

毛利率改善明显，静待公司未来成长

核心观点

- 事件：**公司发布 24 年中报，报告期内实现收入 8.00 亿（+12.4%），实现归母净利润 -2.55 亿（+38.6%），扣非净利 -2.65 亿（+38.5%）。以此测算，Q2 单季度实现收入 4.43 亿（15.8%），实现归母净利润-1.05 亿（+55.2%），扣非净利-1.10 亿（+54.6%）。
- 收入保持平稳增长，运营商、金融等行业增长较快。**上半年公司整体收入实现 12.4% 增长，其中网络安全产品及网络安全服务营收分别实现 4.19 亿、3.39 亿，同比增速分别为 16.7%、25.5%。从下游客户看，来自运营商行业收入增速最快，上半年实现收入 2.69 亿，较上年同期增长近 50%，来自金融行业收入为 1.45 亿，较上年同期增长 17.5%，来自政府及其他等行业收入为 2.20 亿，较上年同期增长 3.9%，来自能源行业收入为 1.67 亿，较上年同期有所下滑。
- 持续推进降本增效，毛利率修复明显。**2024 上半年公司综合毛利率为 59.4%，同比上升 8.7 pct。此外，期间总费用率为 94.7%，同比下降 18.3 pct。其中，销售费用率、管理费用率以及研发费用率分别为 45.5%、13.2%、34.6%，分别同比下降 11.1pct、1.2pct、7.6pct，主要系公司通过优化组织结构和运营体系等方式持续降低费用所致。
- 针对 AIGC 领域加大投入力度，T-ONE CLOUD、WAAP 等新兴产品战略持续推进。**在数据安全领域，公司在报告期内成功通过全球公认的能力成熟度模型 CMMI V3.0 最高成熟度等级五级评估。T-ONE CLOUD 2024 年上半年新增订阅服务客户超过 1000 家，相关收入增长超 50%，WAAP 产品也已完成新一轮迭代开发，保持公司在国内 WEB 领域的领导者地位。

盈利预测与投资建议

- 考虑 23 年报及 24 半年报，我们调低收入增速、毛利率，调高费用率水平，我们预测公司 2024-2026 年收入分别为 19.23/21.69/23.95 亿元（原预测 24-25 年收入为 36.26/43.49 亿元）。参考可比公司给予公司 24 年 2.5 倍 PS，对应目标价为 6.02 元，维持买入评级。

风险提示

网络安全市场竞争加剧；政策落地不及预期；订单获取不及预期风险；费用控制不及预期风险；现金流恶化风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,629	1,681	1,923	2,169	2,395
同比增长(%)	0.8%	-36.1%	14.4%	12.8%	10.4%
营业利润(百万元)	28	(1,044)	(367)	5	193
同比增长(%)	-92.7%	-3828.0%	64.8%	101.3%	4110.0%
归属母公司净利润(百万元)	29	(977)	(338)	3	177
同比增长(%)	-91.7%	-3516.6%	65.4%	101.0%	4976.5%
每股收益(元)	0.04	(1.22)	(0.42)	0.00	0.22
毛利率(%)	62.3%	46.1%	54.2%	54.9%	55.3%
净利率(%)	1.1%	-58.1%	-17.6%	0.2%	7.4%
净资产收益率(%)	0.8%	-30.5%	-13.0%	0.1%	7.0%
市盈率	144.2	(4.2)	(12.2)	1,182.9	23.3
市净率	1.1	1.5	1.7	1.7	1.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024年09月04日）	5.27 元
目标价格	6.02 元
52 周最高价/最低价	10.8/4.57 元
总股本/流通 A 股（万股）	79,931/79,823
A 股市值（百万元）	4,212
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2024 年 09 月 04 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.13	2.73	-6.89	-48.18
相对表现%	4.17	6.64	3.16	-32.67
沪深 300%	-1.04	-3.91	-10.05	-15.51



证券分析师

浦俊懿	021-63325888*6106 pujunyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050004
陈超	021-63325888*3144 chenchao3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050002
覃俊宁	qinjunning@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080002

联系人

宋鑫宇	songxinyu@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新市值 (亿)	营业收入（亿）				市销率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
启明星辰	002439	156.19	45.07	52.87	62.91	75.33	3.47	2.95	2.48	2.1
迪普科技	300768	77.71	10.34	12.29	14.79	17.71	7.52	6.32	5.26	4.4
深信服	300454	189.18	76.62	80.91	89.19	101.00	2.47	2.34	2.12	1.9
格尔软件	603232	23.00	5.61	6.83	8.36	10.27	4.10	3.37	2.75	2.2
天融信	002212	49.30	31.24	34.80	39.90	45.76	1.58	1.42	1.24	1.1
安恒信息	688023	30.45	21.70	24.30	27.96	32.40	1.40	1.25	1.09	0.9
	最大值						7.52	6.32	5.26	4.39
	最小值						1.40	1.25	1.09	0.94
	平均数						3.42	2.94	2.49	2.10
	调整后平均						2.90	2.52	2.15	1.82

数据来源：Wind，东方证券研究所

考虑 23 年报及 24 半年报，我们调低收入增速、毛利率，调高费用率水平，我们预测公司 2024-2026 年收入分别为 19.23/21.69/23.95 亿元（原预测 24-25 年收入为 36.26/43.49 亿元）。参考可比公司给予公司 24 年 2.5 倍 PS，对应目标价为 6.02 元，维持买入评级。

风险提示

网络安全市场竞争加剧；政策落地不及预期；订单获取不及预期风险；费用控制不及预期风险；现金流恶化风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	921	708	612	505	645
应收票据、账款及款项融资	1,919	1,447	1,600	1,804	1,992
预付账款	21	18	23	26	29
存货	282	190	220	244	268
其他	95	83	94	99	104
流动资产合计	3,239	2,447	2,549	2,678	3,037
长期股权投资	124	125	125	125	125
固定资产	265	243	271	285	286
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	335	409	394	337	233
其他	954	931	699	717	738
非流动资产合计	1,678	1,709	1,489	1,464	1,382
资产总计	4,917	4,155	4,038	4,143	4,419
短期借款	35	308	500	500	500
应付票据及应付账款	542	517	502	557	610
其他	550	452	460	499	539
流动负债合计	1,127	1,278	1,462	1,557	1,649
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	132	133	125	132	138
非流动负债合计	132	133	125	132	138
负债合计	1,258	1,411	1,587	1,688	1,787
少数股东权益	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
实收资本（或股本）	799	800	799	799	799
资本公积	1,176	1,245	1,253	1,253	1,253
留存收益	1,721	737	399	403	580
其他	(36)	(37)	0	0	0
股东权益合计	3,659	2,744	2,451	2,455	2,632
负债和股东权益总计	4,917	4,155	4,038	4,143	4,419

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	29	(977)	(339)	3	177
折旧摊销	140	147	147	163	182
财务费用	(5)	3	21	28	28
投资损失	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(263)	408	(227)	(165)	(170)
其它	160	217	199	(0)	18
经营活动现金流	60	(202)	(199)	28	235
资本支出	(104)	(57)	(150)	(120)	(80)
长期投资	(1)	(1)	0	0	0
其他	359	(214)	74	13	13
投资活动现金流	254	(272)	(76)	(107)	(67)
债权融资	8	(6)	(1)	0	0
股权融资	80	70	8	0	0
其他	(193)	234	170	(28)	(28)
筹资活动现金流	(105)	297	178	(28)	(28)
汇率变动影响	5	(0)	-0	-0	-0
现金净增加额	213	(176)	(96)	(107)	140

利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,629	1,681	1,923	2,169	2,395
营业成本	992	905	881	977	1,070
销售费用	875	867	707	595	577
管理费用	187	198	171	153	147
研发费用	599	629	557	485	454
财务费用	(5)	3	21	28	28
资产、信用减值损失	62	175	18	30	43
公允价值变动收益	(15)	(5)	(15)	12	12
投资净收益	1	0	1	1	1
其他	123	57	77	90	105
营业利润	28	(1,044)	(367)	5	193
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	10	2	2	2	2
利润总额	19	(1,046)	(368)	4	193
所得税	(10)	(68)	(29)	0	15
净利润	29	(977)	(339)	3	177
少数股东损益	0	(0)	(0)	0	0
归属于母公司净利润	29	(977)	(338)	3	177
每股收益（元）	0.04	-1.22	-0.42	0.00	0.22

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	0.8%	-36.1%	14.4%	12.8%	10.4%
营业利润	-92.7%	-3828.0%	64.8%	101.3%	4110.0%
归属于母公司净利润	-91.7%	-3516.6%	65.4%	101.0%	4976.5%
获利能力					
毛利率	62.3%	46.1%	54.2%	54.9%	55.3%
净利率	1.1%	-58.1%	-17.6%	0.2%	7.4%
ROE	0.8%	-30.5%	-13.0%	0.1%	7.0%
ROIC	1.0%	-28.5%	-10.5%	1.0%	6.6%
偿债能力					
资产负债率	25.6%	34.0%	39.3%	40.7%	40.4%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	0.0%
流动比率	2.87	1.91	1.74	1.72	1.84
速动比率	2.62	1.74	1.56	1.54	1.65
营运能力					
应收账款周转率	2.5	1.4	1.6	1.7	1.7
存货周转率	4.5	3.6	3.6	3.6	3.6
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
每股指标（元）					
每股收益	0.04	-1.22	-0.42	0.00	0.22
每股经营现金流	0.08	-0.25	-0.25	0.04	0.29
每股净资产	4.58	3.43	3.07	3.07	3.29
估值比率					
市盈率	144.2	-4.2	-12.2	1,182.9	23.3
市净率	1.1	1.5	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	21.7	-4.0	-17.8	18.1	8.8
EV/EBIT	152.5	-3.4	-10.3	108.7	16.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。