

## 营收高速增长, 市场拓展顺利

### 投资要点

- 业绩总结:**公司2021全年实现营业收入6.1亿元,同比增长37.4%;实现归母净利润0.8亿元,同比增长39.7%;实现扣非归母净利润0.3亿元,同比下降27.7%。
- 公司2021全年营收大幅增长,毛利率有所下降。**1)从营收端来看,2021年营收同比增长37.4%,主要系公司在各领域稳步推进主营业务,整体业务增加所致。2)从利润端看,2021年归母净利润同比增长39.7%,主要系投资收益增加所致,扣非归母净利润0.3亿元,同比下降27.7%;公司毛利率为51.7%,较去年同期下降3.3个百分点,主要系人工及材料成本上升。3)从费用端来看,2021年公司销售、管理、研发费用率分别为10.0%、18.4%、17.4%,其中管理费用同比增长68.7%,主要系公司人员增加所致。
- 稳固自身优势,全面拓展新兴市场。**在应用场景方面,公司积极拓展云计算、物联网、移动互联网、工业互联网市场,并持续稳固在商用密码领域的优势;在行业方面,公司深耕国防、政法、政务等优势领域,稳步推进业务发展,并积极开拓新兴领域,拓展业务范围。2021年,公司在销售和客户拓展方面取得进展,在政府、军工、电子政务等传统优势领域打造大协调,实现协同发展,在新兴市场成功拓展了5大部委、4大央企,进行顶层身份认证平台及密码服务平台规划与建设。
- 持续推进产品研发。**公司秉承“技术领先,做精产品”的研发理念,大力投入产品研发,不断提升核心竞争力,2021年研发费用同比大幅增加,研发人员数量占公司员工数量的73%,并已在上海、北京、西安、成都建立研发中心,建立起经验丰富的研发队伍,开展多项重点信息安全项目的研究工作。公司不断丰富产品矩阵,2021年发布了多个新产品,包括数据加密网关,API安全网关、云特权账号管理系统等。
- 盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年EPS分别为0.47元、0.63元、0.82元,未来三年归母净利润将达到33.7%的复合增长率。考虑到政策推动网络信息安全行业发展,公司在技术研发及综合服务能力方面具有领先优势,新产品研发和新兴市场拓展顺利推进,未来将受益于新兴业务发展。预计公司订单量在2022年将迎来显著增长,给予2022年25倍估值,对应目标价11.75元,首次覆盖,给予“买入”评级。
- 风险提示:**客户拓展不及预期、材料成本上升等风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	611.07	860.24	1146.71	1511.74
增长率	37.38%	40.78%	33.30%	31.83%
归属母公司净利润(百万元)	79.71	108.24	146.48	190.60
增长率	39.65%	35.80%	35.33%	30.12%
每股收益EPS(元)	0.34	0.47	0.63	0.82
净资产收益率ROE	5.72%	7.30% 9.14%		10.85%
PE	27	20	15	11
PB	1.56	1.47	1.36	1.24

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰  
执业证号: S1250521120002  
邮箱: wxj@swsc.com.cn  
联系人: 叶泽佑  
电话: 13524424436  
邮箱: yezy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

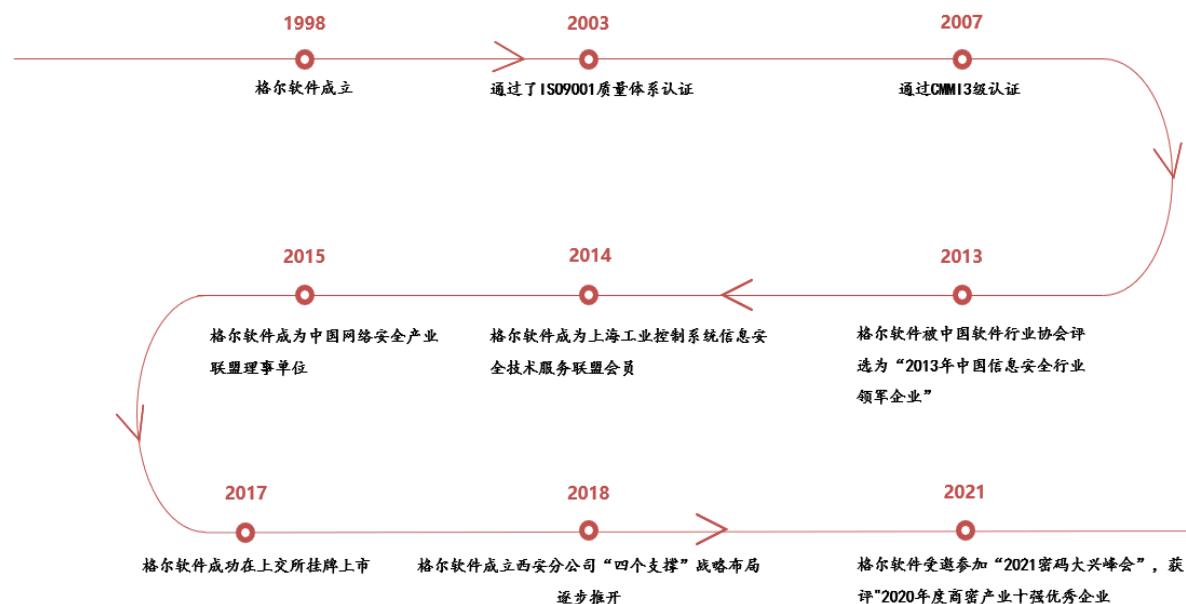
总股本(亿股)	2.32
流通A股(亿股)	2.32
52周内股价区间(元)	9.12-20.18
总市值(亿元)	21.78
总资产(亿元)	19.04
每股净资产(元)	6.02

### 相关研究

## 1 深耕商用密码领域，积极拓展新兴市场

格尔软件成立于 1998 年，多年来为政务、金融、军工等领域客户提供以身份治理为中心的数字资产安全整体解决方案，面向社会数字化转型的新形势，完成了云计算、大数据环境下大规模复杂场景的安全体系建设，并为云计算、物联网、移动互联网、工业互联网等领域提供密码产品与身份认证产品以及安全保密产品，全力打造成为国内全栈全域的信息安全服务提供商。公司经过多年发展，已成为国内信息安全行业 PKI 领域的优势企业之一，是全国信息安全标准化技术委员会网站可信国家标准项目组成员单位、中国密码学会第二届理事会理事单位。

图 1：公司发展阶段演进



数据来源：公司官网，西南证券整理

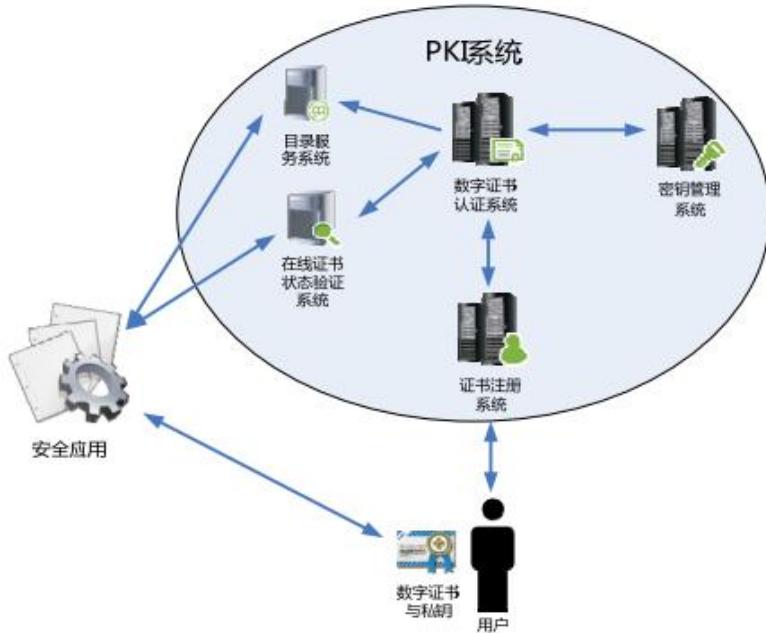
公司深耕密码安全行业，在核心技术研发方面持续投入，取得了 47 项发明专利和 138 项软件著作权，通过了 CMMI3 认证、ISO9001 质量认证、ISO27001 信息安全管理，两次荣获国家科学技术进步奖二等奖，并荣获上海市科学技术进步奖一等奖、党政密码科技进步一等奖（省部级）等奖项。

公司已形成完整的信息安全产品体系，产品覆盖 PKI 系统和安全应用，主要包括 PKI 基础设施产品、PKI 安全应用产品和通用安全产品三类。

- 1) **PKI 基础设施产品：**PKI 基础设施产品是构建网络信任体系的基础，主要是由数字证书认证系统、证书注册系统、密钥管理系统等组合而成的信息安全基础设施，为信息安全提供密钥管理、数字证书生命周期管理及发布服务。
- 2) **PKI 安全应用产品：**PKI 安全应用产品是建立在 PKI 基础设施产品发放的数字证书以及 PKI 密码技术之上，为用户提供多元化的安全服务及应用的信息系统，可以满足各种网络应用可信身份认证、数据加密、操作不可抵赖及数据的完整性等一系列信息安全需求。

- 3) **通用安全产品**: 通用安全产品是基于非密码技术的信息安全产品, 是对 PKI 相关安全产品的补充, 主要为用户提供更加完整的安全解决方案, 主要包括网络审计系统以及其他系统集成产品。其中, 其他系统集成产品主要指为用户配置不同层面的非 PKI 相关的通用安全软硬件设施设备, 如防火墙、防病毒、入侵检测等。

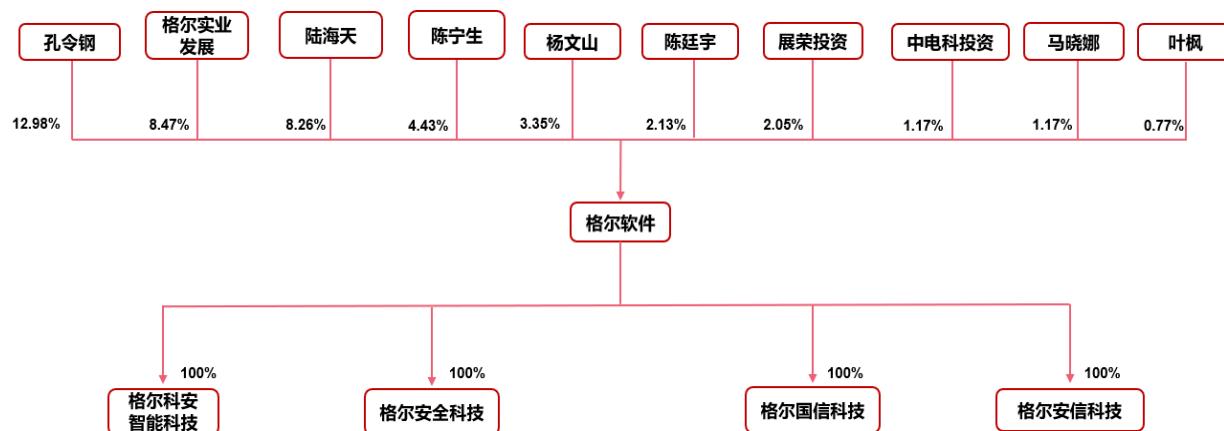
图 2: 公司产品应用模式



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司股权结构较为分散, 孔令钢先生及一致行动人陆海天先生为实际控制人。上市后公司股东持股比例均较低, 持有公司 5% 以上股份的股东仅有孔令钢 (12.98%)、上海格尔实业发展有限公司 (8.47%)、陆海天 (8.26%)。其余前十大股东多为国内外机构投资者。此外, 公司还控股了 4 家子公司, 分别为上海格尔科安智能科技有限公司、上海格尔安全科技有限公司、北京格尔国信科技有限公司以及上海格尔安信科技有限公司。

图 3: 公司股权结构

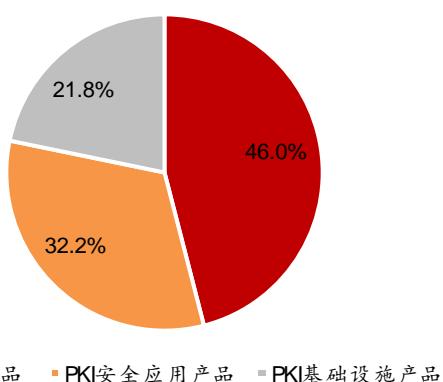


数据来源: Wind, 西南证券整理

从营收结构来看，公司营业收入来自通用安全产品、PKI 安全应用产品和 PKI 基础设施产品。其中安全通用产品收入占总体收入的 46.0%；PKI 安全应用产品增长迅速，在总体收入中占比 32.2%；PKI 基础设施产品在总体收入中占比 21.8%。

公司整体毛利率有所下降，主要系业务增长、成本增加所致。其中 PKI 安全应用产品毛利率最高，维持在 76.1%；通用安全产品的毛利率相对稳定，保持在 30%左右；PKI 基础设施产品的毛利率水平下降，主要系人工及材料成本上升。

图 4：公司 2017-2021 年营业收入结构



数据来源：Wind，西南证券整理

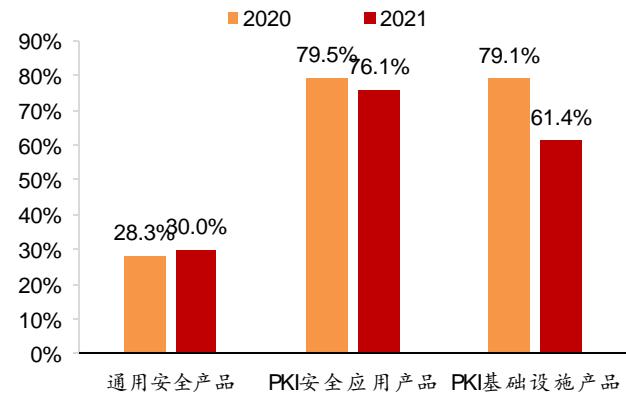
公司营业收入持续增长。2021 年营收 6.1 亿元，同比增长 37.4%，2017 年至 2021 年公司营业收入复合增长率为 22.7%，主要系公司积极把握行业发展机遇，在各领域稳步推进主营业务，进行产品业务布局。2021 年归母净利润 0.8 亿元，同比增长 39.7%，主要系投资收益大幅增长。

图 6：公司营收情况



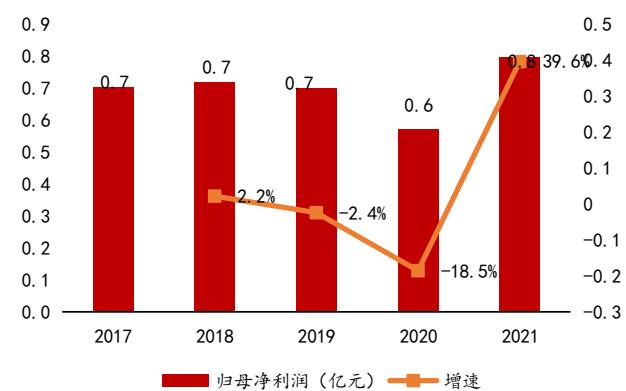
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司 2017-2021 年整体毛利率水平



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司归母净利润情况



数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 盈利预测与假设

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：公司通用安全产品主要包括网络审计系统以及其他系统集成产品，作为 PKI 相关安全产品的补充，为用户提供更加完整的安全解决方案，考虑到政策推动信息安全行业发展，公司积极开拓新兴市场，预计通用安全产品订单量将迅速增长。假设 2022-2024 年通用安全产品订单量增速为 32%、31%、30%；

假设 2：公司 PKI 安全应用产品包括多元化的安全服务及应用的信息系统，提供身份认证、数据安全传输及访问控制管理等功能。我们预计公司未来 PKI 安全应用产品订单量将保持稳定增长。假设 2022-2024 年 PKI 安全应用产品订单量增速为 5%、5%、5%；

假设 3：公司 PKI 基础设施产品是由数字证书认证系统、证书注册系统、密钥管理系统等组合而成的信息安全基础设施，2021 年公司大力研发针对 5G、云计算、工业互联网、车联网、区块链等新兴领域的关键信息基础设施，订单量快速增长，我们预计公司未来 PKI 基础设施产品订单量仍旧维持高增速增长。假设 2022-2024 年 PKI 基础设施产品订单量增速为 112%、57%、47%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及增速

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
通用安全产品	收入	281.1	371.2	486.5	632.7
	增速	33%	32%	31%	30%
	毛利率	30%	31%	31%	31%
PKI 安全应用产品	收入	197.1	207.5	218.5	230.0
	增速	5%	5%	5%	5%
	毛利率	76%	76%	76%	76%
PKI 基础设施产品	收入	132.8	281.5	441.7	649.0
	增速	187%	112%	57%	47%
	毛利率	61%	62%	62%	61%
合计	收入	611.1	860.2	1146.7	1511.7
	增速	37.4%	40.8%	33.3%	31.8%
	毛利率	51.7%	51.7%	51.7%	50.7%

数据来源：Wind，西南证券

### 2.2 相对估值与投资建议

我们选取网络信息安全行业中的三家可比公司，2022 年三家公司的平均估值约为 31 倍，其中卫士通 2022 年估值较高，行业整体估值水平约为 25 倍。考虑到行业快速发展，公司在商用密码、PKI 领域深耕多年，积累了深厚的技术优势，新产品研发和新兴市场拓展取得成

效，未来将受益于新兴业务发展。我们预计公司订单量在 2022 年将迎来显著增长，估值应与行业平均水平持平。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002268.SZ	卫士通	29.09	0.28	0.54	0.85	1.15	198.87	53.41	34.31	25.25
003029.SZ	吉大正元	17.96	0.78	0.98	1.40	1.96	26.86	18.29	12.83	9.17
688201.SH	信安世纪	45.02	1.66	2.16	2.83	3.75	37.85	20.87	15.92	12.02
平均值							87.86	30.86	21.02	15.48

数据来源: Wind, 西南证券整理

预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.47 元、0.63 元、0.82 元，未来三年归母净利润将达到 33.7% 的复合增长率。考虑到政策推动网络信息安全行业发展，公司在技术研发及综合服务能力方面具有领先优势，掌握优质客户资源，并持续投入研发销售，预计公司订单量在 2022 年将迎来显著增长，给予 2022 年 25 倍估值，对应目标价 11.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	611.07	860.24	1146.71	1511.74	净利润	79.81	108.18	146.39	190.51
营业成本	295.03	415.33	553.64	744.99	折旧与摊销	36.42	21.31	21.31	21.31
营业税金及附加	5.59	7.39	10.18	13.35	财务费用	-2.03	0.20	0.28	0.36
销售费用	61.22	86.65	117.19	154.89	资产减值损失	0.00	0.00	2.00	-1.00
管理费用	112.32	143.82	194.72	258.91	经营营运资本变动	-505.70	-759.75	-442.40	-592.07
财务费用	-2.03	0.20	0.28	0.36	其他	378.88	-14.42	-16.98	-14.42
资产减值损失	0.00	0.00	2.00	-1.00	经营活动现金流净额	-12.62	-644.48	-289.40	-395.31
投资收益	33.78	0.00	2.56	0.00	资本支出	155.64	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	14.42	14.42	14.42	14.42	其他	-336.65	14.42	16.98	14.42
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-181.01	14.42	16.98	14.42
<b>营业利润</b>	<b>90.28</b>	<b>124.41</b>	<b>169.45</b>	<b>220.99</b>	短期借款	0.00	645.64	328.22	453.47
其他非经营损益	0.73	-1.64	-3.05	-4.55	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>91.01</b>	<b>122.77</b>	<b>166.40</b>	<b>216.44</b>	股权融资	3.69	0.00	0.00	0.00
所得税	11.20	14.59	20.01	25.93	支付股利	-23.17	-20.67	-26.87	-35.73
<b>净利润</b>	<b>79.81</b>	<b>108.18</b>	<b>146.39</b>	<b>190.51</b>	其他	-3.69	-2.29	-0.28	-0.36
少数股东损益	0.10	-0.06	-0.09	-0.08	筹资活动现金流净额	-23.17	622.68	301.07	417.39
归属母公司股东净利润	79.71	108.24	146.48	190.60	<b>现金流量净额</b>	<b>-216.80</b>	<b>-7.37</b>	<b>28.65</b>	<b>36.50</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
货币资金	93.40	86.02	114.67	151.17	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	297.39	452.86	587.37	783.81	销售收入增长率	37.38%	40.78%	33.30%	31.83%
存货	339.57	478.04	635.23	856.48	营业利润增长率	47.06%	37.80%	36.21%	30.41%
其他流动资产	874.56	1062.93	1279.50	1555.45	净利润增长率	40.22%	35.54%	35.33%	30.14%
长期股权投资	29.68	29.68	29.68	29.68	EBITDA 增长率	36.52%	17.04%	30.92%	27.02%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	133.81	125.74	117.66	109.58	毛利率	51.72%	51.72%	51.72%	50.72%
无形资产和开发支出	66.27	53.86	41.44	29.03	三费率	28.07%	26.81%	27.22%	27.40%
其他非流动资产	69.03	68.21	67.38	66.56	净利润率	13.06%	12.58%	12.77%	12.60%
<b>资产总计</b>	<b>1903.71</b>	<b>2357.34</b>	<b>2872.94</b>	<b>3581.77</b>	ROE	5.72%	7.30%	9.14%	10.85%
短期借款	0.00	645.64	973.86	1427.33	ROA	4.19%	4.59%	5.10%	5.32%
应付和预收款项	95.01	142.76	184.31	248.47	ROIC	13.61%	8.83%	8.07%	8.19%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.40%	16.96%	16.66%	16.05%
其他负债	412.78	86.82	113.14	149.55	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>507.79</b>	<b>875.23</b>	<b>1271.31</b>	<b>1825.35</b>	总资产周转率	0.35	0.40	0.44	0.47
股本	231.72	231.72	231.72	231.72	固定资产周转率	6.16	6.63	9.42	13.31
资本公积	719.21	721.06	721.06	721.06	应收账款周转率	2.79	3.02	2.88	2.89
留存收益	442.91	530.47	650.09	804.96	存货周转率	1.33	1.02	0.99	1.00
归属母公司股东权益	1395.16	1481.41	1601.02	1755.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	137.29%	—	—	—
少数股东权益	0.76	0.70	0.61	0.53	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1395.92</b>	<b>1482.11</b>	<b>1601.63</b>	<b>1756.42</b>	资产负债率	26.67%	37.13%	44.25%	50.96%
负债和股东权益合计	1903.71	2357.34	2872.94	3581.77	带息债务/总负债	0.00%	73.77%	76.60%	78.19%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	流动比率	3.21	2.40	2.07	1.84
EBITDA	124.67	145.92	191.04	242.66	速动比率	2.53	1.85	1.57	1.37
PE	27.33	20.12	14.87	11.43	股利支付率	29.07%	19.10%	18.34%	18.75%
PB	1.56	1.47	1.36	1.24	<b>每股指标</b>				
PS	3.56	2.53	1.90	1.44	每股收益	0.34	0.47	0.63	0.82
EV/EBITDA	12.93	15.52	13.42	12.28	每股净资产	6.02	6.39	6.91	7.58
股息率	1.06%	0.95%	1.23%	1.64%	每股经营现金	-0.05	-2.78	-1.25	-1.71
					每股股利	0.10	0.09	0.12	0.15

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

### 行业评级

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn