

盛世之下，安邦固本

2023 年 10 月 26 日

➤ **网络空间地图是未来网络空间安全的基础设施，公司发布国内首个网络空间地图打开超 50 亿蓝海市场，卫星互联网安全检测及防护技术已经处于产业化阶段。**在俄乌冲突网络军备、网络空间监管等需求带动下，网络空间安全重要性显著提升。网络空间地图是网络空间安全的重要基础设施，国内 2026 年市场规模超 50 亿元，2023-2026 复合增速约 50%，盛邦安全作为国内首发网络空间地图的行业领军者有望率先受益，公司已经形成成熟的网络空间安全解决方案，公司在公共安全、金融、教育、电力、运营商等行业都已经网络空间安全标杆项目落地。公司卫星互联网相关技术包括围绕卫星互联网的体系结构、拓扑部署、脆弱性等开展形成卫星互联网的网络空间态势。

➤ **自主研发安全 OS 提供业务扩张动力，与公安部第一研究所合作网盾 K01 彰显公司技术实力。**公司与公安部第一研究所合作研发网盾 K01 是集安全情报的态势感知、溯源画像、旁路阻断及专家研判等功能于一体的综合防护系统，或成为各行业重要网安产品。公司建立 RayOS 安全系统平台，采取“基座+能力模型+业务模型”的类积木形式研发模型，实现基础能力复用，实现对市场需求的快速响应和低成本开发，RayOS 平台能力复用、高效开发的特点使得公司毛利率显著高于行业平均水平，研发费用率显著低于行业平均水平，净利率显著高于行业平均水平。公司借助 RayOS 实现由漏洞扫描产品与上下游安全防御和溯源管理产品延伸，并结合行业客户需求形成业务场景产品和解决方案，当前公司以直销为主，客户主要为关基单位和网安大厂，通过募投有望持续扩大网络安全产品和业务场景化安全产品及解决方案的覆盖行业。

➤ **网安上游核心供应商，参与多项标准制定，盈利能力较为突出。**公司成立于 2010 年，主营业务为网络基础产品、业务场景产品和解决方案以及网络安全地图，参与多项行业标准制订，是国家级“专精特新”小巨人。上市以来，公司经历三个阶段，第一阶段是技术产品化阶段（2010-2015），公司主要是做“精”精准检测和精准防御两大核心基础能力；第二阶段是产品场景化阶段（2015-2019），公司基于精准检测和精确防御的两大核心基础能力，公司深入行业 and 用户业务场景，形成了针对监管行业、电力能源、金融科技等行业的场景化解决方案；第三阶段是产品装备化阶段（2019 至今），公司开启网络空间安全第二增长极。公司 2020-2022 年收入/归母净利润复合增速分别为 24.66%/21.35%，毛利率/净利率稳定在 75%+/20%左右，盈利能力较为突出。

➤ **投资建议：**公司作为网安专精特新小巨人，凭借自主研发安全 OS 实现基础能力复用、高效开发帮助公司更好开展业务和保持盈利能力，而网络空间地图在作为网络空间安全的基础设施有望迈向渗透率 0 到 1 的拐点，目前可比公司 2023、2024 年平均 PE 分别为 152X、49X，盛邦安全 2023、2024 年 PE 分别为 63X、47X，估值仍有提升空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧，新品研发不及预期，客户资本开支不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	236	333	471	669
增长率 (%)	16.6	40.8	41.6	42.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	46	68	91	131
增长率 (%)	-3.3	46.3	34.5	43.9
每股收益 (元)	0.61	0.90	1.21	1.73
PE	92	63	47	32
PB	15.7	4.2	3.8	3.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 26 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

56.08 元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

目录

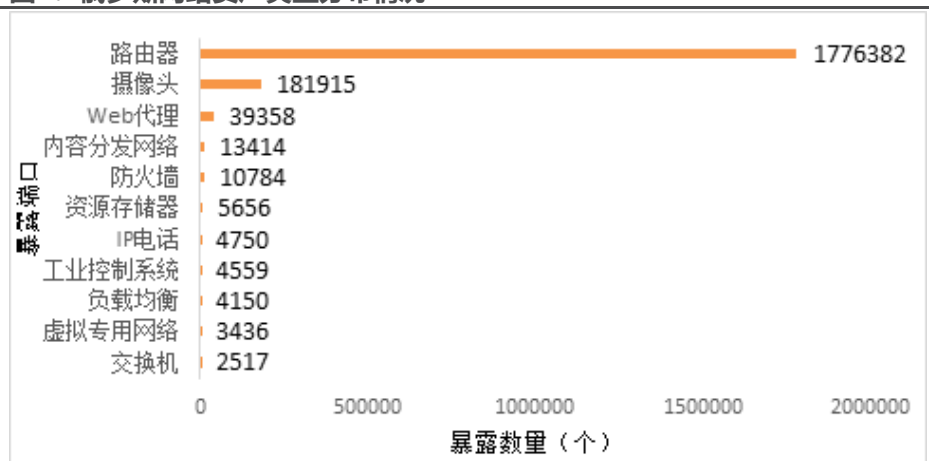
1 网络空间地图保护第五维空间安全	3
1.1 国内外网络空间安全需求与日俱增	3
1.2 网络空间地图是网络空间安全的重要基础设施	3
1.3 公司是国内网络空间地图行业领军者	5
1.4 公司率先布局卫星互联网安全检测及防护技术	7
2 自主研发安全 OS 提供业务扩张动力	8
2.1 与公安部合作 K01 网盾证明公司综合实力	8
2.2 自主研发安全 OS 打造高利润率水平	8
2.3 公司以漏洞扫描产品为核心，逐步扩大业务面	10
2.4 与关基单位和网安大厂深度合作，市场空间稳步增长	14
3 矛与盾兼顾，顺应网安发展趋势	16
3.1 进入产品装备化阶段，股权结构高度集中	16
3.2 国内领先的网络安全厂商	17
3.3 近三年营收稳步增长，研发保持高效率	18
4 盈利预测	21
4.1 盈利预测假设与业务拆分	21
4.2 估值分析	22
4.3 投资建议	23
5 风险提示	24
插图目录	26
表格目录	26

1 网络空间地图保护第五维空间安全

1.1 国内外网络空间安全需求与日俱增

网络空间安全就是数字资产安全。2016 年 12 月发布的《国家网络空间安全战略》指出，网络空间由互联网、通信网、计算机系统、自动化控制系统、数字设备及其承载的应用、服务和数据等组成。网络空间资产呈现范畴广、数量大、变化快、种类多、监管难等特点，面临供应链安全、勒索病毒、错误配置、敏感数据泄露等风险。如俄乌冲突中“匿名者”组织频繁攻击俄罗斯网络资产，通过攻击摄像头、工控网关等设备导致服务器被入侵、瘫痪等。

图1：俄罗斯网络资产类型分布情况



资料来源：绿盟科技研究通讯，民生证券研究院

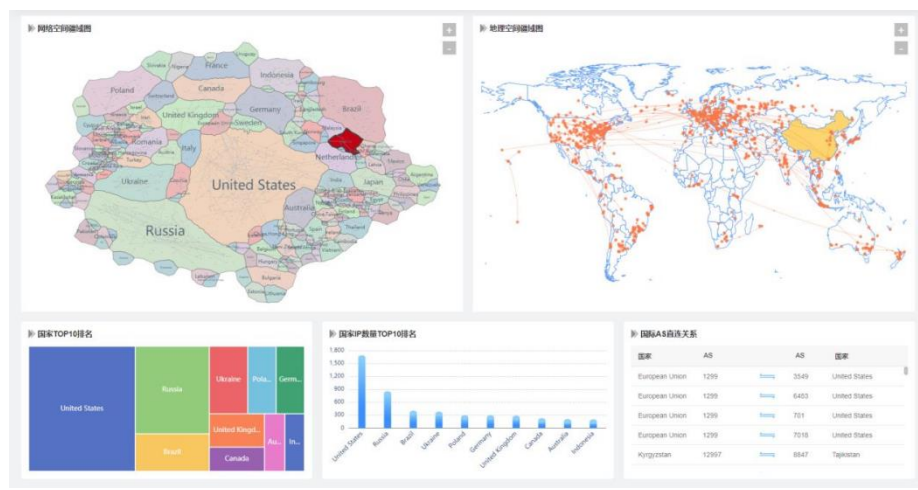
全球网络空间安全治理需求在不断提升。据网络空间安全治理研究公众号，全球网络冲突加剧，冲突和冲突思维充分蔓延到网络空间，世界上已经有 53 个国家宣布自己拥有网络作战部队或者显示出具备开展网络攻击的能力。另一方面，网络空间数字立法趋势持续，各国以反垄断、数据安全、隐私保护的名义加强数字立法，以美国为主的全球平台企业继续承压；网络犯罪、虚假信息持续增加，也使得各国积极监管网络空间。据 IDC《中国网络空间地图市场洞察，2022》，未来 5 年全球开发和部署的应用与服务数量将达到 5 亿个以上，其中，中国将达到 1 亿以上；到 2025 年，全球 IoT 连接的设备数量将达到 519 亿台，中国将达到 80 亿台；同时，IPV6 已经在全球范围内广泛使用，网络空间资产纷繁复杂；网络空间安全需求有望快速提升。

1.2 网络空间地图是网络空间安全的重要基础设施

网络空间地图是一种基于系列测绘技术，反映网络空间中各种信息实体的地理位置、逻辑关系、通联结构及变化状态的可视化地图。狭义的网络空间地图主

要基于 IP 地址或物理节点展示网络对象与地理坐标的对应关系，强调其物理空间的归属感；而广义上的网络空间地图则更加立体，具有多层次、多维度特点，可以将传输网、IP 网、设备组成、系统服务、业务通联、安全动态乃至社交热点等跨越物理域、逻辑域、认知域的信息进行有机组织、分层叠加投射至地图之上。

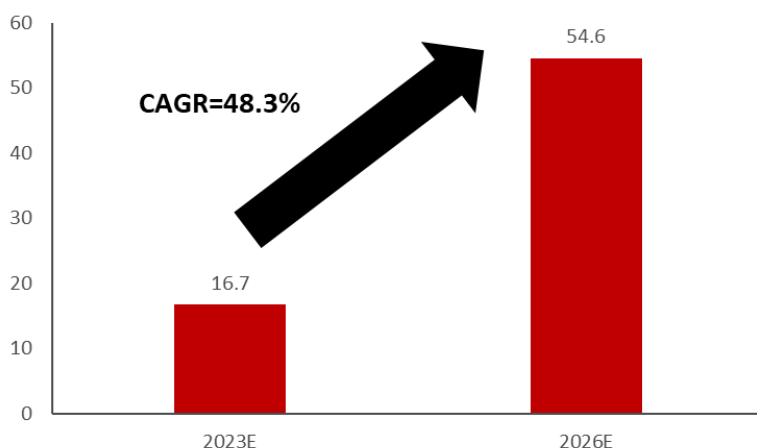
图2：盛邦安全网络空间地图系统界面图



资料来源：盛邦安全招股说明书，民生证券研究院

网络空间地图是网络空间安全的重要基础设施，国内 2026 年市场规模超 50 亿元，复合增速约 50%。与传统物理世界“高德地图”、“百度地图”等地图的重要性一样，在网络虚拟空间中，地图同样起着重要的作用。可视化的网络空间包含网络空间的万事万物及其关联关系，能够帮助我们了解网络空间资产的位置、运行状况等重要信息，把数字世界显性的、有层次的展现出来，达到可视化、可度量的地步。网络空间地图对维持数字世界秩序、提升网络空间管理效率、应对网络攻击等都具有重要价值，将成为网络空间的基础设施之一。根据 IDC《中国网络空间地图市场洞察，2022》，未来几年网络空间地图重要性不断突显，预计 2026 年市场规模将达到 54.6 亿元人民币，复合增长率达到 48.3%。

图3：中国网络空间地图市场规模（单位：亿元）



资料来源：IDC，民生证券研究院预测

1.3 公司是国内网络空间地图行业领军者

公司开展了全量 IPv4、IPv6 地址持续性测绘工作，已经构建完成全球性网络空间资产地图，能够以精准有效的网络空间立体地图实时感知全球网络空间数字资产，全国首发网络空间地图——网络空间坤舆图。公司网络空间地图体系技术的主要特点如下：

1) 全面识别资产：公司已积累了 16W+ 资产指纹，能识别绝大多数主流软硬件产品，资产指纹包括路由交换设备、安全防护设备、工业控制设备、物联网设备、网络摄像头、网络打印机等，涉及通信、工控、区块链、IOT、视频在内的 33 大类，735 个子类，覆盖 6000 余家厂商；

2) 高精 IP 定位：利用公司自研可控的高性能可编排的主被动测绘引擎，针对网络空间中的 IP 归属与定位进行专项测绘，实现虚拟空间与现实世界的指向性映射；

3) 网络资产入网感知：网络资产的指纹识别及暴露面风险评估方法模块可针对客户互联网资产进行持续性监测，第一时间发现资产的开放端口及开放服务的变动情况，持续对网络资产进行管理；

4) 网络风险漏洞评估及响应：当新漏洞（0Day/1Day 漏洞）出现后，能够在 4 小时完成全网探测，准确评估漏洞影响的主机、单位和行业，并在 2 小时内对客户发出预警；

5) 网络空间映射：通过网络疆域地图的构建技术、网络疆域地图的坐标连续性调整技术、基于网页图标的设备识别技术、网络空间内基于暴露面的社会组织识别方法及系统，构建了多维的全球网络空间立体地图。

2022 年 9 月，盛邦安全发布国内首个网络空间地图——网络空间坤舆图，该地图为国内首个全球网络空间地图，在关键基础设施摸清家底、IPv6 普及率统计及信息化程度度量、供应链关系梳理及风险态势感知、网络空间挂图作战等多种场景中具有巨大的应用潜力，为新基建提供数字安全底图。

图4：盛邦安全网络空间坤舆图

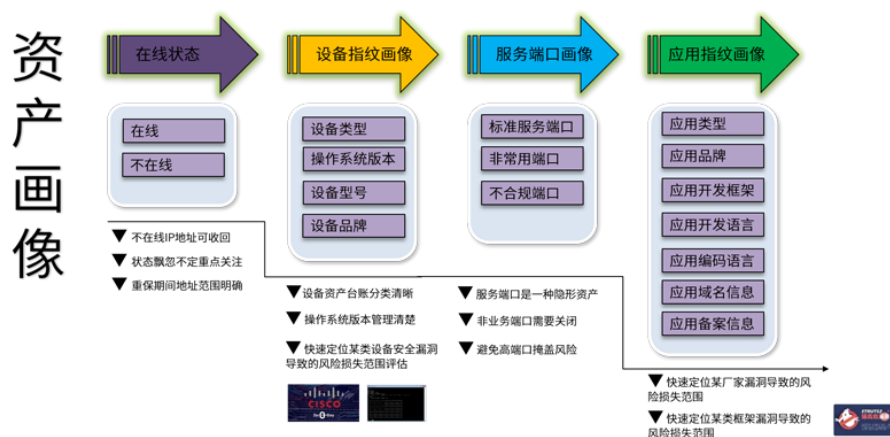


资料来源：盛邦安全微信公众号，民生证券研究院

公司已经形成成熟的网络空间安全解决方案，标杆项目在各行业持续落地。

1) 在网络空间资产测绘方面：网络空间探测系统是盛邦安全网络空间中的各种问题研发的综合资产发现与资产管理系统。平台对网络空间的资源信息采用主动探测方式进行探测发现学习，并结合漏洞发现检测技术和数据情报分析技术进行数据整合汇总统计，它是一款集资产普查、风险探测、风险管理于一体的网络空资源探测系统。

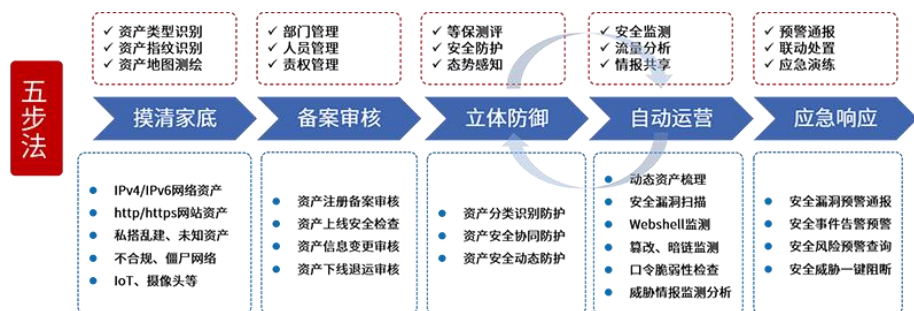
图5：网络空间资产测绘方案



资料来源：盛邦安全官网，民生证券研究院

2) 在网络资产安全治理方面：盛邦安全结合自身多年在教育行业网络安全建设与保障实践中积累的丰富经验，以资产治理“五步法”理论为核心，帮助用户构建“摸清家底、备案审核、立体防御、自动运营和应急响应”为一体的闭环式网络资产安全综合治理体系，有助于提升教育行业用户网络资产动态梳理能力、主动防御能力和应急响应处置等能力。

图6：盛邦安全五步法网络资产安全治理方案

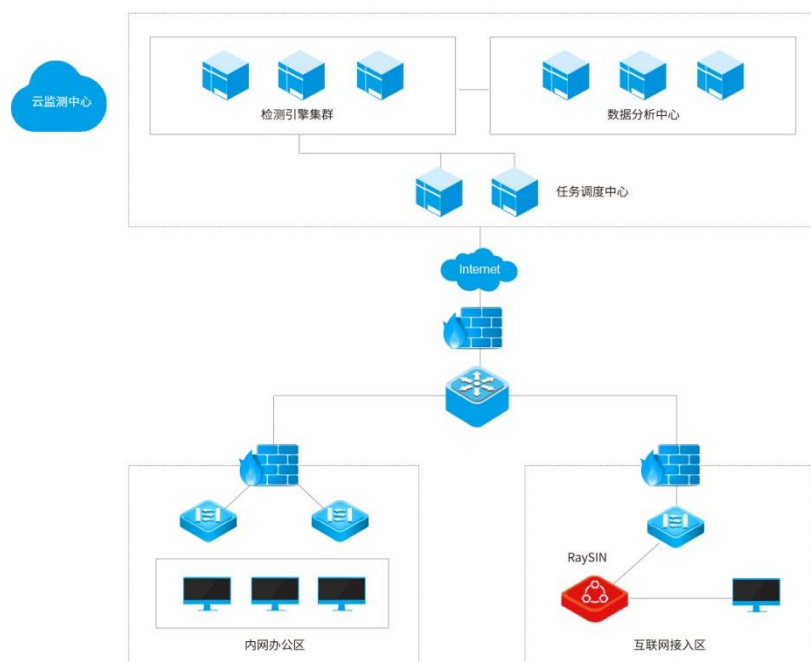


资料来源：盛邦安全官网，民生证券研究院

3) 在互联网敏感信息监测方面：盛邦安全针对泄露或暴露在互联网侧的网络资产、社会资产、社工情报等信息进行排查，提前防范，降低攻击风险的平台。它通过自动化的方式，融合渗透攻防经验，模拟黑客在搜索引擎、文库、代码托管、第三方共享平台等渠道进行信息搜集的方式，获取用户单位泄露在互联网侧的组织结构、技术方案、员工通讯录、用户名密码、系统源码、网络资产等容易被攻击者作为突破口的敏感信息。同时将搜集到的敏感信息利用大数据手段进行

关联分析，帮助用户摸底敏感信息暴露情况，发现未知资产，排查敏感信息泄露，减小威胁暴露面。

图7：盛邦安全互联网敏感信息监测典型部署



资料来源：盛邦安全官网，民生证券研究院

公司在公共安全、金融、教育、电力、运营商等行业都已经拥有网络空间安全标杆项目落地，卫星互联网测绘技术正在产业化阶段。公司围绕卫星互联网的体系结构、拓扑部署、脆弱性等开展形成卫星互联网的网络空间态势，率先在互联网卫星领域布局安全检测及防护技术。

1.4 公司率先布局卫星互联网安全检测及防护技术

公司率先在卫星互联网领域布局安全检测及防护技术，已经处于产业化阶段。公司卫星互联网相关技术包括围绕卫星互联网的体系结构、拓扑部署、脆弱性等开展形成卫星互联网的网络空间态势。此外，凭借对网络安全漏洞的长期技术积累，公司通过漏洞识别评估发展出包括已知漏洞收集技术、未知漏洞收集技术、网络目标识别技术、漏洞环境仿真技术、海量数据关联分析技术、5G/6G 卫星互联网漏洞分析技术等脆弱性检测技术。

表1：盛邦安全与卫星互联网相关的专利

专利名称	专利号	申请日	授权公告
卫星网络拓扑的隐藏方法及装置	ZL202210392887.8	2022/04/15	2022/07/01
卫星网络拓扑测量方法、装置、电子设备及存储介质	ZL202210478222.9	2022/05/05	2022/07/29

资料来源：盛邦安全招股说明书，民生证券研究院

2 自主研发安全 OS 提供业务扩张动力

2.1 与公安部合作 K01 网盾证明公司综合实力

据盛邦安全招股说明书，公司与公安部第一研究所共同研发了一款网络安全防护类设备网盾 K01。据云天安全，网盾 K01 针对网络边界防护设计，依托政府网站综合防护系统（简称网防 G01）约 5 万防护终端实时感知互联网安全威胁，采用大数据情报分析、多源融合等多项技术，融合产业界顶尖的安全情报能力在网络边界进行基于情报的研判、预警和威胁拦截，实现了情报的有效落地和防护边界的前移，并最终形成了集安全情报的态势感知、溯源画像、旁路阻断及专家研判等功能于一体的综合防护系统，具备全面的情报发现运用能力及灵活的拓扑场景适应性，可以在各个行业的不同业务场景下发挥及时有效的安全防护作用。

图8：网盾 K01



资料来源：云天安全，民生证券研究院

公司与公安部第一研究所签订了合作协议，协议约定的主要内容如下：

1) 公安部第一研究所及公司签订了网络攻击阻断系统(网盾 K01)合作协议，约定对网盾 K01 进行联合开发，公安部第一研究所负责产品设计、搭建威胁情报运营后台，确保平台稳定运行，并提供持续的威胁情报数据；公司负责网盾 K01 设备端的管理软件开发并提供设备端检测引擎，确保设备及引擎的正常运行；双方共同推进产品的市场推广及宣传工作。

2) 双方合作研发形成“网盾 K01”产品的商标权、云端威胁情报运营平台和情报数据知识产权、计算机信息系统安全专用设备销售许可证归公安部第一研究所所有，设备端的攻击威胁监测与阻断引擎、管理系统软件知识产权归公司所有。

2.2 自主研发安全 OS 打造高利润率水平

公司建立 RayOS 安全系统平台，采取“基座+能力模型+业务模型”的类积木形式研发模型，实现基础能力复用，实现对市场需求的快速响应和低成本开发。公司自主研发的统一操作系统平台 RayOS，通过建立适配国产化、云化及虚拟化

的通用基础操作系统，适配不同的应用场景。基于 RayOS 平台，公司将网络安全共性能力组件化、模块化，提高复用性，缩短研发工时，提高研发效率；“能力模型”是以漏洞为核心的六大检测能力，及以模块化引擎和一体化策略为核心的高速数据包转发处理能力；“业务模型”是针对不同场景、不同客户，建立不同场景化的安全能力模型。公司的软件开发流程为结合 IPD 软件开发流程及 CMMI 管理标准实践出的研发管理流程，能实现准确、快速、低成本、高质量地推出产品并完成稳定交付，被评选为华为优秀供应商、新华三优秀供应商。

图9：公司研发模型

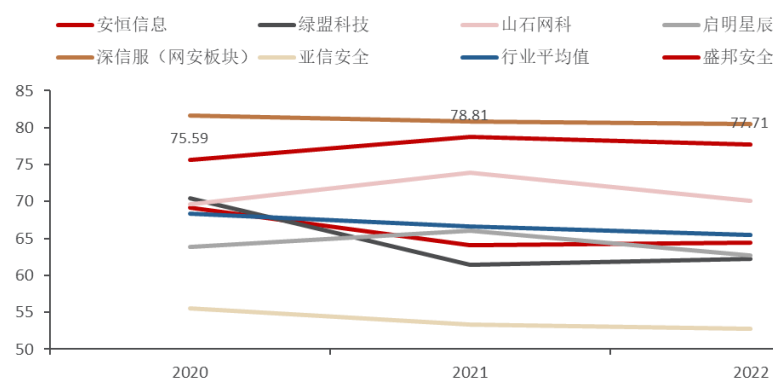


资料来源：盛邦安全招股说明书，民生证券研究院

RayOS 平台能力复用、高效开发的特点使得公司毛利率显著高于行业平均水平，研发费用率显著低于行业平均水平，净利率显著高于行业平均水平。以盛邦安全招股说明书选取的安恒信息、绿盟科技、山石网科、启明星辰、深信服、亚信安全为可比公司：

1) 毛利率：2020-2022 年可比公司平均毛利率分别为 68.36%、66.61%、65.46%，同期盛邦安全毛利率分别为 75.59%、78.81%、77.71%，RayOS 安全平台研发成果复用，缩短研发工时等特点使得公司毛利率显著高于行业平均水平。

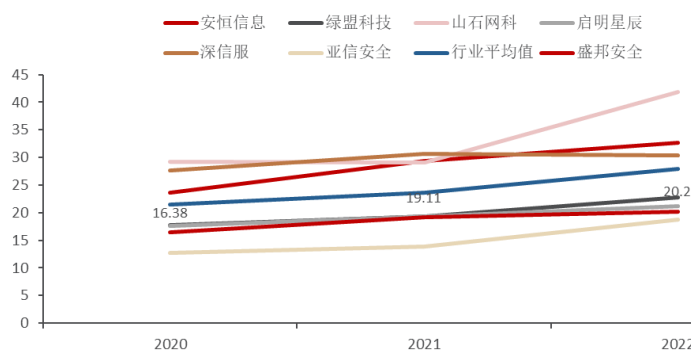
图10：盛邦安全与可比公司毛利率 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

2) 研发费用率：2020-2022 年可比公司研发费用率平均值分别为 21.43%、23.62%、27.90%，同期盛邦安全研发费用率分别为 16.38%、19.11%、20.2%，公司 RayOS 安全平台研发成果复用、研发效率提升等特点显著降低研发费用率。

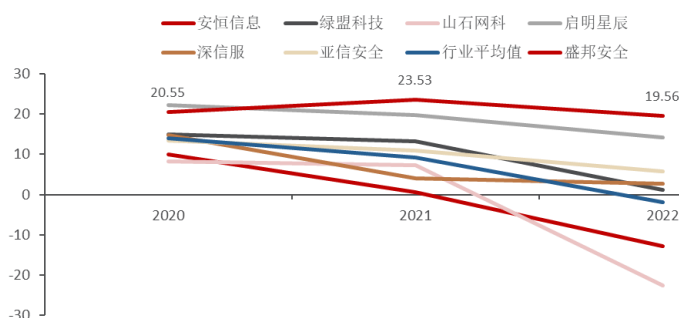
图11：盛邦安全与可比公司研发费用率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

3) 净利率：2020-2022 年可比公司净利率平均值分别为 13.94%、9.27%、-1.99%。同期盛邦安全净利率分别为 20.55%、23.52%、19.56%，公司 RayOS 高毛利率+低研发费用率使得公司净利率水平显著超过行业平均水平。

图12：盛邦安全与可比公司净利率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 公司以漏洞扫描产品为核心，逐步扩大业务面

公司漏洞扫描技术水平处于行业前列，具有超 140 项专利和计算机软件著作权。公司是国家级网络安全应急服务支撑单位（全国共 13 家）、国家网络与信息安全信息通报机制技术支持单位、工信部移动互联网产品漏洞库特设组建设运维支撑单位、工业和信息化部移动互联网 APP 产品安全漏洞库（CAPPVD）技术支持单位；是国家信息安全漏洞共享平台（CNVD）2020 年原创漏洞发现突出贡献单位，发现并报送的漏洞为 2021 年度最具价值漏洞。截至 2023Q1，公司已获发明专利 25 项，计算机软件著作权 122 项，已掌握了漏洞及脆弱性检测技术、应用安全防御技术、网络空间测绘技术、基于威胁情报的大数据安全分析技术、卫星互联网测绘技术等领域共计 30 项关键核心技术。

公司由漏洞扫描产品为核心，向管理溯源产品和安全防御产品延伸，目前都已经处于领先地位。根据 TCP/IP 协议，计算机网络体系结构分为四层，分别为链路层、网络层、传输层、应用层，近年来网络安全行业朝着攻防实战化方向演变，应用层承受了绝大多数的网络攻击，相关安全需求不断提升。公司以漏洞扫描（安全检测）为技术核心，向安全防御和溯源管理延伸，打造全周期产品架构，部分细分领域具有较高市场地位。

表2：公司主要基础安全产品市场份额与排名情况

产品类别	产品名称	市场份额与排名	数据来源
安全检测类	漏洞扫描评估系统	2021 年度市场占比 5.6%，排名第 3；	IDC
		2020 年度市场占比 6.3%，排名第 4；	
		2019 年度市场占比 2.2%，排名第 5	
安全防御类	Web 应用防护系统 (硬件 WAF)	2021 年度市场占比 5.7%，排名第 5；	IDC
		2020 年度市场占比 7.1%，排名第 5；	
		2019 年度市场占比 5.5%，排名第 4。	
管理溯源类	态势感知系统	2021 年入选 IDC 中国态势感知解决方案市场厂商评估报告，位居“主要厂商”象限；	IDC
		2018 年入选 IDC 中国网络安全风险态势感知系统创新者；	
		2017 年入选 IDC 大数据安全创新者。	

资料来源：盛邦安全招股说明书，民生证券研究院

公司安全检测产品基本覆盖市场主流产品形态和业务场景，具有漏洞规则库丰富且更新及时，适配对象范围广、漏洞检测能力强等特点。经过多年的研发和实践积累，公司形成了全面丰富的漏洞规则库，漏洞 18W+ 条，扫描对象涵盖常见的主机、操作系统、数据库、应用软件、云计算平台等。公司基于国际漏洞通用评分标准 CVSS 以及资产等级，量化评估目标主机和网络的安全风险，并通过自主研发的网络质量自动感知模块，将网络漏洞检测率提高 20% 以上。公司漏洞扫描知识库和检测规则每周定期升级，且重大漏洞的升级在全球首次发现后可保持及时更新。公司具备全面的系统漏洞检测能力，检测范围覆盖通用操作系统、网络安全设备、物联网设备、工控设备、移动设备、虚拟化平台、大数据组件、信创设备，能够全面满足关键信息基础设施新技术、新应用的安全检测需求，漏洞扫描范围覆盖 OWASP TOP 10 的 Web 漏洞，例如：SQL 注入、跨站脚本攻击（XSS）、跨站请求伪造（CSRF）、弱密码等，同时，系统还具备专业高效的 0Day/1Day/NDay 漏洞检测能力。

表3：盛邦安全安全检测类产品

主要产品	产品简介	产品形态	场景及解决问题
一体化漏洞扫描评估系统	通过漏洞挖掘等关键技术对目标进行脆弱性检测，并提供修复建议，为用户提供持续的、高品质的脆弱性评估服务，检测对象包括操作系统、交换机和路由器等网络设备、防火墙、物联网设备、安防设备、移动设备、系统中间件和数据库（包含国产数据库）等。	软硬一体化设备/软件/虚拟化	应用场景： 主要应用于各行业企事业单位，用于对网络内部的漏洞风险自查、定期检测与管理，也可以用于监管机构对下级单位的安全监督与检查。 解决问题： 帮助用户提供漏洞检测能力和修复建议，指导用户消除安全风险。

Web 应用扫描及监控系统	利用漏洞产生的原理和渗透测试的方法，对 Web 应用进行深度的弱点探测，可帮助应用开发者和运维者检测基于 Web 应用系统的脆弱性，为改善并提高应用系统安全性提供建议。	软硬一体化设备/软件/虚拟化	应用场景： 主要应用在各行业企事业单位，用于对 Web 应用系统，如门户网站、在线业务系统、OA 办公系统的 Web 漏洞风险检查。 解决问题： 帮助用户发现 Web 应用系统漏洞风险并提供修复建议，指导用户消除安全风险。
工业互联网专用漏洞扫描系统	针对工业控制系统进行漏洞扫描与评估，支持对国内外常见厂商如西门子、施耐德、罗克韦尔等的 SCADA、组态软件、HMI、PLC、DCS、应用系统等多种类型的系统或设备的针对性扫描，准确定位其脆弱点和潜在威胁。	软硬一体化设备/软件/虚拟化	应用场景： 主要应用于工业制造行业（电力、石油石化、轨交、钢铁、烟草、智能制造、水务等行业）的控制系统的漏洞发现。 解决问题： 帮助用户识别网络中工控资产存在的安全漏洞，并提供修复建议。
网站监控预警平台	从安全性、合规性、可用性三个角度，7*24 小时自动化对远程目标开展安全检测、预警通报服务。服务包含远程漏洞扫描监测、内容合规性监测、黄赌毒监测、系统可用性监测等，并对信息目标系统存在的各种安全隐患与漏洞进行预警及提出整改方案，协助用户进行安全加固，保护信息资产的安全。	软硬一体化设备/软件/虚拟化/SaaS 化服务	应用场景： 主要应用在党政机关、金融和运营商等企事业单位，可提供 SaaS 化的安全监测与预警服务，可用于国家大型活动与会议安保、重点目标保障、高端用户的专业安全监测等场景。 解决问题： 通过 7*24 小时的自动安全监测预警服务，可及时发现被监测目标系统的网络安全问题、黄赌毒等内容违规问题，以及目标系统服务延迟和掉线等运维问题。

资料来源：盛邦安全招股说明书，民生证券研究院

公司安全防御类产品基本覆盖主要攻击防护能力。公司通过 6 大防护引擎的协同联动弥补传统 WAF 的不足，基于机器学习的 Web 攻击检测算法，攻击检出率高达 99%，解决了传统 Web 防护规则库检测方法的误报和运维难题；还利用旁路镜像主动防御技术，将旁路封堵率提高至 99.99%。此外，公司融合威胁情报技术，提高了单点设备的联防联控能力。

表4：盛邦安全安全防御类产品

主要产品	产品简介	产品形态	场景及解决问题
Web 应用防护系统	提供了稳定的 Web 应用攻击防护能力，通过多种机制的分析检测，针对当前的热点问题如 SQL 注入攻击、跨站脚本、网页篡改、DDoS 攻击等，能够有效的阻断攻击，保证 Web 应用合法流量的正常传输，保障业务系统的运行连续性和完整性。	软硬一体化设备/软件/虚拟化	应用场景： 主要应用于各行业企事业单位用户的各类网站、信息系统等 Web 应用安全防护场景。 解决问题： 识别注入攻击、跨站脚本、目录遍历、非法扫描、Webshell 上传和后门等 Web 攻击类型并进行拦截，为 Web 应用提供虚拟补丁，有效降低用户安全风险。
网页防篡改系统	基于内核驱动级文件保护技术，对各类网页文件，包含各类动态页面脚本提供有效保护，防止黑客、病毒等对目录中的网页、电子文档、图片等文件进行非法篡改和破坏。	软硬一体化设备/软件/虚拟化	应用场景： 主要应用于各行业企事业单位用户的网站、网页篡改防护场景。 解决问题： 拦截黑客对网站目录中页面、文档和图片等文件的篡改和破坏行为，保护网页安全。
入侵检测与防御系统	基于异常流量检测技术和移动恶意程序监测处置技术，提供全流量的网络攻击、Web 攻击、僵尸蠕虫攻击的检测、预警和防护功能，保护目标网络免受攻击。	软硬一体化设备/软件/虚拟化	应用场景： 主要应用于各行业企事业单位用户的边界安全防护，包括互联网出口防护、数据中心边界防护和内网各安全域边界的防护。 解决问题：

异常流量
清洗与抗
拒绝服务
系统

 基于流量识别与智能建模技术,对目标网络、
数据中心服务器提供智能抽样分析,识别并清
洗网络层 DDoS 攻击、应用层 DDoS 攻击。

 软硬一体化设备/
软件/虚拟化

 检测并拦截流量中存在的木马、蠕虫、病毒、扫描渗透和恶意代
码等攻击威胁,保护网络安全。

应用场景:

 主要应用于各行业企事业单位用户的边界 DDoS 防护,包括互联
网入口 DDoS 清洗、服务器区域边界 DDoS 清洗。

解决问题:

 检测并清洗各类 DDoS 攻击与异常流量,保障网络运行和业务工
作正常进行。

资料来源:盛邦安全招股说明书,民生证券研究院

公司溯源管理类产品功能较为全面。公司溯源管理类产品结合了内容安全监
测、僵尸蠕虫威胁监测、DDoS 风险监测、威胁情报检测、APT 检测和暴露面资产
监测等相关数据,从脆弱性风险、攻击威胁和资产安全三大维度进行关联分析。
此外,公司还可以提取海量数据中的关键线索及联系,从而梳理出一套从事件采
集、数据预处理、噪音过滤、关联分析、通报预警到溯源反制的完整管理流程,
并依此形成了网络安全态势感知平台、持续威胁检测与溯源系统、诱捕防御与溯
源分析系统等多款产品。

表5:盛邦安全溯源管理类产品

主要产品	产品简介	产品形态	场景及解决问题
诱捕防御与溯源分 析系统	产品以攻防对抗思路为基础,以攻击者视角去 发现威胁。通过构造仿真主机、服务、网络环 境等诱饵,引诱攻击者去访问诱捕环境来及时 发现攻击并对攻击者进行溯源取证,以保护客 户真实资产。	软硬一体 化设备/软 件/虚拟化	应用场景: 主要应用于各行业企事业单位用户的主动防御场景,包括日常安 全运维中的攻击捕获和攻防保障中对攻击者的溯源反制等。 解决问题: 提升用户网络安全的主动防御能力,增加了主动诱捕威胁攻击的 手段,解决了攻击分析和溯源难度大等问题,减少人工分析成本。
综合日志审计与管 理系统	能够实时不间断地采集网络安全相关的各类 设备和系统的日志与报警信息,实时地对采集 到的信息进行归一化和关联分析,协助安全管 理人员迅速准确地识别安全事件,实现全网综 合安全审计。	软硬一体 化设备/软 件/虚拟化	应用场景: 主要应用于各行业用户在日常安全管理中的日志存储与审计分 析,并集中进行存储、分析和审计。 解决问题: 主要解决网络安全合规审计、安全策略审计、IT 安全运维与故 障排查等问题,帮助用户通过技术手段满足合规性要求,便于安 全运维管理人员快速处理问题。
持续威胁检测与溯 源系统	基于多项 AI 智能检测技术,通过多病毒检测 引擎有效识别出病毒、木马等已知威胁;通过 基因图谱检测技术检测恶意代码变种;通过沙 箱行为检测技术发现未知威胁;对抽取的网络 流量元数据,进行情报检测、异常检测、流量 基因检测,最后将所有安全威胁进行关联分 析,输出检测结果,实现对 APT 攻击的检测。	软硬一体 化设备	应用场景: 主要应用于各行业客户的 APT 风险检测场景,包括对变种威胁、 隐蔽通道、恶意文件和复合攻击的检测分析。 解决问题: 针对 APT 攻击长期潜伏的特点,可通过多种检测技术提升威胁 发现和追溯能力,帮助用户提升对未知威胁的防御能力。

资料来源:盛邦安全招股说明书,民生证券研究院

公司将上述通用安全产品与大数据、物联网、安全情报、可视化等技术相结合，形成面向公共领域安全、关键信息基础设施行业等领域的业务场景化安全产品及解决方案。公司打造网络安全感知分析平台作为业务场景的指挥中心，以安全大数据分析为基础，结合不同的行业场景构建对应的安全模型，形成符合行业特性的安全管理方案，如公共领域安全、电力能源安全等。具体来说，公司为行业特定系统建立了专属指纹库，能对行业属性摸排更清晰、表述更准确，从而提升漏洞检测与风险发现的准确性与及时性，为客户提供针对性的安全建议；公司构建特定场景的规则库及检测模板，能够对行业热点安全问题进行及时跟踪、发现、实现全面检测及精准预警，将产品预警效率提升 30%；基于客户不同的业务特性及用户习惯构建清晰的行为模型，从而及时发现未知风险与异常行为，实现主动化、智能化的安全防护；通过机器学习实现基于业务的自动化安全编排，将不同类型的安全事件与用户业务进行关联分析，并通过大数据分析能力将已有的安全经验用于模型训练，不断积累安全脚本，提升系统的自适应能力，从而实现从发现到预警再到处置的自动化编排，缩短响应周期。

图13：盛邦安全网络安全感知分析平台系统界面



资料来源：盛邦安全招股说明书，民生证券研究院

2.4 与关基单位和网安大厂深度合作，市场空间稳步增长

公司以直销为主，客户主要为关基单位和网安大厂。2020-2022 年，公司直销收入占比分别为 79.81%、69.08%和 64.32%，由于电力能源、金融、监管等领域的关键客户的安全需求具有业务场景化能力要求高、业务关联性大、安全响应时效性强等特点，公司一般采用直销模式，安排专门销售及业务团队为该类客户提供持续有效的服务。对于网络安全基础类产品，公司采用直销模式将漏洞及脆弱性检测技术与应用安全防御技术以安全组件形式提供给综合性安全厂商（合作伙伴），2020-2022 年前五大客户中包含奇安信、深信服、启明星辰、天融信等网安大厂。

公司所处行业市场规模保持稳定较快增长水平：

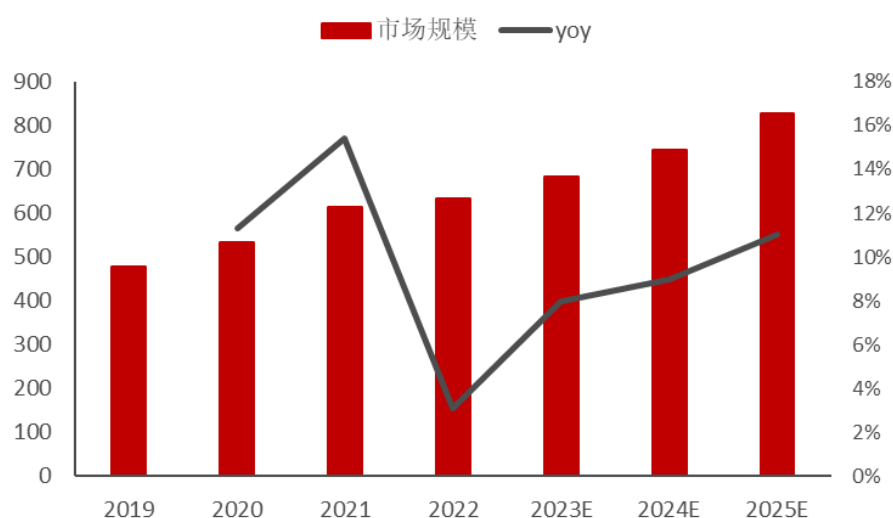
1) 中国网络安全市场整体规模：据 CCIA，2022 年中国网络安全市场规模约为 633 亿元，2023-2025 年复合增速 10%+，2025 年市场规模超 800 亿元；

2) 硬件市场：据盛邦安全招股说明书，在 2025 年前，国内网络安全硬件或将是网络安全市场中规模占比最高的一级子市场，占比规模均超过 40.00%。2021-2025 年，中国网络安全硬件市场复合增长率将达到 18.4%。

3) 软件市场：据盛邦安全招股说明书，到 2025 年，中国软件市场规模将达到 59.0 亿美元，五年复合增长率将达 23.9%。其中，网络安全分析、情报、响应与编排市场规模预计将以 27.5% 的五年复合增长率高速发展，并在 2024 年超过身份与数字信任市场，成为规模最大的网络安全软件子市场。除此之外，网络安全软件市场、Web 内容监测软件市场和数据分类分级与数据防泄漏市场也将以 27.0% 以上的年复合增长率增速快速增长。

3) 服务市场：据盛邦安全招股说明书，根据 IDC 数据预测，2021-2025 年中国网络安全服务市场年复合增长率将达到 20.8%，到 2025 年，其市场规模预计将超过 61.1 亿美元。其中安全咨询服务在 2025 年前或为最大的服务子市场，到 2025 年咨询服务市场的规模将达到 24.6 亿美元。与此同时，在安全运营需求不断增长的大背景下，中国托管安全服务市场发展势头强劲，五年复合增长率预计达到 31.9%。

图14：中国网络安全市场规模（左轴单位：亿元）



资料来源：CCIA，民生证券研究院估算

盛邦安全 IPO 拟募投 9805 万元于工业互联网安全项目，本项目的重点下游市场包括电力行业、能源行业、制造业在内的工业企业，**有望持续扩大网络安全产品和业务场景化安全产品及解决方案的覆盖行业**，加强第一增长曲线相关业务。

3 矛与盾兼顾，顺应网安发展趋势

3.1 进入产品装备化阶段，股权结构高度集中

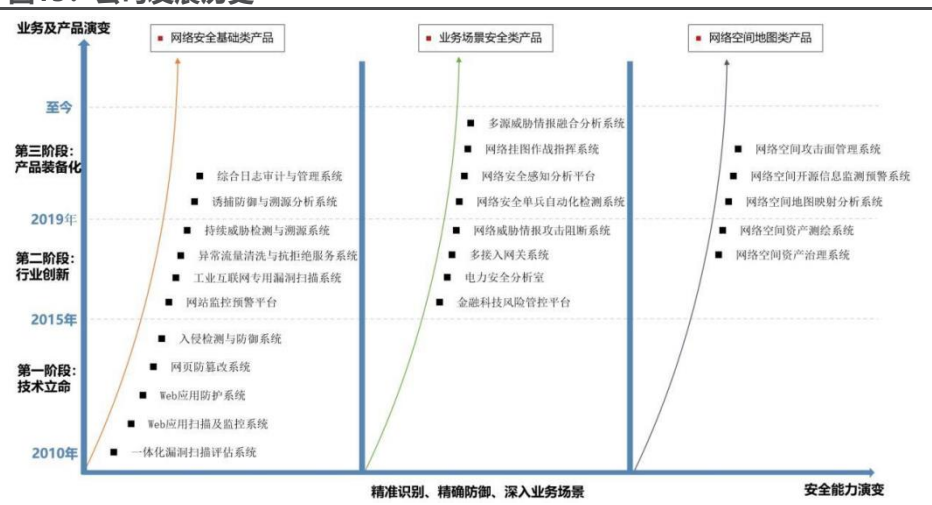
公司成立于 2010 年，主营业务为网络基础产品、业务场景产品和解决方案以及网络安全地图，是工信部认定的国家级专精特新“小巨人”企业，公司发展历程主要分为以下三个阶段：

第一阶段是技术产品化阶段（2010-2015），公司主要是做“精”精准检测和精准防御两大核心基础能力。1) 精准检测能力，即围绕网络和智能化设备提供精准的风险威胁识别能力，包含了网络脆弱性扫描、Web 应用扫描与监控、数据库漏洞检测、工控漏洞检测、弱口令检测、基线配置核查等；2) 精确防御能力，即精确的应用安全防护能力，涵盖 Web 应用安全防护、入侵检测、入侵防护、异常流量清洗、网页防篡改等。

第二阶段是产品场景化阶段（2015-2019），公司由产品延伸至业务场景解决方案。公司基于精准检测和精确防御的两大核心基础能力，公司深入行业和用户业务场景，形成了针对监管行业、电力能源、金融科技等行业的场景化解决方案。

第三阶段是产品装备化阶段（2019 至今），公司开启网络空间安全第二增长极。基于“两精一深”安全能力基础，围绕网络空间攻防行动及对抗常态化的趋势，公司打造了面向公共安全领域的产品和服务，保障关键信息基础设施安全，并研发了网络空间地图类产品，未来将持续开拓该产品在智慧城市、数字政府、智慧交通、物联网及工业互联网等领域的应用场景。

图15：公司发展历史



资料来源：盛邦安全招股说明书，民生证券研究院

公司股权结构集中。公司董事长兼总经理权晓文通过直接持股、间接持股（公司 2023 年半年报披露远江星图、远江高科、新余网云同为控股股东、实际控制人

权晓文控制的企业) 及一致行动协议 (公司 2023 年半年报披露刘晓薇与王润合为权晓文的一致行动人) 安排可支配的公司表决权占比合计为 48.01%。

表6：盛邦安全前十大股东明细

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	权晓文	18,424,712	24.44
2	北京远江星图网络科技有限公司	6,110,000	8.10
3	刘晓薇	6,076,510	8.06
4	韩卫东	3,531,335	4.68
5	北京远江高科股权投资合伙企业(有限合伙)	2,390,439	3.17
6	金凤霞	2,191,232	2.91
7	新余盛邦网云科技服务合伙企业(有限合伙)	1,790,000	2.37
8	北京利安日成科技有限公司	1,578,900	2.09
9	周华金	1,415,168	1.88
10	王润合	1,408,886	1.87

资料来源：Wind，民生证券研究院整理（截止时间为 2023 年 7 月 26 日）

3.2 国内领先的网络安全厂商

公司主营业务分为以下产品和服务体系：

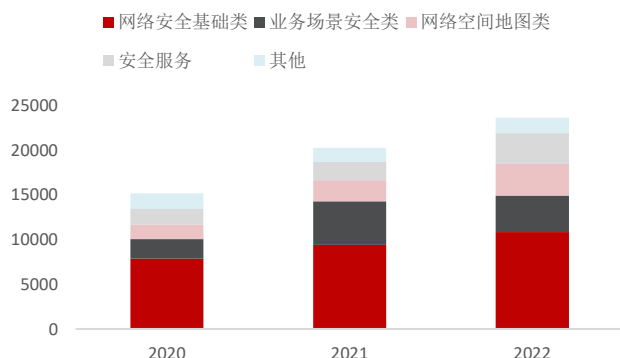
(1) 网络安全基础类：2022 年该业务收入 1.08 亿元，收入占比约 46%，包含以漏洞及脆弱性检测、应用安全防御及溯源管理类为核心的网络安全基础类产品；

(2) 业务场景安全类：2022 年该业务收入 0.41 元，收入占比约 17%，围绕公共安全、电力能源、金融科技等场景类安全产品，开发包含网络威胁情报攻击阻断系统、网络安全单兵自动化检测系统、多接入网关系统、网络挂图作战指挥系统、金融科技风险管控平台等；

(3) 网络空间地图类：2022 年该业务收入 0.33 元，收入占比约 14%，包含网络空间地图映射分析系统、网络空间资产测绘系统、网络资产安全治理系统、网络攻击面管理系统及网络空间开源信息监测预警系统等产品体系；

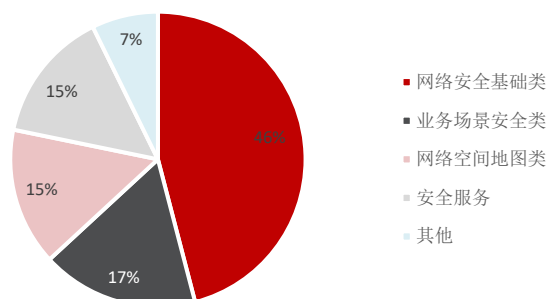
(4) 网络安全服务：2022 年该业务收入 0.54 元，收入占比约 23%，包含远程安全监测预警服务、暴露面/攻击面监测服务等 SaaS 服务，以及等保咨询服务、红蓝对抗的安全保障服务、网络安全测评渗透服务等网络安全专家服务。

图16：公司 2020-2022 各主营业务营收情况（单位：万元）



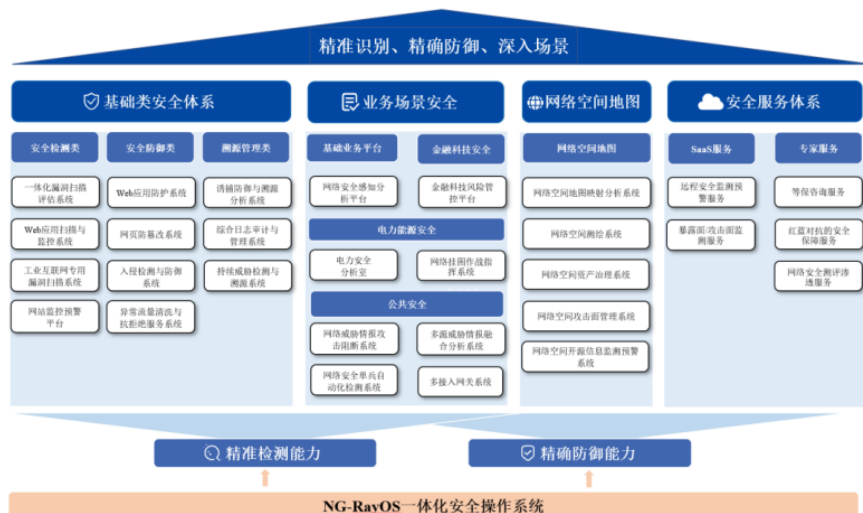
资料来源：wind，民生证券研究院

图17：公司 2022 年主营业务营收占比（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图18：公司产品布局

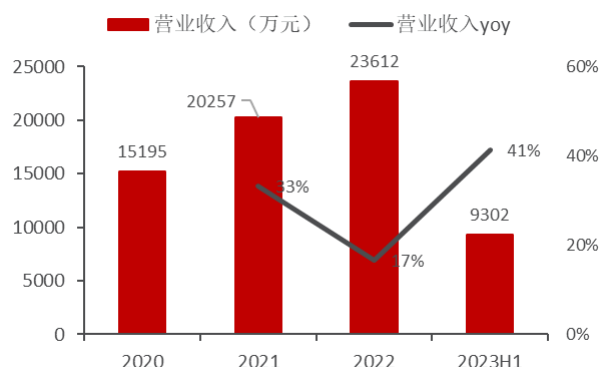


资料来源：盛邦安全招股说明书，民生证券研究院

3.3 近三年营收稳步增长，研发保持高效率

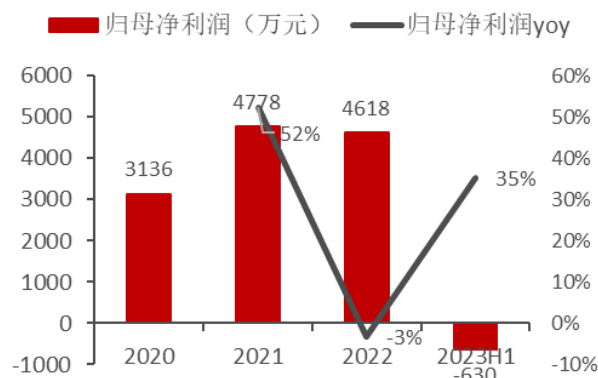
最近三年营业收入和净利润稳步增长。2020年至2023H1年公司分别实现营业收入15,195.46万元、20,257.08万元、23,612.47万元和9301.70万元，2020至2022年营业收入年均复合增长率为24.66%。归母净利润由2020年3,136.07万元增长至2022年4,618.42万元，2020至2022年归母净利润年均复合增速为21.35%。2023H1归母净利润为-630.45万元，主要原因系网安行业具有较明显的季节性特征，收入主要集中在下半年，而各项主要费用支出在各个季度相对均衡，上半年净利润较上年同期亏损显著收窄，盈利情况明显好转。2023年上半年，公司订单同比增长54%，其中公共安全业务订单增幅超过100%。

图19：公司 2020-2023H1 收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

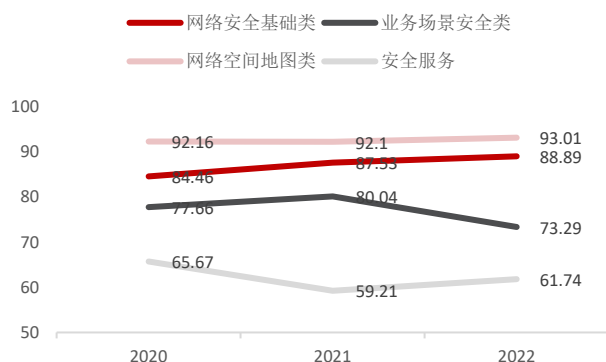
图20：公司 2020-2023H1 归母净利润及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

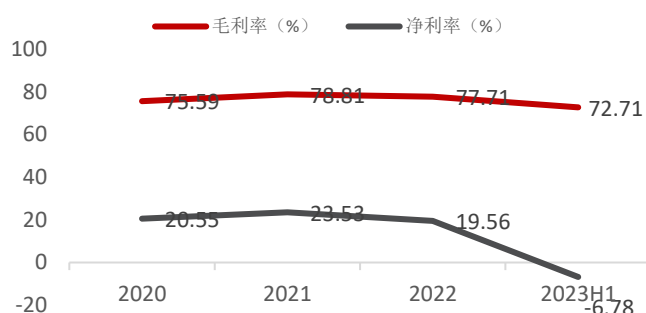
公司利润率处于较高水平。公司 2020 年至 2022 年毛利率维持在 75%以上的水平，净利率以 20%为中枢波动。网络安全基础类和网络空间地图类业务毛利率分别维持在 80%以上和 90%以上。

图21：公司各项主营业务毛利率（%）



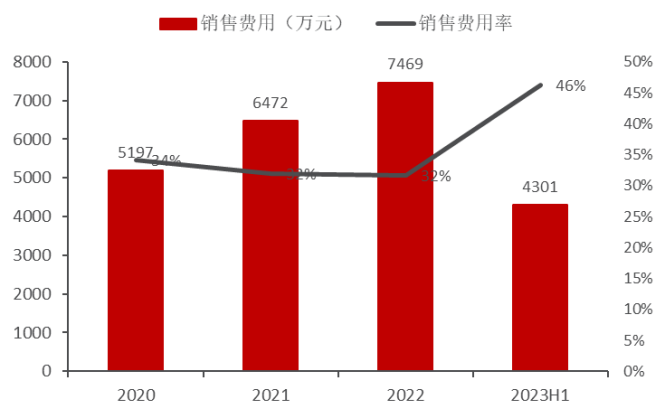
资料来源：盛邦安全招股说明书，民生证券研究院

图22：公司毛利率、净利率水平（%）

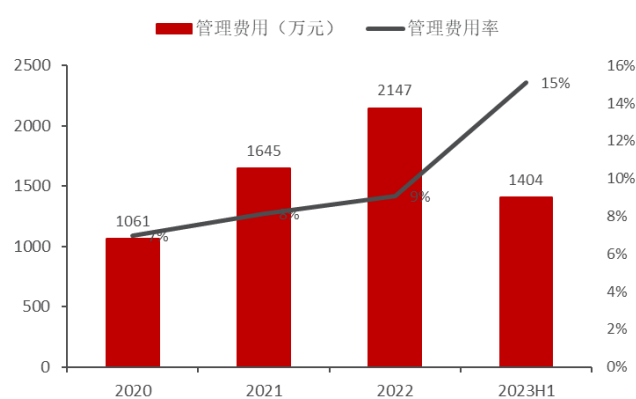


资料来源：盛邦安全招股说明书，公司 2023 中报，民生证券研究院

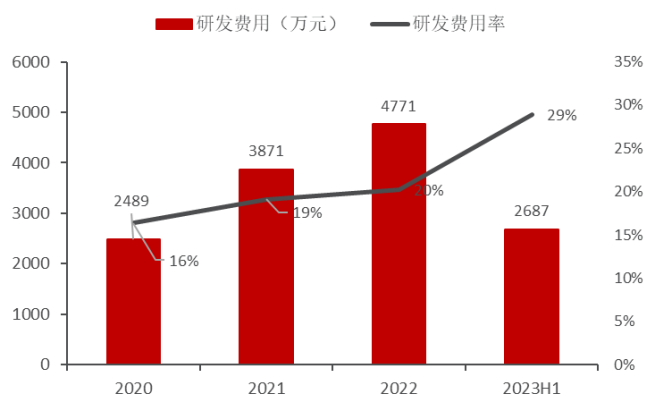
公司费用率水平整体较为稳定。2020 年至 2022 年，销售渠道体系建设不断完善，公司收入规模持续提升，销售费用率稳定在 30%-35%的区间；公司管理费用系员工薪酬增加以及股权激励等因素逐年增长，2022 年公司管理费用率为 9%；公司持续加大研发投入，研发费用和研发费用率均逐年增长，2022 年研发费用率约为 20%；三大费用率占比合计由 2020 年的 58%缓慢增长至 2022 年的 61%。

图23：2020-2023H1 公司销售费用及销售费率


资料来源：盛邦安全招股说明书，公司 2023 中报，民生证券研究院

图24：2020-2023H1 公司管理费用及管理费率


资料来源：盛邦安全招股说明书，公司 2023 中报，民生证券研究院

图25：2020-2023H1 公司研发费用及研发费率


资料来源：盛邦安全招股说明书，公司 2023 中报，民生证券研究院

4 盈利预测

4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司作为网安专精特新小巨人同时有望开启网络空间地图第二增长曲线，根据年报、招股说明书和行业理解，我们对盛邦安全涉及的不同业务做出如下假设与预测：

网络安全类产品：公司网络安全类产品围绕行业领先的漏洞扫描技术开展，2023 年中报披露公司积极面向全市场推广，同时加大渠道销售力度，有望带动网络安全基础类产品收入大幅增长，我们预测 2023-2025 年收入将持续保持快速增长（参考 2023H1 整体收入增速 41%），分别为 1.53 亿元、2.17 亿元、3.10 亿元；预计公司借助 RayOS 平台基础能力复用、高效开发的特点使得高毛利率稳中有增，2023-2025 年毛利率分别为 89%、90%、90%。

表7：网络安全产品盈利预测

(单位：百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	93.96	108.44	152.90	217.12	310.48
YoY	19%	15%	41%	42%	43%
成本	11.72	12.05	16.82	22.80	31.05
毛利	82.24	96.39	136.08	194.32	279.43
毛利率	88%	89%	89%	90%	90%
收入占比	46%	46%	46%	46%	46%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

业务场景类产品和解决方案：公司业务场景类产品和解决方案 2022 年收入降低主要系面向公共安全客户的定制化产品未新增采购，考虑到公司 2023 年上半年公共安全业务订单增幅超过 100%，我们预测 2023-2025 年收入将逐渐恢复快速增长，分别为 0.54 亿元、0.72 亿元、0.98 亿元；预计公司借助 RayOS 平台基础能力复用、高效开发的特点使得高毛利率稳中有增，2023-2025 年毛利率分别为 74%、75%、76%。

表8：业务场景类产品和解决方案盈利预测

(单位：百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	48.71	40.59	53.98	72.34	97.66
YoY	122%	-17%	33%	34%	35%
成本	9.72	10.84	14.04	18.08	23.44
毛利	38.99	29.75	39.95	54.25	74.22
毛利率	80%	73%	74%	75%	76%
收入占比	24%	17%	16%	15%	15%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

网络空间地图业务：公司是国内网络空间地图行业领军者，国内网络空间地图行业方兴未艾，在全球网络冲突加剧、国内网络空间监管需求提升的背景下有望迎来从 0 到 1 的拐点,公司作为行业领军者有望率先受益,我们预测 2023-2025 年收入将持续保持快速增长 (2023 年中报披露该业务订单同比增长超 50%)，分别为 0.52 亿元、0.81 亿元、1.29 亿元；预计公司借助 RayOS 平台基础能力复用、高效开发的特点使得高毛利率稳中有增，2023-2025 年毛利率分别为 93%、94%、94%。

表9：网络空间地图业务盈利预测

(单位：百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	21.70	33.13	51.68	81.14	129.02
YoY	49%	53%	56%	57%	59%
成本	1.71	2.32	3.46	5.19	7.74
毛利	19.99	30.81	48.22	75.95	121.27
毛利率	92%	93%	93%	94%	94%
收入占比	11%	14%	16%	17%	19%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

结合盛邦安全招股书，我们选取安恒信息、深信服、亚信安全、奇安信等头部网安公司作为盛邦安全可比公司，根据 wind 一致预期，目前可比公司 2023、2024 年平均 PE 分别为 152X、49X，盛邦安全 2023、2024 年 PE 分别为 63X、47X，估值仍有提升空间。

表10：盛邦安全与可比公司 EPS/PE 对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
688023.SH	安恒信息	121.44	-3.23	0.33	2.15	/	365	56
300454.SZ	深信服	82.22	0.47	0.97	1.69	175	86	49
688225.SH	亚信安全	17.21	0.25	0.37	0.54	69	46	32
688561.SH	奇安信	44.89	0.08	0.41	0.83	561	111	57
	平均值					/	152	49
688651.SH	盛邦安全	56.08	0.61	0.90	1.21	92	63	47

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 10 月 26 日

4.3 投资建议

公司作为网安专精特新小巨人，凭借自主研发安全 OS 实现基础能力复用、高效开发帮助公司更好开展业务和保持盈利能力，而网络空间地图在作为网络空间安全的基础设施有望迈向渗透率 0 到 1 的拐点，目前可比公司 2023、2024 年平均 PE 分别为 152X、49X，盛邦安全 2023、2024 年 PE 分别为 63X、47X，估值仍有提升空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 行业竞争加剧。网络安全行业细分领域众多，呈现高度碎片化特征，行业内各厂商之间存在竞争与合作并存的情况，若行业内综合性厂商通过产品自研或收购等方式深入参与公司所布局的细分领域，将会加剧细分领域市场竞争强度，可能会对公司的经营业绩造成不利影响。

2) 新品研发不及预期。若公司对网络空间地图等新技术发展方向、新产品市场容量预计有误，或各种原因造成技术创新及相应产品转化进度较慢，或新技术未能有效运用到产品，或新产品未能有效满足市场或客户需求等，均可能导致公司存在新产品、新技术研发失败的风险

3) 客户资本开支不及预期。公司以直销为主，与关基单位和网安大厂深度合作，若客户资本开支不及预期，或导致公司营收规模下滑。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	236	333	471	669
营业成本	53	71	99	137
营业税金及附加	3	7	9	13
销售费用	75	103	146	207
管理费用	21	33	47	67
研发费用	48	67	99	141
EBIT	47	65	78	115
财务费用	-1	-1	-11	-12
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1	7	9	13
营业利润	50	73	98	140
营业外收支	-1	-1	0	1
利润总额	49	73	98	141
所得税	2	5	7	10
净利润	46	68	91	131
归属于母公司净利润	46	68	91	131
EBITDA	54	75	88	128

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	132	900	1,009	1,172
应收账款及票据	151	151	167	185
预付款项	2	4	5	7
存货	9	13	18	25
其他流动资产	15	11	12	14
流动资产合计	310	1,078	1,210	1,403
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	8	9	10	12
无形资产	5	7	8	9
非流动资产合计	58	62	67	71
资产合计	368	1,140	1,277	1,473
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	49	67	95	132
其他流动负债	41	54	71	99
流动负债合计	90	121	166	230
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	9	10	12	13
非流动负债合计	9	10	12	13
负债合计	99	131	177	243
股本	57	75	75	75
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	269	1,009	1,100	1,230
负债和股东权益合计	368	1,140	1,277	1,473

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.56	40.84	41.63	42.10
EBIT 增长率	-5.16	37.56	19.64	47.57
净利润增长率	-3.34	46.29	34.54	43.88
盈利能力 (%)				
毛利率	77.69	78.50	79.00	79.50
净利率	19.56	20.32	19.30	19.54
总资产收益率 ROA	12.54	5.93	7.12	8.88
净资产收益率 ROE	17.17	6.70	8.27	10.63
偿债能力				
流动比率	3.43	8.94	7.29	6.09
速动比率	3.21	8.72	7.08	5.89
现金比率	1.46	7.47	6.08	5.09
资产负债率 (%)	26.96	11.48	13.90	16.49
经营效率				
应收账款周转天数	232.24	170.00	130.00	100.00
存货周转天数	61.29	65.00	66.00	67.00
总资产周转率	0.69	0.44	0.39	0.49
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	0.90	1.21	1.73
每股净资产	3.57	13.38	14.58	16.32
每股经营现金流	0.18	1.31	1.53	2.18
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	92	63	47	32
PB	15.7	4.2	3.8	3.4
EV/EBITDA	76.44	55.34	47.13	32.58
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	46	68	91	131
折旧和摊销	7	10	10	12
营运资金变动	-41	24	20	33
经营活动现金流	13	99	116	164
资本开支	-10	-8	-11	-11
投资	-1	0	0	0
投资活动现金流	-9	-1	-1	2
股权募资	0	672	0	0
债务募资	0	0	-3	0
筹资活动现金流	-20	670	-6	-4
现金净流量	-16	768	108	163

插图目录

图 1: 俄罗斯网络资产类型分布情况.....	3
图 2: 盛邦安全网络空间地图系统界面图	4
图 3: 中国网络空间地图市场规模 (单位: 亿元)	4
图 4: 盛邦安全网络空间坤舆图	5
图 5: 网络空间资产测绘方案	6
图 6: 盛邦安全五步法网络资产安全治理方案	6
图 7: 盛邦安全互联网敏感信息监测典型部署	7
图 8: 网盾 K01	8
图 9: 公司研发模型	9
图 10: 盛邦安全与可比公司毛利率 (%)	9
图 11: 盛邦安全与可比公司研发费用率 (%)	10
图 12: 盛邦安全与可比公司净利率 (%)	10
图 13: 盛邦安全网络安全感知分析平台系统界面	14
图 14: 中国网络安全市场规模 (左轴单位: 亿元)	15
图 15: 公司发展历史	16
图 16: 公司 2020-2022 各主营业务营收情况 (单位: 万元)	18
图 17: 公司 2022 年主营业务营收占比 (单位: %)	18
图 18: 公司产品布局	18
图 19: 公司 2020-2023H1 收入及增速	19
图 20: 公司 2020-2023H1 归母净利润及增速	19
图 21: 公司各项主营业务毛利率 (%)	19
图 22: 公司毛利率、净利率水平 (%)	19
图 23: 2020-2023H1 公司销售费用及销售费率	20
图 24: 2020-2023H1 公司管理费用及管理费率	20
图 25: 2020-2023H1 公司研发费用及研发费率	20

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 盛邦安全与卫星互联网相关的专利	7
表 2: 公司主要基础安全产品市场份额与排名情况	11
表 3: 盛邦安全安全检测类产品	11
表 4: 盛邦安全安全防御类产品	12
表 5: 盛邦安全溯源管理类产品	13
表 6: 盛邦安全前十大股东明细	17
表 7: 网络安全产品盈利预测	21
表 8: 业务场景类产品和解决方案盈利预测	21
表 9: 网络空间地图业务盈利预测	22
表 10: 盛邦安全与可比公司 EPS/PE 对比	22
公司财务报表数据预测汇总	25

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026