

投资评级 **优于大市** 维持

坚定提升市场能力，AIGC/数字经济有望拉动需求回升

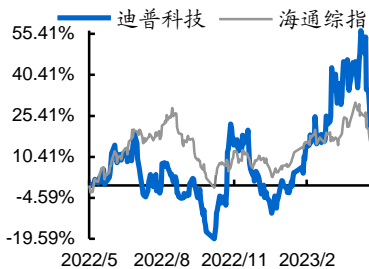
股票数据

04月28日收盘价(元)	17.25
52周股价波动(元)	11.01-22.83
总股本/流通A股(百万股)	644/387
总市值/流通市值(百万元)	11106/6672

相关研究

《业绩稳步增长，推出回购计划》2022.05.02

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-14.4	6.7	19.4
相对涨幅(%)	-15.1	7.7	23.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:余伟民

Tel:(010)50949926

Email:ywm11574@haitong.com

证书:S0850517090006

分析师:杨彤昕

Tel:010-56760095

Email:ytx12741@haitong.com

证书:S0850522030004

投资要点:

- 事件:** 迪普科技发布 2022 年年报和 2023 年一季报。公司 2022 年营收 8.93 亿元，同比下滑 13.31%，归母净利润 1.49 亿元，同比下滑 51.57%，扣非净利润 1.36 亿元，同比下滑 54.04%，毛利率为 67.74%，同比下滑 3.69pp。一季度营收 2.31 亿元，同比增长 8.14%，归母净利润 0.33 亿元，同比下滑 28.12%，扣非净利润 0.31 亿元，同比下滑 31.05%。
- 分产品:** 2022 年网络安全产品营收 5.49 亿元，同比下滑 19.19%，毛利率 70.57%，同比下滑 3.78pp；应用交付及网络产品营收 2.79 亿元，同比下滑 7.69%，毛利率 62.60%，同比下滑 1.76pp。
- 分行业:** 2022 年运营商营收 2.1 亿元，同比下滑 15.16%，毛利率 55.37%，同比下滑 9.28pp；政府营收 3.42 亿元，同比下滑 22.01%，毛利率 75.46%，同比下滑 1.67pp；公共事业营收 1.74 亿元，同比下滑 7.83%，毛利率 67.23%，同比下滑 1.20pp。
- 分地区:** 2022 年华北地区营收 1.31 亿元，同比增长 0.74%，毛利率 66.68%，同比下滑 5.34pp；华东地区营收 2.82 亿元，同比下滑 8.24%，毛利率 64.67%，同比下滑 2.64pp；华南地区营收 1.97 亿元，同比下滑 12.15%，毛利率 73.25%，同比下滑 6.06pp；西南地区营收 1.23 亿元，同比下滑 23.16%，毛利率为 69.02%，同比下滑 0.55pp。
- 提升渠道能力，加大研发投入。** 公司在全国设立了 28 个办事处，有效渠道伙伴 2500 余家。22 年员工新增 134 人达到 1491 人，主要为技术人员；销售费用为 3.03 亿元，同比增长 6.48%；管理费用 0.33 亿元，同比增长 13.91%；财务费用-0.89 亿元，同比下滑 16.99%。研发费用 2.41 亿元，同比增长 4.71%。
- 盈利预测。** 我们认为 AIGC/数字经济有望拉动需求回归。2023 年，运营商算力投入增长将带动对应网络安全需求向上，中标订单有望继续释放增长；同时，根据工信部等十六部门发布的《关于促进数据安全产业发展的指导意见》，我们认为 AIGC 浪潮下政府及行业需求将触底回升，前期受疫情等干扰的递延需求也将逐步体现，公司持续加码渠道布局将步入成效期，运营商非集采业务、政府、新兴行业有望重点突破。我们预计公司 23-25 年营收 11.97、15.85、21.12 亿元，归母净利润 3 亿元、3.97 亿元和 5.26 亿元，EPS 为 0.47 元、0.62 元和 0.82 元。参考可比公司估值，给予公司 23 年 PE 45-55x，对应合理价值区间 20.95-25.61 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** 下游采购低于预期；短期投入较大等。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1030	893	1197	1585	2112
(+/-)YoY(%)	15.6%	-13.3%	34.0%	32.4%	33.3%
净利润(百万元)	309	150	300	397	526
(+/-)YoY(%)	11.9%	-51.6%	100.2%	32.5%	32.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.48	0.23	0.47	0.62	0.82
毛利率(%)	71.4%	67.8%	64.9%	64.8%	64.7%
净资产收益率(%)	9.7%	4.7%	8.6%	10.2%	11.9%

资料来源：公司年报(2021-2022)，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 可比公司估值对比

代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元)			PE(X)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
688023.SH	安恒信息	208.08	164	-3.23	1.52	3.32	-64	137	63
300369.SZ	绿盟科技	12.69	101	0.59	0.59	0.80	21	21	16
002439.SZ	启明星辰	31.06	296	0.67	1.07	1.40	46	29	22
300454.SZ	深信服	119.14	497	0.47	1.17	1.98	253	102	60
688030.SH	山石网科	22.10	40	-1.01	0.82	1.16	-22	27	19
FFIV.O	F5 网络	930.31	559	36.97	80.32	91.40	25	12	10
						平均	43	52	31

备注：收盘价日期为 2023 年 4 月 28 日，可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期，美股可比公司 EPS 采用 Bloomberg 一致预期
资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 公司盈利预测简表

业务分类	2022	2023E	2024E	2025E
网络安全产品 (百万元)	548.82	740.91	963.18	1252.13
YOY (%)	-19%	35%	30%	30%
毛利率 (%)	70.57%	69.00%	69.00%	69.00%
应用交付及网络产品 (百万元)	278.95	362.64	471.43	612.85
YOY (%)	-8%	30%	30%	30%
毛利率 (%)	62.60%	60.00%	60.00%	60.00%
安全服务及其他服务 (百万元)	63.33	82.33	107.03	139.14
YOY (%)	30%	30%	30%	30%
毛利率 (%)	-	50.00%	50.00%	50.00%
其他 (百万元)	2.05	10.75	43.01	107.52
YOY (%)	425%	425%	300%	150%
毛利率 (%)	-	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：公司 2022 年报，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	893	1197	1585	2112
每股收益	0.23	0.47	0.62	0.82	营业成本	288	420	558	746
每股净资产	4.96	5.42	6.04	6.86	毛利率%	67.8%	64.9%	64.8%	64.7%
每股经营现金流	0.28	0.71	0.62	1.17	营业税金及附加	12	16	21	28
每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
价值评估 (倍)					营业费用	303	347	444	570
P/E	74.33	37.13	28.03	21.15	营业费用率%	34.0%	29.0%	28.0%	27.0%
P/B	3.48	3.19	2.86	2.52	管理费用	33	34	44	59
P/S	12.46	9.30	7.02	5.27	管理费用率%	3.7%	2.8%	2.8%	2.8%
EV/EBITDA	47.05	30.13	20.71	13.75	EBIT	78	201	288	413
股息率%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-89	-115	-130	-140
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-9.9%	-9.6%	-8.2%	-6.7%
毛利率	67.8%	64.9%	64.8%	64.7%	资产减值损失	-7	0	0	0
净利润率	16.8%	25.1%	25.1%	24.9%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	4.7%	8.6%	10.2%	11.9%	营业利润	167	315	418	553
资产回报率	4.1%	7.2%	8.4%	9.5%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	2.2%	5.4%	7.0%	8.9%	利润总额	167	315	417	553
盈利增长 (%)					EBITDA	119	262	369	510
营业收入增长率	-13.3%	34.0%	32.4%	33.3%	所得税	17	15	20	27
EBIT 增长率	-68.7%	156.9%	43.6%	43.4%	有效所得税率%	10.2%	4.9%	4.9%	4.9%
净利润增长率	-51.6%	100.2%	32.5%	32.6%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	150	300	397	526
资产负债率	12.9%	15.8%	17.6%	20.3%					
流动比率	7.35	5.94	5.30	4.60	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	6.68	5.30	4.62	3.95	货币资金	2866	3238	3511	4136
现金比率	6.38	5.12	4.34	3.75	应收账款及应收票据	124	104	211	203
经营效率指标					存货	285	388	525	687
应收账款周转天数	35.99	31.78	33.18	32.72	其它流动资产	27	33	42	51
存货周转天数	307.29	288.36	294.67	292.57	流动资产合计	3301	3763	4289	5077
总资产周转率	0.24	0.31	0.36	0.41	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	6.67	5.13	6.30	7.62	固定资产	232	235	268	286
					在建工程	67	67	67	67
					无形资产	15	17	19	21
					非流动资产合计	366	385	432	465
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	3667	4148	4721	5542
净利润	150	300	397	526	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	166	273	321	468
非现金支出	50	62	81	97	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	4	0	0	0	其它流动负债	283	360	488	636
营运资金变动	-23	94	-77	131	流动负债合计	449	633	809	1104
经营活动现金流	181	456	401	755	长期借款	0	0	0	0
资产	-105	-71	-117	-117	其它长期负债	23	23	23	23
投资	0	-10	-11	-12	非流动负债合计	23	23	23	23
其他	0	0	0	0	负债总计	472	656	832	1127
投资活动现金流	-105	-81	-128	-130	实收资本	644	644	644	644
债权募资	-54	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3195	3492	3889	4415
股权募资	0	-3	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-175	0	0	0	负债和所有者权益合计	3667	4148	4721	5542
融资活动现金流	-229	-3	0	0					
现金净流量	-154	372	273	625					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余伟民 通信行业
杨彤昕 通信行业

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： 光迅科技,中国联通,沪电股份,深南电路,大族激光,天孚通信,中国移动,锐捷网络,源杰科技,三环集团,烽火通信,亨通光电,博创科技,迪普科技,中瓷电子,长光华芯,星网锐捷,中兴通讯,光库科技,锐科激光,华测导航,拓邦股份,移远通信,亿联网络,浩瀚深度,紫光股份,广和通,工业富联,威胜信息,杰普特

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; 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。	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。
	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。