模拟系统 ● 炮兵指挥对抗训练模拟系统 ● 作战指挥信息系统训练模拟系统 ● 电子对抗指挥训练系统 ● 数字化合成营模拟训练系统
装备论证	面向军队装备管理机关和总体院所，以及国防工业装备研制院，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仿真开发	● 装备体系对抗仿真支撑平台技术 ● 面向复杂系统的高效能仿真支撑平台技术 ● 联合侦察预警情报体系仿真系统 ● 防空反导装备体系论证系统 ● 某军种装备体系评估系统 ● 电子对抗装备体系论证系统
试验鉴定	面向军队试验训练基地、院校、研究院所和一线部队，以及国防工业部门，为实现LVC 联合试验环境，支撑试验场、部队和实验室联合试验提供仿真技术开发	● 跨域异构体系对抗联合仿真试验平台 ● 某试验基地 C4ISR 装备体系对抗试验 ● 某军种指挥信息系统试验验证 ● 某电子信息系统顶层设计与推进工程联合试验环境 ● 某型侦察系统适配某型武器系统鉴定试验支撑环境
综合保障	面向军队后勤和装备保障机关、院校、研究院所和基地开展保障方案制订、推演演练、人员训练等提供仿真技术开发	● 军粮供应管理信息系统 ● 某军种装备作战效能分析评估系统 ● 地空导弹装备管理系统 ● 某军种装备预研管理系统 ● 军事训练领域知识服务平台 ● 冬奥安保危机模拟推演系统平台 ● 城市配送调度仿真

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

（3）形成 N 款应用软件产品，有利于批量生产和推广

应用软件产品是公司通过挖掘五类业务中客户的共性需求，在基础软件的基础上请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

上，研发应用模型和应用软件组件，最终集成为直接能支撑用户应用的软件产品。

图18：公司打造了十多款应用软件产品



资料来源：公司招股说明书

此外，公司产品和服务的自主化程度较高，所有产品完成与国产 CPU 和国产操作系统的兼容性认证。

3.2、技术实力领先，客户认可度高

承担众多标杆项目，形成较强品牌效应。2017 年，公司在众多竞争企业中脱颖而出，成为军委装备发展部“十三五”装备共性预研仿真技术研究承担份额最大的民营企业。2018 年，公司成为中国仿真学会装备运用实验与训练仿真专业委员会理事单位，此外公司还是国防科技大学仿真专业联合培养基地。公司在军方大客户中形成了军事仿真民营企业品牌效应，作为部分重大预研项目中的民营企业，与部分国防军工企业合作，先后承担了包括“跨越”系列、“火力山丹”系列等重要军事演习项目的研究工作，并承担着朱日和、库尔勒、鼎新、确山等训练基地建设任务。

人才储备丰富。公司管理层与核心研发团队人员大多拥有军队和国防科技研究院所工作经历，拥有博士、硕士学位并获得高级或中级技术职称，在雷达、通信、电子对抗、飞行器设计、及军事运筹等专业领域有较深的积淀。此外，公司吸引招揽了一批长期工作在军事训练一线的部队院校专家，有训练基地总师、参谋长、信息中心主任等和院校教授、机关参谋，对照总部颁发技术标准能够进一步研究梳理出系统建设需求。

表6：公司管理层和核心技术团队经验丰富

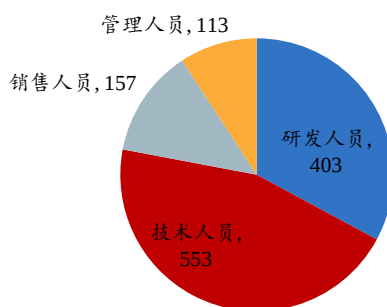
姓名	职务	履历
李杰	董事长	曾就职于中国科学院计算技术研究所、北京海豹电子技术开发公司、北京西邦信息技术有限公司、北京南山高科技有限公司。2011 年 12 月至今就职于北京华如科技，现任公司董事长、北京君正董事
韩超	总经理	本科至博士一直就读于国防科技大学，硕士和博士期间主要研究方向为高层体系架构（HLA），属于仿真领域国际标准（IEEE1516）。曾就职于北京系统工程研究所，2011 年 12 月

姓名	职务	履历
至今就职于北京华如科技，现任公司董事、总经理职务		
张柯	核心技术 人员	曾就职于国防科学技术大学，2011 年 12 月至今就职于北京华如科技股份有限公司，现任公司董事、副总经理
陈敏杰	核心技术 人员	曾就职于北京南山高科技有限公司，2011 年 12 月至今就职于北京华如科技，现任公司副总经理
王山平	核心技术 人员	曾就职于北京西邦信息技术有限公司、北京美瑞信科技有限公司、北京南山高科技有限公司，担任软件工程师职务；2012 年 12 月至今就职于华如科技，现任公司研发总监
闫飞	核心技术 人员	曾就职于北京南山高科技有限公司，2011 年 12 月至今就职于华如科技，现任公司产品总监

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

重视研发梯队的人才储备以及团队建设。截至 2021 年末，公司员工总数为 1,226 人，其中研发人员和技术人员合计达到 956 人，占比达到 77.98%。

图19：截至 2021 年末，公司研发人员和技术人员占比达到 78%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

4、未来发展方向：优化结构、提升市占率、拓展民用市场

4.1、从定制软件开发向标准仿真应用软件为主模式转变，进入规模化扩展期

目前公司主要收入来源于基于 XSimStudio 仿真平台的技术开发业务。公司成立以来，着力发展以 XSimStudio 仿真平台为核心的系列自主可控基础仿真软件产品，在此基础上面向作战、训练、装备、后勤领域提供专业解决方案，而后按照各军兵种客户个性需要定制软件应用系统。承接的项目虽然在底层平台、基础模块上能够实现重用和复用，但很难在项目层级实现重复使用，项目成果很难实现批量化生产。

仿真应用软件产品占比有望快速提升，推动公司规模化发展。目前公司及其子公司新取得著作权的软件产品共 220 个，其中涉及基础软件产品 50 个，占比 22.73%，涉及仿真应用软件产品 170 个，占比 77.27%。仿真应用软件产品的数量和占比均呈明显增长态势。未来公司产品结构将从当前以“基础软件产品为主，应用软件产品为辅”向“以应用软件产品为主”转变，有利于实现规模化发展。例如目前已

有的装备模拟器，在一次研制成功后即可能形成大批量的采购需求，使得公司单一订单的研发成本进一步摊薄，有利于公司业务规模的快速增长和利润率的进一步提升。根据公司规划，未来两年内，力争在每个行业方向上至少形成 2 款以上的应用软件产品并形成应用软件销售产品收入。

4.2、提高军用市场份额，积极拓展民用领域

在军用领域，公司要提高既有目标市场份额，实现军用研究院所、院校和试验训练基地，以及国防工业研究院所的市场占有率逐年提升，同时要拓展军队一线部队和国防工业生产企业市场，在模拟训练器材和信号及器件类仿真市场取得实质性突破，实现经营模式升级，从科研环节收入为主向科研与生产环节收入并重转变。

在民用领域，一方面，公司基于多年积累的仿真基础平台、工具和技术，拓展包括交通、金融、城市规划、反恐维稳等领域，从技术层面完全可以实现复用。公司成立全资子公司鼎成智造，基于公司现有军用仿真业务的基础，专攻工业仿真领域的应急和消防细分市场，逐步向其他工业仿真领域推进和拓展；收购的华如慧云则专注于数据分析与运营的相关业务。

另一方面，公司也在积极拓展民用文化领域。2022 年 7 月 13 日，公司对外投资 3000 万元设立全资子公司——北京小如文化科技有限公司（暂定名），小如文化以公司积累的虚拟现实、人工智能、大数据等技术为基础，专注军事仿真技术成果在民用文化领域的转化，致力于文化科技产品研发及数字内容生产。小如文化计划积极开拓文化旅游、游戏电竞、健康体育、影视动漫等数字创意应用方向及开展网络游戏研发与运营、精品 IP 培育与推广、主题乐园建设与管理、文创产品设计与生产等业务，并逐步发展成为以精品 IP 为核心的泛娱乐产品生产商和运营商。

表7：公司成立/收购数个子公司拓展民用市场

子公司名称	持股比例	主要业务
鼎成智造	100%	专攻工业仿真领域的应急和消防细分市场，逐步向其他工业仿真领域推进和拓展
华如慧云	100%	专注数据分析与运营的相关业务
华如防务	100%	专注部队实兵训练器材业务领域
小如文化	100%	专注军事仿真技术成果在民用文化领域的转化，致力于文化科技产品研发及数字内容生产

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、核心假设

(1) 收入端：“十四五”期间，在军队现代化发展的背景下，军事仿真行业预计实现高景气。公司作为领先的民营军事仿真企业，成长活力十足，有望迈入规模化扩张期。随着模拟训练器材逐步放量，我们预计公司 2022-2024 年商品销售收入增速分别为 40%、50%、60%；预计技术开发收入维持高速增长，增速分别为 32%、35%、38%；预计软件产品收入稳定增长，增速分别为 10%、20%、20%；技术服务收入体量较小，波动性较大，预计增速分别为 0%、30%、10%。

(2) 毛利率：未来几年，公司有望在模拟训练器材和信号及器件类仿真市场取

得实质性突破，从而带动商品销售收入占比的提升，导致毛利率有所下降。我们预计公司 2022-2024 年销售毛利率为 58.33%、57.83%、56.15%。

(3) 期间费用率：未来几年，公司一方面加强军用领域的研发与销售投入，扩大市场优势，提升市占率，另一方面积极拓展民用市场。我们预计公司 2022-2024 年销售费用率为 8.60%、8.50%、8.00%，管理费用率为 11.80%、11.50%、11.20%，研发费用率为 19.20%、18.80%、18.00%。

