

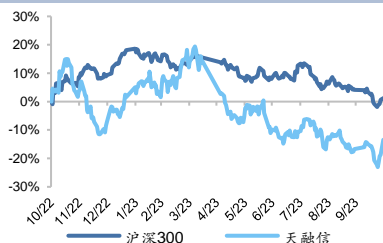
收入利润见拐点，产品体系愈见完善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-31

收盘价（元）	9.39
近12个月最高/最低（元）	13.30/8.16
总股本（百万股）	1184.71
流通股本（百万股）	1168.36
流通股比例（%）	98.62
总市值（亿元）	111.24
流通市值（亿元）	109.71

公司价格与沪深300走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

分析师：王奇珏

执业证书号：S0010522060002

邮箱：wangqj@hazq.com

联系人：傅晓琅

执业证书号：S0010122070014

邮箱：fuxiaolang@hazq.com

相关报告

- 《华安证券_行业研究_计算机行业_公司点评_同比增速稳定，激励彰显信心》2022-08-22
- 《华安证券_公司研究_计算机行业_公司深度_雄踞硬件、借力新场景，网安元老步步为营》2021-08-18

主要观点：

● 收入表现转好，费用控制效果明显

营收方面，公司2023 3Q实现营收16.48亿元，同比增长12.6%；2023Q3实现营收6.44亿元，同比增长10.3%，主要系第三季度部分产品增长较好，基础安全产品同比增长13.5%，占收入比重59.2%；云计算与云安全产品及服务同比增长42.25%，占收入比重9.2%。从客户结构看，商业及其他行业增长较好，2023Q3收入约1.8亿元，同比增长40.9%，占收入比重27.9%。

毛利率方面，2023Q3毛利率73.0%，较去年同期增长20.77pct，主要系高毛利业务占比持续提升。

费用方面，2023 Q3研发费用同比下降5.1%；销售费用同比增加12.9%；管理费用同比下降23.4%；2023 3Q公司研发费用同比下降5.9%；销售费用同比增加10.0%；管理费用同比下降9.8%，主要系1）研发侧完成前置投入；2）营销侧的行业深耕、地市下沉和渠道拓展战略得到有效落实，且公司提质增效效果显著。

净利润方面，公司2023 3Q实现归母净利润-2.48元，同比提升40.9%；2023Q3公司归母净利润-0.36亿元，同比增长83.1%，出现拐点。

● 推出天问大模型，完善产品体系

公司基于大模型技术推出了发布智能问答系统，提供自动化网安领域知识问答，提升工作效率与服务质量。以天文大模型为出发点，公司发布了融入AI技术的防火墙、VPN、入侵防御、僵尸蠕虫监测、物联网安全接入网关、数据防泄漏、大数据分析、态势感知、智能内网威胁分析、EDR、沙箱等10余种创新型产品。此外，公司也补全了密码堡垒机、负载均衡、桌面云等多线产品，完善了产品体系，更好满足客户需求。

● 投资建议

我们预计公司2023-2025年分别实现收入45.7/55.3/67.15亿元，同比增长29%/21%/22%；实现归母净利润4.1/4.9/6.0亿元，同比增长97%/22%/23%，维持“买入”评级。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3543	4567	5528	6715
收入同比 (%)	5.7%	28.9%	21.0%	21.5%
归属母公司净利润	205	405	493	604
净利润同比 (%)	-10.8%	97.3%	21.8%	22.5%
毛利率 (%)	59.7%	58.2%	56.5%	55.2%
ROE (%)	2.1%	4.0%	4.6%	5.3%
每股收益 (元)	0.18	0.34	0.42	0.51
P/E	55.35	27.48	22.57	18.43
P/B	1.21	1.09	1.04	0.98
EV/EBITDA	23.06	15.43	13.08	11.64

资料来源：WIND，华安证券研究所

● 风险提示

1) 研发突破不及预期；2) 政策支持不及预期；3) 产品交付不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,843	5,580	6,556	7,756
现金	918	500	373	214
应收账款	2,747	3,541	4,285	5,206
其他应收款	485	625	757	919
预付账款	20	26	33	41
存货	573	766	966	1,208
其他流动资产	100	122	143	168
非流动资产	7,143	7,591	7,832	8,092
长期投资	514	543	497	489
固定资产	442	522	634	709
无形资产	814	975	1,152	1,320
其他非流动资产	5,373	5,551	5,549	5,575
资产总计	11,986	13,171	14,388	15,849
流动负债	2,000	2,728	3,454	4,314
短期借款	105	210	315	420
应付账款	933	1,248	1,573	1,967
其他流动负债	962	1,270	1,566	1,927
非流动负债	205	213	213	213
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	205	213	213	213
负债合计	2,205	2,940	3,666	4,527
少数股东权益	2	(1)	(3)	(7)
股本	1,185	1,185	1,185	1,185
资本公积	6,446	6,495	6,495	6,495
留存收益	2,148	2,552	3,045	3,649
归属母公司股东权益	9,779	10,232	10,725	11,329
负债和股东权益	11,986	13,171	14,388	15,849

现金流量表				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(271)	(9)	254	239
净利润	205	401	491	600
折旧摊销	261	243	279	283
财务费用	9	0	0	0
投资损失	(23)	(26)	(34)	(40)
营运资金变动	(759)	(545)	(482)	(604)
其他经营现金流	1,000	864	973	1,203
投资活动现金流	184	(584)	(485)	(503)
资本支出	(464)	(585)	(564)	(548)
长期投资	627	(35)	44	5
其他投资现金流	21	36	34	40
筹资活动现金流	71	175	105	105
短期借款	105	105	105	105
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	(1)	0	0	0
资本公积增加	98	49	0	0
其他筹资现金流	(131)	21	0	0
现金净增加额	(16)	(418)	(127)	(160)

资料来源: WIND, 华安证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,543	4,567	5,528	6,715
营业成本	1,427	1,909	2,405	3,008
营业税金及附加	27	46	55	67
销售费用	812	1,050	1,161	1,343
管理费用	322	411	497	604
财务费用	(1)	0	0	0
资产减值损失	(10)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	23	26	34	40
营业利润	245	472	583	709
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	246	472	583	709
所得税	41	71	92	109
净利润	205	401	491	600
少数股东损益	0	(3)	(2)	(4)
归属母公司净利润	205	405	493	604
EBITDA	487	715	862	992
EPS (元)	0.18	0.34	0.42	0.51

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	5.7%	28.9%	21.0%	21.5%
营业利润	-12.5%	92.7%	23.5%	21.6%
归属于母公司净利润	-10.8%	97.3%	21.8%	22.5%
获利能力				
毛利率 (%)	59.7%	58.2%	56.5%	55.2%
净利率 (%)	5.8%	8.9%	8.9%	9.0%
ROE (%)	2.1%	4.0%	4.6%	5.3%
ROIC (%)	1.9%	3.8%	4.4%	5.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	18.4%	22.3%	25.5%	28.6%
净负债比率 (%)	22.5%	28.7%	34.2%	40.0%
流动比率	2.42	2.05	1.90	1.80
速动比率	2.08	1.71	1.57	1.47
营运能力				
总资产周转率	0.30	0.36	0.40	0.44
应收账款周转率	1.49	1.45	1.41	1.42
应付账款周转率	1.52	1.75	1.71	1.70
每股指标 (元)				
每股收益	0.18	0.34	0.42	0.51
每股经营现金流 (摊薄)	-0.23	-0.01	0.21	0.20
每股净资产	8.25	8.64	9.05	9.56
估值比率				
P/E	55.35	27.48	22.57	18.43
P/B	1.21	1.09	1.04	0.98
EV/EBITDA	23.06	15.43	13.08	11.64

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监、研究所所长，兼 TMT 首席分析师，曾多次获得新财富、水晶球最佳分析师。

分析师：王奇珏，华安计算机团队联席首席，上海财经大学本硕，7 年计算机行研经验，2022 年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。