

电科网安 (002268)

密码产业主力军，布局新方向打开新空间

买入 (维持)

2024年09月28日

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	3438	3073	3233	3725	4470
同比 (%)	16.35	(10.62)	5.21	15.22	20.00
归母净利润 (百万元)	306.64	348.76	363.48	446.79	553.37
同比 (%)	21.99	13.74	4.22	22.92	23.85
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.36	0.41	0.43	0.53	0.65
P/E (现价&最新摊薄)	42.36	37.24	35.74	29.07	23.47

股价走势



投资要点

- 网络安全国家队，密码产业主力军：**公司成立于1998年，国内领先的密码产品、网络安全产品、安全运维服务和行业安全解决方案的综合提供商。作为中国电科（CETC）旗下中国网安（CCSC）的控股子公司，公司也是中国电科、中国网安在网络信息安全领域的唯一上市平台。公司始终专注于网络信息安全领域，为党政、军队、大型央企等重要领域客户提供专业的产品和服务。经过20余年的发展，公司已经构建了一个全面的产品体系，覆盖了从芯片、模块、平台、整机到系统、整体解决方案与安全服务。公司累计服务用户超过10000家，在北京奥运会/冬奥会、杭州G20峰会、上海世博会、党的“二十大”等国家重大活动的信息安全保障工作中发挥了重要作用。
- 拥有深厚的密码基因：**公司作为国内商用密码技术的先锋和实践者，其在密码学领域的深厚积累和创新应用，使其在芯片设计、模块开发、整机制造、应用实施、系统管理和行业定制解决方案等方面构建了一套完整的体系化产品能力。**行业密码应用方面**，为军队、党政机关、金融行业等关键领域提供全面而深入的安全服务，成为重要行业的首选生态合作伙伴和主要供应商的角色。**数据安全领域**，数据分类分级产品能力上已达到行业领先水平。**网络安全服务领域**，建立以自主产品为核心的网络安全防护体系，并通过“网络安全运营中心”和“攻防实验室”提供一流的网络安全服务。
- 布局新方向、打开新空间：**公司在面对数字中国发展过程中的新设施新要素、新场景新业务安全需求，公司大力开展在量子加密、车联网安全、卫星互联网、人工智能、云安全等方面的产品布局。为其打开了新的增长空间。公司的稳健经营和创新并进的策略，有望在未来的市场竞争中保持领先。
- 盈利预测与投资评级：**考虑行业短期需求的影响，我们对公司各业务线的增速进行一定程度的下调；我们预计归母净利润分别为3.63/4.47/5.53亿元（前值为4.29/5.32/6.51亿元），同比增速分别为4%、23%、24%，对应PE分别为36/29/23倍。考虑后续随着需求回暖订单有望逐渐恢复，依旧看好公司作为行业龙头公司的优势地位，维持“买入”评级。
- 风险提示：**新兴安全业务推进不及预期；公司产品研发不及预期；竞争加剧影响。

市场数据

收盘价(元)	15.36
一年最低/最高价	11.43/25.95
市净率(倍)	2.46
流通A股市值(百万元)	12,952.78
总市值(百万元)	12,989.60

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.23
资产负债率(% ,LF)	24.04
总股本(百万股)	845.68
流通A股(百万股)	843.28

相关研究

《电科网安(002268): 2023 年年报和 2024 年一季报点评: 一季度不及预期, 积极布局新业务方向》

2024-04-26

《电科网安(002268): 2023 年中报点评: 主业绩符合预期, 主业稳步推进产品和客户拓展》

2023-08-31

内容目录

1. 网络安全国家队，密码产业主力军	4
1.1. 业务整体稳步上升，归母持续增长.....	5
1.2. 布局深远战略清晰，深入挖掘产品和客户需求.....	6
1.3. 坚持长期技术积累，重视研发创新.....	7
2. 立足新政策与新需求，展现自身创新性与信息化优势	8
2.1. 政策驱动市场，市场潜力长期向好.....	8
2.2. 加强前沿技术布局，打造新增长点.....	10
2.2.1. 量子密码和通信领域，中标研发项目	11
2.2.2. 围绕“车、路、云、网”，开展智能车联网安全技术研究和产品研制.....	12
2.2.3. 围绕卫星互联网安全方面，开展关键技术研究.....	13
2.2.4. 人工智能赋能数据安全，开展面向安全领域的生成式 AI 大模型	14
2.2.5. 积极承担云安全应用示范项目，助推技术发展与应用.....	14
3. 盈利预测和估值	15
4. 风险提示	16

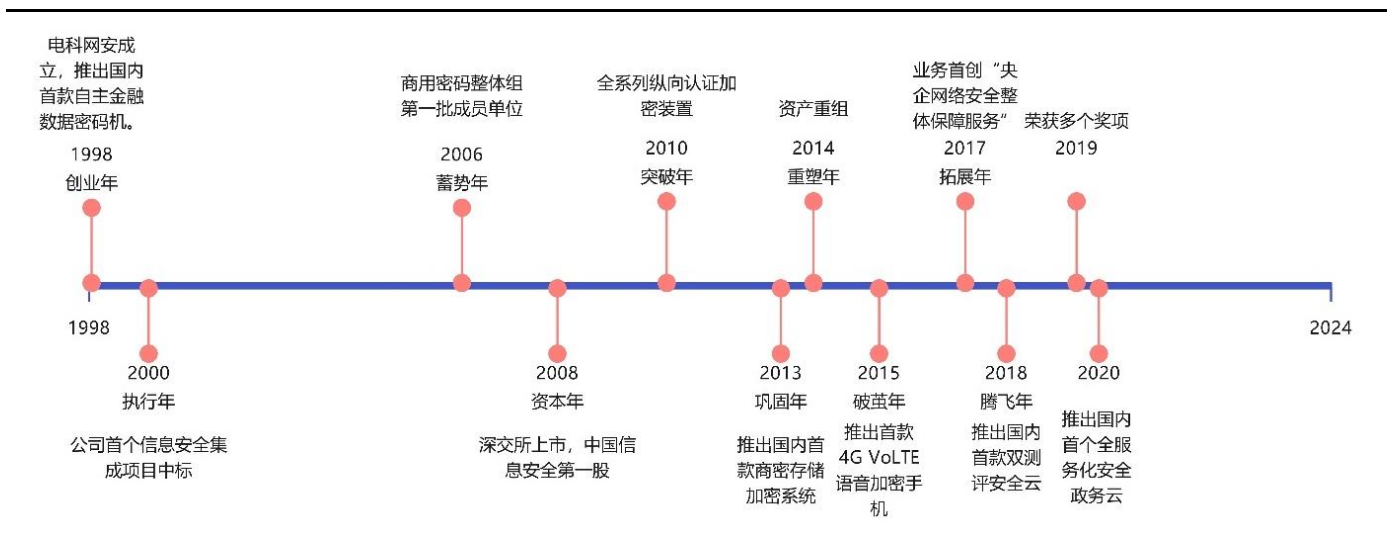
图表目录

图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	2018-2023 年公司营业收入及增速 (亿元)	5
图 3:	2018-2023 年公司归母净利润及增速 (亿元)	5
图 4:	公司三大业务收入占比.....	5
图 5:	公司三大业务毛利率.....	5
图 6:	网络安全运行总体框架.....	7
图 7:	电科网安网络安全运营中心.....	7
图 8:	电科网安新一代网络安全运营平台.....	7
图 9:	数据监测方案.....	8
图 10:	公司相关荣誉.....	10
图 11:	成功中标中国移动量子通信服务研发项目	12
图 12:	车路协同案例.....	13
图 13:	云安全研究中心.....	14
表 1:	个人信息保护、数据安全等部分相关政策.....	9
表 2:	公司收入拆分及预测 (单位: 百万元)	16
表 3:	可比公司估值 (2024/9/25)	16

1. 网络安全国家队，密码产业主力军

网络安全国家队，密码产业主力军。公司成立于1998年，国内领先的密码产品、网络安全产品、安全运维服务和行业安全解决方案的综合提供商，国内最早专业从事网络信息安全的上市企业之一，公司拥有首批商用密码产品研发、生产、销售的资质。作为中国电子科技集团公司（中国电科，CETC）旗下中国电子科技网络信息安全有限公司（中国网安，CCSC）的控股子公司，公司也是中国电科、中国网安在网络信息安全领域的唯一上市平台。公司始终专注于网络信息安全领域，为党政、军队、大型央企等重要领域客户提供专业的产品和服务。经过20余年的发展，公司已经构建了一个全面的产品体系，覆盖了从芯片、模块、平台、整机到系统、整体解决方案与安全服务。公司的业务覆盖网络安全、主机安全、数据安全、应用安全等多个场景，并在移动互联网安全、5G、云安全、物联网安全、安全整体保障等领域进行了深入的探索和创新。公司累计服务用户超过10000家，在北京奥运会/冬奥会、杭州G20峰会、上海世博会、党的“二十大”等国家重大活动的信息安全保障工作中发挥了重要作用。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1) 密码业务：产品形态覆盖芯片、模块、软件、整机、系统和平台；功能覆盖密码算法、数据加解密、认证鉴别、证书管理、密钥管理、密码防伪和综合类。同时拥有通用平台和信创平台的产品，是国内拥有商密认证产品数量最多的密码厂商之一。电科网安的密码产品可满足传统密码市场和新兴领域如云计算、物联网、移动互联网、大数据、智能化等对密码产品的需求。

2) 网络安全业务：主要包含符合信息系统等级保护和分级保护合规监管要求的网络安全产品，满足用户应用系统安全需求。公司提供的通用网络安全产品涵盖多个领域，能够为各行业客户提供全面的网络安全产品和解决方案。在硬件设备方面，电科网安已实现从超低端到超高端的全面国产化，软件产品则全面兼容国产操作系统、数据库及中

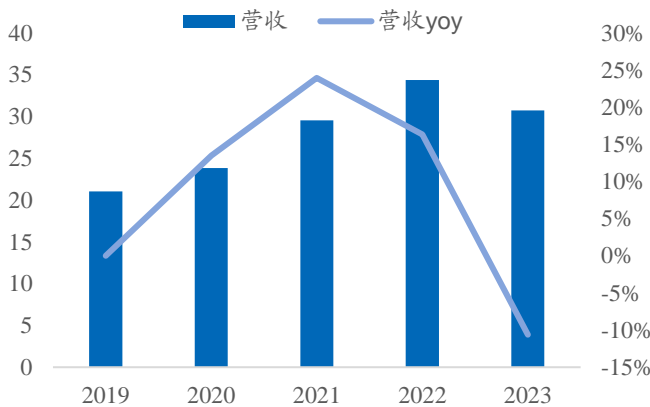
间件。

3) 数据安全业务: 以密码技术为核心, 致力于构建一个全面的数据安全产品体系, 并探索"平台+服务"的赋能型安全服务模式。电科网安的数据安全产品体系以数据全生命周期的安全防护为核心, 涵盖数据安全治理、数据安全防护、数据安全合规和数据安全流通等多个方面。公司推出的产品及服务已广泛应用于政府、金融、能源等多个行业。

1.1. 业务整体稳步上升, 归母持续增长

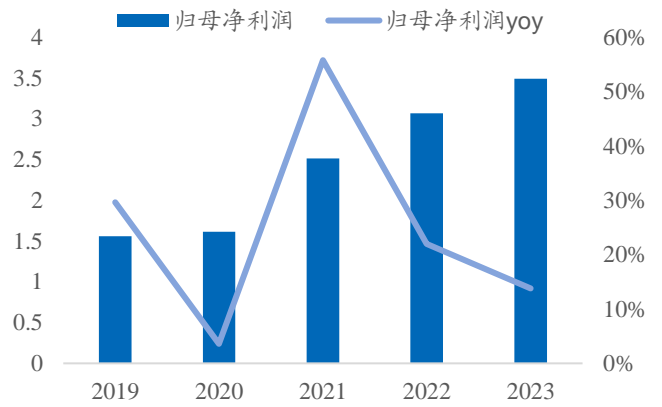
营收稳步增长, 利润持续提升。公司 2019-2023 年营收分别为 21.04、23.84、27.89、34.38、30.73 亿元, 稳步增长。2019-2023 年归母净利润分别为 1.56、1.61、2.38、3.07、3.49 亿元, 同比保持较快增长。

图2: 2018-2023 年公司营业收入及增速 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2018-2023 年公司归母净利润及增速 (亿元)

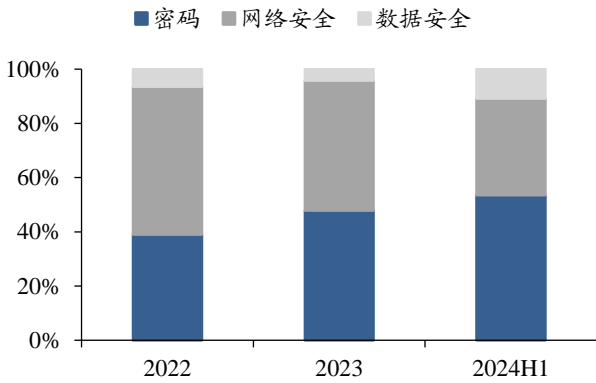


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

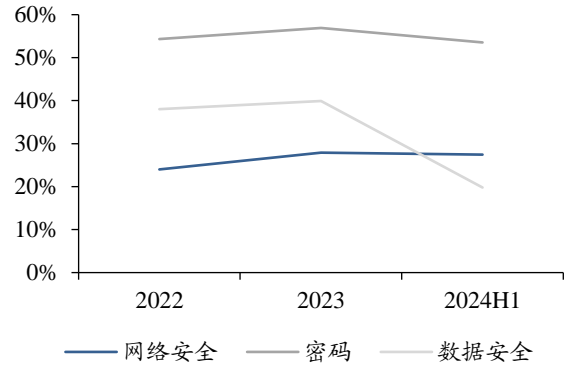
密码和网络安全业务为主要收入来源。分业务营收来看, 2022 至 2023 年密码业务收入分别为 13.4、14.7 亿元, 营收占比为 38.83%、47.99%; 2022 至 2023 年网络安全业务收入分别为 18.8、14.7 亿, 营收占比 54.78%、47.84%; 2022 至 2023 年数据安全业务收入分别为 2.2、1.3 亿元, 营收占比 6.38%、4.17%。毛利率方面, 密码业务表现较为突出, 2023 年密码、网络安全毛利率分别为 56.91%、27.90%。

图4: 公司三大业务收入占比

图5: 公司三大业务毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 布局深远战略清晰，深入挖掘产品和客户需求

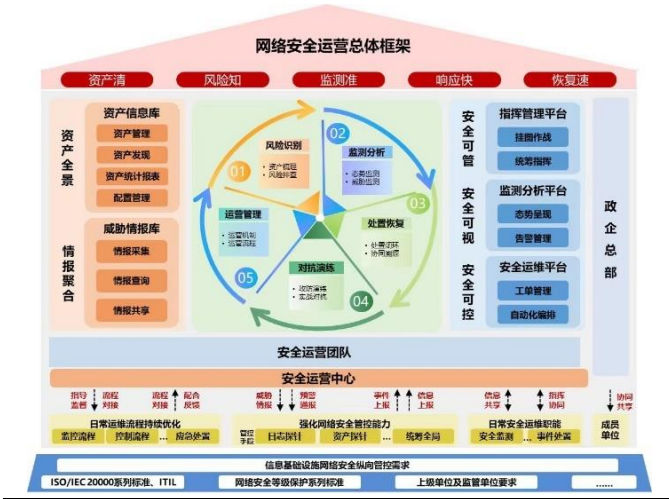
拥有深厚的密码基因。公司作为国内商用密码技术的先锋和实践者，其在密码学领域的深厚积累和创新应用，使其在芯片设计、模块开发、整机制造、应用实施、系统管理和行业定制解决方案等方面构建了一套完整的体系化产品能力。

- ✓ **行业密码应用方面**，为军队、党政机关、金融行业等关键领域提供全面而深入的安全服务，成为这些重要行业的首选生态合作伙伴和主要供应商的角色。公司通过创新的“平台+服务”模式，不仅推动了商用密码技术在不同行业领域的广泛应用，而且在密码服务领域确立了其国内先行者和领导者的地位。
- ✓ **数据安全领域**，其“敏感数据发现与分级系统”的认证通过，标志着公司在数据分类分级产品能力上已达到行业领先水平。
- ✓ **网络安全服务领域**，公司建立了以自主产品为核心的网络安全防护体系，并通过“网络安全运营中心”和“攻防实验室”提供一流的网络安全服务。

