

网络安全业务发展态势向好，看好公司未来成长

核心观点

- **事件：**公司发布 2022 年报，全年实现营收 35.43 亿元（同比+5.71%），归母净利润 2.05 亿元（同比-10.83%），扣非净利润 1.54 亿元（同比-0.14%）。
- **营业收入增速放缓，期间费用率控制良好。**从收入端看，2022 全年营收增速低于 30%目标，主要系政府客户收入大幅下降（同比-32.89%）所致，而行业和商业客户拓展工作成效显著，行业客户营收同比增长 64.73%，商业客户营收同比增长 54.95%，主要系营销侧行业深耕策略持续推进所致，地市下沉和渠道拓展工作逐步落实。从费用端看，公司期间费用率同比下降 0.1pct，其中，销售费用率同比+1.47pct，管理费用率同比-0.97pct，研发费用同比-0.79pct。
- **信创加速扩展至全行业，公司作为网络安全龙头企业发展态势强劲。**2022 年，公司基础安全产品收入 24.33 亿元（同比+8.08%），毛利率 59.31%（同比+3.69pct），基础安全服务收入 4.41 亿元（同比+2.23%），毛利率 57.53%（同比-4.66pct）。公司作为最早上市的网络安全企业，在防火墙产品市场中连续 23 年位居国内第一，是国内自主研发产品品类最全的网络安全企业，同时，公司加速推进全行业营销布局，在政府、金融、电信、能源等重要行业发展迅速。在国家政策推动下，信创行业发展有较高的确定性，公司凭借完备的产品服务，有望保持强劲的发展态势。
- **公司加大云计算研发投入，云计算业务有望成为未来新的增长点。**2022 年，公司云计算与云安全产品及服务收入 3.19 亿元（同比+15.52%），增长态势良好。2022 年以来，国家发布多项重磅政策，推动云计算产业进入高速发展阶段。公司持续加大云计算研发投入，发布天融信太行云企业解决方案，帮助客户建设边缘云、私有云、混合云等全场景全栈云平台，已在政府、能源、医疗等多个行业取得了落地实践。云计算与云安全业务有望成为公司未来新的增长点，为公司打开发展新空间。

盈利预测与投资建议

- 调整收入增速、毛利率、费用率，我们预测公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.32/0.48/0.68 元（原预测 23-24 年 EPS 为 0.50/0.62 元），根据可比公司 PE 水平，我们给予公司 23 年 45 倍 PE，对应目标价为 14.40 元，维持买入评级。

风险提示

网络安全需求释放不及预期；网络安全市场竞争加剧。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,352	3,543	4,602	5,791	7,219
同比增长(%)	-41.2%	5.7%	29.9%	25.8%	24.7%
营业利润(百万元)	280	245	448	665	948
同比增长(%)	-51.6%	-12.5%	83.0%	48.3%	42.5%
归属母公司净利润(百万元)	230	205	380	563	802
同比增长(%)	-42.5%	-10.8%	85.1%	48.2%	42.5%
每股收益(元)	0.19	0.17	0.32	0.48	0.68
毛利率(%)	59.4%	59.7%	59.6%	59.4%	59.3%
净利率(%)	6.9%	5.8%	8.3%	9.7%	11.1%
净资产收益率(%)	2.4%	2.1%	3.7%	5.0%	6.7%
市盈率	51.5	57.8	31.2	21.0	14.8
市净率	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0

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（2023年05月23日）	10 元
目标价格	14.40 元
52 周最高价/最低价	13.3/8.55 元
总股本/流通 A 股（万股）	118,483/116,777
A 股市值（百万元）	11,848
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2023 年 05 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1	-13.12	-9.49	5.93
相对表现	0.63	-10.16	-4.85	9.4
沪深 300	-1.63	-2.96	-4.64	-3.47



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
谢忱	xiechen@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522090004

联系人

杜云飞	duyunfei@orientsec.com.cn
覃俊宁	qinjunning@orientsec.com.cn

表 1：主要财务数据变动分析表

主要财务信息	调整前		调整后	
	2023E	2024E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,555	6,984	4,602	5,791
变动幅度			-17.2%	-17.1%
营业利润(百万元)	696	872	448	665
变动幅度			-35.6%	-23.7%
归属母公司净利润(百万元)	589	738	380	563
变动幅度			-35.5%	-23.7%
每股收益(元)	0.50	0.62	0.32	0.48
变动幅度			-35.9%	-23.4%
毛利率(%)	59.4%	59.0%	59.6%	59.4%
变动幅度			0.2%	0.4%
净利率(%)	10.6%	10.6%	8.3%	9.7%
变动幅度			-2.3%	-0.9%
销售费用率(%)	21.7%	21.8%	22.0%	22.3%
变动幅度			0.3%	0.5%
管理费用率(%)	7.0%	7.1%	7.5%	6.3%
变动幅度			0.5%	-0.8%
研发费用率(%)	22.4%	21.5%	22.7%	22.2%
变动幅度			0.3%	0.7%

数据来源：WIND，东方证券研究所

表 2：核心假设及盈利预测变动分析表

收入分类预测表	调整前		调整后	
	2023E	2024E	2023E	2024E
安全及大数据产品				
销售收入(百万元)	3,634	4,440	3,109	3,845
变动幅度			-14.4%	-13.4%
毛利率	56.0%	55.7%	60.8%	61.8%
变动幅度			4.8%	6.1%
安全服务				
销售收入(百万元)	737	969	637	890
变动幅度			-13.5%	-8.1%
毛利率	62.8%	62.3%	54.5%	52.5%
变动幅度			-8.3%	-9.8%
大数据与态势感知产品及服务				
销售收入(百万元)	551	639	404	469
变动幅度			-26.6%	-26.6%
毛利率	81.4%	81.4%	66.5%	63.5%
变动幅度			-14.9%	-17.9%
云计算与云安全产品及服务				

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。

销售收入（百万元）	630	933	447	581
变动幅度			-29.1%	-37.7%
毛利率	55.9%	55.9%	52.1%	51.1%
变动幅度			-3.9%	-4.9%
其他业务				
销售收入（百万元）	3	3	5	5
变动幅度			45.6%	74.8%
毛利率	65.0%	65.0%	60.8%	60.8%
变动幅度			-4.2%	-4.2%
合计	5,555	6,984	4,602	5,791
变动幅度			-17.2%	-17.1%
综合毛利率	59.4%	59.0%	59.6%	59.4%
变动幅度			0.2%	0.4%

数据来源：WIND，东方证券研究所

表 3：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
		2023/05/23	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
深信服	300454	121.07	0.47	1.14	1.94	259.92	106.05	62.50
绿盟科技	300369	11.27	0.04	0.39	0.54	317.46	29.06	20.71
格尔软件	603232	14.70	-0.04	0.66	0.87	-393.05	22.25	16.96
迪普科技	300768	16.70	0.23	0.43	0.57	71.80	38.79	29.27
电科网安	002268	32.10	0.36	0.48	0.62	88.55	67.38	52.03
	最大值					317.46	106.05	62.50
	最小值					-393.05	22.25	16.96
	平均数					68.94	52.71	36.29
	调整后平均					140.09	45.08	34.00

数据来源：WIND，东方证券研究所

根据 2022 年报，调整收入增速、毛利率、费用率，我们预测公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.32/0.48/0.68 元（原预测 23-24 年 EPS 为 0.50/0.62 元），根据可比公司 PE 水平，我们给予公司 23 年 45 倍 PE，对应目标价为 14.40 元，维持买入评级。

风险提示

网络安全需求释放不及预期；网络安全市场竞争加剧。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	914	918	2,018	1,815	1,805	营业收入	3,352	3,543	4,602	5,791	7,219
应收票据及应收账款	2,214	2,752	2,347	2,953	3,681	营业成本	1,360	1,427	1,860	2,349	2,938
预付账款	28	20	46	58	72	营业税金及附加	35	27	39	49	61
存货	509	573	372	470	588	营业费用	719	812	1,014	1,293	1,613
其他	992	580	751	941	1,170	管理费用及研发费用	1,140	1,143	1,389	1,653	1,939
流动资产合计	4,657	4,843	5,534	6,238	7,316	财务费用	(8)	(1)	(9)	(17)	(13)
长期股权投资	636	514	600	600	600	资产、信用减值损失	106	49	96	84	76
固定资产	228	442	468	489	505	公允价值变动收益	53	0	0	1	1
在建工程	155	0	0	0	0	投资净收益	17	23	10	10	10
无形资产	621	814	745	655	544	其他	211	136	224	273	334
其他	5,299	5,373	5,137	5,160	5,186	营业利润	280	245	448	665	948
非流动资产合计	6,939	7,143	6,951	6,904	6,834	营业外收入	2	1	1	1	1
资产总计	11,596	11,986	12,485	13,142	14,150	营业外支出	21	0	0	0	0
短期借款	0	105	0	0	111	利润总额	261	246	449	666	949
应付票据及应付账款	951	946	186	235	294	所得税	35	41	67	100	142
其他	1,046	949	1,123	1,165	1,196	净利润	226	205	382	566	807
流动负债合计	1,997	2,000	1,309	1,400	1,601	少数股东损益	(4)	0	2	3	5
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	230	205	380	563	802
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.19	0.17	0.32	0.48	0.68
其他	121	205	226	226	226						
非流动负债合计	121	205	226	226	226	主要财务比率					
负债合计	2,117	2,205	1,535	1,625	1,827		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	2	2	4	8	12	成长能力					
股本	1,186	1,185	1,185	1,185	1,185	营业收入	-41.2%	5.7%	29.9%	25.8%	24.7%
资本公积	5,538	5,659	6,446	6,446	6,446	营业利润	-51.6%	-12.5%	83.0%	48.3%	42.5%
留存收益	2,762	2,944	3,323	3,886	4,688	归属于母公司净利润	-42.5%	-10.8%	85.1%	48.2%	42.5%
其他	(9)	(9)	(8)	(8)	(8)	获利能力					
股东权益合计	9,479	9,781	10,951	11,517	12,323	毛利率	59.4%	59.7%	59.6%	59.4%	59.3%
负债和股东权益总计	11,596	11,986	12,485	13,142	14,150	净利率	6.9%	5.8%	8.3%	9.7%	11.1%
						ROE	2.4%	2.1%	3.7%	5.0%	6.7%
						ROIC	2.5%	2.1%	3.6%	4.9%	6.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	18.3%	18.4%	12.3%	12.4%	12.9%
净利润	226	205	382	566	807	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	141	216	213	240	266	流动比率	2.33	2.42	4.23	4.46	4.57
财务费用	(8)	(1)	(9)	(17)	(13)	速动比率	2.07	2.13	3.94	4.11	4.19
投资损失	(17)	(23)	(10)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	86	(280)	(167)	(818)	(1,002)	应收账款周转率	2.2	1.5	1.8	2.2	2.2
其它	(259)	(388)	265	2	3	存货周转率	2.8	2.6	3.8	5.4	5.4
经营活动现金流	170	(271)	673	(37)	51	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5
资本支出	(257)	(281)	(170)	(170)	(170)	每股指标(元)					
长期投资	(192)	126	(79)	0	0	每股收益	0.19	0.17	0.32	0.48	0.68
其他	350	339	(11)	(13)	(15)	每股经营现金流	0.14	-0.23	0.57	-0.03	0.04
投资活动现金流	(99)	184	(260)	(183)	(185)	每股净资产	8.00	8.25	9.24	9.71	10.39
债权融资	21	(5)	(5)	0	0	估值比率					
股权融资	(290)	120	787	0	0	市盈率	51.5	57.8	31.2	21.0	14.8
其他	(278)	(44)	(96)	17	124	市净率	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
筹资活动现金流	(547)	71	686	17	124	EV/EBITDA	26.2	23.5	16.6	12.2	9.0
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	39.7	44.4	24.6	16.7	11.6
现金净增加额	(476)	(16)	1,100	(203)	(11)						

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

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。