

业绩高速增长，产品迭代助力业态布局

投资要点

- **事件：**公司发布2021年业绩报告，2021年公司实现营收5.2亿元，同比增长26.0%；实现归母净利润1.5亿元，同比增长43.6%；实现扣非归母净利润1.5亿元，同比增长40.5%。
- **深耕金融行业，布局政府及企业领域，营收利润高速增长。**2021年公司实现营收5.2亿元，同比增长26.0%。其中，金融行业作为公司的传统优势行业，保持稳定快速增长，公司近年来大力拓展的政府行业增速强劲。公司2021年实现归母净利润1.6亿元，同比增长43.6%，扣非归母净利润1.5亿元，同比增长40.5%。公司净利润增速提升，主要系：1) 公司业务上加强行业和区域纵横结合，营业收入增长较快；2) 公司产品化程度较高，毛利率小幅提升；3) 公司通过管理节能增效，总体期间费用增长率小于收入增长率。
- **持续加大研发投入，产品迭代助力业态布局。**2021年，公司加强密码安全产品和网络安全产品的开发，优化和丰富产品结构，持续满足新、老客户网络应用的安全需求。2021年公司发布了信安IMC统一管理中心系统、信安NetTSA可信时间戳服务器等新产品，完善了云计算、车联网等的安全解决方案。在包含同态加密、隐私计算、云计算等方面的技术领域，公司取得了36项发明专利。在持续推广国产密码算法应用的同时，公司积极开展信息技术创新应用工作，目前已基于兆芯、海光、飞腾等国产芯片发布了鼎安系列-信息技术应用创新系列多款产品，产品已全面适配银河麒麟、统信等国产操作系统。
- **法律法规与信息技术日益成熟，推动网络安全行业快速发展。**2021年，国家发布多项政策法规，提高金融、政府、企业客户对网络信息安全的合规要求，带动金融、政府、企业在网络信息安全方面的投入，促进网络安全行业快速发展。同时，随着云计算、大数据、物联网和人工智能等新型信息技术的飞速发展，用户面临的网络环境日趋复杂，对产品和服务的需求不断丰富和细化，促进网络安全行业快速发展。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年EPS分别为2.17元、2.84元、3.70元，未来三年归母净利润将达到30.71%的复合增长率。考虑到政策推动行业需求增加，公司持续加大新产品开发力度，优化丰富产品结构，预计公司订单量在2022年将迎来显著增长，给予公司2022年30倍估值，对应目标价65.10元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**研发项目不及预期、客户拓展不及预期等风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	524.60	678.50	876.22	1104.67
增长率	26.02%	29.34%	29.14%	26.07%
归属母公司净利润(百万元)	154.13	201.70	264.59	344.21
增长率	43.63%	30.87%	31.18%	30.09%
每股收益EPS(元)	1.66	2.17	2.84	3.70
净资产收益率ROE	14.21%	16.94%	18.89%	20.54%
PE	32	25	19	14
PB	4.85	4.21	3.58	3.00

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

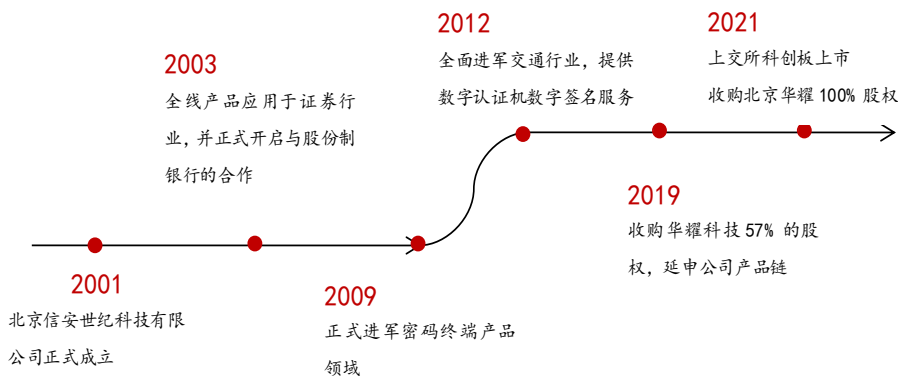
总股本(亿股)	0.93
流通A股(亿股)	0.20
52周内股价区间(元)	37.30-90.72
总市值(亿元)	49.78
总资产(亿元)	12.09
每股净资产(元)	11.02

相关研究

1 国内领先的信息安全产品和解决方案供应商

信安世纪成立于 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。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。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，具有很强的客户黏着性。随着客户业务系统的技术构架升级和业务应用延伸，公司凭借强大的研发实力和持续的技术创新，各产品线不断升级迭代，满足了客户日益扩大的安全需求，形成了较强的竞争优势。公司曾两次获得国家发展改革委员会的专项基金支持，荣获科学技术进步三等奖(省部级)，产品和解决方案多次获得政府主管部门、行业协会和第三方机构给予的荣誉和奖项。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，西南证券整理

公司坚持创新的研发机制，重点投入行业核心技术研究。2021 年，公司云安全的政务云方案获得了工信部的优秀方案，为湖北、山西、贵州等省市提供了政务系统集中建设的密码支撑；在车联网方向，公司积极参与了工信部和交通部的标准研讨，入选 3 个工信部的身份认证安全性的试点项目，参与了无锡、重庆等车联网的先导区的实验研究，向汽车厂销售身份认证产品；在工业互联网方面，公司为工信部的工业互联网提供账户密码平台，与装备制造企业达成合作，为数控机床的生产提供密码产品；公司的数据安全与隐私保护理论和关键技术研究项目入选了 2021 年国家自然科学基金项目；同时公司积极投身到信息安全研究，为行业白皮书提供密码支撑。

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。公司产品和服务的具体情况如下：

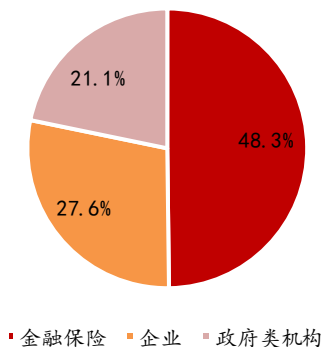
表 1：公司主要产品或服务

产品系列	系列简介	主要产品
身份安全产品系列	身份安全系列产品提供用户的身份信息和认证凭证的全生命周期管理、统一身份认证、单点登录功能，以及系统内硬件设备的安全管理和运维审计，满足各种应用系统对强身份认证及认证授权后统一管理、统一审计等的安全需求。	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）
		车联网安全认证管理系统（V2XSCMS）
通信安全产品系列	通信安全系列产品提供数据传输过程中的访问控制、安全代理加/解密、及性能优化，虚拟私有网络的远程安全接入，WEB 通道的安全构建等功能，可以为应用系统打造一个安全、高性能的专属通信空间，提高系统整体的安全性。	应用安全网关（NSAE）
		应用交付系统（NetOpti /APV）
		SSL VPN 网关（NetGate/AG）
		安全互联网关（NetSafe）
		应用安全防护（NetWAF）
数据安全产品系列	数据安全系列产品用于对电子数据和文档提供数字签名/签章、签名验证、可信时间戳等功能，使得诸如网上交易、公文审批、互联网+政务等需要经办人签名签章才可以办理业务的系统，可以借助于数字签名/签章技术得以在信息系统上开展，并且与传统手写盖章具有同等法律效力。	签名验签服务器（NetSign）
		可信时间戳服务器（NetTSA）
		电子签章系统（NetSeal）
		密码模块软件（iSec）
移动安全产品系列	移动安全系列产品构建从移动终端-管道-云的全方位移动安全防护体系，从移动终端客户数据的输入、数据显示、数据存储、数据传递、数据验证等数据全流程进行保护，有效解决移动互联网中身份认证、业务数据完整性、安全传输、防抵赖等问题。	移动安全认证系统（MAuth）
		移动安全中间件
		移动认证 APP
		移动令牌 APP
云产品系列	云安全系列产品以密码技术为核心，将密码应用与云计算技术深度融合，有效解决了云计算场景中资源虚拟化、数据集中化、应用服务化等特点带来的各种安全威胁。	云密码服务平台（CCypher）
		云管平台（ICMC）
安全平台产品系列	安全平台系列产品将业务系统所需的各种密码服务进行集中管理，将后台密码资源进行抽象包装整合，转化为前台友好的可复用共享的核心密码能力，同时运用态势感知技术实现系统运行情况的全景展示、监控及预警。	全密码安全服务平台（CSSP）
		统一管理中心系统（IMC）
		密码安全可视化监管系统（NetCVM）

数据来源：资料来源：公司公告，西南证券整理

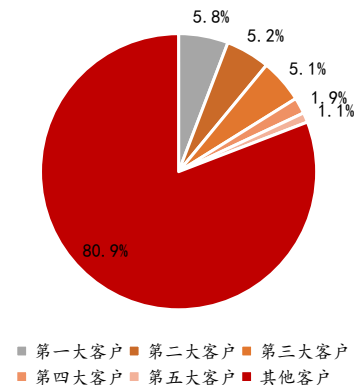
服务金融、政府和企业客户，产品应用广泛。从公司产品销售行业来看，公司的产品和解决方案应用于金融、政府和企业等重要领域。在金融领域，公司的产品和解决方案保障了网上银行、数字货币、跨境支付、证券登记结算、电子保单等重要金融业务系统的安全；在政府领域，公司的产品和解决方案已经应用于交通、人社、烟草、海关、税务、政法等数十个行业；在企业领域，有超过七成的中国百强企业是公司服务的客户。2021 年公司前五名客户销售额 1.0 亿元，占年度销售总额 19.15%，客户集中度较低，不存在大客户依赖问题。

图 2：公司 2021 年主营业务分行业收入



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司前五大客户收入占比

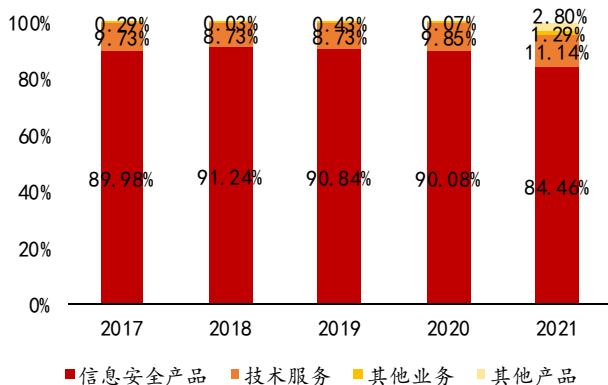


数据来源：Wind，西南证券整理

从营收结构来看，公司营业收入大部分来源于信息安全产品，通信安全产品、数据安全产品和身份安全产品营收占比较小。2021 年公司信息安全产品营业收入同比增长 21.53%，主要系随着业务场景移动化及云化，新一代安全系列产品需求大量增加。2017-2021 年，公司信息安全产品营收占比保持在 80% 以上，2021 年有所下降，主要系公司在技术服务、其他产品和业务的拓展。

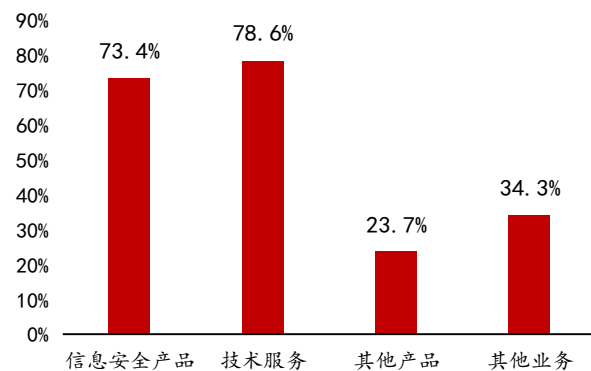
毛利结构中，公司信息安全产品和技术服务毛利率较高，2021 年分别为 73.4%、78.6% 主要系公司产品化程度较高。

图 4：公司主营业务分产品收入



数据来源：Wind，西南证券整理

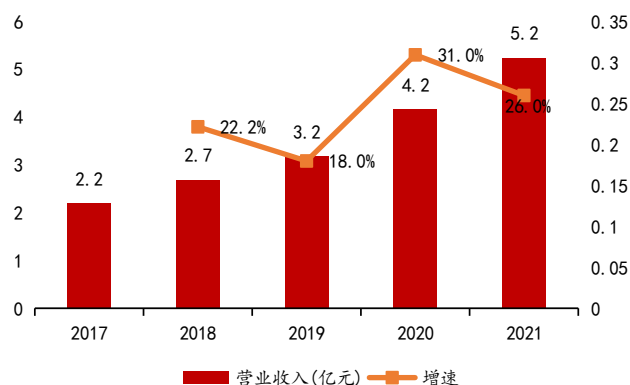
图 5：公司各业务毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

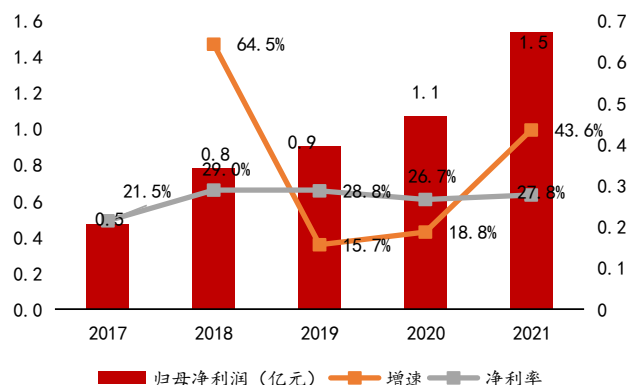
公司营收利润保持较快增长。2017-2021 年公司主营业务收入复合增长率 24.0%，主要系新一代安全系列产品需求大量增加，公司加大对原有产品的升级开发与完善，新增产品开始逐步实现销售所致。2017-2021 年，公司归母净利润由 0.5 亿增长到 1.5 亿，复合增速 31.6%。公司净利率保持平稳，盈利能力稳定。公司深耕信息安全市场，随着下游客户对安全产品的需求增加，公司业务规模有望进一步扩大。

图 6：公司营收情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司归母净利润与净利率



数据来源：Wind，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：公司在信息安全领域持续投入，持续加大密码安全产品和网络安全产品的研发力度，优化和丰富产品结构，订单量保持较快增速。在金融领域，公司继续巩固在银行业的优势地位，跟进人民币跨境支付系统（CIPS）、跨境支付管理系统、利率报备系统、电子信用证二期，以及数字货币的安全应用；加大对证券、期货、基金、保险等泛金融领域的产品和解决方案布局，为其国密改造项目提供安全保障。政策助推和下游需求快速增长也将持续催生公司金融保险业务订单的增长，我们预计公司 2022 年-2024 年来自金融保险行业的订单量增速为 23%、23%、21%；

假设 2：在政府领域，公司利用现有优势行业解决方案，深化财政、人社、医保、烟草、交通等行业的覆盖，新进入的法院、公安等行业将为公司带来新的订单增量。2021 年，政府云和移动的安全产品的订单量快速增长；在企业领域，公司 2021 年与某重点装备制造企业达成合作，为数控机床的生产提供密码支持。同时，政府和企业的密评检查创造新的需求，为公司带来机遇，我们预计公司 2022 年-2024 年来自政府的订单量增速为 42%、37%、36%，2022 年-2024 年来自企业的订单量增速为 42%、37%、29%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入及毛利率如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
金融保险	收入	299.0	367.7	450.5	542.8
	增速	29%	23%	23%	21%
企业	收入	126.1	179.1	245.4	316.5
	增速	8%	42%	37%	29%
政府类机构	收入	92.7	131.7	180.4	245.3

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
	增速	37%	42%	37%	36%
合计	收入	524.6	678.5	876.2	1104.7
	增速	26.0%	29.3%	29.1%	26.1%
	毛利率	72.12%	74.12%	74.12%	73.12%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取吉大正元、格尔软件、亚信安全 3 家网络安全上市公司作为可比公司进行估值比较，2022 年 3 家可比公司平均估值为 29 倍。公司积极把握政策推动和行业发展双重机遇，在网络信息安全领域持续加大投入，产品研发和业务拓展有序推进。预计估值将与行业水平持平。

表 3：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	21A/E	22E	23E
003029.SZ	吉大正元	21.57	0.75	0.98	1.40	28.72	21.97	15.40
603232.SH	格尔软件	11.93	0.46	0.67	0.96	25.87	17.79	12.41
688225.SH	亚信安全	20.73	--	0.45	0.59	--	46.07	34.92
平均值							28.61	20.91

数据来源：Wind，西南证券整理

预计 2022-2024 年 EPS 分别为 2.17 元、2.84 元、3.70 元，未来三年归母净利润将达到 30.71%的复合增长率。考虑到政策推动行业需求增加，公司持续加大新产品开发力度，优化丰富产品结构，产品技术实力过硬，客户资源优质，预计公司订单量在 2022 年将迎来显著增长，给予公司 2022 年 30 倍估值，对应目标价 65.10 元，首次覆盖，给予“买入”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	524.60	678.50	876.22	1104.67	净利润	145.86	199.80	261.33	338.89
营业成本	146.27	175.61	226.79	296.96	折旧与摊销	11.10	24.73	24.73	24.73
营业税金及附加	5.23	7.56	9.67	12.04	财务费用	-2.73	-0.78	-0.99	-1.69
销售费用	95.51	124.46	160.10	201.95	资产减值损失	-2.69	0.00	2.00	-1.00
管理费用	41.37	56.90	70.85	113.45	经营营运资本变动	-83.58	-44.07	-79.82	-77.30
财务费用	-2.73	-0.78	-0.99	-1.69	其他	25.97	-0.47	-3.03	-0.51
资产减值损失	-2.69	0.00	2.00	-1.00	经营活动现金流净额	93.94	179.22	204.21	283.12
投资收益	4.17	0.00	2.56	0.00	资本支出	-206.80	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.72	0.47	0.47	0.51	其他	-368.37	0.47	3.03	0.51
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-575.17	0.47	3.03	0.51
营业利润	158.47	217.47	285.71	371.06	短期借款	14.93	-14.93	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.25	-1.37	-2.78	-4.28	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	158.23	216.10	282.93	366.78	股权融资	484.30	0.00	0.00	0.00
所得税	12.37	16.30	21.60	27.90	支付股利	-34.92	-46.76	-57.04	-72.99
净利润	145.86	199.80	261.33	338.89	其他	39.83	-3.49	0.99	1.69
少数股东损益	-8.27	-1.90	-3.27	-5.32	筹资活动现金流净额	504.14	-65.17	-56.04	-71.30
归属母公司股东净利润	154.13	201.70	264.59	344.21	现金流量净额	22.90	114.51	151.20	212.33
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	105.79	220.30	371.50	583.83	成长能力				
应收和预付款项	252.53	312.79	408.66	513.99	销售收入增长率	26.02%	29.34%	29.14%	26.07%
存货	65.21	78.29	99.11	131.39	营业利润增长率	32.64%	37.23%	31.38%	29.87%
其他流动资产	201.45	206.03	215.39	226.21	净利润增长率	31.18%	36.98%	30.80%	29.68%
长期股权投资	1.19	1.19	1.19	1.19	EBITDA 增长率	27.96%	44.69%	28.18%	27.36%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	455.82	433.62	411.42	389.22	毛利率	72.12%	74.12%	74.12%	73.12%
无形资产和开发支出	99.80	97.50	95.20	92.91	三费率	25.57%	26.61%	26.24%	28.40%
其他非流动资产	26.87	26.64	26.40	26.17	净利率	27.80%	29.45%	29.82%	30.68%
资产总计	1208.65	1376.36	1628.88	1964.91	ROE	14.21%	16.94%	18.89%	20.54%
短期借款	14.93	0.00	0.00	0.00	ROA	12.07%	14.52%	16.04%	17.25%
应付和预收款项	130.98	175.93	220.90	286.58	ROIC	27.78%	24.73%	30.43%	36.34%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	31.80%	35.58%	35.32%	35.68%
其他负债	36.32	20.97	24.22	28.68	营运能力				
负债合计	182.23	196.90	245.12	315.26	总资产周转率	0.58	0.52	0.58	0.61
股本	93.13	93.13	93.13	93.13	固定资产周转率	2.30	1.53	2.07	2.76
资本公积	604.13	604.13	604.13	604.13	应收账款周转率	2.53	2.48	2.51	2.47
留存收益	329.17	484.11	691.67	962.89	存货周转率	2.19	2.45	2.53	2.54
归属母公司股东权益	1026.43	1181.37	1388.92	1660.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.32%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-1.90	-5.17	-10.49	资本结构				
股东权益合计	1026.43	1179.46	1383.75	1649.65	资产负债率	15.08%	14.31%	15.05%	16.04%
负债和股东权益合计	1208.65	1376.36	1628.88	1964.91	带息债务/总负债	8.19%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.62	4.37	4.65	4.76
					速动比率	3.25	3.95	4.23	4.33
					股利支付率	22.66%	23.18%	21.56%	21.20%
					每股指标				
					每股收益	1.66	2.17	2.84	3.70
					每股净资产	11.02	12.69	14.91	17.83
					每股经营现金	1.01	1.92	2.19	3.04
					每股股利	0.38	0.50	0.61	0.78
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	166.85	241.42	309.45	394.10					
PE	32.30	24.68	18.81	14.46					
PB	4.85	4.21	3.58	3.00					
PS	9.49	7.34	5.68	4.51					
EV/EBITDA	28.13	18.88	14.24	10.65					
股息率	0.70%	0.94%	1.15%	1.47%					

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
	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
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
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