

麒麟信安 (688152)

证券研究报告

2023年08月22日

深耕国产服务器操作系统，信创驱动加速成长

1、以操作系统技术为基础，“操作系统-云计算-信息安全”三位一体布局

公司以操作系统为根技术外延发展，形成“操作系统-云安全-信息安全”三位一体的产品体系，其中操作系统业务主要基于开源的 Linux 技术打造以安全为特色的国产操作系统；云计算产品以云桌面及轻量级云平台为主；信息安全产品以数据安全存储为主。公司董事长杨涛毕业于国防科技大学，核心高管操作系统相关产业经验丰富，员工大比例持股。公司近年业绩持续增长，三大业务齐头并进，国防、电力是公司优势行业，并积极向党政和其他行业或领域拓展业务。

2、信创加速落地，操作系统、云计算业务有望高增

2020 年以来我国信创产业进入新的阶段，2+8+N 体系推进，党政和金融、运营商等重点行业开始信创规模化应用。操作系统是整个计算机的核心系统软件，Windows 占据桌面操作系统大部分份额，Linux 占据服务器操作系统大部分份额，信创推动下国产操作系统厂商营收扩张，预计 2024 年国产操作系统通用市场规模达到 34 亿元。在服务器操作系统领域，OpenEuler 持续迭代，在中国服务器操作系统新增市场份额超过 25%。

操作系统：产品主要为服务器操作系统，优势在于高安全性、高可用性、强实时性三大关键指标。公司积极参与及维护 OpenEuler，深度参与社区建设，是 openEuler 社区委员会常务委员单位，首批 openEuler 商业发行版厂商。电力、国防是公司操作系统优势领域，并积极向金融、政务、能源等其他行业拓展。

云计算：产品依托自有操作系统技术体系，包括云桌面、轻量级云平台、超融合一体机、云终端、云计算服务。目前云桌面作为云计算的重要分支，已广泛应用于各个行业。公司云计算业务收入主要来源于国防领域客户，也逐渐向电力、党政以及其他行业拓展。

3、信息安全业务聚焦安全存储，以国防为基拓展商业市场

数据安全是信息安全的重要部分，数据存储安全是数据安全的一部分，而密码是构建数据存储安全体系的重要基石。目前信息安全提升到法律层面，监管范围持续扩大，下游行业用户数据安全意识提高，数据安全覆盖领域拓宽，数据安全行业有望快速增长。公司信息安全产品聚焦安全存储，产品包括安全存储系统、电子文档安全管理系统，目前公司信息安全产品已在国防、政府、央企等领域得到应用部署，并为军政关键部门的专用数据安全装备提供配套安全支撑平台。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 5.24/6.88/8.93 亿元，归母净利润分别为 1.37/1.90/2.53 亿元。参照可比公司，给予公司 2024 年 75x PE，**目标市值 143 亿，目标价 181 元，首次覆盖给予“买入”评级。**

风险提示：信创行业进展不及预期；行业及客户拓展不及预期；应收账款较高的风险。

| 财务数据和估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 338.00 | 400.36 | 523.82 | 688.48 | 892.69 |
| 增长率(%) | 46.17 | 18.45 | 30.84 | 31.43 | 29.66 |
| EBITDA(百万元) | 103.85 | 133.40 | 169.56 | 218.16 | 287.50 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 111.55 | 128.65 | 137.32 | 190.13 | 252.63 |
| 增长率(%) | 12.78 | 15.33 | 6.74 | 38.45 | 32.88 |
| EPS(元/股) | 1.42 | 1.63 | 1.74 | 2.41 | 3.21 |
| 市盈率(P/E) | 79.82 | 69.21 | 64.84 | 46.83 | 35.24 |
| 市净率(P/B) | 24.73 | 6.74 | 6.15 | 5.57 | 4.94 |
| 市销率(P/S) | 26.34 | 22.24 | 17.00 | 12.93 | 9.97 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 59.92 | 45.50 | 35.28 | 26.46 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|----------|
| 行业 | 计算机/软件开发 |
| 6 个月评级 | 买入（首次评级） |
| 当前价格 | 113.08 元 |
| 目标价格 | 181 元 |

基本数据

| | |
|---------------|--------------|
| A 股总股本(百万股) | 78.74 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 17.64 |
| A 股总市值(百万元) | 8,903.77 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1,994.63 |
| 每股净资产(元) | 24.99 |
| 资产负债率(%) | 7.86 |
| 一年内最高/最低(元) | 248.80/90.53 |

作者

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

张若凡 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521090001
zhangruofan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 麒麟信安：以操作系统为基，信息安全、云计算三大业务布局 | 4 |
| 1.1. “操作系统-云安全-信息安全”三位一体产品布局 | 4 |
| 1.2. 业绩持续增长，国防、电力是公司优势行业 | 5 |
| 2. 信创加速落地，公司操作系统、云计算业务有望高增 | 8 |
| 2.1. 信创产业加速落地，国产操作系统份额有望提升 | 8 |
| 2.2. 操作系统：公司深度参与 openEuler 社区，深耕电力国防并向其他行业拓展 | 12 |
| 2.3. 云计算：云桌面从国防向电力、党政行业拓展 | 15 |
| 3. 信息安全：聚焦安全存储，以国防为基拓展商业市场 | 17 |
| 3.1. 数据安全重要性提升，存储安全是重要组成 | 17 |
| 3.2. 公司安全存储产品以国防行业为基础，向其他行业拓展 | 19 |
| 4. 盈利预测 | 21 |
| 5. 风险提示 | 22 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 1：公司产品结构图 | 4 |
| 图 2：公司产品一体化解决方案 | 4 |
| 图 3：公司股权结构图（截至 2023 年一季报） | 5 |
| 图 4：公司近年营业收入 | 6 |
| 图 5：公司近年归母净利润 | 6 |
| 图 6：公司信息安全业务营收及增速 | 6 |
| 图 7：公司操作系统业务营收及增速 | 6 |
| 图 8：公司云计算业务营收及增速 | 6 |
| 图 9：2022 年公司各业务营收占比 | 6 |
| 图 10：公司各行业营收（百万元） | 7 |
| 图 11：公司毛利率 | 7 |
| 图 12：公司三大业务毛利率 | 7 |
| 图 13：公司期间费用率 | 8 |
| 图 14：公司三费情况 | 8 |
| 图 15：我国信创行业发展历程 | 8 |
| 图 16：信创产业链 | 9 |
| 图 17：信创“2+8+N”体系 | 9 |
| 图 18：操作系统分类 | 10 |
| 图 19：中国桌面操作系统市场格局（2023 年 7 月） | 10 |
| 图 20：2018 年全球服务器操作系统使用份额（付费+免费） | 11 |
| 图 21：2020 年我国 Linux 服务器操作系统收入市场份额 | 11 |
| 图 22：国产操作系统通用新增市场规模及增速 | 11 |

| | |
|---|----|
| 图 23: openEuler 社区贡献看板 (截至 2023/7/31) | 12 |
| 图 24: 麒麟信安总裁刘文清当选新一届 openEuler 委员会常务委员会委员 | 12 |
| 图 25: 麒麟信安是 openEuler 社区白金捐赠人之一 | 13 |
| 图 26: 公司操作系统业务收入拆分 (按产品, 单位: 万元) | 13 |
| 图 27: 公司操作系统业务拆分 (按行业, 单位: 万元) | 13 |
| 图 28: 公司客户列表 | 14 |
| 图 29: 公司融合虚拟化解决方案入选金融信创优秀解决方案名单 | 15 |
| 图 30: 麒麟信安云 | 15 |
| 图 31: 麒麟信安云桌面系统架构 | 16 |
| 图 32: 公司云桌面支持国内各 CPU 芯片, 异构部署 | 16 |
| 图 33: 公司云计算营收拆分 (按行业, 单位: 万元) | 17 |
| 图 34: 公司云桌面六大优势 | 17 |
| 图 35: 中国信息安全行业收入规模 | 18 |
| 图 36: 2019 年各行业数据安全用户占比 | 19 |
| 图 37: 公司天机存储加密系统功能 | 19 |
| 图 38: 公司天机存储加密系统应用场景 | 20 |
| 图 39: 公司信息安全业务营收拆分 (按行业, 单位: 万元) | 20 |
| | |
| 表 1: 公司股权激励考核目标 | 5 |
| 表 2: 公司操作系统产品特性及创新技术点 | 14 |
| 表 3: 数据安全生命周期 | 18 |
| 表 4: 公司营收拆分预测 | 21 |
| 表 5: 可比公司估值 | 21 |

1. 麒麟信安：以操作系统为基，信息安全、云计算三大业务布局

1.1. “操作系统-云安全-信息安全”三位一体产品布局

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、云计算等产品及服务业务，形成“操作系统-云计算-信息安全”三位一体的产品体系。

操作系统、云计算和信息安全三大产品线。公司操作系统业务主要基于开源的 Linux 技术打造以安全为特色的国产操作系统并实现了对国产 CPU 的适配；公司云计算产品以云桌面及轻量级云平台为主，该产品基于自有操作系统产品之上进一步自主研发了桌面虚拟化和服务器虚拟化技术，实现了视频重定向、设备重定向、传输协议优化、国产 CPU 适配等功能，支持 X86 与国产处理器平台异构混合部署，可提供全栈国产自主“云+端”解决方案；公司信息安全产品以数据安全存储为主，将操作系统技术与密码服务、存取控制技术有机结合，融合 NAS、SAN 和云计算存储安全于一体。

图 1：公司产品结构图



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

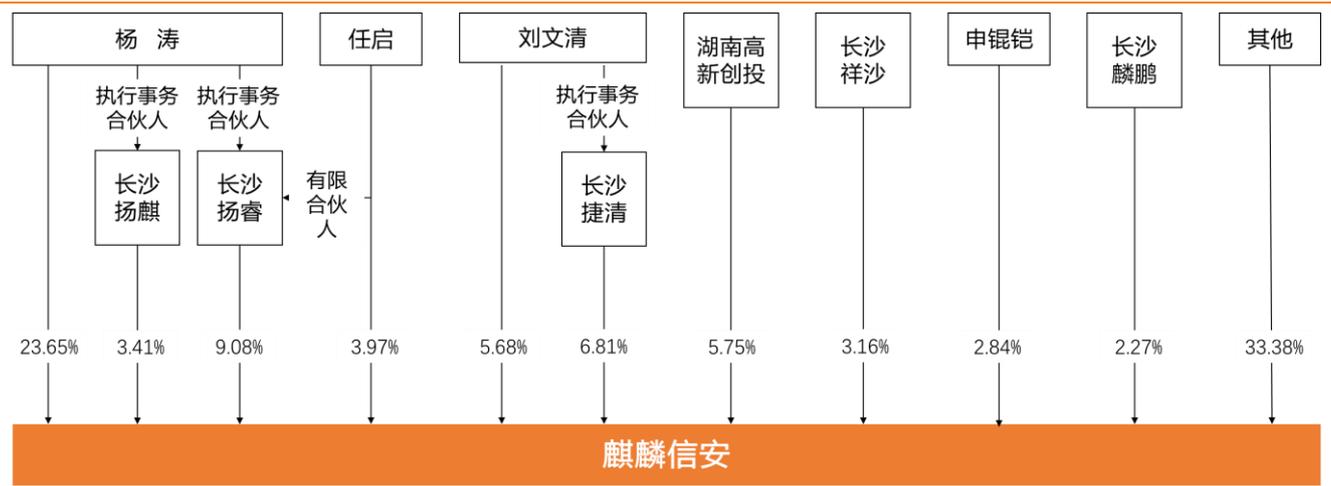
图 2：公司产品一体化解决方案



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司实控人为董事长杨涛，核心高管产业经验丰富，员工大比例持股。公司实控人杨涛毕业于国防科技大学计算机专业，博士研究生学历，高级工程师。截至 2023 年一季度，杨涛持有公司 23.65% 股份。此外，通过长沙扬睿、长沙扬麒分别间接控制公司 9.08%、3.41% 股份，合计控制公司 36.14% 股份，为公司的控股股东及实际控制人。公司总经理刘文清毕业于中国科学院软件研究所计算机应用技术专业，博士研究生学历，曾在中国科学院信息安全工程技术研究中心、中标软件、南大通用工作，直接持股 5.68%，并通过长沙捷清间接持股。公司副总经理任启、申锟铠分别直接持股 3.97%、2.84%。湖南高新创投持股 5.75%，长沙祥沙持股 3.16%，长沙扬睿、长沙捷清、长沙扬麒、长沙麟鹏为员工持股平台，持股比例分别为 9.08%、6.81%、3.41%、2.27%。

图 3：公司股权结构图（截至 2023 年一季度）



资料来源：wind，公司招股说明书，天风证券研究所

股权激励高增长目标，体现公司未来信心。2023 年 3 月，公司发布《2023 年限制性股票激励计划（草案）》并于 2023 年 5 月向激励对象授予限制性股票，以 109.11 元/股的授予价格向 40 名激励对象授予 16.02 万股限制性股票。分三期归属，考核目标为：1) 营业收入目标值：以 2022 年营业收入为基数，2023 年、2024 年、2025 年营业收入增长率分别达到 30%、69%、119%；2) 净利润目标值：以 2022 年净利润为基数，2023 年、2024 年净利润增长率不低于 15%、32%、52%。营业收入或净利润目标达成，解锁 100%；达成 70%，解锁 70%；均未达成，解锁 0%。

表 1：公司股权激励考核目标

| 考核年度 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入相对于 2022 年的增长率 Am | 30% | 69% | 119% |
| 净利润相对于 2022 年的增长率 Bm | 15% | 32% | 52% |
| 触发值 | Am 或 Bm 的 70% | Am 或 Bm 的 70% | Am 或 Bm 的 70% |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 业绩持续增长，国防、电力是公司优势行业

公司近年业绩持续增长。2022 年公司实现营收 4.00 亿，同比增长 18.5%；实现归母净利润 1.29 亿元，同比增长 15.33%。得益于公司三大类业务的持续增长，2018 至 2022 年公司营收复合增速达到 49.72%，归母净利润复合增速达到 84.97%。

图 4：公司近年营业收入



资料来源：Wind、天风证券研究所

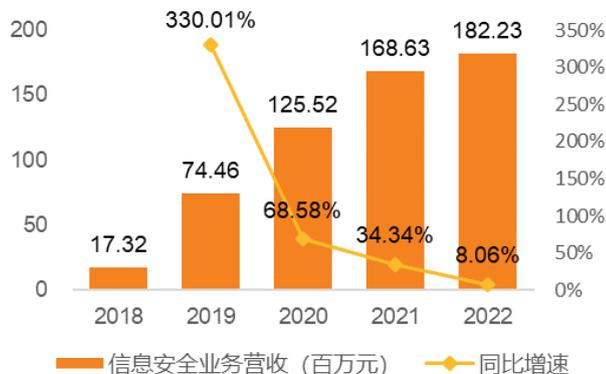
图 5：公司近年归母净利润



资料来源：Wind、天风证券研究所

信息安全为公司业务主体，信创驱动操作系统业务加速增长。信息安全业务是目前公司业务主体，得益于军队信息化投入加大，公司两款型号的安全存储产品在 2019-2021 年陆续开始规模交付并取得国防客户验收，公司信息安全业务营收快速增长，2022 年达到 1.82 亿元，同比增长 8.06%。服务器操作系统是公司操作系统业务主体，2022 年公司操作系统业务营收约 1.11 亿元，同比增长 57.43%，公司操作系统业务收入主要来自电力和国防领域，信创驱动下近年加速增长。公司云计算业务定位私有云市场，主要产品包括云桌面及轻量级云平台，国防行业是目前主要应用领域，2022 年营收 9994 万元，同比增长 8.87%。

图 6：公司信息安全业务营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：公司操作系统业务营收及增速



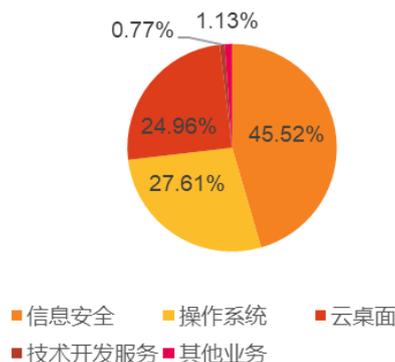
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：公司云计算业务营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

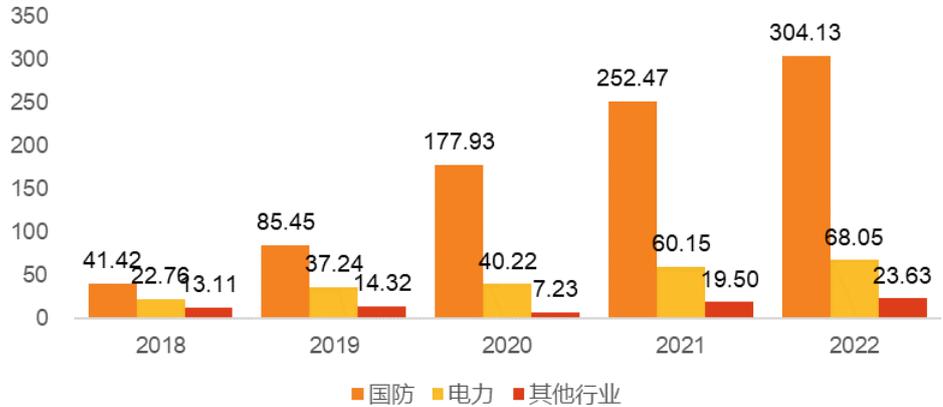
图 9：2022 年公司各业务营收占比



资料来源：wind，天风证券研究所

国防、电力行业是公司主要收入来源，积极向其他行业拓展。公司信息安全和云桌面产品主要应用于国防行业，操作系统产品主要应用于电力和国防，2022 年公司国防行业收入 3.04 亿元，同比增长 20.46%，电力行业营收 6805 万元，同比增长 13.14%。除国防以及电力行业外，公司积极向党政和其他行业或领域拓展业务。

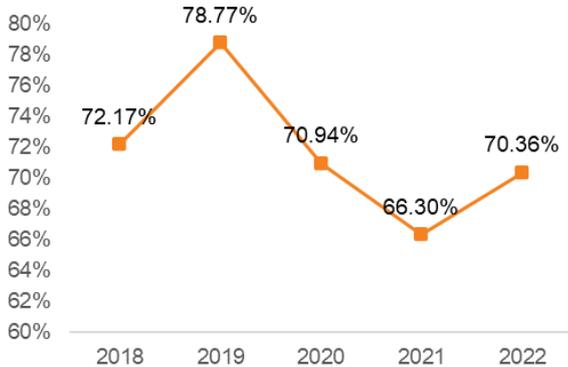
图 10：公司各行业营收（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

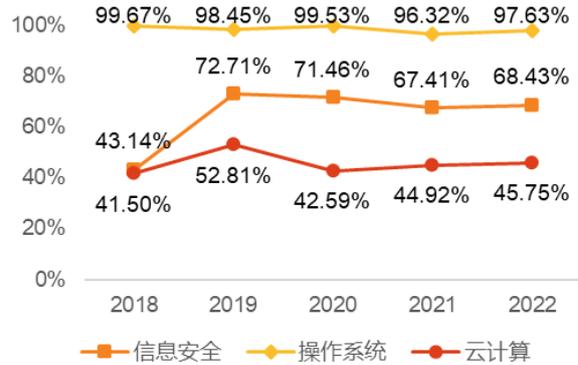
操作系统业务毛利率较高，综合毛利率提升。公司三大业务中，操作系统毛利率较高，其主要成本一般为外购的光盘、包装材料等，2022 年操作系统业务毛利率为 97.63%，公司云计算业务的交付方式包括单独销售云计算软件产品、软硬一体产品或者结合外采配套硬件（如服务器整机、存储、机柜等）为客户搭建私有云模式下的信息系统解决方案，因此毛利率较低，2022 年为 45.75%。2022 年操作系统营收占比提升，公司综合毛利率达到 70.36%，同比提高 4.06pct。

图 11：公司毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

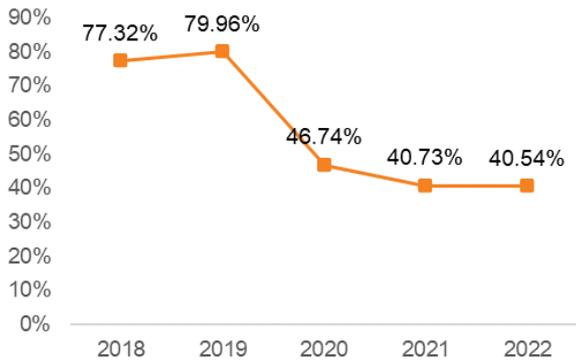
图 12：公司三大业务毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

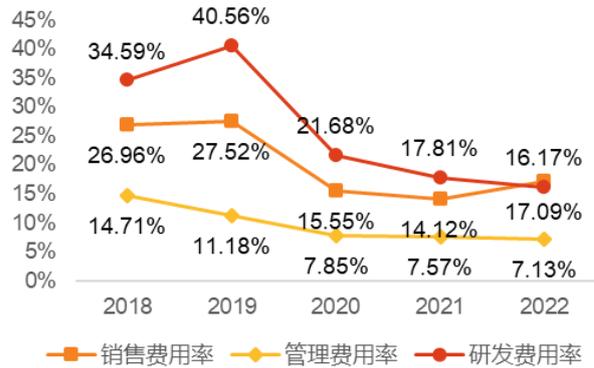
近年公司费用率持续优化。2020-2022 年公司期间费用率分别为 46.74%、40.73%、40.54%，公司期间费用率持续优化。2022 年销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 17.09%、7.13%、16.17%。

图 13：公司期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：公司三费情况



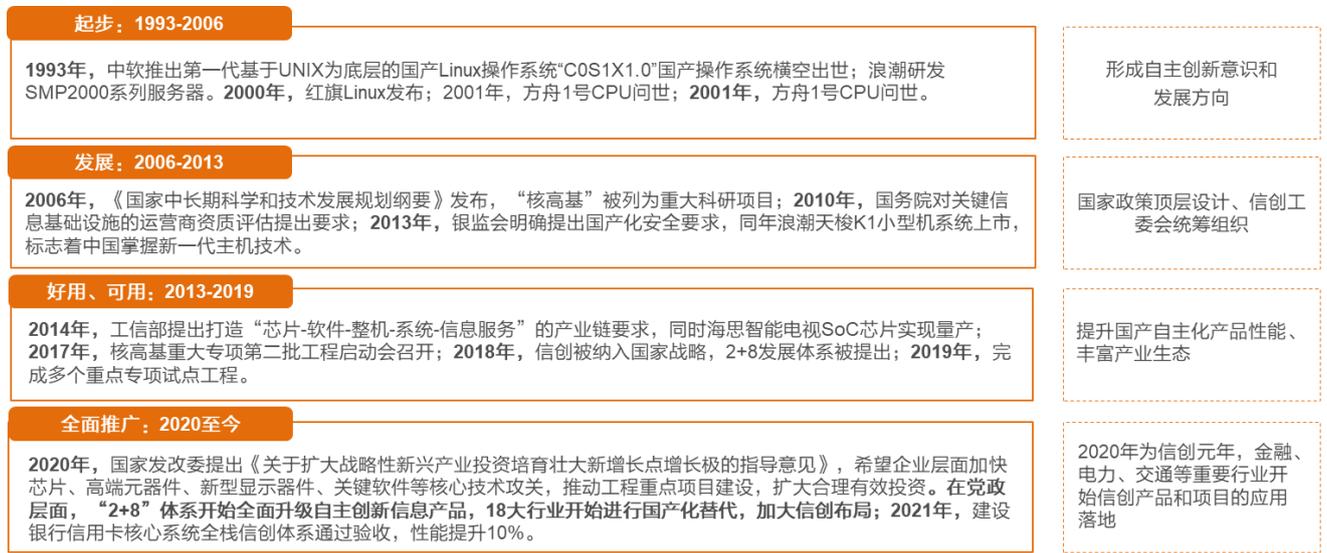
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 信创加速落地，公司操作系统、云计算业务有望高增

2.1. 信创产业加速落地，国产操作系统份额有望提升

信创产业旨在实现信息技术领域的自主可控，保障国家信息安全。自“中兴事件”以来，陆续有中国企业被加入到“美国实体清单”，而美国能够针对中国进行科技封锁，正是因为美国垄断了上游核心技术，主宰了整个产业发展。为防止产品和技术断供，保障中美关系紧张背景下 IT 体系安全，信创具有重要意义。

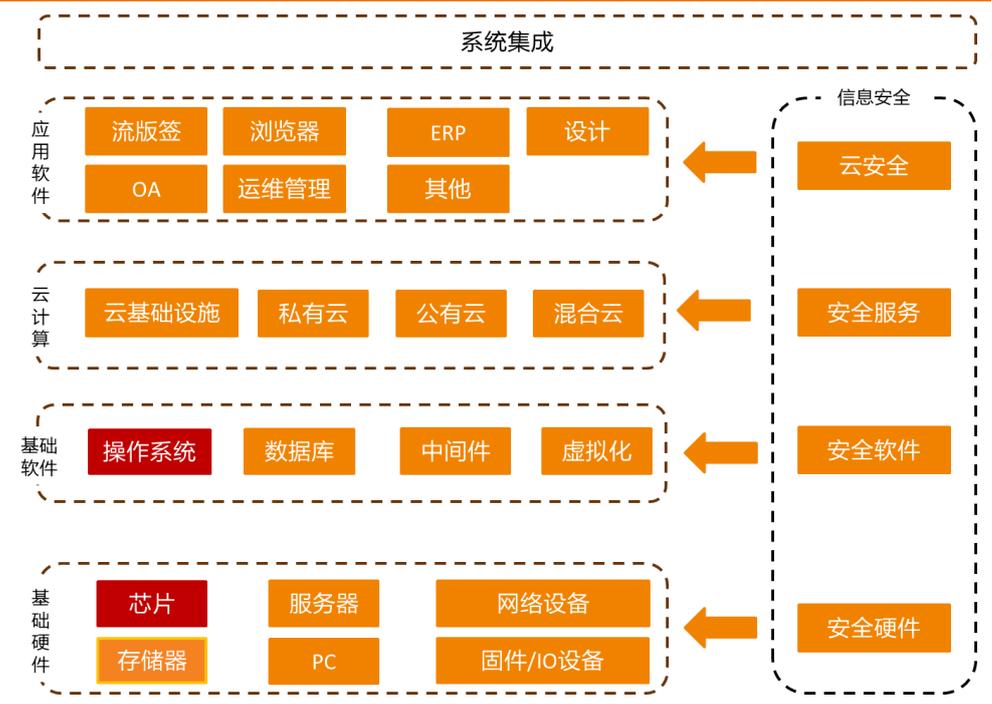
图 15：我国信创行业发展历程



资料来源：亿欧智库、天风证券研究所

从产业链来看，信创产业链主要包括基础硬件、基础软件、应用软件、信息安全，随着新一代信息技术的创新发展，云服务、系统集成方成为信创产业重要组成部分。在信创生态中，中央处理器（CPU）与操作系统（OS）地位重要。

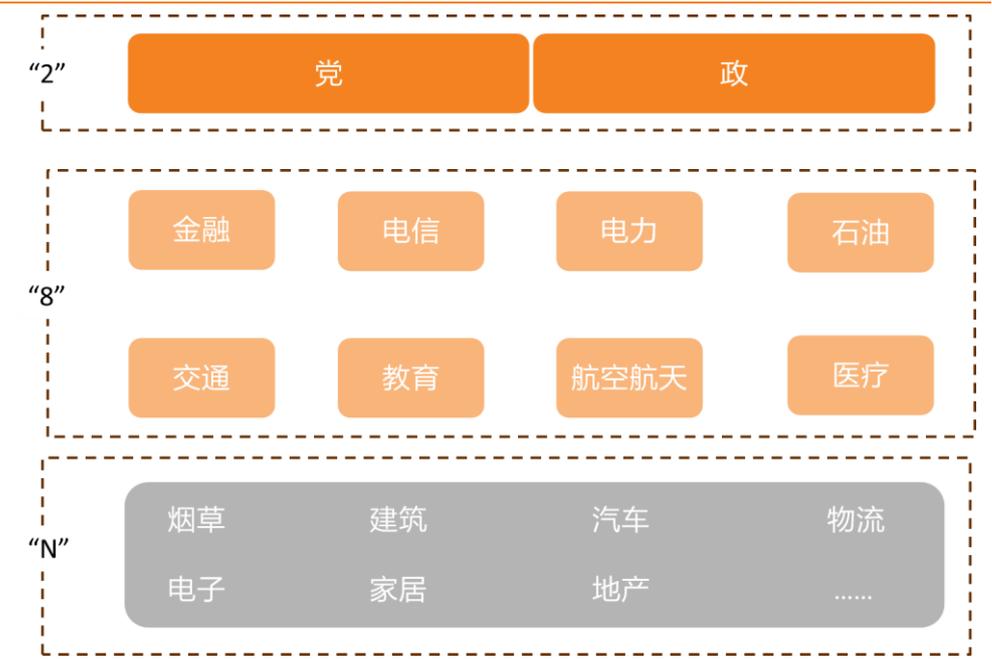
图 16：信创产业链



资料来源：亿欧智库、天风证券研究所

从整个格局看，目前已发展成为“2+8+N”体系推进建设。2018年信创“2+8”发展体系被提出，2020为信创元年，“2+8”体系开始全面升级信创产品，以金融、电信、能源、交通等为代表的行业信创也进入规模化应用阶段。根据亿欧智库发布的《2022中国信创产业竞争力研究报告及精选60强信创厂商》，信创产业需求侧是指“2+8+N”体系，即党政、八大国民经济支柱行业（金融、电信、交通、电力、石油、航空航天、教育、医疗）和N个消费行业。

图 17：信创“2+8+N”体系



资料来源：亿欧智库、天风证券研究所

操作系统是整个计算机的核心系统软件，属于基础软件，主要负责管理计算机硬件与软件资源，并提供必需的人机交互机制。目前，操作系统的概念已延伸到信息设备的各个计算节点，以及协同工作的云端、边缘端、智能终端等各类设备中。

按照操作系统面向的设备类型，通用操作系统主要包括**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，操作系统可划分为**开源系统**和**闭源系统**两类。根据技术流派，Linux 的发行版本大体分为以 Redhat 为代表的商业公司维护的发行版本和以 Debian 为代表的社区组织维护的发行版本。

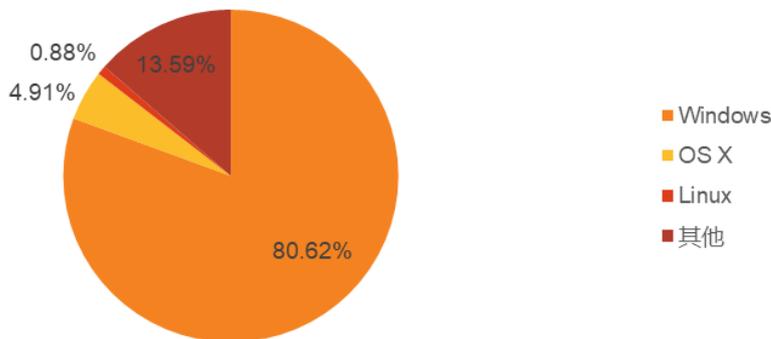
图 18：操作系统分类



资料来源：公司公告、天风证券研究所

Windows 占据桌面操作系统大部分份额，信创推动国产操作系统厂商营收扩张。根据 statcounter 数据，2023 年 7 月中国桌面操作系统中，Windows 占据 80.62%市场份额，OS X 占据 4.91%市场份额。Linux 系统作为开源操作系统具有灵活定制、结构层次清晰、运行效率高、运维成本低、较高的安全性等特点，国产操作系统大多选择以 Linux 为基础进行二次开发，信创推动下国产操作厂商营收扩张，2022 年麒麟软件营业收入达到 11.56 亿元，统信软件达到 3.64 亿元。

图 19：中国桌面操作系统市场格局（2023 年 7 月）

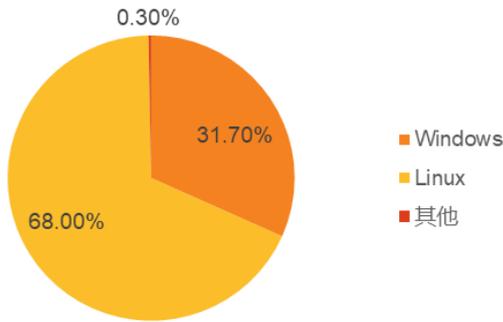


资料来源：statcounter，天风证券研究所

Linux 占据服务器操作系统大部分份额。Linux 的诞生和开源运动开始于上世纪 90 年代，

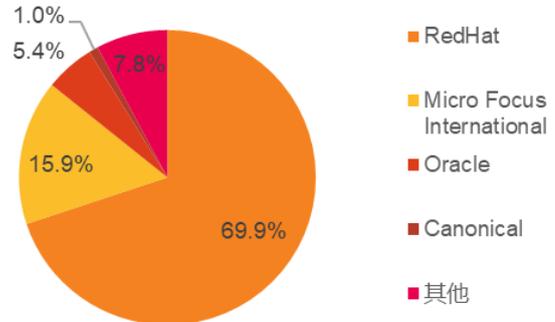
传统的闭源操作系统市场地位受到挑战，特别是服务器操作系统市场，Linux 份额不断提高。根据 IDC 在 2018 年的统计数据，全球服务器操作系统市场收入份额(付费+免费)中，Linux 的占比为 68.00%，Windows 仅占比 31.7%。根据 Gartner 在 2020 年发布的全球软件市场收入分析报告，中国 Linux 服务器操作系统 Red Hat(RHEL)的市场收入份额为 69.9%，Micro Focus International (SUSE) 市场收入份额为 15.90%，Oracle 市场收入份额为 5.4%，Canonical (Ubuntu) 市场收入份额为 1%，其他品牌市场份额为 7.8%。

图 20: 2018 年全球服务器操作系统使用份额 (付费+免费)



资料来源: 公司招股说明书, IDC, 天风证券研究所

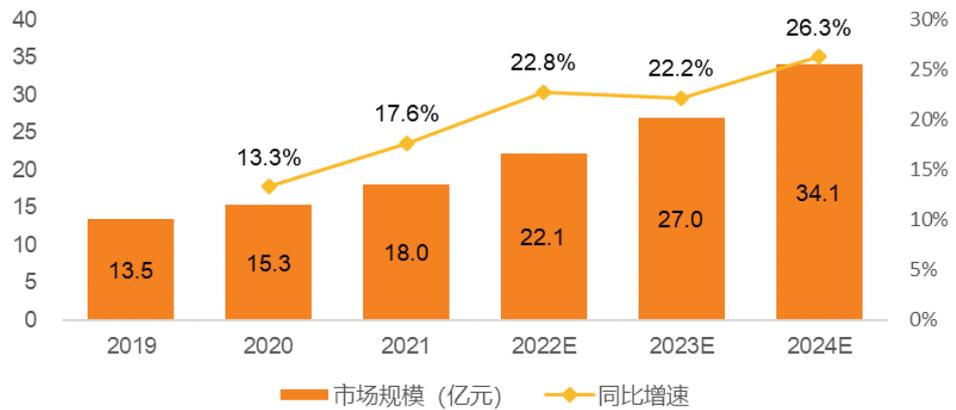
图 21: 2020 年我国 Linux 服务器操作系统收入市场份额



资料来源: 公司招股说明书, Gartner, 天风证券研究所

预计 2024 年国产操作系统通用市场规模达到 34 亿元。根据亿欧智库数据，目前国产操作系统渗透率不足 5%，且主要集中在党政体系。目前国产操作系统性能上已基本达到好用，生态问题逐步解决，随着行业信创加速，预计国产操作系统市场加速增长，2024 年达到 34.1 亿元。

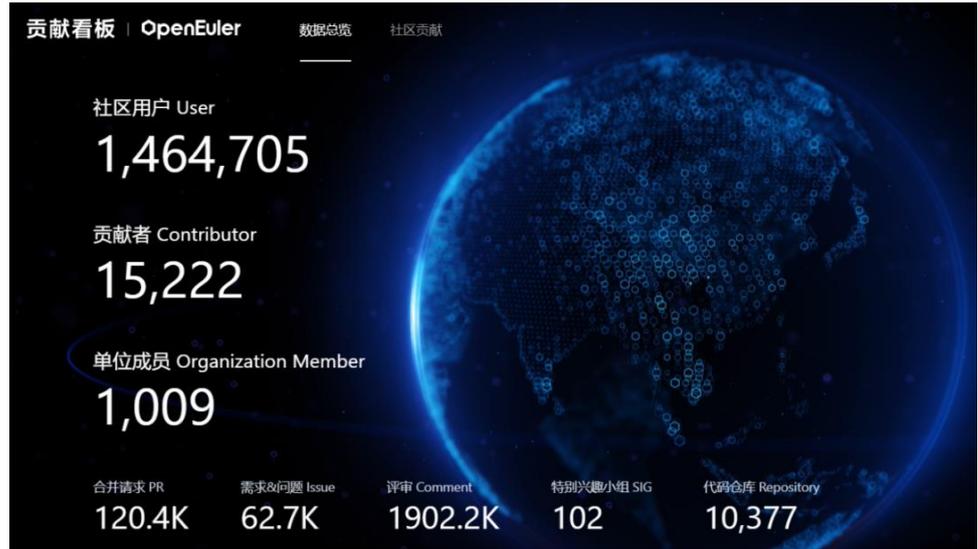
图 22: 国产操作系统通用新增市场规模及增速



资料来源: 亿欧智库, 天风证券研究所

OpenEuler 在中国服务器操作系统新增市场份额超过 25%。截至 2022 年 12 月，欧拉累计装机量超过 300 万套，在中国服务器操作系统新增市场份额超过 25%。根据沙利文数据，2022 年中国服务器操作系统行业装机量达到了 401.2 万套，openEuler 达到了 103.3 万套，渗透率达到了 25.74%，其中 2022 年欧拉系服务器操作系统在政府、电信、金融三大领域新增装机量市场份额分别达到 50.3%、40.6%、30.6%。根据 openEuler 官网，2023 年 7 月底，openEuler 社区用户累计超过 146 万，15222 名开发者在社区持续贡献，加入 openEuler 社区的单位成员超过 1000 家。

图 23: openEuler 社区贡献看板 (截至 2023/7/31)



资料来源: openEuler 官网、天风证券研究所

2.2. 操作系统: 公司深度参与 openEuler 社区, 深耕电力国防并向其他行业拓展

公司积极参与及维护 OpenEuler, 深度参与社区建设。自 2019 年起, 公司持续加大布局构建基于 openEuler 的操作系统商业发行版能力, 持续深耕国防、电力等关键行业, 通过灵活定制能力, 不断在产品的安全性、实时性、高可用、高可靠等方面进行增值开发, 实现了产品功能与行业需求的深度耦合创新。公司深度参与 openEuler 社区建设, 是 openEuler 社区委员会常务委员单位, 首批 openEuler 商业发行版厂商。公司总经理刘文清当选 2023-2024 年度 openEuler 委员会常务委员, 公司作为白金捐赠人 (与麒麟软件、统信软件并列) 加入开放原子基金会 openEuler 项目群。2022 年 9 月, 公司与湖南湘江新区管委会、华为共建湖南欧拉生态创新中心。

图 24: 麒麟信安总裁刘文清当选新一届 openEuler 委员会常务委员会委员



资料来源: 麒麟信安 KYLINSEC 公众号、天风证券研究所

图 25：麒麟信安是 openEuler 社区白金捐赠人之一

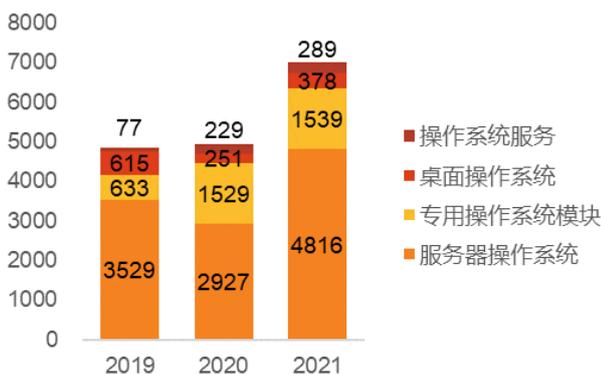


资料来源：openEuler 官网，天风证券研究所

公司操作系统业务主要为服务器操作系统，电力、国防是公司操作系统优势领域。公司操作系统业务以服务器操作系统为主体，2019-2021 年服务器操作系统收入占比分别为 72.70%、59.29%、68.59%，应用领域以电力、国防行业为主，2019-2021 年电力行业收入占比分别为 75.91%、73.81%、75.12%，国防行业收入占比分别为 22.01%、25.98%、16.77%。

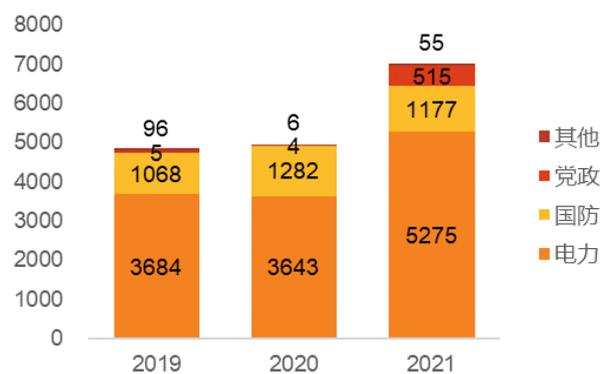
在电力领域，国产操作系统已经从电网的主站调控领域进一步延伸到场站端，从主网延伸到配网，进而延伸到变电、发电等领域。近年来，公司服务器操作系统产品已切入以风电为代表的新能源发电领域，拓展了风电领域的相关客户，2022 年基于 openEuler 的麒麟信安操作系统已完成 4000 套部署，累计在风电领域部署超过 2W 套。在国防领域，公司操作系统已在军队机关办公、教育培训、训练指挥、型号装备配套等国防领域广泛部署。2022 年公司国防领域百余家单位提供麒麟信安产品与解决方案：先后保障神舟十四、十五号载人飞船发射；参与国家电网首批电网数字换流站建设，并在各新能源发电领域完成突破部署。

图 26：公司操作系统业务收入拆分（按产品，单位：万元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 27：公司操作系统业务拆分（按行业，单位：万元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司服务器操作系统的优势在于高安全性、高可用性、强实时性三大关键指标，同时系统全面兼容国际商用主流 CPU 以及国内各自主 CPU。其中，安全性方面，麒麟信安服务器操作系统连续 7 次通过国内公安部信息安全产品检测中心等保四级安全认证；操作系统与可信模块深度对接，进一步提高了系统安全性和完整性。

表 2：公司操作系统产品特性及创新技术点

| 产品特性 | 创新技术点 | 实现效果 |
|------|----------------------|--|
| 安全性 | 统一安全策略模型与实现技术 | 研发了特有的 Unifort 安全策略框架，灵活支持特权控制、多级安全、完整性控制等安全策略，在此基础上形成了符合等保四级要求的安全子系统 |
| | 可信度量及信任链传递技术 | 使非可信操作系统及非可信的应用程序无法正常加载运行，具备预警及免疫能力，有效抵御各种未知病毒及恶意代码的攻击 |
| | 操作系统一体化密码框架体系及高效支持技术 | 构建了操作系统统一密码服务框架并自带国密软算法。实现了加密文件系统、密码模块并行驱动及多路加解密通道 |
| 可用性 | 集群高可用技术 | 对集群节点进行资源监控，解决脑裂问题；通过负载均衡和存储多路径技术，保证业务的持续不间断和最大化系统吞吐量；基于浮动 IP 方案，提升系统的网络适应性 |
| 实时性 | 面向多核的实时虚拟化技术 | 不仅保证物理机上实时任务响应延迟在微秒级，而且能保证虚拟机上实时任务响应延迟也在微秒级，使得实时任务和普通任务能够运行在同一台计算机中，充分发挥多核性能，提高开发效率、降低运维成本 |
| 版本构建 | 版本快速定制技术 | 可以进行规范化、流程化、多样化的版本定制，在灵活满足用户定制需求的同时又能确保版本质量，可为不同行业快速高效地提供定制版操作系统 |

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司操作系统业务积极向金融、政务、能源等其他行业拓展。公司打造了适用于多行业的 CentOS 操作系统迁移解决方案，并拓展了云桌面、数据安全存储产品在金融、政务等领域的应用案例，并积极拓展云桌面、数据安全存储等产品在电力领域的应用验证。此外公司积极向金融、政务、能源、交通等重要行业拓展，2022 年为长沙银行、贵州农信、中国人寿保险等金融机构提供上云服务。2023 年，公司携手中科软推出信用保证保险核心系统联合解决方案；携手易联达推出银行企业级反欺诈联合解决方案；携手慧点科技发布“自主操作系统+协同办公”全栈式信创联合解决方案；携手同方软银、GBASE 南大通用发布银行核心业务系统信创联合解决方案。公司“一云多芯、三 V 一体”融合虚拟化解决方案入选金融信创优秀解决方案名单，并成功中标中国移动“云能力中心 2023-2024 年移动云系统迁移技术服务项目”。

图 28：公司客户列表



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 29：公司融合虚拟化解决方案入选金融信创优秀解决方案名单



| 方案名称 | 单位名称 | 方案简述 |
|----------------------|----------------|---|
| “一云多芯、三V一体”融合虚拟化解决方案 | 湖南麒麟信安科技股份有限公司 | 本方案以云计算为技术架构，整合多款自主芯片计算平台，在云上构建异构算力集群，面向金融用户提供可集中管理控制的“桌面虚拟化、服务器虚拟化和应用虚拟化”的融合虚拟化方案。 |

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.3. 云计算：云桌面从国防向电力、党政行业拓展

公司云计算产品在技术上是操作系统延伸，定位于私有云市场，专注国防、电力、政务等公司既有优势行业市场。公司云计算产品依托自有操作系统技术体系，包括云桌面、轻量级云平台、超融合一体机、云终端、云计算服务。

图 30：麒麟信安云



信创云桌面实力品牌

具备一云多芯、异构统管、3V一体、融合虚拟化等多项领先技术，满足自主创新下“云+端”虚拟化解决方案，具备中国电子标准研究院测试认证。

- 权威认可**
获得工信部等部门颁发的5大权威奖项
- 全国产兼容**
全面兼容鲲鹏、飞腾、龙芯等大CPU
- 技术领先**
多项独有领先技术，全方位优化云桌面体验
- 案例丰富**
信创领域部署数量上万台

资料来源：公司官网，天风证券研究所

云计算经过多年发展，技术已非常成熟，在改变原有传统 IT 架构的同时，也在改变业务系统的使用模式。云桌面作为云计算的重要分支，已广泛应用于各个行业。不仅能够实现资源的统一管理、集中调度和按需分配，还可大幅提升信息系统案例等级。云桌面采用虚拟化技术将个人桌面集中部署在数据中心，实现桌面统一管控，用户终端不再需要强大计算能力，即可实现按需使用的桌面资源；而且终端与服务器之间依靠图像传输，无任何数据，确保信息通道安全。

图 31：麒麟信安云桌面系统架构



资料来源：公司官网、天风证券研究所

作为全新的桌面基础架构，云桌面技术可解决传统 IT 架构下存在的数据缺乏统一管理、资源利用率低下、桌面环境复杂等问题，具备高效运维、灵活办公、数据安全等诸多优点。国际上 IT 架构在从“计算机+网络”向“云+端”演进，目前云桌面已成为和传统 PC 桌面相并列的主流模式，云平台及数据中心建设已成为趋势。在云计算环境下，操作系统技术也在不断发展，虚拟化、分布式存储等成为关键技术拓展方向。

图 32：公司云桌面支持国内各 CPU 芯片，异构部署

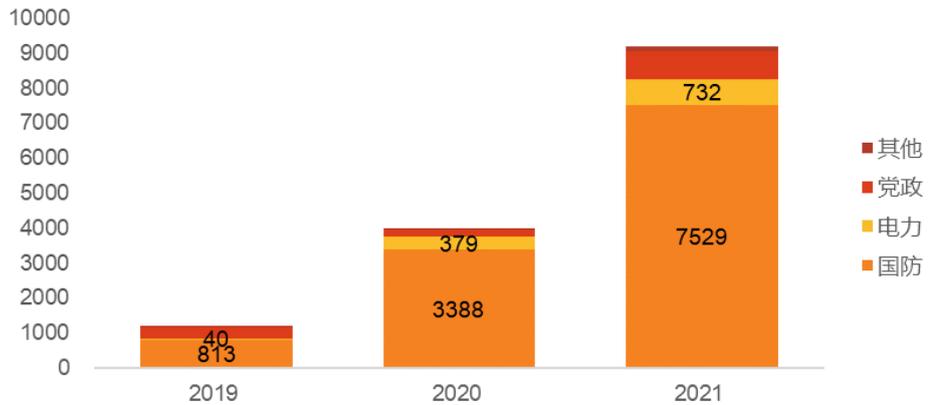


资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司云计算业务收入主要来源于国防领域客户，2019-2021 年公司国防领域客户收入占比分别为 68.69%、85.40%和 82.01%，国防领域收入占比较大，主要原因为：近年来，随着国防和军队信息化建设的加速推进，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，且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。除国防领域外，公司的云计算业务也逐渐向电力、党政以及其他行业拓展。

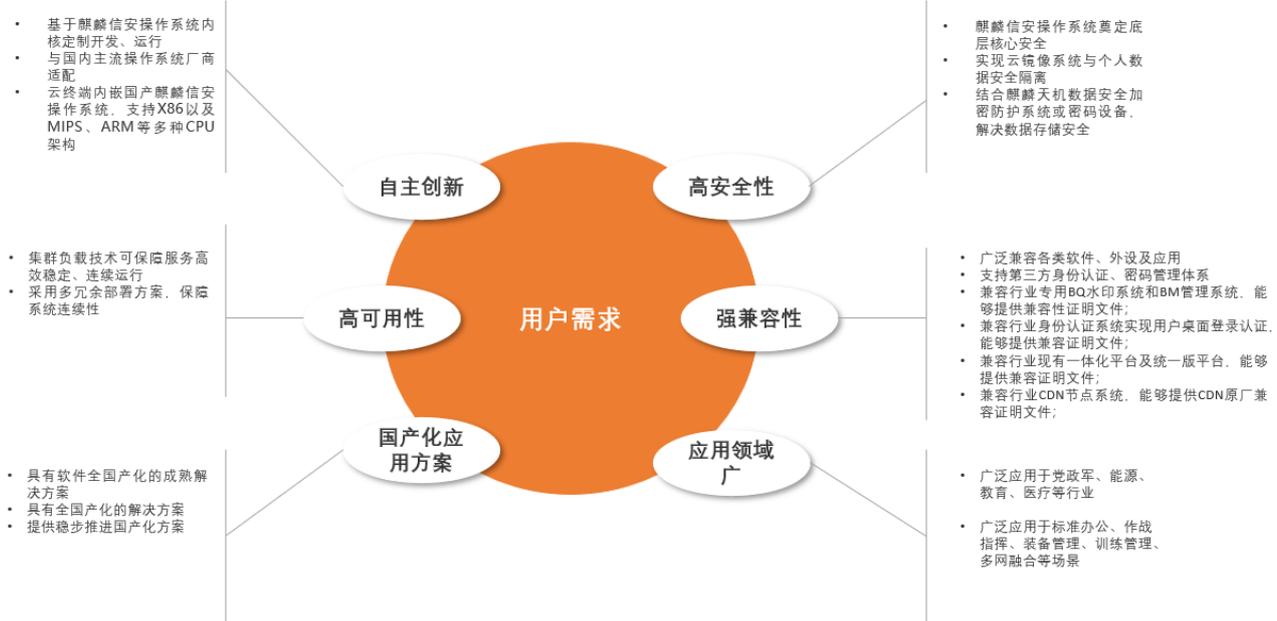
图 33：公司云计算营收拆分（按行业，单位：万元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

麒麟信安云桌面系统基于麒麟信安操作系统内核定制开发，并对 KVMHypervisor 进行安全加固，由云桌面服务器、管理平台、云终端三部分组成，广泛应用党政军、能源、金融、教育、医疗等行业。

图 34：公司云桌面六大优势



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3. 信息安全：聚焦安全存储，以国防为基拓展商业市场

3.1. 数据安全重要性提升，存储安全是重要组成

信息安全是为数据处理系统建立和采用的技术、管理上的安全保护，目的是保护计算机硬件、软件、数据不因偶然和恶意的原因而遭到破坏、更改和泄露。根据工信部数据，2021年我国信息安全行业收入规模达到 1825 亿元，同比增长 21.8%。

图 35：中国信息安全行业收入规模



资料来源：工信部，公司招股说明书，天风证券研究所

数据安全是信息安全的重要部分。数据的生命周期分为采集、传输、存储、处理、交换和销毁六个阶段。从产业生态面临数据安全挑战看，各领域在数据全生命周期的不同阶段面临不同程度安全风险。数据安全包括数据存储、处理安全、所涉及技术和基础设施的安全以及数据权属带来的安全。2023 年 1 月，工信部等十六部门发布《关于促进数据安全产业发展的指导意见》，明确提出到 2025 年数据安全产业规模超过 1500 亿元，年复合增长率超过 30%。**数据存储安全是数据安全的一部分，密码是构建数据存储安全体系的重要基石。**

表 3：数据安全生命周期

| 数据生命周期 | 核心技术能力诉求 |
|--------|--|
| 数据采集 | 数据分类和分级、身份认证、权限控制等 |
| 数据传输 | 身份认证、传输通道加密、敏感数据加密、密钥管理等 |
| 数据存储 | 软硬件数据加密、数据隔离存储、完整性保护/WORM、数据度量、数据容灾备份等 |
| 数据处理 | 访问控制、用户间隔离、防侧信道攻击、REE/TEE/SEE 硬件隔离机制、日志审计等 |
| 数据交换 | 数据脱敏/水印等 |
| 数据销毁 | 安全擦除/消磁等 |
| 数据管理 | 数据可视化管理，数据安全策略管理等 |

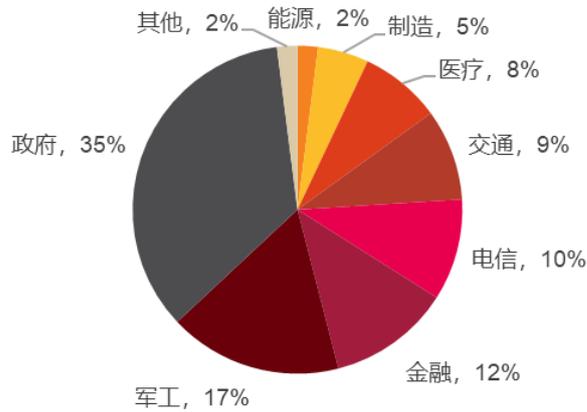
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

信息安全提升到法律层面，监管范围持续扩大。《网络安全法》将等级保护制度上升到法律层面，保护对象也从体制内到体制外全方位覆盖，除基础网络和信息系统外，将大数据中心、云计算平台、物联网、工控系统、公共服务平台、互联网企业等全部纳入等级保护监督。国防、电力、政务、金融等基础性关键领域的信息系统一般需达到三到四级安全等级。**与此同时，密码应用愈加重视。**我国在 2019 年颁布的《密码法》明确规定对涉及国家安全、国计民生、社会公共利益的商用密码产品，应当依法列入网络关键设备和网络安全专用产品目录。等保 2.0 明确要求三级及以上信息系统需采用密码技术保证重要数据在存储过程中的保密性，存储加密产品作为最直接、最有效的解决方案，预计市场空间有望打开。

下游行业用户数据安全意识提高，数据安全覆盖领域拓宽。数据安全行业主要应用的用户群体为政府、军工、金融、电信等领域的行业用户。根据头豹研究院数据，2019 年政府是数据安全行业占比最高的行业用户，占比达 35%；其次是军工行业，涉及到国防及国家安全领域，对数据安全的要求较高，用户占比达到 17%；金融、电信作为反映中国基础民生

状况的行业，用户占比也较高，分别为 12%和 10%。

图 36：2019 年各行业数据安全用户占比



资料来源：公司招股说明书，头豹研究院，天风证券研究所

3.2. 公司安全存储产品以国防行业为基础，向其他行业拓展

公司信息安全产品包括麒麟信安安全存储系统、麒麟信安电子文档安全管理系统。公司信息安全产品聚焦数据中心和办公环境的数据安全防护需求，采用自研技术手段对终端数据、服务端数据和数据中心数据进行防护。安全存储产品面向数据中心提供电子文件和数据库统一数据安全存储管理，实现数据集中存储、加密保护，保证数据的机密性、完整性，主要适用于国防和企事业单位信息中心和云计算中心的数据安全防护场景。电子文档安全管理解决方案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、流转访问受控和防止本地泄露。

公司信息安全产品可单独销售，也可将产品灌装到硬件平台中形成软硬一体产品进行销售。同时电子文档安全管理系统还可针对客户需求配套采购其他产品，为客户提供电子文档安全管理系统解决方案服务。目前公司信息安全产品已在国防、政府、央企等领域得到应用部署，并为军政关键部门的专用数据安全装备提供配套安全支撑平台。

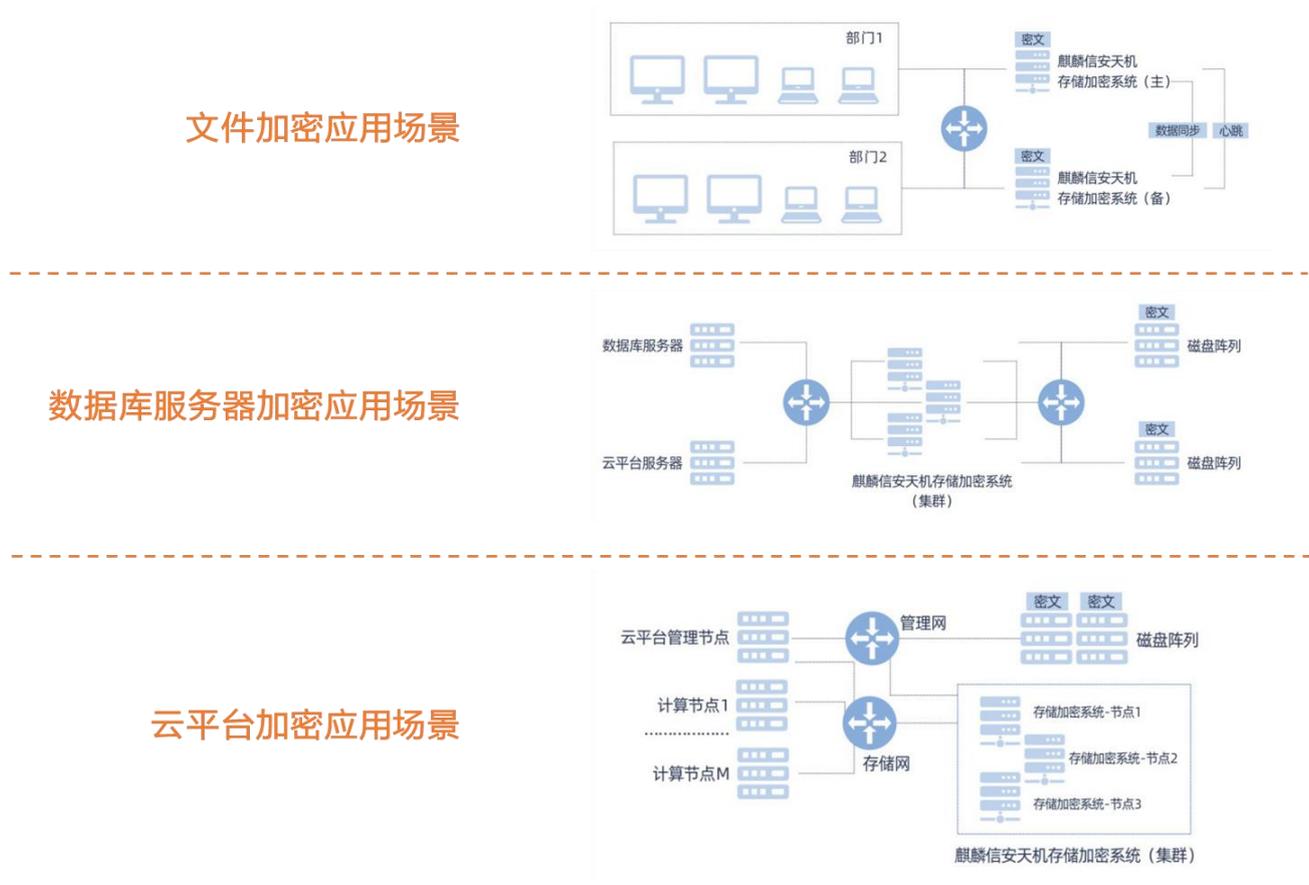
图 37：公司天机存储加密系统功能



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司商密数据安全存储产品-麒麟信安天机存储加密系统支持文件加密、数据库服务器加密、云平台加密等多种应用场景。公司基于自由操作系统打造的麒麟信安天机存储加密系统，是符合国家商用密码标准的数据加密产品，已通过国家密码管理局商用密码产品测评（证书编号：GM004312220210199）。系统以安全、易用、透明为设计理念，可提供基于商用密码技术实现用户身份鉴别、数据安全存储以及数据完整性校验等，构建以商用密码为基础的数据安全防护体系，目前在政务等关键领域进一步实现市场拓展。

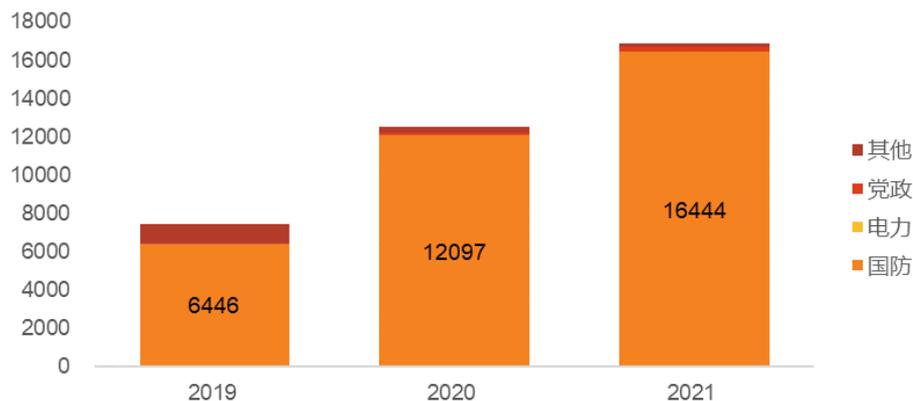
图 38：公司天机存储加密系统应用场景



资料来源：公司官网，天风证券研究所

信息安全产品主要应用于国防领域，公司积极向其他行业拓展。2019-2021 年，公司信息安全业务营收快速增长，主要源于随着国防信息化建设的加速推进，国防客户对公司安全存储产品需求大幅增加，公司两款型号的安全存储产品陆续开始规模交付并取得国防客户验收。2021 年信息安全业务中国防行业营收占比达到 97.51%。除国防领域外，公司积极拓展数据安全存储产品在商用密码市场的业务，持续迭代改进民口领域商用密码安全存储产品，拓宽产品行业应用范围。

图 39：公司信息安全业务营收拆分（按行业，单位：万元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

4. 盈利预测

营收及毛利率假设：

1) 近年国防客户对公司安全存储产品需求大幅增加，公司信息安全工作快速增长，考虑到国防客户采购周期，2022 年公司信息安全业务增速放缓，**我们预计 2023-2025 年公司信息安全业务营收增速分别为 10%/15%/15%**，毛利率与 2022 年持平。

2) 考虑到行业信创快速推进，2023 年开始公司信创相关业务有望加速，**预计 2023-2025 年公司操作系统业务营收增速分别为 50%/45%/40%**，毛利率与 2022 年持平；**预计 2023-2025 年公司云计算业务营收增速分别为 50%/40%/35%**，毛利率与 2022 年持平。

3) 预计公司技术开发服务营收和其他业务营收与 2022 年持平，毛利率与 2022 年持平。

表 4：公司营收拆分预测

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 信息安全业务营收（百万元） | 168.63 | 182.23 | 200.45 | 230.52 | 265.10 |
| 同比增速 | 34.34% | 8.06% | 10.00% | 15.00% | 15.00% |
| 操作系统业务营收（百万元） | 70.22 | 110.54 | 165.82 | 240.44 | 336.61 |
| 同比增速 | 42.26% | 57.43% | 50.00% | 45.00% | 40.00% |
| 云计算业务营收（百万元） | 91.81 | 99.94 | 149.92 | 209.88 | 283.34 |
| 同比增速 | 131.39% | 8.87% | 50.00% | 40.00% | 35.00% |
| 技术开发服务营收（百万元） | 1.47 | 3.10 | 3.10 | 3.10 | 3.10 |
| 同比增速 | -86.45% | 111.47% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 其它业务营收（百万元） | 5.88 | 4.54 | 4.54 | 4.54 | 4.54 |
| 同比增速 | 0.28% | -22.84% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 总营收（百万元） | 338.00 | 400.36 | 523.82 | 688.48 | 892.69 |
| 同比增长 | 46.17% | 18.45% | 30.84% | 31.43% | 29.66% |

资料来源：wind，天风证券研究所

考虑公司上市后研发投入加大，我们预计公司研发费用率 2023 年提升，2024-2025 年逐年降低；考虑公司股权激励影响，预计公司管理费用率 2023 年提升，2024-2025 年逐年降低；预计公司销售费用率 2023-2025 年逐年降低。**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.37/1.90/2.53 亿元**。考虑公司三大业务布局，我们选取中国软件、深信服、锐捷网络作为可比公司，给予公司 2024 年 75x PE，**目标市值 143 亿，目标价 181 元，首次覆盖给予“买入”评级。**

表 5：可比公司估值

| 公司代码 | 公司简称 | PE | | |
|-----------|------|---------------|--------------|--------------|
| | | 2023E | 2024E | 2025E |
| 600536.SH | 中国软件 | 273.30 | 139.47 | 82.53 |
| 300454.SZ | 深信服 | 97.85 | 59.38 | 40.96 |
| 301165.SZ | 锐捷网络 | 34.87 | 26.14 | 21.23 |
| 均值 | | 135.34 | 74.99 | 48.24 |

资料来源：wind，天风证券研究所（截至 2023 年 8 月 18 日收盘价）

5. 风险提示

- 1) **信创行业进展不及预期。**公司操作系统、云计算增长主要来自信创需求驱动，若信创行业进展不及预期，则对两大业务增长产生负面影响；
- 2) **行业及客户拓展不及预期。**公司目前客户主要集中在国防、电力行业，客户集中度较高，若公司行业拓展及客户拓展不及预期，则对公司成长产生负面影响；
- 3) **应收账款较高的风险。**公司 2022 年应收账款约 3.56 亿元，若部分客户发生拖延支付或支付能力不佳的情形，可能导致公司产生坏账损失。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 54.14 | 661.60 | 815.69 | 839.56 | 935.69 |
| 应收票据及应收账款 | 143.10 | 363.81 | 305.52 | 459.45 | 532.43 |
| 预付账款 | 4.63 | 2.28 | 6.62 | 4.83 | 9.71 |
| 存货 | 66.25 | 40.63 | 97.02 | 80.07 | 144.80 |
| 其他 | 183.75 | 343.60 | 355.16 | 357.16 | 363.29 |
| 流动资产合计 | 451.87 | 1,411.91 | 1,580.02 | 1,741.07 | 1,985.90 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 7.11 | 6.64 | 6.36 | 11.56 | 15.51 |
| 在建工程 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 0.62 | 0.92 | 1.12 | 1.29 | 1.43 |
| 其他 | 35.69 | 39.97 | 39.38 | 39.24 | 39.24 |
| 非流动资产合计 | 43.43 | 47.53 | 46.86 | 52.08 | 56.18 |
| 资产总计 | 501.53 | 1,466.45 | 1,626.88 | 1,793.15 | 2,042.08 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 22.70 | 20.62 | 35.17 | 36.60 | 54.54 |
| 其他 | 57.97 | 67.19 | 114.11 | 122.16 | 144.79 |
| 流动负债合计 | 80.67 | 87.81 | 149.29 | 158.76 | 199.33 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 33.61 | 26.52 | 26.52 | 26.52 | 26.52 |
| 非流动负债合计 | 33.61 | 26.52 | 26.52 | 26.52 | 26.52 |
| 负债合计 | 141.45 | 144.53 | 175.81 | 185.28 | 225.85 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 3.40 | 8.10 | 14.35 |
| 股本 | 39.63 | 52.84 | 78.74 | 78.74 | 78.74 |
| 资本公积 | 121.93 | 941.91 | 941.91 | 941.91 | 941.91 |
| 留存收益 | 198.51 | 327.16 | 437.02 | 589.12 | 791.23 |
| 其他 | 0.00 | 0.00 | (10.00) | (10.00) | (10.00) |
| 股东权益合计 | 360.07 | 1,321.91 | 1,451.07 | 1,607.88 | 1,816.23 |
| 负债和股东权益总计 | 501.53 | 1,466.45 | 1,626.88 | 1,793.15 | 2,042.08 |

| 现金流量表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利润 | 111.55 | 128.65 | 137.32 | 190.13 | 252.63 |
| 折旧摊销 | 10.77 | 11.18 | 10.59 | 1.13 | 1.41 |
| 财务费用 | 4.21 | 1.87 | (1.76) | (2.09) | (2.31) |
| 投资损失 | (6.75) | (6.07) | (7.00) | (10.00) | (10.00) |
| 营运资金变动 | (93.75) | (198.21) | 24.85 | (127.57) | (108.14) |
| 其它 | (2.64) | 16.13 | 4.25 | 5.88 | 7.81 |
| 经营活动现金流 | 23.39 | (46.46) | 168.26 | 57.49 | 141.40 |
| 资本支出 | (12.76) | 17.28 | 10.50 | 6.50 | 5.50 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 56.37 | (216.40) | (14.00) | (3.00) | (1.00) |
| 投资活动现金流 | 43.61 | (199.11) | (3.50) | 3.50 | 4.50 |
| 债权融资 | (8.90) | (0.19) | 1.76 | 2.09 | 2.31 |
| 股权融资 | 71.60 | 807.30 | (12.41) | (39.20) | (52.09) |
| 其他 | (112.96) | 14.98 | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 筹资活动现金流 | (50.26) | 822.08 | (10.66) | (37.11) | (49.78) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 16.74 | 576.51 | 154.10 | 23.87 | 96.12 |

| 利润表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 338.00 | 400.36 | 523.82 | 688.48 | 892.69 |
| 营业成本 | 113.90 | 118.68 | 152.85 | 196.64 | 249.69 |
| 营业税金及附加 | 3.63 | 4.06 | 5.31 | 6.98 | 9.05 |
| 销售费用 | 47.71 | 68.44 | 88.00 | 114.29 | 147.29 |
| 管理费用 | 25.58 | 28.55 | 39.29 | 51.64 | 66.95 |
| 研发费用 | 60.19 | 64.75 | 87.48 | 112.91 | 144.62 |
| 财务费用 | 4.17 | 0.57 | (1.76) | (2.09) | (2.31) |
| 资产/信用减值损失 | (6.22) | (16.74) | (11.07) | (11.00) | (11.00) |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 6.75 | 6.07 | 7.00 | 10.00 | 10.00 |
| 其他 | (35.72) | (9.66) | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 营业利润 | 118.01 | 135.64 | 148.58 | 207.11 | 276.41 |
| 营业外收入 | 2.03 | 3.68 | 3.68 | 3.68 | 3.68 |
| 营业外支出 | 0.00 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.04 |
| 利润总额 | 120.04 | 139.28 | 152.23 | 210.76 | 280.05 |
| 所得税 | 8.49 | 10.63 | 10.66 | 14.75 | 19.60 |
| 净利润 | 111.55 | 128.65 | 141.57 | 196.01 | 260.45 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 4.25 | 5.88 | 7.81 |
| 归属于母公司净利润 | 111.55 | 128.65 | 137.32 | 190.13 | 252.63 |
| 每股收益(元) | 1.42 | 1.63 | 1.74 | 2.41 | 3.21 |

| 主要财务比率 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 46.17% | 18.45% | 30.84% | 31.43% | 29.66% |
| 营业利润 | 16.89% | 14.94% | 9.54% | 39.39% | 33.46% |
| 归属于母公司净利润 | 12.78% | 15.33% | 6.74% | 38.45% | 32.88% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 66.30% | 70.36% | 70.82% | 71.44% | 72.03% |
| 净利率 | 33.00% | 32.13% | 26.22% | 27.62% | 28.30% |
| ROE | 30.98% | 9.73% | 9.49% | 11.88% | 14.02% |
| ROIC | -175.74% | 133.11% | 48.16% | 73.57% | 64.98% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 28.20% | 9.86% | 10.81% | 10.33% | 11.06% |
| 净负债率 | -13.57% | -49.62% | -55.82% | -51.86% | -51.21% |
| 流动比率 | 4.25 | 12.02 | 10.58 | 10.97 | 9.96 |
| 速动比率 | 3.63 | 11.68 | 9.93 | 10.46 | 9.24 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 3.44 | 1.58 | 1.57 | 1.80 | 1.80 |
| 存货周转率 | 4.79 | 7.49 | 7.61 | 7.78 | 7.94 |
| 总资产周转率 | 0.74 | 0.41 | 0.34 | 0.40 | 0.47 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.42 | 1.63 | 1.74 | 2.41 | 3.21 |
| 每股经营现金流 | 0.30 | -0.59 | 2.14 | 0.73 | 1.80 |
| 每股净资产 | 4.57 | 16.79 | 18.38 | 20.32 | 22.88 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 79.82 | 69.21 | 64.84 | 46.83 | 35.24 |
| 市净率 | 24.73 | 6.74 | 6.15 | 5.57 | 4.94 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 59.92 | 45.50 | 35.28 | 26.46 |
| EV/EBIT | 0.00 | 64.97 | 48.54 | 35.47 | 26.59 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | A 栋 23 层 2301 房 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：570102 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 电话：(0898)-65365390 | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |