

亚信安全 (688225.SH)

合理价值区间: 33.75~39.38 元/股

报告日期

2022-01-28

卡位身份安全、终端安全, 竞争力突出

核心观点:

- 亚信安全是中国网络安全软件领域的领跑者。2020 公司营业收入为 12.7 亿元, 2017 至 2020 年收入复合增速为 25.2%。2020 年归母净利润 1.7 亿元, 净利率 13.4%, 由于安全行业多样化需求快速释放, 公司未来 2 年将持续加大投入, 强化竞争力。
- 身份安全和终端安全产品是公司的拳头产品。2020 年数字信任及身份安全产品体系营业收入达到 5.2 亿元, 占公司营业收入 40.89%; 端点安全产品体系营业收入达到 3.7 亿元, 占公司营业收入 28.93%。
- 公司身份安全和终端安全产品在各自领域均处于国内领先地位。公司优势产品和解决方案主要集中在网络安全软件领域。根据招股书中引用的 Frost&Sullivan 的研究报告, 2019 年公司在国内网络安全软件市场份额中排名第一。根据招股书中引用的 Frost&Sullivan 和 IDC 的研究报告, 2019 年公司身份和数字信任软件、终端安全软件在国内的市场占有率分别为第一和第二。
- 根据 IDC《2021 年上半年中国 IT 安全软件市场跟踪报告》数据, 2021 年上半年中国 IT 安全软件市场厂商整体收入为 8.97 亿美元(约合 58.1 亿元人民币), 同比增长 36.6%。公司主营产品均是目前需求增速较快的安全软件产品, 在销售端发力的情况下, 未来 2-3 年, 预计有望在收入端实现明显快于行业规模的增速水平。
- 盈利预测和投资建议: 预计公司 21-23 年 EPS 分别为 0.43、0.45、0.59 元/股。包括亚信在内的头部网安公司由于短期投入加大、股份支付费用等原因导致净利率波动幅度大, 长期来看净利率有望提升、趋同, 可比公司之间使用 PS 估值方法更有参考价值。参考同行, 予以公司 22 年 6-7 倍 PS 估值, 对应合理价值为 33.75-39.38 元/股。
- 风险提示: 技术不能保持先进性及相关技术迭代风险; 核心技术人员流失风险; 产业政策变化产生的风险; 客户集中风险。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,077	1,275	1,695	2,250	2,971
增长率(%)	23.3	18.3	33.0	32.8	32.0
EBITDA(百万元)	203	225	110	79	118
增长率(%)	-	10.8	-51.3	-27.6	48.8
归母净利润(百万元)	163	170	173	180	236
增长率(%)	53.8	4.6	1.5	4.3	30.9
EPS(元/股)	1.81	0.47	0.43	0.45	0.59
每股经营性现金流(元)	-	-	5	5	4
ROE(%)	27.3	13.8	6.6	6.4	7.8

数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

最近财年财务数据

研发投入(万元)	16,216
研发投入占营业收入比(%)	12.72
研发投入资本化比率(%)	0
毛利率(%)	55.51
销售费用率(%)	20.12
管理费用率(%)	9.48
净利率(%)	13.36
资产负债率(%)	37.54

发行资料

发行股数: 不超过 4,001 万股(行使超额配售选择权之前)

发行前股本: 36,000 万股

所属行业细分领域: 网络信息安全软件开发

核心技术来源: 自主研发创新

选择的上市标准: 预计市值不低于人民币 10 亿元, 最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5,000 万元, 或者预计市值不低于人民币 10 亿元, 最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元。

分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师:

庞倩倩



SAC 执证号: S0260519010004

SFC CE No. BON635



021-38003674



pangqianqian@gf.com.cn

目录索引

一、投资要点	4
(一) 公司是中国网络安全软件领域的领跑者	4
(二) 研发创新能力领先, 核心技术相关产品收入占营业收入比例高	4
(三) 公司以网络安全软件为主导, 身份安全与终端安全国内领先	4
(四) 行业整体景气度高, 安全软件市场需求增长迅猛	5
二、亚信安全: 中国网络安全软件领域的领跑者	6
(一) 公司概况介绍	6
(二) 成长情况分析	6
(三) 公司主要产品介绍	8
(四) 与竞争对手财务指标比较	9
(五) 销售模式及盈利模式分析	12
三、募投项目	14
(一) 云安全运营服务建设项目	14
(二) 智能联动安全产品建设项目	14
(三) 5G 云网安全产品建设项目	14
(四) 零信任架构产品建设项目	14
四、行业景气度持续上升, IT 安全软件市场需求增长快于行业整体	15
(一) 支持政策陆续出台, 有望引领新需求, 推动行业景气度提升	15
(二) 预计 21 年信息安全市场规模 658 亿元, 行业增速快、天花板高	16
(三) 中国网络安全建设需求加速释放, IT 安全软件市场增长迅猛	17
(四) 细分领域迎来发展机遇, 网络安全趋向服务化转型	17
五、竞争分析	18
(一) 行业内主要参与者	18
(二) 公司在部分主攻细分领域具备较强竞争力	18
六、盈利预测和估值	24
七、风险提示	26

图表索引

图 1: 公司过去三年营业收入	7
图 2: 公司过去三年归母净利润	7
图 3: 亚信安全收入结构 (百万元)	7
图 4: 整体平台能力的规划及发展战略	8
图 5: 公司销售网络图	13
图 6: 2020 年中国网络安全客户行业分布及增速	15
图 7: 2020 年网络安全市场规模及增速 (亿元)	17
图 8: 中国身份和数字信任软件市场份额, 2021H1	20
图 9: 中国终端安全软件市场份额, 2021H1	22
图 10: 公司平台能力的规划及发展战略	23
表 1: 分产品线过去三年营业收入情况	8
表 2: 毛利率与同行业上市公司对比 (%)	9
表 3: 销售费用率与同行业上市公司对比 (%)	10
表 4: 管理费用率与同行业上市公司对比 (%)	11
表 5: 研发费用率与同行业上市公司对比 (%)	11
表 6: 应收账款、存货周转率与同行业上市公司对比 (次/年)	12
表 7: 2020 年公司前五大直销客户的收入占比 (单位: 万元)	12
表 8: 公司直销和渠道代理收入占比 (单位: 万元)	13
表 9: 募投项目	14
表 10: “十四五”规划与“十三五”规划文件涉及网络安全的内容对比	16
表 11: 行业内主要参与者	18
表 12: 公司在各细分市场的市场占有率、市场规模情况	19
表 13: 2019 年和 2020 年全球网络安全软件各细分市场行业规模 (单位: 亿美元)	19
表 14: 身份和数字信任市场主要境外企业及业务规模	20
表 15: 终端安全市场主要境外企业及业务规模	21
表 16: 安全分析、情报、响应和编排市场主要境外企业及业务规模	22
表 17: 各业务收入 (百万元) 拆分及毛利率	24
表 18: 可比公司 PS 估值情况 (市值统计截止 2022.1.27 收盘)	25

一、投资要点

（一）公司是中国网络安全软件领域的领跑者

亚信安全是中国网络安全软件领域的领跑者。公司产品大致分为数字信任及身份安全产品体系、端点安全产品体系、云网边安全产品体系、网络安全服务产品体系四大体系。

2020 年公司实现营业收入 12.7 亿元，同比增长 18.3%，归母净利润约 1.7 亿元，同比增加 4.6%；扣非归母净利润 1.4 亿元，同比下降 14.2%。

（二）研发创新能力领先，核心技术相关产品收入占营业收入比例高

公司自成立以来一直高度重视研发创新，经过多年的探索和积累，已掌握了终端安全、身份安全、云安全、大数据安全分析、高级威胁治理、威胁情报等领域的重要核心技术，并形成了一系列具有自主知识产权的技术成果。

研发人员比例高，研发投入逐年增加。截至 2021 年 6 月 31 日，公司员工总数为 2402 人，其中研发及开发人员 1024 人，占公司总人数的 42.6%；研发人员 438 人，占比 18.23%。2018-2020 年，公司研发费用分别为 0.9 亿元，1.4 亿元和 1.6 亿元，研发费用支出占营业收入的比例分别为 10.6%、13.1%和 12.7%。

（三）公司以网络安全软件为主导，身份安全与终端安全国内领先

身份安全和终端安全产品是公司的拳头产品。2020 年数字信任及身份安全产品体系营业收入达到 5.2 亿元，占公司营业收入 40.89%；端点安全产品体系营业收入达到 3.7 亿元，占公司营业收入 28.93%。

公司身份安全和终端安全产品在各自领域均处于国内领先地位。区别于传统的以硬件为主导的网络安全公司，公司优势产品和解决方案主要集中在网络安全软件领域。根据招股书中引用的 Frost&Sullivan 的研究报告，2019 年公司在网络安全软件市场份额中排名第一。根据招股书内引用的 Frost&Sullivan 和 IDC 的研究报告，2019 年公司身份和数字信任软件、终端安全软件在国内的市场占有率分别为第一和第二。公司的终端安全检测与响应（EDR）产品在 IDC “2020 年中国终端安全检测与响应市场厂商评估” 中居于领导者象限。

公司的身份安全产品：公司拥有业界先进的身份管理与认证、自适应智能身份认证、基于 SIM 卡的密码服务等多项核心技术，满足用户在传统 IT 架构、物联网、云计算、大数据环境下的泛在身份管理需求。公司承建了某运营商集团的统一身份认证系统，为其全网用户提供统一的单点登录、认证、鉴权等服务，支撑了 9 亿多的用户，月活跃用户亿级以上，峰值用户数超过 5000 万/日，为掌上营业厅、积分商城、在线公司等 200 多个业务系统提供了稳定的支持服务。

公司的终端安全产品：公司的终端安全产品依托下一代云客户端基础架构“智能防护网络”，使用户可以不受物理位置的限制实时获取云端威胁情报注入的智能防护能力；将恶意软件检测引擎、攻击行为检测引擎、机器学习检测引擎和威胁情

报数据湖的“三擎一湖”技术融入到防御组合中，从而有效防护已知和未知威胁；同时集成漏洞防护（VP）、终端安全检测与响应（EDR）、桌面管控、终端准入、数据备份等安全模块，为客户提供完整的一体化终端安全防护方案，打造安全可靠的计算环境。公司的泛终端安全类产品的协同管理能力和情报共享能力强，适合在大型客户部署，可实现为单一客户数十万级别的终端设备提供安全防护。

（四）行业整体景气度高，安全软件市场需求增长迅猛

网络安全行业整体景气度高、空间大。根据中国网络安全产业联盟发布的《2021年中国网络安全产业分析报告》，2020年我国网络安全市场规模约为532亿元，同比增长率为11.3%。预计未来三年将保持15%增速，到2023年市场规模预计将超过800亿元。

根据招股书内引用的IDC发布的《2021年上半年中国IT安全软件市场跟踪报告》显示，2021年上半年中国IT安全软件市场厂商整体收入为8.97亿美元（约合58.1亿元人民币），同比增长36.6%。公司主营产品是现在需求增速比较快的安全软件产品，在销售端发力的情况下，未来2-3年，预计有望在收入端实现明显快于行业规模的增速水平。

盈利预测和投资建议：预计公司21-23年EPS分别为0.43、0.45、0.59元/股。包括亚信在内的头部网安公司由于短期投入加大、股份支付费用等原因导致净利率波动幅度大，长期来看净利率有望提升、趋同，可比公司之间使用PS估值方法更有参考价值。参考同行，予以公司22年6-7倍PS估值，对应合理价值为33.75-39.38元/股。

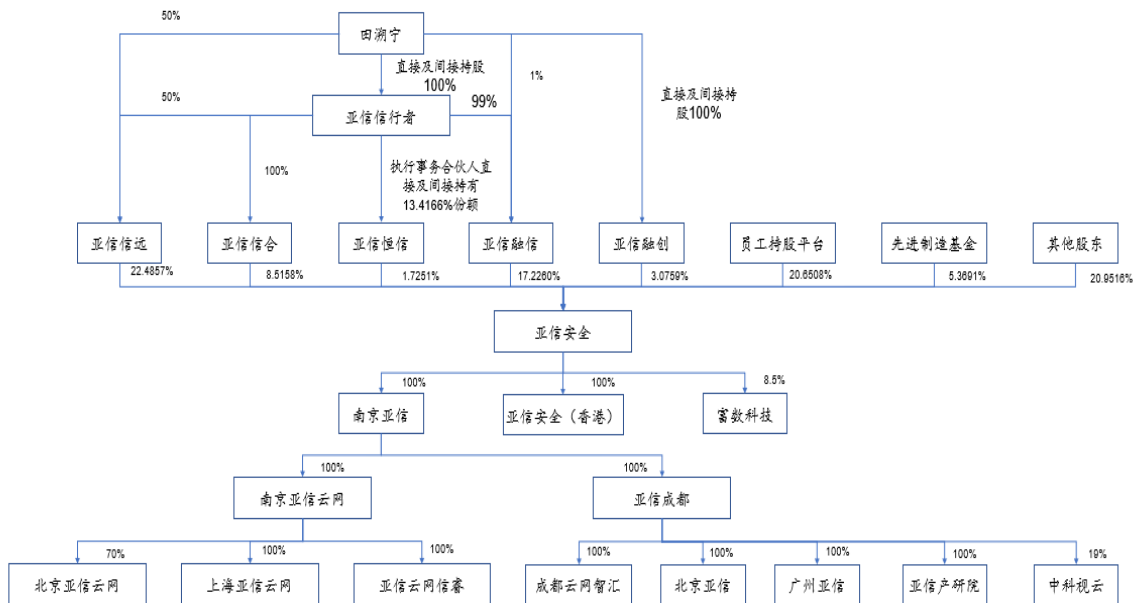
风险提示：技术不能保持先进性及相关技术迭代风险；核心技术人员流失风险；产业政策变化产生的风险；客户集中风险。

二、亚信安全：中国网络安全软件领域的领跑者

（一）公司概况介绍

亚信安全科技股份有限公司成立于2014年,是中国网络安全软件领域的领跑者。公司主营产品为:以大数据分析及安全管理和5G云网边管理为代表的云网边安全产品体系,以泛身份安全和数据安全为主体的数字信任及身份安全产品体系,以泛终端安全、云及边缘安全、高级威胁治理和边界安全为典型的端点安全产品体系,以威胁情报、高级威胁研究、红蓝对抗、攻防渗透等为内容的网络安全服务体系。公司客户广泛分布于电信运营商、金融、政府、制造业、医疗、能源、交通等关键信息基础设施行业。

图1: 股权结构图

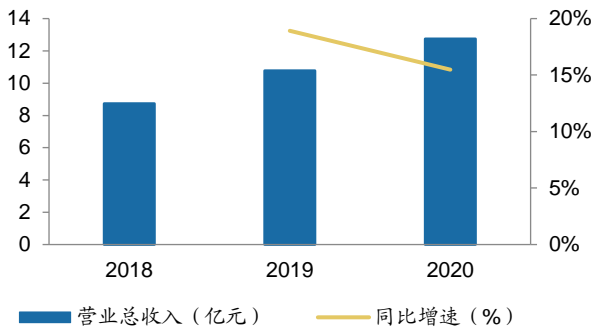


数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

（二）成长情况分析

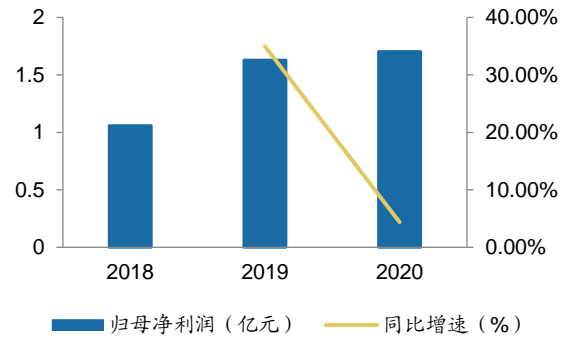
公司2020年实现营业收入12.75亿元,同比增长18.3%;实现归属母公司净利润1.70亿元,同比增长4.57%;实现扣非后归母净利润1.40亿元,同比减少14%。2018至2020年营业收入复合增长率为20.85%。

图1: 公司过去三年营业收入



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

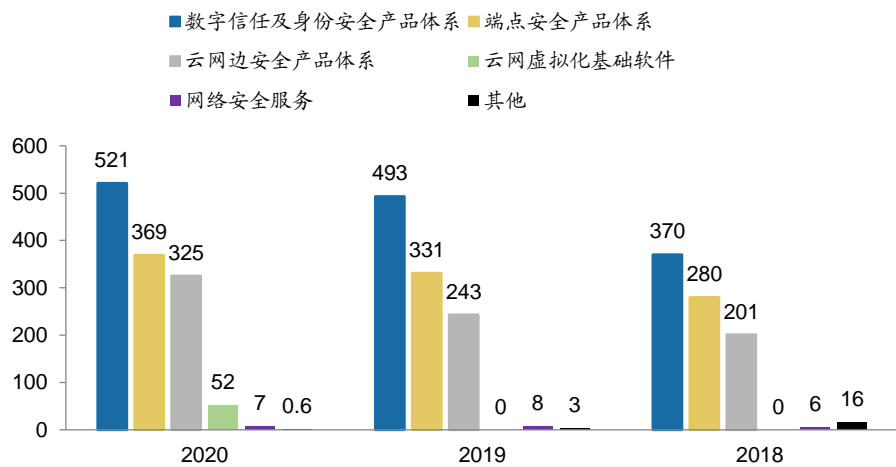
图2: 公司过去三年归母净利润



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

亚信安全的业务主要包括: 数字信任及身份安全产品体系、端点安全产品体系、云网边安全产品体系、云网虚拟化基础软件、网络安全服务、其他业务, 这些业务在公司2020年收入中分别占40.89%、28.93%、25.47%、4.11%、0.54%、0.05% (数据来源: 亚信招股说明书)。

图3: 亚信安全收入结构 (百万元)



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

表1: 分产品线过去三年营业收入情况

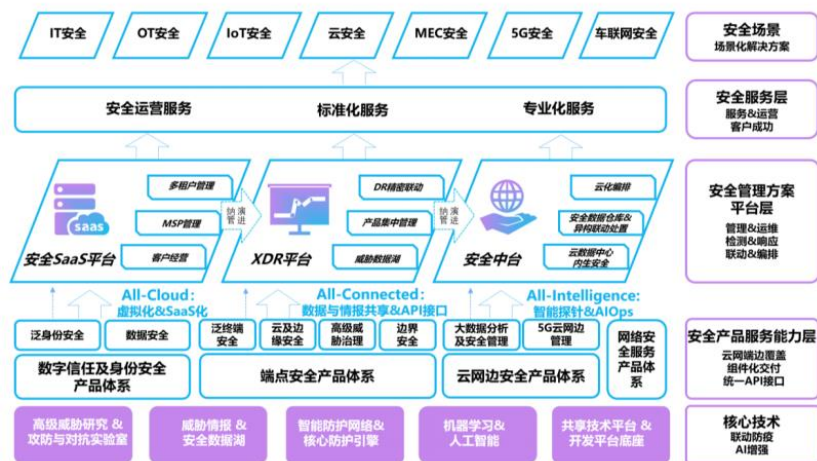
产品类别	2020 年度		2019 年度		2018 年度	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
数字信任及身份安全产品体系	52124.07	40.89%	49300.53	45.76%	36990.40	42.35%
- 端点安全产品体系	36877.96	28.93%	33088.22	30.71%	28025.72	32.09%
- 云网边安全产品体系	32460.51	25.47%	24268.77	22.53%	20126.14	23.04%
- 云网虚拟化基础软件	5241.12	4.11%	-	-	-	-
- 网络安全服务	691.46	0.54%	756.90	0.70%	621.52	0.71%
- 其他	64.35	0.05%	312.52	0.29%	1578.34	1.81%
总计	127459.47	100.00%	107726.95	100.00%	87342.13	100.00%

数据来源: 亚信安全招股说明书、广发证券发展研究中心

(三) 公司主要产品介绍

公司主营业务分为以下四大产品服务体系: 1.数字信任及身份安全产品体系; 2.端点安全产品体系; 3.云网边安全产品体系; 4.网络安全服务体系。公司依托于四大产品服务体系, 构筑预测、防护、检测、响应的动态自适应安全模型, 从数据的感知、认知到预知, 从智能驱动到策略下发, 意图建设全网免疫系统。整体平台能力的规划及发展战略如下图所示:

图4: 整体平台能力的规划及发展战略



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

1. 数字信任及身份安全产品体系

数字信任及身份安全产品体系主要针对数据资产和数字身份提供安全保护机制。

该体系提供内外网融合的统一身份认证、身份鉴权、授权访问控制、操作过程审计等，实现按照真实人员身份对设备、应用、服务、数据的访问控制和防护；同时具有数据发现、分类分级、监视、防护、管理、联动等全方位能力及产品。该体系产品主要应用于电信运营商、政府、金融、能源等中大型企业。

2. 端点安全产品体系

端点安全产品体系主要针对整个网络架构内泛在的终端和网络节点提供安全防护。端点安全产品体系着重于解决传统病毒及现代各类高级威胁的安全保护问题，在网络安全运营管理中，通过在终端设备、虚拟化云主机、网络、邮件等部署智能探针将行为数据和威胁检测数据提交到本地管理中心或云端的数据湖，经过威胁运维平台，形成自动化威胁检测、遏制修复、威胁狩猎、根因分析等。该体系产品广泛应用于政府及电信运营商、金融、能源、医疗、制造业等各行业客户。

3. 云网边安全产品体系

云网边安全产品体系主要聚焦在5G技术发展体制和云网融合的网络架构演进趋势下，利用威胁情报及大数据技术，提供智能化的态势感知分析、安全事件闭环管理及综合性网络安全管理能力。综合采集处理多源数据，实现对安全对象的主动管理、安全空间内外部威胁与行为的实时监测，威胁事件智能分析和通报处置，联合威胁情报狩猎追踪，精密编排自动响应准确检测及制止威胁。该体系产品主要应用于电信运营商、政府、金融、能源、制造业等中大型客户。

4. 网络安全服务

网络安全服务包括威胁情报、高级威胁研究、红蓝对抗、攻防渗透、互联网资产弱点分析、风险评估和安全培训服务等多项业务。

5. 云网虚拟化基础软件

公司在21年拓展了与云基础架构领导厂商的业务合作，共同推进运营商及行业客户云网基础设施和云化管理运维方案的落地，以及和公司现有安全产品服务结合的探索。公司目前已与国际知名厂商VMware达成合作关系，并成为国内首家被认定为高级技术合作伙伴（Advanced TAP）的网络安全企业。

（四）与竞争对手财务指标比较

1. 毛利率

2018年至2020年，公司综合毛利率水平分别为57.63%、59.67%和55.51%，公司的综合毛利率与同行业可比公司对比情况如下：

表2：毛利率与同行业上市公司对比（%）

公司简称	2020 年度	2019 年度	2018 年度
奇安信	59.57%	56.72%	55.68%

美亚柏科	57.60%	55.74%	59.49%
安恒信息	68.97%	69.47%	70.50%
北信源	67.63%	64.40%	72.95%
深信服	69.98%	72.19%	73.32%
吉大正元	59.93%	52.23%	55.34%
平均值	63.95%	61.79%	64.55%
公司	55.51%	59.67%	57.63%

数据来源：招股说明书、相关公司财报、广发证券发展研究中心

公司综合毛利率水平与美亚柏科、吉大正元较为接近，与北信源、深信服差异较大，主要原因如下：公司实现的收入较多来源于公司开发类项目实现的项目收入，项目投入成本如人工等占营业成本的比重较大，毛利率相对较低，同样以解决方案类为主的美亚柏科和吉大正元，毛利率与公司较为接近。可比公司中，北信源、深信服、奇安信主要通过销售标准化网络安全产品实现收入，营业成本中人工成本占比相对较小，毛利率相对较高。

2. 费用率

销售费用率：2018-2020年公司销售费用率分别为20.12%、22.69%、22.16%；公司的销售费用率较为稳定，与行业平均水平接近。公司业务中客户集中度高，运营商占比较大。相较于可比公司，公司对于销售投入的需求相对较低。

表3：销售费用率与同行业上市公司对比（%）

公司简称	2020 年度	2019 年度	2018 年度
奇安信	31.72%	35.45%	44.05%
安恒信息	33.21%	33.50%	32.87%
北信源	23.59%	19.74%	18.39%
美亚柏科	11.47%	13.03%	15.70%
深信服	33.18%	35.04%	36.32%
吉大正元	17.88%	15.61%	18.67%
行业平均值	25.18%	25.40%	27.67%
公司	20.12%	22.69%	22.06%

数据来源：招股说明书、相关公司财报、广发证券发展研究中心

管理费用率：2018-2020年公司管理费用率分别为13.69%、12.72%、9.48%，低于同行业可比公司平均水平。参考同行头部公司情况，随着公司规模变大，管理费用率可能会逐步下降。

表4: 管理费用率与同行业上市公司对比 (%)

公司简称	2020 年度	2019 年度	2018 年度
奇安信	12.65%	14.89%	18.26%
安恒信息	7.70%	8.95%	9.48%
北信源	14.14%	13.84%	14.98%
美亚柏科	13.21%	13.97%	15.40%
深信服	4.98%	4.17%	4.03%
吉大正元	11.93%	11.61%	13.11%
行业平均值	10.77%	11.24%	12.54%
公司	9.48%	12.72%	13.69%

数据来源: 招股说明书、相关公司财报、广发证券发展研究中心

研发投入: 2018-2020年, 公司研发投入收入占比分别为10.64%、13.14%、12.72%, 公司研发费用率低于可比公司平均水平, 主要低于奇安信、安恒信息、深信服, 原因为在此基础上还同时从事解决方案类业务, 该类业务与特定客户及合同相关的开发工作严格计入合同成本, 核心组件和技术等研发投入则计入研发费用, 因此此类研发费用率相对较低。

表5: 研发费用率与同行业上市公司对比 (%)

公司简称	2020 年度	2019 年度	2018 年度
奇安信	29.51%	33.20%	45.04%
安恒信息	23.56%	21.67%	24.25%
北信源	17.32%	12.97%	12.57%
美亚柏科	15.30%	14.18%	13.97%
深信服	27.65%	24.86%	24.16%
吉大正元	11.76%	8.15%	7.98%
行业平均值	20.85%	19.17%	21.33%
公司	12.72%	13.14%	10.64%

数据来源: 招股说明书、相关公司财报、广发证券发展研究中心

3. 应收账款周转率

公司2018-2020年应收账款周转率分别为6.78、7.05、6.60, 整体保持平稳, 主要原因系公司对于直接客户具有较好的收款能力, 且公司通过渠道销售的资金周转较快所致。

表6: 应收账款、存货周转率与同行业上市公司对比 (次/年)

公司简称	2020 年度		2019 年度		2018 年度	
	应收账款	存货	应收账款	存货	应收账款	存货
奇安信	2.37	2.44	3.00	1.99	3.76	1.50
美亚柏科	2.66	1.94	5.14	2.22	2.92	1.73
安恒信息	5.03	3.52	8.62	4.92	4.13	4.62
北信源	0.44	0.87	0.55	1.90	0.55	1.97
深信服	10.89	8.53	11.48	7.75	18.56	13.45
吉大正元	1.85	1.74	2.31	1.77	1.77	1.08
平均	3.87	3.17	5.18	3.43	5.28	4.06
公司	6.60	1.74	7.05	1.35	6.78	1.25

数据来源: 亚信安全招股说明书、相关公司财报、广发证券发展研究中心

4. 前五大客户

公司各期前五大直销客户的具体情况: 1、中国移动通信集团有限公司2、中国电信集团有限公司3、中国联合网络通信集团有限公司4、广东省农村信用社联合社5、国家电网有限公司。

表7: 2020年公司前五大直销客户的收入占比 (单位: 万元)

序号	客户名称	销售额 (不含税)	占比
1	中国移动通信集团有限公司	46373.30	36.38%
2	中国电信集团有限公司	24802.33	19.46%
3	中国联合网络通信集团有限公司	12617.97	9.90%
4	中国工商银行股份有限公司	1919.87	1.51%
5	国家电网有限公司	1018.80	0.80%
合计		86732.27	68.05%

数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

(五) 销售模式及盈利模式分析

1. 销售模式分析

公司盈利主要来源于网络安全产品的销售, 以及为客户提供专业的网络安全解决方案和安全服务。公司采取直销与渠道代理销售相结合的方式。对于电信运营商、金融、能源等领域的头部大型客户, 公司一般采用直销的方式, 安排专门的销售及业务团队为其进行服务。对于其他客户, 公司一般采用渠道代理销售的方式。渠道

合作模式是网络安全行业公司的常用模式。

图5: 公司销售网络图



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

表8: 公司直销和渠道代理收入占比 (单位: 万元)

项目	2020 年度		2019 年度		2018 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直销	96,037.08	75.35%	79,965.45	74.23%	63,440.80	72.63%
渠道代理	31,422.39	24.65%	27,761.50	25.77%	23,901.32	27.37%
合计	127,459.47	100.00%	107,726.95	100.00%	87,342.13	100.00%

数据来源: 亚信安全招股说明书、相关公司财报、广发证券发展研究中心

2. 盈利模式分析

截至 2020 年末, 公司的盈利模式分为三类, 具体如下:

(1) 销售产品: 主要系公司基于用户采购需求, 向其销售产品, 以产品销售方式与用户签署购销合同。产品的增值部分即为公司的盈利来源。

(2) 提供解决方案: 主要系针对客户需求, 公司综合自身各个产品线和服务能力, 为客户提供一揽子解决方案。公司盈利来源主要为项目收入与成本费用之间的差额。

(3) 提供网络安全服务: 根据用户需求, 提供网络安全相关服务。公司盈利来源为网络安全服务收入扣减人员成本及项目费用后的差额。发行人在销售产品或提供解决方案时, 除交付产品或解决方案, 销售合同或订单中一般还包含一定期间的服务义务。公司按一定政策, 将交易价格拆分至各单项履约义务, 并分别确认收入。报告期内, 无需验收的服务类履约义务, 在服务期间内平摊确认收入。公司不存在一定使用期间定期收取固定费用情形 (如以 SaaS 模式进行付费订阅的收入) (来源: 招股说明书)。

三、募投项目

公司本次公开发行不超过 4001 万股股票，实际募集资金总额扣除发行费用后的净额将全部用于投资相关项目：

表9：募投项目

序号	募集资金使用项目	项目总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	云安全运营服务建设项目	36,172.85	36,172.85
2	智能联动安全产品建设项目	30,254.60	30,254.60
3	营销网络及服务体系扩建项目	23,944.26	23,944.26
4	5G 云网安全产品建设项目	18,231.11	18,231.11
5	零信任架构产品建设项目	12,153.68	12,153.68
合计	120,756.50	120,756.50	

数据来源：亚信安全招股说明书、广发证券发展研究中心

（一）云安全运营服务建设项目

云安全运营服务建设项目拟研发高可靠、易用的政企客户云安全平台及低成本的客户端设备，组建高效专业的安全运营服务团队，通过对客户安全事件的沉淀和积累，形成基于端、边、云 AI 的自动化服务能力，解决客户安全人才缺失、安全防护能力薄弱的问题，与生态合作伙伴合作为企业提供更好的安全托管运营服务。

（二）智能联动安全产品建设项目

公司拟打造基于机器学习的防病毒引擎、基于大数据分析行为规则检测引擎和具有快速响应能力的威胁指标检测引擎等核心技术，可以极大的提升现有产品应对威胁的检测和响应能力，从而为公司的 XDR 和安全中台方案提供坚实的基础，有效增强公司产品的整体竞争力，提升市场占有率。

（三）5G 云网安全产品建设项目

公司拟在现有互联网接入认证产品的基础上进一步研发 5G 网络和切片的准入认证技术，在现有域名解析及网络准入系统基础上进一步研发针对 NFV 场景下的域名解析和安全防护技术，在现有的 5G 边缘计算（MEC）安全解决方案上进行研发升级，同时开发 UPF 安全产品。以上技术将有效满足市场需求，提高关键产品的市场占有率，并且与其他亚信安全的产品形成有效联动。

（四）零信任架构产品建设项目

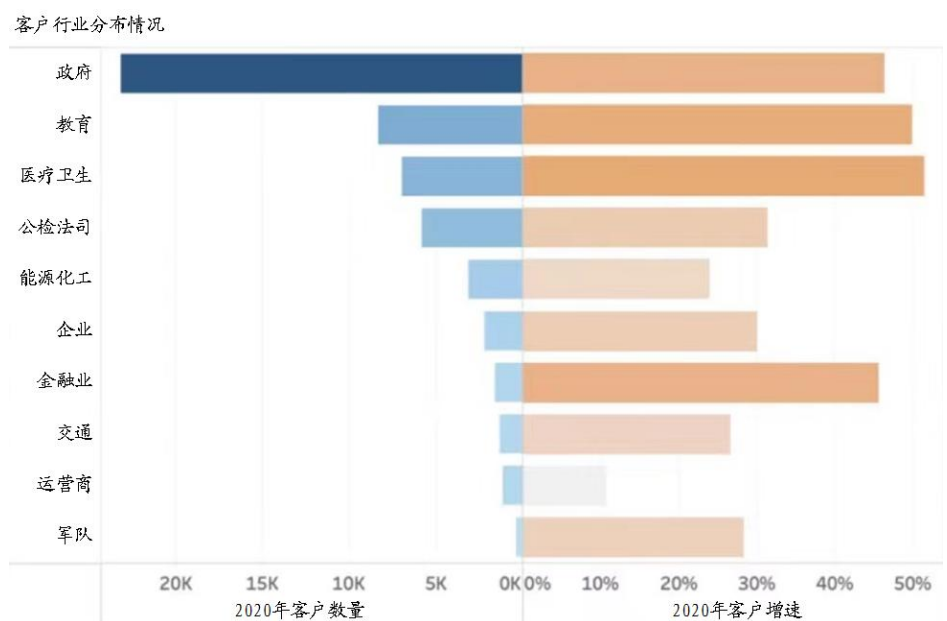
公司计划在现有自适应智能身份认证技术、身份管理与认证技术和泛身份安全类产品的基础上，进一步加强对机器学习异常检测、大数据日志分析、零信任网络访问、UEBA 和微隔离等技术的研究，并将前述技术应用到零信任架构产品中，提升现有产品应对万物互联带来的安全威胁。

四、行业景气度持续上升，IT 安全软件市场需求增长快于行业整体

（一）支持政策陆续出台，有望引领新需求，推动行业景气度提升

国内网络安全市场的典型客户主要是政府、教育、医疗卫生、公检司法和能源化工等领域，政策驱动因素的影响相对较大。这五个行业的客户数量占据了84%的份额，其中政府行业客户数量最多，占据了43%的份额（数据来源：2021年中国网络安全产业分析报告）。

图6：2020年中国网络安全客户行业分布及增速



数据来源：《2021年中国网络安全产业分析报告》、广发证券发展研究中心

十三五期间，政府对信息安全的重视程度、战略定位大幅提升，先后于2017年6月实行《网络安全法》、于2017年7月发布《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》，于2018年6月发布《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》。

进入“十四五”起始的2021年，网络安全立法进程进入高潮，年中密集发布了数据安全法、个人信息保护法、网络产品安全漏洞管理规定、网络安全审查办法（修订草案）等重磅法律法规。

《数据安全法》的发布实施将进一步激发数据安全市场需求；《个人信息保护法》和《关键信息基础设施安全保护条例》等关键政策的发布将引领新需求并将形成可观的增量市场。政府持续加强对网络安全的法规性要求，可提升行业整体安全意识，或有望推动行业投入加大。

表10: “十四五”规划与“十三五”规划文件涉及网络安全的内容对比

	“十三五”规划	“十四五”规划
产业定位	强化信息安全保障; 统筹网络安全和信息化发展。	加快推动数字产业化; 培育壮大人工智能、大数据、区块链、云计算、网络安全等新兴数字产业。
国家政策	建立大数据安全管理制度; 加强个人数据保护; 建立关键信息基础设施保护制度; 完善重要信息系统等级保护制度。	健全国家网络安全法律法规和制度标准; 加强重要领域数据资源、重要网络和信息系统安全保障。
能力体系	完善国家网络安全保障体系; 加强数据资源安全保护; 科学实施网络空间治理; 全面保障重要信息系统安全。	建立健全关键信息基础设施保护体系; 提升安全防护和维护政治安全能力; 加强网络安全风险评估和审查; 加强网络安全基础设施建设; 强化跨领域网络安全信息共享和工作协同; 提升网络安全威胁发现、监测预警、应急指挥、攻击溯源能力。
技术发展	集中力量突破信息管理、信息保护、安全审查和基础支撑关键技术,提高自主保障能力; 加强关键信息基础设施核心技术装备威胁感知和持续防御能力建设。	加强网络安全关键技术研发; 加快人工智能安全技术创新; 提升网络安全产业综合竞争力; 加强网络安全宣传教育和人才培养。

数据来源:《2021年中国网络安全产业分析报告》、广发证券发展研究中心

(二) 预计 21 年信息安全市场规模 658 亿元, 行业增速快、天花板高

网络安全行业空间大, 增速快。根据中国网络安全产业联盟发布的《2021年中国网络安全产业分析报告》, 2020年我国网络安全市场规模约为532亿元, 受疫情影响, 2020年中国网络安全行业增速放缓, 同比增长率为11.3%。

根据IDC发布的《IDC全球网络安全支出指南, 2021V2》, 报告预测, 2021年中国网安市场总支出规模将达到97.8亿美元, 约合人民币623亿元, 2021至2025年CAGR为17.9%。受益于行业投入加大, 未来软硬件市场规模均会保持快速增长, 且软件增速会有所提升。

中期可见空间 1000 亿元。我们以 2021 年市场规模 623 亿元为基础, 依据上段 IDC 的预测数据, 21-25 年软硬安全市场规模的年增速在 17.9%。则经过 5 年,

即至 2025 年行业市场规模有望超过 1000 亿元。

长期关注物联网安全、工业互联网安全，行业天花板高。随着信息技术从互联网向物联网延伸，物联网安全威胁进一步拓展了网安的范畴，随着 5G 商用，大流量、低延时会使得智能联网设备普及，安全威胁和安全需求也无处不在，行业天花板高。

图7：2020年网络安全市场规模及增速（亿元）



数据来源：《2021年中国网络安全产业分析报告》、广发证券发展研究中心

（三）中国网络安全建设需求加速释放，IT 安全软件市场增长迅猛

相较于 2020 年上半年，中国 IT 安全硬件、软件和服务市场均呈现强势增长。根据 IDC 发布的《2021 年上半年中国 IT 安全软件市场跟踪报告》显示，2021 年上半年中国 IT 安全软件市场厂商整体收入为 8.97 亿美元(约合 58.1 亿元人民币)，同比增长 36.6%。根据 IDC 发布的《2021 年上半年中国 IT 安全硬件市场跟踪报告》显示，2021 年上半年中国 IT 安全硬件市场厂商整体收入为 12.5 亿美元(约合 80.8 亿元人民币)，同比增长 27%。

（四）细分领域迎来发展机遇，网络安全趋向服务化转型

全球网络安全市场规模结构中，安全服务的比重远超过六成，全球网络安全产品市场以服务型产品为主导。与全球网络安全市场相比，中国网络安全市场中的安全服务占比不超过两成。但伴随中国信息产业与网络技术的创新发展，传统的网络安全产品将难以满足日益变化的网络安全需求，中国网络安全产品将紧跟全球市场趋势，由软硬件为主导的产品市场转向安全服务型市场发展。伴随《网络安全法》与等保 2.0 相关政策持续落实，一方面企业自查、合规审计与应急响应等需求日益增；另一方面，客户要更好的使用安全产品，需要专业安全团队的支持，安全咨询、渗透测试、安全运营等市场将日趋增加。

五、竞争分析

（一）行业内主要参与者

头部公司安全产品线较全，行业内竞争激烈，但公司的主打产品是增速快的细分领域，且在细分领域市占率靠前，比较有竞争力。特别是身份安全和终端安全产品在均处于国内领先地位。同时，公司客户运营商占比较高，在其他行业有很大的拓展机会。

表11：行业内主要参与者

企业名称	优势产品	20 年下游客户收入占比	20 年营业收入/利润 (亿元)
深信服	下一代防火墙、上网行为管理、VPN	整体: 政府及事业单位 54%; 企业 34%; 金融及其他 11%(2020 年数据, 来源: 公司年报)	54.6/8.1
奇安信	终端安全、安全管理、安全服务	政府 29%; 公检法司 16%; 其他 55% (2020 年数据, 来源: 公司年报)	41.6/-3.4
安恒信息	应用防火墙 WAF、安全管理	主要聚集在政府、金融、教育、运营商等行业	13.2/1.3
北信源	终端安全	政府 35%; 军工 10%; 金融 11%; 能源 6%; 其他 38%	6.4/0.2
吉大正元	电子认证	信息安全行业	6.1/1.2
美亚柏科	电子数据取证、公安大数据平台	司法机关 57%; 行政执法机关 14%; 企业 25%; 其他 5%	23.9/4.0

数据来源：亚信安全招股说明书、广发证券发展研究中心

（二）公司在部分主攻细分领域具备较强竞争力

2019 年度公司在中国网络安全市场-电信板块、中国网络安全软件市场、中国网络安全软件市场-身份和数字信任软件、中国网络安全软件市场-终端安全软件的细分市场收入分别为 7.4 亿元、8.5 亿元、4.9 亿元和 2.4 亿元；2020 年度，公司在中国身份和数字信任软件市场、中国终端安全软件市场的细分市场收入分别为 5.2 亿元和 2.6 亿元。在公司招股书中引用的 IDC《中国终端安全检测与响应市场 2020，厂商评估》报告中亚信安全 EDR 产品位居“领导者象限”。

公司主打产品在细分领域的市占率排名领先：

2019 和 2020 年，在中国网络安全软件市场-身份和数字信任软件市场市占率排名第一（2019 年市占率 15.7%，收入 4.9 亿元；2020 年市占率 14.8%，收入 5.2 亿元）。

2019 和 2020 年，在中国网络安全软件市场-终端安全软件市场市占率排名第二（2019 年市占率 10.2%，收入 2.4 亿元；2020 年市占率 12.8%，收入 2.6 亿元）。

2019 年，在中国网络安全软件市场市占率排名第一（市占率 10.2%，收入 8.5 亿元）（数据来源：亚信招股说明书）。

表12: 公司在各细分市场的市场占有率、市场规模情况

细分市场	市场排名	市场占有率	市场规模 (亿元)	来源
中国网络安全市场-电信板块 (2019 年)	1	-	-	
中国网络安全软件市场 (2019 年)	1	10.2%	83.6	
中国网络安全软件市场-身份和数字信任软件 (2019 年)	1	15.7%	31.0	Frost&Sullivan
中国网络安全软件市场-终端安全软件 (2019 年)	2	11.5%	20.8	
中国身份和数字信任软件市场 (2020 年)	1	14.8%	32.8	
中国终端安全软件市场 (2020 年)	2	12.8%	22.2	IDC

数据来源：亚信安全招股说明书、广发证券发展研究中心

根据公司招股书引用的 IDC 的行业研究数据,2019 年和 2020 年全球网络安全软件各细分市场行业规模如下,2019 年全球网络安全市场规模达到 1244.01 亿元,身份和数字信任占比 10.2%、终端安全市场占比 7.5%、安全分析、情报、响应和编排市场占比 9.8%;

表13: 2019年和2020年全球网络安全软件各细分市场行业规模 (单位: 亿美元)

细分市场	身份和数字信任市场	终端安全市场	安全分析、情报、响应和编排市场
2019 年度	126.61	92.98	121.32
2020 年度	141.10	111.34	134.60

数据来源：亚信安全招股说明书、广发证券发展研究中心

1. 身份和数字信任市场

(1) 国外主要竞争对手的差异

从产品布局和应用领域的角度，国外竞争对手的产品布局和应用领域涉及身份识别与访问管理、身份治理、身份即服务 (IDaaS)、特权账号管理等；公司主要布局在身份识别和网络访问管理为主，产品丰富度上略有欠缺。

从技术特点和技术水平的角度，国外竞争对手的身份安全产品已开始广泛使用零信任技术架构，并在 AI 技术和身份即服务 (IDaaS) 技术模式上有大量积累和实践；公司在上述技术领域上尚处于起步或提升阶段，与境外竞争对手有一定差异。

从客户类型的角度，国外用户对身份安全产品需求更为广泛。

表14: 身份和数字信任市场主要境外企业及业务规模

序号	公司名称	收入规模	数据来源
1	RSA Security	无公开信息	-
2	IBM	2020 年: 736.20 亿美元; 2019 年: 771.47 亿美元	公司年报
3	Oracle	2020 财年 (截至 5 月 31 日): 390.68 亿美元; 2019 财年至 (截至 5 月 31 日): 395.06 亿美元	公司年报
4	Okta	2020 年: 8.35 亿美元; 2019 年: 5.86 亿美元	公司年报

数据来源: 亚信安全招股说明书、广发证券发展研究中心

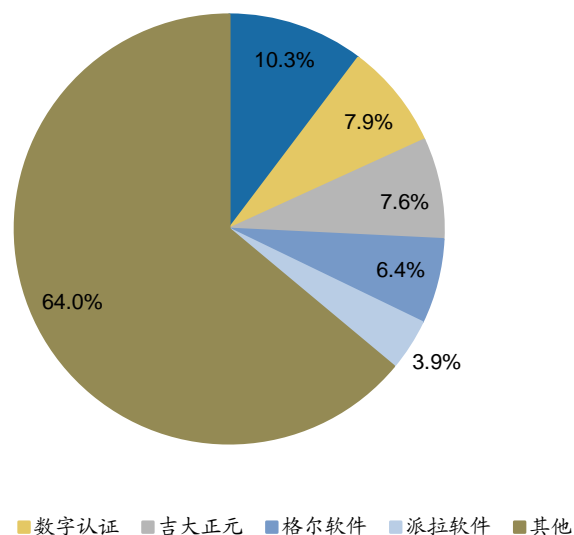
(2) 与国内竞争对手的差异

从产品布局和应用领域的角度, 国内主要竞争对手的产品布局侧重于为用户提供数字身份基础设施 PKI 和密码产品, 主要以电子认证类产品为主; 公司侧重于综合身份安全技术应用产品, 主要以身份识别与访问管理类产品为主。

从技术特点和技术水平的角度, 国内主要竞争对手主要积累在密码技术, 基于数字证书构建数字化身份、实现数据身份加密和签名, 属于身份安全领域的基础技术之一; 公司的产品技术侧重于身份统一用户管理技术、基于数字身份的授权管理技术, 访问控制技术, 增强认证技术和智能化审计分析等, 是更综合的身份安全技术应用。

从客户类型的角度, 公司与竞争对手差异不大。

图8: 中国身份和数字信任软件市场份额, 2021H1



数据来源: 亚信安全官方公众号、广发证券发展研究中心

2. 终端安全市场

(1) 与国外主要竞争对手的差异

从产品布局和应用领域的角度，公司与国外竞争对手的策略类似，均打造了打造覆盖计算机、服务器、虚拟化云主机、移动设备等终端节点或设备的终端安全防护平台，并在平台上叠加恶意软件防护、漏洞防护、终端安全检测与响应（EDR）等安全模块，结合威胁情报，为用户提供一体化终端安全防护。

从技术特点和技术水平的角度，公司与国外竞争对手的终端安全产品使用的主流技术类似，但国外竞争对手在恶意程序代码特征和威胁情报数据积累更加丰富，威胁检测与相应和产品联动能力更为成熟，基于云端平台和部署轻量级代理的产品在弹性、灵活性、数据接入处理能力、降低资源占用、威胁情报收集和处理方面更为优秀。公司在这些方面与国外竞争对手还存在一定差距。

从客户类型的角度，终端安全产品的用户广泛分布于各个行业，公司与国外竞争对手无明显差别。

表15: 终端安全市场主要境外企业及业务规模

序号	公司名称	收入规模/业务规模	数据来源
1	Symantec	根据 IDC 的数据，2019 年端点安全业务规模为 11.53 亿美元	公司官网
2	McAfee	2020 年：29.06 亿美元； 2019 年：26.35 亿美元	公司年报
3	Trend Micro	2020 年：1,740.61 亿日元； 2019 年：1,651.95 亿日元	公司年报
4	CrowdStrike	2020 年：8.74 亿美元； 2019 年：4.81 亿美元	公司年报、招股说明书

数据来源：亚信安全招股说明书、广发证券发展研究中心

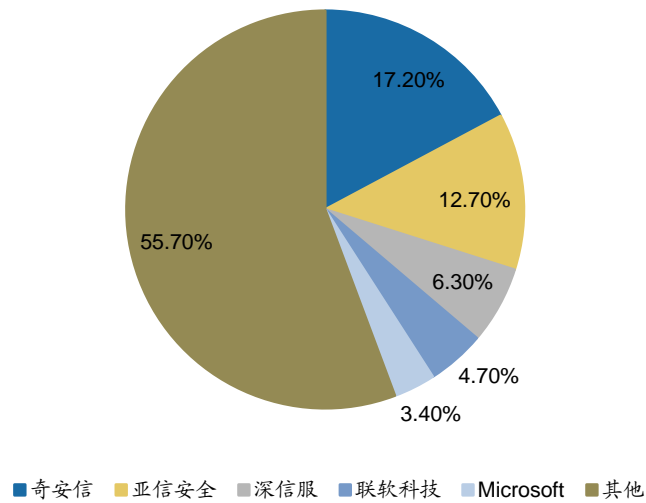
(2) 与国内竞争对手的差异

从产品布局和应用领域的角度，公司终端安全产品与国内主要竞争对手产品布局类似。奇安信的全终端安全产品布局比发行人更丰富一些，在移动终端安全、浏览器安全、物联网（IoT）安全方面产品种类更多。

从技术特点和技术水平的角度，奇安信提供综合性的终端安全解决方案，集成了多种病毒检测引擎，兼容不同操作系统和计算平台，注重各型能力的均衡。终端安全领域技术门槛较高，需要较长时间积累和打磨，作为终端安全领先企业，发行人技术路线与积累与奇安信较为相近。深信服作为新进入者，近年发展终端安全产品，通过代理渠道覆盖广大企业，销售增长较为迅速，重点聚焦在终端检测响应（EDR）相关技术突破上。

从客户类型的角度，终端安全产品的用户广泛分布于各个行业，国内客户群体差异不大。

图9: 中国终端安全软件市场份额, 2021H1



数据来源: 亚信安全官方公众号、广发证券发展研究中心

3.安全分析、情报、响应和编排市场

(1) 与国外主要竞争对手的差异

从产品布局和应用领域的角度, 公司与国外主要竞争对手在安全分析、情报、响应和编排市场领域的产品布局类似, 国外主要竞争对手产品在威胁检测方面的效率更高; 针对不同威胁场景积累的自动化解决方案更丰富, 在安全编排自动化与响应方面自动化水平更高, 能有效降低对人工的依赖。公司产品与国外竞争对手还存在一定差距。

从客户类型的角度, 公司国外竞争对手无显著差别。

表16: 安全分析、情报、响应和编排市场主要境外企业及业务规模

序号	公司名称	收入规模/业务规模	数据来源
1	IBM	2020年: 736.20 亿美元; ; 2019年: 771.47 亿美元	公司年报
2	Splunk	2020年: 22.29 亿美元; ; 2019年: 23.59 亿美元	公司年报

数据来源: 亚信安全招股说明书、广发证券发展研究中心

(2) 与国内竞争对手的差异

从产品布局和应用领域的角度, 公司与国内主要竞争对手在该领域的产品布局类似, 都是以大数据分析驱动的安全管理类平台产品为主。

从技术特点和技术水平的角度, 奇安信的产品以大数据平台为基础, 通过收集多元、异构的海量日志, 利用关联分析、机器学习、威胁情报等技术, 为安全运营人员提供安全运营工具。安恒信息的产品以“AI 驱动安全”为核心理念, 具备前沿大数据智能安全威胁挖掘分析与预警管控能力。发行人依靠关联、规则、统计等融

合建模场景进行完整的构想、掌握和实施，通过主动监测、精准防护、智能分析、运营协同实现对安全对象的主动管理、安全事件的及时分析，与国内主要竞争对手差异不大。

从客户类型的角度，公司产品与国内竞争对手无显著差别。

4.智能联动的平台级安全防护体系和突出的威胁情报能力

经过多年的研发攻关，公司已经初步形成了安全威胁治理运维（XDR）和安全中台两套平台级安全防护解决方案：

安全威胁治理运维（XDR）解决方案以威胁感知运维中心作为集中管控平台，叠加搭载公司的泛终端安全类产品、高级威胁治理类产品、云及边缘安全类产品等系列产品，结合云端威胁情报，通过预先精密编排的各种威胁响应预案，实现检测、分析、响应到阻断的自动化处置。

安全中台是 5G 云网时代安全业务、安全能力、安全数据的汇聚协同中心，是“全云化、全联动、主动化、智能化、服务化”的新一代安全架构。安全中台打破原有安全系统“烟囱式”架构，融聚安全共性能力上台，通过数据共享、系统融合、能力汇聚、业务滋养、融云赋能五个方面逐步构建“云化编排、智能决策、自动处置、场景业务”能力。

公司依托于四大产品服务体系，构筑预测、防护、检测、响应的动态自适应安全模型，从数据的感知、认知到预知，从智能驱动到策略下发，意图建设全网免疫系统。整体平台能力的规划及发展战略如下图所示：

图10：公司平台能力的规划及发展战略



数据来源：亚信安全官网、广发证券发展研究中心

六、盈利预测和估值

预计公司 21-23 年收入增速分别为 35%、33%、32%。

分业务来看，预计 21-23 年：

端点安全产品体系收入增速分别是 45%、43%、42%；

数字信任及身份安全产品体系收入增速分 28%、25%、23%；

云网边安全产品体系收入增速分别是 35%、33%、31%；

云网虚拟化基础软件收入增速分别为 40%、38%、36%。

分业务的收入增速预测差异在于：

端点防护的需求处于释放初期，使得端点安全产品体系未来或成为增速最高的业务之一。

数字信任以及身份安全产品体系在过去几年虽然公司一直处于行业主导地位，该安全领域已发展多年，预计未来两年相关业务的增速或会低于公司整体增速。

端点安全、数字信任及身份安产品已有突出竞争力，且从 21 年开始大幅加大投入力度，二者作为公司拳头产品，预计增速会较过去两年显著提升。

云安全产品所处领域的成熟度高于端点防护、低于身份认证，该业务收入增速有望介于两者之间。云网边安全产品推出时间早，体量较大，增速相对低些；云网虚拟化基础软件作为公司新增业务，体量尚小，未来几年增速相对高些。

预测 21-23 年毛利率为 56.5%、57%、58%。分业务毛利率参考了公司 20 年毛利率水平，云网边业务毛利率由于产品化水平不断提升，近几年毛利率逐年有所提高，预计 21-23 年毛利率略高于 20 年。

表17：各业务收入（百万元）拆分及毛利率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入					
收入（百万元）	1077.28	1274.59	1723.33	2295.5	3029.44
同比增速（%）	23	18	35	33	32
毛利率（%）	59.67	55.51	55.99	56.52	57.12
端点安全产品体系					
收入（百万元）	330.88	368.78	534.73	764.67	1085.82
同比增速（%）	18	17	45	43	42
毛利率（%）	75.26	75.75	75.75	75.75	75.75
数字信任及身份安全产					

品体系					
收入 (百万元)	493.01	521.24	667.19	833.98	1025.80
同比增速 (%)	33	6	28	25	23
毛利率 (%)	55.17	50.14	50.14	50.14	50.14
云网边安全产品提携					
收入 (百万元)	242.69	324.61	438.22	582.84	763.52
同比增速 (%)	21	34	35	33	31
毛利率 (%)	47.79	48.3	48.3	48.3	48.3
云网虚拟化基础软件					
收入 (百万元)		52.41	73.37	101.26	137.71
同比增速 (%)			40	38	36
毛利率 (%)		11.72	11.72	11.72	11.72

数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

费用率假设: 考虑到公司加大投入的节奏, 预计 21-23 年费用率会高于 20 年, 预计 21-23 年销售费用率为 23%、25%、25%; 管理费用率为 12%、12%、12%; 研发费用率均为 15%、16%、16%。

盈利预测和投资建议: 预计公司 21-23 年 EPS 分别为 0.43、0.45、0.59 元/股, 由于公司未来 2 年仍在投入期, 当期费用率较高、影响净利率, 预计常态化的净利率水平会高于 20 年净利率水平; 且可比公司也因不同的投入节奏、短期股份支付高等原因导致短期净利率大幅波动。长期来看, 在商业模式没有重大变化的情况下, 头部公司之间盈利水平有望趋同, 目前同行之间的估值比较用 PS 更有参考价值。参考同行, 予以公司 22 年 6-7 倍 PS 估值, 对应合理价值为 33.75-39.38 元/股。

表18: 可比公司PS估值情况 (市值统计截止2022.1.27收盘)

公司名称	公司代码	币种	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)		PE 估值水平
				2022E	2022E	
深信服	300454	人民币	673	97.12		6.9
安恒信息	688023	人民币	167	25.78		6.4

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2022 年收入预测来自 wind 一致预测数据。

七、风险提示

（一）技术不能保持先进性及相关技术迭代风险

伴随计算机、互联网和通信技术的高速发展，信息安全科技水平不断进步与创新，与此同时，各种威胁信息系统安全的手段也层出不穷，信息安全漏洞危害性越来越大，这对公司的技术水平和研发能力提出了较大的挑战。另一方面，尽管公司一直致力于科技创新，力争保持在网络安全领域的技术领先优势，但不排除国内外竞争对手或潜在竞争对手率先在相关领域取得重大突破，而推出更先进、更具竞争力的技术和产品，或出现其他替代产品和技术，从而使本公司的产品和技术失去领先优势。

（二）核心技术人员流失风险

经过多年积累和发展，公司形成了以核心技术人员为首的多个强有力的研发团队。为保障公司高级管理人员和核心技术人员稳定，公司制定了合理有效的股权激励机制，并同主要核心技术人员签署了保密协议和竞业禁止协议。虽然公司的核心技术并未严重依赖个别核心技术人员，但不排除掌握核心技术的部分人员不稳定，可能造成在研项目进度推迟、甚至终止，或者造成研发项目泄密或流失，给公司后续新产品的开发以及持续稳定增长带来不利影响。

（三）产业政策变化产生的风险

国家重视信息技术及网络安全产业，并给予重点鼓励和扶植。2017年发布的《中华人民共和国网络安全法》、2018年发布的《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》，为网络安全企业的持续发展提供了产业政策方面的长期支撑。2019年至今，《网络安全漏洞管理规定（征求意见稿）》《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》《网络安全审查办法》《数据安全法》等网络安全产业政策陆续出台，从制度、法规、政策等多个层面促进国家网络安全产业的发展。在相当长的一段时期内，国家仍将会给予信息技术及网络安全产业政策支持。

多年来，公司发展一直受到国家产业政策的支持。如果国家对信息技术及网络安全企业的扶持政策发生变化，将对公司的发展产生相应影响。

（四）客户集中风险

报告期内，公司向前五名客户的销售收入占同期主营业务收入的比重分别为75.1%、82.8%、80.9%和78.6%，客户集中度较高，其中第一大客户的销售收入分别为2.1亿元、4.0亿元、4.6亿元和1.8亿元，占同期主营业务收入的比重分别为23.9%、37.4%、36.4%和37.1%。虽然公司与主要客户建立了长期稳定的合作关系，且这些客户多为信誉度较高的优质客户，但公司若不能通过技术、产品创新等方式及时满足上述客户的业务需求，或上述客户因为市场低迷等原因使其自身经营情况发生变化，导致其对公司产品的需求大幅下降，或者公司不能持续拓展新的客户和市场，公司将面临一定的因客户集中度较高而导致的经营风险。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,137	1,840	3,341	3,834	4,272
货币资金	578	1,227	2,662	2,870	3,068
应收及预付	189	209	289	375	500
存货	335	298	303	452	553
其他流动资产	34	106	88	136	151
非流动资产	110	130	116	101	85
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	21	26	26	26	26
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	28	24	24	24	24
其他长期资产	61	80	66	51	35
资产总计	1,247	1,970	3,457	3,935	4,357
流动负债	630	707	800	1,097	1,283
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	416	87	81	132	155
其他流动负债	215	620	719	965	1,128
非流动负债	19	33	33	33	33
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	33	33	33	33
负债合计	650	740	833	1,130	1,316
股本	90	360	400	400	400
资本公积	120	313	1,494	1,494	1,494
留存收益	388	558	731	912	1,148
归属母公司股东权益	597	1,231	2,624	2,805	3,041
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,247	1,970	3,457	3,935	4,357

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	124	205	197	187	169
净利润	163	170	173	180	236
折旧摊销	12	15	14	15	16
营运资金变动	-31	17	27	13	-54
其它	-19	3	-16	-22	-29
投资活动现金流	9	-9	16	22	29
资本支出	-12	-23	-1	-1	-1
投资变动	10	0	0	0	0
其他	11	14	17	23	30
筹资活动现金流	0	450	1,221	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	450	1,221	0	0
其他	0	0	0	0	0
现金净增加额	133	646	1,435	208	198
期初现金余额	442	575	1,227	2,662	2,870
期末现金余额	575	1,221	2,662	2,870	3,068

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	23.3%	18.3%	33.0%	32.8%	32.0%
营业利润增长	56.2%	3.7%	0.0%	4.1%	31.1%
归母净利润增长	53.8%	4.6%	1.5%	4.3%	30.9%
获利能力					
毛利率	59.7%	55.5%	56.5%	57.1%	57.7%
净利率	15.1%	13.4%	10.2%	8.0%	7.9%
ROE	27.3%	13.8%	6.6%	6.4%	7.8%
ROIC	26.5%	14.2%	3.0%	1.9%	2.8%
偿债能力					
资产负债率	52.1%	37.5%	24.1%	28.7%	30.2%
净负债比率	108.8%	60.1%	31.7%	40.3%	43.3%
流动比率	1.80	2.60	4.18	3.49	3.33
速动比率	1.25	2.07	3.72	2.98	2.80
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.65	0.49	0.57	0.68
应收账款周转率	6.74	6.93	6.83	6.88	6.86
存货周转率	3.22	4.28	5.59	4.98	5.38
每股指标 (元)					
每股收益	1.81	0.47	0.43	0.45	0.59
每股经营现金流	—	—	5	5	4
每股净资产	6.64	3.42	6.56	7.01	7.60
估值比率					
P/E	—	—	—	—	—
P/B	—	—	—	—	—
EV/EBITDA	—	—	—	—	—

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,077	1,275	1,695	2,250	2,971
营业成本	434	567	737	966	1,258
营业税金及附加	10	10	15	18	25
销售费用	244	257	390	572	755
管理费用	137	121	203	270	357
研发费用	142	162	254	360	475
财务费用	0	-2	-29	-41	-45
资产减值损失	-4	-15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	14	17	23	30
营业利润	202	209	209	218	285
营业外收支	-4	-4	0	0	0
利润总额	197	205	209	218	285
所得税	35	35	36	37	49
净利润	163	170	173	180	236
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	163	170	173	180	236
EBITDA	203	225	110	79	118
EPS (元)	1.81	0.47	0.43	0.45	0.59

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理的工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李傲远：资深分析师，重庆大学金融学硕士，曾任职于国泰君安、安信基金，2020年9月加入广发证券发展研究中心。4年证券行业研究经验。
- 雷棠棣：研究助理，电子科技大学软件工程学士，哈尔滨工业大学软件工程硕士，悉尼大学商科硕士（金融学与商业分析方向），注册会计师非执业会员。曾在四大行IT部门工作3年，2020年4月加入广发证券发展研究中心。
- 吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年2月加入广发证券发展研究中心。3年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。