

中孚信息 VS 卫士通 VS 北信源

终端安全产业链 2021 年 10 月跟踪报告

今天，我们来跟踪信创领域终端安全产业链的近期情况。

卫士通——2021 年中报，实现收入 8.44 亿元，较上期增长 94.75%；
归母净利润-0.42 亿元，同比增长 68.27%。

中孚信息——2021 年中报，实现收入 3.63 亿元，较上期增长 106.61%；
归母净利润 0.02 亿元，同比增长 113.87 %。

北信源——2021 年中报，实现收入 3.39 亿元，较上期增长 27.99%；
归母净利润 0.33 亿元，同比增长 6.49%。

从机构对产业链景气度的预期来看：

卫士通——2021-2023 年，wind 机构一致预测收入规模为 31.11 亿元、40.48 亿元、52.44 亿元，预期同比增速为 30.51%、30.11%、29.56%；
预期归母净利润为 3.06 亿元、4.23 亿元、5.92 亿元，增速 88%、38.34%、39.84%。

中孚信息——2021-2023 年，wind 机构一致预测收入规模为 14.91 亿元、19.56 亿元、24.86 亿元，预期同比增速为 50.17%、31.23%、27.06%；预期归母净利润为 3.65 亿元、4.81 亿元、6.19 亿元，增速 51.00%、31.69%、28.67%。

北信源——无机构盈利预测。



图：信创终端安全产业链

来源：塔坚研究

信创产业链，其上中下游，依次为：

1) **上游**——代工、设备、封测、材料厂商，代表供公司分别为台积电、阿斯麦、日月光、东晶电子。

2) **中游**——高端硬件（CPU、存储器）、基础软件（操作系统、数据库、中间件）、应用软件（办公软件、行业软件）、信息安全（终端安全、主流网络安全）等核心环节。

其中，终端安全的主要参与者包括中孚信息、北信源、卫士通（加密）。

3) **下游**——为 toG、行业客户。其中，toG 客户之外，行业客户主要包括各类大、中型企业，比如电信、金融、教育、能源等。

本次跟踪，有几个值得思考的问题：

1) 这个行业的关键经营数据有什么变动，数据变动背后的逻辑是什么？

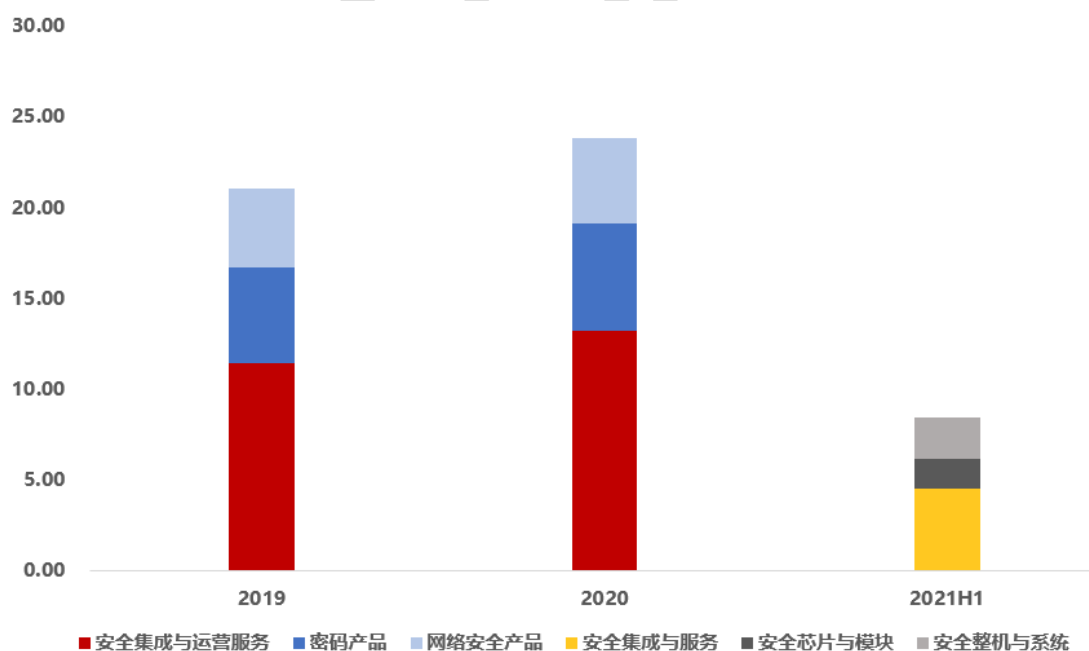
2) 这个行业，具备哪些素质，才能建立长期竞争优势？

从整体收入体量看，2020年，卫士通（23.84亿元）>中孚信息（9.93亿元）>北信源（6.41元）。

从收入结构上来看：

1) 卫士通——

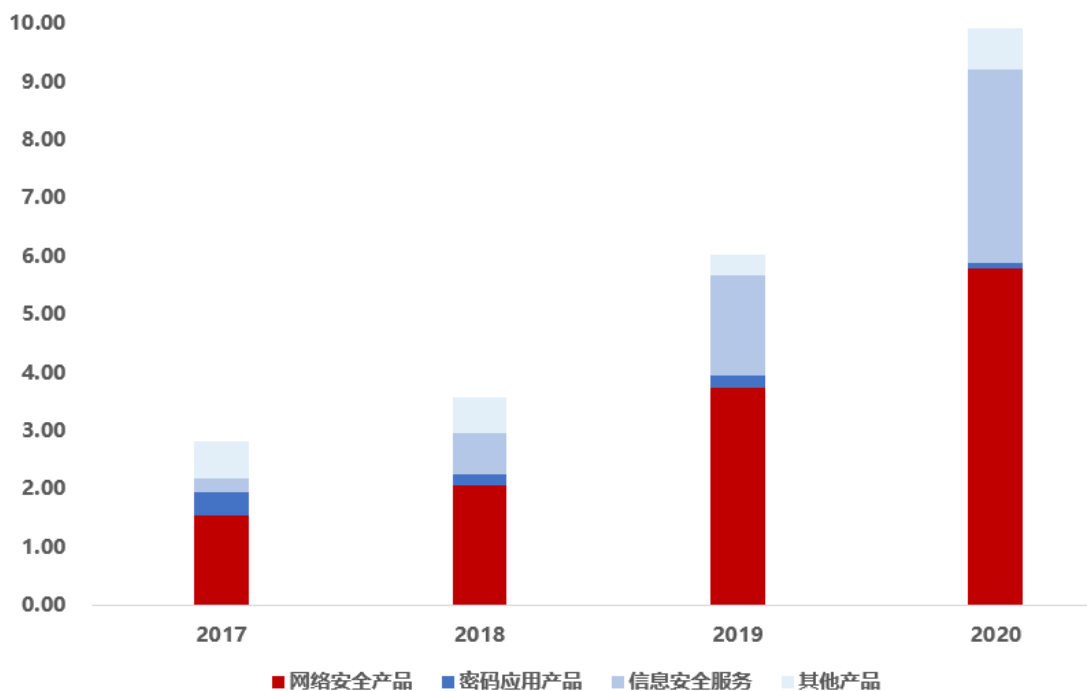
2020年，其收入中55.44%来自安全集成与运营服务，24.87%来自密码产品，19.70%来自网络安全产品（2021年中报修改业务划分类别）。



图：卫士通收入结构

来源：塔坚研究

2) 中孚信息——2020 年，收入中 58.20%来自网络安全产品，33.55%来自信息安全服务，1.01%来自密码应用产品，其他产品收入占比 7.23%。

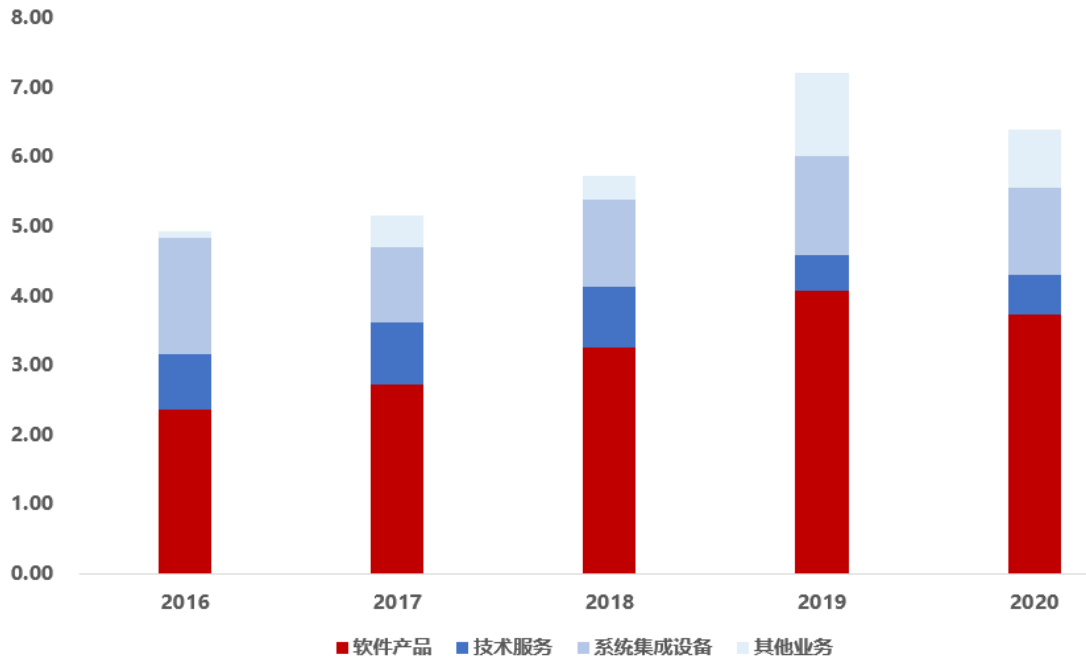


图：中孚信息收入结构

来源：塔坚研究

3) 北信源——以杀毒软件起家，逐渐切入终端安全、数据安全领域，现演化为信息安全、大数据、互联网三大业务方向。

2020 年，收入中 28.28%来自软件产品，8.91%来自技术服务，19.53%来自系统集成设备，其他业务占比 13.28%。



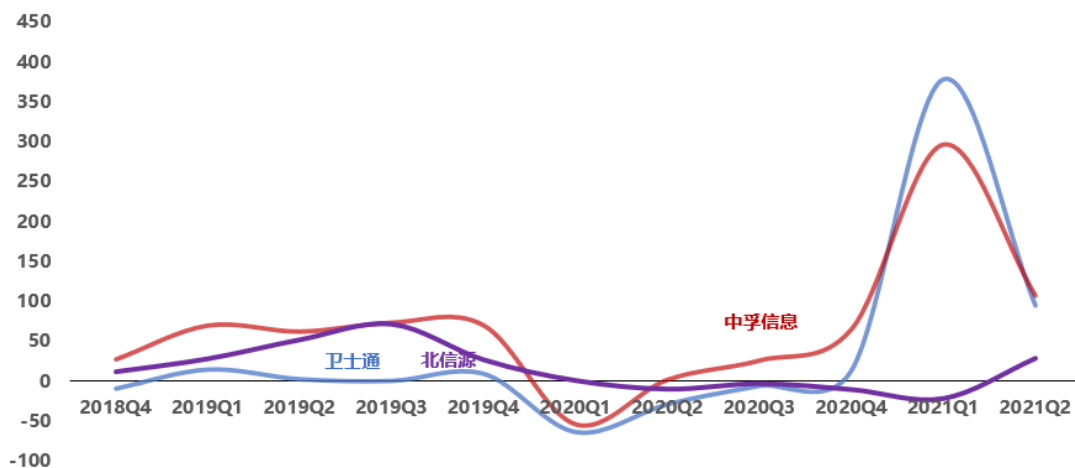
图：北信源收入结构

来源：塔坚研究

(贰)

接下来，我们将近 10 个季度的收入和利润增长情况放在一起，来感知增长趋势：

1) 收入增速



图：季度累计收入增速（单位：%） 来源：塔坚研究

收入增速整体看下来，中孚信息>卫士通>北信源，其中：中孚信息——连续三年高增长，主要是受益于信创的加速推进，主机国产替代对信息安全和三合一等业务的需求。

卫士通——2018 年、2019 年收入增长疲软，主要是部分传统核心业务（密码、安全产品）竞争加剧、优势减弱，而云密码机、安全移动办公系统、态势感知等新业务尚处于孵化期，产出不明显。

2020Q1 卫生事件期间，部分项目进度受到影响，收入下滑比较明显；

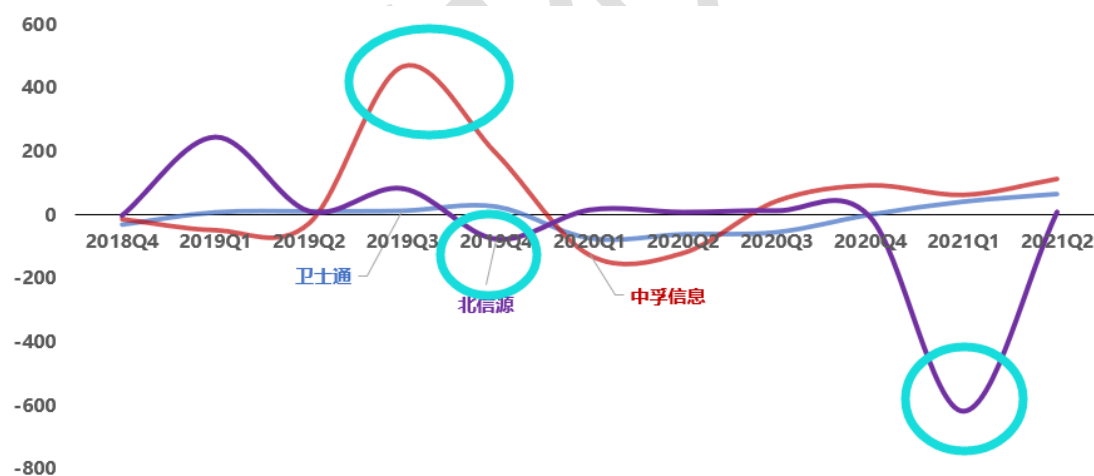
2021Q2，受益信创项目，其收入同比爆发增长 94.75%，比 2019 年同期增长 37.94%，主要受益信创项目。

2020 年卫士通获得信创订单超过 20 亿元，产品主要涉及密码产品等（预计集中在金融领域）。**北信源**——2020 年收入负增长，根据问询函

回复，主要是客户验收项目减少所致，但其新开拓合同保持增长，2020 上半年，新增合同 5.53 亿元，同比增长 16.18%。2021 年 Q1 收入下滑明显，根据易互动中北信源回复，主要是季节性波动。2021Q2 起收入大幅提升，单季度同比增长 63.87%，较 2019 年 Q2 增长 35.83%，同样受益于信创。

根据赛迪顾问发布的《中国终端安全管理产品市场研究报告 (2021)》北信源在终端安全管理产品的市场份额排在首位，累计第 14 年位居榜首。整体来看，三家公司的共同增长驱动力主要是信创。

2) 净利润增长



图：季度累计利润增速（单位：%） 来源：塔坚研究

净利润方面，卫士通的增长趋势比较稳定，中孚信息和北信源均有较大波动，其中：**中孚信息**——2019 年大幅提升，主要是 2018 年利润基数较低，因为当年股份支付费用、研发人员增加，导致期间费用率较高 (59%)，2019 年为 49%。

北信源——2019 年，净利润下滑明显，与毛利率下降有关 (72.95%→63%)，主要是销售给金融行业的硬件产品占比提升，导致金融行业销售毛利率下降 50.20pct。2021 年 Q1 净利润下滑，主要是收入下降，费用相对刚性所致。

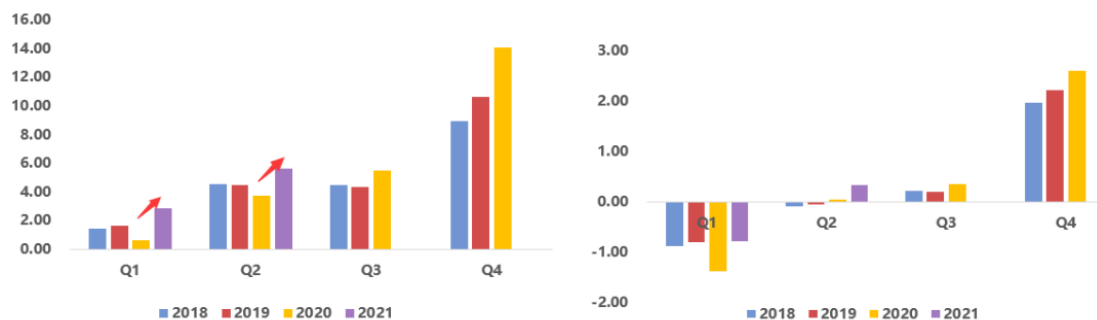
(叁)

对增长态势有所感知后，我们接着再将各家公司的收入和利润情况拆开，看 2021 年中报数据。

公司名称	营业收入	归母净利润	销售毛利率	销售净利率	营业收入增速	净利润增速
卫士通	8.44	-0.42	38.92	-5.10	94.75	68.27
中孚信息	3.63	0.02	70.81	0.53	106.61	113.87
北信源	3.39	0.33	72.52	9.27	27.99	6.49

图：2021 年中报数据（单位：亿元、%） 来源：塔坚研究

从整体收入体量看，2021 年，卫士通 (8.44 亿元) > 中孚信息 (3.63 亿元) > 北信源 (3.39 元)。具体来看：1) 卫士通——2021 年中报，实现收入 8.44 亿元，较上期增长 94.75%；归母净利润-0.42 亿元，同比增长 68.27%，收入增长主要来自于 2020 年信创订单释放。

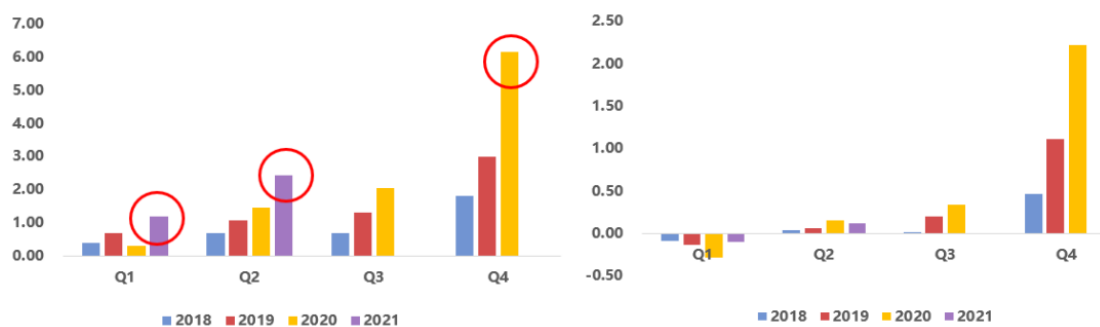


图：卫士通单季度收入（图左）、单季度净利润（图右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

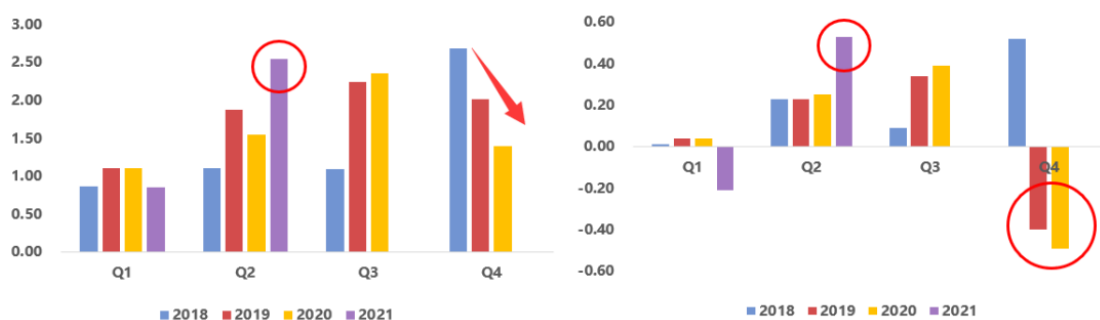
2) 中孚信息——2021 年中报, 实现收入 3.63 亿元, 较上期增长 106.61%; 归母净利润 0.02 亿元, 同比增长 113.87%。分业务看, 2021H1, 中孚信息核心业务**主机与网络安全**(三合一、主机审计等)实现收入 1.68 亿, 同比增长 128.21%。新兴业务方面, 借助在信创市场的领先优势, 其“**数据安全产品**”贡献收入 0.28 亿元; **安全监管平台**收入 0.28 亿元, 同比增长 250.78%, 在全国的市场占有率也处于领先地位。

随着《数据安全法》、等保测评升级等催化, 数据安全重要性提升, 其新业务有望成为新的增长点。2020Q3 至 2021Q2, 连续 4 个季度同比增速在 55%以上, 主要是小信创 (DZJ) 终端国产化替代, 对其安全产品和“三合一”需求较高。



图：中孚信息单季度收入（图左）、单季度净利润（图右）（单位：亿元）来源：塔坚研究

3) 北信源——2021 年中报，实现收入 3.39 亿元，较上期增长 27.99%；归母净利润 0.33 亿元，同比增长 6.49%。

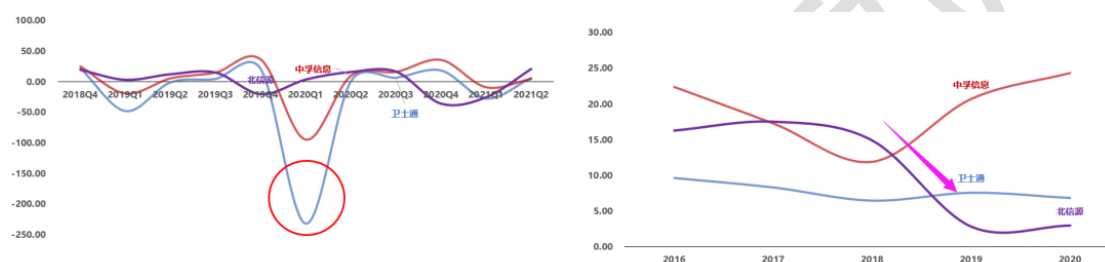


图：北信源单季度收入（图左）、单季度净利润（图右）（单位：亿元）来源：塔坚研究

2021Q1 业绩下滑，管理层解释为季节性变动，Q2 受益于信创业务放量，同比增长 63.87%，较 2019Q2 增长 35.83%。值得注意的是，2019 年、2020 年 Q4 北信源均形成了较大亏损，季度收入下滑、毛利率下降（2019 年集成业务占比提升）、应收账款减值增加等因素共同作用的结果。

(肆)

对比完增长情况，我们再来看利润率、费用率的变动情况。网安厂商，受客户预算管理 and 集中采购制度等因素影响，收入主要集中于四季度确认（60%左右），而费用相对刚性，因此前三季度亏损概率较高，导致利润增速波动较大。



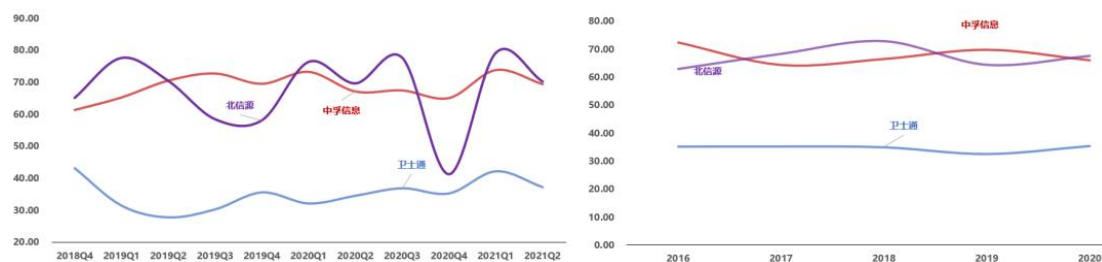
图：净利率（单位：%） 来源：塔坚研究

1) 从净利率走势来看，卫士通 2020 年 Q1 卫生事件期间，收入下滑比较明显，而同期费用比较稳定，导致亏损较大。北信源 2019 年以来净利率下滑比较严重，主要是受毛利率下降、信用减值增加等因素影响。拉长时间来看，整体净利润水平，中孚信息>北信源>卫士通，主要与毛利率有关。

2) 毛利率方面。先看成本结构，安全产品以纯软件形态或软硬一体形态出售，其中软件可复制性较高，规模效应下，边际成本较低。以安全产品为例，其成本中，直接材料占比约 66.75%，人工 30.41%，制造及服务成本 2.85%。直接材料中，服务器和工控设备占比 60%左右，配件 10-20%。三家毛利率中，卫士通的毛利率较低，主要是其收入结构中，集

