

信安世纪 (688201.SH) 数据安全守护人，数字货币护航者

2021 年 11 月 11 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
陈宝健（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

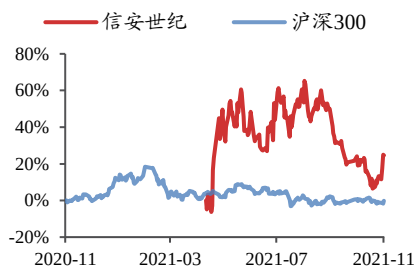
刘逍遥（分析师）

liuxiaoyao@kysec.cn

证书编号：S0790520090001

日期	2021/11/11
当前股价(元)	51.00
一年最高最低(元)	71.37/37.55
总市值(亿元)	47.50
流通市值(亿元)	10.09
总股本(亿股)	0.93
流通股本(亿股)	0.20
近 3 个月换手率(%)	260.46

股价走势图



数据来源：聚源

● 长期发展可期，首次覆盖给予“买入”评级

我们预计公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 1.51、2.00、2.64 亿元，EPS 为 1.62、2.15、2.84 元/股，对应现价 PE 为 31.6、23.8、18.0 倍，公司作为密码安全领军，产品线不断拓展，我们看好公司发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。

● 国内密码安全领军，客户结构稳定优质

运用密码技术的核心优势，公司形成了身份安全、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，为金融、政府、企业等提供领先产品和解决方案，并在上千种关键信息系统中得到成功应用。尤其在金融领域，中国工商银行、中国农业银行、交通银行和中国建设银行均使用公司的证书认证系统构建其全行业务系统的身份认证安全体系，彰显公司突出的技术实力和产品化能力。

● 密码法及数据安全法等政策持续推动，为公司发展提供良好机遇

一方面，随着密码法的正式实施，我国大力推动国产密码算法在金融、政企等关键领域的应用；另一方面，网络安全法、等保 2.0 条例、数据安全法、个人信息保护法等法律法规的密集落地，政府及关键基础设施行业对安全的重视程度显著提升，安全投入有望持续加大。公司积极布局身份安全、通信安全、数据安全、移动安全、云安全和平台安全等领域，有望充分受益于行业高景气。

● 数字货币、车联网等新业务场景涌现，推动公司高速增长

随着数字货币、车联网等业务应用场景的飞速发展，大量的交易数据、服务数据对防伪保真和抗抵赖提出了更高的安全性要求。（1）数字货币领域，公司已中标北京银行数字货币项目，后续随着数字货币应用推广，公司有望充分受益于该场景下银行客户数据安全需求增加。（2）车联网领域，公司建立了国内第一款支持国产密码算法专用智能交通领域 CA 认证系统，并与高通、广汽、牧马人、华为、大唐等汽车产业链上下游企业之间展开技术测试与深度合作，推动了 C-V2X 直连通信安全身份认证机制的建立以及 C-V2X 技术商业化的加速落地。

● 风险提示：产品线无法适应市场发展、核心技术人员流失风险、商誉减值风险。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	318	416	549	717	933
YOY(%)	18.0	31.0	31.8	30.7	30.1
归母净利润(百万元)	90	107	151	200	264
YOY(%)	15.7	18.8	40.3	32.8	32.2
毛利率(%)	66.4	70.8	70.2	69.7	69.6
净利率(%)	28.4	25.8	27.4	27.9	28.3
ROE(%)	26.3	26.0	27.7	27.6	27.3
EPS(摊薄/元)	0.97	1.15	1.62	2.15	2.84
P/E(倍)	52.6	44.3	31.6	23.8	18.0
P/B(倍)	13.7	11.2	8.7	6.5	4.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司概况：国内密码安全领军企业	4
1.1、 客户稳定优质，且黏性很强	5
1.2、 股权结构稳定，员工激励充分	6
1.3、 收入快速增长，盈利能力逐渐提升	7
2、 政策利好与新场景双轮驱动，密码安全市场加速发展	10
2.1、 政策法规的不断落地，推动商业密码市场快速发	11
2.2、 新型密码应用场景不断出现，促进商用密码生态体系建设	12
2.3、 行业参与厂商较多，各有其优势产品及行业	13
3、 深耕身份、数据、通信安全领域，加速布局技术新方向	14
3.1、 身份安全积累深厚，在金融等领域已高筑护城河	14
3.2、 客户业务场景趋多样化，数据安全产品市场需求旺盛	15
3.3、 成功收购华耀科技，完善通信安全产品布局	16
3.4、 发力移动安全、云安全、车联网安全，为未来发展蓄力	17
4、 盈利预测与投资建议	17
4.1、 核心假设	18
4.2、 盈利预测及投资建议	18
5、 风险提示	18
附：财务预测摘要	19

图表目录

图 1： 公司是国内较早从事基于密码技术研发、生产的专业信息安全厂商之一	4
图 2： 公司形成了身份安全、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	4
图 3： 公司产品分为软件产品和软硬件一体产品两种类型	5
图 4： 公司为中国邮储银行邮惠万家银行企业网银系统工程签名验签服务器设备单一来源采购服务商	6
图 5： 公司由李伟、王翊心和丁纯三名自然人共同控制	7
图 6： 2017-2020 年公司收入年复合增长率在 20%以上	8
图 7： 2017-2020 年公司归母净利润年复合增长率在 30%以上	8
图 8： 公司收入主要来源于通信安全、数据安全和身份安全产品销售收入	8
图 9： 公司下游行业客户聚焦金融、政府及企业	9
图 10： 2017-2020 年公司毛利率波动上升	9
图 11： 2017-2020 年公司期间费用率下降	9
图 12： 商用密码产品的下游客户分布广泛（2020 年）	11
图 13： 2016-2020 年我国商用密码产业总体规模保持高增长率	13
图 14： 公司证书认证系统（NetCert）广泛应用于金融、交通、能源等重点领域	14
图 15： 公司签名验签服务器（NetSign）为应用系统提供多种应用安全方法支持	15
图 16： 公司中标北京银行数字货币项目	16
图 17： 华耀科技是知名的网络功能平台、应用交付和移动应用接入解决方案供应商	16
图 18： 移动安全认证系统（MAuth）为移动端提供移动数字证书全生命周期管理及基于移动数字证书的协同签名服务	17

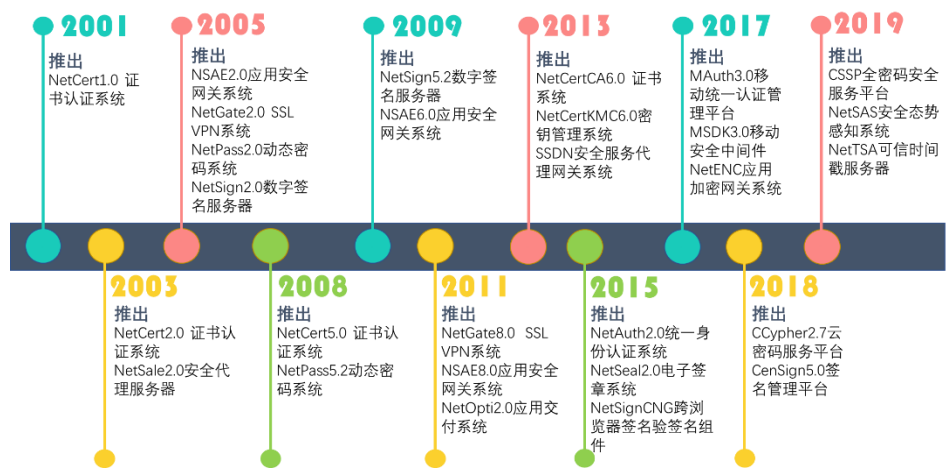
表 1： 公司产品和解决方案广泛应用于金融、政府和企业等重要领域	5
--	---

表 2: 公司设立了恒信翔安、恒信同安、恒信庆安三个持股平台	7
表 3: 商用密码产品按功能可以划分为七类	10
表 4: 政策法规的不断落地, 推动密码技术的应用	11
表 5: 行业参与厂商较多, 各有其优势产品及行业	13
表 6: 公司 PE 及 PS 估值均低于行业可比公司平均水平 (截止 2021.11.11 收盘)	18

1、公司概况：国内密码安全领军企业

信安世纪是国内较早从事基于密码技术研发、生产的专业信息安全厂商之一。公司自 2001 年成立以来一直致力于传统互联网、机构内部网络和移动网络在通讯传输、交易过程和网络资源保护等领域的安全实现。公司已成功为金融、社保、税务、海关、烟草、交通等行业提供领先的信息安全产品和解决方案，并在上千种关键信息系统中得到成功应用，是国内领先的信息安全品牌。

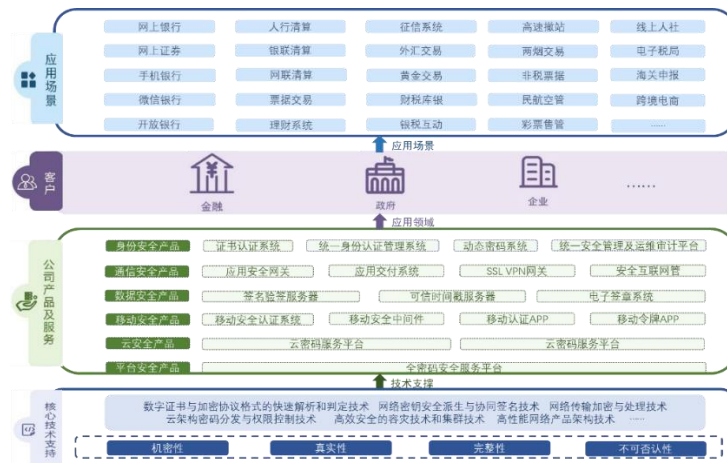
图1：公司是国内较早从事基于密码技术研发、生产的专业信息安全厂商之一



资料来源：公司招股说明书

在信息技术互联网化、移动化和云化的发展趋势下，公司形成了身份安全、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。（1）身份安全，即确保被授权人在规定的时间内访问授权范围内相对应的资源；（2）通信安全，即确保网络通信过程中数据不会发生泄露、篡改并进一步扩展网络传输处理能力，提高传输效率；（3）数据安全，即确保信息系统或信息网络中的信息资源免受信息泄露、篡改、破坏和抵赖等安全威胁。（4）随着移动互联网、云计算在各行业的应用，公司陆续推出移动安全、云安全和平台安全等产品系列，充分满足新安全的需求。

图2：公司形成了身份安全、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



资料来源：公司招股说明书

公司产品分为软件产品和软硬件一体产品两种类型。后者是将软件安装在硬件设备（服务器）中为客户业务系统提供安全保障，使用更为简便，是公司产品的主要形态。

图3：公司产品分为软件产品和软硬件一体产品两种类型

产品类别	产品形态
软件产品形态 (以光盘为载体)	公司主要软件产品登录界面  NetAuth 统一身份认证管理系统 NetCert CA 控制台登录
软硬一体产品形态 (产品形态相似)	公司主要软硬一体产品形态 

资料来源：公司招股说明书

1.1、客户稳定优质，且黏性很强

公司的产品和解决方案应用于金融、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。在金融领域，公司的产品和解决方案保障了网上银行、支付清算、二代征信、证券登记结算、电子保单等重要金融业务系统的安全。在政府领域，公司的产品和解决方案广泛应用于交通、人社、烟草、海关、税务、政法等数十个行业。在企业领域，2019 年度《财富》杂志公布的中国百强企业中，有超过七十家是公司服务的客户。

表1：公司产品和服务广泛应用于金融、政府和企业等重要领域

领域	客户
金融	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
政府	交通运输部、国家烟草专卖局、国家税务总局、人力资源和社会保障部、山东省交通运输厅、云南省交通厅、陕西省交通厅、国家林业局、国家司法考试中心、国家知识产权局、国家地质调查局、国家统计局等重要的政府职能部门
企业	A 公司、平安集团、网联清算有限公司等大型企业客户，2019 年，2019 年度《财富》杂志公布的中国百强企业中，有超过七十家是公司服务的客户

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司客户通常具有较强的粘性，当客户有新增的业务需求时采用同品牌设备扩容可保证原有系统与新系统应用软件兼容性和稳定性，同时减少适配工作量。例如，2021 年 4 月，中国邮政储蓄银行公示信安世纪为中国邮政储蓄银行邮惠万家银行企业网银系统工程签名验签服务器设备单一来源采购服务商。单一采购的原因：一是

直销银行建设工程中已使用了签名验签服务器，该工程中需要针对签名验签服务器进行扩容，以满足更多的数字签名处理需求。采用同品牌设备扩容可保证原有系统、企业网银系统应用软件兼容性和稳定性。二是直销银行的业务系统需要和网联、人行等系统对接，使用与网联、人行同品牌的签名验签服务器设备，也进一步增强了对接的兼容性和稳定性。同时直销银行系统与母行现有第三方支付系统、人行支付前置系统、票据系统等对接也采用了相同品牌的签名验签服务器，该工程采用同品牌设备进行扩容，也可减少适配改造工作量。

图4：公司为中国邮储银行邮惠万家银行企业网银系统工程签名验签服务器设备单一来源采购服务商

国邮政储蓄银行邮惠万家银行企业网银系统工程签名验签服务器设备单一来源采购前公示

2021-04-30 来源：中国邮政网

一、采购单位

中国邮政储蓄银行股份有限公司

二、项目名称

中国邮政储蓄银行邮惠万家银行企业网银系统工程

三、采购内容

中国邮政储蓄银行邮惠万家银行企业网银系统工程所需的6台签名验签服务器设备。

四、单一来源采购方式的原因

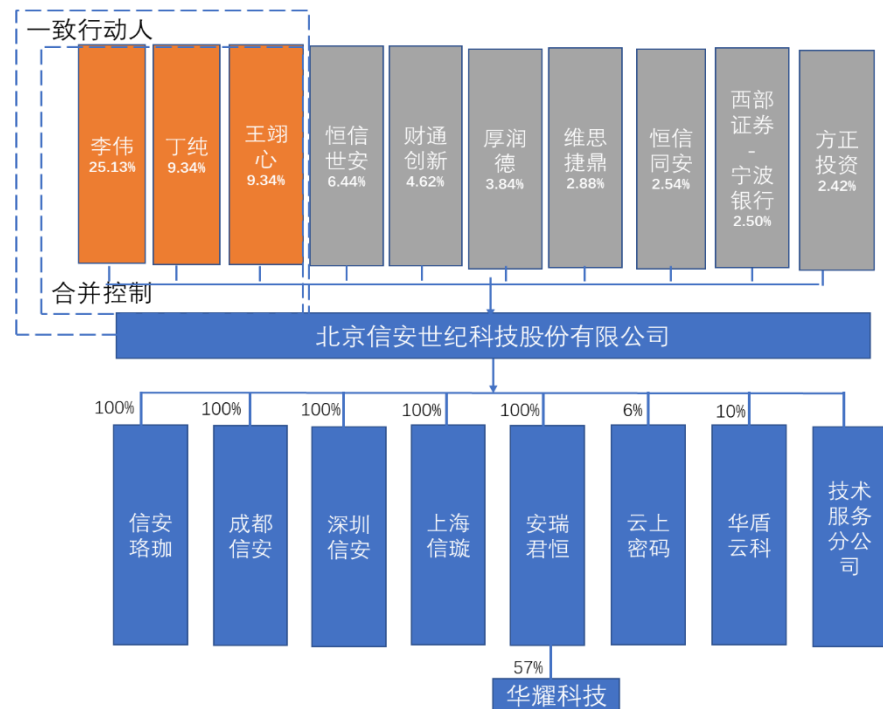
一是签名验签服务器是对各种类型的电子信息数据提供基于数字证书的数字签名的专用服务器，保障签名真实性和有效性，为业务系统提供安全保护。直销银行建设工程中已使用了签名验签服务器，本工程中需要针对签名验签服务器进行扩容，以满足更多的数字签名处理需求。采用同品牌设备扩容可保证原有系统、企业网银系统应用软件兼容性和稳定性。二是直销银行的业务系统需要和网联、人行等系统对接，使用与网联、人行同品牌的签名验签服务器设备，也进一步增强了对接的兼容性和稳定性。同时直销银行系统与母行现有第三方支付系统、人行支付前置系统、票据系统等对接也采用了相同品牌的签名验签服务器，本工程采用同品牌设备进行扩容，也可减少适配改造工作量。

资料来源：中国邮政储蓄银行官网

1.2、股权结构稳定，员工激励充分

公司由李伟、王翊心和丁纯三名自然人共同控制，李伟直接持股 25.13%，王翊心、丁纯分别直接持股为 9.34%。

图5：公司由李伟、王翊心和丁纯三名自然人共同控制



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司于2015年及2017年实施了股权激励，公司核心员工通过合伙成立恒信翔安、恒信同安、恒信庆安三个持股平台而间接持有公司10.55%的股份。

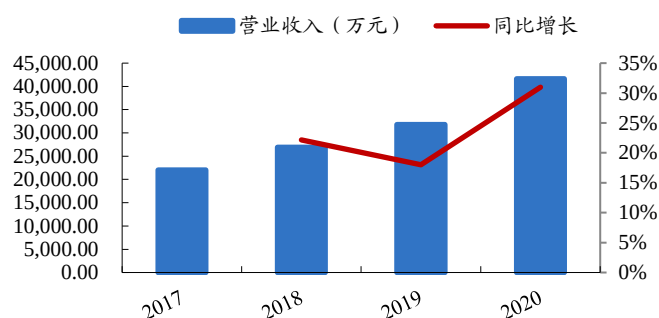
表2：公司设立了恒信翔安、恒信同安、恒信庆安三个持股平台

持股平台	持股数量	持股比例
恒信翔安	600.00 万股	6.44%
恒信同安	236.97 万股	2.54%
恒信庆安	146.01 万股	1.57%

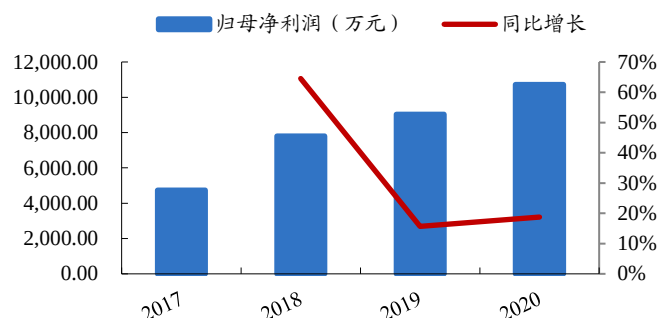
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.3、收入快速增长，盈利能力逐渐提升

2017-2020 年公司收入年复合增长率在 20%以上，归母净利润年复合增长率在 30%以上。收入和净利润的快速增长主要得益于国家对信息安全的重视程度不断提高，公司的客户在信息系统建设中对信息安全的投入不断加大，同时公司在保持先发优势的同时，积极开拓市场、完善与深化营销和服务体系。

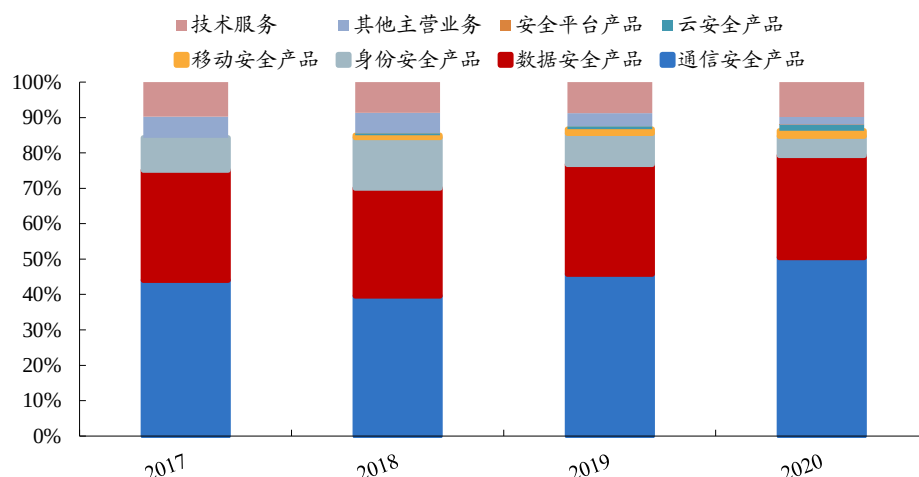
图6：2017-2020 年公司收入年复合增长率在 20%以上


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图7：2017-2020 年公司归母净利润年复合增长率在 30%以上


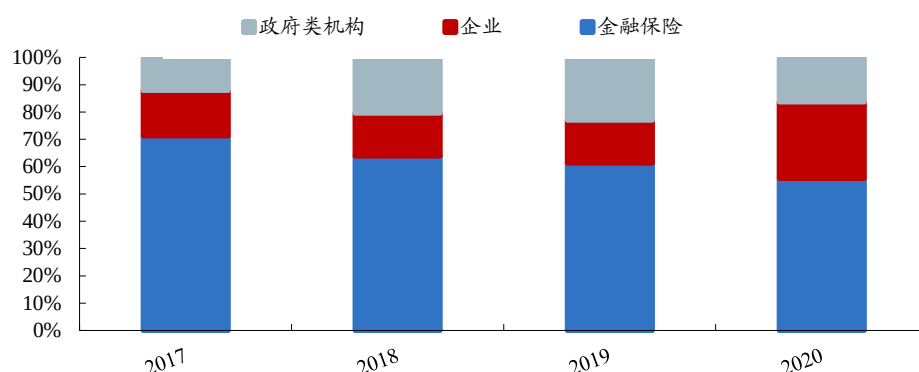
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司收入主要来源于通信安全产品、数据安全产品和身份安全产品三类产品销售收入。2020 年，公司通信安全产品收入占比最高，为 50.44%；数据安全产品收入占比为 28.77%；身份安全产品收入占比为 5.44%。通信安全产品占比较前几年大幅提升，原因为 2019 年底公司收购华耀科技股权，产品收入大多计入通信安全产品分类。

图8：公司收入主要来源于通信安全、数据安全和身份安全产品销售收入


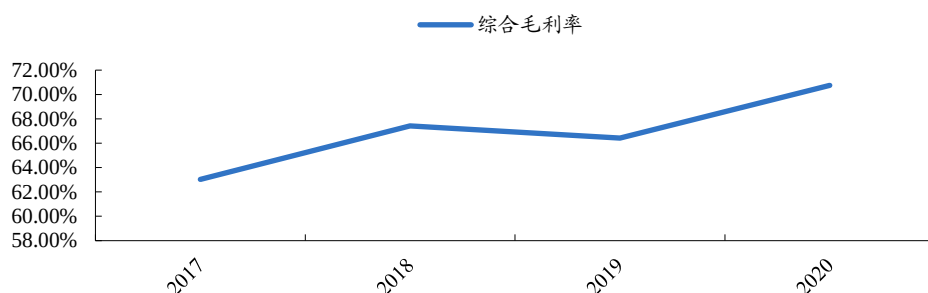
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司下游客户行业中，金融行业收入占比最高。2017-2019 年，公司政府行业收入逐渐提升，主要由于政策引导和业务发展，政府类客户的信息安全需求逐步扩大，同时公司也加大了对政府类客户的销售力度，导致政府类客户的营业收入占主营业务收入的比例有所增加。2020 年，公司企业收入占比快速提升，主要由于收购华耀科技所致。

图9：公司下游行业客户聚焦金融、政府及企业


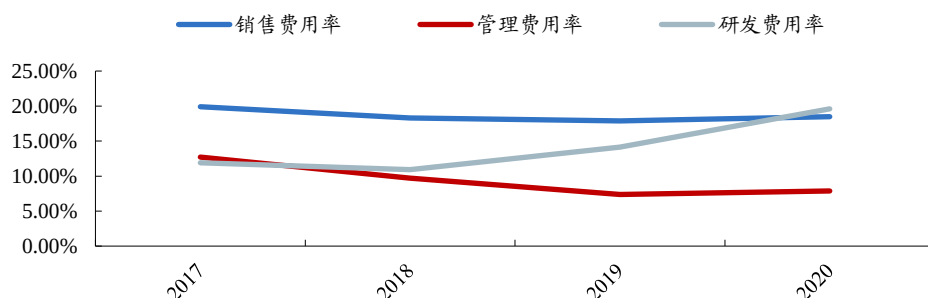
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司毛利率整体呈现波动上升的趋势。2018 年公司毛利率较 2017 年有较大幅提升，主要系国产化替代降低原材料成本所致。2020 年公司毛利率较 2019 年再次实现提升，主要系通信安全产品中公司收购的子公司华耀科技的 AG 产品由于为软件形态，成本较低，产品毛利率较高所致。

图10：2017-2020 年公司毛利率波动上升


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2017-2019 年公司期间费用率呈现下降的趋势，主要得益于公司管理效率的提升，管理费用率有所下降。2020 年公司期间费用率有较大幅上升，主要由于系 2019 年 11 月末将华耀科技纳入合并范围后产生的研发费用影响及公司研发项目增加，研发人员增加，研发费用率大幅上升所致。

图11：2017-2020 年公司期间费用率下降


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2、政策利好与新场景双轮驱动，密码安全市场加速发展

密码在信息安全防护体系中的作用愈发重要。密码技术与核技术、航天技术并称为国家的三大“杀手锏”技术，是国之重器，是保护国家安全和根本利益的战略性资源；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。随着新兴技术在各行业的应用，大量新业态、新应用、新场景不断涌现，对信息安全提出了新的安全需求和挑战，密码在信息安全防护体系中的作用愈发重要。

密码法将密码分类为核心密码、普通密码与商用密码，并要求对这三类密码实行分类管理。其中“核心密码”与“普通密码”被用来保护国家秘密信息，涉密单位应重点关注对于这两类密码的管理。对这两类密码，《密码法》要求实行密码“保密责任制”和“安全风险评估”机制。而商用密码被用于保护不属于国家秘密的信息，公民、法人和其他组织可以依法使用商用密码保护网络与信息安全。一般来说非涉密单位接触到的密码应用，都属于商用密码，应遵循国家密码局商用密码管理有关条例规定。

商用密码产品按功能可以划分为七类：密码算法类、数据加解密类、认证鉴别类、证书管理类、密钥管理类、密码防伪类和综合类。（1）密码算法类产品：密码算法类产品主要是指提供基础密码运算功能的产品，如密码芯片等。（2）数据加解密类产品：主要是指提供数据加解密功能的产品，如服务器密码机、VPN设备、加密硬盘等。（3）认证鉴别类产品：主要是指提供身份鉴别等功能的产品，如认证网关、动态口令系统、签名验签服务器等。

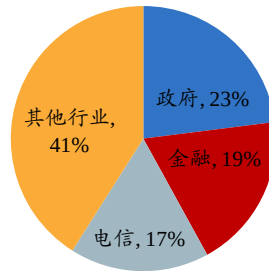
表3：商用密码产品按功能可以划分为七类

类别	解释	典型产品
密码算法类	构成密码应用基础的能提供密码运算功能的产品	密码算法实现软件、密码算法芯片等产品
数据加密类	提供数据加解密功能的产品	加密机、加密卡、智能密码钥匙等的产品
认证鉴别类	提供身份鉴别等功能	认证网关、签名验签服务器
证书管理类	提供证书产生、分发管理功能	证书认证系统
密钥管理类	提供密钥的产生、分发、更新、归档和恢复等功能的产品	密钥管理系统等产品
密码防伪类	提供密钥防伪验证功能的产品	电子印章系统、支付密码器、数字水印等产品
综合类	提供上述两种或两种以上功能的产品	电子商务安全平台等产品

资料来源：数观天下、开源证券研究所

商用密码产品的下游为对信息安全具有较高要求的应用行业，主要为政府、军队、军工、央企、科研院所、金融、能源等行业，以及云计算、物联网等领域的各级用户。下游行业总体的信息化进程仍处于快速发展阶段，信息化发展促进了信息安全及密码产品、集成及服务需求持续增长。

图12: 商用密码产品的下游客户分布广泛 (2020 年)



数据来源: 数观天下、开源证券研究所

2.1、政策法规的不断落地, 推动商业密码市场快速发

《密码法》等政策法规的不断落地, 推动密码技术的发展。1999 年国务院颁布了《商用密码管理条例》, 标志着我国商用密码的发展和管理走向了法制化轨道。国家主席习近平 10 月 26 日签署了第 35 号主席令:《中华人民共和国密码法》已由中华人民共和国第十三届全国人民代表大会常务委员会第十四次会议于 2019 年 10 月 26 日通过, 自 2020 年 1 月 1 日起施行。《政务信息系统密码应用与安全性评估工作指南》(2020 版) 已于 2020 年 9 月发布, 用于引导非涉密国家政务信息系统建设单位和使用单位规范开展商用密码应用与安全性评估工作。

表4: 政策法规的不断落地, 推动密码技术的应用

时间	发文单位	文件名称	相关内容概要
1999 年 10 月	国务院	《商用密码管理条例》	是我国商用密码领域第一个行政法规, 标志着我国商用密码的发展和管理从此走上了法治化的轨道
2003 年 9 月	中办国办	《关于加强信息安全保障工作的意见》	第一次明确了密码在信息安全保障工作中的基础性地位和关键作用
2004 年 8 月 (2019 年修订)	全国人大常委会	《中华人民共和国电子签名法》	是电子认证服务业的根本法律, 是我国第一次从法律上确定了可靠的电子签名与手写签名或者盖章具有同等的法律效力
2005 年 12 月	国家密码管理局	《商用密码产品生产管理暂行规定》	规定了商用密码产品由国密局指定的单位生产
2005 年 12 月 (2017 年修订)	国家密码管理局	《商用密码科研管理暂行规定》	规定了商用密码的科研承担对象以及科研成果的验收流程
2009 年 10 月 (2017 年修订)	国家密码管理局	《电子认证服务密码管理办法》	规定电子认证服务提供者提供电子认证服务必须申请《电子认证服务使用密码许可证》
2010 年 4 月	全国人大常委会	《中华人民共和国保守国家秘密法》	规定了国家秘密的秘级, 保密制度和相关法律责任
2016 年 11 月	全国人大常委会	《中华人民共和国网络安全法》	制定网络安全战略, 明确网络空间治理目标, 强化了网络运行安全, 同时也将

时间	发文单位	文件名称	相关内容概要
2019 年 10 月	全国人大常委会	《中华人民共和国密码法》	催生不断扩大的网络安全市场空间，产业投入和建设也将步入持续稳定的发展轨道
			其中密码法第三章商用密码部分，规定了商用密码标准化制度、检测认证制度、市场准入管理制度、使用要求、进出口管理制度、电子政务电子认证服务管理制度以及商用密码事中事后监管制度

资料来源：数观天下、开源证券研究所

特别是近年来，我国大力推动国产密码算法在金融、电子政务等关键领域的应用并取得不错突破。2012 年，工信部和公安部通告了 RSA1024 算法被破解的风险，为保证金融行业各基础信息系统安全，中国人民银行要求各银行对网上银行等信息系统进行国产密码算法改造。2012 年，中国人民银行向多家银行发布了《银行业国产密码应用总体规划》及《总体方案》征求意见稿；同年，人民银行转发了发改委的试点通知并建议网银用户 5000 万以上的银行参与网银系统国密算法改造试点项目。2014 年国务院转发了多部门联合制定的《金融领域密码应用指导意见》，要求各金融机构 5 年内完成在网上银行、移动支付、网上证券等重点领域国产密码算法的全面应用。

中办 2018 年 36 号文件《金融和重要领域密码应用与创新发展工作规划（2018-2022 年）》要求，在金融银行、电子政务、教育、交通运输、民生保障等关键领域全面推进自主可控密码技术的应用。要求各金融机构建立以国产密码为主要支撑的金融信息安全保障体系，实现金融领域信息安全核心产品及系统的自主可控。尤其在证券期货行业，需要在 2022 年之前完成全部密码软件或模块、国密证书认证体系的改造，实现国密算法在期货领域的全面应用。

商用密码应用在各个领域的推广取得突破性的进展。根据国密应用研究院数据，在金融领域，应用国密算法的银行卡累计发卡量超过 10 亿张。在能源领域，基于密码技术的电力调度安全防护体系在国家电网等企业实现全覆盖，使用密码模块生产的智能电表超 5 亿只，发放用户卡超 1 亿张。在信息惠民领域，累计发行采用密码技术的二代身份证和港澳台居民居住证超过 19 亿张，机动车检验标志电子凭证覆盖超过 1.5 亿辆，第三代社会保障卡覆盖超过 4800 万户。在广播电视领域，推广应用基于密码技术的数字版权保护技术，带动完成 2700 万台移动智能终端应用部署。在政务领域，国家电子政务外网二期工程启动密码基础设施建设，10 个省（区、市）完成基于密码技术的政务云试点建设，实现对基础数据资源库、政务上云数据、政务云应用的安全防护，覆盖服务用户超过 5000 万。

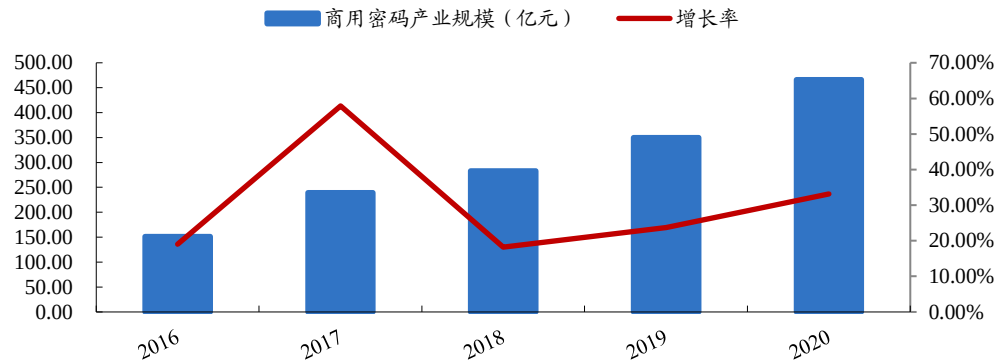
2.2、新型密码应用场景不断出现，促进商用密码生态体系建设

区块链、数字货币等新型密码应用逐渐成熟；密码与大数据、物联网、5G 量子通信、智能制造、智慧城市等技术新场景的融合创新快速发展。商用密码产业发展加速前进，商用密码生态体系更加健全。以数字货币为例，加密技术使得数字货币的使用成为可能，每一次货币交易银行间或用户与银行间都需要对指令进行解密和加密，可以说加密技术贯穿了数字货币交易的全过程，是数字货币建设的关键基础设施。同时，数字货币的重要特征“双离线支付”依赖于加密技术。因此，货币加密是数字

货币基础。

根据赛迪智库发布的《2020-2021 中国商用密码产业发展报告》显示，2016 年到 2020 年，我国商用密码产业总体规模保持高增长率，2020 年商用密码产业规模突破 466 亿元，年复合增长率超 33%。

图13：2016-2020 年我国商用密码产业总体规模保持高增长率



数据来源：赛迪智库、开源证券研究所

2.3、行业参与厂商较多，各有其优势产品及行业

国内信息安全行业商用密码细分领域的主要参与者包括数字认证、卫士通、格尔软件、吉大正元、信安世纪等，各家企业均有其优势产品和下游行业，数字认证的特点为能够同时提供电子认证服务和电子认证产品，格尔软件和吉大正元的主要优势行业为政府、军队等行业，而信安世纪的主要优势行业是金融。

表5：行业参与厂商较多，各有其优势产品及行业

公司名称	产品布局	技术水平	客户构成
数字认证	主营业务为用户提供涵盖电子认证服务和电子认证产品的整体解决方案，建立起覆盖全国的电子认证服务网络和较完善的电子认证产品体系	国内领先的信息安全解决方案提供商，电子认证行业少数同时提供电子认证服务和电子认证产品的整体解决方案提供商之一	政府、金融、医疗卫生、电信等行业和领域
卫士通	业务范围已覆盖安全产品研制、安全服务提供和安全集成。其中，安全产品包括密码产品、网络安全产品、计算安全产品、安全管理中心、移动互联网安全产品、云安全产品	拥有完整的信息安全及保密产品的研发、制造和检测体系，是目前国内唯一的涉密、商密领域最高级别资质的企业	政府机构、银行、国有大型企业等
格尔软件	主要从事以公钥基础设施 PKI 为核心的商用密码软件产品的研发、生产和销售及服务业务，为用户提供基于 PKI 的信息安全系列产品、安全服务和信息安全整体解决方案	拥有的以 PKI 为核心的身份认证、访问控制、加解密等技术在行业内处于领先地位	国家部委、地方政府部门、金融机构、军工、大中型企事业单位
吉大正元	主要产品和服务包括电子认证产品、信息安全服务和安全集成。其	电子认证领域的领先企业	覆盖了政府、军队、军工、

公司名称	产品布局	技术水平	客户构成
	中，公司的电子认证产品包括三大类：电子认证基础设施产品、电子认证安全支撑产品和数字身份管理产品		金融、能源和电信等众多行业 and 领域
信安世纪	以密码技术为核心，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	科技创新型的信息安全产品和解决方案提供商，参与了众多国家关键信息基础设施建设项目	金融、交通、人社、烟草、民航、税务、电信运营商等行业和领域

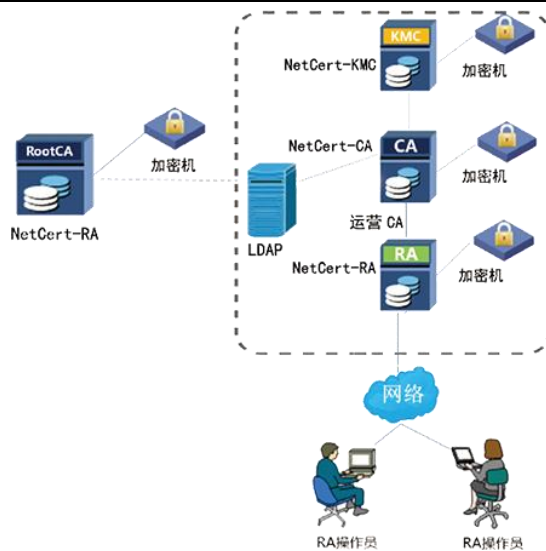
资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3、深耕身份、数据、通信安全领域，加速布局技术新方向

3.1、身份安全积累深厚，在金融等领域已高筑护城河

公司身份安全产品主要包括：证书认证系统（NetCert）、统一身份认证管理系统（NetAuth）、动态密码系统（NetPass）、统一安全管理及运维审计平台（NetFort）。公司的证书认证系统（NetCert）广泛应用于金融、交通、能源、烟草等重点领域大型客户自建 CA 系统及第三方运营机构运营的 CA 系统。目前，国内六大国有银行中，有四家银行采用了公司的产品自建其 CA 系统。中国工商银行、中国农业银行、交通银行和中国建设银行均使用公司的证书认证系统（NetCert）构建其全行业务系统的身份认证安全体系。

图14：公司证书认证系统（NetCert）广泛应用于金融、交通、能源等重点领域



资料来源：公司官网

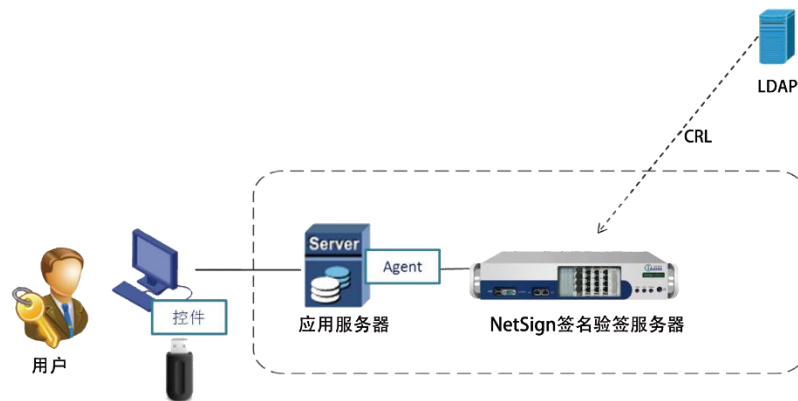
根据北国网报道，2020年9月，在工行手机银行“千人千面”建设项目的云证书技术选型测试，信安世纪云证书相关产品以综合评测中最高分被选为该项目的指定供应商。根据工行的技术要求，将移动证书安全技术与协同签名技术完美组合，并在市面主流的终端设备及操作系统上开展广泛而深入的功能测试和安全测试，经过多次技术功能改造及持续性能优化后，最终为工行提供了一套保障移动平台安全认

证、保密通信、数据输入安全、数据存储安全、数据完整性及机密性于一体在内的完整云证书安全解决方案，满足了工行手机银行现有应用场景间的协同签名，以及数亿客户群发放、管理云证书的需求。该方案正逐步向融e联、融e购、工银e生活等多个移动业务场景推广，如果以每个银行客户至少拥有 2 张个人证书计算，信安世纪云证书平台上承载的客户证书量将有望突破十亿大关。

3.2、客户业务场景趋多样化，数据安全产品市场需求旺盛

公司数据安全产品包括签名验签服务器（NetSign）、可信时间戳服务器（NetTSA）、电子签章系统（NetSeal）等。签名验签服务器（NetSign）是公司数据安全产品系列的核心产品之一，可以为用户的关键业务系统提供一套基于 PKI 体系架构、支持不同应用的完整并独立运行的电子签名解决方案。产品可为银行、政府、企业、商务机构的业务系统提供高效率的签名及签名验证服务，保证关键业务应用中交易过程的机密性、完整性、不可否认性和事后追溯性，满足用户的信息安全需求。

图15：公司签名验签服务器（NetSign）为应用系统提供多种应用安全方法支持



资料来源：公司官网

客户业务场景不断丰富，催生旺盛的数据安全需求。数据安全产品主要保证客户业务系统中的电子数据信息安全，此类产品的应用跟客户的业务系统的规模相关，随着数字货币、互联网金融、互联网+电子政务服务等业务应用场景的飞速发展，大量的交易数据、服务数据对防伪保真和抗抵赖提出了更高的安全性要求，数据安全产品的市场需求旺盛。根据采招网信息，2021 年 1 月公司中标北京银行“数字货币项目 SSL 网关及签名验签服务器采购、数字人民币新增单一来源采购”项目。后续随着数字货币业务的推广，公司有望充分受益于该场景下银行客户数据安全需求增加。

图16: 公司中标北京银行数字货币项目

采购用途: 用于数字货币项目SSL网关及签名验证服务器采购、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网关及签名验证服务器采购、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: 公司官网

3.3、成功收购华耀科技，完善通信安全产品布局

2021年10月,公司拟通过收购北京千茂科技有限公司和北京宏福锦泰科技有限公司100%股权的方式,持有北京华耀科技有限公司100%股权。华耀科技是知名的网络功能平台、应用交付和移动应用接入(SSL VPN)解决方案供应商,产品侧重于为客户打造敏捷灵活与安全性兼顾的网络应用环境,产品和解决方案优势体现在高效的网络应用运营效率和卓越的终端客户体验上。

图17: 华耀科技是知名的网络功能平台、应用交付和移动应用接入解决方案供应商



NFP 网络功能平台

帮助数据中心提高业务灵活性、安全性、稳定性,同时确保倍以上的业务性能提升。

业务灵活性: 业务一键部署交付、自适应资源分配、秒级功能计费模型;

业务安全性: 虚拟化平台的网络安全加固, 全场景多维度的安全防护体系;

业务稳定性: 7*24小时业务连续性, 六个月内系统的稳定性, 多活数据中心;

业务性能提升: CPU负载、内存使用、SR-IOV; 功能实时性能提升。



APV 应用交付控制器

APV系列应用交付控制器不仅提供强大的服务负载均衡、广域负载均衡、链路负载等解决方案, 更擅长处理ECC、GMP2(南信)等复杂的SSL加速需求, 性能卓越。



AG 远程安全接入网关

AG系列远程安全接入网关采用HTML5技术构建下一代SSL VPN, 实现通过浏览器或支付宝登录, 帮助企业更灵活的进行信息交互, 员工之间更高效的协同办公。



匠心服务

我们为您提供更多专业技术服务!

华耀科技以更严谨的态度为您提供更多定制化服务。



vAPV 应用交付软件

vAPV应用交付软件可以在虚拟化或云环境中提供专业的应用交付, 提升客户网络的安全性、敏捷性与弹性, 帮助客户从传统的数据中心向云数据中心的平滑过渡。



vxAG 远程安全接入软件

vxAG远程安全接入软件帮助用户在任何时间任何地点使用任何设备都可以安全地连接到云上的主机和应用, 支持网络和应用层安全, 提升易用性的同时也保证安全性。



云化服务

华耀科技与全球顶级的云服务提供商合作, 如阿里云、腾讯云、华为云、IBM (SoftLayer)、亚马逊AWS、微软Azure等, 打造全栈的云生态服务。

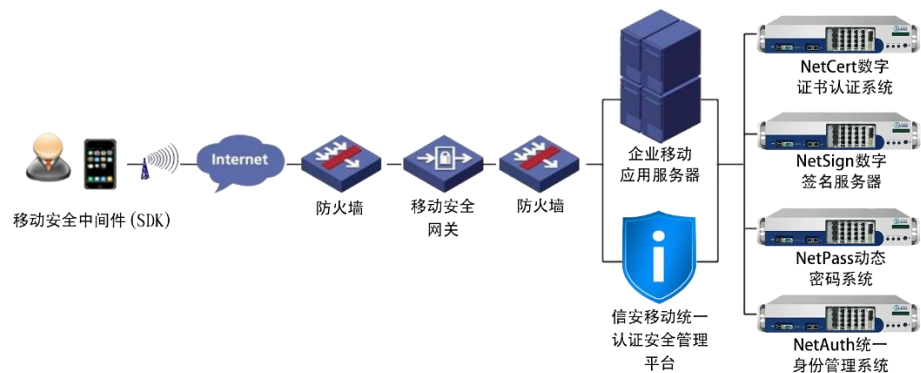
资料来源: 华耀科技官网

华耀科技有三大产品线，分别为应用交付与加速产品线、应用安全与可视化产品线和虚拟化产品线。其目前服务的重要客户包括中国移动、中国电信、中国联通和中国广电以及华为等大型高科技公司。因此，收购华耀科技有利于完善公司通信安全产品及客户布局。

3.4、发力移动安全、云安全、车联网安全，为未来发展蓄力

移动安全领域，公司已经研发了能够保障移动平台安全身份认证、保密通信、数据输入安全、数据存储安全、数据完整性、机密性、移动威胁感知等专业完整的移动安全认证产品。该产品以密码和 PKI 技术为核心，以移动威胁感知和设备管控为管理线条，通过密钥分散与协同签名技术解决了移动互联网中的用户密钥安全管理与安全多方计算问题，通过威胁感知和深度学习解决了移动终端环境的安全问题，通过无感知的用户身份认证解决了用户易用性问题，可以帮助移动应用开发者低成本接入移动安全解决方案，全方位保证开发者应用的安全性。目前在政府、金融、烟草、交通、教育等领域均有成熟完善的应用案例。

图18：移动安全认证系统（MAuth）为移动端提供移动数字证书全生命周期管理及基于移动数字证书的协同签名服务



资料来源：华耀科技官网

云安全领域，公司自主开发了基于多核 CPU、多个密码卡的高性能硬件平台，并且创新性地采用多核 CPU 下并发处理与隔离技术、虚拟化技术和密钥安全隔离技术。公司在 2018 年推出云密码服务平台（CCypher），该平台采用密码超融合架构将计算、网络、密码的虚拟化整合到同一设备中，对外提供云化的密码应用服务。产品具备商用密码设备的安全性，同时兼具云计算产品的灵活性、易用性。产品可广泛适用于各种公有云、私有云及混合云架构，目前在政务云、金融云等行业云中均有成熟完善的应用案例。

