

2019年10月17日

科创板询价报告之安恒信息

计算机

主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	627	860	1,123	1,406
(+/-)	45.6%	37.3%	30.5%	25.2%
营业利润	74	93	111	128
(+/-)	29.9%	25.8%	18.8%	16.0%
归属母公司	77	96	114	132
净利润				
(+/-)	47.5%	25.0%	18.4%	15.7%
EPS（元）	1.38	1.30	1.54	1.78

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

建议询价区间：[42.87, 55.73]元/股

- **安恒信息是网络信息安全领域领导者之一，提供应用安全、数据库安全、网站安全监测、安全管理平台等整体解决方案。**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。
- **新兴技术与政策共振，国内网络信息安全飞速发展。**近年来，人工智能、5G、量子通信等具有颠覆性的战略性新技术突飞猛进，大数据、云计算、物联网等基础应用持续深化。随着国内重大网络安全事故的频发，我国政府对网络信息安全的重视程度不断提高。一系列法规政策的颁布出台提高了政府、企业对网络信息安全的合规要求，将带动政府、企业在网络信息安全方面的投入。此外，国民经济稳定发展促使社会对网络信息安全的持续需求。
- **全球网络安全创新 500 强，核心产品国内市场份额领先。**公司作为国内网络信息安全领域后起之秀，于 2007 年成立之初便以应用安全和数据安全作为切入点，推出市场首创性产品：数据库审计与风险控制系统、Web 应用防火墙产品，并成功进入网络信息安全市场。目前公司核心基础安全产品持续多年市场份额位居行业前列。此外，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：公司的网络安全态势感知预警平台在安全牛发布的市场研究报告中，位列态势感知象限第一名。
- **耕耘网络安全领域数十载，为多项重大活动保驾护航。**公司在网络信息安全行业耕耘数十载，一直致力于成为一家具有优秀企业文化和社会责任感的新时代网络信息安全产品和服务提供商。经过多年的发展，安恒已成为网络信息安全领域的领先品牌。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。
- **公司估值及询价建议。**我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 8.60 亿元、11.23 亿元、14.06 亿元；预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 0.96 亿元、1.14 亿元、1.32 亿元。我们用相对估值和绝对估值两种方法来分别

分析师：杨靖磊

执业证书编号：S1050518080001

联系人：杨刚

电话：021-54967705

邮箱：yangang@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(8621) 64339000

 网址：<http://www.cfsc.com.cn>

计算公司的合理估值。考虑到科创板具有比 A 股更高的投资门槛，机构投资者占比更高，初期市场估值也许较高，但长期来看市场估值应趋于理性。同时，未来随着网络安全行业逐步趋于成熟，其可能面临行业竞争加剧的风险。综合考虑以上因素，我们审慎地采用相对估值法与绝对估值法估值结果较低值作为公司的合理估值根据，即公司的合理估值中枢为 49.30 元/股，建议询价区间为 [42.87, 55.73] 元/股，对应市值为 31.75-41.28 亿元 (IPO 摊薄后)。

- **风险提示：**行业景气度不及预期；技术迭代风险；市场系统性风险；经营业绩季节性波动性风险。



目录

一、国内网络信息安全领域后起之秀	4
1.公司简介	4
2.网络信息安全行业增长迅速	6
3.主要客户	9
二、财务数据	9
三、股权结构及融资历程	10
四、对标公司分析及同类公司估值	11
五、公司估值及询价建议	13
六、风险提示	15



一、国内网络信息安全领域后起之秀

1.公司简介

公司是网络信息安全领域领导者之一。公司是一家信息安全技术服务商，提供应用安全、数据库安全、网站安全监测、安全管理平台等整体解决方案，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。凭借强大的研发实力和持续的产品创新，公司围绕事前、事中、事后几个维度已形成覆盖网络信息安全生命全周期的产品体系，包括网络信息安全基础产品（网络信息安全防护单品、网络信息安全检测单品）、网络信息安全平台以及网络信息安全服务，各产品线在行业中均形成了较强的竞争力。

公司自设立以来一直专注于网络信息安全领域，主营业务由网络信息安全基础产品、网络信息安全平台、网络信息安全服务等组成，并为客户提供专业的网络信息安全服务。此外，公司依托优质网络信息安全基础产品、威胁情报探测能力及持续的基础研发，围绕着云计算、大数据及物联网为代表的新一代信息技术，形成了以“新场景”及“新服务”为方向的专业安全平台产品和服务体系。

图表 1：公司主要产品及服务情况

分类	二级	主要产品	产品简介
	平台运营服务		管理体系咨询、数据安全咨询以及安全开发生命周期咨询。随着信息安全等级保护工作进入2.0时代，安恒信息通过专业和体系的安全咨询服务结合公司全产品线的优势，帮助客户开展符合等级保护2.0要求的信息系统安全保障体系的规划与建设。
		平台运营服务	为公司网络安全态势感知预警平台、AiLPHA大数据智能安全平台及云平台用户提供的深度安全运营服务。通过深度数据分析，协助客户进行持续的安全威胁分析、安全检测、策略优化、实战演练和应急处理，建立积极防御体系。
		应急响应服务	应急响应服务包括7*24小时安全事件应急处置及应急演练两部分内容。其中安恒信息应急演练服务包括应急预案制定、应急演练平台构建、红蓝对抗服务等全场景演练内容。应急响应服务结合安恒信息应急响应工具箱和应急指挥平台，提供快速高效的处置能力。
	国家重大活动网络安全服务		国家重大活动网络安保服务是安恒信息最具品牌影响力和知名度的综合安全服务，在国家重大活动期间为活动主办方、监管机构、政企单位提供整体网络安全保障计划、方案及能力，通过专业有效的安全平台、安全设备，结合全方位的安全保障服务，确保活动的顺利举办，有效降低网络攻击风险。国家重大活动网络安保服务均具有任务重、要求高、影响大的特点。安恒信息凭借丰富的经验和一支融合专业技术精、素质高、有经验、能打持久战、能打胜仗的网络安保队伍，为每次重大活动网络安保提供坚实的护航力量。自2008年至今，安恒信息共参与近百场国家重要活动/事件的网络安保，多次承担安保组长及中坚力量的职责，确保网络安保工作万无一失。
		智慧城市安全运营中心服务	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。
	网络安全人才培养服务		依托公司产品与服务经验，对产业资源、行业案例以及成熟的项目经验进行整理，并完成教育资源转化。公司开发了符合教学、应急演练和安全测试场景的攻防实验室平台、攻防演练平台和攻防靶场平台。服务主要包括：协助在校学生、在职人员展开安全技能培训与国家认证培训；提供在线的网络信息安全人才学习平台。

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司连续四年成为全球网络安全创新 500 强。公司在网络信息安全行业耕耘数十年，一直致力于成为一家具有优秀企业文化和社会责任感的新时代网络信息安全产品和服务提供商。经过多年的发展，安恒已成为网络信息安全领域的领先品牌。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。

公司积极承担我国网络信息安全产业发展的社会责任，参与了众多国家与行业标准的制定。根据国家发改委正式发布的“2018 年度国家地方联合工程研究中心”名单，公司成为“大数据网络安全态势感知及智能防控技术国家地方联合工程研究中心”的依托单位。

图表 2：公司核心业务

业务板块	具体内容
网络信息安全 基础产品	检测类：WEB应用弱点扫描器、信息安全等级保护检查工具箱、远程安全评估系统等
	防御类：WEB应用防火墙、APT攻击（网络战）、综合日志审计系统、运维审计与风险控制系统、数据库审计与风险控制系统等
网络信息安全 平台	云安全：天池云安全管理平台（私有云场景）、玄武盾防护系统产品等
	大数据安全：AiLPHA 大数据智能安全平台、网络安全态势感知预警平台、金融风险检测预警平台等
网络信息安全 服务	物联网安全：物联网信息安全产品、工业控制及工业信息安全产品等
	专家级服务：专业安全服务、可信众测服务、安全咨询服务、平台运营服务、应急响应服务等、网络安全服务、培训服务等
	SaaS 云安全服务：先知云监测服务，玄武盾云防护服务、安恒云等
	智慧城市安全运营中心服务

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

图表 3：公司产品发展方向



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部



2. 网络信息安全行业增长迅速

网络信息安全是指通过采取必要的措施对信息系统的硬件、软件、系统中的数据及依托其开展的业务进行保护，使得它们不会由于偶然的或者恶意的原因而遭到未经授权的访问、泄露、破坏、修改、审阅、检查、记录或销毁，保证信息系统连续可靠地正常运行。

随着信息技术的迅速发展，特别是云计算、大数据、物联网和人工智能等新一代信息技术的飞速发展，网络与信息安全风险全面泛化，种类和复杂度均显著增加，信息安全产业范畴也得到不断延伸和拓展，产品与服务种类较传统分类不断得到充实与细化。

图表 4：网络信息安全行业主要产品和服务

名称	定义
安全网关类产品	是融合多种技术，具有重要且独特保护作用，实现从协议级过滤到十分复杂的应用级过滤的信息安全产品，用以防止互联网或外网不安全因素蔓延到企业或组织自身的内网当中。
内容安全类产品	是指基于内容识别来过滤和分析网络信息，如文本、图片、多媒体流、综合内容（如反垃圾邮件），从而阻止安全域外部的特定信息流入安全域内部。
端点安全类产品	是指针对网络计算机终端安全防护而提出的一套综合解决方案，其基于终端状态行为监测及桌面控管理念，对网络中所有终端的可能性安全威胁进行监控或记录，实现系统安全、人员操作安全和应用安全的全面管理，并能够提供对网络计算机终端的行为、状态等方面点对点控管。
应用安全类产品	是指部署在特定的应用系统中，用于保障应用安全的专用产品。
数据安全类产品	是指防止信息系统数据被故意或无意非授权泄露、更改、破坏或使信息被非授权的系统辨识、控制，即确保数据的完整性、保密性，可用性和可控性的网络安全专用产品。
身份与访问安全类产品	是指综合采用身份鉴别技术和访问控制技术，在用户请求访问组织系统资源时对其身份进行有效性验证，从而保证资源不被非法访问和使用，限制其对特定信息访问的安全类产品。
安全服务	包括安全检测、渗透测试、风险评估、安全咨询规划、安全培训等安全服务
云安全类产品	是指为确保云服务及云上数据资源的安全、可靠的一类安全产品。
安全管理类产品	是指为保障信息系统正常运行提供安全管理与支持，以及降低运行过程中安全风险的网络安全专用产品。
大数据安全产品	是指基于大数据框架对企业数据（包括但不限于设备、系统、应用和用户行为数据）进行采集、存储与分析，并采用机器学习等算法检测异常行为，从而抵御外部与内部安全威胁的产品。
安全智能类产品	是指以大数据分析为基础，配合高级攻防技术，实现异常行为分析、威胁捕捉、攻击溯源，并防范高级复杂攻击的相关产品。
移动安全类产品	是指以移动终端、应用App和业务安全为管理对象的一类产品。

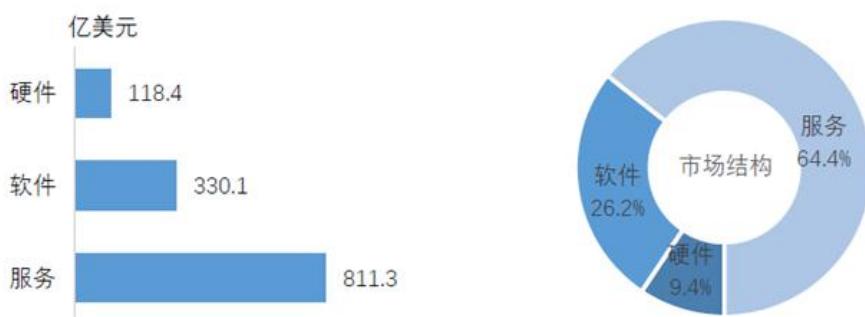
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

从市场结构来看，全球网络信息安全市场依然以安全服务为主。随着网络攻击行为日趋复杂，并不能完全依靠传统网络信息安全产品如防火墙、IDS 等安全设备独自阻挡恶意的网络攻击，构建全面的安全防护体系、制定完善的安全管理策略、提供整体的网络信息安全解决方案显得尤为重要。

安全服务市场占比第一。安全服务如风险评估、安全管理咨询、安全应急响应、安全托管等的作用越来越受到用户重视。2018 年，安全服务市场份额最大，占市场的 64.4%；软件市场规模为 330.1 亿美元，占整体市场的 26.2%。



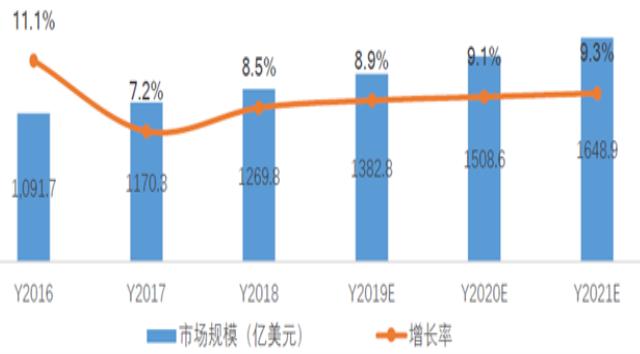
图表 5: 2018 年全球网络信息安全市场产品结构及营收 (亿美元)



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

网络信息安全形势严峻，政府助力相关产业发展。近年来，人工智能、5G、量子通信等具有颠覆性的战略性新技术突飞猛进，大数据、云计算、物联网等基础应用持续深化。大规模数据泄露频发、高危漏洞、新技术应用下的网络攻击、智能犯罪等网络信息安全问题也呈现出新的变化，严重危害国家关键基础设施安全、社会稳定与民众隐私。随着国内重大网络安全事故的频发，我国政府对网络信息安全的重视程度不断提高。2013 年以来，我国先后设立中央国家安全委员会、中央网络安全和信息化委员会，发布新的《国家安全法》、《网络安全法》，制定多项鼓励行业发展的政策。2017 年 7 月 11 日，国家互联网信息办公室发布《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》。2018 年 6 月 27 日，公安部发布《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》，正式宣告进入 2.0 时代。一系列法规政策提高了政府、企业对网络信息安全的合规要求，将带动政府、企业在网络信息安全方面的投入。

图表 6: 2016-2021 年全球网络信息安全市场规模 (亿美元)



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

图表 7: 2016-2021 年中国网络信息安全市场 (亿美元)



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

全球网络信息安全市场稳定增长。根据赛迪顾问的数据显示，2018 年全球网络信息安全市场规模达到 1,269.8 亿美元，较 2017 年增长 8.5%。赛迪顾问预测未来几年中，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上涨的趋势，到 2021 年，全球网络信息安全市场将达到 1,648.9 亿美元。

国内网络信息安全市场快速增长。在网络信息安全政策和新兴技术的驱动下，我国网络信息安全行业仍将保持较快的增长。政企客户在网络信息安全产品和服务上的投入快速增长，2018 年市场整体规模达到 495.2 亿元，较 2017 年增长 20.9%，远超全球安全市场整体增长率。随着数字经济的发展，物联网建设的逐步推进，网络信息安全作为数字经济发展的必要保障，其投入将持续增加。赛迪顾问预测，到 2021 年我国



网络信息安全市场将达到 926.8 亿元。

监管与需求齐飞，网络信息安全市场启航。在我国，以电信、金融、能源等为代表的重点行业事关国家经济稳定与社会发展。在为满足国家监管要求的同时，由于其业务发展迅速，为提高自身的行业竞争力，这些行业内的企业纷纷选择信息化手段来提高其管理水平与竞争优势，这些重点行业信息化建设投资的不断增加将为网络信息安全行业的发展创造出新的市场空间。此外，网络信息安全事件，特别是突发性的、造成较大范围影响的安全事件往往会对下游行业的网络信息安全需求产生直接的促进作用，促使其加大网络信息安全投入，加之全社会对网络信息安全意识的不断提高，这些都将大力推动网络信息安全行业的发展。

网络信息安全行业产业链：

网络信息安全行业的上游主要是 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。

公司核心产品市场份额位居行业前列。公司作为国内网络信息安全领域后起之秀，于 2007 年成立之初便以应用安全和数据安全作为切入点，推出市场首创性产品数据库审计与风险控制系统以及 Web 应用防火墙产品，成功进入网络信息安全市场。目前公司核心基础安全产品持续多年市场份额位居行业前列。此外，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 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。公司的网络安全态势感知预警平台在 2018 年 11 月安全牛发布的市场研究报告中，在态势感知象限中排名第一。

公司在应用安全和数据安全市场处于行业领先地位。目前，公司共拥有 48 项核心技术，在保持原有应用安全及数据安全基础产品核心技术不断完善优化的基础上，针对新兴云安全、大数据安全、物联网安全和智慧城市安全等领域进行深入研发并积累了 22 项新兴领域核心技术，确保公司云安全、大数据态势感知等新兴平台产品保持领先地位。

图表 8：公司产品国内市场份占比 (%)

产品名称	2017年度		2016年度		数据来源
	市场份额	市场排名	市场份额	市场排名	
Web应用防火墙	16.70%	2	-	-	Frost&Sullivan
数据库审计与风险控制系统	7.20%	2	4.40%	4	赛迪顾问
运维审计与风险控制系统	-	-	14.50%	3	赛迪顾问
Web应用弱点扫描器、远程安全评估系统	14.70%	3	-	-	赛迪顾问

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部



3. 主要客户

公司自成立以来一直专注于网络信息安全领域产品及服务的研发、生产及销售，产品线覆盖网络信息安全防护、检测及服务。公司产品主要服务于政府、金融、教育、电信运营商、互联网、物联网及智慧城市等领域。2018年公司前五大客户销售收入占比为10.87%，包含了中国移动、中国电信、阿里云、华为等知名企业，其中第一大客户为中国移动，营收占比2.81%。

图表 9：公司前五大客户（万元）

序号	客户名称	销售金额（万元）	占营业收入比
1	中国移动通信有限公司	1,797.15	2.81%
2	中国电信股份有限公司	1,784.43	2.79%
3	山东广鹏信息科技有限公司	1,216.77	1.90%
4	阿里云计算有限公司	1,089.96	1.70%
5	华为技术有限公司	1,074.83	1.68%
前五名客户销售额合计		6,963.12	10.87%

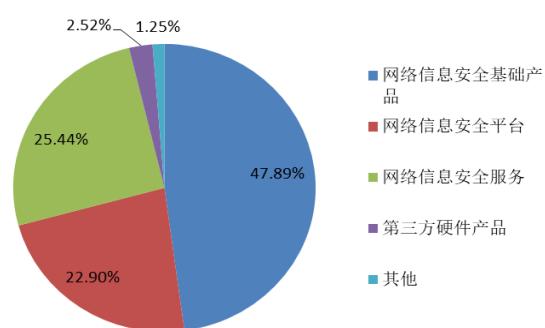
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

二、财务数据

2016-2018年，公司营收和净利润保持较快增速。2018年，公司实现营业收入6.40亿元，归母净利润0.85亿元。公司收入按产品划分，网络信息安全产品实现收入3.07亿元，占47.89%，网络信息安全服务实现收入1.63亿元，占25.44%，网络信息安全平台实现收入1.47亿元，占比22.90%。2019年上半年，公司实现营收2.65亿元，归母净利润-0.58亿元。

公司业务结构相对稳定，主营业务收入主要来自于网络信息安全产品业务（含网络信息安全基础产品、网络信息安全平台），网络信息安全产品收入占比约70%，网络信息安全服务及其他业务收入占比约30%。2016-2018年，公司收入持续快速增长主要原因为：1) 网络信息安全行业快速发展。2) 公司率先布局新一代安全产品（网络信息安全平台）细分市场，顺应行业发展趋势推进安全服务业务。

图表 10：公司 2018 年各主营业务营收占比（%）



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

图表 11：2016 年-2019 年上半年公司营收情况（亿元）



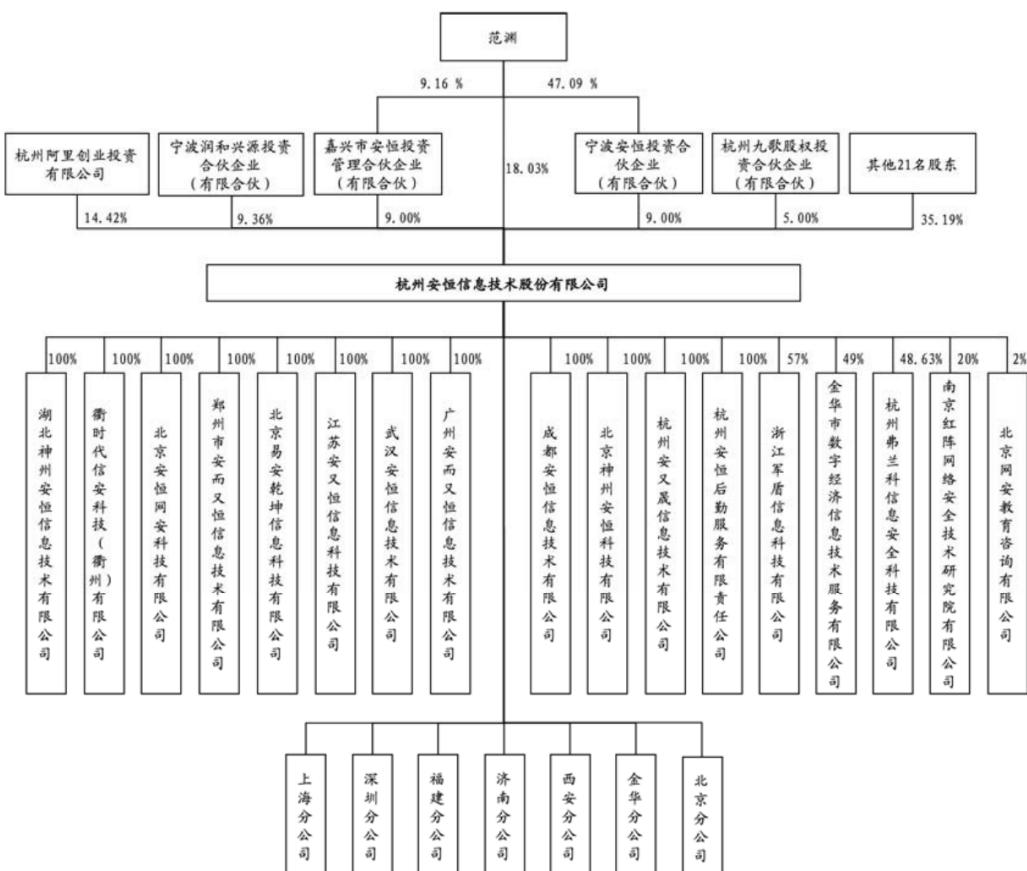
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部



三、股权结构及融资历程

公司的实际控制人为范渊，范渊直接持有安恒信息 18.03%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 9.00%、9.00%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，范渊共控制安恒信息 36.03%的表决权。由于两个员工持股平台未来存在收益清算后解散的可能性，同时考虑 IPO 至少发行 25%股份的稀释效果，被稀释后范渊直接持股比例不高于 13.52%。

图表 12：公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司股本转让与融资历程如下图所示：

图表 13：公司成立以来股本转让与增资情况（亿元）

时间	股本变动明细	估值（亿元）
2007年5月14日有限公司设立	自然人范渊、沈仁妹等人出资10万设立有限责任公司	
2015年12月31日有限公司资本公积转增注册资本	将资本公积900万元转增注册资本，安恒有限注册资本增至4,500万元。	
2016年2月2日有限公司增资	安恒有限注册资本增至5000万元，全部由宁波安恒认购。	2.11
2017年9月26日有限公司增资	安恒有限注册资本增至5,555.5556万元，由杭州九歌、杭州爵盛、上海梦元及共青城梦元认缴。	15.00
2018年1月9日安恒有限整体变更	安恒有限整体变更为股份有限公司。	
2019年2月18日，公司股份转让	股东范渊将167万股股份转让给朗玛创投、珠海华金等	30.00

注：增资估值为投后估值

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部



公司本次公开发行股票不超过 2,129.6296 万股（含超额配售选择权），拟使用募集资金总额 7.6 亿元。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自有的网络信息安全产品进一步升级和技术研发，并对现有营销网络及服务体系进行进一步扩建。

图表 14：公司募集资金金额及投向（万元）

序号	项目名称	总投资额 (万元)	拟投入募集资金集资金 (万元)
1	云安全服务平台升级项目	15,383.11	15,383.11
2	大数据态势感知平台升级项目	11,268.70	11,268.70
3	智慧物联安全技术研发项目	9,652.65	9,652.65
4	工控安全及工业互联网安全产品升级项目	3,983.37	3,983.37
5	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
6	营销网络及服务体系扩建项目	8,778.24	8,778.24
7	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，华鑫证券研发部

四、对标公司分析及同类公司估值

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。公司的竞争对手主要为业务与公司相近或类似的网络信息安全厂商，主要有启明星辰、北信源、绿盟科技、深信服、迪普科技、蓝盾股份、任子行。

公司竞争对手中，启明星辰和北信源是成立最早的两家公司，均成立于 1996 年。其中，启明星辰于 2010 年在中小企业板上市，是国内排名前列的信息安全产品、可信安全管理平台与安全服务与解决方案的综合提供商。北信源则于 2012 年在深交所创业板上市，主营业务为信息安全软件产品的研发、生产、销售及提供技术服务，产品覆盖国产终端安全、虚拟终端安全、大数据应用、移动化管理、数据安全、边界安全等，用户涉及政府、公安、金融、能源、通信、交通等重要行业，是国内信息安全领域的解决方案提供商。

深信服科技股份有限公司，成立于 2000 年，2018 年 5 月于深圳证券交易所创业板上市。公司专注于企业级安全与企业级云计算领域，是国内具有较强实力、拥有多项完全自主知识产权的信息安全产品和安全服务的提供商之一。

成立于 2000 年的**绿盟科技**，是国内信息安全行业的龙头企业之一，为政府、运营商、金融、能源、互联网以及教育、医疗等行业用户提供安全产品及解决方案，在网络及终端安全、互联网基础安全、合规及安全管理、数据安全等领域，市场占有率为前。绿盟科技已于 2014 年在创业板上市，主要与公司在安全产品和安全服务市场存在竞争。

迪普科技成立于 2008 年，主要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。

蓝盾股份成立于1999年，2012年于深圳证券交易所上市，主要从事信息安全产品的研发、生产、销售以及提供安全集成业务与安全服务业务，产品涉及安全网关、安全审计和应用安全3大类别。

任子行网络技术股份有限公司，2012年在深交所创业板上市，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、运营和发行。公司客户覆盖国内公安、运营商、军工、教育、医疗、金融、企业、文化、能源等领域客户，部分业务拓展到海外。

公司综合毛利率水平合理，处于行业中间水平。

公司研发费用占营业收入的比重均高于可比公司，主要原因有：1)公司致力于成为业内领先的企业级网络信息安全解决方案提供商，需要建立完善的技术储备、产品及服务条线，因此需要投入大量的研发人员。2)与可比上市公司相比，公司收入规模较小，导致研发费用占收入的比例较大。

由于可比公司中蓝盾股份销售费用率特别低，主要系销售人员人均薪酬较低所致，剔除蓝盾股份后，行业平均销售费用率与公司销售费用率接近。2016-2018年，公司销售费用有所提升，主要原因有：公司处于发展上升阶段，管理层对公司的发展前景看好，2016-2018年公司销售布局不断完善，销售人员数量增长较快，而销售人员创造业绩存在一定的滞后性，从而造成公司销售费用占收入的比例略高于行业平均值。

公司管理费用占营业收入的比重略高于可比上市公司的平均值，主要原因：与可比上市公司相比较公司收入规模较小，规模效应尚未显现。

图表 15：2017年公司与可比公司主要财务比率比较情况（%）

公司名称	毛利率	研发费用占营业收入比例	销售费用占营业收入比例	管理费用占营业收入比例
绿盟科技	71.16%	19.13%	33.46%	12.86%
启明星辰	65.18%	17.63%	24.80%	9.41%
深信服	75.50%	19.34%	35.10%	4.40%
蓝盾股份	54.48%	8.65%	6.38%	8.76%
迪普科技	71.25%	23.27%	27.81%	3.93%
北信源	68.37%	11.64%	19.68%	14.69%
任子行	51.64%	12.71%	15.64%	8.11%
平均值	65.37%	16.05%	23.27%	8.88%
安恒信息	67.58%	22.29%	30.01%	11.69%

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

对标公司估值：公司处于网络信息安全行业，同行业主要上市公司有启明星辰、绿盟科技、深信服、迪普科技、蓝盾股份等。截止2019年10月16日，公司同行业可比上市公司的平均PE(TTM)为49.47倍，其中国外网络信息安全上市公司平均PE(TTM)为19.03倍，国内网络信息安全上市公司平均PE(TTM)为61.65倍。



图表 16: 主要竞争对手及部分重要同行业公司估值 (截止 2019 年 10 月 16 日)

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB亿元)		EPS		PE	
				TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300369.SZ	绿盟科技	中国	17.74	142	0.24	0.29	0.39	72.68	60.3
002439.SZ	启明星辰	中国	32.60	292	0.62	0.79	0.97	52.25	41.1
300297.SZ	蓝盾股份	中国	6.49	81	0.31	0.00	0.00	20.81	—
300454.SZ	深信服	中国	121.65	490	1.35	1.67	2.13	89.93	72.8
300768.SZ	迪普科技	中国	39.30	157	0.54	0.63	0.79	72.56	62.9

CHKP.0	CHECK POINT SOFTWARE TECHNOLOGIE	美国	108.20	168	5.16	0.00	0.00	20.96	—
CSCO.0	思科(CISCO SYSTEMS)	美国	46.79	1,986	2.74	3.09	2.84	17.09	15.16

平均值									
49.47									

注: 可比公司的盈利预测来源于 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

五、公司估值及询价建议

1. 假设条件及盈利预测

1) **网络信息安全基础产品:** 该业务主要为网络信息安全防护及检测产品, 包括 Web 应用防火墙、数据库审计与风控、APT 攻击预警平台、迷网系统等。随着国内公司对网络信息安全方面支出的增加, 国内网络信息安全基础产品将保持高速发展, 我们预测公司网络信息安全基础产品业务将保持强于市场的增速, 2019–2021 年该业务收入增速分别为 28%、25% 和 20%。

2) **网络信息安全服务:** 主要包括 SaaS 云安全服务、专家服务、智慧城市安全服务等。得益于等保 2.0 等政策的制定, 公司网络信息安全服务在未来市场的普及率将进一步提升, 我们预测公司整机业务 2019–2021 年该业务收入增速分别为 40%、30% 和 20%。

3) **网络信息安全平台:** 主要包括云安全、大数据安全、物联网安全等业务; 随着云计算、大数据、物联网等新一代信息技术的发展普及, 网络安全行业面临着前所未有的严峻局面, 需要新的技术来进行网络安全防护, 因此该行业增速将保持在高位, 我们预测公司网络信息安全平台业务 2019–2021 年收入增速分别为 80%、60% 和 50%;

4) **第三方硬件产品:** 我们预测公司第三方硬件产品业务将保持稳定增长, 2019–2021 年该业务收入增速分别为 15%、10% 和 10%;

5) 公司销售费用、管理费用、研发费用等随着公司上市后规模的扩张增速有所加快, 费用率小幅上升;

6) 公司其他收入及利润、税率等其他影响因素保持稳定。

7) 公司本次发行股份数量为 1851.85 万股 (不考虑超额配售选择权)。

基于以上假设, 我们预测公司 2019–2021 年实现营业收入分别为 8.60 亿元、11.23 亿元、14.06 亿元; 预测公司 2019–2021 年实现归属于母公司净利润分别为 0.96 亿元、



1.14 亿元、1.32 亿元。

2. 公司估值及询价建议

我们用相对估值和绝对估值两种方法来分别计算公司的合理估值水平。

(1) 相对估值 (PE)

鉴于公司所处网络安全行业处于在国内快速发展阶段，等保 2.0 出台为网络安全领域带来巨大的市场，预计公司上市之初具有较为充沛的流动性，因此我们同时选取上市公司启明星辰、蓝盾股份等公司作为可比公司。目前，可比公司股价对应 2019 年 PE 平均值为 44.85 倍。因此，以同行业可比公司 PE 平均值作为公司的合理估值，则安恒信息的股价应为 58.31 元/股 (IPO 推薄后)。

图表 17：可比公司 PE (截止 2019 年 10 月 16 日)

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB亿元)	EPS TTM	EPS 2019E	EPS 2020E	PE TTM	PE 2019E	PE 2020E
300369.SZ	绿盟科技	中国	17.74	142	0.24	0.29	0.39	72.68	60.28	46.1
002439.SZ	启明星辰	中国	32.60	292	0.62	0.79	0.97	52.25	41.08	33.7
300297.SZ	蓝盾股份	中国	6.49	81	0.31	0.00	0.00	20.81	-	-
300768.SZ	迪普科技	中国	39.30	157	0.54	0.63	0.79	72.56	62.88	49.9
CSCO.O	思科(CISCO SYSTEMS)	美国	46.79	1,986	2.74	3.09	2.84	17.09	15.16	16.4
平均值										44.85

注：货币单位除了总市值以外，其他为原始货币单位；可比公司 2019-2020 年 EPS 来源于 Wind 一致预期。

资料来源：Wind、公司招股说明书，华鑫证券研发部

(2) 现金流折现法 (DCF)

我们采用现金流折现法 (DCF) 测算公司的合理估值。在 DCF 模型中，核心假设如下：假设公司 Beta 系数为 1.40、目标权益比为 85%，无风险利率为 3.17%，WACC (加权平均资本成本) 为 11%，永续增长率为 3%。

图表 18：DCF 估值核心假设

假设	数值
无风险利率	3.17%
Beta (考虑杠杆)	1.40
WACC	11%
股权比例	85%
永续增长率	3%
每股价值	40.19

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

我们采用现金流折现法得到的公司合理估值为 40.19 元/股。对应 2019 年 PE 为 30.99 倍。

考虑到科创板具有比 A 股更高的投资门槛，机构投资者占比更高，初期市场估值



也许较高，但长期来看市场估值应趋于理性。同时，未来随着网络安全行业逐步趋于成熟，其可能面临行业竞争加剧的风险。综合考虑以上因素，我们审慎地采用相对估值法与绝对估值法估值结果平均值作为公司的合理估值根据，即公司的合理估值中枢为 49.30 元/股，建议询价区间为 [42.87, 55.73] 元/股，对应市值为 31.75–41.28 亿元（IPO 摊薄后）。

六、风险提示

风险主要包括：行业景气度不及预期；技术迭代风险；市场系统性风险；经营业绩季节性波动性风险。



图表 19: 公司盈利预测

资产负债表									
(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:									
货币资金	398	1,117	1,136	1,171	营业收入	627	860	1,123	1,406
应收账款	209	287	337	410	营业成本	185	247	319	394
存货	49	55	66	82	营业税金及附加	8	8	8	8
其他流动资产	8	8	8	8	销售费用	206	275	359	450
流动资产合计	664	1,458	1,539	1,663	管理费用	59	79	101	127
非流动资产:									
可供出售金融资产	0	0	0	0	财务费用	-2	-5	-7	-7
固定资产+在建工程	185	255	310	349	费用合计	264	350	453	569
无形资产+商誉	10	27	39	48	资产减值损失	8	11	15	18
其他非流动资产	11	11	11	11	公允价值变动	0	0	0	0
非流动资产合计	227	314	381	429	投资收益	-1	-1	-1	-1
资产总计	892	1,772	1,920	2,092	营业利润	74	93	111	128
流动负债:									
短期借款	0	0	0	0	加: 营业外收入	1	1	1	1
应付账款、票据	100	141	186	241	减: 营业外支出	0	0	0	0
其他流动负债	199	199	199	199	利润总额	75	94	112	130
流动负债合计	299	339	385	440	所得税费用	-1	-1	-1	-1
非流动负债:									
长期借款	81	89	98	108	净利润	76	95	113	130
其他非流动负债	5	5	5	5	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
非流动负债合计	86	94	103	113	归母净利润	77	96	114	132
所有者权益									
股本	56	74	74	74	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积金	309	1,051	1,051	1,051	成长性				
未分配利润	127	197	279	374	营业收入增长率	45.6%	37.3%	30.5%	25.2%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润增长率	29.9%	25.8%	18.8%	16.0%
所有者权益合计	507	1,347	1,440	1,548	归母净利润增长率	47.5%	25.0%	18.4%	15.7%
负债和所有者权益	892	1,780	1,928	2,101	总资产增长率	43.1%	98.7%	8.3%	9.0%
现金流量表									
净利润									
(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	盈利能力	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	76	95	113	130	毛利率	70.5%	71.3%	71.6%	72.0%
折旧与摊销	12	33	53	71	营业利润率	11.8%	10.8%	9.9%	9.1%
财务费用	0	-5	-7	-7	三项费用/营收	42.1%	40.7%	40.4%	40.5%
存货的减少	-21	-6	-12	-16	营运能力	EBIT/销售收入	11.6%	11.0%	10.0%
营运资本变化	22	-37	-5	-19	净利润率	12.1%	11.0%	10.0%	9.3%
其他非现金部分	7	0	0	0	ROE	14.9%	7.0%	7.8%	8.4%
经营活动现金净流量	96	81	142	161	资产结构	总资产周转率	70.3%	48.5%	58.5%
投资活动现金净流量	9	-120	-120	-120	资产负债率	43.1%	24.5%	25.4%	26.4%
筹资活动现金净流量	74	757	-4	-6	现金流质量	经营净现金流/净利润	1.27	0.85	1.26
现金流量净额	179	719	19	35	每股数据(元/股)	每股收益	1.38	1.30	1.54
						每股净资产	9.13	18.18	19.44
									20.90

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

杨靖磊：华鑫证券分析师，工学硕士，2016年4月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

投资建议		预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

投资建议		预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>