

营收快速增长，短期业绩承压

核心观点

- 事件：公司发布 2021 年报，实现收入 6.1 亿（+37.4%），实现归母净利润 0.80 亿（+39.7%），扣非净利+0.33 亿（-27.7%），其中 Q4 单季度实现收入 3.23 亿（+20.2%），实现归母净利润 1.03 亿（+12.9%），实现扣非净利 0.77 亿（-13.0%）。此外公司发布 22Q1 季报，实现收入 1.37 亿（+87.6%），实现归母净利润 -0.56 亿（-134.0%），实现扣非净利-0.63 亿（-119.9%）。
- **核心产品营收实现快速增长。**分产品来看，21 年全年公司 PKI 安全应用产品和通用安全产品收入分别达到 2.0 亿、2.8 亿，同比增速分别为 5.3%、33.0%，均实现稳定增长。此外，PKI 基础设施产品收入达到 1.3 亿，同比增长 187%。公司积极开拓市场，产品和服务已经进入政府、国防、金融、央企等行业和领域，持续构建强有力的市场开拓体系。
- **净利润下降系营业成本提高和期间费用率上升所致。**2021 年度公司综合毛利率为 51.7%，同比下降 3.4pct。同时，期间费用率为 45.5%，同比上升 3.4pct。其中，销售、管理、研发费用率分别为 10.0%、18.4%、17.4%，分别同比上升-0.3pct、3.4pct、0.1pct、0.1pct。
- **持续深耕优势领域，积极探索扩张新兴场景和领域。**公司以 PKI 技术为基础，专注于网络信息安全领域，产品范围覆盖 PKI 系统和安全应用，已形成完整的信息安全产品体系。公司持续深耕优势领域，国防、政法、政务行业打造大协调，稳固行业优势地位，并拓展国家部委、央企总部的身份中台与电子平台的规划与建设业务，为公司“新场景、新业态、新模式、新需求”的大环境下继续拓展以 PKI 为核心的网络安全市场奠定基础。

盈利预测与投资建议

- 调整收入增速毛利率及费用率，我们预测公司 22-24 年归母净利润分别为 0.87/1.05/1.25 亿元（原预测 22 年归母净利润为 1.58 亿）。根据可比公司 22 年的 PE 水平，给予公司 22 年 40 倍 PE，对应合理股价为 14.80 元，维持买入评级。

风险提示

政策落地不及预期；行业内竞争恶化风险等

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	445	611	785	992	1,204
同比增长(%)	20.0%	37.4%	28.5%	26.4%	21.3%
营业利润(百万元)	61	90	97	118	141
同比增长(%)	-7.0%	47.1%	8.0%	21.2%	19.7%
归属母公司净利润(百万元)	57	80	87	105	125
同比增长(%)	-18.5%	39.6%	8.7%	21.0%	19.5%
每股收益(元)	0.25	0.34	0.37	0.45	0.54
毛利率(%)	55.0%	51.7%	49.9%	48.5%	47.8%
净利率(%)	12.8%	13.0%	11.0%	10.6%	10.4%
净资产收益率(%)	5.7%	5.9%	6.0%	6.8%	7.6%
市盈率	40.6	29.1	26.7	22.1	18.5
市净率	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4

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（2022年05月05日）	10元
目标价格	14.80元
52周最高价/最低价	20.18/9.12元
总股本/流通A股（万股）	23,172/23,172
A股市值（百万元）	2,317
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2022年05月06日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	6.38	-23.66	-34.52	-31.22
相对表现	3.83	-16.07	-19.14	-4.39
沪深300	2.55	-7.59	-15.38	-26.83



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

可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2022/05/05	每股收益 (元)			市盈率		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
数字认证	300579	33.71	0.64	0.68	0.68	52.30	49.57	49.57
卫士通	002268	32.81	0.28	0.59	0.94	116.64	55.32	34.79
深信服	300454	92.20	0.66	1.27	2.08	140.44	72.59	44.25
绿盟科技	300369	9.05	0.43	0.55	0.69	20.98	16.58	13.06
中孚信息	300659	17.47	0.52	1.35	1.92	33.86	12.94	9.11
	最大值					140.44	72.59	49.57
	最小值					20.98	12.94	9.11
	平均数					72.84	41.40	30.15
	调整后平均					67.60	40.49	30.70

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

调整收入增速毛利率及费用率，我们预测公司 22-24 年归母净利润分别为 0.87/1.05/1.25 亿元（原预测 22 年归母净利润为 1.58 亿）。根据可比公司 22 年的 PE 水平，给予公司 22 年 40 倍 PE，对应合理股价为 14.80 元，维持买入评级。

核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元 (标注除外)	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
核心假设						
销售费用率	9.6%	/	/	10.0%	9.5%	9.4%
变动幅度				0.4%		
管理费用率	10.4%	/	/	16.7%	15.9%	15.7%
变动幅度				6.3%		
研发费用率	14.2%	/	/	18.1%	16.7%	16.0%
变动幅度				3.9%		
分产品盈利预测						
PKI 应用产品						
销售收入	359	/	/	207	216	220
变动幅度				-42.3%		
毛利率	80.0%	/	/	76.0%	76.0%	76.0%
变动幅度				-4.0%		
安全通用产品						
销售收入	410	/	/	351	432	527
变动幅度				-14.3%		
毛利率	22.0%	/	/	30.0%	28.0%	28.0%
变动幅度				8.0%		
PKI 基础设施						
销售收入	132	/	/	227	345	457
变动幅度				71.8%		
毛利率	68.5%	/	/	57.0%	57.0%	57.0%
变动幅度				-11.5%		
销售收入合计	900	/	/	785	992	1,204
变动幅度				-12.8%		
综合毛利率	51.9%	/	/	49.9%	48.5%	47.8%
变动幅度				-2.0%		

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

主要财务数据变动分析表

人民币百万元 (标注除外)	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入	900	/	/	785	992	1,204
变动幅度				-12.8%		
营业利润	162	/	/	97	118	141
变动幅度				-39.8%		
归属母公司净利润	158	/	/	87	105	125
变动幅度				-45.1%		
每股收益 (元)	0.82	/	/	0.37	0.45	0.54
变动幅度				-54.4%		
毛利率(%)	51.9%	/	/	49.9%	48.5%	47.8%
变动幅度				-2.0%		
净利率(%)	17.5%	/	/	11.0%	10.6%	10.4%
变动幅度				-6.5%		

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	311	93	312	388	448	营业收入	445	611	785	992	1,204
应收票据及应收账款	230	250	518	655	795	营业成本	200	295	393	511	629
预付账款	16	11	14	18	22	营业税金及附加	4	6	8	10	12
存货	103	340	197	256	314	营业费用	46	61	79	94	113
其他	783	910	389	260	170	管理费用及研发费用	143	219	273	323	382
流动资产合计	1,443	1,605	1,431	1,576	1,750	财务费用	(2)	(2)	(2)	(4)	(4)
长期股权投资	19	30	30	30	30	资产减值损失	13	3	3	13	13
固定资产	64	134	138	139	137	公允价值变动收益	6	14	15	18	21
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	11	34	35	35	35
无形资产	73	65	65	61	54	其他	4	12	16	20	26
其他	24	70	8	7	6	营业利润	61	90	97	118	141
非流动资产合计	181	299	241	237	227	营业外收入	3	1	2	2	2
资产总计	1,624	1,904	1,671	1,813	1,977	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	64	91	98	119	142
应付票据及应付账款	53	77	106	138	170	所得税	7	11	12	14	17
其他	233	423	84	89	95	净利润	57	80	87	105	125
流动负债合计	286	500	190	227	265	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	57	80	87	105	125
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.25	0.34	0.37	0.45	0.54
其他	9	8	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	9	8	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	294	508	190	227	265	成长能力					
少数股东权益	1	1	1	1	1	营业收入	20.0%	37.4%	28.5%	26.4%	21.3%
股本	193	232	232	232	232	营业利润	-7.0%	47.1%	8.0%	21.2%	19.7%
资本公积	754	719	719	719	719	归属于母公司净利润	-18.5%	39.6%	8.7%	21.0%	19.5%
留存收益	392	443	530	634	760	获利能力					
其他	(10)	1	0	0	0	毛利率	55.0%	51.7%	49.9%	48.5%	47.8%
股东权益合计	1,330	1,396	1,481	1,586	1,711	净利率	12.8%	13.0%	11.0%	10.6%	10.4%
负债和股东权益总计	1,624	1,904	1,671	1,813	1,977	ROE	5.7%	5.9%	6.0%	6.8%	7.6%
现金流量表						ROIC	5.3%	5.7%	5.8%	6.6%	7.3%
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
净利润	57	80	87	105	125	资产负债率	18.1%	26.7%	11.4%	12.5%	13.4%
折旧摊销	27	35	29	36	42	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(2)	(2)	(2)	(4)	(4)	流动比率	5.05	3.21	7.53	6.93	6.60
投资损失	(11)	(34)	(35)	(35)	(35)	速动比率	4.69	2.53	6.49	5.81	5.41
营运资金变动	73	(551)	(131)	(95)	(138)	营运能力					
其它	1	460	39	(5)	(8)	应收账款周转率	2.0	2.5	2.8	3.1	3.0
经营活动现金流	146	(13)	(14)	2	(18)	存货周转率	2.4	1.3	1.5	2.3	2.2
资本支出	(23)	(71)	(32)	(32)	(32)	总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.6	0.6
长期投资	(0)	(10)	(0)	0	0	每股指标(元)					
其他	(533)	(100)	264	103	106	每股收益	0.25	0.34	0.37	0.45	0.54
投资活动现金流	(556)	(181)	231	71	74	每股经营现金流	0.76	-0.05	-0.06	0.01	-0.08
债权融资	0	1	(1)	0	0	每股净资产	5.74	6.02	6.39	6.84	7.38
股权融资	636	4	0	0	0	估值比率					
其他	(22)	(28)	2	4	4	市盈率	40.6	29.1	26.7	22.1	18.5
筹资活动现金流	614	(23)	1	4	4	市净率	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	21.9	15.4	15.2	12.6	10.6
现金净增加额	204	(217)	219	76	60	EV/EBIT	32.0	21.5	19.9	16.5	13.8

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。

本报告仅供本公司的客户使用。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