

22 年营收稳健增长，业绩继续承压

核心观点

- 事件：**公司发布 2022 年报，实现收入 6.60 亿（+7.9%），归母净利-0.09 亿（-110.9%），扣非净利-0.54 亿（-263.4%），其中 Q4 单季度实现收入 1.94 亿（-40.1%），实现归母净利 0.42 亿（-59.1%），实现扣非净利 0.25 亿（-67.2%）。此外公司发布 23Q1 季报，实现收入 0.69 亿（-50.0%），实现归母净利-0.42 亿（+25.5%），实现扣非净利-0.52 亿（+17.6%）。
- 通用安全产品营收增长较快，PKI 业务略有下滑，业务结构发生变化。**2022 年，外部环境复杂多变，公司经营业务受到一定影响，业务结构产生变化，营收保持平稳增长。分产品来看，22 年全年公司通用安全产品收入达到 3.71 亿，同比增长 32.1%；PKI 安全应用产品和基础产品收入分别达到 1.69 亿、1.19 亿，受外部影响同比下滑 14.4%、10.1%。
- 业绩下滑系毛利率下降和管理费用率上升所致。**由于外部因素导致公司在密码业务上销售、实施和交付等环节受限较多，整体毛利率受到影响，2022 年公司综合毛利率为 39.9%，同比下降 11.9pct。同时，期间费用率为 45.9%，同比上升 0.39pct，其中，销售、管理、研发费用率分别为 9.7%、22.3%、13.9%，其中管理费用率上升较多，同比上升 3.9pct，主要系公司人员增加所致。
- 基于零信任体系，完善创新核心产品，提升产品力。**公司继续保持技术研发强度，2022 年投入研发费用约 0.91 亿元，公司不断完善和创新了密码服务平台、数据安全产品、零信任智能策略中心等核心产品，同时开展了后量子密码等前沿技术的预研，建立了研发生产效率数据平台来开展 DevSecOps 能力建设，大力提升产品力和安全性。随着公司推进商用密码与行业应用需求的紧密结合，加速其他应用场景落地，公司业绩将进一步打开增长空间。

盈利预测与投资建议

- 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 0.38/0.55/0.69 元（原预测 23-24 年 EPS 为 0.45/0.54 元），根据可比公司 PE 水平，我们给予公司 23 年 53 倍 PE，对应目标价为 20.14 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)	611	660	821	1,015	1,212
同比增长(%)	37.4%	7.9%	24.5%	23.6%	19.4%
营业利润(百万元)	90	(10)	103	151	190
同比增长(%)	47.1%	-110.7%	1164.0%	46.0%	26.1%
归属母公司净利润(百万元)	80	(9)	88	128	161
同比增长(%)	39.6%	-110.9%	1109.1%	45.6%	25.9%
每股收益(元)	0.34	(0.04)	0.38	0.55	0.69
毛利率(%)	51.7%	39.9%	48.5%	48.1%	47.9%
净利率(%)	13.0%	-1.3%	10.7%	12.6%	13.3%
净资产收益率(%)	5.9%	-0.6%	6.2%	8.4%	9.7%
市盈率	43.0	(393.2)	39.0	26.8	21.3
市净率	2.5	2.5	2.3	2.2	2.0

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）	14.7元
目标价格	20.14元
52周最高价/最低价	21.1/8.85元
总股本/流通A股（万股）	23,304/23,304
A股市值（百万元）	3,426
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	-0.95	-11.56	-9.6	43.04
相对表现	0.68	-8.6	-4.96	46.51
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：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	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
数字认证	300579	30.40	0.38	0.49	0.61	0.73	80.98	62.18	50.05	41.46
电科网安	002268	32.10	0.36	0.48	0.62	0.79	88.55	67.38	52.03	40.41
深信服	300454	121.07	0.47	1.14	1.94	2.67	259.92	106.05	62.50	45.27
绿盟科技	300369	11.27	0.04	0.39	0.54	0.78	317.46	29.06	20.71	14.51
天融信	002212	10.00	0.17	0.37	0.51	0.66	57.77	26.96	19.70	15.15
	最大值						317.46	106.05	62.50	45.27
	最小值						57.77	26.96	19.70	14.51
	平均数						160.94	58.33	41.00	31.36
	调整后平均						143.15	52.87	40.93	32.34

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 0.38/0.55/0.69 元（原预测 23-24 年 EPS 为 0.45/0.54 元），根据可比公司 PE 水平，我们给予公司 23 年 53 倍 PE，对应目标价为 20.14 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	93	170	246	321	436	营业收入	611	660	821	1,015	1,212
应收票据及应收账款	250	246	271	335	400	营业成本	295	397	423	527	631
预付账款	11	17	15	18	22	营业税金及附加	6	4	8	10	12
存货	340	205	211	264	316	营业费用	61	64	72	88	106
其他	910	790	641	601	561	管理费用及研发费用	219	239	265	297	335
流动资产合计	1,605	1,429	1,384	1,538	1,734	财务费用	(2)	(0)	(2)	(3)	(4)
长期股权投资	30	23	30	30	30	资产减值损失	3	26	15	15	15
固定资产	134	126	130	132	130	公允价值变动收益	14	18	18	18	18
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	34	26	25	25	25
无形资产	65	39	46	48	47	其他	12	16	21	27	31
其他	70	129	17	16	15	营业利润	90	(10)	103	151	190
非流动资产合计	299	318	223	226	222	营业外收入	1	0	2	2	2
资产总计	1,904	1,746	1,606	1,764	1,957	营业外支出	1	5	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	91	(14)	104	152	191
应付票据及应付账款	77	70	85	105	126	所得税	11	(5)	12	18	23
其他	423	288	56	60	64	净利润	80	(9)	92	133	168
流动负债合计	500	358	141	165	190	少数股东损益	0	(0)	4	5	7
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	80	(9)	88	128	161
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.34	-0.04	0.38	0.55	0.69
其他	8	13	1	1	1						
非流动负债合计	8	13	1	1	1	主要财务比率					
负债合计	508	372	142	166	191		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	1	0	4	9	16	成长能力					
股本	232	233	233	233	233	营业收入	37.4%	7.9%	24.5%	23.6%	19.4%
资本公积	719	736	736	736	736	营业利润	47.1%	-110.7%	1164.0%	46.0%	26.1%
留存收益	443	404	492	620	781	归属于母公司净利润	39.6%	-110.9%	1109.1%	45.6%	25.9%
其他	1	1	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,396	1,374	1,465	1,598	1,766	毛利率	51.7%	39.9%	48.5%	48.1%	47.9%
负债和股东权益总计	1,904	1,746	1,606	1,764	1,957	净利率	13.0%	-1.3%	10.7%	12.6%	13.3%
						ROE	5.9%	-0.6%	6.2%	8.4%	9.7%
						ROIC	5.7%	-0.5%	6.3%	8.5%	9.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	26.7%	21.3%	8.8%	9.4%	9.7%
净利润	80	(9)	92	133	168	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	35	4	22	29	35	流动比率	3.21	3.99	9.82	9.32	9.14
财务费用	(2)	(0)	(2)	(3)	(4)	速动比率	2.53	3.41	8.32	7.72	7.47
投资损失	(34)	(26)	(25)	(25)	(25)	营运能力					
营运资金变动	(506)	19	(216)	(105)	(106)	应收账款周转率	2.8	2.9	3.4	3.7	3.6
其它	414	(21)	75	(18)	(18)	存货周转率	1.3	1.5	2.0	2.2	2.2
经营活动现金流	(13)	(34)	(54)	11	51	总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
资本支出	(71)	48	(30)	(32)	(32)	每股指标(元)					
长期投资	(10)	6	(7)	0	0	每股收益	0.34	-0.04	0.38	0.55	0.69
其他	(100)	71	169	93	93	每股经营现金流	-0.05	-0.14	-0.23	0.05	0.22
投资活动现金流	(181)	126	132	61	61	每股净资产	5.99	5.90	6.27	6.82	7.51
债权融资	1	4	(5)	0	0	估值比率					
股权融资	4	18	0	0	0	市盈率	43.0	-393.2	39.0	26.8	21.3
其他	(28)	(37)	2	3	4	市净率	2.5	2.5	2.3	2.2	2.0
筹资活动现金流	(23)	(16)	(3)	3	4	EV/EBITDA	24.0	-520.0	24.0	16.8	13.4
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	33.6	-296.0	29.3	20.1	15.9
现金净增加额	(217)	76	75	75	115						

资料来源：东方证券研究所

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。

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

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。