

Q1 订单及收入高速增长，新安全业务表现亮眼

事件：公司发布 20 年报及 21Q1 季报，受出售线缆业务导致并表变化影响，20 年公司实现营业收入 57.04 亿元，同比下滑 19.6%，归母净利润 4.00 亿，同比下滑 0.2%，扣非净利润 4.47 亿，同比增长 42.6%。此外，公司还发布 21Q1 季报，公司网络安全业务实现收入 2.65 亿元，同比增长 170.8%，较 19 年同期网安业务增长 42.5%。

核心观点

- **网络安全营收快速增长，经营性净现金流增长明显。**20 年公司网络安全业务收入 28.32 亿，同比增长 17.2%，归母净利润 5.02 亿，同比增长 27.5%，扣非归母净利润 4.37 亿，同比增长 26.3%，经营性净现金流 3.91 亿，同比增长 55.8%，均实现良好增长。21Q1 公司网络安全业务收入增速达到 170.8%，同期订单增速约 200%。
- **持续投入研发，新兴安全业务进展迅速。**公司研发费用主要来自网络安全，若以网络安全收入计算得公司的研发费用率超过 20%。公司在人工智能、大数据、云计算等新技术领域持续研发，并在工业互联网、物联网、车联网、国产化等新兴场景下形成较完善的产品、技术和方案体系。新方向业务营收同比增幅明显，20 年公司大数据与态势感知产品及服务收入增速达到 63%，21Q1 公司数据安全和工业互联网安全收入增速均超过 300%，云安全和安全云服务增速均超过 150%。
- **继续拓展渠道建设，提升产品覆盖面。**公司通过行业、区域销售团队满足全国重要行业和客户的需求，通过合作渠道商，拓展中小企业客户市场。同时在中电科入股叠加腾讯云战略合作后，公司成长空间有望进一步打开。

财务预测与投资建议

- 略调整收入增速及费用率，我们给予公司 21-23 年 EPS 分别为 0.59/0.80/1.05 元（原 21-22 年 EPS 预测为 0.63/0.86 元）。根据可比公司 21 年 PE 水平，对应 21 年 PE 为 44 倍，目标价为 25.96 元，维持买入评级。

风险提示

网络安全政策落地不及预期；行业内竞争恶化的风险；

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,091	5,704	3,769	4,894	6,251
同比增长(%)	12.6%	-19.6%	-33.9%	29.8%	27.7%
营业利润(百万元)	473	579	819	1,106	1,463
同比增长(%)	-17.6%	22.3%	41.6%	35.0%	32.2%
归属母公司净利润(百万元)	401	400	693	936	1,237
同比增长(%)	-17.4%	-0.2%	73.3%	35.0%	32.2%
每股收益(元)	0.34	0.34	0.59	0.80	1.05
毛利率(%)	26.7%	37.4%	64.2%	64.5%	64.8%
净利率(%)	5.7%	7.0%	18.4%	19.1%	19.8%
净资产收益率(%)	4.7%	4.3%	6.9%	8.5%	10.3%
市盈率	53.2	53.3	30.8	22.8	17.2
市净率	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7

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，



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月30日)	18.12元
目标价格	25.96元
52周最高价/最低价	31/17.99元
总股本/流通A股(万股)	117,693/112,068
A股市值(百万元)	21,326
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2021年05月06日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.04	-8.26	-5.28	-28.38
相对表现	-1.27	-6.94	-2.78	-48.02
沪深300	-1.77	-1.32	-2.5	19.64



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 浦俊懿
021-63325888*6106
pujunyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050004

联系人 陈超
021-63325888*3144
chenchao3@orientsec.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。

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。

可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2021/04/30	每股收益 (元)			市盈率		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
深信服	300454	273.49	1.96	2.60	3.49	139.83	105.04	78.29
绿盟科技	300369	15.15	0.38	0.50	0.67	40.16	30.01	22.57
格尔软件	603232	17.56	0.30	0.54	0.79	59.40	32.76	22.21
迪普科技	300768	34.95	0.69	1.08	1.54	50.59	32.29	22.77
卫士通	002268	17.01	0.19	0.26	0.35	89.20	65.73	49.11
	最大值					139.83	105.04	78.29
	最小值					40.16	30.01	22.21
	平均数					75.84	53.16	38.99
	调整后平均					66.40	43.59	31.48

数据来源：朝阳永续，Wind，东方证券研究所

略调整收入增速及费用率，我们给予公司 21-23 年 EPS 分别为 0.59/0.80/1.05 元（原 21-22 年 EPS 为 0.63/0.86 元）。根据可比公司 21 年 PE 水平，对应 21 年 PE 为 44 倍，目标价为 25.96 元，维持买入评级。

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	719	1,383	3,673	4,496	5,523	营业收入	7,091	5,704	3,769	4,894	6,251
应收票据及应收账款	1,814	1,635	856	1,013	1,294	营业成本	5,199	3,573	1,350	1,735	2,199
预付账款	138	57	53	59	75	营业税金及附加	34	37	23	29	38
存货	1,023	431	266	342	433	营业费用	640	612	790	980	1,199
其他	610	1,516	584	644	712	管理费用及研发费用	857	953	1,104	1,361	1,728
流动资产合计	4,304	5,023	5,431	6,554	8,037	财务费用	25	16	(24)	(39)	(48)
长期股权投资	601	454	600	600	600	资产、信用减值损失	68	134	(46)	26	47
固定资产	557	213	270	243	199	公允价值变动收益	59	53	55	58	61
在建工程	2	74	0	0	0	投资净收益	(11)	(21)	(10)	(5)	0
无形资产	447	494	520	514	489	其他	157	167	202	252	313
其他	5,202	5,066	4,774	4,788	4,803	营业利润	473	579	819	1,106	1,463
非流动资产合计	6,810	6,301	6,164	6,144	6,092	营业外收入	3	1	5	5	5
资产总计	11,114	11,324	11,596	12,698	14,129	营业外支出	4	6	4	4	4
短期借款	398	0	0	0	0	利润总额	472	574	820	1,107	1,464
应付票据及应付账款	718	659	175	226	286	所得税	69	177	123	166	220
其他	962	978	892	1,003	1,129	净利润	403	397	697	941	1,244
流动负债合计	2,078	1,637	1,067	1,229	1,415	少数股东损益	2	(4)	4	5	7
长期借款	0	14	14	14	14	归属于母公司净利润	401	400	693	936	1,237
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.34	0.34	0.59	0.80	1.05
其他	130	79	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	130	93	14	14	14		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	2,208	1,730	1,082	1,243	1,430	成长能力					
少数股东权益	10	8	13	18	25	营业收入	12.6%	-19.6%	-33.9%	29.8%	27.7%
股本	1,158	1,172	1,177	1,177	1,177	营业利润	-17.6%	22.3%	41.6%	35.0%	32.2%
资本公积	5,563	5,842	6,052	6,052	6,052	归属于母公司净利润	-17.4%	-0.2%	73.3%	35.0%	32.2%
留存收益	2,056	2,580	3,273	4,209	5,446	获利能力					
其他	118	(8)	0	0	0	毛利率	26.7%	37.4%	64.2%	64.5%	64.8%
股东权益合计	8,906	9,594	10,514	11,455	12,699	净利率	5.7%	7.0%	18.4%	19.1%	19.8%
负债和股东权益总计	11,114	11,324	11,596	12,698	14,129	ROE	4.7%	4.3%	6.9%	8.5%	10.3%
现金流量表						ROIC	4.6%	4.3%	6.7%	8.2%	9.9%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	403	397	697	941	1,244	资产负债率	19.9%	15.3%	9.3%	9.8%	10.1%
折旧摊销	133	(346)	162	204	238	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	25	16	(24)	(39)	(48)	流动比率	2.07	3.07	5.09	5.33	5.68
投资损失	11	21	10	5	0	速动比率	1.57	2.80	4.83	5.05	5.36
营运资金变动	125	(303)	1,347	(164)	(316)	营运能力					
其它	36	418	132	(32)	(14)	应收账款周转率	4.9	4.1	3.5	4.9	5.0
经营活动现金流	733	204	2,325	915	1,104	存货周转率	5.6	4.8	3.8	5.6	5.5
资本支出	(42)	642	(170)	(170)	(170)	总资产周转率	0.7	0.5	0.3	0.4	0.5
长期投资	241	147	(146)	0	0	每股指标（元）					
其他	(868)	(415)	32	39	45	每股收益	0.34	0.34	0.59	0.80	1.05
投资活动现金流	(669)	374	(283)	(131)	(125)	每股经营现金流	0.63	0.17	1.98	0.78	0.94
债权融资	(8)	(39)	10	0	0	每股净资产	7.56	8.14	8.92	9.72	10.77
股权融资	161	293	215	0	0	估值比率					
其他	(297)	(162)	24	39	48	市盈率	53.2	53.3	30.8	22.8	17.2
筹资活动现金流	(145)	92	249	39	48	市净率	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7
汇率变动影响	0	(3)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	32.1	81.3	21.1	15.9	12.2
现金净增加额	(81)	667	2,290	823	1,027	EV/EBIT	40.6	34.0	25.4	18.9	14.3

资料来源：东方证券研究所

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