

公司研究/年报点评

2020年03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)

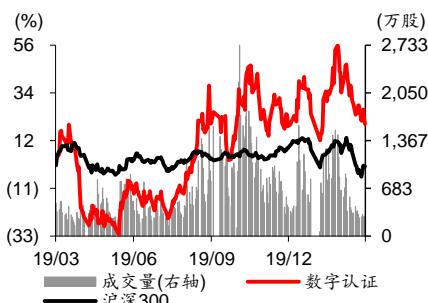
当前价格(元):	38.50
合理价格区间(元):	39.53~42.21

谢春生 研究员	执业证书编号: S0570519080006 021-29872036 xiechunsheng@htsc.com
王玮嘉 研究员	执业证书编号: S0570517050002 021-28972079 wangweijia@htsc.com
郭雅丽 研究员	执业证书编号: S0570515060003 010-56793965 guoyali@htsc.com
郭梁良 研究员	执业证书编号: S0570519090005 021-28972067 guoliangliang@htsc.com
金兴 联系人	010-56793957 jinxing@htsc.com
施静 联系人	010-56793967 shi_jing@htsc.com

相关研究

- 1 《数字认证(300579 SZ,增持): 疫情有望促使电子签名加速渗透》 2020.02
- 2 《数字认证(300579 SZ,增持): 全年符合预期, 看好“商密+安全”》 2020.01
- 3 《数字认证(300579 SZ,增持): CA 龙头, 商密+网安双重利好》 2019.10

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)	174.03
52 周内股价区间 (元)	21.82-57.95
总市值 (百万元)	6,930
总资产 (百万元)	179.68
每股净资产 (元)	3.78

资料来源: 公司公告

解决方案跨行业、跨地区加速拓展

数字认证(300579)

年报符合预期, 解决方案跨行业、跨地区加速拓展

3月 25 日, 公司披露 2019 年报, 营业收入 7.94 亿元, 同比增长 18.90%, 归母净利润 0.99 亿元, 同比增长 13.96%, 2019 年营收及归母净利润增速皆符合预期。不过受疫情影响, 2020Q1 预亏 600 万元~1000 万元。我们认为从中长期看, 疫情或促使公司 G/B 端用户加速线上迁移, 公司有望凭借自身在电子认证领域成熟领先的技术将其电子认证解决方案跨行业、跨地域拓展。预计公司 20-22 年 EPS 0.67/0.90/1.21 元, 维持“增持”评级。

公司下游需求持续向好

全年来看, 公司下游需求向好: 随着各行各业的数字化程度不断加深, 网络化、数字化、无纸化已贯穿企业研发、生产、流通、服务等全过程, 推动公司电子签名与网络安全业务需求持续增长。公司在电子政务、金融、卫生领域已成一定业务规模, 2019 年持续稳定增长, 并在卫生、教育、快消、房地产等新兴领域快速增长。在除华北地区以外的区域, 收入全年增长 62.15%。成本费用端, 综合毛利率提升 1.65pct, 业务盈利能力进一步优化; 研发费用增长 69.15%, 投入主要流向基于云的实名核验及签名服务、信手书电子合同、可信电子病案管理系统、无纸化电子签名应用等项目。

商密应用: 疫情有望加速电子签名、合同解决方案落地

公司电子认证服务分为数字证书和电子签名两类服务, 2019 年收入 2.63 亿元, 与上年基本持平。受“法人一证通”项目价格下降影响, 数字证书服务收入较去年下降约 20%。电子签名服务业务收入继续保持快速增长, 公司依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。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, 疫情将促使公司 G/B 端用户加速线上迁移, 2020 年电子签名、电子合同等新兴业务有望在政企、医疗、教育、金融加速渗透。

网络安全: 信创、等保 2.0 等政策因素驱动公司安全集成业务实现高增长
安全集成业务收入 3.48 亿元, 同比增长 34.38%, 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。随着等级保护与信创进程不断深入, 客户合规需求日益紧迫, 看好 2020 年公司安全业务进一步拓展。

目标价 39.53~42.21 元, 维持“增持”评级

我们认为公司 2019 年持续扩张业务范围, 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。我们预计公司 20-22 年 EPS 0.67/0.90/1.21 元 (20-21 年前值: 0.82/1.22 元), 对应 20-22 年 PE 58/43/32 倍。参考可比公司 20 年平均 P/E 61 倍, 给予公司 20 年 59-63x P/E, 对应目标价 39.53~42.21 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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	667.72	793.89	1,013	1,292	1,545
+/-%	28.45	18.90	27.62	27.56	19.51
归属母公司净利润 (百万元)	86.46	98.53	119.89	193.49	254.08
+/-%	2.62	13.96	21.68	35.44	33.58
EPS (元, 最新摊薄)	0.48	0.55	0.67	0.90	1.21
PE (倍)	80.16	70.34	57.80	42.68	31.95

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

盈利假设中，考虑到公司为电子签名、合同等业务加大研发投入，我们主要上调了研发费用率。

图表1：公司整体收入毛利率预测（单位：百万元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	520	668	794	1,013	1,292	1,545
YOY	16.7%	28.4%	18.9%	28%	28%	19.5%
毛利率	58.2%	58.6%	60.3%	55%	55%	55.5%
电子认证服务及产品收入	232	264	263	239	291	345
YOY	19.5%	14.2%	-1%	-9%	21%	18.6%
毛利率	68.3%	68.5%	72%	62%	64%	65.6%
安全集成收入	177	259	348	529	684	819
YOY	2.7%	46.0%	34%	52%	29%	19.7%
毛利率	49.4%	52.5%	54%	52%	52%	51.7%
安全咨询及运维服务收入	111	145	184	244	318	381
YOY	42.8%	30.1%	27%	33%	30%	20.0%
毛利率	51.1%	51.5%	55.9%	53.5%	54.5%	54.5%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：费用及净利润预测（百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
管理费用	(107)	(112)	(132)	(156)	(186.2)
占主营业务收入	16.1%	14.1%	13.1%	12.1%	12.1%
研发费用	(84)	(142)	(171)	(218)	(260.9)
占主营业务收入	12.6%	17.9%	16.9%	16.9%	16.9%
销售费用	(103)	(112)	(133)	(157)	(188.0)
占主营业务收入	15.4%	14.2%	13.2%	12.2%	12.2%
财务费用	3	2	2	2	2.3
占主营业务收入	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

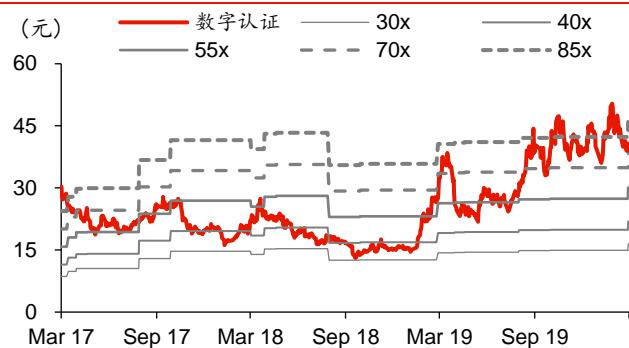
图表3：可比公司估值表（2020/3/27，Wind 一致预期）

公司名称	股票代号	股价(元/股)	市值(mn)	市盈率		市净率		ROE		来源
				2020/3/27	2020/3/27	20E	21E	20E	21E	
格尔软件	603232.SH	39.80	6,148	47	33	6.4	5.5	14%	16%	Wind
泛微网络	603039.SH	74.34	13,626	60	47	11.1	9.4	19%	20%	Wind
卫士通	002268.SZ	24.18	23,540	75	54	4.3	4.0	6%	7%	Wind
平均值			14,438	61	45	7.2	6.3	13%	15%	
数字认证	300579.SZ	38.50	8,329	58	43	8.9	7.6	15%	20%	华泰

资料来源：Wind，华泰证券研究所

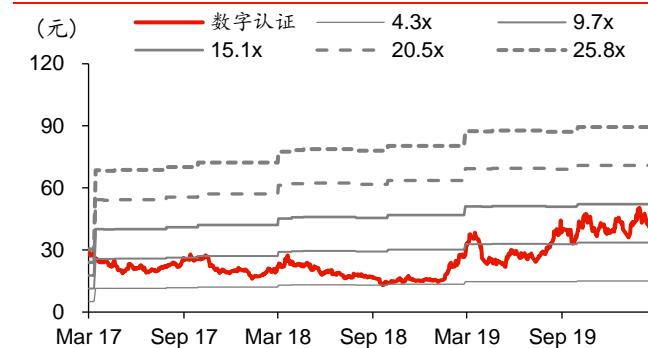
PE/PB - Bands

图表4: 数字认证历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 数字认证历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,043	1,170	1,389	1,682	2,005
现金	675.69	660.11	707.78	820.47	980.08
应收账款	178.59	269.71	344.21	439.09	524.77
其他应收账款	22.88	25.16	32.11	40.96	48.95
预付账款	33.24	21.55	31.30	39.52	46.98
存货	124.31	177.65	258.02	325.78	387.30
其他流动资产	8.46	15.80	16.07	16.42	16.74
非流动资产	82.24	147.14	214.58	279.60	342.00
长期投资	16.42	16.30	16.30	16.30	16.30
固定投资	21.15	27.65	42.00	55.83	68.89
无形资产	9.91	10.18	10.41	10.60	10.75
其他非流动资产	34.77	93.01	145.88	196.87	246.06
资产总计	1,125	1,317	1,604	1,962	2,347
流动负债	499.83	622.10	813.17	1,038	1,245
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	78.22	107.29	155.83	196.76	233.92
其他流动负债	421.62	514.81	657.34	841.00	1,011
非流动负债	13.26	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	13.26	13.26	13.26	13.26	13.26
负债合计	513.09	635.36	826.43	1,051	1,259
少数股东权益	0.00	2.13	2.13	2.13	2.13
股本	180.00	180.00	180.00	180.00	180.00
资本公积	206.69	147.38	147.38	147.38	147.38
留存公积	285.63	352.24	448.13	581.30	758.65
归属母公司股东权益	612.32	679.62	775.51	908.68	1,086
负债和股东权益	1,125	1,317	1,604	1,962	2,347

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	127.96	74.79	131.12	186.53	215.51
净利润	86.46	98.53	119.89	162.38	216.90
折旧摊销	7.23	8.38	9.98	12.41	15.02
财务费用	(1.79)	(1.76)	(1.92)	(2.28)	0.00
投资损失	(4.47)	(8.52)	(16.21)	(30.88)	(58.80)
营运资金变动	27.17	(54.91)	19.23	44.53	44.67
其他经营现金	13.37	33.07	0.15	0.36	(2.28)
投资活动现金	84.34	(68.78)	(61.21)	(46.55)	(18.63)
资本支出	19.04	77.43	77.43	77.43	77.43
长期投资	(97.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(6.38)	(8.64)	(16.21)	(30.88)	(58.80)
筹资活动现金	(24.00)	(16.94)	(22.24)	(27.29)	(37.27)
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	40.00	60.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(35.57)	(59.31)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(28.43)	(17.64)	(22.24)	(27.29)	(37.27)
现金净增加额	188.31	(10.94)	47.67	112.69	159.61

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	667.72	793.89	1,013	1,292	1,545
营业成本	276.33	315.40	458.08	578.39	687.60
营业税金及附加	4.05	4.85	6.19	7.90	9.44
营业费用	102.62	112.50	133.44	157.30	187.99
管理费用	191.22	253.60	303.39	374.09	447.09
财务费用	(2.80)	(1.79)	(1.76)	(1.92)	(2.28)
资产减值损失	16.03	26.56	20.26	25.85	30.89
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.47	8.52	16.21	30.88	58.80
营业利润	98.91	110.29	134.19	212.84	279.90
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.06	0.06	0.06	0.06
利润总额	98.91	110.23	134.13	212.77	279.84
所得税	12.46	11.70	14.24	19.28	25.76
净利润	86.46	98.53	119.89	193.49	254.08
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	86.46	98.53	119.89	193.49	254.08
EBITDA	184.63	257.80	293.18	405.47	488.42
EPS (元, 基本)	0.48	0.55	0.67	0.90	1.21

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	28.45	18.90	27.62	27.56	19.51
营业利润	2.85	11.50	21.67	35.42	33.56
归属母公司净利润	2.62	13.96	21.68	35.44	33.58
盈利能力 (%)					
毛利率	58.62	60.27	54.79	55.25	55.48
净利率	12.95	12.41	11.83	12.56	14.04
ROE	14.94	15.25	16.48	19.28	21.75
ROIC	(38,772)	(1,140)	587.90	466.64	451.21
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.59	48.24	51.52	53.57	53.63
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	2.09	1.88	1.71	1.62	1.61
速动比率	1.84	1.60	1.39	1.31	1.30
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.65	0.69	0.72	0.72
应收账款周转率	4.17	3.54	3.30	3.30	3.21
应付账款周转率	3.57	3.40	3.48	3.28	3.19
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.55	0.67	0.90	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.42	0.73	1.04	1.20
每股净资产(最新摊薄)	3.40	3.78	4.31	5.05	6.03
估值比率					
PE (倍)	80.16	70.34	57.80	42.68	31.95
PB (倍)	11.32	10.20	8.94	7.63	6.38
EV_EBITDA (倍)	33.96	24.32	21.39	15.46	12.84

免责声明

分析师声明

本人，谢春生、王玮嘉、郭雅丽、郭梁良，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间迟延。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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，需在允许的范围内使用，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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师谢春生、王玮嘉、郭雅丽、郭梁良本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日起 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1% 或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

—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；

—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

—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；

—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

法律实体披露

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。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司