

## 麒麟信安 (688152.SH)

买入 (首次评级)

## 公司深度研究

证券研究报告

## 深耕优势行业，三位一体协同发展

## 投资逻辑

**国产操作系统第一股，打造三位一体产品体系。**公司基于开源 Linux 技术打造了以安全为特色的国产操作系统，并以其为根技术将业务拓展至信息安全和云计算等领域，2021 年公司信息安全、云计算业务收入占比分别为 49.9%、27.2%。衍生业务快速发展带动公司业绩放量，公司 2018-2021 年收入 CAGR 约为 62%，净利润 CAGR 约为 117%。业绩快报显示 2022 年公司实现收入 4 亿元，同比增长 18.45%，净利润 1.28 亿元，同比增长 14.39%。公司于 2022 年 10 月 14 日以每股 68.89 元的发行价发行约 1321 万股，募集资金总额约 9.1 亿元，投向操作系统产品升级及生态建设、一云多芯云计算产品升级、新一代安全存储系统研发、先进技术研究院建设、区域营销及技服体系建设项目。

**扎根电力、国防等优势行业，逐步拓宽下游行业客户群体。**根据亿欧智库数据，2021 年国产操作系统市场规模为 18 亿元，同比增长 17.6%，服务器 OS 架构中以 Linux 为主导，市占率达 79.1%。公司在电力领域具备近十年应用部署经验，是电力行业主流国产操作系统。此外，公司自成立以来承建了众多国防信息化建设项目并承担了多项型号装备配套任务和技术预研项目。2021 年公司在国防和电力领域的收入占比分别约为 74.7%、17.8%。国产化替代的大背景下，金融、交通等行业信创快速推进，公司国产自主创新产品有望实现大规模应用。预计 2022-2024 年信息安全业务收入分别为 1.85/2.08/2.37 亿元，云计算业务收入分别为 1.01/1.36/1.79 亿元，操作系统业务收入分别为 1.06/1.57/2.31 亿元。

**携手华为欧拉，共筑国产操作系统新生态。**公司操作系统是基于 Linux 技术开发的高安全、高可用、高性能和可定制的国产操作系统，率先基于 openEuler LTS 进行商业版发行，并加入我国首个桌面操作系统根社区 openKylin。公司基于华为云云商店的平台支撑，通过联营模式，为用户提供完整的售前、交易、售后保障体系。针对 CentOS 停服，公司 CentOS 应用原地透明迁移方案已实现对电力行业主流系统/软件、电力装置的迁移适配，未来相关经验有望拓展至其他行业用户。

## 盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2022-2024 年的净利润分别为 1.28/1.67/2.13 亿元，对应 EPS 2.41/3.17/4.03 元/股，给予 2023 年 80 倍 PE，目标价 253.6 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

行业拓展不及预期；行业竞争加剧风险；限售股解禁风险。

## 计算机组

联系人：纪超

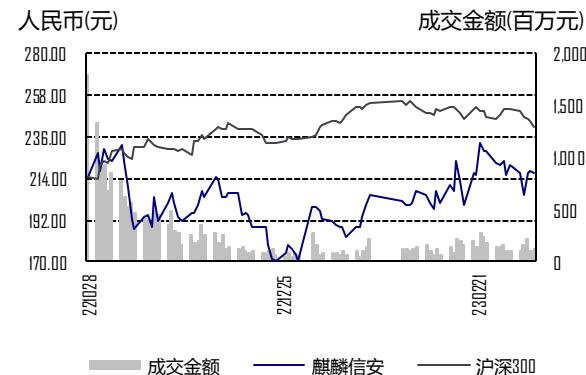
jichao@gjzq.com.cn

分析师：孟灿（执业 S1130522050001）

mengcan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：217.05 元

目标价（人民币）：253.60 元



## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	231	338	400	511	659
营业收入增长率	63.64%	46.17%	18.45%	27.56%	29.00%
归母净利润(百万元)	99	112	128	167	213
归母净利润增长率	386.37%	12.78%	14.39%	31.20%	27.19%
摊薄每股收益(元)	2.496	2.814	2.415	3.168	4.029
每股经营性现金流净额	2.95	0.36	-0.37	2.34	3.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	52.44%	30.98%	9.29%	10.95%	12.31%
P/E	N.A	N.A	89.89	68.51	53.87
P/B	N.A	N.A	8.35	7.50	6.63

来源：公司年报、国金证券研究所

## 内容目录

1. 深耕基础软件行业，国产操作系统第一股.....	4
1.1 国产操作系统先行者，打造三位一体产品体系 .....	4
1.2 收入快速增长，未来存在较大弹性空间 .....	5
1.3 募资重点聚焦核心技术研发，三线并行致力可持续发展 .....	6
2. 麒麟信安云+操作系统，提质信创，协同发展.....	7
2.1 操作系统：国家安全和国产化大势所趋，市场前景广阔 .....	8
2.2 云计算：操作系统的自然延伸，市场规模呈爆发式增长 .....	11
2.3 信息安全：统一数据安全加密防护系统提供商 .....	14
3. 国产操作系统主力军，推动产业繁荣发展.....	17
3.1 公司携手华为欧拉，共筑国产操作系统新生态 .....	17
3.2 扎根国防电力优势行业，逐步拓宽下游行业客户 .....	19
3.3 公司打造三位一体产品体系，各业务协同发展 .....	22
4. 盈利预测与投资建议.....	23
5. 风险提示.....	25

## 图表目录

图表 1：公司三位一体产品体系 .....	4
图表 2：信息安全业务贡献约 50%营收 .....	4
图表 3：公司收入端保持快速增长 .....	5
图表 4：公司利润端快速放量 .....	5
图表 5：公司操作系统业务毛利率最高 .....	5
图表 6：公司费用端管控能力较强 .....	5
图表 7：公司目前收入规模较小 .....	6
图表 8：公司收入增速较快 .....	6
图表 9：公司毛利率水平行业领先 .....	6
图表 10：公司研发费用率位居行业前列 .....	6
图表 11：公司募投项目聚焦核心技术研发 .....	6
图表 12：政策驱动下国产化软硬件迎来黄金发展期 .....	7
图表 13：公司产品具备安全、自主可控特点 .....	8
图表 14：操作系统分类 .....	8
图表 15：主流操作系统（按应用领域划分） .....	9
图表 16：Linux 技术流派及主流操作系统 .....	9
图表 17：操作系统发展历程：从可用迈向好用 .....	9

图表 18: 2021 年国产操作系统市场规模约为 18 亿元.....	10
图表 19: 预计 2024 年中国服务器 OS 装机量达 560 万套.....	10
图表 20: 2021 年中国服务器 OS 架构以 Linux 为主导.....	10
图表 21: 公司操作系统业务收入主要来源于电力领域客户 .....	11
图表 22: 公司操作系统具备安全稳定、易维护等优势 .....	11
图表 23: 我国私有云市场规模增速超 20%.....	12
图表 24: 桌面云解决方案销售量快速增长 .....	12
图表 25: 云桌面在各行业中加速渗透（2021 年）.....	13
图表 26: 公司云计算产品依托自有操作系统技术体系开发.....	13
图表 27: 公司云计算业务收入主要来源于国防领域客户 .....	14
图表 28: “一云多芯”信创云桌面示意图.....	14
图表 29: 信息安全产业链 .....	15
图表 30: 预计 2023 年数据安全市场规模超过 100 亿元.....	15
图表 31: 2022 年政务领域订单占数据安全行业总订单的比例约为 45%.....	16
图表 32: 公司信息安全产品 .....	16
图表 33: 信息安全业务收入主要来源于国防领域客户 .....	17
图表 34: openEuler 产业供应链安全性较高.....	17
图表 35: openEuler 开源社区发展迅速 .....	18
图表 36: 公司操作系统生态圈基本形成 .....	18
图表 37: 公司携手华为云进一步打开市场 .....	19
图表 38: 公司透明迁移方案适用于 CentOS 7 等版本.....	19
图表 39: CentOS 迁移业务的六个阶段.....	19
图表 40: 国防和电力领域是营收主要来源（亿元） .....	20
图表 41: 公司 2021 年国防领域收入占比约 75%.....	20
图表 42: 2022 年国防支出达到 1.45 万亿元.....	20
图表 43: 2020 年我国军工信息化市场规模超 1000 亿.....	20
图表 44: 电力信息化需求高速增长为国产厂商带来新机遇 .....	21
图表 45: 麒麟信安操作系统是电力行业国产安全操作系统的主力军 .....	21
图表 46: 2021 年公司前五大客户集中在国防电力领域 .....	21
图表 47: 公司产品一体化综合解决方案应用场景示意图 .....	22
图表 48: 公司产品获得多项荣誉资质 .....	23
图表 49: 公司承担多项国家级、省级重大课题 .....	23
图表 50: 核心估值假设 .....	24
图表 51: 可比公司估值比较（市盈率法） .....	25

## 1. 深耕基础软件行业，国产操作系统第一股

### 1.1 国产操作系统先行者，打造三位一体产品体系

公司专注于国家关键信息基础设施领域相关技术的研发与应用，主要从事操作系统产品研发及技术服务，并以操作系统为根技术创新发展信息安全和云计算等产品及服务业务。公司实现了对 Intel、AMD 等国际商用 CPU 及鲲鹏、飞腾、海光等国产自主 CPU 的支持，致力打造自研创新信息系统生态环境，产品广泛应用于国防、电力、政务、金融、石化、交通等领域。

目前公司拥有操作系统、信息安全和云计算三条产品线。操作系统业务包括基于开源 Linux 技术开发的服务器操作系统、桌面操作系统和专用操作系统模块等，云计算业务包括基于麒麟信安操作系统原生 KVM 虚拟化技术开发的云桌面、轻量级云平台、超融合一体机、云终端产品等，信息安全业务主要包括以数据安全存储为核心的安全存储系统、电子文档安全管理系统等。

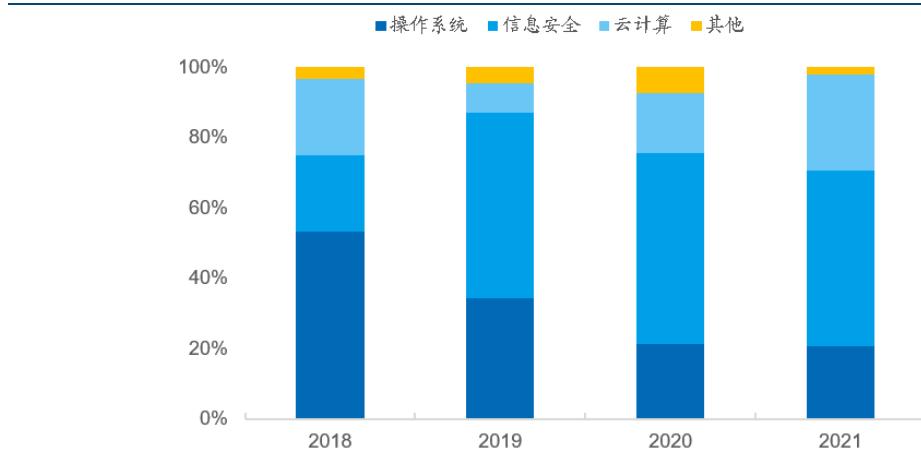
图表1：公司三位一体产品体系



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

三位一体相互协同，信息安全业务贡献主要营收。分业务来看，公司信息安全业务连续三年营收占比约 50%，贡献主要收入。云计算业务收入占比快速提升，2021 年占比约为 27.2%，操作系统业务稳定增长，近年来收入占比保持在 20% 左右。公司操作系统作为最底层的基础软件平台，向下驱动硬件，向上为应用提供开发接口。从应用部署角度，公司的云计算和信息安全业务可归属为“操作系统+”范畴，基于应用场景以软件/软硬一体的产品形态提供给用户。

图表2：信息安全业务贡献约 50% 营收

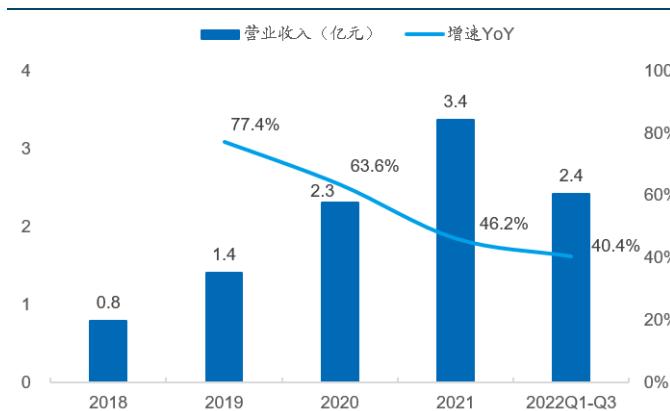


来源：iFinD，国金证券研究所

## 1.2 收入快速增长，未来存在较大弹性空间

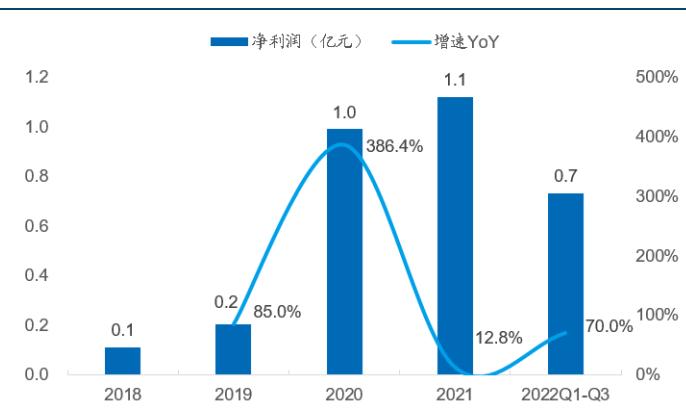
收入快速增长，利润端放量。近年来公司收入快速增长带动利润端不断放量，2018–2021年公司收入CAGR约为62%。2021年公司实现营业收入3.4亿元，同比增长46.2%，归母净利润1.1亿元，同比增长12.8%。受益于产业政策及信息安全需求扩大，国防电力及党政金融等重要行业对公司产品需求不断扩大，公司2022年前三季度实现收入2.4亿元，同比增长40.4%，归母净利润0.7亿元，同比增长70%，公司业绩未来存在较大弹性空间。公司2022年业绩快报显示，2022年公司实现收入4亿元，同比增长18.45%，净利润1.28亿元，同比增长14.39%，报告期内公司持续深耕国防、电力等优势行业客户需求，实现了在优势行业的稳步增长，同时在金融等行业的业务拓展初见成效，推动公司收入增长。

图表3：公司收入端保持快速增长



来源：iFinD，国金证券研究所

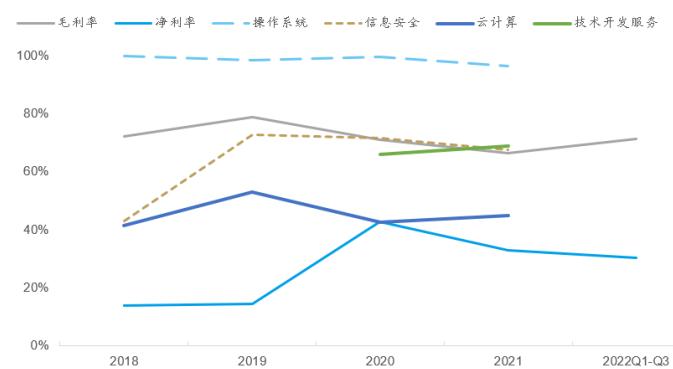
图表4：公司利润端快速放量



来源：iFinD，国金证券研究所

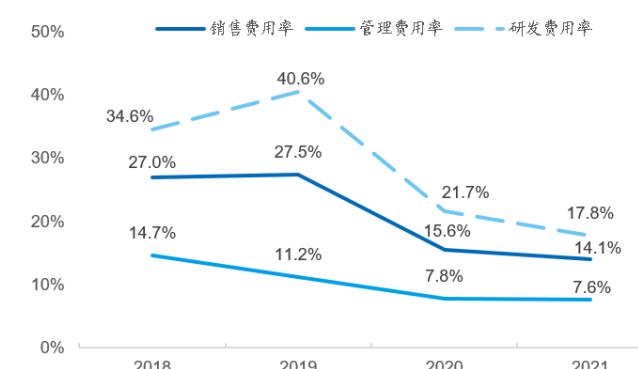
业务结构变动导致毛利率下滑，费用端管控效果良好。2021年公司毛利率和净利率分别为66.3%、33%，公司毛利率近年来有所下滑主要受毛利率较低的信息安全业务和云计算业务收入占比提升影响。2021年公司研发、销售、管理费用率下降至17.8%、14.1%、7.6%，控费效果良好。

图表5：公司操作系统业务毛利率最高



来源：iFinD，国金证券研究所

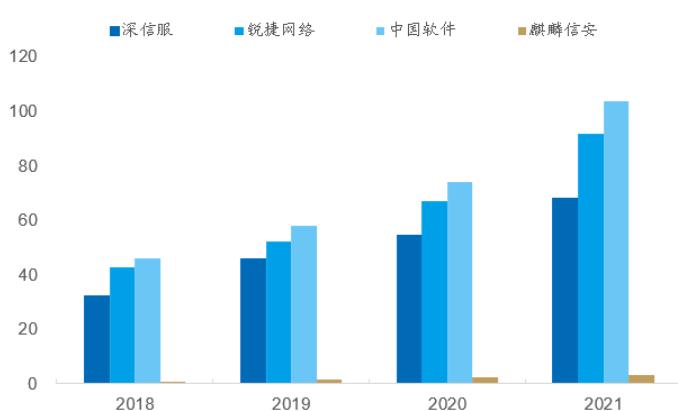
图表6：公司费用端管控能力较强



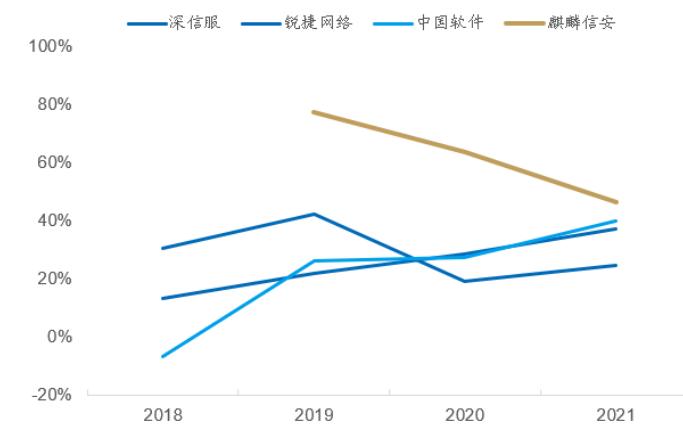
来源：iFinD，国金证券研究所

公司处于快速成长期，毛利率行业领先。与可比公司相比，目前公司收入体量较小，但收入增速较快，正处于快速成长期，毛利率行业领先，优势显著，研发投入方面处于较高水平。

图表7：公司目前收入规模较小



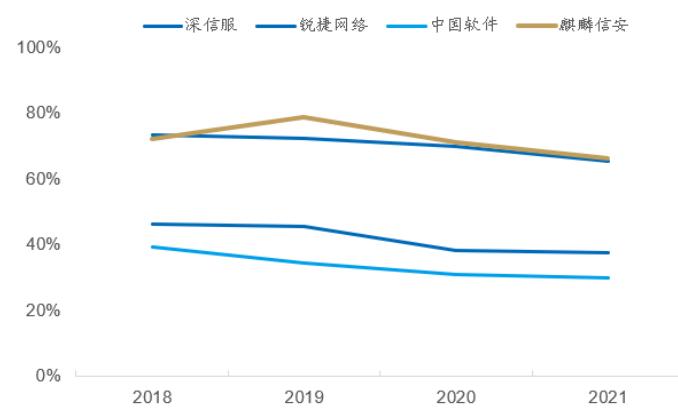
图表8：公司收入增速较快



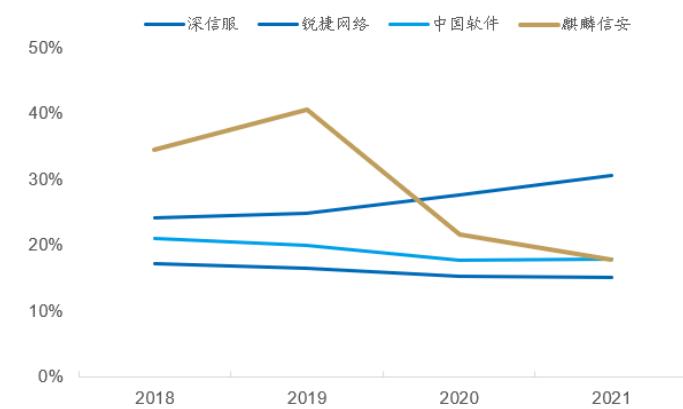
来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

图表9：公司毛利率水平行业领先



图表10：公司研发费用率位居行业前列



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

### 1.3 募资重点聚焦核心技术研发，三线并行致力可持续发展

募投项目围绕核心技术研发。公司于2022年10月14日以每股68.89元的发行价发行约1321万股，募集资金总额约9.1亿元。募集资金投向操作系统产品升级及生态建设、一云多芯云计算产品升级、新一代安全存储系统研发、先进技术研究院建设以及区域营销及技服体系建设项目，募投金额分别为1.31、1.58、1.8、0.79、1.12亿元。

三线并行下助力公司可持续发展。从公司募投项目及金额来看，公司募投方向与三大业务一致且金额大小与公司各业务体量呈正相关，根业务操作系统业务历经多年积淀和发展，成熟性相对较高，因此投入相对最少，云计算和信息安全衍生业务的重点投入有望在未来持续贡献增量。此外，公司发力营销体系和技术研究将持续巩固自身核心竞争力，并为向其他行业拓展打下基础。

图表11：公司募投项目聚焦核心技术研发

项目名称	投资金额（亿元）	时间周期（月）
麒麟信安操作系统产品升级及生态建设项目	1.31	24
一云多芯云计算产品升级项目	1.58	24
新一代安全存储系统研发项目	1.80	24
先进技术研究院建设项目	0.79	36
区域营销及技服体系建设项目	1.12	36
合计	6.60	-

来源：iFinD，国金证券研究所

## 2. 麒麟信安云+操作系统，提质信创，协同发展

国内信创产业蓬勃发展，重点行业国产化需求旺盛。在国外对核心技术“卡脖子”的背景下，加快建立高性能、全生态、自主可控的计算体系尤为重要。国家积极推动关键基础软硬件、云计算、信息安全等核心产品的自主创新，并颁布了一系列法规和标准，保障新一代信息技术创新应用，基础软硬件、行业应用软件、信息安全等诸多领域迎来黄金发展期。

图表12：政策驱动下国产化软硬件迎来黄金发展期

发布时间	发布机构	政策文件
2015. 07	中国人大常委会	《中华人民共和国国家安全法》
2018. 01	工信部	《工业控制系统信息安全行动计划（2018-2020年）》
2019. 07	财政部、网信办	《云计算服务安全评估办法》
2019. 10	中国人大常委会	《中华人民共和国密码法》
2020. 05	工信部	《工业和信息化部关于工业大数据发展的指导意见》
2020. 07	中央深改委	《关于深化新一代信息技术与制造业融合发展的指导意见》
2020. 08	国务院	《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》
2021. 03	中国人大常委会	《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》
2021. 08	国务院	《关键信息基础设施安全保护条例》
2021. 10	网信办	《关于规范金融业开源技术应用与发展的意见》
2021. 11	网信办	《网络安全审查办法》
2022. 06	中央深改委	《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》

来源：中国政府网，中国人大常委，国务院，工信部，深改委，网信办，财政部，国金证券研究所

公司致力于将技术进步与行业属性深度耦合，为国防、电力、政务等具有信息安全刚性需求的关键行业，提供自主可控、安全高效的产品和服务。

**图表13：公司产品具备安全、自主可控特点**


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

## 2.1 操作系统：国家安全和国产化大势所趋，市场前景广阔

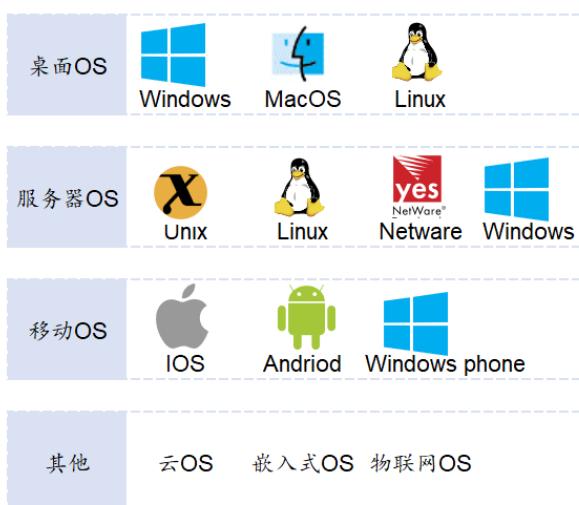
操作系统是计算机的核心系统软件，主要负责管理计算机硬件与软件资源。按使用的设备类型，操作系统可分为桌面操作系统、服务器操作系统、移动操作系统；按照源代码是否开放，可划分为开源操作系统和闭源操作系统两类；按照应用场景的不同，可分为通用和专用两大类。

**图表14：操作系统分类**


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

国外操作系统厂商处于领先地位。目前在服务器和桌面端，Wintel 联盟占据主要地位，走闭源路线，移动端 ARM+Android 占据主导地位，走开源路线，绝大多数开源项目由美国厂商主导。

图表15：主流操作系统（按应用领域划分）



图表16：Linux 技术流派及主流操作系统

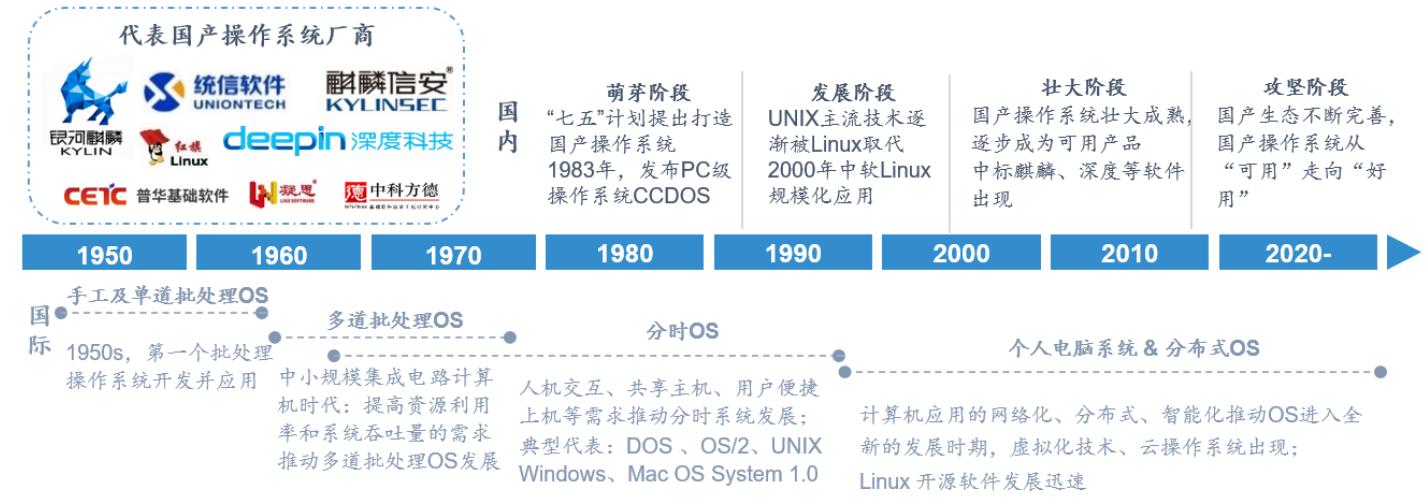


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

国产操作系统技术和人才积累相对薄弱，市场占有率较低。国产操作系统的发展历程可以划分为四个阶段：1) 萌芽阶段：国家“七五”计划首次提出操作系统国产化要求；2) 发展阶段：国产厂商以 Linux 为基础进行二次开发；3) 壮大阶段：信息技术自主可控成为焦点问题，本土服务器操作系统厂商面临发展机遇，逐渐走向大一统；4) 攻坚阶段：本土开源社区 openEuler 和 openKylin 成立，国产生态日益完善，国产操作系统在党政军等关键领域替换基本完成，金融交通等行业开始试点推广，从可用走向好用，市占率不断提升。

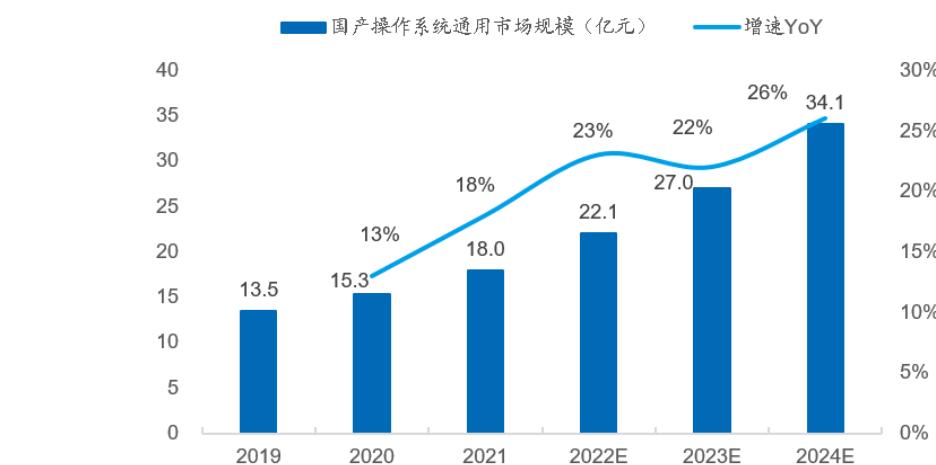
图表17：操作系统发展历程：从可用迈向好用



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

国产操作系统市场规模不断增长，逐步取代国外龙头企业。国内信创产业蓬勃发展，政策推动力度逐步增大，国产操作系统行业迎来新发展机遇，逐步取代国外龙头企业。2021 年国产操作系统市场规模为 18 亿元，同比增长 17.6%。

图表18：2021年国产操作系统市场规模约为18亿元

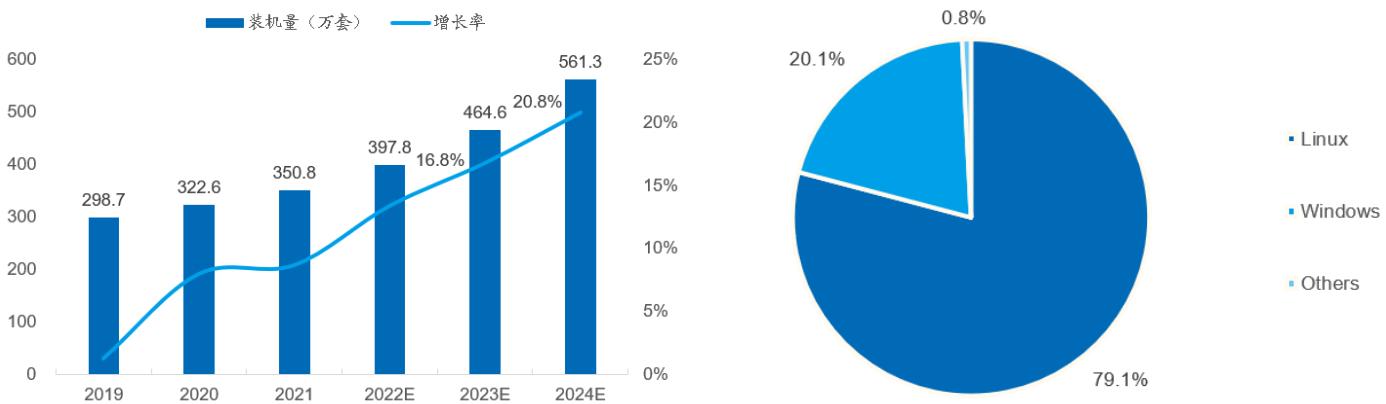


来源：亿欧智库，国金证券研究所

受益于数字化进程的加速，我国服务器操作系统装机量保持稳定增长，2021 年达到 350.8 万套。未来国产操作系统将向互联网、金融等重点领域渗透，装机量有望持续增长，预计 2024 年装机量将达 561.3 万套。目前在服务器 OS 架构中 Linux 占据领先地位，市占率达 79.1%，Windows 市场份额不断减少，市占率为 20.1%，以 Unix 为代表的小众服务器操作系统市场份额被不断压缩，市占率为 0.8%。

图表19：预计2024年中国服务器OS装机量达560万套

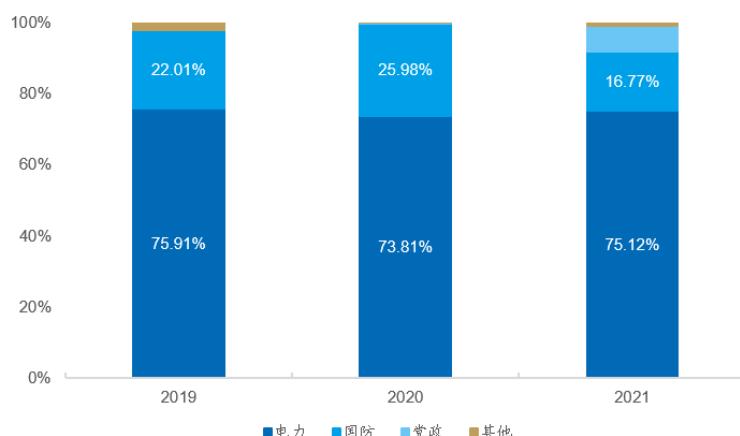
图表20：2021年中国服务器OS架构以Linux为主导



来源：赛迪顾问，国金证券研究所

来源：赛迪顾问，国金证券研究所

公司基于开源 Linux 技术开发的国产操作系统具备高安全、高可信、高可用和可定制等特点。操作系统系列产品细分为服务器操作系统、桌面操作系统、专用操作系统，麒麟信安服务器操作系统是公司主推产品。公司操作系统产品通过基于内核增强、驱动支持、安装形态定制、安全增强、性能优化、生态适配等增值工作，形成不断迭代演进的操作系统版本，并面向电网电力调度、军队机关办公等建立了丰富的生态圈。2021 年公司操作系统业务中来自电力和国防领域的收入占比分别约为 75.12%、16.77%。

**图表21：公司操作系统业务收入主要来源于电力领域客户**


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

**图表22：公司操作系统具备安全稳定、易维护等优势**

产品/服务名称	产品图片	应用场景	简介
服务器操作系统		服务器	专注于电力、国防、政府等关键信息系统建设，突出高安全性、高可用性、实时性等关键应用指标，全面兼容国际商用主流CPU及国内各自主CPU
专用操作系统模块		服务器、工控机、专用设备	针对工控行业需求及国防专用装备配套需求，精简冗余模块，并定制安全内核、设备驱动，增值开发高可用、多路径、主机监控、容灾备份等功能模块
桌面操作系统		办公PC、笔记本、业务终端	定位于为个人用户及业务终端提供简单易用、界面友好的桌面操作环境，突出人机交互简洁高效的使用体验，全面兼容国际商用主流CPU及国内各自主CPU
操作系统服务	-	-	为客户提供与操作系统产品相关的维保服务、技术支持服务等

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

## 2.2 云计算：操作系统的自然延伸，市场规模呈爆发式增长

云计算产品与操作系统紧密关联，在技术上是操作系统的自然延伸。云桌面是云计算的重要分支，目前已广泛应用于各个行业。云桌面技术具备高效运维、灵活办公、数据安全等优点。我国云计算市场呈现爆发式增长，2021年中国私有云市场规模为1048.0亿元，同比增长28.8%，预计2023年市场规模达到1446.8亿元。

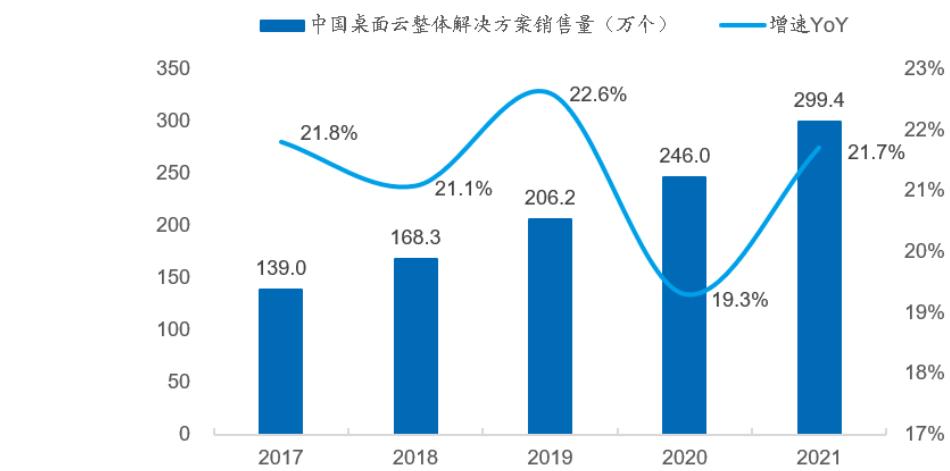
图表23：我国私有云市场规模增速超20%



来源：信通院，国金证券研究所

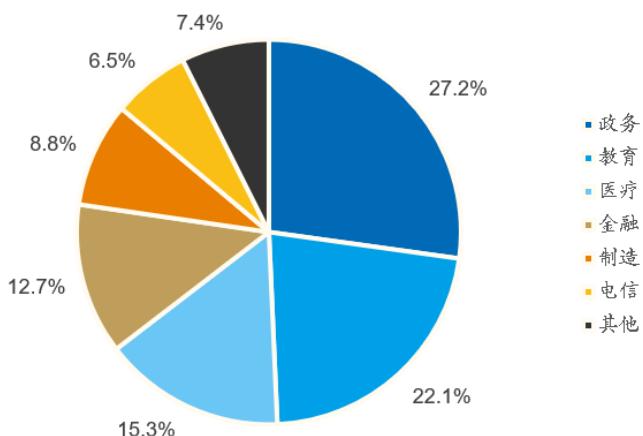
行业客户上云提速，桌面云市场实现快速增长。随着云计算快速发展以及云桌面协议的不断改进，越来越多的客户选择云桌面解决方案替代传统PC，云桌面产品普及率逐渐提高，不断向各个应用场景渗透。云计算服务逐步演变为新型的信息基础设施，桌面云市场增长迅速，2021年桌面云整体解决方案销售量为299.4万个，同比增长21.7%。

图表24：桌面云解决方案销售量快速增长



来源：计世资讯，国金证券研究所

桌面云终端具有行业细分性质。受企业数据安全需求、IT设施便捷管理需求、总拥有成本下降等因素驱动，云桌面在政务、教育、医疗、金融等行业领域中渗透速度加快。桌面云具备节省IT运营支出与总体拥有成本、保证数据安全、便于集中管理等优势，2021年云桌面产品在政务、教育、医疗行业销量占比分别为27.2%、22.1%、15.3%。

**图表25：云桌面在各行业中加速渗透（2021年）**


来源：计世资讯，国金证券研究所

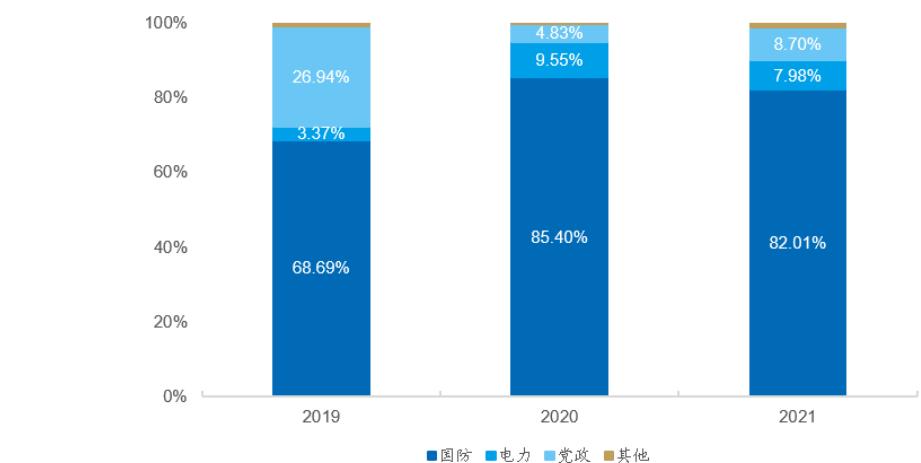
公司紧跟IT架构发展趋势，布局云计算相关产品。公司云计算产品依托自有操作系统技术体系，在安全方面基于麒麟信安操作系统的安全机制进行开发，实现了全系统管理员三权分立、数据传输控制、屏幕录像审计、高可用等功能。云计算产品定位私有云市场，以云桌面及轻量级云平台为主，专注国防、电力、政务等公司既有优势行业市场，逐步实现规模化应用。

**图表26：公司云计算产品依托自有操作系统技术体系开发**

产品/服务名称	产品图片	产品简介	产品特点
云桌面		从远程集中为用户提供计算机桌面（虚拟桌面），支持企业级用户实现桌面系统的远程动态访问与云端统一托管	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 满足多种场景的使用需求，具有良好的兼容性，支持VDI和IDV融合架构，支持X86芯片和国产芯片服务器统一部署管理</li> <li>2. 系统支持各种品类的外设、高清视频播放、3D态势展现、广域网推送</li> </ul>
轻量级云平台		通过对硬件设施进行虚拟化处理，形成虚拟层面的资源池系统，可按需为每一应用系统提供基础IT资源-计算能力、存储能力和网络功能	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 支持X86和鲲鹏、飞腾、龙芯等国产平台，不同平台能够异构融合统一管理</li> <li>2. 可提供弹性计算、集群横向扩展、虚拟机高可用、云运维管控等多种服务能力</li> <li>3. 具备高可靠性、高可用性和平滑升级扩容能力</li> </ul>
超融合一体机		通过图形化方式进行部署和扩容，为用户提供“开箱即用”的产品交付方式	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 开箱即用</li> <li>2. 根据业务发展需求实现横向扩展，简单高效</li> <li>3. 降低硬件采购成本</li> </ul>
云终端		云桌面使用场景中用户所使用的终端设备，包括VDI使用场景的瘦终端和IDV使用场景的胖终端	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 采用一体化交付，配置服务地址即可使用</li> <li>2. 满足不同场景的使用需求</li> </ul>
云计算服务	-	为客户提供与云计算产品相关的维保服务、技术支持服务等	-

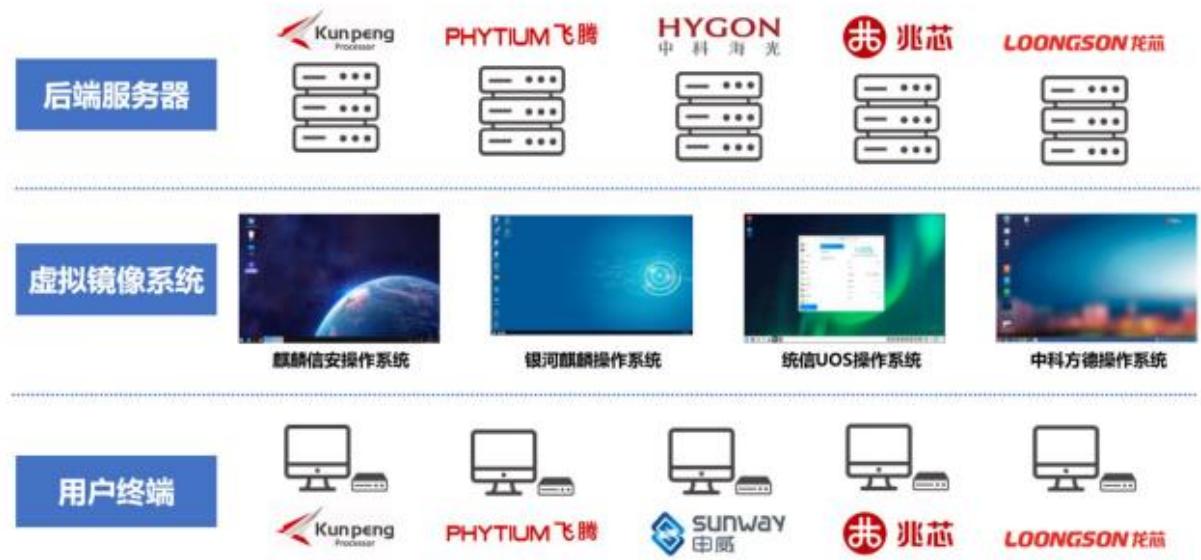
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

国防领域客户为云计算业务收入主要来源。国防和军队信息化建设加速推进，公司承接的国防单位办公网络云平台搭建的项目逐渐增多，国防单位的云平台搭建从办公领域逐步向其他领域推进，国防领域云计算相关业务收入快速上涨。2021年云计算业务在国防领域的收入占比约为82.01%。

**图表27：公司云计算业务收入主要来源于国防领域客户**


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

打造“一云多芯”解决方案，助力信创产业升级。公司“一云多芯”信创云桌面解决方案有效解决了部分 Wintel 架构下的应用暂时迁移不到国产“芯”平台、“两台电脑”混合使用、系统部署复杂运维难度大等难题，适用于党政、金融、教育和电力等应用场景，在性能优化、异构混合部署等技术创新方面位于国内前列。该方案全面支持鲲鹏、飞腾、龙芯、海光、兆芯、申威等国产 CPU 芯片，实现了不同架构 CPU 的混合异构部署及集中统一管理，能够满足各行业用户不同硬件平台的选择需求。

**图表28：“一云多芯”信创云桌面示意图**


来源：公司官网，国金证券研究所

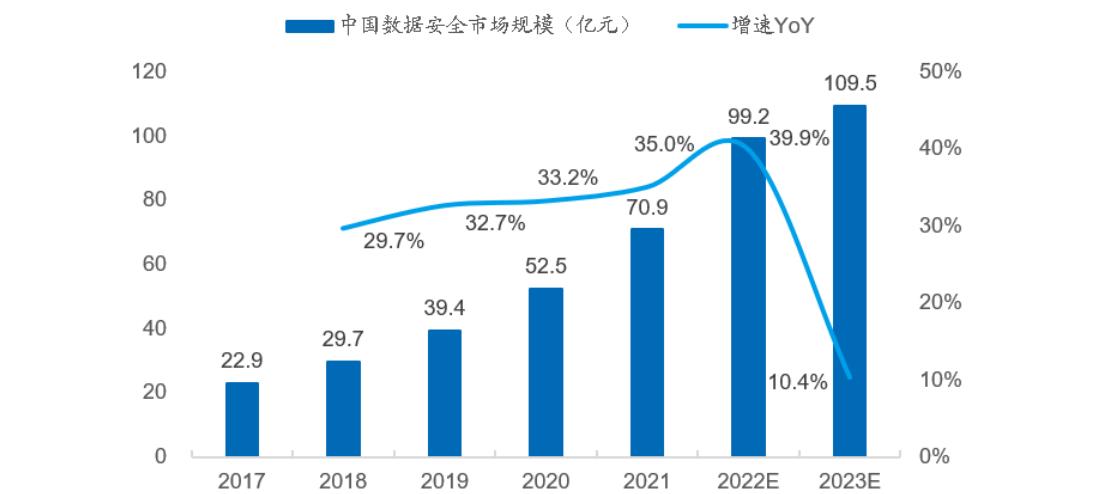
### 2.3 信息安全：统一数据安全加密防护系统提供商

国产信息安全厂商活跃在信创产业链的各个环节，我国信息安全部分市场集中度低。信息安全指通过密码技术、网络技术、信息对抗等手段对计算机的软硬件、系统数据及相关业务进行保护。随着 IT 产业迅速扩张，国家和企业对信息安全的重视程度提升，全球信息安全产品结构愈加丰富、厂商数量不断增加，市场规模持续增长。

**图表29：信息安全产业链**

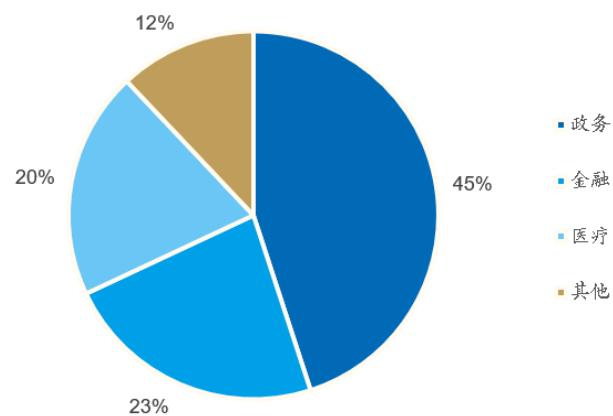

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

各行业数字化转型加速，数据安全产业需求爆发。数据安全作为信息安全的重要部分，受重视程度不断提升，我国数据安全市场规模呈现快速增长趋势，2017年至2021年市场规模由22.9亿元增长至70.9亿元，复合年均增长率达32.6%，预计2023年市场规模达109.5亿元。

**图表30：预计2023年数据安全市场规模超过100亿元**


来源：中商产业研究院，国金证券研究所

下游客户数据安全意识不断提高，数据安全覆盖领域持续拓展。数据安全行业主要面向政务、金融、医疗等领域的行业用户，其中政务领域是数据安全行业下游客户中占比最高的行业用户，2022年占比达45%。在国家政策推动下，下游行业客户数据安全意识不断提高，下游覆盖领域将逐步拓宽。

**图表31：2022年政务领域订单占数据安全行业总订单的比例约为45%**


来源：头豹研究院，国金证券研究所

公司信息安全产品聚焦存储安全。目前数据存储安全类产品较少。公司针对国防及党政关键应用的信息安全需求，将操作系统技术和密码服务及存取控制技术深度结合，研制了数据安全存储产品和电子文档安全管控系统。公司信息安全产品已广泛应用于国防、政府、央企等领域，为军政等关键部门的专用数据安全装备提供配套安全支撑平台。

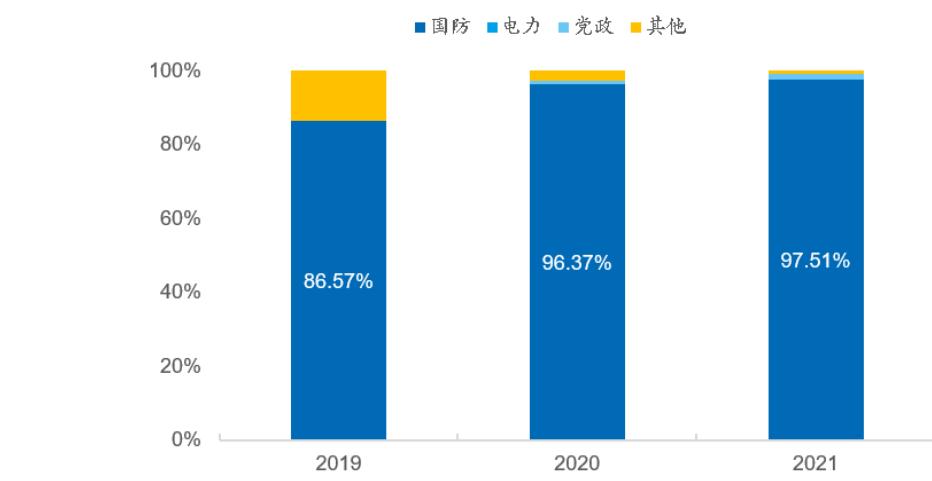
**图表32：公司信息安全产品**

产品/服务名称	产品图片	产品简介	产品特点
安全存储系统		为传统信息中心和云计算中心提供电子文件和数据库统一数据安全存储解决方案，实现数据集中存储、权限控制、加密保护，保证数据的机密性、完整性。	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 支持后端存储IPSAN、FCSAN和分布式存储的融合异构系</li> <li>2. 支持应用免改造的数据透明加密保护</li> <li>3. 采用内核级安全机制保证数据存储安全的不可旁路性和防止非法访问</li> <li>4. 采用集群技术实现系统的高可用和灵活的扩容</li> </ul>
电子文档安全管理系統		对办公环境电子文档进行集中安全管控，实现办公过程中电子文档强制集中存储、流转访问控制和防止非法泄露	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 可对办公环境中电子文档进行集中安全管理</li> <li>2. 支持使用公司安全存储系统进行数据安全保障，可使用公司云桌面替代本地外设网络封控等功能</li> </ul>
信息安全服务	-	为客户提供与信息安全产品相关的维保服务、技术支持服务等	-

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

信息安全类产品主要应用于国防领域。公司深耕信息安全行业，拥有国家密码管理局颁发的商用密码产品认证证书，产品技术已经在国防领域得到大量应用，在数据安全保护领域积累了丰富经验。从下游客户类型看，国防领域客户收入占信息安全业务总营收比例逐年提升，2021年占比达97.51%。

图表33：信息安全部业务收入主要来源于国防领域客户



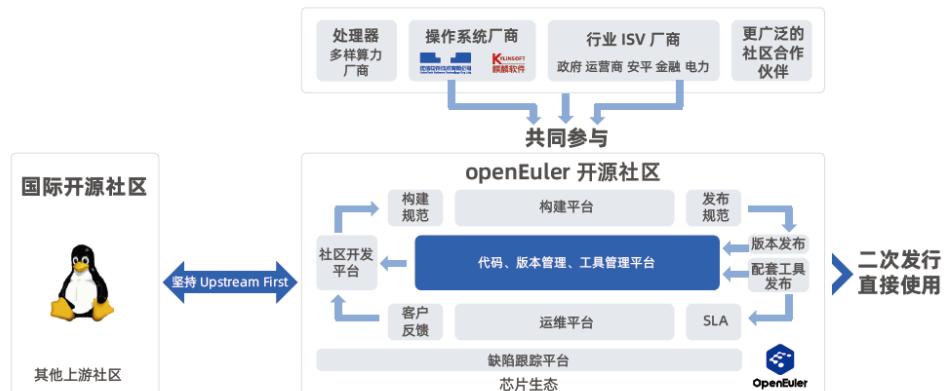
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

### 3. 国产操作系统主力军，推动产业繁荣发展

#### 3.1 公司携手华为欧拉，共筑国产操作系统新生态

openEuler 迅速发展，逐步成为我国数字基础设施坚实的软件底座。华为于 2021 年 9 月推出 OpenEuler，并于 2021 年 11 月将其代码、商标、社区基础设施等资产捐赠给 OpenAtom 基金会。openEuler 是面向数字基础设施的操作系统，支持服务器、云计算、边缘计算、嵌入式等四大应用场景，支持多样性计算，致力于提供安全、稳定、易用的操作系统。欧拉发展迅速，共建者包括处理器多样算力厂商、操作系统厂商、行业 ISV 厂商等，下游应用厂商包括运营商、金融、政府等主体，产业供应链具有较强的安全性。

图表34：openEuler 产业供应链安全性较高



来源：openEuler22.03 LTS 技术白皮书，国金证券研究所

openEuler 构筑关键技术根基，规模部署于各行业核心系统。截至 2022 年 12 月 31 日，欧拉累计装机量超过 300 万套，中国服务器操作系统新增市场份额超过 25%。欧拉开源社区已经汇聚了 759 家企业伙伴，包括芯片厂商、整机厂商、操作系统厂商、应用软件厂商等，吸引万名开发者，成立近百个特别兴趣小组，全球下载量超过 100 万，PR 合入超过 89.5 万。

图表35: openEuler 开源社区发展迅速



来源：openEuler 官网，国金证券研究所

公司操作系统是基于 Linux 技术开发的高安全、高可用、高性能和可定制的国产操作系统，率先基于 openEuler LTS 进行商业版发行，并加入中国首个桌面操作系统根社区 openKylin，与国内 60 余家软硬件厂商达成生态战略合作，实现了从芯片到整机、数据库、中间件及各类应用软件的全方位兼容适配工作。

图表36: 公司操作系统生态圈基本形成

分类	公司名称
操作系统	麒麟信安、麒麟软件、统信软件、中科方德、普华、深度、万里红
芯片	鲲鹏、飞腾、龙芯、兆芯、申威、海光、北大众志、瑞芯微电子
服务器	华为、浪潮、宝德、清华同方、中兴、联想、706 所、新华三、百信、中科曙光、长城银河
云终端	706 所、龙威中科、长城
存储	华为、浪潮、联想、鲸鲨、同有、宏杉科技、中科曙光、鼎甲科技
数据库	达梦数据库、人大金仓、神舟通用、南大通用、瀚高软件、优炫软件
办公套件	WPS、永中软件
中间件	金蝶天燕、中创中间件、东方通
流版签	福昕
移动手写终端	汉王
信息安全	启明星辰、360、天融信、卫士通、北信源、瑞星、江民科技、安天、普世科技、中孚信息、鼎普、爱数、实进智
OA 办公	致远互联、中宏立达、万户网络、慧点科技

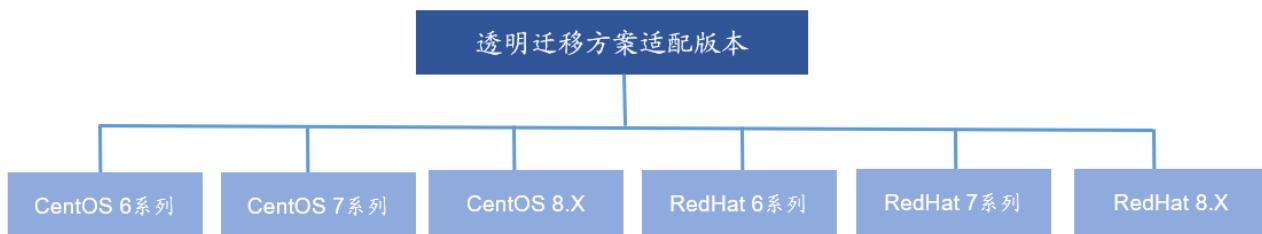
来源：公司官网，国金证券研究所

公司操作系统产品上架华为云云商店。公司基于华为云云商店的平台支撑，通过联营模式，为用户提供完整的售前、交易、售后保障体系。公司携手华为云共同打造操作系统与云服务的数字化运营标杆，助力用户大幅降本增效，加速扩大市场份额，提升经营效益。

**图表37：公司携手华为云进一步打开市场**

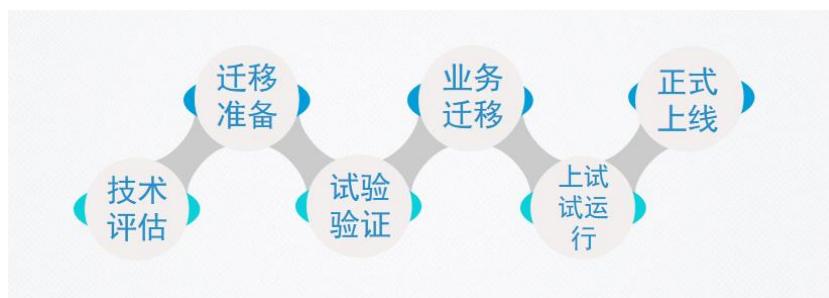

来源：华为云官网，国金证券研究所

积极布局“CentOS 停服”解决方案，保障系统安全。CentOS 7 将于 2024 年 6 月 30 日停止维护，之后将无法获得官方补丁安装支持和系统升级，大量服务器上承载的用户关键业务系统将面临严重的安全隐患。针对 CentOS 停服，公司已形成以麒麟信安操作系统为安全底座的 CentOS 应用原地透明迁移方案，助力用户解决 CentOS 迁移过程中面临的稳定性、兼容性、安全性挑战。公司操作系统基于 openEuler 发行，从根源处解除 CentOS 停服隐患，并能够提供高可用集群管理系统、存储多路径系统、高可用冗余网络系统等增值服务。

**图表38：公司透明迁移方案适用于 CentOS 7 等版本**


来源：公司微信公众号，国金证券研究所

迁移解决方案已应用于电力领域，未来将拓展至其他行业。公司根据用户的实际需求提供利旧迁移、主备迁移、扩容迁移等多种 CentOS 迁移解决方案，整体迁移过程分为技术评估、迁移准备、试验验证、业务迁移、上线试运行和正式上线等六个阶段。公司已完成电力行业主流系统/软件、电力装置从 CentOS 到麒麟信安操作系统的迁移适配工作，未来将充分运用电力系统迁移的相关经验，为其他行业用户提供完善的 CentOS 迁移解决方案。

**图表39：CentOS 迁移业务的六个阶段**


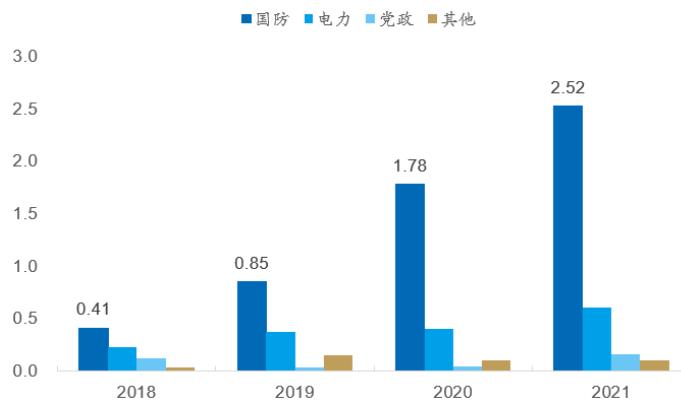
来源：公司微信公众号，国金证券研究所

### 3.2 扎根国防电力优势行业，逐步拓宽下游行业客户

公司在电力和国防领域具备深厚技术积淀和广泛用户基础。从公司下游行业客户构成来看，

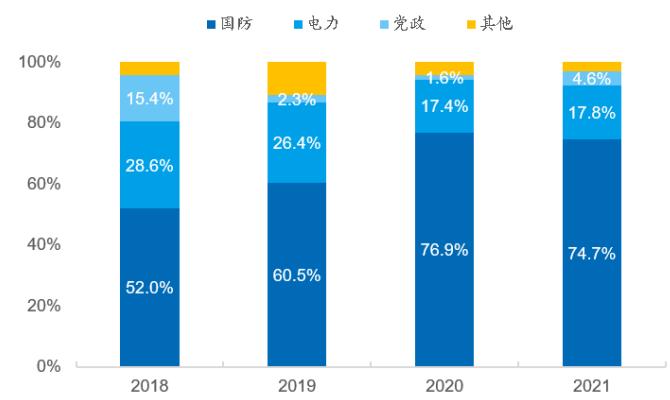
国防和电力行业贡献了公司的大部分收入。2021年公司来自国防领域的收入为2.52亿元，占比约74.7%，电力领域收入约0.6亿元，占比约为17.8%。

图表40：国防和电力领域是营收主要来源（亿元）



来源：iFinD，国金证券研究所

图表41：公司2021年国防领域收入占比约75%

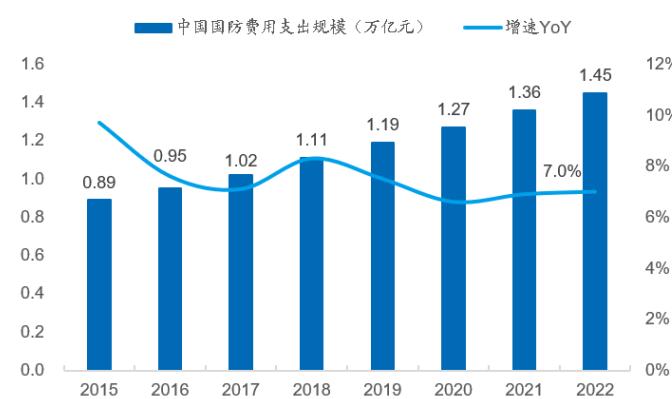


来源：iFinD，国金证券研究所

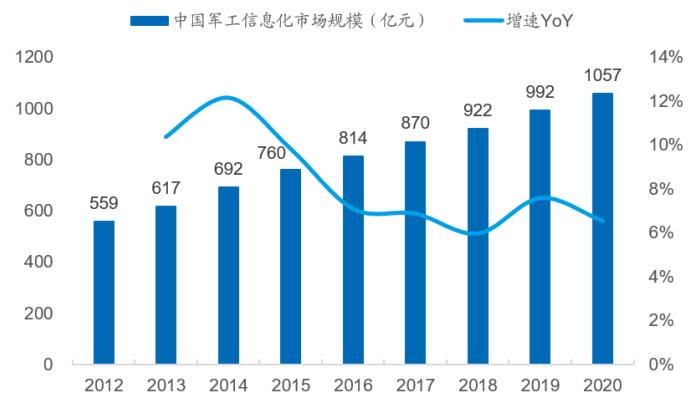
国防投入逐年增加，军工信息化市场空间超千亿。2022年我国国防支出为1.45万亿元，同比增长7%，国家安全与供应链安全需求推动信创产业发展，国防领域客户对国产计算机软硬件产品需求有望增加，我国军工信息化市场规模持续扩大，2020年市场规模为1057亿元，同比增长6.6%。

公司自设立以来就一直服务于国防领域，承建了众多国防单位信息化建设项目，并承担了多项国防单位委托的型号装备配套任务和技术预研项目。公司操作系统、云计算产品、信息安全产品已在安全办公、教育培训、指挥训练、列装设备等国防领域广泛应用部署。

图表42：2022年国防支出达到1.45万亿元



图表43：2020年我国军工信息化市场规模超1000亿



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

电力信息化市场呈现快速增长态势。近年来，互联网、云计算、大数据等技术已逐步应用至电力行业，新技术的发展为电力行业的信息化提供了良好的技术支持。我国电力信息化市场的总收入由2014年的141亿元增至2019年的308亿元，复合年增长率为16.91%，预计于2024年进一步增至712亿元，2019年至2024年的复合年增长率为18.25%。

图表44：电力信息化需求高速增长为国产厂商带来新机遇



来源：中商产业研究院，国金证券研究所

深耕电力行业十余载，公司操作系统已成为电力行业主流选择。公司于2011年即针对电力领域操作系统安全可靠运行需求，专门组建研发团队技术攻关。公司操作系统产品是较早应用于国家电网及南方电网调度系统的国产操作系统代表，经过近十年实际应用部署，在电网需求引领下，公司操作系统不断迭代演进，从系统漏洞挖掘、证书体系建设、内核安全可信、应用安全监控等多维度发力，目前已成为电力行业主流国产操作系统。

图表45：麒麟信安操作系统是电力行业国产安全操作系统的主力军



来源：公司官网，国金证券研究所

电力、国防领域进入门槛高，具有一定行业壁垒。公司现有客户主要集中在国防企事业单位和大型国有企业，操作系统多年来连续中标国家电网、南方电网的调度系统安全操作系统项目，同时在国防、航天测发控等领域也已实现众多应用部署，多年来与客户建立了较强粘性。

图表46：2021年公司前五大客户集中在国防电力领域

客户名称	销售额 (万元)	占当期营业 收入比例	主要销售内容
A1 单位	14417.29	42.65%	信息安全产品
中国电子科技集团有限公司	2359.41	6.98%	操作系统产品、信息安全产品、云计算产品
国家电网	1802.95	5.33%	操作系统产品、云计算产品
A8 单位	1078.09	3.19%	云计算产品、信息安全产品、操作系统产品
新疆金风科技股份有限公司	728.63	2.16%	操作系统产品

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

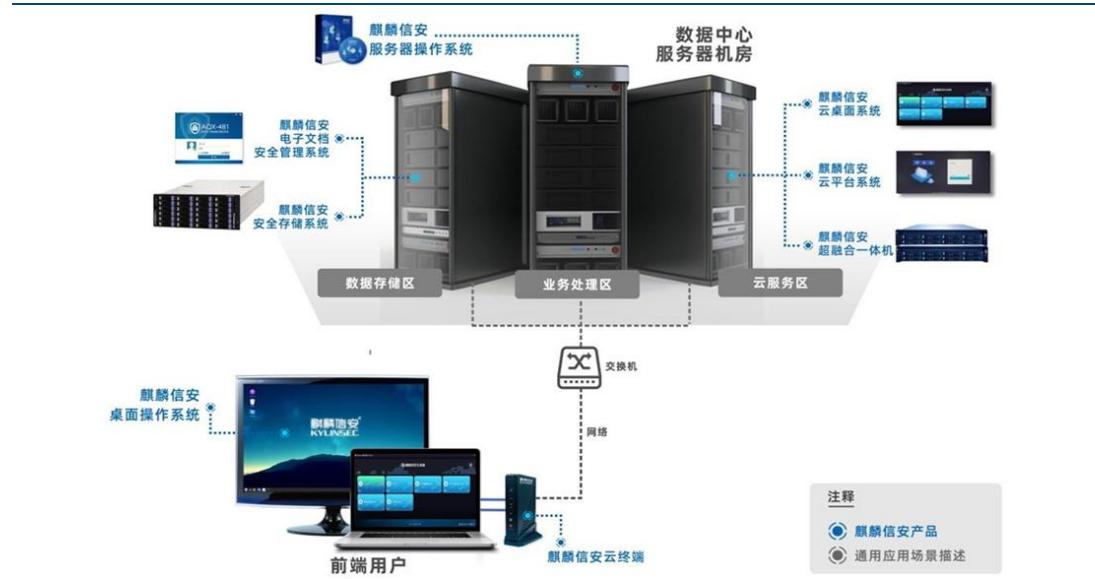
以优势行业为基石，向其他行业不断拓展。在国产化替代的大背景下，党政军领域对信创产品需求量逐步抬升，同时金融、石油、电力、交通、电信、航空航天、医疗、教育等行业

业信创快速推进，国产自主创新产品有望实现大规模应用。当前公司产品应用的下游重点领域主要分为电力、国防以及政务三大领域，这三大领域涉及国防民生，在国家信息安全层面受到高度重视。未来随着公司产品服务的行业增加，市场空间有望得到进一步拓展。以金融行业为例，2022年4月公司云桌面产品入围中国银行项目采购，实现了在金融领域的再突破，此前该产品已在中国人民银行某支行、长沙银行、贵州农信等多个用户单位成功部署并取得良好的应用效果。

### 3.3 公司打造三位一体产品体系，各业务协同发展

三位一体产品体系能够实现自主安全，获得业内高度认可。公司三位一体产品体系以操作系统为根技术，信息安全、云计算协同发展，保证从操作系统到云桌面到数据存储实现信息系统原生安全，具有良好成长性。具体来说，公司基于开源Linux技术率先研发了麒麟信安操作系统，在自有操作系统产品之上通过自主研发桌面虚拟化和服务器虚拟化技术，进一步推出云桌面系统及轻量级云平台产品。此外公司将操作系统技术与密码服务、存取控制有机结合，融合NAS、SAN和云计算存储安全于一体，推出数据安全集中存储产品。公司产品一体化解决方案具有高安全、高可用、强实时、量身定制等特性，目前已规模应用于国防、电力、政务等关键行业，并向金融、交通、水利等领域持续拓展。

**图表47：公司产品一体化综合解决方案应用场景示意图**



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

产品以安全为特色，通过多项认证。公司产品荣获多项省市、行业权威奖项，操作系统产品连续7次通过公安部信息产品检测中心等保四级安全认证，连续多年通过中国电力科学研究院有限公司安全功能检测、渗透测试检测。公司产品获得多项荣誉资质，在信息技术应用创新领域积累了丰富的实践经验，支撑行业数字化转型。

**图表48：公司产品获得多项荣誉资质**

时间	荣誉资质	获奖产品/项目	认定单位
2018 年	第三届中国军民两用技术创新应用大赛技术创新类金奖	虚拟桌面技术创新应用	中国军民两用技术创新应用大赛组委会
2020 年	首届信创“鼎信杯”信息技术应用创新优秀解决方案	基于多自主处理器平台的麒麟云桌面系统解决方案	工业和信息化部计算机与微电子发展研究中心
2021 年	2020 年信创安全优秀解决方案	信创云安全办公解决方案	国家工业信息安全发展研究中心
2021 年	2020 年度信息技术应用创新解决方案典型案例	“一云多芯”信创云桌面解决方案	工业和信息化部网络安全产业发展中心
2021 年	2021 网信自主创新成果交流推广应用潜力类推荐方案	“一云多芯”自主创新云桌面解决方案	关键信息基础设施技术创新联盟；信息安全等级保护关键技术国家工程实验室；《网信自主创新调研报告》编委会
2021 年	2021 信创桌面云最佳解决方案	麒麟信安云桌面	中国社会科学院信息化研究中心
2022 年	2021 年软件行业典型示范案例	麒麟信安操作系统	中国软件行业协会

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

承担多项重大课题，在关键行业树立众多标杆案例。公司覆盖国家电网及南方电网多个网调、省调、区调场景，并在风电等新能源发电领域实现了服务器操作系统收入的快速增长。此外公司承建了众多国防单位信息化建设项目，承担了多项国防单位委托的型号装备配套任务和技术预研项目，参与承担了 2 项“核高基”课题及 2 项“基础软件项目”国家课题和其他多项省、市级重大科研项目。2022 年公司通过远程或现场向客户提供技术服务三千余次，受到客户高度认可。公司一体化解决方案具备安全协同、性能优化、稳定可靠、灵活高效等优势，得到客户广泛认可，有利于带动各产品线协同发展。

**图表49：公司承担多项国家级、省级重大课题**

序号	项目名称	项目类型
1	安全自主云桌面系统研制及应用	核高基课题
2	工业互联网安全操作系统产业化及规模化应用	核高基课题
3	2020 年基础软件项目-服务器操作系统	基础软件项目
4	2020 年基础软件项目-桌面操作系统	基础软件项目
5	面向自主平台的虚拟桌面技术研究	国防预先研究课题
6	基于鲲鹏平台的操作系统研发及示范应用	湖南科技创新专项
7	党政军关键应用数据加密专用平台研发及产业化	长沙市产业专项
8	基于飞腾、鲲鹏平台的关键软件研发及应用示范	长沙市网络安全产业专项
9	基于国产芯片的虚拟化应用研发及示范	省重点研发计划
10	麒麟可信云终端研发与产业化	湖南省制造强省专项资金重大产业项目
11	浏览器内核安全加固研发项目	应用软件项目
12	基于鲲鹏、飞腾等国产 CPU 的信创云桌面系统	省移动互联网项目

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

1) 营收&amp;毛利：

### 信息安全业务：

信息安全业务近年来收入占比近 50%，核心产品在国防、政府、央企等领域得到广泛应用，近年来该业务收入规模不断放量，2022 年受疫情影响，信息安全行业下游需求有所放缓，预计后续该业务增速有望回暖，我们预计该业务 2022–2024 年的收入增速分别为 9.9%、12.2%、14.1%，毛利率分别为 67.01%、66.52%、66.13%。

### 云计算业务：

公司云计算业务目前收入体量与信息安全相比较小，处于快速放量期，2022 年疫情对云产品的交付造成了一定程度的影响，预计增速有所放缓，随着产品后续向多行业拓展，未来收入有望快速增长。云计算产品中部分含有硬件集成，随着云计算收入的增长，毛利率将有所下滑，结合近年来私有云市场近 30%的增速水平，我们预计该业务 2022–2024 年的收入增速分别为 9.9%、35.2%、31.5%，毛利率分别为 45.2%、44.1%、43.2%。

### 操作系统业务：

操作系统业务是公司的根业务，重点应用于电力、国防、政务等领域，公司向其他行业不断拓展以及 CentOS 替换有望给公司未来几年带来一定增量，我们预计该业务 2022–2024 年的收入增速分别为 50.7%、48.3%、47.5%，毛利率分别为 96.1%、96.1%、96.1%。

#### 2) 销售/管理/研发费用率：

**销售费用率：**公司在募投项目中将 1.12 亿元投向区域营销及技服体系建设项目，随着公司后续向其他行业拓展，销售费用率相比 2021 年将有所提升，我们预计 2022–2024 年的销售费用率分别为 17.34%、17.22%、17.11%。

**管理费用率：**随着公司管理效能不断提升，管理费用率将有所下降，我们预计 2022–2024 年的管理费用率分别为 7.16%、7.08%、6.98%。

**研发费用率：**云计算业务和信息安全业务后续均需持续投入研发方可满足下游客户的新需求，此外由于各个行业对于公司各业务线产品均存在一定的定制化需求，预计未来公司研发费用率将高于 2021 年水平，我们预计公司 2022–2024 年的研发费用率分别为 18.01%、17.82%、17.66%。

### 盈利预测

预计公司 2022–2024 年营业收入分别为 4.00、5.11、6.59 亿元，净利润分别为 1.28、1.67、2.13 亿元，现价对应 90、69、54 倍 PE。

图表50：核心估值假设

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入合计（百万元）	79.68	141.31	231.24	338.00	400.35	510.69	658.81
$yoy$	—	77.35%	63.64%	46.17%	18.45%	27.56%	29.00%
毛利率	72.17%	78.77%	70.94%	66.30%	68.27%	68.83%	69.75%
<b>信息安全</b>							
收入（百万元）	17.32	74.46	125.52	168.63	185.32	207.93	237.25
$yoy$	—	330.01%	68.58%	34.34%	9.90%	12.20%	14.10%
毛利率	43.14%	72.71%	71.46%	67.41%	67.01%	66.52%	66.13%
<b>云计算</b>							
收入（百万元）	17.16	11.84	39.68	91.81	100.90	136.42	179.39
$yoy$	—	-31.02%	235.13%	131.39%	9.90%	35.20%	31.50%
毛利率	41.50%	52.81%	42.59%	44.92%	45.20%	44.10%	43.20%
<b>操作系统</b>							
收入（百万元）	42.48	48.54	49.36	70.22	105.82	156.93	231.48
$yoy$	—	14.26%	1.69%	42.26%	50.70%	48.30%	47.50%
毛利率	99.67%	98.45%	99.53%	96.32%	96.10%	96.10%	96.10%

来源：Wind，国金证券研究所

### 投资建议及估值

我们采用市盈率法对公司进行估值，预计公司 2022–2024 年的营业收入分别为 4.00、5.11、6.59 亿元，对应 EPS 2.41、3.17、4.03 元/股，对应 PE 90、69、54 倍。我们选取深信服、锐捷网络、中国软件作为可比公司，给予公司 2023 年 80 倍 PE，目标价 253.6 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表51：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS				PE	
			2020	2021	2022E	2023E	2024E	2022E
300454	深信服	144.02	1.96	0.66	0.63	1.35	2.26	230.17
301165	锐捷网络	46.12	0.59	0.92	0.99	1.33	1.80	46.81
600536	中国软件	73.99	0.14	0.15	0.28	0.59	0.98	259.80
平均数								178.93
688152	麒麟信安	217.05	2.50	2.81	2.41	3.17	4.03	89.89
								68.51
								53.87

来源：Wind，国金证券研究所（截至 2023 年 3 月 10 日）

## 5. 风险提示

### 行业拓展不及预期

公司目前面向的行业以电力、国防、政务领域为主，各个行业均存在一定的定制化需求，若后续行业拓展不及预期，可能会对公司的收入产生一定影响。

### 行业竞争加剧风险

云计算领域和信息安全领域玩家众多，若公司不能通过研发投入构建自身壁垒，形成差异化优势，可能会影响公司后续相关业务的拓展。

### 限售股解禁风险

公司有 52.49 万股首发一般股份和首发机构配售股份将于 2023 年 4 月 28 日上市流通，预计占解禁前流通股的 4.64%，占解禁后流通股的 4.43%，占总股本的 0.99%，该解禁事项可能对公司股价产生一定影响。

#### 附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币百万元)							资产负债表(人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	141	231	338	400	511	659	货币资金	38	17	54	939	1,071	1,241
增长率		63.6%	46.2%	18.4%	27.6%	29.0%	应收款项	82	56	145	300	344	401
主营业务成本	-30	-67	-114	-127	-159	-199	存货	18	75	66	71	78	84
%销售收入	21.2%	29.1%	33.7%	31.7%	31.2%	30.3%	其他流动资产	54	253	193	175	158	140
毛利	111	164	224	273	352	460	流动资产	192	401	458	1,485	1,651	1,866
%销售收入	78.8%	70.9%	66.3%	68.3%	68.8%	69.7%	%总资产	95.8%	97.7%	91.3%	96.8%	96.8%	96.9%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-4	-5	-7	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.3%	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	5	6	7	8	9	10
销售费用	-39	-36	-48	-69	-88	-113	%总资产	2.5%	1.5%	1.4%	0.5%	0.5%	0.5%
%销售收入	27.5%	15.6%	14.1%	17.3%	17.2%	17.1%	无形资产	2	2	2	3	4	5
管理费用	-16	-18	-26	-29	-36	-46	非流动资产	8	9	43	49	55	60
%销售收入	11.2%	7.8%	7.6%	7.2%	7.1%	7.0%	%总资产	4.2%	2.3%	8.7%	3.2%	3.2%	3.1%
研发费用	-57	-50	-60	-72	-91	-116	<b>资产总计</b>	<b>200</b>	<b>411</b>	<b>502</b>	<b>1,535</b>	<b>1,706</b>	<b>1,926</b>
%销售收入	40.6%	21.7%	17.8%	18.0%	17.8%	17.7%	短期借款	0	10	5	6	6	6
息税前利润(EBIT)	-3	57	87	99	131	177	应付款项	27	117	25	31	37	45
%销售收入	n.a	24.5%	25.7%	24.7%	25.6%	26.9%	其他流动负债	43	84	78	94	104	116
财务费用	-1	-4	-4	8	19	22	流动负债	70	212	108	130	147	167
%销售收入	0.7%	1.7%	1.2%	-2.1%	-3.7%	-3.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-3	0	-6	-11	-12	-14	其他长期负债	15	10	34	30	29	29
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	85	222	141	161	176	196
投资收益	1	4	7	10	10	10	<b>普通股股东权益</b>	<b>115</b>	<b>189</b>	<b>360</b>	<b>1,374</b>	<b>1,529</b>	<b>1,730</b>
%税前利润	5.8%	3.7%	5.6%	7.3%	5.6%	4.4%	其中：股本	33	40	40	53	53	53
营业利润	21	101	118	136	178	226	未分配利润	47	86	175	292	448	648
营业利润率	15.1%	43.7%	34.9%	34.0%	34.9%	34.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	2	-1	2	1	2	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>200</b>	<b>411</b>	<b>502</b>	<b>1,535</b>	<b>1,706</b>	<b>1,926</b>
税前利润	23	100	120	137	180	229							
利润率	16.1%	43.2%	35.5%	34.3%	35.2%	34.8%							
所得税	-2	-1	-8	-10	-13	-16							
所得税率	10.8%	0.9%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%							
净利润	20	99	112	128	167	213							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	<b>20</b>	<b>99</b>	<b>112</b>	<b>128</b>	<b>167</b>	<b>213</b>							
净利率	14.4%	42.8%	33.0%	31.9%	32.8%	32.3%							
现金流量表(人民币百万元)							比率分析						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	20	99	112	128	167	213	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.622	2.496	2.814	2.415	3.168	4.029
非现金支出	4	1	8	14	15	17	每股净资产	3.528	4.758	9.085	25.995	28.943	32.732
非经营收益	-1	1	-3	-10	-11	-12	每股经营现金净流	-0.732	2.948	0.362	-0.371	2.344	3.035
营运资金变动	-47	16	-102	-151	-48	-58	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.220	0.240
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-24</b>	<b>117</b>	<b>14</b>	<b>-20</b>	<b>124</b>	<b>160</b>	<b>回报率</b>						
资本开支	-6	-5	-5	-2	-1	0	净资产收益率	17.62%	52.44%	30.98%	9.29%	10.95%	12.31%
投资	-19	-174	49	20	20	20	总资产收益率	10.17%	24.09%	22.24%	8.31%	9.81%	11.06%
其他	0	0	0	10	10	10	投入资本收益率	-2.00%	28.25%	22.13%	6.66%	7.93%	9.51%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-25</b>	<b>-180</b>	<b>44</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>增长率</b>						
股权募资	8	81	0	897	0	0	主营业务收入增长率	77.35%	63.64%	46.17%	18.45%	27.56%	29.00%
债权募资	-5	10	-10	0	0	0	EBIT增长率	-40.89%	-2290.64%	53.59%	13.63%	32.47%	35.49%
其他	33	-35	-40	-12	-13	-14	净利润增长率	85.04%	386.37%	12.78%	14.39%	31.20%	27.19%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>36</b>	<b>56</b>	<b>-50</b>	<b>885</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>	总资产增长率	113.69%	105.23%	22.16%	205.99%	11.15%	12.92%
<b>现金净流量</b>	<b>-13</b>	<b>-7</b>	<b>8</b>	<b>894</b>	<b>140</b>	<b>176</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	136.2	100.4	101.1	272.0	250.0	230.0
							存货周转天数	163.6	251.0	226.1	210.0	190.0	170.0
							应付账款周转天数	94.4	94.8	75.0	81.0	77.0	74.0
							固定资产周转天数	12.9	9.4	7.7	7.4	6.5	5.6
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-75.45%	-132.77%	-63.84%	-79.66%	-78.89%	-78.39%
							EBIT利息保障倍数	-2.6	14.7	20.8	-11.8	-6.8	-7.9
							资产负债率	42.31%	54.06%	28.20%	10.49%	10.33%	10.19%

## 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

## 投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402