

分析师: 唐月

执业证书编号: S0730512030001

tangyue@ccnew.com 021-50586635

## 三大因素驱动下全面加速

### ——绿盟科技(300369)公司深度分析

## 证券研究报告-公司深度分析

买入(首次)

### 市场数据(2019-10-16)

发布日期: 2019年10月17日

收盘价(元)	17.74
一年内最高/最低(元)	19.25/7.56
沪深300指数	3922.69
市净率(倍)	4.57
流通市值(亿元)	127.80

### 投资要点:

- **公司上修 2019 年三季报业绩预告。**2019 年前三季度, 公司上次预测的净利润为-0.20 亿元~-0.15 亿元, 而本次上修为-0.02 亿元~0.03 亿元, 有望在三季度扭亏为盈; 从单季度数据来看, 由前值盈利 0.135 亿元~0.185 亿元, 上修为盈利 0.31~0.36 亿元, 同比增长 82.47%~111.62%。
- **2019 年公司收入增速逐季提高, 上半年订单的高增长, 给下半年的良好业绩表现打下坚实基础。**公司前三季度收入较上年同期增长约 30%, 超出了财务部门初步估算的结果, 同时也超出了半年报 25.15%和一季报 15.86%的增速, 整体呈现出逐季加速的态势。2019 年上半年公司订单金额同比增长 40%以上, 订单的高速增长给公司 2019 年的良好表现打下了坚实的基础。
- **受益于三大因素驱动, 公司步入全面加速阶段。**随着网络安全重视度的提升和等保 2.0 的推出, 网络安全行业正在迎来快速发展的历史新机遇。公司作为行业头部公司, 必将在这一过程中充分收益。同时考虑到公司股权结构的改善, 行业集中度向头部集中的趋势日趋明显, 我们判断公司在未来收入增速有望显著高于行业均值。
- **参股公司主营国产操作系统业务, 或将受益相关概念。**9月30日, 诚迈科技公告将以全资子公司武汉诚迈与深之度进行合并, 设立新公司, 公司持股 4.84%。由于深之度是国际排名最高、实际用户数最多的国产操作系统, 诚迈科技的资本运作行为受到了二级市场较大的关注, 接连出现涨停, 不排除公司也将从中受益。
- **首次覆盖并给予公司“买入”的投资评级。**预计 19-21 年公司 EPS 为 0.33 元、0.46 元、0.61 元, 按 10 月 16 日收盘价 17.74 元计算, 对应 PE 为 53.20 倍、38.98 倍、29.18 倍。

### 基础数据(2019-6-30)

每股净资产(元)	3.84
每股经营现金流(元)	-0.12
毛利率(%)	72.03
净资产收益率-摊薄(%)	-1.08
资产负债率(%)	14.50
总股本/流通股(万股)	80078.99/72040.5
B股/H股(万股)	0/0

### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 相关报告

**风险提示:** 政府业务推进不及预期; 网络安全行业订单落地低于预期。

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,255	1,345	1,914	2,614	3,431
增长比率(%)	15.1	7.2	42.3	36.6	31.2
净利润(百万元)	152	168	267	364	487
增长比率(%)	-30.8	10.3	58.9	36.5	33.6
每股收益(元)	0.19	0.21	0.33	0.46	0.61
市盈率(倍)	93.2	84.5	53.2	39.0	29.2

资料来源: 贝格数据, 中原证券

## 内容目录

<b>1. 公司收入逐季提高，高订单增速为下半年表现打下坚实基础</b>	<b>3</b>
<b>2. 加速器一：两大国资入股，改善公司股权结构</b>	<b>4</b>
2.1. 两大国资入股，改善公司股权结构	4
2.2. 公司成为中国电科网络安全版图中重要的一员	5
2.3. 公司政府业务有望成为国资入股后最具看点的行业	5
<b>3. 加速器二：网络安全行业蛋糕变大，给全行业带来发展新机遇</b>	<b>6</b>
3.1. 在等保 2.0 出台的大背景下，全行业迎来发展良机	6
3.2. 网络攻防演练成为网络安全需求的直接推手	7
3.3. 两大利好政策出台，政府有望加大对北京市网络安全企业的政策倾斜	8
<b>4. 加速器三：行业机会向头部公司集中</b>	<b>8</b>
4.1. 公司当前在网络安全的综合实力和创新能力方面表现都很突出	8
4.2. 行业集中度有望提升，头部公司受益最多	11
<b>5. 盈利预测及投资建议</b>	<b>13</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>14</b>

## 图表目录

图 1: 2007-2019H 公司收入、净利润及其增速	3
图 2: 2010-2019H 中国网络安全硬件市场规模及增速（美元）	4
图 3: 绿盟科技股权变化情况	4
图 4: 2019H 公司分行业销售额分布	5
图 5: 2013 公司分行业销售额分布	5
图 6: 2017 年我国信息安全行业市场分布	6
图 7: 2018 年信息安全行业公司政府业务占比	6
图 8: 等保 2.0 系列标准	7
图 9: 安全牛中国网络安全 100 强企业（2019）	9
图 10: 安全牛态势感知矩阵	11
图 11: 安全牛威胁情报矩阵	11
图 12: 2016 年中国网络安全市场格局	12
图 13: 2013 年全球网络安全市场格局	12
图 14: 2018 年全球网络安全市场构成	12
图 15: 2018 年中国网络安全市场构成	12
表 1: 等保 2.0 标准制定参与机构	9
表 2: 公司主要产品排名情况	10
表 3: 工业互联网安全领域的行业应用情况	11
表 4: 公司上市后资本运作情况	13

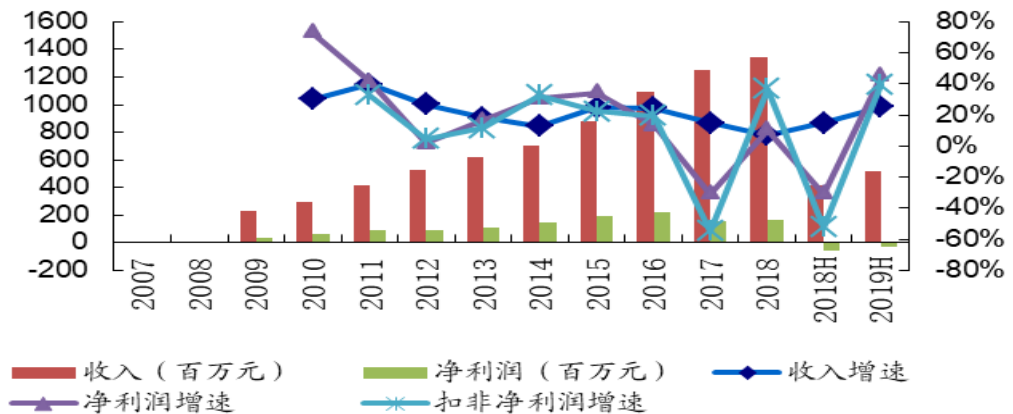
公司近期公告:

公司 10 月 14 日晚间公告，上修 2019 年三季度业绩预告。2019 年前三季度，公司上次预测的净利润为-0.20 亿元~-0.15 亿元，而本次上修为-0.02 亿元~0.03 亿元，有望在三季度扭亏为盈；从单季度数据来看，3 季度由前值盈利 0.135 亿元~0.185 亿元，上修为盈利 0.312969 ~0.362969 亿元，同比增长 82.47% ~111.62%。

1. 公司收入逐季提高，高订单增速为下半年表现打下坚实基础

2019 年公司收入增速逐季提高。公司前三季度收入较上年同期增长约 30%，超出了财务部门初步估算的结果，同时也超出了半年报 25.15%和一季报 15.86%的增速，整体呈现出逐季加速的态势。按照这一增速测算，公司第三季度收入增速约为 38.1%。

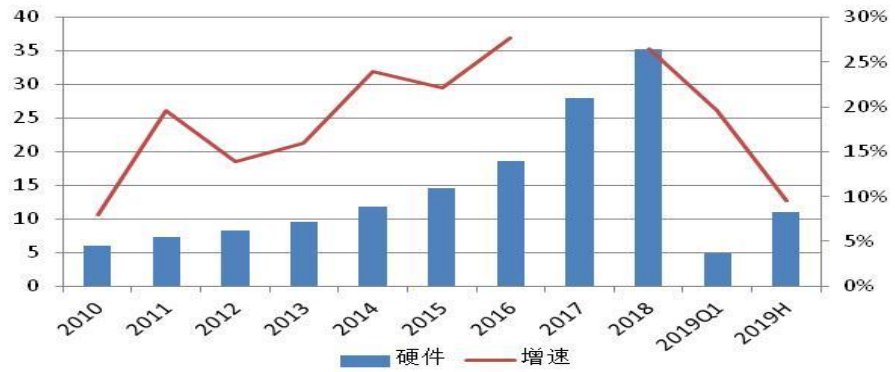
图 1: 2007-2019H 公司收入、净利润及其增速



资料来源: 公司公告, 中原证券

上半年订单的高增长，给下半年的良好业绩表现打下坚实基础。根据 IDC 数据，2019 年上半年中国 IT 安全硬件市场规模 10.97 亿美元，同比增速 9.48%，较 2018 年全年 26.51%的增速和上半年 19.6%的增速下滑较为明显。IDC 认为这主要受到企业立项进度和贸易战影响，但是预测行业仍然将保持较高的增长态势不变。在行业增速下滑的大背景下，2019 年上半年公司订单金额同比增长 40%以上，其中运营商行业增长 50%以上，金融行业增长近 40%。订单增速的超预期增长，给公司 2019 年的良好表现打下了坚实的基础。

图 2: 2010-2019H 中国网络安全硬件市场规模及增速 (美元)



资料来源: IDC, 中原证券

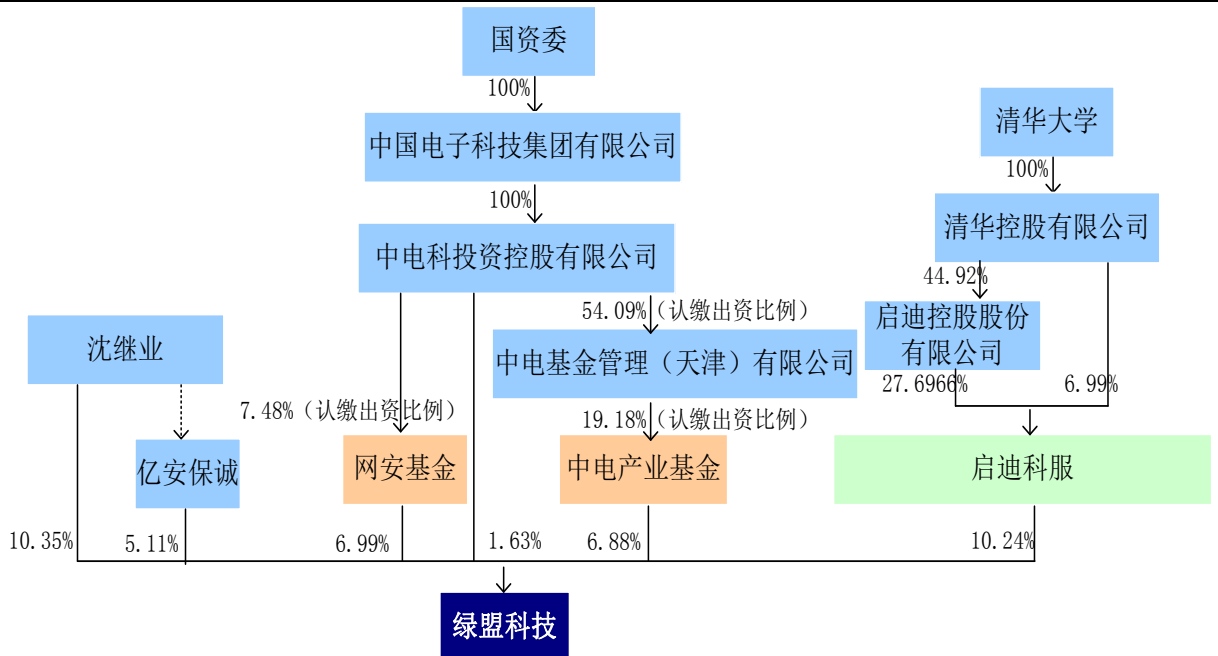
从业绩增长角度来看,公司前三季度非经常性损益约 0.23 亿元,而去年同期为 0.27 亿元,这也意味着 3 季度公司扣非后净利润增速将高达 139.4%~190.71%。

## 2. 加速器一: 两大国资入股, 改善公司股权结构

### 2.1. 两大国资入股, 改善公司股权结构

2018 年 2 月 11 日, 公司发布公告, 启迪科服受让来自 IAB 9.4561% 和联想投资 0.8013% 的股权。

图 3: 绿盟科技股权变化情况



资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

2019 年 2 月 10 日, 公司又出现一个新的国资股东方, 第一大股东 IAB、联想投资分别转让了公司 8.8942%、4.9967% 的股权, 受让方中电基金获得 6.8900% 的股权, 网安基金获得 7.0009% 的股权, 中电基金和网安基金作为一致行动人, 均为中国电科 (CETC) 发起成立的

产业基金，合计持有了绿盟 13.8909%的股权。

2019年7月25日，中电投资又通过集合竞价买入公司 1.6292%的股权，至此中电投资及中电基金、网安基金作为一致行动人合计持有公司 15.4990%的股权，成为公司的第一大股东。

正是出于对网络安全行业发展前景的良好预期，基于对公司未来持续稳定发展的信心，为了助力集团乃至国家网络安全产业发展而进行的战略投资和战略布局，两大国资集团相继入股绿盟，也有望改善公司的股权结构，与公司在资源和业务上产生协同效应。

## 2.2. 公司成为中国电科网络安全版图中重要的一页

中国电科旗下还同时拥有海康威视(002415)、杰赛科技(002544)、太极股份(02368)、华东电脑(600850)、四创电子(600990)、卫士通(002268)、国睿科技(600562)、凤凰光学(600071)、天奥电子(02935)、\*ST嘉陵(600877)，拥有共计 11 家上市平台，已经形成了在网络安全和自主可控领域较为完整的布局。

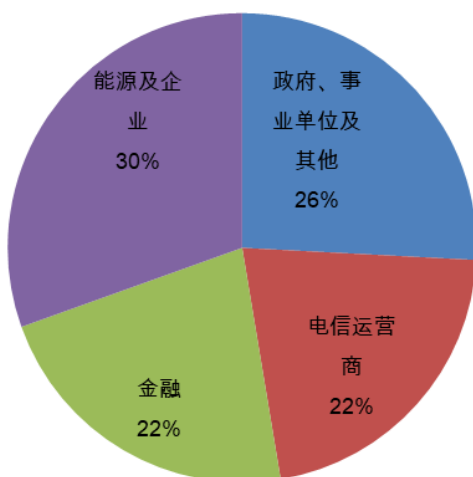
卫士通虽然与公司同为网络安全企业，但是布局的领域差异性较为明显，主要涉及了密码相关应用领域，可以与公司形成互补

根据 8 月 20 日公司调研纪要的相关信息，目前与中国电科的合作刚刚开始，还没有反应在上半年订单的快速增长之中，因而给下半年公司业务的发展留下了很大的想象空间。

## 2.3. 公司政府业务有望成为国资入股后最具看点的行业

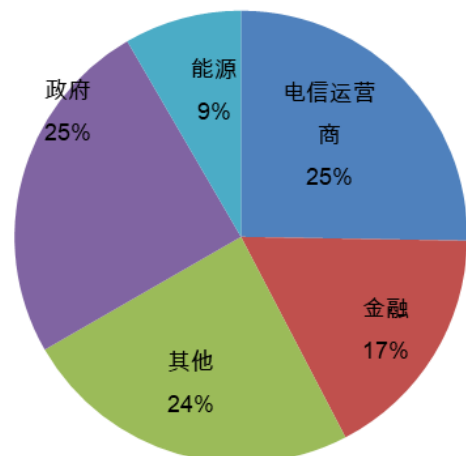
公司的优势行业是金融和电信，随着股权转让的完成，相关资质完备，进入政府领域、军队将成为未来发展主要增量。

图 4: 2019H 公司分行业销售额分布



资料来源：公司公告，中原证券

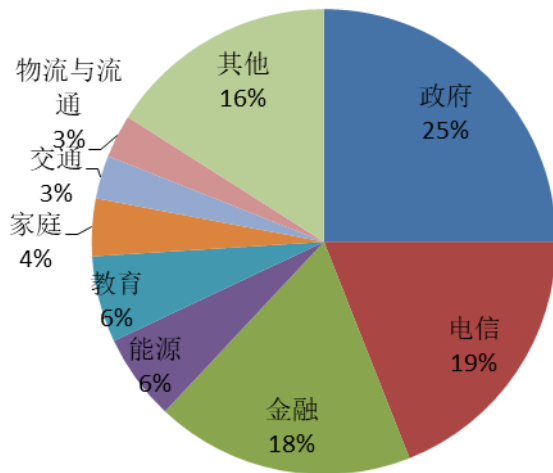
图 5: 2013 公司分行业销售额分布



资料来源：公司公告，中原证券

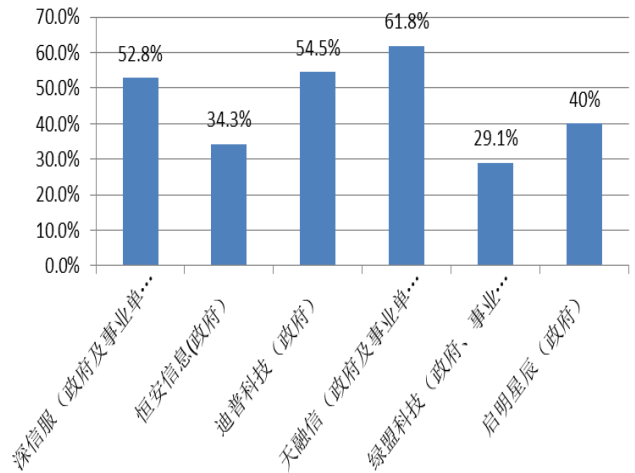
公司政府行业收入占比 20%左右，低于行业平均值 25%的比例。对比竞争对手来看，2018 年启明星辰政府收入占比约 40%，天融信在 50%以上，公司仍有较大的提升空间。

图 6: 2017 年我国信息安全行业市场分布



资料来源: 华经情报网, 中原证券

图 7: 2018 年信息安全行业公司政府业务占比



资料来源: 公司公告, 中原证券

### 3. 加速器二: 网络安全行业蛋糕变大, 给全行业带来发展新机遇

正如我们在《等保 2.0 落地, 网络安全行业开启新征程》中提到的观点, 中美贸易摩擦已将网络安全事件提升到了政治军事为目的的国家级行为。与国产化概念逻辑不同的是, 虽然推行国产化对扶持自有产业起到了重要的意义, 但是也势必会对原有产业格局形成诸多不确定性, 而网络安全领域已经基本实现了国产替代, 而中美贸易的摩擦对行业的推动起到完全正向作用, 是一个从无到有、从少到多的过程, 势必让更多行业加大在网络安全领域的投入比例。后续类似“护网 2019”这样的行业事件、类似“等保 2.0”这样的行业政策正是行业利好持续落地的表现。考虑到网络信息化程度的增强和中美争端的长期性, 这样的利好是具有持续性的。

从行业两大头部企业来看, 启明星辰和绿盟科技上半年订单分别增长了 35%和 40%

#### 3.1. 在等保 2.0 出台的大背景下, 全行业迎来发展良机

近年来在持续的政策推动下, 网络安全保护到达了史无前例的高度。2014 年 2 月, 中央网络安全和信息化领导小组成立, 由习总书记亲自担任组长, 并提出“没有网络安全就没有国家安全, 没有信息化就没有现代化, 中国要由网络大国走向网络强国”。2014 年开始我国每年举办网络安全宣传周, 2015 年 7 月为了全面维护各领域国家安全的需要, 我国推出了新的《国家安全法》。2016 年 11 月《网络安全法》出台, 被称为我国网络领域的一部基础性法律, 也是我国传媒法领域的第一部法律, 成为第一部落实《国家安全法》的领域基本法律。

有了法律法规的支持, 网络安全从合规要求进一步上升到了法律责任。网络服务提供者的犯罪行为《网络安全法》中明确了相关责任主体的法律责任, 覆盖网络运营商、关键信息基础设施运营者、信息与网络设备和服务的提供者, 《刑法修正案(九)》明确网络服务提供者履行网络安全管理的义务, 增加了刑事责任的规定, 网络服务提供者拒不履行信息网络安全管理义务, 最高判处三年有期徒刑。于此同时, 2019 年 3 月, 国资委出台的新版《中央企业负责人经营业绩考核办法》也增加了对网络安全事件的考核要求。

三大标准发布，开启等保 2.0 的新时代。2019 年 5 月 13 日，网络安全等级保护 2.0（简称等保 2.0）的三大核心标准正式发布，包括《信息安全技术 网络安全等级保护基本要求》（GB/T 22239-2019）、《信息安全技术 网络安全等级保护测评要求》（GB/T 28448-2019）、《信息安全技术 网络安全等级保护安全设计技术要求》（GB/T 25070-2019），将在 2019 年 12 月 1 日正式实施。

图 8：等保 2.0 系列标准

- 网络安全等级保护条例（总要求/上位文件）（制定中）
- 计算机信息安全保护登记划分标准（1999）（上位标准）
- 基本要求（2019.5）
- 安全设计技术要求（2019.5）
- 测评要求（2019.5）
- 测评过程指南（2018）
- 定级指南（修订中）
- 实施指南（修订中）

资料来源：中原证券

2019 年成为我国网络安全工作的重要节点。从政策级别来看，等保 1.0 是依据行政法规出台的部门规范性文件，而等保 2.0 是依据《网络安全法》出台的行政法规，具有更强的可操作性、指导性和强制性。从全球视野角度来看，2018 年网络安全领域的最大看点是欧盟出台的《通用数据保护条例》（GDPR），而中国等保 2.0 的出台和实施将成为 2019 年全球网络安全领域的焦点。

伴随着政策持续加码，预测机构不断提高对中国 IT 安全市场增速的预期。2015 年 7 月，IDC 预测 2014-2019 年中国 IT 安全市场复合增速将达到 16.6%；2016 年 10 月，在《网络安全法（草案）》推出的大背景下，IDC 预测 2015-2020 年中国 IT 安全市场复合增速将达到 20.6%；随着《网络安全法》的正式实施，2017 年 8 月 IDC 预测 2017-2021 年中国 IT 安全支出复合增速将达到 23.4%；2019 年 4 月，IDC 基于等保 2.0 的推动作用以及国家对网络安全监管力度的持续加强，预测 2018-2022 年中国 IT 安全支出年复合增长率为 25.6%。

### 3.2. 网络攻防演练成为网络安全需求的直接推手

为了推动网络安全和国家关键信息基础设施的安全防护工作，2016 年起，公安部每年开展针对关键信息基础设施的实战攻防演习工作，这也是 2016 年出台的《网络安全法》的相关要求。时至今日，“护网行动”已经举行了四届：

- （1）“护网 2016”只涉及了公安部、民航局、国家电网三家；
- （2）“护网 2017”重要政府部门加入。
- （3）“护网 2018”部分国有企事业单位及其他重点单位加入。

(4)“护网 2019”参与单位包括了政府、武警、金融、企事业单位、政法、能源、电信、广电、交通、民航、公用事业等各个行业。由于 2019 年国际形势日趋复杂，本次的“护网行动”上升到了中美贸易战的高度，在规模、人员、攻击方式、持续时间等方面都超过往期。

护网行动的攻击方包括了由深信服、启明星辰、绿盟科技、长亭等安全厂家派出的安全专家组成的商业攻击队，也包括了军区攻防专家组成的军队攻击队。

虽然在这次“护网行动”中，不少单位选择了切断内外网的形式应对演习工作，但是在这次史无前例的演习工作中，仍然反映出了很多网络安全的问题，比如物联网安全问题、行为安全问题等等，同时也暴露出客户对安全投入低，对产品防护功能和内网安全威胁、漏洞不清晰的状况。随着各行业对安全问题的认识逐渐加强，对网络安全需求也将逐步显现。

2019 年 6 月 28 日，为期近三周的“护网 2019”网络攻防实战演习正式结束，后续业绩有望在下半年得到释放。

### 3.3. 两大利好政策出台，政府有望加大对北京市网络安全企业的政策倾斜

2019 年 6 月 30 日，工信部和北京市下发了《国家网络安全产业园区发展规划》，计划到 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。

同时，2019 年 9 月 27 日工信部网站发布消息，公开征求对《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》（以下简称《指导意见》）的意见。《指导意见》以创新驱动、协同发展、需求引领、开放合作为基本原则，目标是到 2025 年，培育形成一批年营收超过 20 亿的网络安全企业，形成若干具有国际竞争力的网络安全骨干企业，网络安全产业规模超过 2000 亿。

对比两大政策我们可以看到，无论是在产业规模目标还是企业规模目标的实现方面，北京市都将成为未来网络安全政策推动的重点。而公司作为坐落于北京的网络安全行业公司，将极大受益于政策红利推动。

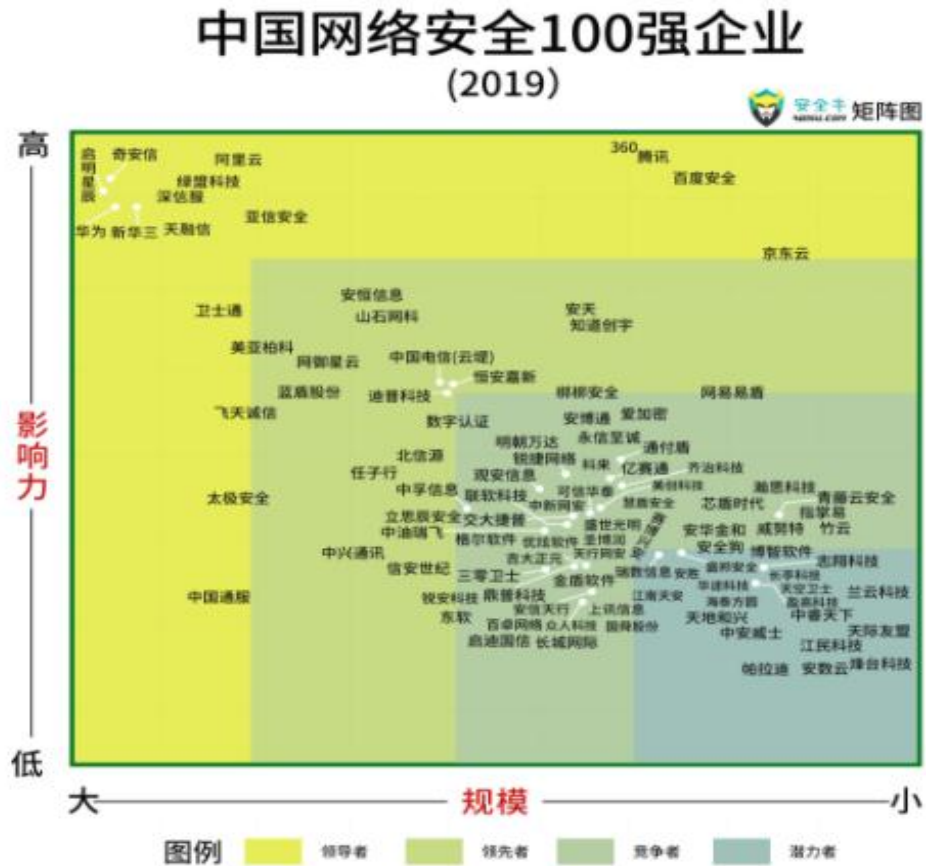
## 4. 加速器三：行业机会向头部公司集中

### 4.1. 公司当前在网络安全的综合实力和创新能力方面表现都很突出

公司综合实力排名行业前列。根据安全牛 2019 年网络安全 100 强企业矩阵图，公司位列行业领导者象限，是老牌网络安全的代表企业之一，曾被业内誉为“中国黑客黄埔军校”，技术实力较为突出。



图 9: 安全牛中国网络安全 100 强企业 (2019)



资料来源: 安全牛, 中原证券

公司是等保 2.0 核心标准制定的参与者。在等保 2.0 标准起草机构的名单中, 公司参与了三大核心标准之一——《信息安全技术 网络安全等级保护安全设计技术要求》的制定。参与标准制定是行业部门对公司能力的肯定与背书, 同时参与标准制定也有利于企业更加深刻地理解新标准的要求。考虑到等保 2.0 实施对行业的影响力, 公司参与相关标准制定对其未来发展也将起到积极作用。

表 1: 等保 2.0 标准制定参与机构

标准	参与起草企业
《信息安全技术 网络安全等级保护定级指南》(GA/T 1389-2017)	华三(紫光股份)、阿里云
《信息安全技术 网络安全等级保护测评过程指南》(GB/T 28449-2018)	----
《信息安全技术 网络安全等级保护基本要求》(GB/T 22239-2019)	启明星辰、新华三(紫光股份)、阿里云、华为、鼎普科技
《信息安全技术 网络安全等级保护测评要求》(GB/T 28448-2019)	新华三(紫光股份)、启明星辰、微步在线、梆梆安全、科来软件、鼎普科技、讯达云成、中国移动、卓识网安、风云互联、华普科工
《信息安全技术 网络安全等级保护安全设计技术要求》(GB/T 25070-2019)	天融信、启明星辰、绿盟科技、中软华泰、阿里云、江南天安、华为、和利时、海天炜业、力控华康、石化盈科、华大智宝、微电子、中电瑞凯、广利核

《信息安全技术 网络安全等级保护实施指南》  
GB/T 25058-2019

安信天行

资料来源：国家标准信息公共服务平台，中原证券

公司多项分业务位居行业前列。根据统计机构数据，IPS、AIRO、安全与漏洞管理软件、Web 应用安全、WAF、分布式拒绝服务攻击领域位列行业第一，在 IDS、SCM、应用安全测试、抗拒绝服务系统位列行业前列。

表 2：公司主要产品排名情况

领域	机构	排名情况	市场占有率
IDS/IPS	赛迪顾问 2017	第二	15.4%
IDS /IPS	IDC 2018	连续 4 年第二	19.3%
IPS (后续与 IDS 合并)	IDC2014	连续 7 年第一	21.7%
SCM	IDC 2018	第三	5.8%
AIRO	IDC 2018	第一	21.2%
安全性与漏洞管理软件	IDC2017	连续 7 年第一	24.84%
Web 应用安全	IDC2018	领导厂商象限首位	
IDPS	Gartner 2019	继连续 6 年入围魔力象限后，又入选 IDPS 市场指南	
WAF	Gartner 2018	连续 4 年入围魔力象限后，又入围 WAF 魔力象限亚太版	
应用安全测试	Gartner2017	再次入围魔力象限	
漏洞评估	Gartner 2015	连续 2 年入围 Gartner 漏洞评估市场报告	
抗拒绝服务系统 (ADS)	Gartner2014	入选 Gartner 市场报告	
WAF	Frost & Sullivan2017	连续 8 年中国第一	20.1%
分布式拒绝服务攻击	Frost & Sullivan2017	连续 4 年中国第一	23.2%

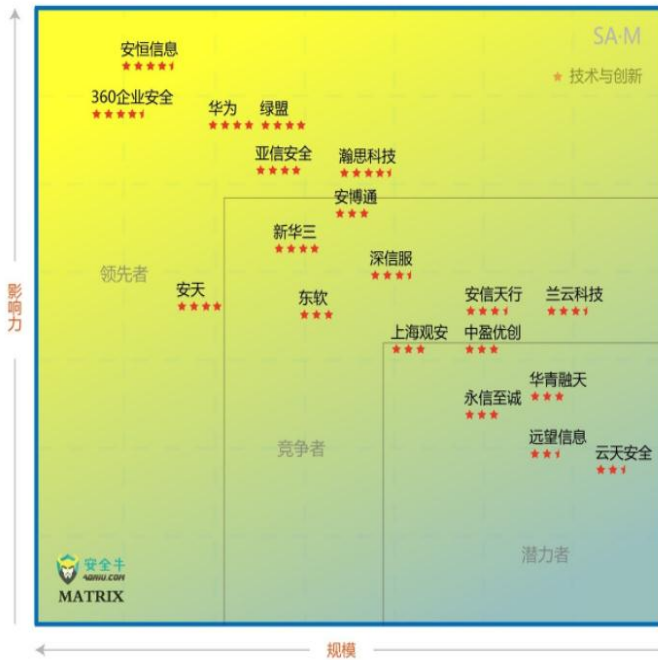
资料来源：IDC，赛迪顾问，Gartner，Frost & Sullivan，中原证券

公司具有较强的创新能力。以行业两个知名排名数据来看，2018 年上半年安全牛评选出的技术和创新十强依次为：360 企业安全（奇安信）、亚信安全、绿盟科技、华为、深信服、启明星辰、安恒信息、安天、山石网科、梆梆安全。2018 年，共有 9 家中国公司入选了 Cybersecurity Ventures 全球创新 500 强，分别是安天（104）、奇虎 360（186）、安恒信息（223）、山石网科（345）、Nexusguard（348）、瀚思（409）、绿盟科技（489）、深信服（499）、微步在线（500）。能入选这一榜单，表明公司的技术优势在国际市场上也获得了充分的认可。

在安全服务能力方面，公司相关业务布局优势明显，同时也是首批获得国家最高资质的企业。2018 年 3 月 16 日，共安恒信息、绿盟科技、网神信息（奇安信）、启明星辰 4 家公司获得首批国家信息安全服务资质三级证书（是目前衡量我国信息安全服务企业在风险评估、方案设计、安全集成、安全运维等综合服务方面能力的最高级别证书），代表了公司在安全服务领域的领先地位。

在新兴技术和新领域的布局方面，公司同时位列 2018 年安全牛态势感知和威胁情报领域的影响力和规模矩阵的领导者象限。

图 10: 安全牛态势感知矩阵



资料来源：安全牛，中原证券

图 11: 安全牛威胁情报矩阵



资料来源：安全牛，中原证券

公司较早介入工业信息安全领域的应用，是该领域主要的产品供应商之一。根据工业信息安全产业发展联盟的数据，公司在电力、烟草等安全应用领域占据了重要的地位，相关行业在工业互联安全领域的行业应用方面具有较高占比。

表 3: 工业互联网安全领域的行业应用情况

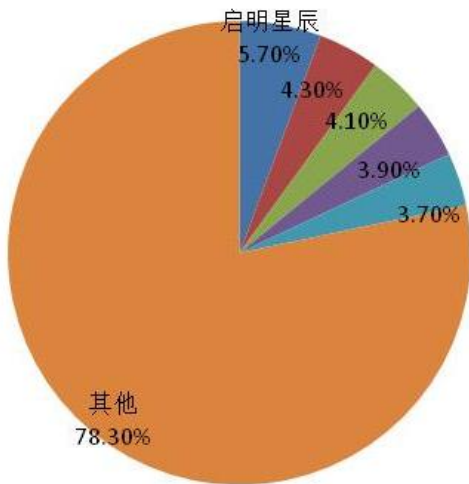
行业	占比	主要产品	主要供应商
电力	47%	电网：电力专用隔离装置、电力防火墙、单向认证加密终端模块、拨号加密认证装置等 发电：工业防火墙、入侵异常监测、主机加固、日志审计等	南瑞信通、珠海鸿瑞、北京科东、威努特、天地合兴、安点科技、 <b>绿盟科技</b>
石油石化	16%	工业网闸、工业防火墙	石化盈科、中油瑞飞、 <b>启明星辰</b> 、青岛海天炜业、力控华康、网藤科技、中科网威
烟草	9%	工业防火墙、工业入侵和异常检测、工控终端安全	<b>启明星辰</b> 、 <b>绿盟科技</b> 、威努特
轨道交通	7%	工业防火墙、入侵监测与审计、工控主机卫士	<b>启明星辰</b> 、奇安信、南瑞信通、中电和瑞、威努特
先进制造（军工、装备制造、汽车制造）	5%	工控异常监测、工控运维审计	<b>启明星辰</b> 、奇安信、 <b>立思辰</b> 、威努特、安点科技
其他（钢铁、有色）	6%	工业网闸、工业防火墙	<b>启明星辰</b> 、海天炜业、力控华康

资料来源：工业信息安全产业发展联盟，中原证券

#### 4.2. 行业集中度有望提升，头部公司受益最多

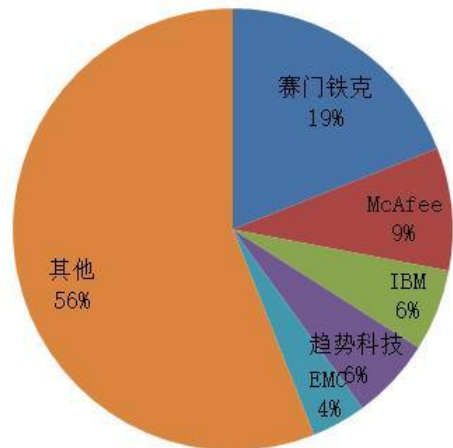
我国网络安全行业还处于市场高度分散的状态，未来市场集中度有望进一步集中。根据赛迪数据，截止 2018 年，排名第一的启明星辰市场占有率仅为 5.1%，预计行业前三占比不足 15%。而对比全球格局来看，早在 2013 年全球前三大厂商的市场份额已经达到 34%。考虑到我国网络安全市场的发展与全球市场（特别是美国市场）的差距，未来行业格局有望向全球看齐，头部企业的集中度有望进一步提升。

图 12: 2016 年中国网络安全市场格局



资料来源：赛迪顾问，中原证券

图 13: 2013 年全球网络安全市场格局



资料来源：Gartner，中原证券

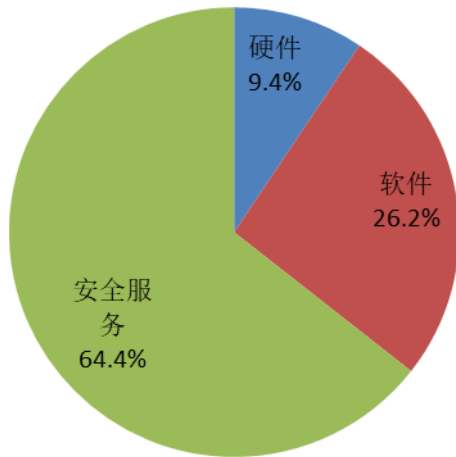
我们判断未来给给头部公司的机会主要来自两个方面：

(1) **高端客户对顶层设计能力和提供整体解决方案的需求提升**：近年来，随着城市 IT 建设集中化的趋势逐渐形成和各行业对 IT 安全的重视度逐步提高，高端客户对安全的需求从满足合规逐步过渡到满足业务安全的需要，对安全整体解决方案需求逐步增长，大项目的比例显著提升；

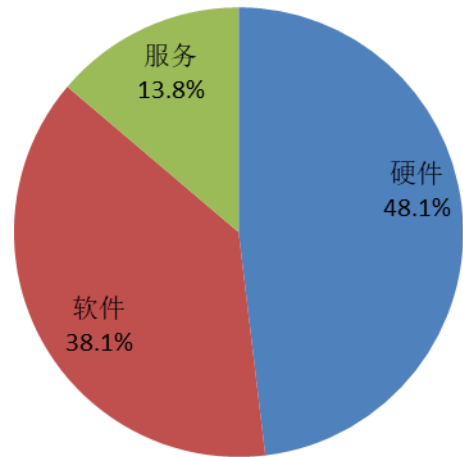
(2) **安全服务尤其是安全运营服务逐渐成为趋势**：2018 年全球网络安全市场中服务的占比为 64.4%，而我国网络安全市场中服务的构成比例仅为 13.8%。随着我国网络安全积极创新网络安全服务模式任务中明确提到“鼓励发展面向智慧城市建设、电子政务等领域的网络安全一体化运营外包服务”，网络安全运营服务将成为 2G 领域一个重要的发展趋势。随着各方安全风险意识的提升，客户会更重视动态的防护和安全保护的持续性，随之在安全服务领域的投入比重也将逐步加大，而安全运营作为基础的安全服务类型，将给具有综合服务能力企业带来更多业务发展机会。近期工信部下发的《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》也提到“鼓励发展面向智慧城市建设、电子政务等领域的网络安全一体化运营外包服务”，这意味着网络安全运营服务将成为 2G 领域一个重要的发展趋势。

图 14: 2018 年全球网络安全市场构成

图 15: 2018 年中国网络安全市场构成



资料来源：CCID，中原证券



资料来源：CCID，中原证券

## 5. 盈利预测及投资建议

随着网络安全重视度的提升和等保 2.0 的推出，网络安全行业正在迎来快速发展的历史新机遇。公司作为行业头部公司，必将在这一过程中充分收益。同时考虑到公司股权结构的改善，行业集中度向头部集中的趋势日趋明显，我们判断公司在未来收入增速有望显著高于行业均值。

预计 19-21 年公司 EPS 为 0.33 元、0.46 元、0.61 元，按 10 月 16 日收盘价 17.74 元计算，对应 PE 为 53.20 倍、38.98 倍、29.18 倍。首次覆盖并给予公司“买入”的投资评级。

**参股公司主营国产操作系统业务，或将受益相关概念。**公司在 2014 年入资深之度，并持有深之度 10% 的股权（最新持股比例为 8.80%）。2019 年 9 月 30 日，诚迈科技公告将以全资子公司武汉诚迈与深之度进行合并，设立新公司。按照相关预案，新公司成立后，诚迈科技持股 45%，公司持股 4.84%，360 旗下公司持股 14.52%。由于深之度是国际排名最高、实际用户数最多的国产操作系统，诚迈科技的资本运作行为受到了二级市场较大的关注，接连出现涨停，不排除公司也将从中受益。

表 4：公司上市后资本运作情况

标的	投入 (亿元)	完成后持股 比例	公告日/ 并表日	主要产品及业务	业绩承诺/完成比例
易霖博	0.06	17.85%	2019.1.9	信息安全人才培养和实验室建设服务	
	0.05	10%	2016.9.20		
杰思安全	0.2	12.9%	2018.6.28	企业终端安全方案供应商	
Zenlayer	0.02	4%	2017.5.13		
九州云腾	0.06	9.81%	2017.1.20		
NopSec	0.149134	9.57%	2016.4.1		
逸得公司	0.06	15%	2016.4.1		
阿波罗云	0.085	15.89%	2016.3.4		

杭州邦盛	0.22	11.5607%	2015.6.4		
金山安全	0.445	19.91%	2015.5.20		
力控华康	0.0515	11.63%	2015.3.23		
敏讯科技	0.099	55%	2014.11.7/ 2015.2.1		
深之度	0.2	10%	2014.10.16	基于 Linux 内核的 Deepin 操作系统	
安华金和	0.097	25%	2014.10.16		
亿赛通	4.98	100%	2014.9.30/ 2015.3.10	数据安全产品及网络内容安全管理、解决方案	2014-2016 年净利润分别不低于 3200 万元、4160 万元、5408 万元，标的截止 2016 年底的应收账款在 2019 年底前回收 85% 以上 3 年完成率 101%

资料来源：公司公告，中原证券

## 6. 风险提示

政府业务推进不及预期；网络安全行业订单落地低于预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>2851</b>	<b>2855</b>	<b>3956</b>	<b>4801</b>	<b>6502</b>
现金	1740	1230	1445	1973	2590
应收票据及应收账款	996	1089	1878	2174	3143
其他应收款	50	49	92	101	152
预付账款	14	20	28	37	48
存货	44	40	85	87	141
其他流动资产	8	428	428	428	428
<b>非流动资产</b>	<b>911</b>	<b>977</b>	<b>1000</b>	<b>1027</b>	<b>1046</b>
长期投资	0	0	-0	-0	-0
固定资产	116	119	140	165	184
无形资产	175	221	229	232	230
其他非流动资产	621	636	631	631	631
<b>资产总计</b>	<b>3761</b>	<b>3832</b>	<b>4956</b>	<b>5828</b>	<b>7548</b>
<b>流动负债</b>	<b>868</b>	<b>702</b>	<b>1606</b>	<b>2184</b>	<b>3483</b>
短期借款	227	238	569	1284	1935
应付票据及应付账款	156	113	291	266	470
其他流动负债	485	350	746	634	1078
<b>非流动负债</b>	<b>27</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	27	22	22	22	22
<b>负债合计</b>	<b>896</b>	<b>724</b>	<b>1628</b>	<b>2206</b>	<b>3505</b>
少数股东权益	0	-1	-1	-1	-2
股本	804	800	801	801	801
资本公积	1400	1381	1381	1381	1381
留存收益	925	1045	1244	1512	1862
归属母公司股东权益	2866	3109	3329	3623	4045
<b>负债和股东权益</b>	<b>3761</b>	<b>3832</b>	<b>4956</b>	<b>5828</b>	<b>7548</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>76</b>	<b>85</b>	<b>-25</b>	<b>-58</b>	<b>96</b>
净利润	153	167	267	364	486
折旧摊销	69	88	68	82	103
财务费用	2	5	11	28	50
投资损失	-39	-41	-59	-80	-105
营运资金变动	-124	-160	-312	-452	-437
其他经营现金流	15	27	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-102</b>	<b>-510</b>	<b>-33</b>	<b>-30</b>	<b>-16</b>
资本支出	122	116	23	28	18
长期投资	-19	-16	0	0	0
其他投资现金流	1	-409	-9	-2	3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>657</b>	<b>-87</b>	<b>-58</b>	<b>-98</b>	<b>-116</b>
短期借款	55	11	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	432	-4	1	0	0
资本公积增加	440	-19	0	0	0
其他筹资现金流	-270	-75	-59	-98	-116
<b>现金净增加额</b>	<b>629</b>	<b>-508</b>	<b>-116</b>	<b>-186</b>	<b>-35</b>

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1255</b>	<b>1345</b>	<b>1914</b>	<b>2614</b>	<b>3431</b>
营业成本	362	310	466	642	848
营业税金及附加	14	16	22	31	40
销售费用	420	508	674	892	1149
管理费用	402	143	197	264	340
研发费用	0	271	386	527	691
财务费用	2	5	11	28	50
资产减值损失	23	27	39	53	70
其他收益	111	80	114	156	205
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	39	41	59	80	105
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>181</b>	<b>186</b>	<b>292</b>	<b>414</b>	<b>552</b>
营业外收入	2	1	15	8	9
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>183</b>	<b>186</b>	<b>306</b>	<b>421</b>	<b>560</b>
所得税	30	19	39	57	74
<b>净利润</b>	<b>153</b>	<b>167</b>	<b>267</b>	<b>364</b>	<b>486</b>
少数股东损益	0	-1	-0	-0	-1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>152</b>	<b>168</b>	<b>267</b>	<b>364</b>	<b>487</b>
EBITDA	252	277	382	528	708
EPS (元)	0.19	0.21	0.33	0.46	0.61

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	15.1	7.2	42.3	36.6	31.2
营业利润 (%)	1.7	2.4	57.2	41.7	33.3
归属母公司净利润 (%)	-30.8	10.3	58.9	36.5	33.6
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	71.2	76.9	75.7	75.5	75.3
净利率 (%)	12.1	12.5	13.9	13.9	14.2
ROE (%)	5.3	5.4	8.0	10.1	12.0
ROIC	4.9	5.1	7.0	7.8	8.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	23.8	18.9	32.9	37.9	46.4
净负债比率 (%)	-52.0	-31.3	-25.8	-18.5	-15.7
流动比率	3.3	4.1	2.5	2.2	1.9
速动比率	3.2	3.4	2.1	1.9	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
应付账款周转率	2.8	2.3	2.3	2.3	2.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.19	0.21	0.33	0.46	0.61
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.08	-0.59	-0.03	-0.07	0.12
每股净资产 (最新摊薄)	3.58	3.88	4.16	4.52	5.05
<b>估值比率</b>					
P/E	93.24	84.52	53.20	38.98	29.18
P/B	4.96	4.57	4.27	3.92	3.51
EV/EBITDA	50.45	47.71	34.93	25.64	19.15

资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

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

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。