

## 领先的智能卡操作系统和数字安全产品提供商

### 投资要点

- **专注于身份认证信息安全领域。**公司的主营业务是以 FT-COS 技术为核心研发的 USB Key、OTP 动态令牌、软件加密锁等身份认证类信息安全产品的开发和销售,产品应用于银行、证券、政府等领域,客户覆盖工商银行、中国银行、农业银行、交通银行、民生银行、招商银行等多家国内银行。
- **核心产品市占率位居前三,净利润快速增长。**公司的优势产品 USB Key 和 OTP 动态令牌的市场占有率位居行业前三位,其中 USB Key 产品收入占营收比重达 87%。随着个人网银用户规模的快速攀升,USB Key 的需求也出现了高增长,2013 年,公司实现营收 8.46 亿元,净利润 2.01 亿元,2010-2013 年收入和净利润复合增速分别达到 57.8%和 84.8%。
- **下游需求将稳定增长。**随着网上支付被越来越多用户视为日常消费的首选,身份认证作为信息安全防护的重要环节,需求拉动极为明显。以网银为例,预计到 2015 年国内 USB Key 销量将从目前的 1.3 亿支增长到 1.8 亿支左右,市场规模在 50-60 亿元。竞争格局上来看,我们认为银行采购体系相对稳定,较难出现一家独大的情况,因此获得银行供应商资格后各家公司的份额都相对稳定,而且一旦入围银行的供应商名录,通常都可以保持稳定的合作。
- **募投项目提升公司的综合竞争力。**公司本次拟公开发行 2376 万股,计划募集资金 6.63 亿,募投项目包括 USB Key 升级、身份认证云平台等七个项目,募集资金投向主要是围绕公司目前的主营业务,对现有产品进行技术升级和新产品研发。募投项目的实施旨在提升公司的技术研发能力,从而增强产品的市场竞争力;其次建设营销服务中心将提升服务能力,以加强对新客户的拓展和老客户的需求深挖。
- **投资建议。**我们预计公司 2014-2016 年实现营业收入分别为 11.84 亿元、15.99 亿元和 21.26 亿元,实现净利润分别为 2.85 亿元、3.82 亿元和 5.09 亿元,按照发行后的总股本计算,2014-2016 年的 EPS 分别为 3 元、4.02 元和 5.36 元,按照 33.13 的发行价,对应的 PE 分别为 11 倍、8 倍和 6 倍。
- **风险提示:**大客户依赖风险、下游需求萎缩、毛利率持续下降。

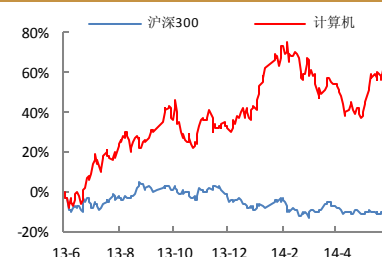
指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	845.82	1184.15	1598.61	2126.15
增长率	39.79%	40.00%	35.00%	33.00%
归属母公司净利润(百万元)	201.18	284.95	381.53	509.43
增长率	94.67%	41.64%	33.89%	33.52%
每股收益 EPS(元)	2.12	3.00	4.02	5.36
PE	16	11	8	6

数据来源:西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 纵菲  
执业证号: S1250513060004  
电话: 023-67610257  
邮箱: zfei@swsc.com.cn

### 所属行业市场表现



数据来源: 西南证券

### 本次发行情况

发行前总股本(万股)	7500
本次发行(万股)	2376
发行后总股本(万股)	9501
2013 年每股收益(摊薄后)(元)	2.68
2013 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	2.53

### 主要指标(2013 年)

每股净资产(元)	6.76
毛利率(%)	40.03
流动比率(倍)	5.19
速动比率(倍)	3.5
应收账款周转率(次)	15.47
资产负债率(合并报表)(%)	20.55
净资产收益率(加权平均)(%)	49.5

### 相关研究



## 目 录

一、身份认证类信息安全产品提供商 .....	1
公司概况.....	1
股权结构.....	1
二、行业成长性分析.....	2
网上支付愈加火热，安全性不容忽视.....	2
行业需求分析.....	4
行业竞争格局.....	6
三、公司业务分析.....	7
四、募投项目情况.....	8
五、盈利预测与投资建议.....	9
六、风险提示.....	9

请务必阅读正文后的免责声明部分

## 插图目录

图 1: 公司股权结构（发行前） .....	1
图 2: 公司员工结构 .....	2
图 3: 研发投入占营收比重 .....	2
图 4: 网络购物用户规模和网民使用率变化情况 单位: 亿人 .....	3
图 5: 网上支付用户规模和网民使用率变化情况 单位: 亿人 .....	3
图 6: 全国地级以上城市城镇用户个人网银比例 .....	4
图 7: 国内钓鱼网站涉及行业分布 .....	4
图 8: 四大行网银个人用户数变化情况 单位: 亿人 .....	5
图 9: 2013 年四大行网银个人用户数/借记卡累计发卡量 .....	5
图 10: 国内 USB Key 市场规模增长情况 .....	5
图 11: 飞天诚信营业收入及同比增速 单位: 亿元 .....	7
图 12: 飞天诚信归属母公司净利润及同比增速 单位: 亿元 .....	7

## 表格目录

表 1: 飞天诚信主要产品线 .....	1
表 2: 国内 USB Key 市场竞争格局 .....	6
表 3: 2011-2013 年前五大客户收入占比 .....	7
表 4: 公司主要产品销售价格 .....	8
表 5: 公司募集资金使用计划 .....	8
附: 财务预测表（单位: 百万元） .....	10



## 一、身份认证类信息安全产品提供商

### 公司概况

飞天诚信专注于身份认证类信息安全产品的研发、生产和销售，产品包括以 FT-COS 技术为核心技术开发的 USB Key、OTP 动态令牌、软件加密锁和智能卡及读写器等，其中公司 USB Key 和 OTP 动态令牌产品的市场占有率位居行业前三名。公司客户群包括工商银行、农业银行、中国银行、招商银行、交通银行、中信银行、民生银行、华夏银行等多家国内银行。

表 1：飞天诚信主要产品线

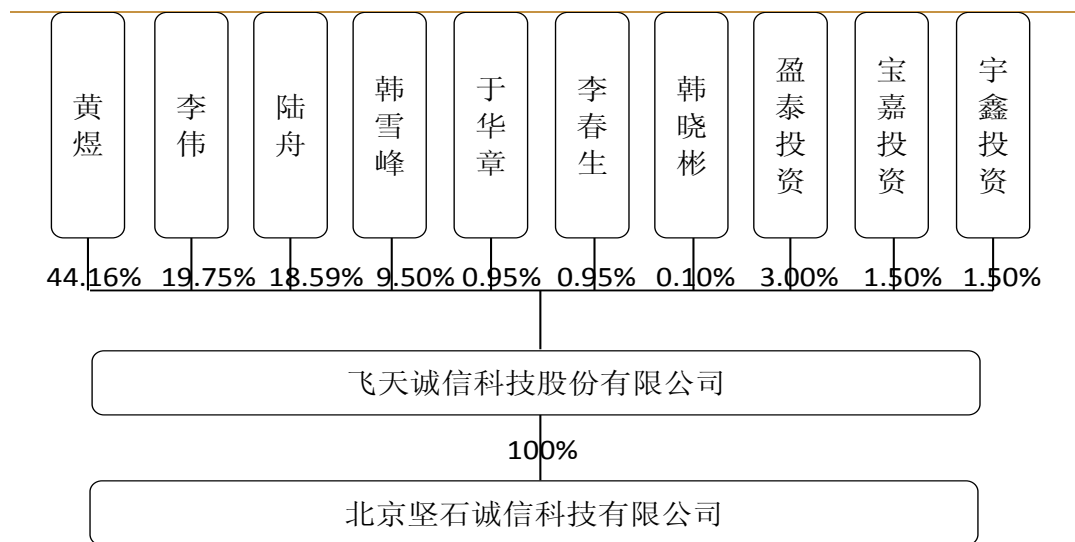
产品	用途	型号
epass 系列 USB Key	用于基于公钥体系 (PKI) 的数字证书和私钥的安全载体	ePass1000 系列、ePass2000 系列、ePass3000 系列
OTP 系列动态令牌	替代传统静态密码机制，用于电话银行、ATM 等非电脑环境下	OTPC100 事件型、OTPC200 时间型、OTPC300、OTPC400、OTP Mobile、OTP Server 软件系统
ROCKEY 系列软件加密锁	对软件和数据进行保护	ROCKEY1、ROCKEY3、ROCKEY5、ROCKEY7.NET
IC 卡及读卡器	应用于金融、电信、交通等领域的身份认证信息安全保护	FTCOS/PBOC 卡、FTCOS/PK、FT-Java 卡、FeiTian.NET Card、ROCKEY301、ROCKEY501、ROCKEY600、互联网移动支付终端产品 ePayPos3000

数据来源：招股说明书、西南证券研发中心整理

### 股权结构

公司控股股东和实际控制人为黄煜，持股 44.16%。其他三大股东分别为总经理李伟、副总兼总工程师陆舟和副总韩雪峰，分别持股 19.75%、18.59%和 9.50%。

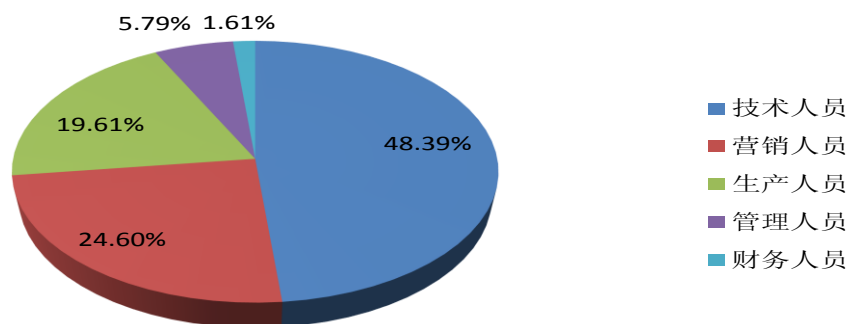
图 1：公司股权结构（发行前）



数据来源：招股说明书、西南证券研发中心整理

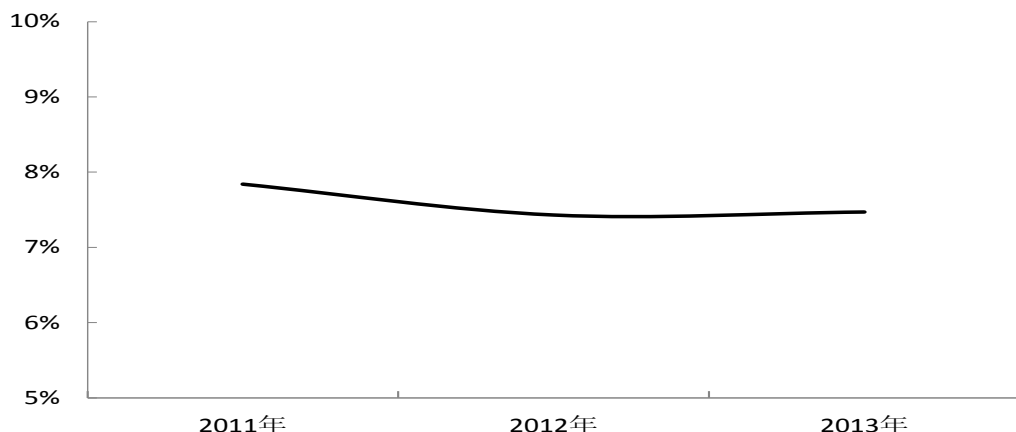
公司重视技术和产品的持续创新，员工结构以技术研发人员为主。截至 2013 年末，公司已获授权的专利共 560 件，其中发明专利 383 件。此外，公司参与了 USB Key 技术、密码钥匙技术等国家信息安全产业标准的制定工作，在行业内具有较强的技术和产品优势。

**图 2：公司员工结构**



数据来源：招股说明书、西南证券研发中心整理

**图 3：研发投入占营收比重**



数据来源：招股说明书、西南证券研发中心整理

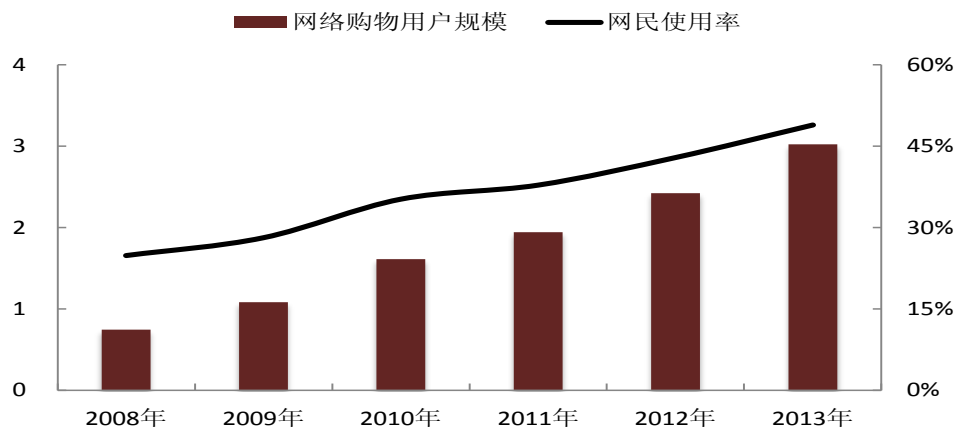
## 二、行业成长性分析

### 网上支付愈加火热，安全性不容忽视

根据 2014 年 1 月中国互联网络信息中心发布的《中国互联网络发展状况统计报告》的《网民互联网应用状况篇》中的数据，截至 2013 年末，国内网民规模达到 6.17 亿，其中网络购物用户规模同比增长 24.74%，达到 3.02 亿人，网民使用率达到 48.9%。而在网购用户中，使用网上支付的用户规模达到 2.6 亿，同比增长 17.9%，网民使用率达到 42.1%。随着网上支付、移动支付等业务的迅速发展，其安全性备受用户重视，安全性可以说是用户选择手机银行的首要考量因素。基于此，将推动身份类认证信息安全产品应用的不断更新升级。

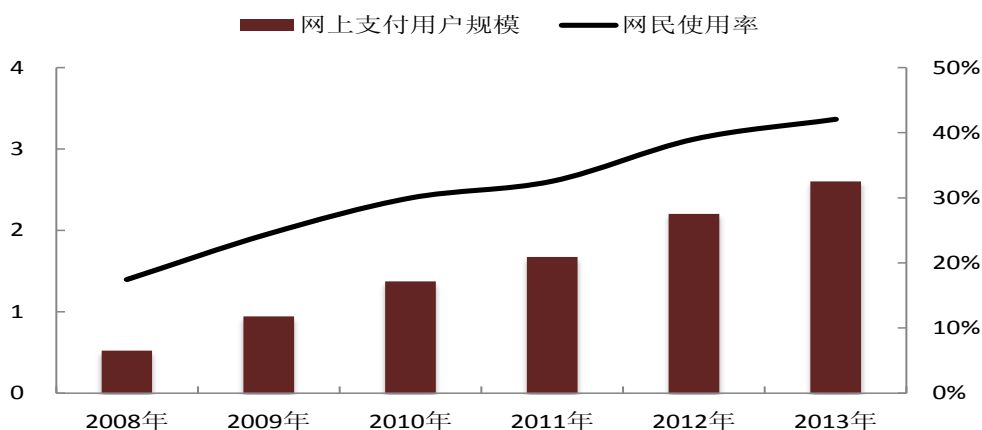


图 4：网络购物用户规模和网民使用率变化情况 单位：亿人



数据来源：CNNIC、西南证券研发中心整理

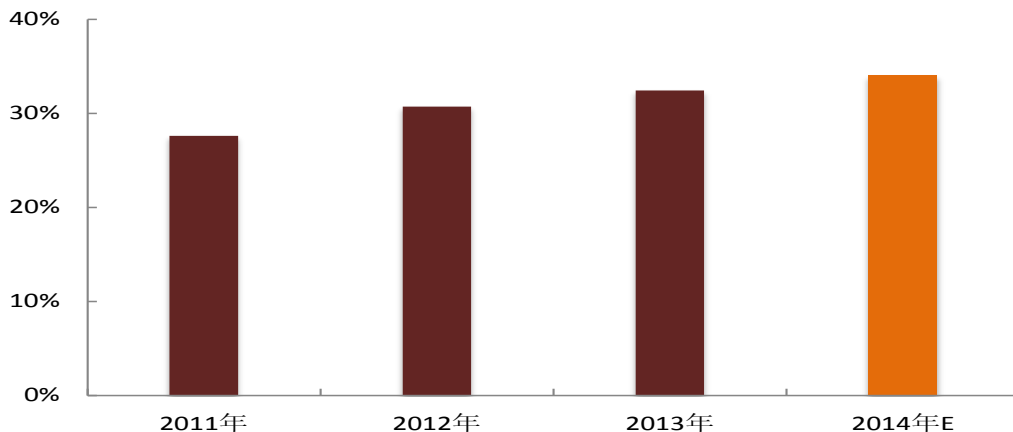
图 5：网上支付用户规模和网民使用率变化情况 单位：亿人



数据来源：CNNIC、西南证券研发中心整理

根据中国金融认证中心(CFCA)发布的《2013 中国电子银行调查报告》数据,2013 年,全国地级以上城市城镇个人网银用户规模同比增长了 1.7%,用户比例为 32.4%。新开户的个人网银用户中,有 46%的用户使用二代 USB Key, 44%的用户使用手机动态口令。

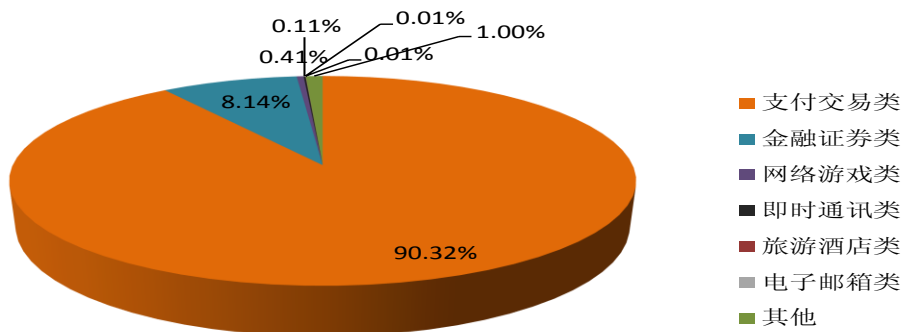
图 6: 全国地级以上城市城镇用户个人网银比例



数据来源: CFCA, 西南证券研发中心整理

网上支付和交易资金规模的快速增长, 也导致网络攻击手段更加的多样化和隐蔽, 针对网上支付的钓鱼网站和病毒数量暴增。因此, 基于网络安全环境的需求, 在线支付环节中的安全保护和对于身份认证的需求是迫切的。

图 7: 国内钓鱼网站涉及行业分布



数据来源: CNNIC, 西南证券研发中心整理

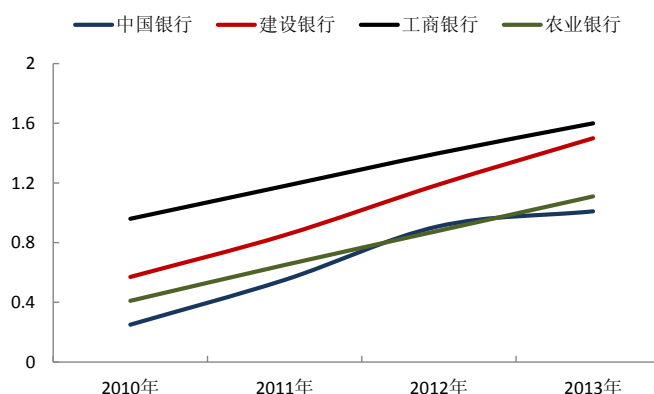
## 行业需求分析

### 新增需求

USB Key 的作用是支付环节的网络身份认证与授权提供安全解决方案。因此, 当我们分析 USB Key 的市场空间时, 首先要关注的是各家银行个人网上银行用户的规模。我们统计了四大行 2010-2013 年四年间网银个人用户数量的变化情况, 2010-2012 年, 除工行外, 其他三家的年平均增长率均在 40% 以上, 推动了 USB Key 市场的爆发性增长。但在 2013 年, 增速出现了明显的下降态势, 从网银个人用户数/借记卡累计发卡量的比重看, 未来网银个人用户规模的增长空间依旧较广, 但随着近年来股份制商业银行凭借服务和更低的手续费吸引了较多用户, 导致在新兴的网银业务面前, 四大行的潜在客户被严重分流, 基于此, 我们认为未来各银行的网银个人用户数量较难出现高增长, 增速将保持稳定。

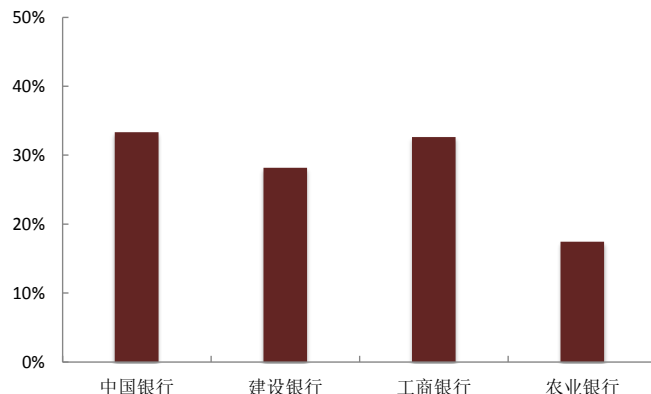


图 8: 四大行网银个人用户数变化情况 单位: 亿人



数据来源: 银行年报, 西南证券研发中心整理

图 9: 2013 年四大行网银个人用户数/借记卡累计发卡量



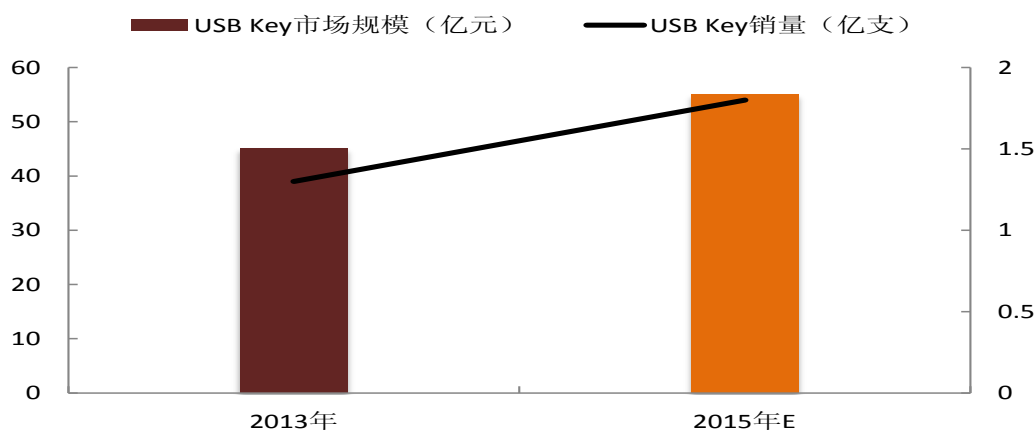
数据来源: 银行年报, 西南证券研发中心整理

### 升级换代需求

随着加密算法的技术和网络攻击技术都在不断升级, USB Key 和 OTP 动态令牌等产品必须对内置的算法机制进行升级和更新, 以支持新的密码算法, 产品的升级换代周期在缩短, 因此存量市场的新增需求规模也是相当可观的。

据中国信息产业商会智能卡专业委员会研究数据显示, 2013 年, 国内 USB Key 市场销量为 1.3 亿支左右, 市场规模约 40-50 亿元, 到 2015 年将达 到 1.8 亿支左右, 市场规模约 50-60 亿元, 销量 CAGR 将保持在 20% 左右。

图 10: 国内 USB Key 市场规模增长情况



数据来源: 飞天诚信招股说明书, 西南证券研发中心整理



## 行业竞争格局

目前，国内 USB Key 市场主要的竞争厂商有飞天诚信、北京握奇、天地融、捷德等。

表 2：国内 USB Key 市场竞争格局

银行名称	发 Key 类型	发 Key 厂商					
工商银行	II 代	华虹	明华澳汉	金邦达	捷德	天地融	飞天诚信
建设银行	II 代	天地融	握奇	大明五洲	华大智宝		
中国银行	II 代	握奇	飞天诚信				
农业银行	I 代	握奇	飞天诚信	天地融	旋极信息		
中信银行	I 代	飞天诚信	捷德				
民生银行	I 代	飞天诚信	捷德	海泰方圆	恒宝		
交通银行	I 代	飞天诚信	华申				

数据来源：西南证券研发中心整理

北京握奇：客户覆盖全球 50 多个国家和地区，涉及电信、金融、交通、政府、公共事业等领域，银行客户包括建设银行、农业银行、中国银行、招商银行、江苏银行、韩亚银行等。在美国、法国、印度、韩国等设有 11 个海外分支机构，产品线覆盖移动支付、金融 IC 卡、移动通信 SIM、交通卡、金融社保卡、网银安全认证设备、高速公路不停车收费 ETC、读卡器等。

天地融：主要业务是为金融行业提供专业的安全工具和安全解决方案。截至 2011 年底，天地融累计销售 USBKey 超过 2000 万支，其中二代 USBKey 销售超过 1500 万支。

捷德：全球著名的高科技跨国集团公司，总部位于德国慕尼黑，主要业务包括卡及卡系统业务、钞票和证券印刷、安全用纸、钞票清分设备以及完整的身份系统等。在 USB Key 产品方面，为中国 30 多家银行提供了基于 USB Key 产品 StarKey 的安全数字签名认证解决方案。

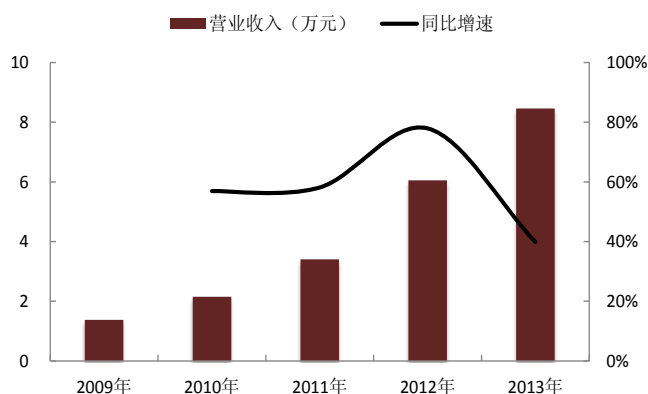
从行业竞争格局上看，我们认为银行采购体系相对稳定，较难出现一家独大的情况，因此获得银行供应商资格后的获得的份额都相对稳定，而且一旦入围银行的供应商名录，通常都可以保持稳定的合作。



### 三、公司业务分析

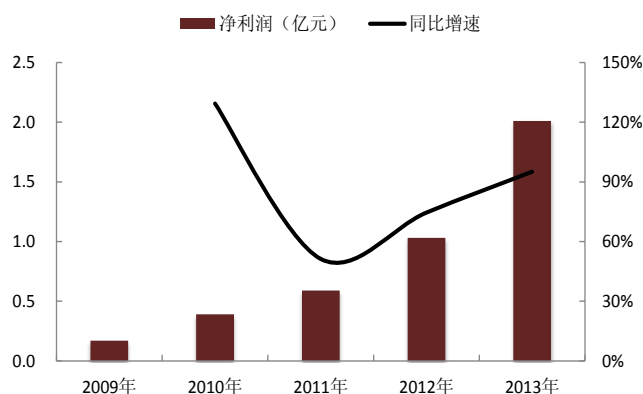
近年来，伴随着网上银行渗透率的提升，USB Key 产品的需求也呈现出爆发式增长态势，公司充分受益于行业的快速增长，过去三年收入和净利润复合增速分别达到 57.8% 和 84.8%。截止 2013 年，公司收入 8.46 亿元，净利润 2.01 亿元，其中 USB Key 系列产品的收入规模达到 7.38 亿元，占比 87.2%。

图 11：飞天诚信营业收入及同比增速 单位：亿元



数据来源：Wind、西南证券研发中心整理

图 12：飞天诚信归属母公司净利润及同比增速 单位：亿元



数据来源：Wind、西南证券研发中心整理

客户方面：由于公司主要产品 USB Key 目前主要的应用范围是在网上银行的身份认证领域，因此客户对象多为银行。银行客户的招标采购流程较为繁琐，对于产品供应商的要求也较为严格，因此准入门槛较高，一旦进入银行的采购名录，则竞争格局就相对稳定，但同时也导致客户群较为稳定的局面。

从下表我们不难发现，对公司营收贡献最大的是农业银行，2013 年来自农行的收入占总营收的 44.86%，在前文中我们所统计的四大行网银个人用户数/借记卡累计发卡量的比重数据中，农行仅为 17.45%，未来上升空间较大，因此我们认为中期内，农行依旧是公司营收的主要贡献来源。

表 3：2011-2013 年前五大客户收入占比

前五大客户	2011 年	2012 年	2013 年
农业银行	26.38%	42.98%	44.86%
工商银行		7.61%	9.03%
中国银行	9.63%	8.54%	4.37%
中信银行	4.62%	3.26%	4.10%
华夏银行	3.52%	2.20%	1.95%

数据来源：Wind、西南证券研发中心整理

产品价格方面：在前面我们提到一旦进入银行的采购名录，则竞争格局就相对稳定，产品单价也不会出现较大变化，除非升级换代。从公司的历史数据看，2012 年 USB Key 产品平均单价上升近 2 元/支，主要原因是单价较高的二代 USB Key 产品销量占比由 2011 年的 18.19% 提升至 60.86%；2013 年 USB Key 产品平均单价的下降，是因为公司主要客户工商银行和农业银行的采购价格下降所致。