5G 建设全国领先，网安国家队深度布局

——四川上市公司巡礼之科技篇（一）

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ **四川地区通信行业的发展情况**

2019 年以来，四川省高新技术产业主要经济指标在规模以上工业中的占比呈现逐步上升趋势。在 15 个营业收入 200 亿元以上的行业中，计算机通信和其他电子设备制造业、仪器仪表制造业等 6 个行业保持较快增长，同比增长均超过 16%，高于规上工业高新技术产业总体水平。自 2019 年，《四川省 5G 产业发展行动计划（2019-2020 年）》《关于开展 2020 年四川省加快 5G 发展专项行动的通知》等文件出台，明确 5G 发展目标任务。截至 5 月底，四川通信业圆满完成通信专项扶贫任务，实现全省所有行政村 100%通光纤、100%通 4G 网络的“双百”目标；全省 21 市（州）实现有 5G 网络覆盖，提前完成 2020 年年度目标，信息化推动数字经济快速发展中的牵引带动作用越发明显。

❖ **看点一：抢抓先机，发展 5G 新基建。**预计 2020 年，将新建 5G 基站 3 万个以上，实施“5G 县县通”工程，实现所有县市区有 5G 覆盖，成都主城区全覆盖，区域中心城市主城区基本实现连续覆盖。截至 5 月底，四川 21 市（州）编制 5G 基站站址规划并纳入国土空间规划计划，成都市已先行完成规划，5G 网络基本覆盖成都市主城区政府办公区、商业集中区、交通要道、重点园区及科教区域。目前四川省共建成 5G 基站近 1.2 万个，全国排名第 8，实现全省所有市（州）全覆盖。5G 行业应用范围逐步拓宽，与工业、医疗、广电等传统产业融合取得新进展。

❖ **看点二：网络安全公司数量全国领先，网安国家队深度布局。**根据中国信通院，我国共有 2898 家从事网络安全的企业，北上广位列前三，四川拥有 139 家，占比 4.8%，仅次于江苏，排名第五。四川网络安全上市公司卫士通是中国“信息安全第一股”，从密码技术应用持续拓展，形成密码产品、信息安全产品、安全信息系统三大信息安全产品体系。大型国企深度布局安全市场，卫士通控股股东是中国网安，持有公司 35.43%的股份，实际控制人是中国电科。网络安全产业园区建设加快，2018 年，中国电科（成都）网络信息安全产业园获得增资，总投资超过 500 亿元，产业生态环境不断优化完善。

❖ **看点三：能源互联网发展潜力大。**我国大力推动泛在电力物联网建设。泛在电力物联网的建设分为两个阶段。第一个阶段，到 2021 年初步建成泛在电力物联网。第二个阶段，到 2024 年建成泛在电力物联网。四川水电装机量全国第一，拥有丰富的水电资源，光伏太阳能产业规模较大。四川省重视能源互联网的发展，2019 年 7 月，国网四川省电力公司能源互联网理论技术研究纳入《四川省基础研究发展规划（2019—2023）》。国网信通打造“云-网-边-端-芯-智-链”全产业链业务体系，全力支撑智能电网和能源互联网建设。公司已成立泛在电力物联网建设领导小组，并制定了 2019 年泛在电力物联网建设方案，正在全面推进 11 项建设任务。

❖ **风险提示：**宏观经济增长不及预期、行业竞争加剧、市场监管及政策风险

证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	行业深度
报告时间	2020/6/30

分析师

方科
证书编号：S1100518070002
fangke@cczq.com

联系人

周紫瑞
证书编号：S1100119080005
zhouzirui@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、四川地区科技行业情况与趋势预判 5
二、国网信通（600131.SH） 7
1.公司基本情况 7
2.公司财务表现 8
三、汇源通信（000586.SZ） 10
1.公司基本情况 10
2.公司财务表现 11
四、天邑股份（300504.SZ） 13
1、公司基本情况 13
2、财务数据、收入构成和财务分析 14
3、公司竞争力分析或潜在看点 16
4、盈利预测与评级 17
五、卫士通（002268.SZ） 18
1、公司基本情况 18
2、财务数据、收入构成和财务分析 20
3、公司竞争力分析或潜在看点 23
4、盈利预测与评级 23
风险提示 24

图表目录

图 1： 国网信通股权结构 7
图 2： 国网信通营业收入与利润 9
图 3： 国网信通主营业务收入（单位：亿元） 9
图 4： 国网信通 2019 年主营项目毛利率 9
图 5： 国网信通期间费用率情况 9
图 6： 汇源通信股权结构 10
图 7： 汇源通信营业收入与归母净利润变化 12
图 8： 汇源通信主营业务收入（单位：亿元） 12
图 9： 汇源通信主营项目毛利率 12
图 10： 汇源通信三大费用及研发费用变化情况 12
图 11： 公司股权结构 13
图 12： 公司营业收入情况 14
图 13： 公司归母净利润情况 14
图 14： 公司毛利率持续改善、净利率开始改善 15
图 15： 公司上市以来毛利率和净利率情况 15
图 16： 公司三费情况 15
图 17： 可比公司人均薪酬情况（万元） 15
图 18： 2019 年公司研发投入大幅提升 16
图 19： 2019 年海外业务规模占比 2.31% 16
图 20： 公司三费情况 17
图 21： 可比公司人均薪酬情况（万元） 17
图 22： 2019 年公司研发投入大幅提升 17
图 23： 2019 年海外业务规模占比 2.31% 17
图 24： 公司的发展历程 18
图 25： 公司股权结构 19
图 26： 公司各项业务占比 20
图 27： 公司各主营业务毛利率情况 20
图 28： 公司营业收入情况 21
图 29： 公司归母净利润情况 21
图 30： 公司营业收入集中在 H2，尤其是 Q4 21
图 31： 公司归母净利润集中在 H2，尤其是 Q4 21
图 32： 2019 年公司毛利率为 32.54% 22
图 33： 2019 年公司净利率有所提升（7.56%） 22
图 34： 公司三费占营业收入比例情况 22
图 35： 公司研发支出占营业收入维持 12%左右 22

表格 1. 国网通信主要业务板块及发展战略 8
表格 2. 汇源通信主要产品 11
表格 3. 可比公司估值 18

表格 4. 公司主要产品 20
表格 5. 可比公司估值 23

一、四川地区科技行业情况与趋势预判

2020 年伊始，中央财经委员会第六次会议明确提出，推动成渝地区双城经济圈建设，使成渝地区成为具有全国影响力的重要经济中心、科技创新中心、改革开放新高地、高品质生活宜居地，要求以“一城多园”模式共建西部科学城。

四川地区通信行业的发展情况

2019 年以来，四川省高新技术产业主要经济指标在规模以上工业中的占比呈现逐步上升趋势。在 15 个营业收入 200 亿元以上的行业中，计算机通信和其他电子设备制造业、仪器仪表制造业等 6 个行业保持较快增长，同比增长均超过 16%，高于规上工业高新技术产业总体水平。自 2019 年，《四川省 5G 产业发展行动计划（2019-2020 年）》《关于开展 2020 年四川省加快 5G 发展专项行动的通知》等文件出台，明确 5G 发展目标任务。截至 5 月底，四川通信业圆满完成通信专项扶贫任务，实现全省所有行政村 100%通光纤、100%通 4G 网络的“双百”目标；全省 21 市（州）实现有 5G 网络覆盖，提前完成 2020 年年度目标，信息化推动数字经济快速发展中的牵引带动作用越发明显。

看点一：抢抓先机，发展 5G 新基建。预计 2020 年，将新建 5G 基站 3 万个以上，实施“5G 县县通”工程，实现所有县市区有 5G 覆盖，成都主城区全覆盖，区域中心城市主城区基本实现连续覆盖。截至 5 月底，四川 21 市（州）编制 5G 基站站址规划并纳入国土空间规划计划，成都市已先行完成规划，5G 网络基本覆盖成都市主城区政府办公区、商业集中区、交通要道、重点园区及科教区域。目前四川省共建成 5G 基站近 1.2 万个，全国排名第 8，实现全省所有市（州）全覆盖。5G 行业应用范围逐步拓宽，与工业、医疗、广电等传统产业融合取得新进展。

看点二：网络安全公司数量全国领先，网安国家队深度布局。根据中国信通院，我国共有 2898 家从事网络安全的企业，北上广位列前三，四川拥有 139 家，占比 4.8%，仅次于江苏，排名第五。四川网络安全上市公司卫士通是中国“信息安全第一股”，从密码技术应用持续拓展，形成密码产品、信息安全产品、安全信息系统三大信息安全产品体系。大型国企深度布局安全市场，卫士通控股股东是中国网安，持有公司 35.43%的股份，实际控制人是中国电科。网络安全产业园区建设加快，2018 年，中国电科（成都）网络信息安全产业园获得增资，总投资超过 500 亿元，产业生态环境不断优化完善。

看点三：能源互联网发展潜力大。我国大力推动泛在电力物联网建设。泛在电力物联网的建设分为两个阶段。第一个阶段，到 2021 年初步建成泛在电力物联网。第二个阶段，到 2024 年建成泛在电力物联网。四川水电装机量全国第

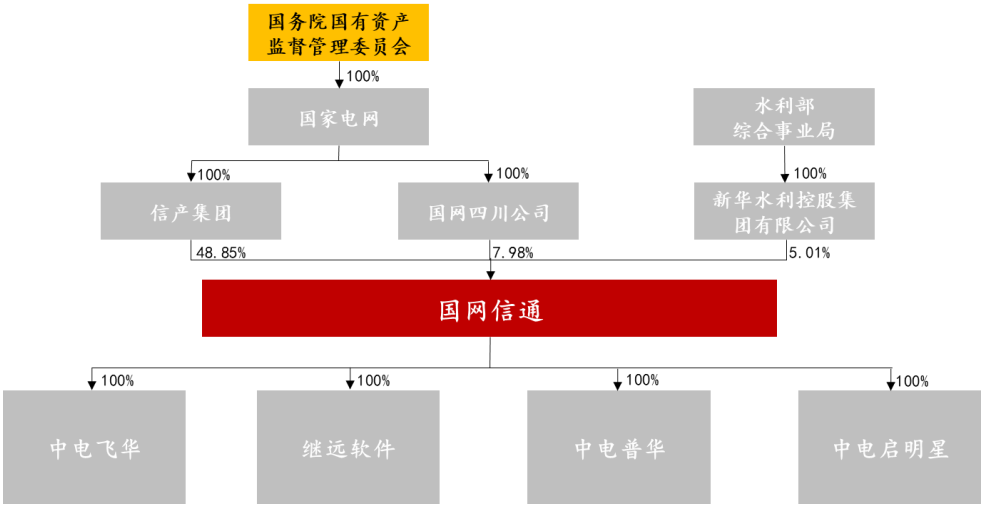
一，拥有丰富的水电资源，光伏太阳能产业规模较大。四川省重视能源互联网的发展，2019 年 7 月，国网四川省电力公司能源互联网理论技术研究纳入《四川省基础研究发展规划（2019—2023）》。国网信通打造 “云-网-边-端-芯-智-链”全产业链业务体系，全力支撑智能电网和能源互联网建设。公司已成立泛在电力物联网建设领导小组，并制定了 2019 年泛在电力物联网建设方案，正在全面推进 11 项建设任务。

二、国网信通（600131.SH）

1.公司基本情况

国网信通前身为岷江水电，1998 年在上交所上市，2020 年 2 月 21 日，公司正式变更为国网信息通信股份有限公司。通过此次重组，公司实现产业的转型升级，具备“云网融合”全产业研发和生产服务能力。公司第一大股东为信产集团，持股比例达 48.85%，实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会，其余持股 5%以上股东还包括国网四川公司、新华水利控股集团有限公司。背靠国网体系，公司有客户、资源、技术、资质等优势。公司持股比例为 100%的公司包括中电飞华、继远软件、中电普华、中电启明星。

图 1：国网信通股权结构



资料来源：wind，川财证券研究所

公司由发供电业务转型为信息通信业务。公司重点立足能源领域，面向电网、发电、水气热等企业及公共事业领域，以及市场竞争售电企业、能源服务企业等行业用户，提供覆盖云网基础设施、云平台及云应用的产品、解决方案，以及“云网融合”运营一体化服务，助力能源互联网建设和企业数字化转型。公司通过“云网基础设施+云平台+云应用+企业运营支撑”的深度融合，进一步强化主营业务的整体性、协同性和融合性，持续提升云网融合的一体化服务能力，将公司打造为国内一流的云网融合技术产品提供商和运营服务商。

表格 1. 国网通信主要业务板块及发展战略

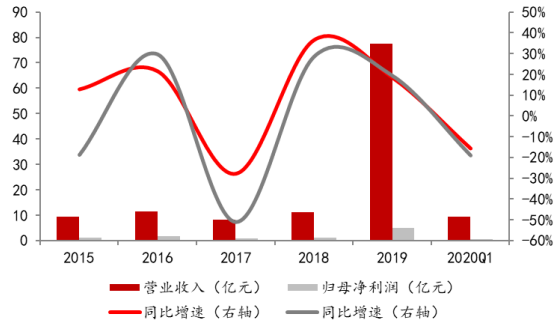
序号	业务板块	发展战略
1	云网基础设	云网基础设施建设发展重点以“一广三高，强融合”为目标，实现覆盖区域广，通信网络速率高，计算存储性能高，整体安全可靠性高，“强融合”即通过虚拟化、软件定义等技术，强化通信网络、计算存储等基础设施资源的高度融合。公司将分批构建覆盖全国的高带宽、高性能高安全的云网基础设施，实现资源的按需分配和灵活调度，并以市场为导向大力拓展各种增值业务。此外，公司将全面参与国家电网公司电力物联网相关的通信基础设施建设，在深入挖掘能源行业内客户的同时，积极对接政府、金融等行业外客户需求，拓展能源行业外业务。
2	云平台	云平台层面的发展将以云计算平台为核心，一方面强化云操作系统、云服务中心、分布式服务总线、云平台组件等自主产品，持续提升云平台的性能和智能化水平，加强对基础设施的管理能力和上层应用的服务支撑能力。另一方面，以业务应用需求为导向，综合大数据、云计算、物联网、5G、人工智能等新一代信息技术，不断丰富云平台的内涵和外延，形成系列化的平台产品，构建安全可靠、内涵丰富的企业云平台生态。公司将持续做优做大能源行业市场，进一步开拓政府、航空、交通、烟草和公共事业等外部市场。
3	云应用	云应用业务将深入挖掘能源行业客户，积极开拓交通、医疗、政务、金融等行业客户，并以用户需求为切入点，打造系列富有竞争力的云应用。电力营销业务方面，将重点结合能源需求侧改革和电力物联网建设，深入挖掘数据资源方面的优势，积极拓展各类面向政府、企业的增值服务，适时培育个人业务；ERP 业务方面，将重点提升 ERP 建设运营服务能力，加快研发国产 ERP 产品；能源交易方面，将完善能源交易平台产品，进一步打造能源交易和增值服务的运营服务平台。
4	企业运营支撑服务	企业运营支撑服务业务将利用物联网、人工智能等技术，大力推进主动式运维，打造系列智能运营服务支撑工具产品。以云网基础设施为基础，结合云计算技术，构建企业运营智慧大脑和远程运维服务体系，着力提升智能化运营服务水平，打造综合的企业运营支撑服务能力。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

2. 公司财务表现

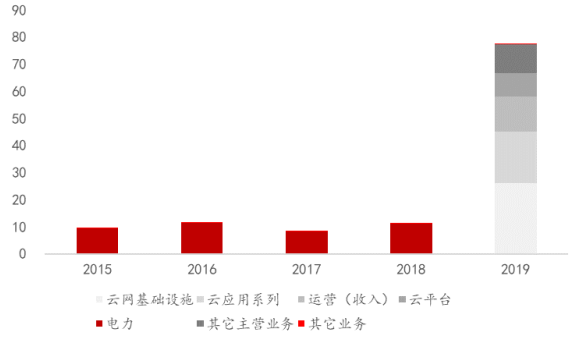
2015-2019 年公司营业收入分别为 9.36 亿元、11.37 亿元、8.22 亿元、11.21 亿元、77.65 元亿，同比增长 12.79%、21.44%、-27.72%、36.49%、18.40%，2019 年扣非后归母净利润为 1.37 亿，同比增长 15.83%；2020Q1，公司营业收入为 9.33 亿，同比下降 15.61%，归母净利润为 0.42 亿，同比下降 19.16%。2019 年收入增加主要原因在于公司完成重大资产重组，实现业务转型，原有主要配售电及发电资产置出及中电普华、继远软件、中电飞华和中电启明星四家标的公司资产的置入，公司经营规模显著提升，总体盈利能力显著提高。

图 2：国网信通营业收入与利润



资料来源：Wind，川财证券研究所

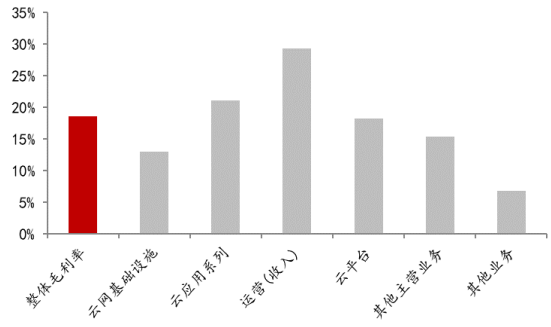
图 3：国网信通主营业务收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

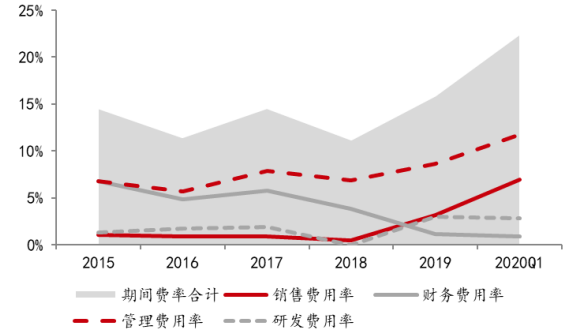
2019 年，运营业务毛利率最高，达到 29.26%，其次分别是云应用系列 21.03%、云平台 18.22%、云网基础设施 12.96%。2020Q1 公司的研发投入同比减少原因是公司产品正处于研发，阶段初期，投入较少；销售费用同比增加的主要原因是投标费用增加；财务费用同比减少的主要原因是置出资产导致本期财务费用减少。

图 4：国网信通 2019 年主营项目毛利率



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5：国网信通期间费用率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

三、汇源通信（000586.SZ）

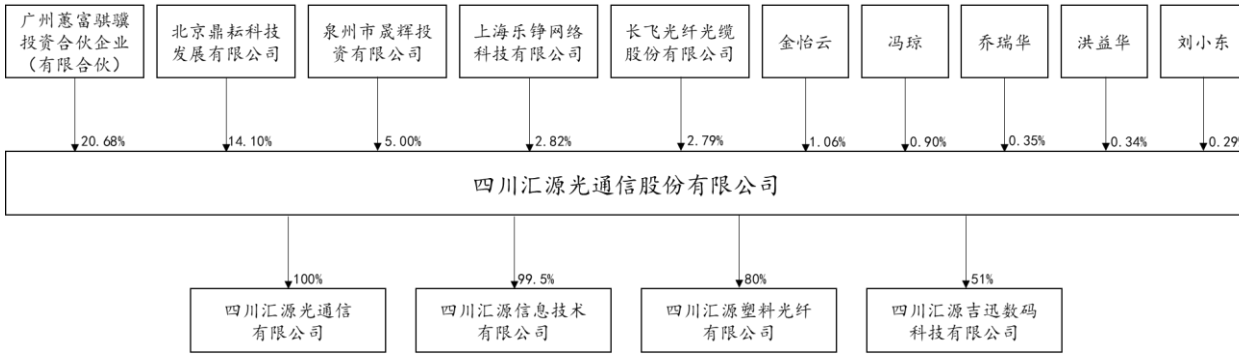
1.公司基本情况

公司成立于1994年，1995年在深交所上市。公司是一家集光纤光缆、光通信设备及配套产品研发、制造、销售和通信及信息系统软件开发、工程设计、系统集成及相关服务等为一体的高科技上市公司，独家拥有处于国内先进水平的中心束管式异型铠装光缆和带状光缆等国家级专利。

公司产品已获得了电信、广电、移动和联通等多家营运商的信任，在通信工程及系统集成业务上有着本地化的快速客户响应及较强的信息系统软件开发、工程设计等能力，以及成熟稳定的研发和技术团队。公司已实现光通信一体化战略，而低水峰光线的开发成功大大提升了公司的技术水平，其核心竞争力得到了很好的体现。受三网融合，智能电网建设等因素的影响，电力光缆、光器件及通信工程建设服务业务的需求大幅增加，为公司创造了良好的外部市场环境。

公司第一大股东为广州蕙富骐骥投资合伙企业(有限合伙),持股比例达20.68%,其余持股5%以上股东还包括北京鼎耘科技发展有限公司14.1%、泉州市晟辉投资有限公司 5%。公司下属四个子公司，分别为四川汇源光通信有限公司、四川汇源信息技术有限公司、四川汇源塑料光纤有限公司、四川汇源吉迅数码科技有限公司。

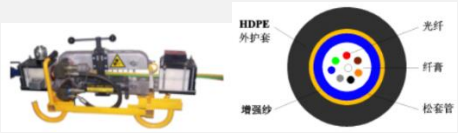
图 6：汇源通信股权结构



资料来源：wind，川财证券研究所

公司的主要经营范围是制造电线、电缆、光缆、电工器材、通信设备等；信息传输、计算机服务和软件业；商品批发与零售；进出口业；租赁和商务服务业。2019年，公司获得授权4项实用新型专利，有利于公司的技术储备，提升公司再行业内的地位和影响力。

表格 2. 汇源通信主要产品

产品类型	具体产品业务	图示	特点或应用
光缆	电力光缆 隐形光缆 气吹微缆 普通光缆 探测和传感光缆		抗侧压、抗冲击、导电率低、耐腐蚀
在线监测设备	通道一体化监拍装置、分布式故障监测装置、双光谱监测装置、智能光纤网、智能线路解决方案、综合智能终端等		多种检测支持、多点在线监测
附件	金具 微缆接头 微缆管道		应用力无集中点，应力均匀
工程服务	工程设备 微管微缆的技术参数		利用微缆微管技术实现光纤的末端

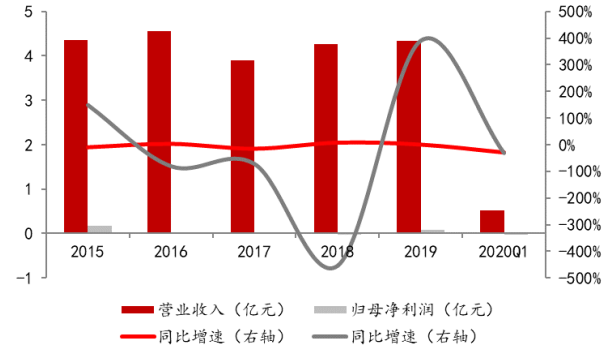
资料来源：公司招股说明书，川财证券研究所

2. 公司财务表现

2015 至 2019 年公司营业收入保持稳定，分别实现营业收入 4.35 亿元、4.54 亿元、3.90 亿元、4.27 亿元和 4.34 亿元，2015-2019 年分别同比增长-8.41%、4.60%、-14.21%、9.32%和 1.77%。2015 至 2019 年分别归属母公司股东的净利润 1698.41 万元、301.95 万元、81.49 万元、-289.70 万元和 838.11 万元，2015-2019 年分别同比 147.72%、-82.22%、-73.01%、-455.50%和 389.30%。

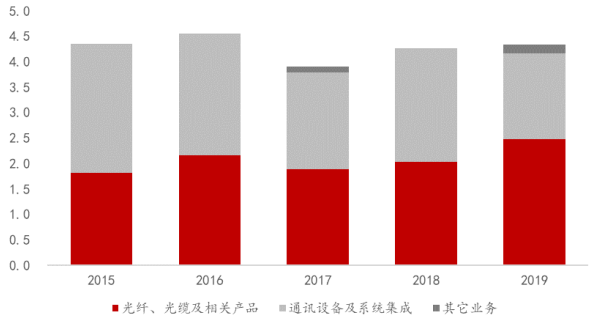
2015 至 2019 年，公司的主营业务收入主要来自于光纤光缆及相关产品和通讯设备及系统集成，其中来自光纤光缆及相关产品的收入分别为 1.81 亿元、2.16 亿元、1.88 亿元、2.03 亿元和 2.48 亿元，来自通讯设备及系统集成的收入分别为 2.54 亿元、2.38 亿元、1.91 亿元、2.24 亿元和 1.68 亿元。

图 7：汇源通信营业收入与归母净利润变化



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8：汇源通信主营业务收入（单位：亿元）

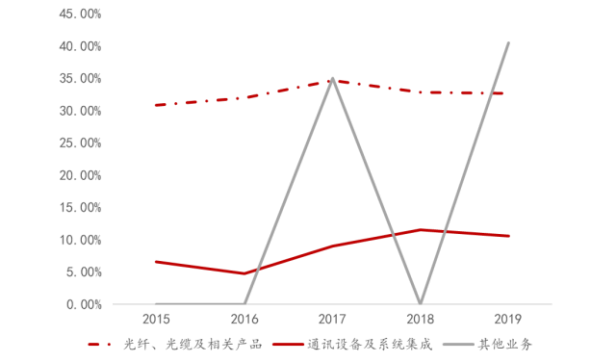


资料来源：Wind，川财证券研究所

2015 年至 2019 年，公司两项主营业务光纤光缆及相关产品和通讯设备及系统集成的毛利率逐渐增加，其中光纤光缆及相关产品的毛利率分别为 30.88%、32.02%、34.67%、32.82%和 32.72%，通讯设备及系统集成的毛利率分别为 6.58%、4.72%、9.05%、11.51%和 10.59%，光纤光缆及相关产品的毛利率显著高于系统集成的毛利率。

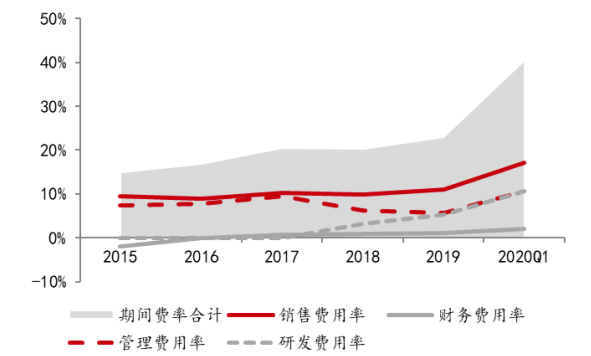
2015 年至 2019 年，公司期间费用逐步增加，随着市场竞争加剧，传统业务受到影响，为进一步提升竞争力，公司十分重视产品研发创新，2019 年公司研发费用率为 10.71%，2019 年研发费用为 559.71 万元。期间费率占营业收入比分别为 14.96%、16.79%、20.54%、20.25%、22.96%。

图 9：汇源通信主营项目毛利率



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 10：汇源通信三大费用及研发费用变化情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

四、天邑股份（300504.SZ）

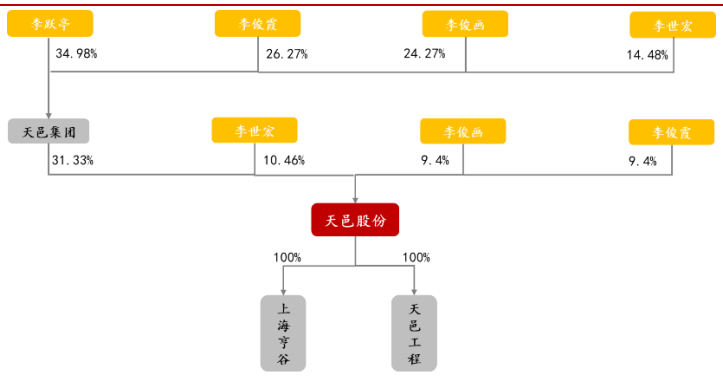
1、公司基本情况

公司是国内领先的光通信和移动通信产品服务综合供应商，专业从事通信网络物理连接及保护、移动通信网络优化系统及宽带网络终端设备的研发、生产、销售和服务。公司的产品链丰富，尤其在光通信领域，目前已经拥有自接入到应用产业链主要产品研发及生产能力。作为国内知名的通信设备专业提供商，公司主要服务通信运营商，已经连续多年成为国内通信运营商的入围企业和主要供应商之一。

公司自成立以来紧随通信技术步伐，不断丰富产品链、完善营销渠道和服务网络，为市场提供各类通信网络接入及终端设备。1985 年，公司的前身**成都市大邑塑料制品厂**创建，主要生产建用管材；1989 年，公司开始从事热缩套管的生产和销售，生产的热缩制品产品进入邮电局市场；1998 年，**四川天邑实业有限公司成立**，主要生产通讯用热收缩套管产品；2001 年，公司开始 ADSL 产品起步生产与销售；2008 年，公司开始 PLC 产品起步研发与生产；2011 年，公司开始 IPTV 机顶盒视频终端起步研发和生产；2012 年，公司开始 PON 系列产品起步研发和生产；2018 年在创业板上市，同年，公司开始对路由器产品进行研发，2019 年下半年实现 WiFi6 路由器的批量出货，目前已向市场推出 TY-300、TY-400 两种型号的 WiFi6 产品，另外两款其他型号的产品也已进入投标中。

公司股权相对集中，属于家族控股。公司实际控制人及其一致行动人为李跃亨、李世宏、李俊霞、李俊画，李跃亨系后三者的父亲，李世宏、李俊霞、李俊画为兄妹/姐妹关系。上市之前，公司分别于 2012 年和 2016 年进行管理团队和核心员工的股权激励。公司上市后，管理、技术、核心人员也在不断增加。

图 11：公司股权结构



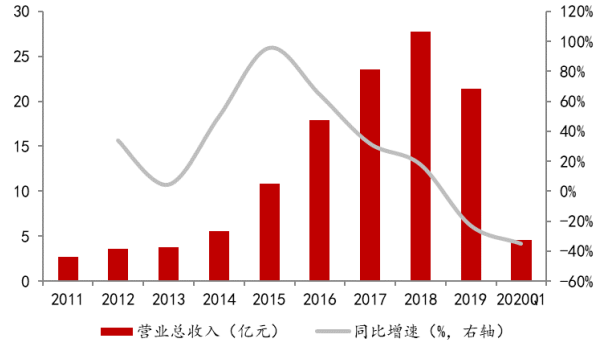
资料来源：Wind，川财证券研究所

公司产品链供应丰富，与单一产品供应商相比，公司受运营商投资重点的变化影响相对较小，公司为运营商提供的产品及服务更全，使运营商能获取更高价值的产品和服务，有利于降低运营商的管理成本。公司将业务重点从热缩制品与通信管材向通信网络物理连接及保护设备再向宽带网络终端设备转移。

2、财务数据、收入构成和财务分析

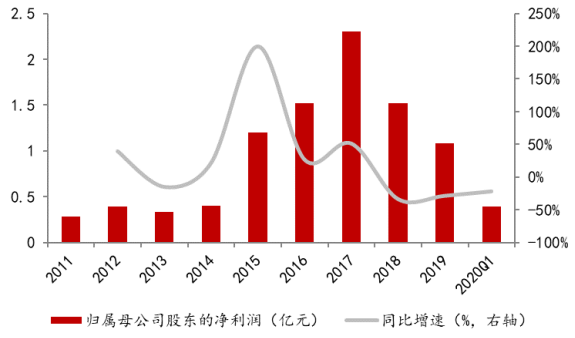
2011 年至今八年来，公司营业收入和归母净利润增速较快，年复合增长率分别为 29.7%和 18.4%。2018 年，公司盈利能力开始下滑，归母净利润同比下降 33.82%，由于部分原材料价格上涨至高位开始回落，但是材料成本与上年同期相比仍涨幅较大，公司产品价格仍执行上期中标价格，因此导致公司毛利率下降。flash 芯片、DDR3 芯片、电容等均出现不同程度的涨幅，如电容，2018 年 1 月-6 月较 2017 年上涨超过 80%。

图 12：公司营业收入情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 13：公司归母净利润情况

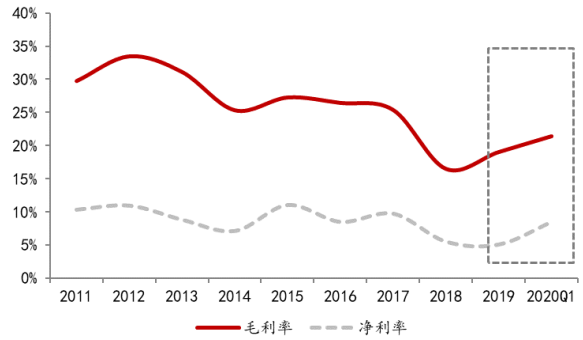


资料来源：Wind，川财证券研究所

2019 年，收入方面，由于传统带宽网络终端设备产品价格有所下降，同时，WiFi6 路由器和 10G PON 智能网关等新产品暂未形成规模收入，公司营业收入有所下降，同比减少 22.96%。利润方面，随着原材料价格逐渐回落，同时公司采用降本增效措施，优化产品研发设计方案，减少原材料使用成本，分阶段施行智能制造计划，减少人工费用，整体毛利率得到有效提升，从 2018 年的 16.5%提升至 2019 年的 19.03%。2020Q1，公司毛利率持续改善，达到 21.41%，较去年同期提高 3.50%，同时，净利率也开始企稳回升，达到 8.47%，2020Q1 毛利率和净利率都创上市以来的新高。

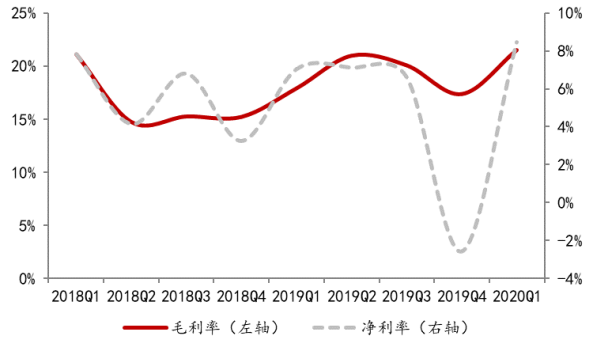
公司成本优势明显，主要产品已形成一定规模，通过打通供应链上下游环节，部分核心器件自产，降低生产成本；同时，主要芯片采购公司直接与原厂确定采购价格，降低中间采购费用。现阶段，公司主要产品原材料市场总体供大于求，预计公司采购的原材料价格仍将维持继续回落的走势，而且部分原材料已回落到近几年的低点；同时，公司还通过调整采购周期、库存量等措施，进一步降低采购成本。

图 14：公司毛利率持续改善、净利率开始改善



资料来源：Wind，川财证券研究所

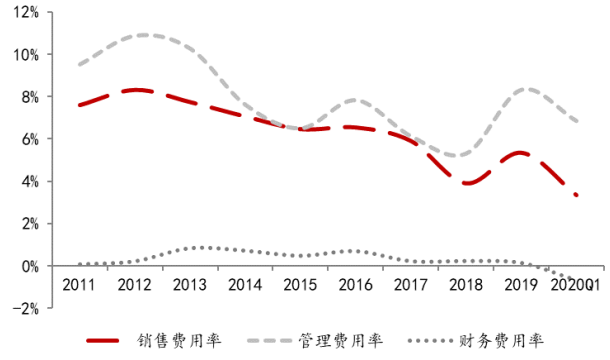
图 15：公司上市以来毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

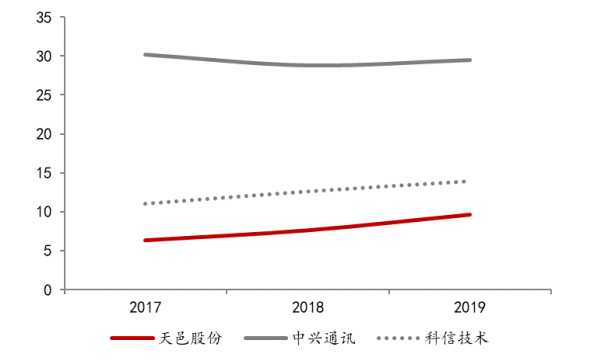
同时公司地处西部，与同行相比，公司的研发成本、管理成本和制造成本相对较低，在市场竞争特别是今后的国际市场竞争中将具有一定的成本优势。

图 16：公司三费情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

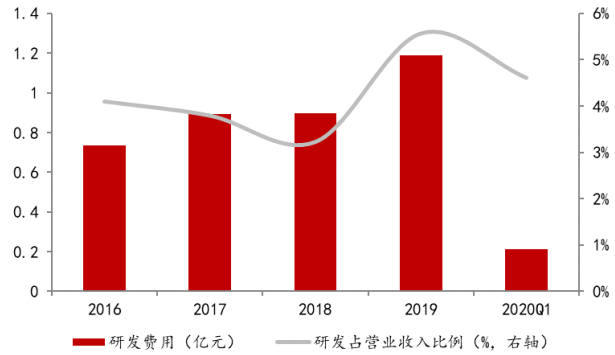
图 17：可比公司人均薪酬情况（万元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

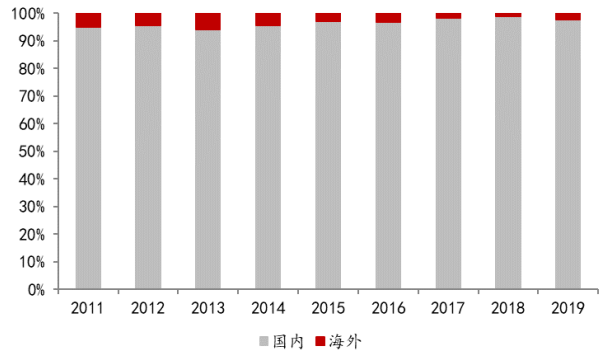
2019 年，公司持续加大研发投入，研发费用投入 11,901.81 万元，较去年同期增加 2,943 万元，增长 32.85%。研发投入金额占营业收入 5.57%，与上年相比，比重增加个 2.34 个百分点。通过收购上海亨谷完善公司研发体系，围绕公司核心产品建立成都、深圳、上海研发中心，增强公司核心竞争力。公司以国内市场为主，但是公司也在加大海外市场业务的开发力度。

图 18：2019 年公司研发投入大幅提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 19：2019 年海外业务规模占比 2.31%



资料来源：Wind，川财证券研究所

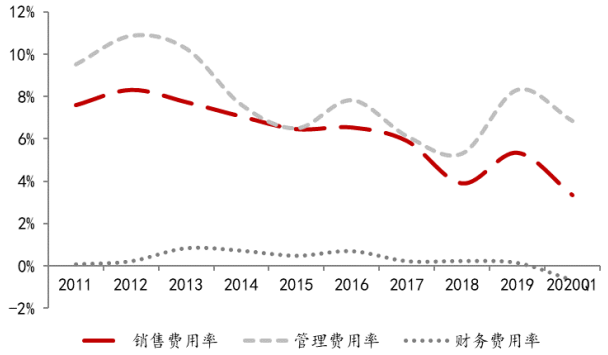
3、公司竞争力分析或潜在看点

2020 年 WiFi6 将步入高速增长期，公司 WiFi6 产品有望形成规模收入。2019 年是 5G 商用元年，也是 WiFi6 商用元年。根据 WiFi4 和 WiFi5 在中国的发展历程我们可以推测 2019 年 WiFi5 开始增速放缓，暗示新产品在迭代，2020 年是 WiFi6 进军市场完整一年， 2020 年将是 WiFi6 高速增长期。公司积极布局 WiFi6，将充分受益于 WiFi 的换代升级，公司于 2018 年开始研发 WiFi6 路由器，2019 年下半年开始批量出货，未来有望实现大规模出货。

5G 时代到来,5G 室内小基站空间广阔,5G 加码超高清视频产业景气度上行。5G 将会采取“宏站+小站”组网覆盖模式，中国市场 5G 小基站数量预计应该有数千万量级。公司 4G 小基站中标为 5G 微基站进入市场做好准备，公司目前在研的 5G 微基站初步达到进入运营商测试的基本条件，技术上具备量产基础，在 5G 宏站建设基本完成后，5G 微基站开始大批量使用。IPTV 机顶盒升级换代，超高清视频需求旺盛，视频终端产品机顶盒市场依然面临存量机会。公司长期专注视频终端机顶盒技术和产品研发，公司在 2019 年底启动 8K 机顶盒的研发工作，公司正在积极规划超高清视频领域的其他产品。

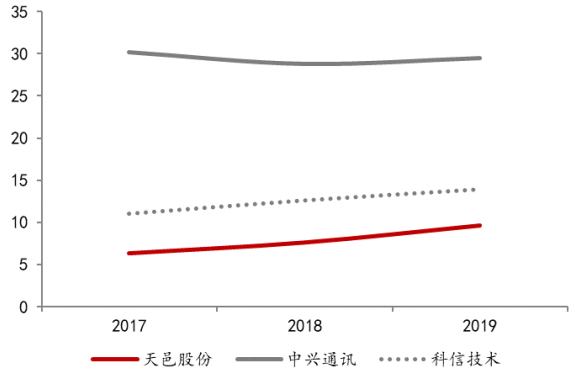
同时公司地处西部，与同行相比，公司的研发成本、管理成本和制造成本相对较低，在市场竞争特别是今后的国际市场竞争中将具有一定的成本优势。

图 20：公司三费情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

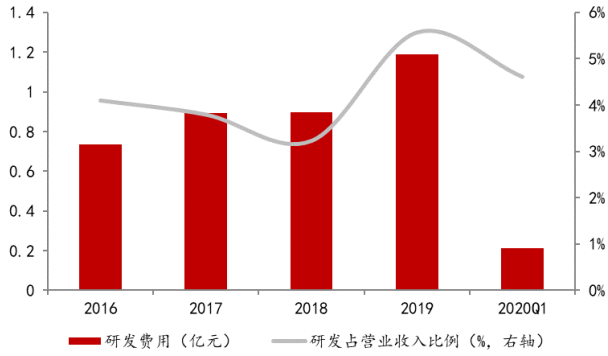
图 21：可比公司人均薪酬情况（万元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

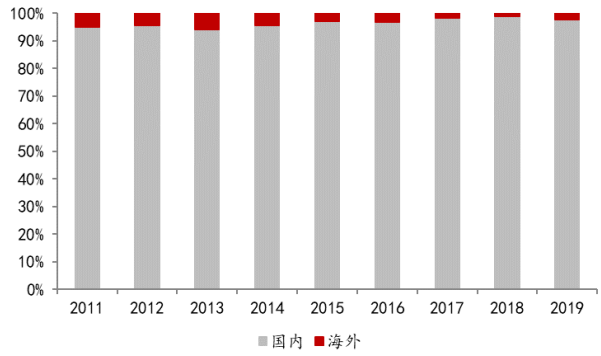
2019 年，公司持续加大研发投入，研发费用投入 11,901.81 万元，较去年同期增加 2,943 万元，增长 32.85%。研发投入金额占营业收入 5.57%，与上年相比，比重增加个 2.34 个百分点。通过收购上海亨谷完善公司研发体系，围绕公司核心产品建立成都、深圳、上海研发中心，增强公司核心竞争力。公司以国内市场为主，但是公司也在加大海外市场业务的开发力度。

图 22：2019 年公司研发投入大幅提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 23：2019 年海外业务规模占比 2.31%



资料来源：Wind，川财证券研究所

4、盈利预测与评级

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 22.23、26.61、33.13 亿元，归属母公司净利润分别为 1.29、1.67、2.31 亿元，EPS 分别为 0.48、0.62、0.86 元/股，对应当前股价为 23.84 元，给予“增持”评级。

表格 3. 可比公司估值

代码	证券简称	收盘价	总市值	P/E			EPS		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
000063.SZ	中兴通讯	40.13	1,711.54	29.67	23.35	18.99	1.35	1.72	2.11
600498.SH	烽火通信	28.91	338.53	32.38	26.91	-	0.94	1.13	-
300079.SZ	数码科技	4.75	67.88	88.13	43.38	25.05	0.05	0.11	0.19
603236.SH	移远通信	208.00	222.59	84.95	52.59	35.73	2.45	3.96	5.82
603083.SH	剑桥科技	39.23	75.98	57.21	30.13	23.89	0.69	1.30	1.64

资料来源：Wind，川财证券研究所 （盈利预测来自 Wind 一致预期，2020/06/30）

五、卫士通（002268.SZ）

1、公司基本情况

1998 年成立，公司 2008 年在深交所上市，成为中国“信息安全第一股”。公司自成立以来一直深耕于信息安全领域，从密码技术应用持续拓展，形成密码产品、信息安全产品、安全信息系统三大信息安全产品体系。公司客户包括党政军用户、企业级用户和消费者，累计服务国内外用户超过 10000 家，并在奥运会、世博会、G20 峰会、9.3 阅兵等重大活动中提供信息安全保障。纵观公司的发展可以分为四个阶段：高起点创业期、市场拓展期、综合服务商转型期、产业链并购时期。

图 24：公司的发展历程

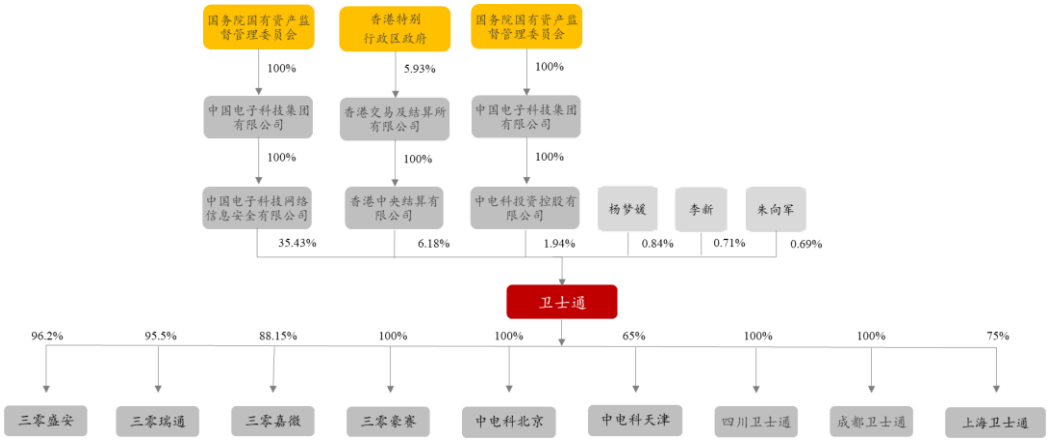


资料来源：公司官网，川财证券研究所

中国网安为控股股东，政府背景提供有力支撑，中国网安董事长，30 所所长卿昱新任公司董事长。公司控股股东是中国网安，持有公司 35.43%的股份，

实际控制人是中国电科。中国电科是军工电子国家队，中国网安是网络空间安全一流国家队，中国网安是中国电科根据国家安全战略发展需要重点打造的网络安全子集团，在支撑国家网络安全战略任务和赢得关键领域客户顶层信任方面具有天然的优势，具备雄厚的技术实力和创新能力，能够为公司业务、技术、产品等各方面能力的持续提升和创新提供有力的支撑。2019 年 1 月 30 日，公司收到控股股东中国网安《关于推荐任职的函》，推荐卿昱同志为公司董事长。卿昱同志现任中国网安董事长，三十所所长。在新领导的带领下，公司发展步伐加快。

图 25：公司股权结构



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司业务范围已覆盖安全产品研制、安全服务提供和安全集成。公司在信息安全领域深耕 20 余年，多项产品经国家主管部门鉴定认证为国内首创、国际领先水平。公司作为技术型企业，既有核心技术，又有核心产品和针对不同行业的解决方案，围绕核心技术和产品形成平台，在平台基础上支持多产品和多客户群的解决方案。

表格 4. 公司主要产品

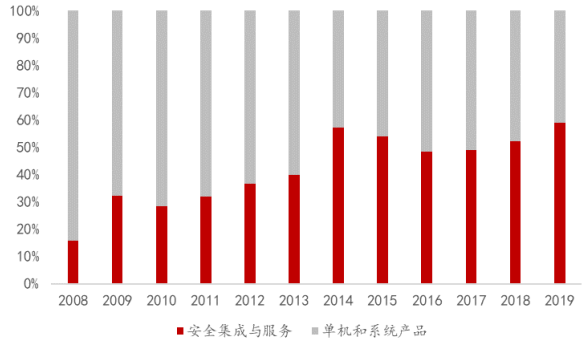
安全产品	密码产品	密码芯片有嵌入式安全SE IP、高速可编程安全芯片、超低功耗安全芯片、移动终端安全芯片和物理噪声源芯片等；密码模块有TF密码模块、PCI-E系列密码卡和软件密码模块等；密码整机有金融数据密码机、服务器密码机、签名验签服务器等；密码系统有密钥管理系统、证书管理系统和密码中间件等
	网络安全产品	保障通信网络安全的产品有交换机、IPSec VPN、SSL VPN等；保障区域边界安全的产品有防火墙、网络安全隔离与信息单向导入系统、网络安全隔离与信息交换系统等
	计算安全产品	终端安全产品有主机监控与审计系统、终端安全登录与文件保护系统等；数据安全产品有电子文档密级标识生成与管理系统和企业网盘等；认证授权产品有信任服务基础设施、身份认证系统和电子印章系统等
	安全管理中心	安全运行监管系统、设备集中管理中心和高级威胁检测分析系统
	移动互联网安全产品	政务安全手机、政务安全平板、尊御安全手机、安全移动办公系统、VoLTE语音加密系统、橙讯即时通信系统、安全接入平台和移动终端安全管控系统
	云安全产品	云密码机、云密码资源池管理平台、云密钥管理系统和安全云终端
	物联网安全产品	安全视频加密系统和NB-IoT加密模组
	安全应用	可用于通用场景的安全电子邮件系统、安全即时通信系统、安全会议系统和电子文档安全管理系统等产品；专用于电子政务的电子印章系统、信任服务基础设施、电子公文交换系统等；专用于金融行业的金融数据密码机、金融IC卡密钥管理系统；专用于能源行业的电力纵向加密认证装置、电力防护加密系统等；专用于公检法的检察业务系统、公安经侦智能化工作平台、涉案财物集中管理信息平台、行贿档案综合管理与评估系统等
安全服务		安全运营服务包括云密码服务、云认证服务、企业微信加密服务、网站安全防护和SaaS/PaaS/IaaS服务；监测预警服务包括安全态势感知与监测预警服务、高级威胁监测服务、互联网舆情监测服务和安全事件分析服务等；风险评估服务包括系统架构评估、渗透测试和安全加固等。
安全集成		项目规划、整体解决方案设计、工程建设、用户培训及安全服务等。

资料来源：公司官网，川财证券研究所

2、财务数据、收入构成和财务分析

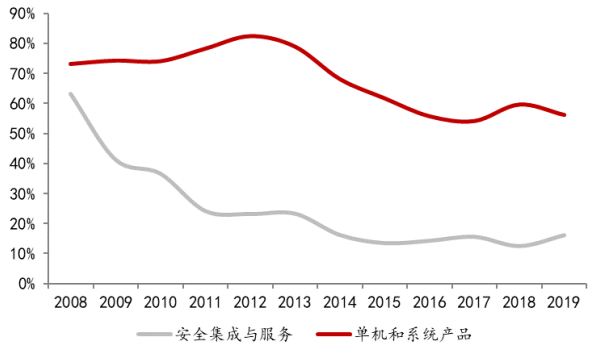
公司将业务重心逐步转向安全服务，公司整体业务毛利率趋于稳定。凭借先进的网安体系框架理念和完整的产品线综合优势，公司形成“安全咨询、在线安全服务、应急响应服务、安全运维服务”为主要内容的信息系统全生命周期安全服务与集成能力。公司安全服务与集成占比不断上升，在 2019 年营业收入中占比为 58.94%，占比较 2018 年提升 6.73%，较上市初期增加 44.24%。**主营业务毛利率趋于稳定，安全服务与集成毛利率有所增加。**2019 年，单机和系统产品毛利率 56.26%，比上年同期减少 3.46%，安全服务与集成毛利率 16.02%，比上年同期增加 3.62%。

图 26：公司各项业务占比



资料来源：Wind，川财证券研究所

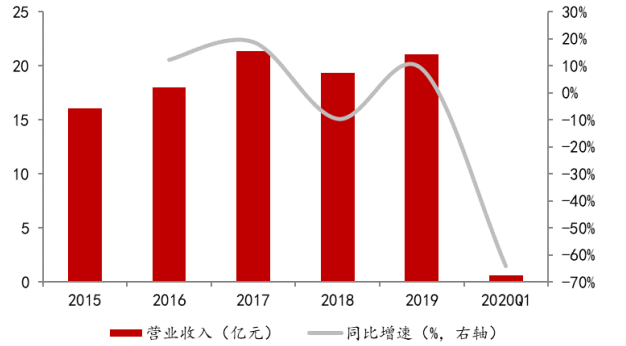
图 27：公司各主营业务毛利率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

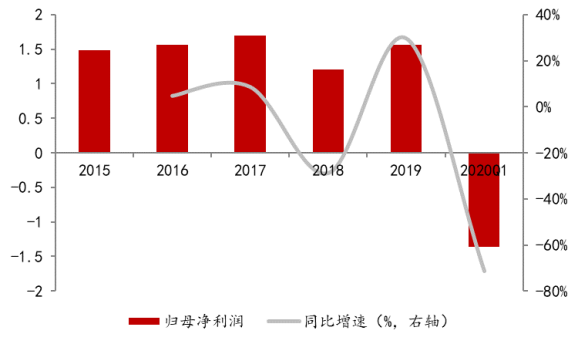
公司业绩短期受疫情影响，长期向好发展。2019 年，公司实现营业收入 21.04 万元，同比增长 8.95%；实现归母净利润 1.56 万元，同比增长 29.58%。受疫情影响，2020Q1 净利润亏损较去年同期扩大，原计划 Q1 签订的 0.80 亿元合同预计将推迟至 Q2 签订。目前产业链逐渐恢复，同时，公司加大资源投入确保重点项目实施和重点产品的研发，提升公司核心竞争力和抗风险能力，为业务稳健发展提供强有力的支撑与保障。

图 28：公司营业收入情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

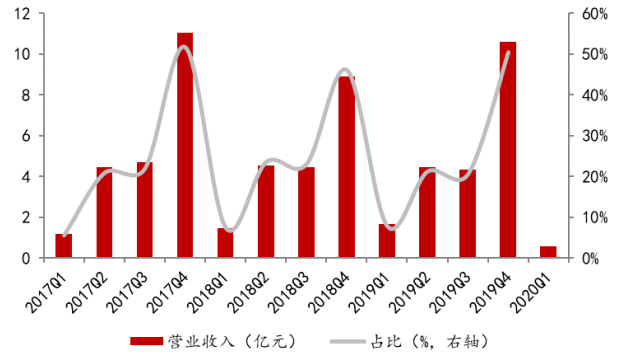
图 29：公司归母净利润情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

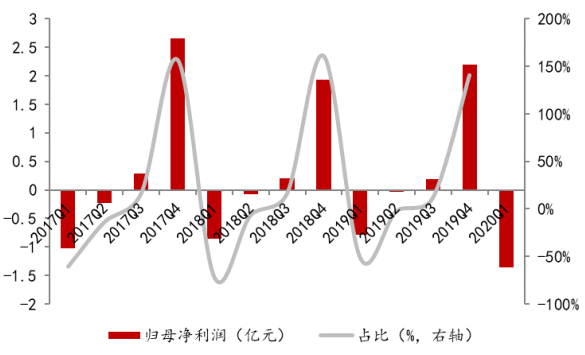
公司业绩存在一定的季节性，近几年来，每年 Q1 净利润几乎均为亏损状态。公司目前的主要客户包括政府机构、银行、国有大型企业等，这些客户大宗设备采购采取集中采购制度和预算管理制度，一般为下半年制定次年年度预算和固定资产投资计划，其审批通常在次年上半年，而设备采购招标一般则安排在次年年中或下半年。因此公司在每年上半年销售较少，至年中销售订单开始明显增加，设备交货、安装、调试和验收则集中在下半年尤其是 Q4。

图 30：公司营业收入集中在 H2，尤其是 Q4



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 31：公司归母净利润集中在 H2，尤其是 Q4

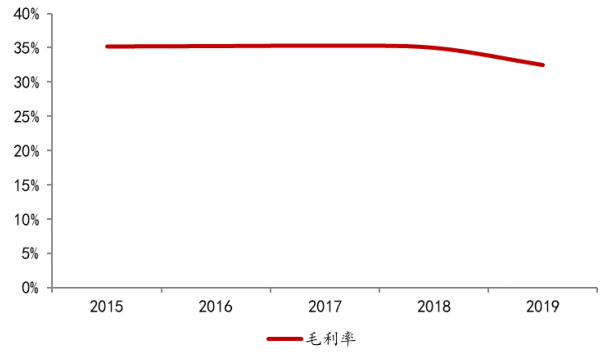


资料来源：Wind，川财证券研究所

公司净利率有上升势头，三费占比稳定。近五年来，公司毛利率水平稳定维持在 35%左右，净利率在 2019 年有上升趋势。销售费用占营收比重较稳定，管理费用略有下降，财务费用占比提高是由于募投资金的陆续使用，公司可用于购买结构性存款的闲置募集资金较上年同期减少，同时市场利率也有所下滑，导致利息收入同比减少。

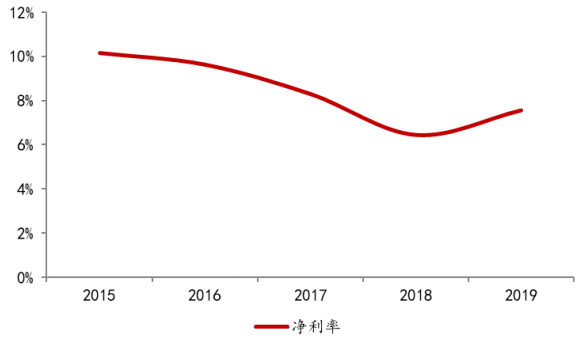
公司具有完整成熟的研发方案，研发支出维持在 12%左右。公司长期在密码技术领域进行研究和拓展，具有深厚的技术积累。研发的系列密码产品具有完全自主知识产权，现有 143 项发明专利、374 项软件著作权。2019 年，公司开拓新产品，大力发展基础平台、高端安全芯片和整机产品，同时开展安全运营服务。全年共开展产品研发项目 67 个，为提升公司市场竞争力、形成新的经济增长点。

图 32：2019 年公司毛利率为 32.54%



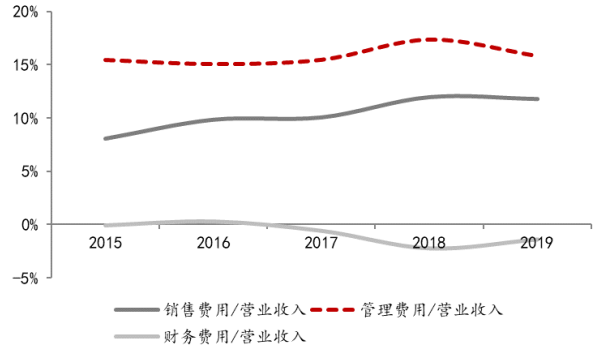
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 33：2019 年公司净利率有所提升（7.56%）



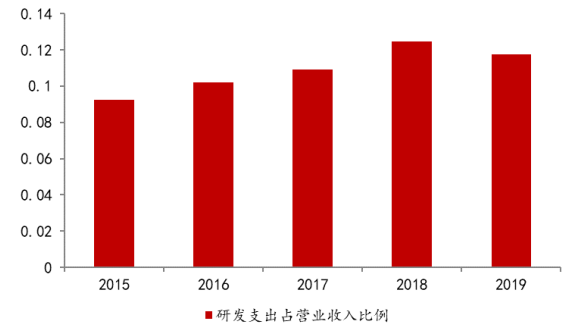
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 34：公司三费占营业收入比例情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 35：公司研发支出占营业收入维持 12%左右



资料来源：Wind，川财证券研究所

3、公司竞争力分析或潜在看点

全球网络安全投入占系统总投入的比例近 10%，而我国占比不到 2%，我国网络安全产业规模占中国 GDP 总量 0.057%，而美国是 0.209%，差距明显，增长预期较大，网络安全行业空间大、增速快。随着等保 2.0 和《密码法》发布，2020 年更多重大网络安全政策和制度安排将有突破性进展。我国网络安全市场处于高度分散的状态，未来，我国网安行业格局有望向全球看齐，市场集中度进一步集中，头部企业料将率先受益。

公司看点：（1）2020 年 4 月底，公司发布 10 年期股权激励计划，此次计划将公司业绩和个人绩效相结合，彰显公司长期发展的信心。（2）网安行业产品涉及安全保密，行业壁垒较高，公司以密码产品为核心，密码泛在化，安全服务化是公司未来发展方向，公司有望抓住中国网安市场结构向服务转型的发展机遇。（3）2020 年，金融领域是公司圈定的重要拓展方向。密码技术是数字货币的核心，公司有望参与维护数字货币安全。

4、盈利预测与评级

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 25.00、30.89、39.15 亿元，归属母公司净利润分别为 2.13、2.75、3.44 亿元，EPS 分别为 0.25、0.33、0.41 元/股。网络安全行业处于快速成长期，等保 2.0 和《密码法》的实施将为行业带来网安需求增量，PS 估值法更加适合，上市以来，公司的 P/S 处于 5-15 倍之间。首次覆盖，给予“增持”评级。

表格 5.　　可比公司估值

代码	证券简称	收盘价	总市值	P/E			EPS		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300579.SZ	数字认证	40.73	73.31	59.63	34.48	20.31	0.68	1.18	2.01
300369.SZ	绿盟科技	23.29	185.88	57.81	43.28	33.65	0.40	0.54	0.69
603232.SH	格尔软件	30.80	53.04	49.79	34.54	25.22	0.62	0.89	1.22
002439.SZ	启明星辰	42.07	392.76	44.28	34.65	27.38	0.95	1.21	1.54
688023.SH	安恒信息	307.90	228.07	170.38	120.56	86.62	1.81	2.55	3.55
300188.SZ	美亚柏科	19.83	159.67	37.37	27.78	21.51	0.53	0.71	0.92
688030.SH	山石网科	47.22	85.10	67.25	51.24	42.83	0.70	0.92	1.10
688168.SH	安博通	97.52	49.91	52.96	40.88	30.68	1.84	2.39	3.18
300454.SZ	深信服	205.96	842.52	91.87	67.53	51.02	2.24	3.05	4.04

资料来源：Wind，川财证券研究所　（盈利预测来自 Wind 一致预期，2020/06/30）

风险提示

宏观经济增长不及预期

行业竞争加剧

市场监管及政策风险

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（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，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

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真实性、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。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。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

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：000000000857