

科创板信息技术公司系列研究：安恒信息

未评级

核心观点：

1、公司主营业务：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。公司主营业务收入主要来自网络信息安全基础产品、网络信息安全平台和网络信息安全服务三块业务，2018年营收占比分别为47.89%、22.90%、25.44%。

2、核心技术及研发投入：公司共拥有48项核心技术，其中全网资产测绘技术处于国际领先水平，多协议解析与数据治理技术、运维访问控制审计技术、Web应用透明代理与深度攻击检测防护技术、分布式漏洞发现与验证技术、基于云架构的安全扫描与监测技术、SaaS化云安全防护技术、云平台融合对接和统一编排管理技术、大数据深度安全检测与分析技术、态势感知分析与挖掘技术等处于国内领先水平。公司核心产品的前瞻性和影响力也获得了国内外权威机构认可。公司2016-2018年研发费用分别为6,586.39万元、9,592.94万元及15,195.19万元，占营业收入的比例分别为20.80%、22.29%、23.73%。研发费用率高于同行业可比上市公司均值。

3、产业链位置及竞争对手：公司所处产业链上游主要是IT设备及操作系统、数据库等软硬件生产行业，下游是政府机构以及运营商、金融、能源、互联网等行业。我国网络信息安全市场总体来看市场集中度较低，缺乏真正的龙头企业，不同的细分市场存在不同的领先厂商。目前公司在Web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，在上述市场中公司主要竞争对手为绿盟科技与启明星辰。

4、实控人及重要股东：公司采用上市标准“预计市值不低于人民币10亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币1亿元”的标准申报。范渊为公司第一大股东，也是实际控制人。其它持股5%以上的股东有阿里创投、宁波润和、嘉兴安恒、宁波安恒及杭州九歌。

5、财务状况：2016-2018年主营业务收入分别为3.17亿元、4.30亿元(35.90%)与6.40亿元(48.80%)，归母净利润分别为0.01亿元、0.55亿元(6935.64%)、0.85亿元(54.11%)。

6、风险提示：实际控制人变更的风险，对外投资减值的风险等。

主要财务指标

指标	2018A	2017A	2016A
营业收入(亿元)	6.40	4.30	3.17
同比增长率(%)	48.80	35.90	-
净利润(亿元)	0.85	0.55	0.01
同比增长率(%)	54.11	6935.64	-
EPS(元)	1.52	0.99	0.02
资产负债率(%)	42.37	30.28	39.28
ROE(摊薄)(%)	16.37	12.63	0.33
销售净利率(%)	13.04	12.75	0.38

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师

邹文倩

电话：(8610) 66568745

邮箱：zouwenqian@chinastock.com.cn

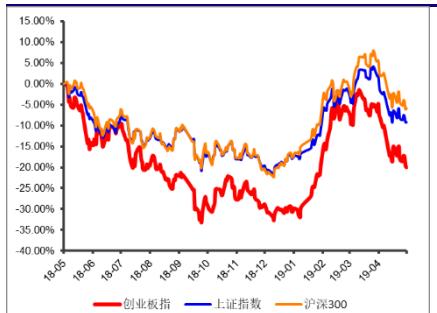
执业证书编号：S0130519060003

市场数据

2019/6/28

科创板受理企业数量	141
已中止审查企业数量	1
上证指数	2996.79
沪深300指数	3834.82
当前总股本(万股)	5555.5556
拟发行股数(万股)	不超过2129.6296
发行后总股本(万股)	不超过7685.1852

相对指数表现



资料来源：wind, 中国银河证券研究部

相关研究

目 录

一、安恒信息：领先的网络信息安全提供商.....	1
(一) 公司主营业务.....	1
(二) 公司核心技术及研发投入.....	2
(三) 公司盈利模式及竞争优势.....	4
(四) 股权结构.....	4
二、所处行业现状及竞争格局.....	5
(一) 网络信息安全行业保持较快增长，安全服务发展潜力大.....	5
(二) 行业竞争格局及公司所处地位.....	6
三、财务状况及募集资金计划.....	7
(一) 主要财务指标.....	7
(二) 募集资金计划.....	8
四、估值分析	9
五、风险提示	9
六、附录	10

一、安恒信息：领先的网络信息安全提供商

(一) 公司主营业务

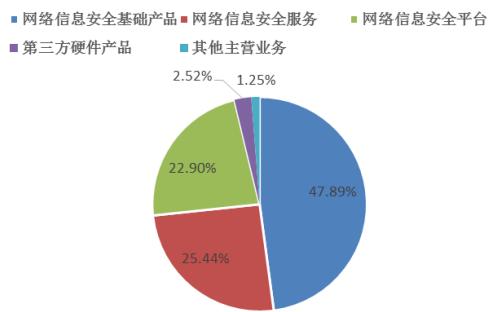
公司主营业务为网络信息安全产品的研发、生产及销售，并为客户提供专业的网络信息安全服务。公司的产品及服务涉及应用安全、大数据安全、云安全、物联网安全、工业控制安全及工业互联网安全等领域。公司主营业务收入主要来自网络信息安全基础产品、网络信息安全平台和网络信息安全服务三块业务，2018年营收占比分别为47.89%、22.90%、25.44%。网络安全基础产品可分为防护类产品（包括Web应用防火墙、综合日志审计系统、数据库审计及风控、运维审计及风控系统、APT攻击预警平台、全流量深度威胁检测平台等），以及检测类产品（包括Web应用弱点扫描器、信息安全等级保护检查工具箱、远程安全评估系统、网络安全事件应急处置工具箱、迷网系统等）。网络信息安全平台主要包括云安全平台（私有云场景）、大数据安全平台、物联网安全平台三类产品。网络信息安全服务包括SaaS云安全服务、专家服务、智慧城市运营中心服务、网络安全人才培养服务等。

分业务增长情况：2016-2018年，公司网络信息安全平台业务实现快速增长，16-18复合增速为185.8%，收入占比从2016年的5.67%上升到2018年的22.90%；其次是网络信息安全服务业务也实现了较快增长，16-18复合增速为55.4%；网络信息安全基础产品业务增长稳健，16-18复合增速为21.3%。

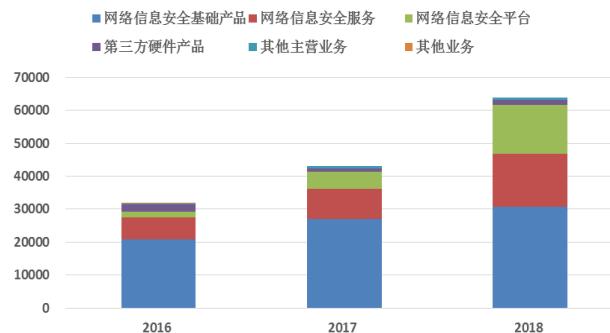
图1：公司主要产品及服务



资料来源：公司招股说明书

图 2：安恒信息主营业务构成


资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 3：安恒信息主营业务增长趋势


资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

(二) 公司核心技术及研发投入

公司在应用安全和数据安全等领域实现了多项技术突破，截至招股说明书签署日，公司共拥有 48 项核心技术，其中 22 项是公司基于新兴云安全、大数据安全、物联网安全和智慧城市安全等新兴安全领域进行深入研发积累所得，该等核心技术确保了公司在应用安全、数据安全、云安全、大数据态势感知等多个细分市场处于行业领先位置。公司核心产品的前瞻性和影响力也获得了国内外权威机构认可，2015-2018 年连续四年成为全球网络安全创新 500 强，中国区排名第三。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。公司主要核心技术的先进性程度及市场地位见表 1。

表 1：公司主要核心技术的先进性程度及市场地位

名称	技术内容	市场地位
全网资产测绘技术	该技术旨在探测全球联网资产信息及脆弱性，提供安全感知、威胁预警以及风险检测能力。该技术结合大数据处理算法能实现高并发、低时延、全网覆盖、快速迭代的网络信息数据收集，并发探测速度达到 60 万每秒，能够识别分析 20 万种设备及 300 多种协议，在 2 小时内可完成全网探测。该技术是目前新兴的全球联网设备探测技术，未来主要向支持所有已知工控协议、物联网协议、网络通信协议的资产探测发展。	技术门槛较高。目前国际范围内同类技术主要有 Shodan 和 Zoomeye，公司该项技术在识别指纹量、并发的探测速度方面有较大优势，处于国际领先地位。
多协议解析与数据治理技术	公司该技术实现了对协议解析内容的动态跟踪，进一步反馈闭环调整提升了数据解析准确率，适用于 VMware、阿里云、华为云、天翼云等 90% 以上国内外主流云环境。当该技术应用于数据库行为审计和邮件行为审计时，能实现对数据库操作行为数据和邮件行为数据的全方位解析。	公司基于该项技术的日志审计产品市场份额占比排名第一、数据库审计产品市场份额排名第二，达到国内先进水平。
运维访问控制审计技术	该技术可实现各种传统环境、专有云、公有云平台等各类资产的运维接入，一机多用降低了企业内控建设的成本。目前该技术已经趋于成熟，迭代周期为 6-9 个月，技术的核心难度在协议代理兼容性、业务模型、用户运维习惯、统一认证平台、资产管理平台集成等方面的实际积累，短期内很难实现与该技术相当的功能水平，替代难度较大。	是业内领先的运维审计控制技术，公司基于该项技术的运维审计产品目前市场占比排名前三。
Web 应用透明代理与深度攻击检测防护技术	该技术主要应用于透明网络环境下的各种 web 攻击检测，在网络接入层面兼容性强，转发性能相比于传统内核态转发技术，具有快速转发、低时延等优势，提升 Web 攻击防护准确率。前市场占比排名第二。目前该技术日趋成熟，技术架构迭代周期约为 6 个月，攻击行为检测迭代周期 1-7 天。该技术需要在网络数据包快速转发、业务兼容、攻击检测算法模型方面大量实践经验积累，很难在短期内有较大的技术突破，替代难度较高。	该技术帮助公司 WAF 产品获得领先的 Web 攻击检测能力，目前市场占比排名第二。
分布式漏洞发现与验证技术	凭借公司积累的 40,000 量级漏洞库实现业内领先的漏洞覆盖率。该技术通过分布式扫描方式加快了漏洞扫描速度与稳定性，扫描速度较传统技术提升 30%，同时利用动态流量控制方式减少了扫描对目标系统的影响。由于该类技术的漏洞发现率和误报率性能改良需要掌握大量渗透测试技	公司基于该项技术的漏洞扫描系列产品目前市场占比排名前三。

	术、网络爬虫技术、流量控制技术以及代码语言特性的分析技术，壁垒较高，可替代性低。	
基于云架构的安全扫描与监测技术	公司基于云架构的安全扫描与监测技术是国内首批运用SaaS模式进行安全检测的技术。该技术定位于网站安全领域的安全事件监测技术，通过运用机器学习技术对全国670万ICP网站首页抽检样本进行分析、训练，能够实现文本语义准确分析识别，并结合公司威胁情报能力有效解决了孤链监测问题，丰富和扩展了黑名单库，大幅降低监测误报率并提升检测范围，能实现大容量、高并发、高准确率、高检出率的网站实时监测。	目前国内掌握同类技术的企业主要有知道创宇、奇安信等，公司监测技术在发现率和准确率上有较大优势，处于领先水平。
SaaS化云安全防护技术	公司基于SaaS化云架构的安全防护技术在用户端无需部署任何软硬件，通过网络接入系统后，即可为用户提供远程实时安全防护，网络层最大清洗能力达到2.5T/s DDoS。该技术区别于传统规则检测，通过自然语言处理和人工智能深度学习算法对云端每日15亿次访问数据进行采样分析，能够大幅提高召回率，降低误报率。	技术领先性受到学术认可，曾被《信息安全研究》期刊收录，是国内首批运用云端威胁情报能力进行防范的技术。
云平台融合对接和统一编排管理技术	公司是国内首批开展和云平台对接融合的安全厂商，已与华为云、浪潮云、OpenStack等共3家国内主流云服务商完成对接融合，并在此基础上研发提炼了一套云平台融合对接和统一编排管理技术。该技术可实现云管理平台、云安全管理平台、云安全产品三者的统一认证、授权、监测及管理。	目前该技术能够兼容国内主流云平台，支持不同云平台的统一用户和管理，在对接效率、编排能力方面国内领先，云平台的对接成功数量，落地的实际案例也处于领先地位。公司与华为云、浪潮云融合对接的云安全解决方案，通过获得了CSA云安全联盟和公安部第三研究所的测评认证，获得了颁发的云计算产品信息安全认证证书和CSACSTR增强级证书和云计算产品信息安全认证证书（增强级），是业界首例安全厂商和云平台厂商融合对接云安全解决方案家的联合认证。
大数据深度安全检测与分析技术	公司在国内率先提出安全分析模型自适应理念，并在产品中实现功能化。相比业界通用的安全检测分析技术，该技术在国内率先实现周期性异常事件检测，解决了多源异构数据的快速复杂关联分析与检索问题，并利用基于机器学习的扫描IP分类、策略自学习和优化、DGA域名快速判别等100多个安全场景识别方法，能够实现多维度、细粒度的安全事件分析与跟踪，大幅提升风险定位的准确度。	公司基于此项技术产品已发布多个迭代版本，技术处于国内领先地位。
态势感知分析与挖掘技术	相比业内同类技术，该技术具备实时在线还原恶意样本和域名能力，通过使用内置威胁情报匹配辅助验证功能，使流量的有效识别率提升至99%以上，告警准确率达到90%以上。并为恶意样本提供沉浸式的运行环境和无感调试，大幅降低恶意样本的反调试成功率，从恶意特征匹配转变为基于样本异常行为检测技术，该技术处于国内领先地位。	公司搭载该项技术的态势感知产品已在网信、公安等行业落地百余个实践案例，2018年度市场覆盖度排名第一，先发优势明显，可替代性较低。
面向工业控制系统安全的定量评估和全生命周期防护技术	该技术是公司围绕国内火电、核电、冶金、石化的工业安全现状，在现有安全防护技术的基础上，提出的一种被动防御与主动防御相结合的安全防护技术。针对工控系统攻击机理和系统架构与业务特征，实现了覆盖工控系统各层级、全业务流程的异常检测，以及对工控系统未知威胁的主动发现，解决了跨越信息物理空间未知威胁的检测难题。	相关技术正在申请国家专利，已达到国内领先地位。

资料来源：招股说明书、中国银河证券研究院整理

公司2016-2018年研发费用分别为6,586.39万元、9,592.94万元及15,195.19万元，占营业收入的比例分别为20.80%、22.29%、23.73%。2018年同行业可比上市公司研发费用率均值为17.67%，公司研发费用率高于同行业可比上市公司均值。公司营业收入主要来自于核心技术产品的销售收入，由核心技术开展生产经营所产生的收入占营业收入的比重达到91.07%。公司研发费用主要由研发人员薪酬构成，最近三年研发人员薪酬占研发费用的比例分别为75.73%、81.66%及86.65%，呈现逐年增长的趋势。截至2018年末，公司研发类人员共有454人，占公司员工总数的34.08%，公司研发队伍随着公司整体规模稳定增长。

(三) 公司盈利模式及竞争优势

公司盈利模式为自主研发的网络信息安全产品的销售，以及为客户提供专业安全服务。公司的销售模式根据产品的标准化程度不同而采用渠道或直销模式。渠道模式的优势在于能充分依靠渠道销售伙伴最大程度实现市场覆盖、最高效率为客户提供服务，并且有助于提升资金周转率。对于网络信息安全基础产品来说，定制化程度较低、安装实施难度较小，公司持续提高其在渠道模式下的销售比例。网络信息安全平台定制化程度较高、安装实施难度较大，因此采取直销与渠道销售相结合的模式。网络信息安全服务定制化程度较高，一般来说需要公司与客户进行直接的沟通从而了解客户的具体需求方能予以实施，因此主要通过直销模式进行销售。2018年公司直销、渠道收入占总收入的比重为43.12%、56.88%，毛利率分别为63.74%、76.18%。

公司的竞争优势体现在：

1、核心产品已取得优势地位，客户粘性较高。目前，我国需要安全产品和服务的用户主要分布在政府、电信、金融、能源等行业。这类企业由于涉及安全保密的特殊性，对网络信息安全产品供应商的选择极为慎重。一旦选择，基于安全保密、沟通和更换成本的考虑，不会轻易更换供应商。

2、平台型云安全厂商发展前景更大，公司具有先发优势。云安全市场空间巨大毋庸置疑，专业型云安全厂商仅提供特定、有限的安全服务，平台型云安全厂商以提供云平台整体解决方案为主。相对于专业型，平台型的潜在用户群更广泛，而且提供的服务种类更多，因此发展前景更大。目前国内的平台型云安全厂商并不多，公司的天池云安全管理平台能够提供整套云安全解决方案和城市级云安全运营方案，已在多地政务云成功应用。依据云平台技术向多种云和混合云的发展演进路线，公司云安全产品线将从两个方面来进行发展，一是云安全管理平台在跨多个云平台的管理能力提升，提供自动化资源调度和安全运维。二是利用大数据资源增强威胁情报能力，提升云平台数据安全管理和防护能力，提升安全产品的协同防护能力。

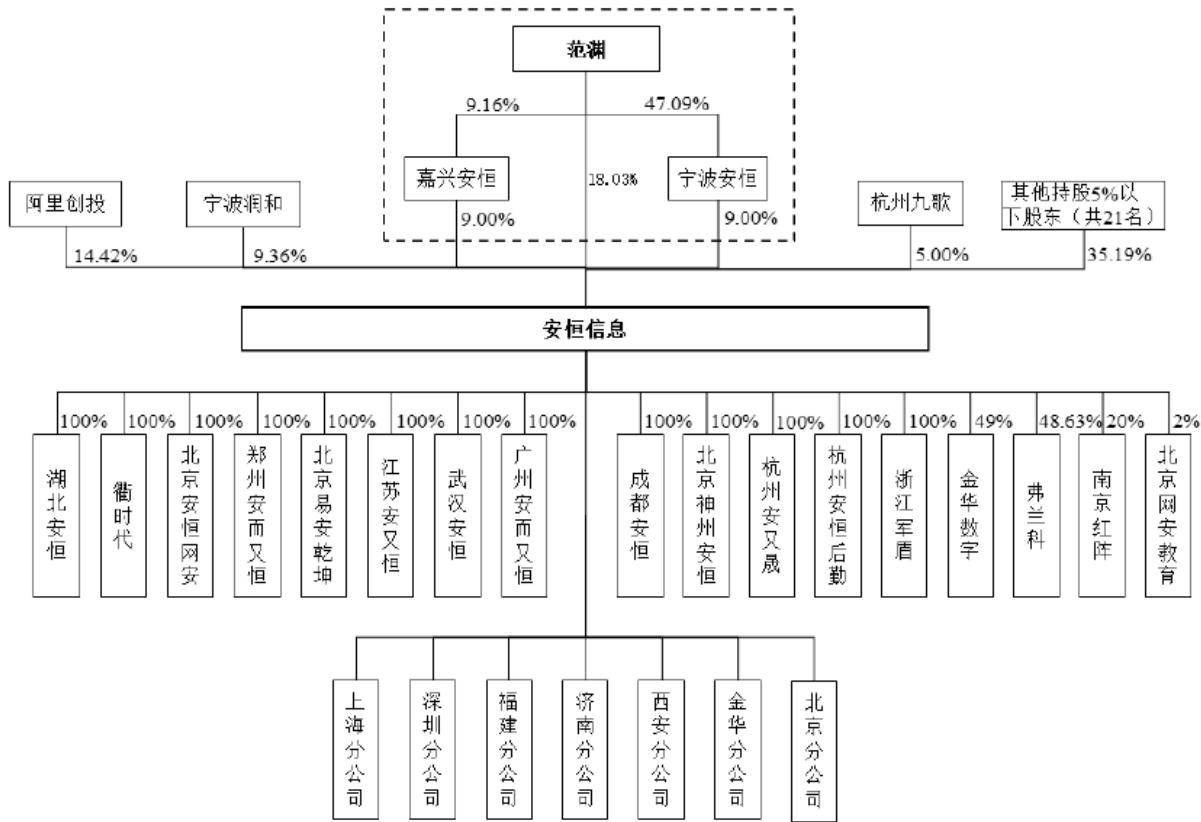
公司的竞争优势：

- 1、公司目前仍处于业务快速发展期，规模仍然较小，资金实力较弱。
- 2、公司产品线缺少边界安全类产品，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，公司相比绿盟科技、启明星辰等存在一定竞争优势。

(四) 股权结构

截至招股说明书签署日，范渊直接持有安恒信息1,001.8362万股股份，占公司总股本的18.03%，为公司第一大股东，即公司的控股股东。同时，范渊共控制安恒信息36.03%的表决权，为公司的实际控制人。其它持股5%以上的股东有阿里创投、宁波润和、嘉兴安恒、宁波安恒及杭州九歌。阿里创投是财务投资者，持有公司14.42%的股份。

图 4：公司目前股权结构



资料来源：公司招股说明书

二、所处行业现状及竞争格局

(一) 网络信息安全行业保持较快增长，安全服务发展潜力大

全球网络信息安全行业保持稳定增长，安全服务市场份额最大。预计未来几年，随着5G、物联网、人工智能等新技术的全面普及，网络信息安全市场依然会保持稳定增长的趋势。根据赛迪顾问的数据显示，2018年网络信息安全市场规模达到1269.8亿美元，较2017年增长8.5%，预计到2021年，全球网络信息安全市场将达到1648.9亿美元。由于网络威胁日趋多样化和复杂化，单一的安全产品难以满足用户的安全防护需求，使得风险评估、安全管理咨询、安全应急响应、安全托管服务等安全服务的作用越来越受到用户重视。从市场结构来看，安全服务市场份额最大，占整体市场的64.4%；其次是软件，市场规模为330.1亿美元，占整体市场的26.2%。

我国网络信息安全行业增长较快，细分领域中态势感知、云安全、大数据安全、物联网安全市场增速高于行业平均。根据赛迪顾问的统计，2016-2018年中国网络信息安全行业的市场规模分别为336.2亿元、409.6亿元、495.2亿元，年复合增速超过20%，预计2019-2021年将保持23%左右的增速，至2021年市场规模将达到926.8亿元。2016-2018年态势感知、云安全、大数据安全市场规模增速均高于网络信息安全行业平均水平。态势感知市场目前增长迅速，2017年我国态势感知市场规模约20亿，预计2020年将超过50亿。2018年，我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。我国大数据安全市场规模持续高速增长，2018年达到了28.4亿元，随着大数据安全市场的成熟，预计年均增长率将逐步提高，2021年市场规模将达到69.7亿元。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2021年市场规模将达到301.4亿元。2018年，我国工业互联网安全市场达到94.6亿元。

我国安全服务市场仍处于早期成长阶段，发展潜力大。与发达国家相比，我国安全服务的产业投入和市场规模在网络信息安全产业中占比较低，国内安全服务市场还存在很大的发展空间。

空间。现阶段，我国各网络信息安全厂商主要向市场提供诸如安全设计、安全评估、安全运维和安全技术研发等方面的安全服务，该细分市场参与主体众多，模式尚不统一，竞争激烈，市场集中度低。网络信息安全部持续向服务化转型，未来我国网络信息安全部中网络信息安全服务业务的占比将逐渐提高，安全服务业务将以高于行业平均值的增速增长。根据赛迪顾问的统计及预测，2016-2018年我国网络信息安全服务市场规模分别为37.32亿元、52.43亿元及68.34亿元，未来将以高于行业整体的速度增长，预计2019-2021年将保持35%以上的增长率，至2021年达到183.51亿元。

表2：近年来我国对信息安全的相关政策要求

时间	发布机构	政策名称	主要内容
2016年11月	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国网络安全法》	强调了金融、能源、交通、电子政务等行业在网络安全等级保护制度的建设，规定“网络运营者应当按照网络安全等级保护制度的要求，履行下列安全保护义务，保障网络免受干扰、破坏或者未经授权的访问，防止网络数据泄露或者被窃取、篡改。”
2017年7月	国家互联网信息办公室	《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》	关键信息基础设施的运营者（以下称运营者）对本单位关键信息基础设施安全负主体责任，履行网络安全保护义务，接受政府和社会监督，承担社会责任。关键信息基础设施在网络安全等级保护制度基础上，实行重点保护。运营者应当按照国家法律法规的规定和相关国家标准的强制性要求，履行下列安全保护义务。
2018年6月	公安部	《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》	作为《网络安全法》的重要配套法规，《保护条例》对网络安全等级保护的适用范围、各监管部门的职责、网络运营者的安全保护义务以及网络安全等级保护建设提出了更加具体、操作性也更强的要求。 新的条例范围扩大，境内建设、运营、维护、使用网络的单位原则上都要在等保的使用范围，而这意味着所有网络运营者都要对相关网络开展等保工作。《保护条例》对云计算、人工智能、物联网等新技术要求进行风险识别及风险管理。体现了等级保护定级对象大扩展。

资料来源：中国银河证券研究院整理

（二）行业竞争格局及公司所处地位

公司所处产业链上游主要是IT设备及操作系统、数据库等软硬件生产行业，下游是信息化程度高且对网络信息安全较为敏感的政府机构以及运营商、金融、能源、互联网等行业。公司主营业务收入按用户行业分主要集中在政府（含公安）（占34.34%）、金融机构（占9.98%）、教育机构（占9.74%）、电信运营商（7.66%）等单位，来自政府机构的收入所占比重最大且每年稳步增长，2018年度来自政府机构的收入较2017年度增加7339.70万元，增长率为50.09%。

近年来，我国网络信息安全部快速增长，但由于参与厂商众多且市场的细分程度较高，总体来看市场集中度较低，缺乏真正的龙头企业，不同的细分市场存在不同的领先厂商。安恒信息、启明星辰、绿盟科技、360企业安全等公司是行业内的主要参与者。目前公司在Web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第一，在上述市场中公司主要竞争对手为绿盟科技与启明星辰。

在云安全、大数据安全、物联网安全、态势感知等新兴安全领域，公司占据较大先发优势，并开始布局发展智慧城市安全部市场。公司自2014年开始陆续推出了相关产品和解决方案。在公有云领域，公司2015年开始与阿里云合作，成为阿里云安全部首批安全供应商，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。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。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，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多个省市级政务云、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。

表 3：公司所处细分行业市场规模及竞争格局

细分市场	2018 年市场规模(估算)	复合增长率	2020 年市场规模(预计)	竞争格局
Web 应用安全市场	11.5 亿元	17.8%	15.9 亿元	IDC 通过评估认为，安恒信息、绿盟科技、启明星辰、360 企业安全、天融信及深信服等是中国 Web 应用安全市场主要厂商。根据 Frost&Sullivan 数据，2017 年公司 WAF 产品市场占比为 16.7%，仅次于绿盟科技的 17.9%，位于市场第二名。
数据库安全市场	12.2 亿元	17.1%	16.7 亿元	2017 年，国内数据库安全审计与防护产品市场依旧竞争较为激烈，公司在政策和自身品牌的影响下逐步发力，占据 7.2% 的市场份额，仅次于启明星辰的 10.2%，排名第二。以数据库技术和影响力领先的国际厂商 IBM、Imperva，以 6.9% 与 6.4% 的市场份额排名第三及第四。
日志审计市场	9.0 亿元	25.5%	14.2 亿元	2018 年日志审计产品市场占比 10.9%，排名第一，启明星辰位列第二，天融信市场占有率 9.1%，现居第三名，360 企业安全占比 6.4%，排名第四。
漏洞检测市场	11.9 亿元	24.4%	18.3 亿元	目前国内漏洞评估与管理产品市场的主要厂商除公司外，主要有启明星辰、绿盟科技、IBM、榕基等。公司目前市场占比 14.7%，排名第三，启明星辰及绿盟科技以 23.2% 与 21.7% 的市场占有率分别排名前二。
云安全市场	37.8 亿元	40%	74.1 亿元	作为新兴蓝海市场，当前云安全服务行业呈现出多市场主体参与、行业集中度不高的竞争格局。主要参与者分为专业云安全解决方案提供商和传统 IT 安全解决方案提供商，专业云安全解决方案提供商基本上都是初创企业，代表性的企业有光通天下、知道创宇、途隆科技、上海云盾等。传统 IT 安全解决方案提供商代表性企业有安恒信息、绿盟科技、亚信安全、启明星辰、深信服等。
大数据安全市场	28.4 亿元	35%	51.8 亿元	多市场主体参与、行业集中度不高。
态势感知市场	27 亿元	35%	50 亿元	2018 年，公司成为安全牛市场研究报告中态势感知的第一品牌。
物联网安全市场	88.2 亿元	51%	201.1 亿元	作为新兴蓝海市场，呈现出多市场主体参与、行业集中度不高的竞争格局。

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

三、财务状况及募集资金计划

(一) 主要财务指标

2016-2018 年，公司的主营业务收入分别为 3.17 亿元、4.30 亿元与 6.40 亿元，2017-2018 年对应增长率为 35.90% 与 48.80%，保持高速增长。从归母净利润角度来看，2016-2018 年公司的归母净利润分别为 0.01 亿元、0.55 亿元、0.85 亿元，2017-2018 年增长率分别为 6935.64%、54.11%。

图 5：2016-2018 年公司营收及增长率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：2016-2018 年公司归母净利润及增长率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

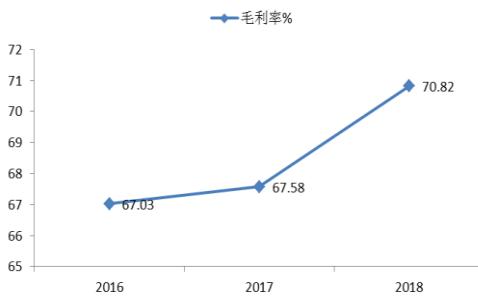
2016-2018年，公司毛利率分别为67.03%、67.58%、70.82%，毛利率持续增长。公司2016-2018年ROE分别为0.33%、16.44%、17.78%，ROE增长明显。公司营运能力较好，2016-2018年公司应收账款周转率逐年提高，应付账款周转率保持平稳，体现公司议价能力的提升。2016-2018年，公司经营活动现金净流量分别为0.64亿元、0.69亿元、0.96亿元，公司经营活动创造现金的能力较强，盈利质量较高。

表4：公司各块业务毛利率情况（%）

业务	2016年	2017年	2018年
网络信息安全基础产品	71.56	72.46	76.07
网络信息安全平台	74.01	70.45	74.15
网络信息安全服务	67.00	61.50	65.69
第三方硬件产品	14.06	4.04	7.51
其他主营业务	96.63	40.28	40.15
合计	67.03	67.58	70.82

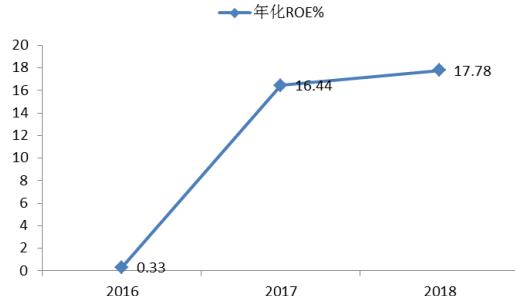
资料来源：招股说明书、中国银河证券研究院整理

图7：2016-2018年公司毛利率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

图8：2016-2018年公司ROE



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

图9：2016-2018年公司营运能力



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

图10：2016-2018年公司经营活动现金净流量



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

（二）募集资金计划

公司本次拟公开发行不超过2,129.6296万股股票，根据公司战略规划，公司的募投项目将围绕着云安全、大数据安全、物联网安全和智慧城市安全的发展方向对已有的网络信息安全产品进一步升级。募集资金扣除发行费用后将用于投资下列项目：

表5：公司募集资金用途

项目名称	项目总投资(万元)	募集资金投入额(万元)	建设周期
云安全服务平台升级项目	15,383.11	15,383.11	2年
大数据态势感知平台升级项目	11,268.70	11,268.70	2年

智慧物联安全技术研发项目	9,652.65	9,652.65	3 年
工控安全及工业互联网安全产品升级项目	3,983.37	3,983.37	2 年
智慧城市安全大脑及安全运营中心升级项目	11,947.14	11,947.14	2 年
营销网络及服务体系扩建项目	8,778.24	8,778.24	2 年
补充流动资金	15,000.00	15,000.00	-
合计	76,013.21	76,013.21	-

资料来源：公司招股说明书、中国银河证券研究院整理

四、估值分析

A 股已上市公司中，与安恒信息具有可比性的公司主要包括启明星辰、绿盟科技、深信服、蓝盾股份、北信源、卫士通、美亚柏科。安恒信息属于轻资产型，核心产品已取得较稳定的市场地位并产生盈利，但在新兴领域的投入仍然较大，我们认为可以根据 PS 及 PE 结合估值。

表 6：可比上市公司估值

证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM)	市销率 PS(TTM)	EV/EBITDA
002439.SZ	启明星辰	46.84	9.31	32.51
300369.SZ	绿盟科技	60.35	7.58	35.35
300454.SZ	深信服	68.35	10.63	55.84
300297.SZ	蓝盾股份	19.45	3.58	12.62
300352.SZ	北信源	94.86	15.37	73.01
002268.SZ	卫士通	165.25	10.73	149.30
300188.SZ	美亚柏科	51.12	8.72	36.59

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

五、风险提示

1、实际控制人变更的风险。范渊目前实际控制人地位较稳固。但考虑 IPO 至少发行 25% 股份的稀释效果，被稀释后范渊直接加间接持股比例不高于 27.02%。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不高于 13.52%（稀释后第二大股股东持股比例不高于 10.82%，第三大股东持股比例不高于 7.02%），公司在上市后面临实际控制人变更进而影响公司稳定经营的风险。

2、对外投资减值的风险。报告期末公司的参股公司弗兰科的评估值为 4,490.00 万元，低于其最近一次外部投资者的估值 13,750.00 万元。弗兰科估值下降的原因为该公司前期研发投入较大，产品尚处于市场开拓阶段。未来可能继续产生长期投资减值，从而对本公司未来的利润产生一定影响。

六、附录

附表 1：公司财务报表（百万元）

利润表	2016A	2017A	2018A
营业收入	316.7	430.4	640.4
营业成本	104.4	139.5	186.9
营业税金及附加	4.2	6.2	8.2
销售费用	92.2	129.2	206.0
管理费用	80.7	50.3	59.4
研发费用	65.9	95.9	152.0
财务费用	0.5	-0.3	-1.8
资产减值损失	2.5	2.4	8.7
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0
投资收益	-0.3	-1.8	-0.6
汇兑收益	0.0	0.0	0.0
营业利润	-33.9	60.1	82.6
营业外收支净额	39.6	-0.6	1.2
税前利润	5.8	59.5	83.8
减：所得税	4.6	4.7	0.3
净利润	1.2	54.9	83.5
归属于母公司的净利润	0.8	54.9	84.6
少数股东损益	0.4	0.0	-1.1
资产负债表	2016A	2017A	2018A
货币资金	84.5	215.9	397.8
应收票据	0.0	0.0	0.1
应收账款	89.1	111.1	178.7
预付款项	3.6	4.2	3.4
其他应收款	26.9	26.1	39.5
存货	26.6	28.2	46.8
其他流动资产	75.8	102.4	3.9
长期股权投资	14.5	23.6	21.2
固定资产	17.1	25.3	32.7
在建工程	35.6	70.2	152.3
工程物资	0.0	0.0	0.0
无形资产	13.1	10.0	8.3
长期待摊费用	0.7	1.1	0.7
资产总计	390.8	623.0	897.7
短期借款	0.0	0.0	0.0
应付票据	0.0	0.0	0.0
应付账款	44.8	64.1	94.6
预收款项	36.4	32.0	53.6
应付职工薪酬	36.1	55.6	89.0
应交税费	9.9	10.5	20.7
其他应付款	0.6	8.7	25.8
其他流动负债	0.0	0.0	0.0
长期借款	2.7	10.2	81.3
预计负债	0.0	0.0	0.0

负债合计	153.5	188.6	380.4
股东权益合计	237.3	434.4	517.3
现金流量表	2016A	2017A	2018A
经营性现金净流量	63.8	68.9	96.0
投资性现金净流量	-8.7	-83.2	8.8
筹资性现金净流量	2.4	146.9	73.8
现金流量净额	57.4	132.6	178.6

资料来源：wind，中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 公司主要产品及服务	1
图 2: 安恒信息主营业务构成	2
图 3: 安恒信息主营业务增长趋势	2
图 4: 公司目前股权结构	2
图 5: 2016-2018 年公司营收及增长率	7
图 6: 2016-2018 年公司归母净利润及增长率	7
图 7: 2016-2018 年公司毛利率	8
图 8: 2016-2018 年公司 ROE	8
图 9: 2016-2018 年公司营运能力	8
图 10: 2016-2018 年公司经营活动现金净流量	8
附表 1: 公司财务报表 (百万元)	10

表格目录

表 1: 公司主要核心技术的先进程度及市场地位	2
表 2: 近年来我国对信息安全的相关政策要求	6
表 3: 公司所处细分行业市场规模及竞争格局	7
表 4: 公司各块业务毛利率情况 (%)	8
表 5: 公司募集资金用途	8
表 6: 可比上市公司估值	9

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

邹文倩，计算机行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无须事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

深广地区: 崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
北京地区: 耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn
上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn