

商密应用领军者，前瞻布局新场景

买入|首次推荐

报告要点：

● **聚焦网络安全行业密码技术领域，产品应用于金融、政府和企业等行业**
公司成立于2001年，是国内领先的信息安全产品和解决方案提供商，以密码技术为基础支撑，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，产品和解决方案应用于金融、政府和企业等重要领域。在信息技术互联网化、移动化和云化等发展趋势下，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。2017-2021年，公司呈现出较快的增长态势，营业收入CAGR为24.20%，扣非归母净利润CAGR为24.69%，净利率始终高于20%，盈利能力较强。

● 密码技术护航数字中国建设，金融信息安全新场景不断涌现

密码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，是构建网络信任体系的重要基石。伴随着《中华人民共和国密码法》、《中华人民共和国数据安全法》等法律的发布和实施，密码产业迎来广阔的发展空间。根据赛迪顾问的数据，2016-2020年，我国商用密码产业规模CAGR为32.4%，2020年达到466亿元。在金融领域，随着信息化建设程度的不断提高，数字人民币、人民币跨境支付系统(CIPS)等新场景持续驱动相关信息安全需求的快速增长。

● 核心产品保持行业领先地位，积极布局数字人民币等新应用

2021年，公司围绕车联网、密码安全监管、密码安全运营等方向，陆续发布了多款新产品，完善了云计算、车联网等安全解决方案。在金融领域，公司持续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。根据公司2021年12月在上证e互动上对投资者的回答，公司已中标深圳金融科技研究院的数字货币项目SSL网关及签名验签服务器、北京银行数字货币项目签名服务器。

● 盈利预测与投资建议

随着数字经济的快速发展，新兴网络信息安全需求不断涌现，公司积极布局数字人民币等新场景，未来成长空间较为广阔。预测公司2022-2024年的营业收入为6.95、9.06、11.57亿元，归母净利润为2.01、2.63、3.47亿元，EPS为2.16、2.82、3.73元/股，对应PE为21.97、16.79、12.70倍。上市以来，公司PE主要运行在25-55倍之间，给予公司2022年35倍的目标PE，对应的目标价为75.60元。首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情反复；产品线无法适应市场发展需求；应收账款余额较大；相关政策推进不及预期；行业竞争加剧；商誉减值。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	416.30	524.60	695.10	906.38	1157.49
收入同比(%)	30.98	26.02	32.50	30.40	27.70
归母净利润(百万元)	107.31	154.13	200.82	262.73	347.37
归母净利润同比(%)	18.77	43.63	30.29	30.83	32.22
ROE(%)	25.37	15.02	16.36	18.12	19.91
每股收益(元)	1.15	1.66	2.16	2.82	3.73
市盈率(P/E)	41.11	28.62	21.97	16.79	12.70

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价/目标价：47.37元/75.60元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：86.3/43.2

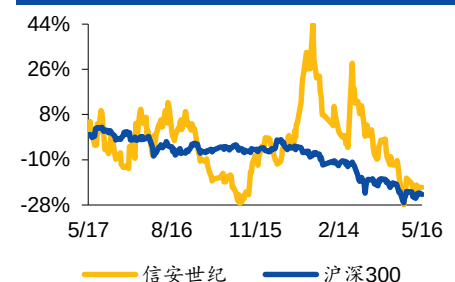
A股流通股(百万股)：41.33

A股总股本(百万股)：93.13

流通市值(百万元)：1957.99

总市值(百万元)：4411.46

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 常雨婷

邮箱 changyuting@gyzq.com.cn

目 录

1. 国内领先的信息安全产品和解决方案提供商	4
1.1 业绩较快增长，研发创造优势	4
1.2 产品应用广泛，技术持续迭代	6
1.3 股权结构稳定，战略方向清晰	8
2. 政策驱动行业发展，下游需求快速增长	10
2.1 相关政策持续落地，驱动行业快速成长	10
2.2 密码技术应用广泛，商密市场潜力可观	12
2.3 金融行业创新发展，加速网安需求释放	13
3. 深耕网络安全赛道，持续拓展行业应用	16
3.1 聚焦密码核心技术，打造持续竞争优势	16
3.2 产品服务体系完善，积极耕耘新兴领域	17
3.3 绑定政企优质客户，发力金融核心赛道	19
4. 盈利预测与投资建议	21
5. 风险提示	24

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：营业收入与销售毛利率情况	5
图 3：扣非归母净利润与销售净利率情况	5
图 4：信息安全产品收入情况	5
图 5：技术服务收入情况	5
图 6：研发投入情况	6
图 7：研发人员情况	6
图 8：经营性现金流量净额与扣非归母净利润对比	6
图 9：公司核心技术、产品服务与主要应用领域	7
图 10：公司产品发展历程	8
图 11：公司最新股权结构（截至 2022 年一季度末）	9
图 12：公司募投项目拟投入金额（单位：万元）	9
图 13：2017-2020 年全球网络安全市场规模	11
图 14：2017-2020 年中国网络信息安全市场规模	11
图 15：中国网络安全市场结构	11
图 16：中国云安全市场规模	12
图 17：中国移动安全市场规模	12
图 18：中国商用密码产业规模	13
图 19：数字人民币运行体系的参与主体	14
图 20：数字人民币在发行、流通中的改造升级需求	14
图 21：CIPS 的基本清算流程	15
图 22：公司创新机制	16

图 23: 同行业可比公司研发费用率 17

图 24: 公司基于国产密码算法的 PKI 体系的车联网解决方案体系结构 18

图 25: 中国移动 2021 年至 2023 年 WAF 软件集中采购-中标候选人公示 19

图 26: 公司主要客户领域销售情况（单位：万元） 19

图 27: 公司前五大客户销售情况 19

图 28: 北京银行股份有限公司单一来源采购结果公告 20

图 29: 信安世纪上市以来 PE-Band 23

表 1: 网络信息安全行业相关政策梳理 10

表 2: 公司牵头或参与的行业标准 17

表 3: 公司业务拆分（单位：百万元） 22

表 4: 可比公司估值情况 22

1. 国内领先的信息安全产品和解决方案提供商

北京信安世纪科技股份有限公司成立于 2001 年，于 2021 年 4 月 21 日在上海证券交易所科创板成功上市。公司是国内领先的信息安全产品和解决方案提供商，以密码技术为基础支撑，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，产品和解决方案应用于金融、政府和企业等重要领域。在信息技术互联网化、移动化和云化等发展趋势下，经过二十余年的自主研发和持续创新，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。

公司在中国二十七个省市设立营销和服务机构，形成了覆盖全国的服务网络。在区域横向布局销售渠道的同时，公司针对典型行业应用设立行业纵向业务营销管理体系，形成“纵横联合、上下协同”的立体化营销体系。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。

图 1：公司发展历程



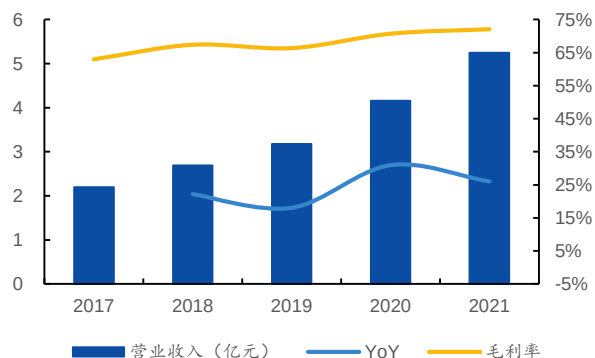
资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

1.1 业绩较快增长，研发创造优势

2017-2021 年，公司营业收入呈现出较快的增长态势，CAGR 达到 24.20%。2021 年，公司营业收入达到 5.25 亿元，同比增长 26.02%，增长的主要原因是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，产品和解决方案紧随新技术、新业态和新业务场景的发展不断增加和迭代；同时结合广覆盖的营销网络和服务体系，深耕金融、政府和企业行业，销售收入稳步提升。2017 年以来，公司销售毛利率始终稳定在 63% 以上，并呈现逐步上升的良好态势，2020 年达到 70.75%，首次超过 70%，2021 年提升至 72.12%。

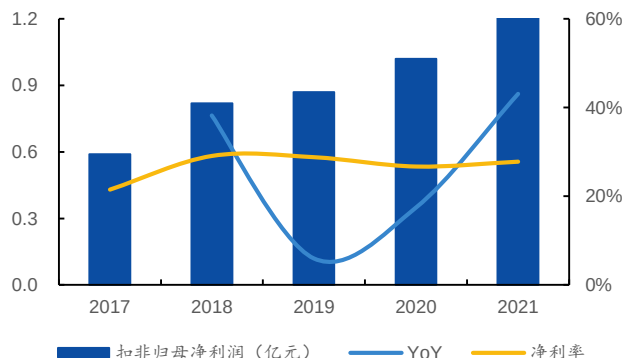
2017-2021 年，公司扣非归母净利润同样呈现较快的增长态势，CAGR 达 24.69%，销售净利率始终高于 20%，盈利能力较强。2021 年，公司扣非归母净利润达到 1.43 亿元，同比增长 40.54%，快速增长的主要原因：一是公司业务上加强行业和区域纵横结合，营业收入增长较快；二是公司产品化程度较高，毛利率小幅提升；三是公司通过管理节能增效，总体期间费用增长率小于收入增长率。

图 2：营业收入与销售毛利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：扣非归母净利润与销售净利率情况

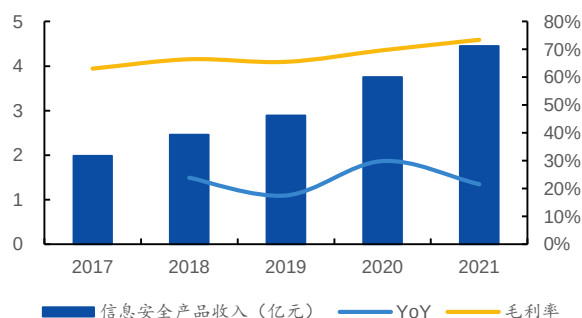


资料来源：Wind，国元证券研究所

从收入结构来看，信息安全产品为公司的主要收入来源。信息安全产品主要包括移动安全产品、安全平台产品、云安全产品、通信网络与信息安全产品等。2017年以来，该业务始终呈增长趋势，营业收入CAGR达22.36%。其中移动安全、云安全等新型安全产品自2018年开始产生收入，且规模不断扩大，未来成长潜力较大。2021年，信息安全产品实现收入4.45亿元，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，收入增长较快。同时，公司加大对原有产品的升级开发与完善，新增V2X-车联网安全证书管理系统、NetCVM安全可视化监管系统产品，并开始逐步实现销售收入。

2017-2021年，公司的技术服务收入不断增长。技术服务收入主要包括系统运维服务、咨询与软件开发服务。客户采用公司的网络信息安全产品后，为确保相关产品在业务系统中的安全和稳定运行，通常选择原厂服务，客户粘性较强。咨询与软件开发服务的收入金额较小且具有偶发性，故各期金额和占比波动较大。2021年，公司技术服务收入达到0.58亿元，同比增长42.54%，毛利率为78.55%。

图 4：信息安全产品收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：技术服务收入情况



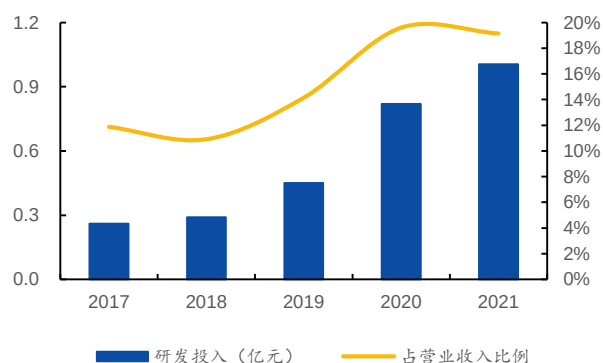
资料来源：Wind，国元证券研究所

技术水平是高科技企业的核心竞争力，公司高度注重对产品研发的投入和对高科技人才的引进。公司研发投入完全费用化，研发投入从2017年到2021年持续增长，2021年达到1.00亿元，占营业收入的19.15%。研发投入不断增长主要是因为公司

为适应行业快速发展，加强了在移动安全领域、云安全领域、大数据安全领域、物联网安全领域的研发力度。

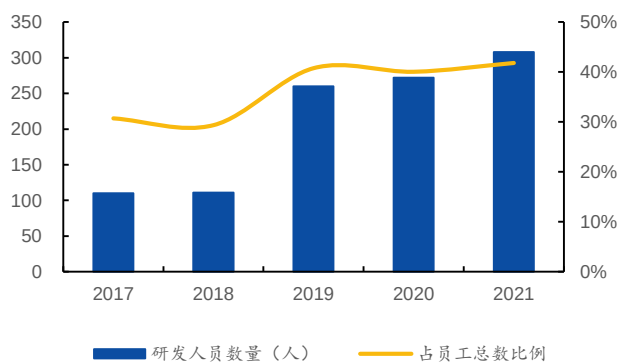
2019 年，公司研发人员占比已经超过员工总数的 40%。截至 2021 年末，公司共有研发人员 308 人，占员工总数的 41.79%，累计取得 120 项专利（其中发明专利 100 项）、164 项软件著作权。

图 6：研发投入情况



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

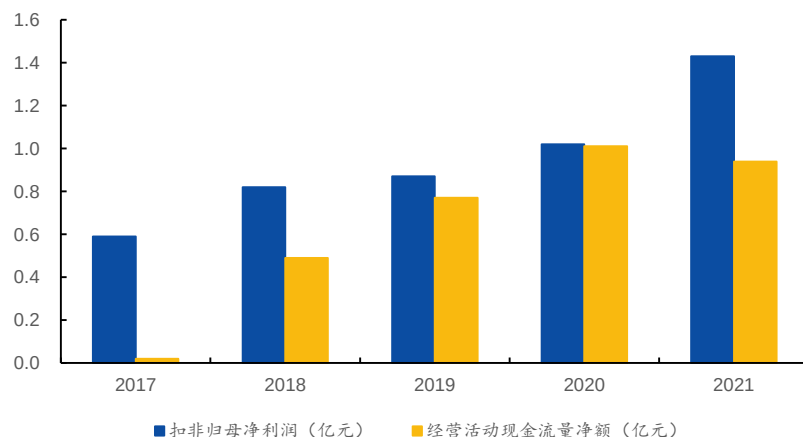
图 7：研发人员情况



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

2021 年，公司经营活动现金流量净额为 0.94 亿元，同比下降 7.35%，主要系职工人数及薪酬增长所致。

图 8：经营性现金流量净额与扣非归母净利润对比

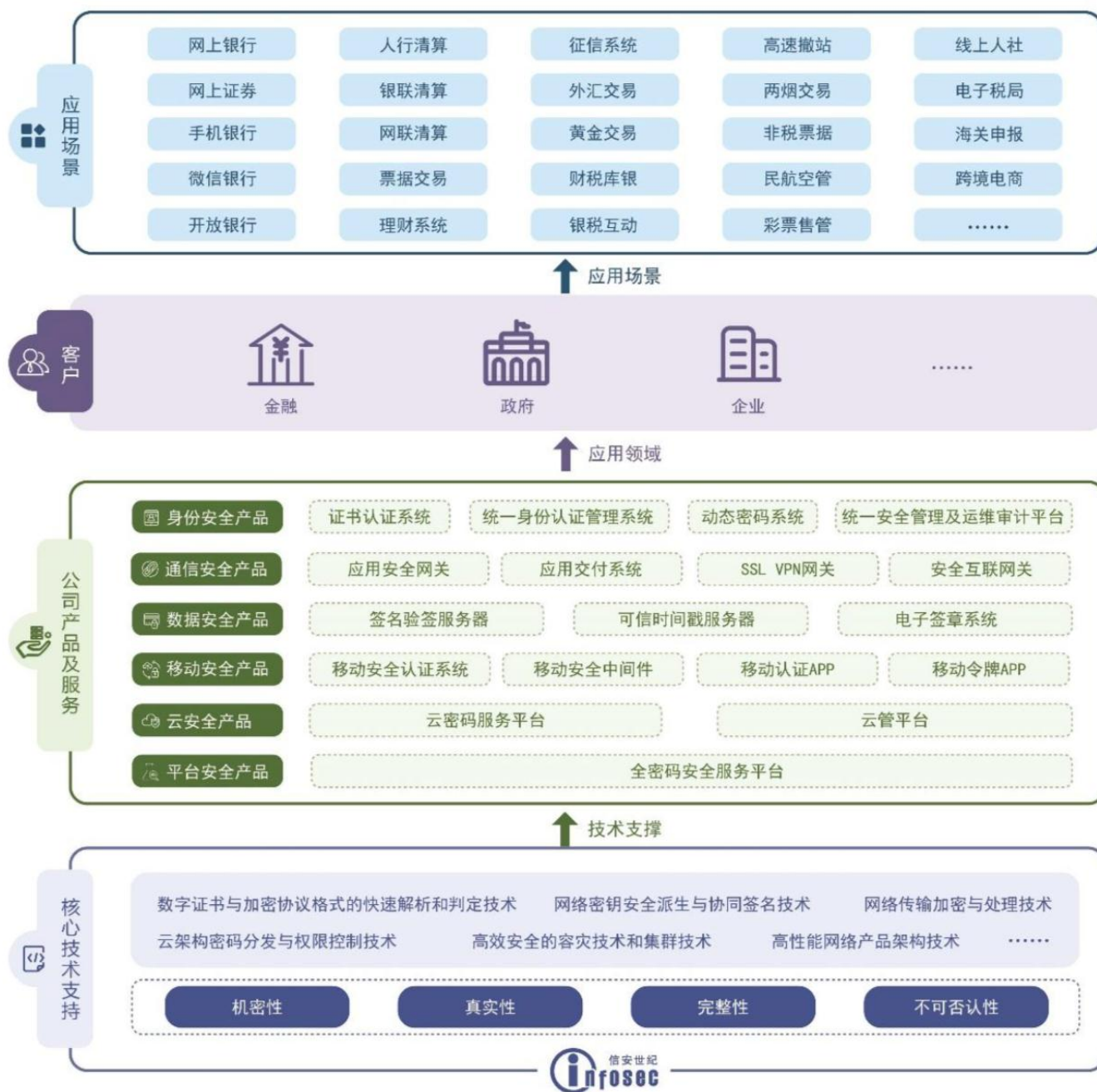


资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2 产品应用广泛，技术持续迭代

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、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，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。

图 9：公司核心技术、产品服务与主要应用领域



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

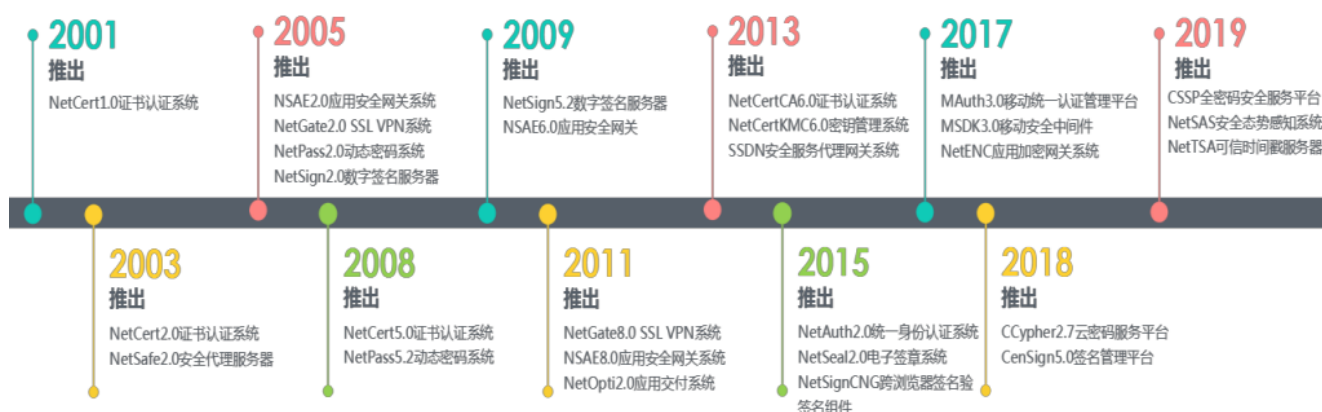
公司产品基于密码技术为数字空间的可信、免疫和鉴别三大安全基因赋能，保障网络空间实体的身份真实、行为可信以及网络空间安全的可治理、可管控，切实保障客户的数据资产和业务系统安全。在传统互联网领域，公司产品主要解决网络环境中的身份安全、通信安全和数据安全等信息安全问题：身份安全，即确保被授权人在规定的时间内访问授权范围内相对应的资源；通信安全，即确保网络通信过程中数据不会发生泄露、篡改并进一步扩展网络传输处理能力，提高传输效率；数据安全，即确保信

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。

随着移动互联网、云计算在各行业的应用，公司在上述领域积极布局，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。

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、信安 NetCVM 密码安全可视化监管系统、信安 iSec 密码模块和车联网安全认证管理系统（简称 V2X SCMS）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。

图 10：公司产品发展历程



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

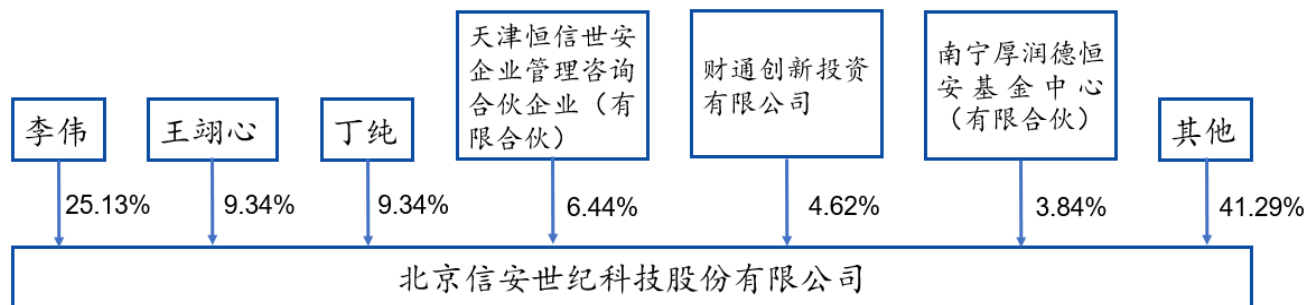
1.3 股权结构稳定，战略方向清晰

截至 2022 年一季度末，公司三位实际控制人李伟先生、王翊心先生、丁纯女士合计持有公司 43.81%的股份，其中李伟先生持有公司 25.13%的股份，任公司董事长和总经理。王翊心先生和丁纯女士均持有公司 9.34%的股份，均担任董事和副总经理，此外，丁纯女士还担任董事会秘书和财务总监。公司股权结构稳定，利于公司长期战略发展和研发稳步推进。

2021 年 10 月 16 日，公司发布《关于收购股权暨关联交易的公告》。公司拟通过收购北京千茂科技有限公司 100%股权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。华耀科技是业界领先的应用交付与虚拟专网的产品与解决方案供应商，服务于运营商、金融、政府等多个重要行业和领域，2020 年实现收入 10062.30 万元，同比增长 50.66%，实现净利润 1280.74 万元，扭亏为赢。

并购完成后，公司和华耀科技在研发、市场等方面将进行进一步整合，提升协同效应，降低成本，提升规模。研发方面，双方将整合研发资源，实现人员、底层技术和预研等方面完全共享，提升效率；市场方面，双方将可为客户、合作伙伴提供更完善的解决方案，快速扩大销售规模，同时优化销售、市场营销等方面组织架构，提升服务质量。

图 11：公司最新股权结构（截至 2022 年一季度末）

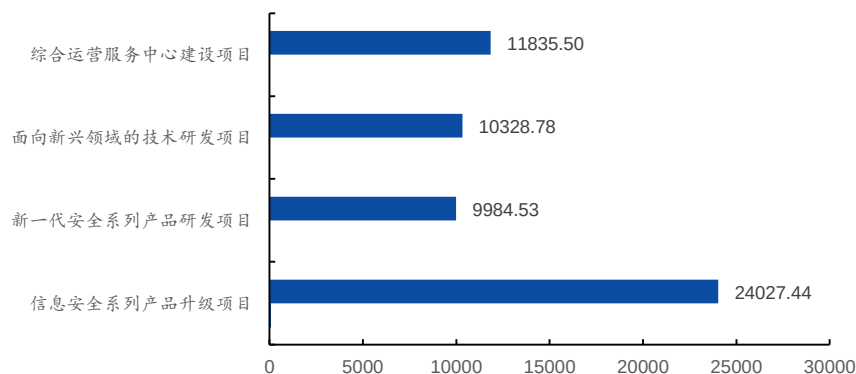


资料来源：Wind，国元证券研究所

公司首次公开发行募集资金净额为 5.62 亿元，依据未来发展规划，公司将资金重点投向科技创新领域，项目的实施旨在增强公司技术实力，提高公司的核心竞争力。

- **信息安全系列产品升级项目：**对公司现有产品进行升级完善，同时应用新开发架构和已有产品的技术积累，针对新的应用场景开发新产品。
- **新一代安全系列产品研发项目：**在现有的移动安全系列产品和云密码安全服务平台基础上采用密码运算资源池化、安全密钥分发，微服务、消息队列等技术实现基于移动互联网和云架构应用的安全服务和安全管理，进一步规范各行业应用系统中密码技术的应用。
- **面向新兴领域的技术研发项目：**在现有安全产品的基础上，对物联网、云安全、区块链及工业控制密码关键技术进行研发投入，为日益复杂的工业互联网环境提供全面、可靠的安全保障。
- **综合运营服务中心建设项目：**投资建设综合运营服务中心，为公司的品牌管理、销售服务、客户管理、财务管理、人力资源管理提供配套支持，为公司的稳健发展和竞争力的提升提供良好的保障。

图 12：公司募投项目拟投入金额（单位：万元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 政策驱动行业发展，下游需求快速增长

2.1 相关政策持续落地，驱动行业快速增长

近年来，我国相继出台了一系列法律法规和产业政策，为网络信息安全行业的发展提供了良好的政策支持。2021 年，国家发布《中华人民共和国数据安全法》、《“十四五”数字经济发展规划》等，各行业相继发布《中国银保监会监管数据安全管理办法（试行）》、《征信业务管理办法（征求意见稿）》、《国家车联网产业标准体系建设指南（智能交通相关）》等法规，对网络电子数据的安全提出了要求。一系列法律法规带动了金融、政府、企业在网络信息安全方面的投入，促进网络信息安全行业快速发展。

2020 年，我国开始实施《中华人民共和国密码法》。通过密码技术可以完整实现网络空间的身份防假冒、信息防泄密、内容防篡改、行为不可否认等功能，解决网络空间中人、机、物的身份标识、身份鉴别、统一管理、信任传递和行为审计等问题，实现网络空间中安全、可信、可控和互联互通。密码产品将伴随云计算、移动互联网、物联网、大数据和智慧城市等新技术和新应用模式的推广，迎来广阔的发展空间。

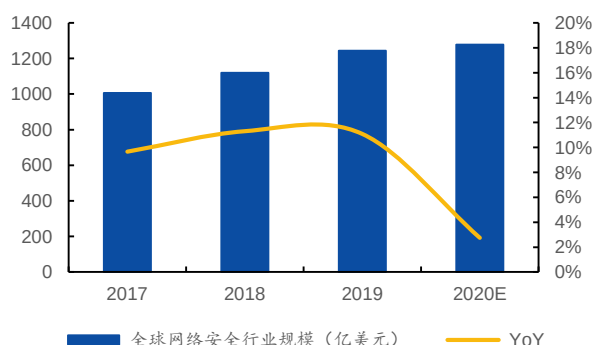
表 1：网络信息安全行业相关政策梳理

日期	政策名称	发布单位	主要内容
2021.12	《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	增强网络安全防护能力，强化落实网络安全技术措施同步规划、同步建设、同步使用的要求，确保重要系统和设施安全有序运行。
2021.07	《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）》	工信部	提出了我国网络安全产业 2023 年的发展目标：网络安全产业规模超过 2500 亿元，年复合增长率超过 15%，网络安全技术创新能力明显提高，产品和服务水平不断提升。
2021.06	《中华人民共和国数据安全法》	第十三届全国人民代表大会常委会	以基本法的形式明确了我国数据安全治理体系的顶层设计和“四梁八柱”，以安全促发展，助推数字中国建设。
2021.04	《关键信息基础设施安全保护条例》	国务院	国家对关键信息基础设施实行重点保护。监测、防御、处置来源于中华人民共和国境内外的网络安全风险和威胁，保护关键信息基础设施免受攻击、侵入、干扰和破坏，依法惩治危害关键信息基础设施安全的违法犯罪活动。
2020.08	《商用密码管理条例（修订草案征求意见稿）》	国家密码管理局	加强商用密码管理，促进商用密码事业发展，保障网络与信息安全；明确商用密码的管理体制，推进商用密码检测认证体系建设；进一步明确电子认证服务使用密码要求和使用规范。
2020.04	《网络安全审查办法》	网信办、发改委、工信部等 12 部委	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。
2019.10	《中华人民共和国密码法》	第十三届全国人民代表大会常委会	规范密码应用和管理，促进密码事业发展，保障网络与信息安全，提出了国家对密码实行分类管理。
2018.08	《GM/T0063-2018 智能密码钥匙密码应用接口检测规范》	国家密码管理局	规定了智能密码钥匙密码应用接口检测环境、检测内容和检测方法。
2018.07	《金融和重要领域密码应用与创新发展工作规划（2018-2022 年）》	国务院	保障国家关键信息基础设施的安全，着力在金融和重要领域推进密码全面应用，着力在构建自主可控信息技术体系中推进密码优先发展，构建以密码技术为核心、多种技术相互融合的新网络安全体系，建设以密码基础设施为支撑的新网络安全环境。

资料来源：国元证券研究所整理

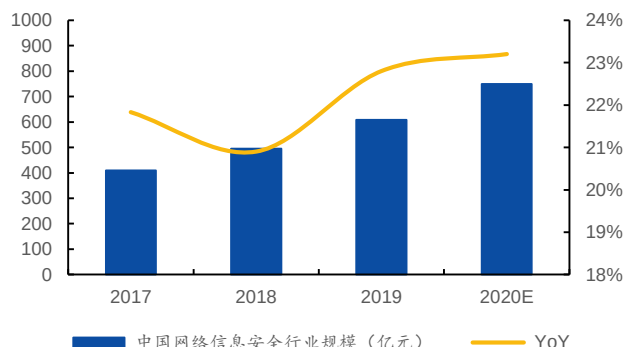
- **全球网络信息安全行业保持持续增长。**根据 Gartner 统计，2019 年全球网络安全市场规模达到 1244.01 亿美元，同比增长 11.08%，2020 年预计将达到 1278.27 亿美元，2017-2020 年 CAGR 为 8.31%。
- **中国网络安全行业规模快速增长。**在信息技术快速发展和国家政策的驱动下，国内网络信息安全市场发展迅速，市场规模快速增长，且增速显著高于全球市场。根据中商情报网的数据，2019 年我国网络信息安全市场规模已达到 608.10 亿元，同比增长 22.80%，保持了快速增长态势。随着数字经济的发展和物联网等技术的快速迭代，预计 2020 年中国网络信息安全市场规模达到 749.20 亿元。

图 13：2017-2020 年全球网络安全市场规模



资料来源：Gartner，国元证券研究所

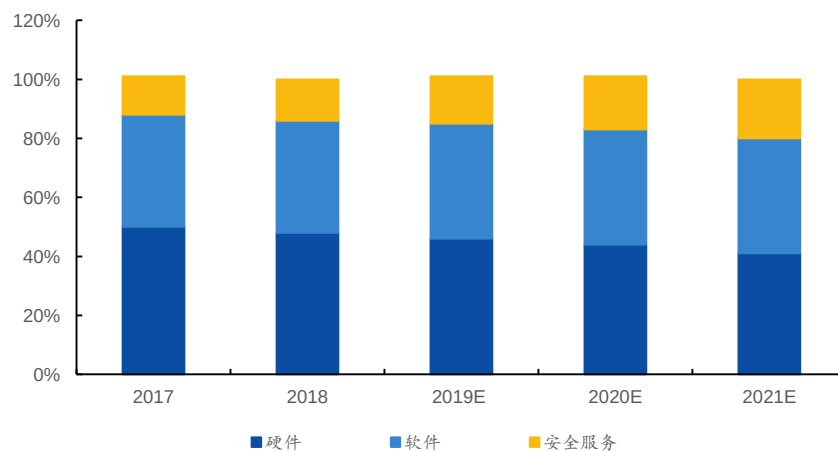
图 14：2017-2020 年中国网络信息安全市场规模



资料来源：中商情报网，国元证券研究所

企业对于持续性的安全服务需求逐渐增加，安全服务占比将逐渐提升。虽然我国网络安全产品和服务均得到快速发展，但目前我国网络安全市场暂以安全硬件为主。日趋严峻的安全态势以及新兴技术的普及使得企业安全架构和管理变得更加复杂，风险评估、安全管理咨询、安全托管服务等受到重视。随着虚拟化及云服务理念的渗透，市场正由硬件型逐渐向软件与服务型转化。根据赛迪顾问的预测，到 2021 年，我国网络安全市场中软件占比将提升至 39%，安全服务占比将提升至 20%。

图 15：中国网络安全市场结构

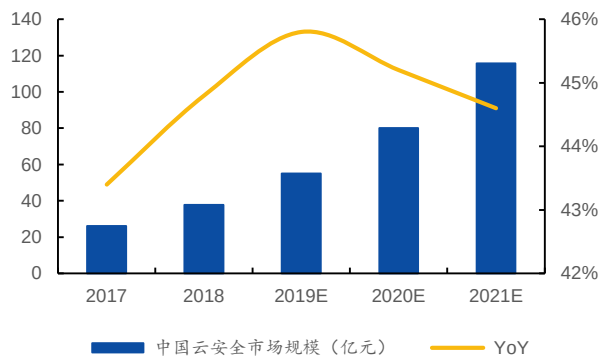


资料来源：赛迪顾问，国元证券研究所

云安全行业市场规模持续增长。当前我国信息系统建设的趋势是向云化、虚拟化方向发展，随着云端数据体量的增长，衍生出多种云计算应用场景和云服务模式。云环境下许多安全问题也逐渐暴露出来，虚拟平台、多租户、云内流量不可见、虚拟机迁移和资源的集中存放都引入了新的威胁，云安全问题成为云计算产业的发展痛点。根据赛迪顾问发布的《2019 中国网络安全发展白皮书》，2020 年中国云安全市场规模将达到 80.00 亿元，同比增长 45.2%，2021 年将达到 115.70 亿元，同比增长 44.60%。

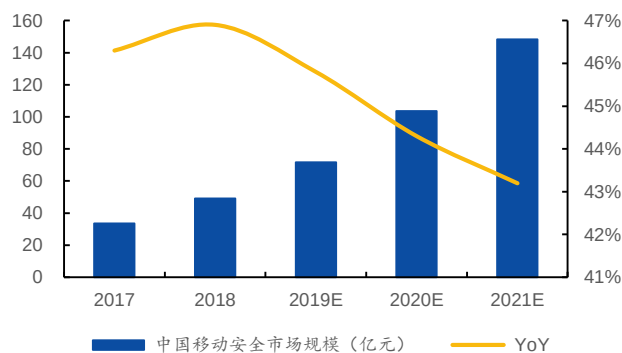
移动安全的重要性日益显现。随着移动互联网及 5G 技术的快速发展、新技术在各行业的应用，新的信息安全挑战与市场需求不断涌现。在移动互联网发展的同时，移动智能终端操作系统漏洞、数据存储安全、数据通信安全等问题也逐渐暴露出来。根据赛迪顾问发布的《2019 中国网络安全发展白皮书》，我国移动安全市场近年来呈现较快的增长态势，2018 年的市场规模达到 49.20 亿元，同比增长 46.9%，预计 2021 年市场规模将达到 148.20 亿元，同比增长 43.2%。

图 16：中国云安全市场规模



资料来源：赛迪顾问，国元证券研究所

图 17：中国移动安全市场规模



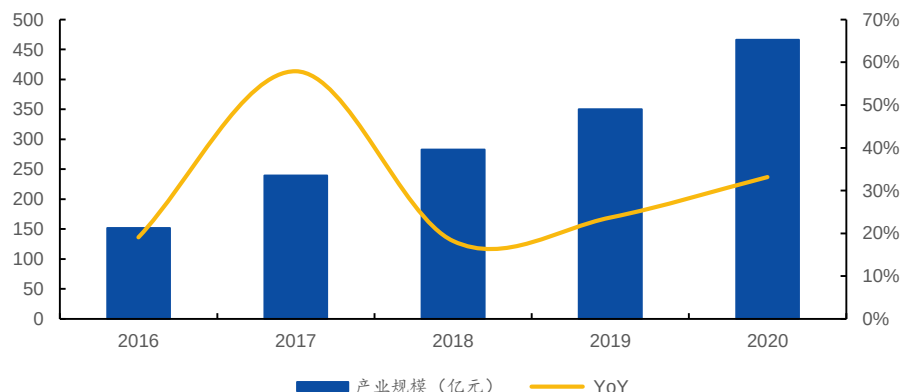
资料来源：赛迪顾问，国元证券研究所

2.2 密码技术应用广泛，商密市场潜力可观

密码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，是构建网络信任体系的重要基石，是网络信息安全的核心技术和基础支撑，是实现网络从被动防御向主动免疫转变的关键因素。当下，商用密码行业处于高速发展期，政府、金融等行业的信息化进程仍处于快速发展阶段，刺激密码产品、集成及服务需求持续增长。赛迪顾问的数据显示，2016-2020 年，我国商用密码产业总体规模保持快速增长，CAGR 约为 32.4%，2020 年商用密码产业规模达到 466 亿元。

随着《中华人民共和国密码法》的实施和国家对密码国产化的支持，底层芯片、卡、装置性能的要求将不断提升，引导产品技术升级。目前我国密码技术体系基本形成，在某些领域上的研究深度已经达到国际水平，例如 TCM 密码芯片、PKI 等技术。我国自主设计的 SM 系列算法经过多轮安全性分析评估，已经能够有力支撑商用密码的产业化、规模化发展。2018 年 11 月，SM2/3/9 密码算法正式成为 ISO/IEC 国际标准，标志着我国密码算法国际标准体系已初步成型，为有效保障网络空间安全贡献了中国智慧，提供了中国方案。

图 18：中国商用密码产业规模



资料来源：赛迪顾问，国元证券研究所

在整个安全系统中，身份认证技术是重点，而基于 PKI 建设的身份认证系统最为安全可靠。PKI 即公钥基础设施(Public Key Infrastructure)，是用公钥概念与技术来实施和提供安全服务的普适安全基础设施，是用来实现产生、管理、储存、分发和撤销基于公开密钥密码学的公钥证书所必须的硬件、软件、人员、策略和规程过程的集合。

目前，我国涉及高等级安全性应用的相关领域，均不同程度的采用了 PKI 技术。我国 PKI 产品广泛应用于电子政务、电子商务、电子银行等相关领域，通过实现身份认证与访问控制等功能，以保障访问安全站点、网上缴费等网络信息传输与相关应用的安全。目前国内 PKI 产业已经形成了比较完善的产品体系，主要包括 PKI 基础设施产品、PKI 安全应用产品和通用安全产品。PKI 行业在技术和客户资源上存有较高的壁垒，先进入的企业拥有更多优势，因此国内 PKI 市场集中度相对较高，且格局较为稳定。国内 PKI 行业的厂商主要包括：卫士通、信安世纪、吉大正元、格尔软件等。

2.3 金融行业创新发展，加速网安需求释放

近些年，人工智能、大数据、云计算、物联网、5G、区块链和分布式技术等新一代信息技术日趋成熟，金融科技、金融数字化转型已成大势所趋，成为中国数字经济的重要组成部分。

数字人民币是人民银行发行的数字形式的法定货币，由指定运营机构参与运营，以广义账户体系为基础，支持银行账户松耦合功能，与实物人民币等价，具有价值特征和法偿性。目前，数字人民币在“10+1”地区开展试点工作：深圳、苏州、雄安、成都、上海、海南、长沙、西安、青岛、大连及北京 2022 年冬奥会场景。除场景应用不断拓展外，试点期间还注重数字人民币应用模式的创新，通过加载智能合约赋予数字人民币可编程特性，促进与应用场景的深度融合。

数字人民币作为数字金融发展的核心要素和升级的金融基础设施，影响范围覆盖了金融与非金融主体。参与主体之间的协同合作与良性竞争将催化数字人民币交易的生态体系，为实体经济层面的企业与社会公众提供更具针对性、有效性的数字金融服务与产品支持。

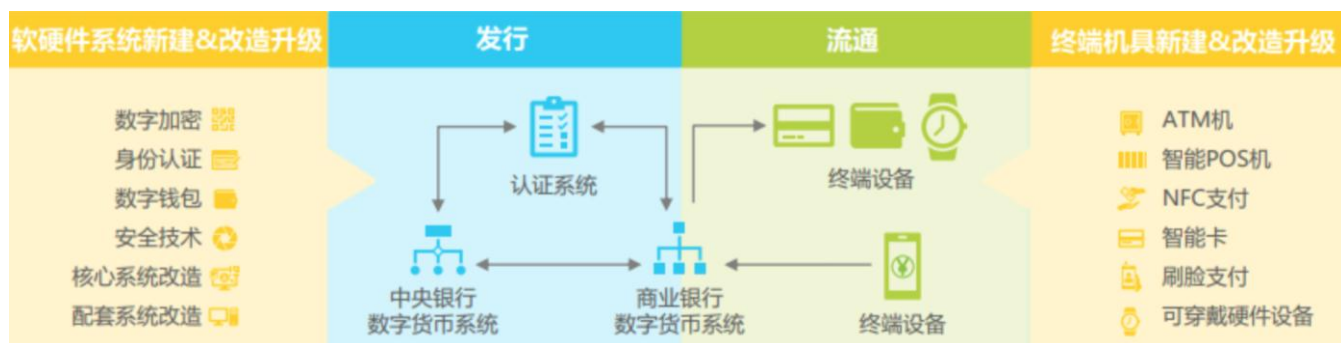
图 19：数字人民币运行体系的参与主体



资料来源：艾瑞咨询《2021 年中国数字人民币发展研究报告》，国元证券研究所

银行、第三方支付机构以及社会企业等参与主体自身账户系统需要针对支付、转账、代发代缴等场景新增适配数字人民币钱包的模块。数字人民币的推行将持续刺激相关的 IT 解决方案需求增长，包括业务类解决方案、管理类解决方案、渠道类解决方案等，同时支付系统也需设置运营商接口，产生软硬件基础设施升级改造需求。

图 20：数字人民币在发行、流通中的改造升级需求



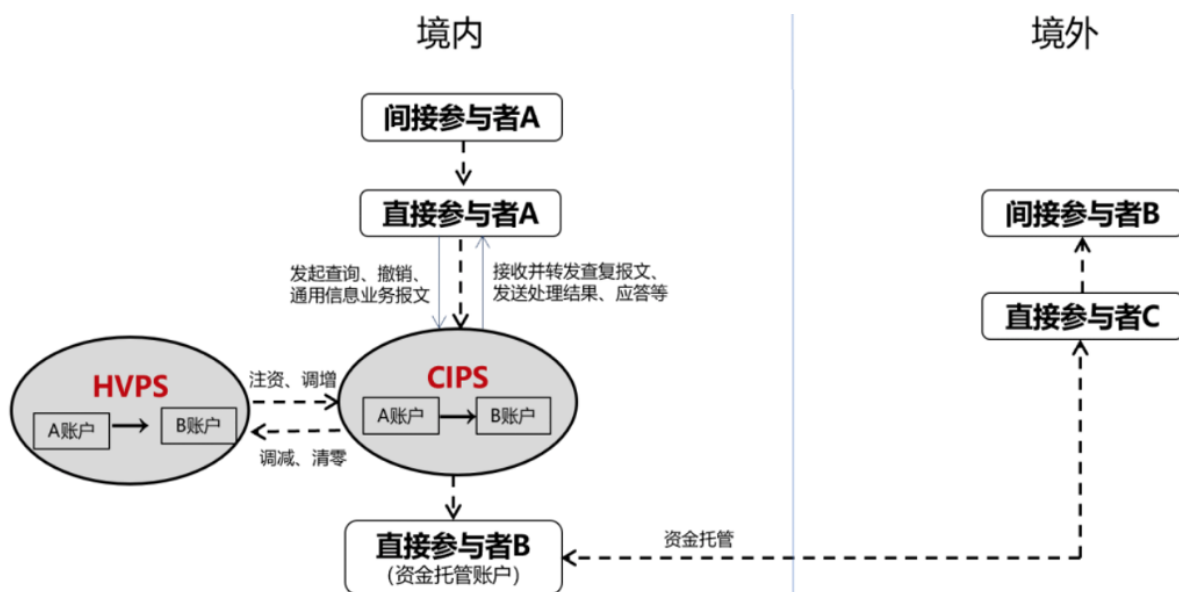
资料来源：艾瑞咨询《2021 年中国数字人民币发展研究报告》，国元证券研究所

人民币跨境支付系统（Cross-border Interbank Payment System，简称 CIPS 系统）是经人民银行批准专司人民币跨境支付清算业务的批发类支付系统，致力于提供安全、高效、便捷和低成本的资金清算结算服务，是我国重要的金融市场基础设施，在支持上海国际金融中心建设、推动金融业双向开放、增强金融服务实体经济能力、服

务“一带一路”资金融通、助力人民币国际化等方面发挥着重要作用。

为满足人民币跨境使用需求，进一步整合现有人民币跨境支付结算渠道和资源，提高人民币跨境支付结算效率，人民银行于2012年启动CIPS系统（一期）建设。据跨境银行间支付清算有限责任公司统计，截至2021年末，通过直接参与和间接参与，CIPS实际业务覆盖全球178个国家和地区的3600多家法人银行机构，2021年系统处理的业务约300多万笔，金额约80万亿元人民币。CIPS系统的建成运行是我国金融市场基础设施建设的又一里程碑事件，标志着人民币国内支付和国际支付统筹兼顾的现代化支付体系建设取得重要进展。

图 21：CIPS 的基本清算流程



资料来源：跨境金融监管微信公众号，国元证券研究所

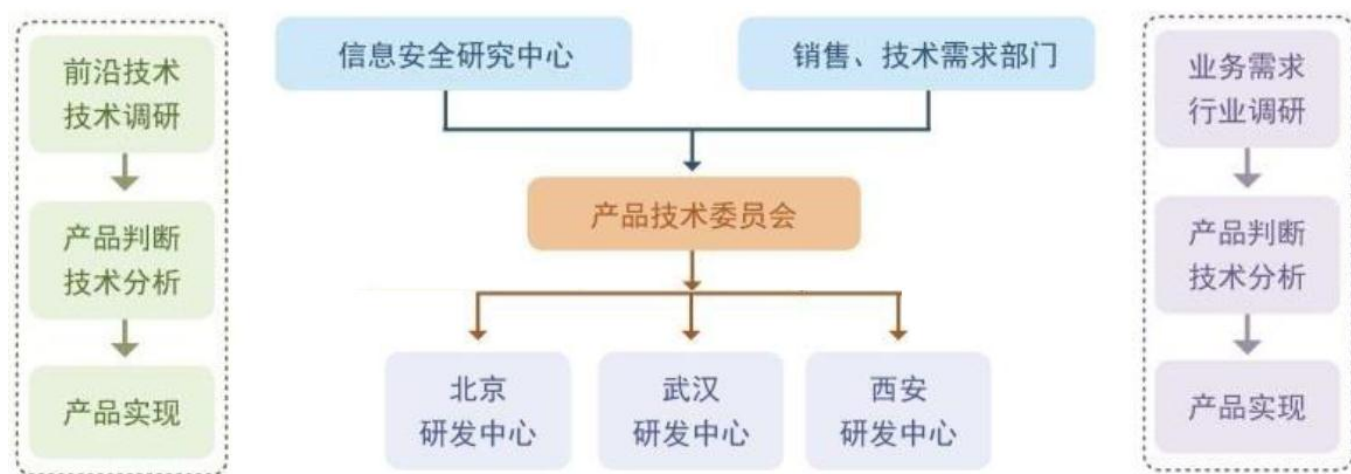
3. 深耕网络安全赛道，持续拓展行业应用

3.1 聚焦密码核心技术，打造持续竞争优势

公司设有信息安全研究中心和产品研发中心两大研发机构，坚持“前沿技术驱动创新”和“业务需求驱动创新”的双线创新机制，加强产学研深度融合，建立北京、武汉、西安三大研发中心，充分利用不同地域的成本和人才优势，最大程度地提升公司的研发能力。公司紧跟新技术、新应用、新场景的发展走势，持续满足新型计算架构和应用场景下客户对新安全的需求，实现新业态与密码技术的深度融合。

公司曾获得科学技术进步三等奖（省部级），先后两次获得国家发展改革委员会专项基金支持，连续三次荣获武汉 3551 光谷人才计划创新人才奖。2021 年，公司获得了“2021 北京软件核心竞争力企业（规模型）”、“2021 年信息技术应用创新安全优秀解决方案”、“中国网络安全 100 强企业（第九版）”、“2020 年度商密产业十强优秀企业”等十多项荣誉，入榜《2021 北京软件和信息服务业综合实力百强企业》、《CCSIP2021 中国网络安全产业全景图》、《2021 中国网络安全产业势能榜》等多个行业榜单，受到行业认可。根据安全牛发布的《2021 中国网络安全行业全景图》，公司入选了六大一级安全分类中的 11 项二级细分领域，分别为数字证书、IAM(4A)、堡垒机、身份认证、密钥管理、通信安全、支付安全、应用代理网关、云基础架构安全、车联网安全、视频监控安全，充分验证了公司的竞争实力。

图 22：公司创新机制



资料来源：公司招股说明书，公司公告，国元证券研究所

自创立伊始，公司一直非常重视前沿技术研究、创新业务探索 and 核心能力积累，凭借二十余年的技术沉淀，公司掌握了“数字证书与加密协议格式的快速解析和判定技术”、“网络传输加密与处理技术”、“网络密钥安全派生与协同签名技术”等十六项具有自主知识产权的核心技术。

截至 2021 年 4 月，公司先后牵头或参与制定完成《GB/T 25061-2010 信息安全技术 公钥基础设施 XML 数字签名语法与处理规范》、《GB/T 38636-2020 信息安全技术 传输层密码协议(TLCP)》等国家标准或行业标准 8 项；牵头或参与正在制定中的

国家标准或行业标准 5 项。此外，公司还是中国密码学会会员单位、北京商用密码协会副会长单位，公司副总经理王翊心和总工程师汪宗斌担任密码行业标准化技术委员会委员，其中汪宗斌还担任密码行业标准化技术委员会基础工作组副组长职务。

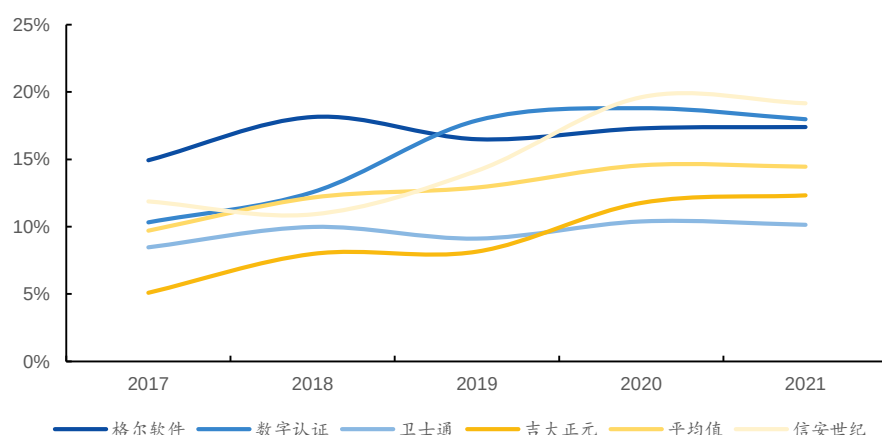
表 2：公司牵头或参与的行业标准

标准名称	标准类型	参与情况
GB/T 25061-2010 信息安全技术 公钥基础设施 XML 数字签名语法与处理规范	国家标准	牵头
GB/T 38636-2020 信息安全技术 传输层密码协议(TLCP)	国家标准	参与
GB/T 38629-2020 信息安全技术 签名验签服务器技术规范	国家标准	参与
GM/T 0068-2019 开放的第三方资源授权协议框架	国密标准	参与
GM/T 0074-2019 网上银行密码应用技术要求	国密标准	参与
JR/T 0167-2018 云计算技术金融应用规范 安全技术要求	金融标准	参与
YC/T 327-2009 烟草行业数字证书应用接口规范	烟草标准	参与
信息安全技术基于多信道的证书申请和应用协议	国家标准	参与
基于口令的密钥派生规范	国密标准	牵头
基于 SM2 算法的证书申请语法规范	国密标准	牵头
证书与密钥交换格式规范	国密标准	牵头
公钥密码基础设施责任认定 电子证据采集及应用接口规范	国密标准	牵头
GB/T 25061-2020 信息安全技术 XML 数字签名语法与处理规范	国家标准	牵头

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

2017-2021 年，公司研发费用分别为 2617.97 万元、2940.11 万元、4496.88 万元、8159.46 万元和 10048.24 万元，呈快速增长趋势，占营业收入的比重分别为 11.88%、10.92%、14.15%、19.60%和 19.15%。2021 年，公司的研发费用率高于同业可比公司。

图 23：同行业可比公司研发费用率



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

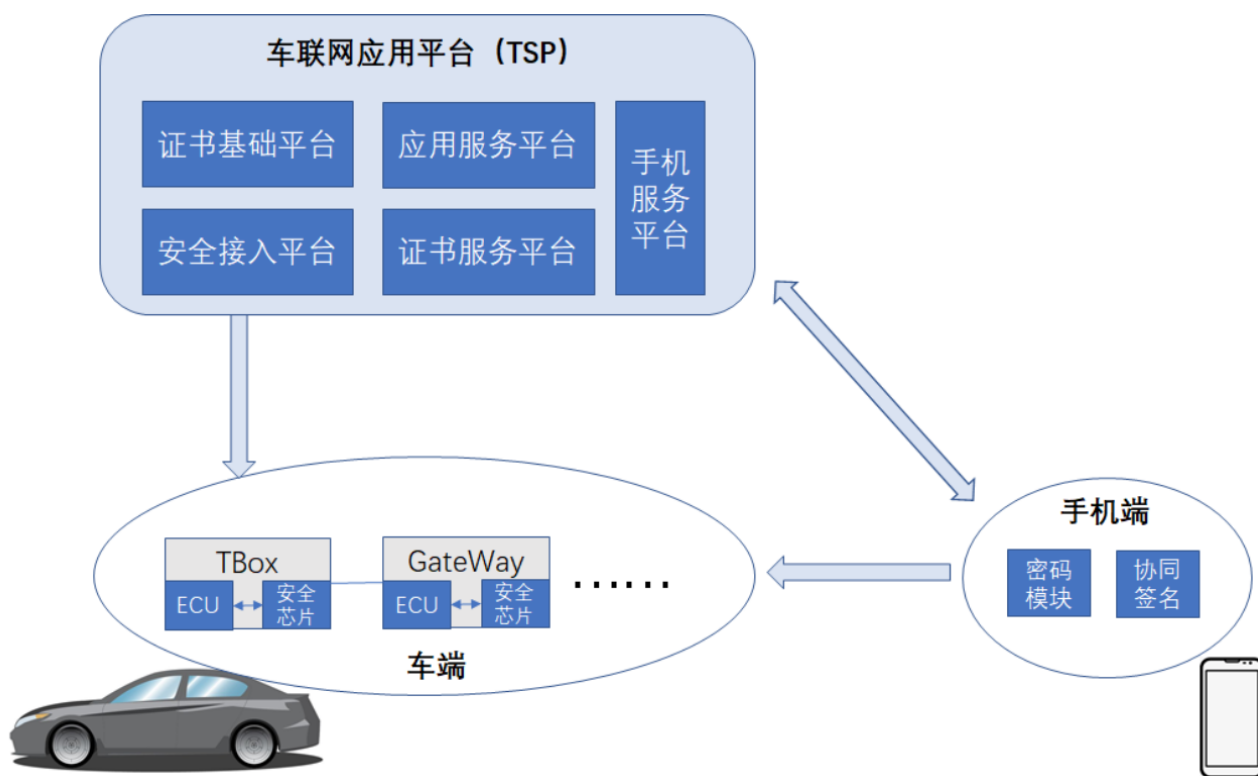
3.2 产品服务体系完善，积极耕耘新兴领域

公司加强对商用密码体系底层技术的研究，完善密码产品链，推出了 NetIAG 安全认

证网关产品，面向应用系统提供集中式的身份认证、访问控制与安全接入服务，进而建立以身份为中心的安全防护体系；公司还针对更多应用场景进行产品开发，以适配不同领域，推出云管平台信安 IMC 统一管理中心系统等。同时，公司还向更广阔的网络安全市场拓展，推出了信安 NetWAF Web 应用防火墙系统，面向各类 Web 应用系统，提供 Web 层攻击防护与抗 DDoS 防护能力。

2021 年，公司继续在车联网、工业互联网、云安全等新兴领域积极耕耘。在车联网方向，公司参与工信部“车联网车路协同安全认证先导应用示范项目”、“车联网 V2X 网络信任支撑应用项目”、“智慧公路车联网车路认证安全体系建设与运营项目”等试点项目，项目完成后将为车联网密码应用起到重要示范。在工业互联网方向，公司为工信部“工业互联网商用密码应用公共服务平台项目”提供密码安全保障，同时和某重点装备制造企业达成合作，为其数控机床生产提供密码产品。云安全方向，政务云方案获得工信部优秀方案评比，并为湖南、湖北、山西、贵州等众多省市及地区提供政务系统集中建设密码支撑。

图 24：公司基于国产密码算法的 PKI 体系的车联网解决方案体系结构



资料来源：公司微信公众号，国元证券研究所

2021 年 7 月 16 日，中国移动通信有限公司在其采购与招标网公布《中国移动 2021 至 2023 年 WAF 软件集中采购_中标候选人公示》，公司以第三中标候选人进入公示名单。此次中标产品为信安世纪 NetWAF，投标金额为 680.45 万元（不含税）、768.91 万元（含税），中标份额为 20%。

本次集采测试中，中国移动基于国内多项 WAF 产品标准与检测标准，制定了严格的

测试标准与方法，公司凭借扎实的研发技术、过硬的产品质量、高效的工作作风及良好的企业信誉顺利通过，是对信安 NetWAF Web 应用防火墙已达到国内一线 WAF 产品水平的认证，更是对公司品牌实力的高度认可。

图 25：中国移动 2021 年至 2023 年 WAF 软件集中采购-中标候选人公示

一、中标候选人的投标报价及中标情况：

第1中标候选人: 北京天融信网络安全技术有限公司，投标报价16503500.00元（不含税），18648955.00元（含税），中标份额为40%；

第2中标候选人: 杭州迪普科技股份有限公司，投标报价17773000.00元（不含税），20083490.00元（含税），中标份额为30%；

第3中标候选人: 北京信安世纪科技股份有限公司，投标报价6804520.00元（不含税），7689107.60元（含税），中标份额为20%；

第4中标候选人: 中移（杭州）信息技术有限公司，投标报价7617000.00元（不含税），8607210.00元（含税），中标份额为10%。

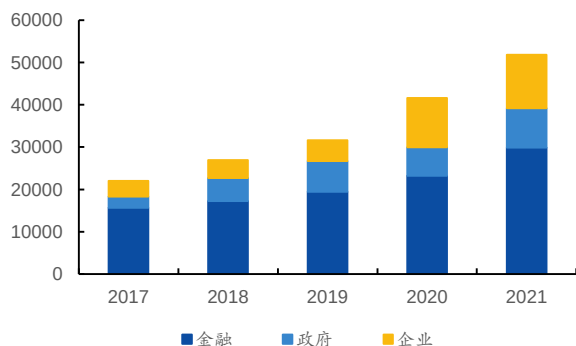
资料来源：中国移动采购与招标网，国元证券研究所

作为国内较早的商用密码产品与方案服务商，在持续推广国产密码算法应用的同时，公司也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，支持东方通、金蝶、达梦、神州通用、南大通用等基础软件环境，其中多款产品通过金融信创生态实验室、华为生态创新中心等多个生态伙伴的测试认证，与国产厂商等共同打造了安全可信、合作共赢国产生态链，在党政领域、运营商及金融机构等行业获得了广泛应用。

3.3 绑定政企优质客户，发力金融核心赛道

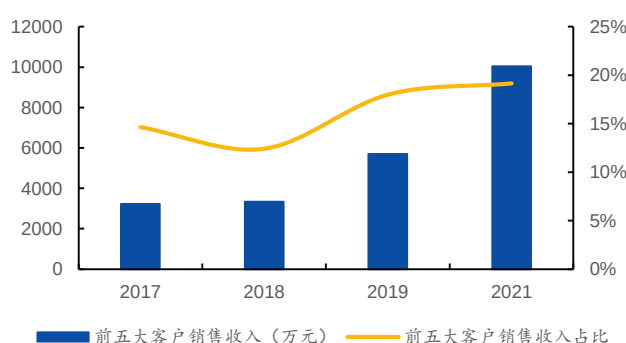
公司的产品和解决方案广泛应用于金融、政府和企业等重要领域，持续服务于各银行总行、国家部委和大型企业总部的核心业务系统，具有很强的客户粘性。公司金融领域客户收入占比超过 60%，主要客户包括：人民银行、交通银行、邮储银行、招商银行、浦发银行、平安银行、兴业银行、北京银行等，以及上海银行、北京农商行等超过 400 家城市、农村商业银行；大华银行、韩亚银行等超过 30 家外资和中国台资银行。广泛而优质的客户资源已经成为公司可持续发展的有力保障。

图 26：公司主要客户领域销售情况（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，国元证券研究所

图 27：公司前五大客户销售情况



资料来源：公司招股说明书，公司公告，国元证券研究所

2021 年，在金融领域，公司继续巩固在银行业的优势地位，持续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，以及数字货币信息安全保障工作；加大对证券、期货、基金、保险等泛金融领域的市场布局，为泛金融领域国密改造项目提供安全保障。在政府领域，公司持续推进财政、人社、烟草、交通、公安、法院等行业的覆盖和深化，呈现了从金融行业向政府、企业行业拓展的势头，产品应用行业增加，提高了总体市场占有率。

公司较早投入数字货币业务的方案探讨和研究工作，身份安全、数据安全和通信安全产品均适用于数字货币领域。随着数字货币业务的推进，公司已为多家相关银行提供信息安全的产品和解决方案。根据公司 2021 年 12 月 14 日在上证 e 互动上对投资者的回答，公司已中标深圳金融科技研究院的数字货币项目 SSL 网关及签名验签服务器、北京银行数字货币项目签名服务器等。未来随着数字化进程的推进，公司将继续拓展数字货币及其他网络应用安全保护业务。

图 28：北京银行股份有限公司单一来源采购结果公告

采购人名称：北京银行股份有限公司

采购内容及数量：

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

采购用途：用于数字货币项目SSL网关及签名验签服务器采购、数字人民币新增

简要技术要求/采购项目的性质：

数字货币项目SSL网关及签名验签服务器采购、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：企查查，国元证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是国内领先的信息安全产品和解决方案提供商，以密码技术为基础支撑，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。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，具有很强的客户粘性。目前，公司营业收入主要分为信息安全产品、技术服务、主营业务-其他、其他业务，我们按照这四个维度来预测公司未来的收入和毛利率情况。

- 1. 信息安全产品：**公司信息安全产品包括身份安全、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，是公司目前的主要收入来源。2021 年，该业务收入增速为 21.53%，预测未来三年将保持较快的增长态势，收入增速分别为 32.36%、30.21%、27.52%。2020-2021 年，该业务毛利率分别为 70.60%、73.45%，预测未来三年将保持在 2021 年的水平，维持在 73-74%的区间。
- 2. 技术服务：**公司技术服务包括技术咨询、系统维护和软件开发服务等。2020-2021 年，该业务收入增速分别为 47.77%、42.54%，预测未来三年仍将保持较快的增长态势，收入增速分别为 35.12%、33.27%、30.18%。2020-2021 年，该业务毛利率分别为 80.50%、78.55%，预测未来三年将保持在 2021 年的水平，维持在 78-79%的区间。
- 3. 主营业务-其他：**该业务占公司营业收入比重较小，2021 年，该业务实现收入 1469.85 万元，增速为 60.96%，毛利率为 23.71%。预测未来三年该业务的收入增速分别为 36.58%、32.19%、28.76%，毛利率分别为 23.78%、23.88%、24.01%。
- 4. 其他业务：**该业务占公司营业收入比重很小，收入波动较大。2020-2021 年，该业务收入增速分别为-79.85%、2360.02%，毛利率分别为 61.34%、34.30%，预测未来三年收入增速分别为 10.21%、9.89%、9.76%，毛利率分别为 34.33%、34.39%、34.45%。

表 3：公司业务拆分（单位：百万元）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
信息安全产品					
收入	365.88	444.67	588.56	766.37	977.27
增长率	-	21.53%	32.36%	30.21%	27.52%
毛利率	70.60%	73.45%	73.52%	73.57%	73.63%
技术服务					
收入	41.01	58.45	78.98	105.26	137.03
增长率	47.77%	42.54%	35.12%	33.27%	30.18%
毛利率	80.50%	78.55%	78.59%	78.63%	78.66%
主营业务-其他					
收入	9.13	14.70	20.08	26.54	34.17
增长率	-	60.96%	36.58%	32.19%	28.76%
毛利率	33.27%	23.71%	23.78%	23.88%	24.01%
其他业务					
收入	0.28	6.78	7.48	8.21	9.02
增长率	-79.85%	2360.02%	10.21%	9.89%	9.76%
毛利率	61.34%	34.30%	34.33%	34.39%	34.45%
合计					
收入	416.30	524.60	695.10	906.38	1157.49
增长率	30.98%	26.02%	32.50%	30.40%	27.70%
毛利率	70.75%	72.12%	72.24%	72.35%	72.46%

资料来源：Wind，国元证券研究所

可比公司估值：

在国内上市公司中，卫士通、格尔软件、吉大正元与公司所从事的行业相近，主要从事密码产品相关的研发与销售，因此我们选择这三家公司作为可比公司。从 PE 估值水平的角度来看，公司的估值水平低于三家可比公司的平均水平，显著低于卫士通的估值水平，与格尔软件和吉大正元的估值水平较为接近。从中长期来看，公司目前具备较高的投资价值。

表 4：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值（亿元）	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002268.SZ	卫士通	35.18	297.73	0.28	0.54	0.85	1.15	125.07	64.58	41.49	30.54
603232.SH	格尔软件	10.03	23.24	0.34	0.48	0.65	0.74	29.16	21.02	15.45	13.59
003029.SZ	吉大正元	18.60	34.67	0.78	0.98	1.40	1.96	26.86	18.95	13.28	9.50
平均		-	-	-	-	-	-	60.36	34.85	23.41	17.88
688201.SH	信安世纪	47.37	44.11	1.66	2.16	2.82	3.73	28.62	21.97	16.79	12.70

资料来源：Wind，国元证券研究所

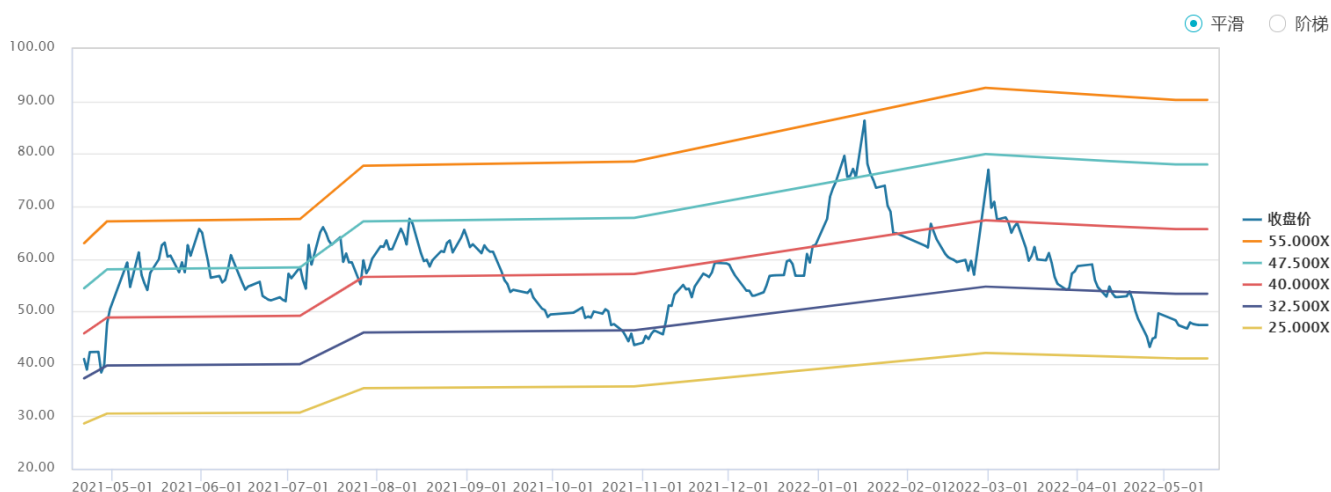
注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2022 年 5 月 16 日

投资建议：

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。在金融领域，公司继续巩固在银行业的优势地位，持续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，以及数字货币信息安全保障工作；加大对证券、期货、基金、保险等泛金融领域的市场布局，为泛金融领域国密改造项目提供安全保障。随着数字经济的快速发展，新兴信息安全需求不断涌现，公司积极布局数字人民币等新场景，未来持续成长空间较为广阔。

综上，预测公司 2022-2024 年的营业收入为 6.95、9.06、11.57 亿元，归母净利润为 2.01、2.63、3.47 亿元，EPS 为 2.16、2.82、3.73 元/股，对应 PE 为 21.97、16.79、12.70 倍。上市以来，公司 PE 主要运行在 25-55 倍之间，给予公司 2022 年 35 倍的目标 PE，对应的目标价为 75.60 元。首次推荐，给予“买入”评级。

图 29：信安世纪上市以来 PE-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

5. 风险提示

1. **新冠肺炎疫情反复：**虽然国内疫情已得到有效控制，但全球范围疫情仍在蔓延。如果疫情反复，会导致公司项目延期实施，不利于公司经营。
2. **产品线无法适应市场发展需求：**如果公司移动安全产品、云安全产品和平台安全产品等在市场竞争激烈的情况下，不能做出快速响应、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，对公司持续经营能力造成不利影响。
3. **应收账款余额较大：**公司营业收入具有季节性特征，销售收入集中在下半年尤其是第四季度，导致各年末的应收账款余额较大、增幅较高，应收账款周转率较低。随着公司业务规模不断扩大，应收账款余额仍可能保持在较高水平，加大公司的营运资金周转压力。
4. **相关政策推进不及预期：**公司所处的网络信息安全行业未来保持快速发展的趋势基于目前国家政策取向、全球信息安全形势和未来技术发展方向，一旦外部因素发生重大变化，或者政府和企业的购买偏好发生变化，可能会导致公司业务的发展不及预期，进而影响公司业绩。
5. **行业竞争加剧：**我国网络信息安全行业多年来保持了快速增长态势，市场机遇吸引了较多参与者，竞争较为激烈。公司与行业内具有技术、品牌、人才和资金优势的厂商之间的竞争可能进一步加剧，毛利率存在下降的风险。
6. **商誉减值：**目前，公司合并报表的商誉金额为 8301.15 万元。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，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。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	424.53	624.97	842.78	1103.65	1440.65
现金	83.32	105.79	232.53	392.35	625.04
应收账款	170.87	243.74	306.38	375.32	444.98
其他应收款	5.80	5.28	6.74	8.34	10.07
预付账款	3.15	2.87	3.72	4.74	5.87
存货	68.23	65.21	84.35	104.62	127.80
其他流动资产	93.16	202.08	209.04	218.28	226.90
非流动资产	165.28	583.68	587.55	590.56	593.36
长期投资	1.50	1.19	1.21	1.25	1.29
固定资产	44.74	455.82	459.24	461.92	464.01
无形资产	16.56	16.79	16.98	17.25	17.70
其他非流动资产	102.48	109.88	110.12	110.14	110.36
资产总计	589.82	1208.65	1430.33	1694.21	2034.01
流动负债	150.92	172.43	190.19	227.50	267.09
短期借款	0.00	14.93	0.00	0.00	0.00
应付账款	69.50	63.24	77.93	96.84	116.43
其他流动负债	81.43	94.26	112.26	130.66	150.66
非流动负债	10.97	9.80	10.16	10.51	10.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	10.97	9.80	10.16	10.51	10.87
负债合计	161.89	182.23	200.35	238.01	277.96
少数股东权益	5.00	0.00	2.73	6.39	11.42
股本	69.85	93.13	93.13	93.13	93.13
资本公积	143.10	604.13	604.13	604.13	604.13
留存收益	209.97	329.17	529.99	752.56	1047.38
归属母公司股东权益	422.92	1026.43	1227.24	1449.81	1744.64
负债和股东权益	589.82	1208.65	1430.33	1694.21	2034.01

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	101.39	93.94	177.35	238.55	325.89
净利润	111.19	145.86	203.55	266.39	352.40
折旧摊销	10.78	11.10	30.44	32.29	34.22
财务费用	0.14	-2.73	0.34	-0.10	-0.30
投资损失	-1.34	-4.17	-3.21	-2.75	-2.46
营运资金变动	-21.74	-76.55	-63.27	-69.39	-69.76
其他经营现金流	2.37	20.42	9.50	12.12	11.79
投资活动现金流	-3.64	-575.17	-35.45	-38.81	-41.02
资本支出	3.79	449.51	30.23	31.25	32.47
长期投资	1.20	91.41	0.02	0.04	0.04
其他投资现金流	1.35	-34.25	-5.20	-7.52	-8.51
筹资活动现金流	-80.90	504.14	-15.15	-39.92	-52.18
短期借款	0.00	14.93	-14.93	0.00	0.00
长期借款	-6.23	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	23.28	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2.91	461.02	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-77.58	4.90	-0.23	-39.92	-52.18
现金净增加额	16.82	22.90	126.74	159.82	232.69

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	416.30	524.60	695.10	906.38	1157.49
营业成本	121.76	146.27	192.99	250.61	318.80
营业税金及附加	5.36	5.23	7.02	9.25	11.92
营业费用	77.01	95.51	125.26	162.88	207.65
管理费用	32.78	41.37	54.15	70.79	89.47
研发费用	81.59	100.48	115.43	145.28	169.53
财务费用	0.14	-2.73	0.34	-0.10	-0.30
资产减值损失	-5.27	-2.69	-2.53	-2.42	-2.31
公允价值变动收益	-0.01	0.72	0.67	0.63	0.58
投资净收益	1.34	4.17	3.21	2.75	2.46
营业利润	119.48	158.47	220.56	288.25	381.02
营业外收入	0.10	0.03	0.06	0.08	0.11
营业外支出	0.03	0.28	0.23	0.25	0.28
利润总额	119.55	158.23	220.39	288.08	380.85
所得税	8.37	12.37	16.84	21.69	28.45
净利润	111.19	145.86	203.55	266.39	352.40
少数股东损益	3.88	-8.27	2.73	3.66	5.03
归属母公司净利润	107.31	154.13	200.82	262.73	347.37
EBITDA	130.40	166.85	251.34	320.44	414.95
EPS (元)	1.54	1.66	2.16	2.82	3.73

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	30.98	26.02	32.50	30.40	27.70
营业利润(%)	22.18	32.64	39.18	30.69	32.18
归属母公司净利润(%)	18.77	43.63	30.29	30.83	32.22
获利能力					
毛利率(%)	70.75	72.12	72.24	72.35	72.46
净利率(%)	25.78	29.38	28.89	28.99	30.01
ROE(%)	25.37	15.02	16.36	18.12	19.91
ROIC(%)	39.95	18.83	24.86	30.19	37.31
偿债能力					
资产负债率(%)	27.45	15.08	14.01	14.05	13.67
净负债比率(%)	0.00	10.53	2.19	1.90	1.65
流动比率	2.81	3.62	4.43	4.85	5.39
速动比率	2.31	3.19	3.93	4.33	4.85
营运能力					
总资产周转率	0.72	0.58	0.53	0.58	0.62
应收账款周转率	2.32	2.38	2.29	2.41	2.56
应付账款周转率	1.53	2.20	2.73	2.87	2.99
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.15	1.66	2.16	2.82	3.73
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	1.01	1.90	2.56	3.50
每股净资产(最新摊薄)	4.54	11.02	13.18	15.57	18.73
估值比率					
P/E	41.11	28.62	21.97	16.79	12.70
P/B	10.43	4.30	3.59	3.04	2.53
EV/EBITDA	31.78	24.84	16.49	12.93	9.99

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188