

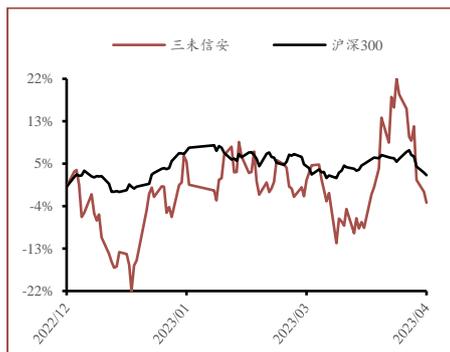
一季报符合预期，商密条例落地增强需求确定性

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-04-25
收盘价(元)	115.53
流通股本(亿股)	0.16
每股净资产(元)	24.44
总股本(亿股)	0.77

最近 12 月市场表现


分析师 杨焱

 SAC 证书编号: S0160522050001
 yangye01@ctsec.com

相关报告

1. 《密码系统增速亮眼，新兴领域大有可为》 2023-03-28

核心观点

- ❖ **事件:** 公司发布 2023 年一季报，报告期内实现营业收入 3621.62 万元，同比增长 32.71%；归母净利润亏损 378.34 万元，扣非归母净利润亏损 477.92 万元。
- ❖ **重要政策加码落地，商密行业高景气度维持:** 随着数据安全的重要性和必要性日益提升，密码技术在云计算、大数据、区块链、数字货币、物联网、V2X 车联网、人工智能等新兴领域发挥基础支撑作用。4 月 14 日国务院审议通过《商用密码管理条例《修订草案》》，条例提出了对行业（用户、密码设备厂家、测评机构、CA 运营商）的约束条件，更加明确了违反条例后会有何种处罚。我们认为条例的通过标志着与《中华人民共和国密码法》配套的下位法正式落地，将进一步夯实密评的执行力度，与已出台的《密码法》、《信息安全技术信息系统密码应用基本要求（GB/T 39786）》共同促进商用密码产品的需求快速增长，其中上游密码设备有望大幅受益（密码机、安全网关、签名验签服务器等）。
- ❖ **公司作为上游商密基础设施龙头有望直接受益:** 公司作为国内最早布局云计算密码产品的厂商之一，公司在密码理论、技术和研发方面具备深厚的理论功底和实践经验。报告期内公司研发投入占收入比例高达 52.33%，其自研密码芯片 XS100 已批量出货，公司研发的高性能密码设备，SM2 签名算法突破 120 万次/秒，SM4 加解密速度突破 100Gbps，支持 10 亿级海量密钥管理，产品性能行业领先，可满足国内多种应用场景。此外，公司也是国内最早布局云计算密码产品的厂商之一，已与国内多个云平台厂商及电信运营商合作创新云密码服务模式。我们认为公司作为商用密码上游基础设施龙头，并积极拓展云安全等新兴密码应用领域，有望充分受益商密行业需求的高增，同时也能享有产业链中较好的竞争格局。
- ❖ **投资建议:** 公司作为商用密码基础设施提供商，其自研密码芯片 XS100 已批量出货，并积极拓展云安全等新兴密码应用领域。我们预测公司 2023-2025 年实现收入 4.74、6.37、8.65 亿元，实现归母净利润 1.54、2.05、2.79 亿元，对应当前 PE 估值分别为 58x、43x、32x，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 政策落地不及预期；政府预算不及预期；疫情对订单交付的影响。

盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	270	340	474	637	865
收入增长率(%)	33.51	25.69	39.41	34.49	35.71
归母净利润(百万元)	75	107	154	205	279
净利润增长率(%)	42.81	43.52	43.73	33.05	36.05
EPS(元/股)	1.30	1.82	2.00	2.66	3.62
PE	0.00	55.78	57.70	43.37	31.87
ROE(%)	19.31	5.69	7.56	9.14	11.06
PB	0.00	4.12	4.36	3.96	3.53

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	270.33	339.76	473.68	637.04	864.55	成长性					
减:营业成本	71.32	83.34	117.62	159.78	201.80	营业收入增长率	33.5%	25.7%	39.4%	34.5%	35.7%
营业税费	1.96	2.33	3.41	4.59	6.22	营业利润增长率	42.9%	31.0%	57.0%	33.0%	36.1%
销售费用	43.17	53.95	73.42	96.83	134.00	净利润增长率	42.8%	43.5%	43.7%	33.0%	36.1%
管理费用	23.78	26.74	35.53	49.05	69.16	EBITDA 增长率	43.3%	34.8%	39.1%	35.8%	35.3%
研发费用	50.46	68.22	89.05	121.04	172.91	EBIT 增长率	41.3%	35.6%	52.3%	33.2%	36.2%
财务费用	-0.62	-1.51	-0.60	-0.50	-0.30	NOPLAT 增长率	41.9%	47.7%	39.3%	33.2%	36.2%
资产减值损失	-0.02	-2.23	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	27.2%	375.5%	7.9%	9.8%	12.3%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	28.2%	386.8%	8.2%	10.1%	12.4%
投资和汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润率					
营业利润	84.66	110.94	174.18	231.68	315.22	毛利率	73.6%	75.5%	75.2%	74.9%	76.7%
加:营业外净收支	-0.58	-0.09	0.00	0.00	0.00	营业利润率	31.3%	32.7%	36.8%	36.4%	36.5%
利润总额	84.09	110.85	174.18	231.68	315.22	净利率	27.6%	31.6%	32.5%	32.2%	32.3%
减:所得税	9.39	3.65	20.03	26.64	36.25	EBITDA/营业收入	34.1%	36.6%	36.5%	36.9%	36.8%
净利润	74.70	107.21	154.09	205.01	278.92	EBIT/营业收入	31.1%	33.6%	36.6%	36.3%	36.4%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	134.30	1470.92	1711.54	1577.33	1866.44	固定资产周转天数	29	27	21	17	13
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	225	329	161	307	217
应收账款	176.71	317.04	202.66	566.49	516.43	流动资产周转天数	490	1985	1561	1289	1079
应收票据	0.00	0.00	0.16	-0.09	0.21	应收帐款周转天数	193	262	197	217	225
预付帐款	4.18	10.59	8.87	13.90	19.47	存货周转天数	190	177	201	189	189
存货	41.85	40.00	91.61	76.45	135.63	总资产周转天数	555	1294	1570	1284	1059
其他流动资产	0.84	3.58	3.58	3.58	3.58	投资资本周转天数	535	2025	1568	1280	1059
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	19.3%	5.7%	7.6%	9.1%	11.1%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.9%	5.4%	7.1%	8.6%	10.3%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	18.8%	5.8%	7.6%	9.2%	11.1%
固定资产	21.18	24.75	26.62	28.83	30.75	费用率					
在建工程	0.83	0.67	0.89	1.18	1.30	销售费用率	16.0%	15.9%	15.5%	15.2%	15.5%
无形资产	6.96	13.02	16.07	19.85	24.15	管理费用率	8.8%	7.9%	7.5%	7.7%	8.0%
其他非流动资产	60.62	63.90	63.90	63.90	63.90	财务费用率	-0.2%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	0.0%
资产总额	468.74	1973.51	2157.85	2387.57	2700.91	三费/营业收入	24.5%	23.3%	22.9%	22.8%	23.5%
短期债务	5.01	0.00	-5.01	-10.01	-15.02	偿债能力					
应付帐款	20.84	26.57	38.63	48.66	63.63	资产负债率	17.5%	4.6%	5.6%	6.1%	6.6%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	21.1%	4.8%	5.9%	6.5%	7.1%
其他流动负债	0.41	0.33	0.33	0.33	0.33	流动比率	5.43	26.24	20.14	17.95	16.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	4.72	25.46	19.09	17.18	15.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	222.35	545.88	—	—	—
负债总额	81.82	90.03	120.22	144.90	179.27	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.06	0.09	0.14	DPS(元)	0.00	0.43	0.00	0.00	0.00
股本	57.42	76.95	76.95	76.95	76.95	分红比率					
留存收益	121.94	229.14	383.23	588.24	867.16	股息收益率		0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	386.92	1883.48	2037.63	2242.67	2521.64	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	1.30	1.82	2.00	2.66	3.62
净利润	74.70	107.21	154.09	205.01	278.92	BVPS(元)	6.74	24.60	26.48	29.14	32.77
加:折旧和摊销	8.25	10.46	-0.50	3.77	3.00	PE(X)	0.0	55.8	57.7	43.4	31.9
资产减值准备	4.44	11.21	0.00	0.00	0.00	PB(X)	0.0	4.1	4.4	4.0	3.5
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	0.38	0.21	0.00	0.00	0.00	P/S	0.0	22.9	18.8	14.0	10.3
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	-1.4	50.5	41.5	31.1	22.0
少数股东损益	0.00	0.00	0.06	0.03	0.05	CAGR(%)					
营运资金的变动	-55.72	-128.06	97.29	-327.06	21.08	PEG	0.0	1.3	1.3	1.3	0.9
经营活动产生现金流量	30.28	-6.00	250.95	-118.20	303.16	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-70.94	-19.87	-5.32	-11.00	-9.05	REP					
融资活动产生现金流量	-7.34	1362.49	-5.01	-5.01	-5.01						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。