

2021年08月16日

证券研究报告·公司研究报告

安恒信息 (688023) 计算机

买入 (上调)

当前价: 310.14元

目标价: 405.00元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

新兴安全供应商，优质赛道表现亮眼

投资要点:

- **推荐逻辑:** 1) 新产品布局广泛，稳抓高增速赛道；2) 政策助推客户网安投入比例翻倍增长；3) 平台型产品收入快速提升，增速将维持60%左右水平。
- **营收及利润快速增长，网络信息安全业务带动公司稳健发展。**网络信息安全基础产品方面，公司紧跟国内发展趋势及用户需求，不断率先推出新产品并根据客户的不同需求提供全方面服务，业务规模逐步扩大，2020年实现营收4.61亿元，同比增长20.15%。网络信息安全平台方面，公司推出APU攻击预警平台、安恒EDR新版本及多个信息安全管理及治理平台，以应对新型复杂的攻击，2020年实现营收4.45亿元，同比增长63.91%。网络信息安全服务方面，面对2020年新应用场景的普及，公司积极把握企业信息化转型，结合大数据处理算法提供对威胁感知及预警能力，2020年实现营收3.68亿元，同比增长39.52%。预计公司三大网络信息安全业务将持续呈增长趋势，带动公司稳健发展。
- **把握信息安全市场转型机遇，行业发展前景广阔。**随着云计算、大数据、及移动互联网的快速普及及广泛应用，新型安全漏洞不断出现。加强网络信息安全得到各企业的重视，需求不断涌现。网络信息安全作为公司核心业务，公司积极把握国内经济数字化转型机遇。2020年，国家出台多个针对于网络安全产业发展的新政策，“等保2.0”政策出台后，各企业及政府加大对行业的关注及投入。2020年因疫情影响，虚拟化及云服务的大量普及为网络安全发展提供了新的契机，盈利模式由软硬件产品向服务逐步转型。
- **继续加大研发投入及创新能力，为新产品融入各领域布局。**公司围绕“云、大、物、工、智”的发展策略，持续加大研发投入，积极开拓市场，技术领先优势显著。公司在云安全领域进行升级，推出“安恒云”平台，融合多云及安全管理，为数字化转型战略落地打下坚实基础。在物联网、工业互联网、及智能城市领域，公司也在加快推出新技术产品，打造一体化、全覆盖的产品体系。2020年，公司研发投入3.12亿元，占营业收入比例高达52.40%。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2021-2023年归母净利润将保持46.8%的复合增长率。考虑到国内数据安全、网络安全等政策的不断颁布，以及我国网安行业市场空间的稳健增长和客户需求的转型升级，公司作为新兴场景下的网安龙头企业，将会迎来订单量的快速增长，给予公司2021年16倍PS估值，对应目标市值300亿元，上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 下游客户需求放缓风险、政策风险、订单不及预期风险等。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1322.97	1866.32	2716.13	3898.16
增长率	40.14%	41.07%	45.53%	43.52%
归属母公司净利润(百万元)	134.12	187.82	278.57	423.88
增长率	45.43%	40.05%	48.31%	52.16%
每股收益EPS(元)	1.81	2.54	3.76	5.72
净资产收益率ROE	7.88%	13.77%	13.32%	17.23%
PE	170	122	82	54
PB	13.69	16.94	11.03	9.37

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅

执业证号: S1250517050002

电话: 021-58351932

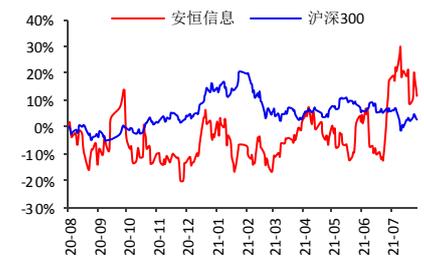
邮箱: cxya@swsc.com.cn

联系人: 叶泽佑

电话: 021-58351932

邮箱: yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.74
流通A股(亿股)	0.52
52周内股价区间(元)	215.18-375.10
总市值(亿元)	230.00
总资产(亿元)	21.60
每股净资产(元)	0.70

相关研究

1. 安恒信息 (688023): 业绩超预期, 全年业绩有望实现高增长 (2020-10-27)
2. 安恒信息 (688023): 业绩符合预期, 新兴安全业务持续看好 (2020-08-21)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司为网络信息安全领域的赋能者	1
1.1 网络信息安全领域后起之秀，产品线持续拓宽.....	1
1.2 股权结构稳定，技术实力强大.....	2
1.3 业绩高速增长，盈利能力持续攀升.....	4
1.4 直销与渠道销售相结合，客户资源丰富 8.5.....	5
2 网络信息安全行业进入高速发展期	7
2.1 数字化转型和工业 4.0 时代下，行业发展迅速.....	7
2.2 技术发展及政策加持，市场空间有望加速释放.....	10
2.3 市场格局趋于集中，头部安全厂商优势各异.....	14
3 丰富产品，多元平台，赋能“新场景”与“新服务”	18
3.1 产品矩阵丰富，基础产品类稳定增长	18
3.2 发力一站式平台级产品，赋能定制化多云管理.....	21
3.3 从产品持续向服务转型，安恒建立新一代安全服务模式.....	30
4 盈利预测与估值	34
4.1 盈利预测.....	34
4.2 相对估值与投资建议	35
5 风险提示	35

图 目 录

图 1: 安恒信息发展历程.....	1
图 2: 公司以基础安全产品为依托, 构建的“新场景、新服务”的产品发展方向.....	2
图 3: 公司股权结构图.....	2
图 4: 公司 2016-2020 营业收入状况及增速.....	4
图 5: 公司 2016-2020 归母净利润及增速.....	4
图 6: 公司 2020 年主营业务收入结构情况.....	4
图 7: 公司 2016-2020 年主营业务收入结构情况.....	4
图 8: 公司 2016-2020 毛利率和净利率情况.....	5
图 9: 公司 2016-2020 年主营业务毛利率情况.....	5
图 10: 公司 2016-2020 费用率情况.....	5
图 11: 公司 2016-2020 研发人员数量情况.....	5
图 12: 公司多级渠道经销模式.....	6
图 13: 2018 年公司主营业务收入按客户行业构成情况.....	6
图 14: 网络信息安全产品和服务分类.....	8
图 15: 网络信息安全产业链.....	9
图 16: 网络信息安全产业链波特五力分析.....	10
图 17: 2016-2021 年全球网络信息安全市场规模.....	10
图 18: 2016-2021 年中国网络信息安全市场规模.....	10
图 19: 2018 年中国与全球信息安全行业细分领域占比情况.....	11
图 20: 2019 年全球信息安全行业区域竞争格局情况.....	11
图 21: 2017-2023 年中国云计算市场规模及增速.....	13
图 22: 2015-2020 年中国大数据市场规模及增速.....	13
图 23: 2015-2020 年中国物联网市场规模及增速.....	13
图 24: 2017-2022 年中国工业互联网市场规模及增速.....	13
图 25: 奇安信正式推出网络安全实战攻防服务.....	14
图 26: 安恒信息发布“实战化防护七剑四式”.....	14
图 27: 2019 年中国网络安全行业市场竞争格局.....	15
图 28: 深信服超融合架构及云计算战略升级.....	15
图 29: 奇安信产品与服务基本情况.....	17
图 30: 深信服超融合架构及云计算战略升级.....	17
图 31: 安恒风暴中心为教育部提供了教育行业全网的安全态势感知服务.....	18
图 32: 安恒网络信息安全基础产品.....	19
图 33: 全球 Web 应用安全市场规模预测.....	20
图 34: 2019 年中国硬件 Web 应用防火墙市场厂商市场份额.....	20
图 35: 2016-2021 年中国日志审计产品市场规模及增速.....	21
图 36: 2018 年中国日志审计产品市场份额.....	21
图 37: 公司网络信息安全平台.....	21
图 38: 2018-2023 年全球云计算市场规模及增速.....	22
图 39: 2017-2023 年中国云计算市场规模及增速.....	22

图 40: 2017-2023 年中国公有云市场规模及增速	22
图 41: 2017-2023 年中国私有云市场规模及增速	22
图 42: 2016-2020 年中国云安全市场规模及增速	23
图 43: 天池云产品架构	23
图 44: 安恒云是多云安全与管理一站式解决方案专家	24
图 45: 2015-2020 年中国大数据产业规模及增速	25
图 46: 2016-2020 年中国大数据安全市场规模及增速	25
图 47: AiLPHA 大数据智能安全平台核心功能	25
图 48: 中国态势感知市场规模及预测	26
图 49: 态势感知能力点阵	26
图 50: 公司态势感知平台产品架构	26
图 51: 公司态势感知平台功能介绍	26
图 52: 态势感知厂商竞争力象限分析图	27
图 53: 2015-2020 年中国物联网市场规模及增速	28
图 54: 2016-2020 年中国物联网安全市场规模及增速	28
图 55: 2017-2022 年中国工业互联网市场规模及增速	29
图 56: 2016-2021 年中国工业互联网安全市场规模及增速	29
图 57: 公司工业互联安全平台产品架构	30
图 58: 公司工业互联安全平台解决方案	30
图 59: 2016-2021 年中国网络信息安全服务市场规模及增速	30
图 60: 2016-2021 年中国网络信息安全市场结构	30
图 61: 安恒新一代安全服务全景图	31
图 62: 公司签约杭州亚运会官方网络安全服务合作伙伴	32
图 63: “九维五星”网络安全场景化保障体系	32
图 64: 公司网络信息安全服务	32
图 65: 公司玄武盾云防护平台解决方案	33
图 66: 公司玄武盾云防护平台防护能力	33
图 67: 公司智慧城市安全运营中心	33
图 68: 公司城市安全大脑驱动安全协同创新能力	33

表 目 录

表 1: 公司核心技术人员	3
表 2: 公司不同销售模式下毛利率情况	6
表 3: 网络信息安全行业主要产品和服务	7
表 4: 2018 年中国网络信息安全各细分市场企业 TOP3 统计情况	11
表 5: 等保 1.0 和等保 2.0 对比	12
表 6: 中国网络安全行业主要厂商基本情况	15
表 7: 2018 年中国网络信息安全各细分市场企业 TOP3 统计情况	16
表 8: 网络安全主要厂商销售模式及客户行业分布情况	17
表 9: 2016-2019H1 公司态势感知预警平台销售情况 (万元)	27
表 10: 公司三款物联网安全产品	28
表 11: 我国工业物联网政策	29
表 12: 分业务收入	34
表 13: 可比公司估值	35
附表: 财务预测与估值	36

1 公司为网络信息安全领域的赋能者

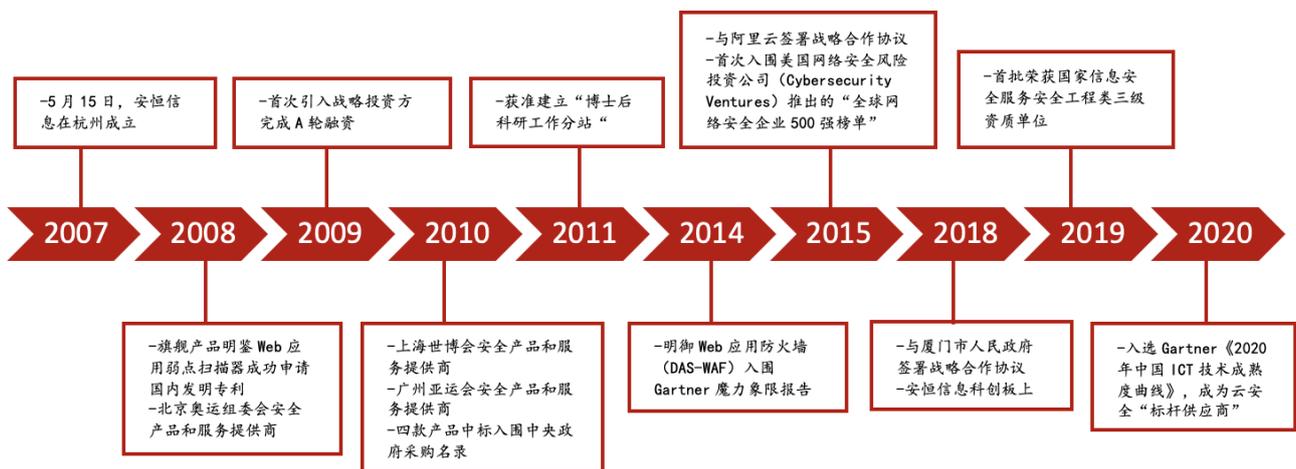
1.1 网络信息安全领域后起之秀，产品线持续拓宽

杭州安恒信息技术股份有限公司（简称：安恒信息）于 2007 年 5 月在中国杭州成立。2008 年公司旗舰产品明鉴 Web 应用弱点扫描器成功申请国内发明专利，且公司同时成为北京奥运组委会安全产品和服务提供商。2009 年，公司首次引入战略投资方完成 A 轮融资。2015 年，公司与阿里云正式达成战略合作伙伴关系，并入围美国网络安全风险投资公司（Cybersecurity Ventures）推出的“全球网络安全企业 500 强榜单”。2019 年 5 月，公司与厦门市人民政府签署战略合作协议，并于同年 11 月 5 日在上交所科创板正式挂牌上市（公司代码：688023.SH）。

公司自成立以来一直专注于网络信息安全领域，现已成长为国内领先的网络信息安全产品和服务提供商。公司始终以“助推数字经济，助力安全中国”为使命，以“诚信正直，成就客户，责任至上，开放创新，以人为本，共同成长”为价值观，不断提高核心技术创新能力，为客户提供专业的网络信息安全产品和服务。在数字新基建和数字化转型浪潮下，公司争当数字经济的安全基石。

公司以网络信息安全基础产品为依托，构建了“新场景、新服务”的产品发展方向。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。公司产品和服务覆盖多领域，包括应用安全、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。

图 1：安恒信息发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 2：公司以基础安全产品为依托，构建的“新场景、新服务”的产品发展方向

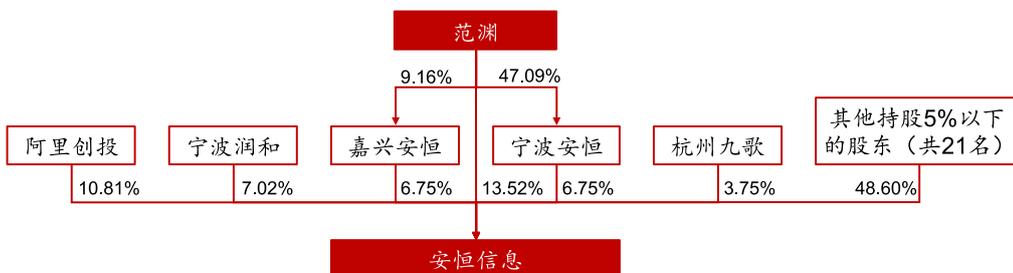


数据来源：公司招股书，西南证券整理

1.2 股权结构稳定，技术实力强大

股权结构稳定，阿里创投是公司第二大股东。截至目前，公司实际控制人范渊直接持有公司 13.52% 的股份，马云持股的阿里创投持有公司 10.81% 的股份，宁波润和、嘉兴安恒和宁波安恒分别持股 7.02%、6.75% 和 6.75%。公司第二大股东阿里创投为公司带来了丰富的阿里系资源，并为公司初期发展提供了较大的帮助。从 2015 年起，公司就与阿里云建立合作，是阿里云安全市场的首批供应商。背靠阿里生态未来有望为公司持续注入发展活力。

图 3：公司股权结构图



数据来源：企查查，西南证券整理

公司实际控制人范渊技术背景深厚。公司董事长兼总裁范渊是第一个登上全球顶级信息安全大会 BLACKHAT (黑帽子) 大会进行演讲的中国人, 在应用安全、数据库安全、机器学习和异常入侵检测分析等领域研究颇深。他是国家“千人计划”特聘专家、国家“百千万人才工程”有突出贡献中青年专家、国家科技部“创新创业人才推进计划”入选者、全国优秀科技工作者, 曾作为发明人帮公司获得授权专利 62 项, 其中发明专利 55 项。

高端技术人才储备雄厚, 为公司研发顶尖技术奠定基础。公司所处网络信息安全行业对研发和技术创新要求较高, 因而对高端人才需求旺盛。公司核心技术人员范渊、刘博、吴卓群、黄进等人均为网络信息安全行业的顶尖人才, 科研能力强大, 在科学技术领域获奖无数, 为公司产品技术的研发与创新夯实基础。

实行大范围股权激励, 进一步绑定核心骨干。公司于 2020 年 8 月 25 日发布限制性股票激励计划, 涉及的激励对象共计 226 人, 其核心技术人员 1 人, 技术骨干 158 人, 业务骨干 67 人。公司通过大范围股权激励深度绑定核心骨干, 调动其积极性和创造性, 也进一步增强公司的凝聚力。尤其激励对象中技术人员占比达到 70%, 充分体现公司对技术研发领域的重视。

表 1: 公司核心技术人员

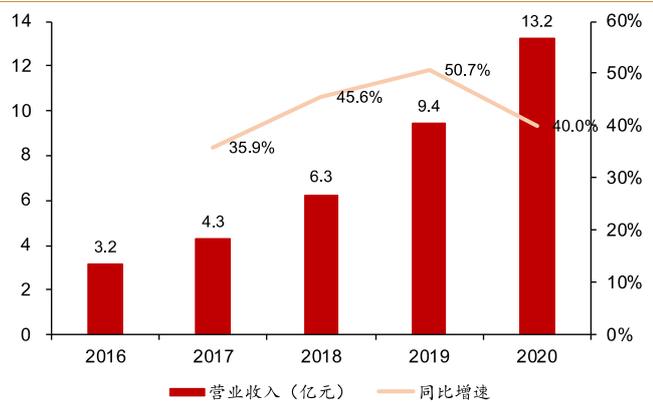
核心技术人员	职位	人员简介
范渊	董事长	国家“千人计划”特聘专家、国家“百千万人才工程”有突出贡献中青年专家、国家科技部“创新创业人才推进计划”入选者、全国优秀科技工作者、2016 年浙江软件行业领军人物、杭州市第四届杰出人才。曾获中国互联网发展基金会首届“网络安全优秀人才奖”、中华国际科学交流基金会第三届杰出工程师青年奖、G20 峰会网络安全保卫工作突出奖、中国计算机学会科学技术杰出奖、中国自动化学会科技进步奖二等奖、浙江省科学技术进步奖二等奖、浙江省电力学会浙江电力科学技术进步奖一等奖、杭州市科技进步奖一等奖。
刘博	首席科学家	2012 年至 2013 年, 任美国 Facebook 公司机器学习科学。2013 至 2016 年任美国 Square 公司大数据平台研发总经理, 2016 年 12 月就职于安恒信息, 现任公司首席科学家, AiLPHA 大数据实验室负责人。浙江省“千人计划”获得者。
吴卓群	副总经理	2006 年至 2007 年, 任华数网通信息港有限公司网络运维部系统工程师, 2007 年至 2010 年, 任北京神州绿盟信息安全科技股份有限公司安全服务工程师。曾获浙江省公安厅一等荣誉奖章 2 次, 第二届强网杯全国网络安全挑战赛线上赛三等奖, 第二届强网杯全国网络安全挑战赛线下赛三等奖。
黄进	副总经理	个人获得公安部 2016 年度网络安全管理优秀个人, 带领的大数据态势感知团队获得公安部 2016 年度网络安全管理优秀团队。2018 年首聘为首届中国国际进口博览会上海市公安局网络安全安保组专家组专家, 2018 年 CCF 科学技术奖科技进步杰出奖。
杨勃	风暴中心负责人	2007 年至 2009 年任上海天泰网络技术有限公司研发部产品经理, 2010 年至今就职于安恒信息, 现任公司风暴中心负责人。曾获浙江省科学技术进步奖二等奖, 杭州市科技进步奖一等奖。
谈修竹	资深架构师	2003 年至 2005 年任武汉烽火网络科技有限公司研发部软件工程师, 2005 年至 2007 年任浙江卓信科技股份有限公司研发部软件工程师。2007 年至今就职于安恒信息, 现任公司 AiLPHA 大数据实验室资深架构师。

数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

1.3 业绩高速增长，盈利能力持续攀升

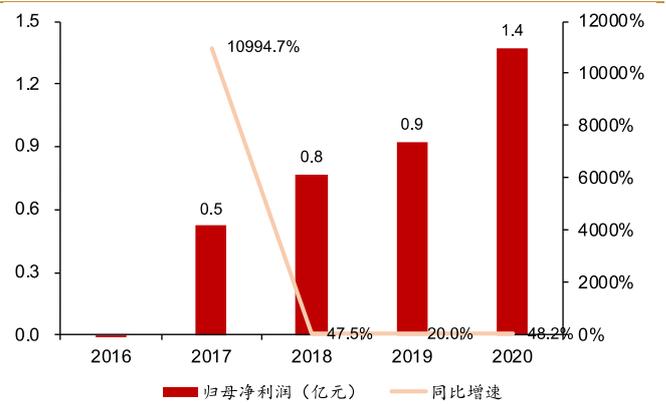
近年来公司营业收入和归母净利润高速增长。自 2016 年至 2020 年，公司营业收入从 2016 年的 3.2 亿元上涨至 2020 年的 13.2 亿元，归母净利润从 2016 年的 -47.9 万元上涨至 2020 年的 1.34 亿元。营收和净利润的高速增长主要系网络信息安全行业的持续快速发展，且公司云安全、大数据、物联网等新一代网络信息安全产品收入规模增长较快，同时公司持续推进安全服务业务。2020 年公司实现营业收入 13.2 亿元，同比增长 40.0%，归母净利润 1.4 亿元，同比增长 48.2%。公司产品技术持续升级，2020 年度营业收入和归母净利润均有大幅增长，未来发展空间较大。

图 4：公司 2016-2020 营业收入状况及增速



数据来源：Wind, 西南证券整理

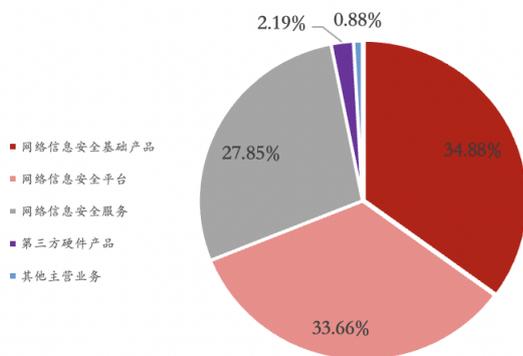
图 5：公司 2016-2020 归母净利润及增速



数据来源：Wind, 西南证券整理

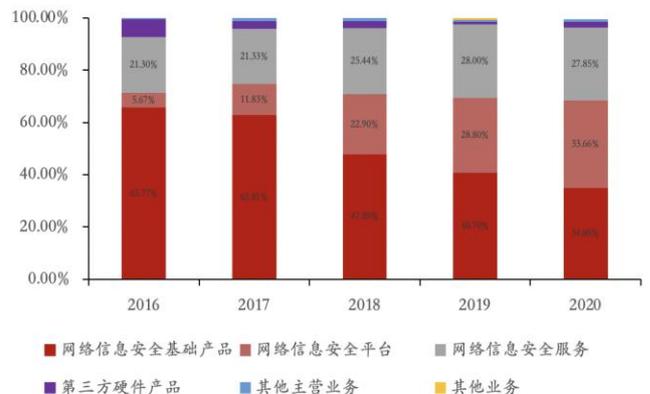
目前公司基础产品类收入占比最高，平台类、服务类产品收入呈现高增长态势。网络信息安全基础产品一直是公司的核心业务，是公司收入的主要来源，但其营收占比逐年下降，从 2016 年的 65.8% 降低到 2020 年的 34.9%。网络安全信息平台和网络信息安全服务这两类业务近年来营收占比呈上升趋势，平台类产品从 2016 年的 5.7% 增长至 2020 年的 33.7%，增长了近 4 倍，服务类产品从 2016 年的 21.3% 增长至 2020 年的 27.9%。公司产品结构持续升级，收入结构不断丰富。

图 6：公司 2020 年主营业务收入结构情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 7：公司 2016-2020 年主营业务收入结构情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

公司整体毛利率保持稳定，产品类、平台类业务毛利率较高。2016年至2020年销售毛利率分别为67.0%、67.6%、70.5%、69.5%、69.0%，稳定保持在较高水平。分业务而言，由于产品类业务人力投入少，以渠道销售为主，整体毛利率水平高于其他业务；平台类兼具定制化及安装难度大的特点，因而使用直销同渠道销售相结合方式进行销售，毛利率水平略低于产品类业务；而服务类由于人工成本上升，近年来毛利率持续下降。随着规模效应的进一步显现，公司整体毛利率有望继续保持稳定。

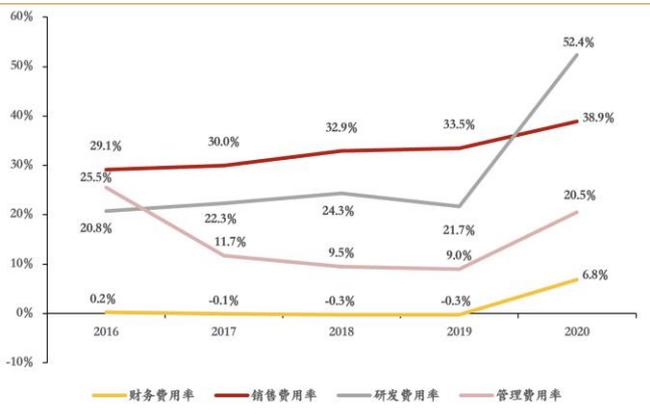
图 8：公司 2016-2020 毛利率和净利率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

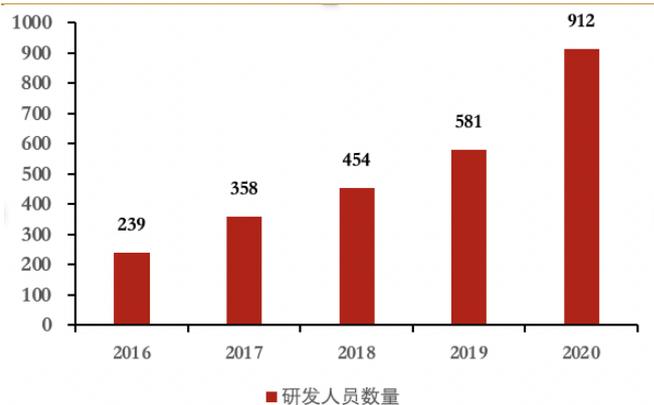
图 9：公司 2016-2020 年主营业务毛利率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司研发及销售费用率较高，且呈现逐年增长态势。销售费用占营收比重最高，由于业务规模扩大带来销售人员增加和薪酬上涨，2020年公司销售费用率已上涨到38.9%。同时，为保持技术领先优势，公司不断加大研发投入，研发费用率从2016年的20.8%增长到2020年的52.4%，主要系研发人员数量增加和薪酬上涨。2016年至2020年，公司研发人员数量分别为239、358、454、581、912人，占总人数比例为34.6%、36.1%、34.1%、32.3%、33.5%，研发人员数量逐年上升，占比基本维持稳定。

图 10：公司 2016-2020 费用率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 11：公司 2016-2020 研发人员数量情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

1.4 直销与渠道销售相结合，客户资源丰富 8.5

由于公司业务构成的特殊性，公司采用直销和渠道销售相结合的模式。网络信息安全基础产品定制化程度较低、安装实施难度较小，且随着渠道管理体系建设日益完善，渠道模式下的销售比例不断提升；网络信息安全平台产品定制化程度较高、安装实施难度较大，因此采取直销与渠道销售相结合的模式；网络信息安全服务定制化程度较高，且需发行人与客户进行直接沟通从而了解客户的具体需求方能予以实施，因此主要通过直销模式进行销售。

对比不同销售模式下的毛利率情况，渠道销售模式的毛利率较高。2016年至2018年，渠道销售的毛利率明显高于直销，主要原因包括：1) 渠道模式下的主要产品为基础类和平台类产品，毛利率本身高于安全服务类产品；2) 直销模式规模较大，还包含第三方硬件产品，而第三方硬件产品的毛利率较低；3) 直销模式下的产品还需公司实施安装，而渠道销售模式则无需公司安装，相比之下渠道模式人工成本较低，导致其毛利率较高。

表 2：公司不同销售模式下毛利率情况

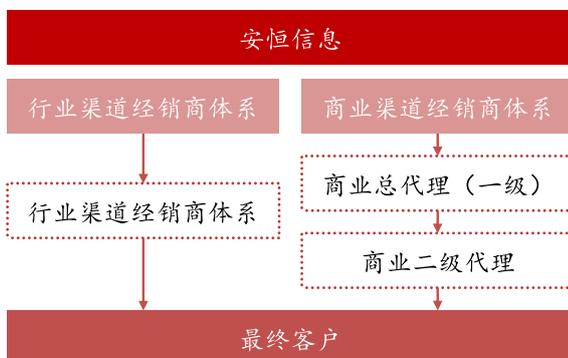
销售模式	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-6 月
直销	61.08%	61.92%	63.74%	61.68%
渠道	72.47%	72.19%	75.83%	74.52%

数据来源：公司招股书，西南证券整理

多级渠道经销模式帮助公司快速覆盖市场，且不存在对单一经销商的依赖。近年来公司不断加快渠道体系的建立和完善，主要形成了由行业渠道和商业渠道两大体系构成经销商体制，其中行业渠道体系主要由行业代理构成，商业渠道体系由商业总代理和商业二级代理构成。通过大力建设渠道体系，公司可快速实现业务的全面覆盖，获取增量市场的发展机会。与此同时，该渠道模式下公司经销商众多，单一经销商实现的销售收入所占比重较低，公司并不存在对经销商的依赖。

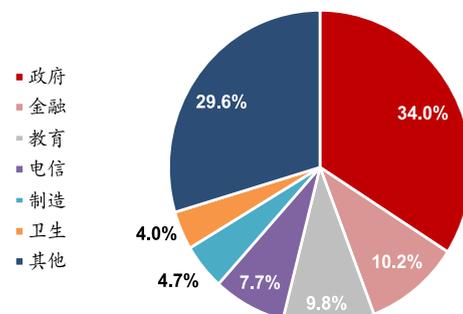
公司客户资源丰富，覆盖政府、金融等领域。按主营业务收入分行业构成情况来看，公司客户主要集中在政府、金融、教育、电信、制造、卫生等行业。其中政府是公司的第一大收入来源，2018 年来自政府的收入占公司主营业务收入比例达到了 34.0%，金融行业位居第二，占比 10.2%，其次教育和电信行业分别占比 9.8%和 7.7%。公司客户行业覆盖整体较为广泛，随着国家政策的引导和各行业网络安全意识的进一步提高，未来客户覆盖面有望进一步拓宽。

图 12：公司多级渠道经销模式



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 13：2018 年公司主营业务收入按客户行业构成情况



数据来源：公司招股书，西南证券整理

2 网络信息安全行业进入高速发展期

2.1 数字化转型和工业 4.0 时代下，行业发展迅速

➤ 网络信息安全行业内涵不断丰富

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，使得它们不受偶然或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及信息服务不中断。网络信息安全产品主要分为安全硬件、安全软件和安全服务。

表 3：网络信息安全行业主要产品和服务

分类	产品简介
安全硬件	指以物理硬件的形态直接集成到网络中的安全设备，主要包括防火墙、WEB 安全硬件应用防火墙、运维审计与风险控制系统、数据库审计与风险控制系统、综合日志审计、入侵检测与防御、统一威胁管理、安全内容管理、VPN 等。
安全软件	指运行在服务器或者终端设备上的软件形态安全产品，主要包括身份管理与访问控制软件、终端安全软件、安全性与漏洞管理软件等。
安全服务	贯穿于企业整个 IT 基础设施建设过程中所需要的信息安全的计划、设计、建设、管理等全过程。通过 IT 安全服务可以发现企业 IT 系统中可能存在的安全风险，更新安全软件、安全硬件策略，减少 IT 安全防护体系的疏漏。

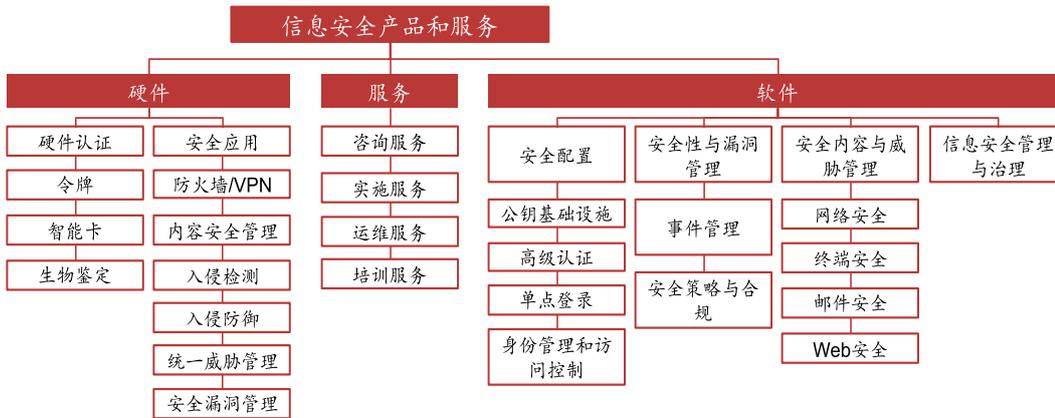
数据来源：公司招股书，西南证券整理

网络技术的发展和安全形势的日益复杂化，促使网络信息安全行业内涵不断延伸。在数字化转型和工业 4.0 浪潮下，网络技术的演进不断丰富网络信息安全行业的内涵，例如云计算的深入布局和发展带动虚拟化安全、云安全等概念的兴起，物联网在工业领域的应用促使工业网络安全成为新的焦点等。同时，创新和技术进步也使得网络攻击手段日趋复杂及多变，近年来新型网络犯罪和网络安全事件频发，新的安全威胁不断拓展网络信息安全的范畴，行业正面临前所未有的机遇与挑战。

➤ 产品和服务覆盖面广泛，行业不断细分发展

按照功能及形态分类，主要可分为安全硬件、安全软件和安全服务三大类。安全硬件主要包括智能卡、防火墙、VPN 网关、入侵防御和安全漏洞管理等；安全软件主要覆盖身份管理和访问控制、漏洞管理、事件管理、内容与威胁管理和信息安全管理与治理等；安全服务则主要由咨询、实施、运维、培训服务组成。

图 14：网络信息安全产品和服务分类



数据来源：慧点科技，西南证券整理

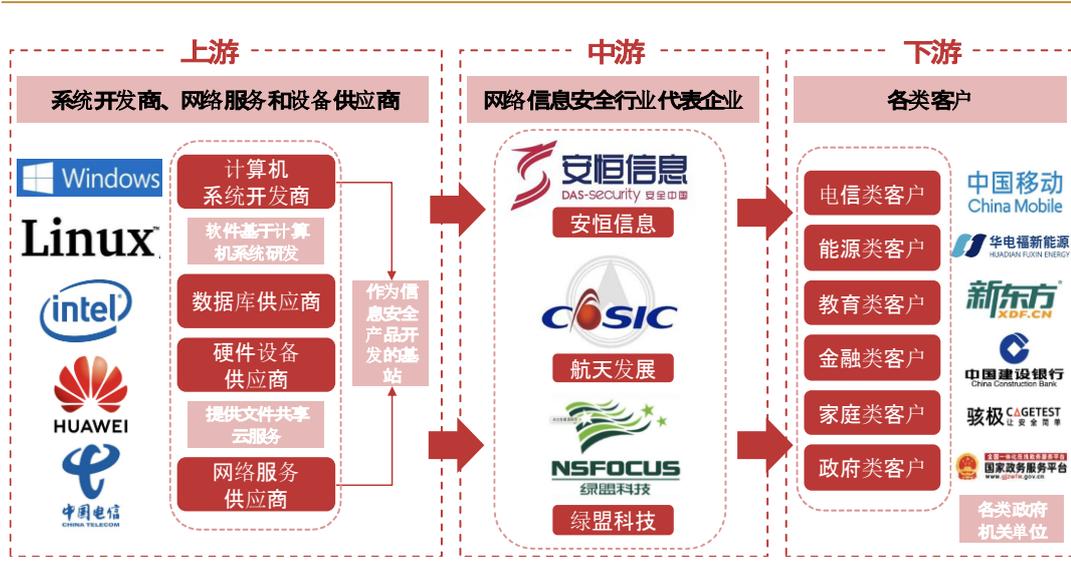
依据安全防御生命周期技术能力分类，可分为预测、基础防护、响应、恢复四个阶段。预测阶段主要是指在攻击事件发生之前对潜在风险与攻击威胁进行分析和预判；基础防护阶段运用一系列策略来减少被攻击面，加强系统的安全性；响应阶段需要在攻击事件发生时进行实时阻断和防御；恢复阶段是在攻击事件发生之后进行取证和分析，以及修复受攻击系统。

信息安全产品的细分程度较高，行业格局较为分散。安全厂商主要可以划分为七大类：物理安全、网络安全、主机安全、应用安全、安全管理、移动与虚拟化安全、工控安全，不同的细分市场领域有相应的专业厂商。网络信息安全行业整体涉及的产品和技术众多，单个企业很难掌握全部技术并覆盖所有环节，只能根据自身特点与优势选择细分市场参与竞争，因而行业整体呈现分散格局。

➤ 产业结构日趋完善，行业进入壁垒较高

网络信息安全行业位于产业链中游。行业上游主要为计算机系统开发商、数据库供应商、硬件设备供应商和网络服务供应商，参与厂商较多，供应能力强，市场竞争激烈。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、教育等行业客户。中游主体则为网络安全产品的研发及销售企业，以安恒信息、航天发展和绿盟科技为代表。

图 15：网络信息安全产业链



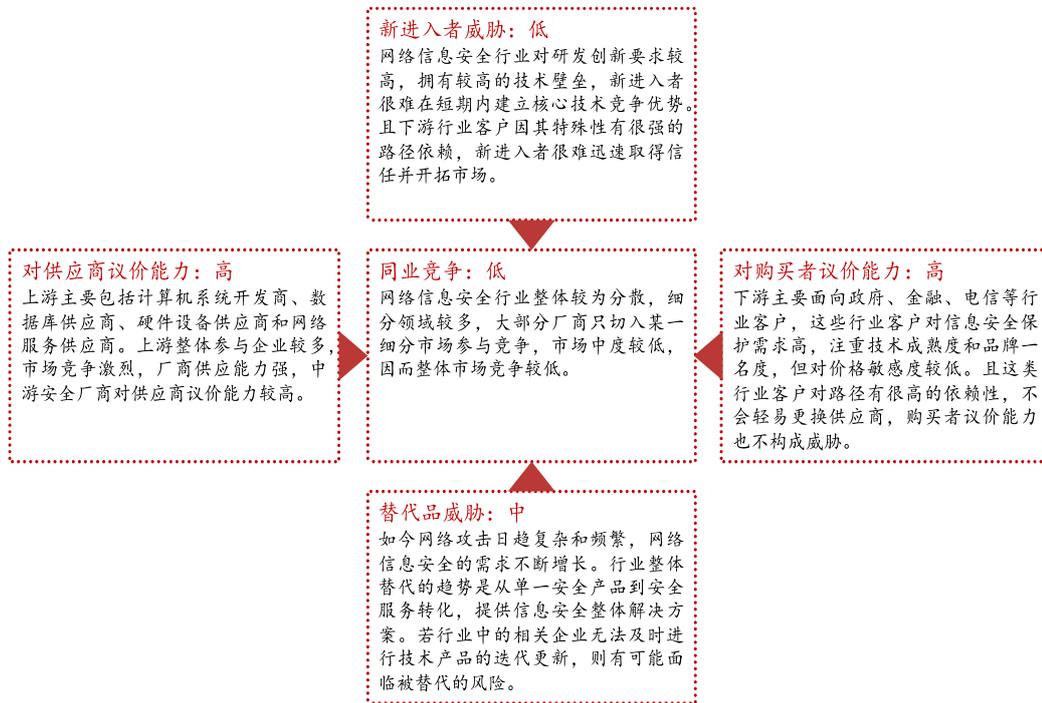
数据来源：头豹研究院，西南证券整理

产业链上游覆盖面广，市场参与者较多。上游主要包括计算机系统开发商、数据库供应商、硬件设备供应商和网络服务供应商。系统开发商市场集中度较高，已形成以 Windows 和 Mac OS 为代表的寡头格局；数据库技术门槛较高，仍由海外厂商主导，但国产数据库趋势明朗，不断展现国产替代的能力；硬件设备方面国产化供应能力较强，华为等厂商已逐步占据主导地位。上游整体参与企业较多，市场竞争激烈，厂商供应能力强，中游安全厂商对供应商议价能力较高。

产业链下游客户主要覆盖政府、金融、电信、能源等行业。这些行业客户信息化程度较高且对信息较为敏感，有大量的信息安全保护需求。例如政府领域的大部分信息都涉及国家机密，因而对机密文件的安全保护需求较高；金融行业掌握国民经济的命脉，存储、收集大量用户信息，因而极其重视对用户信息安全保护。由于涉及安全保密的特殊性，下游行业客户在选择网络信息安全供应商时，极为注重品牌知名度、技术成熟度及产品性能等硬性指标，而对价格敏感度较低，因而中游信息安全供应商议价能力较强。

产业链中游为网络信息安全厂商，主要研发、销售网络信息安全产品及服务。网络信息安全行业整体较为分散，细分领域较多，大部分厂商只切入某一细分市场参与竞争，整体市场竞争较低。此外，网络信息安全行业对研发创新要求较高，拥有较高的技术壁垒，新进入者很难在短期内建立核心技术竞争优势，且下游行业客户因其特殊性有很强的路径依赖，新进入者很难迅速取得信任并开拓市场。

图 16：网络信息安全产业链波特五力分析



数据来源：西南证券整理

2.2 技术发展及政策加持，市场空间有望加速释放

国内市场竞争赶超全球，未来有望逐步向服务化转型

我国网络信息安全市场规模逐年扩大，增速远超全球。全球网络信息安全市场发展较早，市场规模近年来整体呈稳定增长趋势，预计 2021 年将达到 1648.9 亿美元，同比增长 9.3%。中国网络信息安全市场发展较全球起步较晚，但市场规模于 2016 年开始增长较快，同比增速始终维持在 20% 以上，远高于全球市场增速。预计中国市场规模将在 2021 年达到 926.8 亿元，同比增长 23.7%，发展前景广阔。

图 17：2016-2021 年全球网络信息安全市场规模



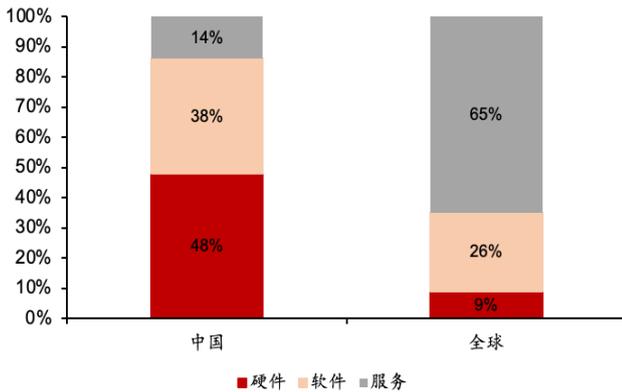
数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

图 18：2016-2021 年中国网络信息安全市场规模

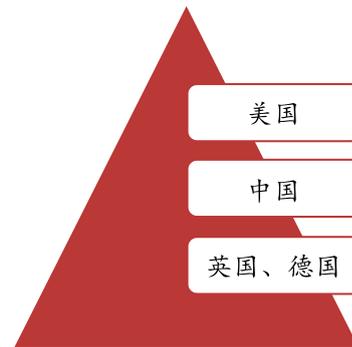


数据来源：CCID，艾媒咨询，西南证券整理

我国信息安全行业仍以硬件为主、软件为辅，未来有望向全球看齐，安全服务市场份额逐步提高。在 2019 年全球网络信息安全行业中，美国的信息安全发展水平最高，中国排名第二，发展水平稳步提升。此外，从细分领域来看，2018 年中国市场安全硬件、软件和服务市场占比分别为 48%、38%和 14%，整体市场格局仍以硬件为主、软件为辅。而同期全球市场硬件、软件、服务分别占比 9%、26%和 65%，安全硬件和软件厂商逐渐退出市场竞争，全球市场格局以安全服务为主，成熟度较高。未来随着我国信息安全技术和意识服务的演进，行业格局有望不断向安全服务方向发展，逐步向全球市场看齐。

图 19：2018 年中国与全球信息安全行业细分领域占比情况


数据来源：CCID，前瞻产业研究院，西南证券整理

图 20：2019 年全球信息安全行业区域竞争格局情况


数据来源：IDC，前瞻产业研究院，西南证券整理

➤ 政策发力打开增量市场空间，行业迎来发展新契机

我国网络信息安全行业受到国家政策的大力支持，推动行业持续健康稳定发展。我国高度重视网络信息安全工作，出台了一系列法律法规和产业政策：2017 年 6 月，我国网络安全法正式实行，从网络安全支持与促进、网络运行安全、网络信息安全、监测预警与应急处置等方面总结保障网络安全的具体措施，促进经济社会信息化健康发展。相关政策的逐步实施持续提高政府及企业网络信息安全的合规要求，带动网络信息安全领域的投入，行业迎来高速发展的新机遇。

表 4：2018 年中国网络信息安全各细分市场企业 TOP3 统计情况

时间	文件	部门	内容
2019.09	《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》	工业和信息化部	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 2,000 亿。
2019.06	《国家网络安全产业发展规划》	工业和信息化部	到 2025 年，建成“五个基地”：国家安全战略支撑基地，国际领先的网络安全研发基地，网络安全高端产业集聚示范基地，网络安全领军人才培养基地，网络安全产业制度创新基地。
2019.05	《网络安全等级保护基本要求》、《网络安全等级保护测评要求》、《网络安全等级保护安全设计技术要求》	国家市场监督管理总局、中国国家标准化管理委员会	我国网络安全等级保护工作正式进入“2.0 时代”。
2018.11	《互联网个人信息安全保护指引（征求意见稿）》	公安部网络安全保卫局	指导互联网企业建立健全公民个人信息安全保护管理制度和技术措施，有效防范侵犯公民个人信息违法行为，保障网络数据安全和公民合法权益。

时间	文件	部门	内容
2017.06	《国家网络安全事件应急预案》	中央网信办	网络安全事件分为四级：特别重大网络安全事件、重大网络安全事件、较大网络安全事件、一般网络安全事件，明确网络安全事件应急处置工作实行工作机制。
2016.12	《国家网络空间安全战略》	中央网络安全和信息化领导小组	中国致力于维护国家网络空间主权、安全、发展利益，推动互联网造福人类，推动网络空间和平利用和共同治理。
2016.12	《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020年）》	工业和信息化部	到2020年，产业规模进一步扩大，技术创新体系更加完备，产业有效供给能力大幅提升，融合支撑效益进一步突显，培育壮大一批国际影响力大、竞争力强的龙头企业，基本形成具有国际竞争力的产业生态体系。
2016.11	《中华人民共和国网络安全法》	全国人民代表大会常务委员会	为了保障网络安全，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。
2014.08	《关于加强电信和互联网行业网络安全工作的指导意见》	工业和信息化部	为有效应对日益严峻复杂的网络安全威胁和挑战，切实加强和改进网络安全工作，进一步提高电信和互联网行业网络安全保障能力和水平。

数据来源：公开资料整理，西南证券整理

2019年等级保护标准正式进入2.0时代，标志着我国网络信息安全开始迈向新台阶。

2019年5月13日，网络安全等级保护制度2.0标准正式发布，并于2019年12月1日开始实施，自此我国网络信息安全行业进入发展新阶段。与等保1.0标准相比，等保2.0内涵更加丰富，并首次将等级保护范围扩大至云计算、大数据、物联网、移动互联网及工业控制等新兴领域，标准覆盖更加全面，是网络安全领域的一次重大升级。

表5：等保1.0和等保2.0对比

	等保 1.0	等保 2.0
监管范围	信息系统	网络基础设施、信息系统、大数据、物联网、云计算平台、工业控制系统、移动互联网等
技术要求	物理安全、网络安全、主机安全、应用安全、数据安全及备份恢复	物理和环境安全、网络和通信安全、设备和计算安全、应用和数据安全
管理要求	安全管理制度、安全管理机构、人员安全管理、系统建设管理、系统运维管理	安全策略和管理制度、安全管理机构和人员、安全建设管理、安全运维管理
定级要求	自主定级	自主定级后由公安机关组织成立的网络安全等级保护专家进行评审
测评周期	三级每年一次；四级半年一次	三级以上（含三级）系统一年一次
评分	60分以上	75分以上

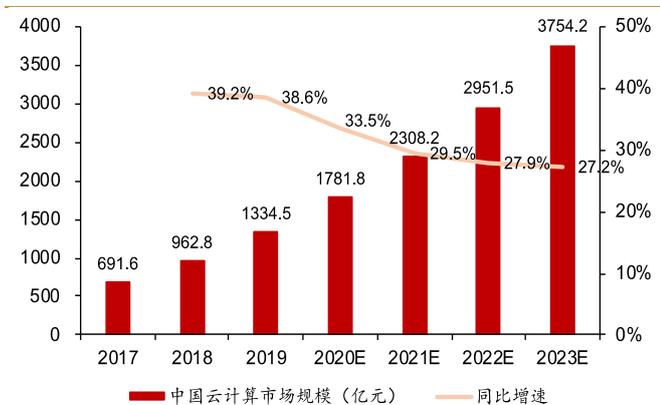
数据来源：工信部，公安部，西南证券整理

等保2.0带来行业整体需求扩容，推动网络信息安全行业大发展。等保2.0对我国网络信息安全行业的发展有重要指导作用，引领企业根据明确的标准进行系统化的安全建设。随着等保2.0的落地，网络信息安全厂商也迎来了新的发展机遇，安全厂商根据等级保护标准布局新技术，提供相应解决方案和产品，帮助客户建立全面的安全防护体系以达到合规和监管需求。新需求和新应用等有望为网络信息安全行业打开增量发展空间。

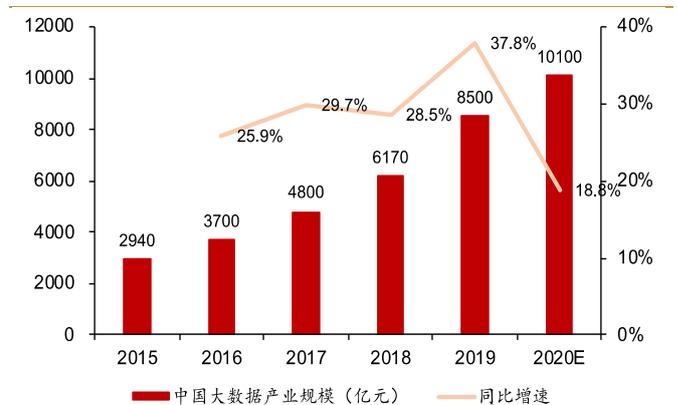
➤ 云计算、大数据、物联网等新技术深入布局，带来新需求和新场景

云计算、大数据、物联网、移动互联网及工业控制等新兴技术快速发展，市场已经相对成熟。“云大物移工”（云计算、大数据、物联网、移动互联网及工业控制）等新一代信息技术逐渐成为行业变革和数字化转型的基础，市场规模呈高速增长态势。2019年我国云计算、大数据、物联网市场规模分别达到0.1、0.8和1.8万亿元，同比增长38.6%、37.8%和28.6%。新技术的快速发展推动网络信息安全行业的进一步变革。

新技术发展带动网络信息安全市场新需求，为行业引入规模增量。云计算、大数据、物联网等技术的快速发展及演进带来新的安全需求，云计算安全、大数据安全、物联网安全等新概念应运而生，不断拓宽信息安全领域的发展空间。例如，云计算的发展带动虚拟化安全等需求，大数据的广泛应用产生了对数据安全的重视，物联网的深入布局也对物联网安全提出新的要求。网络安全保障的需求不断延伸，新的增量市场随之产生。

图 21：2017-2023 年中国云计算市场规模及增速


数据来源：中国信通院，西南证券整理

图 22：2015-2020 年中国大数据市场规模及增速


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

图 23：2015-2020 年中国物联网市场规模及增速


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

图 24：2017-2022 年中国工业互联网市场规模及增速


数据来源：赛迪顾问，西南证券整理

► 实战攻防利好安全需求释放，注入行业发展新动力

安全行业需求整体趋于实战化，实战攻防成为提升信息安全水平的重要手段。随着新技术的迅速发展，新的网络安全防区不断产生，网络安全形势日益复杂化，网络信息安全行业需求逐渐从合规驱动向实战化方向演进。实战化的攻防演习可系统地检验安全防御系统和安全运营体系的有效性，更好地发现安全体系的短板和漏洞，从而进行有针对性的改进。目前，

实战攻防已成为衡量网络安全体系的重要手段，并成为政府、公安、教育、金融、国家基础设施等各行业的迫切需求，为网络信息安全发展注入新的发展动力。

安全实战攻防服务是考验信息安全厂商综合实力的重要指标。安全实战攻防不仅检验客户安全防护系统的防御能力，也检验和训练安全厂商防御工具及系统的对抗能力，其竞争门槛较高。我国网络安全头部厂商紧抓发展机遇，争相布局实战攻防领域。例如奇安信于2019年5月正式对外发布网络安全实战攻防服务，该服务包括实战攻防服务、红队评估服务、攻防平台三个子产品，融合奇安信在各方的领先优势；安恒信息于2020年7月推出“实战化防护七剑四式”，致力于为客户提供优质的防护能力检验及升级服务。

图 25：奇安信正式推出网络安全实战攻防服务



数据来源：奇安信官网，西南证券整理

图 26：安恒信息发布“实战化防护七剑四式”

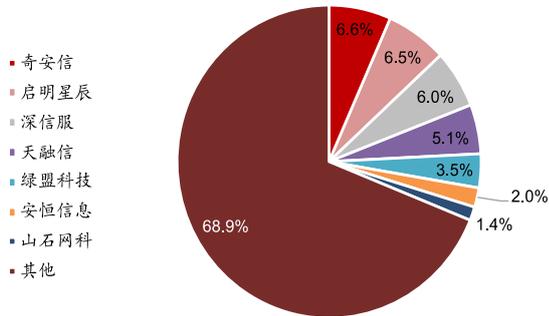


数据来源：安恒信息官网，西南证券整理

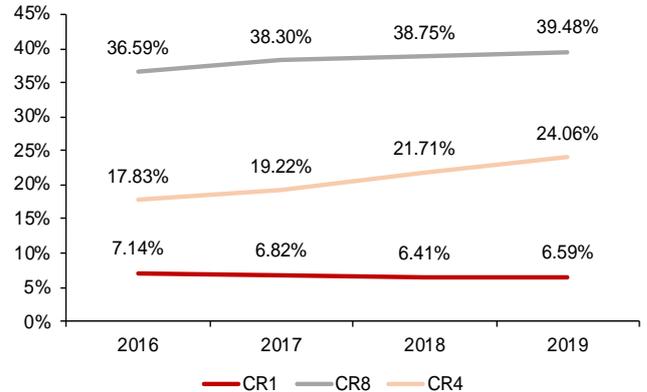
2.3 市场格局趋于集中，头部安全厂商优势各异

➤ 市场格局逐步走向集中，龙头厂商将充分受益

国内整体网络信息安全市场格局较为分散，未来集中度有望逐步提高。行业涉及细分领域较多，各企业的市场切入角度不同，只专注某些细分赛道，行业整体碎片化现象明显。2019年，市场份额排名前六的厂商为奇安信（6.6%）、启明星辰（6.5%）、深信服（6.0%）、天融信（5.1%）、绿盟科技（3.5%）和安恒信息（2.0%），合计市场占有率为 29.7%，单一厂商份额不超过 10%。随着技术发展和应用场景的变化，单一功能的细分市场产品竞争力将逐渐弱化，市场份额开始向提供整体解决方案的综合类厂商汇聚，市场集中度逐步提高。2019年我国网络安全市场集中度 CR1、CR4、CR8 分别为 6.59%、24.06%、39.48%，三项指标较 2018 年均有所提升，其中 CR8 基本达到 40% 水平，说明我国网络安全市场已经由竞争型转变为低集中寡占型。

图 27：2019 年中国网络安全行业市场竞争格局


数据来源：中国网络安全产业联盟，西南证券整理

图 28：深信服超融合架构及云计算战略升级


数据来源：中国网络安全产业联盟，西南证券整理

表 6：中国网络安全行业主要厂商基本情况

公司名称	基本情况	经营情况
奇安信	成立于 2014 年，2020 年于上海证券交易所科创板上市，股票代码 601360，主营业务为向政府、企业客户提供新一代企业级网络安全产品和服务。凭借持续的研发创新和以实战攻防为核心的安全能力，客户主要集中在政府、公检法司、军队军工、能源、金融、教育机构、医疗卫生、电信运营商等行业单位。	2017 年度、2018 年度和 2019 年度，该公司营业收入为 8.21 亿元、18.17 亿元和 31.54 亿元，净利润为 -7.0 亿元、-9.5 亿元和 -5.5 亿元。
启明星辰	成立于 1996 年，2010 年于深圳证券交易所创业板上市，股票代码为 002439，主营业务为信息网络安全产品的研发、生产、销售与提供专业安全服务及解决方案，在政府、电信、金融、能源、军队、交通、传媒、教育、军工等领域得到广泛运用。	2017 年度、2018 年度和 2019 年度，该公司营业收入为 22.8 亿元、25.2 亿元和 30.9 亿元，净利润为 4.4 亿元、5.6 亿元和 6.8 亿元。
深信服	成立于 2000 年，2018 年于深圳证券交易所创业板上市，股票代码 300454，主营业务为向企业级用户提供信息安全、云计算、企业级无线相关的产品和服务，主要产品包括上网行为管理、VPN、下一代防火墙、应用交付等。	2017 年度、2018 年度和 2019 年度，该公司营业收入为 24.7 亿元、32.2 亿元和 45.9 亿元，净利润为 5.7 亿元、6.0 亿元和 7.6 亿元。
绿盟科技	成立于 2000 年，2014 年于深圳证券交易所创业板上市，股票代码 300369，主营业务为向政府、运营商、金融、能源、互联网以及教育、医疗等行业用户，提供全线网络安全产品、全方位安全解决方案和体系化安全运营服务。	2017 年度、2018 年度和 2019 年度，该公司营业收入为 12.5 亿元、13.4 亿元和 116.7 亿元，净利润为 1.5 亿元、1.7 亿元和 2.3 亿元。
安恒信息	成立于 2007 年，2019 年于上海证券交易所科创板上市，股票代码 688023，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。	2017 年度、2018 年度和 2019 年度，该公司营业收入为 4.3 亿元、6.3 亿元和 9.4 亿元，净利润位 0.5 亿元、0.8 亿元和 0.9 亿元。
天融信	2017 年通过与深交所中小板上市公司广东南洋电缆集团股份有限公司实施重组实现重组上市，股票代码为 002212，安全分部业务为向政府、军队、金融、运营商、能源、卫生、教育、交通、制造等各行业企业级用户提供网络安全及大数据产品和安全服务。	2017 年度、2018 年度，该公司网络安全分部营业收入为 11.6 亿元、13.3 亿元。

数据来源：奇安信招股书，Wind，西南证券整理

从行业涉及细分领域来看，各厂商优势各异。按产品功能细分，行业主要可分为防火墙、UTM、安全内容管理、IDPS、VPN、数据库安全、日志审计、漏洞评估管理、态势感知、Web 防火墙等细分领域，安全厂商在细分赛道优势各异。目前行业主要参与竞争的头部厂商包括奇安信、绿盟科技、安恒信息、深信服、启明星辰等，其中奇安信在网络安全态势感知

领域行业领先，深信服在安全内容管理、VPN 等市场优势显著，安恒信息在日志审计市场具备领先优势，启明星辰则领跑 UTM、IDPS、数据库安全、漏洞评估管理等领域。

表 7：2018 年中国网络信息安全各细分市场企业 TOP3 统计情况

细分市场	TOP1	TOP2	TOP3
防火墙	天融信	华为	新华三
UTM	启明星辰	深信服	奇安信
安全内容管理	深信服	奇安信	绿盟科技
IDPS	启明星辰	绿盟科技	新华三
VPN	深信服	启明星辰	天融信
数据库安全	启明星辰	安恒信息	IBM
日志审计	安恒信息	启明星辰	天融信
漏洞评估管理	启明星辰	绿盟科技	安恒信息
态势感知	奇安信	安恒信息	/
Web 防火墙	绿盟科技	安恒信息	/

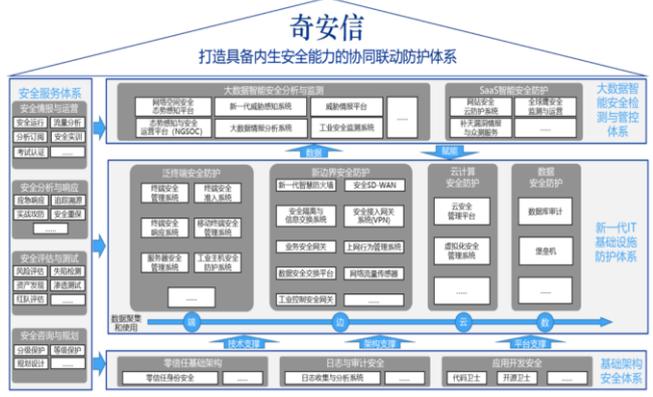
数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

➤ 头部厂商产品布局各异，细分市场表现亮眼

头部厂商产品布局差异化明显。目前行业主要参与竞争的头部厂商包括奇安信、绿盟科技、安恒信息、深信服和启明星辰，不同厂商产品布局及细分市场表现均有差异。

- 1) 奇安信：**公司专注于网络空间安全市场，形成了包括基础架构安全产品、新一代 IT 基础设施防护产品以及大数据智能安全检测与管控产品的产品体系。公司是国内领先的零信任架构践行者和标准制定者，且在终端安全、态势感知、威胁情报安全服务等市场已成为领导者。
- 2) 深信服：**公司是我国较早从事信息安全领域的企业，专注于企业级安全与企业级云计算领域，主要业务覆盖信息安全、云计算和企业级无线三大类，其产品线包括应用交付、上网行为管理、防火墙、VPN、企业移动管理、广域网优化、云安全、云计算等。公司在安全和云计算领域领先优势显著，是全球率先将网络虚拟化融入超融合架构的公司，稳居国内超融合厂商第一梯队，云计算战略也持续升级。
- 3) 安恒信息：**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，形成了包括网络信息安全基础产品、网络信息安全平台以及网络信息安全服务的产品体系，各产品线在行业中均形成了较强的竞争力。公司在态势感知、Web 应用安全市场、日志审计系统、云安全产品等市场优势显著。
- 4) 绿盟科技：**公司主营业务为信息安全产品的研发、生产、销售及提供专业安全服务，现阶段公司业务由安全研究、安全产品、安全解决方案、安全服务、安全运营等组成。公司抗拒绝服务系统、入侵检测防御系统、WEB 应用防护系统、远程安全评估系统等产品多年保持国内市场占有率领先。
- 5) 启明星辰：**公司是综合型的企业级网络安全厂商，为政企用户提供网络安全软/硬件产品、安全管理平台、安全运营与服务。公司在入侵检测/入侵防御、统一威胁管理、安全管理平台、运维安全审计、数据审计与防护等市场上占据首要地位。

图 29：奇安信产品与服务基本情况



数据来源：奇安信招股书，西南证券整理

图 30：深信服超融合架构及云计算战略升级



数据来源：深信服官网，西南证券整理

➤ 销售模式以渠道+直销为主，客户覆盖行业广泛

渠道销售模式逐渐成为安全厂商快速覆盖市场的首选。网络安全厂商销售模式主要分为三类：渠道模式、直销模式和直销+渠道模式。其中直销是与客户进行直接接触和沟通，了解客户需求后为客户提供定制化的需求，主要适用于政府等订单体量较大的客户。而渠道模式下，客户通过经销商向公司下单，可实现快速覆盖客户，并有助于提升资金周转率，但要求产品的标准化程度较高，主要适用于中小企业客户。在网络信息安全行业的头部厂商中，奇安信、启明星辰、绿盟科技、安恒信息等均采用直销和渠道相结合的销售模式，而深信服由于深耕长尾市场，则主要以渠道销售为主。

信息安全厂商客户行业覆盖广泛，政府客户占比较高。根据所选五家信息安全行业头部厂商整体情况可知，信息安全厂商客户覆盖行业较为广泛，整体主要包括政府、军队、电信、金融、能源、教育等领域，其中政府客户占比均位列第一，体现出政府对网络信息安全相关产品及服务的巨大需求。启明星辰作为最早深耕网络信息安全领域的厂商之一，在政府及军队具备先发优势，总占比达 50%；安恒信息凭借态势感知等产品，在政府尤其公安行业表现亮眼；奇安信在政府、公检司法、军队军工占比超过 50%，在政企市场逐渐站稳脚跟；深信服则侧重长尾市场，且企业客户占比高达 36%；而绿盟科技各行业分布较为平均。

表 8：网络安全主要厂商销售模式及客户行业分布情况

公司名称	销售模式	客户行业分布
启明星辰	直销约 60%	政府及军队预计占比达 50%
绿盟科技	直销约 50%	政府、事业单位及其他 20%、电信 27%、能源及企业 23%、金融 21%
安恒信息	直销约 44%、渠道 56%	政府 42% (其中公安 15%)、金融 9%、教育 8%、电信 6%、制造 6%、卫生 4%
深信服	直销 3%、渠道 97%	政府及事业单位 54%、企业 36%、金融及其他 10%
奇安信	直销 31%、渠道 69%	政府 29%、公检司法 17%、军队军工 7%、能源 6%、金融 5%、教育 5%、医疗卫生 5%、运营商 4%

数据来源：各公司招股书，西南证券整理

教育和医疗等行业未来是网安公司必争之地，头部安全厂商纷纷布局新兴行业。网络安全在政府、金融、运营商等传统下游行业渗透率较高，增速逐渐放缓，甚至已到达瓶颈。而教育、医疗等新兴行业渗透率低，近年来收入规模快速增长，未来发展空间巨大。由于疫情

影响，医疗卫生行业预计将进入快速增长期，为网络安全市场带来增量市场空间。头部厂商近年来纷纷加快布局教育、医疗等行业，抢占新兴市场，例如安恒信息的安恒风暴中心为教育部提供了教育行业全网的安全态势感知服务，通过详细分析教育部的需求，构建包含部属司局重点网站安全监测及漏洞预警、全国教育行业网站安全大普查、服务质量监测、安全分析报告输送等功能的服务系统。

图 31：安恒风暴中心为教育部提供了教育行业全网的安全态势感知服务



数据来源：公司官网，西南证券整理

3 丰富产品，多元平台，赋能“新场景”与“新服务”

作为网络信息安全领域的后起之秀，近年来公司市场竞争力不断提升。凭借较强的新技术整合能力，公司以网络信息安全基础产品为依托，形成了以“新场景、新服务”为方向的专业安全产品和服务体系。围绕事前预警、事中防御、事后溯源的全生命周期解决方案，公司主要产品包括网络信息安全基础产品、网络信息安全平台以及网络信息安全服务，覆盖应用安全、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多领域。

3.1 产品矩阵丰富，基础产品类稳定增长

安恒信息的产品矩阵包括新场景和新服务两部分。新场景主要包含云、大数据、物联网平台级产品对外输出，新服务包括 SaaS 化、云安全、专家级等针对客户特定的服务能力，服务、产品相配合，在此基础上有大量基础类产品，如扫描、防火墙、ATP 检测传统强项基础产品，同时还有安全研究，如威胁情报等，作为基础能力，从而不断夯实本身的竞争力。2020 年公司网络安全服务占比为 27.9%，平台类产品为 33.7%，信息安全基础产品为 34.9%。

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，核心产品持续多年市场份额位居行业前列。信息安全基础产品是公司自成立以来就主打的核心产品，主要包括 Web 应用防火墙、综合日志审计系统、APT 攻击（网络战）预警系统、数据库审计与风险控制系统等。公司在众多基础产品细分领域已有深厚的技术积累，相关产品与技术占据领先地位，受到行业的广泛认可。

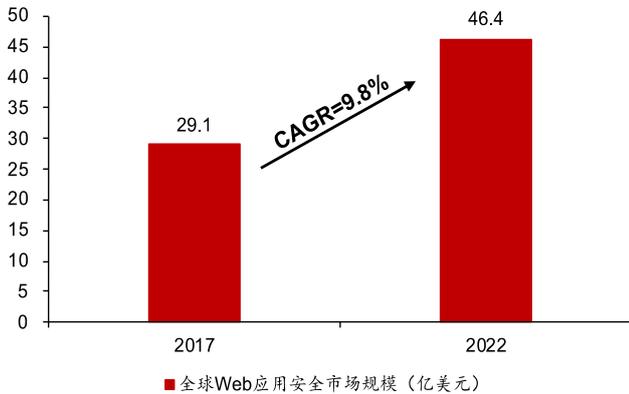
图 32：安恒网络信息安全基础产品


数据来源：公司官网，西南证券整理

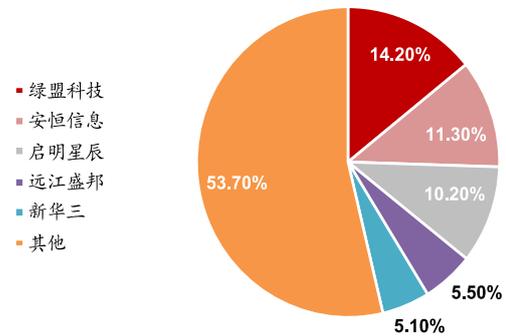
3.1.1 Web 应用防火墙占据龙头地位

近年来 Web 安全应用市场稳健增长，安恒信息是中国 Web 应用安全市场领导者。《IDC 全球 Web 安全预测，2018-2022》报告显示，2017 年全球 Web 应用安全市场规模达到 29.1 亿美元，2022 年将达到 46.4 亿美元，年复合增长率 9.8%，全球市场呈现稳定增长态势，有较大的发展空间。公司是第一批推出 Web 应用安全解决方案的厂商，在技术积累、市场布局、发展战略等层面均具有领先优势，入选由 IDC 评估的 2019 年中国 Web 应用安全市场领导者，充分展现出公司在该领域的龙头地位。

Web 应用防火墙是公司创立之初就主打的明星产品，市场份额位居前列。作为 Web 安全应用市场的核心产品，公司 Web 应用防火墙（WAF）产品专注于为网站、APP 等 Web 业务系统提供全面的安全防护，包括全方位、深层次检测和防护业务流量，利用双安全引擎机器学习、威胁情报技术、主动安全和被动安全相结合等方式识别潜在安全威胁等，是公司的明星产品。据 IDC 资料显示，2019 年中国硬件 WAF 市场规模达到近 1.2 亿美元，同比增长 18%，其中安恒信息市场份额位居第二，产品竞争力强大。

图 33：全球 Web 应用安全市场规模预测


数据来源：IDC，西南证券整理

图 34：2019 年中国硬件 Web 应用防火墙市场厂商市场份额


数据来源：IDC，西南证券整理

3.1.2 综合日志审计系统市场份额居首

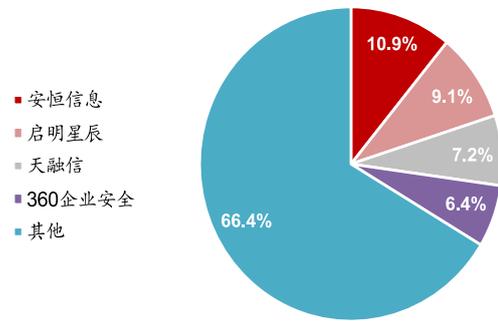
为满足合规要求，日志审计产品市场需求量日益增长，市场规模持续扩大。随着《网络安全法》《信息系统安全等级保护基本要求》等政策密集出台，国家层面对网络信息安全的合规要求不断提高，且明确对日志审计提出规范性要求，日记审计市场迎来积极的发展机遇。在政策和需求双轮驱动下，我国日志审计产品市场规模稳健增长，2016 年日志审计市场规模仅 5.7 亿元，但预计 2021 年市场规模将达到 17.8 亿元，较 2016 年增长约 2 倍。

公司综合日志审计系统通过基于国际化的关联分析引擎，为客户提供全维度、跨设备、细粒度的关联分析，透过事件的表象真实地还原事件背后的信息，为客户提供真正可信的事件追责依据和业务运行的深度安全。同时提供集中化的统一管理平台，将所有的日志信息收集到平台中，实现信息资产的统一管理、监控资产的运行状况，协助用户全面审计信息系统整体安全状况。系统广泛应用于政府、公安、金融、运营商、电力能源、税务、工商、社保、交通、卫生、教育、互联网等领域。

市场占有率不断提升，公司位居中国日志审计产品市场份额第一。自 2010 年广州亚运会提供日志安全分析能力开始，公司始终本着“让安全更智能、更简单”的初衷发展日志审计产品，相关技术也随环境需求的变化持续迭代更新。产品现已融入了新一代大数据计算处理框架，实现了超大规模存查、海量日志实时智能分析、用户行为（UEBA）分析、多维态势安全视图等技术的应用，持续为多行业客户赋能。凭借技术创新优势和行业应用延伸，2018 年公司日志审计产品市占率达到 10.9%，市场份额稳居首位。

图 35：2016-2021 年中国日志审计产品市场规模及增速


数据来源：赛迪顾问，西南证券整理

图 36：2018 年中国日志审计产品市场份额


数据来源：赛迪顾问，公司招股书，西南证券整理

3.2 发力一站式平台级产品，赋能定制化多云管理

网络安全平台类产品主要分为云安全平台、大数据安全平台及物联网安全平台。在数字经济浪潮下，云计算、大数据、物联网等新技术与网络安全深度融合，带动网络信息安全领域需求和场景的延伸。围绕新技术和新政策，公司推出了众多信息安全平台类产品，主要可划分为云安全平台、大数据安全平台、物联网安全（含工控安全）平台三大类，覆盖大量场景解决方案。

公司深入布局云安全、大数据安全等新兴安全领域，收入增速超竞争对手。受益于行业的发展，行业各主要公司安全平台类产品收入普遍呈上升趋势。公司凭借应用了新技术的云安全平台和 AiLPHA 大数据平台丰富的行业实践和良好的口碑，在 2020 年前三季度实现了云安全收入同比增长 120%，大数据安全收入同比增长 100%，远超龙头厂商奇安信云安全产品 70% 和大数据安全产品 43% 的增速。

图 37：公司网络信息安全平台


数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2.1 一站式、全方位，云安全平台国内领先

过去十年云计算突飞猛进,开始进入产业繁荣期。2019年全球云计算市场规模达到1883亿美元,同比增长20.9%,2023年有望超过3500亿美元。2019年中国云计算市场规模达到1334.5亿元,同比增长38.6%,其中公有云市场规模达到689.3亿元,同比增长35.3%,私有云市场规模达到645.2亿元,同比增长22.6%,公有云市场规模首次超过私有云。预计到2023年,我国云计算整体市场规模将超过3700亿元,继续保持高增长态势。随着云计算产业规模的持续扩大,云计算的应用场景不断拓展和延伸,企业上云意识和积极性也明显提高。

图 38: 2018-2023 年全球云计算市场规模及增速



数据来源: Gartner, 西南证券整理

图 39: 2017-2023 年中国云计算市场规模及增速



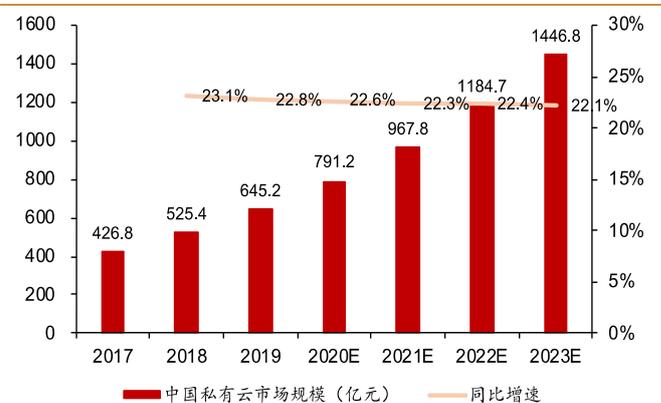
数据来源: 中国信通院, 西南证券整理

图 40: 2017-2023 年中国公有云市场规模及增速



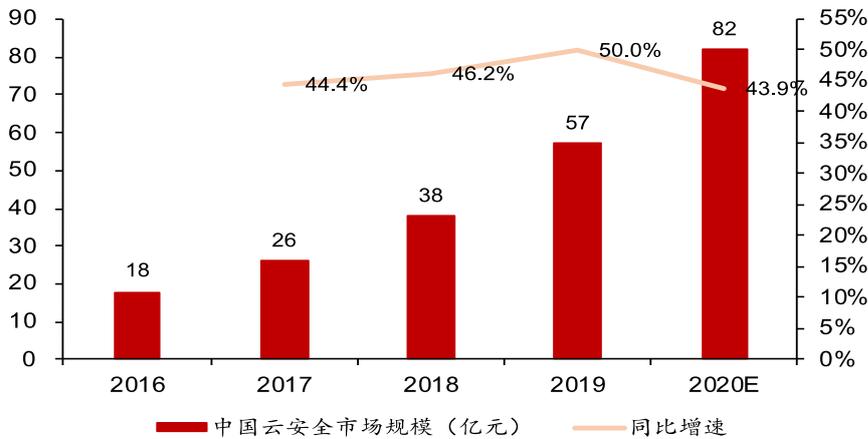
数据来源: 中国信通院, 西南证券整理

图 41: 2017-2023 年中国私有云市场规模及增速



数据来源: 中国信通院, 西南证券整理

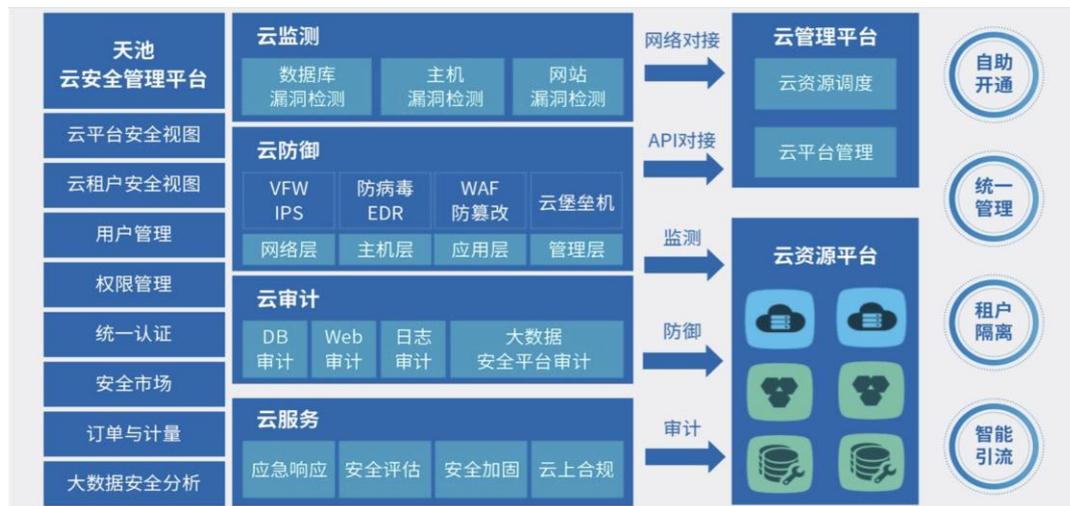
随着云计算的迅速落地,我国云安全市场加速布局。云计算市场的迅速发展和应用场景的不断拓宽,引发了新的网络信息安全问题,例如攻击者更容易借无服务器计算隐藏活动踪迹制造网络威胁等。新产生的网络信息安全威胁为云安全产品引入了广阔的市场空间,进一步带动了云安全市场的繁荣。2019年中国云安全市场规模达到57亿元,同比增长50.0%,较2016年的18亿元增长了约2倍。预计2020年市场规模将超80亿元,继续保持高增长态势。

图 42：2016-2020 年中国云安全市场规模及增速


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

在公有云领域，公司云安全产品已上线包括阿里云在内的国内外众多主流公有云平台。公司是阿里云安全市场首批安全供应商，自 2015 年起就开始与阿里云合作，目前公司云产品已上线国内外众多主流公有云平台，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。为了保护云上运维安全，公司还推出了云堡垒机产品，可解决系统账号复用、运维权限混乱、运维过程不透明等 IT 运维难题，已成功部署了上千家云客户。

在私有云领域，天池云安全管理平台通过汇聚云安全能力为用户提供一站式的云安全综合解决方案。公司于 2016 年推出天池云安全管理平台，平台通过云计算虚拟化技术，为用户提供集云监测、云防御、云审计、云服务于一体的一站式云安全综合解决方案，目前已应用到 60 多个政务、警务等行业云案例中。天池云现已完成阿里云、华为云、浪潮云等融合对接，其中平台和华为云、浪潮云的融合对接版本还获得了云计算产品信息安全认证证书和 CSA CSTR 增强级证书，受到市场的广泛认可。

图 43：天池云产品架构


数据来源：公司官网，西南证券整理

“安恒云”于2020年9月正式发布，提供集多云管理和多云安全管理于一体的一站式服务平台。随着云计算技术的不断发展与成熟，“多云”逐渐成为未来的发展趋势。为了实现信息云安全战略升级，公司于2020年9月9日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，是公司历史上第一个大平台产品。

图 44：安恒云是多云安全与管理一站式解决方案专家



数据来源：公司官网，西南证券整理

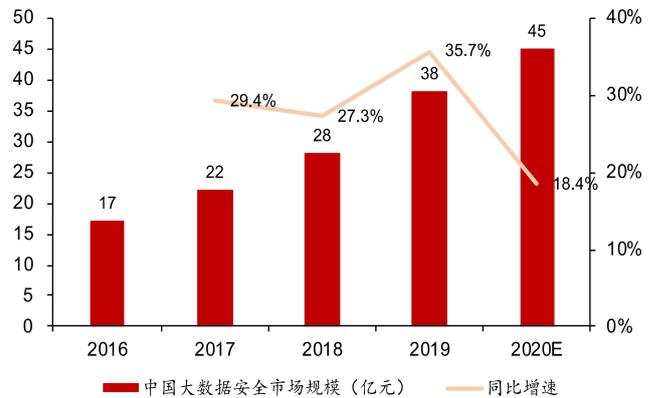
3.2.2 布局广泛，大数据安全平台覆盖多行业

我国大数据行业近年来发展迅速，产业规模不断壮大。自2016年3月《十三五规划纲要》正式提出实施国家大数据战略开始，我国大数据产业开始快速发展。随着数据资产价值不断攀升，近年来我国大数据产业规模迅速增长，2016年至2019年增速均保持在25%以上。截至2019年底，我国大数据产业规模已达到8500亿元，同比增长37.8%，2020年有望超10000亿元。

大数据发展浪潮下相关安全问题显现，推动大数据安全市场逐步走向成熟。随着大数据技术的发展和数据量的不断壮大，数据相关的安全问题也随之产生，为网络信息安全带来了全新的威胁。围绕数据全生命周期展开安全防护的大数据安全应运而生，且市场规模持续扩大。2019年我国大数据安全市场规模达到38亿元，预计到2020年底将进一步增长至45亿元。各网络信息安全企业均加速布局大数据安全业务，把握市场发展机遇。

图 45：2015-2020 年中国大数据产业规模及增速


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

图 46：2016-2020 年中国大数据安全市场规模及增速


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

公司 **AiLPHA 大数据智能安全平台** 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，迅速得到市场认可。随着数据复杂度的增加和存储共享等模式的变化，传统安全解决方案已无法应对日益复杂和隐蔽的安全威胁。公司于 2017 年进行 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。平台为用户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，目前在政府、公安、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。2019 年平台成功入选工信部大数据优秀产品和应用解决方案案例集，其核心技术“基于知识图谱的网络攻击自动化关联推理技术”还获得了 2019 数博会领先科技成果奖。

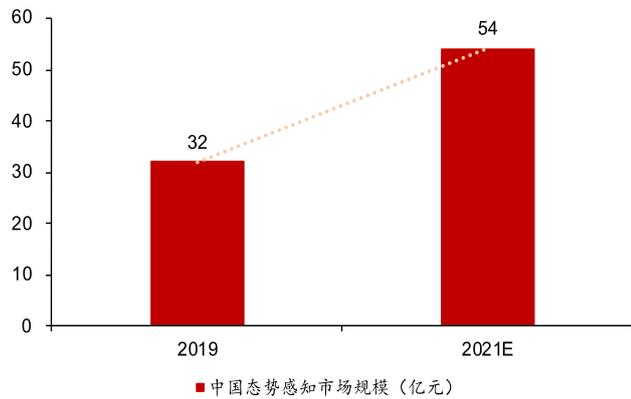
图 47：AiLPHA 大数据智能安全平台核心功能


数据来源：公司官网，西南证券整理

平台凭借大数据+AI 实现态势感知和威胁预警，解决了市面上现有的安全威胁检测类产品和技术的一些难点，为各行业提供安全分析能力。AiLPHA 大数据智能安全平台运用大数据和机器学习等创新性关键技术，如基于知识图谱的网络攻击自动化关联推理技术、实时挖掘和分析海量安全数据技术、基于机器学习的异常行为风险分析技术等，可有效发现、预警和应对网络安全威胁及突发事件，实现对整个高级威胁攻击链的全面关联分析和网络系统安全态势感知。

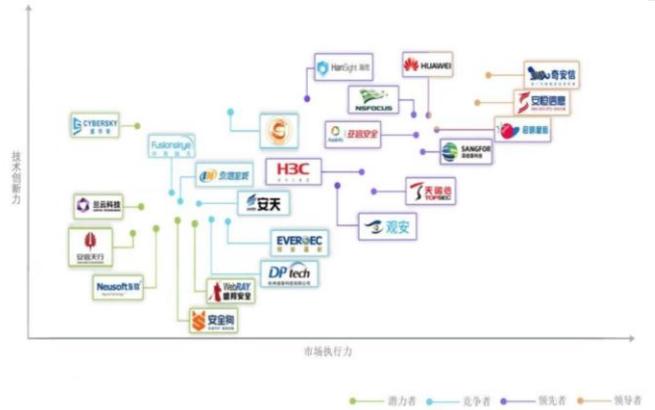
政策推动及安全防护思维转变，促进态势感知平台成为近年来网络安全行业发展的热点。随着网络攻击日趋复杂和频繁，近年来网络安全防护思路逐渐从防御攻击向主动防御及安全预测等方向转变，推动态势感知等领域的发展。《十三五国家信息化规划》也明确将网络安全态势感知列入网络安全保障体系中，主要服务于监管类客户（各级公安和各级网络安全和信息化委员会办公室）和关键信息基础设施保护类客户（运营商、金融、大型央企以及各级部委和政府用户等）。中国态势感知市场目前发展迅速，据数世咨询调研统计，2019年国内态势感知市场规模约在32亿元左右，预计2021年将超50亿元，从技术创新力和市场执行力双维度考量，公司已经成为态势感知市场领导者。

图 48：中国态势感知市场规模及预测



数据来源：数世咨询，西南证券整理

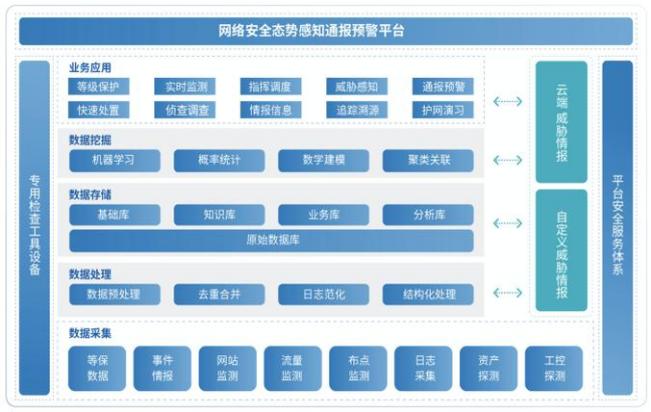
图 49：态势感知能力点阵



数据来源：数世咨询，西南证券整理

公司是公安和网信行业态势感知的主要建设和推动者，在技术和市场应用领域具有先发优势。公司从2015年开始加入公安部最初的态势感知平台规划，是主要的技术支持单位，且参与了多项态势感知行业和国家标准的制定，在态势感知市场具有先发优势。公司网络安全态势感知通报预警平台集等级保护、实时监测、通报预警、威胁感知、情报信息、追踪溯源等功能为一体，是业内少数拥有从底层数据采集、处理、存储、挖掘到上层业务应用全方位安全服务体系的企业，目前在公安、网信、政府、金融、教育、电力等行业均有应用。

图 50：公司态势感知平台产品架构



数据来源：公司官网，西南证券整理

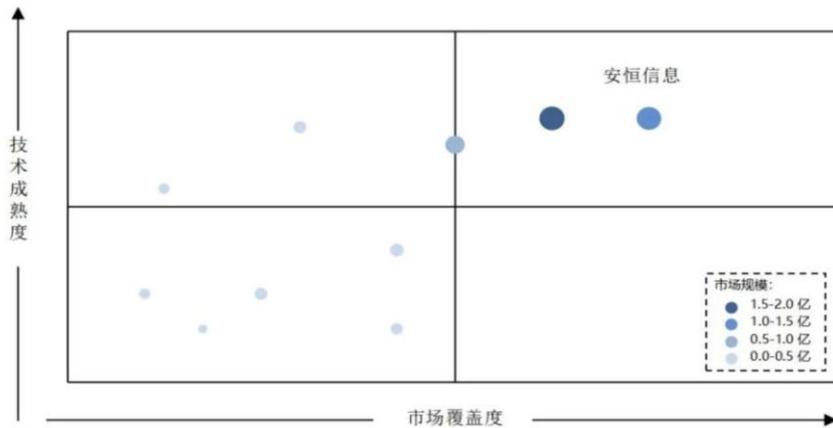
图 51：公司态势感知平台功能介绍



数据来源：公司官网，西南证券整理

深入布局各地监管市场，技术成熟度和市场覆盖度已处于领先地位。公司在态势感知领域发展起步较早，近几年来坚定不移地确立技术领域优势，公司态势感知预警平台在多源异构数据采集、海量数据存储、安全事件溯源分析等核心技术方面拥有先发优势，市场与技术成熟度不断提升。此外，公司行业实践经验丰富，截至 2019 年公司态势感知产品在公安行业就累积成交合同约 120 例，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，具有较高的市场认可度。公司订单数更是快速增长，2016 年至 2018 年订单数增加近两倍，单笔合同平均收入也持续上涨。赛迪顾问研究显示，无论是技术成熟度还是市场覆盖度，安恒信息均遥遥领先。

图 52：态势感知厂商竞争力象限分析图



数据来源：赛迪顾问，西南证券整理

表 9：2016-2019H1 公司态势感知预警平台销售情况（万元）

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	20	25	56	17
	总收入	1440.35	2922.13	5936.72	3388.90
	单笔合同平均收入	72.02	116.89	106.01	199.35

数据来源：公司招股书，西南证券整理

3.2.3 实时感知，物联网、工控安全平台赋能安全管理

万物互联趋势下物联网迎来发展新机遇，催生了物联网安全市场的发展。新技术发展带动物联网市场快速增长，2019 年我国物联网市场规模已达 1.8 万亿元，同比增长 28.6%，中商产业研究院预测，2020 年我国物联网市场规模将进一步突破 2 万亿大关。随着物联网市场的扩大和应用领域的拓展，相关风险事件层出不穷，推动了物联网安全市场的发展。近年来物联网安全市场迈入高速增长阶段，2017 至 2019 年市场增速始终保持在 30% 以上，2020 年市场规模有望达到 190 亿元，同比增长 47.3%。公司物联网安全产品保持高速发展的态势，2019 年同比增长达 136.4%，未来将向 5G 和工控领域发展，为公司持续发展探寻新空间。

图 53：2015-2020 年中国物联网市场规模及增速


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

图 54：2016-2020 年中国物联网安全市场规模及增速


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

公司与浙江省公安厅、海康、大华等建立密切合作关系，是网络信息安全研究的中坚力量。2015 年，公司与浙江省公安厅、浙江省通信管理局、国家计算机网络应急技术处理协调中心浙江分中心及海康威视达成共建嵌入式设备网络安全联合实验室战略合作协议；2016 年，公司与大华股份签署安全战略合作协议，合力共建安防物联网领域“安全生态圈”；2020 年，公司与大华股份进一步加深合作，聚焦物联网产品及方案的深层次应用，全面深化全场景信息安全防护体系建设，为网络信息安全行业增添新的活力。

凭借深厚的技术积累和行业经验，公司现已拥有三款物联网安全产品。公司现有物联网安全产品主要包括物联网安全心、物联网安全检测平台和物联网安全态势感知与管控中心。物联网安全心致力于对物联网终端系统进行内核防护、数据加密和实时审计等；物联网安全检测平台通过实时主动监测、预警威胁信息与风险行为等，对物联网终端安全状态进行评估分析；物联网态势感知与管控中心则集合终端安全、流量、网络层面安全为一体，构建全面的物联网安全管控体系，实现物联网整体可视、可管、可控。

表 10：公司三款物联网安全产品

产品名称	产品简介	产品定位
物联网安全心	它是一款以提升终端内核安全防护能力为核心嵌入式终端防护产品。	提升物联网终端安全，确保终端数据安全。
物联网安全监测平台	它可以实现物联终端设备快速识别，漏洞检测，非法接入监测，并根据监测情况给出分析评估报告，实现物联网终端安全状态实时监测。	构建物联网安全终端安全弱点评估平台。
物联网安全态势感知与管控中心	产品基于自适应安全防护技术架构，针对终端海量的多维原始行为数据，通过算法分析、聚类关联，快速识别异常与威胁，实现物联网整体态势感知。	结合终端安全、流量、网络层面安全，构建可信的物联网安全管控体系。

数据来源：公司招股书，西南证券整理

工业互联网是新一代信息技术与制造业深度融合的产物，近年来发展迅速。我国积极重视工业物联网的推进工作，相关产业政策密集发布。2015 年 5 月国务院发布的《中国制造 2025》正式拉开工业物联网发展的序幕。2017 年 11 月，工信部发布《深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》，规范和指导我国工业互联网发展。2020 年 3 月，《关于推动工业互联网加快发展的通知》进一步落实关于推动工业互联网加快发展的相关决策，

推动工业互联网在深层次的创新与融合。政策红利逐步释放,我国工业互联网市场快速增长,2019年市场规模已超6000亿元,预测2022年将突破9000亿元。

表 11: 我国工业物联网政策

时间	部门	文件名称	主要内容
2020年3月	工信部	《关于推动工业互联网加快发展的通知》	改造升级工业互联网内外网络;增强完善工业互联网标识体系;提升工业互联网平台核心功能;建设工业互联网大数据中心。
2019年3月	工信部	《关于推动工业互联网加快发展的通知》	提出加快新型基础设施建设、加快拓展融合创新应用、加快工业互联网试点示范推广普及、加快壮大创新发展动能、加快完善产业生态布局 and 加大政策支持力度等6方面20项措施。
2017年11月	国务院	《深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》	提出到2025年,基本形成具备国际竞争力的基础设施和产业体系。覆盖各地区、各行业的工业互联网网络基础设施基本建成。
2016年12月	工信部、财政部	《智能制造发展规划(2016-2020年)》	提出到2020年,数字化车间/智能工厂普及率超过20%,运营成本、产品研制周期和产品不良品率大幅度降低。
2015年5月	国务院	《中国制造2025》	提出到2025年,制造业整体素质大幅提升,创新能力显著增强,全员劳动生产率明显提高,两化(工业化和信息化)融合迈上新台阶。

数据来源:中国政府网,工信部,西南证券整理

针对关键基础领域的攻击事件频频发生,工业互联网安全的市场关注度不断提升。工业互联网的深入发展和工业控制系统的互联互通带来了更严峻、复杂的网络安全威胁,工业信息安全风险持续攀升。尤其近年来工控安全事件频繁发生,工业互联网安全的重要性逐步凸显,市场发展空间较大。据赛迪顾问统计,2018年中国工业互联网安全市场规模达到94.6亿元,同比增长30.0%,预计2019至2021年将继续保持高增长态势,到2021年底有望扩张到228.0亿元。

图 55: 2017-2022 年中国工业互联网市场规模及增速



数据来源:赛迪顾问,西南证券整理

图 56: 2016-2021 年中国工业互联网安全市场规模及增速



数据来源:赛迪顾问,西南证券整理

公司形成了工业控制安全及工业互联网安全体系,助力监管单位对工业单位整体、全业务、网格化安全可控实现必要的监管。公司通过工业互联网监管平台的构建,助力监管单位对工业单位整体、全业务和网格化安全可控实现必要的监管,对其网络安全事件实现可知可视,并对安全事件进行分析,最终对工业互联网发展的健康性提供指导性意见。在客户层面,公司已经形成了从数据采集层到业务应用层的垂直产品架构,能够为轨道交通、电力、石油石

化等九大工业领域的客户提供包括数据采集设计、企业测探针和运营商测探针在内的深度解决方案。

图 57：公司工业互联安全平台产品架构



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 58：公司工业互联安全平台解决方案



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.3 从产品持续向服务转型，安恒建立新一代安全服务模式

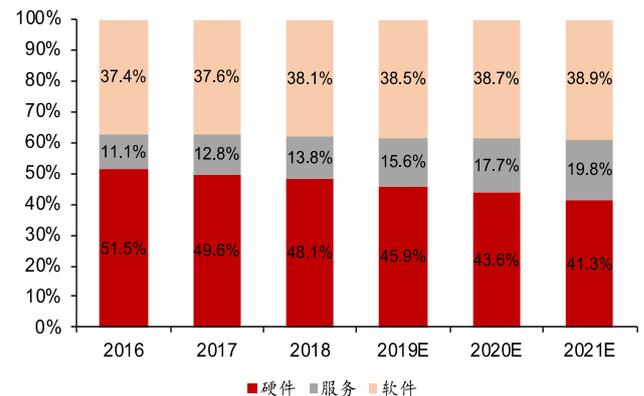
响应网络安全形势和用户需求的变化，中国网络安全市场持续向服务化转型。如今网络攻击行为日趋复杂和频繁，单靠传统网络信息安全产品已无法灵活应对新兴安全威胁，构建全面安全防护体系和提供整体网络信息安全解决方案的重要性不断凸显。安全厂商开始加速布局网络信息安全服务，网络信息安全市场逐渐从软硬件产品向服务转移，网络信息安全服务业务的占比也不断提高。据赛迪顾问统计及预测，2019 至 2021 年我国网络信息安全服务市场增速保持在 35% 以上，2021 年市场规模有望达到 183.5 亿元。与此同时，我国网络信息安全服务的市场占比持续扩大，2021 年将增长到 20% 左右。

图 59：2016-2021 年中国网络信息安全服务市场规模及增速



数据来源：赛迪顾问，公司招股书，西南证券整理

图 60：2016-2021 年中国网络信息安全市场结构



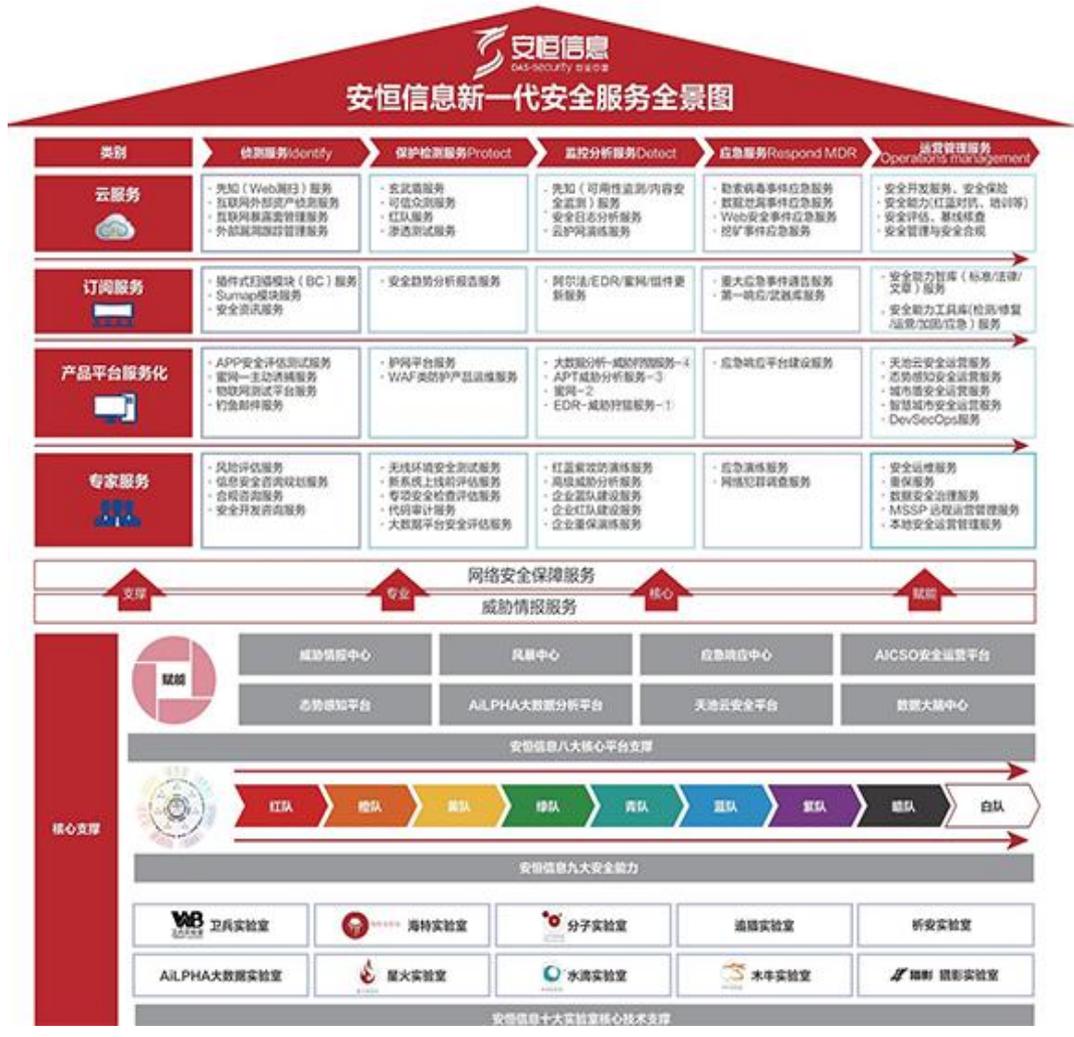
数据来源：公司招股书，西南证券整理

3.3.1 安全开发一体化，打造国家级安全保障团队和服务资质

面对数字化改革，安恒信息安全服务依托十大实验室、九维安全能力专家、八大核心平台技术支撑保障，基于 IPDRO 攻防对抗的五个安全运营能力域，建立业界首创的全周期及

多交付模式的全新一代安全服务，为客户提供全方位的安全保障。安恒信息安全服务团队由九维安全能力专家构成，其职责分别为：红队持续突破、橙队擅于赋能、黄队致力建设、绿队跟踪改进、青队快速处置、蓝队实时防御，紫队不断优化、暗队专注情报和研究、白队运营管理，以体系化的安全人才及技术为客户赋能。

图 61：安恒新一代安全服务全景图



数据来源：赛迪顾问，西南证券整理

安恒信息参与近百场国家级重大网络信息安全保障，获评国家信息安全测评中心信息安全服务资质安全工程类三级（最高级）、国家信息安全测评中心信息安全服务资质风险评估二级（最高级）、CCRC 信息系统安全集成服务资质一级（最高级）、CCRC 信息安全应急处理服务资质一级（最高级）、CCRC 信息安全风险评估服务资质一级（最高级）。

国家重大活动网络安保服务是公司具品牌影响力和知名度的综合安全服务。2008 年至今，公司凭借深厚的技术积累和经验丰富的安保队伍，共参与近百场国家重要活动或事件的网络安保，包括北京奥运会、上海世博会、深圳大运会、十八大、金砖峰会等。2020 年 11 月，公司还正式成为 2022 年杭州亚运会官方网络安全服务合作伙伴，并重磅推出“九维五星”网络安全场景化保障体系，从“专业化统筹设计、实战化防护体系、全面化网络保障、

迅捷化应急响应、弹性化安全管控、精益化分析研判、系统化流程闭环、智能化安全协同、生态化分工协作”九个维度，和“云、大、物、智、服”五个场景出发，打造一套业界最为专业的网络安全体系，确保亚运会零失误。

图 62：公司签约杭州亚运会官方网络安全服务合作伙伴



数据来源：公司微信公众号，西南证券整理

图 63：“九维五星”网络安全场景化保障体系



数据来源：公司微信公众号，西南证券整理

3.3.2 超前部署，从识别到响应一站式协同

公司从提供产品向提供服务模式延伸，为用户提供一站式专业安全服务。公司网络信息安全服务主要包括专家级服务、SaaS 云安全服务、智慧城市安全运营中心和网络安全人才培养。其中专家级服务包括专业安全服务、可信众测服务、平台运营服务、网络安全服务、安全咨询服务和应急响应服务；SaaS 云安全服务则覆盖先知云监测服务、威胁情报服务和玄武盾云防护服务。

图 64：公司网络信息安全服务



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司 SaaS 云安全服务增长迅速,玄武盾逐渐成为市场的主要领导者,赋能政府、教育、运营商、医疗等多领域。公司云防护平台玄武盾于 2016 年发布,提供安全检测、防护、分析、运营等一体化安全防护,实现事前、事中、事后全覆盖管理,主要服务于政府、教育、金融、医疗、企业等行业用户。玄武盾在全球拥有 50 多个防护节点,平均每日可清洗 5 亿次访问、拦截 1000 万次攻击,截至目前已累计拦截 300 亿次攻击,防护能力卓越。玄武盾现已成为 SaaS 安全服务市场的领先产品,曾连续为互联网大会、G20 峰会、世博会、上合峰会等多个大会护航,并参展美国 RSA 安全大会。

图 65: 公司玄武盾云防护平台解决方案



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 66: 公司玄武盾云防护平台防护能力



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

布局智慧城市安全运营中心,为城市的数字化转型和数字经济发展提供强有力的支撑。公司以体系、平台、人才为要素,三位一体地打造智慧城市安全运营中心,深度融合物联网、人工智能、大数据、云计算等新兴信息技术,从而快速有效地感知、预警、调度、处置城市网络安全风险,助力城市管理效率和应急响应能力的不断提升。2020 年 8 月,公司与辽阳市政府携手共建城市大脑,还与宁波城市大脑项目达成大数据及网络安全战略合作,为区域数字化转型和数字经济发展提供保障。未来公司还将探索城市大脑在智慧交通、智慧医疗等领域的应用,持续推动智慧城市建设和发展。

图 67: 公司智慧城市安全运营中心



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 68: 公司城市安全大脑驱动安全协同创新能力



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

公司在安全服务领域超前布局，客户粘性较强，未来有望继续扩张。近年来政府、央企、公用事业等遭受网络攻击数量不断上涨，对网络信息安全服务的需求快速增长，市场空间较大。而公司一直致力于为政府、公安等重大活动提供领先的网络信息安保服务，长期以来建立了紧密的合作，安全服务能力广受好评。且公司客户所处政府、公安、金融等行业具有安全保密、组织严格等特殊性质，对网络信息安全厂商的选择较为慎重，倾向于选择知名度高且长期合作的厂商，因此公司客户粘性较高，在政府等下游需求市场具有抢占市场的先发优势。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司自设立以来一直专注于网络信息安全，公司的产品及服务设计应用安全、大数据安全、云安全、物联网安全、工业控制安全以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。公司在更新迭代既有产品和解决方案，覆盖传统应用与数据安全领域的同时，还将当前流行的云计算技术和大数据与人工智能技术应用其中，并将产品拓展至物联网、工控和智慧城市等新型领域。目前公司已形成了以应用安全及数据安全产品为基础，围绕新监管、新技术及新服务的完整产品线。公司核心产品在各自细分市场具有领导优势。我们认为面向新监管和新服务的安全产品是网安行业未来 3-5 年的重要发展趋势，公司 2020 年大力投入网安产品和平台，增加了数条产品线。我们预计公司网络信息安全服务和平台产品都将维持较高增速，假设 2021-2023 年网络信息安全服务订单量增速分别为 50%、50%、45%，网络信息安全平台订单量增速分别为 60%、60%、55%；

假设 2：公司信息安基础产品主要是防火墙、综合日志审计系统、信息安全等级保护检查工具箱等传统产品，随着客户需求逐渐转向新场景服务和平台，基础网安产品业务是公司向客户提供持续安全服务的基本要素，将维持 20%到 25%左右的增速。其他业务非公司主营业务，公司业务重心正逐渐偏向于前述主要业务，受益于公司规模效应，其他业务订单量增速维持稳健增速。假设 2021-2023 年网络信息安全基础产品订单量增速为 20%、25%、25%，其他业务订单量增速为 20%、20%、20%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入如下表：

表 12：分业务收入

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
网安产品类业务	收入	461.4	553.7	692.1	865.1
	增速	20.2%	20.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	79.2%	79%	79%	79%
网安平台类业务	收入	445.3	712.5	1140.0	1767.0
	增速	63.9%	60.0%	60.0%	55.0%
	毛利率	76%	76%	76%	76%

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
网安服务类业务	收入	368.4	552.6	828.9	1201.9
	增速	39.5%	50.0%	50.0%	45.0%
	毛利率	54%	54%	54%	54%
第三方硬件集成类业务	收入	29.0	34.8	41.8	50.1
	增速	181.6%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	13%	13%	13%	13%
其他业务	收入	11.6	12.8	13.4	14.1
	增速	9.4%	10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	30%	30%	30%	30%
合计	收入	1323.0	1866.3	2716.1	3898.2
	增速	40.1%	41.1%	45.5%	43.5%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值与投资建议

我们选取了行业中与安恒信息业务最为相近的三家公司。考虑到国内数据安全、网络安全等政策的不断颁布，以及我国网安行业市场空间的稳健增长和客户需求的转型升级，公司作为新兴场景下的网安龙头企业，将会迎来订单量的快速增长。公司在不断发展更新现有平台和解决方案的基础上进一步将产品拓展至物联网、工控和智慧城市等新型领域。我们预计公司网络安全产品和服务的订单量会持续稳健增长，由于绿盟科技和启明星辰主要布局于硬件终端安全产品，增速较缓，因此估值水平较低，我们认为公司估值将接近于行业中布局新兴网安场景的奇安信，且 PS 估值法更适用于布局新兴网安产品服务的公司，因为目前正处于前期大量投入阶段，利润并非核心考量因素。

表 13：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				PS (倍)
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	TTM
688561	奇安信	96.79	-0.49	-0.01	0.55	1.26	-256.3	-7,906.64	175.09	77.29	15.04
002439	启明星辰	32.23	0.86	1.11	1.41	1.75	33.92	28.21	22.28	18.01	7.48
300369	绿盟科技	22.00	0.38	0.51	0.69	0.89	40.5	43.39	32.48	25.01	8.54
平均值							53.95	-60.63	-2611.68	40.10	10.35

数据来源：Wind, 西南证券整理

预计公司 2021-2023 年归母净利润将保持 46.8% 的复合增长率。考虑到国内数据安全、网络安全等政策的不断颁布，以及我国网安行业市场空间的稳健增长和客户需求的转型升级，公司作为新兴场景下的网安龙头企业，将会迎来订单量的快速增长，给予公司 2021 年 16 倍 PS 估值，对应目标市值 300 亿元，上调至“买入”评级。

5 风险提示

下游客户需求放缓风险、政策风险、订单不及预期风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1322.97	1866.32	2716.13	3898.16	净利润	131.79	185.92	275.54	419.24
营业成本	410.55	597.22	882.74	1266.90	折旧与摊销	37.24	19.95	19.95	19.95
营业税金及附加	16.60	23.32	33.98	48.75	财务费用	-21.95	0.21	0.29	0.42
销售费用	439.31	681.21	1004.97	1442.32	资产减值损失	-3.69	0.00	0.00	0.00
管理费用	101.87	242.62	380.26	565.23	经营营运资本变动	81.67	-105.18	50.03	52.69
财务费用	-21.95	0.21	0.29	0.42	其他	54.93	-0.23	-1.83	-1.00
资产减值损失	-3.69	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	279.99	100.66	343.97	491.31
投资收益	3.39	0.00	2.56	0.00	资本支出	225.41	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.68	0.34	0.39	0.42	其他	-622.84	0.34	2.95	0.42
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-397.43	0.34	2.95	0.42
营业利润	139.78	322.09	416.84	574.96	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-8.84	-104.59	-94.50	-84.50	长期借款	-22.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	130.94	217.50	322.34	490.46	股权融资	12.95	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.85	31.58	46.80	71.21	支付股利	-28.00	-26.82	-37.56	-55.71
净利润	131.79	185.92	275.54	419.24	其他	-17.78	-503.83	481.19	-0.42
少数股东损益	-2.32	-1.91	-3.03	-4.63	筹资活动现金流净额	-54.83	-530.65	443.62	-56.14
归属母公司股东净利润	134.12	187.82	278.57	423.88	现金流量净额	-172.27	-429.65	790.55	435.59
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1312.59	882.94	1673.49	2109.08	成长能力				
应收和预付款项	354.14	500.92	725.81	1044.02	销售收入增长率	40.14%	41.07%	45.53%	43.52%
存货	115.22	167.85	247.39	356.50	营业利润增长率	51.73%	130.42%	29.42%	37.93%
其他流动资产	184.59	173.48	174.75	176.52	净利润增长率	42.98%	41.07%	48.21%	52.16%
长期股权投资	26.50	26.50	26.50	26.50	EBITDA 增长率	36.31%	120.70%	27.71%	36.21%
投资性房地产	11.39	11.39	11.39	11.39	获利能力				
固定资产和在建工程	317.48	300.47	283.46	266.46	毛利率	68.97%	68.00%	67.50%	67.50%
无形资产和开发支出	21.12	18.62	16.12	13.61	三费率	39.25%	49.51%	51.01%	51.51%
其他非流动资产	120.09	119.66	119.22	118.79	净利率	9.96%	9.96%	10.14%	10.75%
资产总计	2463.12	2201.82	3278.13	4122.87	ROE	7.88%	13.77%	13.32%	17.23%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.35%	8.44%	8.41%	10.17%
应付和预收款项	447.69	663.38	975.69	1396.96	ROIC	44.09%	79.96%	84.57%	108.79%
长期借款	85.00	85.00	85.00	85.00	EBITDA/销售收入	11.72%	18.34%	16.09%	15.27%
其他负债	258.38	103.77	148.32	208.26	营运能力				
负债合计	791.07	852.15	1209.02	1690.23	总资产周转率	0.57	0.80	0.99	1.05
股本	74.07	74.07	74.07	74.07	固定资产周转率	4.50	6.23	9.62	14.69
资本公积	1254.82	1254.82	1254.82	1254.82	应收账款周转率	5.50	5.53	5.60	5.56
留存收益	340.53	501.53	742.54	1110.70	存货周转率	3.52	4.20	4.22	4.17
归属母公司股东权益	1669.43	1348.95	2071.43	2439.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.57%	—	—	—
少数股东权益	2.62	0.71	-2.32	-6.95	资本结构				
股东权益合计	1672.05	1349.66	2069.12	2432.65	资产负债率	32.12%	38.70%	36.88%	41.00%
负债和股东权益合计	2463.12	2201.82	3278.13	4122.87	带息债务/总负债	10.74%	9.97%	7.03%	5.03%
					流动比率	2.83	2.28	2.53	2.31
					速动比率	2.66	2.06	2.31	2.09
					股利支付率	20.88%	14.28%	13.48%	13.14%
					每股指标				
					每股收益	1.81	2.54	3.76	5.72
					每股净资产	22.54	18.21	27.96	32.93
					每股经营现金	3.78	1.36	4.64	6.63
					每股股利	0.38	0.36	0.51	0.75
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	155.07	342.24	437.08	595.33					
PE	170.36	121.65	82.02	53.90					
PB	13.69	16.94	11.03	9.37					
PS	17.27	12.24	8.41	5.86					
EV/EBITDA	137.50	63.49	47.91	34.44					
股息率	0.12%	0.12%	0.16%	0.24%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	15395317859	15395317859	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn