

投资评级 优于大市 首次覆盖

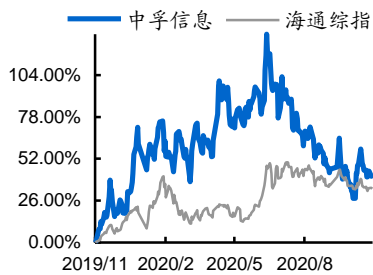
营收逐季加速增长，信创业务前景广阔

股票数据

11月26日收盘价(元)	42.80
52周股价波动(元)	35.41-105.72
总股本/流通A股(百万股)	227/129
总市值/流通市值(百万元)	9699/5535

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.4	-8.8	-15.6
相对涨幅(%)	-4.5	-16.5	-20.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021)23219392

Email: zhd10834@htsec.com

证书: S0850516050002

分析师: 于成龙

Email: ycl12224@htsec.com

证书: S0850518090004

分析师: 杨林

Tel: (021)23154174

Email: yl11036@htsec.com

证书: S0850517080008

投资要点:

- 营收逐季加速增长。**公司2020年前三季度实现营收3.8亿元,同比增长25.3%,实现归母净利润1979万元,同比增长44%。单三季度实现营收2亿元,同比增长57.6%,实现归母净利润3360万元,同比增长67.8%,经营净现金流3364万元,同比增长41%。从单季度营收增速上看,2020Q1、Q2分别为-54.87%,36.24%,Q3达到了57.6%,可以看到公司营收增速逐季提升,我们认为公司面对疫情的不利影响下,业务恢复迅速,四季度有望维持高增长。
- 国家政策为信创保驾护航。**2015年7月,国家颁布了《中华人民共和国国家安全法》,将“自主可控”写进法律,要求加强自主创新能力建设,加快发展自主可控的战略高新技术和重要领域的核心关键技术。2016年7月,中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《国家信息化发展战略纲要》,提出了到2025年根本改变核心技术受制于人的局面,形成安全可控的信息技术产业体系,实现技术先进、产业发达、应用领先、网络安全坚不可摧的战略目标。2017年1月,工信部发布了《软件和技术服务业发展规划(2016-2020年)》,提出以创新发展和融合发展为主线,着力突破核心技术,到2020年基本形成具有国家竞争力的产业生态体系的发展目标。2019年12月,国务院办公厅颁布了《国家政务信息化项目建设管理办法》,“安全可靠”、“网络安全”成为重点,提出了政务信息化项目在报批阶段,要对产品的安全可靠情况进行说明,我们认为,通过政策的大力支持,信创产业发展能够快速推进。
- 公司核心信创产品市占率遥遥领先。**在产品端,公司研发了多款基于国产平台的网络安全产品并形成了较强的市场竞争力。2018年,公司主要产品“三合一”、主机监控与审计系统、终端安全登录系统、打印刻录安全监控与审计系统、电子文档安全管理系统等首批通过国家有关部门授权的测评机构检测并列入相关产品名录。相关产品在2019年试点市场中占有率遥遥领先。2020年,在原有产品的基础上,文档发文信息隐写溯源系统、运维管理系统、密级标志生成与管理系统等多款新增产品通过测评并进入相关产品名录。
- 上下游紧密合作,共拓信创大蓝海。**在市场端,公司已与国内知名大型集成厂商、整机厂商、军工集团信息化总体单位等分别签署了战略合作协议,并与地方优质合作伙伴开展了区域级国产平台、基地构建,依托全国范围的销售体系及售后支撑体系,基本实现了中央、地方市场全覆盖。后续随着信创市场继续快速推进,公司基于国产平台的网络安全产品及整体解决方案将快速在党政军客户中实现广泛应用,公司业绩也将进一步保持快速增长。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	356	603	989	1428	1842
(+/-)YoY(%)	26.6%	69.3%	64.0%	44.4%	29.0%
净利润(百万元)	42	125	208	322	420
(+/-)YoY(%)	-12.7%	194.3%	66.9%	54.3%	30.6%
全面摊薄EPS(元)	0.19	0.55	0.92	1.42	1.85
毛利率(%)	66.5%	69.9%	70.5%	71.9%	72.2%
净资产收益率(%)	9.4%	21.7%	23.8%	26.8%	25.9%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利预测。目前,在国家政策引导和有关部门的强力推动下,国内众多企业通过积极探索信创国产化软硬件,已经能够提供完整的生态体系,能够提供从芯片、整机、网络设备到操作系统和系统集成全套的产品与服务。我们认为,基于国产化生态的安全保密需求将持续景气,我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 9.89 亿元、14.28 亿元、18.42 亿元,归母净利润分别为 2.08 亿元、3.22 亿元、4.20 亿元,参考可比公司估值,我们给予 2020 年动态 PE55-65 倍,6 个月股价合理价值区间为 50.6 元-59.8 元,给予“优于大市”评级。

风险提示。信创项目落地不达预期,核心产品市占率无法持续保持领先。

表 1 公司收入拆分预测 (百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
信息安全保密产品	372.91	633.95	950.92	1236.20
增长率		70%	50%	30%
信息安全服务	171.64	291.79	408.50	531.05
增长率		70%	40%	30%
商用密码产品	22.64	27.17	32.60	39.12
增长率		20%	20%	20%
其他业务	35.62	35.62	35.62	35.62
增长率		0%	0%	0%
总计	602.81	988.52	1427.65	1841.99
增长率		63.99%	44.42%	29.02%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
600536	中国软件	358	0.13	0.51	0.95	579	142	76
300379	东方通	96	0.50	0.84	1.32	68	41	26
300579	数字认证	81	0.55	0.69	1.06	82	65	42
均值						243	83	48

注: 收盘价为 2020 年 11 月 26 日价格, EPS 为 wind 一致预期
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	603	989	1428	1842
每股收益	0.55	0.92	1.42	1.85	营业成本	182	291	402	513
每股净资产	2.54	3.87	5.29	7.14	毛利率%	69.9%	70.5%	71.9%	72.2%
每股经营现金流	0.37	0.74	0.95	1.48	营业税金及附加	7	13	18	23
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%
价值评估 (倍)					营业费用	103	186	257	339
P/E	82.95	49.70	32.21	24.67	营业费用率%	17.1%	18.9%	18.0%	18.4%
P/B	18.02	11.81	8.64	6.40	管理费用	91	167	243	300
P/S	10.07	10.48	7.26	5.62	管理费用率%	15.0%	16.9%	17.0%	16.3%
EV/EBITDA	64.80	58.83	37.75	26.90	EBIT	114	152	244	333
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-3	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	69.9%	70.5%	71.9%	72.2%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	20.7%	21.1%	22.5%	22.8%	投资收益	0	4	6	5
净资产收益率	21.7%	23.8%	26.8%	25.9%	营业利润	139	227	351	458
资产回报率	16.8%	17.3%	19.6%	19.5%	营业外收支	-3	0	0	0
投资回报率	18.2%	15.9%	18.6%	18.9%	利润总额	136	227	351	458
盈利增长 (%)					EBITDA	125	166	253	343
营业收入增长率	69.3%	64.0%	44.4%	29.0%	所得税	11	19	29	38
EBIT 增长率	464.5%	33.8%	60.0%	36.7%	有效所得税率%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
净利润增长率	194.3%	66.9%	54.3%	30.6%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	125	208	322	420
资产负债率	22.8%	27.2%	26.8%	25.0%					
流动比率	4.10	3.47	3.56	3.84	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	3.79	3.20	3.25	3.54	货币资金	377	612	814	1132
现金比率	2.29	1.90	1.88	2.12	应收账款及应收票据	227	379	544	701
经营效率指标					存货	45	74	109	132
应收帐款周转天数	137.71	139.88	138.91	138.84	其它流动资产	26	53	74	84
存货周转天数	89.93	92.35	98.94	93.74	流动资产合计	675	1118	1540	2049
总资产周转率	0.81	0.82	0.87	0.85	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	12.62	15.52	19.95	22.48	固定资产	48	64	72	82
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	3	4	5	5
					非流动资产合计	70	87	97	110
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	745	1205	1637	2159
净利润	125	208	322	420	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	76	150	191	240
非现金支出	20	13	9	10	预收账款	25	35	62	75
非经营收益	5	-4	-6	-5	其它流动负债	64	137	180	219
营运资金变动	-66	-51	-110	-89	流动负债合计	165	322	433	534
经营活动现金流	84	167	215	336	长期借款	0	0	0	0
资产	-13	-30	-19	-23	其它长期负债	5	5	5	5
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	5	5	5	5
其他	0	4	6	5	负债总计	170	327	438	540
投资活动现金流	-12	-26	-13	-17	实收资本	133	227	227	227
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	575	877	1199	1619
股权募资	0	94	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-14	0	0	0	负债和所有者权益合计	745	1205	1637	2159
融资活动现金流	-14	94	0	0					
现金净流量	57	235	202	318					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 26 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019)、海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业
于成龙 计算机行业
杨林 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 佳都科技,易华录,创业慧康,四维图新,京北方,广联达,中控技术,用友网络,金溢科技,拉卡拉,锐明技术,拓尔思,金山办公,捷顺科技,恒华科技,航天信息,京东数科,启明星辰,海康威视,金蝶国际,长亮科技,久远银海,广电运通,美亚柏科,寒武纪-U,奇安信-U,博思软件,安恒信息,华宇软件,赛意信息

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。