

行业研究/深度研究

2019年11月25日

行业评级:

计算机软硬件

增持 (维持)

谢春生 执业证书编号: S0570519080006
研究员 021-29872036
xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003
研究员 010-56793965
guoyali@htsc.com

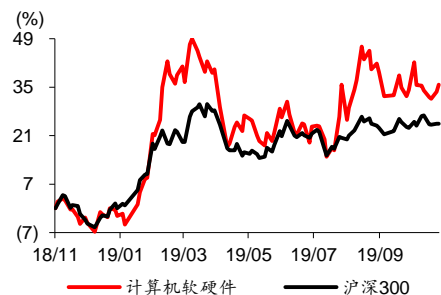
郭梁良 执业证书编号: S0570519090005
研究员 021-28972067
guoliangliang@htsc.com

金兴 010-56793957
联系人 jinxing@htsc.com

相关研究

- 1《**四维图新(002405 SZ,买入): 获华为订单, 智能驾驶落地或加快**》2019.11
- 2《**计算机软硬件: 解析央行数字货币**》2019.11
- 3《**浪潮信息(000977 SZ,买入): 服务器需求 拐点受益者**》2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

合规强驱动, 格局优化可期

网络安全系列报告之一

行业推荐逻辑: 合规驱动增长, 格局优化在望

网络安全行业属于典型的下游驱动行业, 随着等保 2.0 等政策强驱动, 以及“云大物移工”等新兴业态、模式创新的带动, 在计算机板块中, 网络安全行业下游需求较为确定, 同时景气度持续性较强, 故坚定看好网络安全行业投资机会。赛迪预测, 2019 年中国网络安全市场将达到 608.1 亿元, 2019-2021 年复合增速为 23.24%, 远高于全球水平 9.1%。竞争格局方面, 由于行业产品品类较为复杂, 细分领域较多, 各家公司各有所长, 导致行业格局分散。但我们认为, 随着客户需求越来越偏向整体解决方案与服务, 安全厂商的竞争门槛或有所提升, 中长期来看, 行业格局有望优化。

网络安全渗透率有望逐步提升: 合规&新业态&服务创新

我们认为, 目前行业内包含三点边际变化值得关注: (1) 政策环境: 《网络安全法》、《央企考核办法》、《等保 2.0》、《数据安全》、《产业规划》、《密码法草案》等陆续出台, 《关键信息基础设施安全保护条例》也有望在年内正式出台, 网安相关政策的影响力持续加强。(2) 新兴领域: “云大物移工”等新兴业态带动相关安全子领域发展, 如云安全与工控安全, 市场正处于快速增长阶段。(3) 服务模式一定是我国网络安全今后发展的重点方向, 目前各家厂商逐步开始发力运营服务业务, 我们认为, 中长期来看运营服务模式有望促使网安市场空间与集中度的双提升。

厂商护城河: 解决方案提升用户粘性, 自主可控或建立底层硬件优势

从通用设备、解决方案、芯片、平台四个层面探讨厂商护城河问题, 我们认为这四个层面的护城河是依次加深的, 也体现了安全产业的发展逻辑: (1) 在未打通硬件的情况下, 通用设备的技术门槛较低, 各厂商通过渠道与客户关系维持份额; (2) 解决方案的项目属性一定程度损害了盈利能力, 但由于较大的前期投入增加了进入门槛, 与用户业务较紧密的联系增加了粘性, 壁垒相对通用设备有一定的提升; (3) 打通底层硬件平台有望享受性能溢价, 提升技术门槛, 应关注各厂商在自主可控过程中积累硬件优势; (4) 海外龙头公司提供平台化安全产品, 进一步加深技术门槛与用户粘性。

投资建议

重点推荐城市安全运营业务具备先发优势的启明星辰、国资入主有望带来业务高弹性的绿盟科技、网安差异化品种美亚柏科; 建议关注业务拓展能力带来市场空间递增的深信服、受益于密码法推行的身份管理软件小龙头格尔软件与覆盖底层密码技术的网安国家队卫士通。

风险提示: 政策推进不及预期; 中美贸易摩擦升级; 科技股估值回调; 政企安全支出受限。

正文目录

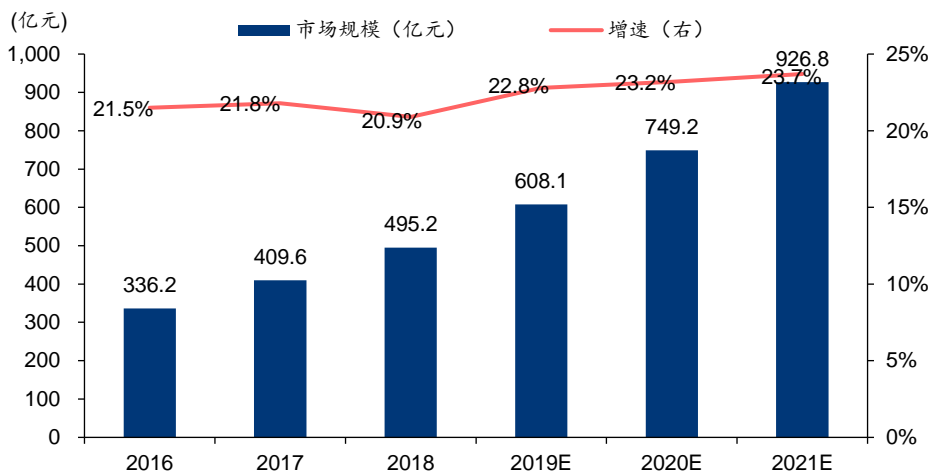
行业推荐逻辑：合规驱动增长，格局优化在望	3
网络安全渗透率逐步提升：政策、技术、商业模式	5
政策：倒逼网络安全渗透率提升	5
新技术/新业态：“云大物移工”	7
商业模式：发力安全服务化	8
在此内外部环境下，谈安全厂商如何建立护城河	10
通用设备级：综合壁垒有限	10
解决方案级：盈利能力或下降，但用户粘性凸显	10
芯片级：提升安全厂商技术门槛	11
平台级：整合安全能力，或为产业终局	11
风险提示	12
重点公司	13
绿盟科技（300369，增持，目标价 21.32~22.96 元）	13
卫士通（002268，增持，目标价 26.58~27.94 元）	23
格尔软件（603232，增持，目标价 34.02~36.86 元）	32

行业推荐逻辑：合规驱动增长，格局优化在望

网络安全行业属于典型的下游驱动行业，随着等保 2.0 等政策强驱动，以及“云大物移工”等新兴业态、服务模式创新的带动，在计算机板块中，网络安全行业下游需求较为确定，同时景气度持续性较强，故坚定看好网络安全行业投资机会。

赛迪顾问预测，2019 年中国网络安全市场将达到 608.1 亿元，2019-2021 年复合增速为 23.24%，增速远高于全球水平 9.1%，到 2021 年，中国网络安全市场规模将增长至 926.8 亿元。

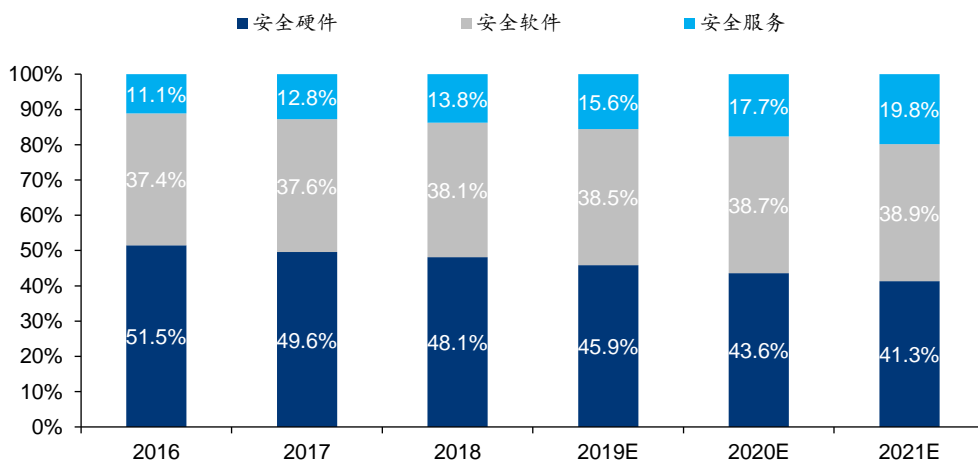
图表1：我国网络安全市场 2019-2021 年复合增速 23.24%



资料来源：CCID、华泰证券研究所

国内网络安全服务潜在空间较大，有望成为网络安全行业重要的增长引擎。赛迪顾问发布的《2019 中国网络安全发展白皮书》显示，我国网络安全市场仍以硬件产品与软件产品的销售为主，两者市场规模占比合计超过 80%，安全服务占比很低。2018 年软硬件产品市场规模占比合计为 86.2%，安全服务市场规模占比仅为 13.8%，而同年全球网络安全市场中安全服务市场规模占比为 64.4%。此外近年来随着网络攻击频率和危害性的不断提升，防火墙、IDS 等传统网络安全硬件与软件设备并不能完全阻挡恶意的网络攻击，风险评估、安全管理咨询、安全托管服务等安全服务的作用越来越受到企业重视，因此国内安全服务市场具有较大的成长空间，有望成为网络安全行业重要的增长引擎。

图表2：中国网络安全行业软硬件及服务市场规模占比



资料来源：赛迪顾问、华泰证券研究所

传统网络安全市场格局分散，每家公司各有所长。安全内容管理、防火墙、IDS/IPS、统一威胁管理、VPN 这五个细分子市场构成了 IT 安全基础设施市场的主体。根据 IDC 发布的《2018 年中国 IT 安全硬件市场份额统计报告》显示，五个细分子市场都呈现出群雄逐鹿的态势，各有三家龙头企业凭借技术优势占据近半市场份额。其中，启明星辰/网御星云分别在 IDS/IDP 和统一威胁管理（UTM）细分子市场保持占有率第一，在 VPN 细分子市场占有率第二。此外，防火墙市场的占有率第一的公司为天融信，安全内容管理和 VPN 市场的占有率第一的公司都为深信服，进入五个细分子市场占有率前三的公司还有华为、新华三、奇安信、绿盟科技。另外，作为安全基础设施的强力补充，启明、绿盟等基础设施厂商同样涉足 AIRO（安全分析、情报、响应、编排的首字母）软件市场，其中包括了安全管理平台、安全风险分析、安全威胁情报、事件响应等子领域，绿盟、启明与 IBM 在其占有较大份额。

图表3： 2018 年我国网络安全市场份额

产品形态	安全产品	第一名（份额）	第二名（份额）	第三名（份额）
硬件	防火墙	天融信（22.4%）	华为（21.4%）	新华三（19.3%）
	统一威胁管理	网御星云（16.2%）	深信服（14.1%）	奇安信（13.3%）
	IDS/IPS	启明星辰（19.6%）	绿盟科技（19.3%）	新华三（11.3%）
	VPN	深信服（30.6%）	启明星辰（10.6%）	天融信（7.2%）
	安全内容管理	深信服（25.5%）	奇安信（13.4%）	绿盟科技（5.8%）
软件	AIRO	绿盟科技（21.2%）	启明星辰（16.0%）	IBM（15.6%）
	终端安全软件	奇安信（22.9%）	Symantec（17.0%）	亚信安全（9.4%）
	身份与数字信任软件	吉大正元（16.3%）	亚信安全（15.0%）	格尔软件（11.3%）

资料来源：IDC、华泰证券研究所

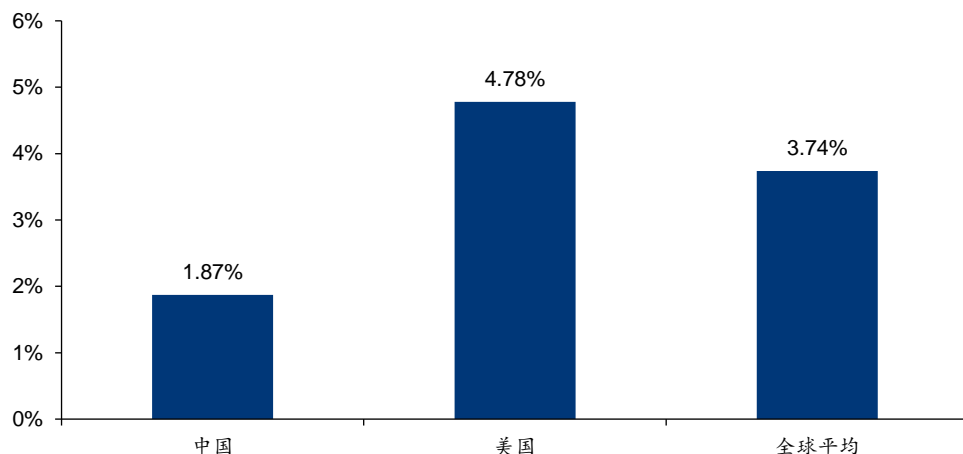
但我们认为，虽然各家公司都有其擅长的细分产品领域，但随着客户需求越来越偏向整体解决方案与服务，安全厂商的竞争门槛或有所提升，中长期来看，行业格局有望优化。

网络安全渗透率逐步提升：政策、技术、商业模式

2017年，我国的网络安全支出占总体IT支出比例是全球平均水平的一半，主要如下三点原因：

- (1) 我国政企网络安全意识较薄弱；
- (2) 政策制定起步晚；
- (3) 数字化程度不足。

图表4：2017年中美网络安全支出占IT支出比例



资料来源：IDC、华泰证券研究所

针对我国网络安全支出渗透率不高的问题，我们从政策、技术、商业模式三方面找寻行业驱动因素。

政策：倒逼网络安全渗透率提升

政策因素持续加码，重要网络的安全建设支出占比有望达到20-25%。2017-2019年，随着《网络安全法》、《央企考核办法》、《等保2.0》、《数据安全》、《产业规划》、《密码法草案》等的陆续出台，《关键信息基础设施安全保护条例》有望在年底或明年年初正式出台，叠加HW与自主可控，网安相关政策的影响力持续加强。其中，等保2.0的一大政策目标是将三四级网络中的安全投入所占网络整体IT投入的比例提升至25%。

图表5：我国网络安全重要政策梳理



资料来源：国务院等、华泰证券研究所

等保 2.0 在监管范围与监管要求两方面带来边际变化。一方面，等保 2.0 将全社会与各类 IT 技术应用全部纳入了保护范围，根据《网络安全法与网络安全等级保护制度培训教程（2018）》（官方数字较为保守，具体数字非公开），截至 2018 年初，我国备案的三级（含）以上系统 1.7 万个，四级（含）以上 500 个，我们认为随着等保 2.0 的出台与正式实施，三级（及）以上（主要是三级）系统数量有望进一步扩充。

另一方面，监管要求的不断加严同样值得关注，我们认为安全管理中心、主动防御、可信计算、态势感知、自主可控等内容构成等保要求的边际变化。

图表6：等保 1.0 与 2.0 的主要变化

	等保 1.0	等保 2.0
监管范围	信息系统	网络基础设施、信息系统、大数据、物联网、云平台、工控系统、移动互联网、智能设备等
基本要求	技术要求： 物理安全、网络安全、主机安全、应用安全、数据安全及备份恢复 管理要求： 安全管理制度、安全管理机构、人员安全管理、系统建设管理、系统运维管理	技术要求： 安全物理环境、安全通信网络、安全区域边界、安全计算环境、安全管理中心 管理要求： 安全管理制度、安全管理机构、安全管理人员、安全建设管理、安全运维管理
定级要求	自主定级	自主定级后聘请由公安机关组织成立的网络安全等级保护专家进行评审
测评要求	三级一年一次；四级半年一次 60 分合格	三级（含）以上一年一次 75 分合格
重要的新要求		安全管理中心、主动防御、可信计算、态势感知、自主可控

资料来源：公安部等、华泰证券研究所

《**关键信息基础设施安全保护条例**》由网信办牵头制定，有望于今年底或明年年初出台。考虑全球关键基础设施屡遭攻击，参考发达国家相关规定，意在加强国内电力、石油化工、关键制造业、核工业、金融、交通等关键系统的防护能力。监管范围与等级保护有一定重合度，由于重要网络基本都已纳入等保三、四级监管，我们预计关键信息基础设施的考量范围将小于等保三四级网络，但**增量有望出现在关键制造业工控系统领域。**

我们认为关键信息基础设施条例的影响范围可能小于等级保护 2.0，但对于大型政府或央企，由于对于关键信息基础设施更强的防护要求，普通设备已不能满足需求，故或将催生安全厂商提供解决方案的需求。例如，奇安信近期参与了多个部委、央企、地方政府和金融机构制定信息化与安全融合规划，参与多个国家级、省级和央企安全建设项目。

网络安全首度纳入央企业绩考核指标。网络安全考核的直接对象就是企业负责人，如果发生网络安全事件造成国有资产流失，给予降级或者扣分处理，情节严重的，给予纪律处分或者对企业负责人进行调整等。我们认为网络安全纳入央企业绩考核指标，并与负责人奖惩直接挂钩，有望切实提升央企网络安全投入（特别是央企安全运营项目），拉动网络安全产业景气提升。

《**密码法**》的影响主要在商密应用（电子签名、区块链等）和提升密码机制在网络安全中的渗透率两方面。结合近期领导人密切关注区块链产业，我们认为国家表露对于完善信任机制（不管是网络空间还是社会经济）的决心，密码因其在身份认证、信息加密、完整性保护和抗抵赖等方面的能力，将成为可信网络建设的重要基础设施。

中国的 GDPR：《数据安全管理办法（征求意见稿）》。参考欧洲 GDPR 在隐私保护方面的影响，数据安全管理办法主要作用于互联网公司，目前各省建设的政务外网可能也会受到影响。利好的网络安全领域：DLP（数据防泄漏）、APP 安全。

综上，我们总结几个影响力较大的相关政策，从短期执行力、延续性、确定性、影响空间四个方面，定性归纳各政策特点。其中，影响空间考虑刺激产业规模的大小，与所影响领域在整体产业中的理论比重有关；确定性考虑空间的是否可以达到，结合该政策是否确定要推；执行力考虑短期行政推行的力度，如果确定推行那么政策是偏短期还是偏长期；延续性主要考虑政策是偏产业还是偏概念。

综合来看，我们认为的产业影响力排序：等保 2.0>自主可控=关键信息基础设施>HW>密码法>央企考核=数据安全。

图表7：各政策影响力对比

政策	影响空间	确定性	短期执行力	延续性	利好领域	利好公司
等级保护 2.0	较大	强	中等	强	行业整体	深信服、启明、绿盟、天融信等
自主可控（网络安全设备）	较大	中等	强	中等	设备厂商	绿盟、奇安信、启明、卫士通
关键信息基础设施	较大	较强	较弱	强	行业整体	启明、绿盟、奇安信等
HW 行动	中等	较强	强	较弱	攻防、设备	绿盟、启明等
密码法	较大	较强	弱	较强	可信	格尔、卫士通、中孚、数字认证
央企考核	中等	中等	中等	中等	央企业务	启明、绿盟、奇安信、卫士通
数据安全	较小	中等	较弱	强	DLP	亿赛通（绿盟科技）

资料来源：华泰证券研究所

新技术/新业态：“云大物移工”

等保 2.0 对“云大物移工”（云计算、大数据、物联网、移动互联网、工业互联网）提出了扩展要求，表明这五个方面的应用已经相对成熟，目的是相应地提升网络安全的渗透率。

我们认为，在新业态发展前期，由于业态发展速度快，安全应用的渗透水平较低。而随着网络安全的技术与应用逐步跟上，渗透水平有望提升。

根据赛迪顾问，2018 年“云大物移工”所催生的安全市场规模合计 298.2 亿元，考虑到云计算与大数据、物联网与移动互联网等都会有所重合，我们保守估计去重后的新业态安全规模仅占合计的 50%，按照 2019-2021 年每年新业态贡献的安全行业规模增量与 2018-2020 年每年网络安全整体市场规模，未来三年每年新业态将为安全行业贡献增长率的算术平均数约为 14.9%。

注：由于所有数据均为赛迪顾问 2019 年调研数据，故可一定程度消除口径问题。

图表8：“云大物移工”安全需求有望快速增长

新业态/技术	2018 年安全市场未来		新业态未来		数据来源	相关安全产品或领域	典型厂商
	市场规模	三年 CAGR	2018 渗透率	三年 CAGR			
云计算	37.8	45.19%	3.4%	/	赛迪顾问	云安全资源池 云工作负载保护平台 公有云安全防护（云 WAF、云抗 D）	阿里云、知道创宇、安恒信息
大数据	28.4	34.89%	0.65%	22.55%	赛迪顾问	DLP（数据防泄漏） 大数据平台保护与审计 大数据/数据库加密	奇安信、启明星辰、亿赛通（绿盟科技）
物联网	88.2	50.62%	/	/	赛迪顾问	车联网安全 智能家居安全	奇安信、青莲云、绿盟科技
移动互联网	49.2	44.42%	/	/	赛迪顾问	App 加固 移动支付安全	梆梆安全、爱加密、娜迦信息
工业互联网	94.6	34.08%	0.9%	14%	赛迪顾问	为工控定制的传统安全产品 IT&OT 融合解决方案 工业互联网运营服务	威努特、天地和兴、海天味业、力控华康（绿盟参股）
合计	298.2*50%	42.51%					
	(去重)						

备注：渗透率=安全在新业态中的应用市场规模/新业态市场规模

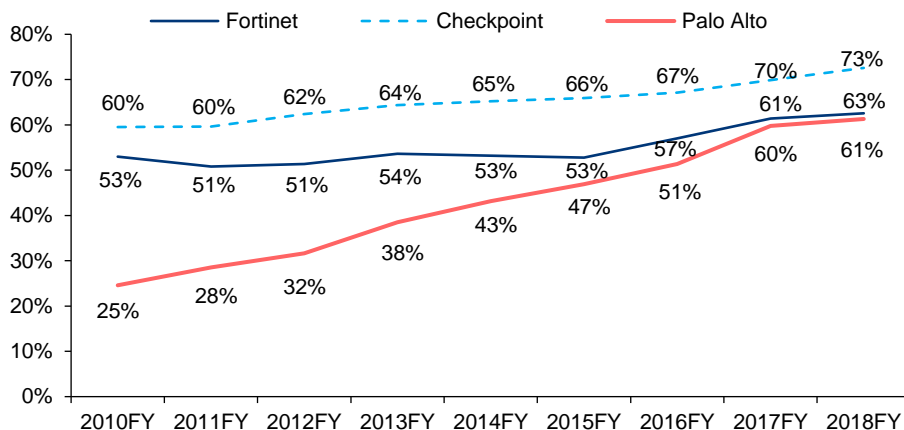
资料来源：赛迪顾问、华泰证券研究所

商业模式：发力安全服务化

Checkpoint、Fortinet 和 Palo Alto 作为全球网络信息安全行业的龙头公司，安全服务一直是其营业收入最主要的部分，主要包括软件更新维护服务、订阅服务、安全运维服务等。

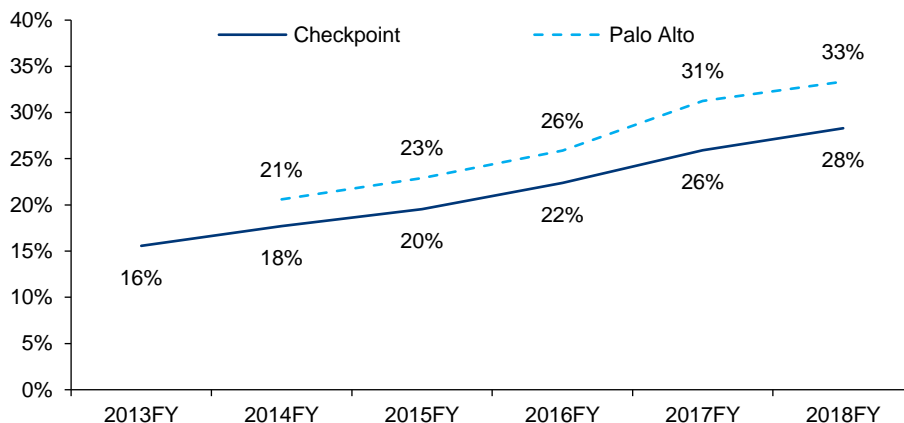
截至 2018 财年，三家海外安全厂商服务收入占比均达到 60% 以上，且趋势是占比逐年提升。其中，Palo Alto 提升幅度最大，我们认为一定程度上，得益于其订阅收入占比快速提升。根据最新 2019 财年数据(截至 2019/7/31)，Palo Alto 订阅服务收入占比达到 35.6%，占其服务收入的一半以上。

图表9：Checkpoint、Fortinet、Palo Alto 服务收入占比



资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

图表10：Checkpoint、Palo Alto 订阅收入占比



资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

我们认为，安全服务模式主要存在产品运维升级、专家与培训服务、渗透测试、托管运营、订阅服务这四大类，海外信息安全公司开始着力于订阅模式的发展，而以启明、绿盟、奇安信、安恒为代表的国内厂商主要处于前四类模式阶段。

运维升级：设备销售的自然延伸。厂商主要针对自有产品提供运维、升级服务，以期客户网络基础设施免受攻击。

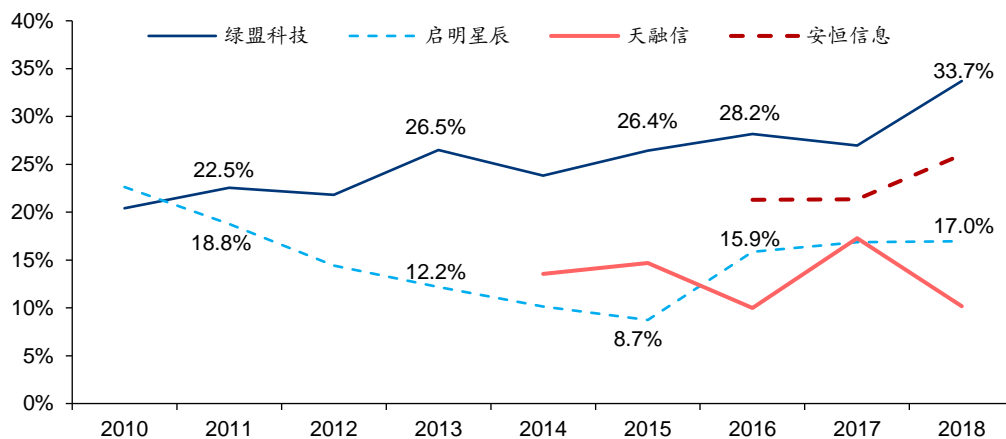
专家培训：提供专家服务，主要弥补客户网络安全技术能力的不足。

渗透测试：利用安全厂商攻防技术，对客户进行模拟攻击，提供评估建议报告。

托管运营：利用 SOC 平台、第三方运营中心对客户网络进行数据采集（IT 资产、传感器、外部情报、内部漏洞等）、感知、分析、响应。

订阅服务：将厂商安全能力（如防火墙、入侵检测、威胁情报、SOAR 等）结合自有硬件产品整合至统一平台，以订阅形式向客户输出。

图表11： A股网络安全厂商服务收入占比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

从海外网络安全公司模式来看，服务模式一定是我国网络安全今后发展的重点方向，目前各家厂商逐步开始发力运营服务业务。我们认为，短期来看，国内各家厂商的运营模式还处于初步阶段，中长期来看运营服务模式有望促使网安市场空间与集中度的双提升。

行业蛋糕：一方面，从技术角度来说，很多各行业客户并不缺安全基础设施如防火墙、IDP 等硬件产品，缺乏的是识别、响应、解决安全问题的能力，需要的是安全运营能力（无论是甲方还是乙方）。随着“云大物移工”的发展，技术复杂性的提升更加大了运营难度。

另一方面，合规要求趋严，但政策并不强制要增加多少设备，政策关注的是防护效果，我们认为重要的仍然是运营相关的软能力，而政府机构技术相对薄弱，故有望驱动安全厂商运营服务的快速增长。

市场集中度：运营服务考验安全厂商的包括技术、人才的综合实力，相比碎片化的硬件市场，我们认为运营服务竞争将是一个更高维度的竞争。

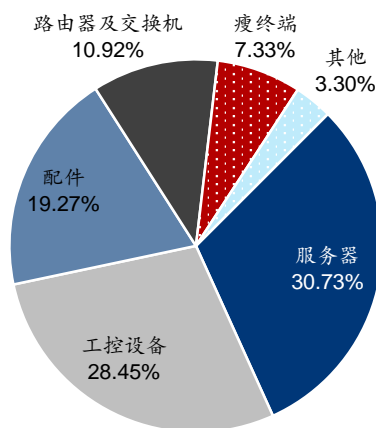
在此内外部环境下，谈安全厂商如何建立护城河

我们知道网络安全行业格局分散，当前竞争壁垒不高，本节旨在探讨安全市场参与者竞争壁垒的现实与未来。我们从通用设备级、解决方案级、芯片级、平台级四个层面探讨安全厂商护城河问题，我们认为这四个层面的护城河是依次加深的，也体现了网络安全产业的发展逻辑，但注意对于单个公司前一个并不是后一个的前提。

通用设备级：综合壁垒有限

我国网络安全通用设备上游大多是工控机和服务器，安全厂商在其上搭载软件。工控机又称工业 PC，与普通计算机无根本差别，市场完全竞争，相对性能也较低，故大多安全厂商在底层硬件层面没有壁垒。

图表12：深信服 2017 年原材料采购成本拆分



资料来源：Wind、华泰证券研究所

既然在硬件无门槛，那么在软件层面，通用设备的技术壁垒一定程度上会体现在攻防技术上，不同通用设备所对应的攻防技术难度也不一样，由于 WAF（Web 应用防火墙，国内龙头绿盟科技）主要作用于 5-7 层网络攻击防护，面对的攻击手段如网页篡改、DDos、信息泄露、SQL 注入、XML 注入等较复杂方式，设备特征库也与厂商所掌握的攻击数据有关，所以 WAF 的软件、特征库在安全设备中门槛相对较高。但总体上，通用设备级硬件技术门槛相当有限。

我们认为，在技术门槛有限的情况下，建立门槛的途径主要有以下几点。

途径一：建立渠道优势；典型厂商：深信服（2017 渠道占比 97%）、迪普科技（2018：71%）、安恒信息（2018：56%）、绿盟科技（2018：50-60%）、天融信（待拓展）、启明星辰（待拓展）；

途径二：主流行业客户关系；典型厂商：卫士通、启明星辰、奇安信（中电系）、绿盟科技（电科系）、天融信。

解决方案级：盈利能力或下降，但用户粘性凸显

我们认为，网络安全的解决方案有三层含义：定制化、运营服务、内生安全，解决方案的项目属性（标准化程度降低，人员成本增加）一定程度上损害了盈利能力，但由于较大的前期投入增加了进入门槛，与用户业务较紧密的联系增加了粘性，我们认为壁垒相对通用设备有一定的提升。我们将依次阐述三者所体现的竞争壁垒。

定制化：相对于通用设备，应不同行业不同场景客户的特殊需求，增减通用设备中所实现的功能或提供通用设备的组合。在此过程中，加深了厂商对于用户复杂需求的理解，而我们认为业务理解是需要时间的，无形提高了新进入者的门槛。

典型场景：工控；绿盟科技、启明星辰、威努特。

运营服务：当通用设备具有相当渗透率时，客户的需求会上升至态势感知与事件响应层面。竞争门槛是业务投入，主要体现在前期设备建设（采集器、专网、大屏）、运营专业人员。

典型场景：城市安全运营；启明星辰、绿盟科技、奇安信、安恒信息。

内生安全：在即便是定制化的安全设备也无法满足安全防护需求时，需要更为全面的安全机制与用户业务系统融合。门槛体现在用户对于安全机制的内嵌要求，比如数据安全、信任机制、行为分析等，此类机制与用户信息化系统的绑定带来粘性。

典型场景：关键信息基础设施；奇安信、卫士通。

芯片级：提升安全厂商技术门槛

国外先进厂商如 Palo Alto、Checkpoint、Fortinet、Cisco 的安全设备大多使用自研 ASIC/FPGA 芯片、专用操作系统，技术角度上主要有两个好处：（1）大大提升设备性能；（2）缓解操作系统漏洞，提升安全设备本身的安全性。

对于国内厂商来说，我们认为，防护需求、业务复杂度提升与网络技术迭代三者共振，导致安全设备趋于计算密集型，故打通底层硬件平台有望享受性能溢价，提升技术门槛。

目前，国内厂商正积极加入国产基础架构生态：

11月11日，安恒信息成为浙江首批完成鲲鹏兼容性测试互认证的鲲鹏生态成员单位之一；
 10月28日，绿盟科技与天津飞腾、天津麒麟签署战略合作协议；
 10月18日，在乌镇世界互联网大会奇安信与中国电子联合展出基于飞腾麒麟的 PK2.0 架构。

除此之外，另有多家安全厂商宣布完成与国产基础架构（CPU+OS）的适配工作。我们认为，相比软件的适配，我们更应关注安全厂商是否通过与基础架构厂商的合作或在其基础上自研，提升设备性能或安全能力。

平台级：整合安全能力，或为产业终局

我们认为，相较于设备，平台的护城河是更深的，原因有如下几点：

用户方面：比起设备的物理部署，用户考虑操作习惯等因素，不会轻易更换，用户粘性大大增加。

技术方面：平台能力考量厂商包含设备功能、编排、威胁情报、自动化响应全方位的技术输出能力，将每一个功能模块以组件的形式整合至平台中。

Palo Alto：逐步将其防火墙、下一代防火墙、IDP 等安全硬件的用户迁移至平台级软件。这些产品以软件或 SaaS 订阅的形式提供。

Fortinet: Security Fabric 安全架构把零散的安全解决方案集成起来到云平台或 SDN 管理平台，使管理员可以灵活配置策略以满足安全需求。

Splunk、IBM、HPE 等非安全设备厂商：提供 SIEM 平台，包含行为分析、监管合规、欺诈检测、内部人威胁检测、自动化编排等工具，可以帮助大中型组织建立安全运营中心。

风险提示

中美贸易事件升级：公司安全产品需要采购一定量处理器芯片，中美贸易摩擦加剧或将一定程度影响公司业务；

公司客户信息安全支出受限：行业客户多为党政军央企等体制内单位，受预算影响较大，如政企单位进一步削减开支，会对行业内公司收入造成不利影响；

市场情绪影响，科技股估值回调：计算机行业公司估值相对较高，市场情绪不稳或导致科技股估值回调。

公司研究/首次覆盖

2019年11月25日

计算机软硬件/计算机应用 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 18.69
合理价格区间(元): 21.32~22.96

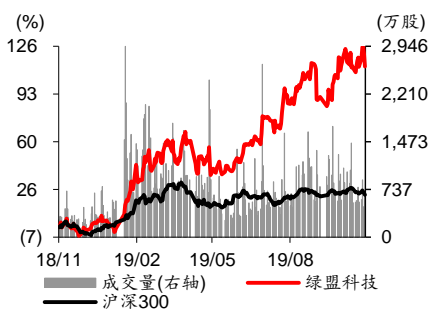
谢春生 执业证书编号: S0570519080006
研究员 021-29872036
xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003
研究员 010-56793965
guoyali@htsc.com

郭梁良 执业证书编号: S0570519090005
研究员 021-28972067
guoliangliang@htsc.com

金兴 010-56793957
联系人 jinxing@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

下游齐头并进，政府市场空间可期

绿盟科技(300369)

下游齐头并进，政府市场值得期待

公司是国内领先的企业级网络安全解决方案供应商。主要服务于政府、电信运营商、金融、能源、互联网等领域的企业级用户，向用户提供网络及终端安全产品、Web及应用安全产品、合规及安全管理产品等信息安全产品，并提供专业安全服务。公司产品分为检测防御类、安全评估类、安全平台类、远程安全运维服务、安全 SaaS 服务及各类安全服务。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.32/0.41/0.56 元，考虑公司股东方带来的边际影响，公司体制内业务空间可期，首次覆盖，给予“增持”评级。

安全产品、服务线丰富，技术领先

公司专注于攻防技术，其区别于 A 股主要友商的竞争力主要体现在抗 D、入侵防护（启明偏检测）、WAF（Web 防火墙）、漏扫、威胁情报、渗透测试。产品形态现阶段仍然以“盒子”为主，渗透测试以报告形式交付。

下游行业占比均衡，向多方输出服务模式

公司主要客户为能源与央企、电信运营商、金融、政府及事业单位，2018 年能源与央企客户占比 25.55%，运营商客户占比 24.55%，金融客户占比 20.83%。2015 年，公司提出战略转型，启动 P2SO（Product to Solution & Operations）计划。希望实现由传统产品模式向安全解决方案+安全运营模式转化。2014-2018 年，安全服务占收入比逐年提升，2019 上半年，公司安全服务收入占比已超过三分之一。9 月 29 日，公司与宁波高新区管委会正式签订城市安全运营中心、宁波工业信息安全联合实验室两项协议，打响绿盟城市运营的第一枪。

股权结构调整完毕，党政市场贡献边际变化

股权变更前，外资企业 IAB 与联想投资分别为公司第一、二大股东，股权调整后，2019 年上半年政府、事业单位及其他类客户营业收入比上年同期增长 31.92%，我们预计公司将通过与中电科旗下中国网安（卫士通母公司）深度合作，或弥补公司党政军市场短板，在合规为主导的行业特点下，更好把握网安市场机遇。

目标价 21.32-22.96 元，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司 2019-2021 年分别实现归母净利润 2.57/3.31/4.44 亿元，对应 EPS 分别为 0.32/0.41/0.56 元，当前股价对应 PE 分别为 58/45/34 倍。可比公司估值，20 年 PE 均值为 50 倍。考虑公司股东方带来的边际影响，公司体制内业务空间可期，给予 20 年 52-56 倍 PE，对应目标价 21.32-22.96 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：中美贸易事件升级；客户安全支出受限；科技股估值回调。

公司基本资料

总股本 (百万股)	798.12
流通 A 股 (百万股)	722.43
52 周内股价区间 (元)	8.32-19.88
总市值 (百万元)	14,917
总资产 (百万元)	3,656
每股净资产 (元)	3.90

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

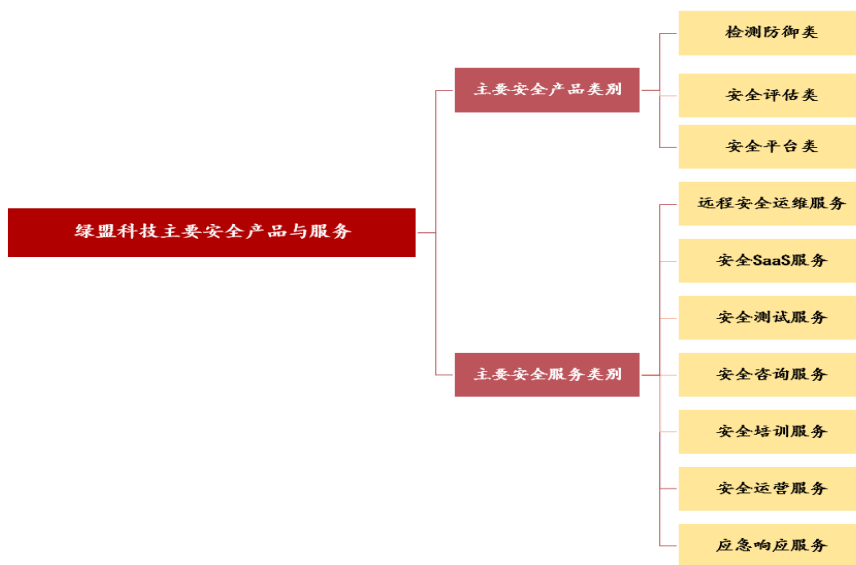
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,255	1,345	1,787	2,333	3,030
+/-%	15.07	7.17	32.87	30.57	29.86
归属母公司净利润 (百万元)	152.37	168.07	257.18	330.56	443.83
+/-%	(30.78)	10.31	53.02	28.54	34.26
EPS (元, 最新摊薄)	0.19	0.21	0.32	0.41	0.56
PE (倍)	97.90	88.75	58.00	45.12	33.61

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

绿盟科技：国内领先的企业级网络安全厂商

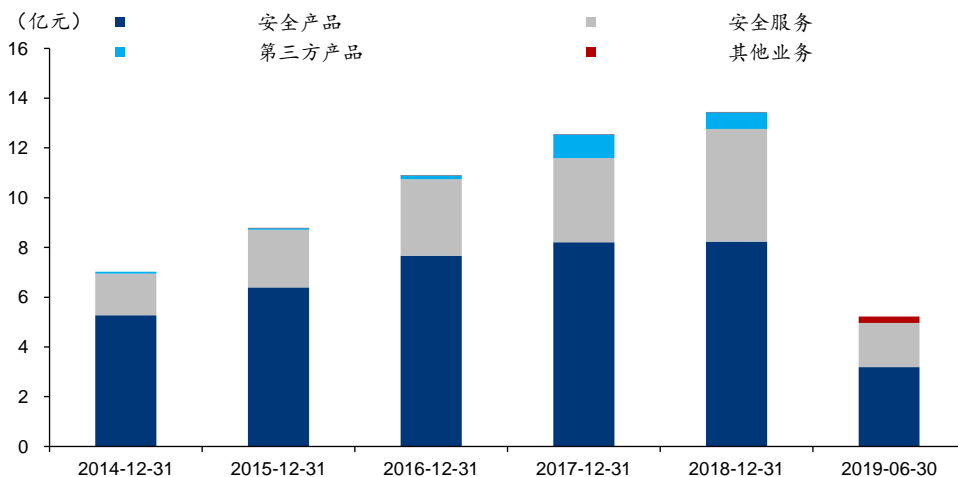
公司是国内领先的企业级网络安全解决方案供应商。主要服务于政府、电信运营商、金融、能源、互联网等领域的企业级用户，向用户提供网络及终端安全产品、Web及应用安全产品、合规及安全管理产品等信息安全产品，并提供专业安全服务。公司产品分为检测防御类、安全评估类、安全平台类、远程安全运维服务、安全SaaS服务、安全测试服务、安全咨询服务、安全培训服务、安全运营服务、应急响应服务。

图13：公司主要安全产品及服务



资料来源：绿盟科技2018年报、华泰证券研究所

图14：绿盟科技收入结构



资料来源：Wind、华泰证券研究所

收入结构：公司主要收入来源为安全产品和安全服务。2018年安全产品和安全服务占收入比为94.94%。其中安全产品收入占比最高61.26%，安全服务占收入比为33.68%。第三方产品收入占比为4.91%。

2014-2018年，安全服务占收入比逐年提升，主要是受到公司由传统产品模式向安全解决方案+安全运营模式转化的战略转化的结果。截止2019上半年，公司安全服务占收入比已达34.17%，为公司收入构成的第二大来源。

安全产品、服务线丰富，技术领先

公司安全产品线齐全，目前有监测防御、安全评估、安全平台、安全监管、安全实验室五大类别，其中监测防御、安全评估、安全平台三类为优势产品。同时，公司依托安全产品推出云安全、安全运营及技术、咨询、培训服务。

图15：绿盟科技安全产品线

检测防御类	安全评估类	安全平台类	安全监管类	安全实验室类
抗拒绝服务系统 (ADS)	安全配置核查系统 (BVS)	企业安全平台 (ESP-H)	统一身份认证平台	信息安全实训平台
抗拒绝服务系统管理中心	工控漏洞扫描系统 (ICSScan)	企业安全平台 (NSFOCUS-ESP)	安全认证网关	信息安全攻防竞技平台
数据泄露防护系统 (DLP)	网站安全监测系统		运维安全管理系统	
NF 防火墙系统	远程安全评估系统 (RSAS)		安全审计系统 (堡垒机、防护、日志)	
网络入侵检测系统 (NIDS)	Web 应用漏洞扫描系统 (WVSS)		工控安全审计系统	
网络入侵防护系统 (NIPS)			安全管家 (移动应用)	
工控入侵检测系统			下一代安全云桌面系统	
工业安全网关			上网行为管理	
工业安全隔离装置				
网络流量分析系统 (NTA)				
邮件安全网关				
Web 应用防火墙、防护系统				
无线防御系统				
威胁分析系统				

资料来源：公司官网、华泰证券研究所

公司专注于攻防技术，其区别于 A 股主要友商的竞争力主要体现在抗 D、入侵防护（启明偏检测）、WAF（Web 防火墙）、漏扫、威胁情报、渗透测试。产品形态现阶段仍然以“盒子”为主，渗透测试以报告形式交付。

图16：绿盟科技优势产品

产品	市场地位
ADS (抗 D 产品)	Frost&Sullivan: 2014-2017 年，连续 4 年中国地区分布式拒绝服务攻击市场份额第一 2017 年，绿盟 ADS 的市场份额为 23.2%
NIPS (入侵防护产品)	Gartner: 2012-2017，连续 6 次入选 Gartner 魔力象限 2017 年，IDPS (检测+防护) 首次进入 Challenge 象限，为亚太市场唯一进入的产品 IDC: 2016 年后，IDP 市场合并，绿盟在合并后的 IDP 市场份额位列第二 (启明第一) 2009-2015 年，连续 7 年入侵防护市场份额第一
WAF (Web 防火墙)	Gartner: 2014-2017 年，连续 4 年入选魔力象限报告，位列大中华区市场首位 IDC: 2018 年，入选《中国 Web 应用安全看法》，成为领导厂商象限首位
TISS (威胁情报安全服务)	IDC: 2018 年，在威胁情报领域的销量、能力、战略三方面均名列前茅，处于领导者象限
RSAS (远程安全评估系统)	Gartner: 2014-2015 年，连续 2 年入选漏洞评估市场报告 2014-2017 年，连续 4 年入选脆弱性评估的市场研究报告 IDC: 2011-2017 年，连续 7 年安全性与漏洞管理软件市场份额第一，2017 年市场份额为 24.8%

资料来源：Gartner、IDC、Frost&Sullivan、华泰证券研究所

下游行业占比均衡，向多方输出服务模式

公司主要客户为能源及企业、电信运营商、金融、政府及事业单位，2018年能源及企业客户占比25.55%，运营商客户占比24.55%，金融客户占比20.83%。

图17：公司2018营业收入分客户占比情况

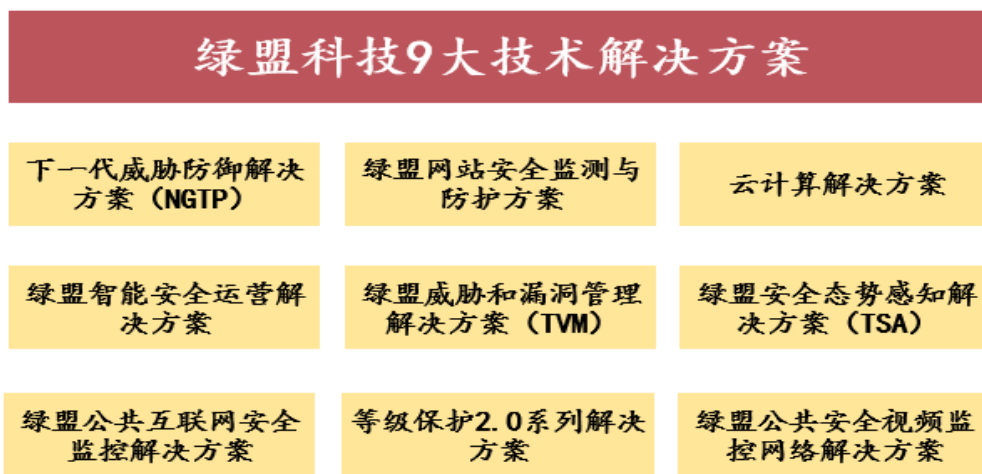
	营业收入(亿元)	营业收入占比	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减
能源及企业	3.44	25.55%	0.96	72.01%	-9.06%
电信运营商	3.30	24.55%	0.68	79.37%	38.30%
金融	2.80	20.83%	0.57	79.82%	24.11%
政府、事业单位及其他	3.91	29.07%	0.90	77.11%	-5.26%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

P2SO计划，向安全解决方案+安全运营模式转化

2015年，公司提出战略转型，启动P2SO（Product to Solution & Operations）计划。希望实现由传统产品模式向安全解决方案+安全运营模式转化。公司发布绿盟企业安全平台，为公司其它平台类方案提供底层技术支撑；陆续推出了下一代威胁防御解决方案、绿盟网站安全监测与防护方案、数据安全解决方案、面向雪亮工程的网络安全解决方案、政府行业解决方案、运营商行业解决方案、金融行业解决方案、能源行业解决方案、卫生医疗行业解决方案、教育行业解决方案、云计算安全解决方案等多个解决方案。其中云计算安全解决方案、重要时期网络安全解决方案、漏洞全生命周期管理解决方案、威胁分析和攻击溯源解决方案、物联网安全解决方案等已于2018年实现了项目落地。

图18：绿盟科技技术解决方案



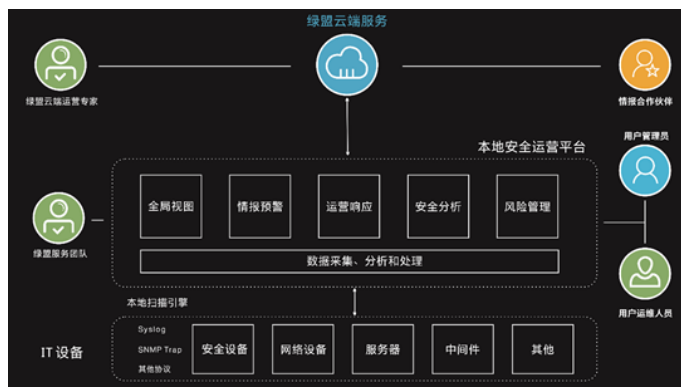
资料来源：公司官网、华泰证券研究所

合纵连横，城市运营中心牛刀小试

虽然公司服务占比高，但运营模式起步较为滞后。2019年8月20日，公司董事长在年度投资者大会上提出“横、纵、点对点”三类运营模式：（1）**纵运营**：按行业做，例如银行的运营；（2）**横运营**：安全运营中心，例如启明星辰在各地建安全运营中心；（3）**点对点运营**：人员连接，形成闭环，是单对单的运营。9月29日，公司与宁波高新区管委会正式签订城市安全运营中心、宁波工业信息安全联合实验室两项协议，打响绿盟城市运营的第一枪。业务主要包括城市安全运营中心、工业安全联合实验室、安全人才培训教育基地、安全公共服务平台等。

面向企业的安全运营解决方案在技术与落地方面走在了前面。绿盟一体化安全运营解决方案（MDR）采用标准化安全运营体系设计，可持续对运营效果进行度量；绿盟科技依托其较强的产品技术和十余年漏洞库与威胁库积累、安全编排、自动化及响应（SOAR）与安全大数据分析技术，可为用户进行全面的风险预警与监测以及小时级的安全事件闭环。绿盟 MDR 方案已在物流、制造、运营商、政府、金融等行业积累了众多典型客户案例。

图19： 绿盟智能安全运营解决方案典型部署架构



资料来源：绿盟科技公司官网、华泰证券研究所

标准化的技术架构使绿盟的安全运营已经实现了较高程度的自动化。2019 年初，绿盟科技发布了基于全年安全事件的响应的报告，共覆盖了典型的安全事件 346 起，其中绿盟的安全运营平台可以处置其中的 77% 的事件，这 77% 的事件中的 43% 可以自主实现，即按照预制的脚本自动化识别，完成整个过程。剩下的 34% 的事件加上一个轻度的人工干预，进行配置处理即可。

股权结构调整完成，党政市场贡献边际变化

1、IAB 与联想投资减持，启迪科服入股

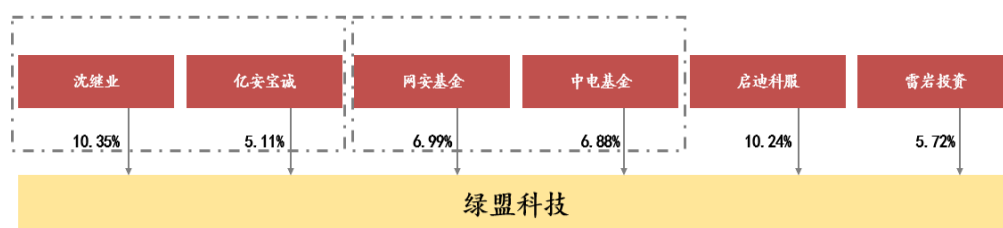
2018 年 2 月 10 日，公司重要股东 IAB 将其持有的公司 7562 万股股份（占公司总股本 9.4561%）转让给启迪科服，联想投资将其持有的公司 641 万股股份（占公司总股本 0.8013%）转让给启迪科服、将其持有的公司 4095 万股股份（占公司总股本 5.1211%）转让给亿安宝诚。其中，沈继业和亿安宝诚为一致行动人。

2、外资全部退出，中电科入股

2019 年 2 月 10 日，公司股东 IAB 将其持有的公司 1514 万股股份（占公司总股本 1.89%）转让给中电电子信息产业投资基金(天津)合伙企业(有限合伙)(即“中电基金”)、5598 万股股份（占公司总股本 7.00%）转让给中电科(成都)网络安全股权投资基金合伙企业(有限合伙)(即“网安基金”)。联想投资将其持有的 3996 万股股份（占公司总股本 5.00%）转让给中电基金。其中，中电基金和网安基金为一致行动人，均为中国电科发起成立的产业基金。

2019 年 5 月 29 日，两次股份转让涉及的股份已完成过户登记手续。IAB 及联想投资不再持有公司股份。

图20：截止 2019 上半年公司持股 5%以上股东情况



备注：虚线框内为一致行动人

资料来源：Wind、华泰证券研究所

3、电科投资增持，成为第一大股东

2019 年 6 月 3 日至 2019 年 7 月 24 日，电科投资通过深圳证券交易所证券交易系统以集中竞价交易方式买入公司股份 1304 万股，占公司总股本的 1.62%，本次权益变动后，电科投资及其一致行动人中电基金、网安合计持有公司股份 1.24 亿股，占公司总股本的 15.49%，为公司第一大股东。

股权变更前，外资企业 IAB 与联想投资分别为公司第一、二大股东，调整前公司政府行业收入占比仅为 20%左右，相比启明、天融信、奇安信、卫士通，处于较低水平。股权调整后，2019 年上半年政府、事业单位及其他类客户营业收入比上年同期增长 31.92%。

与此同时，公司开始多手段扩大政府和军队涉密领域业务：1) 加大公司业务、资质的宣传、推广力度，2) 大力参与政府和军队的安全领域的科研课题 3) 横向打通网络安全和涉密业务的衔接点，实现公司和涉密领域的无缝对接，形成公司的涉密解决方案，4) 纵向深入理解涉密领域的内涵，引导产品和服务的个性化需求。

盈利预测

核心假设

收入成本假设:

1.政府及事业单位(包括政府、交通、学校、医院、JD):随着央企中电科入主绿盟科技,后者补全了党政军市场资质,在该市场公司有望加速增长。2019上半年实现政府及事业单位收入1.34亿元,同比增长31.92%,主要得益于交通ETC建设带来的新增需求。公司披露上半年交通订单同比增速40%左右,并考虑到ETC建设高峰将持续至年底,叠加公司下半年或将发力政府行业,故预计全年公司政府及事业单位收入有望略高于上半年。2020-2021年,随着公司与股东方、兄弟单位的合作不断深入,故预计2019-2021年增速分别为35%、35%、38%,呈现加速增长态势。毛利率方面,公司上半年政府及事业单位毛利率64%,同比下降11.26pct,我们认为主要由于今年增速较快的交通毛利率较低,而不是政府毛利率有所下降。我们判断后续公司将逐步打开政府市场,打法渐渐成形,较低毛利率的交通收入占比下降,随之整体毛利率有望稳步提升,预计2019-2021年分别为66%、68%、70%。

2.金融机构:2018年与2019上半年实现金融机构收入2.80/1.15亿元,同比增长24.11%/10.34%,我们认为主要由于季节性因素,下半年为收入确认高峰期。同时公司上半年金融机构订单储备良好,新签订单同比增长40%左右。我们认为由于金融机构网络安全建设以自发为主,故该市场需求趋于稳定,预计公司2019-2021年业务增速分别为25%、20%、15%。毛利率方面,公司金融业务客户多为银行在各地的分支机构,公司议价能力相对较强,参考上半年业务毛利率78.12%,我们预计2019-21年稳定在79%、79%、79%。

3.电信运营商:2018年与2019上半年实现电信运营商收入3.30/1.12亿元,同比增长38.30%/27.75%,同时公司上半年运营商订单储备良好,新签订单同比增长50%以上。与金融机构特点类似,运营商对于网安的自发需求稳定。且运营商需求与各地数据中心建设与技术迭代相关,故我们判断运营商需求近三年有望维持较高景气度,参考今年上半年订单情况,预计公司2019-2021年业务增速分别为40%、36%、35%。毛利率方面,随着三大运营商集采项目增加,会一定程度影响业务毛利率,参考上半年毛利率77.74%,我们预计2019-21年电信运营商毛利率为77%、76%、75%。

4.能源及其他行业:2018年与2019上半年实现该项收入3.44/1.59亿元,同比增长-9.06%/29.61%,收入来源分散在能源、央企、互联网等行业。由于央企、工控需求较为旺盛,我们谨慎看好,预计公司2019-2021年业务增速分别为30%、28%、25%。毛利率方面,我们预计2019-21年稳定在71%、71%、71%。

图21: 收入成本假设

(单位:亿元)		2018	2019E	2020E	2021E
政府及事业单位	收入	3.91	5.28	7.13	9.84
	同比增速	-5.26%	35.00%	35.00%	38.00%
	收入占比	29.07%	29.54%	30.54%	32.46%
	毛利率	77.11%	66.00%	68.00%	70.00%
金融机构	收入	2.80	3.50	4.38	5.47
	同比增速	24.11%	25.00%	20.00%	15.00%
	收入占比	20.83%	19.59%	18.01%	15.95%
	毛利率	79.82%	79.00%	79.00%	79.00%
电信运营商	收入	3.30	4.54	6.18	8.34
	同比增速	38.30%	40.00%	36.00%	35.00%
	收入占比	24.55%	25.87%	26.95%	28.01%
	毛利率	79.37%	77.00%	76.00%	75.00%
能源及其他央企	收入	3.44	4.47	5.72	7.15
	同比增速	-9.06%	30.00%	28.00%	25.00%
	收入占比	25.55%	25.00%	24.50%	23.59%
	毛利率	72.01%	71.00%	71.00%	71.00%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

费用率假设:2016-2018年公司营业费用率从30.08%上升到37.79%，管理费用率从14.85%下降至10.66%，研发费用率从15.60%提升至20.14%。2019Q1-3营业费用率42.08%，同比下降2.39pct，管理费用率11.22%，同比下降3.38pct。两项费用率下降幅度较大，我们认为主要由于今年公司收入增长较快，而相应人员、业务扩张带来的费用端体现略有滞后，我们判断随着近期密集出台的网安政策影响不断加深，公司费用率或将维持较高水平，故预计公司2019-2021年营业费用率分别为38.0%、37.0%、36.0%，公司2019-2021年管理费用率分别为8.0%、9.0%、10.0%。

2018年/2019Q1-3研发费用2.71/2.20亿元，同比增长12.8%/11.9%，公司研发费用增长较为平稳(12%左右)。公司2018年计入研发投入的研发人员同比增长22%，但研发费用却没有线性增长，主要由于公司研发资本化占比逐年提升的缘故(2016/2017/2018:26%/29%/31%)。参考2018年研发人员增长22%，我们认为公司或将加大研发人员投入，预计2020-2021年公司研发人员将维持每年20%左右增长，而随着公司资本化项目不断推进促使资本化比例趋于稳定，故公司2019-2021年研发费用增长率分别为12.0%、20.0%、20.0%。

图22: 费用率假设

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业费用率	30.08%	33.46%	37.79%	38.00%	37.00%	36.00%
管理费用率	14.85%	12.86%	10.66%	8.00%	9.00%	10.00%
研发费用率	15.60%	19.13%	20.14%	16.98%	15.43%	14.06%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

目标价 21.32-22.96 元，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司2019-2021年分别实现归母净利润2.57/3.31/4.44亿元，对应EPS分别为0.32/0.41/0.56元，当前股价对应PE分别为58/45/34倍。可比公司估值，20年PE均值为50倍。考虑公司股东方带来的边际影响，公司体制内业务空间可期，给予20年52-56倍PE，对应目标价21.32-22.96元，首次覆盖给予“增持”评级。

图23: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	11月22日 股价	EPS (元)				PE (倍)				
			18A	19E	20E	21E	TTM	18A	19E	20E	21E
002439.SZ	启明星辰	33.41	0.63	0.80	0.98	1.22	54.69	52.66	41.99	34.07	27.28
300454.SZ	深信服	120.5	1.50	1.65	2.13	2.89	80.53	80.52	73.03	56.61	41.73
002268.SZ	卫士通	25.54	0.14	0.27	0.42	0.56	164.62	178.12	93.08	60.39	45.81
可比公司平均 PE							99.95	103.77	69.37	50.36	38.27
300369.SZ	绿盟科技	18.69	0.21	0.32	0.41	0.56	70.84	88.75	58.00	45.12	33.61

资料来源: Wind、华泰证券研究所; 可比公司EPS来自Wind一致预期

风险提示

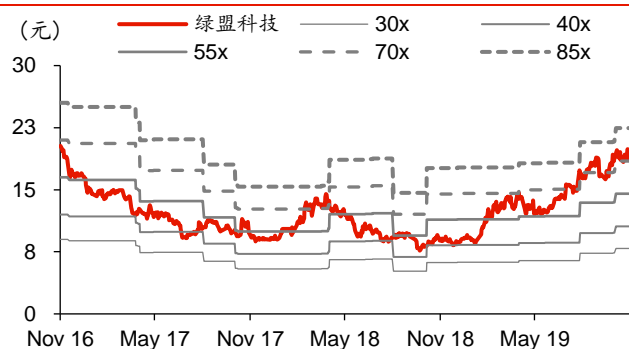
中美贸易事件升级：公司安全产品需要采购一定量处理器芯片，中美贸易摩擦加剧或将一定程度影响公司业务；

公司客户信息安全支出受限：行业客户多为党政军央企等体制内单位，受预算影响较大，如政企单位进一步削减开支，会对行业内公司收入造成不利影响；

市场情绪影响，科技股估值回调：计算机行业公司估值相对较高，市场情绪不稳或导致科技股估值回调。

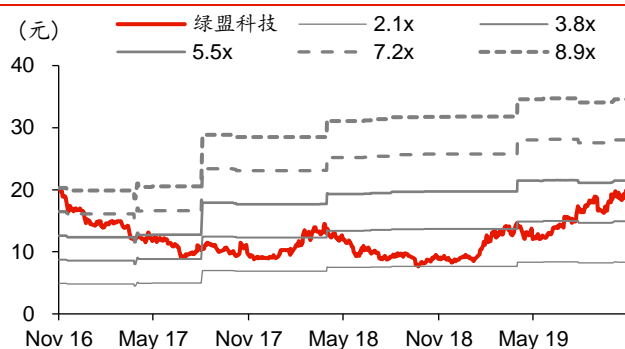
PE/PB - Bands

图24：绿盟科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图25：绿盟科技历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,851	2,855	3,578	4,383	5,427
现金	1,740	1,230	893.56	1,167	1,515
应收账款	765.64	842.42	1,193	1,574	2,070
其他应收账款	50.01	49.31	57.67	64.50	83.90
预付账款	13.77	19.56	39.11	56.97	81.60
存货	43.73	39.64	68.40	94.90	122.34
其他流动资产	237.52	674.82	1,327	1,427	1,554
非流动资产	910.91	976.52	911.65	962.70	1,012
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	115.66	119.47	128.95	133.00	128.81
无形资产	156.79	198.86	198.86	198.86	198.86
其他非流动资产	638.46	658.18	583.84	630.84	683.84
资产总计	3,761	3,832	4,490	5,346	6,438
流动负债	868.25	701.60	1,081	1,690	2,439
短期借款	227.06	238.50	446.57	981.89	1,635
应付账款	156.35	113.18	194.41	248.38	317.85
其他流动负债	484.83	349.92	440.00	460.21	485.85
非流动负债	27.33	22.05	34.70	27.90	28.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	27.33	22.05	34.70	27.90	28.26
负债合计	895.58	723.66	1,116	1,718	2,467
少数股东权益	0.02	(0.58)	(0.97)	(1.48)	(2.13)
股本	804.17	799.67	798.09	798.09	798.09
资本公积	1,400	1,381	1,383	1,383	1,383
留存公积	925.03	1,045	1,254	1,508	1,852
归属母公司股东权益	2,866	3,109	3,375	3,629	3,973
负债和股东权益	3,761	3,832	4,490	5,346	6,438

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	75.89	85.48	349.98	(118.75)	(100.62)
净利润	152.65	167.47	256.79	330.06	443.18
折旧摊销	69.15	88.39	40.53	55.95	74.19
财务费用	1.89	4.73	(18.36)	10.71	42.24
投资损失	(38.61)	(41.32)	(50.00)	(50.00)	(60.00)
营运资金变动	(123.70)	(160.47)	77.67	(510.56)	(665.19)
其他经营现金	14.52	26.68	43.37	45.09	64.97
投资活动现金	(101.60)	(509.73)	(921.31)	(56.00)	(62.00)
资本支出	121.68	116.20	50.00	60.00	70.00
长期投资	18.60	15.50	(79.21)	45.00	50.00
其他投资现金	38.68	(378.04)	(950.52)	49.00	58.00
筹资活动现金	656.65	(86.99)	235.24	447.91	511.05
短期借款	55.16	11.43	208.07	535.33	653.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	431.91	(4.50)	(1.58)	0.00	0.00
资本公积增加	439.55	(18.68)	1.98	0.00	0.00
其他筹资现金	(269.96)	(75.24)	26.77	(87.41)	(142.36)
现金净增加额	628.98	(508.23)	(336.09)	273.16	348.43

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,255	1,345	1,787	2,333	3,030
营业成本	361.98	310.34	488.91	633.03	816.02
营业税金及附加	14.37	15.81	19.66	25.67	33.33
营业费用	419.93	508.26	679.11	863.37	1,091
管理费用	161.42	143.32	142.97	210.01	303.03
财务费用	1.89	4.73	(18.36)	10.71	42.24
资产减值损失	23.21	27.50	26.07	26.54	26.39
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	38.61	41.32	50.00	50.00	60.00
营业利润	182.04	185.83	293.63	378.34	508.12
营业外收入	1.14	1.05	1.08	1.07	1.07
营业外支出	0.57	0.82	0.73	0.76	0.75
利润总额	182.62	186.07	293.98	378.65	508.44
所得税	29.97	18.60	37.19	48.59	65.27
净利润	152.65	167.47	256.79	330.06	443.18
少数股东损益	0.28	(0.60)	(0.39)	(0.51)	(0.65)
归属母公司净利润	152.37	168.07	257.18	330.56	443.83
EBITDA	253.08	278.95	315.79	444.99	624.54
EPS (元, 基本)	0.19	0.21	0.32	0.41	0.56

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	15.07	7.17	32.87	30.57	29.86
营业利润	1.99	2.08	58.01	28.85	34.30
归属母公司净利润	(30.78)	10.31	53.02	28.54	34.26
获利能力 (%)					
毛利率	71.16	76.93	72.64	72.87	73.07
净利率	12.14	12.50	14.39	14.17	14.65
ROE	5.32	5.41	7.62	9.11	11.17
ROIC	12.81	8.87	13.10	14.76	16.57
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.81	18.88	24.85	32.14	38.32
净负债比率 (%)	25.35	32.96	40.03	57.14	66.28
流动比率	3.28	4.07	3.31	2.59	2.22
速动比率	3.23	4.01	3.25	2.54	2.17
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.35	0.43	0.47	0.51
应收账款周转率	1.55	1.48	1.56	1.50	1.48
应付账款周转率	2.79	2.30	3.18	2.86	2.88
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.21	0.32	0.41	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.11	0.44	(0.15)	(0.13)
每股净资产(最新摊薄)	3.59	3.90	4.23	4.55	4.98
估值比率					
PE (倍)	97.90	88.75	58.00	45.12	33.61
PB (倍)	5.20	4.80	4.42	4.11	3.75
EV_EBITDA (倍)	54.29	49.26	43.51	30.88	22.00

公司研究/首次覆盖

2019年11月25日

计算机软硬件/计算机应用 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 25.54
合理价格区间(元): 26.58~27.94

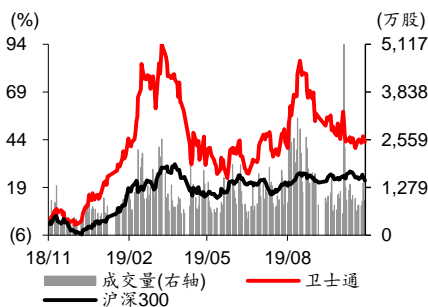
谢春生 执业证书编号: S0570519080006
研究员 021-29872036
xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003
研究员 010-56793965
guoyali@htsc.com

郭梁良 执业证书编号: S0570519090005
研究员 021-28972067
guoliangliang@htsc.com

金兴 010-56793957
联系人 jinxing@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

覆盖底层密码技术的安全服务商

卫士通(002268)

背靠电科旗下中国网安，覆盖底层密码技术的安全服务商

卫士通作为老牌的信息安全国家队，已完成从提供加密安全产品，向安全集成商和系统集成商的转变，并致力于进一步转变为网络安全综合服务提供商。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.17/0.23/0.33 元。我们认为卫士通所处密码行业中长期有较大空间，且公司作为加密行业龙头公司兼网安集成国家队，在 A 股有一定的稀缺性，给予“增持”评级。

加密产品维持行业领先地位，党政军需求释放业务增量

卫士通成立时主要从事商用通信保密产品方面的开发、生产和销售，主机加密设备是公司当时的拳头产品，主要应用于党政军、金融、电力等重要行业，2011 年公司政府部门的业务营收占比在 50% 以上，军工等大型企业集团业务的营收占比在 20% 左右，根据公司调研信息，2018 年党政军收入占比也在 70% 以上。目前，国家对于网络安全与自主可控的关注度越来越高，其中保护关键信息的私密性是最为重要的因素之一，公司作为覆盖底层加密技术的安全厂商，有望深度受益。

《密码法》东风起，践行“密码泛在化，安全服务化”

目前公司安全服务大多来源于系统集成业务，2018 年安全集成与服务的收入占比超过一半以上。结合近期《密码法》出台与领导人密切关注区块链产业，我们认为国家表露对于完善信任机制（不管是网络空间还是社会经济）的决心，而密码因其在身份认证、信息加密、完整性保护和抗抵赖等方面的能力，将成为可信网络建设的重要基础设施。综上，我们认为一方面，网络安全建设有望促进公司党政军安全集成业务持续增长；另一方面，国家鼓励密码产业发展，有望利好公司特色加密产品逐步渗透：金融/电网加密机、“网安飞天”安全云、党政安全手机、橙讯即时通讯工具。

目标价 26.58-27.94 元，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司 2019-2021 年分别实现营业收入 22.75/28.56/37.13 亿元，归母净利润 1.40/1.96/2.78 亿元，当前股价对应 PE 分别为 153/109/77 倍。受益于网络安全建设与商用密码应用，我们认为卫士通所处密码行业中长期有较大空间，且公司作为加密行业龙头公司兼网安集成国家队，在 A 股有一定的稀缺性，我们使用 P/S 进行估值。参考可比公司 20 年平均市销率 8 倍，给予卫士通 20 年 7.8-8.2 倍 P/S，对应目标价 26.58-27.94 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：中美贸易摩擦升级；科技股估值回调；政企安全支出受限。

公司基本资料

总股本 (百万股)	838.34
流通 A 股 (百万股)	809.89
52 周内股价区间 (元)	17.80-34.71
总市值 (百万元)	21,411
总资产 (百万元)	5,570
每股净资产 (元)	5.17

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

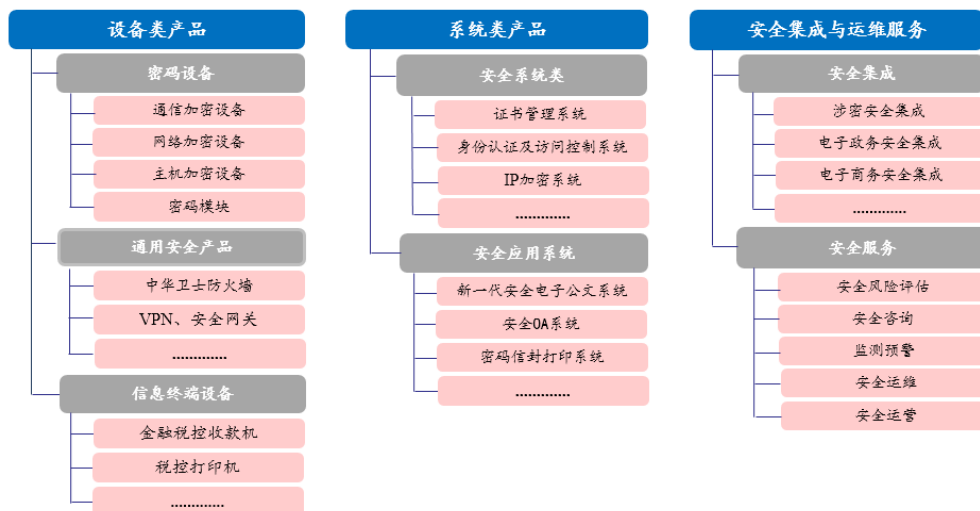
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,137	1,931	2,275	2,856	3,713
+/-%	18.79	(9.64)	17.83	25.54	30.00
归属母公司净利润 (百万元)	169.05	120.20	139.96	196.39	277.73
+/-%	8.54	(28.90)	16.43	40.32	41.42
EPS (元, 最新摊薄)	0.20	0.14	0.17	0.23	0.33
PE (倍)	126.65	178.12	152.98	109.02	77.09

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

卫士通：党政军网络信息安全服务商

卫士通：党政军网络信息安全服务商。卫士通是国内网络安全领域的领军者。面对愈发复杂的网络安全态势，卫士通作为上市公司中唯一的信息安全国家队，已完成从提供信息安全产品的产品供应商，向安全集成商和系统集成商的转变，并致力于进一步转变为网络安全综合服务提供商。目前公司的主要产品和业务分别是：**1、设备类产品；2、系统类产品；3、安全集成与运维服务。**

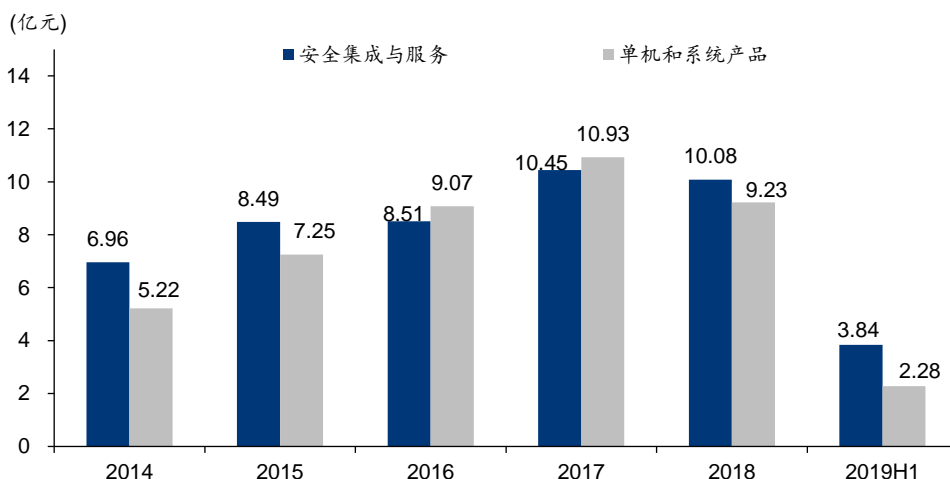
图26： 卫士通产品线



资料来源：招股说明书、年报、华泰证券研究所

公司营收分为单机和系统产品，以及安全集成与服务，两者营收呈现“双足鼎立”的态势。其中，单机与系统产品包括加密产品、防火墙/VPN，以及安全系统；安全集成与服务包括安全运维、监测预警、风险评估、安全咨询，和安全运营服务，电子政务安全集成、电子商务安全集成等。

图27： 卫士通 2014-2019 年上半年分业务收入情况



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

卫士通自 1998 年成立后，在信息安全市场深耕二十余年，逐步从信息安全产品生产供应商，发展为安全集成商与安全系统商，并向综合信息安全服务商跨步前进。2018 年是公司的腾飞之年，上线了国内首家通过安全、密码双测评的安全云——“卫士云”、国内首个软密码模块——移动智能终端安全密码模块、国内首款商密系统产品——卫士通安全移动办公系统。

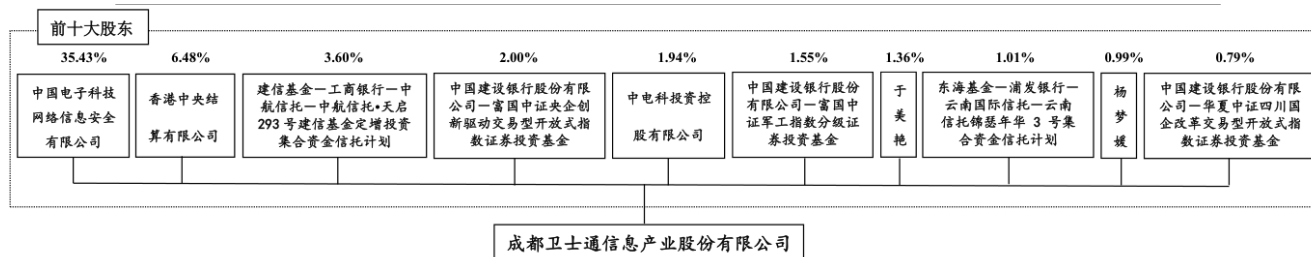
图28： 卫士通历史沿革



资料来源：卫士通官网、华泰证券研究所

截至2019年第三季度，卫士通前五大股东合计持有公司49.45%的股份。中国电子科技网络信息安全有限公司、香港中央结算有限公司、建信基金—工商银行—中航信托—中航信托·天启293号建信基金定增投资集合资金信托计划、中国建设银行股份有限公司—富国中证央企创新驱动交易型开放式指数证券投资基金、中电科投资控股有限公司分别持有公司总股本的35.43%、6.48%、3.60%、2.00%、1.94%。

图29： 卫士通股权结构图（截至2019年第三季度）



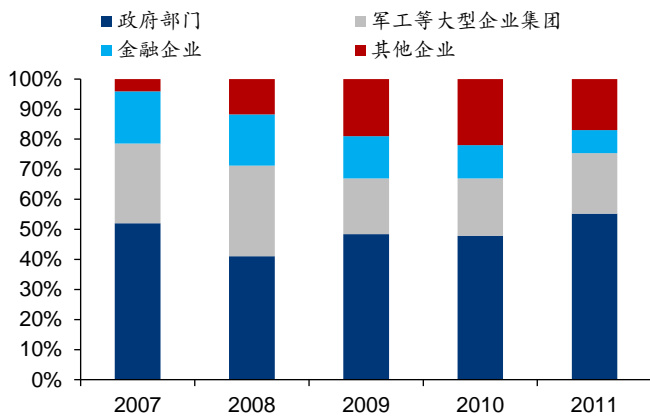
资料来源：Wind、华泰证券研究所

加密产品维持行业领先地位，党政军需求释放业务增量

党政军部门是公司的主要客户，且随着网络安全情势的恶化，对加密产品的需求不断上升，党政军业务也一直是公司营收的主要来源。2011年，公司政府部门的业务营收占比在50%以上，军工等大型企业集团的营收占比维持在20%左右。卫士通研发的面向党政军部门的产品包括“一KEY通综合安全防护系统”、安全手机等：

- 1) “一KEY通综合安全防护系统”是卫士通在军工行业的优势产品，以此产品为核心签署政府部委以及军工行业的等分级保护项目，目前已经广泛部署于各级政府、部委、军工企业与大型企业。
- 2) 卫士通安全手机业务逐步成熟，已经发布了与华为联合定制开发的政务安全手机、尊御安全手机；也发布了龙御系列自主可控计算机、卫士通中华卫士系列自主可控安全交换机等基于国产芯片的产品，基本满足政府、军工、金融、能源等重点行业用户的安全需求。

图30：卫士通营收按部门分类营收占比情况



备注：2011年后公司未披露分行业收入情况

资料来源：公司年报、华泰证券研究所

图31：卫士通安全手机



资料来源：卫士通官网、华泰证券研究所

智能电网领域业绩不断突破

电力系统专用安全设备是卫士通自主研发的核心产品，包括电力纵向加密认证装置、电能计量密码机等，这些产品设备在国家电网内不断普及应用，逐步为我国智能电网建设构建自主、可控、安全的信息安全保障体系。其中，电力纵向加密认证装置销售态势良好，在国家电网各个区域逐步普及，市场率保持高位。

图32：卫士通电力系统专用安全设备发展过程

年份	产品发展
2019年	形成电力纵向加密认证装置、国家电网I型外网安全接入网关、电力网络安全监测装置三大拳头产品。
2017年	新一代电力纵向加密装置全面推广，实现销售收入过亿元，市场占有率超过40%。
2016年	公司完成了百兆、千兆新型电力纵向加密认证装置产品的研制。
2014年	公司发布新型电力纵向加密认证装置系统，硬件平台完全自主化，有效地降低了产品成本，提高了产品质量，完成了高端、中端、低端、微型全系列产品的覆盖。该年电力纵向加密认证装置销售收入首次超过1亿元。
2011年	电力纵向加密认证装置签署了以四川电力、重庆电力、山西电网、山东电网为代表的若干重大项目，公司服务器密码机被国家电网公司指定为唯一的密码机品牌供应商。
2010年	电力纵向加密装置在山西电网、华中电网等地市场占有率继续提高，同时又在南方电网电力二次安全防护项目中先后中标广东电网6个地调、广西电网3个地调。同年电力专用密码机平台成功应用在智能电网，是公司在电力行业的又一重大突破。

资料来源：公司年报、华泰证券研究所

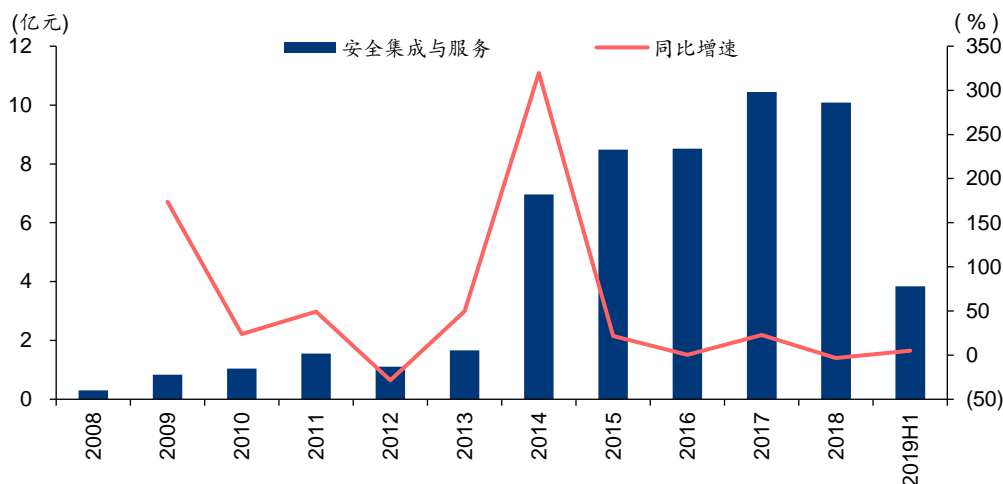
密码泛在化，安全服务化

安全集成业务稳定增长

卫士通提供的安全集成服务包括：涉密安全集成、电子政务安全集成、行业信息化安全集成、电子商务安全集成等，客户涵盖金财、金审、金卡、金航、发改委、中纪委、信产部，中电、军工等部门，业务涉及政府、央企、金融、能源、社保、公交、远洋等行业，积累了大量承建大型信息安全工程项目的经验。

公司安全集成与服务业务保持稳定发展，营收逐年增长，2008-2018年期间营收复合增长率为41.86%。2014年安全集成与服务营收大幅增长，同比增速为319.73%，出现如此大幅增长的原因是2013年“棱镜”事件曝光后，信息安全被提升到国家战略高度，公司业务加速拓展，营收大幅增长。

图33：卫士通安全集成与服务营收情况



资料来源：年报、华泰证券研究所

卫士通安全集成业务资质完备，拥有涉密信息系统集成甲级资质、涉密信息系统集成资质（系统集成/综合布线/安防监管）、智能建筑设计与施工双甲资质，能提供符合要求且高质量的安全集成与运营服务。

《密码法》来临，全面推广密码在各行业领域的应用

十三届全国人大常委会第十四次会议10月26日表决通过密码法，将自2020年1月1日起施行。密码法旨在规范密码应用和管理，促进密码事业发展，保障网络与信息安全，提升密码管理科学化、规范化、法治化水平，是我国密码领域的综合性、基础性法律。

结合近期《密码法草案》出台与领导人密切关注区块链产业，我们认为国家表露对于完善信任机制（不管是网络空间还是社会经济）的决心，而密码因其在身份认证、信息加密、完整性保护和抗抵赖等方面的能力，将成为可信网络建设的重要基础设施。

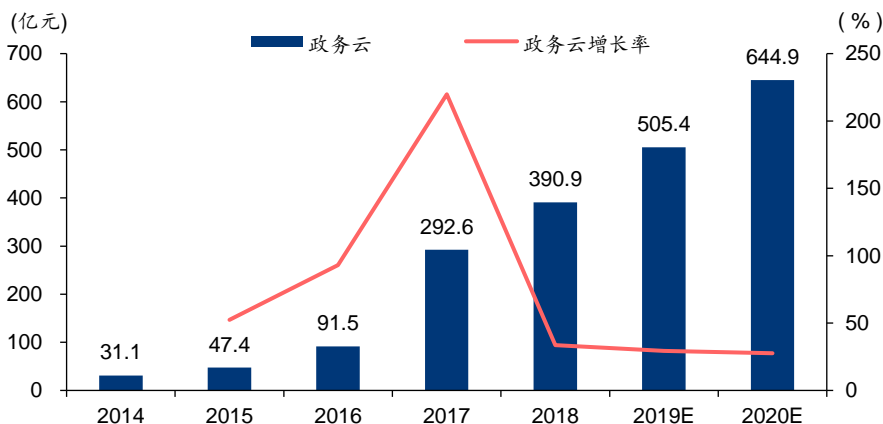
图34: 《关键信息基础设施安全保护条例》与《密码法》共同促进公司加密技术的全面渗透

行业领域	应用
金融	从无卡渠道,就是银行客户端、微信到有卡渠道,以及第三方支付机构的对接,以及银行的中心节点系统的安全运行都广泛使用了密码,满足了用户的实体身份管理、可信验证、访问控制、传输存储加密需求。当前比较重要的是在核心业务系统这方面要进一步推进基础软硬件自主可控和国产商用密码的应用,来增强我们整个金融领域,以密码构建安全保障体系的能力。
电力	国家的网点系统已经全面使用加密装置,形成了一个完整的信任链,确保电力调度的安全。同时,基于密码构建泛在电力物联生态的工程正在推进。
移动通信	加密手机,结合4G、5G时代解决语音、信息的加密问题。
社会保障	基于部级和省级密码管理系统,以密码管理服务为核心,可以构建了社保卡的全国社保服务安全互联互通,同时保护用户隐私。
医疗卫生	互联网智慧医疗是发展趋势,个人电子病历卡数据安全保障至关重要。通过密码技术实现电子病例数据的身份真实、数据完整、访问行为规范、使用责任明确和隐私保护,实现医疗健康网络化服务的同时,保证医疗数据的合规使用。
智能网联汽车	各个厂商都基于云平台构建数据中心,来推荐智能网联汽车的后台服务系统,在这个过程中,车、人以及车商的服务都需要密码来保障人对车的认证,保障车中的娱乐系统和控制系统之间的隔离,以及保障网联汽车到服务平台的安全、可信的接入,和获取各种服务数据的安全。
工业互联网	有两个要素,一个是标识,一个是信任,标识是我们国家工信部已经通过专项牵引构建的基于密码的工业互联网可信标识体系,它能够工业互联网的各相关方提供规范的标识管理。另外,通过专项牵引,正在开展工业互联网信任服务支撑平台的构建,解决跨行业、跨企业互信、互操作的信任支撑需求。进行订单的管理、上下游供应链的管理、在线的生产管理,形成一个跨领域、跨行业的协作能力。
广电	在版权保护、防插播,密码已经成为一个主流的技术手段。基于商用密码技术,保护媒体内容数字版权,并能够有效抵御恶意插播行为,切实提高广播电视无线覆盖系统的安全播出保障能力。
政务云	不管是广东、四川、宁夏,各个省份都围绕着数字中国建设在规划建设省一级的政务云,并构建相应的数据平台。我们针对政务云也提出了基于密码管理和电子认证,提供云平台化的密码服务和网络信任服务,并以密码为基础进一步为政务云上的接入端和可信接入区提供相应产品,确保应用云化迁移和数据共享交换安全。

资料来源:卫士通官方公众号、华泰证券研究所

卫士通与阿里云合作打造“网安飞天”安全云,卡位政务云领域。卫士通有望依托“网安飞天”安全云(目前尚在研制阶段,未纳入盈利预测)平台品牌,构建国产自主可控安全云平台生态链,满足政府、国防和重点行业高安全级用户的云平台建设需求,提升在党政军安全私有云市场的市占率。

根据赛迪顾问调研数据,我国2018年私有云市场规模525.4亿元(其中政务390.9亿元),到2020年有望达到787.8亿元(其中政务云644.9亿元)。公司特色私有云“网安飞天”由于融合公司底层加密技术,市场上较为稀缺。

图35: 中国政务云市场规模

资料来源:赛迪顾问、华泰证券研究所

我们认为,密码技术的广泛渗透有望促进加密、认证服务的推广,密码能力通过产品或服务的形式向各行各业输出,利好覆盖底层加密技术的网安集成国家队卫士通。

盈利预测与估值

核心假设

收入成本假设:

1. 单机和系统产品:

根据数观天下调研数据, 2017年我国商用密码产业规模达到239.41亿元, 2012-2017年复合增速22%。我们认为, 《密码法草案》的出台将较大地促进密码在信息安全建设中的应用, 长期来看密码产业空间较大, 行业增速有望超过往年。作为政府、军队、电力行业加密产品的龙头公司, 卫士通密码相关产品需求或将加速成长。结合2018/2019H1公司加密产品收入增速分别为-15.56%/-2.15%, 相较2018年, 今年上半年业务增速已略有好转, 我们认为公司加密产品下半年有望回升。考虑到季节性因素(2018年上半年加密产品收入占全年的25%), 预计2019-2021年公司单机和系统产品收入增速分别达到10%、20%、30%。毛利率方面, 2018与2019年上半年单机和系统产品同比分别提升5.48pct、13.58pct, 公司密码产品需求向好, 有望促使毛利率小幅提升, 我们预计2019-21年分别为56%、57%、58%。

2. 安全集成与服务:

2019年政策集中催化, 其中等保2.0、央企考核制度与公司政府、央企业务较为相关, 赛迪顾问预计2019-2021年安全服务市场增速分别可达到39%、40%、38%。公司集成业务增速(2018/2019H1分别增长-3.46%/5.05%), 受益于2019年党政安全集成需求较为旺盛, 结合公司党政军集成业务收入确认大多在下半年, 我们预计公司2019-2021年收入增速分别为25%、30%、30%, 呈现加速增长态势。毛利率方面, 2018与2019年上半年安全集成与服务毛利率同比分别下降3.09pct、1.44pct。随着党政军客户对于安全服务的重视, 公司安全集成与服务毛利率有望下跌趋势有望得到缓解, 企稳后回升(党政军客户信息安全相关系统集成毛利率在10-20%之间), 预计2019-21年分别为12%、13%、14%。

图36: 收入成本假设

(单位: 亿元)		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
单机和系统产品	收入	9.07	10.93	9.23	10.15	12.18	15.83
	同比增速	25.12%	20.47%	-15.56%	10.00%	20.00%	30.00%
	毛利率	55.80%	54.24%	59.72%	56.00%	57.00%	58.00%
安全集成与服务	收入	8.51	10.45	10.08	12.61	16.39	21.30
	同比增速	0.31%	22.71%	-3.46%	25.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	14.17%	15.49%	12.40%	12.00%	13.00%	14.00%

资料来源: 华泰证券研究所

费用率假设:2016-2018年公司营业费用率从9.86%上升到11.99%, 管理费用率从6.74%提升至7.42%, 研发费用率从8.31%提升至9.98%, 近三年各项费用率均有所提升。2019Q1-3营业费用率17.93%, 同比提升1.62pct, 管理费用率11.03%, 同比上升1.13pct。我们判断随着近期密集出台的网安政策影响不断加深, 公司费用率或将维持较高水平, 预计2019年营业费用率、管理费用率提升0.51pct/0.58pct。但2020-2021年, 随着公司营收较快增长, 公司费用率有望保持稳定。故预计公司2019-2021年营业费用率分别为12.5%、12.5%、12.5%, 公司2019-2021年管理费用率分别为8.0%、8.0%、8.0%。

2018年/2019Q1-3研发费用1.93/1.24亿元, 同比增长6.54/-6.9%。研发人员方面, 公司2016-2018年研发人员分别698/864/871人, 增长37%/24%/1%。我们认为密码应用或促使公司加大研发人员投入, 研发费用率进一步提升, 预计公司2019-2021年研发费用率分别为10.0%、10.5%、11.0%。

图37: 费用率假设

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业费用率	9.86%	10.08%	11.99%	12.50%	12.50%	12.50%
管理费用率	6.74%	6.99%	7.42%	8.00%	8.00%	8.00%
研发费用率	8.31%	8.46%	9.98%	10.00%	10.50%	11.00%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

目标价 26.58-27.94 元, 首次覆盖, “增持”评级

我们预计公司 2019-2021 年分别实现营业收入 22.75/28.56/37.13 亿元, 归母净利润 1.40/1.96/2.78 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 153/109/77 倍。受益于网络安全建设与商用密码应用, 我们认为卫士通所处密码行业中长期有较大空间, 且公司作为加密行业龙头公司兼网安集成国家队, 在 A 股有一定的稀缺性, 我们使用 P/S 进行估值。参考可比公司 20 年平均市销率 8 倍, 给予卫士通 20 年 7.8-8.2 倍 P/S, 对应目标价 26.58-27.94 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

图38: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	11月22日 股价	营业收入 (亿元)				PS (倍)				
			18A	19E	20E	21E	TTM	18A	19E	20E	21E
300579.SZ	数字认证	43.55	6.68	8.29	10.69	14.00	10.52	11.74	9.46	7.34	5.60
300659.SZ	中孚信息	54.01	3.56	5.78	9.01	12.64	14.84	20.15	12.40	7.96	5.68
300454.SZ	深信服	120.5	32.24	42.62	56.35	74.01	12.29	15.06	11.40	8.62	6.56
可比公司平均 PS							12.55	15.65	11.09	7.97	5.95
002268.SZ	卫士通	25.54	19.31	22.75	28.56	37.13	11.08	11.09	9.41	7.50	5.77

资料来源: Wind、华泰证券研究所; 可比公司营收来自 Wind 一致预期

风险提示

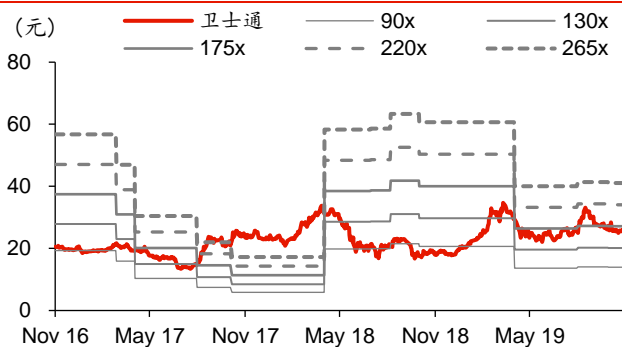
中美贸易事件升级: 公司安全产品需要采购一定量处理器芯片, 中美贸易摩擦加剧或将一定程度影响公司业务;

公司客户信息安全支出受限: 行业客户多为党政军央企等体制内单位, 受预算影响较大, 如政企单位进一步削减开支, 会对行业内公司收入造成不利影响;

市场情绪影响, 科技股估值回调: 计算机行业公司估值相对较高, 市场情绪不稳或导致科技股估值回调。

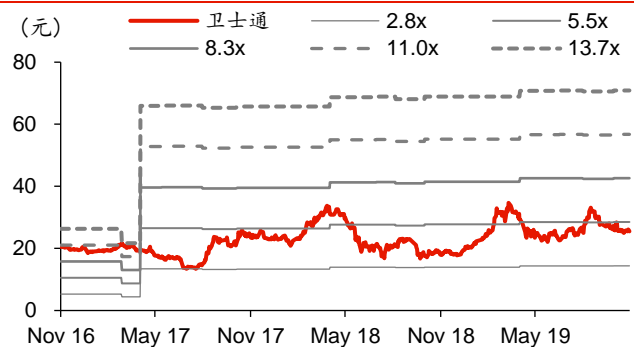
PE/PB - Bands

图39: 卫士通历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图40: 卫士通历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,067	4,409	4,460	4,990	6,221
现金	1,881	1,946	1,754	1,622	1,857
应收账款	1,616	1,723	1,833	2,372	3,097
其他应收账款	66.80	67.42	75.29	94.87	123.40
预付账款	68.49	77.71	89.91	115.34	146.60
存货	210.97	309.82	429.53	450.26	576.00
其他流动资产	224.41	286.07	277.54	335.65	421.34
非流动资产	1,686	1,811	1,823	1,793	1,739
长期投资	26.61	31.42	31.42	31.42	31.42
固定投资	265.66	263.20	848.69	1,097	1,175
无形资产	70.50	98.51	108.51	113.51	118.51
其他非流动资产	1,323	1,418	834.15	550.65	413.90
资产总计	5,754	6,220	6,283	6,783	7,960
流动负债	1,309	1,689	1,634	1,941	2,847
短期借款	0.00	250.00	0.00	0.00	491.94
应付账款	980.33	1,042	1,245	1,462	1,748
其他流动负债	328.86	396.83	389.44	478.85	606.75
非流动负债	56.59	76.40	61.08	64.69	67.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	56.59	76.40	61.08	64.69	67.39
负债合计	1,366	1,766	1,695	2,006	2,914
少数股东权益	92.01	47.79	53.25	60.74	71.40
股本	838.34	838.34	838.34	838.34	838.34
资本公积	2,558	2,591	2,591	2,591	2,591
留存公积	899.10	977.39	1,105	1,287	1,545
归属母公司股东权益	4,296	4,407	4,534	4,717	4,975
负债和股东权益	5,754	6,220	6,283	6,783	7,960

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(51.06)	32.87	68.60	(138.41)	(241.07)
净利润	177.25	124.48	145.42	203.87	288.40
折旧摊销	36.88	46.85	71.51	114.93	143.85
财务费用	(12.19)	(43.03)	(67.25)	(69.89)	(53.63)
投资损失	(1.80)	3.99	(20.00)	(30.00)	(40.00)
营运资金变动	(332.34)	(206.06)	(34.02)	(439.25)	(706.69)
其他经营现金	81.14	106.64	(27.06)	81.92	127.01
投资活动现金	(180.76)	(162.00)	(64.46)	(50.00)	(50.00)
资本支出	182.20	153.21	50.00	50.00	50.00
长期投资	0.00	9.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	1.44	0.20	(14.46)	0.00	0.00
筹资活动现金	1,579	192.37	(195.32)	55.89	525.93
短期借款	(828.56)	250.00	(250.00)	0.00	491.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	405.81	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,258	32.81	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(256.57)	(90.44)	54.68	55.89	33.99
现金净增加额	1,347	63.24	(191.18)	(132.52)	234.87

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,137	1,931	2,275	2,856	3,713
营业成本	1,383	1,255	1,556	1,949	2,497
营业税金及附加	20.31	14.20	20.21	24.92	31.89
营业费用	215.34	231.58	284.42	357.06	464.18
管理费用	149.38	143.21	182.03	228.52	297.07
财务费用	(12.19)	(43.03)	(67.25)	(69.89)	(53.63)
资产减值损失	74.60	90.90	60.00	50.00	40.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.80	(3.99)	20.00	30.00	40.00
营业利润	196.75	105.34	123.64	175.17	254.15
营业外收入	7.13	23.66	30.00	40.00	50.00
营业外支出	0.74	0.57	0.57	0.57	0.57
利润总额	203.14	128.43	153.07	214.60	303.58
所得税	25.88	3.94	7.65	10.73	15.18
净利润	177.25	124.48	145.42	203.87	288.40
少数股东损益	8.20	4.28	5.46	7.48	10.67
归属母公司净利润	169.05	120.20	139.96	196.39	277.73
EBITDA	221.44	109.16	127.90	220.21	344.36
EPS (元, 基本)	0.20	0.14	0.17	0.23	0.33

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	18.79	(9.64)	17.83	25.54	30.00
营业利润	64.60	(46.46)	17.37	41.68	45.08
归属母公司净利润	8.54	(28.90)	16.43	40.32	41.42
获利能力 (%)					
毛利率	35.30	35.01	31.62	31.76	32.76
净利率	7.91	6.22	6.15	6.88	7.48
ROE	3.94	2.73	3.09	4.16	5.58
ROIC	6.61	2.30	1.99	3.32	5.38
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.74	28.38	26.98	29.57	36.61
净负债比率 (%)	0	14.16	0	0	16.88
流动比率	3.11	2.61	2.73	2.57	2.19
速动比率	2.93	2.41	2.44	2.32	1.97
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.32	0.36	0.44	0.50
应收账款周转率	1.40	1.01	1.11	1.19	1.19
应付账款周转率	1.59	1.24	1.36	1.44	1.56
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.14	0.17	0.23	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.06)	0.04	0.08	(0.17)	(0.29)
每股净资产(最新摊薄)	5.12	5.26	5.41	5.63	5.93
估值比率					
PE (倍)	126.65	178.12	152.98	109.02	77.09
PB (倍)	4.98	4.86	4.72	4.54	4.30
EV_EBITDA (倍)	88.66	179.84	153.49	89.15	57.01

公司研究/首次覆盖

2019年11月25日

计算机软硬件/计算机应用 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 29.75
合理价格区间(元): 34.02~36.86

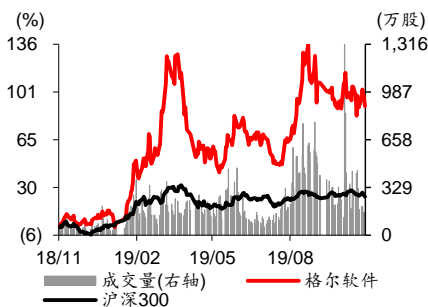
谢春生 执业证书编号: S0570519080006
研究员 021-29872036
xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003
研究员 010-56793965
guoyali@htsc.com

郭梁良 执业证书编号: S0570519090005
研究员 021-28972067
guoliangliang@htsc.com

金兴 010-56793957
联系人 jinxing@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

PKI 技术长期受益物联网应用

格尔软件(603232)

格尔软件：今明两年或将迎来业绩拐点

格尔软件是国内领先的信息安全产品和服务提供商，多年来不断深耕 PKI（公钥基础设施）产品市场，已经形成了较为完备的基于 PKI 的信息安全产品链，主要产品包括 PKI 基础设施产品、PKI 安全应用产品和通用安全产品三类，提供的信息安全解决方案业务涵盖政府机关、大型企业、金融机构和军工集团。我们认为，公司作为 PKI 龙头厂商或将深度受益《等保 2.0》、《密码法》的政策利好，以及 CA 证书在物联网领域的应用时间将近，2019-2021 年有望迎来拐点向上阶段。我们预计公司 2019-2021 EPS 分别为 0.60/0.71/0.94 元，给予增持评级。

PKI 行业：网络通信安全的重要基础设施

PKI 称为公钥基础设施。通过 CA 证书的发放、存储、管理，实现注册终端与其他应用服务器、终端与终端之间通信的安全性，安全性具体指公私钥所提供的信息加密与身份认证。PKI 产品是身份管理与访问控制领域的重要组成部分，同时身份管理与访问控制是 IT 安全软件市场最大的子领域。根据 IDC 2019.11.19 发布的数据，2019-2023 年我国身份管理与访问控制市场规模复合增速 18.9%，并将加速成长，我们认为市场前景较好。

短期看 PKI 渗透率提升，中长期看物联网应用

(1) 短期看点：等保 2.0、密码法驱动 PKI 在政府部门、央企中的渗透率提升。目前国内，PKI 厂商的主要客户集中在部委、央企与省级政府机关，我们认为，随着密码法鼓励信息加密应用、等保 2.0 强化合规要求，PKI 系统在政府、央企中的渗透率仍有较大提升空间。(2) 中长期看点：IoT 尤其是车联网与摄像头设备将推动 PKI 应用。赛迪顾问预计 2021 年，我国物联网安全市场规模有望超 300 亿元，2019-2021 年复合增速 50.6%。泰勒斯与波耐蒙研究所在《2018 全球 PKI 趋势研究》称，到 2020 年将有 42% 的 IoT 设备采用数字证书（CA）进行身份验证。

目标价 34.02-36.86 元，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司 2019-2021 年分别实现归母净利润 0.72/0.86/1.14 亿元，对应 EPS 分别为 0.60/0.71/0.94 元，当前股价对应 PE 分别为 50/42/32 倍。参考可比密码公司估值，20 年 PE 一致预期均值为 54 倍。由于格尔软件专注于 PKI 基础设施建设，弹性相对可比公司较小，给予 20 年 48-52 倍 PE，对应目标价 34.02-36.86 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：中美贸易事件升级；客户安全支出受限；科技股估值回调。

公司基本资料

总股本 (百万股)	121.27
流通 A 股 (百万股)	72.66
52 周内股价区间 (元)	22.01-51.24
总市值 (百万元)	3,608
总资产 (百万元)	698.88
每股净资产 (元)	4.88

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	271.65	308.59	357.60	440.93	565.54
+/-%	17.06	13.60	15.89	23.30	28.26
归属母公司净利润 (百万元)	70.25	71.80	72.44	85.96	114.47
+/-%	24.60	2.21	0.89	18.66	33.17
EPS (元, 最新摊薄)	0.58	0.59	0.60	0.71	0.94
PE (倍)	51.36	50.25	49.80	41.97	31.52

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

格尔软件：今明两年或将迎来业绩拐点

格尔软件：是国内较早研制和推出公钥基础设施 PKI 平台的厂商之一，也是国内首批商用密码产品定点生产与销售单位之一，多年来不断深耕 PKI 产品市场，拥有了一大批技术专利和资质证书，研发了一系列自主知识产权产品，主要产品包括 PKI 基础设施产品、PKI 安全应用产品和通用安全产品三类，业务已覆盖政务、金融、军工、企业重要信息系统等市场，并在新兴的电子商务、互联网网络实名、金融电子支付、云计算平台、虚拟化、移动互联网、智慧城市等领域的业务安全发挥了重要作用，目前已成为国内领先的信息安全产品和服务提供商。

公司已经形成了较为完备的基于 PKI 的信息安全产品链。三大类产品体系中，PKI 基础设施产品是构建网络信任体系的基础，是整个 PKI 安全体系的总体框架，主要提供数字认证系统、身份认证系统、密钥管理系统等产品；PKI 安全应用产品是在 PKI 基础设施产品基础之上，通过提供各种安全服务从而实现信息安全的的应用产品，提供安全认证网关、云安全服务平台系统、移动安全管理平台、安全电子邮件系统、电子签章系统等产品；通用安全产品是与 PKI 关联度不大的其他安全类产品，是对 PKI 系列安全产品的补充，包括网络审计系统和信息安全系统集成。

图表41： 格尔软件三大类产品体系构成

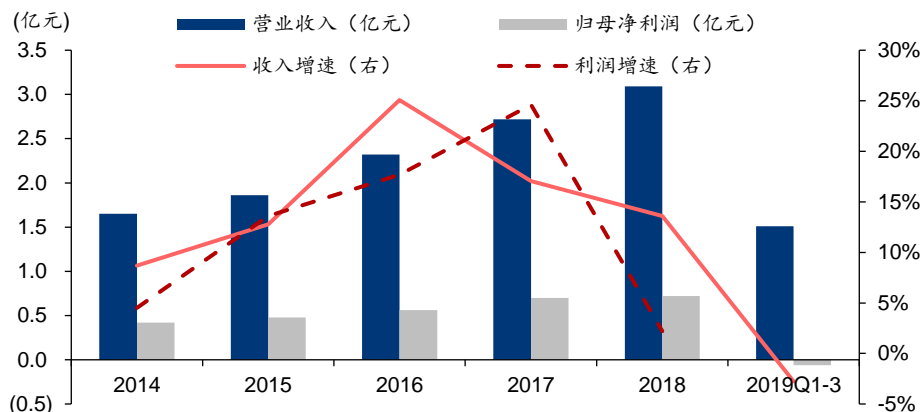


资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

公司信息安全解决方案业务涵盖政府机关、大型企业、金融机构和军工集团。政府机关包括公安、出入境部门和各部委，提供统一认证解决方案和终端安全密码模块方案；大型企业包括信息科技企业和制造企业，提供物联网安全解决方案和车联网安全解决方案；金融机构包含银行、证券等，提供超大容量证书认证系统解决方案和高性能 SSL 应用交付解决方案；军工集团方面，提供安全邮件管控和移动安全解决方案。

2014-2018 年，公司营收复合增速 16.98%，归母净利润复合增速 14.42%。2014-2016 年期间，公司收入利润呈现加速增长态势，而 2017 年至今收入利润增速皆回落。我们认为 2014-2018 年公司业绩反映了国内 PKI 应用的一轮景气周期，随着《等保 2.0》、《密码法》的政策利好，以及 CA 证书在物联网领域的应用时间将近，2019-2021 年有望迎来拐点上阶段。

图表42： 2014-2019年前三季度公司营收与归母净利润

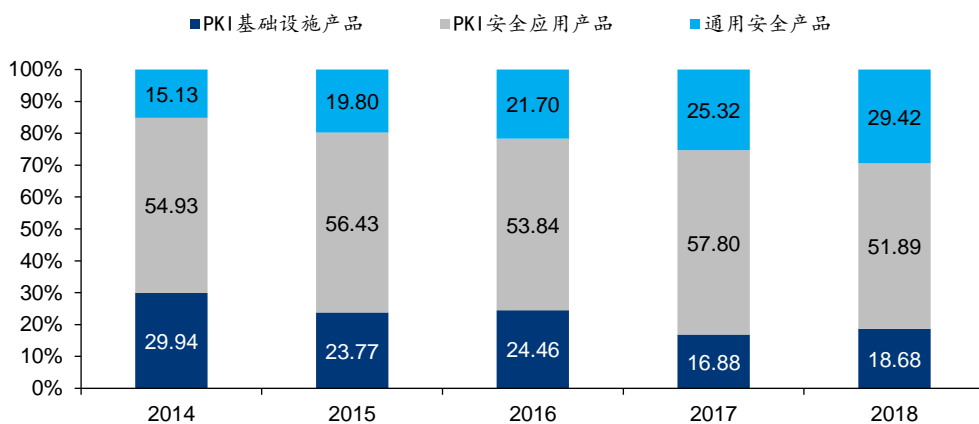


备注：其中 2019 年前三季度净利润同比转亏

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

营收结构：公司营收结构整体呈现多元化趋势，通用安全产品成为公司第二大营收来源。从整体来看，PKI 安全应用产品仍是公司营收的第一大来源，维持在 50% 以上，但 2018 年营收占比显著降低；通用安全产品营收占比逐年稳步提升，自 2017 年开始已成为公司营收的第二大来源，2018 年营收占比接近三成，说明公司集成项目需求逐年提升，有利于进一步扩大收入规模；PKI 基础设施产品的营收占比整体呈现下降趋势，近两年营收占比已降至两成以下。

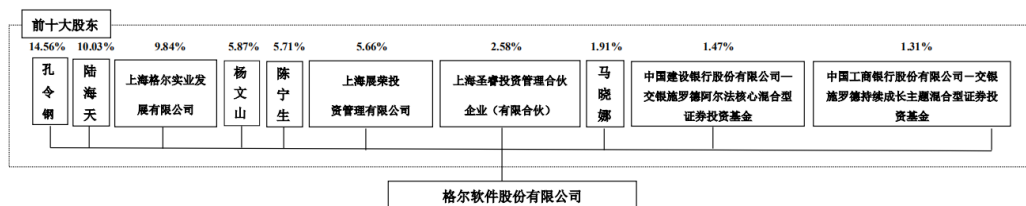
图表43： 2014-2018 年公司三大类产品营收结构



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

截至 2019 年 9 月 30 日，格尔软件前五大股东合计持有公司 46.01% 的股份。股东孔令钢、陆海天、上海格尔实业发展有限公司、杨文山和陈宁生分别持有公司 14.56%、10.03%、9.84%、5.87%、5.71% 的股份。

图表44： 截至 2019 年三季度，格尔软件股权结构图



资料来源：三季度报、华泰证券研究所

PKI：网络通信安全的重要基础设施

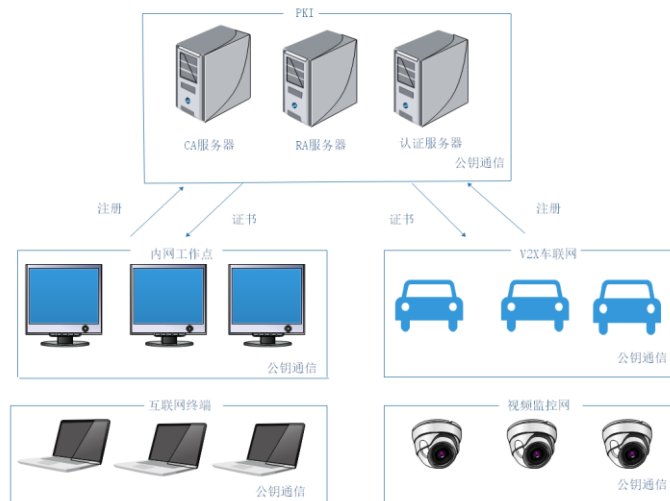
PKI 称为公钥基础设施。通过 CA 证书的发放、存储、管理，实现注册终端与其他应用服务器、终端与终端之间通信的安全性。安全性具体指公私钥所提供的信息加密与身份认证：

公私钥成对，每台终端都有一个公钥一个私钥，公钥存储在 PKI 的 CA 证书里，用户皆可访问；私钥自行保存，不可外泄。公钥处理信息后只能用与之相对的私钥还原，反之亦然。假如 A 发送某信息给 B。

信息加密： A 以 B 的公钥加密，只有 B 才能用其私钥解密；

身份认证： A 以自己的私钥签名，只有 A 的公钥才能用于验证签名，从而证明 A 的身份。

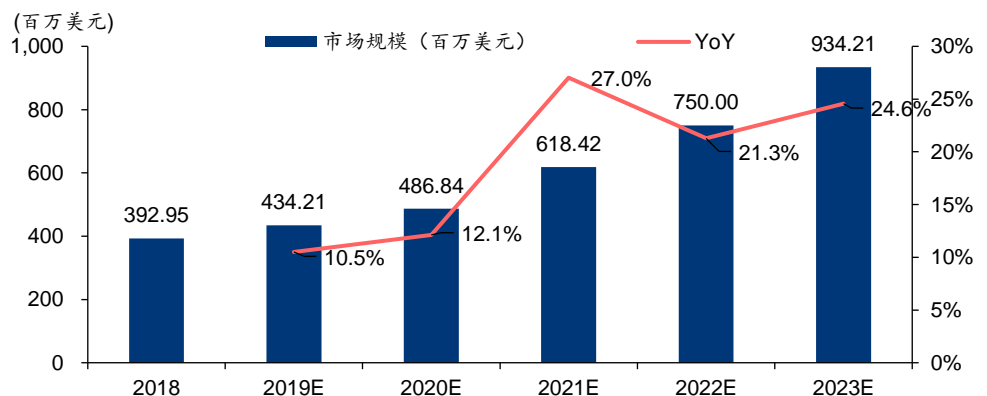
图表45： PKI 的作用是保证信息通讯的安全性，为终端服务



资料来源：《网络安全基础》、华泰证券研究所

PKI 产品是身份管理与访问控制领域的重要组成部分（身份管理与访问控制软件子领域：PKI、CA 运营-龙头**数字认证**、IAM-身份与访问管理-龙头**亚信安全**），同时身份管理与访问控制是 IT 安全软件市场最大的子领域。近年来随着我国政府对信息安全重视程度的不断提高，各项政策法规不断出台，尤其是等保 2.0 的出台，同时以视频监控和车联网为代表的物联网快速发展，使得 PKI 应用领域有望得到较大力度推广。根据 IDC 发布的数据，2019-2023 年我国市场规模复合增速 18.9%，并将加速成长，我们认为市场前景较好。

图表46： 2018-2023 年我国身份管理与访问控制软件行业市场规模



资料来源：IDC、华泰证券研究所

短期看 PKI 渗透率提升，中长期看物联网应用

短期看点：等保 2.0、密码法驱动 PKI 在政府部门、央企中的渗透率提升。国内，PKI 厂商的主要客户集中在部委、央企与省级政府机关，虽然 PKI 证书与终端数量直接相关，但厂商收费仍多以项目制收费。目前我国国务院组成部门 26 个、32 个省级行政区、283 个地级市、95 家央企，并保守估计每家央企 20 个下级单位具有 PKI 建设需求（参考四大建筑央企共 132 家子公司）。

根据格尔软件调研信息，项目单价在 20-100 万之间，我们假设省部、市厅、县处级单位 PKI 系统单价分别为 80、60、40 万元。由于区县级政府 PKI 系统建设的需求有限，故不考虑区县的情况下，我们得到 PKI 在三级政府、央企中的市场静态空间约为 48.7 亿元，目前 PKI 系统仍主要存在于省部一级政府。我们认为，随着密码法鼓励信息加密应用、等保 2.0 强化合规要求，PKI 系统在政府、央企中的渗透率仍有较大提升空间。

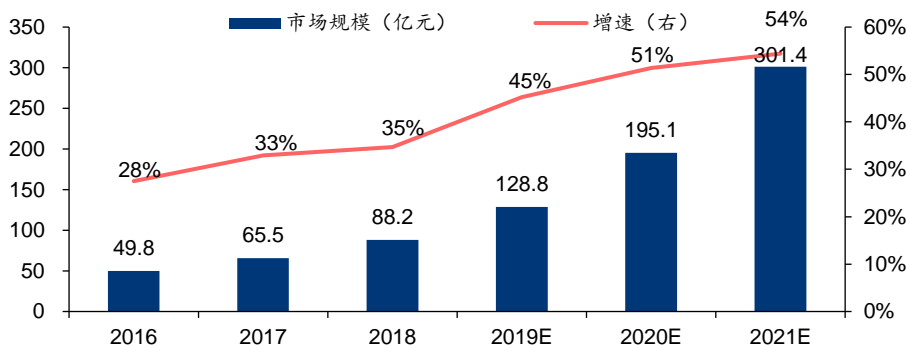
图表47：在不考虑区县的情况下，我们得到 PKI 在政府、央企中的市场静态空间约为 48.7 亿元

单位级别	数量(家)	项目单价(万元)	静态空间(亿元)
省部级			
省级政府	32		
国务院部门	26		
央企总部	95		
小计	153	80	1.22
市厅级			
市级政府	283		
省机关单位	832 (国务院部门*省份数)		
央企下级单位(子公司)	1900 (央企数*平均子公司数)		
小计	3015	60	18.09
县处级			
市机关单位	7358 (国务院部门*城市数)	40	29.43
小计	7358	40	29.43
合计			48.75

资料来源：国务院官网、华泰证券研究所

中长期看点：IoT 尤其是车联网与摄像头设备将推动 PKI 应用。物联网（尤其是车联网、摄像头）产生海量的数据，对信息隐私保护需求强，且物联网需要适应异构网络的认证与访问控制，PKI 技术可以为物联网安全提供可靠的保障。赛迪顾问预计 2021 年，我国物联网安全市场规模有望超 300 亿元，2019-2021 年复合增速 50.6%。泰勒斯与波耐蒙研究所在《2018 全球 PKI 趋势研究》称，到 2020 年将有 42% 的 IoT 设备采用数字证书（CA）进行身份验证。

图表48：2016-2021 年我国物联网安全市场规模



资料来源：IDC、华泰证券研究所

目前，格尔软件深度介入车联网与视频安全。根据公司 2018 年报，公司与上汽合作完成了“智能网联汽车关键密码应用技术体系研究及验证”课题，在车联网安全项目中推出支持车联网环境的信息安全产品。

盈利预测

核心假设

收入成本假设:

1. PKI 产品: 根据 IDC 的预测, 2019-2021 年我国身份管理与访问控制软件行业增速分别可达到 10.5%、12.1%、27.0%, 然而公司 2019 年三季报披露的今年前三季度收入下滑 2.77%, 主要是因为十一国庆七十周年影响一部分央企客户订单进度。但考虑到收入有望在四季度延迟确认, 我们预计全年公司 PKI 收入仍实现增长。受益于 PKI 系统满足更高的合规要求与 PKI 在物联网领域的初步应用, 我们认为 PKI 系统增速有望高于 CA 运营与 IAM 软件, 故预计 2019-2021 年增速分别为 10%、20%、30%。毛利率方面, 2016-2018 年分别为 63.11%、67.34%、76.79%, 随着公司产品下游需求较好, 供给端格尔与吉大正元寡头竞争, 故预计公司毛利率有望小幅提升, 预计 2019-2021 年分别为 77%、77.5%、78%。

2. 安全集成: 受益于国家大安全政策(等保 2.0、HW 行动、国产化等)频繁催化, 公司安全集成业务有望持续快速增长, 参考 2016-2018 年安全集成业务增速, 结合客户对于通用型安全设备与 2020 年起国产化项目的需求, 考虑到国产化项目有望在 2020-2022 年依次推进, 我们预计公司 2019-2021 年业务增速分别为 30%、30%、25%。毛利率方面, 由于第三方硬件的占比增加, 故毛利率下滑较为显著, 而国产化集成项目毛利率将略高于普通集成, 而公司国产化集成占比有望持续提升, 我们预计 2019-21 年业务毛利率分别为 18%、19%、20%。

图表49: 收入成本假设

(单位: 亿元)		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
PKI 产品	收入	1.82	2.03	2.18	2.40	2.99	3.89
	同比增速	22.11%	11.65%	7.36%	10.00%	20.00%	30.00%
	毛利率	63.11%	67.34%	76.79%	77.00%	77.50%	78.00%
安全集成	收入	0.50	0.69	0.91	1.18	1.53	1.99
	同比增速	37.06%	36.59%	32.00%	30.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	32.17%	38.65%	18.21%	18.00%	19.00%	20.00%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

费用率假设: 2016-2018 年公司营业费用率从 6.87% 上升到 8.70%, 管理费用率从 16.52% 下降至 13.97%, 研发费用率从 10.34% 提升至 18.13%, 营业费用与研发费用率持续提升主要由于业务扩张导致的销售布局与研发投入, 但同时管理在管理费用方面控制成效良好。2019Q1-3 营业费用率 16.10%, 同比提升 5.15pct, 管理费用率 37.21%, 同比提升 15.16pct。两项费用率提升幅度较大主要由于公司为把握安全行业机会提前在市场、人员方面加大投入, 而受国庆七十周年的影响收入端未能及时体现产出, 我们认为随着延迟确认的这部分收入陆续在 Q4 及明年有所体现, 费用率也有望回落。2020-2021 年公司营收增速回升, 两项费用率也有望逐步回归至 2018 年水平, 故预计公司 2019-2021 年营业费用率分别为 11.0%、10.0%、9.0%, 公司 2019-2021 年管理费用率分别为 18.0%、17.0%、15.0%。

2019Q1-3 研发费用率 24.98%, 同比下降 1.25pct, 一方面公司主营业务技术成熟度较高, 研发费用率递减, 另一方面公司需要在物联网等新兴领域加快布局。综合以上两点因素, 我们认为参考前三季度研发费用率情况, 公司 19 年研发费用率略有下降, 20-21 年随物联网布局加快而稳步提升, 预计公司 2019-2021 年研发费用率分别为 15.0%、17.0%、19.0%。

图表50: 费用率假设

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业费用率	6.87%	7.54%	8.70%	11.00%	10.00%	9.00%
管理费用率	16.52%	14.23%	13.97%	18.00%	17.00%	15.00%
研发费用率	10.34%	14.94%	18.13%	15.00%	17.00%	19.00%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

目标价 34.02-36.86 元，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司 2019-2021 年分别实现归母净利润 0.72/0.86/1.14 亿元，对应 EPS 分别为 0.60/0.71/0.94 元，当前股价对应 PE 分别为 50/42/32 倍。参考可比密码公司估值，20 年 PE 一致预期均值为 54 倍。由于格尔软件专注于 PKI 基础设施建设，弹性相对可比公司较小，给予 20 年 48-52 倍 PE，对应目标价 34.02-36.86 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表51：可比公司估值表

股票代码	股票简称	11月22日股价	EPS (元)					PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	TTM	18A	19E	20E	21E
300579.SZ	数字认证	43.55	0.48	0.57	0.78	1.06	87.49	90.67	76.55	56.16	41.21
002268.SZ	卫士通	25.54	0.14	0.27	0.42	0.56	164.62	178.12	93.08	60.39	45.81
603039.SH	泛微网络	56.7	0.75	0.98	1.25	1.57	67.77	75.10	57.59	45.31	36.05
可比公司平均 PE							106.63	114.63	75.74	53.95	41.02
603232.SH	格尔软件	29.75	0.59	0.60	0.71	0.94	65.53	50.25	49.80	41.97	31.52

资料来源：Wind、华泰证券研究所；可比公司 EPS 来自 Wind 一致预期

风险提示

中美贸易事件升级：公司安全产品需要采购一定量处理器芯片，中美贸易摩擦加剧或将一定程度影响公司业务；

公司客户信息安全支出受限：行业客户多为党政军央企等体制内单位，受预算影响较大，如政企单位进一步削减开支，会对行业内公司收入造成不利影响；

市场情绪影响，科技股估值回调：计算机行业公司估值相对较高，市场情绪不稳或导致科技股估值回调。

PE/PB - Bands

图表52：格尔软件历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表53：格尔软件历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	532.85	582.38	653.16	729.16	837.59
现金	83.25	57.02	213.28	187.18	202.42
应收账款	159.90	194.93	247.91	284.84	313.32
其他应收账款	10.15	11.90	13.65	16.88	21.63
预付账款	12.94	38.35	37.37	37.22	34.79
存货	21.02	33.31	36.26	46.65	57.51
其他流动资产	245.61	246.87	104.69	156.38	207.93
非流动资产	128.28	142.46	138.14	147.48	159.12
长期投资	30.26	27.14	28.18	27.83	27.95
固定投资	65.76	69.18	73.81	76.40	76.96
无形资产	21.88	28.25	32.25	39.25	50.25
其他非流动资产	10.38	17.90	3.91	4.00	3.97
资产总计	661.14	724.84	791.30	876.64	996.72
流动负债	85.79	99.61	118.71	142.39	176.58
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	40.60	23.97	29.90	37.22	46.39
其他流动负债	45.19	75.63	88.81	105.17	130.19
非流动负债	0.51	2.41	1.26	1.39	1.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.51	2.41	1.26	1.39	1.69
负债合计	86.30	102.02	119.96	143.78	178.26
少数股东权益	0.46	1.05	1.03	1.07	1.09
股本	61.00	85.40	121.27	121.27	121.27
资本公积	250.28	225.88	190.02	190.02	190.02
留存公积	263.10	310.50	359.02	420.51	506.08
归属母公司股东权益	574.38	621.78	670.31	731.79	817.36
负债和股东权益	661.14	724.84	791.30	876.64	996.72

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	19.19	(1.80)	168.92	(0.26)	49.19
净利润	69.95	71.93	72.42	85.99	114.50
折旧摊销	13.20	18.16	16.38	20.41	23.44
财务费用	(1.79)	(0.36)	(5.60)	(8.29)	(8.06)
投资损失	(9.86)	(15.66)	(18.00)	(20.00)	(22.00)
营运资金变动	(58.21)	(81.49)	101.22	(82.08)	(61.40)
其他经营现金	5.90	5.61	2.49	3.71	2.72
投资活动现金	(257.42)	(0.35)	5.66	(9.65)	(13.12)
资本支出	21.17	25.07	15.00	15.00	15.00
长期投资	244.18	(5.59)	(12.66)	(0.35)	0.12
其他投资现金	7.93	19.13	8.00	5.00	2.00
筹资活动现金	205.56	(23.94)	(18.32)	(16.18)	(20.84)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(2.54)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	15.25	24.40	35.87	0.00	0.00
资本公积增加	197.52	(24.40)	(35.87)	0.00	0.00
其他筹资现金	(4.68)	(23.94)	(18.32)	(16.18)	(20.84)
现金净增加额	(32.68)	(26.10)	156.26	(26.10)	15.24

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	271.65	308.59	357.60	440.93	565.54
营业成本	108.46	124.81	149.50	186.10	231.93
营业税金及附加	3.70	2.88	3.58	4.41	5.66
营业费用	20.47	26.84	39.34	44.09	50.90
管理费用	38.66	43.10	64.37	74.96	84.83
财务费用	(1.79)	(0.36)	(5.60)	(8.29)	(8.06)
资产减值损失	4.12	5.76	3.62	3.82	4.02
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.86	15.66	18.00	20.00	22.00
营业利润	67.69	65.78	67.63	81.36	111.29
营业外收入	6.19	9.68	8.51	8.90	8.77
营业外支出	0.37	0.46	0.43	0.44	0.43
利润总额	73.51	75.00	75.72	89.82	119.63
所得税	3.56	3.07	3.29	3.83	5.13
净利润	69.95	71.93	72.42	85.99	114.50
少数股东损益	(0.30)	0.13	(0.02)	0.04	0.02
归属母公司净利润	70.25	71.80	72.44	85.96	114.47
EBITDA	79.09	83.58	78.41	93.47	126.66
EPS (元, 基本)	1.15	0.84	0.60	0.71	0.94

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	17.06	13.60	15.89	23.30	28.26
营业利润	23.03	(2.82)	2.81	20.30	36.79
归属母公司净利润	24.60	2.21	0.89	18.66	33.17
获利能力 (%)					
毛利率	60.07	59.55	58.20	57.79	58.99
净利率	25.86	23.27	20.26	19.49	20.24
ROE	12.23	11.55	10.81	11.75	14.00
ROIC	13.80	11.92	13.79	13.49	16.78
偿债能力					
资产负债率 (%)	13.05	14.07	15.16	16.40	17.89
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	6.21	5.85	5.50	5.12	4.74
速动比率	5.97	5.51	5.20	4.79	4.42
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.45	0.47	0.53	0.60
应收账款周转率	2.15	1.61	1.49	1.53	1.75
应付账款周转率	4.39	3.87	5.55	5.55	5.55
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.59	0.60	0.71	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	(0.01)	1.39	(0.00)	0.41
每股净资产(最新摊薄)	4.74	5.13	5.53	6.03	6.74
估值比率					
PE (倍)	51.36	50.25	49.80	41.97	31.52
PB (倍)	6.28	5.80	5.38	4.93	4.41
EV_EBITDA (倍)	44.39	42.01	44.78	37.56	27.72

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com