

信安世纪 (688201)

证券研究报告
2021年05月16日

金融安全领军，数字货币与行业信创的显著受益者

营收稳健增长，产品化程度高

公司成立于2001年，主要为金融、政府和大中型企业提供以密码技术为基础支撑的信息安全产品和解决方案，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信息安全问题。从财务数据来看，公司2017-2020年公司收入和净利润保持快速增长，近三年复合增速超20%，20年综合毛利率超过70%，产品化程度高。期间费用率提升主要体现在扩大销售和加大研发投入方面，为增加核心竞争力和公司长足发展奠定基础。

国密正式实施推动行业发展，公司密码领域具有核心竞争力

20年《中华人民共和国密码法》正式发布，已填补密码领域的法律空白，同时等级保护2.0的发布叠加《密码法》的实施，将极大地推动我国信息安全产业规模的快速增长。公司先后牵头或参与制定完成国家标准或行业标准8项，在密码领域具有核心竞争力。同时随着移动互联网及5G技术带来的云大物工等新的应用场景落地，也导致新的信息安全挑战，从而不断催生新的信息安全需求，公司不断推出云安全、移动安全等产品应用，积极布局新兴市场。

数字货币和金融信创加快推进，作为加密龙头有望充分受益

在金融信息安全领域，公司凭借技术优势，积累了大量优质而广泛的高端客户资源，包括人民银行、交通银行、邮储银行、招商银行、浦发银行、平安银行、兴业银行、北京银行等超过200家城市、农村商业银行和超过30家外资和中国台资银行，金融客户贡献收入占比超60%。随着上海、广东、江苏、北京等地推进“数字货币”的试点应用，进一步释放了国家积极推进数字货币落地的信号，公司作为金融加密龙头有望充分受益，目前公司已在保障数字货币安全方面有成熟产品，于21年1月19日中标数字货币安全相关项目。

投资建议：信安世纪作为国内领先的金融加密产品和解决方案提供商，长期受益于整体信息安全行业规模不断增大，中期受益于移动安全、云安全和物联网、工业互联网等新兴安全需求的增加，短期则有望深度受益金融信创和数字人民币的加速推广，整体业务有望保持高速增长态势。我们预计公司2021-2023年收入为5.62/7.73/10.75，归母净利润为1.52/2.12/2.99亿元。国内上市公司选取同属金融IT和数字加密领域的公司恒生电子、格尔软件、卫士通等作为可比公司，根据Wind一致预期21年可比公司平均PE为52.06倍，给予公司21年PE倍数为52.06倍，对应市值为79.13亿元，对应股价为85.38元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：技术研发进展缓慢的风险、产品线无法适应市场发展需求的风险、市场竞争格局恶化的风险、国产替代落地不及预期的风险

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	57.70元
目标价格	85.38元

基本数据

A股总股本(百万股)	93.13
流通A股股本(百万股)	18.96
A股总市值(百万元)	53.73
流通A股市值(百万元)	10.94
每股净资产(元)	6.05
资产负债率(%)	23.01
一年内最高/最低(元)	/

作者

缪欣君 分析师
SAC执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	317.84	416.30	562.36	773.14	1,075.26
增长率(%)	18.01	30.98	35.08	37.48	39.08
EBITDA(百万元)	138.19	196.24	173.75	240.74	339.95
净利润(百万元)	90.35	107.31	152.47	211.56	298.60
增长率(%)	15.69	18.77	42.09	38.75	41.14
EPS(元/股)	0.97	1.15	1.64	2.27	3.21
市盈率(P/E)	61.51	51.79	36.45	26.27	18.61
市净率(P/B)	15.99	13.14	9.28	6.86	5.01
市销率(P/S)	17.48	13.35	9.88	7.19	5.17
EV/EBITDA	0.00	0.00	30.88	21.77	15.11

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 典型信息安全产品提供商，报表质量高	4
1.1. 典型的信息安全产品和解决方案供应商	4
1.2. 营收和盈利高速增长，毛利率水平超 70%	4
1.2.1. 收入快速增长，净利润稳步提升	4
1.2.1. 信息安全产品贡献收入超 90%，技术服务占比提升	5
2. 信息安全行业快速发展，新技术催生安全需求	6
2.1. 信息安全问题日益严峻，政策推动信息安全行业发展	6
2.2. 全球信息安全市场规模超 1270 亿美元，中国市场规模超 1700 亿元	7
2.3. 信息安全行业未来发展趋势：新兴技术催生信息安全需求	8
3. 核心看点：金融信创和数字货币加快推进，带来发展机遇	9
3.1. 深耕金融领域，客户优势明显	9
3.2. 金融信创，带来发展机遇	10
3.3. 数字货币加快推进，预计公司将深度受益	11
4. 盈利预测与估值	12
5. 风险提示	13

图表目录

图 1：信安世纪核心技术、产品及应用领域	4
图 2：2017-2020Q1 信安世纪营收及同比	5
图 3：2017-2020Q1 信安世纪毛利及毛利率	5
图 4：2017-2020 信安世纪三大费用率情况	5
图 5：2017-2020 信安世纪净利润及同比	5
图 6：2017-2020 信安世纪收入构成	6
图 7：2017-2020 信安世纪收入结构(%)	6
图 8：2014-2020E 全球信息安全市场规模	7
图 9：2014-2020E 中国信息安全市场规模	7
图 10：2017-2021E 中国移动安全市场规模及同比	8
图 11：2017-2021E 中国云安全市场规模	8
图 12：公司成立以来网络安全产品不断推陈出新	9
图 13：2017-2020 年信安世纪研发费用及同比	10
图 14：2017-2020H1 信安世纪金融客户贡献收入占比	10
图 15：我国金融信创推进历程	10
图 16：数字货币产业链	11
图 17：数字货币中标文件	12

表 1: 近年全球隐私安全&信息泄露重大事件	6
表 2: 2019-2020 年全球隐私安全&信息泄露重大事件	7
表 3: 业绩拆分	13
表 4: 可比公司 (Wind 一致预期)	13

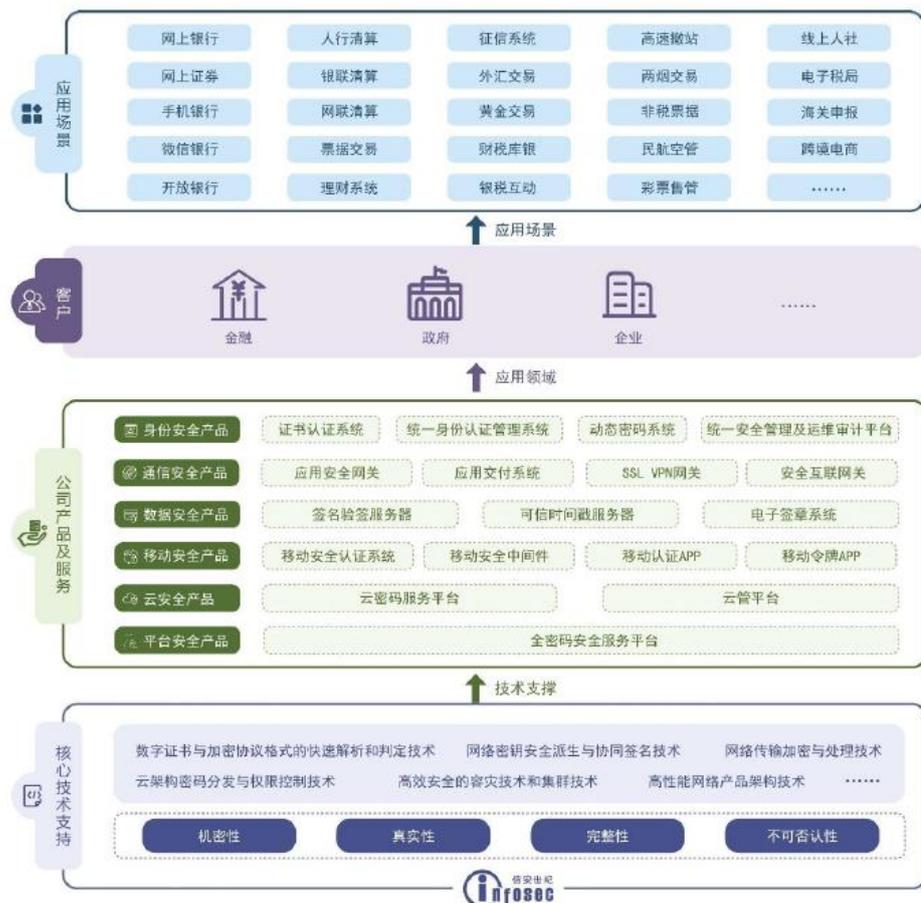
1. 典型信息安全产品提供商，报表质量高

1.1. 典型的信息安全产品和解决方案供应商

信安世纪是科技创新型信息安全产品和解决方案供应商。公司成立于 2001 年，主要从事以密码技术为基础支撑的信息安全产品的研发、生产、销售及相关技术服务，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信息安全问题。公司的产品和解决方案广泛应用于金融、政府和企业等重要领域，持续服务于各银行总行、国家部委和大型企业总部的核心业务系统，具有很强的客户粘性。

目前，公司已形成了身份安全、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，应用场景主要在金融、政府和企业等。

图 1：信安世纪核心技术、产品及应用领域



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

1.2. 营收和盈利高速增长，毛利率水平超 70%

1.2.1. 收入快速增长，净利润稳步提升

营收保持高速增长，毛利率超 70%。从 2017-2019 营收数据来看，公司收入持续快速增长，复合增长率达 20.23%。这得益于金融安全需求增加，以及公司产品粘性强，客户高复购率（超 40%）等因素，20 年公司实现收入 4.16 亿元，同比增长 30.98%，2021Q1 收入为 0.49 亿元，同比增长 30.52%，保持高速增长态势。毛利率方面，2017-2020 年公司主营业务保持较高的毛利水平，20 年毛利率为 70.75%，较上年的 66.41%提升了 4 个百分点，21Q1 毛利率达到 73.10%，毛利率不断提升主要系国产化替代降低原材料成本所致。

图 2：2017-2020Q1 信安世纪营收及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2017-2020Q1 信安世纪毛利及毛利率

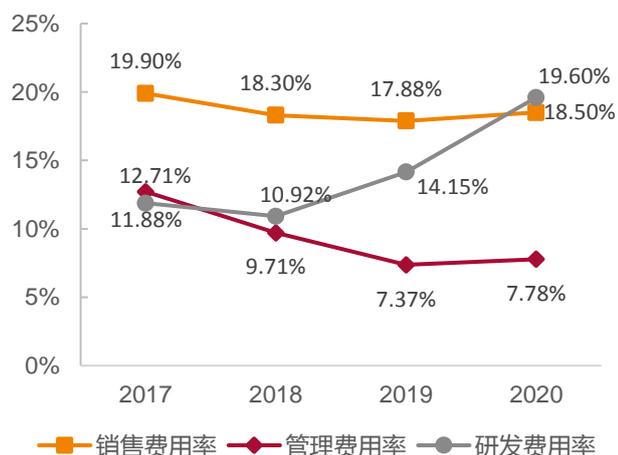


资料来源：Wind，天风证券研究所

期间费用率不断提升，研发支出增长明显。随着公司经营规模的扩大，公司整体期间费用率逐年增长，2017-2020 年期间费用占收入比重分别为 44.37%、38.87%、39.33% 和 46.01%。其中，销售费用逐年增长主要原因在于为职工薪酬增长及销售网络不断完善引起费用支出增加所致。管理费用率方面，2018、2019 年管理费用率下降主要在于股份支付费用减少所致，20 年管理费用率有所提升主要由于将子公司华耀科技并表后产生的管理费用影响及 2020 年股份支付费用较高所致。研发费用率方面，2017-2020 年公司研发费用率不断提升，至 20 年提升至 19.6%，研发支出高增主要在于公司不断加大对移动安全领域、云安全领域、大数据安全领域、物联网安全领域进行相关项目研发和员工扩充所致。

净利润保持快速增长。从净利润来看，2018 年公司净利润同比大幅增长 64.53% 主要在于 2017 年非经常性损益影响以及 2018 年公司未展开毛利率较低的安全集成业务所致。2019 年净利润增速回落至 15.69%，主要原因在于当年度公司加大研发投入力度，研发费用较上年同期增长 52.95%，由此拉低了当期净利润水平。20 年净利润增速开始有所回升为 18.77%。

图 4：2017-2020 信安世纪三大费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2017-2020 信安世纪净利润及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2.1. 信息安全产品贡献收入超 90%，技术服务占比提升

从收入结构来看，公司主营业务主要分为信息安全产品和技术服务两大类。信息安全产品收入占比超 90%，主要为身份安全产品、数据安全产品、通信安全产品、移动安全产品、云安全产品和平台安全产品等。其中，通信安全产品、数据安全产品和身份安全产品三类产品为信息安全产品的主要收入来源，移动安全、云安全和平台安全等新兴安全产品收入规模不断扩大，为公司未来增长潜力。

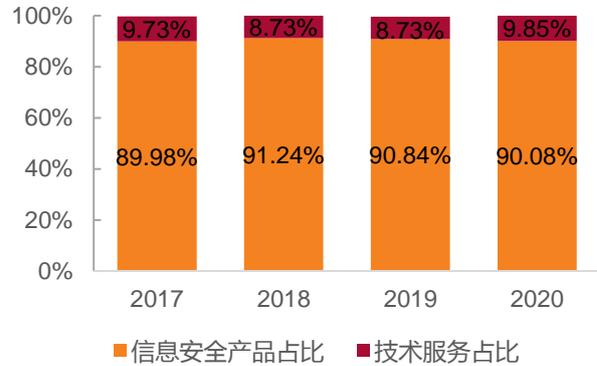
客户粘性强使得技术服务收入占比提升。技术服务主要为系统运维服务和咨询与软件开发服务，客户采用公司的信息安全产品后，为确保相关产品在业务系统中的安全和稳定运行，部分用户通常选择原厂服务，与公司签订系统维保服务合同。由于公司的产品和解决方案主要应用于金融、政府和企业等重要领域，特别是各银行总行、国家部委和大型企业总部的核心业务系统，具有很强的客户粘性，因此，随着信息安全产品的规模不断扩大，对应技术服务收入稳定增长。

图 6：2017-2020 信安世纪收入构成



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2017-2020 信安世纪收入结构(%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 信息安全行业快速发展，新技术催生安全需求

2.1. 信息安全问题日益严峻，政策推动信息安全行业发展

近年来，随着信息技术的迅速发展，全球对信息网络的依赖程度不断增加，信息泄露、身份盗用、网络欺诈、非授权更改和隐私破坏等信息安全问题日益严重。信息安全事件在数量、规模与影响程度上每年都呈现显著变化，近年间发生在国际和国内的重点信息泄露事件高达数百件，尤以数据泄露、技术风险和网络攻击最为突出，严重威胁各国的经济发展和社会的安全稳定。

表 1：近年全球隐私安全&信息泄露重大事件

时间	典型的隐私泄露事件
2019.01	菲律宾金融服务提供商 Cebuana Lhuillier 表示，大约有 90 万名客户数据在未经授权的情况下遭到黑客窃取。该公司已向有关部门报警并介入这一事件的调查。此次泄密事件发生时，正值菲律宾调查人员针对菲外交部长指控黑客入侵该国护照数据库展开调查之际。上周，菲外交部长指控称，一家私人承包公司从外交部的护照数据库中窃取了文件和数据。
2019.02	瑞典国家卫生服务热线记录的呼叫已存储在未加密的系统中，任何与互联网连接的人都可以公开访问该系统。据当地报道，估计有 270 万个电话被未受保护的 NAS（网络连接存储）系统打开，并且无需密码或任何身份验证即可访问。相关消息称，有 57000 个瑞典电话号码出现在与音频文件关联的数据库中。Outpost24 的首席安全官 Martin Jartelius 说：“这可能是现代瑞典最严重的隐私泄露事件，该设备是 NAS 设备，在软件上已经过时了。”
2019.03	美国国土安全部监察长办公室周五发布的一份报告中说，FEMA 错误地暴露了 230 万灾难受害者的个人信息，包括地址和银行帐户信息。报告称，发生该违规行为是因为 FEMA 不能确保私人承包商仅收到其履行公务所需的信息。受影响的受害者包括哈维、艾尔玛和玛丽亚飓风以及 2017 年加州野火的幸存者，他们或将面临身份盗用和欺诈等风险。
2019.08	全球知名网站托管商 Hostinger 一台数据服务器遭到“未经授权的第三方”访问，影响 1400 万 Hostinger 用户。此次泄露的数据库包括用户的注册邮箱、散列密码、用户名、真实姓名、家庭住址以及手机号码等。在访问的事件之后，Web 主机托管服务商 Hostinger 决定采取“预防措施”——重置了所有客户的密码。
2019.09	美国外卖服务 DoorDash 宣布，一项安全漏洞暴露了该公司大约 490 万客户、商家和送货员的个人数据。
2019.10	俄罗斯互联网服务提供商 Beeline 的 870 万客户数据正在网上出售和共享。数据包含个人详细信息，例如姓名、地址、手机号码和家庭电话号码。据悉，这一漏洞发生于 2017 年，尽管从未公开有黑客入侵行为，但已找到了当时的责任人。事后该公司表示，此番泄露的数据绝大部分来自已不再是 Beeline 客户的用户。

资料来源：cbsnews, 钛媒体, cnBeta, portswigger, 天风证券研究所

各国信息安全法规相继出台，推动信息安全行业发展。2011年，美国发布《网络空间可信身份国家战略》，2018年发布《国家网络空间战略》。2013年，欧盟发布《欧盟网络安全战略》，2016年发布《网络与信息安全指令》，2019年欧盟通过《网络安全法案》。2013年以来，我国相继发布了《国家安全法》《网络安全法》和《密码法》等重要法律法规；2016年，中央网信办发布了《国家网络空间安全战略》，明确了我国当前和今后一个时期国家网络空间安全工作的战略任务；2020年，《中华人民共和国密码法》出台，规范密码应用和管理，促进密码事业发展，保障网络与信息安全，提升密码管理科学化、规范化、法治化水平。通过不断完善相关网络安全的政策和法规，全球各国和地区增强了整体网络安全的主动防御水平，同时加大对信息安全预算的投入力度，引导本国信息安全产业健康发展。

表 2：2019-2020 年全球隐私安全&信息泄露重大事件

国家	时间	信息安全	简要内容
美国	2011	《网络空间可信身份国家战略》	将网络空间身份管理上升到国家战略的高度，着手构建网络身份生态系统。
	2018	《国家网络空间战略》	提出确保联邦网络与信息安全，维护关键基础设施安全，推动各国达成“负责任国家行为”的准则以促进网络稳定。
欧盟	2013	《欧盟网络安全战略》	评估当前面临的网络安全挑战，确立网络安全指导原则。
	2016	《网络与信息安全指令》	推进欧盟网络空间一体化进程。
	2019	《网络安全法案》	授权欧盟网络与信息安全局（ENISA）解决欧盟各国网络安全机构协调问题，阻止并处理网络袭击和威胁。
中国	2016	《国家网络空间安全战略》	明确了我国当前和今后一个时期国家网络空间安全工作的战略任务，阐明了我国关于网络空间发展和安全的重大立场。
	2017	《中华人民共和国网络安全法》	我国第一部全面规范网络空间安全管理方面问题的基础性法律
	2019	网络安全等级 2.0 系列标准	扩大了网络保护对象的范围、丰富了保护方法、增加了技术标准
	2020	《中华人民共和国密码法》	规范密码应用和管理，促进密码事业发展，保障网络与信息安全，提升密码管理科学化、规范化、法治化水平。

资料来源：信息化与软件服务网，天风证券研究所

2.2. 全球信息安全市场规模超 1270 亿美元，中国市场规模超 1700 亿元

全球信息安全市场规模达 1278.27 亿美元，中国市场规模达 1702 亿元。随着全球数字经济增长，信息安全行业保持快速的增长态势。根据中国信通院数据显示，2019 年全球信息安全产业规模达到 1244.01 亿美元，同比增长 9.11%，预计 2020 年将为 1278.27 亿美元，同比增长 2.75%（主要受疫情影响）。从中国市场来看，2019 年中国信息安全产业规模达到 1563.59 亿元，较 2018 年增长了 17.1%，远高于全球增速。虽然也受到疫情冲击，但仍延续高增长态势，预计 2020 年中国信息安全产业规模将达 1702 亿元，同比增长 8.85%。

图 8：2014-2020E 全球信息安全市场规模



资料来源：中国信通院，天风证券研究所

图 9：2014-2020E 中国信息安全市场规模



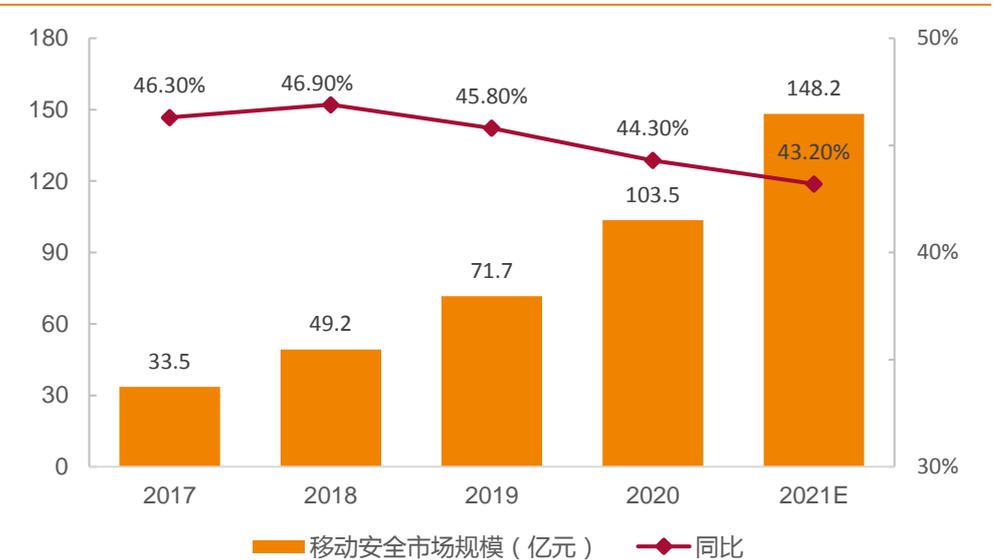
资料来源：中国信通院，天风证券研究所

2.3. 信息安全行业未来发展趋势：新兴技术催生信息安全需求

移动互联网及 5G 技术的快速发展带来新的信息安全挑战，不断催生新的信息安全需求。

随着移动互联网的快速发展，移动互联网市场规模和用户数量持续高增长，移动电子商务、移动支付、社交网络等应用快速发展，而由此引发的信息安全问题也愈发突出。赛迪顾问数据显示，我国移动安全市场呈现强劲的增长趋势，2018 年市场规模达 49.20 亿元，同比增长 46.90%，到 2021 年移动安全市场规模将达 148.2 亿元，18 到 21 年复合增速 44%。

图 10：2017-2021E 中国移动安全市场规模及同比



资料来源：赛迪顾问，招股书，天风证券研究所

5G 的应用拓宽了计算边界，将计算场景向外延伸，突破原有市场，使得云计算、大数据、工业互联网、物联网等行业应用场景加速落地。新场景下的网络安全产业空间逐渐形成。同时，对算力的极高要求，也使得技术顺利、安全运行所需的网络安全服务的量级和复杂程度均大幅上升。根据赛迪顾问发布的《2019 中国网络安全发展白皮书》统计，2018 年中国云安全市场规模达到 37.80 亿元，增长率达 44.80%，未来 3 年内预计仍将保持每年 40% 的高速增长。

图 11：2017-2021E 中国云安全市场规模



资料来源：赛迪顾问，招股书，天风证券研究所

3. 核心看点：金融信创和数字货币加快推进，带来发展机遇

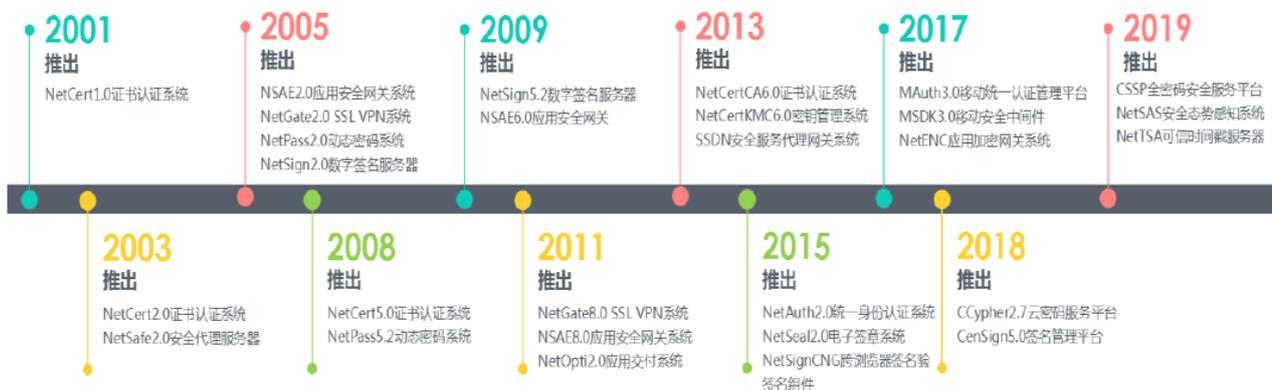
3.1. 深耕金融领域，客户优势明显

密码技术是构建国家网络空间安全的基石。密码是构建网络信任体系的重要基石，在网络安全的身份鉴别、安全隔离、信息加密、完整性保护和不可否认性等方面具有不可替代的重要作用。通过密码技术可以完整实现网络空间的身份防假冒、信息防泄密、内容防篡改、行为不可否认等功能，解决网络空间中人、机、物的身份标识、身份鉴别、统一管理、信任传递和行为审计等问题，实现网络空间中安全、可信、可控和互联互通。因此，相较物理隔离、防火墙、监控技术、生物技术等其他类型的安全手段，密码技术具有重要的基础性和关键性地位。

金融领域对网络信息安全需求日益迫切。随着网络信息技术在金融领域的扩大应用，对应网络信息安全也不断面临极大挑战：一是金融交易安全事件频发，2016 年银行卡盗刷 7000 多起，涉及商业银行和第三方支付；2016-2017 年，多家商业银行发生票据违法犯罪案件，一个重要原因就是其电子票据未用密码技术规范保护。二是金融信息基础设施风险攀升，金融领域成为网络攻击的重灾区，2016 年黑客攻击国际银行结算系统（SWIFT），窃取多国央行资金达数十亿美元；日本和我国台湾等地数百台 ATM 机被盗窃。三是个人信息泄露事件突出，2017 年美国征信巨头艾可菲泄露高达 1.43 亿美国居民个人信息；印度身份证管理局生物身份识别系统受到攻击，导致 1 亿条银行账户信息记录遭泄露。四是新技术带来安全新挑战，随着云计算、大数据、移动终端等新技术的快速发展，金融基础设施正由传统的集中式、封闭化向分布式、集群化转变，带来更多不确定风险。

信安世纪深耕信息安全领域近 20 年，针对市场需求不断更新产品。自 2001 年开始公司持续深耕信息安全技术，核心安全产品以密码技术为基础支撑，针对市场需求不断推出新的网络信息安全产品。

图 12：公司成立以来网络安全产品不断推陈出新

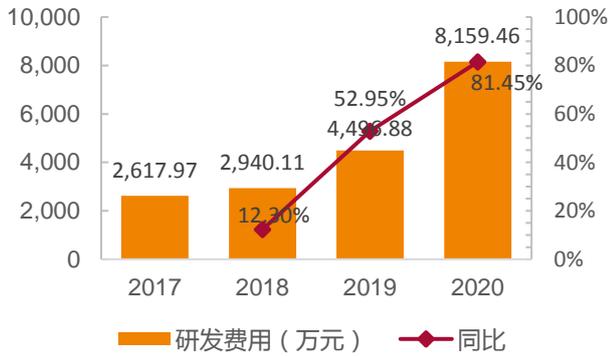


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

坚持技术创新，在金融密码行业优势明显。多年来，公司持续加大研发力度，2017-2020 年研发费用分别为 2617.97 万元、2940.11 万元、4496.88 万元和 8159.46 万元，呈快速增长趋势。公司内部设有信息安全研究中心和产品研发中心两大研发机构，信息安全研究中心致力于前沿技术预研、创新业务探索和核心能力积累，在密码基础理论、密码工程、云计算、工业互联网等领域均有深入的研究；产品研发中心负责产品实现和质量控制。目前已经建立了北京、武汉、西安、深圳四大研发中心，截至 2020 年 6 月 30 日，公司共有研发人员 263 人，占比达 40.59%。并积极参与制定多项国家和行业相关标准，先后牵头或参与制定完成《GB/T25061-2010 信息安全技术公钥基础设施 XML 数字签名语法与处理规范》《GB/T38636-2020 信息安全技术传输层密码协议（TLCP）》《JR/T0167-2018 云计算技术金融应用规范安全技术要求》等国家标准或行业标准 8 项；牵头或参与正在制定中的国家标准或行业标准 5 项。在客户方面，公司积累了大量优质而广泛的高端客户资源，其中以

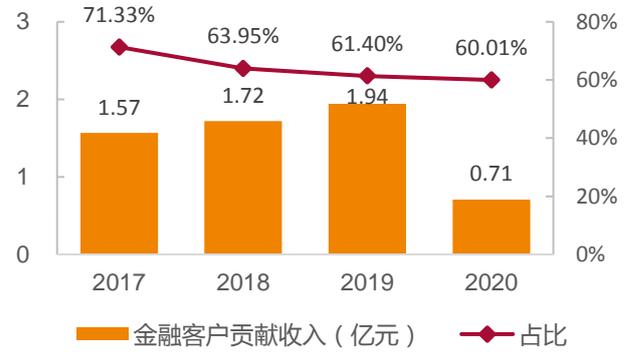
金融客户为主，贡献收入占比超 60%。金融客户包括人民银行、交通银行、邮储银行、招商银行、浦发银行、平安银行、兴业银行、北京银行等以及上海银行、北京农商行等超过 200 家城市、农村商业银行；大华银行、韩亚银行等超过 30 家外资和中国台资银行。

图 13：2017-2020 年信安世纪研发费用及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：2017-2020H1 信安世纪金融客户贡献收入占比



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3.2. 金融信创，带来发展机遇

金融信创关系国家安全和社会稳定。在整体信息技术国产替代趋势，金融领域实现自主可控尤为重要。当前，金融领域关键核心技术高度集中在少数几个国外厂商，一旦有人利用这些软硬件产品的后门、漏洞或者故意植入的病毒实施大规模网络攻击，就会造成金融业信息网络系统局部甚至整体瘫痪或者重要数据泄露，将严重威胁我国经济发展、社会稳定和国家安全。

金融信创不断加深，信安世纪将充分受益。我国从 2013 年开始实施金融领域的“去 IOE”计划；2014 年银监会明确提出至 2019 年进入机构对安全可控信息技术应用不低于 75%，同年，邮储银行核心系统去 IOE 成功；2016 年《中华人民共和国网络安全法》实施；2018 年人民银行明确指出推进核心领域自主可控技术在金融业的应用；2019 年中共中央政治局就完善金融服务、防范金融风险举行第十三次集体学习；到现阶段的金融信息基础设施国产化，我国金融信创进程不断加快。预计最终将以国产化云平台、国产化芯片和操作系统为底层支撑的新一代云计算架构将成为金融行业信创的最终目标。而与之对应的对拥有自主可控技术的国产信息安全技术（如国密改造等）要求也将不断加大，其中信安世纪主要产品采用国产密码算法，符合自主可控和国产化替代要求。随着国家对信息安全行业自主可控和国产化替代战略的进一步推动，将为公司快速发展提供更多的历史机遇。

图 15：我国金融信创推进历程



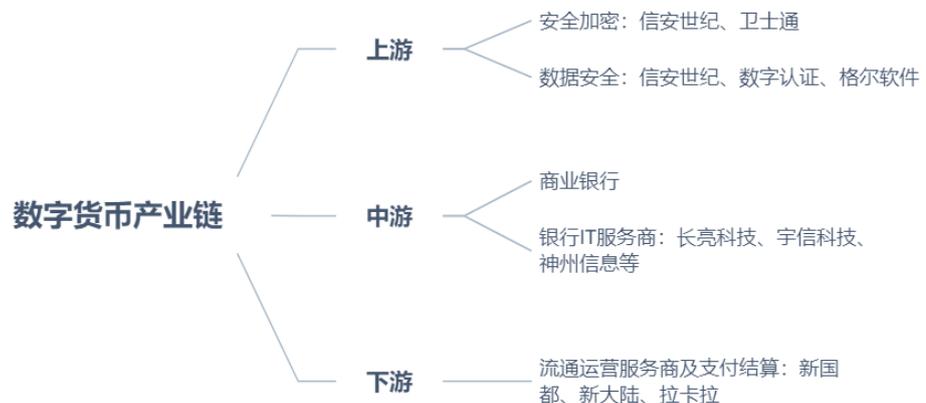
资料来源：中华人民共和国政府网，银监会官网，IT168，中国人民银行官网，天风证券研究所

3.3. 数字货币加快推进，预计公司将深度受益

我国央行加快推进数字人民币进程。在法定数字货币方面，中国央行是领跑者。2019 年底，中国央行已基本完成了法定数字货币（DC/EP）的顶层设计、标准制定、功能研发、联调测试等工作，2020Q2 开始进入落地试点阶段。从 2020 年 10 月开始，数字人民币以发放数字人民币红包等形式，先后在深圳、苏州等地开展多轮有公众参与的测试活动。2021 年 3 月 15 日，辽宁省大连市两家燃油贸易企业通过数字人民币（e-CNY）支付方式在航运产业数字平台上完成了一笔燃油交易的结算业务，这是中国首笔用数字人民币来实现 B2B 的支付结算。此外，北京、上海、雄安等地也对数字人民币进行了内部测试。虽然上述测试活动进展顺利，但仍处于从封闭测试到公开测试的过渡阶段。下一步，在安全性、稳定性和可靠性得到进一步验证的前提下，央行可以在全国范围开展大规模公开测试，并在条件成熟时正式发行数字人民币。

数字货币产业链上下游将充分受益。数字货币产业链包括上游的基础芯片和应用技术相关行业，以及安全芯片、安全加密和数据安全领域，中游的货币发行行业（包括数字货币发行机构和银行 IT 业），以及下游的支付流通结算领域，因此央行发布数字货币将会带动银行 IT、数据加密、网络安全、支付终端等行业的产品升级和应用场景的扩展。

图 16：数字货币产业链



资料来源：天风证券研究所制

在数字货币产业上游中，预计央行将与安全加密、数据安全类厂商合作或自研自建央行数字货币系统，信安世纪作为金融加密龙头有望充分受益。同时，由于手机移动端仍然是数字货币流通的重要载体，所以数字货币电子钱包以及个人身份信息安全加密技术尤为重要。从顶层的人民银行到二层的六大行再到股份制银行及城商行等，加密技术将成为刚需，而公司是金融包括银行密码龙头，拥有较多的优质银行客户，未来有望受益于发币量和清算量增大，而不断新建和扩容，因此将率先受益。目前公司已在保障数字货币安全方面有成熟产品，已于 21 年 1 月 19 日中标数字货币安全相关项目。

图 17: 数字货币中标文件

项目名称: 数字货币项目SSL网关及签名验签服务器采购、数字人民币新增
 项目编号: 0610-2140NH070051
 采购人名称: 北京银行股份有限公司
 采购人地址: 北京市东城区和平里东街1号
 采购人联系方式: 010-64001063
 采购代理机构全称: 北京国际招标有限公司
 采购代理机构地址: 北京市朝阳区门北小街71号
 采购代理机构联系方式: 010-64001063
 采购内容及数量:
 数字货币项目SSL网关及签名验签服务器采购、数字人民币新增
 采购用途: 用于数字货币项目SSL网关及签名验签服务器采购、数字人民币新增
 简要技术要求/采购项目的性质:
 数字货币项目SSL网关及签名验签服务器采购、数字人民币新增
 具体参数详见单一来源采购文件。
 单一来源采购
 单一发出日期: 2021年1月19日
 谈判日期: 2021年1月26日
 成交日期: 2021年1月29日
 成交供应商名称、地址及成交金额:
 成交供应商: 北京信安世纪科技股份有限公司
 地址: 北京市海淀区西三环北路50号院6号楼11层1206-1
 成交价: ¥692,000.00元

资料来源: 采招网, 天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

核心假设:

- 1) 从行业来看, 我们信息安全行业规模不断增大, 行业增速超过 10%, 随着疫情好转, 经济强劲反弹, 预计整体行业将延续高速增长态势。特别是随着金融信创和数字人民币的加速推进, 我们预计公司在金融和政府端的客户需求将持续旺盛, 对应销售收入将保持快速增长。
- 2) 新兴技术的快速发展, 特别是随着我国 5G 基地站的加速建设, 5G 带动的云大物工等新的应用场景将不断扩大, 对应新兴安全需求也将不断增多, 新技术催生的信息安全需求市场规模超千亿元, 增速超过 100%。我们预计公司移动安全、云安全和平台安全等新兴的安全业务将不断增长, 进而带动安全产品增长。
- 3) 毛利率方面, 我们预计公司高毛利的技术服务收入以及新兴的安全业务占比持续提升, 因为我们预计公司整体毛利率小幅提升。
- 4) 费用率方面, 公司维持竞争力, 研发投入不断加大, 后期随着品牌力不断增长, 销售费用率有所回落, 费用率整体保持平稳。

表 3：业绩拆分

业绩拆分	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入（亿）	2.20	2.69	3.18	4.16	5.62	7.73	10.75
增速(%)		22%	18%	31%	35%	37%	39%
信息安全产品	1.98	2.46	2.89	3.75	5.03	6.83	9.36
增长率(%)		24%	17%	30%	34%	36%	37%
技术服务	0.21	0.24	0.28	0.41	0.59	0.89	1.38
增长率(%)		14%	17%	46%	45%	50%	55%
其他业务	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率(%)		-1.00		-1.00	0.00	0.00	0.00
毛利（亿）							
毛利	1.53	2.00	2.33	3.28	4.05	5.58	7.79
信息安全产品	1.39	1.82	2.11	2.95	3.57	4.85	6.65
技术服务	0.14	0.18	0.21	0.33	0.48	0.73	1.15
其他业务	0.00	0.00	0.01	0.00	-	-	-
毛利率(%)							
毛利率	63%	67%	66%	71%	72%	72%	73%
信息安全产品	63%	66%	66%	70%	71%	71%	71%
技术服务	66%	77%	74%	81%	81%	82%	83%
其他业务	0%	66%	88%	61%	-	-	-

资料来源：wind，天风证券研究所

信安世纪作为国内领先的金融加密产品和解决方案提供商，长期受益于整体信息安全行业规模不断增大，中期受益于移动安全、云安全和物联网、工业互联网等新兴安全需求的增加，短期则有望深度受益金融信创和数字人民币的加速推广，整体业务有望保持高速增长态势。我们预计公司 2021-2023 年收入为 5.62/7.73/10.75，归母净利润为 1.52/2.12/2.99 亿元。

国内上市公司选取同属金融 IT 和数字加密领域的公司恒生电子、格尔软件、卫士通等作为可比公司，根据 Wind 一致预期 21 年可比公司平均 PE 为 52.06 倍，给予公司 21 年 PE 倍数为 52.06 倍，对应市值为 79.13 亿元，对应股价为 85.38 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司（Wind 一致预期）

可比公司	21E	22E	23E
恒生电子	63.18	51.57	42.57
格尔软件	27.28	19.34	15.80
卫士通	65.73	52.25	36.35
平均 PE	52.06	41.05	31.57

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

技术研发进展缓慢的风险：公司通过研发维持竞争力，若未能及时更新相应技术并进行产品应用，存在费用率提高的风险。

产品线无法适应市场发展需求的风险：在未来市场竞争更为激烈的情况下，如果公司不能根据行业变化做出快速响应、精准把握和前瞻性判断，产品迭代升级跟不上市场的需求，

公司将会受到行业内有竞争力的企业和竞争产品的冲击，从而导致公司存在产品线无法适应市场发展需求的风险，对公司持续经营能力造成不利影响。

市场竞争格局恶化的风险：公司是金融加密产品和解决方案提供商，长期受益于整体信息安全行业规模不断增大，信息安全局部赛道细分供给端竞争有可能加剧。

国产替代落地不及预期的风险：由于中美之间关系不稳定，国家政策大力推行信创，但相关政策落地依赖于资金支持以及地方政策配合，存在落地时间以及效果上的不确定性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	65.68	83.32	99.34	228.98	339.55
应收票据及应收账款	175.31	172.03	313.83	330.34	565.56
预付账款	2.90	3.15	5.49	6.17	9.49
存货	64.22	68.23	106.53	127.08	199.93
其他	89.29	97.79	135.54	111.63	124.28
流动资产合计	397.41	424.53	660.74	804.20	1,238.81
长期股权投资	0.00	1.50	1.50	1.50	1.50
固定资产	46.09	44.74	65.24	105.81	145.44
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	18.10	16.56	14.16	11.75	9.35
其他	97.03	102.48	100.92	99.37	99.63
非流动资产合计	161.21	165.28	217.81	288.04	327.68
资产总计	558.63	589.82	878.55	1,092.24	1,566.49
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	89.62	70.39	122.71	152.82	223.91
其他	98.49	80.54	136.30	103.80	201.95
流动负债合计	188.11	150.92	259.01	256.62	425.86
长期借款	6.23	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.86	10.97	13.49	13.44	12.63
非流动负债合计	22.09	10.97	13.49	13.44	12.63
负债合计	210.21	161.89	272.50	270.06	438.49
少数股东权益	0.79	5.00	7.38	11.94	19.17
股本	69.85	69.85	93.13	93.13	93.13
资本公积	140.20	143.10	143.10	143.10	143.10
留存收益	277.78	353.07	505.54	717.11	1,015.70
其他	(140.20)	(143.10)	(143.10)	(143.10)	(143.10)
股东权益合计	348.42	427.92	606.05	822.18	1,128.00
负债和股东权益总计	558.63	589.82	878.55	1,092.24	1,566.49

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	91.58	111.19	152.47	211.56	298.60
折旧摊销	4.87	10.78	5.91	8.23	10.62
财务费用	(0.01)	0.44	0.10	0.10	0.10
投资损失	(2.09)	(1.34)	(3.00)	(1.00)	(1.00)
营运资金变动	117.96	(1.37)	(108.62)	(14.45)	(155.85)
其它	(133.63)	(18.30)	2.13	4.99	7.28
经营活动现金流	78.68	101.39	48.99	209.43	159.74
资本支出	105.15	13.75	57.48	80.05	50.81
长期投资	0.00	1.50	0.00	0.00	0.00
其他	(116.54)	(18.89)	(113.75)	(159.74)	(99.59)
投资活动现金流	(11.39)	(3.64)	(56.27)	(79.70)	(48.78)
债权融资	6.94	0.00	0.24	0.32	0.18
股权融资	1.19	2.77	23.18	(0.10)	(0.10)
其他	(36.25)	(83.67)	(0.12)	(0.31)	(0.48)
筹资活动现金流	(28.12)	(80.90)	23.30	(0.10)	(0.40)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	39.17	16.84	16.02	129.64	110.57

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	317.84	416.30	562.36	773.14	1,075.26
营业成本	106.77	121.76	157.13	214.39	295.23
营业税金及附加	3.55	5.36	7.76	13.92	19.35
营业费用	56.82	77.01	92.79	123.70	166.67
管理费用	23.43	32.78	39.37	54.12	75.27
研发费用	44.97	81.59	101.22	139.16	193.55
财务费用	(0.21)	0.14	0.10	0.10	0.10
资产减值损失	(3.59)	(5.27)	(1.12)	(3.33)	(3.24)
公允价值变动收益	0.67	(0.01)	(0.37)	0.35	(0.11)
投资净收益	2.09	1.34	3.00	1.00	1.00
其他	(14.44)	(17.88)	(5.27)	(2.70)	(1.78)
营业利润	97.79	119.48	167.74	232.42	329.23
营业外收入	0.04	0.10	0.21	0.12	0.14
营业外支出	(0.85)	0.03	0.98	0.05	0.35
利润总额	98.67	119.55	166.97	232.48	329.02
所得税	7.09	8.37	12.00	16.27	23.03
净利润	91.58	111.19	154.97	216.21	305.99
少数股东损益	1.23	3.88	2.50	4.64	7.39
归属于母公司净利润	90.35	107.31	152.47	211.56	298.60
每股收益(元)	0.97	1.15	1.64	2.27	3.21

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	18.01%	30.98%	35.08%	37.48%	39.08%
营业利润	6.64%	22.18%	40.40%	38.56%	41.65%
归属于母公司净利润	15.69%	18.77%	42.09%	38.75%	41.14%
获利能力					
毛利率	66.41%	70.75%	72.06%	72.27%	72.54%
净利率	28.43%	25.78%	27.11%	27.36%	27.77%
ROE	25.99%	25.37%	25.47%	26.11%	26.93%
ROIC	37.05%	57.64%	64.17%	53.13%	61.90%
偿债能力					
资产负债率	37.63%	27.45%	31.02%	24.73%	27.99%
净负债率	-16.86%	-19.47%	-16.35%	-27.81%	-30.09%
流动比率	2.11	2.81	2.55	3.13	2.91
速动比率	1.77	2.36	2.14	2.64	2.44
营运能力					
应收账款周转率	2.07	2.40	2.31	2.40	2.40
存货周转率	5.57	6.29	6.44	6.62	6.58
总资产周转率	0.66	0.72	0.77	0.78	0.81
每股指标(元)					
每股收益	0.97	1.15	1.64	2.27	3.21
每股经营现金流	0.84	1.09	0.53	2.25	1.72
每股净资产	3.73	4.54	6.43	8.70	11.91
估值比率					
市盈率	61.51	51.79	36.45	26.27	18.61
市净率	15.99	13.14	9.28	6.86	5.01
EV/EBITDA	0.00	0.00	30.88	21.77	15.11
EV/EBIT	0.00	0.00	31.97	22.54	15.60

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com