

防火墙市场王者，积极布局新场景

买入|首次推荐

报告要点:

● 连续 21 年稳居国内防火墙市场首位，经营质量持续提升

天融信科技集团股份有限公司于 1995 年成立，并与南洋股份于 2017 年完成重组交易实现上市。作为国内领先的网络安全、大数据与云服务提供商，公司连续 21 年稳居国内防火墙市场首位。2017-2021 年，公司网络安全业务营业收入快速增长，CAGR 达 32.20%，同时，营业利润和经营性现金流量净额表现良好。2021 年，网络安全业务实现收入 35.41 亿元，同比增长 25.03%，剔除同天科技的影响，实现收入 35.02 亿元，同比增长 44.23%；新增订单金额同比增长 48.09%；网络安全业务研发费用同比增长 47.54%。

● 网络安全行业竞争格局较为分散，政策驱动行业持续高景气

国内网络安全行业呈现分散的竞争格局，市场绝对龙头尚未出现。根据中国网络安全产业联盟发布的《2020 年中国网络安全产业分析报告》，2019 年，国内网络安全市场占有率前五名为奇安信、启明星辰、深信服、天融信及卫士通，分别为 6.6%、6.5%、6.0%、5.1%及 4.4%。2015-2019 年，国内网络安全市场规模增速保持在 15%以上，增速显著高于全球同期水平。根据 CCIA 的数据，2021 年，中国网络安全市场规模有望达到 642 亿元。

● 加大投入布局新方向新场景，强强合作服务国家安全战略

随着信创产业链的不断完善，基于国产化技术的网络安全市场迎来高速发展期。2020 年，公司发布昆仑国产化网络安全产品系列，截止 2021 年底，共发布国产化系列产品 53 类 168 个型号，覆盖所有主流网络安全产品类别。公司持续加大新方向新场景的投入，成效显著，2021 年新方向新场景收入占比约为 25%，同比增长约 55%。2019 年，电科网信战略入股使得公司与中国电科旗下网络安全板块强强联合，强化网络安全核心能力和关键信息基础设施安全保障的整体实力，更好的服务于国家安全战略。

● 盈利预测与投资建议

公司是中国领先的网络安全、大数据与云服务提供商，连续 21 年位居中国防火墙市场第一，同时积极布局新方向新场景，持续成长空间广阔。预测公司 2021-2023 年营业收入为 35.41、47.74、61.69 亿元，归母净利润为 4.13、6.92、9.88 亿元，EPS 为 0.35、0.58、0.83 元/股，对应 PE 为 43.02、25.70、17.98 倍。考虑到公司的成长性和行业的估值水平，给予公司 2022 年 45 倍的目标 PE，目标价为 26.10 元。首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情反复；网络安全与数据安全相关政策落地进度不及预期；新兴安全业务拓展不及预期；行业竞争加剧。

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)	7091.07	5704.17	3541.29	4773.95	6168.65
收入同比(%)	12.55	-19.56	-37.92	34.81	29.21
归母净利润(百万元)	400.96	400.11	413.21	691.58	988.37
归母净利润同比(%)	-17.37	-0.21	3.27	67.37	42.92
ROE(%)	4.51	4.17	4.14	6.51	8.57
每股收益(元)	0.34	0.34	0.35	0.58	0.83
市盈率(P/E)	44.33	44.43	43.02	25.70	17.98

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价/目标价：14.99 元/26.10 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：23.11 / 14.82

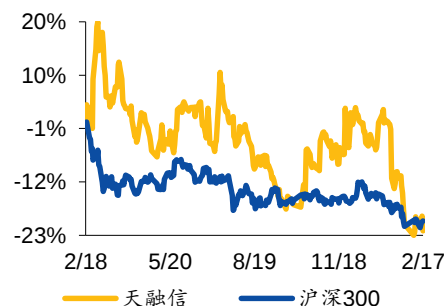
A 股流通股（百万股）：1155.92

A 股总股本（百万股）：1185.81

流通市值（百万元）：17327.27

总市值（百万元）：17775.34

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 常雨婷

邮箱 changyuting@gyzq.com.cn

目 录

1. 聚焦网络安全赛道，引领行业持续创新	4
1.1 双主业转为单主业，产品体系日渐丰富	4
1.2 网安营收持续增长，盈利能力持续提升	7
1.3 股权结构逐渐稳定，技术背景优势明显	11
2. 政策护航景气无忧，诸侯之争未出霸主	12
2.1 政策护航网安发展，行业景气持续提升	12
2.2 网络安全形势严峻，市场规模稳健增长	14
2.3 基础产品需求旺盛，安全服务占比上升	15
2.4 绝对龙头尚未出现，头部企业优势明显	17
3. 顺应产业发展趋势，大力拓展新兴业务	20
3.1 产品：全产品/全业务/全行业/全区域覆盖	20
3.2 生态：打造网安生态，助力公司加速发展	23
4. 盈利预测与投资建议	25
5. 风险提示	28

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：NGTNA-下一代可信网络安全架构	5
图 3：公司目前业务及产品体系	6
图 4：公司防火墙产品发展历程	7
图 5：网络安全业务营业收入	8
图 6：网络安全业务营业利润	8
图 7：子公司净利润与公司整体净利润比较	8
图 8：经营性现金流量净额情况	8
图 9：网络安全业务毛利率	9
图 10：网络安全业务各产品毛利率	9
图 11：归母净利润和扣非归母净利润情况	9
图 12：主要费用率情况	9
图 13：研发人员情况	10
图 14：研发投入情况	10
图 15：公司股权结构（2021 年三季度末）	11
图 16：“等保 2.0”控制措施分类结构变化	13
图 17：2018-2020 年 CNVD 安全漏洞收集总数	15
图 18：2018-2020 年安全漏洞严重程度分布	15
图 19：全球网络安全市场规模	15
图 20：中国网络安全市场规模	15
图 21：2019 年中国信息安全行业产品结构	16
图 22：全球网络安全产品/服务市场占比	16

图 23: 网络安全产业链分析	17
图 24: 2019 年中国网络安全行业主要企业市场占有率	18
图 25: 近四年中国网络安全行业集中度	18
图 26: CCIA50 强企业画像	19
图 27: 公司全产品系列布局概况	20
图 28: 天融信昆仑系列防火墙	21
图 29: 天融信等级保护能力	22
图 30: 天融信安全服务平台	23
图 31: 安全生态合作伙伴	24
表 1: 细分市场公司排名	7
表 2: 公司安全能力实验室概况	10
表 3: 近年来网络安全领域部分政策汇总	12
表 4: “等保 2.0”核心变化	14
表 5: 公司网络安全业务拆分（单位：百万元）	26
表 6: 可比公司估值情况	27

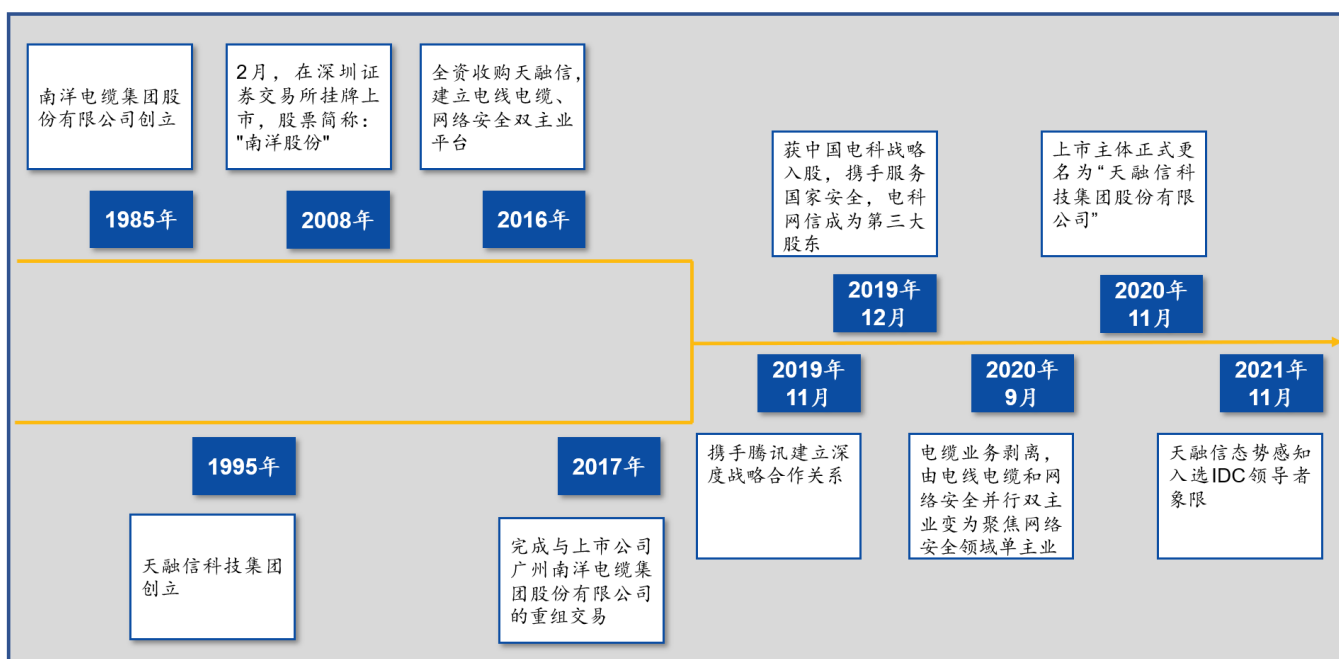
1. 聚焦网络安全赛道，引领行业持续创新

1.1 双主业转为单主业，产品体系日渐丰富

天融信科技集团于 1995 年设立，作为国内首家网络安全厂商，自设立以来一直专注于网络安全领域。而广东南洋电缆集团股份有限公司，创立于 1985 年，专业生产电线电缆以及配套生产电线电缆用 PVC 料等产品，并于 2008 年在深交所上市，股票简称“南洋股份”。

2017 年，天融信科技集团与南洋股份重组交易完成，南洋股份更名为“南洋天融信科技集团股份有限公司”，建立了电线电缆与网络安全的双主业平台。为聚焦网络安全领域的业务，公司逐渐剥离电缆业务，并于 2020 年 9 月交割完毕。上市主体于 2020 年 11 月正式更名为天融信科技集团股份有限公司。目前，公司作为中国领先的网络安全、大数据与云服务提供商，为政府、金融、运营商、能源、卫生、教育、交通、制造等各行业客户提供网络安全产品、大数据产品和云服务。

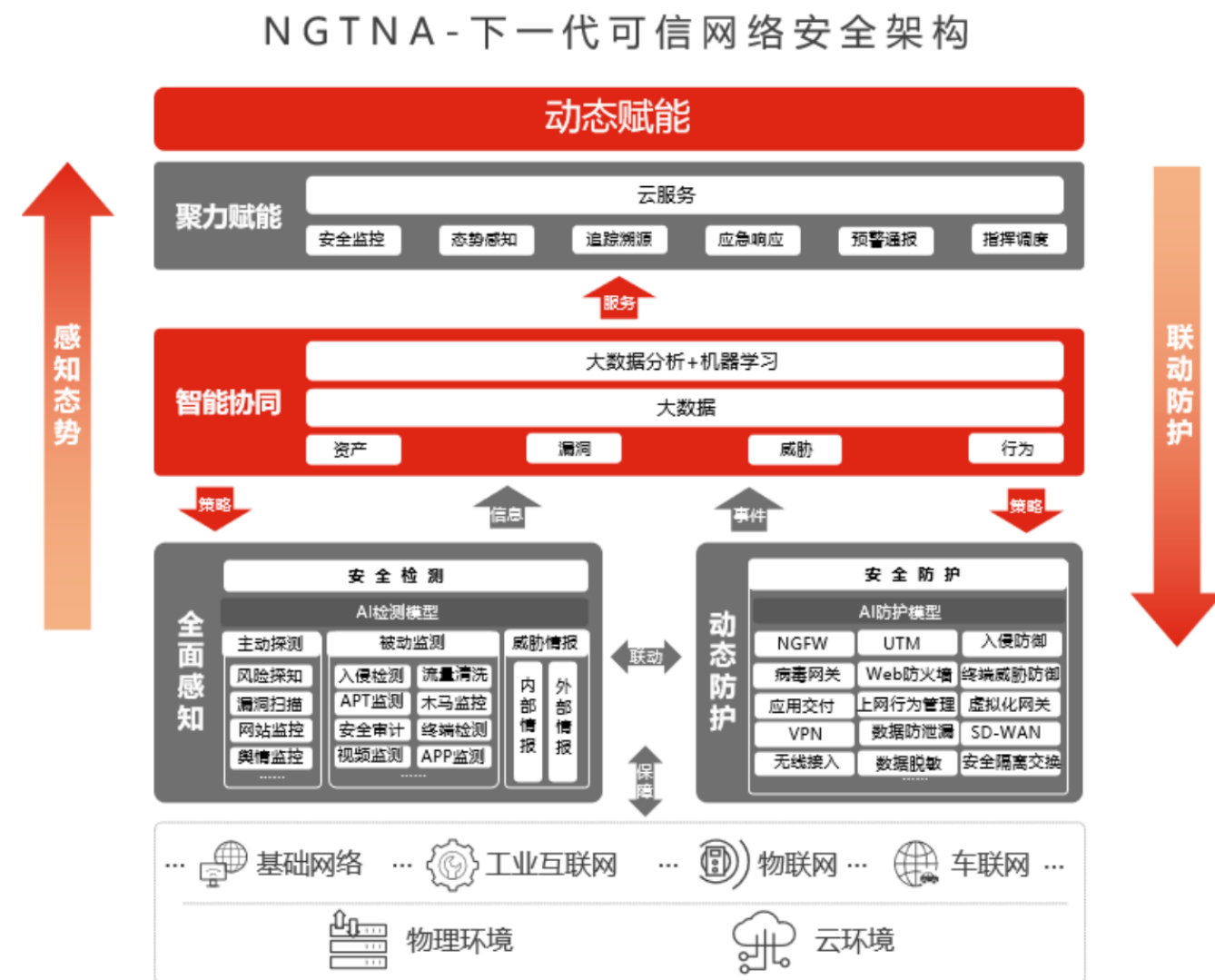
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

面对大安全时代的新形势、新挑战，公司提出了“NGTNA”（Next-Generation Trusted Network Architecture，下一代可信网络安全架构）。NGTNA 以网络安全为核心、大数据为基础、云服务为交付模式，打破单点防护和线性防护的安全防御思想，形成全面感知、智能协同、动态防护、聚力赋能的综合安全保障体系。NGTNA 面向物理环境与云环境，围绕基础网络、工业互联网、物联网、车联网等业务场景，构建涵盖网络安全、大数据、云服务三大领域的全系列产品与服务。

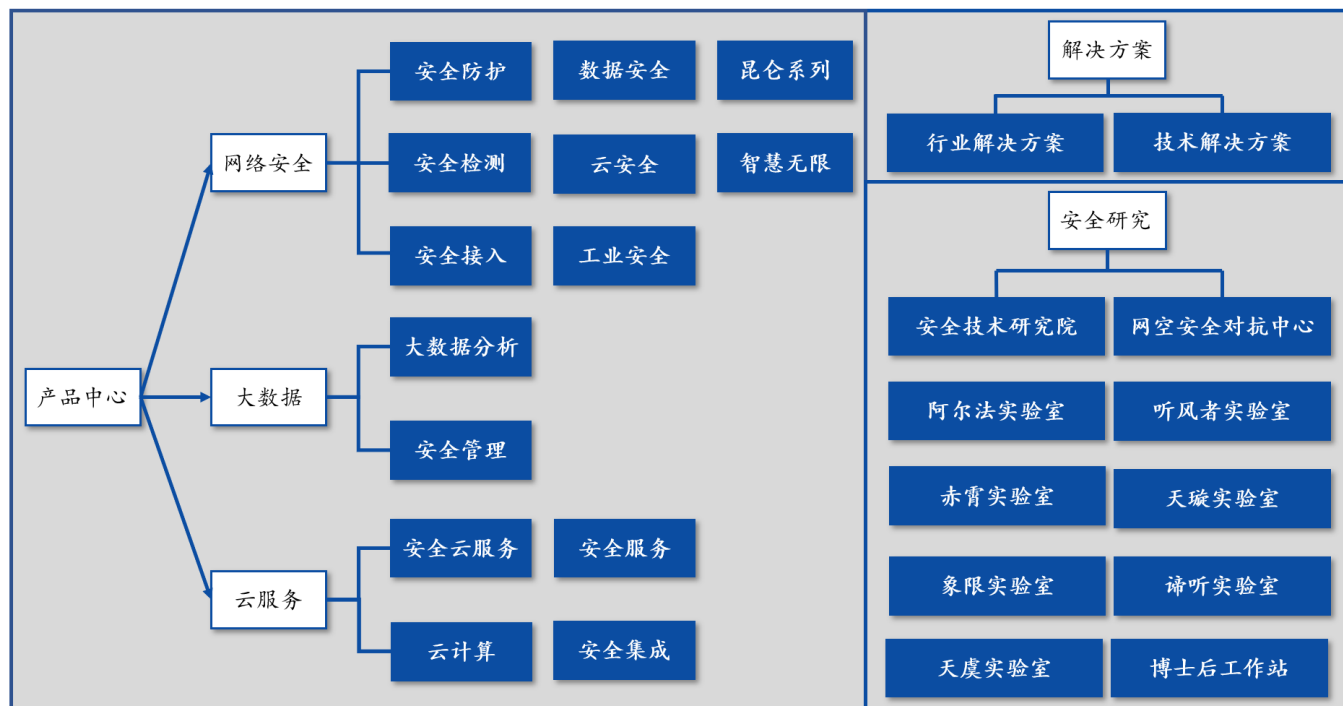
图 2：NGTNA-下一代可信网络安全架构



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司产品线覆盖了防火墙、VPN、入侵检测、入侵防御、UTM、防病毒网关、网闸、WAF、抗 DDoS、终端安全、数据安全、安全审计、安全管理等主流安全产品市场，并拥有安全管理、大数据分析、风险探知系统等平台性产品，涉足云安全领域、云计算领域、工业互联网安全领域、数据安全领域、下一代互联网安全、物联网安全、可信安全访问、边缘安全防御、国产化安全、安全服务以及安全能力认证服务等多个领域。公司构建了包括安全产品增值服务、安全咨询服务、安全运维服务、安全培训服务、安全云服务等多种模式的安全云服务中心，覆盖了网络安全的主要应用领域。

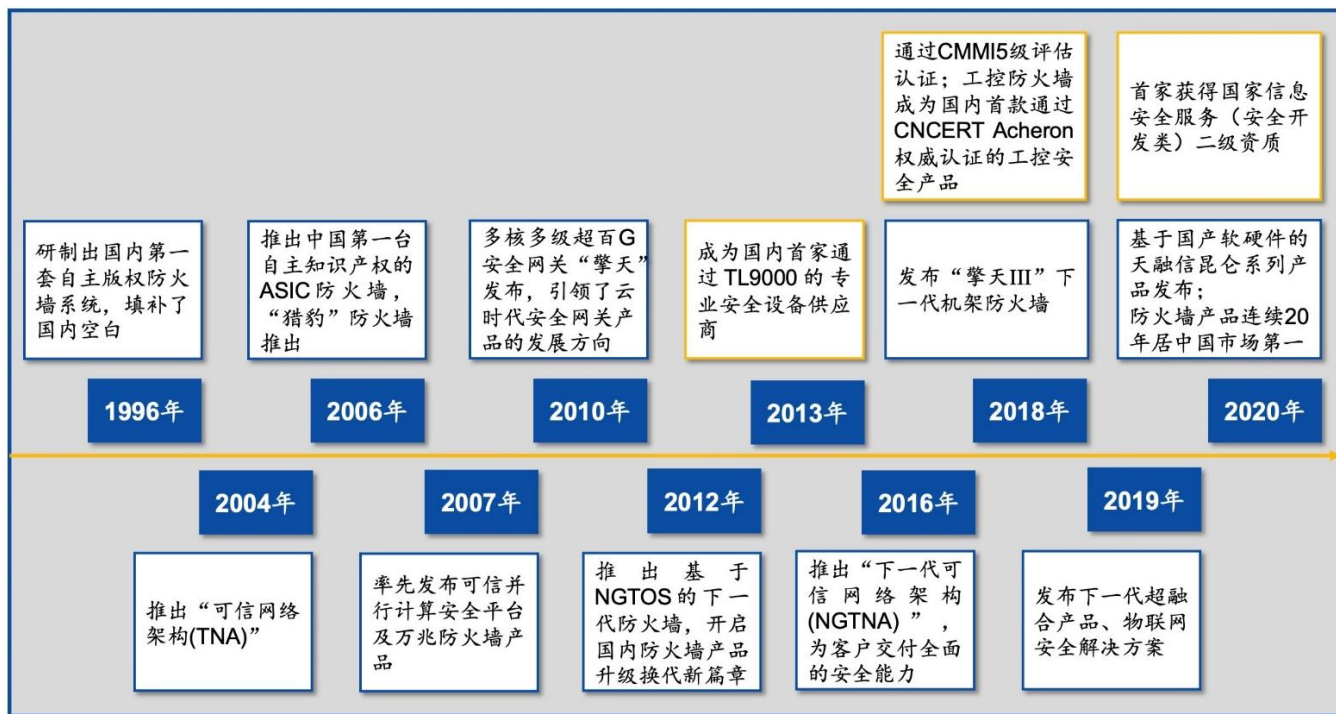
图 3：公司目前业务及产品体系



资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

作为国内网络安全市场的领军企业,公司积累了丰富的经验,并持续输出优质产品,尤其是在防火墙领域,从率先推出具有自主知识产权的防火墙产品,到自主研发可编程 ASIC 安全芯片,到云计算时代超百 G 机架式“擎天”安全网关,再到核心软硬件自主可控的安全网关,公司完成了国产防火墙产品跟随、跟进甚至超越国际知名产品的飞跃。2019 年,公司联合 IDC 发布了《融入人工智能的下一代防火墙》白皮书,公司以防火墙为中心的安全网关成为智能时代安全硬件市场的引领者,同时以 VPN 为核心的安全接入产品、以 IDS/IPS 为核心的安全检测产品多年位于行业前列。

图 4：公司防火墙产品发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司不仅在防火墙市场具有显著优势，在VPN、安全服务、WAF、网闸、安全管理等产品和服务连续多年位居市场前三，EDR、态势感知、工控安全系列产品和服务也均处于领导者地位，IDPS、安全资源池等产品位居市场前列。

表 1：细分市场公司排名

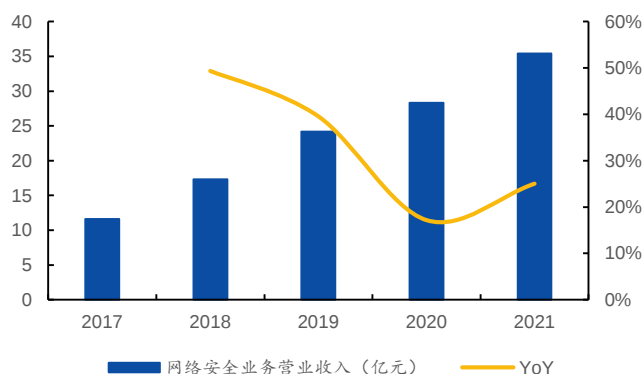
细分市场	2016	2017	2018	2019	2020
防火墙硬件	1	1	1	1	1
入侵防御硬件	3	3	4	4	4
VPN 硬件	4	3	3	3	3

资料来源：公司公告，IDC，国元证券研究所

1.2 网安营收持续增长，盈利能力持续提升

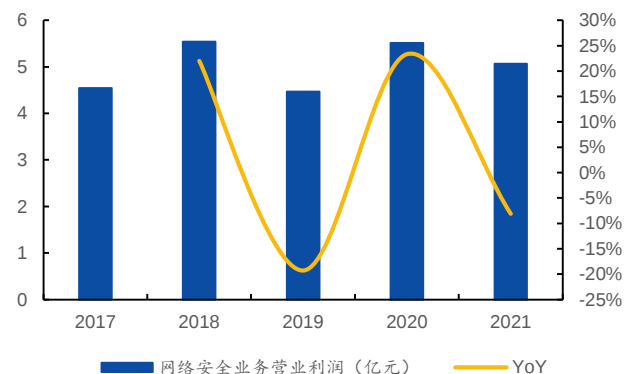
2017-2021 年，公司网络安全业务收入持续增长。根据《2021 年度业绩快报》，公司网络安全业务实现收入 35.41 亿元，同比增长 25.03%，剔除同天科技的影响，实现收入 35.02 亿元，同比增长 44.23%，新增订单金额同比增长 48.09%。同期，公司网络安全业务营业利润有所波动，但整体较为平稳，波动原因系网络安全板块加大研发和市场投入以及确认股份支付费用。2019 年，公司实施股权激励计提费用 1.6 亿元，占归母净利润的 40.04%。2021 年，面对行业持续增长的各类需求，公司积极布局，不断加大各项投入，其中，网络安全业务研发费用同比增长 47.54%，网络安全业务销售费用同比增长 30.67%，对利润的增长造成了一定的影响。

