

中信证券研究部

杨泽原
 首席计算机分析师
 S1010517080002

刘雯蜀
 计算机分析师
 S1010518020001

联系人：潘儒琛
核心观点

公司是态势感知等新兴网络信息安全优秀企业，目前主打“3+1”平台战略，在安全平台和安全服务等业务上优势显著，新兴安全业务发展前景可期。预计2019-2021年EPS为1.26/1.71/2.30元，首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **技术基因起步的新时代网络信息安全领军企业。**安恒信息成立于2007年，是国内领先的网络信息安全产品和服务提供商。公司核心技术人员均具备深厚的原创技术研发能力，经过多年发展，公司多款网络安全产品份额位居行业前列，目前围绕着云计算、大数据、物联网为代表的新一代信息技术，形成了以“新场景、新服务”为方向的专业安全产品和服务体系。2018年公司实现营收6.27亿元，同比增长45.58%；实现归母净利润0.77亿元，同比增长47.45%。公司下游客户广泛，目前政府是公司最大的收入来源，2018年占比达到34.04%。

■ **政策+技术+内生需求共同驱动，行业迎来快速发展。**政策上，随着等保2.0等行业政策落地，政府对企业考核力度加大，企业对安全的投入进一步上升。技术上，在云计算、物联网等新技术的驱动下，安全防护对象改变，信息安全的范围也逐渐扩大。与此同时，信息化带来的数据量爆发式增长使信息安全的问题更加突出，企业对安全的防护逐渐成为内生性需求。根据CCID的统计，2018年我国信息安全市场规模为495.2亿元，同比增长20.9%，远超全球市场增速（8.5%），预计到2021年将达到926.8亿元。与此同时，安全服务的占比逐步提高，预计2021年将达到19.80%。

■ **发力“3+1”平台战略，成为公司业绩增长核心动力。**公司目前主打“3+1”平台战略，对应的新兴安全业务快速成长，收入占比接近50%。云安全方面，公司以阿里云为依托，产品和所有公有云及80%以上私有云达到无缝对接；大数据安全方面，面向监管行业的态势感知预警平台产品已成为市场第一品牌，面向政府、金融等行业的AiLPHA大数据智能安全平台正在快速渗透；物联网安全方面，公司与海康、大华战略合作，产品主要应用在视频摄像头领域，未来向5G和工控领域发展；SaaS云安全服务方面，公司的云防护产品玄武盾自2016年发布以来，已经为多个大会官网提供重点安全保障，成为SaaS安全服务市场的主要领导者。公司通过本次IPO募集资金7.6亿，主要投入在新兴安全领域，预计将进一步提高公司核心竞争力。

■ **风险因素：**等保2.0落地不及预期；新兴业务研发进展不及预期；行业竞争加剧。

■ **投资建议：**公司是新兴信息安全领域优秀企业，目前主打“3+1”平台战略，在安全平台和安全服务等业务上优势显著，新兴安全业务发展前景可期。预计公司2019-21年营业收入为9.45/13.72/18.52亿元，归母净利润为0.94/1.26/1.71亿元，对应EPS为1.26/1.71/2.30元。看好公司在新兴安全业务布局上的潜力，首次覆盖，给予“增持”评级。

安恒信息	688023
评级	增持（首次）
当前价	231.32元
总股本	74百万股
流通股本	15百万股
52周最高/最低价	271.0/79.06元
近1月绝对涨幅	28.92%
近6月绝对涨幅	309.42%
近12月绝对涨幅	309.42%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	430.40	626.59	945.18	1,372.11	1,851.85
营业收入增长率	36%	46%	51%	45%	35%
净利润(百万元)	52.14	76.87	93.59	126.31	170.72
净利润增长率	N/A	47%	22%	35%	35%
每股收益EPS(基本)(元)	1.01	1.38	1.26	1.71	2.30
毛利率%	68%	71%	71%	71%	71%
净资产收益率ROE%	12.06%	15.17%	9.09%	7.89%	9.94%
PE	229	168	183	136	100
PB	40	34	11	10	10

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2020年2月25日收盘价

目录

技术基因起步的新时代网络信息安全领军企业	1
国内领先的网络信息安全产品和服务提供商，技术实力雄厚	1
核心产品市场份额领先，业务覆盖多个新兴安全领域	3
业绩快速增长，客户资源优质广泛	4
政策+技术+内生需求共同驱动，行业迎来快速发展	7
政策持续催化行业发展，等保 2.0 加大企业合规性投入	7
边界扩张产生增量空间，新技术带来新的安全需求	10
信息化程度日益提高，企业内生需求逐步显现	11
发力“3+1”平台战略，成为公司业绩增长核心动力	13
云安全平台：以阿里云为依托，公有云、私有云共同发展	14
大数据安全平台：从监管行业切入，向政府、金融等行业逐步渗透	15
物联网安全平台：应用于视频摄像头领域，向 5G、工控物联网发展	17
SaaS 云安全服务：市场主要领导者，打造一站式托管服务	18
注重渠道建设和研发投入，净利润率有望逐步改善	20
风险因素	23
盈利预测	23

插图目录

图 1：公司主要发展历程.....	1
图 2：公司股权结构（前十大股东）.....	2
图 3：2018 年公司 WAF 进入亚太区 Web 应用防火墙魔力象限“值得关注厂商”.....	3
图 4：2018 年公司 WAF 入选 Web 应用安全市场厂商“领导厂商”象限.....	3
图 5：公司以基础安全产品为依托，构建的“新场景、新服务”的产品发展方向.....	4
图 6：2016-2018 年公司营业收入及增速.....	5
图 7：2016-2018 年公司归母净利润及增速.....	5
图 8：2016-2018 年公司毛利率和净利率.....	5
图 9：2016-2018 年公司期间费用率.....	5
图 10：公司以基础安全产品为依托，构建的“新场景、新服务”的产品发展方向.....	7
图 11：传统信息安全边界正在拓宽.....	9
图 12：2017 年不同地区 IT 安全的投入占 IT 市场的比例.....	10
图 13：2016 年不同地区 IT 安全投资分布.....	10
图 14：传统信息安全边界正在拓宽.....	10
图 15：2016-2021 年中国云安全市场规模及预测.....	11
图 16：2016-2021 年中国大数据安全市场规模及预测.....	11
图 17：2016-2021 年中国物联网安全市场规模及预测.....	11
图 18：2016-2021 年中国工业互联网安全市场规模及预测.....	11
图 19：我国信息化程度已经处于较高水平.....	12
图 20：部分行业数字化水平.....	12
图 21：2013-2017 年全球数据泄露事件数量.....	12
图 22：2018 年网络攻击首次被纳入全球前五大安全风险.....	12
图 23：2016-2021 年全球网络信息安全市场规模与增长.....	13
图 24：2016-2021 年中国网络信息安全市场规模与增长.....	13
图 25：2018 年全球网络信息安全市场产品结构.....	13
图 26：2016-2021 年中国网络信息安全市场结构.....	13
图 27：2016-2018 年公司网络信息安全平台收入及增速.....	14
图 28：2016-2018 年公司网络信息安全服务收入及增速.....	14
图 29：公司天池云安全管理平台产品架构.....	14
图 30：公司网络安全态势感知预警平台架构.....	15
图 31：公司网络安全态势感知预警平台应用场景.....	15
图 32：2017-2020 年我国态势感知市场规模及预测.....	16
图 33：态势感知矩阵（SAM, Situation Awareness Matrix）.....	16
图 34：公司 AiLPHA 大数据智能安全平台产品架构.....	16
图 35：公司 AiLPHA 大数据智能安全平台核心功能.....	17
图 36：公司物联网安全平台系统架构.....	18
图 37：公司玄武盾重保服务提供“事前安全体检+事中防护监控+事后应急保障”的安全防护体系.....	19
图 38：公司云防护服务（玄武盾）节点布置情况.....	19
图 39：公司渠道经销商体系.....	20
图 40：2016-2018 年公司直销和渠道模式收入占比.....	20
图 41：公司销售渠道体系.....	21

图 42: 公司三级研发管理架构.....	22
图 43: 海特实验室.....	22
图 44: 卫兵实验室.....	22
图 45: 2016-2018 年公司研发投入及增速	23
图 46: 2016-2018 年公司研发人员数量及占比情况（名）	23

表格目录

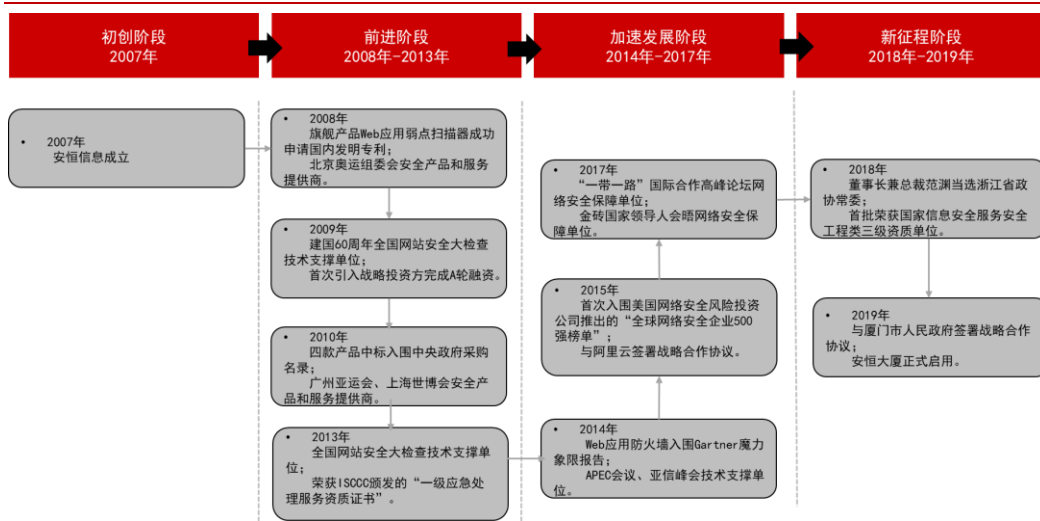
表 1: 公司核心技术人员情况.....	2
表 2: 公司具有竞争力产品市场份额（注：以下市场份额占比均为国内市场占比）	4
表 3: 公司在各领域重点客户情况	6
表 4: 我国网络信息安全行业相关政策	7
表 5: 等保 1.0 和 2.0 测评周期、分数对比.....	9
表 6: 等保 2.0 等级划分	9
表 7: 2016-2018 年公司天池云安全管理平台销售情况（万元）	15
表 8: 2016-2018 年公司态势感知预警平台销售情况（万元）	16
表 9: 2016-2018 年公司 AiLPHA 大数据智能安全平台销售情况（万元）	17
表 10: 2016-2018 年公司物联网安全平台销售情况（万元）	18
表 11: 2016-2018 年公司玄武盾防护系统销售情况（万元）	20
表 12: 公司本次 IPO 募集资金拟用于具体项目（单位：万元）	20
表 13: 安恒信息经营模型（单位：百万元）	24
表 14: 可比公司参考	24
表 15: 安恒信息盈利预测	24

■ 技术基因起步的新时代网络信息安全领军企业

国内领先的网络信息安全产品和服务提供商，技术实力雄厚

安恒信息成立于 2007 年，一直专注于网络信息安全领域，是国内领先的网络信息安全产品和服务提供商。公司成立之初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与 Web 应用防火墙产品，成功进入网络信息安全市场。公司从成立第二年开始，就为历届中国共产党全国人民代表大会、奥运会、G20 杭州峰会、历届世界互联网大会、一带一路、金砖五国、上合组织等重大会议提供网络安保支持。根据 Cybersecurity Ventures2015-2018 年发布报告显示，公司连续四年成为全球网络安全创新 500 强。

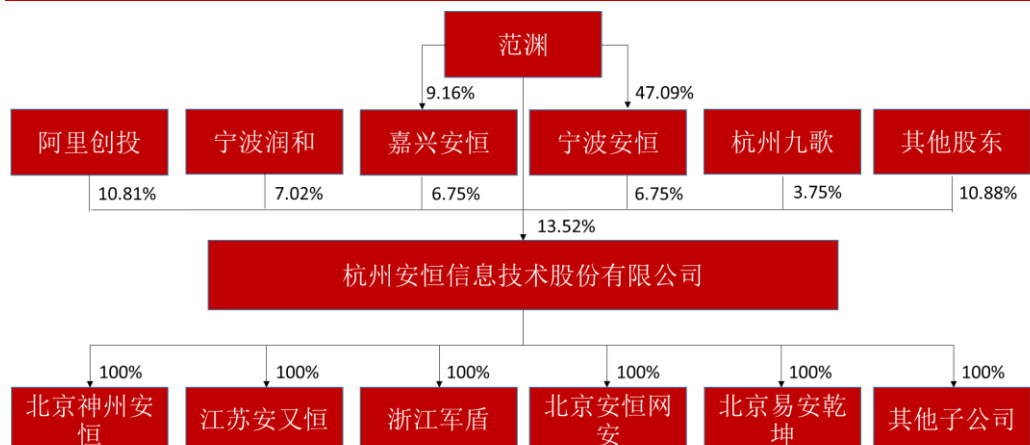
图 1：公司主要发展历程



资料来源：公司官网，中信证券研究部

阿里创投为公司第二大股东，公司依托阿里生态发展迅速。最新数据显示，公司实际控制人范渊先生直接持有 13.52%的股份，共控制安恒信息 27.02%的表决权。阿里创投目前持股为 10.81%，是公司第二大股东，马云直接拥有阿里创投 80%的股权。公司从 2015 年开始与阿里云合作，成为阿里云安全市场首批安全供应商。阿里巴巴安全团队资深总监肖力兼任安恒信息董事。

图 2：公司股权结构（前十大股东）



资料来源：Wind，中信证券研究部

实际控制人深耕行业多年，公司核心技术人员均具备深厚的原创技术研发能力。公司的实际控制人范渊先生作为发明人帮助公司获得授权专利 62 项，其中发明专利 55 项。他曾是第一个登上“BLACKHAT”（黑帽子）大会（世界级黑客盛会）演讲的中国人。此外，公司的核心技术人员都具备深厚的原创技术研发能力，为公司新时代网络安全产品的研发创新提供强大的技术基础。

表 1：公司核心技术人员情况

人员	现任职位	重要科研成果	专利数量
范渊	董事长、总经理	国家“千人计划”特聘专家、国家“百千万人才工程”有突出贡献中青年专家、国家科技部“创新创业人才推进计划”入选者、全国优秀科技工作者、2016 年浙江软件行业领军人物、杭州市第四届杰出人才。	作为发明人帮助公司获得授权专利 62 项，其中发明专利 55 项。
刘博	首席科学家，AiLPHA 大数据实验室负责人	浙江省“千人计划”获得者。参与“国测 2017 年度科研项目--大数据平台自适应白名单策略生成系统”等国家级重大科研计划 2 项，“杭州市重大科技专项--基于大数据技术的网络行为安全分析平台”等市级重大科研计划 2 项。	以公司为申请单位，已申请专利 53 项，其中发明专利 53 项。
吴卓群	董事、副总经理	具备 CISP 认证资质；公安部网络安全保卫局网鼎杯专家组成员；参与“国家科技部重点研发计划高性能计算等重点专项-软件与系统漏洞分析与发现技术（基于网络流量的漏洞分析与检测技术研究）”等国家级重大科研计划 3 项，“浙江省重点研发计划项目-基于网络空间的态势感知与防御云安全平台”等省级重大科研计划 3 项，“杭州市重大科技创新项目-基于智能关联引擎的信息安全态势及风险管理平台”等市级重大科研计划 1 项。	作为发明人帮助公司获得授权专利 5 项，其中发明专利 5 项。
黄进	副总经理	参与“国家发改委信息安全专项-数据库审计与风险控制系统”等国家级重大科研计划 5 项，参与“浙江省重点技术创新专项-基于大数据的工控态势感知监测预警系统”等省级重大科研计划 1 项，参与“杭州市重大科技创新项目-基于智能关联引擎的信息安全态势及风险管理平台”等市级重大科研计划 1 项。	以公司为申请单位，已申请发明专利 85 项，作为发明人帮助公司获得授权专利 2 项，其中发明专利 2 项。
杨勃	风暴中心负责人	具备 PMP 认证资质；参与“国家火炬计划项目--下一代互联网 WEB 防御审计系统产业化项目”等国家级重大科研计划 2 项，“浙江省重大科技创新专项--基于分布式计算的高性能网站云安全系统”等省级重大科研计划 5 项，“杭州市重大科技创新项目--下一代拟态安全网关关键技术与设备研制”等市级重大科研计划 1 项。	已申请专利 6 项，其中发明专利 6 项。
谈修竹	AiLPHA 大数据实验室资深架构师	参与“国家发改委信息安全专项-网站恶意代码防治系统”等国家级重大科研计划 2 项，“浙江省信息服务业发展专项项目-安恒 WEB 应用安全远程服务平台”等省级重大科研计划 1 项，“杭州市重大科技创新项目-基于智能关联引擎的信息安全态势及风险管理平台”等市级重大科研计划 2 项。	作为发明人帮助公司获得授权专利 4 项，其中发明专利 4 项。
郑学新	网关事业群	参与“国家发改委信息安全专项-数据库审计与风险控制系统”等国家级重大科研	作为发明人帮助公司获得授

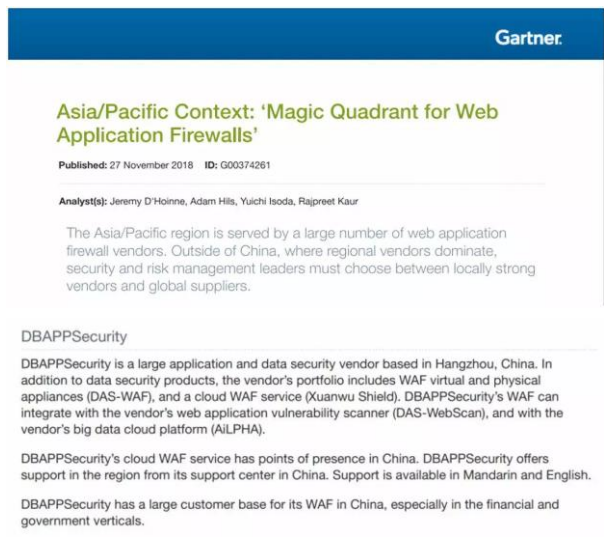
人员	现任职位	重要科研成果	专利数量
	研发负责人	计划 1 项。	专利权 5 项，其中发明专利 3 项。
李凯	APT 研发部门产品总监	参与“国家火炬计划项目--下一代互联网 WEB 防御审计系统产业化项目”等国家级重大科研计划 5 项，“浙江省电子信息产业重点项目--基于透明代理安全技术的 WEB 应用防火墙”等省级重大科研计划 2 项。	作为发明人帮助公司获得授权专利 6 项，其中发明专利 6 项。

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

核心产品市场份额领先，业务覆盖多个新兴安全领域

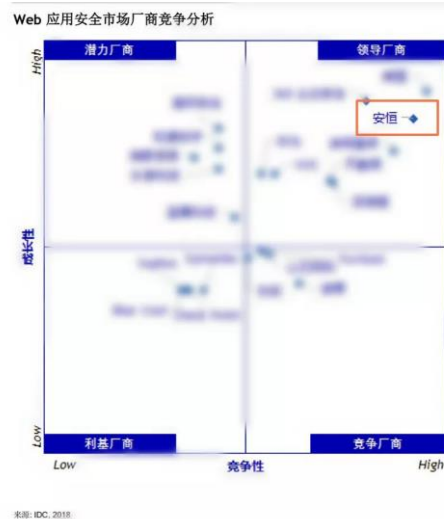
公司于 2007 年成立之初推出的市场首创性产品数据库审计与风险控制系统与 Web 应用防火墙产品多年来获得国外权威机构认可。公司 Web 应用防火墙自发布以后多次入围 Gartner 魔力象限推荐品牌，在 Gartner 发布的 2018 年度 Web 应用防火墙 (WAF) 魔力象限报告亚太版中，公司凭借先进的技术和实力，入围该报告的“值得关注厂商 (Notable Vendors)”。与此同时，在 2018 年 IDC 发布的《中国 Web 应用安全市场看法，2018》报告中，公司作为第一批推出 Web 应用安全解决方案的厂商，在竞争性和成长性两个维度考量中均名列前茅，入选中国 Web 应用安全市场“领导厂商”。

图 3：2018 年公司 WAF 进入亚太区 Web 应用防火墙魔力象限“值得关注厂商”



资料来源：Gartner

图 4：2018 年公司 WAF 入选 Web 应用安全市场厂商“领导厂商”象限



资料来源：IDC

经过多年的发展，除了 WAF 之外，公司的多款核心基础产品在前瞻性和影响力方面都获得了国内外权威机构认可，市场份额领先。公司威胁情报产品入围 IDC 中国威胁情报安全服务 MarketScape；根据赛迪顾问的数据，公司的数据库审计与风险控制系统、运维审计与风险控制系统、Web 应用弱点扫描器、远程安全评估系统等核心产品的市场份额及排名均位于前列；公司的网络安全态势感知预警平台在 2018 年 11 月安全牛发布的市场研究报告中，在态势感知象限中排名第一。

表 2：公司具有竞争力产品市场份额（注：以下市场份额占比均为国内市场占比）

产品名称	市场份额及排名	数据来源
Web 应用防火墙	2017 年度市场占比 16.7%，排名第 2	Frost&Sullivan
数据库审计与风险控制系统	2017 年度市场占比 7.2%，排名第 2。2016 年度市场占比 4.4%，排名第 4	赛迪顾问
运维审计与风险控制系统	2016 年度市场占比 14.5%，排名第 3	赛迪顾问
Web 应用弱点扫描器、远程安全评估系统	2017 年度市场占比 14.7%，排名第 3	赛迪顾问
日志审计系统	2018 年度市场占比 10.9%，排名第 1	赛迪顾问
态势感知平台	2018 年度市场覆盖度排名第 1	赛迪顾问

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

依托网络信息安全基础类产品及公司较强的新技术整合能力，公司围绕着云计算、大数据、物联网、工业互联网为代表的新一代信息技术，形成了以“新场景、新服务”为方向的专业安全产品和服务体系。2014 年开始公司陆续推出了云安全、大数据安全、态势感知和智慧城市安全等新兴安全领域相关产品和解决方案。凭借深厚的核心技术积累和对政企市场的深刻理解，公司在新兴“云、大、物”安全领域的技术与影响力占据较大先发优势，并开始布局发展智慧城市安全市场。目前形成了以“新场景、新服务”为方向的专业安全产品和服务体系。

图 5：公司以基础安全产品为依托，构建的“新场景、新服务”的产品发展方向



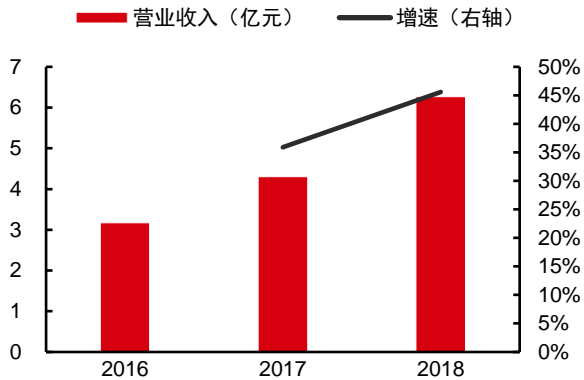
资料来源：公司招股说明书

业绩快速增长，客户资源优质广泛

收入保持快速增长，盈利能力持续增强。2018 年公司实现营业收入 6.27 亿元，同比增长 45.58%，2016-2018 年 CAGR 达到 40.64%，收入保持高速增长。盈利方面，2018

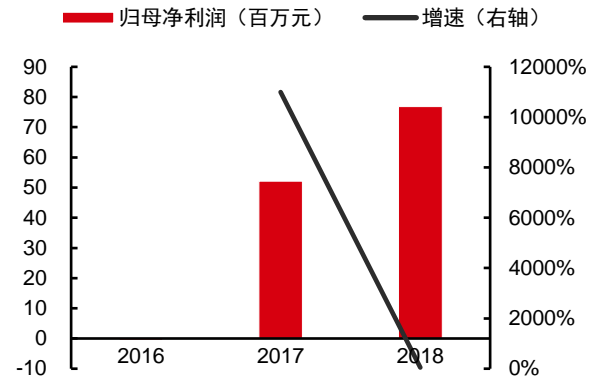
年公司实现归母净利润 7687 万元，同比增长 47.45%，2017 年和 2018 年公司归母净利润均实现大幅增长。

图 6：2016-2018 年公司营业收入及增速



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

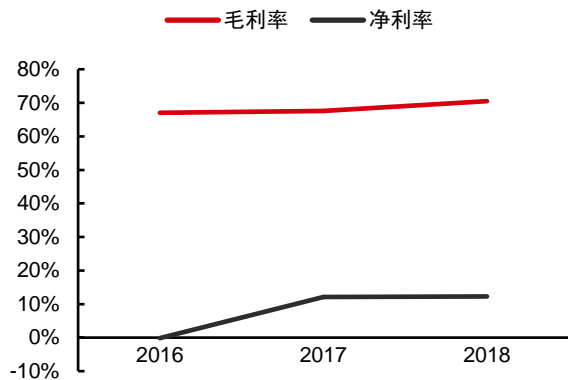
图 7：2016-2018 年公司归母净利润及增速



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

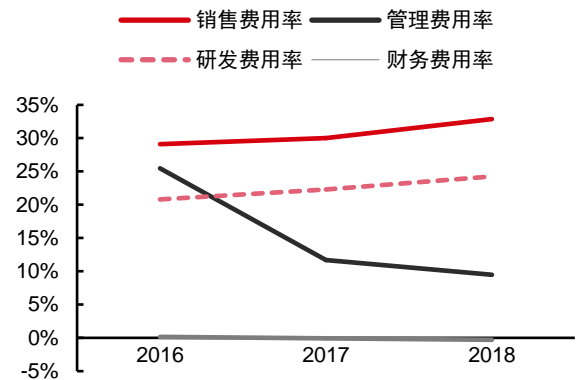
毛利率逐步改善，销售和研发费用率略有上升。2018 年公司毛利率为 70.50%，同比增长 2.92pcts，净利率为 12.27%，与去年基本持平。公司毛利率提升主要是由于在渠道模式下网络信息基础类安全产品的人力投入减少。费用方面，为了开拓市场，2018 年公司快速扩大销售人员团队，使得公司销售费用率较前一年上升了 2.86pcts，与此同时，公司一直重视对研发的投入力度，2018 年研发费用率同比上升 1.96pcts。

图 8：2016-2018 年公司毛利率和净利率



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 9：2016-2018 年公司期间费用率



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

公司拥有广泛优质的客户资源，并为之保持长期稳定的合作关系。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，积累了上述领域的大量优质客户，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。

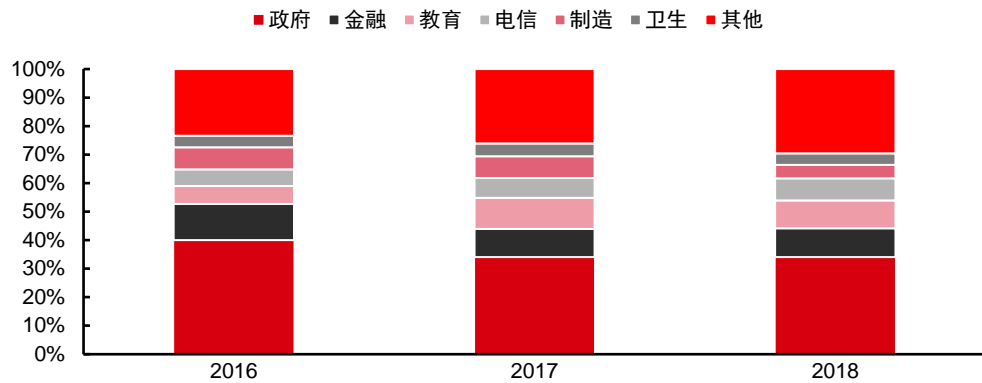
表 3：公司在各领域重点客户情况

行业	公司客户
政府（不含公安）	中共中央网络安全和信息化委员会办公室、国家发展和改革委员会、国家工业和信息化部、国家科学技术部、国家民政部、国家司法部、国家财政部、国家应急管理部、国家人力资源和社会保障部、国家自然资源部、国家住房和城乡建设部、国家交通运输部、国家水利部、国家农业农村部、国家文化和旅游部、国家市场监督管理总局、国家统计局、海关总署、浙江省委网信办、新疆维吾尔自治区党委网信办、内蒙古自治区互联网信息办公室、浙江省人民政府、江苏省人民政府办公厅、山东省人民政府办公厅、上海市人民政府
公安	中华人民共和国公安部、北京市公安局、上海市公安局、重庆市公安局、天津市公安局、浙江省公安厅、广东省公安厅、江苏省公安厅、山东省公安厅、山西省公安厅、云南省公安厅、湖北省公安厅、贵州省公安厅、江西省公安厅、内蒙古自治区公安厅、新疆维吾尔自治区公安厅、广西壮族自治区公安厅、安徽省公安厅、辽宁省公安厅、吉林省公安厅、黑龙江省公安厅、海南省公安厅、福建省公安厅、陕西省公安厅、杭州市公安局、深圳市公安局
金融	中国人民银行、中国金融电子化公司、中国反洗钱监测分析中心、中国外汇交易中心、中国银联股份有限公司、中国工商银行股份有限公司、中国银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司、中国交通银行股份有限公司、中国邮政储蓄银行股份有限公司、国家开发银行股份有限公司、招商银行股份有限公司、浙商银行股份有限公司、中国保险资产管理协会、中国人寿保险股份有限公司、中国人民财产保险股份有限公司、太平洋保险集团公司、中证信息技术服务有限责任公司、海通证券股份有限公司、上海证券交易所
电信运营商	中国移动通信有限公司、中国电信集团有限公司、中国联合通信集团有限公司
企业	中国交通建设股份有限公司、中国铝业集团有限公司、中国中化股份有限公司、中国长江三峡集团有限公司、中国民航信息网络股份有限公司、中国建筑集团有限公司、中国铁路信息中心、中铁十九局集团有限公司、中铁二十二局集团有限公司、中国广核集团有限公司、宝钢集团股份有限公司、海康威视、大华股份
教育	中华人民共和国教育部、教育部教育管理信息中心、教育部考试中心、教育部科技发展中心、北京市教育委员会、上海市教育委员会、天津市教育委员会、浙江省教育厅、广东省教育厅、江苏省教育厅、山东省教育厅、北京大学、复旦大学、同济大学、上海交通大学、浙江大学、南京大学、东南大学
医疗	国家卫生健康委员会、中国疾病预防控制中心、北京医院、北京大学第一医院、北京大学口腔医院、中日友好医院、中国医学科学院阜外医院、浙江省卫生健康委员会、江苏省卫生健康委员会、吉林省卫生健康委员会、浙江省疾病预防控制中心、广东省疾病预防控制中心
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、人民网、传化支付、海尔快捷通支付、腾邦国际、银盛通讯、创维集团、深圳新闻网、天虹网上商城、欧冶云商、卡行天下、陆金所、驴妈妈、平安好医生

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

公司下游客户覆盖各行各业，目前政府是公司最大的收入来源。根据公司招股说明书数据，2016-2018 年政府一直是公司最大的收入来源，2018 年占比达到 34.04%，其中公安领域的占比为 14.56%。此外，金融、教育、电信等行业收入占比较高，分别达到了 10.16%、9.76%和 7.74%。

图 10：公司以基础安全产品为依托，构建的“新场景、新服务”的产品发展方向



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

政策+技术+内生需求共同驱动，行业迎来快速发展

政策持续催化行业发展，等保 2.0 加大企业合规性投入

我国政府一直出台政策推动网络信息安全行业的发展，以满足对政府、企业等网络信息安全的合规要求。随着近年来国际、国内重大网络安全事故的频发，我国政府对网络信息安全的重视程度不断提高。2013 年以来，我国先后设立中央国家安全委员会、中央网络安全和信息化委员会，发布新的《国家安全法》、《网络安全法》，制定多项鼓励行业发展的政策。2018 年 6 月 27 日，公安部发布《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》，正式宣告等保进入 2.0 时代。2019 年 5 月 13 日，国家市场监督管理总局召开新闻发布会，正式发布了《信息安全技术网络信息安全等级保护基本要求》（以下简称“等保 2.0”），并在 2019 年 12 月 1 日正式实施。一系列法规政策提高了政府、企业对网络信息安全的合规要求，预计将带动政府、企业在网络信息安全方面的投入。

表 4：我国网络信息安全行业相关政策

时间	发文单位	政策名称	相关内容概要
2010 年	国务院	《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	提出“加快建设宽带、泛在、融合、安全的信息网络基础设施”。
2011 年	国务院	《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》	继续实施软件增值税优惠政策。进一步落实和完善相关营业税优惠政策，对符合条件的软件企业和集成电路设计企业从事软件开发与测试、信息系统集成、咨询和运营维护、集成电路设计等业务，免征营业税，并简化相关程序。
2014 年	工信部	《关于加强电信和互联网行业网络安全工作的指导意见》	加大对基础电信企业的网络安全监督检查和考核力度，加强对互联网域名注册管理和服务机构以及增值电信企业的网络安全监管，推动建立电信和互联网行业网络安全认证体系。
2014 年	中央网信办	《关于加强党政机关网站安全管理的通知》	各地区各部门在规划建设党政机关网站时，应按照同步规划、同步建设、同步运行的要求，参照国家有关标准规范，从业务需求出发，建立以网页防篡改、域名防劫持、网站防攻击以及密码技术、身份认证、访问控制、安全审计等为主要措施的网站安全防护体系。切实落实信息安全等级保护等制度要求。
2016 年	中央网信办、国家质监总局、国家标准化管理委员会	《关于加强国家网络安全标准化工作的若干意见》	建立网络安全统筹协调、分工协作的工作机制；加强网络安全标准体系建设；提升标准质量和基础能力；强化网络安全标准宣传实施；加强国际网络安全标准化工作；抓好标准化人才队伍建设；做好资金保障。

时间	发文单位	政策名称	相关内容概要
	会		
2016 年	国务院	《“十三五”国家信息化规划》	组织实施信息安全专项，建立关键信息基础设施安全防护平台，支持关键基础设施和重要信息系统，整体提升安全防御能力。提升云计算自主创新能力。培育发展一批具有国际竞争力的云计算骨干企业，发挥企业创新主体作用，增强云计算技术原始创新能力，尽快在云计算平台大规模资源管理与调度、运行监控与安全保障、大数据挖掘分析等关键技术和核心软硬件上取得突破。
2017 年	工信部	《信息通信网络与信息安全规划（2016-2020 年）》	紧扣“十三五”期间行业网络与信息安全工作面临的重大问题，对“十三五”期间行业网络与信息安全工作进行统一谋划、设计和部署。
2017 年	工信部	《软件和信息技术服务业发展规划（2016—2020 年）》	发展信息安全产业，支持面向“云管端”环境下的基础类、网络与边界安全类、终端与数字内容安全类、安全管理类等信息安全产品研发和产业化。创新云计算应用和服务。支持发展云计算产品、服务和解决方案，推动各行业领域信息系统向云平台迁移，促进基于云计算的业务模式和商业模式创新。
2017 年	工信部	《工业控制系统信息安全行动计划（2018-2020 年）》	到 2020 年，全系统工控安全管理工作体系基本建立，全社会工控安全意识明显增强。建成全国在线监测网络，应急资源库，仿真测试、信息共享、信息通报平台（一网一库三平台），态势感知、安全防护、应急处置能力显著提升。
2017 年	中央网信办	《国家网络安全事件应急预案》	建立健全国家网络安全事件应急工作机制，提高应对网络安全事件能力，预防和减少网络安全事件造成的损失和危害，保护公共利益，维护国家安全、公共安全和秩序。
2017 年	工信部	《公共互联网网络安全突发事件应急预案》	建立健全公共互联网网络安全突发事件应急组织体系和工作机制，提高公共互联网网络安全突发事件综合应对能力，确保及时有效地控制、减轻和消除公共互联网网络安全突发事件造成的社会危害和损失，保证公共互联网持续稳定运行和数据安全，维护国家网络空间安全，保障经济运行和社会秩序。
2017 年	工信部	《公共互联网网络安全威胁监测与处置办法》	积极应对严峻复杂的网络安全形势，进一步健全公共互联网网络安全威胁监测与处置机制，维护公民、法人和其他组织的合法权益。
2017 年	国务院	《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》	以全面支撑制造强国和网络强国建设为目标，围绕推动互联网和实体经济深度融合，构建网络、平台、安全三大功能体系，持续提升我国工业互联网发展水平，深入推进“互联网+”，形成实体经济与网络相互促进、同步提升的良好格局。
2018 年	工信部	《工业互联网发展行动计划（2018-2020 年）》	2018-2020 年是我国工业互联网建设起步阶段，对未来发展影响深远。深入实施工业互联网创新发展战略，推动实体经济与数字经济深度融合。
2018 年	工信部	《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》	推动企业利用云计算加快数字化、网络化、智能化转型，推进互联网、大数据、人工智能与实体经济深度融合。
2018 年	工信部、发改委	《扩大和升级信息消费三年行动计划（2018-2020 年）》	大力推动信息消费向纵深发展，壮大经济发展内生动力，在更高水平、更高层次、更深程度实现供需新平衡，优化经济结构，普惠社会民生。
2019 年	工信部	《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》	到 2025 年，培育形成一批年营收超过 20 亿的网络安全企业，形成若干具有国际竞争力的网络安全骨干企业，网络安全产业规模超过 2,000 亿。

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

等保 2.0 加大了对政企考核的力度，政企成为安全事件第一责任人，合规性刚需上升。一方面，等保 2.0 提高测评分数，由原来的 60 分以上为基本符合要求提高到 75 分以上；另一方面，第三级以上系统每年要进行一次等级测评，并且如果对公民、法人和其他组织的合法权益造成特别严重损害相关系统将由第二级升级到第三级，定级标准更加严格。除此之外，企业出现安全责任自行承担，而地方政府网信办、公安部门对违法企业处罚力度也在持续加大，因此政企的合规性采购需求增加。

表 5：等保 1.0 和 2.0 测评周期、分数对比

	等保 1.0	等保 2.0
测评周期	第三级系统每年一次 第四级系统每半年一次	第三级以上系统每年一次
测评结果	60 分以上基本符合	75 分以上基本符合

资料来源：《信息系统安全等级保护定级指南》（全国信息安全标准化技术委员会），中信证券研究部

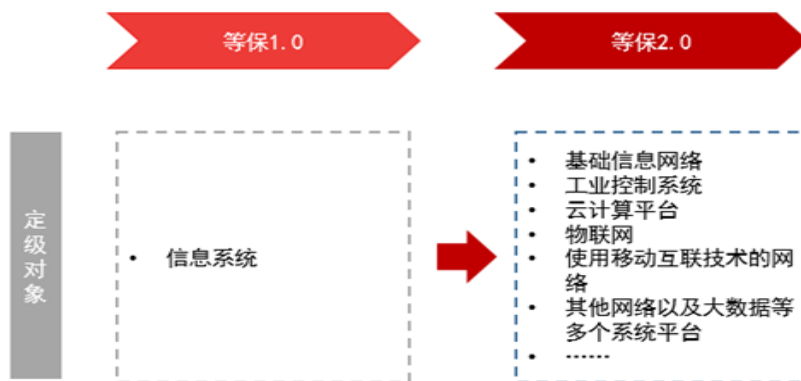
表 6：等保 2.0 等级划分

受侵害的个体	对客体的侵害程度		
	一般损害	严重损害	特别严重损害
公民、法人和其他组织的合法权益	第一级	第二级	第三级
社会秩序、公共利益	第二级	第三级	第四级
国家安全	第三级	第四级	第五级

资料来源：《信息系统安全等级保护定级指南》（全国信息安全标准化技术委员会），中信证券研究部

对比等保 1.0 版本，等保 2.0 在内容上有了更多的细化，并且将云计算、物联网等新技术纳入了监管。等保 1.0 中仅把信息系统作为定级对象，缺少对新技术的安全要求。近年，随着“云、大、物、智”和产业互联网等新技术、新场景的出现，网络与信息安全的种类和复杂程度不断加深。因此，等保 2.0 需要建立完整的保护体系，对网络安全对象的要求进行全面细化，实现定级对象在全社会层面的完整覆盖。

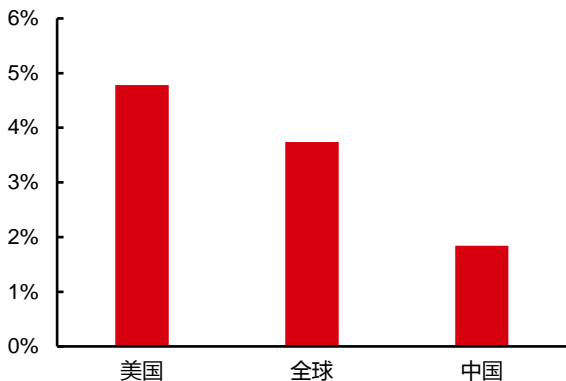
图 11：传统信息安全边界正在拓宽



资料来源：《信息系统安全等级保护定级指南》（全国信息安全标准化技术委员会），中信证券研究部

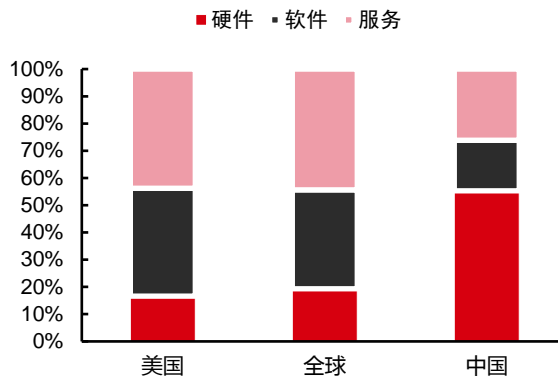
现阶段我国对信息安全占 IT 投入的比值远低于美国以及国际水平，未来比例有望上升。根据 IDC 的统计，2017 年我国对于 IT 安全的投入占 IT 市场的比例为 1.84%，不到全球水平的 50%，仅为美国水平的 40%左右。随着等保 2.0 对定级对象的完善以及法律对违反安全法规的政企处罚力度加大，我国信息安全行业市场需求有望打开，上升空间广阔。

图 12：2017 年不同地区 IT 安全的投入占 IT 市场的比例



资料来源：IDC，中信证券研究部

图 13：2016 年不同地区 IT 安全投资分布



资料来源：IDC，中信证券研究部

边界扩张产生增量空间，新技术带来新的安全需求

信息安全边界拓宽，产生多个新兴市场。在“云、大、物、智”新场景驱动下，企业网络边界逐渐消失，政府和企业网络信息安全防护理念发生较大变化，网络信息安全不再是被动修补模式，而是与信息系统建设同时规划。2015 年以后，随着新的应用场景云计算、大数据、物联网和移动终端的普及，网络信息安全领域出现了三大变化：从传统 PC、服务器、网络边缘到云计算、大数据、泛终端、新边界；防护思想从“风险发现、查缺补漏”转变到“关口前移、系统规划”；核心技术升级从传统的围墙式防护到利用大数据等技术对安全威胁进行检测与响应。在我国云计算、大数据、物联网等新兴技术市场不断增长的同时，也催生了新的安全需求，并带动相关安全市场不断成长，发展前景被市场看好。

图 14：传统信息安全边界正在拓宽

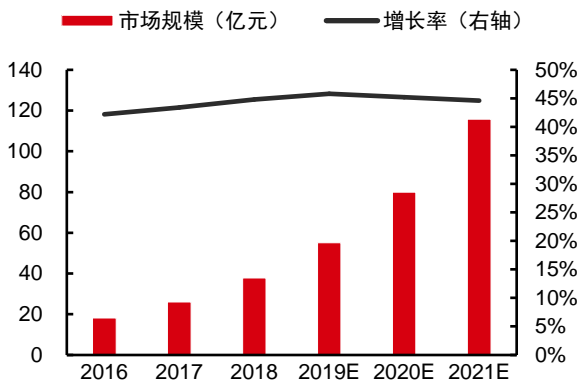


资料来源：中信证券研究部

新兴技术广泛应用，市场规模快速上升，对应的安全市场空间广阔。根据 CCID 的数据显示，2018 年我国云安全、大数据安全、物联网安全、工控及工业互联网安全的市场规模分别为 37.8 亿、28.4 亿、88.2 亿、94.6 亿元，同比增长 44.8%、30.5%、34.7%、30%，CCID 预计 2021 年上述市场规模将达到 115.7 亿、69.7 亿、301.4 亿、228 亿元，

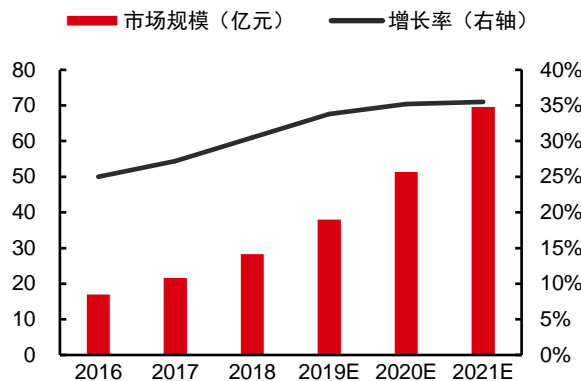
对应 2018 至 2021 年年复合增长率分别为 45.19%、34.89%、50.62%和 34.08%，增速远超行业平均水平。

图 15：2016-2021 年中国云安全市场规模及预测



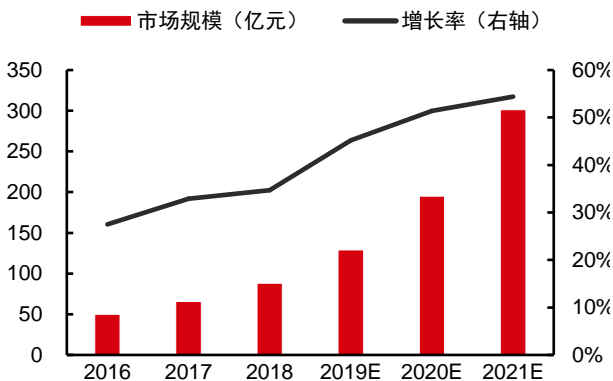
资料来源：CCID（含预测），中信证券研究部

图 16：2016-2021 年中国大数据安全市场规模及预测



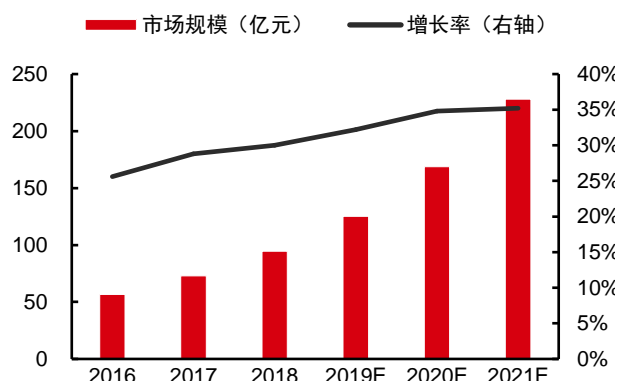
资料来源：CCID（含预测），中信证券研究部

图 17：2016-2021 年中国物联网安全市场规模及预测



资料来源：CCID（含预测），中信证券研究部

图 18：2016-2021 年中国工业互联网安全市场规模及预测



资料来源：CCID（含预测），中信证券研究部

信息化程度日益提高，企业内生需求逐步显现

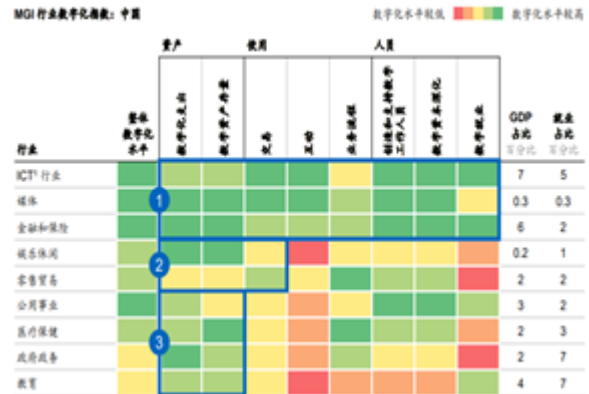
信息化在我国各行业的渗透率提升，经济和社会对信息化的依赖程度日益提高，保障信息安全变得尤为重要。麦肯锡数据显示，我国信息终端渗透率极高，2016 年每百人使用计算机数 130 台，每百人使用手机数量 96 部。并且媒体、金融、零售等行业都已具备较高的数字化水平，零售电商交易额占比达到世界总量的 42%，移动支付业务额高达美国的 11 倍。信息技术支撑各行业的高效运行，经济和社会对信息化的依赖程度日益提高，数据的获取、运行、存储都要大量依靠信息终端上，并通过网络传送，这一过程时刻有被攻击和暴露的风险。

图 19: 我国信息化程度已经处于较高水平



资料来源: 麦肯锡, 工信部, Wind, 中信证券研究部

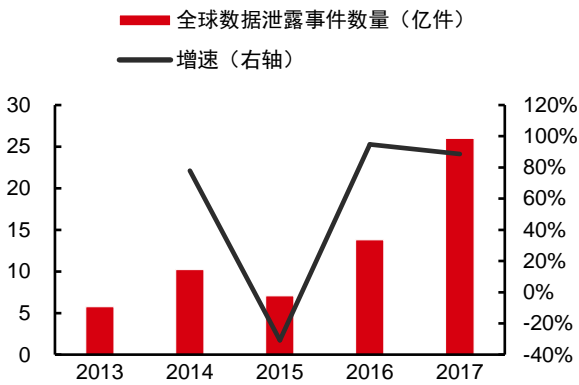
图 20: 部分行业数字化水平



资料来源: 麦肯锡

网络攻击趋势迅速蔓延, 已被纳入全球前五大安全风险。根据 Gemalto 的数据, 自 2015 年以来, 全球数据泄露事件数量激增, 2018 年上半年数据泄露事件数量达 33 亿件, 创下历史新高。根据世界经济论坛发布的《2018 年全球风险报告》中称, 伴随着 2018 年全球经济的飞速增长, 全球风险也进一步加剧, 尤其令人瞩目的是, 网络攻击首次被纳入全球前五大安全风险之列, 成为 2018 年全球仅次于自然灾害与极端天气事件之外的第三大风险因素。

图 21: 2013-2017 年全球数据泄露事件数量



资料来源: Gemalto, 中信证券研究部

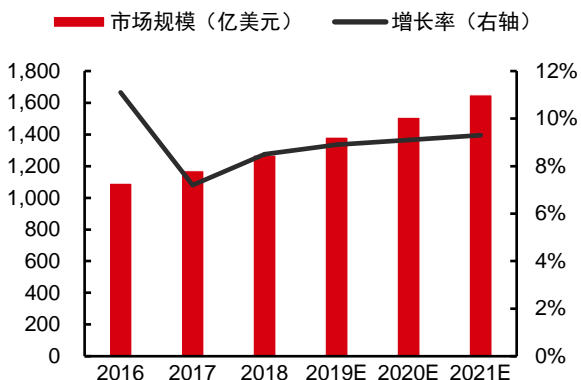
图 22: 2018 年网络攻击首次被纳入全球前五大安全风险



资料来源: 《2018 年全球风险报告》(世界经济论坛)

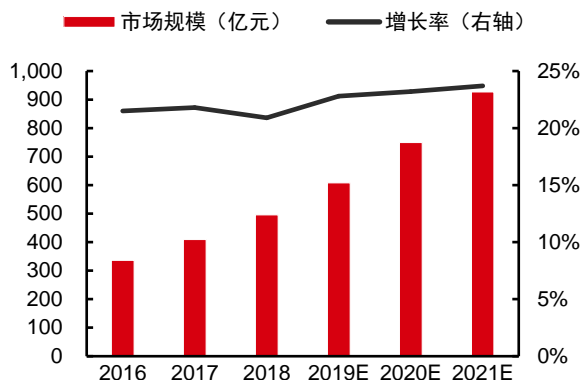
目前我国的网络安全产业规模保持快速增长, 与全球规模的差距正逐步缩小。CCID 的数据显示, 政企客户在网络信息安全产品和服务上的投入快速增长, 2018 年市场整体规模达到 495.2 亿元, 较 2017 年增长 20.9%, 远超全球安全市场整体增长率 (8.5%)。随着数字经济的发展, 物联网建设的逐步推进, 网络信息安全作为数字经济发展的必要保障, 其投入将持续增加, CCID 预计到 2021 年我国网络信息安全市场将达到 926.8 亿元。

图 23：2016-2021 年全球网络信息安全市场规模与增长



资料来源：CCID（含预测），中信证券研究部

图 24：2016-2021 年中国网络信息安全市场规模与增长

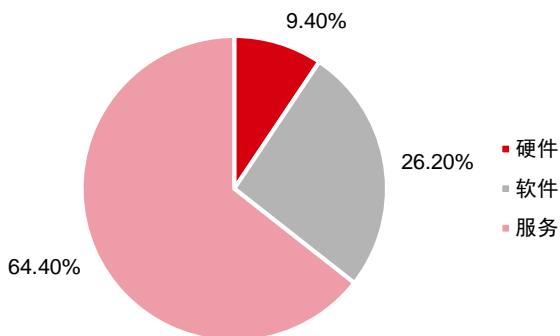


资料来源：CCID（含预测），中信证券研究部

与全球安全产业结构发展趋势保持一致，我国网络信息安全市场持续向服务化转型。

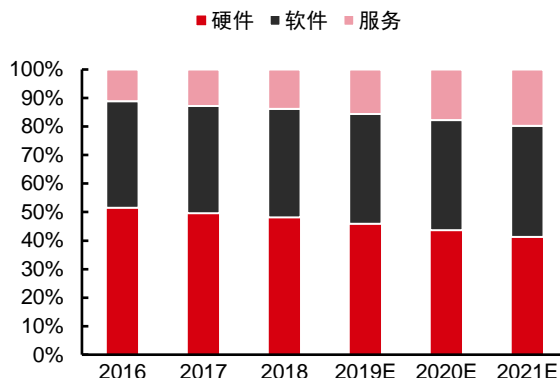
根据 Gartner 的统计，2018 年全球网络安全市场规模中安全服务占 64.4%，安全软件占 26.2%，安全硬件占 9.4%。同时，2018 年我国网络安全市场结构中安全服务仅占 13.8%，安全软件占 38.1%，安全硬件占 48.1%。随着虚拟化及云服务理念的渗透，网络信息安全盈利模式将由软硬件产品向服务逐步转移，安全服务的占比逐步提高。

