

# 信息安全第一股，十年期股权激励计划出炉



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

——卫士通（002268.SZ）

## 核心观点

### ❖ 卫士通：信息安全国家队，密码产业主力军

1998 年成立，公司 2008 年在深交所上市，成为中国“信息安全第一股”。公司控股股东是中国网安，实际控制人是中国电科，政府背景提供有力支撑。公司拥有从芯片、模块、整机、系统到整体解决方案与安全服务完整网络信息安全业务体系。公司将业务重心转向安全服务，整体毛利率稳定，服务毛利率有所增加。公司客户群体行业覆盖面广，党政军部门客户粘性大。公司业绩短期受疫情影响，产业链逐步恢复，业绩长期向好发展。

### ❖ 政策加码，数字经济新兴技术延伸网安需求

全球网络安全投入占系统总投入的比例近 10%，而我国占比不到 2%，我国网络安全产业规模占中国 GDP 总量 0.057%，而美国是 0.209%，差距明显，增长预期较大，网络安全行业空间大、增速快。随着等保 2.0 和《密码法》发布，2020 年更多重大网络安全政策和制度安排将有突破性进展。我国网络安全市场处于高度分散的状态，未来，我国网安行业格局有望向全球看齐，市场集中度进一步集中，头部企业料将率先受益。

❖ **公司看点：**（1）2020 年 4 月底，公司发布 10 年期股权激励计划，此次计划将公司业绩和个人绩效相结合，彰显公司长期发展的信心。（2）网安行业产品涉及安全保密，行业壁垒较高，公司以密码产品为核心，密码泛在化，安全服务化是公司未来发展方向，公司有望抓住中国网安市场结构向服务转型的发展机遇。（3）2020 年，金融领域是公司圈定的重要拓展方向。密码技术是数字货币的核心，公司有望参与维护数字货币安全。

### ❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 25.00、30.89、39.15 亿元，归属母公司净利润分别为 2.13、2.75、3.44 亿元。网络安全行业处于快速成长期，等保 2.0 和《密码法》的实施将为行业带来网安需求增量，PS 估值法更加适合，上市以来，公司的 P/S 处于 5-15 倍之间。首次覆盖，给予“增持”评级。

#### 盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万）	2103.8	2500.1	3088.6	3914.5
+/-%	8.9%	18.8%	23.5%	26.7%
归属母公司净利润（百万）	155.8	212.6	275.1	344.4
+/-%	29.6%	36.5%	29.4%	25.2%
EPS（元）	0.19	0.25	0.33	0.41
PE	111.14	81.42	62.93	50.26

资料来源：2019 年报，盈利预测截至日期：2020/06/10 川财证券研究所

风险提示：1）政策推进不及预期；2）疫情影响下游客户密码产品需求等。

## 📌 证券研究报告

所属部门	行业公司部/ 科技团队
报告类别	公司深度
行业评级	增持评级
报告时间	2020/06/10
前收盘价	20.65 元

## 📌 分析师

方科

证书编号：S1100518070002  
fangke@cczq.com

## 📌 联系人

周紫瑞

证书编号：S1100119080005  
zhouzirui@cczq.com

## 📌 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号 中海国际中心 15 楼， 100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 正文目录

一、卫士通：信息安全国家队，密码产业主力军 .....	5
1.1 公司背景：中国“信息安全第一股” .....	5
1.2 主营业务：密码泛在化，产业链完整 .....	6
1.3 财务状况：短期受疫情影响，产业链逐步恢复 .....	9
二、等保 2.0《密码法》带来网安需求增量 .....	12
2.1 网安行业空间大，市场结构向服务转型 .....	12
2.2 政策持续加码，行业迎发展新机遇 .....	14
2.3 网安细分领域多，格局相对分散 .....	15
三、公司看点 .....	17
3.1 10 年期股权激励彰显公司发展信心 .....	17
3.2 行业壁垒高，“四化”加深密码护城河 .....	18
3.3 标准制定者，前沿领域持续投入 .....	21
四、投资建议 .....	24
4.1 投资逻辑 .....	24
4.2 盈利预测 .....	25
五、风险提示 .....	26
盈利预测 .....	27

## 图表目录

图 1:	公司的发展历程.....	5
图 2:	公司股权结构.....	6
图 3:	公司各项业务占比.....	7
图 4:	公司各主营业务毛利率情况.....	7
图 5:	公司具有完整的网络信息安全产业链.....	8
图 6:	公司营业收入情况.....	9
图 7:	公司归母净利润情况.....	9
图 8:	公司营业收入集中在 H2, 尤其是 Q4.....	9
图 9:	公司归母净利润集中在 H2, 尤其是 Q4.....	9
图 10:	2019 年公司毛利率为 32.54%.....	10
图 11:	2019 年公司净利率有所提升 (7.56%).....	10
图 12:	公司三费占营业收入比例情况.....	10
图 13:	公司研发支出占营业收入维持 12%左右.....	10
图 14:	可比公司人均薪酬情况 (万元).....	11
图 15:	人均创收和人均创利 (万元).....	11
图 16:	公司资产负债率呈下降趋势.....	11
图 17:	公司的偿债能力较好.....	11
图 18:	中、美 2019 年 GDP 和网络安全产业规模.....	12
图 19:	中国 IT 安全占 IT 市场比例较低.....	12
图 20:	全球网络安全市场以安全增值服务为主.....	13
图 21:	中国网络安全市场持续向服务化转型.....	13
图 22:	中国物联网安全市场规模与增长.....	13
图 23:	中国云安全市场规模与增长.....	13
图 24:	关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见.....	15
图 25:	中国网络安全 100 强企业矩阵图.....	15
图 26:	中国网安行业集中度逐年提升.....	15
图 27:	中国网络安全市场产品构成.....	16
图 28:	中国网络安全市场需求构成.....	16
图 29:	公司具备的资质.....	19
图 30:	公司营销服务体系.....	20
图 31:	公司产业链合作伙伴.....	20
图 32:	国家标准制定、专利与核心技术、科研创新项目.....	21
图 33:	卫士通实验室研究方向.....	22
表格 1:	公司主要产品.....	7
表格 2:	公司典型客户.....	8
表格 3:	“两会”网络安全提案一览.....	14
表格 4:	科创板上市和拟上市的网络安全公司.....	16
表格 5:	公司股权激励计划 (公司业绩与个人考核相结合).....	17

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 6.	首期授予限制性股票的激励对象 .....	18
表格 7.	本计划首期拟授予的限制性股票在各激励对象间的分配情况 .....	18
表格 8.	商用密码重点企业 .....	21
表格 9.	公司各细分业务营收增速及未来三年预测 .....	25
表格 10.	公司各细分业务毛利率情况及未来三年预测 .....	25
表格 11.	公司期间费用率情况及未来三年预测 .....	26
表格 12.	可比公司估值 .....	26

## 一、卫士通：信息安全国家队，密码产业主力军

### 1.1 公司背景：中国“信息安全第一股”

1998 年成立，公司 2008 年在深交所上市，成为中国“信息安全第一股”。公司自成立以来一直深耕于信息安全领域，从密码技术应用持续拓展，形成密码产品、信息安全产品、安全信息系统三大信息安全产品体系。公司客户包括党政军用户、企业级用户和消费者，累计服务国内外用户超过 10000 家，并在奥运会、世博会、G20 峰会、9.3 阅兵等重大活动中提供信息安全保障。纵观公司的发展可以分为四个阶段：高起点创业期、市场拓展期、综合服务商转型期、产业链并购时期。

图 1：公司的发展历程

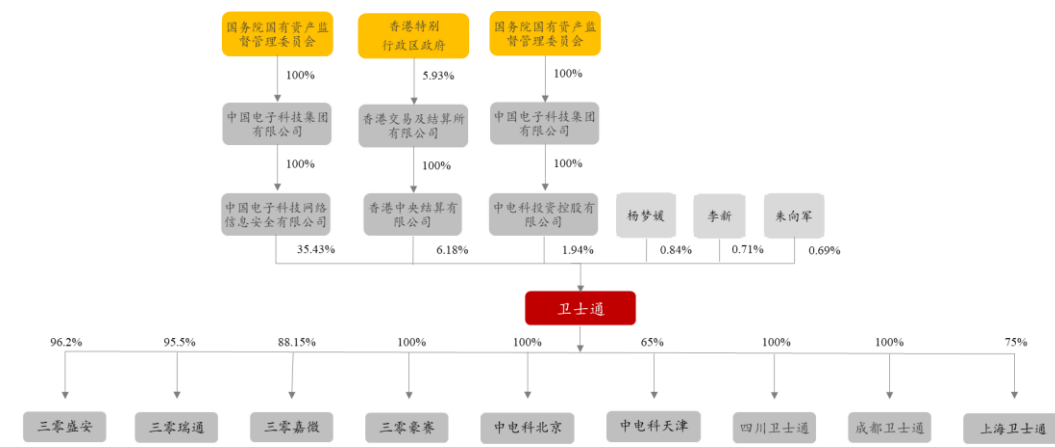
	1998-2001年 高起点创业期	2002-2007年 市场拓展期	2008-2013年 综合服务商转型期	2014-至今 产业链并购时期
公司	重点突破金融行业密码产品国产化难题，实现由技术科研向市场营销转变、由创业起步到产业布局的良好开局。	梳理和优化企业架构，企业管理从单纯的行政决策开始向专家决策机制模式转型，公司产品向各行各业延伸，形成多款产品系列，并向编制国家行业标准推进。	2008年，公司在深交所上市，重新构架，完成扁平化管理变革，从单一的信息安全产品供应商向兼顾国家责任和民生信息安全的服务商转型。	2014年，收购三零盛安、三零瑞通和三零嘉微，形成从芯片、产品到系统和应用的完整网络信息安全产业链。配合《密码法》等配套法规制订修订工作，向信息安全国家队转型。
市场	国内市场空白期、关键行业密码安全需要迫切	商密市场初具规模，但仍处于起步阶段，高技术、产品化程度不高。	云计算、物联网、三网融合、移动支付等新方向使得商用密码应用形势更加复杂多元。	十八大报告明确提出“健全信息安全保障体系”以及国家安全委员会设立等举措。

资料来源：公司官网，川财证券研究所

中国网安为控股股东，政府背景提供有力支撑，中国网安董事长，30 所所长卿昱新任公司董事长。公司控股股东是中国网安，持有公司 35.43% 的股份，实际控制人是中国电科。中国电科是军工电子国家队，中国网安是网络空间安全一流国家队，中国网安是中国电科根据国家安全战略发展需要重点打造的网络安全子集团，在支撑国家网络安全战略任务和赢得关键领域客户顶层信任方面具有天然的优势，具备雄厚的技术实力和创新的能力，能够为公司业务、技术、产品等各方面能力的持续提升和创新提供有力的支撑。2019 年 1 月 30 日，公司收到控股股东中国网安《关于推荐任职的函》，推荐卿昱同志为公司董事长。卿昱同志现任中国网安董事长，三十所所长。在新领导的带领下，公司发展步伐加快。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 2：公司股权结构



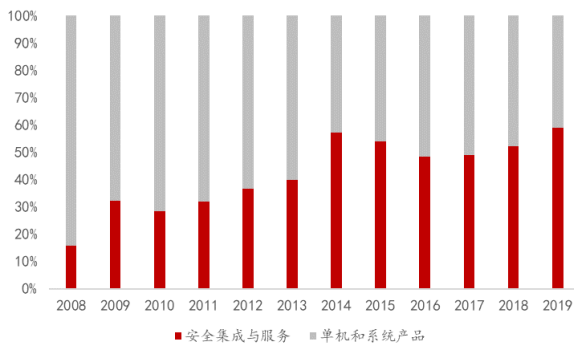
资料来源：Wind，川财证券研究所

## 1.2 主营业务：密码泛在化，产业链完整

公司在密码领域市占率排名第一。公司拥有从芯片、模块、整机、系统到整体解决方案与安全服务的完整网络信息安全业务体系。根据《2019 商用密码领域分析报告》，公司是目前国内唯一一家同时拥有涉密、商密领域最高级别资质的信息安全企业，也是目前国内以密码为核心的信息安全设备最大供应商。公司 2004-2018 年密码产品的国内市场占有率排名均居国内信息安全厂商(含外资)第一。公司横跨网络、主机、数据、应用、移动等多个安全领域。

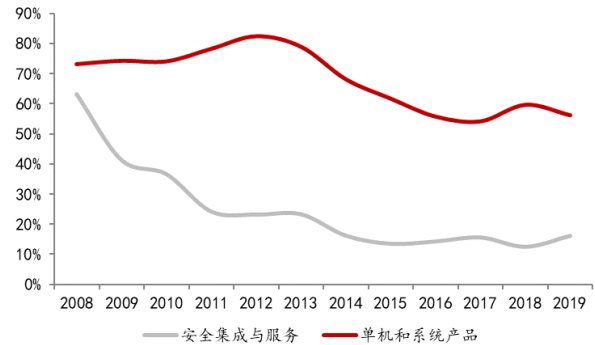
公司将业务重心逐步转向安全服务，公司整体业务毛利率趋于稳定。凭借先进的网安体系框架理念和完整的产品线综合优势，公司形成“安全咨询、在线安全服务、应急响应服务、安全运维服务”为主要内容的信息系统全生命周期安全服务与集成能力。公司安全服务与集成占比不断上升，在 2019 年营业收入中占比为 58.94%，占比较 2018 年提升 6.73%，较上市初期增加 44.24%。主营业务毛利率趋于稳定，安全服务与集成毛利率有所增加。2019 年，单机和系统产品毛利率 56.26%，比上年同期减少 3.46%，安全服务与集成毛利率 16.02%，比上年同期增加 3.62%。

图 3： 公司各项业务占比



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4： 公司各主营业务毛利率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司业务范围已覆盖安全产品研制、安全服务提供和安全集成。公司在信息安全领域深耕 20 余年，多项产品经国家主管部门鉴定认证为国内首创、国际领先水平。公司作为技术型企业，既有核心技术，又有核心产品和针对不同行业的解决方案，围绕核心技术和产品形成平台，在平台基础上支持多产品和多客户群的解决方案。

表格 1. 公司主要产品

安全产品	密码产品	密码芯片有嵌入式安全SE IP、高速可编程安全芯片、超低功耗安全芯片、移动终端安全芯片和物理噪声源芯片等；密码模块有TF密码模块、PCI-E系列密码卡和软件密码模块等；密码整机有金融数据密码机、服务器密码机、签名验签服务器等；密码系统有密钥管理系统、证书管理系统和密码中间件等
	网络安全产品	保障通信网络安全的产品有交换机、IPSec VPN、SSL VPN等；保障区域边界安全的产品有防火墙、网络安全隔离与信息单向导入系统、网络安全隔离与信息交换系统等
	计算安全产品	终端安全产品有主机监控与审计系统、终端安全登录与文件保护系统等；数据安全产品有电子文档密级标识生成与管理系统和企业网盘等；认证授权产品有信任服务基础设施、身份认证系统和电子印章系统等
	安全管理中心	安全运行监管系统、设备集中管理中心和高级威胁检测分析系统
	移动互联网安全产品	政务安全手机、政务安全平板、尊御安全手机、安全移动办公系统、VoLTE语音加密系统、橙讯即时通信系统、安全接入平台和移动终端安全管控系统
	云安全产品	云密码机、云密码资源池管理平台、云密钥管理系统和安全云终端
	物联网安全产品	安全视频加密系统和NB-IoT加密模组
	安全应用	可用于通用场景的安全电子邮件系统、安全即时通信系统、安全会议系统和电子文档安全管理系统等产品；专用于电子政务的电子印章系统、信任服务基础设施、电子公文交换系统等；专用于金融行业的金融数据密码机、金融IC卡密钥管理系统；专用于能源行业的电力纵向加密认证装置、电力防护加密系统等；专用于公检法的检察业务系统、公安刑侦智能化工作平台、涉案财物集中管理信息平台、行贿档案综合管理与评估系统等
安全服务		安全运营服务包括云密码服务、云认证服务、企业微信加密服务、网站安全防护和SaaS/PaaS/IaaS服务；监测预警服务包括安全态势感知与监测预警服务、高级威胁监测服务、互联网舆情监测服务和安全事件分析服务等；风险评估服务包括系统架构评估、渗透测试和安全加固等。
安全集成		项目规划、整体解决方案设计、工程建设、用户培训及安全服务等。

资料来源：公司官网，川财证券研究所

覆盖完整的信息安全产业链。2014 年，公司重组三十所旗下的三零盛安、三零瑞通、三零嘉微 3 家公司，形成从理论、算法、芯片、模块、平台、整机、系统到服务完善的信息安全产业链，并具备产业链各环节的设计、制造、营销、服务能力，成为公司核心优势。

图 5： 公司具有完整的网络信息安全产业链



资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司客户群体行业覆盖面广，党政军部门客户粘性大。公司服务的用户群体覆盖党政、政法、军队、军工、金融、能源、教育、医疗、通信等领域，累计服务用户数量超过 5000 家，满足用户从硬件到软件、从底层到应用层、从端到云的一体化安全需求。为国家 100 余个部/委/办/局、各省市自治区党委/政府、大型军工集团、国家电网/南方电网业务系统、各大银行总部及下属分支机构以及政法、社保、公交等行业持续提供安全产品与服务。

表格 2. 公司典型客户

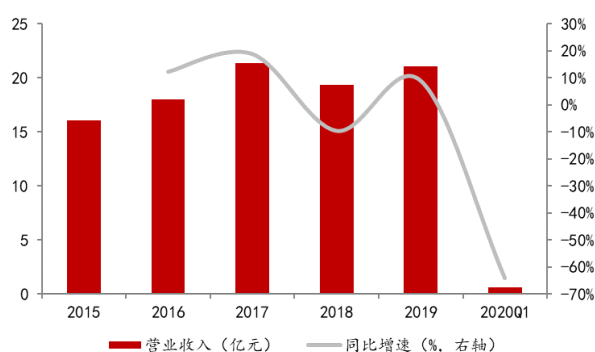
行业	典型客户
党政	全国人大、全国政协、国家公安部、国家工信部、发改委、国资委、国防科技工业局、安监总局、财政部、能源局、保密局、密码管理局、民航总局、广电总局、互联网信息办公室、计算机网络与信息安全管理中心、互联网应急中心
政法	最高人民法院、最高人民检察院、上海市高级人民法院、天津市高级人民法院、河北省高级人民法院、山西省高级人民法院、吉林省高级人民法院、黑龙江省高级人民法院、江苏省高级人民法院、浙江省高级人民法院、北京市人民检察院、上海市人民检察院、天津市人民检察院、重庆市人民检察院、河北省人民检察院、山西省人民检察院
金融	人民银行、国家开发银行、中国银行、中国工商银行、中国光大银行、中国农业银行、中国建设银行、中欧邮政储蓄银行、华夏银行、中信银行、中国人寿、太平洋保险、光大证券
应急管理	网络安全应急技术国家工程实验室、重庆市交通运行监测与应急调度中心、山西省政府应急办、四川省政府应急办、哈尔滨市应急管理办公室
医疗	武警总医院、陆军总医院、中国医学科学院北京协和医院
能源	国家电网、南方电网、大唐国际电力、中国华电集团、中国石油、中国石化
交通	国家交通运输部、交通部公路设计院、交通科学研究所、中国交通通信信息中心、北京轨道交通技术装备集团有限公司、广东省交通集团有限公司、广东省交通运输厅
通信	中国移动通信集团公司、中国电信集团公司、中国联通集团公司、华为技术有限公司、深圳市中兴移动通信有限公司

资料来源：公司官网，川财证券研究所

### 1.3 财务状况：短期受疫情影响，产业链逐步恢复

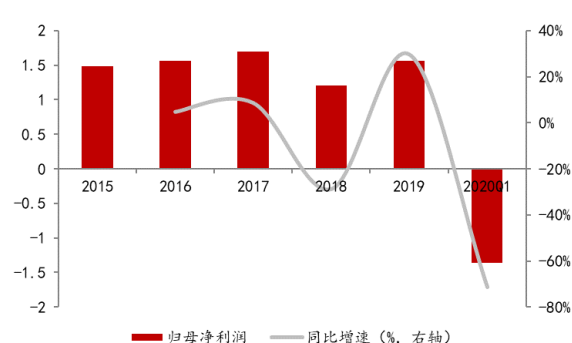
公司业绩短期受疫情影响，长期向好发展。2019 年，公司实现营业收入 21.04 万元，同比增长 8.95%；实现归母净利润 1.56 万元，同比增长 29.58%。受疫情影响，2020Q1 净利润亏损较去年同期扩大，原计划 Q1 签订的 0.80 亿元合同预计将推迟至 Q2 签订。目前产业链逐渐恢复，同时，公司加大资源投入确保重点项目实施和重点产品的研发，提升公司核心竞争力和抗风险能力，为业务稳健发展提供强有力的支撑与保障。

图 6：公司营业收入情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

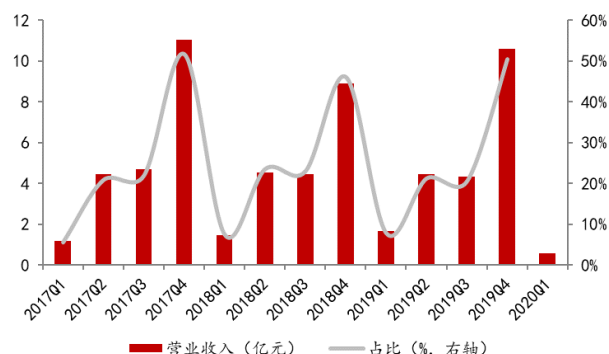
图 7：公司归母净利润情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

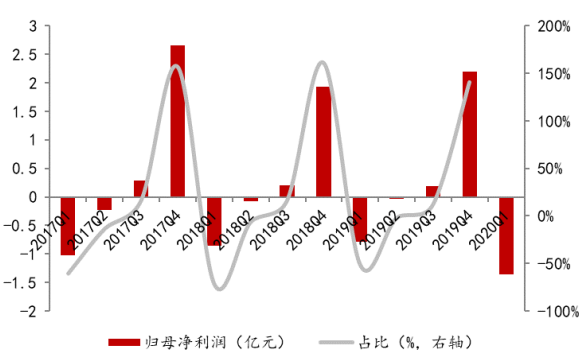
公司业绩存在一定的季节性，近几年来，每年 Q1 净利润几乎均为亏损状态。公司目前的主要客户包括政府机构、银行、国有大型企业等，这些客户大宗设备采购采取集中采购制度和预算管理制度，一般为下半年制定次年年度预算和固定资产投资计划，其审批通常在次年上半年，而设备采购招标一般则安排在次年年中或下半年。因此公司在每年上半年销售较少，至年中销售订单开始明显增加，设备交货、安装、调试和验收则集中在下半年尤其是 Q4。

图 8：公司营业收入集中在 H2，尤其是 Q4



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9：公司归母净利润集中在 H2，尤其是 Q4

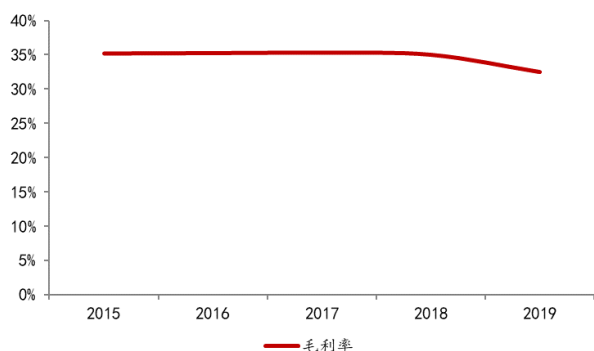


资料来源：Wind，川财证券研究所

公司净利率有上升势头，三费占比稳定。近五年来，公司毛利率水平稳定维持在 35% 左右，净利率在 2019 年有上升趋势。销售费用占营收比重较稳定，管理费用略有下降，财务费用占比提高是由于募投资金的陆续使用，公司可用于购买结构性存款的闲置募集资金较上年同期减少，同时市场利率也有所下滑，导致利息收入同比减少。

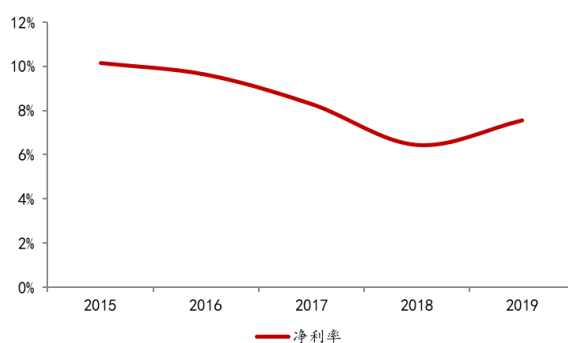
公司具有完整成熟的研发方案，研发支出维持在 12% 左右。公司长期在密码技术领域进行研究和拓展，具有深厚的技术积累。研发的系列密码产品具有完全自主知识产权，现有 143 项发明专利、374 项软件著作权。2019 年，公司开拓新产品，大力发展基础平台、高端安全芯片和整机产品，同时开展安全运营服务。全年共开展产品研发项目 67 个，为提升公司市场竞争力、形成新的经济增长点。

图 10：2019 年公司毛利率为 32.54%



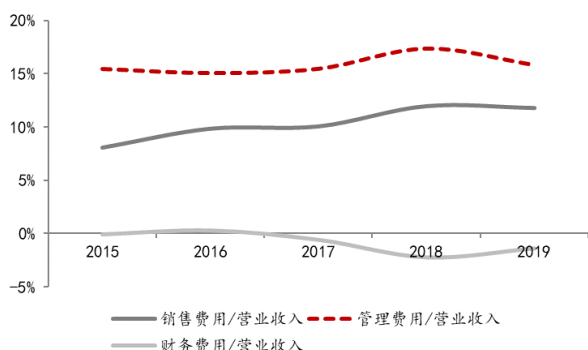
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：2019 年公司净利率有所提升 (7.56%)



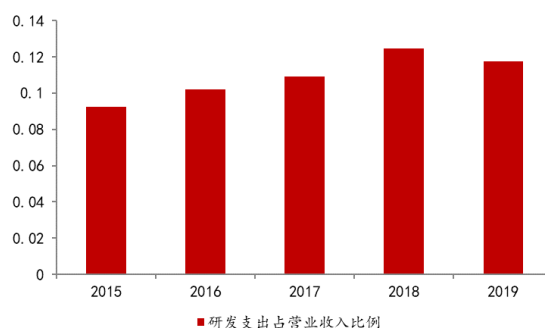
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12：公司三费占营业收入比例情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

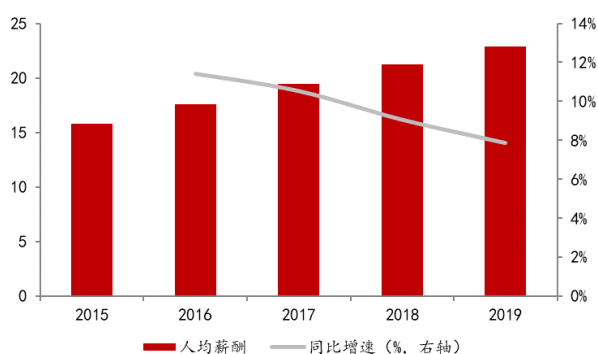
图 13：公司研发支出占营业收入维持 12% 左右



资料来源：Wind，川财证券研究所

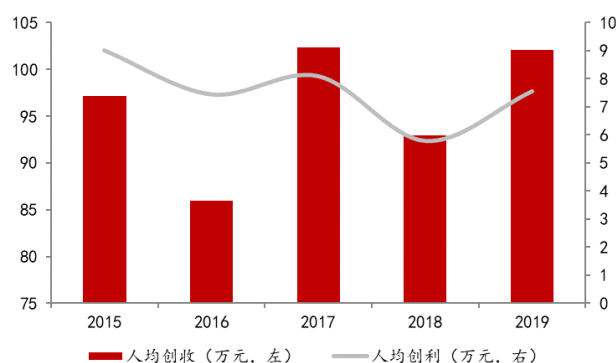
公司具有稳定的核心人才队伍。目前，公司现有员工数量 2000 余人，其中 70% 是技术人员，30% 是营销服务人员。作为人力资源和社会保障部指定企业博士后科研工作站，公司与众多国内知名高校保持长期合作，保证高端技术人才和领先技术的持续输入。通过人才培养、行业合作，建立将新技术快速产品化、市场化的产学研一体的发展模式。公司人均薪酬逐年上升，由于地处西部，与数字认证、格尔软件相比，公司的研发、管理成本相对较低，在市场竞争中将具有一定的成本优势。公司人均创收和创利稍有波动，2019 年呈现上升态势，表明在新领导班子的带领下，人才队伍活力持续激发。

图 14：可比公司人均薪酬情况（万元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

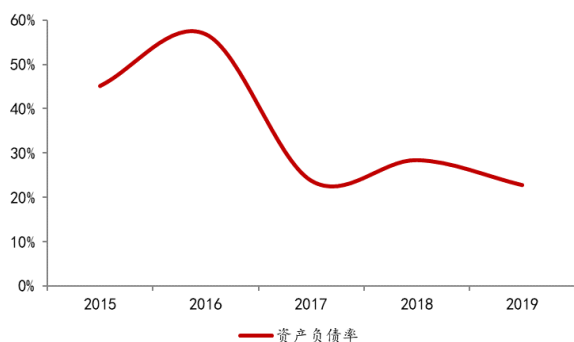
图 15：人均创收和人均创利（万元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

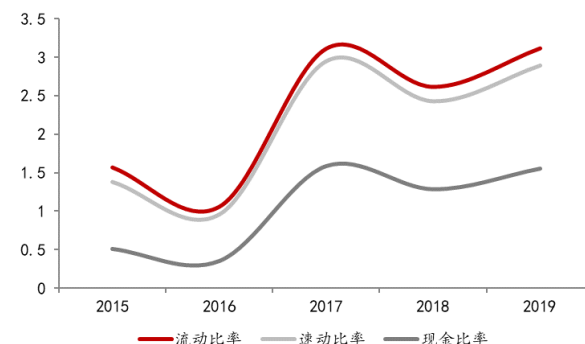
公司资产负债率处于低位，偿债能力较强。公司资产负债率自 2016 年以来有稳定下降的趋势。同时，公司的现金持有量比较高，偿债能力较强，遭受流动性冲击的风险较小。

图 16：公司资产负债率呈下降趋势



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 17：公司的偿债能力较好



资料来源：Wind，川财证券研究所

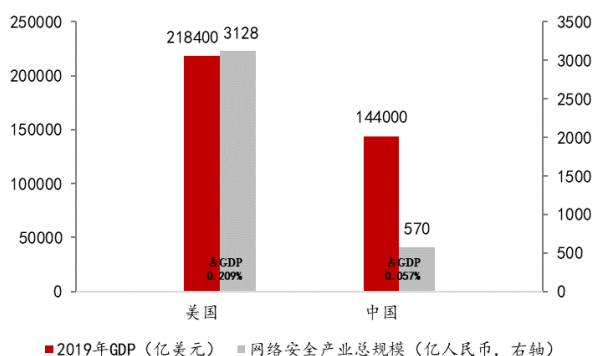
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 二、政策加码，数字经济新兴技术延伸网安需求

### 2.1 网安行业空间大，市场结构向服务转型

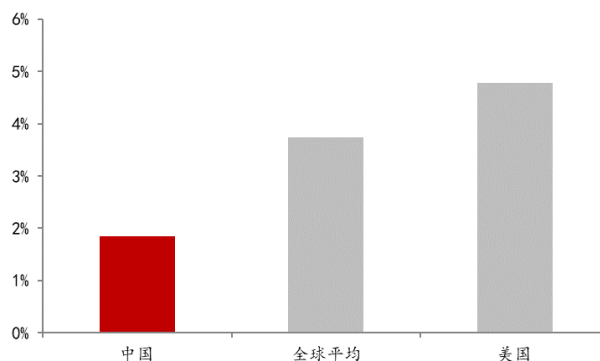
我国网络安全产业规模逐年增长，和美国相比发展空间巨大。根据美国商务部，2019年美国GDP为21.43万亿美元，增速2.3%；根据IDC，2019年美国网安产业规模为447.37亿美元，增速7.0%，占美国GDP总量0.209%。2019年我国GDP为990865亿元，按年平均汇率折算达到14.4万亿美元，GDP增速6.1%。综合IDC、信通院、赛迪等第三方机构数据，取均值估算2019年，我国网安产业规模在570亿左右，我国网络安全产业规模占中国GDP总量0.057%，和美国的0.209%相比还有很大的成长空间。根据公司年报，2019年，我国网络安全产业规模超过600亿元人民币，2025年市场规模将超过2000亿元，年均增长超过20%，远高于全球8%的平均水平。全球网络安全投入占系统总投入的比例近10%，而我国占比不到2%，增长预期巨大。

图 18：中、美 2019 年 GDP 和网络安全产业规模



资料来源：IDC、信通院、赛迪等，川财证券研究所

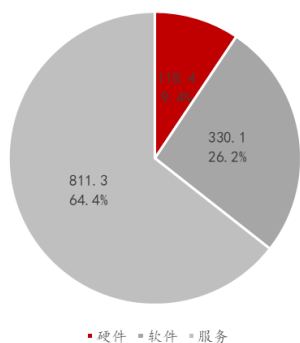
图 19：中国 IT 安全占 IT 市场比例较低



资料来源：IDC，川财证券研究所

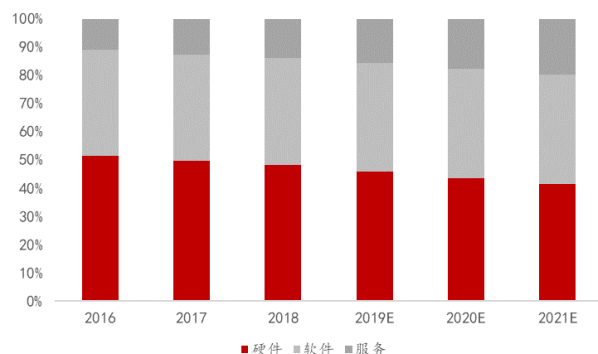
全球网安市场以安全增值服务为主，中国网安市场持续向服务化转型。全球市场以提供订阅化服务为主，安全服务（64%）和软件（26%）的占比较高，中国网安市场中硬件的比例较高（40%以上），但是随着虚拟化和云服务理念的渗透，市场盈利模式正在从软硬件向服务转型，硬件占比从51.5%下降到41.3%，服务从11.1%提升至19.8%。

图 20：全球网络安全市场以安全增值服务为主



资料来源：赛迪顾问，川财证券研究所

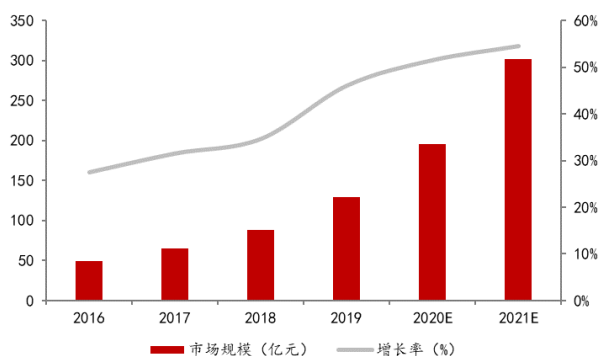
图 21：中国网络安全市场持续向服务化转型



资料来源：赛迪顾问，川财证券研究所

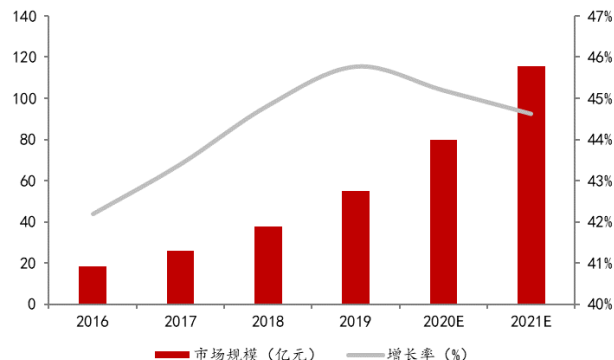
新技术和新场景下，网安行业赛道长、天花板高，市场规模增速较快。5G、人工智能、区块链、大数据、云计算等新技术不断萌生，新应用不断落地，安全形势愈发严峻，同时为各类安全产品与服务的研发与部署提供广阔应用场景。物联网安全市场规模最大，且近两年增速达到50%左右，在网络安全新兴场景中需求量最大，大数据、云和工业互联网安全市场也在迅速扩大，增速达35%以上。伴随着物联网市场规模的快速增长，物联网设备、网络、应用面临严峻的安全挑战。云计算带动无服务器计算发展，亦将引发新网络信息安全问题，攻击者更容易借无服务器计算隐藏活动踪迹制造网络威胁。

图 22：中国物联网安全市场规模与增长



资料来源：赛迪顾问，川财证券研究所

图 23：中国云安全市场规模与增长



资料来源：赛迪顾问，川财证券研究所

## 2.2 政策持续加码，行业迎发展新机遇

今年一批重大网络安全政策和制度安排将有突破性进展，网安行业获得政策红利。网安领域，《关键信息基础设施保护条例》有望出台、《个人信息保护法》将正式进入立法进程，网络安全等级保护制度 2.0 标准于 2019 年 12 月 1 日开始实施。等保 2.0 有两个比较重要的变化：等保 1.0 的最高国家政策是国务院 147 号令，而等保 2.0 标准的最高国家政策是网络安全法，因此不开开展等级保护等于违法；对云计算、物联网、移动互联网、工业控制、大数据新技术提出新的安全扩展要求。密码领域，《密码法》正式实施，这是我国密码领域第一部综合性、基础性法律。密码服务、密码评测等一系列配套政策法规和标准将不断落地。两会期间，一系列“网络安全”、“物联网安全”、“工业互联网安全”、“人工智能安全”、“数据安全”的提案提出，可见网安的重要性。

表格 3. “两会”网络安全提案一览

热点	项目	建议
网络安全	一、提高网络安全应急处置能力	完善国家层面的网络安全应急管理制度体系；建设全国性网络安全应急管理处置平台；配套制定网络安全处置应急征用办法；研究开展必要的实战性网络安全测试。
	二、网络安全是新基建的基础型技术之一	一是要运用整体思维，规划新基建网络安全防护体系顶层设计；二是要同步建设新基建的安全基础设施，聚焦新基建安全能力构建；三是要强化大数据平台安全，实现安全的大数据协同计算；四是要开展常态化网络安全攻防对抗演习，持续检验和提升新基建安全能力。
	三、重点盯防关键基础设施与重点场景安全	构建新基建网络安全防护体系，尽快制定《国家 5G 安全战略》，加快推进工业互联网安全保障，加强信创网络安全保障能力建设。
数据安全	一、与国际规则对接，强化数据安全专项立法和严格执法	一是强化数据安全专业立法和专项执法；二是积极开展数据和人工智能安全国际规则对接；三是加大扶持做大做强网络安全产业；四是要建立适应人工智能发展的数据流通体系。
	二、加强数据安全保护与利用	应从全生命周期角度对数据面临的安全问题进行规制；加强企业在数据安全保护方面的意识和能力，以及完善数据控制和流通规则，明确界定数据流通过程中各方的责任和义务，保障数据的有效利用。
	三、加快制定“数据安全法”，进一步完善数据治理	一是细化数据安全与隐私保护规则，保护公民合法权益；二是明确数据的权利归属，促进数据的确权、流通、交易和保护；三是建立数据合理使用制度，实现个人与数据使用者之间的利益平衡；四是建立公共数据开放共享规则，促进公共数据的合理利用；五是完整确立我国数据跨境流动制度，应对国际数据竞争。
个人信息保护	一、加强个人信息保护，建设形成安全可靠的现代化交通治理体系	针对新冠肺炎疫情期间采集的个人信息设立退出机制，加强对已收集数据的规范性管理，研究制定特殊时期的公民个人信息收集、存储和使用的标准和规范。
	二、大数据广泛应用背景下，保障个人信息安全迫在眉睫	一是加快立法进程；二是设立专门监管机构；三是确立运营主体运营规范；四是赋予信息主体自我保护权利。
物联网安全	一、推动人工智能赋能工业互联网安全发展	(1) 引导成立联合实验室促进技术与复合型人才培养；(2) 促进人工智能赋能工业互联网安全实践落地；(3) 推动人工智能赋能工业互联网安全可持续自适应演进
	二、推进智能车联网安全风险评估及检测	(1) 建议相关单位启动或加快完成车联网、车载娱乐系统等信息安全标准制定； (2) 建议在《机动车运行安全技术条件》中增加信息安全要求，明确智能网联汽车、车辆辅助驾驶系统的信息安全风险评估要求和信息系统与数据安全要求； (3) 建议要求对含有电子系统、尤其是具有操作系统的智能网联汽车重要零部件进行销售前进行信息安全检测； (4) 建议包括无人试验车、无人出租车、低小慢速智能设备等智能网联车和含有辅助驾驶功能传统汽车、新能源汽车的在投入使用前必须进行全面的系统信息安全风险评估。 (5) 建议要求针对无人试验车、无人出租车、低小慢速智能设备、电动车等智能网联车建立常态化的信息安全检测和评估机制。 (6) 建议对全国在建或已建成的各无人车、智能网联汽车、低小慢速智能设备的示范区及封闭型试验区进行智能车联网风险评估，并形成常态化评估机制； (7) 建议针对目前国内市场上所有的国外进口整车型号，根据《中华人民共和国网络安全法》和《个人信息保护法》等法律条例进行全面信息安全风险评估，并根据法律要求将云端车辆服务系统迁移至中国境内，以防止我国公民个人隐私信息的泄露。
		转变智慧城市安全建设思想，由同步建设转为安全先行；转变智慧城市安全建设思想，由同步建设转为安全先行；正确处理智慧城市与信息安全发展关系；确保智慧城市数据安全保护；制定物联网安全技术方向鼓励智慧城市关键技术引进和创新。
智慧城市安全	安全建设智慧城市	转变智慧城市安全建设思想，由同步建设转为安全先行；转变智慧城市安全建设思想，由同步建设转为安全先行；正确处理智慧城市与信息安全发展关系；确保智慧城市数据安全保护；制定物联网安全技术方向鼓励智慧城市关键技术引进和创新。

资料来源：信息安全与通信保密杂志社，川财证券研究所

数据首次纳入生产要素之中，数字经济的发展带来网络安全需求。4 月 9 日，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》正式发布。数据首次被《意见》纳入生产要素之中。《意见》指出加强数据资源整合和安全保护，推动完善适用于大数据环境下的数据分类等级安全保护制度，加强对政务数据、企业商业秘密和个人数据的保护。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 24：关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见

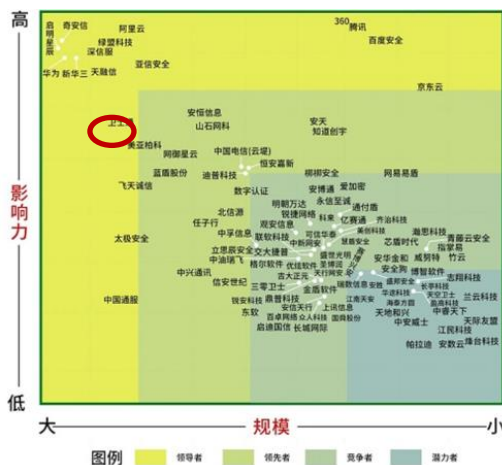


资料来源：中国政府网，川财证券研究所

## 2.3 网安细分领域多，格局相对分散

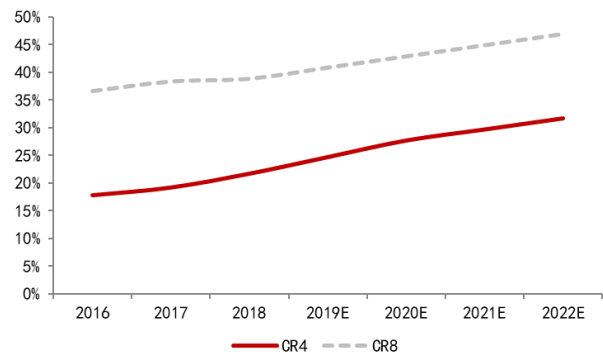
我国网络安全行业还处于市场高度分散的状态，未来市场集中度有望进一步集中。在过去三年中国网安市场集中度呈现上升态势，但是市场较为分散、仍属于竞争型市场，根据《2019 年中国网络安全产业报告》，2018 年国内网安市场 CR1 为 6.41%，CR4 为 21.71%，CR8 为 38.75%，排名前五的企业分别为启明星辰、奇安信、深信服、天融信、绿盟科技。未来随着政策和新技术带来网安需求的扩张，具备领先技术和丰富客户的企业将进一步增长，行业集中度有望持续提升。根据安全牛，在我国网安 100 强企业中，卫士通处于领导者象限。

图 25：中国网络安全 100 强企业矩阵图



资料来源：安全牛，川财证券研究所

图 26：中国网安行业集中度逐年提升

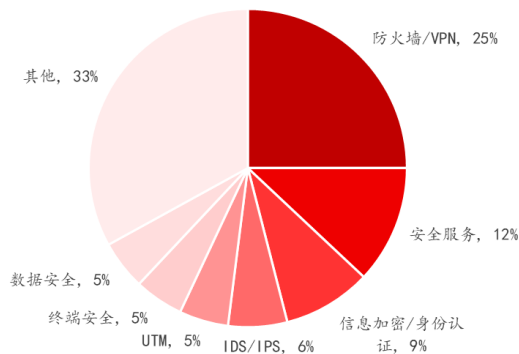


资料来源：《2019 年中国网络安全产业报告》，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

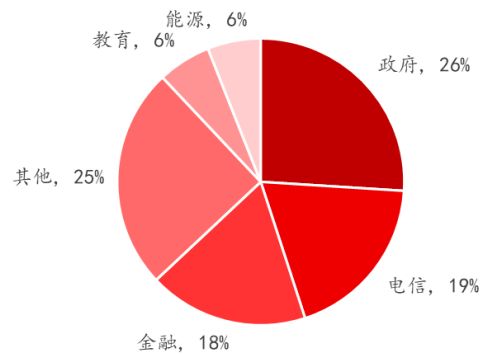
网络安全产品种类繁多，政府、电信、金融需求占比超过 60%。不同产品间的技术差异使得不同厂商在不同的产品领域具有技术和产品上的优势；同时，用户对于信息安全的多元化需求也使得信息安全市场呈现出多元化发展趋势，厂商在自身定位上也会寻找差异化竞争的优势。这使得信息安全行业在各个细分领域均有着细分领域领军企业，例如 IDS/IPS 及 UTM 领域的启明星辰、防火墙领域的天融信、信息加密/身份认证领域的卫士通等。

图 27：中国网络安全市场产品构成



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 28：中国网络安全市场需求构成



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

科创板为更多网络安全公司上市打开通道，为网安公司提供直接融资的渠道和快速发展的机遇，同时有望提升网络安全行业估值。

表格 4. 科创板上市和拟上市的网络安全公司

代码	公司	审核状态	成立日期	员工人数	涉及领域
688030.SH	山石网科	已发行	2011	1085	中国网络安全行业的技术创新领导厂商
688023.SH	安恒信息	已发行	2007	1799	涉及应用安全、大数据安全、云安全、物联网安全、工业控制安全及工业互联网安全等领域
688168.SH	安博通	已发行	2007	192	国内领先的网络安全系统平台与安全服务提供商
A19061.SH	恒安嘉新	辅导备案登记受理	2008	783	具有“云—网—边—端”整体解决方案的通信网安全领军企业
A20144.SH	纬德信息	已受理	2012	115	工业互联网信息安全领域的技术创新型企业
A20140.SH	森根科技	已受理	2006	227	于数据采集、数据融合计算及在公共安全等领域的应用
A20108.SH	奇安信	已问询	2014	6895	为政府和企业提供新一代网络安全产品和服务的综合型集团公司
A19122.SH	白山科技	已问询	2015	326	国内领先的专注于数据分发、安全和应用集成领域的云计算服务提供商
A16202.SH	云涌科技	报送证监会	2010	137	专注于工业互联网领域的高新技术企业
A19452.SH	博睿数据	待上会	2008	331	中国技术最为领先的网络服务质量监测和页面安全预警平台
A19429.SH	信大捷安	已回复(第二次)	2004	778	商用密码
A19235.SH	光通天下 (IPO终止)	终止审查	2014	153	以云安全技术为核心的互联网安全服务提供商
A19143.SH	连山科技 (IPO终止)	终止审查	2006	231	军用信息安全

资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

### 三、公司看点

#### 3.1 10 年期股权激励彰显公司发展信心

10 年期股权激励计划彰显公司对未来长期发展的信心，覆盖公司 15% 员工。2020 年 4 月底，公司发布限制性股票长期激励计划暨首期实施方案，将公司与员工利益紧密捆绑，共同成长。本计划有效期为 10 年，首期拟向激励对象授予 838 万股股票，约占本计划公告时公司股本总额 83,833.6 万股的 1%；其中预留 16.80 万股，占首期限限制性股票授予总额的 2%，作为后续引进高级人才的激励。本计划首期授予限制性股票的激励对象为公司高级管理人员、公司和控股子公司对整体业绩和持续发展有直接影响的管理人员、核心技术人员和骨干员工约 311 人（不含预留人员），约占 2019 年底公司总人数 2,061 人的 15%。采用公司业绩和个人绩效相结合的方式，充分调动管理层和技术骨干的工作积极性。

表格 5. 公司股权激励计划（公司业绩与个人考核相结合）

解锁期	解锁业绩条件	解锁比例
第一期解锁	1、解锁日前一年度 $ROE \geq 3.6\%$ ； 2、解锁日前一年度相比于 2019 年净利润 $CAGR \geq 10\%$ 或不低于对标企业 75 分位值； 3、解锁日前一年度的 EVA 需较上一年度有所增长，且高于 2019 年的 EVA。	40%
第二期解锁	1、解锁日前一年度 $ROE \geq 4.0\%$ ； 2、解锁日前一年度相比于 2019 年净利润 $CAGR \geq 13\%$ 或不低于对标企业 75 分位值； 3、解锁日前一年度的 EVA 需较上一年度有所增长，且高于 2019 年的 EVA。	30%
第三期解锁	1、解锁日前一年度 $ROE \geq 4.5\%$ ； 2、解锁日前一年度相比于 2019 年净利润 $CAGR \geq 16\%$ 或不低于对标企业 75 分位值； 3、解锁日前一年度的 EVA 需较上一年度有所增长，且高于 2019 年的 EVA。	30%
个人等级	个人评价标准	解锁比例
A	优秀	100%
B+	良好	100%
B	达标	100%
C	需改进	90%
D	不合格	0%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 6. 首期授予限制性股票的激励对象

职务类别	人数
公司高级管理人员	6
公司和控股子公司管理人员	44
公司和控股子公司核心技术人员和骨干员工	261
合计	311

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 7. 本计划首期拟授予的限制性股票在各激励对象间的分配情况

序号	姓名	职务	授予股票 (万股)	占本次授予 总量比例	占目前总 股本比例
1	王忠海	总经理	10	1.19%	0.01%
2	魏洪宽	副总经理	8	0.95%	0.01%
3	周俊	副总经理	8	0.95%	0.01%
4	董贵山	副总经理、总工程师	8	0.95%	0.01%
5	黄仁亮	副总经理	8	0.95%	0.01%
6	刘志惠	副总经理、董事会秘书、财务总监	8	0.95%	0.01%
	其他管理人员、核心员工（305人）		771.2	92.03%	0.92%
	预留		16.8	2.00%	0.02%
	合计（311人，不含预留人员）		838	100%	1%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

### 3.2 行业壁垒高，“四化”加深密码护城河

网络安全行业进入壁垒较高。（1）国外厂商面临较高的行业进入壁垒，属于国家强制性保护的行业，国外产品很难直接进入市场，主要局限在一些通用的网络安全设备。（2）新进入者面临的行业壁垒也比较高，一方面从事经营信息安全行业需要取得各项资质，因为信息安全行业属于技术密集型行业，生产厂商需要取得相关资质认可或许可证，相关产品和系统也需要经过测评认证。另一方面，政府、金融、军工等敏感行业基于安全保密和更换成本的考虑，对信息安全产品供应商产生路径依赖。

公司拥有较完备的网络信息安全资质体系。在信创产品研制方面，公司加强基础共性平台的研究，7 款产品获得国密局商密资质，安全隔离与单向导入系统、防火墙 2 款产品通过公安部测评，3 款交换机通过工信部资质测评，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

信任服务基础设施通过相关机构资质测评，终端安全登录系统等产品实现专用机全平台的适配。在商密产品研制方面，公司积极推动密码泛在化战略，金融数据密码机等 18 款产品获得商密资质。2019 年，公司完成大约 50 项商密产品的测评认证。

图 29：公司具备的资质



资料来源：公司官网，川财证券研究所

中国网安提出新四化战略，即密码泛在化、攻防智能化、基础国产化、安全服务化。未来中国网安将与绿盟、天融信等业内公司建立互动，为用户提供更完整的行业解决方案。公司一直是以密码产品为特色，“密码泛在化，安全服务化”是未来发展战略思路。未来公司将打造安全服务新业务，提升运营平台、核心产品、大数据分析能力。公司持续强化全国市场布局，金融领域在维护原有国有银行、股份制银行的基础上，加强向其他金融市场拓展，并成功拓展公安、检察、监狱、戒毒、军工集团、央企等行业市场。目前，公司以成都、北京双总部为指点，以华北、华东、华南、西部、四川五大区域营销中心以下辖的 26 个办事处机构为依托，建立起覆盖全国的本地化营销服务体系。

图 30：公司营销服务体系



资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司加强与产业链公司的合作，自主可控产品体系不断丰富。公司与产业链优秀厂家建立紧密的合作机制，突出集团成员和战略伙伴的优势，建立包括战略合作、联合实验室等合作机制，参与联盟生态圈，根据实际需求与其他厂商合作，提供差异化组合方案。公司打造包括芯片、模块、整机设备、安全防护、安全应用等完整产业链，研制包括密码芯片、存储芯片、安全处理器芯片、安全终端、交换机、路由器、交换隔离、电子签章、终端防护等 24 钟自主可控系列安全产品，自主可控产品体系不断丰富。基于自主可控软硬件开展适配验证工作，构建自主创新软硬件适配、验证和测试高仿真环境。

图 31：公司产业链合作伙伴



资料来源：公司官网，川财证券研究所

表格 8. 商用密码重要企业

企业名称	成立时间	上市时间	控股股东	主营业务	客户类别	业务范围	行业领域
上海格尔软件股份有限公司	1998.03	2017.4	孔令钢	PKI 软件及产品的研发、生产、销售	国家部委、地方政府部门、公安、军工、金融机构、CA 公司、大中型企事业单位	遍及全国	政务、公安、军工、银行、第三方 CA 公司
吉大正元信息技术有限公司	1999.02	准备上市	吉林大学科技开发	电子认证产品和电子认证服务	中央国家机关部委、金融、军队军工、能源电信、CA 公司、其他企业	国内多省市	政府、能源、金融、军工、新闻、教育
北京数字认证股份有限公司	2001.02	2016.12	北京市国有资产经营有限责任公司、首都信息发展股份有限公司	电子认证服务，电子认证产品及可管理的信息安全服务	中央政府、地方政府、国企，及大型私企	覆盖全国 30 多个省市、自治区	政务、医疗、金融为主。其中在保险领域具有绝对优势
成都卫士通信息产业股份有限公司	1998.04	2008.8	中国网安	通信保密与信息安全。信息网络与多媒体终端及系统产品的开发、生产、销售与工程建设	党政、军队、军工、电力、金融、能源，运营商以及其他大型企业集团、中小企业及事业单位	全国范围内	通信、医疗、纪委监委、党政、政法、应急管理、金融、能源、军工

资料来源：2019-2020 商用密码领域解读报告，川财证券研究所

### 3.3 标准制定者，前沿领域持续投入

公司参与构建密码行业标准体系，成为行业标杆。密码是网络安全的基础和保障，公司长期在密码技术领域进行研究和拓展，在密码产品多样性和密码算法高性能实现方面一直保持国内领先，多项商密产品达到国内首创、国际领先水平。基于密码与安全技术积淀，公司参与大量国家信息安全行业标准的制定，包括国家信息安全标准体系、国家密码标准体系规划、信息安全产品认证管理体系等。2011 年 10 月，密码行业标准化技术委员会成立，这是经国家标准化管理委员会和国家密码管理局批准的我国密码行业唯一标准化组织，公司成为首批密标委成员单位之一。同年，云计算密码应用技术体系研究专项工作组成立，公司是组长单位，也是发起单位之一。

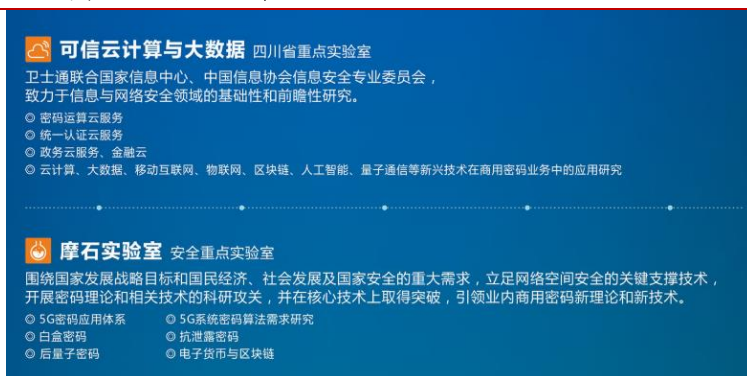
图 32：国家标准制定、专利与核心技术、科研创新项目

<p><b>参与国家信息安全蓝图设计</b></p> <p>国家顶层规划 国家“十五”、“十一五”、“十二五”、“十三五”信息安全规划 国家密码标准体系规划 .....</p> <p><b>重大课题研究</b> 密码行业标准体系研究 推进总体研究 重要信息系统密码应用 .....</p> <p><b>国家标准制定</b> 金融数据密码技术规范 服务器密码机检测规范 信息安全产品认证管理标准 电子政务认证基础设施标准 多个国产密码算法设计 .....</p>	<p><b>引领信息安全核心技术发展</b></p> <p>国家密码科技进步 一等奖 2 项；二等奖、三等奖近 50 项</p> <p>四川省科技进步 一等奖 2 项；二等奖、三等奖近 20 项</p> <p><b>专利成果</b> 专利成果 200 余项、软件著作权 70 余项</p> <p><b>核心技术</b> 2.5G 高速密码芯片设计技术、可重构的密码芯片技术 全生命周期密码管理技术、密码应用总体设计技术 自主高安全网络与信息技术 移动终端双域加固操作系统及应用安全防护技术 基于云计算和大数据的网络监测预警技术</p>	<p><b>承担大量国家科研创新项目</b></p> <p>国家核高基专项 国家核高基十五、十二五专项多个课题</p> <p><b>国家 863、863 专项</b> S863 安全的办公自动化系统 863 信息安全产品演示与验证平台 863 宽带安全远程数据传输系统 863 宽带虚拟专用网（VPN）技术</p> <p><b>国家级科技创新项目</b> 自主高安全专网技术研发及产业化 金融领域高性能入侵检测与防御系统 移动互联网应用安全接入平台 高性能 VPN 设备研发与产业化</p> <p><b>国家新产品、火炬计划</b> 安全远程接入系统 网络加密机</p>
--	---	---

资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司加强新产品的研发投入,拓展云计算、区块链等新业务领域。公司是国内最早一批研究云计算的安全企业,早在2009年成立云计算研究团队,研究云计算的核心技术;2010年成立安全云中心,开始云计算产品研发;2011年推出安全云存储系统;2012年推出安全桌面云解决方案。公司在区块链等密码基础前沿领域有持续科研投入与成果。2016年公司成立摩石实验室,随后的几年中,均有关于区块链的文章发表,如《密码工程的创新——区块链》(2018)、《区块链技术及其应用》(2017)等。2017年公司作为发起单位参加区块链密码创新联盟成立大会,该联盟致力于成为具有强大技术创新能力的区块链密码安全专业研究组织。

图 33: 卫士通实验室研究方向



资料来源：公司官网，川财证券研究所

区块链属于算法高度密集工程，密码算法的安全决定着区块链安全。区块链达成的共识本质上是对密码算法所基于的数学难题的共识，所以密码技术可以看作是区块链技术的核心。区块链最初所用到的密码算法主要有杂凑算法和数字签名算法，随着区块链技术的发展，越来越多的密码算法逐渐被引入到区块链中，如环签名、多重签名、零知识证明、同态密码以及安全多方计算等。可以说，密码算法的安全决定着区块链技术的安全。

目前，公司正着力拓展商密重要行业如金融、能源、交通等，其中金融领域是公司圈定的2020年重要拓展方向。《金融分布式账本技术规范》探索金融信息安全方案，由全国金融标准化技术委员会归口管理，中国人民银行数字货币研究所提出并负责起草，起草单位中还包括卫士通等网络安全技术企业。作为我国金融行业首个区块链和分布式账本的标准规范，《安全规范》构建分布式账本技术的安全体系框架，可以指导金融机构按照金融行业基本安全要求进行分布式账本系统的部署和维护。

密码技术广泛应用于货币电子化的各个业务，民间数字货币采用密码技术。密码技术应用在交易清结算、金融 IC 卡、第三方电子支付、网上银行等，保证信息网络和信息系统的可信。国家正在重点推动金融领域密码全面国产化，促进内在基因安全。数字货币和区块链技术的兴起与发展，促进密码走到业务前台，实现密码功能从核心安全能力支撑向核心业务能力支撑转变。比特币、零币、门罗币等民间数字货币，都在采用密码技术，实现证明货币的所有权，实现防双花的承诺，以及交易额隐藏等功能实现。

密码技术是数字货币的核心，公司有望参与维护法定数字货币安全。数字货币线上流通需要依靠加密技术确保数字货币的安全性，传统的纸媒货币需要通过防伪技术加密，数字货币则需要电子密码学的加密技术做支撑。不同于纸币，数字货币是基于密码学的原理支持法币的形式表达。在交易流通环节可以用密码技术保证端到端的安全，防窃取、冒充、篡改；从用户体验来看，保证可用性同时要保护用户隐私，以及防止敏感数据泄露；从政策监管来看，基于密码的前台匿名、后台实名身份管理体系，权限管理体系和保证监管能力。前央行数字货币研究所所长姚前曾指出，央行法定数字货币需要运用国产密码算法，需要利用国家队的技术。在央行积极推进数字货币背景下，公司依靠其在密码领域领先的技术优势、“国家队”的背景，以及参与金融技术安全规范制定的资质，很有可能深度参与数字货币产业链。

## 四、投资建议

### 4.1 投资逻辑

卫士通：信息安全国家队，密码产业主力军

1998 年成立，公司 2008 年在深交所上市，成为中国“信息安全第一股”。公司控股股东是中国网安，实际控制人是中国电科，政府背景提供有力支撑。公司拥有从芯片、模块、整机、系统到整体解决方案与安全服务完整网络信息安全业务体系。公司将业务重心转向安全服务，整体毛利率稳定，服务毛利率有所增加。公司客户群体行业覆盖面广，党政军部门客户粘性大。公司业绩短期受疫情影响，产业链逐步恢复，业绩长期向好发展。

政策加码，数字经济新兴技术延伸网安需求

全球网络安全投入占系统总投入的比例近 10%，而我国占比不到 2%，我国网络安全产业规模占中国 GDP 总量 0.057%，而美国是 0.209%，差距明显，增长预期较大，网络安全行业空间大、增速快。随着等保 2.0 和《密码法》发布，2020 年更多重大网络安全政策和制度安排将有突破性进展。我国网络安全市场处于高度分散的状态，未来，我国网安行业格局有望向全球看齐，市场集中度进一步集中，头部企业料将率先受益。

公司看点：（1）2020 年 4 月底，公司发布 10 年期股权激励计划，此次计划将公司业绩和个人绩效相结合，彰显公司长期发展的信心。（2）网安行业产品涉及安全保密，行业壁垒较高，公司以密码产品为核心，密码泛在化，安全服务化是公司未来发展方向，公司有望抓住中国网安市场结构向服务转型的发展机遇。（3）2020 年，金融领域是公司圈定的重要拓展方向。密码技术是数字货币的核心，公司有望参与维护数字货币安全。

首次覆盖予以“增持”评级

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 25.00、30.89、39.15 亿元，归属母公司净利润分别为 2.13、2.75、3.44 亿元，EPS 分别为 0.25、0.33、0.41 元/股，对应当前股价为 20.65 元，PE 分别为 81.42X、62.93X、50.26X。网络安全行业处于快速成长期，等保 2.0 和《密码法》的实施将为行业带来网安需求增量，PS 估值法更加适合，上市以来，公司的 P/S 处于 5-15 倍之间。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 4.2 盈利预测

2020-2022 年公司收入、毛利率、期间费用的基本假设：

收入：安全服务与集成实现营业收入分别为亿元 15.50、20.15、26.80，增速为 25.00%、30.00%、33.00%；安全服务与集成营业收入分别为 9.50、10.74、12.35 亿元，增速为 10.00%、13.00%、15.00%。

毛利率：安全服务与集成毛利率分别为 20.00%、19.50%、18.00%；安全服务与集成毛利率分别为 60.00%、59.50%、58.00%。

期间费用率：销售费用增速为 10.0%、10.0%、10.0%，管理费用增速为 12.1%、16.1%、13.9%，研发费用增速为 10.2%、10.0%、10.0%，销售费用率 10.94%、9.74%、8.45%，管理费用率 6.32%、5.94%、5.33%，研发费用率分别为 8.45%、7.52%、6.53%

表格 9. 公司各细分业务营收增速及未来三年预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入（亿元）	21.38	19.31	21.04	25.00	30.89	39.15
		-9.68%	8.96%	18.84%	23.54%	26.74%
安全集成与服务						
收入（亿元）	10.45	10.08	12.40	15.50	20.15	26.80
增速（%）		-3.54%	23.02%	25.00%	30.00%	33.00%
占比（%）	49%	52%	59%	62%	65%	68%
单机和系统产品						
收入（亿元）	10.93	9.23	8.64	9.50	10.74	12.35
增速（%）		-15.55%	-6.39%	10.00%	13.00%	15.00%
占比（%）	51%	48%	41%	38%	35%	32%

资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 10. 公司各细分业务毛利率情况及未来三年预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利（亿元）	7.55	6.76	6.85	8.80	10.32	11.99
安全集成与服务	1.62	1.25	1.99	3.10	3.93	4.82
单机和系统产品	5.93	5.51	4.86	5.70	6.39	7.16
毛利率（%）	35.31%	35.01%	32.56%	35.20%	33.41%	30.62%
安全集成与服务	15.50%	12.40%	16.05%	20.00%	19.50%	18.00%
单机和系统产品	54.25%	59.70%	56.25%	60.00%	59.50%	58.00%

资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 11. 公司期间费用率情况及未来三年预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用	2.15	2.32	2.49	2.73	3.01	3.31
YoY		7.5%	7.3%	10.0%	10.0%	10.0%
销售费用率	10.08%	11.99%	11.82%	10.94%	9.74%	8.45%
管理费用	1.49	1.43	1.41	1.58	1.83	2.09
YoY		-4.0%	-1.4%	12.1%	16.1%	13.9%
管理费用率	6.97%	7.41%	6.70%	6.32%	5.94%	5.33%
研发费用	1.81	1.93	1.92	2.11	2.32	2.56
YOY		6.4%	-0.6%	10.2%	10.0%	10.0%
研发费用率	8.47%	9.98%	9.11%	8.45%	7.52%	6.53%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 25.00、30.89、39.15 亿元，归属母公司净利润分别为 2.13、2.75、3.44 亿元，EPS 分别为 0.25、0.33、0.41 元/股，对应当前股价为 20.65 元，PE 分别为 81.42X、62.93X、50.26X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表格 12. 可比公司估值

代码	证券简称	收盘价	总市值	P/E			EPS		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300579.SZ	数字认证	40.23	72.41	58.90	34.06	20.06	0.68	1.18	2.01
300369.SZ	绿盟科技	20.62	164.57	50.74	38.63	30.44	0.41	0.53	0.68
603232.SH	格尔软件	26.45	45.55	42.76	29.66	21.66	0.62	0.89	1.22
002439.SZ	启明星辰	37.65	351.49	39.66	31.02	24.57	0.95	1.21	1.53
688023.SH	安恒信息	259.18	191.99	143.42	101.48	72.91	1.81	2.55	3.55
300188.SZ	美亚柏科	20.77	167.24	39.14	29.10	22.52	0.53	0.71	0.92
688030.SH	山石网科	44.11	79.50	62.82	47.86	40.01	0.70	0.92	1.10
688168.SH	安博通	95.86	49.06	50.48	38.69	30.16	1.90	2.48	3.18
300454.SZ	深信服	176.13	720.50	78.09	57.37	43.47	2.26	3.07	4.05
002268.SZ	卫士通	20.65	173.12	81.42	62.93	50.26	0.25	0.33	0.41

资料来源: Wind, 川财证券研究所 (除卫士通外, 盈利预测来自 Wind 一致预期, 2020/06/10)

## 五、风险提示

- 1) 政策推进预期:《密码法》正式实施长期带动商用密码行业景气度的提升,但是《密码法》对于行业内公司业绩拉动作用可能不及预期。
- 2) 研发投入不及预期:从技术到商用落地仍存在一定的风险性和周期性,导致前期研发投入可能不及预期。
- 3) 疫情影响下游客户密码产品需求:受疫情影响,下游各行业客户削减网络安全、密码产品相关预算,需求不及预期,影响产品采购。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 盈利预测

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2103.8	2500.1	3088.6	3914.5
减: 营业成本	1419.2	1620.0	2056.8	2716.0
营业税金及附加	13.1	15.6	19.2	24.4
营业费用	248.6	273.4	300.7	330.8
管理费用	332.7	369.2	415.7	464.4
财务费用	-29.1	-38.4	-40.8	-42.8
资产减值损失	-8.1	0.0	0.0	0.0
加: 投资收益	-2.6	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	-48.6	0.0	0.0	0.0
营业利润	76.2	260.3	336.9	421.8
加: 其他非经营损益	4.8	0.0	0.0	0.0
利润总额	81.0	260.3	336.9	421.8
减: 所得税	-0.4	39.1	50.5	63.3
净利润	81.4	221.3	286.3	358.5
减: 少数股东损益	3.2	8.7	11.2	14.1
归属母公司股东净利润	155.8	212.6	275.1	344.4
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1499.5	1936.1	1716.3	2119.7
应收和预付款项	2228.9	2448.7	3335.9	4007.4
存货	290.5	302.1	450.3	543.3
其他流动资产	70.7	70.7	70.7	70.7
长期股权投资	28.8	28.8	28.8	28.8
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产和在建工程	1486.7	1369.0	1251.3	1133.6
无形资产和开发支出	195.2	185.4	175.7	165.9
其他非流动资产	156.3	62.6	62.5	62.5
资产总计	5956.6	6403.3	7091.5	8131.9
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付和预收款项	1223.0	1542.1	1943.9	2625.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	130.9	0.0	0.0	0.0
负债合计	1354.0	1542.1	1943.9	2625.8
股本	838.3	838.3	838.3	838.3
资本公积	2591.3	2591.3	2591.3	2591.3
留存收益	1121.1	1333.7	1608.8	1953.3
归属母公司股东权益	4550.8	4763.4	5038.5	5382.9
少数股东权益	51.8	60.5	71.8	85.8
股东权益合计	4602.6	4823.9	5110.3	5468.8
负债和股东权益合计	5956.6	6366.0	7054.2	8094.6

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	-97.9	397.9	-260.9	360.3
投资性现金净流量	-83.8	0.0	0.0	0.0
筹资性现金净流量	-261.7	38.7	41.1	43.2
现金流量净额	-443.4	436.5	-219.8	403.4

财务分析和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力				
毛利率	32.5%	35.2%	33.4%	30.6%
销售净利率	3.9%	8.9%	9.3%	9.2%
ROE	3.4%	4.5%	5.5%	6.4%
ROA	0.9%	3.5%	4.2%	4.7%
成长能力				
销售收入增长率	8.9%	18.8%	23.5%	26.7%
净利润增长率	24.1%	172.0%	29.4%	25.2%
资本结构				
资产负债率	22.7%	24.1%	27.4%	32.3%
流动比率	2.4	3.1	2.9	2.6
速动比率	2.2	2.8	2.6	2.3
经营效率				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	4.9	5.4	4.6	5.0
业绩和估值				
EPS	0.2	0.3	0.3	0.4
BPS	5.4	5.7	6.0	6.4
PE	111.1	81.4	62.9	50.3
PB	3.8	3.6	3.4	3.2

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004