

投资评级 优于大市 维持

推出股权激励，紧抓时代机遇做大做强

股票数据

11月22日收盘价(元)	80.60
52周股价波动(元)	40.40-99.80
总股本/流通A股(百万股)	92/21
总市值/流通市值(百万元)	7436/1684

相关研究

 《军工业务高增拉动整体业绩快速增长》
 2022.05.11

 《立足行业信息化，发力国防信息安全》
 2022.03.15

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	21.3	14.1	32.5
相对涨幅(%)	20.6	16.7	42.3

资料来源：海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021) 23219392

Email: zhd10834@htsec.com

证书: S0850516050002

分析师: 杨林

Tel: (021) 23154174

Email: yl11036@htsec.com

证书: S0850517080008

联系人: 杨蒙

Tel: (0755) 23617756

Email: ym13254@htsec.com

投资要点:

- 公司披露股权激励，业绩考核要求高，彰显长期高增长信心。**根据公司公告，本次激励计划首次授予的限制性股票考核年度为2023年-2025年三个会计年度，每个会计年度考核一次，以各考核指标得分情况及权重来确定公司层面绩效得分(X)，根据公司层面绩效得分(X)来确定当年公司层面可归属比例(M)。公司考核年度净利润复合增长率(A)的得分为a，研发费用占营业收入比重(B)的得分为b，军品收入复合增长率(C)的得分为c，则各年度公司层面绩效得分(X)的公式为： $X=a*30\%+b*30\%+c*40\%$ ，复合增速计算基准为2022年相应指标。净利润复合增速(A)在：25%(含)-30%区间，为80分；30%(含)-40%区间，为90分；40%(含)以上，为100分。研发费用率(B)在：5%(含)-10%区间，为80分；10%(含)-13%区间，为90分；13%(含)以上，为100分。军品收入复合增速(C)在：30%(含)-40%区间，为80分；40%(含)-50%区间，为90分；50%(含)以上，为100分。

即若：净利润复合增速为40%以上，研发费用率在13%以上，军品收入复合增速为50%以上，公司层面绩效X为100分。绩效X大于等于87分，公司层面可归属比例为100%，否则归属比例为0。

若公司层面业绩考核达标，激励对象当年实际归属额度=个人当年计划归属额度×个人层面归属比例(N)。N与内部考核成绩有关。

- (1) 公司股权激励业绩考核指标以3年复合增长率计算，彰显了对于未来中长期的增长信心。**可以看出每个年度考核一次，不因为某一年度特殊情况而对于该年度特殊对待，始终计算复合增长率。**(2) 对于净利润、研发费用、军品收入三项指标进行考核：**我们认为军品业务已经成为公司近年来的发展重点，随着军工信息化的深入，无线通信加解密需求层出不穷。公司紧抓时代机遇，大力投入研发，有望实现较高增长目标。**(3) 公司层面考核+个人层面考核：**我们认为此次股权激励不仅在公司层面设置了87分的考核目标，在员工个人层面同样提出了内部考核要求，可以很好的对于员工起到激励的效果。**(4) 股权激励覆盖面广：**本次股权激励覆盖中层管理人员及核心技术(业务)骨干81人，不含董监高。
- 三季度报存货增长超过100%，研发立项增加保证长期成长性。**公司三季度报存货2.1亿元，较年初增长107%，主要是公司研发立项、业务增加，备货量随之增加所致，我们认为公司现阶段正处于大力投入研发的阶段，将为长期的高增长奠定基础。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	191	317	352	538	838
(+/-)YoY(%)	45.5%	66.3%	11.0%	53.1%	55.6%
净利润(百万元)	53	93	93	154	243
(+/-)YoY(%)	66.2%	75.7%	0.8%	64.6%	58.5%
全面摊薄EPS(元)	0.57	1.00	1.01	1.66	2.64
毛利率(%)	52.0%	53.4%	56.0%	56.0%	58.6%
净资产收益率(%)	25.9%	31.3%	6.4%	9.5%	13.0%

资料来源：公司年报(2020-2021)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

- **盈利预测和投资建议。**我们认为公司深耕行业信息化赛道，以军工信息化为基础切入信息安全业务，以自研编码应用技术为核心获得国防军工重点客户认可，布局下游卫星、空间站、雷达领域。十四五期间，国防信息化建设不断深化，公司在技术和资质上的优势助力公司取得良好的卡位，公司紧抓时代机遇，大力投入研发，适时推出股权激励，绑定核心员工，确立了高增长目标，业绩有望持续增长。
- 我们预计，公司 2022-2024 年营业收入分别为 3.52/5.38/8.38 亿元，归母净利润分别为 0.93/1.54/2.43 亿元，对应 EPS 分别为 1.01/1.66/2.64 元。结合目前行业阶段和公司增速及壁垒，给予公司 2023 年动态 PE50-60 倍，6 个月合理价值区间为 83.20-99.84 元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**公司业务推进不及预期，行业政策风险。

表 1 公司业务分拆 (百万元)

		2021	2022E	2023E	2024E
网络信息安全服务	营收	205.47	256.84	410.94	678.05
	同比 (%)	76%	25%	60%	65%
	毛利率 (%)	66%	66%	65%	66%
信息化综合解决方案服务	营收	106.61	85.29	115.14	143.92
	同比 (%)	49%	-20%	35%	25%
	毛利率 (%)	29%	28%	26%	26%
技术服务	营收	4.76	9.52	12.38	16.09
	同比 (%)	99%	100%	30%	30%
	毛利率 (%)	50%	38%	38%	38%
合计	营收	316.84	351.65	538.45	838.06
	同比 (%)	66%	11%	53%	56%
	毛利率 (%)	53%	56%	56%	59%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			CAGR(21-23E) (%)
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
左江科技	300799	122.72	125.25	1.38	2.42	3.35	88.83	50.71	36.62	55.74%
卫士通	002268	39.50	334.12	0.47	0.71	0.97	83.33	56.00	40.86	42.81%
平均				-	-	-	86.08	53.35	38.74	49.28%
佳缘科技	301117	80.60	74.36	1.01	1.66	2.64	79.72	48.44	30.56	61.52%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 佳缘科技采用海通证券盈利预测, 其他公司采用 Wind 一致预期, 股价为 2022 年 11 月 22 日收盘价

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	317	352	538	838
每股收益	1.00	1.01	1.66	2.64	营业成本	148	155	237	347
每股净资产	3.20	15.92	17.58	20.22	毛利率%	53.4%	56.0%	56.0%	58.6%
每股经营现金流	-0.54	1.23	0.10	0.40	营业税金及附加	2	2	4	5
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.6%	0.7%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	7	7	16	25
P/E	71.81	71.20	43.26	27.29	营业费用率%	2.1%	1.9%	3.0%	3.0%
P/B	22.48	4.52	4.09	3.56	管理费用	14	39	48	75
P/S	15.72	18.89	12.34	7.93	管理费用率%	4.5%	11.0%	9.0%	9.0%
EV/EBITDA	0.19	46.56	28.76	18.44	EBIT	117	97	158	264
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	2	-9	-19	-19
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.7%	-2.5%	-3.6%	-2.2%
毛利率	53.4%	56.0%	56.0%	58.6%	资产减值损失	0	-1	-1	-2
净利润率	29.2%	26.5%	28.5%	29.0%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	31.3%	6.4%	9.5%	13.0%	营业利润	103	108	177	280
资产回报率	20.0%	6.0%	8.7%	11.7%	营业外收支	3	0	0	0
投资回报率	26.7%	5.7%	8.5%	12.3%	利润总额	106	108	177	280
盈利增长 (%)					EBITDA	122	118	194	303
营业收入增长率	66.3%	11.0%	53.1%	55.6%	所得税	13	14	22	36
EBIT 增长率	67.6%	-17.1%	63.2%	66.8%	有效所得税率%	12.5%	12.8%	12.7%	12.7%
净利润增长率	75.7%	0.8%	64.6%	58.5%	少数股东损益	1	0	1	1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	93	93	154	243
资产负债率	35.8%	5.9%	7.8%	9.8%	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动比率	2.74	17.20	12.56	10.02	货币资金	62	1145	1074	1063
速动比率	2.03	15.92	11.22	8.70	应收账款及应收票据	260	266	424	647
现金比率	0.38	12.82	7.98	5.35	存货	102	99	157	226
经营效率指标					其它流动资产	21	27	36	56
应收帐款周转天数	299.22	275.81	287.51	281.66	流动资产合计	445	1537	1692	1992
存货周转天数	251.38	233.04	242.21	237.63	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	0.68	0.22	0.31	0.40	固定资产	3	12	56	65
固定资产周转率	94.98	29.29	9.56	12.87	在建工程	0	0	0	0
					无形资产	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	非流动资产合计	18	27	71	80
净利润	93	93	154	243	资产总计	463	1564	1763	2072
少数股东损益	1	0	1	1	短期借款	79	0	0	0
非现金支出	18	22	37	41	应付票据及应付账款	48	58	83	126
非经营收益	0	2	0	0	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	-161	-4	-182	-249	其它流动负债	35	32	52	73
经营活动现金流	-50	114	9	37	流动负债合计	162	89	135	199
资产	-3	-30	-80	-48	长期借款	0	0	0	0
投资	0	0	0	0	其它长期负债	4	4	4	4
其他	0	0	0	0	非流动负债合计	4	4	4	4
投资活动现金流	-3	-30	-80	-48	负债总计	166	93	138	202
债权募资	78	-79	0	0	实收资本	69	92	92	92
股权募资	0	23	0	0	归属于母公司所有者权益	295	1469	1622	1865
其他	-44	1055	0	0	少数股东权益	2	2	3	4
融资活动现金流	34	1000	0	0	负债和所有者权益合计	463	1564	1763	2072
现金净流量	-19	1083	-71	-11					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 22 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业
杨林 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 利亚德,易华录,歌尔股份,顺络电子,中颖电子,四维图新,木林森,佳都科技,闻泰科技,创业慧康,视源股份,芯海科技,航天宏图,立昂微,敏芯股份,传音控股,骏成科技,云从科技-UW,广联达,用友网络,鼎龙股份,蓝思科技,商汤-W,金溢科技,长川科技,晶晨股份,芯朋微,芯原股份-U,拉卡拉,三利谱

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。