

投资评级 优于大市 维持

加大研发投入，进入长期高增通道

股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 05月18日收盘价(元) | 61.45 |
| 52周股价波动(元) | 46.80-94.43 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 92/54 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 5670/3339 |

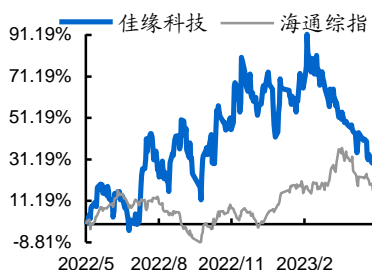
相关研究

《推出股权激励，紧抓时代机遇做大做强》
2022.11.22

《军工业务高增拉动整体业绩快速增长》
2022.05.11

《立足行业信息化，发力国防信息安全》
2022.03.15

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|-------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | -13.5 | -22.9 | -23.3 |
| 相对涨幅(%) | -8.5 | -22.8 | -21.3 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:郑宏达

Tel:(021)23219392

Email:zhd10834@haitong.com

证书:S0850516050002

分析师:杨林

Tel:(021)23154174

Email:yl11036@haitong.com

证书:S0850517080008

联系人:杨蒙

Tel:(0755)23617756

Email:ym13254@haitong.com

投资要点:

- **受到疫情叠加研发投入加大等影响，2022年业绩同比下滑。**2022年，公司取得收入2.7亿元，同比下降14.93%；归母净利润0.62亿元，同比下降33%。其中收入端按行业划分，军工收入2.18亿元，同比+5.54%；政务收入0.31亿元，同比+165%；医疗收入0.21亿元，同比-79%。可以看到受到疫情影响，军工收入依然保持增长，医疗信息化业务下降，收入同比减少了0.78亿，影响了总收入体量。同时，军工收入占比达81%，已成为公司支柱业务。
- **毛利率略有提升，持续加大研发投入。**2022年，公司毛利率为55%，同比提升2个百分点；净利率23%，同比下降6.6个百分点。管理费用0.26亿元，同比增长84%；研发费用0.52亿元，同比增长79%，两项费用比去年增长3491万元。研发费用增长主要预研项目增加，研发人员薪酬提升；研发人员从2021年130人提高到2022年173人。
- **23年一季度收入同比增长254%，业绩有望进入持续高增通道。**23年一季度，公司取得收入0.51亿元，同比+254%；归母净利润837万元，同比+295%。22年底存货2.56亿元，21年底存货1.02亿元，同比+152%，随着公司新项目不断立项，存货大幅增长，为未来3-5年的高增长奠定基础。
- **预研项目保证长期成长性。**2022年，公司在研项目有机车联动研究实验室项目、预研XXA小型化平台项目、预研国产控制器安全算法处理项目、预研DPU自主可控高速算法处理平台，其中在预研DPU自主可控高速算法处理平台项目中，公司在行业内率先实现了全新技术架构的国产控制器安全算法处理平台，处于行业领先水平，有利于提高公司的核心竞争力。
- **2022年，公司持续投入研发和行业合作，多方布局。**公司在上海设立了研发中心，开展星间数据链及安全、自动化检测设备、星网安全防护、地面安全接收终端等研发；网络安全平台国产化、5G安全平台、星载多型及地面相关安全平台、机载多型及地面相关安全平台等项目研发。同时，公司根据业务发展需要设立了全资子公司北京市京缘和科技有限公司，主要开展雷达及配套设备研发、制造等相关业务，将为提升公司可持续发展能力提供有力保障；在上海设立了全资子公司上海航缘汇科技有限公司，主要开展人工智能应用软件开发、人工智能理论与算法软件开发、网络与信息安全软件开发、虚拟现实设备制造、卫星遥感数据处理、卫星通信服务等。

主要财务数据及预测

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 317 | 270 | 515 | 788 | 1232 |
| (+/-)YoY(%) | 66.3% | -14.9% | 90.9% | 53.1% | 56.3% |
| 净利润(百万元) | 93 | 62 | 141 | 214 | 323 |
| (+/-)YoY(%) | 75.7% | -33.3% | 128.1% | 52.4% | 50.9% |
| 全面摊薄EPS(元) | 1.00 | 0.67 | 1.52 | 2.32 | 3.51 |
| 毛利率(%) | 53.4% | 55.5% | 57.5% | 56.9% | 56.6% |
| 净资产收益率(%) | 31.3% | 4.7% | 9.7% | 12.8% | 16.2% |

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

- **盈利预测和投资建议。**我们认为公司以自研编码应用技术为核心获得国防军工重点客户认可，布局下游卫星、空间站、雷达领域。十四五期间，国防信息化建设不断深化，公司在技术和资质上的优势助力公司取得良好的卡位，公司紧抓时代机遇，大力投入研发，业绩有望持续增长。
- 我们预计，公司 2023-2025 年营业收入分别为 5.15/7.88/12.32 亿元，归母净利润分别为 1.41/2.14/3.23 亿元，对应 EPS 分别为 1.52/2.32/3.51 元。结合目前行业阶段和公司增速及壁垒，给予公司 2023 年动态 PE50-60 倍，6 个月合理价值区间为 76.24-91.49 元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**公司业务推进不及预期，行业政策风险。

表 1 公司业务分拆 (百万元)

| | | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 网络信息安全服务 | 营收 | 212.68 | 435.99 | 675.79 | 1081.27 |
| | 同比 (%) | 4% | 105% | 55% | 60% |
| | 毛利率 (%) | 65% | 63% | 62% | 61% |
| 信息化综合解决方案服务 | 营收 | 47.37 | 61.58 | 83.13 | 103.92 |
| | 同比 (%) | -56% | 30% | 35% | 25% |
| | 毛利率 (%) | 20% | 25% | 24% | 23% |
| 技术服务 | 营收 | 9.48 | 17.06 | 29.01 | 46.41 |
| | 同比 (%) | 99% | 80% | 70% | 60% |
| | 毛利率 (%) | 9% | 35% | 32% | 30% |
| 合计 | 营收 | 269.52 | 514.64 | 787.93 | 1231.60 |
| | 同比 (%) | -15% | 62% | 53% | 56% |
| | 毛利率 (%) | 56% | 58% | 57% | 57% |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

| 证券简称 | 证券代码 | 股价 (元) | 市值 (亿元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | | |
|------|--------|--------|---------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|------------------|
| | | | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E | CAGR(22-25E) (%) |
| 左江科技 | 300799 | 239.14 | 244.07 | 3.44 | 6.12 | - | 69.53 | 39.05 | | |
| 卫士通 | 002268 | 32.12 | 271.70 | 0.44 | 0.84 | 1.14 | 72.64 | 38.27 | 28.17 | 60.57% |
| 三未信安 | 688489 | 72.18 | 82.21 | 1.47 | 1.39 | 1.92 | 49.22 | 51.89 | 37.64 | 14.36% |
| 平均 | | | | - | - | - | 63.80 | 43.07 | 32.91 | 37.46% |
| 佳缘科技 | 301117 | 61.45 | 56.70 | 1.52 | 2.32 | 3.51 | 40.30 | 26.45 | 17.53 | 51.62% |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 佳缘科技采用海通证券盈利预测, 其他公司采用 Wind 一致预期, 股价为 2023 年 5 月 18 日收盘价

注: 三未信安国内主要的商用密码基础设施提供商, 于 2022 年 12 月上市, 新增为佳缘科技的可比公司。

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 | 270 | 515 | 788 | 1232 |
| 每股收益 | 0.67 | 1.52 | 2.32 | 3.51 | 营业成本 | 120 | 219 | 340 | 534 |
| 每股净资产 | 14.26 | 15.78 | 18.11 | 21.61 | 毛利率% | 55.5% | 57.5% | 56.9% | 56.6% |
| 每股经营现金流 | -2.08 | -1.22 | 0.95 | 0.81 | 营业税金及附加 | 0 | 2 | 3 | 5 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 0.2% | 0.5% | 0.3% | 0.4% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 7 | 10 | 24 | 37 |
| P/E | 91.92 | 40.30 | 26.45 | 17.53 | 营业费用率% | 2.7% | 1.9% | 3.0% | 3.0% |
| P/B | 4.31 | 3.89 | 3.39 | 2.84 | 管理费用 | 26 | 57 | 71 | 111 |
| P/S | 21.04 | 11.02 | 7.20 | 4.60 | 管理费用率% | 9.7% | 11.0% | 9.0% | 9.0% |
| EV/EBITDA | 95.00 | 35.38 | 22.03 | 14.07 | EBIT | 63 | 142 | 225 | 348 |
| 股息率% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | 0 | -12 | -11 | -13 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | -0.1% | -2.3% | -1.5% | -1.0% |
| 毛利率 | 55.5% | 57.5% | 56.9% | 56.6% | 资产减值损失 | 0 | -1 | -1 | -2 |
| 净利润率 | 22.9% | 27.3% | 27.2% | 26.3% | 投资收益 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| 净资产收益率 | 4.7% | 9.7% | 12.8% | 16.2% | 营业利润 | 72 | 157 | 236 | 359 |
| 资产回报率 | 4.4% | 8.9% | 11.5% | 14.0% | 营业外收支 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| 投资回报率 | 4.4% | 8.7% | 12.2% | 15.7% | 利润总额 | 67 | 157 | 236 | 359 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 69 | 143 | 226 | 348 |
| 营业收入增长率 | -14.9% | 90.9% | 53.1% | 56.3% | 所得税 | 5 | 16 | 22 | 35 |
| EBIT 增长率 | -45.7% | 124.4% | 58.2% | 54.5% | 有效所得税率% | 8.1% | 10.3% | 9.2% | 9.7% |
| 净利润增长率 | -33.3% | 128.1% | 52.4% | 50.9% | 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 | 62 | 141 | 214 | 323 |
| 资产负债率 | 5.3% | 8.1% | 10.6% | 13.4% | | | | | |
| 流动比率 | 18.74 | 12.14 | 9.26 | 7.36 | 资产负债表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 速动比率 | 14.99 | 9.36 | 7.53 | 6.23 | 货币资金 | 724 | 610 | 697 | 771 |
| 现金比率 | 10.14 | 4.83 | 3.55 | 2.52 | 应收账款及应收票据 | 333 | 556 | 758 | 1105 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 256 | 329 | 307 | 293 |
| 应收帐款周转天数 | 422.19 | 380.00 | 330.00 | 310.00 | 其它流动资产 | 26 | 39 | 56 | 82 |
| 存货周转天数 | 778.05 | 550.00 | 330.00 | 200.00 | 流动资产合计 | 1338 | 1534 | 1818 | 2252 |
| 总资产周转率 | 0.19 | 0.32 | 0.42 | 0.53 | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产周转率 | 77.18 | 156.33 | 246.84 | 385.83 | 固定资产 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| | | | | | 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 无形资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 52 | 52 | 52 | 52 |
| 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 资产总计 | 1391 | 1586 | 1871 | 2304 |
| 净利润 | 62 | 141 | 214 | 323 | 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 | 59 | 90 | 153 | 230 |
| 非现金支出 | 17 | 2 | 2 | 3 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营收益 | -16 | 0 | 0 | 0 | 其它流动负债 | 12 | 37 | 43 | 76 |
| 营运资金变动 | -254 | -256 | -129 | -251 | 流动负债合计 | 71 | 126 | 196 | 306 |
| 经营活动现金流 | -191 | -113 | 87 | 75 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产 | -35 | -1 | -1 | -1 | 其它长期负债 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 其他 | 16 | 0 | 0 | 0 | 负债总计 | 74 | 128 | 198 | 308 |
| 投资活动现金流 | -19 | -1 | -1 | -1 | 实收资本 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 1316 | 1456 | 1671 | 1994 |
| 股权募资 | 1011 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 其他 | -138 | 0 | 0 | 0 | 负债和所有者权益合计 | 1391 | 1586 | 1871 | 2304 |
| 融资活动现金流 | 873 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 现金净流量 | 662 | -114 | 87 | 74 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 18 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

郑宏达 计算机行业
杨林 计算机行业

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： 利亚德,歌尔股份,新开普,顺络电子,中颖电子,闻泰科技,创业慧康,芯海科技,航天宏图,宇瞳光学,敏芯股份,传音控股,广联达,用友网络,银江技术,鼎龙股份,商汤-W,思维列控,金溢科技,长川科技,晶晨股份,芯朋微,瑞芯微,税友股份,炬光科技,万物云,荣旗科技,汉得信息,中科曙光,金山办公

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; | 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。 |
| 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。 | 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。