

安博通 (688168)

证券研究报告

2020年03月10日

安全产业赋能者，多领域布局推动公司加速成长

稀缺的网络安全系统平台提供商，控制权稳定的同时员工激励充分

公司是网络安全行业网络安全系统平台与安全服务提供商。在网络安全行业中，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。公司控制权和经营权稳定，董事长钟竹是公司实际控制人，直接及间接控制公司表决权占总表决权比例为40.37%。公司员工持股比较高，激励充分。

利好政策不断落地和下一代防火墙市场发展推动公司市场空间扩大

在网络信息安全政策法规驱动下，我国网络信息安全行业将持续保持较快的增长。网络信息安全行业属于国家鼓励发展的高技术产业和战略性新兴产业，受到国家政策的大力扶持。下一代防火墙承载了企业级用户大幅提升IT边界安全防御效果的殷切期望，因此得到广泛应用和快速发展。随着智慧城市等业务的高速崛起，防火墙前景依旧利好

依靠类“中间件”和“硬件无关”的产品架构成为安全厂商的“厂商”

传统网络安全架构灵活性较差，无法适应新的网络安全防护需求。公司提供高性能、模块化与硬件无关的软件基础平台。类“中间件”的产品架构使得公司天然的处于网络安全产业链上游定位。公司以ABT SPOS平台为基础，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。公司客户均为行业中知名企业，如华为、新华三、星网锐捷和安恒信息等，并且与这些公司有着较长时间的合作。

已布局安全管理、云安全、国产安全和IoT安全等方面领域

公司多方面布局，寻找新的增长亮点。在网络安全管理方面，推出4D的攻击面可视化产品和解决方案，让安全与用户的业务结合更紧密。在云安全领域，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。在国产网络安全方向，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，推出了满足信息创新要求的各类产品。在IoT安全方面，推出视频监控专网接入网关产品。

盈利预测

公司作为网络安全公司的上游厂商，预计将持续受益网络安全行业的高景气度发展，预计公司2019年-2021年营业收入分别为2.65/3.67/5.30亿元，同比增长35.90%/38.19%/44.56%，归母净利润分别为0.77/0.95/1.22亿元，同比增长24.51%/23.98%/28.75%。给予公司20倍的PS倍数，公司市值73.4亿元，对应公司股价143.4元。首次覆盖，给予增持评级。

风险提示：业务模式风险；产品集中风险；应收账款增加风险；季节性波动风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	150.76	195.35	265.47	366.85	530.30
增长率(%)	41.77	29.58	35.90	38.19	44.56
EBITDA(百万元)	56.49	83.44	89.27	114.25	149.03
净利润(百万元)	36.05	61.55	76.64	95.01	122.33
增长率(%)	262.07	70.75	24.51	23.98	28.75
EPS(元/股)	0.70	1.20	1.50	1.86	2.39
市盈率(P/E)	165.41	96.87	77.80	62.75	48.74
市净率(P/B)	29.24	23.34	17.29	13.56	10.61
市销率(P/S)	39.55	30.52	22.46	16.25	11.24
EV/EBITDA	0.00	0.00	65.35	52.00	39.76

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	105.06元
目标价格	143.4元

基本数据

A股总股本(百万股)	51.18
流通A股股本(百万股)	12.16
A股总市值(百万元)	5,376.97
流通A股市值(百万元)	1,277.03
每股净资产(元)	18.52
资产负债率(%)	4.67
一年内最高/最低(元)	210.00/82.90

作者

沈海兵 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 稀缺的网络安全系统平台与安全服务提供商	4
1.1. 公司是网络安全行业网络安全系统平台与安全服务提供商	4
1.2. 公司控制权稳定，员工激励充分	5
2. 政策和技术双轮驱动，将推动安全行业加速发展	6
2.1. 利好政策不断落地推动网络安全市场高速发展	6
2.2. 下一代防火墙和物联网安全等市场蕴含巨大的商机	8
3. 提供网络安全能力，信创和 IOT 布局推动公司加速成长	9
3.1. 利用硬件无关的软件基础平台提供各类网络产品	9
3.2. 依靠类“中间件”产品架构成为安全厂商的“厂商”	11
3.3. 推出技术领先和行业认可的可视化安全管理平台	12
3.4. 通过虚拟化产品布局云安全领域	13
3.5. 跟随信创趋势推出国产安全产品	14
3.6. 投入 IoT 安全大潮打造新的产品增量	16
4. 盈利预测与估值	17
4.1. 盈利预测	17
4.2. 估值分析	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：安博通在产业链中的定位是上游技术提供商	4
图 2：安博通以 ABT SPOS 为产品核心不断进行产品外延	4
图 3：2016-2021 年中国网络信息安全市场规模（单位：亿元）	7
图 4：2016-2021 年中国网络信息安全市场增长	7
图 5：等保 2.0 与等保 1.0 体系框架对比差异	7
图 6：主流防火墙厂商中华为新华三均为公司客户	8
图 7：2016-2021 年中国物联网安全市场规模（亿元）	9
图 8：2016-2021 年中国物联网安全市场增速	9
图 9：公司提供高性能、模块化与硬件无关的软件基础平台	9
图 10：安全管理类产品工作流程图	10
图 11：安博通产品架构类似基础软件中的中间件	11
图 12：安博通经营模式图	12
图 13：安博通获颁新华三集团优秀供应商	12
图 14：可视化的安全管理界面	13
图 15：安博通可视化产品已打造一系列标杆客户案例	13
图 16：虚拟化的云安全资源池提供灵活的安全能力	14
图 17：虚拟化安全网关部署位置	14