车联网领域，公司建立了智能网联汽车认证中心，这是国内第一款支持国产密码算法专用智能交通领域 CA 认证系统，以微服务方式分布式部署，为保障车联网安全认证体系建设迈出重要一步。同时，公司与高通、广汽、牧马人、华为、大唐等汽车产业链上下游企业之间展开技术测试与深度合作，为跨行业、跨地域、跨业务场景安全身份互认提供了关键性验证，推动了 C-V2X 技术商业化的加速落地。

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

(1) 公司数据安全、通信安全和身份安全产品有望保持稳定增长，同时移动安全和云安全有望实现高速增长。因此，我们预计公司 2021-2023 年通信安全产品收入增速为 25%、32%、31%；数据安全产品收入增速为 26%、22%、22%；身份安全产品收入增速为 45%、25%、25%；移动安全产品收入增速为 150%、50%、50%；云安全产品收入增速为 100%、70%、65%；安全平台收入增速为 1000%、250%、100%。

(2) 我们认为公司各项业务毛利率及业务机构将保持较为稳定水平，公司毛利率保持较为稳定，预计 2021-2023 年分别为 70.2%、69.7%和 69.6%。

(3) 得益于公司经营效率的提升，预计 2021-2023 年公司期间费用率分别为 44.5%、43.8%和 43.1%，呈现逐渐下降的趋势。

4.2、盈利预测及投资建议

信安世纪是国内较早从事基于密码技术研发、生产的专业信息安全厂商之一，得益于《密码法》等政策法规的不断落地，及下游客户业务场景的不断拓展，公司身份安全、数据安全、通信安全业务有望实现高速增长。同时，公司积极布局移动安全、云安全等新兴赛道，为未来发展谋势蓄力。因此，我们预计公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 1.51、2.00、2.64 亿元，EPS 为 1.62、2.15、2.84 元/股，对应现价 PE 为 31.6、23.8、18.0 倍，低于可比公司估值，我们看好公司发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。

表6: 公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平（截止 2021.11.11 收盘）

证券代码	公司简称	当前市值 (亿元)	归母净利润			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603232.SH	格尔软件	33	1.02	1.43	1.94	31.9	22.8	16.8
002268.SZ	卫士通	480	3.17	4.31	5.89	150.9	111.2	81.3
行业平均						91.4	67	49.05
688201.SH	信安世纪	47	1.51	2.00	2.64	31.6	23.8	18.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：卫士通、格尔软件盈利预测来自 Wind 一致预期）

5、风险提示

(1) **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。

(2) **核心技术人员流失风险。**若公司未来无法为技术人员提供具备竞争力的薪酬水平、激励机制和发展空间将可能导致核心技术人员流失，对公司的技术研发以及生产经营造成不利影响。

(3) **商誉减值风险。**公司合并报表商誉金额为 8,301.15 万元，系公司收购神州融信、信安珞珈以及华耀科技产生。如果未来商誉所对应资产组或者资产组组合的经营情况不及预期，则可能导致商誉发生减值，从而对公司经营业绩产生较大影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	397	425	727	907	1317
现金	66	83	245	366	595
应收票据及应收账款	175	172	250	301	416
其他应收款	5	6	8	10	13
预付账款	3	3	6	6	9
存货	64	68	111	126	183
其他流动资产	84	92	107	98	100
非流动资产	161	165	177	187	202
长期投资	0	2	2	3	4
固定资产	46	45	52	60	71
无形资产	18	17	22	23	25
其他非流动资产	97	102	101	101	101
资产总计	559	590	904	1094	1519
流动负债	188	151	312	315	489
短期借款	0	0	27	0	0
应付票据及应付账款	90	70	160	228	327
其他流动负债	98	81	125	87	162
非流动负债	22	11	13	13	13
长期借款	6	0	0	0	0
其他非流动负债	16	11	13	13	13
负债合计	210	162	325	328	502
少数股东权益	1	5	8	13	20
股本	70	70	93	93	93
资本公积	140	143	143	143	143
留存收益	138	210	345	521	751
归属母公司股东权益	348	423	571	753	997
负债和股东权益	559	590	904	1094	1519

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	79	101	151	178	263
净利润	92	111	154	205	271
折旧摊销	5	11	10	12	16
财务费用	-0	0	-4	-8	-14
投资损失	-2	-1	-2	-2	-2
营运资金变动	-19	-22	-7	-29	-7
其他经营现金流	4	2	0	0	-0
投资活动现金流	-11	-4	-12	-20	-37
资本支出	18	4	12	9	13
长期投资	35	-1	-1	-1	-1
其他投资现金流	41	-1	-1	-12	-24
筹资活动现金流	-28	-81	3	-10	-6
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	6	-6	0	0	0
普通股增加	0	0	23	0	0
资本公积增加	1	3	0	0	0
其他筹资现金流	-35	-78	-20	-10	-6
现金净增加额	39	17	134	148	229

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	318	416	549	717	933
营业成本	107	122	164	217	283
营业税金及附加	4	5	6	8	9
营业费用	57	77	100	126	159
管理费用	23	33	40	52	65
研发费用	45	82	104	136	177
财务费用	-0	0	-4	-8	-14
资产减值损失	-4	-5	-10	-14	-19
其他收益	17	28	35	46	55
公允价值变动收益	1	-0	-0	-0	-0
投资净收益	2	1	2	2	2
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	98	119	165	220	291
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	-1	0	0	0	0
利润总额	99	120	165	220	292
所得税	7	8	12	15	20
净利润	92	111	154	205	271
少数股东损益	1	4	3	5	7
归母净利润	90	107	151	200	264
EBITDA	102	128	171	224	293
EPS(元)	0.97	1.15	1.62	2.15	2.84

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	18.0	31.0	31.8	30.7	30.1
营业利润(%)	6.6	22.2	38.4	33.2	32.3
归属于母公司净利润(%)	15.7	18.8	40.3	32.8	32.2
获利能力					
毛利率(%)	66.4	70.8	70.2	69.7	69.6
净利率(%)	28.4	25.8	27.4	27.9	28.3
ROE(%)	26.3	26.0	27.7	27.6	27.3
ROIC(%)	24.5	25.2	25.7	26.7	26.2
偿债能力					
资产负债率(%)	37.6	27.4	36.0	29.9	33.0
净负债比率(%)	-13.2	-17.5	-37.3	-47.8	-58.8
流动比率	2.1	2.8	2.3	2.9	2.7
速动比率	1.7	2.3	1.9	2.4	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	2.1	2.4	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	1.5	1.5	1.4	1.1	1.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.97	1.15	1.62	2.15	2.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.09	1.63	1.91	2.83
每股净资产(最新摊薄)	3.73	4.54	5.88	7.83	10.45
估值比率					
P/E	52.6	44.3	31.6	23.8	18.0
P/B	13.7	11.2	8.7	6.5	4.9
EV/EBITDA	45.3	36.0	26.1	19.3	14.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn