

营收持续高增长，政策推动行业高景气

投资要点

- **业绩总结：**公司 2021 全年实现营收 12.7 亿元，同比增长 27.9%；实现归母净利润 1.2 亿元，同比下降 51.7%；实现扣非净利润 1.0 亿元，同比下降 57.6%。单季度来看，Q4 公司实现营收 6.5 亿元，同比上升 6.0%；归母净利润 1.1 亿元，同比下降 49.3%。
- **高基数及项目周期延期下，公司营收增长放缓，利润短期承压。**公司 2021 年营收同比增长 27.9%，增速相比 2019、2020 年的高增速有所放缓。主要系：1) 疫情形势严峻导致部分项目招投标延期，以及部分中标项目的建设排期延后；2) 信创设备供货周期加长，导致部分中标项目中设备供应迟滞。公司归母净利润同比下降 51.7%，主要系公司成本费用大幅增加，公司持续加大产品及解决方案的研发投入，同时进一步加大营销投入。另外公司股份支付摊销费用约 4600 万元和疫情减免社保费用约 2400 万元在一定程度上影响了公司利润率水平。
- **行业客户拓展和产品布局稳中向好，央企集团业务拓展成效显著。**2021 年，公司以数据安全为主线，以央企业务数字化改革的核心需求为牵引，布局了基于零信任安全理念的符合等级保护、商用密码应用安全性评估、关键信息基础设施保护等标准及规定的多场景化应用的安全产品及解决方案。2021 年，特殊行业、央企集团、金融等行业实现主营业务收入合计 2.4 亿元，同比增长 36.7%。其中央企集团的业务拓展成效显著，实现营收 1.0 亿元，同比增长 75.8%。
- **国家政策相继出台，数据安全成为焦点，网络安全行业迈入发展快车道。**2017 年起至今，随着网络安全法、数据安全法等政策法规的相继出台，网络安全市场空间、产业投入与建设步入稳定发展期。根据 IDC 数据，2021 年中国网安市场支出为 102.2 亿美元，预计 2020-2024 年复合年均增长率为 16.8%，增速继续领跑全球网安市场。同时，随着数字时代的来临，数据成为重要的生产要素，且我国 IT 基础设施薄弱以及关键技术受制于人的问题仍然突出，为国产平台的网络安全产品带来了巨大需求，其中数据安全将成为网络安全的核心焦点。未来，数据安全将是各行各业的关注重点，将成为网络安全产业的快速增长点。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.79 元、1.06 元、1.36 元，未来三年归母净利润将达到 38% 的复合增长率。随着国家对网络安全的愈加重视及大力布局，网络安全市场广阔，公司行业经验丰富，加速从“保密安全”到“数字安全”的战略转型，持续加大对研发、市场的投入力度，预计公司订单量在 2022 年将迎来显著增长，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**金融客户拓展不及预期、大客户订单风险等风险。

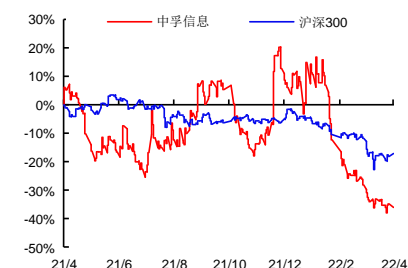
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1270.04	1666.73	2187.55	2868.52
增长率	27.93%	31.23%	31.25%	31.13%
归属母公司净利润（百万元）	116.87	179.27	239.26	307.47
增长率	-51.65%	53.39%	33.47%	28.51%
每股收益 EPS（元）	0.52	0.79	1.06	1.36
净资产收益率 ROE	6.97%	9.77%	11.74%	13.38%
PE	51	33	25	19
PB	3.57	3.27	2.94	2.61

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王湘杰
执业证号：S1250521120002
邮箱：wxj@swsc.com.cn
联系人：叶泽佑
电话：13524424436
邮箱：yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	2.27
流通 A 股(亿股)	1.53
52 周内股价区间(元)	25.8-52.5
总市值(亿元)	59.9
总资产(亿元)	21.75
每股净资产(元)	7.40

相关研究

1 深耕信息安全技术领域，核心技术立于潮头

中孚信息成立于 2002 年，专业从事信息安全技术与产品研发、销售并提供行业解决方案和安全服务。中孚信息拥有齐全的业务运营资质和产品质量体系，先后建成了包括重点实验室、技术中心、工程中心在内的多个国家级和省级创新平台，也是山东省数据恢复与清除技术中心的承担单位。公司通过了 ISO9001 和 CMMI 三级认证，是经认定的国家火炬计划软件产业基地骨干企业、国家火炬计划重点高新技术企业，是国家商用密码产品定点生产和销售单位。公司拥有国家保密局颁发的国家涉密集成甲级资质证书，具有工信部颁发的信息系统集成资质，拥有各类专利及软件著作权 160 余项，承担了国家火炬计划、国家电子信息产业发展基金、国家发改委信息安全专项、国家重点新产品等近 20 项国家级重点科研项目。

公司积极推进国家网络安全强国战略，着力打造信息安全、人工智能和大数据技术深度融合的特色优势，围绕信息设备国产化等方向，集中优质资源打造在整体网络空间安全的核心竞争力，巩固和夯实在网络安全领域的优势地位。

图 1：公司发展阶段演进



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司产品及服务体系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。公司基于在涉密领域积累的核心数据全生命周期安全防护能力，面向数字中国发展战略，逐步升华为针对政务数字化、数字产业化、产业数字化转型升级过程中面临的安全风险与威胁。为适应现在和未来客户的需要，公司以“护密”为靶心，以“自主”为基础，从“基础安全、数据采集、数据防护、数据分析、数据可视化”等五个方面全面构建数字安全核心能力，打造具备实战化的数字安全防控能力，加速从“核心安全”迈向“全面安全”。

1) 主机与网络安全产品线：公司主机与网络安全产品线适配主流国产 CPU、国产操作系统、国产数据库及国产中间件，围绕主机审计、终端安全登录、打印光刻、网络控制与传输等方面打造了完整的产品体系。

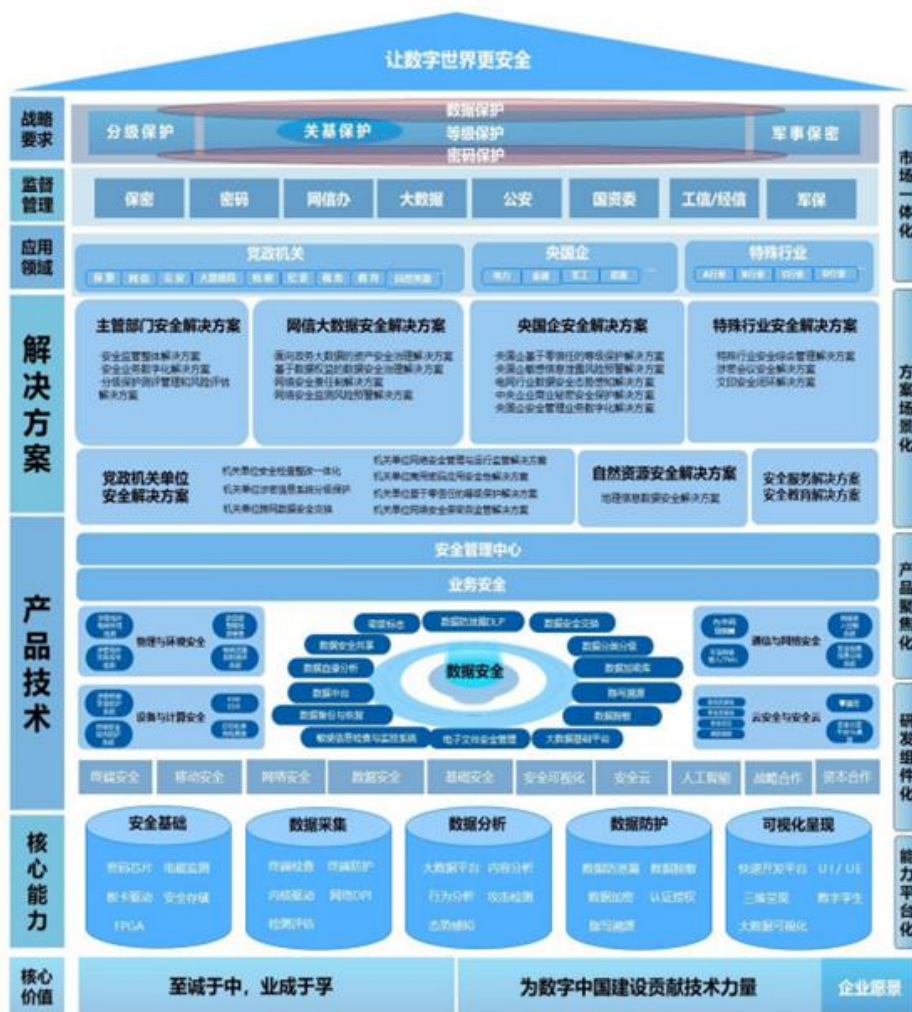
2) 数据安全产品线：公司数据安全产品线以重要数据和敏感数据的防泄漏、防窃取、可追溯为目标，采用数据加密、数据保护、数据管控等技术，结合业务应用场景，实现对数据资产的可知、可控、可管，并且广泛兼容适配主流国产 CPU、国产操作系统、国产数据库及国产中间件。

3) 安全监管平台：公司安全监管平台深度融合大数据、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。

4) 检查检测产品线：检查检测产品线围绕主机安全、数据库安全、邮件安全、电磁空间安全，通过构建网络化部署、自动化检查、实时化检测、便捷化整改、智能化于一体的检查检测系统，实现实时发现违规行为，快速整改违规事项，有效提高数据防护能力。

5) 密码应用产品线：公司以国产密码算法和行业标准为基础，开发了从客户端、服务端到系统类一系列密码产品。

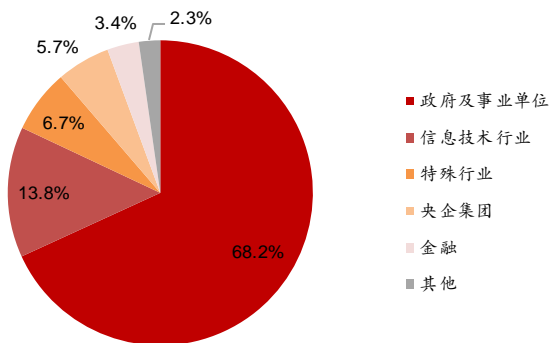
图 2：公司产品线及服务体系



数据来源：公司公告，西南证券整理

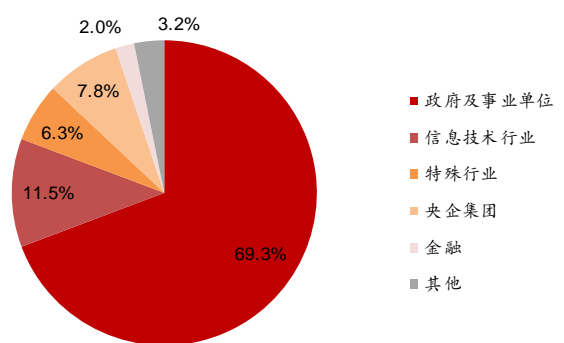
主要终端客户为政府及事业单位、信息技术行业，客户集中度高。2021 年，公司营收占比超过 10% 的客户为政府及事业单位、信息技术行业，营收分别为 8.8、1.5 亿元，同比增长 29.7%、6.1%，占比分别为 69.3%、11.5%，增长迅猛。另外，公司在巩固政府及事业单位客户的同时，继续加强行业客户的拓展。2021 年，特殊行业、央企集团、金融等行业实现主营业务收入合计 2.4 亿元，同比增长 36.7%。其中央企集团的业务拓展成效显著，实现主营业务收入 1.0 亿元，同比增长 75.8%。同时，公司加强了在特殊行业的布局，并取得有效突破，将对公司未来业务产生积极影响。

图 3：公司 2020 年客户收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2021 年客户收入占比

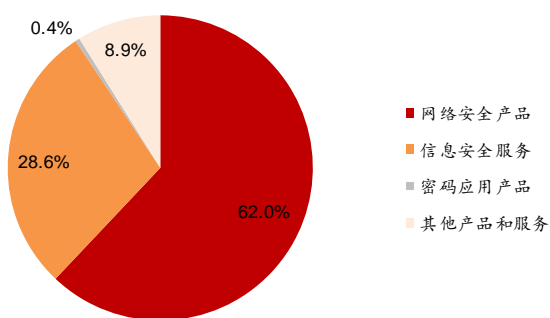


数据来源：公司公告，西南证券整理

从营收结构来看，网络安全产品和信息安全服务为公司主要收入来源，密码应用产品营收占比较小。2021 年公司网络安全产品营收 7.9 亿元，同比增长 36.2%，占营收比重为 62.0%；信息安全服务营收 3.6 亿元，同比增长 8.8%，占营收比重为 28.6%。

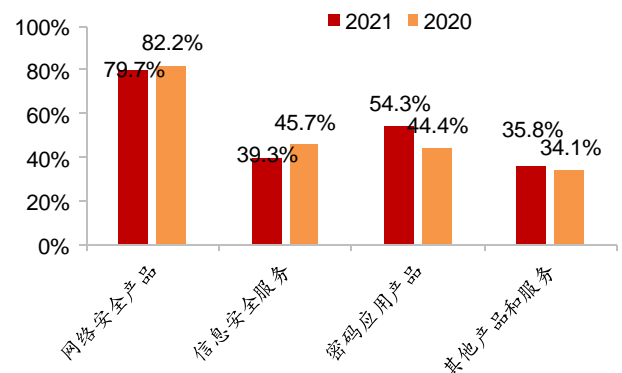
毛利结构中，2021 年公司网络安全产品、信息安全服务、密码应用产品、其他产品和服务毛利率分别为 79.7%、39.3%、54.3% 和 35.8%，其中网络安全服务业务毛利率略有下降但仍保持高水平，反映出公司凭借高技术水平，在软件产品上获得很高的附加值。

图 5：公司 2021 年营业收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

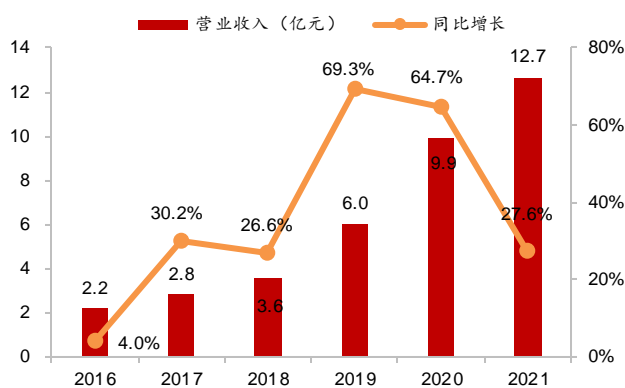
图 6：公司 2020、2021 年各业务毛利率水平



数据来源：公司公告，西南证券整理

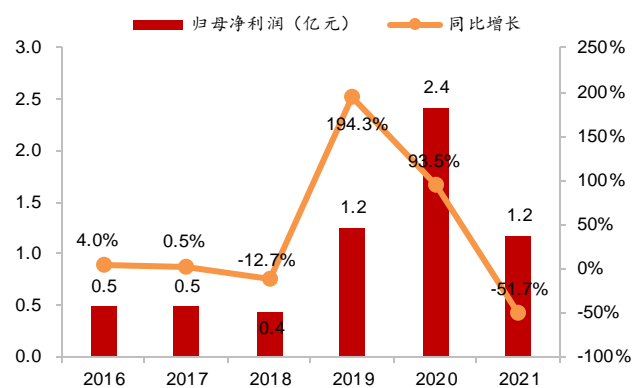
公司营收利润短期承压，随着逐步实现产品自主研发转型，后续企稳回升可期。2016-2020 年，公司营业收入放量增长，年复合增长率达 46.4%；归母净利润从 0.5 亿元上升至 2.4 亿元，年复合增长率保持在 50% 左右。营收利润持续高速增长，主要系基于国产平台的安全保密产品和网络安全监管业务业绩快速提升所致。2021 年营收增速放缓，利润显著下滑。根据公司年报披露的数据，公司 2021 年营收为 12.7 亿元，同比增长 27.6%；归母净利润为 1.2 亿元，同比下降 51.7%。这是由于公司加大了大产品及解决方案的研发投入，公司研发人员增加 888 人，研发费用增加 1.57 亿元，研发人员数量和研发费用均增长约 100%，同时进一步加大营销投入，开拓和巩固市场布局。随着公司持续加大研发和市场的投入，公司的技术和市场竞争力将进一步加强，市场布局更加完善，研发和市场投入将在未来 1-2 年内转化为效益，为公司创造利润。

图 7：公司营收情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司多年深耕安全保密领域，在数字化大背景下，网络数据安全市场空间广阔，公司大力发展网络安全产品和信息安全服务业务，不断加大研发投入。公司网络安全产品和信息安全服务业务包括主机与网络安全产品、数据安全产品、安全监管平台、检查检测产品以及其他外采产品，其中数据安全产品为公司最主要的业绩增长点，业务规模持续增长，2021 年增长 161.6%，我们预计公司未来网络安全产品业务仍旧维持高增速增长，信息安全服务业务间保持稳定增长。假设 2022-2024 年网络安全产品业务订单量增速为 36%、35%、29%，2022-2024 年信息安全产品业务订单量增速为 11%、11%、8%；

假设 2：公司密码应用产品公司和其他产品和服务非公司业务重心，预计未来保持一定规模发展。假设 2022-2024 年密码应用产品业务订单量增速为 -23%、-11%、-11%，2022-2024 年网其他产品和服务业务订单量增速为 57%、37%、27%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
网络安全产品	收入	786.0	1070.1	1440.9	1853.7
	增速	36%	36%	35%	29%
信息安全服务	收入	362.2	401.5	445.0	479.8
	增速	9%	11%	11%	8%
密码应用产品	收入	5.7	4.4	3.9	3.4
	增速	-43%	-23%	-11%	-11%
其他产品和服务	收入	112.9	177.6	243.9	310.6
	增速	57%	57%	37%	27%
合计	收入	1270.0	1666.7	2187.5	2868.5
	增速	27.9%	31.2%	31.2%	31.1%
	毛利率	64.1%	65.4%	66.1%	66.7%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值与投资建议

我们选取网络安全行业中的三家可比公司，2022 年三家公司平均估值为 30 倍，考虑到网络安全行业订单旺盛，行业增速处于上升通道，行业平均估值水平有望在 2022 年得到提升。公司深耕网络安全领域，在信息安全领域有深厚积累，产品技术行业领先，与下游客户关系紧密，客户黏性高，预计公司订单量在 2022 年将迎来显著增长，估值将高于行业平均水平。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A/E	22E	23E	24E	21A/E	22E	23E	24E
688023.SH	安恒信息	160.6	--	2.86	4.68	--	1401.81	56.09	34.33	--
300369.SZ	绿盟科技	12.12	0.47	0.63	0.84	--	25.70	19.23	14.48	--
002439.SZ	启明星辰	21.22	1.04	1.32	1.66	--	20.41	16.06	12.80	--
平均值							482.37	30.46	20.53	--

数据来源：Wind，西南证券整理

预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.79 元、1.06 元、1.36 元，未来三年归母净利润将达到 38% 的复合增长率。随着国家对网络安全的愈加重视及大力布局，网络安全市场广阔，公司行业经验丰富，加速从“保密安全”到“数字安全”的战略转型，持续加大对研发、市场的投入力度，预计公司订单量在 2022 年将迎来显著增长，首次覆盖，给予“持有”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1270.04	1666.73	2187.55	2868.52	净利润	116.87	179.26	239.26	307.47
营业成本	455.48	576.37	742.16	954.24	折旧与摊销	34.30	25.03	23.23	24.53
营业税金及附加	12.72	17.16	22.32	29.36	财务费用	-3.72	-2.33	-0.96	-1.18
销售费用	243.31	319.31	419.09	549.55	资产减值损失	-1.29	0.00	0.00	0.00
管理费用	170.98	224.38	294.49	386.16	经营营运资本变动	-152.13	-102.19	-143.21	-203.19
财务费用	-3.72	-2.33	-0.96	-1.18	其他	106.06	3.22	-3.52	0.25
资产减值损失	-1.29	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	100.11	102.99	114.80	127.88
投资收益	12.02	0.00	2.56	0.00	资本支出	228.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.63	-0.10	-0.16	-0.22	其他	-313.77	-0.10	2.40	-0.22
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-85.38	-0.10	2.40	-0.22
营业利润	127.20	189.74	252.85	324.67	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.94	-2.21	-2.56	-3.03	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	122.26	187.53	250.29	321.64	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	5.39	8.26	11.03	14.17	支付股利	-56.63	-23.37	-35.85	-47.85
净利润	116.87	179.26	239.26	307.47	其他	-105.83	-19.45	0.96	1.18
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-98.99	-42.83	-34.90	-46.68
归属母公司股东净利润	116.87	179.27	239.26	307.47	现金流量净额	-84.27	60.06	82.31	80.99
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	682.88	742.93	825.25	906.24	成长能力				
应收和预付款项	588.47	776.41	1016.77	1332.67	销售收入增长率	27.93%	31.23%	31.25%	31.13%
存货	96.25	118.68	154.83	199.60	营业利润增长率	-50.78%	49.17%	33.26%	28.40%
其他流动资产	83.86	74.17	97.35	127.65	净利润增长率	-51.65%	53.38%	33.47%	28.51%
长期股权投资	50.59	50.59	50.59	50.59	EBITDA 增长率	-41.45%	34.64%	29.51%	26.50%
投资性房地产	23.83	23.83	23.83	23.83	获利能力				
固定资产和在建工程	70.84	55.84	42.64	28.14	毛利率	64.14%	65.42%	66.07%	66.73%
无形资产和开发支出	72.56	65.81	59.07	52.33	三费率	32.33%	32.48%	32.58%	32.58%
其他非流动资产	506.00	502.71	499.43	496.14	净利率	9.20%	10.76%	10.94%	10.72%
资产总计	2175.26	2410.97	2769.74	3217.18	ROE	6.97%	9.77%	11.74%	13.38%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.37%	7.44%	8.64%	9.56%
应付和预收款项	347.93	453.24	589.95	753.90	ROIC	24.11%	27.35%	30.03%	30.47%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.42%	12.75%	12.58%	12.13%
其他负债	151.69	123.61	142.27	166.15	营运能力				
负债合计	499.63	576.86	732.22	920.05	总资产周转率	0.62	0.73	0.84	0.96
股本	226.53	226.53	226.53	226.53	固定资产周转率	21.71	26.37	44.54	81.35
资本公积	986.85	986.85	986.85	986.85	应收账款周转率	2.61	2.65	2.65	2.65
留存收益	501.39	657.29	860.70	1120.32	存货周转率	4.64	5.29	5.33	5.32
归属母公司股东权益	1675.65	1834.13	2037.54	2297.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.68%	—	—	—
少数股东权益	-0.01	-0.02	-0.02	-0.03	资本结构				
股东权益合计	1675.63	1834.11	2037.52	2297.13	资产负债率	22.97%	23.93%	26.44%	28.60%
负债和股东权益合计	2175.26	2410.97	2769.74	3217.18	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.29	3.30	3.11	2.98
					速动比率	3.07	3.08	2.88	2.75
					股利支付率	48.46%	13.04%	14.99%	15.56%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	157.78	212.43	275.12	348.02	每股收益	0.52	0.79	1.06	1.36
PE	51.25	33.41	25.03	19.48	每股净资产	7.40	8.10	8.99	10.14
PB	3.57	3.27	2.94	2.61	每股经营现金	0.44	0.45	0.51	0.56
PS	4.72	3.59	2.74	2.09	每股股利	0.25	0.10	0.16	0.21
EV/EBITDA	30.34	22.13	16.79	13.04					
股息率	0.95%	0.39%	0.60%	0.80%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn