

迪普科技 (300768.SZ)

供应链扰动增长节奏，运营商和金融信创市场可期

买入

核心观点

业绩稳定增长，芯片短缺导致收入增速放缓。2021年公司实现收入10.30亿元(+15.59%)，归母净利润3.09亿元(+11.91%)，扣非归母净利润2.95亿元(+14.44%)。21Q4来看，公司实现收入2.88亿元(-14.57%)，归母净利润1.05亿元(-13.69%)，扣非归母净利润1.02亿元(-12.46%)。2022年一季度，公司实现收入2.14亿元(+10.32%)，归母净利润为0.45亿元(-2.40%)，扣非归母净利润0.45亿元(-1.83%)。公司四季度下滑主要是因为芯片供应紧张致使项目交付延期，叠加当前疫情影响持续，公司短期增速有所放缓，预期下半年将迅速恢复。

经营质量保持行业较高水平，业绩呈现稳定增长。2021年公司毛利率为71.45%，同比提升0.93pct；净利率为30.02%，连续3年保持在30%以上。费用率方面，2021年公司销售费用率27.65%(+0.36pct)，管理费用率2.84%(-0.20pct)，研发费用率22.30%(+1.82pct)。2021年公司经营活动现金净流量为2.98亿元，同比略有增长，各项指标保持健康。

政府行业保持高增长，运营商受困芯片有所下滑。分行业来看，政府行业收入4.39亿元(+39.22%)，公共事业收入1.89亿元(+20.52%)，运营商收入2.48亿元(-14.97%)。运营商一直是公司的优势领域，尤其是高性能安全设备层面，公司近年来多项产品入围三大运营商集采，并且多次在多个标段中位列第一。2021年运营商收入下滑，主要是芯片短缺造成，预期在2022年逐步好转。分产品来看，公司网络安全产品收入6.79亿元(+13.38%)，基础网络产品收入1.66亿元(+8.28%)，应用交付产品收入1.36亿元(+26.60%)，服务类产品收入0.49亿元(+57.55%)。

运营商领域安全投入有望加强，应用交付在高端市场加速国产替代。工信部在网络安全行动计划2021-2023中提出，电信等重点行业网络安全投入占信息化投入比例达到10%，公司2021年运营商中标充足，优势有望进一步显现。应用交付领域，高端市场常年被F5霸占，公司当前在金融市场不断取得突破，产品广泛应用于交通银行总行数据中心、中国工商银行、中国银行、农业银行等，近期也独家中标中国人寿国芯负载均衡设备采购项目。随着信创逐步推动，高性能产品优势有望帮助公司持续攫取高端市场份额。

风险提示：疫情反复影响公司正常经营节奏，行业竞争加剧等。

投资建议：维持“买入”评级。预计2022-2024年营业收入为12.88/16.21/19.88，增速分别为25%/26%/23%，归母净利润为3.65/4.49/5.47亿元，对应当前PE为25/20/16倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	891	1,030	1,288	1,621	1,988
(+/-%)	10.9%	15.6%	25.0%	25.9%	22.7%
净利润(百万元)	276	309	365	449	547
(+/-%)	9.5%	11.9%	18.0%	23.0%	21.9%
每股收益(元)	0.69	0.72	0.85	1.05	1.27
EBIT Margin	18.7%	17.7%	20.4%	21.0%	21.8%
净资产收益率(ROE)	14.4%	9.7%	10.4%	11.6%	12.6%
市盈率(PE)	30.1	28.9	24.5	19.9	16.3
EV/EBITDA	49.5	47.5	34.4	26.4	21.2
市净率(PB)	4.32	2.79	2.55	2.30	2.06

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

计算机·软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏焱

021-60875168

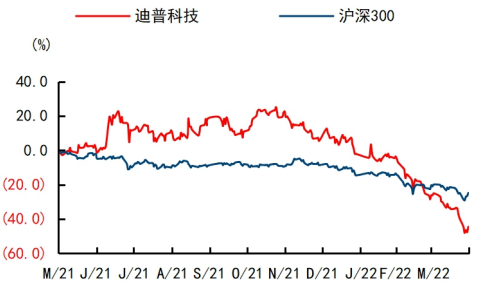
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	20.79元
总市值/流通市值	8919/5343百万元
52周最高价/最低价	47.97/18.51元
近3个月日均成交额	56.47百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

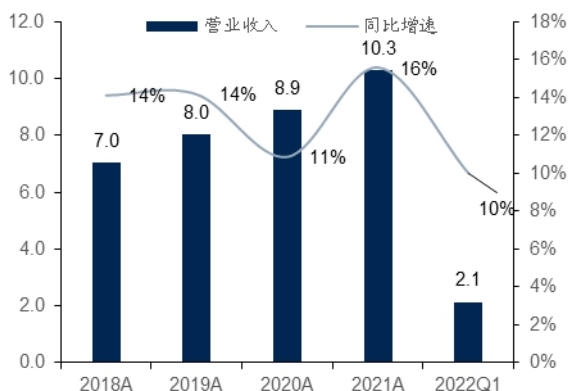
相关研究报告

《迪普科技-300768-2021 季报点评：业绩符合预期，增速呈上升之势》——2021-10-27

《迪普科技-300768-2021 年中报点评：中报符合预期，运营商安全建设有望加速》——2021-08-09

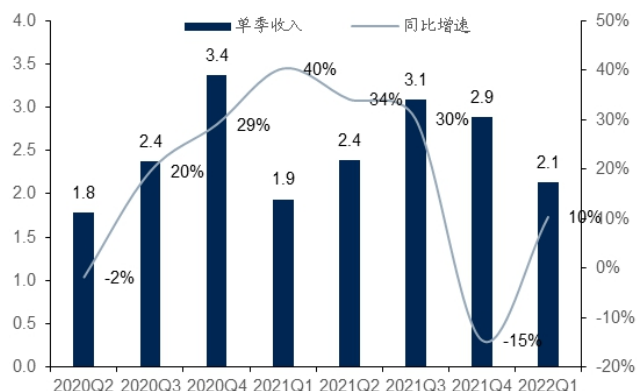
业绩保持稳定增长，芯片短缺影响增速。2021 年公司实现收入 10.30 亿元（+15.59%），归母净利润 3.09 亿元（+11.91%），扣非归母净利润 2.95 亿元（+14.44%）。21Q4 来看，公司实现收入 2.88 亿元（-14.57%），归母净利润 1.05 亿元（-13.69%），扣非归母净利润 1.02 亿元（-12.46%）。2022 一季度，公司实现收入 2.14 亿元（+10.32%），归母净利润为 0.45 亿元（-2.40%），扣非归母净利润 0.45 亿元（-1.83%）。公司四季度下滑主要因为芯片供应紧张致使项目交付延期，叠加当前疫情影响持续，公司短期增速有所放缓，预期下半年将迅速恢复。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



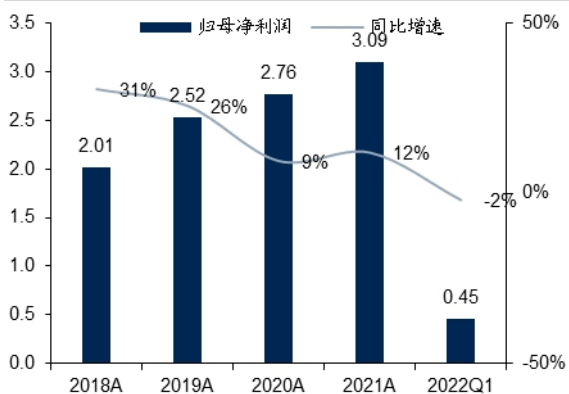
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



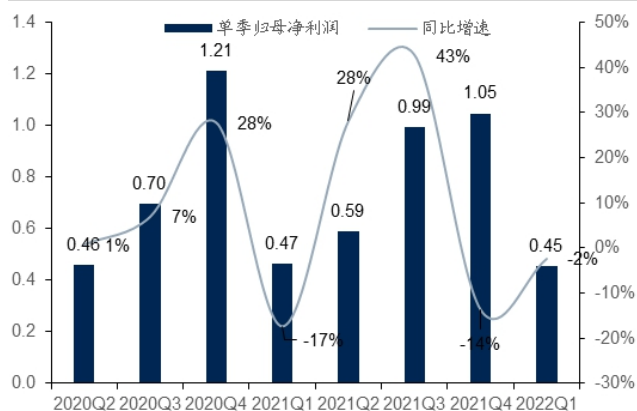
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

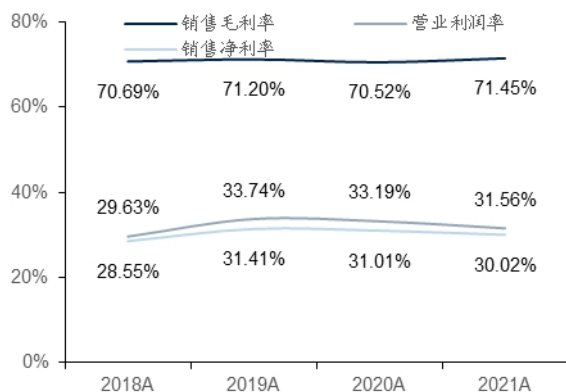
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

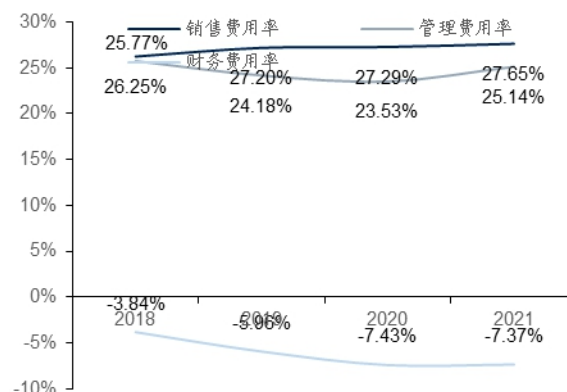
2021 年公司毛利率为 71.45%，同比提升 0.93pct；净利率为 30.02%，连续 3 年保持在 30%以上。费用率方面，2021 年公司销售费用率 27.65%（+0.36pct），管理费用率 2.84%（-0.20pct），研发费用率 22.30%（+1.82pct）。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

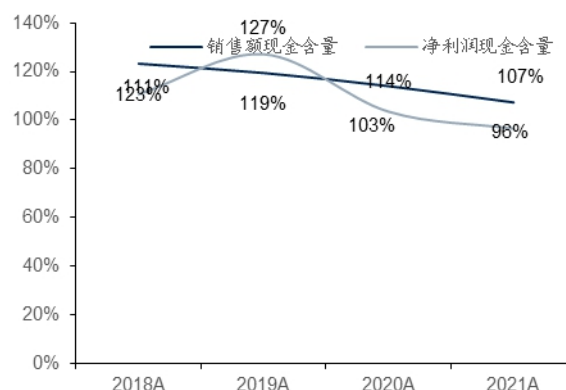
图6: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

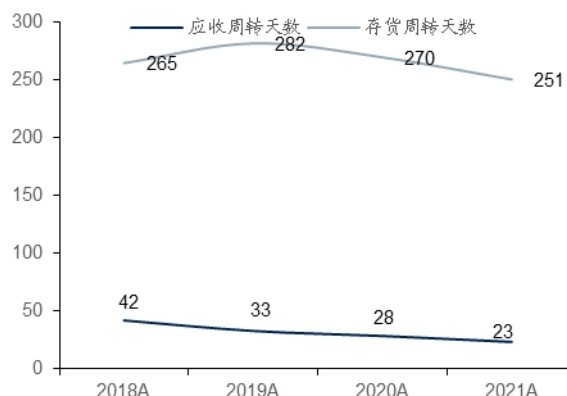
公司销售商品现金流入保持健康, 2021 年公司经营活动现金净流量为 2.98 亿元, 同比略有增长。公司存货和应收账款整体保持稳定, 周转率持续提升。

