

渠道战略落地，加速成长可期

买入|首次推荐

报告要点:

● 网络安全行业领导者，经营质量改善明显

公司是国内领先的、具有核心竞争力的企业级网络安全解决方案供应商，竞争优势包括：行业领先的技术优势、差异化的产品和服务、优质的客户群体和丰富的行业经验等。2016-2020年，公司营业收入的CAGR为16.51%，扣非归母净利润的CAGR为6.92%。2020年，公司实现营业收入20.10亿元，同比增长20.28%；实现扣非归母净利润2.58亿元，同比增长40.50%。2019-2020年，公司经营性现金流净额快速增长，经营质量改善明显。

● 技术与政策双轮驱动，网络安全市场景气快速成长

近年来，信息技术飞速发展，网络安全事件频发，行业政策持续出台，网络安全产业处于加速迭代创新的时期。我国把网络安全提升到国家安全战略高度，《网络安全法》、《数据安全法》、等保2.0等一系列法律法规和政策为行业的快速发展奠定了坚实的基础。根据Gartner的数据，2019年全球网络安全行业市场规模达到1244.01亿美元，同比增长9.11%。根据中商产业研究院的数据，2020-2024年中国网络安全市场规模的CAGR为20.65%，2024年市场规模将达到167.20亿美元。

● 深入挖掘渠道价值，资源整合实现合作共赢

2019年，公司引入原华为企业BG中国区副总裁胡忠华先生，并于2020年聘任为总裁。渠道体系上，构建两级渠道架构保障项目全生命周期管理；2020年，星空计划和丰收计划双轮驱动渠道战略的执行且效果显著；此外，基于客户的分层分级，打造“绿盟科技+合作伙伴”的联合拓展模式，实现合作共赢。经过三年转型，公司的渠道业绩得到大幅增长，2020年渠道订单额接近15亿元。2021年，公司围绕“智慧安全3.0”的理念体系，进一步构建面向渠道客户设计的产品线和安全服务。

● 投资建议与盈利预测

随着数字中国战略的推进，公司持续创新网络安全产品与解决方案，“绿盟科技+合作伙伴”的联合拓展模式成效显著，成长空间广阔。预测公司2021-2023年营业收入为26.51、34.11、42.34亿元，归母净利润为4.02、5.26、6.71亿元，EPS为0.50、0.66、0.84元/股，对应PE为39.88、30.45、23.89倍。过去三年公司PE主要运行在40-80倍之间，给予公司2021年50倍的目标PE，目标价为25.00元。首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情反复；核心人员流失；海外市场拓展的风险；渠道战略推进不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1671.09	2010.04	2651.48	3410.75	4234.47
收入同比(%)	24.24	20.28	31.91	28.64	24.15
归母净利润(百万元)	226.51	301.13	401.87	526.41	670.84
归母净利润同比(%)	34.77	32.94	33.46	30.99	27.44
ROE(%)	6.70	8.61	10.48	12.30	13.85
每股收益(元)	0.28	0.38	0.50	0.66	0.84
市盈率(P/E)	70.75	53.22	39.88	30.45	23.89

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价/目标价：20.08元/25.00元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：23.55 / 12.06

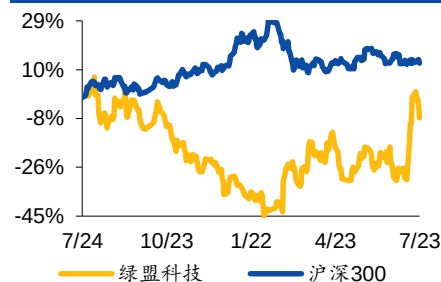
A股流通股(百万股)：734.32

A股总股本(百万股)：798.33

流通市值(百万元)：14745.13

总市值(百万元)：16030.51

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 陈图南

邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

目 录

1. 专注网络安全，备受用户信赖	4
1.1 持续稳健成长，经营明显改善	5
1.2 专注网络安全，创新驱动发展	6
1.2.1 高品质的安全产品	6
1.2.2 体系化的安全服务	7
1.2.3 常态化的安全运营	8
1.3 股权变更落地，激励彰显信心	9
2. 政策驱动发展，新赛道新机遇	11
2.1 政策驱动，网安产业处于高景气周期	11
2.2 新兴安全加速成长，新领域机遇不断	14
3. 强化竞争优势，布局渠道生态	16
3.1 渠道优势：布局渠道生态，主动开放合作共赢	16
3.2 产品优势：业务布局全面，爆款产品市场领先	17
3.3 研发优势：专注前沿研究，研发驱动持续成长	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：营业收入及增长情况	5
图 3：经营性现金流净额与扣非归母净利润对比	5
图 4：安全产品收入及毛利率情况	5
图 5：安全服务收入及毛利率情况	5
图 6：研发投入情况	6
图 7：研发人员情况	6
图 8：主要安全产品及解决方案	7
图 9：安全服务业务概况	8
图 10：安全运营中心体系	9
图 11：股权结构变更情况	10
图 12：等保 2.0 较等保 1.0 的区别	12
图 13：全球网络安全市场规模及其预测	13
图 14：中国网络安全市场规模及预测	13
图 15：中国云安全市场规模及其预测	14
图 16：中国大数据安全市场规模及预测	14
图 17：2019 中国硬件 WAF 厂商市场份额	15
图 18：2020 中国响应与编排软件市场份额	15
图 19：公司两级渠道架构	16
图 20：绿盟云合作伙伴	17

图 21：安全态势感知平台 18

图 22：八大实验室及其主要研究领域 20

图 23：部分上市网络安全公司研发投入占比情况 21

表 1：股权激励概况 10

表 2：近年来网络安全领域政策汇总 11

表 3：主要产品市场情况 19

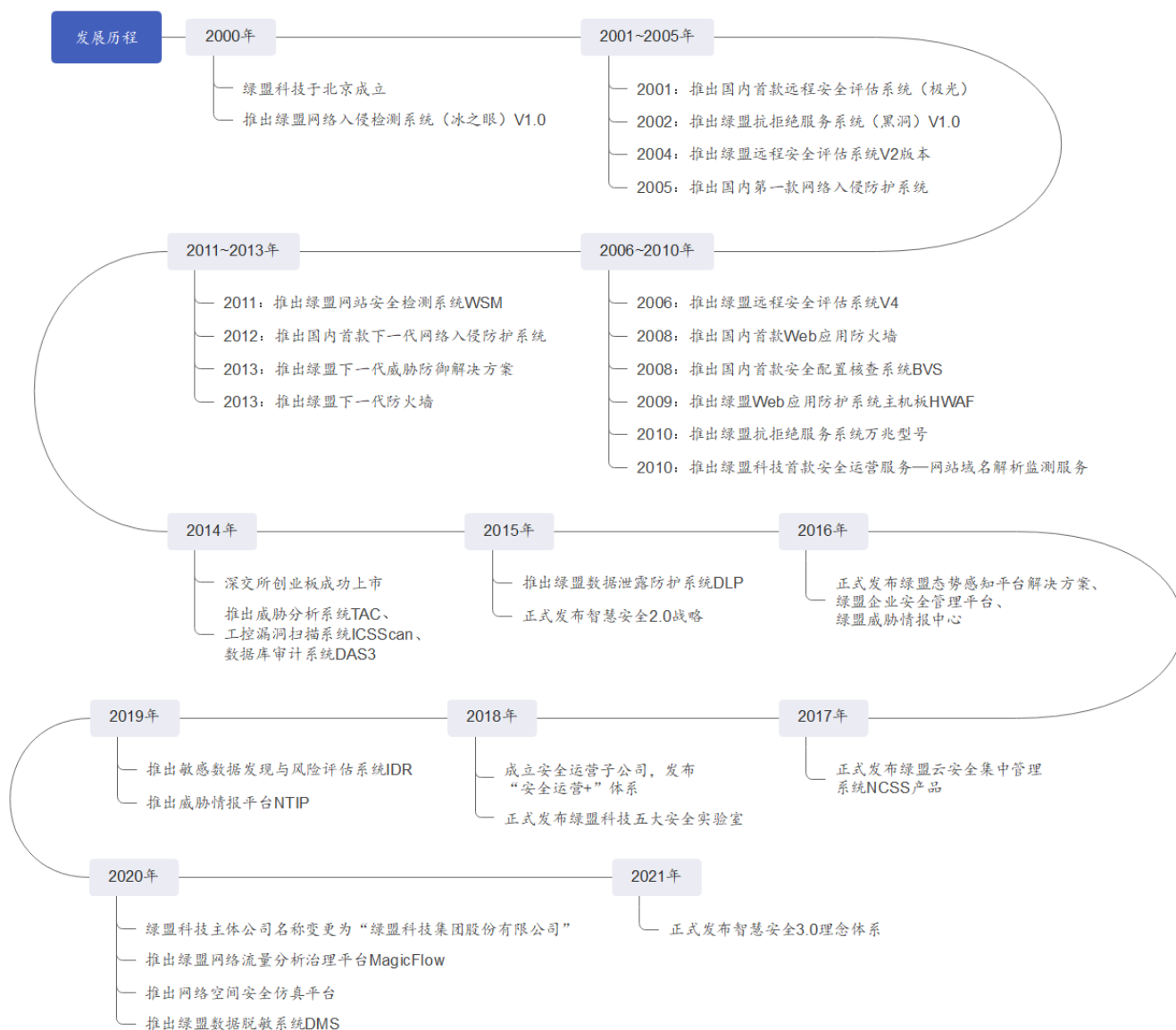
表 4：公司收入拆分（单位：百万元） 23

表 5：可比公司估值情况 23

1. 专注网络安全，备受用户信赖

绿盟科技集团股份有限公司成立于2000年4月，总部位于北京，于2014年1月29日在深圳证券交易所创业板成功上市。公司一如既往以创新精神、领先技术、优质产品、专业服务，在全球范围内，提供基于自身核心竞争力的企业级网络安全产品、安全解决方案和安全运营服务，成为备受用户信赖的网络安全公司。公司的愿景是专攻术业，成就所托。公司在国内设有50余个分支机构服务政府、金融、运营商、能源、交通、科教文卫以及企业等行业用户，此外，在全球多地设立海外子公司、办事处，深入开展全球业务，专注打造全球网络安全行业的中国品牌。

图 1：公司发展历程

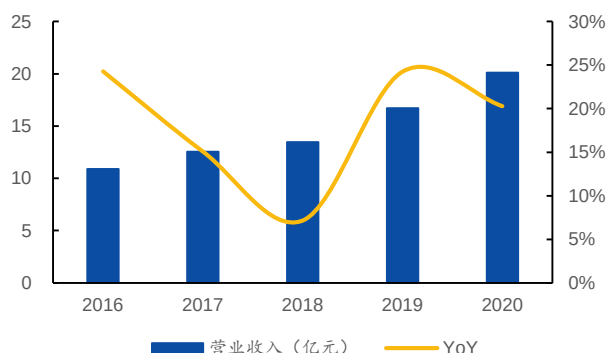


资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.1 持续稳健成长，经营明显改善

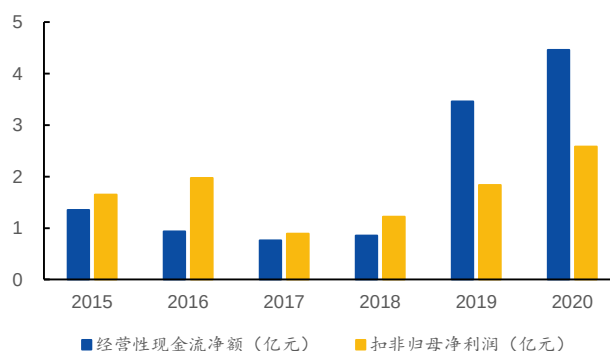
2016-2020 年，公司营业收入保持稳健增长，营业收入的 CAGR 为 16.51%，2020 年，实现营业收入 20.10 亿元，同比增长 20.28%。2016-2020 年，扣非归母净利润的 CAGR 为 6.92%，2020 年实现扣非归母净利润 2.58 亿元，同比增长 40.50%。2016-2020 年，经营性现金流净额的 CAGR 为 47.75%，2020 年实现经营性现金流净额 4.46 亿元，同比增长 28.93%。过去三年，公司扣非归母净利润和经营性现金流净额逐渐回暖，2019-2020 年的经营性现金流净额大大超出扣非归母净利润，经营质量改善明显。

图 2：营业收入及增长情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

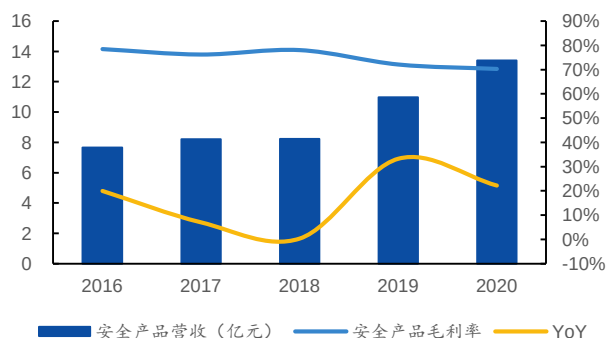
图 3：经营性现金流净额与扣非归母净利润对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

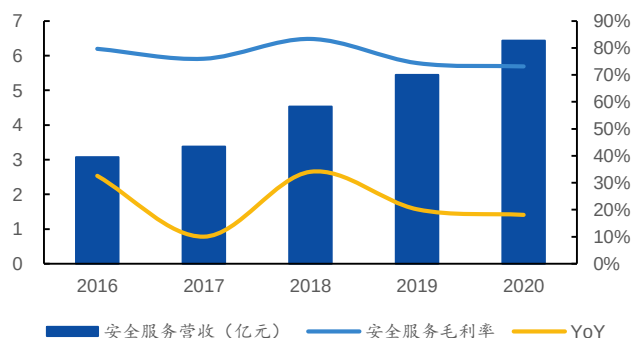
公司的营业收入按产品拆分，由安全产品、安全服务和第三方产品构成。2016-2020 年，安全产品收入的 CAGR 为 15.01%，2020 年安全产品实现营业收入 13.41 亿元，同比增长 22.21%，安全产品收入占营业收入的 66.72%。2016-2020 年，安全服务收入的 CAGR 为 20.27%，2020 年安全服务实现营业收入 6.43 亿元，同比增长 18.09%，安全服务收入占营业收入的 32.01%。2016-2020 年，公司安全产品和安全服务的毛利率均保持在 70% 以上的较高水平。

图 4：安全产品收入及毛利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：安全服务收入及毛利率情况

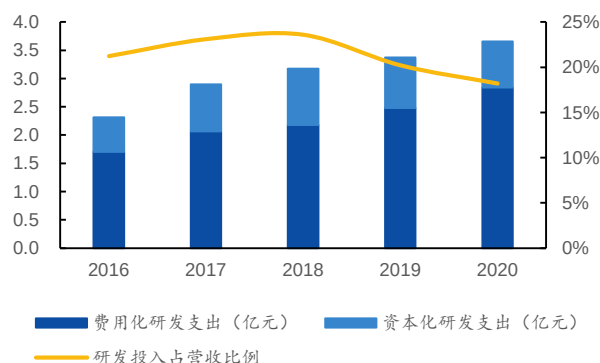


资料来源：Wind，国元证券研究所

2020 年，公司的销售费用率为 30.39%，较 2019 年下降 5.28 个百分点；管理费用率为 24.61%，较 2019 年下降 1.18 个百分点；财务费用率为 -0.21%，较 2019 年提升 0.39 个百分点。

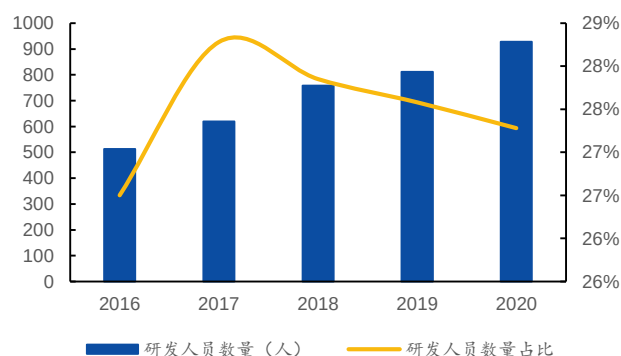
2016-2020 年，公司研发投入的 CAGR 为 12.10%；2020 年，公司研发投入金额为 3.65 亿元，其中资本化研发支出占研发投入的比例为 22.28%，研发支出占营业收入的比例是 18.18%。2016-2020 年，公司研发人员数量不断增加，CAGR 为 15.97%；2020 年底，研发人员数量为 928 人，研发人员数量占比为 27.28%。

图 6：研发投入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：研发人员情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

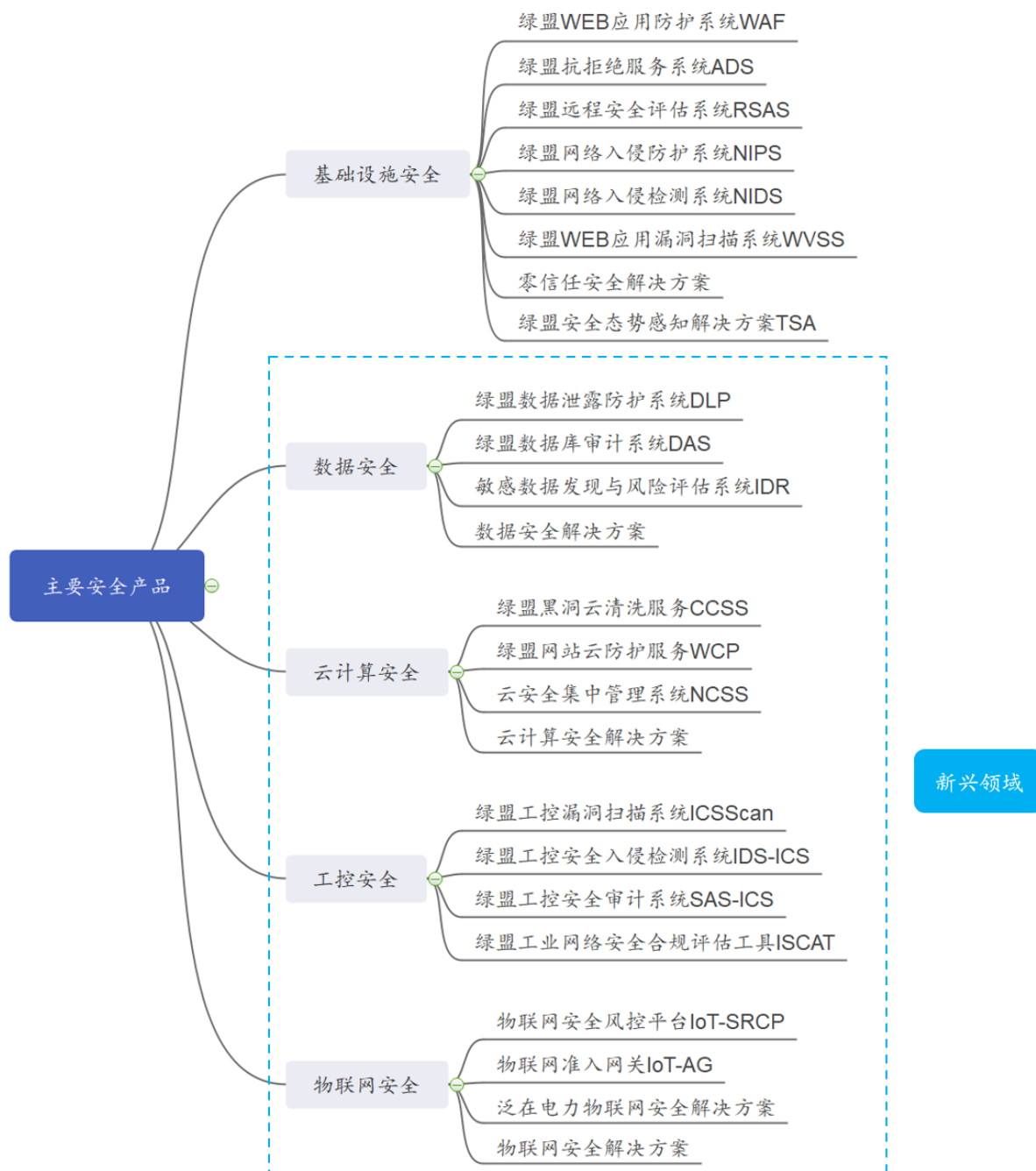
1.2 专注网络安全，创新驱动发展

公司自创立以来一直聚焦在网络安全领域，专注于网络安全产品的研发、生产、销售及为客户提供专业安全服务。公司业务由安全研究、安全产品、安全解决方案、安全服务、安全运营等组成。

1.2.1 高品质的安全产品

基于多年的安全研究，公司为政企用户提供安全检查与评估类、安全检测与防护类、认证与访问控制类、安全审计类、安全运营及管理类等 60 余款高品质安全产品。其中，抗拒绝服务攻击系统(ADS)、安全和漏洞管理(AIRO)、网络入侵防护系统(IDPS)、Web 应用防火墙(WAF)等多款产品获国际权威咨询机构推崇。此外，公司还积极拓展云计算、大数据、物联网、工业互联网、信息技术应用创新等新兴安全领域的安全产品，提供安全态势感知、云安全资源池、下一代威胁防护、威胁和漏洞管理、网站安全监测和防护、智能安全运营等解决方案，帮助用户在领先的研究成果中受益。

图 8：主要安全产品及解决方案



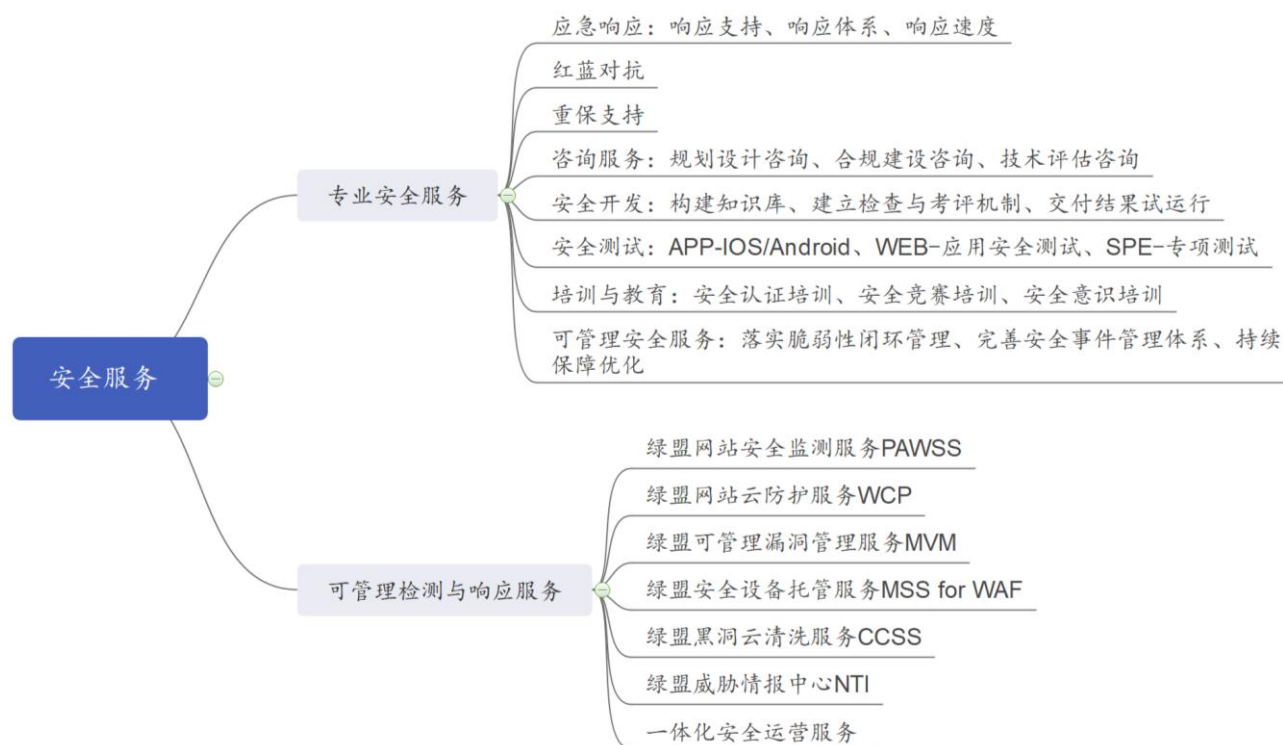
资料来源：公司官网，国元证券研究所

1.2.2 体系化的安全服务

公司依据安全服务驱动力和安全服务理念，以解决企业信息和技术风险为核心，通过安全服务能力和安全服务解决方案为落地，从规划设计、开发管控、能力共建和培训教育不同建设阶段提供安全服务。公司在数据安全、网络安全保险、安全开发管控、结合关键信息基础设施(CII)的红蓝对抗能力、个人信息保护等新兴安全服务领域持续创新，相继落地优秀的案例。根据 IDC 的数据，2020 年上半年，公司安全咨询服

务国内市场份额第一。

图 9：安全服务业务概况

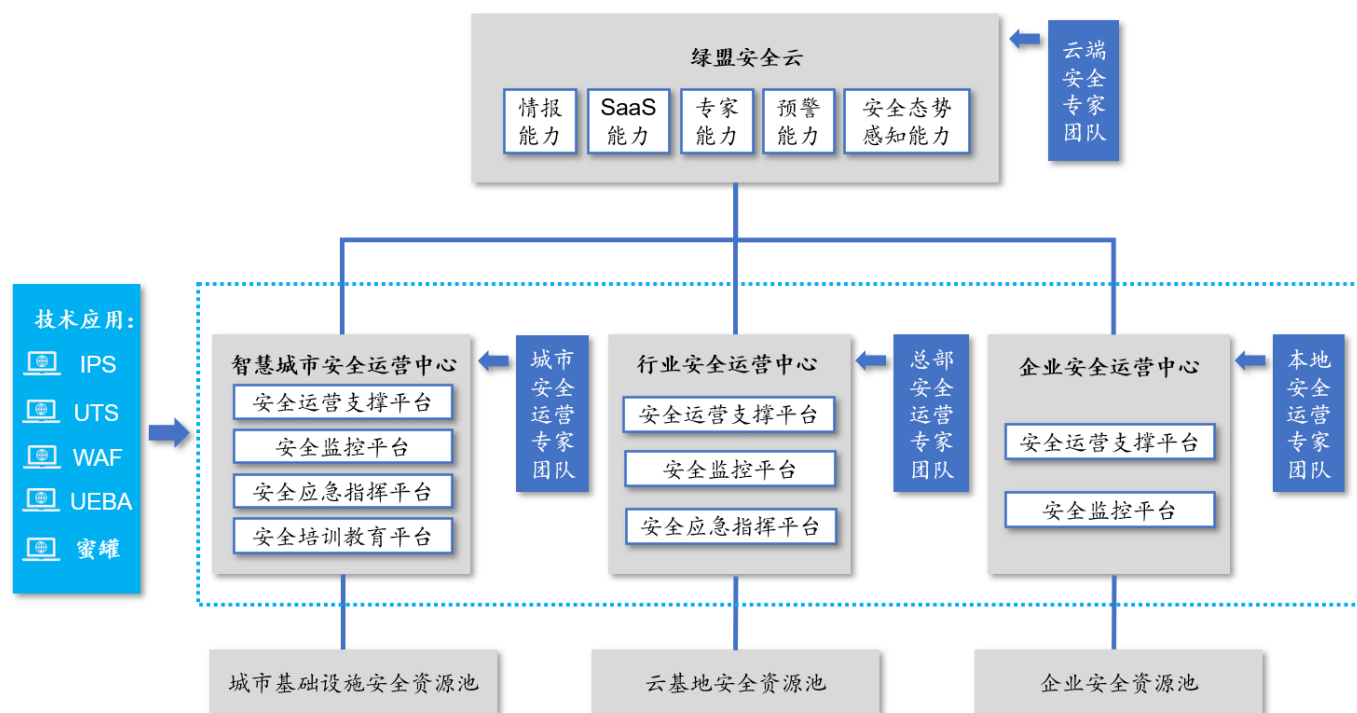


资料来源：公司官网，国元证券研究所

1.2.3 常态化的安全运营

基于对智慧城市网络安全目标的深入分析，公司提出城市智慧安全运营中心顶层安全框架，在国家政策文件、法律法规和标准规范指引下，提供安全体系规划、安全能力体系建设、常态化网络安全运营的整体解决方案。2020 年，公司继续践行 P2SO(Product to Solution & Operations)战略转型计划，宁波、成都、广州、沈阳、长沙、南京、天津七大城市安全运营中心及武汉研发基地共同组成“七星一基地”战略布局，覆盖并牵引公司在东北、华北、华东、华南的城市安全运营拓展及落地工作。

图 10：安全运营中心体系



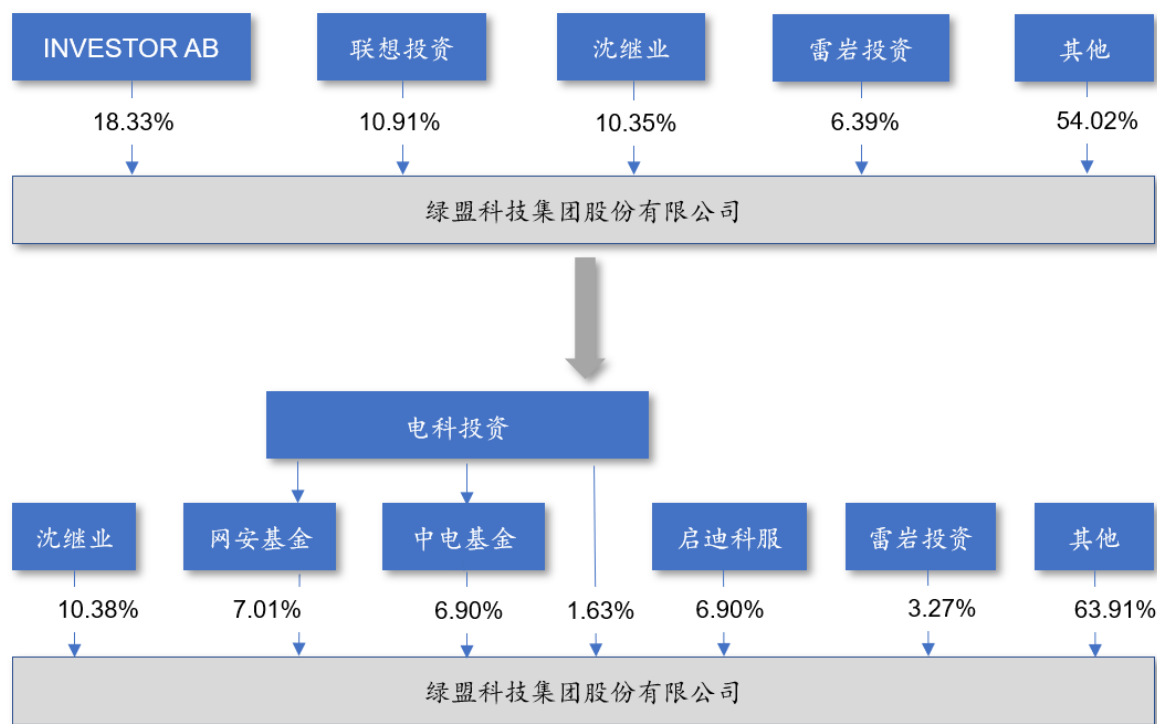
资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.3 股权变更落地，激励彰显信心

根据公司公告，2018 年 2 月 10 日，Investor AB Limited(IAB)将其持有公司总股本 9.4460%的股份、联想投资将其持有的公司总股本 0.8004%的股份转让给启迪科服；联想投资将其持有的公司总股本 5.1156%的股份转让给沈继业控制的宁波梅山保税港区亿安宝诚投资管理合伙企业。2019 年 2 月 10 日，IAB 将其持有的公司总股本 1.8933%的股份转让给中电电子信息产业投资基金（天津）合伙企业（中电基金），将其持有的公司总股本 7.0009%的股份转让给中电科（成都）网络安全股权投资基金合伙企业（网安基金），联想投资将其持有的公司总股本 4.9967%的股份转让给中电基金，中电基金和网安基金为一致行动人。股份转让之后 IAB 与联想投资不再持有公司股份，公司股权结构进一步优化。

目前，公司股权较为分散，无控股股东，无实际控制人。截至 2021 年第一季度，电科投资、网安基金和中电基金为一致行动人，合计持有公司 15.55%的股份，是公司第一大股东。

图 11：股权结构变更情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司自上市以来，为了进一步建立、健全公司长效激励机制、吸引和留住优秀人才、充分调动公司核心团队的积极性，实施了多次股权激励计划，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起。

根据公司公告，2021 年 4 月 23 日，公司发布《2021 年限制性股票激励计划（草案）》，授予的激励对象总人数为 195 人，公司员工参与本次员工持股计划持有公司股票的目的旨在建立和完善员工、股东的利益共享机制，改善公司治理水平，提高职工的凝聚力和公司竞争力，调动员工的积极性和创造性，促进公司长期、持续、健康发展。

表 1：股权激励概况

草案公告日	激励标的	激励数量	授予/行权价格	占总股本比例	激励人数
2014 年 04 月 14 日	期权	204.7 万份	91.42 元/股	2.42%	316 人
2015 年 07 月 30 日	股票	465.9 万股	21.64 元/股	1.30%	519 人
2015 年 11 月 13 日	股票	39.71 万股	22.59 元/股	0.11%	44 人
2016 年 09 月 07 日	股票	781.1 万股	20.01 元/股	2.14%	631 人
2017 年 08 月 18 日	股票	752.20 万股	5.00 元/股	0.94%	312 人
2017 年 08 月 18 日	期权	815.26 万份	9.99 元/股	1.02%	338 人
2021 年 04 月 23 日	股票	340.80 万股	9.03 元/股	0.43%	195 人

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.政策驱动发展，新赛道新机遇

2.1 政策驱动，网安产业处于高景气周期

在网络安全事件频发的背景下，我国网络安全相关政策持续出台，为促进产业发展提供了良好的政策保障。

表 2：近年来网络安全领域政策汇总

时间	颁布单位/会议	名称	主要内容
2021 年 7 月	工信部	《网络安全产业高质量发展三年行动计划(2021-2023 年)(征求意见稿)》	在产业规模上，网络安全产业规模超过 2500 亿元，年复合增长率超过 15%；在技术创新上，一批网络安全关键核心技术实现突破，达到先进水平。
2021 年 6 月	第十三届全国人民代表大会常委会	《中华人民共和国数据安全法》	以基本法的形式明确了我国数据安全治理体系的顶层设计和“四梁八柱”，以安全保发展，助推数字中国建设，助力我国数字经济国际竞争。
2021 年 3 月	十三届全国人大四次会议	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	健全国家网络安全法律法规和制度标准，加强重要领域数据资源、重要网络和信息系 统安全保障，加强网络安全风险评估和审查、基础设施建设和关键技术研发，推动全球网络安全保障合作机制建设。
2020 年 4 月	国家互联网信息办公室等 12 部委	《网络安全审查办法》	关键信息基础设施运营者采购网络产品和服务，影响或可能影响国家安全的，应当按照《办法》进行网络安全审查。
2020 年 4 月	全国信息安全标准化技术委员会	《信息安全技术—网络安全等级保护定级指南》	新版定级指南在定级流程和定级对象、受侵害者客体方面都做出变化，通用定级对象基本特征明确，且云计算平台、物联网、工业控制系统、采用移动互联网技术的系统、通信网络设施、数据资源等属于强制定级备案范畴。
2019 年 11 月	国家互联网信息办公室	《网络安全威胁信息发布管理办法（征求意见稿）》	旨在规范发布网络安全威胁信息的行为，有效应对网络安全威胁和风险，保障网络运行安全。
2019 年 10 月	第十三届全国人民代表大会常委会	《中华人民共和国密码法》	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、法制化水平，是我国密码领域的综合性、基础性法律。
2019 年 9 月	工信部	《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》	着力突破网络安全关键技术、创新网络安全服务模式、打造网络安全产业生态、推广网络安全技术应用、构建网络安全基础设施。
2019 年 8 月	国家市场监督管理总局、中国国家标准化管理委员会	《信息安全技术大数据安全管理指南》	提出了大数据安全管理基本原则，规定了大数据安全需求、数据分类分级、大数据活动的安 全要求、评估大数据安全风险，适用于各类组织进行数据安全管 理。
2019 年 5 月	国家市场监督管理总局、中国国家标准化管理委员会	《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》、《信息安全技术网络安全等级保护测评要求》、《信息安全技术网络安全等级保护安全设计技术要求》	为了配合《网络安全法》的实施，同时适应新技术（移动互联、云计算、大数据、物联网等）、新应用情况下等保工作的开展，新标准针对共性安全保护需求提出安全通用要求，针对新技术（移动互联、云计算、大数据、物联网等）、新应用领域的个性安全保护需求，形成新的等保基本要求标准，于 2019 年 12 月 1 日正式实施。
2017 年 7 月	国家互联网信息办公室	《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》	明确了关键信息基础设施的规划范围和违反行为的处罚措施，规定了相关运营者的责任和义务，列出了产品和服务和运营安全的具体条例。
2017 年 6 月	第十二届全国人民代表大会常委会	《中华人民共和国网络安全法》	明确保障网络安全的基本要求和主要目标，提出重点领域的网络安全政策、工作任务和措施；规定了关键信息基础设施的基本概念、具体范围和安全保护要求，提出了关键信息基础设施与安全同步建设的原则。

资料来源：国元证券研究所整理

随着云计算、大数据、物联网、人工智能等技术的飞速发展，网络威胁持续进化，变得更加复杂、棘手、难以应对。网络安全产业顺应时代的发展，呈现出全新的发展态势：

■ 等保 2.0 扩大安全建设覆盖要求，推进各行业安全建设发展

等保 2.0 已经上升为法律要求，将会带来百亿级安全市场增量，在原有的被动防御安全市场基础上，基于主动防御、零信任、无边界、大数据分析、安全运营服务等新安全思路 and 理念的产品市场将快速增长。

图 12：等保 2.0 较等保 1.0 的区别



资料来源：公司公告，CSDN，国元证券研究所

■ 整网体系化安全成为行业发展的重要方向

随着信息技术及其应用范围的不断发展，网络安全问题也越来越复杂，对网络安全威胁的检测和防护已很难由单个安全设备来完成，越来越多的用户开始选择整网体系化安全建设方案，而非单独由安全设备组成的传统网络安全建设方案。对于同时具备网络设备和网络安全产品的综合类厂商，其整网整合方案无需进

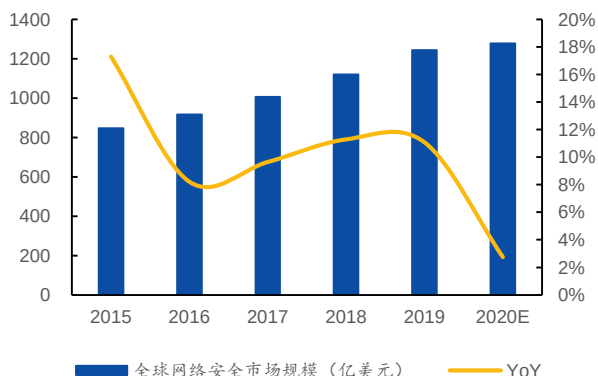
行定制开发，具有天然成本优势。因此，整网体系化安全的发展将使得“网络+安全”综合类厂商市场竞争力进一步增强，并有望逐步扩大市场份额。

■ 网络安全架构向零信任发展以适应持续演进的动态安全需求

随着网络接入方式和接入终端逐渐多样化，用户业务和网络安全威胁也不断变化，企业急需构建一个以数据和身份为中心、与当前数字化发展趋势更加相适应的安全防护机制。在此背景下，业界开始提出零信任安全概念，基于零信任模式的需求将逐步增加。根据 Gartner 预测，到 2022 年，80% 提供给互联网生态伙伴的应用将使用零信任，2023 年将有 60% 的 VPN 被零信任取代，同时 40% 的企业将在远程接入以外的场景使用零信任。目前，国内企业逐步加大对“零信任框架”的研究和布局，并开展系列探索和实践。

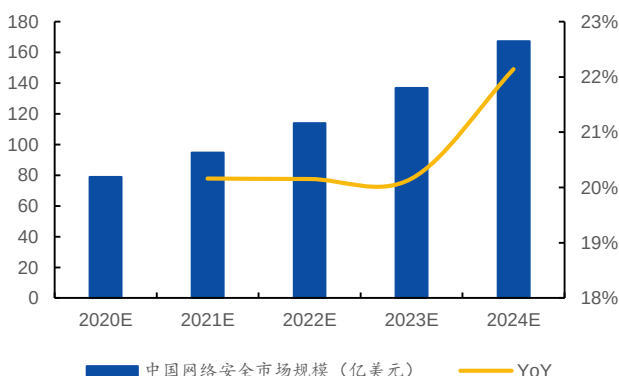
全球网络安全产业规模持续扩大，根据 Gartner 的数据，2019 年全球网络安全行业市场规模达 1244.01 亿美元，同比增长 11.08%，2020 年受疫情影响，全球网络安全行业市场规模增速将会放缓，预计到 2020 年全球网络安全行业市场规模将增长至 1278.27 亿美元。我国网络安全产业保持健康的发展态势，根据中商产业研究院的数据，中国网络安全市场规模 2020-2024 年的 CAGR 为 20.65%，2024 年的市场规模将达 167.20 亿美元。

图 13：全球网络安全市场规模及其预测



资料来源：Gartner，国元证券研究所

图 14：中国网络安全市场规模及预测



资料来源：中商产业研究院，国元证券研究所

虽然我国网络安全产品和服务均得到发展，但目前我国网络安全市场暂以安全硬件为主。日趋严峻的安全态势以及新兴技术的普及使得企业安全架构和管理变得更加复杂，风险评估、安全管理咨询、安全托管服务等越发受重视，随着虚拟化及云服务理念的渗透，企业对于持续性的安全服务需求逐渐增加，安全服务占比将逐渐提升。

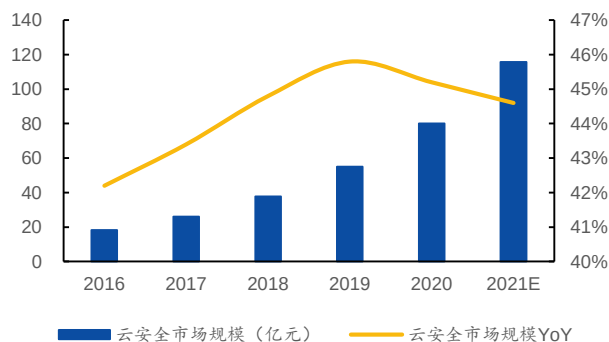
根据数说安全和 CCIA 整理的数据，2020 年产品型网络安全企业 1185 家，服务型网络安全企业 2671 家，综合性网络安全企业 267 家。产品型企业数量减少，而服务型企业数量显著增加，说明近两年网络安全服务需求增长，国内网络安全市场过去“重产品，轻服务”的情况得到改善，产品型企业更多地转型成了综合性网络安全公司。公司以安全运营为切入点，引领安全服务化趋势。根据 IDC 的数据，2020 年公司在 IT 安全咨询服务市场份额和中国托管安全服务市场份额均位列第四。

2.2 新兴安全加速成长，新领域机遇不断

我国网络安全市场已经进入到全新发展阶段：传统安全业务增长放缓，新兴安全市场进入加速期，助推新一轮市场增长。随着网络安全行业的迅猛发展，现有网络安全产品和服务基本从传统网络安全领域延伸到云、大数据、物联网、工业控制、5G 和移动互联网等不同的应用场景。

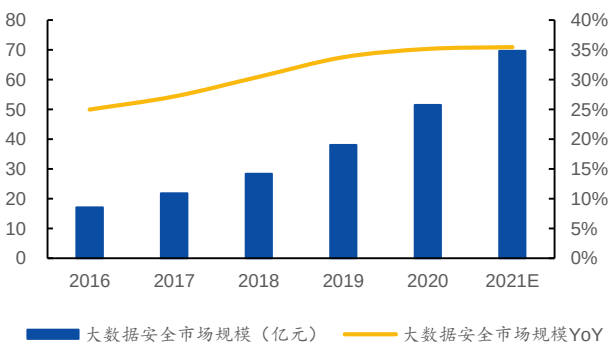
根据赛迪顾问的数据，2016-2020 年，云安全市场规模的 CAGR 为 44.80%，大数据安全市场规模的 CAGR 为 31.74%，物联网安全市场规模的 CAGR 为 40.69%，工业互联网安全市场规模的 CAGR 为 31.45%。

图 15：中国云安全市场规模及其预测



资料来源：赛迪顾问，国元证券研究所

图 16：中国大数据安全市场规模及预测



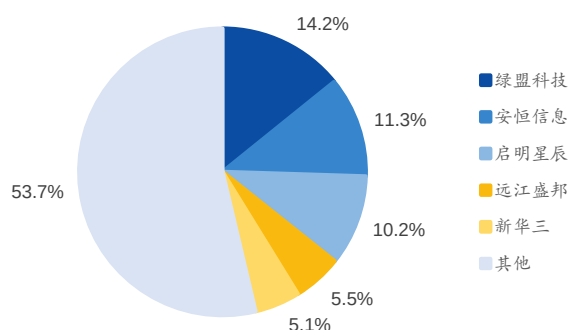
资料来源：赛迪顾问，国元证券研究所

- **云安全：**云安全问题已成为云计算产业发展痛点，云计算产业规模的扩大需要进一步解决和改善云安全问题，云计算的发展侧面推动了云安全行业的发展。当前，云安全行业处于高速发展阶段，随着云计算市场规模尤其是公有云占据主要市场规模的情况下，云安全市场需求大，我国云安全行业市场规模不断增长，根据赛迪顾问的数据，中国云安全市场处于爆发式增长阶段，2020 年中国云安全市场规模达到 80.0 亿元，同比增长 45.2%，预计到 2021 年中国云安全服务市场规模将突破百亿，达到 115.7 亿元。
- **大数据安全：**大数据成为网络安全重点目标。近年来，国内外的大数据平台安全、数据安全、隐私保护相关的技术稳步发展，但大数据平台的漏洞扫描与攻击监测技术相对薄弱，数据共享安全、非结构化数据库的安全防护以及数据泄露溯源技术的改进迫在眉睫。根据赛迪顾问的数据，2020 年中国大数据安全市场规模为 51.5 亿元，同比增长 35.2%，预计到 2021 年市场规模将达到 69.7 亿元。
- **物联网安全：**全球联网设备数量高速增长，“万物互联”成为全球网络未来发展的重要方向，由于物联网安全事件频发，全球物联网安全支出将不断增加。伴随物联网攻防技术的发展，物联网安全防护手段将由“被动防御”向“主动防护”转移，构建有效的物联网安全防护体系将成为行业重要的发展趋势。
- **工业互联网安全：**纵观全球工业互联网平台安全态势，发达国家从工业控制系统、物联网、云平台、大数据等不同角度推动工业互联网平台安全发展，我国重点围绕工业互联网安全，出台政策文件，制定安全标准。2020 年，我国工业互联网

平台初步展现多元化发展态势，然而，其安全保障能力建设仍处于起步阶段，亟需提升企业安全防护意识，突破相关核心技术，支撑我国工业互联网平台健康发展。

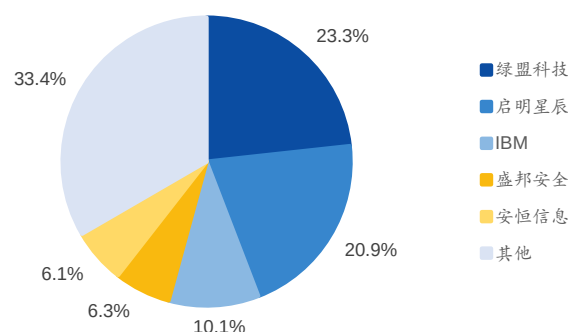
- **零信任、安全态势感知：**根据 MarketsandMarkets 的数据，全球零信任安全市场规模预计将从 2020 年的 196 亿美元增长到 2026 年的 516 亿美元，CAGR 为 17.4%。国内零信任市场仍处于探索阶段，国内厂商的零信任产品不断涌现，公司提出零信任安全解决方案，遵循零信任安全理念，重构安全体系架构。安全态势感知方面，根据数世咨询的数据，2019 年国内态势感知市场规模约在 32 亿元左右，预计 2021 年将达到 54 亿元左右，公司在态势感知能力点阵中位于领先者象限。

图 17：2019 中国硬件 WAF 厂商市场份额



资料来源：IDC，国元证券研究所

图 18：2020 中国响应与编排软件市场份额



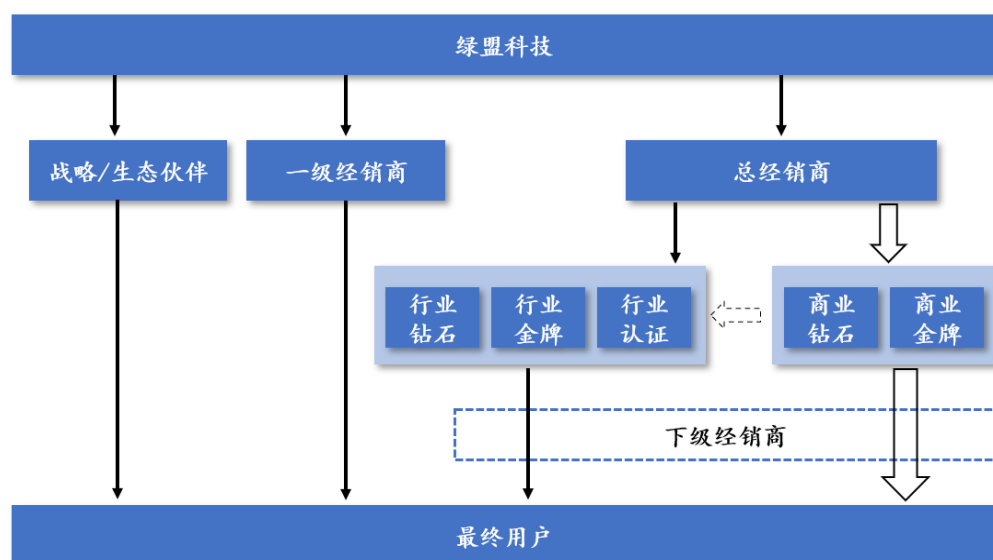
资料来源：IDC，国元证券研究所

3.强化竞争优势，布局渠道生态

3.1 渠道优势：布局渠道生态，主动开放合作共赢

构建两级渠道架构和完善渠道服务体系，争取实现合作共赢。2019 年，公司引入原华为企业 BG 中国区副总裁胡忠华先生，并于 2020 年聘任为公司总裁。在渠道体系上，构建两级渠道架构：一级渠道包括总经销商、战略/生态合作伙伴、一级经销商，主要负责为二级经销商提供物流、资金和技术方面的支持；二级渠道包括行业钻石经销商、行业金牌经销商、行业认证经销商、商业金牌经销商等。在服务模式上，推进原厂服务和 NSP 服务的联合模式，希望帮助合作伙伴打造自己的安全服务品牌和能力。目前公司已经构建了完善的渠道服务体系，包括通过开放渠道商务系统，实现渠道自主签约、项目报备、授权函申请、特价单申请、自主下单、自主核算业绩激励、返点等全流程可视化，共同为最终客户提供优质服务，保障项目全生命周期管理。经过三年的渠道转型，公司的渠道业绩得到了大幅增长，2020 年的渠道订单额接近 15 亿，其中包括三分之一的合作伙伴自产单，剩下的三分之二是公司抛出的橄榄枝。

图 19：公司两级渠道架构



资料来源：公司官网，国元证券研究所

2020 年，星空计划和丰收计划双轮驱动渠道战略的落地和执行，效果显著。星空计划是与业界著名的 ICT 厂商一道挖掘行业和客户中深层次的安全需求和安全机会，形成行业级的安全解决方案。丰收计划是通过春风政策、阳光激励、雨露赋能、沃土营销等一系列的动作和计划，覆盖多种类型的合作伙伴，共享业务商机、激励合作伙伴、赋能渠道建设、打造营销方案。丰收计划和星空计划效果显著，公司与众多合作伙伴形成了全面的合作，尤其在信创市场，取得了产品销售过亿的成绩。

专业化培训赋能合作伙伴，实现“绿盟科技+合作伙伴”联合拓展。从顶层设计上，公司将客户划分为 T、A、B、C、D 五个层级。TAB 客户以厂商为主导，渠道为辅，主要通过原厂销售去打标杆，同时也需要合作伙伴的支持。CD 级客户是公司成立 20 多年来合作过的客户，这些客户全面开放给所有的合作伙伴去拓展。基于客户的分层

分级，打造“绿盟科技+合作伙伴”联合拓展的模式，2021 年新增了商业合作伙伴、行业合作伙伴、生态合作伙伴、云合作伙伴类型。从专业培训上，公司一方面为合作伙伴推出了大力度的激励返点政策、资金支持，和合作伙伴一起拓展 CD 类客户；另一方面利用自身的优势和经验，帮助合作伙伴培养更加优秀的渠道合作人才，2019 年底已完成约 2000 位合作伙伴的学员培训，2020 年，公司黄埔培训加入了售后等培训内容，针对巡检、安装、驻场等服务也纳入了赋能计划。

渠道体系与产品体系协同发展，围绕“智慧安全 3.0”理念体系，构建面向渠道客户设计的产品线和安全服务。与“全能力，全运营”的智慧安全 3.0 理念体系结合，公司“直销+渠道”的销售模式也在进化，渠道模式从销售型渠道向解决方案渠道转型，构建数字化生态合作系统。2021 年，面向中小型企业市场用户的网络安全需求，公司将过去在市场上广受认可的轻量化产品单独拆出来作为商业产品并适配优化，通过新推出的 20 多款的商业型号产品专门面向渠道销售。2021 年，公司成立渠道服务部，全面开放安全服务市场。

3.2 产品优势：业务布局全面，爆款产品市场领先

在基础产品领域，公司继续保持优势，在网络入侵防御与检测、漏洞扫描与配置核查、抗 DDoS 攻击与流量清洗、网站安全检测与防御等领域获为公司带来持续收入。抗拒绝服务系统 ADS，通过智能防护算法、大数据威胁情报以及灵活的过滤策略，全面精准防护各类 DDoS 攻击，且与其他产品能力组合可以形成自动牵引的三位一体解决方案，高效应对大流量 DDoS 攻击的云地混合防护。新一代网络入侵检测系统 NIDS，具备国际领先的漏洞研究能力、高品质攻击特征库；采用流式和启发式病毒检测技术，增强病毒检测能力；集成沙箱检测能力，实现了对已知和未知威胁的立体检测。安全远程评估系统 RSAS，能高效、全方位的检测网络中的各类脆弱性风险，提供专业、有效的安全分析和修补建议，并贴合安全管理流程对修补效果进行审计。WEB 应用防护体系 WAF，不仅具备成熟的规则和算法防护体系，还具有基于机器学习的智能检测引擎和联动云端威胁情报，可有效提升检测防护能力。

同时，公司在云安全、大数据安全分析、安全态势感知、零信任安全、物联网安全等新兴领域持续推出新产品和服务。

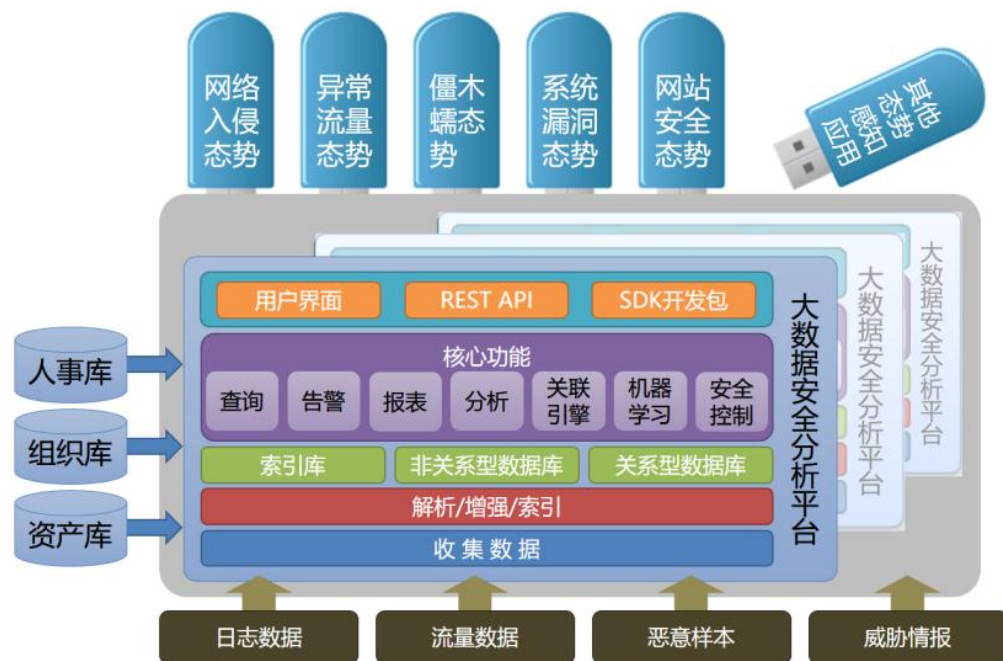
图 20：绿盟云合作伙伴



资料来源：公司官网，国元证券研究所

- **云安全领域：**网站安全方面，提供云 WAF、云清洗和云监测等安全 SaaS 服务，从云端为客户网站提供从监测到防护的闭环安全运营保障。公司作为国内首批加入云安全联盟 CSA 的企业单位，是国内最早进入云安全领域的安全厂商之一，已累计服务十余个省级和数十个市级政务云，并入选 Gartner 发布的《2020 年中国 ICT 技术成熟度曲线》中国云安全领域样本厂商。
- **安全态势与安全管理领域：**绿盟安全态势感知平台 TSA 实现系统风险的分析、发现、评估、可视化，专注于从网络入侵、异常流量、系统漏洞、网站安全、僵尸蠕虫五大部分进行安全态势感知。在抗拒绝服务攻击方面，能对全网流量进行深度流检测，与同类产品相比误报率降低 80% 以上。

图 21：安全态势感知平台



资料来源：公司公告，国元证券研究所

- **数据安全领域：**公司发布业内首款敏感数据发现与风险评估系统 IDR、数据脱敏系统 DMS 以及数据安全平台等多类新品，完善了公司在数据安全领域的解决方案。
- **零信任安全领域：**2020 年公司发布安全认证网关 SAG、统一身份认证平台 UIP 等新产品，支撑了零信任安全访问、零信任安全运维等新兴零信任场景。
- **物联网、工控领域：**2020 年公司推出物联网保护伞解决方案和车联网安全解决方案，为客户提供全面的物联网安全防护保障和一体化安全支撑体系。同时推出工控安全系统 ICS，发布一系列工控安全产品，目前已发布的产品涉及工控系统的评估、防护和审计，覆盖工控系统的全生命周期。

公司拥有丰富的产品线，且在方案整合能力和运营能力方面的积累和储备对后续发展有足够的支撑。根据公司公告，2020 年，公司纯平台产品订单增长 28%、安全资源池订单同比增长 25%、虚拟化安全产品订单近亿，订单同比增长 43%；工业互联网

网安全领域发布首款的应急相应的工具箱，订单增长 30%；数据安全产品订单增长 24%；安全运营实现订单近亿元，同比增长 70%。

智慧安全 3.0 打造终端安全体系。2015 年初，公司发布“智慧安全 2.0”战略，启动 P2SO(Products to Service and Operation)计划，实现从传统产品模式向解决方案及安全运营模式的业务转型，经过努力，公司已经实现了 P2SO 战略转型落地。2021 年，公司正式发布智慧安全 3.0 理念体系，构建“全场景、可信任、实战化”的安全运营能力，达到“全面防护，智能分析，自动响应”的防护效果。在智慧安全 3.0 理念指引下，公司的**产品体系**将采用自主研发结合生态合作等方式，持续扩展产品对“全场景”覆盖度，覆盖网络安全，应用安全、终端安全、数据安全、云安全、工业安全，以及新领域综合防护场景。**服务体系**将提供专业安全服务和安全运营服务，建设企业、行业、城市运营中心，以运营中心建立客户和情报网络，提供多级集约化安全运营服务，开拓安全服务市场。

表 3：主要产品市场情况

主要产品 / 细分领域	市场表现
抗拒绝服务系统 ADS	根据 Frost&Sullivan 发布的中国区抗 DDoS 市场排名报告，绿盟抗 DDoS 从 2014 年起连续 6 年中国区市场排名第一。
WEB 应用防护系统 WAF	2010 年起连续 9 年入选 Frost&Sullivan，并保持大中华区市场前三； 2014 年起连续 4 年入选 Gartner 魔力象限，并入选 Gartner 2018《Web 应用防火墙魔力象限报告亚太版》； 2019 年入选《IDC MarketScape：中国 Web 应用安全市场 2019 年厂商评估》报告，位居中国 Web 应用安全市场 2019 年厂商领导者位置； 2020 年获得 IDC 中国硬件 WAF 市场份额第一。
网络入侵防护系统 NIPS	2012 年起连续 7 次入围 Gartner 魔力象限； 2009 年起连续 7 年获得 IDC 入侵防护市场份额第一； 根据 Frost&Sullivan 的报告，2020 年位居 2019 年亚太区入侵检测&防御硬件市场中国厂商第一名。
安全性与漏洞管理	根据 IDC 发布的中国 IT 安全市场份额报告，漏洞安全管理产品从 2011 年起连续八年中国市场占有率第一； 2017 年 Web 应用漏洞扫描系统 WVSS 入选 Gartner 应用安全测试魔力象限； 2020 年安全态势感知平台 TSA 以领先者地位入选数世咨询《网络安全态势感知能力指南》。
威胁情报安全服务 TISS	2018 年绿盟威胁情报入选 IDC 中国威胁情报安全服务 TISS 市场领导者象限； 2020 年入选 Gartner 全球威胁情报市场指南。
安全分析、情报、响应和编排 AIRO	2019 年绿盟智能安全运营平台获 IDC AIRO 市场高度认可，绿盟 AIRO 市场占有率第一； 2020 年获得 IDC AIRO 市场份额第一。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.3 研发优势：专注前沿研究，研发驱动持续增长

公司高度重视安全研究和技术创新，致力于跟踪国内外最新网络安全攻防技术，星云、格物、伏影、天机、天枢、天元、平行、威胁情报八大实验室，分别专注于云安全、物联网安全、威胁感知与监测、漏洞挖掘与利用、数据智能、新型攻防对抗、网络空间安全战略、威胁情报八个领域，在基础安全研究和前沿安全领域进行积极的探索，为公司核心竞争力的持续提升提供了有力的保障。

2020 年，公司在安全研究方面继续加大投入，在宏观安全态势、红蓝对抗、原创漏洞，APT 跟踪等安全对抗安全能力方面取得显著成果。其中包含宏观战略报告 10 份

(涵盖数据安全、云安全、物联网、工控、DDoS、Botnet 等多个领域)、原创漏洞 409 个，APT 组织活动跟踪 334 个，APT 原创技术分析报告 20 余篇等。

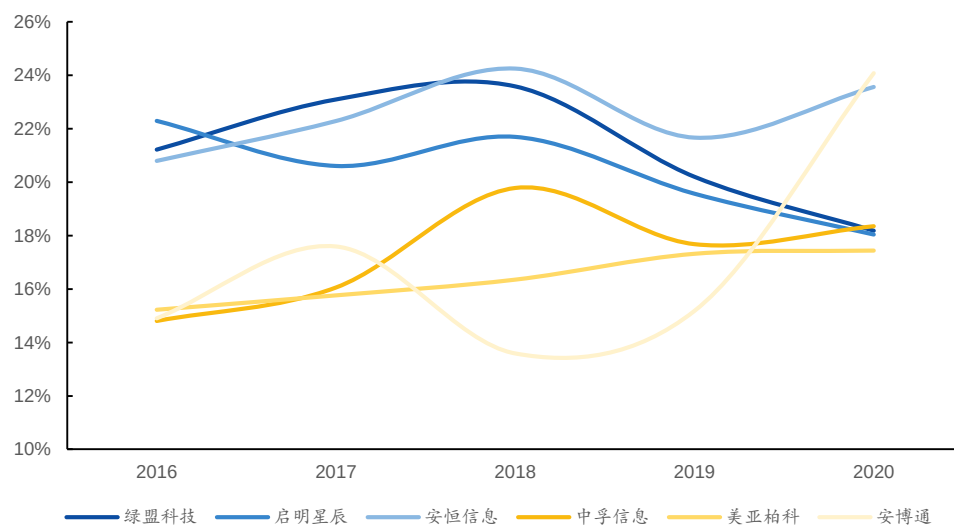
图 22：八大实验室及其主要研究领域



资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司的安全产品和关键技术主要来源于自主研发。公司始终坚持自主研发、自主创新的研发策略，研发驱动力主要来自两个方面：客户需求和关键技术创新。通过各种渠道调研客户需求，形成市场趋势研判和精准的产品需求。能创中心和研发中心密切关注各领域前沿技术，不断对核心技术进行攻关和创新性研究，及时将研究成果转化为产品安全能力。2020 年，公司发布 11 款新品覆盖安全防御、安全平台和安全评估三项产品类别；发布 11 项解决方案覆盖数据安全、零信任安全、工业互联网安全、智能汽车等多项领域。在《2020-2021 年中央国家机关信息类产品（硬件）和空调产品协议供货采购项目》中标结果中，公司入围产品品类包括安全评估类、安全检测类、安全防御类、安全平台类等 20 类、110 款产品，同时，信息技术应用创新类产品首次全线入围，为政府单位采购提供了更多、更好的选择。

图 23：部分上市网络安全公司研发投入占比情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司自创立以来专注于信息安全领域，专注于信息安全产品的研发、生产、销售及为客户提供专业安全服务。通过持续的产品自主研发、技术创新，公司为客户提供网络安全产品、全方位安全解决方案和体系化安全运营服务，客户覆盖政府、运营商、金融、能源、互联网以及教育、医疗等行业的企业级用户。目前，公司的收入主要由三大产品构成：安全产品、安全服务、第三方产品，我们按照这几个维度来预测公司未来的收入和毛利率情况。

- 1. 安全产品：**公司在基础设施安全领域已经提供了众多“爆款”的安全产品，如抗拒绝服务攻击系统(ADS)、Web 应用防火墙(WAF)、网络入侵防护系统(IDPS)等，同时在新兴安全领域不断研究，推出新产品，如云清洗和云监测、工控安全系统、数据安全运营平台等。公司在 2021 年重磅推出 28 款全新商业产品，解决商业客户的安全需求。2019-2020 年，该业务的收入增速为 33.25%、22.21%，预计 2021-2023 年收入仍将保持较快增长，预测增速为 34.21%、30.37%、25.64%。毛利率方面，2019-2020 年，该产品的毛利率分别为 72.15%、70.33%，预测未来三年将保持在 2020 年的水平，维持在 70-71%的区间。
- 2. 安全服务：**公司目前已经提供了网络安全咨询服务、安全开发与测试、培训教育等专业的服务，2021 年公司将持续围绕“智慧安全 3.0”体系，构建全场景、可信任的安全服务体系，探索数据安全，关键信息基础设施、汽车安全等新业务机会和业务模式，深化将安全服务产品化和运营化。2019-2020 年，公司安全服务业务收入的增速分别为 20.16%、18.09%，预测 2021-2023 年该业务的收入增速为 27.95%、25.46%、21.18%。毛利率方面，2019-2020 年，该业务的毛利率分别为 74.37%、73.13%，预测未来三年将保持在 2020 年的水平，维持在 72-73%的区间。
- 3. 第三方产品+其他：**该业务在公司收入中的占比较小。2019-2020 年，该业务的收入增速为 -57.55%、-11.66%，预测未来三年该业务的收入增速为 10.97%、10.74%、10.51%。毛利率方面，2019-2020 年该业务的毛利率为 4.92%、7.07%，预测未来三年将保持在 2020 年的水平，维持在 7-8%的区间。

表 4：公司收入拆分（单位：百万元）

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
安全产品					
收入	1097.42	1341.18	1800.00	2346.66	2948.35
增长率	33.25%	22.21%	34.21%	30.37%	25.64%
毛利率	72.15%	70.33%	70.24%	70.12%	70.03%
安全服务					
收入	544.79	643.34	823.16	1032.73	1251.47
增长率	20.16%	18.09%	27.95%	25.46%	21.18%
毛利率	74.37%	73.13%	72.96%	72.86%	72.71%
第三方产品+其他					
收入	28.89	25.52	28.32	31.36	34.66
增长率	-57.55%	-11.66%	10.97%	10.74%	10.51%
毛利率	4.92%	7.07%	7.16%	7.34%	7.50%
合计					
收入	1671.09	2010.04	2651.48	3410.75	4234.47
增长率	21.91%	20.28%	31.91%	28.64%	24.15%
毛利率	71.71%	70.43%	70.41%	70.37%	70.31%

资料来源：Wind，国元证券研所

可比公司估值：

在国内上市公司中，天融信、安恒信息、启明星辰与公司从事的行业相同，且均处于行业领先地位，因此我们选择这三家公司作为可比公司。从 PE 估值的角度来看，公司目前的估值水平低于三家可比公司的均值。我们认为，伴随着公司渠道战略的成功，公司的估值水平有望逐步提升，目前具备较好的长期投资价值。

表 5：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
002212.SZ	天融信	19.17	227.36	0.34	0.60	0.83	1.11	56.82	32.19	23.09	17.22
688023.SH	安恒信息	334.00	247.41	1.81	2.58	3.72	5.52	184.47	129.25	89.79	60.48
002439.SZ	启明星辰	31.92	298.00	0.86	1.11	1.40	1.75	37.06	28.72	22.81	18.28
平均		-	-	-	-	-	-	92.78	63.39	45.23	31.99
300369.SZ	绿盟科技	20.08	160.31	0.38	0.50	0.66	0.84	53.22	39.88	30.45	23.89

资料来源：Wind，国元证券研所

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2021 年 7 月 23 日

投资建议：

公司是国内老牌的网络安全公司，多年来，持续保持较高的研发投入，建立八大实验室专注于各新兴领域的研究，增强漏洞挖掘能力、攻防对抗能力、威胁感知与检测能力等，积极布局新领域产品，坚持两级渠道建设，实现渠道体系与产品体系协同发展，未来成长空间广阔。

预测公司 2021-2023 年营业收入为 26.51、34.11、42.34 亿元，归母净利润为

4.02、5.26、6.71 亿元，EPS 为 0.50、0.66、0.84 元/股，对应 PE 为 39.88、30.45、23.89 倍。过去三年公司 PE 主要运行在 40-80 倍之间，给予公司 2021 年 50 倍的目标 PE，目标价为 25.00 元。首次推荐，给予“买入”评级。

5.风险提示

1. **新冠肺炎疫情反复**:虽然新冠肺炎疫情在国内已经得到有效控制,但从全球来看,疫情仍在蔓延。如果国内疫情出现反复,可能影响下游客户的需求和购买力,从而对公司的经营情况带来负面影响。
2. **核心人员流失**:公司能保持技术领先优势,与公司拥有的核心技术和核心技术人员密切相关,随着行业高端人才愈发短缺,公司如果出现技术外泄或者核心技术人员流失的情况,将会在一定程度上影响公司新产品的研发,对公司的业务发展造成一定影响。
3. **海外市场拓展的风险**:近年来,公司一直积极拓展国际市场,而海外市场的开拓会受到当地政策法规、汇率等众多因素影响,海外市场的拓展可能不及预期。
4. **渠道战略推进不及预期**:公司围绕“智慧安全 3.0”,实现渠道体系与产品体系协同发展,如果公司与合作伙伴的合作进程不顺利、渠道战略无法按预期落地实施等,将对公司的经营业绩产生不利的影响。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2973.80	3160.91	3569.85	4095.11	4752.52
现金	1212.25	636.85	612.27	604.38	683.75
应收账款	726.78	612.89	822.80	1063.39	1323.10
其他应收款	67.54	53.47	70.00	89.02	109.25
预付账款	20.55	18.52	24.24	31.02	38.35
存货	52.71	64.78	84.84	108.95	135.23
其他流动资产	893.98	1774.40	1955.70	2198.35	2462.84
非流动资产	1108.48	1212.95	1236.33	1260.50	1284.88
长期投资	30.24	33.91	34.73	35.82	36.76
固定资产	104.90	232.69	236.39	239.24	241.65
无形资产	244.57	245.58	246.49	247.53	248.95
其他非流动资产	728.77	700.78	718.73	737.92	757.52
资产总计	4082.28	4373.87	4806.19	5355.61	6037.40
流动负债	662.44	823.94	912.72	1015.30	1129.05
短期借款	134.71	32.64	20.92	11.21	0.00
应付账款	180.98	235.18	311.90	402.31	501.56
其他流动负债	346.75	556.12	579.90	601.77	627.49
非流动负债	37.53	53.91	57.54	60.12	64.02
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	37.53	53.91	57.54	60.12	64.02
负债合计	699.97	877.85	970.26	1075.42	1193.07
少数股东权益	-0.80	-0.68	-0.50	-0.27	0.03
股本	798.12	798.14	798.14	798.14	798.14
资本公积	1380.82	1389.93	1389.93	1389.93	1389.93
留存收益	1245.75	1460.56	1800.18	2244.16	2807.82
归属母公司股东权益	3383.11	3496.69	3836.43	4280.46	4844.30
负债和股东权益	4082.28	4373.87	4806.19	5355.61	6037.40

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	346.02	446.12	120.51	196.99	337.91
净利润	226.29	301.26	402.05	526.64	671.13
折旧摊销	105.55	111.31	141.69	161.89	185.97
财务费用	-10.03	-4.31	-5.17	-5.44	-6.22
投资损失	-44.10	-39.96	-40.32	-41.28	-42.36
营运资金变动	16.65	-3.42	-450.09	-530.14	-565.63
其他经营现金流	51.65	81.24	72.36	85.32	95.01
投资活动现金流	-205.78	-743.85	-76.41	-118.24	-146.55
资本支出	174.93	170.75	67.39	84.72	107.24
长期投资	16.05	-0.15	13.94	15.39	15.53
其他投资现金流	-14.80	-573.25	4.92	-18.13	-23.78
筹资活动现金流	-82.02	-113.05	-68.68	-86.64	-111.99
短期借款	-103.79	-102.07	-11.72	-9.71	-11.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-1.56	0.02	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-0.55	9.11	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	23.88	-20.12	-56.96	-76.93	-100.78
现金净增加额	61.55	-421.20	-24.58	-7.89	79.37

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1671.09	2010.04	2651.48	3410.75	4234.47
营业成本	472.76	594.42	784.45	1010.59	1257.35
营业税金及附加	17.14	22.80	29.43	37.18	44.89
营业费用	596.02	610.93	866.50	1120.77	1394.83
管理费用	119.76	137.40	188.79	245.23	307.85
研发费用	311.29	357.20	392.18	475.74	556.47
财务费用	-10.03	-4.31	-5.17	-5.44	-6.22
资产减值损失	-9.03	-2.77	-2.65	-2.57	-2.49
公允价值变动收益	-6.01	11.70	9.81	8.97	8.52
投资净收益	44.10	39.96	40.32	41.28	42.36
营业利润	238.95	335.75	447.31	585.08	744.78
营业外收入	1.16	0.87	1.01	1.17	1.32
营业外支出	4.00	3.31	3.53	3.69	3.86
利润总额	236.11	333.32	444.79	582.56	742.24
所得税	9.83	32.06	42.74	55.93	71.11
净利润	226.29	301.26	402.05	526.64	671.13
少数股东损益	-0.22	0.13	0.18	0.23	0.30
归属母公司净利润	226.51	301.13	401.87	526.41	670.84
EBITDA	334.47	442.74	583.83	741.54	924.54
EPS (元)	0.28	0.38	0.50	0.66	0.84

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	24.24	20.28	31.91	28.64	24.15
营业利润(%)	28.58	40.51	33.23	30.80	27.29
归属母公司净利润(%)	34.77	32.94	33.46	30.99	27.44
获利能力					
毛利率(%)	71.71	70.43	70.41	70.37	70.31
净利率(%)	13.55	14.98	15.16	15.43	15.84
ROE(%)	6.70	8.61	10.48	12.30	13.85
ROIC(%)	13.55	17.31	18.96	20.51	22.04
偿债能力					
资产负债率(%)	17.15	20.07	20.19	20.08	19.76
净负债比率(%)	19.24	3.72	2.16	1.04	0.00
流动比率	4.49	3.84	3.91	4.03	4.21
速动比率	4.41	3.75	3.81	3.92	4.08
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.48	0.58	0.67	0.74
应收账款周转率	1.81	2.32	2.70	2.65	2.60
应付账款周转率	3.21	2.86	2.87	2.83	2.78
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.38	0.50	0.66	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.56	0.15	0.25	0.42
每股净资产(最新摊薄)	4.24	4.38	4.81	5.36	6.07
估值比率					
P/E	70.75	53.22	39.88	30.45	23.89
P/B	4.74	4.58	4.18	3.74	3.31
EV/EBITDA	42.16	31.85	24.15	19.02	15.25

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”)在中华人民共和国境内(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连带损失承担任何责任。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。

免责声明

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