5.2、盈利预测与投资建议

公司致力于打造中国军事仿真自主品牌，一方面有望受益于军事仿真领域高景气，另一方面有望通过修炼内功增强自身实力，进一步提升市场占有率。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 1.60、2.22、3.13 亿元，EPS 分别为 1.52、2.10、2.97 元/股，当前股价对应 PE 分别为 49.3、35.6、25.2 倍。公司估值低于同行可比公司估值，首次覆盖给予“买入”评级。

表8：公司 PE 和 PS 低于行业可比公司平均水平（截止 2022.11.10 收盘）

证券 代码	公司 简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688066.SH	航天宏图	161	2.92	4.49	6.23	55.2	35.9	25.9
688568.SH	中科星图	171	3.10	4.41	6.25	55.2	38.8	27.4
688682.SH	霍莱沃	49	0.85	1.17	1.60	57.7	41.7	30.4
行业平均						56.0	38.8	27.9
301302.SZ	华如科技	79	1.60	2.22	3.13	50.7	36.6	25.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：霍莱沃盈利预测来自 Wind 一致预期）

6、风险提示

- (1) 疫情影响项目招投标与实施节奏风险；
- (2) 人才流失风险；
- (3) 市场竞争加剧风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1095	1281	1972	2526	3311
现金	466	439	938	1295	1751
应收票据及应收账款	462	540	848	734	1040
其他应收款	26	30	42	57	85
预付账款	11	60	2	88	46
存货	105	204	135	346	384
其他流动资产	26	8	6	7	7
非流动资产	28	68	51	57	65
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	9	20	22	26	32
无形资产	3	3	1	1	1
其他非流动资产	15	45	28	31	32
资产总计	1122	1349	2023	2583	3377
流动负债	284	374	871	1208	1687
短期借款	60	0	404	424	800
应付票据及应付账款	63	120	95	429	349
其他流动负债	161	254	372	355	538
非流动负债	0	19	10	11	12
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	19	10	11	12
负债合计	284	393	880	1219	1699
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	79	79	105	105	105
资本公积	452	452	452	452	452
留存收益	307	425	585	807	1120
归属母公司股东权益	838	956	1143	1365	1678
负债和股东权益	1122	1349	2023	2583	3377

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	110	41	73	346	100
净利润	92	118	160	222	313
折旧摊销	6	9	8	7	9
财务费用	-0	1	1	5	11
投资损失	-3	-4	-5	-5	-6
营运资金变动	11	-88	-99	120	-227
其他经营现金流	5	5	7	-2	-1
投资活动现金流	3	9	8	-6	-10
资本支出	7	15	-1	4	7
长期投资	7	20	0	0	0
其他投资现金流	18	44	6	-2	-4
筹资活动现金流	293	-77	15	-4	-10
短期借款	-3	-60	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	11	0	26	0	0
资本公积增加	286	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1	-17	-11	-4	-10
现金净增加额	407	-27	96	337	79

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	526	686	902	1242	1774
营业成本	225	280	376	524	778
营业税金及附加	1	3	4	4	5
营业费用	47	59	78	106	142
管理费用	62	86	106	143	199
研发费用	101	135	173	233	319
财务费用	-0	1	1	5	11
资产减值损失	0	0	-16	-18	-20
其他收益	7	14	16	20	24
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0
投资净收益	3	4	5	5	6
资产处置收益	0	0	0	0	1
营业利润	89	124	169	234	330
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	89	125	169	234	330
所得税	-3	6	9	12	17
净利润	92	118	160	222	313
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	92	118	160	222	313
EBITDA	85	120	169	232	331
EPS(元)	0.87	1.12	1.52	2.10	2.97

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	64.6	30.4	31.4	37.7	42.8
营业利润(%)	21.0	39.4	35.8	38.5	41.0
归属于母公司净利润(%)	29.5	28.7	35.8	38.5	41.0
获利能力					
毛利率(%)	57.3	59.1	58.3	57.8	56.2
净利率(%)	17.4	17.2	17.8	17.9	17.6
ROE(%)	11.0	12.4	14.4	16.6	19.0
ROIC(%)	9.0	10.8	10.0	12.1	12.4
偿债能力					
资产负债率(%)	25.3	29.1	43.5	47.2	50.3
净负债比率(%)	-48.4	-43.9	-47.0	-64.3	-56.8
流动比率	3.8	3.4	2.3	2.1	2.0
速动比率	3.4	2.7	2.1	1.7	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	1.3	1.4	1.3	1.6	2.0
应付账款周转率	5.6	3.1	3.5	2.0	2.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.12	1.52	2.10	2.97
每股经营现金流(最新摊薄)	1.05	0.39	0.69	3.28	0.95
每股净资产(最新摊薄)	7.94	9.06	10.58	12.69	15.66
估值比率					
P/E	88.5	68.8	50.7	36.6	25.9
P/B	9.7	8.5	7.3	6.1	4.9
EV/EBITDA	90.3	64.0	45.1	31.3	21.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn