

2023年08月19日

# 信安世纪（688201.SH）

## 公司快报

### 政府业务增长强劲，下半年密码有望迎来高景气

#### 投资要点

**事件：**公司发布 2023H1 业绩报告，2023H1 实现收入 1.78 亿元，同比增长 4.28%；实现归母净利润-0.28 亿元，同比降低 209.86%；实现扣非净利润-0.28 亿元，同比降低 236.44%。2023Q2 实现收入 1.26 亿元，同比增长 18.45%；实现归母净利润 0.05 亿元，同比降低 82.20%；实现扣非净利润 0.05 亿元，同比降低 78.21%。

◆ **政府业务增长强劲，收购普世强化数据安全产品线。**分业务来看，金融行业客户实现收入 1.01 亿元，较去年同期降低 14.18%，按季度环比的收入降幅收窄，主要原因在于去年金融行业密码采购处于高峰期导致上半年基数较高；同时，政府行业实现收入 3982 万元，较去年同期大幅增长 84.24%，得益于数据局、公安、医疗、烟草、水利等部门采购的恢复和对密码产品的旺盛需求。公司上半年净利润同比下降主要原因是公司去年下半年加大招聘力度，员工人数增加，且增加了员工薪酬和实施股权激励，造成期间费用增加 48% 导致。上半年，公司完成了对普世科技的收购，在管理、产品、研发、销售四个方面进行融合，同时新增了跨网隔离交换、终端安全管控、数据安全归档等三大类产品，大大丰富了公司数据安全产品线。

◆ **商用密码及数据安全产品下半年有望迎来高景气。**行业信创近期迎来多个重磅项目和产业政策的落地，新一轮信创下半年将正式启动，密码产品在金融、医疗等行业信创领域有广泛应用，下半年相关产品采购量有望显著提升。同时自 2020 年《密码法》出台之后，商用密码应用安全评估工作也开始快速推进，并在今年进入高峰，根据密评要求，关基单位及等保三级以上系统，无论新建还是已建系统均需每年进行一次评估，这也极大拉动了密码行业的景气度，未来密码在医疗、教育、交通、能源等行业的应用场景也将不断拓宽。

◆ **投资建议：**公司是国内领先的商用密码厂商，并基于自身密码技术优势，推出身份安全、通信安全和数据安全等多种产品，并有望在商用密码政策催化下持续受益。我们预计 23-25 年实现收入分别为 8.43/10.68/13.45 亿元，实现归母净利润 2.23/2.94/3.93 亿元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

◆ **风险提示：**行业竞争持续加剧的风险；行业政策落地情况不达预期；下游需求不及预期。

投资评级

买入-A(首次)

股价(2023-08-17)

27.38 元

#### 交易数据

总市值（百万元）	5,855.69
流通市值（百万元）	2,548.74
总股本（百万股）	213.87
流通股本（百万股）	93.09
12 个月价格区间	65.18/24.93

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.66	2.27	17.64
绝对收益	5.92	-1.43	9.34

分析师

方闻千

 SAC 执业证书编号：S0910523070001  
 fangwenqian@huajinsec.com

#### 相关报告



财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	525	658	843	1,068	1,345
YoY(%)	26.0	25.4	28.1	26.7	26.0
净利润(百万元)	154	164	223	294	393
YoY(%)	43.6	6.4	36.2	31.8	33.6
毛利率(%)	72.1	71.5	72.1	71.2	70.3
EPS(摊薄/元)	0.72	0.77	1.04	1.38	1.84
ROE(%)	14.2	14.2	16.8	18.8	20.8
P/E(倍)	38.0	35.7	26.2	19.9	14.9
P/B(倍)	5.7	5.1	4.4	3.8	3.1
净利率(%)	29.4	24.9	26.5	27.5	29.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测核心假设

商用密码、密评等政策的推进，叠加数据安全的相关条例的陆续落地，极大拉动了密码行业的景气度，同时公司身份安全、数据安全、通信安全等安全产品在下游行业拓展顺利，未来将赋能公司业务的快速增长。我们预测 2023-2025 年公司实现营收 8.43/10.68/13.45 亿元，毛利率 72.11%、71.23%、70.33%。其中，信息安全产品 23-25 年实现收入 7.50/9.59/12.15 亿元，毛利率 72%、71%、70%；技术服务 23-25 年实现收入 0.77/0.92/1.10 亿元，毛利率 85%、84%、83%；其他产品 23-25 年实现收入 0.17/0.18/0.20 亿元，毛利率 18%、19%、20%。

表 1：分产品预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
信息安全产品						
收入	375.02	444.67	576.81	749.91	958.54	1215.33
增速	29.89%	21.53%	29.72%	30.01%	27.82%	26.79%
毛利率	69.69%	73.45%	71.37%	72.00%	71.00%	70.00%
技术服务						
信息工程	41.01	58.45	65.15	76.66	91.52	110.34
增速	47.78%	42.53%	11.46%	17.67%	19.38%	20.56%
毛利率	80.50%	78.55%	85.43%	85.00%	84.00%	83.00%
其他产品						
开放平台	-	14.70	15.56	16.74	18.12	19.83
增速	-	60.96%	5.85%	7.59%	8.21%	9.45%
毛利率	-	23.71%	17.62%	18.00%	19.00%	20.00%
合计						
收入	416.30	524.60	658.08	843.31	1068.17	1345.49
增速	30.98%	26.01%	25.44%	28.15%	26.66%	25.96%
毛利率	70.75%	72.12%	71.51%	72.11%	71.23%	70.33%

资料来源：Wind、华金证券研究所

## 二、可比公司估值

我们选取网络安全行业中商用密码赛道相关公司吉大正元（密码安全、身份与信任、数据安全等）、格尔软件（PKI 系统）、三未信安（密码芯片、数据安全、密码网关等）、电科网安（数据安全等）作为可比公司。

表 2：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价/元	市值/亿元	EPS/元			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
003029.SZ	吉大正元	24.23	44.70	1.34	1.76	2.44	18.10	13.75	9.94
603232.SH	格尔软件	14.15	33.01	0.38	0.55	0.69	37.51	25.79	20.50
688489.SH	三未信安	56.72	64.60	1.35	1.85	2.47	41.94	30.68	22.98
002268.SZ	电科网安	25.90	219.05	0.48	0.62	0.79	54.35	41.96	32.60
平均值		30.25	90.34	0.89	1.19	1.60	37.98	28.05	21.51
688201.SH	信安世纪	27.38	58.56	1.04	1.38	1.84	26.2	19.9	14.9

资料来源：除信安世纪外，其他可比公司数据来自 Wind 一致预期（采用 8.17 收盘价）、华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	625	701	873	1047	1300
现金	106	185	291	255	376
应收票据及应收账款	244	384	421	599	686
预付账款	3	4	5	6	8
存货	65	78	102	132	171
其他流动资产	207	51	54	54	58
<b>非流动资产</b>	584	628	678	755	866
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产	456	507	556	633	745
无形资产	17	16	17	18	17
其他非流动资产	110	104	104	104	103
<b>资产总计</b>	1209	1329	1551	1802	2166
<b>流动负债</b>	172	164	204	229	289
短期借款	15	4	4	4	4
应付票据及应付账款	63	72	98	124	164
其他流动负债	94	88	102	101	121
<b>非流动负债</b>	10	12	12	13	13
长期借款	0	0	0	1	1
其他非流动负债	10	12	12	12	12
<b>负债合计</b>	182	176	216	241	302
少数股东权益	0	0	-1	-3	-9
股本	93	138	214	214	214
资本公积	604	568	502	502	502
留存收益	329	447	622	836	1117
归属母公司股东权益	1026	1153	1336	1563	1874
<b>负债和股东权益</b>	1209	1329	1551	1802	2166

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	94	73	217	130	341
净利润	146	164	223	292	386
折旧摊销	11	22	25	29	34
财务费用	-3	-0	-4	-3	-4
投资损失	-4	-1	-2	-2	-2
营运资金变动	-77	-168	-24	-185	-72
其他经营现金流	20	56	-1	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-575	76	-72	-103	-141
<b>筹资活动现金流</b>	504	-71	-39	-62	-79

### 每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.72	0.77	1.04	1.38	1.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.34	1.01	0.61	1.60
每股净资产(最新摊薄)	4.80	5.39	6.20	7.26	8.71

### 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	525	658	843	1068	1345
营业成本	146	188	235	307	399
营业税金及附加	5	3	8	10	11
营业费用	96	92	121	139	161
管理费用	41	58	70	83	94
研发费用	100	134	177	214	250
财务费用	-3	-0	-4	-3	-4
资产减值损失	-14	-34	-23	-33	-46
公允价值变动收益	1	2	1	1	1
投资净收益	4	1	2	2	2
<b>营业利润</b>	158	168	238	312	412
营业外收入	0	6	2	2	2
营业外支出	0	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	158	173	239	313	414
所得税	12	9	16	21	28
<b>税后利润</b>	146	164	223	292	386
少数股东损益	-8	-0	-1	-2	-7
<b>归属母公司净利润</b>	154	164	223	294	393
<b>EBITDA</b>	167	190	257	334	439

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	26.0	25.4	28.1	26.7	26.0
营业利润(%)	32.6	5.8	41.7	31.2	32.2
归属于母公司净利润(%)	43.6	6.4	36.2	31.8	33.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	72.1	71.5	72.1	71.2	70.3
净利率(%)	29.4	24.9	26.5	27.5	29.2
ROE(%)	14.2	14.2	16.8	18.8	20.8
ROIC(%)	13.7	13.6	16.2	18.2	20.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	15.1	13.2	13.9	13.4	13.9
流动比率	3.6	4.3	4.3	4.6	4.5
速动比率	3.1	3.7	3.7	3.9	3.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	2.5	2.1	2.1	2.1	2.1
应付账款周转率	2.2	2.8	2.8	2.8	2.8
<b>估值比率</b>					
P/E	38.0	35.7	26.2	19.9	14.9
P/B	5.7	5.1	4.4	3.8	3.1
EV/EBITDA	33.5	29.7	21.6	16.7	12.4

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

方闻千声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)