

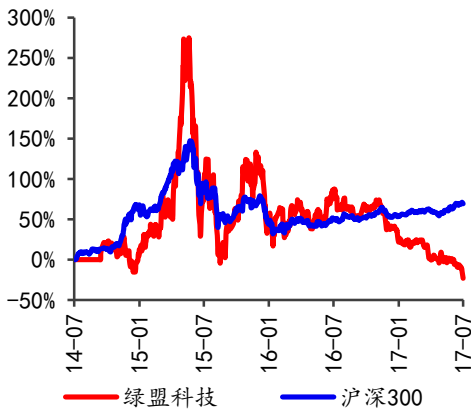


投资评级：买入（首次）

主要数据(截止7月26日收盘):

| | |
|-----------|---------------------|
| 当前股价 | 9.27 元 |
| 总市值 | 73.85 亿元 |
| 流通市值 | 47.09 亿元 |
| 总股本 | 7.97 亿股 |
| 流通股本 | 5.08 亿股 |
| 第一大股东 | Investor AB Limited |
| 第一大股东持股比例 | 18.44% |

近三年股价表现:



长城国瑞证券研究所

分析师:

黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号: S0200514120002

研究助理:

李志伟

lizhiwei@gwgsc.com

刘亿

liuyi@gwgsc.com

联系电话: 0592-5169085

地址: 厦门市思明区深田路 46

号深田国际大厦 19-20 楼

长城国瑞证券有限公司

请参阅最后一页的股票投资评级说明和法律声明

1 / 21

软件开发/计算机应用/计算机

绿盟科技 (300369)

——深耕信息安全领域，抢占云安全战略制高点

主要观点:

◆公司近五年业绩保持稳定增长。公司 2017 年一季度营业收入为 1.33 亿元，同增 14.56%，归母净利润为-5,402.17 万元，同比下降 61.86%，主要受经营季节性因素影响，公司收入集中在下半年。2016 年公司营业收入为 10.91 亿元，同增 24.27%，归母净利润为 2.20 亿，同增 13.28%，2012-2016 年营业收入 CAGR 为 19.93%，归母净利润 CAGR 为 23.45%，公司近 5 年，收入和利润保持稳定增长。毛利率和净利率在近 5 年均十分稳定，但是 ROA、ROE、ROIC 等指标有所下滑。

◆专注信息安全领域，多款产品行业领先。网络活动的日益频繁在给人们带来便利的同时也使得网络安全问题日趋凸显。以《网络安全法》为首的各项法律法规的出台，为我国信息安全产业的发展提供可靠的制度保障，对其发展具有巨大的促进作用。公司自成立时即专注于信息安全领域，已获得完备的资质，并获得多项荣誉，得到了市场认可。公司入侵防御系统 (IPS) 连续 6 年 (2009-2014) 保持国内市占率第一 (最新数据未公布)；Web 应用防火墙 (WAF) 连续七年 (2010-2016) 国内市场第一；抗拒绝服务系统 (ADS) 市占率居于国内首位；同时，公司连续 5 年保持漏洞管理市场占有率第一。

◆云安全产品迅速上线，抢占战略制高点。根据 Gartner 统计，2016 年全球云安全市场规模达到 48.40 亿美元，预计到 2020 年，云安全市场规模将达到 89.24 亿美元，2017-2020 年 CAGR 为 16.53%。公司积极布局云安全市场，2015 年 10 月，绿盟云正式上线，成为了国内首发的基于云的安全服务平台，绿盟云先后与腾讯云、阿里云、Azure、华为企业云等公有云服务商开展合作，开展云上安全服务，并提供租户级云安全解决方案。除了公有云之外，公司还积极开展混合云和私有云安全业务，公司于 2015 年 6 月推出私有云项目“银河”，2016 年 1 月，与赛尔网络联手打造教育云安全服务战略框架。



投资建议：

在公司现有安全产品以及安全服务业务保持较快增长的前提假设下，我们预计公司 2017、2018 以及 2019 年的 EPS 分别为 0.344、0.400 和 0.471 元，对应 P/E 分别为 26.99 倍、23.18 倍和 19.69 倍。目前软件开发行业最新市盈率（TTM，整体法，剔除负值）为 52.98 倍，考虑到公司在信息安全领域的持续深入布局，我们认为公司的估值仍具有较大的上升空间，因此首次给予其“买入”评级。

风险提示：

市场竞争风险；新业务发展不及预期风险。

主要财务数据及预测

| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 1090.69 | 1373.19 | 1758.00 | 2253.52 |
| 增长率(%) | 24.27% | 25.90% | 28.02% | 28.19% |
| 归母净利润（百万） | 220.12 | 273.64 | 318.56 | 375.10 |
| 增长率(%) | 13.28% | 24.31% | 16.42% | 17.75% |
| EPS（元） | 0.610 | 0.344 | 0.400 | 0.471 |
| 毛利率 | 77.81% | 78.94% | 78.88% | 78.84% |
| 净资产收益率（摊薄） | 11.47% | 12.80% | 13.33% | 13.95% |

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所



目 录

| | |
|--------------------------------|----|
| 1 主营业务突出，收入和利润稳定增长..... | 5 |
| 2 信息安全产业快速发展，公司多项产品位列行业第一..... | 8 |
| 2.1 互联网深入生产生活，信息安全需求日盛..... | 8 |
| 2.2 专注信息安全领域，多款产品行业领先..... | 11 |
| 3 云计算时代，信息安全迎来新挑战..... | 16 |
| 3.1 云计算市场规模扩大，带动云安全产业快速增长..... | 16 |
| 3.2 智慧安全 2.0，绿盟云领先一步..... | 18 |
| 盈利预测..... | 20 |



图目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 绿盟科技发展历程 | 5 |
| 图 2: 2012-2016 年公司营业收入构成 | 6 |
| 图 3: 2012-2016 年公司毛利润构成 | 6 |
| 图 4: 近 5 年公司营业收入及其增长情况 | 6 |
| 图 5: 近 5 年公司归母净利润及其增长情况 | 6 |
| 图 6: 近 5 年公司毛利率和费用率情况 | 7 |
| 图 7: 近 5 年公司 ROA、ROE、ROIC 情况 | 7 |
| 图 8: 2008-2016 年我国网民数量和互联网普及率 | 8 |
| 图 9: 2010-2016 年我国域名、网站及网页数量 | 8 |
| 图 10: 2010-2016 年我国木马或僵尸程序监测情况 | 9 |
| 图 11: 2010-2016 年 CNVD 收集新增漏洞情况 | 9 |
| 图 12: 2011-2016 年我国 1Gbit/s 以上 DDoS 攻击情况 | 9 |
| 图 13: 2008-2016 年我国移动互联网恶意程序数量 | 9 |
| 图 14: 2011-2015 年我国信息安全产业规模 | 10 |
| 图 15: 2014 年各国信息安全投入占 IT 总投资比例 | 10 |
| 图 16: 绿盟科技主要产品和服务 | 12 |
| 图 17: 绿盟科技网络入侵防护系统体系架构 | 13 |
| 图 18: 公司 NIPS 产品主要功能 | 13 |
| 图 19: 2016 年 Gartner IDS/IPS 魔力象限 | 13 |
| 图 20: WAF 典型部署 | 14 |
| 图 21: 2010-2016 年公司 WAF 产品市场份额情况 | 14 |
| 图 22: 2016 年 Gartner WAF 魔力象限 | 14 |
| 图 23: 公司工控入侵检测系统 | 15 |
| 图 24: 我国私有云市场规模及增长情况 | 16 |
| 图 25: 我国公有云细分市场变化情况 | 16 |
| 图 26: CSA 列举的云计算环境下九大安全威胁 | 17 |
| 图 27: 具有安全防护机制的云平台体系架构 | 17 |
| 图 28: 全球云安全市场规模及预测 | 18 |
| 图 29: 绿盟云平台下主要产品和服务 | 18 |
| 图 30: 绿盟云主要合作伙伴 | 19 |

表目录

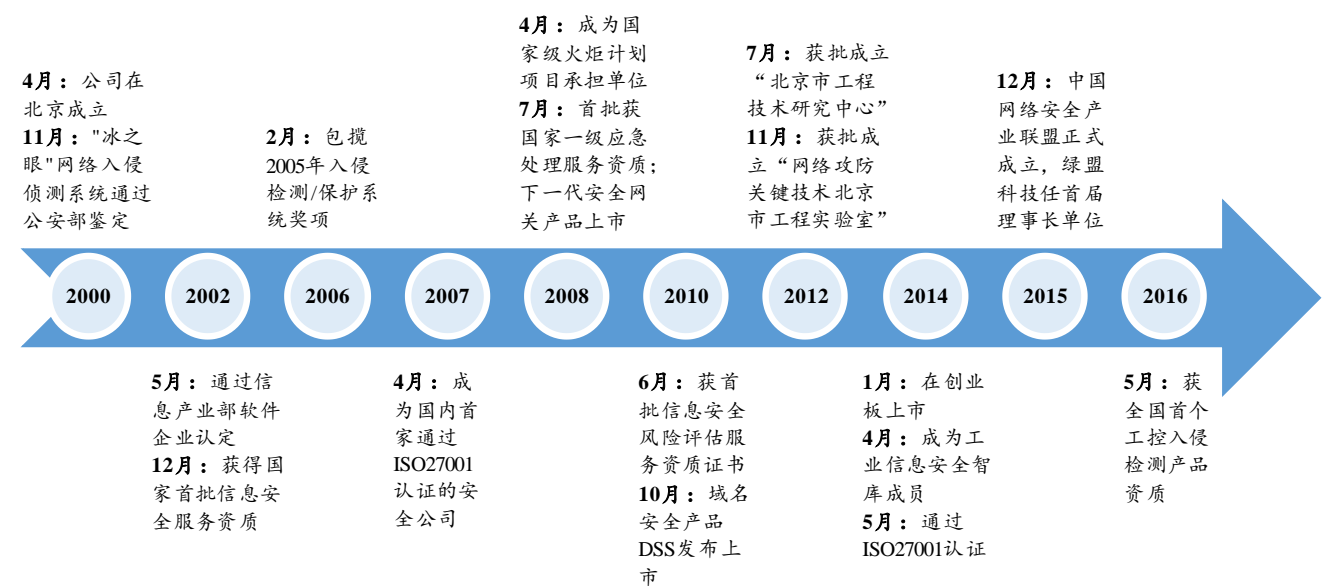
| | |
|----------------------------------|----|
| 表 1: 公司主要参股和控股子公司 | 7 |
| 表 2: 近年来我国关于网络安全的法律法规和发展规划 | 10 |
| 表 3: 公司的主要资质和荣誉 | 11 |



