

投资评级 优于大市 首次覆盖

## 发力信息安全，净利润增长提速

### 股票数据

04月23日收盘价(元)	54.13
52周股价波动(元)	39.19-110.00
总股本/流通A股(百万股)	102/33
总市值/流通市值(百万元)	5526/1766

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	20.9	27.2	9.1
相对涨幅(%)	18.4	35.2	16.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师:朱劲松

Tel:(010)50949926

Email:zjs10213@htsec.com

证书:S0850515060002

分析师:余伟民

Tel:(010)50949926

Email:ywm11574@htsec.com

证书:S0850517090006

### 投资要点:

- **事件:** 左江科技发布业绩公告: 2020年公司营收2亿元(同比-8%), 归母净利润0.9亿(同比+6%); 2021年Q1公司营收0.4亿元(同比+867%), 归母净利润0.2亿元(同比+340%)。
- **发力信息安全, 布局芯片业务。** 左江科技成立以来专注于信息安全领域相关技术的研发与应用, 是信息安全领域的软硬件解决方案提供商与软硬件平台的供应商, 主要从事信息安全领域相关的软硬件平台、板卡和芯片的设计、开发、生产与销售。公司相关产品采用主/协处理器加专用网络处理芯片的架构, 以独特的全硬件协议控制技术, 形成创新型的网络边界防护手段, 可以实现专用网络之间的安全通信, 可广泛用于UTM(统一威胁管理)、IPSec VPN网关、防病毒网关等多种网络安全产品。目前公司研制中的芯片属于网络安全专用芯片, 是公司网络安全产品体系的一环, 该系列专用芯片是公司未来的重要布局方向, 芯片通过上下游的垂直整合, 赋予产品更强的性能和更优的功耗, 突破瓶颈, 形成新的产业影响力及壁垒。
- **财务数据向好, 存货大增显现增长潜力。** 2020年公司经营性净现金流1.3亿元(同比大增), 毛利率78%(同比-3.5PCT); 21年Q1毛利率84%(同比+38PCT)。2020年公司资产减值0.10亿元(19年为0.12亿); 2021年Q1资产减值0.07亿元(系计提的受托研发项目减值损失, 同比+246%)。20年存货0.85亿元(19年为0.33亿元), 合同负债0.22亿元(19年预收账款为0.02亿元); 2021年Q1存货0.85亿元(20年Q1为0.47亿元), 合同负债0.13亿元(20年Q1为0.02亿元)。
- **2020年夯实发展基础, 21年业绩向好可期。** 2020年研发费用0.38亿元(同比+25%), 21年Q1研发费用0.12亿元(同比+58%)。2020年公司加大了客户拓展, 新开拓数家国家单位客户, 同时针对网络安全领域相关新产品、新技术研究加大研发投入, 研发费用占当年营业收入18.58%, 在成都的子公司开展网络安全专用芯片研制工作, 保证公司的技术领先优势, 确保公司长远可持续发展。
- **盈利预测。** 我们预计公司21-23年归母净利润1.48亿元、1.94亿元和2.64亿元, EPS为1.45元、1.90元和2.59元。参考可比公司估值, 给予公司21年PE 40-50x, 对应合理价值区间58.00-72.50元, 给予“优于大市”评级。
- **风险提示。** 客户拓展低于预期, 上游原材料涨价超预期。

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	219	201	301	438	613
(+/-)YoY(%)	63.0%	-8.2%	50.2%	45.2%	40.1%
净利润(百万元)	89	94	148	194	264
(+/-)YoY(%)	37.6%	5.6%	58.1%	31.2%	35.9%
全面摊薄EPS(元)	0.87	0.92	1.45	1.90	2.59
毛利率(%)	81.6%	78.2%	79.4%	79.4%	79.4%
净资产收益率(%)	14.2%	13.3%	17.4%	18.6%	20.2%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 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

表 1 可比公司估值

代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (X)		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002402.SZ	迪普科技	35.75	143	0.63	0.69	0.99	57	52	36
603236.SH	深信服	275.95	1142	1.83	1.96	2.62	150	141	105
300638.SZ	卫士通	17.73	150	0.18	0.19	0.26	96	93	69
						平均	123	95	70
300799.SZ	左江科技	54.13	55	0.87	0.92	1.45	64	59	37

备注：收盘价日期为 2021 年 4 月 23 日；参考公司的业务方向，可比公司选择了安全领域的迪普科技、深信服和卫士通  
资料来源：WIND 一致预期，海通证券研究所

我们认为公司 2020 年经营受疫情影响较大，参考 2020 公司年报数据及 Q1 增长情况，我们预计 21-23 年公司信息安全产品有望保持快速增长，毛利率基本持平。

表 2 公司业务分拆 (亿元)

	2020	2021E	2022E	2023E
1、信息安全产品				
营业收入	1.99	2.98	4.32	6.05
增速	-8.7%	50.0%	45.0%	40.0%
2、受托研发				
营业收入	0.01	0.01	0.01	0.01
增速	-	0.0%	0.0%	0.0%
3、其他业务				
营业收入	0.01	0.03	0.05	0.08
增速	27.5%	100.0%	80.0%	50.0%
合计：营业收入	2.01	3.01	4.38	6.13
总收入增速	-8.25%	50.19%	45.23%	40.06%
整体毛利率	78.16%	79.45%	79.41%	79.41%

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>201</b>	<b>301</b>	<b>438</b>	<b>613</b>
每股收益	0.92	1.45	1.90	2.59	营业成本	44	62	90	126
每股净资产	6.89	8.34	10.25	12.84	毛利率%	78.2%	79.4%	79.4%	79.4%
每股经营现金流	1.29	-0.03	0.05	0.17	营业税金及附加	3	4	6	9
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	2	3	4	6
P/E	59.01	37.31	28.43	20.92	营业费用率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
P/B	7.85	6.49	5.28	4.22	管理费用	20	29	41	56
P/S	27.51	18.33	12.62	9.01	管理费用率%	9.7%	9.5%	9.3%	9.2%
EV/EBITDA	52.97	35.38	24.16	17.12	EBIT	95	148	216	304
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	0	-15	-9	-8
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.1%	-5.1%	-2.1%	-1.3%
毛利率	78.2%	79.4%	79.4%	79.4%	资产减值损失	10	14	25	32
净利润率	46.7%	49.1%	44.4%	43.1%	投资收益	2	2	2	2
净资产收益率	13.3%	17.4%	18.6%	20.2%	<b>营业利润</b>	<b>102</b>	<b>164</b>	<b>216</b>	<b>294</b>
资产回报率	11.6%	15.8%	16.5%	17.7%	营业外收支	3	3	3	3
投资回报率	23.0%	25.1%	26.9%	28.2%	<b>利润总额</b>	<b>105</b>	<b>167</b>	<b>219</b>	<b>297</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	98	148	216	304
营业收入增长率	-8.2%	50.2%	45.2%	40.1%	所得税	12	19	25	34
EBIT 增长率	-23.8%	54.7%	46.3%	40.6%	有效所得税率%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
净利润增长率	5.6%	58.1%	31.2%	35.9%	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>94</b>	<b>148</b>	<b>194</b>	<b>264</b>
资产负债率	12.4%	9.3%	11.2%	12.4%					
流动比率	7.2	9.7	8.2	7.5	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
速动比率	6.3	8.7	7.2	6.6	货币资金	334	304	309	327
现金比率	3.3	3.5	2.3	1.8	应收账款及应收票据	258	417	605	847
<b>经营效率指标</b>					存货	85	84	122	171
应收帐款周转天数	504.4	504.4	504.4	504.4	其它流动资产	40	41	43	45
存货周转天数	493.1	493.1	493.1	493.1	流动资产合计	718	845	1078	1390
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.4	4.8	6.7	9.1	固定资产	61	64	67	69
					在建工程	0	5	8	10
					无形资产	0	0	0	0
					非流动资产合计	87	95	100	104
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资产总计</b>	<b>805</b>	<b>940</b>	<b>1178</b>	<b>1493</b>
净利润	94	148	194	264	短期借款	24	0	0	0
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	应付票据及应付账款	18	22	33	46
非现金支出	14	14	25	33	预收账款	0	1	2	2
非经营收益	-3	-4	-5	-5	其它流动负债	58	64	98	137
营运资金变动	28	-160	-208	-273	流动负债合计	100	87	132	185
<b>经营活动现金流</b>	<b>132</b>	<b>-3</b>	<b>5</b>	<b>18</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-25	-5	-3	-1	其它长期负债	0	0	0	0
投资	140	0	0	0	非流动负债合计	0	0	0	0
其他	4	2	2	2	<b>负债总计</b>	<b>100</b>	<b>87</b>	<b>132</b>	<b>185</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>119</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	实收资本	102	102	102	102
债权募资	-25	-24	0	0	归属于母公司所有者权益	704	852	1046	1310
股权募资	2	0	0	0	少数股东权益	1	1	0	-2
其他	-16	-1	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>805</b>	<b>940</b>	<b>1178</b>	<b>1493</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-39</b>	<b>-25</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>212</b>	<b>-31</b>	<b>5</b>	<b>19</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 23 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

朱劲松 通信行业  
余伟民 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,深南电路,天孚通信,鹏博士,中新赛克,中控技术,光环新网,科华数据,烽火通信,海格通信,亨通光电,崇达技术,博创科技,迪普科技,中瓷电子,星网锐捷,东软载波,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,武汉凡谷,紫光股份,深信服,移为通信,广和通

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。