

## 中孚信息（300659）

公司研究/简评报告

# 业绩符合预期，信息安全保密业务领先者

简评报告/计算机

2017年8月28日

### 一、事件概述

近期，中孚信息发布2017年半年报：2017H1实现营收9088.58万元，同比增长7.48%，归母净利润634.78万元，同比增加45.61%，扣非后归母净利润324.54万元，同比下降17.18%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 业绩符合预期，网络安全领域保密业务领先者

1、业绩落入预告区间，季节性因素明显。（1）按照产品服务分类：安全信息保密产品/商用密码产品/其他业务分别实现5798.29万/1612.35万/1534.51万元，同比增长29.69%/-16.04%/20.96%，毛利率分别为89.57%/41.41%/31.54%，同比增长2.01%/-3.99%/-11.44%。公司营业收入增长主要得益于国家对信息安全行业的政策支持和安全事件的驱动、客户安全产品需求增加及其自主安全投入的增加，业务拓展效果明显；（2）行业季节性明显，下半年收入占比较大。公司目前的主要客户包括党政机关、中央企业、科研院所等。因此，每年上半年收入确认较少，销售呈现较明显的季节性分布，并由此影响公司营业收入和利润也呈现季节性分布。2016年H2收入占全年比重为60.83%。

2、上半年首发上市，成功募资增强公司整体实力。公司于2017年5月17日首发上市，以12.85元价格发行2040万股，募集资金净额为22566.90万元，并投向信息安全保密检查防护整体解决方案、商用密码客户端安全产品、研发中心建设、营销及服务平台建设四大项目。上半年募集资金投入1459.87万元，自筹资金实际投资额4,487.79万。

3、我们认为，公司持续专注于信息安全保密领域，产品服务收入持续向好，随着《网络安全法》和《国家网络空间安全战略》的发布，公司业务迎来空前的发展机遇，未来有望成为网络安全领域保密业务领导者。

#### ➤ 三大业务持续向好，业绩增长基础稳固

1、安全保密业务扎实，受益于国产化替代进程。（1）公司围绕计算机终端保密检查系统、涉密计算机及移动存储介质保密管理系统产品持续开展技术创新，使产品的性能、兼容性、易用性等均得到良好的提升；（2）公司以国家分级保护建设相关标准为依据，结合国家有关政策要求，在电子政务内网建设方面进行了大量技术储备，努力推进产品、方案在全国电子政务内网进行应用。

2、发力商用密码业务，拓展身份认证、发票网络开具领域。（1）公司在江苏、山东、广东等省份联合工商管理部门，和工、农、中各银行以及金融卡提供商，持续促进联名模式的发卡业务，并完成卡片条带阶段集中个人化的发卡模式的批量验证工作；（2）在发票网络开具领域持续发力，和税务行业的合作伙伴共同开发多种形态的税务产品，重点针对起征点以下的市场主体提供基于智能手机的移动开票产品。

3、创新涉密信息系统集成方案，推广行业应用。公司针对不同政府部门、行业领域的涉密信息系统，以自主研发的软件产品为核心，融合虚拟化应用技术、密码技术、大数据分析技术，研发出一系列可适用于不同行业的安全保密防护

### 谨慎推荐

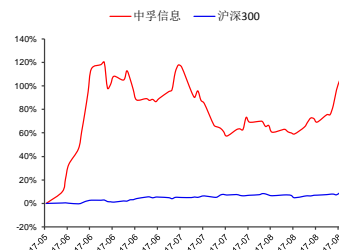
首次覆盖

合理估值：38.5—42元

交易数据 2017-8-25

收盘价（元）	37.92
近12个月最高/最低（元）	40.35/18.5
总股本（百万股）	81.60
流通股本（百万股）	20.40
流通股比例（%）	25%
总市值（亿元）	30.94
流通市值（亿元）	7.74

### 该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 分析师：郑平

执业证号：S0100516050001

电话：010-85127506

邮箱：zhengping@mszq.com

### 研究助理：杨思睿

执业证号：S0100116110038

电话：010-85127532

邮箱：yangsirui@mszq.com

### 研究助理：孙业亮

执业证号：S0100117080083

电话：010-85127532

邮箱：sunyeliang@mszq.com

### 相关研究

监管、安全数据传输等解决方案，并在检察、法院及军工等行业推广和应用。

4、我们认为，公司紧随国家政策导向及国内市场竞争环境变化，积极把握信息化发展趋势，以保密业务需求为导引，集中优势资源打造在网络空间安全保密领域的核心竞争力，巩固和夯实安全保密、商用密码领域的优势地位。

#### ➤ 技术研发与渠道建设并行，市场拓展效果显著

1、加大研发投入，巩固本地优势。(1) 2017H1 研发投入共计 1806.52 万元，同比增长 26.18%。新获得 9 项专利授权，5 项软件著作权证书，并获得多项涉密信息系统产品检测证书及商用密码产品型号证书等产品资质；(2) 自主研发的主机监控与审计系统、网络安全隔离与信息交换产品、非法外联及客户端安全监控系统、上网行为管理系统等的七大类十九款网络与信息安全产品成功中标“中央国家机关 2017-2018 信息类产品协议供货采购项目”；(3) 公司承担的 2014 年山东省自主创新及成果转化专项“私有云信息安全防护产品研发及产业化”项目，顺利通过山东省科技厅验收。

2、销售渠道布局全国，市场拓展效果显著。(1) 先后凭借三合一、互联网接入口保密检测器等多个产品确立市场先发优势，在保密领域积累大量客户，并先后在北京、南京等地设立了子公司或分公司，在哈尔滨、呼和浩特等地设立办事处。公司形成以济南、南京为研发基地，以北京为销售和服务中心，覆盖全国的营销及服务网络；(2) 安全保密市场拓展领域：涉密计算机及移动存储介质保密管理系统等传统产品依然占据较高的市场份额，公司产品在检察、海关、审计、质检、军工等近十个行业取得重要应用和突破。与联想、长城、浪潮等整机厂商在国产化推进项目中达成战略合作；(3) 商用密码市场拓展领域：公司在进一步巩固电子营业执照（标准卡）行业市场领先地位的同时，积极配合江苏、广东、山东等电子营业执照试点地区工商局与当地商业银行联合发行的加载金融功能的电子营业执照联名卡业务，先后取得江苏工行、江苏中行等供应商资格，联名卡业务有望成为公司新的业绩增长点。公司 6 月份中标青岛农商银行网银介质 USBKEY 的合作供应商资格。

3、我们认为，公司积极把握信息安全产业发展机遇，加大研发投入，加强品牌建设，拓展市场渠道，在传统安全保密业务稳定增长基础之上，电子营业执照和银行网银介质业务有望迎来放量增长，带动公司高速增长。

### 三、盈利预测与投资建议

预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.70 元、0.84 元和 1.0 元，当前股价对应的 PE 分别为 54X、45X 和 38X。基于公司刚上市并大力拓展全国渠道，营业成本和销售管理费将在一定程度上增加，并考虑自主可控国产化替代政策催化。给予公司 2017 年 55-60 倍 PE，未来 6 个月合理估值为 38.5~42 元，首次覆盖给予公司“谨慎推荐”评级。

### 四、风险提示：

安全保密市场竞争加剧；渠道建设不及预期；行业拓展不及预期。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	216	272	325	380
增长率（%）	4.0%	26.0%	19.5%	16.9%
归属母公司股东净利润（百万元）	48	57	68	82
增长率（%）	-1.4%	17.9%	19.8%	19.5%
每股收益（元）	0.79	0.70	0.84	1.00
PE（现价）	48.0	54.3	45.3	37.9
PB	14.9	13.3	10.3	8.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	216	272	325	380
营业成本	59	78	90	101
营业税金及附加	4	4	5	6
销售费用	43	54	65	76
管理费用	71	89	106	124
EBIT	39	46	58	73
财务费用	(0)	(1)	(1)	(2)
资产减值损失	2	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	37	47	60	75
营业外收支	17	0	0	0
利润总额	54	64	77	92
所得税	6	7	9	10
净利润	48	57	68	82
归属于母公司净利润	48	57	68	82
EBITDA	45	51	64	79

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	107	174	249	327
应收账款及票据	53	55	61	76
预付款项	2	2	2	3
存货	12	18	19	23
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	183	257	341	440
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	40	50	52	56
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	56	58	55	52
资产合计	239	335	416	512
短期借款	6	0	0	0
应付账款及票据	26	40	44	52
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	63	82	94	108
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	20	20	20	20
非流动负债合计	20	20	20	20
负债合计	83	102	114	128
股本	61	82	82	82
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	156	233	302	383
负债和股东权益合计	239	335	416	512

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	4.0%	26.0%	19.5%	16.9%
EBIT 增长率	21.0%	17.3%	26.3%	24.8%
净利润增长率	-1.4%	17.9%	19.8%	19.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	72.5%	71.3%	72.2%	73.4%
净利润率	22.4%	21.0%	21.0%	21.5%
总资产收益率 ROA	20.2%	17.0%	16.4%	16.0%
净资产收益率 ROE	31.0%	24.4%	22.6%	21.3%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.9	3.1	3.6	4.1
速动比率	2.7	2.9	3.4	3.9
现金比率	1.7	2.1	2.7	3.0
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	75.5	74.4	68.3	72.7
存货周转天数	84.6	82.9	76.7	81.4
总资产周转率	0.9	1.0	0.9	0.9
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.8	0.7	0.8	1.0
每股净资产	2.5	2.9	3.7	4.7
每股经营现金流	0.3	0.8	0.7	0.8
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	48.0	54.3	45.3	37.9
PB	14.9	13.3	10.3	8.1
EV/EBITDA	66.1	57.0	44.3	35.0
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	48	57	68	82
折旧和摊销	8	5	6	6
营运资金变动	(36)	18	3	(7)
经营活动现金流	20	63	60	64
资本开支	7	(9)	(15)	(14)
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(7)	9	15	14
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(2)	0	0	0
筹资活动现金流	(42)	(6)	0	0
现金净流量	(29)	67	75	78

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 分析师与研究助理简介

**郑平**，TMT组组长。中国人民大学管理学博士，中国石油大学商学院MBA导师，中央民族大学创业导师；拥有近十年TMT领域研究经验，2016年加盟民生证券。

**杨思睿**，计算机组组长。华中科技大学计算机博士，北京大学信息科学博士后，2010年任英特尔中国研究院高级研究科学家，2016年加盟民生证券。

**孙业亮**，计算机行业研究助理。电子科技大学工学学士，山东大学金融硕士；近两年软件开发实施经验，2017年加盟民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。