

专注细分领域，打造科创板精美网安

2019 年 08 月 01 日

【事项】

- ◆ 目前通过科创板上市委员会的网络安全公司达四家，分别是安恒信息、恒安嘉新、安博通、山石网科。



强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

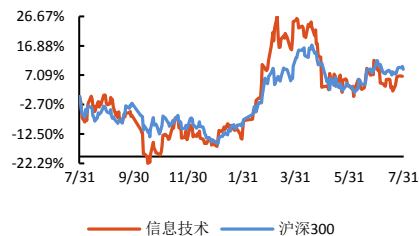
证券分析师：卢嘉鹏

证书编号：S1160516060001

联系人：马建华

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

《老牌 ERP 巨头的云战略转型之路》

2019. 07. 29

《《中国互联网发展报告 2019》发布，我国人工智能市场成为全球第二大力量》

2019. 07. 12

《SAP 云化转型持续推进，股价创新高》

2019. 06. 28

《互联网女皇报告出炉，欧美云计算使用普及率大幅提升》

2019. 06. 14

《海外 SaaS 公司跟踪，Salesforce 收购数据分析巨头 Tableau》

2019. 06. 13

【评论】

1. 术业专攻

安全牛于2019年1月发布《网络安全行业全景图》，将网络安全行业划分为18个一级安全领域，71个二级细分领域，我们对通过科创板上市委会议的四家网络安全公司针对全景图进行梳理。

安恒信息占据细分领域最多，达21个，网络安全产品较为齐全，其中较为聚焦在Web应用安全、云安全以及物联网安全领域。

恒安嘉新侧重于物联网安全、安全管理、电信及移动应用安全细分领域。

安博通主要侧重于防火墙以及态势感知细分领域。

山石网科侧重于安全网关类、防火墙、云架构基础安全、以及APT防护细分领域。

图表 1：网络安全行业细分领域全景图

		安恒信息	恒安嘉新	安博通	山石网科
安全网关	防火墙				
	IDS/IPS				
	抗DDOS				
应用安全	Web应用防火墙				
	网页防篡改				
	漏洞扫描				
	Web应用扫描与监控				
数据安全	数据库安全				
身份访问与安全	VPN				
	堡垒机				
云安全	云WAF				
	云身份管理				
	云架构基础安全				
移动安全	移动应用安全				
安全智能	威胁情报				
	网络流量分析(NTA)				
	APT防护				
	网络空间测绘				
业务安全	电信级流量检测				
	在线业务安全/发欺诈				
物联网安全	车联网安全				
	工业互联网安全				
安全管理	管综/网综平台				
	安全合规管理平台				
	等保工具				
	通讯网络反欺诈				
	态势感知(SOC/ISOC)				
安全服务	安全培训教育				
	攻防训练平台				

渗透测试

评估加固/安全运维

资料来源：安全牛，东方财富证券研究所

2. 寻找精美网安

体量小，增速快，扩张式经营。四家网络安全公司的营收都不超过10亿，归母净利润不超过1亿。2018年营收均值4.71亿元，归母净利润均值0.59亿元，总体体量较小。

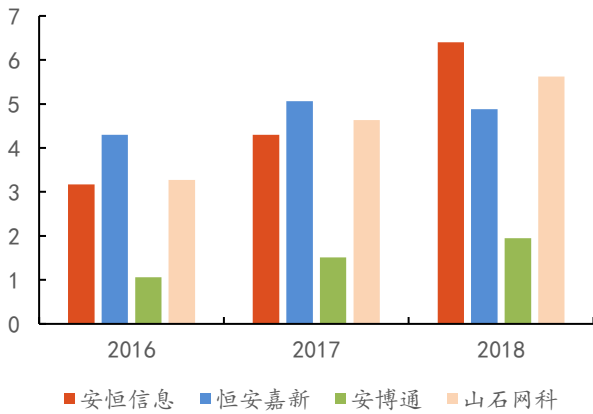
四家公司除恒安嘉新的营收和业绩在18年下降，另外三家公司营收CAGR都不低于30%，归母净利润则实现了翻倍以上的复合增速。其中在2017年，四家公司整体发展增速较快，四家公司营收合计同比增长34.33%，2018年增速放缓，营收合计同比增长21.61%。

四家公司毛利率近三年均值都在60%以上，且都呈现缓慢增长的趋势，其中恒安嘉新最低，在2018年仅有50.47%，远低于另外三家公司。

安恒信息、安博通、山石网科的资产负债率都有所增长，恒安嘉新则维持在高位，网络信息安全公司都处于扩张式发展。

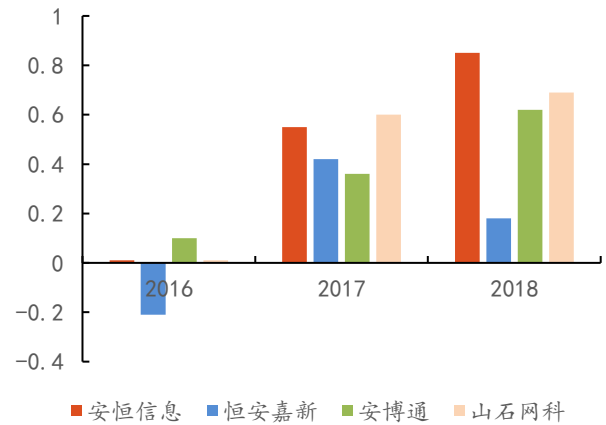
ROE整体上来看，都呈现增长趋势，其中恒安嘉新在2018年有较大幅度的回调，安博通和山石网科则保持较高的ROE水平。

图表 2：营收（亿元）



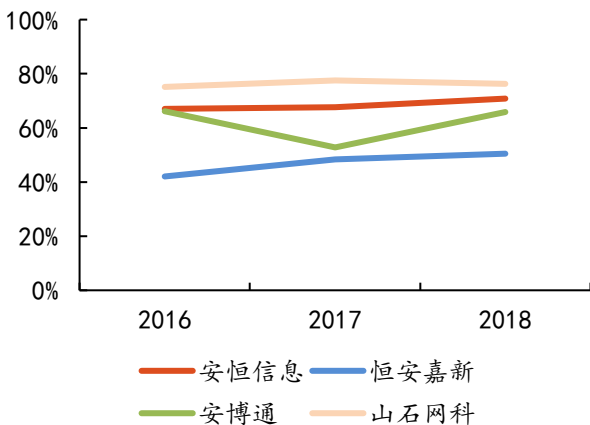
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 3：归母净利润（亿元）



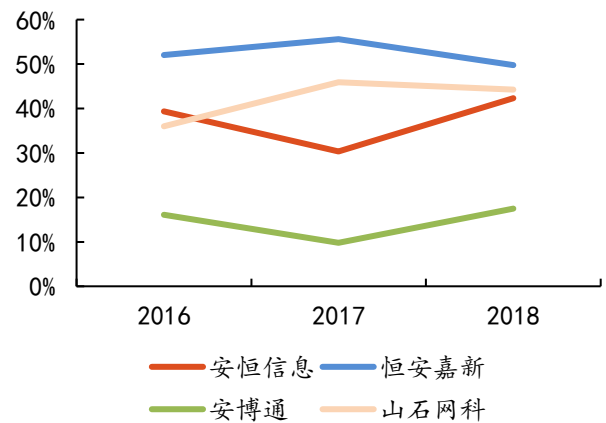
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 4：销售毛利率



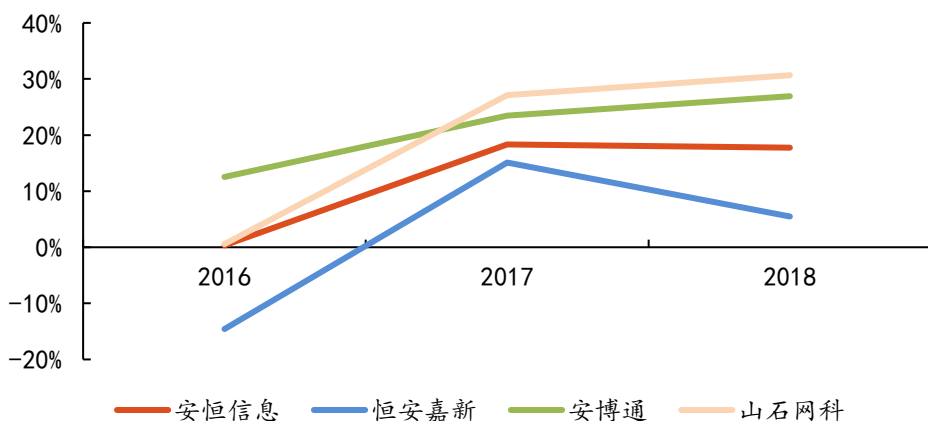
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 5：资产负债率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 6: ROE (加权平均)

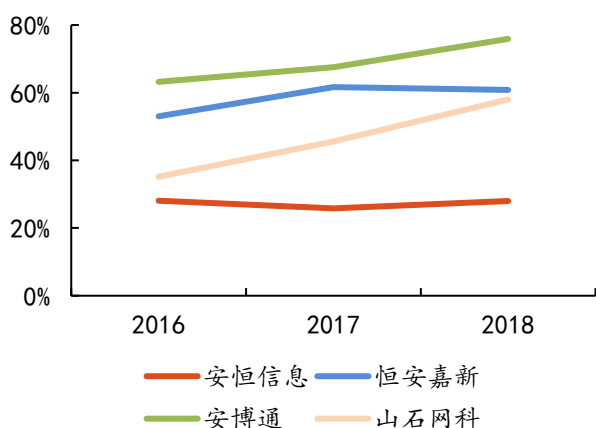


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

回款压力增大, 净利润含金量降低, 安恒信息价值凸显。通过应收账款与营收的比值可以发现, 除安恒信息外, 另外三家这一比值则呈现逐渐上升趋势, 安博通在2018年则达到了75%。安恒信息近三年都不超过30%, 且2018年较之于2016年降低了0.11pct, 此外公司3个月应收账款账龄占比近三年在70%左右, 1年应收账款账龄占比均超过85%, 公司回款压力较小。

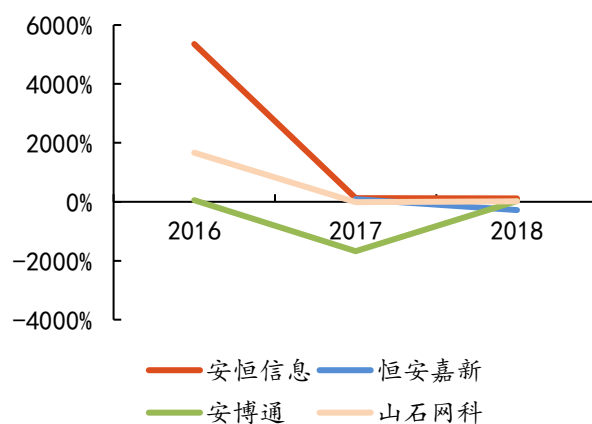
由于2016年五家公司的净利润基数较小, 且恒安嘉新为负, 整体上净现比波动较大, 但这一指标可通过2017和2018年做一基本判断。安博通和山石网科2017年经营活动现金流净额为负数, 其中安博通达到-16.76; 恒安嘉新2018年经营活动现金流净额为负数, 达到-2.8; 这三家的净现比都下降明显, 净利润含金量较低。安恒信息在2017和2018年的净现比分别为1.25和1.15, 净利润含金量相对较高。

图表 7: 应收账款/营业收入



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

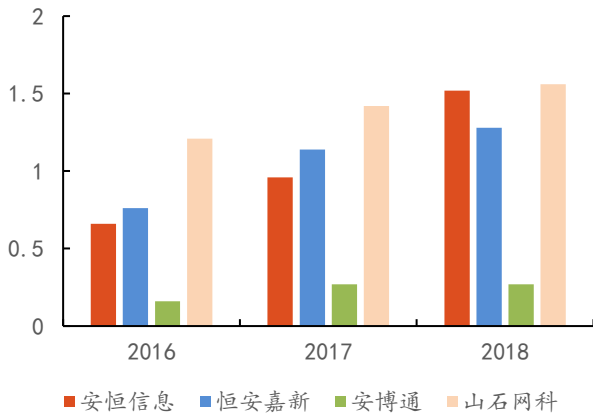
图表 8: 净现比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

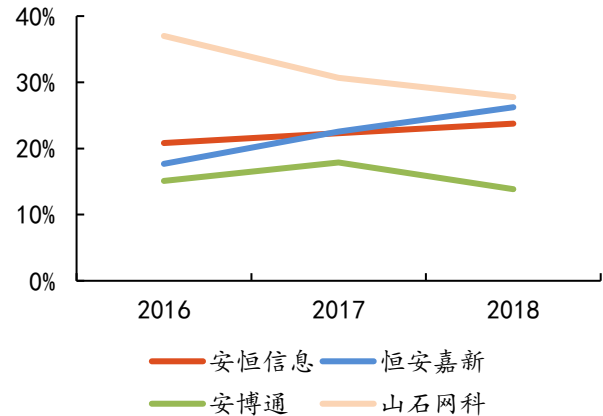
研发投入增速整体在放缓, 安恒信息反其道而行之。四家公司的研发费用在2017年都大幅增长, 而2018年, 除安恒信息继续加大研发投入外, 另外三家都大幅放缓研发投入的增加, 其中安博通的研发投入则和上一年持平。研发占营收比重仅有安恒信息和恒安嘉新在增长, 考虑到恒安嘉新2018年营收下降, 安恒信息的研发投入更加积极。

图表 9：研发费用（亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 10：研发占营收比重



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

总体来看，安恒信息、安博通以及山石网科进行小步快跑，通过扩张式发展带来了业绩上的增长；在小步快跑的同时，也加大了负担，回款承压，盈利含金量在降低，但安恒信息既跑得快同时也注重盈利的质量，此外不断加大研发投入，提升自己竞争砝码，有望打造成科创板的精美网安。

【投资建议】

通过对科创板四家网络安全公司的主营业务和财务上的分析，我们对市场整体较为看好，密切关注下游客户政策以及公司内生发展的调整。具体个股，安恒信息在科创板这四家网安公司中综合表现最佳，建议关注。

【风险提示】

- 网络安全行业整体下行的风险；
- 市场竞争加剧风险；
- 应收账款增加及坏账的风险。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。