

安恒信息 (688023)

聚焦“新场景、新服务”，领军新兴安全

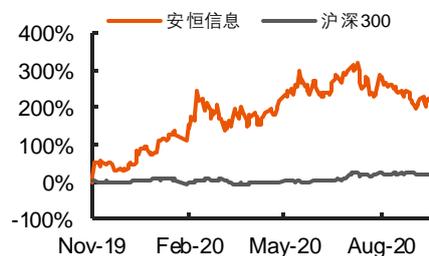
推荐 (首次)

现价: 247.45 元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.dbappsecurity.com.cn/
大股东/持股	范渊/13.52%
实际控制人	范渊
总股本(百万股)	74
流通 A 股(百万股)	16
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	183.30
流通 A 股市值(亿元)	40.08
每股净资产(元)	19.74
资产负债率(%)	24.5

行情走势图



证券分析师

付强 投资咨询资格编号
S1060520070001
FUQIANG021@PINGAN.COM.CN

闫磊 投资咨询资格编号
S1060517070006
010-56800140
YANLEI511@PINGAN.COM.CN

陈苏 投资咨询资格编号
S1060519090002
010-56800139
CHENSU109@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- 公司从数据及 Web 应用安全起家，延展至新场景、新服务。公司是我国网络安全领域的新兴力量，除了成立较晚之外，选取的赛道也较新，业务集中在数据和 Web 应用安全。近年来，公司凭借着在数据和 Web 应用安全领域的积累，快速将业务拓展至新场景和新服务，各项业务增长迅速，成为国内网络安全行业的一股重要力量。2019 年，公司实现营业收入 9.44 亿元，同比增长 50.66%；公司实现归母净利润 0.92 亿元，同比增长 19.96%。公司的竞争优势集中在三个方面：1) 公司基础产品竞争力强；2) 较强的研发能力和持续的研发投入；3) 客户资源丰富且关系稳固。
- “新场景”安全需求高增长，平台业务将大有可为。为应对云计算、大数据、泛终端等新场景的安全防护需求以及监管要求的改变，公司推出了包括态势感知预警平台、AiLPHA 大数据智能安全平台、天池云安全管理平台、物联网及工控网络安全平台等产品。2019 年，公司平台类的业务收入为 2.72 亿元，同比增长 91.15%；业务毛利率为 75.16%，毛利率还在呈上升态势。其中，云安全平台业务发展最为迅速，为适应政企上云的大势，公司全力在推动基础产品同公有云合作上云，并基于私有云推出了天池云和玄武盾两个云安全平台。2019 年，公司云安全平台业务收入继续维持高增长，当年实现收入 1.50 亿元，同比增长 176.25%。
- 安全服务化是下一个风口，公司新服务业务拓展迅速。网络安全的本质，是“人与人的对抗”。然而，在这种对抗、攻防的背景下，传统网络安全产品已经难以满足客户需求，相反可以直面客户诉求并解决问题的专家和专业服务的作用正在凸显。国内安全服务处在起步阶段，占网络安全行业收入的比重在 14% 左右，而全球网络安全服务收入占到行业收入的比重达到 65%，国内上升空间较大。公司不但在安全集成、安全咨询、安全教育与培训、重点安全保护等主流服务方面有着较强的竞争力，而且还在顺应服务云化的趋势，发展基于 SaaS 的安全服务。2019 年，公司安全服务业务实现收入 2.64 亿元，同比增长 62.03%。赛迪顾问预计，2019-2021 年国内安全服务收入平均增速将超过 40%，公司有望保持更快增长。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	627	944	1293	1815	2463
YoY(%)	45.6	50.7	37.0	40.4	35.7
净利润(百万元)	77	92	103	138	183
YoY(%)	47.5	20.0	12.0	33.8	32.5
毛利率(%)	70.5	69.5	67.4	66.8	66.1
净利率(%)	12.3	9.8	8.0	7.6	7.4
ROE(%)	14.9	5.9	6.3	7.8	9.4
EPS(摊薄/元)	1.04	1.24	1.39	1.87	2.47
P/E(倍)	238.4	198.8	177.5	132.7	100.1
P/B(倍)	36.2	11.8	11.3	10.4	9.5

- **对标分析：安全平台、服务优势明显，营销体系仍有提升空间。**综合公司的业务情况，选取的对标企业包括奇安信、启明星辰、深信服和绿盟科技。相比主要竞争对手，公司在业务布局上有所侧重，安全平台和服务优势较为明显，在硬件等方面布局则相对弱一些，尤其是传统的边界防护硬件产品，公司主要依托生态企业提供。另一方面，相比竞争对手，公司的直销和渠道收入占比相对均衡，但均有较大提升空间。公司目前也正在加强营销体系建设，重点在提升渠道方面的能力，扩大客户触达率，提升销售规模。
- **投资建议。**安恒信息是国内数据安全和 Web 应用安全的领先企业，在云计算、大数据、工业互联网和物联网等新场景安全市场上形成了较强竞争优势，同时在安全服务板块拓展迅速。未来随着国内数字化的提速，安全产品和服务需求必然快速增加，公司也将充分受益。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.39 元、1.87 元和 2.47 元，对应 9 月 21 日收盘价 PE 分别为 177.5 倍、132.7 倍和 100.1 倍。我们看好公司所在赛道和后续的增长潜力，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示。**1) 毛利率持续下降风险。不同背景的安全厂商同台竞争的可能性增大，比如互联网、传统 ICT 企业等，技术、品牌、人才和资金等方面的竞争加剧，行业总体和公司毛利率都存在下降的风险。2) 新市场开拓不及预期。公司正在加大营销网络建设方面的投入，建立多级销售渠道，不断拓展中小企业客户。但若公司的新行业拓展策略、营销服务等不能很好的适应客户需求，公司将面临新市场开拓不及预期的风险。3) 客户安全支出不及预期。公司客户多采用预算制进行产品和服务采购，宏观经济环境如出现不景气可能影响部分行业客户的 IT 投资预算。2020 年以来，新冠疫情以及中美贸易战给国内经济增长带来较大压力，公司客户信息安全投入可能不及预期。

正文目录

一、自数据及 Web 应用安全起家，延展至新场景、新服务	5
1.1 数据和 Web 应用安全夯实能力基础，发力“新场景、新服务”赛道	5
1.2 基础产品实力领先，研发能力较强且客户资源丰富	6
1.3 营收和业绩保持高增长，安全平台和服务是增长主引擎	8
二、新场景安全需求高增长，平台业务将大有可为	10
2.1 整体发展情况	10
2.2 云安全	11
2.3 大数据安全	13
2.4 物联网及工业互联网安全	14
三、安全服务化是下一个风口，公司新服务业务拓展迅速	15
3.1 国内安全服务市场处于起步阶段，公司切入该领域恰逢其时	15
3.2 公司安全服务业务成长迅速，潜在市场空间巨大	17
四、对标分析：安全平台、服务优势明显，营销体系仍有提升空间	17
4.1 基础产品布局轻边界重数据，服务业务占比在业内处于前列	17
4.2 公司直销和渠道销售相对均衡，但营销体系建设还需要加强	18
五、盈利预测及投资建议	19
5.1 盈利预测	19
5.2 相对估值	20
5.3 投资建议	21
六、风险提示	21

图表目录

图表 1	国内主要上市安全企业成立时序.....	5
图表 2	公司股权结构.....	6
图表 3	2019 年国内网络安全企业百强矩阵.....	6
图表 4	2019 年国内 Web 应用防火墙企业矩阵.....	6
图表 5	公司研发支出额及占营业收入比重.....	7
图表 6	2019 年网络安全公司研发支出占收入比重.....	7
图表 7	公司主要客户情况.....	7
图表 8	公司营业收入及同比增速.....	8
图表 9	2019 年主要网络安全公司营业收入对比（亿元）.....	8
图表 10	2019 年公司主要业务收入占比.....	9
图表 11	2019 年公司主要业务毛利率对比.....	9
图表 12	公司主要业务架构图.....	9
图表 13	公司净利润及同比增速.....	10
图表 14	公司经营性现金流及同比增速.....	10
图表 15	公司网安平台收入及增速.....	11
图表 16	公司网安平台毛利率走势.....	11
图表 17	公司云安全收入及同比增速.....	11
图表 18	天池云安全管理平台提供的的安全能力.....	12
图表 19	天池云安全管理平台业务架构.....	12
图表 20	全球云安全市场规模及预测.....	13
图表 21	我国云安全市场规模及预测.....	13
图表 22	公司网络安全态势感知通报预警平台.....	13
图表 23	我国物联网接入数量及预测（亿个）.....	14
图表 24	我国物联网安全市场规模及预测.....	14
图表 25	工业互联安全监测与态势感知平台架构.....	15
图表 26	我国工业互联网安全市场规模及预测.....	15
图表 27	2018 年全球网安市场规模细分结构.....	16
图表 28	2018 年国内网安市场规模细分结构.....	16
图表 29	公司云安全服务解决方案（玄武盾）.....	16
图表 30	公司安全服务收入及同比增速.....	17
图表 31	我国安全服务行业市场规模及同比增速.....	17
图表 32	主要安全公司安全服务业务收入占比.....	18
图表 33	公司不同销售模式下的销售收入占比.....	19
图表 34	主要安全公司前 5 家客户收入占比.....	19
图表 35	公司各项收入及毛利率预测.....	20
图表 36	公司相对估值表.....	20

一、自数据及 Web 应用安全起家，延展至新场景、新服务

1.1 数据和 Web 应用安全夯实能力基础，发力“新场景、新服务”赛道

安恒信息是我国网络安全领域的新兴力量。相比传统的安全企业，公司成立和上市相对较晚，其业务范围、经营模式以及之后的成长路径同友商都存在较大差异。目前，已上市的安全企业中，多数都是从“防火墙、IDS/IPS、防病毒”起步，后来逐步将业务拓展到其他领域，如内网安全、安全服务等。而安恒信息则选择的是从 Web 安全和数据安全起步，在此基础上做平台和服务。

创始人范渊曾是美国硅谷的数据安全和 Web 应用安全领域的专家，由于看到国内数据资产防护上的潜力，2007 年回国创业，瞄准的就是 Web 和数据安全。早期，公司主要做的产品是 Web 漏洞扫描器、数据库审计以及堡垒机，这种“老三样”的局面维持了四五年，但是因为当时国内 IT 支出中安全占比非常小，此阶段的安恒发展较为缓慢。2009 年，公司迎来重要转折，除了成功引入 A 轮投资者天堂硅谷外，又在电信等重要市场打开局面，发展开始提速。

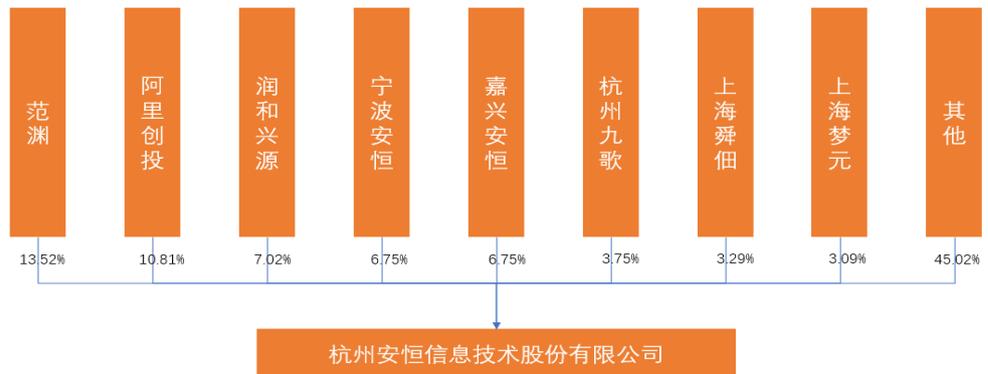
2014 年，公司业务边界进一步拓展，扩大到云安全、大数据安全、工业互联网安全等新兴领域。此后，依托公司在数据安全、应用安全以及新安全领域的技术积累，公司将现有业务整合为“新场景、新服务”两大方向。新场景主要是信息安全平台类产品，如态势感知预警平台、AiLPHA 大数据智能安全平台、天池云安全管理平台、物联网及工控网络安全平台等。新服务主要是为了适应网络安全形势、政企用户需求的变化以及网络安全建设模式的改变，公司探索出的专业安全服务，如 SaaS 云安全服务、专家级服务以及综合的智慧城市安全运营中心等。

图表1 国内主要上市安全企业成立时序



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表2 公司股权结构



资料来源:Wind、平安证券研究所

1.2 基础产品实力领先，研发能力较强且客户资源丰富

公司的核心竞争优势表现在以下方面：1) 公司基础产品竞争力强；2) 较强的研发能力和持续的研发投入；3) 客户资源丰富且关系稳固。具体来看：

■ 公司基础产品竞争力强

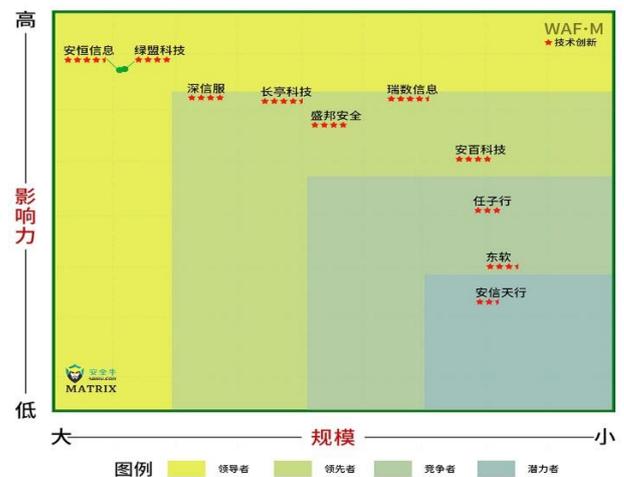
安全牛最新报告《中国网络安全 100 强企业 (2019)》显示，公司处于整个网络安全行业的第二梯队，属于行业领先者，其规模和影响力同现有的网安和互联网巨头还是有一些差距。但是，在 Web 应用防火墙领域，公司则处在领导者地位，与其处在同一水平的就只有绿盟科技。IDC 报告显示，在态势感知领域，公司是国内该领域的领导厂商，战略能力市场第一，市场份额居市场第二；在赛迪 2019 年发布的“2018-2019 中国云安全市场研究年度报告”中，公司的云安全产品排国内市场第二；在 Frost&Sullivan 发布的《亚太区特权账号管理/堡垒机市场研究报告 2019》中，公司的堡垒机产品市场份额排名亚太区并列第一，中国区第一。

图表3 2019 年国内网络安全企业百强矩阵



资料来源:安全牛、平安证券研究所

图表4 2019 年国内 Web 应用防火墙企业矩阵

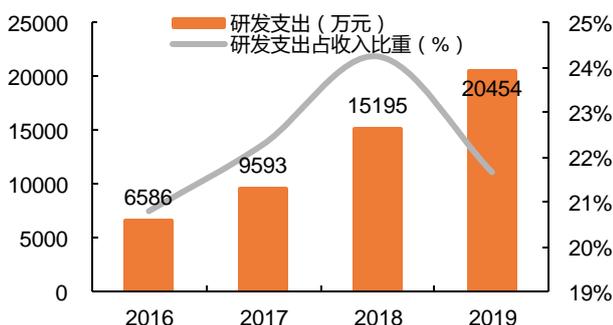


资料来源:安全牛、平安证券研究所

■ 较强的研发能力和持续的研发投入

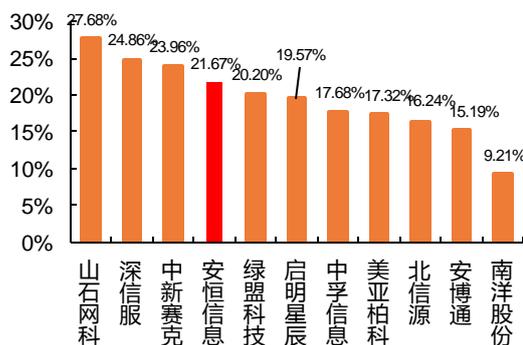
对于计算机行业来说，“唯一不变的就是变化”。当前，网络安全环境快速变化，新型网络安全事件频发，安全企业的产品需要持续迭代进行应对，才能真正做到“魔高一尺道高一丈”。正因为如此，网络安全企业无论大小，均保持着较高的研发投入，以保证产品能够满足市场需求。安恒信息研发支出规模在 2019 年达到 2.05 亿元，占营业收入的比重为 21.67%，投入强度在网络安全企业中，处在中上水平。截至 2019 年末，公司共拥有 48 项核心技术，其中 22 项是公司基于云安全、大数据安全、物联网安全和智慧城市安全等新兴安全领域进行深入研发积累所得，此类核心技术确保了公司在多个细分市场处于行业领先地位。