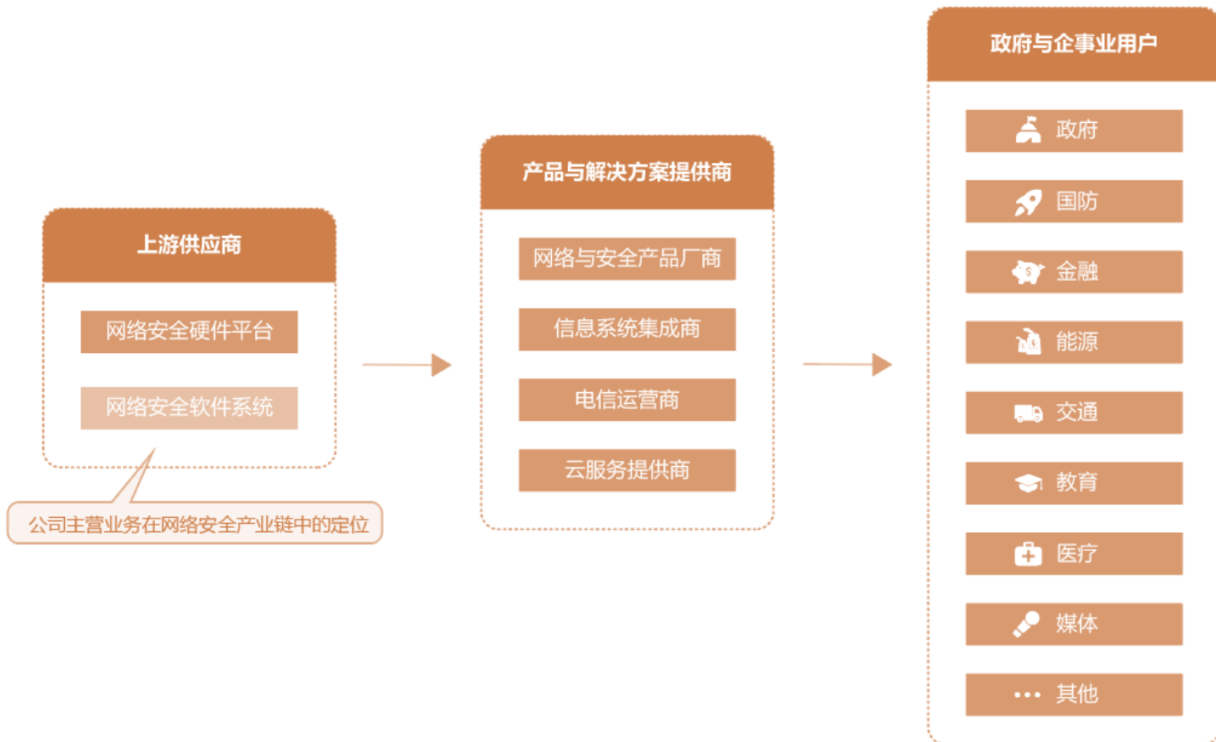
图 18: 天融信龙芯防火墙	15
图 19: 网安龙芯防火墙	15
图 20: 安博通携龙芯平台产品亮相第二届数字中国建设峰会	15
图 21: 2016 年物联网僵尸网络攻击给美国造成巨额损失	16
图 22: IoT 安全要素	16
图 23: 安博通摄像头网关界面	17
表 1: 2019 年第三季度前十大股东	5
表 2: 员工背景介绍	6
表 3: 网络安全行业主要政策	6
表 4: 公司主要提供安全网关类产品和安全管理类产品	10
表 5: 营业收入及预测	17
表 6: 估值比较 (截止 2020 年 2 月 28 日收盘)	18

1. 稀缺的网络安全系统平台与安全服务提供商

1.1. 公司是网络安全行业网络安全系统平台与安全服务提供商

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，为网络安全行业网络安全系统平台与安全服务提供商。在网络安全行业中，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。

图 1：安博通在产业链中的定位是上游技术提供商



资料来源：安博通招股说明书、天风证券研究所

公司以自主研发的网络安全系统平台 ABT SPOS 为产品核心。公司根据 ABT SPOS 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。

图 2：安博通以 ABT SPOS 为产品核心不断进行产品外延

- 2011年
网络安全系统平台ABT SPOS V1.0发布，通过国家发改委下一代互联网信息安全专项产品测试，支撑国内第一批下一代防火墙产品规模商用；
- 2012年
ABT SPOS集成了网络行为审计与管理功能，并推出了简化运维的集中管理与数据分析平台，迄今中国市场份额当先；
- 2013年
ABT SPOS V2.0突破硬件无关化技术，可在服务器架构、网络通信架构、云计算虚拟环境、物联网、工业互联网等网络空间跨平台适用；
- 2014年
发布营业型网点无线安全解决方案，助力金融、酒店、零售等传统行业“互联网+”战略转型；
- 2015年
推出无线安全审计解决方案，与国内近百个公安平台对接，成为国内该场景成熟的应用；
- 2016年
基于网络安全态势感知技术的安全策略自适应分析与大数据可视化平台入选工信部网络安全试点示范项目；
- 2017年
ABT SPOS V4.0承担了中央网信办十九大重保任务，继而在多家部委与央企推广部署；
基于大数据分析的电子政务外网威胁态势可视化平台入选工信部网络安全试点示范项目；
- 2018年
ABT SPOS V5.0支持国产自主可控芯片各体系架构，支撑从百兆到万兆全系列国产安全网关与安全管理产品，规模应用于政府与国防领域；
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；
- 2019年
安博通策略可视化平台、流量威胁可视等产品充分满足等保2.0新要求；
攻击面可视化平台通过中国信通院权威测试；
安博通成为中国第一家登陆科创板的网络安全企业。

资料来源：安博通官网、天风证券研究所

1.2. 公司控制权稳定，员工激励充分

公司控制权和经营权稳定，董事长钟竹是公司实际控制人。截至2019年第三季度，公司董事长钟竹直接持有公司13,460,000股，占公司股本总额的26.30%；通过峻盛投资间接持有公司1,489,496股，占公司股本总额的2.91%，占股本总额的比例为29.21%。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14.07%，直接及间接控制公司表决权占总表决权比例为40.37%，为公司的控股股东及实际控制人。

表1：2019年第三季度前十大股东

排名	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
1	钟竹	1346	26.30
2	石河子市峻盛股权投资合伙企业(有限合伙)	720	14.07
3	苏长君	324	6.33
4	武汉光谷烽火产业投资基金合伙企业(有限合伙)	310	6.06
5	深圳市和辉财富投资企业(有限合伙)	252	4.92
6	苏州厚扬景桥投资管理有限公司-宁波梅山保税港区厚扬天灏股权投资中心(有限合伙)	238.5	4.66
7	深圳市达晨财智创业投资管理有限公司-深圳市达晨鲲鹏二号股权投资企业(有限合伙)	180	3.52
8	深圳市泓锦文并购基金合伙企业(有限合伙)	157.5	3.08
9	北京中金永合创业投资中心(有限合伙)	90	1.76
10	深圳市达晨财智创业投资管理有限公司-深圳市达晨创通股权投资企业(有	50	0.98

限合伙)
合计

3668

71.68

资料来源：Wind、天风证券研究所

公司管理人员和核心技术人员具有丰富的网络与安全经验。其核心技术人员掌握了网络安全、PKI 相关技术，掌握网络行为画像、隐秘通信隧道，网络安全管理平台、安全资源的统一管理和部署和安全数据可视化呈现等核心技术。

公司员工持股比较高，激励充分。为健全公司长效激励约束机制，增强骨干员工对公司的归属感，公司于 2016 年通过峻盛投资对 43 名骨干员工实施股权激励。

表 2：员工背景介绍

人员	公司职务	过往经历	核心技术覆盖
钟竹	董事长	毕业于长江商学院，硕士学位。历任锐捷网络产品经理和软件产品线总监、戴尔（中国）高级系统顾问与经理、安博通监事、安博通执行董事兼总经理，2016 年 5 月至今任公司董事长	具有丰富的网络与安全从业经验
苏长君	总经理	毕业于天津大学电子科学与技术专业，学士学位。历任杭州华三通信产品经理、北京海拓天成市场经理、北京爱赛立市场经理、北京星网锐捷网络产品经理、安博通首席运营官、首席执行官，2016 年 5 月至今任公司董事、总经理	具有丰富的网络与安全从业经验
段彬	副总经理	毕业于北京航空航天大学，硕士学位，历任港湾网络有限公司高级工程师；北京山石网科信息技术有限公司软件项目经理，任安博通有限公司副总经理兼研发部总经理，2016 年 5 月至今任公司副总经理兼研发部总经理、董事，负责公司技术方向、技术架构与整体研究开发工作。	网络安全
曾辉	副总经理	毕业于北京信息科技大学，学士学位。历任杭州华三通信产品拓展经理、安博通副总经理、市场部总经理，2016 年 5 月至今任公司董事、副总经理	具有丰富的网络与安全从业经验
夏振富	董秘	毕业于北京科技大学冶金工程专业，学士学位，注册会计师和注册税务师。历任贵州年华科技有限责任公司培训师，国网湖南省电力公司长沙供电分公司信息专员，湖南中皓会计师事务所有限责任公司项目经理，中磊会计师事务所有限责任公司项目经理，大信会计师事务所（特殊普通合伙）项目经理，安博通有限财务总监，2016 年 5 月至今任公司董事、财务总监、董事会秘书	
李洪宇	核心技术人员	毕业于哈尔滨理工大学，硕士学位。杭州华三通信高级工程师、国家电网项目经理、中兴电力项目经理、中科正阳系统架构师、北京网康科技系统架构师、安博通研发部副经理，2016 年 5 月至今任公司研发部副经理、监事	网络安全、PKI 相关技术，掌握网络行为画像和隐秘通信隧道
柳泳	核心技术人员	学士学位。历任北京中体网科技、三一通讯、天融信软件工程师，北京酷热科技、凹凸微系、山石网科、网神信息开发经理，安博通研发部副经理，2019 年 1 月至今任公司研发部首席产品设计师、监事	网络安全管理平台、安全资源的统一管理和部署、安全数据可视化呈现

资料来源：安博通招股说明书、天风证券研究所

2. 政策和技术双轮驱动，将推动安全行业加速发展

2.1. 利好政策不断落地推动网络安全市场高速发展

在网络信息安全政策法规驱动下，我国网络信息安全行业将持续保持较快的增长。网络信息安全行业属于国家鼓励发展的高技术产业和战略性新兴产业，受到国家政策的大力扶持。近年来，我国政府颁布了新的《国家安全法》、《网络安全法》等重要法规并制定了《“十三五”国家信息化规划》、《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020）年》、《信息通信网络与信息安全规划（2016-2020）年》等政策，从制度、法规、政策等多个层面促进国内网络信息安全产业的发展，提高对政府、企业等网络信息安全的合规要求。我国网络信息安全政策的逐步实施，将带动政府、企业在网络信息安全方面的投入。

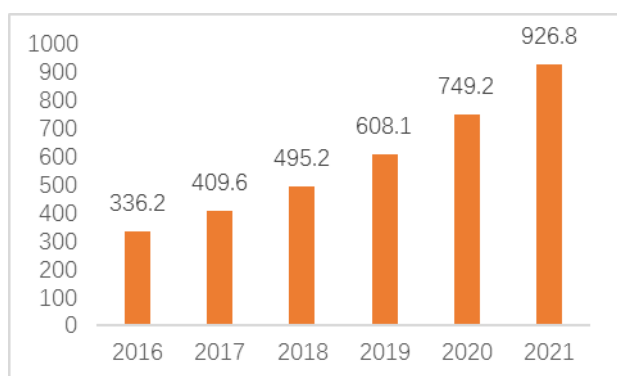
表 3：网络安全行业主要政策

发布时间	发文单位	政策名称	相关内容
2019	工信部	《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》	到 2025 年，培育形成一批年营收超过 20 亿的网络安全企业，形成若干具有国际竞争力的网络安全骨干企业，网络安全产业规模超过

2017	工信部	《公共互联网网络安全威胁监测与处置办法》	2,000 亿。 积极应对严峻复杂的网络安全形势，进一步健全公共互联网网络安全威胁监测与处置机制，维护公民、法人和其他组织的合法权益。建立健全公共互联网网络安全突发事件应急组织体系和工作机制，提高公共互联网网络安全突发事件综合应对能力，确保及时有效地控制、减轻和消除公共互联网网络安全突发事件造成的社会危害和损失，保证公共互联网持续稳定运行和数据安全，维护国家网络空间安全，保障经济运行和社会秩序。
2017	工信部	《公共互联网网络安全突发事件应急预案》	发展信息安全产业，支持面向“云管端”环境下的基础类、网络与边界安全类、终端与数字内容安全类、安全管理类等信息安全产品研发和产业化。创新云计算应用和服务。支持发展云计算产品、服务和解决方案，推动各行业领域信息系统向云平台迁移，促进基于云计算的业务模式和商业模式创新。
2017	工信部	《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020年）》	为保障网络安全，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制定。
2016	中国人大常委	《中华人民共和国网络安全法》	

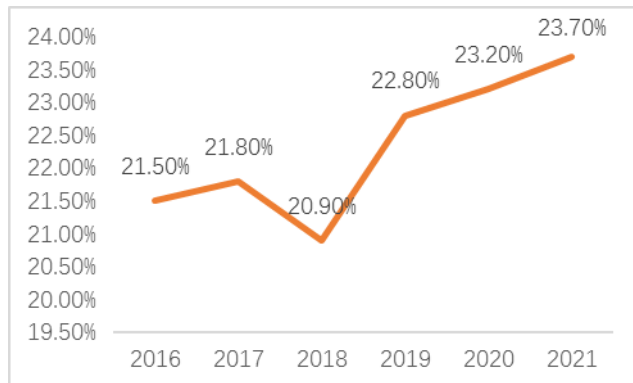
资料来源：安恒信息招股说明书、天风证券研究所

图 3：2016-2021 年中国网络信息安全市场规模（单位：亿元）



资料来源：安恒信息招股说明书、天风证券研究所

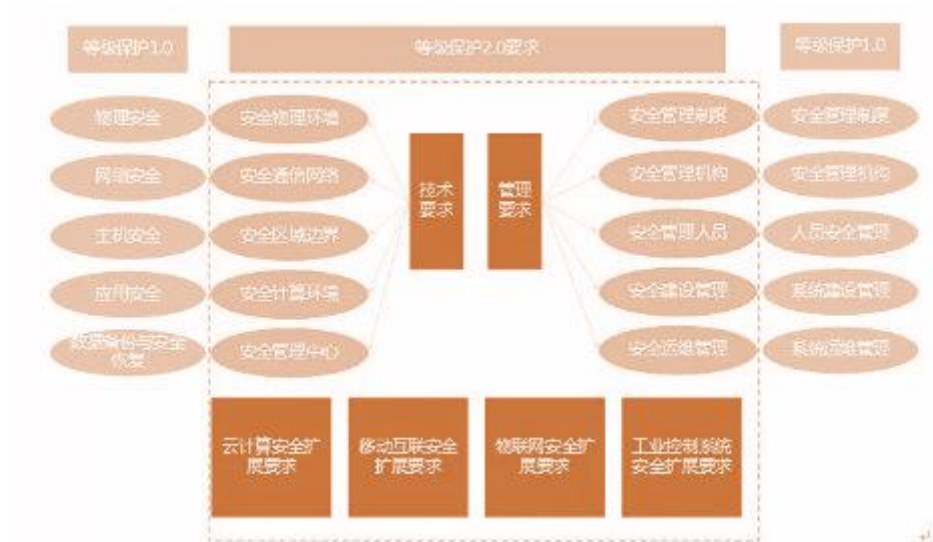
图 4：2016-2021 年中国网络信息安全市场增长



资料来源：安恒信息招股说明书、天风证券研究所

等保 2.0 的发布标志着我国网络安全等级保护工作进入一个崭新的阶段。2019 年 5 月 13 日，网络安全等级保护制度 2.0（以下简称等保 2.0）标准正式发布，并将于 2019 年 12 月 1 日开始实施。等保 2.0 的发布标志着我国网络安全等级保护工作进入一个崭新的阶段，对于加强我国网络安全保障工作，提升网络安全保护能力具有十分重要的意义。等保 2.0 在 1.0 的基础上，注重全方位主动防御、动态防御、整体防控和精准防护，实现了对云计算、大数据、物联网、移动互联和工业控制信息系统等保护对象全覆盖，以及除个人及家庭自建网络之外的领域全覆盖。等保 2.0 所强调的主动防御、动态防御，所覆盖的云计算、大数据、物联网等对象。

图 5：等保 2.0 与等保 1.0 体系框架对比差异

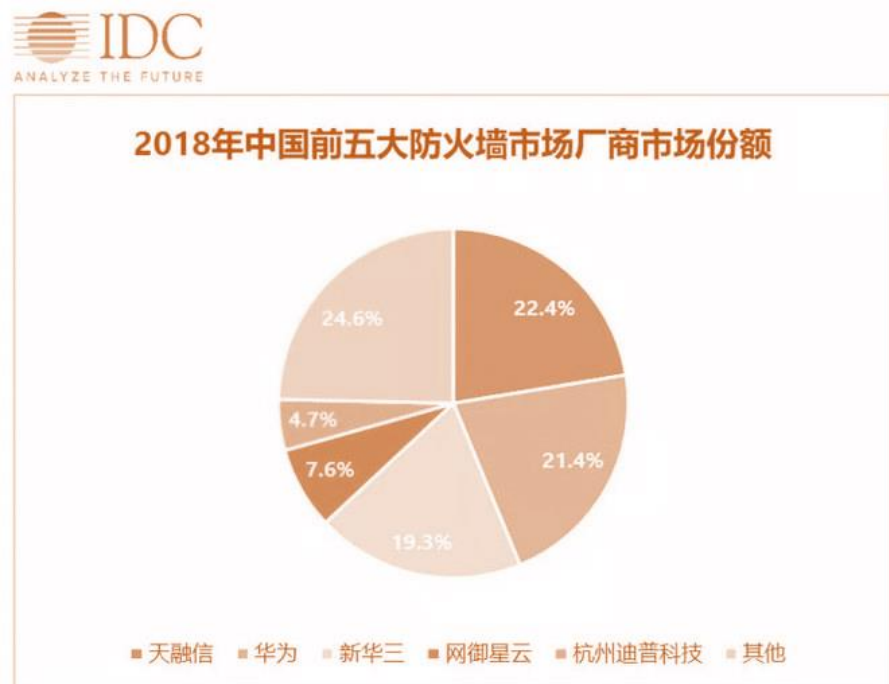


资料来源：信息化和软件服务网、天风证券研究所

2.2. 下一代防火墙和物联网安全等市场蕴含巨大的商机

下一代防火墙之于网络安全建设不可或缺，市场前景持续利好。下一代防火墙承载了企业级用户大幅提升 IT 边界安全防御效果的殷切期望，因此得到广泛应用和快速发展。下一代防火墙采用了全新的体系架构，从安全防护能力、可视化、技术协同、虚拟化等方面进行了彻底革新，已经成为 IT 安全建设不可或缺的重要安全产品。根据 IDC 发布报告显示，2018 年，中国防火墙市场规模达到 10.68 亿美元，较 2016 年同比增长 30.8%。随着行业云的大规模建设、智慧城市的高速崛起，防火墙前景依旧利好。

图 6：主流防火墙厂商中华为新华三均为公司客户



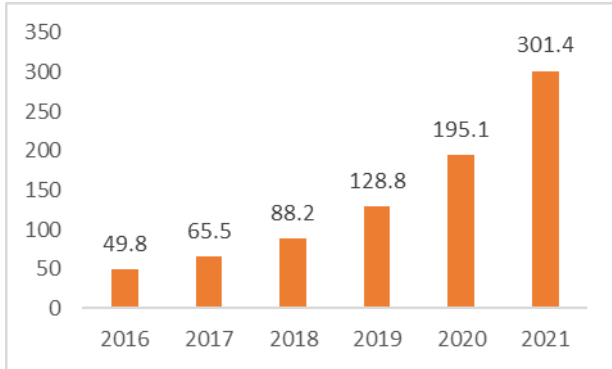
来源：IDC中国，2019

资料来源：IDC、天风证券研究所

2018 年中国物联网安全市场规模为 88.2 亿元，预计 2021 年达到 301.4 亿元。物联网概念的提出和技术的发展创新，在深刻改变传统产业形态和社会生活方式的同时，也催生了大量新产品、新服务、新模式。数以亿计的设备接入物联网使其产业规模得到不断壮大，伴随针对用户隐私、基础网络环境安全攻击数量的不断增多，物联网安全问题已成为全社会新的关注点，同时也催生了物联网安全产业及其市场的发展。根据工信部的数据，2015

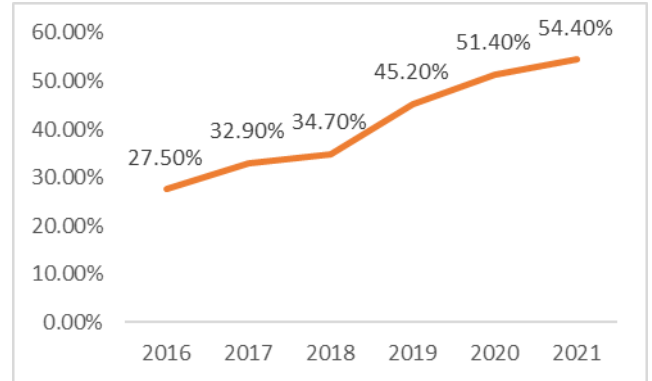
年我国物联网产业规模达到 7,500 亿元，同比增长 29.3%。预计到 2020 年，中国物联网的整体规模将达到 1.8 万亿元。伴随物联网市场规模的快速增长，物联网设备、网络、应用也面临严峻的安全挑战。物联网安全将成为万亿规模市场下的蓝海“潜力股”，根据赛迪顾问《2019 中国网络发展白皮书》统计数据，2018 年，我国物联网安全市场规模达到 88.2 亿元，增速达到 34.7%，预计到 2021 年，物联网安全市场规模将达到 301.4 亿元。

图 7：2016-2021 年中国物联网安全市场规模（亿元）



资料来源：安恒信息招股说明书、2019 中国网络发展白皮书、天风证券研究所

图 8：2016-2021 年中国物联网安全市场增速



资料来源：安恒信息招股说明书、2019 中国网络发展白皮书、天风证券研究所

3. 提供网络安全能力，信创和 IOT 布局推动公司加速成长

3.1. 利用硬件无关的软件基础平台提供各类网络产品

传统网络安全架构灵活性较差，无法适应新的网络安全防护需求。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。

公司提供高性能、模块化与硬件无关的软件基础平台。与传统网络安全产品通行的软硬一体化架构不同，公司将网络安全的能力特性完全软件化与模块化。通过应用层软件技术、用户态软件技术、硬件无关化、软件虚拟化等技术，最大程度解开产品与硬件的紧密耦合性，达到产品的柔性特点。这类软件产品具有更广泛的适配性与融合性，不仅可以安装在传统网络硬件设备中，更可以灵活地部署于各类虚拟化环境、云计算环境、特种硬件平台与广泛的物联网硬件中，满足各种场景下网络安全防护与检测的需求。

图 9：公司提供高性能、模块化与硬件无关的软件基础平台



资料来源：安博通招股说明书、天风证券研究所

公司主要提供安全网关类产品和安全管理类产品。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。

表 4：公司主要提供安全网关类产品和安全管理类产品

业务分类		业务简介	业务形态
网络安全产品	安全网关产品	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。	以软件或软硬件一体化形态销售
	虚拟化安全网关	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，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。	以软硬件一体化形态销售
	安全管理产品	大型网络与云计算环境下的网络安全管理平台。基于大数据分析可视化技术，通过云端平台对安全设备和安全事件提供集中部署、运维监测、数据收集分析以及预警处置等功能。	以软件或软硬件一体化形态销售
网络安全服务		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。	安全技术开发服务与安全运维服务

资料来源：安博通招股说明书、天风证券研究所

图 10：安全管理类产品工作流程图



资料来源：安博通招股说明书、天风证券研究所

3.2. 依靠类“中间件”产品架构成为安全厂商的“厂商”

类“中间件”的产品架构使得公司天然的处于网络安全产业链上游定位。不同于传统网络安全产品独立部署的方式，公司更注重与行业内产品厂商与解决方案厂商系统的融合与协同，因此产品开发中考虑了灵活丰富的开放接口与 API，支持向第三方接收和发送信息，一方面，公司产品支持分析第三方设备发送来的配置、流量、日志、通知、消息等信息，当发现网络中潜在的威胁与隐患，可以迅速与第三方设备联动；另一方面，公司产品支持将分析和统计后的结果与信息，通过丰富的接口传送给第三方安全管理中心、态势感知系统、安全预警与处置系统等管理平台，并且可以按照上层管理平台下发的指令进行控制与操作。这种类似“中间件”的产品架构，充分支撑了公司网络安全行业上游软件平台与技术提供商的定位。

图 11：安博通产品架构类似基础软件中的中间件

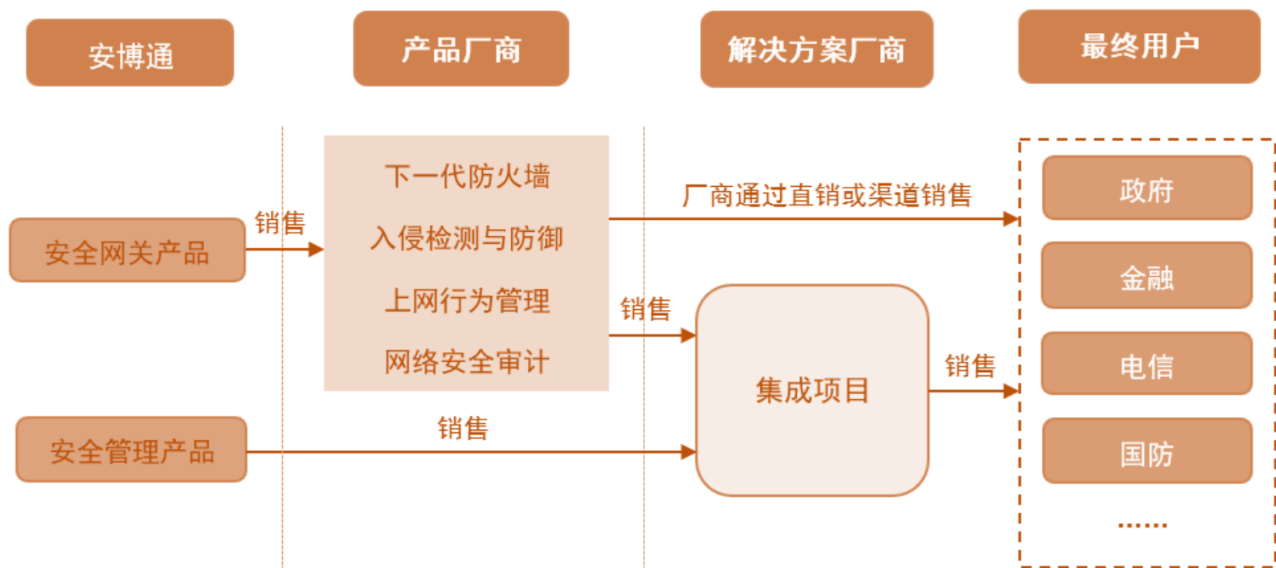


资料来源：安博通招股说明书、天风证券研究所

基于类“中间件”的产品架构，对各类产品厂商赋予安全能力。对于安全网关产品，公司将安全网关软件或安全网关软硬一体化产品提供给华为、新华三、启明星辰、迈普通信等产品厂商，客户将其与自身产品相结合，形成具有特定功能的安全网关产品或产品方案，

该种模式可以帮助客户在专注自身业务的情况下快速推出新产品。对于安全管理产品，公司将产品销售给太极股份、360 网神、中国电信系统集成等解决方案厂商，客户整合众多网络安全产品，以整体解决方案的方式在最终用户形成销售。

图 12：安博通经营模式图



资料来源：安博通招股说明书、天风证券研究所

公司客户均为行业中知名企业，并且有着较长时间的合作。2018 年公司前五大客户分别为新华三（22.77%）、中网志腾（20.08%）、太极股份（12.34%）、华为（5.07%）、安恒信息（4.79%）。其中新华三在 2017 至 2018 年间连续两年作为公司第一大客户；公司 2018 新增客户华为，为公司创收高达 990.78 万元，未来仍有较强增长潜力。在前期客户中，公司与迈普通信合作时间超过 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。

图 13：安博通获颁新华三集团优秀供应商



资料来源：安博通官网、天风证券研究所

3.3. 推出技术领先和行业认可的可视化安全管理平台

可视化的安全管理平台愈发收到企业重视。在 IDC 发布的《中国安全管理平台（SOC）市场份额》中提出，在企业频频遭受多样化攻击的今天，恶意威胁的集中化、可视化和可分

析化渐渐成为企业对安全投资的趋势。未来的安全管理分析，一定是基于多个维度综合进行的，方案需要覆盖到网络安全的主要板块例如边界安全、主机安全、流量安全等等方面，站在防御体系的宏观角度提供给用户统一的分析工具。另外，场景化数据分析方案已经流行开来，将采集到的数据按照不同的场景，例如潜在的泄密手段、舆论风险、员工离职倾向等，进行针对性的分析与呈现，让安全与用户的业务结合更紧密，从而体现出价值，而不仅仅是一种投资。

公司在国内率先推出 4D 的攻击面可视化产品和解决方案。公司研发的 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。

图 14：可视化的安全管理界面



资料来源：安博通招股说明书、天风证券研究所

可视化安全管理产品行业覆盖面广，用户认可度高。公司可视化产品为包括金融行业、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。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。

图 15：安博通可视化产品已打造一系列标杆客户案例

<p>中国移动通信 CHINA MOBILE</p>	<p>上海移动</p> <p>大型复杂网络场景下实现安全策略效果评估与清理、安全基础架构可视化与基线动态监控。</p>
<p>光大集团</p> <p>大型金融集团网络安全策略管理综合解决方案实践，包括策略清理、安全分析与智能运维。</p>	
<p>牡丹 PEONY</p>	<p>牡丹集团</p> <p>与牡丹智能服务云平台-IMS系统深度集成，服务于智慧园区网络安全基础架构监控与运维。</p>

资料来源：安博通官网、天风证券研究所

3.4. 通过虚拟化产品布局云安全领域

云安全的发展推动了网络功能虚拟化的进程。云安全技术的发展，不仅更好地解决了云内

安全问题，也让以 NFV（网络功能虚拟化）的生态得到了良好的发展。在安全功能要求复杂且灵活，而性能要求不高的场景中，传统安全解决方案存在较大的缺陷，如果使用盒子类产品，不仅需要配置几种甚至十几种产品，而且无法做到根据不同用户群和不同业务执行不同的调度策略，运维和采购成本都非常高。而使用安全虚拟+能力调度的方法，所有安全能力软件化部署，可以灵活地按需配置几十种性能符合要求的能力，还能按需灵活地调整编排，按照软件定义安全的理念，以低成本、高灵活性、简单运维的优势满足业务需求。

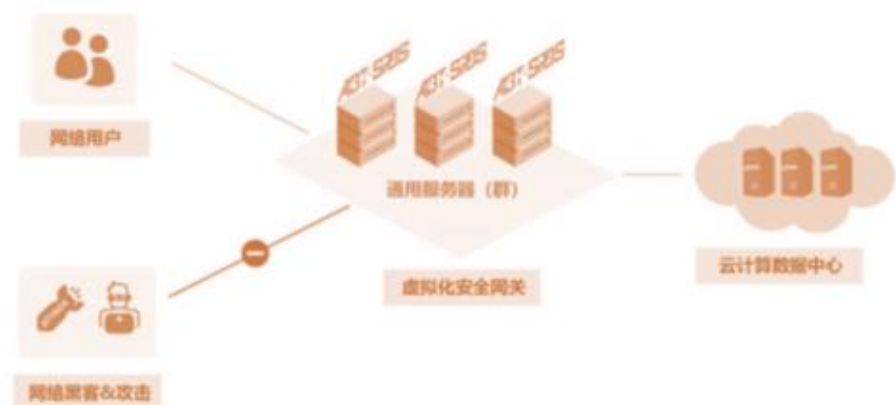
图 16：虚拟化的云安全资源池提供灵活的安全能力



资料来源：瑞和云图、天风证券研究所

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。该产品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，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。

图 17：虚拟化安全网关部署位置



资料来源：安博通招股说明书、天风证券研究所

与中网志腾战略合作，扩展虚拟化安全市场。为拓宽销售渠道，提升公司产品的市场占有率，公司选择与中网志腾进行战略合作，将自身产品的技术优势与中网志腾的渠道资源优势互补，能够实现快速的产品导入和较大区域范围的产品覆盖，满足各类用户在信息化建设方面的多样化需求。

3.5. 跟随信创趋势推出国产安全产品

信息安全产品国产化信息创新趋势日益显著。近年来，国内信息安全厂商快速发展，依托本地布局的产品和研发团队，对用户需求理解更为透彻，对新需求的响应更为迅速，产品性价比更高，部分功能特性已超过国外厂商，但在高端产品市场的竞争力仍相对较弱。“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有足够的保障手段和能力，通过切实推进信息创新和国产化替代，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。拥有信息创新的标准、技术、产品的信息安全厂商，将在为政府、行业服务的大背景下，充分应用包括云计算、大数据等技术，把握产业发展机遇，不断扩大市场份额，实现对国外信息安全产品的战略性替代，在核心应用领域和国内产业转型升级的变革中发挥重要作用，在国家网络信息安全领域中担当核心角色。

业界关于信息安全产品国产化信息创新的布局已经开始。2018年12月5日，启明星辰与天津飞腾信息技术有限公司签署战略合作协议。启明星辰全资子公司网御星云发布高性能信息创新网关型产品，它的核心处理器、操作系统、网络处理器、内存等均实现了自主化；天融信于2010年启动国产CPU芯片应用研究，并于2013年至2015年先后发布龙芯系列与兆芯系列防火墙、入侵检测等安全硬件产品。

图 18：天融信龙芯防火墙



资料来源：龙芯官网、天风证券研究所

图 19：网安龙芯防火墙



资料来源：龙芯官网、天风证券研究所

公司已实际推出自护信息创新的网络安全产品。凭借硬件无关化技术，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，推出了满足信息创新要求的国产防火墙、网络安全审计和入侵防御产品。**安博通龙芯防火墙平台应用自适应安全及主动安全模型，搭建事前、事中、事后全流程防御体系，以实现下一代智能防火墙平台。**该防火墙融合策略清理、策略建议、威胁情报、攻击链可视化呈现、EDR 安全能力联动等功能，可有效抵御 APT 攻击和未知威胁，进行安全事件的事前预防、事中检测、事后分析+响应全流程防护和精细化访问控制，并可与其他安全能力进行对接联动，从而快速提升企业的基础安全能力。

图 20：安博通携龙芯平台产品亮相第二届数字中国建设峰会



资料来源：安博通官网、天风证券研究所

3.6. 投入 IoT 安全大潮打造新的产品增量

IoT 安全问题严重，路由器、摄像头和智能电视是攻击频率最高的三类 IoT 设备。根据腾讯发布的《2018 年 IoT 安全威胁分析报告》显示，2018 年 IoT 设备增长迅猛，全球的设备数量已经达到 70 亿台，如果保持每年 20% 左右的增长速度，预计 2020 年将达到 99 亿台。在所有 IoT 设备中，路由器、摄像头和智能电视是被攻击频率最高的三款 IoT 设备，占比分别达到 45.47%、20.71% 和 7.61%。由于拥有 IoT 设备数量众多，且很多设备存在漏洞和弱口令，相互攻击感染问题严重，导致我国成为全球 IoT 攻击最频发的国家，同时也是最大的受害国（占总攻击的比例达到 19.73%）。

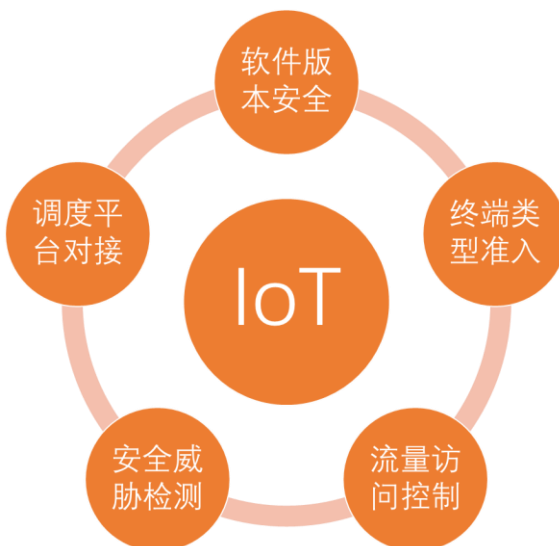
图 21：2016 年物联网僵尸网络攻击给美国造成巨额损失



资料来源：新浪科技、天风证券研究所

物联网网关是解决 IoT 安全的重要防护手段。物联网安全防护是要实现物联网的感知层、网络层及应用层的安全问题。应用层要实现大数据安全以及对已有的安全能力的集成，网络层要解决网络传输、基础设施以及边界安全等问题，感知层涉及大量终端，一方面是在终端设备生产环节加入安全芯片和防护措施，另一方面要增加物联网安全网关，实现对终端的安全防护。

图 22：IoT 安全要素



资料来源：安博通招股说明书、天风证券研究所绘制

公司已开始布局 IoT 安全，先从视频端入手。在 IoT 安全方面，公司推出了 ABT SPOS 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使用，已经通过网关产品形成了销售。针对监控摄像头，安博通下一代防火墙对 SIP、H.232、RTSP、RTP、RTCP、MPEG 等视频协议进行深入解析，能准确识别网络中的摄像头序列号、型号、品牌等基础信息。基于安全域、安全策略、白名单等机制对设备合法性进行辨别，

阻断非法设备地接入。

图 23：安博通摄像头网关界面



资料来源：安博通官网、天风证券研究所绘制

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

公司作为网络安全公司的上游厂商，预计将持续受益网络安全行业的高景气度发展。其中嵌入式网关和虚拟化网关受益于整个网络安全行业的高景气度发展，预计 19-21 年的增速分别为 25%/28%/35%和 40%/35%/28%。安全管理类产品将作为公司大力开垦的新产品领域，具有一定的技术优势，并有标杆客户案例，将保持较高的增长速度，预计 19-21 年的增速为 40%/50%/80%。

预计公司 2019 年-2021 年营业收入分别为 2.65/3.67/5.30 亿元，同比增长 35.90%/38.19%/44.56%，归母净利润分为为 0.77/0.95/1.22 亿元，同比增长 24.51%/23.98%/28.75%。

表 5：营业收入及预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
嵌入式安全网关						
收入	0.74	0.89	1.12	1.40	1.79	2.42
增速		20.27%	25.84%	25.00%	28.00%	35.00%
虚拟化安全网关						
收入	0.24	0.32	0.50	0.70	0.95	1.21
增速		33.33%	56.25%	40.00%	35.00%	28.00%
安全管理产品						
收入	0.04	0.26	0.25	0.35	0.52	0.94
增速		550.00%	-3.92%	40.00%	50.00%	80.00%
安全服务						
收入	0.04	0.03	0.08	0.20	0.40	0.72
增速		-25.00%	166.67%	150.00%	100.00%	80.00%
合计						
收入	1.06	1.50	1.95	2.65	3.67	5.30
增速		41.51%	29.99%	35.90%	38.19%	44.56%

资料来源：Wind、天风证券研究所

4.2. 估值分析

公司作为科创板的网络安全公司，提供网关类产品和网络安全管理产品，因此与同为科创板网络安全的山石网科和安恒信息具有一定的可比性。

但是不同于传统的网络安全公司提供各类的网络安全硬件。公司以提供网络硬件中的“软

件内核”为主要产品，同时公司作为网络安全产业链中的上游公司，提供类“中间件”的产品架构和经营模式，下游各类网络安全厂商可基于公司提供的系统和接口进行二次开发，快速推出自身产品，因此与同为科创板的纯软件中间件供应商宝兰德和普元信息具有一定的可比性。

考虑到公司同时具有网络安全公司和中间件公司的特性，和对应公司 2020 年营业收入，给予公司 20 倍的 PS 倍数，公司市值 73.4 亿元，对应公司股价 143.4 元。首次覆盖，给予增持评级。

表 6：估值比较（截止 2020 年 2 月 28 日收盘）

证券代码	证券简称	2020 年营业收入（单位：亿元）	总市值（单位：亿元）	2020PS 倍数
688023.SH	安恒信息	13.51	165.41	12.24
688030.SH	山石网科	9.67	84.58	8.75
688118.SH	普元信息	4.90	48.27	9.85
688058.SH	宝兰德	2.31	58.40	25.33

资料来源：Wind、天风证券研究所

5. 风险提示

- 1、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。
- 2、产品集中风险：**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。
- 3、应收账款增加风险：**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。
- 4、季节性波动风险：**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。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	105.20	106.34	124.80	29.35	42.42	营业收入	150.76	195.35	265.47	366.85	530.30
应收票据及应收账款	102.13	148.08	148.78	261.10	331.41	营业成本	51.03	66.65	95.36	128.83	176.74
预付账款	3.38	1.47	5.37	4.38	8.60	营业税金及附加	2.04	2.42	3.34	4.71	6.68
存货	12.45	14.32	21.24	30.07	36.73	营业费用	14.90	20.52	25.22	44.02	74.24
其他	6.62	1.51	10.40	5.16	15.73	管理费用	25.06	21.23	23.89	32.54	53.03
流动资产合计	229.78	271.72	310.59	330.06	434.89	研发费用	26.53	26.55	29.20	45.42	76.26
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	0.13	0.20	(0.01)	0.05	0.33
固定资产	1.61	1.48	35.47	84.44	129.40	资产减值损失	2.70	2.27	1.63	2.20	2.03
在建工程	0.00	29.66	53.80	80.28	78.17	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	3.31	5.84	5.31	4.78	4.24	投资净收益	0.00	0.00	0.03	0.03	0.03
其他	12.66	2.93	6.98	8.15	6.02	其他	(10.61)	(14.61)	(0.07)	(0.07)	(0.07)
非流动资产合计	17.59	39.91	101.56	177.64	217.82	营业利润	38.96	70.11	86.87	109.11	141.01
资产总计	247.37	311.63	412.15	507.70	652.71	营业外收入	1.82	0.49	2.41	1.57	1.49
短期借款	8.50	15.00	0.00	10.72	11.06	营业外支出	0.00	0.02	0.01	0.01	0.01
应付票据及应付账款	14.04	12.75	24.66	27.57	43.11	利润总额	40.78	70.58	89.27	110.67	142.49
其他	17.22	26.08	41.43	26.54	36.97	所得税	5.41	10.94	13.39	16.60	21.37
流动负债合计	39.77	53.83	66.09	64.83	91.13	净利润	35.37	59.64	75.88	94.07	121.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	2.67	0.18	少数股东损益	(0.68)	(1.91)	(0.76)	(0.94)	(1.21)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	36.05	61.55	76.64	95.01	122.33
其他	0.00	0.64	0.21	0.29	0.38	每股收益(元)	0.70	1.20	1.50	1.86	2.39
非流动负债合计	0.00	0.64	0.21	2.95	0.56						
负债合计	39.77	54.47	66.31	67.79	91.69						
少数股东权益	3.65	1.75	0.99	0.05	(1.17)	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	38.39	38.39	51.18	51.18	51.18	成长能力					
资本公积	114.20	117.55	117.55	117.55	117.55	营业收入	41.77%	29.58%	35.90%	38.19%	44.56%
留存收益	165.56	217.03	293.67	388.68	511.01	营业利润	357.19%	79.95%	23.90%	25.61%	29.24%
其他	(114.20)	(117.55)	(117.55)	(117.55)	(117.55)	归属于母公司净利润	262.07%	70.75%	24.51%	23.98%	28.75%
股东权益合计	207.60	257.16	345.84	439.91	561.03	获利能力					
负债和股东权益总	247.37	311.63	412.15	507.70	652.71	毛利率	66.15%	65.88%	64.08%	64.88%	66.67%
						净利率	23.91%	31.51%	28.87%	25.90%	23.07%
						ROE	17.67%	24.10%	22.22%	21.60%	21.76%
						ROIC	51.93%	60.48%	45.24%	42.97%	28.76%
						偿债能力					
						资产负债率	16.08%	17.48%	16.09%	13.35%	14.05%
						净负债率	-46.58%	-35.52%	-36.09%	-3.63%	-5.56%
						流动比率	5.78	5.05	4.70	5.09	4.77
						速动比率	5.47	4.78	4.38	4.63	4.37
						营运能力					
						应收账款周转率	1.79	1.56	1.79	1.79	1.79
						存货周转率	14.06	14.60	14.93	14.30	15.88
						总资产周转率	0.81	0.70	0.73	0.80	0.91
						每股指标(元)					
						每股收益	0.70	1.20	1.50	1.86	2.39
						每股经营现金流	0.38	0.35	1.58	-0.56	1.28
						每股净资产	3.98	4.99	6.74	8.59	10.98
						估值比率					
						市盈率	165.41	96.87	77.80	62.75	48.74
						市净率	29.24	23.34	17.29	13.56	10.61
						EV/EBITDA	0.00	0.00	65.35	52.00	39.76
						EV/EBIT	0.00	0.00	67.16	54.42	41.93

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com