

## 平台化成果显现，行业需求拐点已至

■ 证券研究报告

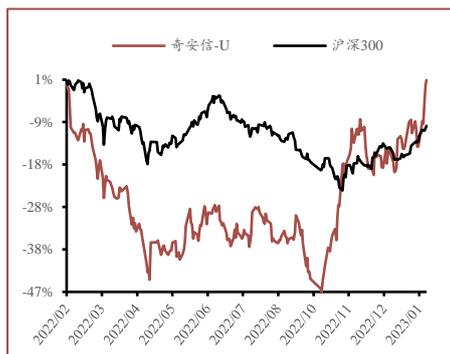
## ★ 投资评级:增持(首次)

## 基本数据

2023-01-20

收盘价(元)	77.47
流通股本(亿股)	4.61
每股净资产(元)	12.84
总股本(亿股)	6.82

## 最近 12 月市场表现



分析师 杨烨

SAC 证书编号: S0160522050001  
yangye01@ctsec.com

## 相关报告

## 核心观点

❖ **事件:** 公司发布 2022 年业绩预告, 预计全年实现营业收入 64.80-66.80 亿元, 与上年同期相比增长 11.55%-14.99%; 预计实现归母净利润 5,000-6,000 万元, 与上年同期相比扭亏为盈; 预计实现扣非归母净利润-3.11 到-3.01 亿元, 与上年同期相比亏损收窄。2022 年网络安全行业整体受疫情及政府预算紧张等不利因素影响较大, 但我们认为至暗时刻已经过去, **2023 年网络安全行业将迎来政策、需求、供给端的三击改善, 公司作为行业领军有望大展宏图。**

❖ **数字经济安全先行, 需求端动力十足:** 近期数字经济政策频出, 无论是具有纲领意义的“数据二十条”, 还是《求是》杂志文章对数据要素之于数字经济建设的极高立意, 或是工信部联合十六部门印发的《工业和信息化部等十六部门关于促进数据安全产业发展的指导意见》, 都表明数据安全是当前数字经济发力的核心环节。公司作为国内数据安全领域的龙头, 在 2022 年前三季度数据安全业务收入同比增速超 45%, 实战型态势感知类收入同比增速超 30%。公司 2022 年初调整组织架构成立军团, 电力、油化、非银金融、运营商、银行等领域的大客户收入占比进一步提升, 持续卡位数字经济中的支柱性行业, 有望充分受益于数字经济建设。

❖ **平台化成果显现, 供给端显著优化:** 面对层出不穷的新型网络攻击手段和下游客户千差万别的需求场景, 公司全面布局“研发能力平台化”, 逐步打造了“鲲鹏”、“诺亚”、“雷尔”、“锡安”、“川陀”、“大禹”、“玄机”、“千星”八大研发平台, 形成核心标准化组件+少量定制化开发的高效解决方案。随着研发平台的成熟和量产以及对垂直行业客户的持续深耕, 2022 年公司的规模效应开始显现, 人均创收能力持续提升, 并在 2022 年顺利实现公司整体扭亏为盈。

❖ **投资建议:** 公司作为网安行业的领头羊, 在“2022 年 CCIA 中国网安产业竞争力 50 强”中蝉联第一, 在泛终端安全、态势感知、高级威胁检测、数据隐私保护、云安全等网络安全市场未来发展的“主航道”中夺取先机。我们预测公司 2022-2024 年实现收入 65.77、92.86、116.92 亿元, 实现归母净利润 0.51、7.12、10.08 亿元, 对应当前 PE 估值分别为 1032x、74x、52x, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

❖ **风险提示:** 政策落地不及预期; 政府预算不及预期; 疫情反复对订单交付的影响。

## 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4161	5809	6577	9286	11692
收入增长率 (%)	31.93	39.60	13.23	41.17	25.92
归母净利润(百万元)	-334	-555	51	712	1008
净利润增长率 (%)	32.44	-65.91	109.23	1290.46	41.63
EPS (元/股)	-0.54	-0.82	0.08	1.04	1.48
PE	—	—	1032.51	74.26	52.43
ROE (%)	-3.34	-5.61	0.52	6.77	8.75
PB	8.56	6.06	5.39	5.03	4.59

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)						财务指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>4161.17</b>	<b>5809.08</b>	<b>6577.36</b>	<b>9285.57</b>	<b>11692.40</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1682.27	2322.89	2445.11	3688.89	4694.63	营业收入增长率	31.9%	39.6%	13.2%	41.2%	25.9%
营业税费	38.80	48.07	61.41	83.37	103.63	营业利润增长率	39.1%	-70.4%	109.5%	1,269.4%	41.4%
销售费用	1320.08	1761.01	1973.21	2279.05	2757.66	净利润增长率	32.4%	-65.9%	109.2%	1,290.5%	41.6%
管理费用	526.18	652.11	703.78	812.86	983.56	EBITDA 增长率	42.5%	-3.2%	163.7%	425.5%	25.1%
研发费用	1228.09	1748.40	1841.66	2127.12	2573.81	EBIT 增长率	25.8%	-33.2%	78.0%	465.1%	53.0%
财务费用	-21.58	-16.39	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	-28.2%	34.0%	-77.8%	-462.6%	53.3%
资产减值损失	-60.68	-68.71	0.00	2.80	1.13	投资资本增长率	99.1%	3.9%	-0.8%	7.2%	9.4%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>38.10</b>	<b>31.04</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	98.8%	-1.1%	-1.0%	7.4%	9.8%
投资和汇兑收益	181.96	139.11	203.90	167.14	175.39	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>-326.29</b>	<b>-556.06</b>	<b>53.02</b>	<b>726.00</b>	<b>1026.33</b>	毛利率	59.6%	60.0%	62.8%	60.3%	59.8%
加:营业外净收支	-16.71	1.45	0.00	0.00	0.00	营业利润率	-7.8%	-9.6%	0.8%	7.8%	8.8%
<b>利润总额</b>	<b>-343.01</b>	<b>-554.61</b>	<b>53.02</b>	<b>726.00</b>	<b>1026.33</b>	净利率	-8.2%	-9.5%	0.8%	7.8%	8.8%
减:所得税	-2.27	-0.64	-0.33	0.36	-1.59	EBITDA/营业收入	-7.7%	-5.7%	3.2%	11.9%	11.8%
<b>净利润</b>	<b>-334.37</b>	<b>-554.75</b>	<b>51.18</b>	<b>711.61</b>	<b>1007.82</b>	EBIT/营业收入	-12.4%	-11.9%	-2.3%	6.0%	7.3%
资产负债表(百万元)						运营效率					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
货币资金	5273.80	2973.41	3668.09	1635.09	3470.49	固定资产周转天数	112	79	84	64	50
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>103</b>	<b>149</b>	<b>66</b>	<b>143</b>	<b>74</b>
应收帐款	1859.34	3480.16	1477.35	6048.55	3630.36	流动资产周转天数	760	521	441	420	354
应收票据	33.33	116.91	23.39	155.26	103.66	应收帐款周转天数	137	165	136	146	149
预付帐款	23.00	66.67	60.20	82.38	118.39	存货周转天数	145	110	145	133	129
存货	605.47	814.93	1151.67	1579.36	1794.69	总资产周转天数	847	803	740	585	528
其他流动资产	247.60	262.58	262.58	262.58	262.58	投资资本周转天数	880	655	574	436	378
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	-3.3%	-5.6%	0.5%	6.8%	8.8%
长期股权投资	639.53	806.63	924.16	1101.63	1255.67	ROA	-2.7%	-4.1%	0.4%	4.3%	5.7%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	-5.1%	-6.6%	-1.5%	5.0%	7.0%
固定资产	1281.37	1260.65	1510.47	1638.90	1608.05	费用率					
在建工程	0.00	49.64	-265.64	-685.90	-914.53	销售费用率	31.7%	30.3%	30.0%	24.5%	23.6%
无形资产	80.79	148.61	198.15	242.35	296.21	管理费用率	12.6%	11.2%	10.7%	8.8%	8.4%
其他非流动资产	78.74	39.24	39.24	39.24	39.24	财务费用率	-0.5%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产总额</b>	<b>12424.32</b>	<b>13482.92</b>	<b>13550.75</b>	<b>16604.84</b>	<b>17707.21</b>	三费/营业收入	43.9%	41.3%	40.7%	33.3%	32.0%
短期债务	13.53	29.47	44.21	58.94	74.08	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1053.81	1422.58	1213.46	2823.17	2244.58	资产负债率	19.3%	26.5%	27.6%	36.5%	34.7%
应付票据	0.76	0.00	1.22	0.75	1.38	负债权益比	24.0%	36.0%	38.1%	57.6%	53.1%
其他流动负债	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	3.88	2.79	2.53	1.95	2.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	3.38	2.29	1.98	1.51	1.54
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	-117.61	-22.42	—	—	—
<b>负债总额</b>	<b>2402.07</b>	<b>3572.33</b>	<b>3738.82</b>	<b>6067.27</b>	<b>6141.71</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	14.58	14.49	16.66	30.70	50.80	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	679.62	682.08	679.16	679.16	679.16	分红比率					
留存收益	-2498.80	-3053.55	-3002.37	-2290.77	-1282.95	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>10022.25</b>	<b>9910.59</b>	<b>9811.93</b>	<b>10537.57</b>	<b>11565.49</b>	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>						2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
净利润	-334.37	-554.75	51.18	711.61	1007.82	EPS(元)	-0.54	-0.82	0.08	1.04	1.48
加:折旧和摊销	196.95	358.67	362.30	551.79	536.03	BVPS(元)	14.73	14.51	14.36	15.40	16.88
资产减值准备	144.27	267.85	0.00	-2.80	-1.13	PE(X)	—	—	1032.5	74.3	52.4
公允价值变动损失	-38.10	-31.04	0.00	0.00	0.00	PB(X)	8.6	6.1	5.4	5.0	4.6
财务费用	-6.02	48.25	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
投资收益	-181.96	-139.11	-203.90	-167.14	-175.39	P/S	20.6	10.3	8.0	5.7	4.5
少数股东损益	-6.37	0.78	2.17	14.04	20.10	EV/EBITDA	-251.1	-174.0	236.2	46.8	36.1
营运资金的变动	-459.60	-1248.45	1197.17	-2462.74	1259.31	CAGR(%)					
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-688.56</b>	<b>-1301.96</b>	<b>1407.98</b>	<b>-1357.04</b>	<b>2644.96</b>	PEG	—	—	9.5	0.1	1.3
投资活动产生现金流量	-622.56	-806.05	-576.03	-690.69	-824.70	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	5325.43	-208.47	-137.28	14.74	15.14	REP					

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，或再次分发给他人的，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。