

“小而美”的网络安全系统平台与服务提供商

安博通(688168)

安博通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。

主要观点：

▶ **等保 2.0 实施&新兴领域网络安全需求驱动，公司嵌入式安全网关收入有望高速增长。** 预计 2019-2021 年实现业务分别收入 1.45/1.90/2.49 亿元，同比增 29.53%/31.03%/31.05%。

▶ **借助中网志腾渠道优势&云安全需求强劲，推动公司虚拟化安全网关收入平稳增长。** 预计 2019-2021 年业务收入分别为 0.65/0.80/0.95 亿元，同比增 30.69%/23.08%/18.75%。

▶ **受制营销渠道，公司安全管理产品短期承压。** 预计 2019-2021 年业务收入分别为 0.25/0.247/0.24 亿元，同比增 -0.77%/-1.20%/-2.83%。

▶ **盈利预测：** 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 0.71 亿元/0.83 亿元/1.01 亿元，对应 EPS 分别为 1.39 元/1.64 元/1.98 元，可比公司 2019 年 PE 一致预期在 38-66 倍之间，公司目前规模较小，考虑到新股发行和科创板流动性溢价，我们认为合理的估值区间为 45-55 倍，对应 2019 年归母净利润水平，价格区间为 62.55 元-76.45 元。

风险提示： 业务模式风险、经营业绩的季节性波动风险、产品集中风险、应收账款增加及发生坏账的风险、技术创新&新产品开发风险、不能保持技术先进性的风险、系统性风险等。

盈利预测与估值

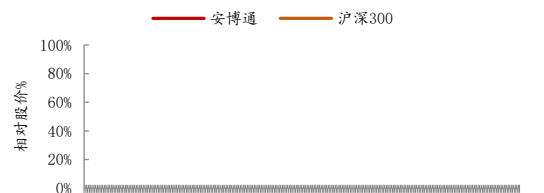
财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	150.76	195.35	244.00	303.70	377.00
YoY (%)	41.77%	29.58%	24.91%	24.47%	24.14%
归母净利润(百万元)	36.05	61.55	70.89	83.72	101.33
YoY (%)	262.07%	70.75%	15.18%	18.10%	21.02%
毛利率 (%)	66.15%	65.88%	64.05%	63.28%	62.95%
每股收益 (元)	0.94	1.60	1.39	1.64	1.98
ROE	17.67%	24.10%	20.91%	19.80%	19.33%
市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：wind、华西证券研究所

评级及分析师信息

评级： 首次覆盖
上次评级：
目标价格：
最新收盘价： -

股票代码： 688168
52 周最高价/最低价： 0.0/0.0
总市值(亿) 0.00
自由流通市值(亿) 0.00
自由流通股数(百万) 0.00



分析师：王秀钢

邮箱：wangxg1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519020001

联系人：郑敏宏

邮箱：zhengmh@hx168.com.cn

联系人：李化

邮箱：lihua1@hx168.com.cn

相关研究

1. 自主技术破局，插旗 IoT MCU 通信“中国芯” 2019.08.11
2. 研发驱动，多药并研，重磅药迭出的明日之星 2019.08.11
3. ALPD 激光显示全球之冠，下游市场全面爆发 2019.08.16

实习生吴子龙对报告亦有贡献

正文目录

1. 安博通:国内领先的网络安全系统平台与安全服务提供商.....	3
1.1. SPOS 平台五代升级,破茧成蝶,打造核心竞争力.....	3
1.2. 公司坚持自主创新,聚焦技术研发领域,定位“厂商的厂商”.....	5
1.3. 研发实力强,成功打入华为供应链,过去两年营收复合增 36%.....	5
2. 政策&国产化共振驱动,网络安全市场未来增速达 23.24%.....	9
3. 定位网络安全产业链上游,积极布局下一代信息网络.....	11
4. 盈利预测与估值.....	15
4.1. 营收:未来三年营收 2.44/3.04/3.77 亿元,复合增 24.5%.....	15
4.2. 盈利预测:未来三年归母净利润为 0.71/0.84/1.01 亿元.....	17
4.3. 风险提示.....	18

图表目录

图 1 安博通发展历程.....	3
图 2 公司网络安全技术与产品全景图中的定位.....	4
图 3 嵌入式安全网关.....	4
图 4 虚拟化安全网关.....	4
图 5 安全管理产品的界面.....	5
图 6 安全管理产品工作流程.....	5
图 7 公司主营业务在网络安全产业链中的定位.....	5
图 8 安博通营收与归母净利润.....	6
图 9 安博通营收结构.....	6
图 10 安博通期间费用与占营收比重.....	8
图 11 产品毛利率.....	8
图 12 公司与可比公司研发人员占比.....	9
图 13 安博通与可比公司研发人员人均产出.....	9
图 14 国家信息安全漏洞平台历年收录漏洞数量.....	9
图 15 2018 年国内网络安全重点事件.....	9
图 16 网络安全相关法律法规密集出台.....	10
图 17 新兴领域安全市场规模及增速.....	11
图 18 全球网络信息安全市场规模及增长.....	11
图 19 国内网络信息安全市场规模及增长.....	11
图 20 2018 年国内网络安全市场竞争格局.....	12
图 21 公司的产品或服务在网络安全行业中的业务范围.....	13
表 1 历年前五大客户合作历史及持续服务时间.....	7
表 2 公司掌握的核心技术.....	14
表 3 公司在新兴领域布局情况.....	14
表 4 募投项目.....	15
表 5 安博通盈利预测(百万元).....	17
表 6 主要财务指标预测.....	17
表 7 可比公司估值.....	18

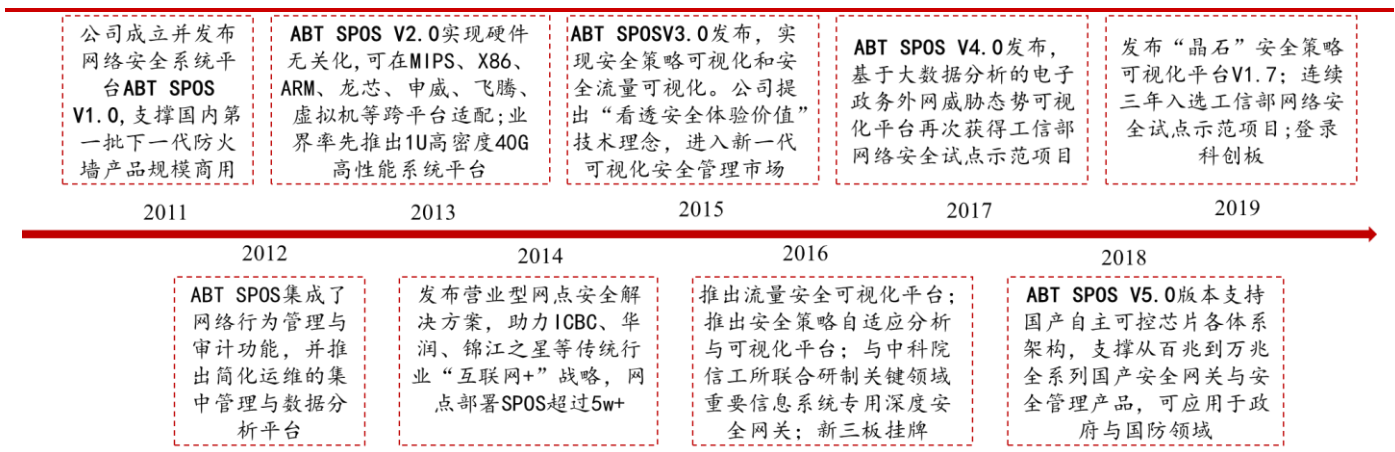
1. 安博通:国内领先的网络安全系统平台与安全服务提供商

安博通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。

1.1. SPOS 平台五代升级,破茧成蝶,打造核心竞争力

破茧而出——基于客观需求,安博通自主研发并推出集安全防御和安全监测功能于一体的网络安全系统平台 SPOS。传统网络安全防御架构主体上依赖于封闭型软硬件一体化设备,安全防护系统与硬件实体紧耦合,安全能力如同“茧中蛹”一样被牢牢的束缚在各类封闭的硬件“盒子”中,无法快速灵活地部署于各类云计算虚拟化环境、各类不同架构的网络通信平台与各类物联网智能硬件场景,因此难以响应数字化时代层出不穷的安全防护需求。基于自身技术的长期积累以及对客户需求的深入研究,安博通自主研发并推出了集安全防御和安全监测功能于一体的网络安全系统平台 SPOS。

图 1 安博通发展历程



资料来源:公司官网、招股说明书、华西证券研究所

羽化成蝶——五代升级助力 SPOS 持续领先,并基于此推出系列具有较强竞争力的网络安全产品。公司在 2011 年推出 ABT SPOS v1.0 之后,先后在 2013 年/2015 年/2017 年/2018 年对系统进行升级,目前公司 SPOS 平台集成了防火墙、VPN、入侵防御、应用识别、病毒过滤、流量管控、行为分析、业务可视、安全认证等丰富的业务模块。能够灵活的部署于 X86、MIPS、ARM、“中国芯”等硬件平台,同时支持虚拟化&云环境部署与应用软件嵌入。此外该平台还可以应用于 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。公司以 ABT SPOS 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,形成了一系列在产品功能、性能、创新性等方面具有较强竞争力的网络安全产品,包括安全网关产品和安全管理产品两类,公司还提供相应的网络安全技术开发与安全运维等服务。

图 2 公司网络安全技术与产品全景图中的定位



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

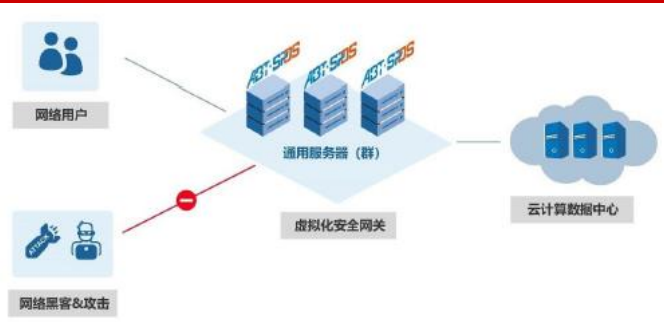
安全网关类产品以防御控制为目的，分为嵌入式与虚拟化两类。ABT SPOS 系统平台集成了网络安全防御过程中涉及到的网络层访问控制、应用层防火墙、入侵防御、病毒拦截、行为管理、网络审计、流量分析、威胁情报等关键要素与手段，融合到统一的安全网关平台中，用体系化的防御思路解决网络中新型的攻击与窃密行为。公司的安全网关类产品分为嵌入式与虚拟化两类：嵌入式安全网关主要应用于数据通信网络的下一代防火墙产品及网络行为管理与审计产品。以嵌入式网络通信平台为硬件载体，通过解析网络流量中的用户、应用和内容等信息，为用户提供应对入侵防御和实时攻击、病毒拦截能力，并通过记录及审计用户的网络行为与内容，为企业网络优化和规划提供决策支持，为客户构建有序、健康的网络环境；虚拟化安全网关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，主要运用于大数据中心与云计算中心。

图 3 嵌入式安全网关



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 4 虚拟化安全网关



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

安全管理类产品以监测预警为目，与安全网关产品互相协同。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。该产品利用数据融合、数据挖掘、智能分析和可视化技术，直观显示网络环境的实时安全状况，对潜在的、恶意的网络攻击行为进行识别和预警，提升安全设备的整体效能，具备网络安全管理和预判能力，为网络安全提供运维保障。安全管理产品与安全网关产品不存在竞争关系，是互相协同关系。安全管理产品作为核心组件，面向整个网络的全局层面，管理和分析所有跨厂商安全设备节点；安全网关产品部署在具体的单个网络节点中，例如网络和安全域

边界，负责该节点的安全防护。二者相互协同，先通过安全管理产品分析宏观趋势，再通过安全网关产品处置具体存在问题的节点，形成综合解决方案。

图5 安全管理产品的界面



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图6 安全管理产品工作流程

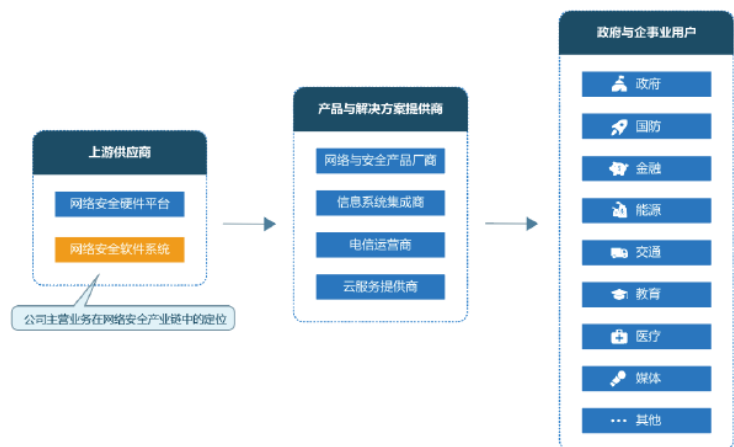


资料来源：招股说明书、华西证券研究所

1.2. 公司坚持自主创新，聚焦技术研发领域，定位“厂商的厂商”

公司坚持核心技术自主创新，聚集技术研发，定位于网络安全行业上游软件平台与技术提供商，是网络安全行业“厂商的厂商”。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，将网络安全产品与服务提供给各大产品与解决方案厂商，由合作伙伴交付给最终用户。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。公司产品得到众多行业内实力较强的企业的认可，并建立良好的合作关系，目前已拥有 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、国防、金融、运营商、企业、教育等多个行业领域均获得成功应用。

图7 公司主营业务在网络安全产业链中的定位



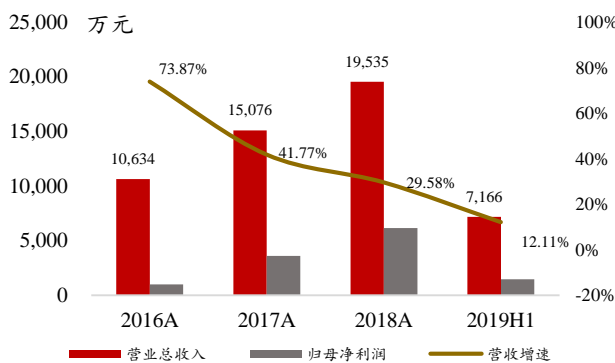
资料来源：招股说明书、华西证券研究所

1.3. 公司成功打入华为供应链，过去两年营收复合增 36%

公司营业收入与归母净利润高速增长，过去两年复合增速分别为 35.54%和 148.64%。2016-2018 年分别实现营业收入 10,633.75 万元、15,075.63 万元和

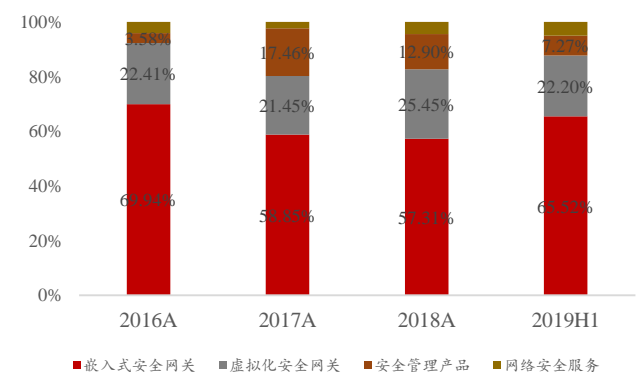
19,534.65 万元，过去两年复合增速为 35.54%；2016-2018 年分别实现归母净利润 995.60 万元、3,604.75 万元和 6,154.96 万元，过去两年复合增速为 148.64%，均保持较高增长。2019 年上半年实现营业收入与归母净利润分别为 7,165.76 万元和 1,464.49 万元，同比增长率分别为 12.11%和 453.85%，公司归母净利润增速今年增速较为抢眼。公司的嵌入式安全网关与安全管理产品以软件或软硬件一体化形态销售，虚拟化安全网关以软硬件一体化形态销售。(1) 安全网关产品销售是公司收入和利润的主要来源，2016-2019 年上半年占营业收入的比重分别为 92.35%、80.30%、82.76%和 87.72%，其中嵌入式安全网关年分别为 69.94%、58.85%、57.31%和 65.52%，虚拟化安全网关分别为 22.41%、21.45%、25.45%和 22.20%。2016-2018 年，公司嵌入式安全网关营业收入分别为 7,436.92 万元、8,872.31 万元和 11,194.59 万元，2017 年与 2018 年增速分别为 19.30%和 26.17%，主要系公司自身产品的先进性，以及网络安全市场需求增长和有利的政策外部推动。虚拟化安全网关受益于云计算、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叠加公司与拥有渠道优势的中网志腾合作，近年保持稳定增长。2016-2018 年，实现业务收入分别为 2,383.69 万元、3,233.64 万元和 4,973.60 万元，2017 年与 2018 年营收增长率分别为 35.66%及 53.81%。(2) 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。公司自主研发的安全管理平台产品迅猛发展，从 2016 年的 380.57 万元增长至 2018 年的 2,519.41 万元，年均复合增长率为 157.30%，成为公司未来业务发展的新动能。

图 8 安博通营收与归母净利润



资料来源：招股说明书、wind、华西证券研究所

图 9 安博通营收结构



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

公司客户粘性足，2018 年打入华为供应链。公司与前期积累的主要客户保持稳定合作的基础上，不断获得行业内其他知名厂商的认可并赢得合作机会。公司与迈普通信、安恒信息、星网锐捷合作时间超过 7 年，与新华三合作时间超过 5 年，与中网志腾合作时间 4 年，与太极股份、广西宝信迪、绿色苹果合作超过 3 年。且对新华三、中网志腾、太极股份的销售保持快速增长；2017 年新增客户任子行、启明星辰；2018 年新增客户华为，对公司收入增长贡献较大，且 2019 年增速更为明显，上半年实现业务收入已超 2018 年全年。长期合作的客户销售额保持较快增长，占营业收入的比例也在上升。

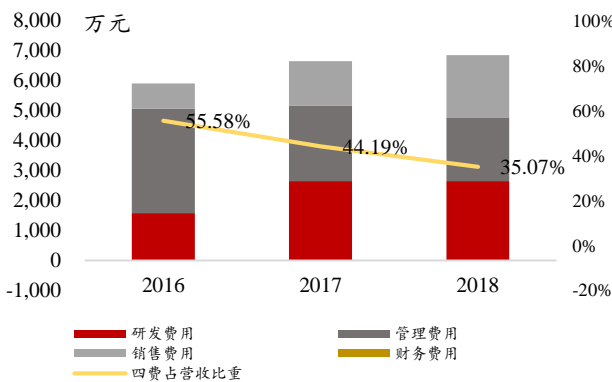
表 1 历年前五大客户合作历史及持续服务时间

客户名称	2019年1-6月	2018年	2017年	2016年	开始合作时间	持续合作情况
中网志腾	1,590.56	3,921.73	2,968.69	2,383.69	2015年	持续合作中
新华三	1,505.82	4,447.96	3,243.34	2,306.79	2014年	持续合作中
广西宝信迪	8.99	318.34	488.03	718.91	2016年	持续合作中
迈普通信	184.34	367.59	623.02	681.77	2012年	持续合作中
绿色苹果	5.70	161.85	152.15	634.27	2016年	持续合作中
太极股份	136.63	2,409.94	1,607.41	45.3	2016年	持续合作中
荣之联	-	-	744.44	-	2017年	2018年后暂未合作
任子行	226.45	926.96	721.59	-	2017年	持续合作中
安恒信息	271.86	936.5	250.32	-	2012年	持续合作中
华为	1,013.96	990.78	-	-	2018年	持续合作中
星网锐捷	274.04	89.56	37.67	65.42	2012年	持续合作中
合计	5,218.35	14,571.21	10,836.66	6,836.15	-	-
占当期营收比	72.82%	74.59%	71.88%	64.29%	-	-

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

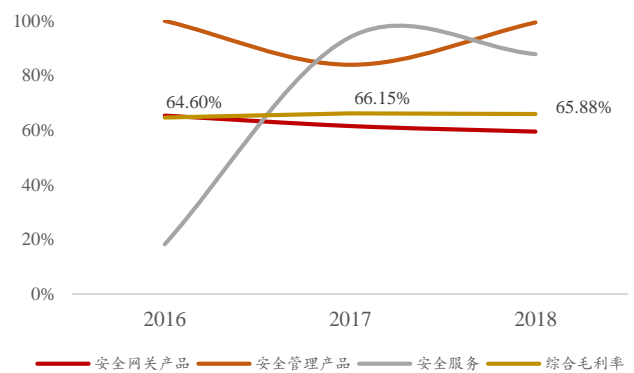
期间费用优化，规模效应凸显。2016-2018年，公司期间费用占营收比重分别为55.58%、44.19%、35.07%，占比逐渐降低。其中管理费用分别为3,486.32万元、2,505.66万元和2,123.33万元，主要是对骨干员工的股权激励以及员工薪酬；2016-2018年研发费用1,585.22万元、2,652.84万元和2,655.37万元，逐年增加。总体而言公司期间费用与营业收入变动趋势一致，但占营收比重逐年下降，凸显规模优势。2016-2018年，公司综合毛利率分别为64.60%、66.15%、65.88%，总体保持较高水平，且呈上升趋势，与可比上市公司基本持平。其中安全网关产品毛利率分别为65.27%、61.51%、59.50%，呈小幅下降趋势，主要系毛利率相对较低的软硬件一体化产品销售占比增加所致。

图 10 安博通期间费用与占营收比重



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

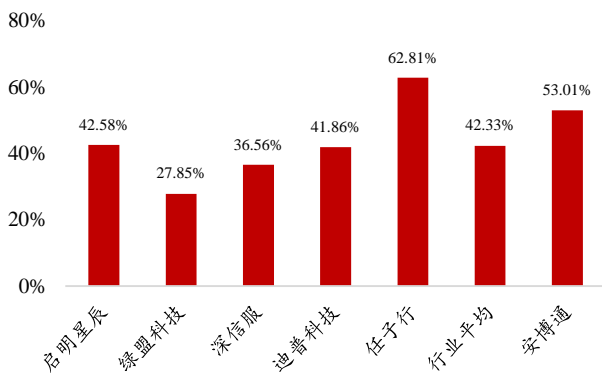
图 11 产品毛利率



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

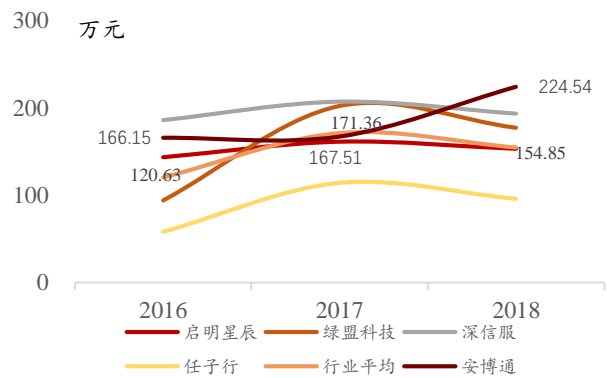
研发团队实力强悍，研发成果丰硕。(1) 2016-2018 年，公司研发费用占营业收入的比例分别为 14.91%、17.60%、13.59%，略低于行业 18.35%、18.42%和 20.39%的水平，主要是因为公司主要从事软件研究与开发，同业可比公司除了软件外还需要进行硬件开发，需投入相关的硬件研发人员、研发设施和物料消耗等。(2) 公司人员素质相对较高，研发人员占比高于同业。公司员工中 80%以上都具有本科及以上学历。公司研发人员占公司员工比重为 53.01%，高于行业平均 42.33%的水平，此外公司还有技术支持人员 21 名，研发人员及技术支持人员合计占员工总数的比例为 65.66%，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。(3) 研发人员人均产出高于同行且处于增长趋势。除 2017 年外，公司研发人员人均产出均高于同行业可比上市公司的平均水平，2018 年研发人员人均产出为 224.54 万元，远高于行业平均水平 154.85 万元。原因系公司的产品日趋成熟，市场反映良好，且公司逐渐开拓了一批国内知名产品与解决方案厂商作为客户，业绩发展迅速。(4) 研发人员薪酬高于同业且上升趋势明显。2016-2018 年，研发人员平均薪酬 21.93 万元、26.09 万元和 29.48 万元，2017 年与 2018 年可比公司行业平均水平为 21.65 万元和 23.51 万元。此外对于核心骨干人员公司还有一定的股权激励，2016-2018 年，公司股权激励产生的股份支付金额分别为 2,33.29 万元、961.87 万元和 335.45 万元。(5) 研发成果丰硕。目前公司已申请发明专利共 134 项，并保持每年 30%以上的专利申报量递增，其中 12 项已取得发明专利证书，拥有计算机软件著作权 76 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。公司为工信部网络安全威胁信息共享平台的技术支撑单位，公司投入开发的网络安全管理软件，可以作为业界各大产品与解决方案厂商网络安全态势感知解决方案的主要功能模块与数据引擎，该产品 2016 年和 2017 年连续两年入选工信部“电信和互联网行业网络安全试点示范项目”，2019 年，攻击面可视化管理平台入选工信部网络安全技术应用试点示范项目；获得了行业管理部门与各行业用户的认可。

图 12 2018 年末公司与可比公司研发人员占比



资料来源：招股说明书、华西证券研究所（安博通为 2019 年 6 月末数据）

图 13 安博通与可比公司研发人员人均产出

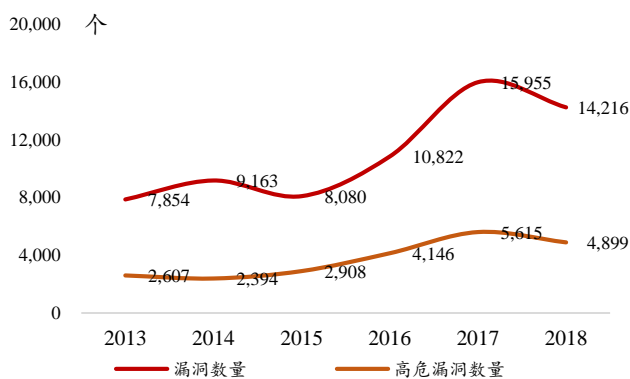


资料来源：招股说明书、华西证券研究所

2. 政策&国产化共振驱动，网络安全市场未来增速达 23.24%

网络安全事件频发&IPv6 安全问题亟待解决，国内网络安全市场方兴未艾。根据《中国互联网络发展状况统计报告》统计数据，我国信息安全漏洞平台历年收录漏洞数量逐渐增加，2018 年漏洞数量达到 14,216 个，其中高危漏洞数量 4,899 个。其中最具有代表性的安全事件引起了政府与人们的关注。此外，2011 年全球 IPv4 地址分配完毕，全球已经进入 IPv4 地址资源枯竭的时代，IPv6 协议作为下一代协议，前景应用广阔。根据第 43 次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2018 末，我国 IPv6 地址数量为 41,079 块/32，年增长率为 75.3%，域名总数为 3,792.8 万个，其中“.CN”域名总数为 2,124.3 万个，占域名总数的 56.0%。在 IPv6 飞速发展的同时，针对 IPv6 的安全措施却有所滞后，现在 IPv6 持续面临协议自身安全、关联协议安全和过渡技术安全等多种安全问题，传统安全产品功能在 IPv6 协议上的应用也往往存在问题，亟需得到解决。

图 14 国家信息安全漏洞平台历年收录漏洞数量



资料来源：《中国互联网络发展状况统计报告》、华西证券研究所

图 15 2018 年国内网络安全重点事件

6 月	圆通 10 亿条快递信息遭泄露，并被发到暗网上兜售	数据泄露
7 月	数据堂相关人员涉嫌侵犯数百亿条公民个人信息被起诉	数据泄露
8 月	华住酒店 5 亿条用户数据疑泄露，并以 8 比特币的价格售卖	数据泄露
2 月	上海某公立医院 HIS 系统被黑客入侵，遭勒索 2 亿比特币	攻击事件
3 月	黑客用思科高危漏洞攻击网络基础设施，国内多家机构中招	基础设施攻击
1 月	国内安卓 APP 存应用克隆风险，可利用漏洞窃取用户隐私	安全漏洞
8 月	银行、移动支付 APP 存在短信验证码漏洞，易致资金盗刷	安全漏洞
8 月	台积电感染勒索病毒 WannaCry，致 17.4 亿元人民币损失	勒索病毒
12 月	“微信支付”勒索病毒曝光，10 万多台电脑被感染	勒索病毒

资料来源：赛迪顾问、华西证券研究所

政策密集出台&等保 2.0 实施扩充市场容量。近年网络安全事件频发，国家与个人的层面的信息安全威胁不断提升，国家网络安全政策也密集出台。尤其是 2019 年 5 月，国家市场监督管理总局颁布的《网络安全等级保护基本要求》、《网络安全等级保护测评要求》和《网络安全等级保护安全设计技术要求》三大标准，标志着我国等保 2.0 时代的开启。等保 2.0 将从两方面影响网络安全市场容量：（1）增加安全保护范围，更加全面地监管。等保 1.0 的监管对象只针对信息系统，而等保 2.0 把云计算、

大数据、物联网、工业控制系统等新领域也纳入等级保护和监管的范围，增加了信息安全的场景，扩大了网络安全的市场范围；(2) 提高了测评及格线，定级管理更加严格。等保 2.0 在等保 1.0 自主定级的基础上加入了专家和主管部门评审环节，整体定级更加严格。此外，等保 2.0 还将测评及格分数从 60 分提到 75 分，增加了测评难度。

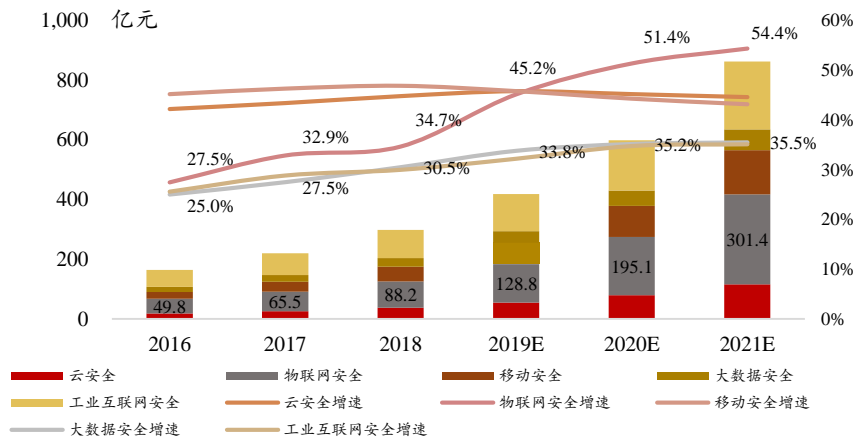
图 16 网络安全相关法律法规密集出台



资料来源：国务院与公安部等、华西证券研究所

云安全、物联网安全、工业互联网安全等新兴领域将迎来爆发机遇，为网络安全带来市场增量，2021 年市场规模超 863 亿元。根据赛迪顾问发布的《2019 中国网络安全发展白皮书》：在云安全领域，云计算场景使网络流量汇聚，在公有云方面多租户共享场景将导致可信边界的弱化，威胁的增加，众多厂商积极布局公有云安全领域，2018 年，中国云安全市场规模达到 37.8 亿元，增长率为 44.8%，预计到 2021 年可达 115.7 亿元，三年复合增长率为 45.2%；在物联网安全领域，随着物联网在生产、消费、安防和社会管理等各领域加速渗透，为生活带来便捷的同时也带来了安全隐患，2018 年中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 年可达到 301.4 亿元，三年复合增长率为 50.6%；在移动安全领域，随着移动互联网的发展及智能手机的普及，手机安全问题越来越严峻，各种网信犯罪层出不穷，严重威胁个人和企业的信息安全，移动安全市场也越发受到人们的关注，2018 年市场规模达 49.2 亿元，同比增长 46.9%，预计到 2021 年可达到 148.2 亿元，三年复合增长率为 44.4%；在大数据安全领域，我国大数据安全市场规模受政策和各类数据泄密事件影响市场规模快速上升，2018 年的总规模达到了 28.4 亿元，增速达到 30.5%，预计 2021 年可达到 69.7 亿元，三年复合增长率为 34.9%；在工业互联网安全领域，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，2018 年中国工业互联网安全市场规模达到 94.6 亿元，增速达到 30.0%，预计 2021 年可达到 228 万元，三年复合增长率为 34.1%。其次未来在量子通信、商用密码、态势感知、威胁情报、区块链和人工智能等领域也将产生大量的网络安全需求。

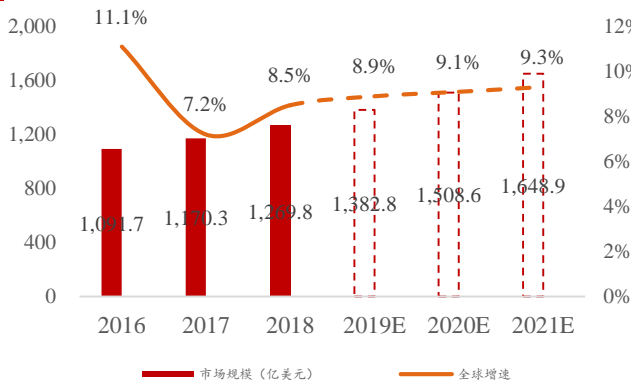
图 17 新兴领域安全市场规模及增速



资料来源：赛迪顾问、华西证券研究所

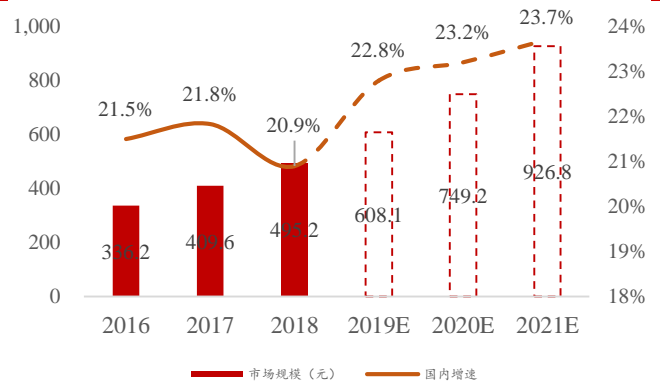
网络安全自主可控趋势明显，国内厂商迎发展良机，未来三年复合增速可达 23.24%。自美国棱镜门事件以后，国家更加重视网络安全的重要性。在“十三五”时期，我国将大力实施网络强国战略，要求网络与信息安全的保障手段和能力，通过切实推进自主可控和国产化替代，政策化培养和市场化发展双向结合，信息安全市场国产化脚步逐步加快。据 IDC 数据，我国目前已是全球第二大网络安全支出国家。2018 年我国国内信息安全市场规模达到 495.2 亿元，同比增长 20.9%，预计到 2021 年我国网络市场规模可达 926.8 亿元，复合增速高达 23.24%，远高于同期全球 9.10% 的增速，在国产替代趋势下国内厂商将迎来发展良机。

图 18 全球网络信息安全市场规模及增长



资料来源：赛迪顾问、华西证券研究所

图 19 国内网络信息安全市场规模及增长



资料来源：赛迪顾问、华西证券研究所

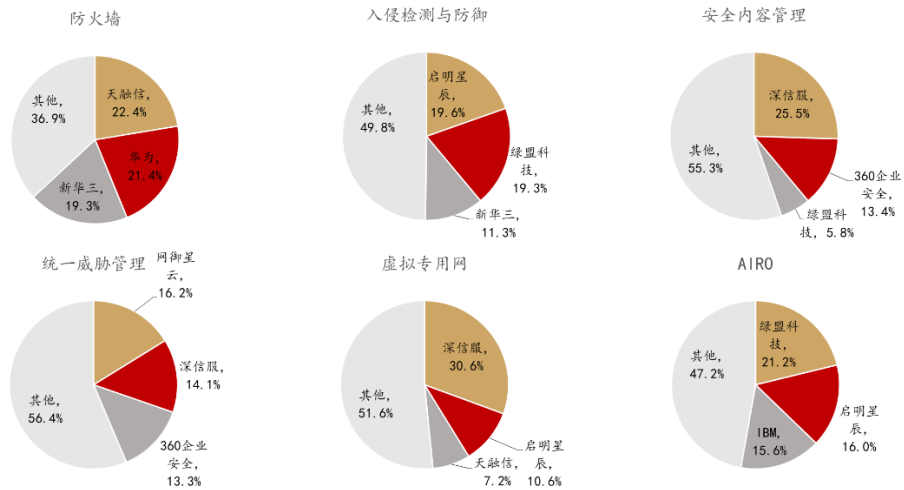
3. 定位网络安全产业链上游，积极布局下一代信息网络

公司在安全网关产品领域定位于网络安全产业链上游，为行业内产品和解决方案厂商提供网络安全软件产品与服务，不会参与到终端市场竞争中。目前国内网络安全竞争格局相对分散，根据 IDC 发布的《2018 年中国 IT 安全硬件市场份额统计报告》数据显示，IT 安全硬件中安全内容管理 (SCM)、防火墙 (Firewall)、入侵检测与防御 (IDP)、统一威胁管理 (UTM)、虚拟专用网 (VPN) 五个子市场中前三家厂商的市场占比均在 50% 左右。公司安全网关产品均包括下一代防火墙和网络行为管理与审计，其中一代防火墙产品属于统一威胁管理产品，2018 年统一威胁管理硬件市场份额前三名为网御星云 (16.2%)、深信服 (14.1%) 和 360 企业安全 (13.3%)，同时山石网科也是该领域的重要公司，其中排名第一的网御星云为公司客户，与公司是合作

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

关系；网络行为管理与审计产品属于安全内容管理硬件品类，2018 年安全内容管理硬件市场份额前三名为深信服（25.5%）、360 企业安全（13.4%）和绿盟科技（5.8%），其中排名第三的绿盟科技为公司客户，与公司是合作关系。公司安全网关产品具有硬件无关化、适配性融合性强等技术特点，该类产品特点能够满足各类产品厂商进行产品开发并快速推向市场的需求。

图 20 2018 年国内网络安全市场竞争格局



资料来源：IDC、华西证券研究所

公司安全管理类产品以安全策略路径作为技术基础，在可视化网络安全技术和态势感知方面全国领先，与竞争对手形成差异化竞争。根据 IDC 统计数据，在 AIRO（安全分析、情报、响应和编排）软件市场（包含安全管理平台、安全威胁情报、安全风险分析等领域），绿盟科技、启明星辰和 IBM 占据较大份额，分别为 21.2%、16.0%和 15.6%。在安全管理类产品中，公司主要竞争对手是启明星辰、360 企业安全和天融信。根据 IDC 发布的《中国安全管理平台（SOC）市场份额，2016：SOC 的创新、融合、升级》报告，启明星辰、360 企业安全和天融信在中国安全管理平台市场份额中占比最高，分别为 18.7%、12.8%和 9.0%，安博通以 2.3%的市场份额排名第八。在安全管理类产品中各公司选择不同的技术分析方向，公司选择以安全策略路径作为技术基础，在策略路径、整网暴露攻击面等算法上达到了国内领先水平，其他厂商主要以安全事件、安全知识库、设备日志等方向作为技术基础，形成差异化竞争。此外公司在可视化网络安全技术和态势感知技术方面全国领先，具有较强竞争力。

图 21 公司的产品或服务在网络安全行业中的业务范围



资料来源：中国网络安全产业联盟、华西证券研究所

持续研发，掌握六大核心技术，具有明显领先优势。自成立以来，公司一直聚焦网络安全系统平台研发，践行智能化安全理念，秉承“看透安全，体验价值”的技术理念，经过多年的自主研发，掌握了网络安全行业的多项核心技术，在策略路径和攻击面分析核心算法、硬件无关化实现自主可控等方面取得突破。(1) 在安全策略配置方面，公司突破传统安全管理产品将安全设备硬件作为管理对象的局限性，通过计算网络安全策略访问路径，计算出整网业务的真正交互地图，配合正确的业务安全基线，帮助用户计算最准确的业务访问路径，并且能够伴随着策略的变化而完成自动化变更和实时告警。公司安全策略路径相关核心算法在 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。(2) 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。依托于策略路径和攻击面分析两项核心技术算法的突破，公司在国内率先推出了 4D 攻击面可视化产品和解决方案，为包括金融行业、电信运营商、军队等核心行业提供具有自有知识产权的产品和解决方案，使之在该方向上避免了只能选用国外产品或解决方案的现状，规避了网络核心信息泄露的风险。公司相关产品及解决方案进入成熟稳定阶段，该方案形成的产品已连续两年入选工信部“网络安全试点示范项目”，2019 年入选工信部网络安全技术应用试点示范项目。(3) 在硬件无关化技术方面，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。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、Xen3 种主流虚拟化平台上实现产品化；此外公司网关产品功能丰富，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。

表 2 公司掌握的核心技术

序号	名称	核心技术说明
1	硬件无关化技术	安博通网络安全系统平台 (ABT SPOS) 操作系统套件支持无差别迅速适配到在多个不同体系结构以及多款不同形态的嵌入式产品上, 并可以迅速移植到主流的新架构和新硬件上。
2	多核并行安全操作系统	ABT SPOS 多核并行操作系统为上层应用封装底层细节, 提供底层转发和安全感知能力, 帮助多个用户快速推出网络安全相关产品。ABT SPOS 多核并行操作系统具备一体化处理引擎, 在多任务并行时依然保持高性能表现, 在一秒内可处理百万级别的新任务, 为用户提供高性能的网络安全操作系统套件。
3	网络行为画像和隐秘通信挖掘	公司基于该技术推出的产品应用于用户行为分析和安全威胁分析两个领域, 帮助客户对大量数据进行自动化加工、呈现和利用, 让存储的数据产生价值, 帮助用户在相关领域实现分析和预测。该技术在判断时, 在应用中事件判断准确率达到90%以上; 同时, 根据过去的定量数据, 实现对未来定量数据的走势与关键事件预测, 提前做出应对措施。
4	安全策略配置数据挖掘与分析	该技术挖掘跨厂商平台的安全策略统一配置隐患, 解决了大型网络中业务访问关系与实际安全策略配置的对应问题, 在国内首次提出了攻击面计算方案, 填补了技术空白。
5	安全合规路径可视化分析	该技术在可视化路径层面上叠加多种虚拟化安全能力分析。在路径计算方面, 与地图类应用计算最短几条路径不同, 该产品的工作量上升数倍甚至更多, 但通过高性能的图算法, 成功将路径计算的时间控制在分钟级。
6	安全资源的统一管理 and 部署	公司提供立体的安全资源 PaaS 平台解决方案, 将业界主流安全能力实现虚拟化, 提供调度和编排能力, 形成产品+服务+评测的闭环业务流程, 为用户提供一揽子解决方案。

资料来源: 招股说明书、华西证券研究所

科创募资强化核心技术, 积极布局下一代信息网络。在下一代信息网络, 公司 ABT SPOS 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。本次公司公开发行人股票不超过 1,279.50 万股, 募集资金扣除发行费用化拟用于“深度网络安全嵌入系统升级与其虚拟资源池化项目”、“安全可视化与态势感知平台研发及产业化项目”和“安全应用研发中心与攻防实验室建设项目”, 进一步强化公司的核心技术与研发能力, 以及进一步布局下一代信息网络。其中深度网络安全嵌入系统升级与其虚拟资源池化项目建成达产后, 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; 安全可视化与态势感知平台研发及产业化项目建成达产后, 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。

表 3 公司在新兴领域布局情况

领域/网络协议	布局情况
下一代信息网络	ABT SPOS 已支持 IPv6 下一代网络协议, 并支持基于龙芯、飞腾、申威芯片架构的国产自主可控硬件以及国产操作系统。
物联网/工业互联网	公司推出了基于 ABT SPOS 的视频监控专网接入网关产品, 保护了视频监控摄像头和公共安全视频监控联网应用的安全。这种应用还可以广泛拓展到物联网、工业互联网等领域。
云计算领域	在安全能力虚拟化及安全能力调度方面进行研发投入, 公司已推出虚拟安全网关产品, 支持以软件形式部署在 KVM、VMware、Xen 等多种虚拟化环境中, 支撑各类云安全一体机方案。
大数据	安博通研发的 ABT SPOS 安全管理平台产品, 以安全策略大数据分析及控制能力为核心, 具备策略优化清理、安全风险分析与策略智能运维三大功能体系, 支持安全合规路径可视化和流量安全威胁可视化特性, 基于安全资产可视化、网络行为可视化、流量可视化、策略可视化四个分析维度形成 ABT SPOS 内网安全 4D 攻击面可视化解决方案。
人工智能方向	安博通发布 ABT SPOS 云威胁情报平台, 涵盖主流威胁类型, 网关产品接入云威胁情报后采用机器学习技术, 实现了事前预测、事中防范、事后追溯的闭环流程。出现突发安全事件时, 威胁情报平台可紧急推送消息到安全网关产品, 联动完成自动紧急防护, 解决安全滞后性的难题。

资料来源: 招股说明书、华西证券研究所

表 4 募投项目

序号	项目名称	与现有核心技术关系	项目总投资 (万元)	建设期 (月)	预期收益
1	深度网络安全嵌入系统升级与其虚拟化资源池化项目	本项目对应的核心技术为：硬件无关化技术、多核并行安全操作系统、安全资源的统一管理和部署。本项目将提升嵌入式安全网关和虚拟化安全网关性能，在嵌入式安全网关方面，进一步提升产品在国产化芯片、操作系统、数据库等基础架构上的表现，提升 ABT SPOS 的性能、易用性和稳定性；在虚拟化安全网关方面，进一步提升自动授权系统的性能，在资源池调度方面支撑多租户更加独立的操作权限，增加编排灵活度，提升产品竞争力。	15,800	36	预计年均新增销售收入 9,019 万元，年均新增净利润 2,751.00 万元
2	安全可视化与态势感知平台研发及产业化项目	本项目对应的核心技术为：安全策略配置数据挖掘与分析、安全合规路径可视化分析。本项目针对安全管理产品进行投入，旨在帮助产品引入更丰富的基础架构、算法及可视化呈现方法，从而使得路径计算及呈现更加精准完善，在安全管理产品上叠加更多维度的安全方案，提升路径计算性能，增加产品态势感知的维度，进而推出更加强大的网络管理平台产品。	7,663	24	预计年均新增销售收入 4,950 万元，年均新增净利润 1,487 万元
3	安全应用研发中心与攻防实验室建设项目	本项目对应的核心技术为：网络行为画像和隐秘通信挖掘。本项目针对 ABT SPOS 共性技术进行投入，在目前的技术架构下增加机器学习模型的深度，投入人力资源对数据结构的概率和结构进行优化，采用更多样本进行训练，增加分类和预测算法的准确性，储备在数据分析和机器学习方向上的高级技术人才。	6,311	24	-
合计	-	-	29,774.00	-	-

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 营收：未来三年营收 2.44/3.04/3.77 亿元，复合增 24.5%

1. 嵌入式安全网关业务

嵌入式安全网关业务是公司的核心业务，2016-2018 年业务收入占营业收入的比重分别为 69.94%、58.85%与 57.31%，受益于整个市场需求&有利的政策外部推动以及公司自身产品的先进性&创新的经营模式，公司嵌入式安全网关业务保持较快增长，随着等保 2.0 实施以及新兴领域的网络安全需求驱动，我们预计公司嵌入式安全网关业务收入有望保持继续增长，2019-2021 年有望实现业务收入 1.45 亿元、1.90 亿元和 2.49 亿元，增速分别为 29.53%、31.03%和 31.05%；2016-2018 年，公司嵌入式安全网关业务毛利率随着毛利率相对较低的软硬一体化整机在营业收入的比重逐渐增加而逐渐下降，我们预计公司嵌入式安全网关毛利率将进一步下降，2019-2021 年分别为 72.00%、71.50%和 71.00%。

2. 虚拟化安全网关

虚拟化安全网关应用需要以服务器为产品载体，而服务器具有通用化大宗商品性质，终端用户分布广泛。公司为拓宽销售渠道，提升公司产品的市场占有率，选择与中网志腾进行战略合作，自身产品的技术优势与中网志腾的渠道资源优势互补，近年来实现了产品的快速导入和较大区域范围内的产品覆盖。近年来，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，我们预计公司虚拟化安全网关业务将保持稳步上升，2019-2021 年有望实现业务收入 0.65 亿元、0.80 亿元和 0.95 亿元，增速分别为 30.69%、23.08%和 18.75%；2016-2018 年公司虚拟化安全网关毛利率分别为 23.95%、25.35%、28.75%，逐年上升，主要由于公司虚拟化安全网关业务的快速发展和经营规模的不断提升，该类业务的毛利率趋于稳定，我们预计随着公司虚拟网

关销售规模进一步上升，毛利率将进一步提升，2019-2021 年分别为 29.00%、29.50% 和 30.00%。

3. 安全管理产品

2016 年起公司相继推出了云安全管理平台和安全可视化平台等安全管理产品，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，得到了市场的广泛认可，业务收入快速增长，但受制于公司营销渠道的缺乏，安全管理产品销售收入增速逐渐下滑，2019 年上半年仅实现业务收入 520.92 万元，且不存在尚未执行完毕的安全管理产品合同，我们预计公司安全管理产品增速将进一步放缓，2019-2021 年有望实现业务收入 0.25 亿元、0.247 亿元和 0.24 亿元，增速分别为-0.77%、-1.20%和-2.83%；公司安全管理产品主要以软件形式销售，毛利率达到或接近 100%，2017 年仅为 83.91%主要是由于公司为荣之联承接的信息化项目提供了成本较高的安全可视化软件及设备。我们预计随着公司毛利率将保持相对稳定，2019-2021 年分别为 99.42%、99.42%和 99.42%。

4. 安全服务

公司安全服务主要包括安全运维服务和安全开发服务。由于公司前期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。2018 年，安全服务收入相较于 2017 年增加 508.82 万元，其原因系公司与太极股份签署 500 万元的技术服务合同。2019 年上半年公司安全服务实现业务收入 359.32 万元，我们预计公司未来将更多为客户提供多样化需求的产品，预计 2019-2021 年有望实现业务收入 900 万元、900 万元和 900 万元，增速分别为 6.25%、0.00%和 0.00%。公司安全服务毛利率相对稳定，假设未来三年毛利率均为前三年毛利率均值，即为 90.94%。

基于以上推算与假设，我们预计 2019-2021 年公司将实现业务营业收入 2.44 亿元、3.04 亿元和 3.77 亿元，增速分别为 24.91%、24.47%和 24.14%，毛利率分别为 64.05%、63.28%和 62.95%。

表 5 安博通盈利预测 (百万元)

业务	项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
安全网关产品	嵌入式安全网关	收入	88.72	111.95	145.00	190.00	249.00
		增速	19.30%	26.17%	29.53%	31.03%	31.05%
		毛利率	74.69%	73.17%	72.00%	71.50%	71.00%
	虚拟化安全网关	收入	32.34	49.74	65.00	80.00	95.00
		增速	35.66%	53.81%	30.69%	23.08%	18.75%
		毛利率	25.35%	28.75%	29.00%	29.50%	30.00%
	安全管理产品	收入	26.31	25.19	25.00	24.70	24.00
		增速	591.45%	-4.26%	-0.77%	-1.20%	-2.83%
		毛利率	83.91%	99.42%	99.42%	99.42%	99.42%
网络安全服务	收入	3.38	8.47	9.00	9.00	9.00	
	增速	-21.81%	150.44%	6.25%	0.00%	0.00%	
	毛利率	94.04%	87.83%	90.94%	90.94%	90.94%	
营业收入合计	收入	150.76	195.35	244.00	303.70	377.00	
	增速	41.77%	29.58%	24.91%	24.47%	24.14%	
	毛利率	66.15%	65.88%	64.05%	63.28%	62.95%	

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

4.2. 盈利预测：未来三年归母利润为 0.71/0.84/1.01 亿元

我们预计 2019-2021 年公司归母净利润为 0.71 亿元/0.84 亿元/1.01 亿元，同比增长率分别为 15.18%、18.10%和 21.02%；对应 EPS 分别为 1.39 元/1.64 元/2.98 元。

表 6 主要财务指标预测

项目	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	195.35	244.00	303.70	377.00
同比	29.58%	24.91%	24.47%	24.14%
归母净利润 (百万元)	61.55	70.89	83.72	101.33
同比	70.75%	15.18%	18.10%	21.02%
EPS (元)	1.60	1.39	1.64	1.98

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

根据公司所处的网络安全行业，我们选取启明星辰、深信服、绿盟科技和迪普科技为公司的可比公司，可比公司 PE 在 38-66 倍之间，公司目前规模较小，考虑到新股发行和科创板流动性溢价，我们认为合理的估值区间为 45-55 倍，根据 2019 年归母净利润水平，对应市值目标为 32 亿元-39 亿元，考虑 IPO 摊薄，目标市值对应的价格区间为 62.55 元-76.45 元。长期来看，公司专注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，在安全网关、安全管理与下一代信息网络适用三个细分市场，紧紧把握国家网络安全发展战略脉搏，密切跟踪未来技术发展趋势和市场需求，通过完善和优化自身的技术研发体系及创新机制，进一步巩固和扩大在国内网络安全行业的优势，提升网络安全产品领域的创新能力和市场份额，未来有望成为中国网络安全产业的顶尖安全能力提供者。

表 7 可比公司估值

公司	收盘价 (元)	EPS (元)				P/E		
		2018	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
启明星辰	29.91	0.63	0.77	0.96	1.30	38.68	31.14	24.99
深信服	114.11	1.50	1.73	2.22	2.89	65.84	51.54	39.46
绿盟科技	16.42	0.21	0.30	0.39	0.52	55.35	42.14	31.31
迪普科技	36.18	0.56	0.64	0.82	1.00	56.53	44.12	36.00
A 股平均	-	-	-	-	-	54.10	42.24	32.94
安博通	-	1.60	1.39	1.64	1.98	-	-	-

资料来源：wind、华西证券研究所（收盘价以 2019 年 8 月 23 为准）

4.3. 风险提示

业务模式风险：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。

经营业绩的季节性波动风险：从公司各季度营业收入占全年的比重来看，报告期内公司第四季度营业收入占比在 50%左右。公司营业收入的季节性特征导致公司净利润也呈季节性分布，公司净利润也主要在第四季度实现。公司的销售收入呈现显著的季节性特征，且主要在第四季度实现，而费用在年度内较为均衡地发生，因此可能会造成公司第一季度或半年度出现季节性亏损，投资者不宜以半年度或季度的数据推测全年盈利状况。

产品集中风险：公司安全网关产品包括嵌入式安全网关和虚拟化安全网关。2016-2018 年和 2019 年上半年，公司安全网关产品销售收入占营业收入的比例分别为 92.35%、80.30%、82.76%和 87.72%，是公司收入和利润的主要来源。公司嵌入式安全网关主要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、防御的最重要和最常用的安全产品。公司虚拟化安全网关主要应用于大型数据中心和云计算中心，以安全资源池的形式满足公有云、私有云、混合云等多种云场景下的安

全需求。如果短期内宏观经济环境波动、公司产品更新迭代不及时、出现替代产品、应用场景变化等导致安全网关产品需求下降，将会对公司业绩产生不利影响。

应收账款增加及发生坏账的风险：2016-2018 年和 2019 年上半年，公司应收账款余额分别为 6,494.79 万元、9,885.64 万元、13,939.49 万元和 13,480.08 万元，占当期营业收入的比例分别为 61.08%、65.57%、71.36%和 188.12%。未来公司应收账款余额将会随着公司经营规模的扩大而增加，若应收账款不能如期收回或主要债务人的财务状况发生恶化，公司存在应收账款坏账损失增大的风险，将对公司的正常生产经营造成不利影响。

技术创新、新产品开发风险：由于网络安全行业具有技术进步快、产品更新快的特点，用户对软件及相关产品的功能要求不断提高，需要持续不断的推进技术创新以及新产品开发，并将创新成果转化为成熟产品推向市场，以适应不断变化的市场需求。如果公司不能准确把握技术、产品及市场的发展趋势，研发出符合市场需求的新产品，或公司对产品和市场需求的把握出现偏差、不能及时调整新技术和新产品的开发方向，或开发的新技术、新产品不能被迅速推广应用，或因各种原因造成研发进度的拖延，将会造成公司研发资源的浪费，并导致公司丧失技术和市场优势，对公司持续发展产生不利影响。

不能保持技术先进性的风险：经过多年的研发和积累，公司已拥有多项核心技术。发行人公司依托于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、关键算法等软件产品及相关的技术服务。若国内外竞争对手或潜在竞争对手在网络安全核心技术领域取得重大突破，推出更具竞争力的技术或产品，将会削弱公司的技术优势，公司的产品和服务将失去竞争力，公司的经营业绩将受到重大影响。

系统性风险：目前科创板板块整体估值较高，未来可能会有下行调整的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	195.35	244.00	303.70	377.00	净利润	59.64	68.98	81.36	98.51
YoY (%)	29.58%	24.91%	24.47%	24.14%	折旧和摊销	1.19	0.00	0.00	0.00
营业成本	66.65	87.71	111.51	139.66	营运资金变动	-44.93	-787.07	-236.83	-250.67
营业税金及附加	2.42	3.05	3.80	4.71	经营活动现金流	18.03	-695.58	-133.07	-130.16
销售费用	20.52	24.09	30.37	34.68	资本开支	-18.37	-19.77	-23.07	-21.97
管理费用	21.23	31.20	36.89	46.60	投资	-2.27	0.00	0.00	0.00
财务费用	0.20	-0.10	-0.20	-0.30	投资活动现金流	-21.13	-19.77	-23.07	-21.97
资产减值损失	2.27	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	12.80	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	6.50	618.72	78.54	74.13
营业利润	70.11	81.16	96.85	118.68	筹资活动现金流	-2.33	609.02	56.14	52.13
营业外收支	0.47	0.00	0.00	0.00	现金净流量	-5.43	-106.34	-100.00	-100.00
利润总额	70.58	81.16	96.85	118.68	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	10.94	12.17	15.50	20.18	成长能力 (%)				
净利润	59.64	68.98	81.36	98.51	营业收入增长率	29.58%	24.91%	24.47%	24.14%
归属于母公司净利润	61.55	70.89	83.72	101.33	净利润增长率	70.75%	15.18%	18.10%	21.02%
YoY (%)	70.75%	15.18%	18.10%	21.02%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.60	1.39	1.64	1.98	毛利率	65.88%	64.05%	63.28%	62.95%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	30.53%	28.27%	26.79%	26.13%
货币资金	106.34	100.00	100.00	100.00	总资产收益率 ROA	19.75%	4.54%	4.34%	4.37%
预付款项	1.47	36.72	38.32	47.86	净资产收益率 ROE	24.10%	20.91%	19.80%	19.33%
存货	14.32	203.42	243.66	289.97	偿债能力 (%)				
其他流动资产	149.59	1163.33	1466.32	1778.32	流动比率	5.05	1.34	1.41	1.48
流动资产合计	271.72	1503.47	1848.30	2216.14	速动比率	4.75	1.12	1.20	1.25
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	1.98	0.09	0.08	0.07
固定资产	1.48	1.48	1.48	1.48	资产负债率	17.48%	76.83%	75.72%	74.33%
无形资产	5.84	5.84	5.84	5.84	经营效率 (%)				
非流动资产合计	39.91	59.69	82.76	104.73	总资产周转率	0.70	0.26	0.17	0.18
资产合计	311.63	1563.15	1931.05	2320.86	每股指标 (元)				
短期借款	15.00	633.72	712.27	786.40	每股收益	1.60	1.85	2.18	2.64
应付账款及票据	12.75	203.84	244.07	290.49	每股净资产	6.65	8.83	11.02	13.66
其他流动负债	26.08	286.01	353.78	424.53	每股经营现金流	0.47	-18.12	-3.47	-3.39
流动负债合计	53.83	1123.57	1310.11	1501.42	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	0.64	0.64	0.64	0.64	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.64	0.64	0.64	0.64	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	54.47	1124.21	1310.75	1502.06					
股本	38.39	51.18	51.18	51.18					
少数股东权益	1.75	-0.17	-2.53	-5.36					
股东权益合计	257.16	338.94	420.30	518.80					
负债和股东权益合计	311.63	1463.15	1731.05	2020.86					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

王秀钢：中小成长及科创板首席分析师，北京大学硕士研究生学历，具备丰富的证券投研卖方和买方研究经验，擅长成长股的基本面梳理和投资价值判断。

郑敏宏：中小成长及科创板助理分析师，北京大学计算机硕士。

李化：中小成长和科创板助理分析师，厦门大学、Massachusetts General Hospital/Harvard Medical School 联合培养理学博士，具有多年核药物、分子影像研究经历。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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