

安全长坡厚雪，需求与供给共振

信息安全行业2023年投资策略

证券分析师：宁柯瑜 A0230520070005 刘洋 A0230513050006

研究支持：宁柯瑜 A0230520070005

联系人：宁柯瑜 A0230520070005

2022.12.14



申万宏源 · 2023投资中国战略年会

Shenwan Hongyuan · 2023 China Investment Strategy Conference

■ 22年复盘：20年7月至今是下行趋势，22年略优于计算机板块

- 截至12/06/2022，网络安全板块较22年年初下跌17.04%，略优于SW计算机行业的-21.12%。网络安全板块从2020年7月开启下跌趋势，个股最大回撤约70%左右，估值回调至历史底部。市场担心竞争加剧，网安竞争体现在人员扩张，但实际毛利率水平已呈低位反弹，费用增速环比下滑，控费效果明显。2023年看好板块的核心逻辑：收入逐步加速，成本控制，利润弹性体现。

■ 产业变化：新机会，新客户，新技术、新生态

- 近年利好政策频繁落地，如《密码法》《数据安全法》为相关领域顶层法律设计。数据要素流通建设火热，近期全国一体化政务大数据建设、数据要素流通相关标准规范不断推出。新机会：数据安全是当下需求最大赛道、密码安全类似19年的等保2.0；新客户：关基行业多点开花；新技术：技术架构持续演进，云原生安全、零信任、MSS托管安全服务萌生；新生态：国有资本入股，安全行业国有属性增强。

■ 行业特征：商业模式被低估

- 网络安全投资驱动变化，行业驱动力变为合规+刚需，与GDP相关性降低；IDC上调中国网安行业增长预期；网安行业销售研发保持高投入，但行业毛利率、净利率稳态水平较高，下游客户回款信用良好，商业模式已属于计算机行业中上水平，估值上应给予商业模式溢价。

■ 安全行业近年来毛利率水平虽因竞争加剧呈现下行趋势，但净利润水平较好，需求历史增长稳健，经营性现金流有保障。当前22年外部环境影响下游客户支出不利，预计23年改善，届时利润反弹确定性较高。选股策略：选择兼具国资背景及新安全发展优势的龙头厂商

■ 重点关注：深信服（云+安全开辟第二成长曲线，XaaS为未来核心胜负手）、安恒信息（新安全黑马，营收高增、费用环比改善）、启明星辰（从稳健到扩张，移动入股进入跨越式发展新阶段）、绿盟科技（产品力位列前茅，销售渠道建设成效初显）、奇安信（高举高打的网安龙头，经营效率持续提升，22年有望盈利）、商用密码带来的机会（信安世纪、三未信安、吉大正元）。

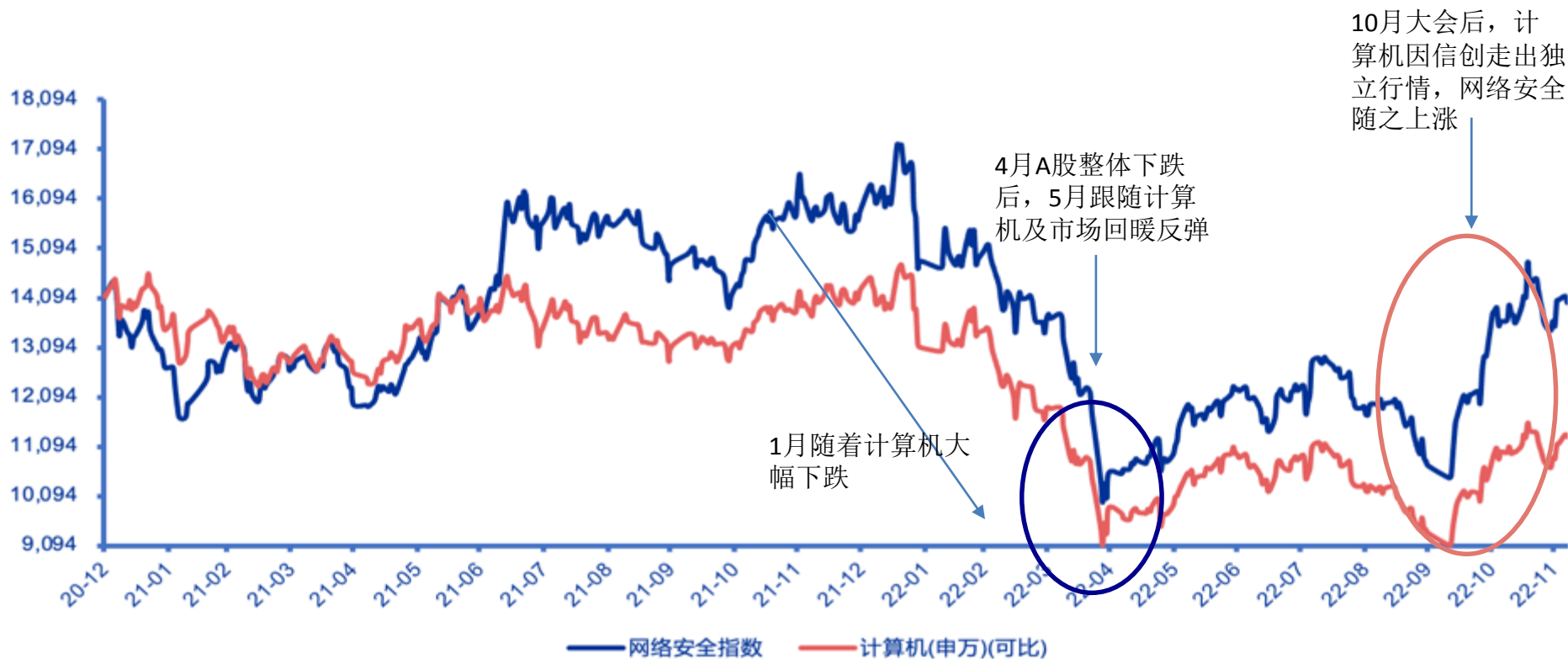
■ 风险：行业竞争加剧；核心人员流失和无法招揽到适配高端人才的风险。

主要内容

1. 22年复盘：收入与成本的剪刀差
2. 产业变化：新机会，新客户，新技术、新生态
3. 行业特征：商业模式被低估
4. 选股：选择兼具国资背景及新安全发展优势的厂商

1.1 股价复盘：20年7月至今是下行趋势

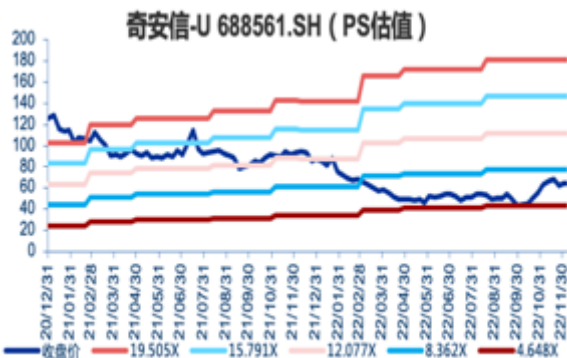
- 截至12/06/2022，网络安全板块较22年年初下跌12%，略优于SW计算机行业的-21.12%。
- 网络安全板块从2020年7月开启下跌趋势，个股最大回撤约70%左右
 - 2020年7月至今最大回撤：深信服-74%、奇安信-71%、启明星辰-66%、绿盟科技-69%、安恒信息-69%



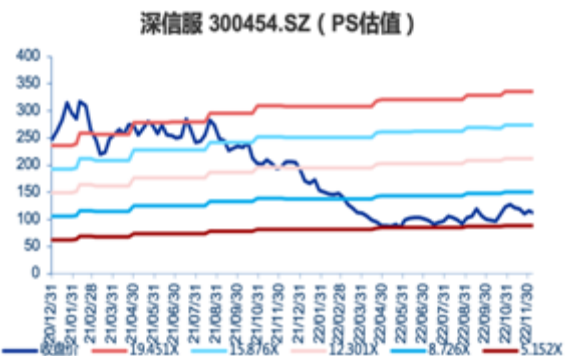
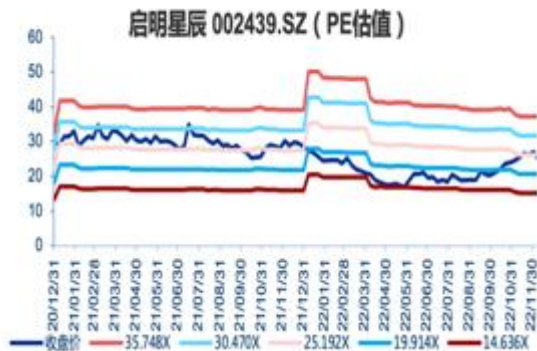
1.2 估值：回调到历史估值底部

■ 经过两年的下跌，相关公司的估值已经跌到历史底部分位。

- 启明星辰、绿盟科技等传统安全公司，因业务经营稳定，市场以PE方法给予估值。当前估值水平处于20-25x PE
- 深信服、安恒信息、奇安信等新兴安全公司，具备高成长性，但短期利润率较低，市场以PS方法给予估值。当前估值水平处于6-9x PS

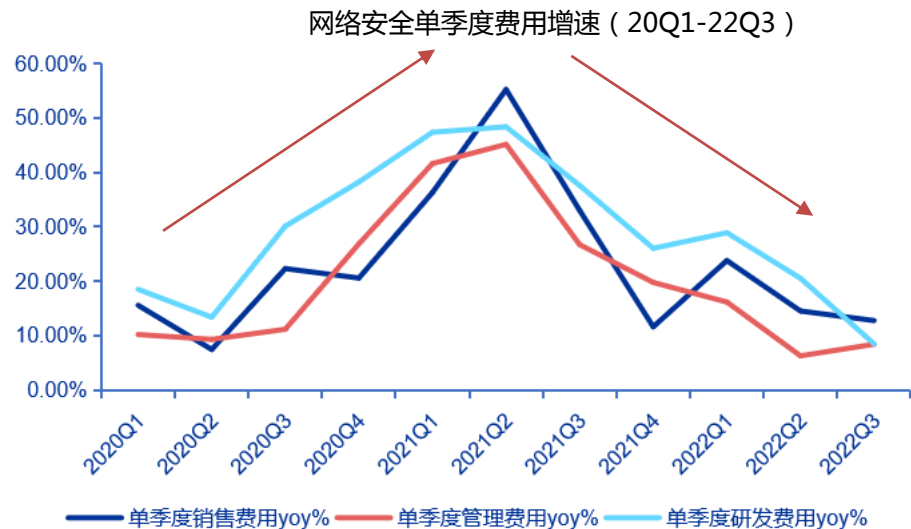
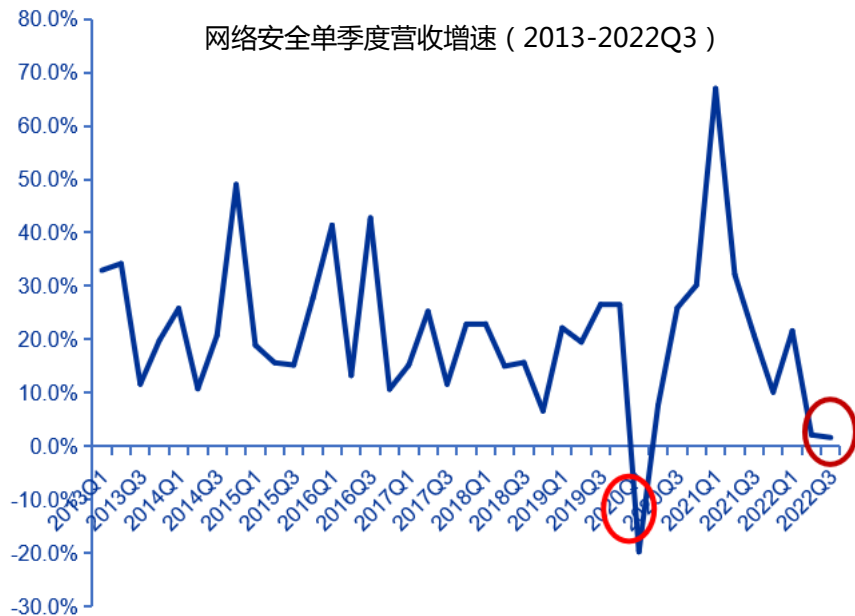


图：重点网安公司估值



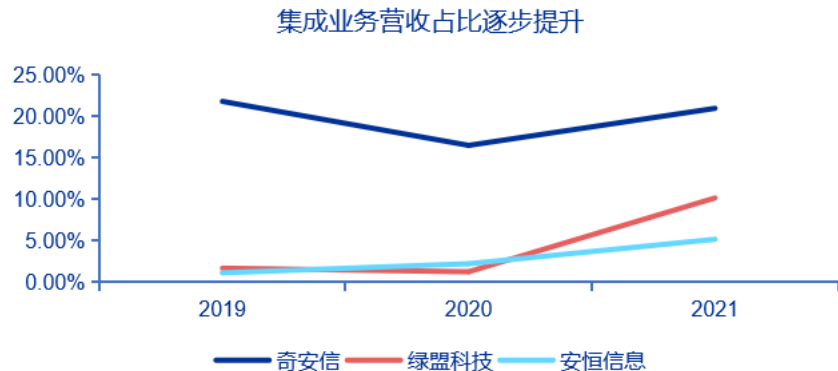
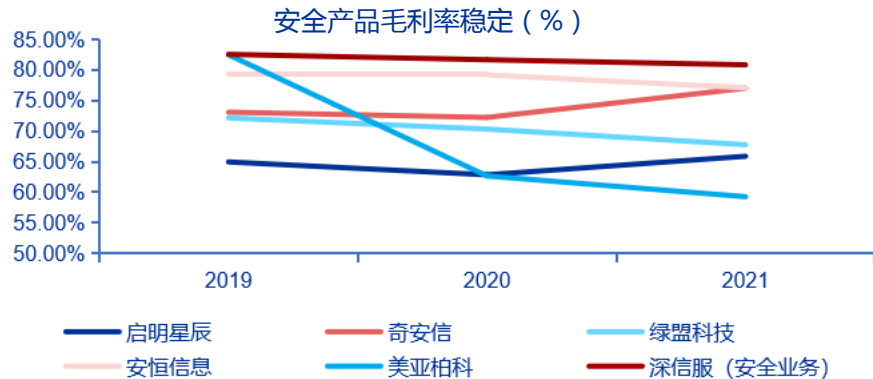
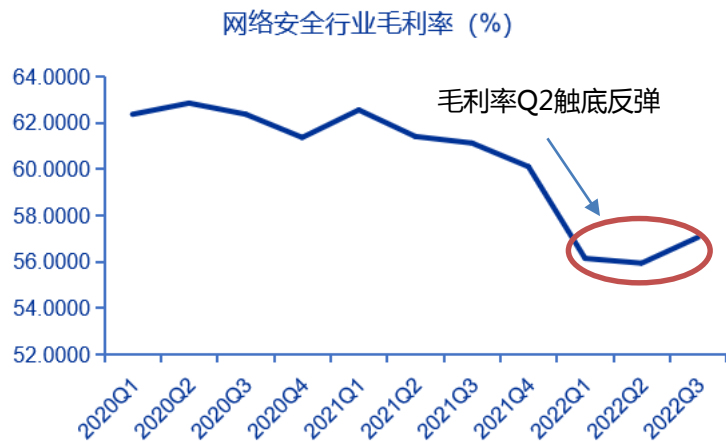
1.3 下跌原因：收入相对放缓，费用加大

- **22年Q1-Q3安全行业收入增速为21.63%、2.12%、1.64%，Q2-Q3大幅放缓。**深究其原因：1）外部环境不利因素持续影响政府端支出，同时导致网安厂商Q2难以开展招投标业务；2）22年为党政信创的收官年及后续行业、地方信创的元年，使得22年信创相关投入节奏递延，两大因素叠加致使22年网安Q2、Q3低增长。
- **控费效果明显，经营效率显著改善。**21年受数据安全热潮及补招20年员工等原因，费用增速较快。22年网安公司积极控费，费用增速持续环比降低，Q3单季三费增速为近两年最低水平，费用拐点显现。



1.4 市场担心的根本是：竞争加剧

- 安全虽然是以硬件交付，但本质是软件。行业毛利率较高，毛利率一般在50%以上，头部厂商接近70%。市场担心近年来行业竞争加剧，因为看到毛利率从20-22年下滑较多。
- 单产品毛利率基本稳定，集成业务增多导致毛利率下滑。安全厂商的成本中，一般分为“直接材料、人工成本、服务成本”等项目，其中直接材料是向上游采购的硬件设备，服务成本是设备安装的外包。安全厂商的本质是软件行业，成本中包含人员薪酬。21年因为竞争加剧、原材料涨价，出现毛利率的下滑，但综合毛利率大幅下滑还是集成业务变多，本质是采购的集约化。
- 22Q3安全行业毛利率已出现反弹维稳态势，行业已逐渐适应采购集约化新趋势，预期后续毛利率水平将维持稳定。



1.5 竞争加剧体现在扩人

■ 19年科创板成立后，迎来安全公司上市潮。

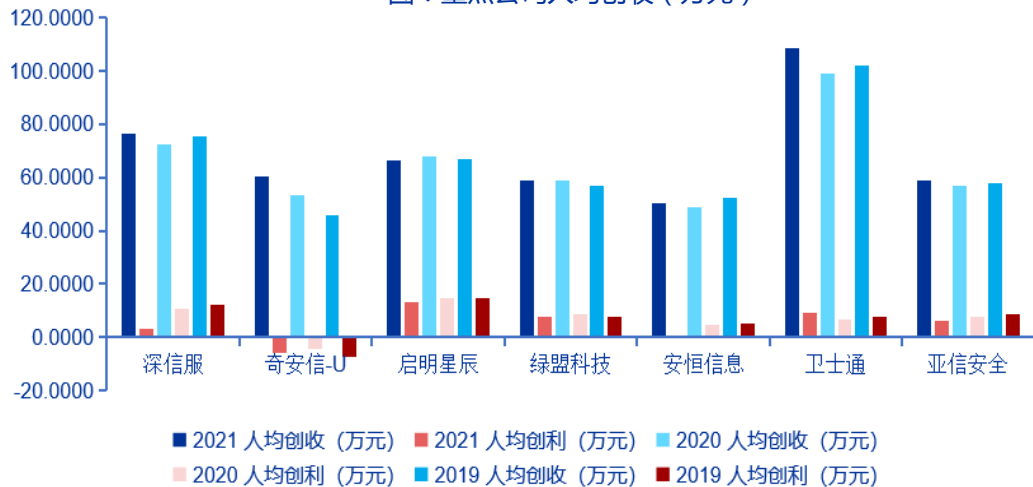
- 2022年上市：纬德信息、亚信安全；2021年上市：信安世纪；2020年：奇安信、吉大正元；2019年：安恒信息、左江科技、山石网科、安博通、迪普科技

■ 科创板前安全公司标的稀缺，仅有启明星辰、绿盟科技、深信服等厂商。20年后大批安全公司上市，成功募得资金。网安行业人均创收水平固定，规模的增长主要靠扩人。

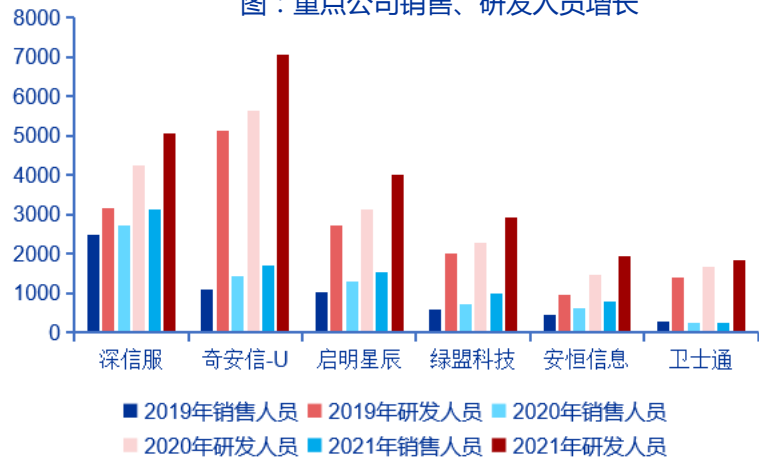
■ 销售、研发人员均有增长，但公司侧重点不同。（如深信服Y19-Y21销售、研发人员CAGR分别为12.6%、26.62%；奇安信销售、研发人员3年CAGR分别为23.86%、17.2%）

- 销售人员主要为设立军团，应对大客户的集约化；和增强渠道覆盖中小客户。研发投入为应对产业技术演进

图：重点公司人均创收（万元）



图：重点公司销售、研发人员增长



1.6 23年逻辑：需求侧加速，供给侧控费

2023年看好板块的核心逻辑：收入逐步加速，成本控制，利润弹性体现

与计算机的板块逻辑一致，人员的扩展存在周期性，2013-2015年的机会，来自2009-2011年的扩张；2018-2020H1的机会，来自2014-2016年的扩张。

	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
收入增速	-3%	7%	14%	16%	12%	12%	4%	38%	16%	19%	21%	6%	10%	11%	11%	22%	15%	19%	14%	15%	4%	1%	2%	22%	29%	26%	22%
总成本增速	-2%	10%	14%	18%	14%	11%	4%	39%	15%	16%	21%	3%	10%	11%	11%	23%	13%	17%	11%	20%	3%	0%	1%	25%	29%	27%	23%
人力增速	27%	24%	21%	21%	18%	15%	12%	9%	10%	10%	10%	11%	13%	14%	16%	17%	18%	18%	19%	19%	14%	9%	5%	1%	3%	6%	
薪酬增速	24%	28%	31%	26%	32%	21%	16%	22%	29%	17%	25%	-3%	23%	20%	23%	17%	27%	24%	26%	20%	27%	16%	10%	19%	18%	18%	21%
薪酬增速 (含资本化)	26%	29%	31%	24%	32%	20%	17%	20%	29%	18%	22%	-2%	21%	21%	26%	15%	31%	20%	26%	22%	28%	25%	11%	18%	17%	17%	20%
薪酬外成本	-5%	8%	11%	16%	11%	9%	2%	44%	13%	15%	20%	4%	8%	9%	8%	25%	9%	16%	8%	20%	-3%	-4%	-2%	26%	32%	30%	24%
利润增速	-1%	5%	8%	9%	3%	17%	33%	30%	19%	37%	44%	19%	33%	15%	7%	15%	29%	42%	99%	-20%	不同口径	8%	11%	23%	8%	19%	2%
营业利润增速	-11%	-16%	-23%	14%	-28%	12%	31%	31%	18%	49%	84%	29%	54%	17%	0%	13%	38%	47%	98%	-14%	--	--	--	--	--	--	
扣非利润增速	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	5%	23%	16%	8%

注1：以上均为单季度数据，且把该季度同比期间主业变更公司剔除

注2：2016收入增速不低的一大原因是2015年末预收款确认

注3：2017Q4和2018Q2数据需要修掉ST和退市股票。其中，2018Q1剔除ST股票，长城信息，计入紫光股份，分众传媒、中国长城。2018Q2剔除ST股票和同方

注4：2018Q3数据采用了标的的扩展，即使用WIND的计算机指数，将标的扩充到205个（基数2017Q3也是）

注5：2017Q1利润增速可以是45.6%也可以是-35.5%。前者将同方股份剔除了（2016Q1大笔投资收益），后者没有

注6：2017Q1-2018Q2不计算营业利润增速的原因是增值税退税从营业外收入计入其他收益，影响营业利润计算。2017Q4增加扣非利润增速代替原营业利润

注7：为方便网页显示完整变革，选取小数点0位精度

注8：员工数量只披露年末额，对年初年末员工数做线性平滑。例如：2017Q1员工数=1/4*2016年末额+3/4*2017年末额。假设2018年末人员同比增10%

这样员工增速重新调整但更接近于实际

主要内容

1. 22年复盘：收入与成本的剪刀差
2. 产业变化：新机会，新客户，新技术、新生态
3. 行业特征：商业模式被低估
4. 选股：选择兼具国资背景及新安全发展优势的厂商

2.1 近年利好政策频繁落地

- 近年来，国家网络安全政策密集出台，重点法案如《数据安全法》、《关键信息基础设施安全保护条例》、《密码法》
 - 2021年6月10日第十三届全国人民代表大会常务委员会第二十九次会议通过了《中华人民共和国数据安全法》。
 - 2021年7月12日《网络安全产业高质量发展三年行动计划（2021-2023年）（征求意见稿）》在需求释放中明确要求，电信等重点行业网络安全投入占信息化投入比例达**10%**。
 - 2021年8月20日第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十次会议通过《中华人民共和国个人信息保护法》，将自2021年11月1日起施行。
 - 2021年8月18日，《关键信息基础设施安全保护条例》在国务院第133次常务会议通过，自2021年9月1日起施行。

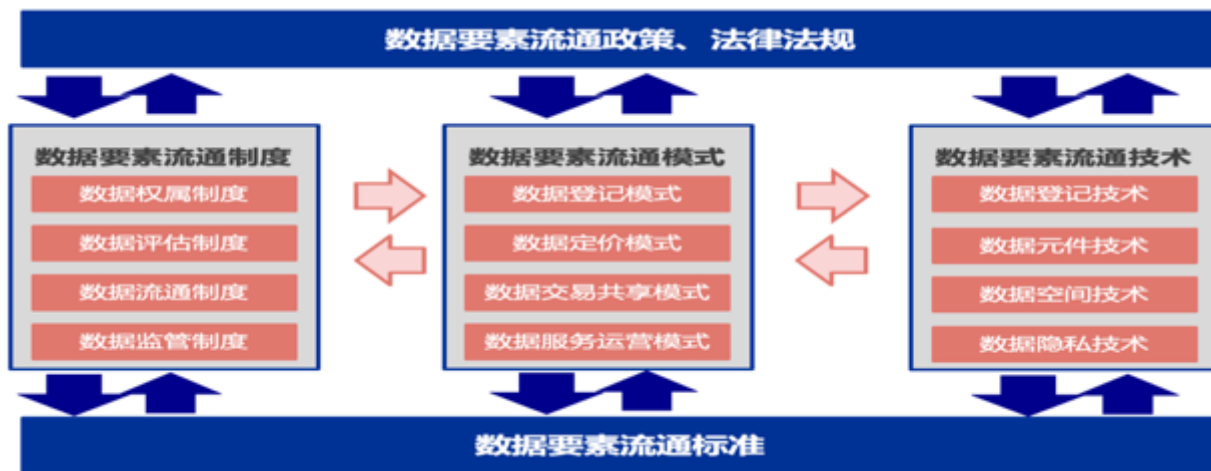
图：近年来重点法案



2.2 数据要素流动拉动安全需求

- **数字经济时代，数据将作为一种核心的生产要素。近期全国一体化政务大数据建设、数据要素流通相关标准规范不断推出**
 - 2022年10月28日国务院办公厅发布《全国一体化政务大数据体系建设指南》，要求加快推进全国一体化政务大数据体系建设的决策部署，按照建设指南要求，加强数据汇聚融合、共享开放和开发利用，促进数据依法有序流动
 - 2022年11月25日《数据要素流通标准化白皮书》发布，重点聚焦数据要素流通过程中涉及的政策法规、制度模式、技术标准等发展现状
 - 2022年11月30日，国家知识产权局确定以北京市、上海市、江苏省、浙江省、福建省、山东省、广东省、深圳市等区域作为试点，开始推动数据知识产权地方试点工作
- **数据安全是数据要素流通的最基本保障。当前数据流通体系建设的核心任务是确立完善的体系，保证数据合规、安全流通。解决数据价值确权及合规流通，需要以零信任、隐私计算等为代表的数据安全技术。**

图：数据要素流通体系建设



2.3 新机会：数据安全是当下需求最大的赛道

- 21年6月出台的《数据安全法》确立了数据安全市场的顶层法律架构。21年数据安全市场开始加速，22年上半年头部厂商相关业务表现亮眼。
- 近期政务一体化大数据、数据要素市场建设等热点持续催化下，预计未来3年数据安全将成为网安市场增长的重要推动。

图：中国数据安全市场规模



图：安全厂商数据安全布局

战略布局	产品数量 (官网、年报统计)	营收体量	所获荣誉
持续推进数据安全技术框架“CAPE”，研发以AiGuard数据安全管控平台为代表的十多款乱数据安全产品	12	数据安全管控平台产品收入同比增长超 270%	密码服务平台获得首届全国商用密码应用优秀案例；AiMask数据脱敏系统；AiSort数据安全分级及风险管理平台、AiGate数据库安全网关获信通院认证
“一中心四卫士”的数据安全闭环体系	11	22H1超 4亿元 ，同比增长 52% 以上，21年营收11亿，市占率 13.7%	信通院首家获得全套数据安全产品测评资质整数的网络安全企业
推动数据安全2.0（数据汇聚安全）、3.0（数据流通安全）	9	21年营收 9.12亿元 ，同比增长 52% ，市占率 11%	数据安全2015年至今中国市场占有率持续第一
P2SO战略，产品、解决方案、安全运营并重	6	22H1公司数据安全子公司，亿赛通营收 6743万元 ，同比增长 38.8%	信通院数据安全人才“强基计划”参与单位

资料来源：公司年报、申万宏源研究

资料来源：IDC、观研天下、申万宏源研究

2.3 新机会：密码安全类似19年的等保2.0

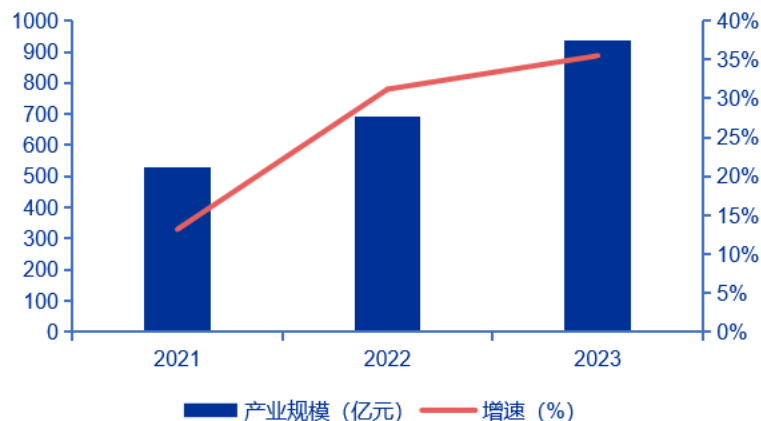
- 2008-2018年，受电子政务、电子商务等数字化社会经济新模式的不断带动，政务、金融等重要领域的商用密码应用需求快速增长。目前商用密码产业应用已延伸到金融领域、国家基础设施、数字经济、数字治理等重要领域。
- 商业密码产业引导政策陆续出台，市场需求不断增加，刺激商用密码产业快速发展。《商用密码管理条例》即将出台，类似于2019年的等保2.0，将是重要的推动因素。
- 新的需求：等保三级以上系统增加密码测评需求，信创带来国密改造需求，预计2023年加速

图：密码安全产业发展历程



资料来源：思瀚产业研究院、申万宏源研究

图：2021-2023商用密码产业规模预测



资料来源：思瀚产业研究院、申万宏源研究

2.4 新客户：关基行业多点开花

- **《关键信息基础设施安全保护条例》将公共通信和信息服务、能源、交通、水利、金融、公共服务、电子政务、国防科技工业等行业定义为关基行业。**
- **2B2G行业为网安主要用户。**其中政府安全采购为行业主推动力，金融、运营商投入规模紧随其后。随着《关保条例》发布，带动能源、公共事业等行业支出稳定增加；以及我国制造强国目标下，带动制造业安全投入提升（IDC预计未来5年增速最快）。**我国网安下游行业呈现三大行业为主，关基行业多点开花态势。**

表：2026年网安下游支出预测，IDC

	预计26Y市场规模（百万美元）	预计26Y市场规模占比（%）	CAGR（%，2022-2026）
金融	6244.6	19.60%	22.30%
建筑	349.6	1.10%	17.90%
消费	35.6	0.11%	15.80%
制造	2217.1	6.96%	22.80%
教育	1272.5	3.99%	18.80%
政府	7905.2	24.81%	21.40%
医疗	1384.2	4.34%	21.20%
媒体	606.1	1.90%	19.70%
服务	118.6	0.37%	21.80%
互联网	1493	4.69%	22.00%
能源	1181.2	3.71%	19.70%
零售	835.9	2.62%	18.50%
通信	5074.2	15.93%	21.40%
交通	1259.7	3.95%	19.50%
公共事业	1880.8	5.90%	20%

资料来源：IDC、申万宏源研究

2.5 新技术：技术架构持续演进，云原生安全火热

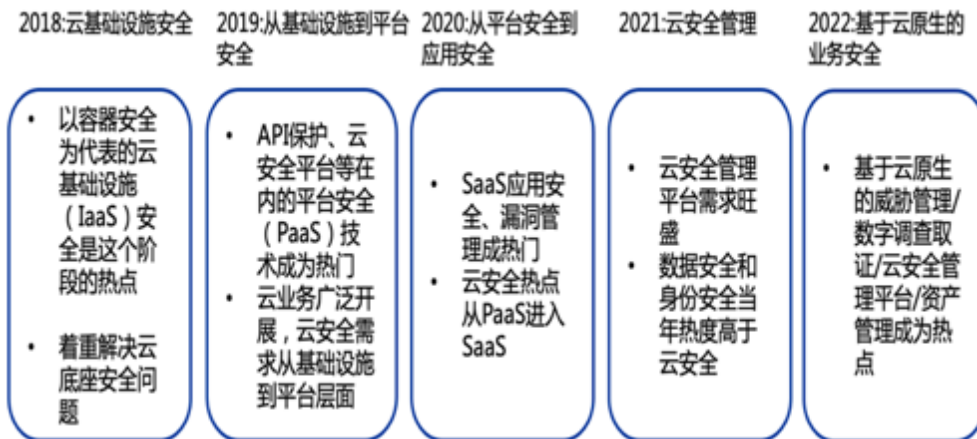
- 我国云化渗透率仅为9.7%，较美国22.1%差距较大（Frost&Sullivan）。云化转型大趋势下，云安全需求长期高景气。
- 云上技术近年来持续演化，云原生依靠技术优势不断拓宽下游行业应用场景，带来相关安全需求。
 - 云原生安全特征：1）防护起点变化；2）防护边界变化；3）高度流程化、自动化

图：中国云安全市场规模



资料来源：中商情报网、申万宏源研究

图：云安全技术演进



资料来源：RSCA大会、申万宏源研究

2.5 新技术：零信任为未来发展方向

- 在云技术日益成熟、企业边界越来越模糊的现状下，零信任解决了网络安全用户的痛点，是未来网络安全技术的重要发展方向。Cybersecurity的调研结果显示，目前78%的IT安全团队希望在未来实现零信任网络访问；62%的企业认为分布在各个数据中心和云环境的私有应用程序的访问安全是最大的网络安全挑战；44%的企业计划采用零信任服务。

图：Cybersecurity调查结果



资料来源：Cybersecurity，申万宏源证券研究

2.5 新技术：MSS安全服务新风尚

- **托管安全服务 (MSS) 是面向设备和整个网络（公有云及私有云）的网络安全服务。** 这些服务由第三方提供商运营，通常采用消费型模式且包含防火墙和实时入侵侦测和分析等安全服务。
- MSS 不单单只是标准托管服务提供商 (MSP)，后者主要负责更普遍的 IT 维护，软件即服务 (SaaS)。MSS 的唯一重心是提供网络安全服务，保护数字资产和基础设施。由于网络威胁和合规性环境持续演变，组织能够借助托管 MSP 走在发展趋势的前沿，迅速响应威胁。

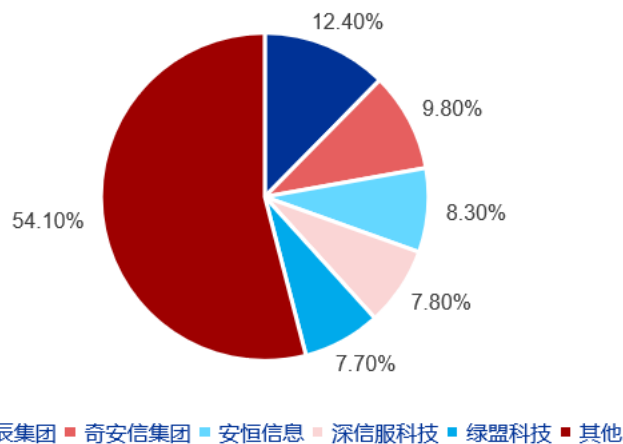
图：安全服务托管核心要素

安全托管服务核心要素



资料来源：深信服、安全牛、申万宏源研究

图：中国托管安全服务市场前五大厂商，2021



资料来源：IDC，申万宏源研究

2.6 新生态：国有资本入股，安全国有属性增强

- **国有资本入股，安全国有属性增强。**近年来国有资本、产业资本通过参与战略入股、定增等方式成为网安头部上市公司重要股东。如19年中电科入股绿盟科技，中国电子入股奇安信；22年中国移动控股启明星辰等。
- **网安行业国家属性逐渐增强，有利于网安公司深度参与重点客户数字化转型建设。**同时产业资本与国资进入，有利于网安行业与下游产业融合，帮助网安公司从甲方视角研发产品、提升服务，推动全行业实战化能力提升。

图：行业国有属性增强



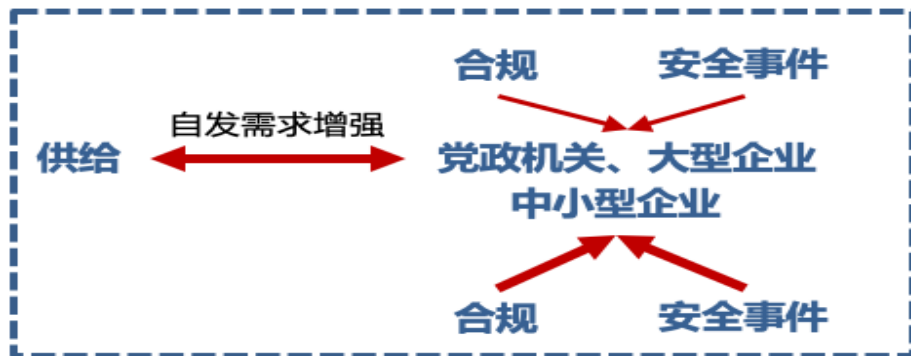
主要内容

1. 22年复盘：收入与成本的剪刀差
2. 产业变化：新机会，新客户，新技术、新生态
3. 行业特征：商业模式被低估
4. 选股：选择兼具国资背景及新安全发展优势的厂商

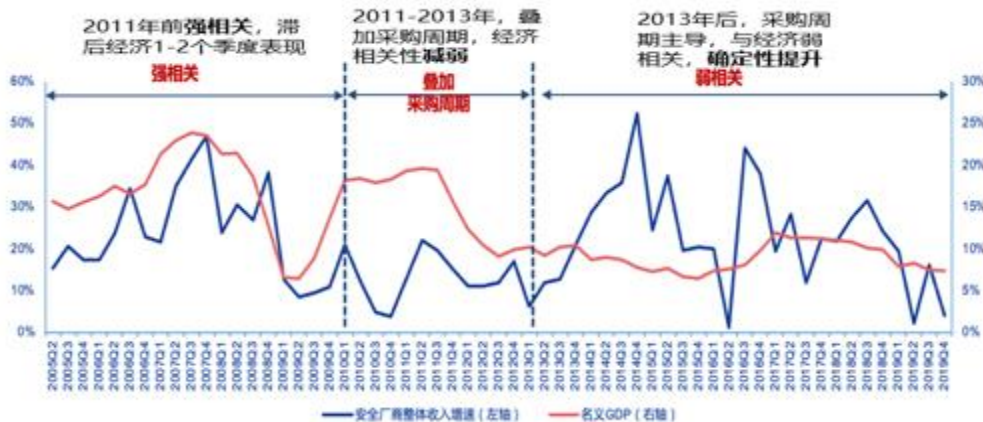
3.1 网络安全投资驱动变化

- 网安驱动力变为合规+自需，与GDP相关性较低。新一轮针对关基行业的信创为网络安全带来新增量与持续增长。

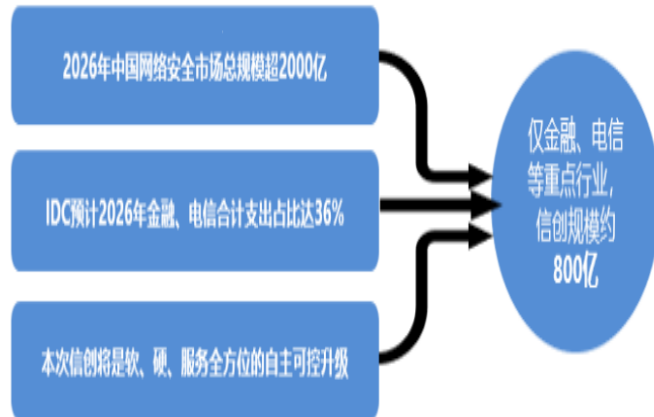
图：网安行业驱动力变化



图：网安支出与GDP相关性减弱



图：新一轮信创空间测算

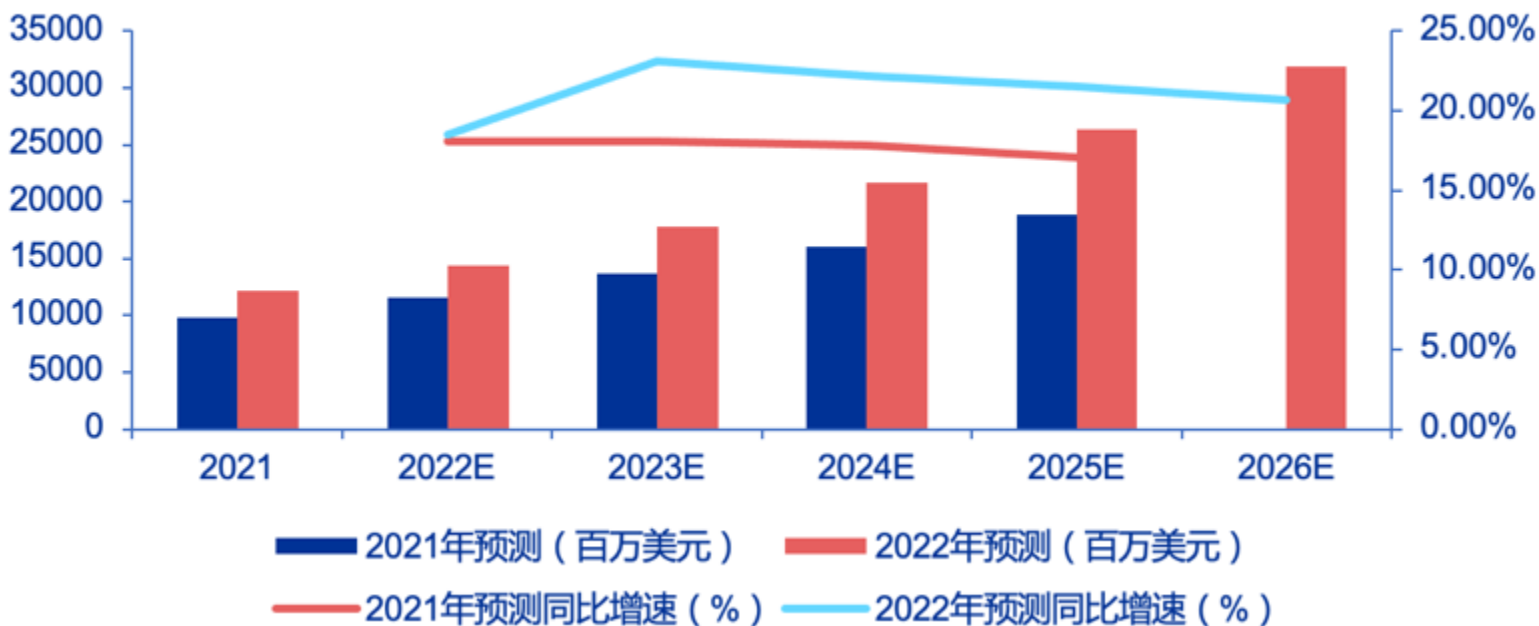


数据来源：IDC、申万宏源研究

3.2 IDC上调预期，网安投资长坡厚雪

- 安全行业收入增长历年高度确定。除19年受等保落地带来提速外，每年行业增速维持在20-25%的水平。
- IDC22年上调未来五年中国网安行业预测，2026年中国网络安全IT支出规模将达到318.6亿美元，全球占比约为11.1%，五年CAGR约为21.6%，为全球网安行业未来五年CAGR（11.3%）的近两倍增速。

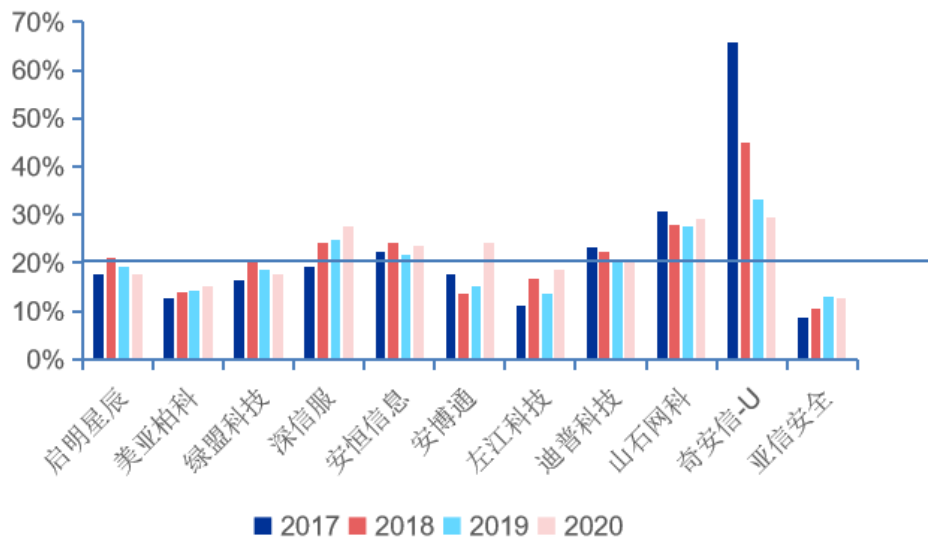
IDC网络安全市场预测



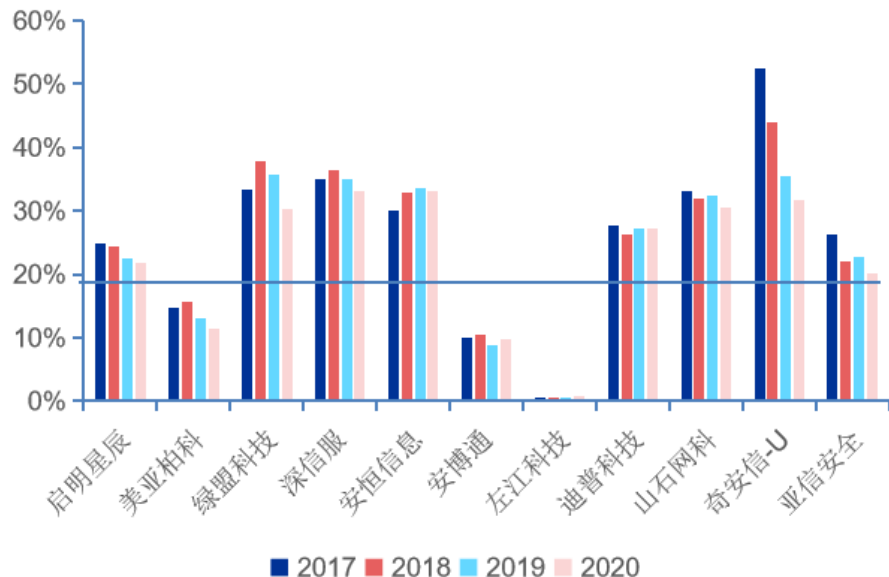
3.3 销售研发保持高投入

- 安全行业竞争，需要不断的开发新的产品；大部分公司的研发费用率一般在20%左右
- 信息安全下游客户分散，需要持续投入销售力量；一般安全公司销售费用占营收比例在20%以上，甚至个别年份超过50%。

研发费用率



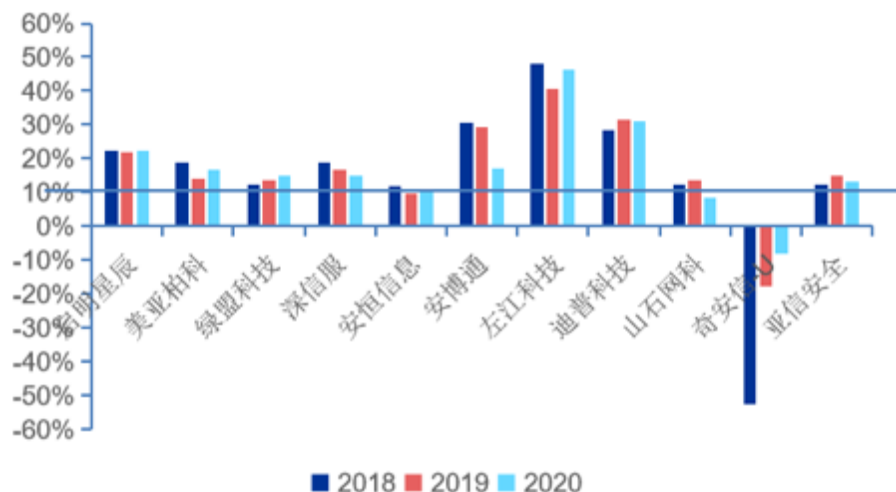
销售费用率



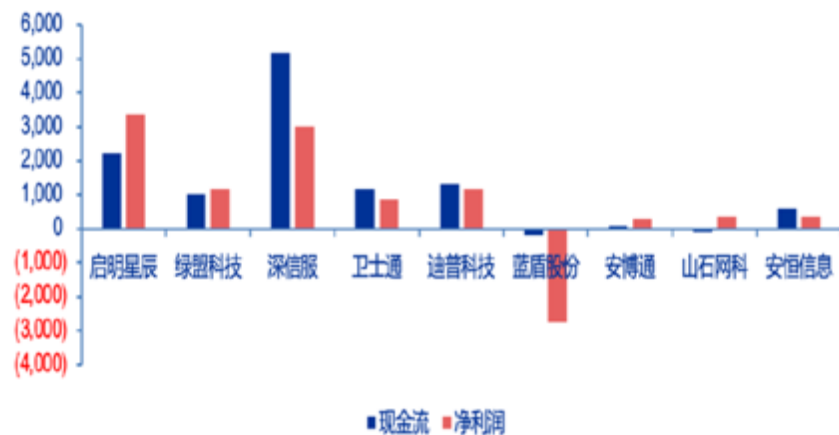
3.4 净利率稳态能达到20%

- 商业模式上来说，安全产业链较短，毛利率较高，费用率可控，整体利润水平较好。安全厂商的净利率在10%-20%，需要考虑的是成长初期牺牲利润追求规模。稍微成熟的如启明星辰能保持20%左右的利润率
- 相比之下，安全厂商的上游公司净利率非常低，板卡公司如台湾的技嘉、华擎、华硕，2019年毛利率分别为15.52%、18.18%、15.22%，2019年净利润率分别为3.09%、4.85%、3.70%。
- 安全厂商的客户以党政军、关键基础设施行业（金融、电信、能源等）、大型企业为主（国企、央企等），客户议价能力强，可能会有较多应收帐款。但客户信誉良好，同时安全厂商借力渠道，可实现较高净现比。
- 安全行业近年来毛利率水平虽因竞争加剧呈现下行趋势，但净利润水平较好，需求历史增长稳健，经营性现金流有保障。当前22年外部环境影响下游客户支出不利，预计未来改善，届时利润反弹确定性较高。

利润率

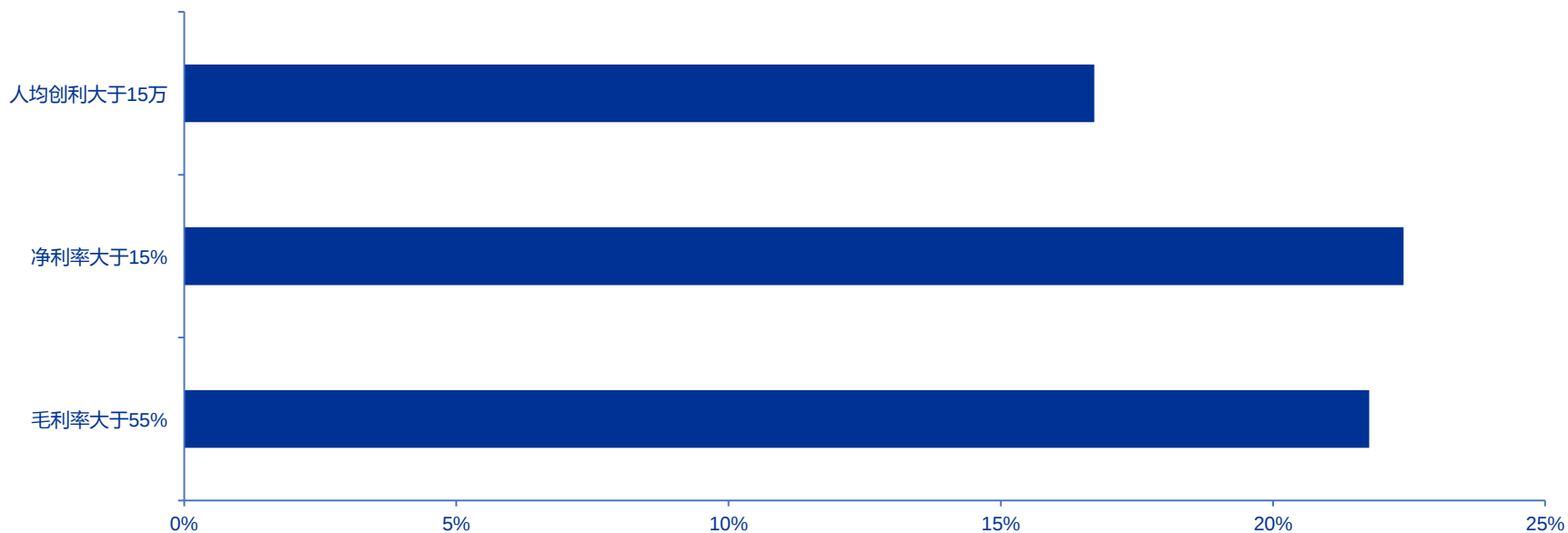


经营性现金流净额与归母净利润（分别2017-2021年求和，百万元）



3.5 信息安全的商业模式较优

- 在统计的317家计算机公司中，毛利率大于55%的公司数量占比22%
- 净利率大于15%的公司数量占比22%
- 人均创利大于15万的公司占比17%



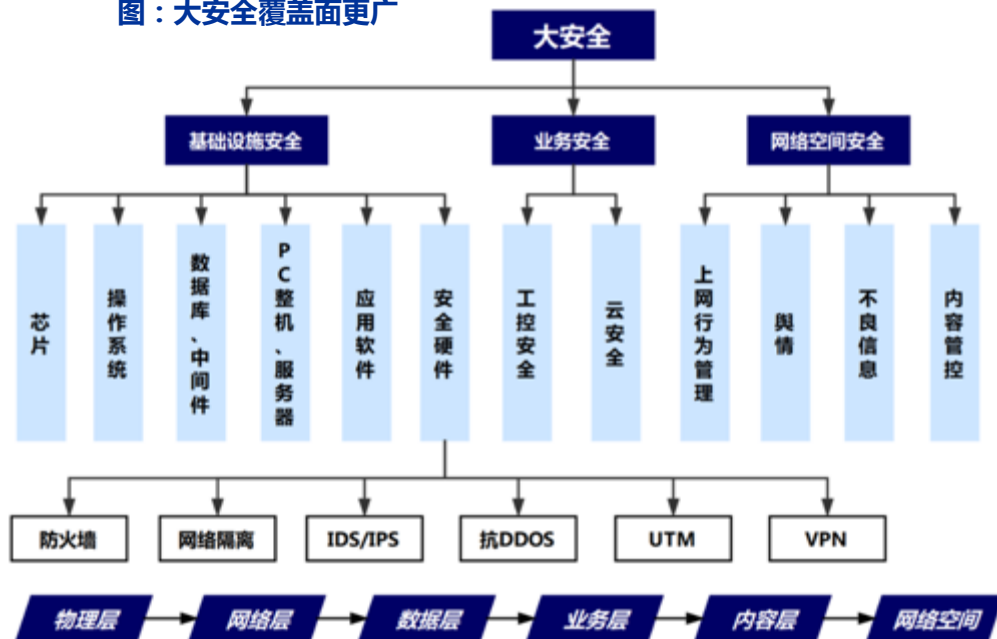
主要内容

1. 22年复盘：收入与成本的剪刀差
2. 产业变化：新机会，新客户，新技术、新生态
3. 行业特征：商业模式被低估
4. 选股：选择兼具国资背景及新安全发展优势的厂商

4.1 安全涵义广导致产品分散

- 安全的涵义更广：传统安全+自主可控+网络空间治理
- 信息安全市场分散，单品市场规模不过百亿，平台类产品单价更高
 - 根据IDC数据，最大的单品市场防火墙（85亿）、UTM（80亿）、内容管理（45亿）
 - 平台类产品的单价更高、毛利率更高，一般单价在20万以上，普遍可以达到50万，大项目甚至达到100万

图：大安全覆盖面更广

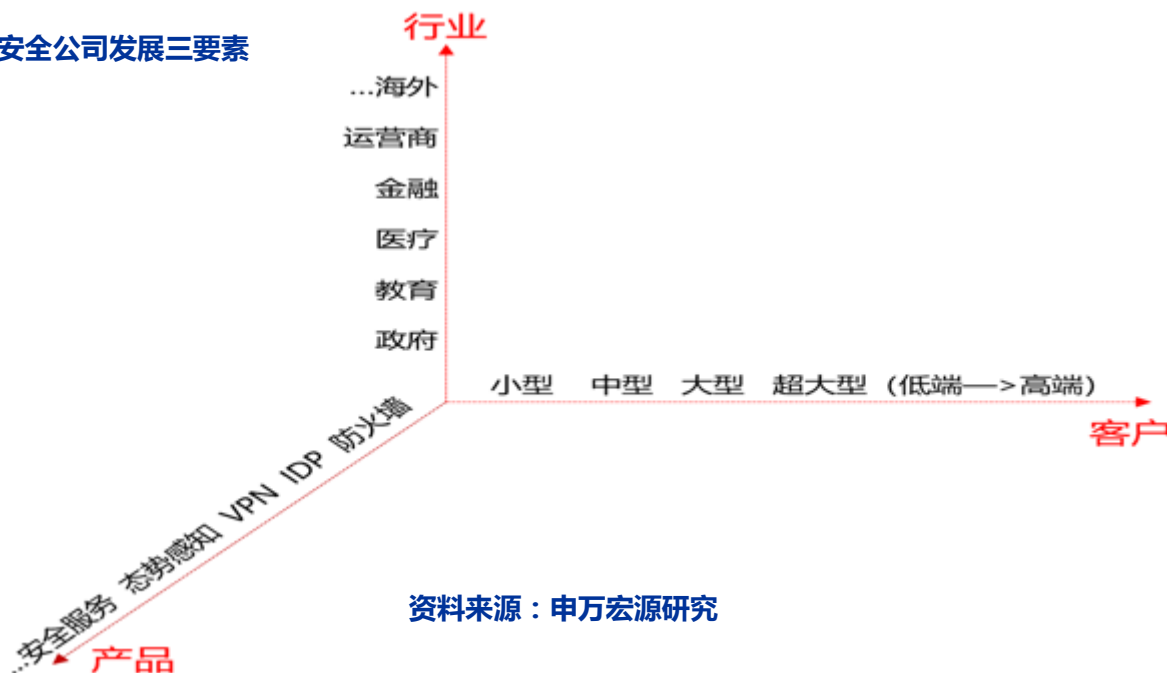


4.2 安全公司发展的三维度

■ 收入=产品1*市占率*客单价 + 产品2*市占率*客单价 +... + 产品n*市占率*客单价

- 信息安全为嵌入式软件技术，最终以硬件形式交付为主，嵌入其中的软件提升产品附加值即体现高毛利。
- 以硬件为交付的产品影响收入的三个维度为：产品、行业、客户。通过不断的扩大行业覆盖面，提升整体市占率，低端客户到高端客户体现的是客单价的差异。

图：安全公司发展三要素



资料来源：申万宏源研究

4.3 信息安全公司成长五阶段模型（2019）

第一阶段

- **初创公司**
- **特点：**营收规模在几千万-1亿，亏损状态，主打1-2款拳头产品，销售以代理为主
- **发展重点：**保持技术领先/差异性，增强销售能力

微步在线：主要聚焦威胁情报

指掌易：主要聚焦移动安全

明朝万达：主要聚焦大数据安全

第二阶段

- **营收体量1-5亿**
- **特点：**产品增多，拥有1-2条产品线，还是以代理为主
- **发展重点：**逐渐建立销售体系，产品线做深，是否扭亏

溢信科技：2019年营收8823万，聚焦终端安全产品，主打文档加密系统及终端安全管理系统两大功能，收入占比87%

光通天下：2018年营收2.1亿，主要产品为抗D、CC防护、WAF，收入占比50%

左江科技：2019年营收2.2亿，同构、异构主机两大产品，前者70%

信大捷安：2019年营收3.9亿，聚焦商用密码领域，安全终端、通信模组、智能模块、安全芯片四大产品，安全终端收入占比65%

第三阶段

- **营收体量5-10亿左右**
- **特点：**拥有3-4条产品线，逐步形成解决方案，收入增速快，销售体系建立
- **发展重点：**关注收入增速，继续拓展产品，以地方拓展全国，销售能力增强，盈利能力弱化但关注增强趋势；开始关注管理

安恒信息：2019年营收9.4亿，基础产品线（11款产品）、安全平台（8大平台）、安全服务分别占比41%、29%、28%。

山石网科：2019年营收6.7亿，边界、内网、云、数据安全、智能分析、安全服务等几类，边界安全占比86%。

迪普科技：2019年营收8亿，网络安全（5款）、基础安全（2款）、应用交付（6款）、服务类，分别占比65%、15%、17%、3%。

中新赛克：2019年营收9亿，网络可视化（5款）、大数据运营、内容安全分别占比80%、4%、10%

第四阶段

- **营收体量10-20亿**
- **特点：**产品线较全，各产品线份额前三，解决方案化，深入几个客户群，利润增速快于收入
- **发展重点：**关注收入增速与利润增速，关注是否有新领域的拓展，是否有新客户群体的拓展

绿盟科技：2019年营收16.7亿，6大产品线几十款小产品，八大行业解决方案、安全运营服务。产品与服务营收分别占比66%、33%。客户主要以运营商、金融、能源、政府事业为主，各占约25%，向其他领域扩展。

美亚柏科：2019年营收21亿，5大产品线30余款产品，数据取证、大数据平台分别占比40%、37%。司法机关、行政执法机关占比53%、15%，跨行业、跨警种、下沉发展。

卫士通：2019年营收21亿，10大产品线几十款产品

第五阶段

- **营收体量20-30亿**
- **特点：**产品线、解决方案、客户比较全面，开始布局新的领域，管理全面优化
- **发展重点：**关注利润的增速与资产质量的提升，关注是否有新模式、新市场的产品布局

启明星辰：2019年营收31亿，安全全产品覆盖，客户覆盖所有行业。发展城市安全运营新的模式。

深信服：2019年营收46亿，安全业务28亿，云和基础IT业务16亿。突破安全发展云、基础IT业务。

奇安信：2019年营收32亿元，安全产品全覆盖，客户覆盖所有行业。发展平台类产品。

4.3 信息安全公司成长五阶段模型（2021年）

第一阶段

第二阶段

第三阶段

第四阶段

第五阶段

- **营收体量1-5亿元**
- **特点：**营收规模在1亿-5亿元，能够保持盈利，主打1-2款拳头产品，销售以代理为主
- **行业地位：**通常处于网安行业上游或细分利基市场中的领军企业。
- **发展重点：**保持技术领先/差异性，增强销售能力

- **营收体量5-10亿**
- **特点：**产品增多，拥有1-2条产品线，逐步拓宽自身业务覆盖
- **行业地位：**聚焦网安利基市场细分赛道业务，并逐步拓展业务
- **发展重点：**逐渐建立销售体系，产品线做深，是否扭亏

- **营收体量10-20亿左右**
- **特点：**拥有3-4条产品线，逐步形成解决方案，收入增速快，销售体系建立
- **行业地位：**拥有爆款产品，为细分行业龙头或细分市场新兴市场龙头
- **发展重点：**关注收入增速，继续拓展产品，以地方拓展全国，销售能力增强，盈利能力弱化但关注增强趋势；开始关注管理

- **营收体量20-30亿**
- **特点：**产品线较全，各产品线份额前三，解决方案化，深入几个客户群，利润增速快于收入
- **行业地位：**行业第二梯队公司
- **发展重点：**关注收入增速与利润增速，关注是否有新领域的拓展，是否有新客户群体的拓展

- **营收体量30亿以上**
- **特点：**产品线、解决方案、客户比较全面，开始布局新的领域，管理全面优化
- **行业地位：**行业龙头企业，抗风险能力强
- **发展重点：**关注利润的增速与资产质量的提升，关注是否有新模式、新市场的产品布局

安博通：聚焦网安上游操作系统、业务组件开发，为网安公司提供软件支撑及相关服务

伟德信息：聚焦配电网侧信息安全

左江科技：聚焦于网安上游智能硬件主机生产、网安行业芯片设计。

数字认证：2021年营收10.26亿，起步于电子认证产品，后期逐步拓展网安产品（身份认证、电子签名、数据安全等）、以及网安集成、网安服务等业务。

飞天诚信：2021年营收7.79亿，聚焦于智能卡相关产品（USB Key、动态令牌等）

中新赛克：2021年营收6.94亿元，聚焦运营商行业，提供大容量智能网卡及分流设备、无线增值、宽带增值等业务。

安恒信息：2021年营收18.2亿，初期依托态势感知爆款产品推动增长，现已拓展至网安平台产品、网安基础产品、第三方硬件产品。

亚信安全：2021年营收16.67亿，运营商网安软件龙头，多行业多产品线拓展

迪普科技：2021年营收10.3亿，覆盖安全产品、应用交付产品、网络产品、服务业务等，行业以政府、运营商、电力能源为主。

绿盟科技：2021年营收26.09亿，6大产品线几十款小产品，八大行业解决方案、安全运营服务。覆盖政府、能源、金融、运营商等重点行业

美亚柏科：2021年营收25.35亿，5大产品线30余款产品，数据取证、大数据平台分别占比43%、36%。近年来加强了企业客户覆盖，司法机关、企业49%、36%。

卫士通：2021年营收27.88亿，10大产品线几十款产品。密码产品龙头，发力数据安全

启明星辰：2021年营收43.86亿，安全全产品覆盖，客户覆盖所有行业。发展城市安全运营新的模式，营销端推动“军团制”+“市长计划”

深信服：2021年营收68.04亿，安全业务37亿，云业务24亿。突破安全发展云、基础IT业务，开辟第二业务发展曲线，引领SaaS模式

奇安信：2021年营收58.09亿元，高举高打，安全产品全覆盖，客户覆盖所有行业。发展平台类产品，推进“军团制”+“平台化”战略

4.4 龙头厂商战略侧重各不相同

启明星辰

产品：数据安全、运营中心两大业务容器为核心
营销：“军团制”+“市长计划”加强对重点行业与核心区域覆盖

奇安信

产品研发：推进研发“平台化”战略，减少重复研发工作，提升研发效率，聚焦研发能力于满足客户个性化需求
营销：“军团制”营销，成立军团委员会与22个重点行业军团

深信服

产品：平台+组件+服务。通过SASE平台、XDR、零信任等平台，简化研发流程，构建开放生态，节约个性化定制研发投入
营销：兼顾安全与云推广，重视安全业务基本盘

安恒信息

产品：保持平台产品及数据安全优势，推进MSS（托管运营服务）优化一线人员需求
营销：推进渠道赋能，通过渠道、外包业务降低人员费用

绿盟科技

产品：重点布局云安全、数据安全
营销：持续发力渠道战略，拉通考核机制，加强对项目毛利及特价管理

亚信安全

产品：产品云化、平台化增强产品联动、服务化提升整体防御能力
营销：突破运营商外其他重点行业，如政府、金融等

4.5 重点公司变化汇总

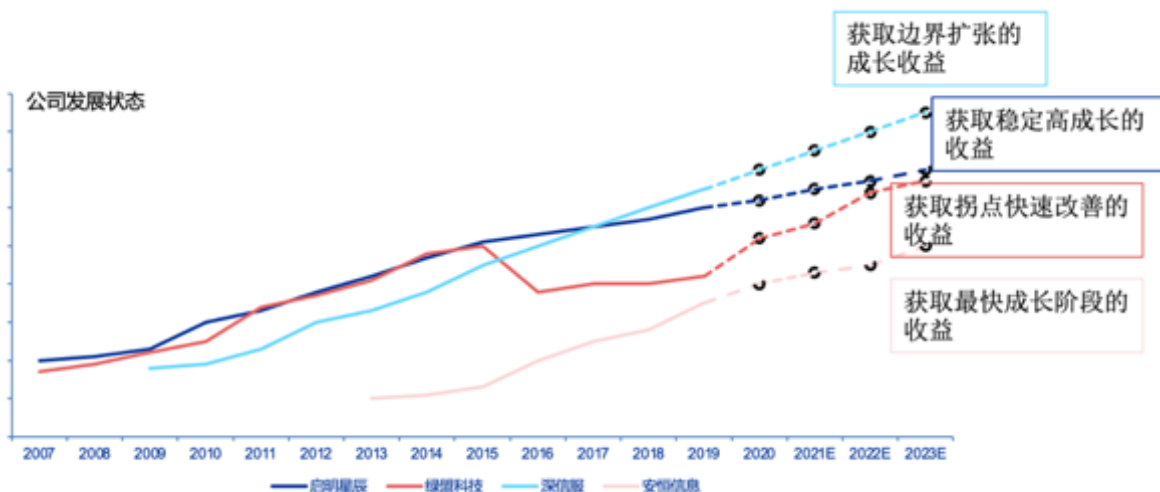
- 启明星辰**：移动拟入股，与移动开展“上台（智慧中台）、上架（进入内部安全产品架）、入库（政策产品库）”。除去产品上的合作外，公司积极与移动全国铺设的下沉渠道进行广泛合作，有助于公司营销持续提升。年内持续推动“数据安全”+“城市安全运营中心”两大抓手战略，数据安全方面推出数据汇聚安全（2.0）、数据流通安全（3.0），城市安全运营中心持续提升运营效率。
- 深信服**：22全年重点在于恢复安全业务、维持云计算领域优势、推进XaaS。前三季度安全业务受外部影响增长乏力，同时桌面云客户以医疗、政府等领域为主，受外部影响较大。但公司全年控费效果明显，22 Q1/Q2/Q3单季度三费合计增速为25%/14%/15%。当前XaaS作为公司第二成长曲线，转型期阵痛不可避免，但长期一旦业务成型，协同效应显著，将成为公司持续成长的源动力。
- 安恒信息**：新兴成长安全厂商，云安全+数据安全业务接力态势感知，成为公司新成长引擎。大力推进MSS托管运营服务，提升用户粘性的同时将本增效，22年有望实现千万级收入。创新业务如商用密码前三季度营收实现70%yoy。
- 绿盟科技**：央企销售团队负责主管到位带动营销业务步入正轨，效能逐步释放；渠道总数突破5000家，与新总代神州数码合作日渐深入；针对下游客户实行“同舟共济”战略，延长收款帐期。数据安全、云安全等新业务受到市场广泛认可，核心产品T-One Cloud解决方案与下游客户实现广泛对接。
- 奇安信**：新安全赛道及关基用户成长喜人，前三季度创新业务营收如数据安全、威胁情报、工业互联网、云安全分别实现45%yoy、150%yoy、130%yoy、70%yoy。前三季度现金流回款表现良好改善，500W规模以上大型客户营收占比达1/3，同比增长30%。

4.6 关注各个公司后续的盈利增长点

■ 各种公司的核心关注是什么？

- 启明星辰：关注城市安全运营进展、数据安全营收增速；军团制+市长计划推进情况
- 绿盟科技：渠道建设情况，收入增速需要超越老牌安全公司
- 深信服：云计算业务的增速，大客户突破情况，安全业务恢复情况
- 奇安信：收入增速与质量的平衡，军团制建设情况
- 安恒信息：收入增速需要保持高增长，下一阶段增长点
- 迪普科技：销售的人均创收提升情况

- **重点关注：深信服（云+安全开辟第二成长曲线，XaaS为未来核心胜负手）、安恒信息（新安全黑马，营收高增、费用环比改善）、启明星辰（从稳健到扩张，移动入股进入跨越式发展新阶段）、绿盟科技（产品力位列前茅，销售渠道建设成效初显）、奇安信（高举高打的网安龙头，经营效率持续提升，22年有望盈利）。**



5. 重点公司估值表

证券代码	证券简称	2022/12/13		预测归母净利润（百万元）					PE			
		收盘价 （元）	总市值 （亿元）	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300454.SZ	深信服	110.04	457	809	273	306	603	989	168	149	76	46
300369.SZ	绿盟科技	10.40	83	301	345	386	499	624	24	22	17	13
002439.SZ	启明星辰	25.26	241	804	862	977	1,245	1,569	28	25	19	15
688023.SH	安恒信息	193.36	152	134	14	51	160	276	1104	297	95	55
688561.SH	奇安信-U	63.00	430	-334	-555	28	335	672	-77	1510	128	64
002912.SZ	中新赛克	32.04	55	248	56	105	116	0	98	52	47	-
300188.SZ	美亚柏科	13.49	108	375	311	320	416	534	35	34	26	20
002180.SZ	纳思达	51.80	734	88	1,163	2,048	2,842	3,891	63	36	26	19
300229.SZ	拓尔思	12.61	90	319	246	314	406	519	37	29	22	17
688168.SH	安博通	34.24	26	44	72	93	124	163	36	-	-	16
300768.SZ	迪普科技	13.19	85	276	309	273	369	478	27	31	23	18

- 资料来源：wind，申万宏源研究
- 注：预测取Wind一致预期

6. 风险提示

■ 1) 行业竞争加剧；

- 由于安全处于黄金发展期，国内网络安全市场整体保持了较快增长，吸引了越来越多的传统IT巨头和互联网公司进入网络安全领域，行业竞争将进一步加剧，可能导致公司发展空间受压缩。

■ 2) 核心人员流失和无法招揽到适配高端人才的风险；

- 整个网络安全产业一直存在人才短缺的现状，虽然各大高等院校相继增开网络安全相关专业，社会化网络安全培训机构也在快速发展，但是网络安全市场规模增长带来的人才缺口也在进一步扩大，在未来3-5年依然是整个产业的短板，特别是高端专业技术人才将会是稀缺资源。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东A组	陈陶	021-33388362	chentao1@swsresearch.com
华东B组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swsresearch.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南组	李昇	15914129169	lisheng5@swsresearch.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）	：相对强于市场表现20%以上；
增持（Outperform）	：相对强于市场表现5%～20%；
中性（Neutral）	：相对市场表现在-5%～+5%之间波动；
减持（Underperform）	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）	：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（BUY）	：股价预计将上涨20%以上；
增持（Outperform）	：股价预计将上涨10-20%；
持有（Hold）	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持（Underperform）	：股价预计将下跌10-20%；
卖出（SELL）	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）	：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数（HSCEI）

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。



简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

宁柯瑜
ningky@swsresearch.com