不断丰富密码产品，加强市场拓展。公司开发的低功耗密码安全芯片获得商用密码产品认证证书，这款芯片的低功耗特性对于需要在能源受限环境中部署的密码应用尤为重要。公司在可重构密码芯片领域的研发也取得了关键进展，完成了关键技术研究和产品立项。可重构密码芯片的超高性能意味着它能够提供更快速、更高效的数据处理能力，同时保持高度的安全性，这对于需要处理大量数据或要求高安全性的应用场景至关重要。在产品线扩展方面，龙芯安全 SE 系列产品线的新增型号进一步丰富了产品组合，增强了对国产 CPU 的支持。可信计算密码模块在首款安全产品中的适配，满足了等级保护中的“可信验证”技术要求。公司的全场景化密码应用能力在车联网、卫星互联网、北斗卫星等关键领域的稳步推进。在市场拓展方面，公司聚焦策略已经取得了显著成效，特别是在公安、核电、水运、社保、教育等细分市场的深耕，以及在中国电信的首批密码

服务类产品集采项目中的成功中标，这些都标志着公司在电信运营商密码服务市场的突破，进一步巩固了公司的领先地位。

图6：网络安全运行总体框架



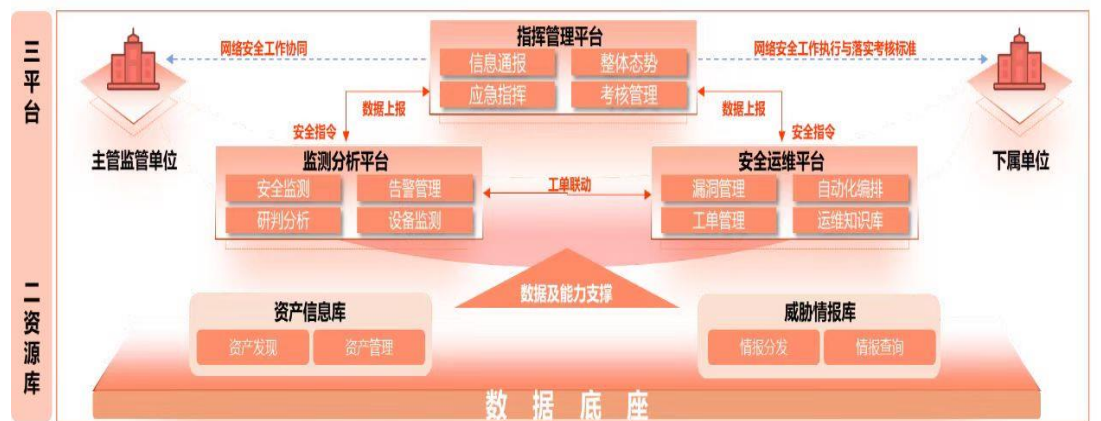
数据来源：电科网安公众号，东吴证券研究所

图7：电科网安网络安全运营中心



数据来源：电科网安公众号，东吴证券研究所

图8：电科网安新一代网络安全运营平台



数据来源：电科网安公众号，东吴证券研究所

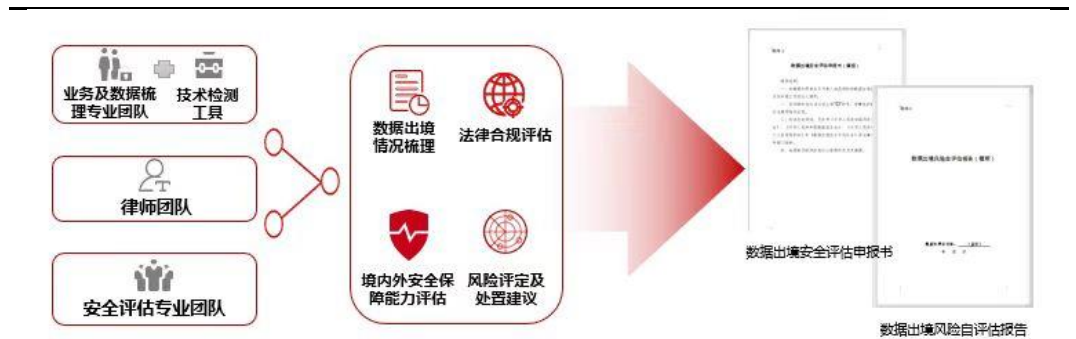
1.3. 坚持长期技术积累，重视研发创新

凭借密码深厚基因和能力积淀，已成为国内商用密码领域领头羊之一。公司专业从事安全芯片研制的子公司多次承担包括核高基在内的科技课题研究，并荣获多个国家和省部级科技进步奖。公司研制的产品线丰富多样，这些产品不仅满足了用户的需求，而且为公司构建国产化、泛在化、高性价比的安全设备提供了坚实的基础支撑。公司聚焦于算法设计与实现、安全分析与应用创新，组织专门团队参与筹建密码科技国家工程研究中心，这为公司持续参与密码领域科技攻关和重要行业密码应用等提供了重要机遇。

公司内部设有研究院、摩石实验室等技术创新团队，并与外部高校、研究所、用户等积极开展协同创新。公司以构建密码算力和服务为核心，致力于打造满足行业和新场景/新业务需求的高安全、高性能、场景化和高性价比的产品系列。公司的主要产品全部具有主管机构颁发的产品资质证书，部分产品通过了安全等级最高的资质认证。电科网安的产品场景化适应能力强，硬件产品全面云化，软件产品全平台适配，商用密码算法全系列支持。其通过这些综合能力支持数字中国的发展和网络安全建设。

坚持自主研发和自主创新，构建多层次、多类型的创新协作体系。体系覆盖了电科网安自身、中国网安子集团、电科集团以及更广泛的行业产业，旨在提升公司内部的紧密协作能力和外部的开放合作创新能力。公司围绕理论、技术、产品、应用和业务等多个方面进行创新，形成了一个良性循环：理论技术创新支撑产品创新，进而拓展业务应用领域；同时，业务应用需求又牵引产品创新，并指引理论技术的发展方向。公司坚持产品的自主可控，拥有独立的硬件设计和软件研发能力。公司产品中使用的密码芯片、密码模块、整机平台等关键组件均为公司自行设计和生产，这不仅对构建国产化产品体系至关重要，也有助于提升产品性价比和保障供应链的安全。通过这种内外结合、软硬兼施的创新策略，公司能够更好地适应市场变化，满足客户需求，同时增强自身的核心竞争力和市场影响力。

图9：数据监测方案



数据来源：电科网安公众号，东吴证券研究所

2. 立足新政策与新需求，展现自身创新性与信息化优势

2.1. 政策驱动市场，市场潜力长期向好

“网号网证”征求意见稿出台，加强个人信息保护。2024年7月26日，公安部、网信办发布《国家网络身份认证公共服务管理办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》），《办法》提出依托国家统一建设的网络身份认证公共服务平台，为自然人提供申领网号、网证以及进行身份核验等服务。其中网号是指与自然人身份信息一一对应，由字母和数

字组成、不含明文身份信息的网络身份符号；网证是指承载网号及自然人非明文身份信息的网络身份认证凭证。网号、网证可用于在互联网服务及有关部门、行业管理、服务中非明文登记、核验自然人真实身份信息。

表1: 个人信息保护、数据安全等部分相关政策

序号	颁布时间	颁布机构	法律法规及政策名称	相关政策内容
1	2024	公安部	《国家网络身份认证公共服务管理办法（征求意见稿）》	明确网证、网号的具体释义，并提出国家根据法定身份证件信息，依托全国统一建设的网络身份认证公共服务平台，为自然人提供申领网号、网证以及进行身份核验等服务。同时对网证、网号的申领、应用和效力作了说明。
2	2024	网信办	《互联网政务应用安全管理规定》	互联网政务应用应当对注册用户进行真实身份信息认证，鼓励采用电子证书等身份认证措施。
3	2024	国标委	《贯彻实施〈国家标准化发展纲要〉行动计划（2024—2025年）》	开展网络身份认证基础设施标准研制，推动建设关键信息基础设施领域国家标准验证点，提升网络与数据安全治理效能。
4	2023	网信办	《促进和规范数据跨境流动规定》	数据处理者向境外提供数据的，应当遵守法律、法规的规定，履行数据安全保护义务，采取技术措施和其他必要措施，保障数据出境安全。
5	2022	网信办	《互联网用户账号信息管理规定》	互联网信息服务提供者为用户提供信息发布、即时通讯等服务的，应当对申请注册相关账号信息的用户进行基于手机号码、身份证件号码或者统一社会信用代码等方式的真实身份信息认证。
6	2021	网信办	《网络数据安全管理办法（征求意见稿）》	数据处理者利用生物特征进行个人身份认证的，应当对必要性、安全性进行风险评估；按照政引导、网民自愿原则，提供个人身份认证公共服务。互联网平台运营者应当支持并优先使用国家网络身份认证公共服务基础设施提供的个人身份认证服务。
7	2021	全国人民代表大会常委会	《中华人民共和国个人信息保护法》	支持研究开发和推广应用安全、方便的电子身份认证技术，推进网络身份认证公共服务建设；推进个人信息保护社会化服务体系建设，支持有关机构开展个人信息保护评估、认证服务。
8	2021	全国人民代表大会常委会	《中华人民共和国数据安全法》	开展数据处理活动应当依照法律、法规的规定，建立健全全流程数据安全管理制度，组织开展数据安全教育培训，采取相应的技术措施和其他必要措施，保障数据安全。利用互联网等信息网络开展数据处理活动，应当在网络安全等级保护制度的基础上，履行上述数据安全保护义务。

数据来源：公安部、网信办、全国人大等，东吴证券研究所

《办法》明确了身份核验结果信息的“最小化提供原则”和依法处理要求。对依法需要核验用户真实身份但无需留存用户法定身份证件信息的，公共服务平台应当仅向互联网平台提供核验结果；对于依法确需获取、留存用户法定身份证件信息的，经用户单独同意，公共服务平台应按照“最小化原则”向互联网平台提供必要、相关的明文信息。

《办法》将有助于减少互联网平台以落实“实名制”为由超范围采集、留存公民个人信息，加强个人信息保护。政策提出，重点行业按照自愿原则推广应用网号、网证，鼓励互联网平台按照自愿原则接入公共服务。“网号”“网证”进行非明文登记、核验，无需向互联网平台等提供明文个人身份信息。由此，可以最大限度减少互联网平台以落实“实名制”为由超范围采集、留存公民个人信息。《办法》是对关于个人信息保护、数据安全等一系列政策的具体落实措施之一。

2.2. 加强前沿技术布局，打造新增长点

加强前沿技术研发。公司在积极拓展政府市场和关键行业市场的同时，也在不断加强其在新兴技术领域的网络安全解决方案。公司针对量子计算、云计算、物联网、人工智能等快速发展的领域，持续提升其核心技术和产品能力，以满足这些领域日益增长的网络安全需求。在技术研发方面，公司着眼于未来网络安全的发展趋势，特别是在量子密码学、隐私计算、卫星互联网和工业互联网等前沿技术领域。公司加大研究力度，旨在通过技术创新来提升自身的技术竞争力，并在这些关键技术领域构建起强大的技术护城河。随着公司在新兴技术领域的持续投入和研发成果的逐步转化，公司有望在未来的网络安全市场中发挥更加重要的作用，为客户提供更加全面、可靠的安全保障。

图10：公司相关荣誉



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.2.1. 量子密码和通信领域，中标研发项目

量子通信主要包括量子密钥分发、量子隐形传态和量子保密通信网络三种技术。量子密钥分发（QKD）应用了量子力学的基本特性，确保任何企图窃取传送中的密钥都会被合法用户所发现。窃听者如果要窃听量子密码，必须进行相应的测量，而根据不确定性原理和量子不可克隆性，一旦测量必定会对量子系统造成影响，从而改变量子系统的状态。利用量子纠缠态的量子通讯是“量子隐形传态”（quantum teleportation）。“量子密钥分发”只是利用量子的不可克隆性，对信息进行加密，属于解决密钥问题。而“量子隐形传态”是利用量子的纠缠态，来传输量子比特。

量子保密通信网络核心设备包括 QKD 产品、信道与密钥组网交换产品等。目前能够实现的量子保密通信网络，包括局域网、城域网和骨干网。

局域网实现一个单位或一处地点内多个终端的接入，对距离要求不高；城域网负责城市范围内不同区域的连接，上联骨干网，下联局域网；而骨干网实现跨省、跨城的连接（包括地面光纤和卫星-地面站两种实现方式），现阶段以地面光纤为主，对距离要求高。

量子城域网是一种可覆盖整个城市的量子密钥分发网络。在与传统通信网络相结合后，能实现基于量子安全技术的高等级安全通信服务，为涉及国计民生的政务、金融、电力等重要信息提供保障。2022 年 8 月，安徽合肥开通了当时全国最大、覆盖最广、应用最多的量子城域网——合肥量子城域网，包含 8 个核心网站点和 159 个接入网站点，光纤全长 1147 公里。

在量子广域网方面，2021 年 1 月，中国科学技术大学宣布中国科研团队成功实现了跨越 4600 公里的星地量子密钥分发，此举标志着我国已成功构建出天地一体化广域量子通信网络，为未来实现覆盖全球的量子保密通信网络奠定了科学与技术基础。

抗量子密码（PQC），也称后量子密码，是能够抵抗量子计算对公钥密码算法攻击的新一代密码算法，旨在研究密码算法在量子环境下的安全性，并设计在经典和量子环境下均具有安全性的密码系统。其基于数学原理，以软件和算法为主，依赖计算复杂度，易于实现标准化、集成化、芯片化、小型化和低成本，能够提供完整的加密、身份认证和数字签名等解决方案。PQC 的出现，可有效地防止攻击者窃取和破解加密信息，为网络信息安全提供保障。

全球首个抗量子密码算法标准发布，预示着抗量子密码技术即将进入实际应用阶段。这一标准的发布预计将促进包括美国政府和全球科技巨头在内的各方对后量子密码技术的持续跟进和应用。随着抗量子密码技术的逐步成熟和应用，预计将为密码产业带来

新的机遇。

前瞻布局后量子密码技术，已取得积极进展。公司在密码技术领域具有深厚的研发实力和丰富的实践经验，特别是在后量子密码算法的研发、标准化和产业化方面，有望发挥重要作用。公司正持续推动后量子密码技术的前沿研究，并在标准化和产品落地方面取得突破，特别是在芯片的后量子密码和全同态密码实现技术上取得了积极进展。2024年8月电科网安成功中标中国移动通信有限公司研究院量子通信服务一级平台&二级平台（QKD VoLTE）原型系统委托研发项目，与中国移动共同推动量子密钥管理及保密通信技术成果转化。

图11：成功中标中国移动量子通信服务研发项目



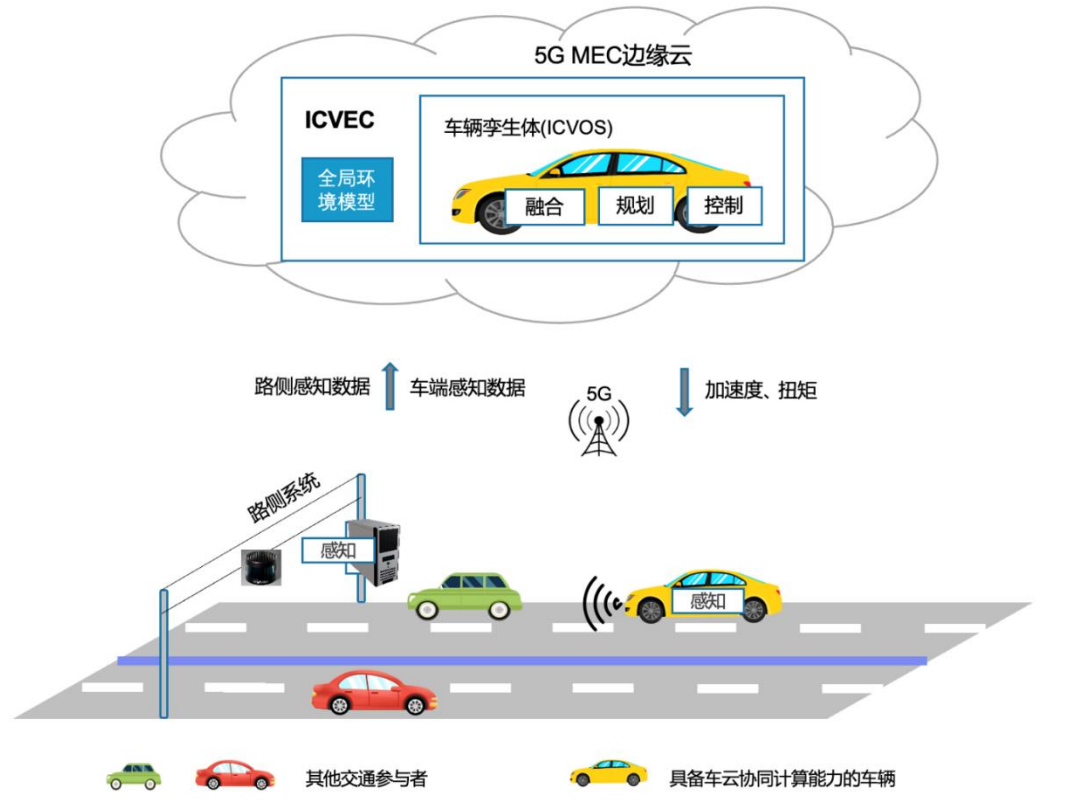
数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

2.2.2. 围绕“车、路、云、网”，开展智能车联网安全技术研究和产品研制

在车联网安全领域，公司致力于满足“车、路、云、网”一体化的安全需求，积极推动智能车联网安全技术的创新和产品的研发。公司的安全芯片已成功通过 AEC-Q100 车规级可靠性试验检测，并获得了 Grade3 认证，这标志着公司产品达到了汽车行业的高标准要求。此外，公司还基于 V2X 技术构建了数字证书管理系统和证书互信平台，形成了完整的 V2X 证书认证体系，为车联网中的通信安全提供了坚实的基础。公司还参与了自然资源部的相关试点示范项目，开发了地理信息安全组件及管理系统等产品，并形成了可复制推广的安全总体方案。为了进一步提升安全防护能力，公司组建了专业的攻防研究团队，专注于智能汽车远程攻击接管、远程监听、漏洞检测等关键技术的研发，并在无锡等地组织的智能汽车攻防比赛中取得了优异成绩，展示了公司在车联网安全领域的技术实力。此外，公司积极开展与国内主流车企的合作，共同推出了智能汽车数据

安全整体解决方案，并在实际场景中开展了示范应用。这些合作不仅加强了公司与汽车行业的联系，也为智能汽车的数据安全提供了全面保障。

图12: 车路协同案例



数据来源：国汽智控，东吴证券研究所

2.2.3. 围绕卫星互联网安全方面，开展关键技术研究

围绕卫星互联网关键环节的安全保障需求，开展系列技术与产品开发。公司专注于卫星互联网天地异构多网融合的身份认证和密钥管理技术，确保用户在不同网络环境下的安全接入和数据传输的保密性、完整性和可用性。同时，针对用户差异化的安全需求，公司研究并实现了安全资源的动态分配和保障机制，以满足不同用户和不同应用场景下的特定安全需求。公司加强了对卫星互联网产业的调研和产业链分析，积极参与并承担了国家相关课题项目，通过这些项目牵引技术研究方向，推动卫星互联网安全技术的创新和应用。此外，公司与蓝箭等企业建立了合作关系，共同开展生态聚能，通过联合多地卫星互联网用户，共同推进试点示范工作，这不仅加速了卫星互联网安全技术的实践应用，也为公司积累了宝贵的实战经验。

在产品研制方面，公司成功完成了卫星互联网多款关键产品的开发，包括但不限于安全认证设备、数据加密模块、安全监控系统等，这些产品均针对卫星互联网的特殊需求进行了定制化设计。公司还形成了一套可复制推广的卫星互联网安全整体解决方案，

该方案综合考虑了系统的安全性、可靠性和实用性，能够为不同规模和需求的卫星互联网运营商提供全面、有效的安全保障。

2.2.4. 人工智能赋能数据安全，开展面向安全领域的生成式 AI 大模型

专注于 AI 技术加强数据安全，实现 AI 赋能。公司自主研发了 AI 人工智能平台，这一平台以“智能应用+智能安全”为核心需求，旨在提升安全数据处理、安全模型构建、模型推理赋能等方面的能力。通过这一平台，公司加强了对敏感数据发现与分级系统、专用监管、电子公文交换等产品的智能化升级，实现了数据资产的智能梳理、敏感数据的智能识别及分级分类。此外，公司还实现了基于用户行为分析的数据安全异常智能检测，这一功能能够及时识别并预警潜在的数据安全威胁，从而降低企业面临的数据安全风险。通过这些智能化的安全解决方案，公司不仅帮助企业有效防范数据泄露和其他安全威胁，还助力企业实现数据价值的最大挖掘和利用，提升企业的数据驱动能力和市场竞争力。

2.2.5. 积极承担云安全应用示范项目，助推技术发展与应用

积极承担专用领域云安全应用示范项目，与近 20 家厂商推进云安全技术的发展和应用。公司专注于桌面虚拟化等产品的研制，并成功形成了一套可复制推广的信创云安全总体方案。通过这些努力，公司不仅获得了首批桌面虚拟化和服务器虚拟化等相关产品的资质认证，还确立了在云安全领域的领先地位。作为云安全领域的先行者，公司还参与了第一批服务器虚拟化标准的制定工作，牵头和参与了近 10 个云安全标准的制修订和研究，为云安全行业标准的建立和完善做出了重要贡献。此外，公司还牵头了四川省科技厅的可信云计算与大数据课题，承担了可信云计算与大数据四川省重点实验室的建设与运营工作，进一步巩固了公司在云安全技术研究和创新方面的基础。在产品创新方面，公司自主研发了高安全云容器平台，这一平台旨在赋能产品的云化研发，推动密码机、VPN、密码服务平台、防火墙等重要密码和安全产品的全面云化。通过这些云化产品，公司不仅提升了产品的安全性和可靠性，也为用户带来了更加灵活、高效的云安全服务体验。

图13: 云安全研究中心



数据来源：电网网安公众号，东吴证券研究所

布局新方向，打开新空间。公司在密码、网络安全、数据安全三大领域的深耕，以及在量子计算、车联网、卫星互联网、云安全等新兴安全场景的布局，为其打开了新的增长空间。公司的稳健经营和创新并进的策略，有望在未来的市场竞争中保持领先。

3. 盈利预测和估值

核心假设：

公司主要产品类型为密码、网络安全和数据安全，考虑行业短期需求的影响，我们对公司各业务线的增速进行一定程度的下调；

密码业务：公司持续优化密码核心能力，在新领域、新场景应用取得新突破，核心产品在电子政务、电力、金融等行业的市场占有率进一步提升。基于此，我们预计该业务 2024-2026 年营收同比增速为 5%、15%、20%。

网络安全产品：公司全面布局网络安全业务，有望受益于等级保护和分级保护合规监管要求，以及用户应用系统安全需求，我们预计 2024-2026 年该业务营收增速均为 5%、15%、20%。

数据安全业务：公司加速培育数据安全业务，围绕重要数据和个人信息保护、数据安全流通等方向，重点布局隐私计算，公司将继续打造标杆和布局全国性市场，我们预计 2024-2026 年该业务营收增速均为 10%、20%、20%。

毛利率：受益于行业需求和竞争的影响，预计毛利率短期有所回落，随着需求回暖

和竞争减小，毛利率有望稳步回升。我们预计公司 2024-2026 年综合毛利率为 41.17%、41.74%、41.83%。

表2: 公司收入拆分及预测 (单位: 百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	3072.78	3232.83	3724.81	4469.77
yoy	-10.62%	5.2%	15.2%	20.0%
毛利率	42.33%	41.17%	41.74%	41.83%
密码	1474.61	1548.34	1780.59	2136.71
yoy	10.45%	5%	15%	20%
网络安全	1469.90	1543.40	1774.90	2129.89
yoy	-21.96%	5%	15%	20%
数据安全	128.27	141.10	169.32	203.18
yoy	-41.54%	10.0%	20.0%	20.0%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

可比公司估值与投资建议: 根据业务相似性我们选取三未信安、吉大正元、格尔软件作为可比公司。可比公司 2024 年 PE 平均值为 36 倍。我们预计归母净利润分别为 3.63/4.47/5.53 亿元 (前值为 4.29/5.32/6.51 亿元), 同比增速分别为 4%、23%、24%, 对应 PE 分别为 36/29/23 倍。考虑后续随着需求回暖订单有望逐渐恢复, 依旧看好公司作为行业龙头公司的优势地位, 维持“买入”评级。

表3: 可比公司估值 (2024/9/25)

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2024E	2026E	2024E	2025E	2026E
688489.SH	三未信安	33.62	1.04	1.36	1.73	32	25	19
003029.SZ	吉大正元	37.50	0.90	1.91	3.76	42	20	10
603232.SH	格尔软件	26.98	0.78	0.99	1.36	35	27	20
	平均					36	24	16
002268.SZ	电科网安	129.90	3.63	4.47	5.53	36	29	23

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 可比公司估值取自 Wind 一致预期)

4. 风险提示

- 新兴安全业务推进不及预期:** 新兴安全领域竞争不断加剧, 公司相关业务的拓展和布局可能达不到预期, 从而对业绩产生影响。
- 公司产品研发不及预期:** 由于客户对产品具体性能、指标、开发进度预期不同, 可能造成公司未来新产品无法及时投放相应市场, 对公司业绩造成不利影响。
- 竞争加剧影响:** 目前国内产业相关企业众多, 如果后续优质企业增加, 可能会带来竞争加剧影响。

电科网安三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,646	5,935	6,663	7,664	营业总收入	3,073	3,233	3,725	4,470
货币资金及交易性金融资产	3,286	3,662	4,160	4,794	营业成本(含金融类)	1,772	1,902	2,170	2,600
经营性应收款项	1,654	1,520	1,647	1,852	税金及附加	26	27	32	38
存货	333	370	422	506	销售费用	357	372	428	501
合同资产	285	291	335	402	管理费用	179	188	209	250
其他流动资产	87	92	99	110	研发费用	423	440	507	599
非流动资产	1,981	2,026	2,026	2,027	财务费用	(20)	0	0	0
长期股权投资	28	28	28	28	加:其他收益	46	39	45	45
固定资产及使用权资产	341	341	341	341	投资净收益	26	27	32	38
在建工程	1,095	1,095	1,095	1,095	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	169	169	169	169	减值损失	(56)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	13	14	14	15	营业利润	352	371	456	565
其他非流动资产	335	379	379	380	营业外净收支	(1)	0	0	0
资产总计	7,627	7,960	8,690	9,691	利润总额	351	371	456	565
流动负债	1,999	2,018	2,300	2,748	减:所得税	5	7	9	11
短期借款及一年内到期的非流动负债	41	32	32	32	净利润	346	363	447	553
经营性应付款项	1,574	1,585	1,808	2,167	减:少数股东损益	(3)	0	0	0
合同负债	224	259	298	358	归属母公司净利润	349	363	447	553
其他流动负债	161	142	162	192	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.41	0.43	0.53	0.65
非流动负债	88	90	90	90	EBIT	332	371	456	565
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	461	371	456	565
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	42.33	41.17	41.74	41.83
租赁负债	38	38	38	38	归母净利率(%)	11.35	11.24	12.00	12.38
其他非流动负债	50	52	52	52	收入增长率(%)	(10.62)	5.21	15.22	20.00
负债合计	2,087	2,108	2,391	2,839	归母净利润增长率(%)	13.74	4.22	22.92	23.85
归属母公司股东权益	5,537	5,849	6,296	6,849					
少数股东权益	3	3	3	3					
所有者权益合计	5,539	5,852	6,299	6,852					
负债和股东权益	7,627	7,960	8,690	9,691					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	597	379	466	597	每股净资产(元)	6.55	6.92	7.44	8.10
投资活动现金流	(22)	57	31	37	最新发行在外股份(百万股)	846	846	846	846
筹资活动现金流	(100)	(59)	0	0	ROIC(%)	5.97	6.30	7.27	8.33
现金净增加额	476	377	497	634	ROE-摊薄(%)	6.30	6.21	7.10	8.08
折旧和摊销	129	0	0	0	资产负债率(%)	27.37	26.48	27.51	29.29
资本开支	(90)	30	0	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	37.24	35.74	29.07	23.47
营运资本变动	148	115	51	82	P/B(现价)	2.35	2.22	2.06	1.90

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>