1 主营业务突出，收入和利润稳定增长

公司成立于2000年4月，于2014年1月上市，总部位于北京。公司基于多年的安全攻防研究，在检测防御类、安全评估类、安全平台类、远程安全运维服务、安全SaaS服务等领域，为客户提供入侵检测/防护、抗拒绝服务攻击、远程安全评估以及Web安全防护等产品以及安全运营等专业安全服务。目前，公司在国内外设有40余家分支机构，研发中心分布于北京、武汉、西安、成都和美国硅谷，拥有政府、运营商、金融、能源、互联网以及教育、医疗等行业用户。

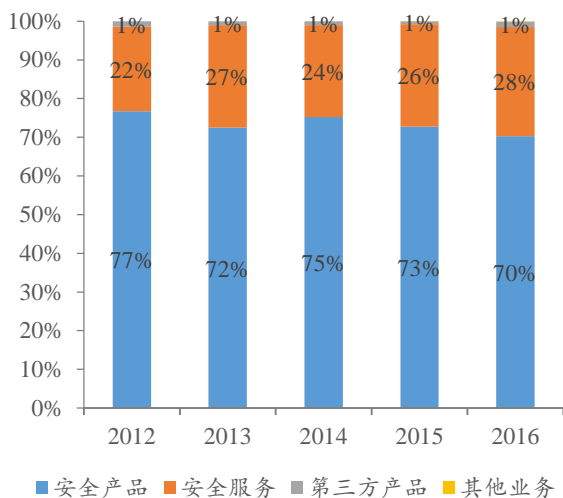
图1：绿盟科技发展历程



资料来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

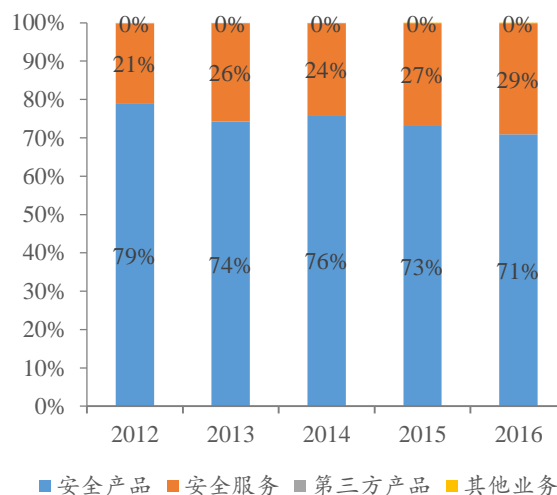
业务结构清晰，安全服务比重稳步提升。公司的业务结构划分为安全产品、安全服务、第三方产品和其他业务，其中安全产品和安全服务两项业务合计贡献了公司98%的收入和几乎100%的利润。根据历年的业务结构变化，安全产品在营业收入和毛利中的比重均呈现下降趋势，而安全服务的贡献则逐年提升，2016年安全服务收入占比为28%、毛利占比为29%，随着公司云安全业务的开展，预计安全服务占比将进一步提升。

图 2：2012-2016 年公司营业收入构成



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

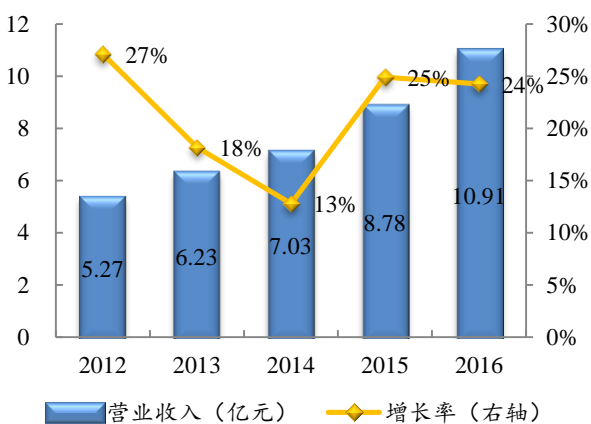
图 3：2012-2016 年公司毛利润构成



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

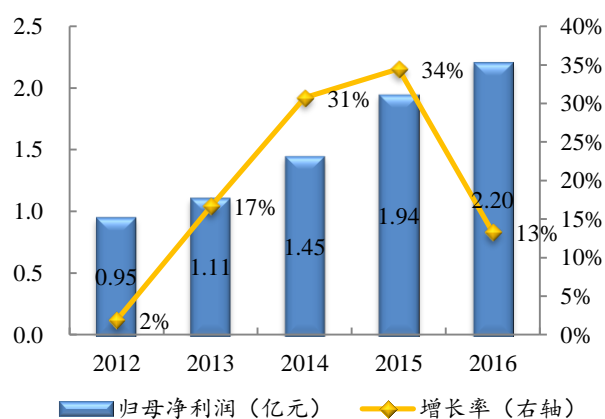
收入和利润保持稳健增长，ROA、ROE 等指标有所下滑。公司 2017 年一季度营业收入为 1.33 亿元，同增 14.56%，归母净利润为 -5,402.17 万元，同比下降 61.86%，由于客户采购政策，公司经营具有较强的季节性，每年上半年新增订单、实现销售收入较少，订单从 7、8 月份开始明显增加，全年的销售业绩集中体现在下半年尤其是第四季度。2016 年公司营业收入为 10.91 亿元，同增 24.27%，归母净利润为 2.20 亿，同增 13.28%，2012-2016 年营业收入 CAGR 为 19.93%，归母净利润 CAGR 为 23.45%，公司近 5 年，收入和利润保持稳定增长。毛利率和净利率在近 5 年均十分稳定，但是 ROA、ROE、ROIC 等指标呈现下滑趋势，主要原因是公司资产周转率下降较快。

图 4：近 5 年公司营业收入及其增长情况



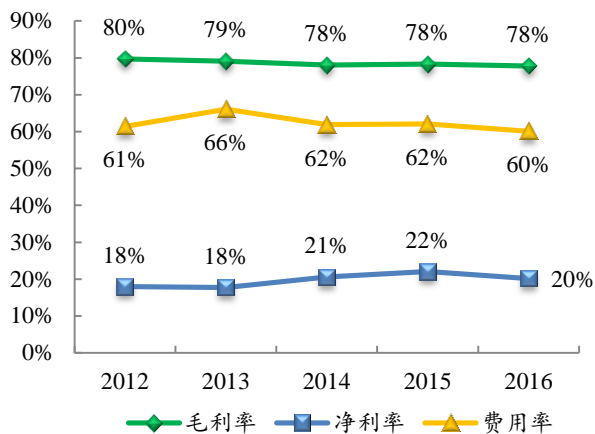
资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 5：近 5 年公司归母净利润及其增长情况



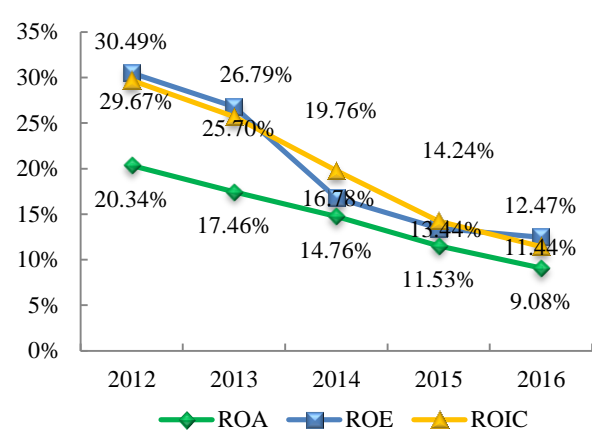
资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 6：近 5 年公司毛利率和费用率情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 7：近 5 年公司 ROA、ROE、ROIC 情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

通过外延发展扩大公司业务布局。公司上市后通过一系列的外延并购进一步完善公司的产业布局。2015 年 2 月，公司并表国内领先的反垃圾邮件安全厂商敏迅科技；2015 年 3 月并表亿赛通，开展数据安全和网络内容安全管理类业务，并推动亿赛通的文档安全服务在绿盟云实现线上服务。除此之外，公司在信息安全领域还进行了其他布局。

表 1：公司主要参股和控股子公司

| 时间 | 标的公司 | 持股比例 | 标的主要业务 |
|---------|------------|--------|---|
| 2014.10 | 安华金和 | 25% | 提供数据库安全和服务。 |
| 2014.10 | 深之度 | 10% | 提供基于 Linux 内核的 Deepin 操作系统的产品及解决方案。 |
| 2014.11 | 剑鱼科技 | 90% | 专注于移动终端相关产品的研发及推广。 |
| 2015.2 | 敏迅科技 | 55% | 反垃圾邮件。 |
| 2015.3 | 亿赛通 | 100% | 数据安全和网络内容安全管理。 |
| 2015.3 | 力控华康 | 11.63% | 力控华康是国内专业从事工业网络安全产品研发的企业，成功研发出适用于工业控制系统的工业隔离网关、工业通信网关和工业防火墙等系列工控安全产品。 |
| 2015.5 | 金山安全 | 19.91% | 旗下拥有金山毒霸企业版、金山安全防毒墙、终端防护优化系统、私有云安全系统、金山安全助手等多项以反病毒技术为核心并衍生的企业市场信息安全产品。 |
| 2015.6 | 杭州邦盛 | 11.56% | 金融支付安全防护业务，为互联网线上、线下反欺诈、反洗钱、身份识别、极速数据流处理、企业内控、欺诈信息云平台、大数据实时征信平台及客户精准营销服务。 |
| 2016.3 | 阿波罗云 | 15.89% | 向客户提供基于 SDN（软件定义网络）及大数据分析技术的网络质量优化、网络加速、网络流量调度、流量分析等相关系统、设备与服务。 |
| 2016.4 | 逸得网络 | 15% | 向客户提供基于大数据分析技术的数据中心综合信息管理平台与服务。 |
| 2016.4 | NopSec Inc | 9.57% | 提供精确的风险管理、威胁预测以及漏洞修复业务的全周期威胁管理方案公司，能够帮助企业保护其 IT 环境中的安全漏洞，并提供最佳的整改方案。 |
| 2016.9 | 易霖博 | 10% | 面向国家机构、企事业单位、大专院校、中职院校、民办教育及网络安全从业和爱好群体提供基于虚拟化技术的仿真实训综合解决方案。 |
| 2017.1 | 九州云腾 | 13.60% | 专注于解决国家机构、事业单位、各类企业机构的员工、合作方以及其服务对象、客户等人群在访问私有云、公有云、内网自有业务、互联网及移动互联网业务等多种复杂应用场景下的身份认证及业务安全问题。 |

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

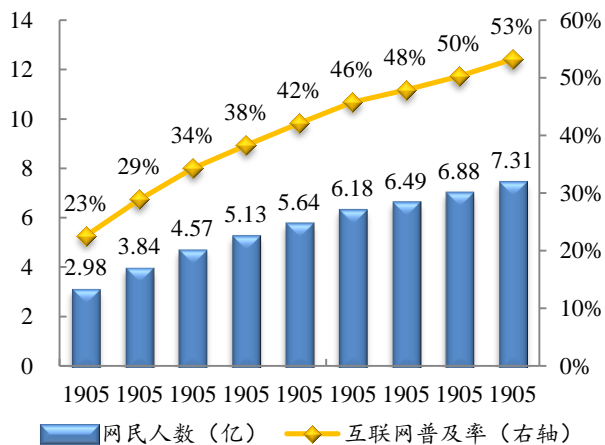


2 信息安全产业快速发展，公司多项产品位列行业第一

2.1 互联网深入生产生活，信息安全需求日盛

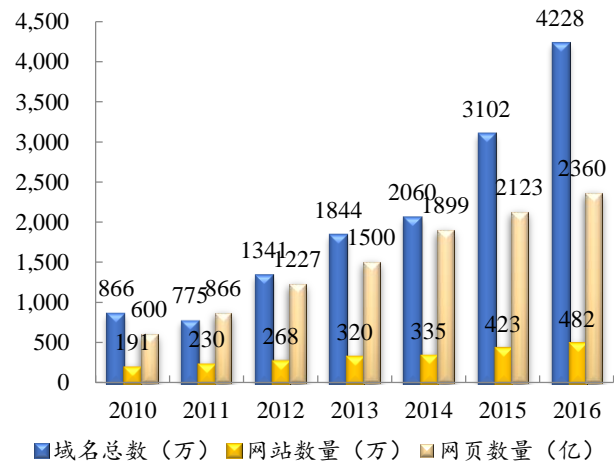
网络活动日益频繁。随着经济社会的飞速发展，互联网普及率不断提高，根据 CNNIC 统计，2016 年底我国网民数为 7.31 亿，覆盖率达到 53.20%。在网民数量增长的同时，国内域名、网站及网页数量也保持快速增长，2016 年我国域名数为 4228 万个，同增 36.3%，网站数为 482 万个，同增 14.1%，网页数量达 2360 亿个，同增 11.2%。与此同时，数据存量和流量均呈现几何数的增长，2015 年全球数据总量达到了 8.59ZB，仅移动数据流量就达到 3599PB/月，据 IDC 预计，到 2020 年，全球数据总量将达到 40ZB。

图 8：2008-2016 年我国网民数量和互联网普及率



资料来源：CNNIC、长城国瑞证券研究所

图 9：2010-2016 年我国域名、网站及网页数量

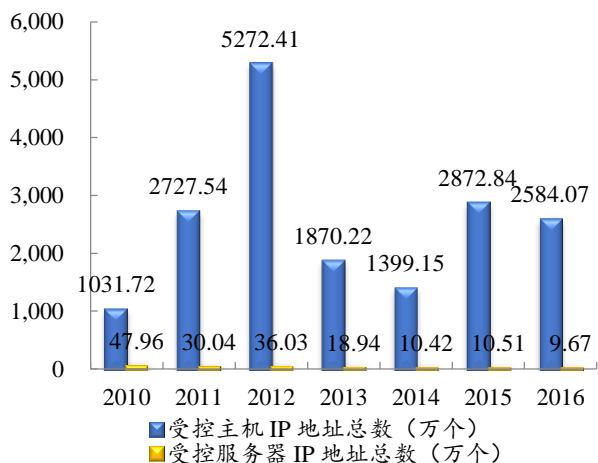


资料来源：CNNIC、长城国瑞证券研究所

网络安全问题给我国个人及企业带来巨大经济损失。随着互联网活动日益频繁，网络安全问题也逐渐凸显出来。从木马和僵尸程序监测情况来看，2012 年达到受控服务器和主机数量达到峰值，2012-2016 年受控服务器数量总体稳步下降，而受控主机数量在 2015 年出现了较大增长；在安全漏洞方面，2016 年 CNVD（国家信息漏洞共享平台）收集新增漏洞 10,822 个，同比增长 33.9%，其中高危漏洞 4,146 个，同比增长 42.5%；在分布式拒绝服务攻击方面，2016 年 CNCERT/CC 监测到的 1Gbit/s 以上的攻击数量日均 452 次，较 2015 年下降 60%，但是 2016 年大流量攻击事件数量全年持续增加，第四季度 10Gbit/s 以上的攻击事件日均数量较一季度增长 1.1 倍，全年日均达 133 次；移动互联网安全也日益严峻，2011-2016 年，移动互联网恶意程序数量保持高速增长，2016 年达 2,053,501 个，同比增长 39%，而 2011 年移动互联网恶意程序数量仅为 6,249 个。

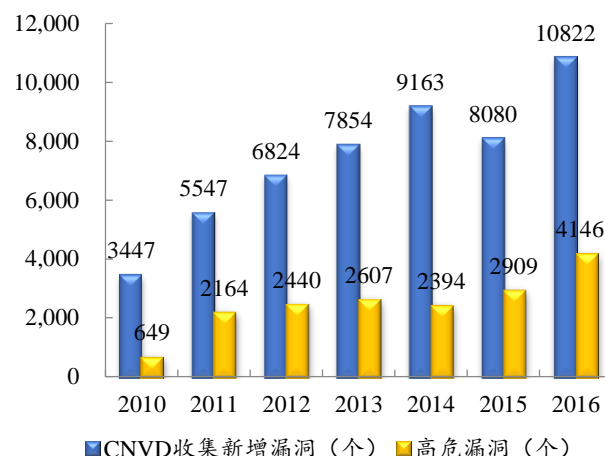


图 10: 2010-2016 年我国木马或僵尸程序监测情况



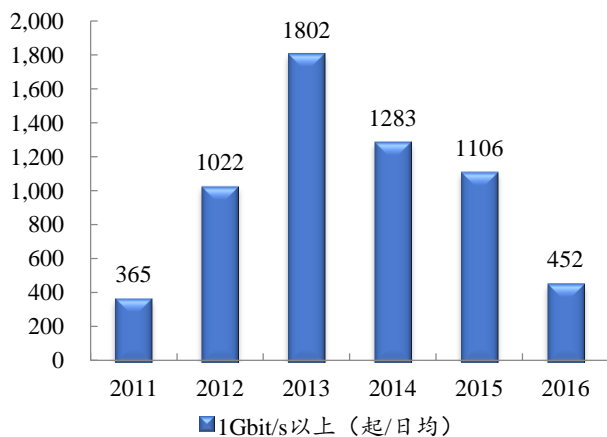
资料来源: 国家互联网应急中心、长城国瑞证券研究所

图 11: 2010-2016 年 CNVD 收集新增漏洞情况



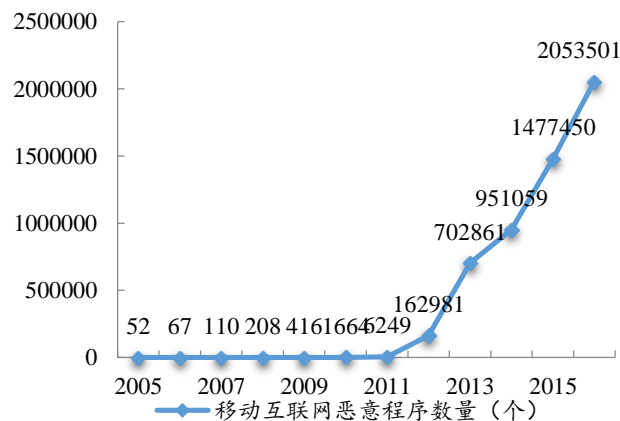
资料来源: 国家互联网应急中心、长城国瑞证券研究所

图 12: 2011-2016 年我国 1Gbit/s 以上 DDoS 攻击情况



资料来源: 国家互联网应急中心、长城国瑞证券研究所

图 13: 2008-2016 年我国移动互联网恶意程序数量

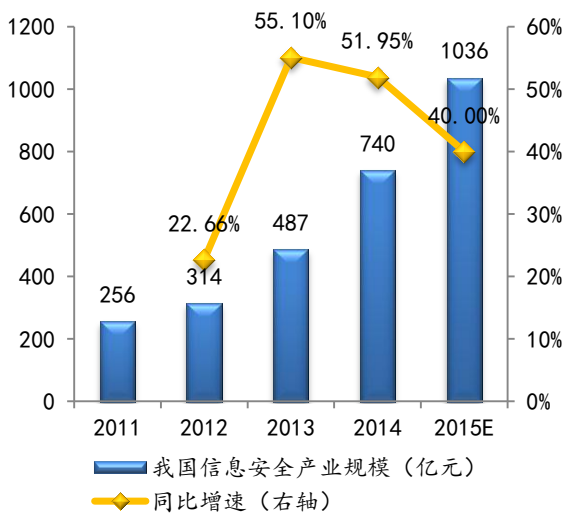


资料来源: 国家互联网应急中心、长城国瑞证券研究所

根据中国互联网协会发布的《2016 中国网民权益保护调查报告》显示, 从 2015 年下半年到 2016 年上半年的一年间, 我国网民因个人信息泄露遭受的经济损失超过 915 亿元。此外, 根据普华永道的报告, 2015 年和 2016 年中国内地及中国香港企业检测到的信息安全事件平均数量高达 2577 起, 与 2014 年相比上升了 969%, 对企业造成的直接或间接损失超过百亿元。

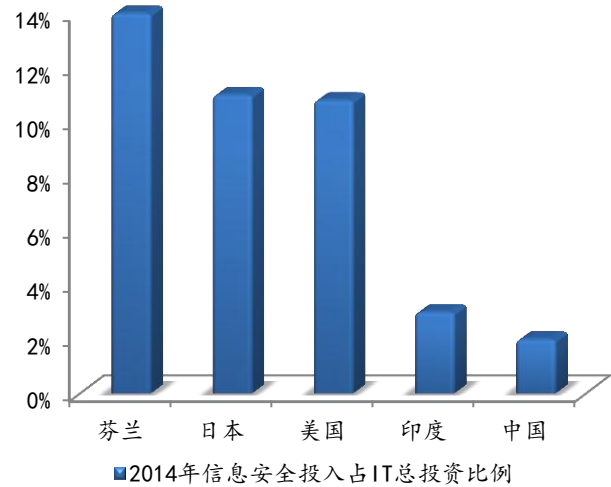
我国信息安全投入不足, 国家积极出台扶持政策支持。与我国庞大的信息安全需求形成鲜明对比的是, 我国在信息安全产业上的投入较少。虽然 2011 年以来我国信息安全产业规模保持较快增长, 2015 年已超过千亿元, 但我国信息安全投入占 IT 总投资的比例与发达国家相比还存在着巨大的差距, 还无法满足相应的市场需求。

图 14：2011-2015 年我国信息安全产业规模



资料来源：前瞻产业研究院、长城国瑞证券研究所

图 15：2014 年各国信息安全投入占 IT 总投资比例



资料来源：前瞻产业研究院、长城国瑞证券研究所

2016 年 11 月，《中华人民共和国网络安全法》正式发布，这是我国第一部关于网络安全的专门性综合性立法，通过立法将网络安全实践上升为法律制度，有助于织牢网络安全网，为网络强国战略提供制度保障。2017 年 1 月，工业和信息化部正式发布《软件和信息技术服务业发展规划（2016—2020 年）》，明确提出，云计算、大数据、移动互联网、物联网、信息安全等领域的创新发展向更高层次跃升。到 2020 年，信息安全产品收入达到 2000 亿元，年均增长 20% 以上，远超全行业平均 13% 的增速。我们认为，软件业“十三五”规划将信息安全产品单独列出目标，是我国未来必将持续加大信息安全产业投入的信号释放。未来随着我国个人及企业网络安全意识的觉醒，市场需求将进一步提升，为信息安全产业发展提供源源不断的动力。

表 2：近年来我国关于网络安全的法律法规和发展规划

| 发布时间 | 文件名 | 主要内容 |
|------------|-------------------------------|---|
| 2017/4/10 | 《云计算发展三年行动计划》 | 高度重视云计算应用和服务发展带来的网络安全问题与挑战，结合云计算发展特点，进一步提升网络安全技术保障能力，制定完善安全管理制度标准，形成健全的安全防护体系，落实企业安全责任。 |
| 2017/1/20 | 《信息通信网络与信息安全规划（2016-2020）》 | 到 2020 年建成“责任明晰、安全可控、能力完备、协同高效、合作共享”的信息通信网络与信息安全保障体系。 |
| 2017/1/17 | 《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020 年）》 | 明确提出，云计算、大数据、移动互联网、物联网、信息安全等领域的创新发展向更高层次跃升。到 2020 年，信息安全产品收入达到 2000 亿元，年均增长 20% 以上。 |
| 2016/12/27 | 《“十三五”国家信息化规划》 | 在信息安全领域提出要强化网络安全顶层设计、构建关键信息基础设施安全保障体系、全天候全方位感知网络安全态势。 |
| 2016/11/7 | 《中华人民共和国网络安全法》 | 指出国家坚持网络安全与信息化发展并重，遵循积极利用、科学发展、依法管理、确保安全的方针，推进网络基础设施建设和互联互通，鼓励网络技术创新和应用，支持培养网络安全人才，建立健全网络安全保障 |



| | | |
|-----------|--|---|
| | | 体系，提高网络安全保护能力。 |
| 2013/8/12 | 《国家发展改革委办公厅关于组织实施2013年国家信息安全专项有关事项的通知》 | 按照信息安全等级保护的相关要求，在金融、能源、交通、电子政务、电子商务和互联网服务领域，支持重点骨干企业，围绕主要业务应用，采用安全可控的技术和产品，开展云计算和大数据安全应用试点示范。 |
| 2012/7/17 | 《国务院关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》 | 将信息安全提到与信息化发展同等重要的地位上来。提出要健全安全防护和管理，保障重点领域信息安全；加快能力建设，提升网络与信息安全保障水平。 |
| 2011/1/8 | 《互联网信息服务管理办法》（修订） | 从事经营性互联网信息服务，应当具备下列条件：“（二）有健全的网络与信息安全保障措施，包括网络安全保障措施、信息安全保密管理制度、用户信息安全管理制度。 |
| 2010/1/20 | 《通信网络安全防护管理办法》 | 为了加强对通信网络安全的管理，提高通信网络安全防护能力，保障通信网络安全畅通，根据《中华人民共和国电信条例》，制定本办法。 |
| 2009/3/1 | 《软件产品管理办法》 | 为了加强软件产品管理，促进我国软件产业的发展等。 |
| 2008/5/22 | 《企业内部控制基本规范》 | 企业应当加强对信息系统开发与维护、访问与变更、数据输入与输出、文件储存与保管、网络安全等方面的控制，保证信息系统安全稳定运行。 |
| 2007/6/22 | 《信息安全等级保护管理办法》 | 国家通过制定统一的信息安全等级保护管理规范和技术标准，组织公民、法人和其他组织对信息系统分等级实行安全保护，对等级保护工作的实施进行监督、管理。 |

资料来源：国家部委网站、长城国瑞证券研究所

2.2 专注信息安全领域，多款产品行业领先

公司自成立时即专注于信息安全领域，已获得完备的资质，并获得多项荣誉。2005年前，公司的产品主要包括远程安全评估系统、入侵监测/防护系统等，在此基础上，公司逐步丰富产品类型，目前公司的产品线分为三类：解决方案、安全产品、服务和支持，其中解决方案包括技术解决方案和行业解决方案，安全产品除包括传统的监测防御类、安全评估类、安全监管类之外，还拓展出实验室类和平台类产品，在服务和支持类业务中，公司于2015年10月发布绿盟云，开云安全服务先河。公司产品在运营商、金融、能源、政府等高端客户和重点区域拥有不错的口碑。

表 3：公司的主要资质和荣誉

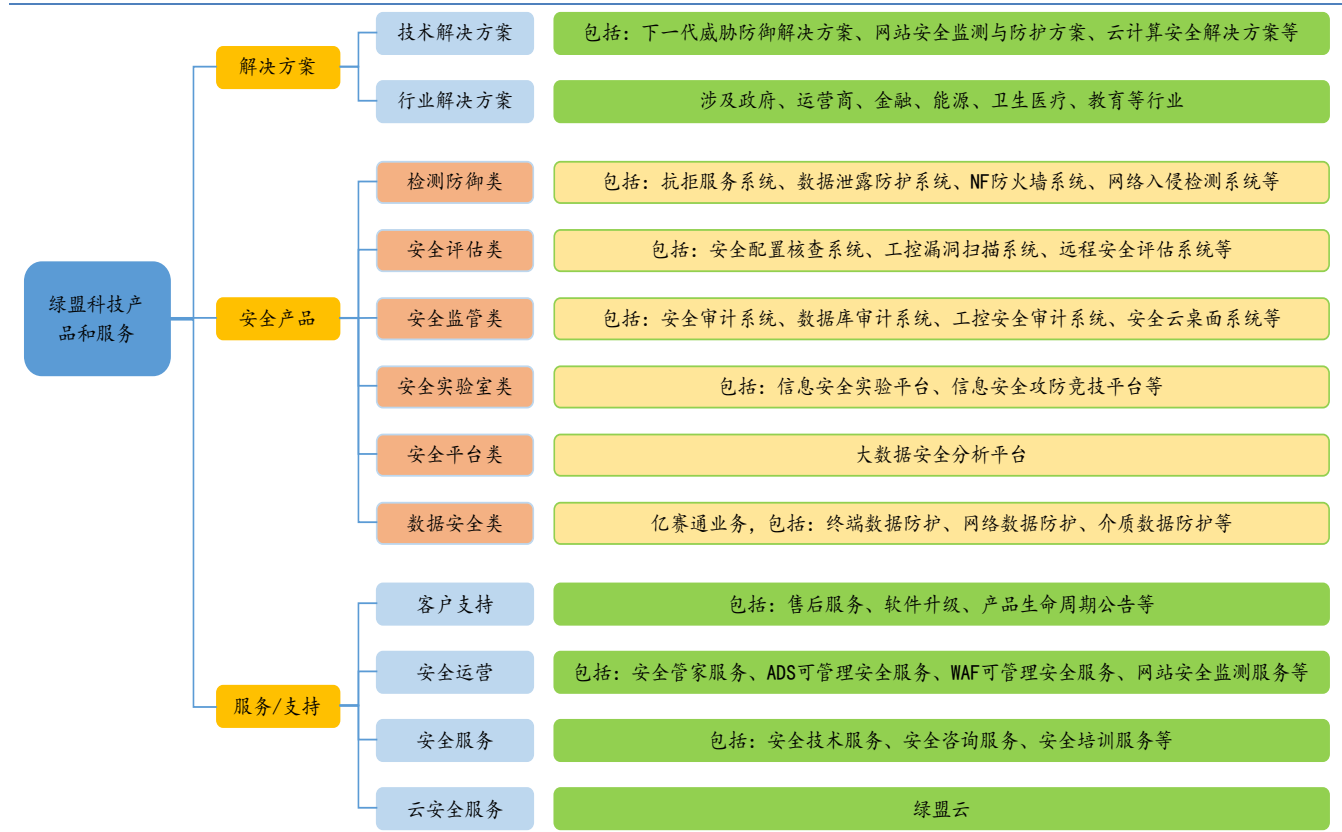
| 资质/荣誉 | 主要内容 |
|-------|---|
| 公司资质 | 2012/3，北京市企业技术中心；2012/5，北京市工程技术研究中心； 2013/12，国家规划布局内重点软件企业； 2014/4，ISO/IEC27001 管理体系认证，ISO/IEC27001:2005 管理体系认证（含安全云服务），ISO9001 管理体系认证； 2014/7，国家信息安全漏洞库（CNNVD）技术支撑单位一级；2014/10，国家高新技术企业； 2015/3，中国保密协会会员单位。 |
| 产品资质 | 1) 计算机信息系统安全专用产品销售许可证；2) 涉密信息系统产品检测证书；3) 中国国家信息安全产品认证证书；4) 军用信息安全产品认证证书；5) 国家信息安全测评信息技术产品安全测评证书；6) 国家信息安全 |



| | |
|------|---|
| | 全测评信息技术产品自主原创测评证书；7) 计算机软件著作权登记证；8) 北京市自主创新产品证书；9) 软件产品登记证书；10) IT 产品信息安全认证证书；11) IPv6 Ready Logo 认证。 |
| 公司荣誉 | 1) 2011 年度技术创新品牌奖；2) 北京软件和信息服务业新领域高成长企业；3) 计算机病毒防治技术国家工程实验室理事会理事单位；4) 工业控制系统信息安全产业联盟成员单位；5) CNVD 漏洞信息报送突出贡献单位；6) 国家网络与信息安全信息通报机制-技术支持单位；7) “十八大”网络安全应急处置队伍成员单位；8) 2012 年中国医药卫生信息技术（首选品牌）金鼎奖；9) 中国信息安全最具影响力企业；10) 云安全技术与服务创新奖。 |

资料来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

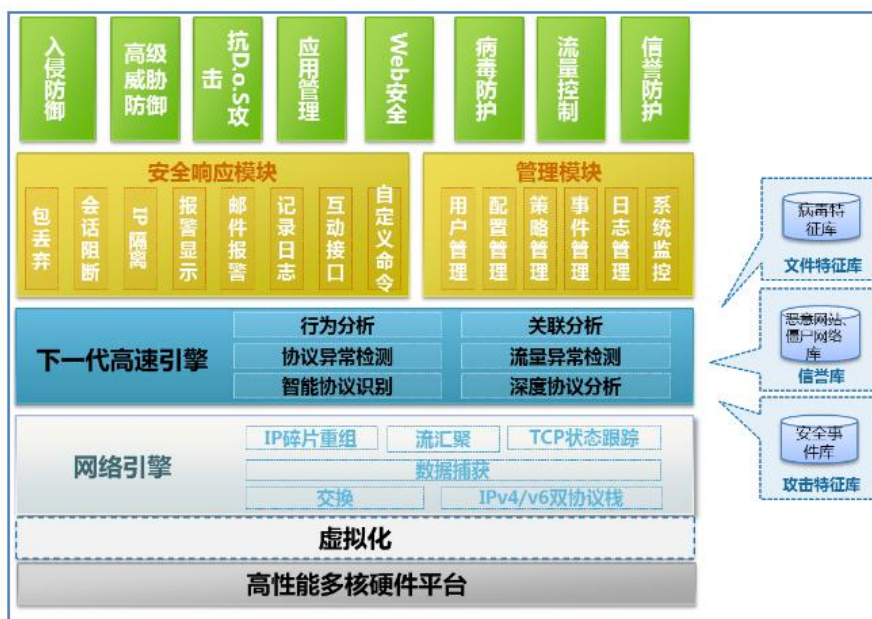
图 16：绿盟科技主要产品和服务



资料来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

NIPS (Next-Generation Intrusion Prevention System) 产品继续引领入侵防御市场。入侵防御系统 (IPS) 是公司的传统优势领域，它是绿盟科技拥有完全自主知识产权的新一代安全产品，作为一种在线部署的产品，为应对新型攻击带来的威胁，它从智能识别、环境感知、行为分析三方面加强了对应用协议、异常行为、恶意文件的检测和防护，为企业提供一个看得见、检得出、防得住的全新入侵防护解决方案。

图 17：绿盟科技网络入侵防护系统体系架构



资料来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

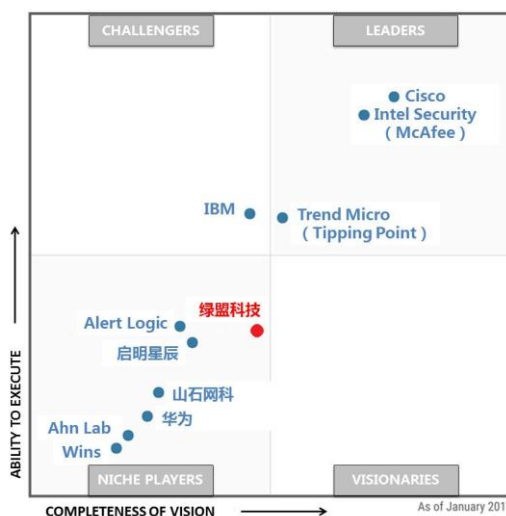
公司在 IPS 细分市场具有较高的占有率，根据 IDC 报告，2014 年我国 IPS 市场规模 1.42 亿美元，同增 25.3%，公司市占率为 21.7%，连续 6 年（2009-2014）保持国内市占率第一。另外，公司从 2012 年开始连续 5 年入选 Gartner IPS 魔力象限。在入侵检测系统（Intrusion Detection Systems）中，公司也居于市场前列，2014 年 IDS 市场规模为 6,100 万美元，公司市占率为 23%，居于次席。2016 年，Gartner 魔力象限首次将 IDS 和 IPS 合并，全球 IDPS 市场容量为 17.6 亿美元。

图 18：公司 NIPS 产品主要功能



资料来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

图 19：2016 年 Gartner IDS/IPS 魔力象限

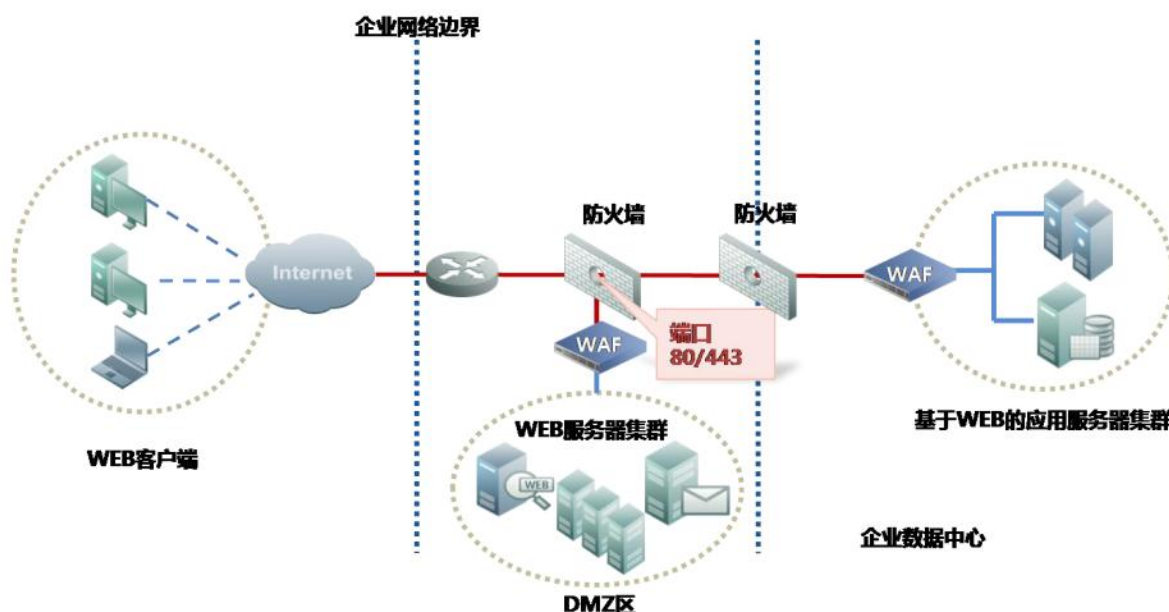


资料来源：Gartner、长城国瑞证券研究所

WAF（Web 应用防火墙）连续七年国内市场第一。公司的 WAF 产品能在 IPV4、IPV6 及二者混合环境中抵御 OWASP Top 10 等各类 Web 安全威胁和拒绝服务攻击，并以较低的运营成本为各种机构提供透明在线

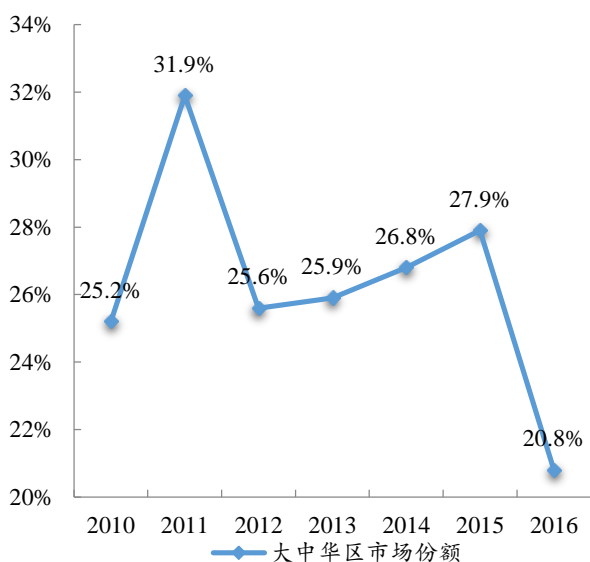
部署、路由旁路部署、镜像部署和云部署。公司最早于 2008 年推出商用 WAF 产品，经历多年技术积累与不断革新，现服务于国内运营商、政府、金融、能源、大型企业以及美国、日本和东南亚等区域近三千家客户。据 Frost & Sullivan 报告，2016 年大中华区 WAF 市场总销售额为 9880 万美元，公司 WAF 市场份额连续 7 年（2010-2016）位列大中华区首位，同时连续 3 年（2014-2016）入选 Gartner WAF 魔力象限。

图 20：WAF 典型部署



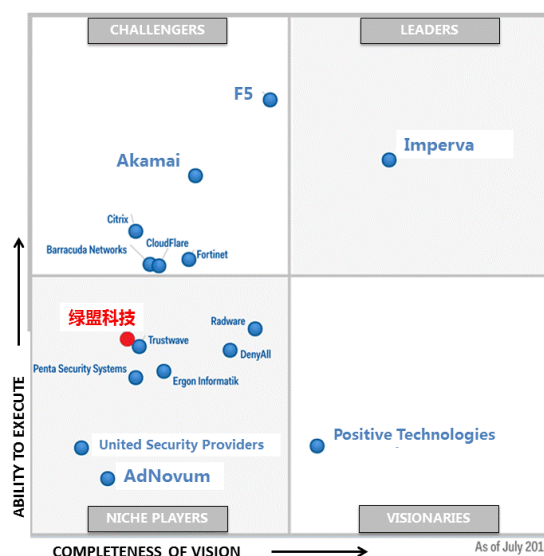
资料来源：公司产品白皮书、长城国瑞证券研究所

图 21：2010-2016 年公司 WAF 产品市场份额情况



资料来源：Frost & Sullivan、长城国瑞证券研究所

图 22：2016 年 Gartner WAF 魔力象限



资料来源：Gartner、长城国瑞证券研究所

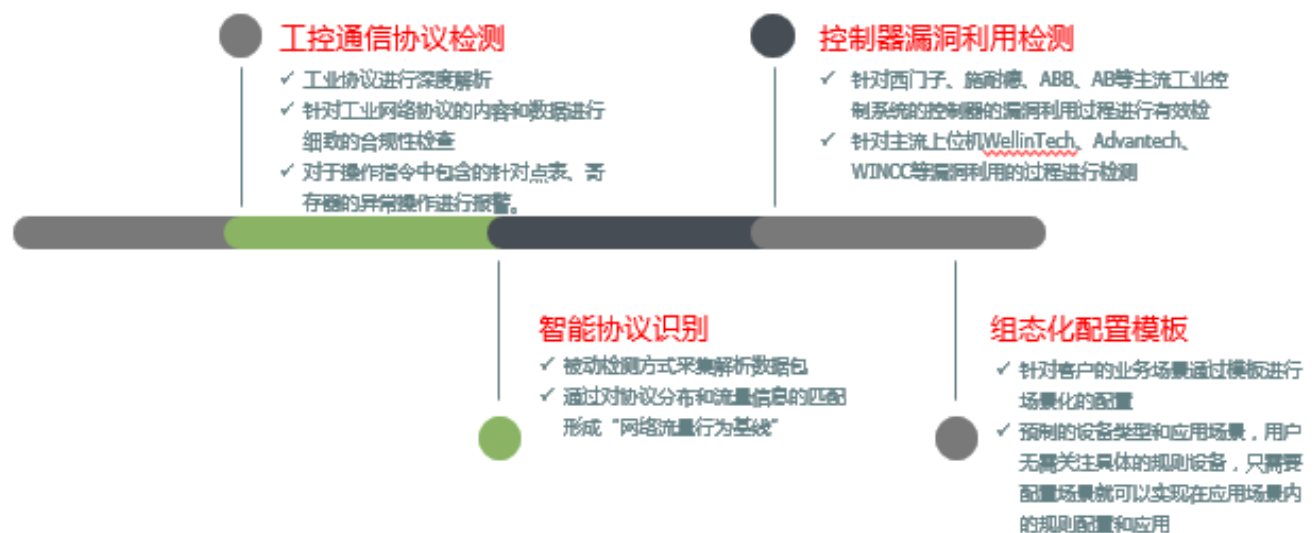
除了上述两类产品外，公司的 ADS（抗拒绝服务系统）产品也保持行业领先，2010 年市占率约 30%，居国内首位，该系列产品于 2016 年获得《国家信息安全测评信息技术产品安全测评证书，级别：EAL3+》，



这是国测网安产品最高级别安全证书；公司连续 5 年保持漏洞管理市场占有率第一（根据 IDC 报告，2015 年市占率为 25.1%）；另外，公司两次（2015、2017）入选 Gartner 应用安全测试魔力象限，是进入该榜单的唯一中国厂商。

工控安全产品陆续推出。物联网是互联网发展的延伸，但是二者在网络组织形态、网络功能以及性能上的要求都是不同的，物联网对实时性、安全可信性、资源保证等方面有很高的要求，物联网的安全既构建在互联网的安全上，也有因为其业务环境而具有自身的特点。在公司发布的《物联网安全白皮书》中，列示了工控安全、智能汽车安全、智能家居安全三个物联网安全应用领域。公司在工控安全领域率先发力，2015 年 3 月参股工控安全企业力控华康；2016 年 5 月，公司工控入侵检测系统 IDS-ICS 成为国内第一款获得工控入侵检测资质的产品，除此之外，公司还根据工控环境的新要求，推出了工业安全网关、工业安全隔离装置等产品。

图 23：公司工控入侵检测系统



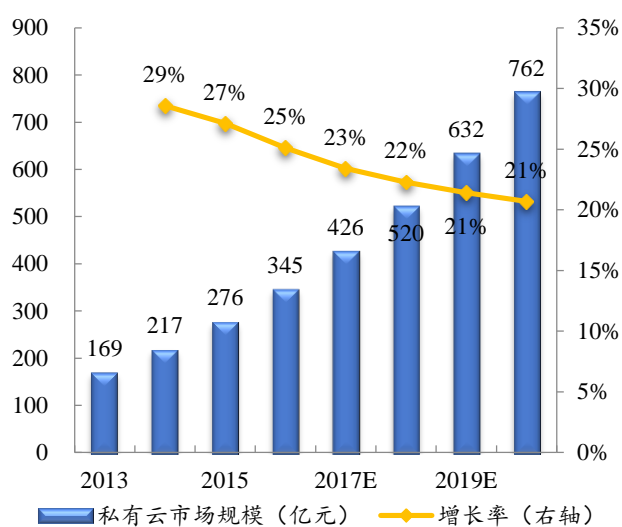
资料来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

3 云计算时代，信息安全迎来新挑战

3.1 云计算市场规模扩大，带动云安全产业快速增长

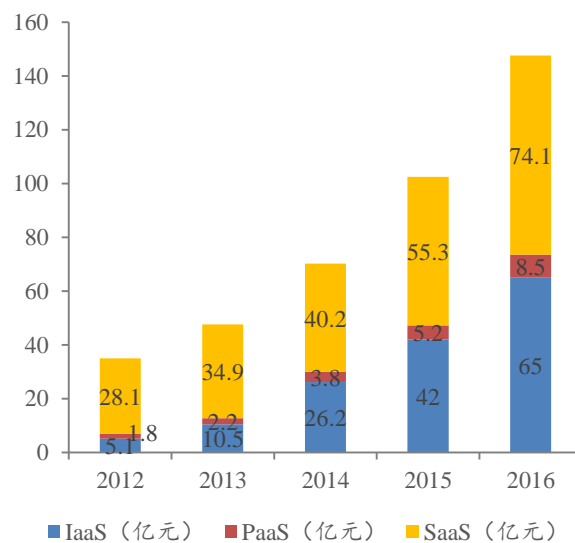
云计算市场快速增长。据信息通信研究院,2016年我国私有云市场规模达到344.8亿,2011-2016年CAGR为26.93%,预计2020年市场规模将达到762亿,2016-2020年CAGR为21.94%;公有云方面,2016年市场规模147.6亿,2012-2016年CAGR为43.30%,其中IaaS市场规模达65亿,2012-2016年CAGR为88.94%。

图 24: 我国私有云市场规模及增长情况



资料来源: 信通院、长城国瑞证券研究所

图 25: 我国公有云细分市场规 模变化情况



资料来源: 信通院、长城国瑞证券研究所

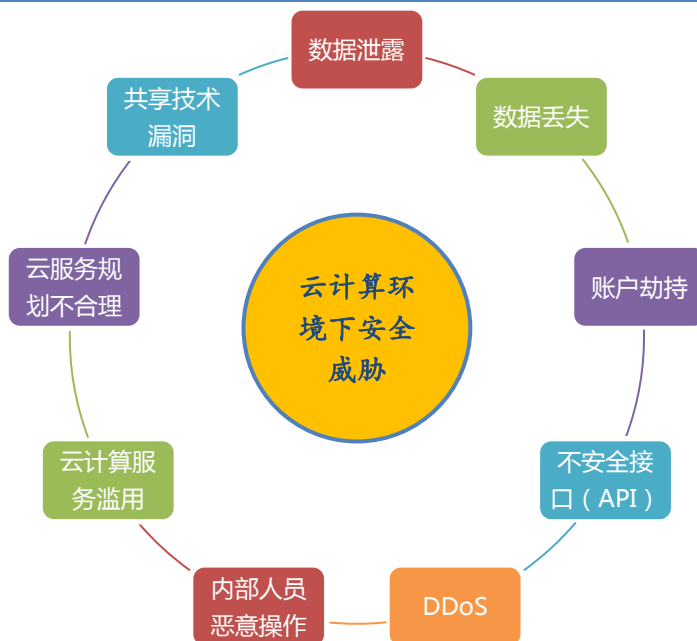
云计算模式对信息安全的影响是双重的,一方面,在云计算模式下,数据统一存储在云计算服务器中,便于加强对核心数据的集中管控,同时使得安全审计、安全评估、安全运维等行为更加简单易行,更容易实现系统容错、高可用性和冗余及灾备恢复。另一方面,云计算也给信息安全工作带来了新的挑战,CSA (Cloud Security Alliance) 列举了云计算环境下的九大安全威胁,包括数据泄露、数据丢失、账户劫持等,传统的安全问题在云架构下以新的形式存在。

传统的网络安全防护先明确网络、服务的边界,将外来的攻击与企业的内部隔离(使用隔离墙)。云计算打破了网络的边界,网络边界模糊化,传统安全手段在云计算时代需要改变策略。目前,针对云服务器的攻击类型主要包括三种。一是针对云服务器上应用系统的攻击,这类攻击也是在所有攻击中占比最高的;二是针对云服务器远程登录密码的暴力破解攻击;三是针对云服务器的DDoS攻击。

云平台的安全保障,在技术方面,需要按照分层、纵深防御的思想,基于安全域的划分,对IaaS、PaaS、SaaS层进行综合防护,在管理方面,应对云平台、云服务、云数据的全生命周期进行管理。同时,还必须实现和提供资源弹性、按需分配、全程自动化的能力,不仅仅为云平台本身提供安全服务,还须为租户提供安

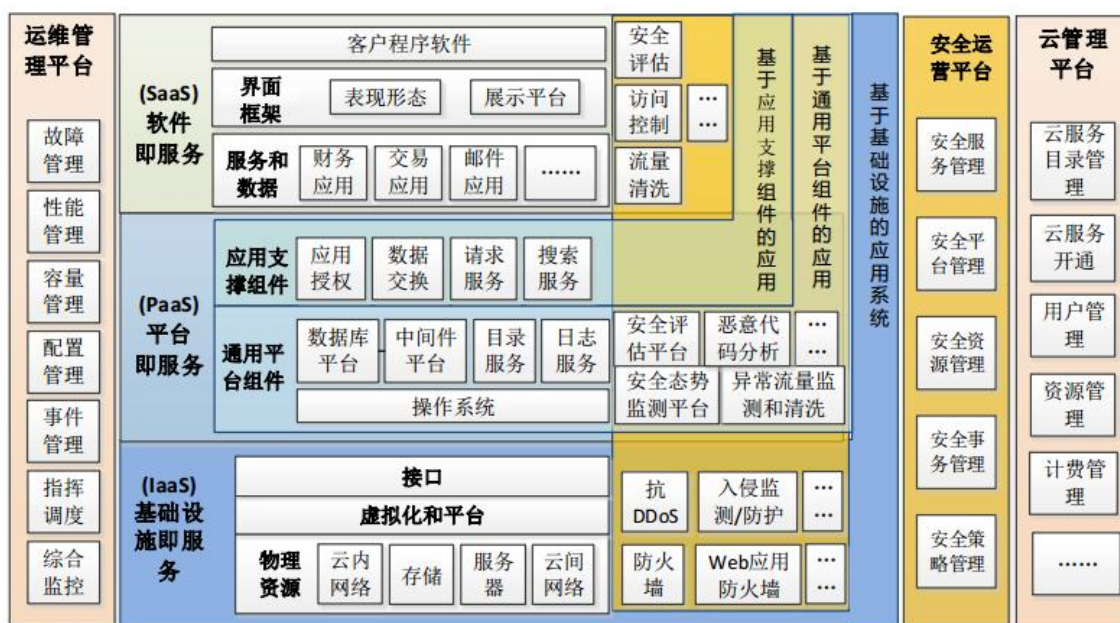
全服务。

图 26：CSA 列举的云计算环境下九大安全威胁



资料来源：CSA、长城国瑞证券研究所

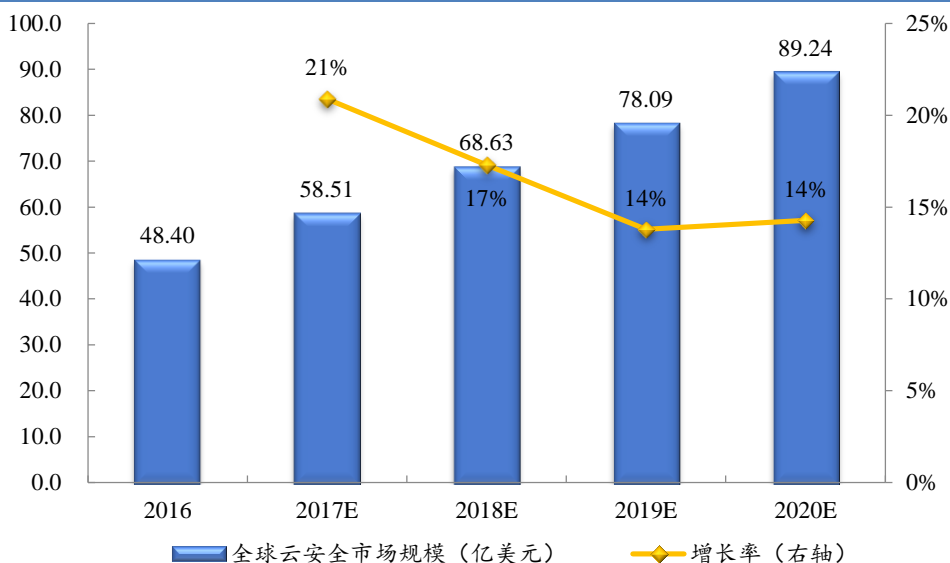
图 27：具有安全防护机制的云平台体系架构



资料来源：公司产品白皮书、长城国瑞证券研究所

云安全市场保持高速增长。根据 Gartner 统计，2016 年全球云安全市场规模达到 48.40 亿美元，预计 2017 年将达到 58.51 亿，较 2016 年增长 21%，2020 年，云安全市场规模将进一步达到 89.24 亿美元，2017-2020 年 CAGR 为 16.53%。

图 28：全球云安全市场规模及预测



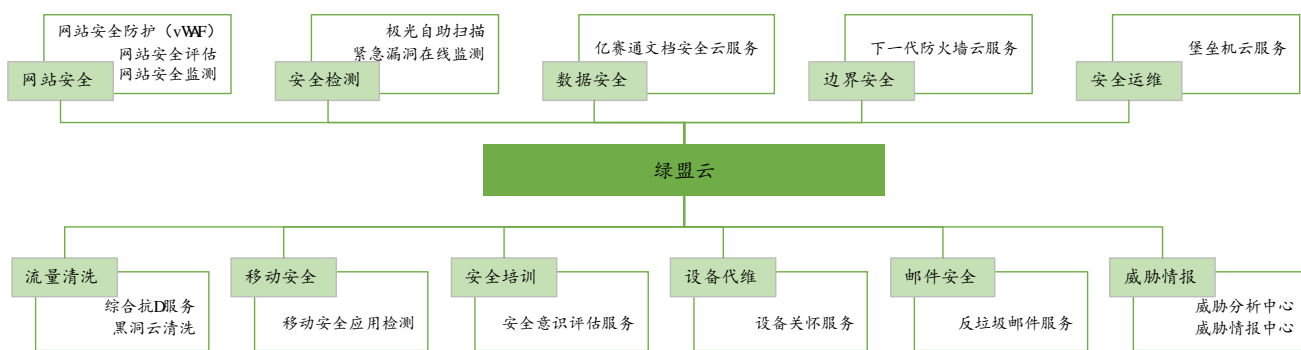
资料来源：Gartner、长城国瑞证券研究所

3.2 智慧安全 2.0，绿盟云领先一步

公司在云时代积极抢占战略制高点，2015年6月30日，公司的企业私有云项目“银河”正式上线运营，标志着公司开始全面进入“云时代”。8月，公司与UnitedStack有云达成云计算及网络安全合作框架协议，将在云计算、网络安全评估、网络安全防护等方面进行深度合作。10月，公司在北京召开智慧安全2.0战略发布会，首发基于云的网络服务平台—绿盟云，该平台向合作伙伴、创客及行业客户提供专业的网络安全产品及服务交付能力。

绿盟云是国内首发的基于云的安全服务平台，它集成了安全产品与服务展示、体验、交付等诸多功能。通过绿盟云，企业用户可以在线体验各类安全服务，鉴别、交流、选择都变得简单，用户提交的建议和反馈都可以得到快速迭代实现，解决问题的速度得以有效提升，用户将会有更多的时间关注自己的业务发展。

图 29：绿盟云平台下主要产品和服务



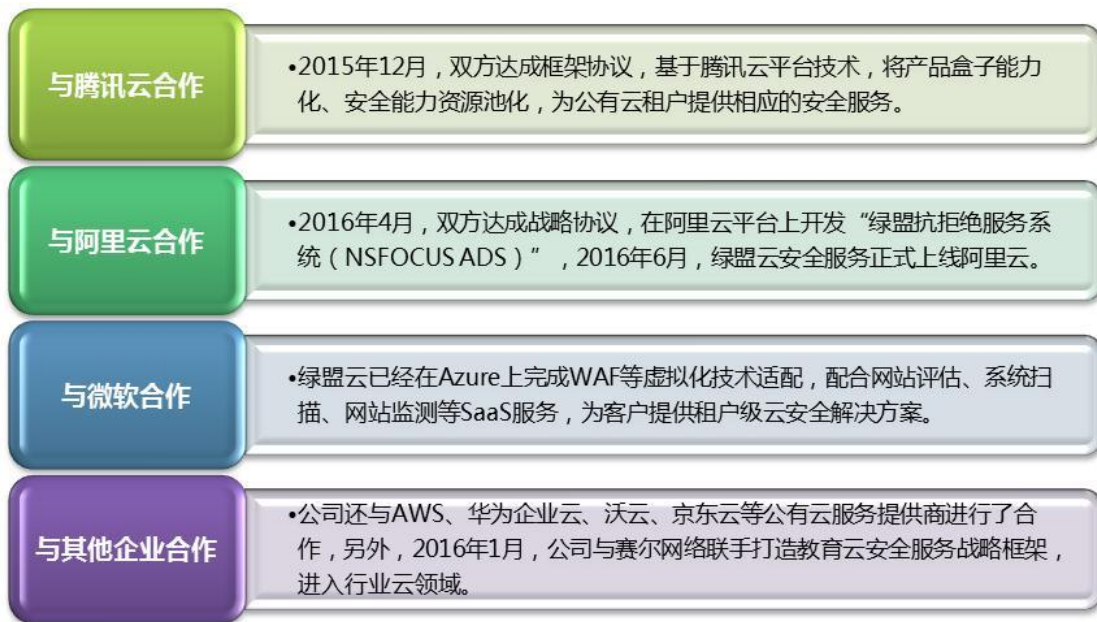
资料来源：绿盟云官网、长城国瑞证券研究所

绿盟云目前已积累数量众多的合作伙伴。截至2017年7月13日，绿盟云累计处理安全事件140,513个，



监控网站 102,130 个，检测网页 41,649 万个，发现安全漏洞 43,607,141 个。

图 30：绿盟云主要合作伙伴



资料来源：绿盟云官网、长城国瑞证券研究所

此外，公司积极进行云基础设施和数据中心建设，2016年，公司建设了包括 20 个机柜，200 台服务器，500M 出口带宽的数据中心环境，新的云环境可提供 12,800 核虚拟 CPU、20T 内存、1P 存储。公司后续将在全国各省市进行考察、选址建设生产环境，形成分布式的数据中心布局，支撑公司云安全业务的发展。



盈利预测

单位：百万元

| 利润表 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 资产负债表 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 5687.66 | 7233.92 | 9022.96 | 11467.71 | 货币资金 | 2001.01 | 2782.63 | 3470.80 | 4411.21 |
| 减：营业成本 | 3223.14 | 4107.18 | 5136.83 | 6560.64 | 应收和预付款项 | 1296.11 | 1611.63 | 2010.39 | 2555.53 |
| 营业税金及附加 | 53.88 | 68.53 | 85.48 | 108.63 | 存货 | 1034.96 | 844.92 | 1056.73 | 1349.63 |
| 营业费用 | 1090.60 | 1387.10 | 1730.14 | 2198.92 | 其他流动资产 | 116.16 | 116.16 | 116.16 | 116.16 |
| 管理费用 | 957.41 | 1217.70 | 1518.85 | 1930.38 | 长期股权投资 | 32.64 | 28.37 | 24.10 | 19.83 |
| 财务费用 | -15.97 | -42.70 | -61.74 | -78.19 | 投资性房地产 | 9.19 | 7.46 | 5.72 | 3.98 |
| 资产减值损失 | 9.52 | 17.43 | 17.43 | 17.43 | 固定资产 | 464.46 | 370.37 | 276.27 | 182.17 |
| 投资收益 | 13.25 | -4.27 | -4.27 | -4.27 | 无形资产 | 612.16 | 575.15 | 538.14 | 501.13 |
| 公允价值变动 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他非流动资产 | 183.04 | 123.35 | 114.43 | 114.43 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产总计 | 5749.73 | 6460.03 | 7612.75 | 9254.08 |
| 营业利润 | 382.32 | 474.41 | 591.70 | 725.62 | | | | | |
| 其他非经营损益 | 234.97 | 300.28 | 374.55 | 476.03 | 短期借款 | 20.81 | 180.59 | 143.59 | 251.12 |
| 利润总额 | 617.29 | 774.69 | 966.25 | 1201.65 | 应付和预收款项 | 1266.81 | 1879.61 | 2320.24 | 2922.37 |
| 所得税 | 59.89 | 75.58 | 94.17 | 117.01 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 557.40 | 699.11 | 872.08 | 1084.64 | 其他负债 | 761.51 | 98.70 | 98.70 | 98.70 |
| 少数股东损益 | 237.94 | 298.44 | 372.27 | 463.01 | 负债合计 | 2049.12 | 2158.90 | 2562.53 | 3272.18 |
| 归母净利润 | 319.46 | 400.68 | 499.81 | 621.63 | 股本 | 539.11 | 539.11 | 539.11 | 539.11 |
| | | | | | 资本公积 | 846.38 | 846.38 | 846.38 | 846.38 |
| 现金流量表 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 留存收益 | 1494.49 | 1799.67 | 2176.49 | 2645.15 |
| 经营活动现金流 | 535.91 | 919.41 | 448.22 | 477.81 | 归母股东权益 | 2883.08 | 3185.16 | 3561.98 | 4030.65 |
| 投资活动现金流 | -198.38 | 271.15 | 338.21 | 429.84 | 少数股东权益 | 817.53 | 1115.97 | 1488.24 | 1951.25 |
| 融资活动现金流 | -240.10 | 103.88 | -98.25 | 32.75 | 股东权益合计 | 3700.61 | 4301.13 | 5050.22 | 5981.90 |
| 现金流量净额 | 110.02 | 1294.44 | 688.18 | 940.41 | 负债和股东权益 | 5749.73 | 6460.03 | 7612.75 | 9254.08 |

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入：相对强于市场表现 20%以上；
- 增持：相对强于市场表现 10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好：行业超越整体市场表现；
- 中性：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。