

网安行业领先，成长空间广阔

——安恒信息（688023）深度报告

分析师： 徐中华

SAC NO: S1150518070003

2020 年 05 月 28 日

证券分析师

徐中华

010-68104898

xuzh@bhq.com

助理分析师

张源

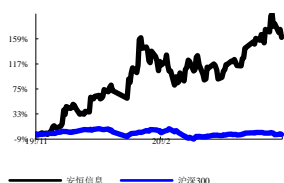
SAC No: S1150118080012

zhangyuan3337@bhq.com

评级： 增持

最新收盘价： 272.00

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 网安行业领先，营收快速增长

安恒信息成立于 2007 年，自设立以来一直专注于网络信息安全领域，其主营业务为网络信息安全产品的研发、生产及销售，并为客户提供专业的网络信息安全服务。公司的产品及服务涉及应用安全、大数据安全、云安全、物联网安全、工业控制安全及工业互联网安全等领域。公司营收来保持快速增长，2019 年达到 9.44 亿元，同比增长 43.7%，归母净利润 0.92 亿元，同比增长 20%。2016-2019 营收复合增速为 43.9%，2020Q1 营收 1.17 亿元，同比增长 43.7%。公司近几年的毛利率基本稳定，而净利率由于产品结构的变化则有一定的波动。公司通过加强管理的方式，实现了四费基本稳定，保持在 65%左右，期间费用控制较好。

● 政策助力，网安行业前景广阔

近年来，随着安全问题的不断暴露，我国政策上开始对网络安全行业大力支持，特别是近几年来密集出台了多项政策推进产业发展。在云计算、物联网、大数据、工业互联网和 5G 等新兴技术的催化以及政策支持下，我国网络安全市场迎来快速发展期，网络安全应用市场广泛，其中政府、电信与金融领域应用网络安全产品和服务最多，同时很多细分领域的安全需求成为推动网安行业持续增长的动力。

● 细分行业领先，技术优势凸显

公司对研发投入总额在持续快速增长，占营收比重一直在 20%以上。持续研发投入取得了丰硕的成果，截止 2019 年，公司拥有已获授权的专利 74 项（其中发明专利 65 项）、已登记的软件著作权 155 项。公司在产品技术上具有较强的研发能力，多项产品具备很高的技术水平和很强的市场竞争力。在安全基础产品领域，公司的 Web 应用安全、日志审计系统和堡垒机产品等一系列产品的市场份额均位于市场前列。

● 投资建议

受政策驱动和下游需求拉动，网络安全行业处于快速发展阶段；公司产品在网络安全态势感知、云安全等网络安全细分领域中具有技术上的优势，行业的快速发展叠加公司的产品竞争优势，有助于未来几年公司获得较快发展。我们预计公司 2020、2021、2022 年 EPS 分别为 1.83 元、2.68 元和 3.71 元，基于此，给予“增持”评级。

● 风险提示

网络安全行业需求落地存在不确定性，客户订单落地时间存在不确定性、公司产品研发推广进度存在不确定性等。

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	627	944	1,348	1,894	2,560
(+/-)%	45.6%	50.7%	42.8%	40.5%	35.1%
息税前利润（EBIT）	16	39	65	90	127
(+/-)%	75.9%	139.3%	67.0%	39.4%	40.4%
归母净利润	77	92	135	198	275
(+/-)%	47.5%	20.0%	46.8%	46.4%	38.5%
每股收益（元）	1.38	1.24	1.83	2.68	3.71

表：三张表及主要财务指标

资产负债表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	398	1,483	1,812	2,225	2,725	营业收入	627	944	1,348	1,894	2,560
应收票据及应收账款	170	201	287	404	546	营业成本	185	288	402	566	760
预付账款	3	5	7	10	13	营业税金及附加	8	12	17	23	32
其他应收款	40	41	59	83	112	销售费用	206	316	452	635	858
存货	49	116	161	227	305	管理费用	59	85	121	170	229
其他流动资产	5	7	7	7	7	研发费用	152	205	292	410	555
流动资产合计	664	1,853	2,334	2,956	3,708	财务费用	-2	-3	-4	-6	-8
长期股权投资	21	20	20	20	20	资产减值损失	-8	-3	-3	-4	-4
固定资产合计	33	281	265	235	189	信用减值损失	0	-4	-6	-8	-10
无形资产	8	7	7	7	7	其他收益	65	59	85	119	161
商誉	2	2	2	2	2	投资收益	-1	-2	-2	-4	-5
长期待摊费用	1	1	1	1	1	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	6	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	892	2,172	2,485	2,925	3,479	营业利润	74	92	138	198	275
短期借款	0	0	0	0	0	营业外收支	1	-1	0	0	0
应付票据及应付账款	100	156	218	307	412	利润总额	75	91	138	198	275
预收账款	58	115	164	231	312	所得税费用	-1	-1	3	0	1
应付职工薪酬	89	141	197	277	372	净利润	76	92	135	198	274
应交税费	21	33	47	66	90	归属于母公司所有者的净利润	77	92	135	198	275
其他流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	-1	0	0	0	0
长期借款	81	107	107	107	107	基本每股收益	1.38	1.24	1.83	2.68	3.71
预计负债	0	0	0	0	0	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	385	622	815	1,087	1,412	营收增长率	45.6%	50.7%	42.8%	40.5%	35.1%
股东权益	507	1,550	1,670	1,838	2,067	EBIT 增长率	75.9%	139.3%	67.0%	39.4%	40.4%
现金流量表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利润增长率	47.5%	20.0%	46.8%	46.4%	38.5%
净利润	76	92	135	198	274	销售毛利率	70.5%	69.5%	70.2%	70.1%	70.3%
折旧与摊销	13	24	0	0	0	销售净利率	12.1%	9.8%	10.0%	10.5%	10.7%
经营活动现金流净额	96	217	184	269	356	ROE	15.2%	5.9%	8.1%	10.8%	13.3%
投资活动现金流净额	9	-119	150	149	148	ROIC	2.8%	2.3%	3.5%	4.6%	5.8%
筹资活动现金流净额	74	988	-4	-4	-4	资产负债率	43.1%	28.6%	32.8%	37.2%	40.6%
现金净变动	179	1,086	329	413	500	PE	0.00	112.45	148.80	101.63	73.38
期初现金余额	214	392	1,483	1,812	2,225	PB	0.00	6.69	12.06	10.96	9.75
期末现金余额	392	1,478	1,812	2,225	2,725	EV/EBITDA	-10.74	142.48	284.65	199.68	138.26

目 录

1.网安行业领先，营收快速增长	7
1.1 网安行业领先，行业地位凸显	7
1.2 营收和净利润快速成长	8
2.政策助力，网安行业前景广阔	11
2.1 互联网面临持续安全威胁，亟需网安保驾护航	11
2.2 政策助力，网络安全前景广阔	12
3. 细分行业领先，技术优势凸显	15
3.1 研发投入力度强，核心产品成果丰硕	15
3.2 细分行业领先，技术优势凸显	16
3.3 直销与渠道代理并重，共促公司发展	17
4.盈利预测和投资评级	20
5.风险提示	21

图 目 录

图 1: 中国网络安全 100 强企业 (2019)	8
图 2: 安恒信息 2016-2020Q1 营业收入及增长率	8
图 3: 安恒信息 2016-2020Q1 净利润及增长率	8
图 4: 安恒信息 2016-2020Q1 毛利率和净利率	9
图 5: 安恒信息 2016-2020Q1 四费及占营收比重	9
图 6: 安恒信息 2016-2019 主要产品营收情况	10
图 7: 安恒信息 2016-2019 分产品毛利率	10
图 8: 网民规模和互联网普及率	11
图 9: 手机网民规模及占网民比例	11
图 10: CNCERT 网络安全事件处理情况	12
图 11: 全球网络安全市场规模与增速	13
图 12: 2018 年全球网络安全市场结构	13
图 13: 中国网络安全市场规模与增速	14
图 14: 中国网络安全市场结构	14
图 15: 中国云计算市场规模与增速	14
图 16: 中国云安全市场及增速	14
图 17: 安恒信息 2016-2019 研发支出及占营收比重	15
图 18: 安恒信息 2016-2019 年研发人员数量及占比	15
图 19: 安恒信息渠道经销商体系	18
图 20: 安恒信息 2016-2018 直销和渠道代理的占比	18
图 21: 安恒信息 2016-2018 最终行业客户占比	18
图 22: 安恒信息 2016-2020Q1 销售费用及占营收比重	19
图 23: 安恒信息 2018-2019 年销售人员数量及占比	19

表 目 录

表 1: 安恒信息股本结构	7
表 2: 安恒信息产品分类	9
表 3: 2016 年至今部分重要网络安全政策	12
表 4: 安恒信息与部分主要竞争对手的对比分析	16

1.网安行业领先，营收快速增长

1.1 网安行业领先，行业地位凸显

安恒信息成立于 2007 年,自设立以来一直专注于网络信息安全领域,公司主营业务为网络信息安全产品的研发、生产及销售,并为客户提供专业的网络信息安全服务。公司的产品及服务涉及应用安全、大数据安全、云安全、物联网安全、工业控制安全及工业互联网安全等领域。安恒信息于 2019 年 11 月在科创板挂牌上市,其服务的下游客户包括政府、电信运营商、金融、教育、交通、公共设施等行业客户。

表 1: 安恒信息股本结构

股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
范渊	1002	13.52
阿里创投	801	10.81
宁波润和兴源	520	7.02
宁波安恒	500	6.75
嘉兴安恒	500	6.75
杭州九歌	278	3.75
上海舜佃	244	3.29
上海梦元	229	3.09
浙江爵盛	167	2.25
重庆麒厚西海	167	2.25
其它	3000	40.52

资料来源: Wind, 渤海证券

作为一家信息安全企业,安恒信息不断加强品牌建设,拓展产品应用领域与应用场景,加快重点优势行业的投入,不断突破关键核心技术,提高企业的核心竞争力,也取得了良好的成绩。

从安全牛发布的中国网络安全 100 强企业来看,从规模和影响力上来看,公司在 2019 年处于领先者象限,在行业中具有较强的影响力,随着公司快速发展,规模逐步扩大,在未来有望进入领导者象限。

中国网络安全企业竞争力图谱

纵轴：影响力 (Influence)
 高 (High) ———— 低 (Low)

横轴：规模 (Scale)
 大 (Large) ———— 小 (Small)

图例 (Legend):

- 领导者 (Leader) - Yellow
- 领先者 (Leader) - Green
- 竞争者 (Competitor) - Light Green
- 潜力者 (Potential) - Blue

主要企业分布 (Key Companies):

- 领导者 (Yellow):** 腾讯 (Tencent), 百度安全 (Baidu Security), 京东云 (JD Cloud).
- 领先者 (Green):** 奇安信 (Qianxin), 绿盟科技 (Green Alliance), 深信服 (Sangfor), 亚信安全 (Yixin Security), 安恒信息 (Anheng Information), 山石网科 (Shangshi Network Technology), 卫士通 (Weishi Tong), 美亚柏科 (MeiYa BaiKe), 网御星云 (Wangyu Xingyun), 中国电信(云堤) (China Telecom Cloud Protection), 恒安嘉新 (Hengan Jiaxin), 蓝盾股份 (Lan Shu), 迪普科技 (Dipu Technology), 飞天诚信 (Feitian Chengxin), 数字认证 (Digital Authentication), 安博通 (Anbotong), 爱加密 (Aijiami), 永信至诚 (Yongxin Zhizheng), 通付盾 (Tongfudun), 锐捷网络 (Ruijie Network), 科来 (Kulai), 亿赛通 (Yisaitong), 齐治科技 (Qizhi Technology), 瀚思科技 (Hanshi Technology), 青藤云安全 (Qingfeng Cloud Security), 指掌易 (Zhi Zhang Yi), 竹云 (Zhu Yun), 威努特 (Weinute), 安华金和 (Anhua Jinhua), 芯盾时代 (Xin Shun Shi Dai), 创荣 (Chuangrong), 慧盾安全 (Huidun Security), 美创科技 (Meichuang Technology), 中孚信息 (Zhongfu Information), 联软科技 (Lianruan Technology), 中新网安 (Zhongxin Net Security), 可信华泰 (Kexin Huatai), 锐安科技 (Rui'an Technology), 鼎普科技 (Dingpu Technology), 安信天行 (Anxin Tianxing), 上讯信息 (Shangxun Information), 启卓网络 (Qizhuo Network), 众人科技 (Zhongren Technology), 国舜股份 (Guoshun Shares), 启迪网信 (Qidi Net Security), 长城国际 (Great Wall International), 锐安科技 (Rui'an Technology), 金盾软件 (Jin Shou Software), 瑞数信息 (Ruishu Information), 安胜 (Ansheng), 盛邦安全 (Shengbang Security), 长亭科技 (Changting Technology), 天空卫士 (Tian Kong Wei Shi), 盈高科技 (Yinggao Technology), 中盾天下 (Zhong Dun Tian Xia), 安数云 (An Shu Yun), 烽火科技 (Fenghuo Technology), 帕拉迪 (Paladi), 江民科技 (Jiangmin Technology), 天际联盟 (Tianji Alliance), 兰云科技 (Lan Yun Technology), 长亭科技 (Changting Technology), 安数云 (An Shu Yun), 烽火科技 (Fenghuo Technology), 帕拉迪 (Paladi), 江民科技 (Jiangmin Technology), 天际联盟 (Tianji Alliance), 兰云科技 (Lan Yun Technology).
- 竞争者 (Light Green):** 阿里云 (Alibaba Cloud), 华为 (Huawei), 新华三 (Xinhua San), 天融信 (Tianrongxin), 安天 (Antian), 知道创宇 (Zhidao Chuangyu), 安博通 (Anbotong), 爱加密 (Aijiami), 永信至诚 (Yongxin Zhizheng), 通付盾 (Tongfudun), 锐捷网络 (Ruijie Network), 科来 (Kulai), 亿赛通 (Yisaitong), 齐治科技 (Qizhi Technology), 瀚思科技 (Hanshi Technology), 青藤云安全 (Qingfeng Cloud Security), 指掌易 (Zhi Zhang Yi), 竹云 (Zhu Yun), 威努特 (Weinute), 安华金和 (Anhua Jinhua), 芯盾时代 (Xin Shun Shi Dai), 创荣 (Chuangrong), 慧盾安全 (Huidun Security), 美创科技 (Meichuang Technology), 中孚信息 (Zhongfu Information), 联软科技 (Lianruan Technology), 中新网安 (Zhongxin Net Security), 可信华泰 (Kexin Huatai), 锐安科技 (Rui'an Technology), 鼎普科技 (Dingpu Technology), 安信天行 (Anxin Tianxing), 上讯信息 (Shangxun Information), 启卓网络 (Qizhuo Network), 众人科技 (Zhongren Technology), 国舜股份 (Guoshun Shares), 启迪网信 (Qidi Net Security), 长城国际 (Great Wall International), 锐安科技 (Rui'an Technology), 金盾软件 (Jin Shou Software), 瑞数信息 (Ruishu Information), 安胜 (Ansheng), 盛邦安全 (Shengbang Security), 长亭科技 (Changting Technology), 天空卫士 (Tian Kong Wei Shi), 盈高科技 (Yinggao Technology), 中盾天下 (Zhong Dun Tian Xia), 安数云 (An Shu Yun), 烽火科技 (Fenghuo Technology), 帕拉迪 (Paladi), 江民科技 (Jiangmin Technology), 天际联盟 (Tianji Alliance), 兰云科技 (Lan Yun Technology).
- 潜力者 (Blue):** 启明星辰 (Qiming Shichen), 奇安信 (Qianxin), 阿里云 (Alibaba Cloud), 绿盟科技 (Green Alliance), 深信服 (Sangfor), 亚信安全 (Yixin Security), 安恒信息 (Anheng Information), 山石网科 (Shangshi Network Technology), 卫士通 (Weishi Tong), 美亚柏科 (MeiYa BaiKe), 网御星云 (Wangyu Xingyun), 中国电信(云堤) (China Telecom Cloud Protection), 恒安嘉新 (Hengan Jiaxin), 蓝盾股份 (Lan Shu), 迪普科技 (Dipu Technology), 飞天诚信 (Feitian Chengxin), 数字认证 (Digital Authentication), 安博通 (Anbotong), 爱加密 (Aijiami), 永信至诚 (Yongxin Zhizheng), 通付盾 (Tongfudun), 锐捷网络 (Ruijie Network), 科来 (Kulai), 亿赛通 (Yisaitong), 齐治科技 (Qizhi Technology), 瀚思科技 (Hanshi Technology), 青藤云安全 (Qingfeng Cloud Security), 指掌易 (Zhi Zhang Yi), 竹云 (Zhu Yun), 威努特 (Weinute), 安华金和 (Anhua Jinhua), 芯盾时代 (Xin Shun Shi Dai), 创荣 (Chuangrong), 慧盾安全 (Huidun Security), 美创科技 (Meichuang Technology), 中孚信息 (Zhongfu Information), 联软科技 (Lianruan Technology), 中新网安 (Zhongxin Net Security), 可信华泰 (Kexin Huatai), 锐安科技 (Rui'an Technology), 鼎普科技 (Dingpu Technology), 安信天行 (Anxin Tianxing), 上讯信息 (Shangxun Information), 启卓网络 (Qizhuo Network), 众人科技 (Zhongren Technology), 国舜股份 (Guoshun Shares), 启迪网信 (Qidi Net Security), 长城国际 (Great Wall International), 锐安科技 (Rui'an Technology), 金盾软件 (Jin Shou Software), 瑞数信息 (Ruishu Information), 安胜 (Ansheng), 盛邦安全 (Shengbang Security), 长亭科技 (Changting Technology), 天空卫士 (Tian Kong Wei Shi), 盈高科技 (Yinggao Technology), 中盾天下 (Zhong Dun Tian Xia), 安数云 (An Shu Yun), 烽火科技 (Fenghuo Technology), 帕拉迪 (Paladi), 江民科技 (Jiangmin Technology), 天际联盟 (Tianji Alliance), 兰云科技 (Lan Yun Technology).

1.2 营收和净利润快速成长

This chart displays the company's operating income (in millions of yuan) and its year-over-year growth rate from 2016 to 2020Q1. The operating income is represented by blue bars, and the growth rate is shown as an orange line with markers. The left Y-axis represents operating income (0 to 1000 million yuan), and the right Y-axis represents the growth rate (0.0% to 60.0%).

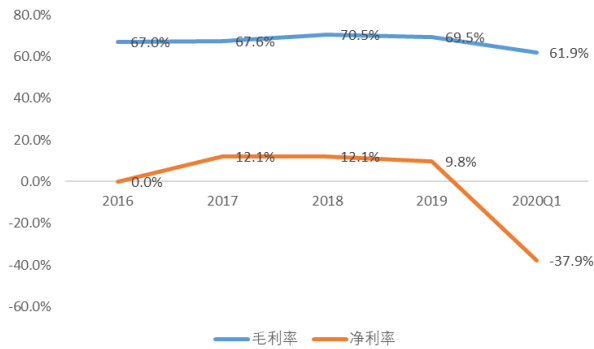
Year	Operating Income (百万元)	Growth Rate (%)
2016	317	-
2017	430	35.9%
2018	627	45.6%
2019	944	50.7%
2020Q1	117	43.7%

Year	Net Profit (10,000 Yuan)	Growth Rate (%)
2016	0	-
2017	52	109.95%
2018	77	47%
2019	92	20.0%
2020	-44	-17.4%

8 of 24

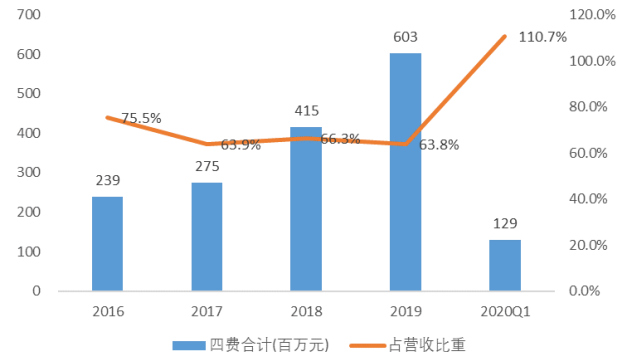
安恒信息近几年的毛利率基本稳定，而净利率由于产品结构的变化则有一定的波动。公司通过加强管理的方式，实现了四费基本稳定，保持在 65% 左右，期间费用控制较好。

图 4：安恒信息 2016-2020Q1 毛利率和净利率



资料来源：Wind，渤海证券

图 5：安恒信息 2016-2020Q1 四费及占营收比重



资料来源：Wind，渤海证券

分产品来看，安恒信息的产品主要分为三大类：安全基础产品、信息安全平台和信息安全服务。

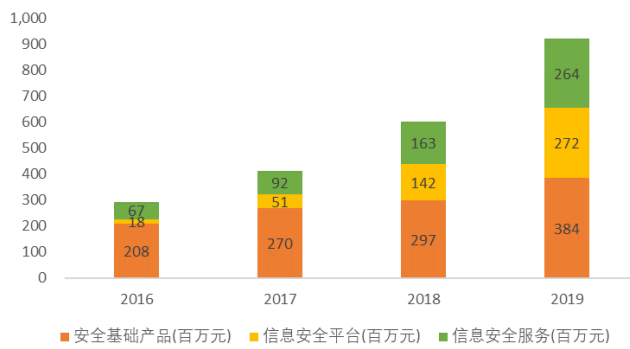
表 2：安恒信息产品分类

业务分类	具体产品与服务
网络安全基础产品	安全防护产品 Web 应用防火墙、综合日志审计系统、数据库审计与风险控制系统、运维审计与风险控制系统、APT 攻击预警平台、全流量深度威胁检测平台
	安全检测产品 Web 应用弱点扫描器、信息安全等级保护检查工具箱、远程安全评估系统、网络安全事件应急处置工具箱、迷网系统
网络安全平台	云安全 天池云安全管理平台（私有云场景）、玄武盾云防护平台
	大数据安全 AiLPHA 大数据智能安全平台、网络安全态势感知预警平台、金融风险监测预警平台
	物联网安全 物联网安全心、物联网安全监测平台、工业控制漏洞扫描平台
网络信息安全服务	SaaS 云安全服务 云监测服务（先知）、云防护服务（玄武盾）、威胁情报服务（数据大脑）
	专家服务 专业安全服务、可信众测服务、安全咨询服务、平台运营服务、应急响应服务、国家重大活动网络安全保障服务
	智慧城市安全运营中心服务
	网络安全人才培养服务

资料来源：公司公告，渤海证券

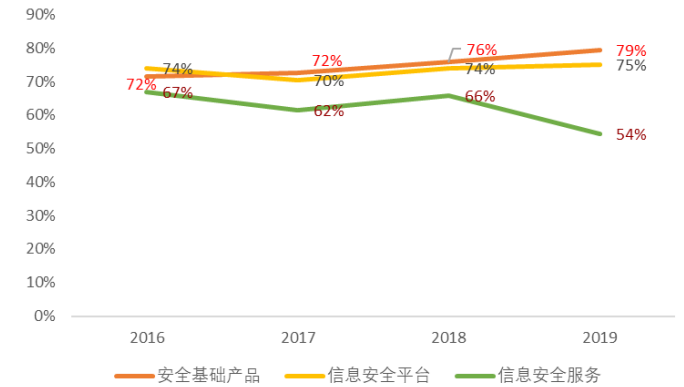
从营收来看，公司主要产品类别近几年均保持了快速增长的态势。从分产品的毛利率来看，信息安全服务和信息安全平台的毛利率相似，近几年一直在 70%以上，而信息安全服务的毛利率相对较低，且存在下行的压力。

图 6： 安恒信息 2016-2019 主要产品营收情况



资料来源：Wind，渤海证券

图 7： 安恒信息 2016-2019 分产品毛利率



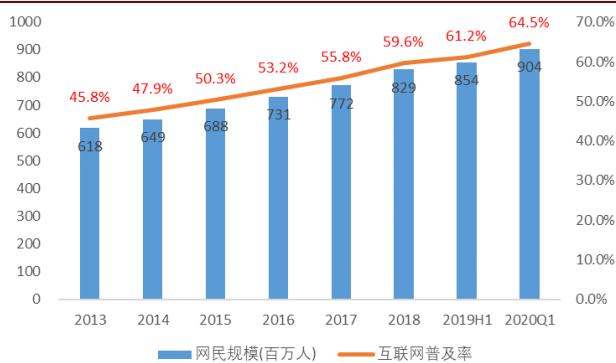
资料来源：Wind，渤海证券

2.政策助力，网安行业前景广阔

2.1 互联网面临持续安全威胁，亟需网安保驾护航

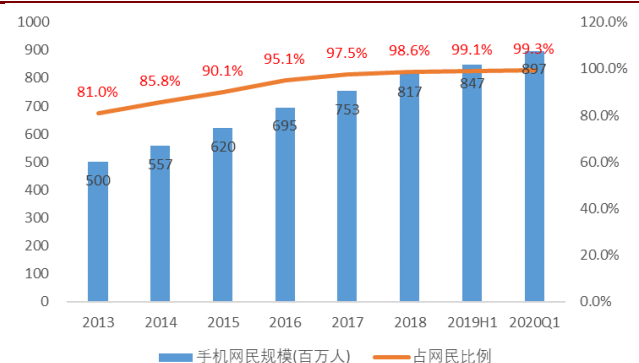
随着 IT 技术和移动互联网、物联网的快速发展，信息网络的使用人员越来越多。根据 CNNIC 资料，截至 2020 年 3 月，我国网民规模为 9.04 亿，而手机网民规模为 8.97 亿。随着网民规模的持续扩大，参与网络购物的用户规模也越来越大，截至 2020 年 3 月，我国网络购物和手机购物用户规模分别达到了 7.1 亿和 7.07 亿。而 2019 年全国网上零售额达 10.63 万亿元，占社会消费品零售总额的比重为 20.7%。

图 8：网民规模和互联网普及率



资料来源：CNCERT，渤海证券

图 9：手机网民规模及占网民比例

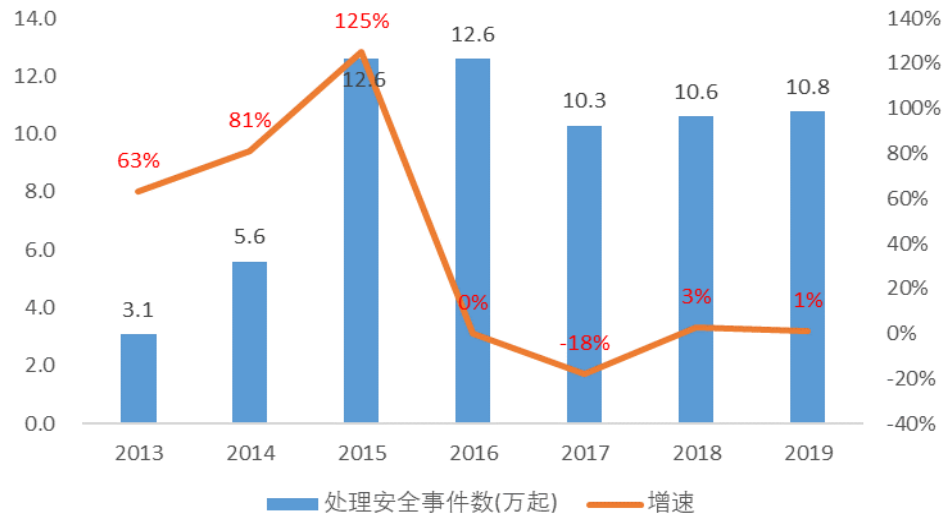


资料来源：CNCERT，渤海证券

上网人数的增加带来了互联网、移动互联网等行业的快速发展。新的应用场景不断出现，社会面临的网络环境更加复杂。近年来，随着人工智能、5G 新技术的快速发展，大数据、云计算、物联网等基础应用持续深化，大规模数据泄露频发、高危漏洞、新技术应用下的网络攻击等网络安全问题频发。

根据 CNCERT 数据，截至 2019 年 12 月，CNCERT 监测发现我国境内被篡改网站 185573 个，较 2018 年底有较大增长；而国家信息安全漏洞共享平台收集整理信息安全漏洞 16193 个，较 2018 年增长 14.0%。在 2019 年，CNCERT/CC 共处理网络安全事件共 10.78 万余起，较 2018 年增长 1.0%，整体形势依旧严峻。

图 10: CNCERT 网络安全事件处理情况



资料来源: CNCERT/CC, 渤海证券

2.2 政策助力，网络安全前景广阔

近年来，随着安全问题的不断暴露，我国政策上开始对网络安全行业大力支持，特别是近几年来密集出台了多项政策推进产业发展。2017 年《网络安全法》的正式实施、等保 2.0 等政策为网络安全行业的发展增添了新的动力。

表 3: 2016 年至今部分重要网络安全政策

时间	政策文件	要点
2020 年 4 月	《网络安全审查办法》	关键信息基础设施运营者采购网络产品和服务，影响或可能影响国家安全的，应当按照《办法》进行网络安全审查。
2019 年 10 月	《中华人民共和国密码法》	将规范密码应用和管理，促进密码事业发展，保障网络与信息安
2019 年 9 月	《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 2000 亿。加强 5G、下一代互联网、工业互联网、物联网、车联网等新兴领域网络安全威胁和风险分析，大力推动相关场景下的网络安全技术产品研发。
2019 年 5 月	《网络安全等级保护技术 2.0 版本》	提出了对云计算安全、移动互联网安全、物联网安全和工业控制系统安全扩展要求。为落实信息安全工作提出了新的要求。
2019 年 3 月	《中央企业负责人经营业绩考核办法》	将网络安全纳入考核范围
2018 年 3 月	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	《意见》重点强调要推动网信事业和资本市场协调发展，保障国家网络安全和金融安全，促进网信和证券监督工作联动。
2017 年 1 月	《信息通信网络与信息安全规划（2016-2020 年）》	指导信息通信行业开展“十三五”期间网络信息安全工作，更好地服务网络强国建设和全面建成小康社会的目标要求，服务国家安全和社会稳定的大局，

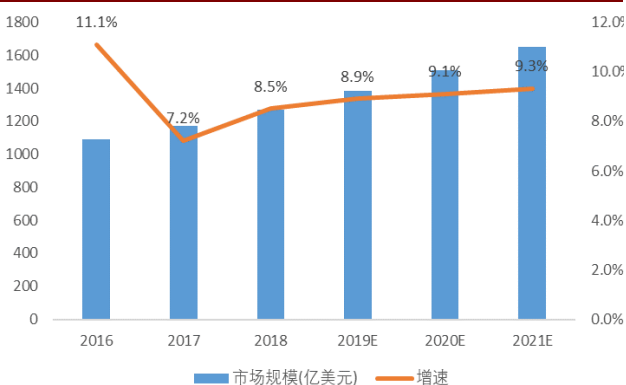
2017 年 1 月	《关于促进互联网健康有序发展的意见》	《意见》要求要加快完善市场准入制度，提升网络安全保障水平，维护用户合法权益、打击网络违法犯罪、增强网络管理能力，防范移动互联网安全风险；
2016 年 12 月	《国家网络空间安全战略》	明确国家网络空间安全工作的战略任务、维护国家安全、保护关键信息基础设施、加强网络文化建设、打击网络恐怖和违法犯罪、完善网络治理体系、夯实网络安全基础、提升网络空间防护能力、强化网络空间国际合作。
2016 年 11 月	《网络安全法》	《中华人民共和国网络安全法》正式发布，并于 2017 年 6 月 1 日开始实施。强调了金融、能源、交通、电子政务等行业在网络安全等级保护制度的建设，是我国第一部网络空间管理方面的基础性法律；

资料来源：政府网站，渤海证券

从产业链来看，网络安全行业的上游主要为工控机、服务器、存储器、芯片及操作系统、数据库等软硬件厂商。中游为提供安全产品、安全服务、安全集成的厂商，下游则是政府、金融、电信、能源、教育等各行业的企业级用户。

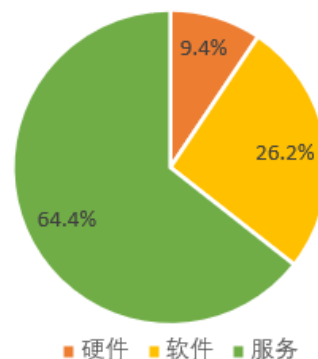
根据赛迪顾问的数据，2018 年全球网络安全市场规模较 2017 年增长 8.5%，其中安全服务占比达 64.4%。

图 11：全球网络安全市场规模与增速



资料来源：赛迪顾问，渤海证券

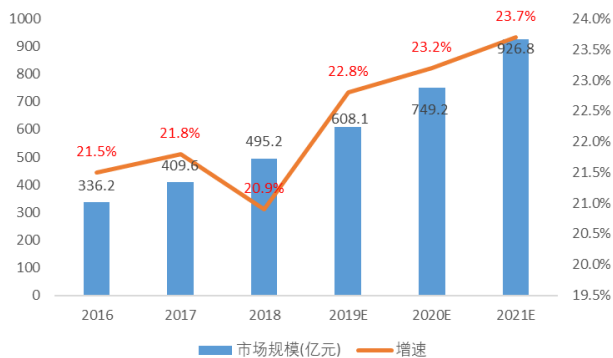
图 12：2018 年全球网络安全市场结构



资料来源：赛迪顾问，渤海证券

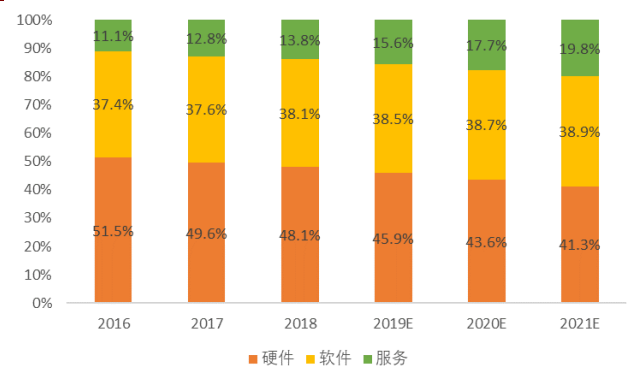
近年来，在云计算、物联网、大数据、工业互联网和 5G 等新兴技术的催化以及政策支持下，我国网络安全市场迎来快速发展期，网络安全应用市场广泛，其中政府、电信与金融领域应用网络安全产品和服务最多，同时很多细分领域的安全需求成为推动网安行业持续增长的动力。根据赛迪顾问数据，近几年来，我国网络安全行业保持在 20% 以上的增长，2018 年市场规模达到 495.2 亿元，其中硬件占比最高，达到了 48.1%。

图 13: 中国网络安全市场规模与增速



资料来源: 赛迪顾问, 渤海证券

图 14: 中国网络安全市场结构



资料来源: 赛迪顾问, 渤海证券

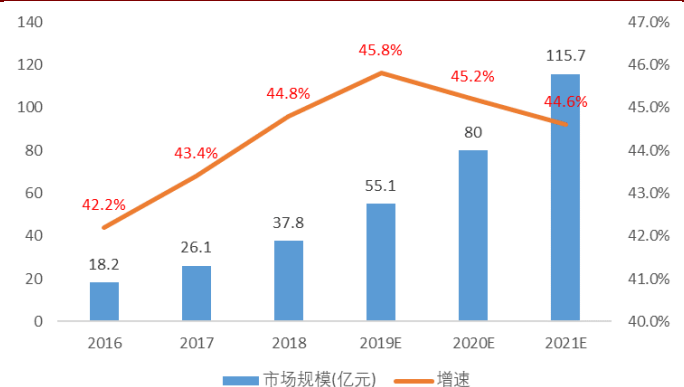
根据中国信息通信研究院的数据显示, 2018 年我国云计算整体规模达到 968.2 亿元, 增速 39.2%。预计 2019-2022 年仍将保持快速增长的势头。伴随云计算的进步, 云安全问题也引起了更多关注, 为未来云安全产品与服务的研发与部署提供了广阔的应用场景。虽然当前云安全市场尚处于起步阶段, 但整体市场规模将随着云计算行业的快速发展而增加。根据赛迪顾问的数据, 2018 年, 中国云安全市场规模达到 37.8 亿元, 同比增长达 44.8%, 预计未来几年仍将保持快速增长趋势。

图 15: 中国云计算市场规模与增速



资料来源: 信通院, 渤海证券

图 16: 中国云安全市场及增速



资料来源: 赛迪顾问, 渤海证券

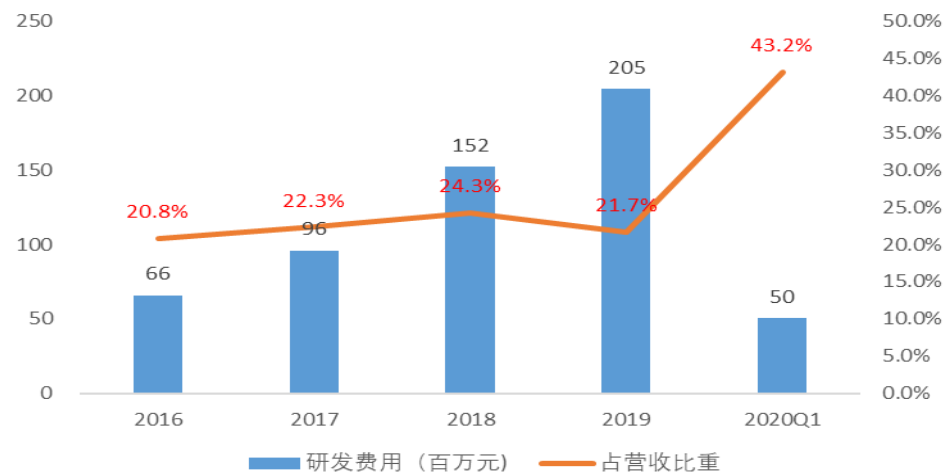
在网络安全政策推动, 以及在云计算、大数据、工业互联网、物联网等行业快速发展所带来的安全需求增长下, 网络安全行业迎来了快速发展时期, 预计未来几年仍将维持较高的增长速度。

3. 细分行业领先，技术优势凸显

3.1 研发投入力度强，核心产品成果丰硕

作为一家高技术企业，安恒信息在研发上一直投入，近几年来看，公司对研发投入总额在持续快速增长，占营收比重一直在 20%以上。持续研发投入取得了丰硕的成果，截止 2019 年，公司拥有已获授权的专利 74 项（其中发明专利 65 项）、已登记的软件著作权 155 项。

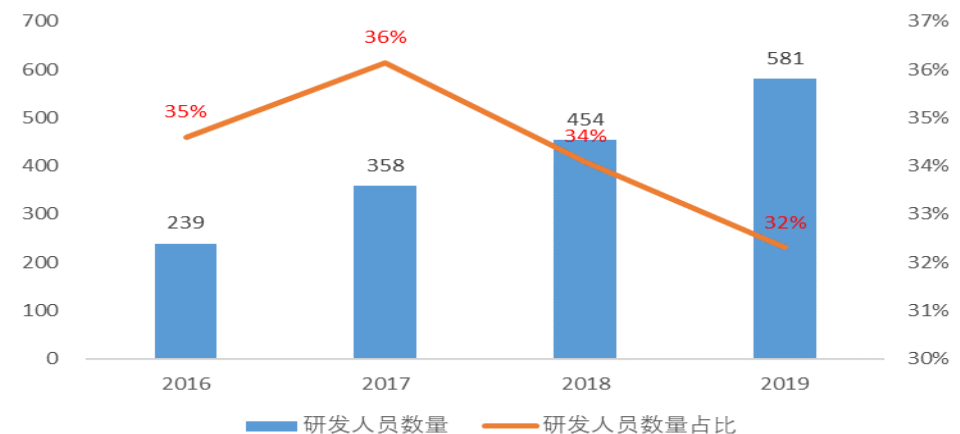
图 17：安恒信息 2016-2019 研发支出及占营收比重



资料来源：Wind，渤海证券

在大力的研发投入下，研发人员数量也在持续增加，从 2016 年的 239 人快速增长到 2019 年的 581 人。

图 18：安恒信息 2016-2019 年研发人员数量及占比



资料来源：公司公告，渤海证券

持续的研发投入增长以及不断补充新的研发人员，增加了自身的技术储备，截止 2019 年底，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究积累所得，确保了公司在各个细分领域处于行业领先地位。

公司的核心技术按照技术应用方向主要可以分为 13 项大类技术，其中全网资产测绘技术结合大数据处理算法能实现高并发、低时延、全网覆盖、快速迭代的网络信息数据收集，并发探测速度达到 60 万每秒，能够识别分析 20 万种设备及 300 多种协议，在 2 小时内可完成全网探测，该技术在识别指纹量、并发的探测速度方面有较大优势，处于国际领先水平；而公司的其它技术也均处于行业领先或先进水平。

3.2 细分行业领先，技术优势凸显

网络安全行业的细分行业众多，集中度较低，公司在国内网络安全的竞争者包括奇安信、山石网科、深信服、迪普科技、启明星辰和绿盟科技等。

公司在产品技术上具有较强的研发能力，多项产品具备很高的技术水平和很强的市场竞争力。

安全基础产品领域，公司的 Web 应用安全、日志审计系统和堡垒机产品等一系列产品的市场份额均位于市场前列。

网络安全平台领域，在私有云领域，以天池云安全管理平台作为主要产品，为用户提供一整套云安全解决方案和城市级云安全运营方案；在公有云领域，公司的云安全产品已经上线包括阿里云、腾讯云、华为云、AWS、天翼云、沃云等在内的十多家国内外主流公有云平台；在大数据领域，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。

表 4：安恒信息与部分主要竞争对手的对比分析

公司名称	主要产品线	销售渠道	客户构成	2019 营收及利润
奇安信	网络安全产品、网络安全服务、硬件及其它	渠道销售和直签销售相结合的方式，并以渠道销售为主	政府、企业、金融机构、公检法司、能源、金融、运营商等	营收：31.49 亿元， 净利润：-4.95 亿元

深信服	信息安全、云计算、基础网络和物联网	渠道代理销售为主、直销为辅	政府部门、医疗和教育等事业单位、各类金融机构、电信运营商、能源、各行业商企组织等	营收：45.90 亿元，净利润：7.59 亿元
启明星辰	安全产品、安全运营与服务	直销/泛直销业务为主，渠道业务为辅	覆盖政府（包括政法、公安）、电信、金融、制造业、能源、交通、医疗、教育、传媒等各个行业	营收：30.89 亿元，净利润：6.88 亿元
绿盟科技	安全研究、安全产品、安全解决方案、安全服务、安全运营等	采用直销与渠道代理销售相结合的方式	覆盖政府、运营商、金融、能源、互联网以及教育、医疗等行业的企业级用户	营收：16.71 亿元，净利润：2.27 亿元
迪普科技	网络安全产品、应用交付产品及基础网络产品	渠道销售和直签销售相结合的方式，并以渠道销售为主	政府、运营商、电力能源、教育、医疗、金融和其他大型企业构成	营收：8.04 亿元，净利润：2.52 亿元
山石网科	边界安全、云安全和其它产品等	渠道代理销售与直销相结合，以渠道代理为主。	金融、电信运营商、政府、互联网企业、教育等行业客户。	营收：6.75 亿元，净利润：0.91 亿元
安恒信息	安全基础产品、信息安全平台和信息安全服务	渠道代理销售与直销相结合，以渠道代理为主。	政府、电信运营商、金融、教育、交通、公共设施等领域的行业用户	营收：9.44 亿元，净利润：0.92 亿元

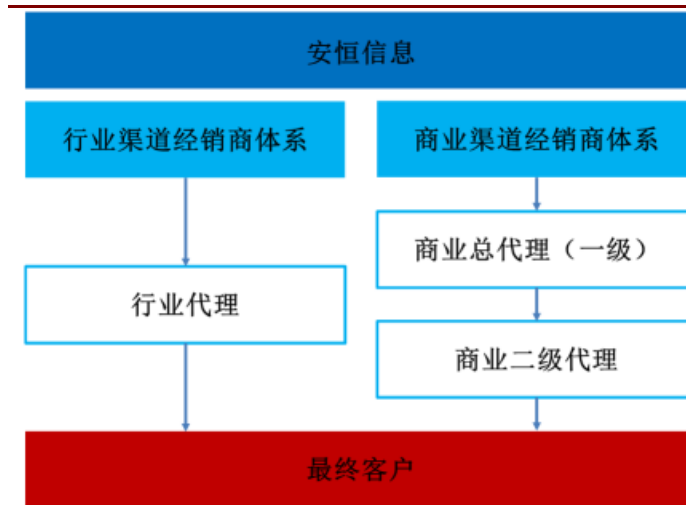
资料来源：各公司公告，渤海证券

公司通过聚焦于优势细分领域，深化和扩张产品线相结合，持续在云安全、大数据安全、物联网安全多个细分安全领域发力，为公司持续成长夯实了基础。

3.3 直销与渠道代理并重，共促公司发展

从销售模式上来看，安恒信息销售采用直销和渠道代理销售相结合的模式。其中直销模式依托公司在全国各地的本地化分支机构，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。而公司的认证经销商分为商业渠道和行业渠道两大体系，商业渠道体系包括商业总代、商业二级代理，行业渠道体系由行业代理构成。

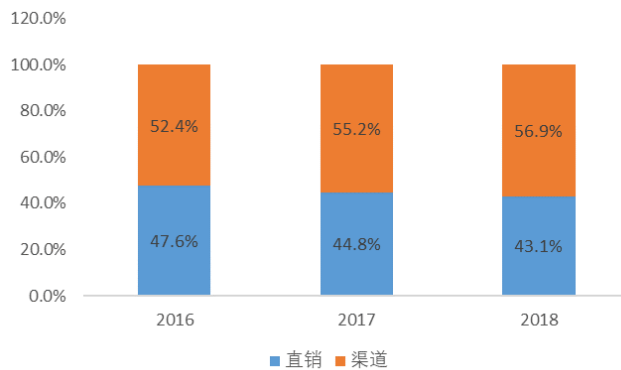
图 19：安恒信息渠道经销商体系



资料来源：公司招股说明书，渤海证券

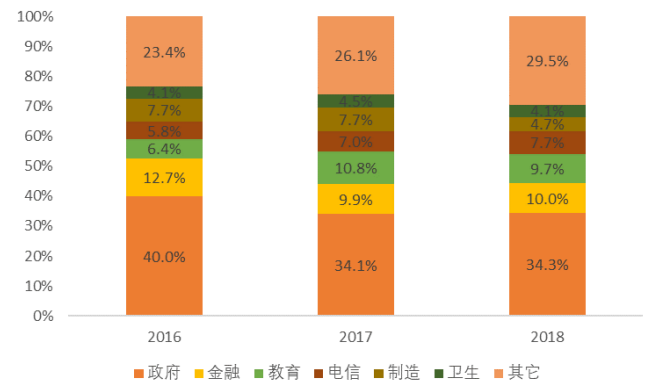
公司通过渠道代理的收入在 2018 年达到 57%，渠道代理销售占比在逐步增加。从客户所在行业来看，公司下游客户所在的行业包括政府、金融、教育、电信、制造等。2016-2018 政府行业是公司最大的客户来源，占比分别为 40.0%、34.1%和 34.3%。

图 20：安恒信息 2016-2018 直销和渠道代理的占比



资料来源：公司招股说明书，渤海证券

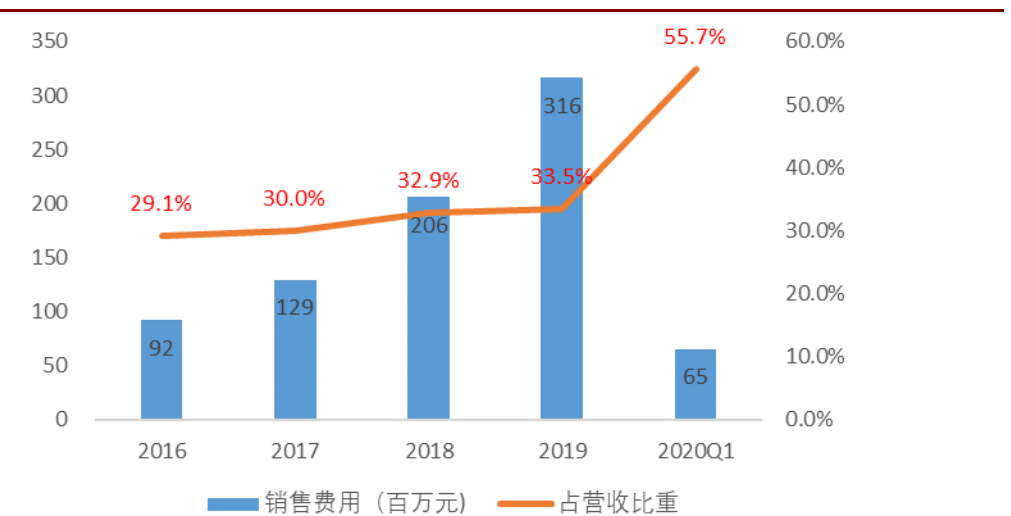
图 21：安恒信息 2016-2018 最终行业客户占比



资料来源：公司招股说明书，渤海证券

公司一直重视销售投入，销售费用率一直保持在较高水平。随着公司加大在销售上的投入，销售费用有望持续增长，但随着公司营收的快速增长，销售费用占营收比重有望维持基本稳定。

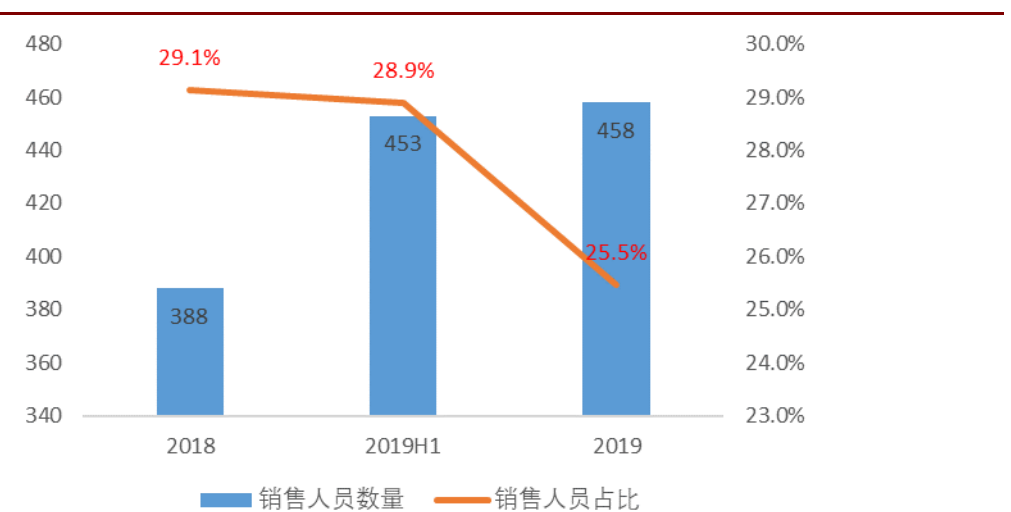
图 22: 安恒信息 2016-2020Q1 销售费用及占营收比重



资料来源: wind, 渤海证券

从销售人员来看, 公司的销售人员从 2018 年的 388 人增长到了 2019 年的 458 人, 公司加大了销售力量的投入。随着公司加大销售投入, 为公司持续增长夯实了基础。

图 23: 安恒信息 2018-2019 年销售人员数量及占比



资料来源: wind, 渤海证券

4.盈利预测和投资评级

假设条件 1(收入预测): 受政策驱动,需求拉动,网络安全行业处于快速发展阶段;公司产品在网络安全态势感知、云安全等网络安全细分领域中具有技术上的优势,行业的快速发展叠加公司的产品竞争优势,有助于未来几年公司获得较快发展。综合以上判断,预计 2020 年-2022 年营业收入增长分别为 42.8%, 40.5%和 35.1%。

假设条件 2(毛利率): 未来公司在网络安全产品上所具有的技术和渠道上的优势预计将继续保持,而且公司下游客户主要是政府、金融、电信运营商、教育和能源等行业客户,对产品质量的关注度高于对产品价格关注,因此公司的产品毛利率有望维持基本稳定,我们预计公司 2020 年-2022 年毛利率分别为 70.2%、70.1%和 70.3%。

假设条件 3(净利率): 由于公司在产品结构和销售模式上较为稳定,业务方向短期内不会发生显著变化,因此我们预计公司 2020 年-2022 年公司的净利率基本稳定,分别为 10.0%、10.5%和 10.7%。

根据上述假设,预计 2020、2021、2022 年 EPS 分别为 1.83 元、2.68 元和 3.71 元,基于此,给予“增持”评级。

5.风险提示

网络安全行业需求落地存在不确定性，客户订单落地时间存在不确定性、公司产品研发推广进度存在不确定性等。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖

+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健

+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

徐中华

+86 10 6810 4898

张源

+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声

+86 22 2845 1904

陈兰芳

+86 22 2383 9069

电力设备与新能源行业研究

郑连声

+86 22 2845 1904

滕飞

+86 10 6810 4686

电子行业研究

徐勇

+86 10 6810 4602

邓果一

+86 22 2383 9154

医药行业研究小组

徐勇

+86 10 6810 4602

甘英健

+86 22 2383 9063

陈晨

+86 22 2383 9062

张山峰

+86 22 2383 9136

非银金融行业研究

张继袖

+86 22 2845 1845

王磊

+86 22 2845 1802

通信行业研究

徐勇

+86 10 6810 4602

传媒行业研究

姚磊

+86 22 2383 9065

餐饮旅游行业研究

杨旭

+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

刘瑞

+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜

+86 22 2845 1972

固定收益研究

朱林宁

+86 22 2387 3123

马丽娜

+86 22 2386 9129

张婧怡

+86 22 2383 9130

金融工程研究

宋旻

+86 22 2845 1131

张世良

+86 22 2383 9061

陈菊

+86 22 2383 9135

金融工程研究

祝涛

+86 22 2845 1653

郝惊

+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威

+86 22 2386 1608

严佩佩

+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置

+86 22 2383 9072

张一帆 公用事业、信用评级

+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券

+86 22 2383 9026

刘精山 货币政策与债券市场

+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)

+86 22 2845 1625

李思琦

+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君

+86 22 2845 1995

王文君

+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功

+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华

+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn