

一季报业绩超预期，中移动协同持续深化

■ 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)	32.79
流通股本(亿股)	7.24
每股净资产(元)	7.71
总股本(亿股)	9.53

最近 12 月市场表现



分析师 杨烨

SAC 证书编号: S0160522050001
yangye01@ctsec.com

相关报告

1. 《中移动协同效应初现, AI+安全打开想象空间》 2023-04-20

核心观点

- ❖ **事件:** 公司发布 2023 年一季报, 2023 年 Q1 实现营业收入 7.88 亿元, 同比增长 39.56%; 归母净利润亏损 0.66 亿元, 亏损幅度较去年同期收窄。报告期内, 公司切实推进和中国移动战略协同、持续布局新兴业务板块和技术创新、结构性降本增效、优化营销策略, 积极主动把握逐渐释放的需求侧市场潜力。
- ❖ **与中移动合作持续深化, 协同效应逐步显现:** 报告期内公司切实推进和中国移动战略协同, 为全年的业务耦合建立良好的开端。一方面, 双方在标杆区域内实现了电子政务项目的规模化落地, 并积极探索新业务形态, 如专线安全、零信任等多领域项目, 需求涵盖基础网络安全防护、身份安全、访问控制、云安全管理等方向。另一方面, 双方共建的“联创+”实验室, 在云安全、算力网络安全、数据安全、工业互联网安全和车联网安全五个技术方向继续投入研发, 战略融合持续深化。我们认为随着移动内部安全需求采购的快速导入以及 DICT 业务中安全的价值量占比的逐步提升, 移动渠道将为公司提供持续的业绩增长驱动力。
- ❖ **基础安全板块稳定增长, 重点领域产品推陈出新:** 公司持续对已建成的安全运营中心进行提质梳理, 提升标准化运营能力, 同时加强垂直领域的行业安全运营中心的建设, 促进安全运营中心成为公司各业务板块的经营载体, 将安全运营中心作为集团容器型战略的地位落到实处。与此同时, 公司作为拥有最全面基础安全保护能力的网络安全行业龙头企业, 继续夯实在国产化、密码安全、身份安全、基础安全等领域产品的领先地位, 在重点领域不断有新产品成熟并推向市场。例如, 公司已基于中国移动超级 SIM 卡, 叠加软件定义安全 (SECaaS) 模式、按需加载多样化安全能力, 推出超级 SIM 安全网关, 提高安全门槛基线的同时也大大降低零信任落地的管理成本和工程化实施的复杂度, 并已在实际业务场景中部署使用。
- ❖ **投资建议:** 公司作为网安经典板块龙头, 新兴板块持续保持引领, 中移动协同效应已初现, 老牌网安劲旅有望实现华丽转身。我们预计 2023-2025 年公司分别实现收入 59.86、76.77、96.30 亿元。实现归母净利润 9.95、13.40、17.42 亿元, 对应当前 PE 估值分别为 31x、23x、18x, 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)	4386	4437	5986	7677	9630
收入增长率(%)	20.27	1.16	34.91	28.25	25.44
归母净利润(百万元)	862	626	995	1340	1742
净利润增长率(%)	7.15	-27.33	58.95	34.67	30.02
EPS(元/股)	0.93	0.67	1.04	1.41	1.83
PE	30.68	38.93	31.39	23.31	17.93
ROE(%)	12.82	8.47	11.87	13.78	15.19
PB	3.96	3.36	3.72	3.21	2.72

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	4386.03	4436.91	5985.68	7676.78	9629.87	成长性					
减:营业成本	1491.78	1656.91	2076.94	2662.27	3337.76	营业收入增长率	20.3%	1.2%	34.9%	28.3%	25.4%
营业税费	41.96	39.10	55.30	70.67	87.49	营业利润增长率	3.7%	-30.7%	67.2%	34.7%	30.0%
销售费用	1102.32	1161.63	1358.75	1718.82	2174.30	净利润增长率	7.1%	-27.3%	58.9%	34.7%	30.0%
管理费用	215.03	208.72	371.11	383.84	423.71	EBITDA 增长率	8.2%	-26.8%	87.3%	27.4%	23.4%
研发费用	845.68	938.74	1346.78	1727.28	2166.72	EBIT 增长率	2.7%	-35.6%	122.0%	29.9%	26.9%
财务费用	-10.20	-7.59	-20.00	-30.00	-40.00	NOPLAT 增长率	5.0%	-32.0%	110.4%	29.9%	26.9%
资产减值损失	-18.88	-19.17	-22.00	-25.00	-30.00	投资资本增长率	13.2%	9.7%	13.4%	15.9%	17.8%
加:公允价值变动收益	50.92	20.14	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	12.3%	10.0%	13.5%	16.0%	17.9%
投资和汇兑收益	49.09	86.71	119.71	153.54	192.60	利润率					
营业利润	936.09	648.28	1083.80	1459.52	1897.68	毛利率	66.0%	62.7%	65.3%	65.3%	65.3%
加:营业外净收支	2.12	-3.02	0.00	0.00	0.00	营业利润率	21.3%	14.6%	18.1%	19.0%	19.7%
利润总额	938.21	645.25	1083.80	1459.52	1897.68	净利率	19.7%	14.1%	16.7%	17.5%	18.1%
减:所得税	75.45	18.63	86.70	116.76	151.81	EBITDA/营业收入	22.9%	16.5%	22.9%	22.8%	22.4%
净利润	861.53	626.05	995.10	1340.07	1742.37	EBIT/营业收入	18.9%	12.0%	19.8%	20.1%	20.3%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	1354.50	1340.15	2120.73	2113.57	3390.19	固定资产周转天数	47	55	47	42	37
交易性金融资产	1403.12	1453.51	1453.51	1453.51	1453.51	流动营业资本周转天数	263	292	231	244	214
应收账款	2984.30	3852.99	4420.93	6380.01	7519.92	流动资产周转天数	547	604	561	534	536
应收票据	99.95	52.85	196.39	105.96	264.68	应收账款周转天数	234	277	249	253	260
预付账款	49.65	29.10	62.10	71.65	82.75	存货周转天数	102	100	96	99	98
存货	474.21	447.65	654.46	813.74	1009.23	总资产周转天数	710	768	661	612	585
其他流动资产	33.29	15.50	15.50	15.50	15.50	投资资本周转天数	565	613	515	465	437
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	12.8%	8.5%	11.9%	13.8%	15.2%
长期股权投资	163.62	222.44	267.72	306.67	354.35	ROA	9.6%	6.3%	8.3%	9.5%	10.1%
投资性房地产	224.86	237.77	282.48	345.36	385.53	ROIC	11.2%	7.0%	12.9%	14.5%	15.6%
固定资产	568.82	667.96	764.57	888.62	977.71	费用率					
在建工程	1.05	0.00	-88.63	-162.25	-216.68	销售费用率	25.1%	26.2%	22.7%	22.4%	22.6%
无形资产	186.94	167.50	159.15	143.30	128.76	管理费用率	4.9%	4.7%	6.2%	5.0%	4.4%
其他非流动资产	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00	财务费用率	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
资产总额	8936.37	10002.09	11966.25	14143.85	17168.25	三费/营业收入	29.8%	30.7%	28.6%	27.0%	26.6%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付账款	885.45	1159.31	1601.12	1870.13	2432.27	资产负债率	24.6%	25.9%	28.6%	29.1%	30.5%
应付票据	0.00	2.70	-1.57	3.50	-0.28	负债权益比	32.6%	35.0%	40.8%	42.2%	45.5%
其他流动负债	30.10	18.12	18.12	18.12	18.12	流动比率	3.20	2.99	2.80	2.82	2.77
长期借款	1.26	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.90	2.77	2.55	2.57	2.53
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	198.85	208.51	—	—	—
负债总额	2198.66	2591.99	3427.05	4116.90	5235.43	分红指标					
少数股东权益	16.13	18.70	20.69	23.38	26.87	DPS(元)	0.03	0.20	0.00	0.00	0.00
股本	933.58	952.60	952.60	952.60	952.60	分红比率					
留存收益	4033.42	4635.78	5630.88	6970.95	8713.32	股息收益率	0.1%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	6737.71	7410.10	8407.19	9749.94	11495.81	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)	0.93	0.67	1.04	1.41	1.83
净利润	861.53	626.05	995.10	1340.07	1742.37	BVPS(元)	7.20	7.76	8.80	10.21	12.04
加:折旧和摊销	172.59	199.33	187.56	209.14	204.19	PE(X)	30.7	38.9	31.4	23.3	17.9
资产减值准备	85.14	116.90	132.00	145.00	160.00	PB(X)	4.0	3.4	3.7	3.2	2.7
公允价值变动损失	-50.92	-20.14	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	4.17	2.56	0.00	0.00	0.00	P/S	6.1	5.6	5.2	4.1	3.2
投资收益	-49.09	-86.71	-119.71	-153.54	-192.60	EV/EBITDA	25.3	32.1	21.2	16.7	12.9
少数股东损益	1.22	0.57	1.99	2.69	3.49	CAGR(%)					
营运资金的变动	-675.17	-823.96	-245.68	-1340.92	-514.86	PEG	4.3	—	0.5	0.7	0.6
经营活动产生现金流量	317.84	-11.05	951.26	202.44	1402.60	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-109.52	-252.15	-170.67	-209.61	-125.98	REP					
融资活动产生现金流量	-228.91	252.92	0.00	0.00	0.00						

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。