

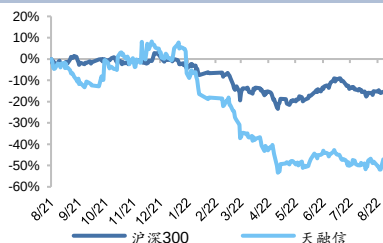
同比增速稳定，激励彰显信心

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-22

收盘价（元）	9.65
近12个月最高/最低（元）	20.19/8.28
总股本（百万股）	1185.37
流通股本（百万股）	1166.08
流通股比例（%）	98.37
总市值（亿元）	114.39
流通市值（亿元）	112.52

公司价格与沪深300走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

分析师：王奇珏

执业证书号：S0010522060002

邮箱：wangqj@hazq.com

联系人：张旭光

执业证书号：S0010121090040

邮箱：zhangxg@hazq.com

相关报告

- 《华安证券_行业研究_计算机行业_深度研究_网络安全系列（一）：多角度对比美国网安，我国网安前景广阔》 2022-05-14
- 《华安证券_公司研究_计算机行业_公司深度_雄踞硬件、借力新场景，网安元老步步为营》 2021-08-18

主要观点：

● 事件概况

公司于8月20日发布2022年半年报。2022H1公司实现营业收入8.8亿元，同比增长25%；实现归母净利润-2.1亿元，同比下降13%；扣非归母净利润-2.4亿元，同比下降30%。8月21日，公司发布修订员工持股计划业绩考核目标的公告，将2022年营业收入目标从42.5亿元提升至43.0亿元，对应同比增速由20%提升至21%；净利润目标从7.2亿元提升至7.5亿元，对应同比增速由30.0%提升至36.4%。

● 疫情阻碍项目施行之下，半年营收同比增速仍高

营收端，公司2022H1实现营收8.8亿元，同比增长25%；2022Q2实现营收5.0亿元，同比增长14%，主要系1)大面积封城影响，项目施行与交付受阻导致二季度营收增速下滑；2)布局高增速赛道与下游取得成果，带来营收增量：从下游看，公司在卫生、能源、交通行业的同比增幅分别为113%\107%\97%\48%；从领域来看，公司在云计算、信创、工业互联网安全的同比增幅分别为604%\120%\114%。

利润端，公司2022H1实现归母净利润-2.1亿元，同比下降13%；2022Q2实现归母净利润-1.4亿元，同比下降63%，主要系1)云计算等低毛利业务增长较大，导致成本同比增长40%；2)销售费用同比上升40%：销售人员同比增加27%，销售人均薪酬同比上升36%；疫情导致外包费用同比上升604%。公司在疫情之下展现出高增速，体现了其基本面稳固并有能力探索增量业务。

● 提升业绩考核目标，未来盈利信心充足

根据此次修订版的激励计划考核目标，如果公司要达成100%解除限售，要求2022-2024年净利润不低于7.5\8.8\11.0亿元，对应同比增速36%\60%\100%；营收不低于43.0\49.6\56.7亿元，对应同比增速21%\40%\60%。此前2022年的利润及营收增速目标分别为20%\30%，上调幅度为1pct\6pct。公司提高收入业绩考核，体现了管理层达成盈利目标的决心，利于未来的估值修复。

● 销售体系发力，期待下半年转盈

由于下游的政府机关、金融、运营商、能源等通常实行预算管理制度和集中采购制度，即在上半年进行预算立项、设备选型测试，下半年进行招标、采购和建设。因此，公司下半年的销售规模一般较上半年高。此外，公司今年持续加大中高级销售管理人员、售前售后及安全服务高级人才的引入，有望通过全面的售前、售后与服务体系获取更多订单并确认收入。

● 投资建议

我们预计公司2022-2024年分别实现收入42.1/52.5/65.0亿元，同比增长26%/25%/24%；实现归母净利润4.6/5.9/7.2亿元，同比增长101%/27%/22%，维持“买入”评级。

风险提示

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3352	4206	5252	6495
收入同比 (%)	-41.2%	25.5%	24.9%	23.7%
归属母公司净利润	230	461	586	715
净利润同比 (%)	-42.5%	100.5%	27.0%	22.0%
毛利率 (%)	59.4%	60.9%	60.8%	60.7%
ROE (%)	2.4%	4.8%	5.7%	6.5%
每股收益 (元)	0.20	0.39	0.49	0.60
P/E	94.39	22.55	17.75	14.54

资料来源：WIND，华安证券研究所

1) 研发突破不及预期；2) 政策支持不及预期；3) 产品交付不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,657	3,327	5,168	5,337
现金	914	29	904	269
应收账款	1,998	1,805	2,943	2,929
其他应收款	906	0	0	0
预付账款	28	0	0	0
存货	509	628	796	970
其他流动资产	302	865	524	1,169
非流动资产	6,939	6,823	6,706	6,590
长期投资	636	636	636	636
固定资产	228	228	228	228
无形资产	621	505	388	272
其他非流动资产	5,454	5,454	5,454	5,454
资产总计	11,596	10,150	11,874	11,927
流动负债	1,997	331	1,476	822
短期借款	0	0	0	0
应付账款	951	241	1,429	727
其他流动负债	1,046	91	47	95
非流动负债	121	121	121	121
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	121	121	121	121
负债合计	2,117	452	1,597	943
少数股东权益	2	(1)	(8)	(16)
股本	1,186	1,173	1,173	1,173
资本公积	6,348	6,146	6,146	6,146
留存收益	1,943	2,381	2,966	3,681
归属母公司股东权益	9,477	9,699	10,285	11,000
负债和股东权益	11,596	10,150	11,874	11,927

现金流量表				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	170	(667)	849	(667)
净利润	226	458	579	706
折旧摊销	186	116	116	116
财务费用	5	0	0	0
投资损失	(17)	(21)	(26)	(32)
营运资金变动	(251)	(1,220)	179	(1,458)
其他经营现金流	497	1,678	400	2,165
投资活动现金流	(99)	21	26	32
资本支出	(517)	0	0	0
长期投资	715	0	0	0
其他投资现金流	(296)	21	26	32
筹资活动现金流	(547)	(239)	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(14)	0	0	0
普通股增加	14	(13)	0	0
资本公积增加	297	(203)	0	0
其他筹资现金流	(843)	(23)	0	0
现金净增加额	(476)	(885)	875	(635)

资料来源: WIND, 华安证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,352	4,206	5,252	6,495
营业成本	1,360	1,646	2,061	2,556
营业税金及附加	35	36	50	58
销售费用	719	883	1,103	1,364
管理费用	337	423	529	654
财务费用	(8)	0	0	0
资产减值损失	(4)	0	0	0
公允价值变动收益	53	0	0	0
投资净收益	17	21	26	32
营业利润	280	529	669	816
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	21	0	0	0
利润总额	261	529	669	816
所得税	35	71	89	109
净利润	226	458	579	706
少数股东损益	(4)	(3)	(6)	(8)
归属母公司净利润	230	461	586	715
EBITDA	389	624	759	900
EPS (元)	0.20	0.39	0.49	0.60

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-41.2%	25.5%	24.9%	23.7%
营业利润	-51.6%	88.8%	26.5%	21.9%
归属于母公司净利润	-42.5%	100.5%	27.0%	22.0%
获利能力				
毛利率 (%)	59.4%	60.9%	60.8%	60.7%
净利率 (%)	6.9%	11.0%	11.2%	11.0%
ROE (%)	2.4%	4.8%	5.7%	6.5%
ROIC (%)	1.8%	4.5%	5.4%	6.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	18.3%	4.5%	13.4%	7.9%
净负债比率 (%)	22.3%	4.7%	15.5%	8.6%
流动比率	2.33	10.05	3.50	6.49
速动比率	2.02	7.99	2.93	5.25
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.39	0.48	0.55
应收账款周转率	2.21	2.21	2.21	2.21
应付账款周转率	1.69	2.76	2.47	2.37
每股指标 (元)				
每股收益	0.20	0.39	0.49	0.60
每股经营现金流 (摊)	0.14	-0.56	0.72	-0.56
每股净资产	7.99	8.18	8.68	9.28
估值比率				
P/E	94.39	22.55	17.75	14.54
P/B	2.40	1.07	1.01	0.95
EV/EBITDA	56.38	16.75	12.62	11.36

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监、研究所所长，兼 TMT 首席分析师，曾多次获得新财富、水晶球最佳分析师。

分析师：王奇珏，华安计算机团队联席首席，上海财经大学本硕，7 年计算机行研经验，2022 年加入华安证券研究所。

联系人：张旭光，凯斯西储大学金融学硕士，主要覆盖 AI 及行业信息化，2021 年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。