

300369.SZ

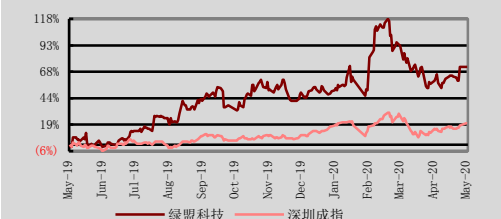
买入

原评级: 增持

市场价格: 人民币 21.31

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	16.6	8.0	(4.8)	73.1
相对深证成指	14.5	3.8	(7.2)	53.6

发行股数(百万)	798
流通股(%)	91
总市值(人民币 百万)	17,008
3 个月日均交易额(人民币 百万)	190
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
沈继业	10

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2020 年 5 月 7 日收市价为标准

相关研究报告

《绿盟科技》20200428

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机: 计算机应用

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

绿盟科技

安全王者，乘风归来

网络安全市场不乏强者，公司是少数技术导向的龙头，安全防御领域具传统优势。渡过平淡期后，公司迎来国资入股和行业革新，两大因素提供成长弹性：态势感知正在塑造领军地位；运营商新基建投入和政府安全投入力度超前。行业东风中，正处复兴拐点，业绩“推背感”展现。上调评级至买入。

支撑评级的要点

- 公司以技术导向、毛利率高等特点占据传统安全龙头位置。由第一代安全专家组成创始团队，陆续开创性定义了远程安全评估系统、网络入侵防护系统 (IDPS)、Web 应用防火墙 (WAF)、安全配置核查系统等细分市场。多个领域份额和排名中保持长年第一或前茅。
- 得益于产品迭代和渠道能力，新安全市场先发优势也正在建筑。在态势感知新赛道中，奇安信、安恒等在监管领域表现突出；而空间同样广大的行业态势感知领域，公司第一梯队玩家身份逐渐坐实，2020 年来项目金额和数量与安恒等可比公司相当，处于领先地位。
- 运营商和政府优势行业正逢东风：(1) 在运营商市场具独特优势，而运营商 2020 年 CAPEX 预算增幅升至 10%，5G 预算则呈数倍陡增，快速放大安全投入基数；(2) 2020 年是等保 2.0 加速落地，政府需求明确，国家队背景对 G 端业务提振明显，并和中电科旗下企业存在协同预期。
- 有别于大众的认知：(1) 态势感知领域竞争力未被预期，行业子赛道中公司订单领先；(2) 运营商市场景气度在高位，19Q4 短期波动造成预期差。催化因素：运营商订单 20Q1 快速升温，疫情后周期政府端安全需求快速释放。

估值

- 维持 2020~2022 年净利润预测为 3.2 亿、4.4 亿和 5.7 亿，EPS 为 0.41 元、0.55 元和 0.72 元，对应 PE 为 53X、39X 和 30X。复合增速超过可比公司，估值水平却低估约 57%，进一步考虑估值远未反映新安全优势的溢价，因此上调评级至买入。

评级面临的主要风险

- 人员管理挑战；运营商开支缩减；政府市场突破不利。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	1,345	1,671	2,272	3,112	4,181
变动(%)	7	24	36	37	34
净利润(人民币 百万)	168	227	324	435	573
全面摊薄每股收益(人民币)	0.211	0.284	0.406	0.545	0.718
变动(%)	11.1	34.8	43.0	34.3	31.7
全面摊薄市盈率(倍)	101.2	75.1	52.5	39.1	29.7
价格/每股现金流量(倍)	199.0	49.2	(86.3)	56.7	(19.9)
每股现金流量(人民币)	0.11	0.43	(0.25)	0.38	(1.07)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	101.8	50.7	49.7	45.2	37.8
每股股息(人民币)	0.060	0.034	0.083	0.089	0.131
股息率(%)	0.3	0.2	0.4	0.4	0.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

安全检测与态势感知龙头.....	5
技术导向、高毛利率的安全厂商.....	5
定义细分领域，安全检测产品优势明显.....	7
态势感知的强竞争力新具看点.....	11
运营商“新基建”投资力度超前，推力十足.....	16
公司以产品优势坐实运营商市场王位.....	16
2020 受益新基建，运营商 5G 与云投资需求强劲.....	17
国家队入局，政府领域成新看点.....	20
2019 年引入国家队股东，外资离场.....	20
政府领域仍是安全行业基石，政策推动投入加码.....	20
信创布局中参股统信软件，数据安全卡位优势.....	22
盈利预测与投资建议.....	24
盈利预测.....	24
投资建议.....	25
风险提示.....	25

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司发展历程.....	5
图表 2. 公司前十大股东	5
图表 3. 公司毛利率水平在行业内突出（2018~2019 年）	6
图表 4. 近 10 年公司毛利率水平保持较好	6
图表 5. 公司收入 10 年 CAGR 为 22.1%.....	7
图表 6. 公司净利润 10 年 CAGR 为 19.7%.....	7
图表 7. IDS/IPS、WAF、抗 D、RSAS 等产品位居市场第一.....	7
图表 8. 绿盟 IDS 支持大型（左）和小型（右）多种客户规模.....	8
图表 9. 2018 年公司 IDS 跃居“挑战者”象限	8
图表 10. WAF 的典型部署.....	9
图表 11. 2017~2018 年 DDoS 攻击平均峰值和最高峰值	10
图表 12. 2018 年 DDoS 攻击类型的攻击次数分布	10
图表 13. 2018 年 DDoS 攻击类型各流量区间	10
图表 14. 绿盟威胁和漏洞管理解决方案（TVM）	10
图表 15. 绿盟漏洞扫描整体解决方案.....	11
图表 16. 安全态势感知平台界面.....	11
图表 17. 我国态势感知项目数量快速增长	12
图表 18. 安全态势感知平台的核心要素.....	13
图表 19. 态势感知与安全大数据技术的结合.....	13
图表 20. 绿盟位列态势感知领先者矩阵.....	14
图表 21. 2020 年两公司态势感知中标项目	14
图表 22. 安全公司对自身优势行业的表述	16
图表 23. 公司运营商收入占比（左）远超行业平均水平（右）：2018 年.....	16
图表 24. 电信运营商基于资产表和漏洞表实现互联网暴露面安全防护	17
图表 25. 2018 年运营商安全攻击事件类型分布.....	18
图表 26. 运营商也是公司云安全典型客户	18
图表 27. 订单指标显示公司增速较 19Q4 快速回升	19
图表 28. 2020 年公司中标多个运营商订单（部分）	19
图表 29. 两次股权转让前后股东变动情况	20
图表 30. 政府以约 1/4 占比居下游行业之首.....	21

图表 31. 中国安全投入占 IT 投入比例显著低于海外	21
图表 32. 安全公司对自身优势行业的表述	21
图表 33. 2018~2023 年中国网络安全市场规模预测	22
图表 34. 2019 年国资入股及现有国资控股安全公司	22
图表 35. 统信软件股权结构	22
图表 36. 子公司亿赛通产品完成统信软件兼容认证	23
图表 37. 亿赛通 TA 产品功能	23
图表 38. 公司分板块业务预测	24
图表 39. 公司费用率预测	24
图表 40. 公司目前与行业估值水平对比	25
损益表(人民币 百万)	26
资产负债表(人民币 百万)	26
现金流量表(人民币 百万)	26
主要比率 (%)	26

安全检测与态势感知龙头

技术导向、高毛利率的安全厂商

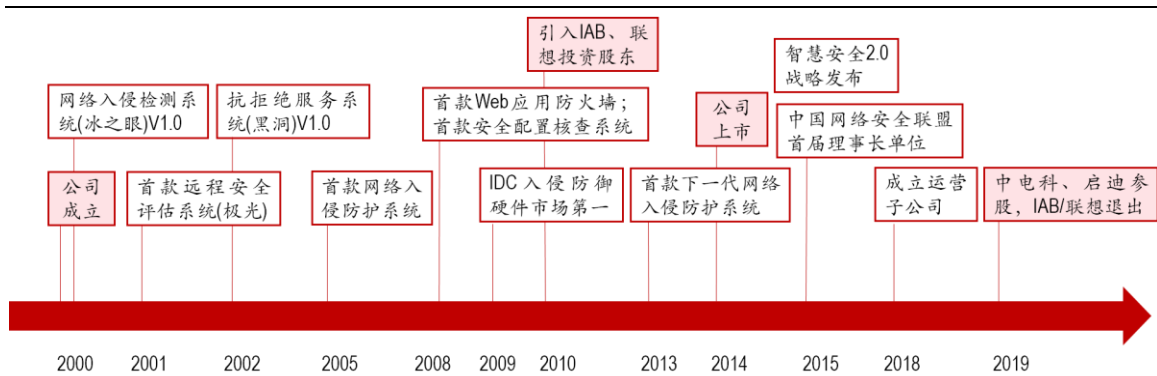
绿盟科技集团股份有限公司（以下简称“绿盟科技”或“公司”）成立于 2000 年 4 月，是国内领先的企业级网络安全解决方案供应商，于 2014 年在深交所创业板上市。

技术背景具备特色

公司创始团队由技术出身专家组成。企业级网络安全作为典型的 B 端生意，不乏渠道资源的强者。绿盟科技却具备独特的技术导向特征。创始人和董事长沈继业先生毕业于清华大学，于 1992 年创办北京挚友计算机技术公司和北京天火信息咨询公司，2000 年创建公司前身——中联绿盟信息技术（北京）有限公司，从事网络安全业务，并帮助公司完成网络攻防技术的商业化转型。上市时的创始成员包括后来创立 Deepin（深度）操作系统的刘闻欢。核心成员袁仁广，后就职于 360 等，创办腾讯湛庐实验室并任负责人。陈庆（时任技术部总监）、左磊（时任公司安全研究部总监）、陈海卫（时任信息管理部总监）都是业内知名专家。

公司的发展历程也有现在创业公司模式的影子，包括组建创始团队、研发拳头产品、突破政府与多行业客户、引入资本发展壮大、完成上市等。

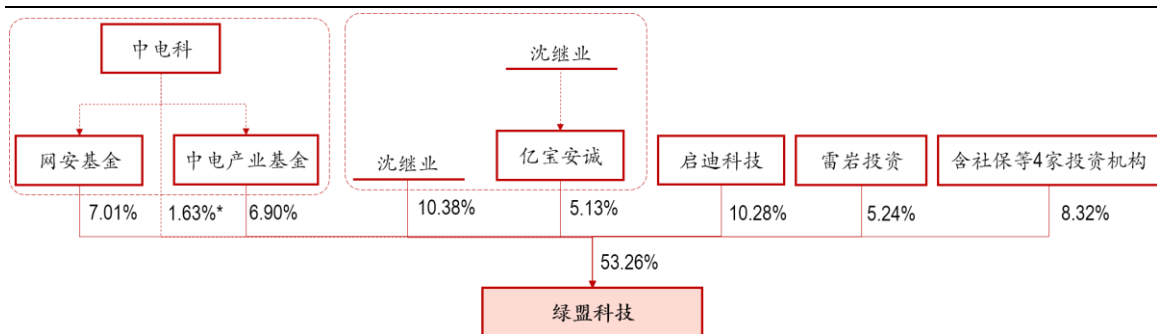
图表 1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，中银证券

2019 年 7 月 26 日，公司公告中国电子科技集团（“中电科”）旗下电科投资增持公司股票（约占当时股本的 1.63%），成为公司第一大股东。公司成为一家国资大股东加持的安全企业。

图表 2. 公司前十大股东



资料来源：公司官网，中银证券

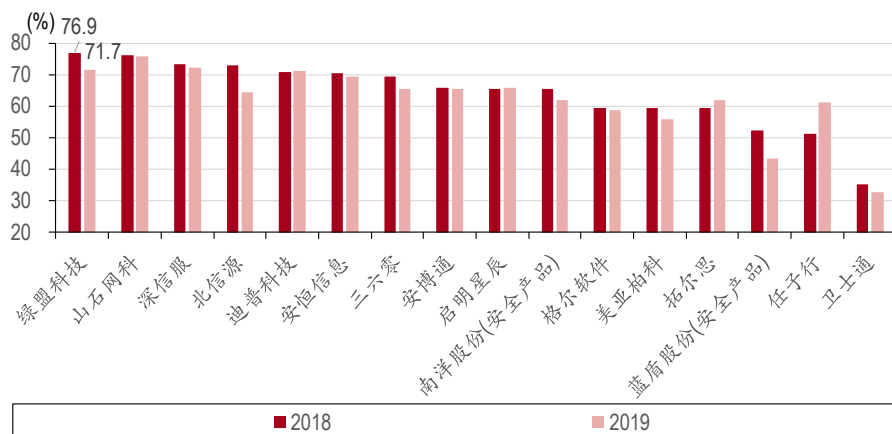
注：截至 2020 年一季报

毛利率水平突出

公司和其他安全公司的另一个差异特征是毛利率高。2018 年公司毛利率为 77%，在可比行业公司中排名第一，而且长年保持高毛利率水平。主要原因包括：

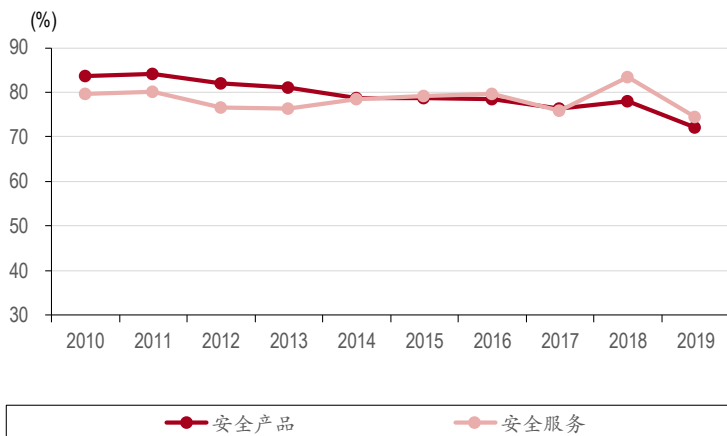
- (1) **早期定价权打好基础**：主要产品由于技术领先，部分产品属于独特创新，拥有一定的定价权，因此产品的毛利率基础较高，例如公司 2010-2014 年安全产品毛利率均在 80% 多。
- (2) **产品通用性高**：绿盟的客户群主要为政府部门、电信运营商、金融企业、能源企业及互联网企业。根据同行业公司公告，由于对于不同行业用户并没有明显的区别，具有统一的适用性，因此联盟产品相对偏通用。

图表 3. 公司毛利率水平在行业内突出 (2018~2019 年)



资料来源：公司官网，中银证券

图表 4. 近 10 年公司毛利率水平保持较好



资料来源：公司官网，中银证券

2019 年开始重回良好状态

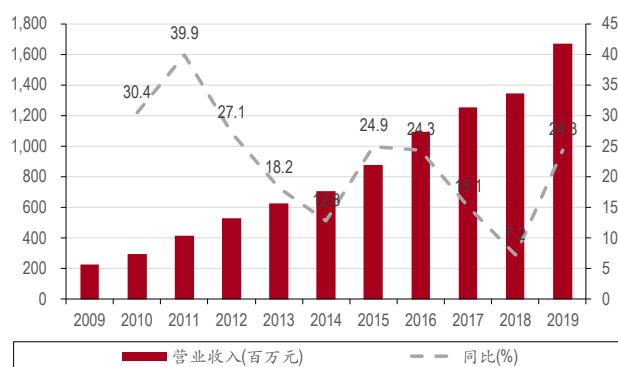
公司精耕安全领域近二十年。以 2009 年有公开财务数据起计算，营业收入 CAGR 达 22.1%，净利润 CAGR 达 19.7%，保持持续高速增长。进一步看，这 10 年可以分为三个阶段：

- (1) 2014 年前发展较为迅速（收入和净利润 CAGR 分别为 25.3% 和 30.6%），由于公司团队强大，技术领先，因此也很大程度上影响甚至决定了行业的发展方向；

(2) 2015~2018 年的增长略有压力，其中 2017 年净利润还出现唯一的一次同降 (-30.8%)，这与竞争对手的冲击有关。奇安信（原 360 企业安全）、阿里巴巴、腾讯等互联网安全企业在 2014~2015 年左右开始积极布局企业安全领域，使得公司人员流失和市场竞争压力陡增。虽然其他企业安全公司都受此影响，但作为人才优势突出的绿盟科技，是竞争对手挖人的重点对象。此外，部分核心团队人员还流向金融机构和新兴互联网安全公司；

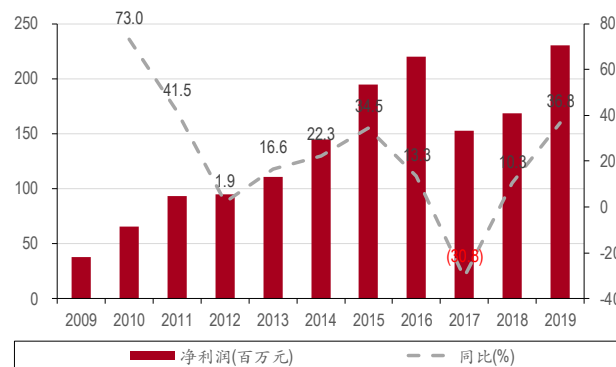
(3) 2019 年，公司基本面在股东背景、行业政策（等保 2.0）和产品结构等方面迎来变化，因此又重回高速增长，收入、净利润同比增长 24% 和 36%，达到或略超 2014 年前的水平。我们分析这一趋势大概率会持续。

图表 5. 公司收入 10 年 CAGR 为 22.1%



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 公司净利润 10 年 CAGR 为 19.7%



资料来源：万得，中银证券

定义细分领域，安全检测产品优势明显

公司技术能力出众，首创多个安全产品类型，包括两代网络入侵防护（IDS/IPS、NIDS/NIPS）、Web 应用防火墙（WAF）、远程安全评估（RSAS）、安全配置核查等，可以说是开创了很多安全细分领域。在分布式拒绝服务攻击（抗 D）、工控漏洞扫描、IDS/IPS、RSAS、WAF 等多个细分领域被国际权威咨询机构认可，并连续多年位居市场第一。

图表 7. IDS/IPS、WAF、抗 D、RSAS 等产品位居市场第一

年份	产品	排名	机构
2009-2015	IDS/IPS	连续 7 年获入侵防御硬件市场国内占有率第一	IDC
2010、2013	WAF	《亚太区 WAF 市场报告》大中华区、中国区占有率第一	Frost & Sullivan
2011	WAF	中国区 Web 应用防火墙市场领导者奖	Frost & Sullivan
2011	RSAS	中国安全性与漏洞管理软件市场占有率第一	IDC
2012	IDS/IPS	入选 Gartner 魔力象限（亚太区第一个进入该象限的网络安全公司）	Gartner
2014-2016	抗 D	连续 3 年亚太区分布式拒绝服务攻击市场排名第一	Frost & Sullivan
2014、2016	WAF	入选 Gartner Web 应用防火墙魔力象限	Gartner
2018	IDS/IPS	入选并跃升至 Gartner “挑战者” 魔力象限	Gartner
2018	威胁情报	入选中国威胁情报安全服务（TISS）市场领导者象限	IDC
2019	WAF	入选《IDC MarketScape: 中国 Web 应用安全市场 2019 年厂商评估》报告，位居中国 Web 应用安全市场 2019 年厂商领导者位置	IDC
2019	AIRO/态势感知	获 IDC AIRO 市场高度认可，AIRO 市场占有率第一	IDC

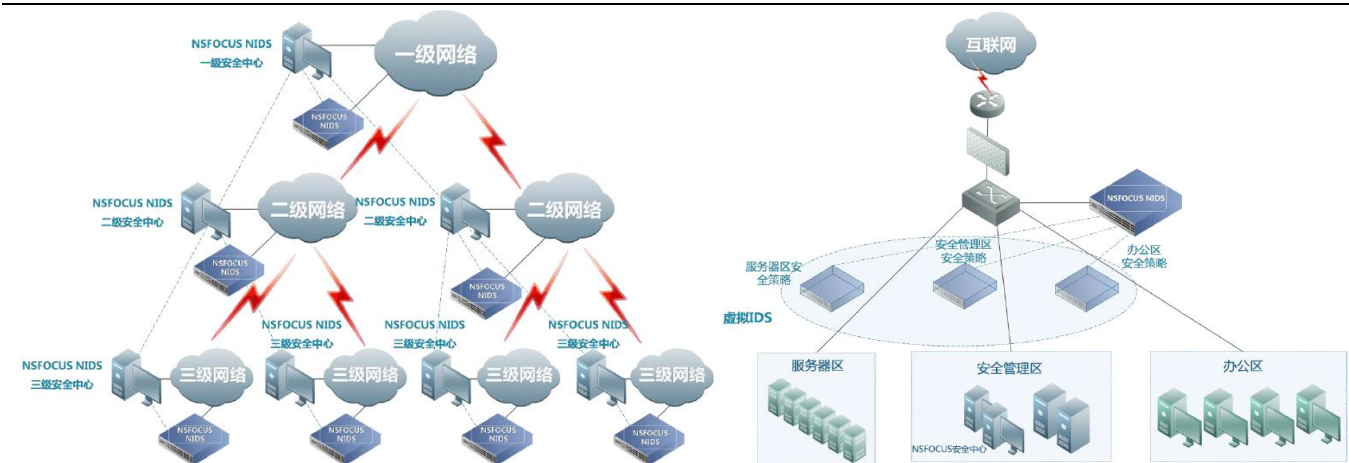
资料来源：IDC、Frost & Sullivan、Gartner，中银证券

我们以公司 IDS/IPS、WAF、抗 D、漏洞扫描等核心拳头产品为例，介绍公司所处的细分领域和优势。

网络入侵检测与防护 (IDS/IPS)

防火墙 (Firewall) 是人们熟知的网络安全产品, 保护墙内网络设备和信息的安全。入侵检测系统 (IDS) 的出现是为了弥补防火墙的局限, 例如: (1) 防火墙作为访问控制设备, 无法检测或拦截嵌入到普通流量中的恶意攻击代码, 比如针对 Web 服务的注入攻击等。(2) 防火墙无法发现内部网络中的攻击行为。可以说防火墙提供静态防御, 而入侵检测系统提供动态防御。绿盟的下一代网络入侵检测系统 (NIDS) 还具备上网行为管理 (AC) 功能, 并可扩展安全审计功能。

图表 8. 绿盟 IDS 支持大型 (左) 和小型 (右) 多种客户规模



资料来源:《绿盟下一代网络入侵检测系统产品白皮书》, 中银证券

图表 9. 2018 年公司 IDS 跃居“挑战者”象限



资料来源: Gartner, 中银证券

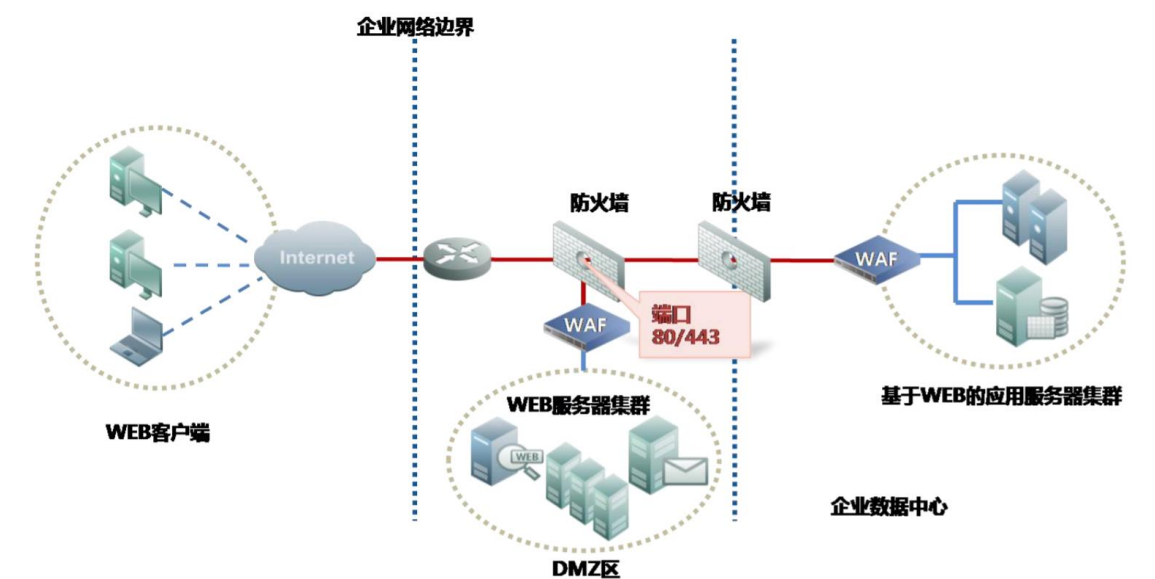
Web 应用防火墙 (WAF)

WAF 是利用黑、白名单机制，通过精细配置将多种 Web 安全检测方法组成一套完整的解决方案，抵制各类 Web 安全威胁和拒绝服务攻击，保障 Web 应用安全。

IDS/IPS 保护的是企业网络，而 WAF 保护的是企业中部署在网页上的应用。在 2004 年以后，Web 2.0 技术的成熟使得基于 Web 的应用大量涌现，成为企业管理的主流形式，WAF 可以说是应运而生。

绿盟在国内率先推出 WAF，连续 9 年入选 Frost & Sullivan，并保持大中华区市场前三；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》。

图表 10. WAF 的典型部署



资料来源：《绿盟 WEB 应用防护系统产品白皮书》，中银证券

分布式拒绝服务攻击 (抗 D)

DDoS 是 Distributed Denial-of-Service 的缩写，是指通过大量结点同一时间访问特定网络资源、导致资源服务无法响应、正常访问服务无法继续提供的一种攻击方式。我们认为，相比其它攻击方式需要先发掘漏洞或窃取内部资源，DDoS 是更为普适直观、易于实施的攻击手段（需要事先掌握 Botnet，即“肉鸡”资源）。

“抗 D”安全产品通过智能学习掌握全网业务流量趋势，并进行多方位监控分析。发现 DDoS 攻击后自动牵引防护，减少攻击透包。此外，还可以对事件过程中的完整数据进行详情记录，满足时候追溯、调整方案的需要。

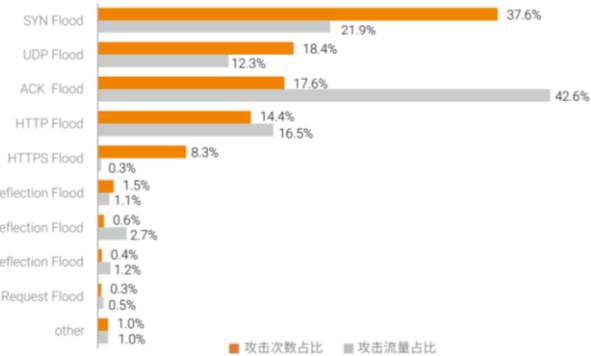
根据中国电信和绿盟发布的《DDoS 威胁报告（2018 年）》，2018 年相较 2017 年攻击能力普遍提高，平均峰值创历史新高（平均峰值达 42.8Gbps，比 2017 年的 14.1Gbps 增加了 2 倍多），说明 DDoS 攻击态势的严峻性。黑客普遍拥有了释放特大流量的能力，并且能力仍然处于持续快速提高的进程中，这是需要应对的挑战。从攻击流量来看，ACK Flood 占了全部流量的 42.6%。因为某些行业（如游戏），用户量大，会话数多，且多为长连接，容易受到 ACK 攻击，并且 ACK 报文比较大，从而产生大量的攻击流量。

图表 11. 2017~2018 年 DDoS 攻击平均峰值和最高峰值



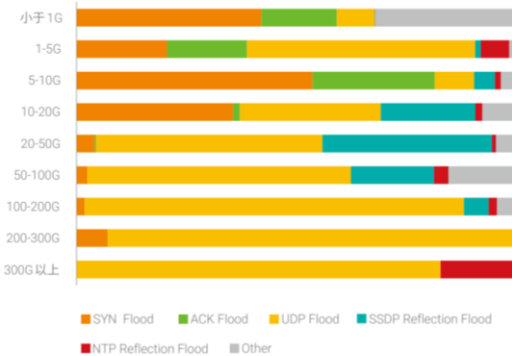
资料来源：中国电信云堤、绿盟科技，中银证券

图表 12. 2018 年 DDoS 攻击类型的攻击次数分布



资料来源：绿盟科技全球 DDoS 态势感知系统 (ATM)，中银证券

图表 13. 2018 年 DDoS 攻击类型各流量区间



资料来源：绿盟科技全球 DDoS 态势感知系统 (ATM)，中银证券

远程安全评估系统 (RSAS) 和漏洞管理

绿盟的 RSAS (Remote Security Assessment System) 是传统漏洞扫描 (“漏扫”) 的升级版，结合公司多年的漏洞挖掘和安全服务实践经验，高效、全方位的检测网络中的各类脆弱性风险。RSAS 和 Web 应用漏洞扫描系统 (WVSS)、安全配置核查系统 (BVS)、网站安全检测系统 (WSM) 一起构成绿盟威胁和漏洞管理解决方案 (TVM)。

图表 14. 绿盟威胁和漏洞管理解决方案 (TVM)



资料来源：公司官网，中银证券

图表 15. 绿盟漏洞扫描整体解决方案



资料来源：公司官网，中银证券

漏扫一直是绿盟传统优势产品，根据 IDC 发布的中国 IT 安全市场份额报告，绿盟科技漏洞管理产品从 2011 年到 2018 年，连续八年中国市场占有率第一。

态势感知的强竞争力新具看点

包括上述细分领域的传统安全主要特点是以被动防御为主，而最新的安全产品特点主动防御，典型的是“态势感知”（Threat Situation Awareness, TSA）。行业内市场认知高的态势感知领军企业包括奇安信、安恒信息等，目前，绿盟科技在态势感知领域的领先优势被显著低估了。

态势感知系统成为行业重要趋势

态势感知系统的功能是利用大数据采集、存储、分析技术，收集多种安全数据，并将各类安全数据进行关联分析，再利用可视化技术，将各种威胁事件行为、系统脆弱性进行可视化展示，对系统安全的整体展示、态势感知、攻击事件溯源及对潜在威胁的预警功能。

图表 16. 安全态势感知平台界面



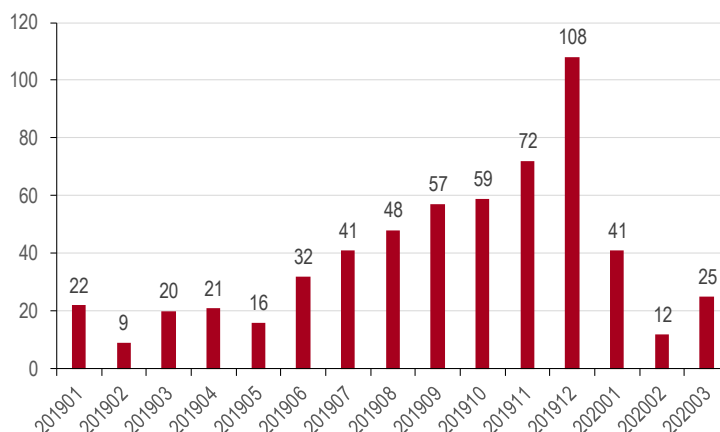
资料来源：《绿盟安全态势感知平台产品白皮书》，中银证券

具体来说，为什么在原有诸多安全产品之外，客户还需要购买一款“态势感知”产品呢？主要是解决以下几个痛点：（1）**运维挑战**：企业中已部署的各种不同类型的安全设备、各种设备的安全呈现都非常分散，运维难度大；（2）**缺乏自动化处理**：传统安全设备产生海量的安全日志，且误报高，需要靠人工甄别；（3）**被动防御**：传统安全设备只能分析过去或现在正在发生的问题，但是无法告诉客户未来会发生什么；（4）**追溯挑战**：传统安全设备不会存储原始数据信息，事件一旦发生，追溯难；（5）**缺乏安全服务**：客户购买了很多安全设备，但缺乏专业的运营人员对数据进行分析处理，来保障企业安全。

态势感知市场规模与渗透率：随着态势感知也逐渐从起步阶段进入成熟阶段，在运营商、政府、能源、金融等需要管理大型网络的客户中，逐渐成为一款“刚需”产品。安全牛统计 2017 年国内态势感知市场规模约计 20 亿人民币，占整个安全市场的 5% 左右；预计到 2020 年，态势感知市场将达到 50 亿元左右（3 年 CAGR 达 35.7%）。IDC 认为，态势感知解决方案正在成为新一代防御体系的核心，但是现在市场渗透率还很低（仅有 13% 的企业级用户使用了自动化防御技术）。

根据我们在中国采招网的统计，国内态势感知月度中标项目数量快速提升，2019 年总计 513 个项目，每月从年初的 22 个上涨到年底的 108 个。

图表 17. 我国态势感知项目数量快速增长



资料来源：中国采招网，中银证券

注：以项目名称包含“态势感知”关键字为标准统计

绿盟有做好态势感知的先天优势

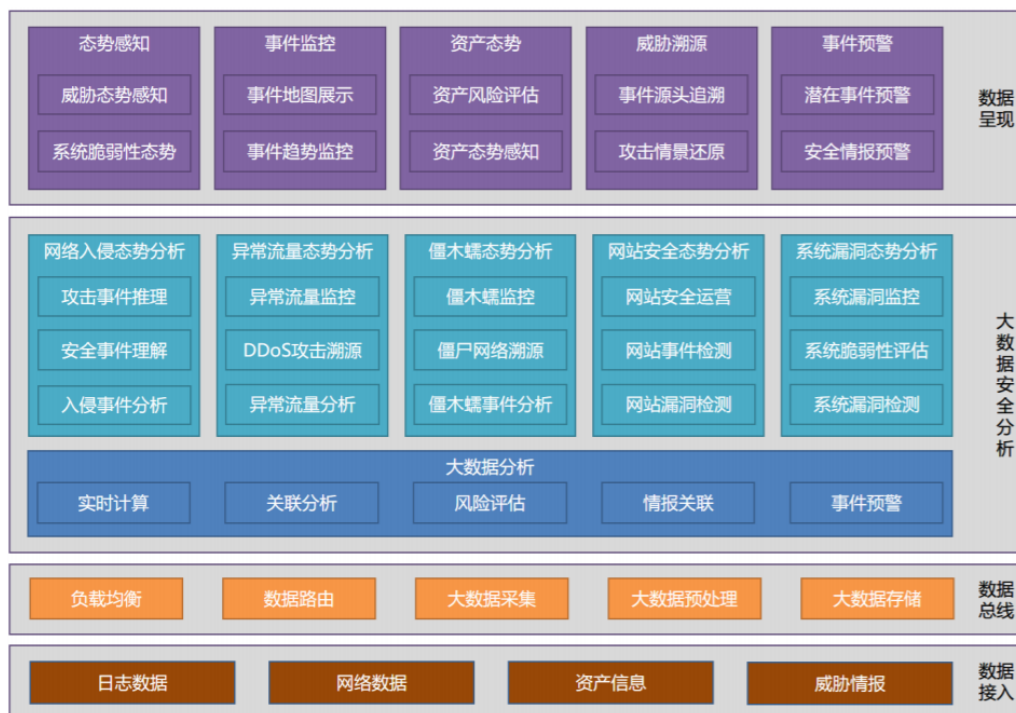
怎样的安全公司能做好态势感知？一方面，安全牛发布态势感知矩阵时表示因产品的多样性，态势感知概念模糊；另一方面，业界普遍认为态势感知包括**大数据**、**威胁检测**、**漏洞管理**等核心能力。如图表 18 所示，这些功能基本上映射到网络入侵态势、网站安全态势、系统漏洞态势、异常流量态势和僵尸网络态势等模块；前 4 个模块则分别对应到 IDPS、WAF、漏扫、抗 D。因此，这些被绿盟多次做到业内第一的基础功能意味着公司在态势感知领域有着先天的发展优势。此外，由于态势感知覆盖领域较广，因此对厂商产品线的完整度也有要求，这对于绿盟科技、启明星辰等厂商也是一个加分项。

图表 18. 安全态势感知平台的核心要素



资料来源：《绿盟安全态势感知平台产品白皮书》，中银证券

图表 19. 态势感知与安全大数据技术的结合



资料来源：《绿盟安全态势感知平台产品白皮书》，中银证券

与安恒信息的比较。作为具有态势感知标签的明星企业，安恒信息于 2019 年登陆科创板（奇安信暂未上市）。将两者进行对比有助于我们理解绿盟在态势感知领域的竞争力。

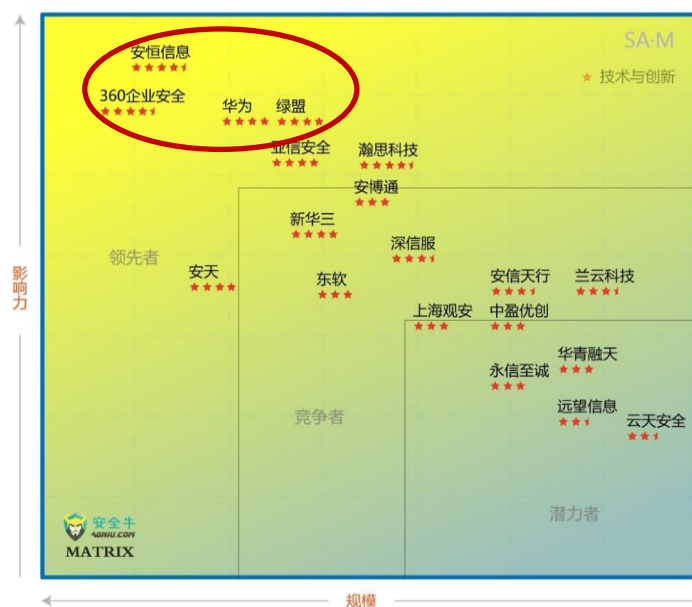
（1）两者具可比性。在安恒信息招股说明书中，特别列举其“与行业内具有技术、品牌人才和资金优势的厂商，如绿盟科技、启明星辰等”，存在正面竞争；还表示“本公司（安恒信息）、启明星辰、绿盟科技、360 企业安全等企业是行业内的主要参与者”；在比较劣势方面，表示“在面临要求提供以边界安全类产品为主的整体网络安全解决方案招投标项目时，公司（安恒信息）相比绿盟科技、启明星辰等存在一定竞争劣势”。

（2）两者产品结构相近，检测领域同为行业领军。根据 Frost&Sullivan 数据，2017 年绿盟科技 WAF 产品市占率 17.9% 位于第一，安恒信息为 16.7% 位于第二；漏扫市场其以 14.7% 的占比排名第三，启明星辰及绿盟科技以 23.2% 与 21.7% 的占有率分别排名前二。以检测、防护为基础产品核心功能的两家企业，相似的领先性也正是促进它们能做好态势感知的重要原因。

(3) 两者均为技术专家创始。安恒信息的创始人范渊也是国内早期的网络安全专家，是首个在“黑帽子”大会演讲的中国人。和绿盟科技相似的背景对于主动安全的理解可能会更为接近。

目前为止结果也确实如此：公司入选了安全牛 2018 年发布的态势感知矩阵，与安恒信息、360 企业安全（奇安信）、华为共处领先者梯队；在 IDC 的《IDC MarketScape: 中国态势感知解决方案市场 2019 年厂商评估》中，绿盟科技也同样入选。

图表 20. 绿盟位列态势感知领先者矩阵



资料来源：安全牛，中银证券

落在项目体量上，根据我们在中国采招网的统计，2020 年（1 月 1 日~4 月 10 日）绿盟科技和安恒信息中标的态势感知项目数量和金额都基本相当。

图表 21. 2020 年两公司态势感知中标项目

时间	厂商	项目	金额（万）
2020-4-10	绿盟科技	广东 2019 年广东电信网络安全态势感知系统	50.09
2020-4-3	绿盟科技	四川省农村信用社联合社安全态势感知平台	217.00
2020-4-2	绿盟科技	2019 年（联通）支付公司安全支撑平台升级工程安全威胁态势感知系统	—
2020-4-1	绿盟科技	贵州省交通运输厅网络安全态势感知和管理平台（二次招标）	—
2020-1-14	绿盟科技	鼎和保险网络安全态势感知平台	119.60
2020-2-25	安恒信息	2020 年第六届亚洲沙滩运动会组委会信息技术系统服务项目	41.00
2020-1-19	安恒信息	2019 年内蒙古联通内网安全购置项目应用软件扩容(标段一：态势感知平台应用软件扩容)（二次）	36.00
2020-1-10	安恒信息	广州白云国际机场股份公司信息安全态势感知通报预警平台	213.91
2020-1-3	安恒信息	长江电力三峡数据中心 IT 基础设施及大数据资源集中管理建设-标段(包)[005]网络安全态势感知系统	238.78

资料来源：中国采招网，中银证券

注：截至 4 月 10 日，按项目名称统计，仅统计直销中标结果

态势感知最大需求方是监管机构（监管类行业态势感知平台）和行业（关键信息基础设施保护类态势感知安置），其中大头行业是运营商、金融、能源等。安恒信息从 2015 年开始作为主要技术支持单位，加入公安部最初的态势感知平台规划，因此在监管做到领先。而从中标项目招标方情况来看，绿盟科技则有望在运营商、金融等行业实现领军。

由于等保 2.0 中包含态势感知要求，因此企事业单位态势感知投入也有较高的确定性。我们通过估算了监管市场和行业市场态势感知的市场空间：（1）按全国 31 个省级行政区域（不含港澳台）计算，省级公安和网信部门约 62 个、每个 5 千万级体量计算，投入达 **31 亿元**（与安全牛数据基本相符）；（2）以态势感知占安全市场规模的 5% 比例（安全牛）以及网络安全 2020 年约 100 亿美元（IDC）数据推算，全国行业领域的态势感知市场为 **35 亿元**。监管与行业领域市场重要性基本相当。另外，由于行业市场对渠道建设依赖度较高，因此深信服、绿盟等渠道建设较为成熟的厂商有望领先。

综合以上，我们认为态势感知市场将推动绿盟从基础安全产品向新安全市场挺进提升的重要切入点，并为公司提供高于传统安全增速的爆发力。

运营商“新基建”投资力度超前，推力十足

以上我们分析了绿盟科技是一家优秀的安全公司，在传统的基础安全产品做到长年领先，同时又开始在新安全领域做到优势延续。与此同时，在公司优质基本面之外，下游重要行业也迎来积极因素。我们重点就运营商市场和政府市场展开讨论。

公司以产品优势坐实运营商市场王位

从前文可知，公司在电信运营商领域较其他安全企业有更突出的优势。实际上，各个安全厂商在年报中对自身行业优势的相关表述也体现了这一点——绿盟科技、迪普科技两家是将运营商排在下游领域 Top 2 的少数厂商，同时迪普收入规模小于绿盟。

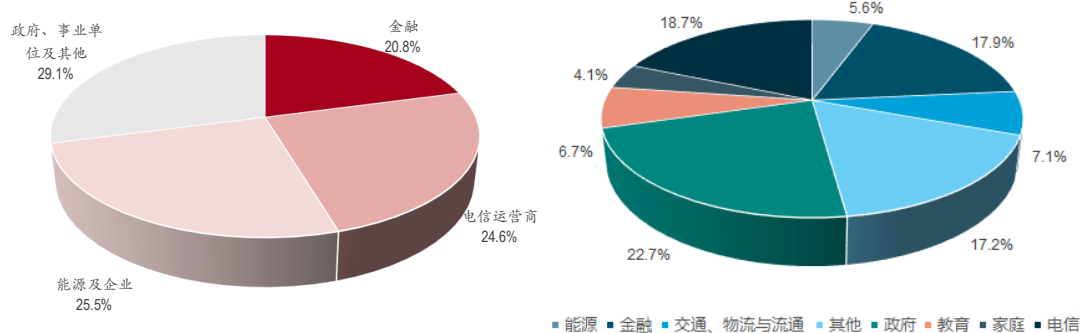
图表 22. 安全公司对自身优势行业的表述

厂商	项目
安恒信息	目前客户群体主要集中在政府（含公安）、金融机构、教育机构、 电信运营商 等单位
启明星辰	公司用户覆盖政府、军队、 电信 、金融、制造业、能源、交通、传媒、教育等各个行业
深信服	公司产品的主要用户以企业、政府、金融、 电信运营商 为主
任子行	公司的产品主要面向公安、通信管理局等具有网络安全监管需求的政府机构，以及 电信运营商 、金融、广电、高校等大型企事业单位
迪普科技	公司客户包括 运营商 、政府、电力能源等领域内客户
绿盟科技	公司客户群体以政府、 电信运营商 、金融、能源和互联网等领域客户为主

资料来源：各公司 2018~2019 年报，中银证券

同时，从公司收入拆分也验证了这一点。2018 年运营商收入 3.3 亿，占整体收入的 25%（图表 23，左），排在第二（能源及企业合计 26%，细拆后应均在运营商之后），仅次于政府类客户。根据中国产业信息网统计，2018 年电信运营商占网络安全需求 17.9%（图表 23，右），显然公司的占比也是超过行业整体水平的。

图表 23. 公司运营商收入占比（左）远超行业平均水平（右）：2018 年



资料来源：公司公告、中国产业信息网，中银证券

这主要是因为公司的漏洞扫描产品、配置核查系统、DNS 防护等做的比较好的产品贴近电信运营商的需求，也是国内三大运营商成为其主要客户的原因之一。

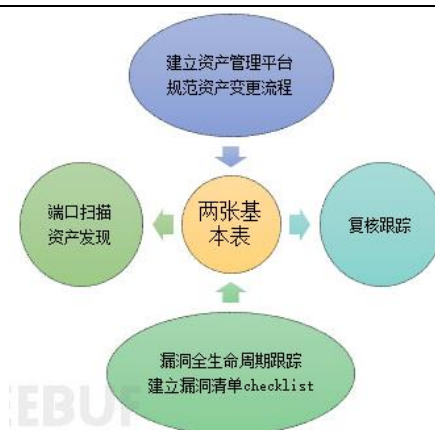
(1) 运营商业务系统有着系统数量多、开发部门复杂等特点，很多开发工作都是外包给第三方，局方一个人可能要对接很多外包团队，外包团队添加系统、修改内容等没有按照流程向局方汇报，导致资产信息比较混乱，容易产生漏洞，漏扫系统和配置核查系统（BVS）正是解决这个问题的重要抓手；

(2) 国内有国家信息安全漏洞平台（China National Vulnerability Database, CNVD），是由国家互联网应急中心（CNCERT）联合国内重要信息系统单位、基础电信运营商、网络安全厂商、软件厂商和互联网企业共同建立的信息安全漏洞信息共享知识库。绿盟科技作为 CNVD 一级技术支撑单位，一直致力于分析和研究各种安全缺陷和安全隐患。积极发现、收集、分析、研究、报送漏洞信息，多次获得 CNVD 的嘉奖。2019 年 12 月，CNVD 授予绿盟科技“2019 年度漏洞信息报送突出贡献单位”、“2019 年度原创漏洞报送突出贡献单位”两项殊荣；

(3) DNS（域名系统）普遍是由基础电信运营商提供的网络基础设施，而 DNS 防护能够保障 DNS 系统的安全。

不仅在国内，根据公司官网，2019 年绿盟 DDoS 防护解决方案还被西班牙电信采纳。

图表 24. 电信运营商基于资产表和漏洞表实现互联网暴露面安全防护



资料来源：FreeBUF，中银证券

2020 受益新基建，运营商 5G 与云投资需求强劲

运营商作为网络设施的建设、运营和维护单位，在网络层面承担了基础和关键性的角色，这一特点使得运营商行业备受黑客关注。

2020 年，三大运营商资本开支预算总额为 3,348 亿元，同比增长 10.9%。其中，与 5G 相关的资本开支预算总计 1,803 亿元，占总预算的 53.9%，较 2019 年增长 337.6%。

(1) 按照中国市场情况，网络安全占 IT 投入的 1~2%，考虑运营商投入基数较大，按 1% 计算年内将有 33 亿元投向网络安全领域；

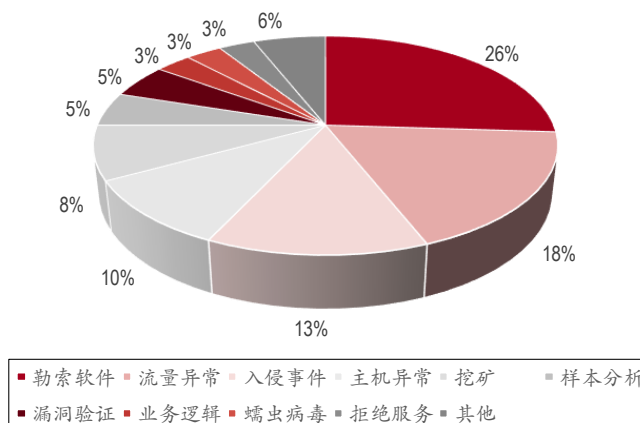
(2) 5G 网络中，安全占比可能会更高。一方面，流量指数增长对设备数量和规格的需求大幅提升；另一方面，设备和漏洞数量大幅提升。越来越多的 5G 物联网设备将直接连接至 5G 网络，而非通过 Wi-Fi 路由器。5G 的转变将催生全新的运营模式和架构，也会触发新的漏洞，这一趋势将导致设备更容易遭到攻击。此外，在云端备份或传输数据情况也会为攻击者提供大量的新的攻击目标。

(3) 运营商和行业对安全重视程度将进一步提升。2020 年 4 月，国家互联网应急中心（CNCERT）发布《2019 年我国互联网网络安全态势综述》报告，认为 5G 等新技术安全将成 2020 年网络安全领域热点，从强化关键信息基础设施保护、加快网络安全核心技术创新突破、提升数据安全管理和个人信息保护力度、壮大网络安全技术产业规模和网络安全人才队伍、扩大国内外网络安全合作等五个方面，对进一步做好我国网络安全工作提出建议。

(4) 广电 5G 牌照落地，运营商数量增长。2019 年 6 月，工信部向传统三大运营商和中国广电发放了 5G 牌照。11 月，广电也正式公布已在北京正式开始进行 5G 广播组网测试。广电具有频谱优势，基站建设成本相对较低，预计在网络建设阶段也将保障网络安全标准。

2019 年三大运营商资本开支实际情况为 2,999 亿元，小幅同增 4.5%。相比之下，2020 年的 CAPEX 预算有了显著增长，可见，新基建带动下，运营商投入还在进一步加大。尤其是 5G 商用加速、云计算平台建设等驱动力使得公司的优质客户正在“拼命花钱”阶段。

图表 25. 2018 年运营商安全攻击事件类型分布



资料来源：C114 中国通信网，中银证券

不仅如此，绿盟还和电信运营商有着广泛的安全领域合作。典型的例子是，在流量异常防护方面与中国电信云堤建立技术合作，目前已形成了覆盖国内 31 省和亚太、欧洲、北美等主要 POP 点的一体化攻击防御能力。

图表 26. 运营商也是公司云安全典型客户

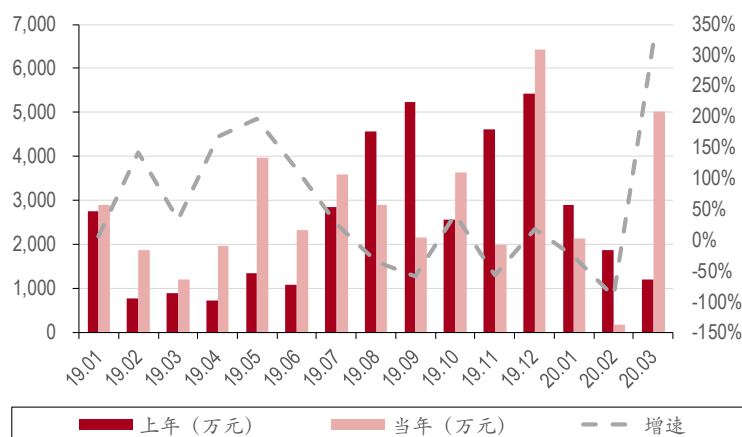


资料来源：公司官网，中银证券

19Q4 波动，投资远未收势，预期差机会显现。2019 年四季度，公司实现收入 8.1 亿元，同比增长 18.5%，较 Q3 的 38.3% 下降了约 20pct，也低于全年平均增长水平约 6pct。部分投资者可能由此认为运营商在存在业绩压力从而在 19Q4 开始减少投入，也对公司当季收入产生影响。

但是，2020 年运营商资本开支计划出台后，这一认知没有得到支撑。同时，我们在中国采招网看到的公司订单数据也显示，2020 年公司增长快速恢复，尤其是疫情之后的 3 月份，同比翻倍增长，其中也不乏来自运营商的大额订单。

图表 27. 订单指标显示公司增速较 19Q4 快速回升



资料来源：公司官网，中银证券

图表 28. 2020 年公司中标多个运营商订单（部分）

时间	项目	金额（万）
2020-1	2019 年中国联通江苏网络安全管理平台扩容工程项目	
2020-1	2019 年中国电信贵州分公司集中化安全管理 DDOS 系统项目	
2020-1	中国电信北京公司 2019 年 SOC 安全漏扫设备	50
2020-1	中国移动四川公司 2019 年政企信息化集中运营平台五期	283
2020-2	中国移动宁夏公司 2020 年网络与信息安全技术支持服务	
2020-3	中移动苏州研发中心 2020-2021 年移动云日志审计系统	816
2020-3	中国电信甘肃公司 2020 年新建项目网络安全“三同步”第三方机构风险评估项目	117
2020-3	中移动苏州研发中心 2020-2021 年移动云软 WAF 采购项目	865
2020-4	2020 年联通集团财务有限公司信息安全服务项目	392

资料来源：中国采招网，中银证券

国家队入局，政府领域成新看点

2019 年引入国家队股东，外资离场

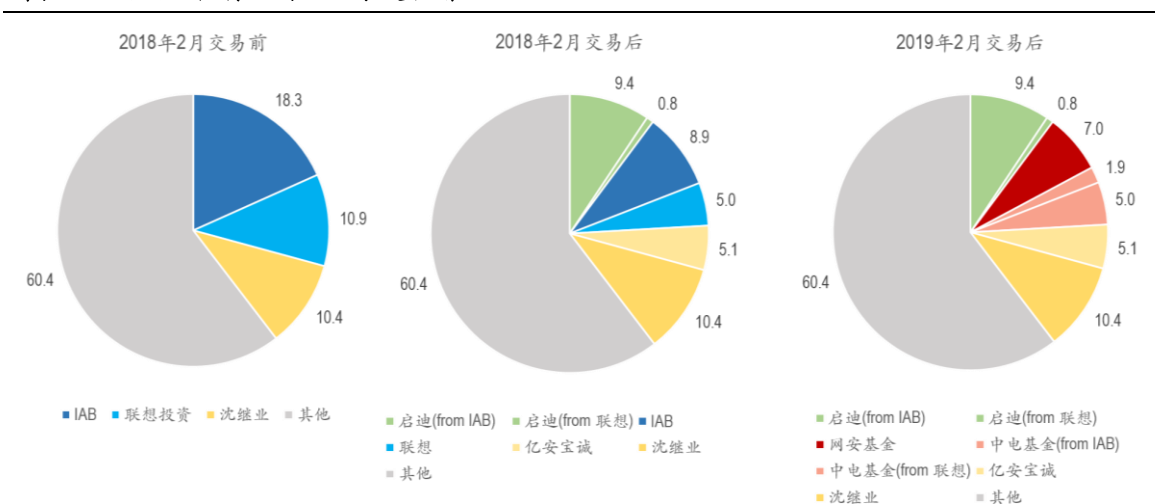
Investor AB Limited（简称“IAB”，瑞典银瑞达集团）和联想投资是公司上市前入股的投资机构。

2019 年 2 月，公司再次发布股东协议转让公司股份公告：IAB、联想原持有公司股本的 18.3%（第一大股东）、10.9%，此次分别转出 8.9%和 5.0%的股权。接收方为两个一致行动人企业——中电电子信息产业投资基金（天津）合伙企业（有限合伙）（“中电基金”）、中电科（成都）网络安全股权投资基金合伙企业（有限合伙）（“网安基金”），分别持有 6.9%和 7.0%的股权。

而在此之前，2018 年 2 月，公司公告 IAB 和联想投资分别转出 9.5%和 0.8%至启迪科技服务有限公司（“启迪科服”），同时联想投资转让 5.1%股权至创始人沈继业控股的宁波梅山保税港区亿安宝诚投资管理合伙企业（有限合伙）（“亿安宝诚”）。

综合两次股权交易之后，IAB 与联想投资原持有的公司股权全部清空，中电科和启迪系入股，分别持有 13.9%和 10.2%股份，并且沈继业成为第一大股东（持股 15.5%）。

图表 29. 两次股权转让前后股东变动情况



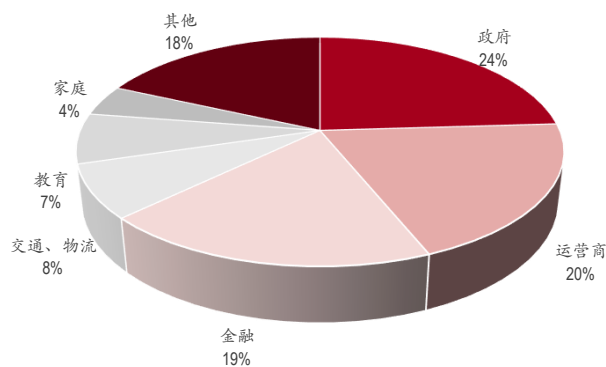
资料来源：公司公告，中银证券

2019 年 7 月，中电科两家基金的股东中电科投资有限公司（“电科投资”）增持公司股票 1.6%，使得中电科成为公司第一大股东（持股 15.5%）。

政府领域仍是安全行业基石，政策推动投入加码

从下游行业来看，政府始终是安全投入的大头，占比居下游细分领域之首。这与网络安全与业务的关系相关——网络安全产品并不是直接的生产力工具，一般不对企业营收、利润直接作用。可以理解企业端对网络安全的投入意愿不强。

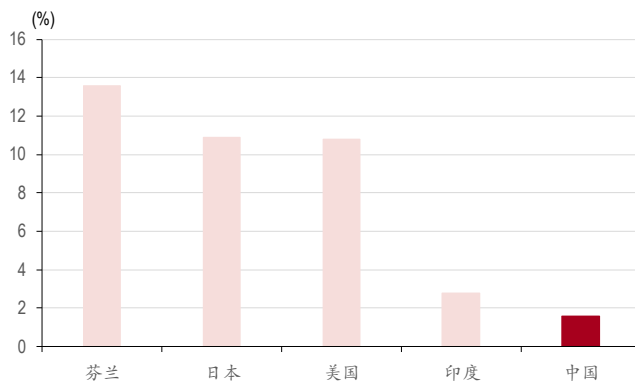
图表 30. 政府以约 1/4 占比居下游行业之首



资料来源：中国产业信息网，中银证券

在网络安全市场中，一个长期的观察是成熟市场安全建设投入高，中国的投入比例则很低，两者存在明显的渗透率差距。例如，欧美、日本等地区和国家的安全投入占 IT 投入的 10% 以上，而中国这个数字在 1~2%。

图表 31. 中国安全投入占 IT 投入比例显著低于海外



资料来源：智研咨询，中银证券

但是，网络安全攻击是持续增长的，一旦发生就可能造成巨大的损害，甚至不仅是经济损失。因此，网络安全的必要性逐步被企事业单位认知；即使仍然存在较多安全意识弱的个体，但整体上这种认识也会被写入政策，例如已经被市场充分认知的《网络安全法》和等保 2.0 等。

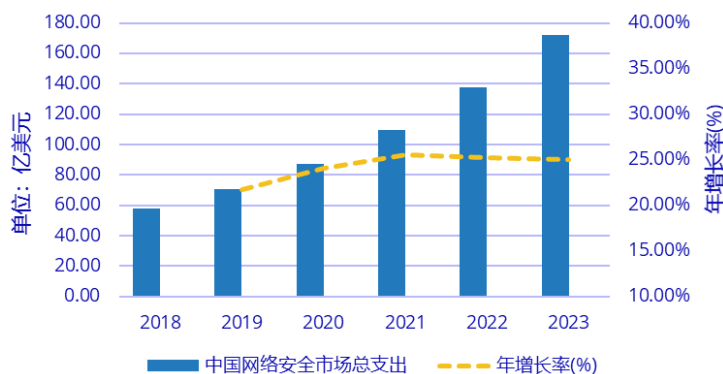
从时间线上可以看到，国内关于网络安全的国家战略与立法虽然落后欧美约 10 年，但在 2016~2017 年之后快马加鞭赶上。这也是行业增速从 2018 年后开始回升的重要原因。IDC 预测行业增速从 2018 年的 20% 提升到 2021 年的 25%，随后仍然保持。

图表 32. 安全公司对自身优势行业的表述

厂商	项目	发布时间
中国	《国家网络空间安全战略》	2016.12
	《中华人民共和国网络安全法》	2017.6
美国	《网络安全国家战略》	2003.2
	《联邦信息资源管理法》	2003.4
	《网络情报共享与保护法》	2012.4
日本	《日本信息安全综合战略》	2003.10
	《日本网络安全战略》	2013.6
	《网络安全基本法》	2014.11
澳大利亚	《国家信息安全战略》	2009.11

资料来源：国家互联网信息办公室、全国人大常委会，中银证券

图表 33. 2018~2023 年中国网络安全市场规模预测



资料来源: IDC, 中银证券

由于网络安全的地位日益重要, 2019 年陆续出现国资入股安全上市公司的情况。同时, 为了保障自底向上、国产可控的安全体系, 国资背景也对安全公司获取政府类项目有天然帮助。

图表 34. 2019 年国资入股及现有国资控股安全公司

时间	公司	入股方	入股比例	安全业务
2019.3.29	美亚柏科	国投智能	15.79% (22.59%投票权控股)	电子取证、网络安全
2019.5.10	奇安信 (拟上市)	中国电子	22.59%	网络安全
2019.6.6	网宿科技	广西投资集团	12%	云安全
2019.6.28	梆梆安全 (拟上市)	中网投	—	应用加固、移动安全等
2019.7.25	绿盟科技	中电科系公司	15.50% (第一大股东)	网络安全
2019.11.18	南洋股份	中电科旗下电科网信	5.01%	网络安全
国资控股	卫士通	中电科	35.43%	网络安全
国资控股	中新赛克	深圳国资委	26.66%	流量可视化
国资控股	数字认证	北京国资公司	26.24%	电子认证

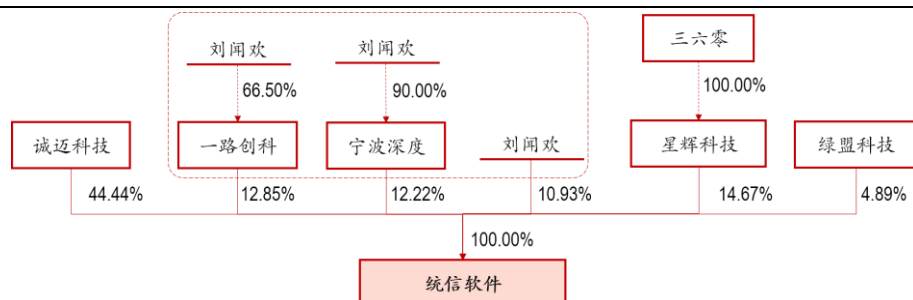
资料来源: 万得, 中银证券

信创布局中参股统信软件, 数据安全卡位优势

2019 年 9 月 30 日, A 股上市公司诚迈科技公告, 以全资子公司武汉诚迈科技有限公司 (“武汉诚迈”) 100% 股权作价人民币 22,500 万元; 北京世界星辉科技有限责任公司、北京一路创科网络技术有限公司、宁波深度润泽投资管理中心 (有限合伙)、自然人刘闻欢、北京神州绿盟信息技术有限公司拟以其持有的武汉深之度科技有限公司 (“武汉深之度”) 合计 100% 股权作价人民币 27,500 万元; 共同以股权出资于北京设立一家新公司 (后续确定为统信软件技术有限公司, 即 “统信软件”)。

公司作为武汉深之度原股东之一, 随后成为统信软件股东, 持有标的公司 4.89% 的股权。星辉科技是 360 系公司, 刘闻欢是公司创始团队成员, 创立深之度并任统信软件法人代表。

图表 35. 统信软件股权结构



资料来源: 企查查, 中银证券

统信软件的宗旨是“打造中国操作系统创新生态”，是一家国产操作系统（OS）软件厂商。根据其官网，目前已基于国产芯片架构的操作系统产品和龙芯、飞腾、申威、鲲鹏、兆芯、海光等芯片厂商开展了广泛和深入的合作，与国内各主流整机厂商，以及数百家国内外软件厂商展开了全方位的兼容性适配工作。

绿盟科技的重要子公司亿赛通官网表示，自主研发的数据资产内容安全管理系统（TA），与统信桌面操作系统完成兼容认证，并被纳入统信软件统一桌面操作系统生态伙伴。

图表 36. 子公司亿赛通产品完成统信软件兼容认证



资料来源：亿赛通官网，中银证券

图表 37. 亿赛通 TA 产品功能

- 1、文档权限管理DRM：对Microsoft Windows平台上电子文档加密与权限管控；
- 2、文档权限管理MSafeTA[Android]：对Android平台智能终端上电子文档加密与权限管控，支持在Android智能终端上自主加密与授权功能；
- 3、文档安全外发DSO[Windows]：对Microsoft Windows平台上电子文档外发给第三方用户时的加密与权限管控；
- 4、应用安全接入网关：实现对应用系统的安全接入防护，提供应用安全发布、用户安全识别、应用安全接入以及跨平台终端统一接入管理等功能；
- 5、应用数据加密网关：实现对应用系统数据上传下载保护；
- 6、加解密接口服务器：通过Webservice接口调用方式，提供接口级数据加解密；
- 7、权限接口平台：通过Webservice接口调用方式集成，提供密钥同步、文档授权、权限变更、权限认证、日志同步等功能；
- 8、集中管控平台：提供统一用户管理、统一认证管理、统一策略管理、统一权限管理以及统一流程管理等功能。

资料来源：亿赛通官网，中银证券

因此，亿赛通主要的文档安全、内容安全等数据安全产品有望成为统信软件在该领域重要供应商，从而切入信息技术应用创新（“信创”）领域。亿赛通 TA 为用户提供自主、安全的国产化加密产品，帮助用户实现自动、高效的文档安全管理；同时，其表示双方将携手打造成成熟的国产化安全解决方案。

盈利预测与投资建议

盈利预测

1、收入端（按业务预计）

(1) **态势感知**（占 10%）：行业增速约 40%，头部企业增速>100%，公司优势渐显，增速可达 60% 以上；(2) **其他安全产品**（占 45%）：行业增速 25~30%，预计公司在 30%；(3) **安全服务**（占 40%）：头部竞争对手少（启明星辰、奇安信、安恒等），护网行动等政策带动下，行业增速高于安全产品，假设公司增速与行业一致，预计在 40%。因此，整体增速为 27.4%；

2、收入端（按下游预计）

(1) 政府（占 30%）：增速 30~40%；(2) 运营商（占 25%）：增速 30~50%；(3) 其他（占 45%）：增速 25%。因此，整体增速为 33.3%。

综合以上，假设收入端整体增速在 30%左右，且呈提升趋势。同时，毛利率水平保持，随服务占比上升而略有提升。

图表 38. 公司分板块业务预测

(人民币：百万)	2019A	2020E	2021E	2022E
安全产品				
收入	1,097.42	1,536.39	2,150.94	2,903.77
YOY(%)	33.25	40.00	40.00	35.00
毛利率(%)	72.15	72.00	72.00	72.00
安全服务				
收入	544.79	708.23	934.86	1,252.71
YOY(%)	20.16	30.00	32.00	34.00
毛利率(%)	74.37	74.00	74.00	74.00
第三方产品				
收入	27.65	26.27	24.95	23.71
YOY(%)	(58.33)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
毛利率(%)	9.00	9.00	9.00	9.00
合计				
收入	1,671.10	2,272.15	3,112.05	4,181.51
YOY(%)	24.24	35.97	36.97	34.37
毛利率(%)	71.83	71.90	72.10	72.24

资料来源：万得，中银证券

3、费用端假设

- (1) 由于国资背景入股对政府领域的帮助，销售费用率略有降低；
- (2) 管理费用+研发费用投入略有加大，以保证能把握住行业机会。

图表 39. 公司费用率预测

(%)	2019A	2020E	2021E	2022E
销售费用率	35.67	34.50	34.00	33.80
管理费用率	7.17	7.50	7.50	7.50
研发费用率	18.63	20.00	20.00	19.90

资料来源：万得，中银证券

投资建议

网络安全上市公司较多，适合可比公司相对估值法。考虑两个对标口径：

- (1) **同行业**：比较启明星辰、深信服、安恒信息、南洋股份、卫士通、迪普科技、安博通等公司；
- (2) **细分可比**：考虑到公司独特性，从态势感知和产品型角度进一步选取更为可比的公司，包括安恒信息（态势感知）、安博通（态势感知入选 IDC 创新者象限）和深信服（高毛利通用型产品）。

图表 40. 公司目前与行业估值水平对比

公司	EPS			PE		
	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
安恒信息*	1.25	1.82	2.60	202	139	97
安博通*	1.86	2.15	3.38	103	89	57
深信服	0.75	1.00	1.19	55	41	35
启明星辰	1.48	1.91	2.48	62	48	37
南洋股份	0.32	0.53	0.73	79	48	35
卫士通*	0.20	0.30	0.43	114	75	53
迪普科技*	0.63	0.78	0.99	70	57	45
平均（同行业）	0.93	1.21	1.69	100	72	52
平均（细分可比）	1.53	1.96	2.82	125	94	65
绿盟科技	0.28	0.41	0.55	75	53	39

资料来源：万得，中银证券

注：截至 2019 年 5 月 7 日，标*数据来源于万得一致性预期

(1) 两个口径下 2019~2021 可比公司的复合增速分别为 34.9%、35.8%，绿盟科技复合增速为 38.6%，高于可比口径。2020 年可比公司 PE 分别为 72X、94X，绿盟科技为 53X，低于两个可比口径约 36~77%（中位数为 57%），仍有较大提升空间。(2) 从 PEG 角度看，2020 年 PE 仅可谓合理，远未反映公司高毛利率产品特征，以及新安全领域领军特点。综合以上，上调评级至买入。

风险提示

1、人员管理挑战。

前期经历竞争对手挖人，部分人才流失；现阶段需提供激励和成长空间，保证团队稳定和技术领先；还应适当增加人员规模，满足安全服务业务需要。

2、运营商开支缩减。

运营商若投入 5G 回报低于预期，面临盈利压力，则存在未来开支缩减的风险。

3、政府市场突破不利。

政府客户考验渠道能力，公司应尽力保持现有份额，力争突破。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	1,345	1,671	2,272	3,112	4,181
销售成本	(326)	(490)	(661)	(899)	(1,201)
经营费用	(862)	(867)	(1,299)	(1,882)	(2,604)
息税折旧前利润	157	314	312	331	376
折旧及摊销	(88)	(106)	(119)	(37)	45
经营利润(息税前利润)	69	208	193	294	421
净利息收入/(费用)	19	42	46	62	84
其他收益/(损失)	122	126	139	149	157
税前利润	186	236	337	453	597
所得税	(19)	(10)	(14)	(19)	(25)
少数股东权益	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
净利润	168	227	324	435	573
核心净利润	168	226	324	435	573
每股收益(人民币)	0.211	0.284	0.406	0.545	0.718
核心每股收益(人民币)	0.211	0.284	0.406	0.545	0.718
每股股息(人民币)	0.060	0.034	0.083	0.089	0.131
收入增长(%)	7	24	36	37	34
息税前利润增长(%)	102	202	(7)	52	43
息税折旧前利润增长(%)	52	100	(1)	6	14
每股收益增长(%)	11	35	43	34	32
核心每股收益增长(%)	11	35	43	34	32

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	186	236	337	453	597
折旧与摊销	88	106	119	37	(45)
净利息费用	(13)	(24)	(26)	(34)	(46)
运营资本变动	(165)	30	(514)	(128)	(1,226)
税金	(19)	(10)	(14)	(19)	(25)
其他经营现金流	8	9	(100)	(9)	(109)
经营活动产生的现金流	85	346	(197)	300	(855)
购买固定资产净值	47	26	(22)	(58)	(40)
投资减少/增加	42	22	41	42	43
其他投资现金流	(599)	(254)	43	115	79
投资活动产生的现金流	(510)	(206)	63	100	82
净增权益	(48)	(28)	(66)	(71)	(105)
净增债务	11	(104)	9	49	76
支付股息	48	28	66	71	105
其他融资现金流	(98)	22	561	160	1,472
融资活动产生的现金流	(87)	(82)	570	210	1,548
现金变动	(511)	58	436	609	776
期初现金	1,740	1,230	1,212	1,648	2,258
公司自由现金流	(424)	140	(134)	400	(773)
权益自由现金流	(408)	26	(140)	428	(725)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1,230	1,212	1,648	2,258	3,033
应收帐款	1,136	1,149	2,248	2,206	3,911
库存	40	53	95	90	169
其他流动资产	20	21	41	38	71
流动资产总计	2,855	2,974	4,747	5,219	7,855
固定资产	119	0	(97)	(136)	(69)
无形资产	221	247	206	151	90
其他长期资产	25	443	259	370	339
长期资产总计	365	690	368	385	360
总资产	3,832	4,082	5,519	5,992	8,584
应付帐款	113	181	295	299	531
短期债务	238	135	144	194	270
其他流动负债	350	347	799	642	912
流动负债总计	702	662	1,238	1,134	1,713
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	22	38	30	34	32
股本	798	798	798	798	798
储备	2,426	2,627	3,455	4,029	6,045
股东权益	3,224	3,425	4,253	4,827	6,843
少数股东权益	(1)	(1)	(2)	(2)	(3)
总负债及权益	3,832	4,082	5,519	5,992	8,584
每股帐面价值(人民币)	4.04	4.29	5.33	6.05	8.57
每股有形资产(人民币)	3.76	3.98	5.07	5.86	8.46
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.24)	(1.35)	(1.88)	(2.59)	(3.46)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.7	18.8	13.7	10.6	9.0
息税前利润率(%)	5.1	12.5	8.5	9.4	10.1
税前利润率(%)	13.8	14.1	14.8	14.6	14.3
净利率(%)	12.5	13.6	14.3	14.0	13.7
流动性					
流动比率(倍)	4.1	4.5	3.8	4.6	4.6
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.0	4.4	3.8	4.5	4.5
估值					
市盈率(倍)	101.2	75.1	52.5	39.1	29.7
核心业务市盈率(倍)	101.2	75.1	52.5	39.1	29.7
市净率(倍)	5.3	5.0	4.0	3.5	2.5
价格/现金流(倍)	199.0	49.2	(86.3)	56.7	(19.9)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	101.8	50.7	49.7	45.2	37.8
周转率					
存货周转天数	46.7	34.4	40.9	37.7	39.3
应收帐款周转天数	296.0	249.6	272.8	261.2	267.0
应付帐款周转天数	36.6	32.1	38.2	34.8	36.2
回报率					
股息支付率(%)	28.6	12.1	20.4	16.3	18.3
净资产收益率(%)	5.3	6.8	8.4	9.6	9.8
资产收益率(%)	1.6	5.0	3.9	4.9	5.5
已运用资本收益率(%)	1.2	1.6	2.0	2.3	2.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371