

2018年04月26日

绿盟科技 (300369.SZ)

公司分析

网络安全创新先锋本色不改，业绩触底回升逻辑有望逐步验证

计算机 | 基础软件及套装软件 III

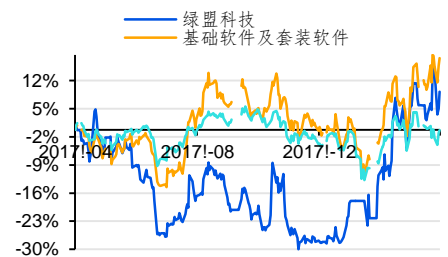
 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2018-04-25) **13.82 元**

交易数据

总市值(百万元)	11,099.36
流通市值(百万元)	8,264.51
总股本(百万股)	803.14
流通股本(百万股)	598.01
12个月价格区间	8.73/27.37 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.57	33.44	10.23
绝对收益	5.98	33.91	10.26

分析师

 蔡景彦
 SAC 执业证书编号: S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

报告联系人

 胡朗
 hulang@huajinsec.cn
 021-20377062

投资要点

- ◆ **营收稳步扩张，毛利率波动与持续投入导致盈利短期下滑：**2017 年公司实现：主营业务营业收入 125511.07 万元，同比增长 15.07%，公司历年来收入增长基本保持在行业平均增速水平；2017 年安全产品和服务的毛利率出现下滑，我们判断是受市场竞争、安全产品更新换代、销售产品结构等阶段性因素影响，叠加公司持续加大研发、销售投入，造成净利润阶段性下滑 30.78%。
- ◆ **核心竞争力不改，明星产品持续领跑市场：**公司抗拒绝服务攻击系统、网络入侵防护系统、远程安全评估系统、Web 应用防火墙四大主力产品在 Gartner 报告、Frost & Sullivan 报告及 IDC 报告中，长年保持中国区市场占有率第一或竞争力领先。其中 NIDS/NIPS 产品在 2018 年跃升至魔力象限的“挑战者”象限，成为亚太地区首个进入该象限的厂商。另外，在安全服务领域，2018 年 3 月 16 日，公司与安恒信息、网神、启明星辰成为首批获得国家信息安全服务最高资质的网络安全企业。
- ◆ **转型服务+解决方案供应商，智慧安全 2.0 战略成效初显：**相比欧美等发达国家地区的网络安全市场，我国信息安全需求未完全打开，市场具有长期成长性，政策法规、“云、大、物、移”等新兴技术普及都为行业增长带来新机遇。公司深耕政府、金融、电信等重点行业，并紧扣新技术发展趋势，积极向产品商向解决方案+服务商转型。目前，公司已经具备云安全解决方案交付能力，为私有云、专有云、行业云等各类用户提供纵深安全防御体系；并在公有云领域与 AWS、AZURE、阿里云、腾讯云等主流公有云厂商完成技术适配并上线多款虚拟化产品，包括公司自身基于云的安全服务平台“绿盟云”也相继上线多样化安防防护选项。
- ◆ **股权结构改善，公司发展步入新阶段：**2018 年 2 月 11 日晚公司发布公告：公司主要股东 Investor AB Limited(以下简称“IAB”)、联想投资把部分股权转让给启迪科服和公司董事长沈继业控制的亿安宝诚，沈继业控制的亿安宝诚为沈继业的一致行动人，转让完成后，沈继业合计控制公司 15.3960% 股权，成为公司第一大股东，彰显创始人对公司发展的信心；同时，引入新的战略投资者启迪科服，持有公司 10.2000% 股权，为公司第二大股东，将与公司在政府客户资源、品牌推广等方面实现深度对接，促进公司业务拓展；并且公司外资股权占比下降，将为公司进军党政军等涉密行业提供有利条件。目前，本次股权转让事项正稳步推进中，随着股权结构的改善，公司经营发展将步入新阶段。
- ◆ **业绩触底回升逻辑有望逐步验证，维持公司买入-A 评级：**2018 年 Q1 公司主营业务收入同比增长 24.44%，归母净利润同比增长 47.27%，单季度毛利率回升明显，费用增长企稳，盈利水平大幅改善，业绩触底回升逻辑初步验证。随着股权梳理，公司业务将步入新阶段。我们预测公司 2018 年-2020 年主营业务收入 16.17 亿元、20.69 亿元、26.24 亿元，归母净利润 2.70 亿元、3.86 亿元、5.41 亿元，对应 41 倍、29 倍和 21 倍动态市盈率，维持公司买入-A 评级。

相关报告

◆ **风险提示：**网络安全行业需求不及预期；公司产品技术研发进展不及预期；公司新客户拓展不及预期；股权转让事项推进不及预期；定增解禁带来的股价波动风险；证券市场系统性风险。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	1,090.7	1,255.1	1,617.1	2,068.9	2,623.5
同比增长(%)	24.3%	15.1%	28.8%	27.9%	26.8%
营业利润(百万元)	178.5	181.5	228.2	365.4	552.8
同比增长(%)	49.6%	1.7%	25.8%	60.1%	51.3%
净利润(百万元)	220.1	152.4	269.5	386.1	541.1
同比增长(%)	13.3%	-30.8%	76.9%	43.2%	40.2%
每股收益(元)	0.27	0.19	0.34	0.48	0.67
PE	50.4	72.8	41.2	28.8	20.5
PB	5.8	3.9	3.3	3.1	2.7

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、营收稳步扩张，网络安全创新先锋本色不改	4
(一) 营收稳步扩张，毛利率波动与持续投入导致 2017 年利润短期下滑	4
(二) 核心竞争力不改，明星产品持续领跑市场	5
1、坚持研发创新领先，研发投入加大	5
2、核心技术受多方认可，明星产品持续领跑市场	6
二、需求尚未完全打开，我国信息安全市场具有长期成长性	8
三、转型服务+解决方案供应商，智慧安全 2.0 战略成效显著	9
(一) 云上 IT 负载持续加大，云端防护需求可观	9
(二) 核心技术云化，直击云上安全痛点	10
(三) 积极合作扩展云安全生态，重点行业树立标杆项目	10
四、股权结构改善，公司发展步入新阶段	11
五、业绩触底回升逻辑有望逐步验证，维持公司买入-A 评级	12
六、风险提示	13

图表目录

图 1：2013 年-2017 年公司主营业务收入情况	5
图 2：2013 年-2017 年公司主营业务收入结构	5
图 3：2013 年-2017 年公司期间费用率	5
图 4：2013 年-2017 年公司归母净利润情况	5
图 5：2013 年-2017 年公司研发投入及研发费用率情况	6
图 6：2013 年-2017 年公司毛利率与同行业公司对比	6
图 7：绿盟科技 IDS/IPS 跃升 2018 年 Gartner IDPS “挑战者” 象限	7
图 8：基于安全资源池的云安全服务平台	7
图 9：基于大数据的安全态势感知和溯源分析平台	7
图 10：基于智能风控建模技术驱动的风险漏洞隐患处置管理平台	7
图 11：基于云服务与移动互联的流量清洗统一调度处置平台	7
图 12：美国联邦政府 IT 安全开支及占比	8
图 13：我国政府安全开支及占比情况估算	8
图 14：中国信息安全市场规模及增速预测	9
图 15：全球信息安全市场规模及增速预测	9
图 16：等保 2.0 对云计算安全的要求概览	10
图 17：绿盟科技公有云安全 SaaS 解决方案全景图	10
图 18：2014 年 Q1-2018 年 Q1 公司主营业务收入情况	12
图 19：2014 年 Q1-2018 年 Q1 公司归母净利润情况	12
图 20：2016 年 Q2-2018 年 Q1 公司单季毛利率变化情况	12
图 21：2014 年-2018 年公司一季度销售与管理费用情况	12
表 1：公司主要业务介绍	4
表 2：2018 年-2020 年公司分项业务收入及毛利率预测；	13

一、营收稳步扩张，网络安全创新先锋本色不改

绿盟科技目前主营业务为信息安全产品的研发、生产、销售及提供专业安全服务，具体分为检测防御类、安全评估类、安全平台类产品，以及远程安全运维、安全 SaaS、安全测试、安全咨询、安全培训、运营等专业服务。

表 1：公司主要业务介绍

产品与服务类别	功能
检测防御类	帮助用户检测来源网络的各类型攻击行为，提供网络安全检测到防护的整体方案。
安全评估类	高效、全方位的评估网络环境中的各类脆弱性风险，并有能力持续进行 IT 风险度量与持续改进，以落实合规性要求。
安全平台类	搭建企业安全数据为基础，结合威胁情报和安全运营流程管理平台，帮助企业建立多层次、纵深防御及实时响应的安全体系。
远程安全运维服务	通过远程方式帮助企业用户开展安全运维工作，减轻运维工作量，降低安全风险。
安全 SaaS 服务	向企业客户提供云端安全服务，快速在线获取所需的安全能力
安全测试服务	通过黑盒/白盒的方式对各类信息系统进行脆弱性测试，并提供相应解决方案。
安全咨询服务	协助客户建设以风险控制为核心的安全管控体系，整体提升信息安全管理成熟度，保障义务顺畅运营和战略达成。包括技术评估和咨询、合规与等保咨询、体系规划和度量。
安全培训服务	为客户提供信息安全意识、信息安全技能、信息安全管理等多方面培训服务，培训对象涉及普通员工、IT 技术人员及领导决策层。
安全运营服务	依据客户的定制化需求完善客户安全运营体系，包括运维流程落地、安全技术支持、安全事件通告、安全运营保障、开发安全运维。
应急响应服务	提供高效的信息安全事故响应机制，帮助客户尽快对有重大危害的计算机和网络安全事件做出响应

资料来源：公司公告，华金证券研究所

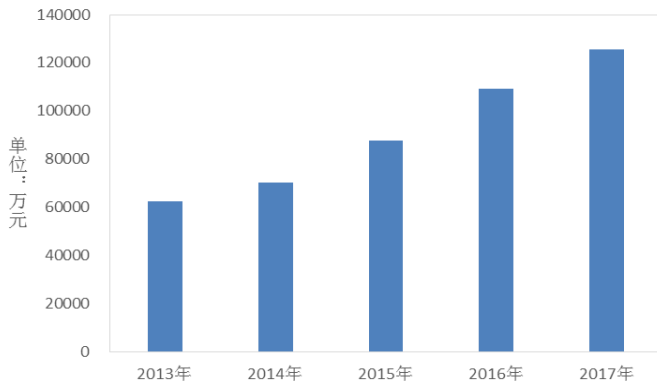
（一）营收稳步扩张，毛利率波动与持续投入导致 2017 年利润短期下滑

根据公司年报，2017 年公司实现：主营业务收入 125511.07 万元，同比增长 15.07%，其中安全产品收入 82053.19 万元，同比增长 7.05%，毛利率为 76.25%，同比下降 2.23 个百分点，安全服务收入 33826.20 万元，同比增长 10.03%，毛利率为 75.98%，同比下降 3.70 个百分点，第三方产品收入 9458.29 万元，同比增长 494.10%，毛利率较低为 9.53%；

在费用方面，2017 年公司销售费用为 41993.04 万元，同比增长 28.00%，管理费用 40155.26 万元，同比增长 20.91%。

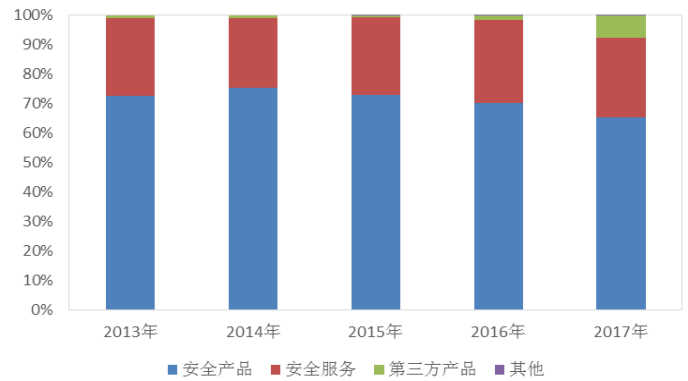
公司历年来收入增长基本保持在行业平均增速水平；2017 年核心产品和服务的毛利率出现下滑，我们判断是受市场竞争、安全产品更新换代、销售产品结构等阶段性因素影响。此外，公司持续加大研发、销售投入和人员扩张，最终造成净利润阶段性下滑 30.78%。

图 1：2013 年-2017 年公司主营业务收入情况



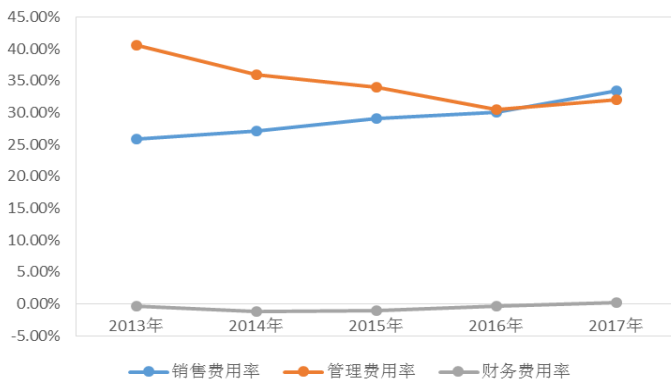
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2：2013 年-2017 年公司主营业务收入结构



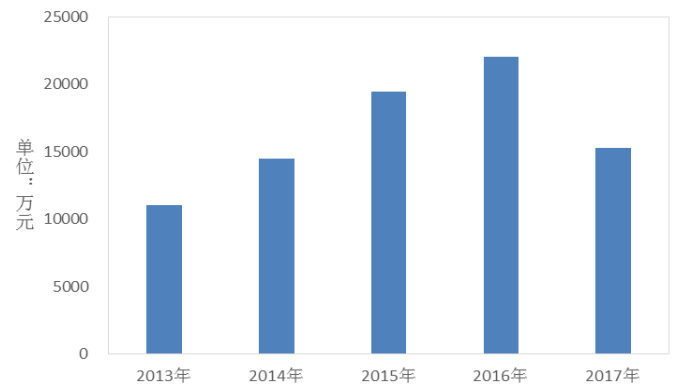
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 3：2013 年-2017 年公司期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4：2013 年-2017 年公司归母净利润情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

(二) 核心竞争力不改，明星产品持续领跑市场

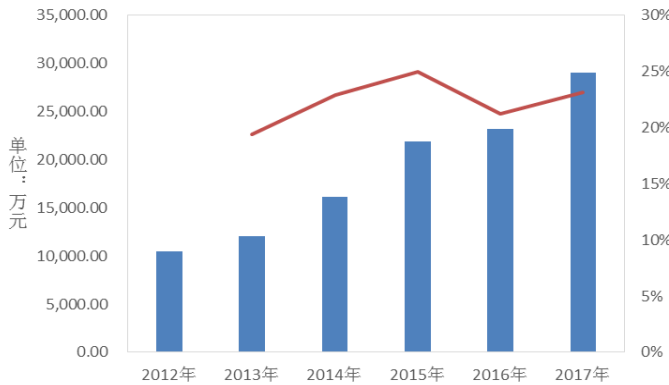
1、坚持研发创新领先，研发投入加大

公司坚持研发领先策略，截至 2017 年底，公司研发技术人员达 1315 人，相比 2016 年新增 155 人，占总员工人数的 59.99%，研发投入 28987.56 万元，同比增长 25.27%，占总收入的 23.10%。

依托强大技术研发实力，紧跟安全技术发展趋势，公司得以国内较早推出多项创新产品和服务，例如，响应国家对网络安全产品自主可控号召，研制成功基于国产化芯片架构的 IDS 产品，为国内第一批发布此类产品的厂家，绿盟入侵检测系统 (IDS) 成功适配国产化硬件和操作系统。此外，绿盟 WAF 产品通过技术攻关，快速实现了基于 SSLVPN 的国密支持、镜像模式支持 https 功能，为进一步扩大政府、金融等行业的市场优势，提升产品竞争力打下基础。

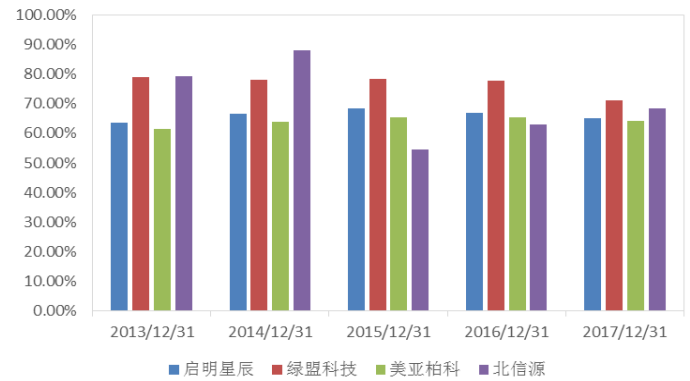
我们看到尽管 2017 年公司毛利率处于历史较低水平，但依然处于同行业高水平，彰显公司竞争力。

图 5：2013 年-2017 年公司研发投入及研发费用率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：2013 年-2017 年公司毛利率与同行业公司对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

2、核心技术受多方认可，明星产品持续领跑市场

公司抗拒绝服务攻击系统(ADS)、网络入侵防护系统(NIPS)、远程安全评估系统(RSAS)、Web 应用防火墙(WAF)四大主力产品在 Gartner 报告、Frost & Sullivan 报告及 IDC 等市场报告中，长年保持中国区市场占有率第一或竞争力领先。

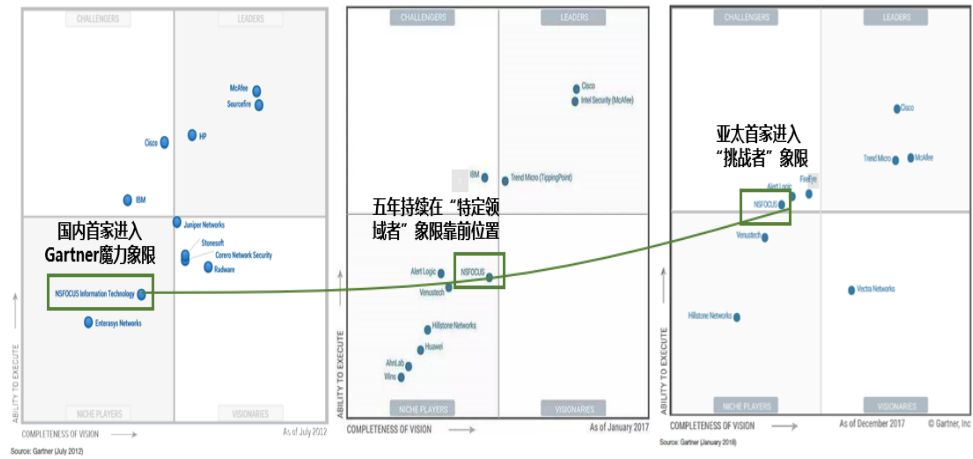
据 IDC 发布的 2016 年中国 IT 安全市场份额报告显示，公司漏洞管理产品以 23.3% 的市场份额连续第六年领跑中国区市场。

根据 Frost & Sullivan 发布的《2016 年亚太区 Web 应用防火墙市场报告》，绿盟科技 WAF 产品在 2016 年以 20.8% 市场占有率持续领导大中华区 WAF 市场，连续七年荣登榜首。并且公司 WAF 产品连续多年 Gartner 魔力象限，其中 2014-2016 年公司的 WAF 产品为国内唯一一家进入魔力象限的产品。

2018 年 1 月，Gartner 发布了新一轮 IDPS 魔力象限报告，公司 NIDS/NIPS 产品跃升“挑战者”象限，成为亚太地区首个进入该象限的厂商。公司从 2012 年作为中国首个厂商进入 Gartner IPS 魔力象限，连续五年在“特定领域者”象限中排在前列。本次跃升至“挑战者”象限，是对公司产品深厚检测防御能力、高检测性能、广泛市场空间的肯定。

另外，在安全服务领域，2018 年 3 月 16 日，公司与安恒信息、网神、启明星辰成为首批获得国家信息安全服务资质##（最高资质）的网络安全企业，国家信息安全服务资质##证书是目前衡量我国信息安全服务企业在风险评估、方案设计、安全集成、安全运维等综合服务方面能力的最高级别证书，体现了对公司实力的高度认可，将为其更高效地向国家、企业、个人输出优质网络安全技术和产业资源提供有力支撑。

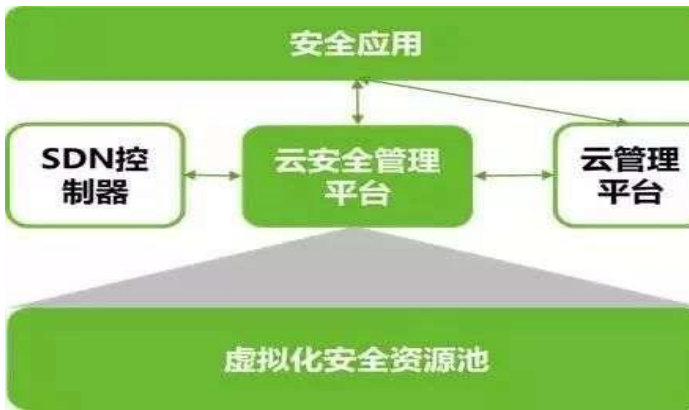
图 7: 绿盟科技 IDS/IPS 跃升 2018 年 Gartner IDPS “挑战者”象限



资料来源: 公司官网, Gartner, 华金证券研究所

在工信部组织的"2017 年电信和互联网行业网络安全试点示范项目"评审中, 公司送审的 3 个安全解决方案项目以及与运营商客户合作的 5 个解决方案项目全部成功入选, 项目方案覆盖云计算、大数据、漏洞管理等热门领域, 并已在多个行业落地, 充分表现了公司送审项目实用性、创新性、先进性和可推广性,

图 8: 基于安全资源池的云安全服务平台



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

图 9: 基于大数据的安全态势感知和溯源分析平台



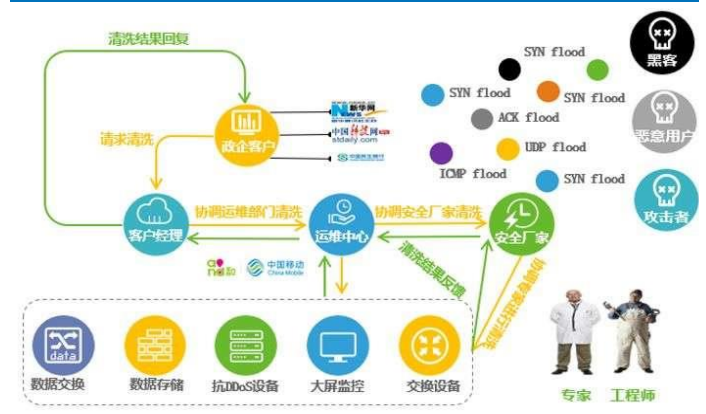
资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

图 10: 基于智能风控建模技术驱动的风险漏洞隐患处置管理平台



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

图 11: 基于云服务与移动互联网的流量清洗统一调度处置平台



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

二、需求尚未完全打开，我国信息安全市场具有长期成长性

与全球信息安全市场相比，我国整体安全市场规模仍然较小，根据 IDC 报告，2016 年我国信息安全市场规模为 38.67 亿美元，而全球 IT 安全市场规模为 817.37 亿美元。从政府 IT 安全开支比重指标也能够看出，我国信息安全需求仍未释放，存在巨大的发展空间。

图 12：美国联邦政府 IT 安全开支及占比

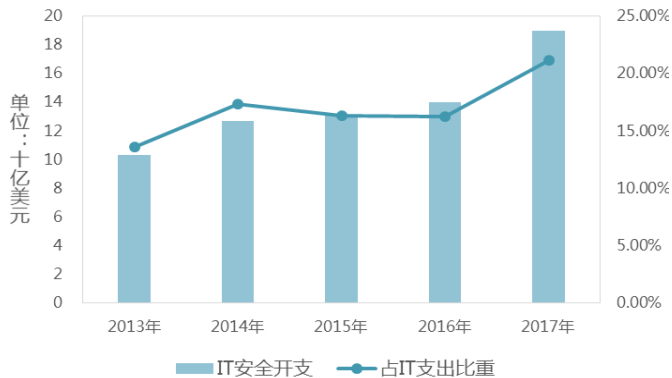
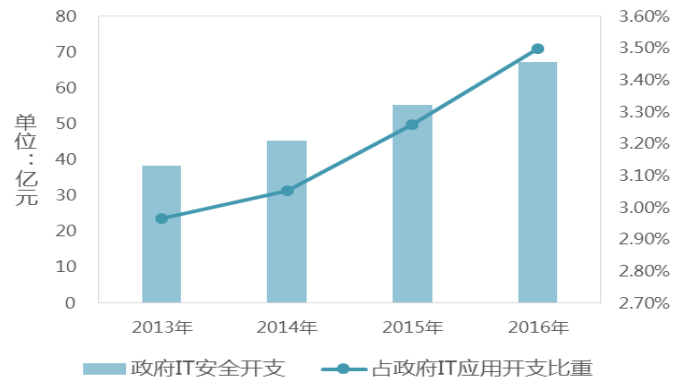


图 13：我国政府安全开支及占比情况估算



资料来源：FISMA Annual Report to Congress, IT dashboard, 华金证券研究所

资料来源：CCID, CAICT, 华金证券研究所

所

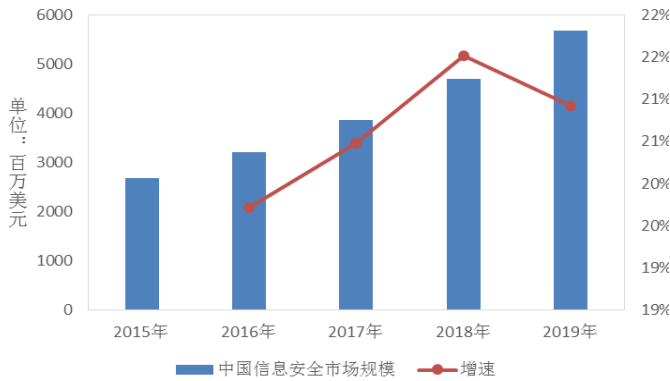
随着信息安全问题频发，并且呈现愈加复杂的趋势，从政府监管、行业需求、个人意识等各个维度上，信息安全重要性在不断提升。

在国家政策层面，《网络安全法》正式实施以来，配套法律法规、标准逐步出台，与网安相关执法行为走向常态，我们看到关键信息基础设施保护、网络安全等级保护制度逐步被落实，政府、军队、金融、电信等关键行业为代表的安全投入有望持续扩大，同时制造、医疗、交通、消费等行业的安全需求有望在智能制造、工业互联网等国家发展规划逐步实施中兴起。

在技术发展层面，网络信息安全随着 ICT 技术升级换代而变化，数据已经成为新时代的石油，云计算、物联网、人工智能、大数据不断扩大数据边界，物联网安全、云安全、数据安全等新兴需求将驱动市场持续增长，最新的等保标准也由原来的一个标准变更为多个组成部分，增加了对云计算、大数据、移动互联网、工控、物联网的安全扩展性要求。

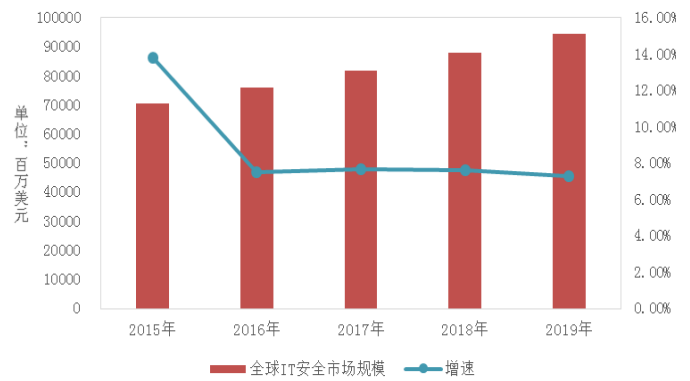
根据 IDC 预测，到 2020 年，我国信息安全市场规模将达到 68.41 亿美元，年复合增长率为 20.60%，明显高于全球市场 7.5% 的年复合增长率。

图 14: 中国信息安全市场规模及增速预测



资料来源: IDC, 华金证券研究所

图 15: 全球信息安全市场规模及增速预测



资料来源: IDC, 华金证券研究所

三、转型服务+解决方案供应商，智慧安全 2.0 战略成效显著

公司准确把握云计算、大数据等重大技术变革的机遇，启动智慧安全 2.0 战略，打造智能、敏捷、可运营的云地人机一体化安全体系，标志着从过去单一的硬件产品供应商运营模式，向解决方案+安全运营模式进行转化，实现公司整体运营的升级换代。

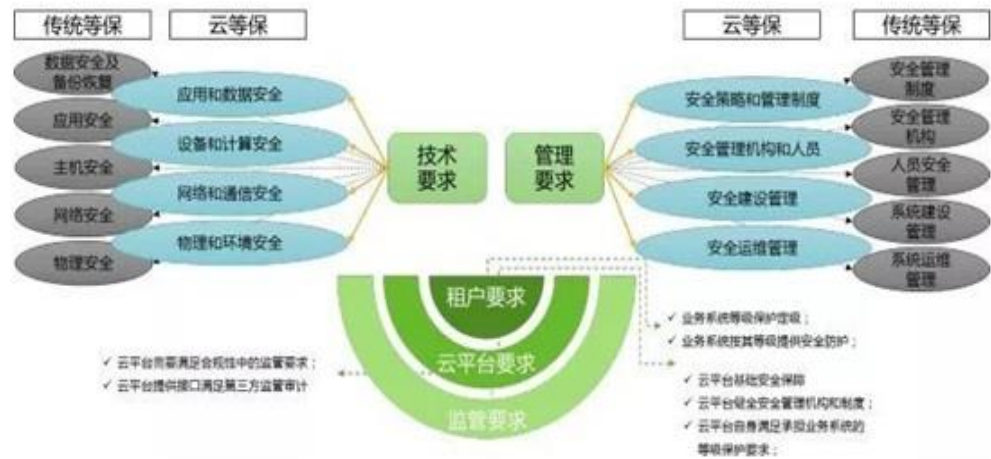
目前，公司已经具备云安全解决方案交付能力，为私有云、专有云、行业云等各类用户提供纵深安全防御体系，全面保障云平台用户安全；并在公有云领域与 AWS、Azure、阿里云、腾讯云等主流公有云厂商完成技术适配并上线多款虚拟化产品，包括公司自身基于云的安全服务平台“绿盟云”也相继上线多样化安全防护业务。

（一）云上 IT 负载持续加大，云端防护需求可观

中国信通院 2017 年 7 月发布的《云计算关键行业应用报告》显示，2006 年全球共有约 2900 万项 IT 工作负载，其中 98% 在传统 IT 上完成，在云端完成的仅占 2%。到 2016 年，全球的 IT 工作负载增加到了 1.6 亿项，其中在传统 IT、公有云、私有云的分布比例已经达到 73%、15%、12%，承载在云上的 IT 资源已经占到整体的四分之一以上，并且未来依然还有较大发展空间。越来越多的核心数据资产将在云端存储、计算、分析和应用，也相应带来数据泄露、流量攻击等安全风险，催生对云安全的需求。

此外，合规要求方面，根据等保 2.0，各行业客户应用和业务上云有明确的安全等级保护规定。

图 16: 等保 2.0 对云计算安全的要求概览



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

(二) 核心技术云化, 直击云上安全痛点

针对云上数据资产、应用系统、流量集中而易受攻击等云端最为迫切的安全需求, 结合在抗 D、Web 应用安全、漏洞扫描、数据安全领域优势, 公司推出相应的 SaaS 服务与解决方案, 包括云 WAF、下一代防火墙云服务、数据库审计与服务、堡垒机云服务、漏洞云清洗等。

图 17: 绿盟科技公有云安全 SaaS 解决方案全景图



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

(三) 积极合作扩展云安全生态, 重点行业树立标杆项目

公司积极推进与产业各方合作供应生态的构建。

在公有云方面，公司重点深挖与亚马逊 AWS、微软 Azure、阿里云的商务和技术方面的深度合作，2017 年新增在华为云、腾讯云、UCloud 等更多公有云上为企业客户提供安全服务。并与亚马逊 AWS 国际、阿里云国际的合作，在新加坡建立绿盟云国际节点，为国际客户提供更多的 SaaS 服务，同时加深与公司参股的网络服务商 Zenlayer 合作，扩大了国际云清洗服务节点的建设和规模。

行业云方面，以公司承建的厦门政务云安全项目为例，厦门政务外网云平台由腾讯云建设，而围绕用户云上安全的需求，公司提出“绿盟星云-云安全集中管理系统”作为整体安全解决方案，与政务云平台深度对接，共同构建技术先进、安全可靠、服务完备的政务外网专有云平台，进一步降低各部门信息化建设成本、促进政府部门间的信息资源利用和协同共享；同时也为厦门金砖会议的顺利进行，提供了强而有力的信息和安全保障。项目具有标杆意义，为之后与腾讯云的深度合作奠定基础，有望促进公司在更多政务云安全方面的业务。

在运营商行业，2017 年公司成功中标中国移动苏州研发中心研发云安全软件采购项目。移动苏州研发中心依托中国移动雄厚的技术积累、海量的数据资源以及海内外高级专业人才，在云计算、大数据和 IT 支撑领域建立了完善的产品体系，并将业务范围覆盖产品研发、软件销售、系统集成及运营支撑等领域。绿盟的云安全能力与苏研的云管理平台成功对接，联合推出云平台安全解决方案，通过统一的调度管理给云租户提供安全防护服务，全面保障了云计算环境的安全。通过该项目的成功中标和部署实施，绿盟科技与中国移动苏州研发中心形成了安全领域的技术合作，后续有望继续为中国移动集团的云计算安全保驾护航。

在工业互联网领域，基于在工控安全领域中多年经验的积累，公司已经可以提供从检测、监测、防护等一系列的安全产品，并形成了与之相匹配的安全解决方案，为电力、石油石化、烟草、军工、冶金、测评和检测机构等客户提供了全方位的安全能力和保障。

四、股权结构改善，公司发展步入新阶段

2018 年 2 月 11 日晚公司发布公告：公司主要股东 Investor AB Limited(以下简称“**IAB**”)、联想投资把部分股权转让给启迪科服和公司董事长沈继业控制的亿安宝诚，沈继业控制的亿安宝诚为沈继业的一致行动人，股权转让后，沈继业将合计控制公司 **15.3960%** 股权，启迪科服将持有公司 **10.2000%** 股权，为第二大股东，**IAB** 与联想控股持有公司股权份额分别下降为 **8.84450%** 和 **4.96870%**。目前，本次协议转让事项正在有序推进中。

通过此次股权转让，公司董事长及创始人沈继业将成为公司第一大股东，彰显了其对于公司发展的信心和决心，同时成功引入战略投资者启迪科服，对于公司后续长远发展具有重要意义。

一方面，启迪科服在全国分布有 **200** 多个科技园区、孵化器，比如武汉的信息安全产业基地、安全研究院、信息安全学院等，积累了丰富的园区经营、各地政府客户资源，能够与公司对接，包括但不限于技术研发、品牌推广、安全工程教育等，帮助公司进一步打开市场。

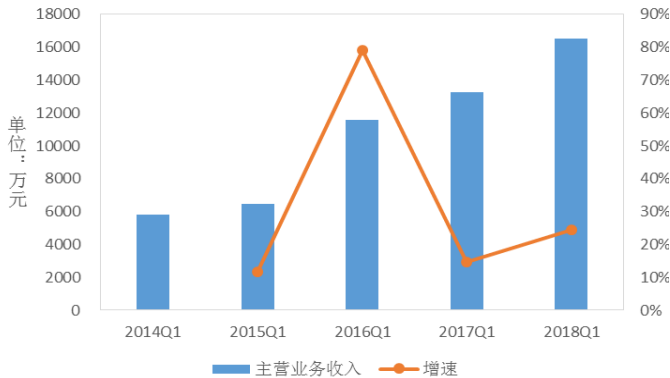
另一方面，随着外资股权占比下降，公司在部分政府、军队等行业逐渐能够申请一些重要的业务资质，公司也积极推动涉密行业工作，包括业务资质的宣传推广、政府军队安全科研课题的参与、打造涉密安全解决方案等。

我们认为，公司产品、技术在电信、金融等高度竞争市场受到广泛认可，显示了其强劲竞争力，再结合战略投资者的资源，公司进入党政军涉密行业的前景值得期待。

五、业绩触底回升逻辑有望逐步验证，维持公司买入-A 评级

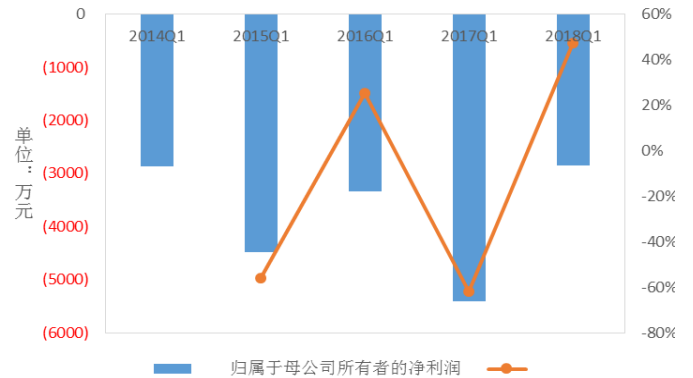
根据公司发布的一季报，2018 年 Q1 公司实现：主营业务收入 16503.98 万元，同比增长 24.44%，归母净利润-2848.79 万元，同比增长 47.27%。

图 18：2014 年 Q1-2018 年 Q1 公司主营业务收入情况



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 19：2014 年 Q1-2018 年 Q1 公司归母净利润情况

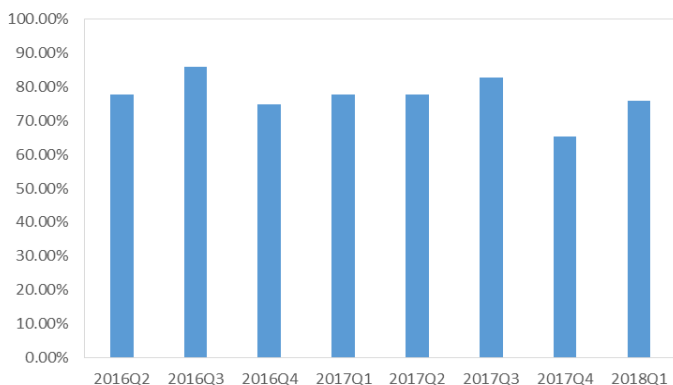


资料来源：Wind, 华金证券研究所

从一季报数据看，公司单季毛利率从 2017 年 Q4 的 65.19% 回升至 75.96%；同时管理费用和销售费用分别为 8399.84 万元和 8231.16 万元，相比 2017 年同期未出现大幅增长，费用率水平同比明显下降。业绩触底回升逻辑初步得到验证。

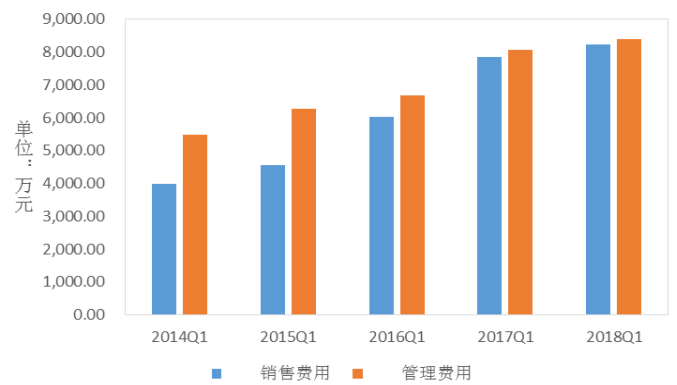
我们认为 2018 年随着公司股权结构梳理，收入端拓展动力十足，产品技术优势将进一步释放；此外，公司销售、研发各方面投入有企稳迹象，利润率水平有望相应回升。

图 20：2016 年 Q2-2018 年 Q1 公司单季毛利率变化情况



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 21：2014 年-2018 年公司一季度销售与管理费用情况



资料来源：Wind, 华金证券研究所

基于以下假设，1) 我国网络安全行业发展向好，政府、金融、电信等关键行业客户安全投资持续增长；2) 股权转让顺利完成，启迪科服战略资源与公司业务协同效应良好，推动公司在各地及政府等行业进一步渗透；3) 公司收入结构保持稳定，同时新技术、新产品研发顺利，保持市场竞争力，毛利率水平保持在历史正常范围；4) 公司期间费用随着业务需求平稳增长。

我们预测公司 2018 年-2020 年主营业务收入 16.17 亿元、20.69 亿元、26.24 亿元，归母净利润 2.70 亿元、3.86 亿元、5.41 亿元，对应 41 倍、29 倍和 21 倍动态市盈率，维持公司买入-A 评级。

表 2：2018 年-2020 年公司分项业务收入及毛利率预测；

营收	2017 年	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E
总收入	125511	161711	206887	262354
YoY	15.07%	28.84%	27.94%	26.81%
安全产品	82,053.19	111,592.34	141,722.27	178,570.06
安全服务	33826.20	47018.41	62064.30	80683.60
第三方产品	9,458.29	3,000.00	3,000.00	3,000.00
其他业务	173.40	100.00	100.00	100.00
毛利率				
综合毛利率	71.16%	77.64%	77.53%	77.72%
安全产品	76.25%	78.61%	78.45%	78.69%
安全服务	75.98%	79.69%	78.70%	78.10%
第三方产品	9.53%	9.50%	9.50%	9.50%
其他业务	81.38%	80.00%	80.00%	80.00%

资料来源：Wind，华金证券研究所

六、风险提示

网络安全行业需求不及预期；公司产品技术研发进展不及预期；公司新客户拓展不及预期；股权转让进展不及预期；定增解禁带来的股价波动风险；证券市场系统性风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,090.7	1,255.1	1,617.1	2,068.9	2,623.5	年增长率					
减:营业成本	242.0	362.0	361.5	465.0	584.6	营业收入增长率	24.3%	15.1%	28.8%	27.9%	26.8%
营业税费	13.6	14.4	20.9	26.1	33.2	营业利润增长率	49.6%	1.7%	25.8%	60.1%	51.3%
销售费用	328.1	419.9	509.4	612.4	735.9	净利润增长率	13.3%	-30.8%	76.9%	43.2%	40.2%
管理费用	332.1	401.6	501.4	610.5	732.1	EBITDA 增长率	51.1%	-37.3%	92.8%	53.4%	47.5%
财务费用	-4.3	1.9	-14.5	-18.4	-21.1	EBIT 增长率	58.0%	-58.3%	194.1%	62.3%	53.2%
资产减值损失	18.8	23.2	25.0	22.0	20.0	NOPLAT 增长率	49.4%	3.5%	18.6%	62.3%	53.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.3%	19.6%	14.5%	6.5%	11.3%
投资和汇兑收益	18.0	38.6	15.0	14.0	14.0	净资产增长率	13.6%	49.3%	16.1%	9.3%	11.9%
营业利润	178.5	181.5	228.2	365.4	552.8	盈利能力					
加:营业外净收支	80.2	1.2	88.9	88.8	83.7	毛利率	77.8%	71.2%	77.6%	77.5%	77.7%
利润总额	258.7	182.6	317.1	454.2	636.6	营业利润率	16.4%	14.5%	14.1%	17.7%	21.1%
减:所得税	38.7	30.0	47.6	68.1	95.5	净利润率	20.2%	12.1%	16.7%	18.7%	20.6%
净利润	220.1	152.4	269.5	386.1	541.1	EBITDA/营业收入	20.1%	11.0%	16.4%	19.7%	22.9%
						EBIT/营业收入	16.0%	5.8%	13.2%	16.8%	20.3%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	29.2%	23.8%	22.2%	22.9%	23.4%
货币资金	948.0	1,739.9	2,038.4	2,303.0	2,621.5	负债权益比	41.3%	31.2%	28.5%	29.7%	30.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.54	3.28	3.77	3.75	3.76
应收帐款	747.3	815.7	954.2	1,114.7	1,290.2	速动比率	2.50	3.23	3.71	3.66	3.68
应收票据	123.0	230.0	309.0	323.1	420.2	利息保障倍数	-40.07	38.49	-14.77	-18.83	-25.15
预付帐款	17.7	13.8	34.4	22.4	36.1	营运能力					
存货	26.0	43.7	56.7	85.4	99.7	固定资产周转天数	35	33	25	18	13
其他流动资产	8.3	7.5	9.0	9.0	9.0	流动营业资本周转天数	116	119	126	124	117
可供出售金融资产	148.6	166.4	148.6	148.6	148.6	流动资产周转天数	541	677	696	632	572
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	222	224	197	180	165
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	7	10	11	12	13
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	799	928	895	782	688
固定资产	117.0	115.7	108.5	100.8	92.6	投资资本周转天数	305	300	272	234	201
在建工程	0.1	-	-	-	-	费用率					
无形资产	109.5	156.8	157.4	150.1	134.7	销售费用率	30.1%	33.5%	31.5%	29.6%	28.1%
其他非流动资产	465.7	472.1	459.2	458.2	455.6	管理费用率	30.4%	32.0%	31.0%	29.5%	27.9%
资产总额	2,711.2	3,761.5	4,275.4	4,715.3	5,308.3	财务费用率	-0.4%	0.2%	-0.9%	-0.9%	-0.8%
短期债务	171.9	227.1	200.0	240.0	280.0	三费/营业收入	60.1%	65.6%	61.6%	58.2%	55.2%
应付帐款	356.2	433.7	456.1	525.4	591.8	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	11.5%	5.3%	8.1%	10.6%	13.3%
其他流动负债	208.8	207.5	245.3	264.5	317.5	ROA	8.1%	4.1%	6.3%	8.2%	10.2%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	16.5%	16.1%	16.0%	22.6%	32.6%
其他非流动负债	55.3	27.3	47.9	50.3	51.2	分红指标					
负债总额	792.2	895.6	949.3	1,080.3	1,240.4	DPS(元)	0.06	0.06	0.07	0.10	0.13
少数股东权益	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	分红比率	20.3%	31.7%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	372.3	804.2	803.1	803.1	803.1	股息收益率	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	1.0%
留存收益	1,780.9	2,325.1	2,523.0	2,831.8	3,264.7						
股东权益	1,919.0	2,865.9	3,326.1	3,635.0	4,067.9						
						现金流量表					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E						
净利润	220.0	152.6	269.5	386.1	541.1	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	51.7	69.1	51.6	60.1	68.6	EPS(元)	0.27	0.19	0.34	0.48	0.67
资产减值准备	18.8	23.2	-	-	-	BVPS(元)	2.39	3.57	4.14	4.53	5.06
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	50.4	72.8	41.2	28.8	20.5
财务费用	4.2	-0.4	-14.5	-18.4	-21.1	PB(X)	5.8	3.9	3.3	3.1	2.7
投资损失	-18.0	-38.6	-15.0	-14.0	-14.0	P/FCF	41.0	516.6	143.9	32.6	26.2
少数股东损益	-0.2	0.3	-	-	-	P/S	10.2	8.8	6.9	5.4	4.2
营运资金的变动	-219.5	-156.9	-158.9	-99.4	-177.9	EV/EBITDA	19.0	68.2	34.2	21.7	14.3
经营活动产生现金流量	93.6	75.9	132.7	314.3	396.6	CAGR(%)	20.6%	52.5%	11.7%	20.6%	52.5%
投资活动产生现金流量	-129.1	-101.6	-12.3	-31.0	-31.0	PEG	2.4	1.4	3.5	1.4	0.4
融资活动产生现金流量	149.9	656.7	178.1	-18.8	-47.1	ROIC/WACC	1.6	1.6	1.5	2.2	3.1

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com