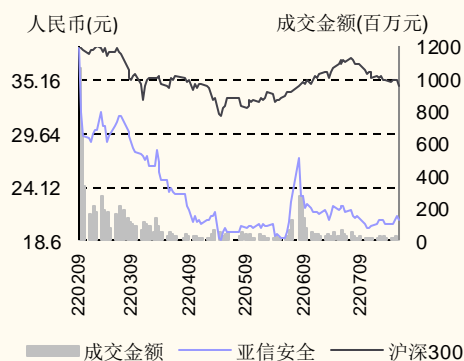


市场价格(人民币): 20.68元

目标价格(人民币): 29.04元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.00
已上市流通A股(亿股)	0.33
总市值(亿元)	82.72
年内股价最高最低(元)	38.91/18.72
沪深300指数	4170
上证指数	3253



XDR 领域领导者，发力新安全市场

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,275	1,667	2,094	2,672	3,390
营业收入增长率	18.32%	30.82%	25.61%	27.60%	26.87%
归母净利润(百万元)	170	179	194	229	308
归母净利润增长率	4.57%	4.88%	8.45%	18.36%	34.42%
摊薄每股收益(元)	0.473	0.496	0.484	0.573	0.771
每股经营性现金流净额	0.57	0.40	0.76	0.93	1.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.84%	12.25%	6.92%	7.77%	9.74%
P/E	N.A	N.A	42.69	36.07	26.83
P/B	N.A	N.A	2.96	2.80	2.61

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **网络安全软件龙头，聚焦终端安全和身份安全。**近年来我国网络安全行业中软件占比不断提升，从2017年的18.4%增长到2020年的33.0%，预计安全软件市场将在2024年达到211.6亿元的市场规模。公司在身份和数字信任软件市场连续五年第一，在终端安全市场位居第二，公司安全软件续费、增购的商业模式存在一定优势，对客户粘性较高。
- **合并趋势科技中国业务，打造平台型安全能力。**公司于2015年合并全球知名网安厂商趋势科技中国业务，目前已经实现了在业务、技术以及销售渠道方面的深度融合。公司云安全产品稳居2021年中国云主机安全产品 Frost Rader 领导者象限，在云安全市场超过40%的高增速下有望持续受益。此外公司全面布局云、网、边、端，建立以平台为核心的整体防御体系，初步形成安全威胁治理运维(XDR)和安全中台两套平台级安全防护解决方案。
- **电信行业市占率第一，不断向其他行业拓展。**公司与电信运营商合作多年，拥有丰富的行业经验和业务资源，在网络安全电信市场排名第一，来自运营商的收入占比近60%。政策支持下电信等重点行业网安支出有望超过10%，公司将显著受益。此外公司2021年加强渠道体系建设并向其他行业拓展，来自非运营商行业的收入占比提升约8pct。公司2021年收入同比增长30.82%，超过2018-2020年20.8%的复合增速，盈利能力稳定健康。
- **IPO发行情况和募投项目分析：**公司于2022年2月9日以30.51元/股发行4001万股上市，募资净额约11.2亿元用于云安全运营服务项目、智能联动安全产品项目、5G云网安全产品项目、零信任架构产品项目、营销网络及服务体系扩建项目的建设。

投资建议

- 我们预计公司2022-2024年营业收入分别为20.94、26.72、33.90亿元，净利润分别为1.94、2.29、3.08亿元，对应EPS 0.48、0.57、0.77元，当前股价对应2022-2024年PE分别为43、36、27倍。给予公司2022年合理估值60倍PE，对应目标价29.04元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 疫情导致下游客户需求放缓；网络安全相关政策落地不及预期；下游客户集中度过高的风险；行业竞争加剧的风险；产品标准化研发不及预期；限售股解禁风险。

纪超

联系人
jichao@gjzq.com.cn

孟灿

分析师 SAC 执业编号: S1130522050001
mengcan@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

1) 端点安全业务: 由于客户对终端安全需求增加, 从传统的防病毒模块逐渐扩展到漏洞管理、桌面管理、准入控制、EDR 等功能组件, 叠加公司 XDR 平台对终端安全产品的带动, 我们预计公司端点安全业务 2022-2024 年的增速分别为 42%、40%、37%。公司端点安全业务标准化程度较高, 是公司毛利率最高的产品。随着公司产品化能力的不断提升, 我们预计公司端点安全业务 2022-2024 年的毛利率分别为 76.00%、76.30%、76.50%。

2) 身份安全业务: 公司身份安全业务近年来增速有所下滑, 考虑到未来公司将提升该业务条线的标准化程度, 打造共性模块, 降低个性化开发工作量, 叠加公司渠道体系初见成效, 该业务在未来有望向其他行业拓展。我们预计该业务 2022-2024 年的增速分别为 5%、10%、12%。公司身份安全业务定制化需求较高, 公司试图提升该业务的产品化程度, 降低定制化需求工作量, 该业务毛利率水平有望提升。我们预计公司 2022-2024 年该业务的毛利率分别为 48.20%、48.70%、49.20%。

3) 云网边安全业务: 随着云计算应用的不断深入以及客户对于态势感知等产品需求的不断提升, 叠加公司 XDR 平台和安全中台等产品的快速增长, 我们认为该业务在未来将继续保持增长态势, 预计 2022-2024 年公司该业务的增速分别为 26%、24%、21%。由于该产品线下态势感知等产品存在一定的定制化需求, 毛利率水平将有所下滑, 预计 2022-2024 年的毛利率分别为 47.40%、47.20%、46.90%。

4) 云网虚拟化业务: 公司云网虚拟化业务是新发展的业务, 主要是为了满足客户在销售产品时的配套搭载需求, 并非公司的主营业务。预计公司 2022-2024 年该业务增速分别为 30%、28%、26%。毛利率水平与往年相当, 参考该业务历史毛利率, 预计 2022-2024 年的毛利率分别为 12%、12%、12%。

5) 网络安全服务业务: 安全服务化是行业发展的趋势, 公司 2021 年加强了安全服务体系的建设, 目前该项业务体量较小, 未来有望实现快速增长, 预计该项业务 2022-2024 年的增速分别为 50%、45%、40%。公司 2021 年在安全服务业务方面人员投入较大, 导致相应成本较高, 后续随着规模化效应逐步显现, 毛利率水平有望回归正常区间, 预计公司 2022-2024 年的毛利率分别为 45%、50%、55%。

6) 研发、销售、管理费用率预测:

①**研发费用率:** 公司全面布局云、网、边、端, 力图将核心产品标准化, 并且积极布局平台型安全体系, 我们认为研发费用率将保持上升态势, 预计公司 2022-2024 年的研发费用率分别为 15.92%、17.92%、18.92%。

②**销售费用率:** 公司 2021 年积极布局渠道体系, 加强省办建设, 向运营商之外的行业不断拓展, 并且初见成效, 预计未来公司将加大销售侧的投入, 进一步完善渠道建设, 预计公司 2022-2024 年的销售费用率分别为 24.50%、24.00%、23.00%。

③**管理费用率:** 公司近年来管理效能不断提升, 管理费用率呈现不断下降趋势, 预计公司 2022-2024 年的管理费用率分别为 8.54%、8.39%、8.29%。

■ 我们区别于市场的观点

1. 目前市场认为网络安全行业中安全硬件仍是未来主流，但是我们认为，在行业云化、服务化、在线化的趋势下，安全软件占比在未来的行业构成中将加速提升，未来安全软件将占据更高的权重。

2. 目前市场认为公司核心产品类订阅式的收费模式市场认可度不高，客户接受程度较差。但是我们认为类订阅式的收费模式给客户带来的远远不是安全硬件的“一锤子”买卖，通过续费增购的方式，客户能够及时对现有的安全系统进行更新，获取到最新的安全能力，这在当前网络攻击日趋复杂的背景下就显得更加重要，公司近年来类订阅制收费产品客单价的不断提升亦可佐证客户对这种收费模式的高认可度。

3. 目前市场认为公司对下游客户中的运营商行业依赖程度较高，存在一定的风险，但是我们认为多年来公司在运营商领域积累了丰富的资源和实践。运营商行业对业务或者系统的安全性要求较高，出于成本和业务稳定性等因素，公司在运营商行业地位相对稳固。此外公司 2021 年发力渠道建设并且初见成效，2021 年非运营商行业收入占比显著提升，未来公司下游客户的行业结构将更加趋于平衡。

■ 股价上涨的催化因素

1. 安全软件市场快速增长，公司作为安全软件龙头持续受益；
2. 公司下游客户中运营商占比较高，电信行业网络安全支出进一步加大；
3. 渠道体系不断完善，非运营商行业收入不断提升。

■ 估值和目标价格

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 20.94、26.72、33.90 亿元，净利润分别为 1.94、2.29、3.08 亿元，对应 EPS 0.48、0.57、0.77 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 43、36、27 倍。给予公司 2022 年合理估值 60 倍 PE，对应目标价 29.04 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 投资风险

疫情导致下游客户需求放缓；网络安全相关政策落地不及预期；下游客户集中度过高的风险；行业竞争加剧的风险；产品标准化研发不及预期；限售股解禁风险。

内容目录

投资要件	2
一、网络安全软件龙头，聚焦终端安全和身份安全	6
1.1 中国网络安全软件领跑者，“懂网又懂云”	6
1.2 网络安全软件市场飞速发展，公司市占率领先	6
1.3 安全软件对于客户粘性较高，收费模式存在优势	9
1.4 募投项目重点集中在新兴安全和前沿技术领域	10
二、合并趋势科技中国业务，打造平台型安全能力	11
2.1 合并趋势科技中国业务，加速全面发展	11
2.2 云计算行业飞速发展，云安全关注度快速提升	12
2.3 布局云网边端，打造平台级安全防护体系	13
三、电信行业市占率第一，不断向其他行业拓展	15
3.1 从建网到护网，公司在网络安全电信市场排名第一	15
3.2 运营商网络安全投入加码，公司持续受益	16
3.3 加速打造国产化适配，不断拓展客户群体	17
3.4 收入快速增长，盈利能力稳定健康	18
四、盈利预测与投资建议	20
五、风险提示	23

图表目录

图表 1: 亚信安全发展历程	6
图表 2: 亚信安全产品体系	6
图表 3: 亚信安全营收构成	6
图表 4: 中国网络安全市场规模	7
图表 5: 中国网络安全行业细分市场占比	7
图表 6: 中国网络安全软件市场结构及规模（单位：亿元）	7
图表 7: 中国身份和数字信任软件市场份额，2021	9
图表 8: 中国终端安全软件市场份额，2021	9
图表 9: 亚信安全 AISOAR 平台结构	9
图表 10: 公司位居中国态势感知解决方案领导者象限	9
图表 11: 国际代表性网络安全厂商营收构成	9
图表 12: 公司终端安全产品近三年客单价变化情况	10
图表 13: 募集资金投资方向（万元）	10
图表 14: 趋势科技全球布局	11
图表 15: 公司云安全产品具备 Gartner CWPP 模型安全能力	12
图表 16: 信舱 DS 荣获 2021 赛可达优秀产品奖	12
图表 17: 信舱 DS 稳居云主机安全市场领导者	12
图表 18: 我国云计算市场规模	13

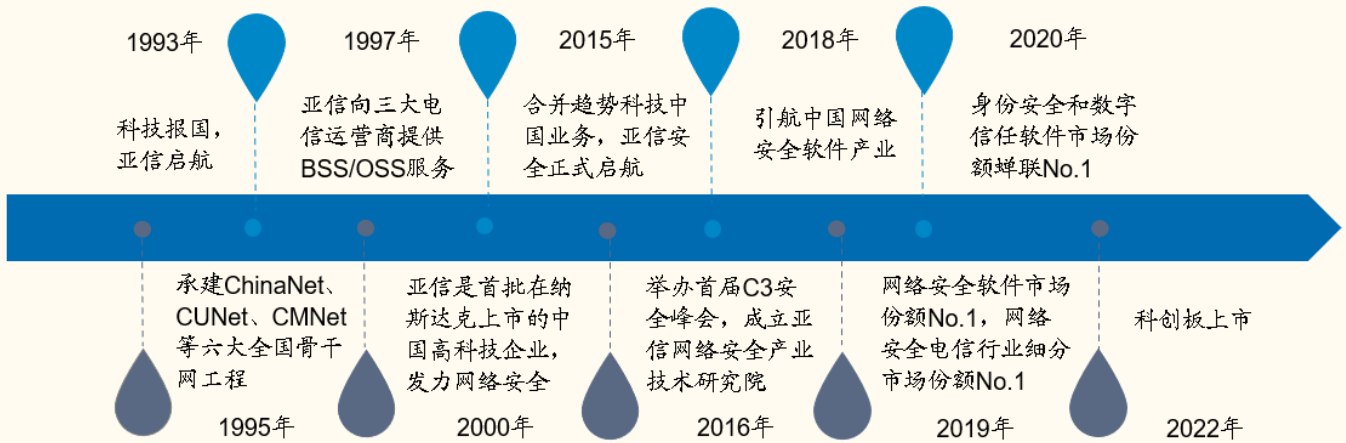
图表 19: 我国云安全市场规模.....	13
图表 20: 5G MEC 边缘云安全助力 5G 创新业务.....	13
图表 21: 亚信安全智能平台.....	14
图表 22: 亚信安全平台能力的规划及发展战略.....	14
图表 23: 公司 XDR 架构.....	15
图表 24: 公司 2021 年收入结构.....	16
图表 25: 我国 2021 年以来发布的网络安全政策条例.....	17
图表 26: 公司 2022 年接连中标三大运营商项目.....	17
图表 27: 公司与多家厂商完成认证.....	18
图表 28: 公司下游客户结构变化情况.....	18
图表 29: 公司收入情况.....	19
图表 30: 公司净利润情况.....	19
图表 31: 公司毛利率和净利率情况.....	19
图表 32: 公司费用率情况.....	19
图表 33: 公司经营性净现金流情况.....	20
图表 34: 公司应收账款周转天数情况.....	20
图表 35: 公司人均创收情况.....	20
图表 36: 公司人均创利情况.....	20
图表 37: 核心估值假设.....	21
图表 38: 可比公司估值比较 (市盈率法).....	22

一、网络安全软件龙头，聚焦终端安全和身份安全

1.1 中国网络安全软件领跑者，“懂网又懂云”

- 公司是中国网络安全软件领域领跑者，是业内“懂网、懂云”的网络安全公司。承接亚信 30 年互联网建设经验，公司于 2015 年正式起航。多年的互联网建设经验使得公司具备强大的“懂网”业务能力和资源优势，深耕网络安全高精技术让公司拥有优异的“懂云”技术基因，公司秉承建网基因，坚守护网之责，构筑云、网、边、端安全防线。

图表 1：亚信安全发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

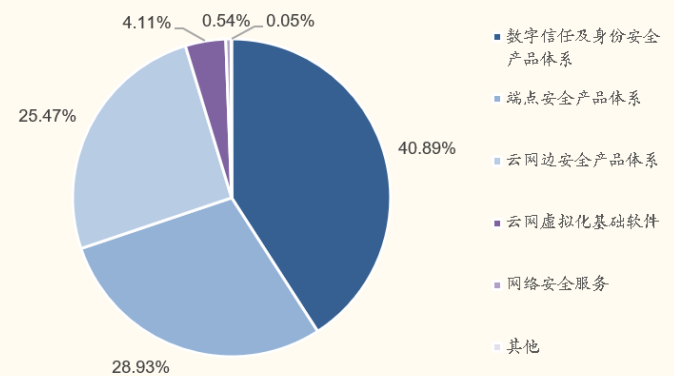
- 从营收构成上来看，公司四大产品体系分别为数字信任及身份安全产品体系、端点安全产品体系、云网边安全产品体系以及网络安全服务体系。2020 年公司数字信任及身份安全产品营收占比约为 40.89%，是主要的收入来源，端点安全产品和云网边安全产品营收占比分别约为 28.93%、25.47%，三项业务合计占整体营收比例超过 95%。

图表 2：亚信安全产品体系



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 3：亚信安全营收构成



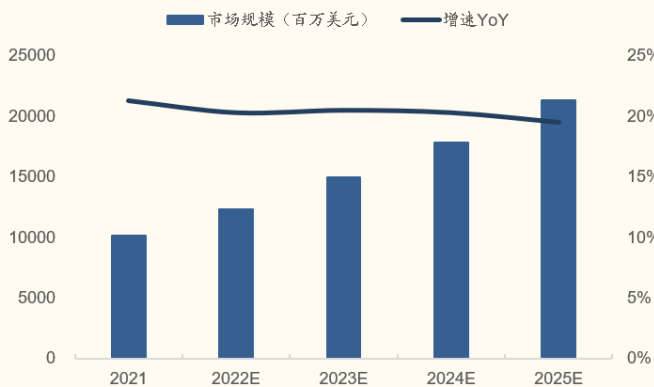
来源：iFinD，国金证券研究所

1.2 网络安全软件市场飞速发展，公司市占率领先

- 网络安全行业发展迅猛，软件占比不断提升。从市场规模看，根据 IDC 数据，2021 年我国网络安全市场规模为 102.6 亿美元，预计 2025 年将达到 214.6 亿美元，2021-2025 五年复合增长率将达到 20.5%，增速位列全球第一。从市场结构看，随着近年来新兴技术对企业的不断赋能，新兴应用

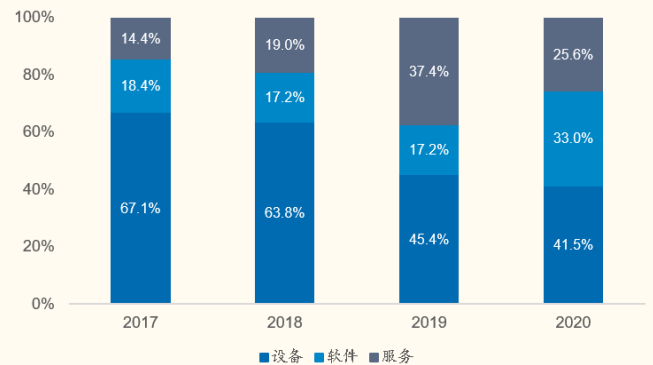
场景不断涌现，促进了安全软件市场的发展，网络安全软件市场占比从2017年的18.4%增长到2020年的33.0%。

图表 4：中国网络安全市场规模



来源：IDC，国金证券研究所

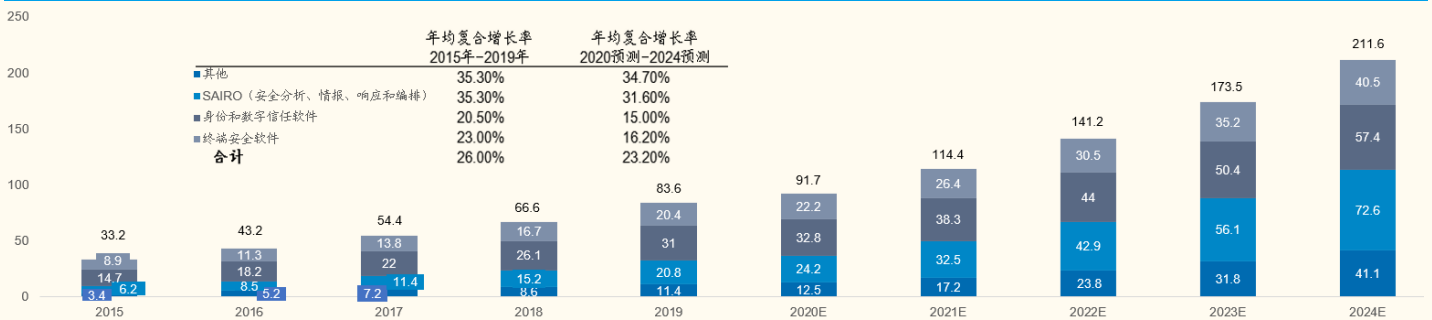
图表 5：中国网络安全行业细分市场占比



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

- 网络安全软件细分市场增速较快，2015-2019 年复合增长率均保持在 20% 以上。我国 2019 年网络安全软件市场规模为 83.6 亿元，2015-2019 年的复合增长率为 26%，具体包括终端安全软件、身份和数字信任软件、SAIRO（安全分析、情报、响应和编排）等细分市场，其中身份和数字信任软件市场最大，2019 年占比为 37.1%，SAIRO 和终端安全软件占比分别为 24.9%、24.4%，三大细分市场 2015-2019 年复合增速均超过了 20%，SAIRO 市场的增速最高，达到了 35.3%。预计整个网络安全软件市场将在 2024 年达到 211.6 亿元的市场规模，2020-2024 年的 CAGR 将达到 23.2%。

图表 6：中国网络安全软件市场结构及规模 (单位：亿元)



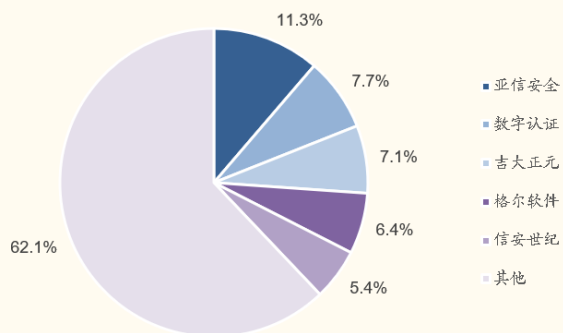
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司细分市场市占率前二，竞争优势显著。公司在身份安全和终端安全领域业内领先，2021 年在身份和数字信任软件市场的市占率为 11.3%，连续五年蝉联市场第一，在终端安全市场位居第二，市占率为 10.9%，大幅领先于其后的竞争对手。此外，公司 AISOAR 平台方案凭借在 SOAR 领域的技术优势和丰富行业落地实践入编《企业安全运营自动化 (SOAR) 应用指南》典型 SOAR 应用案例，并且在 2021 中国态势感知解决方案市场位居领导者象限。
- 终端安全方面：公司的终端安全产品依托下一代云客客户端基础架构“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，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，与威胁情报共享协同，为客户提供完整的一体化终端安全防护方案。伴随网络威胁复杂性的日益增加，客户对于终端安全的需求不再仅仅局限于防病毒，新的功能模块的增加以及 XDR 平台的带动下，公司终端安全产品有望持续保持高速增长。

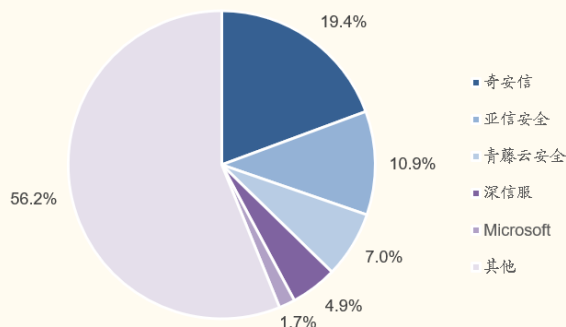
- **与国内主要的竞争对手相比：从产品布局和应用领域的角度**，公司终端安全产品与国内主要竞争对手产品布局类似，奇安信泛终端安全产品布局更丰富一些。**从技术特点和技术水平的角度**，奇安信提供综合性的终端安全解决方案，集成了多种病毒检测引擎，兼容不同操作系统和计算平台，注重各型能力的均衡。公司技术路线与积累与奇安信较为相近。深信服作为新进入者，通过代理渠道覆盖广大企业，重点聚焦在终端检测响应（EDR）相关技术突破上。**从客户类型的角度**，公司与奇安信针对政府、电信、金融等重点行业覆盖中大型客户较多，深信服利用较强的渠道体系覆盖更多中小型企业客户。
- **数字信任及身份安全方面**：公司具备支撑国家级项目建设的研发能力，可以满足大规模高稳定的复杂用户需求。公司为国务院办公厅电子政务办公室建设了国家政务服务平台统一身份认证系统，拉通全国 32 个地方和 45 个部委的用户互认体系，公司一体化政务服务平台实名用户总数超过 8 亿人，国家政府服务平台实名注册用户超过 2.6 亿人，累计访问量达 338.9 亿次。公司同时承建了国家电子政务外网安全监测平台，对接全国 31 个省、自治区、直辖市外网平台。公司统一身份认证与访问管理系统针对 5G 应用场景做了研发升级，目前已经在电信运营商 5G NFV 网络、5G SA 网络中试点接入网元设备，公司互联网接入认证系统在电信运营商 5G VPDN 安全认证系统和 5G 物联网接入认证系统中得到了应用。目前公司身份管理与认证技术实现了 10 亿以上用户量、6000TPS 的统一身份管理系统建设和运行，处于领先水平。
- **与国内主要的竞争对手相比，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，竞争对手会更多服务于对密码产品和数字证书有较强需求的政府、军队、军工等行业。
- 数字信任及身份安全产品的定制化需求较高，公司数字信任及身份安全产品目前在运营商行业渗透率较高，公司致力于抽离该产品体系的共性模块，提升该产品体系的标准化程度，降低定制化开发成本，以实现在更多不同行业的推广和应用。运营商行业对于与数字身份相关的接入认证、权限控制、访问过程审计及账号管理等业务的稳定性和安全性要求相对较高，公司在该技术领域深耕多年并且市占率领先，在核心技术上积累丰富，后续随着该产品体系标准化程度的不断提升，公司有望在其他行业和市场取得拓展和突破。

图表 7: 中国身份和数字信任软件市场份额, 2021



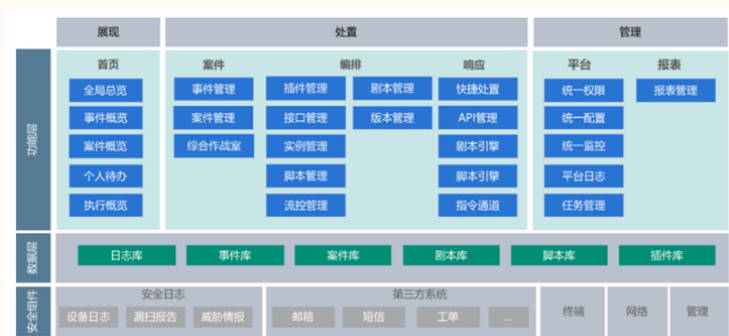
来源: IDC, 国金证券研究所

图表 8: 中国终端安全软件市场份额, 2021



来源: IDC, 国金证券研究所

图表 9: 亚信安全 AISOAR 平台结构



来源: 公司微信公众号, 国金证券研究所

图表 10: 公司位居中国态势感知解决方案领导者象限



来源: 公司微信公众号, 国金证券研究所

1.3 安全软件对于客户粘性较高, 收费模式存在优势

- 订阅制收费模式已成为国际网络安全厂商主流商业模式。在订阅制的商业模式下, 为了获取最新的产品性能和完善的安全服务, 客户往往需要对初次购买的产品和服务进行续费和增购, 客户续费和增购所支付的价格随着时间的积累往往会超过初次购买的收入, 使得公司能够获得持续稳定的现金流入, 与此同时增加了客户黏性, 有利于公司的长期发展。目前, 国际代表性厂商的订阅收入占比普遍在 60%以上, 并且呈现逐年增长的趋势。

图表 11: 国际代表性网络安全厂商营收构成

	2017	2018	2019	2020	2021
Palo Alto Networks (订阅和支持业务占比)	59.75%	61.66%	62.19%	68.78%	73.68%
Fortinet (服务业务占比)	61.39%	62.56%	63.43%	64.68%	62.45%
CrowdStrike (订阅业务占比)	77.95%	87.82%	90.63%	92.02%	93.66%
Okta (订阅业务占比)	91.99%	92.89%	94.30%	95.35%	96.08%

来源: Wind, 国金证券研究所

- 公司标杆产品以卖服务期为主, 续费、增购的收费模式极大增强了客户粘性。由于病毒库、规则库等组件需要不断地更新, 客户需要持续地对产品

进行升级换代，安全软件产品的特性决定了客户续费的必要性，产品到期续费率要高于硬件厂商，续费率和增购的提高带动了客单价的提升，极大增强了客户黏性。以终端安全产品体系为例，公司近三年相关产品客单价不断上涨，凸显了软件形态安全产品收费模式上的优势。

图表 12：公司终端安全产品近三年客单价变化情况

主要产品	2018 年单价 (万元)	2019 年单价 (万元)	2020 年单价 (万元)
服务器深度安全防护系统	0.68	0.84	1.21
终端安全防护平台	0.049	0.055	0.056
高级威胁网络防护系统	2.61	2.80	3.58
深度威胁发现设备	5.56	5.19	6.18
深度威胁分析设备	6.73	11.91	10.65
深度威胁邮件网关	11.92	12.94	15.76
网络流量分析系统	—	3.82	5.99

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.4 募投项目重点集中在新兴安全和前沿技术领域

- **公司拟将首次公开募股资金投向云安全运营服务、智能联动安全产品、5G 云网安全产品、零信任架构产品、营销网络及服务体系扩建等领域，拟投入募集资金分别为 36172.85 万元、30254.60 万元、18231.11 万元、12153.68 万元、23944.26 万元。**
- **云安全运营服务建设：**该项目在公司云及边缘安全领域优势的基础上，结合在威胁检测与治理、身份安全及安全管理方面的能力，通过升级现有技术、产品、运营、服务体系，研发新的安全产品组件，建设全国安全运营节点，构建云化与多租户化的平台。
- **智能联动安全产品：**该项目拟建设基于 XDR 和安全中台的智能化联动安全平台。通过加强威胁情报建设、产品注智和能力联动，在核心技术层、能力层、产品层、平台层、解决方案层构筑“云化、连接、智能”的安全平台。
- **5G 云网安全产品：**该项目将围绕链接 5G 网络和产业应用的关键节点，打造安全、可信、可管的安全产品，符合 3GPP 和运营商规范，满足 5G 与产业互联网应用结合产生的网络安全、数据安全需求。
- **零信任架构产品：**该项目基于零信任架构，以终端安全、网络管理和身份安全等产品为基础，为企业建设零信任访问控制平台。该项目将在终端安全、网络管理、身份安全全面引入零信任架构，帮助企业构建基于持续的风险评估、认证和授权，建立最小权限动态访问信任机制。
- **营销网络及服务体系扩建：**公司拟进一步扩大全国营销网络及服务体系，进一步增加人员培训和品牌推广投入，提升营销和技术支持人员的解决方案和技术服务能力。通过更多客户服务中心的建设以及对现有服务中心的升级，增强亚信安全服务能力和综合能力。

图表 13：募集资金投资方向 (万元)

序号	项目名称	总投资额	拟投入募集资金	建设期
1	云安全运营服务建设项目	36172.85	36172.85	3年
2	智能联动安全产品建设项目	30254.60	30254.60	3年
3	5G 云网安全产品建设项目	18231.11	18231.11	3年
4	零信任架构产品建设项目	12153.68	12153.68	3年
5	营销网络及服务体系扩建项目	23944.26	23944.26	3年
	合计	120756.50	120756.50	—

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

二、合并趋势科技中国业务，打造平台型安全能力

2.1 合并趋势科技中国业务，加速全面发展

- 公司于 2015 年合并全球知名网络安全厂商—趋势科技中国业务，迎来更为全面的发展。公司起源于亚信科技的“网络安全事业群”与趋势科技中国区业务，从而获得了趋势科技产品独家分销权和独家技术服务，并且在源代码和 OEM 等领域开展合作，双方优势互补，合力打造更加全面的产品体系。
- 趋势科技是网络安全软件及服务领域的全球领导者。趋势科技于 1988 年创立于美国硅谷，在全球 69 个国家和地区设有分公司，以云端为主要发展方向，并开发主动式云端截毒技术。根据 IDC 数据，趋势科技在全球服务器架构防毒解决方案居领导地位，在整体服务器防毒软件市场、群组防毒软件市场、网关防毒软件市场的占有率均高居全球第一位。
- 公司目前已经实现了与趋势科技在业务、技术以及销售渠道方面的深度融合。**业务侧：**公司充分借鉴了趋势科技在终端安全、云安全、APT 治理等领域的领先优势，将双方产品优势互补，打造更加全面的产品体系；**技术侧：**公司通过趋势科技开放的产品源代码获得了国际领先的技术，大大提高了研发效率，并且通过对产品的不断迭代和更新以及对大量的新功能、新技术和新场景的不断适配，绝大多数合作产品源代码已经构成重大改变，不存在技术依赖；**销售渠道侧：**公司借助趋势科技沉淀积累的行业客户以及遍布全国的渠道分销体系，成功在金融、制造业、能源、政府等行业拓展了标杆客户，渠道体系趋于完善。

图表 14：趋势科技全球布局



来源：趋势科技官网，国金证券研究所

- 取其精华，发力云主机防护。公司承继了趋势科技在云安全领域的技术优势，并且通过对产品的不断更新迭代，产品能力已超越吸纳版本。具体来说，公司云主机安全产品 DeepSecurity 全面覆盖了 CWPP 金字塔所定义的 8 个不同的层面，并且将运维管理全面融合，通过资产管理、日志审核、漏洞风险管理和主机资源监控等手段，建立面向物理机、虚拟机、容器、跨云工作负载的防护体系，并且拥有广泛的无代理平台支持，支持云、管、端三位一体的 XDR 联动防护技术，通过云端威胁情报提供全方位的立体防护和威胁可视化。

图表 15: 公司云安全产品具备 Gartner CWPP 模型安全能力



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 公司云安全产品 DeepSecurity 获得 2021 年度赛可达优秀产品奖, 稳居 2021 年中国云主机安全产品 Frost Rader 领导者象限, 创新领导力排名第一。赛可达优秀产品奖被誉为“网络安全界的奥斯卡”, 公司此次获奖说明云安全产品安全能力受到了权威认证机构的认可。此外, 在头豹研究院联合沙利文 (Frost & Sullivan) 发布的《2021 年中国云主机安全市场报告》中, 公司云安全产品凭借技术创新能力和技术认可度稳居领导者象限。

图表 16: 信舱 DS 荣获 2021 赛可达优秀产品奖



来源: 公司微信公众号, 国金证券研究所

图表 17: 信舱 DS 稳居云主机安全市场领导者

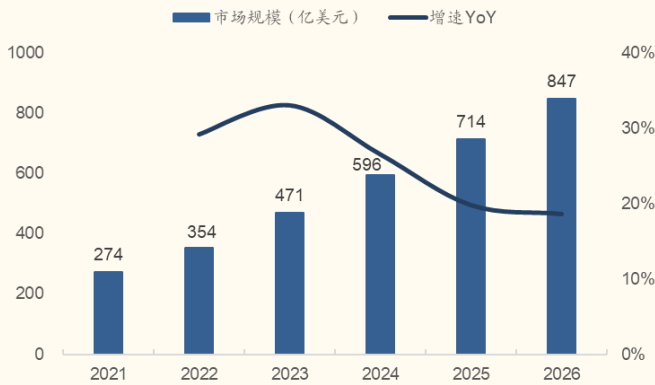


来源: 公司微信公众号, 国金证券研究所

2.2 云计算行业飞速发展, 云安全关注度快速提升

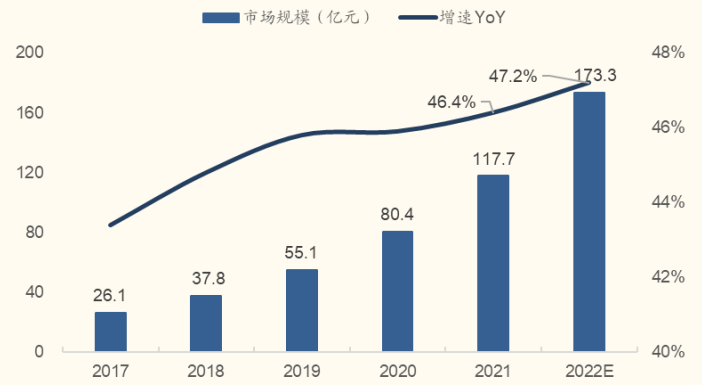
- 云计算行业高速增长, 新挑战带来新需求。在政策驱动以及数字化转型的大背景下, 我国云计算行业呈现蓬勃发展态势。根据 Canalys 数据, 我国 2021 年云计算市场规模为 274 亿美元 (约合人民币 1854 亿元), 同比增长 45%, 预计 2026 年将达到 847 亿美元的市场份额, 2021-2026 的 CAGR 有望维持在 25%。
- 云安全市场呈现爆发式增长趋势。随着《数据安全法》、《关键信息基础设施保护条例》等网络安全相关法律的不断出台, 网络安全逐步上升到国家安全, 企业的网络安全意识不断提高。此外, 伴随数字化转型而带来的云安全问题也使得人们对云安全市场的关注度迅速提升。根据计世资讯数据, 2021 年我国云安全市场规模为 117.7 亿元, 预计 2022 年将达到 173.3 亿元的市场规模, 2017-2022 年市场增速均超过 40%。随着市场的不断扩容, 企业对于云安全产品的需求也将迎来爆发式增长。

图表 18: 我国云计算市场规模



来源: Canalis, 国金证券研究所

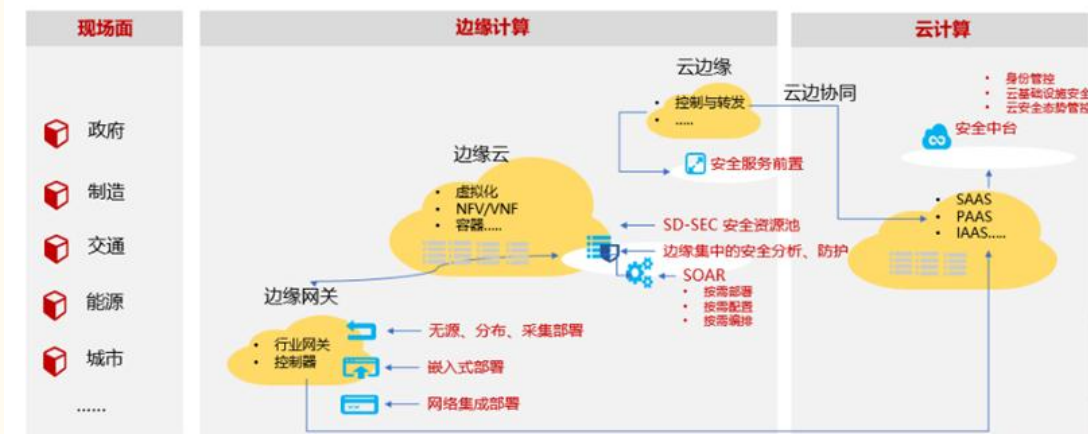
图表 19: 我国云安全市场规模



来源: CCW Research, 国金证券研究所

- 聚焦 5G 云网安全建设, 把握 5G 浪潮。**近年来, 我国不断加强加强新型基础设施建设, 5G 基站的建设也包括在其中。目前我国已建成全球最大的 5G 网络, 5G 基站总量占到全球 60% 以上。5G 网络不仅要满足基本的通信要求, 还需要为不同业务场景提供差异化通信及安全服务, 适应多种网络接入方式及新型网络架构, 并支持提供开放的安全能力。公司作为最早进入 5G 安全领域的安全厂商之一, 其云网边安全产品体系即是聚焦于 5G 技术、云网融合发展趋势的产品体系, 受益于政策红利以及公司多年积累的技术能力, 公司在 5G 时代网络安全领域具备一定的先发优势。
- 公司针对电信行业用户的云安全建设拥有成功实践。**电信行业云安全贯穿了云计算的整体生命周期, 包含了保护云、使用云、服务云的安全。通过采用亚信安全信舱(DS)构建从安全运维、到主机防火墙、IPS、防病毒等能力, 公司能够对云主机进行安全防护。在云的使用过程中, 公司提供的云态势感知, 能够对云的使用进行统一管理、编排、调度、分析, 同时实现对云资产的全局测绘和管理。在云的安全运营方面, 公司通过云安全资源池能够为云平台租户提供等保 2.0 安全套餐选项, 快速实现租户的安全合规要求, 为 MEC 提供安全解决方案, 实现边缘计算和云计算的安全融合。

图表 20: 5G MEC 边缘云安全助力 5G 创新业务



来源: 公司微信公众号, 国金证券研究所

2.3 布局云网边端, 打造平台级安全防护体系

- 安全理念升级, 从单品堆砌到平台化体系化安全建设。**随着大数据、人工智能等新兴技术的不断发展, 新应用、新场景层出不穷, 网络攻击的复杂性不断升级。传统的“围墙式”防御一旦被突破, 将造成整个系统的沦陷。网安建设的思想从被动防御逐步转向主动防御。客户迫切需要建立平台化、

体系化的安全防御体系，以实现各个产品的联动、响应、处置，提升整体的安全能力。

- 公司提出“安全定义边界”发展理念，以身份安全为基础，以云网安全和端点安全为重心，以安全中台为枢纽，以威胁情报为支撑，构建“全云化、全联动、全智能”的产品技术战略，打造六层架构多形式交付的亚信安全智能平台，赋能企业在5G时代的数字化安全运营能力。

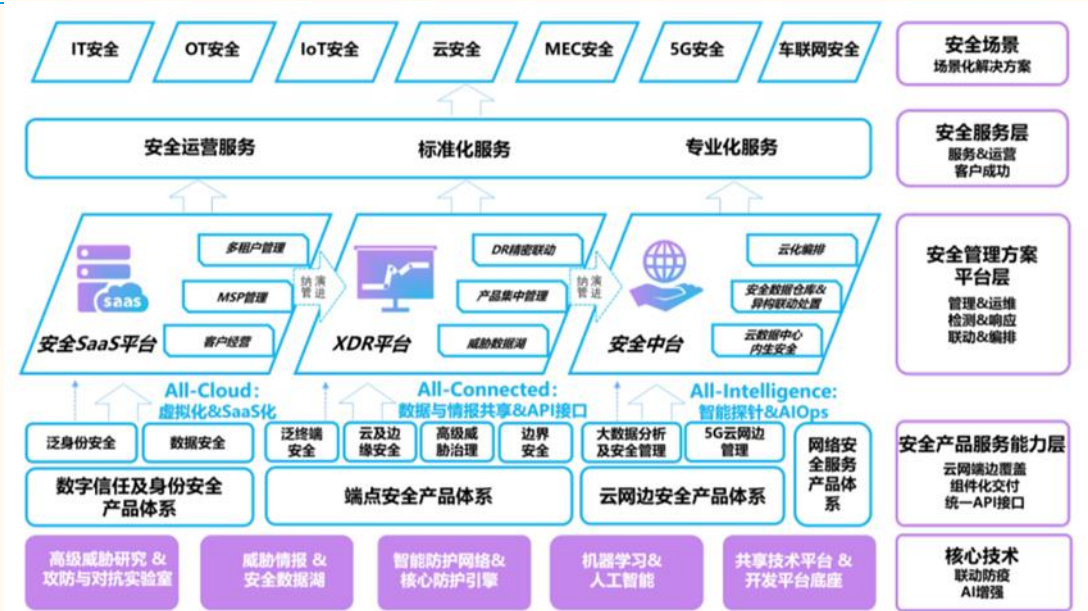
图表 21: 亚信安全智能平台



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 全面布局云、网、边、端，建立以平台为核心的整体防御体系。公司力图卡位云安全、APT 防护、终端安全、EDR、身份安全等关键领域，采取平台化策略，通过与安全产品的联动，汇聚全网安全数据及威胁情报，通过安全平台的智能化分析，将安全策略及指令下发，实现客户全方位的网络威胁识别、预警和处理能力，以建设整体性防御体系。

图表 22: 亚信安全平台能力的规划及发展战略



来源：公司微信公众号，国金证券研究所

- 公司初步形成安全威胁治理运维（XDR）和安全中台两套平台级安全防护解决方案。公司于2018年首次提出XDR理念，2019年发布XDR 1.0，2020年发布XDR 2.0，致力于打造可扩展的威胁检测与响应安全运维方案，横向覆盖云、网、端、邮件、身份，构建精准高效的防御体系。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。

- 具体来说，在威胁感知方面，公司 XDR 利用全局感知和可视化技术，帮助用户更早的发现可疑威胁，并通过分析，确定是否被攻击，攻击受损程度，攻击发生原因。在联动与运维方面，通过网络、端点、邮件、云主机等更多智能探针，用户可以将行为数据和威胁检测数据提交到 XDR 数据湖(DataLake)，通过威胁运维平台(UAP)，形成自动化威胁检测、病毒清除、威胁狩猎、根因分析的精密联动，大幅缩短应急处置时间。同时，XDR 方案能够在终端、网络、服务器端自动下发遏制策略，提高运维效率。根据 Gartner 数据，虽然目前只有 5%的组织使用 XDR，但预计到 2027 年这一比例将提升至 40%。公司 XDR 解决方案已广泛应用于金融、政府、电力、医疗等重点行业，随着 XDR 渗透率的进一步提升，公司 XDR 产品有望进一步提升市场份额。

图表 23: 公司 XDR 架构



来源：公司微信公众号，国金证券研究所

- 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，实现便捷、高效、随选的安全能力供给与服务。

三、电信行业市占率第一，不断向其他行业拓展

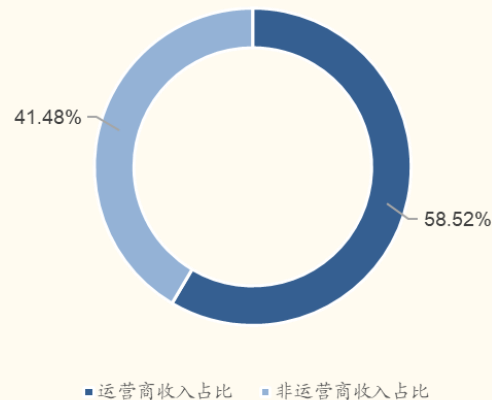
3.1 从建网到护网，公司在网络安全电信市场排名第一

- 公司与电信运营商合作多年，拥有丰富行业经验和业务资源。公司脱胎于原亚信科技网络安全事业群，亚信科技曾承建了 ChinaNet、CUNet、CMNet 等六大全国骨干网工程，被誉为“中国 Internet”建筑师，并于 1997 年向三大电信运营商提供 BSS/OSS 服务，在运营商行业深耕多年，在网络建设尤其是电信网络建设上拥有丰富的行业经验。公司在历史沿革

上继承了亚信科技在运营商侧的优势能力，在运营商的核心网、接入网和支撑网都有大量的系统部署，包括互联网接入认证、DNS 等等一系列网络上的能力和数据，为电信运营商提供了支撑其业务开展和运营的系统能力和安全防护，构成了电信运营商的基础网络安全能力机制，多年来积累了大量的业务资源和实践经验。

- **公司在网络安全电信市场排名第一，来自运营商收入占比近 60%**。公司作为电信运营商的长期合作伙伴，公司与运营商共同推进行业标准和业务规范的制定，在既有业务合作、新业务机会拓展和商业模式探索等方面建立了坚实基础与领先优势。根据 Frost&Sullivan 数据，2019 年公司在国内网络安全电信行业细分市场市占率第一。从收入结构来看，公司 2021 年在运营商行业的收入占比为 58.52%，是公司核心收入来源。

图表 24：公司 2021 年收入结构



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **出于成本、稳定性等因素，公司在网络安全运营商领域的头部地位相对稳固。**电信运营商现有系统是围绕其业务、运营、内部管理等需求定制化开发，新建一套系统往往需要大量的时间、人力和财务成本，而且在新旧系统切换过程中可能会导致业务中断，因此更加倾向于在现有的系统上进行更新迭代和扩容建设，综合考量公司在网络安全电信领域被取代的风险较低。

3.2 运营商网络安全投入加码，公司持续受益

- **网络安全政策持续加码，电信等重点行业网络安全支出将显著提升。**近年来，网络安全重视程度不断提升，网络安全逐步上升到国家安全。我国网络安全相关法律条例陆续出台。工信部在《网络安全产业高质量发展三年行动计划（2021-2023 年）》中提出，到 2023 年，我国网络安全产业规模超过 2500 亿元，电信等重点行业网络安全投入占信息化投入比例不低于 10%。结合上海经信委提出在未来政策中，有望明确政府和公共企事业单位在网络安全上的投入比例不低于 10%，考虑到目前运营商 IT 投资中网安占比在 2%左右，未来运营商侧的网络安全市场将存在巨大空间。
- **运营商侧网络安全投入的加大将在未来几年陆续释放，公司持续受益。**我们认为：相对于传统的硬件盒子类网络安全产品，运营商将更加看重厂商提供的产品或者服务和自身系统深度融合后所带来的安全能力的提升，公司在运营商安全领域拥有丰富的积累，对运营商的网络和系统拥有深刻的理解，在身份安全、终端安全领域市占率领先，并且作为最早进入 5G 安全领域的厂商之一，在未来将持续受益。

图表 25: 我国 2021 年以来发布的网络安全政策条例

发布时间	发布机构	政策文件
2021 年 6 月	全国人大常委会	《中华人民共和国数据安全法》
2021 年 7 月	国务院	《关键信息基础设施安全保护条例》
2021 年 7 月	工信部、网信办、公安部	《网络产品安全漏洞管理规定》
2021 年 7 月	工信部	《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)》
2021 年 8 月	全国人大常委会	《中华人民共和国个人信息保护法》
2021 年 12 月	网信办等十三部门	《网络安全审查办法》
2021 年 12 月	网信办	《“十四五”国家信息化规划》
2022 年 1 月	工信部等十二部门	《关于开展网络安全技术应用试点示范工作的通知》
2022 年 7 月	国家互联网信息办公室	《数据出境安全评估办法》

来源：中国政府网，工信部，国金证券研究所

- 接连中标三大运营商项目，彰显细分市场实力。**对于运营商客户来说，每年都会基于新的规范、业务规划、新增功能等制定预算，公司在运营商客户侧的复购率达到 90%以上。今年以来，公司终端安全一体化方案中标中国电信防毒软件集采项目，此前，公司中标中国电信 2021 年服务器防病毒软件集采项目，并且还全程参与中国电信研究院新型城域网建设，顺利完成了天翼云服务器虚拟化、天翼信创云容器、信创虚拟化云平台的适配验证工作。此外，公司凭借在容器安全领域积累的技术优势和信舱云主机安全领域突出的技术实力分别中标了中移动信息 2021-2023 年容器安全与微隔离软件框架采购项目和中国移动云能力中心“云能力中心 2022-2023 年移动云主机防病毒软件框架采购项目”，并且凭借安全自动化运维平台 SOAR 突出的威胁情报分析、安全编排自动化、安全事件响应三大技术能力成功中标联通总部信息安全项目，凸显了公司在电信行业的竞争能力。

图表 26: 公司 2022 年接连中标三大运营商项目



来源：公司微信公众号，国金证券研究所

3.3 加速打造国产化适配，不断拓展客户群体

- 打造安全可信链条，积极建立联合安全运营生态圈。**公司通过自主创新、产品适配、兼容性认证等方式，在云、网、端积极打造安全可信链条。在云处：亚信安全信舱（DS）与华为鲲鹏、统信服务器操作系统、联通天玑安全平台等全面兼容，并且与天翼云完成了兼容性适配测试；在网处：公司积极参与 5G 网络安全标准制定，依托亚信安全智能平台，建立全网安全免疫系统，解决 5G 云网时代的核心问题；在端处：公司端点安全管理系统 ESM 广泛地适配 x86、ARM 和 MIPS 架构，实现了与主流国产操作系统平台（麒麟、统信、中科方德等）的全面兼容，并与麒麟、统信、长

城等硬件厂商取得了互认。在国产化替代的大背景下，公司加速打造国产化适配，以提供安全自主的多元化网络安全产品和解决方案。

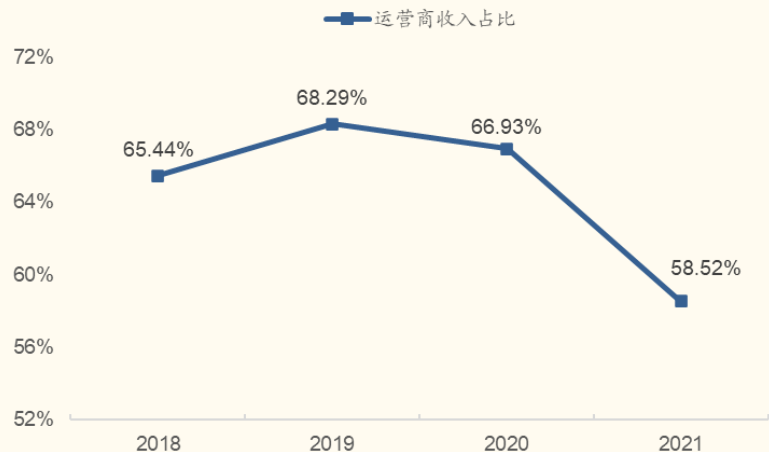
图表 27: 公司与多家厂商完成认证



来源: 公司微信公众号, 国金证券研究所

- **优化下游客户结构，推广“4+2+1”的产品和服务。**从公司下游客户结构来看，公司下游客户主要以运营商等大客户为主，公司在运营商之外的行业推出“4+2+1”的标准化产品和服务，“4”是指终端安全、云主机安全、APT 防护、防毒墙；“2”指的是安全中台和 XDR 平台；“1”指的是安全运营服务。公司在 2021 年加大了在销售费用端的投入，通过深化行业布局，加强省办体系建设，完善渠道合作体系，试图通过核心优势单品切入到其他行业，并且加大平台的推广，叠加安全运营服务实现增量。公司下游客户中来自运营商的收入所占比例有所下降，其他行业收入占比有所提升。
- **拓展市场空间，公司在金融、能源、制造等行业获得突破。**公司在巩固运营商行业优势的基础之上，不断向其他行业拓展，行业结构趋向平衡，在金融、能源、制造等行业取得突破，公司 2021 年在金融、能源、制造等非运营商行业收入同比增长 64.07%，非运营商收入占比从 2020 年的 33.07% 上升到 2021 年的 41.48%，市场空间进一步扩大。

图表 28: 公司下游客户结构变化情况



来源: 公司招股说明书, 公司年报, 国金证券研究所

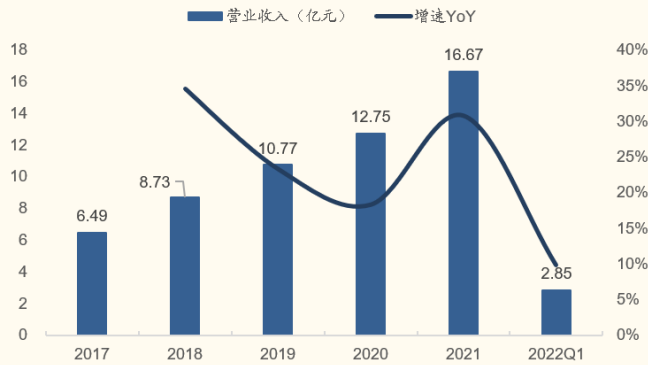
3.4 收入快速增长，盈利能力稳定健康

- **公司营收保持快速增长，经营质量进一步提升。**公司 2021 年实现收入 16.67 亿元，同比增长 30.82%，增速水平超过 2018 至 2020 年 20.8% 的复合增速。净利润 1.79 亿元，同比增长 4.88%，净利润增速较慢的原因主要是公司在 2021 年加大了研发体系的投入并加强了营销体系的建设，在全国完成 27 个省办的布局，基本形成覆盖全国的营销网络。2021 年公司研发费用率、销售费用率和管理费用率分别为 13.92%、22.51%、8.84%，

研发费用率和销售费用率分别提高了 1.2pct、2.39pct，管理费用率下降了 0.64pct。

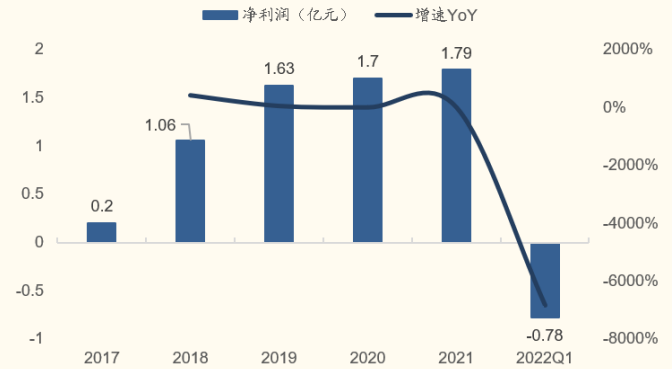
- 公司 2022 年一季度实现收入 2.85 亿元，同比增长 9.85%，净利润-0.78 亿元，同比下滑明显，主要是受疫情影响，交付存在延迟，费用端延续刚性投入，投入产出存在时间差。

图表 29: 公司收入情况



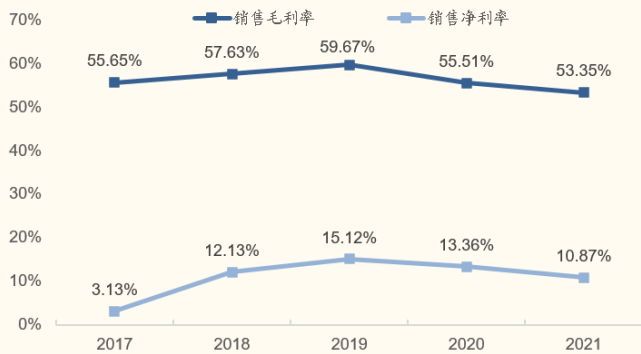
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表 30: 公司净利润情况



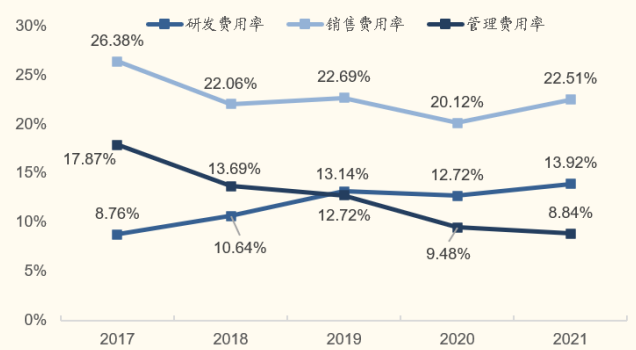
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表 31: 公司毛利率和净利率情况



来源: iFinD, 国金证券研究所

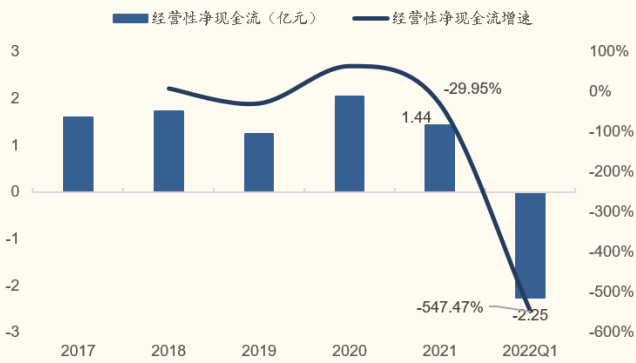
图表 32: 公司费用率情况



来源: iFinD, 国金证券研究所

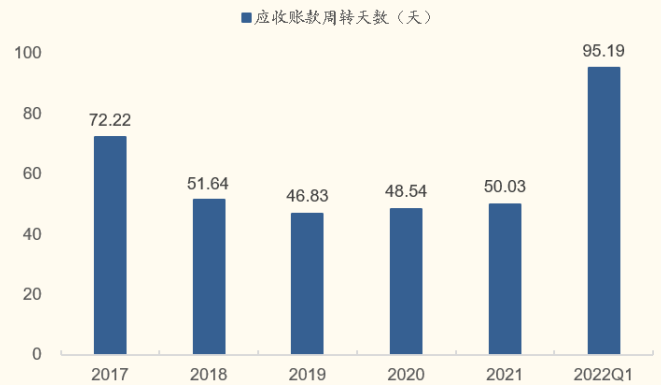
- 业务扩张、投入加大对现金流产生一定影响，人均创收有所提升。公司 2021 年经营性净现金流为 1.44 亿元，同比下降 29.95%，应收账款周转天数近年来保持在 50 天左右。人均指标方面，公司 2021 年人均创收 58.71 万元，同比增长 3.46%，人均创利 6.29 万元，同比下降 17.06%。
- 公司作为国内“懂网”又“懂云”的软件安全领军企业，在收费模式上对客户粘性较高，优势显著。公司 2021 年加大了行业拓展，来自非运营商行业收入占比显著提升，公司市场空间扩大结合平台化战略有望为公司未来发展打造长久增长动能。

图表 33: 公司经营性净现金流情况



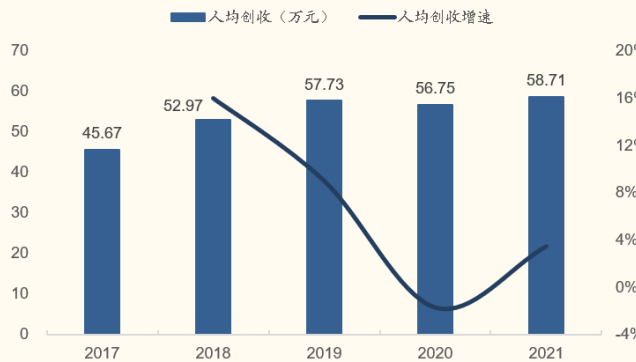
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表 34: 公司应收账款周转天数情况



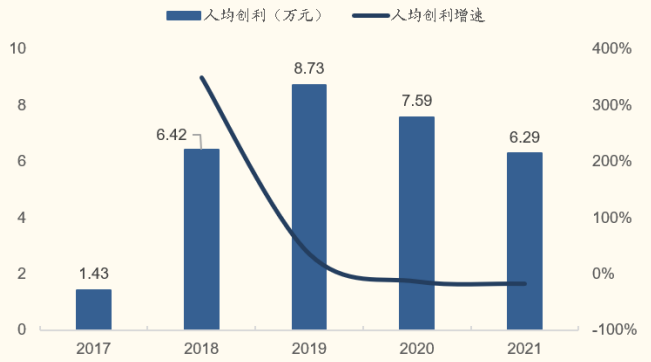
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表 35: 公司人均创收情况



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表 36: 公司人均创利情况



来源: iFinD, 国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

核心假设

1) 营收&毛利:

- 端点安全业务:** 由于客户对终端安全需求增加, 从传统的防病毒模块逐渐扩展到漏洞管理、桌面管理、准入控制、EDR 等功能组件, 叠加公司 XDR 平台对终端安全产品的带动, 我们预计公司端点安全业务 2022-2024 年的增速分别为 42%、40%、37%。公司端点安全业务标准化程度较高, 是公司毛利率最高的产品。随着公司产品化能力的不断提升, 我们预计公司端点安全业务 2022-2024 年的毛利率分别为 76.00%、76.30%、76.50%。
- 身份安全业务:** 公司身份安全业务近年来增速有所下滑, 考虑到未来公司将提升该业务条线的标准化程度, 打造共性模块, 降低个性化开发工作量, 叠加公司渠道体系初见成效, 该业务在未来有望向其他行业拓展。我们预计该业务 2022-2024 年的增速分别为 5%、10%、12%。公司身份安全业务定制化需求较高, 公司试图提升该业务的产品化程度, 降低定制化需求工作量, 该业务毛利率水平有望提升, 我们预计公司 2022-2024 年该业务的毛利率分别为 48.20%、48.70%、49.20%。
- 云网边安全业务:** 随着云计算应用的不断深入以及客户对于态势感知等产品需求的不断提升, 叠加公司 XDR 平台和安全中台等产品的快速增长,

我们认为该业务在未来将继续保持增长态势，预计 2022-2024 年公司该业务的增速分别为 26%、24%、21%。由于该产品线下态势感知等产品存在一定的定制化需求，毛利率水平将有所下滑，预计 2022-2024 年的毛利率分别为 47.40%、47.20%、46.90%。

- **云网虚拟化业务：**公司云网虚拟化业务是新发展的业务，主要是为了满足客户在销售产品时的配套搭载需求，并非公司的主营业务。预计公司 2022-2024 年该业务增速分别为 30%、28%、26%。毛利率水平与往年相当，参考该业务历史毛利率，预计 2022-2024 年的毛利率分别为 12%、12%、12%。
- **网络安全服务业务：**安全服务化是行业发展的趋势，公司 2021 年加强了安全服务体系的建设，目前该项业务体量较小，未来有望实现快速增长，预计该项业务 2022-2024 年的增速分别为 50%、45%、40%。公司 2021 年在安全服务业务方面人员投入较大，导致相应成本较高，后续随着规模化效应逐步显现，毛利率水平有望回归正常区间，预计公司 2022-2024 年的毛利率分别为 45%、50%、55%。

2) 研发、销售、管理费用率：

- **研发费用率：**公司全面布局云、网、边、端，力图将核心产品标准化，并且积极布局平台型安全体系，我们认为研发费用率将保持上升态势，预计公司 2022-2024 年的研发费用率分别为 15.92%、17.92%、18.92%。
- **销售费用率：**公司 2021 年积极布局渠道体系，加强省办建设，向运营商之外的行业不断拓展，并且初见成效，预计未来公司将继续加大销售侧的投入，进一步完善渠道建设，预计公司 2022-2024 年的销售费用率分别为 24.50%、24.00%、23.00%。
- **管理费用率：**公司近年来管理效能不断提升，管理费用率呈现不断下降趋势，预计公司 2022-2024 年的管理费用率分别为 8.54%、8.39%、8.29%。

盈利预测

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 20.94、26.72、33.90 亿元，净利润分别为 1.94、2.29、3.08 亿元，现价对应 43、36、27 倍 PE。

图表 37：核心估值假设

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入合计 (百万元)	1077.27	1274.59	1667.47	2094.46	2672.44	3390.45
yoy	23.34%	18.32%	30.82%	25.61%	27.60%	26.87%
毛利率	59.67%	55.51%	53.35%	54.82%	56.20%	57.49%
端点安全业务						
收入 (百万元)	330.88	368.78	553.21	785.56	1099.78	1506.70
yoy	18.06%	11.45%	50.01%	42.00%	40.00%	37.00%
毛利率	75.26%	75.75%	78.86%	76.00%	76.30%	76.50%
身份安全业务						
收入 (百万元)	493.01	521.24	501.54	526.62	579.28	648.79
yoy	33.28%	5.73%	-3.78%	5.00%	10.00%	12.00%
毛利率	55.17%	50.14%	48.00%	48.20%	48.70%	49.20%
云网边安全业务						
收入 (百万元)	242.69	342.61	402.52	507.18	628.90	760.97
yoy	20.59%	33.75%	24.00%	26.00%	24.00%	21.00%
毛利率	47.79%	48.30%	47.00%	47.40%	47.20%	46.90%
云网虚拟化业务						
收入 (百万元)	0.00	52.41	155.75	202.48	259.17	326.55
yoy	—	—	197.18%	30.00%	28.00%	26.00%
毛利率	—	11.72%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
网络安全服务业务						
收入 (百万元)	7.57	6.91	48.42	72.63	105.31	147.44
yoy	21.70%	-8.72%	600.72%	50.00%	45.00%	40.00%
毛利率	53.07%	47.44%	16.83%	45.00%	50.00%	55.00%

来源：国金证券研究所

投资建议及估值

我们采用市盈率法对公司进行估值，预计公司 2022-2024 年的净利润分别为 1.94、2.29、3.08 亿元，对应 EPS 0.48、0.57、0.77 亿元，对应 PE 43、36、27 倍。

公司作为网络安全软件领域龙头，核心产品端点安全、身份安全市占率前二，布局云、网、边、端，打造平台型安全防护体系，不断拓展渠道体系，向其他行业快速拓展。考虑公司的业务布局和发展情况，我们选取深信服、安恒信息、启明星辰、卫士通为可比公司进行估值，给予 2022 年 60 倍 PE，目标价 29.04 元/股，给予买入评级。

图表 38：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300454.SZ	深信服	96.32	1.22	1.99	3.19	79.05	48.30	30.22
688023.SH	安恒信息	136.36	1.71	3.08	4.47	79.68	44.33	30.53
002439.SZ	启明星辰	18.45	1.13	1.41	1.73	16.38	13.07	10.69
002268.SZ	卫士通	43.85	0.57	0.89	1.24	76.37	49.10	35.49
平均值						62.87	38.70	26.73
688225.SH	亚信安全	20.68	0.48	0.57	0.77	42.69	36.07	26.83

来源：Wind，国金证券研究所（截至 2022 年 7 月 29 日）

五、风险提示

疫情导致下游客户需求放缓

疫情影响下，网络安全行业下游客户预算受到一定影响，可能放缓对于网络安全产品和服务的采购节奏，从而影响网络安全厂商项目的正常实施和交付。

网络安全相关政策落地不及预期

2021 年以来，网络安全法律法规持续加码，相关政策对网络安全行业给予了积极的指引和支持，但是如果政策支持力度后续有所减弱或者政策落地存在一定的时滞，则会对公司的业绩产生影响。

下游客户集中度过高的风险

公司下游客户中运营商行业占比较高，后续如果运营商行业缩减网安预算投入或者在其他行业开拓受阻，将会对公司产生较大影响。

行业竞争加剧的风险

网络安全行业竞争格局分散，集中度较低，大量企业不断涌入，如果公司不能保持自身的核心技术壁垒和资源优势，存在被其他竞争对手抢占市场份额的风险。

产品标准化研发不及预期

公司致力于提升数字信任和身份安全产品的标准化程度，以实现向运营商之外的行业快速推广，但是产品的标准化过程需要一定的研发投入，研发成果不及预期可能导致公司数字信任和身份安全产品的推广受到影响。

限售股解禁风险

公司有 172.1 万股首发一般股份及首发机构配售股份将于 2022 年 8 月 9 日上市流通，预计占解禁前流通股的 5.27%，占解禁后流通股的 5%，占总股本的 0.43%，该解禁事项可能对公司股价表现产生影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,077	1,275	1,667	2,094	2,672	3,390	货币资金	578	1,227	1,261	1,299	1,530	1,892
增长率	18.3%	30.8%	25.6%	27.6%	26.9%		应收账款	182	207	317	340	414	500
主营业务成本	-434	-567	-778	-946	-1,171	-1,441	存货	335	298	263	338	387	437
%销售收入	40.3%	44.5%	46.7%	45.2%	43.8%	42.5%	其他流动资产	42	108	244	1,562	1,611	1,673
毛利	643	707	890	1,148	1,502	1,949	流动资产	1,137	1,840	2,085	3,539	3,942	4,502
%销售收入	59.7%	55.5%	53.3%	54.8%	56.2%	57.5%	%总资产	91.2%	93.4%	83.7%	88.9%	89.2%	90.0%
营业税金及附加	-10	-10	-10	-13	-16	-21	长期投资	0	0	85	85	85	85
%销售收入	0.9%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	21	26	41	62	81	93
销售费用	-244	-257	-375	-513	-641	-780	%总资产	1.7%	1.3%	1.6%	1.6%	1.8%	1.8%
%销售收入	22.7%	20.1%	22.5%	24.5%	24.0%	23.0%	无形资产	31	39	59	83	105	125
管理费用	-137	-121	-147	-179	-224	-281	非流动资产	110	130	405	444	477	502
%销售收入	12.7%	9.5%	8.8%	8.5%	8.4%	8.3%	%总资产	8.8%	6.6%	16.3%	11.1%	10.8%	10.0%
研发费用	-142	-162	-232	-333	-479	-641	资产总计	1,247	1,970	2,490	3,983	4,419	5,004
%销售收入	13.1%	12.7%	13.9%	15.9%	17.9%	18.9%	短期借款	0	0	27	27	27	27
息税前利润 (EBIT)	110	158	124	110	141	226	应付款项	54	126	203	215	277	350
%销售收入	10.2%	12.4%	7.5%	5.3%	5.3%	6.7%	其他流动负债	576	581	641	808	1,049	1,360
财务费用	0	2	-5	19	23	31	流动负债	630	707	871	1,050	1,353	1,738
%销售收入	0.0%	-0.1%	0.3%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-8	-25	-47	-7	-1	-1	其他长期负债	19	33	158	129	107	92
公允价值变动收益	0	0	44	30	30	30	负债	650	740	1,029	1,179	1,459	1,829
投资收益	11	14	18	18	18	18	普通股股东权益	597	1,231	1,458	2,799	2,952	3,164
%税前利润	5.4%	7.0%	8.5%	7.9%	6.7%	5.0%	其中：股本	90	360	360	400	400	400
营业利润	202	209	212	230	272	364	未分配利润	388	558	731	868	1,022	1,234
营业利润率	18.7%	16.4%	12.7%	11.0%	10.2%	10.7%	少数股东权益	0	0	3	5	8	10
营业外收支	-4	-4	0	0	0	0	负债股东权益合计	1,247	1,970	2,490	3,983	4,419	5,004
税前利润	197	205	212	230	272	364	比率分析						
利润率	18.3%	16.1%	12.7%	11.0%	10.2%	10.7%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-35	-35	-31	-34	-40	-53	每股指标						
所得税率	17.5%	17.0%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	每股收益	1.810	0.473	0.496	0.484	0.573	0.771
净利润	163	170	181	196	232	311	每股净资产	6.636	3.419	4.050	6.997	7.380	7.911
少数股东损益	0	0	3	3	3	3	每股经营现金净流	0.346	0.570	0.399	0.764	0.927	1.310
归属于母公司的净利润	163	170	179	194	229	308	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.140	0.190	0.240
净利率	15.1%	13.4%	10.7%	9.3%	8.6%	9.1%	回报率						
							净资产收益率	27.28%	13.84%	12.25%	6.92%	7.77%	9.74%
							总资产收益率	13.07%	8.65%	7.18%	4.87%	5.19%	6.16%
							投入资本收益率	15.13%	10.68%	7.12%	3.31%	4.02%	6.02%
							增长率						
							主营业务收入增长率	23.34%	18.32%	30.82%	25.61%	27.60%	26.87%
							EBIT增长率	24.01%	44.45%	-21.32%	-11.63%	28.20%	60.23%
							净利润增长率	53.84%	4.57%	4.88%	8.45%	18.36%	34.42%
							总资产增长率	22.21%	58.02%	26.36%	59.97%	10.96%	13.24%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	47.5	49.2	50.7	52.7	50.7	48.7
							存货周转天数	268.6	203.6	131.5	133.0	123.0	113.0
							应付账款周转天数	26.2	40.6	58.4	63.0	66.0	68.0
							固定资产周转天数	7.1	7.5	8.9	10.9	11.0	10.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-96.80%	-99.73%	-84.50%	-93.50%	-96.38%	-101.27%
							EBIT利息保障倍数	-875.9	-96.4	26.2	-5.9	-6.0	-7.3
							资产负债率	52.10%	37.54%	41.33%	29.59%	33.02%	36.56%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	4	6
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.33	1.33	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；

中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402