

评级：买入（维持）

市场价格：25.43

分析师：闻学臣

执业证书编号：S0740519090007

Email: wenxc@zts.com.cn

分析师：苏仪

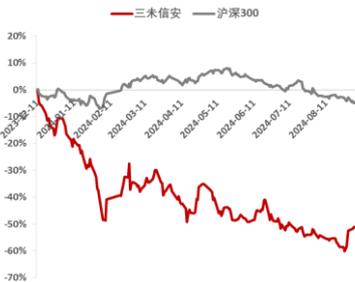
执业证书编号：S0740520060001

Email: suyi@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	114.33
流通股本(百万股)	49.41
市价(元)	25.43
市值(百万元)	2907.38
流通市值(百万元)	1256.43

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	340	359	449	558	681
增长率 yoy%	26%	6%	25%	24%	22%
净利润	107	67	88	112	141
增长率 yoy%	44%	-37%	31%	27%	26%
每股收益(元)	0.94	0.59	0.77	0.98	1.23
每股现金流量	-0.05	0.76	-0.09	0.41	0.76
净资产收益率	6%	4%	4%	5%	6%
P/E	27.1	43.2	33.1	26.0	20.6
P/B	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3

备注：股价为2024年9月4日收盘价

投资要点

- 投资事件：**公司发布2024年半年报：2024年上半年营业收入1.69亿元，同比增长63.48%；归母净利润0.14亿元，同比增长35.21%；扣非归母净利润0.09亿元，同比增长1.14%。2024年单Q2营业收入1.20亿元，同比增长78.06%；归母净利润0.24亿元，同比增长70.05%；扣非归母净利润0.22亿元，同比增长62.23%。
- 收入维持高增，大客户采购量增速明显。**2024年上半年营业收入1.69亿元，同比增长63.48%；单Q2营业收入1.20亿元，同比增长78.06%。上半年收入维持高增主要是华为等大客户采购量同比大幅增加以及公司在医保、运营商和电力等领域开拓方面取得明显成效所致；江南科友纳入合并范围增厚了公司业绩。
- 利润实现高增，毛利率有所回升。**2024年上半年归母净利润0.14亿元，同比增长35.21%；扣非归母净利润0.09亿元，同比增长1.14%。2024年单Q2归母净利润0.24亿元，同比增长70.05%；扣非归母净利润0.22亿元，同比增长62.23%。2024年上半年，公司销售毛利率为76.83%，同比提升5.91pcts；销售费用/管理费用/研发费用分别为0.56/0.22/0.53亿元，同比增长80.26%/38.02%/43.98%。2024年上半年公司经营产生的现金流量净额为-2,203.58万元，同比增长22.22%，主要是公司高度重视应收账款管理和催收工作。
- 实现抗量子密码关键技术，海外布局获得新进展。**公司作为商用密码行业民营企业的代表，聚焦密码技术和密码基础产品，与华为云、移动云、天翼云、浪潮云、京东云在内的国内主流云厂商达成合作，在国内市场取得了较好的市场占有率。公司凭借对密码算法的深入研究，提前布局抗量子密码算法，实现了密码产品对基于格的抗量子密码算法Kyber、Dilithium、FALCON、Aigis-enc、Aigis-sig、LAC.PKE等算法的支持，具有安全性高、性能优越、功能全面的特点，同时采用基于哈希的抗量子密码算法SPHINCS+，具有高度安全性与抗量子特性的同时具有较高的效率和灵活性。公司当前已有出海项目落地，未来公司将以香港为基点，借助香港作为国际金融和商业、科技中心的优势，进一步覆盖并服务亚太市场，助力亚太地区构建数字化安全屏障。
- 投资建议：**由于市场恢复不及预期，我们下调盈利预测，预计2024-2026年公司收入4.49、5.58、6.81亿元（调整前2024-2025年预测值为6.09、8.08亿元），同比增长25%、24%、22%（调整前为2024-2025年增速为33%、33%）；归母净利润0.88、1.12、1.41亿元（调整前2024-2025年预测值为1.93、2.59亿元），同比增长31%、27%、26%（调整前2024-2025年增速为32%、34%）。公司2024/2025/2026年EPS分别为0.77/0.98/1.23元（调整前2024-2025年为1.69/2.27元），考虑到公司在密码领域的技术壁垒，给予“买入”评级。

- **风险提示：**政策落地不及预期，业务发展不及预期，销售季节性风险，信息安全行业竞争加剧

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	955	430	89	82	营业收入	359	449	558	681
应收票据	0	0	0	0	营业成本	96	119	146	176
应收账款	337	459	571	696	税金及附加	4	4	5	6
预付账款	5	6	7	9	销售费用	92	105	129	152
存货	48	54	72	95	管理费用	40	37	42	49
合同资产	2	2	2	3	研发费用	98	97	116	132
其他流动资产	358	339	343	349	财务费用	-24	-7	-1	10
流动资产合计	1,703	1,288	1,083	1,230	信用减值损失	-6	-5	-5	-5
其他长期投资	25	25	25	25	资产减值损失	-5	-2	-2	-2
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	103	172	226	269	投资收益	1	0	1	1
在建工程	3	402	752	1,052	其他收益	25	20	22	25
无形资产	54	64	79	96	营业利润	68	108	137	174
其他非流动资产	192	195	198	203	营业外收入	0	1	1	1
非流动资产合计	377	858	1,280	1,645	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	2,079	2,145	2,364	2,875	利润总额	68	109	138	175
短期借款	6	1	91	437	所得税	-8	5	10	15
应付票据	0	0	0	0	净利润	76	103	128	160
应付账款	32	36	42	49	少数股东损益	8	16	17	19
预收款项	1	1	1	1	归属母公司净利润	67	88	112	141
合同负债	5	5	8	14	NOPLAT	49	97	128	169
其他应付款	2	2	2	2	EPS (按最新股本摊薄)	0.59	0.77	0.98	1.23
一年内到期的非流动负债	9	9	9	9					
其他流动负债	58	45	58	73					
流动负债合计	113	99	212	586					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	46	46	46	46					
非流动负债合计	46	46	46	46					
负债合计	159	145	258	632					
归属母公司所有者权益	1,903	1,968	2,057	2,175					
少数股东权益	17	32	49	68					
所有者权益合计	1,920	2,000	2,106	2,243					
负债和股东权益	2,079	2,145	2,364	2,875					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	87	-10	47	86
现金收益	67	121	162	214
存货影响	-8	-6	-19	-23
经营性应收影响	-9	-122	-111	-125
经营性应付影响	8	4	7	7
其他影响	30	-7	8	13
投资活动现金流	-526	-494	-456	-407
资本支出	-137	-502	-453	-404
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-389	9	-3	-4
融资活动现金流	-80	-22	68	313
借款增加	14	-5	90	346
股利及利息支付	-33	-27	-40	-55
股东融资	3	0	0	0
其他影响	-65	11	18	23

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	5.5%	25.2%	24.3%	21.9%
EBIT增长率	-59.8%	132.2%	34.6%	34.6%
归母公司净利润增长率	-37.2%	30.6%	27.1%	26.2%
获利能力				
毛利率	73.2%	73.5%	73.8%	74.1%
净利率	21.1%	23.0%	23.0%	23.5%
ROE	3.5%	4.4%	5.3%	6.3%
ROIC	3.0%	6.6%	7.9%	8.3%
偿债能力				
资产负债率	7.7%	6.8%	10.9%	22.0%
债务权益比	3.2%	2.8%	6.9%	21.9%
流动比率	15.0	13.0	5.1	2.1
速动比率	14.6	12.5	4.8	1.9
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转天数	328	319	332	335
应付账款周转天数	110	103	96	94
存货周转天数	165	154	155	171
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.77	0.98	1.23
每股经营现金流	0.76	-0.09	0.41	0.76
每股净资产	16.65	17.21	17.99	19.02
估值比率				
P/E	43	33	26	21
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	-13	-6	-4	-3

数据来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。