

## 安恒信息（688023.SH） 合同负债高增长，新兴安全业务快速发展

2020年08月24日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/8/21
当前股价(元)	266.98
一年最高最低(元)	340.00/68.68
总市值(亿元)	197.76
流通市值(亿元)	43.24
总股本(亿股)	0.74
流通股本(亿股)	0.16
近3个月换手率(%)	174.06

## 股价走势图



数据来源：贝格数据

陈宝健（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

## ● 新兴网安赛道排头兵，高速增长可期，首次覆盖给予“买入”评级

我们高度看好公司的技术实力和市场开拓能力，预计未来几年仍将保持高速增长。我们预测公司2020-2022年归母净利润为1.32、1.83、2.44亿元，EPS为1.78、2.47、3.29元/股，当前股价对应2020-2022年PE为150、108、81倍，公司PE高于行业可比公司平均水平，PS略低于行业可比公司平均水平，考虑公司在新兴安全领域的领先布局，首次覆盖给予“买入”评级。

## ● 收入平稳增长，研发投入持续加大

上半年公司实现营业收入3.20亿元，同比增长20.78%，收入保持稳定增长。上半年公司毛利率为64.85%，同比下滑2.86个百分点，我们判断主要由于安全服务占比提升所致。公司销售费用率、管理费用率分别为47.71%和12.48%，同比下降4.05个、2.34个百分点；公司持续加强研发投入，研发费用率为35.85%，同比提升5.6个百分点。值得关注的是公司存货同比增长78.48%，主要由于2019年下半年至今年年中订单增长所致；公司合同负债同比增长107.5%，为未来业绩增长奠定了较好的基础。

## ● 新一代网安产品业务快速发展，安全服务业务高度可期

1) 云安全业务领域，天池云安全管理平台目前已完成华为鲲鹏、海光CPU的技术兼容适配工作，并获得相关生态的技术互认证证书。2) 大数据安全领域，公司不断研发并优化新一代网络安全态势感知平台，并在全国范围内率先推出了网络安全大数据分析建模服务。3) 物联网安全领域，公司推出了非接触式的云端物联网安全SaaS检测平台，并加快以“物联网安全心”为核心技术的物联网安全解决方案的全国推广。4) 安全服务领域，上半年公司以玄武盾为核心的云防护、云监测服务、以安全数据大脑为核心的情报订阅、行业监管SaaS服务模式，成功的为多个省市的政务云、政府网站群、政府在线系统提供了7\*24小时云安全服务。

## ● 风险提示：全年业务受新冠疫情影响风险；市场竞争加剧；人员流失风险。

## 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	627	944	1,301	1,806	2,412
YOY(%)	45.6	50.7	37.9	38.8	33.6
归母净利润(百万元)	77	92	132	183	244
YOY(%)	47.5	20.0	42.9	38.7	33.4
毛利率(%)	70.5	69.5	69.1	69.6	69.7
净利率(%)	12.3	9.8	10.1	10.1	10.1
ROE(%)	14.9	5.9	7.9	10.0	11.9
EPS(摊薄/元)	1.04	1.24	1.78	2.47	3.29
P/E(倍)	257.3	214.4	150.1	108.2	81.1
P/B(倍)	39.0	12.8	12.0	10.8	9.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 收入平稳增长，研发投入持续加大 .....	3
2、 新一代网安产品业务快速发展，安全服务业务高度可期 .....	4
3、 盈利预测与投资建议 .....	8
3.1、 核心假设 .....	8
3.2、 盈利预测与投资建议 .....	8
4、 风险提示 .....	8
附：财务预测摘要 .....	9

## 图表目录

图 1： 2020H1 公司收入保持平稳增长 .....	3
图 2： 2020H1 公司归母净利润基本平稳 .....	3
图 3： 2020H1 公司期间费用率提升 .....	3
图 4： 2020H1 公司毛利率有所下滑 .....	3
图 5： 2020H1 公司经营活动现金流同比下滑 .....	4
图 6： 2020Q2 公司营业收入增速环比下滑 .....	4
图 7： 2020Q2 公司归母净利润仍为亏损 .....	4
图 8： 天池云安全管理平台为用户提供一站式的云安全综合解决方案 .....	5
图 9： 安恒与华为保持良好的合作关系 .....	5
图 10： 网络安全态势感知通报预警平台核心框架分为五个层次 .....	6
图 11： 物联网安全监测平台是一款智能感知物联网终端安全状态信息分析系统 .....	6
图 12： 工业互联安全平台对工业单位整体、全业务、网格化安全可控实现监管 .....	7
图 13： 玄武盾是风暴中心自主研发的 SaaS 云安全防护系统 .....	7
表 1： 公司 PE 高于行业可比公司平均水平，PS 略低于行业可比公司平均水平（截止 2020.8.21 收盘） .....	8

## 1、收入平稳增长，研发投入持续加大

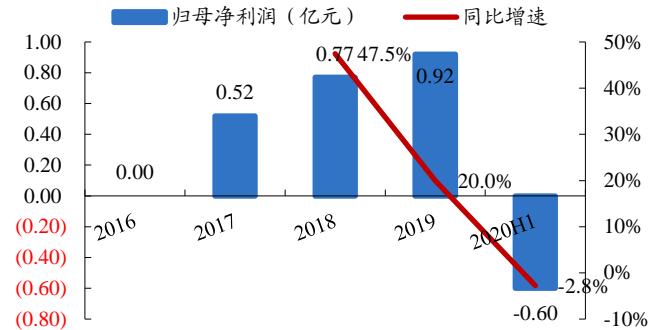
**2020H1 公司收入保持平稳增长。**上半年公司实现营业收入 3.20 亿元，同比增长 20.78%，归母净利润-5978.86 万元，同比减少 2.77%；扣非归母净利润-6,659.06 万元，同比减少 11.45%。收入保持稳定增长，主要得益于云安全、大数据等新一代网安产品增长较快，同时公司持续推进安全服务业务所致。

图1：2020H1 公司收入保持平稳增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

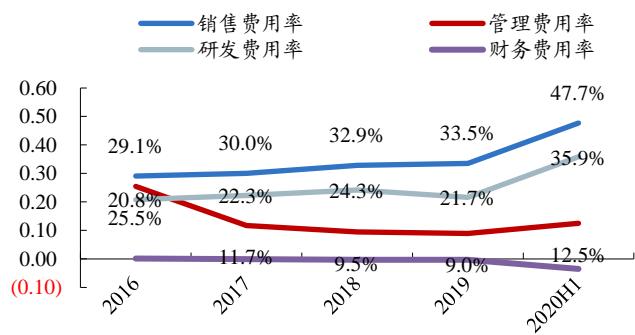
图2：2020H1 公司归母净利润基本平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

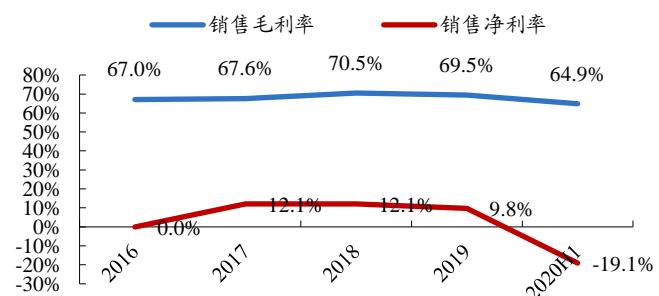
**2020H1 公司销售毛利率下滑，研发投入持续加大。**上半年公司毛利率为 64.85%，同比下滑 2.86 个百分点，我们判断主要由于安全服务占比提升所致。公司销售费用率、管理费用率分别为 47.71% 和 12.48%，同比下降 4.05 个、2.34 个百分点；公司持续加强研发投入，研发费用率为 35.85%，同比提升 5.6 个百分点。

图3：2020H1 公司期间费用率提升



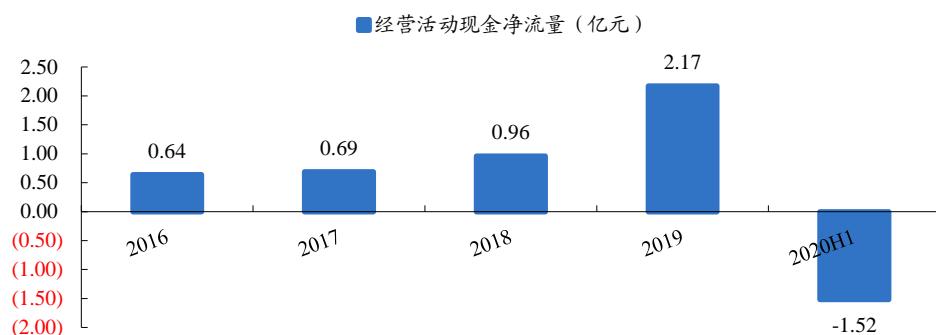
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：为保持口径一致，图中管理费用率中含研发费用）

图4：2020H1 公司毛利率有所下滑



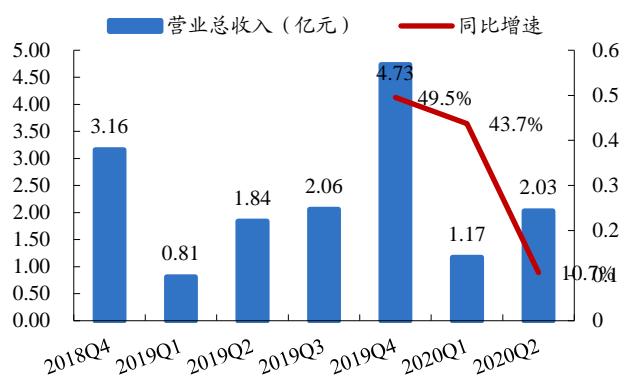
数据来源：Wind、开源证券研究所

**2020H1 公司经营活动现金净流量同比略有下降。**公司在第三、四季度业务量及项目验收工作较多，呈现出较明显的季节性差异。从历年情况来看，上半年公司经营活动现金净流量通常为负。

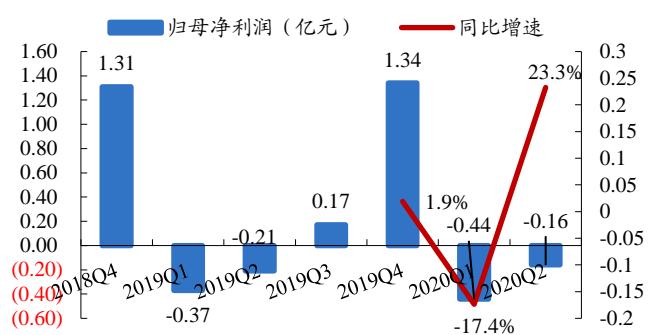
**图5：2020H1 公司经营活动现金流同比下滑**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**2020Q2 公司收入增速环比下滑。**2020Q2 单季度公司实现营业收入 2.03 亿元，同比增长 10.7% (2020Q1 增长 43.7%)，我们判断主要由于疫情对基础安全产品影响较大；实现归母净利润-0.16 亿元 (2020Q1 为-0.44 亿元)。

**图6：2020Q2 公司营业收入增速环比下滑**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图7：2020Q2 公司归母净利润仍为亏损**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、新一代网安产品业务快速发展，安全服务业务高度可期

- 云安全

在云安全业务领域，公司充分应用云原生技术，进一步增强了安全算力的弹性化、智能化进程，加速了产品云化的能力。天池云安全管理平台目前已完成华为鲲鹏、海光 CPU 的技术兼容适配工作，并获得相关生态的技术互认证证书。

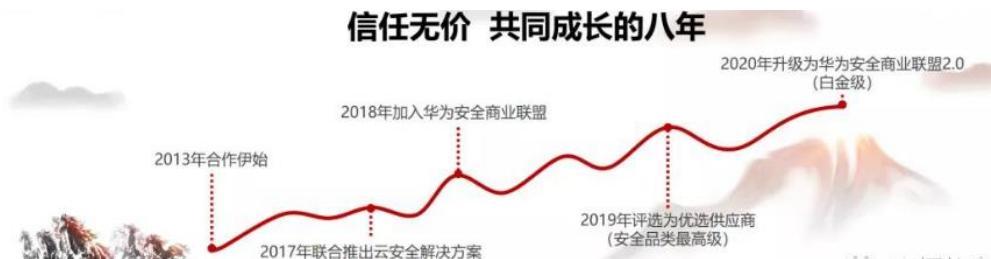
图8：天池云安全管理平台为用户提供一站式的云安全综合解决方案



资料来源：公司官网

在战略合作方面，公司继续保持与华为云、阿里云等云服务商的良好合作关系，完成了华为云新版本的适配工作，并获得了阿里云MSP合作伙伴的认证。

图9：安恒与华为保持良好的合作关系



资料来源：公司官网

### ● 大数据安全

在大数据安全业务领域，公司继续深耕公安、网信、金融、大数据局等多个行业及领域。基于大数据、人工智能、SOAR、UEBA以及IPDRR等前沿技术，公司不断研发并优化新一代网络安全态势感知平台，为监管客户打造可进行统一协调指挥的实战化网络空间态势感知预警平台，为企业级客户构建网格化、常态化的纵深防御安全运营体系。同时，公司在全国范围内率先推出了网络安全大数据分析建模服务，为客户提供更符合其业务场景的智能安全威胁检测能力。

图10：网络安全态势感知通报预警平台核心框架分为五个层次

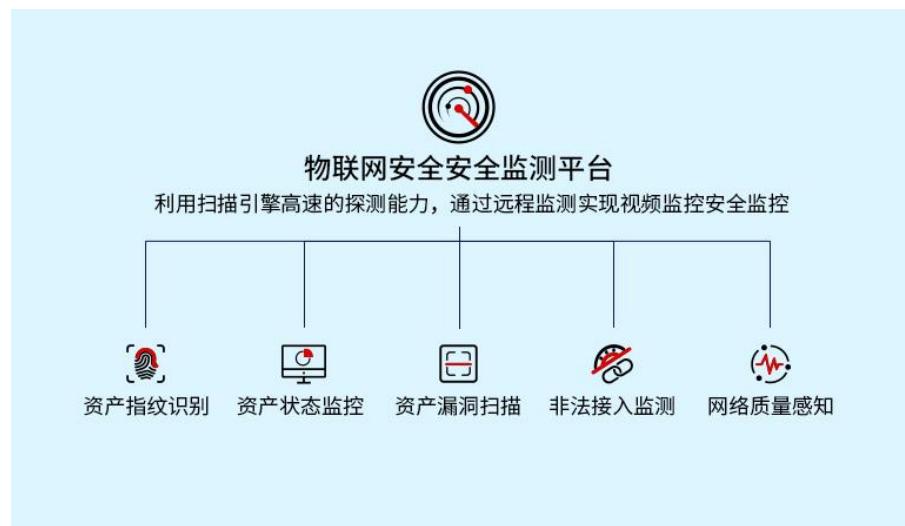


资料来源：公司官网

### ● 物联网安全

在物联网及工业互联网安全业务领域，公司继续专注于产品研发，加快版本迭代，推出了非接触式的云端物联网安全 SaaS 检测平台，并加快以“物联网安全心”为核心技术的物联网安全解决方案的全国推广。

图11：物联网安全监测平台是一款智能感知物联网终端安全状态信息分析系统



资料来源：公司官网

同时，公司着力打造以“一池一脑一网，多平台多生态”的一站式工业互联网安全服务平台，进一步提高公司在工业互联网领域的竞争力，营造工业互联网发展生态，协助推进工业互联网的高质量发展。

**图12：工业互联安全平台对工业单位整体、全业务、网格化安全可控实现监管**


资料来源：公司官网

### ● 智慧城市业务

在智慧城市业务领域，公司加速布局，积极参与各地城市大数据平台（城市大脑）项目建设，为多个省市的大数据平台建设提供了安全保障服务。同时公司以体系、平台、人才赋能三位一体打造“智慧城市安全运营中心”，实现用“数据说话、用数据决策、用数据管理”的城市安全管理新模式。

### ● 安全服务业务

在安全服务领域，公司以玄武盾为核心的云防护、云监测服务、以安全数据大脑为核心的情报订阅、行业监管 SaaS 服务模式，成功的为多个省市的政务云、政府网站群、政府在线系统提供了 7\*24 小时云安全服务。专家服务方面，公司坚持服务一体化的拓展思路，布局重点区域及行业，加强生态合作，进一步实现创新型安全服务商业模式。

**图13：玄武盾是风暴中心自主研发的 SaaS 云安全防护系统**


资料来源：公司官网

### 3、盈利预测与投资建议

#### 3.1、核心假设

**核心假设 1:** 1) 随着《网络安全法》及等保 2.0 条例的落地，新兴技术带来的安全全新需求，网安行业步入新的高景气周期，安全基础产品业务有望实现快速增长；2) 大数据安全、物联网安全、云安全市场正处快速增长期，公司业务布局前瞻，信息安全平台业务有望保持高速增长；3) 安全服务成行业新趋势，公司理念、能力和团队均处于市场领先，有望保持高速增长。

**核心假设 2:** 未来几年将是公司渠道建设及研发投入的关键期，预计期间费用将快速增长。

**核心假设 3:** 随着公司渠道体系优化，网络信息安全基础产品毛利率有望继续提升。

#### 3.2、盈利预测与投资建议

公司是新兴安全赛道潜力型选手，我们高度看好公司的技术实力和市场开拓能力，预计未来几年仍将保持高速增长。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 1.32、1.83、2.44 亿元，EPS 为 1.78、2.47、3.29 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 150、108、81 倍，公司 PE 高于行业可比公司平均水平，PS 略低于行业可比公司平均水平，考虑公司在新兴安全领域的领先布局，首次覆盖给予“买入”评级。

表1：公司 PE 高于行业可比公司平均水平，PS 略低于行业可比公司平均水平（截止 2020.8.21 收盘）

证券代码	公司简称	当前市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE			PS		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300454.SZ	深信服	867	9.14	12.36	16.29	95	70	53	14	11	8
300768.SZ	迪普科技	185	2.08	3.86	4.95	60	48	37	19	15	12
688561.SH	奇安信	718	-2.08	1.27	5.39	-	-	-	16	11	8
行业平均						78	59	45	16	12	9
<b>688023.SH</b>	<b>安恒信息</b>	<b>198</b>	<b>1.32</b>	<b>1.83</b>	<b>2.44</b>	<b>150</b>	<b>108</b>	<b>81</b>	<b>15</b>	<b>11</b>	<b>8</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所（深信服、迪普科技、奇安信盈利预测均来源于 Wind 一致预期）

### 4、风险提示

**1) 全年业务受新冠疫情影响风险。**下半年疫情发展仍是一个不确定因素，如有较大反复，仍会对公司业务产生影响，进而影响全年业绩目标的达成。

**2) 市场竞争加剧风险。**随着网络信息安全行业的发展，不同细分领域的技术将会融合、协同，不同细分市场客户的需求将会交叉、重叠，不同细分行业的领先者将展开直接竞争，行业的发展对公司提供整体解决方案的能力将提出更高的要求，公司与行业内具有技术、品牌、人才和资金优势的厂商之间的竞争可能进一步加剧。

**3) 人员流失风险。**如果公司核心技术人员大量流失，将给公司后续新产品的开发以及持续稳定增长带来不利影响。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	664	1853	1933	2259	2424	<b>营业收入</b>	627	944	1301	1806	2412
现金	398	1483	1492	1524	1590	营业成本	185	288	402	549	731
应收票据及应收账款	170	201	290	432	533	营业税金及附加	8	12	16	22	30
其他应收款	40	41	59	92	109	营业费用	206	316	428	581	772
预付账款	3	5	9	10	15	管理费用	59	85	119	158	205
存货	49	116	76	194	170	研发费用	152	205	277	381	509
其他流动资产	5	7	7	7	7	财务费用	-2	-3	-13	10	17
<b>非流动资产</b>	227	319	400	515	648	资产减值损失	-8	-3	3	4	5
长期投资	21	20	18	14	10	其他收益	65	59	65	85	102
固定资产	33	281	365	484	623	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	8	7	4	2	-1	投资净收益	-1	-2	-2	-3	-3
其他非流动资产	165	11	13	15	15	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	892	2172	2333	2774	3072	<b>营业利润</b>	74	92	132	182	243
<b>流动负债</b>	299	499	583	877	969	营业外收入	1	0	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	0	1	1	1	1
应付票据及应付账款	100	156	246	303	428	<b>利润总额</b>	75	91	132	181	242
其他流动负债	199	343	337	574	542	所得税	-1	-1	1	-1	-1
<b>非流动负债</b>	86	123	97	76	55	<b>净利润</b>	76	92	131	182	243
长期借款	81	107	86	64	43	少数股东损益	-1	-0	-1	-1	-1
其他非流动负债	5	16	11	12	12	<b>归母净利润</b>	77	92	132	183	244
<b>负债合计</b>	385	622	680	953	1024	EBITDA	81	78	114	171	241
少数股东权益	0	0	-1	-2	-3	EPS(元)	1.04	1.24	1.78	2.47	3.29
股本	56	74	74	74	74	<b>主要财务比率</b>	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	309	1242	1242	1242	1242	<b>成长能力</b>					
留存收益	142	234	346	495	692	营业收入(%)	45.6	50.7	37.9	38.8	33.6
<b>归属母公司股东权益</b>	507	1550	1654	1823	2050	营业利润(%)	29.9	24.5	43.1	37.8	33.6
负债和股东权益	892	2172	2333	2774	3072	归属于母公司净利润(%)	47.5	20.0	42.9	38.7	33.4
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	70.5	69.5	69.1	69.6	69.7
						净利率(%)	12.3	9.8	10.1	10.1	10.1
						ROE(%)	14.9	5.9	7.9	10.0	11.9
						ROIC(%)	11.6	3.2	5.1	7.2	9.3
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	43.1	28.6	29.1	34.3	33.3
						净负债比率(%)	-60.4	-86.2	-83.1	-78.3	-73.9
						流动比率	2.2	3.7	3.3	2.6	2.5
						速动比率	2.0	3.5	3.2	2.3	2.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.7	0.8
						应收账款周转率	4.5	5.1	5.3	5.0	5.0
						应付账款周转率	2.3	2.2	2.0	2.0	2.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.04	1.24	1.78	2.47	3.29
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.30	2.92	2.18	3.07	4.07
						每股净资产(最新摊薄)	6.84	20.93	22.33	24.61	27.68
						<b>估值比率</b>					
						P/E	257.3	214.4	150.1	108.2	81.1
						P/B	39.0	12.8	12.0	10.8	9.6
						EV/EBITDA	239.2	236.3	161.1	107.1	75.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%;
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现;
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“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。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号  
楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号  
楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn