

亚信安全（688225.SH） XDR 平台领跑者，推进云网安融合发展

2024 年 05 月 29 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

陈宝健（分析师）

刘逍遙（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

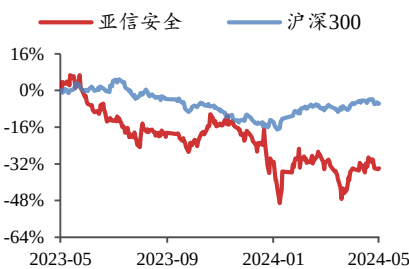
liuxiaoyao@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

证书编号：S0790520090001

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

股价走势图



数据来源：聚源

● 身份安全和终端安全领域领军企业，首次覆盖给予“买入”评级

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

● 对标国际头部网安公司，平台优势卡位、产品智能联动

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

● 内生+外延，推动云网安一体化融合发展

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

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

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

财务摘要和估值指标

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

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

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

图表目录

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

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

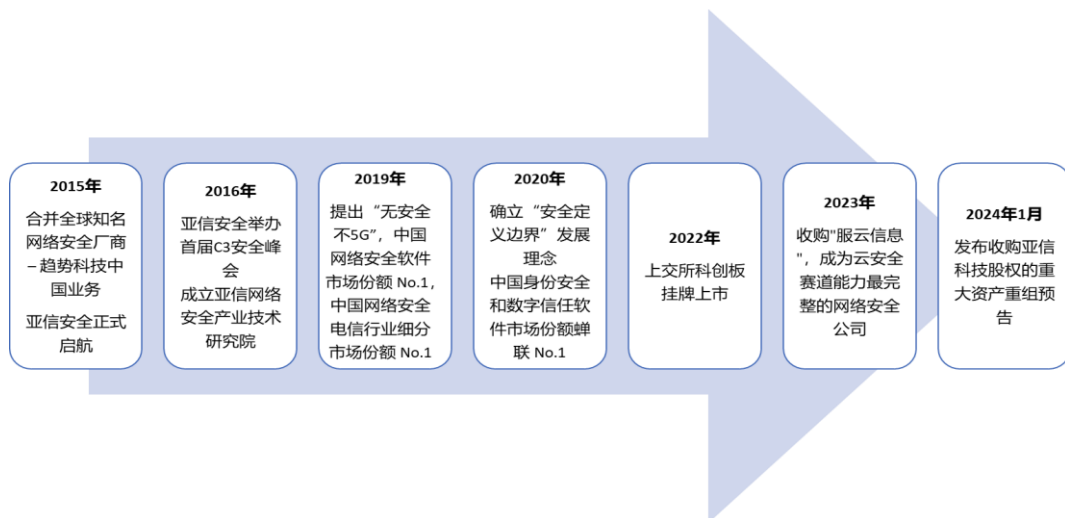
1、中国网络安全软件市场领跑者，“懂网”、“懂云”、“懂安全”

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

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

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

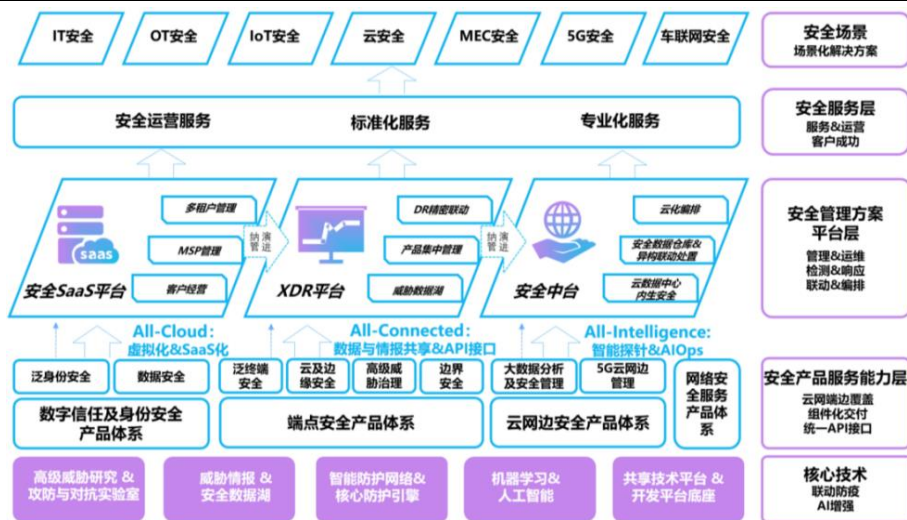
图1：亚信安全是业内“懂网、懂云”的网络安全公司



资料来源：公司官网、开源证券研究所

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

图2：公司依托产品服务云平台体系意图建设全网免疫系统



资料来源：公司招股说明书

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

图3：公司客户覆盖运营商、金融及政府部位等行业领域

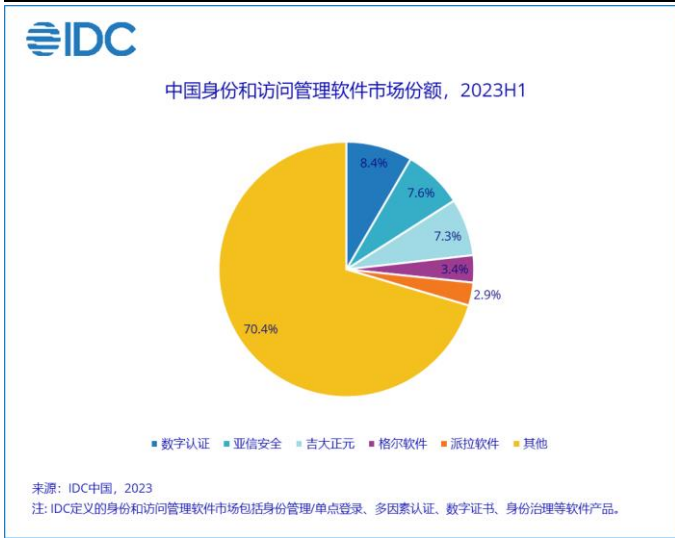


资料来源：公司官网、开源证券研究所

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

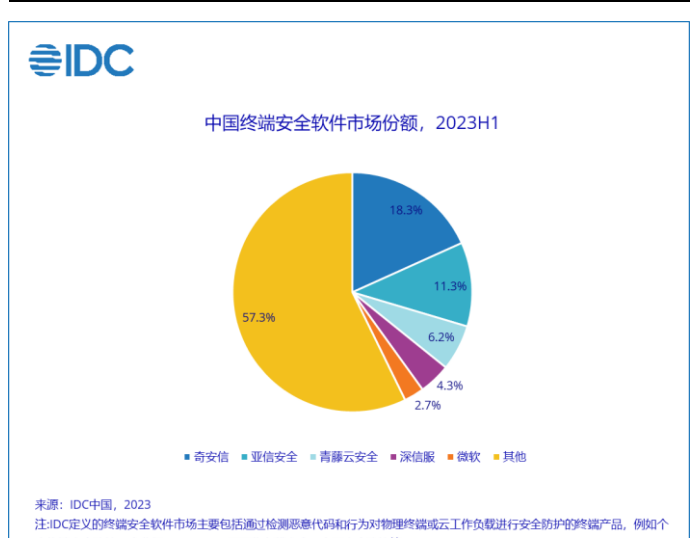
报告，公司在 2023H1 身份和访问管理软件、终端安全软件细分市场中均排名第二。

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



数据来源: IDC

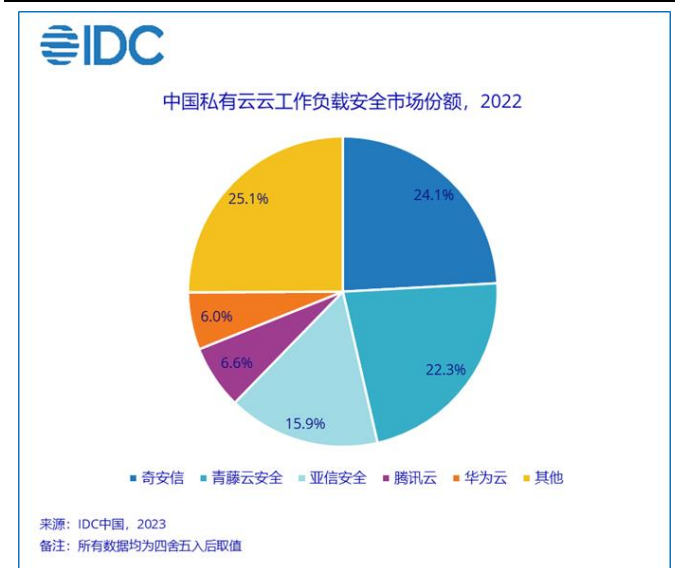
图5: IDC 报告显示, 2023H1 终端安全软件细分市场中, 亚信安全排名第二, 份额达 11.3%



数据来源: IDC

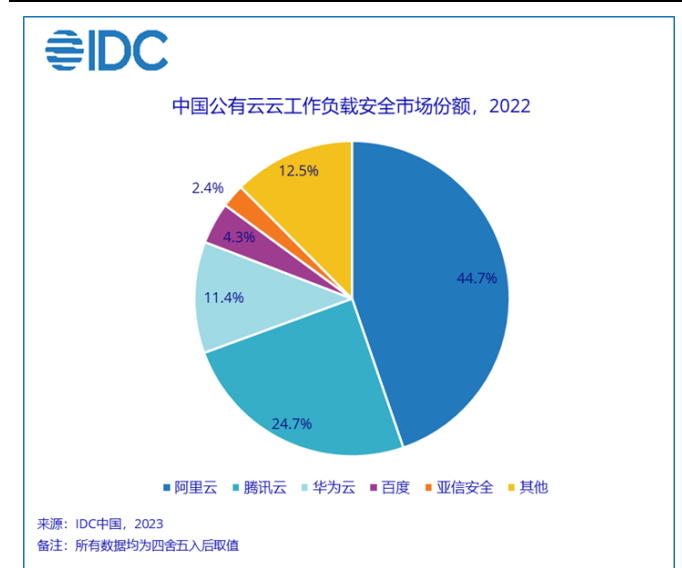
云安全领域行业领先。公司信舱（DS）系列是专为用户虚拟环境和云环境打造的一站式云主机安全防护方案, 全面覆盖 Gartner 云工作负载保护平台模型(CWPP), 提供了防病毒、防攻击、防漏洞、行为监控、应用控制、完整性保护、微隔离、主机加固、日志审计等完整的云工作负载保护能力。同时, 全面融合运维管理能力, 为物理机、虚拟机、容器和无服务器提供统一的可视化和控制力, 符合当前用户对云主机安全防护功能“全面整合”的迫切需要。公司云安全产品位居行业前列, 根据 IDC 数据, 2022 年私有云/公有云云工作负载市场规模达 2.2/1.0 亿美元, 同比增长 13.9%/18.4%, 亚信安全市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

图6: 2022 年私有云云工作负载安全市场公司份额达 15.9%



数据来源: IDC

图7: 2022 年公有云云工作负载安全市场公司份额达 2.4%

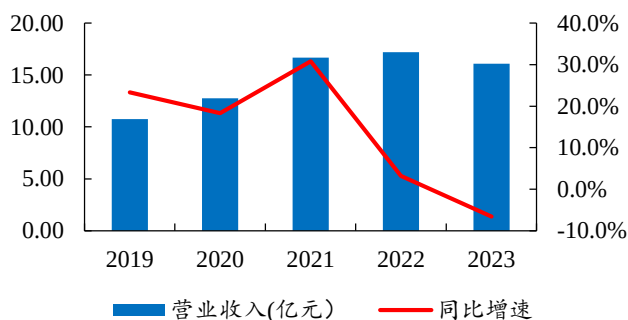


数据来源: IDC

1.1、营收规模持续增长，盈利水平有望改善

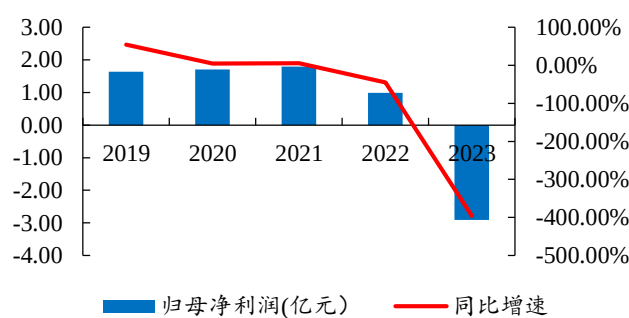
2023 年公司营收和净利润短期承压。2023 年受外部环境不确定性、行业下游客户需求趋缓等因素的影响，公司实现营业收入 16.08 亿元，同比下降 6.56%。公司实现归母净利润为-2.91 亿元，同比由盈转亏。公司利润表现下滑主要系营业收入与毛利率同比小幅下降、研发费用增长较快、对外投资产生的公允价值变动收益同比降低所致。

图8：2023 年公司收入同比下滑 6.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

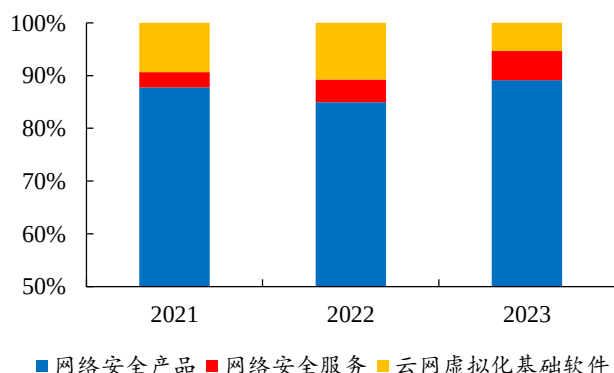
图9：2023 年公司归母净利润同比下滑 395.56%



数据来源：Wind、开源证券研究所

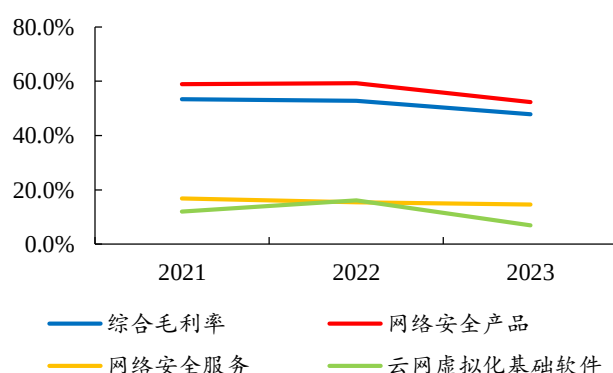
2021-2023 年公司毛利率有所下降。主要是因为：（1）新增开展的云网虚拟化软件业务毛利率较低，拉低整体毛利率，考虑到该业务收入占比较低且为公司非主营业务，对公司影响有限；（2）公司安全服务业务在 2021 年开始扩张团队规模，新建团队带来成本增加，进而导致毛利率阶段性下降。

图10：公司收入主要来源于网络安全产品、安全服务和云网虚拟化基础软件



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2021-2023 年公司综合毛利率水平有所下滑

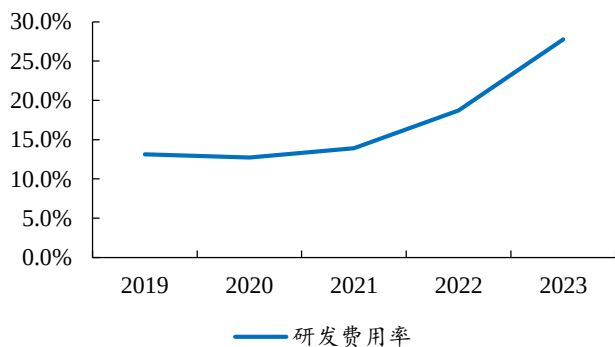


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、研发销售齐发力，加速向非运营商行业布局

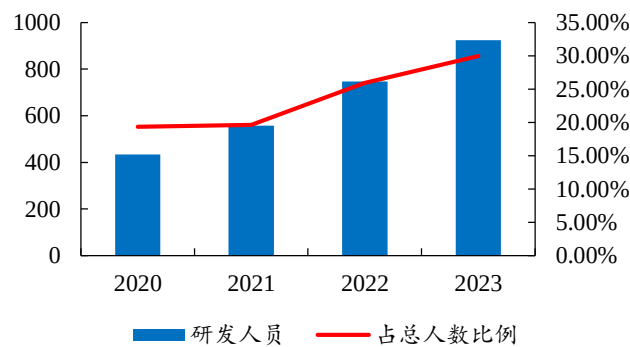
公司高度重视研发创新，研发规模持续扩大。研发投入方面，2019-2023 年公司研发费用率持续增长，2023 年研发费用率达 27.78%。研发人员方面，2023 年研发人员数量为 924 人，占公司总人数比例达 29.96%，公司自主研发进程加快。

图12：公司 2019-2023 年研发投入持续扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

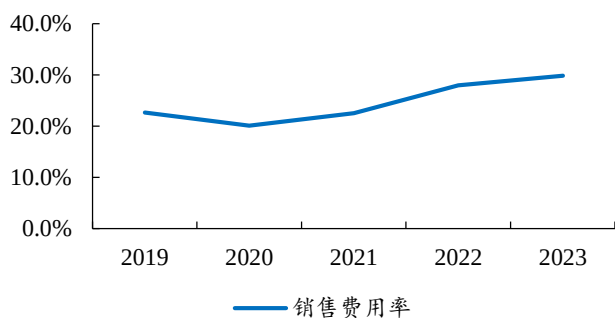
图13：公司 2020-2023 年研发人员持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

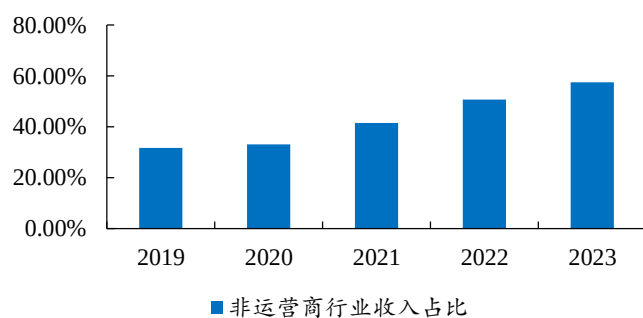
公司加速渠道建设，向非运营商行业布局。公司实行大客户与渠道并重的销售策略，在原有直销体系的基础上，加速渠道体系的建设，通过渠道体系的完善，促进标准化产品收入的快速提升，加快向政府、金融、能源、制造业等非运营商行业发展，非运营商行业收入占比由 2022 年的 50.67% 上升至 2023 年的 57.55%。

图14：2019 年以来公司销售投入持续扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2019 年以来公司非运营商行业收入占比持续提升

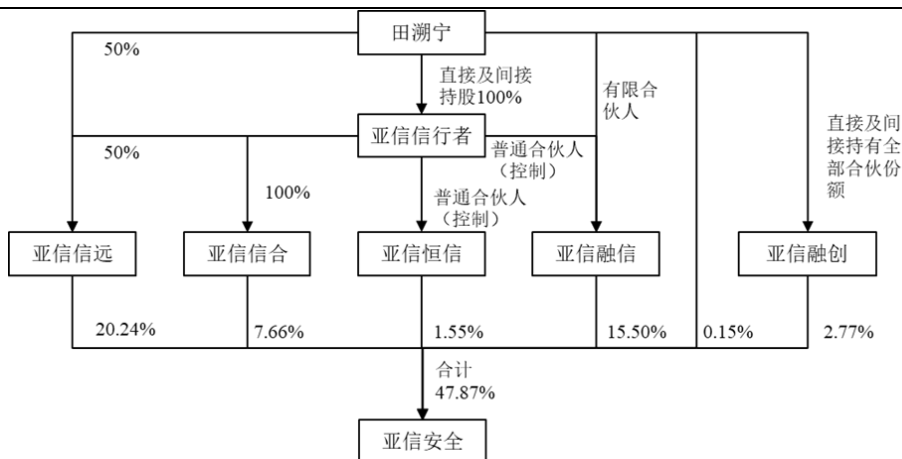


数据来源：公司公告、公司招股说明书、开源证券研究所

1.3、股权结构稳定，股权激励有效绑定人才

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

图16：公司实际控制人为田溯宁（截至2023年底）



资料来源：公司公告

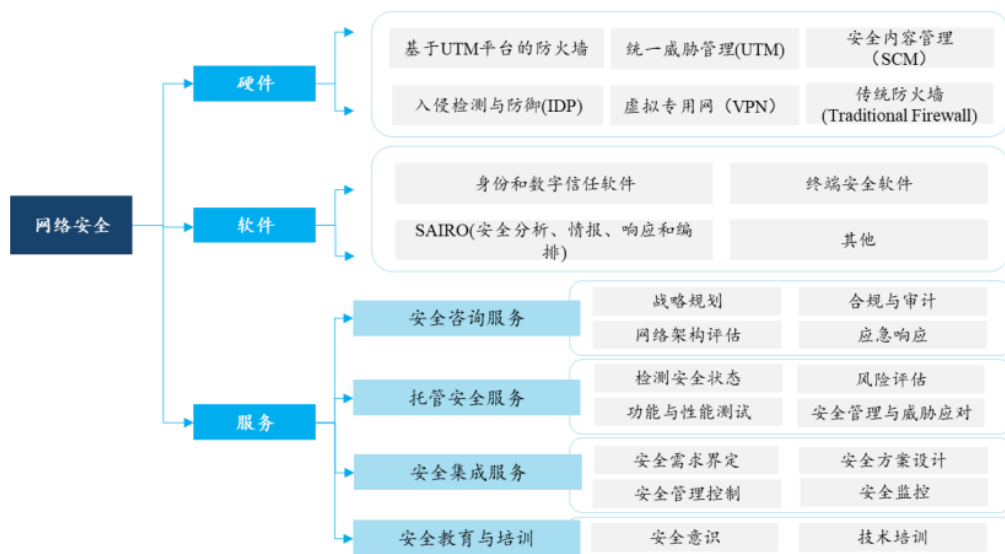
发布股权激励计划，绑定核心骨干。2024 年 4 月，公司发布限制性股票激励计划（草案），计划拟向激励对象授予的限制性股票总量为 1,220 万股，首次授予激励对象共计 216 人，根据激励对象不同类别特点，本激励计划首次授予限制性股票的授予价格分别为 10 元/股和 14 元/股。激励计划的发布，有利于公司绑定核心骨干，激发增长活力。

2、内生外延需求驱动，网络安全软件规模有望放量

2.1、网络安全市场可分为软件、硬件、服务三大板块

网络安全市场可以划分为安全硬件市场、安全软件市场、安全服务市场。其中网络安全软件市场包括终端安全软件、身份和数字信任软件、SAIRO（安全分析、情报、响应和编排）等细分市场。

图17: 网络安全市场可划分为硬件、软件、服务三大类

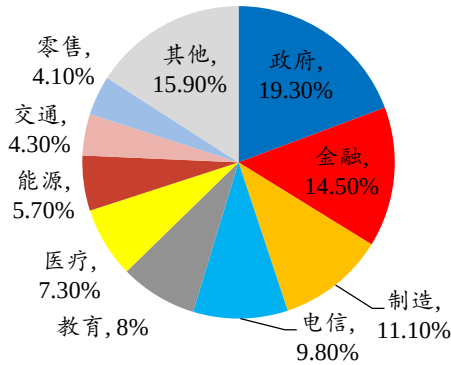


资料来源：公司招股书、Frost&Sullivan

中国网络安全市场终端行业用户结构相对稳定，政府、金融和电信行业占比最

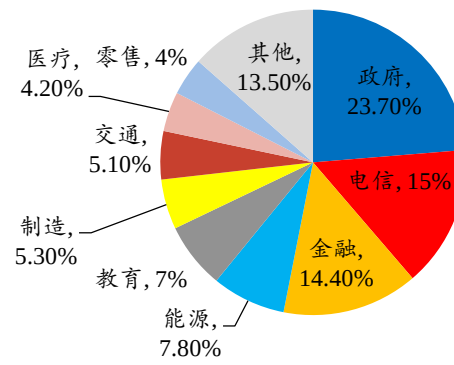
大。下游应用行业来看，2019 年，政府（23.7%）、电信（15.0%）和金融行业（14.4%）是中国网安市场最大的三个领域。IDC 预计到 2026 年，三者合计支出规模将超 190 亿美元，占比超中国网络安全总支出的六成。

图18：2019 年全球下游应用行业中政府、电信、制造占据前三



数据来源：公司招股书、Frost&Sullivan、开源证券研究所

图19：2019 年国内下游应用行业中政府、电信、金融占据前三



数据来源：公司招股书、Frost&Sullivan、开源证券研究所

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

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

表1：网络安全软件各细分领域技术涉及领域较广

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

基于虚拟化平台的无代理防护技术
基于虚拟补丁漏洞防护功能
基于威胁情报的检测和响应技术

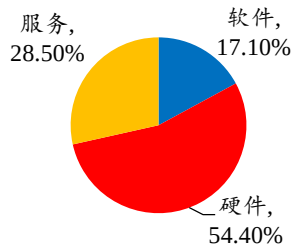
安全分析、情报、响 大数据分析驱动的安全事件管
应和编排市场 理类产品等

大数据融合建模分析技术
全流量分析回溯技术
多源异构数据的标准化技术

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

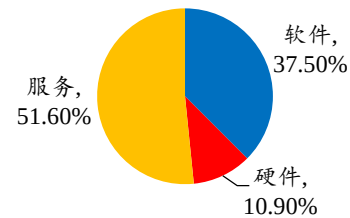
软件及服务行业增速有望领跑网络安全行业。据 Frost&Sullivan 数据，中国网络安全市场以硬件为主，2019 年占比达到 54.4%，其后为服务(28.5%)和软件(17.1%)，软件/服务市场占比相比国外（37.5%/51.60%）仍有较大提升空间。

图20：2019 年中国网络安全市场软件占比为 17.1%



数据来源：公司招股书、Frost&Sullivan、开源证券研究所

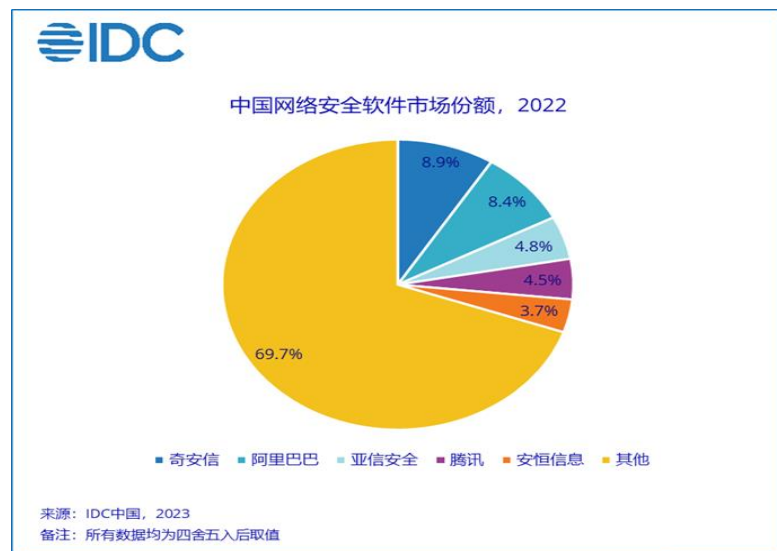
图21：2019 年全球网络市场软件占比为 37.5%



数据来源：公司招股书、Frost&Sullivan、开源证券研究所

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

图22：网络安全软件市场份额排名靠前厂商为奇安信、阿里巴巴和亚信安全



资料来源：IDC

2.3、合规+实战化需求驱动，行业规模有望快速增长

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/818046031062006077>