

渠道改革显成效，看好公司未来成长



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年08月31日)	22元
目标价格	26.46元
52周最高价/最低价	25.9/11.93元
总股本/流通A股(万股)	79,835/73,434
A股市值(百万元)	17,564
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2021年09月01日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	8.06	-2.18	27.07	3.95
相对表现	7.47	-1.86	38.3	1.16
沪深300	0.59	-0.32	-11.23	2.79



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

证券分析师 陈超
021-63325888*3144
chenchao3@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860521050002

事件: 公司发布 2021H1 中报, 21H1 公司实现营业收入 7.72 亿, 同比增长 40.4%, 实现归母净利润 0.08 亿元, 较上年同期增长 127.3%, 扣非归母净利润 -0.03 亿, 亏损同比减少 93.6%。以此测算公司二季度实现营收 5.29 亿元, 同比增长 37.5%, 归母净利润 0.54 亿元, 同比增长 80.34%。

核心观点

- **主营业务增长迅速, 云安全收入占比超过 10%。** 21H1 公司发布了包括安全防护类、安全审计类、安全管理类、检查评估类在内的 14 类 28 款商业产品, 安全产品业务营收 5.24 亿元, 同比增长 63.13%, 安全服务业务营收 2.33 亿元, 同比增长 19.91%, 在政府及事业单位行业的客户营收大幅增长, 实现营收 2.95 亿元, 同比增长 109.25%。公司通过云安全平台为客户提供服务, 云安全收入占公司营收 10%以上。
- **产品保持国内领先, 安全服务业务新布局。** 公司的 ADS、IDPS、WAF 和 RSAS 等产品保持国内领先地位, 据 IDC 数据显示, 绿盟网络安全漏洞扫描与管理产品、抗拒绝服务系统 (ADS)、WEB 应用防护系统 (WAF) 三款产品在细分领域厂商中市场占有率都位居第一。公司在安全服务业务中融合智慧安全 3.0 理念, 推出 SASE 服务, 提高用户在混合环境下的的信息安全水平。
- **渠道转型加速落地, 研发投入增加。** 2019 年公司实行渠道改革, 搭建一级渠道和二级渠道两级渠道架构, 从客户、行业、考核等方面实行销售模式改革, 打造“公司+渠道”的渠道销售模式, 渠道成为公司业务增长的强劲动力。公司继续加大研发投入, 21H1 研发投入 1.83 亿元, 同比增长 21.54%。

财务预测与投资建议

- 我们维持给予公司 21-23 年每股收益分别为 0.49、0.67 和 0.89 元, 根据可比公司 21 年 PE 水平, 对应 21 年 PE 为 54 倍, 目标价为 26.46 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)	1,671	2,010	2,631	3,394	4,285
同比增长(%)	24.2%	20.3%	30.9%	29.0%	26.2%
营业利润(百万元)	239	336	438	597	790
同比增长(%)	28.6%	40.5%	30.4%	36.4%	32.2%
归属母公司净利润(百万元)	227	301	392	535	709
同比增长(%)	34.8%	32.9%	30.1%	36.6%	32.4%
每股收益(元)	0.28	0.38	0.49	0.67	0.89
毛利率(%)	71.7%	70.4%	71.1%	71.0%	71.0%
净利率(%)	13.6%	15.0%	14.9%	15.8%	16.5%
净资产收益率(%)	7.0%	8.8%	10.5%	12.6%	14.5%
市盈率	77.5	58.3	44.8	32.8	24.8
市净率	5.2	5.0	4.4	3.9	3.4

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声明。

可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2021/08/31	每股收益 (元)				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
安恒信息	688023	328.21	1.81	2.59	3.77	5.75	181.27	126.84	86.97	57.08
启明星辰	002439	29.92	0.86	1.10	1.40	1.77	34.74	27.29	21.31	16.92
迪普科技	300768	41.83	0.69	0.93	1.21	1.56	60.54	45.19	34.54	26.89
深信服	300454	272.40	1.96	2.50	3.26	4.41	139.29	109.13	83.49	61.72
格尔软件	603232	14.04	0.25	0.46	0.64	0.89	57.00	30.81	21.92	15.78
天融信	002212	17.47	0.34	0.59	0.82	1.09	51.78	29.57	21.25	16.00
	最大值						181.27	126.84	86.97	61.72
	最小值						34.74	27.29	21.25	15.78
	平均数						87.44	61.47	44.91	32.40
	调整后平均						77.15	53.67	40.31	29.22

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

我们维持给予公司 21-23 年每股收益分别为 0.49、0.67 和 0.89 元，根据可比公司 21 年 PE 水平，对应 21 年 PE 为 54 倍，目标价为 26.46 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	1,212	637	921	1,555	1,957	营业收入	1,671	2,010	2,631	3,394	4,285
应收票据、账款及款项融资	1,149	1,297	1,947	2,036	2,571	营业成本	473	594	761	983	1,244
预付账款	21	19	32	41	51	营业税金及附加	17	23	28	36	45
存货	53	65	91	118	149	营业费用	596	611	796	1,017	1,257
其他	539	1,143	1,396	1,626	1,862	管理费用及研发费用	431	495	649	830	1,055
流动资产合计	2,974	3,161	4,386	5,376	6,590	财务费用	(10)	(4)	(5)	(9)	(14)
长期股权投资	30	34	31	31	31	资产、信用减值损失	54	89	127	128	127
固定资产	105	233	242	245	241	公允价值变动收益	(6)	12	12	12	12
在建工程	70	0	0	0	0	投资净收益	44	40	40	40	40
无形资产	245	246	223	189	144	其他	91	81	109	135	167
其他	659	701	420	416	416	营业利润	239	336	438	597	790
非流动资产合计	1,108	1,213	916	881	833	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	4,082	4,374	5,302	6,257	7,423	营业外支出	4	3	4	4	4
短期借款	135	33	51	50	50	利润总额	236	333	435	594	787
应付票据及应付账款	181	235	289	373	473	所得税	10	32	43	59	79
其他	347	556	971	1,307	1,665	净利润	226	301	391	535	708
流动负债合计	662	824	1,310	1,731	2,188	少数股东损益	(0)	0	(0)	(1)	(1)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	227	301	392	535	709
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.28	0.38	0.49	0.67	0.89
其他	38	54	0	0	0						
非流动负债合计	38	54	0	0	0						
负债合计	700	878	1,310	1,731	2,188						
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)						
实收资本(或股本)	798	798	798	798	798						
资本公积	1,362	1,260	1,390	1,390	1,390						
留存收益	1,246	1,461	1,805	2,340	3,049						
其他	(23)	(22)	0	0	0						
股东权益合计	3,382	3,496	3,992	4,527	5,235						
负债和股东权益总计	4,082	4,374	5,302	6,257	7,423						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	226	301	391	535	708
折旧摊销	92	99	107	124	139
财务费用	(10)	(4)	(5)	(9)	(14)
投资损失	(44)	(40)	(40)	(40)	(40)
营运资金变动	180	43	(600)	(63)	(481)
其它	(98)	47	353	116	115
经营活动现金流	346	446	207	664	426
资本支出	(125)	(84)	(90)	(90)	(90)
长期投资	154	(4)	3	0	0
其他	(234)	(657)	59	52	52
投资活动现金流	(206)	(744)	(28)	(38)	(38)
债权融资	0	(1)	0	0	0
股权融资	93	(102)	130	0	0
其他	(175)	(11)	(25)	9	14
筹资活动现金流	(82)	(113)	105	9	14
汇率变动影响	3	(10)	-0	-0	-0
现金净增加额	62	(421)	284	634	402

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	24.2%	20.3%	30.9%	29.0%	26.2%
营业利润	28.6%	40.5%	30.4%	36.4%	32.2%
归属于母公司净利润	34.8%	32.9%	30.1%	36.6%	32.4%
获利能力					
毛利率	71.7%	70.4%	71.1%	71.0%	71.0%
净利率	13.6%	15.0%	14.9%	15.8%	16.5%
ROE	7.0%	8.8%	10.5%	12.6%	14.5%
ROIC	6.4%	8.5%	10.3%	12.3%	14.2%
偿债能力					
资产负债率	17.1%	20.1%	24.7%	27.7%	29.5%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.49	3.84	3.35	3.11	3.01
速动比率	4.41	3.75	3.27	3.04	2.94
营运能力					
应收账款周转率	1.9	2.3	2.3	2.1	2.1
存货周转率	10.2	9.8	9.3	9.0	8.9
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
每股指标(元)					
每股收益	0.28	0.38	0.49	0.67	0.89
每股经营现金流	0.43	0.56	0.26	0.83	0.53
每股净资产	4.24	4.38	5.00	5.67	6.56
估值比率					
市盈率	77.5	58.3	44.8	32.8	24.8
市净率	5.2	5.0	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	50.1	37.4	29.8	22.6	17.6
EV/EBIT	70.3	48.5	37.2	27.4	20.7

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