图表5 公司研发支出额及占营业收入比重



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表6 2019年网络安全公司研发支出占收入比重



资料来源:Wind、平安证券研究所

■ 丰富的客户资源且稳固的客户关系

对于网络安全企业来说，业务能力和客户关系都是核心竞争力的重要组成部分，客户关系在某种程度上讲可能更为重要。因为网络安全产品和服务保护的是企业的 IT 系统和核心数字资产，打通客户关系并取得客户的信任是非常困难的，但一旦打通，客户粘性就非常强。

安恒信息通过持续的市场拓展，目前公司产品及服务已经进入了包括运营商、政府、能源、金融、教育、医疗等在内的众多行业，积累了大量优质客户，并长期保持着深入稳定的合作关系。这些客户自身具有雄厚的实力并在业界拥有良好的信誉，极大降低了公司的经营风险和财务风险。公司通过与行业客户的持续合作，积累了大量网络安全项目的实施经验。在满足客户信息化业务的发展规划及建设的过程中，公司能够动态把握主要领域客户对于信息化建设的技術需求及发展趋势，进一步提高了产品、解决方案及服务的竞争力。

图表7 公司主要客户情况

行业	客户
政府（不含公安）	网信办、国家发改委、工信部、科技部等国家部委，浙江网信办、新疆网信办、江苏人民政府、山东人民政府等省级政府机关
公安	公安部，北京、上海、重庆、天津、浙江、广东、江苏、山东等多个省市公安局或公安厅
金融	中国人民银行、中国银联、工商银行、中国银行、国家开发银行、中国人寿、中国人保财险、太平洋保险、海通证券、上海证交所等机构
电信运营商	中国移动、中国电信、中国联通

企业	中交、中国铝业、中化、三峡集团、中航信、中国建筑、宝武钢铁、中铁十九局、中铁二十二局、海康威视、大华股份等
教育	教育部及主要中心、北京市教委、上海教委、天津教委、广东教育厅、浙江教育厅、江苏教育厅、北京大学、复旦大学等
医疗	卫健委、中国疾控中心、北京医院、北大第一医院、北大口腔医院、中日友好医院、阜外医院、浙江卫健委、江苏卫健委等
能源	国家电网公司、中国南方电网、中国石化、中国石油、中国海油、国网北京电力、中国电建
互联网	华为、阿里云、阿里钉钉、百度、京东商城、新浪、网易、新华网等

资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 营收和业绩保持高增长，安全平台和服务是增长主引擎

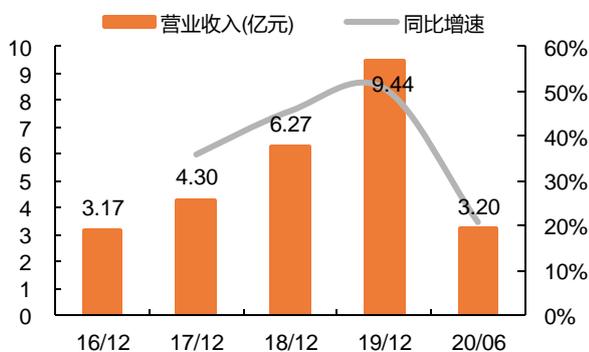
公司作为网络安全第二梯队的企业，产品线相对较少，但赛道足够宽阔，公司营收增速持续保持高增长。2019年，公司实现营业收入9.44亿元，同比增长50.66%，增速较上年同期加快5.08个百分点，该收入位居主要安全上市公司第6位。2020年上半年，虽然受到疫情的冲击，公司收入依然保持较快增长势头，实现收入3.20亿元，同比增长20.78%。

作为行业趋势性的安全服务业务增长较快。2019年，公司的网络信息安全服务收入达到2.64亿元，同比增长62.03%，占公司收入比重达到27.97%，而国内安全企业中服务收入超过20%的企业非常少。安全服务作为公司的优势业务，布局较为全面，包括SaaS云安全服务、专家级服务、城市安全运营中心以及安全人才培养等。

面向新场景的新兴安全平台收入增长也十分迅速。这部分业务是围绕着当前IT基础设施新的变革方向而发展起来的，主要包括云安全、物联网安全和大数据安全。2019年，公司网络信息安全平台实现收入2.72亿元，同比增长91.15%，占公司收入比重达到28.78%。

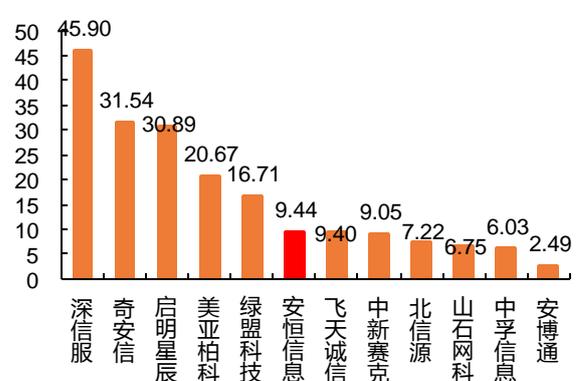
公司基础产品收入体量较大，对平台和服务起支撑作用，但是增速相对平台和服务业务较缓。这部分业务主要是销售安全产品，主要集中在Web应用安全、日志审计、运维等方面。2019年，公司该业务实现收入3.84亿元，同比增长29.14%，占公司营业收入的比重为40.68%，占比呈现出持续下降的态势。

图表8 公司营业收入及同比增速



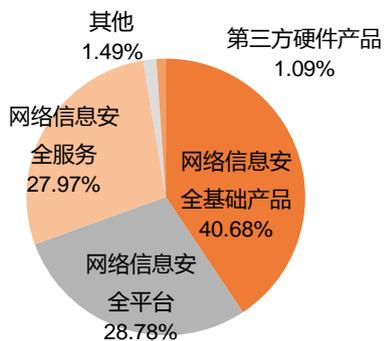
资料来源:Wind、平安证券研究所

图表9 2019年主要网络安全公司营业收入对比(亿元)



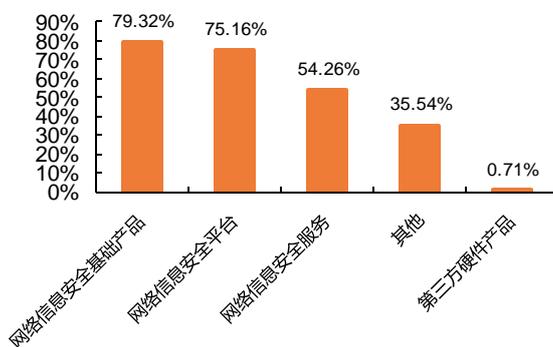
资料来源:Wind、平安证券研究所

图表10 2019年公司主要业务收入占比



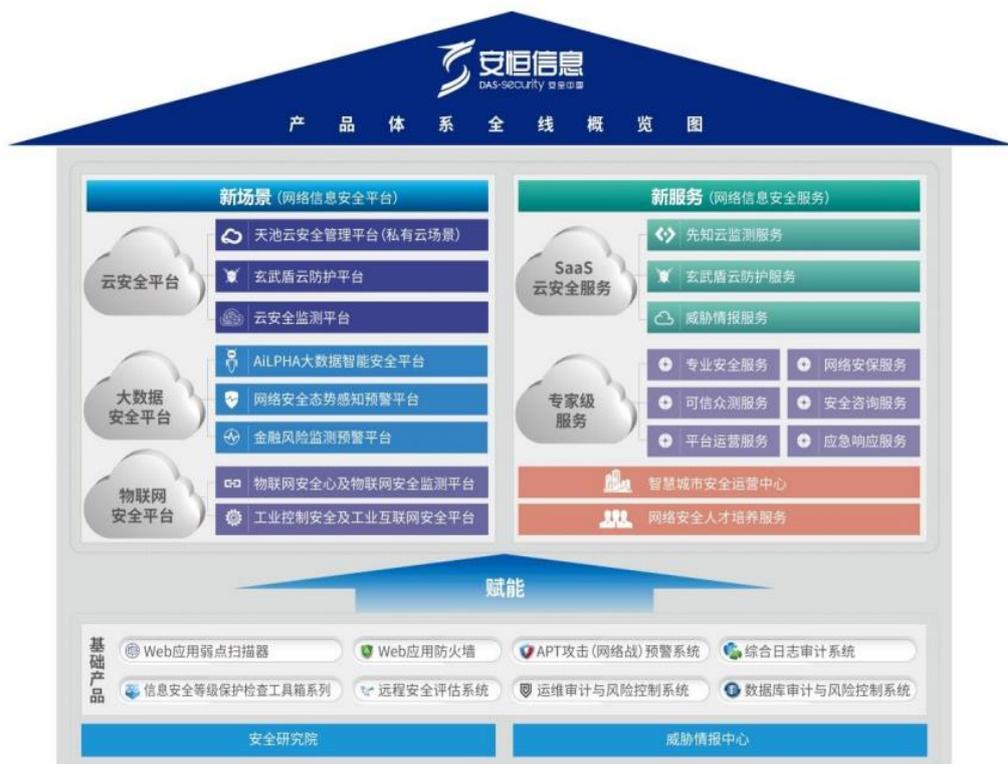
资料来源:Wind、平安证券研究所

图表11 2019年公司主要业务毛利率对比



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表12 公司主要业务架构图



资料来源:公司招股说明书、平安证券研究所

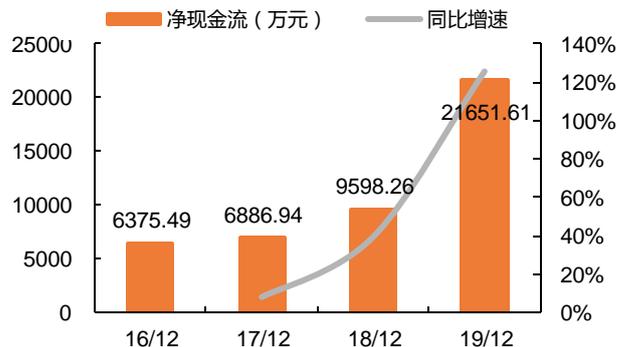
公司盈利增长平稳, 现金流表现强劲。2019年, 公司实现归母净利润0.92亿元, 同比增长19.96%; 实现扣非归母净利润0.80亿元, 同比增长37.65%; 经营活动产生的现金流量净额同比增长125.58%。公司现金流表现亮眼, 一方面得益于公司收入增长较快; 另一方面, 公司在2019年也明显加强了回款力度, 销售商品、提供服务收到的现金明显增加。

图表13 公司净利润及同比增速



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表14 公司经营性现金流及同比增速



资料来源:Wind、平安证券研究所

二、新场景安全需求高增长，平台业务将大有可为

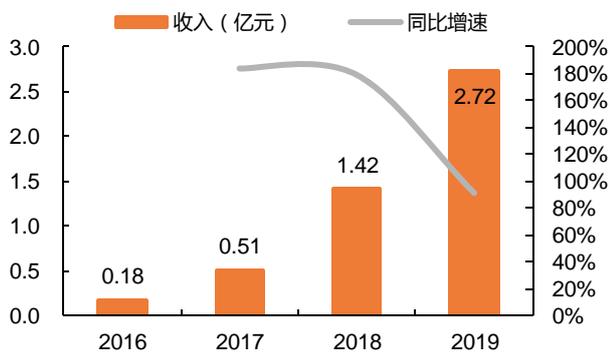
2.1 整体发展情况

近年来，随着《网络安全法》等法规的实施，政企客户网络安全保护意识在显著提高。以前，网络安全都是在 IT 基础设施完成之后，再进行被动修补，多采取的是“围墙式”的防护策略。随着新的应用场景如云计算、大数据、物联网和移动终端的普及，企业信息化程度显著提升，对应的网络信息安全防护要求也出现了三大变化：1) 防护范围从传统 PC、服务器、网络边缘拓展到了云计算、大数据、泛终端等新场景；2) 防护思想从“风险发现、查缺补漏”转变到“关口前移、系统规划”；3) 核心技术升级从传统的围墙式防护，演进到利用大数据等技术对安全威胁进行检测与响应。

公司安全平台业务就是顺应安全形势变化需要以及新的监管要求发展起来的，产品覆盖了云安全、大数据安全和物联网安全等新兴场景。目前，公司成熟的平台产品包括态势感知预警平台、AiLPHA 大数据智能安全平台、天池云安全管理平台。此外，公司正在积极进入物联网安全、工控及工业互联网安全等新领域。从公司的战略布局看，该板块业务也将是公司重点发力方向，公司 IPO 募集的 7.6 亿资金中，超过 50%都投向了该板块。

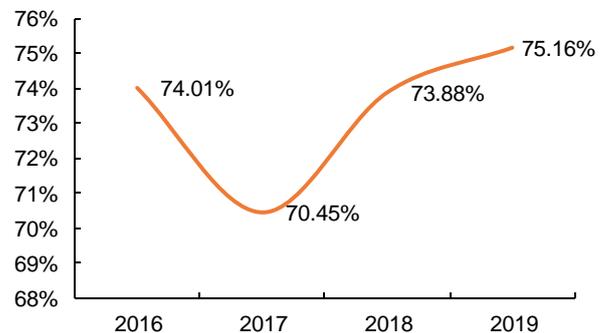
公司对新场景的安全需求反应速度很快，进入比较早且收入实现了高速增长。2015 年开始，国内“云物移”进入快速发展阶段，安恒信息已经针对性的进行了产品研发，2016 年形成了收入，此后收入持续保持高增长，目前已经成为公司收入和毛利的主要贡献单元。2019 年，公司平台类的业务收入为 2.72 亿元，同比增长 91.15%；业务毛利率为 75.16%，而且毛利率还在呈上升态势。

图表15 公司网安平台收入及增速



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表16 公司网安平台毛利率走势



资料来源:Wind、平安证券研究所

2.2 云安全

安恒信息是国内较早进入云安全领域的企业，布局相对完整，业务涉及到公有云、私有云两个领域。在公有云领域，公司云堡垒机、云数据库审计等相关产品累计保护数千家云上企业用户，云堡垒机服务和保护的云主机更是达到了几十万台以上。在私有云（专有云）领域，公司在2016年率先推出了天池云安全管理平台，该平台汇聚了安恒多年安全技术积淀以及部分生态伙伴安全能力，构建了覆盖云检测、云防御、云审计、云服务于一体的云安全资源池。

2019年以来，公司积极顺应政企上云的大势，推动更多的安全基础产品上云，以适应云上客户的需求。尤其是在公有云领域，公司同头部云厂商的合作正在加强，产品已经上线阿里云、腾讯云、华为云、亚马逊、电信天翼云、联通沃云等在内的十多家国内外主流公有云平台。2019年，公司云安全平台业务实现收入1.50亿元，同比增长176.25%。

图表17 公司云安全收入及同比增速



资料来源:公司公告、平安证券研究所

公司在公有云和私有云市场上采取了不同的策略。在公有云市场上，公司强调的是将基础产品云化，包括云堡垒机、云数据库审计等。而在私有云市场上，公司则是推出了平台产品。一是玄武盾云防护平台，该平台可为私有云提供安全检测、防护、分析、运营等一体化安全防护能力，包括抗DDoS、威胁情报、Web攻击防护等，侧重于Web安全的监测防护；二是天池云安全管理平台，该平台是

一个云安全资源池，可以提供更为丰富的云安全解决方案，涵盖了检测、防御、审计等全生命周期的云安全产品，目前广泛应用于政府、金融、医疗和运营商等行业的私有云。

图表18 天池云安全管理平台提供的安全能力



资料来源:公司官网、平安证券研究所

图表19 天池云安全管理平台业务架构



资料来源:公司官网、平安证券研究所

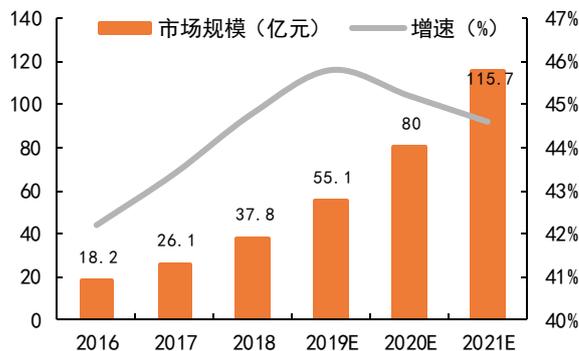
安全云化是未来安全产业发展的重要方向，公司大有可为。一方面，随着政企大量上云，云上数据资产数量将快速增加，保护好云上资产的安全工具需求必然也会增长，同时，从监管层面来讲，也会要求运营企业强化在该领域的防护工作。云管理平台、工作负载和企业 SaaS 应用的防护产品需求将会增加。另一方面，云计算技术将在网络安全领域得到广泛应用，可以实现安全即服务的交付模式。未来，基于云的自动化、远程化、智能化的威胁监测、攻击防御和审计产品需求也将实现高速增长。赛迪预计，到 2021 年全球云安全服务市场规模将达到 111.5 亿美元，2019-2021 年的平均增长率为 22.8%；到 2021 年国内云安全市场规模将达到 115.7 亿元，2019-2021 年均增长率为 45.2%，大幅高于国际水平。公司作为领先企业，产品线齐全，受益将十分确定。

图表20 全球云安全市场规模及预测



资料来源:赛迪顾问、平安证券研究所

图表21 我国云安全市场规模及预测



资料来源:赛迪顾问、平安证券研究所

2.3 大数据安全

随着云计算和大数据技术的快速发展和广泛应用，尤其是客户业务体量达到一定规模以后，数据的产生、流通和应用更加普遍化和密集化，数据安全治理变的更加复杂，传统的安全产品难以满足大数据安全需求。过去网络安全市场贯彻的是“以系统安全为中心”的理念，而在大数据场景下，需要树立起“以数据为中心”的理念。

大数据安全关注的是大数据全生命周期的安全防护，包括大数据平台安全、大数据安全防护和大数据隐私保护，主要产品包括大数据系统安全产品、大数据资源发现、大数据管理运营、敏感数据梳理、大数据脱敏、应用数据审计、大数据审计等。

目前，安恒信息与大数据相关的产品主要有两个：1) 网络安全态势感知通报预警平台。平台利用多种威胁监测技术、大数据关联分析及机器学习技术，配合威胁情报数据服务，对其重要关键信息基础设施进行全面的画像、风险检测、攻击溯源。2) AiLPHA 大数据智能安全平台。该平台利用“AI驱动安全”的核心理念，集成超大规模存查、大数据实时智能分析、用户行为分析、多维态势安全视图、企业安全联动闭环等安全模块，解决传统安全设备无法应对越来越复杂和隐蔽的安全威胁。

图表22 公司网络安全态势感知通报预警平台



资料来源:公司官网、平安证券研究所

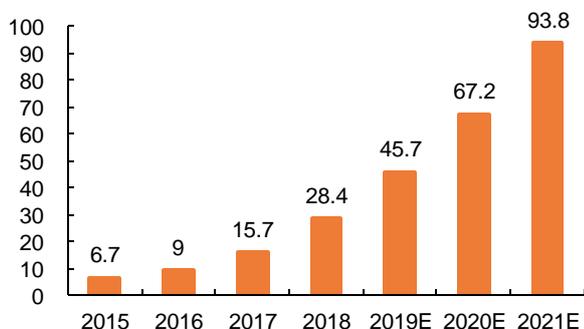
2.4 物联网及工业互联网安全

■ 物联网安全

近年来，国内物联网产业发展迅速，以智能家居为代表的众多设备开始接入物联网，连接数和市场规模持续扩大。据艾瑞咨询统计数据显示，2019年，国内物联网连接数估计超过45亿个。海量的连接也带来了物联网安全问题，包括针对用户隐私、基础网络环境进行攻击的数量不断增多，物联网安全产业也快速发展起来。赛迪顾问报告显示，2018年，我国物联网安全市场规模达到88.2亿元，增速达到34.7%，预计到2021年，物联网安全市场规模将达到301.4亿元，成长潜力大。

公司从2015年开始开发嵌入式设备安全的研究工作，2018年4月产品开始在高端摄像头中得到应用。目前，公司在该领域已经有了三款产品，包括物联网“安全心”、物联网安全监测平台、物联网安全态势感知与管控中心。公司的物联网产品还在完善、整合阶段，未来将研发基于嵌入式安全心的安全态势感知与管控平台，实现物联网整网威胁可视化，做到物联网整网可视、可管、可控。

图表23 我国物联网接入数量及预测（亿个）



资料来源:艾瑞咨询、平安证券研究所

图表24 我国物联网安全市场规模及预测



资料来源:赛迪顾问、平安证券研究所

■ 工业互联网（工控）安全

工业互联网（工控）安全也是安恒在新场景重点发力的方向。公司自工业互联网事业部成立以来，在工业互联网安全产品研发上投入了大量资金和人力支持，已经初步打造出工业互联产品体系。该体系以工业控制信息安全管理为核心，以旁路检测、串联防护、现场防护三大引擎为支撑，全面实现全网工控设备的统一安全监测和防护，安全风险集中分析和展现。目前，公司工业互联网安全产品包括工业安全监测与态势感知平台、工业防火墙、工控安全监测审计平台、工控安全漏洞扫描平台等。

据卡斯基数据显示，中国大陆依然是全球前10大遭到工控攻击最严重的国家之一，安全产品增长潜力大。同时，工控安全合规领域的要求也在加强。2019年4月，工信部公布了《关于加强工业互联网安全工作的指导意见（征求意见稿）》，正式稿有望在2020年落地。工信部在近期还推出了《工业互联网专项工作组2020年工作计划》，要求启动工业互联网安全分级分类工作试点。

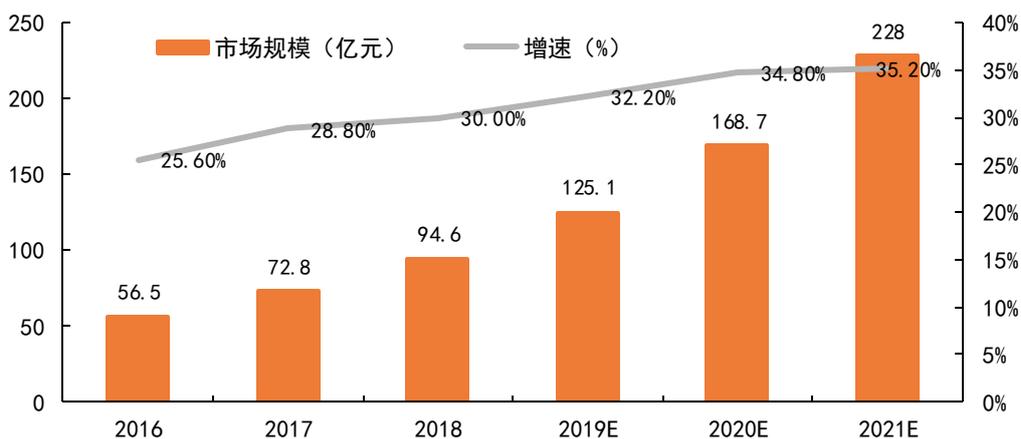
随着新基建的提速，工业互联网将作为建设的重点，针对工业互联网的安全防护需求也将显著增加。据赛迪智库测算，2018年，国内工业互联网（工控）安全市场达到94.6亿元。2019-2021年国内工业互联网（工控）安全市场规模将维持超过30%以上的速度增长。安恒公司在该领域有着持续的积累，产品将更为成熟，市场竞争力也将稳步提升。

图表 25 工业互联网安全监测与态势感知平台架构



资料来源:公司官网、平安证券研究所

图表 26 我国工业互联网安全市场规模及预测



资料来源:赛迪顾问、平安证券研究所

三、安全服务化是下一个风口，公司新服务业务拓展迅速

3.1 国内安全服务市场处于起步阶段，公司切入该领域恰逢其时

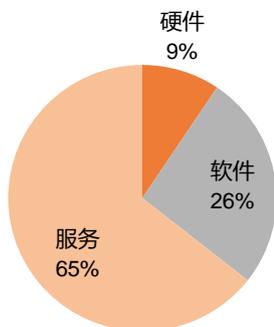
安全“黑产”日益猖獗，针对政企客户的网络攻击更是防不胜防。而网络安全的本质，是“人与人的对抗”。然而，在高对抗的背景下，传统网络安全产品——静态“盒子”，已经难以满足客户需求。在这种背景下，安全服务的作用就显现出来。安全服务就是在面对各种威胁时，通过专业人员、技术专家，直面客户诉求，解决客户问题，它是“人与技术”的融合。

在国际市场上，网络安全服务市场已经非常成熟，服务收入占整个网络安全产业的比重超过 60%。而在国内市场上，由于安全产品在现有预算体系下更容易核算，加上政企对安全的态度还是以合规为主，提升主动防御能力的组织机构很少，服务预算很少或者根本不重视，造成安全服务占行业市场规模的比重持续低于国际水平。

但近年来，国内“第三方”安全服务市场发展动力不足的状况正在改观，市场需求快速扩大。既然安全攻防是人与人之间的博弈，通过技术专家提供的安全服务的价值就更为凸显。政企客户日趋依赖网络安全服务商提供专业的安全集成、安全运维、安全咨询、安全教育与培训等服务，及时应对各种潜在的、突发的网络安全事件，保障自身业务的健康、稳定运行。

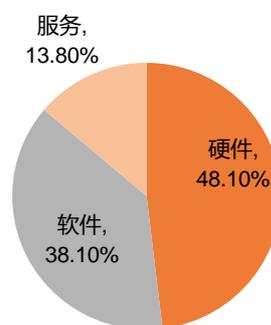
公司安全服务业务就是顺应这种网络安全形势、政企用户需求变化发展起来的，为用户提供从安全规划、安全设计、安全建设到安全运营的一站式专业安全服务。除了常规服务之外，公司在重点安全保护服务（简称重保服务，下同）方面也具备较强的竞争力。重保服务主要是为安全重点保护单位和活动提供事前检测、事中防御和事后审计服务。从2008年奥运会以来，公司先后为建国60年、2010年上海世博会、广州亚运会、G20峰会、厦门金砖会议、一带一路、十九大、历届互联网大会等重大活动提供过重保服务，安保对象全部实现了网络安全“零”事故。虽然重保业务并不能给企业带来大规模的收入和利润，但是可以为公司赢得声誉和口碑。

图表27 2018年全球网安市场规模细分结构



资料来源:IDC、平安证券研究所

图表28 2018年国内网安市场规模细分结构



资料来源:CCID、平安证券研究所

公司安全服务云化也在加速。公司风暴中心2016年推出了SaaS云安全服务解决方案（玄武盾），可以实现利用云计算来提供集约化安全服务，实现了监测、DDoS清洗以及威胁情报等服务上云。玄武盾发布以来，累计共防护超过数十万个互联网系统，为政府、教育、金融、医疗、企业等行业用户提供基于云端的安全防护服务。2019年以来，公司的SaaS云安全服务业务拓展顺利，成功为多个省市的政务云、政府网站群、政府在线系统提供了7*24小时云安全服务。

图表29 公司云安全服务解决方案（玄武盾）

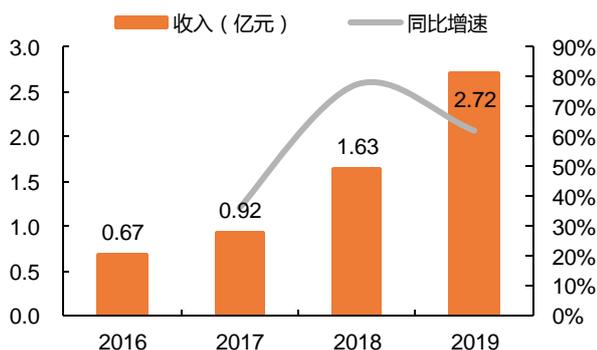


资料来源:公司网站、平安证券研究所

3.2 公司安全服务业务成长迅速，潜在市场空间巨大

2019年，公司安全服务业务实现收入2.72亿元，同比增长62.03%。我们预计，随着国内对安全服务需求的逐步认可，安全服务市场规模将保持稳步提升。据赛迪顾问报告预测，2021年国内安全服务收入占安全行业收入将达到19.8%，年均增速接近40%。我们预计，公司作为安全服务的龙头，收入增长更为迅速，而且可以通过云服务平台形式提供，把防护和检测云化后，可以改变传统IT服务过于依赖“人头”局限，实现低成本快速扩大业务规模。

图表30 公司安全服务收入及同比增速



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表31 我国安全服务行业市场规模及同比增速



资料来源:CCID、平安证券研究所

四、对标分析：安全平台、服务优势明显，营销体系仍有提升空间

综合公司的业务情况，选取的对标企业包括奇安信、启明星辰、深信服和绿盟科技。

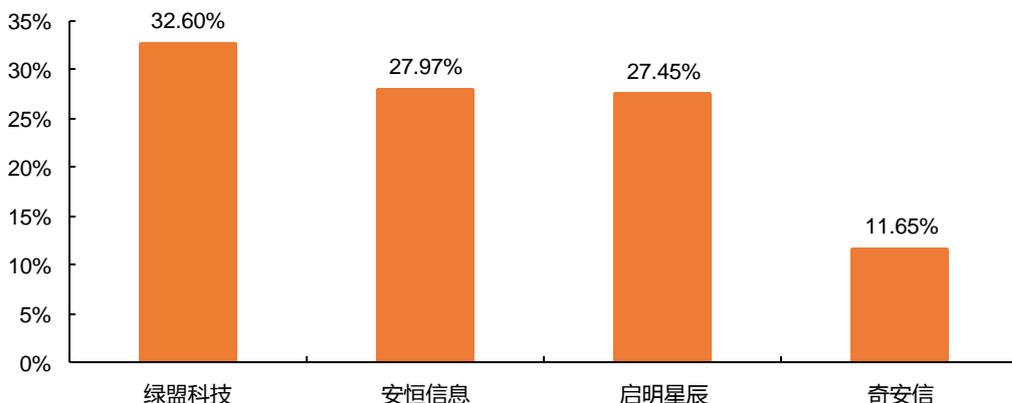
4.1 基础产品布局轻边界重数据，服务业务占比在业内处于前列

从规模上看，公司处在第二梯队，同头部友商还有较大差距。规模对于安全企业来说，决定着其战略方向的投入能力。目前，安恒公司收入和业绩增长比较迅速，但是同主要竞争对手相比，在体量上还存在较大差距，可以调动的资源相比行业龙头企业较为有限，而且在新的安全市场机会的把握方面，公司在投入规模和反应速度上可能也受到制约。

从产品布局来看，公司也是有所侧重。公司的安全平台和服务优势较为明显，在硬件等方面布局则相对弱一些。反观主要竞争对手，深信服安全业务2019年28.44亿元的收入中，主要都是安全产品和一些平台软件收入，服务收入在发展但占比很少；奇安信、启明星辰作为安全领域的龙头，从边界到内网的布局都十分全面，主流产品在市场上都有着非常强的竞争力；绿盟科技在产品上与公司存在直接竞争的关系，在漏洞扫描、Web应用防火墙领域，两家实力都比较强，同时这两家企业在安全服务领域的布局都较早，目前占业务收入的比重均较高。

未来公司在基础产品板块的重点，将围绕其现有产品做延展，包括数据安全防护、检测以及工控安全等领域。由于数据和工控场景的安全需求正在发展的快车道，未来的市场空间也比较广阔。基于自有产品以及生态企业的支持，公司将有望在自身能力范围内形成壁垒，我们也看好公司的业务布局方向。

图表 32 主要安全公司安全服务业务收入占比



资料来源:Wind、平安证券研究所

4.2 公司直销和渠道销售相对均衡，但营销体系建设还需要加强

销售模式是所有企业经营需要思考的问题。对网络安全企业来说，技术和赛道固然十分重要，但是如何选择合适的销售模式触达客户更为关键。销售模式的选择同企业自身的产品形态和客户特点密切相关。一般而言，产品定制化程度高、客户需求差异化大、订单金额较大的业务，适合直销，比如政府、军队以及大型央企客户；产品标准化程度高，客户行业和地域分布比较散，一般情况下可以搭建渠道来提升客户触达率，当然在这种模式下对公司的渠道管理能力要求比较高。

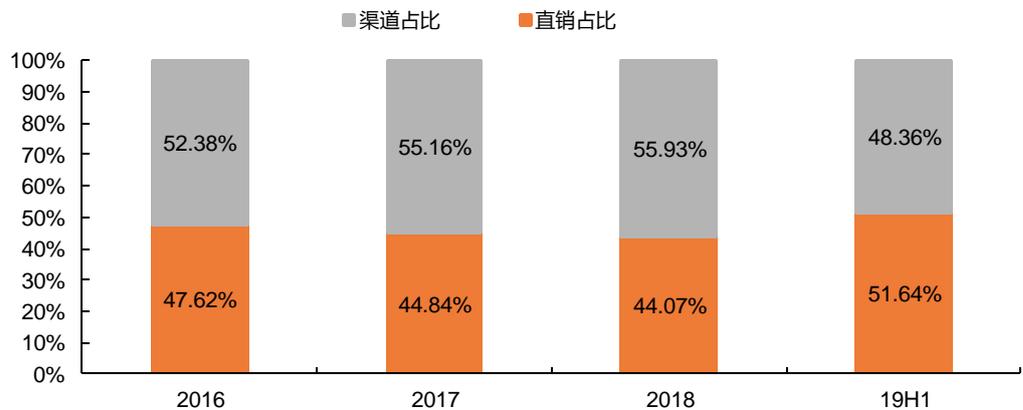
从上市公司对比来看，启明星辰、绿盟科技、北信源和任子行都是采用了直销和渠道相结合的方式，由于政府客户占比较大，且需要通过深度了解客户需求并进行项目实施，直销在各公司营收中都占了很大比重，而且很多客户对安全项目提出比较苛刻的要求，比如必须由原厂进行实施、运维和服务，这种客户就只能直销。而深信服则是典型的具备较强渠道管理基因的安全企业，上市之前（2017年）公司的渠道收入占到公司收入的 97%。对安恒来说，平台和服务的需求定制化程度很高，该部分业务适合采用直销为主、渠道为辅的模式；而对其基础安全产品来说，标准化程度就非常高，则适合通过渠道来铺。从实际发展来看，安恒信息也确实是一个直销和渠道相结合的一个企业。

但比较来看，公司的营销体系同竞争对手还有较大差距。直销方面，公司虽然已经在 25 个省市已经设立了分支销售机构，提供技术人员支持，但是相比主要友商在用户覆盖、服务支撑能力等方面，还需要加强。渠道方面，网络安全公司都看到了渠道标杆企业（深信服）的成功经验，也都在加强在渠道方面的投入，包括启明星辰、绿盟科技等，公司作为网络安全新兴企业，未来在渠道销售方面面临的竞争也正在加剧。

公司也正在加强营销体系的建设，尤其是对渠道端的投入支持力度。通过年报我们发现，公司用户集中度并不高（前五客户收入 2019 年占 15.6%），而且目标用户数量多，用户地域及行业分布广。通过加强渠道建设，可以实现两个目的：一方面可以扩大基础产品的销售；另一方面，进一步做好渠道和自有销售的配合，利用渠道引流，直销团队实现最终销售。

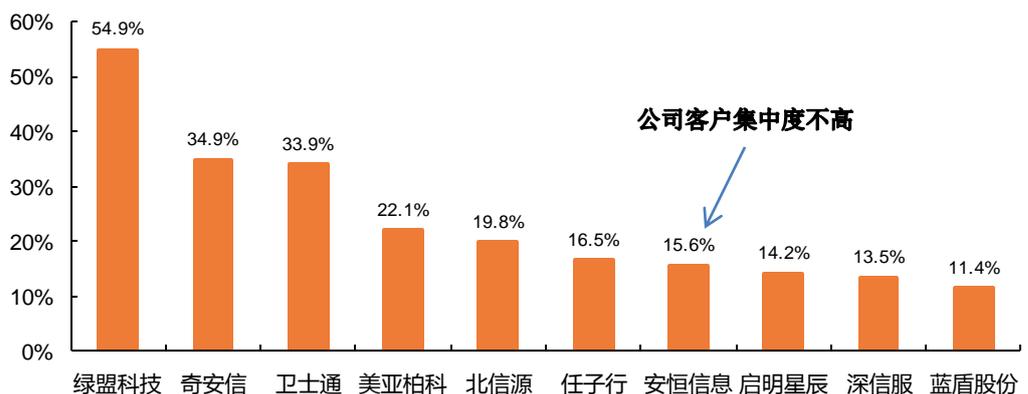
从公司 IPO 募投资金的投向看，公司对营销体系的关注度比较高。按照公司招股说明书的披露，公司将投入 8778 万元用于营销网络建设，补充现有的营销和技术支持网点的能力，同时在南昌、哈尔滨新建两个分支机构。此外，公司还在增加人员培训和品牌推广投入，不断提升营销和技术支持人员的解决方案和技术服务能力。

图表33 公司不同销售模式下的销售收入占比



资料来源:公司招股说明书、平安证券研究所

图表34 主要安全公司前5家客户收入占比



资料来源:Wind、平安证券研究所

五、盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年的发展作如下假设:

- 1) 网络安全基础产品是公司业务的基石,尤其是 WEB 应用防火墙、漏扫、数据库审计等产品,在日益趋严的合规环境、以及严峻的网络安全背景下,市场需求仍将保持较快增长,预计未来三年将维持在 20%以上。
- 2) 网络信息安全平台则是公司核心赛道,公司通过平台将公司基础领域的能力,输出到云计算、大数据、工控和物联网等新场景。而这三个领域均是未来数字产业和“新基建”推进的重点,公司的网络信息安全平台则高度契合这些场景,需求预计比基础产品增长更为迅速。预计 2020-2022 年该业务板块收入增速将分别为 60%、50%和 40%。

3) 网络信息安全服务是公司竞争优势之一。网络安全的发力点，必然是从“合规”走向“攻防”，面向合规的“盒子”静态防御体系很难应对日新月异的攻击技术，安全服务的作用越发重要。公司在关键基础设施、重大活动等领域的网络安全保护经验丰富，未来几年相关领域的安全防护需求也将加码，该业务板块也将保持在高速车道。我们预计，2020-2022年，公司网络信息安全服务收入增速将分别为40%、50%和45%。

图表35 公司各项收入及毛利率预测

业务	指标	单位	2019	2020E	2021E	2022E
网络信息安全基础产品	营业收入	百万元	384.0	460.8	576.0	708.5
	增长率	%	29.1	20.0	25.0	23.0
	毛利率	%	79.3	76.0	75.0	74.0
网络信息安全平台	营业收入	百万元	271.7	434.7	652.0	912.8
	增长率	%	91.2	60.0	50.0	40.0
	毛利率	%	75.2	73.0	72.0	71.0
网络信息安全服务	营业收入	百万元	264.0	369.6	554.5	804.0
	增长率	%	62.0	40.0	50.0	45.0
	毛利率	%	54.3	54.0	55.0	56.0
第三方硬件产品	营业收入	百万元	10.3	11.3	12.4	13.7
	增长率	%	-36.2	10.0	10.0	10.0
	毛利率	%	0.7	5.0	5.0	5.0
其他	营业收入	百万元	14.0	16.8	20.2	24.3
	增长率	%	74.8	20.0	20.0	20.0
	毛利率	%	51.6	25.0	25.0	25.0
合计	营业收入	百万元	944.0	1293.3	1815.1	2463.2
	增长率	%	50.7	37.0	40.4	35.7
	毛利率	%	69.5	67.4	66.8	66.2

数据来源：Wind、平安证券研究所

5.2 相对估值

相比国内发展较为成熟的网络安全企业，公司处在新兴赛道，处于相对早期的快速拓展阶段。相比利润而言，投资者更应该关注其收入的增长。就估值方法而言，比较对标公司的市销率指标或更为合理。我们选取的对标公司包括深信服、绿盟科技、启明星辰、奇安信、安博通等安全企业。通过对比发现，公司2020年的预计市销率高于行业平均水平，但后续会较快向行业平均水平回归。

图表36 公司相对估值表

股票代码	证券简称	收盘价 (2020.9.21)	市值 (亿元)	2020PS	2021PS	2022PS	2020年收 入(亿元)	2021年收 入(亿元)	2022年收 入(亿元)
300454	深信服	200.68	820.81	14.16	10.71	8.22	57.98	76.64	99.80
300369	绿盟科技	20.96	167.29	8.29	6.25	4.81	20.18	26.78	34.75
688561	奇安信-U	109.60	744.86	16.64	11.81	8.62	44.77	63.05	86.44
002439	启明星辰	35.75	333.76	9.07	7.20	5.77	36.79	46.33	57.89
688168	安博通	85.26	43.64	13.24	9.88	7.36	3.29	4.42	5.93
	平均		422.07	12.28	9.17	6.96			

688023	安恒信息	247.45	183.30	14.17	10.10	7.44	12.93	18.15	24.63
--------	------	--------	--------	-------	-------	------	-------	-------	-------

资料来源: Wind、平安证券研究所

注: 安博通、奇安信 2020-2022 年收入为 9 月 21 日 Wind 一致预期数据

5.3 投资建议

安恒信息是国内数据安全和 Web 应用安全的领先企业, 在云计算、大数据、工业互联网和物联网等新场景安全市场上形成了较强竞争优势, 同时在安全服务板块拓展迅速。未来随着国内数字化的提速, 安全产品和服务需求必然快速增加, 公司也将充分受益。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.39 元、1.87 元和 2.47 元, 对应 9 月 21 日收盘价 PE 分别为 177.5 倍、132.7 倍和 100.1 倍。我们看好公司所在赛道和后续的增长潜力, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

六、风险提示

■ 毛利率持续下降风险

行业技术迭代将加速, 细分市场的客户需求会交叉、重叠, 不同背景的安全厂商同台竞争的可能性增大, 比如互联网、传统 ICT 企业等, 技术、品牌、人才和资金等方面的竞争加剧, 行业总体和公司毛利率都存在下降的风险。

■ 新市场开拓不及预期

公司正在加大营销网络建设方面的投入, 建立多级销售渠道, 不断拓展中小企业客户。但若公司的新行业拓展策略、营销服务等不能很好的适应客户需求, 公司将面临新市场开拓不及预期的风险。

■ 客户安全支出不及预期

公司客户多采用预算制进行产品和服务采购, 宏观经济环境如出现不景气可能影响部分行业客户的 IT 投资预算, 进而可能对公司的业务产生不利影响。2020 年以来, 新冠疫情以及中美贸易战给国内经济增长带来了较大压力, 公司客户信息安全投入可能不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1853	2044	2301	2575
现金	1483	1529	1572	1612
应收票据及应收账款	201	307	406	562
其他应收款	41	69	86	125
预付账款	5	7	10	12
存货	116	125	219	257
其他流动资产	7	7	7	7
非流动资产	319	285	350	431
长期投资	20	19	18	17
固定资产	281	246	266	306
无形资产	7	7	7	5
其他非流动资产	11	14	58	103
资产总计	2172	2330	2651	3006
流动负债	499	604	806	998
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	156	218	318	424
其他流动负债	343	385	488	575
非流动负债	123	101	89	79
长期借款	107	86	74	64
其他非流动负债	16	16	16	16
负债合计	622	705	895	1078
少数股东权益	0	-1	-1	-2
股本	74	74	74	74
资本公积	1242	1242	1242	1242
留存收益	234	321	428	575
归属母公司股东权益	1550	1626	1757	1931
负债和股东权益	2172	2330	2651	3006

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	217	63	128	152
净利润	92	102	138	182
折旧摊销	24	37	41	51
财务费用	-3	-36	-35	-33
投资损失	2	-2	-2	-2
营运资金变动	88	-39	-14	-45
其他经营现金流	13	0	0	0
投资活动现金流	-119	-2	-104	-129
资本支出	127	-32	66	82
长期投资	-0	1	1	1
其他投资现金流	8	-33	-37	-46
筹资活动现金流	988	-15	18	18
短期借款	0	0	0	0
长期借款	26	-21	-12	-10
普通股增加	19	0	0	0
资本公积增加	933	0	0	0
其他筹资现金流	11	6	30	28
现金净增加额	1086	46	43	40

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	944	1293	1815	2463
营业成本	288	421	603	834
营业税金及附加	12	16	22	31
营业费用	316	407	563	759
管理费用	85	116	160	209
研发费用	205	278	381	505
财务费用	-3	-36	-35	-33
资产减值损失	-3	-10	-13	-19
其他收益	59	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	2	2	2
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	92	101	136	180
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	91	101	136	180
所得税	-1	-1	-2	-2
净利润	92	102	138	182
少数股东损益	-0	-1	-1	-1
归属母公司净利润	92	103	138	183
EBITDA	78	97	133	185
EPS(元)	1.24	1.39	1.87	2.47

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	50.7	37.0	40.4	35.7
营业利润(%)	24.5	9.9	34.5	32.3
归属于母公司净利润(%)	20.0	12.0	33.8	32.5
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	69.5	67.4	66.8	66.1
净利率(%)	9.8	8.0	7.6	7.4
ROE(%)	5.9	6.3	7.8	9.4
ROIC(%)	3.2	3.4	5.0	6.7
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	28.6	30.3	33.8	35.8
净负债比率(%)	-86.2	-86.6	-83.1	-78.1
流动比率	3.7	3.4	2.9	2.6
速动比率	3.5	3.2	2.6	2.3
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.9
应收账款周转率	5.1	5.1	5.1	5.1
应付账款周转率	2.2	2.2	2.2	2.2
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	1.24	1.39	1.87	2.47
每股经营现金流(最新摊薄)	2.60	0.86	1.73	2.05
每股净资产(最新摊薄)	20.93	21.95	23.72	26.07
估值比率	-	-	-	-
P/E	198.8	177.5	132.7	100.1
P/B	11.8	11.3	10.4	9.5
EV/EBITDA	217.7	175.3	126.5	90.8

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033