

**安恒信息(688023.SH)买入(首次评级)****公司深度研究**

市场价格(人民币): 155.01元

目标价格(人民币): 196.30元

**市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	0.79
已上市流通A股(亿股)	0.57
总市值(亿元)	121.69
年内股价最高最低(元)	343.73/111.02
沪深300指数	3842
上证指数	3072
人民币(元)	成交金额(百万元)
327.62	800
291.48	700
255.34	600
219.2	500
183.06	400
146.92	300
110.78	200
211018	100
220118	0
220418	0
220718	0

■ 成交金额 ■ 安恒信息 —— 沪深300

**三轮驱动下向综合型厂商进军****公司基本情况(人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,323	1,820	2,362	3,082	4,039
营业收入增长率	40.14%	37.59%	29.74%	30.49%	31.06%
归母净利润(百万元)	134	14	30	82	152
归母净利润增长率	45.43%	-89.71%	120.35%	169.00%	85.43%
摊薄每股收益(元)	1.811	0.176	0.388	1.042	1.933
每股经营性现金流净额	3.78	-0.78	2.50	3.64	5.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.03%	0.45%	0.97%	2.53%	4.48%
P/E	143.66	1,425.73	400.00	148.70	80.19
P/B	11.54	6.37	3.87	3.77	3.59

来源:公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- **发力新兴技术安全,打造平台化产品。**公司发力新场景下的安全保障,集多云安全和多云管理于一体的安恒云与10多家国内主流公有云完成了适配对接,为其提供云安全服务,并累计服务约700家私有云客户,连续三年被Gartner评为云安全“标杆供应商”。公司是态势感知国家标准的核心起草单位,态势感知产品服务于全球2500+客户,为国际重大活动的网络安全保障提供支撑,被IDC评为态势感知领导者。此外公司AiGuard产品覆盖数据资源活动全生命周期,AiLand数据安全岛通过了信通院、公安部等10多项测评认证,实现了数据共享过程的可靠、可控和可溯。
- **把握安全服务云化趋势,加速服务模式转型。**数字化、云化、智能化背景下,安全服务在行业中占比不断提升,根据IDC数据,预计安全服务市场2026年将达到86.1亿美元的市场规模,五年CAGR约为21.6%,公司SaaS云服务能够为用户提供订阅式安全能力,在安全云服务市场排名第一。MSS服务在大客户和中小客户场景加速落地,2022年上半年客户数量增速连续数月超110%。公司在公有云托管安全服务市场位居第三,在网络安全厂商中位居第一,MSS技术实力受到高度认可,未来有望带动订阅式收入增长并提升安全服务业务的毛利率水平。
- **三轮驱动下收入快速增长,向综合安全厂商转型。**公司2019-2021年收入CAGR约为39%,毛利率保持在63%以上,2021年研发费用率约为30%,基础安全产品、安全平台、安全服务是拉动公司业绩增长的三驾马车。公司在监管侧经验丰富,并且不断完善生态合作体系,截止目前已获得240余份兼容性认证,完成19个品类70余型号的国产化规格适配。公司于2021年10月以324.23元/股的发行价定向增发约411.23万股,募集资金约13.33亿元,通过本次定增补齐了基础层安全产品,目前形成了以“新场景”及“新服务”为方向的安全平台产品和服务体系的综合方案能力,高度契合行业发展的新场景和新方向,未来有望持续保持快速增长。

**投资建议**

- 我们预计公司2022-2024年的营业收入分别为23.62/30.82/40.39亿元,净利润分别为0.3/0.82/1.52亿元,对应SPS30.08/39.26/51.45元/股,当前股价对应2022-2024年PS分别为5.2x/4x/3x,给予公司2023年5倍PS,对应2023年目标价196.3元/股,首次覆盖,给予“买入”评级。

**风险提示**

- 解禁风险;新兴安全市场竞争加剧风险;研发进展不及预期。

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

### ■ 我们区别于市场的观点

1. 目前市场认为安全服务业务的毛利率相对较低，未来可能会拖累公司的整体毛利率水平。但是我们认为，一方面 2021 年公司在安全服务业务上投入人员较多，虽然拉低了当年该业务的毛利率，但是随着后续规模化效应的形成，投入产出比将趋于合理；另一方面，公司推出的 MSS（托管运营服务）在今年显著放量，客户数量增速连续数月超 110%，MSS 业务在人员成本上相对较低，随着其快速发展以及体量的不断扩大，公司安全服务业务毛利率后续有望得到显著改善。

2. 目前市场认为公司的云安全、大数据安全等新兴安全业务是公司的核心增长驱动力，但是我们认为市场对公司的安全服务业务存在一定的低估。2021 年公司安全服务业务占比 32.35%，贡献了最多的收入，且近年来安全服务业务的增速不断提高，在线上化、云化、智能化的大背景下，SaaS 安全能力订阅的方式能够帮助客户快速便捷地获取到安全服务，客户可以按需获取且成本大大降低。随着公司在安全服务业务上持续的投入，我们认为安全服务业务将成为支撑公司未来业绩增长的强大引擎，安全服务业务收入占比有望持续提升。

### ■ 股价上涨的催化因素

1. 公司 MSS 快速落地并放量
2. 数据安全重视程度攀升，公司数据安全产品放量
3. 安全服务业务产出陆续释放

### ■ 估值和目标价格

我们预计 2022-2024 年公司的营业收入分别为 23.62/30.82/40.39 亿元，净利润分别为 0.3/0.82/1.52 亿元，对应 SPS 30.08/39.26/51.45 元/股，当前股价对应 2022-2024 年 PS 分别为 5.2x/4x/3x，给予公司 2023 年 5 倍 PS，对应 2023 年目标价 196.3 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ■ 投资风险

解禁风险；新兴安全市场竞争加剧风险；研发进展不及预期。

## 内容目录

投资要件 .....	2
1. 发力新兴技术安全，打造平台化产品 .....	5
1.1 云安全：发力多云及多云安全管理 .....	5
1.2 大数据安全：AiGuard 覆盖数据活动全周期 .....	6
1.3 态势感知：国内态势感知领导者 .....	8
1.4 物联网安全：基于“云、边、管、端”，赋能智慧物联 .....	9
2. 把握安全服务云化趋势，加速服务模式转型 .....	10
2.1 数字化、云化、智能化趋势下，我国安全服务市场成长空间巨大 .....	10
2.2 持续推进安全服务战略升级，安全服务体系日趋完善 .....	11
2.3 专家服务体系完善，发力城市级安全运营 .....	14
3. 三轮驱动下收入快速增长，向综合型安全厂商转型 .....	16
3.1 基础产品、平台产品、安全服务是拉动业绩增长的三驾马车 .....	16
3.2 监管侧优势显著，不断完善生态合作体系 .....	18
3.3 定增补齐产品线，向综合型厂商进军 .....	19
4. 盈利预测与投资建议 .....	21
5. 风险提示 .....	24

## 图表目录

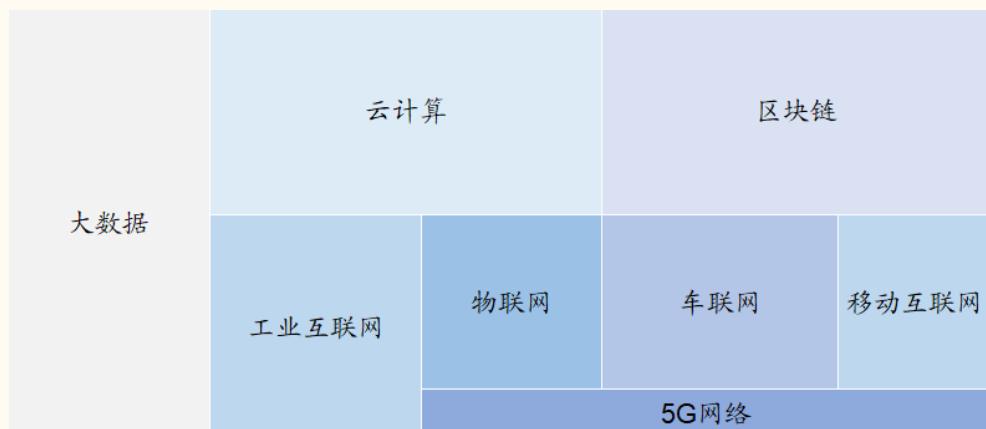
图表 1：新兴技术发展带来的新的安全需求 .....	5
图表 2：中国云安全市场增速连续四年超过 45% .....	5
图表 3：数据加密产品部署比例最高 .....	5
图表 4：安恒云 SaaS 核心产品 .....	6
图表 5：我国大数据市场规模 2021-2026 年的 CAGR 约为 21.4% .....	7
图表 6：AiGuard 数据安全管控平台覆盖数据活动全周期 .....	7
图表 7：AiGuard 数据安全管控平台涵盖多种数据安全能力 .....	8
图表 8：AiLand 数据安全岛获华为鲲鹏全面技术认证 .....	8
图表 9：AiLand 数据安全岛专注于保障数据安全流通 .....	8
图表 10：公司被 IDC 评为中国态势感知解决方案领导者 .....	9
图表 11：公司大数据态势感知作为全球唯一厂商入选 .....	9
图表 12：我国物联网设备连接量快速增长 .....	10
图表 13：我国物联网安全市场增速逐年提升 .....	10
图表 14：基于“云、边、管、端”赋能智慧物联 .....	10
图表 15：我国网络安全市场五年 CAGR 是全球的两倍 .....	11
图表 16：全球网络安全行业结构以安全服务为主 .....	11
图表 17：我国安全服务在行业中占比不断提升 .....	11
图表 18：公司安全服务体系日趋完善 .....	12
图表 19：安恒云 SaaS 服务能够提供“事前、事中、事后”一体化解决方案 .....	12

图表 20: 公司在安全云服务市场市占率第一 (按销售额) .....	13
图表 21: 安恒 MSS 服务“天地人机一体化”运营机制.....	13
图表 22: 我国公有云托管安全服务处于快速成长期.....	14
图表 23: 公司市占率位居公有云托管安全服务市场第三.....	14
图表 24: 公司具备完善的专家服务团队.....	14
图表 25: 公司实现了 15 年安保实战零事故.....	15
图表 26: 公司智慧城市安全运营中心助力城市数字化转型.....	16
图表 27: 基础产品、安全平台、安全服务收入占比均约 30%.....	16
图表 28: 公司基础安全产品体系相对完善.....	17
图表 29: 公司市占率位居硬件 WAF 市场第二.....	17
图表 30: 公司市占率位居软件 WAF 市场第四.....	17
图表 31: 公司近年来收入快速增长.....	18
图表 32: 投入加大致使 2021 年利润有所下滑.....	18
图表 33: 公司近三年毛利率保持在 60%以上.....	18
图表 34: 公司 2021 年费用端投入加大.....	18
图表 35: 公司已形成综合信创解决方案.....	19
图表 36: 公司已获得 240 余份兼容性互认证明.....	19
图表 37: 公司定增补齐产品线.....	20
图表 38: 公司 EDR V3.0 版本新增超过 10 项核心能力.....	20
图表 39: 公司收入体量相对较小 (单位: 亿元) .....	21
图表 40: 公司近年收入增速保持在 37%以上.....	21
图表 41: 公司毛利率保持在 63%以上 .....	21
图表 42: 公司研发费用率逐年提升.....	21
图表 43: 核心估值假设 .....	23
图表 44: 可比公司估值比较 (市销率法) .....	23

## 1. 发力新兴技术安全，打造平台化产品

- 新兴技术不断发展，安全问题接踵而至。当前云计算、大数据、物联网等新兴技术快速发展，全新的应用场景下网络安全的防护对象有所改变，企业的网络边界逐渐消失，网络和信息安全风险全面泛化，种类和复杂度显著增加，新的使用场景催生了新的安全需求。

图表 1：新兴技术发展带来新的安全需求

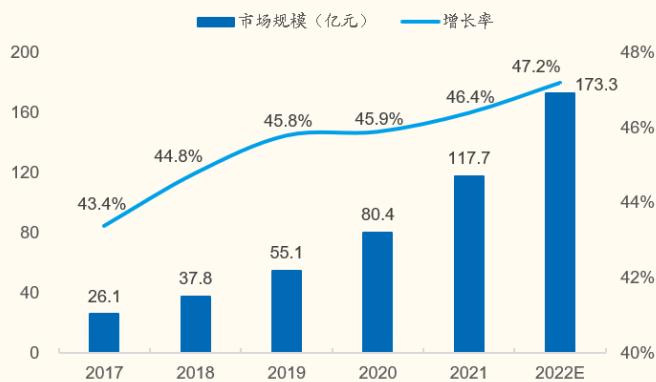


来源：《中国网络安全产业白皮书》，国金证券研究所

### 1.1 云安全：发力多云及多云安全管理

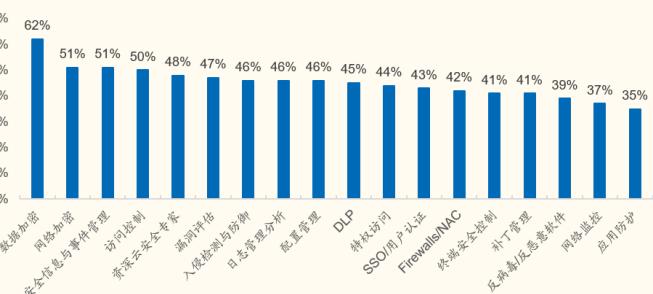
- 云安全市场空间超过百亿，连续四年增速超过 45%。在数字化转型的大背景下，相对于传统的 IT 架构，云架构不仅能够提升企业运营效率，而且能够降低成本，企业上云趋势呈现加速态势。伴随着云服务模式应用的不断深化，下游客户对云安全的需求水涨船高。根据 CCW Research 数据，2021 年我国云安全市场规模达到 117.7 亿元，同比增长 46.4%，近年来增速水平始终保持在 40%以上，呈现高速增长趋势。
- 数据加密、网络加密、安全信息与事件管理产品位居部署比例前三。从产品层面来看，根据 Cybersecurity Research 数据，数据加密、网络加密、安全信息与事件管理产品的部署比例分别为 62%、51%、51%，在众多的云安全产品中位居前三。

图表 2：中国云安全市场增速连续四年超过 45%



来源：CCW Research，国金证券研究所

图表 3：数据加密产品部署比例最高



来源：Cybersecurity Research，国金证券研究所

- 发力多云及多云安全管理，连续三年被 Gartner 评为云安全“标杆供应商”。公司自 2013 年起将云安全作为重点战略发展方向，在安恒天池云安全管理平台和玄武盾 SaaS 服务基础上，公司于 2020 年发布了集多云安

全和多云管理于一体的一站式服务平台安恒云。安恒云可以连接国内外主流公有云、私有云以及传统数据中心实现多云的统一管理，还可以提供多云场景、混合云场景的一站式安全防护服务。2021年公司多款产品由单租户应用升级改造到 SaaS 集群多租户应用，并且与 10 多家主流公有云完成了适配对接，为公有云客户提供云安全服务。私有云领域，目前公司累计服务约 700 家私有云客户，为公司的 SaaS 安全服务建立了广泛的客户基础。

- **安恒云的核心还是安全。**安恒云主要通过 SaaS 化的服务模式输出安全能力，用户无需在本地或云上部署各类安全设备或组件，仅通过开通账号的方式，即可实现按需订阅、服务化交付以及云端的 0 部署 0 运维。公司的云 SaaS 产品包含了堡垒机、Web 应用防火墙、玄武盾云监测、数据库审计等众多服务，在多云场景下能够实现安全集中建设、统一管理，并提供涵盖事前监测、事中防护、事后审计的全生命周期安全能力。通过将安全能力进行整合，安恒云 SaaS 服务还能够以较低的成本帮助客户实现云上等保，保障用户满足等级保护合规。

图表 4：安恒云 SaaS 核心产品

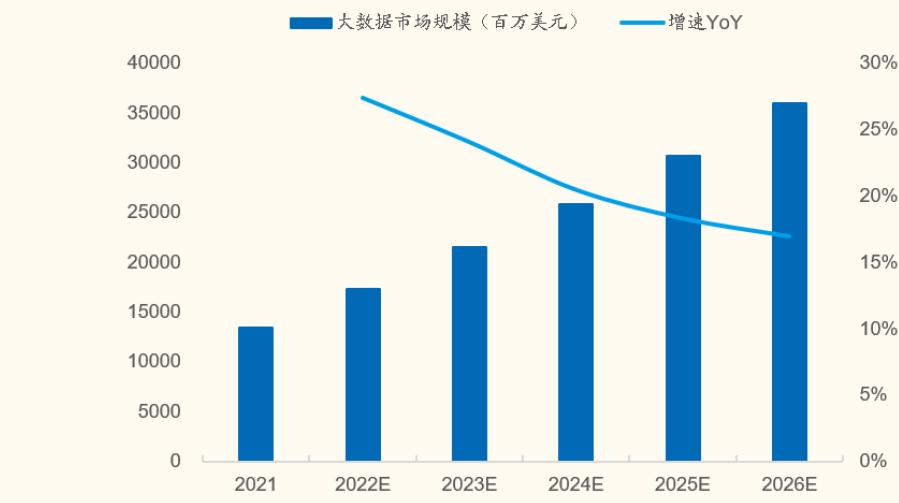
产品	功能介绍
安恒云-堡垒机服务	提供主机运维审计服务，覆盖多种运维协议，支持通过浏览器 Web 页面和本地 C/S 客户端工具的方式访问主机
安恒云-Web 应用防火墙	提供云端安全防护服务，为用户提供云端 Web 应用安全防护、入侵防护、实时攻击监测、防扫描、CC 攻击防护等安全能力
安恒云-玄武盾云监测服务	提供 web 漏洞监测、篡改变更监测、外链监测、挂马监测、web-shell 监测、不良信息等内容监测、可用性监测服务等网络安全动态订阅服务
安恒云-数据库审计服务	对进出核心数据库的访问流量进行解析，解决数据库权限划分混乱、账号复用、事故追查难、安全规章制度难以落实等问题
安恒云-日志审计服务	对网络日志、安全日志、主机日志和应用系统日志进行全面的标准化处理，一站式提供数据收集、清洗、分析、可视化和告警功能
安恒云-主机安全服务	提供主机系统防护与加固、主机网络防护与加固等功能，帮助用户快速发现网站潜在安全隐患，并对网站进行文件保护、目录保护、断线监测防护等
安恒云-APT 攻击预警服务	APT 采用深度威胁检测技术，对 APT 攻击行为进行检测，能检测到传统安全设备无法检测的攻击
安恒云-Web 漏洞扫描服务	提供主机漏洞或 web 漏洞扫描服务，快速发现网站或主机漏洞风险
安恒云-下一代云防火墙服务	提供应用层防护墙、入侵防护、防病毒、反 APT、VPN、智能带宽管理、多出口链路负载均衡、内容过滤、URL 过滤等多重安全功能
安恒云-多云管理平台服务	对多个云平台的资源进行统一管理，实现云资源全生命周期管理、主机监控、成本分析与优化、自动化运维等多云一体化管理

来源：公司微信公众号，国金证券研究所

## 1.2 大数据安全：AiGuard 覆盖数据活动全周期

- 大数据市场规模五年 CAGR 为 21.4%，大数据安全受重视程度日益攀升。数据要素是数字经济的基础与核心，大数据资产中往往蕴含着丰富的使用价值。根据 IDC 数据，预计到 2025 年，我国产生的数据总量将达 48.6ZB，占全球的 27.8%，此外，我国大数据市场规模将在 2026 年达到 359.5 亿美元，市场规模位列单体国家第二，2021-2026 年五年 CAGR 约为 21.4%，位列全球第一。大数据安全是用以搭建大数据平台所需的安全产品和服务，以及大数据场景下围绕数据安全展开的大数据全生命周期的安全防护。随着大数据市场的快速增长，大数据的安全保障将成为数据创造价值的刚需。

图表 5：我国大数据市场规模 2021-2026 年的 CAGR 约为 21.4%



来源：IDC，国金证券研究所

■ 公司 **AiGuard** 覆盖数据资源活动全生命周期。AiGuard 数据安全解决方案基于公司 CAPE 能力模型为核思想，即风险核查 (Check)、数据梳理 (Assort)、数据保护 (Protect)、监控预警 (Examine)，围绕建设数据安全风险态势感知为目标，整体协同 AiSort (数据安全分级与风险评估系统)、AiMask (数据脱敏系统)、AiGate (数据安全网关系统)、AiThink (用户与实体行为分析系统)、AiTrust (零信任)、AiLand (安全岛) 等多种数据安全能力，对数据资源行为活动的整个生命周期提供全天候全方位的感知保护，建立数据安全运营的全过程自适应安全支撑能力，以实现整体智治的安全目标。

图表 6：AiGuard 数据安全管控平台覆盖数据活动全周期



来源：公司微信公众号，国金证券研究所

图表 7: AiGuard 数据安全管控平台涵盖多种数据安全能力

主要产品	产品介绍
AiSort 数据安全分级与风险评估系统	AiSort 基于网络嗅探技术,充分发现网络环境中存在的数据库资产,基于深度学习+条件随机场等AI识别模型算法,进行敏感数据识别和自动分类分级。同时对数据库系统用户权限、弱口令、安全配置基线、安全漏洞和威胁等全方位梳理,进行风险评估。
AiMask 数据脱敏系统	AiMask 采用独有的脱敏与水印溯源算法对敏感数据进行去标识化、匿名化处理。所有敏感数据全部在内存中处理,可保证整个环节敏感数据不落地。
AiGate 数据安全网关系统	AiGate 集动态脱敏、访问控制、漏洞防护、运维管控等多种功能于一体,能够有效防止未授权人员接触敏感数据,大大降低数据泄露的风险。
AiThink 用户与实体行为分析系统	AiThink/UEBA 通过收集整合全方位多维度以及用户上下文等数据信息,全局关联,进行行为基线分析和群体异常分析,通过AI机器学习异常检测算法,更深层次的进行安全事件洞察,迅速识别异常事件。
AiLand 安全岛	安全岛综合应用安全计算沙箱,联邦学习, MPC 等多种前沿技术,配合关键行为数字验签和区块链审计技术,实现共享数据的所有权和使用权分离,保障多方数据联合计算过程的可靠、可控和可溯。
AiTrust 零信任	AiTrust 秉持零信任安全理念,针对远程业务访问及数据开放共享场景下数据安全痛点,打造可信的数字身份体系。

来源: 公司 2022 年半年报, 国金证券研究所

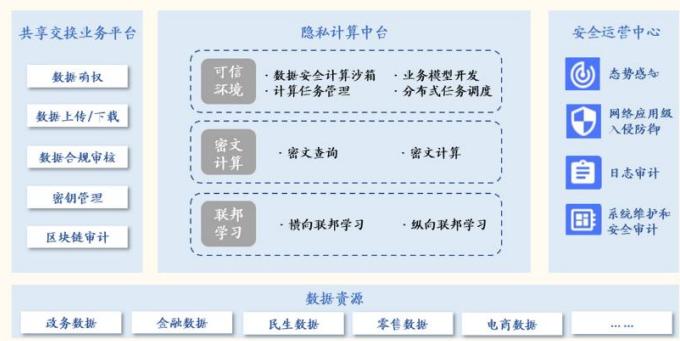
- AiLand 数据安全岛为打破数据孤岛,实现数据价值构筑安全屏障。AiLand 数据安全岛是致力于解决数据共享过程中的安全、信任和隐私保护问题的隐私计算平台。目前累计获得信通院、国家密码管理局、公安部网络安全保卫局等权威机构 10 多项测评认证,在 BDTEE 大数据可信执行环境、MPC 多方安全计算和联邦学习 3 个隐私计算方向都形成了成熟的商用软件,能够提供一整套基于数据要素全生命周期加密、区块链、隐私计算、BDTEE(大数据可信执行环境)、数字验签和全业务流程追踪审计技术,实现共享数据的所有权和使用权分离,确保原始数据的“可用不可见、可用不可取”,保障数据共享交换过程的可靠、可控和可溯。
- 公司 AiLand 数据安全岛产品覆盖政务、跨境数据流通、金融、公益、医疗、教育等多个领域。在同类产品中, AiLand 数据安全岛也是唯一具备销售许可证的产品。此外,该产品全面支持主流国产信创服务器,在隐私计算可信执行环境方向实现了全自研、国产化和自主可控。

图表 8: AiLand 数据安全岛获华为鲲鹏全面技术认证



来源: 公司微信公众号, 国金证券研究所

图表 9: AiLand 数据安全岛专注于保障数据安全流通

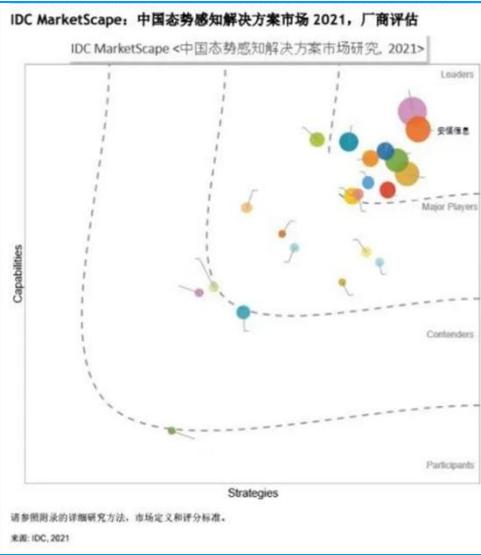


来源: 公司官网, 国金证券研究所

### 1.3 态势感知: 国内态势感知领导者

- 态势感知已成为网络安全战略方向。2016 年发布的《网络安全法》提出建立网络安全监测预警和信息通报制度，将网络安全监测预警和信息通报法制化，标志着态势感知成为国家网络安全战略方向。态势感知的概念最早在军事领域被提出，覆盖感知、理解和预测三个层次，并随着网络的兴起而升级为网络态势感知，旨在大规模网络环境中对能够引起网络态势发生变化的安全要素进行获取、理解、显示以及最近发展趋势的顺延性预测，进而进行决策与行动。根据数世咨询数据，预计 2021 年我国态势感知市场规模约为 54 亿元，2019-2021 年的 CAGR 约为 30%。态势感知是网络安全技术、产品、方案不断创新、发展、演进的汇集体现，同时代表了当前网络安全攻防对抗的新趋势。网络安全事件频发下网络安全的重要性不断提升，预计未来态势感知市场仍将保持快速增长态势。
- 公司态势感知位居中国态势感知领导者地位。AiLPHA 大数据态势感知以智能大脑为核心，以安全数据中台和能力中台为技术支撑，基于 ATT&CK、UEBA、SOAR 等核心技术，实现高级威胁智能分析、纵深防御。平台通过资产、攻击者等不同视角，协同各安全产品进行安全事件统一分析和溯源处置，支持云、管、端的协同处置，以实现更快速的响应。目前 AiLPHA 威胁线索分析和网络攻击追溯能力处于领先水平，对同源黑客的追踪和匹配上准确率达到 95%，累计完成 1000+ 网络实战攻防打磨，涉及数百个模型、上千个数据源。通过利用 AI 智能分析，该产品能够将复杂的网络攻击简化成易于理解的安全决策，并且具备较高的自动化工具、自动化流程和剧本，80% 的重复性工作无需人工介入实现自动处置。目前该产品服务全球超过 3000 家客户，支撑了包括“G20 峰会”、“亚运会”、“世界互联网大会”等几十场国际重大活动的网络安全保障。
- 公司在 IDC 发布的《IDC MarketScape: 中国态势感知解决方案市场 2021, 厂商评估》报告中被评为中国态势感知解决方案领导者企业，同时公司也是态势感知国家标准的核心起草单位。公司凭借 AiLPHA 大数据态势感知解决方案成为入选中央网信办“携手构建网络空间命运共同体精品案例”的全球唯一安全厂商。目前我国态势感知技术还处于起步阶段，产品成熟度不高，态势感知功能存在迭代空间，市场前景广阔。

图表 10：公司被 IDC 评为中国态势感知解决方案领导者



来源：公司微信公众号，国金证券研究所

图表 11：公司大数据态势感知作为全球唯一厂商入选



来源：公司微信公众号，国金证券研究所

#### 1.4 物联网安全：基于“云、边、管、端”，赋能智慧物联

- 物联网设备连接量快速增长，催生大量安全需求。物联网将各种信息传感设备和互联网结合形成一个巨大的网络，实现在任何时间、任何地点人、机、物的互联互通。根据艾瑞咨询数据，2020 年我国物联网设备连接量为 74 亿个，2016-2020 年的 CAGR 达到了 69.1%。物联网产业不断壮大的

同时，伴随针对用户隐私、基础网络环境的安全攻击不断增多，从而催生了物联网安全市场的发展。

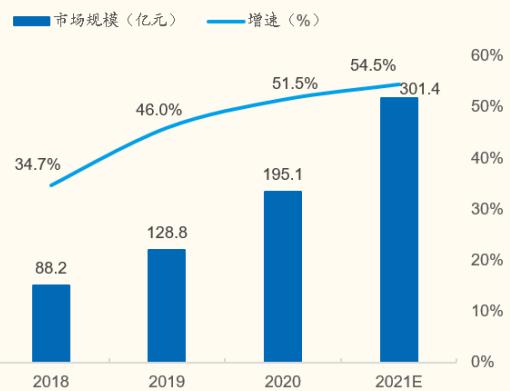
- 物联网安全市场增速近年来呈现不断上升趋势。根据观研天下数据，物联网安全市场的规模 2020 年达到 195.1 亿元，同比增长 51.5%，并且近年来市场增速逐年提升。未来随着智能化场景和应用的不断落地，各种网联设备的数量将进一步增加，物联网安全的重要性和重视程度将不断提升，从而促进整个市场快速发展。

图表 12：我国物联网设备连接量快速增长



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表 13：我国物联网安全市场增速逐年提升



来源：观研天下，国金证券研究所

- **产品不断迭代，赋能智慧物联。**在物联网安全领域，公司持续加大在国网电力、大数据局、园区等多个行业的投入，中标项目数不断提升。公司在产品上迭代改进安全心 SDK，推出的外置安全心产品实现了 IoT 终端防护的技术创新和突破。此外，公司基于端+平台的全场景安全防护体系、网络进程关系的自防护安全技术、自适应的物联网安全防护技术架构、关联预测的区域异常态势分析技术，从“云、边、管、端”四个层面，共建物联网领域安全生态体系，赋能智慧物联服务。

图表 14：基于“云、边、管、端”赋能智慧物联



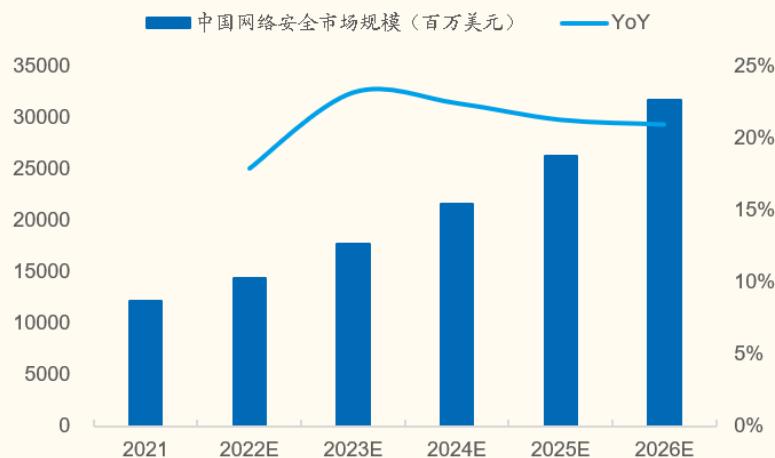
来源：国金证券研究所

## 2. 把握安全服务云化趋势，加速服务模式转型

### 2.1 数字化、云化、智能化趋势下，我国安全服务市场成长空间巨大

- 我国网络安全市场处于快速发展期，五年 CAGR 是全球两倍。根据 IDC 数据，我国网络安全市场规模将在 2026 年达到 318.6 亿美元，五年 CAGR 约为 21.2%，近乎全球两倍。其中安全服务市场将在 2026 年达到 86.1 亿美元的市场规模，五年 CAGR 约为 21.6%。

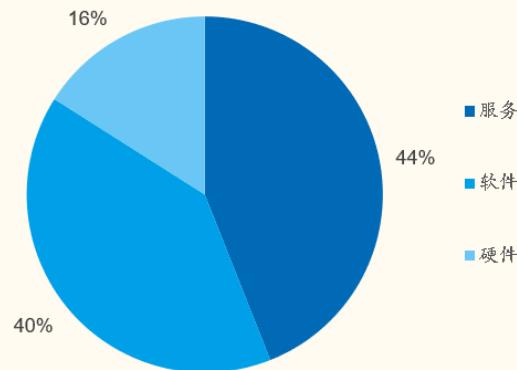
图表 15：我国网络安全市场五年 CAGR 是全球的两倍



来源：IDC，国金证券研究所

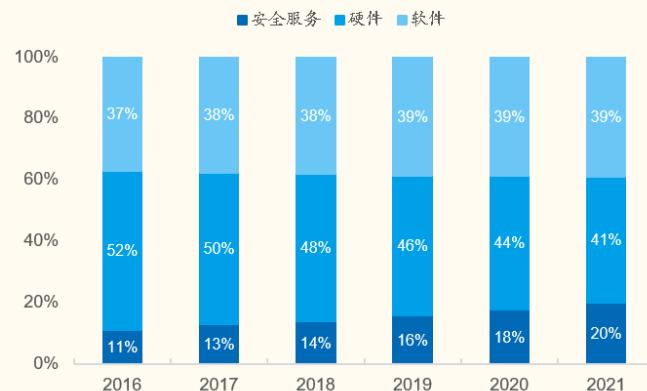
- 全球网络安全行业服务占比在 44%，我国安全服务在网络安全行业中占比呈现逐年提升态势。对标全球，2020 年安全服务在全球网络安全行业结构中占比最高，达到 44%。我国则是硬件产品占比最高，同期达到 41%，但我国安全服务占比从 2016 年的 11% 提升至 2021 年的 20%。这主要是由于历史上我国的网络安全建设主要受合规需求驱动，在政府和大企业的预算体制下，硬件产品更加容易核算导致安全硬件支出占比较高。与全球相比，我国网络安全技术仍处于快速发展期，在数字化、云化、智能化的背景下，企业安全架构和管理变得更加复杂，网络安全的边界逐渐模糊，安全咨询、安全托管服务等受重视程度不断加深，随着虚拟化以及云服务理念的渗透，企业对于持续性的安全服务需求将逐渐增加，安全服务在未来网络安全行业中的占比将不断提升。

图表 16：全球网络安全行业结构以安全服务为主



来源：IDC，国金证券研究所

图表 17：我国安全服务在行业中占比不断提升



来源：观研天下，国金证券研究所

## 2.2 持续推进安全服务战略升级，安全服务体系日趋完善

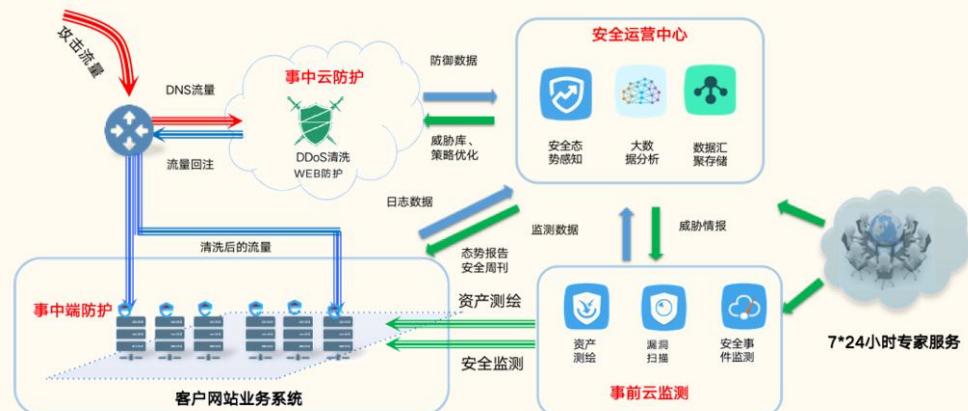
- 公司安全服务体系日趋完善，已覆盖 SaaS 云安全服务、安全托管运营服务 MSS、专家服务、智慧城市安全运营中心服务和网络安全人才培养服务等。目前公司在持续推进安全能力及服务 SaaS 化、云化的转型，持续提高订阅式收入比例，通过云服务的推广覆盖以实现安全服务成本的降低以及毛利的提升。

**图表 18: 公司安全服务体系日趋完善**

分类	主要产品
SaaS云安全服务	云监测服务（先知）
	云防护服务（玄武盾）
	威胁情报服务（数据大脑）
安全托管运营服务MSS	安全托管运营服务MSS
	专业安全服务
	可信众测服务
	安全咨询服务
	平台运营服务
	应急响应服务
国家重大活动网络安保服务	
智慧城市安全运营中心服务	
网络安全人才培养服务	

来源：公司 2022 年半年报，国金证券研究所

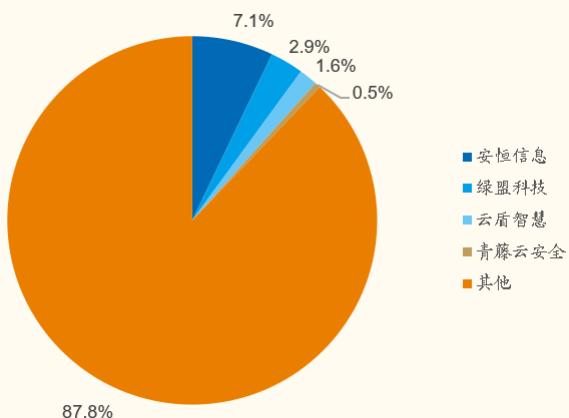
- 安恒云在线 SaaS 服务玄武盾能够为用户提供“事前、事中、事后”全周期的防控一体化解决方案。在事前监测方面，安恒云 SaaS 安全保障服务能够全面探测用户互联网资产信息，对暴露的资产进行安全扫描体检，并对风险点进行监测；在事中防护方面，安恒云 SaaS 安全保障服务通过云端多节点进行智能持续防护，协同云端安全专家进行 7\*24h 的安全值守，同时在用户主机端部署轻量级 Agent，实现了云端协同；在事后保障方面，安恒云 SaaS 安全保障服务通过在线运营中心，提供敏感时期的 0day 应急响应服务、人机对抗服务、攻击上报服务和溯源分析服务等。

**图表 19: 安恒云 SaaS 服务能够提供“事前、事中、事后”一体化解决方案**


来源：公司微信公众号，国金证券研究所

- 紧抓云安全发展机遇，公司安全云服务市场排名第一。在云安全市场快速增长的背景下，SaaS 云安全服务具备灵活、便捷的特性使得其被接受程度不断提升。根据赛迪顾问数据，公司 2020 年在安全云服务市场的销售规模为 2.08 亿元，以 7.1% 的市占率位居我国安全云服务市场第一，并且在 2020 年中国云安全市场品牌排名中销售额位列第二。随着各领域对于“安全即服务”理解的不断深入，安全云服务市场有望迎来新一轮增长，公司有望持续受益。

图表 20: 公司在安全云服务市场市占率第一 (按销售额)



来源: 赛迪顾问, 国金证券研究所

- MSS 有望带动公司订阅式收入持续增长。安全托管运营服务 (MSS) 基于 IPDRO 模型 (安全运营服务框架模型)，结合公司安全运营中心的安全运营梯队、标准化运营流程、安全运营平台/工具，从风险识别、安全防护、威胁检测、应急响应、安全运营五个阶段提供体系化、常态化的安全托管服务，协助构建 7\*24 小时全天候、全方位的安全运营服务体系。云端安全运营中心每日采集 10 亿级安全告警数据，通过机器学习、大数据分析和人工智能等技术并结合实际攻防对抗经验，已积累 2000+ Usecase 规则。此外 MSS 还实现了将用户网络攻击的平均检测时间 (MTTD) 和平均响应时间 (MTTR) 由业界普遍的数天级缩短到分钟级。
- 截止目前，公司 MSS 服务在全国已设立北京、西安、广州、杭州 4 大运营服务中心，累计服务近 100 家客户，在教育、医疗、企业和政务市场建立了数十个标杆，客户数量连续数月增速超过 110%，不仅在中小客户场景得到了客户高度认可，在大型客户场景也有对应模式成功落地。随着 MSS 服务用户数量的不断提升，云端积累的数据和经验也将不断增加，从而带动服务效能和产品竞争力的提升。此外随着公司 MSS 业务的快速发展，有望带动公司订阅式收入占比进一步提高。

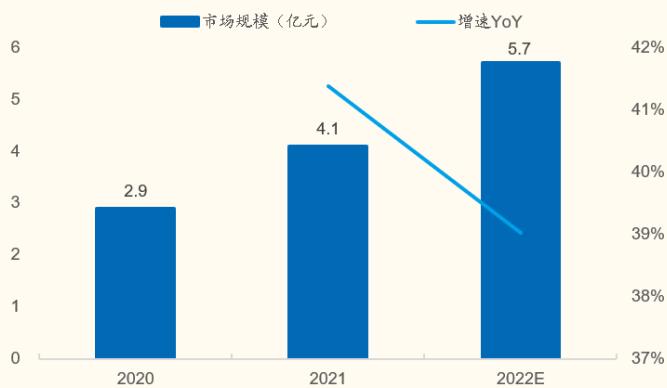
图表 21: 安恒 MSS 服务 “天地人机一体化” 运营机制



来源：公司微信公众号，国金证券研究所

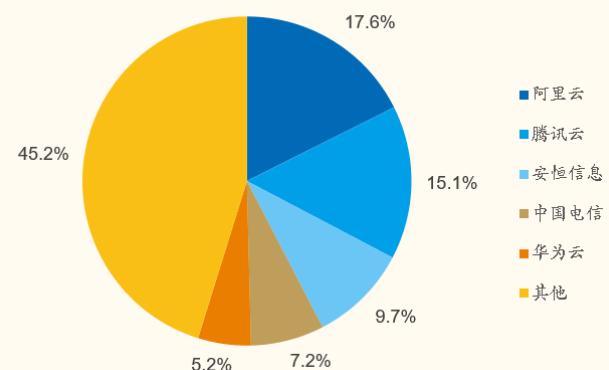
- 我国公有云托管安全服务市场快速增长，公司市占率位居第三。目前我国公有云托管安全服务还处于快速成长期，2021年市场规模约为4.1亿元，同比增长41.6%，公司以9.7%的市占率位居第三，在网络安全厂商中位居第一，充分彰显了公司在MSS领域的技术实力。

图表 22：我国公有云托管安全服务处于快速成长期



来源：中商情报网，国金证券研究所

图表 23：公司市占率位居公有云托管安全服务市场第三

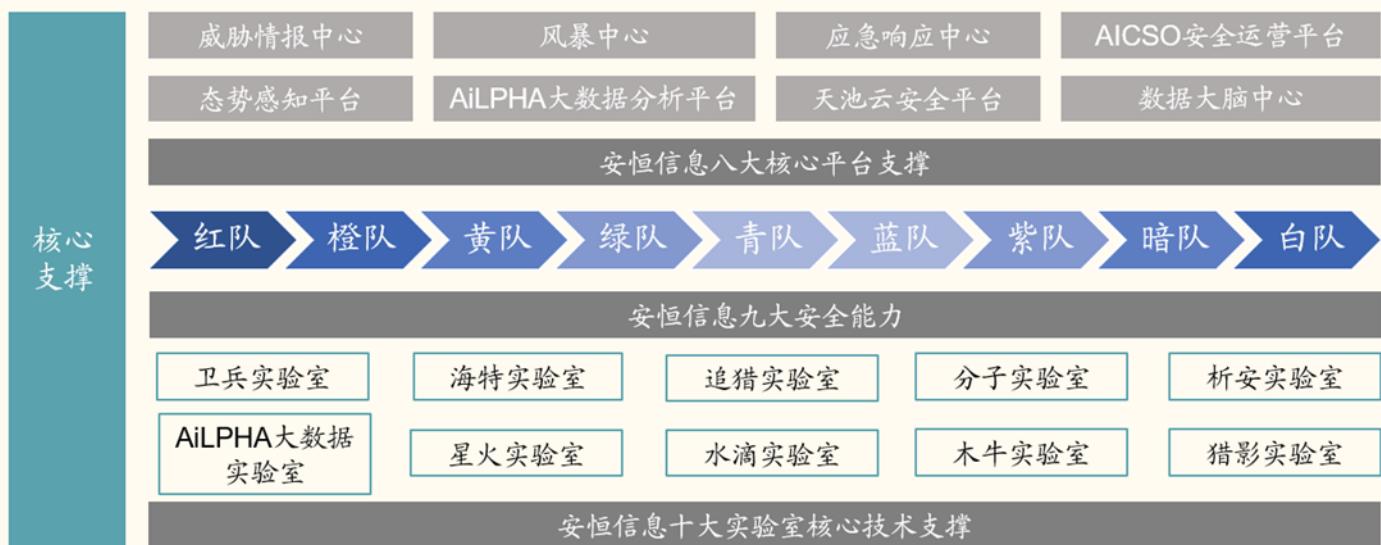


来源：IDC，国金证券研究所

### 2.3 专家服务体系完善，发力城市级安全运营

- 建立业界首创全周期及多交付模式的全新一代安全服务，获得多项行业最高级别服务资质。公司安全服务依托十大实验室、九维安全能力专家、八大核心平台技术支撑保障，基于IPDRO攻防对抗的五个安全运营能力域，建立了业界首创的全周期及多交付模式的全新一代安全服务，其中九维安全能力专家团队从九个不同的维度基本实现了对网络安全攻防全流程的覆盖，此外公司拥有中国信息安全测评中心安全工程类三级、国家计算机网络应急技术处理协调中心网络安全应急服务支撑单位（国家级）、中国网络安全审查技术与认证中心应急处理一级、中国网络安全审查技术与认证中心风险评估一级等在内的多项行业最高级别服务资质，安全服务能力受到广泛认可。

图表 24：公司具备完善专家服务团队



来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司网络安保服务经验丰富，15年安保实战零事故。自2008年至今，公司先后参与了2008年北京奥运会、上海世博会、广州亚运会、连续五届世界互联网大会乌镇峰会、G20杭州峰会、厦门金砖会议、青岛上合峰会、上海国际进口博览会等近百场国家重大活动的网络安保，公司作为国家级核心安保单位，实现了15年安保实战零事故。

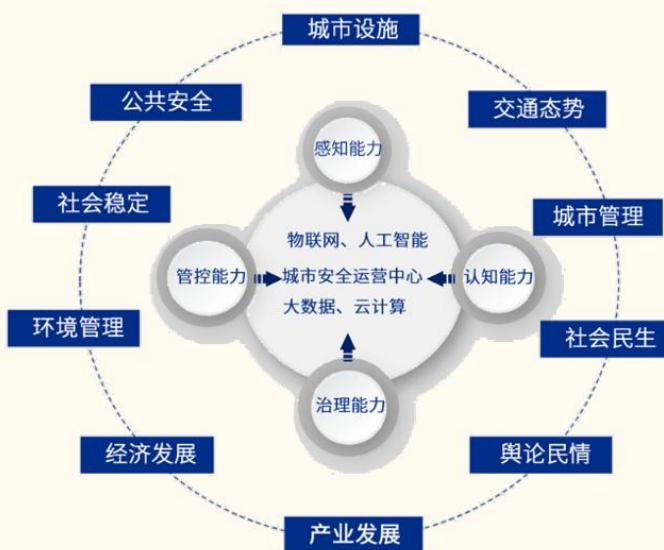
图表 25：公司实现了15年安保实战零事故



来源：公司官网，国金证券研究所

- 以“百城运营”为目标，提供托管式城市级安全运营保障服务。在当前城市数字化、万物互联不断演进的背景下，公司依托互联网、物联网和工业互联网三网合一的态势感知技术，结合玄武盾与安全大脑的能力，利用团队多年国家重大活动网络安保经验，建立城市级安全运营中心，提供全方位的安全运营服务。
- 公司是首批国家级安全运营类一级网络安全企业。目前，公司已拥有杭州、广州、西安、北京四个一级安全运营能力中心，同时拥有上海、长春、济南、辽阳等20多个二级城市级安全运营中心。在十四五规划不断落地、数字经济蓬勃发展、城市数字化转型加速的大背景下，公司以“百城运营”为战略目标，在持续扩大已有安全运营业务的基础上，将向三四线城市不断拓展，通过分布全国各地的安全运营中心，为客户提供全链路的安全运营服务及全方位安全预警、安全处置和安全响应能力。

图表 26: 公司智慧城市安全运营中心助力城市数字化转型



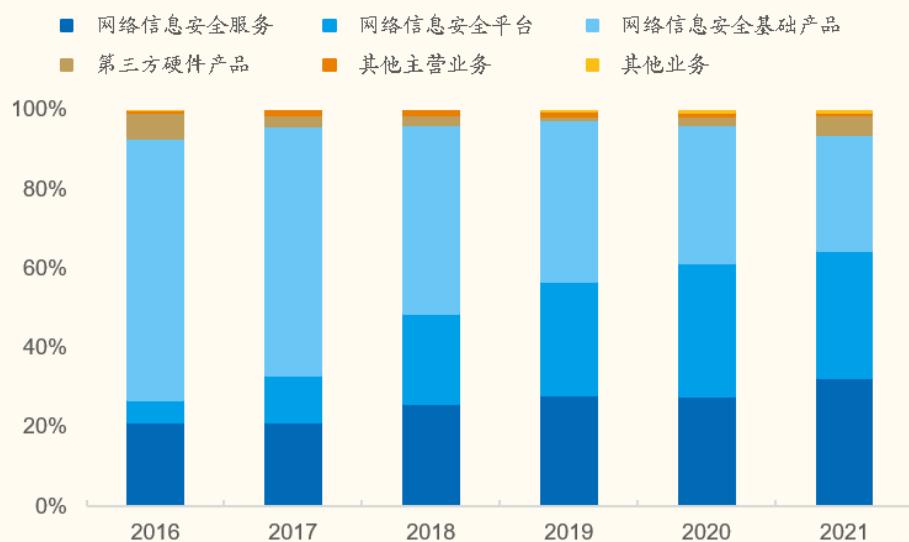
来源：公司官网，国金证券研究所

### 3. 三轮驱动下收入快速增长，向综合型安全厂商转型

#### 3.1 基础产品、平台产品、安全服务是拉动业绩增长的三驾马车

- 公司网络安全基础产品、安全平台、安全服务占比皆在 30%左右。近年来，公司不断加强安全平台业务和安全服务业务的开拓和投入，两者占比不断提升。安全平台业务占比从 2016 年的 5.67%提升至 2021 年的 32.29%，安全服务业务从 2016 年的 21.29%提升至 2021 年的 32.35%。截至 2021 年，公司三部分核心业务占比皆保持在 30%左右，业务结构相对均衡，是拉动公司业绩增长的三驾马车。

图表 27: 基础产品、安全平台、安全服务收入占比均约 30%



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司核心基础安全产品持续多年市场份额领先。公司于成立之初便以应用安全和数据安全作为切入点，推出市场首创性产品数据库审计与风险控制系统和 Web 应用防火墙，此后公司不断拓展边界防护产品体系，陆续推出运维审计与风险控制系统、Web 应用弱点扫描器、信息安全管理等级保护

检查工具箱等多款基础安全产品。公司核心基础安全产品经过多年持续更新和迭代，市场认可度持续保持领先。

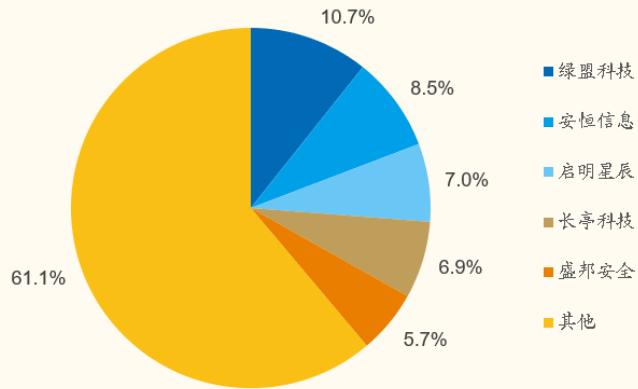
图表 28：公司基础安全产品体系相对完善

分类	二级分类	主要产品
网络信息安全基础产品	网络信息安全防护产品	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
		运维审计与风险控制系统
		APT 攻击（网络战）预警平台
	网络信息安全检测产品	全流量深度威胁检测平台
		Web 应用弱点扫描器
		信息安全等级保护检查工具箱
		远程安全评估系统
		网络安全事件应急处置工具箱
		迷网系统

来源：公司 2022 年半年报，国金证券研究所

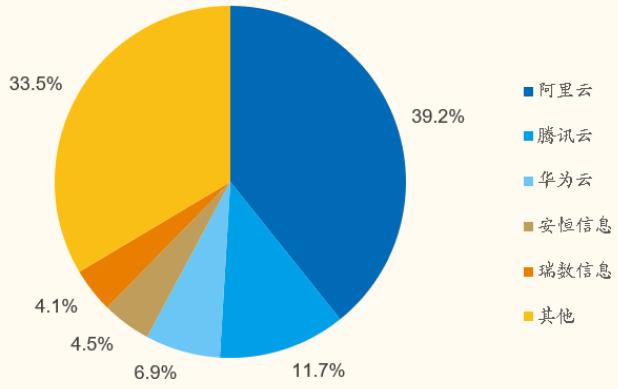
- 公司数据库审计与风险控制系统在数据库审计行业位居国内前三，拥有超过 10 年技术积累和实战经验。该产品能够对进出核心数据库的访问流量进行数据报文字段级的解析操作，完全还原出操作细节，并给出详尽的操作返回结果，以可视化的方式进行访问痕迹呈现。该产品在政府、金融、运营商等行业客户的覆盖率位居国内前列，在赛迪调研中国数据库审计与防护产品市场市占率位居第二，累计销售量超过 50000 套，服务各行业客户 20000 余家，市场地位领先。
- 公司 Web 应用防火墙在硬件 WAF 市场市占率第二，软件 WAF 市场市占率第四。公司 Web 应用防火墙于 2008 年正式发布，2017 年起公司将语义分析、机器学习、行为分析等技术融入 WAF，经过持续的打磨和迭代，公司新一代智能 WAF 广泛应用于政府部门、金融、运营商等众多客户场景。此外，公司 WAF 已上架华为云、亚马逊云等公有云市场，同时广泛应用于金融云、行业云等私有云领域。根据 IDC 数据，2021 年我国硬件 WAF 市场规模超过 2.1 亿美元，同比增长 17.8%，软件 WAF 市场规模超过 1.9 亿美元，同比增长 38.6%。公司在硬件 WAF 市场位居第二，在软件 WAF 市场位居第四，其中前三名均为云计算厂商，公司位列网络安全厂商第一，市场竞争力领先。近年来，公司基础安全产品占比有所下滑，主要是公司发展战略向新兴安全和安全服务有所倾斜，但是公司在基础安全产品领域仍具备领先竞争优势。

图表 29：公司市占率位居硬件 WAF 市场第二



来源：IDC，国金证券研究所

图表 30：公司市占率位居软件 WAF 市场第四



来源：IDC，国金证券研究所

- 投入加大，向“云、大、物、工、智、信、人”领域全面战略升级。公司2021年实现收入18.20亿元，同比增长37.59%，净利润0.14亿元，下降89.71%，主要由于公司在2021年加强了在数据安全、信创安全、终端安全及智能安全网关等战略新方向相关产品的技术研发、市场开拓和管理优化等的投入力度。公司近三年毛利率保持在60%以上，2021年毛利率下滑主要由于涉及安全服务人员的大型平台类产品占比上升，此外公司在西安、深圳建立了运维中心，但在2021年还未产生收入。公司2021年费用端投入加大，与2020年相比，销售、管理、研发费用率合计增长约9pct。
- 根据公司2022年半年报，2022年上半年公司实现收入5.35亿元，同比增长15.78%，实现净利润-3.72亿元，亏损幅度同比扩大约2亿元，公司在报告期内持续推进安全服务业务，云安全、大数据等新一代网络安全产品销量快速增长，但是受到疫情影响，项目的开展和推进有所延误。此外公司在2021年加大投入，成本和费用端存在一定惯性从而影响了2022年上半年的毛利率和净利润。

图表 31：公司近年来收入快速增长



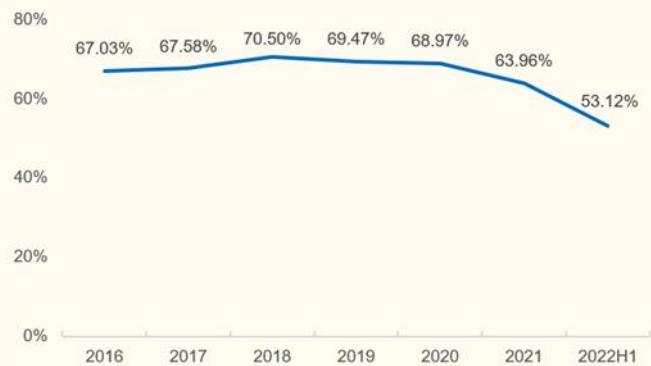
来源：Wind，国金证券研究所

图表 32：投入加大致使2021年利润有所下滑



来源：Wind，国金证券研究所

图表 33：公司近三年毛利率保持在60%以上



来源：Wind，国金证券研究所

图表 34：公司2021年费用端投入加大



来源：Wind，国金证券研究所

### 3.2 监管侧优势显著，不断完善生态合作体系

- 监管侧安全产品顶层规划、设计者，公司在监管侧竞争优势显著。公司从2015年开始加入公安部最初的情报感知平台规划并成为主要的技术支持单位，是公安和网信行业态势感知的主要建设者和推动者。公司参与了多项态势感知行业和国家标准的制定，也是业内少数能够提供从底层数据采集、处理、存储、分析挖掘和上层业务应用建设全方位建设能力的安全企业。公司态势感知产品覆盖数十个省级平台以及近百个地市级平台，多年来在监管客户侧树立了良好的口碑。

- 从各行业营收占比的角度看，根据公司招股说明书，公司 2018 年来自政府的收入占总收入比例为 34.04%，其中公安占比 14.56%，是公司的核心收入来源。多年来公司在监管客户侧积累了丰富的经验，并且技术实力受到了广泛认可，已经形成了一定的用户粘性，有利于后续产品的推广。此外，由于监管侧对于产品的技术硬实力要求相对较高，公司在监管客户侧建立的良好口碑为向其他行业拓展打下了良好基础。
- 发力信创，完善生态合作体系。目前公司已实现基础网络安全产品、云安全产品、大数据安全类产品、商用密码产品等产品领域的全面突破，形成网络安全、数据安全、商用密码应用等综合信创解决方案。公司与飞腾、兆芯、龙芯中科、鲲鹏、海光、申威、麒麟软件、统信软件、卫士通等公司皆开展了战略合作。截至 2022 年上半年，公司已获得 240 余份网安产品与国产芯片、操作系统、数据库及中间件的兼容性互认证明，完成 19 个品类 70 余款型号的国产化规格适配，其中态势感知平台全面兼容鲲鹏、海光、飞腾的技术架构，并在公安、网信、金融行业持续落地。在信创的大背景下，公司持续加大信创产品开发，不断完善自身生态合作体系。信创市场预期为公司打开新的增长空间，公司市场份额有望进一步扩大。

图表 35：公司已形成综合信创解决方案



图表 36：公司已获得 240 余份兼容性互认证明



来源：公司微信公众号，国金证券研究所

来源：公司微信公众号，国金证券研究所

### 3.3 定增补齐产品线，向综合型厂商进军

- 定增补齐基础层安全产品，进一步提升整体竞争力。公司于 2021 年 10 月以 324.23 元/股的发行价定向增发约 411.23 万股，募集资金约 13.33 亿元，其中将投入 1.79 亿元用于新一代智能网关产品的研发及产业化项目。此前公司业务主要集中在应用层安全领域，基础层安全产品市场份额较小，公司完善网关产品核心技术以提升在云计算、大数据、物联网等新兴技术领域综合安全解决方案的完整性和适配性。

图表 37: 公司定增补齐产品线

项目名称		总投资(亿元)	募集资金拟使用额(亿元)
1	数据安全岛平台研发及产业化项目	4.76	4
2	涉网犯罪侦查打击服务平台研发及产业化项目	1.3	1.02
3	信创产品研发及产业化项目	6.21	4.59
4	网络安全云靶场及教育产业化项目	1.58	1.25
5	新一代智能网关产品研发及产业化项目	2.26	1.79
6	车联网安全研发中心建设项目	1.02	0.67
合计		17.14	13.33

来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 公司 EDR 产品迭代至 V3.0 版本, 不断完善投资生态体系。伴随复杂网络环境下高级威胁层出不穷, 终端安全的重要性日益凸显。公司终端安全 EDR 是集成了主机加固与防护、网络加固与防护等功能的主机安全产品, 经过持续的更新迭代, 最新版 EDR V3.0 优化产品特性超过 50 项, 新增核心能力超过 10 种。公司 EDR 产品荣获 2021 年赛可达优秀产品奖, 在 2021《中国数字安全能力图谱》EDR 领域能力者排名以及数世咨询发布的 2021 年度《EDR 能力指南》中均位居行业前三, 还入选了《CCSIP 2021 中国网络安全产业全景图》并在 EDR/主机安全领域排名第一。公司 EDR 产品广泛应用于金融、政务、电信、互联网等领域, 服务各类政企用户超过 10000 家, 产品全面覆盖移动、联通、电信三大运营商。值得注意的是, 公司 EDR 产品于 2021 年入围了央采杀毒软件项目, 并于今年再次入围了中国联通集采, 充分彰显了公司在终端安全领域的优势地位。此外, 公司 2021 年还通过收购弗兰科公司对密码产品体系进行了布局。综上可以看到, 近年来公司通过定增、内部产品持续更迭、外部投资生态持续完善等多种方式不断丰富自身网络安全产品体系, 向综合型厂商进军。

图表 38: 公司 EDR V3.0 版本新增超过 10 项核心能力



来源: 安恒 EDR3.0 线上发布会, 国金证券研究所

■ 行业下游客户需求趋向体系化、实战化, 综合型厂商优势显著。我们认为公司向综合型厂商进军的原因主要有以下两点: 第一, 行业下游客户需求在变化。具体来说, 频发的网络安全事件对行业下游客户产生了一定程度的负面影响, 新兴技术快速发展下网络攻击手段日趋复杂, 各种高级威胁层出不穷, 云化背景下网络安全边界逐渐模糊化, 传统的仅仅依靠单品的“堆砌型”网络安全建设在防御能力上显得“捉襟见肘”, 而综合型厂商产品体系丰富, 能够提供体系化、实战化、具备协同联动能力的完整网络安全建设方案, 更加符合下游客户的新需求; 第二, 从攻防对抗的视角看,

网络安全体系的建设类似于木桶效应，是一个“补短板”的过程，“云、网、边、端”都需要对应的安全产品和服务的支持，任何一块“短板”的存在都可能使得攻击者趁虚而入，体系化的交付方案能够提供全方位、全周期、全链条的安全产品和服务，这也将带动公司订单量快速提升。

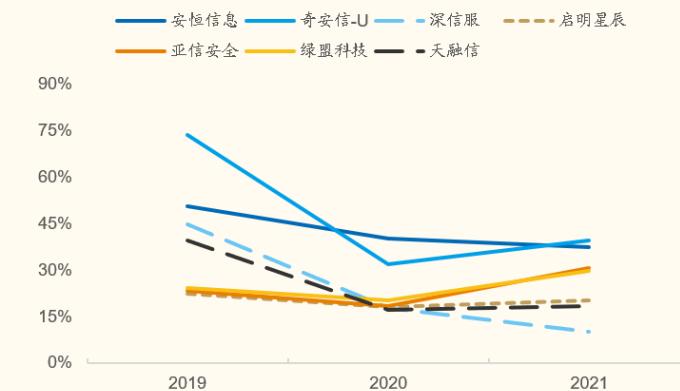
- 公司收入增速行业领先，毛利率和研发投入位居行业高位。与同行业可比公司相比，公司目前收入体量相对较小，收入增速行业领先，2019-2021年收入的CAGR约为39%，毛利率保持在63%以上，2021年公司毛利率仅低于深信服和启明星辰。研发费用率不断上升，2021年研发费用率与深信服和奇安信基本持平。公司向“云、大、物、工、智、信、人”领域进行全面战略升级，形成了以“新场景”及“新服务”为方向的专业安全平台产品和服务体系的综合方案能力，高度契合网络安全发展的新场景和新方向，公司正逐步转型为平台化产品及综合方案服务商，未来有望持续保持快速增长。

图表 39：公司收入体量相对较小（单位：亿元）



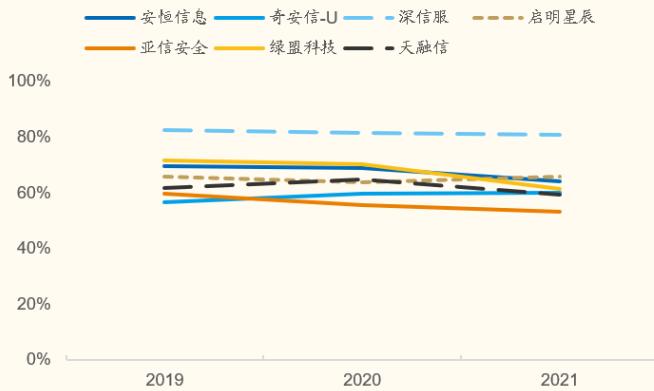
来源：Wind，国金证券研究所

图表 40：公司近年收入增速保持在37%以上



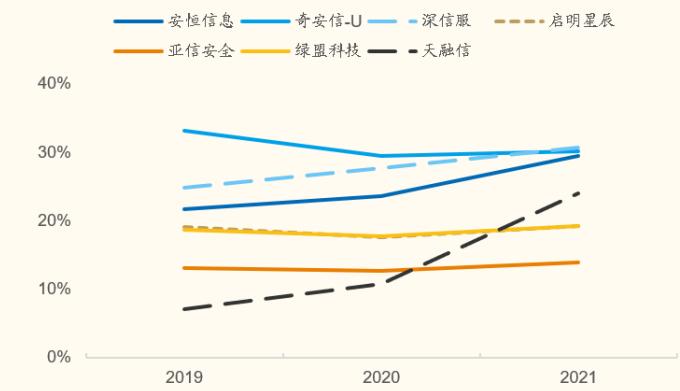
来源：Wind，国金证券研究所

图表 41：公司毛利率保持在63%以上



来源：Wind，国金证券研究所

图表 42：公司研发费用率逐年提升



来源：Wind，国金证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 核心假设

#### 1) 营收&毛利：

- 网络信息安全服务业务：公司2021年在安全服务业务上投入较大，致使2021年安全服务业务毛利率有所下滑。考虑到公司安全服务体系完善，在安全云服务市场市占率领先，公司推出的安全托管运营服务MSS保持快速增长，订阅制收入占比和安全服务业务毛利率有望进一步提升。我们预计公司安全服务业务2022-2024年的增速分别为42.1%、40.5%、39.8%，毛利率分别为51.1%、52.5%、53.3%。

- 网络信息安全平台业务：新兴技术的广泛应用带来众多新的安全场景，公司安全平台业务覆盖云安全、大数据安全、物联网安全等众多新场景，公司打造的各个平台一方面能够实现和生态伙伴的横向兼容，另一方面能够提升用户粘性，更好地满足客户新场景的安全需求；同时考虑到公司安恒云平台、态势感知、大数据安全平台等产品市场竞争力领先，我们预计该业务 2022-2024 年的收入增速分别为 29.5%、30.8%、31.2%，毛利率分别为 73.5%、72.9%、71.6%。
  - 网络信息安全基础产品业务：基础产品业务是公司的基础支撑业务并且核心产品具备较强的竞争能力，公司基础产品主要满足下游客户的合规需要。虽然网络安全下游客户需求逐步向实战化主动防御合法转变，但是合规产品仍然是下游客户网络安全建设的刚需，考虑到下游客户需求将保持相对平稳态势，我们预计该业务 2022-2024 年的收入增速分别为 13.1%、12.7%、12.5%，毛利率分别为 76.9%、76.7%、76.3%。
  - 第三方硬件产品业务：预计公司该业务 2022-2024 年的增速分别为 50.5%、47.3%、43.2%，毛利率分别为 12.5%、12.3%、12.1%。
- 2) 研发、销售、管理费用率：
- 研发费用率：近年来公司研发费用率保持在 20%以上，2021 年公司向“云、大、物、工、智、信、人”领域进行全面战略升级，公司研发投入将持续保持一定的强度，预计 2022-2024 年的研发费用率分别为 23.79%、23.21%、22.82%。
  - 销售费用率：公司近年来销售费率保持在 30%以上，公司平台类产品不断落地、MSS 业务处于快速推广期，我们预计公司 2022-2024 年的销售费用率分别为 32.6%、31.54%、30.31%。
  - 管理费用率：随着公司管理效能以及对管理人员管控能力的逐步提高，我们预计公司 2022-2024 年的管理费用率分别为 8%、7%、6%。
- 3) 投资收益：
- 公司 2021 年投资收益约 7196 万元，主要是公司 2021 年收购参股公司弗兰科，由于分步合并产生投资收益约 7041 万元，考虑到公司于 2021 年 8 月参与认购中国电信首次公开发行战略配售并认购约 1.10 亿股，占公开发行后总股本的 0.12%，并于近期收到其中期分红约 1324.5 万元，我们预计公司 2022-2024 年的投资收益分别为 3400、4500、5700 万元。

#### 盈利预测

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 23.62、30.82、40.39 亿元，净利润分别为 0.3、0.82、1.52 亿元，现价对应 5.2、4、3 倍 PS。

图表 43: 核心估值假设

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入合计 (百万元)	944.03	1322.97	1820.33	2361.74	3081.83	4039.14
$yoy$	50.66%	40.14%	37.59%	29.74%	30.49%	31.06%
毛利率	69.47%	68.97%	63.96%	62.49%	61.61%	60.43%
<b>网络安全信息安全服务业务</b>						
收入 (百万元)	264.03	368.38	588.79	836.67	1175.52	1643.38
$yoy$	62.03%	39.52%	59.83%	42.10%	40.50%	39.80%
毛利率	54.26%	54.05%	50.86%	51.10%	52.50%	53.30%
<b>网络安全信息安全平台业务</b>						
收入 (百万元)	271.66	445.27	587.73	761.11	995.53	1306.14
$yoy$	91.15%	63.91%	31.99%	29.50%	30.80%	31.20%
毛利率	75.16%	75.99%	73.96%	73.50%	72.90%	71.60%
<b>网络安全信息安全基础产品业务</b>						
收入 (百万元)	384.02	461.41	528.38	597.60	673.49	757.68
$yoy$	29.14%	20.15%	14.51%	13.10%	12.70%	12.50%
毛利率	79.32%	79.20%	77.07%	76.90%	76.70%	76.30%
<b>第三方硬件产品业务</b>						
收入 (百万元)	10.28	28.97	93.48	140.69	207.23	296.76
$yoy$	-36.23%	181.97%	222.64%	50.50%	47.30%	43.20%
毛利率	0.71%	13.23%	12.98%	12.50%	12.30%	12.10%

来源: Wind, 国金证券研究所

### 投资建议及估值

我们采用市销率法对公司进行估值, 预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 23.62、30.82、40.39 亿元, 对应 SPS 30.08、39.26、51.45 元/股, 对应 PS 5.2、4、3 倍。

公司发力新兴技术安全以及安全服务, 打造以“新场景”及“新服务”为方向的专业安全平台和服务体系的综合方案能力, 近年来公司收入增速保持在 35% 以上, 正处于快速成长期。公司在销售端和研发端投入力度较大, 导致目前净利润水平相对较低, 因此采用 PS 估值法进行估值。考虑到公司在新兴技术安全领域的竞争优势和领先地位以及中长期的成长性, 叠加公司订阅式收入占比在未来有望进一步提升, 我们选取奇安信、深信服、卫士通、广联达作为可比公司, 给予 2023 年 5 倍 PS, 2023 年的目标价 196.3 元/股, 给予“买入”评级。

图表 44: 可比公司估值比较 (市销率法)

代码	名称	股价 (元)	SPS					PS				
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
688561.SH	奇安信-U	45.24	6.12	8.52	11.77	15.97	21.27	20.60	10.32	3.85	2.83	2.13
300454.SZ	深信服	96.60	13.19	16.37	20.45	26.36	33.74	18.80	11.67	4.72	3.66	2.86
002268.SZ	卫士通	30.49	2.84	3.30	4.43	5.68	7.18	5.87	16.97	6.89	5.36	4.25
002410.SZ	广联达	47.44	3.33	4.68	5.81	7.10	8.58	23.31	13.54	8.17	6.69	5.53
平均值								17.15	13.13	5.91	4.64	3.69
688023.SH	安恒信息	155.01	17.86	23.19	30.08	39.26	51.45	14.56	10.81	5.15	3.95	3.01

来源: Wind, 国金证券研究所 (截至 2022 年 10 月 14 日)

## 5. 风险提示

### ■ 解禁风险

公司有 2168.5 万股首发原股东限售股份将于 2022 年 11 月 7 日上市流通，预计占解禁前流通股的 38.16%，占解禁后流通股的 27.62%，占总股本的 27.62%，该解禁事项可能对公司股价表现产生影响。

### ■ 新兴安全市场竞争加剧风险

近年来，网络安全厂商陆续在新兴安全领域加大投入并逐步形成一定的规模，新兴安全市场竞争程度日益加剧，公司安全平台业务面临一定的竞争风险。

### ■ 研发进展不及预期

云计算、大数据、物联网等新兴技术发展较快，下游客户对于新兴技术安全的需求处于动态的变化之中，若公司安全平台业务研发进展不及预期，可能对相关产品的推广产生一定的影响。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>944</b>	<b>1,323</b>	<b>1,820</b>	<b>2,362</b>	<b>3,082</b>	<b>4,039</b>
增长率	40.1%	37.6%	29.7%	30.5%	31.1%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-288</b>	<b>-411</b>	<b>-656</b>	<b>-886</b>	<b>-1,183</b>	<b>-1,598</b>
%销售收入	30.5%	31.0%	36.0%	37.5%	38.4%	39.6%
<b>毛利</b>	<b>656</b>	<b>912</b>	<b>1,164</b>	<b>1,476</b>	<b>1,899</b>	<b>2,441</b>
%销售收入	69.5%	69.0%	64.0%	62.5%	61.6%	60.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-12</b>	<b>-17</b>	<b>-18</b>	<b>-23</b>	<b>-31</b>	<b>-40</b>
%销售收入	1.2%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>销售费用</b>	<b>-316</b>	<b>-439</b>	<b>-636</b>	<b>-770</b>	<b>-972</b>	<b>-1,224</b>
%销售收入	33.5%	33.2%	34.9%	32.6%	31.5%	30.3%
<b>管理费用</b>	<b>-85</b>	<b>-102</b>	<b>-166</b>	<b>-189</b>	<b>-216</b>	<b>-242</b>
%销售收入	9.0%	7.7%	9.1%	8.0%	7.0%	6.0%
<b>研发费用</b>	<b>-205</b>	<b>-312</b>	<b>-536</b>	<b>-562</b>	<b>-715</b>	<b>-922</b>
%销售收入	21.7%	23.6%	29.4%	23.8%	23.2%	22.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	<b>-191</b>	<b>-68</b>	<b>-35</b>	<b>13</b>
%销售收入	4.1%	3.2%	n.a	n.a	n.a	0.3%
<b>财务费用</b>	<b>3</b>	<b>22</b>	<b>5</b>	<b>-14</b>	<b>-15</b>	<b>-11</b>
%销售收入	-0.3%	-1.7%	-0.3%	0.6%	0.5%	0.3%
<b>资产减值损失</b>	<b>-7</b>	<b>-13</b>	<b>-29</b>	<b>-36</b>	<b>-43</b>	<b>-49</b>
公允价值变动收益	0	1	1	1	2	3
<b>投资收益</b>	<b>-2</b>	<b>3</b>	<b>72</b>	<b>34</b>	<b>45</b>	<b>57</b>
%税前利润	n.a	2.6%	-163.1%	97.4%	48.3%	32.9%
<b>营业利润</b>	<b>92</b>	<b>140</b>	<b>-41</b>	<b>37</b>	<b>94</b>	<b>172</b>
<b>营业利润率</b>	<b>9.8%</b>	<b>10.6%</b>	n.a	1.6%	3.1%	4.3%
<b>营业外收支</b>	<b>-1</b>	<b>-9</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>
<b>税前利润</b>	<b>91</b>	<b>131</b>	<b>-44</b>	<b>35</b>	<b>93</b>	<b>173</b>
<b>利润率</b>	<b>9.6%</b>	<b>9.9%</b>	n.a	1.5%	3.0%	4.3%
<b>所得税</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>55</b>	<b>-3</b>	<b>-9</b>	<b>-17</b>
<b>所得税率</b>	<b>-1.3%</b>	<b>-0.6%</b>	n.a	10.0%	10.0%	10.0%
<b>净利润</b>	<b>92</b>	<b>132</b>	<b>11</b>	<b>31</b>	<b>84</b>	<b>156</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>4</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>92</b>	<b>134</b>	<b>14</b>	<b>30</b>	<b>82</b>	<b>152</b>
<b>净利率</b>	<b>9.8%</b>	<b>10.1%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.3%</b>	<b>2.7%</b>	<b>3.8%</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>货币资金</b>	<b>1,483</b>	<b>1,313</b>	<b>2,014</b>	<b>2,069</b>	<b>2,109</b>	<b>2,155</b>
<b>应收账款</b>	<b>243</b>	<b>347</b>	<b>582</b>	<b>641</b>	<b>718</b>	<b>811</b>
<b>存货</b>	<b>116</b>	<b>115</b>	<b>193</b>	<b>208</b>	<b>240</b>	<b>284</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>12</b>	<b>191</b>	<b>422</b>	<b>466</b>	<b>510</b>	<b>560</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,853</b>	<b>1,967</b>	<b>3,211</b>	<b>3,385</b>	<b>3,578</b>	<b>3,810</b>
%总资产	85.3%	79.8%	66.2%	65.4%	65.2%	65.1%
<b>长期投资</b>	<b>22</b>	<b>145</b>	<b>828</b>	<b>879</b>	<b>940</b>	<b>1,011</b>
<b>固定资产</b>	<b>281</b>	<b>317</b>	<b>468</b>	<b>521</b>	<b>551</b>	<b>577</b>
%总资产	12.9%	12.9%	9.6%	10.1%	10.0%	9.9%
<b>无形资产</b>	<b>10</b>	<b>25</b>	<b>193</b>	<b>216</b>	<b>241</b>	<b>266</b>
<b>非流动资产</b>	<b>319</b>	<b>497</b>	<b>1,641</b>	<b>1,788</b>	<b>1,912</b>	<b>2,043</b>
%总资产	14.7%	20.2%	33.8%	34.6%	34.8%	34.9%
<b>资产总计</b>	<b>2,172</b>	<b>2,463</b>	<b>4,852</b>	<b>5,173</b>	<b>5,490</b>	<b>5,852</b>
<b>短期借款</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>216</b>	<b>258</b>	<b>255</b>	<b>152</b>
<b>应付款项</b>	<b>187</b>	<b>222</b>	<b>316</b>	<b>348</b>	<b>407</b>	<b>485</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>289</b>	<b>451</b>	<b>524</b>	<b>648</b>	<b>811</b>	<b>1,031</b>
<b>流动负债</b>	<b>499</b>	<b>695</b>	<b>1,056</b>	<b>1,253</b>	<b>1,473</b>	<b>1,668</b>
<b>长期贷款</b>	<b>107</b>	<b>85</b>	<b>619</b>	<b>687</b>	<b>687</b>	<b>687</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>16</b>	<b>11</b>	<b>67</b>	<b>71</b>	<b>76</b>	<b>83</b>
<b>负债</b>	<b>622</b>	<b>791</b>	<b>1,742</b>	<b>2,011</b>	<b>2,237</b>	<b>2,439</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,550</b>	<b>1,669</b>	<b>3,091</b>	<b>3,142</b>	<b>3,232</b>	<b>3,388</b>
其中：股本	74	74	79	79	79	79
未分配利润	209	303	299	330	400	536
少数股东权益	0	3	18	19	21	25
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,172</b>	<b>2,463</b>	<b>4,852</b>	<b>5,173</b>	<b>5,490</b>	<b>5,852</b>

**比率分析**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.245	1.811	0.176	0.388	1.042	1.933
每股净资产	20.930	22.537	39.379	40.022	41.169	43.157
每股经营现金净流	2.923	3.780	-0.781	2.503	3.637	5.105
每股股利	0.378	0.200	0.000	0.000	0.150	0.200
<b>回报率</b>						
净资产收益率	5.95%	8.03%	0.45%	0.97%	2.53%	4.48%
总资产收益率	4.25%	5.44%	0.28%	0.59%	1.49%	2.59%
投入资本收益率	2.34%	2.43%	1.23%	-1.49%	-0.75%	0.27%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	50.66%	40.14%	37.59%	29.74%	30.49%	31.06%
EBIT增长率	139.31%	10.53%	-544.67%	-64.29%	-48.72%	-135.93%
净利润增长率	19.96%	45.43%	-89.71%	120.35%	169.00%	85.43%
总资产增长率	143.55%	13.39%	96.98%	6.61%	6.14%	6.60%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	71.7	66.3	75.0	84.0	75.0	66.0
存货周转天数	104.2	102.6	85.8	88.0	78.0	70.0
应付账款周转天数	157.6	145.6	119.2	117.0	104.0	93.0
固定资产周转天数	108.5	85.0	88.2	72.8	61.1	50.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-87.26%	-82.30%	-50.51%	-48.89%	-49.73%	-52.65%
EBIT利息保障倍数	-13.8	-2.0	37.5	-4.8	-2.3	1.1
资产负债率	28.63%	32.12%	35.91%	38.89%	40.74%	41.68%

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	19	22	52
增持	0	0	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.14</b>	<b>1.12</b>	<b>1.00</b>

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认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