

2021 年三季报点评：营收高速增长，PKI 龙头有望打开新市场 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	445	622	843	1,092
同比 (%)	20.0%	39.9%	35.5%	29.5%
归母净利润 (百万元)	57	107	151	202
同比 (%)	-18.5%	88.0%	40.7%	33.7%
每股收益 (元/股)	0.25	0.46	0.65	0.87
P/E (倍)	53.10	28.25	20.07	15.01

事件：公司 2021 年前三季度 2021 年 1-9 月实现营业收入 2.88 亿元，同比增长 63.71%，归属于上市公司股东的净利润为亏损 2284.99 万元，亏损同比减少 32.28%，符合市场预期。

投资要点

- 营收高速增长，经营质量持续改善：**公司 2021Q3 单季度营收 1.11 亿元，同比增长 72.76%，归母净利润 205.36 万元，同比增长 76.39%。截至 9 月 30 日合同负债 3.07 亿元，与 Q2 末相比增长 22.3%，与年初相比增长 61.8%。信创市场和 PKI 相关产品放量持续带动业绩高速增长。经营质量持续改善，2021Q1-Q3 毛利率 57.5%，同比提升 3.2pct。2021Q1-Q3 研发费用率 23.36% (同比-9.12pct)，销售费用率 17.11% (同比-3.43pct)，管理费用率 35.95% (同比+6.72pct)。
- 构建零信任体系，项目持续落地：**公司秉持“以密码为基石、以身份为中心、以权限为抓手、以软件定义边界”的思想，构建“密码为基石、身份为中心、策略驱动的 SDP”的零信任架构，助力客户实现数字化转型，应用于云计算、大数据、物联网、移动互联网等多个业务场景，已在能源等行业实现项目落地并获奖。
- 信息安全应用场景拓展，PKI 龙头积极布局：**工业互联网、物联网、车联网等新应用场景信息安全政策频繁出台，公司作为 PKI 龙头积极布局，致力于为各种场景提供数字资产安全整体解决方案。2021 年 10 月 8 日，全国信息化安全标准化技术委员会发布《汽车采集数据处理安全指南》，规定了对汽车采集数据进行传输、存储和出境等处理活动的安全要求。公司能够为车联网安全提供一整套完整、可靠、可用，并符合国家自主信息安全规范的智能网联汽车安全防护体系，形成真正意义上的云密码应用系统。此外，公司积极参与行业标准制定，近日参与编写的《公安视频图像信息系统安全技术要求》系列标准已正式发布。
- 盈利预测与投资评级：**考虑公司 PKI 技术优势突出，信创等市场持续放量，我们维持 2021-2023 年的净利润预测为 1.1/1.5/2.0 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 为 0.46/0.65/0.87 元，对应 PE 分别为 28/20/15 倍。继续看好公司新应用场景拓展能力，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。

2021 年 10 月 30 日

证券分析师 王紫敬

执业证号：S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.08
一年最低/最高价	12.76/27.99
市净率(倍)	2.37
流通 A 股市值(百万元)	3030.92

基础数据

每股净资产(元)	5.52
资产负债率(%)	26.15
总股本(百万股)	231.72
流通 A 股(百万股)	231.72

相关研究

1、《格尔软件 (603232)：2021 年半年报点评：营收大幅增长，受益信息安全赛道高景气》

2021-09-03

2、《格尔软件 (603232)：Q3 营收继续高增，继续加大在研发端投入》2020-10-29

3、《格尔软件 (603232)：Q2 营收大幅转正，拓展领信任领域》
2020-08-28

格尔软件三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
	1,443	1,801	1,777	2,149		营业收入	445	622	843
流动资产					减:营业成本	200	268	354	453
现金	311	362	254	291	营业税金及附加	4	6	7	9
应收账款	230	488	512	782	营业费用	46	62	84	104
存货	103	125	177	209	管理费用	67	92	122	153
其他流动资产	799	827	835	868	研发费用	77	107	139	175
非流动资产	181	206	231	251	财务费用	-2	-5	-3	1
长期股权投资	19	26	34	41	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	64	92	121	148	加:投资净收益	11	12	13	12
在建工程	0	0	0	0	其他收益	5	2	2	2
无形资产	73	65	55	43	资产处置收益	-0	-0	-0	-0
其他非流动资产	24	23	21	19					
资产总计	1,624	2,007	2,008	2,400	营业利润	61	109	157	216
流动负债	286	523	409	624	加:营业外净收支	3	8	8	8
短期借款	0	0	0	0	利润总额	64	116	165	224
应付账款	53	92	103	147	减:所得税费用	7	9	14	22
其他流动负债	233	431	306	477	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
非流动负债	9	9	9	9	归属母公司净利润	57	107	151	202
长期借款	0	0	0	0	EBIT	55	106	156	215
其他非流动负债	9	9	9	9	EBITDA	87	140	199	269
负债合计	294	532	417	633	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1	1	0	-0	每股收益(元)	0.25	0.46	0.65	0.87
归属母公司股东权益	1,329	1,475	1,591	1,767	每股净资产(元)	5.74	6.20	6.70	7.46
负债和股东权益	1,624	2,007	2,008	2,400	发行在外股份(百万股)	193	232	232	232
					ROIC(%)	19.9%	33.4%	28.0%	30.2%
					ROE(%)	4.3%	7.5%	9.7%	11.7%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	55.1%	57.0%	58.0%	58.5%
经营活动现金流	146	52	-23	120	销售净利率(%)	12.8%	17.2%	17.9%	18.5%
投资活动现金流	-556	-44	-52	-57	资产负债率(%)	18.1%	26.5%	20.8%	26.4%
筹资活动现金流	614	43	-33	-27	收入增长率(%)	20.0%	39.9%	35.5%	29.5%
现金净增加额	204	51	-108	36	净利润增长率(%)	-18.6%	88.2%	40.8%	33.6%
折旧和摊销	32	34	43	53	P/E	53.10	28.25	20.07	15.01
资本开支	49	18	18	13	P/B	2.28	2.11	1.95	1.75
营运资本变动	61	-70	-198	-120	EV/EBITDA	22.79	13.71	10.20	7.42

数据来源: wind, 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、意见及推測不一致的报告。

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>