

公司研究/季报点评

2019年10月27日

计算机软硬件/计算机应用 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 36.08  
合理价格区间(元): 39.20~42.46

**谢春生** 执业证书编号: S0570519080006  
研究员 xiechunsheng@htsc.com

**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 021-28972079  
wangweijia@htsc.com

**郭雅丽** 执业证书编号: S0570515060003  
研究员 010-56793965  
guoyali@htsc.com

**郭梁良** 执业证书编号: S0570519090005  
研究员 021-28972067  
guoliangliang@htsc.com

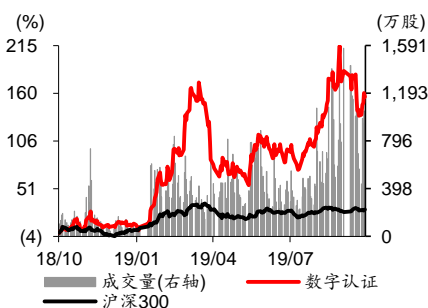
**金兴**  
联系人 jinxing@htsc.com

**施静** 010-56793967  
联系人 shi\_jing@htsc.com

相关研究

- 1 《数字认证(300579 SZ,增持): 三季报符合预期, 业绩预增7-10%》2019.10
- 2 《数字认证(300579 SZ,增持): 业绩符合预期, 业务拓展顺利》2019.08
- 3 《数字认证(300579,增持): 电子认证龙头, 电子签名高弹性》2019.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	180.00
流通 A 股 (百万股)	66.07
52 周内股价区间 (元)	21.25-57.95
总市值 (百万元)	6,494
总资产 (百万元)	1,147
每股净资产 (元)	3.46

资料来源: 公司公告

# CA 龙头, 商密+网安双重利好

## 数字认证(300579)

### 电子认证龙头, 商密+网安双重利好

公司前三季度营收 4.04 亿, YoY23.78%; 归母净利润 0.42 亿, YoY8.02%; 扣非归母净利润 0.34 亿, YoY0.11%, 符合市场预期。我们认为全年来看, 公司有望凭借自身电子认证领域成熟领先的技术将其成熟的电子认证解决方案跨行业、跨地域拓展, 加之与安全集成业务相关的政府客户订单有望在下半年加速释放。上调公司 19-21 年 EPS 0.55/0.82/1.06 元的预测 (前值: 0.53/0.80/1.04 元), 目标价 39.20~42.46 元, 维持“增持”评级。

### 公司 Q3 营收增长略超预期, 看好 Q4 业务前景

公司 Q3 营收 1.47 亿, YOY 24.07%; 归母净利润 0.16 亿, YOY 3.72%; 扣非归母净利润 0.12 亿, YOY -10.24%。公司 Q2 营收、归母净利润、扣非净利润增速分别为 15.95%/11.41%/3.13%。收入端, 公司 Q1-3 同比分别为 34.65%/15.95%/24.07%, Q3 收入增速环比有所提升, 我们认为三季度公司受益于政府客户的订单的加速释放。成本费用方面, 前三季度毛利率由于集成项目因素略有下降, 期间费用率 51.27%, 同比提升 1.47pct, 主要由于研发费用率提升较多, 5.48pct。

### 电子认证业务空间广阔, 电子签名提供高弹性

随着各行业信息化程度提升, 以及密码法草案表决通过有望提振商用密码服务行业景气度, 电子认证行业有望持续保持高速增长, 赛迪智库预计 19 年电子认证市场有望超 400 亿元。数字认证背靠政务行业传统优势, 在医疗、保险、交通等行业推出了众多基于电子签名、电子合同的创新解决方案。2019 上半年, 公司为以电子签名为代表的电子认证应用做了前瞻性准备, 重点围绕云服务平台建设、数字化审图、协同签名, 进一步提升电子签名的场景化解决方案。我们认为, 公司有望凭借自身电子认证领域成熟领先的技术将其成熟的电子认证解决方案跨行业、跨地域拓展。

### 等保 2.0 等政策因素驱动公司安全集成业务实现高增长

受益于等保 2.0 与建立安全可信的网络空间等政策要求, 公司根据客户需求, 将自有产品、第三方信息系统和网络安全产品有效地与客户信息系统集成, 从而提高客户系统的安全保障能力。随着等级保护与国产化进程不断深入, 客户合规需求日益紧迫。考虑到政府信息安全支出的季节性因素, 公司基于自有产品的系统集成项目有望于 Q4 进一步放量。

### 电子认证龙头, 维持“增持”评级

我们认为公司 2019 年将持续扩张业务范围, 从数字证书到电子签名及电子认证解决方案, 业务领域从政府领域逐渐向金融、医疗、教育等行业扩张。数字认证受益于各行业信息化率提升以及密码法出台, 赛迪智库预计我国认证行业 19 年市场空间有望超 400 亿, 其中电子签名市场 64 亿。我们预计公司 19-21 年 EPS 0.55/0.82/1.06 元, 对应 19-21 年 PE 为 66/44/34 倍。当前可比公司 20 年平均 P/E 48x, 考虑公司为密码法核心受益标的, 给予公司 20 年 48-52x P/E, 对应目标价 39.20~42.46 元, 维持“增持”。

风险提示: 行业增速不及预期, 公司竞争力下滑, 核心技术人员流失。

### 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	519.85	667.72	829.83	1,064	1,358
+/-%	16.68	28.45	24.28	28.16	27.68
归属母公司净利润 (百万元)	84.25	86.46	98.97	146.98	220.20
+/-%	40.50	2.62	14.48	48.51	30.20
EPS (元, 最新摊薄)	0.47	0.48	0.55	0.82	1.06
PE (倍)	77.09	75.12	65.62	44.19	33.94

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

参考公司前三季度收入实现 23.78% 增速，且 Q3 增长环比提升 8.12pct，故我们上调公司全年盈利预测，将公司 2019 年收入增速从 18% 上调至 26%，预计公司整体 19-21 年收入分别为 8.30/10.64/13.58 亿元，收入增速分别为 24%/28%/28%，公司 2019-2021 年归母净利润分别增长 14%/49%/30% 至 0.99/1.47/2.20 亿元。

图表1：公司整体收入毛利率预测（单位：百万元）

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	446	520	668	842	1,080	1,380
YOY	19%	17%	28%	26%	28%	28%
毛利率	58%	58%	59%	54%	53%	53%
电子认证服务及产品收入	194	232	264	224	239	291
YOY	30%	20%	14%	-15%	7%	21%
毛利率	63%	68%	69%	59%	62%	63%
安全集成收入	173	177	259	418	580	750
YOY	9%	3%	46%	62%	39%	29%
毛利率	56%	49%	52%	52%	52%	52%
安全咨询及运维服务收入	78	111	145	188	244	318
YOY	40%	43%	30%	30%	30%	30%
毛利率	54%	51%	52%	53%	54%	55%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

当前可比公司 20 年平均 P/E 48x，考虑公司为密码法核心受益标的，给予公司 19 年 48-52x P/E，对应目标价 39.20~42.46 元，维持“增持”评级。

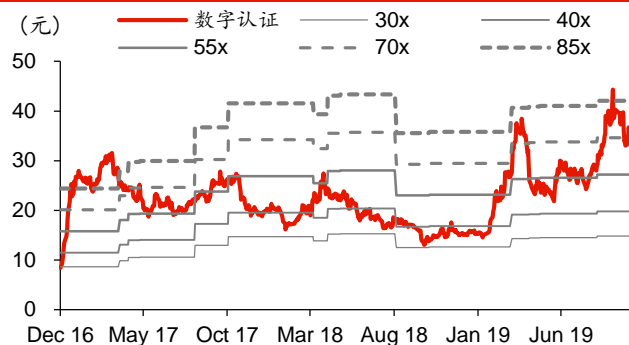
图表2：可比公司估值表（2019/10/25，wind 一致预期）

公司名称	股票代码	股价(元/股)		市值(mn)		市盈率		市净率		ROE		来源
		2019/10/25	2019/10/25	19E	20E	19E	20E	19E	20E			
华测检测	300012.SZ	14.19	23,520	54	42	7.6	6.6	14%	16%		Wind	
泛微网络	603039.SH	64.50	9,781	65	51	10.8	9.1	16%	18%		Wind	
卫士通	002268.SZ	25.81	21,637	79	51	4.6	4.2	6%	8%		Wind	
平均值			16,651	66	48	7.7	6.6	12%	14%			
数字认证	300579.SZ	36.08	6,494	66	44	9.5	8.1	15%	19%		华泰	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

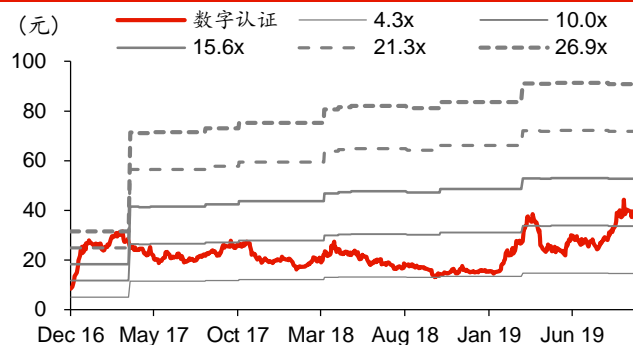
**PE/PB – Bands**

**图表3: 数字认证历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表4: 数字认证历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**风险提示**

**行业增速不及预期:** 若政府及企业对于信息安全投入资金不及预期或各行业信息化率提升程度不及预期, 公司营收和利润增长可能不及预期。

**公司竞争力下滑:** 如果行业巨头加大对于电子认证细分行业投入可能导致行业竞争加剧, 公司若不及时更新迭代产品保持客户粘性, 公司竞争力可能下滑, 市场份额可能下降。

**核心技术人才流失:** 密码应用行业高端人才培养周期较长, 若核心技术人才流失可能导致公司相应业务增速下滑。

**北京以外区域陆续推广类电子营业执照业务替代数字证书:** 若北京以外区域陆续推广类似于电子营业执照业务, 或对数字证书应用产生负面影响, 公司收入利润增速可能不及预期。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	871.05	1,043	1,239	1,533	1,902
现金	482.91	675.69	804.95	980.62	1,202
应收账款	141.57	178.59	221.95	284.44	363.18
其他应收账款	24.07	22.88	28.44	36.44	46.53
预付账款	44.13	33.24	45.83	58.44	73.83
存货	72.93	124.31	129.24	164.81	208.20
其他流动资产	105.43	8.46	8.55	8.68	8.84
非流动资产	60.30	82.24	92.04	99.77	105.56
长期投资	11.15	16.42	16.42	16.42	16.42
固定投资	16.31	21.15	26.82	31.13	34.09
无形资产	5.18	9.91	13.78	16.94	19.53
其他非流动资产	27.65	34.77	35.03	35.28	35.52
资产总计	931.35	1,125	1,331	1,633	2,008
流动负债	372.30	499.83	630.44	813.15	1,037
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	76.76	78.22	107.85	137.53	173.73
其他流动负债	295.54	421.62	522.59	675.62	863.52
非流动负债	13.61	13.26	13.26	13.26	13.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	13.61	13.26	13.26	13.26	13.26
负债合计	385.92	513.09	643.70	826.41	1,051
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	180.00	180.00	180.00	180.00	180.00
资本公积	242.25	206.69	206.69	206.69	206.69
留存公积	223.18	285.63	360.60	480.11	630.68
归属母公司股东权益	545.43	612.32	687.29	806.80	957.37
负债和股东权益	931.35	1,125	1,331	1,633	2,008

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	115.32	127.96	163.61	211.71	268.26
净利润	84.25	86.46	98.97	146.98	191.37
折旧摊销	6.28	7.23	9.24	11.31	13.25
财务费用	(3.41)	(2.80)	(3.33)	(4.03)	(4.99)
投资损失	(15.87)	(4.47)	(5.37)	(6.44)	(7.73)
营运资金变动	39.27	27.17	64.09	63.89	76.35
其他经营现金	4.80	14.38	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(104.80)	84.34	(13.67)	(12.60)	(11.31)
资本支出	7.59	19.04	19.04	19.04	19.04
长期投资	100.00	(97.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(2.80)	(6.38)	(5.37)	(6.44)	(7.73)
筹资活动现金	(22.23)	(24.00)	(20.67)	(23.44)	(35.81)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	40.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(35.57)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(22.23)	(28.43)	(20.67)	(23.44)	(35.81)
现金净增加额	(11.70)	188.31	129.26	175.67	221.13

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	519.85	667.72	829.83	1,064	1,358
营业成本	217.35	276.33	381.00	485.85	613.76
营业税金及附加	2.99	4.05	5.03	6.45	8.23
营业费用	83.57	102.62	127.53	152.81	181.53
管理费用	140.32	191.22	229.34	283.29	348.12
财务费用	(3.41)	(2.80)	(3.33)	(4.03)	(4.99)
资产减值损失	12.44	16.03	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.87	4.47	5.37	6.44	7.73
营业利润	96.17	98.91	113.23	168.16	247.77
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	96.12	98.91	113.23	168.16	247.77
所得税	13.01	12.46	14.26	21.18	27.57
净利润	83.11	86.46	98.97	146.98	220.20
少数股东损益	(1.13)	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	84.25	86.46	98.97	146.98	220.20
EBITDA	135.57	184.63	200.50	280.14	390.22
EPS (元, 基本)	0.47	0.48	0.55	0.82	1.06

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	16.68	28.45	24.28	28.16	27.68
营业利润	53.82	2.85	14.48	48.51	30.20
归属母公司净利润	40.50	2.62	14.48	48.51	30.20
获利能力 (%)					
毛利率	58.19	58.62	54.09	54.32	54.80
净利率	16.21	12.95	11.93	13.82	14.09
ROE	16.35	14.94	15.23	19.68	21.70
ROIC	372.16	(38,772)	(195.56)	(169.93)	(167.09)
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.44	45.59	48.36	50.60	52.32
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	2.34	2.09	1.97	1.89	1.83
速动比率	2.14	1.84	1.76	1.68	1.63
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.65	0.68	0.72	0.75
应收账款周转率	3.79	4.17	4.14	4.20	4.19
应付账款周转率	3.76	3.57	4.10	3.96	3.94
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.48	0.55	0.82	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.71	0.91	1.18	1.49
每股净资产(最新摊薄)	3.03	3.40	3.82	4.48	5.32
估值比率					
PE (倍)	77.09	75.12	65.62	44.19	33.94
PB (倍)	11.91	10.61	9.45	8.05	6.78
EV_EBITDA (倍)	46.30	34.00	31.31	22.41	16.09

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com