

新兴安全先锋队，安全 SaaS 排头兵

买入（首次）

2020年09月29日

证券分析师 郝彪

执业证号: S0600516030001

021-60199781

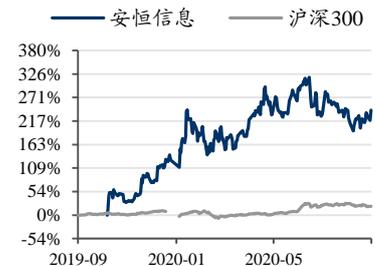
haob@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 944 | 1,359 | 1,990 | 2,869 |
| 同比(%) | 50.7% | 43.9% | 46.5% | 44.2% |
| 归母净利润(百万元) | 92 | 134 | 192 | 271 |
| 同比(%) | 20.0% | 44.9% | 43.5% | 41.5% |
| 每股收益(元/股) | 1.24 | 1.80 | 2.59 | 3.66 |
| P/E(倍) | 217 | 150 | 104 | 74 |

投资要点

- 网络安全领军企业，重研发，营收飞速增长：**成立于 2007 年，是全球领先的网络信息安全开发者及解决方案供应商。产品和服务涉及应用安全、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。董事长&总经理范渊合计持股 27.02%，为控股股东和实际控制人。近 3 年营收高速增长，主要来源于网络信息安全平台的下游市场快速扩张以及公司在该市场的先发优势。公司始终坚持以原创技术为核心竞争力，重视研发投入，2019 年研发费用达到 2.05 亿元，费用率 21.67%。截止 2020 年 H1，研发人员共有 799 人，占公司总员工人数的 32.93%。
- 新兴安全领域全面布局，安全态势感知行业第一：**公司“新场景”围绕新的监管政策要求、新的信息技术，推出了众多信息安全平台类产品，如网络安全态势感知预警平台、AiLPHA 大数据智能安全平台、天池云安全管理平台等，并逐步涉入物联网安全、工控安全等领域。云计算、大数据和物联网等新技术的发展给网络信息安全增加了防护难度。IDC 预测 2020 年中国网络安全市场规模 78.9 亿美元，到 2024 年将增长至 179.0 亿美元，2020-2024 年 CAGR 为 18.7%。中国信通院的预测，2019 年云安全、大数据、物联网安全、工控安全等新兴安全领域 2020 年总市场规模将达到 494.7 亿元，同比增速为 42.5%，高于网络安全市场的总体增速。公司态势感知在 2018 年安全牛态势感知象限中排名第一、IDC《中国态势感知解决方案市场 2019 年厂商评估》中战略能力排名第一，市场份额排名第二。
- 推进安全服务 SaaS 化，云战略升级推出安恒云：**随着网络威胁的多样化和复杂化，企业开始把安全视为重要的商业风险，随着虚拟化及云理念渗透，我国网络安全市场正逐步由产品化向服务化转型。“新服务”针对网络安全形势、政企用户需求的变化，为用户从安全规划、安全设计、安全建设到安全运营的一站式专业安全服务。SaaS 云安全服务模式是国内较早利用云计算来提供集约化安全能力的服务创新模式，实现了云监测、云 WAF、云 DDoS 清洗以及云端威胁情报的服务能力。上述能力加上城市安全大脑、全天候“三位一体”的态势感知、国家级网络安全团队构成了智慧城市安全运营中心服务的核心能力。2020 年 9 月 9 日，安恒信息升级云战略，成立了云 BG，正式发布安恒云。安恒云的定位为一个集多云管理和多云安全管理于一体的一站式服务平台，以 SAAS 化服务模式为主的安全能力，其核心重在安全。
- 盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-2022 年实现营收 13.59 亿元/19.90 亿元/28.69 亿元，归母净利润 1.34 亿元/1.92 亿元/2.71 亿元。作为布局新兴安全领域的安全厂商，公司的业务包含传统安全产品和安全软件及服务，因此采取分部估值的方法，传统安全产品业务采用 PE 估值法，给予 50 倍 PE，平台类和服务类业务采用 PS 估值法，给予 15 倍 PS，2020 年公司目标市值为 265.85 亿元，对应目标价 359.26 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**新兴安全业务推进不及预期，对外投资减值的风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|--------------|
| 收盘价(元) | 270.20 |
| 一年最低/最高价 | 68.68/340.00 |
| 市净率(倍) | 13.68 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 4376.24 |

基础数据

| | |
|-------------|-------|
| 每股净资产(元) | 19.74 |
| 资产负债率(%) | 24.55 |
| 总股本(百万股) | 74.07 |
| 流通 A 股(百万股) | 16.20 |

相关研究

内容目录

| | |
|---|----|
| 1. 网络信息安全行业领军企业 | 5 |
| 1.1. 网络安全新锐..... | 5 |
| 1.2. 新兴安全业务成为增长主要驱动力..... | 9 |
| 2. 多点共振，网络信息安全行业高速发展 | 11 |
| 3. 重点布局新兴安全领域，态势感知领域龙头地位确立 | 15 |
| 3.1. 云安全领域体系化布局..... | 15 |
| 3.1.1. 云安全领域布局..... | 15 |
| 3.1.2. 云安全战略升级，全新云安全品牌——“安恒云”正式发布 | 17 |
| 3.2. 大数据安全平台先发优势明显，态势感知平台行业第一..... | 17 |
| 3.3. 物联网安全和工控安全推出多款产品..... | 21 |
| 4. 安全服务需求日益增加，“新服务”致力于服务 SaaS 化..... | 23 |
| 5. 盈利预测与估值 | 25 |
| 6. 风险提示 | 27 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 安恒信息发展历程..... | 5 |
| 图 2: 公司形成以“新场景”及“新服务”为方向的专业安全平台产品和服务体系 | 5 |
| 图 3: 营业收入及增速..... | 6 |
| 图 4: 归母净利润及增速..... | 6 |
| 图 5: 公司的销售模式..... | 7 |
| 图 6: 渠道和直销比例接近..... | 7 |
| 图 7: 整体毛利率稳定..... | 8 |
| 图 8: 期间费用率稳定..... | 8 |
| 图 9: 研发费用支出情况..... | 8 |
| 图 10: 研发费用率在 20%以上 | 8 |
| 图 11: 技术委员会-安全研究院-产品研发中心三级管理架构 | 9 |
| 图 12: 公司各业务营收（单位：亿元） | 10 |
| 图 13: 各业务营收占比..... | 10 |
| 图 14: 等保 2.0 和等保 1.0 基本要求变化..... | 12 |
| 图 15: 等保 2.0 相比 1.0 法律效力提升..... | 12 |
| 图 16: 2019-2024 年中国 IT 安全支出规模预测 | 13 |
| 图 17: 2017-2020 年中国云安全市场规模及增速 | 13 |
| 图 18: 2017-2020 年中国大数据安全市场规模及增速 | 13 |
| 图 19: 2017-2020 年中国物联网安全市场规模及增速 | 13 |
| 图 20: 2017-2020 年中国工业互联网安全市场规模及增速 | 13 |
| 图 21: 态势感知是主动防御的安全大脑..... | 14 |
| 图 22: 传统的网络安全架构..... | 15 |
| 图 23: 零信任架构..... | 15 |
| 图 24: 天池云安全管理平台..... | 16 |
| 图 25: 网络空间新监管体系..... | 18 |
| 图 26: 网络安全态势感知通报预警平台数据流转示意图..... | 19 |
| 图 27: 安恒信息态势感知产品排名第一..... | 19 |
| 图 28: 公司被 IDC 评估为态势感知市场的领导者..... | 19 |
| 图 29: AiLPHA 大数据智能安全平台 | 20 |
| 图 30: 物联网安全监测平台..... | 21 |
| 图 31: 工控安全平台..... | 22 |
| 图 32: 安全软件和服务占比进一步提升..... | 23 |
| 图 33: 智慧城市安全运营中心架构..... | 24 |
| 图 34: 公司安全服务业务加速增长（单位：亿元） | 24 |
| 图 35: 营收拆分与预测（单位：百万元） | 25 |
| | |
| 表 1: 研发费用率同行业对比..... | 8 |
| 表 2: 安全产品市占率领先..... | 10 |
| 表 3: 近年来网络安全相关的政策密集发布..... | 11 |
| 表 4: 各个行业对态势感知产品的需求不同..... | 17 |
| 表 5: 态势感知平台订单和收入..... | 20 |

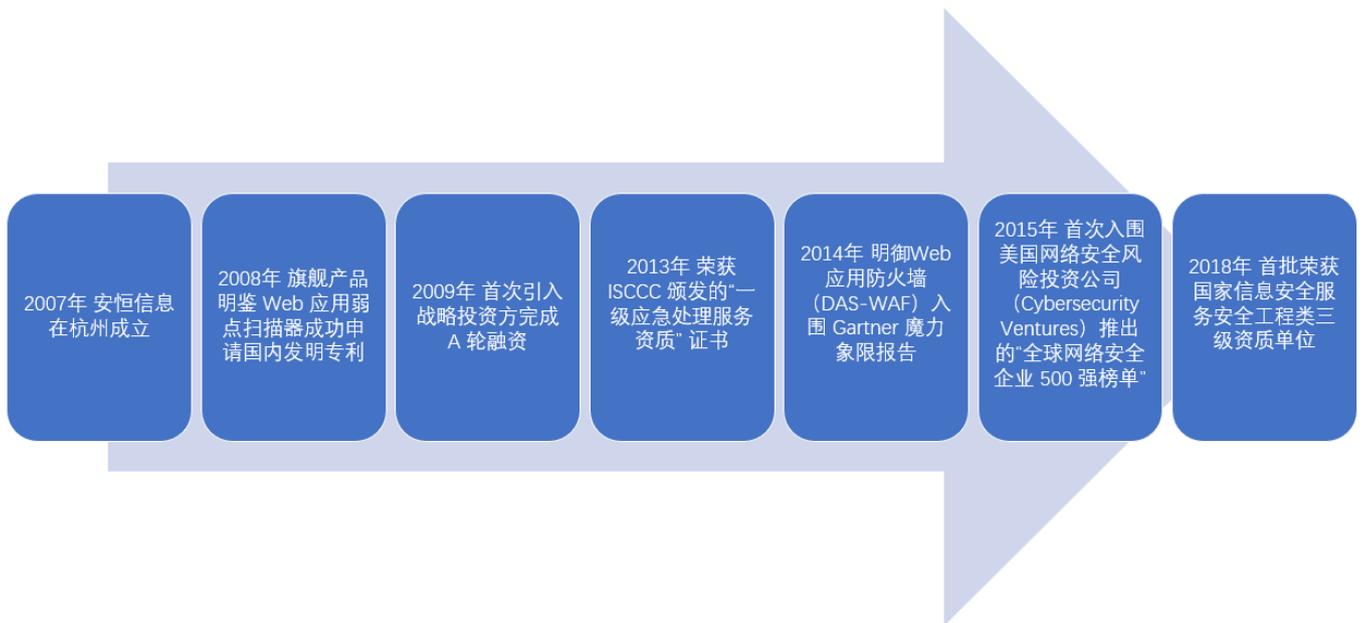
| | |
|-----------------------------------|----|
| 表 6: 行业可比标的估值 (截至 9 月 28 日) | 26 |
| 表 7: 行业可比标的估值 (截至 9 月 28 日) | 26 |

1. 网络信息安全行业领军企业

1.1. 网络安全新锐

网络信息安全行业领先供应商。安恒信息成立于2007年，以Web应用安全和数据安全起家，是全球领先的网络信息安全开发者及解决方案供应商。目前主营业务为网络信息安全领域产品的研发、生产及销售，并为客户提供专业的网络信息安全服务。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。主要客户包括政府（含公安）、金融企业、教育机构、电信运营商等。

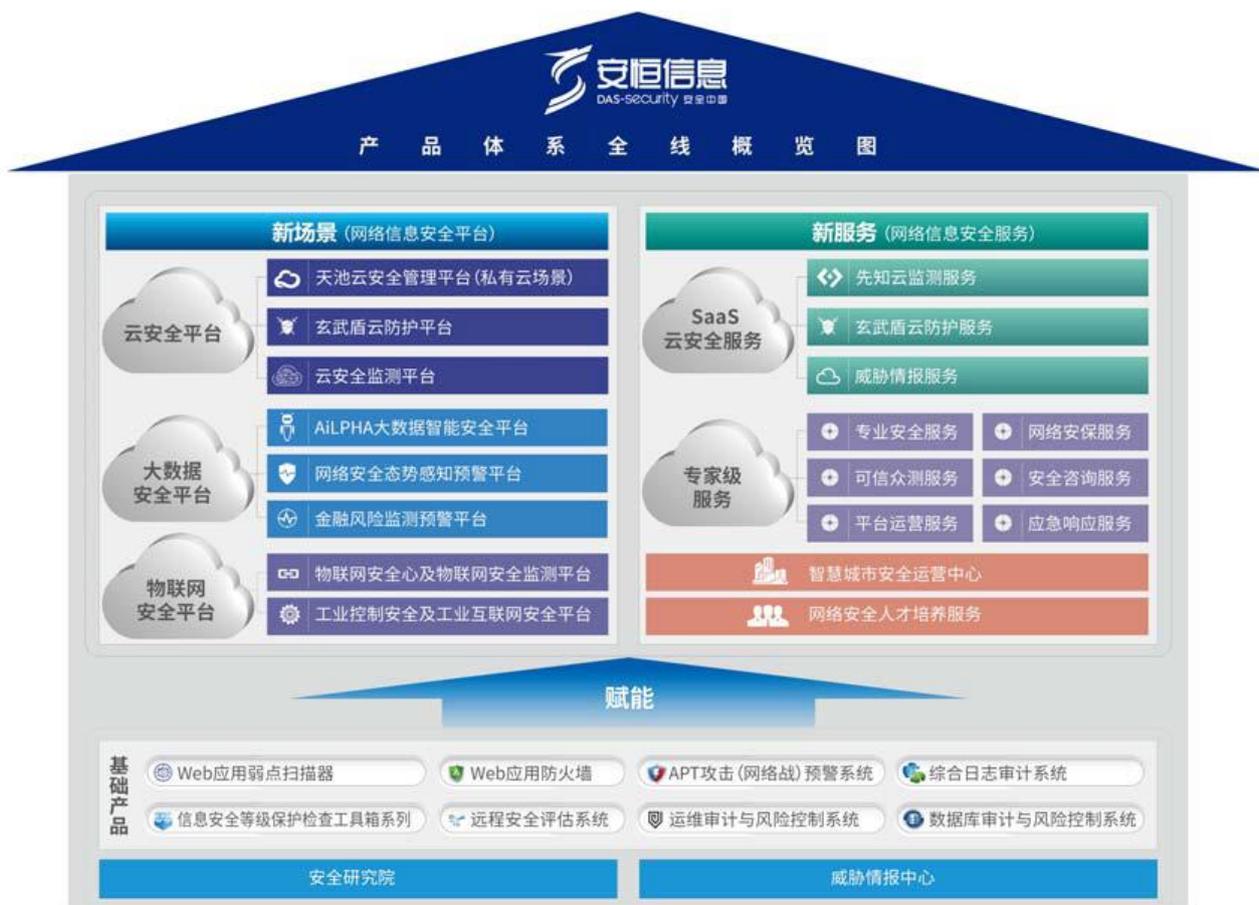
图 1：安恒信息发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

以**基础产品、威胁情报能力及持续研发赋能“新场景”和“新服务”**。公司网络信息安全基础产品主要为网络信息安全防护及检测产品。依托网络安全基础产品、威胁情报探测能力及持续的基础研发，公司围绕着云计算、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。“新场景”主要产品包括 AiLpha 大数据智能安全平台、网络安全态势感知通报预警平台、天池云安全管理平台等，并逐步涉入物联网安全、工业控制及工业互联网安全等领域。“新服务”方向针对网络安全形势、政企用户需求的变化以及网络安全建设模式的改变，从提供专业产品向提供专业服务模式进行转变，为用户提供从安全规划、安全设计、安全建设到安全运营的一站式专业安全服务。

图 2：公司形成以“新场景”及“新服务”为方向的专业安全平台产品和服务体系



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

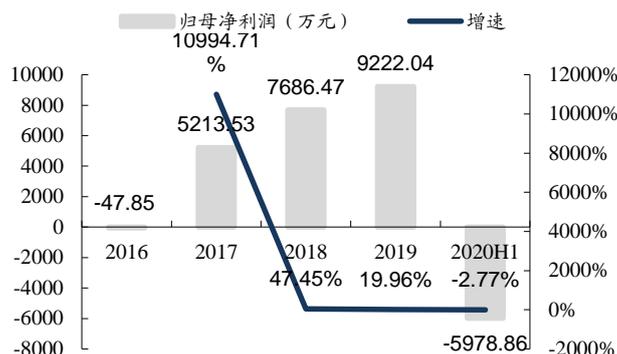
营收增长加速，净利润保持增长。公司近4年营收高速增长，2017年-2019年营收分别为4.30亿元、6.27亿元、9.44亿元，同比增速分别为35.90%、45.58%、50.66%。营收快速增长主要来源于新场景的安全需求与新技术的发展驱动新一代安全产品快速发展，公司较早进行相关技术和产品布局形成先发优势，云安全管理平台、态势感知平台及大数据智能安全平台等平台类产品均实现快速增长。2017年-2019年实现归母净利润分别为5213.53万元、7686.47万元、9222.04万元，同比增速分别为10994.71%、47.45%、19.96%，总体高于营收增速，主要系公司费用支出稳定，费用率占比下降。

图 3: 营业收入及增速

图 4: 归母净利润及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



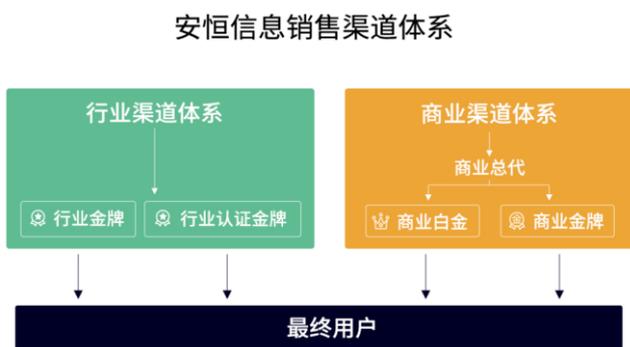
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

政府和企业客户为主。下游行业主要为政府(含公安)、金融、教育、电信行业的客户,2018年占比分别为34.04%、10.16%、9.98%、9.76%、7.74%,其中政府用户占比最大。公司下游行业客户群变化趋势呈现出两大特点:第一,由中央直属部委向省、市地方政府逐级延伸;第二,由金融、能源行业的总部机构向其下属分支机构逐步推广。

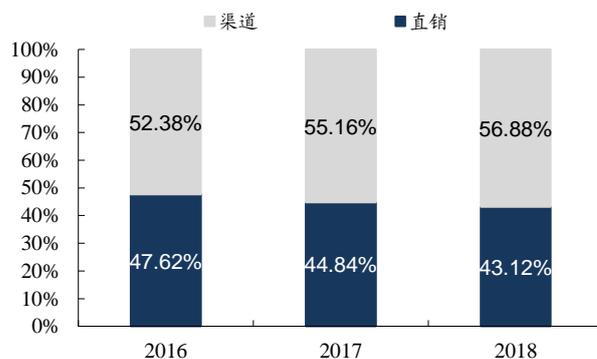
渠道+直销结合的模式,实现市场最大化覆盖。公司采取多级渠道商和直接销售相结合的模式,依靠渠道销售等合作伙伴实现最大程度的市场覆盖。自2017年开始确立渠道政策,加强对渠道商的赋能和技术支持,提升渠道商的技术服务能力,使得渠道商具备一定的网络信息安全基础产品的现场安装实施能力。2016-2018年渠道的营收占比分别为52.38%、55.16%、56.88%,销售占比不断提升。

图 5: 公司的销售模式

图 6: 渠道和直销比例接近



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

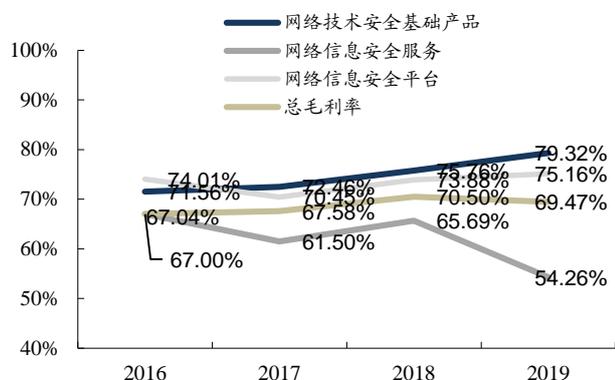


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

渠道建设带来整体毛利率提升,费用率稳定。公司2016-2019年的毛利率分别为67.04%、67.58%、70.50%、69.47%。安全基础产品毛利率上升主要是由于确立渠道政策后,渠道模式下由渠道商自行负责网络信息基础类信息产品实施安装的订单增加,从而使渠道模式下网络信息基础类安全产品的人力投入减少,毛利率提升。平台系统的毛利率上升主要受益于成本支出相对固定,收入高速增长下,规模效应使得成本占收入比重下降。2017-2019年公司总期间费用率稳定,销售费用率增长主要系公司业务处于拓展期,加大

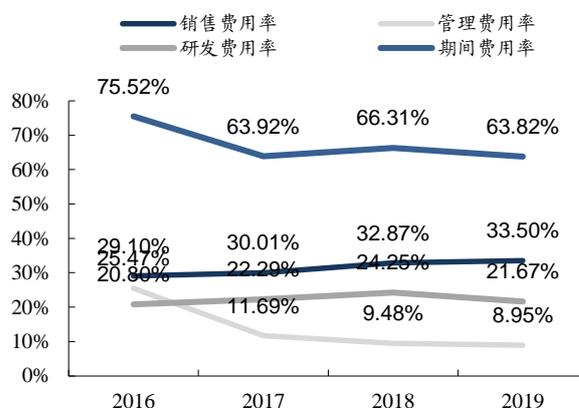
销售人员投入。2016 年总期间费用率较高，主要是 2016 年对骨干员工实施股权激励，确认了 4215.12 万元的股份支付，导致该年管理费用率较高。

图 7: 整体毛利率稳定



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 期间费用率稳定



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

重视研发, 保持高研发投入。公司重视研发投入, 2019 年研发费用达到 2.05 亿元, 研发费用率达 21.67%, 高于行业平均水平。截止 2020 年 H1, 研发人员共有 799 人, 占公司总员工人数的 32.93%。2020 年上半年公司新申请专利 81 项, 获得批准专利 43 项(43 项均为发明专利), 新增已登记的软件著作权 9 项。

图 9: 研发费用支出情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 研发费用率在 20% 以上



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 1: 研发费用率同行业对比

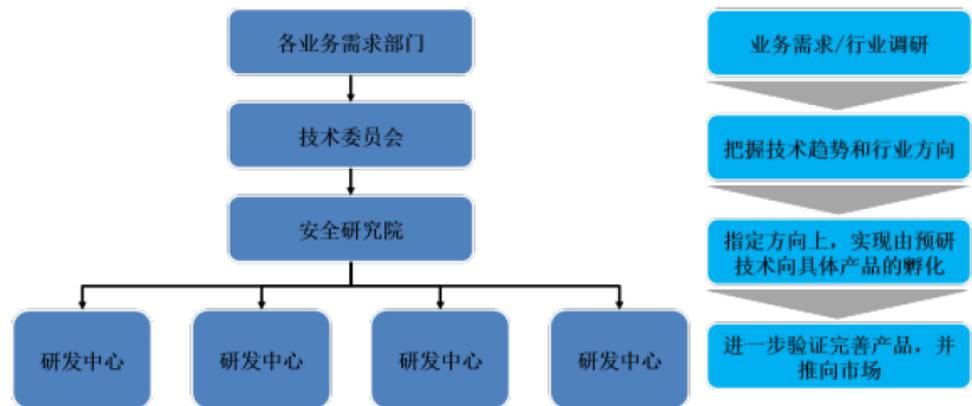
| 研发费用率 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年度 |
|-------|---------|---------|---------|---------|
| 绿盟科技 | 16.14% | 19.13% | 20.14% | 18.63% |
| 启明星辰 | 18.72% | 17.63% | 21.19% | 19.11% |
| 深信服 | 20.10% | 19.34% | 24.16% | 24.86% |
| 蓝盾股份 | 8.22% | 8.65% | 9.57% | 11.03% |
| 迪普科技 | 25.17% | 23.27% | 22.43% | 20.40% |
| 北信源 | 10.66% | 11.64% | 12.21% | 12.97% |

| | | | | |
|------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 任子行 | 11.64% | 12.71% | 14.01% | 19.83% |
| 平均值 | 15.81% | 16.05% | 17.67% | 18.12% |
| 安恒信息 | 20.80% | 22.29% | 24.25% | 21.67% |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

设立安全研究院和产品研发中心两大研发机构。公司注重创新研发，形成了围绕“技术委员会-安全研究院-产品研发中心三级管理架构”为核心的全面独特的创新研发模式。安全研究院致力于前沿技术预研、创新业务探索和核心能力积累。研究院下设海特实验室和卫兵实验室，多年来在大数据安全、云安全、物联网安全、应用安全、人工智能、数据加密领域等均有重要成果输出，并且进行持续的漏洞挖掘研究，近三年内为国内外提交超过300个安全漏洞，其中CVE认证的安全漏洞超过180个，对象覆盖国内外多家大型互联网公司。公司设立多个研发中心，主要承担对研究院阶段性成果的产品开发与落地工作，研发中心主要由AiLPHA大数据实验室、明鉴事业群、网关事业群、天池、风暴中心等多个子部门组成，除负责公司现有产品的迭代升级研发外，还覆盖云安全、移动安全，智能设备安全、大数据安全、工控安全等多个新兴领域产品的开发。

图 11：技术委员会-安全研究院-产品研发中心三级管理架构



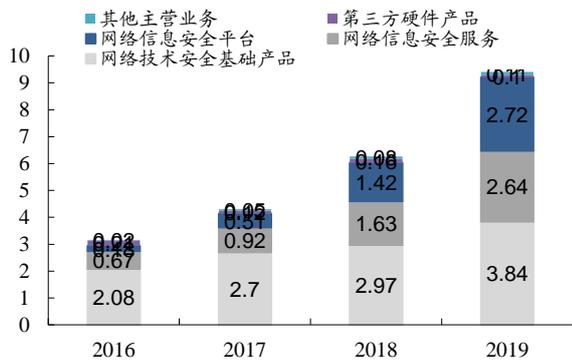
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 新兴安全业务成为增长主要驱动力

围绕新领域，推出众多信息安全平台产品。公司在“新场景”围绕着新的监管政策要求、新的信息技术提出了有针对性的综合信息安全解决方案，推出了众多信息安全平台类产品，如网络安全态势感知预警平台、AiLPHA大数据智能安全平台、天池云安全管理平台等，并逐步涉入物联网安全、工业控制及工业互联网安全等领域。这些产品正在助力网信办、公安以及其他众多监管部门，做到网络安全面感知、监测预警、通报处置和监管追溯的闭环，提升网络安全监管和决策能力。并在数字经济时代，赋能云计算、大数据、物联网、工业互联网、人工智能与网络安全的深度融合。

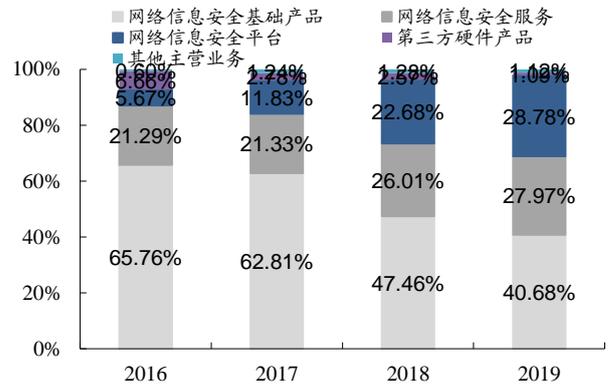
新兴安全产品和服务已经成为收入主要来源。公司营业收入来自于网络技术安全基础产品、网络信息安全平台、网络信息安全服务、第三方硬件产品等，2019年网络技术安全基础产品收入占比 40.68%，是公司收入第一来源，但主要由新兴安全构成的网络信息安全服务和网络信息安全平台分别占总营业收入的 28.78%和 27.97%，合计已经超过基础产品成为收入主要来源。

图 12: 公司各业务营收 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 各业务营收占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

新兴安全多款产品市占率领先。公司多项核心产品包括 Web 应用防火墙 (WAF)、态势感知、云安全、堡垒机、日志审计系统等均持续多年位于国内领先地位, 市场份额位居行业前列。

表 2: 安全产品市占率领先

| 产品名称 | 市场份额及排名 |
|----------------------|---|
| Web 应用防火墙 | Frost&Sullivan: 2017 年度市场占比 16.7%, 排名第 2 安全牛: 市场规模第 1 |
| 数据库审计与风险控制系统 | 赛迪顾问: 2017 年度市场占比 7.2%, 排名第 2。2016 年度市场占比 4.4%, 排名第 4 |
| 运维审计与风险控制系统 | 赛迪顾问: 2016 年度市场占比 14.5%, 排名第 3 |
| Web 应用弱点扫描器、远程安全评估系统 | 赛迪顾问: 2017 年度市场占比 14.7%, 排名第 3 |
| 日志审计系统 | 赛迪顾问: 2018 年度市场占比 10.9%, 排名第 1 |
| 云安全产品 | 赛迪顾问: 2019 年云安全产品排名第 2 |
| 态势感知平台 | 赛迪顾问: 2018 年度市场覆盖度排名第 1 IDC: 2019 年度态势感知领导厂商, 其中战略能力排名第 1, 市场份额排名第 2 |
| 堡垒机 | Frost&Sullivan: 2019 年市场份额亚太地区并列第 1, 中国区第 1 |

数据来源：招股说明书和 2019 年年报，东吴证券研究所

2. 多点共振，网络信息安全行业高速发展

政策推动行业景气度提升。近年来随着国内外网络安全事故的频发，我国政府不断提高对网络安全的重视。2013 年以来先后设立了国家安全委员会、中央网络安全和信息化委员会。2017 年 6 月 1 日，《网络安全法》正式发布，其作为我国网络安全的基本法，使得整个行业进入合法的时代，真正做到有法可依。近两年来，与《网络安全法》相配套的等保 2.0、《密码法》等也都陆续发布或者在立法阶段，法律将渗透在网络安全的各个分支和各个行业，提高政府、企业在网络安全方面的投入，必将推动整个行业往更为规范和成熟的方向发展。与此同时，合规需求和攻防需求也将带动整个行业进入新的加速成长阶段。

表 3: 近年来网络安全相关的政策密集发布

| 时间 | 事件 | 内容 |
|------------|--------------------------------------|---|
| 2020 年 7 月 | 全国人大发布《数据安全法（草案）》 | 确立数据分级分类管理以及风险评估、监测预警和应急处置等数据安全各项基本制度；明确开展数据活动的组织、个人的数据安全保护义务，落实数据安全保护责任；坚持安全与发展并重，规定支持促进数据安全与发展的措施；建立保障政务数据安全和推动政务数据开放的制度措施。 |
| 2020 年 4 月 | 国家互联网信息办公室等 12 部门正式发布了《网络安全审查办法》 | 于今年 6 月 1 日起实施。网络安全审查重点评估关键信息基础设施运营者采购网络产品和服务可能带来的国家安全风险，包括金融、电信、交通、能源等 10 多个行业的网络系统。 |
| 2020 年 1 月 | 全国人大通过的《密码法》正式施行 | 规定使用商用密码进行保护的关键信息基础设施，其运营者应当使用商用密码进行保护，自行或者委托商用密码检测机构开展商用密码应用安全性评估，并对涉及国家安全、社会公共利益且具有加密保护功能的商用密码实施进口许可，于 2020 年 1 月 1 日正式实施。 |
| 2019 年 5 月 | 公安部正式发布《网络安全等级保护条例》即等保 2.0 | 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。 |
| 2019 年 3 月 | 国务院国资委修订印发了《中央企业负责人经营业绩考核办法》 | 条例对政府机关，国家行业主管或监管部门，能源、电信、交通等行业，明确关键信息基础设施范围，规定运营者安全保护的权利和义务及其负责人的职责。 |
| 2019 年 3 月 | 《关键信息基础设施安全防护条例》纳入《国务院 2019 年立法工作计划》 | 对关键信息基础设施安全提出强制性要求。 |
| 2019 年 3 月 | 《个人信息保护法》已列入本届立法 | 整合、修改和补充原有的法律规范，消除其间的矛盾和混乱，建 |

| | | |
|----------|------------------------------|--|
| | 规划 | 立规范、系统的法律体系，能明确基本原则、基本制度、基本行为规范和法律责任。 |
| 2018年12月 | 国务院国资委修订印发了《中央企业负责人经营业绩考核办法》 | 条例自2019年4月1日起施行。条例对政府机关，国家行业主管或监管部门，能源、电信、交通等行业，明确关键信息基础设施范围，规定运营者安全保护的义务及其负责人的职责。 |
| 2018年4月 | 国务院国资委修订印发了《中央企业负责人经营业绩考核办法》 | 条例对政府机关，国家行业主管或监管部门，能源、电信、交通等行业，明确关键信息基础设施范围，规定运营者安全保护的义务及其负责人的职责。 |
| 2017年6月 | 《中华人民共和国网络安全法》正式施行 | 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。 |

数据来源：网信办官网，东吴证券研究所

等保 2.0 正式实施，重点纳入新保护对象。2019年5月13日等保 2.0 国家标准正式发布，并于2019年12月1日开始实施。等保 2.0 对等保对象和内容进行了补充，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，加强对云计算、大数据、物联网、移动互联网和工业控制信息系统等保护对象的安全要求。

图 14: 等保 2.0 和等保 1.0 基本要求变化

| | 等保1.0 | 等保2.0 |
|------|---------------------------|---|
| 保护内容 | 定级、备案、建设整改、等级测评和监督检查等五个规定 | 定级、备案、建设整改、等级测评和监督检查等五个规定的基础上，增加风险评估、安全监测、通报预警、案事件调查、数据防护、灾难备份、自主可控、供应链安全、效果评价、综合治理等这些与网络安全密切相关的措施 |
| 保护对象 | 一个基本要求 1) 网络和信息系统 | 安全通用要求和安全扩展要求: 1) 安全通用要求 2) 云计算安全扩展要求 3) 移动互联网安全扩展要求 4) 物联网安全扩展要求 5) 工业控制系统安全扩展要求 新增市场规模: 528.4亿元-1321亿元 |
| 监管对象 | 体制内 | 全社会 |

数据来源：网信办官网，东吴证券研究所

新技术发展催生新兴安全领域需求。传统信息安全产品已经进入了成熟期，传统信息安全市场参与者相对稳定，未来将保持稳定增长的态势。相比之下，云计算、大数据、物联网、移动互联网的不断发展，网络安全的范畴发生了很大的变化，催生了以云安全、大数据安全、工控安全等新兴领域安全为主的新安全需求，新兴安全市场不断成长，发展前景更为可观。

新兴安全领域增速高于行业整体增速，呈加速发展态势。在政策和数字化经济转型的驱动下，我国网络安全行业仍将保持较快的增长。根据 IDC 预测，2020 年中国网络安全市场总体支出将达到 78.9 亿美元，较 2019 年同比增长 11.0%，到 2024 将增长至

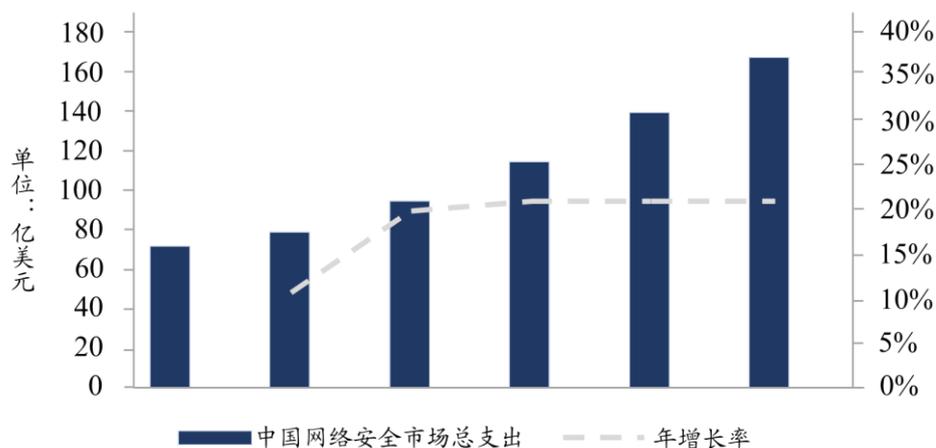
图 15: 等保 2.0 相比 1.0 法律效力提升

| | 等保1.0 | 等保2.0 |
|---------|---|---|
| 名称 | 信息(系统)安全等级保护 | 网络安全等级保护 |
| 顶层规范性文件 | 计算机信息系统安全保护条例 (行政法规) | 网络安全法 (法律) |
| 核心体系稳健 | 信息安全等级高保护管理办法 (部门规范性文件) | 网络安全等级保护条例 (行政法规) |
| 配套标准 | 以GB/T 22239/28448等为核心的信息系统安全等级保护标准及其他配套标准 | 以修订GB/T 22239/28448等为核心的网络安全等级保护标准及其他配套标准 |

数据来源：网信办官网，东吴证券研究所

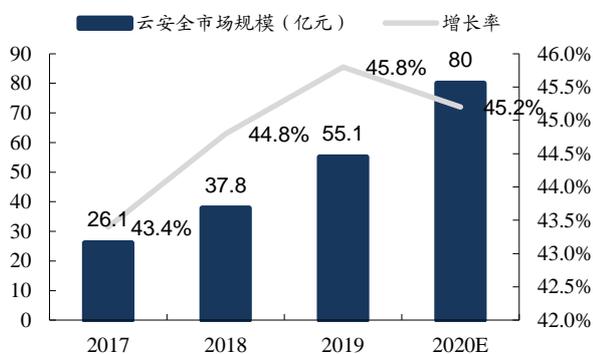
179.0 亿美元, 2020-2024 年 CAGR 为 18.7%。而根据中国信通院的预测, 2019 年云安全、大数据、物联网安全、工控安全等新兴安全领域的总市场规模为 347.1 亿元, 同比增速为 39.4%, 高于网络安全市场的总体增速; 2020 年将达到 495.3 亿元, 同比增速为 42.7%, 呈现加速增长的态势。

图 16: 2019-2024 年中国 IT 安全支出规模预测



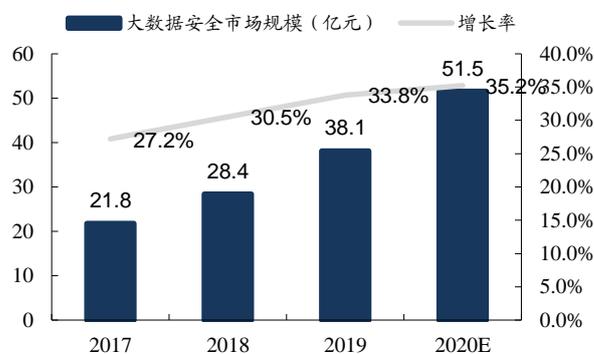
数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图 17: 2017-2020 年中国云安全市场规模及增速



数据来源: 中国信通院, 东吴证券研究所

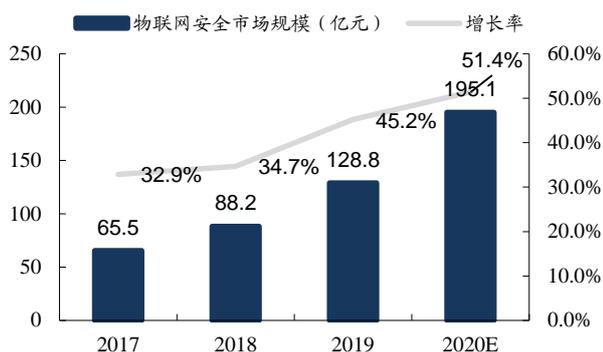
图 18: 2017-2020 年中国大数据安全市场规模及增速



数据来源: 中国信通院, 东吴证券研究所

图 19: 2017-2020 年中国物联网安全市场规模及增速

图 20: 2017-2020 年中国工业互联网安全市场规模及增速



数据来源：中国信通院，东吴证券研究所



数据来源：中国信通院，东吴证券研究所

安全体系建设从被动式往主动式转变。近年来，网络攻击由过去黑客炫技的个人行为，发展成有组织的犯罪或者攻击行为，呈现手段专业化、目的商业化、源头国际化及载体移动化的趋势。传统的安全防御体系根本无法抵御当前的网络攻击，整个行业正在由被动防护向主动防御模式转变。

态势感知是主动防御体系的安全大脑。随着互联网的迅猛发展，网络安全态势感知应运而生，其工作原理是对网络环境中引起网络态势发生变化的安全要素信息进行获取、理解，评估网络安全的状况，预测其发展趋势，并以可视化的方式展现给用户，帮助用户实现相应的安全决策与行动，从而实现积极主动的动态安全防御。被动防御时代以边界防护为主，防火墙是最重要的产品，主动防御时代安全大脑是防御体系中最核心的组成部分，而态势感知充当的就是安全大脑的角色。

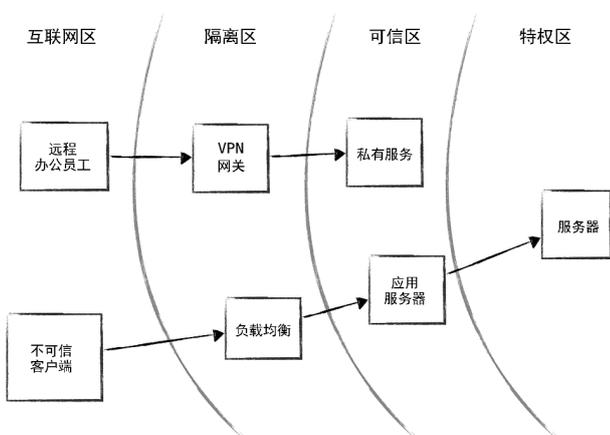
图 21: 态势感知是主动防御的安全大脑



数据来源：环球网，东吴证券研究所

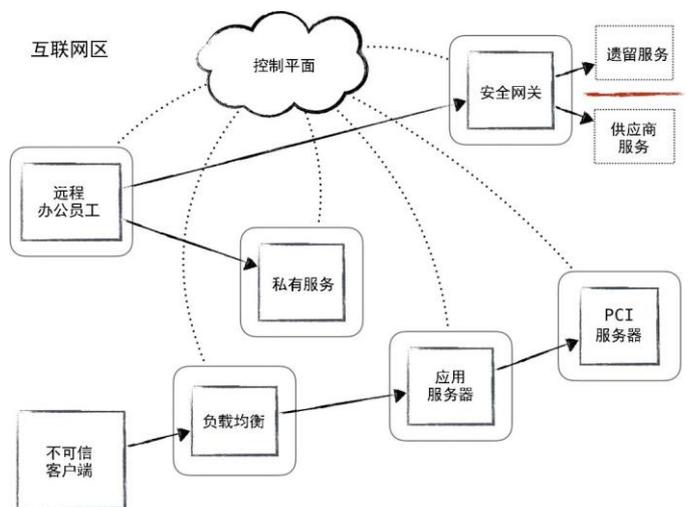
零信任安全架构正逐步取代传统基于网络边界的安全架构。传统的安全架构通过边界防护设备划分出企业内网和外网，并以此构建企业安全体系，内网用户默认享有较高的网络权限，而外网用户接入内网都需要通过 VPN。随着云计算、大数据、物联网、移动互联网等技术的兴起，带来日趋开放和复杂的网络边界，灵活的移动办公，内网边界也日趋复杂与模糊，让基于边界的安全防护逐渐失效，来自企业外部的欺诈和内部的信息泄露造成的损失逐年剧增，一种基于“零信任框架模型”的网络安全架构由此诞生。零信任体系对外部公共网络和本地网络的设备在默认情况下都不会授予任何特权，用户无论在哪里，无论什么时间，只有使用通过受控设备、通过身份认证，且符合“访问控制引擎”中的策略要求，通过专用访问代理才能访问特定的公司内部资源。

图 22: 传统的网络安全架构



数据来源:《零信任网络》, 东吴证券研究所

图 23: 零信任架构



数据来源:《零信任网络》, 东吴证券研究所

零信任的核心思想可以概括为：网络边界内外的任何访问主体（人/设备/应用），在未经过验证前都不予信任，需要基于持续的验证和授权建立动态访问信任，其本质是以身份为中心进行访问控制。

3. 重点布局新兴安全领域，态势感知领域龙头地位确立

3.1. 云安全领域体系化布局

3.1.1. 云安全领域布局

公有云安全、私有云安全和 SaaS 安全服务齐头并进。云安全主要面对的市场包括公有云安全、私有云安全以及 SaaS 安全服务三个领域。公司云安全产品系列实现全板块覆盖。在公有云领域，公司云堡垒机、云数据库审计等相关产品累计保护数千家云上企业用户，云堡垒机服务和保护的云主机更是达到了几十万台以上。在私有云领域，天池云安全平台汇聚安恒多年安全技术积淀以及部分生态伙伴安全能力，构建了覆盖云检测、云防御、云审计、云服务于一体的云安全资源池，可以为私有云用户提供一整套的云安全解决方案

和城市级云安全运营方案。在 SaaS 安全服务领域，玄武盾为该市场主要领导者。

在公有云领域，2015 年开始与阿里云合作，成为安全市场首批安全供应商，目前公司云堡垒机、数据库审计等相关产品累计保护上千家企业用户，云堡垒机服务和保护的主机更是达到了几十万台以上。目前安恒的云安全产品已经上线包括阿里云、腾讯云、华为云、AWS 亚马逊、中国电信天翼云、中国联通沃云等在内的十多家国内外主流公有云平台。

图 24: 天池云安全管理平台



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

在私有云（专有云）领域，公司在 2016 年率先推出了天池云安全管理平台，平台汇聚安恒信息多年安全技术积淀以及部分生态伙伴安全能力，构建了覆盖云检测、云防御、云审计、云服务于一体的云安全资源池。可以为私有云（专有云）用户提供一整套的云安全解决方案和城市级云安全运营方案。目前已经成功应用到 50 多个省市政务云、运营商政企云、警务云等行业云平台。并通过与华为云、阿里云、浪潮云等云服务商战略合作，实现了双方平台融合对接，大大增强了云安全方案的竞争力和交付能力。

在 SaaS 安全服务领域，公司的云防护产品玄武盾自 2016 年发布以来，目前共防护超过数十万个互联网系统，为政府、教育、金融、医疗、企业等行业用户提供基于云端的安全防护服务，平均每天清洗的访问多达上亿次，每天拦截的攻击次数多达 600 多万次，累计拦截 54 亿次攻击。玄武盾成为 saas 安全服务市场的主要领导者，先后为杭州 G20 峰会、乌镇世界互联网大会、“一带一路”国际合作高峰论坛、青岛上合峰会等多个大会官网提供重点安全保障。

3.1.2. 云安全战略升级，全新云安全品牌——“安恒云”正式发布

多云和混合云是云平台技术的主要演进路线。目前云平台技术向多种云和混合云的发展演进路线，公司云安全产品在两个方面来进行发展，一是云安全管理平台在跨多个云平台的管理能力提升，提供自动化资源调度和安全运维。二是利用大数据资源增强威胁情报能力，提升云平台数据安全管理和防护能力，提升安全产品的协同防护能力。

云战略升级，发布多云管理和多云安全管理一站式鼓舞平台——安恒云。2020 年 9 月 9 日，安恒信息对云战略进行了升级，成立了云 BG，正式发布集多云管理和多云安全管理于一体的一站式服务平台——安恒云。安恒云向上连接用户、向下连接云提供商和数据中心，左右连接生态合作伙伴，致力于为整个生态提供更加完善的安全产品和安全解决方案。

安全仍是安恒云的核心所在。安恒云的定位，不是一朵云（不是类似阿里云、腾讯云这样的公有云），也不仅仅是多云管理平台，而是一个集多云管理和多云安全管理于一体的一站式服务平台，安恒云的核心还是『安全』。安恒云提供了满足等级保护三级要求，具备高可用、高价值、极致体验、以 SAAS 化服务模式为主的安全能力。目前安恒云有两种服务模式，分别为在线 SaaS 服务模式和本地私有化服务模式。

3.2. 大数据安全平台先发优势明显，态势感知平台行业第一

公司大数据安全平台的核心产品主要为：网络安全态势感知预警平台、AiLPHA 大数据智能安全平台。

态势感知解决方案正在成为新一代防御体系的核心。态势感知是一种基于环境的、动态、整体地洞悉安全风险的能力，是以安全大数据为基础，从全局视角提升对安全威胁的发现识别、理解分析、响应处置能力的一种方式，最终是为了决策与行动，是安全能力的落地。态势感知主要应用在监管、金融、运营商、政府、教育、能源等行业，由于行业特性，各行业客户对态势感知所提供的技术需求也有所不同。IDC 认为态势感知解决方案正在成为新一代防御体系的核心。

表 4: 各个行业对态势感知产品的需求不同

| 行业 | 对态势感知需求 |
|----|---------|
|----|---------|

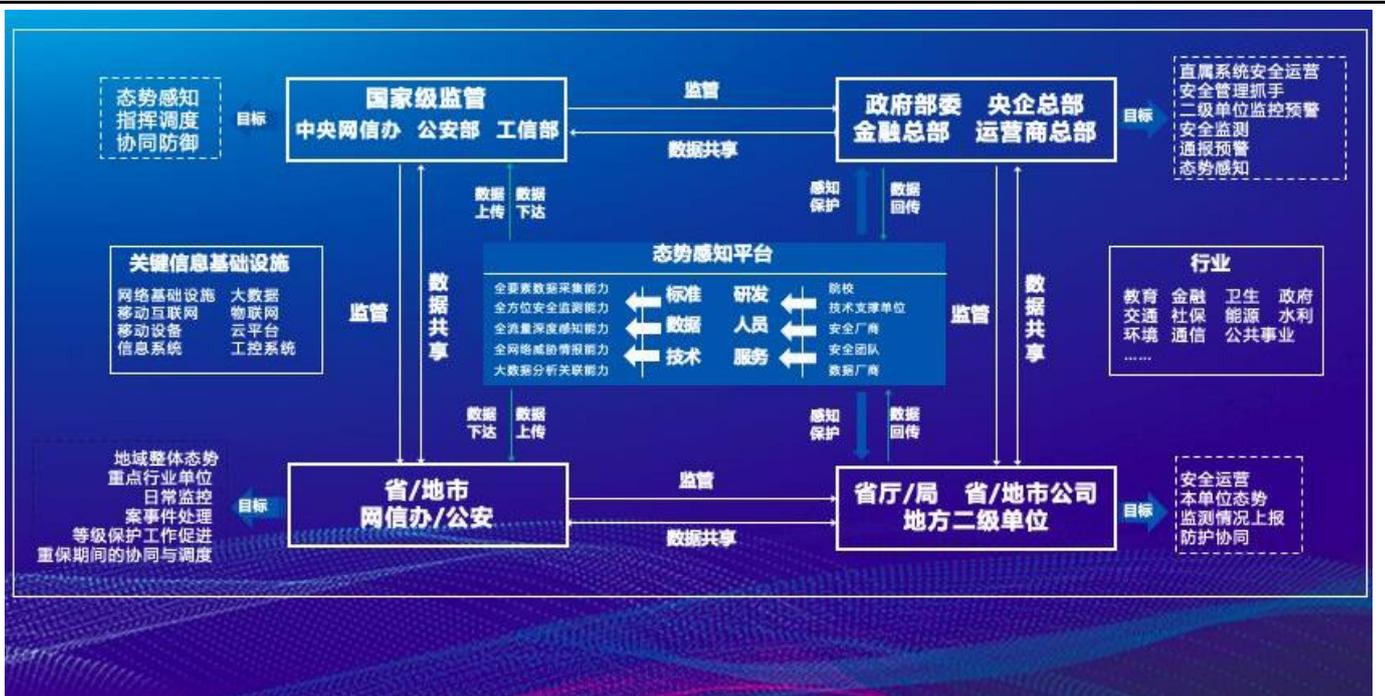
| | |
|------|--|
| 监管机构 | 注重掌握全网或本行业安全状态及威胁告警、可监控攻击态势、定位安全事件 |
| 公安系统 | 关注管辖范围内的关键基础设施，企事业单位的安全态势感知，发现安全隐患，推动等保和整改 |
| 政府机构 | 需求重点，在对外部攻击防范，高级威胁检测和自身的威胁感知 |
| 金融行业 | 有着更多的业务场景，注重态势感知系统的关联分析能力、威胁告警精确度、用户行为分析能力，以达到更深入的安全运营能力 |
| 运营商 | SOC 基础良好，除了自身的安全，也会注重利用本身的数据资源优势，拓宽其他行业市场 |
| 能源行业 | 由于 IT 设备的种类繁多，生产安全关系重大，因此更注重产品的兼容性、保障生产运营的可连续性等 |

数据来源：安全牛，东吴证券研究所

态势感知列入“十三五”国家信息化规划。“十三五”国家信息化规划中明确将“全天候全方位感知网络安全态势”列为健全网络安全保障体系要求。态势感知平台的目标市场包括两种类型的客户，第一类是监管类行业态势感知平台，主要用户是各级公安和各级网络安全和信息化委员会办公室。第二类是关键信息基础设施保护类态势感知，主要客户是运营商、金融、大型央企以及各级部委和政府用户等。

态势感知平台目前增长迅速。主动防御和预测细分领域，尤其是态势感知平台在近年取得快速增长。2017-2018 年政府部门监管侧态势感知平台、企业端主动防御用态势感知平台项目发展较快，几乎所有网络信息安全公司都参与到这个安全管理和监测平台建设中。根据安全牛统计，2017 年国内态势感知市场规模约计 20 亿，占整个安全市场的 5% 左右，预计 2020 年态势感知整体市场规模将超过 50 亿。

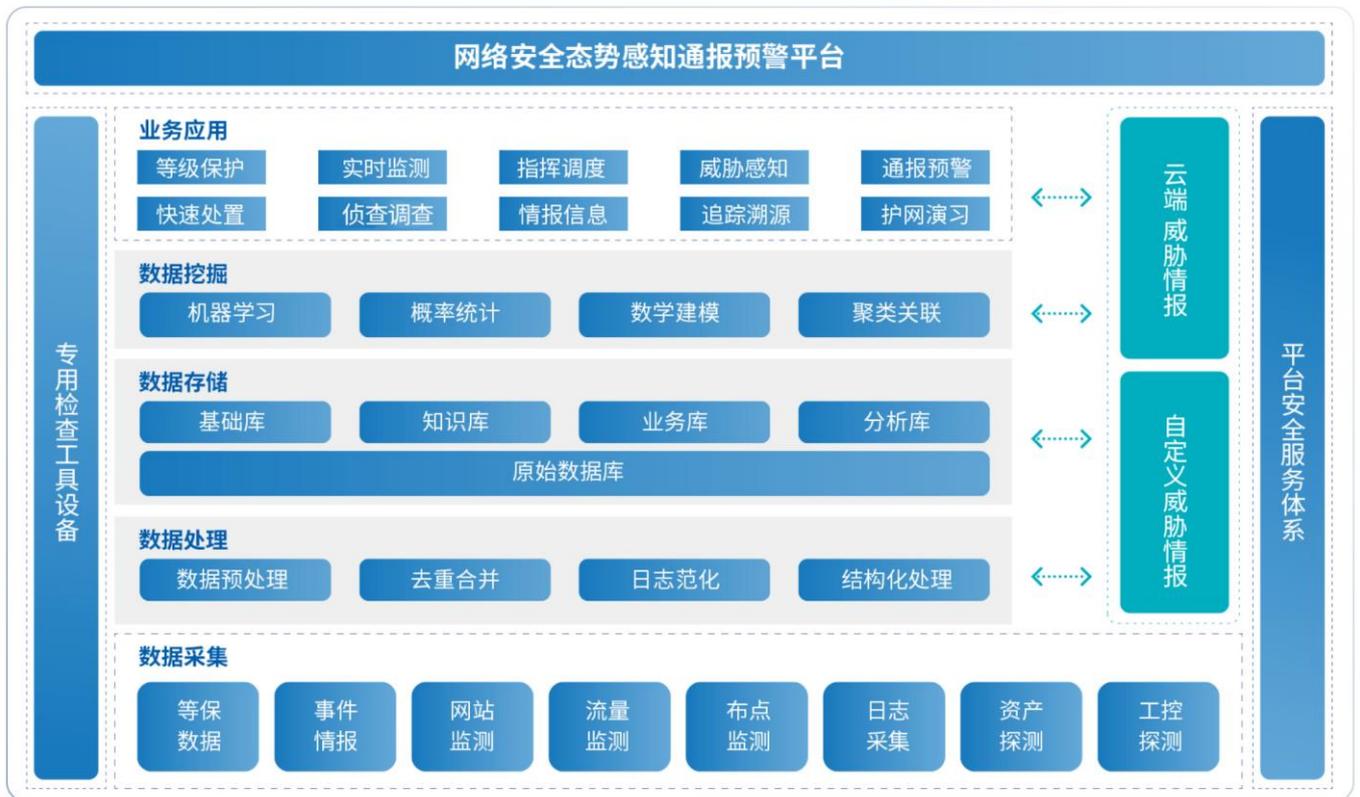
图 25：网络空间新监管体系



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

深耕态势感知行业，积累丰富经验和成果。安恒从 2015 年开始加入公安部最初的态势感知平台规划，并且成为主要的技术支持单位，是公安和网信行业态势感知的主要建设和推动者。参与了多项态势感知行业和国家标准的制定，也是业内少数能够提供从底层数据采集、处理、存储、分析挖掘和上层业务应用建设全方位建设能力的安全企业。公司态势感知产品在公安行业至今累计成交合同约 120 例，包含十多个省级平台以及近百个地市级平台。在网信、政府、金融、教育、电力及其他央企部委或行业主管单位累积成交合同约 90 多例，其中包含多家大型央企与部委的国家级试点项目。同时，目前态势感知平台已支持并对接 200 多种品牌设备数据，采用大数据技术、人工智能模型分析研判技术和多维态势分析技术，能够结合用户实际网络信息安全业务场景提供深度数据挖掘能力。

图 26: 网络安全态势感知通报预警平台数据流转示意图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

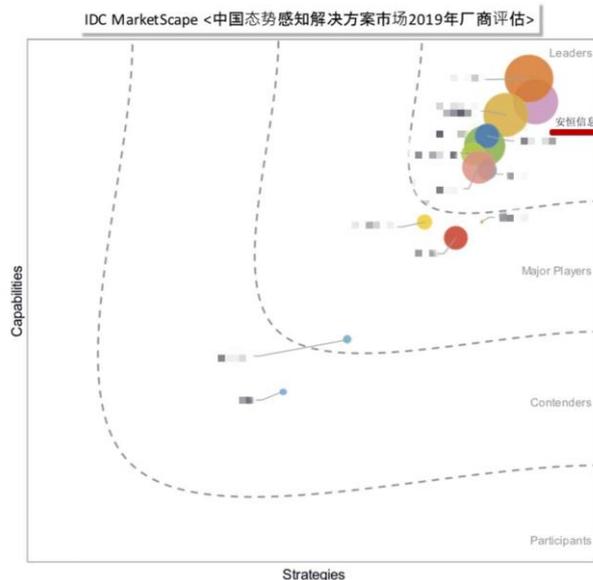
态势感知排名第一。在安全牛 2018 年 11 月发布的市场研究报告中，安恒的网络安全态势感知预警平台在态势感知象限中排名第一。在 IDC “态势感知解决方案市场 2019 年厂商评估”中，安恒信息在中国态势感知解决方案市场中处于领导者位置。

图 27: 安恒信息态势感知产品排名第一

图 28: 公司被 IDC 评估为态势感知市场的领导者



数据来源：安全牛，东吴证券研究所



数据来源：IDC，东吴证券研究所

表 5: 态势感知平台订单和收入

| 产品类别 | 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1-6 月 |
|----------|---------------|---------|---------|---------|--------------|
| 态势感知预警平台 | 订单数 (个) | 2 | 25 | 56 | 17 |
| | 总收入 (万元) | 1440.30 | 2922.13 | 5936.72 | 3388.90 |
| | 单笔合同平均收入 (万元) | 72.00 | 116.89 | 106.01 | 199.35 |

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

主打 AiLPHA 大数据智能安全平台。传统以防御为主的安全解决方案，难以应对持续性的安全攻击和隐蔽性的安全威胁，顺应大数据发展趋势，公司于 2017 年开始进行 AiLPHA 大数据智能安全平台预研，并于 2018 年正式立项并快速完成 1.0 版本推向市场。AiLPHA 大数据智能安全平台是公司安全平台系统系列产品之一。为用户的内外网安全提供全局性的安全态势感知和业务不间断运行的安全保障能力。在正式推出的第一年，AiLPHA 大数据智能安全平台迅速得到市场认可，用户覆盖了全了国 30 多个省份，服务超过百家政企客户。目前在政府、公司、金融、教育、医疗、运营商、能源等领域均有成熟完善的应用案例。

图 29: AiLPHA 大数据智能安全平台



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

基础产品线大数据化更新助力。 AiLPHA 大数据智能安全平台运用大数据技术，集成超大规模存查、实时智能安全分析、用户行为分析（UEBA）。多维安全可视化、智能联动安全防护设备形成闭环等模块。具备全网流量异常检测、多元异构日志关联、核心数据安全挖掘、办公及应用威胁检测等能力。为用户的内外网安全提供全局性的安全态势感知和业务不间断运行的安全保障能力。同时，新版数据库审计实现了存储时间任意扩展，具备了 100 亿条数据检索仅需 6-8s 的快速查询性能；新版日志审计也已采用了新一代大数据计算处理框架，实现了超大规模日志留存，秒级日志检索和专家级日志分析的优势能力。

3.3. 物联网安全和工控安全推出多款产品

签署省级物联网协定，推出多款物联网产品。 2015 年，安恒信息与多家浙江省机关单位签署了《共建嵌入式设备网络安全联合实验室战略合作框架协议》，是该战略合作中的主要网络信息安全研究力量，拥有产业界第一手的研究数据和实验成果。目前公司已推出三款物联网安全产品：物联网安全心、物联网安全监测平台和物联网安全态势感知与管控中心。2018 年 4 月，与大华科技达成战略合作，为大华的部分高端摄像头在出厂前提供具有嵌入式终端安全防护能力的“物联网安全心”，并为其提供视频安全解决方案。

图 30：物联网安全监测平台



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

国内第一批研究工控安全的公司，工控安全产品体系已经初步形成。产品主要包括工业安全监测与态势感知平台、工业防火墙、工控安全监测审计平台、工控安全漏洞扫描平台。结合当下态势感知热潮，安恒信息积极研究开发态势感知和工控安全的交叉领域。2017年9月，安恒基于大数据的工控态势感知监测预警系统软件 V2.0 成功登记软件著作权。2018年8月，该系统获得浙江省经信委颁布的优秀工业新产品奖。公司主动配置该新兴细分领域，争得该领域先动者优势。

图 31: 工控安全平台



数据采集设计

在设计过程中首先是数据采集的问题，安恒秉承着还原安全事件根本原因的原则作出如下设计：

企业侧探针

- 企业侧生产网异常流量识别；
- 企业侧互联网异常流量识别；
- 资产脆弱性信息核查；
- 主机异常行为检测。

运营商侧探针

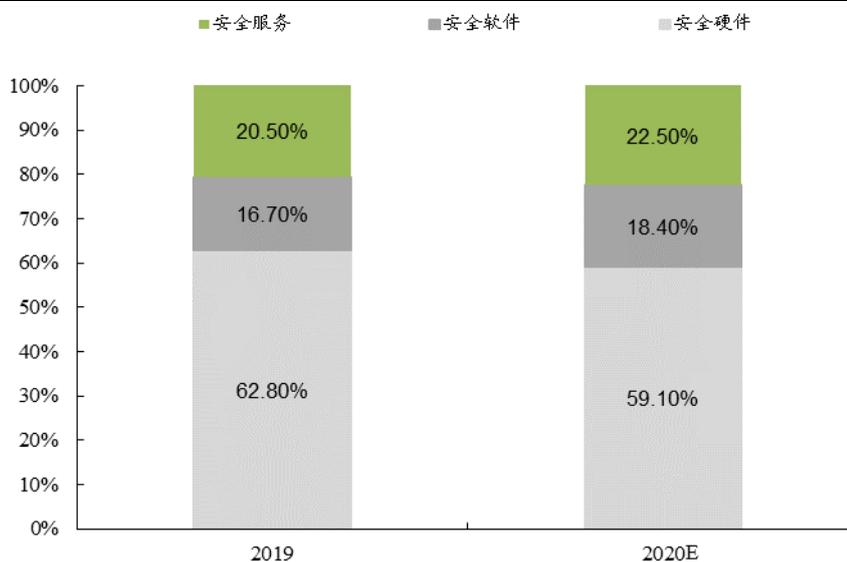
- 筛选符合工业通讯协议及工业相关地址流量,进行深度分析；
- 精准资产识别；
- 漏洞利用验证；

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 安全服务需求日益增加，“新服务”致力于服务 SaaS 化

中国网络信息安全市场持续向服务化转型，安全市场结构进一步优化。在网络信息安全产业发展过程中，大多数是由合规需求驱动的，而近年来的灾难性攻击表明网络风险是重大威胁，网络威胁正向多样化和复杂化的方向演化，传统的单一安全产品的模式已经很难满足客户的安全防护需求。企业开始把安全视为一项重要的商业风险，以风险评估、安全管理咨询、安全应急响应、安全托管服务等为主的安全服务越来越受到用户的青睐。随着虚拟化及云理念渗透，网络信息安全盈利模式将由软硬件产品销售向服务模式逐步转变。IDC 数据预测，2020 年中国安全服务的支出占比为 22.5%，比例不断提升。

图 32：安全软件和服务占比进一步提升



数据来源：IDC，东吴证券研究所

紧跟网络安全行业的发展趋势，大力发展安全服务业务。公司“新服务”针对网络安全形势、政企用户需求的变化，从提供专业产品向提供专业服务模式进行转变，为用户提供从安全规划、安全设计、安全建设到安全运营的一站式专业安全服务。公司风暴中心推出的 SaaS 云安全服务模式是国内较早利用云计算来提供集约化安全能力的服务创新模式，实现了云监测、云 WAF、云 DDoS 清洗以及云端威胁情报的服务能力。上述能力加上城市安全大脑、全天候“三位一体”的态势感知、国家级网络安保团队构成了智慧城市安全运营中心服务的核心能力。

布局智慧城市安全市场。凭借在新兴“云、大、物”安全领域的深厚的核心技术积累和影响力，以体系、平台、人才赋能，三位一体的形式打造“智慧城市安全运营中心”，向用户提供托管式城市级安全运营保障服务。目前已经在湖北（子公司湖北安恒，持股 100%）、衢州（子公司衢时代，持股 100%）、金华（子公司金华数字，持股 49%）等 3 个区域开展智慧城市安全运营中心。在智慧城市安全运营方面，公司更愿意形成轻资产

的运作模式，而不是形成设备堆叠的重资产模式，给客户提供的服务。

图 33: 智慧城市安全运营中心架构



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

安全服务团队资质好，长期为客户提供现场专业的信息安全服务。在服务方面，公司拥有一支超 190 人的专业安全服务团队，均具备一流网络与网络信息安全技术能力和丰富的攻防经验。多位服务团队成员具有国际注册信息系统安全认证专家 (CISSP)、国际信息系统审计师 (CISA)、信息安全注册工程师 (CISP)、信息安全管理体系 (ISO27001) 及主任审核员高级项目经理 (PMP) 等资质；团队成员长期致力于各方向的安全漏洞研究。公司的玄武盾云防护先后为 G20、厦门金砖会议、互联网大会、一带一路、十九大、上合峰会等多个大会官网提供重点安全保障，已成为云安全服务市场的主要领导者。

安全服务业务实现快速增长。公司凭借着自身的竞争优势实现了安全服务业务收入的快速增长。2016 年-2019 年公司网络信息安全服务业务实现营收 0.67 亿元、0.92 亿元、1.63 亿元、2.64 亿元，同比增速分别为 36.15%、77.47%、62.03%。

图 34: 公司安全服务业务加速增长 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

IDC 预测 2020-2024 年中国安全市场 CAGR 为 18.7%，其中硬件市场、软件市场、服务市场 CAGR 分别为 18.5%、30%、21.0%。

1) 安全硬件整体竞争较为稳定，增速可能低于行业整体增速考虑公司细分产品出于行业领先地位，我们预计网络安全基础产品业务 2020 年-2022 年的增速为 22%、21%、20%。

2) 网络安全盈利模式由软硬件产品向服务转型，安全服务市场增速将高于行业整体增速。公司安全服务业务近几年保持高速增长，预计未来几年将保持高速增长态势，预计 2020 年-2022 年网络信息安全服务增速为 48%、50%、40%；

3) 网络信息安全平台：作为新兴安全领域的领军企业，自 2014 年陆续推出产品及解决方案，过去几年实现高速增长。随着等保 2.0 的正式实施，云安全、物联网安全、工控安全等新兴安全领域将以超过 40% 的增速增长，预计 2020-2022 年网络信息安全平台业务增速为 75%、70%、65%。

图 35: 营收拆分与预测 (单位: 百万元)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 网络信息安全基础产品 | 270.35 | 297.37 | 384.02 | 468.50 | 566.89 | 680.27 |
| 增速 | 29.80% | 10.00% | 29.14% | 22.00% | 21.00% | 20.00% |
| 占比 | 62.81% | 47.46% | 40.68% | 34.48% | 28.49% | 23.71% |
| 毛利率 | 72.46% | 75.76% | 79.32% | 79.50% | 80.00% | 80.00% |
| 网络信息安全服务 | 91.82 | 162.95 | 264.03 | 390.76 | 586.15 | 820.61 |
| 增速 | 36.15% | 77.47% | 62.03% | 48.00% | 50.00% | 40.00% |
| 占比 | 21.3% | 26.01% | 27.97% | 28.76% | 29.45% | 28.60% |
| 毛利率 | 61.50% | 65.69% | 54.26% | 54.10% | 54.10% | 54.30% |
| 网络信息安全平台 | 50.93 | 142.12 | 271.66 | 475.41 | 808.19 | 1333.51 |
| 增速 | 183.83% | 179.02% | 91.15% | 75.00% | 70.00% | 65.00% |
| 占比 | 11.83% | 22.68% | 28.78% | 34.99% | 40.61% | 46.48% |
| 毛利率 | 70.45% | 73.88% | 75.16% | 76.00% | 77.00% | 77.50% |
| 第三方硬件产品 | 11.97 | 16.11 | 10.28 | 11.31 | 13.00 | 14.95 |
| 增速 | -43.28% | 34.65% | -36.23% | 10.00% | 15.00% | 15.00% |
| 占比 | 2.78% | 2.57% | 1.09% | 0.83% | 0.65% | 0.52% |
| 毛利率 | 4.04% | 7.51% | 0.71% | 7.51% | 7.51% | 7.51% |
| 其他主营业务 | 5.33 | 8.03 | 10.55 | 12.66 | 15.83 | 19.78 |
| 增速 | 181.28% | 50.67% | 31.35% | 20.00% | 25.00% | 25.00% |
| 占比 | 1.24% | 1.28% | 1.12% | 0.93% | 0.80% | 0.69% |
| 毛利率 | 40.28% | 40.15% | 35.54% | 40.15% | 40.15% | 40.15% |
| 收入总计 | 430.40 | 626.59 | 944.03 | 1358.64 | 1990.05 | 2869.12 |
| 增速 | 35.89% | 45.58% | 50.66% | 43.92% | 46.47% | 44.17% |
| 成本总计 | 139.52 | 184.83 | 288.18 | 408.13 | 590.54 | 837.70 |

| | | | | | | | |
|-------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 增速 | 33.61% | 32.48% | 55.92% | 41.62% | 44.69% | 41.85% |
| 毛利率 | | 67.58% | 70.50% | 71.00% | 69.96% | 70.33% | 70.80% |
| 成本/营收 | | 32.42% | 29.50% | 30.53% | 30.04% | 29.67% | 29.20% |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 预计公司 2020-2022 年营收分别为 13.59 亿元、19.90 亿元、28.69 亿元, 增速分别为 43.9%、46.5%、44.2%, 归母净利润分别为 1.34 亿元、1.92 亿元、2.71 亿元, 增速分别为 44.9%、43.5%、41.5%。

公司是国内新兴安全领域的领军企业, 依托网络安全基础产品、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。公司网络信息安全平台和网络信息安全服务主要为云安全、SaaS 安全服务和安全运营中心等安全服务业务, 业务处于前期布局阶段, 投入较大费用不匹配, 考虑采取 PS 估值。而传统的网络信息安全产品业务已经成熟, 按照 PE 估值。

PE 估值: 以行业相关性、产品结构相似性为标准, 选取启明星辰、绿盟科技、深信服作为公司的可比标的。传统安全产品业务我们预计净利率为 20%, 结合可比公司 2020 年 PE 中位数为 50 倍左右, 考虑公司产品竞争力和业绩增长较为稳定, 给予行业平均估值, 我们认为给予传统安全产品 2021 年 50 倍 PE 较为合理, 对应市值为 56.7 亿元。

表 6: 行业可比标的估值 (截至 9 月 28 日)

| | 公司 | 归母净利润 | | | 市值 (亿元) | 2019PE | 2020PE | 2021PE | 评级 |
|-----------|------|--------------|---------------|---------------|------------|--------|--------|--------|-----|
| | | 2019 (亿元) | 2020E (亿元) | 2021E (亿元) | | | | | |
| 002439.SZ | 启明星辰 | 6.88 | 8.96 | 12.09 | 322.09 | 47 | 36 | 27 | 买入 |
| 300369.SZ | 绿盟科技 | 2.27 | 3.25 | 4.30 | 154.20 | 68 | 47 | 36 | 买入 |
| 300454.SZ | 深信服 | 7.59 | 8.99 | 12.14 | 810.67 | 107 | 90 | 67 | 未评级 |
| | | | | | 平均值 | 74 | 58 | 43 | |
| | | | | | 中位数 | 68 | 47 | 36 | |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (其中深信服盈利预测取自 Wind 一致预期)

PS 估值: 目前新兴网络安全公司的 2020 年的 PS 水平在 13-15 倍之间, 考虑公司在新兴安全领域的竞争优势和行业定位, 给予公司新安全业务 2020 年 15 倍 PS, 对应目标市值约为 209.15 亿元。

表 7: 行业可比标的估值 (截至 9 月 28 日)

| | 公司 | 营收 | | | 市值 (亿元) | 2019PS | 2020PS | 2021PS | 评级 |
|-----------|-----|--------------|---------------|---------------|------------|--------|--------|--------|-----|
| | | 2019 (亿元) | 2020E (亿元) | 2021E (亿元) | | | | | |
| 688561.SH | 奇安信 | 31.54 | 44.77 | 63.06 | 666.02 | 21 | 15 | 11 | 未评级 |

| | | | | | | | | | |
|-----------|-----|-------|-------|-------|--------|----|----|----|-----|
| 688168.SH | 安博通 | 2.49 | 3.29 | 4.42 | 41.19 | 17 | 13 | 9 | 未评级 |
| 300454.SZ | 深信服 | 45.90 | 59.67 | 80.89 | 810.67 | 18 | 14 | 10 | 未评级 |
| | | | | | 平均值 | 18 | 14 | 10 | |
| | | | | | 中位数 | 18 | 14 | 10 | |

数据来源：Wind，东吴证券研究所（上述公司盈利预测取自 Wind 一致预期）

综上所述，公司目标市值为 265.85 亿元，对应目标价 359.26 元。未来云计算、大数据、工控、物联网等新兴安全领域将继续保持高速增长，作为国内新兴安全领域的领军企业，公司网络信息安全平台和服务的竞争优势和高增长态势有望维持，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 新兴安全业务推进不及预期：**新兴安全领域竞争不断加剧，公司相关业务的拓展和布局可能达不到预期，从而对业绩产生影响。
- 实控人变更风险：**两个员工持股平台限售期满后存在进行收益清算并解散的可能性，解散后实控人范渊持股比例不高于 13.52%（稀释后第二大股东持股比例不高于 10.82%，第三大股东持股比例不高于 7.02%），公司在上市后面临实际控制人变更进而影响公司稳定经营的风险。
- 对外投资减值的风险：**公司持股 48.63%的弗兰科由于前期研发投入较大，近几年投资投资收益为负，若继续产生长期股权减值，将对公司未来的利润产生一定的影响。

安恒信息三大财务预测表

| 资产负债表 (百万 元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 1,853 | 1,982 | 2,276 | 2,593 | 营业收入 | 944 | 1,359 | 1,990 | 2,869 |
| 现金 | 1,483 | 1,476 | 1,548 | 1,593 | 减:营业成本 | 288 | 408 | 591 | 838 |
| 应收账款 | 201 | 333 | 449 | 678 | 营业税金及附加 | 12 | 17 | 25 | 36 |
| 存货 | 116 | 117 | 220 | 258 | 营业费用 | 316 | 435 | 617 | 889 |
| 其他流动资产 | 54 | 56 | 60 | 64 | 管理费用 | 85 | 421 | 617 | 889 |
| 非流动资产 | 319 | 338 | 432 | 536 | 财务费用 | -3 | -41 | -43 | -45 |
| 长期股权投资 | 20 | 16 | 11 | 7 | 资产减值损失 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 281 | 256 | 298 | 367 | 加:投资净收益 | -2 | -1 | -1 | -1 |
| 在建工程 | 0 | 47 | 104 | 146 | 其他收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 7 | 7 | 7 | 5 | 营业利润 | 92 | 123 | 187 | 265 |
| 其他非流动资产 | 11 | 11 | 11 | 11 | 加:营业外净收支 | -1 | 9 | 2 | 3 |
| 资产总计 | 2,172 | 2,320 | 2,708 | 3,130 | 利润总额 | 91 | 132 | 190 | 268 |
| 流动负债 | 499 | 562 | 773 | 939 | 减:所得税费用 | -1 | -1 | -2 | -3 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 应付账款 | 154 | 198 | 312 | 412 | 归属母公司净利润 | 92 | 134 | 192 | 271 |
| 其他流动负债 | 345 | 364 | 461 | 527 | EBIT | 54 | 91 | 147 | 224 |
| 非流动负债 | 123 | 101 | 94 | 88 | EBITDA | 78 | 129 | 191 | 281 |
| 长期借款 | 107 | 86 | 78 | 72 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 16 | 16 | 16 | 16 | 重要财务与估值指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 负债合计 | 622 | 664 | 867 | 1,026 | 每股收益(元) | 1.24 | 1.80 | 2.59 | 3.66 |
| 少数股东权益 | 0 | -0 | -0 | -0 | 每股净资产(元) | 20.93 | 22.36 | 24.85 | 28.40 |
| | | | | | 发行在外股份(百万 股) | 74 | 74 | 74 | 74 |
| 归属母公司股东权益 | 1,550 | 1,656 | 1,841 | 2,104 | ROIC(%) | 3.2% | 5.2% | 7.6% | 10.2% |
| 负债和股东权益 | 2,172 | 2,320 | 2,708 | 3,130 | ROE(%) | 5.9% | 8.1% | 10.4% | 12.9% |
| | | | | | 毛利率(%) | 69.5% | 70.0% | 70.3% | 70.8% |
| 现金流量表 (百万 元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 销售净利率(%) | 9.8% | 9.8% | 9.6% | 9.5% |
| 经营活动现金流 | 217 | 61 | 179 | 175 | 资产负债率(%) | 28.6% | 28.6% | 32.0% | 32.8% |
| 投资活动现金流 | -119 | -58 | -139 | -163 | 收入增长率(%) | 50.7% | 43.9% | 46.5% | 44.2% |
| 筹资活动现金流 | 988 | -10 | 32 | 34 | 净利润增长率(%) | 20.0% | 44.9% | 43.5% | 41.5% |
| 现金净增加额 | 1,086 | -6 | 71 | 45 | P/E | 217.03 | 149.74 | 104.32 | 73.75 |
| 折旧和摊销 | 24 | 38 | 44 | 57 | P/B | 12.91 | 12.09 | 10.87 | 9.51 |
| 资本开支 | 127 | 23 | 98 | 109 | EV/EBITDA | 239.32 | 144.82 | 97.25 | 65.93 |
| 营运资本变动 | 88 | -70 | -16 | -110 | | | | | |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>