

中孚信息 (300659)

计算机

发布时间: 2020-06-02

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

## 从“保密”到“大安全”，产品扩张与强势格局加速成长

信息安全行业高景气，中国网络安全市场增幅领跑全球网络安全市场。网络安全形势日益严峻，信息安全上升为国家安全，中国网络安全市场增幅领跑全球网络安全市场，其中，我国信息安全保密工作实行分级保护，相继出台法律、法规及规范性文件，保密安全成为刚需。随着网络环境日趋复杂，保密安全领域从产品形态向体系协同、并附加安全服务转变。

保密领域龙头地位巩固，民营基因发展动力充足。公司是目前唯一以保密市场为核心主业的上市公司，重点围绕安全保密、密码应用、公共安全等业务领域，行业龙头地位巩固。公司作为民营企业，自成立以来即专注于保密安全行业，伴随行业由小到大发展，发展动力充足。

六大竞争优势，从“保密”到“大安全”构建发展远景：

- 1) 产品线不断丰富，用户单机 ARPU 值有持续提升空间。
- 2) 竞争格局良好，保密龙头连续多年入围网络安全行业全景图。
- 3) 产品具有规模效应，加入鲲鹏产业生态进一步扩大发展空间。
- 4) 山东数字政府建设走在前列、全面开创，本地重点企业有望受益。
- 5) 定向增发解决资金需求，构建长期“大安全”发展远景。
- 6) 先后两次实施股权激励，分享机制助力公司长期发展。

安全保密业务驱动持续高成长，业绩高弹性可期。2019 年，公司实现收入 6.03 亿元，同增 69.32%。安全保密业务快速增长，实现收入 3.73 亿元，同增 80.29%，其中，保密防护产品收入 2.90 亿元，同增 186.17%；公司信息安全服务实现收入 1.72 亿元，同增 144.45%。2019 年，公司实现净利润 1.25 亿元，同增 194.34%。我们认为 2020 年随着创新可信和鲲鹏产业链的持续推进，行业景气度将进一步高涨，公司作为龙头企业将充分受益，业绩高弹性持续可期。

盈利预测：我们预计 2020-2022 年，公司的归母净利润为 2.62/3.52/4.48 亿元，EPS 为 1.23/1.66/2.11 元，当前股价对应 PE 为 46/34/27 倍，给予“买入”评级。

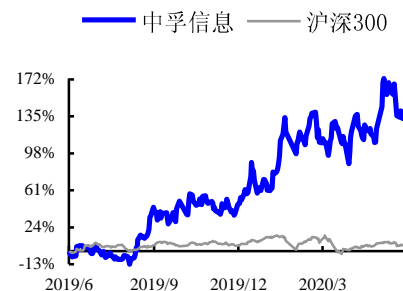
风险提示：短期投入压力较大；政策推进不及预期；市场竞争增加。

### 股票数据

2020/5/29

6 个月目标价 (元)	67.84
收盘价 (元)	56.20
12 个月股价区间 (元)	31.78 ~ 105.72
总市值 (百万元)	11,938
总股本 (百万股)	212
A 股 (百万股)	212
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	3

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	16%	16%	136%
相对收益	16%	17%	130%

### 相关报告

- 《中孚信息 (300659): 营收和利润超预期，创新可信+鲲鹏驱动发展》 20200401
- 《中孚信息 (300659): 股权激励再添动力，保密龙头发展可期》 20200312
- 《中孚信息 (300659): 安全保密业务带动净利润超预期，行业龙头发展可期》 20200117

### 证券分析师: 安永平

执业证书编号: S0550519100001  
13810884820 anyp@nesc.cn

### 研究助理: 邵珠印

执业证书编号: S0550119110012  
18811346899 shaozy@nesc.cn

### 研究助理: 赵伟博

执业证书编号: S0550119110002  
15652991086 zhaowb@nesc.cn

### 联系人: 朴虹睿

执业证书编号: S0550119120003  
18688975825 piaohr@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	356	603	1,229	1,561	2,012
(+/-)%	26.64%	69.32%	103.80%	27.09%	28.83%
归属母公司净利润	42	125	262	352	448
(+/-)%	-12.72%	194.34%	109.93%	34.26%	27.37%
每股收益 (元)	0.32	0.94	1.23	1.66	2.11
市盈率	61.92	68.00	45.53	33.91	26.62
市净率	5.82	14.77	13.85	10.47	7.99
净资产收益率 (%)	9.40%	21.72%	30.42%	30.88%	30.01%
股息收益率 (%)	0.18%	0.36%	0.46%	0.62%	0.79%
总股本 (百万股)	133	133	212	212	212

## 目 录

1.	核心观点：从“保密”到“大安全”，产品扩张与强势格局加速成长.....	5
2.	信息安全行业高景气，保密安全是增速较快的细分赛道.....	7
2.1.	信息安全上升为国家安全，中国网络安全市场增幅领跑全球网络安全市场.....	7
2.2.	政策持续加码，等保和分保政策促进行业发展.....	8
2.3.	保密安全领域向体系协同、加强安全服务转变.....	11
3.	保密领域龙头地位巩固，民营基因发展动力充足.....	11
3.1.	深耕保密行业近 20 年，行业龙头地位巩固.....	11
3.2.	民营基因背景，发展动力充足.....	13
4.	六大竞争优势，从“保密”到“大安全”构建发展远景.....	15
4.1.	产品线不断丰富，用户单机 ARPU 值有持续提升空间.....	15
4.2.	竞争格局良好，保密龙头连续多年入围网络安全行业全景图.....	16
4.3.	产品具有规模效应，加入鲲鹏产业生态进一步扩大发展空间.....	17
4.4.	山东数字政府建设走在前列、全面开创，本地重点企业有望受益.....	21
4.5.	定向增发解决资金需求，构建长期“大安全”发展远景.....	23
4.6.	先后两次实施股权激励，分享机制助力公司长期发展.....	26
5.	安全保密业务驱动持续高成长，业绩高弹性可期.....	27
5.1.	保密产品和信息安全服务业务高速增长，驱动业绩持续高增长.....	27
5.2.	收入利润增速亮眼，ROE 高于行业平均水平.....	32
6.	盈利预测.....	35
6.1.	预计 2020-2022 年，归母净利润为 2.62/3.52/4.48 亿元.....	35
6.2.	给予“买入”评级，目标价 67.84 元.....	38
7.	风险提示.....	38

## 图表目录

图 1: 全球网络安全市场规模.....	8
图 2: 2018-2023 年中国网络安全市场规模预测.....	8
图 3: 2019 年全球 IT 安全产品与服务市场份额.....	11
图 4: 2020 年中国网络安全市场结构预测.....	11
图 5: 公司发展历程.....	12
图 6: 公司创新能力及优势.....	14
图 7: 公司 11 款信创安全产品.....	15
图 8: 中孚信息强势登陆六大类一级安全领域.....	17
图 9: 营业收入和员工总数同比增速.....	18

图 10: 2019 年利润表主要项目的同比增速	18
图 11: 中孚信息与华为 TaiShan 服务器完成互认证	19
图 12: 鲲鹏计算产业合作共赢体系	20
图 13: 公司建设辐射全国的市场及渠道支撑体系	21
图 14: 中孚信息荣获“电子信息行业标杆企业”称号	23
图 15: 基于国产平台的安全防护整体解决方案架构图	24
图 16: 股份支付费用 (2017-2019)	27
图 17: 股权激励首次授予部分费用摊销情况	27
图 18: 公司营业总收入快速增长	28
图 19: 公司营业总收入结构变化	28
图 20: 毛利率稳步提升	28
图 21: 分业务毛利率情况	28
图 22: 信息安全保密产品收入增速大幅提升	29
图 23: 信息安全保密产品毛利率保持稳定	29
图 24: 信息安全服务收入翻倍增长	29
图 25: 信息安全服务毛利率略有回升	29
图 26: 商用密码产品收入情况	30
图 27: 商用密码产品毛利情况	30
图 28: 四大费用率变化情况 (2012-2020Q1)	30
图 29: 归母净利润增长情况	31
图 30: 净利润率变化情况	31
图 31: 员工总人数变化情况	31
图 32: 近 4 年人均创收、创利和人均薪酬变化	31
图 33: 2019 年底公司员工结构	32
图 34: 公司员工学历情况	32
图 35: 可比公司收入规模对比 (单位: 亿元)	32
图 36: 可比公司收入增速对比	32
图 37: 可比公司安全保密产品收入 (单位: 亿元)	33
图 38: 可比公司安全保密产品的毛利率	33
图 39: 可比公司商用密码产品营收 (单位: 亿元)	33
图 40: 可比公司商用密码产品毛利率	33
图 41: 可比公司研发费用率对比	34
图 42: 可比公司归母净利润 (单位: 亿元)	34
图 43: 可比公司归母净利润同比增速	34
表 1: 近年来典型具有国家战略背景的网络攻击事件	7
表 2: 等保 1.0 与等保 2.0 对比	9
表 3: 保密行业相关法律、法规及规范性文件	10
表 4: 公司主要产品及解决方案	12
表 5: 中孚信息管理层团队成员	13
表 6: 公司十大股东 (截至 2019 年 12 月 31 日)	14
表 7: 公司承担和参与的代表项目	16
表 8: 公司资质及所获奖项	17
表 9: 山东省政府关于“数字山东”建设的近期重点政策	22
表 10: 募集资金用途 (单位: 亿元)	23

表 11: 基于大数据的网络安全监管整体解决方案的主要建设内容.....	25
表 12: 公司 2020 年股权激励方案.....	26
表 13: 公司股权激励方案.....	27
表 14: 可比公司杜邦分析.....	35
表 15: 信息安全保密产品收入及毛利率预测.....	36
表 16: 公司信息安全服务收入及毛利率预测.....	36
表 17: 公司商用密码产品收入及毛利率预测.....	36
表 18: 公司整体收入及毛利率预测.....	37
表 19: 公司整体费用及净利润预测.....	38
表 20: 可比公司估值表.....	38

## 1. 核心观点：从“保密”到“大安全”，产品扩张与强势格局加速成长

**信息安全行业高景气，中国网络安全市场增幅领跑全球网络安全市场。**网络安全形势日益严峻，信息安全上升为国家安全。对比中国和全球信息安全支出占全球 IT 支出的比重，中国安全 IT 安全支出占 IT 投入比重低于全球平均，成长空间广阔。根据 IDC 数据，2019 年我国网络安全支出达到 73.5 亿美元，预计 2020 年我国网络安全市场总体支出将达到 87.5 亿美元，同比增长 24.00%，至 2023 年，市场规模将增长至 179.0 亿美元，复合增速达 25.1%，远高于全球市场 10% 的增长。此外，政策持续加码，等保 2.0 正式发布并于 2019 年 12 月 1 日起正式实施，《中华人民共和国密码法》也于 2019 年 10 月 26 日正式颁布并于 2020 年 1 月 1 日正式实施。我国信息安全保密工作实行分级保护，相继出台法律、法规及规范性文件，保密安全成为刚需。

**保密安全领域向体系协同、加强安全服务转变。**网络环境日趋复杂，安全产品的形态正在从单一功能向体系协同进行转变，安全保密技术已从单一产品防护发展为防护监管一体化发展，网络安全态势感知系统成为主动防御的大脑，安全领域从单纯提供软硬件产品向附加安全服务转变，IDC 预测，2020 年，安全硬件在中国整体网络安全支出中将继续占据绝对主导地位，占比高达 59.1%，安全软件和安全服务支出比例分别为 18.4% 和 22.5%，在 2019-2023 年的预测期间内，CAGR（年均复合增长率）分别将达到 25.6%、40% 以上和 27.3%。

**保密领域龙头地位巩固，民营基因发展动力充足。**公司成立于 2002 年，重点围绕安全保密、密码应用、公共安全等业务领域，是目前唯一以保密市场为核心主业的上市公司，行业龙头地位巩固。公司作为民营企业，自成立以来即专注于保密安全行业，伴随行业由小到大发展，发展动力充足。

### 六大竞争优势，从“保密”到“大安全”构建发展远景：

**1) 产品线不断丰富，用户单机 ARPU 值有持续提升空间。**公司 2018 年年报显示“公司主要产品“三合一”、主机监控与审计系统、终端安全登录、打印刻录安全监控与审计系统、电子文档安全管理系统等通过国家有关部门授权的测评机构检测并列入相关产品名录”，展示出公司领先布局，以及多层次、多方面守护国产化信息产品安全的能力，为公司安全保密业务的快速增长奠定基础。根据公司官网信息，目前除了公司核心产品“三合一”外，公司信创安全产品包括：网络安全审计系统、文档发文信息隐写溯源系统、智能辅助定密管理系统、电子文档安全管理系统、电子文件密级标志管理系统、打印刻录安全监控与审计系统、身份鉴别系统、终端安全登录系统、主机监控与审计系统(信创内网版)、主机监控与审计系统(信创外网版)和服务器审计系统，共计 11 款产品，用户单机 ARPU 值有持续提升空间。此外，公司凭借先发优势，大力开拓保密监管产品市场，积极布局网络安全保密防护监管运维一体化平台构建长期发展远景。

**2) 竞争格局良好，保密龙头连续多年入围网络安全行业全景图。**在信息安全保密



领域，公司是国内最早从事信息安全保密产品研发、生产和销售的公司之一。公司核心资质完备，先后承担国家及省部级重点科研项目上百项，并深入参与了基于国产操作系统的安全保密产品的国家相关技术标准的制定工作，公司核心产品如“三合一”的市占率远高于竞争对手，安全软件产品也有较高市场份额。公司连续多年入围网络安全行业全景图，安全牛对外发布的第七版“2020 年中国网络安全行业全景图”中，公司强势登陆六大类一级安全领域。

**3) 产品具有规模效应，加入鲲鹏产业生态进一步扩大发展空间。**公司多为产品型销售模式，具有较强的规模效应，随着收入体量的快速增长，成本费用端增速将低于收入增速，业绩弹性可期。2020 年 3 月 26 日，公司宣布其主机监控与审计系统和中孚身份鉴别系统与华为 TaiShan 服务器完成互认证测试。我们认为，华为鲲鹏产业生态将带动中国基础软硬件行业进入市场化发展新阶段，公司加入华为鲲鹏产业生态，有望发挥在网络安全领域的领先优势，通过和鲲鹏产业生态的紧密合作，拓展更多的行业市场。

**4) 山东数字政府建设走在前列、全面开创，本地重点企业有望受益。**2019 年 2 月-3 月，山东省相继发布《数字山东发展规划（2018-2022 年）》、《山东省数字政府建设实施方案（2019-2022 年）》和《数字山东 2019 行动方案》，分别提出 2019 年，实现政府部门全部接入省政务信息系统，省级依申请政务服务事项网上可办率不低于 90%，市、县级不低于 70%；2020 年，全省各级党委、政府、人大、政协机关等各部分业务系统上云率达到 90% 以上，省、市两级政务信息系统整体上云率达到 95% 以上。我们预计保密安全将成为刚需，全国市场空间有望达到百亿级，山东更是走在前列、全面开创。公司是山东省信息安全领域的重点企业，有望受益于本地信息化建设。

**5) 定向增发解决资金需求，构建长期“大安全”发展远景。**2019 年 11 月 29 日，公司发布公告称拟非公开募集资金总额不超过 7.13 亿元，发行数量不超过公司总股本的 20%，用于基于国产平台的安全防护整体解决方案、基于大数据的网络安全监管整体解决方案、运营服务平台建设和补充流动资金。我们认为 2020 年行业景气度将进一步高涨，则全行业将面临人才、资金、研发、服务体系的巨大压力。在此关键时期，获得大量资金，有助于公司抢占市场份额，丰富产品线，由保密内网向外网安全延伸。

**6) 先后两次实施股权激励，分享机制助力公司长期发展。**公司先后两次实施股权激励，2020 年 3 月 11 日，公司发布公告，拟向 197 名激励对象（包括核心管理人员、核心技术（业务）骨干）授予权益总计 341.90 万股，占公司股本总额的 2.58%。公司积极推进股权激励制度，核心员工分享公司成长果实，我们认为这种良好的分享机制是公司保持长期竞争力的核心原因之一。

**安全保密业务驱动持续高成长，业绩高弹性可期。**2019 年，公司实现收入 6.03 亿元，同增 69.32%。安全保密业务快速增长，实现收入 3.73 亿元，同增 80.29%，其中，保密防护产品收入 2.90 亿元，同增 186.17%；公司信息安全服务实现收入 1.72 亿元，同增 144.45%。2019 年，公司实现净利润 1.25 亿元，同增 194.34%。我们认为 2020 年随着创新可信和鲲鹏产业链的持续推进，行业景气度将进一步高涨，公司作为龙头企业将充分受益，业绩高弹性可期。

**盈利预测：**2020-2022 年，归母净利润为 2.62/3.52/4.48 亿元，EPS 为 1.23/1.66/2.11 元，当前股价对应 PE 为 46/34/27 倍，给予“买入”评级。

**风险提示：**短期投入压力较大；政策推进不及预期；市场竞争增加。

## 2. 信息安全行业高景气，保密安全是增速较快的细分赛道

### 2.1. 信息安全上升为国家安全，中国网络安全市场增幅领跑全球网络安全市场

网络安全形势日益严峻，信息安全成为国家整体安全最重要的环节。网络安全形势日益严峻，偏向高对抗性、实战性。网络安全漏洞已经成为有组织且具国家背景支持的黑客组织进行网络攻击的战略武器库，攻击带有政治目的和战略目标。一旦黑客攻击成功将对一国国家经济、重要工业与国防基础设施、民众基本生活等领域造成严重破坏，如伊朗核设施遭受“震网”攻击、乌克兰电网攻击事件、“永恒之蓝”事件、委内瑞拉全国停电事件等。

**表 1：近年来典型具有国家战略背景的网络攻击事件**

时间	事件	后果
2010 年 6 月	伊朗核设施遭受“震网”攻击	伊朗纳坦兹离心浓缩厂的上千台离心机报废，布什尔核电站不得不延期启动
2015 年 12 月	乌克兰电网攻击事件	至少有三个电力区域被攻击，7 个 110KV 的变电站和 23 个 35KV 的变电站出现故障，140 万名居民家中停电
2016 年 12 月	乌克兰电网攻击事件	乌克兰的国家电力部门又一次遭遇了黑客袭击，乌克兰首都基辅北部及其周边地区停电持续了 30 分钟左右
2016 年 10 月	分布式拒绝服务 (DDoS) 攻击	美国东海岸发生世界上瘫痪面积最大（大半个美国），时间最长（6 个多小时）的分布式拒绝服务 (DDoS) 攻击
2017 年 5 月	“永恒之蓝”事件	席卷近 150 个国家，教育、交通、医疗、能源网络成为重灾区。中国、英国、美国、俄罗斯、西班牙等国家也出现了大范围感染的情况
2018 年 8 月	台积电	台积电遭到勒索病毒入侵，造成重大损失

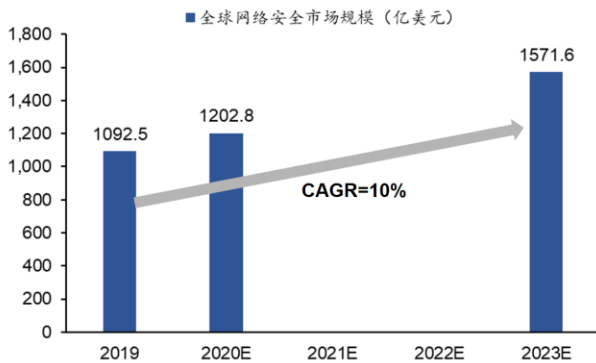
数据来源：东北证券，公司官网

**中国安全 IT 安全支出占 IT 投入比重低于全球平均，成长空间广阔。**根据 Gartner 数据，2019 年中国信息安全市场规模为 500 亿元左右，中国整体 IT 支出规模约 2.9 万亿元，信息安全占全部 IT 支出比重约为 1.72%。对比全球数据，2011-2018 年，全球信息安全支出由 550 亿美元提升至 1142 亿美元，占总 IT 比重由 1.56% 提升至 3.05%。而美国网络安全支出占比在 2017 年已经达到 4.78%，2020 财年，美国联邦政府网络安全预算突破 174 亿美元，达到历史新高。从这个角度看，美国仅政府的安全支出预算已超过我国全国的安全市场规模。

**中国网络安全市场增幅领跑全球网络安全市场。**2020 年 3 月 17 日，IDC 发布《IDC 全球网络安全支出指南》，预测 2020 年全球网络安全相关硬件、软件、服务市场的总投资将达到 1202.8 亿美元，较 2019 年同比增长 10.1%，预计 2023 年将达到 1571.6 亿美元，年均复合增长率为 10%。根据 IDC 数据，2019 年我国网络安全支出达到

73.5 亿美元，2020 年中国网络安全市场总体支出将达到 87.5 亿美元，较 2019 年同比增长 24.0%，增幅继续领跑全球网络安全市场。

图 1：全球网络安全市场规模



数据来源：东北证券，IDC

图 2：2018-2023 年中国网络安全市场规模预测



数据来源：东北证券，IDC

## 2.2. 政策持续加码，等保和分保政策促进行业发展

**国家战略政策持续加码，网络安全上升为国家安全。**近年来，国家相继出台网络安全相关战略和系列政策。2015 年 7 月，《中华人民共和国国家安全法》正式实施；2016 年 12 月，国家网信办发布《国家网络空间安全战略》；2017 年 6 月，《网络安全法》正式实施，等级保护制度随之上升到法律层面。2019 年更是各项重要法律法规和政策、产业规划持续落地的一年。《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》正式发布并于 2019 年 12 月 1 日起正式实施，新增对云计算、大数据、人工智能等新技术的管控，等级保护标准正式进入 2.0 时代；《中华人民共和国密码法》也于 2019 年 10 月 26 日正式颁布并于 2020 年 1 月 1 日正式实施；2019 年 6 月 30 日，《国家网络安全产业发展规划》正式发布，根据规划，依托产业园带动北京市网络安全产业规模超过 1000 亿元，拉动 GDP 增长超过 3300 亿元，**打造不少于 3 家年收入超过 100 亿元的骨干企业**。政策持续加码使合规需求持续增强，为本就蓬勃发展的信息安全市场带来了快速发展机遇。

**等保 2.0 将安全等级保护制度强制落实。**《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》（等保 2.0）于 2019 年 12 月 1 日正式实施，是对原《信息安全技术信息系统安全等级保护基本要求》（等保 1.0）标准的全面升级：在对象范围上，等保 2.0 在过去的信息系统基础上新增云计算、移动互联、物联网、工业控制系统等多个系统；同时提高了对能源、交通、水利、金融、公共服务等关键信息基础设施的安全保障；在内容方面，划分通用要求及扩展要求。在定级流程上，由过去的自主定级变为专家测评，部分审核方式；同时提高测评及格分数至 75 分；在法律效力上，从过去的从条例法规上升到法律层面。



**表 2: 等保 1.0 与等保 2.0 对比**

时间	等保 1.0	等保 2.0
保障体系	被动防御: 一个中心三重防护(防火墙、入侵检测、防病毒), 以防为主	全方位主动防御: 感知预警、动态防护、安全检测、应急响应等
法律效力	未纳入法律要求	纳入了《中华人民共和国网络安全法》
安全要求	安全要求	安全通用要求+安全扩展要求(针对云计算、移动互联网、物联网和工业控制系统提出的特殊要求)
规定流程	定级、备案、建设整改、测评和监督检查	风险评估、安全监测、通报预警、案事件调查、数据防护、灾难备份、应急处置、供应链安全、效果评价、综治考核
定级对象	信息系统	基础信息网络、工业控制系统、云计算平台、物联网、大数据等多个系统
涉及范围	体制内信息系统	省辖市以上党政机关的重要网站和办公信息系统; 电信、铁路、银行、海关、税务、民航、电力、证券、保险、外交、科技、发展改革、国防科技、公安、人事劳动和社会保障、财政、审计、商务、水利、国土资源、能源、交通、文化、教育、统计、工商行政管理、邮政等行业、部门的生产、调度、管理、办公等重要信息系统。
及格分数	60 分及以上	75 分及以上

数据来源: 东北证券,《信息安全等级保护管理办法》,《网络安全等级保护基本要求》

**信息安全保密工作一直是党和国家保密事业的重中之重, 实行分级保护。分级保护针对涉密系统,** 根据《中华人民共和国保守国家秘密法》, 国家秘密的密级分为绝密、机密、秘密三级。存储、处理国家秘密的计算机信息系统按照涉密程度实行分级保护。涉密信息系统应当按照国家保密标准配备保密设施、设备。保密设施、设备应当与涉密信息系统同步规划, 同步建设, 同步运行。涉密信息系统应当按照规定, 经检查合格后, 方可投入使用。

我国相继出台了一系列与信息安全保密工作紧密相关的法律、法规及规范性文件, 2012 年 5 月, 国家保密局印发《“十二五”时期全国保密系统信息化建设规划》, 提出到 2015 年, 基本形成全国保密系统电子政务体系, 实现国家、省、地市三级保密行政管理部门网络互联互通; 2017 年以来,《国家情报法》、《科学数据管理办法》等密集发布, 进一步推动保密事业发展。随着保密技术的不断发展, 安全保密技术已从单一产品防护发展为防护监管一体化, 从面向边界防护发展为面向应用和核心数据的动态防护, 从被动防御发展为主动防御、预测感知, 加强信息安全建设刻不容缓。2020 年 1 月 6 日, 中共中央保密委员会召开第三次全体会议, 总结 2019 年保密工作, 研究部署 2020 年保密工作, 审议通过了《中共中央保密委员会 2020 年工作要点》等文件。

表 3: 保密行业相关法律、法规及规范性文件

时间	发文单位	政策名称	主要相关内容
2005 年	国家保密局	《涉及国家密码的计算机信息系统集成资质管理办法》	明确涉密系统集成单位必须经过保密工作部门资质认定。
2005 年	国家保密局	《涉及国家密码的计算机信息系统分级保护管理办法》	要求将涉密信息系统分级进行保护，并明确了专业安全公司在分级保护建设中的地位和作用。
2005 年	国家秘密管理局	《商用密码产品生产管理规定》; 《商用密码产品销售管理规定》	规定商用密码产品由国家密码管理局指定的单位生产; 销售商用密码产品应当取得《商用密码产品销售许可证》。
2007 年	公安部	《信息安全等级保护管理办法》	明确实施信息安全等级保护的等级划分、责任主体、管理与分工等内容, 组织公民、法人和其他组织对信息系统分级保护。
2010 年	全国人大	《中华人民共和国保守国家秘密法》第十四次会议修订	就涉密信息系统的保密管理给出明确规定。
2010 年	国务院	《国务院关于加强培育和发展战略性新兴产业的决定》	将新一代信息技术产业作为七大战略性新兴产业之一, 强调“加快建设宽带、泛在、融合、安全的信息网络基础设施”。
2014 年	国务院	《中华人民共和国保守国家秘密法实施条例》	机关、单位根据涉密信息系统存储、处理信息的最高密级确定系统的密级, 按照分级保护要求采取相应的安全保密防护措施。
2015 年	全国人大	《中华人民共和国国家安全法》	对政治安全、国土安全、军事安全、文化安全、科技安全等 11 个领域的国家安全任务进行了明确。
2017 年	全国人大	《中华人民共和国网络安全法》	第一部全面规范网络空间安全管理方面问题的基础性法律, 提出制定网络安全战略, 明确网络空间治理目标。
2017 年	国家网信办	《网络产品和服务安全审查办法(试行)》	明确关键信息基础设施的运营者采购网络产品和服务, 可能影响国家安全的, 应当通过网络安全审查。
2017 年	中央网信办	《国家网络安全事件应急预案》	将国家秘密信息、重要敏感信息和关键数据丢失或被窃取、篡改、假冒的造成的不同危害定性为不同的网络安全事件等级。
2017 年	最高检, 保密局	《人民检察院、保密行政管理部门查办泄密案件若干问题的规定》	进一步规范了泄密案件办理中的一些具体细则。
2017 年	全国人大	《中华人民共和国国家情报法》	对国家情报机构职权、工作保障细则和法律责任作出规定。
2018 年	全国人大	《中华人民共和国监察法》	明确监察机关及其工作人员对监督、调查过程中保密责任以及监察机关涉密人员离岗离职后, 在脱密期内的保密规定。
2018 年	全国人大	《中华人民共和国电子商务法》	规定了电子商务平台经营者的保密责任, 明确了电子商务监管部门工作人员保密的法律责任。
2018 年	国务院	《科学数据管理办法》	明确规定了科学数据的对外开放和知悉范围, 涉及国家秘密的科学数据管理与使用, 对外提供科学数据的安全保密审查制度等。
2018 年	科技部, 保密局	《国家科学技术秘密持有单位管理办法》	对保密工作责任制、工作保障条件、档案归档工作、涉密科学技术项目保密管理、宣传报道等作出了系统规定。
2018 年	全国人大	《中华人民共和国反间谍法实施细则》	就国家反间谍工作作出明确规定。
2018 年	公安部	《网络安全等级保护条例(征求意见稿)》	提出涉密网络运营者规划建设涉密网络, 应当依据国家保密规定和标准要求, 制定分级保护方案
2018 年	中国中央	《干部人事档案工作条例》	将保密工作确定为干部人事档案日常管理的重要环节; 明确档案数字化过程中相关要求管理; 将保密作为必须遵守的纪律。

数据来源: 东北证券, 相关政府部门官网

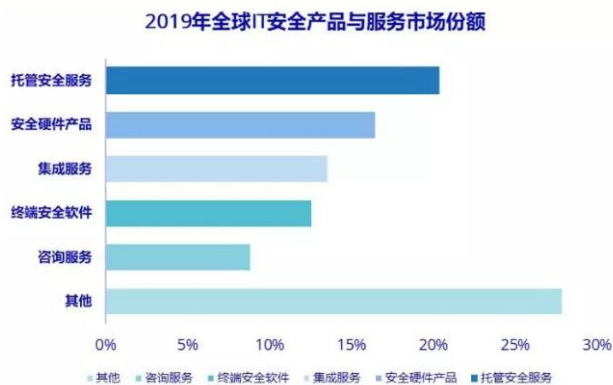
## 2.3. 保密安全领域向体系协同、加强安全服务转变

网络环境日趋复杂，仅约 13% 的企业级用户使用自动化防御技术。随着 IT 架构日益复杂和应用数量增加，数据和业务更加集中，网络和应用的边界越来越模糊，而云计算、大数据和人工智能等新技术进一步使网络更加复杂，网络攻击越来越普遍的使用自动化、AI 等新兴技术，而与之对应的安全防御技术普遍还相对落后。IDC 数据显示，仅有 13% 的企业级用户使用了自动化防御技术，且应用程度有限。

安全产品的形态正在从单一功能向体系协同进行转变，网络安全态势感知系统成为主动防御的大脑。基于单一边界、控制点的传统网络安全设备难以有效掌握整个网络或系统的安全状态，安全保密技术已从单一产品防护发展为防护监管一体化，从面向边界防护发展为面向应用和核心数据的动态防护，从被动防御发展为主动防御、预测感知。IDC 预计，网络安全态势感知系统将成为防御体系中的核心指挥中心，将不同安全组件有机结合，合理编排，构建一套有效的主动安全防御体系。

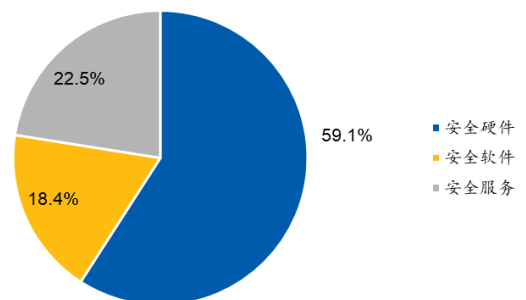
安全领域从单纯提供软硬件产品向附加安全服务转变。从全球网络安全市场结构方面看，IDC 预计，2019 年，托管安全服务（MSS）作为安全服务的子市场将以 210 亿美元的投资规模成为 2019 年网络安全产品与服务市场中的最大子市场，从安全硬件、软件、服务的分类来看，安全服务将以 470 亿美元的支出规模占比第一。IDC 预测，2020 年，安全硬件在中国整体网络安全支出中将继续占据绝对主导地位，占比高达 59.1%，安全软件和安全服务支出比例分别为 18.4% 和 22.5%，在 2019-2023 年的预测期间内，CAGR（年均复合增长率）分别将达到 25.6%、40% 以上和 27.3%。

图 3：2019 年全球 IT 安全产品与服务市场份额



数据来源：东北证券，IDC

图 4：2020 年中国网络安全市场结构预测



数据来源：东北证券，IDC

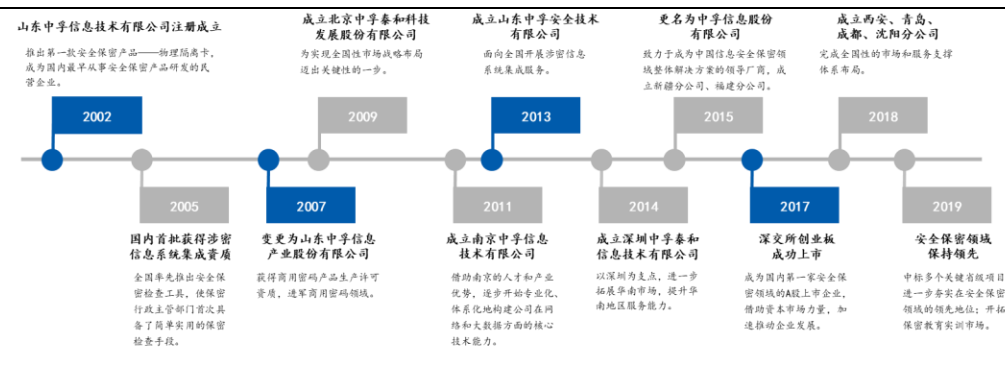
## 3. 保密领域龙头地位巩固，民营基因发展动力充足

### 3.1. 深耕保密行业近 20 年，行业龙头地位巩固

深耕保密行业近 20 年，行业龙头地位巩固。中孚信息成立于 2002 年，重点围绕安全保密、密码应用、公共安全等业务领域，形成了全系列的安全产品和面向分级保护、等级保护等党政内网的产品和行业应用解决方案。公司成立初期，凭借隔离卡、检查工具、清除工具等多个产品确立了市场先发优势，在保密领域积累了大量客户；2005 年，公司在国内率先推出具有深度数据恢复技术的安全保密检查工具，并在全

国 20 多个省份的保密系统进行推广、配备。2010 年后，公司借助国家保密局推行“涉密计算机及移动存储介质保密管理系统”的契机，在全国范围内共入围 20 多个省份的采购目录。2015 年，公司自主研发的计算机终端保密检查系统被列入首批国家保密局目录。2017 年，公司在深交所创业板成功上市，是目前唯一以保密市场为核心主业的上市公司。2018 年，公司包括“三合一”在内的多项主要产品通过国家有关部门授权的测评机构检测并列入相关产品名录。目前，公司已设北京、南京、山东、深圳四个全资子公司，成都、西安、青岛等 9 个分公司，完成全国性的市场和服务支撑体系布局。

图 5：公司发展历程



数据来源：东北证券，公司官网

公司主要产品及服务包括安全保密产品、密码应用产品、公共安全解决方案、信息安全服务，为全国数万家党政机关、军工企业、军队、科研院所等用户提供优质的信息安全产品和解决方案。具体来看：信息安全保密领域是公司传统优势领域，公司提供系列保密防护产品、保密监管产品以及保密检查产品，此外，公司还提供国产化安全保密、互联网安全保密监管、内网安全保密自监管等解决方案；密码应用领域，公司以国产密码标准为基础，开发了从客户端、服务端到系列密码产品，并结合行业应用，将密码产品与行业应用深度融合，如智能密码钥匙、SIM 型密码卡等；信息安全服务主要包括涉密系统工程的规划、设计、开发、实施、服务及保障等；公共安全解决方案包括警情大数据系统、大数据情报可视化系统、关系图谱研判系统、协同作战指挥系统等。

表 4：公司主要产品及解决方案

产品/服务分类	主要产品/服务
安全保密	主机防护：涉密计算机及移动存储介质保密管理系统(三合一)、主机监控与审计系统、打印安全监控与审计系统、光盘刻录监控与审计系统等
	保密防护产品
	数据防护：密级标志生成与管理、电子文档安全管理系统、身份鉴别系统、存储介质信息消除工具、键盘鼠标显示器切换器(KWM 单向切换器)等
	网络防护：网络安全隔离与信息单向导入系统、网络接入控制系统等
	互联网监管：互联网失泄密智能分析平台、互联网接入点保密检测器及监测平台、互联网网站保密监控系统、敏感信息实时监管系统等
保密监管产品	内网监管：内网安全保密自监管系统等
	保密自查自评信息管理系统、计算机终端保密检查系统、涉密信息系统安全保密风险评估软件、数据库保密检查系统和电子邮件保密检查系统等
	保密检查产品
整体解决方案	国产化安全保密解决方案、互联网安全保密监管解决方案、内网安全保密自监管解决方案、



		网络信息单向数据传输解决方案、信息安全保密综合管理解决方案、保密检查清除一体化解决方案、涉密电子文档全生命周期管理解决方案等
密码应用	客户端产品	普通型智能密码钥匙、可视按键型智能密码钥匙、大容量存储型智能密码钥匙、SIM 型智能密码卡、双界面智能 IC 卡、双界面智能 IC 卡网络终端、无线安全终端等
	服务端产品	安全网关等
	系统类产品	视频数据加密系统等
	解决方案	电子营业执照解决方案、移动开票解决方案等
信息安全服务		包括涉密系统工程的规划、设计、开发、实施、服务及保障等
公共安全解决方案		警情大数据解决方案、大数据情报可视化解决方案、关系图谱研判解决方案、协同作战指挥解决方案等

数据来源：东北证券，公司官网

### 3.2. 民营基因背景，发展动力充足

**信息安全“守门人”，专注信息安全领域二十余年。**1997 年，公司董事长兼总经理魏东晓从政府部门辞职，后一直从事信息安全产品研究、推广与管理工作。公司始终专注于信息安全领域，逐步成长为信息安全领域的龙头企业之一。除深耕信息安全行业外，魏东晓积极参与行业建设，先后担任中国软件行业协会理事、山东省软件行业协会常务理事、山东信息协会信息安全专业委员会副主任委员、济南市网络与信息安全产业联盟副理事长、山东省云计算产业联盟常务理事等职，目前兼任济南市企业技术中心主任、山东省（信息安全共性）工程技术研究中心主任、山东省数据恢复与清除技术中心主任、山东省信息安全工程实验室主任等职。

表 5：中孚信息管理层团队成员

姓名	职务	个人简介
魏东晓	董事长，总经理	曾任职于山东省机械厅机床通用协会，自 2002 年公司成立即在公司任职，并兼任济南市企业技术中心主任、山东省（信息安全共性）工程技术研究中心主任、山东省数据恢复与清除技术中心主任、山东省信息安全工程实验室主任等职。
陈志江	董事	毕业后至今在山东黄河勘测设计研究院工作，自 2007 年起担任公司董事，现任公司董事、中孚普益执行事务合伙人、北京中孚董事。
孙强	董事、副总经理、董事会秘书，代财务总监	曾任济南同庆电脑系统有限公司软件工程师，中孚有限副总经理，北京中孚董事长、总经理，自 2002 年起在公司任职。
张太祥	董事、副总经理	曾任潍坊华光科技股份有限公司通信公司 DVB 销售部副总经理，济南得安计算机技术有限公司市场部副经理、经理，北京华光浩阳科技有限公司副总经理，自 2009 年起在公司任职。

数据来源：东北证券，Wind

**公司实控人魏东晓先生持有公司 29.60%的股权。**截至 2019 年 12 月 31 日，公司控股股东、实际控制人魏东晓持有 3932 万股公司股份，持股比例为 29.60%。公司董事陈志江持有 2478 万股公司股份，持股比例为 18.65%，目前是公司第二大股东。2019 年 11 月 9 日，公司发布公告称陈志江先生计划以集中竞价和大宗交易的方式减持本公司股份不超过 590 万股（占本公司总股本比例为 4.44%），其中通过集中竞价方式减持数量不超过 260 万股，通过大宗交易方式减持其直接持有的数量不超过 330 万股，截至 2020 年 4 月 23 日，陈志江先生持股比例降低至 16.35%。此外，中孚普益作为员工持股平台，截至 2019 年 12 月 31 日，持有公司 4.94%的股份。

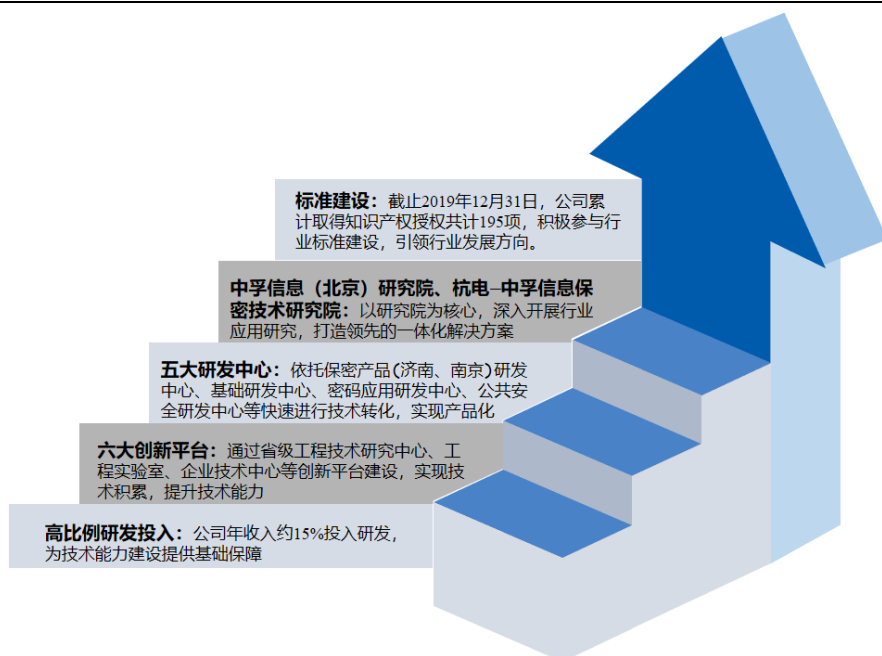
表 6: 公司十大股东 (截至 2019 年 12 月 31 日)

排名	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
1	魏东晓	3,932	29.60%
2	陈志江	2,478	18.65%
3	厦门中孚普益投资合伙企业(有限合伙)	657	4.94%
4	中国银行股份有限公司-海富通股票混合型证券投资基金	576	4.33%
5	基本养老保险基金一二零二组合	346	2.60%
6	孙强	339	2.55%
7	李胜	171	1.28%
8	中国对外经济贸易信托有限公司-鸿道 3 期	170	1.28%
9	万海山	141	1.06%
10	中国银行股份有限公司-嘉实逆向策略股票型证券投资基金	111	0.84%
合计		8,920	67.13%

数据来源: 东北证券, Wind

**高研发投入, 积极参与行业标准建设, 引领行业发展方向。**公司具有较为完善的研发机构、创新基础设施及创新制度体系, 公司保持每年收入 15% 左右的研发投入, 依托在北京、济南、南京和杭州设立的研究院与研发能力中心, 加强与高校等科研机构的“产学研”合作, 拥有国家“万人计划”科技创业领军人才, 培养、引进多名 5150、优秀创新团队等高端人才, 提高自身创新能力。公司整合内外研发力量, 密切关注前沿技术动态, 专注行业技术与产品的研发, 根据市场需求, 打造符合客户需求的具有市场竞争力的产品与技术, 引领行业发展方向。

图 6: 公司创新能力及优势



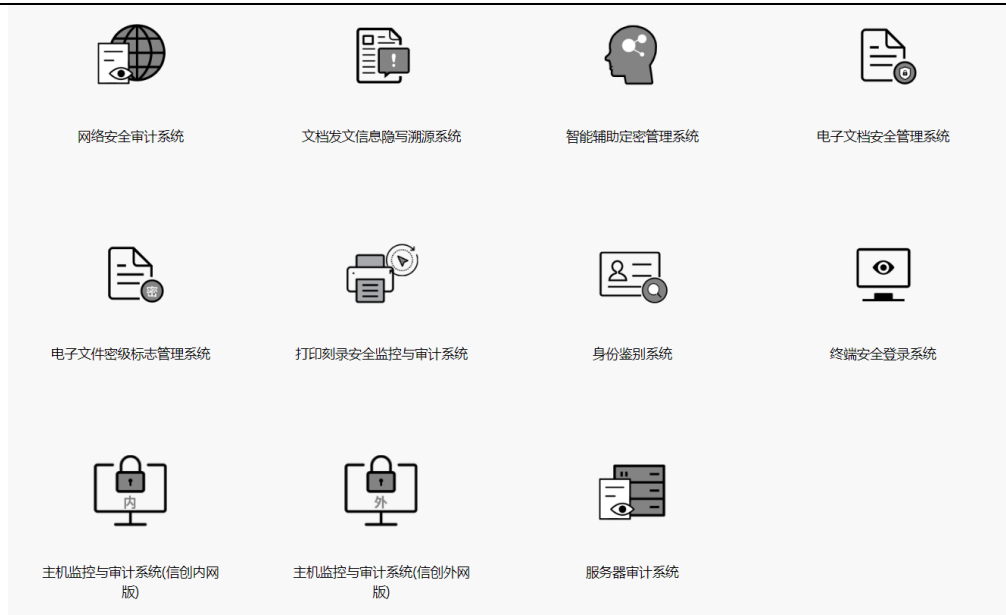
数据来源: 东北证券, 公司官网

## 4. 六大竞争优势，从“保密”到“大安全”构建发展远景

### 4.1. 产品线不断丰富，用户单机 ARPU 值有持续提升空间

产品线不断丰富，ARPU 值有持续提升空间。公司 2018 年年报显示“公司主要产品“三合一”、主机监控与审计系统、终端安全登录、打印刻录安全监控与审计系统、电子文档安全管理系统等通过国家有关部门授权的测评机构检测并列入相关产品名录”，展示出公司领先布局，以及多层次、多方面守护国产化信息产品安全的能力，为公司安全保密业务的快速增长奠定基础。2019 年，公司基于国产平台的“三合一”、主机监控与审计系统、终端安全登录系统、打印刻录安全监控与审计系统等产品快速抢占市场，公司也推出了支持主流国产平台的保密检查产品。2019 年，公司实现收入 6.03 亿元，同增 69.32%。安全保密业务快速增长，实现收入 3.73 亿元，同增 80.29%，其中，保密防护产品收入 2.90 亿元，同增 186.17%。根据公司官网，除了公司核心产品“三合一”外，公司信创安全产品包括：网络安全审计系统、文档发文信息隐写溯源系统、智能辅助定密管理系统、电子文档安全管理系统、电子文件密级标志管理系统、打印刻录安全监控与审计系统、身份鉴别系统、终端安全登录系统、主机监控与审计系统(信创内网版)、主机监控与审计系统(信创外网版)和服务器审计系统，共计 11 款产品。公司产品线不断丰富，用户单机 ARPU 值有持续提升空间。

图 7：公司 11 款信创安全产品



数据来源：东北证券，公司官网

先发优势显著，布局网络安全保密防护监管运维一体化平台构建长期发展远景。公司全力开拓保密监管平台产品市场，由单一产品防护向防护监管一体化发展，公司的网络安全保密防护监管运维一体化平台（简称“一体化平台”）整合非密网络防护、失泄密信息监管和涉密网运行维护监测的各业务应用平台，集网络安全保密防护，泄密窃密信息实时发现，人员违规行为监控，及资产、人员、安全管理与运维于一体。2018 年，公司以国家政策为导引，充分发挥前期试点应用项目的示范性、标志性作用，大力开拓监管产品市场；2019 年，公司监管业务线乘势而上，在国家

政策指引下，先后中标了多个关键省级项目，进一步巩固了公司在保密领域的优势地位。

#### 4.2. 竞争格局良好，保密龙头连续多年入围网络安全行业全景图

**保密龙头地位巩固，竞争格局良好。**在信息安全保密领域，公司是国内最早从事信息安全保密产品研发、生产和销售的公司之一，2005 年，公司率先推出安全保密检查工具，并在国内首批获得涉密信息系统集成资质，2017 年，公司在深交所创业板上市，是国内第一家安全保密领域的 A 股上市公司。公司先后承担国家及省部级重点科研项目上百项，其中主导或参与的各类国家保密科研项目 40 余项。2018 年，公司深入参与了基于国产操作系统的安全保密产品的国家相关技术标准的制定工作，并与国内知名大型集成厂商、整机厂商、军工集团信息化总体单位等分别签署了战略合作协议，以及与优质合作伙伴开展了区域级国产化平台、基地构建，基本实现了中央、地方市场全覆盖。公司核心产品如三合一市占率远高于竞争对手，安全软件产品也有较高市场份额。

**表 7：公司承担和参与的代表项目**

国家项目	省级项目
国家发改委信息安全专项	山东省自主创新及成果转化专项项目
发改委金融领域安全 IC 卡和密码应用专项	山东省发改委服务业发展引导资金重点项目
国家工信部电子发展基金项目	山东半岛国家自主创新示范区发展建设项目
国家保密局保密科研项目	山东省两化融合项目
国家科技部重点新产品计划项目	山东省经信委信息产业专项项目
国家科技部火炬计划项目	山东省技术创新项目
国家科技型中小企业创新基金项目	

数据来源：东北证券，公司官网

**公司核心资质完备，信息安全业务发展迅速。**公司核心资质完备，拥有系统集成类、软件开发类甲级涉密信息系统集成资质和数据恢复类乙级涉密信息系统集成资质，可以为公司深入开展涉密信息系统集成服务、涉密产品研发以及涉密数据恢复业务提供有力支撑和保障。涉密信息系统集成资质分为甲级和乙级两个等级，甲级资质单位可以在全国范围内从事绝密级、机密级和秘密级信息系统集成业务，乙级资质单位可在注册地省、自治区、直辖市行政区域内从事机密级、秘密级信息系统集成业务。2019 年，公司信息安全服务实现收入 1.72 亿元，同增 144.45%，主要是由于公司项目承接能力提升，部分大额销售合同的模式从产品销售转向系统集成项目，确认为信息安全服务收入。



表 8: 公司资质及所获奖项

资质证书	荣誉证书
涉密信息系统集成甲级资质证书	中国保密协会常务理事单位
数据恢复乙级资质证书	保密科学技术奖励（部级）证书
高新技术企业证书（山东省颁发）	技术援疆荣誉证书
质量管理体系认证证书	2017 年度山东省电子信息行业标杆企业
商用密码产品销售许可证	2016 年度山东省信息协会工作先进单位
商用密码产品生产定点单位证书	2016 年度党政密码科学技术进步奖
软件企业认定证书	山东省著名商标
信息系统集成及服务三级资质证书	山东名牌产品
山东数据清除与恢复中心	2015 年度全国电子信息行业优秀企业
山东省信息安全工程实验室	2015 年度山东电子信息行业优秀企业
山东省软件工程技术中心	2015 年度山东省优秀软件企业
山东省认定企业技术中心	科技创新创业人才

数据来源：东北证券，公司官网

连续多年入围网络安全行业全景图，2020 年强势登陆安全牛六大类一级安全领域。在安全牛对外发布的第七版“2020 年中国网络安全行业全景图”中，中孚信息分别入选计算机环境安全、数据安全、通信网络安全、身份与访问安全、业务安全及安全管理等六大类一级安全领域榜单，涉及八个细分领域。

图 8: 中孚信息强势登陆六大类一级安全领域



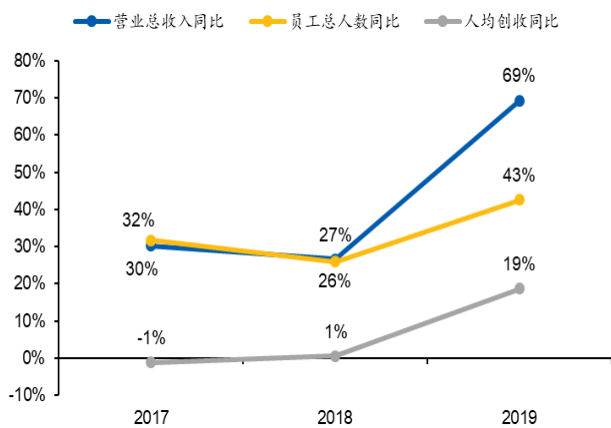
数据来源：东北证券，安全牛

#### 4.3. 产品具有规模效应，加入鲲鹏产业生态进一步扩大发展空间

产品型销售模式具有规模效应，业绩弹性可期。公司多为产品型销售模式，具有较强的规模效应，随着收入体量的快速增长，成本费用端增速将低于收入增速，带动盈利能力提升，随着创新可信行业的持续推进，保密行业将保持高景气度，公司将迎来历史性的发展机遇，业绩弹性可期。

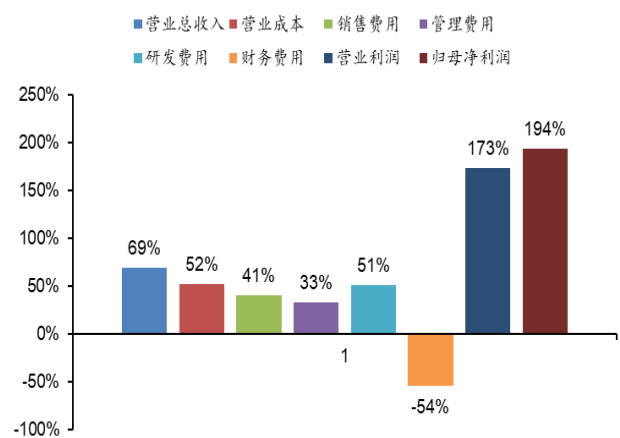
以 2019 年为例，公司业务规模效应显著。2017-2019 年，公司分别实现收入 2.81/3.56/6.03 亿元，同比增长 30%/27%/69%，截至 2017 年底、2018 年底和 2019 年底，公司员工总人数分别为 548/690/984 人，同比增长 32%/26%/43%。其中，2017 年和 2018 年，公司收入和员工总人数增速基本一致，2019 年，公司实现快速增长，员工总人数增速显著低于收入增速，导致 2019 年的人均创收为 61.26 万元，同比增长 19%。以 2019 年利润表主要项目的同比增速为例，2019 年，公司营业总收入增速为 69%，而营业成本、销售费用、管理费用和研发费用的同比增速分别为 52%、41%、33%和 51%，均小于收入增速；2019 年财务费用为负值，为-258 万元，同比增长-54%；2019 年，公司的营业利润和归母净利润的同比增速分别为 173%和 194%，均显著高于收入增速，显示出公司收入快速增长的同时，将产生显著的规模效应。

图 9：营业收入和员工总数同比增速



数据来源：东北证券，Wind

图 10：2019 年利润表主要项目的同比增速



数据来源：东北证券，Wind

**两款产品与华为 TaiShan 服务器完成互认证。**2020 年 3 月 26 日，公司宣布其主机监控与审计系统和孚身份鉴别系统与华为 TaiShan 服务器完成互认证测试。中孚主机监控与审计系统和孚身份鉴别系统，采用 B/S+C/S 的技术架构，可以有效控制内部用户对主机和网络的使用，防止内部违规行为的发生，同时系统具有强大的日志功能，对用户非法行为进行详细记录。本次适配的 TaiShan 200 系列服务器是华为新一代数据中心服务器，基于华为鲲鹏处理器，提供计算均衡型、存储型和高密计算型等不同产品类型。

图 11：中孚信息与华为 TaiShan 服务器完成互认证



数据来源：东北证券，公司官网

**华为鲲鹏产业链带动中国基础软硬件行业进入市场化发展新阶段，不仅替代，更要超越。**2019 年 9 月，华为正式开启鲲鹏生态战略，“一云两翼双引擎”布局鲲鹏计算产业，应对全球挑战，以鲲鹏 CPU 芯片、昇腾 AI 芯片、高斯 GuassDB 数据库、华为云等为底层核心技术支撑，联合中国基础软硬件生态合作伙伴，带动中国计算产业进入发展新阶段。随着华为产业链进入基础软硬件市场，以市场化方式来进行产业运作，我们认为中国基础软硬件行业将进入市场化发展新阶段，其最终目标市场将不再局限于特殊市场，而将最终面向 B 端、C 端广阔行业，乃至全球市场。华为发展鲲鹏产业生态，不仅仅是应对国际技术封锁与限制的权宜之举，同时也代表了新技术发展的方向，最终目的是通过技术先进性和后发优势，实现跨越式发展。

**华为硬件开放、软件开源、使能合作伙伴，公司加入鲲鹏产业生态进一步打开发展空间。**华为鲲鹏 IT 产业生态，包括华为核心赛道与生态合作伙伴共建，其中华为核心赛道包括：芯片（鲲鹏+昇腾，目前包括 Taishan 服务器）、操作系统（欧拉 OS 已开源）、数据库、存储、FusionCloud 等。华为鲲鹏 IT 产业生态，包括华为核心赛道与生态合作伙伴共建，其中华为为主赛道以外，由产业链合作伙伴构建产业生态，我们认为公司加入华为鲲鹏产业生态，有望发挥在网络安全领域的领先优势，通过和鲲鹏产业生态的紧密合作，拓展更多的行业市场。

图 12: 鲲鹏计算产业合作共赢体系



数据来源: 东北证券, 华为官网

### 建设辐射全国的市场及渠道支撑体系优势, 布局保密教育实训市场打造产品生态。

2019 年, 受益于行业高景气, 公司员工人数由 2018 年底的 690 人增长至 984 人, 同比增长 42.60%。截至 2019 年 12 月 31 日, 公司已经在北京、南京、深圳、新疆、广州、福建、青岛、西安、成都、河南等地设立了子公司或分公司, 在内蒙古、贵州、云南、湖南、辽宁、吉林等省设立了办事处, 形成了以北京为销售和服务中心, 覆盖全国的营销及服务网络。此外, 2019 年是公司开拓保密教育实训市场的开局之年, 打造集“学习、练习、考核、互动”于一体的保密实训平台, 赢得客户广泛认可, 并与产品供应商建立密切合作关系, 逐步打造出公司保密教育实训的产品生态。



图 13: 公司建设辐射全国的市场及渠道支撑体系



数据来源：东北证券，公司官网

#### 4.4. 山东数字政府建设走在前列、全面开创，本地重点企业有望受益

山东数字政府建设走在前列、全面开创，保密安全成为刚需。2019 年 2 月-3 月，山东省相继发布《数字山东发展规划（2018-2022 年）》、《山东省数字政府建设实施方案（2019-2022 年）》和《数字山东 2019 行动方案》，分别提出 2019 年，实现政府部门全部接入省政务信息系统，省级依申请政务服务事项网上可办率不低于 90%，市、县级不低于 70%；2020 年，全省各级党委、政府、人大、政协机关等各部分业务系统上云率达到 90%以上，省、市两级政务信息系统整体上云率达到 95%以上。我们预计保密安全将成为刚需，山东更是走在前列、全面开创。

表 9: 山东省政府关于“数字山东”建设的近期重点政策

时间	政策名称	主要相关内容
2018 年 10 月 28 日	《山东省新一代信息技术产业专项规划（2018-2022 年）》	到 2022 年，全省信息技术产业占全省工业比重达到 15% 以上，重点培育 3-5 个千亿级企业、8-10 个千亿级特色产业集群： <b>大数据领域</b> ，2022 年，大数据产品和服务收入突破 1200 亿元，大数据相关产业收入达到 3500 亿元； <b>云计算领域</b> ，2022 年，全省云计算产业具备千亿级发展能力，培育 10 家以上骨干企业，全省上云企业达 30 万家； <b>高端软件领域</b> ，2022 年，全省软件业务收入超 7000 亿元； <b>智能家居领域</b> ，培育 3-5 家智能家居全球领军企业，产业产值突破 3000 亿元。
2019 年 2 月 27 日	《数字山东发展规划（2018-2022 年）》	1) 构筑一体化政务平台。 <b>2020 年年底前，全省各级党委、政府、人大、政协机关等各部分业务系统上云率达到 90% 以上</b> ；2) 高水平建设省数据大厅；3) 打造“山东通”高效政务品牌；4) 优化“互联网+政务服务”。
2019 年 3 月 15 日	《山东省数字政府建设实施方案（2019-2022 年）》	<b>确立了数字政府建设“三步走”的思路</b> ：第一步：2019 年，夯实基础、补齐短板；第二步：2020 年，重点突破、打造样板；第三步：2021-2022 年，巩固提升、全面引领。 <b>完善集约化政务云平台，2020 年年底前省、市两级政务信息系统整体上云率达到 95% 以上</b> 。
2019 年 3 月 15 日	《数字山东 2019 行动方案》	打造协同高效的数字政府： <b>1) 推动政务服务数字化转型</b> 。年底前，省级依申请政务服务事项网上可办率不低于 90%，市、县级不低于 70%，企业和群众到政府办事提供的材料减少 60% 以上，省、市、县各级 100 个高频事项实现“最多跑一次”；积极完善山东省政府非税收入统缴平台；继续完善全省政务服务统一身份认证系统；完善升级省电子证照服务；建设全省电子印章系统，完成与国家电子印章系统对接。 <b>2) 完善应用“爱山东”APP</b> 。3) 推动协同办公数字化转型。4) 全面推广“山东通”APP。5) 推动宏观决策数字化转型。
2020 年 3 月 23 日	《关于山东省数字基础设施建设的指导意见》	建设泛在连接的信息通信网络；构建高效协同的数据处理体系；布局全域感知的智能终端设施；升级智能融合的传统基础设施；打造安全可信的防控设施体系
2020 年 4 月 3 日	《数字山东 2020 行动方案》	加快建设数字政府；大力发展数字经济；着力构建数字社会；完善数字基础设施；强化保障措施。

数据来源：东北证券，相关政府部门官网

公司是山东省信息安全领域的重点企业，有望受益于本地信息化建设。2019 年 10 月，公司荣获济南市“创业发展十佳民营企业”称号；2019 年 12 月，公司研发的“终端安全防护监管平台”项目入选首批山东省软件产业高质量发展重点项目，“面向私有云安全防护监管一体化技术”项目荣获“山东电子学会科技进步奖一等奖”，“中孚多功能导入系统”产品荣获“2019 年度山东知名品牌产品”荣誉称号，且公司再次获评“2019 年度山东省电子信息行业标杆企业”。2019 年，在第九届中国电子高峰论坛暨 2019 全国电子信息行业优秀企业表彰大会上，中孚信息荣获“2019 全国电子信息行业优秀创新企业”荣誉称号。

图 14: 中孚信息荣获“电子信息行业标杆企业”称号



数据来源: 东北证券, 公司官网

#### 4.5. 定向增发解决资金需求, 构建长期“大安全”发展远景

拟非公开募资 7.13 亿元, 多层次安全防护体系与监管平台构建长期远景。随着人工智能、大数据、云计算等新技术应用的不断发展, 网络边界日益模糊, 网络防护也从面向边界防护发展为面向应用和核心数据的动态防护, 从被动防御发展为主动防御、预测感知, 行业驱动力已从“合规、内生威胁”转变为“对抗、外部威胁”。2019 年 11 月 29 日, 公司发布公告称拟非公开募集资金总额不超过 7.13 亿元, 发行数量不超过公司总股本的 20%, 用于基于国产平台的安全防护整体解决方案、基于大数据的网络安全监管整体解决方案、运营服务平台建设和补充流动资金。

表 10: 募集资金用途 (单位: 亿元)

序号	项目名称	项目投资总金额	拟投入募集资金金额
1	基于国产平台的安全防护整体解决方案	3.04	1.92
2	基于大数据的网络安全监管整体解决方案	3.66	2.58
3	运营服务平台建设	1.84	1.77
4	补充流动资金	0.86	0.86
合计		9.40	7.13

数据来源: 东北证券, 公司公告

3.04 亿元用于基于国产平台的安全防护整体解决方案, 以国家网络安全等级保护和涉密信息系统分级保护为标准, 围绕国产化计算环境下网络、终端、数据的安全重点构建防护体系, 主要内容包括网络安全防护、主机安全防护、数据安全防护等防护类别, 具体功能如电子文档安全管控和电子文档隐写溯源等。该项目建设/开发周期为 3 年, 预计运营期年均营业收入约为 38,412.34 万元, 年均净利润约为 5,009.42 万元, 所得税后投资回收期约为 4.28 年 (含建设期), 所得税后内部收益率为 35.79% (含建设期)。



图 15: 基于国产平台的安全防护整体解决方案架构图



数据来源：东北证券，公司公告

3.66 亿元用于基于大数据的网络安全监管整体解决方案，主要包括内网安全监管平台、外网安全监管平台、态势感知展示平台、数据中心四个模块以及网络攻防实验室建设，帮助客户实现网络资产管理、漏洞管理、大数据平台、日志分析、威胁情报、用户和实体行为分析（UEBA）、网络流量分析、取证溯源、威胁捕捉等能力。2019 年，公司监管业务线乘势而上，先后中标了多个关键省级项目，本次基于大数据的网络安全监管整体解决方案的建设也有助于公司进一步优化和丰富安全监管产品线，持续深化在网络安全监管领域的业务布局。该项目建设/开发周期为 3 年，项目建成后，预计运营期年均营业收入约为 40,363.76 万元，年均净利润约为 5,405.21 万元，所得税后投资回收期约为 4.40 年（含建设期），所得税后内部收益率为 35.40%（含建设期）。



表 11: 基于大数据的网络安全监管整体解决方案的主要建设内容

项目名称	建设内容
外网安全监管平台	政府外网中存在敏感信息泄露、木马攻击窃取泄密等风险，外网安全监管平台主要完成 <b>多源网络安全信息监控和解析、敏感信息追踪溯源、外网用户行为和安全设备日志采集、威胁情报收集</b> 等功能。
内网安全监管平台	内网安全监管平台主要包括实时检测设备、内网监管系统软件，主要专注于 <b>内网威胁、攻击和异常行为的实时监测和残余风险的感知</b> ，对内网中的子网、终端、服务器、安全产品和应用系统进行安全审查，对访问日志、流量和事件进行采集。
态势感知展示平台	依托外网安全监管平台和内网安全监管平台的海量数据， <b>给出分析预警</b> ，内网态势感知侧重于对客户内网核心业务数据等敏感信息管控过程的展示，外网态势感知关注敏感信息外泄、多源威胁情报融合和分析等。
数据中心建设	提供 <b>计算存储一体化功能支持，为事件检测、数据分析、态势展示等提供计算服务</b> ，一方面保证整体解决方案的快速输出，另一方面提供数据汇聚、整理、分析和模型训练，并支撑项目研发部门的产品优化及研究需求。
网络攻防实验室建设	确保整体解决方案中 <b>各类分析模型的合理有效</b> ，为系统脆弱性及安全风险的科学评估、大量实时攻防数据的积累、攻防态势模型的构建等工作的顺利开展提供保障

数据来源：东北证券，公司公告

**1.84 亿元用于运营服务平台建设，0.86 亿元用于补充流动资金。**运营服务平台建设，主要是扩建安全服务中心、产品演示中心、客服呼叫中心及总部培训基地。公司计划在 9 个城市布局一类运营服务中心，21 个城市布局二类运营服务中心，在济南建设总部培训基地，并在一类运营服务中心配套建设产品演示中心，从而强化公司产品的区域运营服务能力和基层安全服务能力，满足各类客户不同需求，增强客户黏性。本项目是公司中长期战略，不直接产生效益。补充流动资金，可以提升公司资金实力，有利于稳定人才队伍，增强研发实力；满足公司未来业务持续发展的资金需要，提高持续盈利能力。

**三大募投项目将带来更大业绩弹性，超过股本摊薄影响，对 EPS 有正面积积极影响。**我们认为基于国产平台的安全防护整体解决方案项目立足创新可信，助力公司构建多层次安全防护体系；基于大数据的网络安全监管整体解决方案包括内网安全监管平台、外网安全监管平台、态势感知展示平台、数据中心四个模块，以应对网络安全行业从合规走向实战对抗；运营服务平台建设包括 9 个一类运营服务中心，21 个二类运营服务中心以及济南总部培训基地等。我们认为三大募投项目将提升公司盈利水平，看好公司保密龙头地位和网络安全保密防护监管运维一体化平台带来的长期发展远景。

**采用最新再融资标准推进增发方案。**2020 年 2 月 14 日，证监会发布修订后的《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》（2020 年修订）、《上市公司非公开发行股票实施细则》（2020 年修订），对创业板上市公司再融资提出了新的监管要求。调整非公开发行股票定价和锁定机制，将发行价格由不得低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 9 折改为 8 折；将锁定期由 36 个月和 12 个月分别缩短至 18 个月和 6 个月，且不适用减持规则的相关限制；将主板（中小板）、创业板非公开发行股票发行对象数量由分别不超过 10 名和 5 名，统一调整为不超过 35 名。2020 年 2 月 27 日，公司发布《创业板非公开发行 A 股股票预案（修订稿）》，对发行对象、定价原则和限售期等进行了相应的调整。

关键时期，获得大量资金，有助于公司抢占市场份额，丰富产品线，由保密内网向外网安全延伸。我们认为 2020 年行业景气度将进一步高涨，则全行业将面临人才、资金、研发、服务体系的巨大压力，2020 年 3 月，中国工程院院士、网络与信息安全专家方滨兴接受采访时表示，要想在网络安全这场战争中立于不败之地，就要培养大量具有过硬技术本领的网络安全人才，这是解决网络安全问题的关键所在。然而目前我国每年对网络安全人才的需求量有几十万人，但科班出身的网络安全人才每年只有 1 万多人，加上相关领域的毕业生，人才储备是远远不够的。在此关键时期，谁能够掌握更多的资金，才有望在人才和项目推进中抢占优势，获得最大的市场份额，并将公司产品线进一步丰富，由保密内网业务全面向外网等保信息安全延伸。

#### 4.6. 先后两次实施股权激励，分享机制助力公司长期发展

2017 年，公司实施股权激励计划，保证员工成长动力。2017 年 9 月，公司发布股权激励计划，向公司 104 名（实授 88 人）核心管理人员和核心技术（业务）骨干人员授予 132.30 万股（转增后实授 184 万股）限制性股票，其中预留 27.7 万股（转增后更改为 44.3 万股）。2018 年 6 月，公司实施预留部分的股权激励计划，并向公司中层管理人员以及公司核心技术（骨干）等 27 名（实授 26 名）激励对象授予 44.30 万股（实授 43.30 万股）限制性股票。

表 12: 公司 2020 年股权激励方案

时间	激励对象	股票数量（万）	价格（元/股）	限售期	限售条件	当年股份支付费用（万元）
2017.09	88 名核心管理人员和核心技术（业务）骨干人员	184	9.84	2018 年 8 月 31 日解禁 30%； 2019 年 8 月 31 日解禁 30%； 2020 年 8 月 31 日解禁 40%。 (2018 年 10 月 12 日，第一批解禁 55.2 万股)	以 2016 年营收为基数， 2017 年营收增长率不低于 25%；2018 年营收增长率不低于 50%；2019 年营收增长率不低于 75%。	496.93
2018.06	中层管理人员以及公司核心技术（骨干）26 名	44.3(首次预留部分)	12.49	2019 年 6 月 20 日解禁 50%； 2020 年 6 月 20 日解禁 50%	以 2016 年营收为基数， 2018 年营收增长率不低于 50%；2019 年营收增长率不低于 75%。	1333.30

数据来源：东北证券，公司公告

2020 年，再次推出股权激励制度，分享机制助力公司长期发展。2020 年 3 月 11 日，公司发布股票期权和股权激励计划，拟向公司 197 名核心管理人员和核心技术（业务）骨干人员授予权益总计 341.90 万股，其中股票期权激励计划拟授予 145.65 万份股票期权，占公司股本总额的 1.10%，首次授予 116.55 万份，行权价格为每份 73.75 元，预留 29.10 万份；限制性股票激励计划拟授予 196.25 万股限制性股票，占公司股本总额的 1.48%，首次授予 157.05 万股，授予价格为 36.88 元/股，预留 39.20 万股。2020 年 4 月 22 日，首次授予条件达成，首次授予数量股票期权 116.05 万份，授予人数 192 人，行权价格为 73.75 元/份；首次授予限制性股票 156.55 万股，授予人数 194 人，授予价格为 36.88 元/股，分享机制助力公司长期发展。

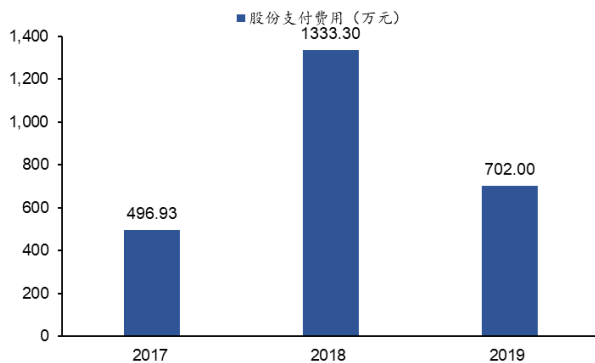
表 13: 公司股权激励方案

时间	激励对象	股票数量 (万)	价格 (元/股)	限售期	限售条件
2020.03	核心管理人员、核心技术 (业务) 骨干	145.65 (期权)	73.75 (行权价格)	首次授予登记完成之日起 12 个月后的首个交易日起解禁 30%; 首次授予登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起解禁 30%; 自首次授予登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起解禁 40%	以 2019 年净利润为基数, 2020-2022 年净利润增长率不低于 30%/50%/70%, 对应 1.62/1.87/2.12 亿元;
	197 名	196.25 (股票)	36.88		或以 2019 年营收为基数, 2020-2022 年营收增长率不低于 35%/70%/100%, 对应 8.14/10.25/12.06 亿元。

数据来源: 东北证券, 公司公告

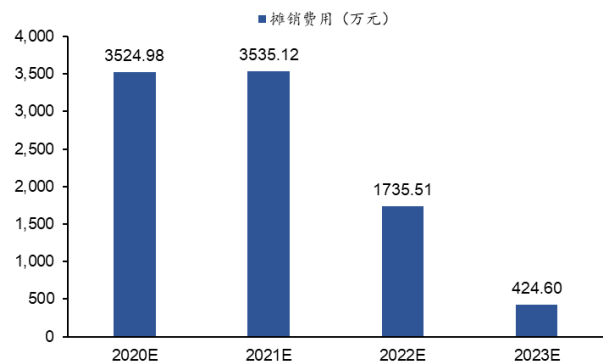
公司因实施 2017 年限制性股票激励计划, 近三年分别确认股份支付费用为 496.93 万元、1333.30 和 702.00 万元。公司于 2020 年推出的股权激励制度, 首次授予的股票期权与限制性股票需摊销的总费用为 9220.21 万元, 2020-2023 年, 分别摊销 3524.98 万元、3535.12 万元、1735.51 万元和 424.60 万元。公司积极推进股权激励制度, 核心员工分享公司成长果实, 我们认为这种良好的分享机制是公司保持长期竞争力的核心原因之一。

图 16: 股份支付费用 (2017-2019)



数据来源: 东北证券, Wind

图 17: 股权激励首次授予部分费用摊销情况



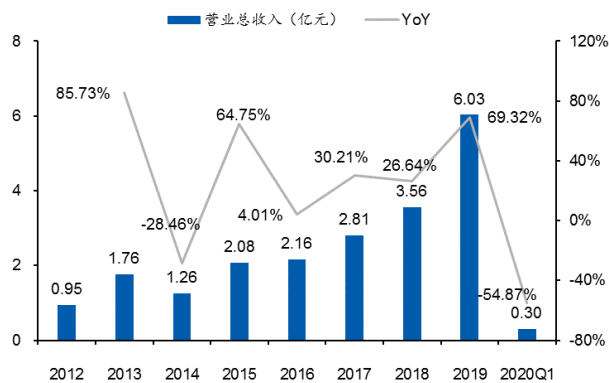
数据来源: 东北证券, Wind

## 5. 安全保密业务驱动持续高成长, 业绩高弹性可期

### 5.1. 保密产品和信息安全服务业务高速增长, 驱动业绩持续高增长

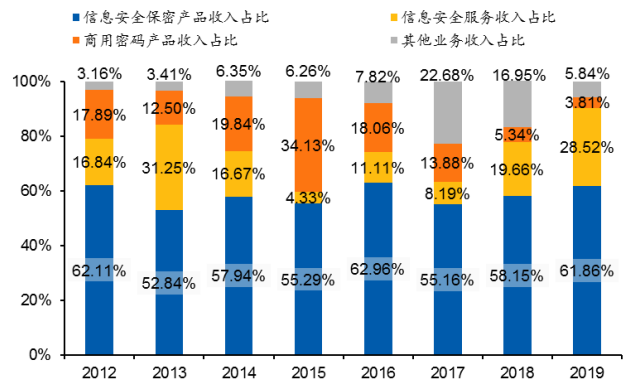
保密防护业务线表现亮眼, 净利润同增 194.34%。2019 年, 公司实现收入 6.03 亿元, 同增 69.32%。安全保密业务快速增长, 实现收入 3.73 亿元, 同增 80.29%, 其中, 保密防护产品收入 2.90 亿元, 同增 186.17%; 保密检查产品和保密监管产品收入分别为 0.54 亿元和 0.29 亿元, 分别同降-20.72%和-22.60%, 主要由于公司项目承接能力提升, 部分大额销售合同的模式从产品销售转向系统集成项目, 确认为信息安全服务收入。2019 年, 公司信息安全服务实现收入 1.72 亿元, 同增 144.45%; 监管业务线乘势而上, 公司先后中标了多个关键省级项目, 优势地位继续巩固。2020Q1, 受疫情影响, 公司实现收入 0.30 亿元, 同比下降 54.87%。

图 18: 公司营业总收入快速增长



数据来源：东北证券，Wind

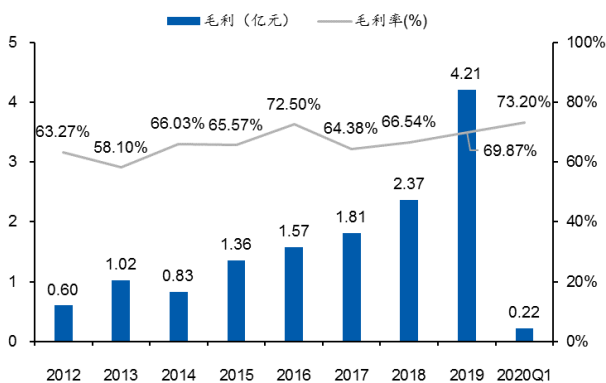
图 19: 公司营业总收入结构变化



数据来源：东北证券，Wind

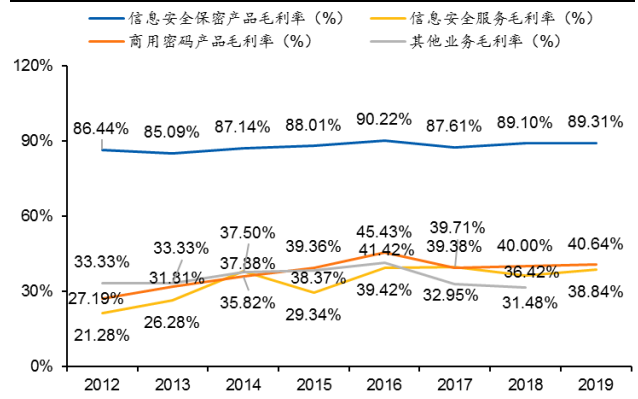
**毛利率稳步提升，2019 年达到 69.87%。**2019 年，公司实现毛利 4.21 亿元，毛利率达到 69.87%，较上年同期提升 3.33 个百分点，主要由于公司主营业务中，信息安全服务收入占比迅速提升至 28.52%，相对低毛利率的其他业务收入占比下降至 5.80%，此外，毛利率较高的信息安全保密产品收入占比提升至 61.86%，相比去年同期提升 3.71 个百分点。

图 20: 毛利率稳步提升



数据来源：东北证券，Wind

图 21: 分业务毛利率情况

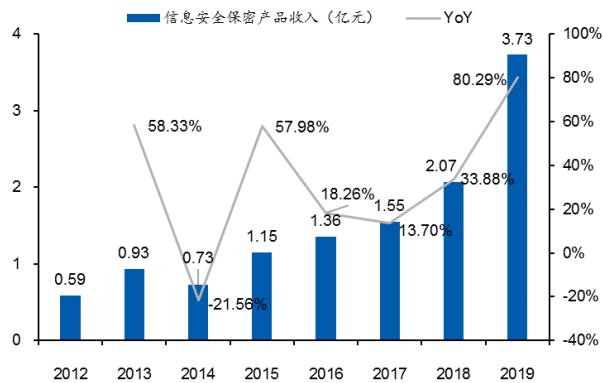


数据来源：东北证券，Wind

**信息安全保密产品是公司主要的收入来源，收入增速大幅提升。**2019 年信息安全保密产品收入达到 3.73 亿元，同比增长 80.19%，较 2018 年 33.55% 的增速大幅提升，主要由于：1）保密行业进入加速发展期；2）公司在保密行业具有明显领先龙头地位；3）公司产品线齐全，且大部分已经进入相关名录，销售具有较好的持续性。  
**毛利率保持较高水平。**2012-2019 年，信息安全保密产品的毛利率持续保持在 85% 以上的高水平，2019 年信息安全保密产品的毛利率为 89.31%，相比 2018 年提升 0.21 个百分点。

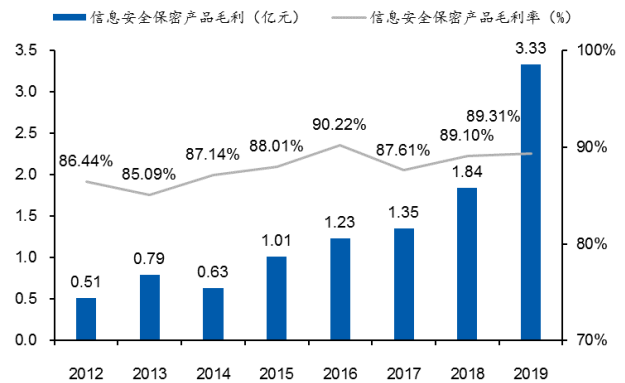


图 22: 信息安全保密产品收入增速大幅提升



数据来源: 东北证券, Wind

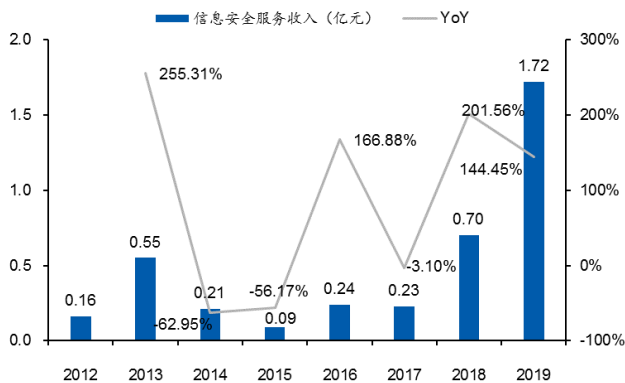
图 23: 信息安全保密产品毛利率保持稳定



数据来源: 东北证券, Wind

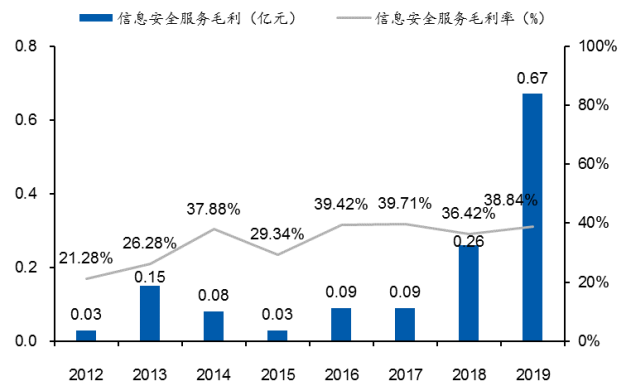
**项目承接能力提升, 信息安全服务收入翻倍增长。**2019 年信息安全服务收入达到 1.72 亿元, 和去年相比翻番增长, 增速达 145.71%, 一方面由于公司信息安全业务加速推进, 另一方面, 主要由于公司项目承接能力提升, 部分大额销售合同的模式从产品销售转向系统集成项目, 确认为信息安全服务收入。毛利率方面, 2019 年, 公司信息安全服务毛利率为 38.84%, 较上年同期提升 2.42 个百分点。

图 24: 信息安全服务收入翻倍增长



数据来源: 东北证券, Wind

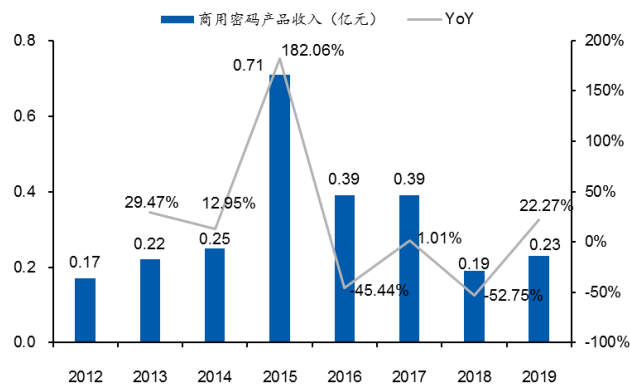
图 25: 信息安全服务毛利率略有回升



数据来源: 东北证券, Wind

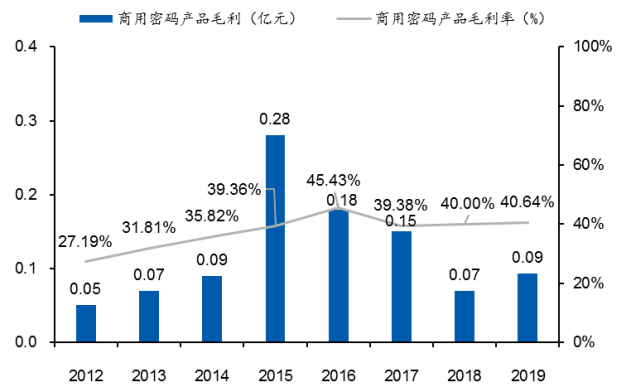
**商用密码产品收入稳步增长, 毛利率较为稳定。**2019 年商用密码产品收入为 0.23 亿元, 同比上升 21.05%。商用密码产品毛利率近几年维持在 40% 左右, 2019 年, 公司商用密码产品毛利率为 40.64%。

图 26: 商用密码产品收入情况



数据来源：东北证券，Wind

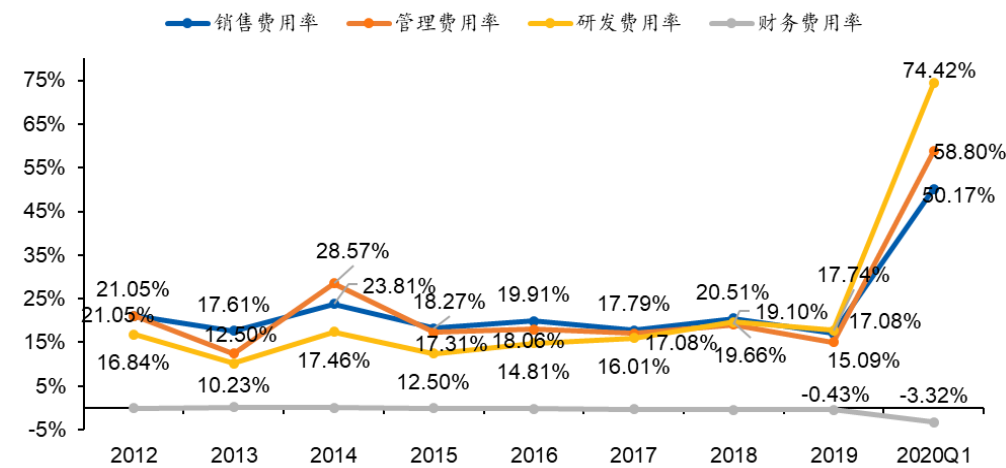
图 27: 商用密码产品毛利情况



数据来源：东北证券，Wind

**销售费用率和管理费用率小幅下降。**2019年，公司销售费用为1.03亿元，同比增长40.82%，主要是由于公司业务规模扩大，市场推广投入增长所致，销售费用率为17.08%，相比上年同期下降3.43个百分点；管理费用为9054万元，同比增长32.79%，主要由于公司人员增加，薪酬增长以及公司拟实施重大资产重组导致企业管理费增长所致，管理费用率为15.09%，相比上年同期下降4.13个百分点；研发费用为1.07亿元，同比增长51.39%，主要是由于公司进一步加大研发投入，研发费用率为17.68%，相比上年同期下降2.10个百分点。公司收入增长速度显著高于费用增长速度，显示了公司商业模式较好的规模效应，随着公司进入目录的核心产品的逐步增加，公司产品类收入比例有提升趋势，因此预计近几年将继续保持费用率下降和净利润率提升态势。

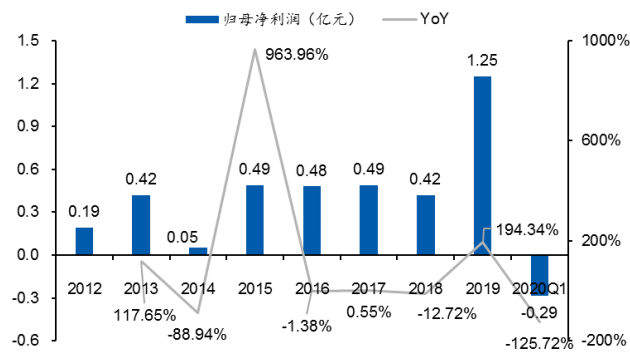
图 28: 四大费用率变化情况（2012-2020Q1）



数据来源：东北证券，Wind

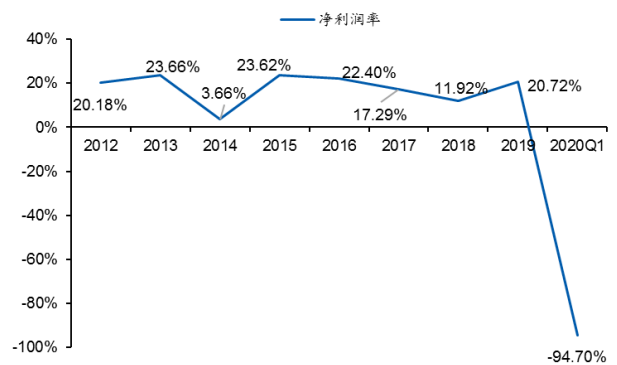
**归母净利润和净利率大幅增长。**2019年，公司实现归母净利润1.25亿元，同比增长194.34%，净利润率为20.72%，同比提升8.80个百分点。2020Q1，受新冠疫情影响，公司亏损0.29亿元，同比下降125.72%，净利率为-94.70%。

图 29: 归母净利润增长情况



数据来源：东北证券，Wind

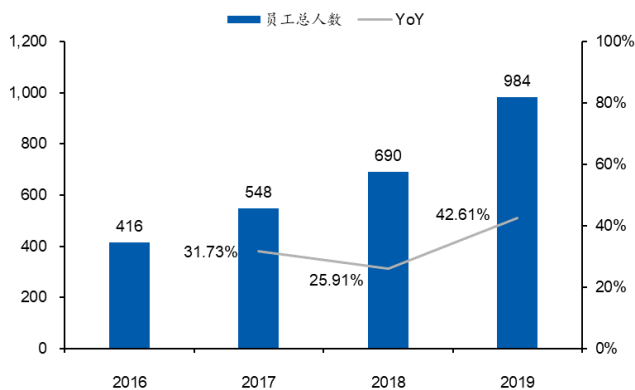
图 30: 净利率变化情况



数据来源：东北证券，Wind

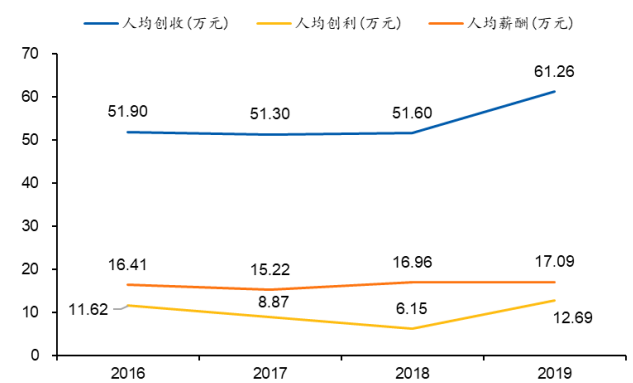
公司员工人数增长，人均创收和人均创利增加。近年，公司员工人数随着业务扩张迅速增长，截至 2019 年底，公司员工总计 984 人。2019 年，公司人均薪酬 17.09 万元，比去年增长 0.13 万元/人，人均创收 61.26 万元，比去年增长 9.66 万元/人，人均创利为 12.69 万元，比去年翻倍增长。

图 31: 员工总人数变化情况



数据来源：东北证券，Wind

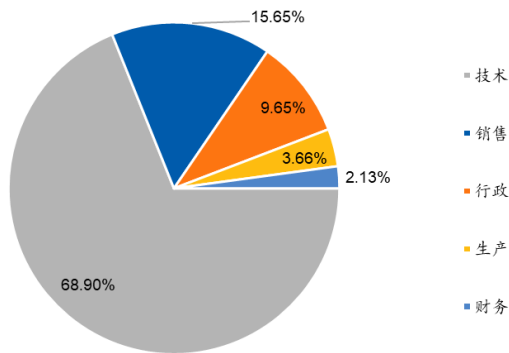
图 32: 近 4 年人均创收、创利和人均薪酬变化



数据来源：东北证券，Wind

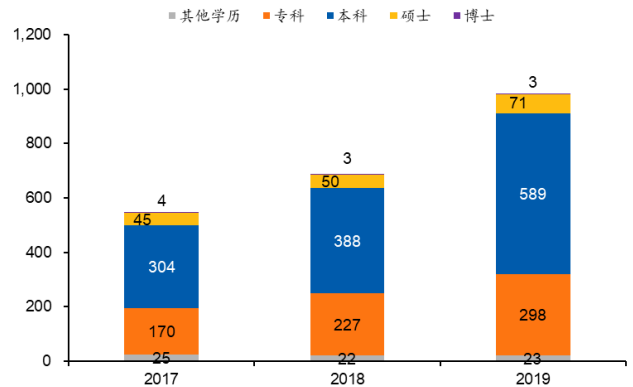
公司技术人员占比近七成，员工平均学历较高。截至 2019 年底，公司技术人员共 678 人，占比 68.90%；公司员工平均学历较高，本科及以上学历的员工占比 67.38%。

图 33: 2019 年底公司员工结构



数据来源：东北证券，Wind

图 34: 公司员工学历情况

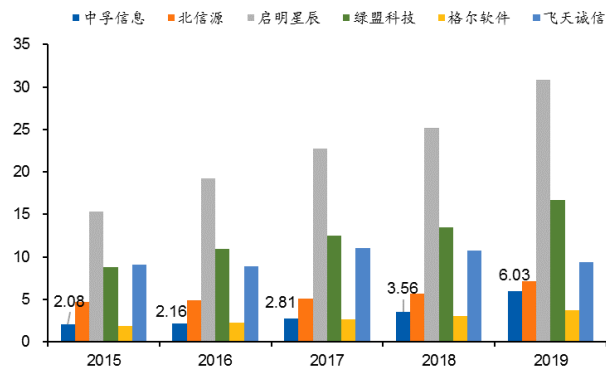


数据来源：东北证券，Wind

## 5.2. 收入利润增速亮眼，ROE 高于行业平均水平

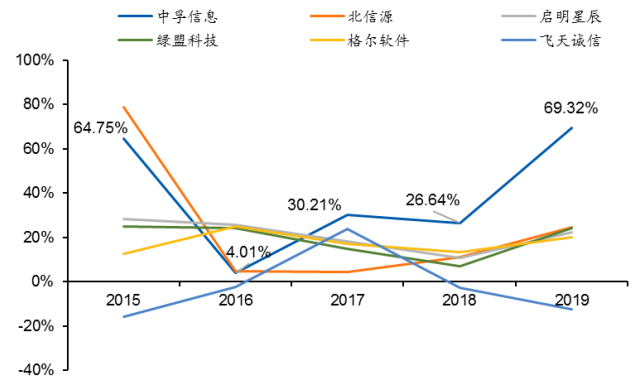
收入增速表现亮眼，在可比公司中处于领先地位。2018 年和 2019 年，公司分别实现营业收入 3.56 亿元和 6.03 亿元，分别同比增长 26.64% 和 69.32%，增速持续提升，且在可比公司中处于领先地位。

图 35: 可比公司收入规模对比 (单位: 亿元)



数据来源：东北证券，Wind

图 36: 可比公司收入增速对比

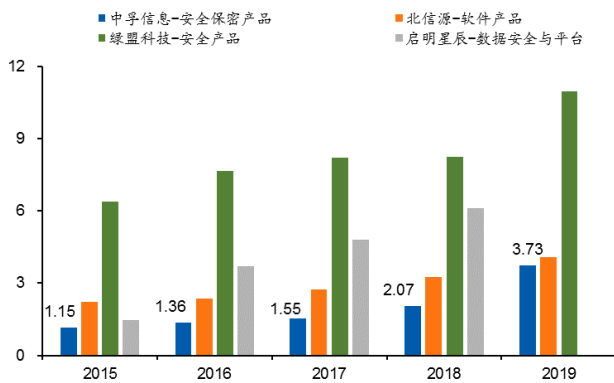


数据来源：东北证券，Wind

公司安全保密业务快速增长，毛利率处于同行业较为领先水平。公司安全保密业务快速增长，2019 年实现收入 3.73 亿元，同比增长 80.29%。近几年，可比公司安全保密产品毛利率在 70%-95% 之间，公司近年毛利率均在 88% 以上，在同行业中处于较为领先水平。

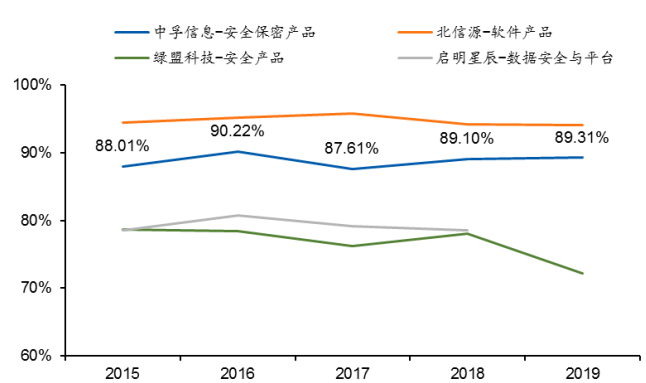


图 37: 可比公司安全保密产品收入 (单位: 亿元)



数据来源: 东北证券, Wind

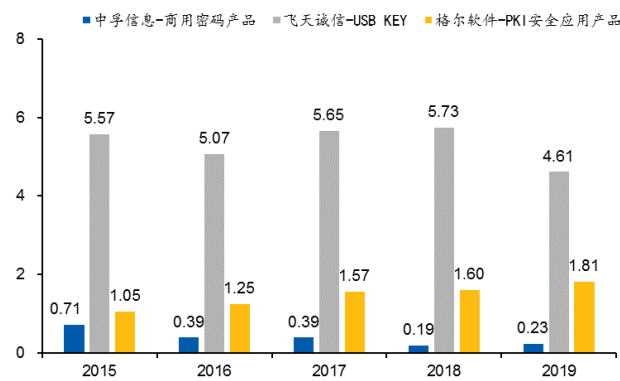
图 38: 可比公司安全保密产品的毛利率



数据来源: 东北证券, Wind

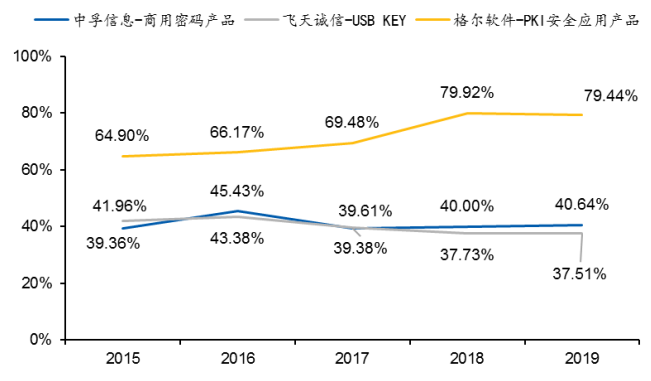
公司商用密码产品收入规模较小, 毛利率略领先于飞天诚信-USB KEY 产品。2019 年, 公司商用密码产品实现营收 0.23 亿元, 同增 21.05%, 毛利率为 40.64%。与可比公司相比, 公司商用密码产品收入规模尚且较小, 毛利率低于格尔软件的 PKI 安全应用产品, 略领先于飞天诚信-USB KEY 产品。

图 39: 可比公司商用密码产品营收 (单位: 亿元)



数据来源: 东北证券, Wind

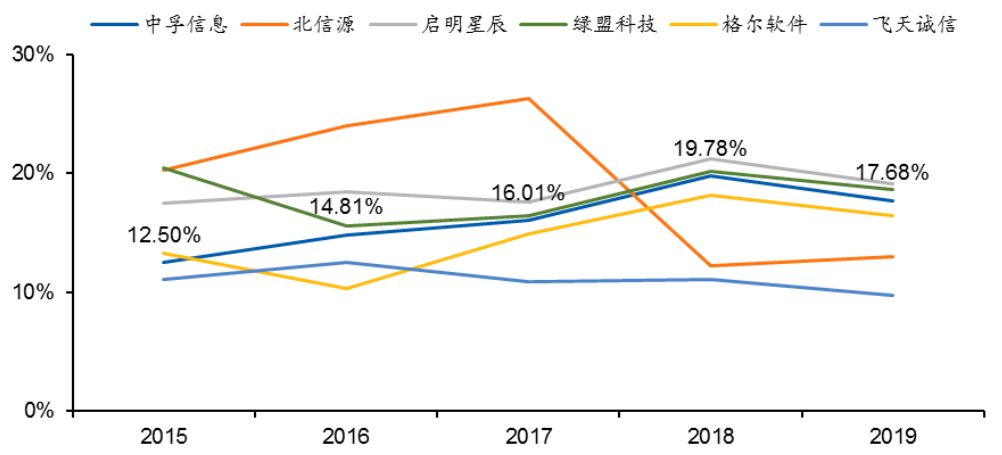
图 40: 可比公司商用密码产品毛利率



数据来源: 东北证券, Wind

研发费用率处于行业平均水平。2018 年, 公司的研发费用率为 19.78%, 处于行业平均水平, 2019 年, 公司的研发费用率为 17.68%。

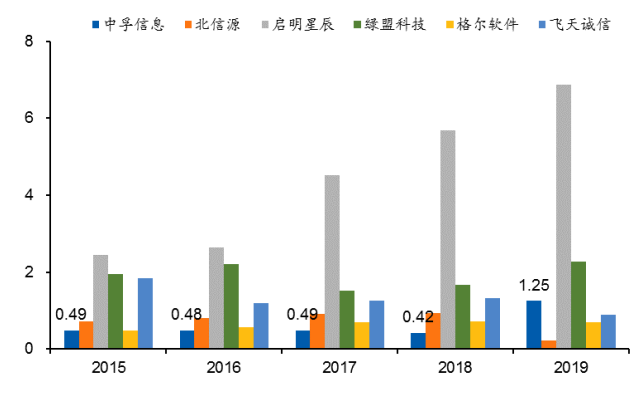
图 41: 可比公司研发费用率对比



数据来源: 东北证券, Wind

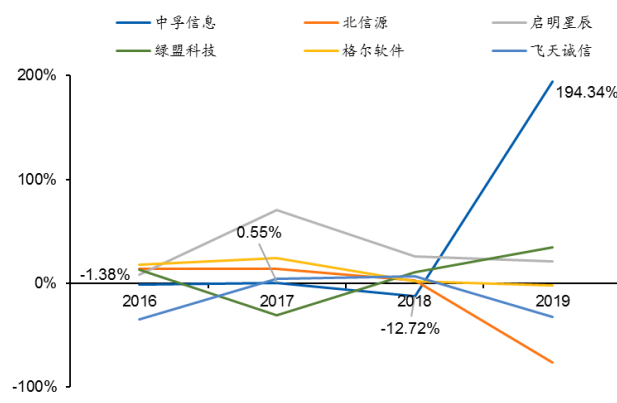
2019 年, 公司实现归母净利润 1.25 亿元, 同比增长 194.34%, 从增速角度, 公司在可比公司中处于领先水平。

图 42: 可比公司归母净利润 (单位: 亿元)



数据来源: 东北证券, Wind

图 43: 可比公司归母净利润同比增速



数据来源: 东北证券, Wind

**ROE 高于行业平均水平, 且 2019 年 ROE 大幅上涨。**公司 ROE 长期高于可比公司平均水平, 主要是由于公司净利率水平和总资产周转率较高, 而权益乘数基本处于行业平均水平。2019 年, 公司 ROE 达到 24.33%, 相比上年同期提升 14.49 个百分点, 主要是由于净利率大幅提升, 从 2018 年的 12.08% 提升至 20.96%, 总资产周转率也由 0.62 提升至 0.89。

表 14: 可比公司杜邦分析

	公司简称	2015	2016	2017	2018	2019
ROE	北信源	9.19%	5.39%	4.20%	4.18%	0.99%
	启明星辰	15.32%	13.54%	16.86%	16.92%	17.31%
	绿盟科技	14.61%	12.20%	6.37%	5.63%	6.98%
	格尔软件	21.44%	20.81%	16.13%	12.01%	10.90%
	飞天诚信	12.70%	7.79%	7.76%	7.83%	5.03%
	均值	14.65%	11.94%	10.26%	9.31%	8.24%
	中孚信息	39.84%	32.12%	17.16%	9.84%	24.33%
净利润率	北信源	15.20%	16.48%	17.83%	16.55%	2.80%
	启明星辰	16.88%	13.71%	19.69%	22.48%	22.07%
	绿盟科技	22.32%	20.42%	12.30%	12.60%	13.54%
	格尔软件	26.06%	24.65%	26.11%	23.53%	18.87%
	飞天诚信	20.07%	12.92%	9.51%	12.59%	9.87%
	均值	19.89%	17.45%	16.87%	17.36%	13.43%
	中孚信息	24.02%	22.77%	17.56%	12.08%	20.96%
总资产周转率(次)	北信源	0.53	0.30	0.21	0.22	0.27
	启明星辰	0.58	0.63	0.60	0.54	0.52
	绿盟科技	0.52	0.44	0.38	0.35	0.42
	格尔软件	0.62	0.69	0.53	0.44	0.47
	飞天诚信	0.53	0.49	0.58	0.53	0.47
	均值	0.56	0.52	0.47	0.42	0.43
	中孚信息	0.96	0.87	0.71	0.62	0.89
权益乘数	北信源	1.15	1.10	1.10	1.13	1.24
	启明星辰	1.64	1.55	1.40	1.36	1.58
	绿盟科技	1.26	1.34	1.35	1.27	1.21
	格尔软件	1.33	1.23	1.16	1.16	1.29
	飞天诚信	1.17	1.16	1.17	1.17	1.09
	均值	1.31	1.28	1.24	1.22	1.28
	中孚信息	1.73	1.62	1.39	1.32	1.30

数据来源: 东北证券, Wind

## 6. 盈利预测

### 6.1. 预计 2020-2022 年, 归母净利润为 2.62/3.52/4.48 亿元

信息安全保密产品: 预计 2020-2022 年, 其收入增速 145.83%/25.26%/29.79%, 毛利率为 86.34%/85.38%/84.36%。受益于创新可信行业加速推进, 预计 2020-2022 年, 保密防护产品的收入为 8.50/10.88/14.33 亿元, 同比增速为 193.58%/28.03%/31.71%, 毛利率为 85.73%/84.90%/ 83.97%; 由于公司项目承接能力提升, 部分大额销售合同的模式从产品销售转向系统集成项目模式, 相关营业收入计入涉密信息系统集成业务即信息安全服务, 预计保密检查产品和保密监管产品收入延续 2019 年的趋势, 2020-2022 年的收入增速为-20%/-10%/-5%, 毛利率保持往年水平。预计 2019-2021 年, 信息安全保密产品收入增速 145.83%/25.26%/29.79%,

毛利率为 86.34%/85.38%/84.36%。

表 15: 信息安全保密产品收入及毛利率预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
信息安全保密产品（亿元）	<b>2.07</b>	<b>3.73</b>	<b>9.17</b>	<b>11.48</b>	<b>14.90</b>
YOY	33.88%	80.29%	145.83%	25.26%	29.79%
毛利率	89.10%	89.31%	86.34%	85.38%	84.36%
其中：保密防护产品（亿元）	<b>1.01</b>	<b>2.90</b>	<b>8.50</b>	<b>10.88</b>	<b>14.33</b>
YOY	9.22%	186.16%	193.58%	28.03%	31.71%
毛利率	83.46%	0.00%	85.73%	84.90%	83.97%
保密检查产品（亿元）	<b>0.68</b>	<b>0.54</b>	<b>0.43</b>	<b>0.39</b>	<b>0.37</b>
YOY	63.07%	-20.72%	-20.00%	-10.00%	-5.00%
毛利率	97.50%	—	97.50%	97.50%	97.50%
保密监管产品（亿元）	<b>0.37</b>	<b>0.29</b>	<b>0.23</b>	<b>0.21</b>	<b>0.20</b>
YOY	87.10%	-22.61%	-20.00%	-10.00%	-5.00%
毛利率	88.96%	—	89.00%	89.00%	89.00%
保密教育产品（亿元）	<b>0.000</b>	<b>0.003</b>	<b>0.003</b>	<b>0.003</b>	<b>0.003</b>
YOY	—	—	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	—	—	85.00%	85.00%	85.00%

数据来源：东北证券，Wind

信息安全服务：预计 2020-2022 年，其收入增速 50%/40%/30%，毛利率为 38%/38%/38%。随着公司项目承接能力提升，预计 2020-2022 年，信息安全服务的收入为 2.57/3.60/4.69 亿元，同比增速为 50%/40%/30%，毛利率为 38%/38%/38%。

表 16: 公司信息安全服务收入及毛利率预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
信息安全服务收入（亿元）	<b>0.70</b>	<b>1.72</b>	<b>2.57</b>	<b>3.60</b>	<b>4.69</b>
YOY	201.59%	144.47%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利（亿元）	<b>0.26</b>	<b>0.67</b>	<b>0.98</b>	<b>1.37</b>	<b>1.78</b>
毛利率	36.42%	38.84%	38.00%	38.00%	38.00%

数据来源：东北证券，Wind

商用密码产品：预计 2020-2022 年，收入为 0.26/0.30/0.34 亿元，同比增速为 15%/15%/15%，毛利率为 40%/40%/40%。

表 17: 公司商用密码产品收入及毛利率预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
商用密码产品（亿元）	<b>0.19</b>	<b>0.23</b>	<b>0.26</b>	<b>0.30</b>	<b>0.34</b>
YOY	-52.74%	22.27%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利（亿元）	<b>0.07</b>	<b>0.09</b>	<b>0.10</b>	<b>0.12</b>	<b>0.14</b>
毛利率	40.00%	40.64%	40.00%	40.00%	40.00%

数据来源：东北证券，Wind



预计公司整体 2020-2022 年收入分别为 12.29/15.61/20.12 亿元，收入增速分别为 103.88%/27.09%/28.83%，毛利率分别为 73.97%/72.80%/72.33%。

表 18: 公司整体收入及毛利率预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入（亿元）	3.56	6.03	12.29	15.61	20.12
YOY	26.65%	69.26%	103.88%	27.09%	28.83%
毛利率	66.54%	69.86%	73.97%	72.80%	72.33%
信息安全保密产品（亿元）	2.07	3.73	9.17	11.48	14.90
YOY	33.88%	80.29%	145.83%	25.26%	29.79%
毛利率	89.10%	89.31%	86.34%	85.38%	84.36%
信息安全服务（亿元）	0.70	1.72	2.57	3.60	4.69
YOY	201.59%	144.47%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利率	36.42%	38.84%	38.00%	38.00%	38.00%
商用密码产品（亿元）	0.19	0.23	0.26	0.30	0.34
YOY	-52.74%	22.27%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	40.00%	40.64%	40.00%	40.00%	40.00%
其他主营业务（亿元）	0.60	0.35	0.28	0.23	0.18
YOY	-5.21%	-41.08%	-20.00%	-20.00%	-20.00%
毛利率	32.43%	34.08%	32.00%	32.00%	32.00%

数据来源：东北证券，Wind

**费用率及净利润预测：**预计 2020-2022 年归母净利润增速分别为 109.93%/34.26%/27.37%，达到 2.62/3.52/4.48 亿元。因规模效应，预计近几年收入增速将高于费用增速，带动公司净利润率持续提升。

1) 销售费用率：2019 年公司销售费用率为 17.13%，考虑到随着公司业务增长，销售人员增加，销售费用率提升，我们判断公司 2020-2022 年销售费用率为 17.65%/16.80%/16.83%。

2) 管理费用率：2019 年公司管理费用率为 15.02%，预计 2020-2022 年管理费用率分别为 15.48%/14.74%/14.76%。

3) 研发费用率：2019 年公司研发费用率为 17.68%，预计公司在传统业务中深挖客户需求，加大研发投入，并持续拓展“大安全”市场，预计 2020-2022 年公司研发费用率为 18.23%/17.35%/17.24%。

4) 财务费用率：预计 2020-2022 年公司财务费用率为-0.25%/-0.27%/-0.30%。

5) 归母净利润：预计公司 2020-2022 年归母净利润增速分别为 109.93%/34.26%/27.37%，达到 2.62/3.52/4.48 亿元。

表 19: 公司整体费用及净利润预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售费用 (亿元)	0.73	1.03	2.17	2.62	3.38
销售费用/营业收入	20.59%	17.13%	17.65%	16.80%	16.83%
管理费用 (亿元)	0.68	0.91	1.90	2.30	2.97
管理费用/营业收入	19.15%	15.02%	15.48%	14.74%	14.76%
研发费用 (亿元)	0.70	1.07	2.24	2.71	3.47
研发费用/营业收入	19.78%	17.68%	18.23%	17.35%	17.24%
财务费用 (亿元)	-0.02	-0.03	-0.03	-0.04	-0.06
财务费用/营业收入	-0.47%	-0.43%	-0.25%	-0.27%	-0.30%
归母净利润 (亿元)	0.42	1.25	2.62	3.52	4.48
同比	-12.72%	194.34%	109.93%	34.26%	27.37%

数据来源: 东北证券, Wind

## 6.2. 给予“买入”评级, 目标价 67.84 元

给予公司 2020 年 55x 目标 P/E, 对应 144.10 亿目标市值, 目标价 67.84 元。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.62/3.52/4.48 亿元。经计算, 可比公司 2020 年估值平均为 44x P/E, 公司作为保密领域龙头, 是目前唯一以保密市场为核心主业的上市公司, 业务已基本实现了中央、地方市场全覆盖; 此外, 公司也是山东省信息安全领域的重点企业, 有望受益于山东数字政府建设走在前列、全面开创的信息化建设; 受益于 2019 年创新可信市场的推进, 公司业绩增速显著领先于可比公司。因此考虑公司在保密领域的龙头地位溢价, 给予公司 2020 年 55x 目标 P/E, 对应目标市值 144.10 亿元, 目标价格 67.84 元, 给予“买入”评级。

表 20: 可比公司估值表

	市值(亿元)	预测净利润(亿元)		P/E	
	2020/5/29	2020E	2021E	2020E	2021E
北信源	100.76	1.98	2.85	51	35
绿盟科技	144.78	3.55	4.23	41	34
启明星辰	366.06	8.88	11.33	41	32
格尔软件	45.34	1.04	2.34	44	19
飞天诚信	67.14	1.74	1.88	39	36
均值				43	31
中孚信息	119.38			55	

数据来源: 东北证券, Wind

## 7. 风险提示

短期投入压力较大; 政策推进不及预期; 市场竞争增加。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	377	534	741	1,005	净利润	125	262	352	448
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	9	0	0	0
应收款项	227	468	593	764	折旧及摊销	11	0	0	0
存货	45	83	113	145	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	26	60	73	91	财务费用	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>675</b>	<b>1,145</b>	<b>1,520</b>	<b>2,004</b>	投资损失	0	-4	-5	-6
可供出售金融资产					运营资本变动	-66	-130	-70	-91
长期投资净额	0	0	0	0	其他	5	-2	-2	-2
固定资产	48	48	48	48	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>84</b>	<b>126</b>	<b>275</b>	<b>350</b>
无形资产	3	3	3	3	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-12</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
商誉	0	0	0	0	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-14</b>	<b>25</b>	<b>-74</b>	<b>-94</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>169</b>	<b>362</b>	<b>382</b>	<b>485</b>
<b>资产总计</b>	<b>745</b>	<b>1,215</b>	<b>1,591</b>	<b>2,075</b>					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	76	153	196	256		2019A	2020E	2021E	2022E
预收款项	25	50	67	85	<b>每股指标</b>				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.94	1.23	1.66	2.11
<b>流动负债合计</b>	<b>165</b>	<b>348</b>	<b>445</b>	<b>575</b>	每股净资产 (元)	4.33	4.06	5.37	7.03
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	0.63	0.59	1.29	1.65
其他长期负债	5	5	5	5	<b>成长性指标</b>				
<b>长期负债合计</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	营业收入增长率	69.3%	103.8%	27.1%	28.8%
<b>负债合计</b>	<b>170</b>	<b>353</b>	<b>451</b>	<b>580</b>	净利润增长率	194.3%	109.9%	34.3%	27.4%
归属于母公司股东权益合计	575	862	1,140	1,494	<b>盈利能力指标</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	69.9%	74.0%	72.8%	72.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>745</b>	<b>1,215</b>	<b>1,591</b>	<b>2,075</b>	净利率	20.7%	21.3%	22.5%	22.3%
					<b>运营效率指标</b>				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	137.71	139.04	138.61	138.60
	2019A	2020E	2021E	2022E	存货周转率 (次)	89.93	95.24	96.69	95.08
营业收入	603	1,229	1,561	2,012	<b>偿债能力指标</b>				
营业成本	182	320	425	557	资产负债率	22.8%	29.1%	28.3%	28.0%
营业税金及附加	7	17	21	27	流动比率	4.10	3.29	3.42	3.49
资产减值损失	0	0	0	0	速动比率	3.79	3.00	3.11	3.18
销售费用	103	217	262	338	<b>费用率指标</b>				
管理费用	91	190	230	297	销售费用率	17.1%	17.7%	16.8%	16.8%
财务费用	-3	-3	-4	-6	管理费用率	15.0%	15.5%	14.7%	14.8%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
投资净收益	0	4	5	6	<b>分红指标</b>				
<b>营业利润</b>	<b>139</b>	<b>296</b>	<b>398</b>	<b>508</b>	分红比例	21.1%	21.0%	21.0%	21.0%
营业外收支净额	-3	2	2	2	股息收益率	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%
<b>利润总额</b>	<b>136</b>	<b>298</b>	<b>400</b>	<b>510</b>	<b>估值指标</b>				
所得税	11	36	48	61	P/E (倍)	68.00	45.53	33.91	26.62
净利润	125	262	352	448	P/B (倍)	14.77	13.85	10.47	7.99
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>125</b>	<b>262</b>	<b>352</b>	<b>448</b>	P/S (倍)	12.38	9.72	7.65	5.93
少数股东损益	0	0	0	0	净资产收益率	21.7%	30.4%	30.9%	30.0%

资料来源：东北证券

#### 分析师简介:

**安永平:** 上海财经大学金融学硕士, 中国人民大学本科, 现任东北证券研究所所长助理、计算机行业首席分析师。曾任海通证券研究所计算机行业分析师, 安信证券研究中心电子行业高级分析师, 方正证券研究所计算机行业首席分析师。2012年以来具有8年证券研究从业经历。所在团队获得2015、2016年新财富分析师电子行业第1名, 2014年新财富分析师计算机行业第4名, 2018年Wind最佳分析师计算机行业第1名, 入围金牛奖计算机行业最佳分析师。

**邵珠印:** 北京大学凝聚态物理硕士, 北京科技大学材料物理本科, 现任东北证券计算机组研究助理。曾任方正证券研究所研究助理, 2019年加入东北证券研究所。

#### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

#### 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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

#### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。



东北证券股份有限公司

网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouyingl@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wanguan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn