



2021-10-20

公司深度报告

买入/维持

安恒信息(688023)

昨收盘: 314.99

计算机 计算机应用

## 新型安全厂商，驶入数据安全蓝海

### ■ 走势比较

### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	78/78
总市值/流通(百万元)	24,628/24,628
12 个月最高/最低(元)	358.30/221.13

### 相关研究报告:

安恒信息(688023)《疫情下业绩实现高增长》--2021/02/28

安恒信息(688023)《业绩超预期, 订单持续回暖》--2020/10/27

### 证券分析师: 曹佩

电话: 13122223631

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520080001

## 报告摘要

- 国内领先的新型网络安全厂商。作为新兴的网络安全厂商，公司的收入主要来自于安全基础产品、安全平台、安全服务三大业务。安全平台构建了云安全、物联网安全、大数据安全三大平台；安全服务则以 SaaS 服务作为公司的特色。在 IDC 发布的《中国态势感知解决方案市场 2019 年厂商评估》中，公司被评选为态势感知领导厂商，其中战略能力排名第一，市场份额排名第二。
- 持续保持高增速。从 2017 年至 2020 年的四年时间，公司每年均保持了 40%左右的收入增速。根据赛迪的数据，根据 CCID 数据，我国网络安全行业市场规模 2020 年将达到 749.2 亿元，同比增长 23.2%，2016-2021 年间年均复合增长率为 22.5%。公司的营收增速持续跑赢行业。
- 数据安全有望成为公司新的增长动力。根据工信安全的《数据安全白皮书》，数据产业涉及到数据整个生命周期以及价值变现的全部过程的所有相关产业。数据安全的存在意义是保证数据在全生命周期得到妥善保护，最终实现价值变现并促进数字经济健康发展。公司于 2021 年 7 月正式发布数据安全整体解决方案，包含“CAPE”数据全生命周期防护体系、数据安全咨询服务体系、AiLand 数据安全岛、AiTrust 零信任解决方案、AiDSC 数据安全管控平台、EDR 与数据勒索防护等六大产品服务。深耕数据安全垂直领域，产品与服务处于行业领先水平。
- 定增充实公司资金。2020 年 12 月，公司发布增发预案，拟面向不超过 35 名投资者，向特定对象发行股票募集资金总额不超过 133,332.17 万元，用于数据安全岛平台研发及产业化、信创产品研发及产业化、新一代智能网关产品研发及产业化等六个项目。2021 年 10 月 20 日，公司公告本次发行价格 324.23 元，中信建投证券股份有限公司、J. P. Morgan Securities plc、Janchor Partners Limited (建岷实业投资)、葛卫东以及中国电信集团投资有限公司共计 5 家获配投资者获配。

- **投资建议：**公司是国内领先的新型网络安全厂商，我们预计公司2021-2022年的EPS分别为2.42、3.37元，给与买入评级。
- **风险提示：**数据安全业务进展不及预期；行业竞争加剧。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1322.97	1878.62	2667.64	3814.73
(+/-%)	40.14%	42.00%	42.00%	43.00%
净利润(百万元)	134.12	188.72	263.51	373.29
(+/-%)	45.43%	40.72%	39.63%	41.66%
摊薄每股收益(元)	1.72	2.42	3.37	4.78
市盈率(PE)	183	130	93	66

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 垂直领域行业龙头，“新安全”赛道探索者 .....	5
(一) 深耕于新安全领域的细分行业龙头 .....	5
(二) 营业收入增长稳定，行业竞争导致利润收窄 .....	6
(三) 不断增加的研发投入筑高技术壁垒 .....	9
(四) 股权结构稳定，定增加码“新安全”领域 .....	9
二、 数智化浪潮下，网安赛道景气度持续升温 .....	11
(一) 供需两端共同发力，带动我国网安市场持续增长 .....	11
(二) 强监管下网安行业将迎来新的发展机遇 .....	12
(三) 细分赛道来看，“新安全”领域复合增速高于行业增速 .....	12
(四) 我国网络安全行业集中度较低，头部企业优势将逐渐显现 .....	16
三、 完整的网安产品及服务体系与“新安全”赛道布局共同驱动公司发展 .....	17
(一) 网络信息安全基础产品：包括安全防护与安全检测产品 .....	18
(二) 网络信息安全平台：构筑公司未来营收增长点 .....	19
(三) 数据安全技术领先优势构筑全生命周期体系解决方案 .....	22
四、 投资建议 .....	25
五、 风险提示 .....	25

## 图表目录

图表 1: 公司发展历史 .....	5
图表 2: 2018-2021H1 公司营业收入及增长 .....	7
图表 3: 2018-2021H1 公司经营性现金流与净利润情况 .....	7
图表 4: 2018-2021H1 公司各项期间费用率 .....	7
图表 5: 2018-2021H1 公司毛利率与净利率情况 .....	7
图表 6: 2018-2020 年公司各主营业务收入占比 .....	8
图表 7: 2018-2021H1 年公司研发投入情况 .....	9
图表 8: 公司前十大股东 (2021 年半年报) .....	10
图表 9: 公司定增募集资金投向 .....	10
图表 10: 2016-2020 年全球网络安全行业市场规模及增速 .....	11
图表 11: 2016-2023 年中国网络安全行业市场规模及增速 .....	11
图表 12: 三大工具功能概述 .....	13
图表 13: 三大云安全工具覆盖范围关系图 .....	13
图表 14: 2015-2020 年中国大数据产业规模及预测 .....	14
图表 15: 2016-2020 年中国大数据安全市场规模及预测 .....	14
图表 16: 2016-2021 年中国物联网安全市场规模及增长 .....	14
图表 17: 物联网安全解决方案框架 .....	14
图表 18: 2016-2021 年中国工业互联网安全市场规模及增长 .....	15
图表 19: 典型工业互联网平台安全能力侧重点与薄弱点 .....	15
图表 20: 2017-2020 年我国网络安全市场集中度 .....	16
图表 21: 2020 年我国网络安全行业主要企业市占率 .....	16
图表 22: 行业 CR8 2020 年安全业务营收及增速 .....	17
图表 23: 2020 年我国网安市场下游行业结构 .....	17
图表 24: 公司产品与服务体系生态图 .....	18
图表 25: 网络安全防护产品及信息安全检测产品 .....	19
图表 26: AILPHA 大数据智能安全平台架构 .....	20
图表 27: 天池云安全管理平台架构 .....	21
图表 28: 工业互联网安全一站式服务平台 .....	22
图表 29: CAPE 数据安全能力框架 .....	23
图表 30: AILAND 数据安全岛平台示意图 .....	24
图表 31: AITRUST 核心安全体系 .....	24

## 一、 垂直领域行业龙头，“新安全”赛道探索者

### (一) 深耕于新安全领域的细分行业龙头

国内领先的网络安全企业，“新安全”赛道探索者。公司成立于 2007 年，2019 年 11 月在上交所科创板上市，是一家深耕于新安全领域的细分行业龙头。公司自成立以来，形成了围绕事前、事中、事后维度覆盖网络信息安全全周期的产品体系，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多个领域。

图表 1：公司发展历史

年份	事件
2007	5 月 15 日，安恒信息在杭州成立
2008	北京奥运组委会安全产品和服务提供商 旗舰产品明鉴 Web 应用弱点扫描器成功申请国内发明专利
2009	首次引入战略投资方完成 A 轮融资 建国 60 周年全国网站安全大检查技术支持单位
2010	上海世博会安全产品和服务提供商 广州亚运会安全产品和服务提供商 四款产品中标入围中央政府采购名录
2011	获准建立“博士后科研工作分站” 深圳大运会安全产品和服务提供商
2012	中国共产党第十八次全国代表大会网络安全技术保障单位 成功举办首届中国 Web 应用防护与数据安全高峰论坛（西湖论剑）
2013	荣获 ISCCC 颁发的“一级应急处理服务资质”证书 全国网站安全大检查技术支持单位
2014	APEC 会议技术支持单位 亚信峰会网络与信息安全技术支撑单位 第一届世界互联网大会新闻官网网络安全保障单位 明御 Web 应用防火墙（DAS-WAF）入围 Gartner 魔力象限报告
2015	首次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”

