

公司研究

国内领先密码厂商携手华为积极布局数字安全市场

——吉大正元（003029.SZ）跟踪报告

要点

筑牢保密防线，涉密信息系统分级保护意义重大。涉密信息系统实行分级保护，根据涉密信息的涉密等级，涉密信息系统的重要性，遭到破坏后对国计民生造成的危害性，以及涉密信息系统必须达到的安全保护水平来确定信息安全的保护等级。涉密信息系统安全分级保护根据其涉密信息系统处理信息的最高密级，可以划分为秘密级、机密级和机密级（增强）、绝密级三个等级。《保密法》及其实
施条例年内先后修订，保密科技强化：新修订的《中华人民共和国保守国家秘密法》**高度重视保密科技创新和科技防护；**新修订的《中华人民共和国保守国家秘密法实施条例》鼓励保密科技创新，更加注重信息设备与信息系统保密管理，在细化安全保密产品和保密技术装备管理要求上有了新的变化。

吉大正元携手华为，共建自主创新数字安全新生态。多年以来，吉大正元先后与华为数通、华为计算、华为云等产线进行了合作，从国产密码技术出海到智慧交通、智慧城市，从多行业 IAM 产品合作到鲲鹏专属“元密”等系列安全产品，双方在政务云、工业物联网、车云等领域都取得了丰硕的落地成果。2024 年 6 月 3 日，吉大正元与华为技术有限公司数据存储产品线签署战略合作协议。2020 年 9 月，吉大正元荣获“华为 2020 年度网络生态最佳实践伙伴”。

密码为基，全面释放数字安全创新能力。吉大正元是国内资质领先的密码厂商，国家首批商用密码产品生产定点。自 1999 年成立以来，公司始终以密码技术为核心，开展信息安全产品的研发、生产和销售及服务，提供基于密码的可信身份认证及可信数据保障等安全解决方案，行业客户遍及政府、军队、军工、金融、能源、电信等领域。公司紧跟数字经济发展趋势，在数字政府、物联网安全、数据安全等领域持续探索，积极拓展政务、信创等行业客户。针对重点领域安全方案进行定制化、服务化升级，推动公司从密码厂商向整体安全解决方案厂商转型，持续完善渠道网络体系建设。截至 2023 年末，公司已签约 43 家一级代理商，尤其在信创市场方面，公司依托信创市场经验，紧抓信创产品国产化发展趋势，2023 年内实现多个项目的中标与签约。

盈利预测、估值与评级：考虑当前政府预算收紧情况，我们将公司 2024-2026 年归母净利润调整为 0.19/1.33/2.53 亿元（调整幅度为-66.7%/-8.3%/-2.7%），对应 PE 为 256/37/19X。然而，随着涉密信息系统分级保护相关规定的不断推进，如新修订的《保密法》和《条例》对信息设备与信息系统保密管理的加强，以及对安全保密产品和保密技术装备管理要求的细化，吉大正元有望持续受益于未来产业趋势，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策发生重大变动，数字经济发展推进不及预期，市场竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	491	408	509	1,062	2,014
营业收入增长率	-39.82%	-16.94%	24.73%	108.74%	89.63%
归母净利润（百万元）	-34	-157	19	133	253
归母净利润增长率	NA	NA	NA	595.86%	90.79%
EPS（元）	-0.18	-0.85	0.10	0.68	1.31
ROE（归属母公司）（摊薄）	-2.48%	-13.24%	1.58%	9.95%	16.32%
P/E	NA	NA	256	37	19
P/B	3.5	3.9	4.0	3.7	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-05；2022/2023 年末及当前总股本为 1.86/1.84/1.94 亿股

买入（维持）

当前价：25.20 元

作者

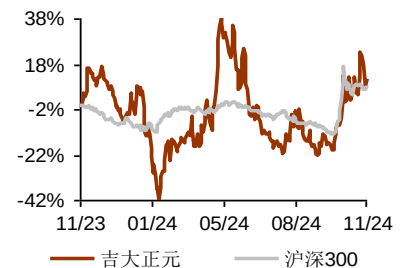
分析师：白玥
执业证书编号：S0930524070017
021-52523683
baiyue@ebsecn.com

分析师：颜燕妮
执业证书编号：S0930524030004
021-52523656
yanyanni@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.94
总市值(亿元):	48.79
一年最低/最高(元):	11.76/29.28
近 3 月换手率:	322.13%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	14.06	16.57	11.59
绝对	9.09	37.55	22.93

资料来源：Wind

相关研报

“AI+密码”战略升级布局广阔市场，看好全年业绩向好——吉大正元（003029.SZ）2024 年半年报点评（2024-08-19）

目 录

1、筑牢保密防线，涉密信息系统分级保护意义重大	3
1.1 保密法规体系基本完善，分保重中之重	3
1.2 《保密法》及其实施条例年内先后修订，保密科技强化	3
2、吉大正元携手华为，共建自主创新数字安全新生态.....	5
2.1 与华为数据存储产品线正式签约	5
2.2 与华为保持多年良好合作关系.....	5
3、密码为基，全面释放数字安全创新能力.....	6
3.1 夯实优势领域并积极转型，构建转型中的业绩支撑点	7
3.2 三大竞争优势护航，行业地位较为稳固	8
4、投资建议.....	10
5、风险分析.....	10

1、筑牢保密防线，涉密信息系统分级保护意义重大

1.1 保密法规体系基本完善，分保重中之重

1997 年《中共中央关于加强新形势下保密工作的决定》明确了在新形势下保密工作的指导思想和基本任务，提出要建立与《中华人民共和国保守国家秘密法》（以下简称《保密法》）相配套的保密法规体系和执法体系，建立现代化的保密技术防范体系。中央保密委员会于 2004 年 12 月 23 日下发了《关于加强信息安全保障工作中保密管理若干意见》明确提出要建立健全涉密信息系统分级保护制度。2005 年 12 月 28 日，国家保密局下发了《涉及国家秘密的信息系统分级保护管理办法》，同时，《保密法》修订草案也增加了网络安全保密管理的条款。随着《保密法》的贯彻实施，国家已经基本形成了完善的保密法规体系。

涉密信息系统实行分级保护（以下简称“分保”），根据涉密信息的涉密等级，涉密信息系统的重要性，遭到破坏后对国计民生造成的危害性，以及涉密信息系统必须达到的安全保护水平来确定信息安全的保护等级；分保的核心是对信息系统安全进行合理分级、按标准进行建设、管理和监督。国家保密局专门对涉密信息系统如何进行分级保护制定了一系列的管理办法和技术标准，目前，正在执行的两个分级保护的国家保密标准是 BMB17《涉及国家秘密的信息系统分级保护技术要求》和 BMB20《涉及国家秘密的信息系统分级保护管理规范》。从物理安全、信息安全、运行安全 and 安全保密管理等方面，对不同级别的涉密信息系统有明确的分级保护措施，从技术要求和标准两个层面解决涉密信息系统的分级保护问题。

涉密信息系统安全分级保护根据其涉密信息系统处理信息的最高密级，可以划分为秘密级、机密级和机密级（增强）、绝密级三个等级。

表 1：涉密信息系统的等级分为秘密级、机密级、绝密级三个级别

密级	物理安全	运行安全	信息安全保密
秘密级	强	强	强
机密级	更强	更强	更强
机密增强级	在机密级基础上增加要求		
绝密级	最强	最强	最强

资料来源：广东网络安全专委会，光大证券研究所

1.2 《保密法》及其实施条例年内先后修订，保密科技强化

2024 年 2 月 27 日，十四届全国人大常委会第八次会议表决通过了新修订的《保密法》，该法于 2024 年 5 月 1 日起施行。新修订的《保密法》在总则中规定“坚持中国共产党对保守国家秘密工作的领导”，明确了进一步加强党对保密工作的领导，具体而言：

1、新修订的《保密法》**高度重视保密科技创新和科技防护**，科技含量明显提升。《保密法》总则新增条款支持保密科技创新，明确国家对保密科学研究和应用的鼓励、支持，强调提升自主创新能力，依法保护保密领域的知识产权，为保密科技实现高水平自立自强提供法律支持。

2、**完善了保密科技防护制度措施。**一方面，规定涉密信息系统规划、建设、运行、维护全流程应当符合国家保密规定和标准，并配备保密设施、设备，明确涉密信息系统定期进行风险评估，避免“带病运行”；另一方面，规定机关、单位加强对信息系统、信息设备的保密管理，建设保密自监管设施，及时发现并处置安全保密风险隐患。

3、**进一步完善了网络信息保密管理制度：**一方面，明确了网络信息的制作、复制、发布、传播等各个环节均应当遵守国家保密规定；另一方面，规定了网络运营者应当配合有关部门对涉嫌泄露国家秘密案件进行调查处理，利用互联网及其他公共信息网络发布的信息涉嫌泄露国家秘密的，应当及时处置报告，并根据要求删除涉及泄露国家秘密的信息，对有关设备进行技术处理等。

4、**进一步强化国家秘密的精准保护，**最大限度保障信息资源合理利用。比如，规定保密事项范围确定应当遵循必要、合理原则，要求每年开展国家秘密审核等，进一步推进精准定密、及时解密。同时，增加了信息公开保密审查专门条款，建立起信息公开的“安全网”，做到该保守的秘密坚决守住，该公开的信息依法公开。

2024年7月22日，新修订《中华人民共和国保守国家秘密法实施条例》（以下简称《条例》）正式公布，并于2024年9月1日起施行。《条例》共6章74条，在完善领导管理体制，加强定密管理、细化保密管理、强化监督管理四大方向做出了重点规定。新修订《条例》不仅鼓励保密科技创新，更加注重信息设备与信息系统保密管理，在细化安全保密产品和保密技术装备管理要求上有了新的变化。

图 1：新修订《条例》对用于保护国家秘密的安全保密产品和保密技术装备提出新要求

第三十六条 研制、生产、采购、配备用于保护国家秘密的安全保密产品和保密技术装备应当符合国家保密规定和标准。

国家鼓励研制生产单位根据保密工作需要，采用新技术、新方法、新工艺等创新安全保密产品和保密技术装备。

第三十七条 研制生产单位应当为用于保护国家秘密的安全保密产品和保密技术装备持续提供维修服务，建立漏洞、缺陷发现和处理机制，不得在安全保密产品和保密技术装备中设置恶意程序。

研制生产单位可以向国家保密行政管理部门设立或者授权的机构申请对安全保密产品和保密技术装备进行检测，检测合格的，上述机构颁发合格证书。研制生产单位生产的安全保密产品和保密技术装备应当与送检样品一致。

第七十条 用于保护国家秘密的安全保密产品和保密技术装备不符合国家保密规定和标准，有下列情形之一的，由保密行政管理部门对研制生产单位给予警告或者通报批评，责令有关检测机构取消合格证书；有违法所得的，没收违法所得：

- （一）研制生产单位拒不整改或者整改后仍不符合国家保密规定和标准的；
- （二）安全保密产品和保密技术装备存在重大缺陷或者重大泄密隐患的；

资料来源：Guub 国保科技

2、吉大正元携手华为，共建自主创新数字安全新生态

2.1 与华为数据存储产品线正式签约

2024年6月3日，吉大正元与华为技术有限公司数据存储产品线签署战略合作协议。双方将全面整合产品技术、市场开拓、行业服务、融合创新等方面的优势资源，共同携手自主技术创新，全力推动我国数字安全领域自主技术创新的实践与应用，更好满足行业用户安全可信的数字化转型升级需求，为广大行业用户提供更安全、更可靠的数字安全服务。

图 2：吉大正元与华为数存开启战略合作



资料来源：长春新闻官方微信公众号

华为数据存储产品线作为华为公司的重要产线，一直着力于为我国各行各业数字化发展提供关键的基础信息设备。此次合作，是双方各自在自主技术创新、产业资源、产品服务、行业开拓、服务用户数字化转型等方面积累的优势之上，开展的更高层次的深度融合。

2.2 与华为保持多年良好合作关系

吉大正元与华为保持着多年良好的合作关系，公司为此设立了专门的华为合作部门。多年以来，吉大正元先后与华为数通、华为计算、华为云等产线进行了合作，从国产密码技术出海到智慧交通、智慧城市，从多行业 IAM 产品合作到鲲鹏专属“元密”等系列安全产品，双方在政务云、工业物联网、车云等领域都取得了丰硕的落地成果。

2020年9月，华为全联接大会 2020 在上海盛大召开。在华为 2020 年度合作伙伴之夜“优秀合作伙伴颁奖典礼”上，吉大正元荣获“华为 2020 年度网络生态最佳实践伙伴”。网络生态最佳实践伙伴是指与华为在 5G、数字能源、数通、传送接入、云核心网等领域开展解决方案合作，并在对应产业/领域取得商业成功及突出贡献的合作伙伴。

图 3：华为 2020 年度网络生态最佳实践伙伴证书



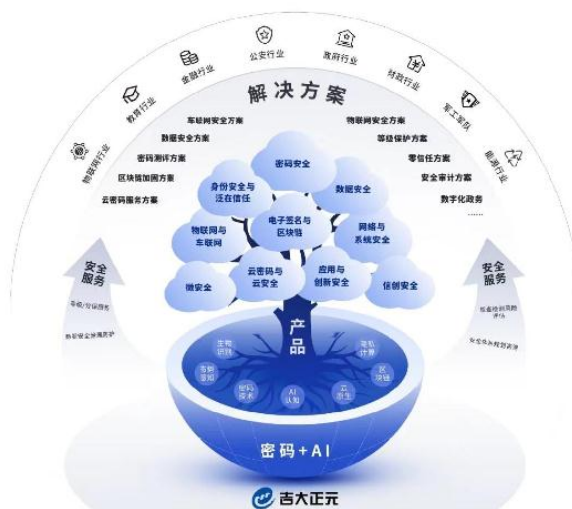
资料来源：吉大正元官方百家号

3、密码为基，全面释放数字安全创新能力

公司是电子认证及可信数据保障领域的先行者和技术引领者，也是信息安全行业标准制定的主要参与者。自 1999 年成立以来，公司始终以密码技术为核心，开展信息安全产品的研发、生产和销售及服务，提供基于密码的可信身份认证及可信数据保障等安全解决方案，行业客户遍及政府、军队、军工、金融、能源、电信等领域。公司通过持续技术研发，积累了数字证书、数字加密、数字签名、身份认证、访问控制等关键技术，实现了电子认证领域的多项突破，为云计算、大数据、物联网、移动互联、智能计算等领域提供安全技术支撑与保障。

公司主营业务分为网络安全产品、网络安全服务、网络安全生态。2023 年内，公司聚焦于商业密码技术与 AI 技术的深度融合，并以此为基础研发适用于数据安全、物联网、工控安全、信创等领域，服务于政府、央国企及中小企业的产品系列。公司为政府、军队以及金融、能源、电信、医疗、制造业等多个行业的企事业单位提供网络安全产品和服务，具体产品及服务如下：

图 4：吉大正元主要产品及服务领域



资料来源：吉大正元 2023 年年报

3.1 夯实优势领域并积极转型，构建转型中的业绩支撑点

公司紧跟数字经济发展趋势，在数字政府、物联网安全、数据安全等领域持续探索，积极拓展政务、信创等行业客户，加强大型央企、国企等企业的安全建设，关注中小企业安全需求。针对重点领域安全方案进行定制化、服务化升级，推动公司从密码厂商向整体安全解决方案厂商转型，持续完善渠道网络体系建设。截至 2023 年底，公司已签约 43 家一级代理商。

- 1、在信创市场方面，公司依托信创市场经验，紧抓信创产品国产化发展趋势，2023 年内实现多个项目的中标与签约；
- 2、在政务市场方面，公司持续构建以密码为基石的电子政务、系统安全集成与运维、智慧城市、数据云图、咨询规划等核心能力，提升政务服务水平，升级政务云相关产品，护航优势客户云上业务安全；
- 3、在能源行业方面，公司积极推进能源行业数字安全建设，相关解决方案已应用于国家电网、中石油、中国华能、中广核等央国企信息化系统，持续推动能源行业数字化转型；
- 4、在物联网业务方面，公司继续丰富车联网安全相关产品及方案，从车内业务向车云、车际业务延伸并提升相关数据安全技术能力；
- 5、在军工军队方面，公司持续推进型号项目研发及生产，并为中标新项目储备技术能力及资源；
- 6、在业务开拓方面，公司持续布局医疗、教育等领域，着重推进战略重心南移，并以华北京津冀、华东长三角、华南大湾区为营销圆点向外辐射，提升品牌影响力，挖掘市场需求，为公司长远发展构建业绩支撑点。

3.2 三大竞争优势护航，行业地位较为稳固

技术优势：国家首批商用密码产品生产定点单位，技术积淀深厚

公司是国家首批商用密码产品生产定点单位，其核心产品“电子证书认证系统”于 1999 年通过国家级鉴定，属国内首例。公司是国家高新技术企业、国家火炬计划软件产业基地骨干企业、“十五”国家 863 计划成果产业化基地，是全国信息安全标准化技术委员会成员，曾主持或参与多项国家级项目与若干省部级科研项目，包括 2 项 863 计划项目、1 项科技支撑计划、1 项国家重点研发计划、1 项国家级火炬计划，具有扎实的密码理论研究基础、丰富的科研经验和产业化经验。至 2023 年底，公司设有 2 个研发中心，1 个企业博士后科研工作站及 1 个省级企业技术中心，已形成技术体系化管理。公司与清华大学、中国科学院、吉林大学、山东大学、西安电子科技大学等国内外知名高校及科研机构开展科研合作，为政府、企业提供数字安全技术支撑与服务。

表 2：公司参与多项国家级、省部级科研项目，科研经验丰富

序号	项目名称	类别
1	八六三计划信息安全应急计划项目“电子证书及其应用系统”	国家级
2	八六三计划课题“交叉认证技术的开发与研究”	国家级
3	科技支撑计划“国家商用密码应用技术体系研究及应用示范”和“电子交易密码应用示范工程”	国家级
4	国家重点研发计划“网络空间安全”重点专项项目	国家级
5	国家级火炬计划项目	国家级
6	国家重点研发计划“网络空间安全”重点专项项目“安全电子凭据服务及其监管关键技术”	国家级
7	科技部中小企业技术创新基金“基于安全机制的电子商务平台”	省部级
8	科技部中小企业技术创新基金“JIT RegiMail 吉大正元挂号电子邮件系统”	省部级
9	发改委信息安全专项“基于 PKI/PMI 技术的行为审计系统产业化项目”	省部级
10	发改委高技术产业化示范工程“企业网上团体贸易商务系统示范项目”	省部级

资料来源：吉大正元年报，光大证券研究所

行业经验优势：项目经验充足，客户资源丰富

公司共参与建设 1000 多个国内知名大中型信息安全项目，为国家“金盾工程”、“金财工程”、“金水工程”、“金质工程”等金字工程及北京 2008 奥运会、载人航天工程等多项具有重大社会、政治影响的大型项目提供信息安全解决方案及保障，积累了较为丰富的重大项目建设经验，覆盖政府、军队、军工、金融、能源和电信等行业和领域。2023 年，公司按照“行业主营、区域主销、渠道为基”的市场策略，通过优化重点行业的产品方案、推动核心区域营销拓展、完善渠道网络建设等措施，不断提升公司行业影响力，增强业绩驱动力。

公司自成立以来，积累了包括 40 个以上的中央国家机关及部委核心客户资源。2023 年，公司成功拓展了数字政府、信创行业的多个重点客户，进一步提升了公司在数字安全行业的认可度，夯实了公司行业地位。

表 3：公司核心客户资源丰富

行业	客户名称
金融	中国人民银行、中国银行、招商银行、中国建设银行、中国工商银行、中国农业银行、中国光大银行、中信银行、交通银行、中国金融认证中心、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国人寿、太平洋保险、泰康人寿
能源	国家能源集团、中国电建、大唐集团、中国长江三峡集团、中广核、中国石化、中国海油、神华集团、中国石油、中海石油气电集团、中国交通建设、中国华能集团、中国华电集团、国家电网、国家电力投资集团
政府	全国人大、全国政协、国家发改委、中联部、中组部、财政部、监察部、工信部、水利部、环保部、公安部、密码管理局、安监总局、交通运输部、国家质监局
运营 CA	山西省数字证书认证中心、陕西省数字证书认证中心、内蒙古数字证书认证中心、辽宁省数字证书认证中心、安信电子认证中心、沃通、天津市滨海数字证书认证中心、泰尔认证中心、深圳 CA、江西省数字证书有限公司、湖北电子认证、河南省数字证书认证中心、福建省数字安全证书管理有限公司、东方中讯、北京中认环宇信息安全技术有限公司
其他行业	中国中央电视台、中国移动、中国一汽、中国投资有限责任公司、中国联通、中国科学院、中国电子、新华网、新华社、人民网、人民日报社、吉林大学、中国一重、哈尔滨工业大学、中共中央党校

资料来源：吉大正元官网，光大证券研究所

资质优势：各类涉密认证齐全

公司是目前同行业中最早且最多拥有各类资质的企业之一。2020 年，公司获得赛迪认证中心颁发的信息系统服务交付能力等级证书，能力等级一级。2021 年，公司全资子公司长春吉大正元信息安全技术有限公司获得“涉密信息系统集成（甲级）资质证书”（系统集成/软件开发）、“涉密信息系统集成（乙级）资质证书”（系统集成/运行维护）。此前根据公司招股书披露，公司已拥有完备的涉密资质证书。

表 4：公司具备行业内各类重要业务资质

主体名称	证照名称	范围及资质等级	颁发机关
长春吉大正元 信息技术股份 有限公司	涉密信息系统集成资质证书	系统集成／软件开发（甲级）	国家保密局
	信息安全服务资质认证证书 （信息系统安全集成）	信息系统安全集成-二级	中国网络安全审查技术与 认证中心
	软件企业证书	评估为软件企业	吉林省软件行业协会
山西数字证书 认证中心	电子认证服务使用密码许可证 -	-	国家密码管理局
	电子认证服务许可证	-	中华人民共和国工业和信息 化部
北京吉大正元 信息安全技术 有限公司	质量管理体系认证证书	应用软件设计开发、信息系统集成 及服务	北京埃尔维质量认证中心
	高新技术企业证书	评估为高新技术企业	北京市科学技术委员会、 北京市财政局、国家税务总 局北京市税务局
	中关村高新技术企业证书	评估为中关村高新技术企业	中关村科技园区管理委员 会
长春吉大正元 信息安全技术 有限公司	涉密信息系统集成资质证书	系统集成/软件开发（甲级）	国家保密局
	涉密信息系统集成资质证书	系统集成/运行维护（乙级）	国家保密局

资料来源：吉大正元招股说明书，光大证券研究所

4、投资建议

考虑当前政府预算收紧情况，我们将公司 2024-2026 年归母净利润调整为 0.19/1.33/2.53 亿元（调整幅度为-66.7%/-8.3%/-2.7%），对应 PE 为 256/37/19X。

新修订的《保密法》和《条例》不仅鼓励保密科技创新，更加注重信息设备与信息系统保密管理，进一步提高了细化安全保密产品和保密技术装备管理要求，吉大正元有望受益于未来产业趋势，维持“买入”评级。

表 5：信创及华为产业链重点公司 2023-2026 年归母净利润及 PE 估值

代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
600536.SH	中国软件	247	-2.33	1.15	2.21	3.46	NA	215	112	71
688152.SH	麒麟信安	49	-0.30	/	/	/	NA	/	/	/
301236.SZ	软通动力	403	5.34	6.53	8.36	10.36	76	62	48	39
300339.SZ	润和软件	188	1.64	2.51	3.46	4.61	115	75	54	41
300598.SZ	诚迈科技	70	1.88	/	/	/	37	/	/	/
603138.SH	海量数据	42	-0.81	-0.25	0.36	0.98	NA	NA	117	43
688692.SH	达梦数据	266	2.96	3.62	4.48	5.43	90	74	59	49
平均							79	106	78	49

资料来源：Wind，光大证券研究所。注：1) 2024-2026 年归母净利润为 Wind 一致预期值；2) 股价时间为 2024 年 11 月 5 日；3) PE 估值为负值时表示为“NA”，缺少 Wind 一致预期值表示为“/”。

表 6：信创及华为产业链重点公司 2023-2026 年营业收入及 PS 估值

代码	公司简称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				PS			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
600536.SH	中国软件	247	67.23	72.69	84.96	99.64	4	3	3	2
688152.SH	麒麟信安	49	1.63	/	/	/	30	/	/	/
301236.SZ	软通动力	403	175.81	311.43	353.27	401.14	2	1	1	1
300339.SZ	润和软件	188	31.06	37.30	45.10	54.25	6	5	4	3
300598.SZ	诚迈科技	70	18.78	/	/	/	4	/	/	/
603138.SH	海量数据	42	2.62	3.97	5.48	7.52	16	11	8	6
688692.SH	达梦数据	266	7.94	9.69	11.76	14.14	34	27	23	19
平均							14	10	8	6

资料来源：Wind，光大证券研究所。注：1) 2024-2026 年收入为 Wind 一致预期值；2) 股价时间为 2024 年 11 月 5 日；3) 缺少 Wind 一致预期值表示为“/”。

5、风险分析

- 1) 行业政策发生重大变动。**信息安全及电子认证行业属于国家鼓励和重点关注的行业之一，受到有关法律、法规及政策扶持和严格监管。如果未来行业扶持力度下降或相关审核及管理政策出现调整，可能会对公司业绩产生不利影响。
- 2) 数字经济发展推进不及预期。**我国数字经济规模快速扩张，发展不平衡、不充分、不规范的问题较为突出。如不能有效提高数字经济治理水平，数字经济发展速度或将受到拖累。
- 3) 市场竞争加剧。**万物互联时代，行业新成长空间开启，未来或许会有更多厂商布局数字信任市场，导致市场竞争加剧。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	491	408	509	1,062	2,014
营业成本	161	180	216	446	819
折旧和摊销	4	6	4	5	5
税金及附加	4	2	3	5	10
销售费用	151	185	137	215	394
管理费用	98	90	53	69	129
研发费用	115	122	97	188	344
财务费用	-18	-10	-9	-12	-11
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	-19	-168	21	149	284
利润总额	-20	-168	21	149	283
所得税	4	-23	1	10	20
净利润	-23	-145	20	138	264
少数股东损益	10	12	1	6	11
归属母公司净利润	-34	-157	19	133	253
EPS(元)	-0.18	-0.85	0.10	0.68	1.31

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3	-117	-13	41	78
净利润	-34	-157	19	133	253
折旧摊销	4	6	4	5	5
净营运资金增加	-31	-206	43	202	370
其他	64	241	-78	-299	-550
投资活动产生现金流	-93	-424	8	-10	-10
净资本支出	-93	-237	9	-10	-10
长期投资变化	25	200	0	0	0
其他资产变化	-25	-387	-1	0	0
融资活动现金流	-48	137	10	8	-24
股本变化	0	-2	9	0	0
债务净变化	-2	3	0	0	0
无息负债变化	-35	197	-46	226	413
净现金流	-137	-403	5	39	44

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	67.2%	56.0%	57.5%	58.0%	59.4%
EBITDA 率	-1.5%	-30.2%	1.1%	13.7%	16.1%
EBIT 率	-3.4%	-32.2%	0.4%	13.2%	15.9%
税前净利润率	-4.0%	-41.2%	4.2%	14.0%	14.1%
归母净利润率	-6.9%	-38.5%	3.7%	12.5%	12.6%
ROA	-1.3%	-7.8%	1.1%	6.3%	9.3%
ROE (摊薄)	-2.5%	-13.2%	1.6%	9.9%	16.3%
经营性 ROIC	-5.3%	-26.7%	0.4%	19.7%	28.7%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	24%	34%	32%	37%	43%
流动比率	3.83	1.93	2.06	1.92	1.79
速动比率	3.46	1.62	1.74	1.41	1.16
归母权益/有息债务	140.40	95.75	97.29	107.57	125.09
有形资产/有息债务	184.97	143.38	142.87	171.87	223.62

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	1,832	1,871	1,845	2,204	2,845
货币资金	1,095	698	702	741	785
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	287	212	211	307	503
应收票据	1	7	8	17	32
其他应收款 (合计)	14	10	14	30	57
存货	150	194	186	406	763
其他流动资产	7	20	20	-24	-61
流动资产合计	1,573	1,184	1,169	1,523	2,159
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	25	200	200	200	200
固定资产	14	21	98	157	201
在建工程	7	285	216	164	125
无形资产	28	30	30	29	28
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	130	49	50	50	50
非流动资产合计	259	688	676	681	686
总负债	439	639	593	819	1,232
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	167	162	195	395	711
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1	1	1	4	7
流动负债合计	411	612	566	792	1,205
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1	2
非流动负债合计	28	26	26	26	27
股东权益	1,393	1,233	1,253	1,386	1,613
股本	186	184	194	194	194
公积金	909	874	867	880	905
未分配利润	313	156	173	287	480
归属母公司权益	1,357	1,187	1,206	1,333	1,550
少数股东权益	36	46	47	52	63

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	30.79%	45.43%	27.00%	20.25%	19.55%
管理费用率	20.03%	22.05%	10.50%	6.50%	6.42%
财务费用率	-3.67%	-2.34%	-1.86%	-1.18%	-0.55%
研发费用率	23.33%	29.87%	19.16%	17.66%	17.06%
所得税率	-19%	14%	7%	7%	7%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.00	0.00	0.03	0.19	0.35
每股经营现金流	0.02	-0.63	-0.07	0.21	0.40
每股净资产	7.28	6.43	6.23	6.89	8.01
每股销售收入	2.64	2.21	2.63	5.49	10.40

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	NA	NA	256	37	19
PB	3.5	3.9	4.0	3.7	3.1
EV/EBITDA	NA	NA	756.7	29.4	13.6
股息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.7%	1.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP