

技术创新驱动成长，长期成长空间广阔

买入|首次推荐

——迪普科技(300768.SZ)首次覆盖报告

报告要点：

● 公司是全场景网络安全产品及运营解决方案的领先提供商

公司于2008年成立，于2019年4月在深圳证券交易所创业板成功上市。公司聚焦于网络安全及应用交付领域，是国内网络安全产业的领先厂商，致力于为客户提供全场景网络安全解决方案及全生命周期的安全运营保障。2018-2021年，公司营业收入增速保持在10-20%的区间，销售毛利率保持在70%以上。2022年，受宏观环境影响，公司实现营业收入8.93亿元，同比下降13.31%，实现归母净利润1.50亿元，同比下降51.57%。

● 全球网络安全市场稳健发展，政策驱动国内市场快速成长

根据IDC的数据，2022年全球网络安全总投资规模为1955.1亿美元，有望在2026年增至2979.1亿美元。我国网络安全政策体系不断完善，推动行业发展迈向新阶段。2023年1月，工信部等十六部门联合印发《关于促进数据安全产业发展的指导意见》：要全面加强数据安全产业体系和能力，夯实数据安全治理基础，坚持创新驱动，强化企业创新主体地位，优化创新资源要素配置，激发各类市场主体创新活力。根据IDC的数据，2021年，中国网络安全市场总投资规模为122亿美元，2026年将达到319亿美元。

● 坚持研发投入和技术创新，打造领先、可靠的产品线和解决方案

2018-2022年，公司研发投入保持在营业收入的20%以上，持续增强对数据安全、云安全、工控安全、信创等领域的研发投入。公司构建了包括安全网络、安全检测、安全分析、安全防护、安全服务在内的产品体系，持续为用户提供领先、可靠的产品与解决方案。公司产品及服务已经进入了包括政府、运营商、电力、能源、金融、交通、教育、医疗等众多行业，承担了G20、APEC峰会、世界互联网大会等重大活动的网络安全保障支持。

● 投资建议与盈利预测

公司是国内网络安全产业的领先厂商，伴随着行业的快速发展，公司长期成长空间广阔。预测公司2023-2025年的营业收入为11.46、14.29、17.48亿元，归母净利润为2.54、3.47、4.52亿元，EPS为0.39、0.54、0.70元/股，对应PE为41.26、30.19、23.20倍。考虑到公司的成长性和行业的估值水平，给予公司2023年55倍目标PE，对应的目标价为21.45元。首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

技术创新风险；技术失密和核心技术人员流失风险；市场竞争加剧的风险；公司规模扩张引起的管理风险；宏观环境影响。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1030.25	893.16	1146.25	1429.40	1747.68
收入同比(%)	15.59	-13.31	28.34	24.70	22.27
归母净利润(百万元)	309.27	149.76	253.89	346.95	451.51
归母净利润同比(%)	11.91	-51.57	69.53	36.65	30.14
ROE(%)	9.67	4.69	7.47	9.40	11.08
每股收益(元)	0.48	0.23	0.39	0.54	0.70
市盈率(P/E)	33.87	69.94	41.26	30.19	23.20

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价/目标价：16.27元/21.45元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：21.62/11.10

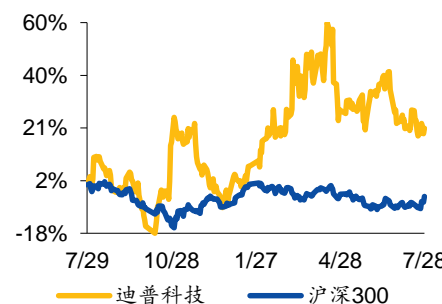
A股流通股(百万股)：386.81

A股总股本(百万股)：643.83

流通市值(百万元)：6293.37

总市值(百万元)：10475.10

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 王朗

邮箱 wanglang2@gyzq.com.cn

目 录

1. 公司介绍：致力于成为领导者，持续成长潜力巨大	4
1.1 历史沿革：深耕网络安全市场，产品体系不断完善	4
1.2 财务分析：营收保持稳健增长，持续加大研发投入	5
1.3 股权架构：核心高管经验丰富，员工激励护航成长	8
1.4 募投进展：募投项目进展顺利，助力公司快速发展	9
2. 行业分析：政策助力行业发展，市场规模持续扩大	11
2.1 行业政策持续出台，推动行业快速发展	11
2.2 行业规模不断扩大，市场前景广阔无限	12
3. 竞争力分析：研发打造核心优势，优质客户潜力巨大	15
3.1 产品体系持续升级，持续布局新兴领域	15
3.2 不断加大技术创新，掌握自主知识产权	18
3.3 营销体系覆盖全国，标杆项目持续落地	19
4. 盈利预测与投资建议	22
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司营业收入与毛利率情况	6
图 3：公司扣非归母净利润与净利率情况	6
图 4：2022 年公司分产品收入占比情况	6
图 5：网络安全产品收入与毛利率情况	7
图 6：应用交付产品收入与毛利率情况	7
图 7：公司期间费用率情况	8
图 8：经营性现金流量净额与扣非归母净利润对比（单位：亿元）	8
图 9：公司股权结构（截至 2023 年 3 月 31 日）	9
图 10：网络安全分类	12
图 11：网络安全行业产业链	12
图 12：中国网络安全市场预测，2022-2026	13
图 13：2026 年中国网络安全市场行业占比预测	14
图 14：公司主要业务及产品体系	15
图 15：工控安全建设整体思路	16
图 16：数据安全产品方案	16
图 17：公司安全服务概况	17
图 18：公司工控防火墙通过 IPv6 Ready 认证	18
图 19：公司慧眼安全检测平台	20
图 20：国家管网某管道公司生产网网络安全建设规划	21
表 1：公司主要产品技术和解决方案	5

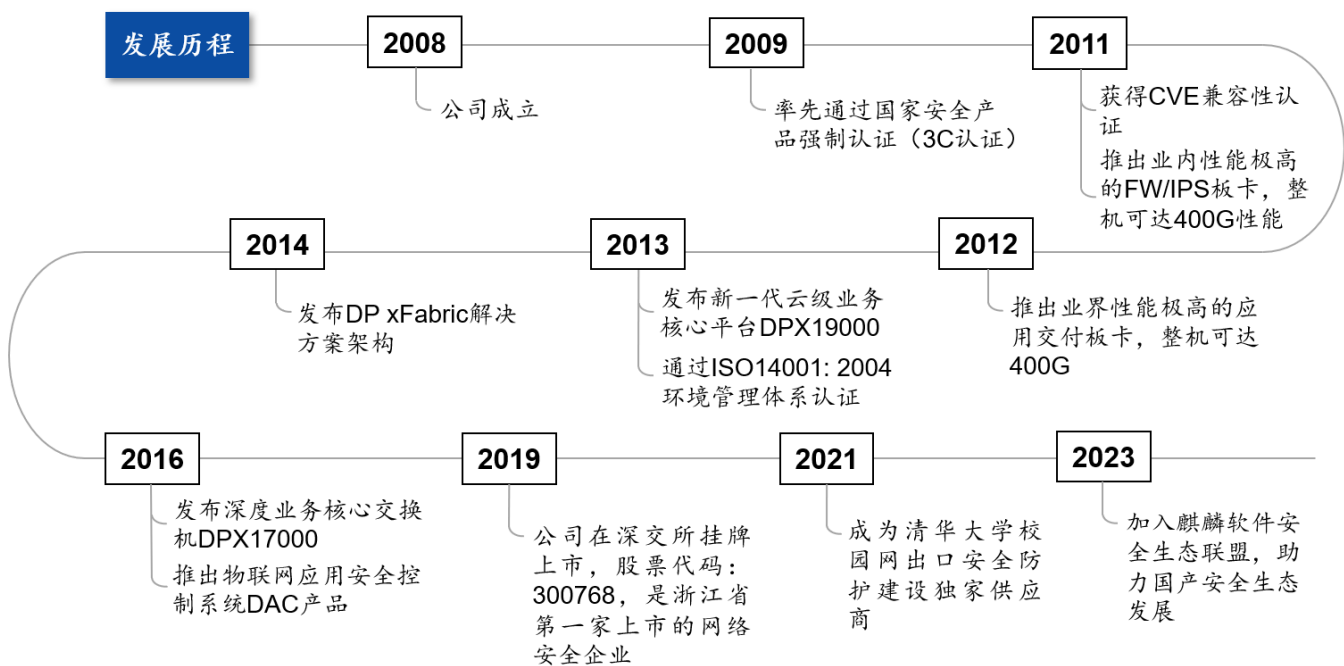
表 2: 募投项目情况	10
表 3: 我国网络安全行业部分相关政策汇总	11
表 4: 信创应用交付平台产品规格	17
表 5: 2022 年公司主要研发项目	19
表 6: 公司收入拆分 (单位: 百万元)	23
表 7: 可比公司估值情况	23

1. 公司介绍：致力于成为领导者，持续成长潜力巨大

1.1 历史沿革：深耕网络安全市场，产品体系不断完善

杭州迪普科技股份有限公司于2008年成立，并于2019年4月在深圳证券交易所创业板成功上市。公司以“让网络更简单、智能、安全”为使命，聚焦于网络安全及应用交付等领域，为各行业用户提供全场景的安全产品和解决方案。主要包括安全产品、应用交付产品、网络产品以及安全服务等。根据不同的业务场景和行业场景，公司持续推出了零信任、云数据中心、数据安全、工控安全、“融汇管通”网络出口、物联网等解决方案。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司是国内信息安全产业的重要厂商之一，是国家信息安全漏洞库一级技术支撑单位、信息安全标准化技术委员会成员单位、中国网络安全产业联盟常务理事单位。自成立以来，公司坚持技术创新，打造了独有的高性能分布式转发硬件架构和L2~7融合式操作系统。在此基础上，公司开发了具有自主知识产权的安全大数据处理引擎与AI智能分析引擎，结合主/被动安全检测、威胁情报、攻击建模等先进技术。在云计算、大数据、物联网、工业互联等新技术蓬勃发展的当下，公司凭借在产品研发、安全研究及服务方面的深厚积累，率先推出高性能、高融合的云级业务核心平台及以此为基础的云安全解决方案；率先推出以“接入可信、行为可控”为理念的物联网安全管控解决方案；创新性的推出了“可视、可防、易运维”的自安全园区网解决方案。公司致力于帮助各行各业客户构建新一代网络安全威胁感知及防护体系，实现威胁可视、智能溯源、自动防护；通过风险评估、安全保障、安全加固、应急响应、攻防演练、安全培训等专业服务，为客户提供全生命周期的安全运营保障。

表 1：公司主要产品技术和解决方案

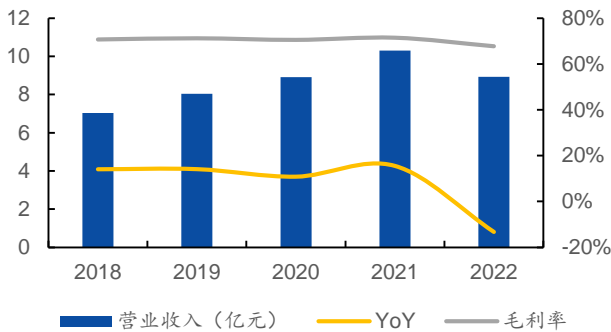
名称		概述	
产品技术	网络安全产品	公司依托自身强大的安全研究能力，以精准高效的安全防护、检测、分析技术作为基础，打造了一条完整、专业的安全产品线，为用户分支、网络边界、数据中心等应用场景提供了全面的安全防护能力，成为用户网络中专业可靠的安全基石。	
	数据安全	公司推出数据安全全生命周期解决方案，从数据安全的“识别、防护、监测、处置、恢复”维度，帮助客户进行数据安全的五大核心能力提升，实现“数据安全可管、可控、可视”的保障目标。同时，帮助用户满足《网络安全法》、《数据安全法》对数据安全的合规要求。	
	工控安全	公司凭借在产品研发、安全研究及服务方面的深厚积累，推出了面向工业企业网络安全全生命周期解决方案，满足工信部防护指南、网络安全法及公安部等保 2.0“一个中心，三重防护”等相关标准要求，保障工业企业生产安全稳定运营。	
	零信任安全	公司零信任安全解决方案以打造安全生态为发展目标，以“彻底消除网络中的默认受信机制，假定所有网络环境均具有恶意性质”为设计理念，构建了一套安全生态化的零信任架构产品，以适配企业不同的网络环境，协助企业实现向零信任网络安全架构的快速转型。	
	网络产品	公司致力于成为下一代安全网络的最佳实践者，区别于以“互联互通”为核心的“黑名单”网络建设模型，提出以管控为核心的“白名单”建设思路。基于多年对用户需求的理解，耦合产品方案自身优势，构建了自安全基础架构（自安全物联网、自安全园区网、自安全数据中心），实现从网络安全到安全网络的演进。	
	应用交付	公司应用交付产品线消除了网络和应用之间的割裂，满足了用户规模不断扩大和对应用服务提出的更高要求，使用户的访问速度、访问安全以及 7x24 不间断的稳定性得到大大提高，并大大降低运营成本，致力于为用户构建可视、可控、可优化的优质网络。	
	安全服务	公司安全服务依托业内一流的安全专家团队和丰富的行业安全经验积累，在提供专业有效的安全检测与防护设备的同时，为各行业客户提供全面、深度的安全服务。协助用户构建动态、完整、高效的信息安全防护体系，形成能持续完善、自我优化的安全运营体系，将技术、人员、管理三大核心要素有机整合，在用户网络安全体系建设的不同阶段，为用户提供覆盖“识别、防护、监测、处置、恢复”维度的五大核心安全能力服务，提高客户信息系统的整体安全等级，为企业的数字化转型及业务快速发展建立持久保障。	
	云安全	迪普云安全资源池以虚拟化技术为基础，结合监测、防护、审计等数十种多租户化的安全能力，为用户提供一站式云安全综合解决方案。	
	解决方案	场景解决方案	公司的场景解决方案主要包括态势感知及安全运营解决方案、网络安全等级保护（等保 2.0）解决方案、自安全园区网解决方案等。
		行业解决方案	公司的行业解决方案包括公安视频传输网系统应用区安全防护解决方案、公安视频传输网社会面前端接入—自安全分支机构解决方案。

资料来源：公司官网，国元证券研究所

1.2 财务分析：营收保持稳健增长，持续加大研发投入

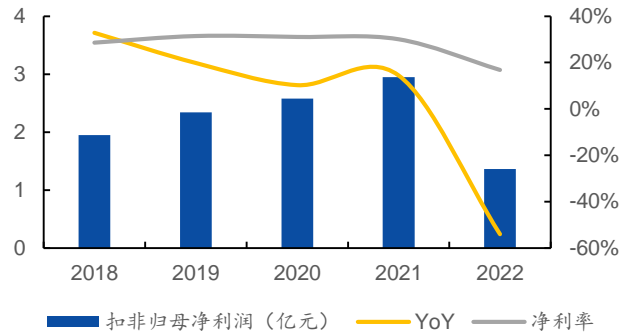
2018-2021 年，公司营业收入增速保持在 10-20% 的区间。2022 年，公司营业收入为 8.93 亿元，同比下降 13.31%，归母净利润为 1.50 亿元，同比下降 51.57%，扣非归母净利润为 1.36 亿元，同比下降 54.04%，毛利率为 67.79%，同比下降 3.66 个百分点。

图 2：公司营业收入与毛利率情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

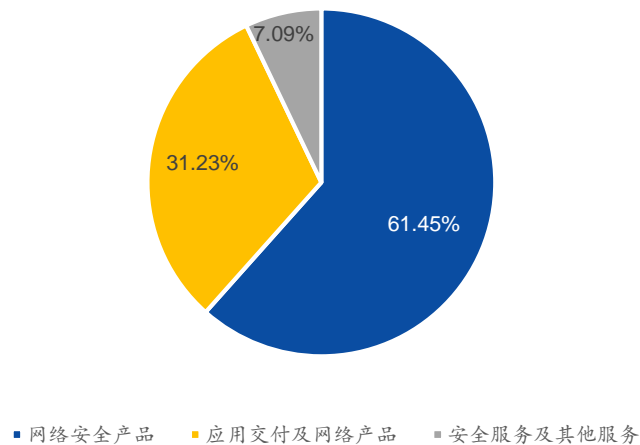
图 3：公司扣非归母净利润与净利率情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

目前，公司的核心业务为网络安全产品，是公司最大的收入来源。2022 年，网络安全产品的主营业务收入占比为 61.45%，应用交付及网络产品的主营业务收入占比为 31.23%，服务类业务的主营业务收入占比为 7.09%。

图 4：2022 年公司分产品收入占比情况



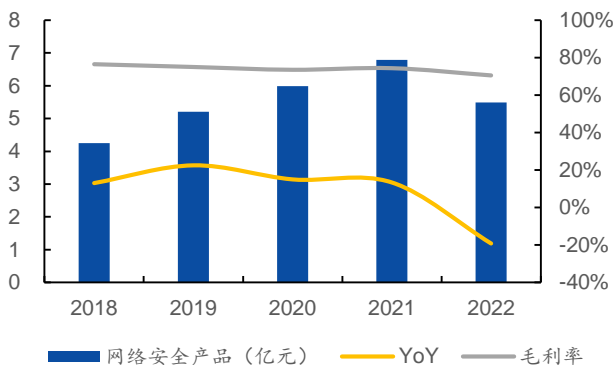
资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

安全产品：①网络安全产品以网络与安全融合为产品设计理念，在自主研发的高性能软硬件平台的基础上，集合了公司积累的一系列攻击检测与防护技术打造而成，在安全检测与防护能力、性能、组网能力等方面具有较强竞争力。网络安全产品系列包含安全检测产品、安全防护产品、安全分析/审计产品及安全平台类产品等几大类。②工控安全产品体系主要包括适用于工业控制网络及工业互联网场景的工控漏洞检测平台、工控监测审计系统、工控防火墙、工控主机安全卫士系统、工控安全隔离和信息交换系统、工控安全监管与分析平台等。③数据安全产品体系主要适用于数据生命周期安全治理场景的数据分类分级与风险评估系统、数据库防火墙、数据库加密、数据库脱敏、数据库防泄漏、数据库水印、数据安全管控平台、数据库审计系统、API 风险监测系统等。2022 年，网络安全产品的收入为 5.49 亿元，同比下降 19.19%。

应用交付及网络产品：公司的应用交付产品构建在自主研发的高性能软硬件平台上，结合公司深厚积累的安全技术以及网络和应用层协议技术缔造而成，在流量调度算法、性能、组网、安全等方面处于行业领先地位，率先突破关键技术，成功研发自主可控的高端负载均衡产品，是中国工商银行负载均衡集采国产厂商，可在硬件形态、产品功能全面赋能用户，公司是业界唯一同时入围三大运营商集采的厂商，在中国移动连续5年入围厂商。公司基于多年对用户需求的理解，耦合产品方案自身优势，构建了自安全基础架构（自安全物联网、自安全园区网、自安全数据中心），赋予网络以安全的能力，有效地防护内网安全风险，将单纯的数据管道变成安全可信的通道，有效防御攻击、威胁的扩散，基于用户和应用进行策略制定分配，从整网视角解决问题，实现从网络安全到安全网络的演进。2022年，该产品的收入为2.79亿元，同比下降7.09%。

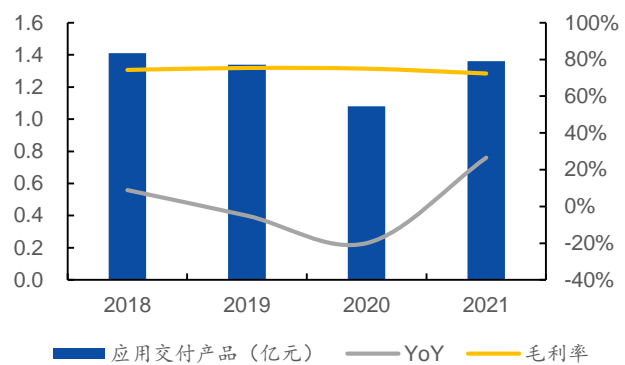
服务类业务：公司推出安全运营服务、重大活动保障服务、SaaS云安全服务、行业专项服务等，针对不同的用户业务场景提供专业的安全服务。2022年，该业务的收入为0.63亿元，同比增长30.45%。

图 5：网络安全产品收入与毛利率情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

图 6：应用交付产品收入与毛利率情况



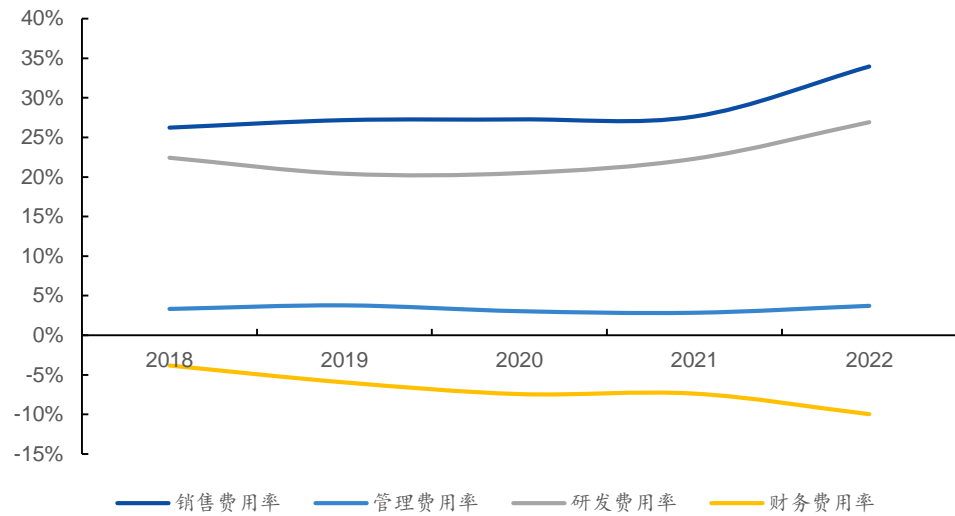
资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

注：2022年末单独披露该产品的收入和毛利率情况

2018-2022年，公司期间费用主要用于销售、研发、管理。

- **销售费用：**2018-2022年，公司销售费用率分别为26.25%、27.20%、27.29%、27.65%、33.96%。2022年，公司销售费用为3.03亿元，同比增长6.48%，主要系员工费用增加所致。
- **研发费用：**2018-2022年，公司研发费用率分别为22.43%、20.40%、20.48%、22.30%、26.94%。2022年，公司研发费用为2.41亿元，同比增长4.71%，主要系员工费用增加所致。
- **管理费用：**2018-2022年，公司管理费用率分别为3.33%、3.79%、3.04%、2.84%、3.73%。2022年，公司管理费用为0.33亿元，同比增长13.91%，主要系员工费用增加所致。

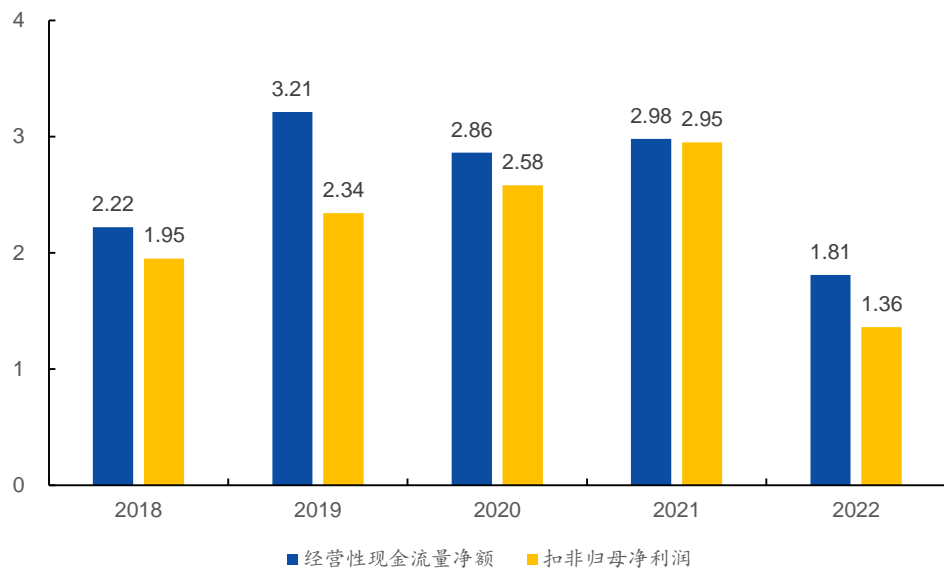
图 7：公司期间费用率情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

2022 年，经营性现金流量净额为 1.81 亿元，同比下降 39.35%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少，购买商品、接受劳务支出的现金增加所致。

图 8：经营性现金流量净额与扣非归母净利润对比（单位：亿元）



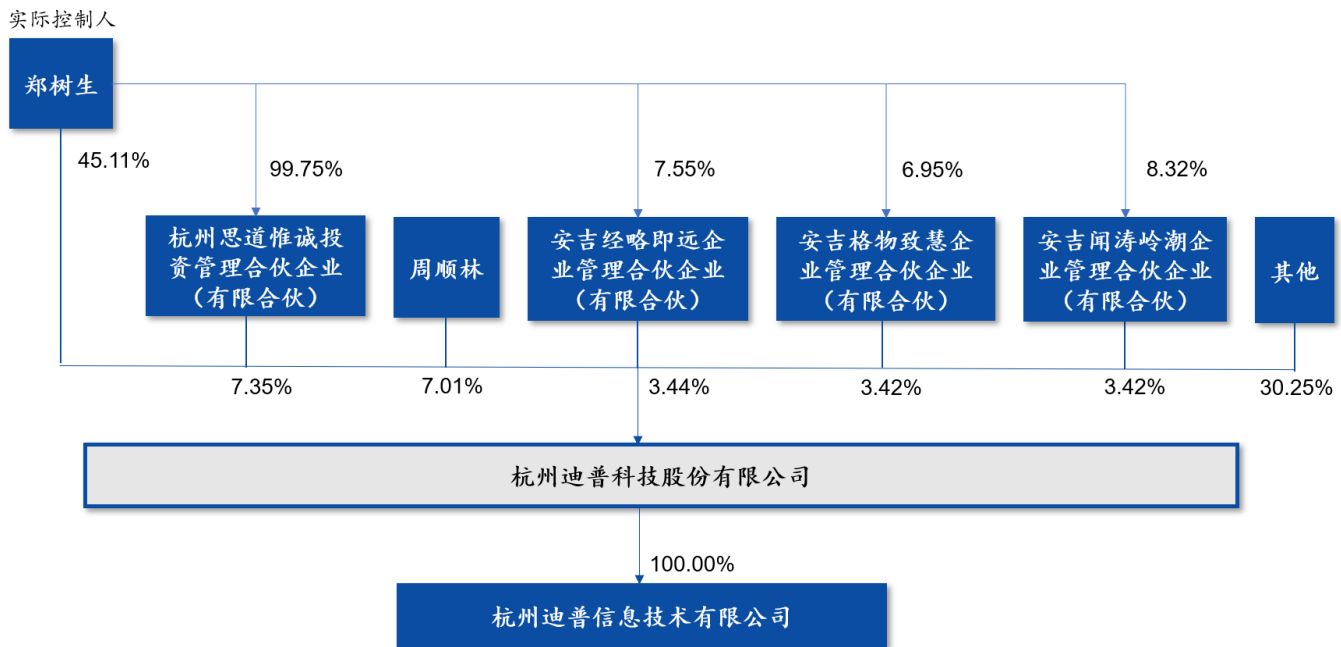
资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

1.3 股权架构：核心高管经验丰富，员工激励护航成长

公司管理层拥有丰富的行业及管理经验。公司控股股东、实际控制人为郑树生先生，目前直接持有公司 45.11% 的股权。郑树生先生 1993 年毕业于浙江大学通信与电子专业，获博士学位；1993-2003 年，任职于华为技术有限公司，历任研发项目经理、中试部总监、生产部总监、技术支持部总监、交换事业部总裁、国内营销管理办公室

主任、公司常务副总裁；2003-2012年，任杭州华三通信技术有限公司总裁；2013-2016年，任杭州迈尚股权投资有限公司董事长；2012年起，任职于公司，历任执行董事、总经理，现任公司董事长。

图 9：公司股权结构（截至 2023 年 3 月 31 日）



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，国元证券研究所

2022年4月25日收盘后，公司发布《关于回购公司股份方案的公告》：基于对公司未来发展前景的信心以及对公司价值的认可，践行“创新、诚信、贡献&分享”公司价值观，建立长效的员工激励机制，提高团队凝聚力和竞争力，在综合考虑公司财务状况、未来盈利能力及对未来发展前景等情况下，公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购部分社会公众股份，用于实施员工持股计划或股权激励。

2023年4月24日收盘后，公司发布《关于回购股份实施结果暨股份变动的公告》：截至2023年4月24日，公司累计通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购股份6906327股，占公司目前总股本的1.07%，最高成交价为21.45元/股，最低成交价为12.14元/股，成交均价14.46元/股，成交总金额为99886768.67元（不含交易费用）。

1.4 募投进展：募投项目进展顺利，助力公司快速发展

根据公司《2021年度募集资金存放与使用情况专项报告》，2021年公司向特定对象发行人民币普通股（A股）0.29亿股，募集资金总额10.15亿元，募集资金净额为10.03亿元。根据公司2022年年报，2022年，公司募集资金投入1.88亿元，年底累计投入2.96亿元。

- **新一代 IT 基础设施平台研发项目**：此项目是对公司现有产品进行的升级研发，研发升级后的产品实现的效益是公司对相关产品历史累计投入的结果。根据公司的竞争优势、技术积累以及行业发展趋势，预期本项目实施后，将对公司收入、

利润产生积极影响。

- **智能测试、验证及试制基地建设项目：**此项目是为新建公司主营业务产品的智能测试、验证、试制基地，以加快用户需求响应、加速研发转化、提高产品质量。本项目建设完后，将显著提高公司测试、验证、试制的办公场地软硬件水平，提升公司的经营实力与运营管理效率，有利于公司长期稳定发展。

表 2：募投项目情况

项目名称	总投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）
新一代 IT 基础设施平台研发项目	63265.07	45354.00
智能测试、验证及试制基地建设项目	67269.25	56146.00
合计	130534.32	101500.00

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 行业分析：政策助力行业发展，市场规模持续扩大

2.1 行业政策持续出台，推动行业快速发展

我国网络安全政策体系不断完善，推动行业发展迈向新阶段。2023年1月，工信部等十六部门联合印发《关于促进数据安全产业发展的指导意见》，指出要全面加强数据安全产业体系和能力，夯实数据安全治理基础；坚持创新驱动，强化企业创新主体地位，优化创新资源要素配置，激发各类市场主体创新活力；坚持以人为本，维护人民数据安全合法权益，依靠人民智慧发展产业，发展成果更多更公平惠及人民；构建数据安全产品体系，加快发展数据资源管理、资源保护产品，重点提升智能化水平，加强数据质量评估、隐私计算等产品研发。

2022年1月，国家互联网信息办公室发布《网络安全审查办法》，指出网络安全审查坚持防范网络安全风险与促进先进技术应用相结合、过程公正透明与知识产权保护相结合、事前审查与持续监管相结合、企业承诺与社会监督相结合，从产品和服务以及数据处理活动安全性、可能带来的国家安全风险等方面进行审查。

表 3：我国网络安全行业部分相关政策汇总

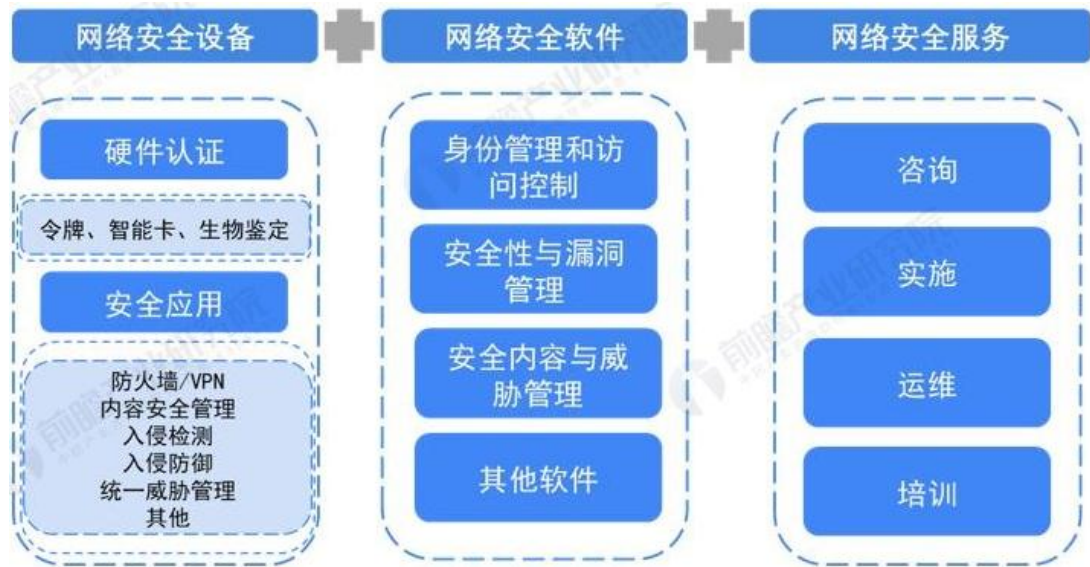
发布时间	发布机构	政策名称	主要内容
2023.1	工信部等十六部门	《关于促进数据安全产业发展的指导意见》	全面加强数据安全产业体系和能力，夯实数据安全治理基础。坚持创新驱动，强化企业创新主体地位，优化创新资源要素配置，激发各类市场主体创新活力。坚持以人为本，维护人民数据安全合法权益。
2022.12	工信部	《工业和信息化领域数据安全管理办法（试行）》	行业监管部门鼓励数据开发利用和数据安全技术研究，支持推广数据安全产品和服务，培育数据安全企业、研究和服务机构，发展数据安全产业，提升数据安全保障能力，促进数据的创新应用。
2022.12	中共中央、国务院	《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	提出要维护国家数据安全，保护个人信息和商业秘密，促进数据高效流通使用、赋能实体经济，统筹推进数据产权、流通交易、收益分配、安全治理，加快构建数据基础制度体系。
2022.7	国家互联网信息办公室	《数据出境安全评估办法》	自 2022 年 9 月 1 日起施行。办法规定数据出境安全评估的范围、条件和程序，为数据出境安全评估工作提供具体指引。提出数据出境安全评估坚持事前评估和持续监督相结合、风险自评估与安全评估相结合等原则。
2022.2	国家互联网信息办公室等十三部门	《网络安全审查办法》	网络安全审查坚持防范网络安全风险与促进先进技术应用相结合、过程公正透明与知识产权保护相结合、事前审查与持续监管相结合、企业承诺与社会监督相结合，从产品和服务以及数据处理活动安全性、可能带来的国家安全风险等方面进行审查。
2021.8	第十三届全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国个人信息保护法》	任何组织、个人不得非法收集、使用、加工、传输他人个人信息，不得非法买卖、提供或者公开他人个人信息；不得从事危害国家安全、公共利益的个人信息处理活动。国家建立健全个人信息保护制度，预防和惩治侵害个人信息权益的行为，加强个人信息保护宣传教育，推动形成政府、企业、相关社会组织、公众共同参与个人信息保护的良好环境。
2021.6	第十三届全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国数据安全法》	国家鼓励数据依法合理有效利用，保障数据依法有序自由流动，促进以数据为关键要素的数字经济发展。开展数据处理活动，应当遵守法律、法规，尊重社会公德和伦理，遵守商业道德和职业道德，诚实守信，履行数据安全保护义务，承担社会责任，不得危害国家安全、公共利益，不得损害个人、组织的合法权益。

资料来源：中国政府网，中国人大网，国家互联网信息办公室官网，国元证券研究所

2.2 行业规模不断扩大，市场前景广阔无限

网络安全是指网络系统的硬件、软件及其系统中的数据受到保护，不因偶然的或者恶意的原因而遭到破坏、更改、泄露，系统连续可靠正常地运行，网络服务不中断。

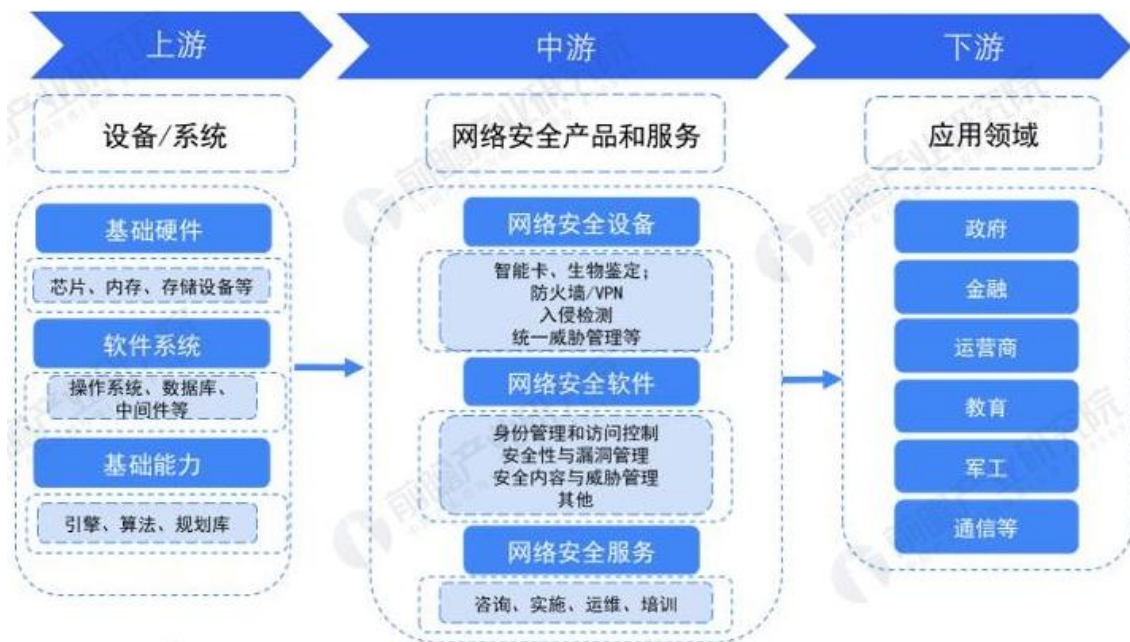
图 10：网络安全分类



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

从网络安全行业产业链看，上游为设备/系统供应商，如芯片、内存、操作系统、算法等；中游为网络安全产品和服务厂商，主要包含网络安全设备、网络安全软件、网络安全服务；下游为应用领域，主要包含政府、金融、运营商等领域。

图 11：网络安全行业产业链

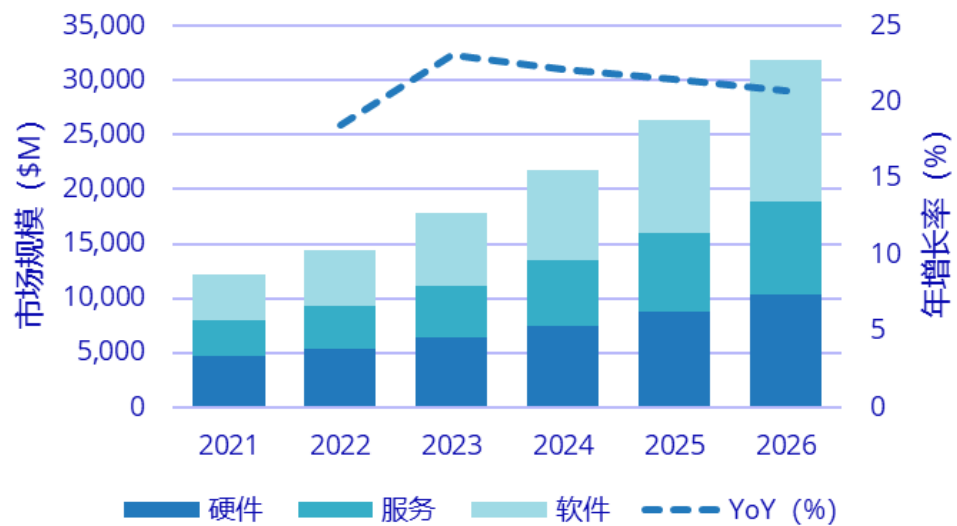


资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

随着全球数字化蓬勃发展，云计算、人工智能、大数据、5G 等技术的应用范围不断扩大，在企业运用新技术提高自身效率的同时也面临着更多由新技术诱发的网络威胁，全球网络威胁形势愈发严峻，这也促使了企业不断加大在网络安全上的投入。根据 IDC 的数据，2022 年全球网络安全总投资规模为 1955.1 亿美元，这一数据有望在 2026 年增至 2979.1 亿美元。

网络安全市场主要分为硬件市场、软件市场、服务市场。根据 IDC 的数据，2021 年，中国网络安全市场总投资规模为 122 亿美元，其中安全硬件产品投入达到 47 亿美元，占总体投入的 39%；安全软件产品投入达到 42.4 亿美元，占总体投入的 35%；安全服务产品投入达到 32.4 亿美元，占总体收入的 26%。IDC 预测，到 2026 年，中国 IT 安全市场投资规模将达到 319 亿美元，其中安全软件的市场占比将超过安全硬件，软件占比在 2026 年将达到 41%。

图 12：中国网络安全市场预测，2022-2026



资料来源：IDC 中国，国元证券研究所

硬件市场主要由安全内容管理(SCM)、统一威胁管理(UTM)、入侵检测与防御(IDP)等安全硬件市场组成。其中，统一威胁管理将主导网络安全硬件市场支出，超六成的硬件支出将流向该市场。IDC 预测，到 2026 年中国统一威胁管理市场支出将超过 60 亿美元。

软件市场主要由信息和数据安全软件(Identity and Digital Trust Software)、身份和数字信任软件(Identity and Digital Trust Software)、终端安全软件(Endpoint Security Software)等安全软件市场组成。其中，信息和数据安全软件市场预计成为整体软件市场中规模最大，增速最快的二级子市场。

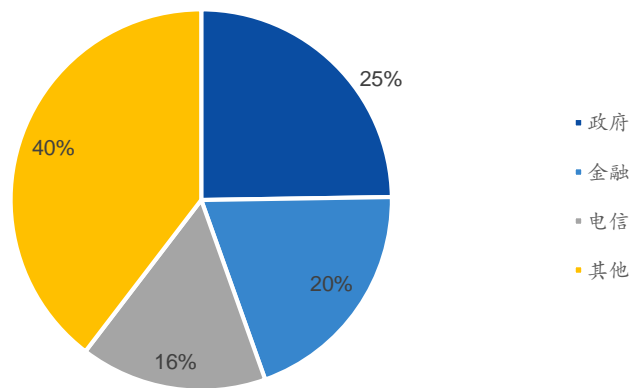
安全服务市场主要由安全咨询服务(Consulting Services)、安全集成服务(Integration Services)、安全教育与培训服务(IT Education and Training)、托管安全服务(Managed Security Services)等四大市场组成。其中，安全咨询服务仍将是规模最大的子市场。与此同时，伴随客户对于运营服务需求的不断增加，IDC 预测，最终用户在安全托管服务市场支出将会进一步增加。2021-2026 年安全托管服务复合增长率

预计为 26.0%，市场前景广阔。

分行业来看，根据 IDC 的数据，中国网络安全市场终端行业用户结构相对稳定，政府、金融和电信行业占比最大。预计到 2026 年，三者合计支出规模将超 192.2 亿美元，占比超中国网络安全总支出的六成。

根据 IDC 的数据，在各行业安全政策和法律法规的推动下，制造、专业服务、消费者服务等行业也实现了较高增速。其中，制造行业发展迅速，离散制造以 22.9% 的五年 CAGR 成为行业增速之首，流程制造以 22.6% 的五年 CAGR 位居行业增速第三。

图 13：2026 年中国网络安全市场行业占比预测



资料来源：IDC 中国，国元证券研究所

3. 竞争力分析：研发打造核心优势，优质客户潜力巨大

3.1 产品体系持续升级，持续布局新兴领域

公司基于对网络安全发展趋势及用户需求的深刻理解，以“让网络更简单、智能、安全”为使命，专注于网络安全、数据安全、工控安全等领域，构建了包括安全网络、安全检测、安全分析、安全防护、安全服务在内的产品体系，持续为用户提供领先、可靠的产品与解决方案，为数字中国建设构筑坚实的网络安全防线。

根据公司公告，公司是全国首张公安部工控审计设备增强级证书的获得者，2022年1月，公司工控监测审计系统被认定为浙江省首台（套）产品；2022年3月，公司物联网应用安全控制系统荣获“浙江制造精品”称号；2022年10月，凭借物联网应用安全控制系统(DAC)为主力的一系列自主网络安全产品，以16.2%的大幅领跑份额，成为2021年中国视频物联接入安全产品市场份额排名第一。

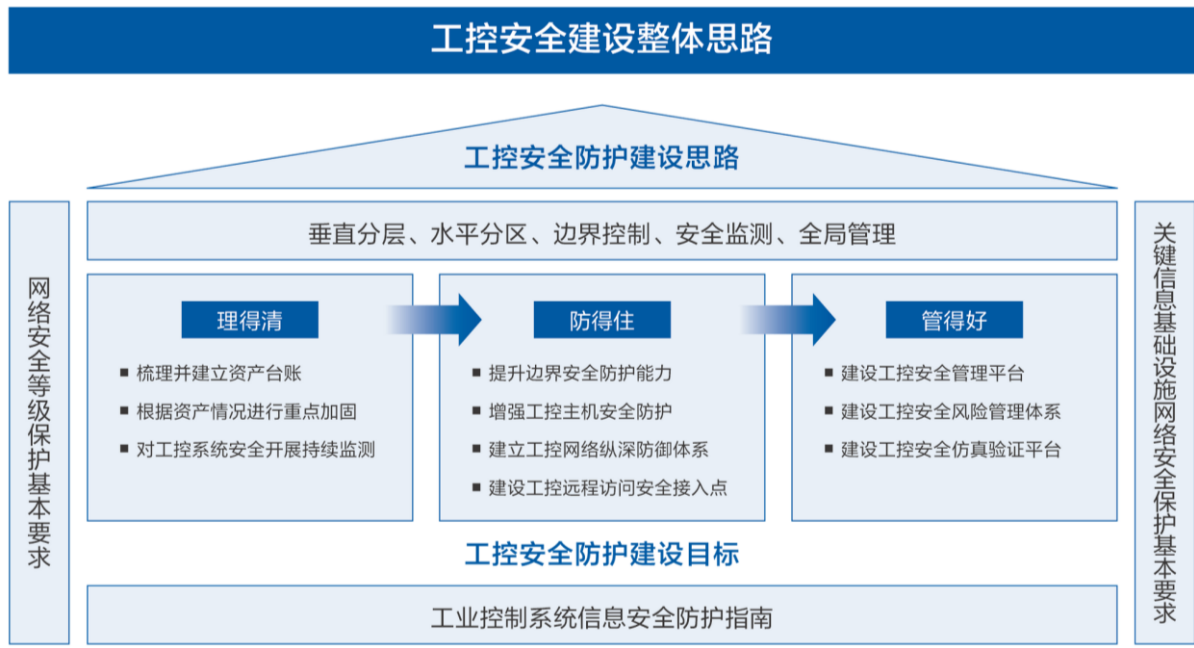
图 14：公司主要业务及产品体系



资料来源：公司公告，国元证券研究所

随着工业互联网、信息化和工业化融合、智能制造的大趋势演进，工业控制网络也从相对封闭的生产控制网络变成相对开放的工业互联网平台，工业控制网络不可避免会遭遇更多的网络威胁。公司相继推出了安全防护、检测审计、风险评估、安全平台四大类四十余款工控安全产品，为工业企业提供全生命周期工控网络安全解决方案和专业安全服务，从漏洞检测、资产排查、边界防护、域内检测、主机安全加固、安全事件分析等维度对工业控制网络进行安全加固，全面提升工业控制系统安全防护能力。

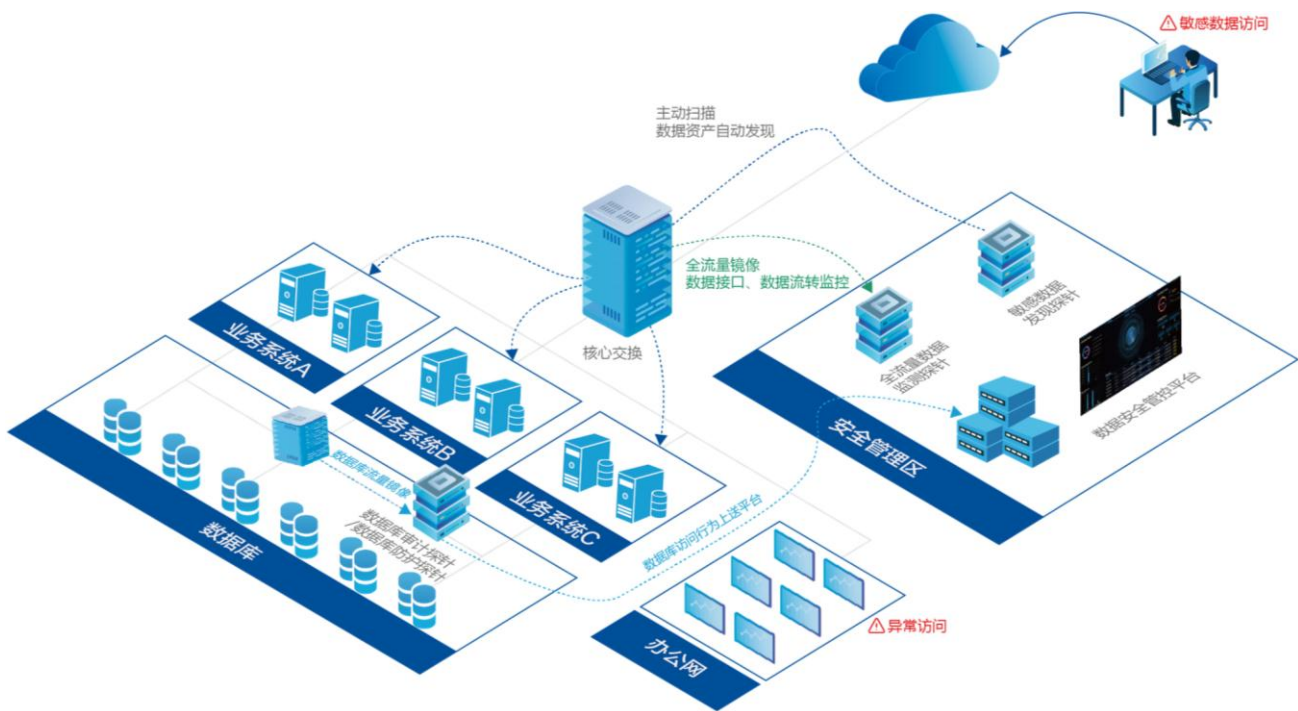
图 15：工控安全建设整体思路



资料来源：公司官网，国元证券研究所

随着数据成为生产要素，数据安全治理成为热点建设领域，围绕数据要素在数据处理中的安全需求，公司推出数据安全运营解决方案，以数据保护为核心，实现数据安全治理合规，规避数据安全风险，做到“数据安全可视、可管、可控”。

图 16：数据安全产品方案



资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司 ADX 信创应用交付平台的 CPU、内存等关键器件均采用主流国产品牌，具备盒式和框式产品形态，最高可达 400G 吞吐性能，具有处理能力强、应用交付能力全面、接口密度丰富等优点，可应用于金融和运营商等其他行业的数据中心和网络出口，具备提高服务的可靠性、提高服务的响应速度、方便业务灵活扩展等出色的业务价值。

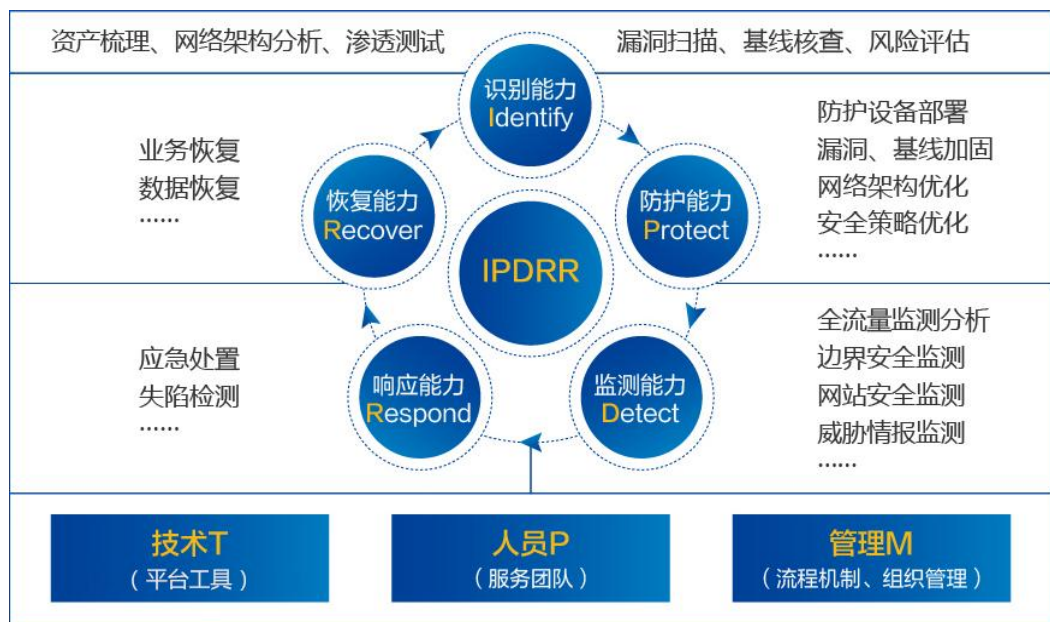
表 4：信创应用交付平台产品规格

产品功能	功能价值
专用软硬件平台	采用飞腾/海光 CPU、盛科交换芯片的专用硬件平台，软件平台拥有麒麟内核使用授权
功能全面	融合链路负载均衡、服务器负载均衡、全局负载均衡、SSL 加速、HTTP 压缩、HTTP 缓存等应用交付技术
应用虚拟化	支持 N:M 虚拟化，将多台虚拟成一个资源池，再将资源池按需分成 M 台逻辑设备，实现云计算环境下资源池的动态调度
优异性能	可提供超过 400G 单设备性能，并可通过 N:M 虚拟化进行性能聚合，实现性能的倍增
优异稳定性	N:M 虚拟化、静默双机、双机热备、VRRP 多主等多种模式，满足不同级别的可靠性需求
个性化编程	AD-Rules 可实现快速适配个性化需求
丰富的网络特性	支持 IPv4/v6 双栈技术、NAT、MPLS、BGP/BGP4+、ISIS/ISISv6、OSPF/OSPFv3、RIP/RIPng、动态/静态路由等技术
温暖上线	服务器动态扩展、上下线时不影响现有网络
浮动长连接	对连接时间较长的应用业务，可主动拆除连接，按照预定策略重新负载新建连接

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司具有中国网络安全审查技术与认证中心信息安全服务资质认证（应急处理一级）、中国网络安全审查技术与认证中心信息安全服务资质认证（风险评估一级）、中国信息安全测评中心信息安全服务资质（安全工程类二级）、中国通信企业协会通信网络安全服务能力评定（风险评估一级）、中国通信企业协会通信网络安全服务能力评定（应急响应一级）、信息安全等级保护安全建设服务机构能力评估合格证书等安全服务资质，为用户提供安全评估、安全规划、安全运维、安全培训等覆盖 IT 系统全生命周期的专业化安全服务。

图 17：公司安全服务概况



资料来源：公司官网，国元证券研究所

3.2 不断加大技术创新，掌握自主知识产权

多年来，公司坚持研发投入和技术创新，持续在高性能硬件平台，融合网络、安全、应用交付功能于一体的软件平台，FPGA 系统设计，信息安全攻防研究、漏洞挖掘、威胁情报分析、安全事件响应、应用交付等方面进行迭代创新，形成了一系列具有自主知识产权的核心技术。截止 2022 年底，公司及子公司已获授权的专利 1170 项，软件著作权 73 项，其中发明专利 1050 项，其中美国发明专利 13 项，处于申请中的发明专利 569 项。2022 年 12 月，公司入选“浙江省高新技术企业创新能力 500 强”，位列全省第 7 位，公司研发实力得到了业界的广泛认可，整体技术水平处于业界领先。

在安全研究方面，公司拥有独立安全攻防实验室及一流的安全研究团队，团队核心成员获得 CISSP、ITIL、COBIT5、CISP、PMP 等权威认证，公司紧跟安全技术发展的趋势，将大数据分析、AI、机器学习等应用于公司产品，持续进行漏洞分析与挖掘、APT 攻击分析、攻击工具分析、黑客行为画像、僵尸网络分析、加密流量可视化、网络安全威胁态势预测、数据资产识别、敏感信息泄露和全路径数据安全事件溯源等前沿安全技术研究，并将研究成果迅速转化为产品能力，持续提升公司安全产品的防护能力，确保公司在市场竞争中保持技术领先。

公司积极参与国家 IPv6 推广和建设，IPv6 改造方案已成功应用于中国中铁、国家电网、中科院、三大运营商、国家信息中心、江西省信息中心等大量用户网络。2022 年 5 月，公司工控防火墙 DPtech IFW1000 和工控监测审计系统 DPtech IMA3000 在下一代互联网国家工程中心-全球 IPv6 测试中心正式通过 IPv6 Ready 核心协议 Phase-2 测试，并荣获 IPv6 Forum 颁发的认证证书，标志着上述产品的 IPv6 核心协议实现已全面符合 IETF RFC 相关标准，其一致性和互通性得到了权威验证。

图 18：公司工控防火墙通过 IPv6 Ready 认证



资料来源：公司官网，国元证券研究所

为了提升技术优势和产品竞争力，公司高度重视技术研发，不断提升研发综合实力。

表 5：2022 年公司主要研发项目

项目名称	项目目的	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
下一代高性能软硬件平台研发项目	完善公司新一代 IT 基础设施产品的整体解决方案	以公司原有 IT 基础设施产品为基础，升级开发新一代的 IT 基础设施产品，覆盖公司安全防护产品、应用交付产品、交换机产品等；升级开发高端高性能的硬件架构和软件平台，以支持 5G 低延时、高并发、高新建、海量终端的安全防护应用场景；升级开发支持云安全产品及平台，完善公司新一代 IT 基础设施产品的整体解决方案，提升相关解决方案在 5G、云安全中的竞争力。	提升相关解决方案在 5G、云安全中的竞争力。有利于公司把握新型基础设施建设的发展契机，满足客户对新一代 IT 基础设备的需求。
工业互联网安全相关产品研发项目	形成具备防攻击、防病毒、防入侵、防控制等能力的工业互联网安全解决方案	围绕工业企业控制安全、网络安全、接入安全、主机安全、安全管理、安全可视化等主要安全需求，利用工业协议深度解析、工控网络流量检测、行为基线建模、深度学习威胁识别、资产指纹匹配识别、工控主机防护、大数据流式处理、工控恶意代码检测、工控漏洞风险关联匹配、工控数据库审计、非法外联检测等关键技术，研发工控防火墙、工控监测审计系统、工控入侵检测系统、工控漏洞检测平台、工控安全管理平台、工控主机防护系统、工控态势感知等工业互联网安全产品，形成具备防攻击、防病毒、防入侵、防控制等能力的工业互联网安全解决方案。	提升公司在工业互联网安全领域核心竞争力。有利于公司加强对工业互联网安全技术的布局，解决工业互联网场景下的安全问题，有利于公司满足日益增长的工业互联网安全需求。
数据安全相关产品研发项目	为用户提供数据安全运营能力、数据安全管控能力、数据安全监控能力的综合性数据安全治理平台	以大数据处理引擎为基础，利用数据资产识别、敏感数据识别、数据流转监控、数据脱敏、数据水印等关键技术，开发为用户提供数据安全运营能力、数据安全管控能力、数据安全监控能力的综合性数据安全治理平台。	提升公司在数据安全领域的核心竞争力。有利于公司把握数据安全市场的发展机会。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.3 营销体系覆盖全国，标杆项目持续落地

公司是业内知名品牌，用户覆盖了政府、运营商、电力、能源、金融、交通、教育、医疗、企业等在内的各行各业，并承担了 G20、APEC 峰会、世界互联网大会等重大活动的网络安全保障支持。根据公司公告，截至 2022 年底，公司已在全国设立了 28 个办事处，拥有 2500 余家认证代理商，形成了覆盖全国的营销体系。网络安全行业大量机会点具有全国统一性，各地的办事处能够将公司的营销工作快速在全国落地。广泛的认证代理商与公司进行耦合，实现成功案例在区域市场快速复制。公司在全国设立了 33 个备件中心，技术支援体系及专业的安全服务团队。公司的办事处、售后服务机构与渠道合作伙伴之间形成了良好的互动，有利于公司的产品和服务快速推广。

根据公司官网，2023 年 1 月，公司凭借业界领先的云安全解决方案及丰富的运营商行业实践经验，中标中国移动广东公司等保合规资源池安全套件建设项目，携手广东移动对安全云原生、网元一体化编排和自动化响应服务支撑能力展开前沿探索和研究，助力广东移动快速稳定建立网络安全能力。公司以云安全资源池为基础，通过构建云内生安全能力，为广东移动云上租户带来了更加优质的安全服务，确保云上租户网络及应用的安全平稳运行，切实提高了云上租户的信息安全保障能力。

根据公司官网，2022年12月，中国政府采购网正式公布了“公安部警用装备采购中心警用通信设备、安全检查监视报警设备、出入境设备、网络监察设备类协议供货补充征集项目”结果，公司研发的慧眼安全检测平台成功入围，成为公安部警用装备协议供货商。

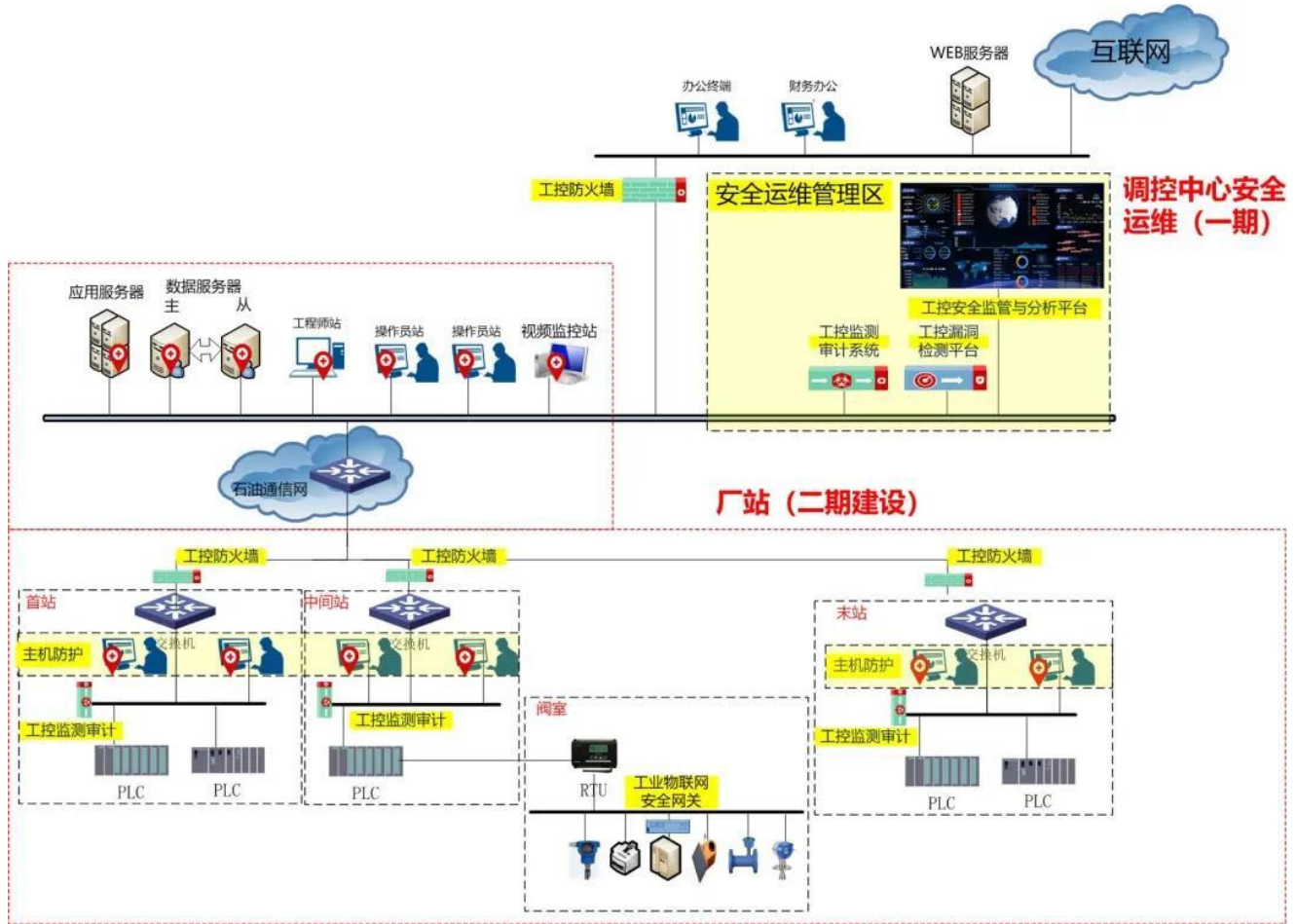
图 19：公司慧眼安全检测平台



资料来源：公司官网，国元证券研究所

根据公司官网，公司的工业互联网安全解决方案保障了国家管网某管道公司工控系统安全稳定运行。此方案囊括了从工控防火墙、工控审计、工控检测到工控安全管理平台在内的完整工业网络安全保障体系，对工控安全产品统一监测、管理并从工控业务的视角进行统计分析、安全事件汇总、风险告警及闭环等安全管理。未来，公司将继续深入工业系统的网络安全需求，助力传统行业的网络升级及改造，为用户提供最优质的解决方案。

图 20：国家管网某管道公司生产网网络安全建设规划



资料来源：公司官网，国元证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司聚焦于网络安全及应用交付等领域，为各行业用户提供全场景的安全产品和解决方案。目前，公司的主要产品包括：网络安全产品、应用交付及网络产品、安全服务及其他服务、其他，我们按照这四个维度预测公司未来的收入和毛利率情况。

- 1. 网络安全产品：**公司从信息系统安全保护的需求出发，为不同场景下信息系统提供了包括安全风险事前预警、事中防护、事后回溯能力的一系列产品，主要产品包括：网络安全产品、工控安全产品、数据安全产品等。2021-2022年，该产品收入增速分别为 13.38%、-19.19%，未来三年有望保持较快增长态势，预测收入增速分别为 25.89%、22.37%、20.48%。毛利率方面，2021-2022年分别为 74.35%、70.57%，未来三年有望保持在 2022 年的水平，维持在 70-71%的区间。
- 2. 应用交付及网络产品：**公司应用交付产品消除了网络和应用之间的割裂，满足了用户规模不断扩大和对应用服务提出的更高要求，使用户的访问速度、访问安全以及 7x24 不间断的稳定性得到大幅提高，并有效降低运营成本。同时，公司推出了从有线到无线、商业到工业，覆盖了接入、汇聚、核心全场景网络产品，为用户提供完整的网络解决方案。2021-2022年，该产品收入增速分别为 15.83%、-7.69%，未来三年有望保持较快增长态势，预测收入增速分别为 30.28%、26.58%、23.49%。毛利率方面，2021-2022年分别为 64.36% 62.60%，未来三年有望保持在 2022 年的水平，维持在 62-63%的区间。
- 3. 安全服务及其他服务：**公司推出安全运营服务、重大活动保障服务、SaaS 云安全服务、行业专项服务等，针对不同的用户业务场景提供专业的安全服务。2021-2022年，该产品收入增速分别为 57.55%、30.45%，未来三年有望保持快速增长态势，预测收入增速分别为 41.56%、35.48%、30.38%。毛利率方面，2021-2022年分别为 74.67%、66.05%，未来三年有望保持在 2022 年的水平，维持在 66-67%的区间。
- 4. 其他：**根据公司招股说明书，公司其他业务收入主要系零星物料销售和国家科研单位委托公司开发软件技术的收入。2021-2022年，该业务收入增速分别为 -33.87%、424.50%，未来三年有望保持平稳增长态势，预测收入增速分别为 10.21%、8.43%、6.73%。毛利率方面，2021-2022年分别为 100.00%、82.70%，未来三年有望保持在 2022 年的水平，维持在 82-83%的区间。

表 6：公司收入拆分（单位：百万元）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
网络安全产品					
收入	679.12	548.82	690.91	845.47	1018.62
增长率	13.38%	-19.19%	25.89%	22.37%	20.48%
毛利率	74.35%	70.57%	70.62%	70.68%	70.73%
应用交付及网络产品					
收入	302.19	278.95	363.42	460.01	568.07
增长率	15.83%	-7.69%	30.28%	26.58%	23.49%
毛利率	64.36%	62.60%	62.67%	62.71%	62.77%
安全服务及其他服务					
收入	48.55	63.34	89.66	121.47	158.37
增长率	57.55%	30.45%	41.56%	35.48%	30.38%
毛利率	74.67%	66.05%	66.09%	66.13%	66.16%
其他					
收入	0.39	2.05	2.26	2.45	2.61
增长率	-33.87%	424.50%	10.21%	8.43%	6.73%
毛利率	100.00%	82.70%	82.73%	82.75%	82.78%
合计					
收入	1030.25	893.16	1146.25	1429.40	1747.68
增长率	15.59%	-13.31%	28.34%	24.70%	22.27%
毛利率	71.45%	67.79%	67.77%	67.75%	67.75%

资料来源：Wind，国元证券研究所

可比公司估值：

在 A 股市场中，绿盟科技、启明星辰、亚信安全也从事网络安全相关业务，因此我们选择这三家公司作为可比公司。2023-2025 年，从 PE 估值角度来看，公司的估值水平高于可比公司的平均水平。伴随着下游需求的持续释放，公司收入增长有望加速，估值水平有望提升。因此，我们认为公司目前的 PE 估值水平处于合理位置，具备较好的长期投资价值。

表 7：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300369.SZ	绿盟科技	12.25	97.98	0.04	0.39	0.54	0.78	345.36	31.64	22.54	15.80
002439.SZ	启明星辰	29.04	274.05	0.66	1.03	1.37	1.76	43.77	28.07	21.20	16.55
688225.SH	亚信安全	19.32	77.28	0.25	0.41	0.60	0.83	78.42	46.99	32.34	23.22
平均		-	-	-	-	-	-	155.85	35.57	25.36	18.52
300768.SZ	迪普科技	16.27	104.75	0.23	0.39	0.54	0.70	69.94	41.26	30.19	23.20

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2023 年 7 月 28 日

投资建议：

公司是业内领先的全场景安全产品及解决方案提供商。未来，公司凭借核心技术优势、丰富的专家资源、多年积累的专业经验，依托公司自主研发的集网络、安全及应用交付功能于一体的软硬件平台，紧跟用户需求与行业发展趋势，加大研发投入和技术创新，深入研究 AI、大数据等前沿技术，赋能公司产品及解决方案，为用户提供更具价值的安全产品和解决方案。同时，公司将不断扩大参与产业链的深度和广度、发挥规模化经营效应、强化品牌建设力度、拓展客户及营销渠道，大力提升公司核心竞争力，力争成为企业级网络通信和安全领域的领导者。

综上，预测公司 2023-2025 年的营业收入为 11.46、14.29、17.48 亿元，归母净利润为 2.54、3.47、4.52 亿元，EPS 为 0.39、0.54、0.70 元/股，对应 PE 为 41.26、30.19、23.20 倍。考虑到公司的成长性和行业的估值水平，给予公司 2023 年 55 倍目标 PE，对应的目标价为 21.45 元。首次推荐，给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 技术创新风险：**网络安全行业在技术、产品等方面更新迭代迅速，需要确保公司产品贴合市场需求，并具有持续的竞争力和领先优势。另外，各种原因造成的研发创新及相应产品转化的进度拖延，也可能造成公司未来新产品无法及时投放市场，对公司未来的市场竞争造成不利影响；
- 技术失密和核心技术人员流失风险：**公司主营产品科技含量高且在核心关键技术上拥有自主知识产权，技术研发与创新依赖于所拥有的核心技术以及培养的核心技术人员。如果在技术和人才的市场竞争中，出现技术外泄或者核心技术人员流失的情况，可能会在一定程度上影响公司的技术创新能力；
- 市场竞争加剧的风险：**国内信息安全行业参与厂商众多，多家安全企业获得资本的支持后，加剧了部分场景的安全市场竞争。公司凭借领先的技术实力、持续的技术创新和准确的市场研究能力等推动公司产品体系迭代升级。同时，通过优化市场及服务体系建设，增强客户及渠道拓展力度，为用户提供更有价值的产品和解决方案，有效提升公司市场竞争能力；
- 公司规模扩张引起的管理风险：**公司资产规模、人员规模持续增长，公司需要在资源整合、市场开拓、产品研发与质量管理、财务管理、内部控制、部门协作、运营效率提升等诸多方面持续优化，对各部门工作的协调性、严密性、连续性、系统性提出了更高的要求。公司管理层将立足实际情况，不断提升管理水平，及时调优组织和管理制度推动公司高效、可持续发展；
- 宏观环境影响：**根据国家有关税收的法律法规，公司享受的税收优惠主要包括增值税退税和企业所得税优惠等，如果国家税收优惠政策发生不利变化，或如果公司以后年度不能被认定为“国家规划布局内重点软件企业”或“高新技术企业”，将对公司的经营成果产生不利影响。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3332.12	3301.37	3570.89	3960.69	4434.66
现金	3020.09	2865.82	3078.41	3407.21	3825.32
应收账款	61.22	117.36	129.79	144.39	153.68
其他应收款	7.69	9.95	11.36	13.31	15.02
预付账款	6.26	2.73	3.55	4.52	5.69
存货	206.25	284.94	324.98	366.40	407.72
其他流动资产	30.61	20.57	22.80	24.86	27.22
非流动资产	300.75	365.52	330.73	296.14	263.47
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	36.36	231.62	212.24	182.64	153.22
无形资产	13.60	14.65	14.87	15.17	15.61
其他非流动资产	250.80	119.25	103.62	98.34	94.64
资产总计	3632.87	3666.89	3901.62	4256.83	4698.13
流动负债	405.85	449.09	480.83	538.49	596.28
短期借款	53.69	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	151.56	166.23	193.39	224.93	255.74
其他流动负债	200.59	282.86	287.44	313.56	340.54
非流动负债	27.28	23.05	23.66	25.85	27.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	27.28	23.05	23.66	25.85	27.76
负债合计	433.13	472.14	504.49	564.34	624.04
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	429.25	643.83	643.83	643.83	643.83
资本公积	1669.23	1456.83	1456.83	1456.83	1456.83
留存收益	1101.26	1190.95	1393.33	1688.69	2070.29
归属母公司股东权益	3199.75	3194.75	3397.13	3692.49	4074.09
负债和股东权益	3632.87	3666.89	3901.62	4256.83	4698.13

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	298.44	181.00	215.51	334.00	445.38
净利润	309.27	149.76	253.89	346.95	451.51
折旧摊销	17.68	23.27	63.29	72.90	83.74
财务费用	-75.96	-88.87	-73.82	-80.59	-89.92
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-62.49	-25.70	-12.76	-11.24	-6.11
其他经营现金流	109.95	122.54	-15.09	5.98	6.15
投资活动现金流	-91.21	-105.32	-25.77	-34.45	-47.65
资本支出	90.40	105.34	20.21	25.47	40.53
长期投资	1.00	0.00	0.66	3.13	2.23
其他投资现金流	0.19	0.02	-4.90	-5.85	-4.89
筹资活动现金流	909.11	-228.82	22.85	29.26	20.38
短期借款	12.52	-53.69	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	29.24	214.58	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	986.32	-212.40	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-118.97	-177.30	22.85	29.26	20.38
现金净增加额	1116.91	-153.87	212.59	328.80	418.11

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1030.25	893.16	1146.25	1429.40	1747.68
营业成本	294.16	287.72	369.48	461.02	563.68
营业税金及附加	10.01	11.82	12.84	14.72	17.13
营业费用	284.84	303.29	343.30	419.53	503.68
管理费用	29.26	33.33	38.06	45.45	52.61
研发费用	229.79	240.62	258.64	282.15	312.16
财务费用	-75.96	-88.87	-73.82	-80.59	-89.92
资产减值损失	-4.82	-6.74	-5.98	-5.47	-5.34
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	325.10	167.00	271.40	369.08	478.97
营业外收入	0.12	0.18	0.21	0.25	0.29
营业外支出	0.15	0.35	0.30	0.32	0.35
利润总额	325.07	166.82	271.31	369.01	478.91
所得税	15.80	17.06	17.42	22.07	27.39
净利润	309.27	149.76	253.89	346.95	451.51
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	309.27	149.76	253.89	346.95	451.51
EBITDA	266.82	101.39	260.87	361.39	472.79
EPS (元)	0.72	0.23	0.39	0.54	0.70

主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	15.59	-13.31	28.34	24.70	22.27
营业利润(%)	9.90	-48.63	62.52	35.99	29.77
归属母公司净利润(%)	11.91	-51.57	69.53	36.65	30.14
获利能力					
毛利率(%)	71.45	67.79	67.77	67.75	67.75
净利率(%)	30.02	16.77	22.15	24.27	25.84
ROE(%)	9.67	4.69	7.47	9.40	11.08
偿债能力					
资产负债率(%)	11.92	12.88	12.93	13.26	13.28
净负债比率(%)	15.49	2.05	2.02	1.86	1.74
流动比率	8.21	7.35	7.43	7.36	7.44
速动比率	7.67	6.68	6.71	6.63	6.71
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.24	0.30	0.35	0.39
应收账款周转率	14.97	9.63	8.94	10.05	11.30
应付账款周转率	2.16	1.81	2.05	2.20	2.35
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.23	0.39	0.54	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.28	0.33	0.52	0.69
每股净资产(最新摊薄)	4.97	4.96	5.28	5.74	6.33
估值比率					
P/E	33.87	69.94	41.26	30.19	23.20
P/B	3.27	3.28	3.08	2.84	2.57
EV/EBITDA	28.48	74.94	29.13	21.03	16.07

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188