	<p>与阿里云签署战略合作协议</p> <p>第二届世界互联网大会安全保障主要技术支持单位</p> <p>世界反法西斯战争胜利 70 周年安保活动技术支持单位</p> <p>北京 2015 世界田径锦标赛安保活动技术支持单位</p>
2016	<p>丝绸之路（敦煌）文博会网络安全保卫主要技术支持单位</p> <p>G20 杭州峰会网络安全保卫工作主要技术支持单位</p> <p>世界物联网博览会核心网络安保单位</p> <p>第三届世界互联网大会安全保障主要技术支持单位</p>
2017	<p>“一带一路”国际合作高峰论坛网络安全保障单位</p> <p>中国共产党第十九次全国代表大会网络安全技术保障单位</p>
2018	<p>董事长兼总裁范渊当选浙江省政协常委</p> <p>首批荣获国家信息安全服务安全工程类三级资质单位</p> <p>安恒信息获聘公共安全视频监控网络安全监测预警通报研究中心技术支持单位</p>
2019	<p>安恒信息科创板上市</p> <p>与厦门市人民政府签署战略合作协议</p> <p>获批国家地方联合工程研究中心建设单位</p> <p>《中国日志审计产品市场研究报告（2019）》中显示，安恒信息凭借在网络安全领域的产品转化速度以及标准化产品的销售规模，位居中国日志审计产品市场份额第一（来源：赛迪顾问）</p> <p>《中国网络安全细分领域矩阵图》(Matrix 2019.05)，在堡垒机细分领域，安恒信息堡垒机以规模和技术创新力第一，入选国内堡垒机第一梯队厂商（来源：安全牛）</p>
2020	<p>安恒信息签约 2022 年杭州第 19 届亚运会，是国际大型综合性赛事网络信息安全类最高层级合作</p> <p>安恒信息成为成都大运会网络信息安全类官方独家供应商</p> <p>安恒信息成为“2020 年第六届亚洲沙滩运动会网络安全技术服务支持单位”</p> <p>成为 Gartner《2020 年中国 ICT 技术成熟度曲线》云安全“标杆供应商”</p>
2021	<p>安恒信息中国智慧城市安全上海总部落成</p> <p>安恒信息人工智能安全总部落户合肥，助力合肥人工智能领跑加速</p> <p>安恒信息获阿里云峰会“一路同行奖”</p> <p>安恒信息入选工业互联网安全“领航计划”四大工作组</p>

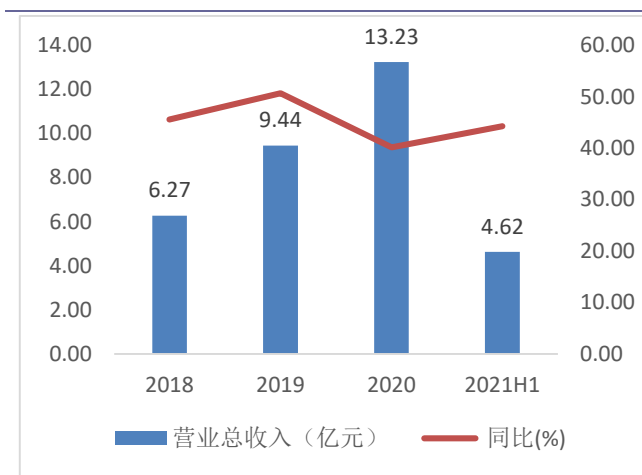
资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

## （二）营业收入增长稳定，行业竞争导致利润收窄

营业收入增长稳定，现金流与利润指标季节因素较为明显。2018-2020 年

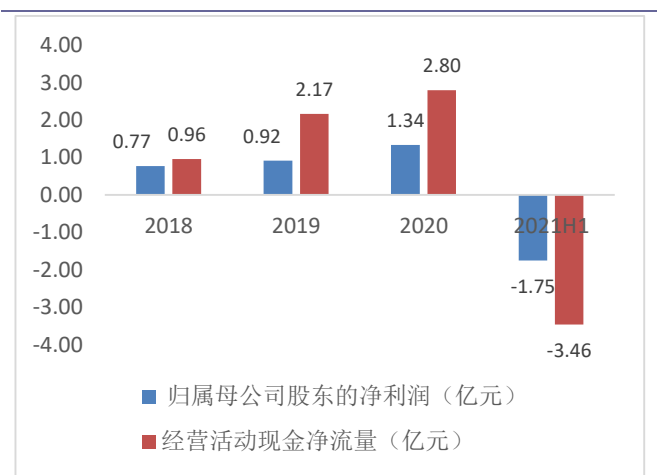
公司营业收入分别为 6.27 亿元、9.44 亿元、13.23 亿元，CAGR 为 28.26%；2021H1 实现营业收入为 4.62 亿元，同比增加 44.28%。经营性现金流较为充裕，2018-2020 年分别为 0.96 亿元、2.17 亿元、2.80 亿元，CAGR 为 42.88%；2021H1 经营性现金流为-3.46 亿元，同比减少 127.18%，主要系支付职工薪酬的增加所致。2018-2020 年归母净利润分别为 0.77 亿元、0.92 亿元、1.34 亿元，CAGR 为 20.28%；2021H1 实现归母净利润-1.75 亿元，同比减少-192.18%，主要由于网安行业季节性因素所致，回款多在下半年或四季度。

图表 2：2018-2021H1 公司营业收入及增长



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：2018-2021H1 公司经营性现金流与净利润情况

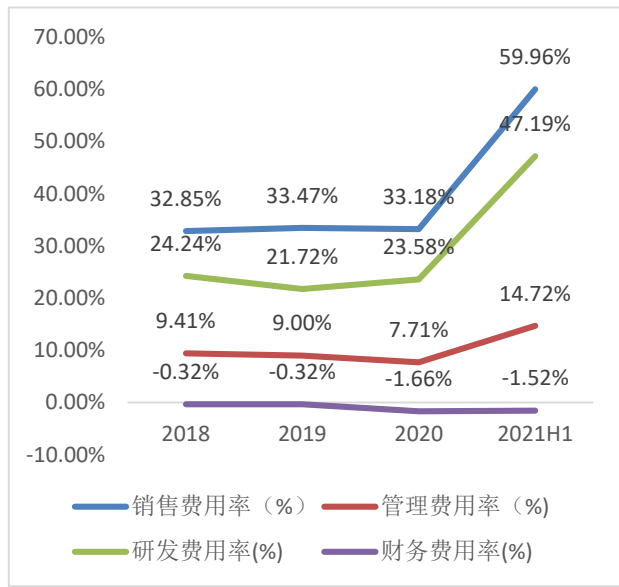


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

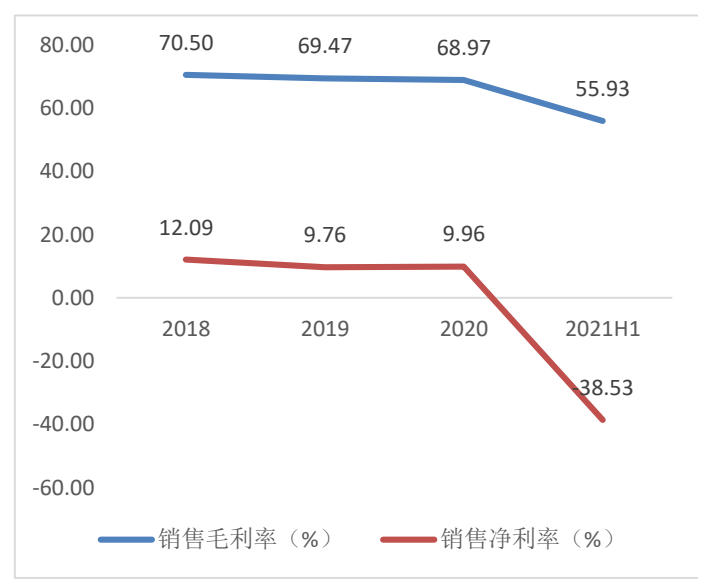
**2018-2020 年各项费用率保持平稳，2021H1 费用率上涨主要由职工薪酬增加所致。**2018-2020 年销售费用率维持在 33%左右，管理费用率维持在 7%-8%左右，研发费用率在 21%-23%左右，财务费用率在-1%左右。各项期间费用率均较为平稳，2021H1 费用率上升主要由于销售、管理及研发人员薪酬上涨所致。由此导致同期净利率有所下滑，为-38.53%。同期毛利率下滑一方面是由于人员成本上升，另一方面由于行业竞争加剧。

图表 4：2018-2021H1 公司各项期间费用率

图表 5：2018-2021H1 公司毛利率与净利率情况



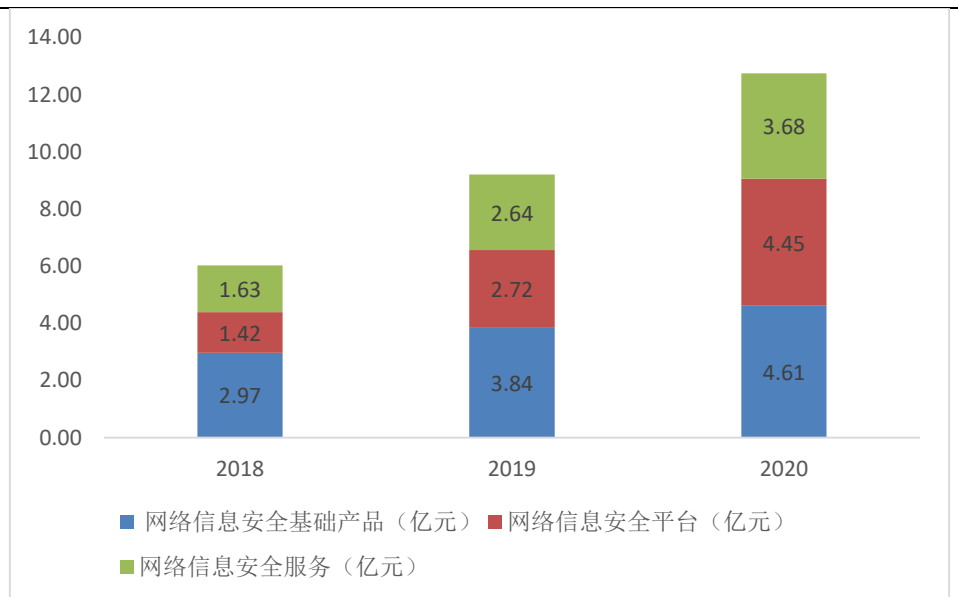
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

安全平台与安全服务业务发展良好, 2018-2020 年复合增速分别为 46.34% 与 31.19%。网络信息安全平台收入占比逐渐增长, 由 2018 年的 24% 增至 2020 年的 35%; 安全服务份额较为稳定, 维持在 28% 左右; 安全产品份额逐渐减少, 由 2018 年的 49% 降至 2020 年的 36%; 公司战略逐渐由硬件向利润更高的平台与服务转型。

图表 6: 2018-2020 年公司各主营业务收入占比



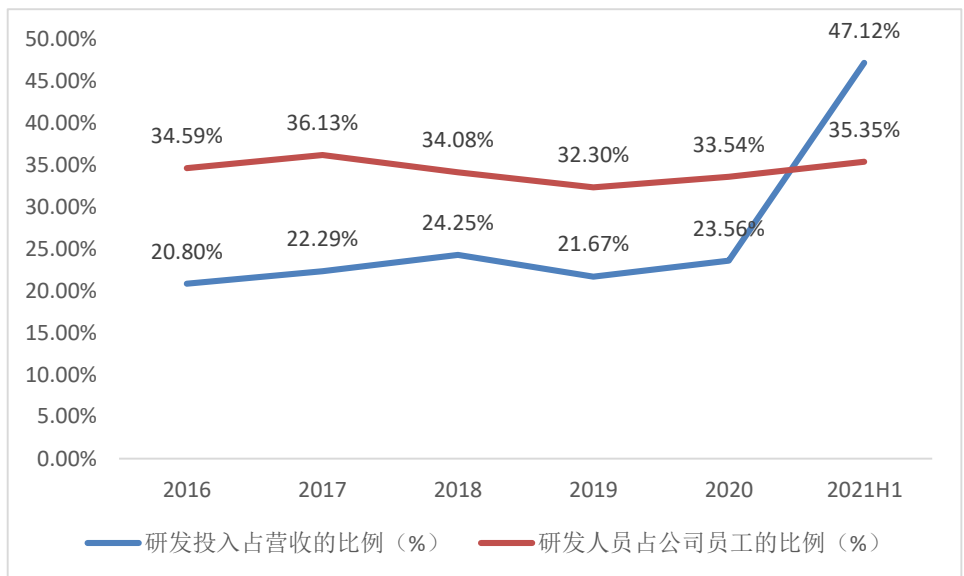
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院



### (三) 不断增加的研发投入筑高技术壁垒

**不断增加研发投入以筑高技术壁垒。**2018-2021H1 公司研发投入占营业收入的比例不断提高,2016-2020 年在 21%-24%左右,2021 年上半年升至 47.12%;研发人员占比稳中有升,根据公司公告披露,截至 2021 年上半年,公司及子公司共有 3304 名员工,其中研发人员 1168 名,占在职员工总数的 35.35%。研究领域涉及攻防研究、应急响应、安全咨询、漏洞研究、产品研发等,截止 2021 年 6 月 30 日,公司已有超过 200 项已获得授权的专利。

图表 7: 2018-2021H1 年公司研发投入情况



资料来源:公司公告,太平洋证券研究院

### (四) 股权结构稳定,定增加码“新安全”领域

**公司股权结构稳定,定增为“新安全”项目赋能。**公司第一大股东为实际控制人为董事长范渊先生,持有公司 13.52%的股份。第二大股东为阿里创投,持股 10.81%;自 2015 年以来,公司已与阿里云合作六年。第三、四大股东为宁波安恒、嘉兴安恒,分别持股 6.75%、6.75%。2021 年 8 月 24 日,公司定增获证监会审批,拟向不超过 35 名特定对象发行不超过 22,222,222 股股份(不超过发行前总股本 30%),拟募集

资金不超过 133,332.17 万元，扣除发行费用后将投入包含平台研发、犯罪侦查、信创产品研发、云安全、车联网在内的 6 个新型安全项目。

图表 8：公司前十大股东（2021 年半年报）

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
范渊	10,018,362	13.5200
杭州阿里创业投资有限公司	8,008,337	10.8100
宁波安恒投资合伙企业(有限合伙)	5,000,000	6.7500
嘉兴市安恒投资管理合伙企业(有限合伙)	4,999,990	6.7500
交通银行股份有限公司-万家行业优选混合型证券投资基金(LOF)	3,629,600	4.9000
高华-汇丰-GOLDMAN, SACHS & CO. LLC	3,158,574	4.2600
MERRILL LYNCH INTERNATIONAL	2,417,096	3.2600
葛卫东	1,835,503	2.4800
JPMORGAN CHASE BANK, NATIONAL ASSOCIATION	1,432,423	1.9300
招商银行股份有限公司-华夏上证科创板 50 成份交易型开放式指数证券投资基金	1,123,537	1.5200

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 9：公司定增募集资金投向

单位：万元

	项目名称	总投资	募集资金拟使用额
1	数据安全岛平台研发及产业化项目	47,633.85	40,046.62
2	涉网犯罪侦查打击服务平台研发及产业化项目	13,006.66	10,216.18
3	信创产品研发及产业化项目	62,122.22	45,870.82
4	网络安全云靶场及教育产业化项目	15,753.23	12,541.34
5	新一代智能网关产品研发及产业化项目	22,622.09	17,924.13
6	车联网安全研发中心建设项目	10,235.45	6,733.08
	<b>合计</b>	<b>171,373.50</b>	<b>133,332.17</b>

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

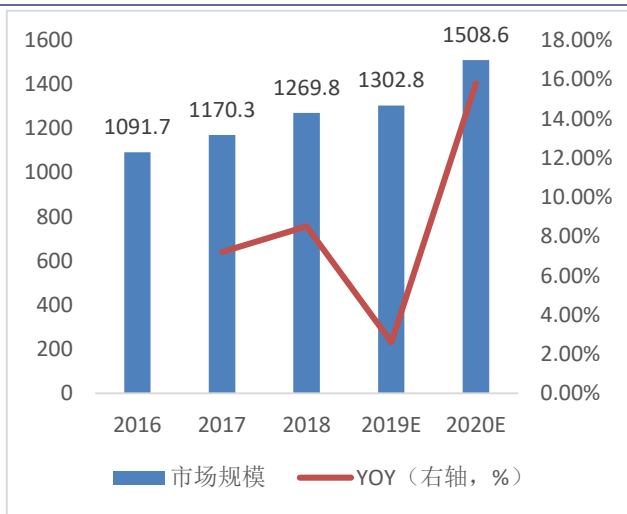
## 二、 数智化浪潮下，网安赛道景气度持续升温

### (一) 供需两端共同发力，带动我国网安市场持续增长

未来在供需两侧的驱动下，网安市场存在 15% 以上的年复合增长空间。根据中国网络安全产业联盟（CCIA）数据，2020 年我国网络安全市场规模约为 532 亿元，受疫情影响增速放缓，同比增长 11.3%。相比传统网络安全业务，新兴网络安全市场（威胁管理、安全服务与运营、工控系统安全、云安全等领域）进入加速阶段，叠加需求的释放，推动我国网安市场进入稳定增长期。CCIA 预测我国网安市场未来三年复合增速为 15% 以上，2023 年市场规模将超过 800 亿元。

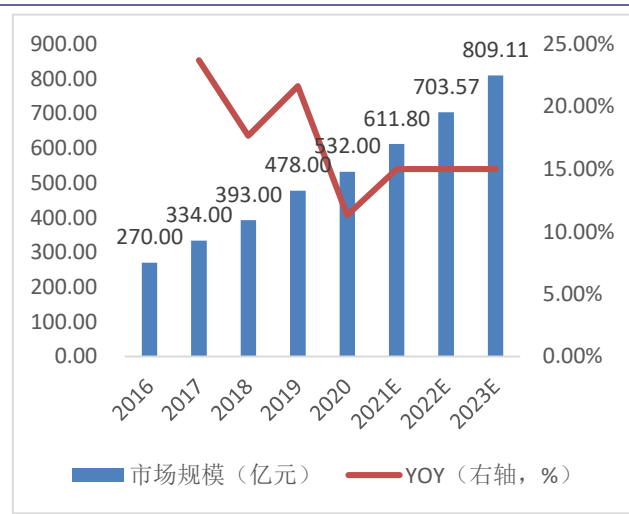
总体来看，我国网安市场规模增速高于全球。根据 CCIA 及艾媒咨询数据，2015-2020 年全球网安市场复合增速为 8.55%。同期，我国网安市场复合增速为 19.42%，2015-2020 年全球网安市场复合增速为 8.55%。主要原因有以下两点：1) 上游供给端：我国信息基础设施国产化替代率逐步提升，相关技术已经具备，国内已经形成了以“国产 CPU+基于开源 Linux 的国产操作系统”的自主生态。随着网安技术布局逐步完整，将带动整个网安行业的持续发展。2) 下游需求端：《数据安全法》和《关键信息基础设施安全保护条例》从 9 月 1 日开始执行，网络安全领域关注度持续升温，将引发更多企业对网络安全产品及服务的需求。

图表 10：2016-2020 年全球网络安全行业市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，太平洋证券研究院

图表 11：2016-2023 年中国网络安全行业市场规模及增速



资料来源：CCIA，太平洋证券研究院

## (二) 强监管下网安行业将迎来新的发展机遇

2021年9月1日正式实施了我国第一部有关数据安全的专门法律《数据安全法》。《数据安全法》聚焦安全领域的突出问题，在保护数据分类分级管理、数据安全审查、风险评估、监测预警和应急处理等方面通过法律的形式加以明确与强化。未来技术人员在业务与技术层面均需要将数据安全问题纳入考量。1) 在业务层面，考虑建设以防御为主的数据安全体系。2) 在技术层面，考虑建设数据风险核查能力、数据梳理能力、数据保护能力、数据威胁监控预警能力4大核心数据能力。同一时间执行的《关键信息基础设施安全保护条例》，以“四个基本问题”明确关键信息基础设施保护体系。法律与条例的出台后有望带动省级、国家级基础设施安全投入增加。在监管趋严的背景下，我国网安行业将迎来新的发展机遇。

近期网安事件频发，引发行业关注度不断提升。6月30日滴滴低调赴美上市后，7月2日，滴滴被监管部门启动网络安全审查，同时暂停新用户注册；7月4日，滴滴因触犯《网络安全法》，被责令下架整改；7月9日，网络监管部门下架“滴滴企业版”、“滴滴车主”、“滴滴顺风车”等25个APP。滴滴事件引发的数据安全问题已威胁至国家安全，跨境数据流动问题重回大众视野，成为热点话题。

## (三) 细分赛道来看，“新安全”领域复合增速高于行业增速

云计算市场的扩张与云安全事件的不断频发催生云安全市场规模的增长。根据CAICT数据，2019年全球云访问安全代理产品(CASB)市场增速达47.45%；Million Insights预测，2020-2027年全球云安全市场CAGR为14.6%，2027年全球云安全市场规模将达到209亿美元。根据中商产业研究院数据，2019年我国云安全市场规模为55.1亿元，同比增速为44.8%，预计2021年市场规模为115.7亿元。

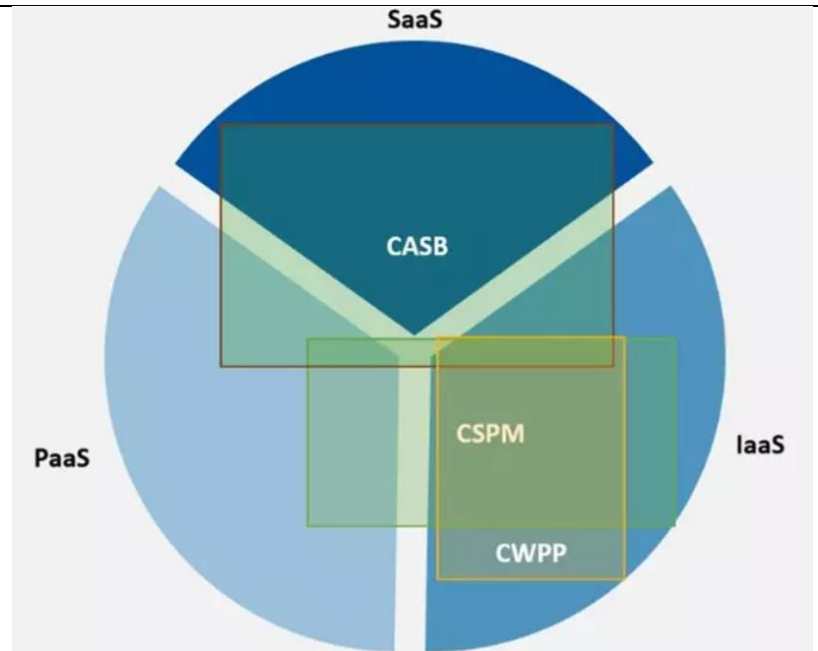
基于云原生的CASB(云访问安全代理)、CSPM(云安全配置管理)、CWPP(云工作负载安全防护平台)等成为云安全市场创新的驱动力。三大云安全工具CASB、CSPM、CWPP，针对基础架构中IaaS、PaaS和SaaS层中的不同安全问题，给出了针对性的解决方案，为企业在采用云服务时，提供了更为具体的创新型解决方案，将成为云安全行业未来发展趋势。

图表 12：三大工具功能概述

云安全工具	功能概述
云访问安全代理 (CASB)	最早出现为解决影子资产问题，主要功能作为 SaaS 应用程序提供，为解决深度可视化、数据安全、威胁防护、合规性这四类问题
云安全配置管理 (CSPM)	基础设施安全配置进行分析与管理。这些安全配置包括账号特权、网络和存储配置、以及安全配置（如加密设置）。如果发现配置不合规，CSPM 会采取行动进行修正。
云工作负载保护平台 (CWPP)	以工作负载为中心的安全产品，旨在解决现代混合云、多云数据中心基础架构中服务器工作负载的独特保护要求。CWPP 应该不受地理位置的影响，为物理机、虚拟机、容器和无服务器工作负载提供统一的可视化和控制力。

资料来源：安全牛，太平洋证券研究院

图表 13：三大云安全工具覆盖范围关系图

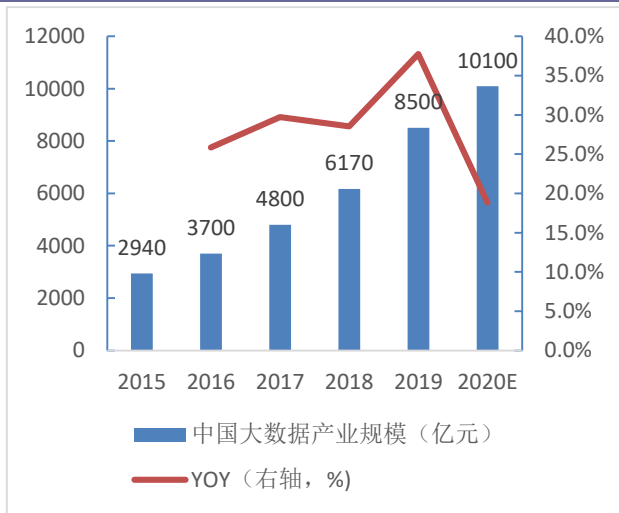


资料来源：安全牛，太平洋证券研究院

大数据产业活跃发展，成为国家基础战略资源与社会基础生产要素，需求侧拉升大数据安全市场高速增长。据中商产业研究院数据，2019 年我国大数据产业规模达 8500 亿元，2015-2019 年 CAGR 为 30.4%，在大数据产业高速发展及相关技术快速演进的同时，大数据安全问题正在逐渐暴露，需求侧拉动大数据安全行业高速增

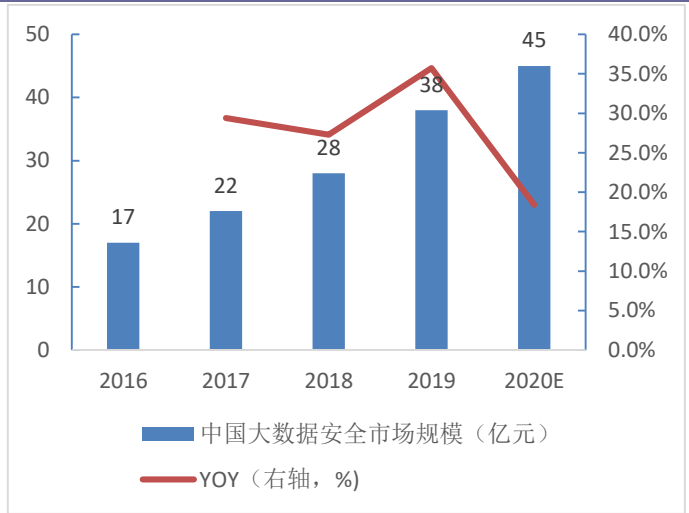
长。2019 年中国大数据安全市场规模近 40 亿元，2016-2019 年 CAGR 为 30.8%，预测 2020 年市场规模将达到 45 亿元。

图表 14：2015-2020 年中国大数据产业规模及预测



资料来源：中商产业研究院，太平洋证券研究院

图表 15：2016-2020 年中国大数据安全市场规模及预测

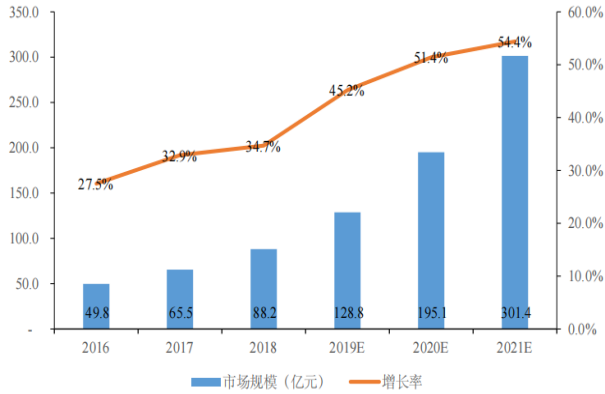


资料来源：中商产业研究院，太平洋证券研究院

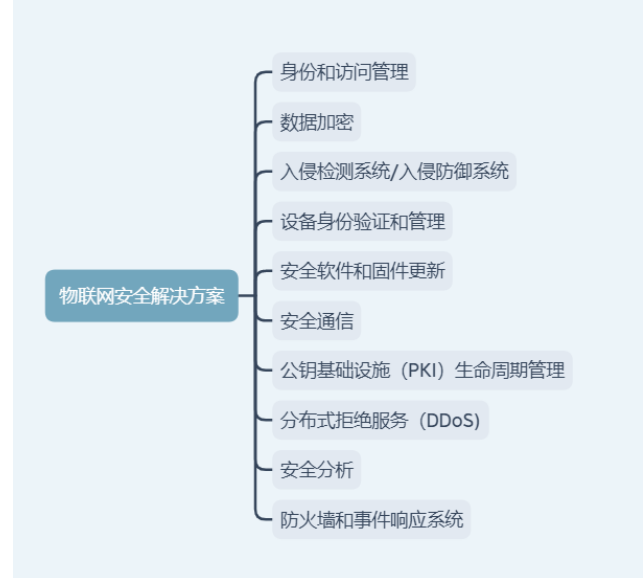
“万物互联”时代下，物联网安全市场成为网安行业新蓝海。根据 MarketsandMarkets 数据，2020 年全球物联网安全市场规模为 125 亿美元，预计 2025 年增至 366 亿美元，2020-2025 年 CAGR 为 23.9%。据赛迪咨询数据，2018 年我国物联网安全市场规模达 88.2 亿元，同比增长 34.7%，预计 2021 年增至 301.4 亿元。据艾瑞咨询数据，2019 年中国智能家居市场规模达 1530 亿元，同比增长 26.4%，预计 2020 年将达到 1705 亿元，根据中国产业信息网预测，2020 年可穿戴设备出货量预计 1 亿件，未来随着智能家居与消费电子领域的高速增长，IoT 行业高速增长的背后需要物联网安全产品及服务的支撑。

图表 16：2016-2021 年中国物联网安全市场规模及增长

图表 17：物联网安全解决方案框架



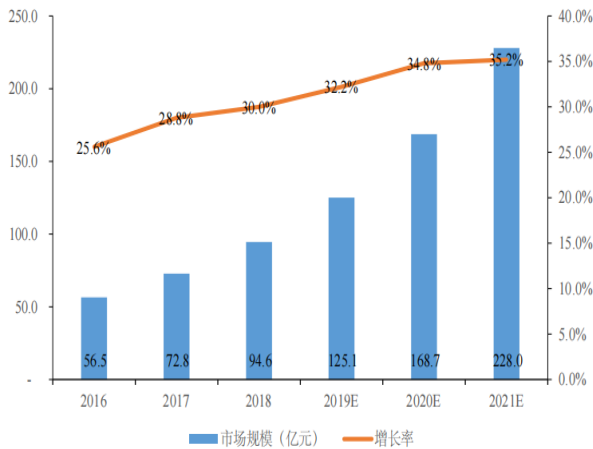
资料来源：赛迪咨询，太平洋证券研究院



资料来源：MarketsandMarkets，太平洋证券研究院

多种角色共建工控安全产业，行业规模有望进一步提升。2018年我国工控安全市场规模为94.6亿元，同比增长30%。预计2021年将增至228亿元，2019-2021年CAGR为35%。目前，我国工控安全处于多方共同参与建设状态，包括工业企业、平台企业、安全企业、互联网企业、硬件企业等。我国工控安全技术起步较晚，跟进较快，安全企业在提供传统安全软件的同时，也在尝试用SaaS化模式为工业互联网平台提供安全技术支撑。

图表 18：2016-2021 年中国工业互联网安全市场规模及增长



资料来源：赛迪咨询，太平洋证券研究院

图表 19：典型工业互联网平台安全能力侧重点与薄弱点

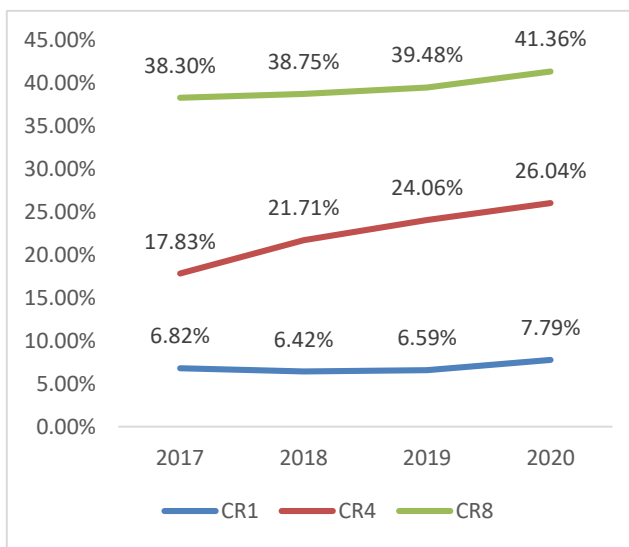
平台对象	安全能力侧重点	安全能力薄弱点
工业数据	数据加密传输、数据加密存储等	工业数据分类分级、细粒度访问控制、敏感数据识别和保护等
工业应用层	身份认证、权限控制、安全审计等	工业应用安全加固、统一安全运维、应用日志分析等
工业云平台服务层	数据访问控制、安全服务组件、接口安全等	微服务组件安全、工业应用开发环境安全等
工业云基础设施层	抗DDOS攻击、访问控制、边界网络安全、云主机杀毒等	虚拟机流量流向可视化、云内网络威胁隔离机制、虚拟化软件安全等
边缘计算层	设备接入认证、网络安全审计、通信加密策略安全防护等	边缘设备可信验证、工业协议深度解析、对接不同厂商端侧设备等

资料来源：CIC，太平洋证券研究院

#### (四) 我国网络安全行业集中度较低，头部企业优势将逐渐显现

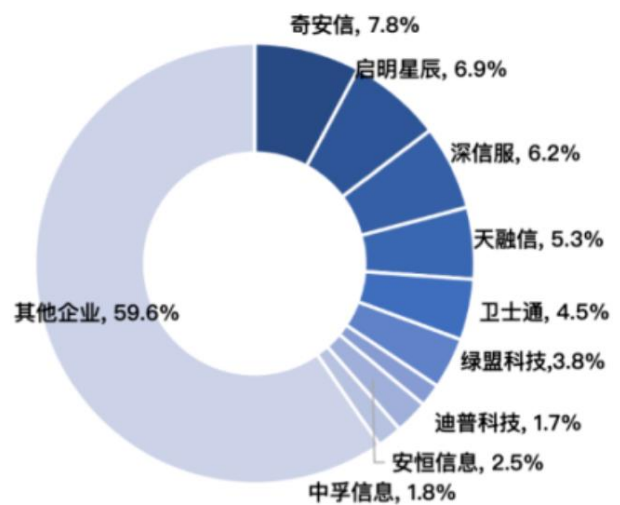
行业龙头市占率约 6%，头部企业收入增速明显高于行业增速。2020 年，行业 CR8 达到了 41.36% 的市占率，市场集中度较低，头部厂商优势正逐渐显现。从 2020 年 CR8 安全业务营收情况来看，奇安信营收规模最大，为 41.6 亿元，同比增加 31.9%，其次为启明星辰（36.5 亿元，同比增加 18.0%）与深信服（33.5 亿元，同比增加 17.8%）。营收增速最高的公司为中孚信息，同比增加 64.7%，其次为安恒信息，同比增加 40.1%。

图表 20：2017-2020 年我国网络安全市场集中度



资料来源：CCIA，太平洋证券研究院

图表 21：2020 年我国网络安全行业主要企业市占率



资料来源：CCIA，太平洋证券研究院



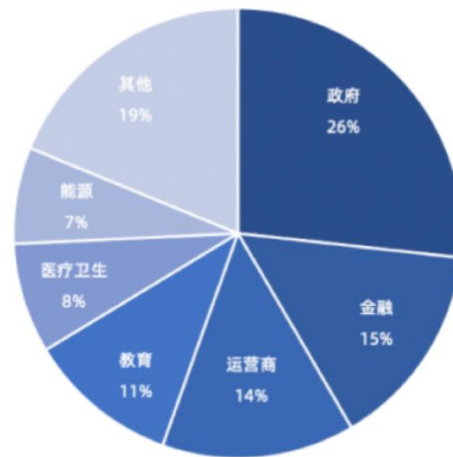
图表 22：行业 CR8 2020 年安全业务营收及增速

公司	安全业务营业收入（亿元）	安全业务营收增速
奇安信	41.6	31.9%
启明星辰	36.5	18.0%
深信服	33.5	17.8%
天融信	28.3	17.1%
卫士通	23.8	13.3%
绿盟科技	20.1	20.3%
安恒信息	13.2	40.1%
中孚信息	9.9	64.7%

资料来源：CCIA, Wind, 太平洋证券研究院

在我国网安下游行业中，政府、金融与运营商是主要应用市场，共占下游应用市场的 55%。下游行业信息化程度高，对信息安全保护具有较大需求，这些特性为网络安全厂商带来较大的议价权。

图表 23：2020 年我国网安市场下游行业结构

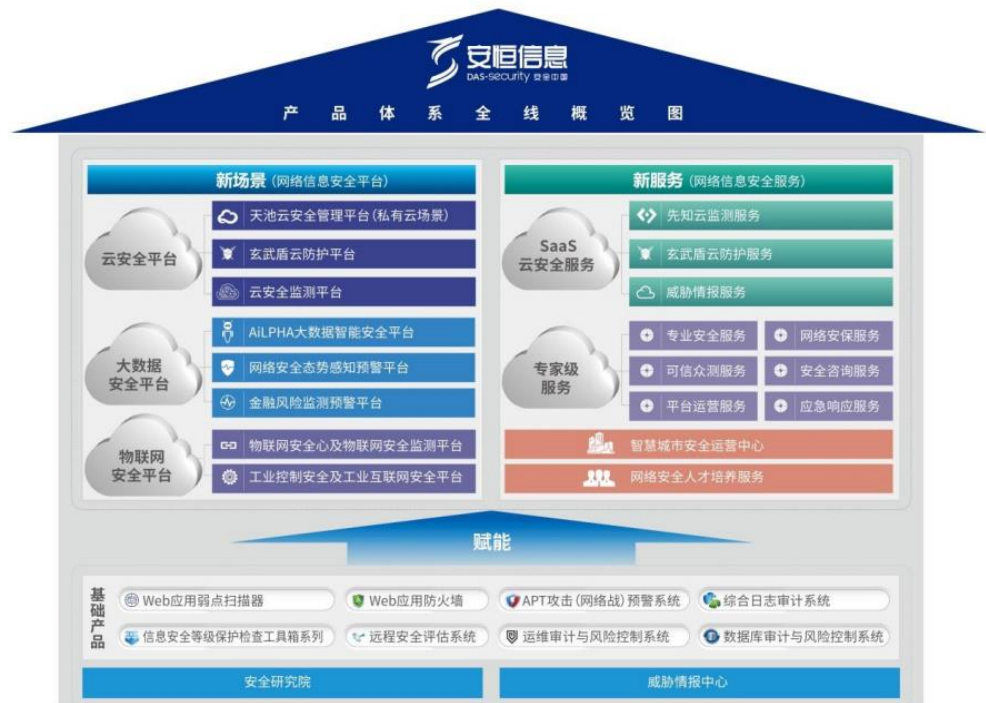


资料来源：CCIA, 太平洋证券研究院

### 三、完整的网安产品及服务体系与“新安全”赛道布局共同驱动公司发展

公司具备完整的网络信息安全产品与信息安全服务体系。在信息安全产品上的布局主要包括安全防护、安全检测、平台类安全产品；在网络信息安全服务上的布局主要包括 SaaS 云安全服务、专家服务、智慧城市安全运营中心、国家重大活动网络安保服务、网络信息安全人才培养服务等。产品与服务共建完整的网安产品及服务矩阵。

图表 24：公司产品与服务体系生态图



资料来源：招股说明书，太平洋证券研究院

## (一) 网络信息安全基础产品：包括安全防护与安全检测产品

公司网络安全产品布局主要分为安全防护与安全检测产品。其中核心产品包括 Web 应用防火墙、综合日志审计系统、数据库审计与风险控制系统；Web 应用弱点扫描器、远程安全评估系统等

- **Web 应用防火墙 (WAF)**：产品专注于 Web 应用的安全防护，解决了网络层安全产品（如网络防火墙、入侵防御系统）难以应对应用层深度防御问题。公司 WAF 广泛应用于政府、公安、金融、教育、医疗、运营商等各行业。

- **综合日志审计系统：**是信息系统的综合管理平台。通过对客户网络设备、安全设备、主机和应用系统日志进行全面的标准化处理，能及时发现各种安全威胁、异常行为事件，为管理人员提供全局的视角，确保客户业务的不间断运营安全。广泛适用于政府、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。
- **远程安全评估系统：**是一款融合公司漏洞挖掘、渗透测试技术及漏洞扫描系列产品。主要用于分析和指出网络信息安全漏洞及被测系统弱点，并为用户提供详细的检测结果及专业防护建议报告，广泛用于扫描操作系统、数据库、Web 应用、邮件系统等平台。

图表 25：网络安全防护产品及信息安全检测产品

网络信息安全防护产品 >>	网络信息安全检测产品 >>
明御®APT攻击预警平台	明鉴®迷网系统
明御®Web应用防火墙 (WAF)	明鉴®Web应用弱点扫描器
明御®安全网关	明鉴®数据库漏洞扫描系统
明御®网站卫士	明鉴®远程安全评估系统
明御®数据库安全网关	明鉴®网络安全事件应急处置工具箱
明御®数据库审计与风险控制系统	明鉴®信息安全等级保护检查工具箱
明御®入侵检测系统	明鉴®互联网数据中心安全检查工具
明御®运维审计与风险控制系统 (堡垒机)	
明御®主机安全及管理系统 (EDR)	
明御®综合日志审计平台	
网络安全保险	
明御®全流量深度威胁检测平台 (DPI)	

资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

## (二) 网络信息安全平台：构筑公司未来营收增长点

公司信息安全平台产品主要围绕大数据、云计算、物联网、工业互联网新型安全领域，围绕细分领域发力，构筑新的增长点。

大数据安全领域具备先发优势，未来行业高速增长红利将进一步释放。2015年起开发了针对大数据安全的态势感知预警平台、AiLPHA 大数据智能安全平台等产品，作为国内切入大数据行业的先行者，公司在该领域享受了大数据安全市场规模增长带来的红利，公司公告数据显示，2018-2020 年公司大数据安全相关收入 CAGR 达

65.19%。公司在大数据安全领域主要产品包括 AiLPHA 大数据智能安全平台、网络安全态势感知预警平台及金融风险监测预警平台。

- AiLPHA 大数据智能安全平台能够运用大数据技术对用户全网安全数据进行采集、集中存储管理，并通过 AI 技术提高已知安全威胁检测的准确度并发现未知的安全威胁。网络安全态势感知预警平台。

图表 26: AiLPHA 大数据智能安全平台架构



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

- 网络安全态势感知预警平台将被动防御变为主动防御。对用户重要的 IT 资产进行全要素的数据采集、整理及信息的挖掘，对网络安全威胁与隐患进行迅速报警与处置，帮助用户实时掌握网络安全态势。
- 金融风险监测预警平台是一个集自有数据与行业数据一体化的数据分析平台，能够实现对相关机构金融风险的检测与预警。

在云安全领域，公司主要产品包括天池云安全管理平台及玄武盾云防护平台

在私有云领域，天池云安全管理平台与玄武盾云防护平台均为公司主要私有云产品。

- 天池云安全管理平台能够快速为私有云提供云主机、云网络、云上应用、云上数据的监测、防御、审计一体化解决方案，并为客户实现满足等保三级测评的能力，云平台具备可视化安全监控与态势感知，构建一个统一管理、弹性扩容、按需分配、安全能力完善的云安全资源池，能够降低运维成本，为客户提供一

站式综合解决方案。

- 玄武盾云防护平台主要功能为私有云用户提供搭载硬件的安全流量与清洗服务，基于云计算与威胁情报能力，为客户提供安全合规的可视化安全防护。

图表 27：天池云安全管理平台架构



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

在公有云领域，公司与阿里云等厂商开展战略合作，目前公司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余家国内主流公有云平台。

物联网领域公司主要产品包括一站式物联网平台、物联网安全感知与管理平台、物联网安全检测平台及物联网安全中心等，同时积极布局车联网赛道。

- 一站式安全物联网平台能够提供覆盖终端到应用全生态的一站式安全物联网 PaaS 解决方案，赋能万物互联。
- 物联网安全检测平台是公司采用自主研发的 SUMAP 超级搜索引擎，实现物联网终端安全状态实时检测，提供物联网终端一站式安全评估平台。
- 物联网安全心是一款嵌入式物联网终端防护产品，能够对物联网终端系统进行内核防护、数据加密和实时审计，并与物联网安全态势感知与管控中心联动形成云+端联动的防护解决方案。
- 公司积极布局车联网领域，在资金与技术上不断提供支持。公司在 2020 年 5 月成为首批 4 家 CVVD（车辆安全漏洞预警与分析平台）支撑单位之一，车联网领

域技术受到认可。并在今年的定增计划中拟将 6.7 亿元用于车联网安全中心研发项目。

物联网安全产品及服务的下游应用场景主要包括公安、园区、医疗及教育等。解决方案具备面向物联网终端的实时安全监控防护能力，能够建立端到端的物联网数据安全防护体系，并能对物联网资产进行监测与评估。

工业互联网领域公司主要产品包括工业互联网安全一站式服务平台、工业互联网态势感知平台、工业安全监测审计平台、工业控制漏洞扫描平台等。

- 工业互联网安全一站式服务平台以服务于大型企业、中小微企业、工业互联网平台服务商为目标，着力构建基于工业互联网平台安全、工业互联网应用安全，以及工业互联网终端安全的三位一体防御体系。
- 工业控制漏洞扫描平台是公司研发的针对工控系统漏洞的安全检测设备。该产品能够让工控系统管理者全面掌握当前系统中设备使用、楼栋分布、风险趋势等情况。

图表 28：工业互联网安全一站式服务平台



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

### (三) 数据安全技术领先优势构筑全生命周期体系解决方案

公司于 7 月举办《数据安全法》研讨暨数据安全解决方案发布会，会上正式发布数据安全整体解决方案，包含“CAPE”数据全生命周期防护体系、数据安全咨询服务体系、AiLand 数据安全岛、AiTrust 零信任解决方案、AiDSC 数据安全管控平

台、EDR 与数据勒索防护等六大产品服务。深耕数据安全垂直领域，产品与服务处于行业领先水平。

CAPE 数据安全生命周期服务体系包括针对敏感数据保护的风险核查 (Check)、数据梳理 (Assort)、数据保护 (Protect)、监控预警 (Examine)。公司坚持以身份和数据双中心、全面覆盖立体化防护与智能化、体系化原则。

图表 29：CAPE 数据安全能力框架



资料来源：公司微信公众号，太平洋证券研究院

Ailand 数据安全岛平台是一个解决数据共享信任与隐私防护问题的数据开放与共享交换平台。实现共享数据的所有权与使用权的分离，保障数据共享过程的可靠与可追溯。实现平台安全、计算安全、传输安全、存储安全与审计安全。在技术方面，平台具备国内首创的大数据安全沙箱 BDTee 技术、区块链辅助的隐私计算技术及数据安全沙箱，实现核心技术的自主可控。该平台主要应用于数据开放和挖掘与数据共享交换领域。

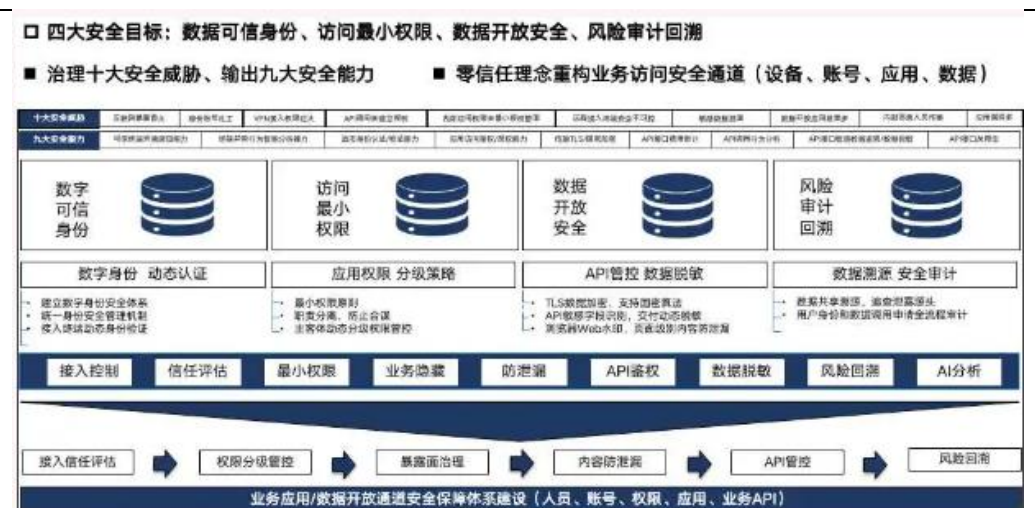
图表 30: AiLand 数据安全岛平台示意图



资料来源：公司微信公众号，太平洋证券研究院

零信任数据安全解决方案 AiTrust，该方案取代了以边界为中心的安全架构，以软件定义的方式构建了以身份为边界的新安全模式。主张网络隐身、最小授权、动态信任评估、数据安全响应。以数据可信身份、访问最小权限、数据资产保障、数据风险回溯四个核心安全为目标，目前已广泛应用于政府、金融、公安、军工等企事业单位。

图表 31: AiTrust 核心安全体系



资料来源：公司微信公众号，太平洋证券研究院



## 四、 投资建议

公司是国内领先的新型网络安全厂商，我们预计公司 2021-2022 年的 EPS 分别为 2.42、3.37 元，给与买入评级。

## 五、 风险提示

数据安全业务进展不及预期；行业竞争加剧。

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1322.97	1878.62	2667.64	3814.73
营业成本	410.55	601.16	853.65	1220.71
营业税金及附加	16.60	18.79	26.68	38.15
销售费用	439.31	601.16	853.65	1220.71
管理费用	101.87	169.08	240.09	324.25
财务费用	-21.95	-34.87	-39.23	-48.58
资产减值损失	-3.69	0.00	0.00	0.00
投资收益	3.39	10.00	10.00	10.00
公允价值变动损益	0.68	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>156.38</b>	<b>191.23</b>	<b>224.25</b>	<b>330.25</b>
其他非经营损益	-25.44	-8.88	-7.57	-8.22
<b>利润总额</b>	<b>130.94</b>	<b>182.34</b>	<b>216.68</b>	<b>322.03</b>
所得税	-0.85	0.00	-0.93	-1.04
净利润	131.79	182.34	217.61	323.06
少数股东损益	-2.32	-6.38	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	134.12	188.72	217.61	323.06
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1312.59	1331.48	1551.79	1866.18
应收和预付款项	354.14	522.81	726.23	1043.48
存货	115.22	168.96	240.23	343.98
其他流动资产	184.59	173.49	174.68	176.40
长期股权投资	287.16	287.16	287.16	287.16
投资性房地产	11.39	11.39	11.39	11.39
固定资产和在建工程	317.48	301.95	285.75	268.89
无形资产和开发支出	21.12	18.49	15.85	13.22
其他非流动资产	-140.57	-144.92	-144.92	-144.92
<b>资产总计</b>	<b>2463.12</b>	<b>2670.82</b>	<b>3148.17</b>	<b>3865.78</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	447.69	667.75	945.40	1348.74
长期借款	85.00	85.00	85.00	85.00
其他负债	258.38	104.39	143.78	201.06
<b>负债合计</b>	<b>791.07</b>	<b>857.14</b>	<b>1174.18</b>	<b>1634.80</b>
股本	74.07	74.07	74.07	74.07
资本公积	1254.82	1254.82	1254.82	1254.82
留存收益	340.53	488.54	648.85	905.84
归属母公司股东权益	1669.43	1817.43	1977.74	2234.74
少数股东权益	2.62	-3.76	-3.76	-3.76

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	131.79	182.34	217.61	323.06
折旧与摊销	37.24	32.51	28.83	29.50
财务费用	-21.95	-34.87	-39.23	-48.58
资产减值损失	-3.69	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	81.67	-123.22	41.11	37.94
其他	54.93	-9.89	-9.94	-10.05
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>279.99</b>	<b>46.88</b>	<b>238.39</b>	<b>331.87</b>
资本支出	-24.59	-10.00	-10.00	-10.00
其他	-372.84	10.00	10.00	10.00
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-397.43</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-22.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	12.95	0.00	0.00	0.00
支付股利	-28.00	-40.72	-57.30	-66.07
其他	-17.78	12.72	39.23	48.58
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-54.83</b>	<b>-28.00</b>	<b>-18.08</b>	<b>-17.49</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-172.27</b>	<b>18.89</b>	<b>220.32</b>	<b>314.39</b>
财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
销售收入增长率	40.14%	42.00%	42.00%	43.00%
营业利润增长率	53.24%	22.28%	17.27%	47.26%
净利润增长率	42.98%	38.36%	19.34%	48.46%
EBITDA 增长率	38.79%	10.02%	13.23%	45.50%
<b>获利能力</b>				
毛利率	68.97%	68.00%	68.00%	68.00%
期间费率	62.81%	62.14%	62.53%	61.23%
净利率	9.96%	9.71%	8.16%	8.47%
ROE	7.88%	10.05%	11.02%	14.48%
ROA	5.35%	6.83%	6.91%	8.36%
ROIC	35.39%	30.37%	27.66%	35.03%
EBITDA/销售收入	12.98%	10.05%	8.02%	8.16%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.57	0.73	0.92	1.09
固定资产周转率	4.50	6.26	9.38	14.25
应收账款周转率	5.50	5.39	5.36	5.42
存货周转率	3.52	4.21	4.15	4.17
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.57%	—	—	—
<b>资本结构</b>				

股东权益合计	1672.05	1813.68	1973.99	2230.98
负债和股东权益合计	2463.12	2670.82	3148.17	3865.78
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
EBITDA	171.67	188.87	213.86	311.16
PE	187.61	133.32	115.63	77.88
PB	15.05	13.87	12.75	11.28
PS	19.02	13.39	9.43	6.60
EV/EBITDA	137.68	124.92	109.29	74.11

资产负债率	32.12%	32.09%	37.30%	42.29%
带息债务/总负债	10.74%	9.92%	7.24%	5.20%
流动比率	2.83	2.88	2.50	2.23
速动比率	2.66	2.66	2.27	2.00
<b>每股指标</b>				
每股收益	1.81	2.55	2.94	4.36
每股净资产	22.57	24.48	26.65	30.12
每股经营现金	3.78	0.63	3.22	4.48

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。