

投资评级 优于大市 维持

军工业务高增拉动整体业绩快速增长

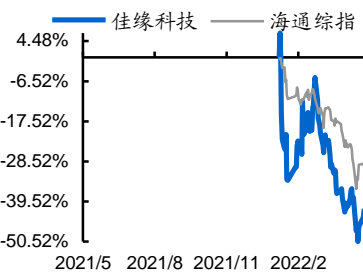
股票数据

05月10日收盘价(元)	48.12
52周股价波动(元)	40.40-99.80
总股本/流通A股(百万股)	92/20
总市值/流通市值(百万元)	4440/953

相关研究

《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(%)	-4.0	-27.9	-23.9
相对涨幅(%)	3.4	-19.2	-8.3

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

分析师:洪琳

Tel:(021)23154137

Email:hl11570@htsec.com

证书:S0850519050002

联系人:杨蒙

Tel:(0755)23617756

Email:ym13254@htsec.com

投资要点:

- 公司业绩保持快速增长。**公司披露 2021 年年报和 2022 年一季报，2021 年，公司取得营业收入 3.17 亿元，同比增长 66.27%；归母净利润 0.93 亿元，同比增长 75.68%。扣非后归母净利润 0.89 亿元，同比增长 66.50%。其中按照不同行业划分，军工、医疗、政务三个下游收入分别为 2.06 亿元、0.99 亿元和 0.12 亿元，同比增长 57.40%、672.71%和-75.03%，收入占比分别为 65.11%、31.19%和 3.69%，来自军工下游的收入已经成为公司的主要收入来源。来自军工业务的收入 2019-2021 年均保持快速增长，2019-2020 年同比增长率为 559.67%和 38.87%。2022 年一季度，公司取得营业收入 0.14 亿元，同比增长 358.64%；归母净利润-0.04 亿元，同比增长 35.99%。我们认为在军工下游的拉动下，公司的业绩正在快速增长。

- 网络信息安全产品持续拓展下游星载、机载、地面站等场景。**在网络信息安全领域，公司向国防军工等重点行业客户提供以自研编码学应用技术为核心的网络信息安全相关产品，包括软件系统、板卡、整机和专用芯片等，下游涵盖星载、机载、地面站和移动终端等领域。以产品形态进行划分，公司产品主要由网络安全专用芯片产品、板卡安全平台产品、整机安全平台产品和相关技术门类的受托研发组成。目前，公司网络信息安全产品主要应用于通信数传等场景。公司将不断深化布局星载、机载、舰载、车载、弹载、雷达等各领域，致力于保障各下游领域通讯安全，实现网络信息安全产品全领域覆盖。

- 盈利预测与投资建议。**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、地面站等领域。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，业绩有望持续增长。我们预计，公司 2022-2024 年营业收入分别为 4.59/6.55/9.21 亿元，归母净利润分别为 1.34/1.92/2.73 亿元，对应 EPS 分别为 1.45/2.08/2.96 元。结合目前行业阶段和公司增速及壁垒，给予公司 2022 年动态 PE50-60 倍，6 个月合理价值区间为 72.50-87.00 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。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	191	317	459	655	921
(+/-)YoY(%)	45.5%	66.3%	45.0%	42.7%	40.5%
净利润(百万元)	53	93	134	192	273
(+/-)YoY(%)	66.2%	75.7%	45.0%	43.3%	42.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.57	1.00	1.45	2.08	2.96
毛利率(%)	52.0%	53.4%	53.7%	53.2%	54.3%
净资产收益率(%)	25.9%	31.3%	8.9%	11.3%	13.8%

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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 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 (22-24E)(%)
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
左江科技	300799	41.30	42.17	1.57	2.62	3.85	26.27	15.76	10.73	56.48%
卫士通	002268	32.24	272.85	0.54	0.85	1.15	59.19	38.03	27.98	45.43%
平均				-	-	-	42.73	26.90	19.36	50.96%
佳缘科技	301117	48.12	44.40	1.45	2.08	2.96	32.98	23.01	16.21	42.88%

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 5 月 10 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	459	655	921
每股收益	1.00	1.45	2.08	2.96	营业成本	148	213	307	421
每股净资产	3.20	16.36	18.44	21.40	毛利率%	53.4%	53.7%	53.2%	54.3%
每股经营现金流	-0.54	0.64	0.35	1.00	营业税金及附加	2	3	4	7
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.6%	0.7%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	7	15	25	35
P/E	47.81	32.98	23.01	16.21	营业费用率%	2.1%	3.2%	3.8%	3.8%
P/B	14.97	2.93	2.60	2.24	管理费用	14	27	39	54
P/S	10.47	9.63	6.75	4.80	管理费用率%	4.5%	5.9%	6.0%	5.9%
EV/EBITDA	0.19	19.90	14.22	9.97	EBIT	117	146	202	296
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	2	-8	-19	-19
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.7%	-1.8%	-2.8%	-2.0%
毛利率	53.4%	53.7%	53.2%	54.3%	资产减值损失	0	-1	-1	-2
净利润率	29.2%	29.2%	29.3%	29.6%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	31.3%	8.9%	11.3%	13.8%	营业利润	103	154	220	313
资产回报率	20.0%	8.2%	10.2%	12.3%	营业外收支	3	0	0	0
投资回报率	26.7%	8.4%	10.3%	13.0%	利润总额	106	154	220	313
盈利增长 (%)					EBITDA	122	168	238	335
营业收入增长率	66.3%	45.0%	42.7%	40.5%	所得税	13	20	28	40
EBIT 增长率	67.6%	25.3%	38.2%	46.3%	有效所得税率%	12.5%	12.8%	12.7%	12.7%
净利润增长率	75.7%	45.0%	43.3%	42.0%	少数股东损益	1	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	93	134	192	273
资产负债率	35.8%	7.6%	9.3%	10.8%					
流动比率	2.74	13.32	10.53	9.05	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	2.03	12.01	9.17	7.71	货币资金	62	1091	1043	1087
现金比率	0.38	9.03	6.08	4.61	应收账款及应收票据	260	347	516	711
经营效率指标					存货	102	136	204	274
应收帐款周转天数	299.22	275.81	287.51	281.66	其它流动资产	21	35	45	64
存货周转天数	251.38	233.04	242.21	237.63	流动资产合计	445	1608	1807	2135
总资产周转率	0.68	0.28	0.35	0.42	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	94.98	38.25	11.63	14.14	固定资产	3	12	56	65
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	0	0	0	0
					非流动资产合计	18	27	71	80
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	463	1635	1878	2216
净利润	93	134	192	273	短期借款	79	0	0	0
少数股东损益	1	0	0	0	应付票据及应付账款	48	79	108	152
非现金支出	18	22	37	41	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	0	2	0	0	其它流动负债	35	41	64	84
营运资金变动	-161	-99	-197	-222	流动负债合计	162	121	172	236
经营活动现金流	-50	59	32	92	长期借款	0	0	0	0
资产	-3	-30	-80	-48	其它长期负债	4	4	4	4
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	4	4	4	4
其他	0	0	0	0	负债总计	166	124	175	240
投资活动现金流	-3	-30	-80	-48	实收资本	69	92	92	92
债权募资	78	-79	0	0	归属于母公司所有者权益	295	1509	1702	1974
股权募资	0	23	0	0	少数股东权益	2	2	2	2
其他	-44	1055	0	0	负债和所有者权益合计	463	1635	1878	2216
融资活动现金流	34	1000	0	0					
现金净流量	-19	1028	-48	44					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 10 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、电子行业
杨林 计算机行业
洪琳 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,浪潮国际,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,京北方,晶赛科技,盈建科,广联达,用友网络,银江技术,蓝思科技,长川科技,芯朋微,芯原股份-U,N 汉鑫,三利谱,瑞芯微

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。