图 5：网络安全业务营业收入



资料来源：公司公告，国元证券研究所

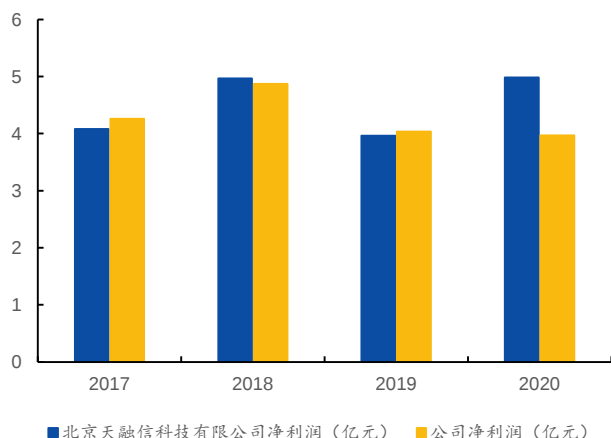
图 6：网络安全业务营业利润



资料来源：公司公告，国元证券研究所

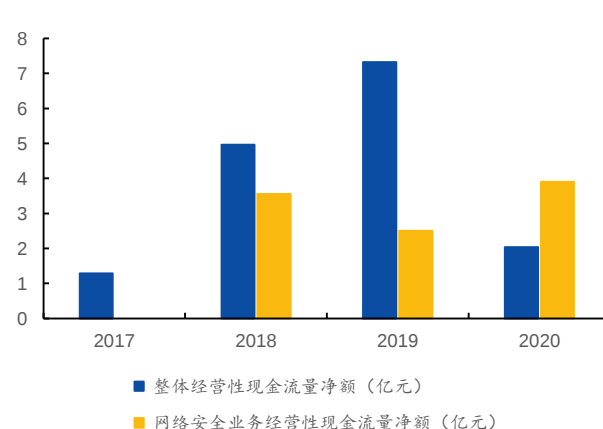
网络安全业务板块对公司净利润影响重大，是公司业绩增长的主要来源。2017-2020 年，子公司北京天融信科技有限公司净利润与公司整体净利润较为接近，甚至在 2018 年和 2020 年高于公司整体净利润。自纳入网络安全业务板块以来，公司经营现金流量净额在 2017 年实现高速增长，且持续为正，盈利能力增强。

图 7：子公司净利润与公司整体净利润比较



资料来源：公司公告，国元证券研究所

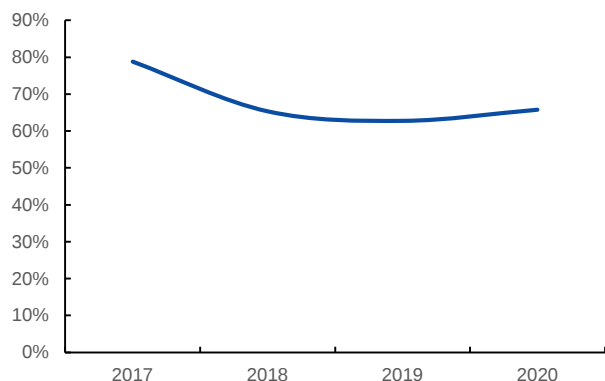
图 8：经营性现金流量净额情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

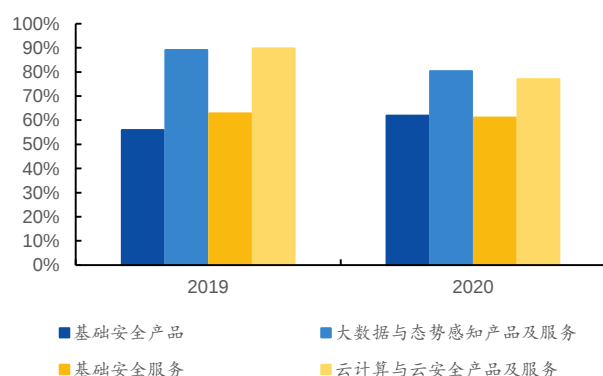
2017-2019 年，公司网络安全业务毛利率有所下滑，但整体保持超过 60% 的水平。2020 年，该业务毛利率上升，达到 65.80%，同比提升 3.01 个百分点。分产品来看，2019-2020 年，除基础安全产品外，公司大数据与态势感知产品与服务、基础安全服务、云计算与云安全产品及服务毛利率均有所下降，但三者毛利率均超过 60%。

图 9：网络安全业务毛利率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

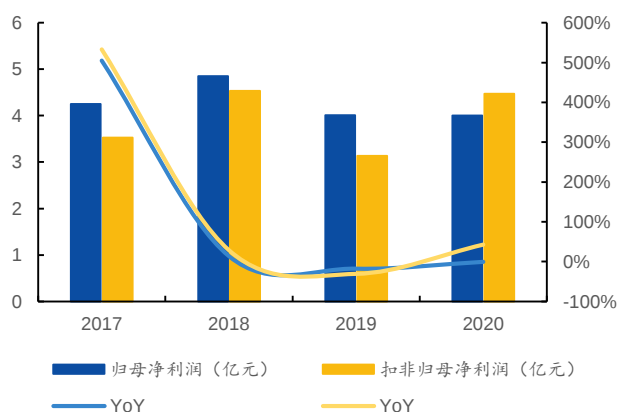
图 10：网络安全业务各产品毛利率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

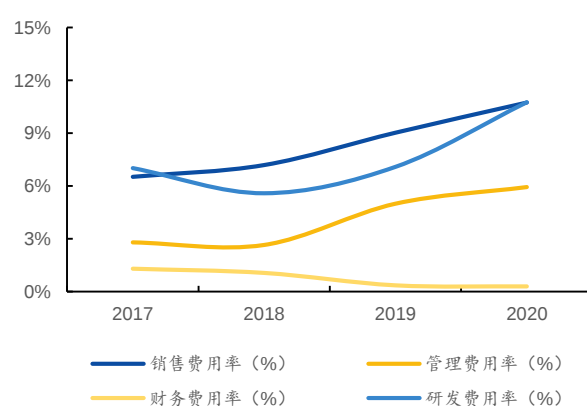
2017-2020 年，在纳入网络安全板块后，公司归母净利润和扣非归母净利润在 2017 年均实现超高速增长，此后，归母净利润在 2018 年继续增长，但 2019-2020 年有小幅下降。同期，扣非归母净利润持续稳步增长，仅 2019 年小幅下降。2019 年原因系网络安全板块加大研发和市场投入及确认股份支付费用。

图 11：归母净利润和扣非归母净利润情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

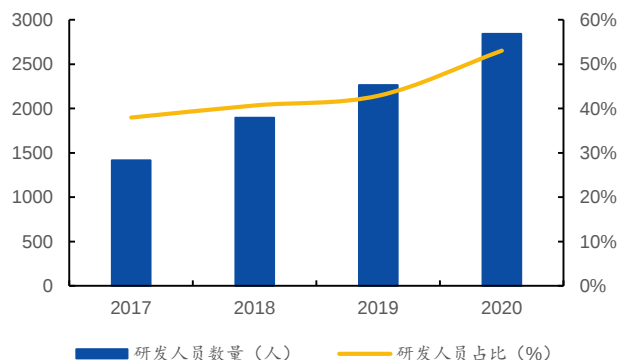
图 12：主要费用率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

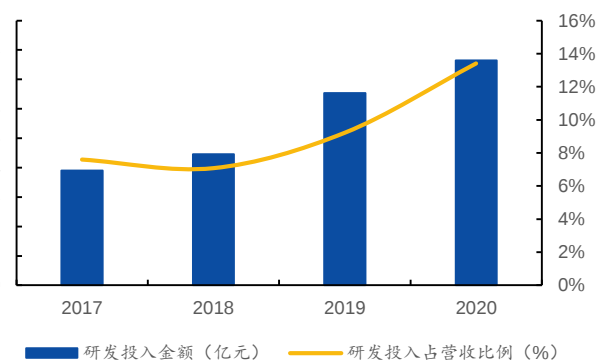
公司重视技术、产品的研发工作以及研发团队建设，持续加大研发投入。2021 年，公司网络安全业务研发费用同比增长 47.54%。研发费用主要用于夯实基础网络安全业务，布局及完善数据安全、云计算、云安全与安全云服务、态势感知等新方向和工业互联网、车联网、物联网等新兴场景业务的技术及产品。研发总费用率为 22.70%，其中，新方向新场景的研发费用率约为 45%。

图 13：研发人员情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 14：研发投入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司拥有国内多项认证与资质，可以提供高标准的服务：公司通过了ISO27001、ISO9001、TL9000、ISO20000 等国际安全标准和质量标准，ISO14001 环境标准，ISO45001 职业健康安全标准，CMMI5 级资质认证，并基于上述标准为 客户提供高标准服务。

公司加强前沿安全技术领域的研究，通过合作、自主研发等多种模式，开展相关领域新技术、新产品的研究与开发，形成完善的安全解决方案。公司拥有多个专项研究中心，也与多个高校、科研机构开展合作：公司具有博士后工作站，与华中科技大学、东南大学等 10 所高校合作建立联合实验室，与中科院、山东大学、北京交通大学、南京邮电大学等 35 家科研机构建立合作。

表 2：公司安全能力实验室概况

实验室	研究领域
阿尔法实验室	主要从事漏洞挖掘及预警、前沿攻防技术研究、恶意代码逆向分析、物联网安全产品威胁研究。
听风者实验室	致力于全面提升客户的网络安全感知追踪能力，有效应对安全威胁。主要从事威胁情报分析、威胁狩猎、威胁模拟与诱捕、APT 追踪、机器学习等研究工作。
赤霄实验室	专注于网络安全攻防战术、攻防演练、前瞻性攻防工具的研究，为重要网络安全活动提供技术支持。
天璇实验室	专注于前沿检测技术探索研究、AI 技术在安全检测中的实践和应用。利用持续积累的海量文件和流量样本，研发智能检测引擎。
象限实验室	专注于硬件设备安全分析、硬件设备安全漏洞研究和防御赋能。采用体系化的方式开展专业、大型硬件设备的安全漏洞和威胁分析，并通过研究领域的经验，帮助客户及合作伙伴修复漏洞、提升安全防御能力。
谛听实验室	专注于终端安全智能检测技术研究、终端恶意代码分析、恶意代码样本管理、终端安全对外应急响应等工作。
工控实验室	长期致力于控制领域、工业互联网领域的安全技术与落地。拥有 Siemens、Schneider、Allen-Bradley、Mitsubishi、HollySys 等国内外主流控制器，构建了轨道交通、火力发电、化水处理、加工制造等应用场景控制过程模型。
网空安全对抗中心	专注于网络空间的攻防演练、溯源、分析、防御技术的研究，挖掘网络空间新环境下的软硬件漏洞，研究安全防御体系，为客户提供红、蓝对抗支撑。
联合实验室	公司具有博士后工作站，并与华中科技大学、东南大学等 10 所高校合作建立联合实验室，与中科院、山东大学、北京交通大学、南京邮电大学等 35 家科研机构建立合作，积极探索安全前沿技术。

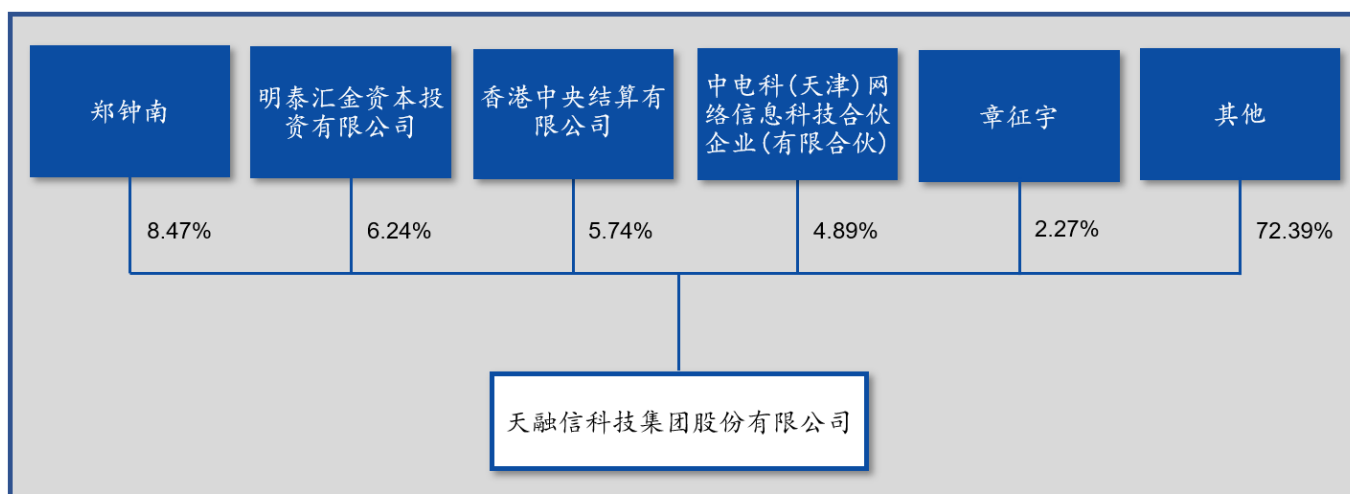
资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.3 股权结构逐渐稳定，技术背景优势明显

公司于 2020 年 10 月 26 日召开 2020 年第四次临时股东大会和第六届董事会第一次会议，选举产生了第六届董事会成员并聘任了高级管理人员。公司认定本次换届选举后，公司无控股股东、实际控制人，即：控股股东由郑钟南变更为无控股股东。但这不会对公司日常经营产生不利影响，公司已根据相关规定设置了健全的组织机构，并制定了完善的内部控制制度。股东大会、监事会、董事会和管理层之间有明确的权限划分，形成了科学的决策机制、执行机制和监督机制。且相比上一届董事会成员，新一届董事会成员普遍具有较强的技术背景，主要集中在安全管理、安全防护体系构建、安全大数据分析、人工智能、区块链等技术领域，助力公司进一步发展。

2020 年 10 月，李雪莹女士升任天融信科技集团董事长兼 CEO，其多年来致力于安全管理与安全防护体系构建、安全大数据分析、云安全等的网络安全领域研究和实践工作，先后负责十余项科技部、发改委、工信部的相关课题研究工作，所承担的科研和产业化项目涉及下一代互联网安全、国产化、安全大数据、云安全、安全云服务等多个领域，曾获多项省部级科技进步奖。

图 15：公司股权结构（2021 年三季度末）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 政策护航景气无忧，诸侯之争未出霸主

2.1 政策护航网安发展，行业景气持续提升

近些年国内网络安全行业重要政策频出，网络安全相关政策布局仍在提速。随着多项国家标准陆续发布并实施，多项管理办法与指南相继发布，未来网络安全业务与合规性需求进一步扩大，网络安全产业将迎来发展新机遇。

表 3：近年来网络安全领域部分政策汇总

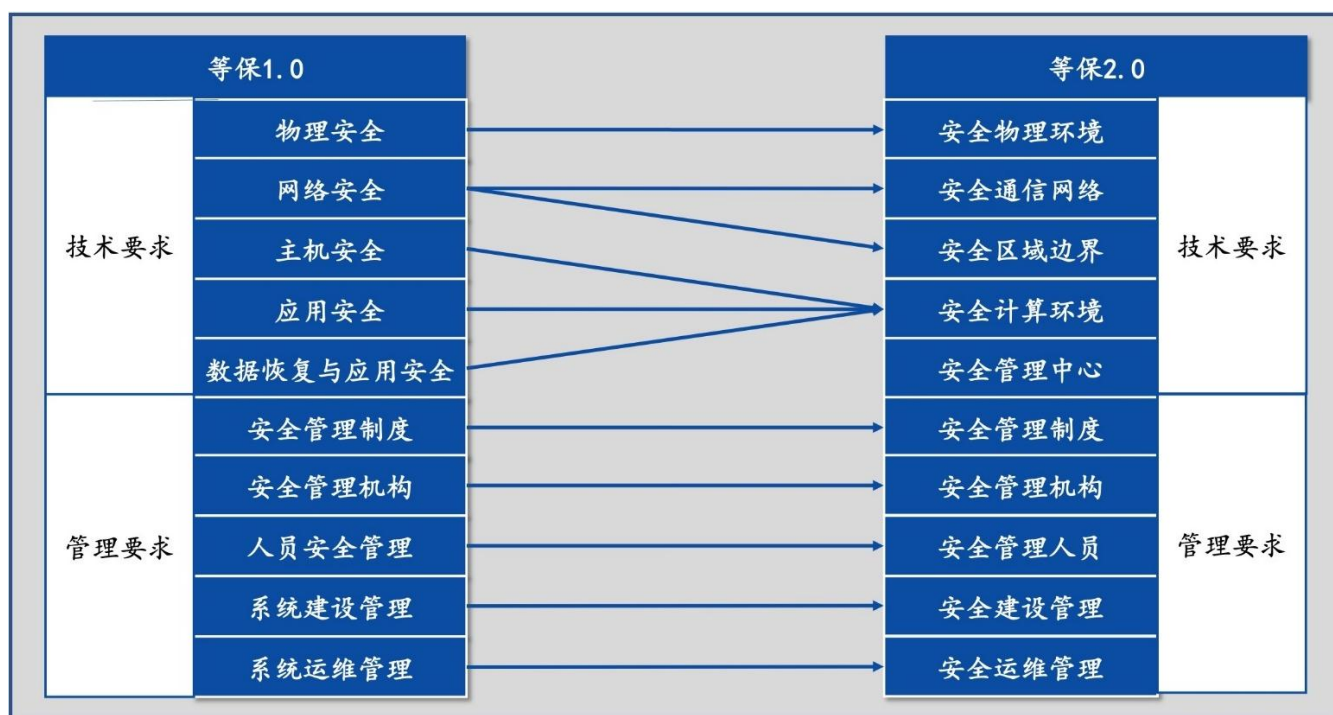
时间	颁布单位/会议	名称	主要内容
2021 年 12 月	中央网络安全和信息化委员会	《“十四五”国家信息化规划》	树立科学的网络安全观，切实守住网络安全底线，以安全促发展、以发展促安全，推动网络安全与信息化发展协调一致、齐头并进，统筹提升信息化发展水平和网络安全保障能力。
2021 年 11 月	工信部	《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》	开展工业信息安全防护能力贯标，持续完善国家工业控制系统信息安全态势感知网络，鼓励产业链开展典型工业控制系统的联合攻关和集成应用，提升工业控制系统本质安全水平。
2021 年 7 月	工信部	《网络安全产业高质量发展三年行动计划（2021-2023 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”，以安全促发展，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。
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 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技术网络安全等级保护安全技术要求》	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

网络安全等级保护完成了“等保 1.0”到“等保 2.0”的升级：

- 以 GB17859-1999《计算机信息系统安全保护等级划分准则》为根本标准，以 GB/T22239-2008《信息安全技术信息系统安全等级保护基本要求》为基础标准，推动重要信息系统和基础网络的定级、备案、测评、整改、监督检查等工作，将《基本要求》的 2008 版本及其配套规范标准称为“等保 1.0”。
- 2019 年 5 月，网络安全等级保护系列标准（基本要求、设计要求、测评要求）正式发布，于同年 12 月正式实施，为网络安全等级保护制度的落地提供了标准支撑。这标志着国内网络安全等级保护工作将正式进入“2.0 时代”。

图 16：“等保 2.0”控制措施分类结构变化



资料来源：安全牛，国元证券研究所

具体来看，“等保 2.0”覆盖各地区、各单位、各部门、各企业、各机构，也就是覆盖全社会。同时覆盖所有保护对象，包括网络、信息系统，以及新的保护对象，云平台、物联网、工控系统、大数据、移动互联等各类新技术应用。两个全覆盖是网络安全等级保护制度的核心。并且网络安全“等保 2.0”新标准具有以下三个特点：

- 等级保护的基本要求、测评要求和安全设计技术要求框架统一，即：安全管理中心支持下的三重防护结构框架；
- 通用安全要求+新型应用安全扩展要求，将云计算、移动互联、物联网、工业控制系统等列入标准规范；
- 将可信验证列入各级别和各环节的主要功能要求。

表 4: “等保 2.0” 核心变化

	“等保 1.0”	“等保 2.0”
防护理念	遵循“一个中心、三重防御”的理念，即“安全管理中心”+“安全通信网络、安全区域边界、安全计算环境”防御	
标准名称	《信息系统安全等级保护基本要求》	《网络安全等级保护基本要求》
定级对象	信息系统	基础信息网络、信息系统（含）采用移动互联技术的系统、云计算平台/系统、大数据应用/平台/资源、物联网和工业控制系统
安全要求结构	不区分“通用要求”和“拓展要求”	区分“通用要求”和“拓展要求”： 针对云计算、移动互联网、物联网以及工业控制系统等四大新型应用领域的行业特点，明确提出相应的安全拓展要求
(安全) 技术要求结构	物理安全	安全物理环境
	网络安全	安全通信网络
	主机安全	安全区域边界
	应用安全	安全计算环境
	数据安全和备份与恢复	安全管理中心
(安全) 管理要求结构	安全管理制度	安全管理制度
	安全管理机构	安全管理机构
	人员安全管理	安全管理人员
	系统建设管理	安全建设管理
	系统运维管理	安全运维管理
定级流程	确定定级对象→确定等级→主管部门/专家审核 →公安机关备案审查→最终确定等级	确定定级对象→初步确定等级→专家评审→主管部门审核→公安机关备案审查→最终确定等级
测评周期	四级系统每半年进行一次测评	三级（以上）系统每年进行一次测评
内容调整	-	新增了“个人信息保护”的内容： 强调安全通信网络、安全区域边界和安全计算环境等三重防御的“可信验证”

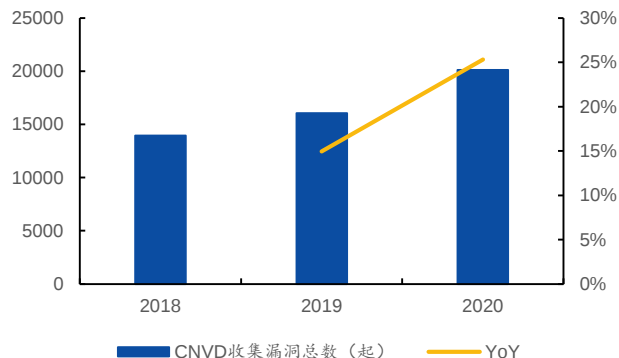
资料来源：金杜律师事务所官网，深信服官网，国元证券研究所

2.2 网络安全形势严峻，市场规模稳健增长

复杂的网络环境对政企主动防御能力提出更高要求，快速且日益复杂的信息科技变化也对各行各业网络安全不断提出新的要求。据国家信息安全漏洞共享平台（CNVD）的统计数据，2018-2020 年，该平台安全漏洞收集总数逐年增加，且中高危漏洞占比持续超九成，安全漏洞引发的威胁涉及未授权的信息泄露、管理员访问权限获取、未授权的信息修改、普通用户访问权限获取以及拒绝服务等。

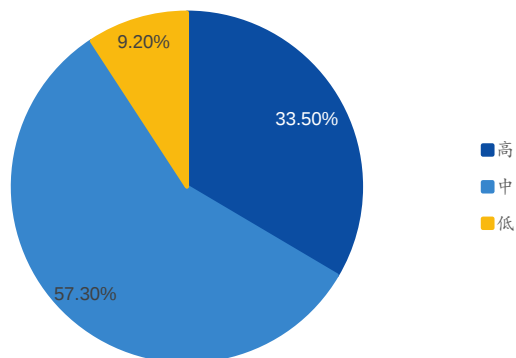
随着国内信息化建设的逐步推进及信息化投入的不断增加，企业核心业务越发依赖于互联网，网络安全风险也随之上升。虽然企业采用新技术的速度远超解决相关安全问题的速度，但中国报告网调查结果显示，2018 年，仅有 30% 的企业对自身的网络安全抱有信心，预计 2023 年后该数据将降到 25%，网络安全的发展仍旧任重道远，企业对网络安全需求日益增加。

图 17：2018-2020 年 CNVD 安全漏洞收集总数



资料来源：国家信息安全漏洞共享平台（CNVD），国元证券研究所

图 18：2018-2020 年安全漏洞严重程度分布

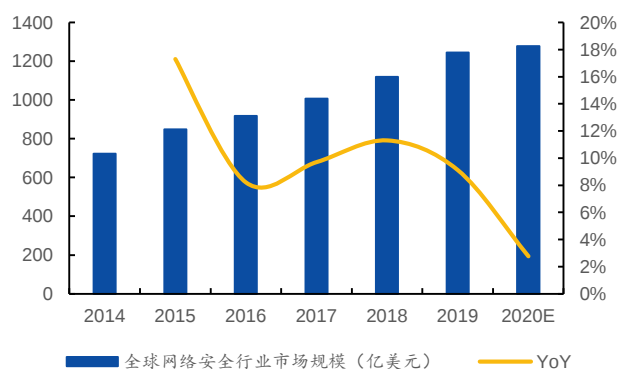


资料来源：国家信息安全漏洞共享平台（CNVD），国元证券研究所

全球网络安全产业规模保持稳健增长，Gartner 的数据显示，2019 年全球网络安全行业市场规模达 1244.01 亿美元，同比增长 9.11%。2020 年受疫情影响，全球网络安全行业市场规模增速放缓，预计 2020 年全球网络安全行业市场规模将增长至 1278.27 亿美元，增速约为 2.75%。

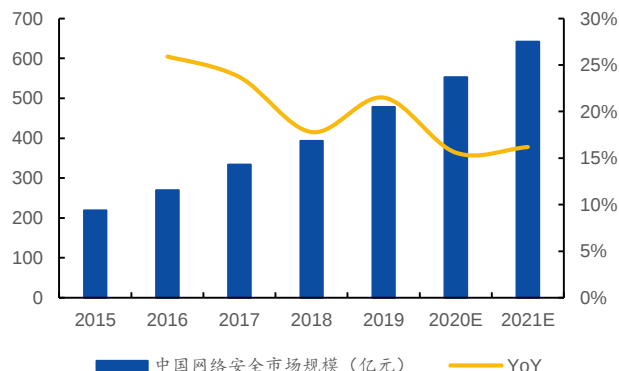
中国网络安全产业联盟（简称：CCIA）数据显示，2015-2019 年，国内网络安全市场规模增速始终保持在 15% 以上，增速普遍高于全球同期水平，2021 年我国网络安全市场规模达到有望达到 642 亿元。疫情期间，国内网络安全产品的软件化、服务化水平也在进一步提升。最终用户的需求也从静态防御向动态反制、被动安全向主动安全、合规驱动向业务驱动不断的进行转变。未来，在多种驱动力下，国内网络安全产业有望跟随 ICT 行业的成长保持较快发展。

图 19：全球网络安全市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

图 20：中国网络安全市场规模



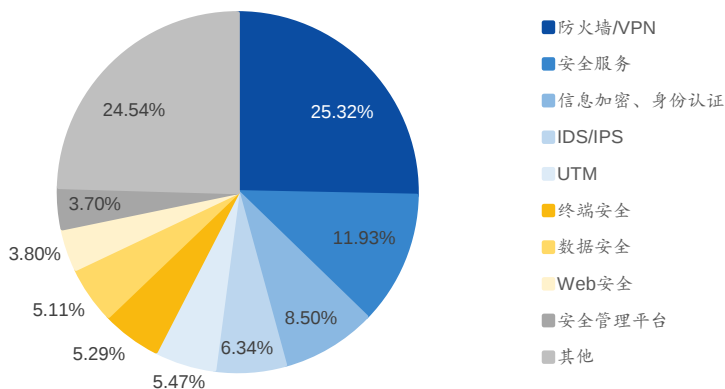
资料来源：中国网络安全产业联盟（CCIA），国元证券研究所

2.3 基础产品需求旺盛，安全服务占比上升

目前，防火墙/VPN 仍然是国内信息安全行业产品份额最大的细分市场。除防病毒、防火墙、IDS 三大传统安全产品外，技术更先进的产品和服务如 UTM、IPS、身份认证、安全审计、SOC、SSLVPN、信息加密、专业安全服务等正在逐步打开市场，成为重要的信息安全需求品。2021 年是“十四五”开局之年，在政策、市场、需求

等多方因素驱动下，防火墙产品作为网络安全的基础核心产品，预计将持续保持高速增长。

图 21：2019 年中国信息安全行业产品结构

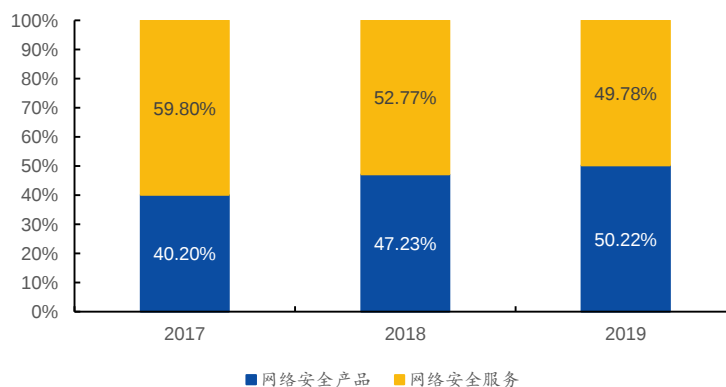


资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

近年来，全球网络安全产品的市场规模逐渐赶上网络安全服务的市场规模，安全服务市场与安全产品市场格局由六四分逐步逼近五五分。近三年来全球网络安全产品市场占比逐步提升，并于 2019 年首次超过网络安全服务市场，达到 50.22%。

纵观国内，虽然国内网络安全产品和服务均得到发展，但当前国内网络安全市场仍以产品为主。从结构上看，网络安全硬件产品占据接近一半市场份额。虽然软件产品和安全服务的市场规模逐年增长，但国内安全服务占比相比全球水平仍较低，2018 年仅为 13.8%，远低于发达国家水平。并且，IDC 全球网络安全支出报告显示，2020 年，安全硬件在中国整体网络安全支出中仍将继续占据绝对主导地位，占比高达 47.2%，而安全软件和安全服务支出比例分别为 20.8%和 32.0%。而从行业看，政府、通信、金融仍将是中国网络安全市场前三大支出行业，占中国总体网络安全市场约五成的比例。

图 22：全球网络安全产品/服务市场占比



资料来源：IDC，国元证券研究所

2.4 绝对龙头尚未出现，头部企业优势明显

随着网络安全产业近年的高速增长，目前国内产业链已经逐步完善，供需关系明朗。产业链上游包括基础硬件、软件系统、基础能力。目前，国内在芯片、操作系统、数据库等部分基础硬件和软件系统方面技术基础较为薄弱。但随着技术能力提升及政策推动，信息基础设备国产化替代率会沿着外围到核心、从党政军企市场到消费者市场逐渐提高。

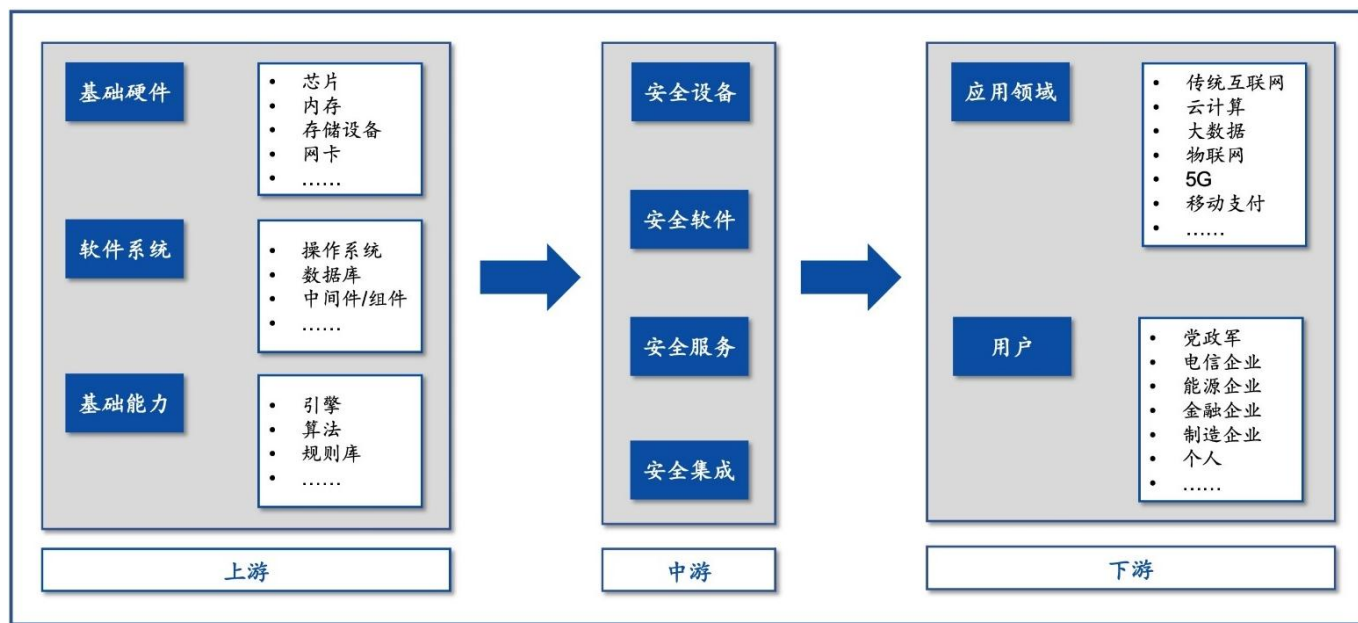
而产业链中游涉及网络安全产品及服务包括安全设备、安全软件、安全服务，且国内网络安全产品和服务整体发展较为稳固，技术布局相对完整，主要分类如下：

- 安全设备包括身份认证和鉴定、密码、安全审计、VPN/防火墙、入侵检测与防御、统一威胁管理等；
- 安全软件包括安全管理系统、安全监测与分析系统等；
- 安全服务包括安全培训服务、安全管理与检测服务、安全咨询服务等。

产业链下游则延伸到云计算、大数据、物联网等多个应用领域，覆盖了行政单位、军队、卫生服务、教育机构、银行、能源企业、汽车企业、零售企业等服务对象。党政军、企业用户是网络安全产品和服务主要的消费群体。

公司处于网络安全产业链中游，依托稳固的客户群体和自身技术实力，伴随者国内逐步完善的基础硬件、软件和能力，基于新一代信息技术在各场景中的应用加深而带来不断延伸的产业联下游，公司产品与服务体系日益完善，有望进一步扩大竞争优势。

图 23：网络安全产业链分析



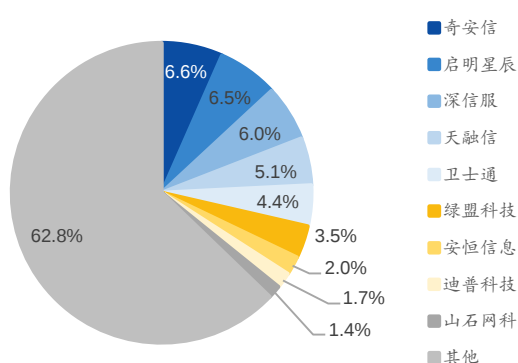
资料来源：中商产业研究院，国元证券研究所

从各企业收入水平的占比情况来看，国内网络安全市场“没有寡头，只有诸侯”的格局明显。根据中国网络安全产业联盟发布的《2020 年中国网络安全产业分析报告》，

2019 年网络安全市场占有率前五的企业为奇安信、启明星辰、深信服、天融信及卫士通，市场占有率分别为 6.6%、6.5%、6.0%、5.1%及 4.4%，市场占有率差距不大，且均低于 10%，市场尚无绝对的龙头。

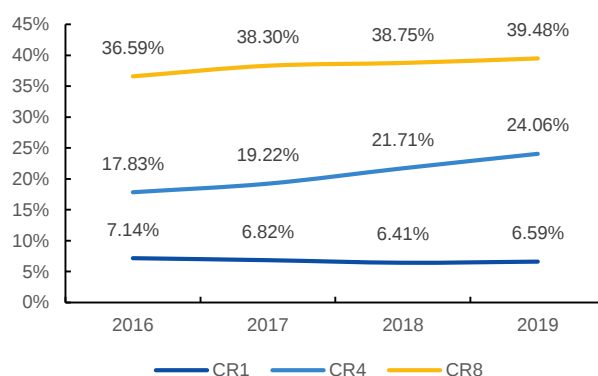
尽管市场呈现群雄割据的竞争格局，但网络安全行业集中度仍在稳步提升。网络安全市场进入稳健增长阶段后，鉴于头部企业在规模和资源上拥有较大优势，随着时间推移，其市场份额会不断扩大从而提升市场集中度。根据中国网络安全产业联盟的数据，2019 年我国网络安全市场集中度 CR1 为 6.59%，CR4 为 24.06%，CR8 为 39.48%。市场集中度的三项指标较 2018 年均有一定程度的提升。根据美国经济学家贝恩对产业集中度的划分标准，CR8 达到 40%的水平，说明国内网络安全市场已经逐步由竞争型转变为低集中寡占型。

图 24：2019 年中国网络安全行业主要企业市场占有率



资料来源：中国网络安全产业联盟（CCIA），国元证券研究所

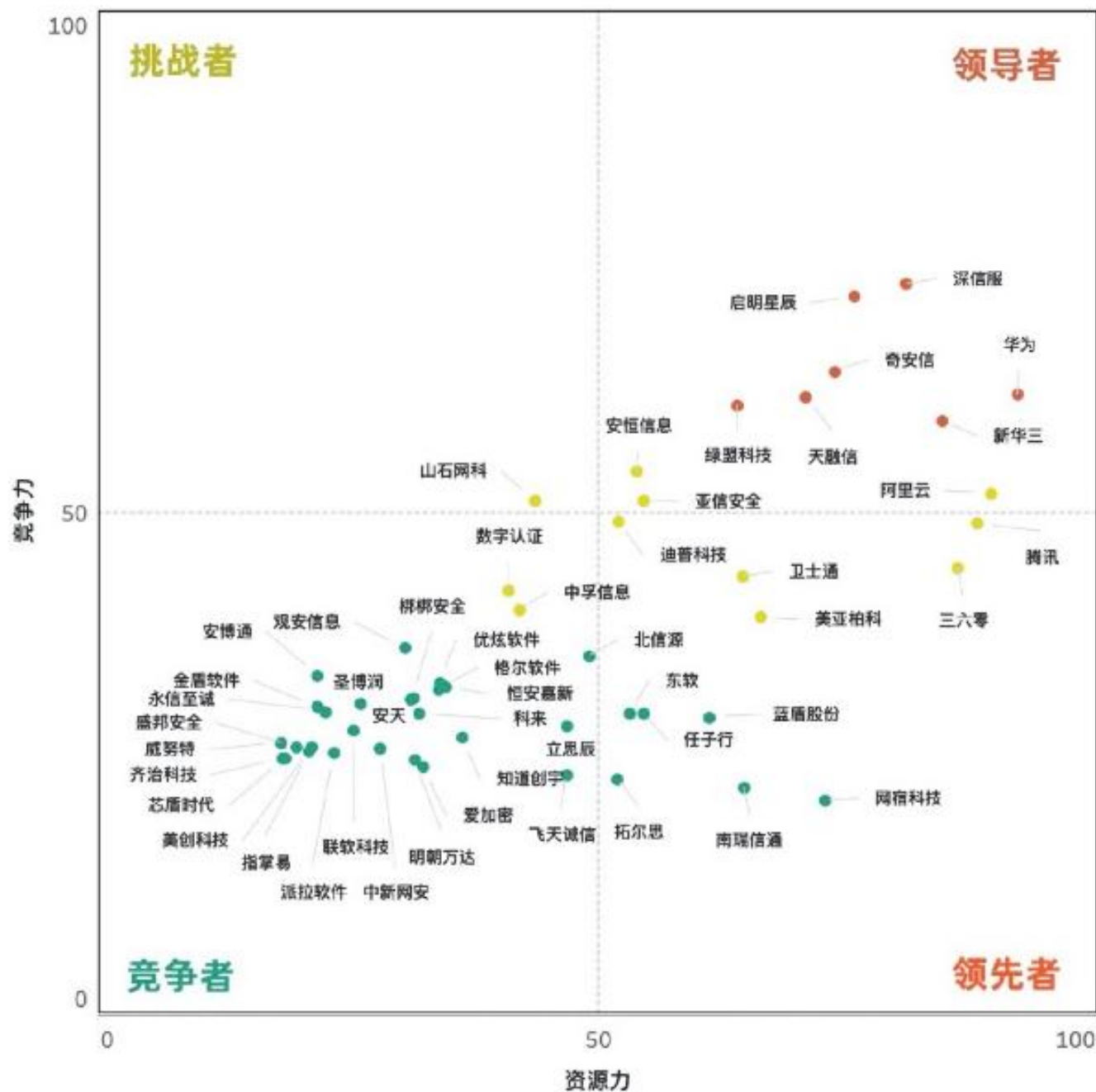
图 25：近四年中国网络安全行业集中度



资料来源：中国网络安全产业联盟（CCIA），国元证券研究所

虽然目前各厂商竞争格局基本稳定，但行业聚集趋势已初步显现。据 CCIA 发布的中国网络安全竞争力 50 强企业画像，处于产业领导者地位的企业数量较多，包括：深信服、奇安信、启明星辰、华为、新华三、阿里云、天融信、绿盟科技、安恒信息、亚信安全。

图 26: CCIA50 强企业画像



资料来源: 中国网络安全产业联盟 (CCIA), 国元证券研究所

3. 顺应产业发展趋势，大力拓展新兴业务

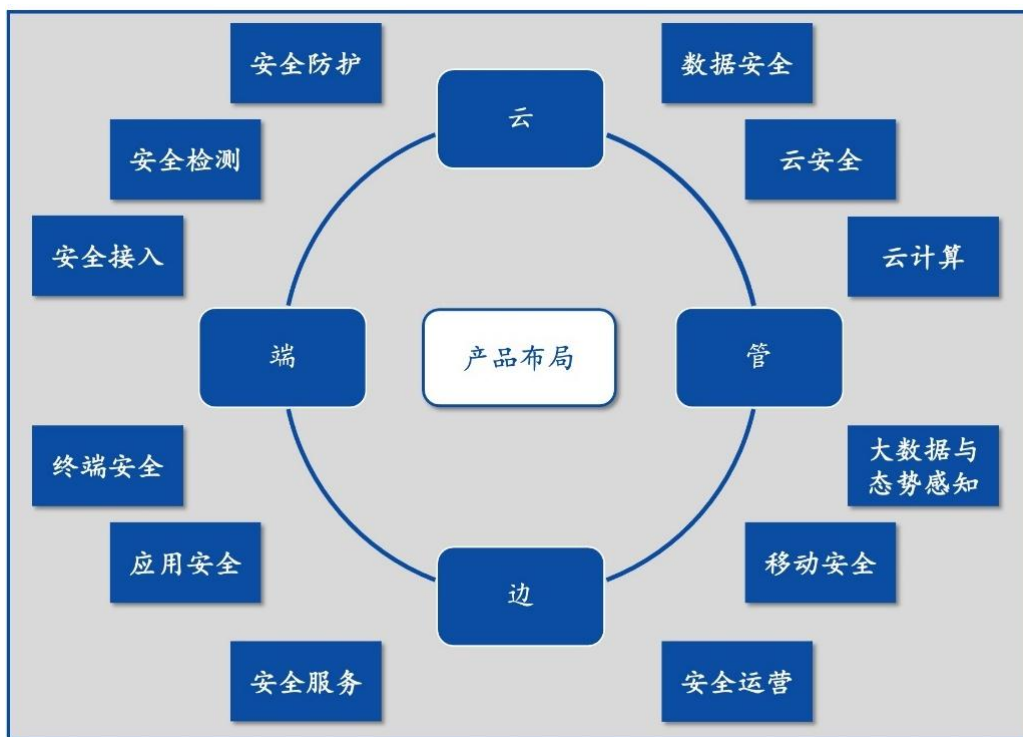
3.1 产品：全产品/全业务/全行业/全区域覆盖

作为行业的领航者以及国内少有的综合服务提供商，公司基于持续技术创新与市场拓展，拥有“四全”核心竞争力，即：全产品系列、全业务方向、全行业营销、全区域覆盖。全产品系列是对全业务方向的有力支撑，为实现全行业营销、全区域覆盖目标打下了坚实基础。

■ 全产品系列

跟随信息化发展和客户需求变化，公司逐步构建了全系列产品与服务，覆盖基础网络、工业互联网、物联网、车联网等业务场景。公司在《中央国家机关 2019 年软件协议供货采购项目》共有 12 大类 18 款产品入围、在《中央国家机关 2020-2021 年信息类产品（硬件）和空调产品协议供货采购项目》共有 33 品类 220 款型号入围，均为产品入围范围最广、数量最多的单一投标主体网络安全企业。

图 27：公司全产品系列布局概况

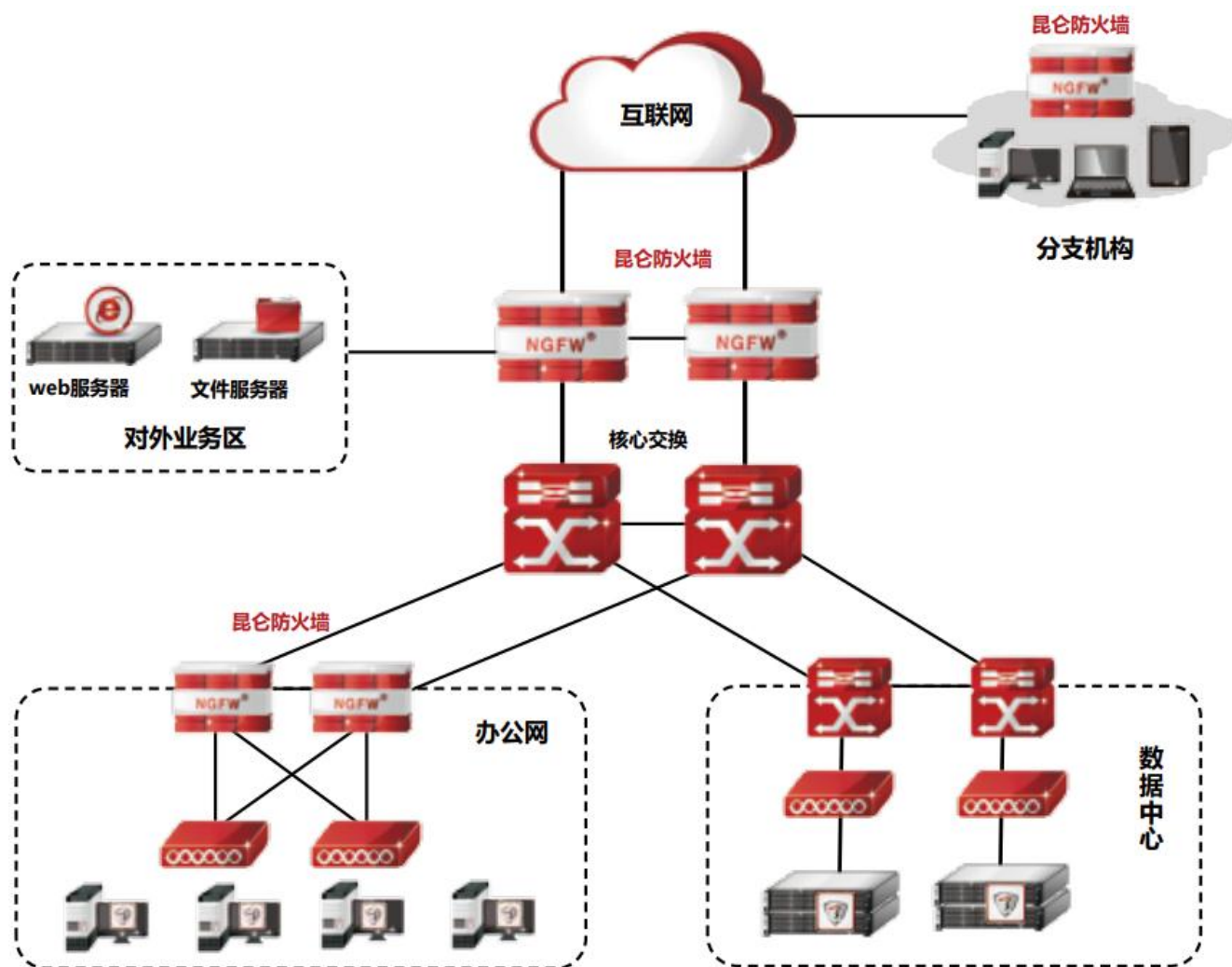


资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司始终坚持走自主创新之路，积极推动国产化网络安全生态建设。2020 年发布天融信昆仑国产化网络安全产品系列，截止 2021 年底，共发布国产化系列产品 53 类 168 个型号，覆盖所有主流网络安全产品类别。根据公司 2021 年半年度报告，公司网络安全产品与国产 CPU、操作系统、数据库、浏览器、中间件等完成全面适配，已取得 500 多个兼容性认证证书，已推出了涵盖安全防护、安全接入、安全检测、

安全审计、安全管理、数据安全、工控安全、云安全、终端安全、云计算等多个细分领域的天融信昆仑系列产品，向客户提供整体信息技术创新应用网络安全智能防护解决方案。

图 28：天融信昆仑系列防火墙



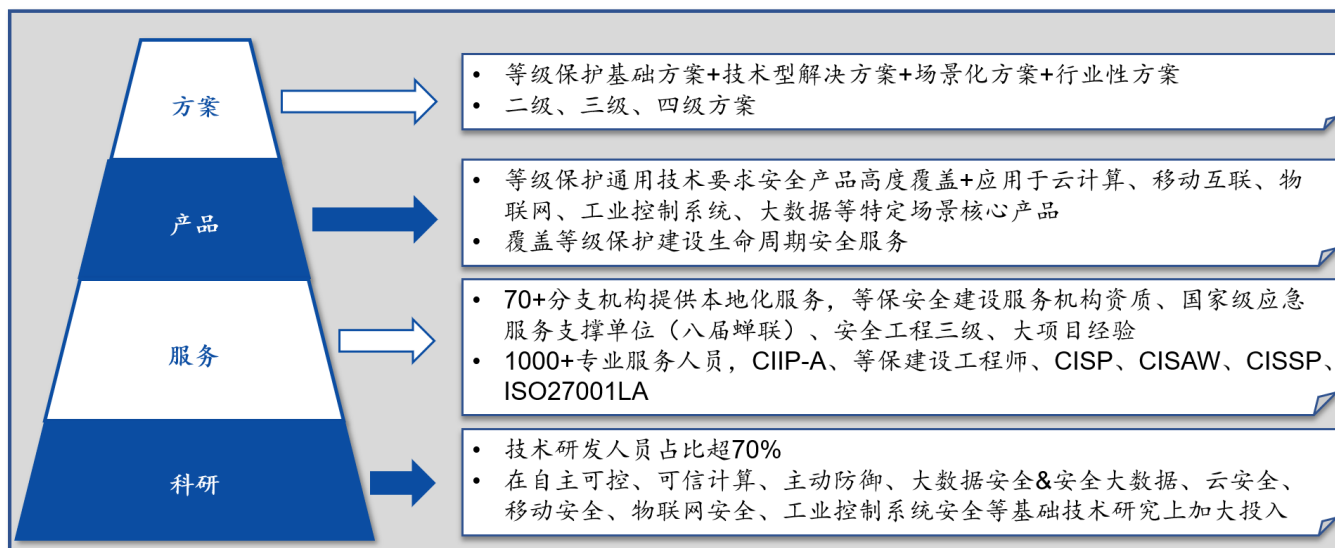
资料来源：公司官网，国元证券研究所

■ 全业务方向

公司在持续提升基础网络安全市场竞争力的同时，也加大了在工业互联网安全、物联网安全和车联网安全等新兴应用场景下的布局和投入。截至 2020 年末，公司已申请各类产品资质证书 300 余项、软件著作权 206 项，牵头/参与制修订国家与行业标准 68 项，2020 年新申请专利 270 项。

公司已经搭建了契合“等保 2.0”新要求的网络安全体系。公司能够提供覆盖全流程、综合全面的等级保护服务，在定级、备案、安全建设整改等标准动作基础上增加自测评、自查服务，提供系列产品赋能各行各业。

图 29：天融信等级保护能力



资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

■ 全行业营销

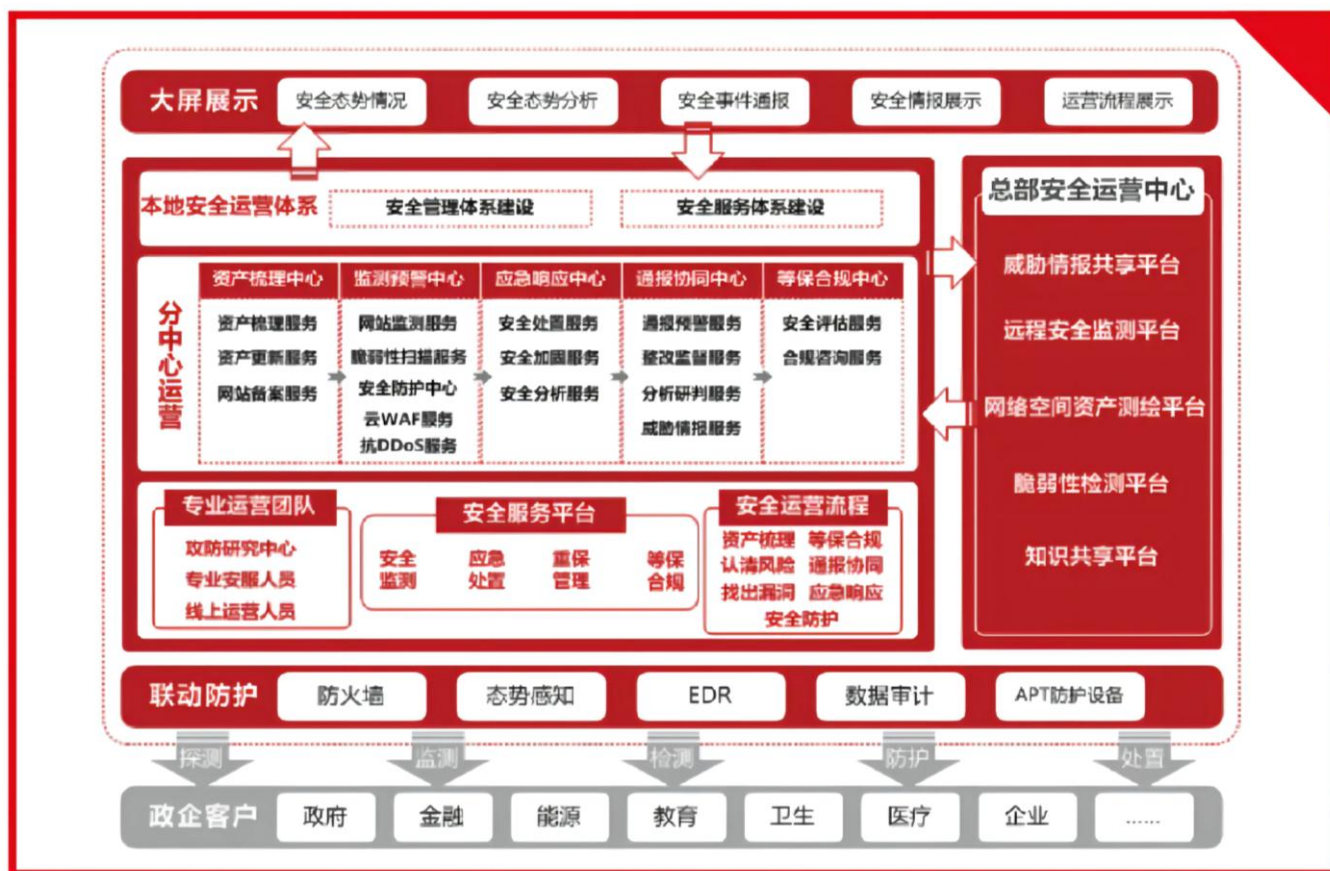
公司建立了对全行业覆盖的产品体系和营销体系。公司行业客户覆盖超过 100000 家，为政府、金融、运营商、能源、卫生、教育、交通、电力、制造等各行业提供适用其行业需求的解决方案、产品和服务。

■ 全区域覆盖

截至 2021 年 6 月，公司建立了遍布全国的营销体系，在全国各省、自治区一线城市设有 32 个省级营销机构的基础上，进一步下沉到二线地市建立有 39 个办事处，为客户提供本地化服务，同时通过各地的千余家签约渠道合作伙伴，覆盖到 649 个地市县市场。

公司先后成立了“天融信安全运维中心”、互联网安全服务中心及安全云服务中心，为全国范围内的政企客户安全服务。至 2020 年底，公司云服务分中心已达 30+，依托安全云服务平台为各区域和重点行业客户赋能，实现安全云服务能力本地化，全面满足重点区域和行业关键基础设施安全保障、网络空间安全探测、网络安全事件应急响应等不同业务场景的安全需求。截至 2021 年 2 月，公司安全云服务已累计服务 10 万+客户，探测互联网设备达亿级，累计处理威胁情报数据量达百亿级。

图 30：天融信安全服务平台



资料来源：公司官网，国元证券研究所

3.2 生态：打造网安生态，助力公司加速发展

■ 电科网信战略入股，携手网络安全国家队

中国电科是国务院批准组建的特大型国有企业，主要从事国家重要军民大型电子信息系统的工程建设，重大电子装备、软件、基础元器件和功能材料的研制、生产及保障服务，是中央直接管理的涉及国家安全和国民经济命脉的国有重要骨干企业，是国内唯一覆盖电子信息技术全领域的大型科技集团。中国电科作为军工电子国家队、网络安全国家队和国家信息化建设主力军，在网络安全领域组建了网络安全子集团，具备依托央企平台、人才、技术、资金等资源和资本运作经验做强做大网络信息安全产业的基础。

在中国电科和中国网安的大力支持下，电科网信战略入股天融信，为公司后续发展添砖加瓦。公司与中国电科旗下的网络安全板块强强联合，强化网络安全核心能力和关键信息基础设施安全保障的整体实力，助力国家构建安全的网络信息技术体系，更好的服务于国家安全战略，助力公司开启新篇章。

■ 携手伙伴共建安全生态，与腾讯达成深度合作

公司持续推动建立安全生态，推进与腾讯、华为、浪潮、京东、阿里等云厂商深度

合作，提供更加全面的内生云安全产品和解决方案。同时，公司对接主流虚拟化平台，如浪潮、华为、VMware、阿里云、腾讯云、联通云、青云和京东云等，为公司巩固行业地位及扩大业务影响打下坚实基础，有助于公司营造良好的网络安全产业生态及建立良好的生态合作。

2019 年，公司与腾讯签署了《合作协议》。公司与腾讯集团优势互补，融合平台、数据与企业侧安全能力，协同布局网络空间安全与云服务领域新技术、新需求和新应用，依托各自在网络空间安全和云服务领域的深厚积累和领先优势，面向云计算、大数据、移动互联网、工业互联网、物联网及车联网等领域进行技术、产品、方案的融合与创新，大力开拓行业市场，更好的满足客户的网络安全建设需求，提升客户安全保障能力，全面赋能国计民生相关产业的网络空间安全，保障产业互联网安全。

图 31：安全生态合作伙伴



资料来源：公司官网，国元证券研究所

■ 加强对外投资，拓展业务版图

公司积极布局产业投资基金及相关领域的投资。根据 2019 年年报，公司通过投资产业基金或天融信直接投资等形式，在人工智能及人脸识别、企业统一移动平台、政法应用与安全、工业仿真、企业防病毒、IT 综合服务、IT 云服务、卫星大数据应用、保密推广与应用、国内企业内容管理（ECM）和智能数据管理（IDM）、大数据安全、量子通信技术、网络攻防实训、智慧安防、无人机等前沿技术研究以及产品和服务研发等领域进行战略投资和合作，符合公司整体战略目标，完善、深化了公司在网络安全、大数据、安全云服务领域的布局。

根据 2020 年年报，公司投资了 20 余家具有核心技术的企业，在 EDR（Endpoint Detection and Response，端点检测与响应）、量子通信技术、人工智能、卫星大数据应用等多个领域进行产品、技术布局。

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是国内领先的网络安全、大数据与云服务提供商，为政府、金融、运营商、能源、卫生、教育、交通、制造等各行业客户提供网络安全产品、大数据产品和云服务。目前，公司营业收入主要由五大部分组成：基础安全产品、大数据与态势感知产品及服务、基础安全服务、云计算与云安全产品及服务、其他。我们按照这五个维度来预测公司未来收入和毛利率情况。

- 1. 基础安全产品：**基础安全产品是公司营收占比最大的业务，公司围绕基础网络业务场景，提供全系列网络安全产品，主要包括边界安全、安全检测、云安全、端点安全、数据安全、应用安全、无线安全、安全管理等领域超过 50 类网络安全产品。2020 年，该业务营业收入增速为 12.89%，预计 2021-2023 年该业务营业收入增速为 22.21%、32.17%、26.84%。毛利率方面，2019-2020 年有所提升，分别为 55.90%、61.84%，预计未来三年将保持在 2020 年的水平，维持在 61-62% 的区间。
- 2. 大数据与态势感知产品及服务：**公司基于大数据建模、关联分析、AI 智能分析等技术，基于多类网络安全设备/系统、大数据分析平台和安全服务构建基于数据中台的安全运营体系，从指挥调度、安全监测、安全分析、态势分析和安全运营等多个维度为各类业务需求场景提供态势感知平台。大数据分析主要产品包括智能内网威胁分析、大数据智能分析企业版等产品。2020 年，该业务营业收入增速为 62.99%，预计 2021-2023 年该业务营业收入增速为 39.33%、50.26%、40.31%。毛利率方面，2019-2020 年维持在高位，分别为 89.12%、80.33%，预计未来三年将保持在 2020 年的水平，维持在 80-81% 的区间。
- 3. 基础安全服务：**公司以“全生命周期安全运营”为核心理念，采用线上与线下相结合的服务体系，主要包括技术服务类、安全咨询类、用户现场驻场类、专项技术类。2020 年，该业务营业收入增速为 16.68%，预计 2021-2023 年该业务营业收入增速为 30.25%、28.74%、27.68%。毛利率方面，2019-2020 年表现较为稳定，分别为 62.90%、61.07%，预计未来三年将保持在 2020 年的水平，维持在 60-61% 的区间。
- 4. 云计算与云安全产品及服务：**公司云计算核心产品包括超融合、桌面云等，云安全产品涉及等保一体机、虚拟分布式防火墙、虚拟化安全资源池以及终端威胁防御系统等。2020 年，该业务营业收入增速为 6.99%，预计 2021-2023 年该业务营业收入增速为 20.08%、45.75%、32.64%。毛利率方面，2019-2020 年有所下降，分别为 89.78%、76.99%，预计未来三年将保持在 2020 年的水平，维持在 77-78% 的区间。
- 5. 其他：**该业务的收入体量很小。2020 年该业务收入增速为 195.94%，预计 2021-2023 年该业务营业收入增速为 10.87%、10.53%、10.25%。

表 5：公司网络安全业务拆分（单位：百万元）

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
基础安全产品					
收入	1739.96	1964.25	2400.51	3172.75	4024.32
增长率	-	12.89%	22.21%	32.17%	26.84%
毛利率	55.90%	61.84%	61.88%	61.92%	61.98%
大数据与态势感知产品及服务					
收入	197.65	322.14	448.84	674.43	946.29
增长率	-	62.99%	39.33%	50.26%	40.31%
毛利率	89.12%	80.33%	80.40%	80.47%	80.51%
基础安全服务					
收入	309.77	361.44	470.78	606.08	773.84
增长率	-	16.68%	30.25%	28.74%	27.68%
毛利率	62.90%	61.07%	60.96%	60.81%	60.71%
云计算与云安全产品及服务					
收入	168.49	180.26	216.46	315.49	418.47
增长率	-	6.99%	20.08%	45.75%	32.64%
毛利率	89.78%	76.99%	77.08%	77.20%	77.32%
其他					
收入	1.43	4.25	4.71	5.20	5.74
增长率	-	195.94%	10.87%	10.53%	10.25%
毛利率	-	-	-	-	-
合计					
收入	2417.31	2832.34	3541.29	4773.95	6168.65
增长率	-	17.17%	25.03%	34.81%	29.21%
毛利率	61.90%	64.87%	65.09%	65.45%	65.74%

资料来源：Wind，国元证券研究所

可比公司估值：

在国内上市公司中，绿盟科技、迪普科技、启明星辰与公司从事的业务相近，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与三家可比公司的均值较为接近。我们认为，伴随着公司积极拓展新方向新场景，持续成长空间广阔，估值水平有望逐步提升，目前具备较好的长期投资价值。

表 6：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
300369.SZ	绿盟科技	13.72	109.57	0.38	0.49	0.65	0.85	36.39	28.20	21.26	16.17
300768.SZ	迪普科技	35.15	150.88	0.64	0.85	1.13	1.49	54.60	41.18	31.08	23.63
002439.SZ	启明星辰	24.41	227.89	0.86	1.06	1.34	1.68	28.34	23.08	18.22	14.53
平均		-	-	-	-	-	-	39.78	30.82	23.52	18.11
002212.SZ	天融信	14.99	177.75	0.34	0.35	0.58	0.83	44.43	43.02	25.70	17.98

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2022 年 2 月 17 日

投资建议：

公司是中国领先的网络安全、大数据与云服务提供商，为政府、金融、运营商、能源、卫生、教育、交通、制造等各行业客户提供网络安全产品、大数据产品和云服务，致力于帮助客户降低安全风险，创造业务价值。公司长期坚持自主创新、开放融合的发展理念，面对大安全时代的新形势、新挑战，提出了“NGTNA”。NGTNA 以网络安全为核心、大数据为基础、云服务为交付模式，打破单点防护和线性防护的安全防御思想，形成全面感知、智能协同、动态防护、聚力赋能的综合安全保障体系。伴随着国家持续重视网络安全领域，公司未来成长空间广阔。

预测公司 2021-2023 年营业收入为 35.41、47.74、61.69 亿元，归母净利润为 4.13、6.92、9.88 亿元，EPS 为 0.35、0.58、0.83 元/股，对应 PE 为 43.02、25.70、17.98 倍。目前，计算机（申万）指数的 PE TTM 为 47.5 倍，考虑到公司未来的成长性，给予公司 2022 年 45 倍的目标 PE，对应目标价为 26.10 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；
2. 网络安全与数据安全相关政策落地进度不及预期；
3. 新兴安全业务拓展不及预期；
4. 行业竞争加剧。

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	4303.60	5022.87	5432.64	6229.36	7281.44
现金	719.31	1383.01	1991.70	2136.64	2478.21
应收账款	1602.39	1031.99	1090.82	1264.41	1576.09
其他应收款	37.31	1066.97	979.17	1218.79	1376.84
预付账款	137.59	56.59	105.83	124.35	137.58
存货	1022.66	431.33	450.17	551.65	643.92
其他流动资产	784.35	1052.99	814.96	933.52	1068.80
非流动资产	6810.16	6301.39	6339.92	6380.15	6438.77
长期投资	601.21	454.21	468.64	474.37	481.26
固定资产	557.04	213.39	232.71	235.96	240.09
无形资产	447.33	493.55	504.66	520.16	538.67
其他非流动资产	5204.58	5140.25	5133.91	5149.66	5178.75
资产总计	11113.76	11324.26	11772.56	12609.50	13720.21
流动负债	2078.14	1636.96	1686.94	1866.34	2052.70
短期借款	398.11	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	490.16	658.67	651.31	783.88	917.64
其他流动负债	1189.87	978.29	1035.63	1082.47	1135.06
非流动负债	129.72	93.09	101.04	111.52	122.05
长期借款	0.00	14.41	19.89	26.26	33.48
其他非流动负债	129.72	78.68	81.15	85.26	88.57
负债合计	2207.86	1730.06	1787.98	1977.86	2174.75
少数股东权益	9.96	8.49	10.26	13.13	16.87
股本	1158.48	1171.81	1185.81	1185.81	1185.81
资本公积	5756.67	6051.70	6051.70	6051.70	6051.70
留存收益	2056.09	2579.60	2946.31	3590.49	4500.58
归属母公司股东权益	8895.94	9585.72	9974.32	10618.51	11528.59
负债和股东权益	11113.76	11324.26	11772.56	12609.50	13720.21

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	732.52	203.57	727.65	297.77	552.92
净利润	403.31	396.61	414.99	694.45	992.11
折旧摊销	142.22	143.11	124.87	127.29	130.06
财务费用	24.64	16.29	-7.35	-8.94	-9.81
投资损失	11.22	21.19	18.72	16.53	15.01
营运资金变动	3.06	-535.43	196.31	-549.32	-626.57
其他经营现金流	148.06	161.80	-19.89	17.76	52.13
投资活动现金流	-669.12	373.95	-107.36	-120.82	-150.20
资本支出	234.20	382.49	8.54	15.42	29.63
长期投资	453.78	120.09	14.73	7.51	9.49
其他投资现金流	18.86	876.53	-84.09	-97.89	-111.08
筹资活动现金流	-144.61	92.32	-11.60	-32.01	-61.14
短期借款	-286.26	-398.11	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	14.41	5.48	6.37	7.22
普通股增加	11.58	13.33	14.00	0.00	0.00
资本公积增加	142.62	295.03	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-12.55	167.66	-31.08	-38.38	-68.36
现金净增加额	-80.90	667.30	608.69	144.94	341.57

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7091.07	5704.17	3541.29	4773.95	6168.65
营业成本	5199.33	3572.79	1236.34	1649.22	2113.41
营业税金及附加	34.36	36.71	21.25	27.69	34.54
营业费用	639.97	612.23	592.81	790.57	999.94
管理费用	354.22	338.94	385.65	518.45	667.45
研发费用	502.31	613.99	887.45	1023.58	1241.35
财务费用	24.64	16.29	-7.35	-8.94	-9.81
资产减值损失	-8.11	-35.89	-30.67	-28.71	-26.53
公允价值变动收益	59.31	52.78	38.58	25.47	12.16
投资净收益	-11.22	-21.19	-18.72	-16.53	-15.01
营业利润	473.13	578.51	488.09	834.31	1179.09
营业外收入	3.20	1.22	1.19	1.17	1.15
营业外支出	3.97	5.71	20.21	15.49	12.37
利润总额	472.36	574.03	469.07	819.99	1167.87
所得税	69.05	177.41	54.08	125.54	175.77
净利润	403.31	396.61	414.99	694.45	992.11
少数股东损益	2.35	-3.50	1.78	2.87	3.74
归属母公司净利润	400.96	400.11	413.21	691.58	988.37
EBITDA	640.00	737.91	605.61	952.67	1299.34
EPS (元)	0.35	0.34	0.35	0.58	0.83

主要财务比率					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	12.55	-19.56	-37.92	34.81	29.21
营业利润(%)	-17.60	22.27	-15.63	70.93	41.33
归属母公司净利润(%)	-17.37	-0.21	3.27	67.37	42.92
获利能力					
毛利率(%)	26.68	37.37	65.09	65.45	65.74
净利率(%)	5.65	7.01	11.67	14.49	16.02
ROE(%)	4.51	4.17	4.14	6.51	8.57
ROIC(%)	6.02	5.57	5.91	9.03	11.87
偿债能力					
资产负债率(%)	19.87	15.28	15.19	15.69	15.85
净负债比率(%)	20.65	1.10	1.38	1.57	1.77
流动比率	2.07	3.07	3.22	3.34	3.55
速动比率	1.57	2.80	2.95	3.03	3.23
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.51	0.31	0.39	0.47
应收账款周转率	4.32	3.77	2.85	3.46	3.71
应付账款周转率	13.17	6.22	1.89	2.30	2.48
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.34	0.35	0.58	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.17	0.61	0.25	0.47
每股净资产(最新摊薄)	7.50	8.08	8.41	8.95	9.72
估值比率					
P/E	44.33	44.43	43.02	25.70	17.98
P/B	2.00	1.85	1.78	1.67	1.54
EV/EBITDA	23.91	20.73	25.26	16.06	11.78

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。

免责条款

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

国元证券研究所

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