

绿盟科技 (300369)

计算机

发布时间: 2020-06-17

证券研究报告 / 公司深度报告

股东变革+人才引入，渠道战略助力腾飞

买入

首次覆盖

报告摘要:

绿盟科技成立 20 年以技术见长，多款产品排名行业前列。绿盟科技成立于 2000 年，成立至今在行业中以技术见长，抗拒服务系统 (ADS)、入侵检测防御系统 (IDPS)、WEB 应用防护系统 (WAF)、远程安全评估系统 (RSAS) 等产品多年保持国内市场占有率领先。安全行业高景气确定性较强，龙头厂商有望充分受益。IDC 预计 2020 年我国网络安全市场空间约为 87.5 亿美元 (约合 620 亿元人民币)，同比+24%，且预计 2021-2023 年行业增速均在 25% 以上。我们认为，短期以等保 2.0 为代表的一系列政策带来的合规需求有望驱动行业快速增长，仅等保 2.0 政策将带来 200-300 亿的安全增量市场。长期来看，在 5G、云计算、工业互联网以及人工智能等新技术快速发展过程中，安全软件及安全服务市场有望快速增长，中长期行业景气度有望维持高位。绿盟科技有望充分受益行业高景气度。

2019 年公司股东结构及销售模式发生较大改变，2020 年公司有望成为信息安全龙头厂商：1) 2019 年中电科旗下机构及一致行动人入股公司。我们认为公司此前在政府端安全竞标中的限制解除，有望依托中电科打造政府领域标杆项目。绿盟科技也将作为国产化适配领先企业，有望深度受益本轮国产创新浪潮。2) 公司引入数名原华为企业 BG 高管负责公司渠道业务，并全面改进公司渠道激励政策，我们预计 2020 年渠道订单占比有望达到 60% 左右。我们认为当前公司渠道体系与内外部机制改善明显，2020 年有望充分发挥渠道业务放大器功能，渠道体系拓展有助于公司收入增速超越行业增速。

给予绿盟科技 2020 年 10-12x 目标 P/S，目标价 27.81-33.37 元。预计 2020-2022 年收入分别为 22.19/29.70/40.01 亿，归母净利润分别为 3.11/4.43/6.40 亿，对应 EPS 分别为 0.39/0.55/0.80 元。参考可比公司 2020 年平均 P/S 12x，给予 2020 年 10-12x 目标 P/S，目标价 27.81-33.37 元，“买入”评级。

风险提示：渠道转型不及预期、核心人员流失等。

股票数据 2020/6/16

6 个月目标价 (元)	27.81-33.37
收盘价 (元)	21.26
12 个月股价区间 (元)	12.08 ~ 27.65
总市值 (百万元)	17,088
总股本 (百万股)	798
A 股 (百万股)	798
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	10

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	6%	-3%	73%
相对收益	5%	-5%	65%

相关报告

《计算机行业动态点评：鲲鹏+海光！国产服务器首次大规模招标》 --20200508

《基础软硬件，填补中国 IT 产业最后一块版图——计算机行业 2020 年年度投资策略》

--20191203

证券分析师：安永平

执业证书编号：S0550519100001
13810884820 anyp@nesc.cn

研究助理：赵伟博

执业证书编号：S0550119110002
15652991086 zhaowb@nesc.cn

联系人：朴虹霖

执业证书编号：S0550119120003
18688975825 piaohr@nesc.cn

研究助理：邵珠印

执业证书编号：S0550119110012
18811346899 shaozy@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,345	1,671	2,219	2,970	4,001
(+/-)%	7%	24%	33%	34%	35%
归属母公司净利润	168	227	311	443	640
(+/-)%	10%	35%	37%	42%	45%
每股收益 (元)	0.21	0.28	0.39	0.55	0.80
市盈率	101	75	55	38	27
市净率	5.5	5.0	4.6	4.2	3.6
净资产收益率 (%)	5.6%	7.0%	8.8%	11.4%	14.6%
股息收益率 (%)	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
总股本 (百万股)	798	798	798	798	798

目 录

1.	核心观点	4
2.	产品积累+股东变更+渠道拓展，绿盟进入发展新阶段	5
2.1.	传统产品市场竞争力强劲，新兴安全领域占据先机	5
2.1.1.	技术实力突出，多款传统产品市占率领先	5
2.1.2.	抢先布局新兴安全领域，云安全、态势感知等均有突出表现	7
2.2.	外资股东变国资股东，政府端安全市场空间打开	10
2.3.	引入前华为高管拓展渠道体系，2020 年有望展现渠道放大器效应	11
3.	从合规到刚需，信息安全行业高景气确定性较强	14
3.1.	短期合规驱动，等保 2.0 有望带来 200-300 亿市场增量	14
3.1.1.	从招标订单中窥见网络安全市场需求	17
3.1.2.	国内网络安全市场规模有望迎来 200-300 亿增量空间	19
3.2.	新技术蓬勃发展，安全需求由合规向刚需发展	21
4.	2019 年营收增速回升，费用率有效管控，财务指标显著改善	22
5.	盈利预测与估值	27
5.1.	预计 2020-2022 年收入分别为 22.19/29.70/40.01 亿元	27
5.2.	预计 2020-2022 年归母净利润分别为 3.11/4.43/6.40 亿	29
5.3.	给予绿盟科技 2020 年 10-12x 目标 P/S，目标价 27.81-33.37 元	30
6.	风险提示	30

图表目录

图表 1:	绿盟科技发展历程	5
图表 2:	绿盟科技产品线	6
图表 3:	2017-2019 按下游客户行业细分营收	6
图表 4:	绿盟科技主打产品	6
图表 5:	绿盟科技云计算安全产品和服务	7
图表 6:	中国云安全市场规模及预测	8
图表 7:	中国工控安全市场规模及预测	9
图表 8:	2019 入选态势感知解决方案领导者象限	9
图表 9:	2019 年中国 AIRO 市场份额第一	9
图表 10:	绿盟科技股权结构（截至 2020Q1）	10
图表 11:	CETC 旗下上市公司	10
图表 12:	原华为企业 BG 高管加盟绿盟科技	11
图表 13:	原华为企业 BG 高管加盟绿盟科技（二）	11
图表 14:	渠道有望成为公司业务放大器	12
图表 15:	2019 年绿盟科技渠道重要合作伙伴数量大幅提升	12

图表 16: 2020 年绿盟科技渠道进入 2.0 时代.....	13
图表 17: 绿盟科技渠道架构.....	13
图表 18: 绿盟科技联合战略合作伙伴打造行业解决方案.....	14
图表 19: 中国网络安全总体支出预计.....	14
图表 20: 网络安全相关政策标准.....	15
图表 21: 等保 2.0 变化.....	16
图表 22: 等保 2.0 三级网络安全新增要求.....	16
图表 23: 等保 2.0 通用要求标准变化小结.....	17
图表 24: 威海市财政局安全拓扑图.....	18
图表 25: 威海市财政局安全拓扑图.....	18
图表 26: 现有网络拓扑结构.....	19
图表 27: 改造方案拓扑设计（红色为新增采购产品）.....	19
图表 28: 等保三级市场空间推算.....	20
图表 29: 二级系统采购产品情况.....	21
图表 30: 二级+三级合计市场空间约 820 亿元.....	21
图表 31: 2019 年全球 IT 安全产品与服务份额占比.....	22
图表 32: 2009-2019 年绿盟科技主营业务收入水平.....	23
图表 33: 2009-2019 年绿盟科技归母净利润水平.....	23
图表 34: 绿盟科技营收/归母净利润增速及同业对比.....	23
图表 35: 2009-2019 年绿盟科技毛利润及毛利率水平.....	24
图表 36: 2017-2019 年绿盟科技毛利率及同业对比.....	24
图表 37: 2019 年绿盟科技费用率及同业对比.....	25
图表 38: 2009-2019 年绿盟科技负债与所有者权益结构.....	25
图表 39: 绿盟科技 2019 年资产负债率及同业对比.....	26
图表 40: 2009-2019 年绿盟科技经营性净现金流与净利润.....	26
图表 41: 2009-2019 年绿盟科技收/付现比.....	27
图表 42: 绿盟科技 2009-2019 杜邦分析.....	27
图表 43: 绿盟科技 2019 年杜邦分析及同业对比.....	27
图表 44: 金融行业营收及毛利预测（单位：百万元）.....	28
图表 45: 电信运营商行业营收及毛利预测（单位：百万元）.....	28
图表 46: 能源电力行业营收及毛利预测（单位：百万元）.....	28
图表 47: 政府、事业单位及其他行业营收及毛利预测（单位：百万元）.....	29
图表 48: 公司整体收入毛利率预测（单位：百万元）.....	29
图表 49: 费用及净利润预测（百万元）.....	30
图表 50: 可比公司估值表（2020/6/15）.....	30

1. 核心观点

绿盟科技作为老牌信息安全厂商，多款产品在行业内处于领先水平。2019 年起股东结构与公司治理改善显著，引入原华为公司优秀人才助力公司拓展渠道体系，收入增长提速明显。我们认为，信息安全行业在未来几年有望保持较高行业景气度，绿盟科技由于股东变革与销售模式优化，收入增速与利润率有望进入双升轨道，公司将成为安全行业龙头厂商的有力竞争者之一。

绿盟科技成立 20 年以技术见长，多款产品排名行业前列。绿盟科技成立于 2000 年，核心创始团队为公司现任董事长沈继业及多名信息安全行业高端人才，公司成立至今在行业中以技术见长，抗拒绝服务系统（ADS）、入侵检测防御系统（IDPS）、WEB 应用防护系统（WAF）、远程安全评估系统（RSAS）等产品多年保持国内市场占有率领先。

安全行业高景气确定性较强，龙头厂商有望充分受益。IDC 预计 2020 年我国网络安全市场空间约为 87.5 亿美元（约合 620 亿元人民币），同比+24%，且预计 2021-2023 年行业增速均在 25% 以上。我们认为，短期以等保 2.0 为代表的一系列政策带来的合规需求有望驱动行业快速增长，仅等保 2.0 政策将带来 200-300 亿的安全增量市场。长期来看，在 5G、云计算、工业互联网以及人工智能等新技术快速发展过程中，安全软件及安全服务市场有望快速增长，中长期行业景气度有望维持高位。绿盟科技作为安全领域龙头厂商之一，有望充分受益行业高景气度。

2019 年公司股东结构及销售模式发生较大改变，2020 年公司有望成为信息安全龙头厂商：

1) 2019 年 7 月绿盟科技外资股东 IAB、联想陆续退出，中电科与启迪科服入股绿盟，中电科旗下机构及一致行动人。我们认为公司此前在政府端安全竞标中的限制解除，有望依托中电科打造政府领域标杆项目。此外，我们认为绿盟科技将是国产化行业领先厂商，有望深度受益本轮国产创新浪潮。

2) 公司引入数名原华为企业 BG 高管负责公司渠道业务，并全面改进公司渠道激励政策，我们预计 2020 年渠道订单占比有望达到 60% 左右。我们认为当前公司渠道体系与内外部机制改善明显，2020 年有望充分发挥渠道业务放大器功能，渠道体系拓展有助于公司收入增速超越行业增速。

给予绿盟科技 2020 年 10-12x 目标 P/S，目标价 27.81-33.37 元。我们预计绿盟科技 2020-2022 年收入分别为 22.19/29.70/40.01 亿，归母净利润分别为 3.11/4.43/6.40 亿，对应 EPS 分别为 0.39/0.55/0.80 元。我们认为绿盟科技在完成股东变化及渠道改革后，公司有望重新加入安全龙头厂商角逐行列。公司处于业务和销售模式的调整过程中，费用支出压力较大，短期应重点关注营收指标，估采用 P/S 估值方法。参考可比公司 2020 年平均 P/S 12x，平均 P/E 89x，绿盟科技在 P/E 与 P/S 方面均有较明显估值优势。给予 2020 年公司 10-12x 目标 P/S，目标价 27.81-33.37 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：渠道转型进度不及预期、核心人员流失、下游客户需求不及预期、行业

竞争加剧超预期等。

2. 产品积累+股东变更+渠道拓展，绿盟进入发展新阶段

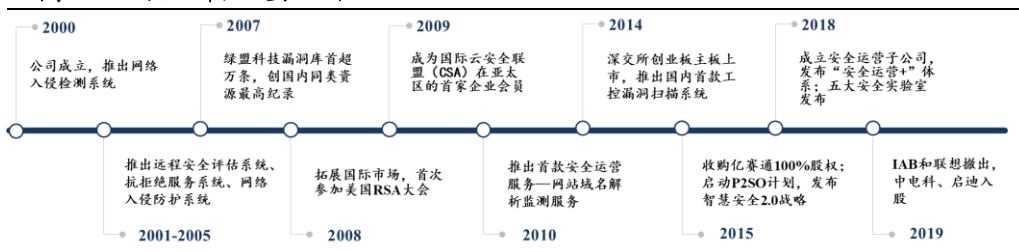
我们认为，绿盟科技作为老牌安全厂商，成立 20 年时间积累了大量优秀的安全产品，并在金融、运营商等行业有大量标杆项目。在产品与案例基础上，2019 年公司股东背景从外资成功转为国资，政府类项目参与限制解除。此外，公司引入数名华为系高管，积极改造公司内部体制并加大渠道投入，公司有望从传统直销模式向渠道模式成功转型。信息安全行业在 2020-2025 年有望保持较高行业景气度，绿盟科技由于股东变革与销售模式优化，收入增速与利润率有望进入双升轨道，公司将成为安全行业龙头厂商的有力竞争者之一。

2.1. 传统产品市场竞争力强劲，新兴安全领域占据先机

技术立身，打造多款明星产品抢占市场先机。2000 年，绿盟科技前身北京中联绿盟信息技术公司正式成立，公司自主研究安全漏洞，紧跟市场需求，陆续推出网络入侵检测系统、远程安全评估系统、抗拒服务系统、网络入侵防护系统等产品。2007 年，公司漏洞库首超万条，创国内同类资源最高纪录。

内生+外延并重，前瞻性布局新兴安全产品。2008-2014 年间，根据 IDC 和 F&S 数据披露，公司多项产品国内市占率跃居首位，基础产品已取得稳固地位，开始发力新兴安全领域。2008 年开始拓展国际市场，2009 年，公司成为国际云安全联盟(CSA)在亚太区的首家企业会员；2010 年，推出安全运营服务——网站域名解析监测服务；2014 年推出国内首款工控漏洞扫描系统，同年在创业板主板上市。2015 年收购亿赛通 100% 股权，开启数据安全领域，并提出智慧安全 2.0 战略，从传统产品模式向解决方案及安全运营进行业务转型。时至今日，云安全、安全运营、工控安全和数据安全均为网络安全热门领域，公司提早进行布局为后续发展奠定坚实基础。

图表 1：绿盟科技发展历程



数据来源：东北证券，公司官网

2.1.1. 技术实力突出，多款传统产品市占率领先

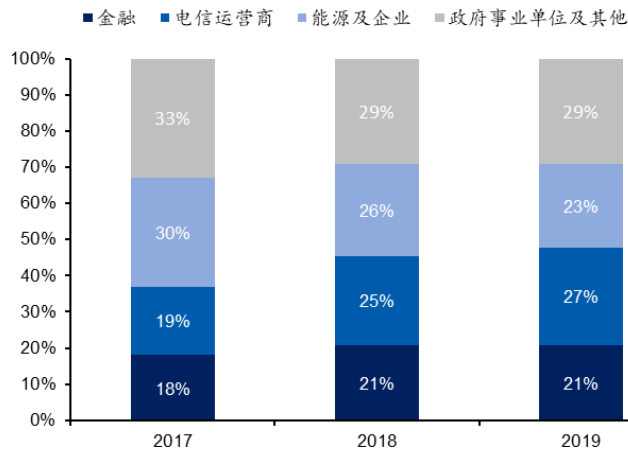
公司产品实现全流程、多行业覆盖。公司产品按照企业网络安全建设过程可分为安全检测类、安全防御类、安全评估类和安全平台类，覆盖了网络安全前期测试与评估和后期防御的全过程，并提供平台类解决方案；同时，公司下游客户包括金融、电信运营商、政府及事业单位、能源及企业等多行业，随着外资撤出，中电科入股，政府行业收入占比有望进一步提升。

图表 2: 绿盟科技产品线

安全检测类	安全防御类	安全评估类	安全平台类
<ul style="list-style-type: none"> 网络入侵检测系统NIDS 防火墙系统NF 安全审计系统SAS 物联网安全风控平台 IoT-SRCP WEB应用漏洞扫描系统 WVSS 上网行为管理系统 SAS-W 安全配置核查系统 BVS 数据库审计系统 DAS 安全增值运营解决方案 运维安全管理系统 OSMS 物联网准入网关 IoT-AG 企业安全中心系统 ESPC 网络高级威胁检测系统TAC-D 	<ul style="list-style-type: none"> 网络入侵防护系统NIPS WEB应用防护系统 WAF 数据泄露防护系统 DLP 下一代威胁防御解决方案 NGTP 抗拒绝服务系统ADS 安全无线防御系统SWD 网页防篡改系统 HDS 邮件高级威胁防护系统TAC-E 	<ul style="list-style-type: none"> 敏感数据发现与风险评估系统 IDR 远程安全评估系统 RSAS 网站安全监测系统 WSM 业务安全网关BMG 	<ul style="list-style-type: none"> 统一身份认证平台 UIP 云计算安全解决方案 信息安全攻防竞技平台 ISCS 企业安全平台 ESP-H 信息安全实训平台 ISTS 网络流量分析治理平台 MagicFlow

数据来源: 东北证券, 公司官网

图表 3: 2017-2019 按下游客户行业细分营收



数据来源: 东北证券, Wind

多款明星产品市占率领先, 竞争力强劲。公司 2001 年推出国内首款远程安全评估系统, 2005 年率先推出国内首款网络入侵防护系统, 2008 年推出国内首款 Web 应用防火墙, 2012 年再次首发下一代网络入侵防护系统, 研发能力强, 紧跟市场动态。目前, 公司多款强势产品包括 WAF, NIP/DS, ADS、安全评估和漏扫等在 IDC、F&S 和 Gartner 等多家咨询机构的报告中市占率领先, 市场竞争力强劲, 是公司技术实力的有力证明, 同时也为公司赢得良好口碑。

图表 4: 绿盟科技主打产品

产品名称	首次推出	排名	评选机构
WEB 应用防护系统 WAF	2008	连续 9 年入选 Frost & Sullivan, 并保持大中华区市场前三;	Frost & Sullivan
		中国 Web 应用安全市场 2019 年厂商领导者位置	IDC
		连续 4 年入选 Gartner 魔力象限, 并入选 Gartner 2018《Web 应用防火墙魔力象限报告亚太版》	Gartner
网络入侵检测系统 NIDS	2000	连续两年中国 IDS/IPS 市场占有率领导者奖	Frost & Sullivan
远程安全评估系统 RSAS	2001	绿盟科技漏洞管理产品从 2011 年到 2018 年, 连续八年中	IDC

国市场占有率第一			
抗拒绝服务系统 ADS	2002	2014-2017 年，连续四年中国区市场排名第一	Frost & Sullivan
网络入侵防护系统 NIPS	2005	连续 6 年入围 Gartner MQ 象限，是目前亚太地区唯一入围挑战者象限的厂商	Gartner
Web 应用漏洞扫描系统 WVSS	2012	Gartner 应用安全测试魔力象限	Gartner

数据来源：东北证券，Wind

2.1.2. 抢先布局新兴安全领域，云安全、态势感知等均有突出表现

新兴安全领域首批入局，产品落地，先发态势形成。绿盟科技自 2009 年起逐步布局新兴安全领域，在云安全、安全运营、工控安全和态势感知等领域提供产品和解决方案，在市场上处于先发态势，经过多年经验积累，部分领域市场竞争力领先，有望为公司赢得营收增长。

国内首家进入云安全领域，具备完整云解决方案交付能力。2009 年，公司成为国际云安全联盟（CSA）在亚太区的首家企业会员，开始云安全领域的研究和布局；2014 年绿盟科技推出 ISO 27001 云安全运营服务；2015 年发布云安全解决方案，可帮助用户从网络、主机、应用和数据等多个维度进行防护，形成安全服务闭环；2016 年完成云基础设施和数据中心建设以及云端协同交付系统建设，目前主要通过以下两种方式提供网站云防护、黑洞云清洗等多项产品和服务。

- 1) 针对公有云和私有云：公司主要以**虚拟化形式为云上客户提供安全能力**，免部署和安装，减少经济成本，提供一致性体验。一方面与亚马逊 AWS、微软 Azure、阿里云、腾讯云、华为云等主流公有云形成合作，完成优势产品适配，另一方面基于安全资源池，实现对私有云、行业云的安全能力“按需分配、弹性扩展、高效运维”，提供下一代防火墙、网站安全防护、安全漏洞扫描等虚拟化安全设备；
- 2) 基于绿盟云的云安全服务平台：**结合绿盟的网络攻防经验，在云端为用户提供各种安全 SaaS 服务、安全运营服务、威胁情报服务**，同时提供合作接口，接受合作伙伴的网络安全技术快速迁移到绿盟云，整合网络安全服务。

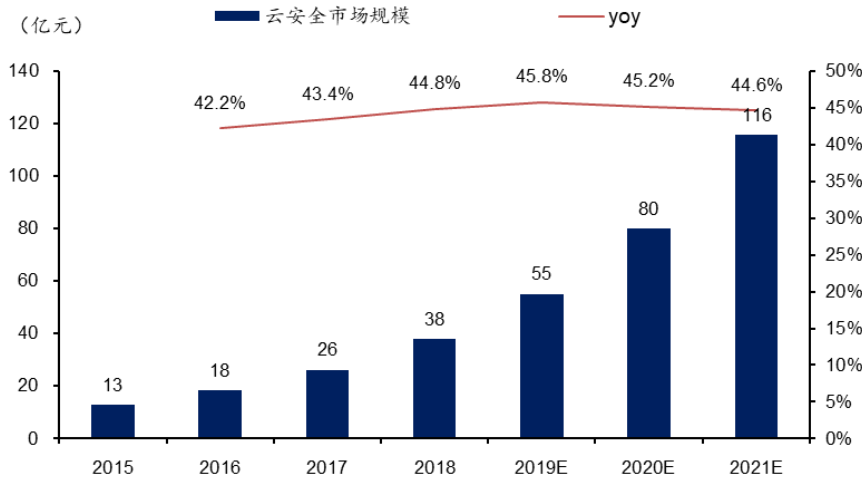
图表 5：绿盟科技云计算安全产品和服务

产品名称	解决问题
绿盟网站云防护服务	将传统硬件 WAF 的所有防护功能，通过云服务的方式远程提供给被防护的客户，客户网站只需要变更 DNS 解析地址即可防护
黑洞云清洗服务 CCSS	专门用于解决大流量 DDoS 攻击，将攻击流量牵引到绿盟云清洗中心进行清洗，无需本地部署和运营，减小经济投入
网站安全监测服务 PAWSS	托管式 SAAS 服务，7*24 小时检测，及时发现网站存在的漏洞风险以及被篡改、挂马等安全问题，无需安装部署
绿盟云安全集中管理系统 NCSS	广义资源池模型，接入公司和第三方安全厂商的安全产品，将安全能力以弹性、按需、虚拟化的方式，提供给云上租户
云计算安全解决方案	把零散的虚拟化安全设备和传统安全设备进行整合，通过 API 方式与云平台进行联动，帮助云平台和租户构建安全防护，开放架构设计，可集成第三方安全设备

数据来源：东北证券，公司官网

国内 2015-2018 年云安全市场规模 CAGR 达 43.5%。中国 2015 年云安全市场规模为 13 亿元，2018 年达 38 亿，CAGR 达 43.5%，且增速持续上升。据赛迪顾问，目前云安全市场仍处于起步阶段，随着云计算的快速发展，预计 2019/2020/2021 云安全市场规模保持高速增长，增速为 45.8%/45.2%/44.6%。绿盟科技为国内首家进入云安全领域厂商，拥有云解决方案及其他多种产品和服务，具备充足经验和先发优势。

图表 6：中国云安全市场规模及预测



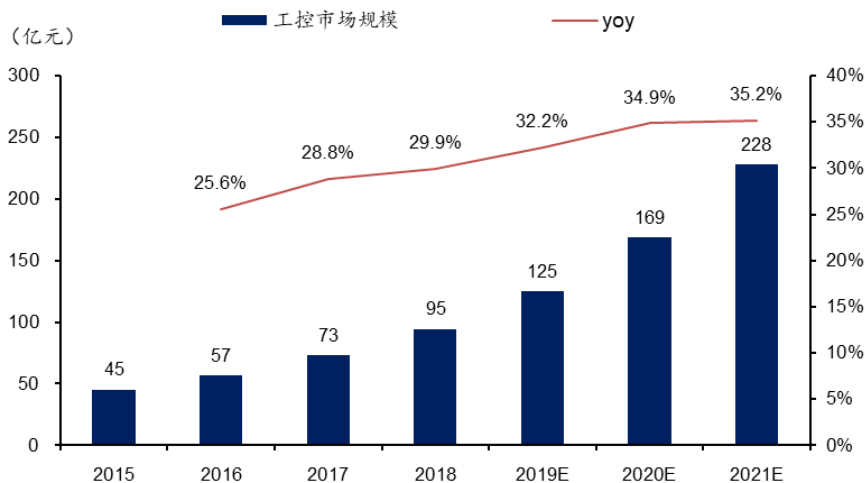
数据来源：东北证券，赛迪顾问

安全运营一站式服务，轻量投入高效运行。2010 年，公司推出了首款安全运营服务，2015 年发布智慧安全 2.0 战略，从传统模式向安全运营模式转型。2018 年，公司发布威胁检测与响应服务（MDR），该服务旨在为企业提供集安全威胁检测设备、安全威胁分析平台、安全专家服务于一体的安全运营支撑服务，能够及时发现安全灾害事件，迅速提供处置建议，并通过本地化应急响应确认进行攻击溯源，以采取措施消除隐患。该服务能够帮助企业在短时间、轻量级投入下符合等保、行业监管等要求，并切实解决安全问题。

提早布局工控安全，实现单点到纵深防御转变。2014 年公司推出国内首款工控漏洞扫描系统，并陆续推出工控入侵检测系统、工控安全网关等产品，2018 年，公司发布工控安全解决方案，实现了单点安全产品的部署到解决方案和客户业务深度融合的转变。

2018 年国内工控安全市场规模达 95 亿元，同比增长 29.9%。据赛迪顾问预测，随着关键基础领域网络攻击事件频发，2021 年工控市场规模有望达 228 亿元。目前我国工业互联网企业多采用传统信息安全防护技术，缺乏 OT 侧专用设备，公司率先提出工控安全解决方案，在这个快速增长的市场中具有竞争力。

图表 7: 中国工控安全市场规模及预测

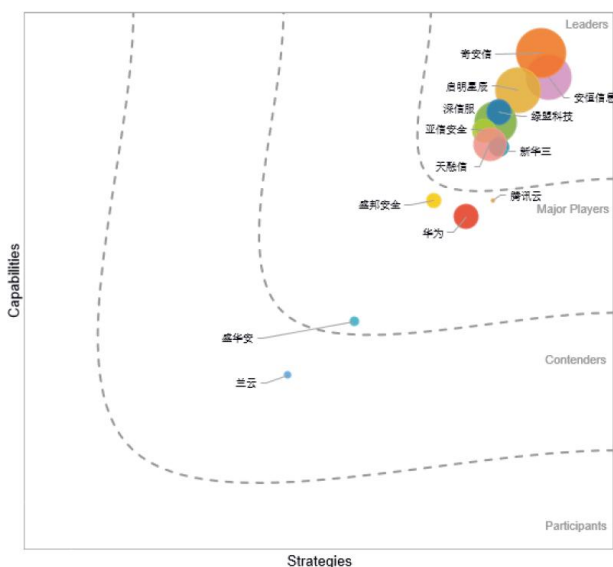


数据来源: 东北证券, 赛迪顾问

主动防御体系建设趋势明显, 威胁情报和分析为核心能力。随着攻防能力不断提升, 传统防御体系效能下降, 以分析、情报、响应、编排 (AIRO) 为核心的态势感知解决方案成为趋势, 为企业提供主动防御能力, 其核心为威胁情报输入和大数据分析能力。

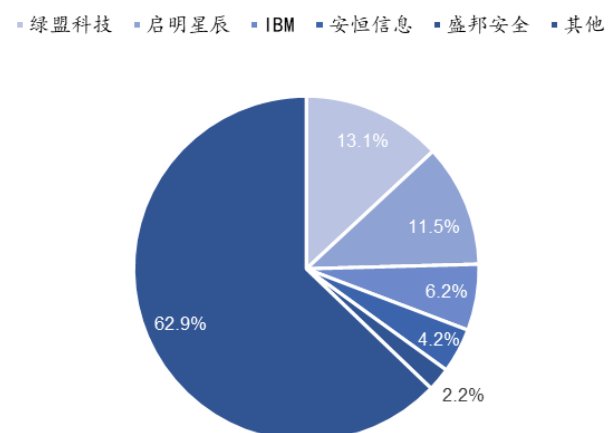
态势感知平台竞争力强劲, 入选领导者象限。公司 2016 年推出的安全态势感知平台具有市场竞争力, 一方面, 公司威胁情报安全服务实力突出, 在 2018 年入选 IDC 中国市场领导者象限, 另一方面, 公司的可管理的威胁检测与响应服务 (MDR) 可提供云端安全分析服务。平台上市以来, 承办项目数量超 500 个, 覆盖金融、政府、运营商等多个行业, 公司于 2019 年入选 IDC 中国态势感知解决方案市场领导者象限, 以 13.1% 的市占率位居中国 AIRO 市场首位, 竞争力强劲。

图表 8: 2019 入选态势感知解决方案领导者象限



数据来源: 东北证券, IDC

图表 9: 2019 年中国 AIRO 市场份额第一

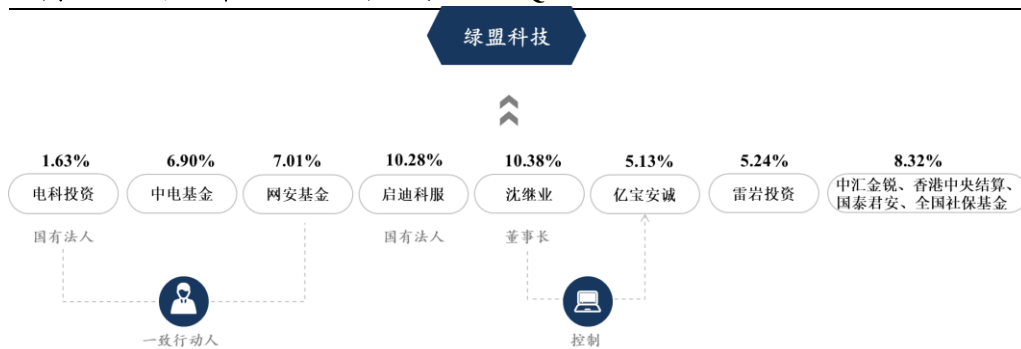


数据来源: 东北证券, IDC

2.2. 外资股东变国资股东，政府端安全市场空间打开

2019 年绿盟科技完成股东变化，外资背景变为国资背景，打开政府市场空间。2019 年 4 月，公司两大股东 IAB 和联想陆续撤出，启迪科服和亿安宝诚（沈继业控制）通过股权转让，以每股 9.35 元的价格分别持有总股份的 10.22% 和 5.10%；5 月，中电基金和网安基金分别受让 6.88% 和 6.99% 的股份；7 月，中电基金和网安基金的持股方之一电科投资以集中竞价交易方式买入公司 1.63% 股份。截至 2020 年一季度，中国电科的全资子公司电科投资及其一致行动人中电基金、网安基金合计持股 15.50%，为公司第一大股东。沈继业及其控制的亿安宝诚共持股 15.51%，为公司第二大股东。公司股东背景完成了由外资到国资的蜕变。此前绿盟科技在政府领域的安全市场竞标中存在一定限制，此次股东转化打开了公司在政府端安全市场空间。

图表 10: 绿盟科技股权结构（截至 2020Q1）



数据来源：东北证券，公司官网

中电科作为网络安全国家队，有望助力绿盟科技拓展政府端订单。中电科（CETC）是中央直接管理的涉及国家安全和国民经济命脉的国有重要骨干企业，旗下包含海康威视、太极股份等多家上市公司，涉及航天航空与国防、通信电子设备、信息科技咨询等多个领域。2015 年以中国电科三十所、三十三所为核心设立中国网安，打造了包括卫士通在内的网络安全企业，在国家网络空间安全核心和重要领域处于国内领先地位。我们认为，中电科有望助力绿盟科技在政府安全市场收获更多订单。

图表 11: CETC 旗下上市公司

公司简称	持股比例	总市值 (亿元)	总资产 (亿元)	上市时间	主营业务
国睿科技	46.65%	85.82	29.42	2003	微波与信息技术相关产品的生产和销售，掌握雷达整机系统和子系统、轨道交通控制系统等技术
四创电子	45.67%	62.97	71.29	2004	被誉为“中国雷达第一股”，公司主要从事雷达产业、智慧产业、能源产业
天奥电子	43.30%	49.12	16.44	2018	时间频率、北斗卫星应用产品的研发、生产、销售和服务，为客户提供完善的时频解决方案
华东电脑	42.23%	100.31	69.92	1994	行业信息化解决方案、数据中心智能化解决方案、专项服务与常续服务三大业务板块
海康威视	41.56%	2693.23	753.58	2010	面向全球提供领先的视频产品、专业的行业解决方案与内容服务，涵盖视频监控主要设备
杰赛科技	41.43%	74.76	76.87	2011	信息网络建设技术服务及产品的综合提供商，提供技术解决方

					案、建设解决方案和相关网络产品等
凤凰光学	39.46%	25.90	14.99	1997	第一家光学行业上市公司，从事光学镜片/镜头、电芯、照相器材、光学仪器零配件等生产和销售
卫士通	37.79%	173.54	59.57	2008	密码产品、网络安全产品、互联网安全运营、行业安全解决方案综合提供商
太极股份	27.55%	164.53	106.56	2010	提供信息系统建设和云计算、大数据等服务，以及云服务、网络安全服务、智慧应用和系统集成
绿盟科技	15.54%	169.60	40.82	2014	为客户提供网络安全产品、全方位安全解决方案和体系化安全运营服务
南洋股份	5.01%	306.42	111.14	2008	网络安全

数据来源：东北证券，Wind

股东变革成效明显，有望打造政府行业标杆项目。2020年5月28日，贵州省铜仁市政府副市长邱祯国一行参观绿盟科技，并表示目前铜仁市计划依托大数据、区块链等技术打造数据生态，需要像绿盟科技这样有实力、肯担当的网络安全企业来为地方经济发展保驾护航。期待铜仁市政府能与绿盟科技一道，关注工控领域网络安全，切实做好核心技术攻关，助力工业互联网产业实现跨越式发展。我们认为，2020年公司在政府端行业地位有明确提升趋势，绿盟科技有望打造更多政府标杆项目。

适配多款产品，绿盟科技有望深度参与国产创新浪潮。我们此前在多篇报告中提出，2020年国产基础软硬件进入蓬勃发展期，安全行业作为配套产业同样深度受益。我们预计绿盟科技在创新安全厂商中产品数量居于行业前列，有望深度受益于本轮国产创新浪潮。

2.3. 引入前华为高管拓展渠道体系，2020年有望展现渠道放大器效应

引入前华为企业 BG 副总裁和为企业西欧服务部部长，大力拓展渠道体系。根据绿盟科技官方公众号以及2020年6月12日召开的绿盟科技合作伙伴云峰会会议内容，我们观察到绿盟科技现已引入数名原华为企业 BG 高管负责公司渠道业务拓展。我们认为，公司引入华为系原有高管有助于绿盟科技改造完善其原有渠道生态，后续渠道拓展速度有望大幅提升。

图表 12: 原华为企业 BG 高管加盟绿盟科技



数据来源：东北证券，绿盟科技公众号

图表 13: 原华为企业 BG 高管加盟绿盟科技（二）



数据来源：东北证券，绿盟科技公众号

渠道有望成为公司业务放大器。此前绿盟科技业务以直销模式为主，根据年报信息

绿盟科技 2019 年末共有销售 591 人，我们通过草根调研认为行业内直销模式下平均单个销售每年深度跟踪的客户约为 20-25 家，推算绿盟科技原有深度覆盖跟踪客户约为 1-1.5 万家。

绿盟科技合作伙伴云峰会上公司表示潜在客户数量高达 5 万家。我们认为绿盟科技现有销售并不能完成全部客户服务，且新增销售带来的边际效应在逐渐减弱，渠道模式是公司业务持续扩张的必经之路，渠道有望成为公司业务放大器。

图表 14: 渠道有望成为公司业务放大器



数据来源：东北证券，绿盟科技合作伙伴云峰会

2019 年作为渠道改革首年，收入增速改善明显。根据绿盟科技合作伙伴云峰会，2019 年公司进行渠道体系改革，2019 年销售 500 万以上的渠道合作伙伴从 10 家增长至 65 家，800 万以上的合作伙伴由 6 家增加至 25 家，1000 万以上的由 2 家增加至 20 家，2000 万以上的合作伙伴实现由 0 至 5 的突破。公司主要销售平台子公司神州绿盟 2019 年实现收入 15.93 亿，同比+33%，收入增速已有明显提升。

图表 15: 2019 年绿盟科技渠道重要合作伙伴数量大幅提升



数据来源：东北证券，绿盟科技合作伙伴云峰会

2020 年渠道建设升级，渠道订单占比或达 60%。根据绿盟科技合作伙伴云峰会，2020 年公司渠道战略进入 2.0 时代，明确了 2020 年渠道发展愿景：1) 渠道订单占比 60%左右；2) 渠道数量增长 100%；3) 渠道业务量增长 200%。我们认为，公司渠道建设改善明显，2020 年订单占比有望提升至 60%左右。

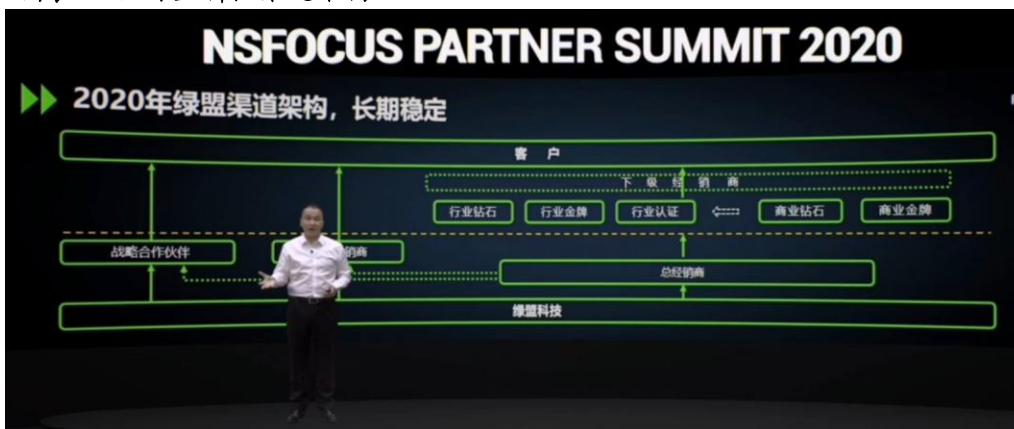
图表 16: 2020 年绿盟科技渠道进入 2.0 时代



数据来源: 东北证券, 绿盟科技合作伙伴云峰会

2020 年绿盟渠道架构搭建完成, 经销商队伍有望不断扩大。绿盟科技设定两级渠道架构, 考核与激励制度明确。一级渠道商包括: 总经销商、一级经销商与战略合作伙伴, 二级经销商包括行业钻石经销商、行业金牌经销商、行业认证经销商、商业钻石经销商、商业金牌经销商。根据草根调研, 我们认为绿盟科技对于渠道商激励处于行业前列水平, 有望吸引更多厂商加入绿盟科技渠道体系。

图表 17: 绿盟科技渠道架构



数据来源: 东北证券, 绿盟科技合作伙伴云峰会

拓展战略伙伴, 打造行业解决方案。绿盟科技合作伙伴云峰会上显示, 公司已经通过星空计划, 拓展多家战略合作伙伴并推出行业解决方案: 与神州信息推出智慧金融方案、与太极推出智慧公安解决方案, 与浪潮推出政务云解决方案, 和腾讯推出互联网解决方案。我们认为公司拓展战略合作伙伴有助于依托伙伴业务体系, 大幅拓展行业收入。

图表 18: 绿盟科技联合战略合作伙伴打造行业解决方案

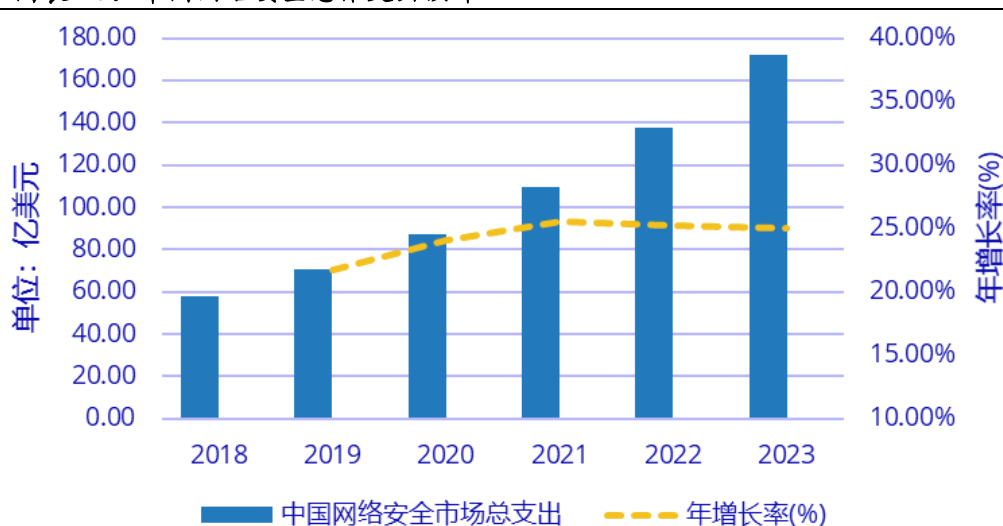


数据来源：东北证券，绿盟科技合作伙伴云峰会

3. 从合规到刚需，信息安全行业高景气确定性较强

2020 年中国网络安全市场空间有望超 600 亿，未来行业增速有望超 25%。根据 IDC2020 年 3 月发布的《IDC 全球网络安全支出指南》，2020 年中国网络安全市场总体支出将达到 87.5 亿美元（约合人民币 620 亿元），较 2019 年同比增长 24.0%，增幅继续领跑全球网络安全市场。IDC 预计 2021-2023 年中国网络安全行业增速将超过 25%。

图表 19: 中国网络安全总体支出预计



数据来源：东北证券，IDC

3.1. 短期合规驱动，等保 2.0 有望带来 200-300 亿市场增量

近几年，国家相继出台系列政策支持网络安全行业的发展。2017 年 6 月，《网络安全法》正式实施，网络安全有法可依、强制执行，极大地鼓励提升网络安全防范能力的新技术的开发与应用，网络安全领域将持续受益。2019 年 5 月，公安部正式发布《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》，2019 年 12 月 1 日开始实施。等保 2.0 时代到来，该要求重点对云计算、移动互联、物联网、工业控制以及大数据安

全等进行全面安全防护，网络安全市场步入高速增长阶段。

图表 20: 网络安全相关政策标准

时间	部门	政策名称	主要内容
2015/07	全国人大	《中华人民共和国国家安全法》	以法律的形式确定了国家安全领导体制和总体国家安全观的指导地位。
2016/11	全国人大	《中华人民共和国网络安全法》	于 2017 年 6 月 1 日起施行，从网络运营安全、网络信息安全及关键信息基础设施保护等三方面，就“相关责任方”、“管理措施”及“技术措施”等三个维度总结了具体实施要点。
2016/12	中央网络安全和信息化领导小组	《国家网络空间安全战略》	强调维护我国网络安全是协调推进全面建成小康社会、全面深化改革、全面依法治国、全面从严治党战略布局的重要举措。
2017/06	网信办	《国家网络安全事件应急预案》	《预案》将网络安全事件分为四级，明确网络安全事件应急处置工作实行责任追究制。
2017/01	工信部	《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020 年）》	首次明确提出信息安全产品收入目标，即到“十三五”末达到 2000 亿元，年均增长 20%以上
2018/03	中央网信办、工信部	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	加快扶持培育一批自主创新能力强、发展潜力大的网信企业在主板、中小板和创业板实现首次公开发行和再融资。推动网信企业并购重组。鼓励网信企业通过并购重组，完善产业链条，引进吸收国外先进技术，参与全球资源整合，提升技术创新和市场竞争能力。
2019/05	公安部	《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》	简称等保 2.0，于 2019 年 12 月 1 日起正式施行，将以法律形式确定等级保护工作为国家网络安全的基本国策，并在法律层面确立了其在网络安全领域的基础、核心地位。等保 2.0 对覆盖范围进行了全升级，对保护对象进行全覆盖，更具普适性与指导性，同时对相关技术应用进行了拓展覆盖。
2019/06	工信部、北京市政府	《国家网络空间安全产业规划》	根据规划，到 2020 年，依托产业园带动北京市网络安全产业规模超过 1000 亿元，拉动 GDP 增长超过 3300 亿元，打造不少于 3 家年收入超过 100 亿元的骨干企业。到 2025 年，依托产业园建成我国网络安全产业“五个基地”

数据来源：网络公开资料整理，东北证券

等保 2.0 正式实施，监管力度及范围进一步增强。2019 年 5 月 13 日，网络安全等级保护技术 2.0 正式发布。等保 2.0 充分体现了“一个中心，三重防御”的思想，一个中心指“安全管理中心”，三重防御指“安全计算环境、安全区域边界、安全网络通信”，同时等保 2.0 强化可信计算安全技术要求的使用。

对比 1.0 时代，等保 2.0 的监管范围和力度均得到显著提升：在对象范围上，等保 2.0 在过去的信息系统基础上新增云计算、移动互联、物联网、工业控制系统五大对象；同时提高了对能源、交通、水利、金融、公共服务等关键信息基础设施的安全保障；在内容方面，划分通用要求及扩展要求。在定级流程上，由过去的自主定级变为专家测评，部分审核方式；同时提高测评及格分数至 75 分；在法律效力上，从过去的从条例法规上升到法律层面。

图表 21: 等保 2.0 变化

	等保1.0	等保2.0
名称变化	信息安全等级保护基本要求	网络安全等级保护基本要求
对象范围	信息系统	除一级通用要求外, 新增云计算安全、移动互联安全、物联网安全、工业控制系统安全和大数据安全5个扩展要求
内容变化	安全要求	安全通用要求和安全扩展要求: 安全通用要求是普适性要求, 不管等级保护对象形态如何, 必须满足的要求 此外针对云计算、移动互联、物联网、工业控制系统提出扩展要求
法律规范	最高国家政策是国务院147号令	最高国家政策是网络安全法, 由条例法规提升到法律层面
定级流程	自主定级、自主保护	专家评审, 主管部门审核。通过“确定定级对象——>初步确定等级——>专家评审——>主管部门审核——>公安机关备案审查——>最终确定等级”的线性定级流程
等级测评要求	60分基本符合	75分基本符合

数据来源: 网络公开资料整理, 东北证券

变化带来安全产品需求提升。以三级系统网络安全变化为例, 共 10 条新增需求。在网络层面对由内到外的攻击检测, 集中监控、管理, 信息内容过滤等提出均明确要求。相对应的产品新增产品需求有 IDS、IPS、反垃圾邮件、堡垒机、态势感知平台等, 同时三级系统明确要求对系统进行安全冗余配置。合规趋严推动安全产品品类及需求得到提升, 行业市场空间进一步扩大。

图表 22: 等保 2.0 三级网络安全新增要求

入侵防范	应在关键网络节点处检测、防止或限制从内部发起的网络攻击行为;	下一代防火墙、APT、IPS、IDS
	应采取技术措施对网络行为进行分析, 实现对网络攻击特别是新型网络攻击行为的分析;	APT、威胁情报检测系统、网络回溯、抗DDoS、入侵防护系统
恶意代码防范	应在关键网络节点处对垃圾邮件进行检测和防护, 并维护垃圾邮件防护机制的升级和更新	反垃圾邮件
安全审计	应能对远程访问的用户行为、访问互联网的用户行为等单独进行行为审计和数据分析。	上网行为管理、综合安全审计系统
集中管控	应划分出特定的管理区域, 对分布在网络中的安全设备或安全组件进行管控;	-
	应能够建立一条安全的信息传输路径, 对网络中的安全设备或安全组件进行管理;	VPN
	应对网络链路、安全设备、网络设备和服务器等的运行状况进行集中监测;	堡垒机、网络监控平台
	应对分散在各个设备上的审计数据进行收集汇总和集中分析;	日志管理
	应对安全策略、恶意代码、补丁升级等安全相关事项进行集中管理;	漏洞管理
	应能对网络中发生的各类安全事件进行识别、报警和分析	态势感知平台、SOC

数据来源: 公开资料整理, 东北证券

对于关键基础设施运营单位, 要求彻底落实等级保护 2.0 的相关要求。未落实等保的单位将面临被有关部门责令整改、行政处罚、暂停注册、暂停运营等处罚。目前金融、能源、电信、医疗、交通、游戏等行业, 主管单位已经明确等级保护要求: 2020 年中国人民银行发布“《网上银行系统信息安全通用规范》新版”, 其中明确网上银行系统应按照网络安全等级保护第三级安全要求进行建设与运维管理, 同时对态势感知平台提出明确需求;

2018 年国家卫健委发布“《互联网医院管理办法(试行)》”, 明确承载互联网医院的平台必须通过等保三级测评。

2019 年, 中央网信办及公安部共同制定的《关键信息基础设施保护条例》已上报国务院, 2020 年大概率正式出台。

我们认为, 未来伴随条例正式发布以及各级主管单位的要求趋严, 有望推动行业需求进一步释放。

图表 23: 等保 2.0 通用要求标准变化小结

分类	要求对象	主要变化
物理和环境安全	机房设施	要求降低，机房不再限制位置，但特殊位置要加强防水、防潮 要求降低，只要求有电子门禁就可以。 取消对于建筑物的避雷要求 取消水管不得穿屋顶和地板的不合理要求，现代技术已经完全可以穿 取消备用供电系统（发电机）的要求
网络和通信安全	通信网络	提出应该对信息内容进行过滤，实现对内容的访问控制。 将审计从网络设备和流量层面直接要求到所有用户的行为和重要安全事件。 提出远程访问的用户、访问互联网的用户应该单独审计。 无线网络提出要求，要有边界防护设备。 明确提出从内到外的攻击检测，APT检测 将恶意代码防范要求从网络边界上升到关键网络节点 明确提出集中监控、管理、日志统一分析等。
设备和计算安全	构成节点	日志6个月、强化漏扫应用，三级及以上强化了“双因素鉴别”和“基于标记访问控制”； 取消病毒异构
应用和数据安全	业务应用	集中强调“剩余信息保护”和“个人信息保护” 二、三级均要求异地备份；三级明确要求系统冗余

数据来源：深信服，东北证券

3.1.1. 从招标订单中窥见网络安全市场需求

市场往往关注于等保 2.0 的新增合规条例为行业带来安全产品的增量需求。通过对当前政府及企业的招标订单情况分析，我们认为，等保 2.0 的实施对行业的推动不仅仅是新增合规要求带来产品增量空间的拓展，更激发了企业对传统老旧安全设备的替换更新以及安全防护系统的整体性增强，同时有望加快客户产品迭代的周期。传统网络安全防护产品单一、系统薄弱，合规推动下企业安全产品更新+采购需求显著增强。

等保 1.0 时期，政府及企业对于安全防护意识的薄弱，导致的现象是安全产品采购单一，很多企业的安全设备仅仅是“防火墙+杀毒软件”。同时硬件设备采购多年没有进行更新，早已超出维保时限。政府、事业单位等传统合规相对完善的企业将进行安全设备的更新+扩容；而医疗、教育等行业的网络安全建设基础较差，部分学校和医院过去甚至没有相应的安全防护措施，这些行业需求迎来大批从 0 到 1 的建设需求。

一个单位内部有多个网络及系统，安全等级或有不同。以深圳市公安局南山分局（等保二级+三级）的网络加固项目来看，总投入规模 1467 万。对公安信息网、二三类网、视频专网等多个网络区域进行了网络安全加固。每个网络内又包含多个系统，其中涉及核心业务的公安信息网为三级，其余为二级。针对每个系统的功能进行相应安全设备及服务的采购。类似的，一个医院内部有 HIS、LIS、PACS 等平均 3-4 个系统。

图表 24: 威海市财政局安全拓扑图

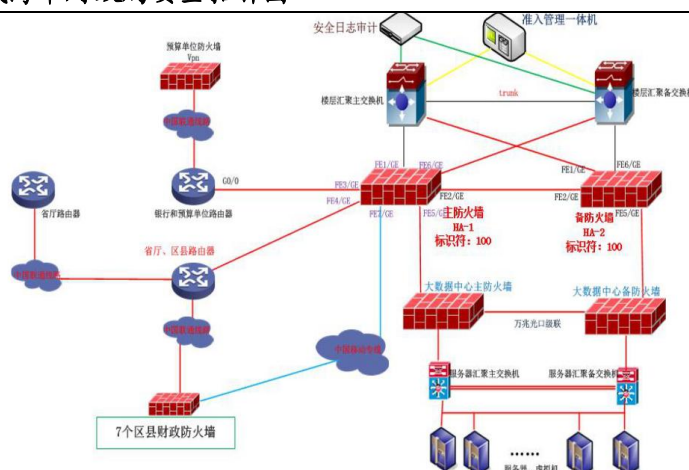
网络	系统	采购设备
二三类网	互联网出口域	负载均衡+下一代防火墙
	警务数据中心服务	下一代防火墙+数据库审计
	二三类网办公区	防病毒
	视频前端接入区	入侵检测设备+终端检测响应系统
	运维管理区	堡垒机+漏洞扫描+日志审计系统
公安信息网	第三方单位接入区	下一代防火墙
	公安信息网（三级）	下一代防火墙（*2）+负载均衡+数据库审计
	公安信息网（二级）	下一代防火墙
	办公区及下属单位接入区	防病毒软件+入侵检测设备+终端检测响应
	运维管理区	堡垒机+漏洞扫描
视频专网	视频专网服务	下一代防火墙、高性能防火墙
	运维管理域	堡垒机+漏洞扫描+日志审计
内网安全检测系统		内网安全检测+入侵检测设备

数据来源：招标公告，东北证券

现有系统升级—老设备更新+部分新设备采购。以威海市财政局（等保三级）案例来看，内部核心边界防护系统是两台 2010 年购置的防火墙，伴随使用年限增长，设备已经出现超负载、闪断、宕机等现象；而内网准入设备购自 2014 年，2018 年起已经无法正常使用。在 2019 年招标中，对老设备进行了统一升级更换，同时对引入安全日志审计系统对全局内部网络设备和终端操作进行日志管理。通过 UTM 网关实现 VPN、入侵检测、漏洞扫描、上网行为管理等基础防护；引入终端准入管理，提升终端防护和管理能力；同时增加安全日志审计实现安全产品全生命周期的日志管理。

马鞍山电子政务网（三级）—**更换旧设备**：老防火墙设备均于 2012 年购买，已经超出维保范围，无技术支持，防病毒购于 2015 年，授权已经到期，无法进行防护。
采购需求：下一代防火墙+漏洞扫描+IDS+WAF+负载均衡+VPN+日志审计。（230 万）

图表 25: 威海市财政局安全拓扑图



数据来源：招标公告，东北证券

新建安全系统，设备从 0 到 1 采购。相比 1.0 时代已经有较完善网络安全防护体系的系统，部分地方高校、医院的安全措施非常薄弱，而等保 2.0 时代这些系统基本大部分需要满足等保三级。往往需要从 0 到 1 建立完整的安全体系。

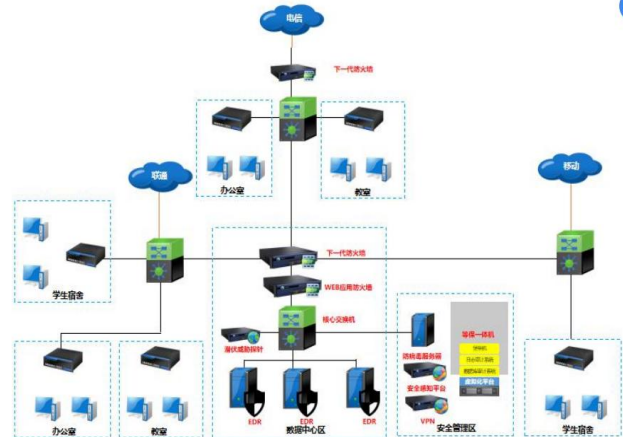
以阳江职业技术学院（等保三级）案例来看，过去的网络架构中涉及三大运营商，消防没有自主的安全控制权限，运营商线路建设过程中并没有在校内进行任何安全防护措施及上网审计。学校过去的网络分析中没有任何防护措施，完全无法满足安全评级要求。在新的安全技术设计方案中，学校通过“分为分域”、“纵深防御”的设计，对重点安全区域进行隔离。

图表 26: 现有网络拓扑结构



数据来源：招标文件，东北证券

图表 27: 改造方案拓扑设计(红色为新增采购产品)



数据来源：招标文件，东北证券

我们可以从新建系统的采购情况来推断一个三级系统大致需要的安全产品情况：

阳江职业技术学院：下一代防火墙+VPN+WEB 应用防火墙+数据库审计+日志审计+终端检测响应+堡垒机+态势感知平台+潜伏威胁探针+等保一体机。（预算：220 万）
河北医科大学（等保三级）新建医技病房楼的安全设备采购：下一代防火墙+VPN+负载均衡+上网行为管理+WEB 应用防火墙+数据库审计+日志审计+终端准入系统+堡垒机+态势感知平台+网页防篡改+漏洞扫描。（预算：1100 万）

3.1.2. 国内网络安全市场规模有望迎来 200-300 亿增量空间

等保 2.0 带来的市场空间较难精确测算，主要由于：

- 1) 各单位原本的安全建设情况差别较大，对于 2.0 时代希望达到的安全目标各不相同，有些仍以合规为主，产品年需求较为简单；有些则强调应用防护效果，采购设施全面；
- 2) 等保 2.0 评分涉及管理和技术两方面，管理体制的得分差异也会影响技术（安全设备）的采购需求。

我们试图通过当前市场针对等保 2.0 安全建设项目的产品需求情况去大致判断合规推动下带来的行业成长空间。

自 2019 Q4 以来，国内的机构已经陆续开始按照等保 2.0 的标准加固、升级或新建安全系统（也有部分单位抢在 12 月 1 日前按原标准测评）。我们整理了 2019 年四季度以来有关等保 2.0 网络安全加固的招标需求，共 126 个订单，其中等保三级的订单数量达到 84 个。

结论：

- 1) 大部分系统的安全设备老旧，多年未进行更新升级，产品授权及维保时限均已过期。
- 2) 三级系统起码需要 6 款以上的安全产品以满足等保合规需求，预算规模多在百万级别以上；二级系统产品数量多为 4-6 款，预算 10-100 万元不等，30-50 万区间最常见。
- 3) 产品需求较为集中，基本是 20 款常见安全产品内的排列组合。大部分集中在防火墙、日志审计、堡垒机等 20 款安全产品中，不同的订单做不同的排列组合。
- 4) 从产品需求度来看，下一代防火墙弹性最大，其次是日志审计、数据库审计、堡垒机、终端安全管理和 WAF 等。由于现阶段行业招标主体仍以满足合规需求为主，故对下一代防火墙这类集 IPS、AV 等功能为一体的产品更加偏爱；同时等保 2.0 强化了对网络行为审计的要求，为日志审计、数据库审计等产品带来较大弹性空间。
- 5) 行业角度来看，目前弹性最大的是医疗、教育。
- 6) 行业市场空间有望达到 820 亿元，其中三级系统市场空间约 103 亿元，二级等保空间约 594 亿元，服务 123 亿元。

三级等保有有望释放 103 亿市场空间（软件+硬件），主要受益产品：下一代防火墙、日志审计、数据库审计、堡垒机、终端安全等。通过招标统计，我们发现，73% 的三级系统在更新升级时都会进行下一代防火墙的采购，平均每个系统约采购数量约 3 个；其次日志审计、数据库审计、堡垒机、终端安全管理及 WAF 的渗透率都超过 30%。

核心假设：1) 国内三级系统数量约 4 万个；2) 由于能够统计到的招标订单体量往往偏大，且一些单位内部往往是多个安全系统共存，故我们假设仅 30% 的三级主体会进行系统的更新、升级。

图表 28：等保三级市场空间推算

产品	渗透率	采购价格	单系统采购数量	三级系统数量 (万)	更新升级比例	新增空间
下一代防火墙	72.6%	13	3.0	4	30.0%	34.0
日志审计	49.4%	12	1.0			7.1
数据库审计	39.5%	10	1.0			4.7
堡垒机	39.5%	8	1.0			3.8
终端安全管理	39.5%	12	1.0			5.7
WAF	37.0%	10	1.4			6.2
漏洞扫描	32.1%	15	1.3			7.3
上网行为管理	28.4%	12	1.1			4.5
入侵防御	24.7%	7.5	1.0			2.2
网络准入	22.2%	7.5	1.0			2.0
入侵检测	17.3%	7.5	1.0			1.6
网闸	18.5%	10	1.7			3.8
态势感知系统	18.5%	25	1.0			5.6
防病毒	17.3%	8	1.0			1.7
VPN	17.3%	13	1.0			2.7
APT	12.3%	20	1.0			3.0
威胁感知系统	9.9%	15	1.0			1.8
负载均衡	8.6%	25	1.0			2.6
灾备一体机	7.4%	20	1.0			1.8
抗DDOS	3.7%	8	1.0			0.4
流量回溯	3.7%	15	1.0			0.7
合计						102.9

数据来源：东北证券，招标网

二级等保系统市场空间约 594 亿元（软件+硬件）。由于二级系统采购体量偏小，SMB

占比较大，难以通过订单需求推断市场整体情况。通过产业链调研，我们总结了几种二级系统常见的设备采购组合及对应的投入规模。当然每个主体采购的设备种类千差万别，我们仅以多数的常态情况去推算整体市场空间。

图表 29: 二级系统采购产品情况

	产品组合	预算 (万元)
基础配置	防火墙+杀毒软件/防毒墙 (2 款)	10
标准配置	防火墙+杀毒软件+IPS+日志审计+WAF(若有 WEB 应用)/准入控制/上网行为管理等 (4-5 款)	31
全面配置	防火墙+杀毒软件+IPS+日志审计+WAF(若有 WEB 应用)+数据库审计+堡垒机+安全准入等 (6 款+)	54

数据来源: 东北证券, 产业链调研

核心假设: 1) 国内二级等保系统数量 50 万; 2) 30% 的系统不进行更新升级就能满足 2.0 要求; 进行产品更新升级的系统利旧比例为 40%。

图表 30: 二级+三级合计市场空间约 820 亿元

	二级系统 (万)	比例	系统数量 (万)	总投入 (万元)	利旧比例	新增投入 (万元)	对应空间 (亿元)
不进行升级更新	50	30%	15	0	100%	100%	0
基础配置		20%	10	10	40%	40%	60
标准配置		40%	20	31	40%	40%	372
完善配置		10%	5	54	40%	40%	162
等保二级空间 (亿元)							594
二级+三级合计 (亿元)							697
安全服务							123
合计空间 (亿元)							820

数据来源: 东北证券, 产业链调研

2019 年国内网络安全市场空间约在 500-600 亿元, 预计等保 2.0 政策将助力为行业带来 200-300 亿短期增量空间。

3.2. 新技术蓬勃发展, 安全需求由合规向刚需发展

2019 年 9 月 27 日, 工信部发布《关于促进网络安全产业发展的指导意见 (征求意见稿)》, 明确提出 2025 年培育形成一批营收 20 亿以上的网络安全企业, 网络安全产业规模超过 2000 亿的发展目标。我们认为在创新大背景下, 网络安全必不可少, 产业需求有望迎来高速增长期。

创新底层技术替代, 信息安全投资提速有望。我们认为随着 5G、云计算、工业互联网、人工智能等新应用在整个经济社会中价值的逐步增大, 伴随创新底层技术的发展替代, 网络安全的价值将更加显著。全球视野来看, 欧美发达国家对信息安全的投入占到整体 IT 投资约 5%, 而中国信息安全投入占比不足 2%。我们认为新一轮追赶的契机, 可能就在于这一轮科技新基建的投入周期。

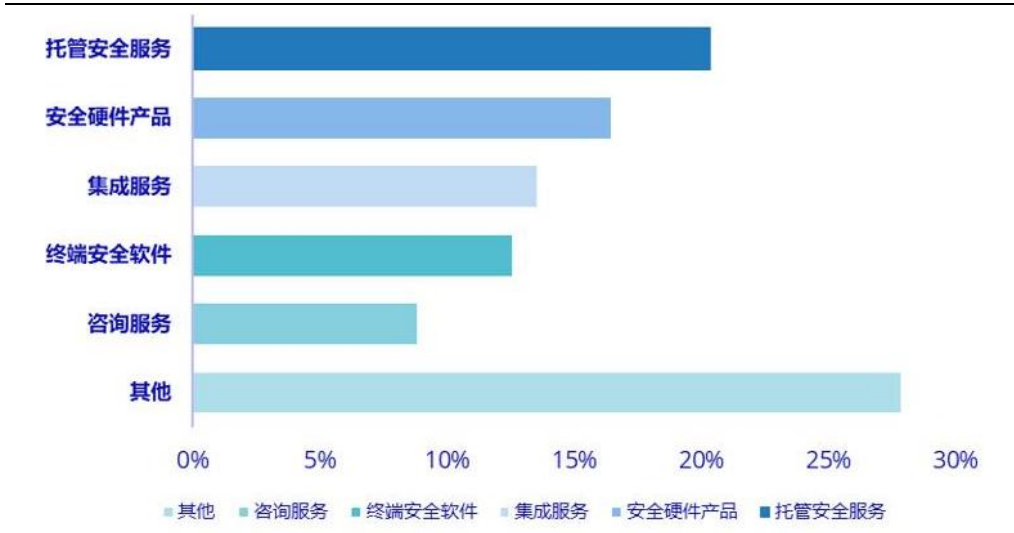
我国目前网络安全行业以硬件支出为主, 长期看服务占比有望大幅提升。IDC 预计 2020 年我国网络安全行业中, 安全硬件在整体网络安全支出中将继续占据绝对主导地位, 占比高达 59.1%; 安全软件和安全服务支出比例分别为 18.4% 和 22.5%。

2019 年海外安全服务占安全支出比例已高达 44%。根据 IDC 数据, 2019 年全球网络安全支出将达到 1066.3 亿美元 (约合 7503.9 亿元人民币), 同比增长 10.7%。IDC 预测, 到 2023 年, 全球网络安全支出规模将达到 1512 亿美元 (约合 10640.4 亿元)

人民币)，并将以 9.4% 的年复合增长率持续增长。

2019 年，安全服务将以 470 亿美元（约合 3307.5 亿元人民币）的支出规模占比第一。根据 IDC 定义，网络安全服务市场由咨询服务、集成服务、IT 教育与培训以及托管安全服务（MSS）四个子市场构成。其中，托管安全服务（MSS）作为安全服务的子市场将以 210 亿美元（约合 1477.8 亿元人民币）的投资规模成为 2019 年网络安全产品与服务市场中的最大子市场。

图表 31：2019 年全球 IT 安全产品与服务份额占比



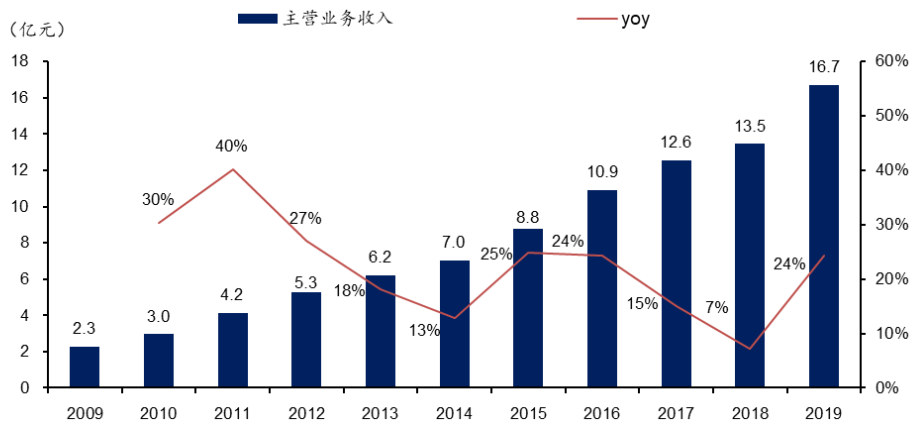
数据来源：东北证券，IDC

我们认为，等保 2.0 等一系列政策有望短期通过合规要求驱动我国网络安全行业发展提速，2020-2023 年行业增速有望突破 25%。与此同时，在 5G、云计算、工业互联网、人工智能等新兴技术快速发展过程中，安全服务重要性与日俱增，2025 年安全服务与安全软件需求增速有望超过安全硬件增速，我国网络安全行业中长期景气度有望维持高位。

4. 2019 年营收增速回升，费用率有效管控，财务指标显著改善

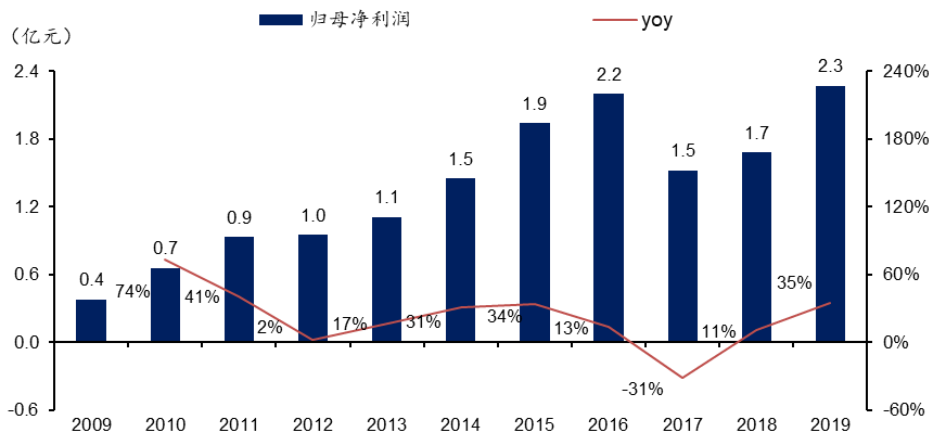
2019 年营收/归母净利润同比增长为 24%/35%，态势明显好转。公司 2009-2012 年间产品市占率不断提升，营收/归母净利润 CAGR 分别为 32%/36%，2013-2018 年增速明显放缓，其中 2015 年收购亿赛通 100% 股权后短暂回升，2017 年人力增加，营收增速不及费用率提升，归母净利润同比下降。2019 年，公司股权背景改善，拓宽渠道销售体系，且海外业务亏损收窄，营收/归母净利润明显好转，同比增长 24%/35%，其中归母净利润增速反超同业，近年海外业务占比逐渐降低，且亏损情况有所改善，未来净利率有望提升。

图表 32: 2009-2019 年绿盟科技主营业务收入水平



数据来源: 东北证券, Wind

图表 33: 2009-2019 年绿盟科技归母净利润水平



数据来源: 东北证券, Wind

图表 34: 绿盟科技营收/归母净利润增速及同业对比

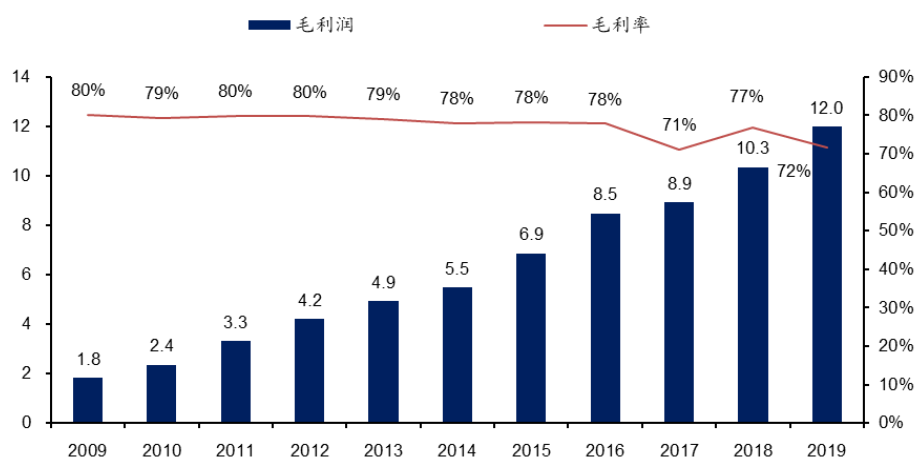
	绿盟科技	启明星辰	安恒信息	深信服	天融信
近 5 年营收 CAGR	15%	16%	48%	36%	30%
近 5 年净利润 CAGR	22%	24%	33%	15%	14%
2019 营收增速	24%	23%	51%	42%	40%
2019 归母净利润增速	35%	22%	22%	22%	-20%

数据来源: 东北证券, Wind

注: 安恒信息为 2017-2019 年 3 年 CAGR, 天融信 2019 年数据为南洋股份安全部分

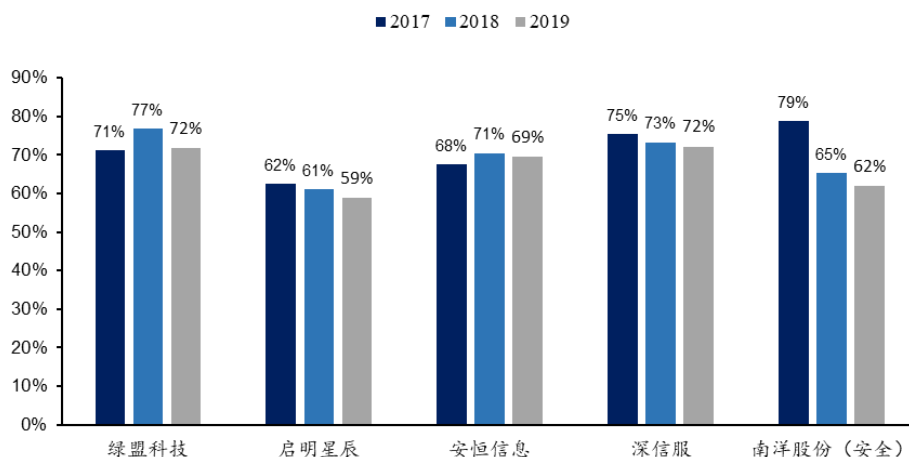
公司毛利率稳定且优于同业。2009-2016 年, 绿盟科技毛利率始终不低于 78%, 由于行业竞争加剧, 近三年毛利率略有下降, 但整体高于同业, 且趋势稳定, 随着公司销售体系的完善, 毛利率有望回升。

图表 35: 2009-2019 年绿盟科技毛利润及毛利率水平



数据来源: 东北证券, Wind

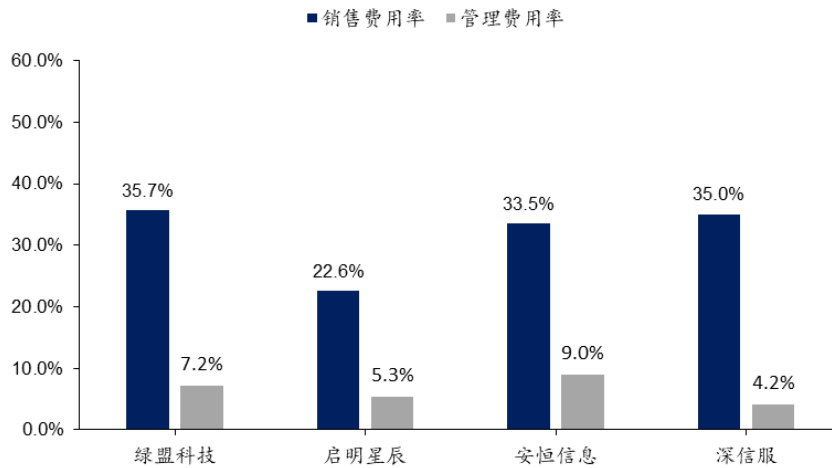
图表 36: 2017-2019 年绿盟科技毛利率及同业对比



数据来源: 东北证券, Wind

费用率管控得到改善, 管理费用率降至 7.2%。公司 2017-2019 销售费用率分别为 33.5%/37.8%/35.7%, 管理费用率分别为 12.9%/10.7%/7.2%, 后者得到明显改善。目前公司两项费用率均与同业基本持平, 2019 年下半年开始, 公司坚定完善渠道销售体系, 未来将提升渠道业务占比, 销售费用率有望进一步下降。

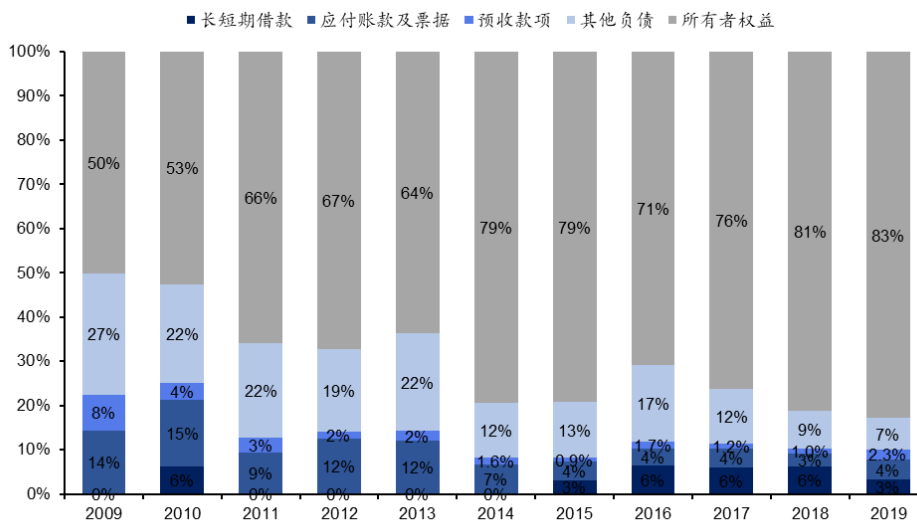
图表 37: 2019 年绿盟科技费用率及同业对比



数据来源: 东北证券, Wind

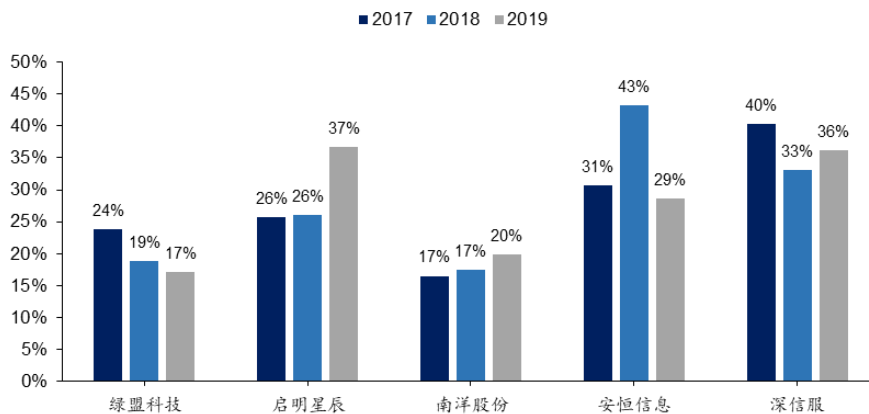
资产负债率相对稳定, 相较同业维持较低水平。公司 2017-2019 年有息负债分别为 2.3/2.4/1.4 亿元, 占公司总负债的 25%/33%/19%, 预收款项占比 5%/5%/14%, 2019 年明显提升。公司资产负债率分别为 24%/19%/17%, 整体经营情况较为稳健, 相比同业维持在较低水平, 在保证低风险情况下有充足的上升空间。预计随着公司渠道销售占比的逐步提升, 公司预收款等非有息负债占比将有进一步提高空间, 有助于公司净资产收益率改善。

图表 38: 2009-2019 年绿盟科技负债与所有者权益结构



数据来源: 东北证券, Wind

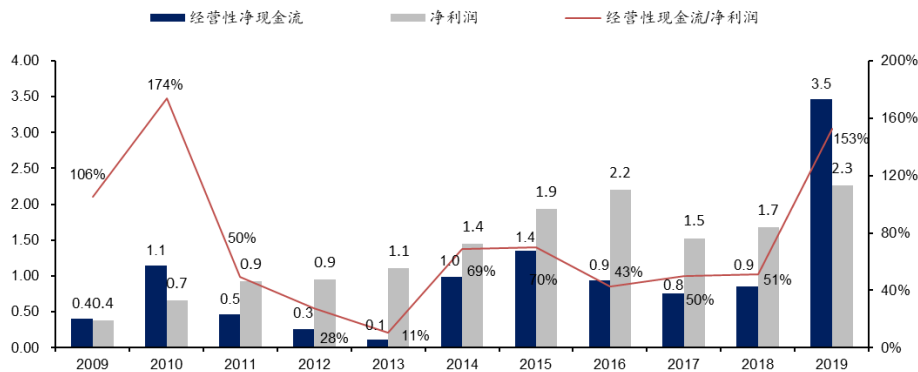
图表 39: 绿盟科技 2019 年资产负债率及同业对比



数据来源: 东北证券, Wind

经营性现金流与净利润匹配程度迅速提升。公司自 2011-2013 年经营性现金流和净利润匹配度较低, 2014 年加大应收账款催收力度, 2015 年收购亿赛通, 经营性现金流有一定回升, 2016 年由于人员增加, 经营性净现金流再次下降。2017-2019, 经营性现金流与净利润匹配度逐渐回升, 2019 年该比值迅速增至 153%, 现金流状况改善明显, 此次回升主要由于加大行业拓展, 业务销售增加, 可持续性较强。参考其他依托渠道销售的信息安全公司数据, 公司销售模式转型完成后预计有望呈现经营性净现金流高于净利润的状态。

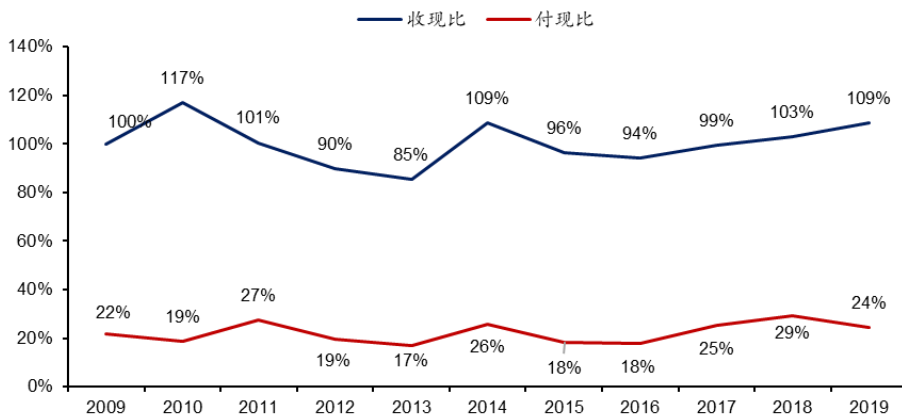
图表 40: 2009-2019 年绿盟科技经营性净现金流与净利润



数据来源: 东北证券, Wind

公司维持高水平收现比与低水平付现比, 保持较强上下游议价能力。2009-2019 年绿盟科技的收现比维持在 80%-117%之间, 近 5 年仍有持续上升趋势, 2019 年达 109%, 付现比在 17%-29%之间波动, 保持低水平, 公司在上下游均有较强的议价能力。

图表 41: 2009-2019 年绿盟科技收/付现比



数据来源: 东北证券, Wind

公司 2019 年净利率及资产周转率均有改善, ROE 回升。2009-2018 年, 绿盟科技净利率和资产周转率均持续下降, 2019 年两项指标有所改善, 净利率为 13.5%, 上升 1.0pct, 资产周转率达 0.42, ROE 回升至 7.0%, 但相较同业仍有差距。公司上市后权益乘数稳定在 1.2-1.4 之间, 和行业龙头相比有较大加杠杆空间。

图表 42: 绿盟科技 2009-2019 杜邦分析

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROE(%)	55.5	54.4	42.8	30.5	26.8	16.8	13.4	12.5	6.5	5.6	7.0
净利率(%)	16.7	22.2	22.4	18.0	17.7	20.6	22.0	20.2	12.2	12.5	13.5
资产周转率(倍)	1.30	1.19	1.14	1.13	0.98	0.72	0.52	0.45	0.39	0.35	0.42
权益乘数	1.99	1.90	1.52	1.48	1.57	1.26	1.26	1.41	1.31	1.23	1.21

数据来源: 东北证券, Wind

图表 43: 绿盟科技 2019 年杜邦分析及同业对比

	绿盟科技	启明星辰	安恒信息	深信服
ROE(%)	7.0	17.3	9.0	19.6
净利率(%)	13.7	22.3	9.9	16.7
资产周转率(倍)	0.42	0.52	0.61	0.76
权益乘数	1.21	1.58	1.40	1.57

数据来源: 东北证券, Wind

5. 盈利预测与估值

5.1. 预计 2020-2022 年收入分别为 22.19/29.70/40.01 亿元

金融行业: 预计 2020-2022 年收入增速提升至 30%, 毛利率为 72.7%/71.7%/70.7%。金融行业是绿盟科技的传统优势行业, 考虑公司新兴平台型产品推广叠加渠道力度加大, 2020-2022 年公司金融行业收入增速有望提升至 30%。我们考虑公司加大推广渠道铺开过程中, 让利程度可能加大, 预计 2020-2022 年公司金融行业毛利率分

别为 72.7%/71.7%/70.7%。

图表 44: 金融行业营收及毛利预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
金融行业营收	280	347	452	587	763
YOY	24.1%	24.0%	30.0%	30.0%	30.0%
金融行业毛利润	224	259	328	421	539
毛利率	79.8%	74.7%	72.7%	71.7%	70.7%

数据来源: 东北证券, Wind

电信运营商行业: 预计 2020-2022 年收入增速提升至 40%，毛利率分别为 73.7%/72.7%/71.7%。电信运营商行业是绿盟科技的传统优势行业，公司产品拥有较高知名度以及口碑，2019 年电信运营商行业公司实现收入 4.51 亿，同比增长 36%。我们预计 2020-2022 年公司运营商行业收入增速将提升至 40%。同理，由于我们认为公司加大推广渠道铺开过程中，让利程度可能加大，预计 2020-2022 年公司金融行业毛利率分别为 73.7%/72.7%/71.7%。

图表 45: 电信运营商行业营收及毛利预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
运营商行业营收	330	451	631	883	1,237
YOY	38.3%	36.5%	40.0%	40.0%	40.0%
运营商行业毛利润	262	341	465	642	887
毛利率	79.4%	75.7%	73.7%	72.7%	71.7%

数据来源: 东北证券, Wind

能源电力行业: 预计 2020-2022 年收入增速分别为 18%/20%/22%，毛利率分别为 67.2%/66.2%/65.2%。绿盟科技 2019 年能源电力行业实现收入 3.88 亿，同比+13%，能源电力行业作为绿盟科技 2020 年重点拓展的 8 大行业之一，伴随公司渠道逐步铺开，营收增速有望提升，我们预计能源电力行业 2020-2022 年收入增速分别为 18%/20%/22%，毛利率分别为 67.2%/66.2%/65.2%。

图表 46: 能源电力行业营收及毛利预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
能源电力行业营收	344	388	458	549	670
YOY	-9%	13%	18%	20%	22%
能源电力毛利润	247	268	308	364	437
毛利率	72.0%	69.2%	67.2%	66.2%	65.2%

数据来源: 东北证券, Wind

政府、事业单位及其他行业: 预计 2020-2022 年收入增速将提升至 40%，毛利率分别为 65.9%/64.9%/63.9%。绿盟科技 2019 年政府、事业单位及其他行业实现收入 4.85 亿，同比+24%。我们考虑 2019 年绿盟科技完成股东更换，中电科入股后公司在政府端领域资质逐渐补齐，叠加渠道拓展了众多合作伙伴以及公司长期的产品积累，2020 年公司政府领域收入增速有望明显提升。我们预计公司政府、事业单位及其他行业 2020-2022 年收入增速提升至 40%，毛利率分别为 65.9%/64.9%/63.9%。

图表 47: 政府、事业单位及其他行业营收及毛利预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
政府及其他营收	391	485	679	950	1,331
YOY	-5%	24%	40%	40%	40%
政府及其他毛利润	302	329	448	617	851
毛利率	77.1%	67.9%	65.9%	64.9%	63.9%

数据来源: 东北证券, Wind

预计公司整体 2020-2022 年收入分别为 22.19/29.70/40.01 亿元, 分别增长 32.8%/33.8%/34.7%, 毛利率分别为 69.8%/68.8%/67.8%。

图表 48: 公司整体收入毛利率预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,345	1,671	2,219	2,970	4,001
YOY	7.2%	24.2%	32.8%	33.8%	34.7%
毛利率	76.9%	71.7%	69.8%	68.8%	67.8%
金融	280	347	452	587	763
YOY	24.1%	24.0%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	79.8%	74.7%	72.7%	71.7%	70.7%
运营商	330	451	631	883	1,237
YOY	38.3%	36.5%	40.0%	40.0%	40.0%
毛利率	79.4%	75.7%	73.7%	72.7%	71.7%
能源电力	344	388	458	549	670
YOY	-9.1%	12.9%	18.0%	20.0%	22.0%
毛利率	72.0%	69.2%	67.2%	66.2%	65.2%
政府及其他	391	485	679	950	1,331
YOY	-5.3%	24.0%	40.0%	40.0%	40.0%
毛利率	77.1%	67.9%	65.9%	64.9%	63.9%

数据来源: 东北证券, Wind

5.2. 预计 2020-2022 年归母净利润分别为 3.11/4.43/6.40 亿

1) **管理费用率**: 2019 年公司管理费用率为 7.2%, 较 2018 年下滑 3.5pct。我们预计由于公司引入众多渠道体系人才, 激励力度有望提升, 预计 2020-2022 年管理费用率将呈现小幅提升趋势。我们预计 2020-2022 年公司管理费用率分别为 7.7%/8.2%/8.7%。

2) **研发费用率**: 2019 年公司研发费用率为 18.6%, 我们判断由于公司对于新产品将持续投入研发, 预计 2020-2022 年研发费用率将维持在 18.6%的水平。

3) **销售费用率**: 2019 年公司销售费用率为 35.7%, 我们认为, 2020 年由于公司渠道体系全面铺开且设计合同逐级审批制度, 销售费用率有望逐步下降, 预计 2020-2022 年公司销售费用率分别 33.2%/31.2%/29.2%。

4) **财务费用率**: 预计 2020-2022 年财务费用率将分别为-0.5%/-0.5%/-0.5%。

5) **归母净利润**: 预计 2020-2022 年归母净利润分别为 3.11 亿/4.43 亿/6.40 亿, 分别同比增长 37.2%/42.4%/44.6%, 利润率进入提升轨道, 2020-2022 年净利率分别为 14.0%/14.9%/16.0%。

图表 49: 费用及净利润预测 (百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
管理费用	143	120	170	243	347
占主营业务收入	10.7%	7.2%	7.7%	8.2%	8.7%
研发费用	271	311	413	553	745
占主营业务收入	20.1%	18.6%	18.6%	18.6%	18.6%
销售费用	508	596	736	926	1,167
占主营业务收入	37.8%	35.7%	33.2%	31.2%	29.2%
财务费用	5	(10)	(11)	(15)	(19)
占主营业务收入	0.4%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
归母净利润	168	227	311	443	640
净利率	12.5%	13.6%	14.0%	14.9%	16.0%
增长率 (YOY)	10.3%	34.8%	37.2%	42.4%	44.6%

数据来源: 东北证券, Wind

5.3. 给予绿盟科技 2020 年 10-12x 目标 P/S, 目标价 27.81-33.37 元

我们预计绿盟科技 2020-2022 年收入分别为 22.19/29.70/40.01 亿, 归母净利润分别为 3.11/4.43/6.40 亿, 对应 EPS 分别为 0.39/0.55/0.80 元。

给予绿盟科技 2020 年 10-12x 目标 P/S, 目标价 27.81-33.37 元。我们认为绿盟科技在完成股东变化及渠道改革后, 公司有望成为安全龙头厂商。我们认为绿盟科技在完成股东变化及渠道改革后, 公司有望重新加入安全龙头厂商角逐行列。公司处于业务和销售模式的调整过程中, 费用支出压力较大, 短期应重点关注营收指标, 估采用 P/S 估值方法。参考可比公司 2020 年平均 P/S 12x, 平均 P/E 89x, 绿盟科技在 P/E 与 P/S 方面均有较明显估值优势。给予 2020 年公司 10-12x 目标 P/S, 目标价 27.81-33.37 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 50: 可比公司估值表 (2020/6/15)

简称	市值 (亿元)	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			P/S			P/E		
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
启明星辰	360	30.9	39.5	49.9	6.88	8.86	11.33	12	9	7	52	41	32
安恒信息	197	9.4	13.7	19.6	0.92	1.34	1.89	21	14	10	214	147	104
深信服	731	45.9	60.5	81.4	7.59	9.17	12.48	16	12	9	96	80	59
均值								16	12	9	121	89	65
绿盟科技	170	16.7	22.2	29.7	2.27	3.11	4.43	10	8	6	75	55	38

数据来源: 东北证券, wind

6. 风险提示

1) 渠道转型进度不及预期: 若绿盟科技渠道转型不及预期, 则公司收入增速可能不及预期。

2) 核心人员流失: 公司 2019-2020 年为拓展渠道引入大量优秀人才, 若核心人才短

期内流失可能导致公司渠道战略推进受阻。

3) 下游客户需求不及预期: 由于 2020 年新冠疫情爆发且可能出现反复, 下游客户对于安全预算可能缩减, 需求可能不及预期。

4) 行业竞争加剧超预期: 若安全行业其他厂商加大竞争力度, 公司毛利率下降可能超预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,212	1,574	1,844	2,325
交易性金融资产	460	460	460	460
应收款项	835	931	1,167	1,466
存货	53	74	102	143
其他流动资产	11	11	11	11
流动资产合计	2,974	3,582	4,295	5,360
可供出售金融资产	-	-	-	-
长期投资净额	30	30	30	30
固定资产	105	64	24	(13)
无形资产	245	279	304	323
商誉	413	413	413	413
非流动资产合计	1,108	1,169	1,222	1,268
资产总计	4,082	4,751	5,517	6,628
短期借款	135	135	135	135
应付款项	433	744	1,058	1,518
预收款项	99	132	176	237
一年内到期的非流动负债	-	-	-	-
流动负债合计	662	1,005	1,362	1,880
长期借款	-	40	40	40
其他长期负债	38	38	38	38
长期负债合计	38	78	78	78
负债合计	700	1,083	1,439	1,957
归属于母公司股东权益合计	3,383	3,670	4,079	4,673
少数股东权益	(1)	(1)	(2)	(2)
负债和股东权益总计	4,082	4,751	5,517	6,628

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	227	311	443	640
资产减值准备	9	0	-	-
折旧及摊销	106	114	122	129
公允价值变动损失	-	-	-	-
财务费用	(10)	(11)	(15)	(19)
投资损失	(44)	(49)	(53)	(59)
运营资本变动	(0)	96	(87)	(65)
其他	59	-	-	-
经营活动净现金流量	346	461	409	625
投资活动净现金流量	(206)	(126)	(122)	(116)
融资活动净现金流量	(82)	27	(18)	(28)
企业自由现金流	62	362	270	481

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益 (元)	0.28	0.39	0.55	0.80
每股净资产 (元)	4.24	4.60	5.11	5.85
每股经营性现金流量 (元)	0.43	0.58	0.51	0.78
成长性指标				
营业收入增长率	24.2%	32.8%	33.8%	34.7%
净利润增长率	34.8%	37.2%	42.4%	44.6%
盈利能力指标				
毛利率	71.7%	69.8%	68.8%	67.8%
净利率	13.6%	14.0%	14.9%	16.0%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	2.30	2.84	3.07	3.36
存货周转率 (次)	8.97	8.97	8.97	8.97
偿债能力指标				
资产负债率	17.1%	22.8%	26.1%	29.5%
流动比率	4.49	3.56	3.15	2.85
速动比率	4.41	3.49	3.08	2.78
费用率指标				
销售费用率	35.7%	33.2%	31.2%	29.2%
管理费用率	7.2%	7.7%	8.2%	8.7%
财务费用率	-0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
分红指标				
分红比例	14.3%	10.6%	10.6%	10.6%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
估值指标				
P/E (倍)	101	75	55	38
P/B (倍)	5.5	5.0	4.6	4.2
P/S (倍)	12.6	10.2	7.6	5.7
净资产收益率	5.6%	7.0%	8.8%	11.4%

资料来源：东北证券

分析师简介:

安永平: 上海财经大学金融学硕士, 中国人民大学本科, 现任东北证券研究所所长助理、计算机行业首席分析师。曾任海通证券研究所计算机行业分析师, 安信证券研究中心电子行业高级分析师, 方正证券研究所计算机行业首席分析师。2012年以来具有8年证券研究从业经历。所在团队获得2015、2016年新财富分析师电子行业第1名, 2014年新财富分析师计算机行业第4名, 2018年Wind最佳分析师计算机行业第1名, 入围金牛奖计算机行业最佳分析师。

赵伟博: 中国人民大学金融学硕士, 中国人民大学经济学本科, 现任东北证券计算机组研究助理。曾任华泰证券公用事业环保研究员, 2019年加入东北证券研究所。

朴虹睿: 香港城市大学工商数量分析硕士, 北京邮电大学会计学本科, 现任东北证券计算机组研究人员。曾任国金证券通信研究人员, 2019年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouyingl@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wanguan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn