

中孚信息 (300659)

证券研究报告

2019 年 03 月 07 日

产品完备叠加政策利好，主营业务高速增长

专注保密领域，主业高增长

中孚信息成立于 2003 年，自成立之初即专注于信息安全保密领域，在这一领域精心耕耘 15 年，资质完备，形成了完整的产品研发、生产、销售以及公司管理体系。公司是保密领域产品和服务领先提供商，安全保密产品得到党政机关、军工企业、中央企业和科研院的普遍认可；商用密码产品覆盖金融、税务、工商等多个领域。公司形成了以三大主营业务——信息安全保密产品、商用密码产品、信息安全服务为支撑的营收体系，且主营业务保持高速增长。

乘政策东风，直接受益自主可控

近年来，信息安全建设领域政策平凡落地。《网络安全法》《网络安全等级保护条例》等出台实施，对信息安全建设提供了法律支撑，提出了更高的要求；关键领域实现自主可控国产化替代得到空前重视，上升到战略地位，并紧锣密鼓提上日程，作为配套安全设施，信息安全建设需求有望显著增长。中孚信息作为保密领域产品和服务领先提供商，有望在信息安全建设行业迎来法律、政策东风的大环境下获得可喜增长，直接受益于国家自主可控战略。

产品和解决方案完备，竞争优势明显

公司拥有“三合一”等有核心竞争力的信息安全保密产品以及保密防护监管一体化解决方案、保密自查自评工作解决方案等全面的一体化解决方案，相关保密产品和解决方案完备。并且相关产品还通过国家保密主管部门测评，业内领先。2018 年开始，地级及以下的政府将逐步接入国家电子政务内网，相关保密设备的建设需求有望释放。在网络安全和各类自主可控政策得到进一步重视的情况下，中孚信息有望凭借其在产品、解决方案以及服务上的核心竞争力进一步开拓市场，提升自己的竞争优势，巩固自己龙头保密企业地位。

投资建议

我们认为中孚信息作为国内信息安全保密领域的领头羊，有望在自主可控和保密一系列政策的推动下继续维持主业的高增长。看好公司在保密领域深挖客户渠道价值，逐步丰富产品线，实现快速增长。预计 2018/2019/2020 净利润 0.44/0.85/1.42 亿元，EPS 0.33/0.64/1.07 元，对应 PE 86.95/45.42/27.19 倍。根据相对估值法给予公司 2019 年 PE 为 55.77 倍，对应目标价 35.69 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：自主可控政策落地不及预期、公司技术和产品的迭代无法满足客户需求

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	215.90	281.12	357.53	496.58	682.76
增长率(%)	4.01	30.21	27.18	38.89	37.49
EBITDA(百万元)	42.51	36.88	56.62	95.02	158.26
净利润(百万元)	48.35	48.62	44.44	85.06	142.09
增长率(%)	(1.38)	0.55	(8.60)	91.42	67.05
EPS(元/股)	0.36	0.37	0.33	0.64	1.07
市盈率(P/E)	79.91	79.48	86.95	45.42	27.19
市净率(P/B)	24.77	9.41	7.37	6.34	5.14
市销率(P/S)	17.90	13.75	10.81	7.78	5.66
EV/EBITDA	0.00	83.20	60.62	37.04	21.38

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	29.09 元
目标价格	35.69 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	132.83
流通 A 股股本(百万股)	64.96
A 股总市值(百万元)	3,864.11
流通 A 股市值(百万元)	1,889.72
每股净资产(元)	2.99
资产负债率(%)	20.34
一年内最高/最低(元)	58.87/15.25

作者

沈海兵	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030001	
shenhaibing@tfzq.com	
葛婧瑜	联系人
gejingyu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 专注保密领域，主业高增长	3
1.1. 深耕信息安全行业，治理结构优质	3
1.2. 聚焦保密领域，产品和服务完备	4
1.3. 三主业驱动，营收利润稳健增长	6
2. 乘网络安全政策东风，直接受益自主可控	8
2.1. 网络安全战略地位提升，事件和政策驱动行业高增长	8
2.2. 保密检查和等保 2.0 加速落地，自主可控带来公司发展新机遇	9
2.3. 产品、渠道、解决方案完备，公司竞争优势明显	10
3. 估值和盈利预测	12
4. 风险提示	13

图表目录

图 1：中孚信息发展历程	3
图 2：公司股权结构	3
图 3：中孚信息主营业务	4
图 4：信息安全保密产品的典型应用场景	4
图 5：商用密码产品应用体系	5
图 6：中孚信息主营业务收入结构图	6
图 7：信息安全保密防护产品收入和增速	6
图 8：信息安全保密检查产品收入和增速	6
图 9：商用密码产品收入和增速	7
图 10：信息安全服务收入和增速	7
图 11：营业成本及期间费用（万元）	7
图 12：各项费用在营业收入比例	7
图 13：公司毛利率和净利率变化	8
图 14：公司持续加大研发投入	8
图 15：“三合一”产品	11
表 1：信息安全保密产品	5
表 2：近年来网络安全相关政策	9
表 3：公司前十大客户中的党政机关和央企客户	11
表 4：公司分业务拆分	12
表 5：可比公司估值水平	13

1. 专注保密领域，主业高增长

1.1. 深耕信息安全行业，治理结构优质

中孚信息股份有限公司是专业从事信息安全技术与产品研发、销售并提供行业解决方案和安全服务的高新技术企业。公司成立于 2002 年，专业从事信息安全技术与产品研发、销售并提供行业解决方案和安全服务，经过 15 年的发展，公司于 2017 年 5 月在深圳证券交易所创业板成功上市。公司目前有员工 700 余人，在北京、南京、深圳、新疆、广州、福建、青岛、西安、成都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。公司形成了以济南、南京为研发基地，以北京为销售和服务中心，覆盖全国的营销及服务网络。

图 1：中孚信息发展历程

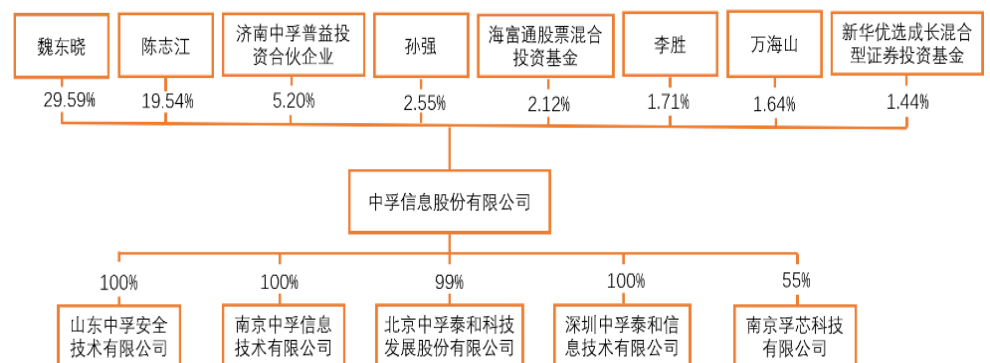


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

公司资质齐全，是国家商用密码产品定点生产和销售单位；拥有国家保密局颁发的国家涉密集成甲级资质证书，具有工信部颁发的信息系统集成资质。同时拥有山东省信息安全共性工程技术研究中心、山东省信息安全工程实验室、山东省企业技术中心、山东省软件工程技术中心创新平台，也是山东省数据恢复与清除技术中心的承担单位。

公司自建立以来，股权结构稳定。公司创始人魏东晓一直是公司的最大控股股东和实际控制人；2017 年在深交所创业板上市之后，魏东晓仍然持有公司近 30% 股份。公司另一位创始人陈志江在公司上市之前持股 31%，上市之后持股 19.54%，为公司第二大股东。公司于 2017 年 8 月 31 日正式通过限制性股票激励计划，向公司核心管理人员和核心技术（业务）骨干授予 160 万股限制性股票。通过股权激励，上市公司可以充分调动核心人员积极性，稳定核心技术和管理人员，统一股东和员工的利益。股权结构的稳定有利于公司创始人掌握公司的发展方向，能够更好地保证公司战略得到落实，有利于公司的长期稳定发展。

图 2：公司股权结构

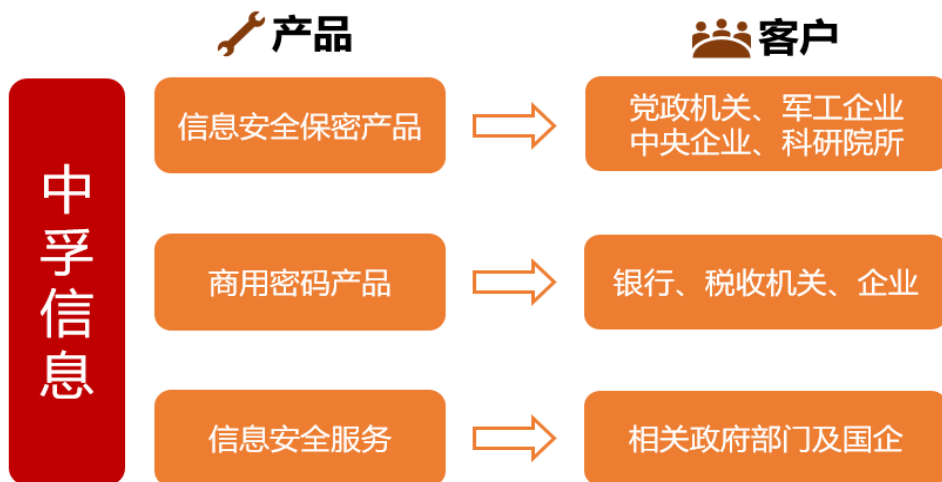


资料来源：Wind、天风证券研究所

1.2. 聚焦保密领域，产品和服务完备

中孚信息公司的主要产品和服务分为三大类：信息安全保密产品、商用密码产品、信息安全服务。其中信息安全保密产品的服务对象主要为党政机关、军工企业、中央企业和科研院所等，商用密码产品运用的领域主要为金融、税务、工商，而信息安全服务主要是涉密信息系统的集成服务，其服务对象也主要为大型的党政机关和军工国企。

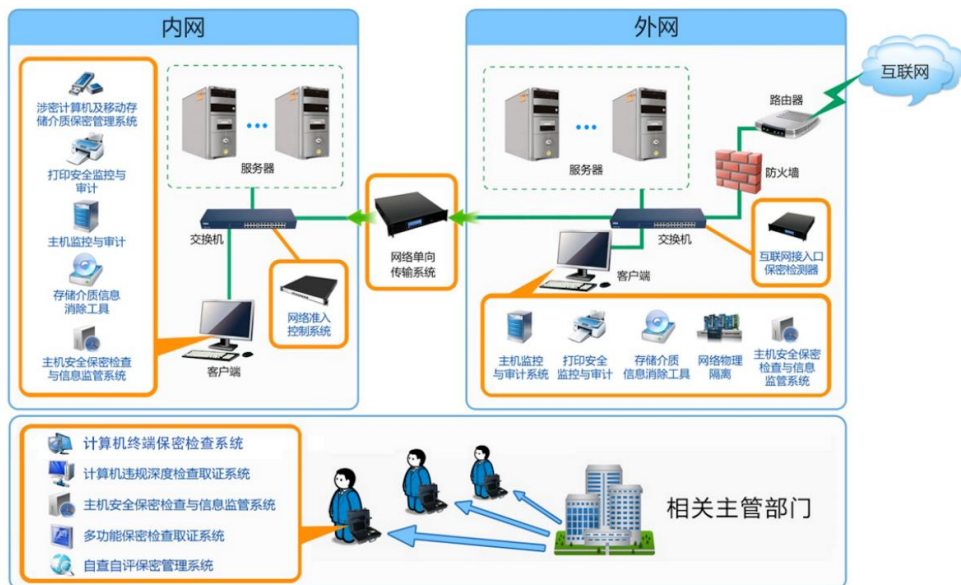
图 3：中孚信息主营业务



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

信息安全保密产品分为信息安全保密防护产品和信息安全保密检查产品。从实施和检查两个维度保护使用者的信息安全。从实施的维度，单位的内网部分可以通过硬件保障信息安全，内网和外网通过硬件设备物理隔离，外网和互联网通过硬件和软件进行逻辑隔离。通过硬件和软件的结合可以有效地对信息系统实施整体防范以保障信息安全。从检查的维度，相关主管部门可以通过计算机终端保密检查系统等产品，方便有效地勘察计算机存在的保密安全问题，发现信息系统存在的安全隐患，防范于未然。

图 4：信息安全保密产品的典型应用场景



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

具体来看，信息安全保密防护产品基于物理隔离、信息单向传输、访问控制等技术，从硬件和软件上保证整个信息系统符合分级保护标准的要求，达到防止信息泄露的效果。其主要的产品包括“三合一”及配套产品、存储介质信息消除工具和网络隔离卡等。

信息安全保密检查产品用于对计算机、网络、应用系统进行合规性检查，主要产品包括计算机终端保密检查系统及同类产品、自查自评保密管理系统、互联网接入保密检测器等多种产品。

表 1：信息安全保密产品

信息安全保密产品	保密防护产品	“三合一”及其配套产品	涉密计算机及移动存储介质保密管理系统	软件产品
			多功能导入装置	软硬件结合产品
			涉密专用存储	软硬件结合产品
		存储介质信息消除工具		软件产品
		网络物理隔离卡		软硬件结合产品
	保密检查产品	计算机终端保密检查系统及同类产品	计算机终端保密检查系统	软件产品
			计算机违规深度检查取证系统	软件产品
			主机安全保密检查与信息监管系统	软件产品
			多功能保密检查取证系统	软硬件结合产品
		自查自评保密管理系统		软件产品
		互联网接入保密检测器		软硬件结合产品

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所整理

商用密码产品是采用国产密码芯片和算法对金融、税务、工商等不涉及国家机密的信息进行加密保护或者安全认证的产品。中孚信息商用密码产品主要分为三大块业务：

- ①**智能密码钥匙**：提供身份认证、数字签名、信息加密及信息完整性检验等安全功能，被广泛应用于网上银行、电子政务及电子商务领域
- ②**网络发票客户端**：提供身份认证、数字签名、信息加密、信息完整性校验、数据加密存储、税控码生成及验证等安全功能，应用于网上报税、网络发票等电子税务系统。
- ③**电子营业执照客户端**：提供双界面智能 IC 卡和客户端、受理端机具，利用密码技术生成、验证电子营业执照，为以电子营业执照为支撑的网上登记管理等提供查询和验证服务。

图 5：商用密码产品应用体系



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所整理

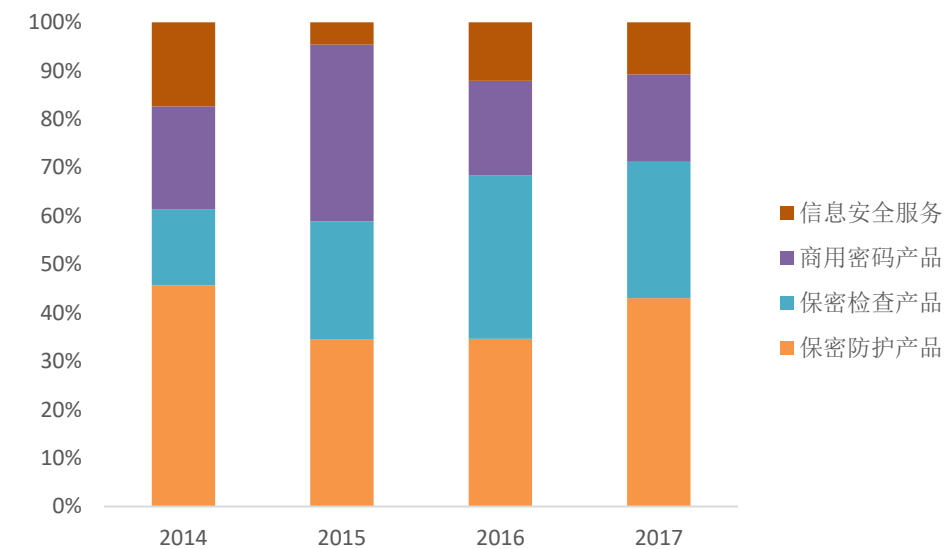
公司信息安全服务主要为涉密信息系统集成，是对涉密系统工程的规划、开发、服务等工

作。报告期内公司先后取得涉密信息系统集成资质（乙级）、涉密信息系统集成资质（甲级），可以在全国范围内提供涉密信息系统集成服务。

1.3. 三主业驱动，营收利润稳健增长

信息安全保密产品为公司主要收入来源。信息安全保密产品（含保密防护产品和保密检查产品）为公司主要的收入，2015-2017 年分别占营业收入比例为 55.35%、62.94%及 54.96%。自 2015 年公司研发的计算机终端保密检查系统得到政府部门大量采购后，保密检查产品的占比稳步上升。此外，2015 年商用密码产品占比升高，主要是因为当年公司研发完成了电子营业执照客户端的中标项目。

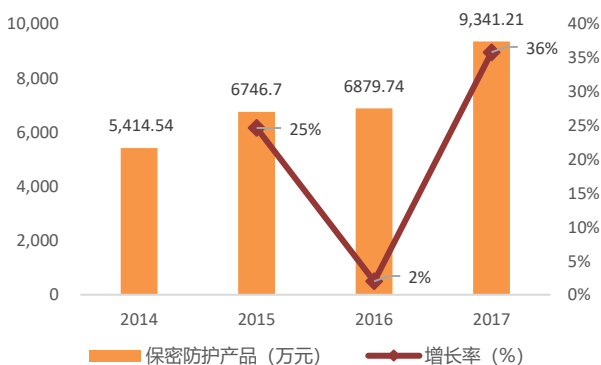
图 6：中孚信息主营业务收入结构图



资料来源：Wind、天风证券研究所

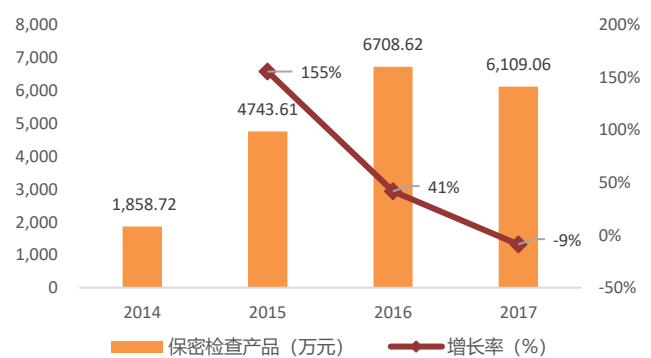
信息安全保密产品收入呈上升趋势。公司在保密业务上始终处于上升趋势，“三合一”产品得到市场的广泛支持。“三合一”是一款专用的保密防护系统软件，具有阻断涉密计算机违规连接互联网、移动存储介质管理、外部数据导入导出三大功能。多功能导入装置和涉密专用存储也通常和“三合一”搭配销售和使用。“三合一”支持 Windows、Linux 和国产系统，能够较好地搭配国产计算机一起使用。

图 7：信息安全保密防护产品收入和增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

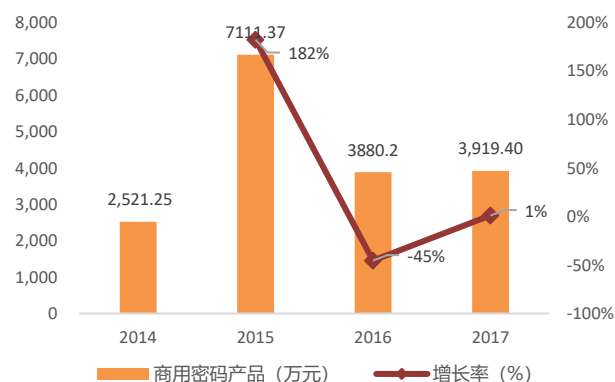
图 8：信息安全保密检查产品收入和增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

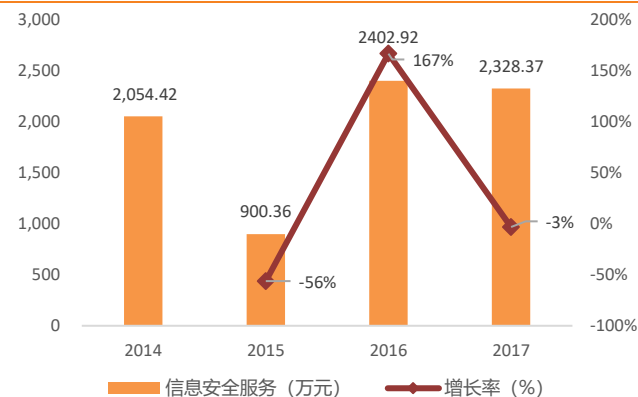
商用密码产品收入受政府采购影响有较大波动。2015 年公司完成电子营业执照客户端安全产品的招标项目，实现收入 4639 万，占当年密码应用产品销售收入的 65.2%。2016 年，国家没有扩大电子营业执照的试点省市范围，电子营业执照客户端安全产品的后续销售金额减少，导致该公司电子营业执照客户端安全产品只实现销售 1528 万，同比下降 3000 余万，对商用密码产品收入产生较大负面影响。

图 9：商用密码产品收入和增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

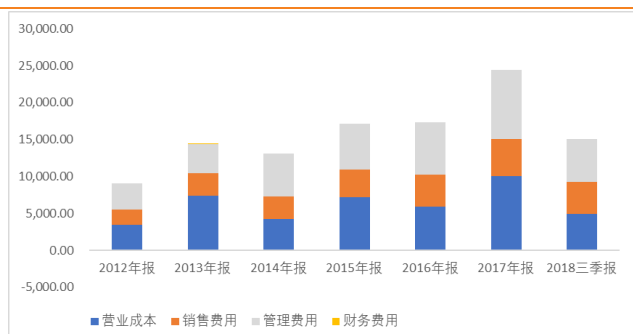
图 10：信息安全服务收入和增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

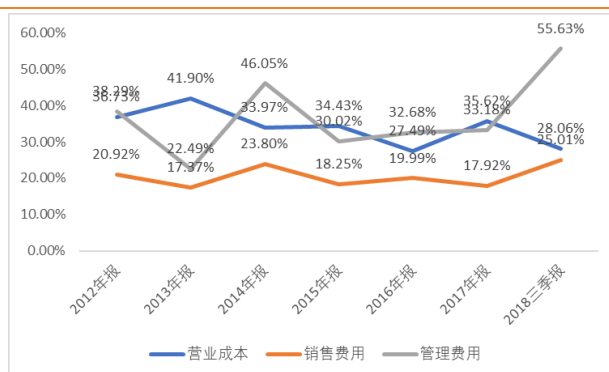
营业成本稳步下降，公司管控能力逐步提升。公司成本主要有营业成本、销售费用和管理费用。公司没有长期债务融资，债务端主要是应付账款，因此，公司的财务费用很少，在很多年度甚至有一定净收入。在费用构成上，根据 2017 年报，营业成本占比 35%左右，销售费用占比 20%左右，管理费用占比 33%左右，其中主要部分为研发人员费用。按年度来看，营业成本在营业收入比例保持稳步下降趋势，公司成本管控能力逐渐提高；销售费用占营业收入比较稳定；但是，管理费用占比波动较大。

图 11：营业成本及期间费用（万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

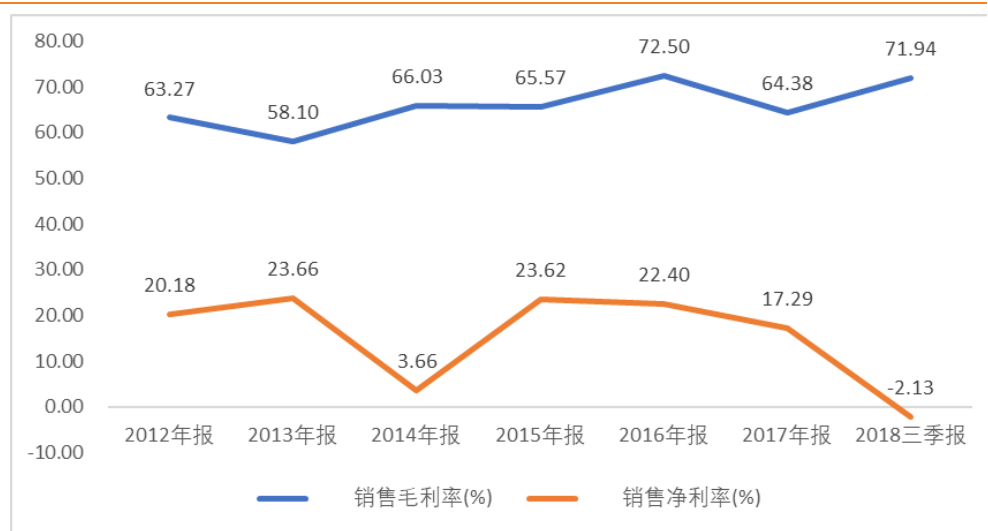
图 12：各项费用在营业收入比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

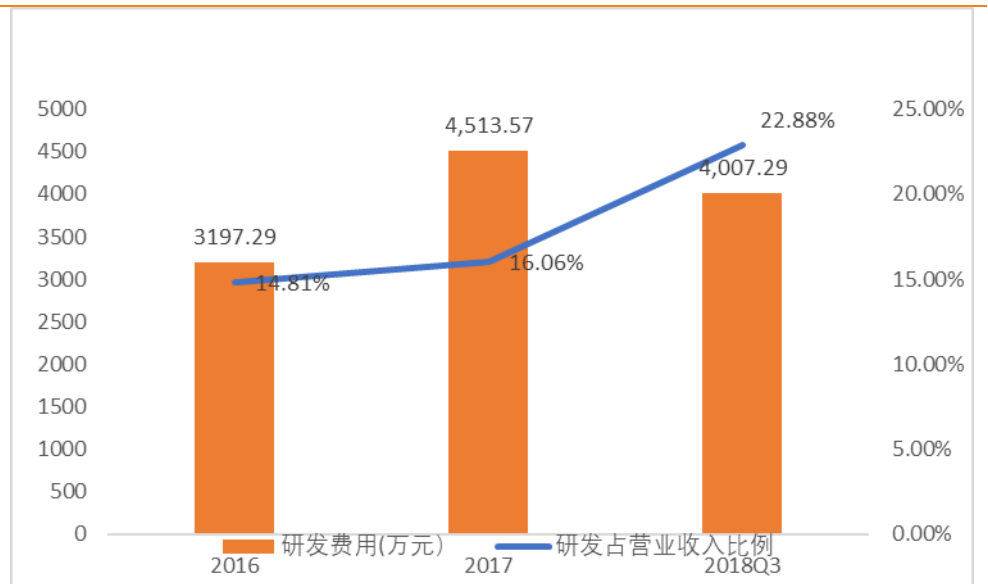
公司销售毛利率整体比较稳定，在 60%左右的水平，净利润率由于管理费用和研发投入变化有一定的波动，预期未来回稳。由于营业成本和销售费用比较稳定，2017 年、2018 年管理费用上升使得销售净利率下滑。管理费用上升一方面是因为新增股权激励和研发投入持续高速增长。公司在 2017 年实施股权激励计划，费用在 2017 年到 2020 年期间摊销。其中 2017 年需摊销 496.93 万元（占管理费用 5.33%）；2018 年需要摊销 1333.3 万元。此外，由于公司主要客户为政府类机构，收入集中在第四季度（2017 年 Q4 营业收入占公司全年收入的比重分别为 50.11%），因此 2018 年 Q3 的数据仅供参考，2018 年年度净利润率不会大幅下降。管理费用上升另一方面是因为公司研发投入持续高速增长，占营业收入比例逐年增加，这虽然在短期加大了公司盈利压力，但是对公司长期发展有利。当股权激励摊销结束，研发进入稳定投入期之后，净利率不会继续大幅下滑。

图 13：公司毛利率和净利率变化



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 14：公司持续加大研发投入



资料来源：公司财报、天风证券研究所

2. 乘网络安全政策东风，直接受益自主可控

2.1. 网络安全战略地位提升，事件和政策驱动行业高增长

随着信息技术的日益发展，网络安全正逐渐成为各国角力的主战场。2015 年，新《国家安全法》首次将网络空间正式上升成为我国继海、陆、空、天后的第五疆域，将信息安全建设上升为国家战略高度。2016 年 11 月，十二届全国人大常委会第二十四次会议表决通过《网络安全法》，并于 2017 年 6 月 1 日起正式实施，正式建立了国家网络安全的一系列全局性、基础性制度。

安全威胁日益严重。互联网高速发展的背景下，我国的网络安全威胁也日益严峻，安全事件已经成为新闻头版的常客。近年来 WannaCry、Petya、NotPetya 等重大网络安全事件陆续爆发，各种社会经济活动、IT 和安全团队都经历了多场网络安全事件。尤其是 2017 年 5 月的 WannCry 勒索病毒攻击，成型后迅速进入国内校园网络，随后扩大到公安、能源等关键行业，这一由于 Windows 系统漏洞带来的安全问题严重威胁到国家利益和安全。

政策上强调网络安全和自主可控。在此背景下，我国政府近年来不断推出相关法规与政策，

推动网络安全建设，加大自主可控力度，从而从根源上保障我国的网络和信息安全。在习总书记的带领下，全国人大、中央网信办和国家采购中心等部门积极响应，陆续出台了一系列重要文件和法律法规落实网络安全，大大增加本土软硬件设备采购，保障关键基础设施领域的自主可控。

表 2：近年来网络安全相关政策

时间	机构	政策	政策内容
2013 年 11 月	中央国安委		国家安全委员会成立，习近平任主席。
2014 年 2 月	中央网信办		中央网络安全和信息化领导小组成立，习近平 任组长，提出没有网络安全就没有国家安全。
2014 年 5 月	中央网信办	《加强电信和互联网行业网络安全工作的指导意见》	对网络基础设施安全防护、推进安全可控关键软硬件应用、网络数据和用户个人信息保护等做出强调；指出关系国家安全和公共利益的系统使用的重要技术产品和服务，应通过网络安全审查。
2014 年 5 月	国家采购中心	《关于进行信息类协议供货强制节能产品补充招标的通知》	国家采购中心要求政府机关不允许安装 Win 8 操作系统。
2015 年 3 月	国家采购中心		政府采购名单调整，外国科技产品数量下降 1/3，删除苹果、McAfee 和思科等外国企业， 增加上千本土品牌。
2016 年 11 月	全国人大	《网络安全法》	《网络安全法》审议通过。该法案是我国第一部网络空间安全管理方面的基础性法律，填补了我国在网络安全领域的法律空白，明确了相关责任主体的法律责任 及明确的处罚条例，是我国网络空间法制建设的重要里程碑。
2016 年 12 月	中央网信办	《国家网络空间安全战略》	第一份关于网络空间安全的战略性文件，对网络空间安全进行全面顶层设计，该战略是指导国家网络安全工作的纲领性文件。
2017 年 5 月	中央网信办	《网络产品和服务安全审查办法》	《办法》要求党政部门及重点行业优先采购已经通过审查的产品。
2017 年 6 月	全国人大	《网络安全法》	《网络安全法》正式实施。
2018 年 4 月	网信办、证监会	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	《指导意见》意在充分发挥资本市场在资源配置中的重要作用，规范和促进网信企业创新发展，推进网络强国、数字中国建设。
2018 年 6 月	公安部	《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》	为贯彻落实《中华人民共和国网络安全法》，深入推进实施国家网络安全等级保护制度

资料来源：网信办、全国人大等政府网站、天风证券研究所

对于依赖政策支持的网络行业而言，持续的政策引导有望直接带动党政军及各类大型企业对于网络安全的重视，落地产品和服务，提升行业增速和规模。

2.2. 保密检查和等保 2.0 加速落地，自主可控带来公司发展新机遇

网络安全等级保护制度从 2007 年实施到现在，已经走过 12 年。2018 年 6 月，由公安部牵头，会同中央网信办、国家保密局、国家密码管理局联合制定的《网络安全等级保护条例》发布，正式跨入等保 2.0 时代，制度发生了突破性的进展，不仅体系发生了大升级，该标准制度也上升为法律，信息安全建设重要性和紧迫性空前上升。

等保 2.0 针对移动互联、云计算、大数据、物联网和工业控制等新技术、新应用领域的个性安全保护需求提出安全扩展要求，形成新的网络安全等级保护基本要求标准。调整各个级别的安全要求为安全通用要求、云计算安全扩展要求、移动互联安全扩展要求、物联网安全扩展要求和工业控制系统安全扩展要求。新的更高要求下，必将推动信息安全产业迅

猛发展。

表 3：等保 2.0 技术部分变化简析

分类	安全控制点	等保三级要求内容	应对思路
网络和通信安全	入侵防范	应采取技术措施对网络行为进行分析，实现对网络攻击特别是未知的新型网络攻击的监测和分析	部署安全防护设备能够对新型网络攻击进行检测和分析，对未知威胁检测需要具备云端未知威胁分析引擎，并实现本地防护设备能与云引擎进行联动，具备与云引擎联动分析的下一代防火墙或安全感知平台可满足此要求。
	集中管控	应能对网络中发生的各类安全事件进行识别、报警和分析	部署能对网络中发生的各类安全事件进行识别、报警和分析的安全防护设备
	边界防护	应能对内部用户非授权连接到外部网络的行为进行限制或检查	新提出从内到外网络的行为进行限制或检查，传统防火墙无法满足此类要求，必须采用具有双向检测能力的下一代防火墙或上网行为管理检测非法无线共享来满足
	安全审计	应能对远程访问的用户行为、访问互联网的用户行为等单独进行审计和数据分析	必须在无线网络边界增加安全防护设备
设备和计算机安全	入侵防范	应能够检测到对重要节点进行入侵的行为，并在发生严重入侵事件时提供报警	在重要节点部署检测探针，能够检测到对重要节点的入侵行为，将日志汇总安全感知平台进行分析，并在发生严重入侵事件时报警

资料来源：深信服官网，天风证券研究所

此外，在中兴、华为 5G 海外市场纠纷及中美贸易战的大背景下，实现关键基础设施国产化自主可控更是迫在眉睫。中央政府采购网于 2018 年 5 月 17 日发布了《2018-2019 年中央国家机关信息类产品（硬件）和空调产品协议供货采购项目征求意见公告》。在公告下方提供的系列附件中，是关于服务器、交换机、空调产品、台式机、笔记本以及信息类产品的具体技术指标。其中关于服务器的采购技术标准征求意见中，在原有服务器等类别的基础上，增设了“国产芯片服务器”这一新的类别，其中包括龙芯 CPU 服务器、飞腾 CPU 服务器以及申威 CPU 服务器。这显示了中央层面对于国产化自主可控的高度重视，在服务器、CPU 处理器和储存器等的国产化替代中，信息安全建设作为配套措施将迎来一轮上涨行情。中孚信息作为保密防护和保密检查产品和服务的领先提供商，将做为国产服务器、储存器国产替代的配套服务而直接受益。

2.3. 产品、渠道、解决方案完备，公司竞争优势明显

从产品端来说，公司最核心的信息安全保密产品是涉密计算机及移动存储介质保密管理系统（简称“三合一”），该产品是首批通过国家保密主管部门测评的产品，被列入国家保密局授权发布的装备名录。产品可有效解决涉密计算机及移动存储介质保密管理薄弱、泄密事件高发的问题。该产品由客户端、保密管理中心、违规外联监控互联网报警平台等软件，以及涉密专用 U 盘、多功能导入装置等硬件构成。通过软硬结合的方式有效地保障信

息的安全性，防止泄密，是行业内的领先产品。

图 15：“三合一”产品



资料来源：公司官网、天风证券研究所

除现有产品外，公司持续投入研发，在态势感知等技术上做了有益的探索。公司的态势感知产品利用大数据分析等软件技术和路由器等硬件的深度结合，通过检测、反馈、响应、处理解决可能出现的安全问题。态势感知是利用先进的大数据和 AI 技术的动态的对流量的动态分析过程而不是静态的防御机制。这些研发探索有望让中孚信息在未来的信息安全市场保持竞争力。

从渠道上来说，公司渠道覆盖了大量党政机关和央企客户。间接通过经销商触达的党政机关和国央企客户也有许多。而这些客户是自主可控领域需求最旺盛，最需要重点关注和服务的对象。在这一轮的信息安全国产化中，公司有望收获先机。中孚信息还中标《2018-2019 年中央国家机关信息类产品（硬件）协议供货采购项目》，可见党政机关对中孚信息技术和品质的肯定。

表 3：公司前十大客户中的党政机关和央企客户

2014 年		2015 年		2016 年	
客户名称	客户类别	客户名称	客户类别	客户名称	客户类别
新疆生产建设兵团国家保密局	党政机关	福建省工商行政管理局	党政机关	教育部教育管理信息中心	党政机关
新疆维吾尔自治区国家保密局	党政机关	上海市工商行政管理局	党政机关	厦门市市场监督管理局	党政机关
山东省济南市中级人民法院	党政机关	江苏省工商行政管理局	党政机关	中山市工商行政管理局	党政机关
济南市国土资源信息中心	党政机关	云南省人民检察院	党政机关	工商银行江苏省分行	中央企业
		青海省人民检察院	党政机关		
		中共新疆委员会机要局	党政机关		

资料来源：Wind、天风证券研究所

从解决方案来说，公司拥有保密防护监管一体化解决方案、保密自查自评工作解决方案等全面的一体化解决方案。公司曾联合战略合作伙伴金航数码等单位在沈阳成功召开“保密信息一体化整体解决方案”研讨会，与会领导高度肯定了中孚信息在辽宁省保密领域做出的贡献。保密监管业务有望逐步放量。

2018 年 11 月，中孚信息与杭州电子科技大学签署协议，合作共建“中孚—杭电保密技术

研究院”，追求相关保密技术在高校的研发以及技术的进步。此外，中孚信息于 2018 年分别与同方信息安全技术股份有限公司、中标软件有限公司、浪潮集团有限公司旗下的山东超越数控电子股份有限公司签署战略合作协议。推进中孚信息的各种产品在合作公司的计算机硬件或操作系统上的深度应用，共建国产信息安全生态圈。

在当下网络安全愈加受到重视的环境下，叠加各类自主可控政策的推进，中孚信息有望凭借其在产品、渠道、解决方案上的核心竞争力进一步开拓市场，巩固自己龙头保密企业地位。2017 年度，国家电子政务内网中央和省级的节点已经基本建设完毕，2018 年开始，其它级别的地方政府将逐步接入国家电子政务内网，相关设备的建设需求有望释放。在政府高度关注网络安全和自主可控的背景下，相关机关事业单位对保密的需求也会增加，公司“三合一”产品以及保密一体化解决方案有望迎来快速增长。

3. 估值和盈利预测

预测假设：

- 1、公司传统三合一业务在自主可控政策推进下有望保持稳步增长，毛利率维持稳定；
- 2、保密监管业务 2019 年起开始发力；

在不考虑剑通信息并表情况下，公司业务拆分如下：

表 4：公司分业务拆分（单位：亿元）

		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
信息安全保密	保密防护	0.47	0.67	0.93	1.2100	1.57	2.04
	YOY		42.55%	38.81%	30.11%	29.75%	29.94%
	毛利				1.00	1.30	1.67
	保密检查	0.67	0.69	0.61	0.6710	0.74	0.81
	YOY		2.99%	-11.59%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利				0.50	0.55	0.61
	保密监管				0.3100	1.23	2.44
	YOY					295.81%	98.94%
	毛利		1.22	1.38	0.20	0.80	1.59
密码应用		0.71	0.39	0.39	0.4383	0.4383	0.4383
	YOY		-45.07%	0.00%	12.38%	0.00%	0.00%
	毛利		0.16	0.17	0.22	0.16	0.16
服务&其他		0.21	0.4	0.86	0.94600	1.0406	1.14466
	YOY		90.48%	115.00%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利		0.11	0.38	0.33	0.36	0.40
收入总计		2.08	2.16	2.81	3.5753	4.97	6.83
	YOY	64.75%	4.01%	30.21%	27.18%	38.89%	37.49%
	毛利合计		1.49	1.93	2.26	3.17	4.43
YOY				30%	17%	41%	39%
	毛利率				63.19%	63.93%	64.81%

资料来源：Wind、天风证券研究所

此外，我们判断公司三费率有望自 2019 起维持稳定，股权激励相关费用对利润影响逐步减小。在不考虑剑通信息并表的情况下，预计公司 2018/2019/2020 年净利润 0.44/0.85/1.42 亿元，EPS 0.33/0.64/1.07 元。

我们根据相对估值法对公司进行估值。由于公司目前正处于高速成长期，用 PEG 方式能够较好的反应成长性。可比信息安全公司 2019 年平均 PE37.47 倍，平均 PEG 1.52。考虑到其中启明星辰和南洋股份两家规模较大的公司增速相对不高，我们仅以北信源、绿盟科技、中新赛克三家成长型公司作为比对目标，得到平均 PEG 0.61。

根据我们的测算，中孚信息 2019 年净利润增长率为 91.42%，则按照 PEG=0.61 计算，公司 2019 年合理 PE 为 55.77 倍。对应目标价 35.69 元。

表 5：可比公司估值水平（单位：亿元）

股票代码	公司名称	净利润 2018	一致预测净利润 (2019)	2019 年净利润增 长率	预测 PE (2019)	预测 PEG (2019)
002439	启明星辰	5.6881	6.9734	22.60%	36.5869	1.6192
300352	北信源	0.9342	2.0490	119.33%	41.5428	0.3481
002212	南洋股份	5.0106	5.5400	10.57%	31.5735	2.9880
300369	绿盟科技	1.6808	2.7022	60.77%	37.2038	0.6122
002912	中新赛克	2.0475	2.9896	46.01%	40.4209	0.8785
				平均值	37.4656	1.5245
				去除启明星辰、南 洋股份	39.7255	0.6130

资料来源：Wind、天风证券研究所

4. 风险提示

自主可控相关政策落地不及预期、公司技术和产品的迭代无法满足客户需求

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	107.47	232.49	406.40	319.28	456.40
应收账款	61.58	121.50	55.32	186.76	146.08
预付账款	1.70	2.18	3.92	4.76	5.94
存货	12.35	19.91	29.62	39.75	51.20
其他	(0.00)	100.00	33.33	44.44	59.26
流动资产合计	183.10	476.08	528.59	594.99	718.88
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	40.15	40.13	60.92	101.79	141.71
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	1.07	2.52	1.75	0.97	0.19
其他	14.51	27.96	25.66	25.17	24.52
非流动资产合计	55.72	70.61	124.32	197.52	238.18
资产总计	238.82	546.69	652.92	792.52	957.06
短期借款	6.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	26.66	85.71	67.23	130.10	131.15
其他	29.92	33.72	42.51	34.69	56.62
流动负债合计	62.58	119.43	109.75	164.78	187.77
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.23	16.48	19.10	18.60	18.06
非流动负债合计	20.23	16.48	19.10	18.60	18.06
负债合计	82.81	135.91	128.85	183.38	205.84
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	61.20	82.78	132.83	132.83	132.83
资本公积	23.29	251.16	251.16	251.16	251.16
留存收益	94.80	346.80	391.24	476.31	618.40
其他	(23.29)	(269.96)	(251.16)	(251.16)	(251.16)
股东权益合计	156.00	410.78	524.07	609.13	751.23
负债和股东权益总	238.82	546.69	652.92	792.52	957.06

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	48.35	48.62	44.44	85.06	142.09
折旧摊销	6.02	6.88	3.99	6.31	8.70
财务费用	0.32	0.22	(1.90)	(2.15)	(2.30)
投资损失	0.00	(1.20)	5.70	0.00	0.00
营运资金变动	(35.39)	(136.68)	116.56	(98.44)	36.32
其它	0.57	110.35	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	19.86	28.17	168.79	(9.22)	184.81
资本支出	4.74	11.41	57.38	80.50	50.54
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(11.24)	(130.19)	(123.08)	(160.50)	(100.54)
投资活动现金流	(6.50)	(118.78)	(65.70)	(80.00)	(50.00)
债权融资	6.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1.11	231.41	70.82	2.18	2.34
其他	(49.15)	(15.79)	0.00	(0.08)	(0.03)
筹资活动现金流	(42.03)	215.62	70.82	2.10	2.31
汇率变动影响	0.00	0.00	48.18	0.00	0.00
现金净增加额	(28.68)	125.02	222.09	(87.12)	137.12

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	215.90	281.12	357.53	496.58	682.76
营业成本	59.36	100.13	131.60	179.13	240.26
营业税金及附加	3.54	4.22	5.36	7.20	9.76
营业费用	43.15	50.37	71.51	79.45	109.24
管理费用	70.56	93.28	135.86	139.04	170.69
财务费用	(0.31)	(0.77)	(1.90)	(2.15)	(2.30)
资产减值损失	2.38	3.67	3.05	3.04	3.25
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	1.20	42.48	0.00	0.00
其他	0.00	(23.25)	(84.96)	(0.00)	(0.00)
营业利润	37.22	52.27	54.53	90.87	151.86
营业外收入	17.57	0.47	0.09	0.10	0.11
营业外支出	0.38	0.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	54.41	51.84	54.62	90.98	151.97
所得税	6.06	3.22	10.18	5.91	9.88
净利润	48.35	48.62	44.44	85.06	142.09
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	48.35	48.62	44.44	85.06	142.09
每股收益（元）	0.36	0.37	0.33	0.64	1.07

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	4.01%	30.21%	27.18%	38.89%	37.49%
营业利润	27.58%	40.45%	4.32%	66.66%	67.11%
归属于母公司净利润	-1.38%	0.55%	-8.60%	91.42%	67.05%
获利能力					
毛利率	72.51%	64.38%	63.19%	63.93%	64.81%
净利率	22.40%	17.29%	12.43%	17.13%	20.81%
ROE	31.00%	11.84%	8.48%	13.96%	18.92%
ROIC	614.71%	120.65%	28.33%	90.15%	52.83%
偿债能力					
资产负债率	34.68%	24.86%	19.73%	23.14%	21.51%
净负债率	-24.75%	-7.46%	-18.43%	-45.56%	-18.09%
流动比率	2.93	3.99	4.82	3.61	3.83
速动比率	2.73	3.82	4.55	3.37	3.56
营运能力					
应收账款周转率	4.14	3.07	4.04	4.10	4.10
存货周转率	15.70	17.43	14.44	14.32	15.01
总资产周转率	0.88	0.72	0.60	0.69	0.78
每股指标（元）					
每股收益	0.36	0.37	0.33	0.64	1.07
每股经营现金流	0.15	0.21	1.27	-0.07	1.39
每股净资产	1.17	3.09	3.95	4.59	5.66
估值比率					
市盈率	79.91	79.48	86.95	45.42	27.19
市净率	24.77	9.41	7.37	6.34	5.14
EV/EBITDA	0.00	83.20	60.62	37.04	21.38
EV/EBIT	0.00	100.09	65.21	39.67	22.62

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com