

计算机

参考海外，看 A 股网安公司性价比

主要经济体持续强调网络安全战略重要性，产业维持高景气，中国增速领跑。2021年3月，白宫发布《国家安全战略临时指导方针》，将提升网络安全作为美国政府首要任务，鼓励私营部门与各级政府合作，同时加大基础设施投入，保卫美国免受网络威胁侵害。欧盟同样于2021年3月，在“2030年欧洲数字化转型愿景”将网络安全作为其发展重点板块。中国仅2021年，《中华人民共和国数据安全法》《中华人民共和国个人信息保护法》《关键信息基础设施安全保护条例》《网络安全审查办法》等系列政策法规相继出台与施行，重视程度可见一斑。定量的看，IDC预计2025年全球、美国、中国的网安产业规模有望达2114、970、188亿美元，5年年化增速分别为9.4%、9.0%、17.9%，中国IT安全增速领跑。

海外网络安全公司：纳斯达克指数调整背景下，成长性、估值及资本市场表现分化明显。梳理海外网安领军公司业绩及资本市场表现，呈现如下特征：1) 选取14家国际主流网络安全上市企业2021年平均营收为13.47亿美元，同比增长20.49%，2022年5月6日PS-TTM约13.7X，新赛道个股显著高于传统网安领军，得益于疫情下互联网流量激增，以及基于云计算的安全工具和安全服务的需求强劲，CrowdStrike、Zscaler、Okta的营收增速分别达到了66%、56%、56%，显著超越以PaloAlto为代表的营收超过20亿美元的老牌网络安全厂商；2) 海外网安公司同样维持高研发投入及高销售费用，以占领新赛道市场份额。除FORTINET等少数几家领军实现盈利外，其余企业均为亏损状态，新赛道厂商如CrowdStrike等研发费用率多数超30%，销售费用率多超20%，盈利能力相对较差，但现金流维持稳健；3) 以2021年11月22日纳指阶段高点为分界点，将21/5/6至22/5/6分成两阶段，前期市场相对活跃时，海外网安公司区间涨跌幅与营收增速呈现正相关，对成长性更为注重，后半段指数阶段见顶后，存在一定估值调整特征，期间涨跌幅与PS-TTM（2022年5月6日时点数）负相关。高营收头部公司阶段表现相对好于高增长高估值标的。

A 股网安领军：疫情不改成长趋势，22Q1 增速环比改善，高基数之上好于预期。

2021年全年奇安信、安恒信息、卫士通、天融信（剔除资产剥离及同天科技因素）、启明星辰、绿盟科技、信安世纪营收增速分别为39.60%、37.59%、17.0%、36.42%、20.27%、29.80%、26.02%，其中奇安信、安恒信息、卫士通、绿盟科技、信安世纪21Q4单季度营收增速为36.81%、44.05%、-10.76%、29.03%、22.26%，相对应22Q1单季度增速为44.52%、26.90%、123.07%、34.64%、31.53%，受疫情扰动节奏逐渐恢复，领军企业增速环比有所改善，且奇安信截至2022年3月29日新增订单超9亿元，同比增长超65%、天融信21年新增订单金额同比增长48.09%，结合招采网数据，板块订单仍维持较高景气状态。

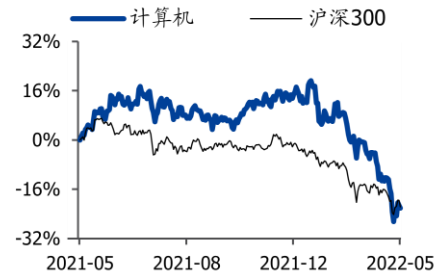
对比海外，A 股网安领军估值底与高成长深度背离，配置价值凸显。以PS-TTM为例，21/5/6至22/5/6期间，奇安信、安恒、启明、绿盟、信安世纪分别下降60%、67%、49%、53%、37%，估值下修幅度显著大于区间跌幅，假设成熟网安公司20%净利润水平，则奇安信、安恒信息22年预期PS对应的隐含PE水平约28.20X、24.89X，考虑到未来三年大概率营收年化复合增速将延续超30%趋势，天融信、启明星辰、绿盟科技、信安世纪2022年Wind一致预期PE为16.62、15.06、16.62、21.94，均处于历史估值低点，已具备中长期配置价值。

相关公司：卫士通、奇安信、安恒信息、天融信、启明星辰、信安世纪、绿盟科技、深信服等。

风险提示：行业竞争加剧风险；政策力度不及预期风险；宏观经济风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号: S0680518090001

邮箱: liugaochang@gszq.com

相关研究

- 1、《计算机：数字化 VS 经济周期》2022-05-03
- 2、《计算机：网安行业一季报的三重预期差》2022-04-29
- 3、《计算机：公募计算机仍处低配，白马方向龙头持仓边际上升》2022-04-24

内容目录

加强网络安全建设是各国共同战略	3
海外网络安全公司：成长性与估值结构分化，景气延续	5
A股网络安全公司：疫情不改成长趋势，估值与成长性深度背离	7
风险提示	10

图表目录

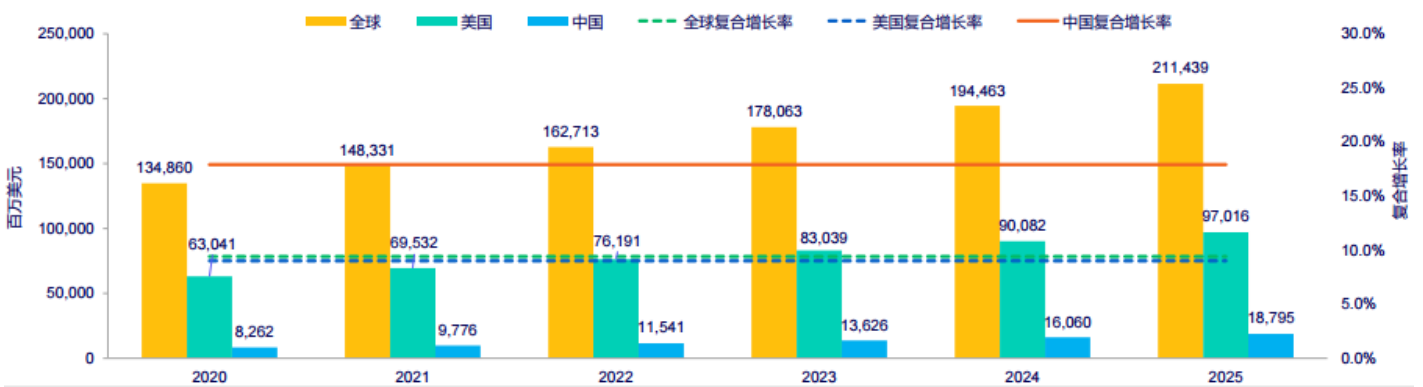
图表 1: 中国 IT 安全增长引领全球	3
图表 2: 近三年美国网络空间领域战略文件体系	4
图表 3: 欧盟发布网络安全相关战略	4
图表 4: 新加坡发布网络安全相关战略	5
图表 5: 全球主要网络安全公司 2021 年营收增速 (%)	5
图表 6: 全球主要网络安全公司 2021 年多为亏损状态	6
图表 7: 全球主要网络安全公司 2021 年维持高研发及高销售投入	6
图表 8: 全球主要网络安全公司 PS-TTM 估值水平 (2022 年 5 月 6 日)	7
图表 9: 区间 1 涨跌幅与 21 年营收增速正相关	7
图表 10: 区间 2 涨跌幅与 PS-TTM 负相关	7
图表 11: A 股网安领军增速显著高于海外, 22Q1 增速拐点已现	8
图表 12: A 股网安领军 PS-TTM 估值同比下降多超 50%	9
图表 13: A 股网安领军估值已经得到大幅消化	9
图表 14: 海外企业网络安全预算分配	10
图表 15: 海外企业的网络安全事件响应计划和测试频率	10

加强网络安全建设是各国共同战略

全球网安产业延续高增态势，在地区分布方面，北美、西欧和亚太地区位列全球网络安全市场份额前三强。根据中国信通院 2021 年发布的《中国网络安全产业白皮书》具体支出来看，北美地区 2020 年网络安全支出为 638.3 亿美元，同比增长 10.6%。西欧地区网络安全支出为 336.4 亿美元，同比增长 11.7%。亚太地区网络安全支出为 300.1 亿美元，同比增长 8.1%；其中，中国在亚太地区的增速最高。

从细分类别来看，市场份额最高的三类依次是基础设施保护、网络安全设备和身份访问管理。其中，基础设施保护类产品的市场规模为 217.0 亿美元，占比为 30.3%；网络安全设备类产品的市场规模为 156.3 亿美元，占比为 21.8%；身份访问管理类产品的市场规模为 126.9 亿美元，占比为 17.7%。从各类别增速来看，云安全、应用安全成为极具发展前景的两大细分领域，虽然目前市场规模较小，但两大领域均以超过 30% 的增速迅速壮大。

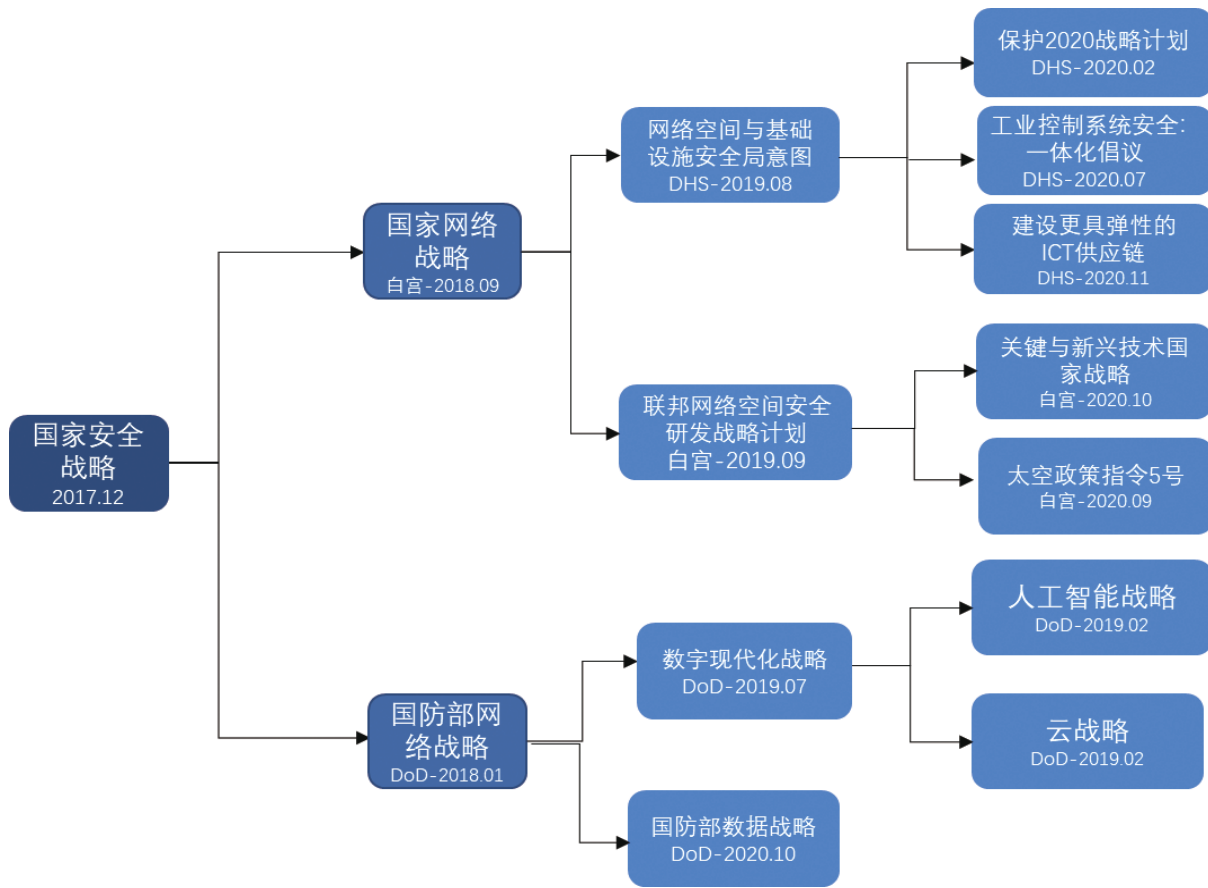
图表 1: 中国 IT 安全增长引领全球



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

美国为保持其在未来科技领域的领先地位，持续调整其网络安全战略布局。具体来看，美国网络空间领域战略规划文件自上而下体系连贯。2017 年发布的《国家安全战略》可视为最顶层战略，2018 年发布的《国家网络战略》和《国防部网络战略》则是国家顶层战略在网络空间领域的分解。2020 年发布的一系列战略则是国家战略在各个关键领域的进一步细分，例如，《太空政策指令 5 号》明确保护太空系统免受网络威胁和网络攻击的建议，是对 2018《国家网络战略》中强调“改善太空网络安全，加强太空系统网络弹性”的进一步落地；《国防部数据战略》出台，提出通过获取准确、及时和安全的数据来增强军事效能，是对 2017 年《国家安全战略》强调“把重点从保护网络扩大到保护网络上的数据”、2019 年《国防部数字现代化战略》提出“将数据视为战略资产”的响应。

图表 2: 近三年美国网络空间领域战略文件体系



资料来源：中国信通院，国盛证券研究所

欧盟为全面提升在数字经济领域的竞争优势，维护自身的“数字主权”，同样在不断进行网络安全战略升级。提升网络安全核心战略地位。2021年3月提出的“2030年欧洲数字化转型愿景”，以及欧盟新型研究与创新项目“地平线欧洲”等战略计划均将网络安全作为其发展重点板块。2021年3月，欧盟理事会通过了欧盟数字十年网络安全战略，同样不断增强欧洲抵御网络威胁的应变能力。

图表 3: 欧盟发布网络安全相关战略

时间	欧盟发布网络安全相关战略
2021年4月	《欧盟数字战略自主的网络安全研究方向》
2021年3月	“2030年欧洲数字化转型愿景”
2020年11月	ENISA发布《物联网安全准则》
2020年11月	《数据治理法规》

资料来源：中国信通院，国盛证券研究所

新加坡不断完善网络安全防范体系，为“智慧国家”战略愿景提供基础。在安全规划方面，2020年10月，新加坡启动《新加坡更安全的网络空间总体规划（2020年）》，提出了三大战略目标及保护核心数字技术设施、实施5G网络安全计划等11项安全措施。在数据安全及个人信息保护方面，2020年11月，新加坡更新《个人数据保护法》，引入了

强制性数据泄露通知制度，并对数据泄露处以更严厉的罚款。2021年3月，新加坡个人数据保护委员会更新《PDPA下的数据泄露管理和通知指南》，通过数据泄露管理计划来识别和防范数据泄露。

图表4：新加坡发布网络安全相关战略

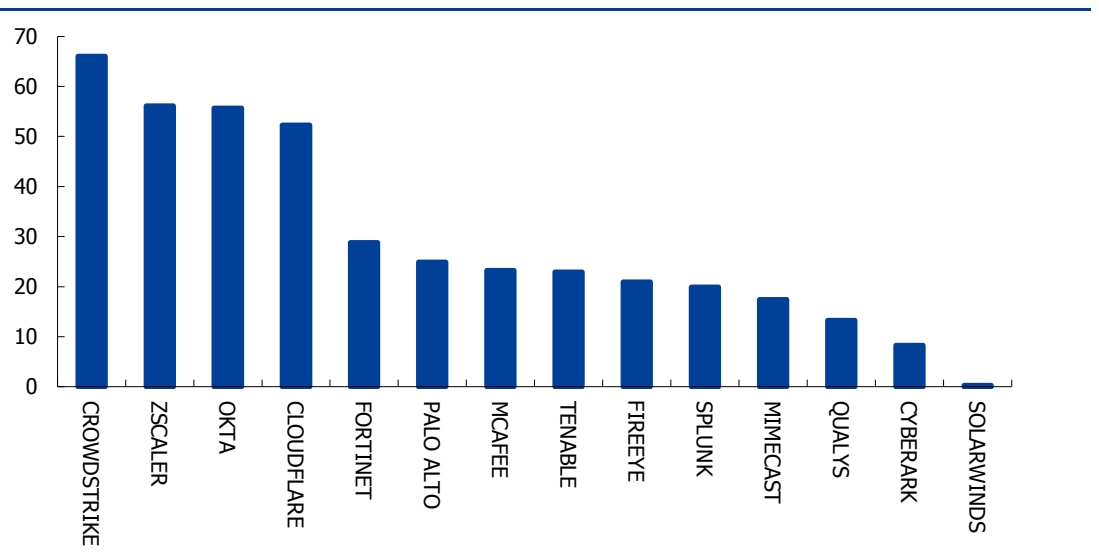
时间	新加坡发布网络安全相关战略
2021年1月	启动《新加坡更安全的网络空间总体规划（2020年）》
2020年11月	更新《个人数据保护法》
2021年3月	新加坡个人数据保护委员会更新《PDPA下的数据泄露管理和通知指南》
2021年1月	新加坡金融管理局发布修订后的《技术风险管理指南》

资料来源：中国信通院，国盛证券研究所

海外网络安全公司：成长性与估值结构分化，景气延续

国际头部网络安全上市企业整体高增，新赛道厂商显著快于传统老牌安全厂商。选取14家国际主流网络安全上市企业2021年的平均营收为13.47亿美元，2021年营收的平均增速为20.49%，较2020年同期增速略有回升。得益于新冠疫情下互联网流量激增，以及基于云计算的安全工具和安全服务的需求强劲，CrowdStrike、Zscaler、Okta的营收增速显著高于同类企业，分别达到了66%、56%、56%。数据显示，新兴的网络安全厂商处于业务创新和市场开拓的活跃期，因此安全业务营收普遍处于中高速增长期；以PaloAlto为代表的营收超过20亿美元的老牌网络安全厂商，业务发展和现金流量均处于稳健增长阶段，对应的营收增速为中低速水平。

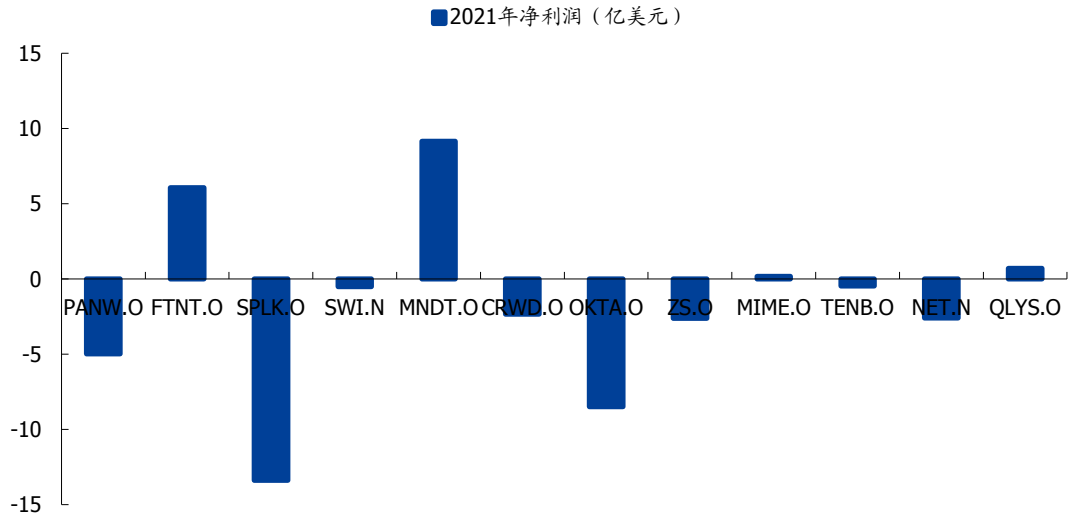
图表5：全球主要网络安全公司2021年营收增速（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

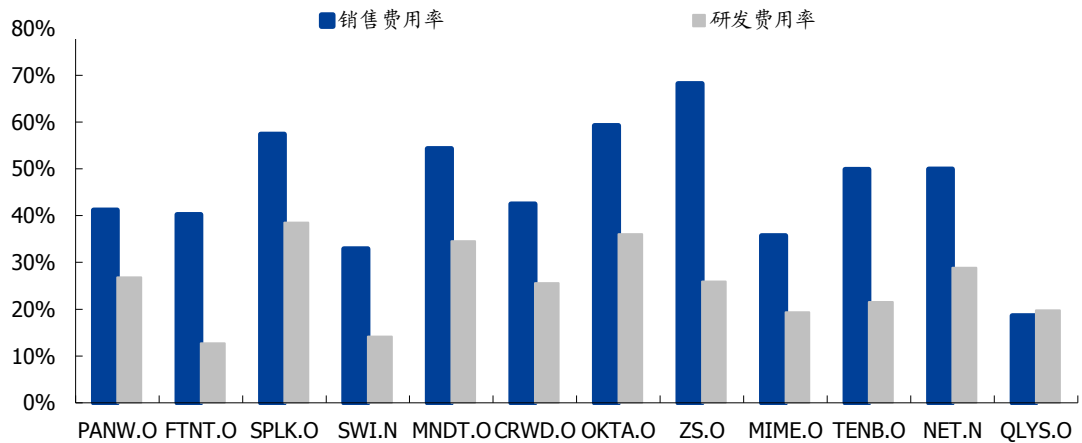
海外网安公司同样维持高研发投入及高销售费用，以占领新赛道市场份额。除飞塔等少数几家领军网安企业实现盈利以外，其余企业均为亏损状态，整体网安公司研发费用率多数超30%，销售费用率多超20%，盈利要求相对滞后。

图表 6: 全球主要网络安全公司 2021 年多为亏损状态



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

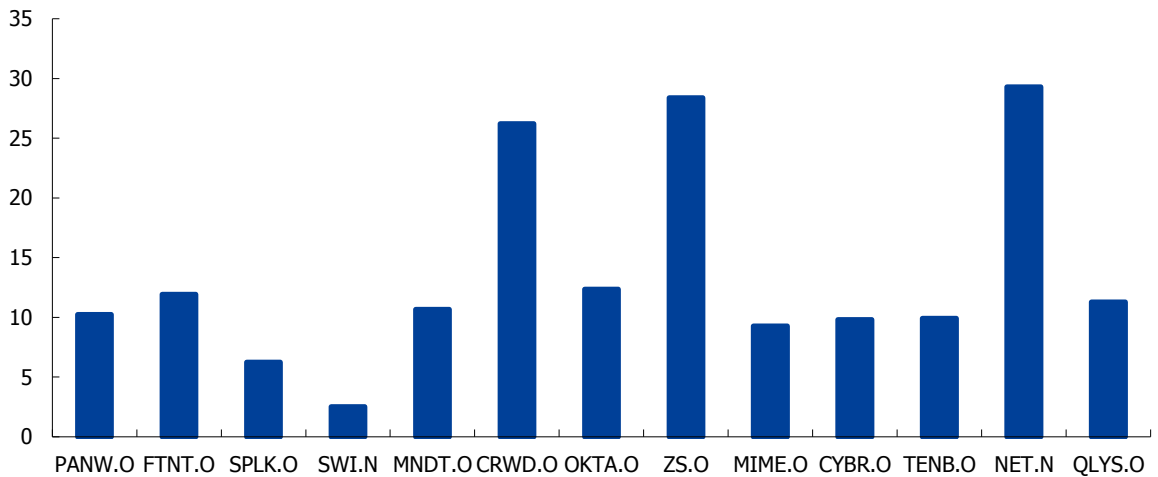
图表 7: 全球主要网络安全公司 2021 年维持高研发及高销售投入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

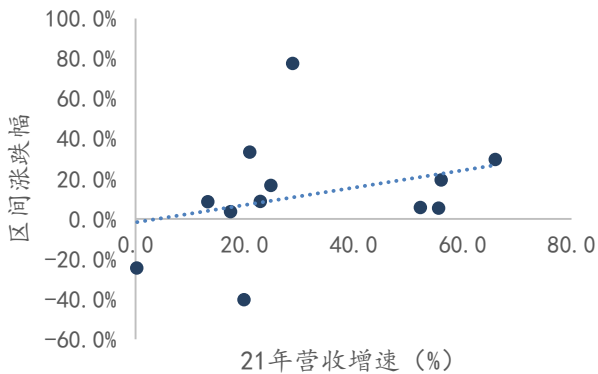
我们以 2021 年 11 月 22 日纳斯达克指数阶段高点为分界点,将 2021 年 5 月 6 日至 2022 年 5 月 6 日分成区间 1 (前半段)、区间 2 (后半段),统计两阶段海外网安公司涨跌幅,呈现如下特征: 1) 市场相对活跃时,海外网安公司区间涨跌幅与营收增速呈现正相关,对赛道成长性更为注重; 2) 指数阶段见顶之后,海外与国内相似,存在一定杀估值特征,涨跌幅与 PS-TTM (2022 年 5 月 6 日时点数) 负相关。高营收头部公司表现相对好于高增长高估值标的。

图表 8: 全球主要网络安全公司 PS-TTM 估值水平 (2022 年 5 月 6 日)



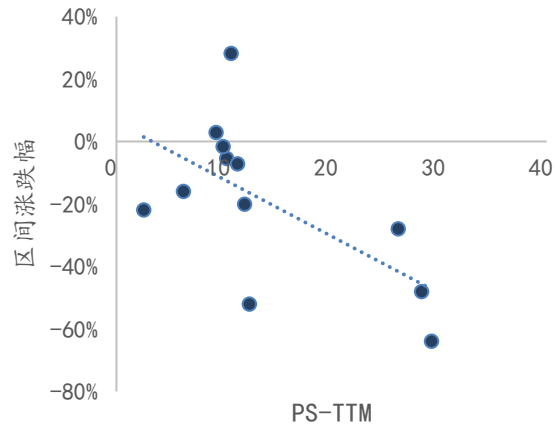
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 区间 1 涨跌幅与 21 年营收增速正相关



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 区间 2 涨跌幅与 PS-TTM 负相关



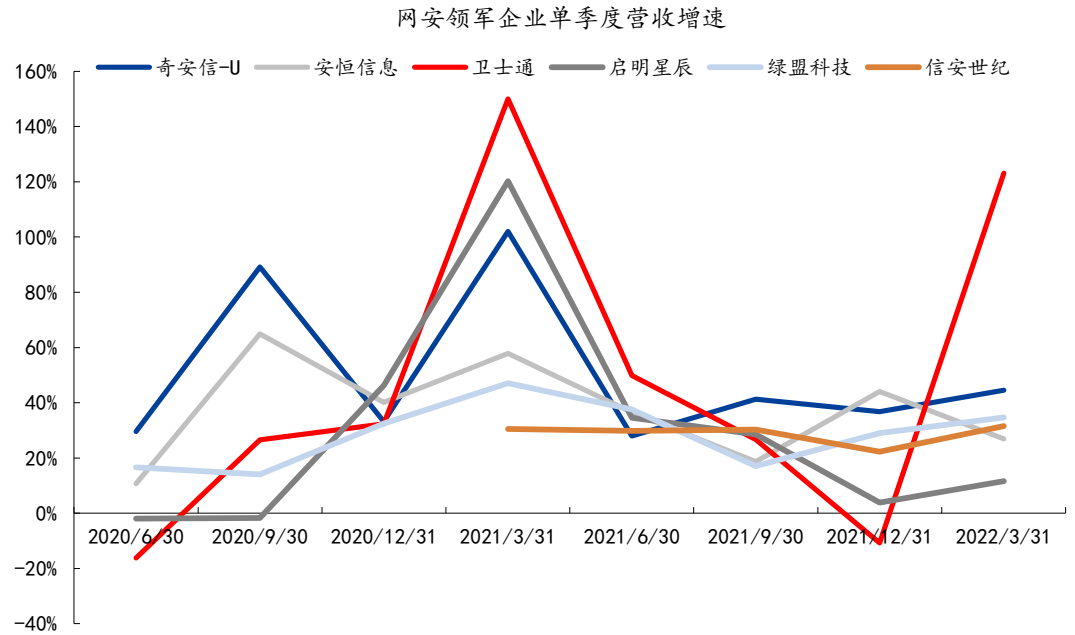
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (PS-TTM 为 5 月 6 日时点数)

A 股网络安全公司: 疫情不改成长趋势, 估值与成长性深度背离

疫情扰乱成长节奏, 21Q4 高基数之下增速保持韧性, 22Q1 超预期。梳理网络安全行业自 2020 年初疫情爆发至今营收变动节奏, 2020H1 部分招投标递延至 Q3 进行, 由于大部分网安订单约半年内转化为收入, 故而 20Q4、21Q1 为收入确认高峰, 领军公司 20Q4 单季度营收增速均超 50% 带动 20 年全年实现 20% 以上营收增长, 21Q1 同时受益于行业景气、部分订单滞后确认及低基数效应, 如奇安信、卫士通等龙头企业单季度营收增速超 100%。映射到股价层面, 网安公司市值高点也多出现于 21Q1, 波动至 2021 年 7 月受《网络安全产业高质量发展三年行动计划 (2021-2023 年)》、互联网打车平台数据安全治理事件等催化, 市场关注度快速提高。21 年中报披露前, 市场有全年营收增速逐

季环比回落预期,减配网安行业较为明显,板块至今延续下跌状态,而随着领军企业 21Q4 高基数之上仍维持快速增长, 22Q1 增速环比拐点已现,景气度担忧压力有望缓解。

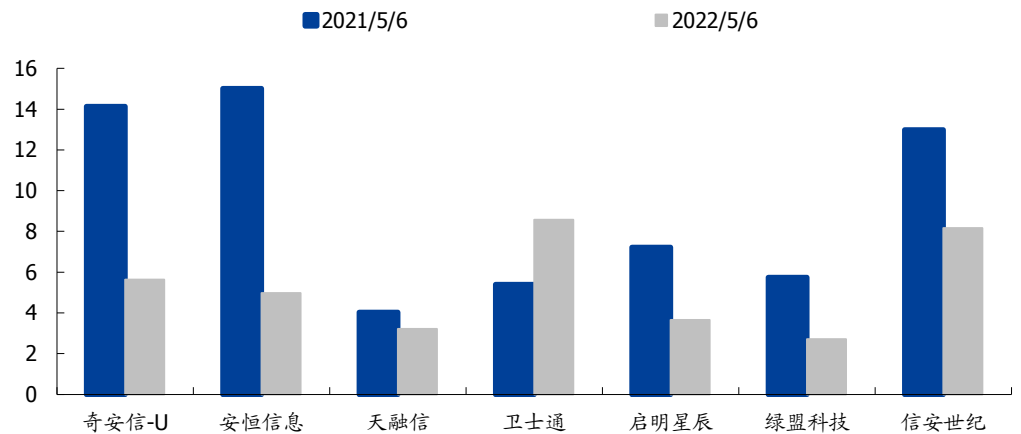
图表 11: A 股网安领军增速显著高于海外, 22Q1 增速拐点已现



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

网安领军企业营收增速环比改善,估值均处于历史低位,配置价值显著提高。2021 年全年奇安信、安恒信息、卫士通、天融信(剔除资产剥离及同天科技因素)、启明星辰、绿盟科技、信安世纪营收增速分别为 39.60%、37.59%、17.0%、36.42%、20.27%、29.80%、26.02%,其中奇安信、安恒信息、卫士通、绿盟科技、信安世纪 21Q4 单季度营收增速为 36.81%、44.05%、-10.76%、29.03%、22.26%,相对应 22Q1 单季度增速为 44.52%、26.90、123.07%、34.64%、31.53%,受疫情扰动节奏逐渐恢复,领军企业增速环比有所改善,且奇安信截至 2022 年 3 月 29 日新增订单超 9 亿元,同比增长超 65%、天融信 21 年新增订单金额同比增长 48.09%,结合招采网数据,板块订单仍维持较高景气状态。截至 5 月 6 日,奇安信、安恒信息 2022 年 Wind 一致预期 PS 为 4.20、3.70,天融信、启明星辰、绿盟科技、信安世纪 2022 年 Wind 一致预期 PE 为 16.62、15.06、16.62、21.94,均处于历史估值低点,配置价值凸显。

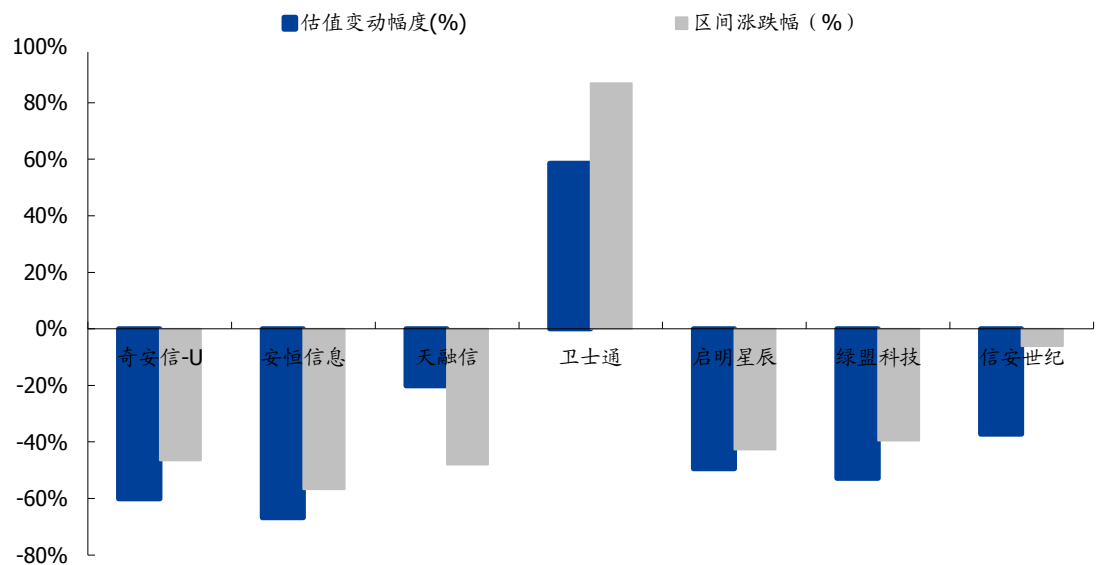
图表 12: A 股网安领军 PS-TTM 估值同比下降多超 50%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

比较领军公司 2021 年 5 月 6 日至 2022 年 5 月 6 日区间段内 PS-TTM 估值变动幅度与区间涨跌幅情况,可以发现估值下修幅度多超过股价跌幅,如果假设成熟网安公司 20%净利润水平,则奇安信、安恒信息 22 年预期 PS 对应的隐含 PE 水平约 28.20X、24.89X,考虑到未来三年大概率年化营收复合增速将延续超 30%趋势,当前估值已经极具吸引力。

图表 13: A 股网安领军估值已经得到大幅下修



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

信息化及网安支出占比提升趋势难逆,板块成长性较计算机行业整体仍有 α 。1) 数字经济新基建有望持续超预期。4 月 15 日,国家发展改革委召开新闻发布会支出,在 IT 新基建方面,今年以来全国 10 个国家数据中心集群中,新开工项目 25 个、数据中心规模达 54 万标准机架,超过已有存量规模的 10%;带动各方面投资超 1900 亿元,其中西部地区投资比去年同期增长 6 倍;2) 信息化趋势难逆,一方面,非互联网行业快速发展、运营商服务器采购或明显增加。根据采招网披露,中国移动 2021-2022 年 PC 服务器集中采购数量达到 20.47 万台,同比增长或约 48%;中国电信 2021-2022 年服务器

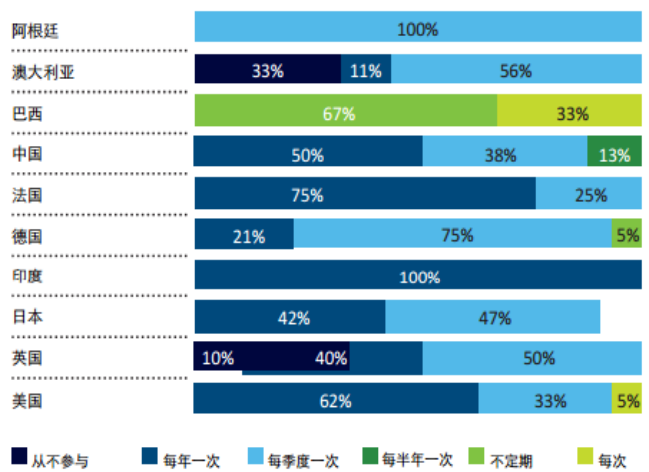
集中采购数量达到 20 万台，同比增长或约 255%。另一方面，互联网厂商而言，阿里云收入增速受偶发因素影响略有波动，但 Q4CAPEX 同比增速已显著提升至 128%；3) 网安板块成长性较计算机行业整体仍有 α 。根据 IDC 数据，预计到 2025 年，中国网络安全相关支出有望从 2021 年 102.6 亿美元的规模上升至 214.6 亿美元，年复合增长率增长约 20.5%，增速位列全球第一。2020 年全球网络安全投入占信息化比重为 5.43%、美国为 6.58%、中国为 2.93%，政策及信息化深化内生驱动网安占比持续提升，《网络安全产业高质量发展三年行动计划（2021-2023 年）》（征求意见稿）中指出，电信等重点行业网络安全投入占信息化投入比例有望达 10%，重点行业领域安全应用全面提速，关键行业基础设施网络安全防护水平不断提高。此外，工业企业、制造业、教育、交通等传统行业加速数字化转型，2020 年至 2025 年，工业互联网平台应用普及率将由 14.7% 提升至 45%，工业互联网、物联网、数据安全等将是未来高增领域，网络安全产业整体规模持续增长背景下，部分机会有望加速。

图表 14: 海外企业网络安全预算分配



资料来源: 德勤咨询, 国盛证券研究所

图表 15: 海外企业的网络安全事件响应计划和测试频率



资料来源: 德勤咨询, 国盛证券研究所

风险提示

行业竞争加剧风险: 网络安全行业竞争较为激烈，如果行业竞争进一步加剧，或对毛利率产生不利影响。

政策力度不及预期风险: 等保 2.0、护网行动等合规政策执行力度若不及预期，将影响企事业单位对于网安产品及服务的需求。

宏观经济风险: 疫情影响下，宏观经济面临下行风险，可能导致各行业企业网安支出受到影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com