

技术销售并重，网安行业优势凸显

——奇安信-U (688561) 深度报告

分析师：徐中华

SAC NO: S1150518070003

2021年06月24日

证券分析师

徐中华

010-68104898

xuzh@bhzq.com

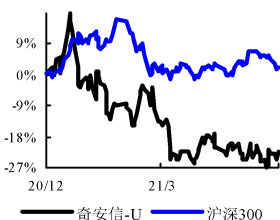
评级：

买入

最新收盘价：

94.20

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 网安行业龙头，营收快速成长

奇安信成立于2014年，自设立以来一直专注于网络信息安全领域，专注于网络空间安全市场。公司营收来保持快速增长，2020年达到41.61亿元，同比增长31.93%，2016-2020营收复合增速为58.67%，大幅超过了同期行业的增速，2021年一季度营收4.56亿元，同比增长102.07%。奇安信拥有完备的较为完整的安全产品和服务体系。

● 政策助力叠加需求驱动，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，随着近年来的发展，我国安全市场的结构逐渐发生变化，安全硬件占比逐步降低，而安全服务的占比稳步提升。

● 技术销售并重，行业优势凸显

公司对研发投入总额在持续快速增长，持续研发投入取得了丰硕的成果，2020年达到了12.28亿元，占营收比重达到了29.51%。持续研发投入取得了丰硕的成果，截至2020年底，公司拥有473项网络安全领域的主要发明专利和936项主要计算机软件著作权。

● 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；公司产品在很多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快速发展。我们预计公司2021、2022、2023年EPS分别为0.06元、0.37元和1.05元，基于此，给予“买入”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) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 主营收入 | 3,154 | 4,161 | 5,941 | 8,093 | 10,935 |
| (+/-)% | 73.6% | 31.9% | 42.8% | 36.2% | 35.1% |
| 经营利润 (EBIT) | -879 | -634 | -569 | -461 | -270 |
| (+/-)% | 9.9% | 27.8% | 10.2% | 19.1% | -41.3% |
| 归母净利润 | -495 | -334 | 40 | 249 | 713 |
| (+/-)% | 43.2% | 32.4% | 112.1% | 516.3% | 186.3% |
| 每股收益 (元) | -0.86 | -0.49 | 0.06 | 0.37 | 1.05 |

表：三张表及主要财务指标

| 资产负债表 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 利润表 (百万元) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 1,258 | 5,274 | 3,982 | 2,587 | 1,598 | 营业收入 | 3,154 | 4,161 | 5,941 | 8,093 | 10,935 |
| 应收票据及应收账款 | 1,308 | 1,893 | 2,702 | 3,681 | 4,974 | 营业成本 | 1,365 | 1,682 | 2,356 | 3,137 | 4,105 |
| 预付账款 | 43 | 23 | 53 | 57 | 84 | 营业税金及附加 | 33 | 39 | 55 | 75 | 102 |
| 其他应收款 | 367 | 366 | 523 | 712 | 962 | 销售费用 | 1,118 | 1,320 | 1,782 | 2,306 | 3,062 |
| 存货 | 749 | 605 | 848 | 1,129 | 1,477 | 管理费用 | 470 | 526 | 683 | 890 | 1,148 |
| 其他流动资产 | 264 | 248 | 248 | 248 | 248 | 研发费用 | 1,047 | 1,228 | 1,634 | 2,145 | 2,788 |
| 流动资产合计 | 3,989 | 8,664 | 8,537 | 8,785 | 9,761 | 财务费用 | 22 | -22 | -46 | -33 | -21 |
| 长期股权投资 | 392 | 640 | 640 | 640 | 640 | 资产减值损失 | -3 | -61 | -50 | -55 | -60 |
| 固定资产合计 | 195 | 1,281 | 2,367 | 3,454 | 4,540 | 信用减值损失 | -71 | -84 | -80 | -90 | -100 |
| 无形资产 | 66 | 81 | 96 | 111 | 127 | 其他收益 | 243 | 209 | 379 | 461 | 660 |
| 商誉 | 1,209 | 1,177 | 1,177 | 1,177 | 1,177 | 投资收益 | 196 | 182 | 314 | 391 | 553 |
| 长期待摊费用 | 95 | 91 | 91 | 91 | 91 | 公允价值变动收益 | 0 | 38 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 96 | 79 | 79 | 79 | 79 | 资产处置收益 | 0 | 1 | 2 | 3 | 3 |
| 资产总计 | 7,155 | 12,424 | 13,399 | 14,749 | 16,826 | 营业利润 | -536 | -326 | 41 | 282 | 807 |
| 短期借款 | 0 | 14 | 0 | 0 | 0 | 营业外收支 | -3 | -17 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 862 | 1,055 | 1,477 | 1,966 | 2,573 | 利润总额 | -539 | -343 | 41 | 282 | 807 |
| 预收账款 | 396 | 0 | 0 | 0 | 0 | 所得税费用 | 14 | -2 | 0 | 28 | 81 |
| 应付职工薪酬 | 219 | 371 | 520 | 692 | 906 | 净利润 | -553 | -341 | 41 | 254 | 727 |
| 应交税费 | 48 | 57 | 81 | 111 | 150 | 归属于母公司所有者的净利润 | -495 | -334 | 40 | 249 | 713 |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | -58 | -6 | 1 | 5 | 14 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 基本每股收益 | -0.86 | -0.49 | 0.06 | 0.37 | 1.05 |
| 预计负债 | 40 | 66 | 66 | 66 | 66 | | | | | | |
| 负债合计 | 2,114 | 2,402 | 3,278 | 4,311 | 5,594 | 财务指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 股东权益 | 5,041 | 10,022 | 10,121 | 10,438 | 11,232 | 营收增长率 | 73.6% | 31.9% | 42.8% | 36.2% | 35.1% |
| | | | | | | EBIT 增长率 | 9.9% | 27.8% | 10.2% | 19.1% | -41.3% |
| | | | | | | 净利润增长率 | 43.2% | 32.4% | 112.1% | 516.3% | 186.3% |
| 现金流量表 (百万元) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 销售毛利率 | 56.7% | 59.6% | 60.4% | 61.2% | 62.5% |
| 净利润 | -553 | -341 | 41 | 254 | 727 | 销售净利率 | -17.5% | -8.2% | 0.7% | 3.1% | 6.6% |
| 折旧与摊销 | 140 | 197 | 119 | 119 | 119 | ROE | -9.9% | -3.3% | 0.4% | 2.4% | 6.5% |
| 经营活动现金流净额 | -1,114 | -689 | -382 | -575 | -333 | ROIC | -17.9% | -6.3% | -5.6% | -4.0% | -2.2% |
| 投资活动现金流净额 | -219 | -623 | -897 | -819 | -656 | 资产负债率 | 29.5% | 19.3% | 24.5% | 29.2% | 33.2% |
| 筹资活动现金流净额 | 927 | 5,325 | -14 | 0 | 0 | PE | — | — | 1,537.44 | 249.45 | 87.13 |
| 现金净变动 | -406 | 4,014 | -1,292 | -1,395 | -989 | PB | 0.00 | 8.56 | 6.18 | 6.03 | 5.64 |
| 期初现金余额 | 1,628 | 1,222 | 5,274 | 3,982 | 2,587 | EV/EBITDA | 1.70 | -183.95 | -129.21 | -174.41 | -400.61 |
| 期末现金余额 | 1,222 | 5,236 | 3,982 | 2,587 | 1,598 | | | | | | |

目 录

| | |
|-----------------------------|----|
| 1.网安行业龙头，营收快速增长..... | 5 |
| 1.1 网安行业领先，龙头地位显著..... | 5 |
| 1.2 营收快速增长，业务体系完备..... | 6 |
| 2.政策助力叠加需求驱动，网安行业前景广阔..... | 10 |
| 2.1 互联网规模不断扩大，网络安全持续加强..... | 10 |
| 2.2 网络安全行业迎来发展良机..... | 12 |
| 3. 技术销售并重，行业优势凸显..... | 16 |
| 3.1 研发投入大，核心产品成果显著..... | 16 |
| 3.2 多个网安细分行业领先，技术优势凸显..... | 17 |
| 3.3 直销与渠道销售并重，销售投入力度大..... | 19 |
| 4.盈利预测和投资评级..... | 22 |
| 5.风险提示..... | 23 |

图 目 录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: 中国网络安全 100 强企业 (2019) | 6 |
| 图 2: 奇安信 2016-2021Q1 营业收入及增长率 | 7 |
| 图 3: 奇安信 2016-2021Q1 净利润及增长率 | 7 |
| 图 4: 奇安信 2017-2021Q1 毛利率和净利率 | 7 |
| 图 5: 奇安信 2017-2021Q1 四费及占营收比重 | 7 |
| 图 6: 奇安信产品与服务体系示意图 | 8 |
| 图 7: 奇安信代表性产品形态 | 9 |
| 图 8: 奇安信 2017-2020 主要产品营收情况(百万元) | 9 |
| 图 9: 奇安信 2017-2020 分产品毛利率 | 9 |
| 图 10: 中国网民规模和互联网普及率(单位:万人) | 10 |
| 图 11: 网民遭遇各种安全问题比例 | 11 |
| 图 12: CNCERT 网络安全事件处理情况 | 11 |
| 图 13: 2013-2019 移动互联网恶意程序捕获数量(单位:万个) | 12 |
| 图 14: 中国网络安全市场规模及增长率 | 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: 中国网络安全网络安全市场产品结构 | 15 |
| 图 18: 中国网络安全市场全景图分类架构示意图 | 15 |
| 图 19: 奇安信 2017-2021Q1 研发支出及占营收比重 | 16 |
| 图 20: 奇安信 2017-2020 年研发人员数量及占比 | 17 |
| 图 21: 奇安信渠道经销商体系 | 19 |
| 图 22: 奇安信 2017-2019 直销和渠道代理的占比 | 20 |
| 图 23: 奇安信 2017-2019 最终行业客户占比 | 20 |
| 图 24: 奇安信 2017-2021Q1 销售费用及占营收比重 | 20 |
| 图 25: 奇安信 2017-2020 年销售人员数量及占比 | 21 |

表 目 录

| | |
|-------------------------|----|
| 表 1: 奇安信股本结构 | 5 |
| 表 2: 奇安信产品分类 | 8 |
| 表 3: 2016 年至今部分重要网络安全政策 | 12 |
| 表 4: 奇安信与部分竞争对手的对比分析 | 18 |

1.网安行业龙头，营收快速增长

1.1 网安行业领先，龙头地位显著

奇安信成立于2014年,自设立以来一直专注于网络信息安全领域,专注于网络空间安全市场,主营业务为向政府、企业客户提供新一代企业级网络安全产品和服务。凭借持续的研发创新和以实战攻防为核心的安全能力,公司已发展成为国内领先的基于大数据、人工智能和安全运营技术的网络安全供应商。奇安信针对云计算、大数据、物联网、移动互联网、工业互联网和5G等新技术下产生的新业态、新业务和新场景,为政府与企业等机构客户提供全面、体系化的网络安全解决方案。奇安信于2020年7月在科创板挂牌上市。

表1: 奇安信股本结构

| 股东名称 | 持股数量(万股) | 占总股本比例(%) |
|---|----------|-----------|
| 齐向东 | 14956 | 22.01 |
| 宁波梅山保税港区明洛投资管理合伙企业(有限合伙) | 12196 | 17.95 |
| 宁波梅山保税港区安源创志股权投资合伙企业(有限合伙) | 4968 | 7.31 |
| 天津奇安壹号科技合伙企业(有限合伙) | 4065 | 5.98 |
| 北京金融街资本运营中心 | 2421 | 3.56 |
| 天津奇安叁号科技合伙企业(有限合伙) | 2225 | 3.27 |
| 国投(上海)创业投资管理有限公司-国投(上海)科技成果转化创业投资基金企业(有限合伙) | 2085 | 3.07 |
| 中电金投控股有限公司 | 1572 | 2.31 |
| 产业投资基金有限责任公司 | 1256 | 1.85 |
| 和谐成长二期(义乌)投资中心(有限合伙) | 1144 | 1.68 |
| 其它 | 21076 | 31.01 |

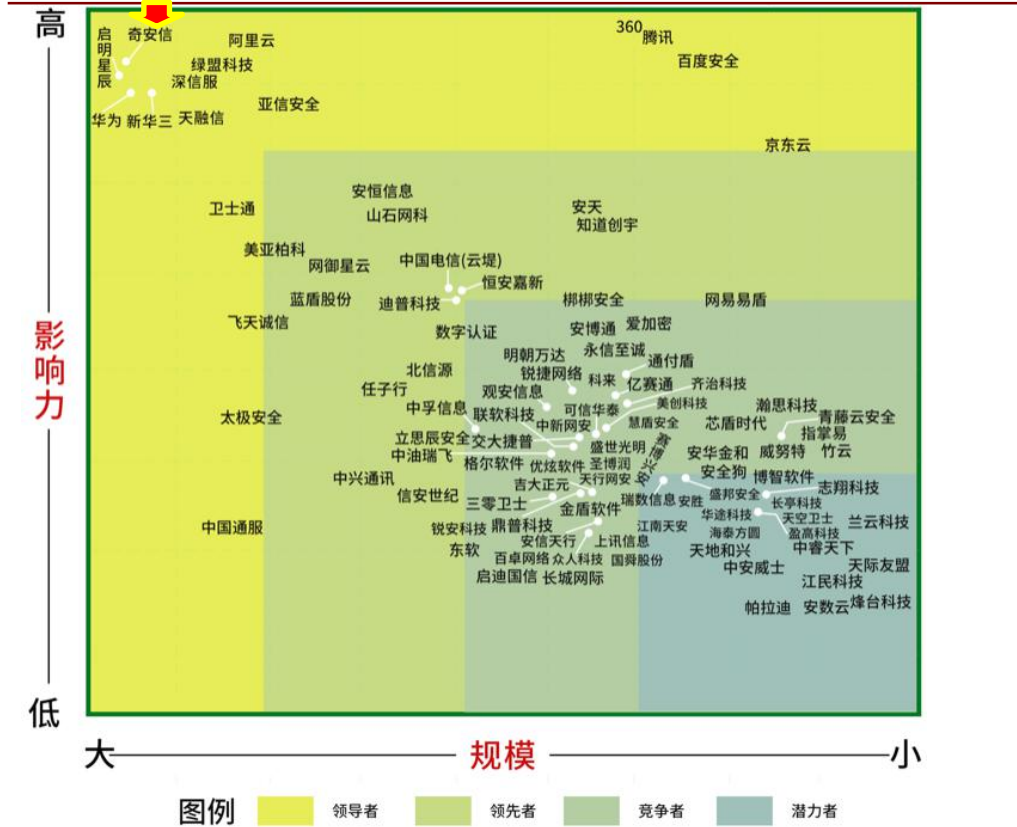
资料来源: Wind, 渤海证券

作为一家信息安全企业,奇安信不断加强品牌建设,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,持续提升企业的核心竞争力,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 年处于领导者象限，在行业中具有很强的影响力，随着公司快速发展，公司的影响力有望得到进一步提升。

图 1：中国网络安全 100 强企业（2019）

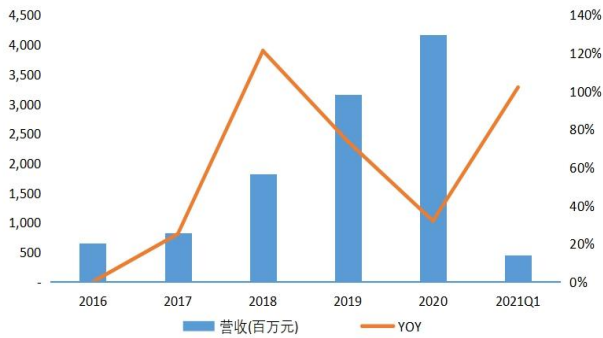


资料来源：安全牛，渤海证券

1.2 营收快速成长，业务体系完备

公司营收来保持快速增长,2020 年达到 41.61 亿元,同比增长 31.93%,2016-2020 营收复合增速为 58.67%, 大幅超过了同期行业的增速, 显示了公司的良好成长能力, 2021 年一季度营收 4.56 亿元, 同比增长 102.07%。2020 年公司归母净利润为亏损 3.34 亿元, 比 2019 年同比减少了 1.61 亿元, 主要源于公司成立时对研发和销售的大力投入, 后续随着公司营收快速成长, 规模效应显现, 费用率有望持续下降, 将带来业绩持续成长。

图 2：奇安信 2016-2021Q1 营业收入及增长率



资料来源：Wind，渤海证券

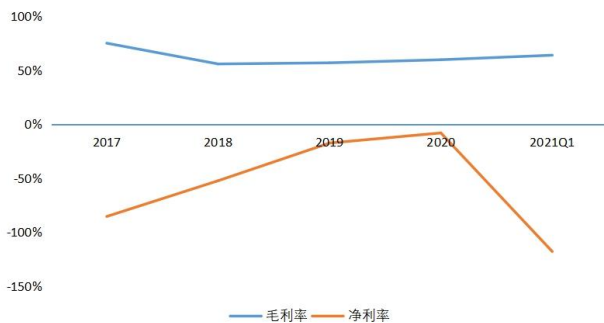
图 3：奇安信 2016-2021Q1 净利润及增长率



资料来源：Wind，渤海证券

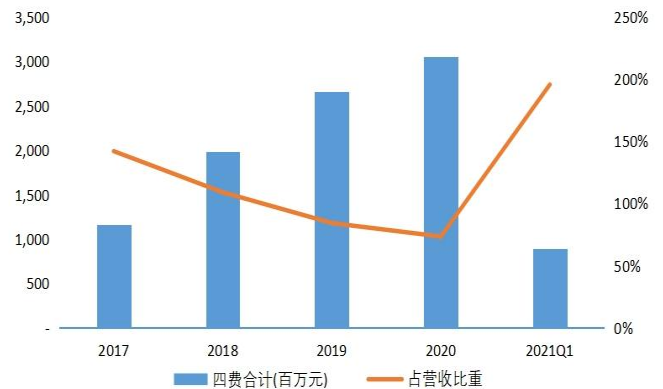
奇安信近几年的毛利率波动较大，主要源于公司成立不久，发展迅速，从 2018 年起公司毛利率稳中有升，从 2018 年的 55.68% 逐步上升到了 2021 年一季度的 63.79%，而净利率随着公司营收规模扩大和亏损减少，也在逐步提升。公司通过加强管理和加大业务拓展的方式，从 2017 年开始实现了四费占营收比重逐步下降，从 2017 年的 142.12% 下降到了 2020 年的 73.36%。

图 4：奇安信 2017-2021Q1 毛利率和净利率



资料来源：Wind，渤海证券

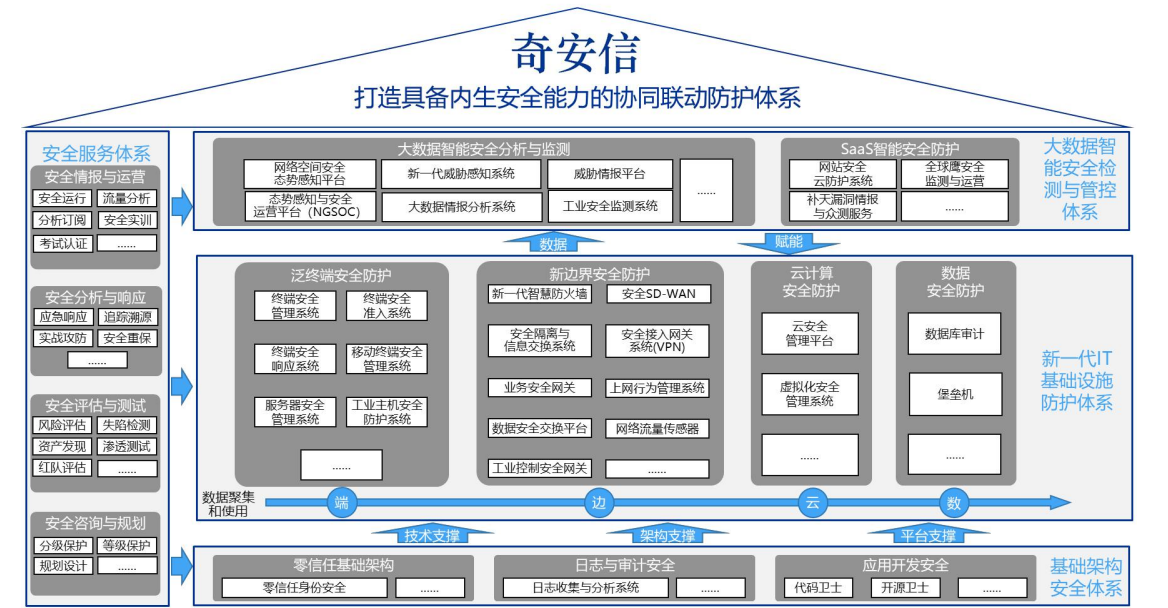
图 5：奇安信 2017-2021Q1 四费及占营收比重



资料来源：Wind，渤海证券

奇安信拥有完备的较为完整的安全产品和服务体系。

图 6：奇安信产品与服务体系示意图



资料来源：公司招股说明书，渤海证券

分产品来看，奇安信的产品主要分为三大类：安全产品、安全服务和硬件及其它。

表 2：奇安信产品分类

| 业务分类 | 具体产品与服务 |
|-----------|--|
| 基础架构安全类产品 | 围绕身份、行为和应用构建防御体系，包括以身份为中心进行动态访问控制的零信任安全产品、针对行为进行审计的日志与审计安全产品以及围绕应用开发的安全产品 |
| 安全产品 | <p>新一代 IT 基础设施防护产品：以泛终端、新边界、云计算、大数据为主要防护对象，包括泛终端安全防护、新边界安全防护、云计算基础设施安全防护、大数据基础设施安全防护等产品</p> <p>大数据智能安全检测与管控产品：采用大数据技术针对威胁进行检测和响应，包括威胁检测、态势感知、安全管理等产品，充分利用大数据分析与人工作智能方法，为客户提供检测、感知、分析、响应等能力</p> |
| 安全服务 | <p>安全咨询与规划：网络安全体系规划设计服务、分级保护安全服务、等级保护安全服务</p> <p>安全评估与测试：风险评估服务、失陷检测服务、资产发现服务、下一代渗透测试服务、红队评估服务</p> <p>安全分析与响应：安全分析与响应、追踪溯源服务、实战攻防服务、安全重保服务</p> <p>安全情报与运营：安全运行服务、流量分析服务、订阅分析服务、安全实训服务、考试认证服务</p> |
| 硬件及其他 | 硬件及其他：为客户提供网络安全解决方案，特别是政企客户信息化改造等系统集成类项目中为客户配套外采第三方硬件产品并销售给对方的业务。 |

资料来源：公司公告，渤海证券

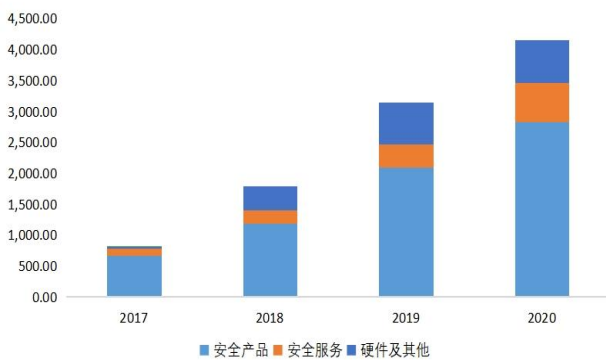
图 7：奇安信代表性产品形态

| 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 |  <p>代码卫士 零信任身份安全</p> |  <p>代码卫士 日志收集与分析系统</p> |
| 新一代IT基础设施防护产品 |  <p>新一代智慧防火墙 安全隔离与信息交换系统 安全SD-WAN</p> |  <p>终端安全管理系统 虚拟化安全管理系统 云安全管理平台</p> |
| 大数据智能安全检测与管控产品 |  <p>态势感知/NGSOC/威胁感知(天眼)/威胁情报平台</p> |  <p>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)</p> |

资料来源：公司招股说明书，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，安全产品的毛利率保持在 70% 以上，而安全服务的毛利率保持在 60% 左右，硬件及其他的毛利率相对较低。

图 8：奇安信 2017-2020 主要产品营收情况(百万元)



资料来源：Wind，渤海证券

图 9：奇安信 2017-2020 分产品毛利率



资料来源：Wind，渤海证券

2.政策助力叠加需求驱动，网安行业前景广阔

2.1 互联网规模不断扩大，网络安全持续加强

根据《中国互联网发展状况统计报告》，截至2020年12月，我国网民规模为9.89亿，较2020年3月新增网民8540万，互联网普及率为70.4%，较2020年3月提升5.9个百分点。截至2020年12月，网民增长的主体由青年群体向未成年和老年群体转化的趋势日趋明显。网龄在一年以下的网民中，20岁以下网民占比较该群体在网民总体中的占比高17.1个百分点；60岁以上网民占比较该群体在网民总体中的占比高11.0个百分点。互联网普及率的持续提升构成了多元庞大的数字社会

图 10：中国网民规模和互联网普及率(单位:万人)

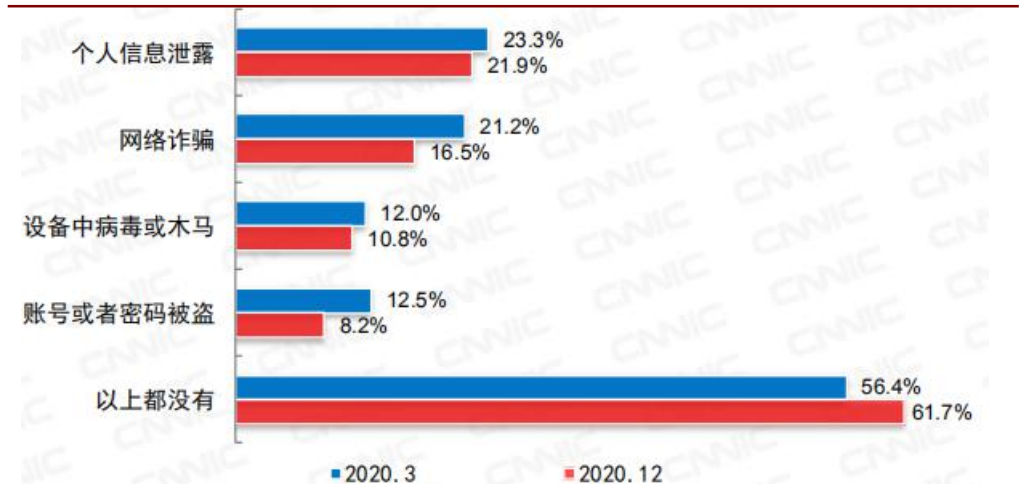


资料来源：CNNIC，渤海证券

根据CNNIC数据，2020年我国个人互联网应用增长较为平稳。其中，短视频、网络支付和网络购物的用户规模增长最为显著，增长率分别为12.9%、11.2%和10.2%。基础类应用中，即时通信、搜索引擎保持平稳增长态势，用户规模较2020年3月分别增长9.5%、2.6%。个人互联网应用的需求的持续提升，为了有效保护用户的个人隐私和财务，对网络安全提出了更高的要求。

同时根据 CNNIC 数据，截至 2020 年 12 月，网民遭遇各类网络安全问题的比例均有所下降。其中，遭遇网络诈骗的网民比例较 2020 年 3 月下降 4.6 个百分点；遭遇账号或密码被盗的网民比例也较 2020 年 3 月下降 4.3 个百分点。

图 11：网民遭遇各种安全问题比例



资料来源：CNNIC，渤海证券

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，其中被篡改的政府网站有 515 个。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%，网络安全整体形势依旧严峻。

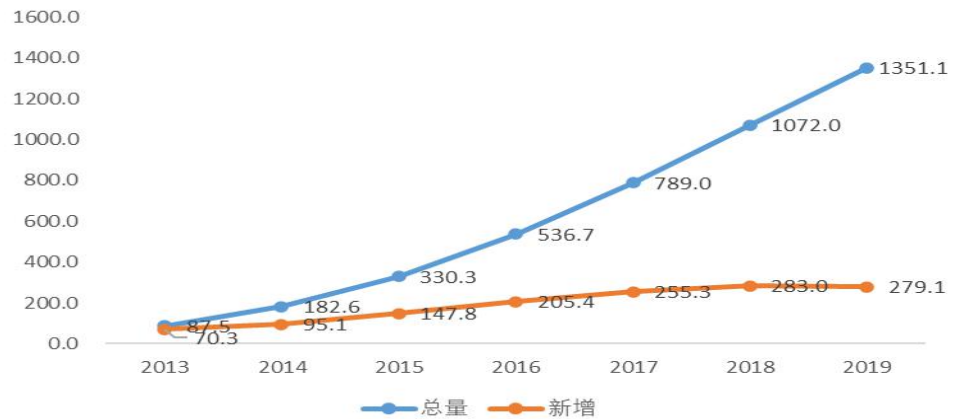
图 12：CNCERT 网络安全事件处理情况



资料来源：CNCERT，渤海证券

2019 年 CRCERT 通过自主捕获和厂商交换获得互联网恶意程序 279 万余个，同比下降 1.4%，尽管如此，互联网恶意程序仍保持在高位。移动网络依然面临严峻的安全威胁。

图 13: 2013-2019 移动互联网恶意程序捕获数量(单位:万个)



资料来源: CNCERT, 渤海证券

根据 CNCERT 数据,我国 DDoS 攻击依然呈现高发频发态势,仍有大量物联网设备被入侵控制后用于发动 DDoS 攻击。作为“DDoS 即服务”黑产模式之一的网页 DDoS 攻击平台,因其直接面向用户提供服务,可由用户按需自主发起攻击,极大降低了发起 DDoS 攻击难度,导致 DDoS 攻击进一步泛滥。监测发现,由网页 DDoS 攻击平台发起的 DDoS 攻击事件数量最多,2020 年上半年同比 2019 年上半年增加 32.2%。我国云平台上网络安全威胁形势依然较为严峻,发生在我国主流云平台上的各类网络安全事件数量占比仍然较高,包括云平台遭受 DDoS 攻击、被植入后门链接、被篡改网页数量等。

2.2 网络安全行业迎来发展良机

伴随着 2017 年《网络安全法》的实施,我国新一代的等级保护制度也正在逐步完善,等保 2.0 体系开始建立,2019 年 5 月正式发布等保 2.0,并已经于 2019 年 12 月开始正式实施,网络安全行业发展迎来了新的时期。为了支持网络安全行业健康发展,各政府部门各部委出台了一系列的政策文件来加强对网络安全行业发展的支持。

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 10 月 | 《个人信息安全保护法(草案)》 | 规定侵害个人信息权益的违法行为的惩处措施 |
| 2020 年 6 月 | 《中华人民共和国数据安全法(草案)》 | 确立数据分级分类管理以及风险评估,检测预警和应急处置等数据安全各项基本制度等。 |
| 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 |

| | | |
|----------|----------------------------|---|
| | | 安全，提出了国家对密码实行分类管理 |
| 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8月 | 《信息安全技术 大数据安全管理指南》 | 提出了大数据安全管理基本原则，规定了大数据安全需求、数据分类分级、大数据活动的安全要求、评估大数据安全风险，适用于各类组织进行数据安全管理工作。 |
| 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9月 | 《公安机关互联网安全监督检查规定》 | 规定明确公安机关依法对互联网服务提供者和联网使用单位履行法律、行政法规规定的网络安全义务情况进行的安全监督检查的对象、内容和程序以及互联网服务提供者和联网使用单位的法律责任。 |
| 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 | 《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

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，2019年市场规模达到608.1亿元，其中硬件占比最高，达到了45.9%。

与全球网络安全市场相比，中国的网络安全行业起步较晚，市场规模较小，但发展速度较快。根据赛迪顾问的测算，2019年中国网络安全市场规模同比增长22.8%，远高于全球市场的平均增速。同时，随着国内网络安全政策法规持续完善优化，“等级保护2.0”出台并开始实施，网络安全市场规范性逐步提升，政企客户在网络安全产品和服务上的投入稳步增长，云安全、威胁情报等新兴安全产品和服务逐步落地，自适应安全、情境化智能安全等新的安全防护理念接连出现，为我国网络安全技术发展不断注入创新活力。

图 14: 中国网络安全市场规模及增长率



资料来源: 赛迪顾问, 渤海证券

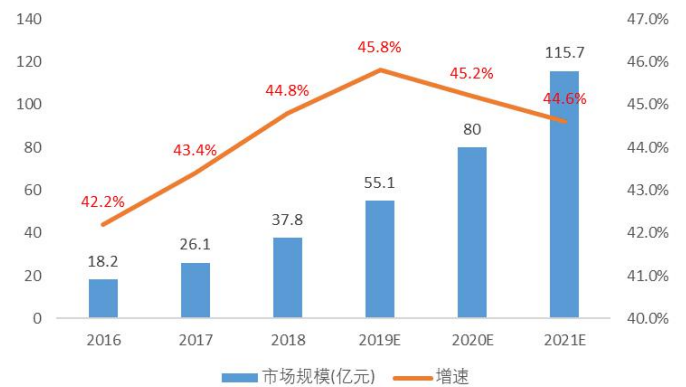
虽然当前云安全市场尚处于起步阶段, 但整体市场规模将随着云计算行业的快速发展而增加。根据赛迪顾问的数据, 2018 年, 中国云安全市场规模达到 37.8 亿元, 同比增长达 44.8%, 预计未来几年仍将保持快速增长趋势。

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

随着近年来的发展, 我国安全市场的结构逐渐发生变化, 安全硬件占比逐步降低, 而安全服务的占比稳步提升。

图 17：中国网络安全网络安全市场产品结构



资料来源：赛迪顾问，渤海证券

网络安全行业面临着从产品到综合服务的变革中。

图 18：中国网络安全市场全景图分类架构示意图



资料来源：中国网络安全产业联盟，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下游客户的安全需求增长下，网络安全行业迎来了快速发展时期，云化、数字化、场景化需求的增加，推动网络安全服务占比进一步提升。

尽管 2020 年，由于新冠疫情的影响，对下游的需求造成了一定的影响，随着疫情得到控制，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. 技术销售并重，行业优势凸显

3.1 研发投入大，核心产品成果显著

作为一家高技术企业，奇安信在研发上一直投入，近几年来看，公司对研发投入总额在持续快速增长，2020年达到了12.28亿元，占营收比重达到了29.51%。持续研发投入取得了丰硕的成果，截至2020年底，公司拥有473项网络安全领域的主要发明专利和936项主要计算机软件著作权。

图 19：奇安信 2017-2021Q1 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2017年的1541人快速增长到2020年的2899人，研发人员占公司人数总数在35%以上。

图 20：奇安信 2017-2020 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，增强了公司的核心竞争能力。

公司以“攻防”视角进行产品研发与技术创新，提出了基于“内生安全”理念的体系化建设方法论，取得了数十项覆盖新 IT 场景的核心安全技术能力，包括终端安全检测与响应、新一代安全查杀引擎、大数据智能安全分析、漏洞挖掘领域、威胁情报领域、零信任安全、云安全、高级威胁发现、网空安全态势感知、应用开发安全、数据安全与隐私保护、网络操作系统等。

3.2 多个网安细分行业领先，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安恒信息、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。

根据赛迪顾问 2019 年的报告，公司在中国网络信息安全市场销售额、终端安全市场份额、安全管理平台市场份额、安全服务市场份额和云安全市场份额等领域均排名第一，在 Web 安全市场份额和 UTM 市场份额分别排在第二和第三的位置。根据咨询机构 IDC 发布的 2020 年的报告，公司在安全分析和威胁情报市场

份额和终端安全软件市场份额均位于市场第一。以上排名充分显示了公司的技术和产品实力。

表 4: 奇安信与部分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 | 2020 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: 41.61 亿元, 净利润: -3.34 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: 54.58 亿元, 净利润: 8.09 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: 36.47 亿元, 净利润: 8.04 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: 20.10 亿元, 净利润: 3.01 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: 8.91 亿元, 净利润: 2.76 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: 7.25 亿元, 净利润: 0.60 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: 13.23 亿元, 净利润: 1.34 亿元 |

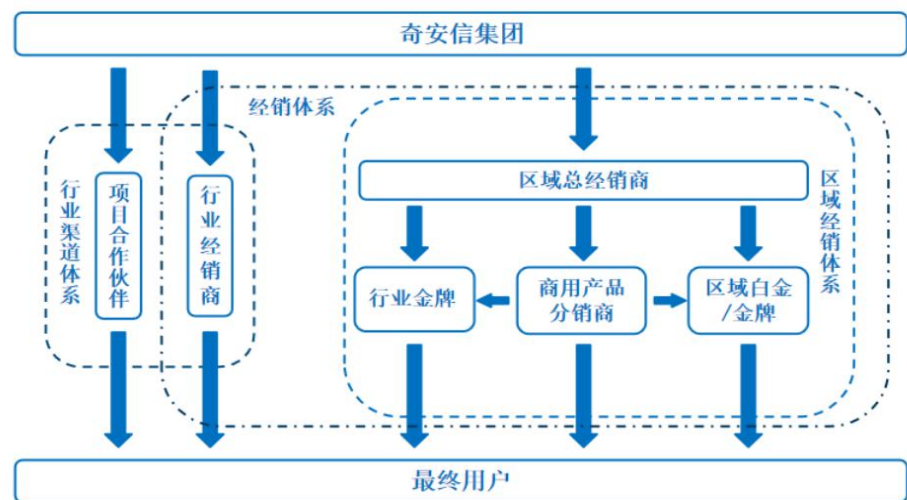
资料来源: 各公司公告, 渤海证券

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,在政企、金融等多个行业加大拓展力度,为公司持续成长夯实了基础。

3.3 直销与渠道销售并重，销售投入力度大

从销售模式上来看，公司销售采用直销和渠道代理销售相结合的模式。其中直销模式是指对于大中型政企客户，如政府、公安、军队、金融、互联网以及能源、电力、运营商、军工等央企和其他大型企业，公司依托于全国的分支机构，一般安排专门的销售及技术团队为其服务。而对于其它客户，公司采取了区域与行业相结合的渠道模式，其中区域经销体系主要基于以全国总经销商的多层次区域经销体系，各层级经销商在市场拓展、渠道建设等方面各有分工；行业渠道商主要覆盖政府、公检法司等重点行业客户，包括经销和项目合作两种模式。

图 21：奇安信渠道经销商体系



资料来源：公司招股说明书，渤海证券

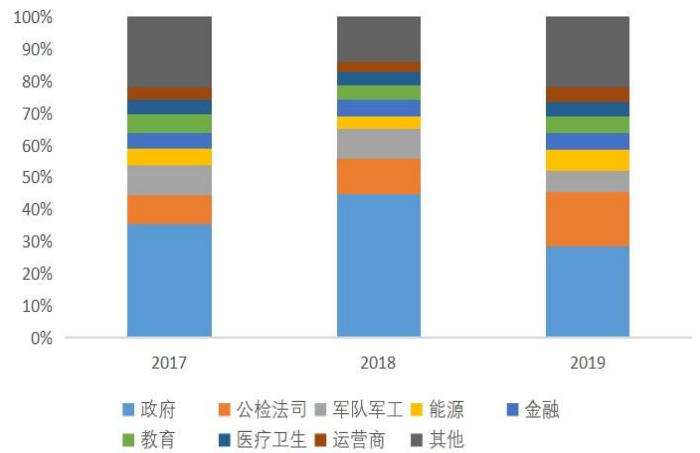
公司通过渠道代理的收入在 2019 年占比达到 68.54%，渠道代理销售占比处于主导地位。从客户所在行业来看，公司下游客户所在的行业包括政府、公检法司、军队军工、能源、金融、教育、医疗卫生和运营商等。2017-2019 政府行业是公司最大的客户来源，占比分别为 35.39%、44.88%和 28.59%。

图 22: 奇安信 2017-2019 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

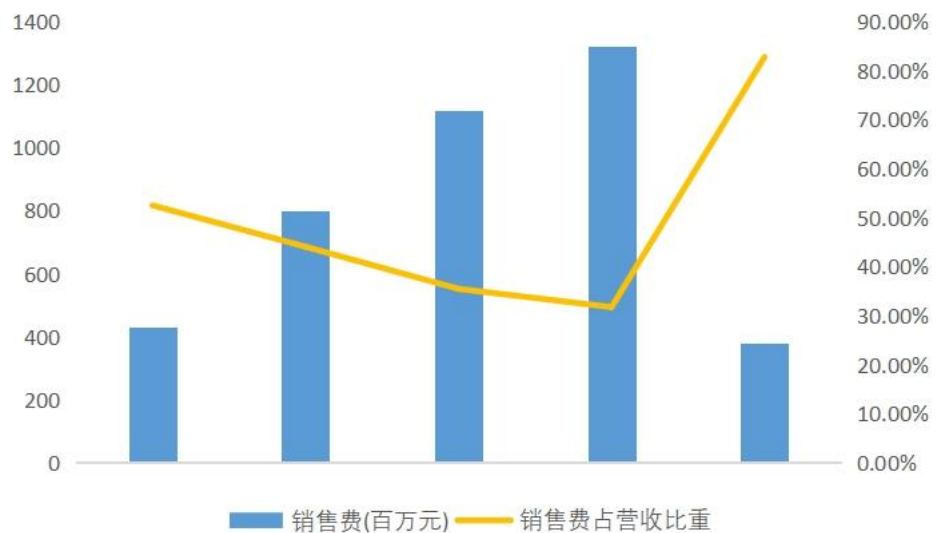
图 23: 奇安信 2017-2019 最终行业客户占比



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, 2020 年公司的销售费用率为 31.72%。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稳中有降。

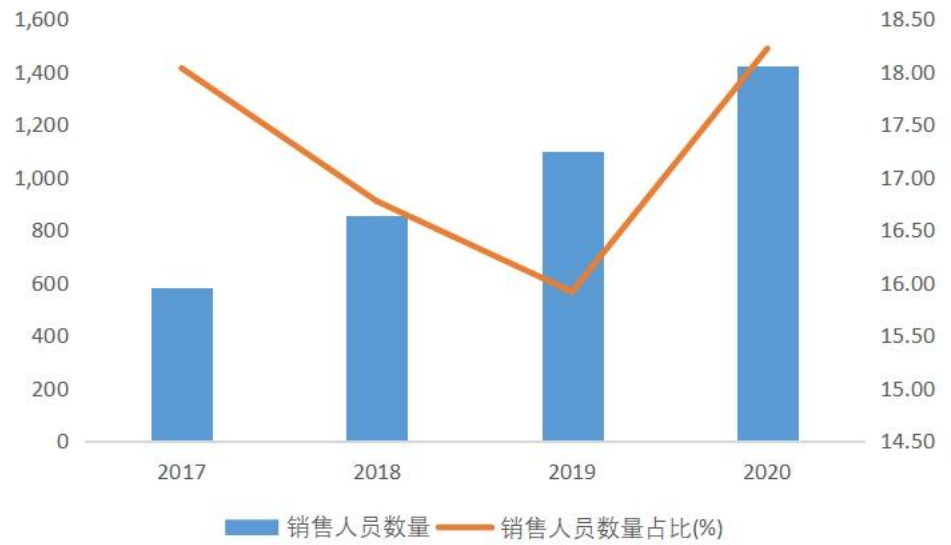
图 24: 奇安信 2017-2021Q1 销售费用及占营收比重



资料来源: wind, 渤海证券

从销售人员来看, 公司的销售人员从 2017 年的 578 人增长到了 2020 年的 1420 人, 公司持续加大了销售力量的投入, 进一步加强了公司产品拓展能力。

图 25: 奇安信 2017-2020 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；公司产品在终端安全、安全管理平台、安全服务、云安全服务、Web 安全市场和 UTM 市场等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 2021 年-2023 年营业收入增长分别为 42.8%、36.2%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、公检法司、军队军工、能源、金融、教育、医疗卫生和运营商等行业客户，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 2021 年-2023 年毛利率分别为 60.4%、61.2%和 62.5%。

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，但随着公司销售规模的快速扩大导致的规模效应的显现以及管理效率提升，因此我们预计公司 2021 年-2023 年公司的净利率将有明显提升，分别为 0.4%、2.4%和 6.5%。

根据上述假设，预计 2021、2022、2023 年 EPS 分别为 0.06 元、0.37 元和 1.05 元，基于此，给予“买入”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

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

机械行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904
宁前羽
+86 22 2383 9174

银行业研究

王磊
+86 22 2845 1802
吴晓楠
+86 22 2383 9071

非银金融行业研究

王磊
+86 22 2845 1802

医药行业研究

陈晨
+86 22 2383 9062

计算机行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

家电行业研究

尤越
+86 22 2383 9033

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

食品饮料行业研究

刘瑀
+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

马丽娜
+86 22 2386 9129
张婧怡
+86 22 2383 9130
李济安
+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
陈菊
+86 22 2383 9135
韩乾
+86 22 2383 9192
杨毅飞
+86 22 2383 9154

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