



## 安博通 (A19067.SH)

# 【联讯通信科创板深度】安博通：领先的网络安全系统平台与网络安全服务提供商

2019年08月05日

### 投资要点

## 不评级

分析师：李仁波

执业编号：S0300518010001

电话：0755-83331495

邮箱：lirenbo@lxsec.com

### 盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	195.35	249.08	320.22	415.09
(+/-)	29.58	27.51	28.56	29.62
归母净利润	61.55	83.96	104.00	126.58
(+/-)	70.75	36.40	23.87	21.71
EPS(元)	1.20	1.64	2.04	2.48

资料来源：联讯证券研究院

#### ✧ 专注网络安全，可视化网络安全系统的专家

自主研发的 ABT SPOS 可视化网络安全系统平台，已成为众多一线厂商与大型解决方案集成商广泛搭载的网络安全系统套件，是国内众多部委与央企安全态势感知平台的核心组件与数据引擎。2018 年公司营收 1.95 亿元，同比增长 29.58%，归母净利润分别为 6155 万，同比增长 70.75%，2016-2018 年公司营业收入与净利润逐年增长，营收复合增速 47.3%。

#### ✧ 自研的核心网络安全平台，核心竞争力明显

公司实现了安全策略路径相关核心算法的突破，通过不断地优化，2017 年达到了国外竞争对手同等级水平；同时，公司投入研发大数据算法方向，将安全资产、恶意行为、流量威胁和策略路径四类数据进行综合分析，进行关键参数的不断调整和验证，给出了整网暴露攻击面的较准确的算法，在国内尚未有竞争对手实现同类方案。公司安全网关产品在华为、启明星辰、新华三、安恒信息等行业内知名客户的测试中均排名领先。

#### ✧ 参与部委政企项目广受好评，受益网络安全自主可控

公司积极参与国家部委及央企重点网络安全项目，广受客户好评，其中《网络面可视化平台》项目被工信部评为“网络安全技术应用试点示范项目”。基于公司在政企项目的经验，未来有望充分受益于网络安全国产化的进程。

#### ✧ 网络安全市场持续增长，云安全市场迎来爆发

据赛迪顾问统计，2018 年中国网络信息安全市场规模为 495.2 亿元，过去三年复合增长率为 21.40%，预计到 2021 年，网络信息安全市场规模将超过 900 亿元。随着云计算产业的快速发展，中国云安全市场由起步迈向快速崛起。据赛迪顾问统计，2018 年中国云安全市场规模达到 37.8 亿元，过去三年年均复合增长率为 43.46%。2018 年中国物联网云安全市场规模达到 88.2 亿元，过去三年年均复合增长率为 31.66%。

#### ✧ 合理估值

按照最大发行 1279.5 万股计算，加上公司发行前的总股本 3838.5 万股，公司发行后总股本为 5118 万股，摊薄后 2019 年公司的 eps 为 1.64 元/股。同行业公司的 PE 在 37~60 倍之间，虽然公司目前的规模较小，但是考虑到科创板公司在二级市场表现较好，可以给予一定的估值溢价，若给予公司 2019 年 PE 估值区间为 37~42 倍之间，对应的合理价格为 60.68 元~68.88 元。

#### ✧ 风险提示

公司的客户集中度高风险；业务模式风险，公司不直接面对最终用户，不具



备完成的项目交付能力；市场竞争加剧的风险



# 目 录

投资案件 .....	6
投资评级与估值 .....	6
关键假设点 .....	6
股价表现催化剂 .....	6
核心风险提示 .....	6
一、领先的网络安全系统平台与网络安全服务提供商 .....	7
(一) 专注网络安全，可视化网络安全系统的专家 .....	7
(二) 核心业务依托于自研核心网络安全系统平台 .....	7
1、自主研发核心网络安全系统平台 .....	7
2、围绕核心平台构建综合产品及服务 .....	8
(1) 安全网关产品 .....	9
(2) 安全管理产品 .....	9
(3) 网络安全服务 .....	10
(三) 公司经营模式：以直销模式面向大型厂商，不直接面对最终用户 .....	10
(四) 优质的核心客户，收入存在明显季节特征 .....	11
1、安全网关产品占比最高，安全管理产品增长迅猛 .....	11
2、公司销售收入存在较明显的季节性特征 .....	11
3、依赖核心客户深化业务，拓展优质新客扩大口碑 .....	11
4、硬件设备为主要成本，采购集中度较高 .....	12
(六) 自研的核心网络安全平台，核心竞争力明显 .....	13
1、突破核心技术算法，硬件无关化技术方向实现自主可控 .....	13
2、研发投入大，研发人员占比高 .....	15
(七) 利润保持快速增长，毛利率保持较高水平 .....	15
1、收入和净利润保持快速增长 .....	15
2、产品毛利率稳定，股权激励费用减少提升净利率 .....	16
3、客户性质和商业模式致应收账款占比高 .....	17
二、行业分析：受益网络安全自主可控，行业保持快速增长 .....	18
(一) 网络安全政策标准持续推动，受益网络安全自主可控 .....	18
(二) 网络安全市场持续增长，云安全市场迎来爆发 .....	19
1、网络安全市场规模持续扩大，安全软件及服务占比不断提升 .....	19
2、云安全、物联网安、大数据安、工业互联网等市场将迎来爆发 .....	20
(三) 定位于上游网络安全软件及技术提供商 .....	21
(四) 同行业可比公司的比较情况 .....	22
三、本次发行情况 .....	23
(一) 股权结构及本次发行的新股数量 .....	23
(二) 募集资金用途及合理性分析 .....	24
1、深度网络安全嵌入系统升级与其虚拟资源池化项目 .....	25
2、安全可视化与态势感知平台研发及产业化项目 .....	25
3、安全应用研发中心与攻防实验室建设项目 .....	25
四、盈利预测 .....	27
五、风险提示 .....	29



## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	7
图表 2: ABT SPOS 在网络安全技术与产品全景图中的定位 .....	8
图表 3: 公司主要产品及服务 .....	8
图表 4: 嵌入式安全网关在网络中的部署位置 .....	9
图表 5: 虚拟化安全网关在网络中的部署位置 .....	9
图表 6: 安全管理产品的界面 .....	10
图表 7: 安全管理产品的工作流程 .....	10
图表 8: 公司主要产品采用的经营模式 .....	10
图表 9: 2016-2018 年公司营业收入按性质划分 (万元) .....	11
图表 10: 2016-2018 年公司营业收入结构按季度分布 .....	11
图表 11: 2016 年-2018 年公司向前五大客户的销售情况 .....	12
图表 12: 2018 年公司成本结构占比 .....	12
图表 13: 2016 年-2018 年公司向前五大供应商的采购情况 .....	13
图表 14: 公司及子公司承担的重大项目和获得的重要奖项情况 .....	14
图表 15: 研发费用构成及占营业收入比例 .....	15
图表 16: 公司员工构成 .....	15
图表 17: 2016 年-2018 年公司营业收入变化 (万元) .....	15
图表 18: 2016 年-2018 年公司归母净利润变化 (万元) .....	15
图表 19: 2016 年-2018 年公司毛利率、归母净利率情况 .....	16
图表 20: 2016 年-2018 年公司期间费率情况 .....	16
图表 21: 2016 年-2018 年应收账款净额变化及占营业收入比例 .....	17
图表 22: 部分网络安全行业行业政策 .....	18
图表 23: 公司参与的部委央企重点项目 .....	19
图表 24: 2016-2021 年中国网络信息安全市场规模 .....	19
图表 25: 2016 年-2021 年中国网络安全市场结构 .....	19
图表 26: 2016-2021 年中国云安全市场规模变化 .....	20
图表 27: 2016 年-2021 年中国物联网安全市场变化 .....	20
图表 28: 2016-2021 年中国大数据安全市场规模变化 .....	20
图表 29: 2016-2021 年中国工业互联网安全市场变化 .....	20
图表 30: 网络信息安全产业链 .....	21
图表 31: 公司产品或服务在网络安全行业中业务范围 .....	21
图表 32: 公司同行业可比公司的对比情况 .....	22
图表 33: 安博通股权结构图 .....	24
图表 34: 公司募集资金主要安排 (单位: 万元) .....	24
图表 35: 公司 2019H1 经营情况 (单位: 万元) .....	27



图表 36: 分业务营收预测表 .....	28
图表 37: 绝对估值核心参数假设 .....	28
图表 38: FCFF 模型敏感性测试 .....	29
图表 39: 可比公司估值对比 .....	29
附录: 公司财务预测表 (百万元) .....	31



## 投资案件

### 投资评级与估值

按照最大发行 1279.5 万股计算，加上公司发行前的总股本 3838.5 万股，公司发行后总股本为 5118 万股，摊薄后 2019 年公司的 eps 为 1.64 元/股。同行业公司的 PE 在 37~60 倍之间，虽然公司目前的规模较小，但是考虑到科创板公司在二级市场表现较好，可以给予一定的估值溢价，若给予公司 2019 年 PE 估值区间为 37~42 倍之间，对应的合理价格为 60.68 元~68.88 元。

### 关键假设点

1、赛迪顾问预计中国网络信息安全市场未来三年仍然将保持 23%左右的增长。公司预测上半年营收增速的中间值为 10.95%，由于公司的下游客户主要为政企类大客户，营收的季节效应明显，下半年营收占比过去三年均在 70%以上。假设 2019 年嵌入式安全网关的订单增速为 20%。且毛利率与过去保持一致。

2、未来三年中国云安全的行业增速预测为 45%。假设 2019 年虚拟化安全网关的订单增速为 45%。假设毛利率与往年持平。公司其他业务占比较低，我们假设其他业务的订单保持 10%较低的增长。

3、假设公司的管理费用率、财务费用率、销售费率均与往年保持不变。

### 股价表现催化剂

1、获取新订单或切入新客户，将对公司的营收收入和净利润带来正面影响；2、网络安全事件，不仅影响短期的投资者情绪，同时长期影响企业及政府的网络安全开支；3、颁布重要的网络安全法规以及数据的使用条例等。

### 核心风险提示

- 1、公司的客户集中度高风险。
- 2、业务模式风险，公司不直接面对最终用户，不具备完成的项目交付能力。
- 3、市场竞争加剧的风险。



## 一、领先的网络安全系统平台与网络安全服务提供商

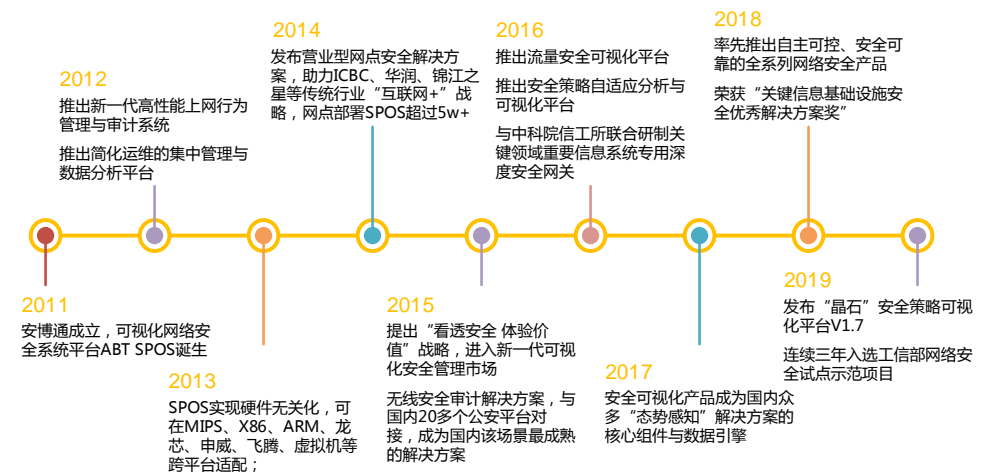
### （一）专注网络安全，可视化网络安全系统的专家

安博通成立于 2011 年，以“看透安全，体验价值”理念为核心，是国内领先的可视化网络安全专用核心系统产品与安全服务提供商。其自主研发的 ABT SPOS 可视化网络安全系统平台，已成为众多一线厂商与大型解决方案集成商广泛搭载的网络安全系统套件，是国内众多部委与央企安全态势感知平台的核心组件与数据引擎。

安博通重研发投入、工程师文化，在北京、武汉两地设有研发中心，专注核心技术。作为国家级高新技术企业，安博通获得及申请的专利软著超过 200 项，并保持每年 30% 以上的专利申请量递增。

安博通现已拥有 100 多家战略合作伙伴，50000 多个企业级客户网络覆盖，在网运行 SPOS 系统 100000 多套。形成了以深度安全网关、融合应用网关、数据分析与综合运维平台等为核心的产品系列组合，重点面向经营服务型网络、园区网、网络运营商、无线安全运营、大型行业内网等主要客户业务场景，在政府、军工、金融、运营商、企业、教育等多个行业领域均获得成功应用。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司网站，联讯证券

### （二）核心业务依托于自研核心网络安全系统平台

#### 1、自主研发核心网络安全系统平台

公司的核心领先技术为其自主研发的网络安全系统平台——ABT SPOS。该平台针对新型网络攻击手段与高级持续性威胁，具备丰富的应用层安全识别与流量解析功能，运用安全大数据分析、深度机器学习与流量可视化技术，发现并阻断网络中传统技术无法检测出的违规行为与未知威胁。





图表2: ABT SPOS 在网络安全技术与产品全景图中的定位



资料来源: 公司招股说明书, 联讯证券

## 2、围绕核心平台构建综合产品及服务

公司以 ABT SPOS 平台为基础, 通过持续的研发与创新, 应用于网络安全防御控制、网络监测预警等领域, 形成了一系列网络安全产品, 主要包括安全网关产品和安全管理产品两大类。同时公司围绕 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。

图表3: 公司主要产品及服务

业务分类	产品与服务名称	2018 年 收入占比	产品形态	产品与服务概述	应用场景及主要用户
网络安全产品	安全网关产品				
	嵌入式安全网关	57.31%	以软件或软硬件一体化形态销售	<ul style="list-style-type: none"> <li>应用于数据通信网络的下一代防火墙产品及网络行为管理与审计产品</li> <li>以嵌入式网络通信平台为硬件载体, 通过解析网络流量中的用户、应用和内容等信息, 为用户提供应对入侵防御和实时攻击、病毒拦截能力</li> <li>通过记录及审计用户的网络行为与内容, 为企业网络优化和规划提供决策支持, 为客户构建有序、健康的网络环境</li> </ul>	国家电子政务网、多个部委专用网络、各大运营商网络、大型金融机构网络、国家电网与能源网络、大型高校网络、大型医院网络等各种场景
	虚拟化安全网关	25.45%	以软硬件一体化形态销售	<ul style="list-style-type: none"> <li>应用于云计算环境的虚拟化安全网关产品, 包括虚拟化下一代防火墙产品及网络行为管理与审计产品</li> <li>以通用服务器为硬件载体, 为云计算环境提供高扩展性、适应性以及全面的虚拟化安全能力</li> </ul>	主要应用于大型数据中心和云计算中心, 包括政务云数据中心、运营商数据中心、金融数据中心和公有云服务提供商等
	安全管理产品	12.90%	以软件或软硬件一体化形态销售	<ul style="list-style-type: none"> <li>大型网络与云计算环境下的网络安全管理平台</li> <li>基于大数据分析可视化技术, 通过</li> </ul>	应用于北京首都国际机场网络安全保障工程、新华通讯社全媒





业务分类	产品与服务名称	2018 年 收入占比	产品形态	产品与服务概述	应用场景及主要用户
				云端平台对安全设备和安全事件提供集中部署、运维监测、数据收集分析及预警处置等功能	体供稿及电子商务平台、国家企业信用信息公示系统信息化工程主体部分、中国地震信息网络安全防护项目、全国人大信息中心电子政务外网等级保护建设项目等
网络安全服务		4.34%	安全技术开发服务与安全运维服务	基于用户场景与个性化需求提供的差异化安全技术开发与安全运维服务	-

资料来源：公司招股说明书，联讯证券

### (1) 安全网关产品

ABT SPOS 系统平台集成了网络安全防御过程中涉及到的网络层访问控制、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，融合到统一的安全网关平台中，用体系化的防御思路解决网络中新型的攻击与窃密行为，包括嵌入式安全网关和虚拟化安全网关产品。

嵌入式安全网关主要用于数据通信网络环境，是一种软硬件结合的实体安全设备，通常用于网络互联网出口或网络关键区域边界，是网络中用于隔离、控制、防御的基础安全产品。包括下一代防火墙及网络行为管理与审计等组件与产品。

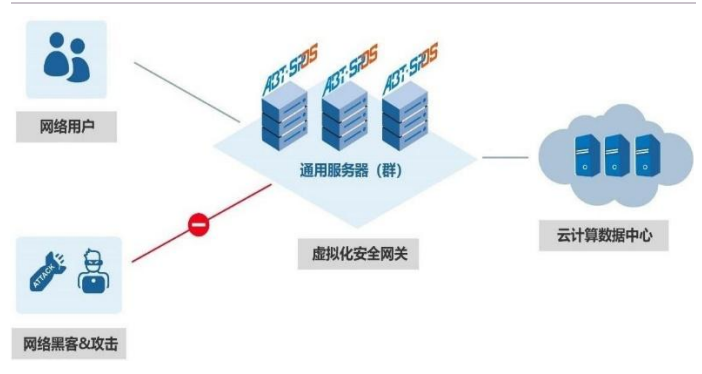
虚拟化安全网关是基于 ABT SPOS 网络安全系统平台，通过虚拟化技术将安全防护特性与虚拟计算、虚拟存储、虚拟网络适配并融合到通用服务器中，形成标准化的防护单元，多个防护单元通过资源池方式汇聚成数据中心整体安全架构，并通过统一的管理平台实现可视化集中运维管理。

图表4： 嵌入式安全网关在网络中的部署位置



资料来源：公司招股说明书，联讯证券

图表5： 虚拟化安全网关在网络中的部署位置



资料来源：公司招股说明书，联讯证券

### (2) 安全管理产品

基于大数据分析可视化技术，公司在 ABT SPOS 网络安全系统平台之上打造了安全管理产品，主要包括流量可视化、策略可视化、云安全管理产品等。产品针对新型



的网络攻击手段与高级持续性威胁，通过采集网络中各类网关设备与监测设备产生的数据与流量，运用安全大数据分析、深度机器学习与流量可视化技术，发现并阻断网络中传统技术无法检测出的违规行为与未知威胁。

图表6： 安全管理产品的界面



资料来源：公司招股说明书，联讯证券

图表7： 安全管理产品的工作流程



资料来源：公司招股说明书，联讯证券

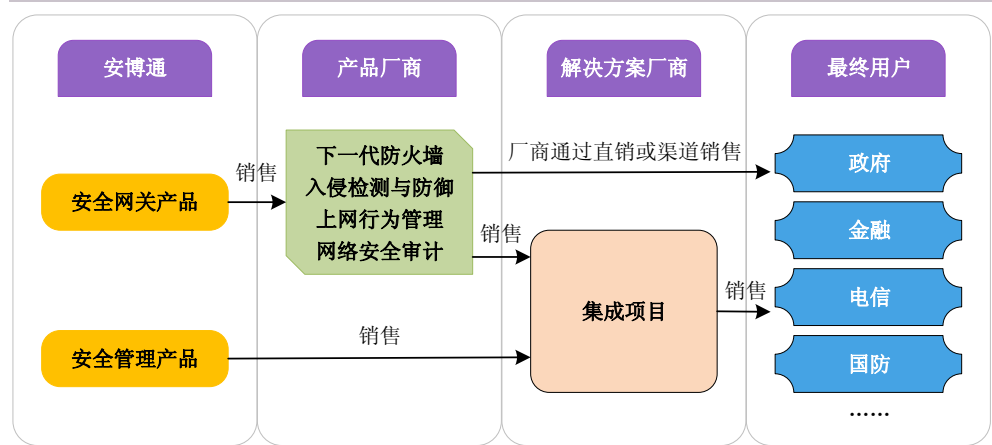
### （3）网络安全服务

公司网络安全服务主要为安全产品技术开发与安全运维服务，根据客户的个性化需求，在公司主营产品基础上定制开发扩展功能或个性化功能，或按照定制化需求开发产品特性或提供解决方案，同时提供产品运维保障服务。

#### （三）公司经营模式：以直销模式面向大型厂商，不直接面对最终用户

公司定位于做网络安全能力输出者、上游软件平台与技术提供商，通过直销模式向行业内各大产品与解决方案厂商销售网络安全软件，发挥公司技术优势，快速响应客户需求，或者根据客户要求，提供软硬一体化的网络安全设备，并为客户提供相关安全技术开发服务，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”。

图表8： 公司主要产品采用的经营模式



资料来源：公司招股说明书，联讯证券



#### （四）优质的核心客户，收入存在明显季节特征

##### 1、安全网关产品占比最高，安全管理产品增长迅猛

公司的营业收入主要来源于安全网关产品，2016年-2018年，安全网关产品占主营业务收入比例均大于80%，年均复合增长率为28.31%，业务稳步增长，一方面是厂商对公司产品认可度的提升带动订单增长以及受整个行业市场需求的增长及有利的政策外部推动；另一方面，随着云计算、大数据、移动互联网等新兴技术的发展与融合、国家产业政策的大力支持，云计算业务进入快速发展期，相应的云安全需求增长迅速。

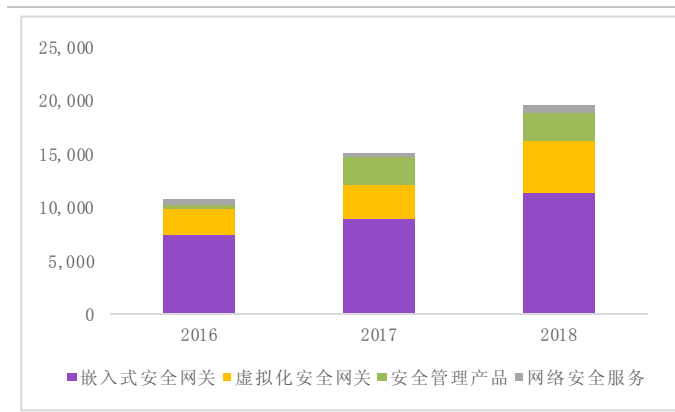
2016年-2018年，公司网络安全管理产品占主营业务收入比例低于18%，占比较小，但年均复合增长率为157.30%，发展迅猛，主要是受国家政策、云安全以及大数据安全理念的催化作用，网络安全可视化与态势感知需求应运而生。同时随着公司安全管理产品技术成熟度和市场认可度逐渐提高，客户数量及订单量逐渐增加，并累积了太极股份、中国电信系统集成、荣之联等知名客户。

2016年-2018年，公司网络安全服务占营业收入比例不超过4.4%，占比最小。主要原因系公司现阶段将有限资源投入到网络安全产品业务中，安全服务主要是满足客户多样化需求，对公司业务发展起到一定的补充作用。

##### 2、公司销售收入存在较明显的季节性特征

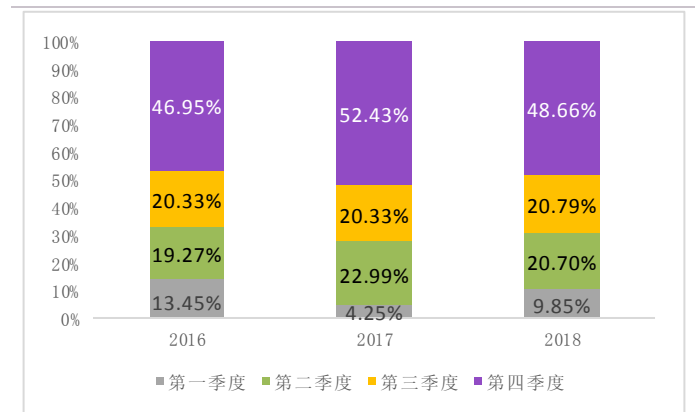
公司上半年实现的收入较少，下半年实现的收入较多，主要原因是目前网络安全产品的最终用户集中在公共通信和信息服务、能源、交通、水利、金融、公共服务、电子政务等重要行业和领域，上述用户一般实行预算管理和集中采购制度，在上半年制定本年采购计划，下半年进行招标、采购和建设，验收则集中在下半年尤其是第四季度。

图表9： 2016-2018年公司营业收入按性质划分（万元）



资料来源：公司招股说明书，联讯证券

图表10： 2016-2018年公司营业收入结构按季度分布



资料来源：公司招股说明书，联讯证券

##### 3、依赖核心客户深化业务，拓展优质新客扩大口碑

2016年-2018年，公司向前五大客户的销售总额占当期营业收入的比例高于60%，占比较高。公司在保持与新华三、太极股份、迈普通信、卫士通、星网锐捷等原有客户深化合作的基础上，得到越来越多行业内的专业技术厂商及产品解决方案厂商认可，并建立稳定良好的合作关系。2017年新增任子行、启明星辰等客户；2018年新增华为、北京计算机技术及应用研究所等客户。



图表11： 2016年-2018年公司向前五大客户的销售情况

期间	排名	客户名称	销售额 (单位: 万元)	占比
2018 年度	1	新华三	4,447.96	22.77%
	2	中网志腾	3,921.73	20.08%
	3	太极股份	2,409.94	12.34%
	4	华为	990.78	5.07%
	5	安恒信息	936.50	4.79%
			合计	12,706.91
2017 年度	1	新华三	3,243.34	21.51%
	2	中网志腾	2,968.69	19.69%
	3	太极股份	1,607.41	10.66%
	4	荣之联	744.44	4.94%
	5	任子行	721.59	4.79%
			合计	9,285.47
2016 年度	1	中网志腾	2,383.69	22.42%
	2	新华三	2,306.79	21.69%
	3	广西宝信迪	718.91	6.76%
	4	迈普通信	681.77	6.41%
	5	绿色苹果	634.27	5.97%
			合计	6,725.43

资料来源：公司招股说明书，联讯证券

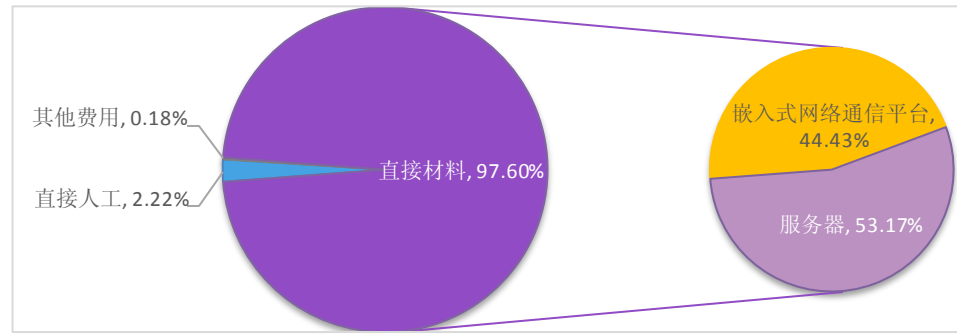
#### 4、硬件设备为主要成本，采购集中度较高

直接材料是公司主营业务成本最主要的构成部分，采购的集中度较高。2016年-2018年，直接材料占主营业务成本的比重分别为 90.27%、99.27%和 97.60%，直接材料主要为嵌入式网络通信平台、服务器，分别用于嵌入式安全网关产品、虚拟化安全网关产品。公司向前五大供应商采购额占总采购金额比例超过 89%，集中度较高。

直接人工占主营业务成本比较少，公司向供应商采购硬件设备后，将软件产品灌装到硬件设备中，通过调试和检测后，交付给客户使用。公司产品的灌装过程简单，所需生产人员较少，直接人工成本较低。

其他费用主要是安全服务业务发生的成本，2016年其他费用较大主要原因系公司与山东蓝玫电子有限公司合作，对其数据机房进行云安全及基础运营服务，数据机房基础运营电力消耗较大。2016年7月，经与对方友好协商，公司决定终止合作，不再参与其数据机房的相关服务。

图表12： 2018年公司成本结构占比



资料来源：公司招股说明书，联讯证券

图表13： 2016年-2018年公司向前五大供应商的采购情况

期间	排名	客户名称	采购额 (单位：万元)	占比
2018 年度	1	福州创实	3,116.06	46.26%
	2	北京方正世纪信息系统有限公司	2,750.86	40.84%
	3	深圳恒扬	338.72	5.03%
	4	中国长城科技集团股份有限公司	334.10	4.96%
	5	厦门易功成信息技术有限公司	54.32	0.81%
			<b>合计</b>	<b>6,594.06</b>
2017 年度	1	深圳恒扬	1,440.23	25.85%
	2	福州创实	1,337.09	24.00%
	3	北京方正世纪信息系统有限公司	1,154.45	20.72%
	4	北京物联新泊科技有限公司	816.87	14.66%
	5	深圳市鸿合创新信息技术有限 责任公司	258.12	4.63%
			<b>合计</b>	<b>5,006.76</b>
2016 年度	1	深圳恒扬	1,200.36	29.87%
	2	戴尔（中国）有限公司	859.87	21.40%
	3	北京方正世纪信息系统有限公司	780.01	19.41%
	4	佳杰科技（上海）有限公司北 京分	409.11	10.18%
	5	同方计算机有限公司	345.53	8.60%
			<b>公司</b>	<b>3,594.88</b>

资料来源：公司招股说明书，联讯证券

## （六）自研的核心网络安全平台，核心竞争力明显

### 1、突破核心技术算法，硬件无关化技术方向实现自主可控

2015 年，公司实现了安全策略路径相关核心算法的突破，通过不断地优化，在 2017 年将 10000 节点规模大型网络的策略路径计算时间控制在 5-10 分钟，达到了国外竞争





对手同等级水平；同时，公司投入研发大数据算法方向，将安全资产、恶意行为、流量威胁和策略路径四类数据进行综合分析，进行关键参数的不断调整和验证，给出了整网暴露攻击面的较准确的算法，在国内尚未有竞争对手实现同类方案。

2013年，公司投入研发对安全网关产品进行硬件无关化技术升级，使用用户态和硬件松耦合的技术路线，将与体系架构相关的代码进行封装，从而实现软件在不同体系架构上的代码高度一致性，降低了体系架构间切换所需的代码重构量，满足了厂商客户对安全网关产品适配在不同体系的硬件平台的需求。凭借硬件无关化技术，安全网关产品已经在 MIPS 多核、x86、ARM 以及国产的龙芯、申威、飞腾 6 种架构的数十款硬件上实现产品化，同时也在 KVM、VMware、ESXi3 种主流虚拟化平台上实现产品化。

在国产自主可控产品方面，不同的厂商客户跟随了不同的硬件体系路线，公司将安全网关产品以软件形态部署在龙芯、申威、飞腾三种不同的体系架构中，推出了满足自主可控要求的国产防火墙、网络安全审计和入侵防御产品。

公司安全网关产品的功能丰富，涵盖了应用账户（App-ID）、用户账户（User-ID）、内容账户（Content-ID）三个网络安全流量分析的主要技术方向，提供超过 5000 种的主流互联网应用识别库、1000 万条以上的网址库以及超过 7000 万条以上的威胁情报库，能够帮助用户发现和管控隐藏在高层应用中的恶意内容。

公司在获取华为、启明星辰、新华三、安恒信息等行业内知名客户的过程中，多次参加由客户公开组织的技术测试，考察产品功能、性能、稳定性、安全性等的综合表现。尽管测试的标准根据客户需求存在差异，但公司安全网关产品均排名领先。公司对安全网关产品根据技术演进和市场情况持续更新迭代，在长期合作过程中，客户针对更新版本的安全网关产品进行持续性测试，公司安全网关产品功能及稳定性能够持续满足客户的需求。

**图表14：公司及子公司承担的重大项目和获得的重要奖项情况**

序号	项目或产品名称	奖项	颁发部门	时间
1	攻击面可视化管理平台	网络安全技术应用试点示范项目	工信部	2019年5月
2	基于大数据分析的电子政务外网威胁态势可视化平台	网络安全试点示范项目	工信部	2018年1月
3	安全策略自适应分析与大数据可视化平台	网络安全试点示范项目	工信部	2017年1月
4	安全策略自适应分析与大数据可视化平台	2018年度北京市西城区财政科技专项科技创新类项目	北京市西城区科技和信息化委员会	2018年 11月
5	4D攻击面可视化解决方案	2018关键信息基础设施安全优秀解决方案之应用前景奖	中国关键信息基础设施技术创新联盟	2018年 11月
6	安博通SPOS-Trace网络安全管理平台V6.0	北京市新技术新产品（服务）	北京市科学技术委员会	2018年8月
7	基于用户网络应用行为模型的下一代安全网关	科技型中小企业技术创新基金	科学技术部科技型中小企业技术创新基金管理中心	2014年7月





资料来源：公司招股说明书，联讯证券

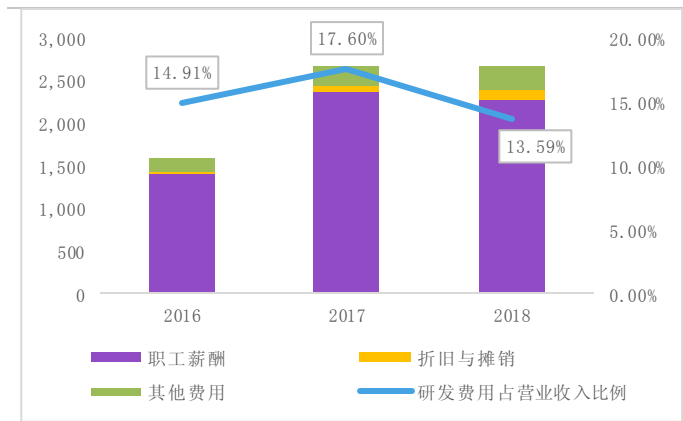
## 2、研发投入大，研发人员占比高

截至 2019 年 7 月，公司已申请发明专利共 109 项，其中 12 项已取得发明专利证书，拥有计算机软件著作权 74 项，已形成了具有自主知识产权的核心技术和知识产权体系。为了保证公司能够不断进行技术创新，保持产品和服务的技术领先水平，公司每年投入大量资金用于研究开发。

截至 2018 年 12 月末，公司拥有研发人员 87 名，技术支持人员 32 名，研发人员及技术支持人员合计占员工总数的比例为 64.67%。覆盖产品研发、算法研究、攻防研究、病毒木马研究、漏洞研究、安全服务化等领域。

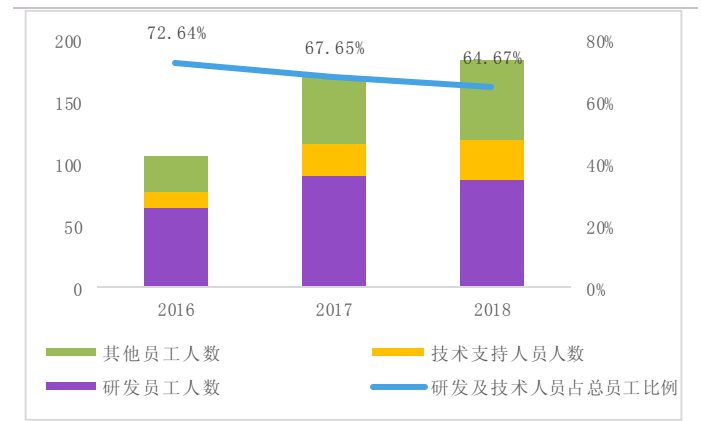
公司在北京、武汉设立了技术与产品研发中心，在天津设立了网络攻防研究实验室，持续的研发投入为公司研发创新能力的构建、核心技术的形成提供了有力支撑与保障。

图表15： 研发费用构成及占营业收入比例



资料来源：公司招股说明书，联讯证券

图表16： 公司员工构成



资料来源：公司招股说明书，联讯证券

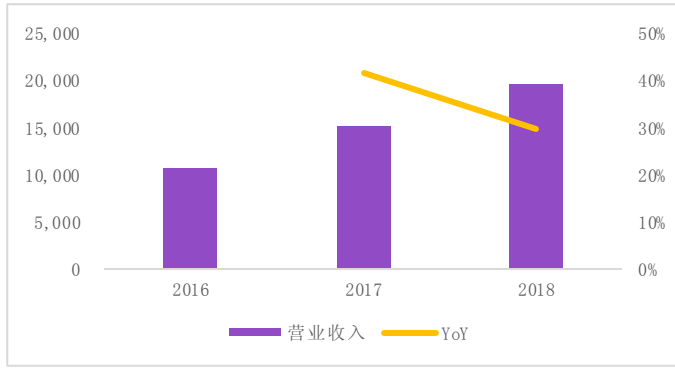
## (七) 利润保持快速增长，毛利率保持较高水平

### 1、收入和净利润保持快速增长

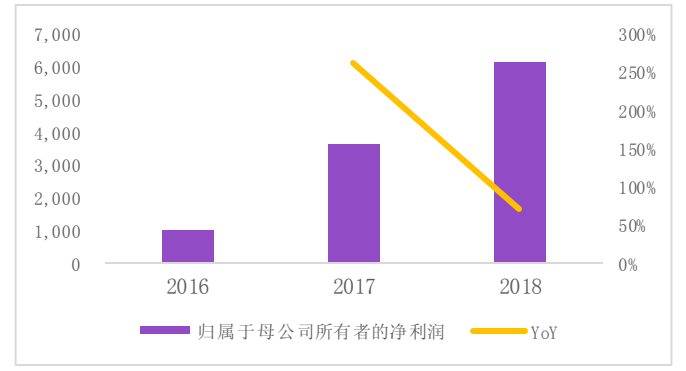
2016-2018 年，公司营业收入与净利润逐年增长，营业收入分别为 1.06 亿，1.51 亿，1.95 亿元，2017 年、2018 年分别同比增长 41.77%和 29.58%；2016-2018 年，公司归母净利润分别为 995 万、3605 万、6155 万，2017 年、2018 年同比增长率分别为 262.07%、70.75%

图表17： 2016 年-2018 年公司营业收入变化（万元）

图表18： 2016 年-2018 年公司归母净利润变化（万元）



资料来源：公司招股说明书，联讯证券



资料来源：公司招股说明书，联讯证券

## 2、产品毛利率稳定，股权激励费用减少提升净利率

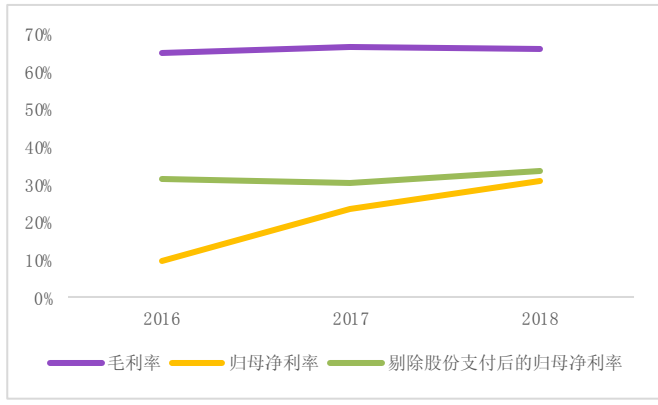
公司毛利率总体水平较高，盈利能力稳定，2016-2018年公司主营业务毛利率在65%左右。公司毛利率水平波动受低毛利率的软硬一体化产品与高毛利率的纯软件产品占营业收入的结构变动影响。其中安全管理产品主要为纯软件产品，毛利率较高，接近100%；安全网关产品包括纯软件产品和软硬一体化产品，软硬一体化产品包含了成本较高的嵌入式网络通信平台、服务器等硬件设备，导致毛利率较低约为62%。

公司归母净利率逐年提高，主要系股权激励产生的股份支付费用逐年降低，使得管理费用逐年减少，降低了经营成本。2016-2018年，公司归母净利率分别为9.36%、23.91%、31.51%，公司归母净利润的变动受管理费用变动影响较大，管理费用中占比最高的为股份激励支付费用，2016-2018年公司管理费用分别为3,486.32万元、2,505.66万元和2,123.33万元，占公司当期营业收入的比重分别为32.79%、16.62%和10.87%。扣除股份支付影响后，各期管理费用分别为1,150.02万元、1,543.79万元和1,787.88万元，占公司当期营业收入的比重分别为10.81%、10.24%和9.15%，占营业收入的比重大幅下降。归母净利润扣除股份支付影响后（不考虑所得税变动）分别为3,331.19万元、4,566.62万元、6,490.41万元，扣除股权支付影响后的净利率分别为31.33%、30.29%、33.23%，水平维持在30%左右。因此，公司净利率的提升主要为股权激励费用的减少。

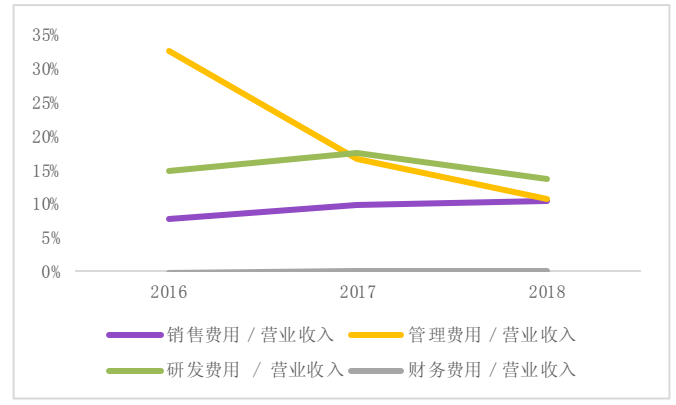
公司期间费用随业务发展逐年提升，占营业收入比重因管理费用减少而略有下降。2016年-2018年，公司期间费用分别为5910.46万元、6661.72万元、6850.35万元，占营业收入比重分别为56%、44%、35%。其中公司管理费用分别为3,486.32万元、2,505.66万元和2,123.33万元，因股份支付的大幅下降而逐年降低；销售费用分别559.31万元、1,260.46万元和1,826.79万元，随公司业务增长而同步上升；研发费用分别为1,585.22万元、2,652.84万元和2,655.37万元，为保持技术领先优势，公司研发费用逐年增加；公司因银行借款较少同时定期存款较多，使得财务费用较低。

图19: 2016年-2018年公司毛利率、归母净利率情况

图20: 2016年-2018年公司期间费率情况



资料来源：公司招股说明书，联讯证券

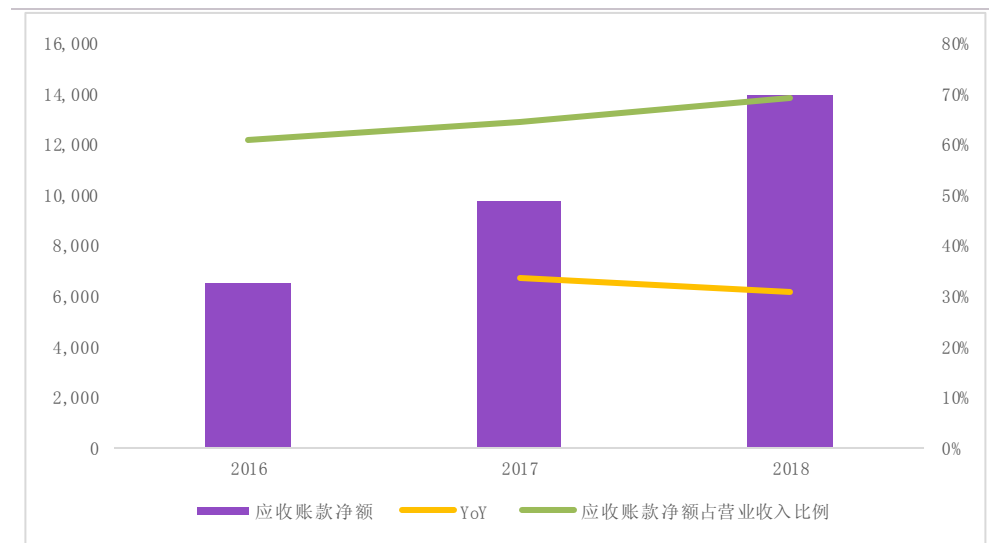


资料来源：公司招股说明书，联讯证券

### 3、客户性质和商业模式致应收账款占比高

2016-2018 年，随着营业收入快速增长，应收账款期末余额随之逐年增加，公司应收账款净额占当期期末总资产的比例在 45%附近，占当期营业收入的比例大致在 65%附近，处于较高水平，主要原因是公司采用的销售模式为直销模式，面向行业内各大产品和解决方案厂商，主要为行业内的知名客户，信用良好，公司给予一定的信用期。公司在确保货款回收风险可控的情况下，接受部分客户适当延长付款周期的请求，但不存在为获取订单刻意降低信用政策的情况。

图表 21： 2016 年-2018 年应收账款净额变化及占营业收入比例



资料来源：公司招股说明书，联讯证券



## 二、行业分析：受益网络安全自主可控，行业保持快速增长

### （一）网络安全政策标准持续推动，受益网络安全自主可控

随着互联网用户的持续增长，用户数据规模的持续扩大，网络信息泄密事件频发，网络空间的安全重要性逐渐凸显。虽然我国网络安全起步时间较晚，但行业发展迅速，相关的政策以及标准的制定速度都在加快。其中大数据、工业互联网、个人信息安全保护等是政策的重点关注领域。

工信部软件和信息技术服务业发展规划提出：围绕信息安全发展新形势和安全保障需求，支持关键技术产品研发及产业化。到 2020 年，信息安全产品收入达到 2,000 亿元，年均增长 20%以上。

图表22： 部分网络安全行业行业政策

发布时间	发文单位	文件名	主要相关内容
2019年6月	全国信息安全标准化委员会	《网络关键设备和网络安全专用产品相关国家标准要求(征求意见稿)》	为15类网络关键设备和网络安全专用产品的安全认证检测提供标准支撑
2019年5月	国家互联网信息办公室	《数据安全管理办法(征求意见稿)》	为了维护国家安全、社会公共利益,保护公民、法人和其他组织在网络空间的合法权益,保障个人信息和重要数据安全
2019年5月	国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会	网络安全等级保护制度2.0标准	发布《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技术要求》等国家标准
2019年4月	工信部	《关于加强工业互联网安全工作的指导意见(征求意见稿)》	加快构建工业互联网安全保障体系,提升工业互联网安全保障能力,促进工业互联网高质量发展,推动现代化经济体系建设,护航制造强国和网络强国战略实施
2018年6月	公安部	《网络安全等级保护条例(征求意见稿)》	为加强网络安全等级保护工作,提高网络安全防范能力和水平,维护网络空间主权和国家安全、社会公共利益,保护公民、法人和其他组织的合法权益,促进经济社会信息化健康发展
2017年9月	工信部	《公共互联网网络安全威胁监测与处置办法》	加强和规范公共互联网网络安全威胁监测与处置工作,消除安全隐患,制止攻击行为,维护网络秩序和公共利益
2017年7月	工信部	《软件和信息技术服务业发展规划(2016-2020年)》	发展信息安全技术及产业,提升网络安全保障支撑能力。围绕信息安全发展新形势和安全保障需求,支持关键技术产品研发及产业化。到2020年,信息安全产品收入达到2,000亿元,年均增长20%以上
2017年1月	工信部	《信息通信网络与信息安全规划(2016-2020年)》	紧扣“十三五”期间行业网络与信息安全工作面临的重大问题,对“十三五”期间行业网络与信息安全工作进行统一谋划、设计和部署
2017年11月	国务院	《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》	建立涵盖工业互联网网络安全、平台责任、数据保护等的法规体系。细化工业互联网网络安全制度,制定工业互联网关键信息基础设施和数据保护相关规则,构建工业互联网网络安全态势感知预警、网络安全事件通报和应急处置等机制。

资料来源：公司招股说明书，公开资料收集，联讯证券

公司积极参与国家部委及央企重点网络安全项目，广受客户好评，其中《网络面可



视化平台》项目被工信部评为“网络安全技术应用试点示范项目”。基于公司在政企项目的经验，未来有望充分受益于网络安全国产化的进程。

图表23: 公司参与的部委央企重点项目

年度	合作客户	主要项目	备注
2016	太极股份	《安全策略自适应分析与大数据可视化平台》	被工信部评为“网络安全试点示范项目”
2017	北京国信新网通讯技术有限公司	《基于大数据分析的电子政务外网威胁态势可视化平台》	被工信部评为“网络安全试点示范项目”
2018	中国移动	《攻击面可视化管理平台》	被工信部评为“网络安全技术应用试点示范项目”
2017	太极股份	中国地震信息网络安全防护等项目	终端销售金额131.48万元
2018	太极股份	全民健康信息化服务平台建设、中国光大集团网络及云安全平台采购、新华通讯社全媒体供稿及电子商务平台、北京首都国际机场网络安全保障工程等项目	终端销售金额1,104.93万元
2017	太极股份	全国人大信息中心电子政务外网等级保护建设等项目	终端销售金额858.97万元
2017	网神信息技术(北京)股份有限公司	中央网信办十九大重保项目	终端销售金额136.75万元

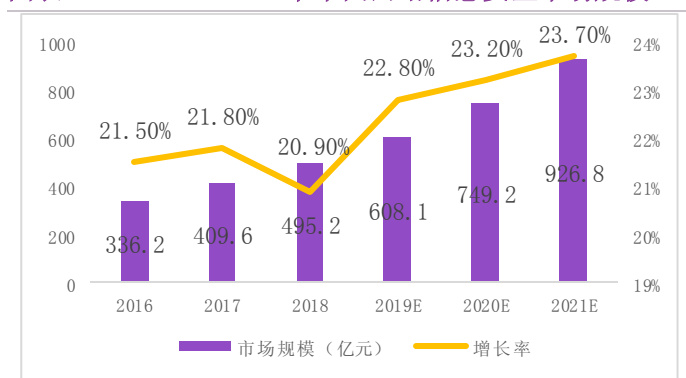
资料来源: 公司网站, 公司招股说明书, 联讯证券

## (二) 网络安全市场持续增长, 云安全市场迎来爆发

### 1、网络安全市场规模持续扩大, 安全软件及服务占比不断提升

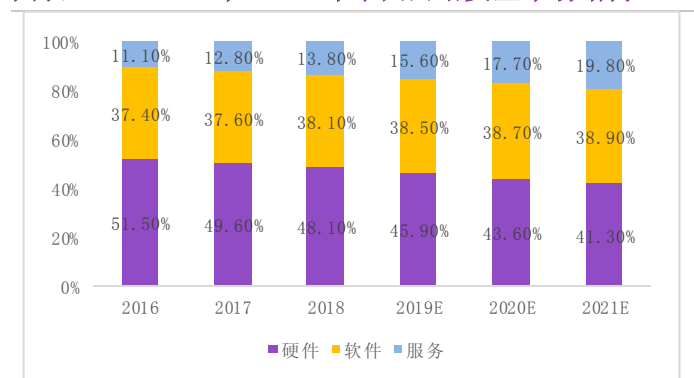
据赛迪顾问统计, 2018年中国网络信息安全市场规模为495.2亿元, 过去三年复合增长率为21.40%, 预计到2021年, 网络信息安全市场规模将超过900亿元。按产品划分, 网络完全硬件占市场主要部分, 安全软件及服务占比不断提升。随着虚拟化及服务理念的渗透, 网络安全盈利模式将由硬件产品向软件及服务逐步转移。

图表24: 2016-2021年中国网络信息安全市场规模



资料来源: 赛迪顾问, 联讯证券

图表25: 2016年-2021年中国网络安全市场结构



资料来源: 赛迪顾问, 联讯证券

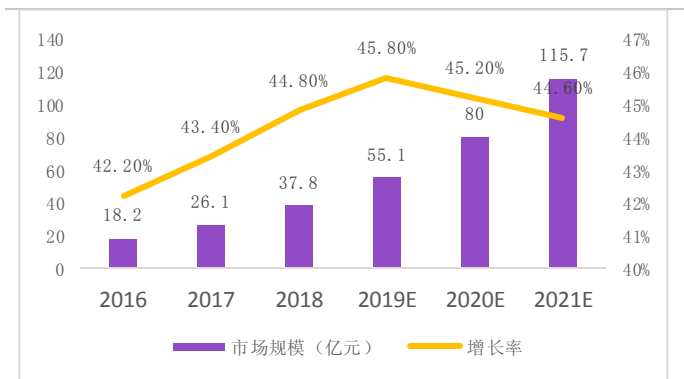


## 2、云安全、物联网安、大数据安、工业互联网等市场将迎来爆发

随着云计算产业的快速发展，中国云安全市场由起步迈向快速崛起。据赛迪顾问统计，2018 年中国云安全市场规模达到 37.8 亿元，过去三年年均复合增长率为 43.46%。公有云的多租户共享场景将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。公有云安全防护发展态势持续向好，领域生态初步成型。

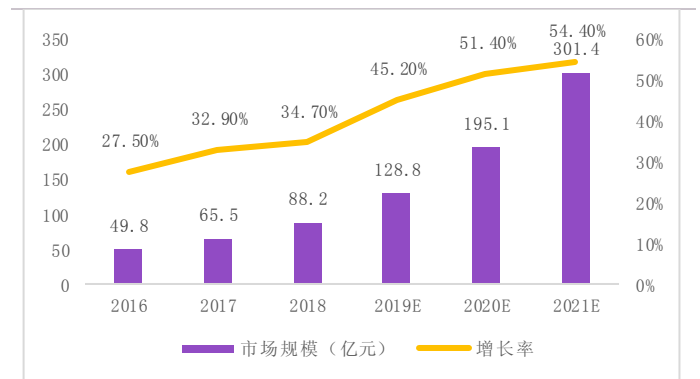
“互联网+”时代，物联网正加速渗透到生产、消费和社会管理等各领域，物联网设备规模呈现爆发性增长趋势，同时物联网设备、网络、应用也面临着严峻的安全挑战。据赛迪顾问统计，2018 年中国物联网云安全市场规模达到 88.2 亿元，过去三年年均复合增长率为 31.66%，物联网安全将成为万亿规模市场下的蓝海“潜力股”。

图表26： 2016-2021 年中国云安全市场规模变化



资料来源：赛迪顾问，联讯证券

图表27： 2016 年-2021 年中国物联网安全市场变化

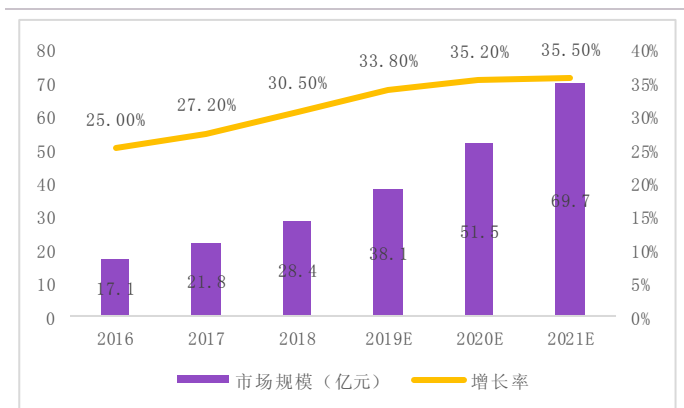


资料来源：赛迪顾问，联讯证券

受政策和各类数据泄密事件影响，中国大数据安全市场规模快速上升。2018 年的总规模达到了 28.4 亿元，过去三年年均复合增长率为 27.55%。随着大数据安全市场的成熟，年均增长率将逐步提高。当前，大数据安全业务已经被各大传统安全企业纳入未来企业战略布局重点和重要商业化盈利点。

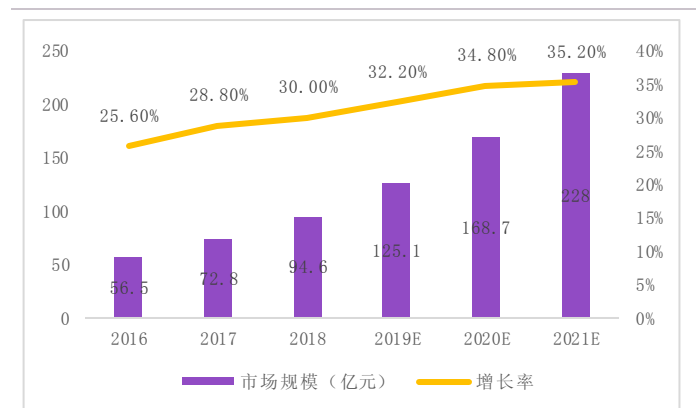
随着智能制造和工业互联网推进政策的不断出台，政府及企业开始逐步重视对工业互联网安全的投入，工业互联网市场具有较快的增长率。据赛迪顾问统计，2018 年中国工业互联网安全市场规模达到 94.6 亿元，过去三年年均复合增长率为 28.12%。

图表28： 2016-2021 年中国大数据安全市场规模变化



资料来源：赛迪顾问，联讯证券

图表29： 2016-2021 年中国工业互联网安全市场变化



资料来源：赛迪顾问，联讯证券

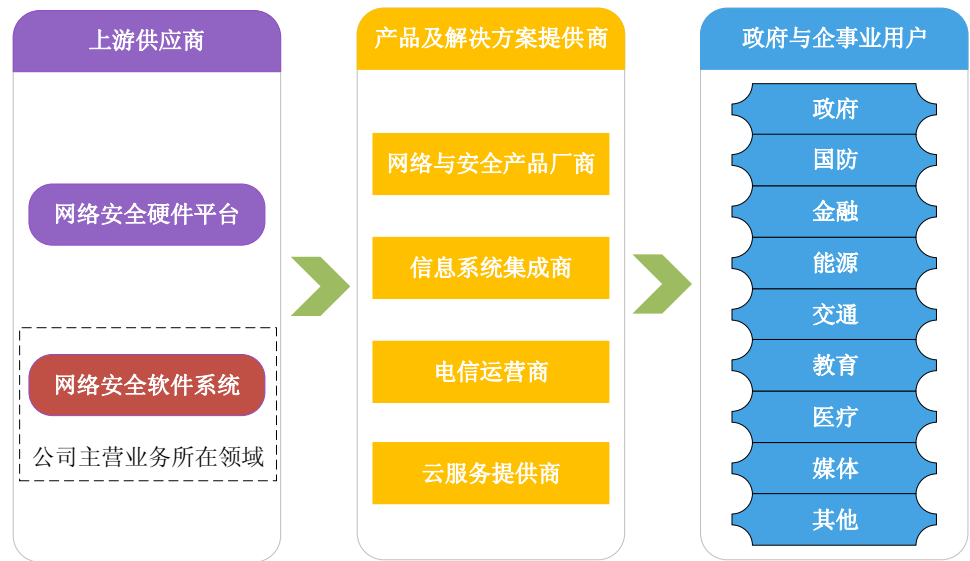




### （三）定位于上游网络安全软件及技术提供商

网络信息安全行业的特点是“体制+产品(硬件+软件)+服务”共同作用，上游为硬件设备及软件供应商，中游为产品及解决方案提供商，下游主要为政府与企事业客户。从业务范围看，囊括包括端点安全、网络安全、应用安全、数据安全、身份与访问管理、安全管理等范围。安博通以技术优势定位于上游的网络安全软件及技术提供商，将网络安全产品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”。

图表30：网络信息安全产业链



资料来源：公司招股说明书，联讯证券

图表31：公司产品或服务在网络安全行业中业务范围



资料来源：公司招股说明书，联讯证券



#### （四）同行业可比公司的比较情况

在网络安全行业中，公司为专业从事网络安全核心软件产品研发及销售的公司，为下游产品和解决方案厂商提供产品和技术支持，与公司经营模式类似的公司较少，且众多网络安全行业上市公司为公司客户。

图表32： 公司同行业可比公司的对比情况

序号	公司	主营业务和主要产品	商业模式	客户	销售渠道	营业数据	总结
1	启明星辰	为客户提供网络安全软/硬件产品、可信安全管理平台、安全服务与解决方案。主要产品大类为安全网关、安全检测、数据安全与平台、安全服务与工具、硬件及其他。	按照客户的需求，为客户提供标准化软件、客户化软件产品，并提供安全服务，及网络安全整体解决方案	企业级用户，覆盖政府、军队、电信、金融、制造业、能源、交通、传媒、教育等各个行业领域，在政府和军队拥有80%的客户覆盖率	直销与分销相结合	2017年度营收27,852.53万元，归母净利润45,189.20万元；2018年度营收252,180.58万元，归母净利润56,895.43万元	为公司下游产品解决方案厂商，目前为公司客户
2	绿盟科技	主营业务为信息安全产品的研发、生产、销售及提供专业安全服务，为企业级网络安全解决方案供应商；主要产品分为检测防御类、安全评估类、安全平台类、远程安全运维服务、安全SaaS服务及各类安全服务	公司根据客户需求，将自有软件产品灌装到外购的硬件设备中并做调试和检测，以及通过自有产品和外购第三方软硬件产品及服务组合为企业级客户提供网络安全整体解决方案	客户覆盖政府、电信运营商、金融、能源、互联网、教育、医疗等领域的企业级用户。	采用直销与渠道代理销售相结合的模式，其中重点领域客户采取直销方式，其他客户一般采用渠道代理模式	2017年度营收125,511.07万元，归母净利润15,236.77万元；2018年度营收134,504.08万元，归母净利润16,807.02万元	为公司的下游网络安全厂商客户，其渠道销售占有较大比重
3	深信服	主营业务为向企业级用户提供信息安全、云计算、企业级无线相关的产品和解决方案；信息安全业务为核心业务，主要包括网络行为管理、VPN、下一代防火墙、应用交付等	公司盈利主要来自于信息安全、云计算、企业级无线产品和解决方案的销售收入与成本费用之间的差额。对外销售的产品通常由硬件设备和软件部分构成，其中硬件设备（如工控机、服务器、交换机等）全部为外购。	主要客户为渠道代理商，主要最终用户群体包括企业、政府、金融机构、电信运营商等。	公司销售实行渠道代理销售为主、直销为辅的销售模式	2017年度营收247,247.45万元，归母净利润57,351.93万元；2018年度营收322,445.05万元，归母净利润60,327.57万元	其主要销售方式为经销，通过经销商销往最终用户



4	迪普科技	主营业务为从事企业级网络通信产品的研发、生产、销售以及为用户提供相关专业服务。主要产品包括网络安全产品、应用交付产品及基础网络产品	销售的软硬件一体化产品占比在90%左右，公司在产品生产过程中，将各类电子元器件及其辅料组装，并将自主研发的软件灌装到硬件设备中。	主要客户为代理商、电信运营商、电力行业客户	渠道销售和直签销售相结合的方式，以渠道销售为主	2017年度营收61,696.30万元，归母净利润15,399.06万元；2018年度营收70,405.56万元，归母净利润20,100.69万元	为公司竞争对手，直接面对最终用户或通过经销商面对最终用户
5	任子行	主要从事公共网络安全、网络资源管理、舆情管理和网络信息安全管理等领域相关解决方案服务，以及网络游戏产品的研发、运营和发	以网络安全核心技术为依托，业务由网络信息安全领域拓展到公安大数据、网吧行业等公共网络安全及信息安全等领域	客户覆盖国内公安、运营商、军工、教育、医疗、金融、企业、文化、能源等领域	直销与经销相结合。政府、军队、运营商等客户通常采用直销模式；	2017年度营收107,690.81万元，归母净利润14,926.81万元；	其为最终用户提供网络信息安全解决方案，为公司下游客户
6	安博通	主营业务为网络安全核心软件产品的研究、开发、销售以及相关技术服务，是网络安全行业网络安全系统平台与安全服务提供商。主要产品为安全网关产品、安全管理产品以及网络安全服务	根据客户需求，公司将安全网关产品和安全管理产品销售给下游各大产品与解决方案厂商，下游客户将公司产品进行功能集成与二次开发后，形成整体解决方案产品向最终用户部署和交付	主要客户为产品和解决方案厂商，不直接面对最终用户，而由公司客户直接面对最终用户	均为直销	2017年度营收15,075.83万元，归母净利润3,604.75万元；2018年度营收19,534.65万元，归母净利润6,154.96万元	

资料来源：公司招股说明书，公开资料，联讯证券

### 三、本次发行情况

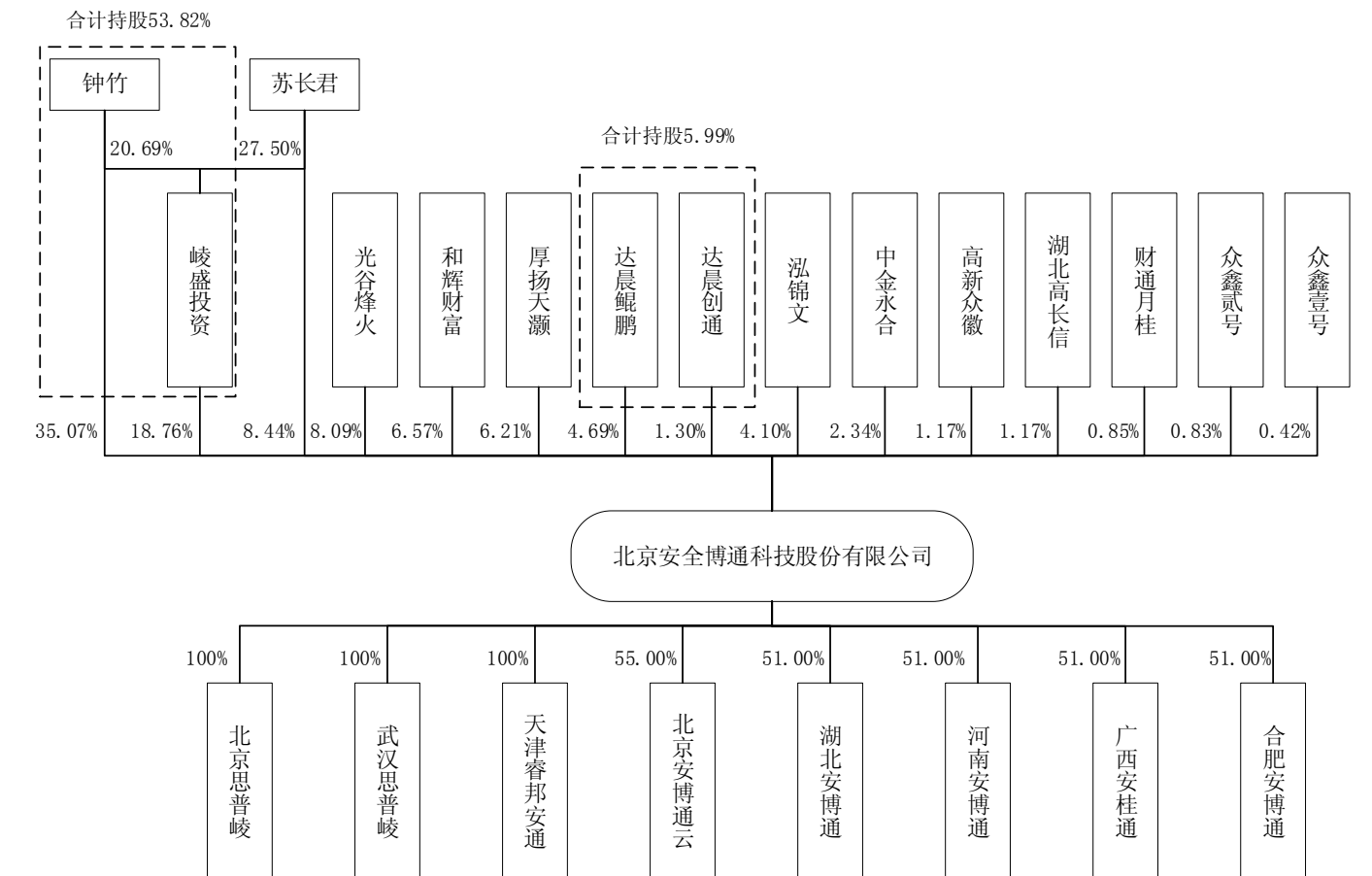
#### (一) 股权结构及本次发行的新股数量

公司实际控制人钟竹直接持有公司 35.07%的股权；通过峻盛投资间接持有公司 3.88%的股权，钟竹直接和间接合计持有公司股份 38.95%的股权。同时，钟竹通过峻盛投资控制公司表决权占总表决权比例为 18.76%，直接及间接控制公司表决权占总表决权比例为 53.82%。峻盛投资为发行人的员工股权激励平台，持有公司 18.76%的股份，由发行人控股股东、实际控制人钟竹及总经理苏长君作为合伙人设立于 2015 年。

本次发行采用科创板标准一进行新股发行，预计市值不低于人民币 10 亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5,000 万元，或者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。发行不超过 1279.5 万股，发行股数占发行后总股数比例不低于 25%。



图表33: 安博通股权结构图



资料来源: 公司招股说明书, 联讯证券

## (二) 募集资金用途及合理性分析

公司拟向社会公开发行不超过 1279.5 万股, 占发行后总股本的比例不低于 25%。公司本次实际募集资金扣除发行费用后的净额将全部投资于以下项目:

图表34: 公司募集资金主要安排 (单位: 万元)

序号	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金	建设期
1	深度网络安全嵌入系统升级与其虚拟资源池化项目	15,800	15,800	36 月
2	安全可视化与态势感知平台研发及产业化项目	7,663	7,663	24 月
3	安全应用研发中心与攻防实验室建设项目	6,311	6,311	24 月
合计		29,774	29,774	

资料来源: 招股说明书, 联讯证券



## 1、深度网络安全嵌入系统升级与其虚拟资源池化项目

该项目的实施，有利于公司网络安全基础产品的功能完善与性能提升，进一步增强了公司的持续盈利能力。项目通过新增研发测试相关设备，提升公司研发测试能力，优化系统软件架构，扩展系统安全防护能力，提升安全检测精度，提升安全处理性能，实现深度网络安全嵌入系统与国产自主可控硬件平台的灵活适配，并可适配虚拟化与云计算环境，支持安全能力虚拟化、资源池化与按需调度。

通过实施该项目，公司加强深度应用层安全检测与分析技术研发，扩展支持入侵防御系统、威胁情报、Web 应用防火墙、应用审计、数据泄露防护等应用特性，发挥 ABT SPOS 硬件无关化的技术特长，继续探索 ABT SPOS 在虚拟化环境和自主可控硬件上的发展空间。市场拓展方向上，在维护传统安全和网络厂商客户群之外，加大与云计算厂商、云服务运营商、自主可控平台厂商等专业系统厂商的合作，打造新一代的安全技术生态。

该项目的实施可以帮助公司挖掘现有虚拟化安全网关等一系列产品市场潜力，提高扩展性、适应性以及全面的安全能力，满足运营商、云租户等多种客户云场景下的业务需求。

该项目建设期为 3 年，建成达产后预计年均新增销售收入 9,019.00 万元，年均新增净利润 2,751.00 万元，投资财务内部收益率为 29.18%（税后），动态税后投资回收期（含建设期 3 年）为 5.61 年。

## 2、安全可视化与态势感知平台研发及产业化项目

该项目将在加强现有的核心技术研发和配套条件基础上，投入更多的技术资源，加大自主创新力度，在基于大数据的安全分析、机器学习、威胁感知算法建模、安全可视化技术等方面进一步提升并完善安全可视化与态势感知平台。同时通过市场推广，聚焦行业应用，力争将平台打造成政府或企业整体网络安全态势感知解决方案不可或缺的“内网感知”组件，满足企业发展和国民经济建设的需要，从而取得良好的经济效益及社会效益。

该项目是在公司已有技术、产品的基础上进行升级改造，实现技术升级和产品更新换代，是现有业务的延伸和拓展。本项目的实施可以与公司现有网络安全产品形成全网联动，能够满足用户对网络安全的新型需求，从而有效增强公司产品竞争力。

该项目建设期 2 年，建成达产后预计年均新增销售收入 4,950.00 万元，年均新增净利润 1,487.00 万元，投资财务内部收益率为 29.59%（税后），税后动态投资回收期为 5.19 年（含建设期 2 年）。

## 3、安全应用研发中心与攻防实验室建设项目

该项目主要是搭建基础性的研发环境，建立人工智能和机器学习在安全领域应用的研究平台，通过算法研究及攻防演练试验等手段，实现安全分析工作自动化和安全防御智能化，使产品的安全防御由被动向主动转变。保持前沿网络安全领域技术的研究，保证公司安全技术的领先性和创新性。

公司目前的研发环境较为拥挤，改善工作环境和条件，能吸引高端人才加入公司，加强研发团队建设，进一步提升公司的研发、创新能力，为公司增强自主创新能力提供人力资源保障。





公司将有针对性地围绕现有领域的产品、技术、客户，跟踪业界技术发展动态和发展趋势，为公司的新产品开发提供前沿的技术支撑。实现突破后将有利于提高公司软件产品的开发效率，提高公司现有软件产品的质量及技术水平，并不断延伸出新的产品和服务，实现规模化发展。

安全应用研发中心与攻防实验室建设项目不直接生产产品，因此，其效益将从公司研发的产品和提供服务中间接体现出来，带来间接效益包括软件开发项目周期缩短、软件产品性能得到提升、软件产品技术成熟度提高。





## 四、盈利预测

### 公司 Q1、H1 业绩情况

根据公司招股说明书，2019 年 1-3 月实现营业收入 2,920.61 万元，较上年同期增长 11.14%，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为-3.15 万元，较上年同期亏损减少 564.76 万元。近半年公司经营情况稳定，且经营模式等未发生变化，主要原材料的市场供应情况和采购价格等未发生重大变化。2019 年上半年，营业收入和净利润同比保持增长。毛利率较高的嵌入式安全网关产品销售收入占比高于去年同期，引起综合毛利率上升。

图表35： 公司 2019H1 经营情况（单位：万元）

项目	2019H1	2018H1	同比变动情况
营业收入	6982-7200	6391.59	9.24%-12.65%
净利润	1190-1610	180.44	559.50%-792.26%
归母净利润	1260-1705	264.42	376.51%-544.81%
扣非归母净利润	1220-1660	184.05	562.86%-801.93%

资料来源：招股说明书，联讯证券

### 核心假设

1、据赛迪顾问统计，2018 年中国网络信息安全市场规模为 495.2 亿元，过去三年复合增长率为 21.40%，同时预计未来三年仍然将保持 23%左右的增长。公司预测上半年营收增速的中间值为 10.95%，由于公司的下游客户主要为政企类大客户，营收的季节效应明显，下半年营收占比过去三年均在 70%以上，我们假设公司的订单情况与行业增速保持相对一致。假设 2019 年嵌入式安全网关的订单增速为 20%。且毛利率与过去保持一致。

2、虚拟化安全网关主要应用于云计算环境下，参考赛迪顾问对未来三年中国云安全的行业增速预测为 45%。我们假设公司的订单情况与行业增速保持相对一致。假设 2019 年虚拟化安全网关的订单增速为 45%。假设毛利率与往年持平。公司其他业务占比较低，我们假设其他业务的订单保持 10%较低的增长。

3、公司的生产经营和盈利模式保持着相对的稳定，公司的人员规模也没有发生较大的变动，且公司的负债率很低，因此我们假设公司的管理费用率、财务费用率、销售费率均与往年保持不变。

基于以上核心假设，我们得出如下的分业务营收预测表。



图表36： 分业务营收预测表

单位：百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营收合计	195.35	249.09	320.23	415.09
Yoy	29.58%	27.51%	28.56%	29.62%
营业成本	66.65	91.11	124.06	169.90
毛利率	65.88%	63.42%	61.26%	59.07%
嵌入式安全网关				
收入	111.95	139.94	174.92	218.65
Yoy	26.17%	25%	25%	25%
毛利率	73.17%	73%	73%	73%
虚拟化安全网关				
收入	49.74	72.12	104.58	151.64
Yoy	53.81%	45%	45%	45%
毛利率	28.75%	28%	28%	28%
安全管理产品				
收入	25.19	27.71	30.48	33.53
Yoy	-4.26%	10%	10%	10%
毛利率	99.42%	99%	99%	99%
网络安全服务				
收入	8.47	9.32	10.25	11.27
Yoy	150.44%	10%	10%	10%
毛利率	87.83%	88%	88%	88%

资料来源：联讯证券

## 公司的合理估值区间

### 1.FCFF 绝对估值法

基于核心假设和未来长期的预测值，公司处于网络安全的新兴行业，不会在短期就面临行业瓶颈的挑战。我们选取如下参数对公司进行绝对估值。基于 FCFF 估值模型，我们得出公司的合理估值为 49.38 元/股。

图表37： 绝对估值核心参数假设

核心参数	参数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	15.00%
永续期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.20%
市场组合报酬率 Rm	9.50%
无杠杆 $\beta$	0.79
有杠杆 $\beta$	0.79
有效税率 Tx	15%
WACC	8.43%



资料来源：联讯证券

选取永续增长率 1.5%~4.5%，WACC 的值为 6.67%~9.67%，我们对模型进行敏感性测试结果如下表。

图表38: FCFF 模型敏感性测试

	6.67%	7.17%	7.67%	8.17%	8.67%	9.17%	9.67%
1.5%	53.60	48.81	44.81	41.42	38.51	35.99	33.79
2.0%	57.78	52.14	47.51	43.64	40.37	37.55	35.12
2.5%	62.97	56.19	50.74	46.26	42.52	39.35	36.63
3.0%	69.57	61.21	54.66	49.38	45.05	41.44	38.37
3.5%	78.25	67.60	59.51	53.18	48.08	43.89	40.39
4.0%	90.19	76.00	65.70	57.88	51.75	46.82	42.76
4.5%	107.64	87.56	73.83	63.87	56.30	50.37	45.60

资料来源：联讯证券

## 2、可比公司 PE 相对估值法

公司处于可视化网络安全行业，我们选取已经上市的同行业公司分别为：启明星辰、绿盟科技、迪普科技、深信服。我们选取可比公司最新的（8.1 日收盘价）股价，参考 WIND 的一致预期得出行业的 2019~2021 年的平均 PE 分别为 51X、40X、30X。

图表39: 可比公司估值对比

证券简称	股价	EPS				PE			
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
深信服	97.71	1.55	1.73	2.25	2.93	75.89	55.95	43.71	33.57
启明星辰	28.93	0.63	0.78	0.97	1.20	50.66	37.17	29.92	24.15
迪普科技	38.45	0.56	0.64	0.82	1.01	74.15	60.08	46.89	38.26
绿盟科技	15.47	0.21	0.26	0.33	0.61	71.93	53.77	41.84	25.41
平均值						61.17	51.74	40.59	30.35

资料来源：联讯证券

按照最大发行 1279.5 万股计算，加上公司发行前的总股本 3838.5 万股，公司发行后总股本为 5118 万股，摊薄后公司的 eps 为 1.64 元/股。同行业公司的 PE 在 37~60 倍之间，虽然公司目前的规模较小，但是考虑到科创板公司在二级市场表现较好，可以给予一定的估值溢价，若给予公司 2019 年 PE 估值区间为 37~42 倍之间，对应的合理价格为 60.68 元~68.88 元。

综合考虑绝对估值和相对估值法，公司目前处于快速成长阶段，绝对估值法可能低估公司的成长性，我们认为相对估值法对公司的估值更适合。最终给予公司 2019 年 PE 估值区间为 37~42 倍之间，对应的合理价格为 60.68 元~68.88 元。

## 五、风险提示

1、公司的客户集中度很高。公司向前五大客户的销售总额占当期营业收入的比例分别为 63.25%、61.59%和 65.05%，占比较高，公司对主要客户存在一定的依赖。

2、公司不直接面对最终用户，不具备完成的项目交付能力。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，为下游产品与解决方案厂商提供产品或服务，不直接面对最终用户。这种业务模式使得公司在网络安全领域的技术服务体系不够完整，不具备向最终用户交付完整项目的经验和能力；公司的销售体系不够完整，缺乏向最终用户直接销售的能力，因而业务不能覆盖全部产业链，业务范围有一定的局限性，细分市场容量较整个行业相对偏小。若未来下游客户相关技术领域取得突破或行业上下游竞争格局等发生重大变化，将会对公司经营业绩产生不利影响，导致公司持续经营能力下降。

**3、市场竞争加剧的风险。**公司专注于网络安全领域，行业前景广阔，市场机遇也带来了较多参与者，市场竞争较为激烈。在国际方面，大型跨国 IT 巨头具备产业链的优势地位，且资金实力雄厚，正积极拓展国内市场；在国内方面，目前国内网络安全行业厂商众多，涵盖了网络安全的多个细分领域。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。且随着公司体量的增长，或将不得不与公司现有的下游客户发生竞争。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	271.72	381.18	485.29	611.26	经营活动现金流	18.03	50.95	56.76	61.77
现金	106.34	169.75	209.98	251.34	净利润	59.64	81.86	101.09	123.23
应收账款	152.79	184.59	240.11	312.27	折旧摊销	1.19	0.77	0.77	0.77
其它应收款	0.81	3.81	4.82	5.52	财务费用	0.20	-0.01	-0.26	-0.39
预付账款	1.47	3.35	3.96	5.70	投资损失	2.27	3.00	3.00	3.00
存货	14.32	20.45	27.45	37.78	营运资金变动	-37.96	-28.64	-45.34	-62.50
其他	0.70	0.90	1.15	1.49	其它	-7.31	-6.03	-2.49	-2.34
非流动资产	39.91	39.15	38.38	37.61	投资活动现金流	-21.13	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-33.07	0.00	0.00	0.00
固定资产	1.48	1.37	1.25	1.14	长期投资	11.60	0.00	0.00	0.00
无形资产	5.84	5.19	4.54	3.89	其他	0.33	0.00	0.00	0.00
其他	32.59	32.59	32.59	32.59	筹资活动现金流	-2.33	12.47	-16.53	-20.41
资产总计	311.63	420.32	523.67	648.87	短期借款	6.50	-5.00	0.00	0.00
流动负债	53.83	63.19	82.24	105.02	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	15.00	10.00	10.00	10.00	其他	-8.83	17.47	-16.53	-20.41
应付账款	6.19	15.61	20.16	26.13	现金净增加额	-5.43	63.42	40.23	41.36
其他	32.64	37.59	52.09	68.88					
非流动负债	0.64	0.64	0.64	0.64	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	0.64	0.64	0.64	0.64	营业收入	30%	28%	29%	30%
负债合计	54.47	63.84	82.88	105.66	营业利润	80%	36%	24%	22%
少数股东权益	1.75	-0.35	-3.25	-6.60	归属母公司净利润	69%	37%	23%	22%
归属母公司股东权益	255.42	356.83	444.04	549.82	获利能力				
负债和股东权益	311.63	420.32	523.67	648.87	毛利率	66%	63%	61%	59%
					净利率	31%	33%	32%	30%
<b>利润表</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	ROE	23%	23%	23%	23%
营业收入	195.35	249.08	320.22	415.09	ROIC	40%	40%	41%	40%
营业成本	66.65	91.11	124.06	169.90	偿债能力				
营业税金及附加	2.42	3.16	4.08	5.25	资产负债率	0.17	0.15	0.16	0.16
营业费用	20.52	24.59	32.29	41.86	净负债比率	0.06	0.03	0.03	0.02
管理费用	21.23	31.85	38.90	51.31	流动比率	5.05	6.03	5.90	5.82
财务费用	0.20	-0.01	-0.26	-0.39	速动比率	4.78	5.71	5.57	5.46
资产减值损失	2.27	3.00	3.00	3.00	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.70	0.68	0.68	0.71
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	1.65	1.62	1.66	1.65
营业利润	70.11	95.39	118.16	144.15	应付账款周转率	6.59	8.36	6.94	7.34
营业外收入	0.49	0.93	0.79	0.83	每股指标(元)				
营业外支出	0.02	0.01	0.01	0.01	每股收益	1.20	1.64	2.03	2.47
利润总额	70.58	96.31	118.93	144.97	每股经营现金	0.35	1.00	1.11	1.21
所得税	10.94	14.45	17.84	21.75	每股净资产	4.99	6.97	8.68	10.74
净利润	59.64	81.86	101.09	123.23	估值比率				
少数股东损益	-1.91	-2.09	-2.91	-3.35	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	61.55	83.96	104.00	126.58	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA	71.50	96.15	118.66	144.53	EV/EBITDA	-1.29	-1.67	-1.69	-1.68
EPS（元）	1.20	1.64	2.03	2.47					

资料来源：公司财务报告，联讯证券研究院



## 分析师简介

李仁波,中南财经政法大学硕士。2017年11月加入联讯证券,现任研究院通信行业分析师,证书编号:S0300518010001。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

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。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格,经营证券业务许可证编号:10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买入:相对大盘涨幅大于10%;

增持:相对大盘涨幅在5%~10%之间;

持有:相对大盘涨幅在-5%~5%之间;

减持:相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

增持:我们预计未来报告期内,行业整体回报高于基准指数5%以上;

中性:我们预计未来报告期内,行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间;

减持:我们预计未来报告期内,行业整体回报低于基准指数5%以下。





## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)