

## 深耕网安产业上游，引领行业技术创新

### ——安博通(688168.SH)首次覆盖深度报告

#### 报告要点：

#### ● 坚持网络安全产业链上游定位，是国家级专精特新“小巨人”企业

作为可视化网络安全技术创新者，公司专注网络安全核心软件产品的研究、开发、销售及技术服务，是可视化网络安全专用核心系统产品与安全服务提供商。公司依托自主研发的应用层可视化网络安全原创技术，为国内众多部委与央企提供业务组件、分析引擎、关键算法等，主要客户包括华为、新华三、星网锐捷、太极股份、中国电信系统集成、迈普通信等。公司于 2020 年入选国家级“专精特新”小巨人。2018-2021 年，公司营业收入 CAGR 为 26.07%。2022 年，公司实现营业收入 4.56 亿元，同比增长 16.61%。

#### ● 网络安全产业迎接新机遇与挑战，政策为行业发展保驾护航

随着 AIGC、云计算等新技术的发展，传统安全边界被打破，新一代的网络攻击手段不断演进，给网络安全建设带来新机遇与挑战。“十四五”时期，我国网络安全相关政策将围绕几个关键方向再上新台阶：车联网、工业互联网、5G、数据分级分类、重要数据保护、数据跨境流动等。据 CCIA 统计，2022 年中国网络安全市场规模约为 633 亿元，同比增长 3.1%。预计未来三年将保持 10%以上的增速，到 2025 年市场规模预计将超过 800 亿元。

#### ● 以 ABT SPOS 为核心构筑产品体系，携手百度安全共建 AI Inside

公司以 ABT SPOS 平台为基础，面向网络安全防御控制、网络监测预警等形成了包含安全网关、安全管理、全流量安全、数据安全、云安全和服务在内的多品类网络安全产品，具备跨硬件平台的适应能力与云计算虚拟化能力。2023 年 4 月，公司与百度安全达成合作，在 ABT SPOS 网络安全平台上叠加人工智能技术，增加可靠性和灵活性，通过“AI Inside 创新合作模式”共建安全网络空间，公司将在 SOAR、全流量检测和安全策略推荐等方向重点投入 AI 技术开发，推进产品方案更新换代，构筑竞争壁垒。

#### ● 盈利预测与投资建议

作为网安上游的核心力量，公司不断增强核心竞争力，有望受益于网络安全行业的高景气，未来持续成长空间广阔。预测公司 2023-2025 年的营业收入为 5.26、6.87、8.70 亿元，归母净利润为 0.62、1.13、1.48 亿元，EPS 为 0.81、1.48、1.94 元/股，对应 PE 为 42.05、23.16、17.64 倍。考虑到行业的景气度和公司未来的成长性，首次推荐，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

技术和产品替代的风险；核心技术人员流失及技术泄密风险；核心器件供应链风险；财务风险；行业风险；宏观环境风险。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	391.42	456.44	526.21	687.48	869.91
收入同比(%)	48.92	16.61	15.28	30.65	26.54
归母净利润（百万元）	72.19	-8.46	62.09	112.72	147.98
归母净利润同比(%)	62.33	-111.72	833.69	81.55	31.28
ROE(%)	6.62	-0.70	4.90	8.22	9.85
每股收益（元）	0.95	-0.11	0.81	1.48	1.94
市盈率(P/E)	36.16	-308.52	42.05	23.16	17.64

资料来源：Wind，国元证券研究所

## 买入|首次推荐

当前价：34.22 元

#### 基本数据

52 周最高/最低价（元）：55.90 / 29.57

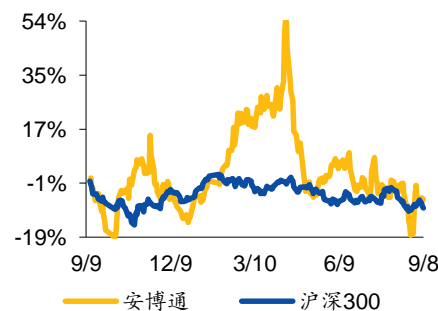
A 股流通股（百万股）：76.29

A 股总股本（百万股）：76.29

流通市值（百万元）：2610.74

总市值（百万元）：2610.74

#### 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 王朗

邮箱 wanglang2@gyzq.com.cn

## 目 录

1. 公司概况：可视化网络安全技术创新者 .....	4
1.1 业务概况：深耕网络安全上游，专精特新“小巨人” .....	4
1.2 财务分析：营收保持较快增长，加大投入布局未来 .....	6
1.3 股权结构：公司股权结构稳定，高管技术背景深厚 .....	9
1.4 定向增发：推进公司战略发展，提升持续盈利能力 .....	9
2. 行业分析：政策助力行业发展，行业规模持续扩大 .....	11
2.1 行业概况：下游需求持续释放，新兴技术不断涌现 .....	11
2.2 政策驱动：网安政策持续出台，驱动行业快速发展 .....	12
2.3 市场分析：网安市场空间广阔，头部企业优势显现 .....	13
3. 竞争力分析：研发打造核心优势，携手百度共创未来 .....	15
3.1 产品研发：掌握核心原创技术，持续推出特色产品 .....	15
3.2 客户资源：掌握核心客户资源，拥有完备服务体系 .....	18
3.3 布局未来：携手百度优势互补，发力 AI+安全方向 .....	20
4. 盈利预测与投资建议 .....	23
5. 风险提示 .....	26

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	4
图 2：公司经营模式 .....	5
图 3：营业收入与毛利率情况 .....	6
图 4：扣非归母净利润与净利率情况 .....	6
图 5：主要产品收入和毛利率情况（单位：亿元） .....	7
图 6：研发投入情况 .....	7
图 7：研发人员情况 .....	7
图 8：已获得发明专利及软件著作权累计数量（单位：个） .....	8
图 9：扣非归母净利润与经营性现金流净额对比 .....	8
图 10：股权结构（截至 2023 年 6 月 30 日） .....	9
图 11：2022 年中国网安项目数量行业分布 .....	11
图 12：2022 年中国网络安全客户地图 .....	11
图 13：2019-2022 年全球网络安全市场规模 .....	13
图 14：2019-2022 年中国网络安全市场规模 .....	13
图 15：2019-2022 年中国网络安全市场集中度 .....	14
图 16：ABT SPOS 在网络安全技术与产品全景图中的定位 .....	15
图 17：嵌入式网关在网络中的部署位置 .....	17
图 18：虚拟化安全网关主要应用场景 .....	17
图 19：产品开发流程 .....	19
图 20：售前与售后技术服务流程 .....	20
图 21：“元溯”数据资产监测与溯源分析平台部署方案 .....	21

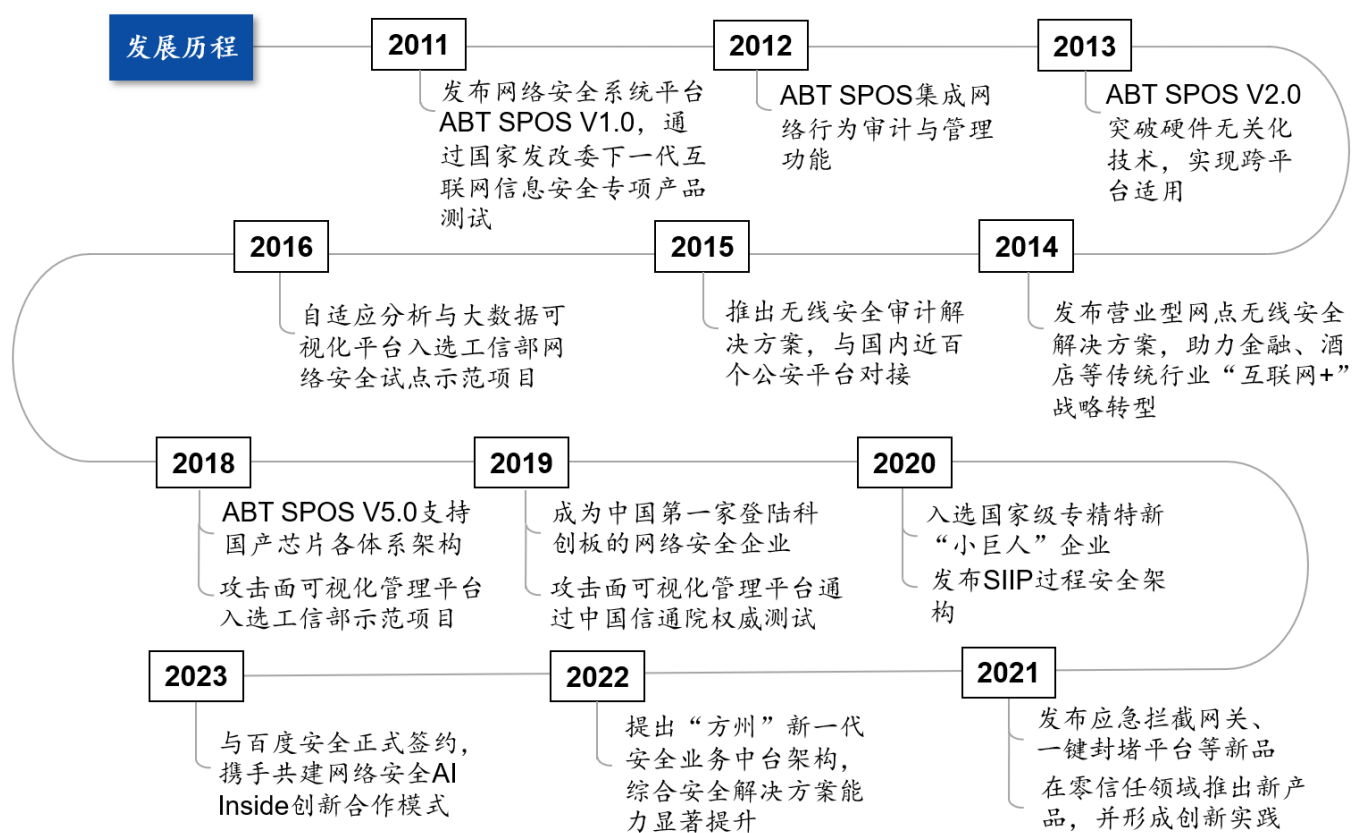
图 22: “鹰眼”全流量取证系统.....	22
表 1: 公司主要产品概况.....	5
表 2: 募集资金用途 (单位: 万元) .....	10
表 3: 我国网络安全行业部分政策汇总 .....	12
表 4: 公司代表性产品 .....	16
表 5: 公司收入拆分 (单位: 百万元) .....	24
表 6: 可比公司估值情况.....	24

## 1. 公司概况：可视化网络安全技术创新者

### 1.1 业务概况：深耕网络安全上游，专精特新“小巨人”

北京安博通科技股份有限公司，起步于 2011 年，以“看透安全，体验价值”理念为核心，是可视化网络安全专用核心系统产品与安全服务提供商。公司自主研发的 ABT SPOS 可视化网络安全系统平台，已成为众多一线厂商与大型解决方案集成商广泛搭载的网络安全系统套件，是国内众多部委与央企安全态势感知平台的核心组件与数据引擎。2019 年成为中国第一家登陆科创板的网络安全企业，2020 年获评国家级专精特新“小巨人”企业。2023 年上半年，公司联合申报的“网络安全威胁感知决策指挥系统”第五次入选工信部网络安全技术应用试点示范项目。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

公司以 ABT SPOS 平台为基础，面向网络安全防御控制、网络监测预警等形成了包含安全网关、安全管理、全流量安全、数据安全、云安全和服务在内的多品类网络安全产品。网络安全系统平台 ABT SPOS 具备跨硬件平台的适应能力和云计算虚拟化能力，网络产品厂商、解决方案厂商、电信运营商、云服务提供商等合作伙伴均可基于该软件快速开发各种网络安全网关类硬件设备、云环境下虚拟化安全网关、安全监测预警与运维管理类产品，从而快速响应用户需求。该平台不仅可以应用在传统计算机网络与虚拟化云计算网络中，还可以应用于 IPv6 互联网、工业互联网、视频

监控网络、IoT 物联网等下一代信息网络中，同时在国产自主可控的设备网络中也有多种专业用途。

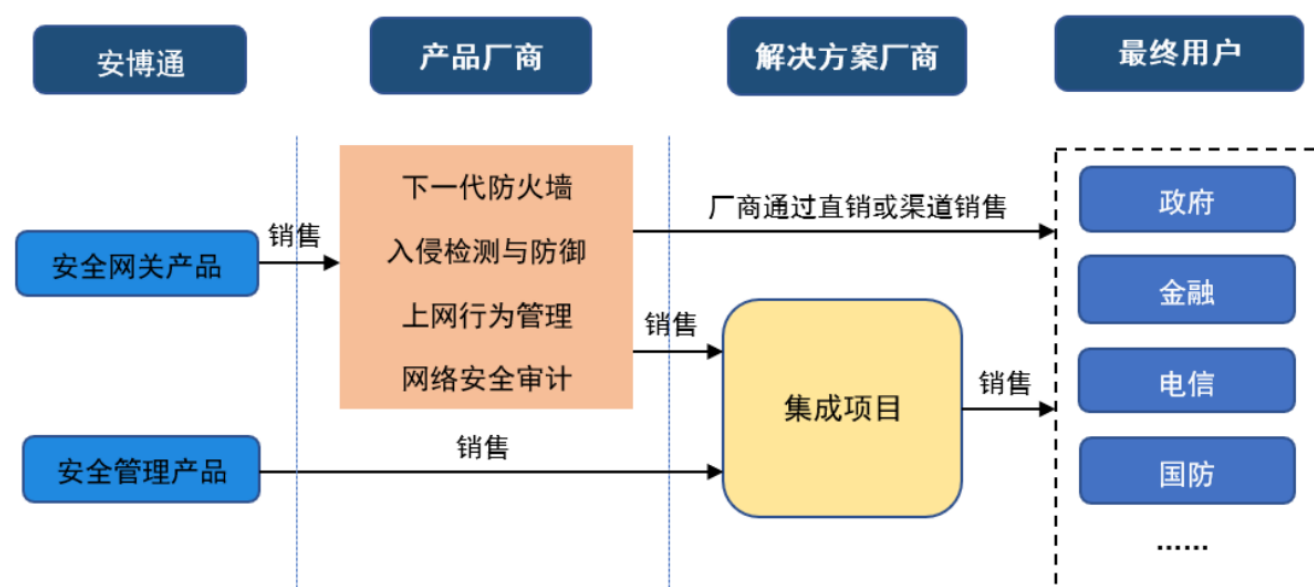
表 1：公司主要产品概况

产品分类	产品概况
安全网关品类	嵌入式安全网关 应用于数据通信网络环境，包括下一代防火墙及网络行为管理与审计等组件产品，是一种软硬件结合的实体安全设备，通常用于网络互联网出口或网络关键区域边界，是网络中用于隔离、控制、防御的基础安全产品。
	虚拟化安全网关 应用于云计算和大型数据中心的虚拟化安全网关产品，通过虚拟化技术将安全防护特性与虚拟计算、虚拟存储、虚拟网络适配并融合到通用服务器中，形成标准化的防护单元，多个防护单元通过资源池方式汇聚成数据中心整体安全架构，并通过统一的管理平台实现可视化集中运维管理。
安全管理品类	基于大数据分析可视化技术，公司在 ABT SPOS 网络安全系统平台之上打造了安全管理运营产品，主要包括晶石、墨影、SOAR、方州等。
安全服务品类	公司网络安全服务主要为安全产品技术开发与安全运维服务，根据客户的个性化需求，在公司主营产品基础上定制开发扩展功能或个性化功能，或按照定制化需求开发产品特性或提供解决方案，同时提供产品运维保障服务。

资料来源：公司招股说明书，公司公告，国元证券研究所

公司坚持定位于网络安全能力的提供者、上游软件平台与技术提供商，通过直销模式向行业内各大产品与解决方案厂商销售网络安全产品或提供网络安全服务，专注于做网络安全行业上游网络安全软件系统的提供商。

图 2：公司经营模式



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司入选了中国网络安全产业联盟发布的 CCIA 中国网络安全竞争力 50 强、北京工商联发布的北京民营企业科技创新百强、北京软协评选的北京软件核心竞争力企业、安全牛发布的中国网络安全企业 100 强和信创能力十强。公司自主研发的 ABT SPOS 可视化网络安全系统平台，是众多一线厂商与大型解决方案集成商广泛搭载的网络安全系统套件，主要客户包括华为、新华三、安恒信息、亚信安全、星网锐捷、



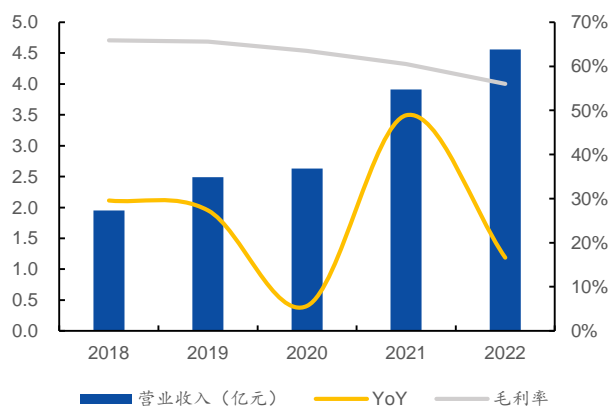
卫士通、启明星辰、360 网神、任子行、绿盟科技、太极股份、中国电信系统集成、迈普通信等。公司凭借强研发实力、精产品方案和优技术服务，被评为新华三集团 2022 年度卓越供应商。

## 1.2 财务分析：营收保持较快增长，加大投入布局未来

2018-2021 年，公司营业收入 CAGR 为 26.07%，扣非归母净利润 CAGR 为 1.65%。2022 年，公司实现营业收入 4.56 亿元，同比增长 16.61%，营业收入增长主要系公司不断加强研发，增强市场竞争力，各类新老产品持续获得战略客户认可，行业市场以及区域市场布局规划，逐步形成对总部多元化支撑体系。在宏观大环境下，公司发展稳健，分散风险，营收表现优于同业平均水平。

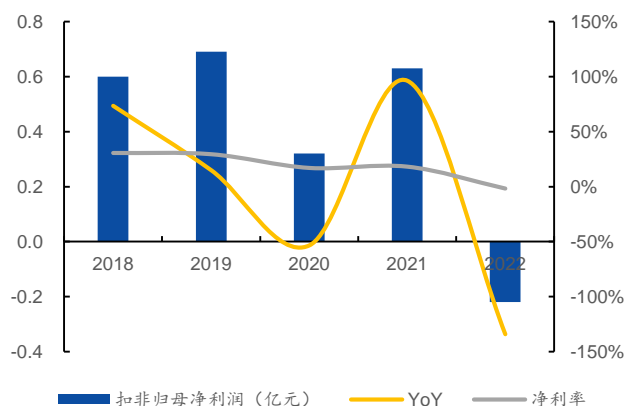
2018-2021 年，公司毛利率稳定在 60% 以上，2022 年毛利率为 56.03%，下降 4.48 个百分点，主要原因系：公司硬件原材料占公司营业成本比重在 95% 以上，2022 年公司采购的主要硬件原材料包括网络通信平台、服务器，其平均采购价格较 2021 年平均采购价格上升了 19.00%、35.05%，导致公司营业成本增加幅度略大于营业收入。

图 3：营业收入与毛利率情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

图 4：扣非归母净利润与净利率情况

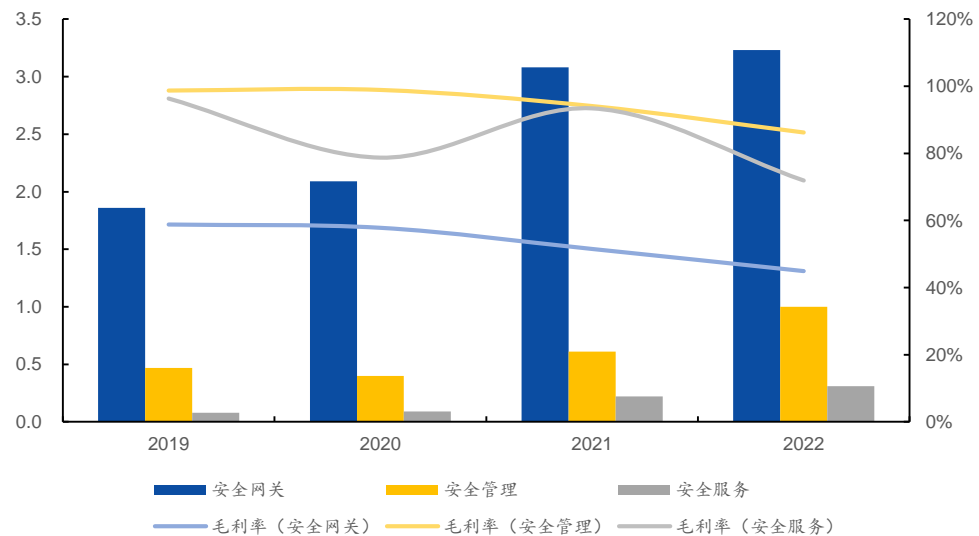


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

目前，公司产品主要包括：安全网关、安全管理、安全服务。

- **安全网关**：目前，安全网关产品为公司收入的主要来源。2019-2021 年，该产品的营业收入分别为 1.86、2.09、3.08 亿元，2022 年营业收入为 3.23 亿元，同比增长 4.87%，毛利率为 44.96%，同比下降 6.59 个百分点，主要原因为：安全网关产品是公司主要产品，在市场具有较强的竞争力，因此能够保持持续稳定增长的趋势；同期，由于原材料价格上涨的原因，安全网关产品的成本增长较快，价格体系波动较小的情况下，该产品的毛利率较 2021 年有所下降。
- **安全管理**：2019-2021 年，该产品的营业收入分别为 0.47、0.40、0.61 亿元，毛利率保持在 90% 以上。2022 年，该产品实现营业收入 1.00 亿元，同比增长 63.62%，毛利率为 86.24%。
- **安全服务**：2019-2021 年，该产品的营业收入分别为 0.08、0.09、0.22 亿元。2022 年，该产品实现营业收入 0.31 亿元，同比增长 44.60%，毛利率为 71.95%。

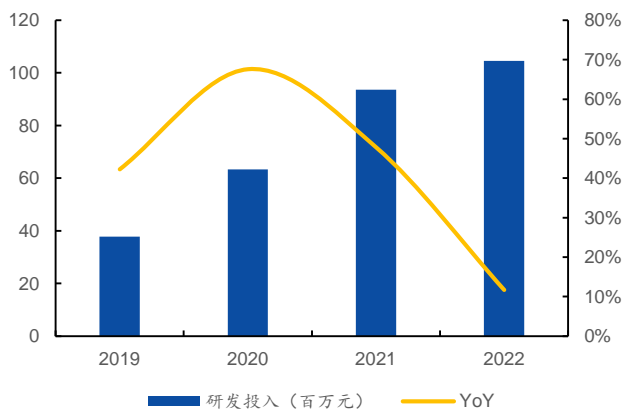
图 5：主要产品收入和毛利率情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

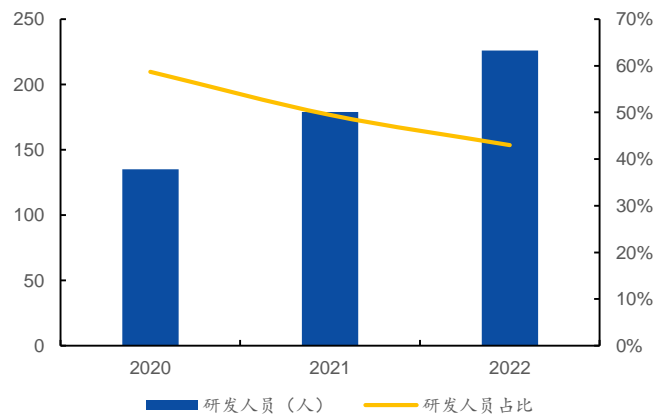
2019-2021 年，公司研发投入分别为 0.38、0.63、0.94 亿元。2022 年，公司研发投入为 1.05 亿元，同比增长 11.73%，占营业收入的 22.91%，主要原因系：公司持续在研发端投入，研发团队不断扩充，研发人员薪酬增加。2022 年末，公司研发人员为 226 人，占公司总人数的 42.97%，公司研发及技术人员为 343 人，占公司总人数近 65%。

图 6：研发投入情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

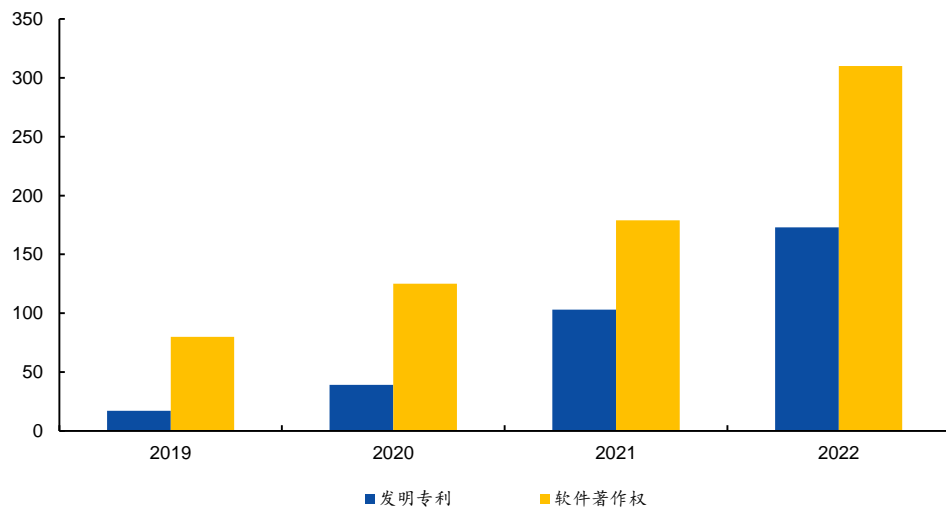
图 7：研发人员情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

通过持续的技术创新，截至 2023 年 6 月 30 日，公司已累计申请发明专利共 462 项，其中 193 项已取得发明专利证书，拥有计算机软件著作权 353 项，已形成了具有自主知识产权的核心技术和知识产权体系。

图 8：已获得发明专利及软件著作权累计数量（单位：个）

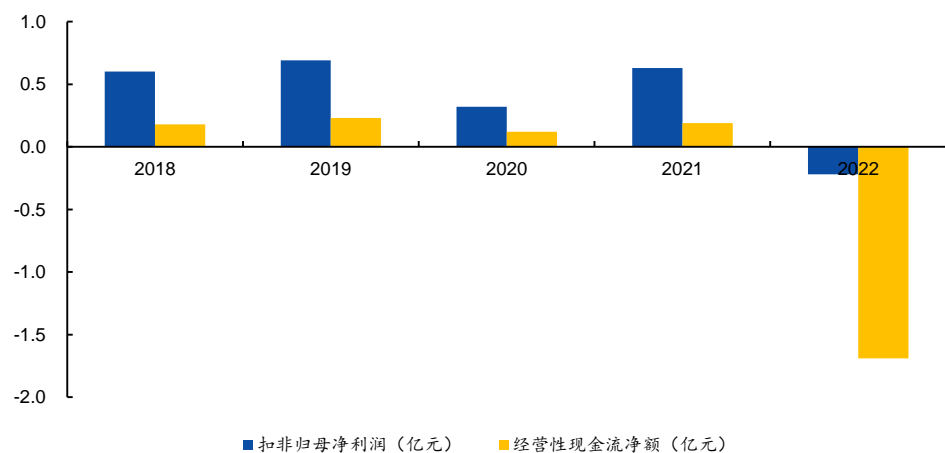


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

2018-2021 年，公司扣非归母净利润分别为 0.60、0.69、0.32、0.63 亿元。2022 年，公司扣非归母净利润为-0.22 亿元，同比减少 134.18%，主要原因系：公司持续在研发端投入，研发团队不断扩充，研发人员薪酬增加；其次，公司积极向市场输出稳定高效的安全能力及具有竞争力的网络安全产品，加快布局战略、行业及区域市场团队的建设，致使销售人员数量快速增加，销售费用同比增长较快；同时，2022 年受外部环境的影响较大，公司业务开展受限。因此，对行业客户应收账款回款风险审慎地进行评估后，公司计提的信用减值损失较上年增加。以上原因导致公司净利润指标下降较多，三费指标增速较快。

2018-2021 年，公司经营性现金流净额为 0.18、0.23、0.12、0.19 亿元。2022 年，公司经营性现金流净额为-1.69 亿元，同比减少 981.05%，主要系公司支付给职工以及为职工支付的现金增加以及销售商品、提供劳务收到的现金减少等综合原因所致。

图 9：扣非归母净利润与经营性现金流净额对比



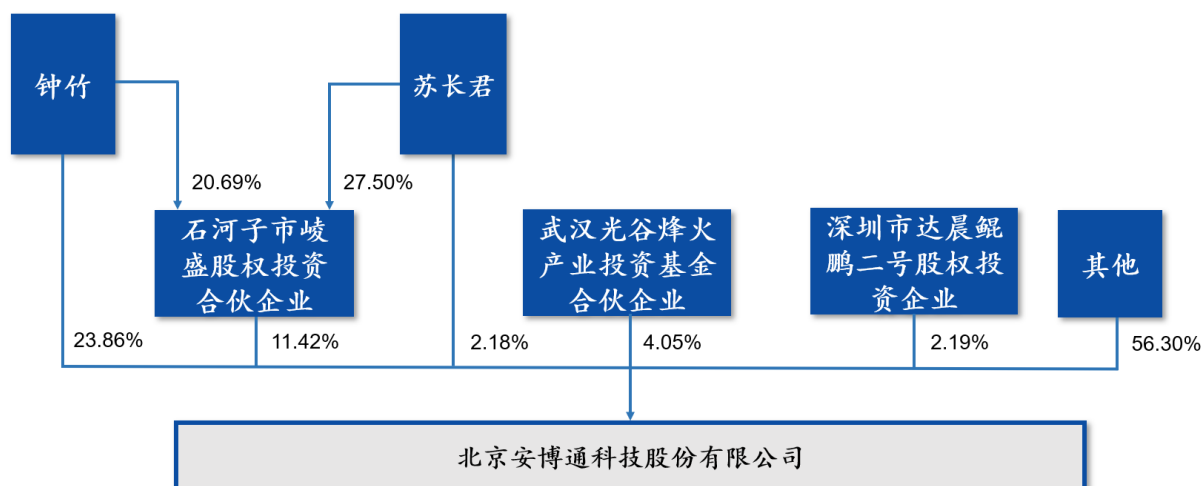
资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所



### 1.3 股权结构：公司股权结构稳定，高管技术背景深厚

公司股权结构稳定，管理层技术背景深厚。公司董事长、创始人钟竹先生为公司第一大股东，目前直接持有公司 23.86% 的股权。钟竹先生曾任锐捷网络股份有限公司产品经理、软件产品线总监，戴尔（中国）有限公司高级系统顾问、经理，2016 年 5 月至今任公司董事长。

图 10：股权结构（截至 2023 年 6 月 30 日）



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，国元证券研究所

### 1.4 定向增发：推进公司战略发展，提升持续盈利能力

2022 年 8 月 25 日，公司召开第二届董事会第二十一次会议，审议通过了《关于调整公司 2022 年度以简易程序向特定对象发行股票方案的议案》等议案，将本次发行募集资金金额由不超过 17408.48 万元（含本数）调减至不超过 13528.48 万元（含本数），并对本次发行的股份数量进行相应调整。本次发行的股票数量为 4289308 股，未超过发行前公司股本总数的 30%。根据投资者申购报价情况，并严格按照认购邀请书规定的程序和规则，确定本次发行的发行价格为 31.54 元/股。本次向特定对象发行股票的目的如下：

- **推进公司战略发展，优化产品布局：**本次募集资金投资项目“数据安全防护与溯源分析平台研发及产业化”采用新一代安全模型—零信任网络架构模型，融合公司现有软件定义边界、数据资产监测及溯源分析平台产品，针对数据分析技术和虚拟专用网络技术等技术进行升级，旨在实现在新的网络架构下对数据安全进行实时防护以及对关键数据的回溯和分析，覆盖云环境、大数据中心、微服务等众多场景，形成新一代的数据安全解决方案。在国内数字经济加速发展的战略机遇期间，该项目有利于公司及时布局数据安全领域，第一时间为客户提供服务。
- **推进技术储备产业化，提升公司持续盈利能力：**自成立以来，公司重视在技术研发方面的投入，并持续引进符合公司发展战略需求的研发技术人才。持续的研发投入和技术人才队伍建设极大提高了公司的技术研发能力，并取得了多项研发成果。公司通过本次募集资金投资项目的实施，实现储备技术产业化，不断提升公司持续盈利能力。

- **优化资本结构，满足未来业务发展资金需求：**随着公司业务规模的快速扩张，公司对于资金的需求也日益增长。通过本次发行股票募集长期稳定的资金，有利于公司增强资本实力，保障公司业务长期健康、稳定发展所需的资金，提高抵御市场风险的能力，从而提高公司的经营业绩，提升公司的核心竞争力，有利于公司的长远发展。

本次发行的认购对象拟认购金额合计为 135284774.32 元，符合以简易程序向特定对象发行股票的募集资金总额不超过人民币三亿元且不超过最近一年末净资产百分之二十的规定。

表 2：募集资金用途（单位：万元）

项目名称	预计投资总额	拟使用募集资金金额	扣减财务性投资后拟使用募集资金金额
数据安全防护与溯源分析平台研发及产业化项目	21288.48	21288.48	13528.48
总计	21288.48	21288.48	13528.48

资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 2. 行业分析：政策助力行业发展，行业规模持续扩大

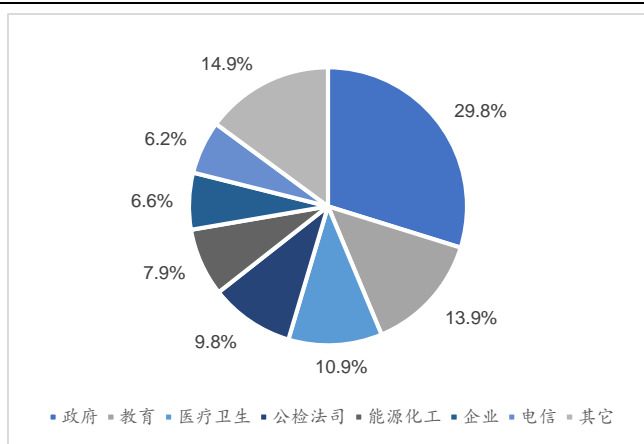
### 2.1 行业概况：下游需求持续释放，新兴技术不断涌现

**网安行业上游稳定，下游需求持续释放。**网络安全行业的上游行业主要包括电子元器件、IT 设备及软件开发工具等软硬件行业。目前，我国网络安全行业的上游产业基本处于充分竞争状态，产品的供给及价格通常相对稳定。

网络安全行业的下游主要是政府、电信、金融、能源等信息化程度高且对网络安全敏感度较高的行业。近年来，随着国家对网络安全行业重视程度的不断提高，下游行业在信息化建设过程中不断加大网络安全方面的投入力度，推动行业的快速发展。从行业角度来看，根据中国网络安全产业联盟的统计，政府行业因客户数量多，政策监管严格，项目需求量大，在行业中依然占据主导，2022 年政府网安项目数量占比 29.8%。

根据中国网络安全产业联盟的统计，2018 年至今，中国网络安全客户总量超过 15.8 万家，2022 年跟踪到有网安项目采购行为的客户有 67183 家，过去三年持续在网络安全投入的客户超过 2 万家。从客户区域分布情况来看，中国网络安全客户分布与 GDP 有较强相关性，呈现区域聚集效应。

图 11：2022 年中国网安项目数量行业分布



资料来源：中国网络安全产业联盟，国元证券研究所

图 12：2022 年中国网络安全客户地图



资料来源：中国网络安全产业联盟，国元证券研究所

**传统安全边界被打破，新兴技术需求不断产生。**根据 Gartner 预测，2022 年全球将有超过 75% 的企业在生产环境中运行容器化应用，传统安全边界被打破，新一代的网络攻击手段不断演进，对威胁检测与响应提出了新要求。从技术层面出发，为了应对新型威胁，零信任、云原生安全、检测与响应(XDR)、安全自动编排(SOAR)、安全即服务(SECaaS)、网络流量分析(NTA)成为业界关注度最高的新技术理念，相关产品也开始规模应用。

**生成式 AI(AIGC)给网络安全带来了新的挑战和机遇。**攻击者利用 AI 轻易发起网络犯罪，增加了数据和隐私泄露风险，大模型也更容易受攻击。防御者通过 AIGC 提升了安全代码生成和智能研判的效率，利用自然语言理解技术提取威胁情报，缓解了人才缺口，同时提升了客户体验。然而，AI 安全规范的监管已成紧迫问题，同时也带来了新的市场机遇，如 AI 内容鉴伪和安全评估服务等。

## 2.2 政策驱动：网安政策持续出台，驱动行业快速发展

“十四五”时期，我国网络安全相关政策将围绕几个关键方向再上新台阶。在“新型融合性网络安全保障体系”方向，车联网、工业互联网、5G等领域将会有更多针对性政策规范出台；在“关键信息基础设施网络安全”方向，安全防护能力成熟度评价机制、网络产品安全漏洞管理等方面将迎来更多切实举措；在“数据安全风险管控”方向，数据分级分类、重要数据保护、数据跨境流动等方面有望迎来更多配套支持政策；在“网络安全产业高质量发展”方向，国家网络安全产业园区建设、关键技术和产品攻关示范应用、安全骨干企业培育等方面有望加大政策引导。

安全政策指导力度加大，引导企业提升竞争力。近年来，网络安全成为国家安全体系能力建设的重要方向。我国充分发挥立法的引领和推动作用，逐步完善网络安全顶层设计。引导企业落实网络安全主体责任，督促企业依法依规经营，国家不断加大网络安全执法力度，推进网络综合治理体系建设。在各项因地制宜的政策驱动下，产业充分将有望发挥自身优势，顺势发展。

表 3：我国网络安全行业部分政策汇总

发布时间	发布机构	政策名称	主要内容
2023.1	工信部等十六部门	《关于促进数据安全产业发展的指导意见》	全面加强数据安全产业体系和能力，夯实数据安全治理基础。坚持创新驱动，强化企业创新主体地位，优化创新资源要素配置，激发各类市场主体创新活力。坚持以人为本，维护人民数据安全合法权益。
2022.12	工信部	《工业和信息化领域数据安全管理办法（试行）》	行业监管部门鼓励数据开发利用和数据安全技术研究，支持推广数据安全产品和服务，培育数据安全企业、研究和服务机构，发展数据安全产业，提升数据安全保障能力，促进数据的创新应用。
2022.12	中共中央、国务院	《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	提出要维护国家数据安全，保护个人信息和商业秘密，促进数据高效流通使用、赋能实体经济，统筹推进数据产权、流通交易、收益分配、安全治理，加快构建数据基础制度体系。
2022.7	国家互联网信息办公室	《数据出境安全评估办法》	自 2022 年 9 月 1 日起施行。办法规定数据出境安全评估的范围、条件和程序，为数据出境安全评估工作提供具体指引。提出数据出境安全评估坚持事前评估和持续监督相结合、风险自评估与安全评估相结合等原则。
2022.2	国家互联网信息办公室等十三部门	《网络安全审查办法》	网络安全审查坚持防范网络安全风险与促进先进技术应用相结合、过程公正透明与知识产权保护相结合、事前审查与持续监管相结合、企业承诺与社会监督相结合，从产品和服务以及数据处理活动安全性、可能带来的国家安全风险等方面进行审查。
2021.8	第十三届全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国个人信息保护法》	任何组织、个人不得非法收集、使用、加工、传输他人个人信息，不得非法买卖、提供或者公开他人个人信息；不得从事危害国家安全、公共利益的个人信息处理活动。国家建立健全个人信息保护制度，预防和惩治侵害个人信息权益的行为，加强个人信息保护宣传教育，推动形成政府、企业、相关社会组织、公众共同参与个人信息保护的良好环境。
2021.6	第十三届全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国数据安全法》	国家鼓励数据依法合理有效利用，保障数据依法有序自由流动，促进以数据为关键要素的数字经济发展。开展数据处理活动，应当遵守法律、法规，尊重社会公德和伦理，遵守商业道德和职业道德，诚实守信，履行数据安全保护义务，承担社会责任，不得危害国家安全、公共利益，不得损害个人、组织的合法权益。

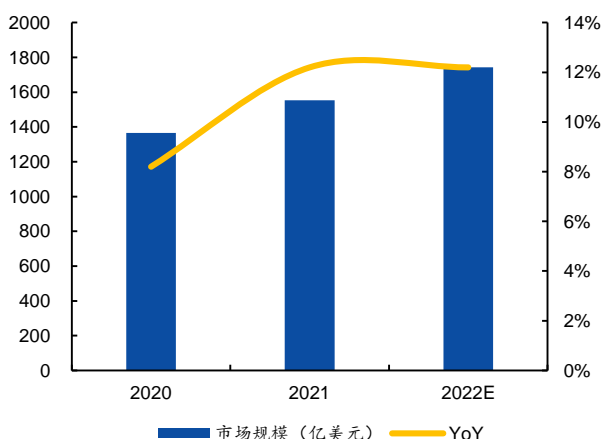
资料来源：中国政府网，中国人大网，国家互联网信息办公室官网，国元证券研究所

### 2.3 市场分析：网安市场空间广阔，头部企业优势显现

**全球网安市场逐渐复苏，持续增长空间广阔。**根据中国网络安全产业创新发展联盟、中国信息通信研究院发布的《中国网络安全产业研究报告》，2021 年全球网络安全市场规模为 1554 亿美元，同比增长 12.2%。各类因新冠疫情而搁置的网络安全项目在 2021 年以后重新启动，远程和混合办公模式的增加以及数据泄露事件的激增，都在持续驱动网络安全市场的进一步扩张。预计 2022 年全球网络安全市场规模将达 1743.9 亿美元，同比增速与 2021 年持平。

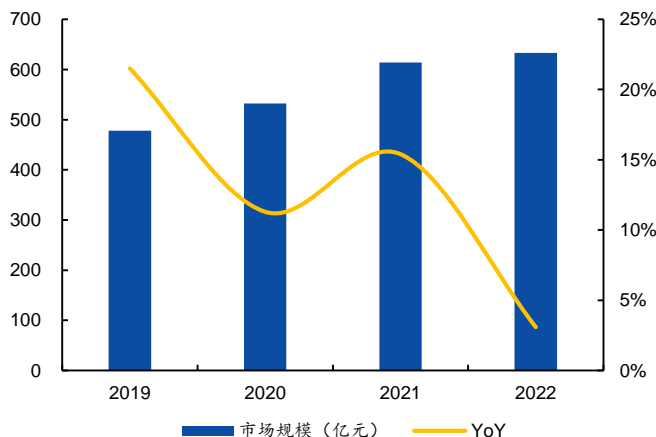
**政策顶层设计逐渐完善，中国网安市场新板块不断涌现。**根据中国网络安全产业联盟的数据，2022 年中国网络安全市场规模约为 633 亿元，同比增长率为 3.1%。预计未来三年将保持 10% 以上的增速，到 2025 年市场规模预计将超过 800 亿元。近三年行业总体保持增长态势，但受宏观经济影响，网络安全行业增速出现一定波动。网络安全相关政策的顶层设计逐渐完善，筑牢行业发展的政策基动力，产业迎来新的变革和发展阶段，催生出更多安全板块。数据安全、云安全、个人隐私保护、工业互联网安全、物联网安全 AI 场景下的安全需求，智慧城市中的交通、能源、医疗等各种智能场景的安全需求，将成为支撑网络安全市场规模扩容并高速增长的新板块。

图 13：2019-2022 年全球网络安全市场规模



资料来源：中国信通院，国元证券研究所

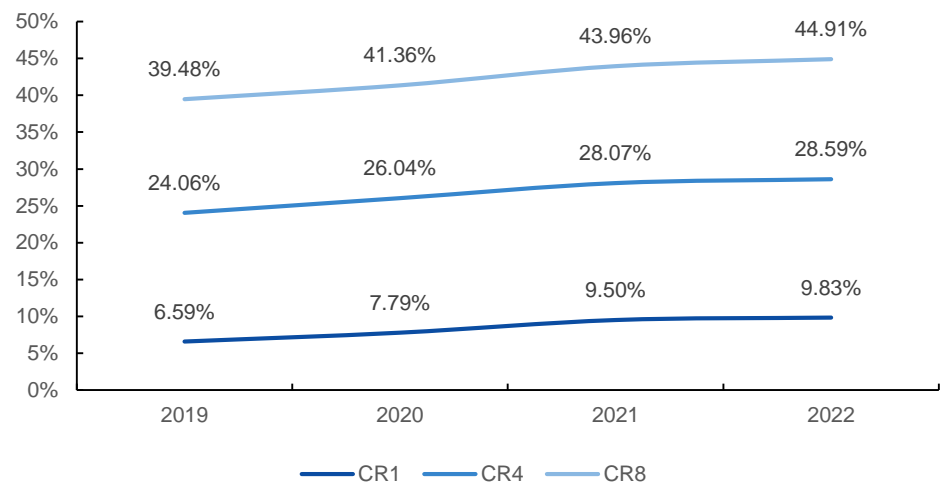
图 14：2019-2022 年中国网络安全市场规模



资料来源：中国网络安全产业联盟，国元证券研究所

根据中国网络安全产业联盟的统计，2022 年我国网络安全市场 CR1 为 9.83%，CR4 为 28.59%，CR8 为 44.91%，网络安全市场集中度进一步提升。2018-2022 年头部企业的市场份额呈现出上升趋势。尤其是前四名企业的市场份额已经从 2018 年的 21.71% 提升 2022 年的 28.59%，显示出市场向少数领先企业集中的趋势。行业进入门槛提高，行业竞争加剧，创业企业需要找到创新和差异化的方式保持竞争力。当下我国网络安全市场进入了稳健增长阶段，头部企业规模和资源的优势会进一步被凸显，从而获得更大的市场份额，预计我国网络安全市场集中度会持续提升。

图 15：2019-2022 年中国网络安全市场集中度



资料来源：中国网络安全产业联盟，国元证券研究所



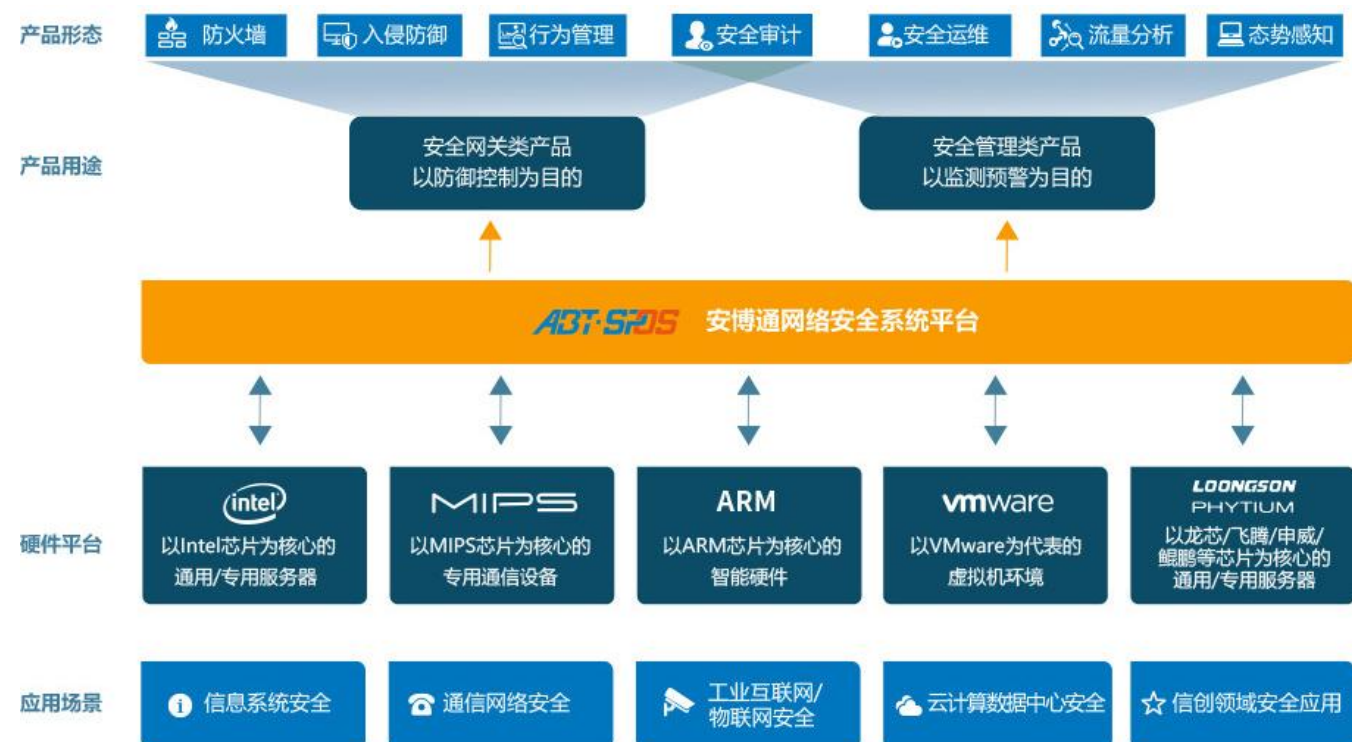
### 3. 竞争力分析：研发打造核心优势，携手百度共创未来

#### 3.1 产品研发：掌握核心原创技术，持续推出特色产品

公司基于自身技术的长期积累以及对客户需求的深入研究，自主研发并推出了集防御控制、审计管理、检测溯源、安全分析能力于一体的网络安全系统平台-ABT SPOS平台。公司研发的ABT SPOS针对新型网络攻击手段与高级持续性威胁，具备丰富的应用层安全识别与流量解析功能，运用安全大数据分析、机器学习与流量可视化技术，发现并阻断网络中传统技术无法检测出的违规行为与未知威胁，已成为行业内多家大型厂商安全网关类产品和安全管理类产品所广泛选用的软件系统平台，是国内部分政府部委与央企网络安全态势感知整体解决方案的重要功能组件与数据引擎。

ABT SPOS具备跨硬件平台适应能力与虚拟化能力，全面对外开放接口以及大规模的行业应用实践。该平台是公司可视化网络安全技术的能力集，涵盖了安全控制、防御、检测、监测、审计、溯源等各个阶段的关键技术引擎与特征库，提供了安全数据分析与学习的核心算法，具备灵活的嵌入性与开放性，可以与各类网络硬件融合，支持被第三方软件系统调用。网络安全产品厂商、解决方案厂商、通信运营商、云服务提供商等合作伙伴可以在多种网络硬件架构上应用该平台组件，其开放性可以快速响应用户需求，开发自身能力形成独特的解决方案。该平台不仅可以应用在传统网络架构与云环境中，还支持IPV6网络、工业互联网、物联网等下一代网络结构，与此同时，平台支持国产化硬件及芯片，在国产自主可控的设备结构中也有多种专业应用。

图 16：ABT SPOS 在网络安全技术与产品全景图中的定位



资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司以自主研发的网络安全系统平台 ABT SPOS 为基础，通过持续的研发与创新，应用于网络安全防御控制、网络监测预警等领域，形成了一系列在产品功能、性能、创新性等方面具有较强竞争力的网络安全产品，主要包括安全网关产品 and 安全管理产品两大类。同时公司围绕 ABT SPOS 平台提供相应的网络安全技术开发与安全运维等服务。

**表 4：公司代表性产品**

产品大类	产品名称	代表性产品	产品形态
安全网关产品	嵌入式安全网关	安博通深度安全网关（下一代防火墙）	以软件或软硬件一体化形态销售
		安博通融合应用网关	
		安博通应急拦截网关（封堵器）	
		安博通网络安全审计产品	
		安博通入侵防御系统	
	虚拟化安全网关	自适应主机微隔离系统(SDP)	以软硬件一体化形态销售
		安博通虚拟化深度安全网关	
		安博通虚拟化融合应用网关	
		安博通虚拟化入侵防御系统	
		安博通集中管理运维平台	
安全管理产品		“晶石”安全策略智能化运维管理平台	以软件或软硬件一体化形态销售
		“墨影”网络节点资源管理平台	
		“元溯”数据资产监测与溯源分析平台	
		“鹰眼”安博通全流量取证系统	

资料来源：公司公告，国元证券研究所

**嵌入式安全网关：**主要应用于数据通信网络环境，通常用于网络互联网出口或网络关键区域边界，是网络中用于隔离、控制、防御的基础安全产品，包括下一代防火墙及网络行为管理与审计等组件与产品。

下一代防火墙产品采用先进的高性能并行架构，保障业务处理高效可靠，场景支撑灵活全面。产品具备应对高级持续性威胁的入侵防御能力和实时病毒拦截技术，将访问控制模块与漏洞扫描、Web 防护、入侵防御、沙箱仿真、数据防泄漏、威胁情报等系统形成智能的策略联动，通过并行处理的深度安全检测引擎和应用识别技术，实现对用户、应用和内容的攻击行为深入分析，为用户提供安全智能的一体化防护体系。

网络行为管理与审计产品提供全网终端统一管控功能，具备传统认证和主流社交软件等身份认证方式，保障用户接入安全可控。该产品内置千万条 URL 库和五千条主流应用行为特征库，配合网络行为管理策略模板，可实现网络行为精细化识别和控制。通过智能流量管理特性，动态分配空闲时带宽资源，帮助用户提升用户上网体验；结合清晰易用的管理日志功能，为企业提供全面、完善的网络行为管理解决方案。

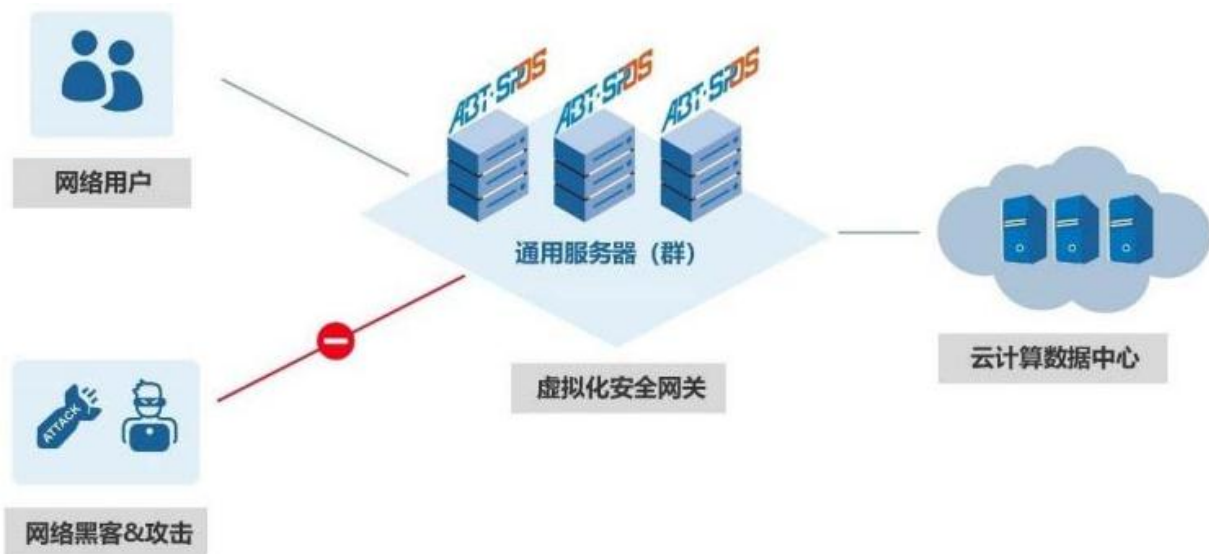
图 17：嵌入式网关在网络中的部署位置



资料来源：公司公告，国元证券研究所

**虚拟化安全网关：**通过虚拟化技术将安全防护特性与虚拟计算、虚拟存储、虚拟网络适配并融合到通用服务器中，形成标准化的防护单元，多个防护单元通过资源池方式汇聚成数据中心整体安全架构，并通过统一的管理平台实现可视化集中运维管理。虚拟化安全网关以通用服务器为硬件载体，主要应用于云计算和大型数据中心，以安全资源池的形式满足公有云、私有云、混合云等多种云场景下的安全需求，并通过统一的管理界面实现全网安全资源池的分配和调度，主要用户包括政务云数据中心、运营商数据中心、金融数据中心和公有云服务提供商等。

图 18：虚拟化安全网关主要应用场景



资料来源：公司公告，国元证券研究所

**安全管理：**基于大数据分析可视化技术，公司在 ABT SPOS 网络安全系统平台之上打造了安全管理产品，主要包括流量可视化、策略可视化、云安全管理产品等。安全管理产品作为核心组件，面向整个网络，管理和分析所有跨厂商安全设备节点，针对新型的网络攻击手段与高级持续性威胁，运用安全大数据分析、深度机器学习与流量可视化技术，发现并阻断网络中传统技术无法检测出的违规行为与未知威胁，这些产品已经成为构建网络安全态势感知系统的重要组成部分。通过大屏显示系统呈现和运维管理。该产品利用数据融合、数据挖掘、智能分析和可视化技术，直观显示网络环境的实时安全状况，对潜在的、恶意的网络攻击行为进行识别和预警，提升安全设备的整体效能，具备网络安全管理和预判能力，为网络安全提供运维保障。

**安全服务：**公司网络安全服务主要为安全产品技术开发与安全运维服务，根据客户的个性化需求，在公司主营产品基础上定制开发扩展功能或个性化功能，或按照定制化需求开发产品特性或提供解决方案，同时提供产品运维保障服务。

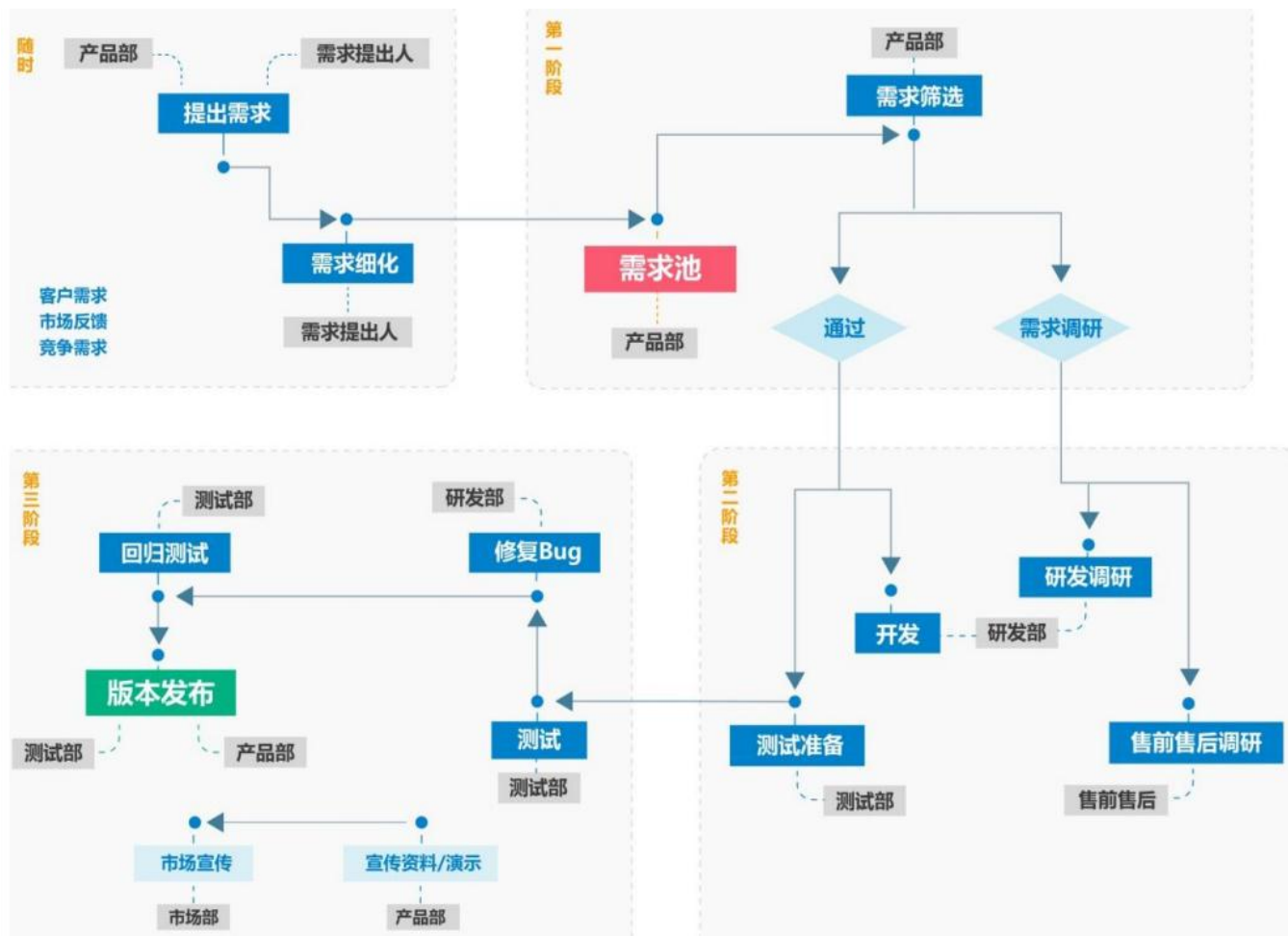
### 3.2 客户资源：掌握核心客户资源，拥有完备服务体系

公司凭借领先理念、创新能力及技术服务能力，紧贴客户业务场景提供高质量产品和专业化服务，赢得了客户的信赖。经过多年发展，公司积累了一大批行业内知名客户，包括华为、新华三、安恒信息、启明星辰、绿盟科技、太极股份、迈普通信等知名产品与解决方案厂商。通过对主要客户的需求深入分析和总结，公司将实践经验应用于其他行业，为客户提供更为全面优质的服务。

公司立足合作、共赢的理念，致力于通过 ABT SPOS 基础平台融合网络安全产业上下游资源，构建协作式网络安全新生态，为各类行业用户提供专业化解决方案。同时，在维护传统安全和网络厂商客户群之外，公司加大与云计算厂商、云服务运营商、自主可控平台厂商、国防科研院所等专业系统厂商的合作，努力打造新一代的安全技术生态阵营。

公司坚持以客户需求为中心的产品开发流程，从客户需求导入到产品版本发布。

图 19：产品开发流程

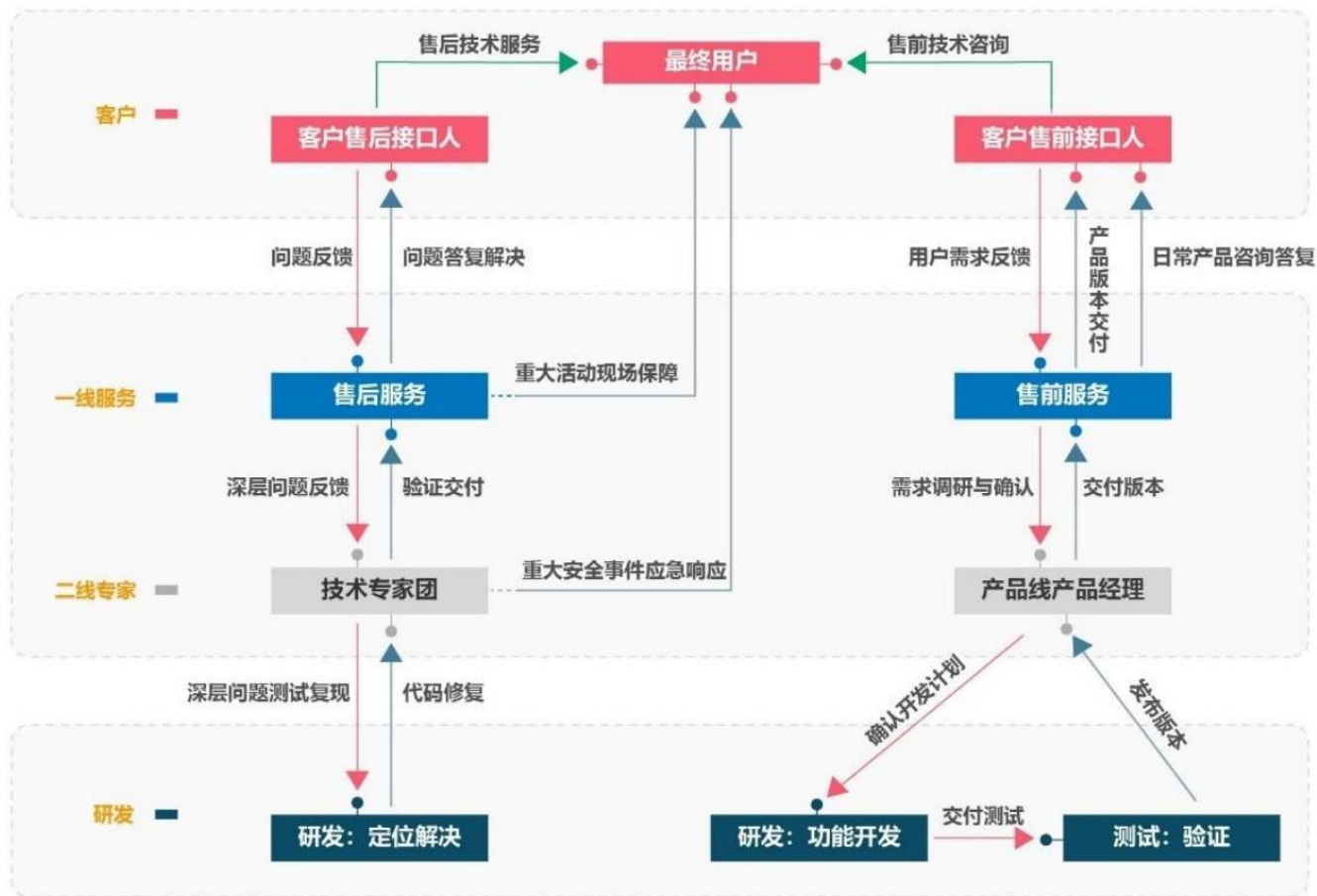


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司技术服务按照产品的销售阶段分为售前技术服务与售后技术服务两类，公司主要面向产品与解决方案厂商提供技术支持与咨询服务，通常不提供现场技术服务，当最终用户遇到与公司产品相关的重大活动保障或重大紧急事件时可提供现场技术支持。



图 20：售前与售后技术服务流程



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

### 3.3 布局未来：携手百度优势互补，发力 AI+安全方向

以 ChatGPT 的诞生为标志，人工智能领域再度掀起技术狂潮，AI+行业成为数字化转型的新变革。网络安全行业同样拥抱 AI 技术，未来的安全将变得更加自动化、智能化。安全从业者与 AI 的相处之道，应该是 AI 作为工具 Inside 安全其中，它可以 7\*24 小时不眠不休，帮助人解决繁琐的、流程化的工作，并为高级决策提供分析依据。

2023 年上半年，百度安全提出“AI Inside 创新合作模式”，即通过人工智能技术与更多高新技术的结合，与合作伙伴共建一个安全的网络空间。该模式与公司的理念不谋而合。作为网络安全产业上游的领先服务商，公司专注于底层安全能力上的系统和产品研究开发，高度重视新技术的突破与实践。秉承开放合作的精神，经过多轮技术研讨，此次公司携手百度，优势互补，进一步实现网络安全+AI 多产品的全面合作。

自 2011 年起，公司开始致力于研发可视化网络安全技术，旨在实现安全的可见性和可控性，从而为数字业务创造真正的价值。自主开发的 ABT SPOS 网络安全系统平台，融合了安全可视化、人工智能和大数据分析等多项技术，已成为多家一线厂商和

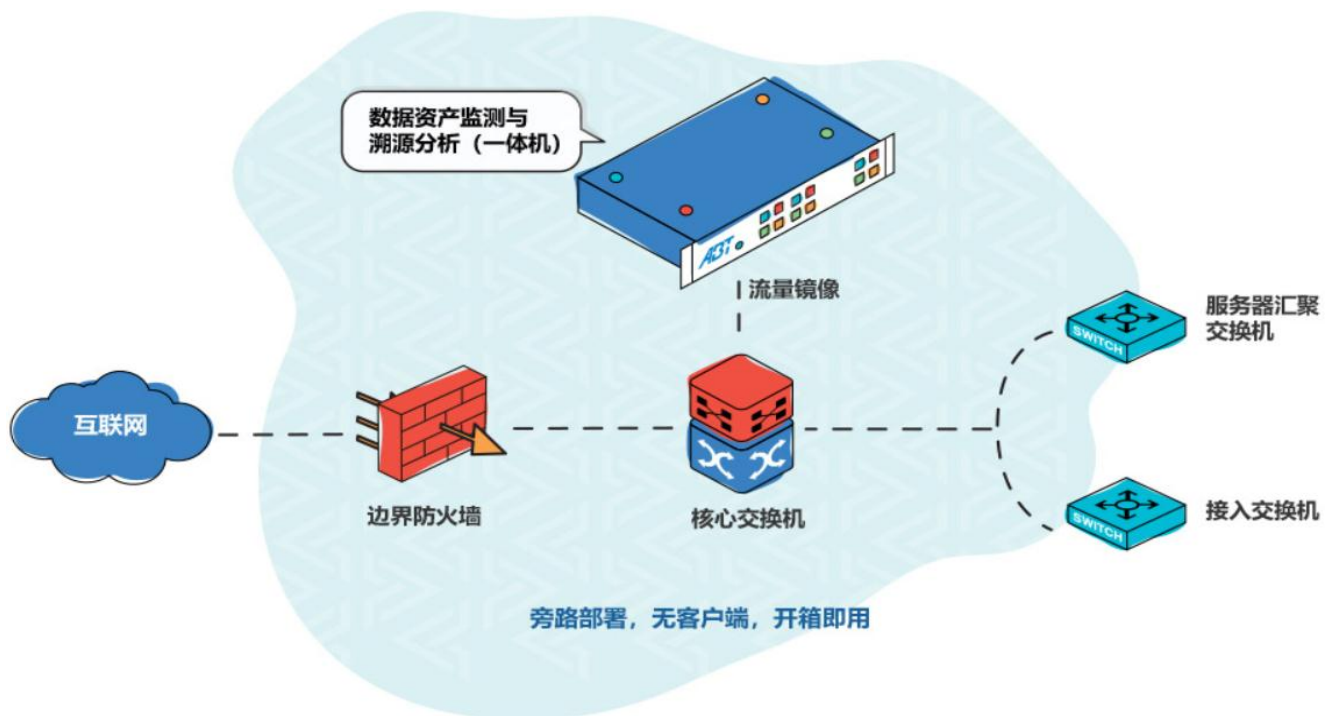


大型解决方案集成商广泛采用的网络安全系统套件。该平台还是国内众多部委和央企安全态势感知平台的核心组件和数据引擎。

ABT SPOS 网络安全系统平台代表了公司可视化网络安全技术的能力集，将人工智能技术与其叠加，可以使其更具可靠性和灵活性。一方面，公司积极利用 AI 力量进行创新和协作，涵盖漏洞发现、事件响应、钓鱼检测等模块；另一方面，推出“元溯”数据安全、“鹰眼”流量可视化等产品，探索开发基于行为的 AI 安全工具，以应对人工智能生成的攻击。

**“元溯”数据资产监测与溯源分析平台：**针对核心网络区域、关键业务应用的数据资产，对其在网络中的传输过程和行为进行监控审计，结合用户、设备、应用等多维度关联分析，实时呈现数据资产在网络中流动的动态全息视图。同时提供对敏感数据的异常行为监测和风险感知能力，主动发现数据泄露或滥用等异常行为，即时实现告警、溯源及处置响应，提升数据资产的安全防护水平。

图 21：“元溯”数据资产监测与溯源分析平台部署方案

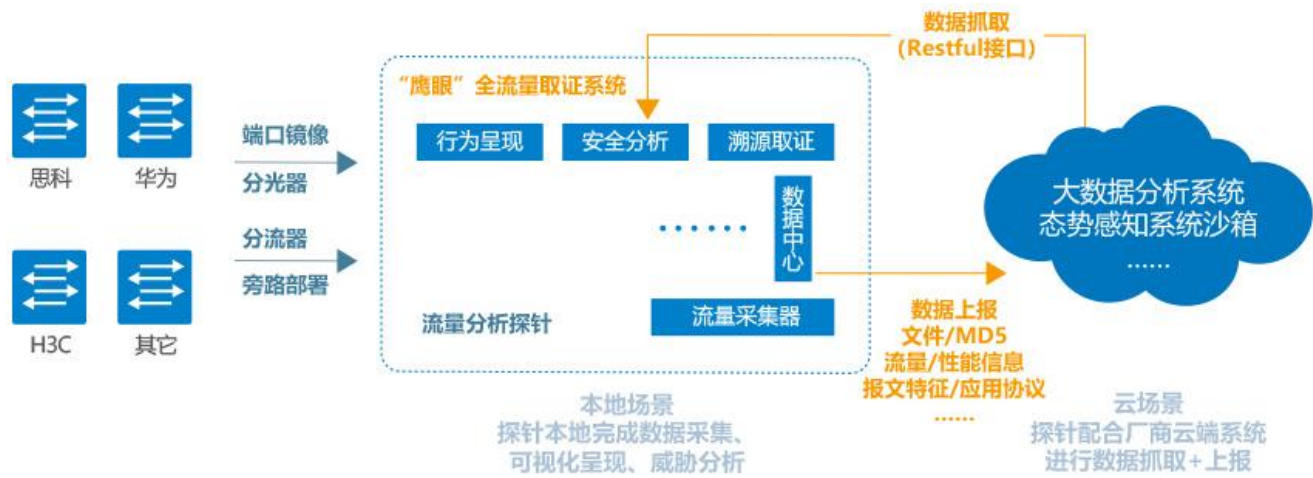


资料来源：公司官网，国元证券研究所

人工智能与网络安全的结合正在快速发展中，公司原创的可视化网络安全技术与百度优势的 AI 技术强强联合，已经实现了 IT 日常工作的自动化运维，下一步则希望在业务逻辑的层面应用 AI 技术，逐步深入到核心业务层的内容，降低运维人员的技术门槛和经验门槛，后续公司将陆续发布基于百度 AI Inside 的产品和解决方案。

**“鹰眼”全流量取证系统：**是一款针对企业级网络的流量与业务的分析、排障、取证运维工具。旁路部署在互联网出口、网络核心等需要监控的网络关键位置，对关键节点进行流量数据采集和全量留存，对安全设备流量复核完成威胁攻击的溯源取证，并提供链路黑管可视化的全链路监控能力和网络性能管理的故障分析定位能力。

图 22：“鹰眼”全流量取证系统



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：

公司作为可视化网络安全技术创新者，专注网络安全核心软件产品的研究、开发、销售及技术服务，是可视化网络安全专用核心系统产品与安全服务提供商。目前，公司产品主要包括：安全网关、安全管理、安全服务以及其他业务，我们按照这四个维度预测公司未来的收入和毛利率情况。

- 1. 安全网关：**该产品主要包括嵌入式安全网关和虚拟化安全网关两种产品。嵌入式安全网关应用于数据通信网络环境，包括下一代防火墙及网络行为管理与审计等组件产品，是一种软硬件结合的实体安全设备，通常用于网络互联网出口或网络关键区域边界，是网络中用于隔离、控制、防御的基础安全产品。虚拟化安全网关应用于云计算和大型数据中心的虚拟化安全网关产品，通过虚拟化技术将安全防护特性与虚拟计算、虚拟存储、虚拟网络适配并融合到通用服务器中，形成标准化的防护单元，多个防护单元通过资源池方式汇聚成数据中心整体安全架构，并通过统一的管理平台实现可视化集中运维管理。2021-2022 年，该产品收入增速分别为 47.89%、4.87%，未来三年有望保持稳健增长态势，预测收入增速分别为 11.75%、25.34%、20.62%。毛利率方面，2021-2022 年分别为 51.55%、44.96%，未来三年有望维持在过去两年的平均水平，保持在 47-49% 的区间。
- 2. 安全管理：**基于大数据分析可视化技术，公司在 ABT SPOS 网络安全系统平台之上打造了安全管理产品，主要包括流量可视化、策略可视化、云安全管理产品等。安全管理产品作为核心组件，面向整个网络，管理和分析所有跨厂商安全设备节点，针对新型的网络攻击手段与高级持续性威胁，运用安全大数据分析、深度机器学习与流量可视化技术，发现并阻断网络中传统技术无法检测出的违规行为与未知威胁，这些产品已经成为构建网络安全态势感知系统的重要组成部分。2021-2022 年，该产品收入增速分别为 55.16%、63.62%，未来三年有望保持快速增长态势，预测收入增速分别为 26.37%、45.21%、40.73%。毛利率方面，2021-2022 年分别为 94.09%、86.24%，未来三年有望维持在 2022 年的水平，保持在 86-87% 的区间。
- 3. 安全服务：**目前，公司网络安全服务主要为安全产品技术开发与安全运维服务，根据客户的个性化需求，在公司主营产品基础上定制开发扩展功能或个性化功能，或按照定制化需求开发产品特性或提供解决方案，同时提供产品运维保障服务。2021-2022 年，该产品收入增速分别为 151.12%、44.60%，未来三年有望保持较快增长态势，预测收入增速分别为 16.02%、33.28%、28.41%。毛利率方面，2021-2022 年分别为 93.43%、71.95%，未来三年有望维持在 2022 年的水平，保持在 72-73% 的区间。
- 4. 其他业务：**该业务在公司收入中的占比很小。未来三年有望保持稳健增长态势，预测收入增速分别为 20.65%、17.46%、15.25%。未来三年毛利率有望维持在 2022 年的水平，保持在 92-93% 的区间。

**表 5：公司收入拆分（单位：百万元）**

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>安全网关</b>					
收入	308.47	323.50	361.51	453.12	546.55
增长率	47.89%	4.87%	11.75%	25.34%	20.62%
毛利率	51.55%	44.96%	47.96%	48.05%	48.15%
<b>安全管理</b>					
收入	61.34	100.36	126.83	184.17	259.18
增长率	55.16%	63.62%	26.37%	45.21%	40.73%
毛利率	94.09%	86.24%	86.72%	86.73%	86.75%
<b>安全服务</b>					
收入	21.52	31.13	36.11	48.13	61.80
增长率	151.12%	44.60%	16.02%	33.28%	28.41%
毛利率	93.43%	71.95%	72.71%	72.77%	72.82%
<b>其他业务</b>					
收入	0.08	1.45	1.75	2.06	2.37
增长率	-98.62%	1614.03%	20.65%	17.46%	15.25%
毛利率	43.99%	92.16%	92.17%	92.18%	92.19%
<b>合计</b>					
收入	391.42	456.44	526.21	687.48	869.91
增长率	48.92%	16.61%	15.28%	30.65%	26.54%
毛利率	60.51%	56.03%	59.15%	60.27%	61.52%

资料来源：Wind，国元证券研究所

#### 可比公司估值：

在 A 股市场，绿盟科技、启明星辰、迪普科技也从事网络安全相关业务，与公司所从事的业务相近，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 2023 年的估值水平高于可比公司的平均水平，而 2024-2025 年的估值水平低于可比公司的平均水平。伴随着公司业务的持续健康发展，估值水平有望不断提升。因此，我们认为公司目前的 PE 估值水平处于合理范围，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 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300369.SZ	绿盟科技	10.23	81.83	0.04	0.30	0.47	0.67	288.44	34.08	21.57	15.29
002439.SZ	启明星辰	27.58	260.27	0.66	1.05	1.36	1.76	41.57	26.24	20.16	15.66
300768.SZ	迪普科技	16.00	103.01	0.23	0.36	0.47	0.61	68.78	44.93	33.91	26.30
<b>平均</b>		-	-	-	-	-	-	<b>132.93</b>	<b>35.08</b>	<b>25.21</b>	<b>19.08</b>
688168.SH	安博通	34.22	26.11	-0.11	0.81	1.48	1.94	-308.52	42.05	23.16	17.64

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 2023 年 9 月 8 日

#### 投资建议：

公司定位于网络安全产业链上游，为中游解决方案和服务厂商提供技术输出，陆续攻克重要领域的关键技术，不断推出技术创新的新产品，未来持续成长空间广阔。

综上，预测公司 2023-2025 年的营业收入为 5.26、6.87、8.70 亿元，归母净利润为 0.62、1.13、1.48 亿元，EPS 为 0.81、1.48、1.94 元/股，对应 PE 为 42.05、23.16、17.64 倍。考虑到行业的景气度和公司未来的成长性，首次推荐，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**1. 技术和产品替代的风险：**公司所属行业为技术密集型行业，核心技术在公司产品创新、市场开拓和持续发展方面起着决定性作用。信息安全产品更新换代速度较快，产品应用需求周期较短，一旦行业发生技术创新、产品设计创新，公司的研发能力不能紧密跟随产品技术革新的节奏，无法达到用户需求标准，则会给公司的持续经营发展带来风险；

**2. 核心技术人员流失及技术泄密风险：**目前，信息安全行业市场竞争加剧，行业内高端研发型人才的稀缺以及培养人才的高成本，会导致公司存在技术人员流失的可能性，若不能及时补充研发人员的流失，从而会限制公司的竞争力并对公司经营产生不利影响。作为研发型科技公司，核心技术是公司立足行业市场的核心机密，公司的核心技术主要由少数核心技术人员掌握，存在技术泄密风险，为了防范技术泄密，公司与高级管理人员和核心技术人员签署了保密及非竞争协议，但仍可能出现因相关技术的人员流失而导致公司核心技术泄密的风险，进而会对公司经营生产造成不利影响；

**3. 核心器件供应链风险：**公司产品的主要原材料包括服务器和嵌入式网络通信平台，因 5G 相关设备和计算机终端应用需求量大幅增加，造成 IC 集成电路设计、代工、元件、面板、内存等关键环节和零部件成本上升，客观造成公司原材料采购成本与供货压力；

**4. 财务风险：**公司应收账款余额将会随着公司经营规模的扩大而增加，若应收账款不能如期收回或主要债务人的财务状况发生恶化，公司存在应收账款坏账损失增大的风险，将对公司的正常生产经营造成不利影响；

**5. 行业风险：**公司处在网络安全产业链上游，伴随着零信任架构、软件定义安全、5G、物联网、工业互联网等网络安全领域的新技术不断发展，客户对产品的创新和迭代速度预期更高，公司必须及时了解行业技术发展趋势，不断升级产品技术来满足客户需求。如果公司的技术和产品研发无法紧跟业界发展，或研发时机滞后，将有可能失去产品技术优势；

**6. 宏观环境风险：**政府一直重视高新技术企业，并给予重点鼓励和扶持。公司享受的税收优惠均与公司日常经营相关，具有一定的稳定性和持续性。如果公司未来不能持续保持较强的盈利能力或者国家税收政策和相关扶持政策发生变化，则可能对公司发展产生一定的影响。



## 财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1075.62	988.20	1021.07	1105.12	1231.96
现金	683.76	492.81	501.21	499.06	557.15
应收账款	240.84	405.06	424.87	494.09	544.50
其他应收款	20.78	4.24	4.79	6.12	7.57
预付账款	26.48	22.70	22.96	28.29	33.54
存货	36.73	32.17	34.25	41.62	50.24
其他流动资产	67.04	31.22	32.99	35.94	38.96
<b>非流动资产</b>	161.48	450.20	448.73	443.29	435.62
长期投资	85.62	134.83	138.75	143.26	148.79
固定资产	52.74	62.44	99.11	122.95	136.55
无形资产	10.73	13.84	15.15	16.47	17.71
其他非流动资产	12.40	239.08	195.72	160.61	132.56
<b>资产总计</b>	1237.11	1438.40	1469.80	1548.41	1667.57
<b>流动负债</b>	144.66	227.66	196.24	170.60	157.61
短期借款	63.13	171.00	135.11	104.23	84.37
应付账款	27.78	26.87	28.66	31.76	36.08
其他流动负债	53.75	29.79	32.47	34.61	37.16
<b>非流动负债</b>	1.68	4.17	4.31	4.44	4.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1.68	4.17	4.31	4.44	4.63
<b>负债合计</b>	146.34	231.83	200.55	175.04	162.24
少数股东权益	0.16	0.62	1.04	1.75	2.64
股本	51.29	76.10	76.29	76.29	76.29
资本公积	787.34	897.02	897.02	897.02	897.02
留存收益	251.54	232.82	294.90	398.30	529.37
<b>归属母公司股东权益</b>	1090.61	1205.94	1268.22	1371.62	1502.69
<b>负债和股东权益</b>	1237.11	1438.40	1469.80	1548.41	1667.57

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	19.14	-168.63	35.10	27.82	83.59
净利润	70.88	-8.00	62.50	113.43	148.87
折旧摊销	5.86	12.46	10.26	14.44	17.74
财务费用	-6.01	-0.29	-8.61	-10.04	-11.89
投资损失	-8.69	-7.38	-7.98	-8.53	-8.86
营运资金变动	-52.06	-205.60	-18.81	-88.77	-65.94
其他经营现金流	9.16	40.18	-2.26	7.29	3.68
<b>投资活动现金流</b>	129.88	-241.79	0.29	0.04	-0.77
资本支出	23.85	240.05	0.00	0.00	0.00
长期投资	-143.80	10.30	3.95	4.54	5.56
其他投资现金流	9.93	8.56	4.24	4.58	4.79
<b>筹资活动现金流</b>	-18.45	219.46	-26.98	-30.01	-24.73
短期借款	21.05	107.88	-35.89	-30.88	-19.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.11	24.81	0.19	0.00	0.00
资本公积增加	13.27	109.68	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-52.89	-22.90	8.72	0.87	-4.87
<b>现金净增加额</b>	130.61	-190.95	8.41	-2.15	58.09

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	391.42	456.44	526.21	687.48	869.91
营业成本	154.56	200.70	214.98	273.10	334.73
营业税金及附加	3.33	3.72	4.21	5.36	6.61
营业费用	59.07	88.91	95.98	110.06	135.10
管理费用	48.09	58.43	63.57	76.79	95.52
研发费用	93.58	104.56	111.98	127.65	150.64
财务费用	-6.01	-0.29	-8.61	-10.04	-11.89
资产减值损失	-1.92	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.69	7.38	7.98	8.53	8.86
<b>营业利润</b>	82.00	-3.13	68.22	123.57	162.01
营业外收入	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.11	0.13	0.15	0.18
<b>利润总额</b>	82.13	-3.23	68.09	123.42	161.83
所得税	11.25	4.77	5.59	9.98	12.96
<b>净利润</b>	70.88	-8.00	62.50	113.43	148.87
少数股东损益	-1.32	0.46	0.42	0.72	0.89
<b>归属母公司净利润</b>	72.19	-8.46	62.09	112.72	147.98
EBITDA	81.86	9.05	69.87	127.96	167.86
EPS (元)	1.41	-0.11	0.81	1.48	1.94

## 主要财务比率

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	48.92	16.61	15.28	30.65	26.54
营业利润(%)	66.26	-103.81	2282.87	81.13	31.11
归属母公司净利润(%)	62.33	-111.72	833.69	81.55	31.28
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	60.51	56.03	59.15	60.27	61.52
净利率(%)	18.44	-1.85	11.80	16.40	17.01
ROE(%)	6.62	-0.70	4.90	8.22	9.85
ROIC(%)	19.31	-1.14	7.23	12.61	15.77
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	11.83	16.12	13.64	11.30	9.73
净负债比率(%)	46.25	75.30	69.21	61.73	54.44
流动比率	7.44	4.34	5.20	6.48	7.82
速动比率	7.18	4.20	5.03	6.23	7.50
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.33	0.34	0.36	0.46	0.54
应收账款周转率	1.48	1.24	1.11	1.31	1.48
应付账款周转率	5.90	7.34	7.74	9.04	9.87
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.95	-0.11	0.81	1.48	1.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	-2.21	0.46	0.36	1.10
每股净资产(最新摊薄)	14.30	15.81	16.62	17.98	19.70
<b>估值比率</b>					
P/E	36.16	-308.52	42.05	23.16	17.64
P/B	2.39	2.16	2.06	1.90	1.74
EV/EBITDA	-5.53	-50.03	-6.48	-3.54	-2.70

资料来源: Wind, 国元证券研究所

## 投资评级说明:

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

## 分析师声明

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

## 证券投资咨询业务的说明

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

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

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