

计算机应用行业

科创板网络安全公司梳理

增持（维持）

投资要点

■ **行情回顾：**上周计算机行业(中信)指数上涨0.82%，沪深300指数下跌0.02%，创业板指数上涨1.58%。5月初的周观点我们曾提出随着年报季报披露，市场风格短期可能转向产业和业绩驱动的板块，首推配置云计算。二季度云计算板块的代表性公司如用友网络、广联达、石基信息、宝信软件等显著跑赢板块。目前时点，重点推荐有望加速推进的安全可控和网络安全，另外随着中报时点临近，重点推荐景气度提升的网络安全。个股建议：国家网络安全产业发展规划出台，网络安全重点推荐卫士通、启明星辰、绿盟科技、美亚柏科，关注深信服、南洋股份、北信源、中孚信息、中新赛克等，美国对伊朗发起网络攻击将加速全球网络军备竞赛，带动网安投入。自主可控首选五大龙头中国软件、太极股份、卫士通、中国长城、用友网络，华为ERP团队考察用友或成高端ERP国产化的标志性事件；另外关注其它子行业的龙头，如恒生电子、广联达、卫宁健康、科大讯飞、同花顺等。

■ **科创板网络安全公司梳理：**本次我们主要梳理了科创板网络安全产业链的7家相关公司，其中6家业务属于网络安全，另外一家是应用层办公软件金山办公。6家网络安全的公司里，安恒信息（态势感知）和光通天下（云安全）的新兴安全业务占比较高，山石网科传统边界安全业务占比更高，恒安嘉新（电信）和连山科技（军工）偏做垂直行业客户，安博通则主要做系统平台，是网络安全行业众多网安公司的上游。从此次登录科创板的信息安全公司的营收、归母净利润来看，整体规模略小于已上市公司的平均水平，但7家公司过去3年的营收和净利润复合增速分别在20%-120%和50%-680%之间，保持着高速增长的态势。净利率复合增速远高于营收增速，一方面是这些企业布局新兴领域和细分市场，另一方面信息安全公司行业景气度的提升，企业进入加速收获期。随着网络战愈演愈烈、等保2.0发布实施、密码法草案列入立法规划，网安行业景气度将持续上行，2018年-2021年中国网络安全市场将由495.2亿元至926.8亿元，CAGR为23.23%。同时云安全、大数据安全、物联网安全等新兴市场复合增速高于全行业。

■ **安恒信息：**公司覆盖网络信息安全生命周期的产品体系，主要客户在政府（含公安）、金融、教育、电信。公司研发投入占收入比位于行业前列，产品在细分市场排名前列，态势感知综合实力第一。云计算、大数据、物联网等新兴安全市场一片蓝海，公司较早布局且技术领先，占据先发优势。**恒安嘉新：**具有“云—网—边—端”整体解决方案的电信网络安全领军企业，专注于网络空间安全综合治理领域，主营业务是向电信运营商、安全主管部门等政企客户提供基于互联网和通信网的网络信息安全综合解决方案及服务。凭借三大核心技术构建了自主可控的知识产权体系和产品体系。为多个重大事件提供国家级网络安全保障服务，拥有良好的品牌形象和业界口碑。**安博通：**国内领先的网络安全系统平台与安全服务提供商。依托自主开发的应用层可视化网络安全原创技术，为业界众多网络安全产品提供操作系统、业务组件、分析引擎、关键算法、特征库升级等软件支撑及相关的技术服务，是网络安全行业“厂商的厂商”，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。**山石网科：**提供包括边界安全、云安全、数据安全、内网安全在内的网络安全产品及服务，主要客户为政府、金融、运营商、互联网、教育、医疗卫生等行业，在防火墙、UTM、网络流量分析等产品上具备较强竞争力。2016年-2018年公司的研发投入占营收比重为37.07%、30.56%、27.64%，高于行业平均18.14%。**连山科技：**主营业务是基于自主可控的“数据粒子化”信息安全核心技术体系，向军队军工、外交、国安、应急等用户，研发、销售信息安全产品与高安全定制化软件产品，并提供军用软件测评服务和信息安全系统集成服务，2018年军队军工客户营收占总营收超过70%，国内市场无直接竞争对手。**光通天下：**国内较早进入专业抗DDoS攻击服务领域的企业之一，通过搭建“睿盾安全大脑”，可以为数据中心、云服务商、游戏、视频、电商、金融、政府、交通、电力等各行业客户提供包括边界安全、应用安全、数据安全、主机安全在内的全方位一站式安全解决方案。2018年公司云安全服务和云计算基础服务收入各占约50%，人均创利和创收处于行业领先水平。**金山办公：**公司主要从事WPS Office办公软件产品及服务的设计研发和销售推广。截至2018年底，公司WPS注册用户总量2.80亿，占国内办公市场用户总规模的42.75%，主要在政府、金融、能源、航空等行业，政府部门优势尤其明显。2016年-2018年公司营收和净利润的CAGR分别为44.30%和54.63%。自主可控推动办公软件产品使用授权高增长，庞大用户基础带动公司互联网广告推广服务变现，增值服务超高实用性带动办公服务订阅收入近两年加速增长。

■ **风险提示：**自主可控、网络安全进展低于预期；行业后周期性；贸易战风险。

2019年07月21日

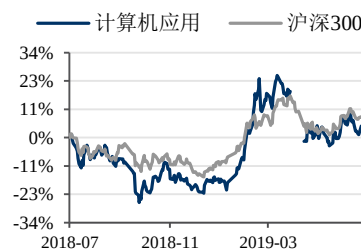
证券分析师郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

- 1、《计算机应用行业：科创板云计算公司梳理》2019-07-15
- 2、《计算机应用行业：重点公司中报预测》2019-07-08
- 3、《计算机应用行业：国家网络安全产业发展规划正式发布》2019-06-30

内容目录

1. 行业观点	4
1.1. 行业走势回顾	4
1.2. 本周行业策略	4
2. 科创板信息安全公司梳理	8
2.1. 安恒信息	8
2.1.1. 主营业务	8
2.1.2. 投资要点	9
2.1.3. 投资风险	9
2.2. 金山办公	10
2.2.1. 主营业务	10
2.2.2. 投资要点	11
2.2.3. 投资风险	12
2.3. 恒安嘉新	12
2.3.1. 主营业务	12
2.3.2. 投资要点	13
2.3.3. 投资风险	13
2.4. 山石网科	14
2.4.1. 主营业务	14
2.4.2. 投资要点	15
2.4.3. 投资风险	16
2.5. 安博通	16
2.5.1. 主营业务	16
2.5.2. 投资要点	17
2.5.3. 投资风险	17
2.6. 光通天下	18
2.6.1. 主营业务	18
2.6.2. 投资要点	19
2.6.3. 投资风险	19
2.7. 连山科技	19
2.7.1. 主营业务	20
2.7.2. 投资要点	20
2.7.3. 投资风险	21
3. 行业动态	22
3.1. 人工智能	22
3.2. 金融科技	22
3.3. 企业 SaaS	23
3.4. 网络安全	23
4. 上市公司动态	24

图表目录

图 1：涨幅前 5 4

图 2：跌幅前 5 4

图 3：换手率前 5 4

表 1：安全公司基本信息一览表 5

表 1：安恒信息财务指标和分析 8

表 2：金山办公财务指标和分析 10

表 3：恒安嘉新财务指标和分析 12

表 4：山石网科财务指标和分析 14

表 5：安博通财务指标和分析 16

表 6：光通天下财务指标和分析 18

表 7：连山科技财务指标和分析 19

1. 行业观点

1.1. 行业走势回顾

上周计算机行业(中信)指数上涨 0.82%，沪深 300 指数下跌 0.02%，创业板指数上涨 1.58%。

图 1：涨幅前 5

300191.SZ	潜能恒信	43.55%
603189.SH	网达软件	13.92%
300167.SZ	迪威迅	12.82%
002362.SZ	汉王科技	11.57%
300462.SZ	华铭智能	10.79%

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 2：跌幅前 5

000977.SZ	浪潮信息	-9.71%
300367.SZ	东方网力	-9.19%
300270.SZ	中威电子	-8.60%
002090.SZ	金智科技	-8.28%
002491.SZ	通鼎互联	-8.23%

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 3：换手率前 5

603189.SH	网达软件	80.31%
300598.SZ	诚迈科技	73.70%
300306.SZ	远方信息	71.62%
300561.SZ	汇金科技	53.02%
300462.SZ	华铭智能	49.95%

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

1.2. 本周行业策略

行情回顾：上周计算机行业(中信)指数上涨 0.82%，沪深 300 指数下跌 0.02%，创业板指数上涨 1.58%。5 月初的周观点我们曾提出随着年报季报披露，市场风格短期可能转向产业和业绩驱动的板块，首推配置云计算。二季度云计算板块的代表性公司如用友网络、广联达、石基信息、宝信软件等显著跑赢板块。目前时点，重点推荐有望加速推进的安全可控和网络安全，另外随着中报时点临近，重点推荐景气度提升的网络安全。个股建议：国家网络安全产业发展规划出台，网络安全重点推荐卫士通、启明星辰、绿盟科技、美亚柏科，关注深信服、南洋股份、北信源、中孚信息、中新赛克等，美国对伊朗发起网络攻击将加速全球网络军备竞赛，带动网安投入。自主可控首选五大龙头中国软件、太极股份、卫士通、中国长城、用友网络，华为 ERP 团队考察用友或成高端 ERP 国产化的标志性事件；另外关注其它子行业的龙头，如恒生电子、广联达、卫宁健康、科大讯飞、同花顺等。

科创板网络安全公司梳理：本次我们主要梳理了科创板网络安全产业链的 7 家相关公司，其中 6 家业务属于网络层安全，另外一家是应用层办公软件金山办公。6 家网络

层安全的公司里，安恒信息（态势感知）和光通天下（云安全）的新兴安全业务占比较高，山石网科传统边界安全业务占比更高，恒安嘉新（电信）和连山科技（军工）偏做垂直行业客户，安博通则主要做系统平台，是网络安全行业众多网安公司的上游。从此次登录科创板的信息安全公司的营收、归母净利润来看，整体规模略小于已上市公司的平均水平，但7家公司过去3年的营收和净利润复合增速分别在20%-120%和50%-680%之间，保持着高速增长的态势。净利率复合增速远高于营收增速，一方面是这些企业布局新兴领域和细分市场，另一方面信息安全公司行业景气度的提升，企业进入加速收获期。随着网络战愈演愈烈、等保2.0发布实施、密码法草案列入立法规划，网安行业景气度将持续上行，2018年-2021年中国网络安全市场将由495.2亿元至926.8亿元，CAGR为23.23%。同时云安全、大数据安全、物联网安全等新兴市场复合增速高于全行业。

表1：安全公司基本信息一览表

股票代码	公司简称	主要业务领域	营收	归母净 利润	毛利率	净利率	研发投 入占营 收比	人均 创收	人均 创利
002268.SZ	卫士通	加密、集成、安全运营	19.31	1.20	35.01%	6.49%	12.46%	92.93	5.78
002439.SZ	启明星辰	安全监测、UTM、安全平台和运营	25.22	5.69	65.47%	22.48%	21.70%	65.28	14.73
300369.SZ	绿盟科技	安全监测、安全服务	13.45	1.68	76.93%	12.60%	23.59%	49.41	6.17
002212.SZ	天融信 (南 洋 股 份)	防火墙	63.00	4.85	24.70%	7.78%	7.07%	135.26	10.42
300454.SZ	深信服	防火墙、行为管理、超融合	32.24	6.03	73.32%	18.96%	24.16%	70.84	13.25
300579.SZ	数字认证	电子认证和服务	6.68	0.86	58.62%	13.03%	12.57%	56.97	7.38
603232.SH	格尔软件	PKI基础设施和产品	3.09	0.72	59.55%	23.53%	18.13%	72.61	16.89
300297.SZ	蓝盾股份	安全集成	22.82	3.98	59.37%	18.66%	10.93%	117.56	20.50
300311.SZ	任子行	安全审计	12.03	1.39	51.15%	11.61%	14.01%	60.29	6.98
002912.SZ	中新赛克	网络可视化	6.91	2.05	78.67%	30.42%	24.17%	63.88	18.92
300188.SZ	美亚柏科	电子取证、公安大数据	16.01	3.03	59.50%	31.28%	16.35%	53.42	10.12
300659.SZ	中孚信息	信息安全保密产品和服务	3.56	0.42	66.54%	12.08%	19.78%	51.60	6.15
300352.SZ	北信源	终端安全	5.72	0.94	72.95%	16.55%	20.96%	44.27	7.28
300768.SZ	迪普科技	防火墙、网络可视化	7.04	2.01	70.69%	28.92%	22.43%	64.36	18.37
A19078.SH	安恒信息	云安全、态势感知	6.40	0.97	70.82%	13.21%	23.73%	48.08	6.35
A19061.SH	恒安嘉新	电信安全审计和内容安全	6.25	0.18	54.14%	15.64%	20.41%	62.36	2.35
A19067.SH	安博通	网络安全系统平台	1.95	0.62	65.88%	30.92%	13.59%	107.93	34.01
A19079.SH	山石网科	防火墙、UTM	5.66	0.72	76.46%	12.90%	27.64%	64.11	8.18
A19143.SH	连山科技	军工信息安全	1.42	0.56	69.48%	39.77%	21.52%	61.35	24.19
A19235.SH	光通天下	云安全，抗DDoS	2.11	0.61	46.63%	29.31%	7.66%	137.83	39.61
A17083.SH	金山办公	Office办公软件	11.30	3.11	86.71%	27.50%	37.85%	59.18	16.27

平均数

12.90 1.98 62.98% 20.17% 19.08% 73.34 14.00

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

安恒信息：公司覆盖网络信息安全生命全周期的产品体系，主要客户在政府（含公安）、金融、教育、电信。公司研发投入占收入比位于行业前列，产品在细分市场排名前列，态势感知综合实力第一。云计算、大数据、物联网等新兴安全市场一片蓝海，公司较早布局且技术领先，占据先发优势。**恒安嘉新：**具有“云—网—边—端”整体解决方案的电信网安全领军企业，专注于网络空间安全综合治理领域，主营业务是向电信运营商、安全主管部门等政企客户提供基于互联网和通信网的网络信息安全综合解决方案及服务。凭借三大核心技术构建了自主可控的知识产权体系和产品体系。为多个重大事件提供国家级网络安全保障服务，拥有良好的品牌形象和业界口碑。**安博通：**国内领先的网络安全系统平台与安全服务提供商。依托自主开发的应用层可视化网络安全原创技术，为业界众多网络安全产品提供操作系统、业务组件、分析引擎、关键算法、特征库升级等软件支撑及相关的技术服务，是网络安全行业“厂商的厂商”，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。**山石网科：**提供包括边界安全、云安全、数据安全、内网安全在内的网络安全产品及服务，主要客户为政府、金融、运营商、互联网、教育、医疗卫生等行业，在防火墙、UTM、网络流量分析等产品上具备较强竞争力。2016 年-2018 年公司的研发投入占营收比重为 37.07%、30.56%、27.64%，高于行业平均 18.14%。**连山科技：**主营业务是基于自主可控的“数据粒子化”信息安全核心技术体系，向军队军工、外交、国安、应急等用户，研发、销售信息安全产品与高安全定制化软件产品，并提供军用软件测评服务和信息安全系统集成服务，2018 年军队军工客户营收占总营收超过 70%，国内市场无直接竞争对手。**光通天下：**国内较早进入专业抗 DDoS 攻击服务领域的企业之一，通过搭建“睿盾安全大脑”，可以为数据中心、云服务商、游戏、视频、电商、金融、政府、交通、电力等各行业客户提供包括边界安全、应用安全、数据安全、主机安全在内的全方位一站式安全解决方案。2018 年公司云安全服务和云计算基础服务收入各占约 50%，人均创利和创收处于行业领先水平。**金山办公：**公司主要从事 WPS Office 办公软件产品及服务的设计研发和销售推广。截至 2018 年底，公司 WPS 注册用户总量 2.80 亿，占国内办公市场用户总规模的 42.75%，主要在政府、金融、能源、航空等行业，政府部门优势尤其明显。2016 年-2018 年公司营收和净利润的 CAGR 分别为 44.30%和 54.63%。自主可控推动办公软件产品使用授权高增长，庞大用户基础带动公司互联网广告推广服务变现，增值服务超高实用性带动办公服务订阅收入近两年加速增长。

网络安全行业龙头估值有望修复到历史中枢：1、行业加速拐点确定：等保 2.0 将从新用户、新系统和新行业、新产品和新模式三个维度带来增量，假定安全投入占 IT 投入比重 2%（下限），仅等保 2.0 带来的行业每年增量市场在 550 亿以上，而传统网安企业级市场目前不到 350 亿，弹性足够，新业务放量将带动传统公司进入加速增长轨道。2、自主可控明年放量将带动党政体系的存量替换，而目前这些领域的传统产品已趋于

饱和和无明显增长，传统网安公司将受益。卫士通、启明星辰、天融信（南洋股份）等均有产品完成国产适配，尤其启明星辰与龙芯、飞腾均有完整适配产品。3、板块逻辑向网战逻辑延伸，行业需求有望升级：传统网安投入主要在合规性需求领域，随着类似委内瑞拉电网攻击等事件的发酵，向网战升级的加密、身份认证与识别、态势感知、安全运营等有望爆发，关键信息基础设施安全保护条例的出台有望推动这些需求落地。4、板块估值洼地性价比高：与计算机其它子板块比，网安板块目前估值偏低，看 pe 的启明星辰、绿盟科技、南洋股份等估值均在 35 倍上下，而其它子板块龙头估值均已到 60 倍左右甚至更高，随着行业拐点来临，板块估值有望上行；重点推荐：卫士通、启明星辰、绿盟科技、美亚柏科，关注北信源、格尔软件、南洋股份、中新赛克、深信服、数字认证、中孚信息、北信源、三六零等。

长期重点推荐：

自主可控：中国软件、卫士通、中国长城、太极股份；

云/工业互联网：用友网络、广联达、科远股份、汉得信息、今天国际、东方国信；

网安：卫士通、启明星辰、美亚柏科、绿盟科技；

金融科技：恒生电子、赢时胜；

电子政务：太极股份、华宇软件；

军工信息：中国海防、卫士通；

医疗信息：卫宁健康；

人工智能：科大讯飞。

风险提示：自主可控、网络安全进展低于预期；行业后周期性；贸易战风险。

2. 科创板信息安全公司梳理

2.1. 安恒信息

表 2：安恒信息财务指标和分析

	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	分析
营业收入（万元）	31,671.38	43,039.81	64,042.08	公司围绕事前、事中、事后形成覆盖网络信息安全生命全周期的产品体系，包括网络信息安全基础产品、网络信息安全平台以及网络信息安全服务。随着网络战愈演愈烈、等保 2.0 发布实施、密码法草案例如立法规划，2018 年-2021 年中国网络安全市场将由 495.2 亿元至 926.8 亿元，CAGR 为 23.23%。同时云安全、大数据安全、物联网安全等新兴市场复合增速高于全行业。安恒信息主要客户在政府（含公安）、金融、教育、电信。公司研发投入占收入比位于行业前列，产品在细分市场排名前列，态势感知综合实力第一。云计算、大数据、物联网等新兴安全市场一片蓝海，公司较早布局且技术领先，占据先发优势。
净利润（万元）	119.06	5,488.30	8,348.85	
毛利率	67.03%	67.58%	70.82%	
总资产（万元）	39,078.88	62,297.33	89,768.96	
固定资产（万元）	1,714.24	2,525.96	3,272.95	
存货（万元）	2,655.36	2,817.73	4,675.69	
应收账款（万元）	8,904.53	11,110.57	17,871.65	
预收账款（万元）	3,635.99	3,198.47	5,354.85	
研发投入（万元）	6,586.39	9,592.94	15,195.19	
员工数	691	991	1,332	
经营现金流入（万元）	6,375.49	6,886.94	9,598.26	
资产负债率	39.28%	30.28%	42.37%	
净资产收益率	0.33%	16.44%	17.78%	

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.1.1. 主营业务

公司主营业务为网络信息安全产品的研发、生产及销售，并为客户提供专业的网络信息安全服务。公司的产品及服务涉及应用安全、大数据安全、云安全、物联网安全、工业控制安全及工业互联网安全等领域。公司围绕事前、事中、事后形成覆盖网络信息安全生命全周期的产品体系，包括网络信息安全基础产品（网络信息安全防护单品、网络信息安全检测单品）、网络信息安全平台以及网络信息安全服务，各产品线在行业中均形成了较强的竞争力。

【收入结构】：2018 年公司网络信息安全基础产品、网络信息安全平台、网络信息安全服务、第三方硬件产品及其他收入分别占比 47.89%、22.90%、25.44%、2.52%、1.25%。下游行业主要为政府（含公安）、金融、教育、电信、制造、卫生行业的客户，分别占比 34.34%（其中公安 14.95%）、9.98%、9.74%、7.66%、4.71%、4.06%，其中政府用户占比最大。直销、分销占比分别为 43.12%、56.88%。华东、华北、华南、西南、华中、东北、西北收入占比分别为 46.70%、17.99%、16.07%、6.43%、5.82%、3.93%、3.01%。

【增速情况】：公司营收和净利润 2016 年-2018 年 CAGR 为 42.09%和 821.95%。2016 年-2018 年网络信息安全基础产品、网络信息安全平台、网络信息安全服务、第三方硬

件产品及其他收入 CAGR 分别为 21.35%、185.84%、55.45%、-12.60%、105.86%。

2.1.2. 投资要点

国内网络市场增速明显，将达千亿规模：随着网络战愈演愈烈、等保 2.0 发布实施、密码法草案例如立法规划，将催生网络安全市场释放新需求。2018-2021 年中国网络安全市场将由 495.2 亿元至 926.8 亿元，2018 年-2021 年 CAGR 为 23.23%。2018 年，中国云安全市场规模达到 37.8 亿元，增长率达 44.8%，未来 3 年内预计仍将保持每年 40% 的高速增长。等保 2.0 将云计算、移动互联、物联网、工业控制系统等列入标准规范，2019-2021 年细分领域云安全、大数据安全、物联网安全的 CAGR 分别为 44.91%、35.26%、52.97%。到 2021 年云安全、大数据安全、物联网安全市场规模有望分别达到 115.7 亿元、69.7 亿元、301.4 亿元。

重视研发投入，产品市场份额位居前列：2016 年-2018 年公司的研发费用占营收比重为 20.80%、22.29%、23.73%，高于行业平均水平。核心基础安全产品持续多年市场份额位居行业前列。公司 Web 应用防火墙自发布以后多次入围 Gartner 魔力象限推荐品牌，2018 年进入亚太区 Web 应用防火墙魔力象限，威胁情报产品入围 IDC 中国威胁情报安全服务 MarketScape。公司的网络安全态势感知预警平台在 2018 年 11 月安全牛发布的市场研究报告中，在态势感知象限中排名第一。

云安全、大数据安全、态势感知和智慧城市安全等新兴安全领域占据先发优势：公司自 2014 年开始陆续推出了相关产品和解决方案。在公有云安全领域，公司自 2015 年开始与阿里云合作，成为阿里云安全市场首批安全供应商，目前公司的云安全产品已经上线包括阿里云、腾讯云、华为云、AWS 亚马逊、中国电信天翼云、中国联通沃云等在内的十多家国内外主流公有云平台。目前公司云堡垒机、云数据库审计等相关产品累计保护数千家云上企业用户，云堡垒机服务和保护的云主机更是达到了几十万台以上。在私有云（专有云）领域，公司在 2016 年率先推出了天池云安全管理平台，可以为用户提供一整套的云安全解决方案和城市级云安全运营方案。目前已经成功应用到 50 多个省市政务云、运营商政企云、警务云等行业云平台，并与华为云、阿里云、浪潮云等云服务商战略合作。

2.1.3. 投资风险

行业竞争加剧风险：公司在行业中主要竞争对手为奇安信、启明星辰、绿盟科技、等，公司面临行业竞争加剧的风险。

市场拓展不及预期：公司本次募投项目多为在原有技术和产品基础上的技术升级和拓展开发，但在开拓新市场、推销新产品上面临一定的不确定性，使得募投推出的新产品或新服务低于预期。

对外投资减值风险：弗兰科为公司参股公司，公司持有股权比例为 48.627%。由于弗兰科处于市场开拓阶段，前期研发投入大，使得估值下降。如果弗兰科估值进一步下降，将会给公司造成长期股权投资减值损失。

2.2. 金山办公

表 3：金山办公财务指标和分析

	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	分析
营业收入（万元）	54,252.27	75,326.50	112,968.11	
净利润（万元）	12,992.74	21,433.73	31,066.66	
毛利率	88.58%	88.23%	86.71%	公司主要从事 WPS Office 办公软件产品及服务的设计研发和销售推广。截至 2018 年底，公司 WPS 注册用户总量 2.80 亿，WPS 办公软件用户占国内办公市场用户总规模的 42.75%，主要客户在政府、金融、能源、航空等行业，政府部门优势尤其明显。2016 年-2018 年公司营收和净利润的 CAGR 分别为 44.30%和 54.63%。自主可控推动办公软件产品使用授权高增长，庞大用户基础带动公司互联网广告推广服务变现，增值服务超高实用性带动办公服务订阅收入近两年加速增长。
总资产（万元）	94,395.79	127,925.09	162,737.97	
固定资产（万元）	641.95	1,724.47	5,281.00	
存货（万元）	130.10	99.32	100.47	
应收账款（万元）	15,469.18	17,600.86	22,667.76	
预收账款（万元）	2,757.37	9,033.23	19,390.60	
研发投入（万元）	21,393.58	26,600.80	42,753.58	
员工数	901	1,144	1,909	
经营现金流入（万元）	13,750.01	34,677.49	41,809.78	
资产负债率	13.57%	18.78%	27.06%	
净资产收益率	21.87%	23.11%	27.91%	

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.2.1. 主营业务

公司是国内领先的办公软件和服务提供商，主要从事 WPS Office 办公软件产品及服务的设计研发和销售推广。公司产品包括 WPS Office 办公软件和金山词霸等，可在 Windows, Linux, Mac 等多种平台应用；公司服务包括基于公司产品的增值服务和互联网广告推广服务。公司产品已在多领域广泛应用，在政府部门优势尤其明显，目前已覆盖 30 多个省市自治区，400 多个市县级政府。企业客户中，《财富》杂志披露的“世界 500 强”中的 120 家中国企业，公司已服务 69 家，比例达 57.50%；在国内 96 家央企中，公司已服务 82 家，比例达 85.41%；金融行业中，全国五大国有商业银行均为公司客户，12 家全国性股份制商业银行中，公司所服务的客户已达 11 家，比例达 91.67%。

【收入结构】：2018 年公司办公软件产品使用授权、互联网广告推广服务、办公服务订阅收入分别占比 31.49%、33.75%、34.76%。华北、华东、华南、东北、西南、西北、华中、日本、海外其他地区收入占比分别为 34.93%、11.19%、2.17%、3.80%、3.53%、

2.99%、1.05%、6.91%。

【增速情况】：公司营收和净利润 2016 年-2018 年 CAGR 为 44.30%和 54.63%。2016 年-2018 年办公软件产品使用授权、互联网广告推广服务、办公服务订阅收入 CAGR 分别为 23.02%、25.29%、147.45%。

2.2.2. 投资要点

办公软件市场规模庞大：随着国家安全意识的增强，国务院和工信部推出一系列政策支持基础软件行业的发展，对国产软件的需求增加。随着社会信息化的发展，互联网渗透率的不断提升，近年来办公软件用户数量也在持续增长。根据计世资讯数据显示，2018 年中国基础办公软件用户规模为 6.55 亿，2012 年-2018 年中国办公软件用户规模复合增长率达 6.8%，未来国内办公软件市场规模、用户数量呈持续上升趋势。据计世资讯统计，2018 年中国基础办公软件市场规模为 85.34 亿元，相较 2017 年同比增长为 9.7%，预计到 2023 年，行业市场规模将达到 149.04 亿元，2018-2023 年期间复合增长率为 11.8%。

国内最大的基础办公软件提供商：截至 2018 年底，公司 WPS 注册用户总量为 2.80 亿，公司办公软件用户占国内办公市场用户总规模的 42.75%，处于行业领先地位；公司产品 WPS Office 在 2018 年 12 月艾瑞 APP 国内指数排名中名列办公管理类 APP 第一位，渗透率、应用排名方面均领先其他国内竞争对手。

安全可靠体系建设为办公软件带来机会，政府、企业端国产替代带动授权业务增长：产品授权业务是公司基本业务，主要分为数量授权和场地授权两种模式。目前在政府、央企、国有行和部分商业银行等行业用户比例超过 80%。2018 年实现收入 3.56 亿元，同比增长 25.14%，营收占比 31.49%。

庞大用户基础带动互联网广告服务变现：通过长期推广发展与免费策略，公司月度活跃用户数（DAU）超过 3.10 亿，通过互联网广告服务实现流量变现。2018 年互联网广告服务实现收入 3.81 亿元，同比增长，28.84%，营收占比 33.74%。

办公服务订阅快速发展：随着公司基础办公软件产品的使用客户越来越多，公司根据业务和客户需求推出推出 WPS 会员、稻壳儿会员等会员服务。2018 年实现收入 3.93 亿元，同比增长 126.76%，营收占比 34.76%。

研发投入大，毛利率和净利率保持较高水平：公司 2016 年-2018 年研发费用率均在 35%以上，2018 年研发费用 4.28 亿元，研发费用规模也在显著增加。近三年毛利率分别为 88.5%、88.2%以及 86.7%，其中办公软件产品使用授权毛利率为 96.6%、96.8%、97.1%，互联网广告推广服务毛利率为 87.6%、87.5%、83.3%，办公服务订阅毛利率为 62.9%、75.3%、80.7%。公司总体毛利率较为稳定。净利率整体保持在较好水平，2016-2018

年净利率为 23.95%、28.45%、27.50%。

2.2.3. 投资风险

政企端客户拓展不及预期：公司在政企端渗透率处于较高水平，政策、国产替代推进力度不大预期将导致公司业务增速不及预期。

办公服务订阅付费意愿下滑风险：办公噢服务订阅近两年高速增长，成为公司新的营收增长点，受增值服务的质量和行业竞争加剧存在付费意愿下滑的风险。

2.3. 恒安嘉新

表 4：恒安嘉新财务指标和分析

	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	分析
营业收入（万元）	11,982	15,236	17,569	恒安嘉新是具有“云—网—边—端”整体解决方案的通信网安全领军企业，专注于网络空间安全综合治理领域，主营业务是向电信运营商、安全主管部门等政企客户提供基于互联网和通信网的网络信息安全综合解决方案及服务。随着网络空间安全形势的复杂化，新监管需求的驱动以及“云大物移智”、产业互联网等新技术和新场景的爆发，对网络安全威胁感知、预测、防御的需求越来越强。公司研发投入占营收比例在 20%以上，凭借三大核心技术构建了自主可控的知识产权体系和产品体系。为多个重大事件提供国家级网络安全保障服务，拥有良好的品牌形象和业界口碑。
净利润（万元）	2,862	3,307	5,158	
毛利率	53.5%	44.9%	49.2%	
研发投入（万元）	1,239	1,550	2,039	
总资产（万元）	28,512	29,998	35,849	
应收账款（万元）	10,055	10,617	12,548	
存货（万元）	567	921	1,577	
固定资产（万元）	5,825	5,370	5,811	
预收账款（万元）	341	536	569	
经营现金流净流入（万元）	2,704	3,799	2,598	
员工人数（人）	291	334	329	
资产负债率	26.5%	19.1%	17.9%	
净资产收益率	13.7%	14.6%	19.2%	

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.3.1. 主营业务

公司是“云—网—边—端”整体解决方案的通信网安全领军企业，专注于网络空间安全综合治理领域；主营业务为向电信运营商、安全主管部门等政企客户提供基于互联网和通信网的网络信息安全综合解决方案及服务；公司产品包括网络安全综合治理、通信网网络优化以及移动互联网增值。

【收入结构】：2018 年公司网络安全综合治理、通信网网络优化以及移动互联网增

值收入分别占比 94.78%、2.04%、3.18%，其中网络安全综合治理为公司核心业务。华北、华东、华中、华南、西南、东北、西北收入占比分别为 28.54%、24.94%、17.46%、10.11%、8.18%、6.70%、4.07%。公司主要客户为电信运营商、安全主管部门等政企客户，2018 年前 5 大客户中国联通、中国电信、中国移动、工信部及下属单位、网信办及下属单位占营收比例分别为 30.71%、30.32%、8.51%、7.08%、6.55%。

【增速情况】：公司营收和净利润 2016 年-2018 年 CAGR 为 20.55%和 393.98%。2016 年-2018 年网络安全综合治理、移动互联增值、通信网网络优化业务收入 CAGR 分别为 22.04%、-9.80%、26.85%。

2.3.2. 投资要点

市场以安全硬件为主，关键信息基础设施部门安全需求高：随着网络战愈演愈烈、等保 2.0 发布实施、密码法草案例如立法规划，将催生网络安全市场释放新需求。2018-2021 年中国网络安全市场将由 495.2 亿元至 926.8 亿元，2018 年-2021 年 CAGR 为 23.23%。2018 年，中国云安全市场规模达到 37.8 亿元，增长率达 44.8%，未来 3 年内预计仍将保持每年 40%的高速增长。2017 年中国信息安全市场安全硬件、安全软件、安全服务市场占总体安全市场份额分别为 56.47%、17.18%、26.35%，产品结构以硬件市场为主。目前我国政府、电信、金融、能源四大行业领域的信息安全需求较大，市场份额分别为 22.7%、18.7%、17.9%和 17.2%，相对于其他行业占比较高。

三大核心技术构建自主可控体系：2016 年-2018 年公司的研发投入占营收比重为 17.77%、22.48%、20.41%，高于行业平均 18.14%。公司高度重视自主研发能力的培育和建设，并围绕互联网和通信网一体化的海量数据实时处理技术、具有深度学习能力的智能安全引擎技术、“云—网—边—端”综合管控技术等三大核心技术，构建了自主可控的知识产权体系和产品体系。

公司拥有突出的行业公信力和品牌影响力：连续四届入选 CNCERT “网络安全应急服务支撑单位（国家级）”，并为“十九大”、“两会”、G20 杭州峰会、世界互联网大会、“一带一路”峰会、上合峰会、金砖国家领导人峰会、中国国际进口博览会等提供国家级网络安全保障服务；同时，公司是 CNCERT 仅有两家考核等级为优的国家级支撑单位之一。此外，公司也是“国家网络与信息安全信息通报机制技术支持单位”、“工业信息安全应急服务支撑单位”，参与建设了“计算机病毒防御技术国家工程实验室研究室”和“计算机病毒防治技术国家工程实验室”。

2.3.3. 投资风险

客户流失导致增长不达预期：2018 年公司对前五名客户收入占公司营收的比例高

达 83.17%。客户需求受到宏观经济、市场竞争加剧等影响而流失，从而导致公司业绩增长不达预期。

对外投资减值风险：弗兰科为公司参股公司，公司持有股权比例为 48.627%。由于弗兰科处于市场开拓阶段，前期研发投入大，若公司估值下降将会给公司带来长期股权投资减值风险。

2.4. 山石网科

表 5：山石网科财务指标和分析

	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	分析
营业收入（万元）	32,652.26	46,305.86	56,612.98	山石网科专注于网络安全领域前沿技术的创新，提供包括边界安全、云安全、数据安全、内网安全在内的网络安全产品及服务，主要客户为政府、金融、运营商、互联网、教育、医疗卫生等行业。公司研发投入领先行业，产品在市场综合竞争力强。2017 年公司在“统一威胁管理 UTM”市场厂商市场规模中排名第 4。在防火墙、UTM、网络流量分析等产品上具备较强竞争力，产品得到 Gartner 等多家国内外权威第三方机构认可。主营业务毛利率稳定在 77%左右，远高于同行其他企业平均水平。2016 年-2018 年公司的研发投入占营收比重为 37.07%、30.56%、27.64%，高于行业平均 18.14%，处于行业领先水平。
净利润（万元）	118.50	6,005.22	7,218.68	
毛利率	75.14%	77.53%	76.46%	
总资产（万元）	32,300.09	40,229.16	74,619.38	
固定资产（万元）	1,362.54	2,347.37	3,370.72	
存货（万元）	2,714.68	3,470.25	5,040.79	
应收账款（万元）	11,390.91	20,543.54	31,832.61	
预收账款（万元）	1,727.74	766.59	560.40	
研发投入（万元）	12,104.12	14,150.20	15,646.14	
员工数	614	721	883	
经营现金流入（万元）	1,977.06	-693.57	917.88	
资产负债率	36.00%	45.91%	43.77%	
净资产收益率	0.57%	28.31%	22.66%	

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.4.1. 主营业务

山石网科是中国网络安全行业的技术创新领导厂商，专注于网络安全领域前沿技术的创新，为用户提供全方位、更智能、零打扰的网络安全解决方案。主营业务涵盖云计算安全、边界安全、内网安全、数据安全、智能分析管理以及安全服务；主要客户分布于政府、金融、电信运营商、互联网、教育、医疗卫生等行业，累计超过 17,000 家用户，终端客户覆盖美洲、欧洲、东南亚、中东等 50 多个国家和地区。在苏州、北京和美国硅谷均设有研发中心。

【收入结构】：2018 年公司边界安全、云安全及其他收入分别占比 91.28%、4.25%、4.46%，。渠道代理和直销的收入占比分别为 89.58%、10.41%，以渠道代理为主。前五大客户收入占比达到 84.55%。

【增速情况】:公司营收和净利润 2016 年-2018 年 CAGR 为 31.67%和 114.32%。2016 年-2018 年边界安全、云安全及其他业务收入 CAGR 分别为 29.54%、150.12%、62.05%。

2.4.2. 投资要点

安全市场仍以硬件为主:根据 IDC 数据, 2017 年中国网络安全细分领域中硬件占比最大, 达到 188.02 亿元, 占整体网络安全行业 61.44%, 2014 年至 2017 年, 我国安全硬件市场复合增长率达到 32.60%, 预计 2020 年规模达到 368.56 亿元, 预计三年复合增长率达到 26.88%, 仍然是我国网络安全行业重要组成部分。安全硬件产品中传统防火墙、统一威胁管理 (UTM)、入侵检测/入侵防御占比较大, 分别达到 37.64%、24.70% 和 15.00%, 2014 年至 2017 年复合增长率分别达到 31.22%、35.71%和 26.20%。根据预测, 2020 年我国传统防火墙、统一威胁管理 (UTM)、入侵检测/入侵防御子产品线将分别达到 130.46 亿元、105.25 亿元和 53.35 亿元, 复合增长率分别达到 24.99%、30.56%及 25.37%, 仍然保持较高速增长, 行业增长空间较大。

云计算市场有望保持高增长:根据中国信息通信研究院发布的《云计算发展白皮书 (2018 年)》, 2017 年我国云计算整体市场规模达 691.6 亿元, 相比 2016 年增长 34.32%。当前我国云计算市场整体规模相对较小, 占全球市场份额不到 10%, 仍存在进一步大规模发展的空间。2017 年我国公有云市场规模达到 264.8 亿元, 预计 2018-2021 年仍将维持 30%以上的增速, 2021 年市场规模将达到 902.6 亿元。2017 年我国私有云市场规模达 426.8 亿元, 预计 2018-2021 年仍将维持 20%以上的增速, 2021 年市场规模将达到 955.7 亿元。

研发投入高, 产品竞争力强:2016 年-2018 年公司的研发投入占营收比重为 37.07%、30.56%、27.64%, 处于行业领先水平。在防火墙、UTM、网络流量分析等产品上具备较强竞争力, 产品得到 Gartner 等多家国内外权威第三方机构认可。公司是国内安全厂商中入选 Gartner 魔力象限次数最多的厂商之一; 连续五年入选 Gartner 的企业级防火墙魔力象限、UTM 魔力象限; 连续两年入选 Gartner 的 IDPS 魔力象限; 2019 年成为国内唯一入选 Gartner《网络流量分析市场指南》的网络安全厂商。

毛利率高, 费用支出高:毛利率 2016 年-2018 年主营业务毛利率分别为 76.93%、78.39%、77.19%, 主营业务毛利率稳定在 77%左右, 远高于同行其他企业平均水平。其中, 公司边界安全产品的市场竞争优势明显, 毛利率较高, 导致主营业务综合毛利率较高。云安全业务是公司近年来大力发展的方向, 该类产品形态基本为软件, 其成本构成主要为安装及技术服务, 因此业务毛利率相对较高, 报告期内维持在 98%左右。公司净利率水平较低主要是较高的销售费用和研发费用支出, 2018 年销售费用率和研发投入占营收比分别为 31.79%、27.64%, 远高于行业平均水平。

2.4.3. 投资风险

市场竞争加剧风险：网络安全行业竞争激烈，由于新产品和新技术的推出从而出现更有竞争力的公司，是的公司的产品和技术失去领先优势。

2.5. 安博通

表 6：安博通财务指标和分析

	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	分析
营业收入（万元）	10,633.75	15,075.63	19,534.65	安博通是国内领先的网络安全系统平台与安全服务提供商。依托自主开发的应用层可视化网络安全原创技术，为业界众多网络安全产品提供操作系统、业务组件、分析引擎、关键算法、特征库升级等软件支撑及相关的技术服务，是网络安全行业“厂商的厂商”。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。客户中包括华为、新华三、太极股份等国内知名产品与解决方案厂商，及安恒信息、启明星辰、360 网神等知名安全厂商。2016-2018 年公司营业收入和净利润 CAGR 分别为 35.54%和 148.64%，处于高速增长阶段。
净利润（万元）	976.84	3,536.88	5,964.39	
毛利率	64.60%	66.15%	65.88%	
总资产（万元）	12,371.27	24,736.62	31,163.37	
固定资产（万元）	253.11	161.44	148.34	
存货（万元）	900.63	1,244.53	1,431.93	
应收账款（万元）	6,471.75	9,690.95	13,468.39	
预收账款（万元）	11.20	12.77	56.32	
研发投入（万元）	1,585.22	2,652.84	2,655.37	
员工数	106	169	181	
经营现金流入（万元）	192.89	1,934.21	1,803.20	
资产负债率	16.51%	16.08%	17.48%	
净资产收益率	14.64%	23.47%	26.80%	

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.5.1. 主营业务

安博通是国内领先的网络安全系统平台与安全服务提供商。依托自主开发的应用层可视化网络安全原创技术，为业界众多网络安全产品提供操作系统、业务组件、分析引擎、关键算法、特征库升级等软件支撑及相关的技术服务，是网络安全行业“厂商的厂商”。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。以自主研发 ABT SPOS 平台为基础，形成了一系列竞争力较强的网络安全产品，主要产品包括嵌入式安全网关、虚拟化安全网关、安全管理产品，网络安全服务等。ABTSPOS 平台集成了网络层访问控制、应用层防火墙、入侵防御、病毒拦截、行为管理、网络审计、流量分析、威胁情报等关键要素与手段。

【收入结构】：2018 年公司安全网关产品、安全管理产品及安全服务收入分别占比 82.76%、12.90%、4.34%。华北、华东、华南、西南、其他地区收入占比分别为 48.76%、31.48%、15.39%、2.61%、1.76%。

【增速情况】:公司营收和净利润 2016 年-2018 年 CAGR 为 35.54%和 148.64%。2016 年-2018 年安全网关产品、安全管理产品及安全服务收入 CAGR 分别为 28.31%、157.30%、39.93%。

2.5.2. 投资要点

云安全、物联网安全、工业互联网安全等新兴市场增长快速:公有云的多租户共享场景导致可信边界的弱化,威胁的增加,因此构建基于云的纵深防护体系成为应对公有云安全威胁的重要手段。私有云、行业云领域,众多厂商积极在云安全资源池、云工作负载保护平台等重点领域加速布局,公有云领域,公有云安全防护发展态势持续向好,领域生态初步成型。物联网发展迅猛,物联网设备规模呈现爆发性增长趋势。物联网带来便捷的同时也带来了风险,物联网设备、网络、应用面临严峻的安全挑战。关键基础领域的攻击事件频频发生,工业互联网安全的市场关注度随之提升。随着智能制造和工业互联网推进政策的不断出台,政府及企业开始逐步重视对工业互联网安全的投入,工业互联网市场具有较快的增长率。根据赛迪顾问数据,2018 年中国云安全、物联网安全、工业互联网安全市场规模分别为 37.8 亿元、88.2 亿元、94.6 亿元,2019-2021 年的 CAGR 分别为 44.91%、52.97%、35.00%。

聚焦与行业上游,协同共赢:公司定位于做网络安全能力的提供者、上游软件平台与技术提供商,在战略上选择“被嵌入与被集成”策略,以合作的模式将安全软件与服务提供给各大产品与解决方案厂商,由合作伙伴交付给政府与企事业单位等最终用户,是网络安全行业“厂商的厂商”。一方面,公司不与华为、新华三、启明星辰、绿盟科技等行业内实力较强的专业产品厂商直接竞争,而为上述公司提供软件系统平台、引擎、特征库等技术与服务;另一方面,公司通过与太极股份、中国电信系统集成、荣之联等网络安全解决方案厂商合作,将自身产品应用于客户承接的信息化项目或网络安全防护体系。

竞争优势明显,ABTSPOS 平台应用新兴安全领域:公司具有领先的技术研发优势和优质的客户基础;其次公司具备快速的上游技术响应和服务和良好的工程师文化氛围。公司 ABT SPOS 平台具备优秀的跨硬件平台适应能力和云计算虚拟化能力,全面的对外开放接口以及大规模的行业应用实践。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。

2.5.3. 投资风险

市场竞争加剧风险:随着网络安全行业的快速发展,行业分工协作的不断深化,未来不排除会有更多的企业参与市场竞争,公司与行业内具有技术、品牌、人才和资金优

势的厂商之间的竞争可能进一步加剧。

应收账款增加及坏账的风险：然公司直接客户和最终用户资信状况良好，应收账款较少发生坏账，应收账款总体状况良好，但随着公司经营规模的扩大，应收账款绝对金额将逐步增加，如出现客户信用发生变化等情况，公司存在应收账款坏账损失增大的风险。

2.6. 光通天下

表 7：光通天下财务指标和分析

	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	分析
营业收入（万元）	4,361.45	13,602.56	21,087.36	光通天下是国内较早进入专业抗 DDoS 攻击服务领域的企业之一，通过搭建“睿盾安全大脑”，可以为数据中心、云服务商、游戏、视频、电商、金融、政府、交通、电力等各行业客户提供包括边界安全、应用安全、数据安全、主机安全在内的全方位一站式安全解决方案。从收入构成来看，2018 年公司云安全服务和云计算基础服务收入各占约 50%。未来云安全和云计算基础行业进入快速增长阶段，公司的 DDoS 高防领域处于全国领先水平，IDC 领域获得市场广泛认可，公司有望持续获益。公司现金流改善明显，2018 年经营活动净现金流转正。2018 年末资产负债率为 8.25%，远低于行业平均水平，人均创利和创收处于行业领先水平。
净利润（万元）	1,663.53	5,123.18	6,178.35	
毛利率	69.02%	66.85%	46.63%	
总资产（万元）	3,957.02	30,531.79	47,369.68	
固定资产（万元）	770.46	1,836.58	7,317.00	
存货（万元）	0.00	0.00	0.00	
应收账款（万元）	2,045.25	9,170.92	16,451.71	
预收账款（万元）	20.00	2.94	317.14	
研发投入（万元）	571.30	2,510.59	1,615.81	
员工数	63	100	153	
经营现金流入（万元）	-200.82	-3,391.07	5,346.15	
资产负债率	33.51%	12.37%	8.25%	
净资产收益率	62.36%	32.93%	17.80%	

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.6.1. 主营业务

光通天下是一家以云安全技术为核心的互联网安全服务提供商。通过搭建“睿盾安全大脑”，可以为数据中心、云服务商、游戏、视频、电商、金融、政府、交通、电力等各行业客户提供包括边界安全、应用安全、数据安全、主机安全在内的全方位一站式安全解决方案。公司云安全服务包括 DDoS 攻击高防服务、智能 CC 防护服务、智能 WAF 服务、渗透测试服务、态势感知服务和综合安全解决服务。云计算基础服务包括 IDC 服务、行业云计算服务和其他运维服务。主要客户包括腾讯云、华为云、星云融创（百度子公司）、幻电（哔哩哔哩）、网宿科技、金山云、盛大比格云等。

【收入结构】：2018 年公司云安全服务、云计算基础服务收入分别占比 49.95%、50.05%。华东、华北、华南、西南的收入占比分别为 75.81%、12.92%、8.07%、3.15%。

IDC 业务带宽单价持续下降，2018 年较 2017 年下降 4.19%。

【增速情况】：公司营收和净利润 2016 年-2018 年 CAGR 为。2016 年-2018 年收入 CAGR 分别为。

2.6.2. 投资要点

云安全和云计算基础行业快速增长：近几年，伴随互联网的高速发展及物联网、工业互联网、云计算、大数据等新兴领域和新兴技术的快速发展，网络攻击形态更为复杂，随之而来的信息窃取、系统瘫痪等恶意攻击事件愈演愈烈，行业正处爆发式增长趋势。根据赛迪 CCID 统计，2018 年中国云安全服务市场规模达到 37.8 亿元，同比 2017 年增长 44.8%，预计到 2021 年市场规模将达到 115.7 亿元，19-21 年均增长率为 45.2%。IDC 方面，云计算迅速发展驱动 IDC 需求持续增长。根据信通院统计，2018 年我国数据中心行业收入规模达到 816.3 亿元，同比 2017 年增长 25.5%，行业持续保持快速增长势头。根据赛迪 CCID 预计，到 2021 年我国数据中心行业收入规模将达到 1,553.3 亿元，未来三年年均增长率为 23.9%。

DDoS 高防领域处于全国领先水平，IDC 领域获得市场广泛认可：公司在 DDoS 高防领域处于全国领先水平，并在市场享有较高品牌知名度，2018 年公司云安全服务收入占中国云安全服务市场规模的比例为 2.78%。IDC 服务覆盖 IDC 服务商、云服务商、网络游戏、网络视频等各行业客户，积累了良好的商业信誉，获得了市场的广泛认可。2018 年公司 IDC 服务收入在专业 IDC 服务商市场中的占比为 0.52%。

现金流改善，人均创收和创利处于行业领先水平：公司现金流改善明显，2018 年经营活动净现金流转正，2018 年末资产负债率为 8.25%。人均创利和创收处于行业领先水平。

2.6.3. 投资风险

市场竞争加剧风险：网络安全行业竞争激烈，由于新产品和新技术的推出从而出现更有竞争力的公司，是的公司的产品和技术失去领先优势。

行业集中度较高风险：2018 年边界安全产品及服务收入的营收占比接近 90%。由于宏观经济波动、行业不景气等因素导致公司边界安全产品需求下降，公司营收将受到较大影响。

2.7. 连山科技

表 8：连山科技财务指标和分析

	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	分析
营业收入（万元）	5,806.93	11,332.43	14,171.94	公司是军用信息安全产品与高安全定制化软件产品及配套服务提供商，主营业务是基于自主可控的“数据粒子化”信息安全核心技术体系，向军队军工、外交、国安、应急等用户，研发、销售信息安全产品与高安全定制化软件产品，并提供军用软件测评服务和信息安全系统集成服务。2018 年军队军工客户营收占总营收超过 70%。2016-2018 年公司营业收入和净利润 CAGR 平均为 56.22%和 93.49%。产品主要客户为军工类，价值产品独特性，国内市场无直接竞争对手
净利润（万元）	1,449.57	3,153.96	5,588.36	
毛利率	70.92%	60.83%	69.48%	
总资产（万元）	6,083.48	11,298.74	20,968.82	
固定资产（万元）	482.87	469.48	623.10	
存货（万元）	1,693.81	1,958.38	1,442.04	
应收账款（万元）	1,029.91	1,133.51	5,440.32	
预收账款（万元）	1,038.51	710.63	45.88	
研发投入（万元）	1,502.00	2,792.76	3,049.49	
员工数	185.00	225.00	231.00	
经营现金流入（万元）	1,628.05	2,919.80	1,076.72	
资产负债率	39.72%	19.60%	10.87%	
净资产收益率	41.10%	50.04%	40.24%	

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.7.1. 主营业务

公司是军用信息安全产品与高安全定制化软件产品及配套服务提供商，主营业务是基于自主可控的“数据粒子化”信息安全核心技术体系，面向军队军工、外交、国安、应急等（以及对信息安全有高要求的企事业单位）用户，研发、销售信息安全产品与高安全定制化软件产品（包括：管理控制系统、应用系统开发与服务、通信及存储系统等产品）及配套服务，并提供军用软件测评服务和信息安全系统集成服务。

【收入结构】：2018 年公司信息安全及其应用、通信及存储系统、评测服务、系统集成服务收入分别占比 72.67%、11.50%、15.83%。下游行业主要为军队军工客户，2018 年营收占比超过 70%。

【增速情况】：公司营收和净利润 2016 年-2018 年 CAGR 为 56.22%和 93.49%。2016 年-2018 年信息安全及其应用、评测服务、系统集成服务收入 CAGR 分别为 51.06%、116/50%、54.00%。

2.7.2. 投资要点

军队信息化将带动安全需求增长：军队信息化在国防现代化建设中的地位和作用越来越突出。2019 年中国国防预算为 1.19 万亿元人民币，增长率为 7.5%，叠加全球国防预算上升的大背景，未来中国军费增速将持续增长。同时，顺应“武器装备信息化、信息装备武器化、信息系统一体化以及基础设施现代化”的基本趋势，国家对军队信息化

建设非常关注，出台了多项规划，未来信息化建设在装备及指挥体系建设中的结构比例将明显提高。

公司坚持走自主创新的发展道路，掌握核心技术体系：公司核心技术体系包括数据粒子化、数据粒子分发与重组、多链路智能组网、多维空间信息安全融合与交互四项技术。公司大力推进“数据粒子化”专利技术在军队、军工、政府等核心涉密领域的研究与应用，与军队、中国航天科工集团、中国航天科技集团、中国电子科技集团等单位在技术、产品、解决方案等多个维度形成了深度的合作关系。

重视研发投入，毛利率水平高：信息安全与其应用是公司毛利主要来源，2016-2018年毛利率分别为 83.85%、84.04%、82.82%。处于行业较高水平。

2.7.3. 投资风险

客户集中度风险：公司主要客户为军队、军工集团及科研院所等，客户集中度高，前五大客户收入占比超过 60%。若上述客户采购需求波动、付款政策调整，可能对公司经营管理带来不利影响。

新产品研发不及预期：公司新产品研发需要经过多轮环节后才能最终获得客户下达的量产订单。若后续产品的研发中，某个环节受阻，将导致公司订单下滑，带动营收下滑。

3. 行业动态

3.1. 人工智能

NeuHub 京东人工智能平台斩获雷锋网 AI+平台“最佳商用成长奖”

2019 年 7 月 12 日-14 日，全球人工智能与机器人峰会（CCF-GAIR）在深圳正式召开。NeuHub 京东人工智能开放平台凭借在技术突破、落地应用、生态建设等多方面的快速发展，斩获全球人工智能与机器人峰会（CCF-GAIR）AI+应用平台领域的“最佳商用成长”奖，与百度、商汤、爱奇艺等获奖企业共同携手助力中国人工智能的蓬勃发展。

来源：<http://www.donews.com/news/detail/4/3053724.html>

旷视《人工智能应用准则》全文公布提倡善用 AI 技术

2019 年 7 月 17 日，旷视正式全文公布基于企业自身管理标准的《人工智能应用准则》（以下简称《准则》）。《准则》从正当性、人的监督、技术可靠性和安全性、公平和多样性、问责和及时修正、数据安全与隐私保护六个维度，对人工智能正确有序发展作出明确规范，同时给出相应干预措施或指导意见，确保人工智能能够在可控范围内持续发展。

来源：<http://baijiahao.baidu.com/s?id=1639304160042955521&wfr=spider&for=pc>

3.2. 金融科技

2019 上半年英国金融科技融资 29 亿美元创历史新高

新华财经伦敦 7 月 19 日电(记者孙晓玲)英国商业媒体“商业云”近日报道，根据行业机构 Innovate Finance 的研究报告，2019 年上半年，英国金融科技共融资 29 亿美元，创历史纪录。

报道称，2019 年上半年，英国金融科技融资速度超以往任何年份，其融资额同比增长高于 45%，约为 2018 年下半年的 2 倍；仅今年前 6 个月的融资额，相当于 2018 年总额的 85%。

来源：<http://finance.sina.com.cn/roll/2019-07-19/doc-ihytcerm4668183.shtml>

金融科技发展规划将于近期出台

“中国人民银行正在制定金融科技的发展规划，明确未来几年金融科技发展的指导思想、原则、发展目标、重点任务以及保障措施，指导金融机构在体制机制、人才队伍、技术储备、业务创新等方面前瞻布局，有序推进。”中国人民银行科技司司长李伟日前在第四届全球金融科技（北京）峰会上说，目前发展规划正在相关部门会签协调意见，预计将于近期出台。

来源：<http://baijiahao.baidu.com/s?id=1639278202692315177&wfr=spider&for=pc>

3.3. 企业 SaaS

万事达卡与 SaaS 巨头 Zoho 达成战略合作

近日，万事达卡(Mastercard)宣布与 SaaS 巨头 Zoho 达成战略合作伙伴关系，共同为全球中小企业提供数字化产品及服务，帮助企业高效运行，实现业务增长。借助 Zoho 领先的 SaaS 平台，MasterCard 可以为全球中小型企业客户群体提供一套营销、财务及 CRM 一体化工具，实现企业自动化、数字化和无纸化的办公和管理。此前，Zoho 与 MasterCard 在印度的合作非常成功，因此双方决定将合作范围扩展至全球。

来源：<http://www.mpaypass.com.cn/news/201907/17095610.html>

Icertis 获 1.15 亿美元融资，成印度第三家 SaaS 独角兽

印度-美国企业合同管理软件提供商 Icertis 在由美国风险投资公司 Greycroft 和 Premji Invest 领投的融资轮中获得了 1.15 亿美元的投资，估值超过 10 亿美元，成为最新的软件即服务（SaaS）独角兽。

来源：<http://baijiahao.baidu.com/s?id=1639310606637138848&wfr=spider&for=pc>

3.4. 网络安全

2019 中国网络安全年会召开 网信办副主任刘烈宏出席并致辞

新华网广州 7 月 18 日电 2019 年 7 月 17 日，以“智能感知态势携手构建安全”为主题的 2019 中国网络安全年会在广州召开。本次大会由国家互联网信息办公室指导，国家互联网应急中心（CNCERT）联合国内 7 家网络安全企业主办、中国通信学会协办。国家互联网信息办公室副主任刘烈宏出席大会并致辞。

来源：http://www.xinhuanet.com/info/2019-07/19/c_138236445.htm

国家网络安全人才与创新基地展示中心 7 月 20 日投用

7 月 18 日，经济日报记者从武汉临空港经开区（东西湖区）获悉，国家网络安全人才与创新基地首座标志性建筑——展示中心已完成内部装饰和布展，将于 7 月 20 日正式投入使用，承办武汉市今年首场“百万校友资智回汉工程”网安基地专场活动。

来源：<http://baijiahao.baidu.com/s?id=1639404980153791526&wfr=spider&for=pc>

4. 上市公司动态

【天泽信息】关于子公司株式会社 TIZA 对外投资的公告：公司的子公司株式会社 TIZA 计划对日本公司 MBPSMARTEC 株式会社进行现金增资，增资金额为 1.3 亿日元（约合人民币 828.94 万元），增资完成后将持有目标公司 65% 的股权，为控股股东。

【东方国信】关于吸收合并全资子公司的公告：东华信通和普泽创智系公司全资子公司，为提高运营效率、降低管理成本，进一步优化资源配置，公司拟吸收合并东华信通和普泽创智，由公司为主体吸收合并，吸收合并完成后，东华信通和普泽创智依法注销，其全部业务、资产、债权、债务等由公司依法继承。公司将作为经营主体对吸收的资产和业务进行管理。

【潜能恒信】关于拟签署战略合作协议的公告：公司拟与山东海洋签订了《战略合作协议》，经友好协商，本着优势互补、共同合作的方针双方建立合作关系。

【万达信息】关于承担国家重点研发计划“物联网与智慧城市关键技术及示范”重点专项 2018 年度立项项目的公告：公司近日收到工业和信息化部产业发展促进中心发布的《关于国家重点研发计划物联网与智慧城市关键技术及示范重点专项 2018 年度项目立项的通知》，由公司牵头申报的“特大城市服务集成与治理技术研究与应用示范”项目已获批立项。。

【新开普】关于使用暂时闲置募集资金进行现金管理的进展公告：截止本公告日，公司使用部分闲置自有资金进行现金管理尚未到期的累计金额为 3,500 万元，其中全资子公司北京迪科远望科技有限公司使用部分闲置自有资金进行现金管理尚未到期的金额为 500 万元；公司使用暂时闲置募集资金进行现金管理尚未到期的累计金额为 11,000 万元。

【恒银金融】关于获得政府补助的公告：公司于近日收到天津市工业和信息化局下发的《市工业和信息化局关于印发 2019 年第二批天津市工业企业发展专项资金项目名单的通知》文件及附件，根据此批复文件，公司将获得 2019 年第二批天津市工业企业发展专项资金项目（人工智能方向）政府补助 400.00 万元。天津市工业和信息化局于 2019 年 7 月 15 日发布关于《2019 年第二批天津市智能制造专项资金项目公示》，根据此公示文件，公司将获得 2019 年第二批天津市智能制造专项资金支持类项目（智能制造试点示范方向）政府补助 300.00 万元。截至目前，上述政府补助资金均尚未到账。

【北信源】关于获得政府补助的公告：公司及子公司自 2019 年 1 月 1 日至本公告披露日累计获得与收益相关的各项政府补助资金共计人民币 10,804,789.50 元，其中软件产品增值税即征即退政府补助资金为人民币 8,946,589.50 元，其他政府专项补助资金为人民币 1,858,200.00 元。

【荣科科技】关于获得政府补助的公告：公司今日收到全资子公司神州视翰的通知，

神州视翰于 2019 年 7 月 16 日收到软件退税 1,601,026.72 元。2019 年 7 月 4 日至 2019 年 7 月 16 日期间，公司全资子公司累计收到软件退税款共计人民币 2,524,993.17 元。

【新智认知】关于聘任高级管理人员的公告：根据公司业务发展的需要及《新智认知数字科技股份有限公司章程》规定，经公司总裁杨瑞先生提名，董事会提名委员会审核，聘任王曦女士为公司常务副总裁，相关职责职权根据法律法规、规范性文件以及公司章程和制度规则规定确定，任期自董事会审议通过之日起至本届董事会任期届满之日止。

【万集科技】关于公司拟中标项目的提示性公告：2019 年 7 月 18 日，中国招标投标公共服务平台公布了“新疆取消高速公路省界收费站工程（取消省界收费站）关键设备采购项目招标中标候选人公示”，公司成为新疆交投的“新疆取消高速公路省界收费站工程（取消省界收费站）关键设备采购项目标段 1 和标段 2”的第一中标候选人。

【绿盟科技】关于公司股东减持计划实施进展公告：公司于 2019 年 3 月 8 日在巨潮咨询网披露了《关于持股 5%以上股东减持股份预披露公告》，公司持股 5%以上股东雷岩投资拟以大宗交易、集中竞价交易或协议转让方式减持公司股份不超过 12,000,000 股。截至 2019 年 7 月 17 日，雷岩投资本次减持计划减持数量过半。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