成业务占比较高，超过 50%，而其他两家厂商集成业务占比不超过 30%。

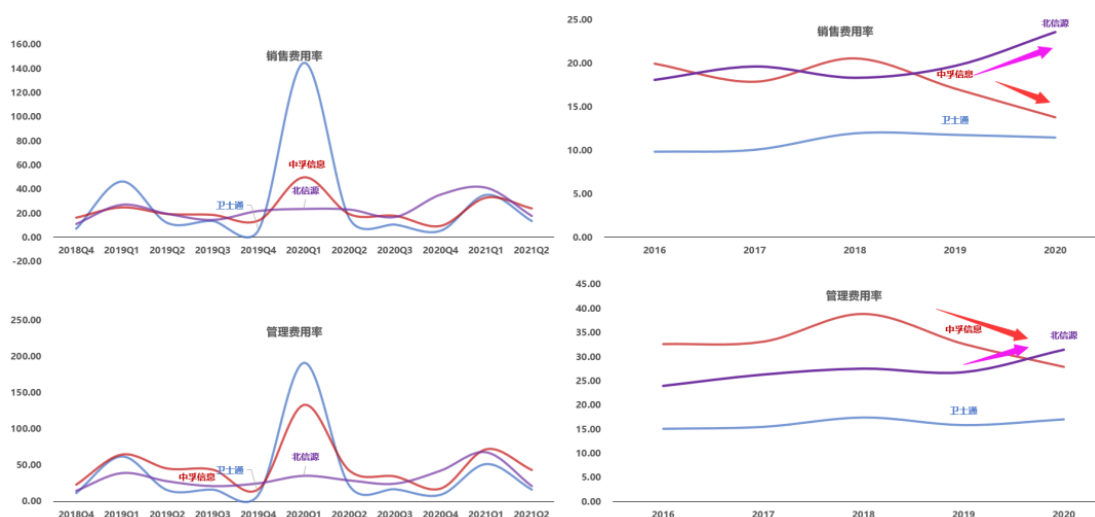
中孚信息所在的赛道集中度较高，因而毛利率稍高。



图：毛利率（单位：%） 来源：塔坚研究

3) 费用率方面，季度波动比较明显，尤其是卫士通，2020Q1 期间费用率大幅提升，主要是其集成业务在卫生事件期间，受施工进度影响较大，收入下滑。拉长时间来看，中孚信息的期间费用率呈下降趋势，2020 年销售费用率、管理费用率同比分别下降 3.28%、4.75%，一是营业收入增长较快，订单来源稳定，对销售依赖性降低；二是其加强了对管理人员及相关费用的控制。

北信源 2020 年期间费用率增长较快，主要是收入下滑的同时，销售人员数量、技术服务外包合同增加，销售费用中职工薪酬、技术服务费分别增长 29.50%、27.90%。



图：可比厂商费用率情况 来源：塔坚研究

(伍)

信创，即信息技术应用创新产业的简称，整个产业包括终端和云计算全栈。相对应的，信创安全的产品大致可以分为两类，分别是信创终端安全产品、其他主流安全产品。从信创产业推进节奏看，终端在前，因此信创终端安全产品也优先受益，因而中孚信息、卫士通的增速较快。本文，我们重点看信创终端安全行业。

行业规模，用公式表示为：

信创“三合一”规模=信创整机数量×特殊计算机占比×“三合一”均价
 主机
 审计、身份认证等终端安全产品市场规模=信创整机数量×一般计算机
 占比×终端安全产品加权均价（不含“三合一”）

.....

(后文还有大约 9000 字内容, 详见产业链报告库)

以上, 仅为本报告部分内容。如需获取本文全文, 以及其他更多内容, 请订阅:

产业链报告库报告库。



识别二维码, 订阅产业链报告库

了解咨询, 请添加工作人员微信: ys_dsj

【参考资料】【1】国盛证券: 捷顺科技, BCG 战略协同发展的智慧停车领军

【版权、内容与免责声明】 1) 版权: 版权所有, 违者必究, 未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创: 如有引用未注明来源, 请联系我们, 我们会删除、更正相关内容。3) 内容: 我们只做产业研究, 以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨, 本文基于各产业内公众公司属性, 据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理, 不采纳非公开信息, 不为未来变化背书, 不支持任何形式决策依据, 不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确, 但不保证其完整性、准确性、及时性, 亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求, 不提供证券期货市场之信息,

不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】【数据支持】部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查、data.im 数据库；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求，可和我们联系。