图7: 公司经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 预计 2022-2024 年营业收入为 12.88/16.21/19.88, 增速分别为 25%/26%/23%, 归母净利润为 3.65/4.49/5.47 亿元, 对应当前 PE 为 25/20/16 倍, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E				
300768	迪普科技	20.79	89.24	0.7	0.9	1.0	1.3	28.9	24.5	19.9	16.3	9.7	1.36	买入	
688030	山石网科	18.01	32.46	0.4	0.7	1.1	1.6	42.9	25.0	15.8	11.0	5.0	0.35	买入	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1903	3020	3328	3699	4156	营业收入	891	1030	1288	1621	1988
应收款项	86	76	95	119	147	营业成本	263	294	367	456	555
存货净额	203	206	262	321	391	营业税金及附加	9	10	13	16	19
其他流动资产	23	30	37	47	58	销售费用	243	285	341	429	527
流动资产合计	2214	3332	3722	4187	4751	管理费用	27	29	37	46	56
固定资产	180	241	251	271	288	研发费用	183	230	268	332	398
无形资产及其他	13	14	14	15	15	财务费用	(66)	(76)	(45)	(50)	(56)
投资性房地产	11	46	46	46	46	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	6	5	(5)	(5)	(5)
资产总计	2419	3633	4033	4518	5100	其他收入	(126)	(168)	(188)	(247)	(308)
短期借款及交易性金融负债	78	67	67	67	67	营业利润	296	325	383	471	574
应付款项	120	152	192	236	287	营业外净收支	1	(0)	1	1	1
其他流动负债	282	187	231	287	351	利润总额	297	325	384	472	575
流动负债合计	480	406	490	590	706	所得税费用	21	16	19	23	28
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	14	27	40	53	66	归属于母公司净利润	276	309	365	449	547
长期负债合计	14	27	40	53	66	现金流量表 (百万元)					
负债合计	494	433	531	643	772	净利润	276	309	365	449	547
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	10	(3)	23	5	3
股东权益	1925	3200	3502	3875	4328	折旧摊销	11	15	12	21	25
负债和股东权益总计	2419	3633	4033	4518	5100	公允价值变动损失	(6)	(5)	5	5	5
关键财务与估值指标						财务费用	(66)	(76)	(45)	(50)	(56)
每股收益	0.69	0.72	0.85	1.05	1.27	营运资本变动	13	(90)	39	24	24
每股红利	0.13	0.12	0.14	0.18	0.22	其它	(10)	3	(23)	(5)	(3)
每股净资产	4.81	7.45	8.16	9.03	10.08	经营活动现金流	295	230	421	499	601
ROIC	11.72%	9.34%	9%	11%	13%	资本开支	0	(76)	(51)	(51)	(51)
ROE	14.36%	9.67%	10%	12%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	71%	71%	72%	72%	72%	投资活动现金流	0	(76)	(51)	(51)	(51)
EBIT Margin	19%	18%	20%	21%	22%	权益性融资	2	1005	0	0	0
EBITDA Margin	20%	19%	21%	22%	23%	负债净变化	(11)	0	0	0	0
收入增长	11%	16%	25%	26%	23%	支付股利、利息	(53)	(53)	(62)	(77)	(93)
净利润增长率	9%	12%	18%	23%	22%	其它融资现金流	31	64	(0)	0	0
资产负债率	20%	12%	13%	14%	15%	融资活动现金流	(94)	964	(62)	(77)	(93)
股息率	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%	现金净变动	200	1117	308	371	457
P/E	30.1	28.9	24.5	19.9	16.3	货币资金的期初余额	1703	1903	3020	3328	3699
P/B	4.3	2.8	2.5	2.3	2.1	货币资金的期末余额	1903	3020	3328	3699	4156
EV/EBITDA	49.5	47.5	34.4	26.4	21.2	企业自由现金流	0	22	250	319	410
						权益自由现金流	0	87	293	366	463

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032