图 25：2018 年全球网络信息安全市场产品结构



资料来源：Gartner，中信证券研究部

图 26：2016-2021 年中国网络信息安全市场结构

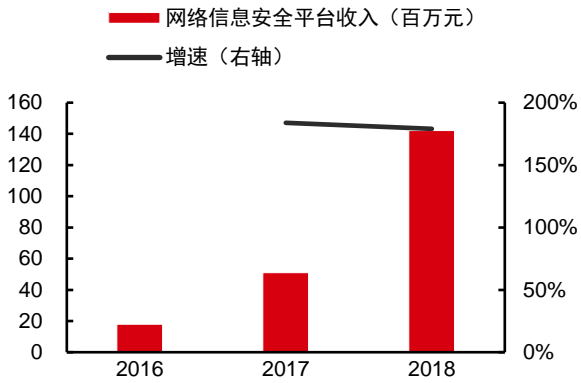


资料来源：Gartner（含预测），中信证券研究部

发力“3+1”平台战略，成为公司业绩增长核心动力

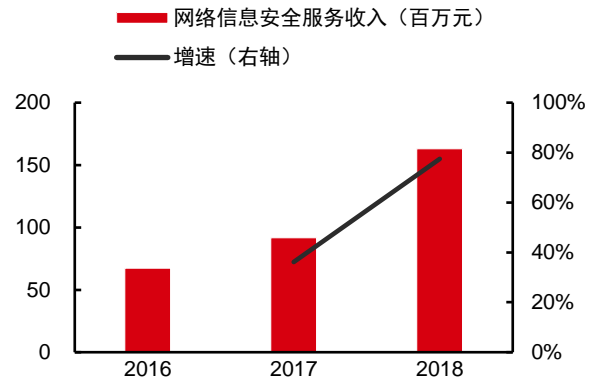
公司目前主打“3+1”平台战略，以“新场景、新服务”为代表的网络信息安全平台和网络信息安全服务快速成长，收入占比接近 50%。公司目前主打“3+1”平台战略，“3”指云安全平台、大数据安全平台和物联网安全平台，属于公司“新场景”产品体系；“1”指 SaaS 云安全服务，属于公司“新服务”产品体系。根据公司的数据显示，2016-2018 年公司网络信息安全平台及安全服务业务快速增长，成为公司收入增长的主要动力。其中 2018 年网络信息安全平台实现收入 1.42 亿元，同比增长 179%；网络信息安全服务实现收入 1.63 亿元，同比增长 77%。

图 27：2016-2018 年公司网络信息安全平台收入及增速



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 28：2016-2018 年公司网络信息安全服务收入及增速



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

云安全平台：以阿里云为依托，公有云、私有云共同发展

在公有云领域，公司 2015 年开始与阿里云合作，成为阿里云安全市场首批安全供应商。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。目前公司的云安全产品已经上线包括阿里云、腾讯云、华为云、AWS 亚马逊、中国电信天翼云、中国联通沃云等在内的十多家国内外主流公有云平台。

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，平台汇聚公司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。天池云安全管理平台可以为私有云（专有云）用户提供一整套的云安全解决方案和城市级云安全运营方案。目前已经成功应用到 50 多个省市政务云、运营商政企云、警务云等行业云平台。并通过与华为云、阿里云、浪潮云等云服务商战略合作，实现了双方平台融合对接，大大增强了云安全方案的竞争力和交付能力。

图 29：公司天池云安全管理平台产品架构



资料来源：公司招股说明书

2018 年，公司天池云安全管理平台订单数为 35 笔，同比增长 600%；总收入 1604.65 万元，同比增长 628.69%。

表 7：2016-2018 年公司天池云安全管理平台销售情况（万元）

产品类别	项目	2016 年	2017 年	2018 年
天池云安全管理平台	订单数	-	5	35
	总收入	-	220.21	1604.65

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

大数据安全平台：从监管行业切入，向政府、金融等行业逐步渗透

(1) 态势感知预警平台

公司从 2015 年开始加入公安部最初的态势感知平台规划，并且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。公司的网络安全态势感知平台是公司结合新监管管理要求的技术创新，研制开发的一款具备实时监测、威胁感知、通报预警、追踪溯源、应急处置、安保指挥及管理考核等功能的网络信息安全综合管理平台。平台主要面向政府、网信、公安、行业主管单位及重要行业企事业单位。

图 30：公司网络安全态势感知预警平台架构



资料来源：公司招股说明书

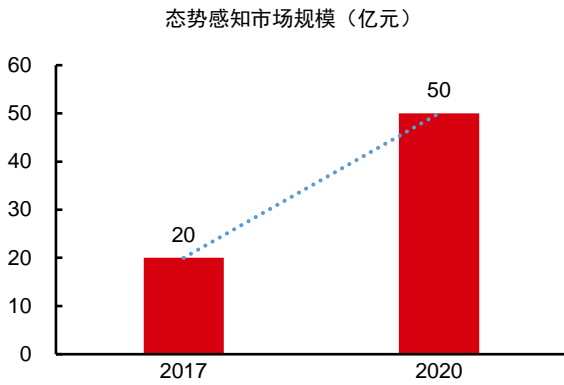
图 31：公司网络安全态势感知预警平台应用场景



资料来源：公司微信公众号

态势感知市场发展迅速，2018 年公司态势感知平台产品已成为市场第一品牌。《“十三五”国家信息化规划》中明确将“全天候全方位感知网络安全态势”列为健全网络安全保障体系要求。根据安全牛预测，2017 年国内态势感知市场规模约计 20 亿，占整个安全市场的 5%左右，预计 2020 年态势感知整体市场规模将超过 50 亿。公司态势感知产品在公安行业至今累积成交合同约 120 例，包含十多个省级平台以及近百个地市级平台。在网信、政府、金融、教育、电力及其他央企部委或行业主管单位累积成交合同约 90 多例，其中包含多家大型央企与部委的国家级试点项目。2018 年，公司态势感知产品成为安全牛市场研究报告中态势感知的第一品牌。

图 32：2017-2020 年我国态势感知市场规模及预测



资料来源：安全牛（含预测）

图 33：态势感知矩阵（SAM, Situation Awareness Matrix）



资料来源：安全牛

2018 年，公司态势感知预警平台订单数由 2016 年的 20 笔增长到 56 笔，CAGR 67.33%；总收入从 2016 年的 1440.35 万元增长到 5936.72 万元，CAGR 103.02%。

表 8：2016-2018 年公司态势感知预警平台销售情况（万元）

产品类别	项目	2016 年	2017 年	2018 年
态势感知预警平台	订单数	20	25	56
	总收入	1440.35	2922.13	5936.72

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

（2）AiLPHA 大数据智能安全平台

公司于 2017 年开始进行 AiLPHA 大数据智能安全平台预研，并于 2018 年正式立项并快速完成 1.0 版本推向市场。AiLPHA 大数据智能安全平台集成包括资产管理、威胁情报、UEBA、多维态势可视化、专家分析和处置联动等模块，为客户搭建企业级安全数据中心，提供安全分析决策的数据支撑和安全运营监管的服务保障。

图 34：公司 AiLPHA 大数据智能安全平台产品架构



资料来源：公司招股说明书

AiLPHA 大数据智能安全平台可以大大提高效率，目前在向多个行业快速渗透。

AiLPHA 大数据智能安全平台能够提供基于大数据技术的多源异构数据收集服务能力，依托于分布式复杂事件处理引擎进行安全建模分析与运营框架编排，实现安全事件攻击溯源与威胁回放并剔除误报，提升安全运维效率。在正式推出的第一年，AiLPHA 大数据智能安全平台迅速得到市场认可，用户覆盖了全国 30 多个省份，服务超过百家政企客户。目前在政府、公安、金融、教育、医疗、运营商、能源等领域均有成熟完善的应用案例。

图 35：公司 AiLPHA 大数据智能安全平台核心功能



资料来源：公司官网

2018 年，公司 AiLPHA 大数据智能安全平台订单数由 2016 年的 6 笔增长到 65 笔，CAGR 229.14%；总收入从 2016 年的 202.47 万元增长到 4466.03 万元，CAGR 369.66%。

表 9：2016-2018 年公司 AiLPHA 大数据智能安全平台销售情况（万元）

产品类别	项目	2016 年	2017 年	2018 年
AiLPHA 大数据智能安全平台	订单数	6	22	65
	总收入	202.47	1296.63	4466.03

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

物联网安全平台：应用于视频摄像头领域，向 5G、工控物联网发展

公司物联网安全方案采用“云+端”的联动式防护架构，主要依托内核级进程文件防护技术、大数据安全分析技术、自适应安全防护技术和区域安全态势分析技术等多项关键技术，对海量物联网终端进行安全监控、传输加密和接入管控，建立物联网终端的区域安全态势分析和威胁感知评估方法，及时对物联网应用的物联网终端进行安全防护、数据加密、异常分析和态势感知。

图 36：公司物联网安全平台系统架构



资料来源：公司官网

目前公司的物联网安全平台产品主要应用在视频摄像头领域，未来向 5G 和工控领域发展。2015 年，公司与海康威视、浙江省公安厅、浙江省通信管理局、国家计算机网络应急技术处理协调中心浙江分中心共同建设嵌入式设备网络安全联合实验室；2016 年，公司与大华股份签署安全战略合作协议，目前摄像头出厂前嵌入公司的安全加密模块，帮助摄像头更好地防止被攻击。这些理念之后会应用到 5G 和工控物联网等领域。2018 年，公司物联网安全平台总收入从 2016 年的 19.66 万元增长到 672.40 万元，CAGR 41.42%。

表 10：2016-2018 年公司物联网安全平台销售情况（万元）

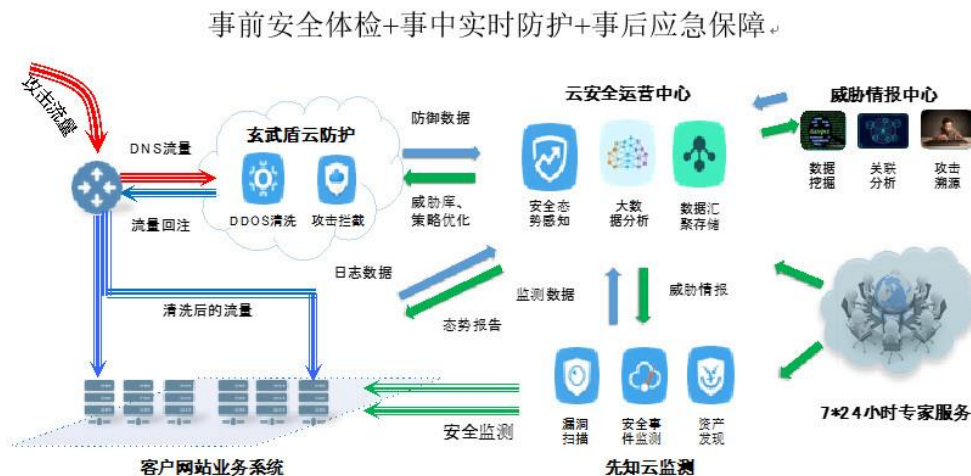
产品类别	项目	2016 年	2017 年	2018 年
物联网安全平台产品	总收入	19.66	94.25	672.40

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

SaaS 云安全服务：市场主要领导者，打造一站式托管服务

公司风暴中心推出的 SaaS 云安全服务模式是国内较早利用云计算来提供集约化安全能力的服务创新模式，实现了云监测、云 WAF、云 DDoS 清洗以及云端威胁情报的服务能力。风暴中心是公司顺应当前信息化发展中“云计算化”、“大数据化”、“SaaS 化”的大趋势，专门设立的网络安全态势监测、感知、分析及预警部门。风暴中心推出的玄武盾重保服务通过为用户提供“事前安全体检+事中防护监控+事后应急保障”的安全防护体系，持续守护用户互联网业务安全性。

图 37：公司玄武盾重保服务提供“事前安全体检+事中防护监控+事后应急保障”的安全防护体系



资料来源：公司官网

公司的云防护产品玄武盾自 2016 年发布以来，目前共防护超过数十万个互联网系统，为多个大会官网提供重点安全保障，成为 SaaS 安全服务市场的主要领导者。根据公司招股说明书数据，玄武盾云防护服务为政府、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，平均每天清洗的访问多达 15 亿次，每天拦截的攻击次数多达 600 多万次，累计拦截 54 亿次攻击。目前在公司已在全国建设 50 个防护节点，实现了全国服务覆盖，并成功为杭州 G20 峰会、乌镇世界互联网大会、“一带一路”国际合作高峰论坛、青岛上合峰会等国家重大活动的官方应用网站提供专业托管服务，与政务云结合为福建省电子政务云、浙江省金华政务云提供整体安全托管管理服务，成为 SaaS 安全服务市场的主要领导者。

图 38：公司云防护服务（玄武盾）节点布置情况



资料来源：公司招股说明书

2018 年，公司玄武盾防护系统订单数由 2016 年的 4 笔增长到 19 笔，CAGR117.94%；总收入从 2016 年的 118.92 万元增长到 440.57 万元，CAGR 113.21%。

表 11：2016-2018 年公司玄武盾防护系统销售情况（万元）

产品类别	项目	2016 年	2017 年	2018 年
玄武盾防护系统	订单数	4	6	19
	总收入	118.92	232.27	540.57

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

公司通过本次 IPO 募集资金 7.6 亿，主要投入在新兴安全领域，预计将进一步提高公司核心竞争力。根据公司招股说明书，公司募集资金主要投向云安全服务平台升级项目（1.54 亿）、大数据态势感知平台升级项目（1.13 亿）、智慧物联安全技术研发项目（0.97 亿）、工控安全及工业互联网安全产品升级项目（0.40 亿）、智慧城市安全大脑及安全运营中心升级项目（1.19 亿）、营销网络及服务体系扩建项目（0.88 亿）和补充流动资金项目（1.5 亿）领域，从而满足市场用户的差异化需求，提高公司的核心竞争力。

表 12：公司本次 IPO 募集资金拟用于具体项目（单位：万元）

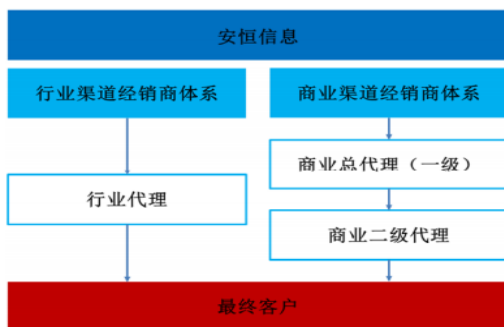
募投项目名称	项目总投资	拟投入募集资金	建设周期
云安全服务平台升级项目	15,383.11	15,383.11	2 年
大数据态势感知平台升级项目	11,268.70	11,268.70	2 年
智慧物联安全技术研发项目	9,652.65	9,652.65	3 年
工控安全及工业互联网安全产品升级项目	3,983.37	3,983.37	2 年
智慧城市安全大脑及安全运营中心升级项目	11,947.14	11,947.14	2 年
营销网络及服务体系扩建项目	8,778.24	8,778.24	2 年
补充流动资金	15,000.00	15,000.00	-
合计		76,013.21	

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

■ 注重渠道建设和研发投入，净利润率有望逐步改善

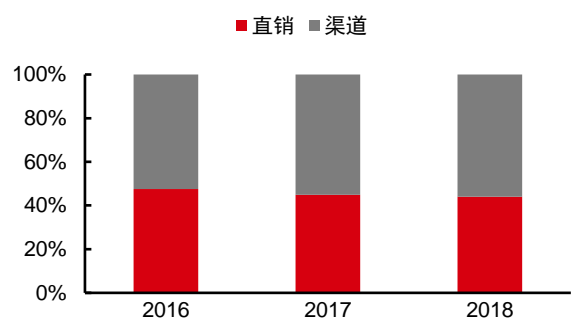
在销售模式上，公司采用多级渠道经销和直接销售相结合的方式。公司的主要客户包括战略性客户、重要客户和基石客户群，公司在产品销售上采用多级渠道经销和直接销售相结合的方式，并且充分依靠渠道销售等合作伙伴以最大程度实现市场覆盖。渠道模式下以安全产品为主，渠道商具备一定的网络信息安全基础产品的现场安装实施能力。与此同时，公司渠道模式收入占比逐步上升，2018 年达到 55.93%。

图 39：公司渠道经销商体系



资料来源：公司招股说明书

图 40：2016-2018 年公司直销和渠道模式收入占比

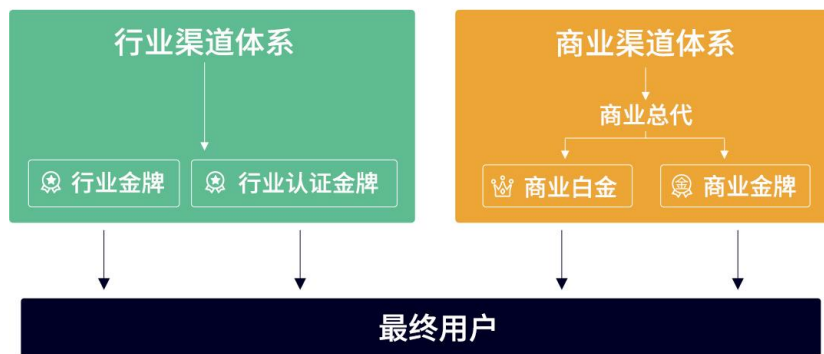


资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

公司的渠道体系架构包括行业渠道体系及商业渠道体系，2019 年上半年认证渠道商数量达到 458 家。公司行业渠道体系包括行业金牌及行业认证金牌，可销售安恒信息全线产品，直接从安恒信息购买产品及获取相关支持；商业渠道体系包括商业总代、商业白金及商业金牌。可销售安恒信息全线产品，商业总代需要承担区域的商业体系销售任务，配合安恒搭建区域的商业渠道体系，定位是区域的资金，技术支撑及服务平台。公司已经建立完善的销售体系，截至 2019 年 6 月，认证经销商数量达到 458 家。

图 41：公司销售渠道体系

安恒信息销售渠道体系

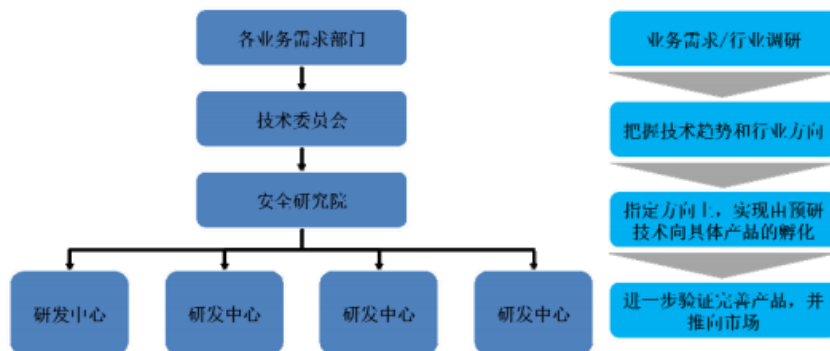


资料来源：公司官网

公司的直销体系主要对接战略性客户和重要客户，根据客户的需求提供定制化服务。公司在全国各主要省份设有分公司或办事处等本地化分支机构，分支机构具备销售和售前售后等综合服务能力，以向国家级部委、省市级政府，以及电信运营商、金融、能源企业集团等战略性客户和重要客户提供直接服务。战略性客户和重要客户具备体系化、单次采购金额规模大等特点，对网络信息安全产品和服务存在定制化需求，公司需要与客户进行直接的沟通从而了解客户的具体需求方能予以实施，因此主要通过直销模式进行销售。

公司重视核心技术创新，构建三级研发体系提升创新实力。随着互联网安全威胁类型和攻击力不断提高，用户对公司产品及服务不断提出新的要求，为了保持企业的创新能力，公司形成了围绕“技术委员会-安全研究院-产品研发中心三级研发管理架构”为核心的全面独特的创新研发模式。

图 42：公司三级研发管理架构



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

公司是少数研究和研发双轨制的企业，从成立之初就拥有了自己的安全研究院，持续不断在安全领域进行创新。安全研究院是公司设立专门从事前沿安全攻防技术研究和新技术应用的研究机构，为公司产品技术创新提供基础研发支持。安全研究院下设海特实验室和卫兵实验室，多年来在云安全、大数据安全、物联网安全、应用安全、人工智能、数据加密领域等均有重要输出，其中已研前沿技术及产品原型包括全球化高速网络探测系统、全球化网络扫描系统、先进漏洞挖掘技术、文件威胁溯源技术、APT 攻击检测技术、互联网应用加密技术、互联网金融风险监测技术等。

图 43：海特实验室



资料来源：公司官网

图 44：卫兵实验室

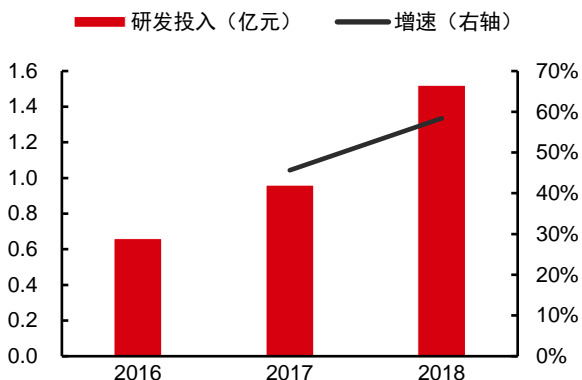


资料来源：公司官网

此外，公司内部成立网络空间安全学院，先后与北京航空航天大学、电子科技大学、哈尔滨工业大学、南京邮电大学、上海交通大学、浙江大学、中国科学技术大学等多所一流高校展开全面合作，通过“产学研用”融合驱动校企协同育人、联合技术研发和合作技术成果转化，一方面服务于国家网络信息安全人才工程，另一方面驱动自主技术创新。

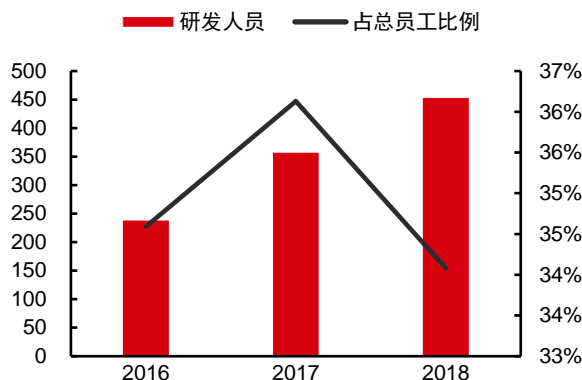
公司研发投入保持快速增长，2018 年研发投入占比达到 24.25%。公司研发投入占收入比例一直维持在 20%以上，2018 年公司研发投入 1.52 亿元，同比增长 58.40%，占收入比例达到 24.25%。公司共有研发人员 454 名，占全体员工数量比例为 34.08%，较 2017 年底增长 26.82%。

图 45：2016-2018 年公司研发投入及增速



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 46：2016-2018 年公司研发人员数量及占比情况（名）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

受到超前投入的影响，公司净利率有所降低，长期看预计将逐步改善。2016-2018 年，公司的净利率逐步改善，2018 年为 12.27%。公司 2019 年业绩快报的数据显示，2019 年公司实现营业收入（未经审计，下同）9.45 亿元，实现归母净利润 0.94 亿元，净利润率为 9.90%，同比下降了 2.37pcts。我们认为主要是公司对于未来前瞻技术进行超前投入以及市场开拓持续加强，从而导致相关费用的支出一直保持在较高水平。随着公司新产品不断推出，未来实现规模化应用，公司的净利率有望逐步改善。

■ 风险因素

等保 2.0 落地不及预期；新兴业务研发进展不及预期；行业竞争加剧。

■ 盈利预测

我们对公司经营模型的假设如下所示：

1. **网络信息安全基础产品业务**作为公司目前最大的收入来源，未来料将保持平稳增长，预计 2019-2021 年收入增长率为 15%/12%/11%，毛利率稳定在 76%；
2. 公司**网络信息安全服务业务**主要由专业安全服务及云服务两块业务组成，受益于行业结构的不断改善和计算机行业云化转型的发展趋势，预计 2019-2021 年收入增长率为 40%/35%/32%，毛利率稳定在 65%；
3. **网络信息安全平台业务**是公司最新的业务，随着公司不断地加大研发投入以及新兴市场持续释放大量的需求，预计 2019-2021 年收入增长率为 143.2%/87.1%/51.8%，毛利率稳定在 74%。

表 13: 安恒信息经营模型 (单位: 百万元)

科目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	430.40	626.59	945.18	1,372.11	1,851.85
同比	35.89%	45.58%	50.85%	45.17%	34.96%
毛利率	67.58%	70.50%	70.84%	71.17%	71.35%
1、网络信息安全基础产品					
收入	270.35	297.37	341.98	383.01	425.14
同比	29.8%	10.0%	15.0%	12.0%	11.0%
毛利率	72.46%	75.76%	76.0%	76.0%	76.0%
2、网络信息安全服务					
收入	91.82	162.95	228.13	307.98	406.53
同比	36.2%	77.5%	40.0%	35.0%	32.0%
毛利率	61.50%	65.69%	65.0%	65.0%	65.0%
3、网络信息安全平台					
收入	50.93	142.12	345.71	646.85	981.87
同比	183.7%	179.0%	143.2%	87.1%	51.8%
毛利率	70.45%	73.88%	74.0%	74.0%	74.0%

资料来源: 公司招股说明书, 中信证券研究部预测

可比公司估值。我们选取在业务与公司相近或类似的网络信息安全厂商, 他们与公司具有竞争或潜在竞争关系, 具体包括绿盟科技、启明星辰、深信服和迪普科技。以上可比公司 2020 年平均 PS 为 13.2x。公司作为国内网络信息安全领域后起之秀, 核心基础安全产品持续多年市场份额位居行业前列, 目前积极推动新兴安全领域的发展, 以上可比公司估值可以为其估值定价提供一定参考作用。

表 14: 可比公司参考

可比公司	PE 2020E	PE 2021E	PS 2020E	PS 2021E
绿盟科技	63	46	9.3	7.3
启明星辰	45	36	9.8	7.8
深信服	92	68	14.9	11.4
迪普科技	62	50	18.7	15.2
均值	66	50	13.2	10.4

资料来源: Wind 一致预期, 中信证券研究部 注: 股价为 2 月 25 日收盘价

盈利预测。综上所述, 根据目前的行业需求及竞争格局, 结合公司的经营情况和发展战略, 对于公司的盈利预测如下表所示, 预测公司 2019/2020/2021 年营业收入分别为 9.45/13.72/18.52 亿元, 归属母公司股东净利润分别为 0.94/1.26/1.71 亿元, 对应 EPS 为 1.26/1.71/2.30 元。

表 15: 安恒信息盈利预测

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	430.40	626.59	945.18	1,372.11	1,851.85
营业收入增长率 YoY	36%	46%	51%	45%	35%
净利润(百万元)	52.14	76.87	93.59	126.31	170.72
净利润增长率 YoY	N/A	47%	22%	35%	35%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.01	1.38	1.26	1.71	2.30
毛利率	68%	71%	71%	71%	71%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净资产收益率 ROE	12.06%	15.17%	9.09%	7.89%	9.94%
PE	229	168	183	136	100
PB	40	34	11	10	10

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 02 月 25 日收盘价

首次覆盖，给予“增持”评级。公司是态势感知等新兴信息安全领域优秀企业，目前主打“3+1”平台战略，在安全平台和安全服务等新兴业务上优势显著，新兴安全业务发展前景可期。我们看好公司在新兴安全业务布局上的潜力，首次覆盖，给予“增持”评级。

利润表						资产负债表					
(百万元)						(百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	430	627	945	1,372	1,852	货币资金	216	398	1,348	1,358	1,390
营业成本	140	185	276	396	530	存货	28	49	66	95	128
毛利率	67.58%	70.50%	70.84%	71.17%	71.35%	应收账款	111	170	255	366	499
营业税金及附加	6	8	13	19	26	其他流动资产	133	48	66	93	123
销售费用	129	206	305	437	578	流动资产	488	664	1,735	1,912	2,139
营业费用率	30.01%	32.87%	32.22%	31.82%	31.19%	固定资产	25	33	48	58	64
管理费用	50	59	81	108	141	长期股权投资	24	21	21	21	21
管理费用率	11.69%	9.48%	8.58%	7.88%	7.64%	无形资产	10	8	11	10	11
财务费用	(0)	(2)	(15)	(26)	(26)	其他长期资产	76	165	201	242	290
财务费用率	-0.07%	-0.29%	-1.59%	-1.86%	-1.41%	非流动资产	135	227	281	332	385
投资收益	(2)	(1)	0	0	0	资产总计	623	892	2,016	2,243	2,525
营业利润	57	74	90	122	172	短期借款	0	0	0	0	0
营业利润率	13.24%	11.81%	9.55%	8.92%	9.28%	应付账款	64	100	138	198	265
营业外收入	0	1	2	2	2	其他流动负债	107	199	242	313	398
营业外支出	1	0	1	1	1	流动负债	171	299	380	511	663
利润总额	56	75	92	124	173	长期借款	10	81	81	81	81
所得税	4	(1)	0	0	6	其他长期负债	10	5	5	5	5
所得税率	7.69%	-0.70%	0.00%	0.00%	3.40%	非流动性负债	20	86	86	86	86
少数股东损益	(0)	(1)	(2)	(2)	(3)	负债合计	191	385	466	597	749
归属于母公司股东的净利润	52	77	94	126	171	股本	56	56	74	74	74
净利率	12.11%	12.27%	9.90%	9.21%	9.22%	资本公积	311	309	1,242	1,242	1,242
						归属于母公司所有者权益合计	432	507	1,552	1,650	1,783
						少数股东权益	0	0	-2	-4	-7
						股东权益合计	432	507	1,550	1,646	1,776
						负债股东权益总计	623	892	2,016	2,243	2,525

现金流量表					
(百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	56	75	92	124	173
所得税支出	-4	1	0	0	-6
折旧和摊销	10	13	15	20	24
营运资金的变化	0	1	-48	-47	-59
其他经营现金流	7	7	-7	-13	-11
经营现金流合计	69	96	52	83	122
资本支出	-49	-95	-69	-70	-78
投资收益	-2	-1	0	0	0
其他投资现金流	-32	105	0	0	0
投资现金流合计	-83	9	-69	-70	-78
发行股票	151	0	952	0	0
负债变化	8	77	0	0	0
股息支出	0	0	0	-28	-38
其他融资现金流	-11	-3	15	26	26
融资现金流合计	147	74	967	-2	-12
现金及现金等价物净增加额	133	179	950	11	32

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	35.89%	45.58%	50.85%	45.17%	34.96%
营业利润增长率	N/A	29.88%	21.94%	35.53%	40.41%
净利润增长率	N/A	47.45%	21.75%	34.95%	35.16%
毛利率	67.58%	70.50%	70.84%	71.17%	71.35%
EBITDA Margin	15.40%	13.73%	9.90%	8.78%	9.45%
净利率	12.11%	12.27%	9.90%	9.21%	9.22%
净资产收益率	12.06%	15.17%	9.09%	7.89%	9.94%
总资产收益率	8.37%	8.62%	4.64%	5.63%	6.76%
资产负债率	30.70%	43.14%	23.11%	26.62%	29.66%
所得税率	7.69%	-0.70%	0.00%	0.00%	3.40%
股利支付率	0.00%	0.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。