

奇安信-U (688561)

公司研究/深度报告

网络安全领军者，新技术理念引领行业变革

—奇安信深度报告

深度研究报告/计算机

2021年01月29日

报告摘要:

● 公司概况：高速成长的网络安全行业龙头，引领新安全行业发展

奇安信是我国高速成长的网络安全行业龙头，2017-2019年营收以96%的复合增速增长至31.54亿元位列行业第一位，2020年营收突破40亿大关，同比增长30%以上。公司是行业中最全面的综合性安全厂，同时在“新安全”领域领先优势明显，公司零信任解决方案已实现商业化，云安全、终端安全、态势感知与安全服务市占率均为行业第一。

● 网安行业高速成长的三大逻辑：制度带来强合规需求、新IT应用与新安全理念

我们认为中国网络安全行业2021-2025年有望保持20%以上的增速，主要推动力来源于三方面：(1)以等保2.0、《网络安全法》为基础的中国网络安全政策法规与制度体系不断成熟，将带来强合规需求与网安建设意识的提升；(2)以“云大物移工”为代表的新兴IT技术应用持续落地，与之相对应的新兴安全市场增长动力强劲，预计新安全市场增速将保持在40%以上；(3)云计算、大数据与智能化推动网安产品形态发生变革，安全理念从传统的被动防御向主动攻防转变，零信任、态势感知等主动型新产品需求火热，进而推动传统安全市场商业模式将发生变化。

● 奇安信具备四大领先优势，网络安全领军者地位已然确立

优势一：高强度研发投入成果丰厚，“新安全”具备领先优势。奇安信2019年研发投入10.5亿元，研发费率达到33%，研发团队规模达到2591人，三项指标均为行业第一。高强度的研发投入带来丰厚成果，公司在零信任、云安全、态势感知、终端安全等领域市占率均为行业第一，“新安全”卡位优势明显。

优势二：大力建设四大研发平台与完备产品线，规模效应潜力巨大。公司推进研发平台化建设，产品能力模块化，复制、扩展能力强，研发效率得到大幅提升。公司产品覆盖15个安全产品一级分类，是国内厂商中产品线最齐全的。考虑到安全行业的商业模式，产品与品牌得到客户认可后复购范围将不断扩大，从数据角度看，公司老客户客单价35.93万元，是新客户的3倍以上。

优势三：最具影响力的品牌建设，网安领军者深入人心。奇安信大力建设品牌形象，独家赞助冬奥会、参加国家重大安保项目，提出“内生安全”的新理念，行业规模与行业地位受到多家第三方安全机构的认可，网络安全领军者的形象已然建立。

优势四：中国电子信息集团战略入股，“国家队”身份意义重大。中国电子信息集团(CEC)战略持股18%，公司是目前我国网络安全公司中“国家队”背景最深厚的企业。当前网络安全行业下游客户主要为政府(26%)、金融(19%)、电信(19%)，国家队的身份背景有助于市场顺利开拓。

● 投资建议

我们预计公司2020-2022年营业收入分别为41.96、60.33、85.02亿元，实现归母净利润分别为-2.95、1.01、5.97亿元。在估值方法的选择上，考虑到公司目前尚未盈利且目前处于高速成长的情况，采用PS作为估值指标。参考国外网安龙头高速成长时期15-20倍PS，目前国内可比的网安公司为深信服、安恒信息，当前的PS(TTM)均值为20倍，对应2021年Wind一致预期下PS为12倍，奇安信目前市值对应21年PS值仅为13倍，作为领先的行业龙头明显被低估。维持“推荐”评级。

推荐

维持评级

当前价格：117.88元

交易数据 2021-1-28

近12个月最高/最低(元)	139.0/87.15
总股本(百万股)	680
流通股本(百万股)	73
流通股比例(%)	10.77
总市值(亿元)	801
流通市值(亿元)	86

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：强超廷

执业证号：S0100519020001

电话：021-60876718

邮箱：qiangchaoting@mszq.com

相关研究

1. 奇安信2020业绩预告点评报告：持续高速增长，网安领军者成长空间广阔

● 风险提示

新技术产品研发不及预期；公司市场开拓进度不及预期；新冠疫情反复影响产品交付

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,154	4,196	6,033	8,502
增长率（%）	73.6	33.0	43.8	40.9
归属母公司股东净利润（百万元）	(495)	(295)	101	597
增长率（%）	43.2	-40.4	-134.3	491.1
每股收益（元）	(0.90)	(0.43)	0.15	0.88
PE（现价）	(131.0)	(271.7)	793.0	134.1
PB	13.6	7.9	7.8	7.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

1	网络安全领军者的诞生与腾飞	5
1.1	基本情况梳理：发展历程与股权结构	5
1.1.1	原三六零企业安全事业部，高速成长的网安领军者	5
1.1.2	齐向东先生为实际控制人，中国电子信息集团战略入股	5
1.2	业务梳理：打造全面协同的安全产品与服务体系	6
1.2.1	产品线齐全，聚焦新安全领域	6
1.2.2	安全产品与服务贡献主要毛利，集成业务具备战略价值	7
1.3	财务纵览：规模高速扩张，进入高质量发展新阶段	8
1.3.1	高速成长的网络安全龙头，毛利率有望持续提升	8
1.3.2	高举高打成效显著，进入精细化管理 2.0 时代	9
1.3.3	亏损显著收窄，高质量发展成为新方向	11
2	三大因素推动，网安行业成长空间广阔	13
2.1	网安行业：信息系统的基础设施，尚处起步阶段	13
2.1.1	网络安全是信息化的基础设施，面向政企、金融、电信等关键领域	13
2.1.2	中外对标：中国网安市场处于起步阶段，但增长潜力巨大	14
2.2	政策驱动：法律体系不断健全带来强合规需求	15
2.2.1	网络安全相关政策不断落地，政策法律体系日趋完善	15
2.2.2	以等保 2.0 为核心，带来硬性网安建设需求	15
2.2.3	产业政策助力，网安行业到 2025 规模有望增长至 2000 亿	17
2.3	场景拓宽：“云大物移工”新 IT 带来新需求	18
2.3.1	云计算改变企业网络边界，工业互联网建设明确安全要求	18
2.3.2	新 IT 场景不断涌现，“新安全”需求蓄势待发	19
2.4	理念变革：从被动防御到主动攻防，新产品需求旺盛	20
2.4.1	新技术催化下，传统安全产品难以适应新场景	20
2.4.2	新技术催生新需求，动态攻防与数据驱动成为焦点	21
2.4.3	理念变化带来什么？安全投资比例有望提升	22
3	四大优势助力，奇安信确立网络安全领军者地位	24
3.1	高强度研发投入，“新安全”优势显著	24
3.1.1	高强度研发投入打磨产品竞争力，安全理念领先市场	24
3.1.2	高强度研发成果丰厚，“新安全”优势地位明显	25
3.2	构建四大研发平台，拥有最全面产品线	27
3.2.1	四大平台建设基本完成，研发效率有望持续提升	27
3.2.2	奇安信拥有全方位覆盖的产品线，多款产品迎量价齐升	27
3.2.3	产品线齐全有何优势？客户认可后复购范围扩大，成长潜力巨大	29
3.3	大力建设品牌形象，网安领军者形象不断强化	30
3.3.1	北京冬奥会唯一网安赞助商，已搭建全国安全服务体系	30
3.3.2	行业地位不断受到认可，网络安全领军者形象不断确立	31
3.4	中国电子战略入股，“国家队”身份背景助力市场开拓	32
3.4.1	中国电子持股 18%，跻身网络安全“国家队”	32
3.4.2	“国家队”身份有何好处？客户身份决定，市场开拓更具优势	32
4	盈利预测与估值建议	34
4.1	营收与成本预测	34
4.2	费用投入及重要财务数据预测	36
4.3	盈利预测结果	36
4.4	估值分析	37
4.4.1	可比公司与估值指标的选择	37
4.4.2	估值结论	38

5 风险提示	40
插图目录	42
表格目录	43

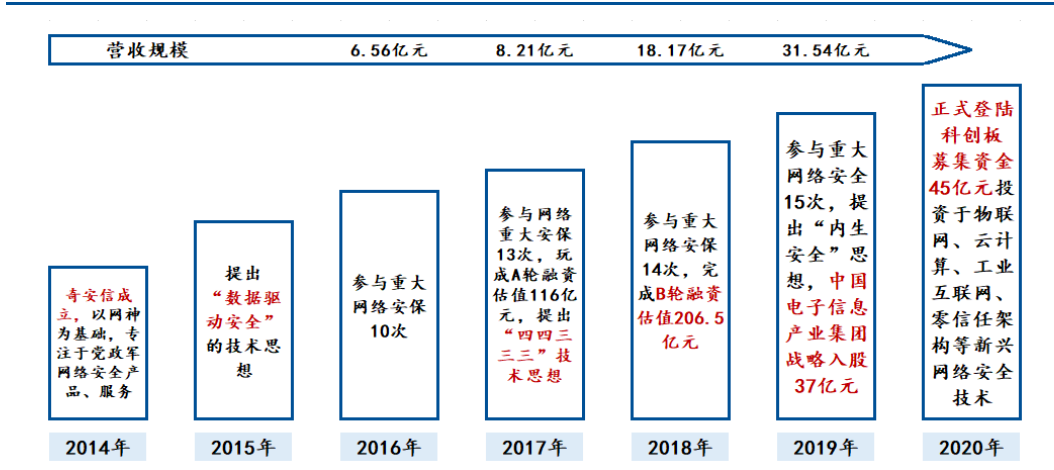
1 网络安全领军者的诞生与腾飞

1.1 基本情况梳理：发展历程与股权结构

1.1.1 原三六零企业安全事业部，高速成长的网安领军者

奇安信诞生于 360 内部，以网神、网康为基石。奇安信成立于 2014 年，原本由 360 集团控制并开展企业安全业务，2015 年 12 月 15 日公司实控人齐向东与 360 集团董事长周鸿祎签署分拆协议。截至 2016 年 3 月二者彻底解除控制关系，2019 年 4 月 360 集团所持有的全部股权已转让给明洛投资（中国电子信息产业集团）。奇安信虽成立时间较晚，但并非从零开始，公司业务主体网神股份（防火墙、VPN 等）、网康科技（上网行为管理等）都具备悠久的网络安全行业的发展历史，二者在各自细分领域都具备较强的影响力。

图1：奇安信 2014 年成立以来发展历程

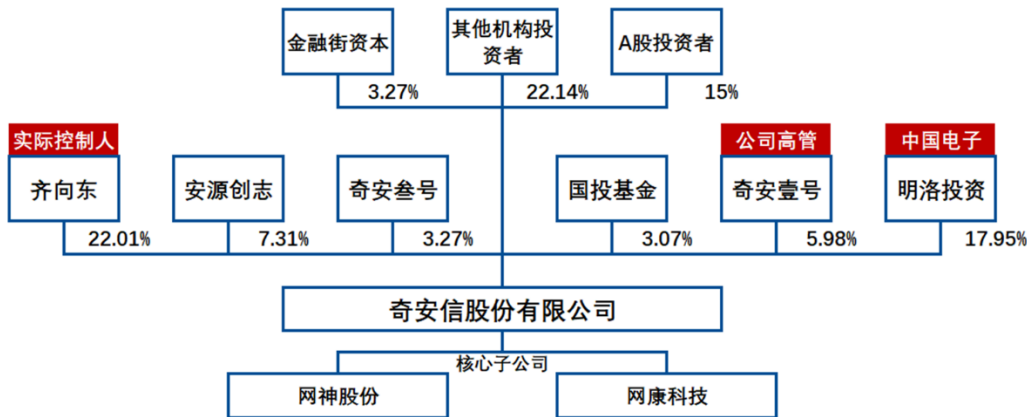


资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

1.1.2 齐向东先生为实际控制人，中国电子信息集团战略入股

实控人齐向东先生合计持股 32.59%，中国电子为第二大股东。奇安信实际控制人兼董事长齐向东先生原为 360 集团创始人、总裁，个人直接持有公司股份 22.01%，通过安源创志、奇安叁号间接持股 10.58%，合计持有公司股份 32.59%。公司高管通过奇安壹号股权激励平台持有公司股份合计 5.98%。2019 年 5 月中国电子信息产业集团斥资 37 亿元战略入股奇安信，为公司带来网络安全“国家队”的背景，二者合作具有深远的战略意义。奇安信的主要客户中政企、公检法、军队军工客户居多，涉及众多机密数据信息，国家队的身份将帮助公司打通障碍。

图2: 奇安信股权结构情况 (上市后)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

股权激励彰显管理层信心, 业绩指标 5 年复合增速 24%。网络安全公司是典型的轻资产公司, 核心资产是公司的骨干人才, 因此通过股权激励留住核心人才是上市公司的重要手段。奇安信于 2020 年 10 月 30 日发布 2020 年股权激励计划, 激励股份数量占当前总股本 2%, 解锁条件是以 2019 年营收为基数, 20、21、22、23 年营收增速分别为 25%、55%、90%、135%, CAGR 约为 23.8%。从绝对值来看, 股权激励业绩考核指标为公司 2020-2024 年营收分别达到 39.4、48.9、59.9、71.1 亿元。

表1: 奇安信 2020 年股权激励情况

时间	授予数量及单价	激励对象	解锁条件
公告日			
2020/10/30	经调整后, 实际首次授予 1085.86 万股, 预留 274.5 万股, 合计占当前总股本 1.99%, 授予价格 49 元/股	高管: 总裁吴云坤、副总裁杨洪鹏、董秘马勒思等 7 人, 合计 47.5 万股; 核心技术人员: 马江波等 9 人, 合计 28.1 万股; 骨干员工: 总计 1131 人, 授予合计 1010.3 万股。	以 19 年营收为基数, 2020 年营收增速不低于 25%; 以 19 年营收为基数, 2021 年营收增速不低于 55%; 以 19 年营收为基数, 2022 年营收增速不低于 90%; 以 19 年营收为基数, 2023 年营收增速不低于 135%
授予日			
2020/11/24			

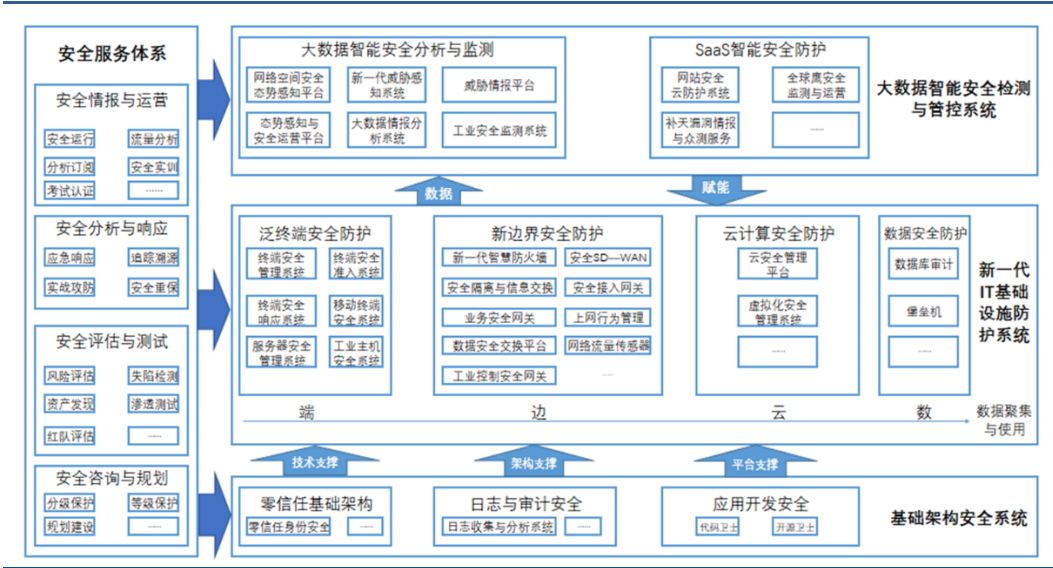
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.2 业务梳理: 打造全面协同的安全产品与服务体系

1.2.1 产品线齐全, 聚焦新安全领域

打造全面协同的网络安全防护体系, 积极投入新兴领域。奇安信成立后采取高举高打, 全面发展的战略, 目前已经形成完善的协同联动安全防护体系。从网络安全技术思想上, 公司已经形成“数据驱动”“内生安全”的领先行业理念; 从研发建设上, 公司已形成“鲲鹏网络操作平台”、“诺亚大数据操作平台”、“雷尔可视化操作平台”、“锡安云控操作平台”四大研发平台及绵阳人才培训基地; 从业务结构上看, 公司已形成基础 IT 架构、新一代 IT 基础防护、大数据安全监测三大条线; 从安全服务体系看, 公司已建成超过 2500 人的安全服务响应团队。

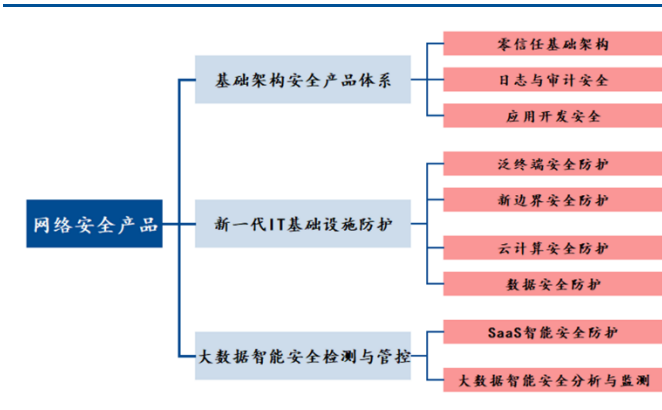
图3: 奇安信安全防护产品体系



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

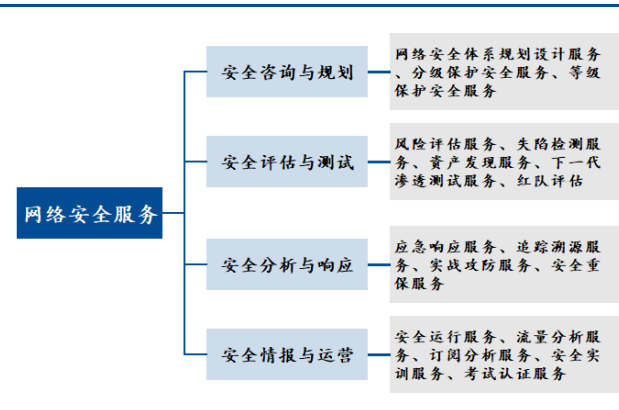
齐全的安全产品线, 新兴“赛道”布局完善。奇安信的网络安全业务主要包括安全产品和安服务两大类, 其中安全产品是核心业务, 从基础架构安全、IT 基础设施安全到安全管理软件三大领域全方位覆盖, 能够响应客户全方位网络安全建设需求; 安全服务团队人数扩大至 2500 人, 主要涉及安全咨询与规划、评测、响应与运营。

图4: 奇安信网络安全产品体系



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图5: 奇安信网络安全服务体系

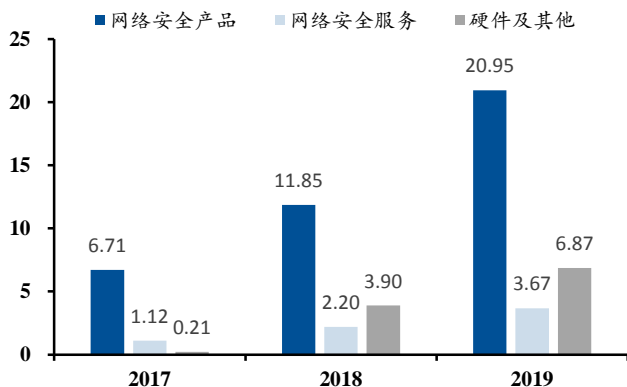


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.2.2 安全产品与服务贡献主要毛利, 集成业务具备战略价值

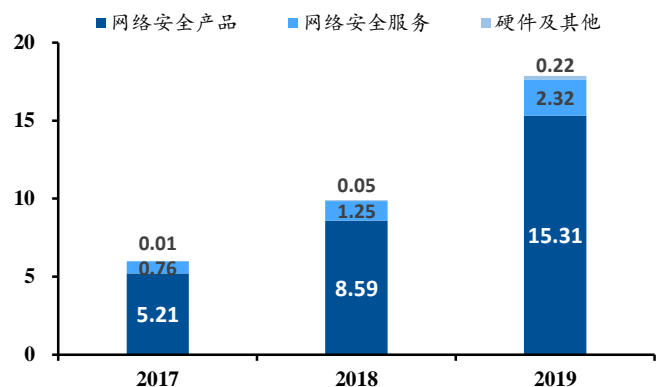
安全产品、安全服务高速增长, 贡献核心毛利。奇安信的主营业务主要分为安全产品、安全服务与硬件三大部分, 其中安全产品是公司核心业务。2019 年安全产品、安全服务、硬件三大业务营收分别为 20.95、3.67、6.87 亿元, 同比增速分别为 77%、67%、76%, 均处于高速增长阶段。从盈利能力的角度看, 安全产品、安全服务毛利率分别保持在 70%、60% 的水平上, 两大业务贡献毛利占比分别为 85.8%、13%, 而硬件业务主要包括服务器、交换机等 IT 设备, 主要为公司承担的大型客户网安解决方案所用, 虽毛利率较低, 但是有利于公司开拓战略级客户。

图6: 2017~2019 奇安信三大业务营收结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

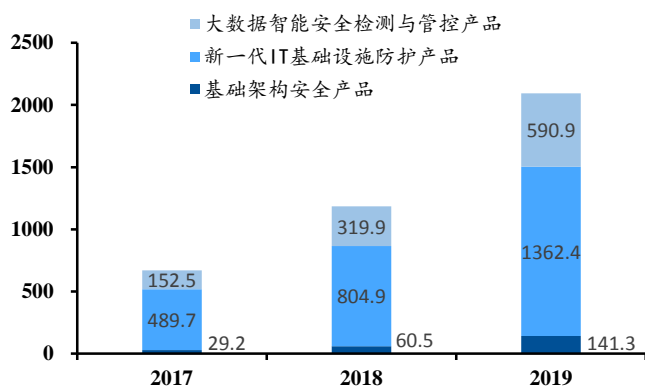
图7: 2017~2019 三大业务贡献毛利情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

网络安全产品是核心, 从基础架构到管理软件全覆盖。奇安信网络安全产品主要分为基础架构安全、新一代 IT 基础设施安全、大数据监测及管控产品三大板块, 2019 年三大业务营收分别为 1.41、13.62、5.91 亿元, 同比增速分别为 133%、69%、85%。奇安信的网络安全产品覆盖范围极大, 从基础架构安全 (如零信任、代码卫士)、新 IT 基础设施防护 (终端安全、新边界安全、云安全、数据安全) 到大数据检测与管理平台 (态势感知、NGSOC 等) 产品全方位覆盖, 能够响应客户全方位安全体系建设的需求。

图8: 2017~2019 奇安信网安产品细分结构 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图9: 奇安信网络安全代表性产品及形态

产品分类	代表性软硬一体产品形态	代表性软件产品界面
基础架构安全产品	代码卫士、零信任身份安全	代码卫士、日志收集与分析系统
新一代IT基础设施防护产品	新一代智慧防火墙、安全隔离与信息交换系统、安全SD-WAN	终端安全管理系统、虚拟化安全管理系统、云安全管理平台
大数据智能安全检测与管控产品	态势感知/NGSOC/威胁感知(天眼)/威胁情报平台	网络空间安全态势感知与通报处置平台、政企态势感知与安全运营管理平台(NGSOC)

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

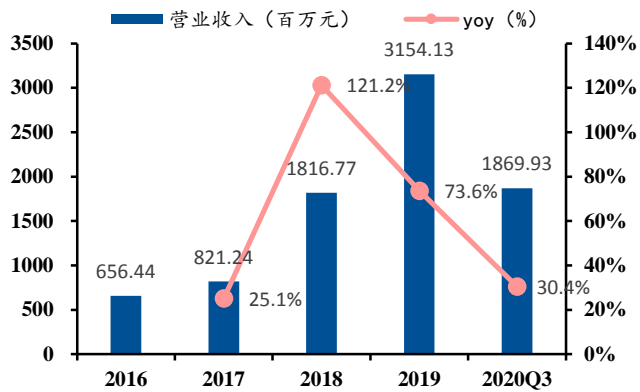
1.3 财务纵览: 规模高速扩张, 进入高质量发展新阶段

1.3.1 高速成长的网络安全龙头, 毛利率有望持续提升

2016-2019 年营收复合增速 68.74%, 2020Q2 以来从疫情中快速恢复。奇安信成立后坚持高举高打的发展战略, 得益于前期大力投入, 公司 2019 年实现营收 31.54 亿元, 同比增长 73.61%, 2016-2019 年 CAGR 达到 68.74%。2020 受到新冠疫情影响, 政企侧的项目实施推迟、招标采购延后对于整个网络安全行业带来了较大的负面影响, 但随着疫情得到控制公司经营情况迅速恢复。

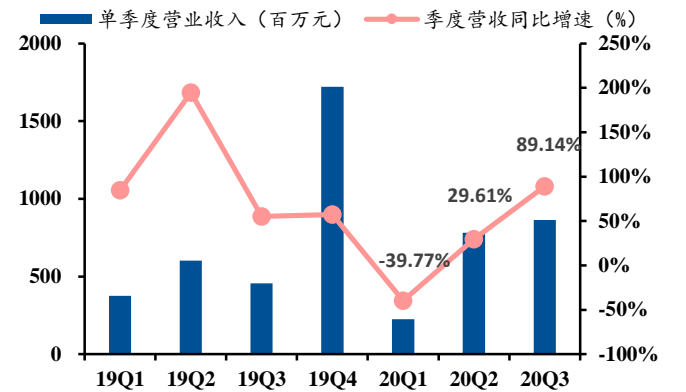
公司前三季度营收合计 18.7 亿元,同比增速恢复至 30.4%,2020Q2、Q3 单季度分别实现营收 7.81、8.63 亿元,同比增速分别为 29.6%、89.1%。

图10: 2016~2020Q3 奇安信营业收入及同比增速



资料来源:公司公告,民生证券研究院

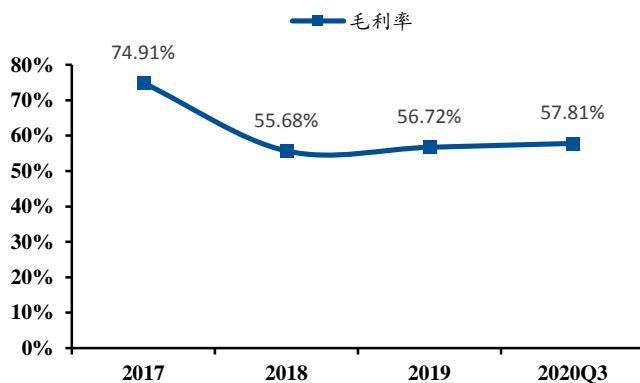
图11: 2019~2020Q3 季度营业收入及同比增速



资料来源:公司公告,民生证券研究院

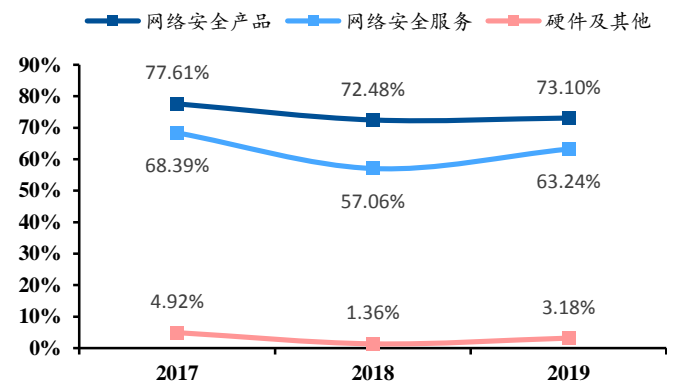
大型集成项目影响整体毛利率, 预计未来将逐步提升。奇安信整体毛利率水平自 2017 年后大幅下降,2017-2019 毛利率分别为 74.9%、55.7%、56.7%。公司的网安产品毛利率水平达到 70% 以上,安全服务 2019 年毛利率达到 63.24%,均处于行业较高水平,毛利率下降主要原因为公司承担了较多大型客户的网安集成项目,外购硬件毛利率水平较低所致。公司目前对于毛利指标较为看重,预计未来随着集成硬件业务比例不断下降,毛利率水平有望持续改善。

图12: 2017~2020Q3 奇安信整体毛利率 (单位: %)



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图13: 2017~2019 奇安信各业务毛利率情况

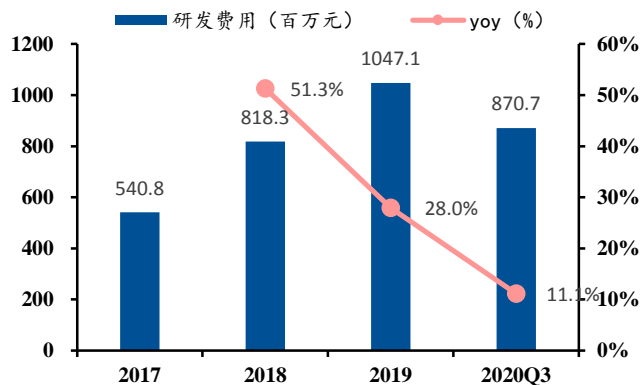


资料来源:公司公告,民生证券研究院

1.3.2 高举高打成效显著, 进入精细化管理 2.0 时代

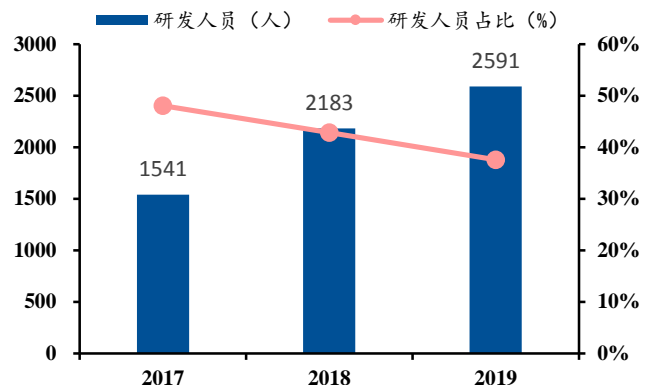
研发投入力度持续加强, 研发团队规模超过 2500 人。奇安信核心优势在于领先的网络安全技术,背后是公司高强度的研发投入。从研发费用投入上看,公司 2019 年研发费用 10.47 亿元,同比增长 27.95%,研发费率达到 33.2%。从研发团队建设上看,公司 2019 年研发人员数量达到了 2591 人,同比增长 37.58%,占公司整体员工数量的 37.6%。

图14: 2017~2020Q3 奇安信研发费用及同比增速情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

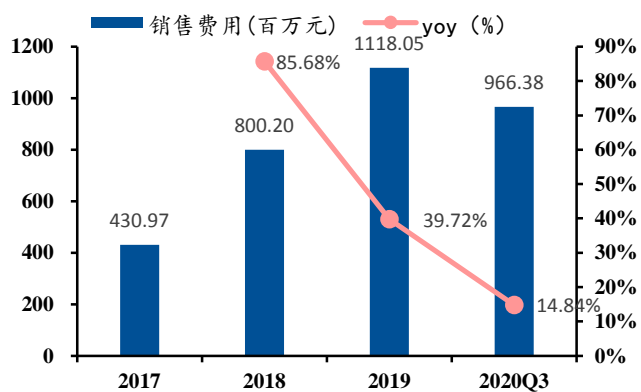
图15: 2017~2019 奇安信研发人员数量及占比情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

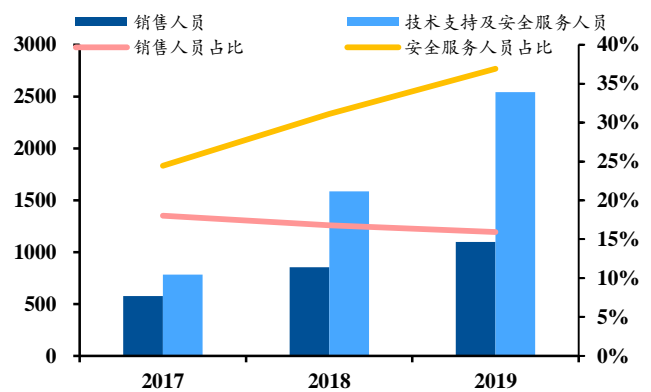
渠道推广与安全服务团队建设, 公司销售费用持续增加。公司 2019 年销售费用投入 11.18 亿元, 同比增长 39.7%, 销售费用占营业收入比重达到 35.45%, 是公司主要成本之一。公司的销售费用投入主要来自两个部分, 一方面是自身的渠道建设, 公司 2019 年销售人员 1097 人增加 28.5%; 另一方面来自公司网络安全服务业务的建设, 2019 年公司技术支持及安全服务人员达到 2545 人。公司建立了覆盖全国 31 个省市自治区的应急响应中心, 向客户 (包含已有客户和潜在客户) 提供应急响应技术服务, 可以产生良好的品牌效益, 为公司带来大量商机。

图16: 2017~2020Q3 奇安信销售费用及同比增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

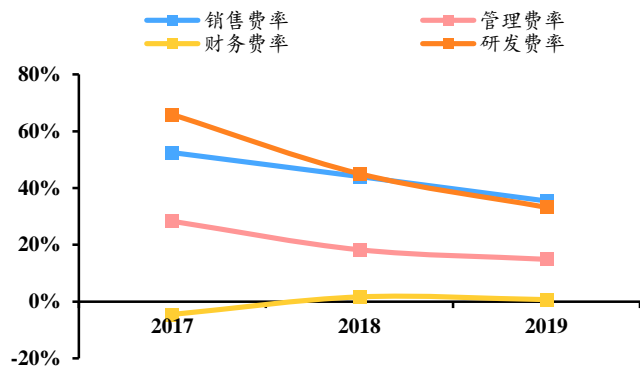
图17: 2017~2019 奇安信销售及安全服务人员数量及占比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

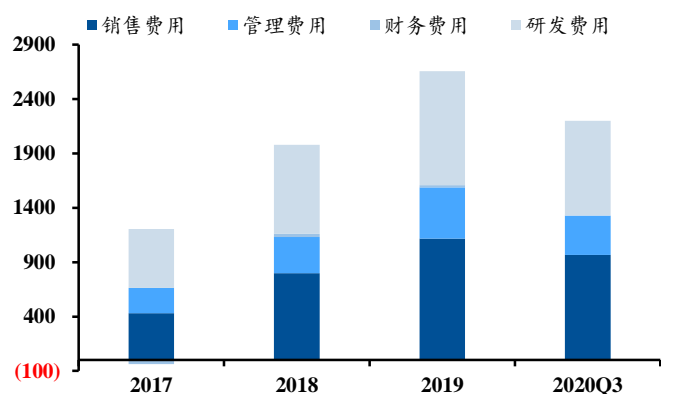
体系搭建接近完成, 费用投入节奏放缓。奇安信自成立以来确立了高举高打的发展策略, 重视新产品、新安全的研发布局, 并通过大力建设销售渠道与安全服务拓展客户, 目前来看成效显著, 2019 年公司营收规模已达到行业第一。当前公司已进入高质量发展阶段, 费用率逐年下降, 2019 年销售费率、管理费率、研发费率分别为 35.5%、14.9%、33.2%, 同比下降幅度分别为 8.6、3.4、11.9pct。

图18: 2017~2019 奇安信主要财务比率 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图19: 2017~2020Q3 主要费用情况 (单位: 百万元)

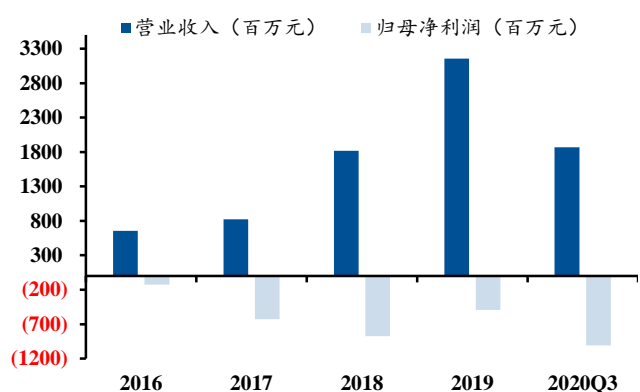


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.3.3 亏损显著收窄, 高质量发展成为新方向

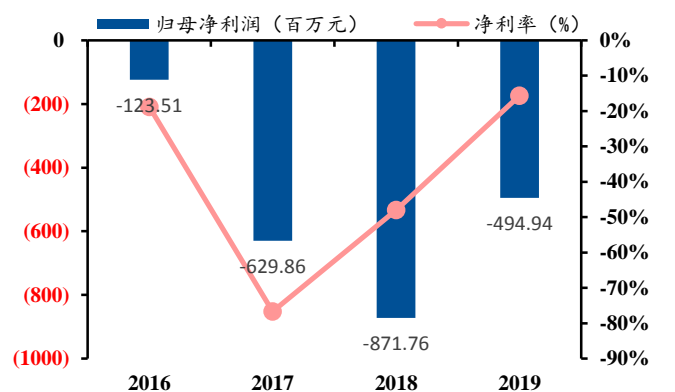
亏损显著收窄, 预计盈亏平衡点营业收入为 44-46 亿元。不计成本的投入短期压制了奇安信盈利, 目前公司尚未实现盈利, 但随着整体营收规模高速增长, 公司的亏损明显收窄, 2019 年公司亏损 5.53 亿元, 归母净利润-4.95 亿元, 归母净利率-16%提升了 32 个百分点。根据公司招股说明书的数据, 在稳定状态下预计研发费用占比将降低至 26%-28% 区间, 销售费用占比将降低至 30%-32% 区间, 以 60%-62% 的毛利率为经营目标的情况下, 公司在收入达到 44-46 亿元时可实现盈亏平衡。

图20: 2016~2020Q3 奇安信营收与归母净利润



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

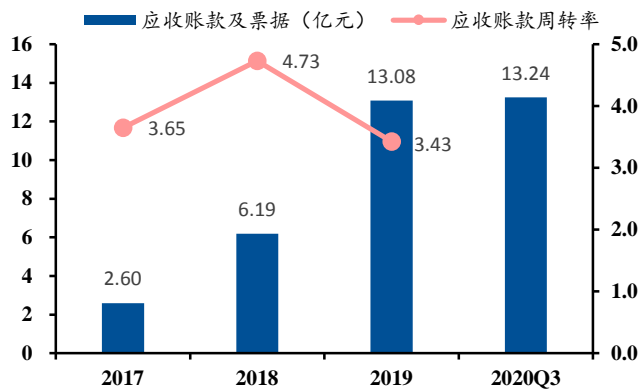
图21: 2016~2019 奇安信归母净利润及净利率情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

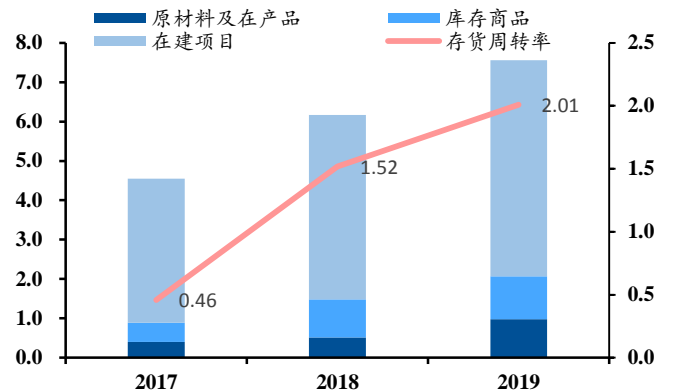
进入 2.0 战略阶段, 高质量发展是新方向。随着公司 2019 年营收规模跃居行业第一, 奇安信将进入高质量发展阶段。出于优先扩张规模的考虑, 公司 2017-2019 年应收账款、存货大幅增加, 预计随着公司未来更加注重发展质量, 应收账款周转与存货周转都将持续好转。从应收账款角度看, 公司 2020Q3 应收账款及票据总额为 13.24 亿元, 环比仅增加 1.3%; 从存货的角度看, 2019 年公司存货科目中 73.4% 为在建项目, 具体为发出商品或已经发生但尚未确认收入结转成本的项目实施成本。

图22: 2017~2020Q3 公司应收账款及周转率情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图23: 2016~2019 公司存货明细 (亿元) 及存货周转率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

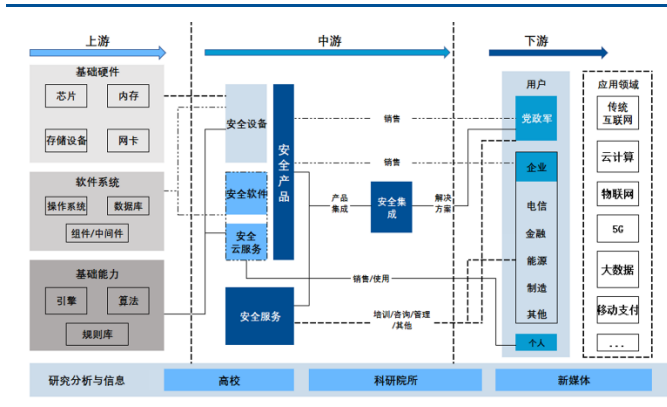
2 三大因素推动，网安行业成长空间广阔

2.1 网安行业：信息系统的基础设施，尚处起步阶段

2.1.1 网络安全是信息化的基础设施，面向政企、金融、电信等关键领域

位于产业链中游，与信息化建设相伴而生。网络安全厂商主要通过提供设备、软件、服务来为下游客户提供保护，以避免恶意攻击、信息泄露、病毒勒索、APT（高级网络攻击）等情况发生。网络安全行业的核心是攻防，只有通过不断研发投入，加强实战的攻防对抗，才能应对日益智能化、体系化的网络攻击。随着新兴 IT 技术的不断应用，所需要的网络安全产品也在不断拓展，在基础安全产品的基础上衍生出“云大物移工”等新兴安全需求。

图24： 我国网络安全行业产业链情况



资料来源：中国信通院，民生证券研究院

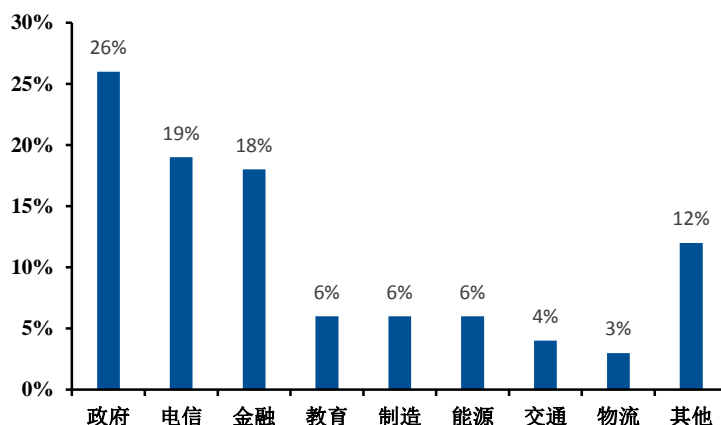
图25： 我国网络安全市场概览



资料来源：中国信通院，民生证券研究院

中国网安市场主要需求方为政府、电信、金融业，遍及关键基础设施。目前我国网络安全行业的主要客户集中在数据信息极为敏感、信息化程度相对较高的行业，下游前三大领域分别为政府、电信、金融，对应的比例分别为 26%、19%、18%，另外教育、制造、能源、交通等涉及社会民生的关键基础设施也是网络安全的重点客户。

图26： 2018 年我国网络安全下游市场结构

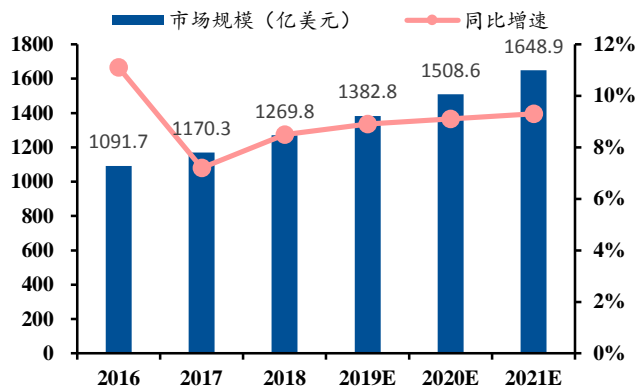


资料来源：赛迪咨询，民生证券研究院

2.1.2 中外对标：中国网安市场处于起步阶段，但增长潜力巨大

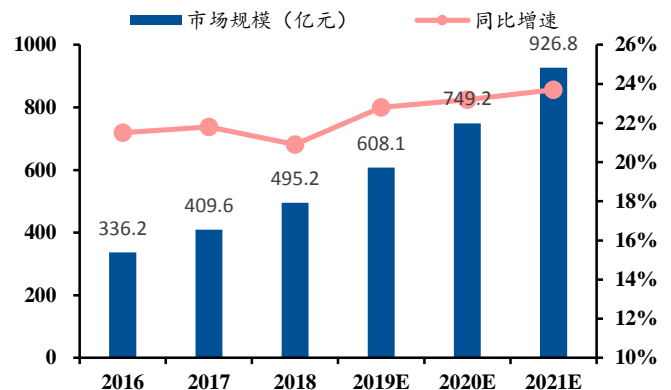
中国网络安全市场规模较小，但增长潜力巨大。我国网络安全行业尚处于起步阶段，从总体规模看相较于国外市场差距较大。根据赛迪咨询的数据，2018 全球网络安全市场规模 1269.8 亿美元，而我国网安市场 2018 年规模仅为 495.2 亿元，仅占全球市场的 5.9%。但从增长潜力上看，我国网安市场预计未来增速将保持在 20% 以上，而全球市场增速预计稳定在 8%-9% 左右。

图27: 2016~2021E 全球网络安全市场规模及增速



资料来源：赛迪咨询，民生证券研究院

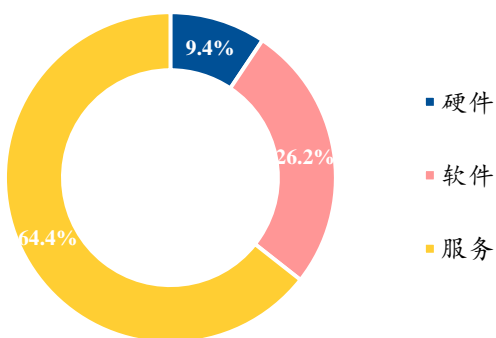
图28: 2016~2021E 中国网络安全市场规模及增速



资料来源：赛迪咨询，民生证券研究院

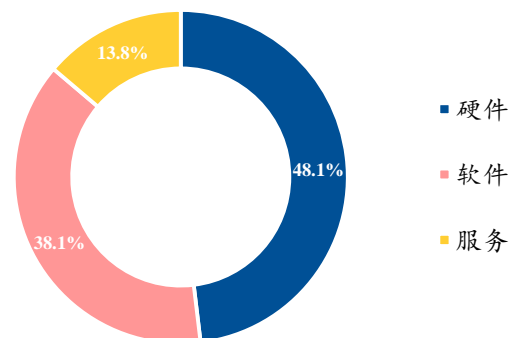
中国网安市场以硬件为主，安全软件和服务增长空间更大。从网络安全产品形态结构来看，全球网络安全市场目前以安全软件和安全服务为主，两者占比分别为 26.2%、64.4%，而安全硬件产品占比仅为 9.4%。而我国安全市场目前仍然以传统硬件为主，安全硬件、软件产品占比分别为 48.1%、38.1%，安全服务仅为 13.8%。从网络安全行业的发展路径看，随着云计算、大数据、工业互联网等新兴技术的应用，以及网安建设从事后向事前的转变，都将推动网络安全软件和服务以更高的速度成长。

图29: 2018 全球网络安全产品结构



资料来源：赛迪咨询，民生证券研究院

图30: 2018 中国网络安全市场产品结构



资料来源：赛迪咨询，民生证券研究院

2.2 政策驱动：法律体系不断健全带来强合规需求

2.2.1 网络安全相关政策不断落地，政策法律体系日趋完善

网络安全相关政策法规不断出台，网络安全与信息化建设“一体两翼”。自 2014 年中央网络安全和信息化领导小组成立以来，顶层设计者将网络安全上升到与信息化并重的国家战略高度，认为“没有网络安全就没有国家安全，没有信息化就没有现代化”。进而，我国网络安全市场相关的法律法规及相关政策不断出台，《网络安全法》的出台建立了整个网络安全市场的法律体系，等保 2.0、关基保护的出台明确了信息系统建设网络安全的硬性要求，而正在制定审议的《个人信息保护法》、《数据安全法》则进一步提升企业安全建设的意识。

表2: 自 2014 年以来我国重要的网络安全相关法律法规

时间	重磅法律法规
2014	中央网络安全和信息化领导小组成立
2015	《中华人民共和国国家安全法》
2016	《中华人民共和国网络安全法》、《国家网络空间安全战略》
2017	《网络产品和服务安全审查办法（试行）》、《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》
2018	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》、《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》
2019	《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》（等保 2.0）、《数据安全管理办法（征求意见稿）》
2020	《网络安全审查办法》、《中华人民共和国密码法》
2020 制定审议中	《个人信息保护法》、《数据安全法》

资料来源：民生证券研究院整理

2.2.2 以等保 2.0 为核心，带来硬性网安建设需求

等保 2.0 政策正式施行，网络安全需求进一步增长。于 2019 年 12 月 1 日正式施行的《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》（即等保 2.0），是网络安全行业最为重要的制度。等保 2.0 通过对信息系统进行评定，确定对应等级，并进行相应的网络安全规划建设。等保 2.0 制度是我国网络安全行业最为重要的政策法规，为整个网安行业带来强合规需求。

表3: 等保 2.0 具体定级标准及对应信息系统

等保等级	信息系统破坏后侵害程度	使用信息系统及行业
第一级（自主保护级）	信息系统受到破坏后，会对公民、法人和其他组织的合法权益造成损害，但不损害国家安全、社会秩序和公共利益。	一般适用于小型私营、个体企业、中小学，乡镇、县级单位中一般的信息系统。
第二级（指导保护级）	信息系统受到破坏后，会对公民、法人和其他组织的合法权益产生严重损害，或者对社会秩序和公共利益造成损害，但不损害国家安全。	一般适用于县级其他单位中的重要信息系统；地市级以上国家机关、企事业单位内部一般的信息系统。例如非涉及工作秘密、商业秘密、敏感信息的办公系统和管理系统等。
第三级（监督保护级）	信息系统受到破坏后，会对社会秩序和公共利益造成严重损害，或者对国家安全造成损害。	一般适用于地市级以上国家机关、企业、事业单位内部重要的信息系统，涉及工作秘密、商业秘密、敏感信息的办公系统和管理系统；跨省或全国联网运行的用于生产、调度、管理、指挥、作业、控制等方面的重要信息系统以及这类系统在省、地市的分支系统；中央各部委、省（区、市）门户网站和重要网站。
第四级（强制保护级）	信息系统受到破坏后，会对社会秩序和公共利益造成特别严重损害，或者对国家安全造成严重损害。	一般适用于国家重要领域、重要部门中的特别重要系统以及核心系统。电力、电信、广电、铁路、民航、银行、税务等重要、部门的生产、调度、指挥等涉及国家安全、国计民生的核心

		系统。
第五级(专控保护级)	信息系统受到破坏后,会对国家安全造成特别严重损害。信息系统安全等级保护的定级准则和等级划分	一般适用于国家重要领域、重要部门中的极端重要系统。

资料来源:民生证券研究院整理

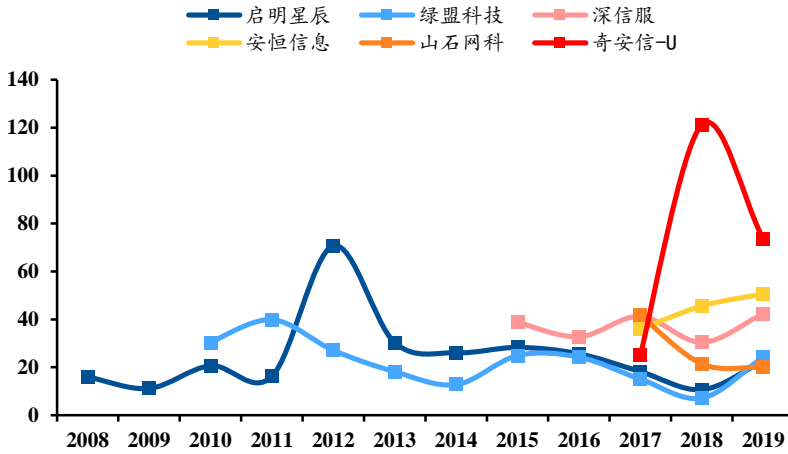
等保 2.0 带来更大变化,覆盖范围与安全防护要求全面升级。等保 2.0 方案相较于等保 1.0 有了更大的变化,在合规力度、覆盖范围及安全防护上有了更进一步的要求。具体体现在三个方面:**(1) 法律强制执行**,在法律效力上,从过去的条例法规上升到法律层面,等保 2.0 标准的最高国家政策升级为网络安全法;**(2) 覆盖对象极大拓宽**,新增大数据、云计算平台、物联网、工业控制系统、使用移动互联技术的信息系统纳入重点保护体系;**(3) 不同行业个性化要求**,在安全通用要求之外,依据各行业特点及侵害严重性,个性化定制安全扩展要求,如对于大数据等定级对象,应根据数据规模、数据价值等因素确定其安全保护等级,原则上不低于第三级。

表4: 等保 2.0 相较于等保 1.0 带来的变化

项目	等保 1.0	等保 2.0
顶层规范性文件	计算机信息系统安全保护条例 (行政法规)	网络安全法 (法律)
核心体系文件	信息安全等级保护管理办法 (部门规范性文件)	网络安全等级保护条例 (行政法规)
定级对象	信息系统	基础信息网络、信息系统、 大数据、云计算平台、物联网、工业控制系统、使用移动互联技术的信息系统等
定级流程	五个规定动作:定级、备案、建设整改、等级评测和监督检查	除五个规定动作外 ,风险评估、安全监测、通报预警、事件调查、应急演练、灾难备份、自主可控、供应链安全、效果评价、综治考核等重点措施纳入
安全要求分类	各个级别的安全要求	细分为安全通用要求和安全扩展要求,并新增了更适应各行业特点的内容
等级测评技术框架	由单元测评和整体测评组成	调整为由单项测评和整体测评组成;并在测评单元中增加测评对象
测评方法	测评方法包括访谈、核查和测试	在配置核查和测试验证方面要求更加严格。测评结果判定要求采信配置核查结果,同时要求对安全策略进行测试验证。
安全体系	被动防御体系	事前防御、事中相应、事后审计动态保障体系

资料来源:民生证券研究院整理

信息系统等级保护制度带来强合规需求,等保 2.0 有望更进一步。从顶层规划者的表述到配套的网络安全法律体系与政策法规足以见得,网络安全建设被视作与信息系统建设相伴而生,是信息系统基础设施一般的存在。回顾 2008 年推出的等保 1.0 政策,实现了我国网络安全市场从无到有的推动,从主要上市公司的营收表现来看,启明星辰、绿盟科技等网安公司 2009-2017 年以来一直保持 10% 以上的同比增速,2018 年以来陆续有深信服、安恒信息、奇安信等新兴网安公司登陆资本市场。

图31: 2008-2019年我国主要网络安全上市公司营收同比增速(单位: %)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.2.3 产业政策助力, 网安行业到 2025 规模有望增长至 2000 亿

网络安全产业政策出台, 为整个行业的发展做出了重要指引。工信部于 2019 年 9 月发布促进网络安全产业发展的指导意见(征求意见稿)指出, 到 2025 年培育一批营收超过 20 亿的网安企业, 网络安全产业整体规模达到 2000 亿元。从网络安全行业的角度来说, 等保 2.0、关键基础设施保护等带来硬性的合规需求, 而相关的产业政策则显示出政府对于网络安全行业的重视和支持。

表5: 网络安全行业重磅法律法规及产业政策

政策法规文件名	重要内容
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。支持云计算、大数据、人工智能、量子计算等技术在网络安全领域的应用, 着力提升威胁情报分析、智能监测预警、加密通信等网络安全防御能力。积极探索拟态防御、可信计算、零信任安全等网络安全新理念、新架构, 推动网络安全理论和技术创新。针对网络安全专业性强、技术演进快、应用难度大的特点, 倡导“安全即服务”的理念, 鼓励网络安全企业由提供安全产品向提供安全服务和解决方案转变。
《国家网络安全产业园区发展规划》	工信部与北京市政府决定建设国家网络安全产业园区。根据规划, 到 2020 年, 依托产业园带动北京市网络安全产业规模超过 1,000 亿元, 拉动 GDP 增长超过 3,300 亿元, 打造不少于 3 家年收入超过 100 亿元的骨干企业。到 2025 年, 依托产业园建成我国网络安全产业“五个基地”。
《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》	为了配合《网络安全法》的实施, 同时适应新技术(移动互联、云计算、大数据、物联网等)、新应用情况下等保工作的开展, 新标准针对共性安全保护需求提出安全通用要求, 针对新技术(移动互联、云计算、大数据、物联网等)、新应用领域的个性安全保护需求, 形成新的等保基本要求标准。
《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。通常情况下, 关键信息基础设施运营者应当在与产品和服务提供方正式签署合同前申报网络安全审查。
《关键信息基础设施安全保护条例(征求意见稿)》	《条例》要求, 运营者采购、使用的网络关键设备、网络安全专用产品, 应当符合法律、行政法规的规定和相关国家标准的强制性要求。

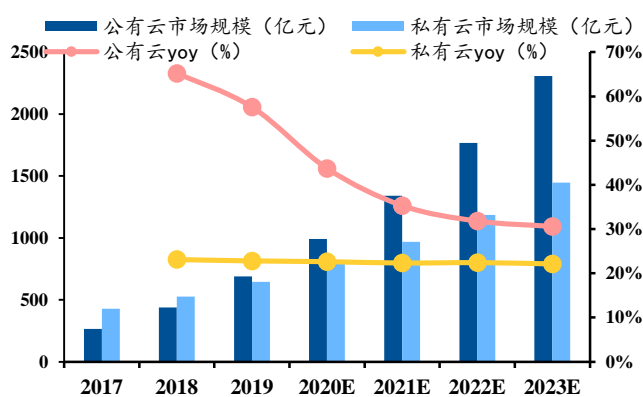
资料来源: 民生证券研究院整理

2.3 场景拓宽：“云大物移工”新 IT 带来新需求

2.3.1 云计算改变企业网络边界，工业互联网建设明确安全要求

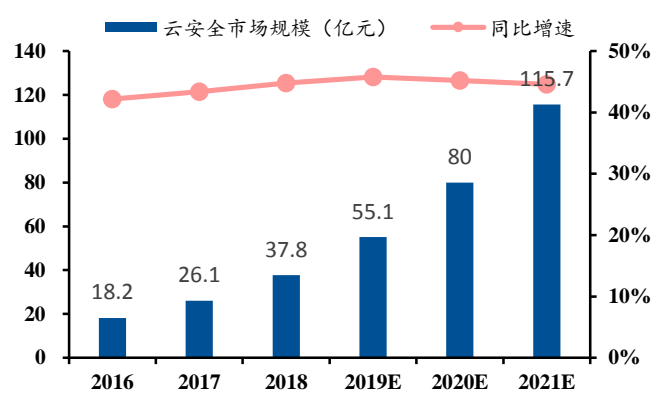
云计算行业快速发展，推动云安全市场保持 40% 以上高增速。根据信通院发布的 2018 年《云计算发展白皮书》，我国 2017 年云计算行业规模接近 693.4 亿元，预计到 2020 年有望达到 1477.4 亿元。相应的，作为云计算行业发展的 IT 基础设施建设，云安全市场规模有望在 2020 年达到 80 亿元，同比增速约为 45%。目前深信服已通过 IPO 和定增的方式，结合自身已有的云计算业务，将安全产品的范围扩展至云图、云眼、云盾等云安全领域，未来业务增长可期。

图32: 2017~2023E 我国公有云及私有云市场规模



资料来源：中国信通院，民生证券研究院

图33: 2016~2021 我国云安全市场规模



资料来源：赛迪咨询，民生证券研究院

工业互联网创新发展行动计划出台，工控安全建设再迎明确方向。工信部于 2021 年 1 月 13 日发布《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023 年）》，对于未来三年工业互联网的发展路径做出指引。其中作为信息化基础设施的网络安全行业，在文件中同样重点提及。与三年前的文件相比，这份文件对于安全领域有了更加明确的描述和发展规划，从落实企业网络安全主体责任、加强安全供给创新、促进安全产业壮大、强化安全技术保障四个方面明确工控安全发展方向。

图34: 《工业互联网创新发展行动（2021-2023）》对工控安全提出明确要求

《工业互联网发展行动计划（2018-2020年）》

安全方向重点任务：安全保障水平增强行动

1、健全安全管理制度机制，明确并落实企业主体责任，对工业行业和工业企业实行分级分类管理，建立针对重点行业、重点企业的监督检查、信息通报、应急响应等管理机制。

2、初步建立工业互联网全产业链数据安全管理体系，强化平台及数据安全监督检查和风险评估，支持开展安全认证。

3、指导督促企业强化自身网络安全技术防护，推动加强国家工业互联网安全技术保障手段及数据安全防护技术手段建设，提升安全态势感知和综合保障能力。

《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023年）》

安全方向重点任务：安全保障强化行动

1、依法落实企业网络安全主体责任。实施工业互联网企业网络安全分类分级管理制度；强化逐级负责的监督管理制度；指导地方工业和信息化、通信主管部门建设属地工业互联网安全保障体系；加强对重点工业互联网平台、APP的安全检测评估。

2、加强网络安全供给创新突破。针对关键核心领域，鼓励重点网络安全企业和工业企业联合攻关，加快密码应用核心技术突破和标准研制；支持云服务企业、网络安全企业在重点城市联合建设安全运营服务中心；面向装备、电子信息等重点行业，支持工业龙头企业建设一批具有广泛影响力的安全公共服务平台。

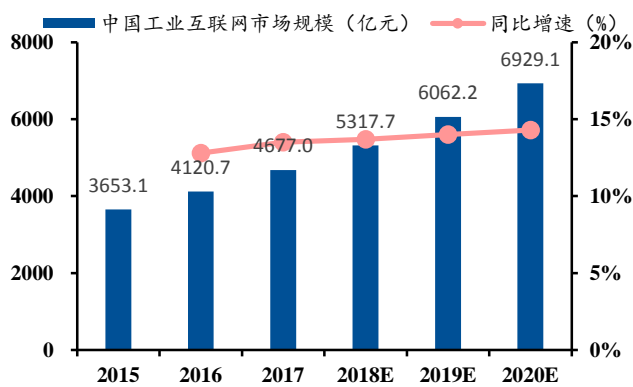
3、促进网络安全产业发展壮大。推动产业集聚发展；推进强链优链，培育一批网络安全龙头企业，在智能制造、车联网等细分赛道孵化一批“高精尖”特色安全企业；强化先进引领，遴选安全智能工厂、网络安全创新应用先进示范区。

4、强化网络安全技术保障能力。鼓励支持重点企业建设集中化安全态势感知和综合防护系统；指导省级行业主管部门加快属地工业互联网安全态势感知、在线监测等技术手段建设；支持重点城市加快“5G+工业互联网”安全大脑建设；增强京津冀、长三角、成渝地区等重点区域的安全联动保障能力；提升国家平台协调服务水平；加强工业互联网密码应用安全性评估能力建设。

资料来源：《工业互联网创新发展行动（2021-2023）》，民生证券研究院

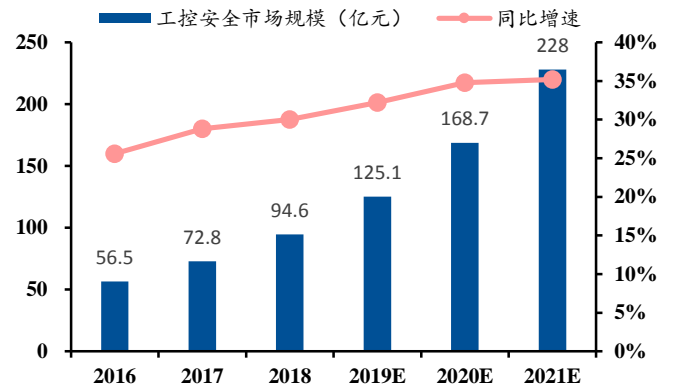
工业信息化进程持续推进，工控安全需求日益显著。随着智能制造和工业互联网推进政策的不断出台，我国工业互联网推进速度有望持续提升，2017年工业互联网市场规模约为4677亿元，根据中商产业研究院预测，到2020年工业互联网市场规模可达到6929亿元，CAGR达到13.9%。工业信息安全作为工业互联网的基础设施，也将随着工业互联网的脚步进入加速发展时期。根据赛迪顾问的数据，2018年我国工业互联网安全市场规模约为94.6亿元同比增长30%，未来三年工业互联网安全市场将保持30%以上高速增长，到2021年市场规模达到228亿元。

图35: 2015~2020 中国工业互联网市场规模



资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

图36: 2016~2021 年我国工控安全市场规模

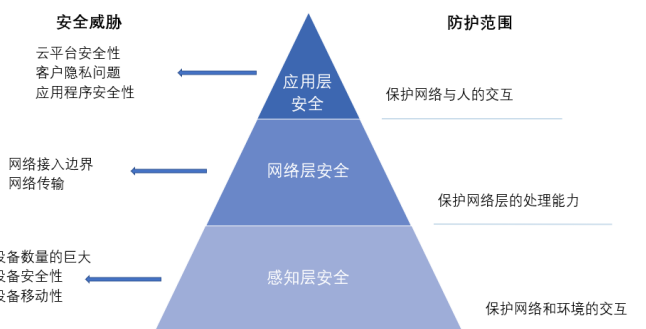


资料来源：赛迪咨询，民生证券研究院

2.3.2 新 IT 场景不断涌现，“新安全”需求蓄势待发

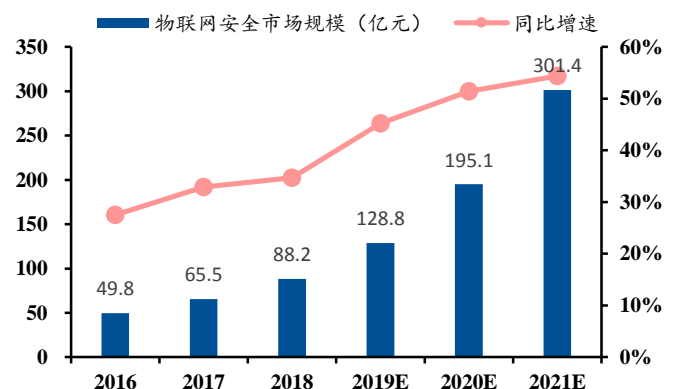
5G 建设加速物联网行业发展，安全建设尤为重要。2020 年以来，5G 及相关的新基建建设加速推进，物联网行业基础设施配套不断完善，车联网、智能终端、智能家居等应用场景有望持续落地。物联网安全涉及物联网感知层、网络层、应用层全领域，主要包括感知层的终端安全、网络层的传输安全及应用层的云平台安全等。根据赛迪咨询的数据，2018 年我国物联网安全市场规模为 88.2 亿元，同比增长 35%，预计到 2021 年物联网安全市场有望达到 301.4 亿元。

图37: 物联网三大层级对应的安全问题



资料来源：赛迪咨询，民生证券研究院

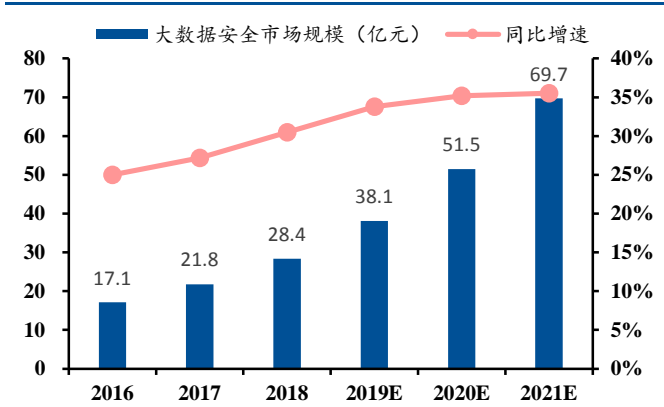
图38: 2016~2021 年我国物联网安全市场规模



资料来源：赛迪咨询，民生证券研究院

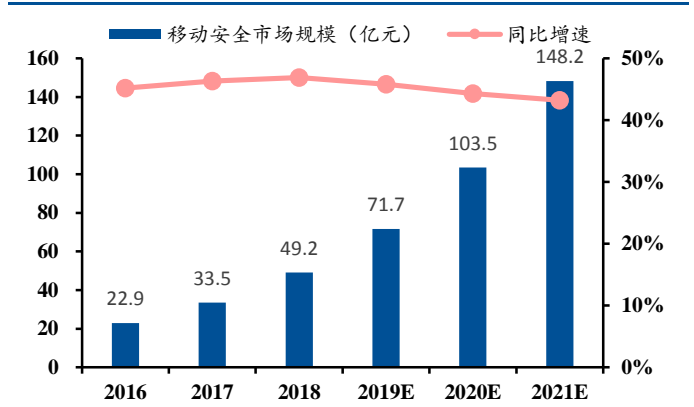
大数据安全蓄势待发，移动安全市场空间广阔。根据中国信通院的报告《大数据安全白皮书》，目前大数据行业整体正处在高速发展的时期，2018年市场规模达到4284.5亿元，同比增长24%，预计到2020年将以23%的增速达到6605.8亿元。根据赛迪咨询的数据，预计2020年我国大数据安全行业市场规模将随之增长至51.5亿元。随着我国移动互联网的发展和智能手机的普及，移动安全的需求高速增长。2018年整个市场以46.9%的增速增长至49.2亿元，根据赛迪咨询的预测在2020年整个市场规模将达到103.5亿元。

图39: 2016~2021年我国大数据安全市场空间



资料来源：赛迪咨询，民生证券研究院

图40: 2016~2021年我国移动安全市场规模



资料来源：赛迪咨询，民生证券研究院

2.4 理念变革：从被动防御到主动攻防，新产品需求旺盛

2.4.1 新技术催化下，传统安全产品难以适应新场景

企业网络边界逐渐模糊，传统产品难以应对行业痛点。随着云计算、大数据、物联网等新兴技术的不断应用，传统的网络安全建设思路面临极大的挑战。(1)企业的网络边界逐渐模糊，随着企业上云的进程加速，网络边界发生变化，传统的“内外网”的安全理念无法适应；(2)网络攻击变得智能化和体系化的同时，内网泄露同样是重要的途径。简而言之，新兴IT技术的应用使得传统被动的、静态的安全防护无所适从，安全理念正在转向以“数据驱动安全”为核心思路的主动防御。

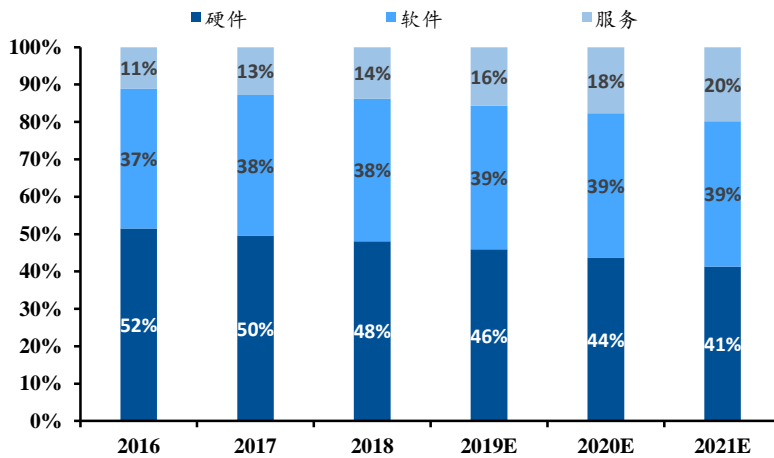
图41: 传统网络安全防护无法解决的问题



资料来源: 民生证券研究院整理

安全软件与服务需求有望加速, 大数据、AI 驱动产品升级。根据赛迪咨询的数据, 预计我国网安市场未来的结构将不断调整, 安全软件与安全服务比例有望进一步提升。安全软件的主要形态是基于流量数据, 采用大数据、AI 等技术动态的监测企业网络情况, 典型如身份管理、态势感知、SOAR 等管理软件, 目前这些新兴产品已成为安全市场的热门需求。

图42: 2018 年我国网络安全下游市场结构

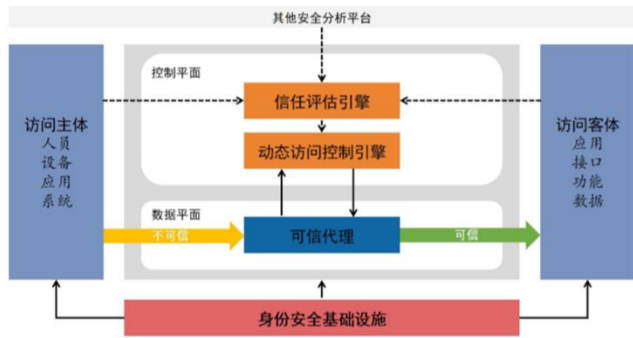


资料来源: 赛迪咨询, 民生证券研究院

2.4.2 新技术催生新需求, 动态攻防与数据驱动成为焦点

零信任从概念走向商业化, 有望改变传统安全架构。零信任架构核心思想在于对访问者默认不可信, 因此需要以身份认证为基石, 以安全大数据为依据, 持续动态地评估访问者的安全状态, 并给予动态的最小化授权。零信任技术的出现基于当前新兴 IT 技术 (云计算、大数据等) 的兴起, 传统的网络边界概念越来越模糊。企业不再只区分内网、外网, 还要面临越来越多的合作伙伴、生态伙伴等加入, 且越来越多的业务在云端进行。

图43: 零信任安全架构的核心逻辑



资料来源: Gartner, 民生证券研究院

图44: 零信任安全架构的发展历程

2004	耶利哥论坛提出去边界化的安全理念
2010	Forrester正式使用“零信任”术语
2014	谷歌发布Beyond Corp系列论文, 并开始自身的零信任基础架构改造 软件定义边界 (CSA SDP) 1.0版本发布
2017	Gartner在安全与管理峰会上提出CARTA(持续自适应风险与信任评估)模型, 并提出零信任
2018	Gartner发布零信任扩展ZTX
2019	Gartner发布零信任网络ZTNA, 融合SDP安全模型 NIST连发两版《零信任架构》标准草案
2020	奇安信联合Gartner、中国信通院发布零信任白皮书

资料来源: 中国信通院, 民生证券研究院

安全态势感知产品火热, 满足动态攻防的网络安全新需求。安全态势感知产品是目前网络安全行业中的另一个热门产品, 主要功能在于对于网络安全攻击的检测、分析、可视化、预测。态势感知的核心优势在于安防的主动性, 通过安全大数据的检测与分析, 管理者能够感知攻击的目标、手段, 并做出相应的预测。安全态势感知产品能够响应当前市场对于网络安全动态攻防的要求, 是未来安全产品的重要形态。

图45: 奇安信安全态势感知产品

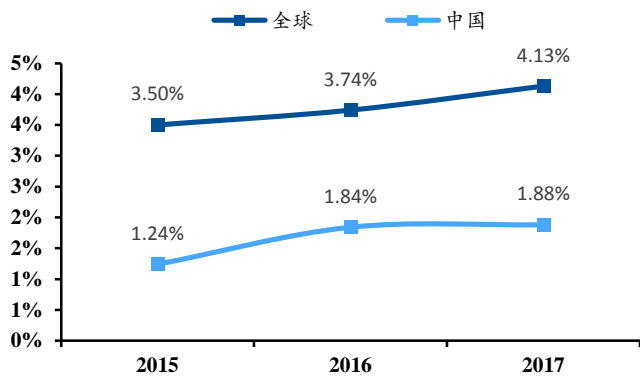


资料来源: 奇安信官网, 民生证券研究院

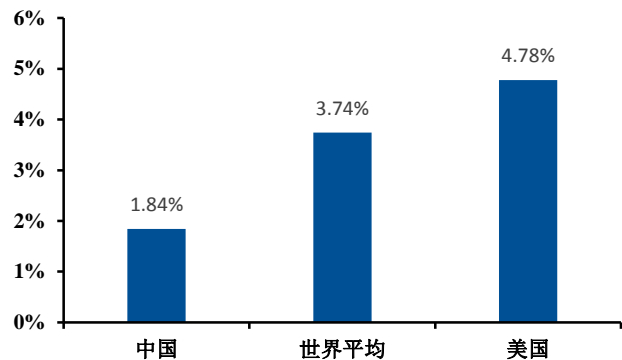
2.4.3 理念变化带来什么? 安全投资比例有望提升

行业模式的转变带来变革, 网络安全投资占比有望提升。网络安全行业规模难以提升的一大原因是企业的网络安全系统建设没有体系化的思路, 过去多采取产品堆叠的方式来应对合规的压力。但随着技术发展, 企业的网络边界逐渐模糊, 过去“外挂式”的安全体系建设思路已经无法适应需求, 目前以身份认证、数据驱动为核心的安全建设理念正在蓬勃发展。网络安全体系建设

理念的转变将为行业带来巨大的变化，安全体系将作为信息系统的数字基础设施而在整个信息系统建设时被纳入规划当中，因此预算比例上将会得到明显的提升。对比来看，目前我国网络安全投资占整个 IT 支出的比例不超过 1.9%，而全球平均值为 3.74%，安全理念领先的美国甚至达到了 4.78%。

图46: 2015~2017 中国与全球网安投资占 IT 投资比重


资料来源: IDC, 民生证券研究院

图47: 网络安全投资占 IT 投资比重比较


资料来源: 赛迪咨询, 民生证券研究院

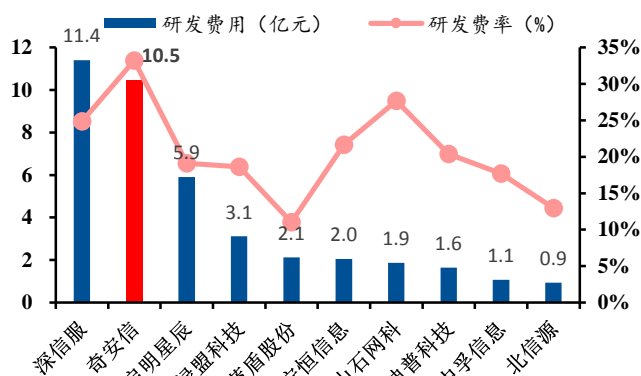
3 四大优势助力，奇安信确立网络安全领军者地位

3.1 高强度研发投入，“新安全”优势显著

3.1.1. 高强度研发投入打磨产品竞争力，安全理念领先市场

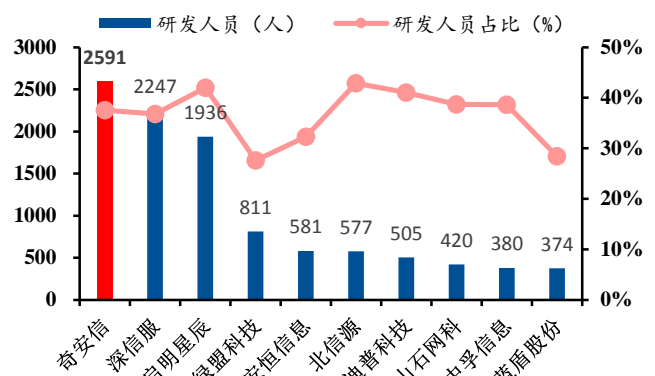
高强度研发投入与研发团队建设，两项指标均为行业领先。奇安信高管具备互联网行业背景，注重高研发高投入打磨产品，2019 年公司研发费用 10.5 亿元，研发费率达到 33.2%，考虑到深信服的云计算、企业级无线业务营收合计占比 38%，因此单纯比较网络安全领域，奇安信在研发投入及研发费率上均处于行业第一的位置。公司目前已建成 2591 人的研发团队，同样处于行业领先地位。高强度的研发投入及庞大的团队建设将有望进一步提升公司产品竞争力及产品线的扩展。

图48: 2019 年网络安全上市公司研发费用及费率



资料来源: Wind, 各公司公告, 民生证券研究院

图49: 2019 年网络安全上市公司研发人员及占比



资料来源: Wind, 各公司公告, 民生证券研究院

奇安信引领行业发展，以“内生安全”为核心思想构建体系化安防。奇安信自 2015 年领先提出了“数据驱动安全”的理念，以大数据为核心重构安全生态和服务模式。2017 年，奇安信提出“四四三三三”新思想，核心在于对系统当前安全状态的否定，通过不断收集安全数据，对整个系统安全状态持续评估。随着 IT 技术不断发展，传统安全技术思路已经无法适应当前的要求，网络安全的焦点从边界安全、账户认证转向动态安全、身份认证，构建体系化的安全防护。

图50: 奇安信创新安全理念



资料来源: 奇安信官网, 民生证券研究院

3.1.2. 高强度研发成果丰厚，“新安全”优势地位明显

高强度研发投入换来显著效果，市场地位受到专业评选机构认可。奇安信通过高强度的研发投入，打磨出多款优质产品，在终端安全、态势感知、云安全、安全管理平台领域跻身领先地位，多款拳头产品市占率达到第一。当前网络安全市场中具备影响力的第三方研究机构包括 IDC、Gartner 和赛迪咨询，根据各个研究机构的评选及研究报告来看，奇安信在行业中的领导地位及品牌效应非常明显。

表6: 奇安信主要产品参与第三方机构评选结果

标志性事件	来源	时间
Gartner 亚太区防火墙魔力象限核心厂商 (2019 年)	Gartner	2019 年
中国态势感知解决方案领导者企业	IDC	2019 年
2018 年度中国区 Web 安全 (SaaS) 市场领导者奖	FROST&SULLIVAN	2019 年
Gartner 亚太区防火墙魔力象限核心厂商 (2018 年)	Gartner	2018 年
中国威胁情报安全服务市场领导者、态势感知解决方案领导者企业	IDC	2018 年
2018 年度终端安全市场份额第一、安全管理平台市场份额第一、云安全市场份额第一、安全服务市场份额第一	赛迪咨询	2018 年
2018 年度终端安全软件市场份额第一	IDC	2018 年
2018 年 Web 安全市场份额第二、UTM 市场份额第二	赛迪咨询	2018 年
2018 年安全内容管理硬件市场份额第二	IDC	2018 年
2017 年入围 Gartner 终端防护平台魔力象限	Gartner	2017 年

资料来源：奇安信招股说明书，民生证券研究院

信创领域：天擎终端安全市占率行业第一，参与建设信创体系。奇安信的终端安全以天擎为核心，具备三六零在 C 端安全的丰富经验的同时已经通过研发完成了自主核心技术的掌控，终端安全业务 2019 年营收 4.2 亿元，行业地位市场领先，市占率 23.5% 位居行业第一，并且入选 IDC 终端安全领导者象限 (2020)。2020 年 12 月 21 日，中国软件公告表示旗下子公司麒麟软件与金山办公、奇安信等设立公司研发先进操作系统。本次投资旨在构建以操作系统为核心的国产基础软硬件产业生态，同时也显示奇安信在信创生态中拥有重要地位。

图51: 终端安全处于 IDC 魔力象限领导者地位



资料来源：IDC，公司官网，民生证券研究院

图52: 奇安信参与设立先进操作系统公司



资料来源：中国软件公司公告，民生证券研究院

云安全：市场占有率第一，与腾讯云达成战略合作。奇安信云安全业务主要包括云安全管理平台、虚拟化管理系统、云堡垒机云安全服务等，根据赛迪咨询的数据，公司云安全业务 2018

年市占率第一，产品地位受到市场认可。公司云安全业务 2019 年更进一步，云安全管理平台、虚拟化管理系统两大业务 2019 年贡献营收 6723.83 万元、8104.88 万元，同比增长 374%、34%。云安全业务 2019 年全年营收约 3 亿，至 2020 年前三季度同比增速 70% 以上。

图53: 奇安信云安全业务及市场地位

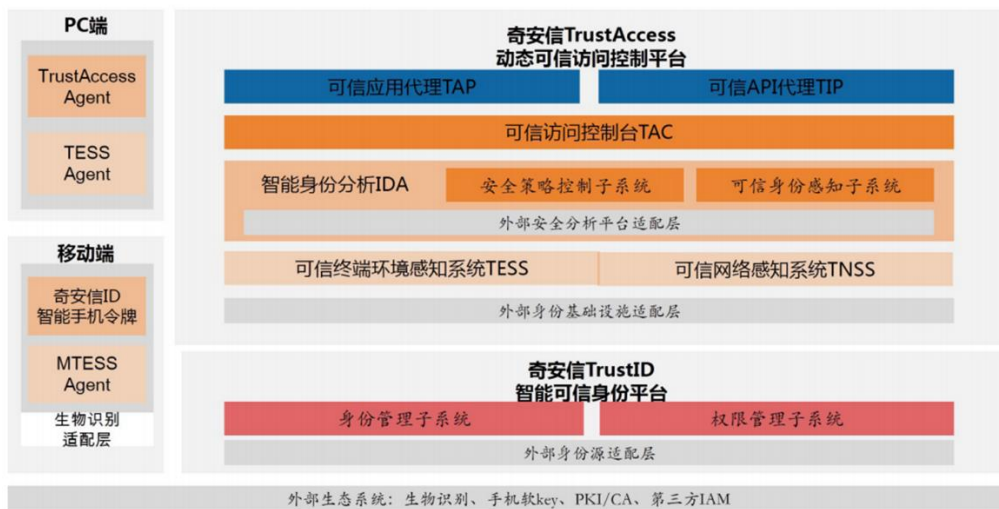
产品状态	产品	市场地位	贡献营收 (万元)
已有主要产品	云安全管理平台	"云安全管理平台"被评为2018-2019中国网络信息安全市场年度优秀产品、"虚拟化安全管理系统"被评为2018-2019中国网络信息安全市场年度优秀产品、2018年度云安全市场份额第一来源: 赛迪咨询	6723.83
	虚拟化安全管理系统		8104.88
	云堡垒机		未单独披露
	云安全服务		未单独披露
产品状态	产品	市场地位	投资金额 (万元)
募投产品	云和大数据安全防护与管理运营中心建设项目		84925.75

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图54: 奇安信与腾讯云达成战略合作


资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

零信任安全: 2019 年已实现商业化落地, 与 Gartner 完成零信任推广。奇安信是市场中最先实现零信任解决方案商业化落地的厂商, 2019 年完成 42 套相关解决方案, 实现营业收入 1253.6 万元, 平均单价为 29.85 万元。奇安信与 Gartner 合作完成了零信任架构及解决方案白皮书, 对于整个零信任安全理念进行详尽地阐述, 并以奇安信产品为例做具体的零信任应用案例。

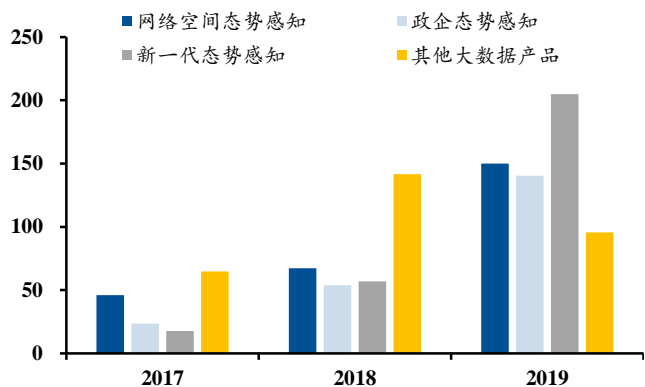
图55: 奇安信零信任安全架构


资料来源: Gartner, 奇安信官网, 民生证券研究院

态势感知: 处于行业领导者地位, 加大投入保持领先优势。安全态势感知产品是奇安信的拳头产品, 2019 年贡献营收 5.91 亿元。根据 IDC、赛迪咨询的数据看, 无论是品牌影响力还是营收规模, 公司安全态势感知产品在行业处于明显的领先地位。2019 年奇安信 NGSOC 产品市占率 23.5%, 并且处于 IDC 发布的中国安全态势感知解决方案领导者象限的第一位。另外, 公司拟使

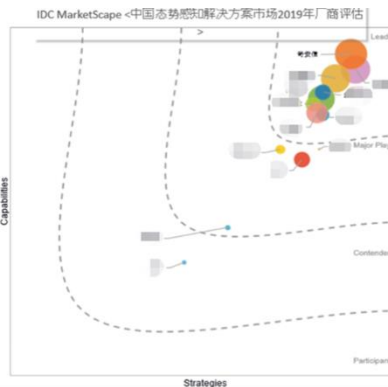
用 6.8 亿元投资态势感知产品的研发，未来有望保持行业领先地位。

图56: 2017~2019 公司动态感知产品 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图57: 2019 年中国态势感知厂商评估



资料来源: IDC, 民生证券研究院

3.2 构建四大研发平台, 拥有最全面产品线

3.2.1. 四大平台建设基本完成, 研发效率有望持续提升

研发体系不断完善, 技术模块化提升研发效率。公司以“数据驱动安全”为技术理念, 重点建设了鲲鹏、诺亚、雷尔、锡安四大研发平台, 分别面向网络操作平台、大数据操作平台、可视化操作平台以及云控操作平台, 聚焦核心技术能力的平台化输出, 将安全产品平台化、模块化, 避免了新产品研发过程中核心能力的重复研发, 将极大降低未来新产品的研发成本及研发周期。

图58: 奇安信产品研发架构及研发体系



资料来源: 奇安信招股说明书, 民生证券研究院

3.2.2. 奇安信拥有全方位覆盖的产品线, 多款产品迎量价齐升

奇安信产品线丰富, 覆盖网络安全各个细分领域。奇安信的核心优势在于产品覆盖面广, 根

据安全牛 2020 年发布的中国网络安全行业全景图，公司入选全部 15 个一类、71 个二级分类安全领域，成为入围网络安全全景图细分领域最多的企业。在数世咨询发布的《中国网络安全能力图谱》，奇安信共上榜 53 个细分产品（包括防火墙、入侵检测、SOC、威胁分析等），成为此次上榜最多的安全厂商。目前公司布局超过 100 条产品线，拥有行业规模最大的超过 2500 名研发团队，在产品线完整度上具备显著的领先优势。

表7: 奇安信网络安全产品体系

三大产品方向	二级分类	具体产品
基础架构安全产品体系	零信任基础架构	零信任身份安全
	日志与审计安全	日志收集与分析系统
	应用开发安全	代码卫士、开源卫士
新一代 IT 基础设施防护产品体系	泛终端安全防护	终端安全管理系统、终端安全准入系统、服务器安全管理系统、终端安全响应系统、移动终端安全管理系统、工业主机安全防护系统
	新边界安全防护	新一代智慧防火墙、安全 SD-WAN、安全隔离与信息交换系统、数据安全交换平台、安全接入网关系统 (VPN)、上网行为管理系统、业务安全网关、工业控制安全网关、网络流量传感器
	云计算安全防护	云安全管理平台、虚拟化安全管理系统
	数据安全防护	数据库审计系统、堡垒机系统
大数据智能安全检测与管控产品体系	SaaS 智能安全	网站安全云、全球鹰安全监测与运营服务、补天漏洞情报与众测服务
	大数据智能安全分析与监测	网络空间安全态势感知与通报处置平台、政企态势感知与安全运营管理平台 (NGSOC)、新一代威胁态势感知与响应系统、威胁情报平台、大数据情报分析系统、工业安全监测系统

资料来源：奇安信招股说明书，民生证券研究院

产品持续放量，大部分产品单价稳中有升。随着技术不断突破以及品牌建设持续发力，公司在行业中保持高速发展，主要产品持续放量，产品数量增速平均 115%。另一方面，产品放量并未对单价造成实质影响，主要品种价格平均增幅约为 8%，印证公司业务增长来自市场份额开拓以及自身技术水平提升的结果。随着公司在行业中龙头地位不断稳固，各业务营收规模增长空间巨大。

表8: 奇安信主要产品数量、单价变化情况

产品	交付形式	销量 (套/台)			单价 (万元)		
		2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
零信任安全系统	软硬一体	-	-	42	-	-	29.85
日志审计与分析系统	纯软件	99	123	147	1.95	5.26	1.91
	软硬一体	239	672	1236	4.55	4.32	3.82
代码卫士	软硬一体解决方案	36	39	59	38.19	47.33	55.35
	纯软件解决方案	1	6	13	40.73	54.06	97.45
天擎一体化终端管理系统	纯软件	276.44	311.46	552.18	40.63	61.05	76.39
终端安全准入系统	软硬一体	382	1085	1755	5.27	4.37	4.11
新一代智慧防火墙	软硬一体	6466	11614	16147	1.59	1.51	1.71
云安全管理平台	纯软件	4	28	111	35.46	50.66	60.58
虚拟化安全管理系统	按 CPU 计价	10565	26530	28126	1689.97	1735.88	1753.42
	按客户端计价	15133	27703	90550	515.91	516.48	350.44
网络空间安全态势感知与通报处置平台	综合解决方案	6	5	39	495.02	429.68	273.97
	轻量级解决方案	52	144	240	31.7	31.84	18.05
政企态势感知与安全运营管理平台	解决方案	44	111	238	53.61	48.68	58.96
新一代威胁态势感知与响应系统	解决方案	54	134	433	32.99	42.41	47.31

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：天擎一体化系统销量单位为“万点”，对应单价单位为元；虚拟化安全管理系统单价为元

网安行业目前处于充分竞争状态，奇安信的竞争优势在于产线体系化、技术领域新。我国网络安全行业目前处于充分竞争状态，既有专业的第三方厂商如奇安信、启明星辰、深信服等竞争，也有华为、新华三、百度等大厂参与。目前专业厂商主要分为两大类，以奇安信、启明星辰、绿盟科技为代表的综合性厂商，业务条线广，产品和服务业务都有涉及；一种以深信服、安恒信息、山石网科为代表的，聚焦于细分领域形成专业化壁垒。

表9: 奇安信与国内主要竞争对手产品及市场地位比较

公司	产品	市场地位	营业收入 (亿元)
奇安信	公司定位是全领域覆盖的综合型网络安全厂商，拥有基础架构安全、新一代 IT 基础设施防护以及大数据智能安全检测与管控三大类产品， 产品领域涉及技术架构安全、防火墙、网关、安全管理系统、态势感知、云安全、大数据安全、工业互联网安全、移动终端安全等，且拟投入物联网安全、零信任架构方向。	根据赛迪、IDC 等报告显示，终端安全、安全管理平台、安全服务、云安全排名行业第一，UTM、Web 安全、安全内容管理等位居行业前列。	31.54
启明星辰	网络安全产品、可信安全管理平台、安全服务与解决方案。安全产品线横跨网关、检测、数据安全与平台、安全服务与工具等技术领域。核心产品包括入侵检测与防御 (IDS/IPS)、统一威胁管理 (UTM)、安全管理平台 (SOC)、数据安全、数据库安全审计与防护、堡垒机、网闸等。	根据 IDC 等的报告显示，UTM、IDS、IPS 等多款产品市场占有率第一。	30.89
深信服	主营包括信息安全业务、云计算业务、基础网络及物联网业务。在创业早期公司即推出 IPSecVPN 和 SSLVPN 产品，随后陆续创新地推出上网行为管理、应用交付、下一代防火墙、终端安全、安全态势感知、云安全、安全服务等安全产品和解决方案。	IDC2018 数据显示，深信服在 VPN 市场连续 11 年强势蝉联第一，持续领跑中国 VPN 市场。	28.44
天融信 (南洋股份)	网络安全及大数据产品和安全云服务，主要向广大客户提供安全防护、安全检测、安全接入、数据安全、云安全、大数据、安全云服务、云计算和企业无线九大类产品及服务	连续 19 年位居中国网络安全防火墙市场第一。	24.16
绿盟科技	网络安全产品、全方位安全解决方案和体系化安全运营服务。安全产品主要包括安全评估、安全检测、安全防御、安全平台等。	抗拒绝服务系统 (ADS)、入侵检测防御系统 (IDPS)、WEB 应用防护系统 (WAF)、远程安全评估系统 (RSAS) 等产品国内市场占有率领先	16.70
安恒信息	网络信息安全基础产品、网络信息安全平台以及网络信息安全服务，包括云安全平台、大数据安全平台、物联网安全平台	核心产品的前瞻性和影响力获得了国内外权威机构认可，Web 应用防火墙、日志审计、堡垒机等核心产品市场份额持续多年位居前列。	9.44
山石网科	边界安全：防火墙、WEB 应用防火墙、入侵检测与防御等；内网安全：内网威胁感知系统；云计算安全：山石云格、云界、云集；数据安全、智能分析管理、安全服务。	业界专业防火墙厂商之一，连续 5 年入选 Gartner 企业级防火墙魔力象限、Gartner-UTM 魔力象限；连续 2 年入选 Gartner-IDPS 魔力象限；2018 年被选为 Gartner 亚太地区企业级防火墙—全球性厂商。	6.75

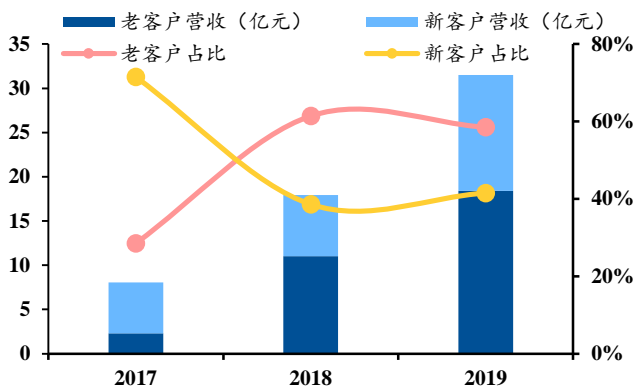
资料来源：奇安信招股说明书，各公司官网，民生证券研究院

3.2.3. 产品线齐全有何优势？客户认可后复购范围扩大，成长潜力巨大

老客户复购意愿显著提升，新客户开拓顺利。网络安全行业在商业模式上有独特的特点，即新客户通常会小部分采购一定量的产品或者服务，倘若公司产品或服务获取客户的信任后，在第二轮采购周期中客户会积极复购或者进一步扩大采购范围。从奇安信的情况看，2018、2019 年老客户贡献营收 11.02、18.41 亿元，同比增速分别为 380.17%、67.11%，显示了市场对公司的认可。

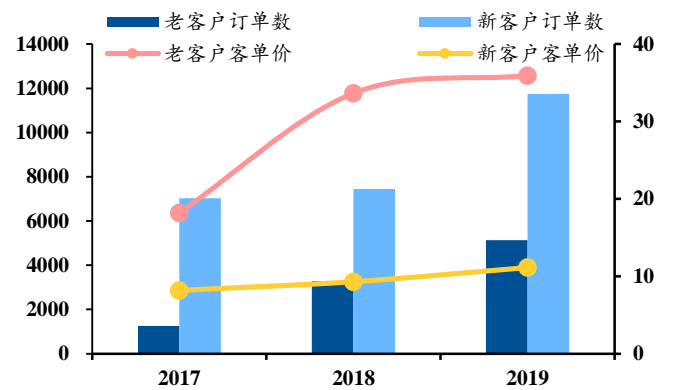
品牌与产品获得认可，新老客户订单迎量价齐升。随着客户对于公司品牌的认可，安全产品服务的采购范围进一步扩大，平均客单价 35.93 万元，远超新客户 11.13 万元。公司产品线不断丰富，产品逐渐体系化发展，公司产品客单价持续提升，2017-2019 年分别为 9.7、16.7、18.7 万元，订单数量分别为 8290、10727、16873 份，预计公司将在未来一段时间迎来量价齐升态势。

图59: 2017~2019 新老客户营收及占比情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图60: 2017~2019 新老客户订单、客单价 (单位: 万元)



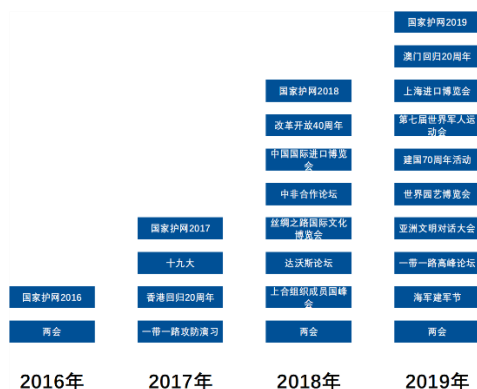
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3.3 大力建设品牌形象，网安领军者形象不断强化

3.3.1. 北京冬奥会唯一网安赞助商，已搭建全国安全服务体系

多次参与国家重大安保事件，首家赞助冬奥会的网安企业。奇安信非常注重品牌建设，成立后在 2016-2019 四年间累计参加国家重大安保事件 53 次，参与每年国家护网行动（涉及政府、事业单位、金融、能源、运营商等领域的攻防演练）。2019 年 12 月 26 日奇安信携手北京冬奥组委，成为 2022 年北京冬奥会、冬残奥会官方网络安全服务和杀毒软件赞助商。奇安信在品牌建设进程中采取高举高打的策略，积极参与我国网络安全行业的发展，推广自身的品牌影响力。

图61: 奇安信自成立以来多次参与国家重大安保事件



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图62: 奇安信成为冬奥会赞助商



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

建设安全人才培养基地，安全服务受到市场认可。奇安信以四川绵阳为核心建立全国的网络安全人才培养基地，既能够满足全国网络安全人才的巨大缺口，同时向自身输送相关人才。奇安信的安全服务覆盖了全国 27 个省市、近 300 个地市，应急响应服务致力于成为“网络安全行业的 120”。根据赛迪咨询 2018 年的报告，公司安全服务以 6% 的市占率领跑全行业；在《互联网周刊》& eNet 研究院联合发布了“2019 企业服务 (TO B) 排行榜”，其中奇安信位列“2019 企业网络安全服务 TOP10”榜单第一名。

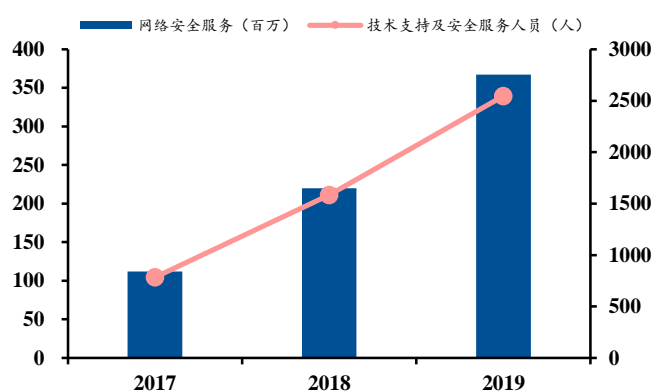
图63: 奇安信全国人才培养基地

| 人才培养基地布局图



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图64: 奇安信安全服务业务规模及服务人员数量

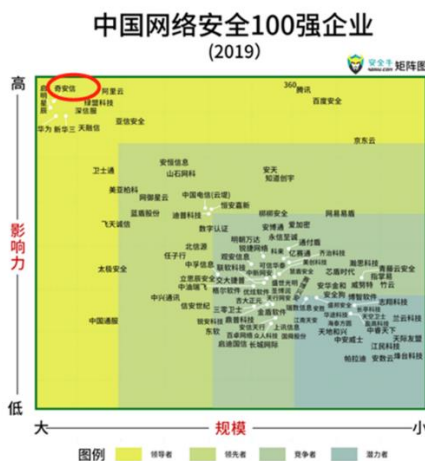


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3.3.2. 行业地位不断受到认可，网络安全领军者形象不断确立

奇安信 (360 企业安全) 已经连续多年处于行业领导者地位，品牌效应明显。根据第三方网络安全媒体安全牛的报告，从规模、品牌影响力两个维度进行划分，公司已经连续多年位列中国网安 100 强公司的头部位置。考虑到网络安全行业特殊的行业特点 (产品差异化感知较难、安全背后代表着信任)，一个行业知名的品牌背后蕴含着极高的无形价值，对于公司的新客户开拓与老客户复购都有着深刻的影响。

图65: 2019 年安全牛评出中国网络安全 100 强企业



资料来源: 安全牛, 民生证券研究院

3.4 中国电子战略入股，“国家队”身份背景助力市场开拓

3.4.1. 中国电子入股 18%，奇安信跻身网络安全“国家队”

中国电子战略投资 37 亿元，成为公司第二大股东。2019 年 5 月，360 集团将所持 22.59% 的奇安信股份全部转让给中国电子信息产业集团，转让金额合计 37.31 亿元。中国电子战略入股奇安信，不是简单的财务投资而是战略性投资，有利于双方强化网络安全核心能力，加快迈向世界一流网信企业行列。强有力的股东背景有利于公司保持行业的领先地位：同时考虑到下游客户政企居多的特殊性，中国电子的战略投资有利于帮助公司开拓市场。

图66: 2019年中国电子战略入股奇安信



资料来源：中国电子官网，民生证券研究院

上市公司中较为稀缺的“国家队”身份，契合下游客户结构。我国主要网络安全上市公司中，“国家队”身份的主要有三家，分别是奇安信（中国电子持股 17.95%）、绿盟科技（中国电科持股 15.5%）、天融信（中国电科持股 4.95%）。考虑到我国网络安全行业下游客户中主要为政企、电信、金融、能源等领域，大型央企国企及政府事业单位居多，“国家队”身份有助于公司顺利开拓市场。

表10: A股主要网络安全上市公司重要股东情况

公司	重大战略投资	投资时间	最新持股比例
奇安信	中国电子信息集团（CEC）战略入股	2019/5/10	17.95%
绿盟科技	中国电子科技集团（CETC）增持后成为第一大股东	2019/5/29	15.50%
天融信	中国电子科技集团（CETC）入股	2019/11/18	4.95%
深信服	定向增发（对象为高毅、嘉实、腾讯、中金）	2020/12/11	1.16%
安恒信息	阿里创投为第二大股东	2016/1/1	10.81%
山石网科	三六零战略增持	2020/12/29	9.99%

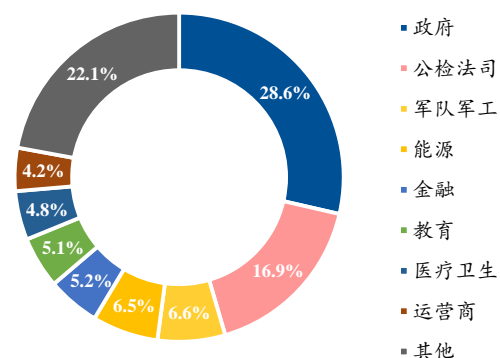
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

3.4.2. “国家队”身份有何好处？客户身份决定，市场开拓更具优势

主要客户来自政府、公检法、军队等领域，“国家队”背景助力业务开拓。目前我国网络安

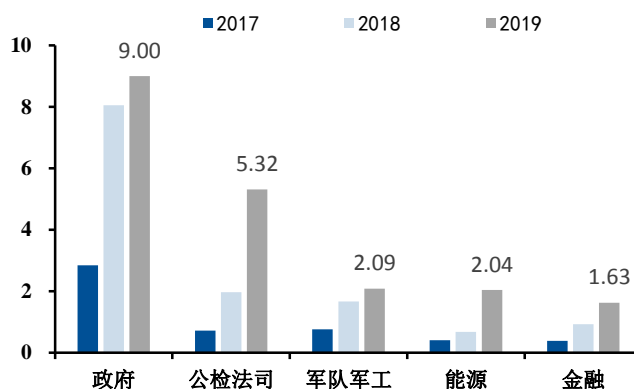
全市场中主要需求方来自政府、军工、金融、事业单位、能源、运营商等领域，以奇安信自身为例前三大需求方分别为政府 28.6%、公检法司 16.9%、军队军工 6.6%。上述部门在业务开拓的过程中，品牌、行业地位、性价比、政企关系等等诸多因素共同影响，而中国电子入股后奇安信跻身网络安全“国家队”，对于公司业务的拓展有很大帮助。

图67: 2019年奇安信客户结构情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图68: 2017-2019年前五大市场营收变化 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

多领域头部客户选择奇安信, 公司解决方案受到认可。从结果上看, 市场对于奇安信作为网络安全企业的品牌是高度认可的, 公司的客户覆盖政府、央企、金融、教育、医疗、运营商等多家行业头部企业, 例如外交部、公安部、中国神华、国家电网、人民银行等等。对于网络安全公司来说, 考虑到其业务的特殊性, 品牌影响力非常重要, 公司多个成功的头部客户案例将产生强烈的示范效应, 为后续客户的开拓打下基础。

图69: 奇安信在大型国有部门、企业领域成功的解决方案



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

4 盈利预测与估值建议

4.1 营收与成本预测

网络安全产品量价拆分及盈利预测：政策法规驱动、下沉市场开拓，产品量价齐升趋势不改。

奇安信产品在 2017-2019 年间大部分一直保持量价齐升的趋势，核心推动力在于两点：1)《网络安全法》、等保 2.0 等政策法规带来的强合规需求；2) 奇安信将安全能力模组化，可以灵活的响应客户新增的安全需求，产品的单价随着集成功能的增多而不断提升。

表11: 奇安信 2020~2022 年网络安全产品销量预测结果 (单位: 套, 天擎产品单位为万点)

产品销量	产品形态	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
零信任安全	软硬一体			42	100	200	300
日志	纯软件	99	123	147	176	246	344
	软硬一体	239	672	1236	1483	2076	2906
代码卫士	软硬一体解决方案	36	39	59	88	132	198
	纯软件解决方案	1	6	13	19	28	42
天擎 (单位: 万点)	纯软件	276	311	552	663	928	1299
终端准入系统	软硬一体	382	1085	1755	2106	2948	4127
新一代防火墙	软硬一体	6466	11614	16147	19376	27126	32551
云安全管理平台	纯软件	4	28	111	155.4	217	325
虚拟化安全管理系统	按 CPU 计价	10565	26530	28126	39376	55126	77176
	按客户端计价	15133	27703	90550	117715	164801	230721
网络空间安全态势感知与通报处置平台	综合解决方案	6	5	39	58	87	126
	轻量级解决方案	52	144	240	336	537	751
政企态势感知与安全运营管理平台	解决方案	44	111	238	333	532	744
新一代威胁态势感知与响应系统	解决方案	54	134	433	562	843	1180

资料来源: 奇安信招股说明书, 民生证券研究院

表12: 奇安信 2020~2022 年网络安全产品单价预测结果 (单位: 万元, 天擎、虚拟化安全单位为元)

产品销量	产品形态	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
零信任安全	软硬一体			29.9	74.6	82.1	86.2
日志	纯软件	2.0	5.3	1.9	2.0	2.0	2.0
	软硬一体	4.6	4.3	3.8	4.0	4.0	4.0
代码卫士	软硬一体解决方案	38.2	47.3	55.4	60.9	63.9	67.1
	纯软件解决方案	40.7	54.1	97.5	107.2	112.6	118.2
天擎 (单位: 元)	纯软件	40.6	61.1	76.4	80.2	88.2	97.1
终端准入系统	软硬一体	5.3	4.4	4.1	4.0	4.0	4.0
新一代防火墙	软硬一体	1.6	1.5	1.7	1.8	1.9	2.0
云安全管理平台	纯软件	35.5	50.7	60.6	66.6	73.3	77.0
虚拟化安全管理系统 (单位: 元)	按 CPU 计价	1690.0	1735.9	1753.4	1726.4	1738.6	1739.5
	按客户端计价	515.9	516.5	350.4	400.0	400.0	400.0
网络空间安全态势感知与通报处置平台	综合解决方案	495.0	429.7	274.0	328.8	345.2	362.5
	轻量级解决方案	31.7	31.8	18.1	19.0	19.9	20.9
政企态势感知与安全运营管理平台	解决方案	53.6	48.7	59.0	61.9	65.0	68.3
新一代威胁态势感知与响应系统	解决方案	33.0	42.4	47.3	52.0	57.2	63.0

资料来源：奇安信招股说明书，民生证券研究院

三大业务营业收入预测结果：预计公司 2020-2022 年营收分别为 41.96、60.33、85.02 亿元，同比增速分别为 33%、44%、41%。其中，在 2020-2022 年，安全产品营收分别为 28.44、43.34、62.96 亿元，同比增速分别为 36%、52%、45%；安全服务营收分别为 6.25、9.37、14.05 亿元，同比增速分别为 70%、50%、50%；硬件业务营收分别为 7.22、7.58、7.96 亿元。

表13: 奇安信 2020~2022 年营业收入预测结果

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
网络安全产品	671.37	1185.32	2094.59	2844.34	4333.50	6296.35
YOY (%)		77%	77%	36%	52%	45%
其中：基础架构安全产品	29.19	60.52	141.27	271.4	468.0	714.2
YOY (%)		107%	133%	92%	72%	53%
新一代 IT 基础设施防护产品	489.70	804.88	1362.41	1714.82	2514.24	3590.43
YOY (%)		64%	69%	26%	47%	43%
大数据智能安全检测与管控产品	152.49	319.92	590.91	858.11	1351.22	1991.67
YOY (%)		110%	85%	45%	57%	47%
网络安全服务	111.77	219.75	367.32	624.45	936.67	1405.01
YOY (%)		97%	67%	70%	50%	50%
硬件及其他	21.48	389.86	687.42	721.79	757.88	795.78
YOY (%)		1715%	76%	5%	5%	5%
其他业务	16.62	21.84	4.79	5.00	5.00	5.00
营收合计	804.62	1794.93	3149.33	4195.58	6033.05	8502.13
YOY (%)		123%	75%	33%	44%	41%

资料来源：奇安信招股说明书，民生证券研究院

随安全产品与安全服务占比提升，整体毛利率有望持续回升。我们预计公司 2020-2022 年毛利率分别为 60.5%、64.1%、66.5%，一方面随着公司规模效应不断体现，安全产品和安全服务业务毛利率有望稳步提升；另一方面公司逐步重视毛利的考核，安全集成业务的占比将持续降低，从而减少对毛利率的拖累。

表14: 奇安信 2020~2022 年营业收入预测结果

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
网络安全产品	77.6%	72.5%	73.1%	74.16%	74.20%	74.21%
其中：基础架构安全产品	85.9%	81.2%	81.3%	82%	82%	82%
新一代 IT 基础设施防护产品	76.6%	70.2%	73.7%	75%	75%	75%
大数据智能安全检测与管控产品	79.3%	76.7%	69.7%	70%	70%	70%
网络安全服务	68.4%	57.1%	63.2%	65.2%	67.2%	68.2%
硬件及其他	4.9%	1.4%	3.2%	3%	3%	3%
营业收入毛利率	74.4%	55.1%	56.7%	60.5%	64.1%	66.5%

资料来源：奇安信招股说明书，民生证券研究院

4.2 费用投入及重要财务数据预测

销售费用：我们预计公司 2020-2022 年销售费率分别为 34%、30%、30%，对应的金额分别为 14.3、18.1、25.5 亿元。销售费率的下降主要源自两方面：第一前期品牌宣传建设力度较大，公司进入高质量发展阶段后将逐步降低销售费用投入；第二公司营收端继续保持高速增长，一定程度上摊薄销售费率。

管理费用：我们预计公司 2020-2022 年管理费率分别为 12%、10%、8%，同时 2020-2022 年分别摊销股权激励费用 0.25、2.91、1.52 亿元，因此 2020-2022 年整体管理费用金额分别为 5.3、8.9、10.0 亿元。管理费率的下降主要源自公司持续推进精细化管理，逐步解决前期高速发展所遗留的冗余支出。

研发费用：我们预计公司 2020-2022 年研发费率分别为 31%、29%、28%，对应金额分别为 13.0、17.5、23.8 亿元。研发费率的下降主要源自公司四大研发平台建设完成后，研发成果模块化带来的研发效率大幅提升。

4.3 盈利预测结果

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 41.96、60.33、85.02 亿元，同比增速分别为 33%、44%、41%；预计 2020-2022 年公司实现归母净利润-2.95、1.01、5.97 亿元。

表 15: 奇安信 2020~2022 年营业收入预测结果

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,154	4,196	6,033	8,502
营业成本	1,365	1,657	2,165	2,847
营业税金及附加	33	42	60	85
销售费用	1,118	1,426	1,810	2,551
管理费用	470	529	894	1,002
研发费用	1,047	1,301	1,750	2,381
EBIT	(879)	(759)	(646)	(363)
财务费用	22	(23)	(56)	(55)
其他收益	(3)	21	30	30
投资收益	196	100	200	250
营业利润	(536)	(328)	112	664
营业外收支	(3)	0	0	0
利润总额	(539)	(328)	112	664
所得税	14	0	0	0
净利润	(553)	(328)	112	664
归属于母公司净利润	(495)	(295)	101	597

资料来源：奇安信招股说明书，民生证券研究院

4.4 估值分析

4.4.1. 可比公司与估值指标的选择

可比公司选择：奇安信是我国网络安全龙头，是产品线最为齐全的综合性和网络安全厂商。选择可比公司时，我们选取了 5 家国内网安厂商与 1 家海外网安企业。其中国内厂商选择深信服、安恒信息、启明星辰、绿盟科技、山石网科作为分析对象，以上五家是目前 A 股中最有代表性的综合性安全厂商。值得注意的是，天融信同样是我国领先的网安企业，2019 年安全营收 24 亿元排名全 A 股网安上市公司第 4 位，但由于公司尚未剥离电缆业务，财务数据较难拆分，因此我们并未将天融信纳入估值参考中。国外公司选择派拓网络，公司以下一代防火墙产品起家，产品线齐全，目前已成为全球市值领先的网络安全企业。

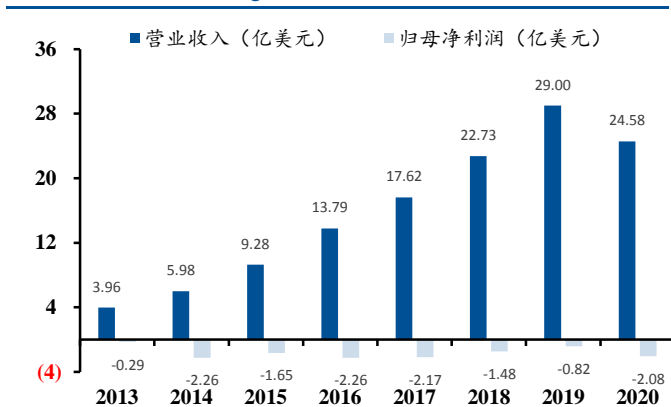
表16: 奇安信可比公司相关数据 (截至 2021 年 1 月 28 日)

代码	简称	市值 (亿元)	最近财年营收 (亿元)	最近财年净利润 (亿元)	最近财年营收同比增速	过去三年营收复合增速
688561.SH	奇安信	801.13	31.21	-4.95	75.3%	68.7%
300454.SZ	深信服	1177.85	45.36	7.59	42.6%	37.9%
688023.SH	安恒信息	190.70	9.32	0.92	50.8%	43.9%
002439.SZ	启明星辰	293.61	30.57	6.88	22.7%	17.0%
300369.SZ	绿盟科技	109.74	16.54	2.27	24.4%	15.3%
688030.SH	山石网科	65.33	6.66	0.91	19.9%	27.4%
PANW.N	派拓网络	2063.60	199.61	-5.64	27.5%	28.1%

资料来源：奇安信招股说明书，民生证券研究院

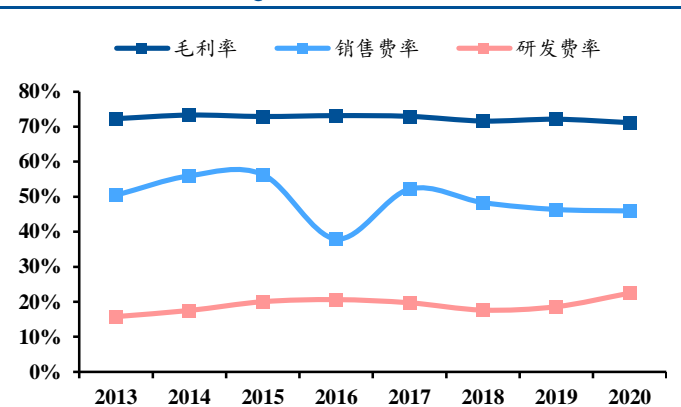
国外厂商比较：Palo Alto 的路径值得借鉴，奇安信仍处于早期发展阶段。派拓网络是国外市场中领先的网络安全厂商，公司以下一代防火墙起家，通过提供云化的安全产品、安全智能平台不断拓展业务边界。在公司进入成熟发展阶段后，通过不断的投资与并购吸收新兴安全厂商，布局终端安全、云安全、物联网安全等新兴“赛道”。公司同样注重数据与智能化在安全中的应用，2019 年推出安全智能平台，以动态的视角应对安全攻击。

图70: 2013~2020Q3 派拓网络上市以来业绩表现



资料来源：Wind，民生证券研究院

图71: 2013~2020Q3 公司毛利率、销售费率与研发费率

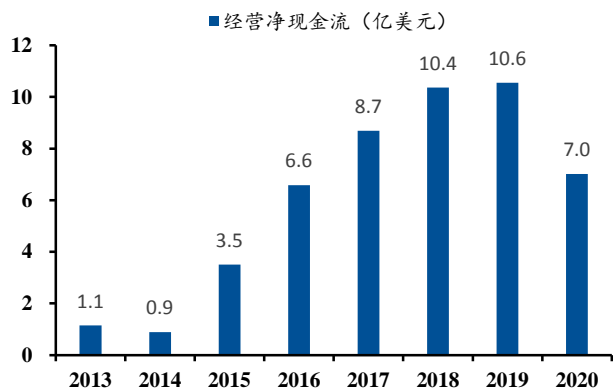


资料来源：Wind，民生证券研究院

派拓路径指引方向：产品云化现金流充沛，搭建渠道体系拓展销售边界。派拓的发展路径对

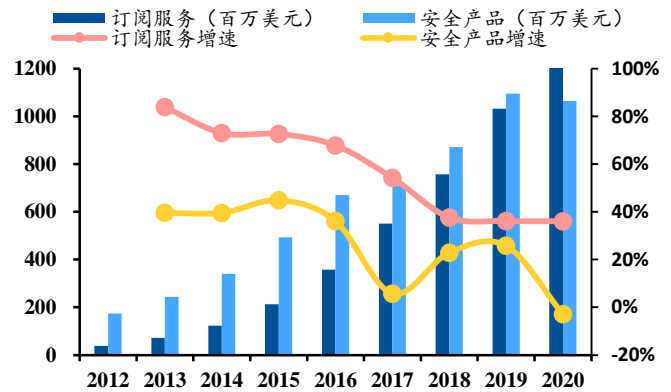
于国内安全厂商有一定的指导意义，从业务层面上，公司持续推进安全订阅服务，2019年贡献营收10.33亿美元；另一方面从经营层面上，公司采用分销商与经销商体系，极大地拓展了客户的覆盖范围。从国内上市公司的情况看，具备完善渠道体系的深信服在规模增速及现金流质量上均表现优异。

图72: 2013~2020Q3 公司经营净现金流情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图73: 派拓网络订阅服务与安全产品营收情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

对标 Palo Alto 采用 PS 指标，营收增速影响估值中枢。复盘派拓网络的 PS (TTM) 指标，可以看到在公司上市初期，公司 2013-2015 财年营收增速分别为 55.3%、51.01%、55.15%，对应的营收绝对值分别为 3.96、5.98、9.28 亿美元。在 2013-2015 年公司规模尚且不大且营收保持高速增长时期时，PS (TTM) 中枢基本保持在 15 倍，波动区间在 12-20 倍。

图74: 派拓网络 PS (TTM) 与营收同比增速情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

4.4.2. 估值结论

国内厂商比较：估值出现分化，“新安全”厂商更受认可。目前国内市场的安全厂商可以分为两大类，以启明星辰、绿盟科技、天融信、山石网科为代表的传统安全厂商（主要产品为基础边界安全等，同时也在向新安全拓展）和以奇安信、深信服、安恒信息为代表的“新安全”厂商。本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

商（主要涉及云安全、安全管理平台、终端安全等）。考虑到不同市场预期增速不同，目前“新安全”公司享有更高的估值。

表17: 奇安信可比公司相关数据（截至 2021 年 1 月 28 日）

公司	PE (TTM)			PE (一致预期)		PS (TTM)			PS (一致预期)	
	最近 3 年	最近 1 年	当前	PE (2021)	PE (2022)	最近 3 年	最近 1 年	当前	PS (2021)	PS (2022)
奇安信	-	-130	-152	1,088	164	-	22	22	13	9
深信服	97	141	226	100	75	15	18	23	15	11
安恒信息	189	204	191	98	67	18	18	17	10	7
启明星辰	48	53	44	27	21	10	12	10	6	5
绿盟科技	65	76	50	26	20	8	10	6	4	3
山石网科	133	148	286	48	38	11	11	10	8	6
均值	106	82	107	231	64	12	15	15	9	7
“新安全”厂商平均值	143	172	208	99	71	16	18	20	12	9
传统厂商平均值	82	92	127	34	26	10	11	9	6	5

资料来源：奇安信招股说明书，民生证券研究院

估值结论：综合考虑奇安信突出的行业地位与领先优势，我们认为公司估值水平理应享有龙头溢价。参考国外网安龙头高速增长时期 15-20 倍 PS，以及当前 Wind 一致预期下“新安全”公司对应 21 年 12 倍的 PS 均值，奇安信目前市值对应 21 年 PS 值仅为 13 倍，作为领先的行业龙头明显被低估，故给予“推荐”评级。

5 风险提示

新技术产品研发不及预期；公司市场开拓进度不及预期；新冠疫情反复影响产品交付

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,154	4,196	6,033	8,502
营业成本	1,365	1,657	2,165	2,847
营业税金及附加	33	42	60	85
销售费用	1,118	1,426	1,810	2,551
管理费用	470	529	894	1,002
研发费用	1,047	1,301	1,750	2,381
EBIT	(879)	(759)	(646)	(363)
财务费用	22	(23)	(56)	(55)
资产减值损失	(3)	21	30	30
投资收益	196	100	200	250
营业利润	(536)	(328)	112	664
营业外收支	(3)	0	0	0
利润总额	(539)	(328)	112	664
所得税	14	0	0	0
净利润	(553)	(328)	112	664
归属于母公司净利润	(495)	(295)	101	597
EBITDA	(738)	(626)	(468)	(166)
资产负债表 (百万元)				
货币资金	1258	5706	5415	5608
应收账款及票据	1308	1600	2120	2804
预付款项	43	50	65	85
存货	749	820	996	1078
其他流动资产	264	264	264	264
流动资产合计	3989	8769	9357	10505
长期股权投资	392	642	942	1292
固定资产	195	1336	1436	1536
无形资产	66	79	91	103
非流动资产合计	3166	3610	3982	4445
资产合计	7155	12379	13339	14950
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	862	796	1129	1401
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1968	2119	2966	3914
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	146	146	146	146
非流动负债合计	146	146	146	146
负债合计	2114	2265	3112	4060
股本	578	680	680	680
少数股东权益	18	(15)	(3)	63
股东权益合计	5041	10114	10227	10890
负债和股东权益合计	7155	12379	13339	14950

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	73.6	33.0	43.8	40.9
EBIT 增长率	9.9	-13.6	-14.9	-43.9
净利润增长率	43.2	-40.4	-134.3	491.1
盈利能力				
毛利率	56.7	60.5	64.1	66.5
净利率	-15.7	-7.0	1.7	7.0
总资产收益率 ROA	-6.9	-2.4	0.8	4.0
净资产收益率 ROE	-9.9	-2.9	1.0	5.5
偿债能力				
流动比率	2.0	4.1	3.2	2.7
速动比率	1.6	3.8	2.8	2.4
现金比率	0.6	2.7	1.8	1.4
资产负债率	0.3	0.2	0.2	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	105.0	120.0	105.0	100.0
存货周转天数	179.3	170.0	150.0	130.0
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	(0.9)	(0.4)	0.1	0.9
每股净资产	8.7	14.9	15.1	15.9
每股经营现金流	(2.1)	(0.7)	0.1	0.9
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	(131.0)	(271.7)	793.0	134.1
PB	13.6	7.9	7.8	7.4
EV/EBITDA	255.5	110.3	58.3	33.6
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)				
净利润	(553)	(328)	112	664
折旧和摊销	144	154	209	227
营运资金变动	(609)	(202)	(63)	(38)
经营活动现金流	(1,184)	(475)	59	603
资本开支	283	328	250	310
投资	(624)	(150)	(100)	(100)
投资活动现金流	(219)	(478)	(350)	(410)
股权募资	1,506	5,401	0	0
债务募资	(323)	0	0	0
筹资活动现金流	927	5,401	0	0
现金净流量	(477)	4,449	(291)	193

插图目录

图 1: 奇安信 2014 年成立以来发展历程	5
图 2: 奇安信股权结构情况 (上市后)	6
图 3: 奇安信安全防护产品体系	7
图 4: 奇安信网络安全产品体系	7
图 5: 奇安信网络安全服务体系	7
图 6: 2017~2019 奇安信三大业务营收结构 (单位: 亿元)	8
图 7: 2017~2019 三大业务贡献毛利情况 (单位: 亿元)	8
图 8: 2017~2019 奇安信网安产品细分结构 (单位: 百万)	8
图 9: 奇安信网络安全代表性产品及形态	8
图 10: 2016~2020Q3 奇安信营业收入及同比增速	9
图 11: 2019~2020Q3 季度营业收入及同比增速	9
图 12: 2017~2020Q3 奇安信整体毛利率 (单位: %)	9
图 13: 2017~2019 奇安信各业务毛利率情况	9
图 14: 2017~2020Q3 奇安信研发费用及同比增速情况	10
图 15: 2017~2019 奇安信研发人员数量及占比情况	10
图 16: 2017~2020Q3 奇安信销售费用及同比增速	10
图 17: 2017~2019 奇安信销售及安全服务人员数量及比例	10
图 18: 2017~2019 奇安信主要财务比率 (单位: %)	11
图 19: 2017~2020Q3 奇安信主要费用情况 (单位: 百万)	11
图 20: 2016~2020Q3 奇安信营收与归母净利润	11
图 21: 2016~2019 奇安信归母净利润及净利率情况	11
图 22: 2017~2019 公司应收账款及周转率情况	12
图 23: 2016~2019 公司存货明细 (亿元) 及存货周转率	12
图 24: 我国网络安全行业产业链情况	13
图 25: 我国网络安全市场概览	13
图 26: 2018 年我国网络安全下游市场结构	13
图 27: 2016~2021E 全球网络安全市场规模及增速	14
图 28: 2016~2021E 中国网络安全市场规模及增速	14
图 29: 2018 全球网络安全产品结构	14
图 30: 2018 中国网络安全市场产品结构	14
图 31: 2008-2019 年我国主要网络安全上市公司营收同比增速 (单位: %)	17
图 32: 2017~2023E 我国公有云及私有云市场规模	18
图 33: 2016~2021 我国云安全市场规模	18
图 34: 物联网三大层级对应的安全问题	19
图 35: 2016~2021 年我国物联网安全市场规模	19
图 36: 2015~2020 中国工业互联网市场规模	19
图 37: 2016~2021 年我国工控安全市场规模	19
图 38: 2016~2021 年我国大数据安全市场空间	20
图 39: 2016~2021 年我国移动安全市场规模	20
图 40: 传统网络安全防护已难以适应当前的需求	21
图 41: 2018 年我国网络安全下游市场结构	21
图 42: 零信任安全架构的核心逻辑	22
图 43: 零信任安全架构的发展历程	22
图 44: 奇安信安全态势感知产品	22
图 45: 2015~2017 中国与全球网安投资占 IT 投资比重	23
图 46: 网络安全投资占 IT 投资比重比较	23
图 47: 奇安信产品研发架构及研发体系	27
图 48: 2019 年网络安全上市公司研发费用及费率	24
图 49: 2019 年网络安全上市公司研发人员及占比	24
图 50: 奇安信创新安全理念	24
图 51: 终端安全处于 IDC 魔力象限领导者地位	25

图 52:	奇安信参与设立先进操作系统公司	25
图 53:	奇安信云安全业务及市场地位	26
图 54:	奇安信与腾讯云达成战略合作	26
图 55:	奇安信零信任安全架构	26
图 56:	2017~2019 公司态势感知产品 (单位: 百万元)	27
图 57:	2019 年中国态势感知厂商评估	27
图 58:	2017~2019 新老客户营收及占比情况	30
图 59:	2017~2019 新老客户订单、客单价 (单位: 万元)	30
图 60:	奇安信自成立以来多次参与国家重大安保事件	30
图 61:	奇安信成为冬奥会赞助商	30
图 62:	奇安信全国人才培养基地	31
图 63:	奇安信安全服务业务规模及服务人员数量	31
图 64:	2019 年安全牛评出中国网络安全 100 强企业	31
图 65:	2019 年中国电子战略入股奇安信	32
图 66:	2019 年奇安信客户结构情况	33
图 67:	2017~2019 年前五大市场营收变化 (单位: 亿元)	33
图 68:	奇安信在大型国有部门、企业领域成功的解决方案	33
图 69:	2013~2020Q3 派拓网络上市以来业绩表现	37
图 70:	2013~2020Q3 公司毛利率、销售费率与研发费率	37
图 71:	2013~2020Q3 公司经营净现金流情况	38
图 72:	派拓网络订阅服务与安全产品营收情况	38
图 73:	派拓网络 PS (TTM) 与营收同比增速情况	38

表格目录

表 1:	奇安信 2020 年股权激励情况	6
表 2:	自 2014 年以来我国重要的网络安全相关法律法规	15
表 3:	等保 2.0 具体定级标准及对应信息系统	15
表 4:	等保 2.0 相较于等保 1.0 带来的变化	16
表 5:	网络安全行业重磅法律法规及产业政策	17
表 6:	奇安信主要产品参与第三方机构评选结果	25
表 7:	奇安信网络安全产品体系	28
表 8:	奇安信主要产品数量、单价变化情况	28
表 9:	奇安信与国内主要竞争对手产品及市场地位比较	29
表 10:	A 股主要网络安全上市公司重要股东情况	32
表 11:	奇安信 2020~2022 年网络安全产品销量预测结果 (单位: 套, 天擎产品单位为万点)	34
表 12:	奇安信 2020~2022 年网络安全产品单价预测结果 (单位: 万元, 天擎、虚拟化安全单位为元)	34
表 13:	奇安信 2020~2022 年营业收入预测结果	35
表 14:	奇安信 2020~2022 年营业收入预测结果	35
表 15:	奇安信 2020~2022 年营业收入预测结果	36
表 16:	奇安信可比公司相关数据 (截至 2021 年 1 月 7 日)	37
表 17:	奇安信可比公司相关数据 (截至 2021 年 1 月 7 日)	39
	公司财务报表数据预测汇总	41

分析师简介

强超廷，民生证券研究院教育&计算机行业首席，2019年加入民生证券研究院，上海对外经贸大学金融学硕士。曾任职与海通证券研究所，传媒团队。2017年新财富最佳分析师评比“传媒与文化”第3名团队成员；2016年新财富、水晶球、金牛奖最佳分析师评比“传媒与文化”第3名团队成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。