

2021年02月25日

证券研究报告·公司研究报告

格尔软件(603232) 计算机

买入(首次)

当前价: 19.65元

目标价: 29.75元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

PKI 霸主地位稳固, 业绩增长动力强劲

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 格尔软件是 PKI 领域龙头企业, 行业竞争力强劲。公司 2019 年营收 3.7 亿元, 同比增长 20%, 收入端实现稳健增长。2) 公司具备丰富的行业经验与客户资源, 掌握 PKI 基础设施及 PKI 安全应用领域的关键技术, 据 IDC 数据显示, 2018 年格尔软件在身份和数字信任软件市场份额排名第三, 达到 11.3%, 由于 PKI 行业客户黏性强, 替换成本高, 公司将充分享受市场领先区位优势。3) 2020 年前三季度公司营收 1.8 亿元, 同比增长 16%, 2020 年 Q3 单季度实现营收 0.64 亿元, 同比增长 54%, 收入端的显著提升主要是由于国内疫情的有效防控使得公司主营业务订单回暖。
- **市场需求叠加政策双向拉动, PKI 行业迎来快速发展时机。**2011-2015 年, 我国信息安全产业市场规模快速发展, 复合增长率为 20.6%。据相关机构预测, 2020 年市场规模预计达到 762 亿元。未来较长时期内, 我国政府部门和军工、金融机构、大中型企事业单位将继续保持对信息安全产品尤其是 PKI 产品的旺盛需求, PKI 市场规模有望持续高速增长。目前, 等保 2.0 已于 2019 年 12 月 1 日开始正式实施, 《密码法》于 2020 年 1 月 1 日正式实施, 密码算法和密码产品的自主可控已成为我国信息安全的重要建设任务, 信息安全方面的法律法规推行, 将有效规范全国性信息安全建设, 推动我国信息安全领域快速发展。
- **PKI 安全领域建设体系力度加强, 公司业务成长空间拓展。**目前, 公司主要产品包括 PKI 基础设施产品、PKI 安全应用产品和通用安全产品。2020 年, 公司在党政军企等领域稳步推进主营业务, 有序进行可信身份认证体系的顶层布局与规划, 并逐步加强在智能物联的市场拓展力度及基于 PKI 的视频安全体系的建设力度。同时, 公司进一步拓展零信任领域, 促进零信任试点项目的实施落地。产品体系布局上, 公司加大对云计算、物联网、移动互联网、工业互联网等安全产品研发以及与客户群体业务对接工作的投入, 有效提升公司的竞争力。
- **下游客户合作稳定, 加速布局新兴领域。**公司客户主要为国家部委、地方政府部门、军工企业、金融机构、CA 公司等。随信息安全等级要求不断提高, 下游客户在系统建设升级过程中将在信息安全建设方面持续高投入, 为公司进一步开拓新市场和新客户、持续快速发展提供重要保障。同时, 随着智能物联设备计算能力的演进, 智能物联设备正成为技术和产业发展的重要方向, 传统安防龙头企业垄断地位明显。在国家产业政策和行业技术发展趋势的驱动下, 对于智能物联设备安全防护产品的需求日益增加, 智能网联安全技术视频监控领域、车联网、央行数字货币等具体应用领域的市场将有望获得更多关注。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.52 元、0.85 元、1.16 元, 未来三年归母净利润将达到 47.2% 的复合增长率。考虑到国家持续加大对网络安全建设的投入, 公司在 PKI 领域占据绝对领先身位, 与下游客户合作紧密, 将充分享受新增订单带来的优势, 首次覆盖, 给予公司 2021 年 35 倍 PE, 目标价 29.75 元, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 网安建设投入收紧、大客户拓展不及预期等。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	370.54	504.42	719.92	978.32
增长率	20.08%	36.13%	42.72%	35.89%
归属母公司净利润(百万元)	70.08	100.93	165.08	223.50
增长率	-2.40%	44.03%	63.56%	35.39%
每股收益 EPS(元)	0.36	0.52	0.85	1.16
净资产收益率 ROE	10.52%	13.35%	18.32%	20.47%
PE	54	38	23	17
PB	5.72	5.03	4.22	3.48

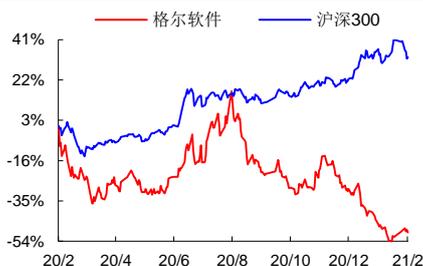
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
 执业证号: S1250517050002
 电话: 021-58351932
 邮箱: cxya@swsc.com.cn

联系人: 叶泽佑
 电话: 021-58351932
 邮箱: yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.93
流通 A 股(亿股)	1.93
52 周内股价区间(元)	17.57-57.28
总市值(亿元)	37.94
总资产(亿元)	14.90
每股净资产(元)	6.43

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司为国内信息安全行业 PKI 领域优势企业	1
1.1 深耕行业二十年，PKI 领域先行者.....	1
1.2 业绩稳步攀升，大力推进研发投入.....	3
2 市场需求叠加政策双向拉动，PKI 产业迎来快速发展时机	5
2.1 行业需求与规模预测.....	5
2.2 行业市占率领先，PKI 产业领军企业.....	7
3 PKI 新应用领域，助力公司未来增长空间	8
3.1 各业务线高速增长，产品及服务体系不断拓展.....	8
3.2 致力发展创新业务，新动力拉动业务结构持续优化.....	12
4 盈利预测与估值	15
4.1 盈利预测.....	15
4.2 相对估值与投资建议.....	16

图 目 录

图 1: 格尔软件主要发展历程.....	1
图 2: 格尔软件主要股权结构.....	2
图 3: 格尔软件 2016-2020Q3 营业状况及增速.....	3
图 4: 格尔软件 2016-2020Q3 归母净利润情况.....	3
图 5: 格尔软件 2016-2020Q3 三费率情况.....	4
图 6: 格尔软件 2016-2020Q3 毛利率、净利率情况.....	4
图 7: 公司 2016-2020Q3 研发费用及研发费用率情况.....	4
图 8: 公司 2016-2020Q3 研发人员情况.....	4
图 9: 2014-2020 年全球网络安全产业规模及增速.....	5
图 10: 2015-2020 年我国网络安全产业规模增长情况.....	5
图 11: 2016-2020 年我国 PKI 市场规模预测.....	6
图 12: 2016-2020 年我国 PKI 产品市场规模预测.....	6
图 13: 2014-2020 年相关政策.....	6
图 14: PKI 行业竞争格局.....	7
图 15: 2018 年身份和数字信任软件市场份额.....	7
图 16: 同行业优势企业毛利率对比.....	8
图 17: 同行业优势企业净利率对比.....	8
图 18: 格尔软件 PKI 系统组成.....	9
图 19: 格尔软件产品体系示意图.....	10
图 20: 基于 PKI 的应用安全支撑平台.....	10
图 21: 平台采用 Web Service 的方式提供服务.....	10
图 22: 公司 2019 年营收占比情况.....	11
图 23: 公司 2017-2019 年主营业务收入构成情况.....	11
图 24: 上下游产业链核心资源升级.....	13
图 25: 公司主要业务资质及许可.....	14
图 26: 物联网 PKI 发展前景.....	15

表 目 录

表 1: 格尔软件高管基本背景介绍	2
表 2: 行业内优势企业对比	7
表 3: 公司三大类产品间相互区别与联系	10
表 4: 公司产品主要应用领域与客户类型	11
表 5: 公司客户所属行业及名称	12
表 6: 公司核心技术	14
表 7: 分业务收入预测	16
表 8: 可比公司估值	16
附表: 财务预测与估值	17

1 公司为国内信息安全行业 PKI 领域优势企业

1.1 深耕行业二十年，PKI 领域先行者

格尔软件股份有限公司前身为上海格尔软件有限公司，成立于 1998 年。2000 年 8 月，根据上海市人民政府沪府体改审（2000）016 号《关于同意设立上海格尔软件股份有限公司的批复》批准，在上海格尔软件有限公司整体改制的基础上，发起并设立了上海格尔软件股份有限公司。公司自成立以来一直专注于信息安全行业 PKI 领域，主要从事以公钥基础设施 PKI（Public Key Infrastructure）为核心的商用密码软件产品的研发、生产和销售及服务业务，为用户提供基于 PKI 的信息安全系列产品、安全服务和信息安全整体解决方案。

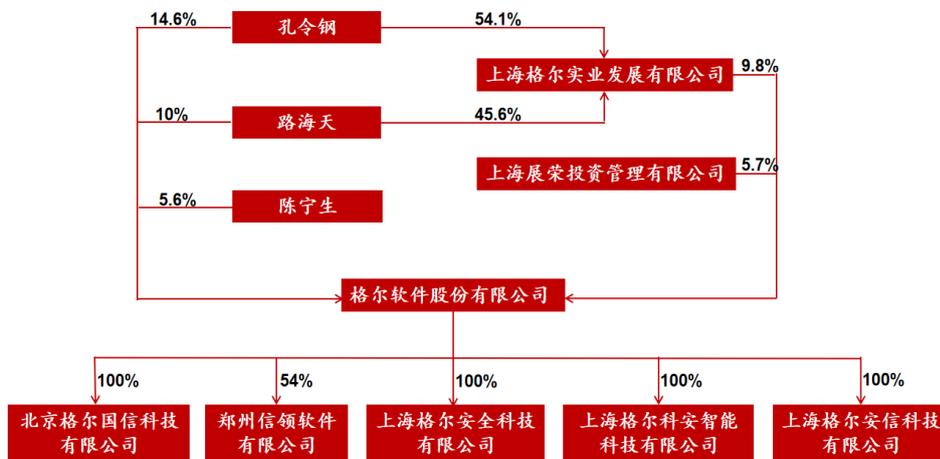
目前，公司的产品和技术已为政务、金融、军工、企业重要信息系统提供了关键的安全支撑与保障，参与承建了我国多个第三方数字认证中心系统，并在新兴的电子商务、互联网网络实名、金融电子支付、云计算平台、虚拟化、移动互联网、智慧城市等领域的业务安全工作中发挥了重要作用。

图 1：格尔软件主要发展历程



数据来源：公司公告，公开资料，西南证券整理

格尔软件股权结构较为集中，实际控制人为孔令钢、陆海天。公司实际控制人孔令钢、陆海天合计控制公司 34.4% 的股份，其中，孔令钢直接持有公司 14.6% 的股份，陆海天直接持有公司 10% 的股份；同时，二人通过格尔实业间接控制公司 9.8% 的股份。截止 2019 年末，公司前五名股东持股股东还包括上海展荣投资管理有限公司，持股 6.7%；陈宁生持股 6.6%。上海展荣投资管理有限公司是公司部分高管和骨干员工于 2012 年 12 月成立的员工持股公司，周海华担任上海展荣投资管理有限公司法人代表。格尔软件共有 5 家主要控股参股公司，其中 4 家为全资子公司，1 家为主要控股公司。

图 2：格尔软件主要股权结构


数据来源：公司年报，西南证券整理

公司大多数高管具备计算机产业相关工作经历。截止目前，格尔软件共有 9 名董事，其中三名为公司独立董事。公司数名核心高管具备计算机学历背景，曾在行业研究院、电子有限公司、计算机系统工程等公司任职，在计算机应用及信息科技领域具有多年从业经验。

表 1：格尔软件高管基本背景介绍

主要核心技术 人员名单	职务	重要科研成果及获奖情况
孔令钢	董事长	硕士研究生学历。1976 年 4 月 1979 年 4 月，任职于崇明东风农场。1979 年 5 月至 1992 年 5 月，任职于上海轴瓦。1993 年 7 月至今，任格尔实业董事长和执行董事。1996 年 1 月至今，任格尔汽车董事长。1998 年 3 月至 2000 年 7 月，任上海格尔软件有限公司执行董事。2000 年 8 月至今，任本公司董事长。
路海天	董事	硕士研究生学历。1977 年 9 月至 1981 年 8 月，任职于上海重型汽车制造厂。1981 年 9 月至 1984 年 8 月，于上海汽车公司职工大学学习。1984 年 9 月至 1992 年 4 月，任职于上海汇众汽车制造公司。1993 年 7 月至今，历任格尔实业副总经理、总经理。1996 年 12 月至今，任格尔金属董事长。2001 年 3 月至今，任本公司董事。
杨文山	董事 总经理	硕士研究生学历。1985 年 9 月至 1993 年 12 月，任职于浙江省地震局，从事地震系统内的计算机教学和软件开发工作。1993 年 12 月至 1995 年 5 月，历任杭州新利电子有限公司上海办事处主任、杭州分公司副总经理。1995 年 5 月至 1996 年 5 月，任深圳新利电子有限公司副总经理。1996 年 5 月至 2006 年 10 月，历任杭州信雅达系统工程股份有限公司部门经理、董事兼副总裁。2006 年 10 月至 2007 年 6 月，任本公司总经理。2007 年 6 月至今，任本公司董事、总经理。
陈宁生	董事	硕士研究生学历。1983 年 3 月至 1987 年 2 月，任职于上海金山石油化工研究院。1987 年 3 月至 1989 年 3 月，于日本大阪大学研究生院学习。1993 年 1 月至 1998 年 3 月，任莱阳农水和调理产品公司顾问。2002 年 4 月至 2008 年 1 月，任香港财源资讯（香港）有限公司上海代表处顾问。2010 年 9 月至今，任本公司董事。
朱斌	董事 副总经理	本科学历，拥有高级工程师职称。1990 年 7 月至 1993 年 11 月，任上海二纺织股份有限公司部门经理助理。1993 年 11 月至 1999 年 10 月，任上海市计算机应用与产业发展办公室、上海市科学技术委员会副主任科员、副处。1999 年 11 月至 2008 年 9 月，任上海复旦光华信息科技股份有限公司董事、副总经理。2008 年 9 月至 2018 年 8 月，任上海光华冠群软件有限公司董事长。2018 年至 2019 年 6 月，任本公司副总经理。2019 年 6 月至今，任本公司董事、副总经理。
叶枫	董事 副总经理	大专学历。1997 年 3 月至 1999 年 6 月，任职于上海岭叶科技公司。1999 年 10 月至 2000 年 4 月，任职于上海创成计算机系统工程公司。2000 年 4 月至 2000 年 7 月，任职于上海一元网络咨询公司。2000 年 8 月至

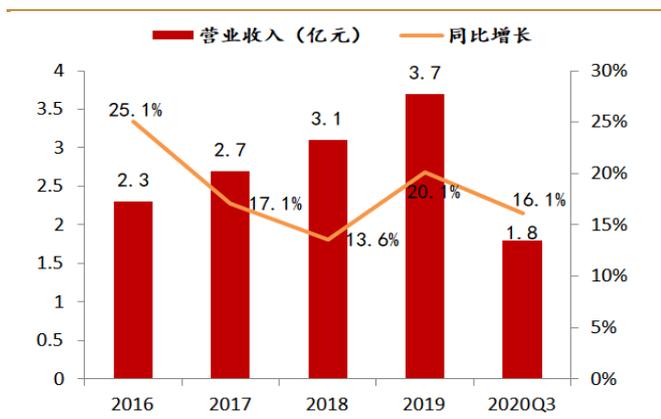
主要核心技术人员名单	职务	重要科研成果及获奖情况
		2006年4月, 历任本公司上海销售部经理、国安行业销售总监、政企事业部副经理、大客户部经理。2006年5月至2010年9月, 任本公司副总经理。2010年9月至今, 任本公司董事、副总经理。
谷大武	独立董事	博士学位。1998年3月至今, 历任上海交通大学计算机系博士后、副主任、副教授、教授、特聘教授、博导、长江学者。2002年8月至2008年9月, 任日本东京大学访问学者。2005年2月至2008年8月任比利时鲁汶大学高级研究学者。2019年1月至今, 任上海交通大学网络空间安全学院院长。2019年6月至今, 任本公司独立董事。 注册会计师, 西北农林科技大学生物工程学士。曾任北京万海石化集团有限公司投融资经理、财务总监, 北京兴华会计师事务所有限公司部门经理。目前兼任大华会计师事务所(特殊普通合伙)合伙人。
雷富阳	独立董事	研究生学历, 律师。2011年8月至2015年3月, 任北京天银(上海)律师事务所律师。2015年3月至2017年3月, 任北京市天元律师事务所上海分所律师。2017年4月至2018年9月, 任北京海润(上海)律师事务所律师。2018年10月至2019年3月, 任北京市天元律师事务所上海分所律师。2019年3月至今, 任上海汉盛律师事务所律师。2019年6月至今, 任本公司独立董事。
余纪明	独立董事	本科学历, 中国注册会计师, 正高级会计师。1981年3月至1999年7月, 历任上海浦东钢铁(集团)有限公司财务处副处长、外经贸处处长、副总会计师。1999年8月至2019年5月, 历任上海科技创业投资(集团)有限公司财务部经理、计划财务部经理、副总会计师、财务总监。2019年6月至今, 任本公司独立董事。

数据来源: 公司年报, 西南证券整理

1.2 业绩稳步攀升, 大力推进研发投入

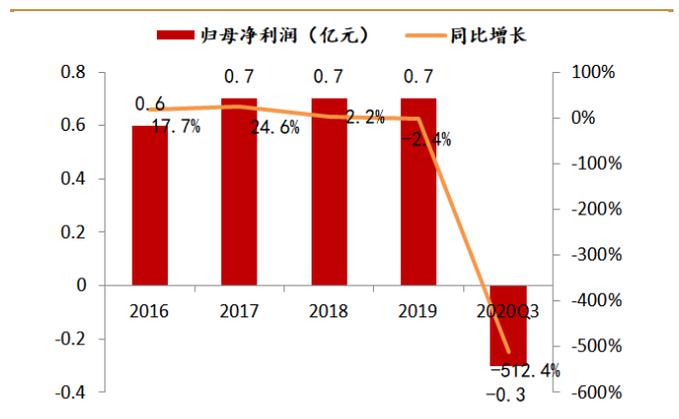
公司营收稳步攀升, 利润增势稳健。自2016年至2019年, 公司营业收入从2016年的2.3亿元上涨至2019年的3.7亿元, 归母净利润从2016年的0.6亿元上涨到2019年的0.7亿元。2017年, 公司一方面受益于国家有关网络安全方面的政策颁布与实施, 另一方面积极推进覆盖全国的区域营销体系建设, 营业收入和归母净利润均有较大增长。2019年, 公司逐步加强在智能物联的市场拓展力度及基于PKI的视频安全体系的建设力度。同时公司进一步拓展零信任领域, 促进零信任试点项目的实施落地, 2019年公司营业收入达3.7亿, 同比增长20.1%。2020年前三季度公司营业收入达到1.8亿元, 同比增长16.1%, 具有较强行业竞争力。

图3: 格尔软件2016-2020Q3 营业状况及增速



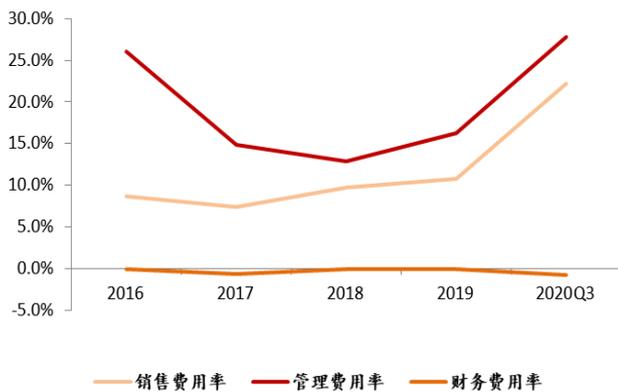
数据来源: Wind, 西南证券整理

图4: 格尔软件2016-2020Q3 归母净利润情况

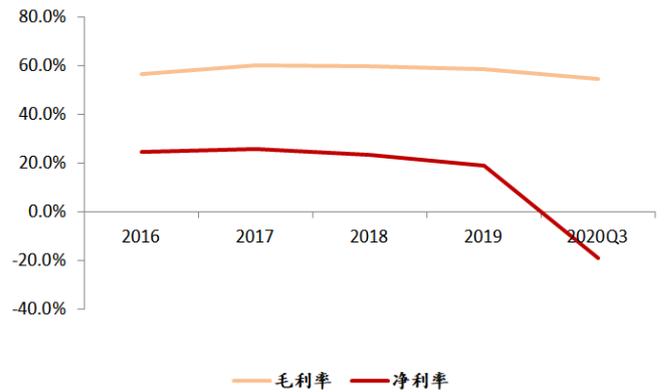


数据来源: Wind, 西南证券整理

销售费用率增长突出，财务费用基本维持稳定。2016-2019年，公司销售费用分别为0.2亿元、0.2亿元、0.3亿元和0.4亿元，占营业收入分别为8.7%、7.4%、9.7%和10.8%。公司由于拓展业务，增加营销费用，销售费用逐年攀升，2020年继续飞速增长，三季度销售费用率达22.2%。2017-2018年公司人员增加，相关费用上升，管理费用率呈现下降趋势，主要是因为管理费用增长相比营业收入增长较慢所导致。此外，公司财务费用基本维持稳定，无明显异常变动。近年来，公司在党政军企等领域稳步推进主营业务，有序进行可信身份认证体系的顶层布局与规划，并逐步加强在智能物联网的市场拓展力度和基于PKI的视频安全体系的建设力度，提升公司竞争力。2016-2019年公司毛利率基本趋于稳定，净利率略有下降。

图 5：格尔软件 2016-2020Q3 三费率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：格尔软件 2016-2020Q3 毛利率、净利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

研发费用逐年上涨，高研发投入保证公司盈利能力和稳定性。以PKI为核心的商用密码软件产品因更新、升级速度快，需要公司具备较强的技术开发能力，进而保证公司实现盈利能力的连续性与稳定性。公司研发费用不断攀升，2017-2019年研发费用分别达到0.4、0.6、0.6亿元，2019年研发费用总额占营业收入的比例达到33.3%，公司研发人员365人，占员工总数的70.2%。截至2019年，公司共拥有41项相关发明专利与106项相关软件著作权。2020年公司继续完善PKI产业布局，针对等保2.0场景和零信任解决方案，研发下一代安全认证网关、特权账号管理系统、安全加密存储系统等新产品，并完善基于密码的视频监控安全支撑产品研究，进行基于密码的业务应用产品的设计与研发。

图 7：公司 2016-2020Q3 研发费用及研发费用率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司 2016-2020Q3 研发人员情况


数据来源：公司年报，西南证券整理

2 市场需求叠加政策双向拉动, PKI 产业迎来快速发展时机

2.1 行业需求与规模预测

网络安全问题层出不穷, 网安行业机遇与挑战并存。目前, 社会发展日益向网络化、数字化趋势迈进, 孕育了快速发展且空间广阔的信息安全市场, 同时技术进步、应用发展亦将不断催生新的信息安全需求。中国信通院于 2020 年 9 月发布的《中国网络安全产业白皮书》显示, 2019 年全球网络安全产业规模达到 1244 亿美元, 增速为 9.1%, 达到自 2014 年以来最低值; 受疫情影响, 2020 年最新预期增速远低于 2019 年 12 月的预测值, 约为 2.8%。而 2015-2019 年我国网安市场规模复合增速超过 18%, 2019 年我国网络安全产业规模达到 1563.6 亿元, 较 2018 年增长 17.1%, 预计 2020 年产业规模约为 1702 亿元。伴随我国信息安全市场未来的快速增长, 在技术研发方面具有核心竞争力的行业内优势企业将更多分享信息安全产业大发展带来的机遇。

图 9: 2014-2020 年全球网络安全产业规模及增速



数据来源: 中国信息通信研究院, 西南证券整理

图 10: 2015-2020 年我国网络安全产业规模增长情况

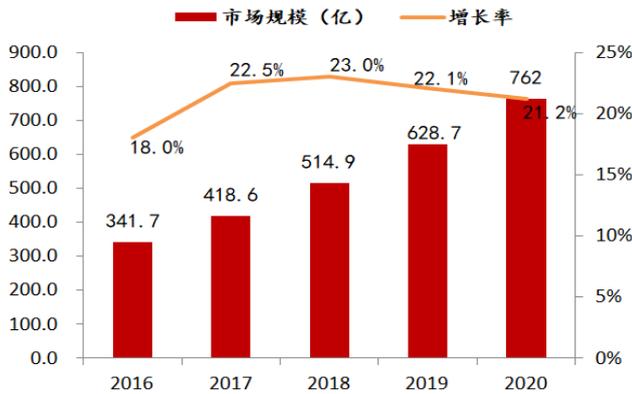


数据来源: 中国信息通信研究院, 西南证券整理

国内信息安全市场发展迅速, 市场规模稳步增长。我国 PKI 产品市场主要包括 PKI 基础设施和 PKI 安全应用等相关产品市场。近年来, PKI 作为信息安全的關鍵基础性技术, 在 VPN、安全网关、数据保护与防泄密、身份认证与授权管理、内容安全管理等传统信息安全产品中的应用较为广泛。随着物联网、云计算、移动互联网等技术的快速发展, 数据安全成为信息安全市场的热点, 而 PKI 应用技术成为数据安全的核心。2011-2015 年, 我国信息安全产业市场规模得到快速发展, 复合增长率为 20.6%。根据赛迪顾问预测, 2016-2020 年中国信息安全产品市场规模将保持 18% 以上的增长率, 2020 年市场规模预计达到 762 亿元。

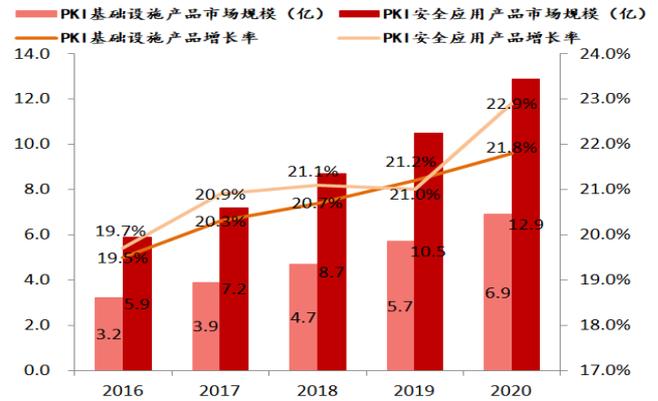
目前, 我国 PKI 产品被广泛应用于电子政务、电子商务、电子银行等相关领域, 通过实现身份认证与访问控制等功能, 以保障访问安全站点、发送电子邮件、网上证券交易、网上招投标、网上签约、网上办公、网上缴费、网上税务、网上银行等网络信息传输与相关应用的安全。未来较长时期内, 我国政府部门、军队和军工、金融机构、大中型企事业单位仍将继续保持对信息安全产品尤其是 PKI 产品的旺盛需求, PKI 市场规模有望持续高速增长。

图 11: 2016-2020 年我国 PKI 市场规模预测



数据来源: 赛迪顾问, 西南证券整理

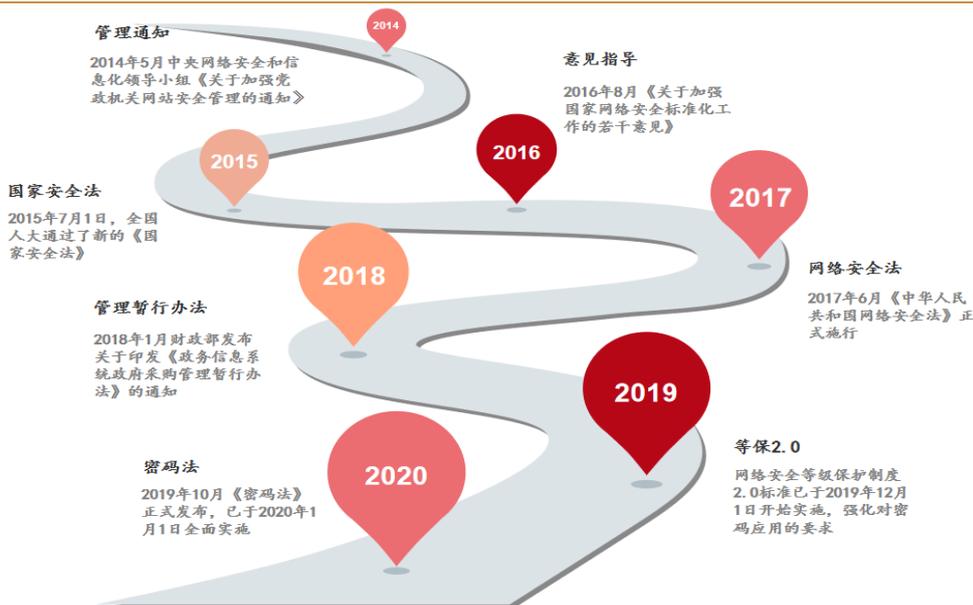
图 12: 2016-2020 年我国 PKI 产品市场规模预测



数据来源: 赛迪顾问, 西南证券整理

等保 2.0 和密码法等行业利好政策驱动, 行业发展前景向好。随着我国网络与信息安全工作的重要性不断提升, 信息安全产业发展成为近年来政策扶持的重要领域。近几年, 我国政府颁发了多项政策法规推动国家信息安全领域建设。2015 年 7 月 1 日, 全国人大通过了新的《国家安全法》; 2017 年 6 月 1 日, 我国全面实施《网络安全法》; 2018 年 6 月 27 日公安部会同网信办、国家保密局、国家密码管理局, 联合发布《网络安全等级保护条例(征求意见稿)》; 2018 年 9 月, 全国人大公布了十三届人大常委会五年立法规划, 明确将《数据安全法》、《个人信息保护法》、等列入其中, 未来将为数字经济发展提供更有力的法律保障; 2019 年 7 月, 国家网信办、国家发展改革委、工业和信息化部、财政部联合发布《云计算服务安全评估办法》, 对党政机关、关键信息基础设施运营者采购使用的云计算服务提出更高安全要求; 2019 年 10 月 26 日, 《中华人民共和国密码法》正式通过, 于 2020 年 1 月 1 日正式实施; 2019 年 12 月 1 日, 《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》(即等保 2.0) 正式发布。信息安全方面的法律法规推行, 将有效规范和推进全国性的信息安全建设, 促进和推动我国在信息安全领域的发展。

图 13: 2014-2020 年相关政策



数据来源: 网络信息, 西南证券整理

2.2 行业市占率领先，PKI 产业领军企业

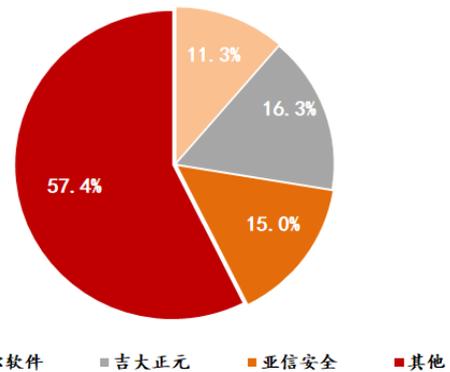
深耕 PKI 行业二十年，竞争格局领导者。目前，我国 PKI 产品市场中，格尔软件、吉大正元信息技术股份有限公司、成都卫士通信息产业股份有限公司、北京数字认证股份有限公司组成该细分领域的优势企业。前述信息安全厂商拥有的 PKI 产品市场份额占 PKI 总体市场份额的比例超过 40%，掌握着 PKI 基础设施及 PKI 安全应用领域的关键技术，具备丰富的行业相关经验与客户资源，同时在技术创新与研究开发方面处于行业优势地位。IDC 数据显示，2018 年格尔软件在身份和数字信任软件市场份额排名第三，达到 11.3%。公司经过十余年的发展与积累，目前已拥有了较为广泛与稳定的用户群体，此亦为公司未来业务拓展的坚实基础。同时，公司基于 PKI 的应用安全支撑平台产业化项目、高性能身份管理系统技术升级改造项目、将进一步加快产品结构升级与新产品发布进程，有利于公司不断提升用户服务质量与品牌影响力。随着公司核心竞争能力的持续加强，未来公司在 PKI 产品市场占有率将逐步上升。

图 14: PKI 行业竞争格局



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 15: 2018 年身份和数字信任软件市场份额



数据来源：IDC，西南证券整理

客户群稳定，毛利率及净利率行业领先。公司经过十余年的发展与积累，目前已拥有了较为广泛与稳定的用户群体，此亦为公司未来业务拓展的坚实基础。同时，公司基于 PKI 的应用安全支撑平台产业化项目、高性能身份管理系统技术升级改造项目、移动安全管理平台产业化项目、技术研发中心扩建项目等募集资金投资项目实施后，将进一步提高研发创新与技术服务能力，加快产品结构升级与新产品发布进程，有利于公司不断提升用户服务质量与品牌影响力，进而巩固公司在 PKI 产品市场的核心竞争力。随着公司核心竞争能力的持续加强，未来公司在 PKI 产品市场占有率将逐步上升。

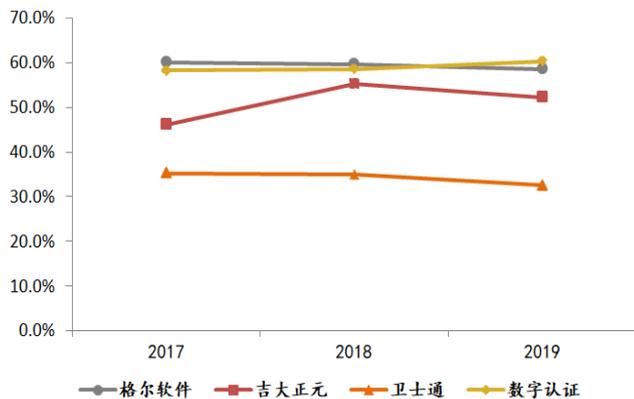
表 2: 行业内优势企业对比

企业名称	主营业务及产品	主要客户	行业领域	2019 年 营收 (亿)	2019 年 毛利率	2019 年 净利率
格尔软件	PKI 基础设施产品、PKI 通用网络安全产品、通用安全产品	国家部委、地方政府部门、军工、金融机构、公安、大中型企事业单位	政务、公安、军工、银行、第三方 CA 公司	3.7	58.6%	18.9%
吉大正元	电子证书认证系统、统一用户管理系统、数字证书综合统计查询系统、安全管理系统、信	国家部委、军队、军工、金融、能源、电信	政府、能源、金融、军工、新闻、教育	6	52.2%	15.6%

企业名称	主营业务及产品	主要客户	行业领域	2019年 营收(亿)	2019年 毛利率	2019年 净利率
	息交换与服务平台					
卫士通	数字证书认证系统、密钥管理系统、安全认证网管系统	党政、军队、军工、电力、金融、能源、运营商以及其他大型企业集团、中小企业及事业单位	通信、医疗、纪委监委、金融、能源、军工	21	32.5%	7.6%
数字认证	电子认证服务、安全集成及信息安全服务	政府、企事业单位、医院、金融企业	政务、医疗、金融	7.9	60.3%	12.4%

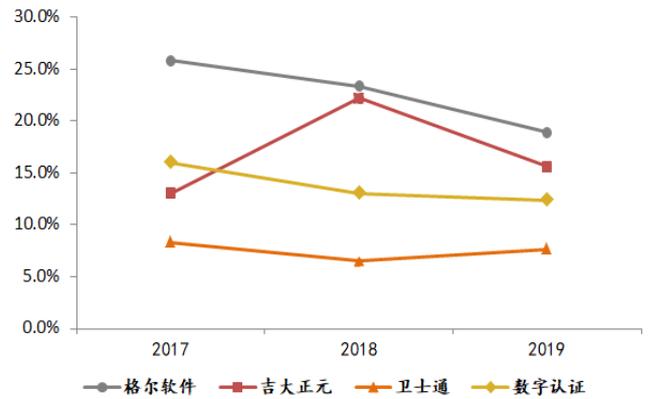
数据来源：格尔软件公司招股书，公司公告，西南证券整理

图 16：同行业优势企业毛利率对比



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 17：同行业优势企业净利率对比



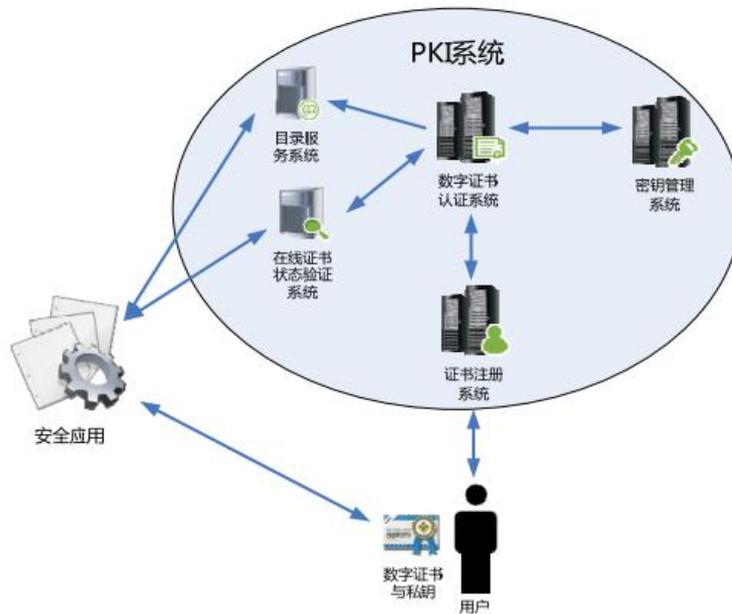
数据来源：IDC，西南证券整理

3 PKI 新应用领域，助力公司未来增长空间

3.1 各业务线高速增长，产品及服务体系不断拓展

格尔软件专注于 PKI 行业、为用户提供基于 PKI 的信息安全系列产品、安全服务和信息安全整体解决方案。PKI 是基于公钥密码技术所构建的、国际公认的能够全面解决信息安全问题的、普遍适用的一种信息安全系统。PKI 能够为信息系统提供密钥管理和证书管理等基础性安全服务，为应用提供认证、加密和数字签名等安全支撑，以实现信息的保密性、完整性、真实性、可靠性、可用性、可控性、不可抵赖性，是构建国家网络信任体系的基础。公司产品主要以 PKI 技术为基础，PKI 系统一般由数字证书认证系统 (CA)、证书注册系统 (RA)、密钥管理系统 (KM)、目录服务系统 (LDAP) 及在线证书状态验证系统 (OCSP) 等核心部分组成。

图 18: 格尔软件 PKI 系统组成



数据来源：公司招股书，西南证券整理

按照产品类别划分，公司的产品分为 PKI 基础设施产品、PKI 安全应用产品和通用安全产品三大类。公司通常依据客户的定制化要求，在以公司自主研发的 PKI 核心产品的基础上，搭载相关的电子设备和软件等第三方软硬件设施设备，为客户形成信息安全产品整体解决方案。

(1) PKI 基础设施产品：PKI 基础设施产品是由数字证书认证系统、证书注册系统、密钥管理系统等组合而成的信息安全基础设施，为信息安全提供密钥管理、数字证书生命周期管理及发布服务，是构建网络信任体系的基础。它是保障信息在网络传输过程中的保密性、完整性、真实性和不可抵赖性的重要基础。

(2) PKI 安全应用产品：PKI 安全应用产品是建立在 PKI 基础设施产品发放的数字证书以及 PKI 密码技术之上，为用户提供多元化的安全服务及应用的信息系统，可以满足各种网络应用可信身份认证、数据加密、操作不可抵赖及数据的完整性等一系列信息安全需求。它实现了数据的保密性、完整性、真实性和不可抵赖性。

(3) 通用安全产品：通用安全产品是除 PKI 基础设施产品与 PKI 安全应用产品之外的、基于非密码技术的信息安全产品，主要包括网络审计系统以及其他系统集成涉及的相关产品。如防火墙、防病毒、入侵检测、网络审计系统等相关软硬件设施设备。通用安全产品是对 PKI 相关安全产品的补充，为用户提供更加完整的安全解决方案。

图 19: 格尔软件产品体系示意图



数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

表 3: 公司三大类产品间相互区别与联系

产品	联系与区别	划分依据
PKI 基础设施产品	整个 PKI 安全体系的基础和框架	主要解决信息网络空间中信任问题, 确保各行为主体身份唯一性、真实性和合法性
PKI 安全应用产品	建立在 PKI 基础设施产品之上, 提供各项安全服务与应用	在 PKI 基础上构建一个完备的 PKI 安全体系, 并提供身份认证、授权、网络传输安全、数据存储安全、数据完整性保证、签名与验签等一系列安全支撑系统以及安全的业务沟通平台
通用安全产品	与 PKI 关联度不大的其它信息安全类产品, 是对 PKI 系列安全产品的补充	帮助用户解决其他非 PKI 范畴的安全问题, 丰富产品结构, 构建安全保障体系

数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

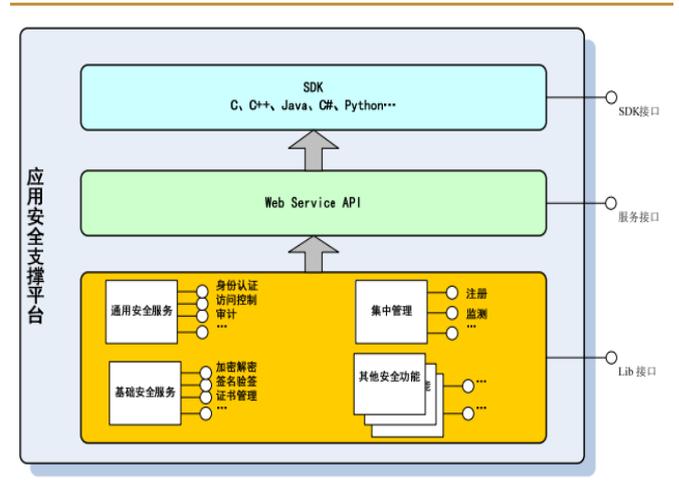
基于 PKI 的应用安全支撑平台, 为信息安全提供整体的平台级保障。平台在架构上从下至上分为 3 个层次, 底层是作为安全基础的 PKI 安全服务层, 具体分为 PKI 管理、基础平台服务和通用安全服务等三个层面。在 PKI 安全服务层之上, 设置分别对应于四个安全层次的安全支撑, 包括网络安全、主机安全、应用安全和数据安全。根据纵深防御的具体要求, 分别针对每个层次的安全风险, 有效地提供不同的安全防护服务。在上述层级和模块之上, 基于 PKI 的应用安全支撑平台为信息系统提供安全支撑, 保障安全的合规性, 降低运维成本, 并提供决策支持。除提供传统的接口外, 基于 PKI 的应用安全支撑平台还提供全面的面向服务的 Web 接口, 即通过标准的 Web Service 方式提供安全防护。PKI 安全服务层和管理层以标准接口的方式提供最基础的功能, 并直接以库 (Lib) 的方式提供证书解析、对称加密解密等少数不需要远程网络访问的功能。

图 20: 基于 PKI 的应用安全支撑平台



数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

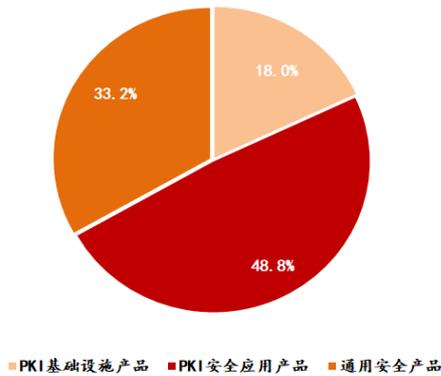
图 21: 平台采用 Web Service 的方式提供服务



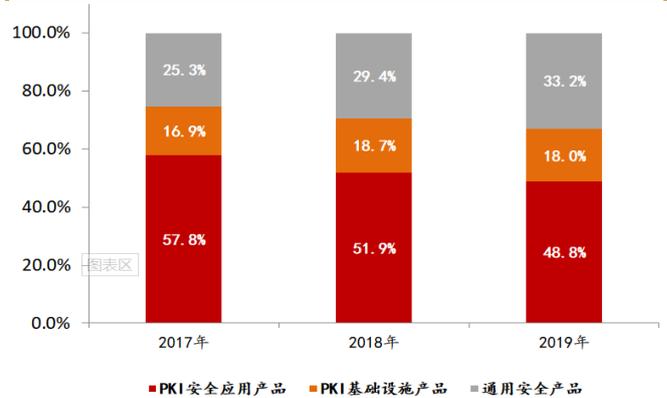
数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

传统销售优势继续显现, 产品体系趋于多样化。公司致力于为用户提供基于 PKI 的信息安全系列产品、安全服务和信息安全整体解决方案, 往往根据客户对部分参数或产品的某些功能项提出的具体定制要求, 在标准化产品的基础上进行定制化生产以满足客户需求。目前, 公司主营业务收入主要来自于 PKI 基础设施产品和 PKI 安全应用产品的销售。2017-2019 年, 公司 PKI 基础设施产品和 PKI 安全应用产品实现的销售收入占主营业务收入的比例为 74.7%、

70.6%和 66.8%。其中，数字证书认证系统、身份认证系统、安全网关、信息安全系统集成等产品类别的销售金额占比较大。同时近年来通用安全产品占比不断增长，体现出公司业务向多元化发展的趋势。

图 22：公司 2019 年营收占比情况


数据来源：公司年报，西南证券整理

图 23：公司 2017-2019 年主营业务收入构成情况


数据来源：公司年报，西南证券整理

公司客户主要为国家部委、地方政府部门、军工企业、金融机构、CA 公司、集团级企业等，市场潜力巨大。随着大数据、云计算、物联网、移动互联网等新技术和新领域的快速发展，PKI 的应用领域和市场空间不断扩大，相关标准法规要求越来越高，国家政府机构、企事业单位、各金融、能源、军工等重点行业企业均加大了对信息安全的投入，市场需求日趋旺盛，PKI 产品在市场需求的引导下更具创新性和多元化。由于行业的特殊属性，信息安全行业的下游客户对上游产品供应厂商存在一定的依赖性。随着各行业信息系统建设的扩展和信息安全等级要求的不断提高，下游客户在信息安全系统建设及升级过程中，将对安全产品、安全集成及安全服务等方面形成交叉消费和维护消费，产生信息安全建设方面的持续性投入，有利于公司进一步开拓新市场、开发新客户，为公司的持续快速发展提供重要保障。

表 4：公司产品主要应用领域与客户类型

主要产品及类别		主要应用领域	客户类型
PKI 基础设施产品	数字证书认证系统	政府机关电子政务系统、 军工单位信息管理系统、 金融机构信息管理系统、 大中型企事业单位运营管理系统	政府机关、军工单位、 金融机构、大中型企事业单位
	密钥管理系统		
	身份认证系统	政府机关电子政务系统、 军工单位信息管理系统	政府机关、军工单位
PKI 安全应用产品	安全认证网关	政府机关电子政务系统、 军工单位信息管理系统、 金融机构信息管理系统、 金融机构网银业务	政府机关、军工单位、 金融机构
	可信边界安全网关	公安网络边界防护与管理	政府机关
	移动安全管理平台		
	无线安全网关	政府机关电子政务系统	政府机关
电子签章系统	银行电子票据业务系统	金融机构	

主要产品及类别	主要应用领域	客户类型	
安全电子邮件系统	政府机关电子政务系统、 军工单位信息管理系统	政府机关、军工单位	
安全即时通系统			
网络保险箱			
终端信息保密系统			
局域网接入认证系统			
签名验证服务器	政府机关电子政务系统、 金融机构信息管理系统	政府机关、金融机构	
云安全服务平台系统	政府机关电子政务系统	政府机关	
打印管控系统			
移动介质管理系统			
通用安全产品	网络审计系统	政府网络管理	政府机关
	信息安全系统集成	政府机关电子政务系统、 军工单位网络安全建设	政府机关、军工单位

数据来源：公司招股书，西南证券整理

表 5：公司客户所属行业及名称

所属行业	客户名称
国家部委	国家发改委、国家安全部、全国人大、最高人民法院、公安部、外交部、民政部、国土资源部、国家统计局、国家药监局、国家密码管理局、国家审计署、国家信息中心、国家气象局、全国总工会、国务院法制办、国家外汇管理局、国家知识产权局等
地方政府部门	上海经信委、天津经信委、福建经信委、浙江工信厅、上海市委机要局、云南省委机要局、江苏省委机要局、新疆党委机要局、湖南省委机要局、福建省委机要局、河北省委机要局、陕西司法厅、安徽司法厅、安徽财政厅以及全国多地政府信息中心等
公安	各省市自治区公安厅局、公安部第一研究所、公安部第三研究所等
军工	中国航空工业集团公司、中国航天科技集团公司、中船重工集团公司、中国工程物理研究院、中核工业集团公司等
金融机构	中国人民银行、中国银联、中国银行、中国工商银行、中国农业银行、中国建设银行、交通银行、招商银行、广发银行、平安银行、反洗钱监测中心、印钞造币总公司、上海银行、上海农商银行、山东省城市商业银行合作联盟、山东省农村信用联合社、浙江省农村信用社联合社等
CA 公司	新疆 CA 公司、浙江 CA 公司、安徽 CA 公司、湖南 CA 公司、河北 CA 公司、天津政务 CA 公司、福建 CA 公司、云南 CA 公司等
大中型企事业单位	中海运集团、歌华集团、广东电信、福建联通、华力微电子、湖北电力、福建电力、深圳超算中心、新疆众和等

数据来源：公司招股书，西南证券整理

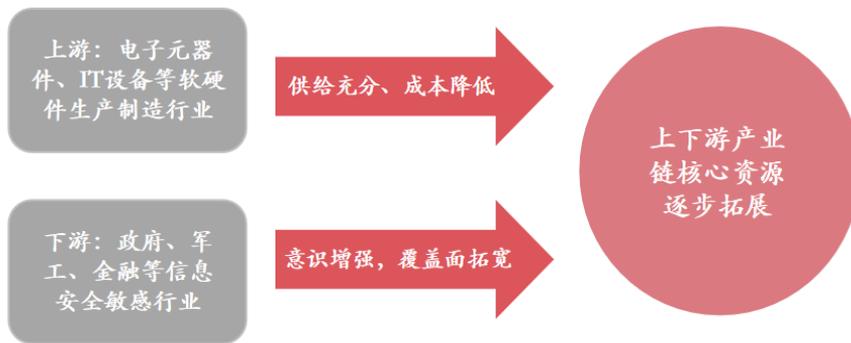
3.2 致力发展创新业务，新动力拉动业务结构持续优化

上下游产业链核心资源升级，未来需求拓展升级。公司的上游行业为电子元器件、IT 设备及软件开发工具等软硬件生产制造行业。电子元器件、IT 设备及软件开发工具等软硬件生产制造行业技术相对成熟，竞争激烈，市场供给充分，随着国产自主可替代计划的推进，电子元器件、集成电路、安全芯片趋于国产化，对国外提供商的依赖将有所降低，价格优势将日趋凸显。作为公司的上游行业，其供给的增加、成本的降低在直接影响信息安全行业成本和利润的同时，也将提升相关产品的安全系数和可信度。

公司的下游行业主要为政府部门、军工、金融等信息化程度高且对信息安全较为敏感的行业。政府高度重视信息化和网络安全投入，电信、金融、能源、军工等行业不断加强其信息安全建设，即下游行业的信息安全意识不断增强，信息安全方面的需求也日益增长，对信息安全类产品的需求量将越来越大。此外，因国家自主可控战略推出，各行各业选择更侧重于选择国内厂商，国内厂商将面临巨大的发展机遇。随着互联网技术的发展和信息技术的不断进步，各类黑客技术和木马攻击也不断出现，身份认证作为防护网络安全的第一道关口，是信息安全同时，从下游行业客户群体的变化趋势看，主要呈现两大特点：第一，由中央直属部委向省、市地方政府逐级延伸的态势的基础。由于各种行业信息系统安全性要求的逐渐提高，信息安全市场 PKI 领域必将随着下游行业需求的增加而不断发展。

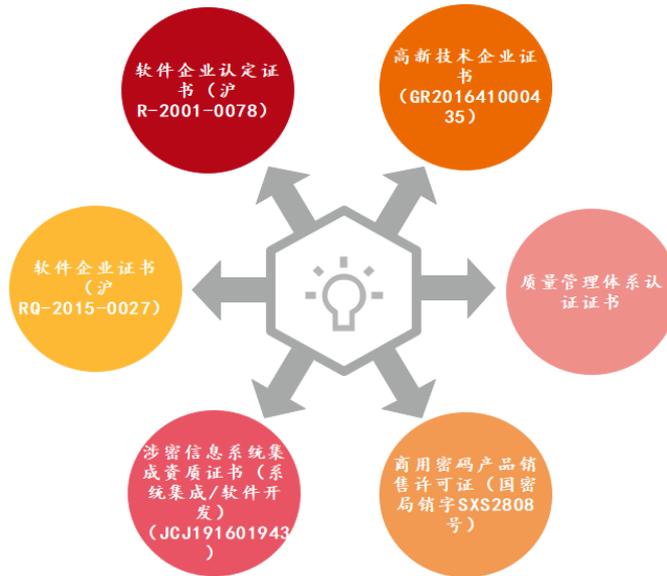
第二，由军工、金融等行业的总部机构向其下属分支机构逐步推广的态势。未来，随着我国政府部门以及相关行业信息安全意识的进一步提高，下游行业覆盖面将进一步拓宽，产品的接受程度和普及程度亦将进一步提升，有利于信息安全企业保持快速、稳定、健康发展。

图 24：上下游产业链核心资源升级



数据来源：公司年报，西南证券整理

致力发展创新业务，资质许可及核心技术行业领先。在信息安全行业，企业获取经营资质或许可的多少成为衡量信息安全厂商竞争力的重要因素。公司凭借领先的技术优势及综合服务能力，取得了涉及国家秘密的计算机信息系统集成资质证书（甲级）、计算机信息系统安全专用产品销售许可证、商用密码产品销售许可证、商用密码产品生产定点单位证书，以及各类涉密信息系统产品检测证书、商用密码产品技术鉴定证书、信息技术产品安全测评证书等多项经营资质或许可。公司是目前国内同行业中拥有各类经营资质或许可较全的企业之一。

图 25: 公司主要业务资质及许可


数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

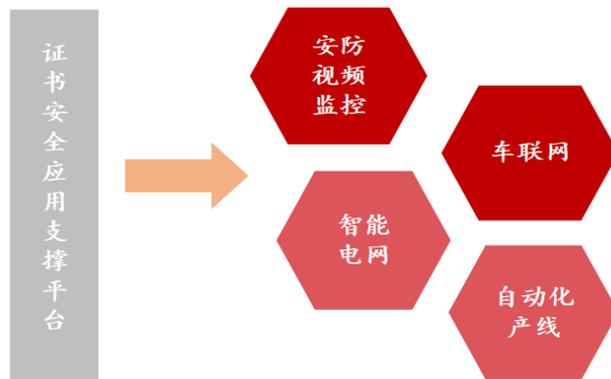
表 6: 公司核心技术

所属行业	客户名称
PKI 技术	(1) 公钥基础设施 (PKI) 技术是公司身份管理产品的基础; 以该技术为核心研制的公钥基础设施体系包括数字证书认证系统、身份认证系统、密钥管理系统三个核心系统, 以及时间戳服务、证书应用审计系统、在线证书验证系统等基础平台支持设施; 上述组成部分构成完整的、高效的认证体系基础设施架构; (2) 技术特色主要包括: 支持 CA 的树状信任模式; 支持 SM2、RSA1024、RSA2048、RSA4096 算法; 支持对 USBKey, 安全 TF 卡, 安全 SIM 卡, PC 终端, 移动终端, 带有安全芯片的智能可穿戴设备进行证书和密钥管理。支持用户证书、SSL 客户端证书、机构证书、设备证书、VPN 证书、代码签名证书、智能卡登录证书、域控制器证书等不同的证书种类
高性能网络身份认证技术	基于 PKI 技术实现 SSL 加密传输和强身份认证, 提供身份鉴别、传输加密、权限控制和访问审计等功能。相关性能指标包括: 支持百万级证书用户; 100 万以上的并发连接; 3.5 万次/秒的 SSL 新建连接; 提供 5Gbps 的加密带宽; 支持在无外部负载均衡器的条件下通过自身实现集群
边界安全防御技术	采用高安全和强身份认证, 解决不同信任域之间的边界保护问题。该技术使用数字证书作为用户的强身份认证, 提供基于各种策略的访问控制功能, 并采用独特的证书身份体系切换和映射技术 (如将外网 CA 的身份映射到内网 CA 身份), 解决身份信息在不同信任域之间传递的安全问题
移动安全通信技术	采用 PKI 技术解决移动互联网环境下的通讯和数据安全问题; 支持 iOS、Android、Windows CE/Mobile、Symbian 等多种终端应用; 独有的代理技术可支持移动应用在不作改进的条件下实现通信安全; 采用标准接口进行适配, 并支持 TF 卡的硬件数字证书
安全电子邮件技术	基于 WEB 访问方式和 PKI 安全技术保护的安全电子邮件技术; 在传统网络邮箱的功能上, 增加基于 PKI 技术的安全防护功能; 通过采用数字信封和签名技术, 实现收发邮件的机密性、完整性和不可篡改性, 确保邮件在整个传输过程中的安全
安全电子文件技术	采用加密技术实现对文件的集中安全存储和管理, 支持高强度的基于数字证书的用户认证, 支持电子文件的客户端加密、传输加密和存储加密, 支持安全策略的集中管理, 支持加密文件的授权共享, 支持包括 Windows、Android 和 iOS 等在内的多种终端应用, 适用于在企业或组织内部安全高效地存储和共享文件
虚拟磁盘加密技术	通过在 Windows 驱动层设置加密解密模块, 将文件模拟成虚拟磁盘, 使用户操作此虚拟磁盘的便利程度如同操作普通 C 盘、D 盘; 所有写入该虚拟磁盘的文件将自动加密; 虚拟磁盘关闭后即无法读取或还原其中的任何信息

数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

物联网 PKI 前景广阔，智能物联网设备引领新方向。随着智能物联网设备计算能力，应用规模的及物联基础网络设施的演进，智能物联网设备正成为技术和产业发展的重要方向，其对国民经济、社会治理的赋能作用不断增强，国家大力支持智能物联发展的政策不断落地。在《国家信息化发展战略纲要》、中国制造 2025 等国家政策大力支持下，未来智能网联将持续赋能实体经济，成为产业升级的强力助推器。近年来，人工智能、生物识别等新兴技术的发展成为产业转型的最强驱动因素。虽然上游硬件和中游视频设备行业集中度趋高，传统安防龙头企业垄断地位明显，但智能安防应用领域在各细分场景的市场成熟度还不高。总体而言，在国家产业政策和行业技术发展趋势的驱动下，下游客户对于智能网联设备安全防护产品的需求日益突出，智能网联安全技术 in 视频监控领域、车联网等具体应用领域的市场将有望获得关注。

图 26：物联网 PKI 发展前景



数据来源：公司年报，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司 PKI 安全应用产品安全应用产品需要搭载在 PKI 系统进行研发。目前发展趋势是 PKI 基础设施建立完成后，越来越多的安全应用产品正在被开发。对于老客户而言，PKI 基础设施建设已经完成，则需要后续安全应用产品开发服务。随着公司在国家 32 个部委全面铺开以及政府与军工企业对于网络安全的重视度显著提高，公司 PKI 安全产品业务的需求量将会出现大幅增长，假设 2020-2022 年 PKI 安全应用产品订单量增速分别为 40%、45%、35%；

假设 2：公司通用安全产品是除 PKI 基础设施产品与 PKI 安全应用产品之外的、基于非密码技术的信息安全产品，主要包括网络审计系统以及其他系统集成涉及的相关产品。如防火墙、防病毒、入侵检测、网络审计系统等相关软硬件设施设备。通用安全产品是对 PKI 相关安全产品的补充，为用户提供更加完整的安全解决方案。随着公司与客户的深入合作，公司也在着力于为客户提供更多元化的安全服务，近年来已经获得了大量订单，未来预计该业务将维持较高增速，假设 2020-2022 年通用安全产品业务营收增速为 40%、50%、45%；

假设 3: 公司 PKI 基础设施业务的客户主要是国家 32 个部委, 目前渗透率处于较高水平。省级政府渗透率也偏高, 未来公司 PKI 基础设施建设业务更多的是面向于未开发的部分省级政府系统和大量的地县系政府系统。未来预计该业务将维持平稳增速, 假设 2020-2022 年 PKI 基础设施业务订单增速为 20%、20%、15%。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入如下表:

表 7: 分业务收入预测

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
PKI 安全应用	收入	180.8	253.1	367.0	495.4
	增速	12.9%	40.0%	45.0%	35.0%
通用安全产品	收入	122.2	171.1	256.7	372.2
	增速	34.6%	40.0%	50.0%	45.0%
PKI 基础设施	收入	66.8	80.2	96.2	110.7
	增速	15.0%	20.0%	20.0%	15.0%
合计	收入	370.5	504.4	719.9	978.3
	增速	20.1%	36.1%	42.7%	35.9%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值与投资建议

我们选取网络安全行业中的三家可比公司, 可比公司主营业务与格尔软件业务相似, 且下游客户大多都是政企。2019 年三家公司平均 PE 为 83 倍, 2020 年三家公司平均估值为 45 倍, 考虑到国家持续加大对网络安全建设的投入, 公司在 PKI 领域占据绝对领先身位, 与下游客户合作紧密, 将充分享受新增订单带来的优势, 我们认为公司估值将略高于行业平均水平。

表 8: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002268.SZ	卫士通	16.68	0.19	0.23	0.34	0.44	138.80	67.98	46.40	36.12
300369.SZ	绿盟科技	12.91	0.26	0.30	0.39	0.50	40.93	30.09	24.20	14.45
300659.SZ	中孚信息	38.20	0.94	0.99	1.48	1.94	68.03	35.84	23.86	18.21
平均值							82.59	44.64	31.49	22.93

数据来源: Wind, 西南证券整理

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.52 元、0.85 元、1.16 元, 未来三年归母净利润将达到 47.2% 的复合增长率。考虑到国家持续加大对网络安全建设的投入, 公司在 PKI 领域占据绝对领先身位, 与下游客户合作紧密, 将充分享受新增订单带来的优势, 首次覆盖, 给予公司 2021 年 35 倍 PE, 给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	370.54	504.42	719.92	978.32	净利润	69.92	100.85	164.91	223.30
营业成本	153.56	211.86	302.37	410.89	折旧与摊销	26.54	13.61	13.61	13.61
营业税金及附加	2.11	3.49	4.69	6.50	财务费用	-0.46	1.06	1.52	2.06
销售费用	42.91	83.23	107.99	146.75	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	56.46	90.80	115.19	156.53	经营营运资本变动	254.59	-89.05	-102.42	-128.11
财务费用	-0.46	1.06	1.52	2.06	其他	-268.26	-4.58	-3.07	-6.68
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	82.34	21.88	74.53	104.18
投资收益	13.35	2.43	2.56	2.99	资本支出	235.42	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	4.31	2.15	2.51	2.69	其他	-253.91	4.58	5.07	5.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-18.49	4.58	5.07	5.68
营业利润	66.04	118.57	193.25	261.27	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	13.17	-0.59	-0.33	-0.04	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	79.21	117.98	192.92	261.23	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	9.29	17.13	28.01	37.93	支付股利	-23.91	-14.02	-20.19	-33.02
净利润	69.92	100.85	164.91	223.30	其他	0.59	3.15	-1.52	-2.06
少数股东损益	-0.15	-0.08	-0.17	-0.20	筹资活动现金流净额	-23.32	-10.86	-21.70	-35.08
归属母公司股东净利润	70.08	100.93	165.08	223.50	现金流量净额	40.53	15.60	57.90	74.78
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	98.39	113.99	171.90	246.68	成长能力				
应收和预付款项	279.60	397.44	559.47	763.80	销售收入增长率	20.08%	36.13%	42.72%	35.89%
存货	66.79	92.14	129.51	177.71	营业利润增长率	0.40%	79.54%	62.98%	35.20%
其他流动资产	246.73	250.25	255.92	262.71	净利润增长率	-2.79%	44.23%	63.51%	35.41%
长期股权投资	18.80	18.80	18.80	18.80	EBITDA 增长率	10.22%	44.63%	56.39%	32.90%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	68.89	64.51	60.14	55.77	毛利率	58.56%	58.00%	58.00%	58.00%
无形资产和开发支出	57.11	48.41	39.71	31.01	三费率	26.69%	34.71%	31.21%	31.21%
其他非流动资产	18.87	18.33	17.80	17.27	净利率	18.87%	19.99%	22.91%	22.82%
资产总计	855.16	1003.88	1253.24	1573.75	ROE	10.52%	13.35%	18.32%	20.47%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.18%	10.05%	13.16%	14.19%
应付和预收款项	182.20	237.38	338.15	463.76	ROIC	13.05%	27.01%	34.84%	37.32%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.86%	26.41%	28.94%	28.31%
其他负债	8.35	10.83	14.69	19.31	营运能力				
负债合计	190.54	248.21	352.84	483.07	总资产周转率	0.47	0.54	0.64	0.69
股本	121.27	193.10	193.10	193.10	固定资产周转率	5.37	7.56	11.55	16.88
资本公积	190.02	754.14	754.14	754.14	应收账款周转率	1.78	1.90	1.93	1.90
留存收益	356.66	443.57	588.46	778.95	存货周转率	3.07	2.67	2.70	2.65
归属母公司股东权益	663.73	754.86	899.75	1090.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.32%	—	—	—
少数股东权益	0.89	0.82	0.65	0.45	资本结构				
股东权益合计	664.62	755.67	900.40	1090.68	资产负债率	22.28%	24.72%	28.15%	30.70%
负债和股东权益合计	855.16	1003.88	1253.24	1573.75	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.66	3.47	3.18	3.01
					速动比率	3.31	3.09	2.81	2.65
					股利支付率	34.12%	13.89%	12.23%	14.77%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	92.13	133.24	208.37	276.93	每股收益	0.36	0.52	0.85	1.16
PE	54.15	37.60	22.99	16.98	每股净资产	3.44	3.91	4.66	5.65
PB	5.72	5.03	4.22	3.48	每股经营现金	0.43	0.11	0.39	0.54
PS	10.24	7.52	5.27	3.88	每股股利	0.12	0.07	0.10	0.17
EV/EBITDA	22.08	15.15	9.41	6.81					
股息率	0.63%	0.37%	0.53%	0.87%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn