

安恒信息 (688023) 深度研究报告

新兴网络安全黄金赛道潜力选手

强推 (首次)

目标区间: 175.7-195 元

当前价: 121.30 元

- ❖ **基础安全后起之秀, 新兴网络安全排头兵。** 安恒信息于 2007 年成立之初便以应用安全和数据安全作为切入点, 成功进入网络信息安全市场。公司核心基础安全产品持续多年市场份额位居行业前列, 同时公司围绕着云计算、大数据、物联网、工业互联网为代表的新一代信息技术, 形成了以“新场景、新服务”为方向的专业安全产品和服务体系。受益于网络信息安全平台及安全服务业务高速增长, 2016-2018 年公司收入和利润年复合增长率分别为 42.2% 和 941.3%。
- ❖ **网络安全迈入“黄金时代”, 千亿市场空间料将开启。** 我国网络安全投入相对于全球平均水平还有较大差距, 中短期来看, 网络安全法、等保 2.0 等相关法律法规逐步落地, 护网行动力度加大, 推动安全市场的高速增长; 长期来看, 社会对安全的重视程度提升, 新兴技术的不断涌现, 料将推动网络安全发展步入新纪元。站在当前时点, 网络安全景气度逐渐提升, 商业模式、渠道体系正在发生积极变化, 市场格局也有望逐渐优化, 我们认为网络安全已经步入发展的黄金时代。根据 IDC 预测, 2019 年中国网络安全市场总体支出将达到 73.5 亿美元, 到 2021 年中国网络安全将形成千亿级市场, 未来 5 年, 中国网络安全市场总体支出复合增速预计为 25.1%, 远高于 9.44% 的全球水平。
- ❖ **“新场景”与“新服务”驱动公司在新兴安全赛道上一往无前。** 1) 公司在大数据、云计算、物联网安全等“新场景”方向走在市场前列。云安全领域, 公司是阿里云和华为云重要合作伙伴, 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; 大数据安全领域, 2018 年公司监管类态势感知系统中国市场覆盖度排名第一; 物联网安全领域, 公司和浙江省公安厅、海康威视、大华股份达成战略合作, 并掌握一线的研究数据与实验成果。2) 公司风暴中心推出 SaaS 云安全服务模式实现了云监测、云 WAF、云 DDoS 清洗以及云端威胁情报的服务能力, 叠加城市安全大脑、全天候“三位一体”的态势感知、国家级网络安全保障团队构成了公司智慧城市安全运营中心服务的核心能力。2018 年以来公司陆续成立湖北、衢州、金华等子公司, 大力开拓全国智慧城市安全运营业务。
- ❖ **投资建议:** 根据核心假设, 我们预测公司 2019-2021 年归母净利润为 0.83 亿、1.19 亿、1.61 亿元, 对应 PE 为 81 倍、57 倍和 42 倍。公司作为新兴安全领域领航企业, 业务正处于高速发展期, 参考海外对 Palo Alto、Zscaler 等新兴安全厂商的估值方法, 我们认为优先考虑采用 PS 和 PSG 两种方法进行估值, 1) PS 估值: 参考可比公司平均估值, 同时考虑公司业务布局前瞻, 创新能力与品牌建设均处于市场领先, 未来 3-5 年均有有望保持高速增长, 给予一定估值溢价, 给予公司 2020 年 10 倍 PS, 对应目标市值为 130 亿元。2) PSG 估值: 参考可比公司平均估值, 给予公司 2020 年 0.27 倍 PSG, 对应目标市值为 144.3 亿元。综上分析, 我们给予公司目标市值区间为 130-144.3 亿元, 对应目标价区间 175.7-195 元, 首次覆盖给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示:** 实控人变更、技术迭代、市场竞争加剧、渠道商管理不善。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	627	921	1,300	1,762
同比增速(%)	45.6%	47.0%	41.1%	35.6%
归母净利润(百万)	77	83	119	161
同比增速(%)	47.5%	7.8%	43.5%	36.0%
每股盈利(元)	1.04	1.12	1.61	2.18
市盈率(倍)	88	81	57	42
市净率(倍)	13	11	10	8

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 12 月 17 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 陈宝健

电话: 010-66500984
邮箱: chenbaojian@hcyjs.com
执业编号: S0360517060001

证券分析师: 邓芳程

电话: 021-20572565
邮箱: dengfangcheng@hcyjs.com
执业编号: S0360518080001

联系人: 刘逍遥

电话: 010-63214650
邮箱: liuxiaoyao@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	7,407
已上市流通股(万股)	1,548
总市值(亿元)	89.85
流通市值(亿元)	18.78
资产负债率(%)	47.6
每股净资产(元)	6.3
12 个月内最高/最低价	133.5/68.68

市场表现对比图(近 12 个月)



目录

一、国内网络信息安全领域潜力选手，业务强劲增长	5
（一）公司概况：国内网络信息安全领域后起之秀，安全前沿领域领航者	5
（二）财务分析：安全平台与服务业务驱动公司业绩强劲增长	6
1、业绩强劲增长，安全平台与安全服务业务表现亮眼	6
2、盈利能力逐年提升，渠道体系完善是动因	7
（三）创新为矛、品牌为盾，构筑公司核心竞争力	8
1、技术实力强大，双线创新机制取得良好成效	8
2、品牌认可度高，客户结构优良	10
二、网络安全步入“黄金时代”，新变化孕育新机会	11
（一）多因素共振，网络安全千亿空间即将开启	11
1、安全威胁仍然是市场需求快速增长的主要驱动力	11
2、国家政策要求是市场增长的重要推动力	12
3、技术变革催生新的应用场景与市场空间	13
（二）新时代下，新的变化正在发生	17
1、从“被动安全”到“主动安全”时代	17
2、商业模式正在重塑：从“产品”到“产品+服务”	17
3、渠道建设成为安全厂商在增量市场中跑马圈地的重要武器	19
三、“新场景”与“新服务”驱动公司在新兴安全赛道上一往无前	19
（一）“新场景”：新兴领域安全业务布局走在市场前沿	20
1、云安全：阿里云、华为云双料合作伙伴	20
2、大数据安全：中国态势感知解决方案市场领导者	22
3、物联网安全：与浙江省公安厅、海康、大华达成良好合作	23
（二）“新服务”：依靠优秀的理念、能力、团队，有望成为安服市场领军	23
四、投资建议	24
（一）核心假设	24
（二）盈利预测	25
（三）估值分析	25
五、风险提示	25

图表目录

图表 1	公司主要产品及服务	5
图表 2	公司产品市场份额及排名	5
图表 3	中国态势感知解决方案市场 2019 年厂商评估	6
图表 4	公司股权结构	6
图表 5	近三年公司营业收入及增长率	7
图表 6	近三年公司归母净利润及增长率	7
图表 7	公司主营业务收入构成	7
图表 8	公司各项业务毛利率变化	8
图表 9	公司期间费用率变化	8
图表 10	近三年公司研发投入及占营收比重	9
图表 11	近三年公司研发人员及占总员工数比重	9
图表 12	公司两大持股平台——嘉兴安恒、宁波安恒	9
图表 13	公司创新研发模式	10
图表 14	公司主营业务收入行业构成	10
图表 15	2018 年全球数据泄露情况	11
图表 16	2013-2018 年中国国家信息安全漏洞平台收录漏洞数量走势（单位：个）	12
图表 17	新形势下的等级保护	12
图表 18	自主可控产业链	13
图表 19	2016-2021 年中国云安全市场规模及预测	14
图表 20	2016-2021 年中国大数据安全市场规模及预测	15
图表 21	2016-2021 年中国物联网安全市场规模及预测	15
图表 22	2016-2021 年中国工控安全市场规模及预测	16
图表 23	2018-2023 年中国 IT 安全支出规模预测	16
图表 24	2019 年全球 IT 安全产品与服务市场份额	18
图表 25	2016-2021 年中国网络安全市场结构及预测	18
图表 26	“产品”模式与“产品+服务”模式对比	19
图表 27	公司产品体系全线概览图	20
图表 28	阿里云市场中部分安恒云安全产品	21
图表 29	天池云安全管理平台	21
图表 30	AiLPHA 大数据智能安全平台	22
图表 31	网络安全态势感知通报预警平台	22
图表 32	态势感知预警平台收入及订单情况	23

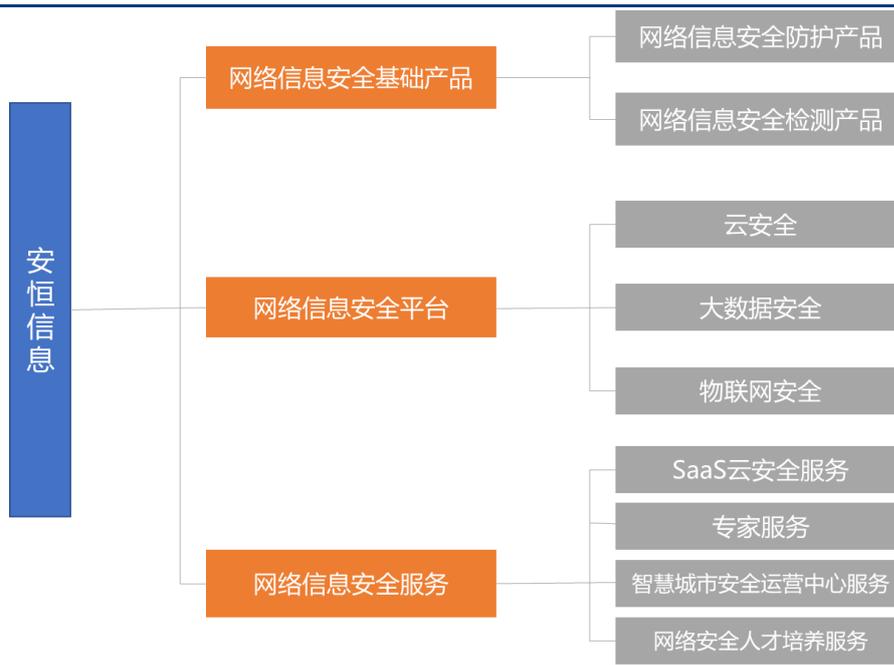
图表 33	工业互联网安全平台解决方案覆盖行业	23
图表 34	玄武盾防护节点	24
图表 35	公司成立子公司开拓城市安全运营业务	24
图表 36	可比公司估值（截止 2019.12.13）	25

一、国内网络信息安全领域潜力选手，业务强劲增长

(一) 公司概况：国内网络信息安全领域后起之秀，安全前沿领域领航者

安恒信息成立于 2007 年，成立之初便以应用安全和数据安全作为切入点，成功进入网络信息安全市场。公司核心基础安全产品持续多年市场份额位居行业前列，同时公司围绕着云计算、大数据、物联网、工业互联网为代表的新一代信息技术，形成了以“新场景、新服务”为方向的专业安全产品和服务体系，2015-2018 年公司连续四年成为全球网络安全创新 500 强。2019 年 11 月，公司成功登陆科创板。

图表 1 公司主要产品及服务



资料来源：公司招股说明书、华创证券

公司核心基础产品在细分市场具有领导优势。目前公司在应用安全、数据库安全、日志审计、漏洞检测等基础安全细分市场占比均位居行业前三，其中日志审计市场排名居首，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。此外，根据安全牛发布的《中国网络安全细分领域矩阵图》(Matrix 2019.05)，安恒信息堡垒机以规模和技术创新力第一，入选国内堡垒机第一梯队厂商。

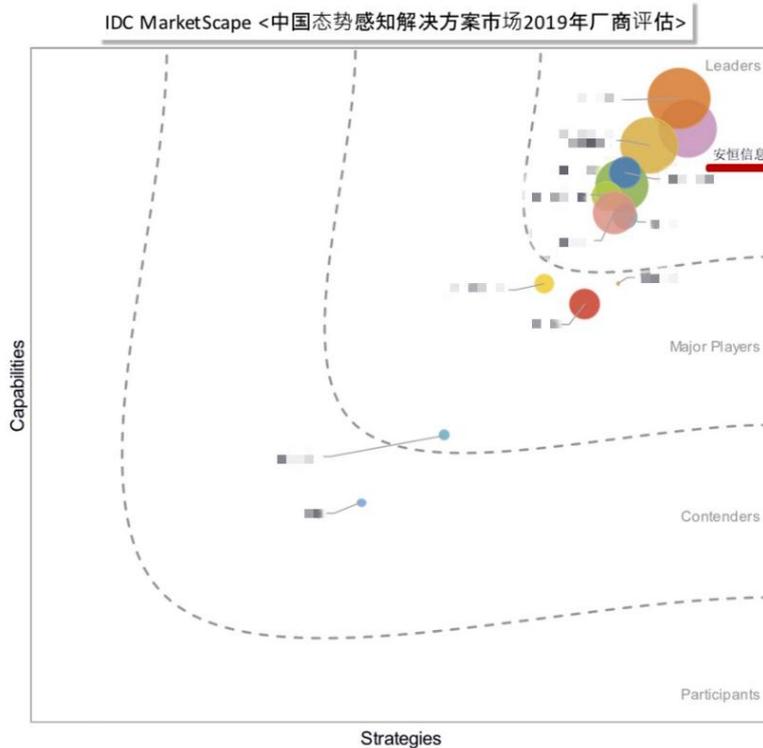
图表 2 公司产品市场份额及排名

产品名称	市场份额及排名	数据来源
Web 应用防火墙	2017 年度市场占比 16.7%，排名第 2	Frost&Sullivan
数据库审计与风险控制系统	2017 年度市场占比 7.2%，排名第 2。 2016 年度市场占比 4.4%，排名第 4	赛迪顾问
运维审计与风险控制系统	2016 年度市场占比 14.5%，排名第 3	
Web 应用弱点扫描器、远程安全评估系统	2017 年度市场占比 14.7%，排名第 3	
日志审计产品	2018 年度市场占比 10.9%，排名第 1	

资料来源：公司招股说明书、华创证券

公司在云计算、大数据、物联网、工业互联网等新兴安全领域亦走在市场前列。1) 云安全方面, 公司已经成为了阿里云与华为云双料战略合作伙伴。2) 大数据安全方面, 公司已成中国态势感知解决方案市场领导者。3) 物联网安全方面, 公司和浙江省公安厅、海康威视、大华股份达成战略合作, 并掌握一线的研究数据与实验成果。

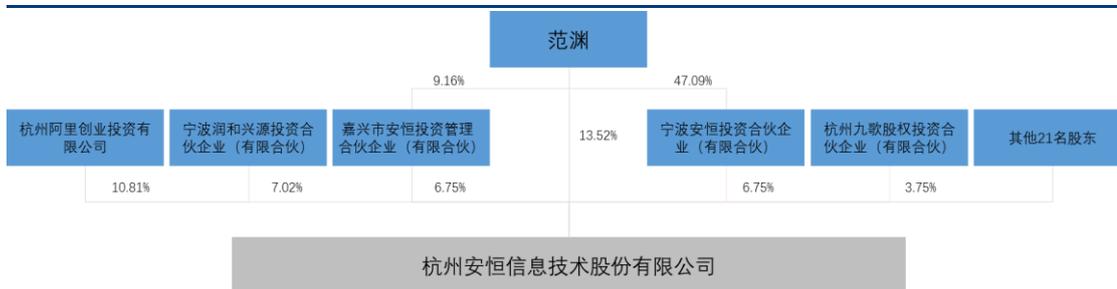
图表 3 中国态势感知解决方案市场 2019 年厂商评估



资料来源: IDC 《中国态势感知解决方案市场 2019 年厂商评估》、华创证券

公司实际控制人为范渊先生, 阿里创投系公司第二大股东。1) 公司的实际控制人及第一大股东为范渊先生, 上市后直接持有 13.52% 股权, 通过员工持股平台嘉兴安恒和宁波安恒分别间接持股 0.62% 和 3.18%。2) 阿里创投系公司第二大股东, 上市后持有公司 10.81% 股份。

图表 4 公司股权结构



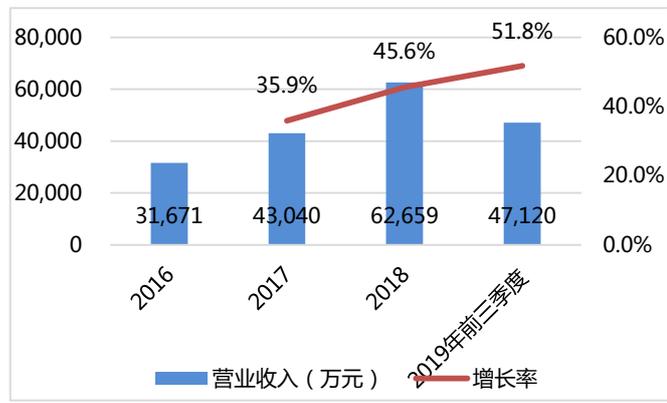
资料来源: 公司招股说明书、华创证券

(二) 财务分析: 安全平台与服务业务驱动公司业绩强劲增长

1、业绩强劲增长, 安全平台与安全服务业务表现亮眼

业绩高速增长, 在手合同饱满。2016-2018 年, 公司营业收入分别为 3.17 亿、4.30 亿和 6.27 亿, 分别同比增长 35.9%、

45.58%；归母净利润分别为-47.85万、5213.53万、7687.47万元，分别同比增长10994.71%和47.45%，业绩强劲增长主要受益于网络信息安全平台及安全服务业务收入规模快速增长。此外，公司在手合同饱满，为业绩提供良好支撑。2019年1-9月，公司共签订合同金额为6.62亿元（含税），较上年同期签订合同金额增长56.24%，

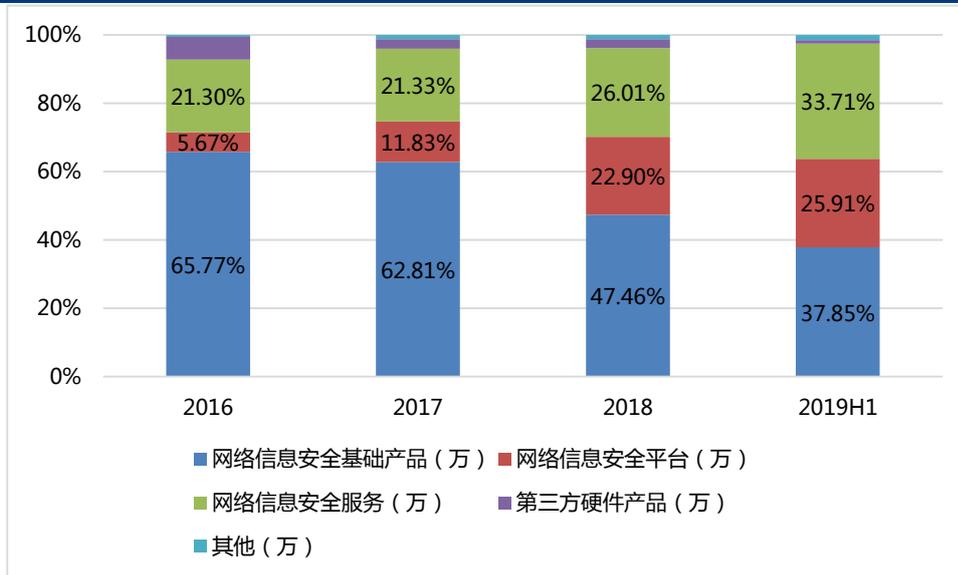
图表 5 近三年公司营业收入及增长率


资料来源：Wind、华创证券

图表 6 近三年公司归母净利润及增长率


资料来源：Wind、华创证券

收入结构持续改善，安全平台及服务占比不断提升。2016-2019H1 公司新一代信息技术软件及服务占公司主营业务收入比分别为 92.74%、95.98%、96.15%及 97.79%；其中作为公司战略方向“云、大、物、智”的业务收入（含产品及服务）占营业收入比分别为 26.96%、33.16%、48.69%及 59.82%，占比持续上升。

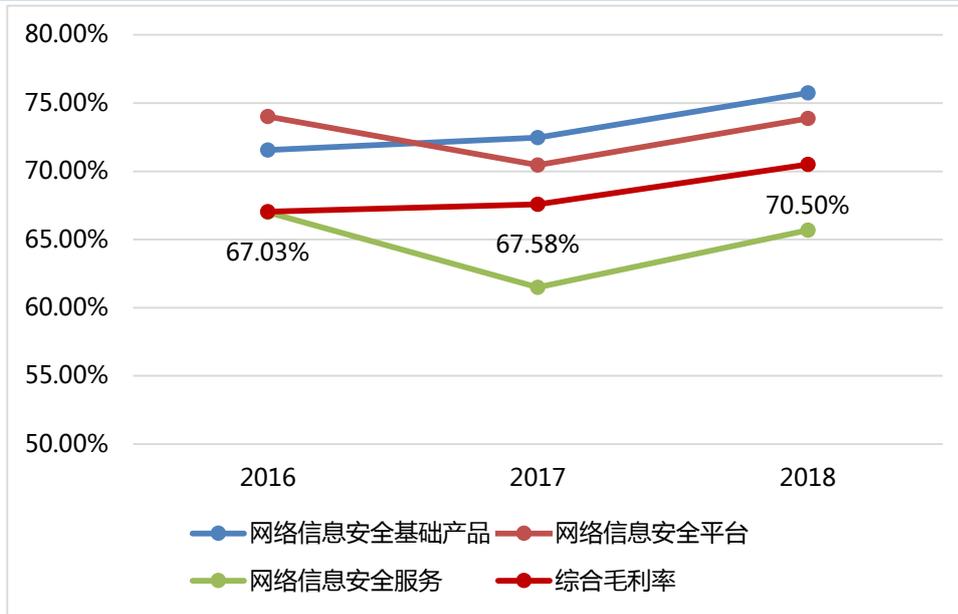
图表 7 公司主营业务收入构成


资料来源：公司招股说明书、华创证券

2、盈利能力逐年提升，渠道体系完善是动因

渠道赋能，公司毛利率逐年上升。2018 年公司毛利率较 2017 年增加 3.24 个百分点，主要由于渠道模式下，公司网络信息安全基础类产品毛利率提升。公司自 2017 年开始确立渠道政策，加强对渠道商的赋能和技术支持，提升渠道商的技术服务能力，使得渠道商具备一定的网络信息安全基础产品的现场安装实施能力。截至 2018 年末已经建立完善销售体系，认证经销商数量达到 386 家。渠道模式下由渠道商自行负责网络信息安全基础类信息产品实施安装的订单增加，从而使得渠道模式下网络信息安全基础类安全产品的人力投入减少，推动毛利率提升。

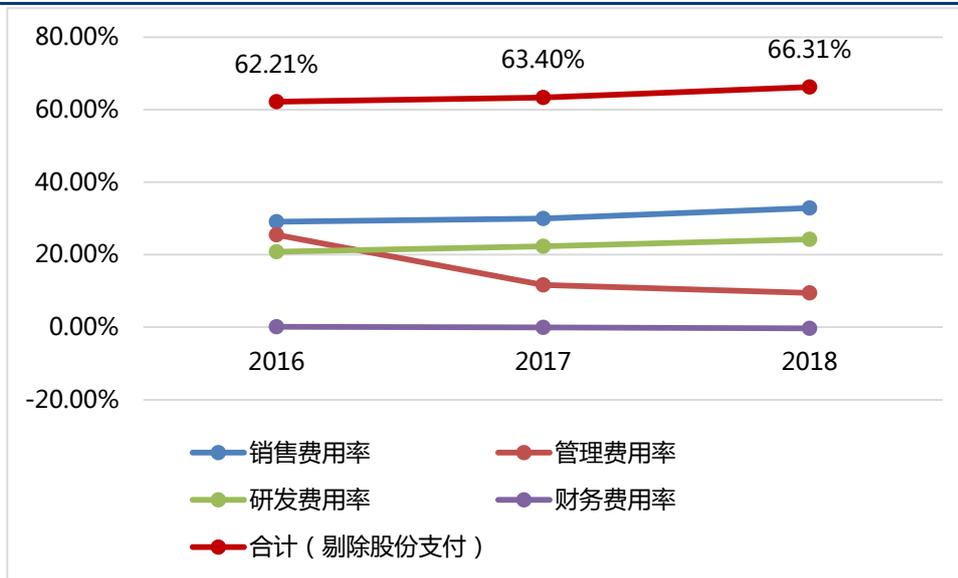
图表 8 公司各项业务毛利率变化



资料来源：公司招股说明书、华创证券

高速成长期投入较大，导致期间费用率提升。近三年，公司期间费用率略有上升，主要原因在于公司处于高速成长期、销售人员及研发人员快速增长，从而导致销售费用率和研发费用率较高所致。

图表 9 公司期间费用率变化



资料来源：公司招股说明书、华创证券

（三）创新为矛、品牌为盾，构筑公司核心竞争力

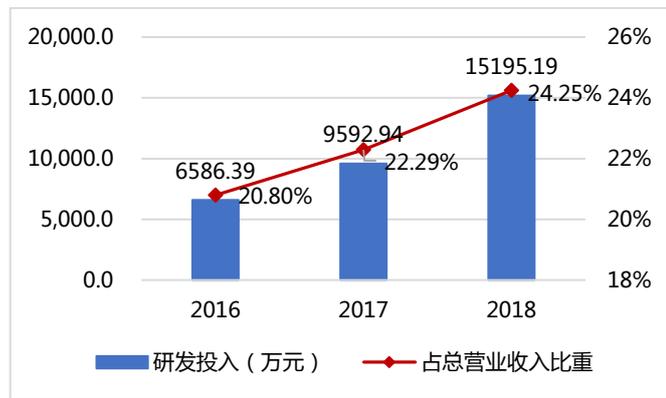
1、技术实力强大，双线创新机制取得良好成效

技术水平是公司核心竞争力与市场领先地位的重要依托。公司强大的技术创新能力主要表现在以下两个方面：

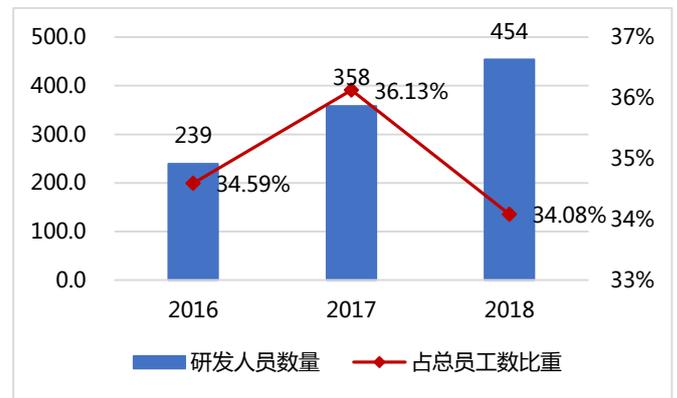
- 高度重视创新，核心技术团队实力强大

公司创始人范渊先生是第一个登上美国 BLACKHAT(黑帽子)大会的中国人,曾在美国硅谷国际著名安全公司从事多年的技术研发和项目管理,对在线应用安全、数据库安全和审计有极其深入的研究,是国家“千人计划”特聘专家、国家“百千万人才工程”有突出贡献中青年专家、国家科技部“创新创业人才推进计划”入选者、全国优秀科技工作者、2016年浙江软件行业领军人物、杭州市第四届杰出人才。

研发投入占营业收入比重维持在 20%以上,持续高效的研发投入将有效保证公司技术竞争优势。截至 2019 年 6 月末公司拥有研发人员 511 人,占全体员工数量比例为 32.59%,涉及攻防研究、应急响应、安全咨询、漏洞研究、产品研发等方面。2016-2018 年公司的研发费用分别为 6586.39 万元、9592.94 万元、15195.19 万元,占营业收入的比重分别为 20.80%、22.29%、24.25%。同时,公司已取得专利技术 66 个,软件著作权 153 个。

图表 10 近三年公司研发投入及占营收比重


资料来源: 公司招股说明书、华创证券

图表 11 近三年公司研发人员及占总员工数比重


资料来源: 公司招股说明书、华创证券

对核心骨干激励到位,提升人员稳定性。两大员工持股平台嘉兴安恒、宁波安恒合计持有公司 13.5%的股权,充分的股权激励有利于绑定核心员工,同时促进公司发展活力的释放。同时,公司制定了项目绩效和专利管理相关制度,设定专利申请的奖励和阶梯式的项目奖励措施,鼓励研发人员加大力度推进新技术研发,以此增加核心技术人员的稳定性。

图表 12 公司两大持股平台——嘉兴安恒、宁波安恒

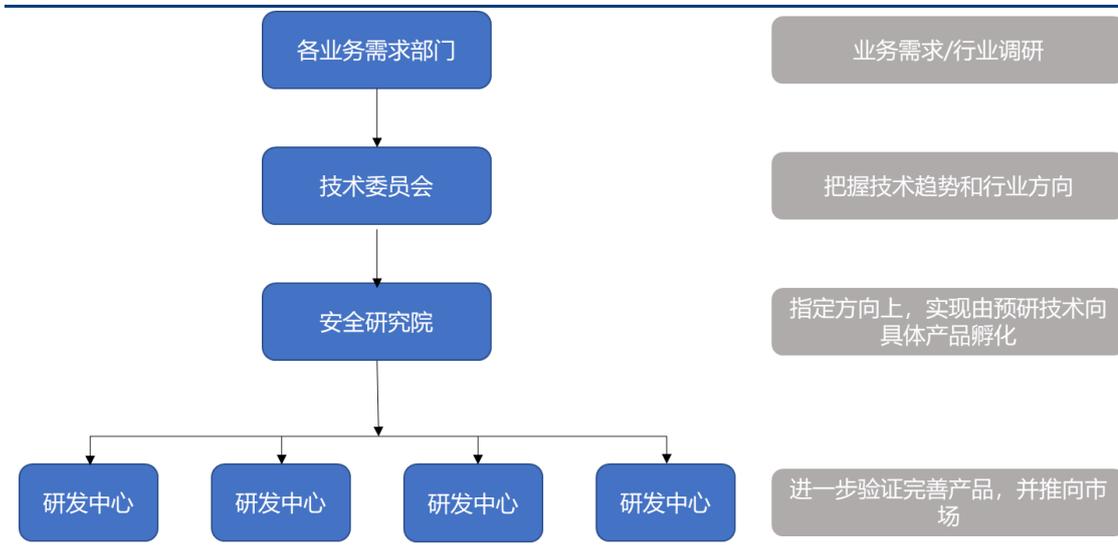
持股平台名称	嘉兴安恒	宁波安恒
持股比例	6.75%	6.75%
成立日期	2013.8.16	2016.1.8
出资人构成及出资比例	范渊系普通合伙人并持有 9.16%的财产份额,沈仁妹系有限合伙人并持有 10.00%的财产份额,张小孟系有限合伙人并持有 7.85%的财产份额,张太成系有限合伙人并持有 7.50%的财产份额,其他 27 名有限合伙人合计持有 65.49%的财产份额	范渊系普通合伙人并持有 47.09%的财产份额,马红军系有限合伙人并持有 10%的财产份额,郭金全系有限合伙人并持有 5.83%的财产份额,楼晶系有限合伙人并持有 5%的财产份额,其他 45 名有限合伙人合计持有 32.08%的财产份额

资料来源: 公司招股说明书、华创证券

● 全面独特的创新研发模式

公司形成了围绕“技术委员会-安全研究院-产品研发中心三级研发管理架构”为核心的全面独特的创新研发模式。首先,公司选拔资深技术骨干组成安恒技术委员会。技术委员会通过接受业务需求部门对网络信息安全行业技术发展方面的调研信息,预测把控未来五年内的技术演进趋势和行业发展方向。其次,公司在部门设置上设立安全研究

院，致力于前沿技术预研、创新业务探索 and 核心能力积累，在保持技术领先性的基础上，实现由预研技术向具体产品的孵化。最后，公司设立多个产品研发中心。研发中心主要由 AiLPHA 大数据实验室、明鉴事业群、网关事业群、天池、风暴中心等多个子部门组成，除负责公司现有产品的迭代升级研发外，还覆盖云安全、移动安全，智能设备安全、大数据安全、工控安全等多个新兴领域产品的开发。

图表 13 公司创新研发模式


资料来源：公司招股说明书、华创证券

2、品牌认可度高，客户结构优良

“安恒信息”已成为我国网络信息安全领域的领导品牌之一。1) 产品技术方面，公司先后获得“国家网络与信息安全信息通报机制先进技术支持单位”、国家信息安全漏洞共享平台 (CNVD) 原创漏洞报送突出贡献单位、公安部科学技术奖三等奖、全国工商联科学技术奖三等奖、中国计算机学会 CCF 科学技术杰出奖、2018 年中国电力科学技术进步奖三等奖等多项行业重要奖项与荣誉。2) 服务方面，公司先后获得由公安部网络安全保卫局颁发的“2019 国家重大活动网络安全保卫技术支持单位”和“2018 年网络安全管理优秀团队”、国家网络与信息安全信息通报中心颁发的“国家网络与信息安全信息通报——优秀技术支持单位”、2016 年 G20 峰会网络安全保卫工作技术支持单位等。

公司客户主要为政府 (含公安)、金融机构、教育机构、电信运营商等单位，行业覆盖广泛，客户结构优良。公司曾先后为 2008 年北京奥运会、上海世博会、广州亚运会、连续五届世界互联网大会乌镇峰会、G20 杭州峰会、厦门金砖会议、青岛上合峰会、上海国际进口博览会、2018 第 14 届 FINA 世界游泳锦标赛等众多重大活动提供网络信息安全保障。

图表 14 公司主营业务收入行业构成

行业	2018 年		2017 年		2016 年	
	收入 (万元)	占比	收入 (万元)	占比	收入 (万元)	占比
政府	21993.95	34.34%	14654.25	34.05%	12660.71	39.98%
其中：公安	9573.29	14.95%	4817.55	11.19%	4788.57	15.12%
金融	6391.18	9.98%	4271.55	9.93%	4016.84	12.69%
教育	6235.19	9.74%	4661.03	10.83%	2011.81	6.35%
电信	4906.78	7.66%	2993.29	6.95%	1850.50	5.84%

行业	2018 年		2017 年		2016 年	
	收入 (万元)	占比	收入 (万元)	占比	收入 (万元)	占比
制造	3017.88	4.71%	3306.44	7.68%	2443.01	7.72%
卫生	2601.03	4.06%	1939.53	4.51%	1283.78	4.05%
其他	18896.07	29.51%	11213.40	26.05%	7398.48	23.36%
合计	64042.08	100%	43039.81	100%	31665.13	100%

资料来源: 公司招股说明书、华创证券

二、网络安全步入“黄金时代”，新变化孕育新机会

(一) 多因素共振，网络安全千亿空间即将开启

除事件和政策外，技术变革成为网络安全市场的主要驱动力。在事件、政策、技术的多重驱动下，信息网络安全需求正在向更高层次、更广范围延伸拓展，从百亿级市场向千亿级市场迈进。

1、安全威胁仍然是市场需求快速增长的主要驱动力

信息泄露规模连年加剧。信息泄露事件依然频繁，涉及各行各业，大到全球化公司、大型互联网企业，小到城市医保系统，如已公开的 12306 网站、医疗行业患者信息、A 站、顺丰快递、华住酒店、万豪酒店、陌陌等。根据 Gemalto 发布的《数据泄露水平指数 (Breach Level Index)》，仅 2018 年上半年，全球就发生了 945 起较大型的数据泄露事件，共计导致 45 亿条数据泄露，与 2017 年相比数量增加了 133%，是 2017 年全年报告数量 20 亿的两倍多。

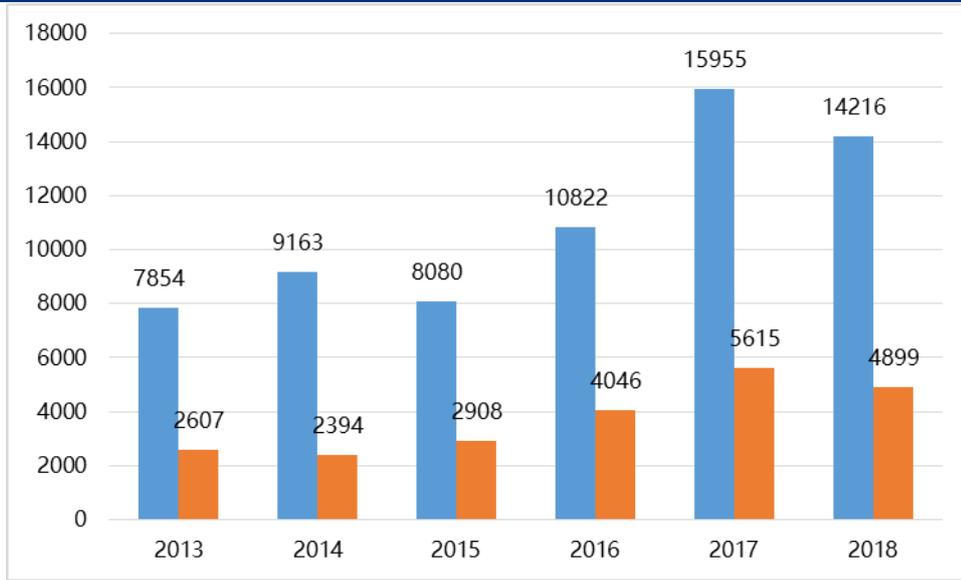
图表 15 2018 年全球数据泄露情况



资料来源: Gemalto 《数据泄露水平指数 (Breach Level Index)》

高危漏洞层出不穷，如英特尔处理器“Meltdown”和“Spectre”新型漏洞、ThinkPHP 漏洞、移动支付 SDK 漏洞、思科漏洞等。根据历年发布的《中国互联网发展状况统计报告》数据显示，2013-2018 年我国信息安全漏洞平台收录漏洞数量逐年增加，2018 年漏洞数量达到 14216 个，其中高危漏洞数量达 4899 个，占全部安全漏洞数量的占比高达 34.5%。

图表 16 2013-2018 年中国国家信息安全漏洞平台收录漏洞数量走势 (单位: 个)

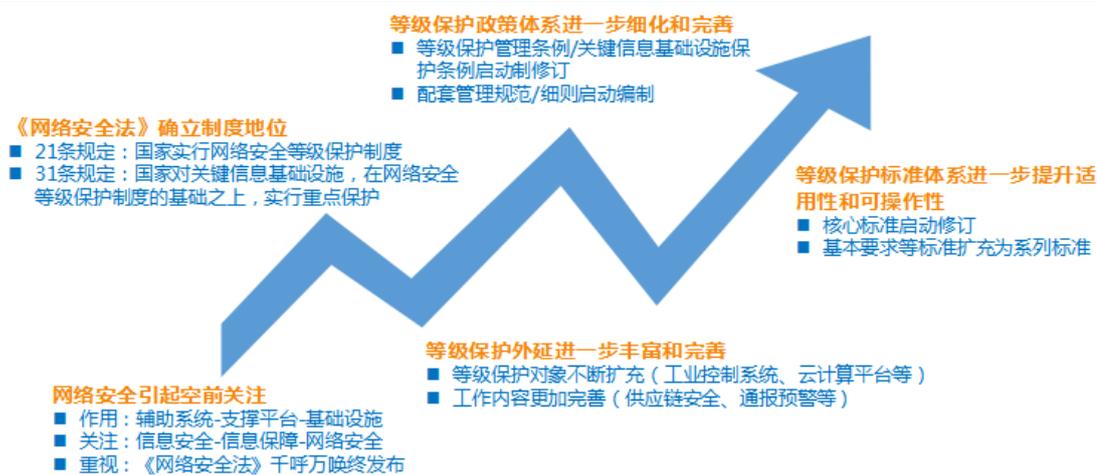


资料来源: CNCERT《中国互联网发展状况统计报告》、前瞻产业研究院、华创证券

2、国家政策要求是市场增长的重要推动力

等保 2.0 出台给网络安全行业带来新成长动力。2019 年 5 月 13 日,《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》、《信息安全技术网络安全等级保护测评要求》、《信息安全技术网络安全等级保护安全设计技术要求》等国家标准正式发布,将于 2019 年 12 月 1 日开始实施,标志着国家对信息安全技术与网络安全保护迈入 2.0 时代。随着等保 2.0 标准的逐步落实,国内信息安全市场有望迎来更大的发展。

图表 17 新形势下的等级保护



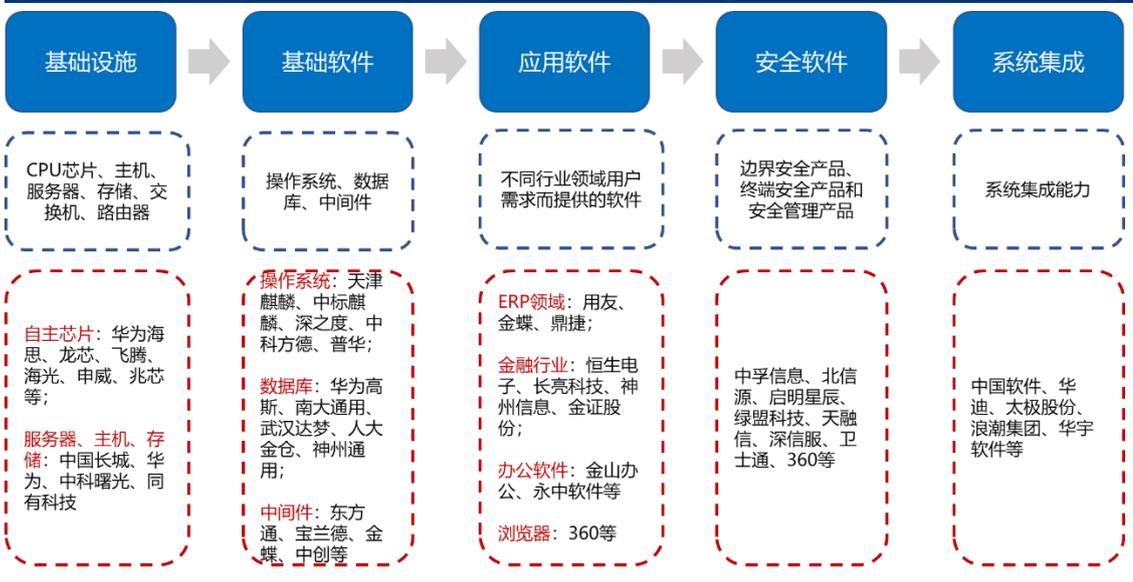
资料来源:深信服官网、华创证券

护网行动力度加大,凸显国家对网络安全的重视。自 2016 年以来,公安部每年开展针对关键信息基础设施的实战攻防演习,被称为“护网行动”。伴随着等保 2.0 时代的到来,同时为加强新中国成立 70 周年大庆的安全保卫,2019 年“护网行动”涉及范围扩大至工信、安全、武警、交通、铁路、民航、能源、新闻广电、电信运营商等单位,充分彰显国家对网络安全的重视。护网行动力度的加大,也极大促进了政企对网络安全的投入,推动安全市场的发展。

安全产品软件硬件国产化推动了更新换代的需求。信息安全已经上升到国家战略的高度,未来国家将通过政府采购

或政策扶持等方式实现基础软硬件和重要 IT 服务的国产化替代，国家也已经明确，涉及国家信息安全产品必须采用国产芯片、软件，实现自主可控，因此，信息安全核心软硬件国产化带来自主可控的信息安全装备平台的巨大需求。

图表 18 自主可控产业链

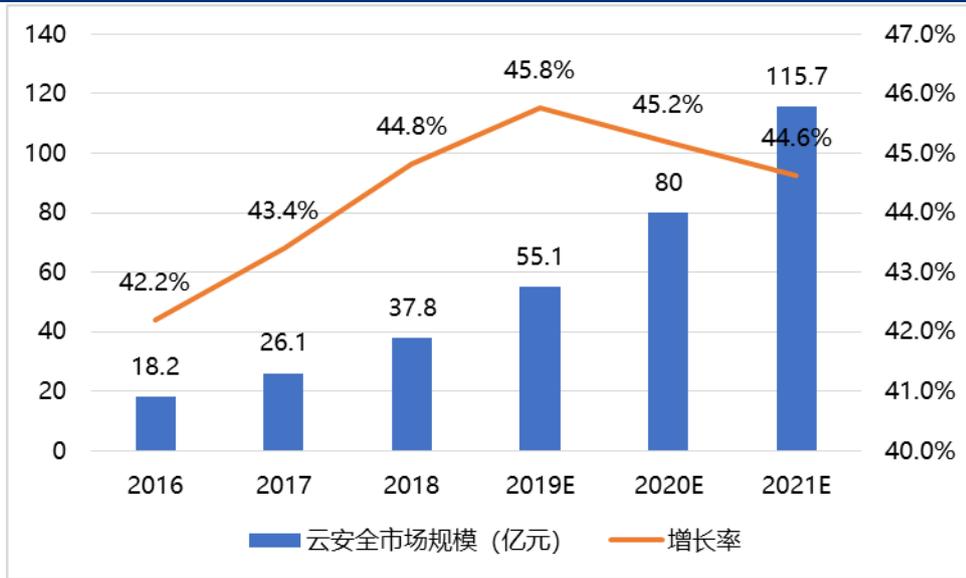


资料来源：华创证券整理

3、技术变革催生新的应用场景与市场空间

● 云安全

云计算的进步将引发新的网络信息安全问题，驱动云安全市场的高速增长。随着云端数据体量不断增长，企业用户对云计算的需求亦越来越多样化，衍生出了多种云计算应用场景和云服务模式。网络技术协同融合意味着安全风险的交织与演变，例如“云计算+物联网”在有效提升万物互联时代信息处理效率的同时，物联网设备端安全漏洞亦成为黑客反向攻击云平台，进行数据窃取与破坏的突破口；与此同时，云计算的进步带动无服务器计算发展，亦将引发新的网络信息安全问题。攻击者更容易借无服务器计算隐藏活动踪迹制造网络威胁。这些都成为云计算发展过程中带来的网络信息安全威胁，同时也为未来云安全产品与服务的研发与部署提供了广阔的应用场景。中国云安全市场目前仍处于起步阶段，整体的市场规模将随着云计算市场规模的增长而快速崛起。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。

图表 19 2016-2021 年中国云安全市场规模及预测


资料来源：赛迪顾问《2019 中国网络安全发展白皮书》、华创证券

● 大数据安全

受政策和各类数据泄密事件影响，中国大数据市场规模快速上升。大数据安全是用以搭建大数据平台所需的安全产品和服务，以及大数据场景下围绕数据安全展开的大数据全生命周期的安全防护。大数据安全主要包括大数据平台安全、大数据安全防护和大数据隐私保护，产品主要包含大数据系统安全产品、大数据资源发现、大数据管理运营、敏感数据梳理、大数据脱敏、应用数据审计、大数据审计等。2018 年的总规模达到了 28.4 亿元，随着大数据安全市场的成熟，年均增长率预计将逐步提高。

值得特别关注的是，随着网络攻击越来越频繁、企业信息化越来越复杂、监管趋严，主动防御和预测类安全产品如态势感知、威胁情报分析、安全合规管理、安全配置核查等细分领域在近年取得快速增长。尤其是态势感知平台，2017~2018 年政府部门监管侧态势感知平台、企业端主动防御用态势感知平台项目发展较快，几乎所有网络信息安全公司都参与到这个安全管理和监测平台建设中。《“十三五”国家信息化规划》中明确将“全天候全方位感知网络安全态势”列为健全网络安全保障体系要求。

图表 20 2016-2021 年中国大数据安全市场规模及预测

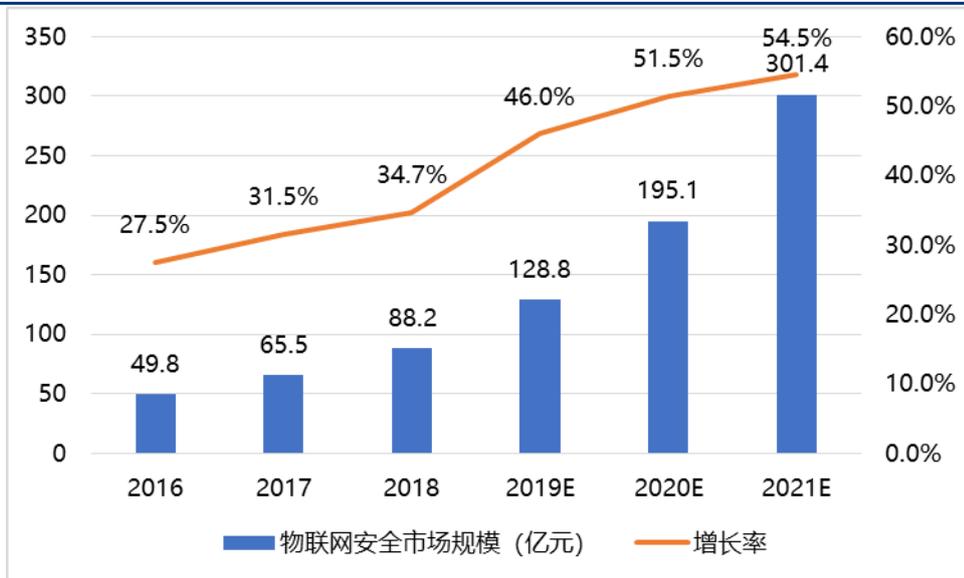


资料来源: 赛迪顾问《2019 中国网络安全发展白皮书》、华创证券

● 物联网安全

伴随物联网市场规模的快速增长, 物联网设备、网络、应用也面临严峻的安全挑战。物联网安全将成为万亿规模市场下的蓝海“潜力股”, 根据赛迪顾问《2019 中国网络安全发展白皮书》统计数据, 2018 年, 我国物联网安全市场规模达到 88.2 亿元, 增速达到 34.7%, 预计到 2021 年, 物联网安全市场规模将达到 301.4 亿元。

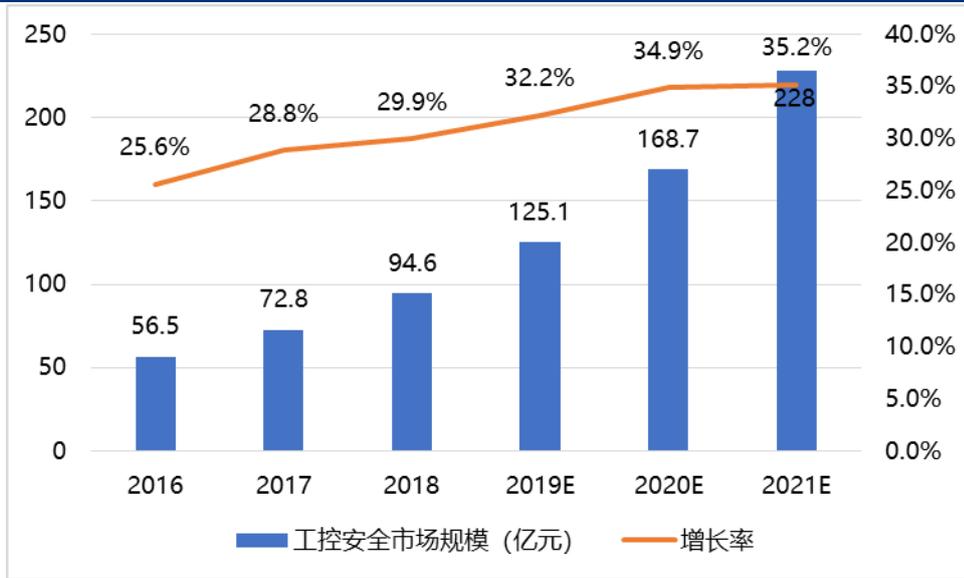
图表 21 2016-2021 年中国物联网安全市场规模及预测



资料来源: 赛迪顾问《2019 中国网络安全发展白皮书》、华创证券

特别地, 近年来针对制造、通信、能源、市政设施等关键基础领域的攻击事件频频发生, 受到攻击的行业领域不断扩大, 造成后果也愈加严重, 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。据赛迪顾问统计, 2018 年中国工业互联网安全市场达到 94.6 亿元。

图表 22 2016-2021 年中国工控安全市场规模及预测



资料来源: 赛迪顾问《2019 中国网络安全发展白皮书》、华创证券

综上, 随着网络安全法、等级保护 2.0、《国家关键信息基础设施安全保护条例》等相关法律法规的逐步落地, 监管部门监管力度的不断提升, 社会对安全的重视程度提升, 新兴技术的不断涌现, 中国网络安全相关硬件、软件和服务市场将持续保持快速增长态势。根据 IDC 预测, 2019 年中国网络安全市场总体支出将达到 73.5 亿美元, 到 2021 年中国网络安全将形成千亿级别市场。未来 5 年, 中国网络安全市场总体支出复合增速预计为 25.1%, 远高于 9.44% 的全球水平。从行业上来看, 政府、通信、金融仍将是中国网络安全市场前三大支出行业, 与往期保持一致, 占中国总体网络安全市场约六成的比例。

图表 23 2018-2023 年中国 IT 安全支出规模预测



资料来源: IDC: 《IDC 全球半年度网络安全指南, 2018H2》

(二) 新时代下, 新的变化正在发生

1、从“被动安全”到“主动安全”时代

传统网络安全防护都是“被动”的, 立足于边界防护。在“云、大、物、智”新场景驱动下, 防护对象改变, 企业网络边界逐渐消失, 政府和企业网络信息安全防护理念发生较大变化, 网络信息安全不再是被动修补模式, 而是与信息系统建设同时规划。随着新的应用场景云计算、大数据、物联网和移动终端的普及, 企业信息化程度逐步提升, 网络信息安全领域出现了新的变化:

一是防护对象改变, 从传统 PC、服务器、网络边缘安全到云计算、大数据、泛终端、新边界安全;

二是防护思想改变, 从“风险发现、查缺补漏”转变到“关口前移、系统规划”。新一轮的信息化大潮中, 不仅是大数据为核心的应用和数据的变化, 网络、云计算等基础设施都发生了变化, “创可贴”已经无法真正有效保护信息系统的安全, “安全嵌入”需求更加迫切, 安全企业需要跟集成商、研究院、设计院在一起, 在信息化和信息化改造的初期把安全规划做进去, 基于动态综合防御体系进行规划, 实现信息化和安全同步规划、同步建设和同步运营。

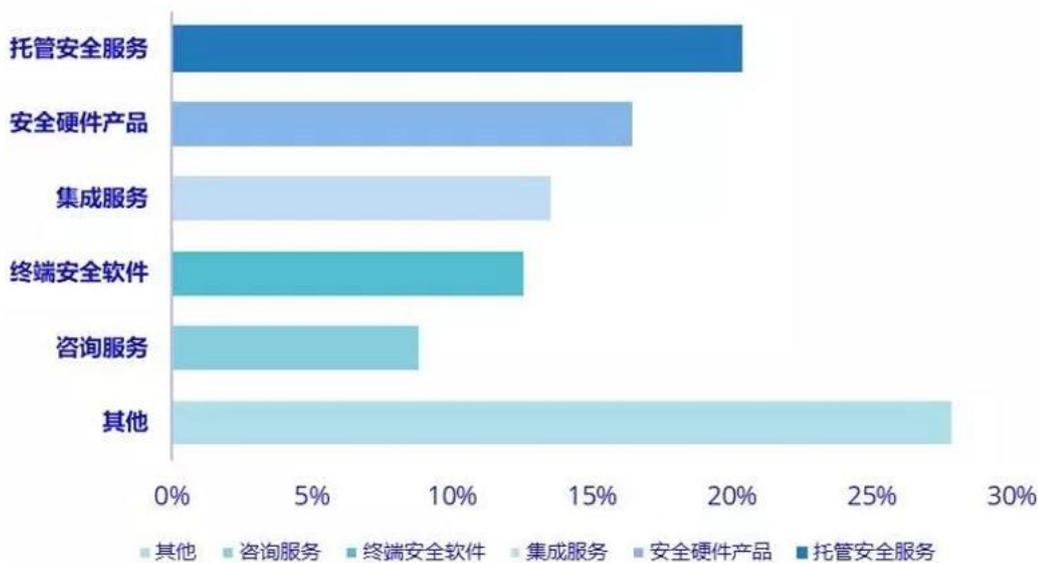
三是核心技术升级, 从传统的围墙式防护到利用大数据等技术对安全威胁进行检测与响应。网络安全已经由过去的“90%防护+10%检测与响应”变成了“60%防护+40%检测与响应”。新型传感器、不同的数据源、分析工具以及操作需求推动着整体安全技术向更全面的事件驱动软件架构变革。企业应利用大数据、威胁情报、行为分析等技术, 帮助组织对来自内/外部的安全威胁进行研判和溯源, 安全运营中心的建设正逐步成为大部分企业安全能力建设的重心, 包括安全预防、持续监测、快速响应、溯源取证和风险预警这五方面的能力建设。

2、商业模式正在重塑: 从“产品”到“产品+服务”

网络安全服务作为网络安全产业发展的必然趋势已经成为全球网络安全厂商所关注的重点领域。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。

托管安全服务通过为用户提供更为精准、高效的安全服务来帮助企业提升其安全防御与响应水平, 成为全球用户的新需求。当前, 由于多数企业缺乏威胁情报的积累以及高级安全分析人员, 全球最终用户逐步开始将托管安全服务提供商作为其构建网络安全防御体系中的重要合作伙伴, 以求可以更好的解决企业网络安全问题。IDC 调研数据显示, 全天候专业支持、威胁情报能力、检测能力、响应能力、安全战略与规划已成为全球用户在选择托管安全服务提供商时所考虑的重要因素。

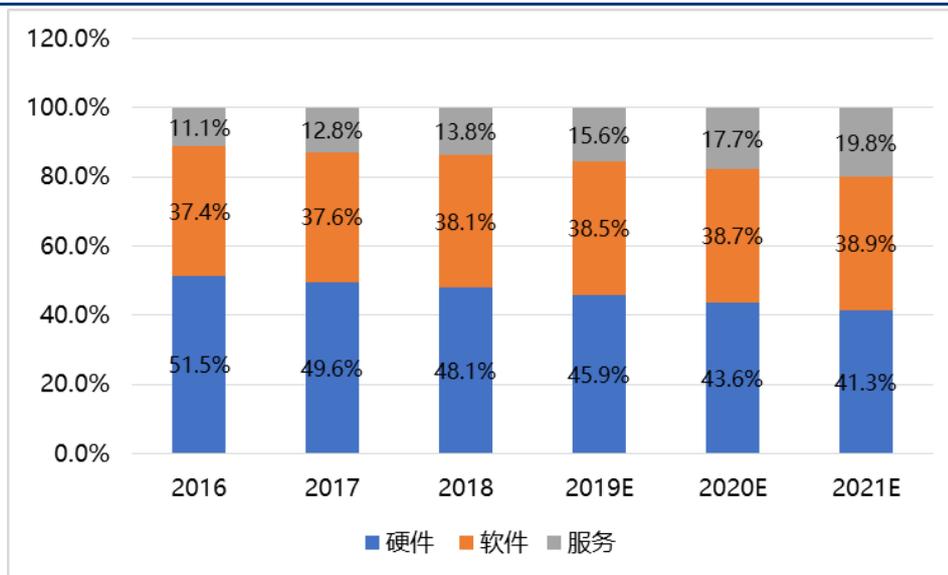
图表 24 2019 年全球 IT 安全产品与服务市场份额



资料来源: IDC, Worldwide semiannual Security Spending Guide 2018H2; 华创证券

中国的网络安全市场起步较晚,且安全服务市场还处于萌芽发展阶段。网络安全硬件产品仍占据接近一半市场份额,软件产品市场规模逐年增长,但服务占比仍然较低,2018 年仅为 13.8%,远低于发达国家水平。究其原因,由于信息安全行业的产品线众多,大到集团公司小到部门,都可能需要针对单个产品进行单独招标,并且为了防止一家独大,往往出现刻意分散招标的情况,而由于分散招标,很难形成各种网安产品的立体联动防御和大数据分析,信息安全公司也很难提供有效的整体安全服务。

图表 25 2016-2021 年中国网络安全市场结构及预测



资料来源: 赛迪顾问《2019 中国网络安全发展白皮书》、华创证券

安全服务将成为“下一个风口”。近年来的灾难性攻击表明网络风险是重大威胁,企业开始把安全视为一项重要的业务风险,并且更看重网络信息安全服务的持续性。安全的需求已经从单一的硬件或软件的产品,转变为全面的专业化的服务与解决方案。

图表 26 “产品”模式与“产品+服务”模式对比

	“产品”模式	“产品”+“服务”模式
重心	形式导向	结果导向
特征	局部防御、边界防御	一体化防护、以数据为中心
防御方式	被动防御	主动防御
对服务人员要求	低	高

资料来源：华创证券整理

3、渠道建设成为安全厂商在增量市场中跑马圈地的重要武器

细分市场的安全需求以更快的速度涌现。一方面，等保 2.0 等合规性法规、政策催生新安全需求。等保 1.0 主要包括基础信息网络和信息系统。而等保 2.0 将网络基础设施、重要信息系统、网站、大数据中心、云计算平台、物联网、工控系统、公众服务平台、互联网企业等全部纳入等级保护监管。可以看出等保 2.0 的监管范围全方位扩大，从而推动了安全需求的进一步扩大。另一方面，随着新兴技术的涌现，及数据量的急剧增长，一些细分行业及规模相对较小的企业对安全的需求也不断出现。因此，在合规驱动及内生需求的双重驱动下，下游行业客户群变化趋势呈现出两大特点：第一，由中央直属部委向省、市地方政府逐级延伸的态势；第二，由金融、能源行业的总部机构向其下属分支机构逐步推广的态势。

面对下游细分市场，渠道体系和营销网络一定程度决定了企业的市场竞争力。细分网络安全市场呈现区域分布广、销售区域和用户分散的需求特征，企业借助渠道合作伙伴、采取渠道代理销售的模式可覆盖更广泛的用户群，渠道代理销售模式是业内较普遍的销售模式。而政府、金融、电信等行业对网络安全产品的需求量较大、技术和服务要求较高，行业内企业对行业重点客户采取直销模式。

渠道建设成为安全厂商在增量市场中跑马圈地的主要方式。以华为、新华三及深信服、普迪科技为代表的安厂商已经建立了相对完善的渠道体系，在渠道能力提升、认证培训、技术支持和营销支持等方面形成了成熟经验。启明、安恒、绿盟、天融信等安全厂商也在纷纷加速渠道建设，发展下游代理商体系。

三、“新场景”与“新服务”驱动公司在新兴安全赛道上一往无前

在“新场景”及“新服务”领域的领先布局，展现出公司对行业发展趋势的深刻理解。公司在“新场景”方向围绕着新的监管政策要求、新的信息技术提出了有针对性的综合信息安全解决方案，推出了众多信息安全平台类产品，如网络安全态势感知预警平台、AiLPHA 大数据智能安全平台、天池云安全管理平台等，并逐步涉入物联网安全、工业控制及工业互联网安全等领域。公司“新服务”针对网络安全形势、政企用户需求的变化，从提供专业产品向提供专业服务模式进行转变，为用户提供从安全规划、安全设计、安全建设到安全运营的一站式专业安全服务。

图表 27 公司产品体系全线概览图



资料来源：公司招股说明书

（一）“新场景”：新兴领域安全业务布局走在市场前沿

1、云安全：阿里云、华为云双料合作伙伴

在公有云领域，公司 2015 年开始与阿里云合作，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。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。

图表 28 阿里云市场中部分安恒云安全产品

 <p>安恒云堡垒机企业版镜像 (免费试用) 过等保, 选安恒。安恒云堡垒机集账号管理, 资产管理, 集中授权, 运维审计, 日志存... 交付方式: 镜像 质保时间: N/A 交付时间: 0 服务商: 成都安恒信息技术有... 来自: 云市场 > 云安全市场 > 安全管理 企业 安全 堡垒机 日志审计 运维审计系统</p>	<p>监保优退 ★★★★★ 110人使用 ¥ 0/月</p>
 <p>安恒云堡垒机企业版许可 (购买前请咨询客服) 安恒云堡垒机许可软件, 高效运维、等保合规必备... 交付方式: 人工服务 质保时间: 1天 交付时间: 1 服务商: 成都安恒信息技术有... 来自: 云市场 > 云安全市场 > 安全管理 企业 安全 堡垒机 安全审计 运维审计系统</p>	<p>监保优退 ★★★★★ 70人使用 ¥ 1580/月</p>
 <p>安恒玄武盾 安恒玄武盾基于云计算和大数据解决方案, 采用“事前安全检测”+“事中实时防护”+“事后... 交付方式: SAAS 质保时间: N/A 交付时间: 0 服务商: 杭州安恒信息技术有... 来自: 云市场 > 云安全市场 > 应用安全 站长 安全</p>	<p>监保优退 ★★★★★ 19人使用 ¥ 600/月</p>
 <p>安恒云数据库审计 安恒云数据库审计主要基于多年数据库安全理论研究与实践的基础上, 结合各类法令... 交付方式: 镜像 质保时间: N/A 交付时间: 0 服务商: 杭州安恒信息技术有... 来自: 云市场 > 云安全市场 > 应用安全 企业 安全 违规行为审计 DB审计 SQL审计</p>	<p>监保优退 ★★★★★ 12人使用 ¥ 0/月</p>

资料来源: 阿里云官网

在私有云领域, 公司在 2016 年率先推出了天池云安全管理平台, 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。并通过与华为云、阿里云等云服务商战略合作, 实现了双方平台融合对接, 大大增强了云安全方案的竞争力和交付能力。

图表 29 天池云安全管理平台



资料来源: 公司官网

2、大数据安全：中国态势感知解决方案市场领导者

大数据安全领域：公司于 2017 年开始进行 AiLPHA 大数据智能安全平台预研，并于 2018 年正式立项并快速完成 1.0 版本推向市场。为用户的内外网安全提供全局性的安全态势感知和业务不间断运行的安全保障能力。在正式推出的第一年，AiLPHA 大数据智能安全平台迅速得到市场认可，用户覆盖了全国 30 多个省份，服务超过百家政企客户。目前在政府、公安、金融、教育、医疗、运营商、能源等领域均有成熟完善的应用案例。

图表 30 AiLPHA 大数据智能安全平台



资料来源：公司官网

态势感知领域：公司从 2015 年开始加入公安部最初的态势感知平台规划，并且成为主要的技术支持单位，是公安和网信行业态势感知的主要建设和推动者。公司参与了多项态势感知行业和国家标准的制定，也是业内少数能够提供从底层数据采集、处理、存储、分析挖掘和上层业务应用建设全方位建设能力的安全企业。公司态势感知产品在公安行业至今累积成交合同约 120 例，包含十多个省级平台以及近百个地市级平台。在网信、政府、金融、教育、电力及其他央企部委或行业主管单位累积成交合同约 90 多例，其中包含多家大型央企与部委的国家级试点项目。

图表 31 网络安全态势感知通报预警平台



资料来源：公司官网

图表 32 态势感知预警平台收入及订单情况

产品类别	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月
态势感知预警平台	订单数	20	25	56	17
	总收入 (万元)	1,440.35	2,922.13	5,936.72	3,388.90
	单笔合同平均收入 (万元)	72.02	116.89	106.01	199.35

资料来源: 公司招股说明书、华创证券

3、物联网安全: 与浙江省公安厅、海康、大华达成良好合作

- 公司已于 2015 年与浙江省公安厅、浙江省通信管理局、国家计算机网络应急技术处理协调中心浙江分中心、杭州海康威视数字技术股份有限公司签署了《共建嵌入式设备网络安全联合实验室战略合作框架协议》，旨在保障嵌入式网络设备的可控、可管、可信，营造良好的智能设备安全发展环境，促进我国嵌入式设备网络安全产业健康发展。公司作为该战略合作中的主要网络信息安全研究力量，拥有产业界第一手的研究数据和实验成果。
- 2018 年 4 月，公司与大华科技达成战略合作，为大华的部分高端摄像头在出厂前提供具有嵌入式终端防护能力的安全固件，并为其提供视频安全解决方案。

图表 33 工业互联网安全平台解决方案覆盖行业



资料来源: 公司官网

(二) “新服务”: 依靠优秀的理念、能力、团队, 有望成为安服市场领军

SaaS 云安全服务: 公司风暴中心推出的 SaaS 云安全服务模式是国内较早利用云计算来提供集约化安全能力的服务创新模式, 实现了云监测、云 WAF、云 DDoS 清洗以及云端威胁情报的服务能力。

图表 34 玄武盾防护节点



资料来源：公司招股说明书

专家服务：公司拥一支超过 190 人的专业安全服务团队，均具备一流网络与网络信息安全技术能力和丰富的安全攻防经验。多位服务团队成员具有国际注册信息系统安全认证专家（CISSP）、国际信息系统审计师（CISA）、信息安全注册工程师（CISP）、信息安全管理体系（ISO27001）及主任审核员及高级项目经理（PMP）等资质；团队成员长期致力于各方向的安全漏洞研究。自 2008 年至今，安恒信息共参与近百场国家重要活动/事件的网络安全。

智慧城市安全运营服务：公司相继成立湖北、衢州、金华等子公司开拓智慧城市安全运营业务，这是公司未来重点业务发展方向之一。安全运营中心业务是城市级安全运营保障平台，能实现对全市数字基础设施、重要数字资产和信息系统进行全天候全方位的安全监测、通报预警和应急处置，并提供统一的基础安全防护服务，涉及政务、医疗、社保、交通等行业。

图表 35 公司成立子公司开拓城市安全运营业务

子公司	成立日期	公司持股比例	与公司主营业务关系
湖北安恒	2018.8	安恒信息持股 100%	开拓湖北智慧城市安全运营中心业务
衢时代	2018.3	安恒信息持股 100%	经营衢州地区的智慧城市安全运营中心业务
金华数字	2018.8	金华市人民政府国有资产监督管理委员会持股 51%，安恒信息持股 49%	开展金华市智慧城市安全运营中心相关业务

资料来源：公司招股说明书、华创证券

四、投资建议

（一）核心假设

核心假设 1：1) 随着《网络安全法》及等保 2.0 条例的落地，新兴技术带来的安全新需求，网安行业步入新的高景气周期，安全基础产品业务有望实现快速增长；2) 大数据安全、物联网安全、云安全市场正处快速增长期，公司业务布局前瞻，信息安全平台业务有望保持高速增长；3) 安全服务成行业新趋势，公司理念、能力和团队均处于市场领先，有望保持高速增长。

核心假设 2：未来几年将是公司渠道建设及研发投入的关键期，预计期间费用将快速增长。

核心假设 3：随着公司渠道体系优化，网络信息安全基础产品毛利率有望继续提升。

(二) 盈利预测

基于核心假设，我们预测公司 2019-2021 年归母净利润为 0.83 亿、1.19 亿、1.61 亿元，对应 PE 为 81 倍、57 倍和 42 倍。

(三) 估值分析

目前如何对公司进行估值是市场普遍关心的问题，我们认为应该优先考虑 PS 和 PSG 估值法。主要基于以下几方面考虑：一是公司处于高速成长期，销售人员及研发人员快速增长，销售费用率和研发费用率较高。二是公司作为新兴安全厂商，商业模式不仅仅为产品销售，平台及服务收入占比持续提升。同时，参考海外对 Palo Alto、Zscaler 等新兴安全厂商的估值方法，我们认为应该优先考虑 PS 和 PSG 估值法。

PS 估值：参考可比公司平均估值，同时考虑公司业务布局前瞻，创新能力与品牌建设均处于市场领先，未来 3-5 年均有望保持高速增长，给予公司 2020 年 10 倍 PS，对应目标市值为 130 亿元。

PSG 估值：参考可比公司平均估值，综合给予公司 2020 年 0.27 倍 PSG，对应目标市值为 144.3 亿元。

综上分析，我们给予公司目标市值区间为 130 亿-144.3 亿元，对应目标价区间 175.7-195 元，首次覆盖给予“强推”评级。

图表 36 可比公司估值 (截止 2019.12.13)

公司名称	当前价格	EPS			PE			PS			PSG
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2020E
启明星辰	33.45	0.77	0.99	1.25	43	34	27	9	7	6	0.25
绿盟科技	18.44	0.32	0.42	0.57	58	44	32	8	7	5	0.24
深信服	115.50	1.7	2.22	2.90	68	52	40	11	9	7	0.33
北信源	7.91	0.12	0.18	0.25	67	45	32	14	9	7	0.22
山石网科	38.69	0.46	0.57	0.74	85	68	52	10	8	6	0.30
平均值		-	-	-	64	49	37	10	8	6	0.27

资料来源：Wind、华创证券预测 (注：绿盟科技、北信源、山石网科盈利预测来自 wind 一致预期)

五、风险提示

1、实控人变更风险

公司的实际控制人为范渊，范渊直接持有安恒信息 13.52% 的股份，安恒信息的员工持股平台嘉兴安恒、宁波安恒分别持有安恒信息 6.75%、6.75% 的股权。范渊分别持有嘉兴安恒、宁波安恒 9.16% 和 47.09% 的出资份额，且为上述两家合伙企业的普通合伙人及执行事务合伙人，范渊共控制安恒信息 27.02% 的表决权。由于两个员工持股平台限售期满后存在进行收益清算并解散的可能性，解散后范渊持股比例为 13.52% (第二大股东持股比例为 10.82%，第三大股东持股比例为 7.02%)，公司或面临实际控制人变更进而影响公司稳定经营的风险。

2、技术迭代风险

公司的核心技术主要应用于网络信息安全行业，进入该技术领域并将技术产业化需要长时间的研发积累和大量客户案例实践，技术壁垒和进入门槛较高。如公司不能准确及时地预测和把握网络信息安全技术的发展趋势，对技术研究的路线做出合理安排或转型，在基础研究与市场应用上形成快速互动与良性循环，持续保持公司技术领先优势，将可能会延缓公司在关键技术和关键应用上实现突破的进度，导致公司面临被竞争对手赶超，或者核心技术发展停滞甚至被替代的风险。

3、市场竞争加剧

我国网络信息安全行业市场空间已颇具规模，多年来保持了快速增长态势。市场机遇也吸引了较多参与者，市场竞争较为激烈。目前国内网络信息安全行业厂商众多，主营业务涵盖在网络信息安全的物理安全、网络安全、系统安全、应用安全、数据安全等多个细分领域中。未来，随着网络信息安全市场空间进一步拓展，公司与行业内具有技术、品牌、人才和资金优势的厂商（如绿盟科技、启明星辰等）之间的竞争可能进一步加剧。

4、渠道商管理不善

公司销售实行渠道加直销的销售模式，2016-2018 年公司渠道销售收入占营业收入的比重分别为 52.38%、55.16%、55.93%，呈现逐年上升趋势。公司产品客户集中度较低，2018 年前五大客户销售额占营业收入比为 10.92%，2019 年 1-6 月前五大客户销售额占营业收入比为 17.15%，公司产品的目标用户数多、用户的地域及行业分布广。随着未来公司经营规模的继续扩大，渠道管理的难度也将加大，若公司不能及时提高渠道管理能力，可能对公司品牌和产品销售造成不利影响。

附录：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	398	438	484	628
应收票据	0	0	0	0
应收账款	170	231	314	421
预付账款	3	5	7	9
存货	49	84	112	151
其他流动资产	44	80	111	152
流动资产合计	664	838	1,028	1,361
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	21	19	17	15
固定资产	33	224	234	244
在建工程	152	0	0	10
无形资产	8	7	7	6
其他非流动资产	14	13	13	13
非流动资产合计	228	263	271	288
资产合计	892	1,101	1,299	1,649
短期借款	0	0	0	0
应付票据	5	8	11	15
应付账款	95	148	202	263
预收款项	58	85	120	163
其他应付款	26	26	26	26
一年内到期的非流动负债	5	5	5	5
其他流动负债	110	134	176	230
流动负债合计	299	406	540	702
长期借款	81.00	101.00	51.00	81.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	5	5	5	5
非流动负债合计	86	106	56	86
负债合计	385	512	596	788
归属母公司所有者权益	507	590	706	866
少数股东权益	0	-1	-3	-5
所有者权益合计	507	589	703	861
负债和股东权益	892	1,101	1,299	1,649

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	99	100	131	142
现金收益	87	96	132	171
存货影响	-21	-36	-27	-39
经营性应收影响	-66	-65	-88	-113
经营性应付影响	79	83	92	108
其他影响	20	21	22	16
投资活动现金流	9	-48	-18	-28
资本支出	-101	-50	-20	-30
股权投资	0	-2	-2	-2
其他长期资产变化	110	4	4	4
融资活动现金流	74	-12	-67	30
借款增加	77	20	-50	30
财务费用	-2	-8	-2	-3
股东融资	0	95	0	0
其他长期负债变化	-1	-119	-15	3

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

利润表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	627	921	1,300	1,762
营业成本	185	269	380	514
税金及附加	8	12	17	23
销售费用	206	304	416	564
管理费用	59	88	120	162
财务费用	-2	3	4	1
资产减值损失	8	2	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-1	0	-1	-1
其他收益	65	78	93	112
营业利润	74	86	122	166
营业外收入	1	0	1	0
营业外支出	0	2	2	2
利润总额	75	84	121	164
所得税	-1	2	4	5
净利润	76	82	117	159
少数股东损益	-1	-1	-2	-2
归属母公司净利润	77	83	119	161
NOPLAT	74	84	121	160
EPS(摊薄) (元)	1.04	1.12	1.61	2.18

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	45.6%	47.0%	41.1%	35.6%
EBIT 增长率	30.7%	18.6%	43.3%	32.2%
归母净利润增长率	47.5%	7.8%	43.5%	36.0%
获利能力				
毛利率	70.5%	70.8%	70.8%	70.8%
净利率	12.1%	8.9%	9.0%	9.0%
ROE	15.2%	14.1%	16.9%	18.8%
ROIC	10.3%	10.7%	13.5%	14.1%
偿债能力				
资产负债率	43.1%	46.5%	45.9%	47.8%
债务权益比	18.1%	18.9%	8.8%	10.6%
流动比率	222.1%	206.4%	190.4%	193.9%
速动比率	205.7%	185.7%	169.6%	172.4%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	1.0	1.1
应收帐款周转天数	81	78	75	75
应付帐款周转天数	155	163	166	163
存货周转天数	75	89	93	92
每股指标(元)				
每股收益	1.04	1.12	1.61	2.18
每股经营现金流	1.34	1.35	1.77	1.92
每股净资产	6.84	7.96	9.53	11.69
估值比率				
P/E	88	81	57	42
P/B	13	11	10	8
EV/EBITDA	17	15	11	8

计算机组团队介绍

组长、首席分析师：陈宝健

清华大学计算语言学硕士。曾任职于国泰君安证券、安信证券。2017年加入华创证券研究所。2015年新财富最佳分析师第2名团队成员，2016年新财富最佳分析师第6名团队成员。

分析师：邓芳程

华中科技大学硕士。曾任职于长江证券。2017年加入华创证券研究所。

助理研究员：刘道遥

中国人民大学管理学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500