

亚筑安全，信有未来

——亚信安全(688225.SH)首次覆盖报告

买入|首次推荐

报告要点:

● 领跑中国网络安全软件领域，深耕电信运营商等关键行业

公司成立于2014年，其前身是亚信科技的“网络安全事业群”，在历史沿革上继承了亚信科技在运营商的优势能力，后合并趋势科技中国区的全部业务，双方产品优势互补，强强联合打造全面的产品体系。公司作为“懂网、懂云”的安全公司，致力于护航产业互联网，成为在5G云网时代，守护云、网、边、端的安全智能平台企业。2017-2021年，公司营业收入稳健增长，毛利率保持平稳。2021年，公司营业收入为16.67亿元，同比增长30.82%，归母净利润为1.79亿元，毛利率为53.35%。

● 网络安全软件赛道快速成长，公司坚定走平台型安全软件公司道路

公司聚焦于网络安全软件赛道，根据招股说明书，中国市场规模从2015年的33.2亿元快速增长至2019年的83.6亿元，CAGR为26.00%。根据IDC的数据，2020年，公司在中国身份和数字信任软件市场份额中排名第一、在中国终端安全软件市场份额中排名第二。2020年，公司提出“安全定义边界”的发展理念，以身份安全为基础，以云网安全和 endpoint 安全为重心，以安全中台为枢纽，以威胁情报为支撑，构建“云化、联动、智能”的技术战略，建设全网安全免疫系统，为我国从网络大国向网络强国迈进保驾护航。

● 提高标准化产品收入占比驱动毛利率提升，持续优化下游客户结构

2021年，公司采取了“强标品”的业务发展策略，泛终端安全、高级威胁治理、云及边缘安全等标准化产品取得高速增长，标准化产品收入同比增长72.38%，收入占比为46.50%，产品结构调整取得明显成效。公司借助于在运营商行业积累的丰富项目经验和过硬的产品实力，积极进军金融、能源、制造、政府等关键行业，扩大公司的市场空间。2021年，非运营商行业收入同比增长64.07%，收入占比为41.48%，客户的行业布局日渐合理。

● 盈利预测与投资建议

网络安全行业景气上行，公司已经迎来良好的发展机遇。预测公司2022-2024年的营业收入为21.57、27.37、34.08亿元，归母净利润为1.92、2.42、3.03亿元，EPS为0.48、0.61、0.76元/股，对应PE为41.79、33.14、26.50倍。上市以来，公司PE主要运行在65-105倍的区间，考虑到公司的竞争优势和在研发与销售领域的投入情况，给予公司2022年65倍的目标PE，对应的目标价为31.20元。首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情反复；产业政策变化的风险；市场竞争加剧；客户集中的风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1274.59	1667.47	2156.63	2736.60	3407.59
收入同比(%)	18.32	30.82	29.34	26.89	24.52
归母净利润(百万元)	170.38	178.69	191.93	242.04	302.67
归母净利润同比(%)	4.57	4.88	7.41	26.11	25.05
ROE(%)	13.84	12.25	6.83	8.08	9.39
每股收益(元)	0.43	0.45	0.48	0.61	0.76
市盈率(P/E)	47.07	44.88	41.79	33.14	26.50

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价/目标价：20.05元/31.20元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：38.91 / 18.72

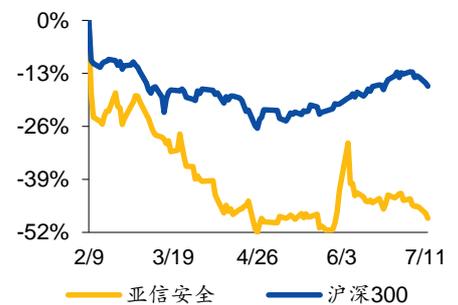
A股流通股(百万股)：32.69

A股总股本(百万股)：400.01

流通市值(百万元)：655.39

总市值(百万元)：8020.20

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. 公司介绍：中国网络安全软件领域的领跑者	4
1.1 历史沿革：继承亚信科技基因，收购趋势科技中国	4
1.2 财务分析：营收保持稳健增长，加大投入布局未来	5
1.3 股权架构：核心团队经验丰富，员工持股共同发展	8
1.4 募投项目：紧密围绕主营业务，增强综合竞争实力	9
2. 行业分析：政策驱动行业发展，安全软件快速成长	11
2.1 监管侧：网安成为立法焦点，政策红利不断释放	11
2.2 需求侧：下游行业日渐增多，网安投入持续加大	11
2.3 供给侧：国内市场快速增长，安全软件占比提升	12
3. 竞争力分析：聚焦网安核心赛道，加速营销体系变革	14
3.1 强化核心优势产品，坚定走平台型道路	14
3.1.1 数字信任及身份安全产品领跑市场	14
3.1.2 端点安全产品具备天然优势	17
3.1.3 云网边安全产品立足全视角	19
3.1.4 通过平台打造整体防御体系	20
3.2 深耕中国电信行业，积淀懂网懂云能力	21
3.3 持续优化产品结构，加速拓展下游市场	23
4. 盈利预测与投资建议	26
5. 风险提示	29

图表目 录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司整体平台能力的规划及发展战略	5
图 3：营业收入及毛利率情况	5
图 4：归母净利润及净利率情况	5
图 5：数字信任及身份安全产品收入情况	6
图 6：端点安全产品收入情况	6
图 7：云网边安全产品收入情况	7
图 8：网络安全服务收入情况	7
图 9：期间费用率情况	7
图 10：公司股权结构（2022 年第一季度报告）	9
图 11：我国网络安全法律法规体系	11
图 12：2020 年中外网络安全支出比例	12
图 13：2020 年网络安全市场营收行业结构	12
图 14：网络安全各细分市场的划分	12
图 15：中国网络安全软件行业市场规模（单位：亿元）	13
图 16：2021 年中国身份和数字信任软件市场份额	15

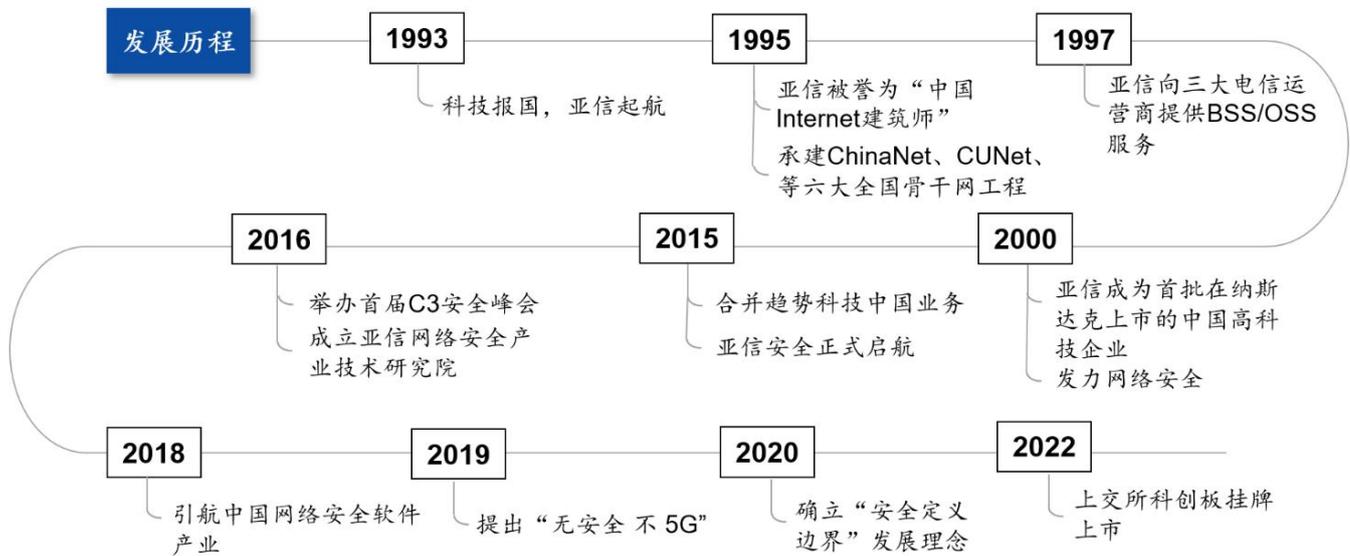
图 17: 安全牛身份与访问管理(IAM)象限	16
图 18: 零信任访问控制系统(SDP)的主要用途	17
图 19: 2021 年中国终端安全软件市场份额	18
图 20: 2020 年端点安全技术成熟度曲线	19
图 21: 公司智能平台	20
图 22: 安全威胁治理运维(XDR)解决方案	21
图 23: 运营商行业收入情况	21
图 24: 三大运营商的收入情况 (单位: 亿元)	21
图 25: 泛在身份管理能力全景	22
图 26: 5G MEC 边缘云安全助力 5G 创新业务	23
图 27: 标准化产品与项目开发类产品收入占比情况	24
图 28: 非运营商行业与运营商行业收入占比情况	24
图 29: 公司合作伙伴体系结构	25
表 1: 募投项目情况	10
表 2: 数字信任及身份安全产品体系	14
表 3: 端点安全产品体系	17
表 4: 云网边安全产品体系	19
表 5: 公司收入拆分 (单位: 百万元)	27
表 6: 可比公司估值情况	27

1. 公司介绍：中国网络安全软件领域的领跑者

1.1 历史沿革：继承亚信科技基因，收购趋势科技中国

亚信安全科技股份有限公司于2014年成立，并于2022年2月在上海证券交易所科创板成功上市。公司前身是亚信科技的“网络安全事业群”，在历史沿革上承继了亚信科技在运营商的优势能力。2015年，亚信科技收购趋势科技中国区的全部业务并归入独立网络安全公司亚信安全，在原有身份安全、大数据分析及安全管理、云网边管理等优势产品的基础上，补充趋势科技拥有的终端安全、云安全、APT治理等前沿产品，双方产品优势互补，强强联合打造更全面的产品体系。

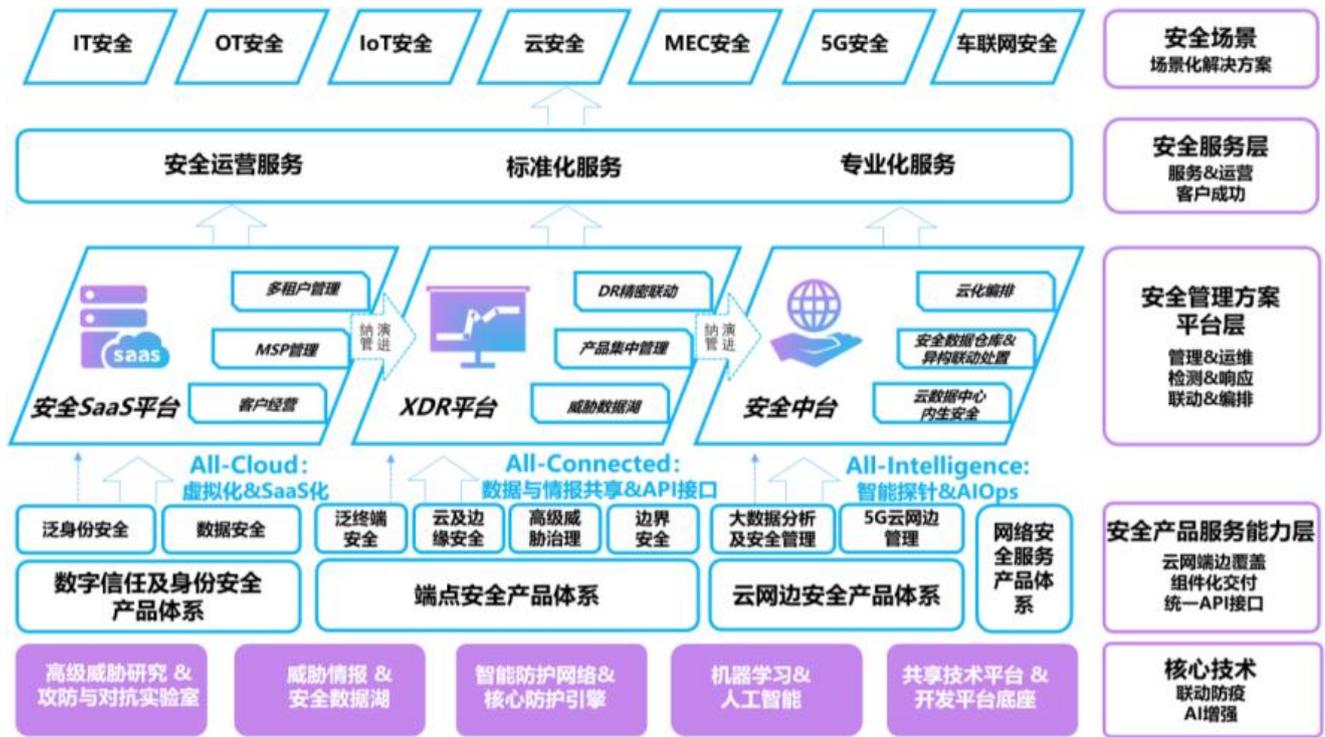
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司采取“产品化、平台化、服务化”策略，全面布局云网边端。公司强化核心优势产品，实现在云安全、APT防护、终端安全、EDR、身份安全等核心关键领域的卡位，为实现整体性防御奠定基础。同时，公司采取平台化策略，通过与安全产品的联动，汇聚全网安全数据及威胁情报，通过安全平台的智能化分析，将安全策略及指令下发，实现客户全方位的网络威胁识别、预警和处理能力，帮助客户建设整体性防御体系。

图 2：公司整体平台能力的规划及发展战略



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

1.2 财务分析：营收保持稳健增长，加大投入布局未来

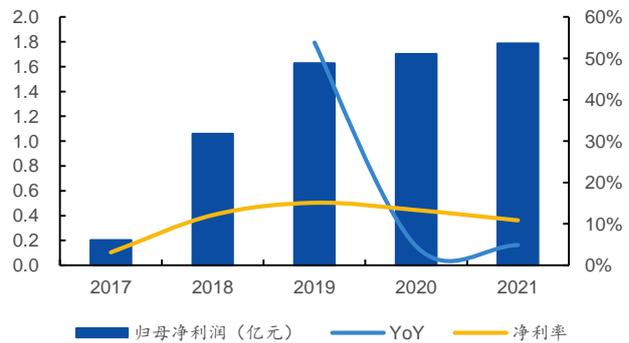
2017-2021 年公司营业收入的 CAGR 达 26.61%。2021 年，公司实现营业收入 16.67 亿元，同比增长 30.82%，归母净利润为 1.79 亿元，同比增长 4.88%，扣非归母净利润 0.95 亿元，同比减少 32.15%。2017-2021 年，公司毛利率分别为 55.65%、57.63%、59.67%、55.51%、53.35%，保持在 50-60%之间，盈利能力较为稳定。

图 3：营业收入及毛利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：归母净利润及净利率情况



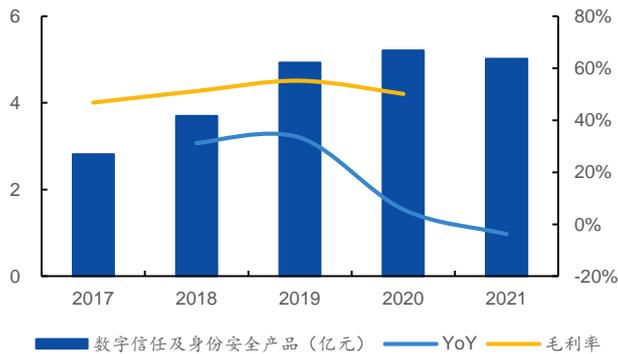
资料来源：Wind，国元证券研究所

公司的核心业务为网络安全产品，包括数字信任及身份安全产品、端点安全产品、云网边安全产品。2021 年，网络安全产品的收入占比为 87.76%，云网虚拟化软件的

收入占比为 9.34%，网络安全服务的收入占比为 2.90%。

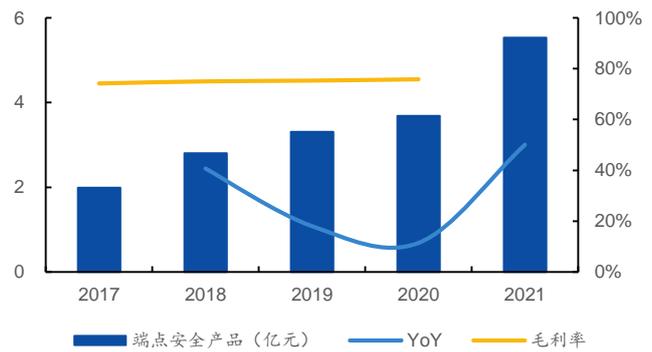
- **数字信任及身份安全产品体系：**该产品体系以身份识别与访问控制、数据安全相关的产品为主。2021 年，数字信任及身份安全产品的收入为 5.02 亿元，同比减少 3.78%。
- **端点安全产品体系：**该产品体系以终端安全、云安全、高级威胁治理和边界安全产品为主。2021 年，端点安全产品的收入为 5.53 亿元，同比增长 50%。

图 5：数字信任及身份安全产品收入情况



资料来源：Wind，公司资料，国元证券研究所

图 6：端点安全产品收入情况



资料来源：Wind，公司资料，国元证券研究所

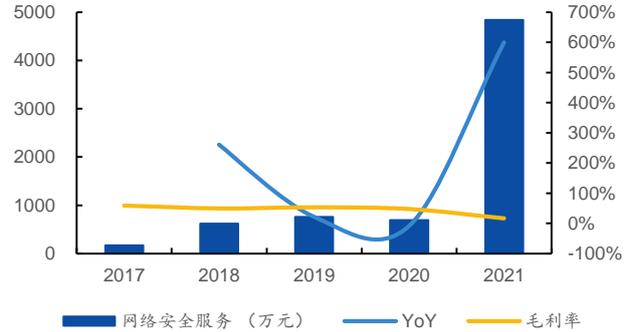
- **云网边安全产品体系：**该产品体系主要聚焦在 5G 技术发展体制和云网融合的网络架构演进趋势下，利用威胁情报及大数据技术，提供智能化的态势感知分析、安全事件闭环管理及综合性网络安全管理能力。2021 年，云网边安全产品的收入为 4.04 亿元，同比增长 24%。
- **云网虚拟化基础软件：**公司与云基础架构领导厂商的业务合作，共同推进运营商及行业客户云网基础设施和云化管理运维方案的落地，满足现有客户提出的云化转型及安全合规的需求。2020 年，该业务实现收入 0.52 亿元，2021 年，持续发力，实现收入 1.55 亿元，同比增长 197.17%。
- **网络安全服务：**公司提供威胁情报、高级威胁研究、红蓝对抗、攻防渗透、互联网资产弱点分析、风险评估和安全培训服务等多项业务。2021 年，网络安全服务的收入为 0.48 亿元，同比增长 600.21%。

图 7：云网边安全产品收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

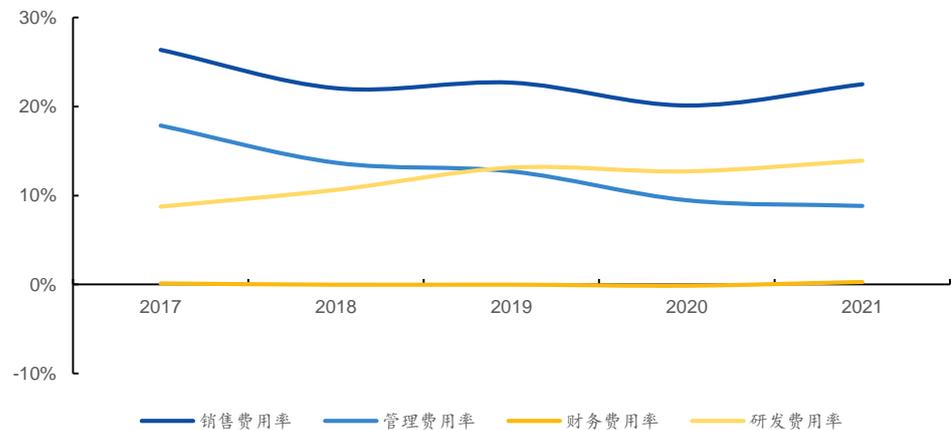
图 8：网络安全服务收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

2021年，公司加大投入，销售及研发费用大幅增加。2021年，销售费用率为22.51%，销售费用同比增长46.33%，主要系公司大力投入建设完善渠道销售体系，提升省办销售单元覆盖；研发费用率为13.92%，研发费用同比增长43.17%，公司在销售标准化产品的同时还从事解决方案类业务，该类业务与特定客户及合同相关的开发工作严格计入合同成本，核心组件和技术等研发投入则计入研发费用，因此研发费用率相对同行业其他公司较低，公司将保持研发投入，维持市场领先地位；管理费用率为8.84%，呈现逐年下降的趋势，主要系公司加速数字化转型，优化业务流程，管理费用同比增速低于营业收入增速。2017-2021年，公司期间费用合计占营业收入的比重分别为53.14%、46.37%、48.54%、42.19%、45.56%。

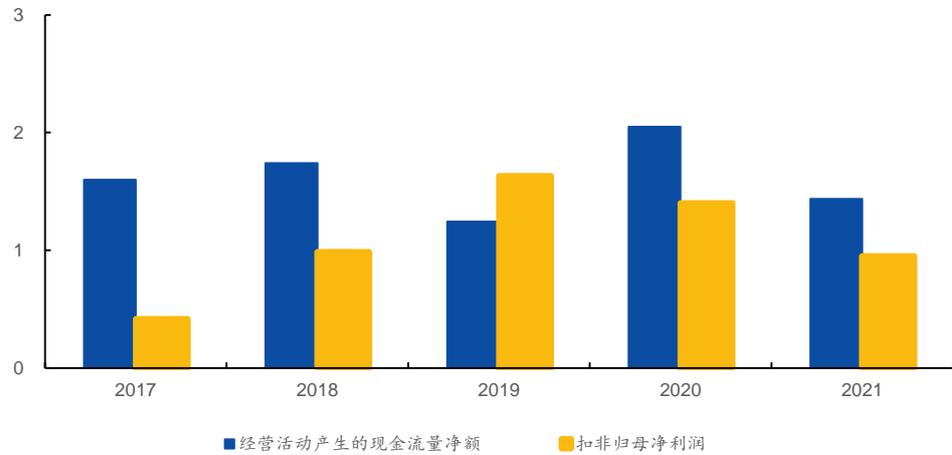
图 9：期间费用率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

2017-2021年，公司经营活动产生的现金流量净额与当期净利润存在一定的差异，主要系公司固定资产折旧增加，无形资产摊销增加，装修等长期费用摊销逐年增加，处置子公司及理财投资收益逐年增加，软件开发业务销售产生的经营性应收项目逐年增加所致。2021年，公司经营性现金流量净额为1.44亿元，同比下降主要系成本费用支出增加所致。

图 5：经营性现金流量净额与扣非归母净利润对比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

1.3 股权架构：核心团队经验丰富，员工持股共同发展

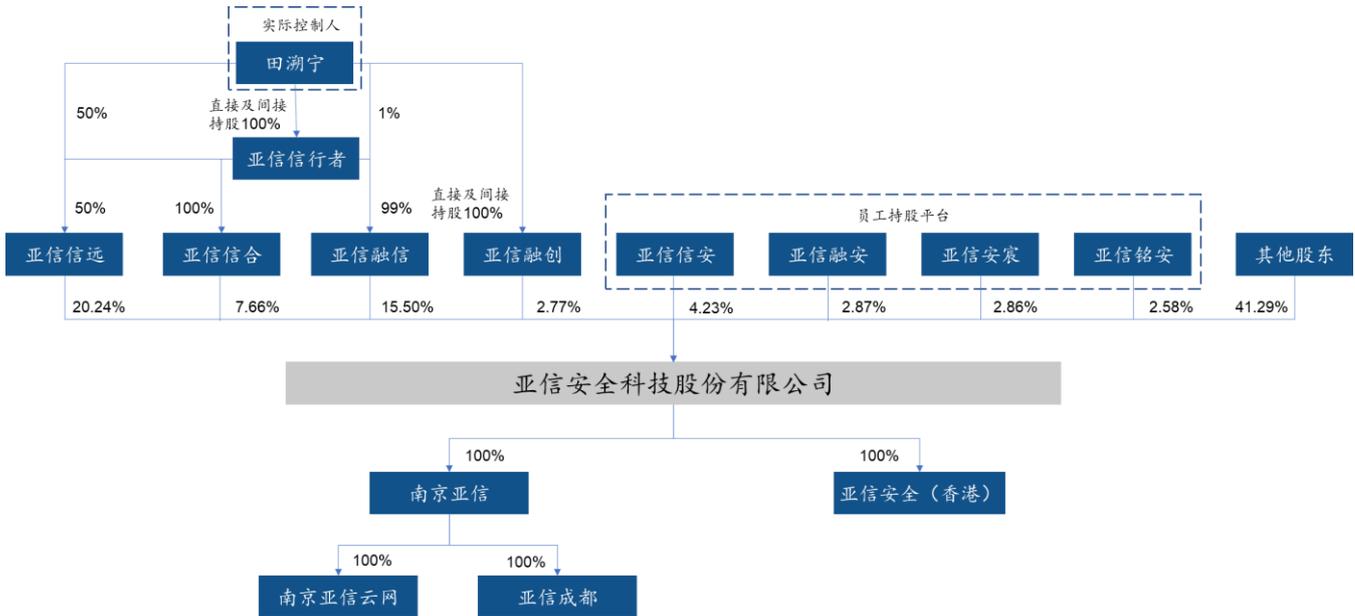
根据公司 2021 年年度报告，公司实际控制人为田溯宁先生，通过亚信信远、亚信信合、亚信融信、亚信融创和亚信恒信间接持有公司 50.78% 的股权。田溯宁先生于 1993 年创办 AsialInfo Holdings 并担任首席执行官，于 2018 年 6 月至今担任亚信科技主席兼执行董事，于 2019 年 9 月接任亚信安全有限总经理一职后于 2020 年 9 月卸任，目前在公司未担任董事或其他高级管理人员职务。

公司的高管团队和核心技术团队稳定且均具有丰富的管理及行业经验，15 个员工持股平台分别于 2017 年和 2020 年分 2 批设立。目前，亚信信安、亚信融安、亚信安宸、亚信铭安四个员工持股平台合计持有公司 12.54% 的股权。

- 何政先生，曾任福建瑞迪软件公司总经理、北京亚大通讯网络有限责任公司总裁、万国数据服务有限公司高级副总裁等职务，2014 年至今担任公司董事长。
- 陆光明先生，曾任北京高阳圣思园信息技术有限公司北京开发中心总经理、联想中望系统服务有限公司副总裁兼 CTO、北京博瑞恒明科技发展有限公司董事总经理等职务。2007 年加入亚信集团，历任中国电信客户事业部北方区总经理、电信事业部规划部总经理，电信事业部 CTO、电信事业部副总裁、亚信安全有限副总裁兼网络安全事业部总经理、亚信安全 COO 等职务，2020 年 9 月起担任公司董事、总经理。

公司全资一级子公司包括南京亚信（持股 100%）和亚信安全（香港）（持股 100%）。亚信安全（香港）主要承接开展境外业务合作；南京亚信持有亚信成都和南京亚信云网 100% 股权，亚信成都是公司对外签约、承接客户订单、交付产品和服务的主要实体，南京亚信云网主要从事 5G 云网相关的项目开发、集成与创新业务，业务规模较小。

图 10：公司股权结构（2022 年第一季度报告）



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

1.4 募投项目：紧密围绕主营业务，增强综合竞争实力

2022 年 2 月，公司在上海证券交易所科创板成功上市，IPO 计划募集资金 12.08 亿元，实际募集资金 12.21 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额为 11.22 亿元，募集资金不足部分由公司通过银行贷款等方式自筹解决。公司募投项目侧重于不同产品的打通和联动，使得核心技术可以更好地发挥优势，增强核心竞争力，维持市场领先地位。

- **云安全运营服务建设项目：**在公司云及边缘安全领域优势的基础上，结合在威胁检测与治理、身份安全及安全管理方面的能力，通过升级现有技术、产品、运营、服务体系，研发新的安全产品组件，同时建设全国安全运营节点，构建云化与多租户化的平台。
- **智能联动安全产品建设项目：**公司拟建设基于 XDR 和安全中台的智能化联动安全平台，在核心技术层、能力层、产品层、平台层、解决方案层构筑“云化、连接、智能”的安全平台，实现“3+3+1”的平台级智能安全框架。
- **营销网络及服务体系扩建项目：**公司拟进一步扩大全国营销网络及服务体系，增加人员培训和品牌推广投入，提升营销和技术支持人员的解决方案和技术服务能力。
- **5G 云网安全产品建设项目：**公司将围绕链接 5G 网络和产业应用的关键节点，打造安全、可信、可管的安全产品，包括内生安全、数据安全传输策略、数据防泄漏策略、本地安全策略、上网行为识别管控策略、软硬件解耦及高性能等。
- **零信任架构产品建设项目：**公司将在终端安全、网络管理、身份安全全面引入零信任架构，帮助企业构建基于持续的风险评估、认证和授权，建立最小权限动态

访问信任机制。

表 1：募投项目情况

序号	项目名称	总投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	云安全运营服务建设项目	36172.85	36172.85
2	智能联动安全产品建设项目	30254.60	30254.60
3	营销网络及服务体系扩建项目	23944.26	23944.26
4	5G 云网安全产品建设项目	18231.11	18231.11
5	零信任架构产品建设项目	12153.68	12153.68
	合计	120756.50	120756.50

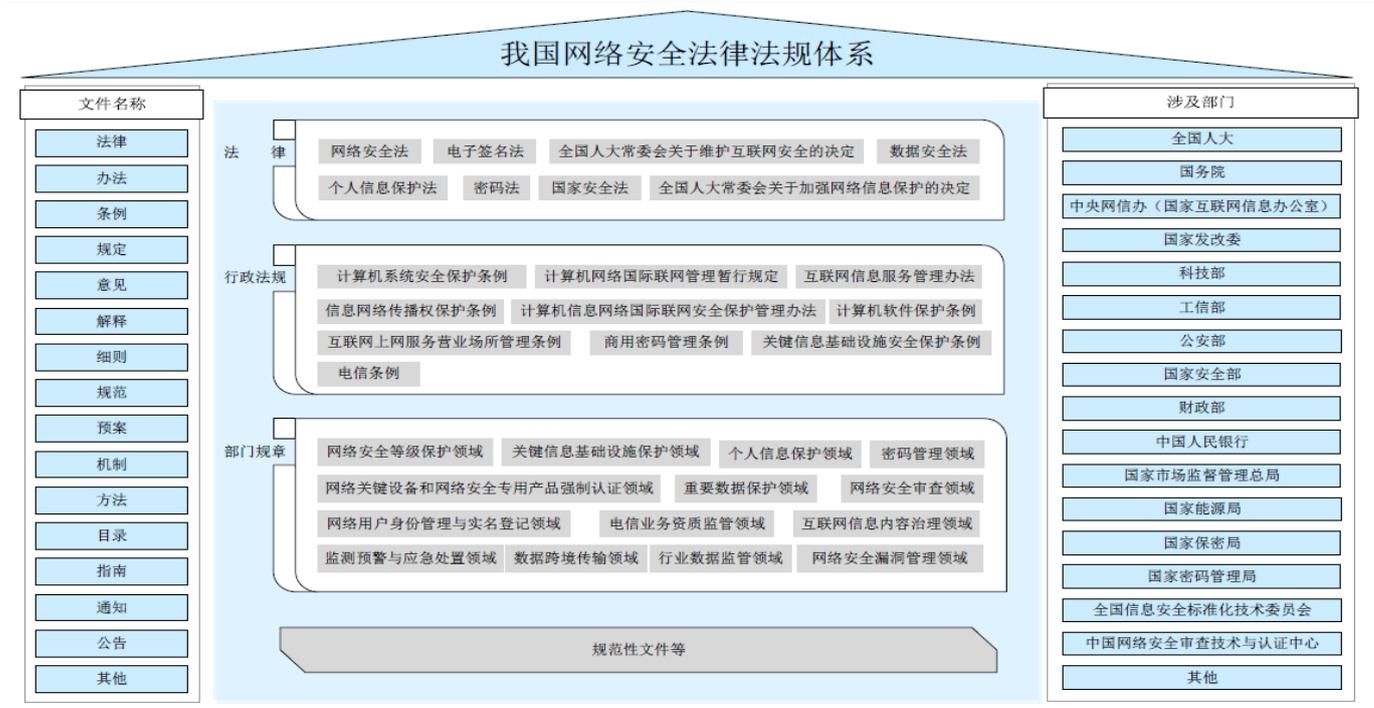
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

2. 行业分析：政策驱动行业发展，安全软件快速成长

2.1 监管侧：网安成为立法焦点，政策红利不断释放

政策合规是网络安全行业最直接的驱动力，能够在短期内直接刺激行业景气度显著提升。截至 2021 年底，我国已出台关于网络与数据安全的法律、行政法规、部门规章、规范性文件等共计两百多部。2014 年，我国成立中央网络安全和信息化工作小组，将网络安全上升至国家战略，开启网络安全黄金年代；2016 年，《网络安全法》将网络安全提升到法律层面；2019 年，网络安全等级保护 2.0 进一步增强了监管力度和范围；2021 年，《数据安全法》和《个人信息保护法》实现了企业数据、个人信息的保密有法可依，《关键信息基础设施安全保护条例》明确了关键信息基础设施是经济社会运行的神经中枢，是网络安全的中中之重。政策陆续出台，配套法规条例逐渐完善，带动了下游政企安全支出的不断增加。

图 11：我国网络安全法律法规体系



资料来源：中国信息通信研究院《中国网络安全产业白皮书》，国元证券研究所

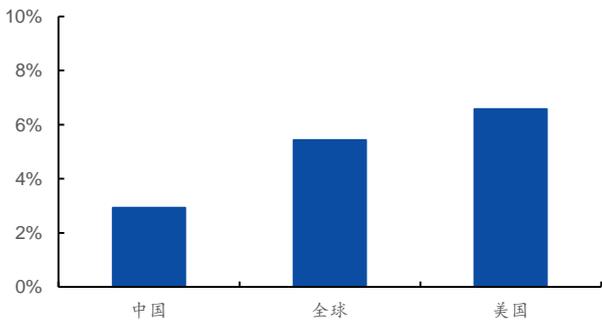
2.2 需求侧：下游行业日渐增多，网安投入持续加大

网络安全产业下游客户以政府、电信和金融行业为主。根据中国信息通信研究院发布的《中国网络安全产业白皮书》，2020 年，政府和公共企事业单位是我国网络安全产业下游的最大客户，市场营收占比为 29%；其次是电信行业，市场营收占比为 21%；排在第三位的是金融行业，市场营收占比为 14%，三者合计占市场总营收的 64%。

中国网络安全支出力度相较于全球平均水平、美国等发达国家还有一定差距，电信等重点行业的增长潜力依然存在。根据工信部发布的《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）》，到 2023 年，网络安全产业规模超过 2500

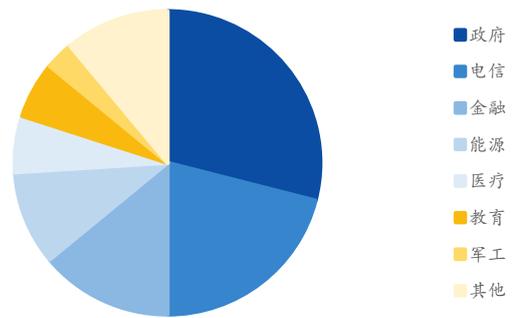
亿元，年复合增长率超过 15%，其中，电信等重点行业网络安全投入占信息化投入比例达 10%。根据公司 2022 年 5 月 23 日发布的《2022 年 5 月 20 日投资者关系活动记录表》：“运营商行业的安全投入分散在不同的部门，整体安全投入目前大概在 3-4%，离 10% 的要求差距较大，未来运营商行业仍将保持快速增长”。我们认为，随着网络安全相关政策的逐步落实，重点行业信息化投入中，安全占比有望持续提升。

图 12：2020 年中外网络安全支出比例



资料来源：IDC，天融信，国元证券研究所

图 13：2020 年网络安全市场营收行业结构



资料来源：中国信息通信研究院《中国网络安全产业白皮书》，国元证券研究所

2.3 供给侧：国内市场快速增长，安全软件占比提升

中国网络安全市场快速增长。技术产品方面，网络安全软硬技术、理念和产品迭代升级，新场景和新技术方面布局不断优化。市场主体方面，网络安全上市企业营收增速回落，整体盈利水平优于国际同业。资本方面，网络安全融资热度不减，投资主体进一步丰富，为产业创新发展赋能。生态方面，多主体充分发挥桥梁纽带作用，产业发展要素与资源加速聚集。根据 IDC 的数据，2021 年，中国网络安全市场投资规模将达到 97.8 亿美元，并有望在 2025 年增长至 187.9 亿美元，五年 CAGR 约为 17.9%，增速持续领跑全球。

图 14：网络安全各细分市场的划分

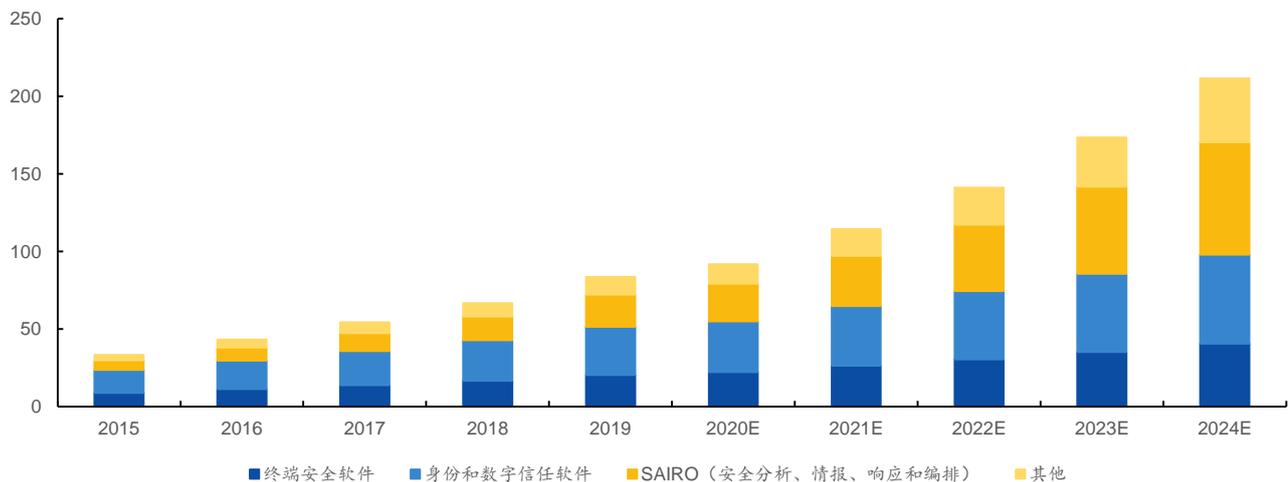


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

从产品结构来看，目前中国网络安全市场以安全硬件为主，与全球市场结构有较大差异，未来安全软件和安全服务有望将成为主要模式。根据 Frost&Sullivan 的研究，2019 年，中国网络安全市场中，安全硬件占比达到 54.4%，其后为服务(28.5%)、软件(17.1%)。而全球市场呈现安全服务及安全软件占绝对多数的情况，其中安全服务(51.6%)、安全软件(37.5%)、安全硬件(10.9%)。

从产品前景看，中国网络安全软件市场在网络安全三大一级市场中规模增速最快。随着人工智能、云计算、物联网、5G 等赋能企业生产经营，网络安全产品应用到越来越多的新兴业务场景，中国企业级用户对于软件形态安全产品的接受度逐步提高，促进了安全软件市场的整体持续增长。根据公司招股说明书，中国网络安全软件市场规模从 2015 年的 33.2 亿元快速增长至 2019 年的 83.6 亿元，期间年复合增长率为 26.0%，其中身份和数字信任软件市场占比最大，2019 年占比达 37.1%，其次是 SAIRO(24.9%)和终端安全软件(24.4%)，预计 2020 年至 2024 年仍将保持快速增长，年复合增长率为 23.2%，市场发展潜力巨大。

图 15：中国网络安全软件行业市场规模（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

3. 竞争力分析：聚焦网安核心赛道，加速营销体系变革

3.1 强化核心优势产品，坚定走平台型道路

以产品建立竞争优势，以平台抢占战略高点。公司聚焦于网络安全软件赛道，率先提出“安全定义边界”的发展理念，以身份安全为基础，以云网安全和端点安全为重点，以安全中台为枢纽，以威胁情报为支撑，构建“全云化、全联动、全智能”的产品技术战略，实现以产品带平台、以平台促产品的正向循环。

3.1.1 数字信任及身份安全产品领跑市场

公司数字信任及身份安全产品主要以项目开发的软件平台形式交付。该产品体系以身份识别与访问控制、数据安全相关的产品为主，为用户提供与数字身份相关的账号管理、接入认证、权限控制、访问过程审计以及数据安全管控等功能，保障用户以可信的数字身份接入网络或系统，在授权的范围内操作系统、访问和使用资源，同时能够对用户访问记录和使用数据情况进行监控分析，从入口和出口两个方向为政企用户的系统和数据提供安全防护，为用户打造可信任的数字化应用体系。

表 2：数字信任及身份安全产品体系

类别	产品
泛身份安全类产品	统一身份认证与访问管理系统
	零信任身份安全产品
	堡垒机
	SIM 卡型 U 盾
	互联网接入认证系统
数据安全类产品	上网日志留存及数据分析系统
	大数据安全管控系统
	数据脱敏系统
	数据安全治理平台
	数据资产地图

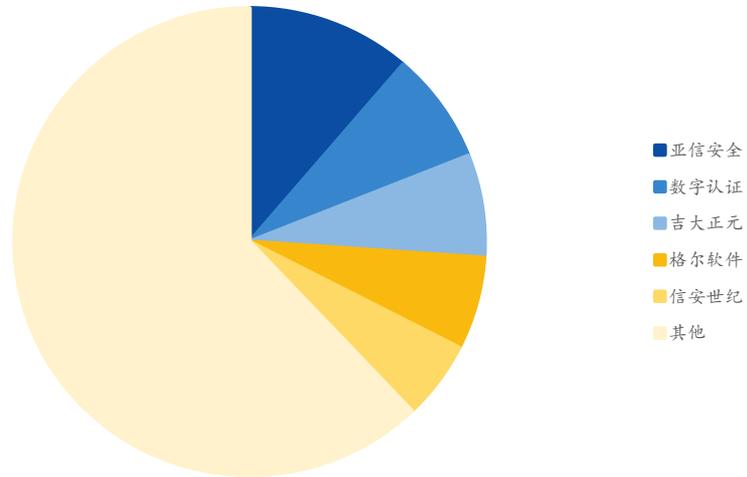
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司在中国身份和数字信任软件行业中市占率连续五年位居第一。根据 IDC 数据，在中国身份和数字信任软件市场中，公司继获得 2017 年、2018 年、2019 年、2020 年市场排名第一后，2021 年再次以 11.3% 的市场份额蝉联市场排名第一，而数字认证、吉大正元、格尔软件、信安世纪分别以 7.7%、7.1%、6.4%、5.4% 的市场份额紧随其后。

公司与国内竞争对手实现差异化竞争。从产品布局和应用领域的角度，国内竞争对手的产品布局侧重于为用户提供数字身份基础设施 PKI 和密码产品，主要以电子认证类产品为主；公司侧重于综合身份安全技术应用产品，主要以身份识别与访问管理类产品为主。从技术特点和技术水平的角度，国内竞争对手主要积累在密码技术，基于数字证书构建数字化身份、实现数据身份加密和签名，属于身份安全领域的基础技术之一；公司的产品技术侧重于身份统一用户管理技术、基于数字身份的授权管理技术，访问控制技术，增强认证技术和智能化审计分析等，是更综合的身份安全技术应

用。从客户类型的角度，公司与竞争对手差异不大，竞争对手会更多服务于对密码产品和数字证书有较强需求的政府、军队、军工等行业。

图 16：2021 年中国身份和数字信任软件市场份额

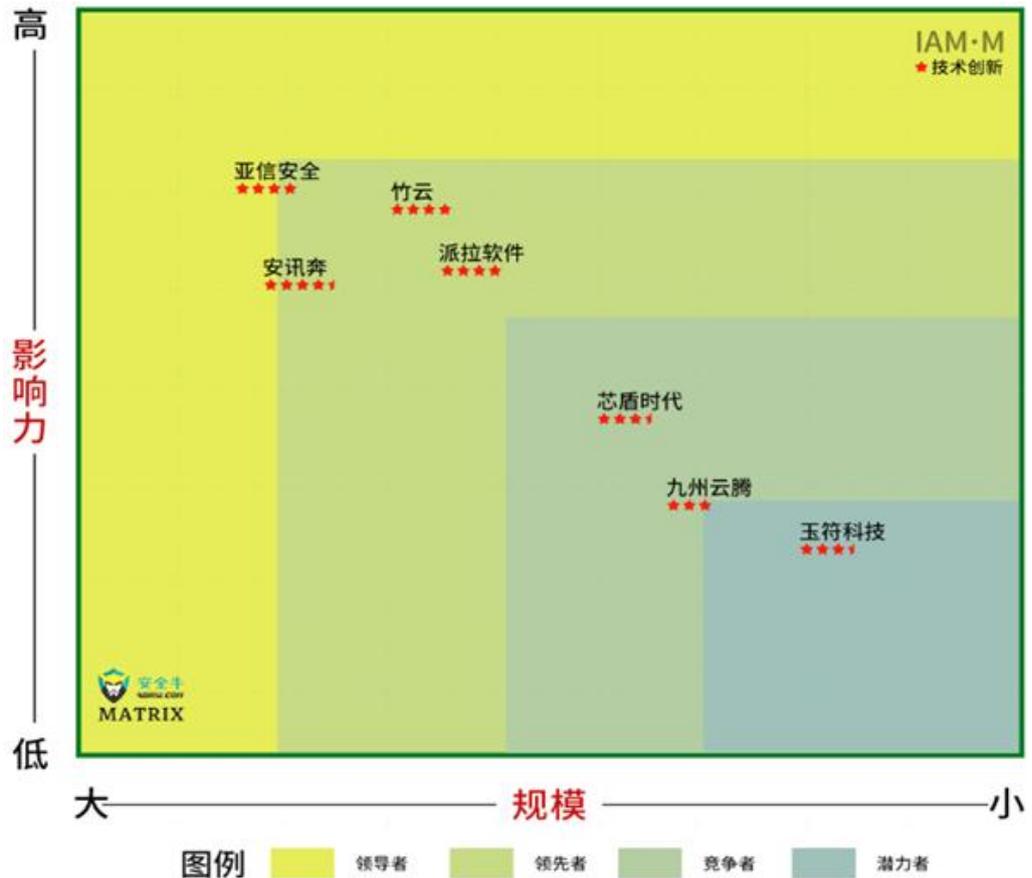


资料来源：IDC，国元证券研究所

主动需求场景增多驱动身份与访问管理(IAM)市场。新冠疫情使远程办公、在线业务办理等场景大幅增加，各类人员和应用的账号、密码、权限均需要严格管理，IAM 在物联网中的作用突显，可实现让正确的人或物，拥有正确的权限，访问正确的资源，为用户提供安全环境，防止漏洞和恶意活动。IAM 主要应用在运营商行业、金融行业及涉及复杂业务系统的企业事业单位，大型高端客户以本地部署和定制化需求为主，而云端 IAM 主要服务于云业务提供商及中小企业。

公司位居 IAM 矩阵领导者象限，可满足大规模高稳定的复杂用户需求。公司是少数能够提供集成化身份安全方案的厂商之一，具备较高的技术壁垒，其成熟的 IAM 策略系统能够最大程度地减少代价高昂和破坏性数据泄露的风险。根据公司 2021 年年度报告，公司为国务院办公厅电子政务办公室建设了国家政务服务平台统一身份认证系统，支撑全国一体化政务服务平台的统一身份互认，拉通全国 32 个地方和 45 个部委的用户互认体系，提供稳定的安全能力支撑，截至 2021 年 12 月 31 日，一体化政务服务平台实名用户总数超过 8 亿人，国家政府服务平台实名注册用户超过 2.6 亿人，累计访问量达 338.9 亿次。

图 17：安全牛身份与访问管理(IAM)象限



资料来源：安全牛，国元证券研究所

零信任安全架构驱动 IAM 市场。随着云计算和移动设备的快速普及，网络边界逐渐模糊，传统的外围防御与认证手段已难以抵御日渐复杂的网络攻击入侵，零信任网络架构应运而生，其核心思想是在默认情况下，企业内外部的任何人或物均不可信，应在授权前对任何试图接入网络和访问资源的人或物进行验证。根据 Gartner 预测，到 2023 年将有 60% 的企业逐步淘汰大部分 VPN，转向零信任网络访问。零信任需以身份为中心实现动态访问控制，有望带动 IAM 需求的上升。

公司率先落地零信任安全架构。2021 年 6 月，公司发布零信任访问控制网关系统 (SDP)，以身份为基础，连接终端与业务之间的持续认证授权和持续信任评估，构建联动、可视的安全访问策略，采用 SPA 技术，减少在互联网侧的业务暴露风险。同年 9 月，公司携手中国移动推动零信任 SDP 系统成功落地，充分利用 SDP 解决方案所具备的网络隐身属性、网络控制属性、可信应用、终端准入、事中控制等特性，有效解决网络边界模糊带来的安全问题，促使中国移动安全体系架构规划由“网络中心化”走向“身份中心化”。

图 18: 零信任访问控制系统(SDP)的主要用途



资料来源: 公司官网, 国元证券研究所

3.1.2 端点安全产品具备天然优势

公司端点安全产品体系主要以标准软件产品形式交付, 以终端安全、云安全、高级威胁治理和边界安全产品为主, 通过在不同的位置部署该体系产品, 可以为用户的 IT 系统、资源和终端设备提供多方面的安全防护; 通过在内网和外网的边界处部署高级威胁治理和边界安全产品, 可以对进出组织的网络流量进行深度识别和分析, 阻断带有一般恶意程序和高级威胁的流量进入内网; 通过在终端设备上部署产品, 可以有效发现和查杀入侵终端设备的恶意程序, 保障终端设备的正常运转; 通过在云主机、云计算服务器等介质上部署产品, 可以增强云端资源抵御恶意程序攻击的能力。

表 3: 端点安全产品体系

类别	产品
泛终端安全类产品	终端安全防护平台
	终端安全管理系统
	高级威胁终端检测及响应系统
	工控安全便携系统
云及边缘安全类产品	服务器深度安全防护系统
	云手机安全
	云安全管理平台
高级威胁治理类产品	高级威胁网络防护系统
	深度威胁邮件网关
	深度威胁发现设备
	深度威胁分析设备
边界安全类产品	网络流量分析系统
	防火墙系统
	工业流量审计系统

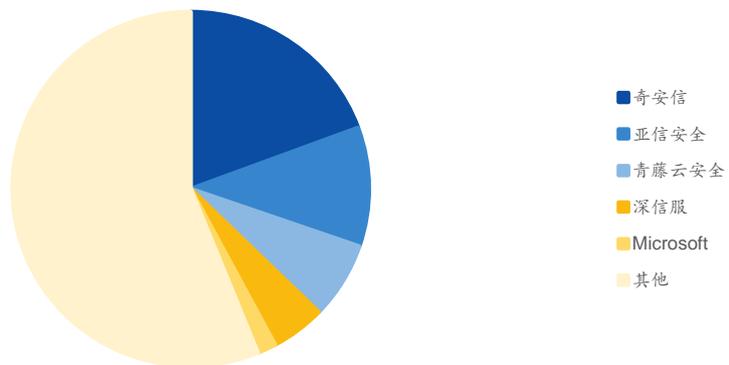
资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

公司师承趋势科技，天然优势明显。根据趋势科技官网，趋势科技是被客户公认的终端安全、云安全和服务器安全方面的世界领导者。趋势科技拥有全球最先进的威胁情报网络——趋势云安全智能保护网络，它基于大数据分析和机器学习技术，并得到数百个趋势科技安全专家和漏洞专家的支持。趋势科技在全球有超过 50 万家企业客户和上亿级终端客户，全球前 50 家企业就有 48 家是趋势科技的客户，此外，全球顶尖 10 大汽车、银行、电信以及石油公司 100% 皆为趋势科技客户。

2015 年，公司收购趋势科技中国业务，将其源代码合作产品通过持续迭代与自主研发逐步吸收转化为自身的产品，并有针对性地进行新功能、新技术和新场景的适配，已成为国内领先的端点安全产品厂商。此外，产品相关代码无需返还或销毁，公司对趋势科技已无重大依赖。

2021 年，公司以 10.9% 的市场份额位居中国终端安全软件市场第二。与国内主要竞争对手相比较，从技术特点和技术水平的角度，奇安信提供综合性的终端安全解决方案，集成了多种病毒检测引擎，兼容不同操作系统和计算平台，注重各型能力的均衡。公司技术路线与奇安信较为相近，需要较长时间积累和打磨。深信服作为新进入者，通过代理渠道覆盖广大企业，销售增长较为迅速，重点聚焦在终端检测响应(EDR)相关技术突破上。从客户类型的角度，公司与奇安信针对政府、电信、金融等重点行业覆盖中大型客户较多，深信服利用较强的渠道体系覆盖更多中小型企业客户。

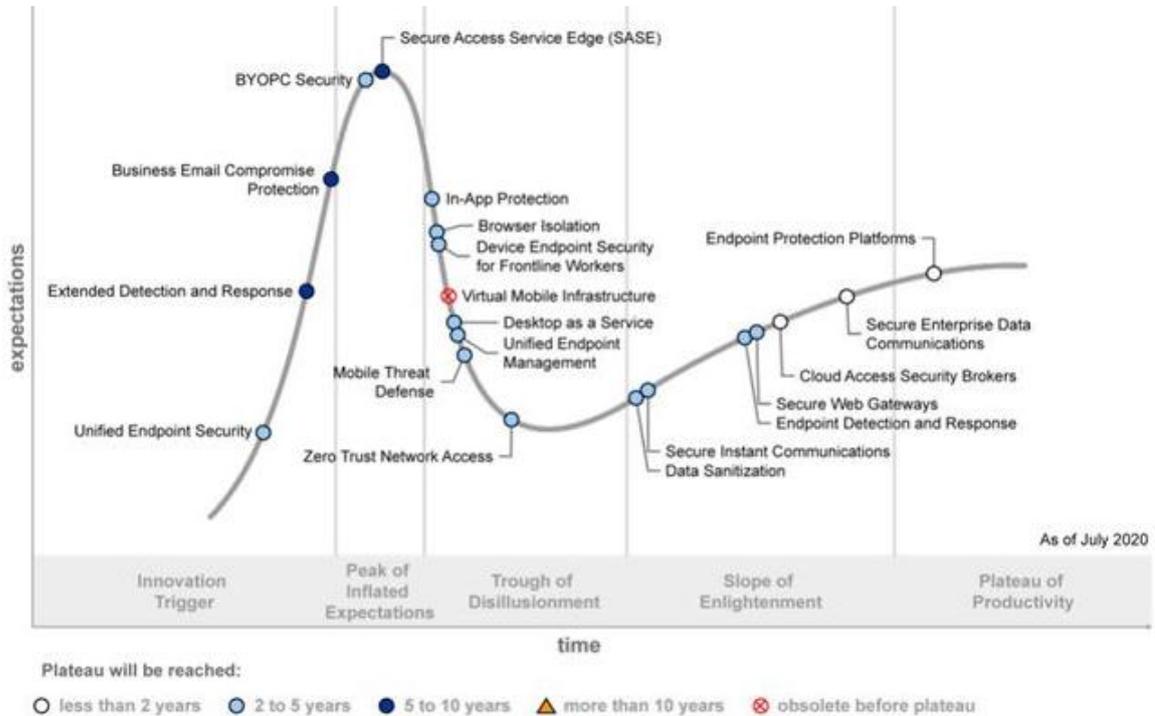
图 19：2021 年中国终端安全软件市场份额



资料来源：IDC，国元证券研究所

公司布局统一端点安全(UES)框架，引领技术发展趋势。许多中大型企业信息安全主管(CISO)为应对日益复杂的网络攻击，往往会采用大量不同厂商的安全设备，根据 Gartner 调研，78% 的 CISO 同时使用超过 16 种来自不同安全厂商的安全产品，12% 的 CISO 会同时使用超过 46 个安全产品，这将直接导致运维成本增加，而效果却甚微。UES 将端点保护平台(EPP)、威胁检测与响应(EDR)、移动威胁防御(MTD)功能单一的控制台整合到一个统一的平台下，从而提供更好的安全概况和更简单的管理，可以显著提高生产力，快速处理大量数据，检测过去未遇到过的威胁。根据 Gartner 预测，到 2024 年，将有超过 50% 的端点安全产品支持 UES 框架。公司针对全球网络威胁演化趋势和我国网安合规要求推出了大终端一体化安全解决方案，将安全防护、终端管理、运维管理、文档管理“化零为整”，而强大的“数据湖”威胁情报体系也将助力公司大终端布局。

图 20：2020 年端点安全技术成熟度曲线



资料来源：Gartner，国元证券研究所

3.1.3 云网边安全产品立足全视角

云网边安全产品体系主要聚焦在 5G 技术发展体制和云网融合的网络架构演进趋势下，利用威胁情报及大数据技术，提供智能化的态势感知分析、安全事件闭环管理及综合性网络安全管理能力。云网边安全产品体系着重于从用户进行安全运营及网络管理的全局视角出发，解决网络空间资产及网络设备管理、安全事件及威胁情报的关联分析及决策响应、安全管理及运营自动化、基础网络运维管理等问题。

表 4：云网边安全产品体系

类别	产品
大数据分析及安全管理类产品	安全运营与态势感知平台
	日志审计系统
	安全中台
5G 云网边管理类产品	安全管理平台
	域名解析及网络准入系统
	云 DNS 防护
	工业互联网标识解析防护
	IP 综合网管系统
	终端设备管理系统
	综合监控系统
	融合感知分析系统

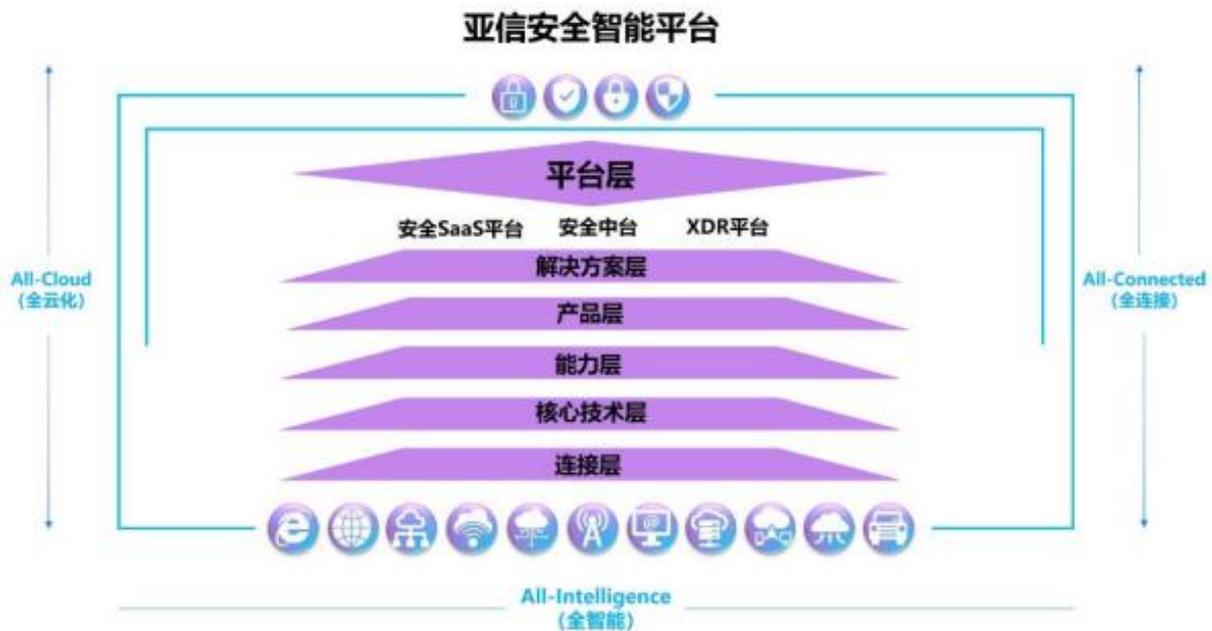
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司与国内主要竞争对手相比较，从产品布局和应用领域的角度，安全分析、情报、响应和编排领域的产品布局类似，都是以大数据分析驱动的安全管理类平台产品为主。从技术特点和技术水平的角度，奇安信的产品以大数据平台为基础，通过收集多元、异构的海量日志，利用关联分析、机器学习、威胁情报等技术，为安全运营人员提供安全运营工具。安恒信息的产品以“AI 驱动安全”为核心理念，具备前沿大数据智能安全威胁挖掘分析与预警管控能力。公司依靠关联、规则、统计等融合建模场景进行完整的构想、掌握和实施，通过主动监测、精准防护、智能分析、运营协同实现对安全对象的主动管理、安全事件的及时分析，与国内主要竞争对手差异不大。

3.1.4 通过平台打造整体防御体系

公司通过平台实现产品的联动与响应，建立整体性防御体系，真正提升客户安全防护能力。经过多年的研发攻关，公司不同安全防护能力的产品和解决方案实现智能联动，已经初步形成了安全威胁治理运维(XDR)和安全中台两套平台级安全防护解决方案。在 IDC《中国威胁情报安全服务(TISS)市场，2018 厂商评估报告》中，公司威胁情报服务被评为“中国市场领导者”。2021 年，智能安全平台作为整体性防御体系的核心，得到众多客户的认可，收入同比增长 102.03%，在平台型安全战略的道路上迈出坚实的一步。

图 21：公司智能平台



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司 2018 年引领性提出安全威胁治理运维(XDR)理念，2019 年在国内第一个推出 XDR 解决方案后，持续进行技术迭代与创新，稳居市场领导者地位。XDR 解决方案以威胁感知运维中心作为集中管控平台，叠加搭载公司的泛终端安全类产品、高级威胁治理类产品、云及边缘安全类产品等系列产品，结合云端威胁情报，通过预先精密编排的各种威胁响应预案，实现检测、分析、响应到阻断的自动化处置，从而有效地帮助用户更早地发现威胁、处置威胁、修复系统，提升系统防护能力。

图 22：安全威胁治理运维(XDR)解决方案



资料来源：公司官网，国元证券研究所

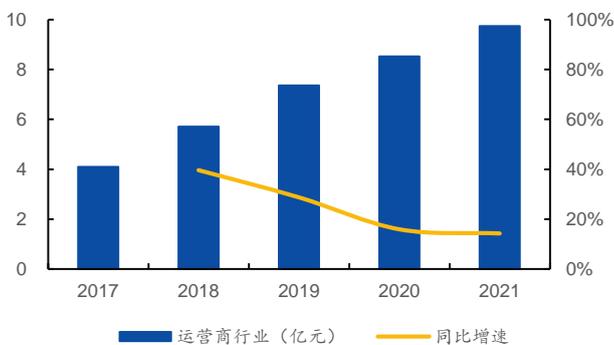
安全中台是 5G 云网时代安全业务、安全能力、安全数据的汇聚协同中心，是“云化、联动、主动化、智能化、服务化”的新一代安全架构。安全中台打破原有安全系统“烟囱式”架构，融聚安全共性能力上台，通过数据共享、系统融合、能力汇聚、业务滋养、融云赋能五个方面逐步构建“云化编排、智能决策、自动处置、场景业务”能力，实现便捷、高效、随选的安全能力供给与服务。

3.2 深耕中国电信行业，积淀懂网懂云能力

延续亚信科技运营商基因。亚信科技是中国第一代电信行业软件及服务提供商，发展电信运营商市场二十余年，与中国三大运营商建立了深厚的合作基础，支撑其全国超过十亿客户，公司在历史沿革上承继了亚信科技在运营商的优势能力。

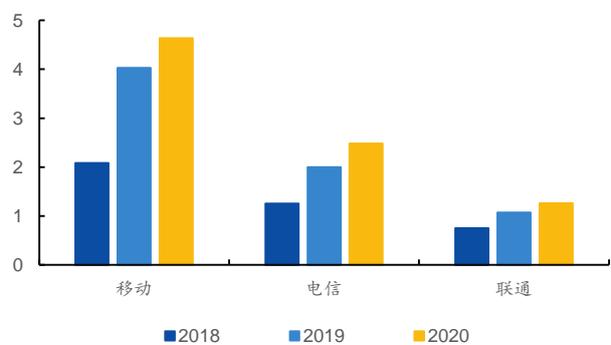
公司位居中国网络安全电信行业市占率第一。2021 年，公司在电信运营商行业实现营业收入 9.75 亿元，占总收入的 58.52%，同比增长 14.30%，整体稳步增长但增速有所放缓。电信行业优势地位稳固，根据 Frost&Sullivan 的研究报告，2019 年公司在国内网络安全电信行业细分市场排名中排名第一。中国移动、中国联通和中国电信三大电信运营商连续多年为公司贡献重要营收，根据 Frost&Sullivan 研究报告，2019 年三大运营商对网络安全软件产品及服务的采购规模约为 73.4 亿元，公司为其提供占比约 10% 的产品及服务，获得收入约为 7.35 亿元。

图 23：运营商行业收入情况



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 24：三大运营商的收入情况（单位：亿元）

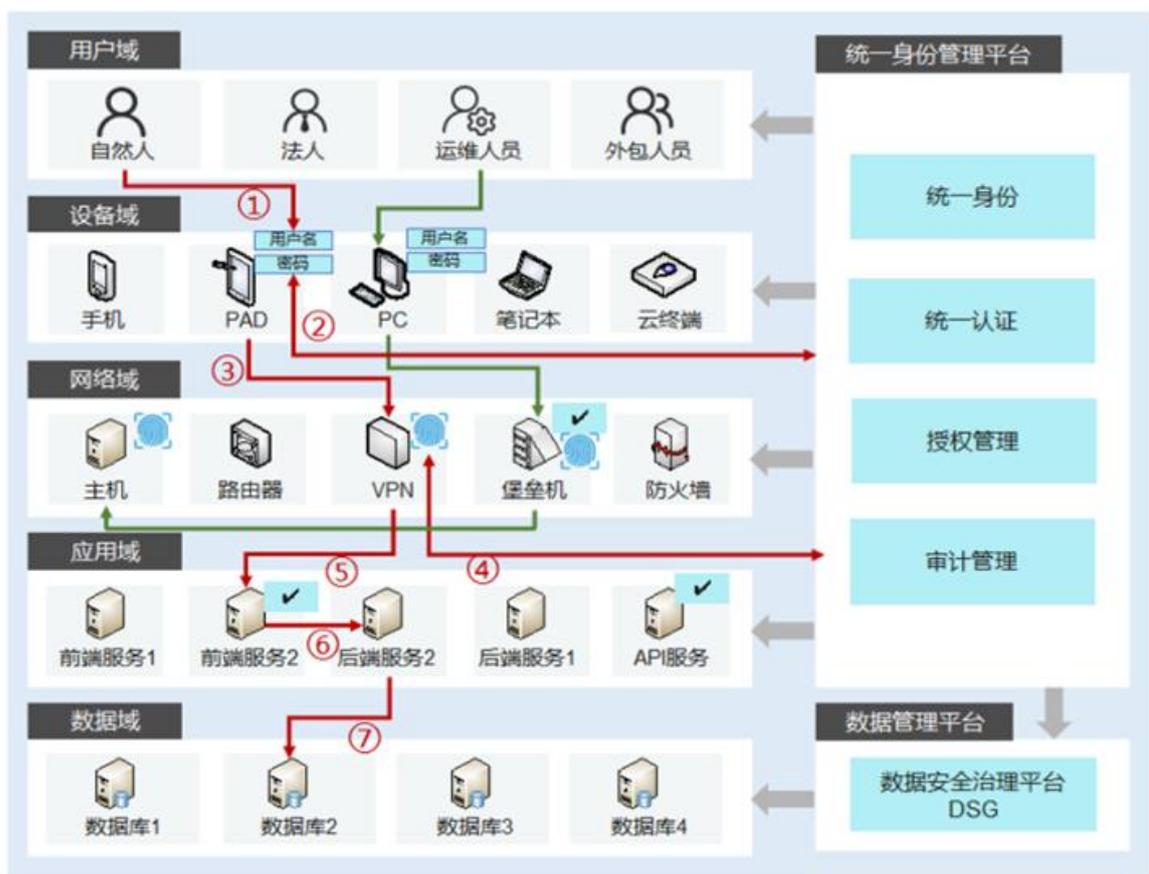


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

运营商客户粘性高，公司产品与客户深度绑定。公司的产品和系统附着在电信运营商的基础网络内，覆盖了核心网、接入网和支撑网，为电信运营商提供了支撑其业务开展和运营的系统能力和安全防护，构成了电信运营商的基础网络安全能力机制，双方建立了深厚的合作关系及信任基础，运营商客户替换网络安全产品的成本高昂，因此粘性高，公司业务保持长期稳定增长。

身份安全标杆项目落地运营商，积极适配 5G 应用场景。根据公司招股说明书，公司的统一身份认证系统落地某运营商集团，为其全网用户提供统一的单点登录、认证、鉴权等服务，支撑了 9 亿多的用户，月活跃用户亿级以上，峰值用户数超过 5000 万/日，为掌上营业厅、积分商城、在线公司等 200 多个业务系统提供了稳定的支持服务，系统的稳定性和超大规模的身份认证管理能力在电信运营商领域得到有效验证。此外，公司的统一身份认证与访问管理系统针对 5G 应用场景做了研发升级，对 5G 网络功能虚拟化(NFV)和独立组网(SA)场景中的应用资源和系统资源提供集中数字身份安全服务及配套管理流程，提升网络安全性和可管理能力，目前已经在电信运营商 5G NFV 网络、5G SA 网络中试点接入网元设备。

图 25：泛在身份管理能力全景

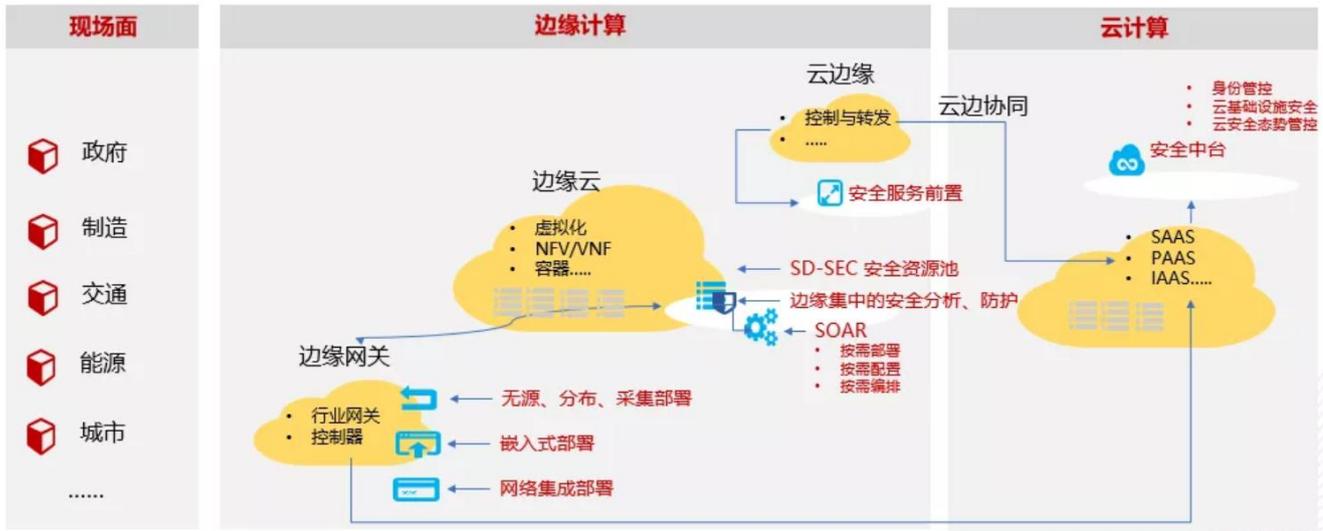


资料来源：公司官网，国元证券研究所

云网安全产品在电信行业部署，贯穿云计算的整体生命周期，包含保护云、使用云、服务云的安全。在云主机的安全防护中，公司采用亚信安全信舱(DS)构建从安全运维、到主机防火墙、IPS、防病毒等能力；在云的使用过程中，公司提供的云态势感

知，对云的使用进行统一管理、编排、调度、分析，同时实现了对云资产的全局测绘和管理；在云的安全运营中，通过云安全资源池为云平台租户提供了等保 2.0 安全套餐选项，快速实现租户的安全合规要求。公司的安全解决方案实现了边缘计算和云计算的安全融合。

图 26：5G MEC 边缘云安全助力 5G 创新业务

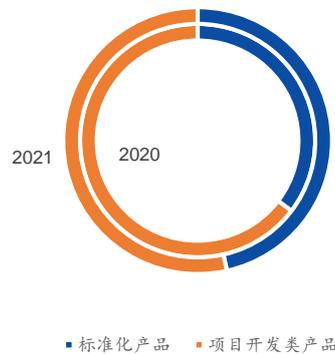


资料来源：公司官网，国元证券研究所

3.3 持续优化产品结构，加速拓展下游市场

调整产品结构，标准化产品份额提高，带动安全产品体系毛利率上升。2021 年，公司采取了“强标品”的业务发展策略，泛终端安全、高级威胁治理、云及边缘安全等标准化产品取得高速增长，标准化产品收入同比增长 72.38%，收入占比为 46.50%，较 2020 年 35.29% 占比上升 11.21 个百分点，产品结构调整取得明显成效。以标品为主的端点安全产品体系的毛利率由 2020 年的 75.75%，上升到 2021 年的 78.86%，提升 3.11 个百分点；同时端点产品体系同比增长 50.01%。双重因素带动公司网络安全产品体系毛利率上升 1.51 个百分点。此外，项目开发类产品会结合行业属性研发行业版本，内置具有普遍性需求的能力，降低定制工作占比，实现产品快速交付。

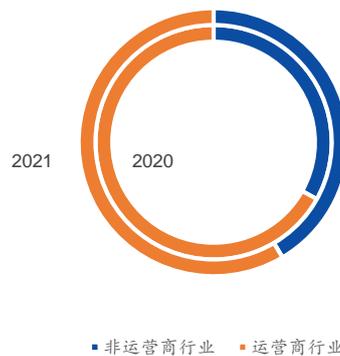
图 27：标准化产品与项目开发类产品收入占比情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

调整行业结构，金融、制造等关键信息基础设施行业收入占比快速提升。借助于在运营商行业积累的丰富项目经验和强劲的产品实力，公司销售网络向金融、能源、制造、政府等关键信息基础设施行业拓展，重点推荐标准化产品和服务，在终端安全、云主机安全、APT 防护、防毒墙、XDR 平台、安全中台、安全运营服务等优势细分领域发力，实现在快速开拓市场的同时保证毛利率和净利率的稳定。2021 年，非运营商行业收入快速增长，同比增速达 64.07%，贡献整体收入增量的 69%，成为公司收入增长新动能。此外，非运营商行业收入占比稳步提升，由 2020 年的 33.07%，上升至 2021 年的 41.48%，同比增加 8.41 个百分点，公司客户的行业布局日渐平衡。

图 28：非运营商行业与运营商行业收入占比情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

以直销为主，加快渠道建设。对于电信运营商、金融、能源等领域的头部大型客户，公司采用直销的方式，安排专门的销售及业务团队为其进行服务。对于中小型客户，公司采取渠道代理销售的方式。公司建立横向区域型销售为主导、纵向营销中台为支撑的矩阵式市场营销体系，着手补齐销售短板，逐步增加渠道合作伙伴数量，致力于建立全国性一线销售体系。

图 29：公司合作伙伴体系结构



资料来源：公司官网，国元证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是中国网络安全软件领域的领跑者，作为“懂网、懂云”的安全公司，致力于护航产业互联网，成为在 5G 云网时代，守护云、网、边、端的安全智能平台企业。目前，公司产品主要包括：网络安全产品、云网虚拟化软件、网络安全服务。我们按照这三个维度来预测公司未来的收入和毛利率情况。

- 1. 网络安全产品：**主要包括数字信任及身份安全产品、端点安全产品、云网边安全产品。数字信任及身份安全产品体系以身份识别与访问控制、数据安全相关的产品为主，为用户提供与数字身份相关的账号管理、接入认证、权限控制、访问过程审计以及数据安全管控等功能。端点安全产品体系以终端安全、云安全、高级威胁治理和边界安全产品为主。云网边安全产品体系主要聚焦在 5G 技术发展体系和云网融合的网络架构演进趋势下，利用威胁情报及大数据技术，提供智能化的态势感知分析、安全事件闭环管理及综合性网络安全管理能力。2020-2021 年，该产品收入增速分别为 13.61%、20.41%，预测未来三年收入增速分别为 25.81%、23.43%、21.61%。毛利率方面，2020-2021 年分别为 57.44%、58.95%，预测未来三年将保持在 2021 年的水平，维持在 59-60% 的区间。
- 2. 云网虚拟化软件：**为满足现有客户提出的云化转型及安全合规的需求，公司持续拓展与云基础架构领导厂商的业务合作，共同推进运营商及行业客户云网基础设施和云化管理运维方案的落地，以及和公司现有安全产品服务结合的探索。2021 年，该产品收入增速为 197.17%，预测未来三年收入将保持快速增长态势，增速分别为 40.32%、35.69%、32.24%。毛利率方面，2020-2021 年分别为 11.72%、12.00%，预测未来三年将保持在 2021 年的水平，维持在 12-13% 的区间。
- 3. 网络安全服务：**公司提供全面的网络安全服务，包括威胁情报、高级威胁研究、红蓝对抗、攻防渗透、互联网资产弱点分析、风险评估和安全培训服务等多项业务，通过这些服务，能够有效提高客户的安全意识，增强客户抵御网络安全威胁的能力。2020-2021 年，该产品收入增速分别为 -8.65%、600.21%，预测未来三年收入将保持高速增长态势，增速分别为 100.56%、72.73%、50.28%。毛利率方面，2020-2021 年分别为 47.44%、16.83%，预测未来三年将维持在 33-34% 的区间。

表 5：公司收入拆分（单位：百万元）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
网络安全产品					
收入	1215.27	1463.30	1840.98	2272.32	2763.37
增长率	13.61%	20.41%	25.81%	23.43%	21.61%
毛利率	57.44%	58.95%	59.02%	59.09%	59.16%
云网虚拟化基础软件					
收入	52.41	155.75	218.55	296.55	392.16
增长率	-	197.17%	40.32%	35.69%	32.24%
毛利率	11.72%	12.00%	12.11%	12.24%	12.37%
网络安全服务					
收入	6.91	48.42	97.10	167.73	252.06
增长率	-8.65%	600.21%	100.56%	72.73%	50.28%
毛利率	47.44%	16.83%	33.49%	33.58%	33.69%
合计					
收入	1274.59	1667.47	2156.63	2736.60	3407.59
增长率	18.32%	30.82%	29.34%	26.89%	24.52%
毛利率	55.51%	53.35%	53.11%	52.45%	51.89%

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，深信服、格尔软件、绿盟科技也从事网络安全相关业务，与公司主营业务相近，因此我们选择这三家公司作为可比公司。从 PE 估值角度来看，公司的估值水平高于可比公司的平均水平。在万物互联的新时代，数字经济蓬勃发展，5G 网络建设进入高潮，公司持续领跑中国网络安全软件领域，致力于护航产业互联网，守护云、网、边、端，业务有望实现较快增长。因此，我们认为公司目前的 PE 估值水平处于合理水平，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			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300454.SZ	深信服	91.73	381.21	0.66	1.25	2.01	3.19	139.71	73.62	45.56	28.78
603232.SH	格尔软件	10.09	23.38	0.34	0.44	0.58	0.74	29.33	22.73	17.46	13.67
300369.SZ	绿盟科技	9.77	78.02	0.43	0.55	0.70	0.90	22.64	17.80	14.02	10.86
平均		-	-	-	-	-	-	63.89	38.05	25.68	17.77
688225.SH	亚信安全	20.05	80.20	0.45	0.48	0.61	0.76	44.88	41.79	33.14	26.50

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 7 月 12 日

投资建议：

公司作为“懂网、懂云”的安全公司，致力于护航产业互联网，成为在 5G 云网时代，守护云、网、边、端的安全智能平台企业。伴随网络安全相关政策的持续催化，公司已经迎来良好的发展机遇，长期成长空间广阔。

综上，预测公司 2022-2024 年的营业收入为 21.57、27.37、34.08 亿元，归母净利润为 1.92、2.42、3.03 亿元，EPS 为 0.48、0.61、0.76 元/股，对应 PE 为 41.79、33.14、26.50 倍。上市以来，公司 PE 主要运行在 65-105 倍的区间，考虑到公司的竞争优势和在研发与销售领域的投入情况，给予公司 2022 年 65 倍的目标 PE，对应的目标价为 31.20 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：**目前，国内新冠肺炎疫情已经得到有效控制，但如果疫情在部分地区和城市出现反复，可能会影响公司在这些地区和城市的正常经营，以及影响供应商的供货能力、销售渠道的销售能力以及客户本身的采购需求和计划，可能会对公司业绩造成一定不利影响。
2. **产业政策变化的风险：**国家重视信息技术及网络安全产业，并给予重点鼓励和扶持，相关政策持续出台。如果国家对信息技术及网络安全产业的扶持政策发生变化，将对公司的发展产生相应影响。
3. **市场竞争加剧：**随着用户对网络安全产品及服务的需求不断增长，行业内原有竞争对手规模和竞争力不断提高，加之新进入竞争者逐步增多，可能导致公司所处行业竞争加剧。如果公司在市场竞争中不能有效保持技术领先，无法在当前市场高速发展的态势下迅速扩大自身规模并增强资金实力，公司将面临较大的市场竞争风险，有可能导致公司的市场地位出现下滑。
4. **客户集中的风险：**公司客户集中度较高且多为信誉度较高的优质客户，若公司不能通过技术、产品创新等方式及时满足上述客户的业务需求，或上述客户因为市场低迷等原因使其自身经营情况发生变化，导致其对公司产品的需求大幅下降，公司将面临一定的因客户集中度较高而导致的经营风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1840.14	2084.66	3497.95	3763.44	4081.67
现金	1227.43	1261.31	2497.81	2549.93	2622.45
应收账款	183.84	279.61	359.16	453.54	562.65
其他应收款	14.08	19.42	24.37	30.10	36.12
预付账款	16.08	26.70	32.96	41.77	51.64
存货	297.57	262.79	333.17	423.67	530.70
其他流动资产	101.14	234.83	250.46	264.42	278.10
非流动资产	130.11	404.87	424.62	443.54	464.41
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	26.15	40.54	41.29	42.27	43.58
无形资产	24.17	35.43	38.17	41.95	46.20
其他非流动资产	79.79	328.90	345.15	359.32	374.63
资产总计	1970.25	2489.53	3922.56	4206.98	4546.08
流动负债	706.53	870.66	937.73	1021.68	1112.53
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	86.90	162.25	191.82	242.44	300.31
其他流动负债	619.64	708.41	745.91	779.24	812.22
非流动负债	33.01	158.26	169.83	182.35	196.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	33.01	158.26	169.83	182.35	196.28
负债合计	739.54	1028.91	1107.56	1204.03	1308.81
少数股东权益	-0.04	2.54	5.25	8.61	12.77
股本	360.00	360.00	400.01	400.01	400.01
资本公积	312.96	363.00	1482.66	1482.66	1482.66
留存收益	558.12	736.80	928.73	1113.20	1343.26
归属母公司股东权益	1230.75	1458.08	2809.76	2994.34	3224.49
负债和股东权益	1970.25	2489.53	3922.56	4206.98	4546.08

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	205.07	143.65	34.67	67.37	107.40
净利润	170.34	181.26	194.64	245.40	306.84
折旧摊销	14.79	22.18	24.94	30.07	36.59
财务费用	-1.64	4.76	-17.44	-23.89	-24.51
投资损失	-14.42	-18.10	-20.15	-22.46	-25.01
营运资金变动	3.75	-125.03	-123.62	-149.05	-177.88
其他经营现金流	32.25	78.57	-23.70	-12.70	-8.64
投资活动现金流	-9.01	-75.62	21.83	16.92	10.94
资本支出	23.45	52.20	13.27	17.58	23.34
长期投资	0.00	49.64	1.62	1.19	1.69
其他投资现金流	14.45	26.22	36.72	35.69	35.97
筹资活动现金流	450.00	-31.34	1180.00	-32.17	-45.81
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	270.00	0.00	40.01	0.00	0.00
资本公积增加	193.46	50.03	1119.66	0.00	0.00
其他筹资现金流	-13.46	-81.37	20.33	-32.17	-45.81
现金净增加额	645.91	36.44	1236.51	52.12	72.52

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1274.59	1667.47	2156.63	2736.60	3407.59
营业成本	567.11	777.95	1011.16	1301.34	1639.25
营业税金及附加	9.82	10.17	12.94	16.15	19.76
营业费用	256.50	375.34	484.16	606.70	750.69
管理费用	120.78	147.36	190.00	239.45	296.80
研发费用	162.16	232.17	310.26	371.58	425.35
财务费用	-1.64	4.76	-17.44	-23.89	-24.51
资产减值损失	-15.15	-34.90	-35.21	-30.68	-27.36
公允价值变动收益	0.00	43.58	28.65	25.73	23.28
投资净收益	14.42	18.10	20.15	22.46	25.01
营业利润	209.07	212.26	227.86	287.19	358.97
营业外收入	0.08	0.15	0.18	0.22	0.26
营业外支出	4.02	0.14	0.15	0.19	0.23
利润总额	205.13	212.27	227.89	287.22	359.00
所得税	34.79	31.01	33.25	41.82	52.16
净利润	170.34	181.26	194.64	245.40	306.84
少数股东损益	-0.04	2.58	2.71	3.36	4.16
归属母公司净利润	170.38	178.69	191.93	242.04	302.67
EBITDA	222.22	239.20	235.36	293.37	371.05
EPS (元)	0.47	0.50	0.48	0.61	0.76

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	18.32	30.82	29.34	26.89	24.52
营业利润(%)	3.68	1.53	7.35	26.04	24.99
归属母公司净利润(%)	4.57	4.88	7.41	26.11	25.05
获利能力					
毛利率(%)	55.51	53.35	53.11	52.45	51.89
净利率(%)	13.37	10.72	8.90	8.84	8.88
ROE(%)	13.84	12.25	6.83	8.08	9.39
ROIC(%)	69.45	81.38	51.87	46.05	43.50
偿债能力					
资产负债率(%)	37.54	41.33	28.24	28.62	28.79
净负债比率(%)	0.00	2.63	2.70	2.60	2.56
流动比率	2.60	2.39	3.73	3.68	3.67
速动比率	2.16	2.06	3.33	3.22	3.14
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.75	0.67	0.67	0.78
应收账款周转率	7.42	6.85	6.24	6.23	6.22
应付账款周转率	8.98	6.25	5.71	5.99	6.04
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.45	0.48	0.61	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.36	0.09	0.17	0.27
每股净资产(最新摊薄)	3.08	3.65	7.02	7.49	8.06
估值比率					
P/E	47.07	44.88	41.79	33.14	26.50
P/B	6.52	5.50	2.85	2.68	2.49
EV/EBITDA	30.17	28.02	28.48	22.85	18.07

投资评级说明：

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

分析师声明

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

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或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