

# 亚信安全 (688225.SH) XDR 平台领跑者，推进云网安融合发展

2024 年 05 月 29 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

陈宝健（分析师）

刘逍遥（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

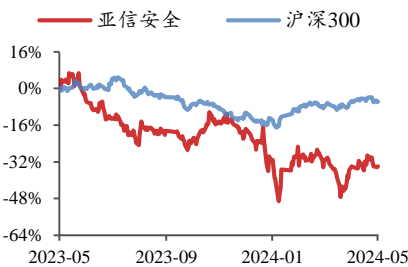
liuxiaoyao@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

证书编号：S0790520090001

日期	2024/5/29
当前股价(元)	14.70
一年最高最低(元)	24.19/10.50
总市值(亿元)	58.80
流通市值(亿元)	28.08
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	1.91
近 3 个月换手率(%)	27.13

## 股价走势图



数据来源：聚源

### ● 身份安全和终端安全领域领军企业，首次覆盖给予“买入”评级

公司是中国网络安全软件市场领跑者，是业内“懂网、懂云”的网络安全公司。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 0.15、1.32、1.85 亿元，EPS 分别为 0.04、0.33、0.46 元/股，当前股价对应 PE 分别 397.1、44.5、31.6 倍。公司估值高于同行可比公司平均估值水平，考虑公司在网络软件领域的领先地位，未来有望在云安全、AI 安全等领域取得重要突破，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 对标国际头部网安公司，平台优势卡位、产品智能联动

产品层面，公司身份安全、端点安全、态势感知、终端安全检测与响应（EDR）、威胁情报、云主机安全等产品均处于行业领先地位。同时，对标 Trend Micro、CrowdStrike、Palo Alto 国际头部网安公司，公司推出 Trust One 终端安全平台及 XDR 一体化安全平台，以产品子能力+平台大能力+专家服务提供了完整的解决方案，既可以满足本地化部署，也可以支持 SaaS 化部署。

### ● 内生+外延，推动云网安一体化融合发展

(1) 收购安全狗，加强云安全领域布局。2023 年 10 月，公司收购厦门服云信息科技有限公司 75.96% 的股权，通过此次收购公司与服云信息将深度融合云安全的产品技术能力，加速云原生安全的创新发展，构筑完整的云安全产品体系。

(2) 拟收购亚信科技，进一步打通云网安一体化战略。2024 年 1 月，公司公告重大资产重组预案，拟控股亚信科技，亚信科技在运营商市场积累深厚，通过本次交易，公司将进一步打造“懂网、懂云、懂安全”的能力体系，提升“云网安”融合能力，实现产品线的延伸及增强，提升整体解决方案实力。

● **风险提示：**行业增长速度下降的风险；核心技术人员流失风险；新产品研发风险。

## 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,721	1,608	1,867	2,231	2,667
YOY(%)	3.2	-6.6	16.1	19.5	19.5
归母净利润(百万元)	98	-291	15	132	185
YOY(%)	-44.9	-395.6	105.1	793.1	40.9
毛利率(%)	52.8	47.8	52.4	53.8	55.8
净利率(%)	5.7	-18.1	0.8	5.9	6.9
ROE(%)	3.7	-13.7	0.7	5.8	7.6
EPS(摊薄/元)	0.25	-0.73	0.04	0.33	0.46
P/E(倍)	59.4	-20.1	397.1	44.5	31.6
P/B(倍)	2.2	2.8	2.7	2.6	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 中国网络安全软件市场领跑者，“懂网”、“懂云”、“懂安全”	4
1.1、 营收规模持续增长，盈利水平有望改善	7
1.2、 研发销售齐发力，加速向非运营商行业布局	7
1.3、 股权结构稳定，股权激励有效绑定人才	8
2、 内生外延需求驱动，网络安全软件规模有望放量	9
2.1、 网络安全市场可分为软件、硬件、服务三大板块	9
2.2、 网络安全软件具备较高技术壁垒，奇安信、亚信安全、阿里巴巴等为细分行业龙头	10
2.3、 合规+实战化需求驱动，行业规模有望快速增长	11
3、 打造“云网安”融合能力，积极拓展智算安全	13
3.1、 对标国际头部网安公司，平台优势卡位、产品智能联动	13
3.2、 内生+外延，推动云网安一体化融合发展	15
3.3、 把握产业机遇，积极拓展智算安全	16
4、 盈利预测与投资建议	17
4.1、 核心假设	17
4.2、 盈利预测与投资建议	18
5、 风险提示	18
附：财务预测摘要	20

## 图表目录

图 1： 亚信安全是业内“懂网、懂云”的网络安全公司	4
图 2： 公司依托产品服务云平台体系意图建设全网免疫系统	5
图 3： 公司客户覆盖运营商、金融及政府部位等行业领域	5
图 4： IDC 报告显示，2023H1 身份和访问管理软件细分市场中，亚信安全排名第二，份额达 7.6%	6
图 5： IDC 报告显示，2023H1 终端安全软件细分市场中，亚信安全排名第二，份额达 11.3%	6
图 6： 2022 年私有云云工作负载安全市场公司份额达 15.9%	6
图 7： 2022 年公有云云工作负载安全市场公司份额达 2.4%	6
图 8： 2023 年公司收入同比下滑 6.6%	7
图 9： 2023 年公司归母净利润同比下滑 395.56%	7
图 10： 公司收入主要来源于网络安全产品、安全服务和云网虚拟化基础软件	7
图 11： 2021-2023 年公司综合毛利率水平有所下滑	7
图 12： 公司 2019-2023 年研发投入持续扩大	8
图 13： 公司 2020-2023 年研发人员持续增长	8
图 14： 2019 年以来公司销售投入持续扩大	8
图 15： 2019 年以来公司非运营商行业收入占比持续提升	8
图 16： 公司实际控制人为田溯宁（截至 2023 年底）	9
图 17： 网络安全市场可划分为硬件、软件、服务三大类	9
图 18： 2019 年全球下游应用行业中政府、电信、制造占据前三	10
图 19： 2019 年国内下游应用行业中政府、电信、金融占据前三	10
图 20： 2019 年中国网络安全市场软件占比为 17.1%	11
图 21： 2019 年全球网络市场软件占比为 37.5%	11
图 22： 网络安全软件市场份额排名靠前厂商为奇安信、阿里巴巴和亚信安全	11
图 23： 预计 2026 年中国网络安全软件市场规模达 131 亿美元，五年 CAGR 达 25.3%	13

图 24: Palo Alto 以三大产品平台为客户提供全方位网络安全解决方案.....	13
图 25: Trend Micro 基于 XDR、风险洞察、威胁评估等打造 Trend Micro Vison one 一体化安全平台 .....	14
图 26: 公司 XDR 理念不断迭代, 平台产品联动引领行业前沿 .....	14
图 27: TrustOne 新一代终端安全为客户构建“极致、简约、新形态”的终端防御体系 .....	15
图 28: 安全狗是国内领先的云计算安全解决方案提供商.....	15
图 29: 亚信科技 5G Advanced 技术体系可实现全域虚拟化, 全域智能化, 全域可感知 .....	16
图 30: IDC 预计未来 5 年中国智能算力规模的年复合增长率将达 52.3%.....	16
表 1: 网络安全软件各细分领域技术涉及领域较广 .....	10
表 2: 多项法律法规颁布对运营单位网络安全提出更高要求.....	12
表 3: 在民航空管、城市交管、城市治理三大业务板拉动下, 公司收入有望保持快速增长 .....	17
表 4: 公司 PE 高于行业可比公司平均水平 (截止 2024.5.29 收盘) .....	18

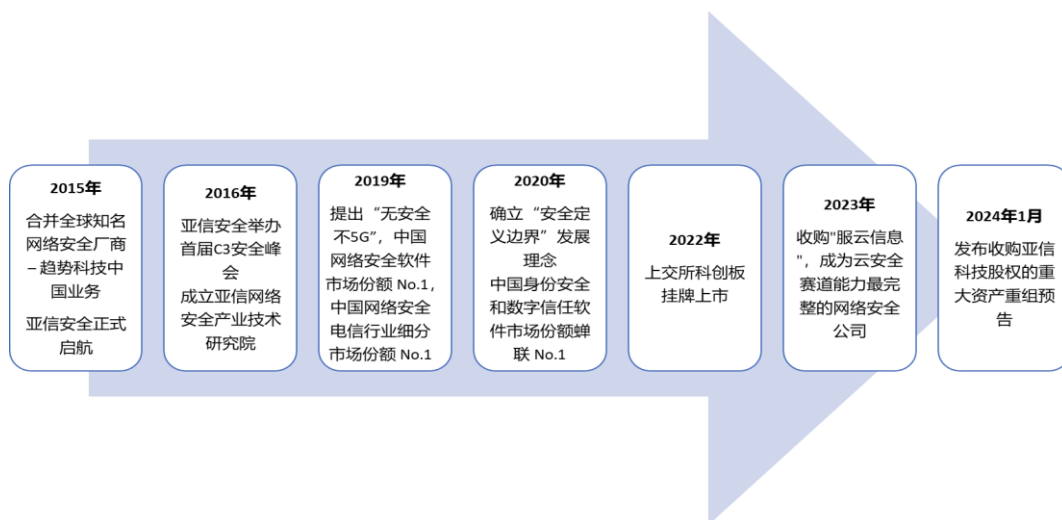
## 1、中国网络安全软件市场领跑者，“懂网”、“懂云”、“懂安全”

亚信安全是中国网络安全软件市场领跑者，是业内“懂网、懂云”的网络安全公司。“懂网”：亚信安全前身为亚信科技的网络安全业务，亚信科技由亚信联合创始人田溯宁博士于1993年创立，主要面向电信运营商行业提供IT软件与服务，其中也包括为运营商提供安全能力的网络安全事业群。2000年，亚信科技成为首批于纳斯达克上市的中国高科技公司；2014年亚信科技从美股私有化退市，期间控股股东对其业务分拆，2014年11月亚信安全有限公司由亚信香港设立并完成登记注册，亚信安全有限即亚信安全科技股份有限公司的前身。因此，亚信安全从其诞生起便具备深厚的“懂网”基因，为公司在运营商市场奠定了稳固的基础地位，其中数字信任与身份安全产品体系（泛身份安全类、数据安全类）、云网边安全产品体系（大数据分析及管理类、5G云网管理类）均在运营商市场取得了较高的市场占有率优势，收获了电信级安全解决方案的竞争能力。

“懂云”：2015年公司收购趋势科技中国区业务，补齐公司在云安全、终端安全、高级威胁治理和安全服务等细分赛道的软件产品能力，同时承接了趋势科技中国在金融、制造业、能源等众多非运营商行业积累的企业客户资源及遍布全国的渠道分销体系。

收购安全狗、拟控股亚信科技，云网安一体化融合发展。2023年10月公司收购厦门服云信息（安全狗）75.96%的股权，服云信息（安全狗）是专注于云计算安全的厂商，拥有云主机安全、公有云SaaS产品、私有云安全平台、容器安全、云原生安全、微隔离（云隙）等新技术和产品，其技术能力及研发实力获得了信通院、公安三所、Gartner、IDC等国内外权威机构的认可。2024年1月公司公告重大资产重组预案，控股亚信科技，亚信科技在运营商市场积累深厚，主要面向关键信息基础设施等客户提供数智化解决方案，深入用户业务系统及数据，需要安全能力作为系统及数据的保障，如本次重组完成，双方推动数智化解决方案与网络安全产品深度融合，提升产品的原生安全能力，最终公司的提升整体竞争力。

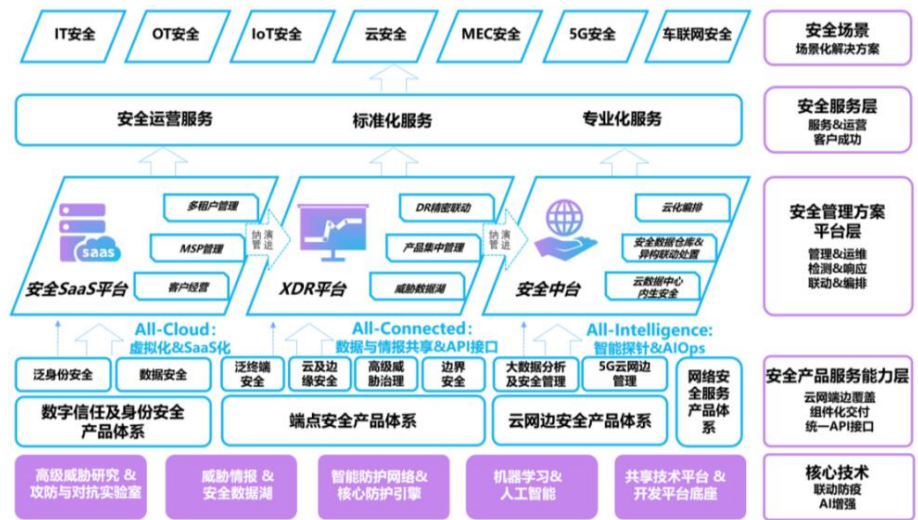
图1：亚信安全是业内“懂网、懂云”的网络安全公司



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司业务涵盖网络安全产品、网络安全服务、云网虚拟化三大板块。其中网络安全产品包括：（1）以泛身份安全类产品 and 数据安全类产品为主体的数字信任及身份安全产品体系；（2）以泛终端安全类产品、云及边缘安全类产品、高级威胁治理类产品和边界安全类产品为典型的端点安全产品体系；（3）以大数据分析类及安全管理类产品和 5G 云网边管理类产品为代表的云网边安全产品体系；网络安全服务包括威胁情报、高级威胁研究、红蓝对抗、攻防渗透等多项业务。

图2：公司依托产品服务云平台体系意图建设全网免疫系统



资料来源：公司招股说明书

公司客户广泛分布于电信运营商、金融、政府部委、能源等行业领域，其中重要客户包括三大电信运营商、中国人民银行总行、五大国有银行、大型股份制银行、国家部委等重点中央部门以及国家电网、南方电网、中石化等重点企业。

图3：公司客户覆盖运营商、金融及政府部位等行业领域



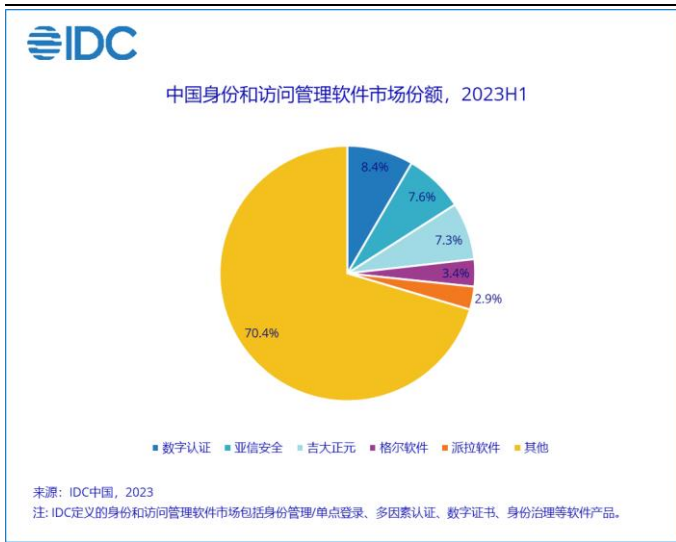
资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司为身份和访问管理软件及终端安全软件细分市场第一梯队。公司在身份和数字信任软件市场、终端安全软件市场等领域均位于市场领先地位，根据 IDC 研究



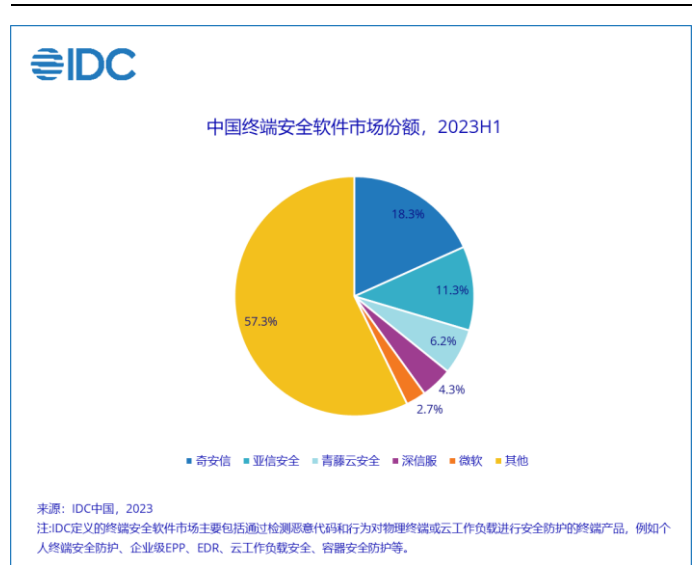
报告，公司在 2023H1 身份和访问管理软件、终端安全软件细分市场中均排名第二。

图4: IDC 报告显示, 2023H1 身份和访问管理软件细分市场中, 亚信安全排名第二, 份额达 7.6%



数据来源: IDC

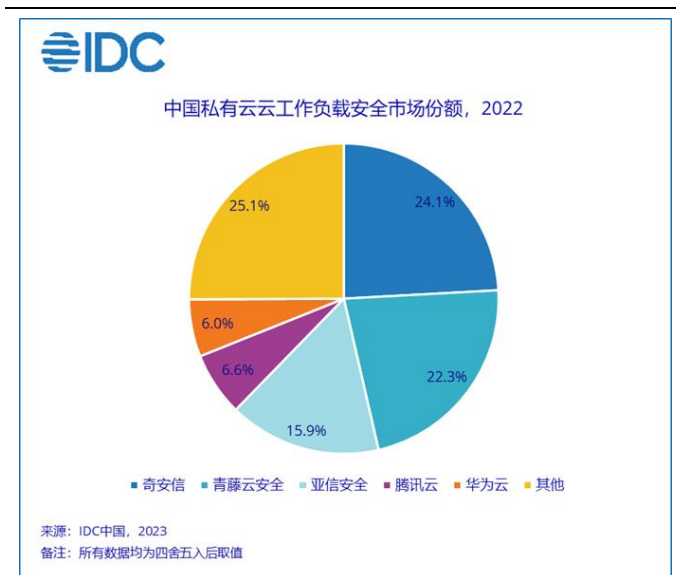
图5: IDC 报告显示, 2023H1 终端安全软件细分市场中, 亚信安全排名第二, 份额达 11.3%



数据来源: IDC

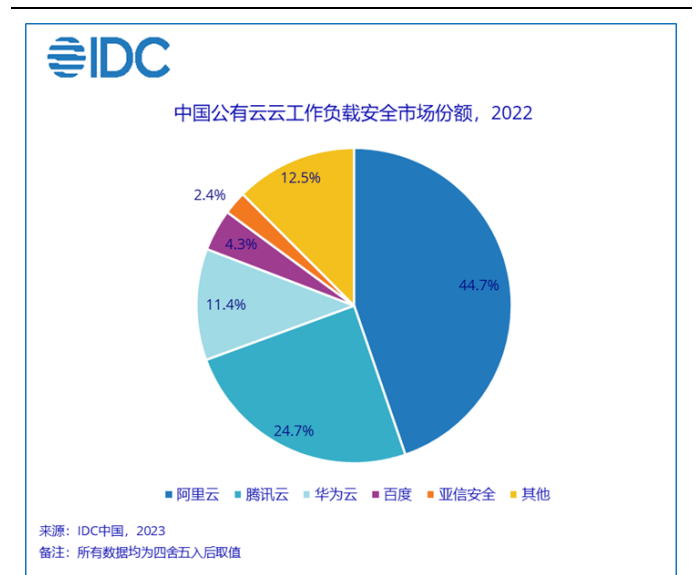
**云安全领域行业领先。**公司信舱 (DS) 系列是专为用户虚拟环境和云环境打造的一站式云主机安全防护方案, 全面覆盖 Gartner 云工作负载保护平台模型(CWPP), 提供了防病毒、防攻击、防漏洞、行为监控、应用控制、完整性保护、微隔离、主机加固、日志审计等完整的云工作负载保护能力。同时, 全面融合运维管理能力, 为物理机、虚拟机、容器和无服务器提供统一的可视化和控制力, 符合当前用户对云主机安全防护功能“全面整合”的迫切需要。公司云安全产品位居行业前列, 根据 IDC 数据, 2022 年私有云/公有云云工作负载市场规模达 2.2/1.0 亿美元, 同比增长 13.9%/18.4%, 亚信安全市场份额达 15.9%/2.4%, 分别位列第三与第五。

图6: 2022 年私有云云工作负载安全市场公司份额达 15.9%



数据来源: IDC

图7: 2022 年公有云云工作负载安全市场公司份额达 2.4%



数据来源: IDC

## 1.1、营收规模持续增长，盈利水平有望改善

**2023 年公司营收和净利润短期承压。**2023 年受外部环境不确定性、行业下游客户需求趋缓等因素的影响，公司实现营业收入 16.08 亿元，同比下降 6.56%。公司实现归母净利润为-2.91 亿元，同比由盈转亏。公司利润表现下滑主要系营业收入与毛利率同比小幅下降、研发费用增长较快、对外投资产生的公允价值变动收益同比降低所致。

图8：2023 年公司收入同比下滑 6.6%

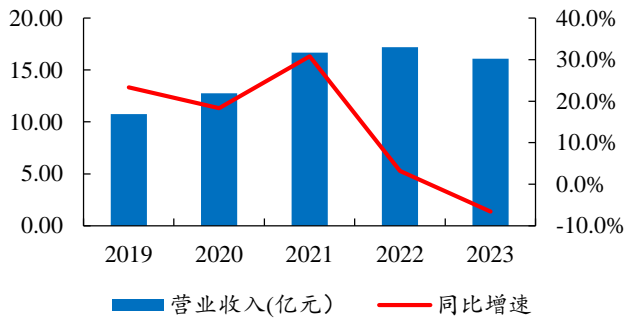
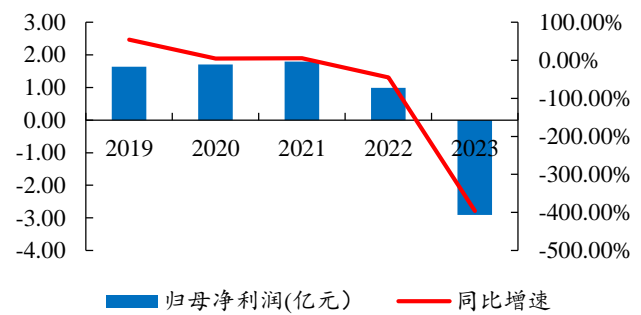


图9：2023 年公司归母净利润同比下滑 395.56%

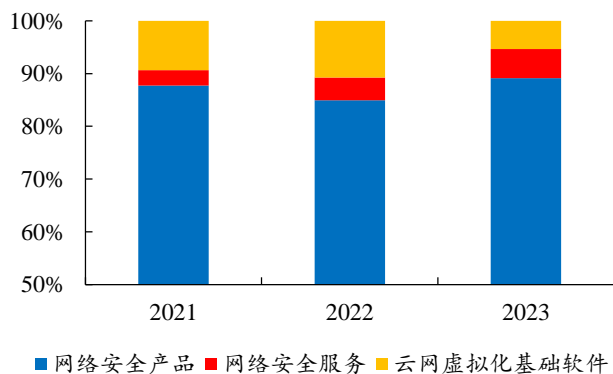


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

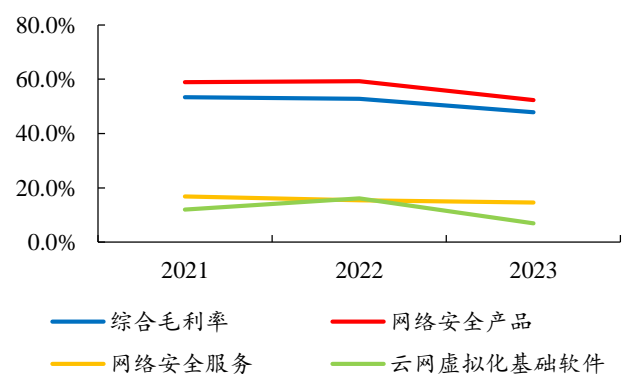
**2021-2023 年公司毛利率有所下降。**主要是因为：（1）新增开展的云网虚拟化软件业务毛利率较低，拉低整体毛利率，考虑到该业务收入占比较低且为公司非主营业务，对公司影响有限；（2）公司安全服务业务在 2021 年开始扩张团队规模，新建团队带来成本增加，进而导致毛利率阶段性下降。

图10：公司收入主要来源于网络安全产品、安全服务和云网虚拟化基础软件



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2021-2023 年公司综合毛利率水平有所下滑

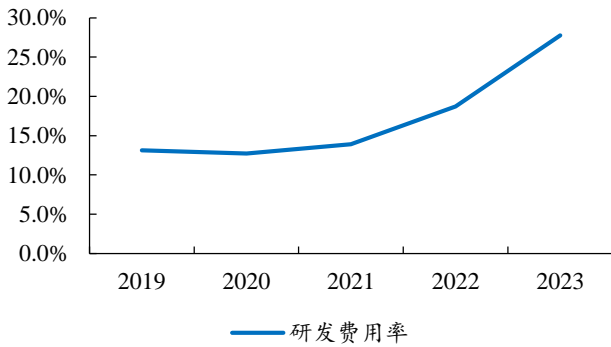


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、研发销售齐发力，加速向非运营商行业布局

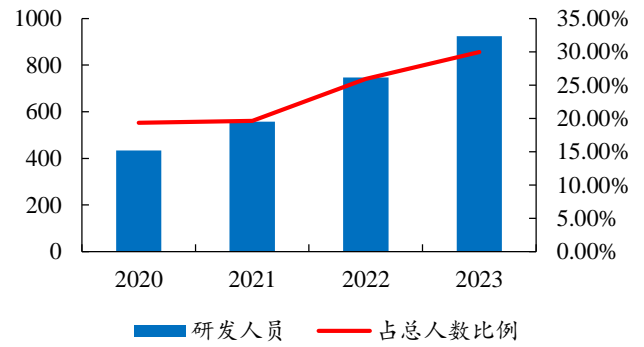
**公司高度重视研发创新，研发规模持续扩大。**研发投入方面，2019-2023 年公司研发费用率持续增长，2023 年研发费用率达 27.78%。研发人员方面，2023 年研发人员数量为 924 人，占公司总人数比例达 29.96%，公司自主研发进程加快。

图12：公司 2019-2023 年研发投入持续扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

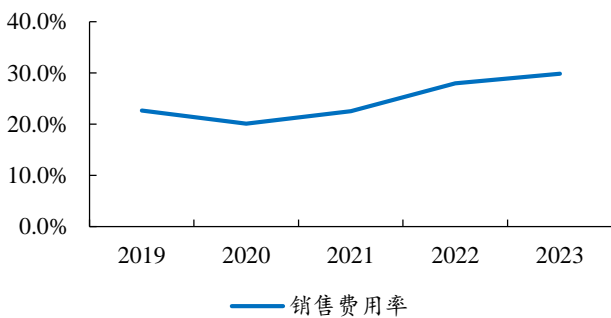
图13：公司 2020-2023 年研发人员持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

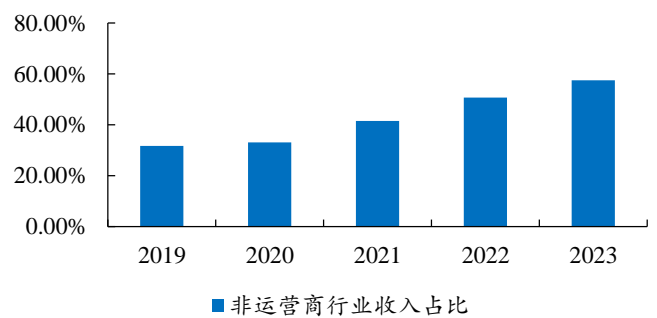
**公司加速渠道建设，向非运营商行业布局。**公司实行大客户与渠道并重的销售策略，在原有直销体系的基础上，加速渠道体系的建设，通过渠道体系的完善，促进标准化产品收入的快速提升，加快向政府、金融、能源、制造业等非运营商行业发展，非运营商行业收入占比由 2022 年的 50.67% 上升至 2023 年的 57.55%。

图14：2019 年以来公司销售投入持续扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2019 年以来公司非运营商行业收入占比持续提升



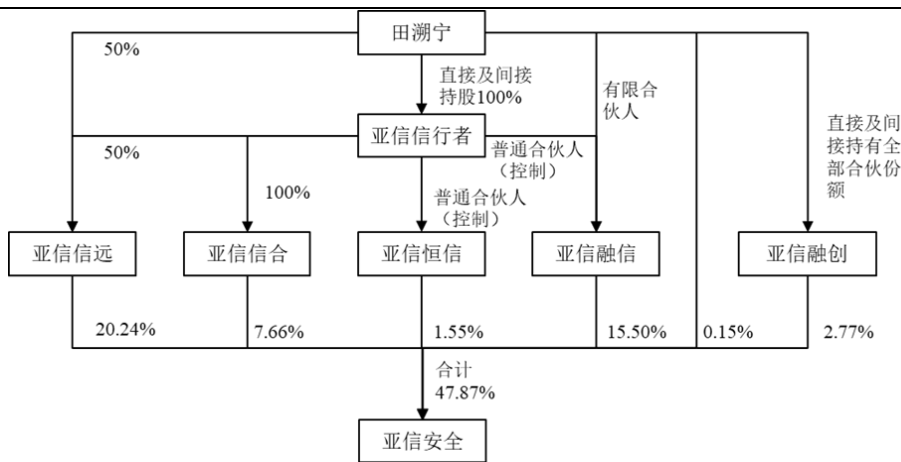
数据来源：公司公告、公司招股说明书、开源证券研究所

### 1.3、股权结构稳定，股权激励有效绑定人才

公司实际控制人为田溯宁。截至 2023 年底，田溯宁通过直接及间接方式合计持有公司股权比例为 47.87%。田溯宁博士曾担任亚信集团首席执行官、网通集团上市公司副董事长兼 CEO、宽带资本董事长。



图16: 公司实际控制人为田溯宁 (截至 2023 年底)



资料来源: 公司公告

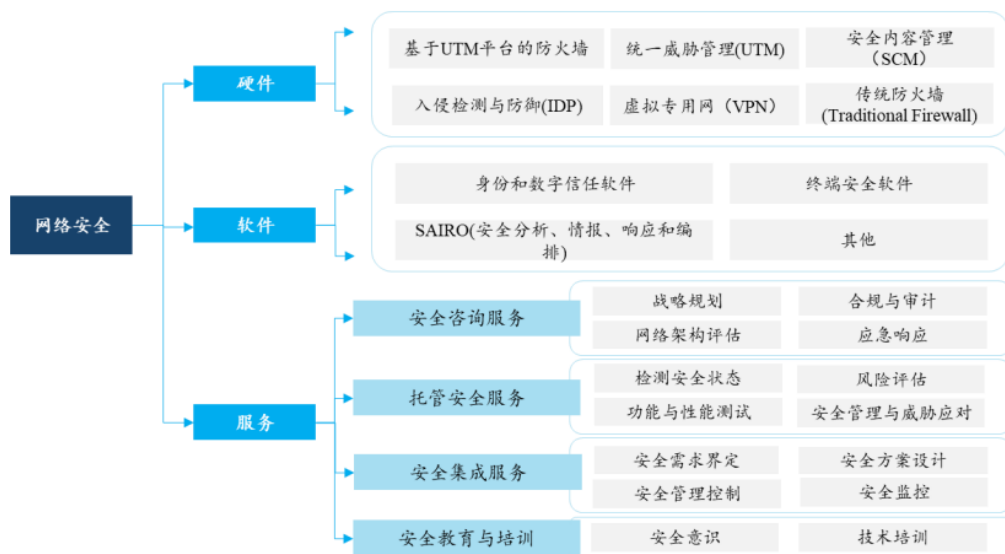
发布股权激励计划，绑定核心骨干。2024 年 4 月，公司发布限制性股票激励计划（草案），计划拟向激励对象授予的限制性股票总量为 1,220 万股，首次授予激励对象共计 216 人，根据激励对象不同类别特点，本激励计划首次授予限制性股票的授予价格分别为 10 元/股和 14 元/股。激励计划的发布，有利于公司绑定核心骨干，激发增长活力。

## 2、内生外延需求驱动，网络安全软件规模有望放量

### 2.1、网络安全市场可分为软件、硬件、服务三大板块

网络安全市场可以划分为安全硬件市场、安全软件市场、安全服务市场。其中网络安全软件市场包括终端安全软件、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。

图17: 网络安全市场可划分为硬件、软件、服务三大类

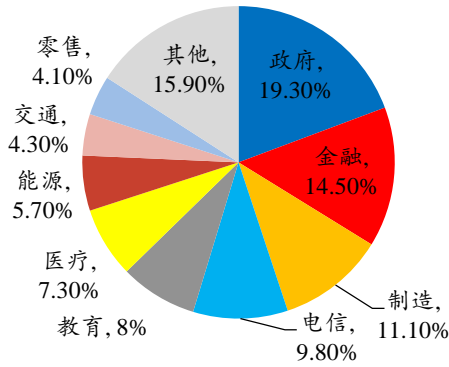


资料来源: 公司招股书、Frost&Sullivan

中国网络安全市场终端行业用户结构相对稳定，政府、金融和电信行业占比最

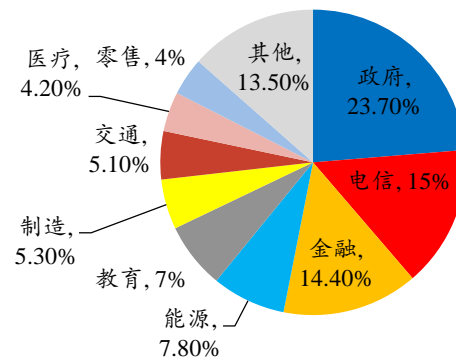
大。下游应用行业来看，2019年，政府（23.7%）、电信（15.0%）和金融行业（14.4%）是中国网安市场最大的三个领域。IDC 预计到 2026 年，三者合计支出规模将超 190 亿美元，占比超中国网络安全总支出的六成。

图18：2019年全球下游应用行业中政府、电信、制造占据前三



数据来源：公司招股书、Frost&Sullivan、开源证券研究所

图19：2019年国内下游应用行业中政府、电信、金融占据前三



数据来源：公司招股书、Frost&Sullivan、开源证券研究所

## 2.2、网络安全软件具备较高技术壁垒，奇安信、亚信安全、阿里巴巴等为细分行业龙头

**网络安全软件行业具备较高技术壁垒。**网络安全软件行业属高科技行业，核心技术是推动企业发展的基础和根本动力。网络安全软件技术涉及领域广，覆盖了网络通信、计算科学、数据应用、人工智能、密码技术、行为科学等众多底层技术领域。其中，身份和数字信任领域主流技术包括数字身份技术、身份即服务技术（IDaaS）及零信任技术和框架等。终端安全领域主流技术包括基于特征码的检测技术、扩展的安全检测和响应技术（XDR）等。安全分析、情报、响应和编排领域境内外的主流技术包括大数据融合建模分析技术安全服务链编排技术、自动化响应处置技术等。

表1：网络安全软件各细分领域技术涉及领域较广

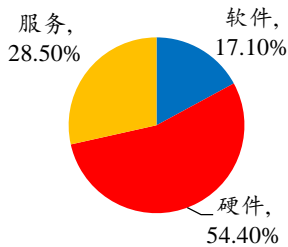
产品体系	技术体系
数字信任及身份安全产品体系	数字身份技术
	统一用户管理技术
	多因子认证技术
	统一授权管理技术
	集中访问控制管理技术
身份识别与访问管理	智能操作审计技术
	身份即服务技术（IDaaS）
	零信任技术和框架
	基于特征码的检测技术
	基于行为特征的检测技术
终端安全市场	云化终端保护平台技术
	基于软件动态行为分析的沙箱技术
	蜜罐技术、云工作负载保护平台技术
	扩展的安全检测和响应技术（XDR）
	网络报文扫描以及重组成文件后扫描的技术
身份治理	
身份即服务(IDaaS)	
特权账号管理等	
终端安全防护平台	
综合性的终端安全解决方案等	

	基于虚拟化平台的无代理防护技术
	基于虚拟补丁漏洞防护功能
	基于威胁情报的检测和响应技术
安全分析、情报、响	大数据分析驱动的安全事件管
应和编排市场	理类产品等
	大数据融合建模分析技术
	全流量分析回溯技术
	多源异构数据的标准化技术

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

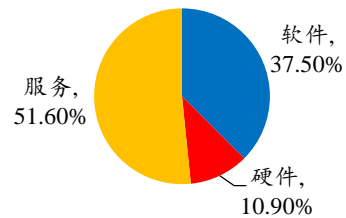
软件及服务行业增速有望领跑网络安全行业。据 Frost&Sullivan 数据，中国网络安全市场以硬件为主，2019 年占比达到 54.4%，其后为服务(28.5%)和软件(17.1%)，软件/服务市场占比相比国外（37.5%/51.60%）仍有较大提升空间。

图20：2019年中国网络安全市场软件占比为17.1%



数据来源：公司招股书、Frost&Sullivan、开源证券研究所

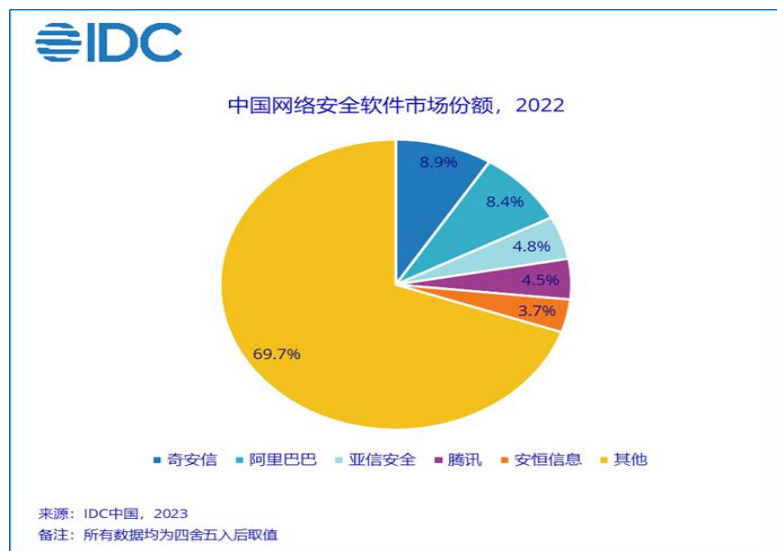
图21：2019年全球网络市场软件占比为37.5%



数据来源：公司招股书、Frost&Sullivan、开源证券研究所

市场的主要玩家包括综合型网络安全软件厂商以及云服务提供商，例如奇安信、阿里巴巴、亚信安全、腾讯、安恒信息等。

图22：网络安全软件市场份额排名靠前厂商为奇安信、阿里巴巴和亚信安全



资料来源：IDC

### 2.3、合规+实战化需求驱动，行业规模有望快速增长

政策端持续完善，带动行业合规合法需求增加。我国加强顶层设计，网络安全政策法规和制度体系基本形成。《中华人民共和国网络安全法》是我国网络安全领域的基础性、框架性、综合性法律，之后相继颁布《中华人民共和国数据安全法》、《中华人民共和国个人信息保护法》、《关键信息基础设施安全保护条例》等一系列法律法规。截至2022年9月，我国共发布340余项网络安全国家标准，基本构建起网络安全政策法规的完整体系，运营单位需按照相应法律法规满足相应合规要求。

**表2：多项法律法规颁布对运营单位网络安全提出更高要求**

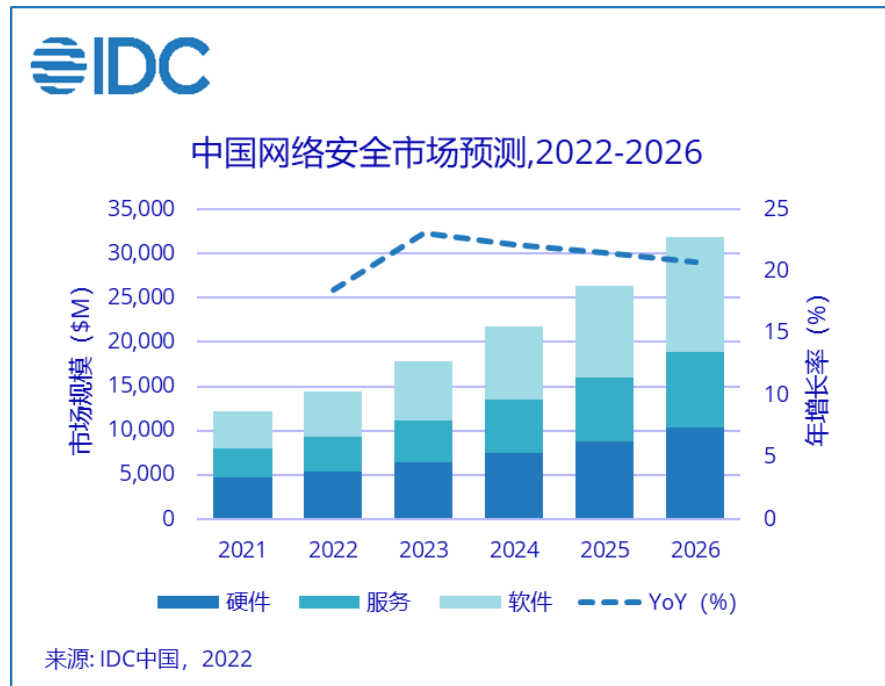
生效时间	部门	文件	内容
2021年11月	全国人民代表大会常务委员会	《个人信息保护法》	任何组织、个人不得非法收集、使用、加工、传输他人个人信息，不得非法买卖、提供或者公开他人个人信息；不得从事危害国家安全、公共利益的个人信息处理活动。
2021年9月	全国人民代表大会常务委员会	《数据安全法》	确立数据分级分类管理以及风险评估、监测预警和应急处置等数据安全各项基本制度；明确开展数据活动的组织、个人的数据安全保护义务，落实数据安全保护责任；坚持安全与发展并重，规定支持促进数据安全与发展的措施；建立保障政务数据安全和推动政务数据开放的制度措施。
2021年9月	国务院	《关键信息基础设施安全保护条例》	运营者依照本条例和有关法律、行政法规的规定以及国家标准的强制性要求，在网络安全等级保护的基础上，采取技术保护措施和其他必要措施，应对网络安全事件，防范网络攻击和违法犯罪活动，保障关键信息基础设施安全稳定运行，维护数据的完整性、保密性和可用性。
2020年11月	国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会	《GBT 22240-2020 信息安全技术网络安全等级保护定级指南》	为适应云计算、移动互联网、物联网、工业控制和大数据等新技术、新应用情况下网络安全等级保护工作的开展，替代原 GB/T22240-2008 标准，从等级保护对象定义和定级流程等方面进行补充、细化和完善，形成新的网络安全等级保护定级指南标准。
2020年9月	公安部	《贯彻落实网络安全等级保护制度和关键信息基础设施安全保护制度的指导意见》	深入贯彻实施国家网络安全等级保护制度,加强关键信息基础设施安全保护,强化网络安全保护工作协作配合。
2017年6月	全国人民代表大会常务委员会	《网络安全法》	为了保障网络安全,维护网络空间主权和国家安全、社会公共利益,保护公民、法人和其他组织的合法权益,促进经济社会信息化健康发展。

资料来源：各大政府网站、开源证券研究所

**客户安全需求向实战化、体系化转变。**网络安全建设前期，合规为主要驱动力，随着网络攻击的复杂化、产业化、多样化，传统的碎片化防御手段难以适应新的网络安全形式。同时，公安部提出“三化六防”安全思想，网络安全实战演习数量及参与演习的行业企业显著增多，实战攻防演习成为政企客户网络安全保护的常态化工作，带动相关网络安全投入增加。

**据 IDC 预测，2026 年中国网络安全软件市场规模有望达 131 亿美元。**根据 IDC 数据，2021 年，中国网络安全市场总投资规模为 122 亿美元，其中安全硬件产品投入达到 47 亿美元，占总体投入的 39%；安全软件产品投入达到 42.4 亿美元，占总体投入的 35%；安全服务产品投入达到 32.4 亿美元，占总体收入的 26%。IDC 预测，到 2026 年，中国 IT 安全市场投资规模将达到 319 亿美元，其中安全软件的市场占比将超过安全硬件，软件占比在 2026 年将达到 41%。从行业维度来看，到 2026 年，政府、金融、运营商仍将引领整体网络安全行业支出。

图23：预计 2026 年中国网络安全软件市场规模达 131 亿美元，五年 CAGR 达 25.3%



数据来源：IDC（注：单位为亿美元）

### 3、打造“云网安”融合能力，积极拓展智算安全

#### 3.1、对标国际头部网安公司，平台优势卡位、产品智能联动

全球领先的网络安全企业如 Trend Micro、CrowdStrike、Palo Alto、Fortinet 等纷纷构建自身安全平台，把构筑整体防御体系作为企业新的发展方向。

以 Palo Alto 为例，从其发展历程来看，初期防火墙业务是其业务增长的主要引擎，从 2014 年开始布局云安全和端点安全，目前，公司已经形成企业安全平台 (Strata)、云安全平台 (Prisma) 和安全运营平台 (Cortex) 三大安全平台，能够为用户提供从端到云的整体解决方案。

图24：Palo Alto 以三大产品平台为客户提供全方位网络安全解决方案



资料来源：Palo Alto Networks

Trend Micro（趋势科技）自 2019 年起，持续推出端点 XDR 方案到 Cloud One 到 Vision One 到 Trend Micro One 平台，2022 年结合攻击面风险管理进一步迭代升级平台能力。根据 ESG 测算，部署 Trend Micro Vision One 一体化安全平台的公司，



可以使得检测攻击概率提升 2 倍，响应时间缩短 70%，并节省 79% 的成本。

图25: Trend Micro 基于 XDR、风险洞察、威胁评估等打造 Trend Micro Vison one 一体化安全平台



资料来源: Trend Micro 官网

公司 XDR 理念不断迭代，平台产品联动引领行业前沿。随着攻击工具、方法的逐渐升级和复杂化，传统的通过单一安全产品堆砌进行防护已经无法有效应对黑客的攻击，企业采购大量来自不同供应商的安全工具，但是数据或事件响应很少集成，并不能显著提升防御能力，更难以发现各种高级威胁，溯源定位并响应处置。公司基于 XDR 平台的安全产品智能化、全联动研发项目，通过警报和事件相关性以及内置自动化来提高安全操作的工作效率，从而显著地降低安全配置和事件响应的复杂性。

图26: 公司 XDR 理念不断迭代，平台产品联动引领行业前沿



资料来源: 公司公众号、开源证券研究所

公司的安全威胁治理运维（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，从而有效地帮助用户更早地发现威胁、处置威胁、修复系统，提升系统防护能力。XDR 以产品子能力+平台大能力+专家服务提供了完整的解决方案，既可以满足本地化部署，也可以支持 SaaS 化部署。

图27: TrustOne 新一代终端安全为客户构建“极致、简约、新形态”的终端防御体系



资料来源: 公司官网

### 3.2、内生+外延，推动云网安一体化融合发展

收购安全狗，加强云安全领域布局。2023年10月，公司收购厦门服云信息（安全狗）75.96%的股权。厦门服云信息创办于2013年，是国内领先的云安全服务和解决方案提供商。自成立以来，安全狗致力于提供云安全、（云）数据安全领域相关产品、服务及解决方案。作为国内云工作负载安全（CWPP）领域开拓者、云主机安全SaaS产品的开创者，安全狗依托云工作负载安全、云原生安全（CNAPP）、数据安全治理等技术理念，打造了云安全、安全大数据、数据安全等多条产品线，覆盖了网络安全行业的多个前沿领域，满足不同用户的多种安全需求。

图28: 安全狗是国内领先的云计算安全解决方案提供商

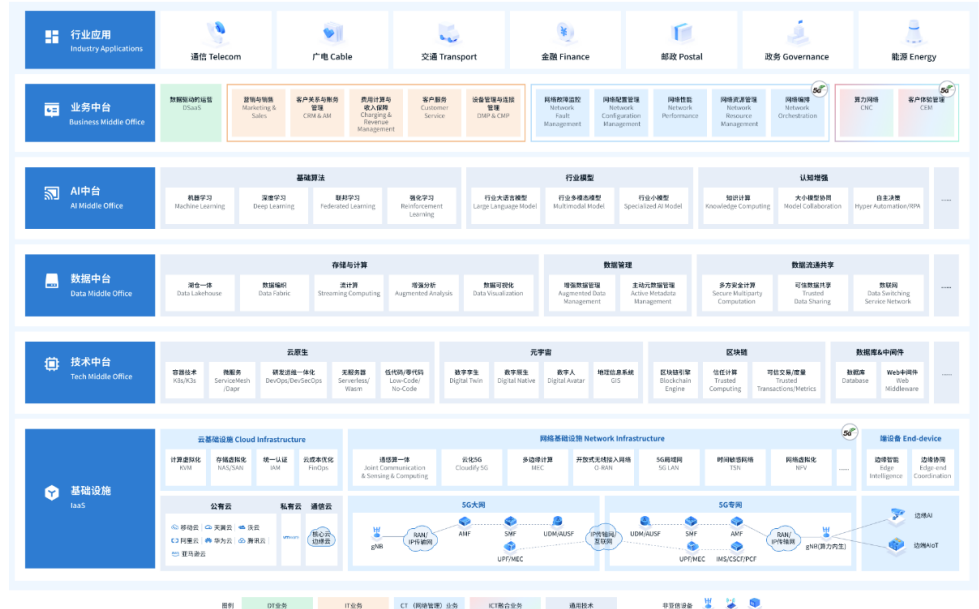


资料来源: 安全狗官网

拟收购亚信科技，进一步打通云网安一体化战略。2024年1月，公司公告重大资产重组预案，拟控股亚信科技，亚信科技在运营商市场积累深厚，主要面向关键信息基础设施等客户提供数智化解决方案，深入用户业务系统及数据，需要安全能力作为系统及数据的保障。通过本次交易，公司将进一步打造“懂网、懂云、懂安全”的能力体系，提升“云网安”融合能力，实现产品线的延伸及增强，提升整体

解决方案实力。交易完成后，双方有望在电信运营商等多个关键信息基础设施行业实现协同发展，同时在商机共享、交叉销售等方面开展合作，对公司业务拓展、提升持续经营能力具有积极作用。

**图29：亚信科技 5G Advanced 技术体系可实现全域虚拟化，全域智能化，全域可感知**

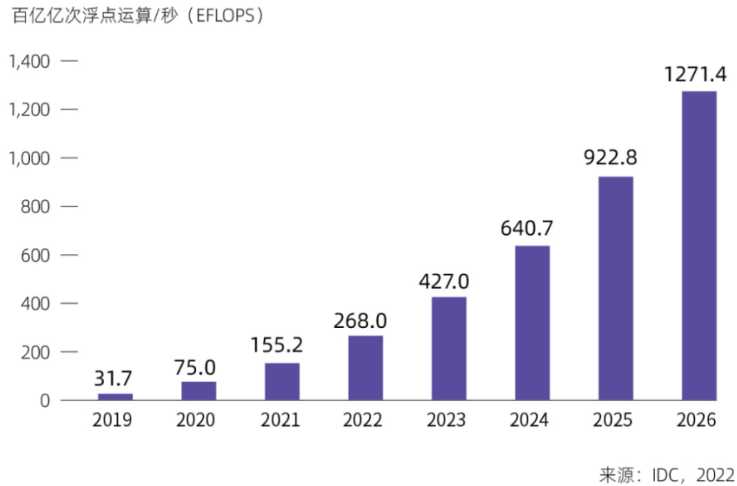


资料来源：亚信科技官网

### 3.3、把握产业机遇，积极拓展智算安全

相较于传统的通用算力，智能算力作为关键技术和产业，将成为国家和企业实现经济增长的重要推动力。根据 IDC 与浪潮信息联合发布的《2022-2023 中国人工智能算力发展评估报告》，中国人工智能算力继续保持快速增长，2022 年智能算力规模达到 268 百亿亿次/秒(EFLOPS)，超过通用算力规模，预计未来 5 年中国智能算力规模的年复合增长率将达 52.3%。

**图30：IDC 预计未来 5 年中国智能算力规模的年复合增长率将达 52.3%**



数据来源: IDC&浪潮信息

智能算力将经历大幅地增长，亦对算力安全提出了更高的要求，保护算力的安全性和可靠性变得至关重要。一方面，公司积极助力国家东数西算工程，先后与中卫、银川、庆阳等城市签署战略合作协议，推进算力枢纽节点的建设工作，并基于自身的安全建设经验，首次形成并提出了算力枢纽安全能力建设框架并形成白皮书进行了全面的解读。另一方面，2023年，公司协同战略合作伙伴成功申报“东数西算”工程第二批示范项目。其核心建设内容包括：部署纵深安全防护能力的云平台技术体系，构建安全管理体系，规范自主可控云安全组织、流程、制度；建立多种形态的安全能力输出和服务体系，支持租户网络安全责任，保护云上业务安全。

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、核心假设

(1) **收入端**：一方面，网安软件市场由合规驱动转向实战驱动，有望带动行业规模增长，公司作为国内网络安全软件领域领导者，收入有望高速增长。另一方面，公司积极进行客户及产品结构调整，预计非运营商行业及标准化产品将带来收入增长。因此，我们预计2024-2026年收入增速分别为16.09%、19.49%、19.53%；

(2) **毛利率**：未来几年公司毛利率有望保持较高水平，我们预计公司2024-2026年销售毛利率52.4%、53.8%、55.8%。

(3) **期间费用率**：我们预计公司2024-2026年销售费用率为25.5%、25.3%、25.3%；管理费用率为8.7%、8.5%、8.2%；研发费用率为25.5%、20.3%、20.3%。

表3：在民航空管、城市交管、城市治理三大业务板拉动下，公司收入有望保持快速增长

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>网络安全产品</b>				
营业收入 (亿元)	14.33	16.61	19.93	23.92
YOY	-1.96%	15.9%	20%	20%
毛利率	52.33%	57%	58%	60%
<b>网络安全服务</b>				
营业收入 (亿元)	0.89	1.11	1.34	1.60

	2023A	2024E	2025E	2026E
YOY	20.46%	25%	20%	15%
毛利率	14.62%	20%	25%	25%
<b>云网虚拟化软件</b>				
营业收入 (亿元)	0.86	0.94	1.04	1.14
YOY	-53.67%	10%	10%	10%
毛利率	6.99%	10%	10%	10%
总营业收入 (亿元)	16.08	18.67	22.31	26.67
YOY	-6.56	16.09%	19.49%	19.53%
<b>综合毛利率</b>	<b>47.8%</b>	<b>52.4%</b>	<b>53.8%</b>	<b>55.8%</b>
<b>期间费用率:</b>				
销售费用率	29.85%	25.50%	25.30%	25.30%
管理费用率	10.52%	8.70%	8.50%	8.20%
研发费用率	27.78%	25.50%	20.30%	20.30%

数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4.2、盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026年归母净利润为0.15、1.32、1.85亿元, EPS分别为0.04、0.33、0.46元/股, 当前股价对应PE分别397.1、44.5、31.6倍。公司估值高于同行可比公司平均估值水平, 考虑公司在网络软件领域的领先地位, 未来有望在云安全、AI安全等领域取得重要突破, 首次覆盖给予“买入”评级。

**表4: 公司 PE 高于行业可比公司平均水平 (截止 2024.5.29 收盘)**

证券代码	公司简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002439.SZ	启明星辰	221.00	9.33	12.01	15.58	23.69	18.40	14.18
300454.SZ	深信服	229.00	3.06	5.18	6.75	74.84	44.21	33.93
002212.SZ	天融信	64.00	2.71	3.51	4.62	23.62	18.23	13.85
	行业平均					40.71	26.95	20.65
688225.SH	亚信安全	58.00	0.15	1.32	1.85	397.06	44.46	31.56

数据来源: Wind、开源证券研究所 (启明星辰、深信服、天融信、亚信安全盈利预测来自开源证券研究所)

## 5、风险提示

**(1) 行业增长速度下降的风险。**随着网络安全的渗透率日益提高, 长期来讲, 面临着行业增长动能减缓的情况。同时, 受企业网络安全投入预算的影响, 与整体的经济环境、企业盈利状况密切相关, 当整体经济状况下行时, 面临预算收缩的压力, 行业增长速度面临下降的风险。

**(2) 核心技术人员流失风险。**公司的核心技术并未严重依赖个别核心技术人员, 但不排除掌握核心技术的部分人员不稳定, 可能造成在研项目进度推迟、甚至终止, 或者造成研发项目泄密或流失, 给公司后续新产品的开发以及持续稳定增长带来不利影响。

**(3) 新产品研发风险。**公司所处的网络安全行业的技术发展日新月异, 行业发展趋势存在不确定性, 可能会导致公司在新技术的研发方向、重要产品的方案制定



等方面不能及时做出准确决策。公司可能面临新产品研发失败或销售不及预期的风险，从而对公司业绩产生不利的影响。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3240	2642	2836	3558	4002
现金	1997	1059	1229	1469	1756
应收票据及应收账款	486	872	715	1107	1071
其他应收款	27	22	35	33	48
预付账款	84	59	48	100	75
存货	314	359	312	473	430
其他流动资产	332	272	497	376	621
<b>非流动资产</b>	442	759	747	734	717
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	43	44	41	40	38
无形资产	52	70	59	47	35
其他非流动资产	347	644	647	647	645
<b>资产总计</b>	3683	3401	3583	4292	4719
<b>流动负债</b>	917	991	1194	1823	2122
短期借款	0	29	375	750	1196
应付票据及应付账款	245	319	166	423	257
其他流动负债	671	644	653	650	669
<b>非流动负债</b>	118	280	245	209	173
长期借款	0	172	137	101	65
其他非流动负债	118	108	108	108	108
<b>负债合计</b>	1034	1271	1439	2032	2295
少数股东权益	1	12	12	12	12
股本	400	400	400	400	400
资本公积	1500	1541	1541	1541	1541
留存收益	748	447	461	577	747
<b>归属母公司股东权益</b>	2647	2118	2133	2248	2412
<b>负债和股东权益</b>	3683	3401	3583	4292	4719

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-261	-379	-162	-101	-103
净利润	98	-292	15	132	185
折旧摊销	35	53	34	39	45
财务费用	-4	-2	-7	10	20
投资损失	-31	-21	-22	-22	-22
营运资金变动	-444	-250	-153	-224	-298
其他经营现金流	85	132	-28	-35	-33
<b>投资活动现金流</b>	-31	-431	25	27	21
资本支出	48	44	22	26	29
长期投资	-20	-125	0	0	0
其他投资现金流	37	-262	47	53	50
<b>筹资活动现金流</b>	1025	-127	-39	-62	-77
短期借款	0	29	346	376	446
长期借款	0	172	-35	-36	-36
普通股增加	40	0	0	0	0
资本公积增加	1137	40	0	0	0
其他筹资现金流	-152	-368	-349	-402	-486
<b>现金净增加额</b>	734	-938	-176	-136	-159

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	1721	1608	1867	2231	2667
营业成本	813	839	888	1031	1180
营业税金及附加	13	14	15	18	22
营业费用	482	480	476	564	675
管理费用	150	169	162	190	219
研发费用	322	447	476	453	541
财务费用	-4	-2	-7	10	20
资产减值损失	-18	-15	-26	-25	-31
其他收益	104	99	85	92	95
公允价值变动收益	51	5	25	31	28
投资净收益	31	21	22	22	22
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	96	-293	17	140	192
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	96	-294	16	139	191
所得税	-2	-3	1	7	6
<b>净利润</b>	98	-292	15	132	185
少数股东损益	-1	-0	0	0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	98	-291	15	132	185
EBITDA	71	-260	34	177	250
EPS(元)	0.25	-0.73	0.04	0.33	0.46

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	3.2	-6.6	16.1	19.5	19.5
营业利润(%)	-54.9	-405.7	105.9	704.2	37.0
归属于母公司净利润(%)	-44.9	-395.6	105.1	793.1	40.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	52.8	47.8	52.4	53.8	55.8
净利率(%)	5.7	-18.1	0.8	5.9	6.9
ROE(%)	3.7	-13.7	0.7	5.8	7.6
ROIC(%)	1.3	-13.0	0.0	4.1	5.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	28.1	37.4	40.2	47.3	48.6
净负债比率(%)	-73.5	-37.4	-31.0	-25.0	-18.3
流动比率	3.5	2.7	2.4	2.0	1.9
速动比率	3.1	2.2	2.1	1.6	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	4.6	2.4	2.4	2.5	2.5
应付账款周转率	4.5	3.2	4.1	3.9	3.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.25	-0.73	0.04	0.33	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.65	-0.95	-0.40	-0.25	-0.26
每股净资产(最新摊薄)	6.62	5.29	5.33	5.62	6.03
<b>估值比率</b>					
P/E	59.4	-20.1	397.1	44.5	31.6
P/B	2.2	2.8	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA	55.1	-19.1	149.1	29.4	21.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn