



买入 (首次)

所属行业: 计算机
当前价格(元): 42.28
合理区间(元): 80.55-89.50

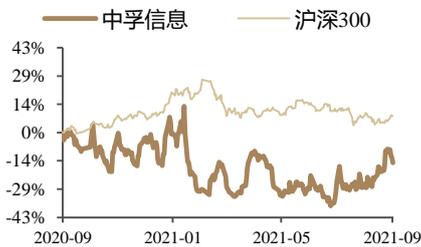
证券分析师

赵伟博
资格编号: S0120521090001
邮箱: zhaowb@tebon.com.cn

研究助理

陈嵩
邮箱: chensong3@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	17.38	20.42	17.84
相对涨幅(%)	16.39	22.75	22.85

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

从保密到大安全, 书写成长新篇章

投资要点

- **中孚信息是国内信息安全保密细分领军厂商, 连续 4 年超额完成激励目标。**公司深耕保密安全领域多年, 核心资质齐全, 保密信创系列产品及解决方案覆盖全面。2012-2020 年收入/归母净利润 CAGR 分别为 34%/38%, 2017/2020/2021 年公司三次发布股权激励, 2017-2020 年公司实际收入均超过激励目标。
- **安全行业政策驱动加速, 看好行业 2021-2025 年市场增速超 25%。**2021 年, 数据安全法正式发布, 滴滴事件发生后, 信息安全成为全国民众关注的核心热点, 以《网络安全审查办法(修改方案征求意见稿)》、《关键信息基础设施安全保护条例》、《个人信息保护法》为代表的一系列政策法规相继出台, 政企单位面临的合规约束趋严。据测算, 2020 年信息安全行业市场约 600 亿, 疫情后的需求反弹、安全行业政策的密集落地加成滴滴事件催化, 行业发展进程有望提速, 2021-2025 年行业增速有望超 25%, 预计 2023 年行业空间有望突破千亿。
- **中孚的成长曲线需要被市场再度认知。**目前市场上对中孚信息的理解是一家保密安全厂商, 业绩弹性主要来源于保密领域的主机国产化替代, 担忧在国产化替代高峰期之后中孚业绩可能会大幅下滑。我们认为, 信创的国产化给公司提供业绩弹性的同时, 其实也带来了公司切入核心客户的机会, 此外, 中孚信息不断增加安全产品提升单客户价值量, 未来的发展路径应该是沿着核心保密客户, 延伸到监管类客户, 再延伸到央企等行业客户, 市场空间正处于逐步快速打开的过程。
- **中孚信息各条产品线下游领域均有较高景气度, 且公司有望持续推出新产品线。**
 - 1) 主机及网络安全产品线:** 作为中孚起家核心产品市场占有率靠前, 受益于信创主机替换 2019-2021 年有望实现较高增长, 且持续增加产品品类, 看好 ARPU 值提升。
 - 2) 安全监管平台:** 省级平台需求快速延伸到市县级需求, 预计 2021-2023 年市场建设需求分别为 6.3/9.1/7.7 亿, 远期运维需求预计超 20 亿/年, 有望打造公司第二增长点。
 - 3) 检查检测产品:** 从监管侧到被监管侧快速渗透, 市场空间超过 20 亿, 随新品类扩张市场有望持续扩容。
 - 4) 数据安全产品:** 蓝海市场客户需求快速释放, 中孚快速推出产品并依托客户资源向市场推广。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.05/5.24/6.90 亿, 对应 EPS 分别为 1.79/2.31/3.05 元。给公司 2021 年 45-50x 目标 P/E, 目标价 80.55-89.50 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 国产化进展不及预期; 安全监管平台落地不及预期; 竞争加剧等。

股票数据

总股本(百万股):	226.69
流通 A 股(百万股):	148.54
52 周内股价区间(元):	31.46-56.52
总市值(百万元):	9,584.42
总资产(百万元):	1,845.19
每股净资产(元):	6.74

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	603	993	1,687	2,140	2,870
(+/-)YOY(%)	69.3%	64.7%	70.0%	26.8%	34.1%
净利润(百万元)	125	242	405	524	690
(+/-)YOY(%)	194.3%	93.5%	67.6%	29.4%	31.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.59	1.12	1.79	2.31	3.05
毛利率(%)	69.9%	66.1%	66.1%	65.1%	63.8%
净资产收益率(%)	21.7%	15.7%	21.5%	22.6%	24.0%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 核心观点.....	5
2. 创业 19 年，打造保密安全领域龙头.....	7
3. 信息安全行业政策强支持，行业复合增速有望超 25%.....	14
4. 中孚信息：保密信创助力获客，产品创新支撑长期增长.....	17
4.1. 对中孚的误解：担忧业绩随信创替换高峰后下滑.....	17
4.2. 主机与网络安全产品线：信创持续推进，看好新老客户客单价提升.....	19
4.3. 安全监管平台产品线：产品力强+渗透率较低.....	21
4.4. 检查检测产品线：推陈出新，从监管到被监管.....	23
4.5. 数据安全产品线：蓝海市场，公司抢占先机.....	25
4.6. 聚合零信任安全能力，积极应对云安全挑战.....	28
5. 盈利预测与估值.....	30
5.1. 预计 2021-2023 年收入分别为 16.87/21.40/28.70 亿元.....	30
5.2. 盈利预测与投资建议.....	33
6. 风险提示.....	34

图表目录

图 1：公司历史沿革	7
图 2：公司入围安全牛 2020 年网安企业百强	8
图 3：公司前十大股东持股情况（截止 2021H1）	8
图 4：2012-2021 年 H1 公司营收及归母净利润（亿元，%）	11
图 5：公司营收产品构成	12
图 6：公司营收行业构成	12
图 7：公司毛利率及净利率走势	12
图 8：公司销售、管理及研发费用率走势	12
图 9：分产品毛利率情况	12
图 10：公司经营现金流/归母净利润及收现比走势	13
图 11：公司应收账款、预收账款及合同负债情况	13
图 12：公司人员结构	13
图 13：公司人均创利、人均创收及人均薪酬	13
图 14：美国政府保密经费支出规模及增速	16
图 15：美国行业保密经费支出规模及增速	16
图 16：我国网络安全市场规模及增速走势（亿元）	16
图 17：中孚信息成长路径	17
图 18：中孚借力信创进程推进持续拓宽客户范畴	18
图 19：中孚信创安全防护解决方案架构	19
图 20：中孚 2017 年上市时拥有的信创产品	20
图 21：中孚信创四期解决方案较之三期多出 10 余款产品	20
图 22：安全监管平台产品致力于解决的核心诉求	21
图 23：公司安全监管平台产品框架	22
图 24：监管平台市场短期空间测算	22
图 25：监管平台市场远期空间测算	23
图 26：中孚保密检查监管整改一体化解决方案	24
图 27：保密检查检测市场规模测算	24
图 28：数据安全治理框架	25
图 29：数据安全治理涉猎的技术及产品	26
图 30：公司系列“标签”完全契合数据安全防护需要	26
图 31：数据安全用户占比（按行业属性分类，2019 年）	27
图 32：中孚“数字安全”整体解决方案框架	27

图 33：我国数据安全市场规模预期	28
图 34：公司数据安全产品线增速迅猛	28
图 35：零信任市场规模预期	29
图 36：零信任架构与传统安全架构差异	29
图 37：公司数据安全产品收入增速迅猛	29
图 38：公司信息安全保密产品营收及毛利预测（单位：百万元）	30
图 39：公司信息安全服务营收及毛利预测（单位：百万元）	31
图 40：公司商用密码产品营收及毛利预测（单位：百万元）	31
图 41：公司其他主营业务线及其他业务线营收及毛利预测（单位：百万元）	31
图 42：公司其他主营业务线及其他业务线营收及毛利预测（单位：百万元）	32
图 43：公司费用率及净利率预测（单位：百万元）	33
图 44：可比公司估值表	33
表 1：2017 年限制性股票授予计划（首次授予日：2017.8.31；首次授予行权价格：16 元/股，业绩考核目标仅列首次授予部分）	9
表 2：2020 年股票期权授予计划（首次授予日：2020.04.22；首次授予行权价格：73.75 元/份）	9
表 3：2020 年限制性股票授予计划（首次授予日：2020.04.22，首次授予行权价：36.88 元/股，业绩考核目标仅列首次授予部分）	9
表 4：2021 年限制性股票授予计划（首次授予日：2021.04.20；首次授予行权价：18.30 元/股，以下考核目标仅列首次授予部分）	10
表 5：公司主要产品线及主要产品	11
表 6：安全行业政策梳理	14
表 7：“滴滴事件”时间线梳理	15

1. 核心观点

中孚信息是国内信息安全保密领域领军厂商，连续 4 年业绩超额完成目标。公司深耕保密安全领域多年，领域内核心资质齐全，保密信创系列产品及解决方案覆盖全面。2012-2020 年公司收入/归母净利润 CAGR 分别为 34%/38%，2017/2020/2021 年公司三次发布股权激励计划，2017-2020 年公司实际收入均超过激励目标。

安全行业政策驱动加速，看好行业 2021-2025 年市场增速超 25%。2021 年，数据安全法正式发布，滴滴事件发生后，信息安全成为全国民众关注的核心热点，以《网络安全审查办法（修改方案征求意见稿）》、《关键信息基础设施安全保护条例》、《个人信息保护法》为代表的一系列政策法规相继出台，政企单位面临的合规约束趋严。据测算，2020 年信息安全行业市场约 600 亿，疫情后的需求反弹、安全行业政策的密集落地加成滴滴事件催化，行业发展进程有望提速，2021-2025 年行业增速有望超 25%，预计 2023 年行业空间有望突破千亿。

目前市场上对中孚信息的理解是一家保密安全厂商，业绩弹性主要来源于保密领域的主机国产化替代，市场担忧在国产化替代高峰期过去之后中孚业绩可能会大幅下滑。我们认为，信创的国产化机会给公司提供业绩弹性的同时，其实也带给了公司切入核心客户的机会，此外，中孚信息不断增加安全产品提升单客户价值量，未来的发展路径应该是沿着核心保密客户，延伸到监管类客户，再延伸到央企等行业客户，市场空间正处于逐步快速打开的过程：

1) 信创目前只进行到第一阶段，国产化需求方兴未艾。根据草根调研，我们认为即使在 2022 年末，现有主力替换客户的终端替换量也只会达到存量终端的 20%-30%，后续有望进入自然替换周期。且行业信创有望逐步开展，结合中孚信息 2020 年主机安全产品已经在央行部署，我们认为，金融、公安、能源等重点行业有望加速推进国产化进程。我们预计 2023-2025 年国产终端替换量将持续增长。

2) 2020 年公司国产化平台收入占比仅 34%，其他产品所处细分领域高度景气。根据公司年报，2020 年公司基于国产化平台的收入为 3.33 亿，占公司收入比重的 34%。2020 年公司来自政府及事业单位的营收比重亦从 76%下降至 68%，对党政客户的依赖性逐渐降低。我们认为随着信息保密、安全监管平台、保密检查检测产品及数据安全产品需求的持续提振，中孚信创板块的收入占比还将继续被稀释，公司多元化业务布局及对应终端细分领域的景气度均明显上行。

3) 未来中孚的收入增长取决于公司的产品丰富程度和客户的安全预算，而不是终端数量。我们认为公司信创收入的来源不仅仅依靠终端替代这一种形式。对于已经完成替代的单位来说，在数字化浪潮愈演愈烈的当下，终端寿命即便未到 5 年期替换时点，为了应对层出不穷的新兴安全威胁，仍有必要加装不同模块的产品（例如中孚三期信创解决方案涉及 18 款产品，四期解决方案已经有多达 28 款产品）或者直接替换整个终端（具体取决于客户的预算情况）。因此，我们认为存量老旧保密终端的替换只是公司信创板块收入的固定来源，公司产品的丰富程度以及客户安全预算的情况将为公司信创收入带来可观增量。

中孚信息各条产品线下游领域均有较高景气度，且公司有望持续推出新产品线。1) 主机及网络安全产品线：作为中孚起家核心产品市场占有率靠前，受益于信创主机替换 2019-2021 年有望实现较高增长，且持续增加产品品类，看好客单价值提升。2) 安全监管平台：省级平台需求快速延伸到市县级需求，预计 2021-2023 年市场建设需求分别为 6.3/9.1/7.7 亿，远期运维需求预计超 20 亿/年，有望打造公司第二增长点。3) 检查检测产品：从监管侧到被监管侧快速渗透，市场空间超过 20 亿，随新品类扩张市场有望持续扩容。4) 数据安全产品：蓝海市场客户需求快速释放，中孚快速推出产品并依托客户资源向市场推广。

给予公司 2021 年 45-50x 目标 P/E，目标价 80.55-89.50 元。预计 2021-

2023 年公司归母净利润分别为 4.05/5.24/6.90 亿，对应 EPS 分别为 1.79/2.31/3.05 元。参考可比公司 2021 年平均 P/E 50x，给予公司 2021 年 45-50x 目标 P/E，目标价 80.55-89.50 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：国产化进展不及预期；安全监管平台落地不及预期；竞争加剧等。

2. 创业 19 年，打造保密安全领域龙头

中孚信息是国内信息安全保密领域领先厂商。公司成立于 2002 年，在近 20 年的发展历程中，公司在信息安全保密领域、商用密码领域及信息安全服务领域面向党政机关、中央企业、科研院所及特殊行业企业推出了包括网络物理隔离卡、实用型保密检查工具、移动存储介质使用管理系统、智能密码钥匙、基于国产平台的终端安全防护工具、互联网接入口保密检测器等在内的系列产品服务。多款产品在国内外领域率先通过国家保密局、商用密码管理局等权威机构认证，并承担过多项国家信息安全保密领域科研专项课题。此外，公司拥有包括涉密计算机信息系统集成资质（甲级）、《武器装备科研生产单位二级保密资格证书》在内的信创保密领域核心资质。

图 1：公司历史沿革

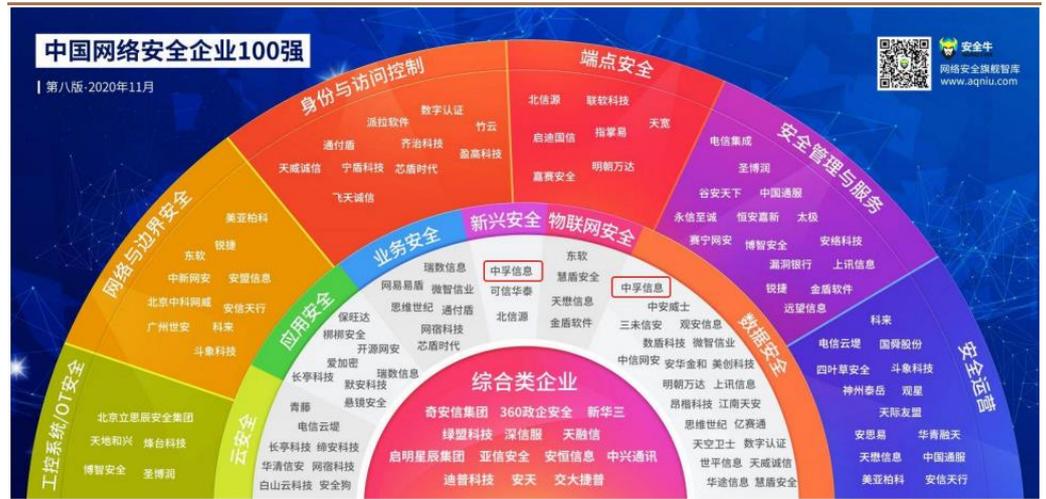


资料来源：公司官网、Wind、德邦研究所

公司是信息保密领域最具竞争力的厂商之一，资质齐全，技术能力突出。公司是国内最早从事安全保密产品研发、生产和销售的主流厂商之一，拥有包括涉密计算机信息系统集成资质（甲级）、《武器装备科研生产单位二级保密资格证书》在内的信创保密领域核心资质。自成立以来，公司便在国内率先推出具有深度数据恢复技术的安全保密检查工具，并在全国进行推广配备；公司自主研发的“三合一”产品亦被列入首批国家保密技术防护专用系统产品检测合格名录。在安全牛发布的《2020中国网络安全企业100强报告》中，公司成功入围2020年中国网安百强，并在“新兴安全”及“细分安全”两大领域位居前列。在数世咨询于5月份发布的网安百强名单中，公司跻身领军者象限，在CCIA于6月份发布的“2021年中国网安百强”中，公司位列第10名。

安产业竞争力 50 强”榜单中，公司位列 13 名，产品技术竞争力及品牌影响力得到主流测评机构的广泛认可。

图 2：公司入围安全牛 2020 年网安企业百强



资料来源：安全牛、德邦研究所

股权结构稳定，核心团队持股比例高。截至 21H1，董事长及公司创始人魏东晓直接持有公司 27.75% 的股权，为公司实际控制人。公司另一位创始人陈志江持股比例 13.95%，是公司第二大股东。公司员工持股平台厦门中孚普益投资持股比例为 3.54%。

图 3：公司前十大股东持股情况（截止 2021H1）

27.75%	魏东晓 董事长兼总经理、公司创始人之一	1.25%	建行-华夏创新前沿股票型证券投资基金 公募基金
13.95%	陈志江 公司董事、公司创始人之一	1.16%	工行-华夏创业板两年定期开放混合型证券投资基金 公募基金
3.54%	厦门中孚普益投资 公司员工持股平台	1.14%	香港中央结算有限公司 外资深沪港通标的股代持机构
1.80%	孙强 董事、副总经理、董秘	0.96%	万海山 公司前核心技术人员
1.50%	基本养老保险基金二零二组合 受托管理基本养老保险基金	0.94%	李胜 公司前副董事长、副总经理

资料来源：Wind、德邦研究所

上市至今，公司共推出三次股权激励计划。2017 年公司推出首期股权激励计划，要求以 2016 年的营收为基数，2017/2018/2019 年公司营收增速不低于 25%/50%/75%，2017-2019 年较 2016 年实际收入增速实现 30%/65%/179%，超额完成任务。2020 年 3 月，公司推出第二期股权激励计划，以 2019 年的营收及净利润作为基数，要求公司 2020-22 年净利润增速较之 19 年增速不低于 30%/50%/70%，或营收较之 19 年增速不低于 35%/70%/100%，2020 年公司收入与净利润均超额完成激励目标。2021 年 4 月，公司发布新一期限制性股票激励计划，以 2020 年的营收作为基数，要求公司 2021-23 年营收增速较之 20 年增速不低于 45%/90%/135%（对应公司 2021-2023 年营收为 14.39/18.86/23.33 亿元）。

表 1：2017 年限制性股票授予计划（首次授予日：2017.8.31；首次授予行权价格：16 元/股，业绩考核目标仅列首次授予部分）

授予对象	获授的限制性股票数量 (万 股)	占授予限制性股票总数的 比例	占目前总股本的比例
核心管理人员、核心技术 (业务) 骨干人员 (93 人)	118.8	81.09%	1.46%
预留	27.7	18.91%	0.34%
合计	146.5	100.00%	1.80%
解除限售期	行权时间	行权比例	业绩考核目标 (仅列示公司层面)
首次授予限制性股票第 一个解除限售期	自首次授予完成登记之 日起 12 个月后的首个交易 日起至首次授予完成登记之 日起 24 个月内的最后一个 交易日当日止；	30.00%	以 2016 年营业收入为基数，2017 年营业收入增长率 不低于 25%；
首次授予限制性股票第 二个解除限售期	自首次授予完成登记之 日起 24 个月后的首个交易 日起至首次授予完成登记之 日起 36 个月内的最后一个 交易日当日止；	30.00%	以 2016 年营业收入为基数，2018 年营业收入增长率 不低于 50%；
首次授予限制性股票第 二个解除限售期	自首次授予完成登记之 日起 36 个月后的首个交易 日起至首次授予完成登记之 日起 48 个月内的最后一个 交易日当日止；	40.00%	以 2016 年营业收入为基数，2019 年营业收入增长率 不低于 75%；

资料来源：Wind、德邦研究所

表 2：2020 年股票期权授予计划（首次授予日：2020.04.22；首次授予行权价格：73.75 元/份）

授予对象	获授的股票期权数量 (万份)	占授予股票期权总数的比例	占目前总股本的比例
核心管理人员及核心技术 (业务) 骨干 (192 人)	116.05	79.95%	0.87%
预留	29.1	20.05%	0.22%
合计	145.15	100.00%	1.10%
行权安排	行权时间	行权比例	业绩考核目标 (仅列示公司层面)
首次授予的股票期权第 一个行权期	自首次授予登记完成之日 起 12 个月后的首个交易 日起至首次授予登记完成之 日起 24 个月内的最后一个 交易日当日止；	30.00%	以 2019 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不 低于 30%；或以 2019 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 35%；
首次授予的股票期权第 二个行权期	自首次授予登记完成之日 起 24 个月后的首个交易 日起至首次授予登记完成之 日起 36 个月内的最后一个 交易日当日止；	30.00%	以 2019 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不 低于 50%；或以 2019 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 70%；
首次授予的股票期权第 三个行权期	自首次授予登记完成之日 起 36 个月后的首个交易 日起至首次授予登记完成之 日起 48 个月内的最后一个 交易日当日止；	40.00%	以 2019 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不 低于 70%；或以 2019 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 100%；

资料来源：Wind、德邦研究所

表 3：2020 年限制性股票授予计划（首次授予日：2020.04.22，首次授予行权价：36.88 元/股，业绩考核目标仅列首次授予部分）

授予对象	获授的股票期权数量 (万份)	占授予股票期权总数的比例	占目前总股本的比例
核心管理人员及核心技术	156.55	79.97%	1.18%

(业务) 骨干 (194 人)

预留	39.2	20.03%	0.30%
合计	196.25	100.00%	1.48%
解除限售期	行权时间	行权比例	业绩考核目标 (仅列示公司层面)
首次授予限制性股票第一个解除限售期	自首次授予登记完成之日起 12 个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止;	30.00%	以 2019 年净利润为基数, 2020 年净利润增长率不低于 30%; 或以 2019 年营业收入为基数, 2020 年营业收入增长率不低于 35%;
首次授予限制性股票第二个解除限售期	自首次授予登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止;	30.00%	以 2019 年净利润为基数, 2021 年净利润增长率不低于 50%; 或以 2019 年营业收入为基数, 2021 年营业收入增长率不低于 70%;
首次授予限制性股票第二个解除限售期	自首次授予登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止;	40.00%	以 2019 年净利润为基数, 2022 年净利润增长率不低于 70%; 或以 2019 年营业收入为基数, 2022 年营业收入增长率不低于 100%;

资料来源: Wind、德邦研究所

表 4: 2021 年限制性股票授予计划 (首次授予日: 2021.04.20; 首次授予行权价: 18.30 元/股, 以下考核目标仅列首次授予部分)

授予对象	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
刘海卫 (董事、副总经理)	10.00	2.65%	0.04%
孙宏跃 (副总经理)	5.00	1.32%	0.02%
王国琼 (副总经理)	8.00	2.12%	0.04%
张丽 (财务总监)	5.00	1.32%	0.02%
核心管理人员、核心技术 (业务) 骨干人员 (195 人)	274.5	72.72%	1.21%
预留	75	19.87%	0.33%
合计	377.5	100.00%	1.67%
首次授予部分归属期	行权时间	行权比例	业绩考核目标 (仅列示公司层面)
第一个归属期	自首次授予之日起 12 个月后的首个交易日起至授予之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止;	30.00%	以 2020 年营业收入为基数, 2021 年营业收入增长率不低于 45%;
第二个归属期	自首次授予之日起 24 个月后的首个交易日起至授予之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止;	30.00%	以 2020 年营业收入为基数, 2022 年营业收入增长率不低于 90%;
第三个归属期	自首次授予之日起 36 个月后的首个交易日起至授予之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止;	40.00%	以 2020 年营业收入为基数, 2023 年营业收入增长率不低于 135%;

资料来源: Wind、德邦研究所

公司业务线全面覆盖涉密及非涉密信息安全领域。针对整体网络空间安全面临从“合规”走向“对抗”的新挑战, 以数据为核心, 以业务为导引, 中孚持续构建基础安全、数据采集、数据分析、数据防护、可视化呈现等核心技术能力。主要产品线及服务包括: 主机与网络安全、数据安全、安全监管平台、检查检测、密码应用五条产品线及信息安全服务。

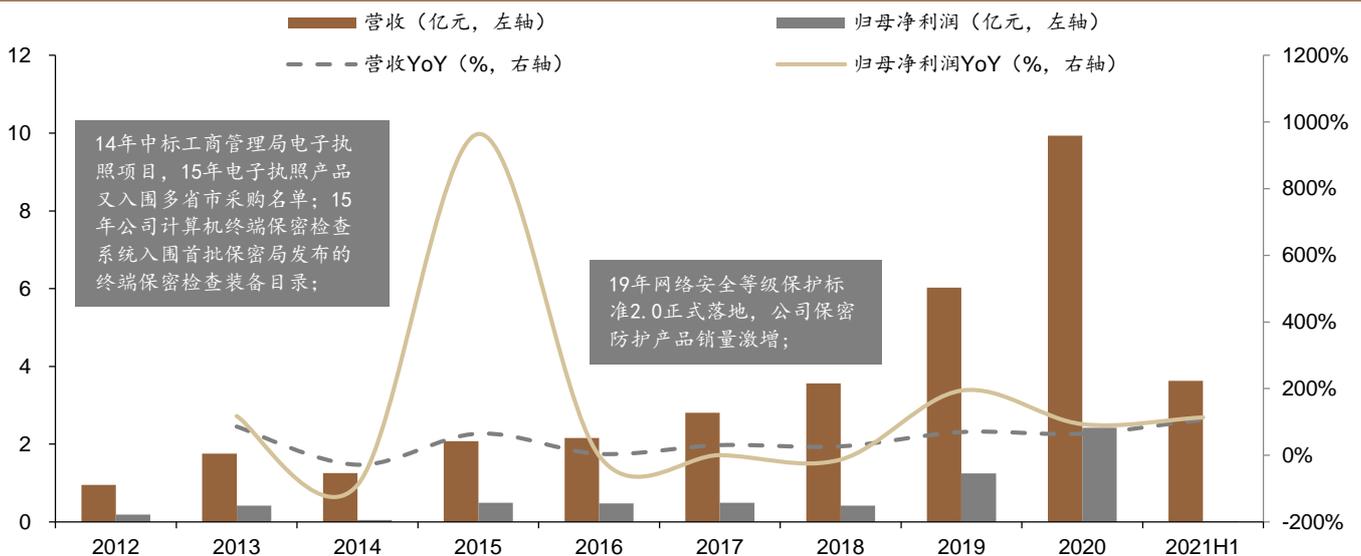
表 5: 公司主要产品线及主要产品

产品线	主要产品
主机与网络安全产品	“三合一”及其配套产品、主机监控与审计系统、终端安全登录系统、打印刻录安全监控与审计系统、服务器审计、内网运维管理系统、网络安全隔离与信息单向导入系统、网络接入控制系统、网络安全审计系统;
数据安全产品	电子文件密级标志管理系统、电子文档安全管理系统、智能辅助定密管理系统、文档发文信息隐写溯源系统、数据泄露防护 (DLP) 系统、数据安全行业监管方案;
安全监管平台	互联网接入口监测平台、互联网站保密监控系统、互联网失泄密智能分析平台、内网安全监管平台;
检查检测产品	计算机终端保密检查系统、数据库内容保密检查系统、敏感信息实时监管、重要场所电磁环境长时监测系统、网络测评工作整体解决方案;
密码应用产品	智能密码钥匙、双界面智能 IC 卡、电子营业执照应用整体解决方案;

资料来源: 公司年报、德邦研究所

2012-2020 年公司收入/归母净利润 CAGR 分别为 34%/38%。2012-2020 年公司收入从 0.95 亿元增长到了 9.93 亿元, 8 年 CAGR 达 34.09%。公司归母净利润从 0.19 亿元增长到了 2.42 亿元, CAGR 达 37.45%。公司收入及净利润增长有过两次高点, 其中, 2015 年公司电子执照产品入围多省市工商局采购名单, 计算机终端保密检查系统入围保密局首批终端保密检查装备名录, 收入及归母净利润分别同比增长 65%及 964%。2019 年信创试点开启且等保 2.0 发布, 公司保密防护产品销量激增, 收入及归母净利润同比分别增长 69%及 194%。

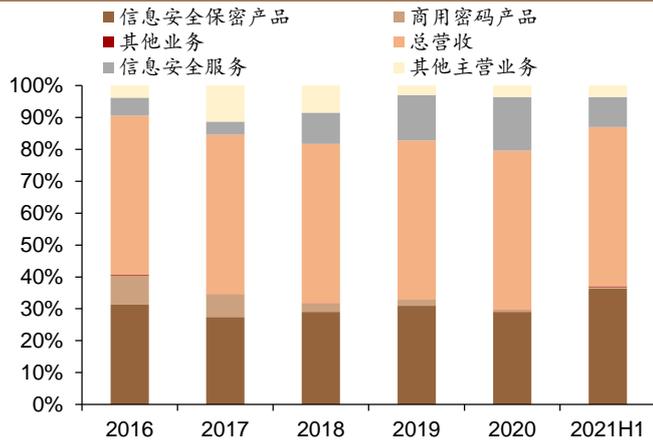
图 4: 2012-2021 年 H1 公司营收及归母净利润 (亿元, %)



资料来源: Wind、德邦研究所

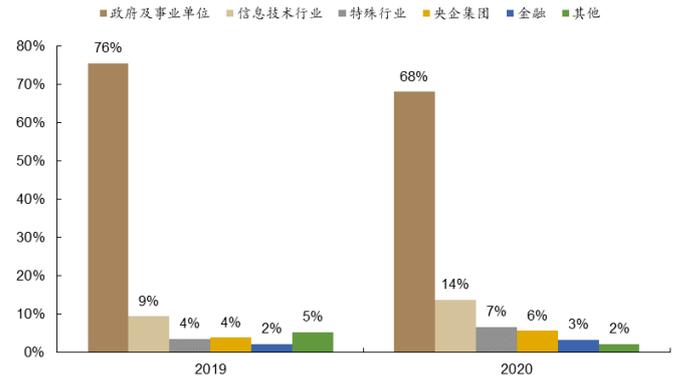
政府客户收入为主, 行业客户收入占比与服务收入占比逐步提升。2020 年公司保密产品收入占比 58%, 仍为公司主要收入来源, 但服务收入占比从 2017 年的 8% 提升至 2020 年的 34%。2020 年公司政府及事业单位收入占比为 68%, 但公司特殊行业、央企集团、金融等行业客户收入比例提升趋势明显, 我们判断, 公司有望依托保密领域龙头地位, 逐步向行业客户输出安全产品, 行业客户收入占比预计逐年提升。

图 5：公司营收产品构成



资料来源：Wind、德邦研究所

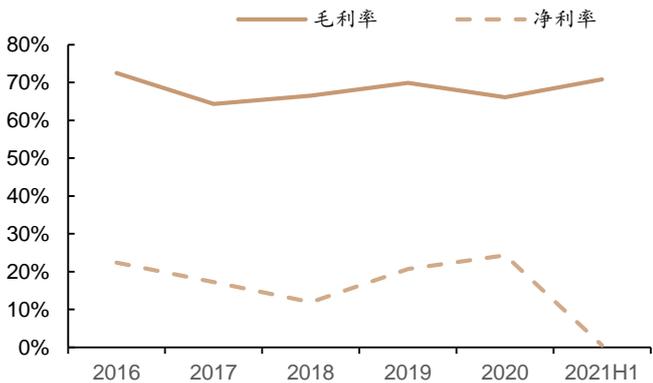
图 6：公司营收行业构成



资料来源：Wind、德邦研究所

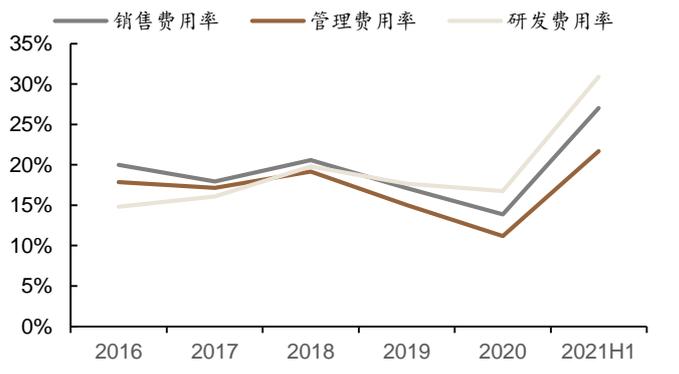
公司毛利率维持较高水平，净利率连续两年快速修复。2017-2020 年，公司毛利率水平稳定在 64%-70% 区间。2018-2020 年公司净利率从 11.92% 提升至 24.35%，主要由于费用控制良好，销售、管理费用率持续下降。

图 7：公司毛利率及净利率走势



资料来源：Wind、德邦研究所

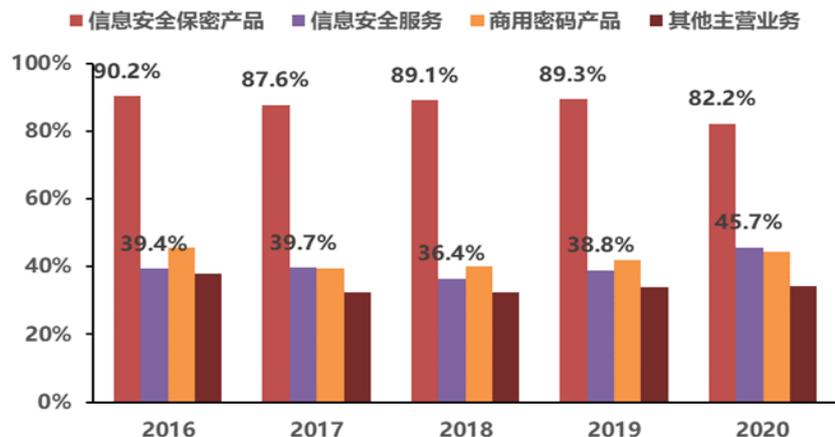
图 8：公司销售、管理及研发费用率走势



资料来源：Wind、德邦研究所

信息安全保密产品业务毛利率水平始终保持在 80% 以上。从分业务线的毛利水平来看，2020 年占公司收入比重最大的信息安全保密产品毛利率达 82.2%，过去 5 年毛利水平均在 80% 以上，产品属性明显。

图 9：分产品毛利率情况



资料来源：Wind、德邦研究所

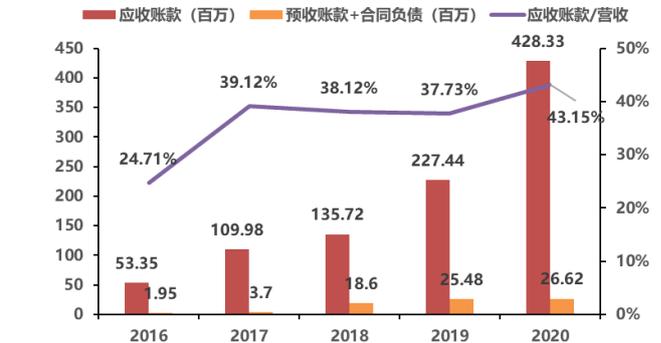
公司经营活动现金流量与净利润匹配程度较高，收现比有所下滑。2020 年公司经营活动现金/归母净利润的比值为 0.71，连续两年提升。2020 年公司收现比较之 19 年有所下滑，应收/营收比重较之去年同期则有所上升，主要由于国产化进程中项目周期较长，公司信用政策有所放宽，账期有所延长。

图 10：公司经营现金流/归母净利润及收现比走势



资料来源：Wind、公司年报、德邦研究所

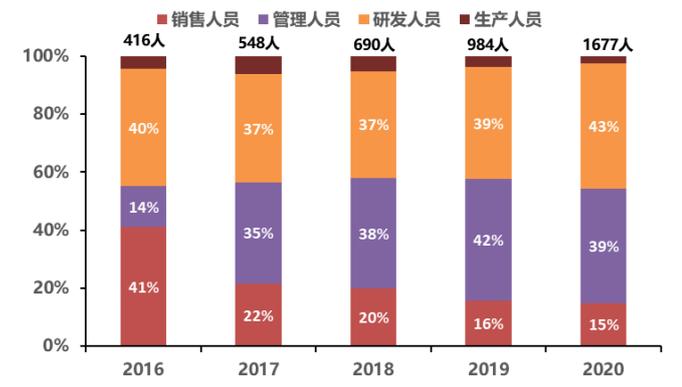
图 11：公司应收账款、预收账款及合同负债情况



资料来源：Wind、公司年报、德邦研究所

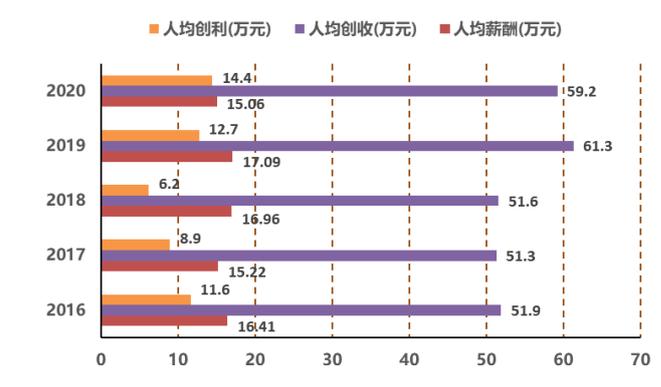
员工总数扩张迅猛，研发人员占比持续上升，人均创利稳步提高。2020 年公司员工总数达 1677 人，同比增长 70.4%，人员扩张迅猛。其中研发人员数量为 725 人，占员工总数的 43%，研发人员占比连续三年上扬。2020 年公司人均创利达 14.4 万元，2018-2019 年人均创利 CAGR 达 52.4%，人效显著提高。

图 12：公司人员结构



资料来源：Wind、公司年报、德邦研究所

图 13：公司人均创利、人均创收及人均薪酬



资料来源：Wind、公司年报、德邦研究所

3. 信息安全行业政策强支持，行业复合增速有望超 25%

政策密集落地，助力信息安全行业景气度持续提振。我国信息安全行业下游客户主要为党政机关及大型企业集团，客户群体的特殊性决定了相关政策法规对信息安全行业的监管要求仍是短期市场需求增长的核心驱动力。早在 2005 年，国家保密局便发布了《涉及国家秘密的计算机信息系统分级保护管理办法》，作为国家信息安全等级保护的重要组成部分，其是等级保护在涉密领域的具体体现，强制要求将涉密信息系统分级进行保护，明确了专业安全公司在分级保护建设中的地位和作用。2014 年，保密法的落地再度强化了各组织在涉密信息存储及处理方面的合规约束。2016 年，网络安全法落地，网络安全等级保护制度上升到法律层面。近年来，随着包括密码法、等保 2.0、网络安全审查办法、数据安全法、关键信息基础设施安全保护条例、个人信息保护法等在内的系列法律法规密集落地，信息安全需求从党政机关加速向行业领域渗透，随着合规约束趋严以及各被约束主体信息安全能力建设意识的持续加强，信息安全行业景气度有望持续提振。

表 6：安全行业政策梳理

时间	部门	政策名称	主要内容
2005	国家保密局	《涉及国家秘密的计算机信息系统分级保护管理办法》	要求将涉密信息系统分级进行保护，并明确了专业安全公司在分级保护建设中的地位和作用。
2015	全国人大	《中华人民共和国国家安全法》	以法律的形式确定了国家安全领导体制和总体国家安全观的指导地位。
2016	全国人大	《中华人民共和国网络安全法》	于 2017 年 6 月 1 日起施行，从网络运营安全、网络信息安全及关键信息基础设施保护等三方面，就“相关责任方”、“管理措施”及“技术措施”等三个维度总结了具体实施要点。
2016	中央网络安全和信息化领导小组	《国家网络空间安全战略》	强调维护我国网络安全是协调推进全面建成小康社会、全面深化改革、全面依法治国、全面从严治党战略布局的重要举措。
2017	国家互联网信息办公室	《关键信息基础设施网络安全保护条例》（征求意见稿）	揭开了中国关键信息基础设施安全保护立法进程新篇章，要求建立关键信息基础设施网络安全检测预警体系，对关键信息基础设施保护相关的一系列制度要素作了更具体的规定。
2017	网信办	《网络产品和服务安全审查办法（试行）》	明确关系国家安全的网络和信息系统采购的重要网络产品和服务，应当经过网络安全审查，重点审查其安全性、可控性。
2018	公安部	《网络安全等级保护条例》（征求意见稿）	对网络安全等级保护的各项工作、工作流程、涉密网络、密码管理等方面做出了细致的规定，明确国家实行网络安全等级保护制度，对网络实施等级保护、分等级监管。
2019	全国人大	《中华人民共和国密码法》	对涉密信息系统集成资质的申请、受理、审查等做了规定，规范和加强了保密资质管理工作。
2019	国家市场监督管理总局 中国国家标准化管理委员会	《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》	注重全方位主动防御、动态防御、整体防控和精准防护，除了基本要求外，还增加了对云计算、移动互联、物联网、工业控制和大数据等对象全覆盖。等保 2.0 标准的发布，对加强中国网络安全保障工作，提升网络安全保护能力具有重要意义。
2019	全国信息安全标准化技术委员会	《信息安全技术关键信息基础设施网络安全保护基本要求》	关键信息基础设施网络安全保护关系国计民生、公共利益甚至国家安全，是等级保护制度的重点保护部分，是提升网络安全防护体系的重要举措。
2019	全国信息安全标准化技术委员会	《网络关键设备和网络安全专用产品相关国家标准要求》（征求意见稿）	国家网信部门会同国务院有关部门制定、公布网络关键设备和网络安全专用产品目录，并推动安全认证和安全检测结果互认，该标准要求旨在为 15 类网络关键设备和网络安全专用产品的安全认证检测提高标准支撑。
2019	国家市场监督管理总局 中国国家标准化管理委员会	《信息安全技术大数据安全管理指南》	提出了大数据安全管理基本原则，规定了大数据安全需求、数据分类分级、大数据活动的的安全要求、评估大数据安全风险，适用于各类组织进行大数据安全管理。
2019	国务院办公厅	《国家政务信息化项目建设管理办法》	政务信息化项目在报批阶段需要对产品的安全可靠情况进行说明。
2020	多部委	《网络安全审查办法》	为确保关键信息基础设施供应链安全，维护国家安

			全,明确了关键信息基础设施运营者采购网络产品和服务,影响或可能影响国家安全的,应当按照《办法》进行网络安全审查。
2020	国家保密局	《涉密信息系统集成资质管理办法》	对涉密信息系统集成资质的申请、受理、审查等做了规定,规范和加强了保密资质管理工作。
2020	全国人大	《中华人民共和国数据安全法》(草案)	提出国家将对数据实行分级分类保护、开展数据活动必须履行数据安全保护义务承担社会责任,明确坚持安全与发展并重,规定支持促进数据安全与发展的措施,建立保障政务数据安全和推动政务数据开发的制度措施。
2021	多部委	《网络安全审查办法(修订草案征求意见稿)》	明确安全审查工作机制单位在网络安全审查体系中的监督地位,明确立法依据、审查对象、审查评估范围以及审查程序周期等内容。国家建立数据安全审查制度,对影响或者可能影响国家安全的数据处理活动进行国家安全审查。
2021	工信部	《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)》	到2023年,网络安全产业规模超过2500亿元,年复合增长率超过15%。一批网络安全关键核心技术实现突破,达到先进水平。新兴技术与网络安全融合创新明显加快,网络安全产品、服务创新能力进一步增强。
2021	国务院	《关键信息基础设施安全保护条例》	明确给出关键基础设施涵盖的范围;确定了包括网信办、公安部门、电信主管部门、其他部门、运营者等在内的主体对关基安全保护的职能划分,强化法律处罚,突出各类有关主体全面担责。
2021	全国人大	《中华人民共和国个人信息保护法》	确立个人信息保护原则;构建以“告知-同意”为核心的个人信息处理原则;禁止“大数据杀熟”;严格保护个人敏感信息;特别强调国家机关处理个人信息活动适用本法;强化个人信息处理者义务;赋予大型网络平台特别义务;规范个人信息跨境流动;健全个人信息保护工作机制;

资料来源:中国政府网、德邦研究所

系列政策落地加成“滴滴事件”催化,数据安全已成为网安领域另一增长驱动。以《数据安全法》为代表的多项数据安全及信息保护相关法律法规的落地及“滴滴事件”等热点事件催化,数据安全已成为网安领域核心热点。“十四五”规划已明确将数据定义为了五大生产要素之一,并给出了数字经济发展的量化目标:2025年数字经济核心产业增加值占GDP比重需达到10%(当前约7.8%)。数字经济的快速发展需要数据安全保驾护航,2021年,以《数据安全法》(9月1日正式实施)、《个人信息保护法》(8月20日表决通过)、《网络安全审查办法》(7月10日发布修改方案征求意见稿)等为代表的系列法律、法规相继发布或实施以及“滴滴事件”中有关部门的快速反应,均凸显了国家层面对于数据安全及个人信息保护的极端重视。

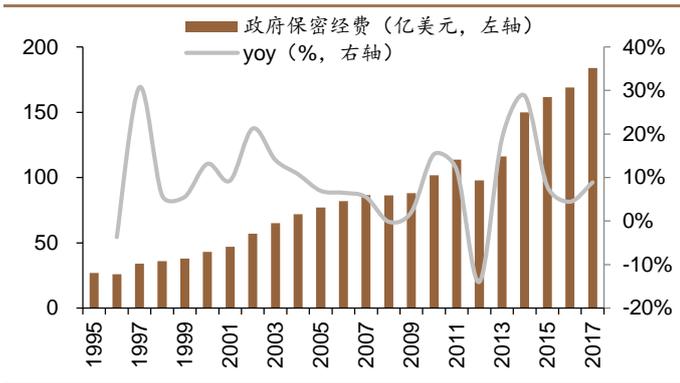
表7:“滴滴事件”时间线梳理

时间	事件	对象
6月11日	滴滴正式向美国证券委员会(SEC)递交招股书;	-
6月30日	滴滴正式在纽交所挂牌上市,以发行价计算,滴滴IPO的估值超过670亿美元;	-
7月2日	网信办对“滴滴”实施网络安全审查;	滴滴
7月4日	“滴滴出行”App因“存在严重违法违规收集使用个人信息问题”,网信办要求各应用商店下架“滴滴出行”App;	滴滴
7月5日	网信办宣布对在线招聘公司BOSS直聘、两家货运调度平台运满满和货车帮实施审查,审查期间以上平台停止新用户注册;	BOSS直聘、运满满、货车帮
7月8日	健身软件Keep、播客平台喜马拉雅、阿里系医疗数据公司零氦科技等取消赴美IPO计划;	Keep、喜马拉雅、零氦科技
7月9日	滴滴企业版等25款App被下架;	滴滴
7月16日	七部门进驻滴滴开展网络安全审查;	滴滴
7月30日	国务院发布《关键信息基础设施安全保护条例》;	-
8月16日	网信办等五部门发布《汽车数据安全若干规定(试行)》;	-
8月20日	《个人信息保护法》经人大三次审议正式发布生效;	-

资料来源：公开资料整理、德邦研究所

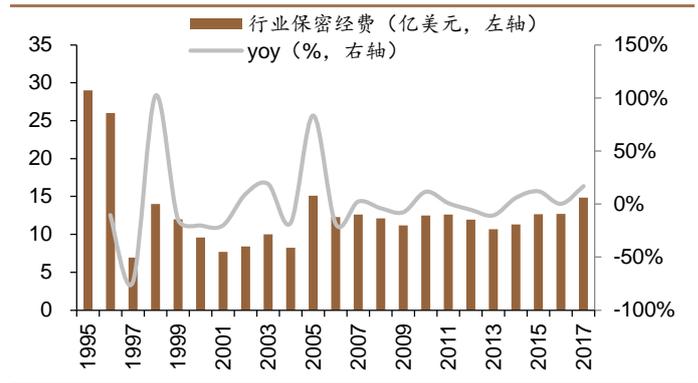
美国 2017 年经费支出近 200 亿美金，对标下我国保密支出空间有望超千亿。根据美国信息安全监督办公室发布的《2017 年美国保密管理年度报告》数据，2017 年美国保密经费支出约 199 亿美元，其中政府保密经费支出 184 亿美元，行业保密支出 15 亿美元，2012-2017 年保密经费支出 CAGR 约 9.4%。2017 年美国停止公布保密支出数据，我们按 9.4% 的复合增速预估 2020 年美国保密经费支出达 260 亿美元。2020 年，我国 GDP 占美国 GDP 比重为 70.3%，按比例预估我国保密领域支出空间有望达到 1225 亿元（按 6.7 汇率计算）。我们认为，保密领域受重视程度可能会逐渐提升，保密安全预算逐步充裕，在整机、服务器等硬件国产化预装安全软件的同时，未来会衍生出更多的业务系统安全产品需求和平台型安全产品需求。

图 14：美国政府保密经费支出规模及增速



资料来源：《2017 年美国保密管理年度报告》、德邦研究所

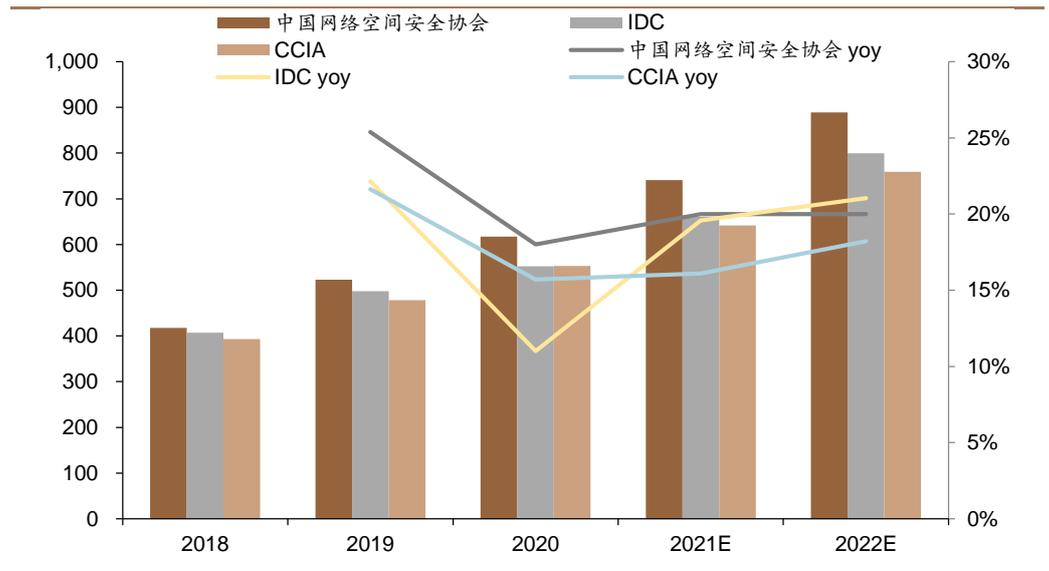
图 15：美国行业保密经费支出规模及增速



资料来源：《2017 年美国保密管理年度报告》、德邦研究所

政策强支持助力网安高景气，行业复合增速有望超 25%。根据中国网络安全协会、IDC 和 CCIA 等机构的测算，2020 年我国网络安全市场规模在 600 亿左右（552-617 亿之间），2021 年安全政策逐步推出，其中关键基础设施保护条例、数据安全法等重点法规条例的落地，我们预计信息安全行业 2021-2025 年复合增速有望超过 25%。

图 16：我国网络安全市场规模及增速走势（亿元）



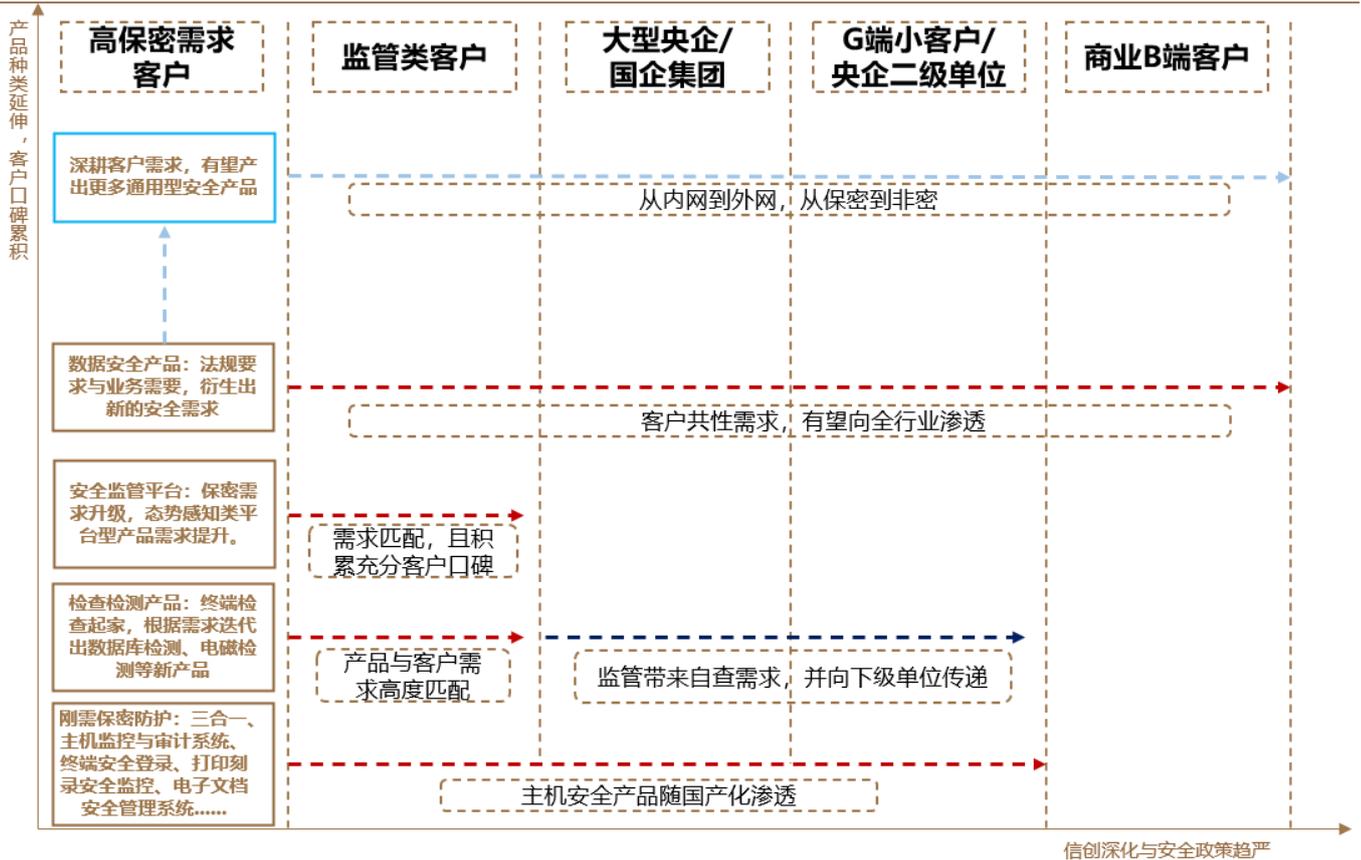
资料来源：IDC、CCIA、中国网络空间安全协会、德邦研究所 注：IDC 数据以 USD/CNY =7 换算

4. 中孚信息：保密信创助力获客，产品创新支撑长期增长

4.1. 对中孚的误解：担忧业绩随信创替换高峰后下滑

目前市场上对中孚信息的理解是一家保密安全厂商，业绩弹性主要来源于保密领域的主机国产化替代，市场担忧在国产化替代高峰期过去之后中孚业绩可能会大幅下滑。我们认为，信创的国产化机会给公司提供业绩弹性的同时，其实也带给了公司切入核心客户的机会，此外，中孚信息不断增加安全产品提升单客户价值量，未来的发展路径应该是沿着核心保密客户，延伸到监管类客户，再延伸到央企等行业客户，市场空间正处于逐步快速打开的过程。

图 17：中孚信息成长路径



资料来源：公司官网、德邦研究所整理

信创给中孚带来业绩弹性机会，更大的意义是切入头部客户预算：

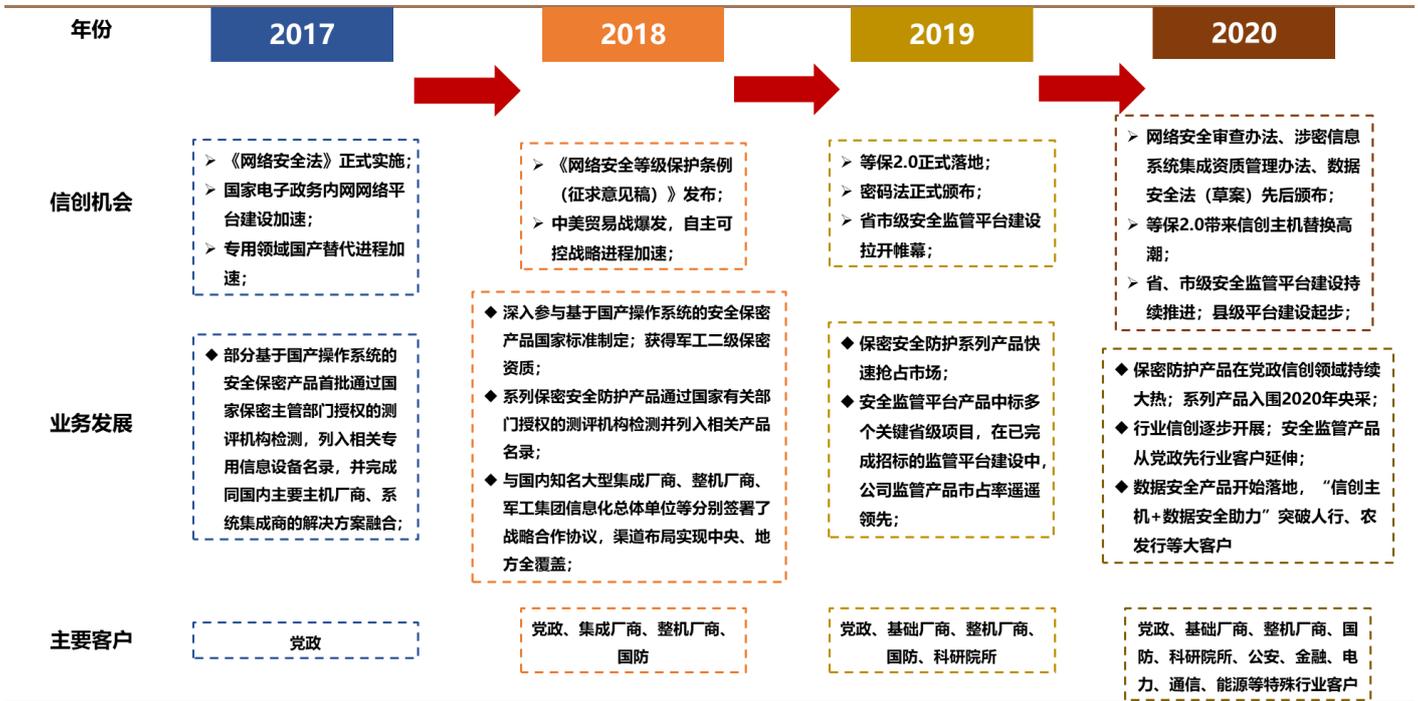
1) 公司 2017 年年报显示，随着专用领域国产化替代进程的加快，采用国产 CPU、国产操作系统以及配套安全保密产品的专用计算机进入广泛推广配备的阶段，将为公司基于国产操作系统的系列安全保密产品的推广应用提供新一轮驱动力。

2) 公司 2018 年年报显示，2018 年主要产品“三合一”、主机监控与审计系统、终端安全登录、打印刻录安全监控与审计系统、电子文档安全管理系统等通过国家有关部门授权的测评机构检测并列入相关产品名录，并与国内知名大型集成厂商、整机厂商、军工集团信息化总体单位等分别签署了战略合作协议，基本实现了中央、地方市场全覆盖。

3) 公司 2019 年年报显示，公司基于国产平台的“三合一”、主机监控与审计系统、终端安全登录系统、打印刻录安全监控与审计系统等产品快速抢占市场。且监管业务线先后中标了多个关键省级项目，在已招标的省级、市级平台的市场占有率继续保持领先。

4) 公司 2020 年年报显示, 随着信创市场的快速发展, 公司“三合一”及其配套产品及电子文件密级标志管理系统在全国市场保持领先优势; 随着行业信创的逐步开展, 公司基于国产平台的主机安全产品和数据安全产品开始在中国人民银行、中国农业发展银行等金融机构部署。

图 18: 中孚借力信创进程推进持续拓宽客户范畴



资料来源: 公司年报、德邦研究所

结合公司年报, 我们判断 2018-2020 年公司业绩增长主要依托于配套安全保密产品的专用计算机在部分行业完成了国产替代。当前时点市场对中孚的核心担忧在于 2022 年后可能首批产品替换完成后财政预算不支撑中孚信息后续业绩成长, 我们本篇报告的核心观点是 2022-2025 年中孚信息仍能维持较高收入增长, 主要基于以下几点分析:

1) 信创目前只进行到第一阶段, 国产化需求方兴未艾。根据草根调研, 我们认为即使在 2022 年末, 现有主力替换客户的终端替换量也只会达到存量终端的 20%-30%, 后续有望进入自然替换周期。且行业信创有望逐步开展, 结合中孚信息 2020 年主机安全产品已经在央行部署, 我们认为, 金融、公安、能源等重点行业有望加快推进国产化进程。我们预计 2023-2025 年国产终端替换量将持续增长。

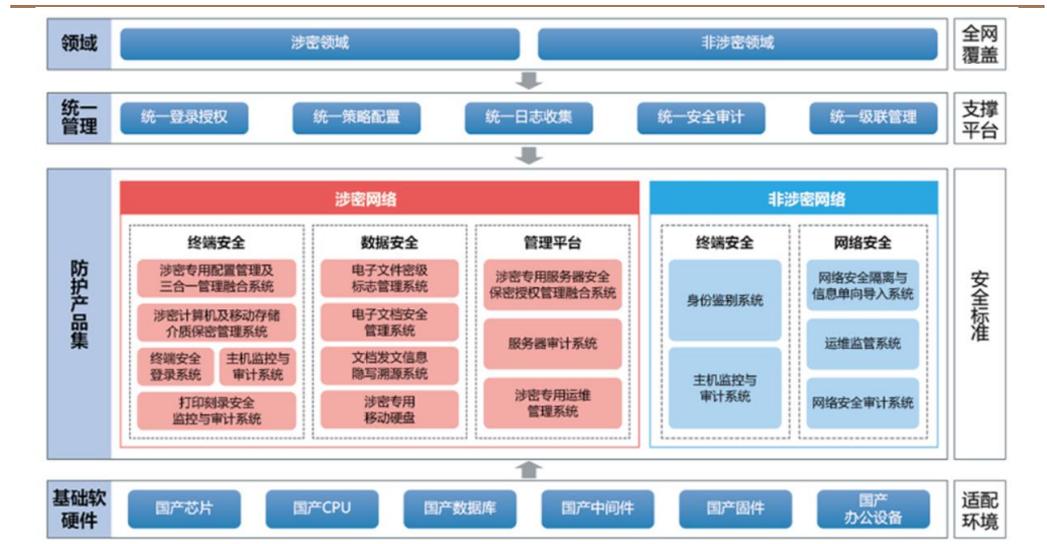
2) 国产化平台收入占比仅 34%, 其他产品所处细分领域高度景气。根据公司年报, 2020 年公司基于国产化平台的收入为 3.33 亿, 占公司收入比重的 34%。2020 年公司来自政府及事业单位的营收比重亦从 76%下降至 68%, 对党政客户的依赖性逐渐降低。我们认为随着信息保密、安全监管平台、保密检查检测产品及数据安全产品需求的持续提振, 中孚信创板块的收入占比还将继续被稀释, 公司多元化业务布局及对应终端细分领域的高景气足以支撑业绩成长。

3) 未来中孚的收入增长取决于公司的产品丰富程度和客户的安全预算, 而不是终端数量。我们认为公司信创收入的来源不仅仅依靠终端替代这一种形式。对于已经完成替代的单位来说, 在数字化浪潮风起云涌的当下, 终端寿命即便未到 5 年期替换时点, 为了应对层出不穷的新兴安全威胁, 仍有必要加装不同模块的产品(例如中孚三期信创解决方案涉及 18 款产品, 四期解决方案已经有多达 28 款产品)或者直接替换整个终端(具体取决于客户的预算情况)。因此, 我们认为存量老旧保密终端的替换只是公司信创板块收入的固定来源, 公司产品的丰富程度以及客户安全预算的情况将为公司信创收入带来可观增量。

4.2. 主机与网络安全产品线：信创持续推进，看好新老客户客单价提升

首先，我们认为中孚在信创领域的老客户，选择替换掉公司产品的可能性极低。公司在信创领域起步较早，并深度参与，先发优势明显。早在 2011 年，公司便开始涉足信创相关产品研发、适配应用及产品化推广，积极参与信创产业生态建设，并于 2012 年参与了工信部组织的信创相关产品研制，是最早参与信创产业建设的企业之一。公司的整套信创产品解决方案在以下三方面优势明显：**1) 节省软硬件资源，提高系统运行效率：**实现了多安全防护系统跨平台的混合部署，采用统一管理方式，软硬件资源需求量小，系统运行速度快。可有效防止由于终端资源占用率高影响工作效率等问题。**2) 一套管理平台，方便维护：**多个安全防护系统采用一套管理平台，一个入口，共享基础数据，统一运行维护，帮助用户降低了运维成本。可解决用户运维人员少、安全防护系统多等原因造成的工作繁重等问题。**3) 跨平台部署，兼容性好：**可实现国产化终端与 Wintel 终端的统一安全保密管理和数据共享，确保信创进程中安全防护体系的平滑过渡，同时可防止各安全防护系统间冲突造成的兼容性问题。以上三点是中孚能够成为信创保密领域龙头的关键之一。公司产品力佳，叠加目前市场龙头地位，其他厂商很难有机会侵蚀公司已有的老客户。

图 19：中孚信创安全防护解决方案架构



资料来源：公司官网、德邦研究所

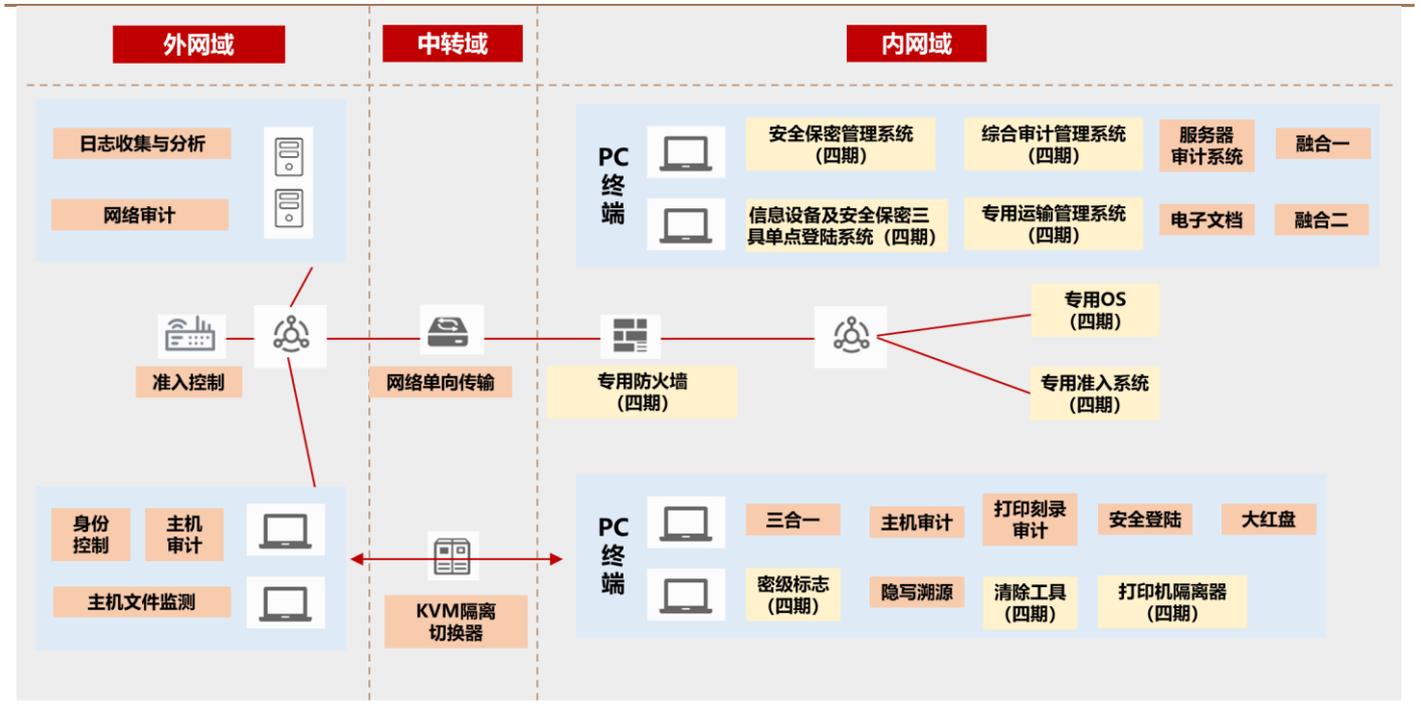
较之上市之初，公司信创产品线丰富程度已大大提高，看好客单价提升，量价并举下，信创收入仍有望高速增长。上市之初公司信创产品主要面向内网防护，主打产品：涉密计算机及移动存储介质保密管理系统（“三合一”）、多功能导入装置及涉密专用存储（“三合一”配套产品）皆为内网防护产品，外网主打产品仅有存储介质信息消除工具及网络物理隔离卡两款。而如今中孚信创四期产品已全面覆盖信创主机内外网防护及中转域防护模块，产品数量扩展至 28 款。与 2020 年的信创三期产品矩阵相比，中孚同样展现出了强大的创新活力，四期信创解决方案产品数量增加 10 余款。我们认为，中孚的信创防护整体解决方案已然愈发成熟，市场不仅能满足新客户老旧主机的信创替代需求，也完全有能力满足老客户对于增加安全模块的诉求。竞争力持续提升加成党政信创深化及行业信创起步，公司信创产品出货量将持续上扬，同时产品线丰富度的大大提高，将有效提振新老客户客单价。

图 20: 中孚 2017 年上市时拥有的信创产品



资料来源: 招股说明书、德邦研究所

图 21: 中孚信创四期解决方案较之三期多出 10 余款产品



资料来源: ISC2021、德邦研究所

4.3. 安全监管平台产品线：产品力强+渗透率较低

党政机关安全监管平台建设不仅是强化自身安全监管能力建设的必由之路，更是“合规”约束下的刚需。随着政府信息资源“深应用、高共享、大整合”的态势形成导致数据量呈指数增长。政府网现有安全防护和监测预警能力已存在较大差距和不足，亟需高效、主动、全面的安全监测新体系，尽快提升风险发现、威胁预警、溯源取证、事件处置等主动安全监测能力。政府应用由“单一应用”向“网络应用”、由“深度应用”向“智能应用”演进，带来了新的安全问题、风险和挑战。其中作为核心的业务数据在生成、传输、交互和应用的过程中，都存在着恶意篡改、无意识泄露、失控扩散等风险。近年来，系列法律法规落地，从各个层面对平台建设提出了合规性要求，包括：《政府部门关于大力推进基础信息化建设的意见》、《关于切实加强政府信息网查询类应用系统安全管理的通知》、《政府信息网安全管理规定（试行）》等。其中，按照《政府部门关于大力推进基础信息化建设的意见》要求，政府机关信息中心要抓紧建设具有态势感知能力的安全监测平台。通过建立政府信息网安全监测大数据平台，全面整合各类安全防护手段的安全数据，基于大数据分析、人工智能等技术实现安全态势感知、监测、预警、响应，使党政机关安全监管平台建设成为了“合规”约束下的刚需。

图 22：安全监管平台产品致力于解决的核心诉求



资料来源：中孚信息（北京）研究院、德邦研究所

安全监管平台产品市占率在全国保持领先，服务质量广受认可。中孚安全防护监管运维一体化解决方案深度融合大数据、人工智能和数据可视化技术，有效整合内网、外网和互联网的各类数据，以提升党政机关和央企集团用户网络安全态势感知、监测预警和应急处置能力为目的，通过对重要数据和敏感数据的深度挖掘、关联分析和追踪溯源，实现对客户网络安全风险的“全网络感知、全区域同控、全时段同管”能力，支撑重要用户网络防护和监管由基本防控向攻守兼备转型升级。方案紧紧围绕打赢信息化条件下保密战这一主线，通过“1+2+3+4+5”的创新建设模式，为用户构建“一个大数据中心”，监管覆盖“两张网络”（非密、涉密网络），提升“三种能力”（泄密、攻击和违规行为的感知能力），实现整个平台的“四个统一”（统一防护、统一监管、统一运维、统一指挥），为用户提供“五种价值”（失泄密事件的智能分析、网络攻击窃密的实时发现、违规和异常行为的及时报警、全方位全时段的态势感知、可视化的追踪溯源和协同处置），大幅提升党政机关网络安全保密风险管控和治理能力，支撑各级党政机关网络防护监管由“基本防控”向“攻守兼备”转型升级。公司 2018 年年报披露，在已完成招标的监管平台建设中，公司监管产品市场占有率大幅领先，服务质量广受认可。

图 23：公司安全监管平台产品框架



资料来源：公司年报、德邦研究所

短期视角，仅考虑地级市监管平台存量建设、运营需求，未来三年安全监管平台市场约为 6.3/9.1/7.7 亿元。根据草根调研，当前安全监管平台已经从省市级向县市级平台渗透，县级平台建设预计 2022 年开始起步，当前主要建设需求来自地级市，运营需求来自省级平台及地级市平台。不考虑县级平台建设、运营需求及央企与大型集团公司的建设、运营需求及存量平台加装模块甚至整体替代的需求，2021/2022/2023 年安全监管平台市场规模约为 6.3/9.1/7.7 亿元。

图 24：监管平台市场短期空间测算

地市级	2020年	2021年	2022年	2023年
数量 (个)	59	83	117	74
平均建设单价 (万元)	500	500	500	500
建设市场规模 (亿元)	2.97	4.17	5.83	3.68
平均运营单价 (万元)	100	100	100	100
运营市场规模 (亿元)	0.59	1.43	2.59	3.33
地级市场规模 (亿元)	3.56	5.59	8.43	7.01
省级	-	-	-	-
平均运营单价 (万元)	200	200	200	200
数量 (个)	34	34	34	34
省级市场规模 (亿元)	0.68	0.68	0.68	0.68
市场规模合计 (亿元)	4.24	6.27	9.11	7.69

资料来源：德邦研究所

长期视角，不考虑来自央企及大型集团公司的建设、运营需求，远期安全监管平台市场及存量平台加装模块甚至整体替代的需求，远期稳态市场空间约 21.6 亿元。我们认为，若综合考虑来自央企及大型集团公司的建设、运营需求及存量平台加装模块甚至整体替代的需求，市场的额外增量同样可观。

图 25：监管平台市场远期空间测算

类别	省级	地级	县级	合计
行政区数量（个）	34	333	2846	-
平均运营单价（万元）	200	100	30	-
运营收入（亿元）	0.68	3.33	8.54	12.55
平台使用年限	5	5	5	-
每年新建数量（个）	7	67	569	-
平均建设单价（万元）	1000	400	100	-
建设收入（亿元）	0.68	2.66	5.69	9.04
远期稳态市场空间（亿元）				21.58

资料来源：产业链调研、德邦研究所

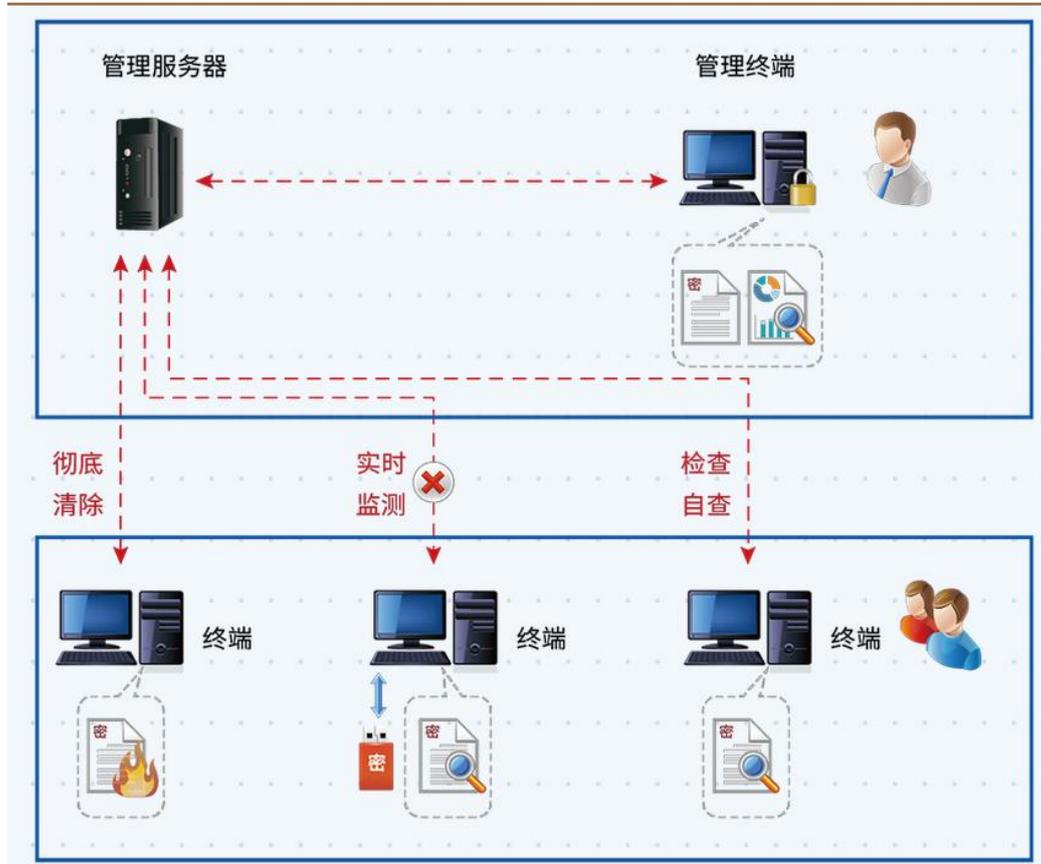
4.4. 检查检测产品线：推陈出新，从监管到被监管

检查检测产品是监管机关落实监管责任的必备工具，同样也是被监管机构规避合规问题所需要的刚需设备。在合规趋严的大环境下，监管机构监管积极性提高，被监管机构面临的监管压力加大，为尽可能避免在监管检查中暴露合规方面的疏漏，被监管单位同样有必要配备检查检测设备。以数据安全法、关键基础设施保护条例、网络安全审查办法为代表的系列法律法规的颁布，不仅明确了保护对象、保护目标，同样明确了各监管机构及被监管机构所要履行的主体责任，针对网络及信息系统的安全性、合规性的检查已成为信息安全保障工作的重点之一。

公司紧密结合国家政策和保密安全检查标准，推陈出新，研发推广了保密检查检测系列产品，市场占有率同样行业领先。无论是单机版计算机终端保密检查系统、网络版计算机终端保密检查系统还是针对数据库、电子邮件、涉密场所等全方位、多角度的保密检查系统，都得到了用户的广泛认可并取得了良好应用。其中，针对目前各机关、单位普遍存在的保密自查手段滞后、检查效率低、管控效果差等突出情况，中孚信息推出的**单机版计算机保密检查系统**是严格按照国家保密检查装备标准推出的支持目前主流国产操作系统的单机检查工具。产品直接在光盘上运行，对终端主机进行系统检查、痕迹检查、文件检查，检查完毕后生成符合国家标准检查报告，可显著提高保密检查标准化、自动化水平。结合着国家有关部门对保密检查工作提出的更高要求，中孚信息凭借多年保密检查软件研发积累，不断探索、推陈出新，推出了**网络版计算机终端保密检查系统**。相较于单机版检查，网络版检查系统具备简单、易用、直观、高效的特性，可支持机关、单位开展全面检查、部门自查、个人自查和整改复查等多维度检查模式，并具有提供完善的统计分析报表等功能。

此外，结合多年来在安全检查领域的“深耕细作”，中孚信息还针对数据库、电子邮件、涉密场所等多个场景推出了具有“实战性”的检查检测系统。**数据库内容保密检查系统**利用先进的技术，并结合独特、完整的涉密数据与合规策略模型，主要针对各类型数据库弱口令、数据库安全策略配置、数据库敏感内容进行详细检查；**敏感场所无线信号保密检测系统**，专用于对敏感场所电磁环境信号的检测，可对异常信号进行捕获分析及风险判别，发现基于无线发射的窃听窃照设备，设备可满足对超宽频段内（9KHz-9GHz）信号的高速分析和定位，对可疑信号进行追踪、解调，并对无线信号进行还原。此外，中孚还打造了将计算机终端保密检查系统、敏感信息实时监管系统和存储介质信息消除工具等进行深度融合的**一体式保密检查监管整改解决方案**，实现了保密检查的统一管理、结果判定的深度分析、发现处置的快速联动、问题整改的闭环流程。平台化的管理功能，支持信息资源集中化管控、业务任务管理，通过数据挖掘、数据分析、数据安全存储，形成整体安全管控能力。我们认为，公司在保密检查检测领域产品线齐全，整体解决方案产品力佳，且本就是保密起家，深耕信创领域多年，在该市场优势明显，龙头地位稳固。

图 26：中孚保密检查监管整改一体化解决方案



资料来源：公司官网、德邦研究所

我们认为保密检查检测领域市场需求主要来自被监管对象，当前潜在市场规模约 23.3 亿。仅考虑各省、市、县保密局作为监管单位履行保密检查职能，由于机构数量有限，能够贡献的市场规模很小（0.18 亿左右，考虑公检法等部门也具备保密检查的职权，那么监管单位市场规模可能接近 1 亿）。核心市场需求来自被监管单位，随着合规约束趋严，被监管单位为避免因保密合规问题遭受处罚有激励购置相应自我检测工具（党政类机构及大型企业更如是），根据我们的测算，被监管机构端，保密检查产品潜在需求约 23 亿，未来随着检查检测产品的品类扩充，市场有望进一步扩容。

图 27：保密检查检测市场规模测算

监管单位		被监管单位					
省级保密局数量 (家)	34	党政单位		大型企业数量 (万家)	1	中型企业 (万家)	25
设备需求数量 (套/家)	20	公务员+事业单位员工数量 (万人)	3800	设备需求数量 (套/家)	50	设备需求数量 (套/家)	15
地级保密局数量 (套/家)	333	保密自查设备需求 (假定占人数的 1/10, 万套)	380	渗透率	80%	渗透率	40%
设备需求数量 (套/家)	10	平均单价 (元)	300	平均单价 (元)	300	平均单价 (元)	300
县级保密局数量 (套/家)	2846	党政自查市场空间 (亿元)	11.4	大型企业自查市场空间 (亿元)	1.2	大型企业自查市场空间 (亿元)	4.5
设备需求数量 (套/家)	5	小微企业					
平均单价 (元)	1000	小微企业数量 (万家)	2000	设备需求数量 (套/家)	1	渗透率	10%
总需求量 (套)	18240	平均单价 (元)	300	小微企业自查市场空间 (亿元)			6
监管单位市场 (亿元)	0.18	被监管单位市场空间 (亿元)					23.3

资料来源：国家统计局、产业链调研、德邦研究所

4.5. 数据安全产品线：蓝海市场，公司抢占先机

数据安全领域政策密集落地，数据安全治理体系建设已成为政企客户核心关切。作为近两年的政策颁布最密集的领域，数据安全已成为网安核心热点。政企单位完善自身数据安全治理的需求强烈。数据安全治理的目标是政企单位在合规保障及风险管理的前提下，实现数据的开发利用，保障业务的持续健康发展，确保数据安全与业务发展双向促进。根据信通院给出的数据安全治理参考框架，数据安全治理涵盖基础安全、数据全生命周期安全以及数据安全战略三大部分，其中：1) 数据安全战略：是对组织数据安全保障体系建设的前瞻性战略布局，包括数据安全规划及机构人员管理两个部分；2) 数据全生命周期安全：以采集、传输、存储、使用、共享、销毁过程中的各环节为切入点，设置相应的管控点与管理流程；3) 基础安全：基础安全能力是对数据全生命周期安全能力建设的基本支撑，是整个数据安全治理体系建设的通用要求。只有数据安全治理框架三大部分的有效协同，才能保障组织数据安全治理有效性。

图 28：数据安全治理框架



资料来源：中国信通院、德邦研究所

数据安全治理体系建设需要网安技术工具的支撑，多类数据安全相关产品需求有望显著提振。我们仅考虑数据全生命周期安全中数据采集安全这一环节，为了保障组织内部生成的新数据或者从外部得到新数据过程的合法、合规及安全性，我们至少需要采取以下举措：1) 明确负责数据采集安全工作的团队及职责；2) 采集数据源的可信管理、身份鉴定、用户授权；3) 数据采集设备的管理，如访问控制、安全加固等；4) 涉及个人信息和重要数据的业务场景，应在采集前进行合规性评估；5) 采集过程的日志记录及监控审计；6) 建立数据采集工具；7) 采集过程中实现敏感数据识别及防泄漏。仅数据采集这一过程就涉及到对包括数据源、数据采集设备、采集人员、采集过程等在内的系列要素安全管控，包括数据密标、数据分级、数据确权、零信任安全、文档安全、数据溯源、数据泄露防护（DLP）系统等在内系列产品服务均涉猎。考虑到数据安全治理框架所涵盖的环节之多，所需要的产品与技术类别亦相当丰富，数据安全领域短期内高速增长具有较高确定性。

图 29：数据安全治理涉猎的技术及产品



资料来源：中国信通院、德邦研究所

我们认为中孚在数据安全领域具备得天独厚的先发优势：

1) 首先，数据安全的核心理念与信息保密高度一致。保密的本质就是应对内外部组织对核心、重要数据的窃取、攻击与数据安全的本质完全契合。中孚公司一直致力于构建基于国产平台的围绕重要数据和敏感数据的防护、检查检测以及监管的核心技术能力，应以信创为根，以国产密码为干、以智能化为本，围绕数据资产构建安全内置式自适应体系。目前，中孚已具备包含全面全量采集技术和数据融合技术、未知网络设备接入动态感知技术、高速无反馈单向传输技术、数字标识与溯源分析等在内的数据安全领域核心技术，结合公司在终端安全、国产平台安全、移动安全、网络安全、大数据安全、硬件安全、电磁技术等方面的深厚积累，中孚打造数据安全产品体系的技术基础相当扎实。

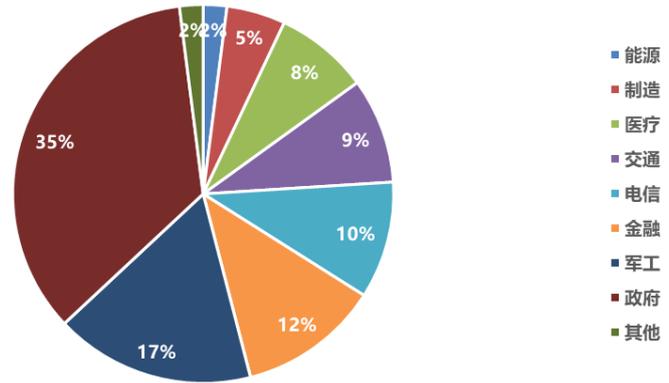
图 30：公司系列“标签”完全契合数据安全防护需要



资料来源：ISC2021、德邦研究所

2) 数据安全下游核心客户群体与公司当前客户群体高度契合。根据头豹研究院的调研数据，按照行业属性划分，数据安全下游核心客户群体依次为政府、军工、金融、电信，四大类客户群体累计占下游客户比重的 74%。而 2020 年公司主要客户群体正是党政客户、信息技术行业客户、特殊行业客户（公安、国防、科研院所、能源等）、金融客户，二者具备相当的契合度。再者，信创领域本就是数据安全大展拳脚的核心领域，包括密码技术在内的保密技术则是数据安全的根基，中孚作为深耕信创市场多年的信息保密领域龙头，具备明显的先发优势。

图 31：数据安全用户占比（按行业属性分类，2019 年）



资料来源：头豹研究院、德邦研究所

公司数据安全产品线规划明晰，部分解决方案已顺利落地。公司数据安全产品以重要数据和敏感数据的防泄漏、防窃取、可追溯为目标，采用数据加密、数据保护、数据管控等技术，结合业务应用场景，实现对数据资产的可知、可控、可管，并且广泛兼容适配主流国产 CPU、国产操作系统、国产数据库及国产中间件，以“零信任”为核心思想、以数据智能为目标，着力打造全量、全要素、多场景的“数字安全”整体解决方案。目前，包括电子文件密级标志管理系统、电子文档安全管理系统、智能辅助定密管理系统、文档发文信息隐写溯源系统、数据泄露防护（DLP）系统以及数据安全行业监管方案等解决方案已陆续落地。

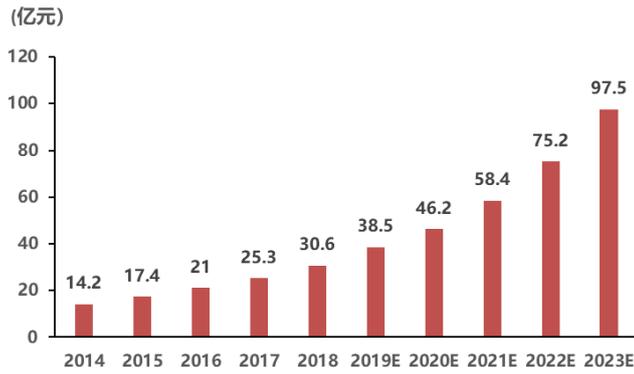
图 32：中孚“数字安全”整体解决方案框架



资料来源：ISC2021、公司官网、德邦研究所

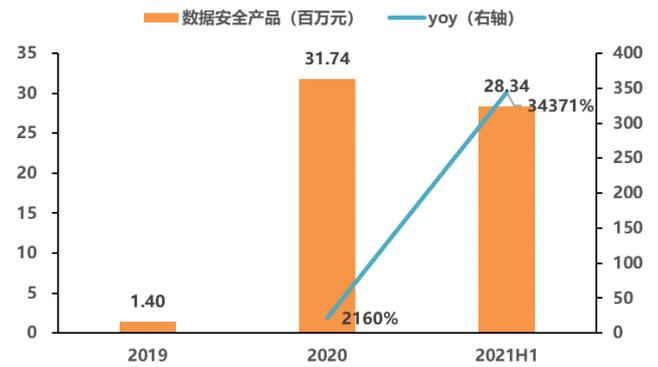
数据安全市场蓝海开启，看好公司数据安全产品线短期业绩持续爆发。根据头豹研究 2019 年的测算数据，2019 年我国数据安全市场规模约 38.5 亿元，2023 年市场规模有望达到 97.5 亿元，我们认为，随着以数据安全法为代表的系列法规落地，数据安全领域增速有望大大加快。2020 年公司数据安全产品线收入约 0.32 亿元，占整体收入比重较小，但同比增速达 2160%，增长迅猛。2021H1，公司数据安全产品线收入约 0.28 亿元，同比增速高达 34371%。我们认为中孚在数据安全领域具备较为明显的先发优势，公司有能力把握数据安全领域高景气机遇，随着公司数据安全系列产品的落地及成熟度提高，看好公司数据安全产品线未来几年保持高速增长，为公司经营注入新的增长活力。

图 33: 我国数据安全市场规模预期



资料来源: 头豹研究院、德邦研究所

图 34: 公司数据安全产品线增速迅猛



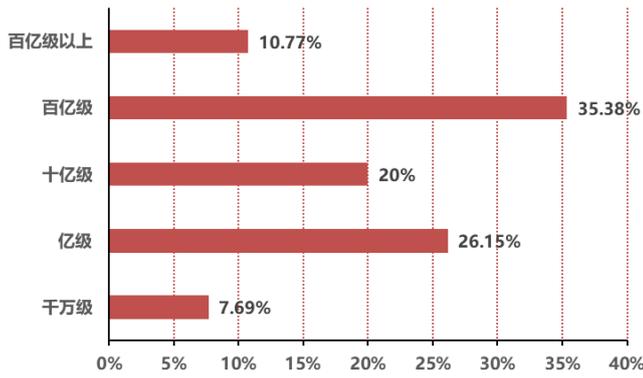
资料来源: 公司公告、德邦研究所

4.6. 聚合零信任安全能力, 积极应对云安全挑战

零信任已成为全球网络安全的关键技术和大趋势。在云计算、物联网、5G 等各种新技术驱动下, 企业业务上云颠覆了传统 IT 架构, 尤其是在应对疫情的背景下, 远程办公加速了网络安全边界瓦解, 诸多安全挑战也随之而来。传统的基于边界的网络安全架构某种程度上假设或默认了内网的人和设备是值得信任的, 认为安全就是构筑企业的数字护城河, 通过防火墙、WAF、IPS 等边界安全产品/方案对企业网络边界进行“重兵保护”就足够了。但事实证明, 正确的思维应该是假设网络系统一定有未被发现的漏洞、假设系统一定有已发现但仍未被修复的漏洞、假设系统已经被渗透、假设内部人员不可靠, 这“四个假设”就彻底推翻了传统网络安全通过隔离、修边界的技术方法, 彻底推翻了边界安全架构下对“信任”的假设和滥用, 基于边界的网络安全架构和解决方案已经难以应对如今的网络威胁, “零信任架构”因而备受业界关注, 2019 年, 工信部公开征求对《关于促进网络安全产业发展的指导意见(征求意见稿)》中, 零信任安全首次被列入网络安全需要突破的关键技术。同年, 中国信息通信研究院发布的《中国网络安全产业白皮书(2019 年)》中, 首次将零信任安全技术和 5G、云安全等并列为我国网络安全重点细分领域技术。根据 Gartner 的数据, 海外市场 2023 年将有 60% 的企业从远程访问 VPN 向零信任网络架构转型。国内市场来看, 根据云安全联盟(CSA)数据, 调研企业有超过 90% 都认为零信任是一个亿级市场, 将近 50% 的企业认为至少是百亿级市场, 市场空间广阔。

零信任架构的基本思想简言之就是默认情况下不应该信任企业网络内部和外部的任何人/设备/应用, 需要基于认证和授权重构访问控制的信任基础。零信任对传统访问控制机制进行了范式上的颠覆, 其本质是以身份为基石的动态可信访问控制。NIST 对零信任架构有如下定义: 零信任架构(ZTA)提供一系列概念、理念、零架构组件及其交互关系, 以便消除针对信息系统和服务进行精准访问判定所存在的不确定性。此定义指出了零信任需要解决的关键问题: 消除对数据和服务的未授权访问, 强调了需要进行细粒度访问控制的重要性。

图 35：零信任市场规模预期



资料来源：CSA、德邦研究所

图 36：零信任架构与传统安全架构差异

传统安全架构	零信任安全架构
以“网络”作为防护中心	以“数据”为中心的防护
以“信任”为基础的访问控制	默认“零信任”
一次认证，静态访问控制	持续评估，动态进行访问控制
资源对外可见但不可用	资源对外既不可见也不可用

资料来源：绿盟科技官微、德邦研究所

聚合零信任安全能力，中孚推出了零信任网络安全体系整体方案，积极应对新兴安全挑战。中孚零信任方案能够灵活应用于以电子政务外网为代表的网络信息系统，可有效避免由于传统认证方式而造成的安全风险，为用户提供安全可靠访问能力，方案通过硬件终端安全组件 TNA-BOX、移动终端 TNA 安全组件以及零信任安全制度整合完成了零信任核心体系的构建，最终通过资产、行为、合规、威胁及脆弱性综合分析可视化呈现，实现安全体系的可视管理与全面运维。其中，中孚零信任 TNA 安全网关是一款不依赖 CPU、操作系统和第三方代码库的纯硬件高保障安全边界设备。高保障可信接入 (Guarantee Advanced Trusted Network Access, TNA) 网关，保障企业在互联网上的边界安全，保证只有被授权用户可以接入内网。由于不依赖 CPU、操作系统和任何第三方代码库，而使用自研的纯硬件技术实现，使得硬件规模极小，核心功能代码是只有不到 500 行的硬件代码，能够通过有效的代码审计保障其安全性。攻击者攻击该设备，攻击面只有 500 行硬件代码实现的极小硬件逻辑，相比于上千万行代码的安全边界设备，大大的降低了由于代码缺陷导致安全边界设备被攻破的可能性，从而在根本上解决了传统安全边界设备由于 CPU、操作系统以及各种第三方代码库漏洞而造成的自身被攻破的难题。目前，零信任 TNA 安全网关的移动客户端已完成与鸿蒙 OS 兼容性测试工作，结合鸿蒙 OS，中孚信息零信任 TNA 安全网关可消除安全边界设备目前存在的各种安全隐患，不仅免疫了所有的在软件层面的各种攻击，而且也避免了硬件供应链不完全自主可控所带来的风险。中孚零信任网络安全体系整体解决方案的落地体现了中孚在新兴安全领域领先的硬件开发能力以及强大的软硬件集成能力，我们认为随着零信任架构在云安全时代持续火热，公司偏硬件化的零信任解决方案可靠性更高，市场前景广阔。

图 37：公司数据安全产品收入增速迅猛



资料来源：公司公告、德邦研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 预计 2021-2023 年收入分别为 16.87/21.40/28.70 亿元

信息安全保密产品：2021 年增速有望达到 85%，2022-2023 年也仍将维持高增速，毛利率有望维持在 75%左右。2020 年党政端信创主机替换规划的落地带动了公司保密防护产品收入高增，今年党政端信创主机替换进程深化，且在系列数据安全相关政策密集落地、党政单位面临的合规约束趋严的背景下，公司安全监管平台、检查检测产品及着力布局的数据安全产品线均有望实现突破，2021 年信息安全产品线增速有望达到 85%。2022-2023 年，我们认为公司增速虽可能因当前规划的存量信创主机替代进程接近尾声而有所放缓，产品线丰富带来的客单价提振、老客户增添新模块的需求及数据安全产品线的持续火热仍将支撑公司信息保密产品线维持较高增速。预计 2021-2023 年公司信息安全保密产品线收入将达 10.67/13.87/18.79 亿元，同比增长 85%/30%/35%，毛利率将维持在 75%左右。

图 38：公司信息安全保密产品营收及毛利预测（单位：百万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
信息安全保密产品	373	577	1067	1387	1879
yoy	80%	55%	85%	30%	35%
毛利润	333	475	841	1060	1390
毛利率	89%	82%	79%	76%	74%
主机安全产品	288	386	691	753	828
yoy	-	34%	79%	9%	10%
毛利润	254	318	555	590	632
毛利率	88%	82%	80%	78%	76%
数据安全产品	1	32	100	200	360
yoy	-	2160%	215%	100%	80%
毛利润	1	21	67	133	240
毛利率	100%	67%	67%	67%	67%
安全监管平台	29	87	177	301	512
yoy	-	201%	104%	70%	70%
毛利润	24	64	122	205	341
毛利率	83%	74%	74%	74%	74%
检查检测产品	54	73	99	133	180
yoy	-	35%	35%	35%	35%
毛利润	53	72	97	131	177
毛利率	99%	99%	99%	99%	99%

资料来源：Wind、德邦研究所

信息安全服务：2021 年增速有望达到 59%，2022 年增速将有所放缓，2023 年以后将重回高速增长轨道，毛利率水平维持在 46%左右。公司信息安全服务目前主要涉猎的服务是涉密信息系统集成，安全监控平台整体解决方案同样归属该类别（模块化产品提供归属信息安全保密产品线下的安全监管平台业务），我们认为随着今年市级安全监管平台规模化落地以及省、市级平台数量增加带来的运营需求增长将带动公司信息安全服务业务高景气，2022 年市级安全平台建设可能趋于尾声，该业务线增速可能有所放缓，2023 年县级监管平台有望规模化落地，公司信息安全服务业务线增速将有望提振。预计 2021-2023 年公司信息安全保密产品线收入将达 5.28/6.48/8.72 亿元，同比增长 59%/23%/35%，毛利率有望维持在 46%左右。

图 39：公司信息安全服务营收及毛利预测（单位：百万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
信息安全服务	172	333	528	648	872
yoy	144%	94%	59%	23%	35%
毛利润	67	152	241	296	398
毛利率	39%	46%	46%	46%	46%

资料来源：Wind、德邦研究所

商用密码产品：2021-2023 年收入增速稳定，毛利率有望维持在 44%左右。公司商用密码产品线主要是面向银行、工商局、税务局等客户提供硬件产品，当前不是公司的业务重心，但随着党政机关及金融机构面临的合规约束趋严，商用密码产品仍有一定市场潜力，预计 2021-2023 年公司商用密码产品线收入将达到 0.13/0.17/0.22 亿元，同比增长 30%/30%/30%，毛利率有望维持在 44%左右。

图 40：公司商用密码产品营收及毛利预测（单位：百万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
商用密码产品	23	10	13	17	22
yoy	22%	-56%	30%	30%	30%
毛利润	9	4	6	8	10
毛利率	41%	44%	44%	44%	44%

资料来源：德邦研究所

其他主营业务线及其他业务线：2021-2023 年收入增速、毛利保持稳定。预计 2021-2023 年公司其他主营业务线收入将达到 0.79/0.87/0.96 亿元，同比增长 10%/10%/10%，毛利率有望维持在 34%左右。预计 2021-2023 年公司其他业务收入将达到 0.01/0.01/0.01 亿元，同比增长 10%/10%/10%，毛利率有望维持在 46%左右。

图 41：公司其他主营业务线及其他业务线营收及毛利预测（单位：百万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
其他主营业务	35	72	79	87	96
yoy	-41%	103%	10%	10%	10%
毛利润	12	24	27	30	33
毛利率	35%	34%	34%	34%	34%
其他业务	0	1	1	1	1
yoy	-40%	266%	10%	10%	10%
毛利润	0	0	0	0	0
毛利率	0%	46%	46%	46%	46%

资料来源：Wind、德邦研究所

综上，预计公司整体 2021-2023 年收入分别为 16.87/21.40/28.70 亿元，收入增速分别为 70%/26.8%/34.1%，毛利率分别为 66%/65%/64%。

图 42：公司其他主营业务线及其他业务线营收及毛利预测（单位：百万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	603	993	1687	2140	2870
yoy	69%	65%	70%	27%	34%
毛利润	421	656	1115	1394	1831
毛利率	70%	66%	66%	65%	64%
信息安全保密产品	373	577	1067	1387	1879
yoy	80%	55%	85%	30%	35%
毛利润	333	475	841	1060	1390
毛利率	89%	82%	79%	76%	74%
信息安全服务	172	333	528	648	872
yoy	144%	94%	59%	23%	35%
毛利润	67	152	241	296	398
毛利率	39%	46%	46%	46%	46%
商用密码产品	23	10	13	17	22
yoy	22%	-56%	30%	30%	30%
毛利润	9	4	6	8	10
毛利率	41%	44%	44%	44%	44%
其他主营业务	35	72	79	87	96
yoy	-41%	103%	10%	10%	10%
毛利润	12	24	27	30	33
毛利率	35%	34%	34%	34%	34%
其他业务	0	1	1	1	1
yoy	-40%	266%	10%	10%	10%
毛利润	0	0	0	0	0
毛利率	0%	46%	46%	46%	46%

资料来源：Wind、德邦研究所

费用率及净利润预测：预计 2021-2023 年各项费用率总体保持稳定；预计 2021-2023 年归母净利润增速分别为+68%/+29%/+32%。

1) 管理费用率：2020 年公司管理费用率为 11.2%，同比下降 3.8pct，主要由于公司加强了对管理人员及相关费用投入的管控，预计 2021-2023 年公司管理费用率将呈现稳中有降的趋势，预计 2021-2023 年公司管理费用率为 11.2%/10.2%/9.2%。

2) 研发费用率：2020 年公司研发费用率为 16.8%，同比下降 0.9pct，主要系收入增长摊薄费用所致。公司视研发为驱动发展的核心动力，对于研发投入高度重视，在未来几年公司收入持续高增的背景下，我们认为公司研发投入将与公司收入增速匹配，以持续支撑公司快速的产品迭代，保持核心竞争力。预计 2021-2023 年公司研发费用率为 16.8%/16.8%/16.8%。

3) 销售费用率：2020 年公司销售费用率为 13.9%，同比下降 3.3pct。主要系公司全国范围内的销售渠道布局已完善，公司品牌市场口碑愈来愈好，订单来源稳定，对销售的依赖性降低。考虑到公司数据安全产品线及信创产品线多款创新产品相继推出，且公司未来将着力推进行业端客户开拓，预计后续销售费用的增速将与公司收入增速匹配，以支撑公司新产品销路开拓及行业端客户的挖掘，预计 2021-2023 年公司销售费用率为 13.9%/13.9%/13.9%。

4) 财务费用率：预计 2021-2023 年公司财务费用率分别为-0.5%/-0.4%/-0.4%。

5) 归母净利润：预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.05/5.24/6.90 亿，同比+68%/+29%/+32%。

图 43: 公司费用率及净利率预测 (单位: 百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
管理费用	90.54	111.12	188.88	218.17	263.83
占主营业务收入	15.0%	11.2%	11.2%	10.2%	9.2%
研发费用	106.60	166.41	282.85	358.75	481.02
占主营业务收入	17.7%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
销售费用	103.24	137.50	233.72	296.44	397.47
占主营业务收入	17.1%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
财务费用	-2.58	-5.75	-7.79	-8.26	-10.41
占主营业务收入	-0.4%	-0.6%	-0.5%	-0.4%	-0.4%
归母净利润	124.90	241.74	405.08	524.10	690.36
yoy	194.3%	93.5%	67.6%	29.4%	31.7%
净利率	20.7%	24.4%	24.0%	24.5%	24.1%

资料来源: Wind、德邦研究所

5.2. 盈利预测与投资建议

给予公司 2021 年 45-50x 目标 P/E, 目标价 80.55-89.50 元。预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.05/5.24/6.90 亿, 对应 EPS 分别为 1.79/2.31/3.05 元。参考可比公司 2021 年平均 P/E 50x, 给予公司 2021 年 45-50x 目标 P/E, 目标价 80.55-89.50 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图 44: 可比公司估值表

2021/9/9		收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			P/S			P/E			
公司代码	市值 (亿元)	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
688023.SH	安恒信息	237	19.2	27.5	38.1	1.9	2.7	4.1	12	9	6	126	87	58
300369.SZ	绿盟科技	145	26.6	34.5	43.5	4.1	5.4	7.1	5	4	3	36	27	20
002439.SZ	启明星辰	272	46.6	58.6	72.3	10.2	13.1	16.4	6	5	4	27	21	17
300379.SZ	东方通	140	10.1	15.4	21.9	4.2	6.6	9.6	14	9	6	33	21	15
002212.SZ	天融信	202	39.6	51.7	65.9	7.0	9.9	13.2	5	4	3	29	21	15
	均值								9	6	5	50	35	25
300659.SZ	中孚信息	99	16.9	21.4	28.7	4.1	5.2	6.9	6	5	3	24	19	14

资料来源: Wind、德邦研究所 (注: 可比公司预测业绩取 wind 一致预期, 市值基准为 9 月 9 日收盘价)

6. 风险提示

1) 信创国产化进展不及预期：若信创国产化进程推进不及预期，可能导致公司收入增速不及预期。

2) 安全监管平台项目推进不及预期：若公司安全监管平台项目在省、市、县落地数量不及预期，可能导致公司整体收入和盈利水平不及预期。

3) 行业竞争加剧：若行业频繁出现低价中标事件，可能导致公司收入与利润率水平不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.12	1.79	2.31	3.05
每股净资产	6.78	6.78	8.32	10.21
每股经营现金流	0.76	0.76	0.98	2.03
每股股利	0.09	0.42	0.54	0.71
价值评估(倍)				
P/E	43.82	23.66	18.29	13.88
P/B	7.24	6.24	5.08	4.14
P/S	9.93	5.68	4.48	3.34
EV/EBITDA	36.74	31.56	19.43	14.98
股息率%	0.2%	1.0%	1.3%	1.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	66.1%	66.1%	65.1%	63.8%
净利润率	24.4%	24.0%	24.5%	24.1%
净资产收益率	15.7%	21.5%	22.6%	24.0%
资产回报率	12.5%	18.6%	19.3%	20.1%
投资回报率	16.3%	22.6%	23.3%	24.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	64.7%	70.0%	26.8%	34.1%
EBIT 增长率	82.0%	64.6%	26.9%	32.6%
净利润增长率	93.5%	67.6%	29.4%	31.7%
偿债能力指标				
资产负债率	20.2%	22.4%	23.0%	25.7%
流动比率	4.7	4.0	3.8	3.4
速动比率	4.3	3.8	3.5	3.1
现金比率	2.0	2.3	2.1	1.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	157.5	144.8	146.7	149.6
存货周转天数	98.5	101.0	96.5	98.6
总资产周转率	0.5	0.8	0.8	0.8
固定资产周转率	21.4	16.6	9.7	7.8

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	242	405	524	690
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	44	21	40	61
非经营收益	-13	-13	-13	-16
营运资金变动	-100	-190	-90	-126
经营活动现金流	173	223	461	609
资产	-78	-133	-169	-226
投资	-431	0	0	0
其他	-17	5	5	5
投资活动现金流	-526	-128	-164	-221
债权募资	0	0	0	0
股权募资	758	0	0	0
其他	-29	-49	-87	-112
融资活动现金流	730	-49	-87	-112
现金净流量	377	46	211	276

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为9月9日
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	993	1,687	2,140	2,870
营业成本	337	572	747	1,038
毛利率%	66.1%	66.1%	65.1%	63.8%
营业税金及附加	11	18	23	31
营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	138	234	296	397
营业费用率%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
管理费用	111	189	218	264
管理费用率%	11.2%	11.2%	10.2%	9.2%
研发费用	166	283	359	481
研发费用率%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
EBIT	265	451	573	759
财务费用	-6	-8	-8	-10
财务费用率%	-0.6%	-0.5%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-10	17	22	30
投资收益	5	5	5	5
营业利润	258	431	556	730
营业外收支	-3	-3	-2	-0
利润总额	255	428	554	730
EBITDA	282	472	613	820
所得税	14	23	30	39
有效所得税率%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	242	405	524	690

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	775	821	1,031	1,307
应收账款及应收票据	429	670	861	1,178
存货	91	158	197	281
其它流动资产	488	24	24	24
流动资产合计	1,782	2,173	2,622	3,328
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	46	157	284	449
在建工程	0	0	0	0
无形资产	5	6	7	7
非流动资产合计	145	257	385	551
资产总计	1,927	2,429	3,007	3,878
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	180	275	355	516
预收账款	1	1	1	1
其它流动负债	203	26	26	26
流动负债合计	383	537	685	989
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	7	7	7	7
非流动负债合计	7	7	7	7
负债总计	390	544	692	996
实收资本	227	227	227	227
普通股股东权益	1,537	1,885	2,315	2,882
少数股东权益	-0	-0	-0	-0
负债和所有者权益合计	1,927	2,429	3,007	3,878

信息披露

分析师与研究助理简介

赵伟博：德邦证券计算机行业首席分析师，中国人民大学金融学硕士，中国人民大学经济学本科，曾就职于东北证券、华泰证券。对网络安全、金融 IT、云计算、智能驾驶、工业软件、信创产业链均有深入研究。

陈嵩：德邦证券计算机行业研究助理，北京大学计算机技术硕士，曾就职于东北证券。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。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。

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，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。