

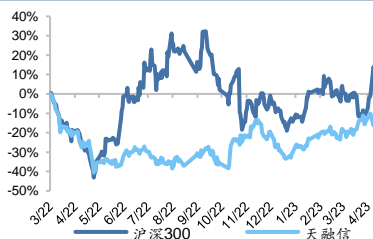
# 22 年营收基本持平，防火墙龙头地位稳固

## 投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-22

收盘价 (元)	10.76
近 12 个月最高/最低 (元)	13.30/8.28
总股本 (百万股)	1184.83
流通股本 (百万股)	1167.77
流通股比例 (%)	98.56
总市值 (亿元)	127.49
流通市值 (亿元)	125.65

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

### 分析师：王奇珏

执业证书号：S0010522060002

邮箱：wangqj@hazq.com

### 联系人：张旭光

执业证书号：S0010121090040

邮箱：zhangxg@hazq.com

### 相关报告

- 《华安证券\_行业研究\_计算机行业\_公司点评\_同比增速稳定，激励彰显信心》 2022-08-22
- 《华安证券\_公司研究\_计算机行业\_公司深度\_雄踞硬件、借力新场景，网安元老步步为营》 2021-08-18

## 主要观点：

### ● 营收盈利同比下滑，行业整体需待恢复

**营收方面**，公司 2022 年实现营收 35.43 亿元，同比增长 5.7%，未达 30% 增速目标；2022Q4 实现营收 20.8 亿元，同比增长 6.0%，主要系 1) 政府收入同比下降 32.9%；2) 地市下沉和渠道拓展落实，行业客户营收同比增长 64.7%，商业客户营收同比增长 55.0%。

**净利润方面**，公司 2022 年实现归母净利润 2.05 亿元，同比下降 10.8%；2022 Q4 实现归母净利润 6.25 亿元，同比上升 93.2%，主要系 1) 费用控制，公司费用 2022 年总计同比增加 5.2%，远低于前期费用增速；2) 费用资本化：公司 2022 年研发费用资本化 3.3 亿元，同比增加 9.9%。

**费用方面**，研发费用增速较前期明显放缓，同比增加 2.2%，较年度控制目标 25% 低 22.8 pct；销售费用同比增加 13.0%，较年度控制目标 35% 低 22.1 pct；管理费用同比下降 4.5%，主要系人员控制，2022 年公司领取薪酬员工 6682 人，同比增加 6.6%；其中研发人员 2986 人，同比下降 5.5%。

### ● 保持防火墙市场领先地位，横向拓展下游行业

IDC 预计到 2026 年，中国网络安全支出规模将达到 288.6 亿美元，而在安全硬件市场规模中防火墙类产品占比为 78.3%，是占比最大的单一子市场。公司作为上市公司中成立最早的网络安全企业，在防火墙类产品整体市场中已连续 23 年位居国内市场第一，VPN、IDPS、WAF、网闸、安全管理、零信任、响应和编排软件、终端安全软件、EDR、安全咨询服务、托管安全服务等产品及服务均处于市场领导地位。依靠产品能力以及销售渠道下沉，公司 2022 年运营商行业同比增长 21.7%，能源行业同比增长 50.9%，交通行业同比增长 35.5%，卫生行业同比增长 27.2%，教育行业同比增长 16.7%。

### ● 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年分别实现收入 45.7/55.3/67.15 亿元，同比增长 29%/21%/22%；实现归母净利润 2.6/3.3/4.4 亿元，同比增长 28%/26%/34%，维持“买入”评级。

重要财务指标		单位：百万元			
主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	3543	4567	5528	6715	
收入同比 (%)	5.7%	28.9%	21.0%	21.5%	
归属母公司净利润	205	263	332	443	
净利润同比 (%)	-10.8%	28.3%	26.0%	33.7%	
毛利率 (%)	59.7%	58.2%	56.5%	55.2%	
ROE (%)	2.1%	2.6%	3.2%	4.1%	
每股收益 (元)	0.18	0.22	0.28	0.37	
P/E	55.35	51.81	41.12	30.76	
P/B	1.21	1.36	1.31	1.26	
EV/EBITDA	23.06	24.16	20.15	17.72	

资料来源：WIND，华安证券研究所

● 风险提示

- 1) 研发突破不及预期；2) 政策支持不及预期；3) 产品交付不及预期。

**财务报表与盈利预测**

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	4,657	3,258	5,164	5,228
现金	914	207	778	435
应收账款	1,998	1,648	3,018	2,755
其他应收款	906	0	0	0
预付账款	28	0	0	0
存货	509	580	824	917
其他流动资产	302	822	544	1,122
<b>非流动资产</b>	6,939	6,823	6,706	6,590
长期投资	636	636	636	636
固定资产	228	228	228	228
无形资产	621	505	388	272
其他非流动资产	5,454	5,454	5,454	5,454
<b>资产总计</b>	11,596	10,080	11,870	11,818
<b>流动负债</b>	1,997	279	1,504	763
短期借款	0	0	0	0
应付账款	951	190	1,455	670
其他流动负债	1,046	88	48	93
<b>非流动负债</b>	121	121	121	121
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	121	121	121	121
<b>负债合计</b>	2,117	399	1,624	884
少数股东权益	2	(1)	(7)	(16)
股本	1,186	1,173	1,173	1,173
资本公积	6,348	6,146	6,146	6,146
留存收益	1,943	2,363	2,934	3,631
归属母公司股东权益	9,477	9,682	10,253	10,950
<b>负债和股东权益</b>	11,596	10,080	11,870	11,818

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	170	(488)	545	(375)
净利润	226	441	565	689
折旧摊销	186	116	116	116
财务费用	5	0	0	0
投资损失	(17)	(20)	(26)	(32)
营运资金变动	(251)	(1,025)	(110)	(1,149)
其他经营现金流	497	1,466	675	1,837
<b>投资活动现金流</b>	(99)	20	26	32
资本支出	(517)	0	0	0
长期投资	715	0	0	0
其他投资现金流	(296)	20	26	32
<b>筹资活动现金流</b>	(547)	(239)	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(14)	0	0	0
普通股增加	14	(13)	0	0
资本公积增加	297	(203)	0	0
其他筹资现金流	(843)	(23)	0	0
<b>现金净增加额</b>	(476)	(707)	571	(343)

资料来源: WIND, 华安证券研究所

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	3,352	4,033	5,161	6,385
营业成本	1,360	1,576	2,031	2,519
营业税金及附加	35	34	49	57
销售费用	719	847	1,084	1,341
管理费用	337	406	519	643
财务费用	(8)	0	0	0
资产减值损失	(4)	0	0	0
公允价值变动收益	53	0	0	0
投资净收益	17	20	26	32
<b>营业利润</b>	280	509	652	795
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	21	0	0	0
<b>利润总额</b>	261	509	652	795
所得税	35	68	87	106
<b>净利润</b>	226	441	565	689
少数股东损益	(4)	(3)	(6)	(8)
<b>归属母公司净利润</b>	230	444	571	697
EBITDA	389	605	743	880
EPS (元)	0.20	0.37	0.48	0.59

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-41.2%	20.3%	28.0%	23.7%
营业利润	-51.6%	81.8%	28.1%	22.0%
归属于母公司净利润	-42.5%	93.0%	28.6%	22.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	59.4%	60.9%	60.6%	60.5%
净利率 (%)	6.9%	11.0%	11.1%	10.9%
ROE (%)	2.4%	4.6%	5.6%	6.4%
ROIC (%)	1.8%	4.3%	5.2%	6.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	18.3%	4.0%	13.7%	7.5%
净负债比率 (%)	22.3%	4.1%	15.9%	8.1%
流动比率	2.33	11.70	3.43	6.85
速动比率	2.02	9.42	2.85	5.58
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.29	0.37	0.47	0.54
应收账款周转率	2.21	2.21	2.21	2.21
应付账款周转率	1.69	2.76	2.47	2.37
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.20	0.37	0.48	0.59
每股经营现金流 (摊)	0.14	-0.41	0.46	-0.32
每股净资产	7.99	8.17	8.65	9.24
<b>估值比率</b>				
P/E	94.39	28.73	22.34	18.30
P/B	2.40	1.32	1.24	1.16
EV/EBITDA	56.38	20.87	16.25	14.10

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**尹沿技，华安证券研究总监、研究所所长，兼 TMT 首席分析师，曾多次获得新财富、水晶球最佳分析师。

**分析师：**王奇珏，华安计算机团队联席首席，上海财经大学本硕，7 年计算机行研经验，2022 年加入华安证券研究所。

**联系人：**张旭光，凯斯西储大学金融学硕士，主要覆盖 AI 及行业信息化，2021 年加入华安证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。