

Q2 营收恢复增长，静待行业需求修复

核心观点

- 事件：**公司发布 24 年中报，报告期内实现收入 6.98 亿（+0.29%），实现归母净利润 -2.76 亿（+32.56%），扣非净利 -2.86 亿（+32.12%）。以此测算，Q2 单季度实现收入 4.17 亿（+15.96%），实现归母净利润-0.75 亿（+65.68%），扣非净利-0.82 亿（+63.89%）。
- Q2 收入增速有所修复，电力、央国企及电信板块增速较快。**从下游客户看，来自电力行业收入增速最快，较上年同期增长超 150%，来自央国企、电信板块收入较上年同期增长均超 60%。此外，公安、油气等行业 2024Q2 单季度订单额亦实现快速增长。
- 毛利率维持稳定，降本增效显著。**2024 上半年公司综合毛利率为 55.15%，同比上升 1.23 pct。此外，期间总费用率为 97.44%，同比下降 31.21pct。其中，销售费用率、管理费用率以及研发费用率分别为 49.80%，9.59%、35.67%，分别同比下降 14.55 pct，4.93 pct、12.65pct，主要系公司本期职工薪酬及股份支付减少所致。
- 数据安全、MSS 等新兴产品战略持续推进。**上半年，公司数据安全新产品融合恒脑·安全垂域大模型的能力，收入同比增长 150%，继续保持领先的竞争力。信创安全产品较年增长 80%，商用密码收入相比去年同期增长超 100%。同时公司客户粘性增加，复购收入和订阅式收入持续增长。公司 MSS 合同额相比去年同期增长近 20%。

盈利预测与投资建议

- 调低收入增速、毛利率，调整费用率水平，我们预测公司 24-26 年营收分别为 22.51、24.66、27.17 亿元（原 24-25 年预测分别为 32.98、41.69 亿元）。根据可比公司 24 年的 PS 水平，给予公司 24 年 2 倍 PS，对应合理股价为 44.02 元，维持增持评级。

风险提示

政策落地不及预期的风险；

行业竞争加剧的风险

新品推进不顺利导致收入不及预期风险

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,980	2,170	2,251	2,466	2,717
同比增长(%)	8.8%	9.6%	3.7%	9.6%	10.2%
营业利润(百万元)	(325)	(365)	(178)	(55)	24
同比增长(%)	-696.5%	-12.3%	51.3%	69.3%	143.9%
归属母公司净利润(百万元)	(254)	(360)	(134)	(42)	17
同比增长(%)	-1936.5%	-41.9%	62.7%	68.9%	141.3%
每股收益(元)	(2.48)	(3.52)	(1.31)	(0.41)	0.17
毛利率(%)	64.2%	61.8%	61.4%	61.1%	61.4%
净利率(%)	-12.8%	-16.6%	-6.0%	-1.7%	0.6%
净资产收益率(%)	-8.5%	-13.2%	-5.4%	-1.7%	0.7%
市盈率	(11.9)	(8.4)	(22.4)	(72.2)	174.6
市净率	1.0	1.2	1.2	1.3	1.2

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。

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申明。

投资评级 增持（维持）

股价（2024 年 09 月 03 日）	29.43 元
目标价格	44.02 元
52 周最高价/最低价	126.35/26.38 元
总股本/流通 A 股（万股）	10,227/10,207
A 股市值（百万元）	3,010
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2024 年 09 月 04 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	5.9	2.37	-17.84	-76.09
相对表现%	6.87	5.65	-9.05	-62.43
沪深 300%	-0.97	-3.28	-8.79	-13.66



证券分析师

浦俊懿	021-63325888*6106 pujunyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050004
陈超	021-63325888*3144 chenchao3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050002
覃俊宁	qinjunning@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080002

联系人

宋鑫宇	songxinyu@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

可比公司估值比较

公司	代码	最新市值(亿) 2024/09/03	总营收（亿）			市销率		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
深信服	300454	190	81.42	89.93	101.98	2.34	2.12	1.87
奇安信	688561	145	69.45	77.53	88.71	2.09	1.87	1.63
用友网络	600588	290	111.59	127.98	147.16	2.59	2.26	1.97
广联达	002410	162	67.91	72.99	79.76	2.39	2.22	2.04
天融信	002212	50	34.80	39.90	45.76	1.43	1.25	1.09
	最大值					2.59	2.26	2.04
	最小值					1.43	1.25	1.09
	平均数					2.17	1.95	1.72
	调整后平均					2.28	2.08	1.83

数据来源：Wind，东方证券研究所

调低收入增速、毛利率，调整费用率水平，我们预测公司 24-26 年营收分别为 22.51、24.66、27.17 亿元（原 24-25 年预测分别为 32.98、41.69 亿元）。根据可比公司 24 年的 PS 水平，给予公司 24 年 2 倍 PS，对应合理股价为 44.02 元，维持增持评级。

风险提示

政策落地不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；新品推进不顺利导致收入不及预期风险

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,853	1,542	1,481	1,460	1,523
应收票据、账款及款项融资	684	760	776	851	937
预付账款	12	16	12	13	15
存货	208	236	253	278	303
其他	389	281	312	324	338
流动资产合计	3,146	2,835	2,834	2,926	3,115
长期股权投资	260	216	216	216	216
固定资产	470	459	508	547	576
在建工程	107	269	269	270	270
无形资产	68	66	65	64	62
其他	962	1,133	1,108	1,106	1,107
非流动资产合计	1,868	2,143	2,166	2,203	2,233
资产总计	5,014	4,978	5,001	5,129	5,348
短期借款	141	253	253	253	253
应付票据及应付账款	334	486	509	562	614
其他	802	1,251	1,359	1,476	1,626
流动负债合计	1,277	1,990	2,121	2,292	2,493
长期借款	767	335	335	335	335
应付债券	0	0	0	0	0
其他	47	88	100	100	100
非流动负债合计	814	424	436	436	436
负债合计	2,091	2,414	2,557	2,728	2,929
少数股东权益	16	5	5	5	5
实收资本（或股本）	79	79	102	102	102
资本公积	2,763	2,660	2,747	2,747	2,747
留存收益	84	(276)	(410)	(452)	(435)
其他	(18)	97	0	0	0
股东权益合计	2,923	2,564	2,443	2,402	2,419
负债和股东权益总计	5,014	4,978	5,001	5,129	5,348

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	(253)	(366)	(134)	(42)	17
折旧摊销	74	81	68	69	77
财务费用	11	25	41	42	41
投资损失	(30)	(8)	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	(66)	(31)	65	47	63
其它	85	44	(64)	9	10
经营活动现金流	(179)	(256)	(49)	100	185
资本支出	(170)	(204)	(106)	(106)	(106)
长期投资	(30)	55	0	0	0
其他	82	75	26	26	26
投资活动现金流	(118)	(74)	(80)	(80)	(80)
债权融资	203	64	(0)	0	0
股权融资	63	(103)	110	0	0
其他	(130)	57	(41)	(42)	(41)
筹资活动现金流	136	18	69	(42)	(41)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	(161)	(312)	(60)	(22)	63

利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,980	2,170	2,251	2,466	2,717
营业成本	709	829	869	960	1,050
销售费用	853	908	783	779	827
管理费用	191	185	190	196	204
研发费用	646	637	648	653	689
财务费用	11	25	41	42	41
资产、信用减值损失	28	48	7	10	12
公允价值变动收益	1	0	1	1	1
投资净收益	30	8	25	25	25
其他	101	87	85	94	105
营业利润	(325)	(365)	(178)	(55)	24
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	6	3	2	2	2
利润总额	(330)	(367)	(179)	(56)	23
所得税	(77)	(2)	(45)	(14)	6
净利润	(253)	(366)	(134)	(42)	17
少数股东损益	0	(6)	0	0	(0)
归属于母公司净利润	(254)	(360)	(134)	(42)	17
每股收益（元）	-2.48	-3.52	-1.31	-0.41	0.17

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	8.8%	9.6%	3.7%	9.6%	10.2%
营业利润	-696.5%	-12.3%	51.3%	69.3%	143.9%
归属于母公司净利润	-1936.5%	-41.9%	62.7%	68.9%	141.3%
获利能力					
毛利率	64.2%	61.8%	61.4%	61.1%	61.4%
净利率	-12.8%	-16.6%	-6.0%	-1.7%	0.6%
ROE	-8.5%	-13.2%	-5.4%	-1.7%	0.7%
ROIC	-6.1%	-8.7%	-2.8%	-0.3%	1.3%
偿债能力					
资产负债率	41.7%	48.5%	51.1%	53.2%	54.8%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.46	1.42	1.34	1.28	1.25
速动比率	2.30	1.31	1.22	1.15	1.13
营运能力					
应收账款周转率	3.2	2.8	2.7	2.8	2.8
存货周转率	3.5	3.7	3.5	3.6	3.6
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
每股指标（元）					
每股收益	-2.48	-3.52	-1.31	-0.41	0.17
每股经营现金流	-2.27	-3.24	-0.48	0.98	1.80
每股净资产	28.43	25.03	23.85	23.44	23.61
估值比率					
市盈率	-11.9	-8.4	-22.4	-72.2	174.6
市净率	1.0	1.2	1.2	1.3	1.2
EV/EBITDA	-12.1	-11.2	-42.3	51.9	20.4
EV/EBIT	-9.2	-8.5	-21.2	-222.9	44.6

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

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

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。