

Q2 营收大幅转正，拓展领信任领域 买入（维持）

2020 年 08 月 27 日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	371	532	777	1,026
同比（%）	20.1%	43.5%	46.2%	32.0%
归母净利润（百万元）	70	104	154	204
同比（%）	-2.4%	48.6%	47.7%	32.6%
每股收益（元/股）	0.41	0.60	0.89	1.18
P/E（倍）	98	66	45	34

事件：2020 年半年报营收 1.12 亿元，同比增长 1.61%，归母净利润-3490.41 万元，扣非净利润-3911.32 万元，同比分别减少 553.72%、3352.37%。

投资要点

■ **Q2 营收大幅转正，存货和合同负债高增：**上半年净利润亏损主要是由于公司员工增多带来的营业成本和销售费用增长导致，截止报告期末公司总员工人数为 592 人，较去年同期净增加 150 人，销售费用中的工资薪酬同比接近翻倍增长。Q2 单季度，实现营收 6152.04 万元，同比增长 19.62%，增速由 Q1 的负值大幅转正；归母净利润-776.82 万元，扣非净利润-939.19 万元，同比分别减少 181.47%、328.67%。整体毛利率为 48.00%，同比下降 16.43pct，主要受营业成本高增影响。整体费用率显著增长，销售费用率、管理费用率、研发费用分别同比增加 8.04pct、2.46pct、4.50pct。同时，公司存货同比增加 44.55%，主要系原材料和发出商品增加所致，合同负债（原预收账款）同比增加 99.73%。公司下游客户主要是对安全要求高且需求稳定的政府端客户，无论是销售端加大投入还是存货和合同负债的高增，侧面印证了下游行业需求的爆发，同时需求开始转换为订单。PKI 项目的整体实施周期较短，上半年由于疫情影响了项目的现场交付和招投标。随着二季度开始逐渐好转，我们看好下半年公司业绩的加速释放。

■ **加强销售和市场拓展，布局零信任领域：**2020 年上半年，在稳步推进党政军企等领域业务的同时，也在有序进行可信身份认证体系的顶层布局与规划。公司构建了自主可控产品体系的市场规划，加大对云计算、物联网、移动互联网、工业互联网等的安全产品研发以及与客户群体业务对接工作的投入，并逐步加强在智能物联的市场拓展力度及基于 PKI 的视频安全体系的建设力度。此外，进一步拓展零信任领域，促进零信任试点项目的实施落地。

■ **多条主线加码研发投入：**2020 年研发费用约 3561.25 万元，主要加大以下产品和技术的研发：1) **车联网**，参与基于 LTE 的车联网无线通信技术相关标准起草和评审，并同步将标准落实到 V2X 产品新版本；2) **等保 2.0 和零信任**，针对等保 2.0 场景和零信任解决方案，研发了下一代安全认证网关，特权账号管理系统、安全加密存储系统等新产品；3) **视频安全**，完善基于密码的视频监控安全支撑产品研究，进行基于密码的业务应用产品的设计与研发；4) **自主可控 PKI 产品**，研发适用于自主创新环境的 PKI 安全中间件及相关基础组件，所有产品完成自主创新环境的技术架构迁移；5) 格尔网络准入控制系统、电子签章系统获得商用密码产品型号。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.04 亿元、1.54 亿元、2.04 亿元，对应 PE66、45、34。PKI 领域下游行业需求有望持续爆发，看好公司在车联网、视频安全、零信任等新领域布局，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**信息安全市场低于预期，安全云平台建设低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.77
一年最低/最高价	17.94/45.55
市净率(倍)	11.31
流通 A 股市值(百万元)	6848.42

基础数据

每股净资产(元)	3.52
资产负债率(%)	24.60
总股本(百万股)	172.20
流通 A 股(百万股)	172.20

相关研究

1、《格尔软件（603232）：PKI 领军企业，双重因素助推加速成长》2020-04-24

格尔软件三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	692	750	995	1,133	营业收入	371	532	777	1,026
现金	98	108	62	143	减:营业成本	154	207	299	395
应收账款	222	240	436	457	营业税金及附加	2	5	7	9
存货	67	68	127	131	营业费用	43	62	88	110
其他流动资产	304	334	371	402	管理费用	56	168	243	318
非流动资产	164	185	216	239	财务费用	-0	-1	-1	-1
长期股权投资	19	17	16	15	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	69	100	142	176	加:投资净收益	13	11	13	13
在建工程	0	0	0	0	其他收益	4	2	2	2
无形资产	57	50	42	33	营业利润	66	104	156	211
其他非流动资产	19	17	16	16	加:营业外净收支	13	10	10	10
资产总计	855	935	1,211	1,372	利润总额	79	114	166	222
流动负债	189	186	345	349	减:所得税费用	9	10	12	18
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
应付账款	60	53	110	105	归属母公司净利润	70	104	154	204
其他流动负债	129	133	235	243	EBIT	76	111	163	218
非流动负债	2	2	2	2	EBITDA	103	140	201	265
长期借款	0	0	1	1					
其他非流动负债	2	2	2	2	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	191	188	347	351	每股收益(元)	0.41	0.60	0.89	1.18
少数股东权益	1	1	1	1	每股净资产(元)	3.85	4.33	5.01	5.93
					发行在外股份(百万股)	121	172	172	172
归属母公司股东权益	664	746	863	1,020	ROIC(%)	10.1%	13.6%	17.5%	19.7%
负债和股东权益	855	935	1,211	1,372	ROE(%)	10.5%	13.9%	17.8%	20.0%
					毛利率(%)	58.6%	61.0%	61.5%	61.5%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	18.9%	19.6%	19.8%	19.9%
经营活动现金流	82	67	45	182	资产负债率(%)	22.3%	20.1%	28.7%	25.6%
投资活动现金流	-18	-37	-54	-55	收入增长率(%)	20.1%	43.5%	46.2%	32.0%
筹资活动现金流	-23	-20	-36	-45	净利润增长率(%)	-2.4%	48.6%	47.7%	32.6%
现金净增加额	41	9	-46	82	P/E	97.73	65.75	44.53	33.59
折旧和摊销	27	29	38	47	P/B	10.32	9.18	7.94	6.71
资本开支	29	23	32	25	EV/EBITDA	63.37	46.39	32.53	24.40
营运资本变动	-4	-52	-132	-52					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

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、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>