



密码安全业务高景气度有望延续，拟收购普世科技事项获批，业绩成长性有望进一步提升——信安世纪（688201.SH）投资价值分析报告

● **信创数字化转型催生强劲信息安全需求，行业政策法规体系得到不断完善**
《“十四五”数字经济发展规划》出台以来，各大产业数字化转型加速，已成为推动经济发展的新引擎。而机构与企业所面临的信息安全问题也在与日俱增，催生强劲信息安全需求，密码安全核心领域市场规模增速有望持续行业领跑。随着网络安全法、密码法、数据安全法、等级保护 2.0 标准体系及多个产业政策密集出台，相关监管要求有力推动了商用密码应用领域的不断拓宽。同时，产业数字化进程下，新业态与新模式不断涌现，密码应用场景也正日渐丰富。在内生发展需求与外部监管要求共振下，我国密码安全产业未来发展前景良好。

● **聚焦信息安全核心领域，技术及研发优势赋能产品创新，业务范围不断拓宽**
公司业务主要聚焦于信息安全核心密码技术领域，为科学技术部认定的国家级高新技术企业和软件企业，先后牵头和参与制定了多项相关国家标准及行业标准，公司产品广泛应用于金融、政府与大型企业核心业务系统。从产品结构上看，通信安全、数据安全类产品为公司营收主要构成，其零信任整体解决方案、应用安全网关、签名验签服务器等产品与服务在业内具有较高的市场竞争力。目前，公司产品已从密码安全领域逐步拓展至网络安全领域，并在积极布局车联网、物联网、数字货币等新兴业务，公司产品应用范围正日益扩大。

● **产品具备标准化优势，公司盈利能力业内领先**
公司产品主要形态虽为软硬件一体化产品，但对硬件依赖性较低，其产品核心附加值为其中灌装的软件部分。公司软件产品具有技术标准化、规范化程度较高、产品可复用性较强的优势，这使得公司盈利水平在行业中保持领先。2020 年-2022 年，公司销售毛利率均保持在 70% 以上的高水准；2022 年，公司毛利率、销售净利率与 ROE 三大盈利能力指标均大幅优于行业中位数水平，在各大可比公司中也均处于领先地位。

● **拟收购普世科技事项获批，打开军工领域业务成长空间**
普世科技多年来深耕军队、军工领域，拥有广泛的客户基础，其业务也已具备一定规模，2021 年营收达 7,352 万元。此次收购完成后，依托于普世科技丰富客户资源与专业领域互补产品技术与经验，有望进一步提升公司现有产品在军队、军工领域的市场竞争力，实现公司业务在专业领域的快速拓展；同时，普世科技并表后，有望进一步提高公司业绩，增强公司整体业务的成长性。

● **公司盈利预测与估值**
预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 8.42/10.67/13.53 亿元（YOY：27.9%/26.7%/26.8%）；EPS 分别为 1.61/2.10/2.71 元（YOY：35.2%/30.4%/29.0%）。根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司 39 倍 PE，对应六个月内目标价为 62.73 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● **投资风险提示**
行业竞争加剧风险，收购整合不及预期，销售回款情况不及预期风险

● 核心业绩数据预测

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	524.60	658.08	841.93	1,066.97	1,352.79
ROE	15.02%	14.22%	16.69%	18.58%	20.15%
EPS(元/股)	1.12	1.19	1.61	2.10	2.71
P/E	37.64	35.39	26.17	20.06	15.55

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际研究部

TMT 行业组

SFC:AAK004

Email:research@waton.com

主要数据

2023.06.09

收盘价(元)	42.09
一年中最低/最高(元)	29.01/69.29
总市值(亿元)	58.01
ROE(TTM)	11.80%
PE(TTM)	43.65

股价相对走势





内容目录

1. 公司所属主要行业情况分析	4
1.1. 信息安全行业简介及发展现状概要	4
1.1.1. 信息安全行业景气度高，密码安全核心领域增速预计行业领跑	4
1.1.2. 行业整体较为分散，各细分赛道集中度有望持续提升	6
1.2. 信息安全行业发展趋势分析	7
1.2.1. 信息安全行业战略地位日益凸显，政策法规体系不断完善	7
1.2.2. 数字化催生强劲信息安全需求，零信任解决方案有望成为主流技术架构	8
2. 公司经营情况分析	9
2.1. 六大产品系列矩阵覆盖三大重要领域核心业务系统	10
2.1.1. 信息安全类产品技术与性能领先，自研零信任技术推动行业创新发展	13
2.1.2. 金融行业基本盘业务发展良好，未来有望持续保持高增	16
2.2. 公司核心竞争优势分析：良好业务模式+技术产品研发实力+优质客户资源	17
2.3. 公司运营效率、管理效率、盈利能力分析	18
2.3.1. 存货周转良好，产品结构优化有望带来整体运营效率改善	18
2.3.2. 期间费用整体把控合理，研发费用投入力度进一步增强	19
2.3.3. 高产品化业务模式助力公司盈利能力水平行业领先	20
2.4. 2023年-2025年，公司分业务板块盈利预测	21
2.5. 2023年-2025年，公司整体业绩预测	23
3. 公司估值分析	23
3.1. 公司相对估值处于行业偏低估值水平	23
3.2. 公司绝对估值：DCF模型估值分析	25
4. 公司未来六个月内投资建议	27
4.1. 公司股价催化剂分析	27
4.2. 公司未来六个月内目标价	27
5. 公司投资评级	28
6. 风险提示	28



图表目录

图 1: 2020-2026 年全球网络安全产业市场规模及预测.....	4
图 2: 2021 年全球网络安全市场构成情况.....	4
图 3: 2022-2026 年我国网络安全市场规模增速预计位列全球首位.....	5
图 4: 2018-2023 年我国商用密码细分行业预计保持高增速发展.....	6
图 5: 2021 年中国网络安全行业主要企业市占率情况.....	7
图 6: 2017 年-2021 年我国网络安全行业集中度呈现稳步增长.....	7
图 7: 零信任解决方案总体框架图.....	9
图 8: 公司主要发展历程.....	10
图 9: 公司六大科技创新产品系列矩阵.....	11
图 10: 2020 年-2022 年公司营收、成本趋势情况.....	12
图 11: 2022 年公司分业务板块营收、成本情况.....	12
图 12: 2020 年-2024 年我国三大金融机构技术资金投入预计保持高增长.....	16
图 13: 2020 年-2022 年公司主要运营指标趋势.....	18
图 14: 2020 年-2022 年公司主要管理能力指标趋势.....	20
图 15: 2022 年公司主要管理能力指标行业横向比较.....	20
图 16: 2020 年-2022 年公司主要盈利能力指标趋势.....	21
图 17: 2022 年公司主要盈利能力指标行业领先.....	21
图 18: 公司当前 P/E (TTM) 估值水平略高于上市以来估值中枢.....	24
图 19: 公司当前 P/E (TTM) 估值低于行业中位数与各大可比公司.....	25
表 1: 公司应用安全网关 (NSAE) 产品功能与优势.....	13
表 2: 公司签名验签服务器 (NetSign) 产品功能与优势.....	14
表 3: 2023 年-2025 年公司分业务板块盈利预测.....	22
表 4: 2023 年-2025 年公司相对估值模型预测数.....	24
表 5: 采用 DCF 估值模型, 公司股权价值测算.....	26
表 6: DCF 估值模型股价敏感性测试分析.....	26

1. 公司所属主要行业情况分析

1.1. 信息安全行业简介及发展现状概要

信息安全是指采用技术、管理上的安全措施，保护信息系统中的硬件、软件、数据等不因偶然和恶意的原因而遭到破坏、更改和泄露，从而实现信息系统运行的稳定连续性，确保信息的完整性、可用性、保密性和可靠性。

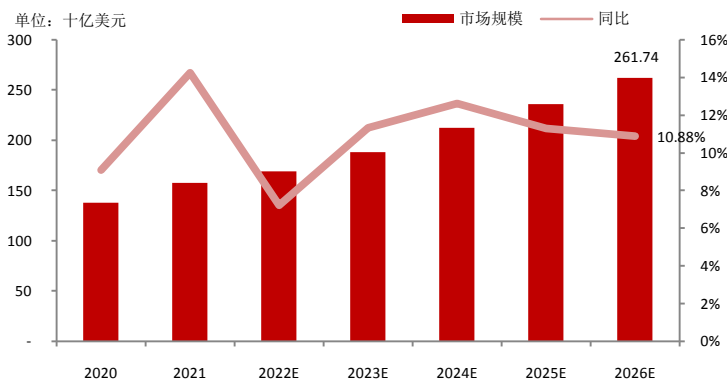
1.1.1. 信息安全行业景气度高，密码安全核心领域增速预计行业领跑

信息安全行业未来发展空间广阔。近年来，随着云计算、人工智能、大数据、5G、物联网等一系列新一代信息技术的快速融合发展，推动数字化新业态与新模式不断涌现，业务网络化不断深入。同时，随着大众对信息网络依赖程度不断增加，导致企业所面临信息安全问题正日益凸显，对于信息安全的内生需求增长迅速；各国对于信息安全的政策要求也在不断完善与日趋严格，监管所带来的外生需求也在不断增长。

根据 Gartner 数据显示，2021 年，全球网络安全市场规模为 1,577.5 亿美元；2026 年，预计市场规模将达到 2,617.37 亿美元，期间 CAGR 为 10.66%。在多重利好因素共同推动下，全球信息安全行业整体呈现良好发展态势。市场规模预计将保持着稳健的双位数增长。

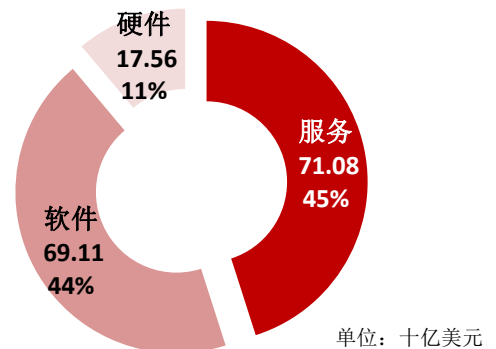
从产品结构上看，在远程办公需求增长迅速、全球企业数字化与上云进程不断加速的情况下，全球网络安全市场形成了以服务与软件产品为主的格局。根据 Gartner 数据显示，2021 年，两者占比分别达 45%、44%，合计占整体市场规模的近九成。而同期硬件产品占比则较低，仅为 11%，且占比较 2020 年进一步减少 0.2pct。从其中软件产品明细构成上，基础设施保护、身份识别与访问管理类软件市场份额位列前两名，占比分别为 35%、23%。

图 1：2020-2026 年全球网络安全产业市场规模及预测



资料来源：Gartner，华通证券国际研究部

图 2：2021 年全球网络安全市场构成情况

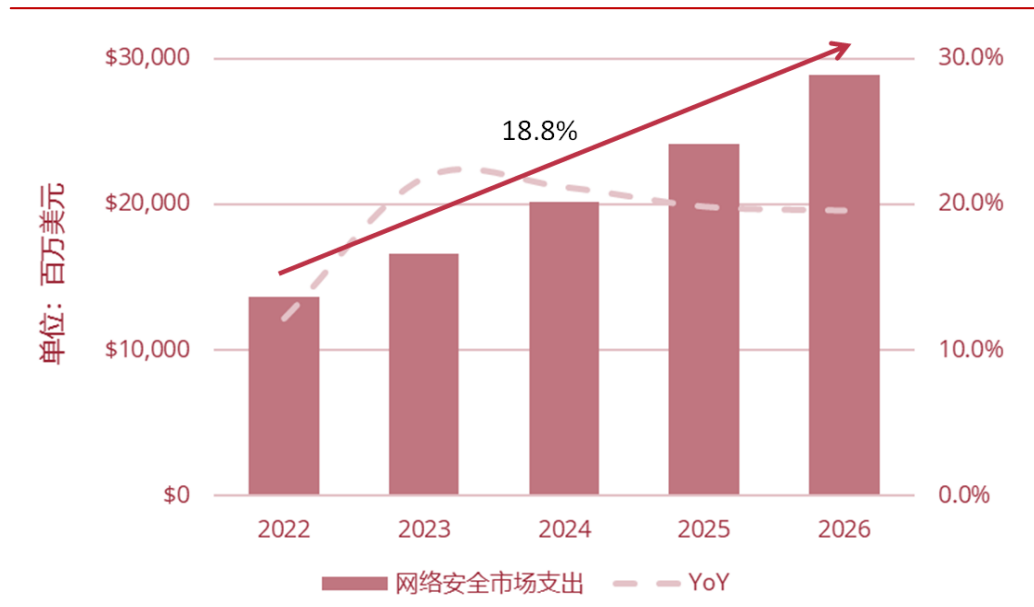


资料来源：Gartner，华通证券国际研究部

从市场规模地区分布上看，北美仍为全球网络安全市场的中坚力量。根据 Gartner 数据显示，2021 年，北美地区网络安全市场规模达 751.9 亿美元，占全球整体市场份额的 47.7%；西欧与亚太地区则分别位列全球市场份额的第二和第三，占比分别为 24.9%、20.91%。

近年来，在电子政务、电子商务兴起，各大重要经济领域网络应用不断增长的数字化转型驱动下，我国网络安全市场规模增长迅速，2021 年，其增速达 21.9% 在亚太地区中居首。根据 IDC 预测，我国网络安全市场规模未来仍将保持高速增长，至 2026 年，我国网络安全支出规模预计将增长至 288.6 亿美元；2022 年-2026 年期间，CAGR 将达到 18.8%，期间增速预计位列全球首位。

图 3：2022-2026 年我国网络安全市场规模增速预计位列全球首位



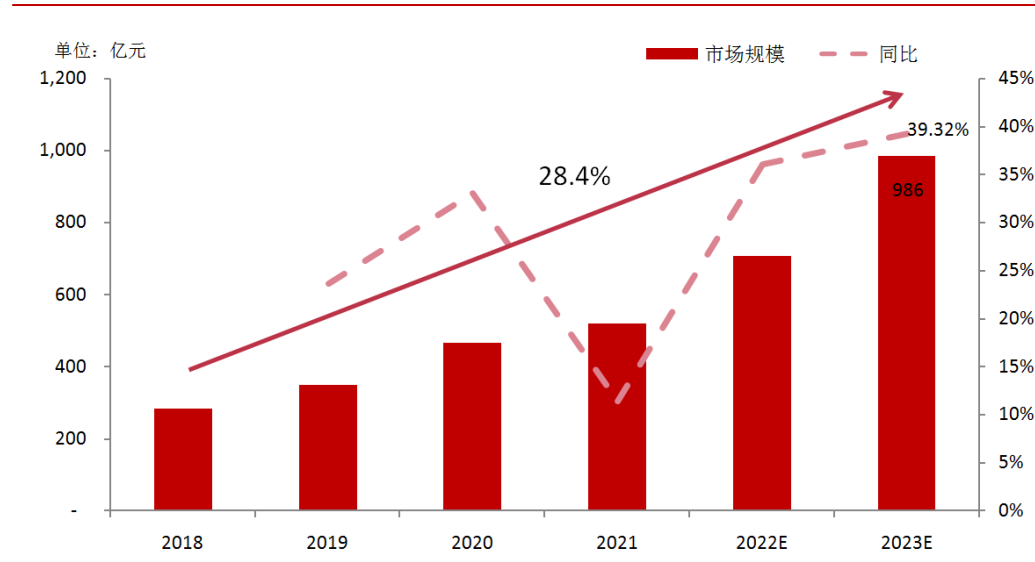
资料来源：IDC，华通证券国际研究部

密码安全领域为信息安全产业的核心细分市场。密码技术作为国之重器之一，是网络信息安全的核心技术与基础支撑。密码技术能够解决网络环境中的身份识别、数据加密、通信保护等重要基础安全问题，是实现网络从被动防御向主动免疫转变的关键技术，为构建网络空间安全体系的基石。

在我国数字化建设内生需求与信创建设等政策合规需求的共同驱动下，目前我国的商用密码行业处于快速发展阶段。随着金融、党政、医疗、教育等重要领域网络应用的不断增长，密码技术也正在不断向多领域渗透，市场规模得到快速扩张，我国商用密码产业已整体初具规模。根据赛迪研究院预测，2023 年，我国商用密码市场规模有望达 986 亿元，2018 年-2023 年，期

间 CAGR 预计将达 28.36% 的高增速；其中：2022 年-2023 年，行业规模预计增速均在 35% 以上，显著优于同期我国网络安全市场整体规模预计增速。

图 4：2018-2023 年我国商用密码细分行业预计保持高增速发展



资料来源：赛迪研究院，华通证券国际研究部

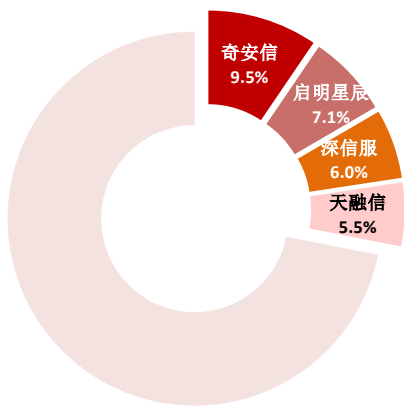
1.1.2. 行业整体较为分散，各细分赛道集中度有望持续提升

由于信息安全行业涉及信息系统的各个层面，其市场细分程度较高，单一企业技术与业务难以覆盖信息安全各个领域，故而各大行业领先企业之间往往技术与产品优势领域差异化较大。这使得目前信息安全行业全球市场均呈现出较为分散的特点，市场稳定竞争格局尚未确立。

聚焦于我国信息安全市场，由于目前行业整体处于快速发展期，市场的快速扩容也进一步使得行业参与者众多，市场较为分散。根据 CCIA 数据显示，2021 年，我国信息安全行业规模前 4 大企业的市占率均未超过 10%，CR4 为 28.1%；而剩余其他企业的市占率则均未超过 5%，行业集中度目前较低。就密码安全细分行业来看，其市场参与者则主要有：信安世纪、吉大正元、格尔软件、数字认证等企业。

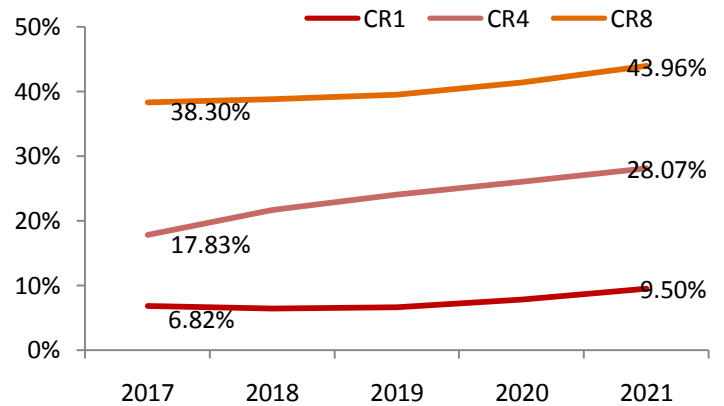
但从时间维度上看，我国信息安全行业集中度已开始呈现稳步增长趋势。其中，CR4 提升幅度最为明显，从 2018 年的 17.83%，已增长至 2021 年的 28.07%，增幅达 10.24pct。未来，随着各大细分赛道领军企业所拥有规模、资源与技术优势进一步扩大，我们认为，长期来看国内网络安全行业市场集中有望持续提升。

图 5：2021 年中国网络安全行业主要企业市占率情况



资料来源：CCIA，华通证券国际研究部

图 6：2017 年-2021 年我国网络安全行业集中度呈现稳步增长



资料来源：CCIA，华通证券国际研究部

1. 2. 信息安全行业发展趋势分析

1. 2. 1. 信息安全行业战略地位日益凸显，政策法规体系不断完善

随着我国各大企业所面临网络安全问题与日俱增，叠加地缘冲突等问题带来的国际局势不确定性增加，信息安全行业的国家战略地位日益凸显。近年来，在国家高度重视下，我国信息安全相关法律法规与各项产业政策不断出台，以密码为核心的信息安全相关法律法规体系得到逐步完善，为整体行业发展创造了良好的政策环境，提供了强劲外驱动力。

2016 年 11 月，全国人大常委会颁布《中华人民共和国网络安全法》，从顶层设计规划上明确了国家建立健全网络安全保障体系，提高网络安全保护能力，保障网络安全的基本要求和主要目标，**总结提出针对重点领域的网络安全政策、工作任务和主要措施。**

2019 年 10 月，全国人大常委会颁布《中华人民共和国密码法》，国家以立法的形式对于信息安全行业密码领域工作进行了明确的部署与**法律责任规范界定**，密码法的出台填补了我国密码领域的法律空白。法规强调了**密码工作应坚持总体国家安全观**，进一步凸显了密码工作在国家信息安全体系中的战略核心地位。

2021 年 6 月，全国人大常委会颁布《中华人民共和国数据安全法》，其中明确了**开展数据处理活动应承担的数据安全保护义务及相关法律责任**。数据安全法的颁布使我国信息安全行业宏观层面法律法规体系得到进一步完善。



同时，国家各部委及各地方政府也陆续出台多项引导鼓励行业健康发展的相关产业政策，信息安全行业迎来政策红利期。2019年起，陆续出台了《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》、《“工业互联网+安全生产”行动计划（2021-2023年）》、《电信和互联网行业数据安全标准体系建设指南》、《国家政务信息化项目建设管理办法》、《网络安全产业高质量发展三年行动计划（2021-2023年）（征求意见稿）》、《“十四五”国家信息化规划》、《关于促进数据安全产业发展的指导意见》等多项产业政策与地方配套细化政策，其有利地推动了我国信息安全产业的高速发展。

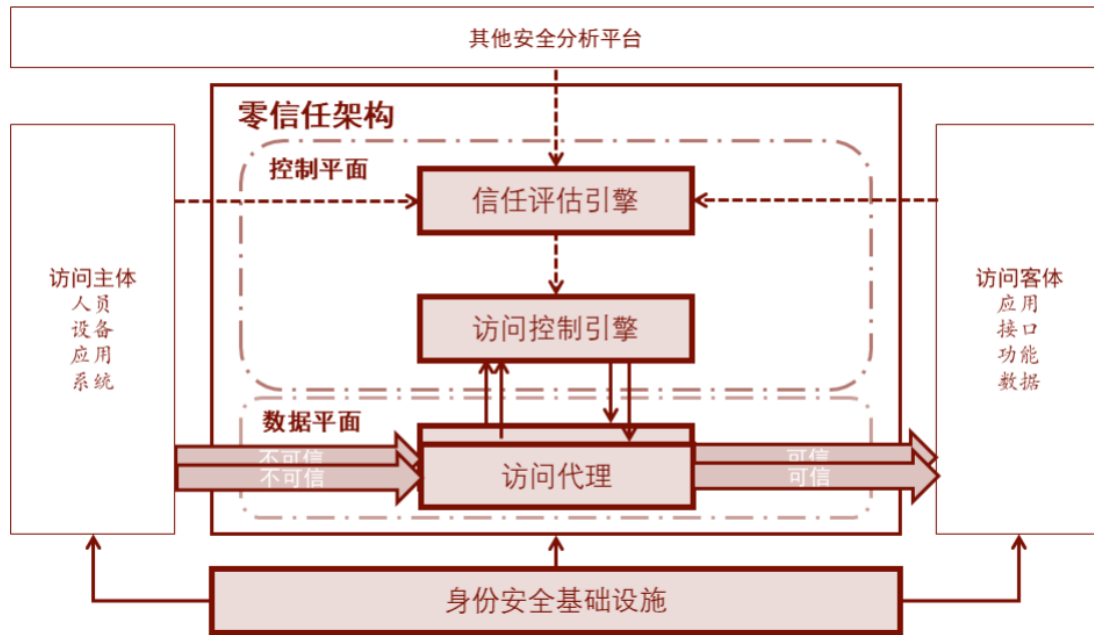
1.2.2. 数字化催生强劲信息安全需求，零信任解决方案有望成为主流技术架构

各大产业数字化转型加速，将催生强劲信息安全需求。随着我国新型基础设施建设日益完善，数字技术推动新业态与新模式不断涌现，我国数字经济发展快速，已经成为推动经济发展的新引擎，展望未来我国数字经济仍有广阔发展空间。据中国信息通信研究院数据显示，2021年，发达国家数字经济占GDP比重为55.7%，而同期发展中国家数字经济占GDP比重仅为29.8%，其与发达国家相比仍有显著提升空间。随着《“十四五”数字经济发展规划》出台，各大产业数字化转型提速，未来我国数字经济发展有望保持高成长性。

而在各大产业数字化转型进程中，机构与企业所面临的网络安全问题也在与日俱增，其也将催生强劲信息安全需求。在细分密码安全核心领域，随着等级保护2.0政策标准体系的推出，其监管范围更广、监管要求更严，有利推动了商用密码应用领域的不断拓宽。同时，产业数字化也推动了移动网络新应用的不断涌现及密码等信息安全技术与大数据、人工智能等多种技术不断融合，其为商用密码行业带来了持续增厚的市场空间。在内生发展需求与外部监管需求共振效应愈发显著的情况下，我国密码安全产业未来发展前景可期。

零信任解决方案应用不断拓宽，有望成为未来业务安全防护的主流技术架构。零信任技术方案核心理念为：默认一切网络参与要素包括企业内外部的任何人、事、物均不可信，应在授权前对任何试图接入网络的参与要素进行验证。零信任技术解决方案于2010年由Forrester公司正式提出后，经过十余年的发展，其技术发展已经进入成熟期，已成为身份安全的重要技术保障，在国际上的应用也已初具规模。根据Gartner预测，2025年，全球预计有约60%的机构企业将把零信任技术架构作为安全工作的起点，其有望成为未来最佳的业务安全防护方式。

图 7：零信任解决方案总体框架图



资料来源：中国信息通信研究院，华通证券国际研究部

就我国而言，零信任技术研究与实践虽相对较晚，但近年来受重视程度日益提高。2019 年，工信部已将零信任安全列入需要着力突破的网络安全关键技术，并逐步开始在央企、大型集团企业 IT 基础设施安全架构中采用，未来零信任技术安全架构在我国的应用前景广阔。

信创国密改造加速推进。2022 年 9 月，国资委下发的 79 号文中，制定了信创国产化改造的具体量化要求和推进明确时间表，在 2027 年前完成 2+8+N 的党政与八大重点行业 100% 国产替代的目标下，我国信创产业已迈入各行业全面建设的高速发展新阶段。而地缘冲突等问题带来的国际局势不确定性增加，进一步凸显了信息安全行业的国家战略地位与国产化替代的重要性。

密码作为信创安全领域底座，在国产密码算法及国产化技术已经成熟的条件下，各行业信创建设的全面加速有望有力推动国密改造的进程。我们认为，在产业政策支持下，金融、电信、能源、教育行业国密改造需求有望率先进入放量阶段，并进一步延伸至其他信创重点行业，国产商用密码行业未来发展有望持续向好。

2.公司经营情况分析

北京信安世纪科技股份有限公司（688201.SH）成立于 2001 年 8 月，是国内主要的信息安全



产品和解决方案提供商之一。公司为科学技术部认定的国家级高新技术企业和软件企业，先后牵头或参与制定了多项相关国家标准及行业标准。

公司业务主要聚焦于密码技术领域，自成立以来一直致力于解决网络环境中的身份安全、通信安全和数据安全等基础性安全问题，伴随着密码技术与云计算、人工智能、大数据、5G、物联网等一系列新一代信息技术的融合发展，公司的产品和解决方案也随之不断升级和丰富，产品应用领域正日益扩大。公司产品已从密码安全领域拓展到网络安全领域，并在积极布局车联网安全、物联网、工业互联网安全等领域的应用安全产品。

图 8：公司主要发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，华通证券国际研究部

2.1. 六大产品系列矩阵覆盖三大重要领域核心业务系统

经过近二十年聚焦于密码技术领域的自主研发与持续创新，公司已成为密码行业颇具科技创新竞争力企业，形成了身份安全、通信安全、数据安全、移动安全、云安全和平台安全六大产品系列矩阵。公司产品分为软件产品和软硬件一体产品两种类型，其中：软硬件一体产品为公司产品的主要形态，是指将自主研发的软件灌装至硬件设备（服务器）后将其作为一体化产品进行销售的业务模式。在以软件为核心的一体化产品生产过程中，公司坚持推行 ISO9000 质量管理体系，建立了覆盖原材料质量管理，软件灌装、硬件组装、调试等生产过程控制，产成品检验与出入库等全过程质量管理，对产品质量进行严格把控。



图 9：公司六大科技创新产品系列矩阵



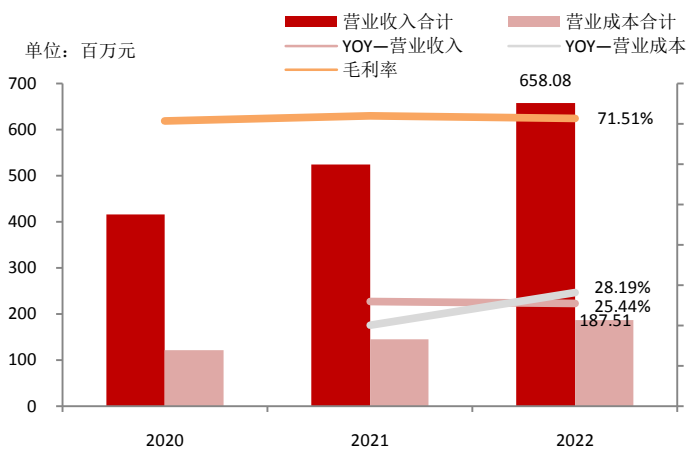
资料来源：招股说明书，华通证券国际研究部

就客户覆盖情况而言，公司的产品和解决方案广泛应用于金融、政府和大型企业等重要领域的核心业务系统。金融领域业务为公司基本盘，产品和解决方案应用于网上银行、支付清算、二代征信、证券登记结算、电子保单等多个核心金融业务系统，公司拥有人民银行，交通银行、邮储银行、招商银行浦发银行、平安银行、兴业银行等大型商业银行及超 200 家城市、农村商业银行与超过 30 家外资和中国台资银行等丰富客户资源。在政府领域，公司的产品和解决方案应用于交通、人社、烟草、海关、税务、政法等数十个行业相关重要政府职能部门的核心系统。在企业领域，公司客户主要包括电信运营商、大型央企、华为技术等大型企业，超过七成的中国百强企业为公司服务客户。

公司业务抗风险能力强，2022 年营收实现较高增长。2022 年，疫情反复对公司整体经营影响相对较小，这主要得益于公司产品化程度较高，其产品具有调试简便优势，故交付和验收对公司的人员的依赖性较小。2022 年，公司营业收入达 6.58 亿元，同比实现较高增长 25.44%；实现归母净利润 1.64 亿元，同比增长 6.36%，从分产品营收构成上看，信息安全产品为公司营收的主要来源，占比 2022 年整体营收的 87.65%；技术服务相关收入则主要为基于公司已销售产品，所提供的产品超过维保期后系统运维服务所实现相关收入。

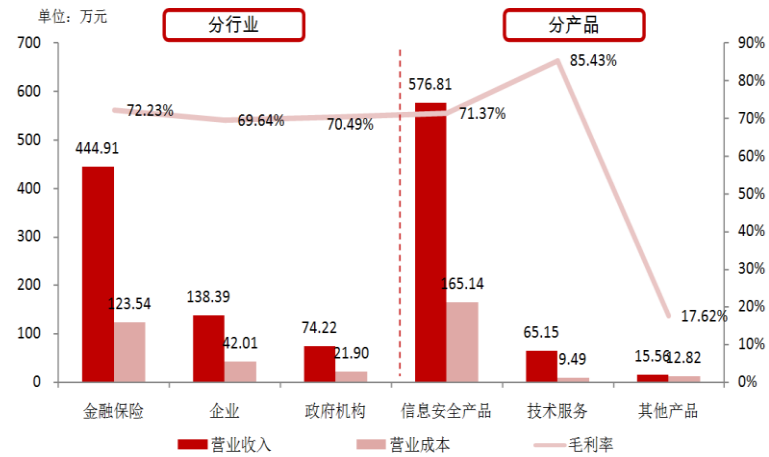
2022 年，公司金融行业业务得到稳步拓展，在金融行业客户粘性较高的情况下，各大银行新应用安全业务合作深入，并积极布局证券、基金、期货和保险行业客户的应用安全业务。公司基本盘金融行业业务稳固，贡献全年 67.61% 营收，并实现良好同比增长。同时，通过加大市场拓展力度，公司产品在运营商行业、人社行业拓展顺利，营业收入也实现较大幅度增长。

图 10: 2020 年-2022 年公司营收、成本趋势情况



资料来源: iFinD, 华通证券国际研究部

图 11: 2022 年公司分业务板块营收、成本情况



资料来源: iFinD, 华通证券国际研究部

推出新一期股权激励方案，进一步完善长效激励机制。为充分调动员工的积极性，进一步建立健全长效激励机制，2022 年 9 月，公司通过了新一期股权激励方案，向 156 名激励对象授予限制性股票 272 万股。激励方案所设定的业绩考核目标为：以 2021 年营业收入为基数，2022 年-2024 年营业收入增长率分别不低于 25%、56.25%、95.31%。新一期股权激励方案的推出，有利于公司未来的长期良好发展。

普世科技收购事项获批，打开军队、军工领域业务成长空间。2022 年 11 月，公司发布公告拟以发行股份及支付现金的方式购买北京普世科技有限公司 80% 的股权，其收购事项已于 2023 年 5 月 10 日收到收到证监会出具的《关于同意北京信安世纪科技股份有限公司发行股份购买资产注册的批复》，并已公布相关增发预案。

普世科技主营业务为跨网隔离交换、终端安全管控、数据安全归档等信息安全产品的研发、生产、销售及相关技术服务，普世科技多年来深耕军队、军工领域，其业务在军队、军工领域拥有广泛的客户基础。此次收购完成后，公司可共享普世科技丰富客户资源与专业领域技术与经验深厚积累，进一步提升公司产品在军队、军工领域的竞争力，有望实现公司产品在军队、军工领域的快速放量。公司与普世科技产品布局虽均为网络安全领域，但其产品功能互补性较高，双方供应商、生产工具资源也存在较高可复用性。收购普世科技将有利于发挥双方业务协同效应，优化公司整体业务结构，有望进一步提高公司整体议价能力、生产效率与盈利能力。



2.1.1. 信息安全类产品技术与性能领先，自研零信任技术推动行业创新发展

从产品结构上看，信息安全类产品作为公司营收的主要来源，其大类下囊括公司身份安全、通信安全、数据安全、移动安全、云安全和平台安全六大产品系列矩阵。其中：通信安全、数据安全类产品为公司营收主要构成。

2022年，信息安全业务板块共实现营收达5.77亿元，同比实现较高增长29.72%。就其细分产品类型上看，其中：数据安全产品、通信安全产品和云安全产品等细分品类营收同比均实现较高增长，同比增速分别达28.48%、41.15%、82.59%。我们认为，其细分品类业务良好增长，一方面源于在各大产业数字化转型需求旺盛的情况下，行业整体景气度高；另一方面，也受益于公司数据安全、通信安全、云安全等方面产品技术核心竞争力的持续提升。

应用安全网关 (NSAE) 功能强大，部署便捷，满足信创适配要求。应用安全网关 (NSAE) 为公司自行研发并基于SSL安全协议实现的安全加密认证通信产品。该产品部署简便，并具有很高的访问控制能力与安全易用性。其支持基于证书的服务器和客户端身份认证，提供数据在传输过程中的机密性和完整性保护，可为应用系统提供全方位的安全代理和应用加速服务。

表 1: 公司应用安全网关 (NSAE) 产品功能与优势

产品技术特点	相关简要说明
多种应用安全支持	为应用系统提供多种应用安全方法支持，包括基于数字证书的身份认证和访问控制、传输数据加密和完整性保护以及 高可用性支持 等。
基于证书的身份认证	支持对客户端数字证书的验证及深度解析运行快速、功能设计完善，通过向后台传递证书相关信息实现后台应用基于数字证书的 高强度身份认证 。
SSL 和网络处理性能	NSAE 通过 SSL 硬件加速、快速 CRL 解析和加速算法以及快速证书解析等专利技术提供了业界 优异的 SSL 加速性能 。
服务器负载均衡	通过 SLB 技术，将外部发送来的请求均匀分配到逻辑组中的各台服务器上，提供多种 负载均衡策略以适应不同的网络环境 。
信创适配算法安全标准	支持 SM2、SM3、SM4 国产密码算法 ，支持 国密 SSL 规范 GM/T0024-2014 。

资料来源：公司官网、招股说明书，华通证券国际研究部

签名验签服务器 (NetSign) 满足高标准安全需求。公司另一核心产品——签名验签服务器 (NetSign) 能够对各类电子信息数据、电子文档等提供基于数字证书的数字签名服务，并



对签名数据验证其签名真实性和有效性；支持不同 CA 的用户证书验证，提供 CRL/OCSP 等多种方式的证书有效性验证。产品可满足用户在网络行为中不可否认、信息完整性、私密性等高标准安全需求，并提供相关认证交易信息溯源验证。

经过大量银行千万级用户、财务公司所实施项目的丰富经验积累与产品的不断迭代，公司签名验签服务器性能已得到金融行业客户普遍认可，并建立起广泛、稳定的合作关系。该产品可满足安全领域高可靠、高性能要求，其应用场景广阔，如在网上银行等安全性要求极为严格的交易业务领域，公司产品已得到广泛应用。

表 2: 公司签名验签服务器 (NetSign) 产品功能与优势

产品技术特点	相关简要说明
立体安全防护	提供从移动终端-管道-云的全方位的安全防护体系，从用户数据的输入、数据显示、数据存储、数据传递等 数据全流程进行保护 。
运算性能	基于 NetSign 的数字签名和验证服务具有高速的运算和响应能力，可处理网上银行、电子商务等 大并发 的数字签名应用。
算法与标准	支持 SM2、SM3、SM4 国产密码算法 ，支持 GM/T0010 签名格式 。
兼容性	NetSignAgent 可支持 .Net、Java 等 多种类型的应用 ，可在 AIX、Solaris、Linux、Windows 等 多种平台 上运行。
可扩容的签名服务	如果业务量增长超过了当前签名验签服务器处理能力，签名验签服务器支持 负载均衡模式的扩容 。

资料来源：公司官网、招股说明书，华通证券国际研究部

致力于推动我国信息安全行业创新发展，自研零信任技术解决方案。在全球零信任解决方案应用领域不断拓宽，有望成为未来业务安全防护主流趋势的情况下，公司敏锐捕捉了行业发展动向，进入零信任技术领域研发较早。2020 年，公司便参与了国内首个立项的零信任国家标准《信息安全技术零信任参考体系架构》的制定工作。2022 年，依托于自研零信任领域技术积累，及分析当前网络安全现状与客户需求，公司采用 SDP 软件定义边界技术、IAM 身份识别与访问管理技术等零信任技术，并结合商用密码技术，正式发布自研零信任解决方案，并顺利通过零信任系统服务接口兼容性认证，

公司零信任解决方案均由自主产品体系构成，主要包括：零信任统一身份认证管理系统与零信任安全认证网关两大产品。公司方案产品系列已实现全面适配国产化平台，可满足客



户信创适配要求。其中：零信任统一身份认证管理系统能够对对用户、设备、应用的全面身份化，为所有对象赋予数字身份，可实现应用级、服务级的细粒度访问控制。零信任安全认证网关采用信安世纪自主 infosecOS 操作系统，可以实现内核级的应用处理，满足大吞吐、高并发需求。

云安全产品表现亮眼，有望成为公司未来重要业务增长点。针对云计算快速发展，数据处理向云端集中的趋势，公司于 2018 年便推出云密码服务平台（CCypher），目前，公司云安全产品在政务、金融、运营商等多个领域已得到成熟应用。公司云密码服务平台采用密码超融合架构，可将虚拟化计算、网络、密码整合到同一个系统平台，从而能够在一台硬件密码设备上实现同时运行多个虚拟化的密码安全设备和安全系统。在云密码服务平台的基础上，公司已形成适合不同行业的差异化云安全解决方案。

2022 年，受益于云计算应用快速增长所带来的旺盛云安全需求，以及密评机制所驱动的计算安全需求增加，公司云安全业务收入同比实现高增 82.59%。目前，云安全产品在公司收入结构中占比虽不高，但我们认为，在公司云安全产品竞争力的持续提升，产品拓展力度不断加强，云计算行业持续高景气的环境下，未来云安全业务有望继续保持高速增长，并成为公司未来重要业务增长点。

积极开展信创适配工作，进一步提升公司产品竞争力。作为核心密码安全领域、国内领先产品供应商，公司积极响应国家信息技术领域的自主可控和信息安全战略目标。自 2019 年起便已开始着手产品信创适配工作，公司全线类别产品实现进入工信部首批信创目录。

2022 年，随着金融行业排头兵信创建设不断深化推进，公司非银金融行业国密改造业务需求增长迅速；同时，公司银行业国密改造业务则随着客户新业务应用增长而保持着稳步推进。而在政企信创方面，随着硬件、办公软件的国产化建设先行逐步完成，紧随其后的信息安全产品需求相关潜在市场空间广阔。

目前，公司已完成了全系列产品的信创适配工作，全面支持各类主流国产硬件平台、国产操作系统、国产数据库和中间件。同时，公司在技术研发及产品迭代过程中，也重视优先适配信创环境，以满足客户信创适配需求，进一步提升公司产品竞争力，公司扎实推进信创适配工作将有助于在未来各大产业全面信创加速建设进程中抢占有先机。

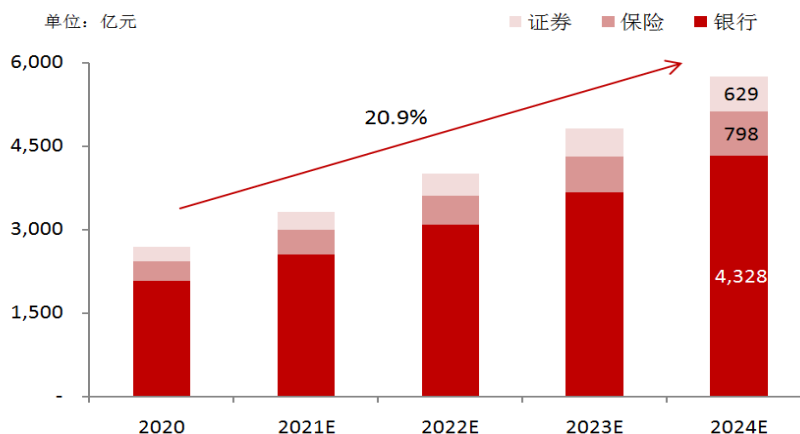
2.1.2. 金融行业基本盘业务发展良好，未来有望持续保持高增

从营收分行业构成上看，公司业务立足于金融行业，自公司成立起，便已开始为金融行业客户网络应用提供安全保障产品服务。通过二十余年专业领域产品技术研发与积累，公司产品已在行业内建立起良好的口碑，并针对金融行业各个细分领域特点推出了针对性、差异化的行业解决方案，进一步贴合客户实际需求。同时，由于金融行业客户对于系统安全要求标准高，对相关信息安全产品供应商筛选严格，一旦产品测试验证并最终投入使用后，往往不会轻易更换产品供应商，故而公司客户具有复购率较高、粘性较强的优势。

金融行业作为信创数字化转型先头兵，近年来其信息技术资金投入呈现较快增长趋势，从而有力推动了相关安全产品和解决方案需求的强劲增长。2022年，公司金融行业基本盘业务发展良好，金融行业营业收入达4.45亿元，收入占比为67.61%，同比实现高增48.81%。同时，公司也在加大对人社、交通、电信运营商、医院、央企等政府和企业客户的业务拓展，2022年，公司重点拓展行业营收也获得了较快增长。

金融行业信息技术资金投入有望保持高双位数增长。未来，随着分阶段金融科技发展规划及信创建设的加速推进，预计我国金融行业信息技术资金投入增长可观。根据艾瑞咨询数据显示，2020年，我国三大金融机构（银行、保险与证券机构）合计技术资金投入为2,691.9亿元；2024年，预计合计技术资金投入将增长至5,754.5亿元，期间CAGR将达到20.9%的较高双位数水平。

图 12：2020 年-2024 年我国三大金融机构技术资金投入预计保持高增长



资料来源：艾瑞咨询，华通证券国际研究部



我们认为，考虑到客户庞大存量信息系统设备存在稳定的换代升级需求释放，证券、基金、期货等非银金融机构核心业务系统国密改造提速，叠加金融业务场景移动化、云化的进一步深入所带来的市场增量空间，未来公司金融行业基本盘业务有望持续保持较优于行业整体信息投入增速的高双位数增长。

2.2. 公司核心竞争优势分析：良好业务模式+技术产品研发实力+优质客户资源

公司业务模式产品化程度较高，盈利能力业内领先，公司产品主要形态虽为软硬件一体化产品，但其产品对于硬件依赖性较低，其核心附加值为其中灌装的软件部分。由于在密码安全领域，其软件技术标准化、规范化程度较高。同时，公司从战略布局上出发并未开展集成项目业务，这也使得公司业务产品化程度进一步提高，产品高可复用性带来公司优秀的毛利水平。2020年-2022年，公司销售毛利率保持稳定并均维持在70%以上的高毛利率水平；2022年，公司毛利率、销售净利率与ROE三大盈利能力指标均大幅优于行业中位数水平，在各大可比公司中也均处于领先地位。

双线研发机制实现技术创新与产品研发双轮驱动，技术实力业内认可度高。公司自创立以来便确立了“技术是立身之本，创新是发展之道”的发展战略，始终重视科研创新和技术开发工作。2022年，公司研发投入仍在不断加强，研发费用率较高于行业中位数并在可比公司中较为领先。截至2022年底，公司的17项核心技术全部为自主研发，并获得国家级专精特新“小巨人”企业认定称号。从研发模式上看，公司坚持采用特有的双线创新研发机制，下设信息安全研究中心与产品研发中心两大研发机构。其中：信息安全研究中心致力于多方位的密码应用技术研究，在进行基础性研究的同时，积极开展前沿技术预研，把握行业发展趋势及创新业务探索。产品研发中心则负责产品实现、迭代和质量控制，力求产品贴近客户需求，持续提升产品性能。在双线研发机制驱动下，公司在取得丰硕的研发成果的同时，技术实力也得到业内的高度认可。截止2022年末，公司已累计牵头或参与编制62项国家标准和行业标准，持续为推动密码标准化建设发力。

拥有金融行业优质客户资源，形成长期稳定合作关系，客户粘性较高。在金融领域基本盘，公司拥有人民银行，交通银行、邮储银行、招商银行浦发银行、平安银行、兴业银行等大型商业银行及超200家城市、农村商业银行与超过30家外资和中国台资银行等丰富客户资源。由于金融行业客户具有业务规模较大，信息化程度较高的特点，其对于信息安全产品技术性能要求严格。公司产品在通过严谨审慎选型、评估、测试并确定合作关系后，往往能与客户形成长期稳定的合作关系，客户粘性相对较高，一般不会轻易更换关键密码产品



供应商，客户复购率较高。其也使得公司后续业务开展可更为高效，故而拥有业内较低的销售费用率水平。

2.3. 公司运营效率、管理效率、盈利能力分析

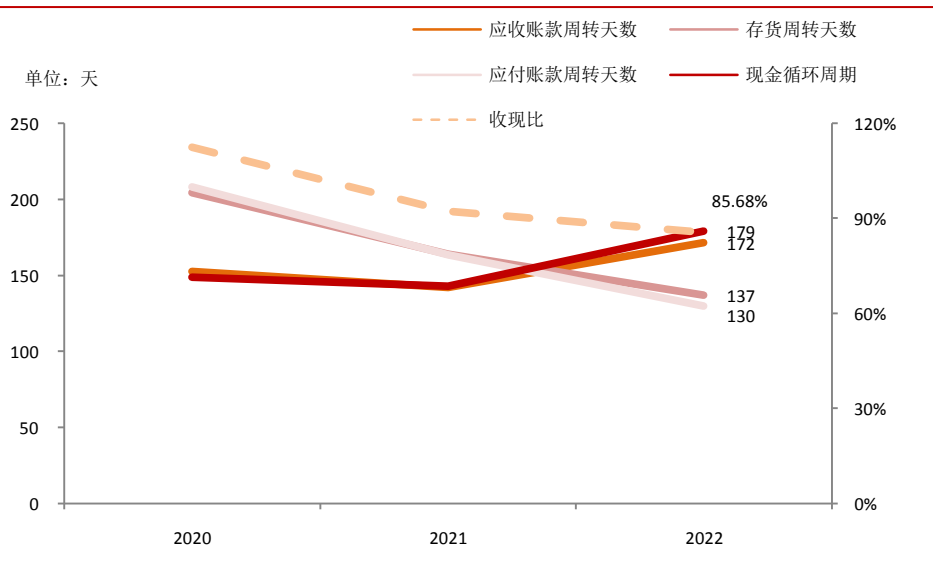
2.3.1. 存货周转良好，产品结构优化有望带来整体运营效率改善

2022年，公司应收账款周转天数为172天，较2021年销售回款周期142天有所拉长；截至2022年期末，应收账款同比增幅为57.58%，显著高于营收同比增幅25.44%。我们认为，其一方面受外部环境影响，公司销售回款周期有所延长；另一方面，由于公司销售收入实现多集中在下半年尤其是第四季度所造成。销售回款效率的下降也体现在公司收现比指标上，近三年来，公司收现比呈现下滑趋势，2022年收现比为85.68%，较2020年减少26.88pct.，

同期，公司存货周转天数为137天，较2020年缩短68天，近三年来，该指标整体呈现显著下降趋势，这侧面说明公司产品销售情况在期间内呈现持续向好的态势。同期，公司应付账款周转天数则为130天，较2020年缩短79天，其反应了公司上游供应商议价能力在逐步增强。

结合前述三个运营效率指标情况，我们可计算得到2022年公司现金循环周期为179天，较2021年周期拉长36天。其现金循环效率有所下降主要是受到2022年应付账款周转天数降幅较大的影响。我们认为，未来随着公司产品结构的进一步优化，特别是云业务规模的快速放量提升，其业务良好稳定的现金流特征有望为公司运营效率带来持续改善。

图 13：2020 年-2022 年公司主要运营指标趋势



资料来源：iFind，华通证券国际研究部



2.3.2. 期间费用整体把控合理，研发费用投入力度进一步增强

2022 年，公司销售费用率、管理费用率与研发费用率分别为 13.91%、8.79%、20.32%。从时间维度上看，其中：公司销售费用率同比降幅明显，较 2021 年显著降低 4.30pct，这主要与去年疫情反复影响，公司销售拓展方式进一步优化，部分销售与市场拓展活动改为线上进行有关。

同期，公司管理费用率与研发费用率也整体把控合理，近 3 年来，呈现略有上升趋势，两者较 2020 年分别增加 0.91、0.72pct。管理费用率有所上升，主要为 2022 年年内公司北京新办公楼已交付但尚未正式使用，在新办公楼开始提及折旧的情况下，仍需租赁原办公地点场地，从而导致管理费用增长较快，同比达 39.81%所致。我们认为，随着新办公场所的启用，公司管理费用率有望逐步恢复至 2021 年水平。

而研发费用率的上升，则与公司研发投入进一步加强有关，2022 年，公司研发费用增长至 1.34 亿元，在较高基数水平下，同比仍保持高增 33.07%。一方面，研发费用中包含的员工股权激励所计提的股份支付费用使得研发费用增加；同时，年内公司整体研发人才队伍规模扩张较大，截至 2022 年末，公司研发人员数量同比增长达 39.94%，占公司员工总数的 47.52%。

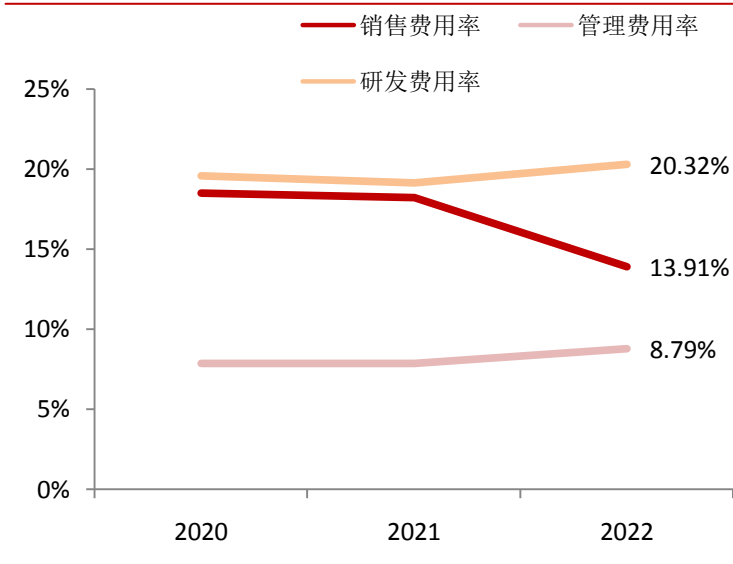
2022 年，在双线研发机制驱动下，公司取得丰硕的研发成果。全年共获得 62 项著作权证书和 34 项发明专利。依托于强大的研发实力支撑，公司相继推出安全认证网关 (NetIAG)、数据加解密服务系统 (NetEDS) 和密码模块软件 (iSEC)、密评工具箱 (iCET) 和流量编排等多款新产品；并取得全球软件领域最高级别 CMMI5 (能力成熟度模型集成) 认证，这标志着公司在软件研发、质量、服务交付等综合实力已达到了国际最高级别标准。

期间费用率水平行业横向对比。我们选取了与公司主营业务内容、服务客户类型相近的格尔软件、吉大正元及电科网安作为可比公司，并结合申万二级软件开发行业中位数综合进行横向比较。2022 年，公司销售费用率为 13.91%，低于同期行业中位数 15.58%；同时，在各大可比公司中也处于较低水平，仅高于营收规模相对较大使得销售费用率较低的电科网安，公司销售费用率行业较低优势，主要得益于公司销售费用的良好管控，同时也受益于公司优质大型金融机构客户较多，其合作关系稳定，后续业务开展上可以更为高效，客户复购率高。

同期，公司管理费用率为 8.79%，较低于行业中位数 9.97%，在各大可比公司中同样也仅高

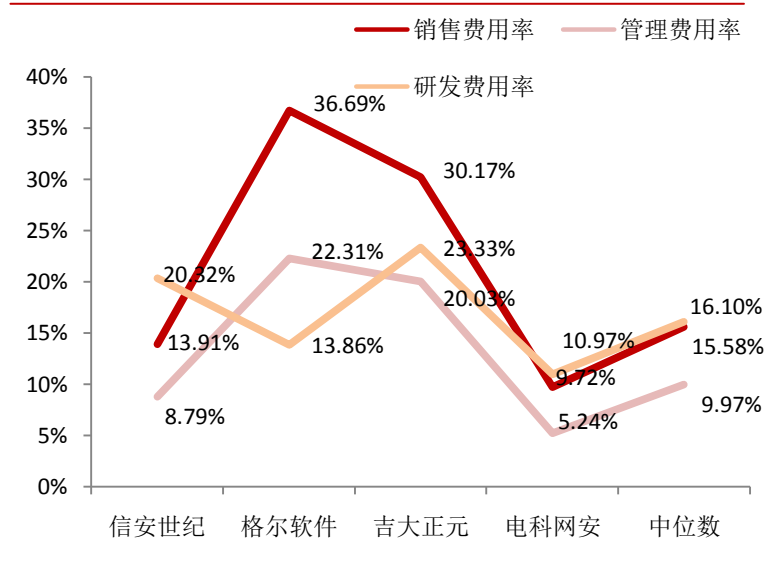
于电科网安。同期，研发费用率为 20.32%，较高于与行业中位数水平 16.10%；同时，在各大可比公司中公司研发投入力度比也较为领先，仅次于吉大正元同期研发费率，高比率研发投入有利于公司在行业快速发展中持续保持技术领先优势。

图 14: 2020 年-2022 年公司主要管理能力指标趋势



资料来源: iFinD, 华通证券国际研究部

图 15: 2022 年公司主要管理能力指标行业横向比较



资料来源: iFinD, 华通证券国际研究部

2.3.3. 高产品化业务模式助力公司盈利能力水平行业领先

业务模式高产品化带来公司高毛利水平。虽然软硬件一体化产品为公司产品的主要形态，但产品对于硬件依赖性较低，通用硬件即可满足产品需求，其产品核心附加值为其中灌装的软件部分。由于在密码安全领域，其软件技术标准化、规范化程度较高；同时，公司未开展集成项目业务。在上述综合影响下，使得公司业务模式产品化程度较高，可复用性强带来公司高毛利水平。近 3 年来，公司销售毛利率基本保持稳定，并均维持在 70% 以上的高毛利率水平，2022 年达 71.51%，较 2020 年略有提升 0.76pct。

2022 年，公司实现扣非归母净利润达 1.56 亿元，同比增长 8.80%；公司经营活动净现金流近 3 年呈现下降趋势，我们认为，这与前述公司应收账款近年来增长较大，销售回款效率下降有关。在行业集中度呈现逐步提升的情况下，公司作为密码安全领域龙头企业之一，未来有望持续提升公司上下游议价能力，从而使经营性现金流逐步得到修复。

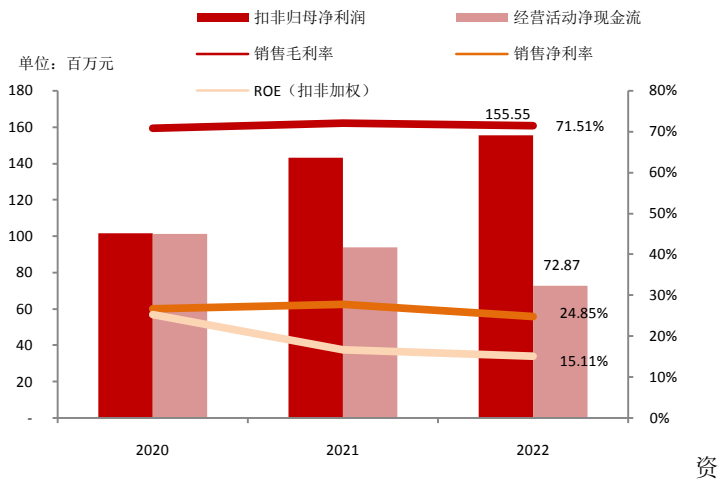
在销售净利率方面，近 3 年来，基本保持稳定。2022 年为 24.85%，较 2020 年略降 1.86pct，其主要为应收账款增幅较大所带来的信用减值损失计提增长所致。同期，公司 ROE（扣非加权）为 15.11%，较 2020 年下滑 10.24pct，近 3 年期间降幅较大，这与公司销售净利率有所

降低以及前述运营效率指标下滑造成公司整体资产周转率有所降低有关。

我们认为，在信息安全行业战略地位日益凸显，政策法规体系不断完善的大背景下，公司未来长期增长逻辑清晰，高产品化业务放量所释放的规模效应，与收购普世科技后的协同效应共振，有望驱动公司相关盈利能力指标重回上升通道。

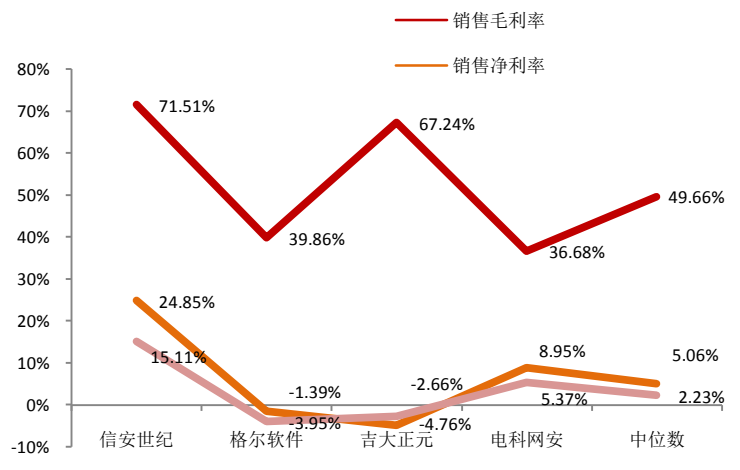
公司盈利能力水平行业领先。同时，从行业横向比较上看，受益于公司高产品化业务模式优势与良好的期间费用表现，2022年，公司毛利率、销售净利率与ROE三大盈利能力指标均大幅优于行业中位数水平，在各大可比公司中也均处于领先地位。

图 16: 2020 年-2022 年公司主要盈利能力指标趋势



资料来源: iFinD, 华通证券国际研究部

图 17: 2022 年公司主要盈利能力指标行业领先



资料来源: iFinD, 华通证券国际研究部

2.4. 2023 年-2025 年，公司分业务板块盈利预测

我们认为，公司作为国内密码安全领域技术领先的产品和解决方案提供商，公司具备研发实力较高的核心竞争优势；同时，公司立足于金融行业拥有合作关系稳定、粘性较高的优质大型企业客户资源。在各大产业信创数字化转型大潮下，信息安全行业高景气度有望持续，将有力支撑公司未来业绩。我们按照公司主要业务板块，对 2023 年-2025 年业绩做出预测，主要关键假设如下：

(1) 信息安全产品业务板块：该板块下通信安全、数据安全细分品类产品作为公司营收的主要来源，2022 年均有较高双位数增长，结合对于行业未来高景气度预期，我们认为，公司主要细分品类业务较快增长有望在未来延续。同时，公司较高的研发实力也将有力支撑新产



品研发创新,从而有望助力公司在云安全、车联网、数字货币等新兴安全应用领域占得先机,进一步增厚公司业绩。

在公司细分金融行业基本盘,我们认为,客户庞大存量系统设备具有持续稳定的换代升级需求,随着非银金融机构核心业务系统国密改造提速,叠加金融业务场景移动化、云化的进一步深入所带来的市场增量空间,未来公司金融行业基本盘业务有望持续保持较优于下游整体信息投入增速水平的高双位数增长。同时,结合收购普世科技所带来的军工行业未来增量业务空间与公司新一期股权激励计划设定目标,我们预计,2023年-2025年,公司信息安全产品业务板块营收同比增速分别为29.60%、27.60%、27.30%。

在业务板块毛利率水平较高的情况下,公司产品标准化与可复用性有望进一步提高,从而推动公司高毛利水平的进一步优化。我们预计,2023年-2025年,该板块毛利率分别为71.40%、71.60%、71.70%。

(2) 技术服务业务板块: 公司技术服务收入主要源于提供超过维保期后的系统运维服务相关收入,其营收预计将随信息安全产品收入增长而得到稳定提升。我们预计,2023年-2025年,公司技术服务业务板块营收同比增速分别为18.60%、22.60%、25.30%;板块毛利率预计基本保持稳定在高水平,对应预计毛利率分别为85.50%、85.70%、85.80%。

基于以上假设,我们预测2023-2025年公司营业收入合计分别为8.42、10.67、13.53亿元,同比增长分别为27.94%、26.73%、26.79%,整体毛利率水平分别为71.63%、71.95%、72.17%。

表3: 2023年-2025年公司分业务板块盈利预测

行业	项目	2022	2023E	2024E	2025E
信息安全产品	营业收入	576.81	747.54	953.87	1,214.27
	YOY	29.72%	29.60%	27.60%	27.30%
	毛利率	71.37%	71.40%	71.60%	71.70%
技术服务	营业收入	65.15	77.26	94.72	118.69
	YOY	11.45%	18.60%	22.60%	25.30%
	毛利率	85.43%	85.50%	85.70%	85.80%
其他产品	营业收入	15.56	16.51	17.70	19.08
	YOY	5.85%	6.10%	7.20%	7.80%
	毛利率	17.62%	17.50%	17.50%	17.50%
公司整体合计	营业收入	658.08	841.93	1,066.97	1,352.79
	YOY	25.44%	27.94%	26.73%	26.79%
	毛利率	71.51%	71.63%	71.95%	72.17%

资料来源: iFinD, 华通证券国际研究部



2.5. 2023 年-2025 年，公司整体业绩预测

参考公司过往三年的期间费用率趋势，公司销售费用管控良好态势有望延续；同时，考虑到疫情防控全面放开后，2023 年，公司线下销售拓展力度预计将有所增强，部分销售活动和市场拓展活动预计将恢复至线下进行。我们预测，2023 年-2025 年，公司销售费用率分别为 14.10%、13.80%、13.60%。。

公司管理费用方面，2023 年，预计将随着公司新办公楼正式投入使用后，办公场所租金支付减少而带来管理费用率降低；同时，由于管理费用支出相对固定，预计营收规模的不断扩大也有望使得管理费用率得到优化。我们预测，同期公司管理费用率分别为 8.10%、7.95%、7.85%。

在研发费用支出方面，由于公司 2022 年研发力度进一步加强，研发人员有较大规模扩张，在预计公司未来营收保持较高增速、人员大幅扩张节奏后续或将放缓的情况下，研发费用率或在 2023 年出现高点，之后年度有望逐步下降。同时，考虑到公司已新建云测平台等研发系统工具的不断完善，公司研发管理水平得到持续增强，有望进一步提升了产品整体研发测试效率。我们预测，同期公司研发费用率分别为 20.80%、20.30%、19.90%。

基于以上假设，进而我们测算得到 2023 年-2025 年公司归母净利润分别为 2.22、2.89、3.73 亿元，同比增长分别为 35.24%、30.45%、29.04%；EPS 分别为 1.61、2.10、2.71 元/股（公司预测期间详细财务报表和主要指标数据请见报告正文末附表）。

3. 公司估值分析

3.1. 公司相对估值处于行业偏低估值水平

以 2023 年 6 月 9 日公司收盘价为基准（以下涉及公司收盘价参与计算的相关指标选用基准时点相同），根据前述公司整体业绩预测，我们测算得到 2023 年公司对应的 P/E、P/S、P/B 分别为 26.17、6.89、4.37。



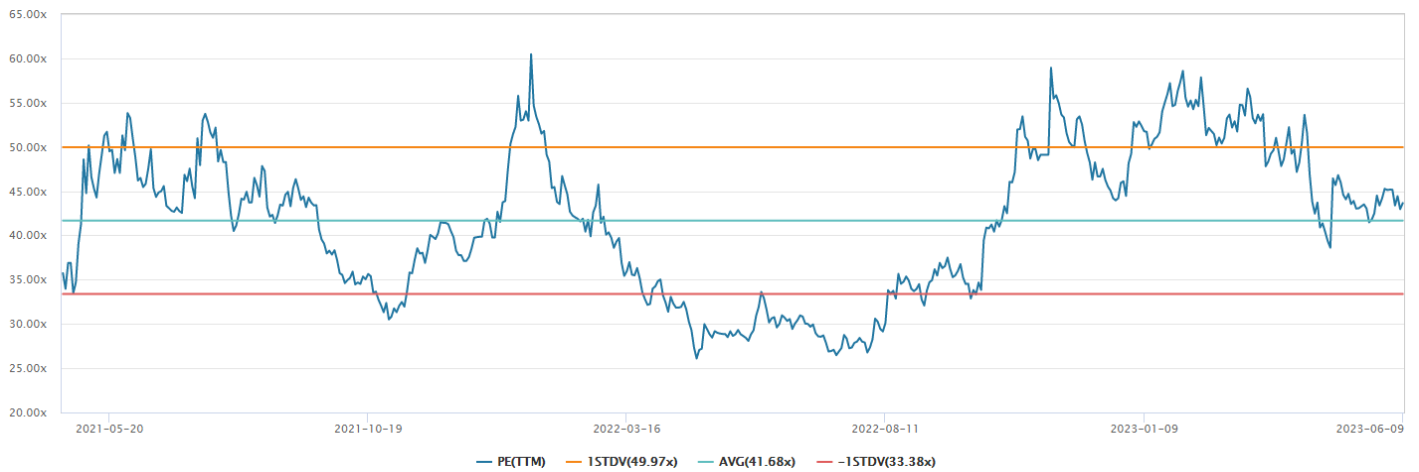
表 4: 2023 年-2025 年公司相对估值模型预测数

项目	2022	2023E	2024E	2025E
P/E	35.39	26.17	20.06	15.55
P/S	8.82	6.89	5.44	4.29
P/B	5.03	4.37	3.73	3.13

资料来源: iFind, 华通证券国际研究部

从时间维度上看, 当前公司 PE (TTM) 相对估值水平为 43.65, 估值略高于公司上市以来的估值中枢 41.68, 当前分位数为 55.79%。

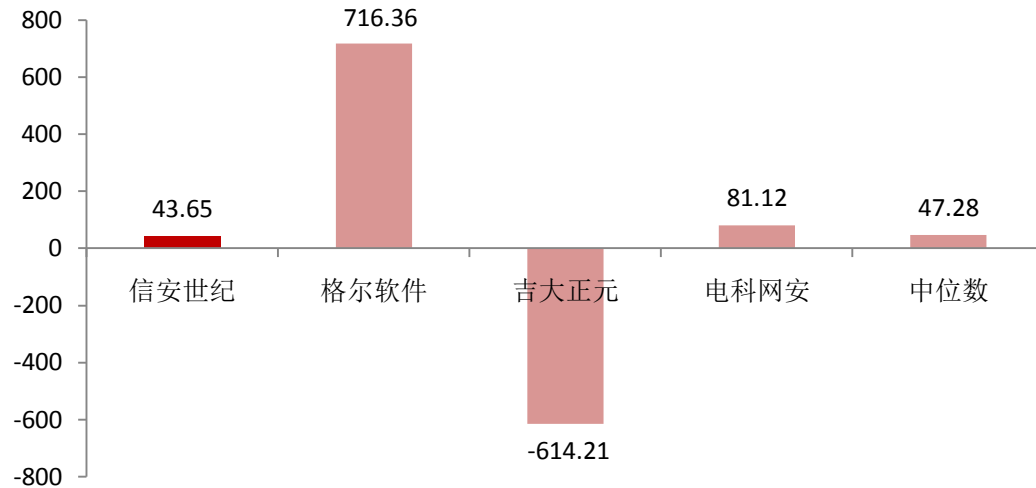
图 18: 公司当前 P/E (TTM) 估值水平略高于上市以来估值中枢



资料来源: Wind, 华通证券国际研究部

与同时点可比公司 P/E (TTM) 横向比较, 公司目前估值水平较低于行业中位数 47.28, 与可比公司相比, 除吉大正元负数 PE 外, 公司在各大可比公司中 PE 最低, 目前公司估值拥有一定的安全边际。

图 19: 公司当前 P/E (TTM) 估值低于行业中位数与各大可比公司



资料来源: iFinD, 华通证券国际研究部

在申万二级软件开发行业中, 以 2023 年预测期对应行业 P/E 平均值 48.82 为基准, 同时考虑可比公司估值情况、公司业务开展情况与未来业绩成长性, 我们给予公司 37-41 倍 PE 估值, 结合对应 2023 年公司 EPS 预测数: 1.61 元/股, 从而得到公司合理股价区间为 59.51 元至 65.95 元。

3.2. 公司绝对估值: DCF 模型估值分析

我们同时采用 DCF 模型对公司进行估值, 相关主要**关键假设**如下:

- (1). 无风险利率 R_f : 以当前我国十年期国债收益率水平为基准, 预计为 2.74%;
- (2). 股权市场风险溢价: 以 2023 年 1 月 Damodaran 最新公布的中国权益市场风险溢价数据 7.16%为基准;
- (3). Beta: 通过上市以来历史数据表现回归测算公司个股 Beta 值为 1.0325;
- (4). 税后债务资本成本 K_d : 以人民银行最新公布的 5 年期以上 LPR 为基准, 结合公司实际税率, 预计为 4.01%;
- (5). 永续增长率 g : 预计为 6.1%;
- (6). 公司快速增长期假设为 2022-2031 年, 分为两个阶段, 在维持 10 年之后进入永续增长阶段。



基于以上假设，我们测算得到公司 WACC 为 9.95%，对应预测各年 FCFF 后，进而得出公司整体估值为 91.63 亿元，对应每股内在价值为 66.48 元，该测算每股内在价值略高于前述 PE 估值模型我们给予的合理股价区间（59.51 元至 65.95 元）。

表 5：采用 DCF 估值模型，公司股权价值测算

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
第一阶段(2023E-2025E)	425.31
第二阶段(2026E-2032E)	1,503.45
第三阶段（终值）	7,212.01
企业价值 AEV	9,140.77
加：非核心资产	27.81
减：带息债务(账面价值)	5.73
减：少数股东权益	0.00
股权价值	9,162.85
除：总股本(百万股)	137.83
每股价值(元)	66.48

资料来源：iFind，华通证券国际研究部

表 6：DCF 估值模型股价敏感性测试分析

敏感性测试 WACC	永续增长率				
	5.70%	5.90%	6.10%	6.30%	6.50%
8.95%	82.31	86.87	92.06	98.04	105.00
9.45%	70.43	73.69	77.34	81.46	86.13
9.95%	61.38	63.80	66.48	69.45	72.77
10.45%	54.25	56.11	58.14	60.36	62.81
10.95%	48.50	49.96	51.54	53.25	55.12

资料来源：iFind，华通证券国际研究部



4. 公司未来六个月内投资建议

4.1. 公司股价催化剂分析

普世科技收购事项获批，打开军队、军工领域业务成长空间。2022年11月，公司发布公告拟以发行股份及支付现金购买北京普世科技有限公司80%的股权。方案目前已经正式获批，公司并已公布相关增发预案。普世科技多年深耕军队、军工领域，拥有广泛的行业客户基础，其业务已具备一定规模，2021年营收达7,351.51万元。此次收购完成后，公司可共享普世科技所拥有的丰富客户资源与专业领域长期技术沉淀与经验积累，进一步提升公司产品在军队、军工领域的竞争力，有望将公司现有业务快速扩展至军队、军工领域；同时，普世科技并表后，也将进一步提高公司的营收规模，增强公司整体业务的成长性。

推出新一期股权激励方案，进一步完善长效激励机制。2022年9月，公司通过了新一期股权激励方案，向156名激励对象授予限制性股票272万股。激励方案所设定的业绩考核目标为：以2021年营业收入为基数，2022年-2024年营业收入增长率分别不低于25%、56.25%、95.31%。新一期股权激励方案的推出，有利于维持公司核心团队的稳定性，进一步激发核心员工工作热情，推动公司未来业绩的良好增长。

各大产业信创数字化转型，催生强劲信息安全需求，行业战略地位日益凸显，相关产业利好政策有望持续出台。据中国信息通信研究院数据显示，2021年，发达国家数字经济占GDP比重为55.7%，同期发展中国家数字经济占GDP比重仅为29.8%，其与发达国家相比仍有显著提升空间。而在各大产业数字化转型进程，机构与企业所面临的网络安全问题也在与日俱增，其有望催生强劲信息安全需求。

同时，叠加地缘冲突等问题所带来的国际局势不确定性增加，网络安全行业的国家战略地位日益凸显。近年来，在国家高度重视下，我国信息安全相关法律法规与各项产业政策不断出台，以密码为核心的信息安全相关法律法规体系得到逐步完善。未来，在云计算、人工智能、大数据、5G、物联网等一系列新一代信息技术快速发展的情况下，相关针对性的产业利好政策有望持续出台，将为公司未来的发展创造良好的政策环境与持续外驱动力。

4.2. 公司未来六个月内目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂等相关利好因素，我们给予公司2023年39倍P/E估值，对应未来六个月内的目标价为62.73元。



5. 公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平，结合公司未来六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“推荐（首次）”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上

基准指数说明：A 股—主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生电子指数；美股基准为标普 500 指数。

6. 风险提示

行业竞争加剧风险：目前信息安全行业整体集中度较低。其市场细分程度较高，导致目前全球市场均呈现较为分散的特点，行业稳定竞争格局尚未确立。未来存在各大细分领域领先企业的业务边界不断向彼此延伸的可能性，其或将导致行业竞争加剧的风险，从而可能会对公司业绩带来不利影响。

收购整合不及预期风险：公司普世科技收购事项获批，拟进一步拓展军队、军工领域业务。本次收购预计将形成超 2 亿元商誉，如收购普世科技后公司业务整合不及预期，将可能对公司的财务状况、经营业绩产生不利影响。

公司销售回款不及预期风险：近 3 年来，公司经营活动净现金流呈现下降趋势，应收账款近年来增长较大，如未来销售回款不及预期，将可能对公司运营资金充足性产生不利影响。



附表：财务报表预测与主要财务比率 (单位：百万元)

资产负债表	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	105.79	184.94	152.02	162.03	200.16
应收票据及账款	247.09	385.41	520.13	615.30	743.07
预付账款	2.87	3.90	5.32	6.75	8.55
其他应收款	5.28	4.23	8.54	10.82	13.72
存货	65.21	77.51	98.16	121.37	149.58
其他流动资产	198.74	45.20	51.72	58.51	67.14
流动资产总计	624.97	701.19	835.90	974.78	1,182.23
长期股权投资	1.19	0.85	0.85	0.85	0.85
固定资产	465.56	511.38	639.94	792.67	958.91
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	16.79	16.00	15.83	16.00	16.33
其他非流动资产	97.81	97.72	97.72	97.72	97.72
非流动资产合计	583.68	627.58	755.16	907.24	1,073.82
资产总计	1,208.65	1,328.77	1,591.06	1,882.02	2,256.04
短期借款	14.93	4.19	-	-	-
应付票据及账款	63.24	71.86	110.97	139.05	174.92
其他流动负债	94.26	88.21	141.72	177.95	224.17
流动负债合计	172.43	164.26	252.69	317.00	399.09
长期借款	3.23	1.54	1.87	2.14	1.97
其他非流动负债	6.57	10.15	10.15	10.15	10.15
非流动负债合计	9.80	11.69	12.02	12.29	12.12
负债合计	182.23	175.95	264.70	329.29	411.21
股本	93.13	137.83	137.83	137.83	137.83
资本公积	604.13	568.46	568.46	568.46	568.46
留存收益	329.17	446.53	621.85	850.55	1,145.66
归属母公司权益	1,026.43	1,152.82	1,328.14	1,556.84	1,851.95
少数股东权益	-	-	-1.79	-4.11	-7.12
股东权益合计	1,026.43	1,152.82	1,326.36	1,552.73	1,844.83
负债和股东权益合计	1,208.65	1,328.77	1,591.06	1,882.02	2,256.04

现金流量表	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	145.86	163.51	194.27	261.22	344.52
折旧与摊销	11.10	22.48	25.42	31.92	38.42
投资损失	-4.17	-0.50	-2.01	-2.01	-2.01
营运资金变动	-76.55	-168.12	-75.01	-64.56	-87.22
其他经营现金流	10.53	42.64	27.29	27.29	27.29
经营性现金净流量	84.04	59.62	169.55	253.41	320.48
资本支出	453.91	69.46	153.00	184.00	205.00
其他投资现金流	-29.86	0.61	0.36	0.36	0.36
投资性现金净流量	-575.17	75.57	-152.64	-183.64	-204.64
短期借款	14.93	-10.74	-4.19	-	-
长期借款	3.23	-1.69	0.33	0.28	-0.17
其他筹资现金流	1.67	-67.58	-45.96	-60.04	-77.53
筹资性现金净流量	504.14	-70.97	-49.82	-59.77	-77.70
现金流量净额	13.00	64.26	-32.91	10.00	38.14

利润表	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	524.60	658.08	841.93	1,066.97	1,352.79
营业成本	146.27	187.51	238.87	299.32	376.53
税金及附加	5.23	3.14	7.75	9.83	12.46
销售费用	95.51	91.52	118.71	147.24	183.98
管理费用	41.37	57.84	68.20	84.82	106.19
研发费用	100.48	133.71	175.12	216.59	269.20
财务费用	-2.73	-0.39	-0.42	-0.45	-0.53
资产减值损失	-2.69	-4.72	-5.47	-6.40	-7.58
信用减值损失	-10.87	-29.01	-19.87	-23.05	-27.87
其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	4.17	0.50	2.01	2.01	2.01
公允价值变动损益	0.72	1.72	-	-	-
其他收益	27.94	14.55	23.59	23.59	23.59
营业利润	158.47	167.71	234.16	305.98	395.32
利润总额	158.23	172.98	235.87	307.68	397.02
所得税	12.37	9.47	15.95	20.81	26.85
净利润	145.86	163.51	219.91	286.87	370.16
少数股东损益	-8.27	-0.41	-1.79	-2.33	-3.00
归属母公司股东净利润	154.13	163.92	221.70	289.19	373.17
EBITDA	166.60	195.07	260.87	339.15	434.90
NOPLAT	142.24	156.63	217.74	284.66	367.88
EPS (元)	1.12	1.19	1.61	2.10	2.71

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营收增长率	26.02%	25.44%	27.94%	26.73%	26.79%
营业利润增长率	32.64%	5.83%	39.63%	30.67%	29.20%
EBIT 增长率	29.91%	10.99%	36.42%	30.48%	29.05%
EBITDA 增长率	27.69%	17.09%	33.73%	30.01%	28.24%
归母净利润增长率	43.63%	6.36%	35.24%	30.45%	29.04%
经营现金流增长率	-17.11%	-29.06%	184.37%	49.46%	26.46%
盈利能力					
毛利率	72.12%	71.51%	71.63%	71.95%	72.17%
净利率	27.80%	24.85%	26.12%	26.89%	27.36%
营业利润率	30.21%	25.48%	27.81%	28.68%	29.22%
ROE	15.02%	14.22%	16.69%	18.58%	20.15%
ROA	12.75%	12.34%	13.93%	15.37%	16.54%
ROIC	46.95%	19.20%	21.52%	23.09%	25.00%
估值倍数					
P/E	37.64	35.39	26.17	20.06	15.55
P/S	11.06	8.82	6.89	5.44	4.29
P/B	5.65	5.03	4.37	3.73	3.13
EV/EBIT	36.17	44.53	24.23	18.61	14.38
EV/EBITDA	33.76	39.39	21.87	16.85	13.11
EV/NOPLAT	39.54	49.06	26.20	20.08	15.50

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究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。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 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做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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。
8. 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。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。