

奇安信-U (688561.SH)

卡位新安全，展现快成长

核心观点：

- 公司保持较大的研发投入力度，影响短期利润，未来利润有望逐步释放。公司 2020 年销售人均创收达 293 万元，属于头部公司中正常情况，但公司人均创收创利均在偏低水平，或与公司技术人员占比较高有关，公司 2020 年技术人员占比 72%，该比值在头部公司中较高，公司大力布局新赛道安全产品及服务，同时布局研发平台级能力，所以短期内研发投入较大，随着研发平台成熟度不断提升，将逐步改善公司研发人均创收及新赛道产品布局投入大的问题。
- 网络安全行业空间大，增速快、天花板高。根据 IDC 预测数据，2021 年中国网络安全市场规模有望达到 658 亿元。报告预测，2020 至 2024 年 CAGR 为 16.8%，即至 2024 年行业市场规模有望超过 1000 亿元。
- 行业从尾部向头部、科创公司集中。20 年 A 股头部公司、中等科创公司、三板公司平均收入分别为 32.0、7.7、0.9 亿元，头部公司/体量中等的科创板公司/三板安全公司近三年收入增长率分别为 32.33%/41.35%/21.60%（18 年）、33.82%/33.79%/23.59%（19 年）、17.75%/15.37%/0.22%（20 年）。
- 公司卡位网络安全新领域，且产品覆盖范围广。优势产品包括终端安全、云端威胁情报、零信任、大数据安全检测与管控、数据安全与隐私保护、应用开发安全、安全服务等。
- 预计 21-23 年业绩分别为 -0.05、0.44、0.81 元/股。公司卡位新赛道，参考同行估值，予以公司 21 年 14 倍 PS，合理价值为 120.75 元/股，予以“买入”评级。
- 风险提示：公司的收入高增长与利润的正常释放不易平衡；人效与人均创收的持续提升待验证，考验公司的内部管理；政府是下游重要客户之一，政府预算波动会对下游需求造成一定影响。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,154	4,161	5,862	7,883	10,337
增长率（%）	73.6	31.9	40.9	34.5	31.1
EBITDA（百万元）	-738	-437	-181	120	326
归母净利润（百万元）	-495	-334	-32	299	547
增长率（%）	-	-	-	-	83.1
EPS（元/股）	-0.86	-0.49	-0.05	0.44	0.81
市盈率（P/E）	-	-	-	209.92	114.64
ROE（%）	-9.9	-3.3	-0.3	2.9	5.1
EV/EBITDA	-	-	-	483.66	177.13

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

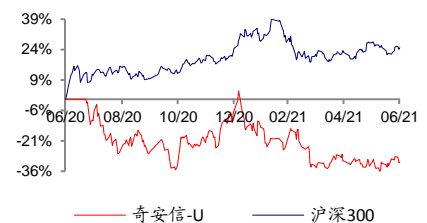
买入

当前价格	92.31 元
合理价值	120.75 元
报告日期	2021-07-01

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	679.62/73.16
总市值/流通市值（百万元）	62735/6753
一年内最高/最低（元）	139.00/86.13
30 日日均成交量/成交额（百万）	1.70/156.60
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	1.85/-30.69

相对市场表现



分析师：

刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师：

庞倩倩



SAC 执证号：S0260519010004

SFC CE No. BON635



021-60750605



pangqianqian@gf.com.cn

相关研究：

目录索引

一、投资要点	4
二、公司基本情况	6
(一) 股权架构	6
(二) 发展历程	6
(三) 财务分析	7
(四) 财务指标有望不断优化, ROE 有望逐步改善	12
(五) 主营业务	13
(六) 股权激励	15
三、行业 21 年市场规模预计为 658 亿元, 增速快、天花板高	16
(一) 21 年信息安全市场规模有望达 658 亿元, 行业增速快、天花板高	16
(二) 网络安全法后, 相关要求共振致景气度提升, 景气度具有可持续性	17
四、行业集中度提升, 头部公司已构建高壁垒	19
(一) 由于重视安全, 行业集中度逐步提升	19
(二) 头部公司传统行业地位不易超越	20
五、头部企业中, 公司在新产品布局上表现突出	21
(一) 国内安全现状: 客户对网络内部的安全越发重视, 衍生出全方位的安全需求	21
(二) 头部企业在网络边界安全上竞争差距较小, 公司在传统安全领域亦有领先地位	22
(三) 公司卡位网络安全新领域, 且产品覆盖范围广	23
六、盈利预测和估值	26
七、风险提示	27

图表索引

图 1: 奇安信股权结构	6
图 2: 奇安信发展历程	7
图 3: 奇安信营业收入及增速	7
图 4: 各项业务收入占比	8
图 5: 各项业务收入 (百万元)	8
图 6: 公司毛利率变化	9
图 7: 公司费用率变化	9
图 8: 各项费用 (百万元)	9
图 9: 人均创收 (万元)	10
图 10: 归母净利、扣非归母净利规模及增速 (百万元)	11
图 11: 现金流变化 (百万元)	11
图 12: 中国 IT 安全市场规模及规模预测	16
图 13: 中国 IT 安全市场规模及规模预测	17
图 14: 安全公司平均收入 (亿元) 及增速	19
图 15: 安全公司平均归母净利率对比	19
图 16: 信息安全安全防护阶段划分	21
图 17: 信息安全产品按防护对象分为网络安全、终端安全、应用安全、数据安全、安全管理	22
图 18: 2020 年中国防火墙硬件市场份额	22
图 19: 2020 年中国统一威胁管理硬件市场份额	22
图 20: 2020 年安全内容管理硬件市场份额	23
图 21: 2020 年入侵检测与防御硬件市场份额	23
图 22: 公司产品全景图	24
图 23: 2020 年奇安信安全牛全景图一类安全领域入选数量情况	24
图 24: 2020 年安全分析和情报市场份额	25
图 25: 2020 年安全咨询服务市场份额	25
图 26: 2020 年终端安全市场份额	25
图 27: 2019 年威胁检测与响应市场份额	25
表 1: 头部公司人员信息对比	12
表 2: 头部公司 20 年主要财务指标对比	12
表 3: 头部公司 20 年主要财务指标对比	13
表 4: 头部公司优势产品对比	14
表 5: 头部公司下游客户占比、销售模式对比	14
表 6: 等保 2.0 与等保 1.0 比的等级划分区别	18
表 7: 各业务收入拆分及毛利率	26
表 8: 可比公司 PS 估值情况 (市值统计截止 2021.06.30 收盘)	27

一、投资要点

1. 公司是国内信息安全龙头，重点布局新安全领域

奇安信是国内信息安全头部公司，公司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。

2020年公司实现营业收入41.6亿元，同比增长31.9%，2016年-2020年年复合增长率为58.7%。2020年，公司归母净利润约-3.3亿元，同比增加32%；扣非归母净利润-5.4亿元，同比增加21.6%。

公司重视研发投入，持续保持较大的研发投入力度，完善产品线和强化核心技术，影响短期利润，未来利润有望逐步释放。公司2020年销售人均创收达293万元，属于头部公司中正常情况，但公司人均创收创利均在偏低水平，或与公司技术人员占比较高有关，公司2020年技术人员占比72%，该比值在头部公司中较高，公司希望短时间内在研发平台及多款新赛道安全产品上发力，故需投入较多人员，未来随着各产品销售额提升，研发人均创收有望随之提升，预计未来几年可看到持续改善。

公司技术积累的重点在新型安全领域。据公司年报数据，20年以大数据安全检测与管控、零信任安全、应用开发安全、云安全、工业互联网安全、大数据安全与隐私保护为核心的新赛道产品的营业收入，占公司主营产品收入比例接近6成，合计同比收入增长率在60%以上，安全服务业务收入占比提升到主营业务的15.5%以上，同比增速超过75%。

2. 行业21年市场规模有望达到658亿元，增速快、天花板高

网络安全行业空间大，增速快。根据IDC发布的《IDC全球网络安全支出指南，2021V1》中，报告预测，2021年中国网安市场总支出规模将达到102亿美元，约合人民币658亿元，2020至2024年CAGR为16.8%。

中期可见空间1000亿元。我们以2021年市场规模658亿元为基础，依据上段IDC的预测数据，20-24年软硬安全市场规模的年增速在16.8%，则经过4年，即至2024年行业市场规模有望超过1000亿元。长期关注物联网安全，行业天花板高。随着信息技术从互联网向物联网延伸，物联网安全威胁进一步拓展了网安的范畴，随着5G商用，大流量、低延时会使得智能联网设备普及，安全威胁和安全需求也无处不在，行业天花板高。

3. 由于重视安全，行业集中度逐步提升，公司作为头部公司，竞争壁垒高

行业从尾部向头部、科创公司集中。将网安公司分为A股头部公司（奇安信-科创板、深信服-安全业务、绿盟科技、启明星辰、天融信）、体量中等的三家科创板公司（安恒信息、山石网科、安博通）和尾部三板公司（共计40家）。20年A股头部公司、中等科创公司、三板公司平均收入分别为32.0、7.7、0.9亿元，头部公司/体量中等的科创板公司/三板安全公司近三年收入增长率分别为32.33%/41.35%/21.60%（18年）、33.82%/33.79%/23.59%（19年）、

17.75%/15.37%/0.22%（20年）。行业集中度在向前两类公司集中。

18-20年A股头部公司、科创板公司、三板公司盈利能力开始分化，A股老牌安全公司和中等市值科创板公司净利率稳定在20%-10%区间，三板公司整体净利率为负，经营压力大，会进一步促进集中度提升。

奇安信从2020年起，经营质量显著提升，2020年毛利率提升近3个百分点，人均创收同比提升16%以上，硬件及其他（集成业务）占比从2019年近22%下降到2020年16%左右，公司主动控制集成业务（毛利率4.4%左右）的收入占比，实际上都是经营质量显著改善的体现。

头部公司传统行业地位不易超越 头部公司不易超越原因在于头部公司在研发、解决方案的完整度和销售体系的建设上具有一定竞争壁垒，头部公司在新赛道产品布局较多，客户粘性较强，中长期具备足够的竞争壁垒。随着公司在行业集中度的逐步提升，公司作为头部公司，竞争壁垒逐步增高。

4. 头部企业中，公司产品布局具备优势

国内安全现状是客户以往需求主要在合规属性的要求约束，集中在传统网络边界安全，随着客户数字化、智能化、云化转型的加速，客户的网络越来越复杂，叠加网络安全监管环境越来越注重实战化防护效果，使得客户的网络安全需求越发呈现体系化防御特性，从传统的安全边界到多种终端防护、云场景防护、数据中心场景防护及应用、数据层面的安全防护。

头部企业在网络边界安全上竞争差距不大，公司在传统安全领域亦有领先地位，主流的网络边界安全产品包括防火墙、统一威胁管理平台、安全内容管理、入侵检测与防御、VPN，据IDC数据，公司在统一威胁管理平台、安全内容管理市场的市占率排名分别为第三、第二。

公司卡位网络安全新领域，且产品覆盖范围广。新赛道产品包括新场景的安全防护方案，面向“云、大、物、移、工”领域的新场景安全产品重点布局，以及用大数据、人工智能等新技术提升安全检测与防护效果的解决方案布局。优势产品包括泛终端安全、云端威胁情报、零信任、大数据安全检测与管控、数据安全与隐私保护、应用开发安全、安全服务等。

盈利预测：预计21-23年业绩分别为-0.05、0.44、0.81元/股。公司卡位新赛道，参考同行估值，予以公司21年14倍PS，合理价值为120.75元/股，予以“买入”评级。

风险提示：公司的收入高增长与利润的正常释放不易平衡；人效与人均创收的持续提升待验证，考验公司的内部管理；政府是下游重要客户之一，政府预算波动会对下游需求造成一定影响。

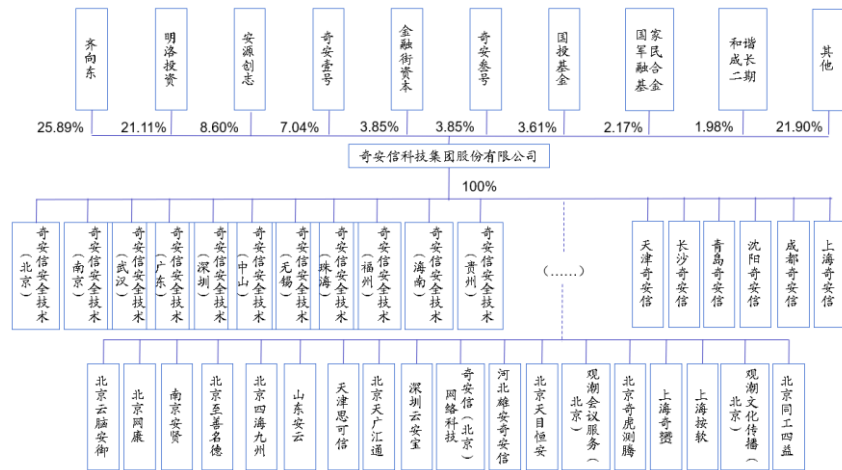
二、公司基本情况

奇安信是国内信息安全头部公司，公司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。

（一）股权架构

目前，奇安信董事长齐向东先生是公司的控股股东与实际控制人，直接持有公司22.01%股份。另外齐向东先生为宁波梅山保税港区安源创志股权投资合伙企业（有限合伙）的实际控制人，后者持有公司7.31%股份；齐向东先生为天津奇安叁号科技合伙企业（有限合伙）的实际控制人，后者持有公司3.27%股份。

图1：奇安信股权结构

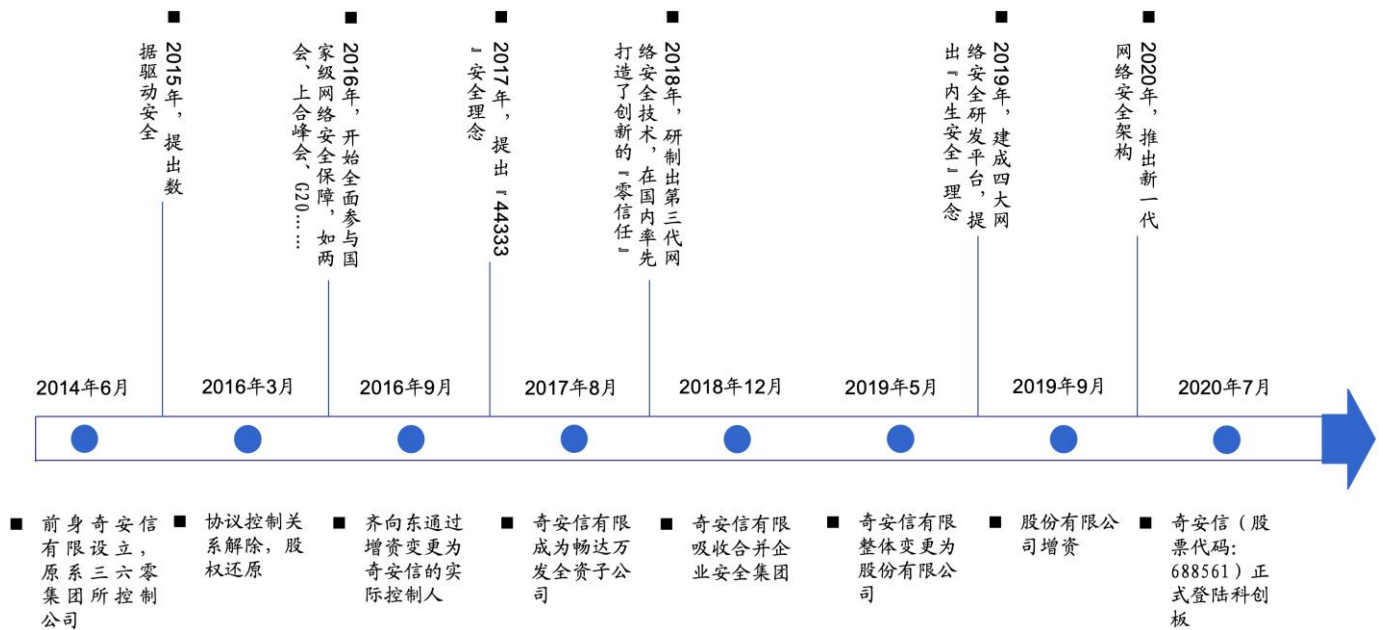


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）发展历程

2014年，公司前身奇安信有限成立，原系三六零集团所控制公司；2016年，协议控制关系解除，股权还原；2019年，整体变更为股份有限公司，2020年7月，公司在科创板上市。逐步成长为国内信息安全龙头企业，在多个市场排名第一（来源：公司官网）。

图2: 奇安信发展历程



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

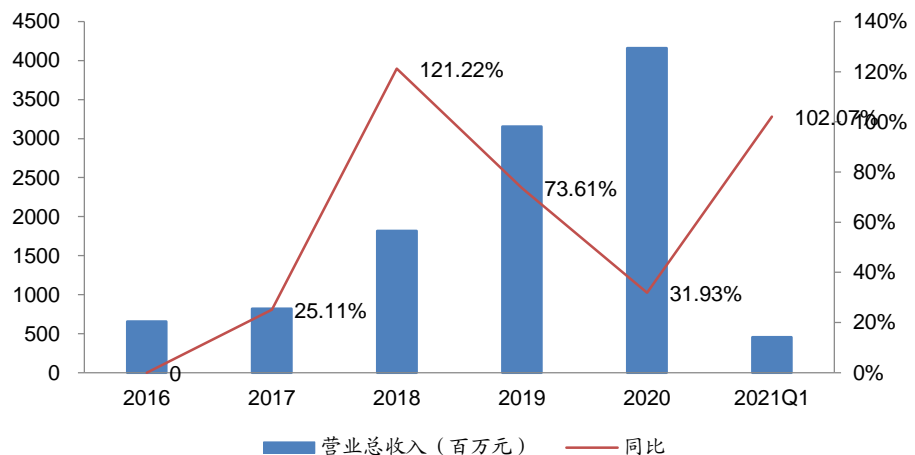
(三) 财务分析

1. 营业收入及拆分

近年来, 公司营业收入快速增长。2020年公司实现营业收入41.6亿元, 同比增长31.9%, 2016年-2020年年复合增长率为58.7%。

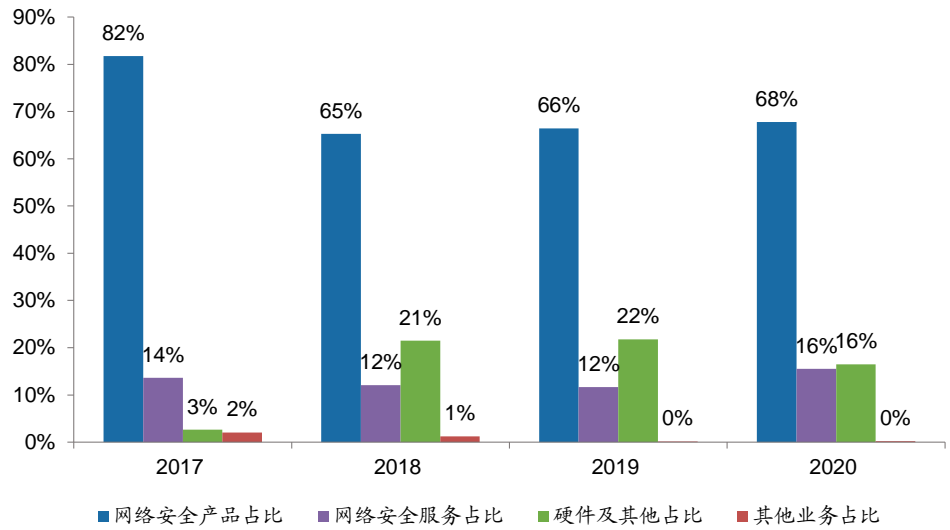
各项业务均快速增长, 网络安全产品2017-2020年复合增速为61.4%, 网络安全服务2017-2020年复合增速为79.5%。

图3: 奇安信营业收入及增速



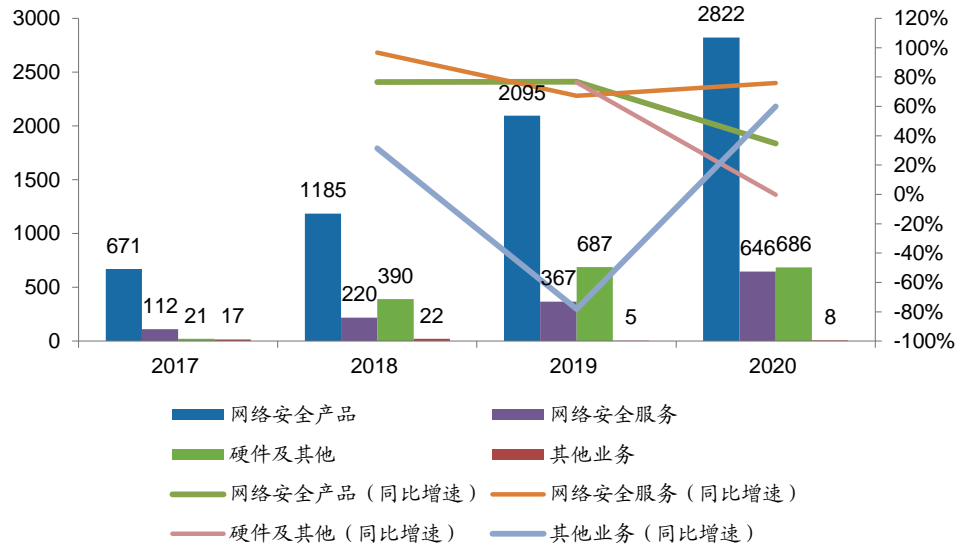
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图4：各项业务收入占比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图5：各项业务收入（百万元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

2. 毛利率、费用率及人均创收

2017-2021Q1公司毛利率保持稳定，总体毛利率平均为62%左右。公司2018-2020年毛利率的上涨主要由网络安全服务的毛利率稳步上涨所致，2017-2020年网络安全产品毛利率保持相对稳定，维持在73%左右，2017-2020年网络安全服务毛利率平均在63%左右。

2020年公司毛利率达到59.6%，同比增加2.85个百分点。

费用率方面，2017-2020年公司销售费用率平均为41%，管理费用率呈现下降

的趋势，由2017年的52%下降到2020年的32%。

公司高度重视研发，研发费用从2017年的5.4亿元增长至2020年12.3亿元，年复合增长率为31.4%。公司持续保持了较高的研发投入强度。

图6: 公司毛利率变化

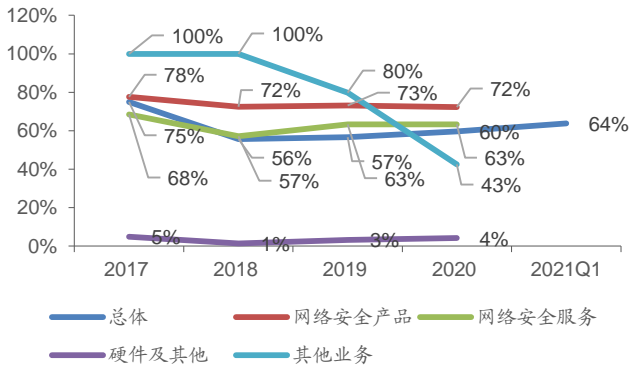
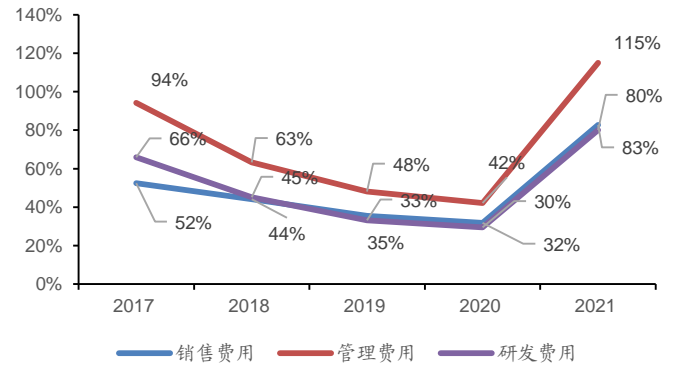


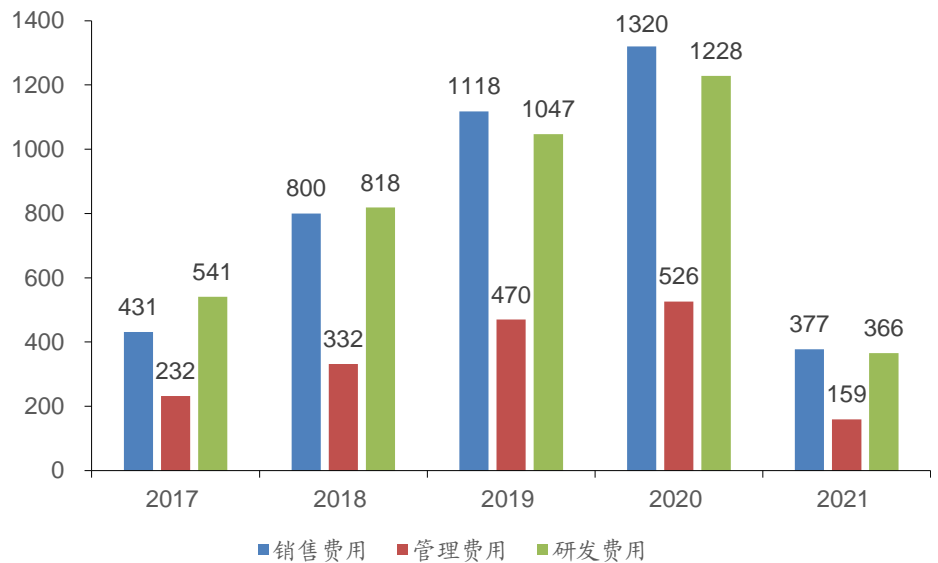
图7: 公司费用率变化



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

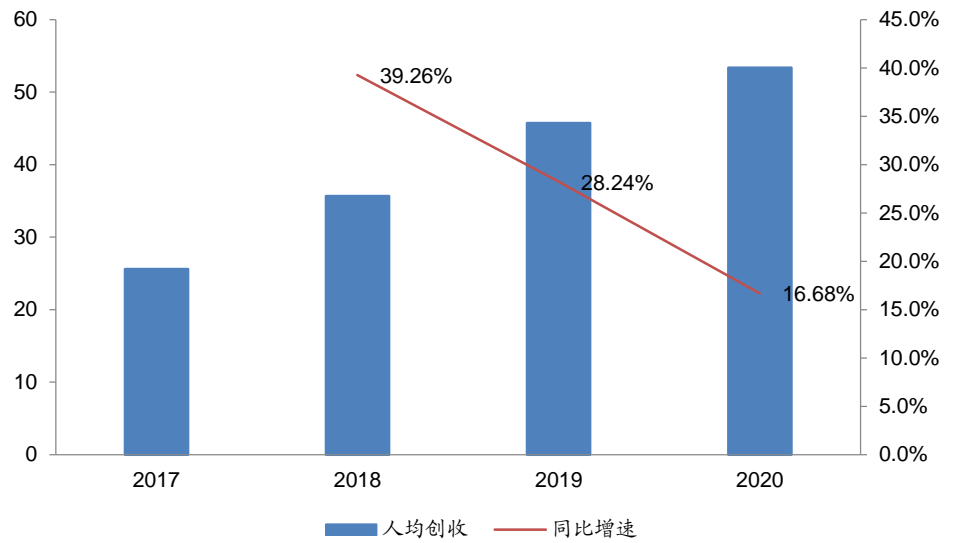
图8: 各项费用 (百万元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

2020年公司人均创收53.38万元, 同比增加16.7%。2017-2020年人均创收复合增长率27.7%, 呈上升趋势。

图9: 人均创收 (万元)

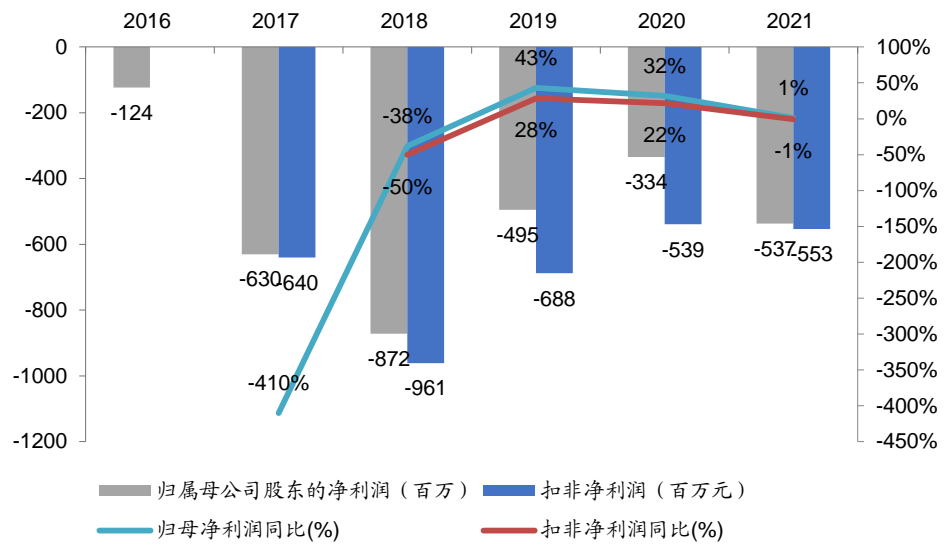


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

3.净利润、扣非净利润

2020年, 公司归母净利润约-3.3亿元, 亏损同比增加32%, 扣非归母净利润-5.4亿元, 同比增加21.6%。当期毛利率改善, 经营管理效率提高, 销售和管理费用率有所下滑。

图10: 归母净利、扣非归母净利规模及增速 (百万元)

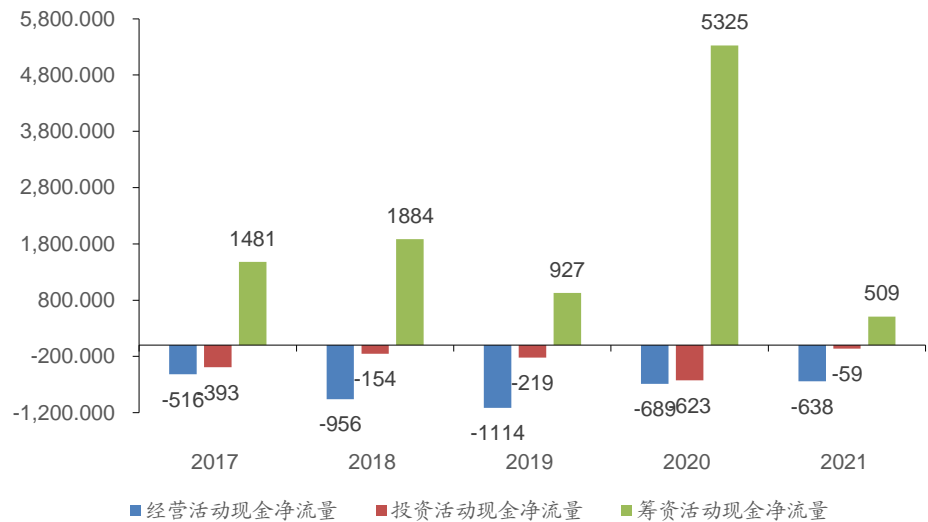


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

4. 现金流

2019-2020年经营活动现金流净流出减少, 系报告期内销售商品收到的现金增加所致。

图11: 现金流变化 (百万元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

(四) 财务指标有望不断优化, ROE 有望逐步改善

1. 公司牺牲利润追求规模, 优势积累完成, 利润即将释放。

公司2020年销售人均创收达293万元, 在头部公司中属正常情况。公司2020年销售人均创收属于头部公司中正常情况, 但公司人均创收创利均在偏低水平, 或与公司技术人员占比较高有关, 公司2020年技术人员占比72%, 该比值在头部公司中较高, 公司希望短时间内在研发平台及多款新赛道产品上发力, 故需投入较多人员, 未来随着研发平台效能提升, 联网的安全服务工具种类逐渐丰富功能逐渐成熟, 叠加各产品销售额提升, 公司的人均创收有望随之提升, 预计未来3年可看到逐步改善。

表1: 头部公司人员信息对比

公司名称	总收入 (亿元)	总人数	技术人员	销售人员	人均创收 (万元)	人均创利 (万元)	销售人均创收 (万元)	人均薪酬 (万元)
深信服	55	7553	4253	2704	72	11	202	37
启明星辰	36	5381	3139	1296	68	15	281	24
绿盟科技	20	3402	2271	729	59	9	276	28
奇安信	42	7796	5636	1420	53	-4	293	29

数据来源: 各公司财报及招股说明书, 广发证券发展研究中心

公司目前营收增速高于同行业, 前期快速扩张带来72%的三年复合增速。20年公司净利润-3.4亿元, 较19年净利润亏损减小36%, 较18年亏损减小65%。未来经营步入正轨后, 公司盈利能力逐步变增强, ROE有望达到20%左右。

表2: 头部公司20年主要财务指标对比

公司名称	收入 (亿元)、同比增速, 5年复合增速	净利润、经营性净现金流 (亿元)	毛利率	净利率	ROE (加权)
深信服	整体 55, 19%, 33% 安全 33, 18%, 26%	8.1 (加回股权激励费用后 11.1)、13.2	整体 70% 安全 82%	15%	15%
启明星辰	整体 36, 18%, 19%	8.1、6.6	64%, 安全产品 63%, 安全运营与服务 66%	22%	16%
天融信	整体 57, -20%, 20%	4.0 (加回股权激励费用后 5.3)、2.0	37%, 基础安全产品 62%, 大数据与态势感知 80%, 基础安全服务 61%	7%	4%
绿盟科技	20, 20%, 18%	3.0、4.5	70%, 安全产品 70%, 安全服务	15%	9%
奇安信	整体 42, 32%, 72% (三年复合增速)	-3.4、-6.9	72%, 安全产品 63%, 安全服务 4.4%, 硬件及其他	-8%	-5%

数据来源: 各公司财报及招股说明书, 广发证券发展研究中心

(五) 主营业务

公司主营网络安全市场，主要客户为政府、企业等。2020年企业端收入55%，政府端28%，公检法司在16%左右（数来源：公司年报）。公司业务可划分为公司主营业务分为网络安全产品、网络安全服务、硬件以及其他业务。公司紧跟“信息化变革”潮流，持续发力体系化、场景化的第三代网络安全创新方案：

网络安全产品：公司IT架构安全防护产品（基础架构安全产品），围绕身份、行为和应用构建防御体系；IT设施安全防护产品（新一代IT基础设施防护产品）为信息化、大数据基础设施提供安全防护；大数据智能安全检测与管控产品，为客户提供针对威胁的全面检测、深度感知、关联分析、自动响应等能力闭环。20年，公司网络安全产品收入28.22亿元，同比增加34.72%。其中基础架构安全产品收入同比增长超过一倍；大数据智能安全行业领先地位明显，收入增速超过50%；IT设施安全防护品增速明显，其中云与服务器安全业务收入同比增加超过65%，大数据安全与隐私保护收入同比增长超过60%。

以大数据安全检测与管控、零信任安全、应用开发安全、云安全、工业互联网安全、大数据安全与隐私保护为核心的新赛道产品的营业收入增速超60%，占公司主营产品收入近6成。

网络安全服务：公司网络安全服务20年营收6.46亿元，同比增加75.89%。安全服务收入占主营业务收入提升至15.56%（2019年为11.66%），未来政企客户重视实战攻防能力，服务业务收入占比有望继续增长。

表3：头部公司20年主要财务指标对比

公司收入拆分	销售收入（万元）				销售数量			平均单价		
	2020年	2019年	2018年	2017年	2019年	2018年	2017年	2019年	2018年	2017年
一、网络安全产品	282183.29	209459.14	118531.55	67137.43						
1. 基础架构安全产品		14126.99	6051.61	2918.51						
1.1 零信任身份安全		1253.55	0	0	42套			29.85万元		
1.2 日志审计分析系统（主要为软硬一体）		5000.24	3551.96	1280.95				1.9-4.6万元	1.9-4.6万元	1.9-4.6万元
1.3 代码卫士（主要为软硬一体）		4532.51	2170.18	1415.59				35-100元	35-100元	35-100元
2. 新一代 IT 基础设施防护产品		136240.67	80488.39	48969.77						
2.1 天擎一体化终端管理系统（纯软件）		42182.01	19013.98	11232.34	552.18万点	311.46万点	276.44万点	76.39元	61.05	40.63
2.2 终端安全准入系统		20.67	4736.87	2013.14	1755台	1085台	382台	4.11万元	4.37万元	5.27万元
2.3 新一代智慧防火墙		27627.63	17507.98	10251.87	16147台	11614台	6466台	1.71万元	1.51万元	1.59万元
2.4 云安全管理平台		6723.83	1418.59	141.85	111套	28套	4套	60.58万元	50.66万元	35.46万元
2.5 虚拟化安全管理系统		8104.88	6036.11	2566.19				300-1800元	300-1800元	300-1800元
3 大数据智能安全检测与管控产品		59091.48	31991.56	15249.15						
3.1 网络空间安全态势感知与通报处置平台——合计		15015.88	6733.43	4618.33	-	-	-	-	-	-
——综合解决方案		10684.71	2148.39	2970.12	39套	5套	6套	273.97万元	429.68万元	495.02万元
——轻量级解决方案		4331.17	4585.04	1648.21	240套	144套	52套	18.05万元	31.84万元	31.7万元
3.2 公司政企态势感知与安全运营管理平台（NGSOC）		14031.66	5403.55	2358.88	238套	111套	44套	58.96万元	48.68万元	53.61万元
3.3 新一代威胁态势感知与响应系统		20487.11	5682.85	1781.71	433套	134套	54套	47.31万元	42.41万元	32.99万元
二、网络安全服务	64608.02	36732.22	21975.47	11176.53						
三、硬件及其他	68559.15	68742.13	38986.07	2148.34						

数据来源：公司年报、公司招股说明书、广发证券发展研究中心

公司在新安全产品领域保持优势。公司的新一代 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，产品类别多，应用场景广。优势产品包括终端安全、云端威胁情报、零信任、大数据安全检测与管控、数据安全与隐私保护、应用开发安全、安全服务等。

表4: 头部公司优势产品对比

公司名称	新安全领域布局 (产品大类)	优势领域、优势安全产品
深信服	数据安全、态势感知、应用安全	优势场景: 云计算 优势产品: 下一代防火墙、上网行为管理、VPN
启明星辰	数据安全、态势感知、应用安全	优势场景: 工控、信创 优势产品: UTM、IDP、数据安全、安全服务
天融信	数据安全、态势感知、应用安全	优势场景: 工控、信创 优势产品: 防火墙、网闸、安全管理、VPN
绿盟科技	数据安全、态势感知、应用安全	优势场景: 云计算、工控、信创 优势产品: 漏扫、抗拒绝服务系统 (ADS)、WAF (web 应用防火墙)、数据安全
奇安信	数据安全、大数据安全 (含态势感知)、应用安全、终端安全	优势场景: 云计算、信创 优势产品: 终端安全、云端威胁情报、零信任、大数据安全检测与管控、数据安全与隐私保护、应用开发安全、计算机取证、安全服务

数据来源: 各公司官网, 广发证券发展研究中心

公司直销分校同时发力。对于大型客户如政府、公安、军队、金融、互联网以及能源、运营商等央企和其他大型企业, 公司采用直销模式安排专门团队进行服务, 保证稳定业绩。对于小型客户采用区域与行业相结合的渠道模式, 覆盖更多市场。

表5: 头部公司下游客户占比、销售模式对比

公司名称	20 年下游客户收入占比	直销分销情况
深信服	整体: 政府及事业单位 54%、企业 34%、金融及其他 11% (2020 年数据, 来源: 公司年报)	渠道销售为主
启明星辰	政府 29%, 特殊行业 15%, 公检司法 10%, 能源 10% (2020 年数据, 来源: 21 年 4 月 19 日公司投资者关系活动记录表)	直销为主, 建设渠道拓展中小客户
天融信	政府及事业单位 55%; 国有企业 23%; 商业及其他 21% (2020 年数据, 来源: 公司年报)	直销为主, 建设渠道拓展中小客户
绿盟科技	金融 21%; 电信运营商 21%; 能源及企业 24%; 政府、事业单位及其他 34% (2020 年数据, 来源: 公司年报)	改革为渠道销售为主 (含公司转给渠道的订单), 原直销模式覆盖行业大客户
奇安信	政府 29%; 公检法司 16%; 其他 55% (2020 年数据, 来源: 公司年报)	直销占 31% 成, 直销面向大中型政企; 渠道销售占 69% (含公司转给渠道的订单)

数据来源: 各公司财报及招股说明书, 广发证券发展研究中心

（六）股权激励

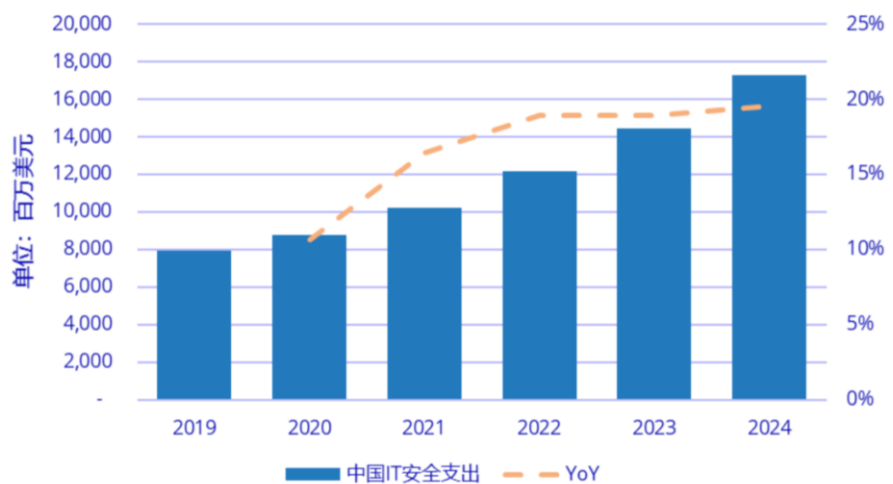
2020年10月30日公司发布限制性股票激励计划（草案），拟授予激励对象的限制性股票数量为1359万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额6.8亿股的2.0%。其中，首次授予限制性股票1087万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额的1.6%，占本激励计划拟授予限制性股票总数的80.0%；预留271万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额的0.4%，预留部分占本激励计划拟授予限制性股票总数的20.0%。

三、行业 21 年市场规模预计为 658 亿元，增速快、天花板高

（一）21 年信息安全市场规模有望达 658 亿元，行业增速快、天花板高

网络安全行业空间大，增速快。根据IDC发布的《IDC全球网络安全支出指南，2021V1》，报告预测，2021年中国网安市场总支出规模将达到102亿美元，约合人民币658亿元，2020至2024年CAGR为16.8%。受益于行业投入加大，未来软硬件市场规模均会保持快速增长，且软件增速会有所提升。

图12：中国IT安全市场规模及规模预测



数据来源：IDC（2021Q1），广发证券发展研究中心

中期可见空间1000亿元。我们以2021年市场规模658亿元为基础，依据上段IDC的预测数据，20-24年软硬安全市场规模的年增速在16.8%，则经过4年，即至2024年行业市场规模有望超过1000亿元。

长期关注物联网安全，行业天花板高。随着信息技术从互联网向物联网延伸，物联网安全威胁进一步拓展了网安的范畴，随着5G商用，大流量、低延时会使得智能联网设备普及，安全威胁和安全需求也无处不在，行业天花板高。

图13: 中国IT安全市场规模及规模预测

物联网智能设备带来广阔的“攻击面”



数据来源: IDC, 广发证券发展研究中心

(二) 网络安全法后, 相关要求共振致景气度提升, 景气度具有可持续性

1. 政策驱动, 行业进入加速期

国内信息安全行业的典型客户包括党政军、电信、金融、能源、交通、教育等领域, 除了上云带来业务、数据集中, 进而更为重视安全, 催生更多自发需求; 政策驱动对其安全投入的影响也相对较大。

近些年行业最重要的变化应追溯到2010年后于2017年6月实施《网络安全法》(首次立法)、于2017年7月发布《关键信息基础设施安全保护条例(征求意见稿)》, 于2019年5月发布《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》(等保2.0)。由于《网络安全法》及相关条例落地、等保2.0的实施, 客户对安全愈加重视, 行业投入有望持续加大。近些年的变化体现在:

- (1) 《中央企业负责人经营业绩考核办法》于19年4月1日实施, 将网络安全纳入央企负责人考核内容, 可以理解成安全责任从信息部主任提升到央企一把手, 重视程度提升会带来相关投入的增加(来源: 国资委官网)。
- (2) 2019年广泛开展护网行动, 实战攻防、漏洞发现让客户对安全愈发重视, 虽然护网行动本身带来的服务收入增量有限, 但对客户后续追加产品采购有很大积极作用。护网行动始于16年, 范围从16年的公安部、民航局、国家电网, 到17年部分政府加入, 到18年部分国企加入, 再到19年工信、安全、武警、交通、铁路、民航、能源、新闻广电、电信运营商等行业广泛加入。
- (3) 等保2.0于19年12月1日实施, 待配套条例出台, 等保2.0会迎来实质性落地(来源: 人民网)。
- (4) 20年6月10日, 人大常委会审议通过《数据安全法》, 该法对数据的收集、存储、加工、使用、提供、交易、公开等行为都有合规性要求, 会催生相关安全投入。

2.相比等保1.0，2.0的变化：监管范围延伸至有数据的民企等，增量可观

相比等保1.0（GB/T 22239-2008 《信息安全技术 信息系统安全等级保护基本要求》），等保2.0中高标准的覆盖范围更广、增加对新场景的安全要求、本身法规性更强，会推动行业投入加大：

(1) 等保2.0针对新技术新增扩展要求

等保2.0在等保1.0资产防护的基础上，就云计算、物联网、移动互联网和工业控制系统提出安全防护要求。可以理解成监管对象从传统的政府、事业单位、国企，延伸到“有数据的民企”，预计会带来可观市场。扩展要求就新技术领域提出针对性要求，部分领先公司积极布局云安全、移动互联网安全及工控安全领域，先后与阿里、腾讯等云计算厂商就云安全开展技术合作，深信服积极布局私有云安全。预计深信服、启明星辰等公司有望受益于等保2.0的推出。

(2) 等保2.0三级对象覆盖范围增加，三级安全防范要求显著多于二级

等保2.0根据等级保护对象受到破坏时所侵害的客体和对客体造成侵害的程度，将信息系统的安全保护等级分为5个等级。相比等保1.0，等保2.0三级覆盖范围大幅扩展，“受到破坏会对相关公民、法人和其他组织的合法权益造成特别严重损害的重要网络”从二级上升到三级对象。相比二级对象，等保2.0对三级监管对象有定期开展测评的要求，被监管对象的重视程度更高，会有更多安全投入。

表6：等保2.0与等保1.0比的等级划区别

受侵害的客体	对客体的侵害程度		
	一般损害	严重损害	特别严重损害
公民、法人和其他组织的合法权益	第一级	第二级	<u>第二级变为第三级</u>
社会秩序、公共利益	第二级	第三级	第四级
国家安全	第三级	第四级	第五级

数据来源：GB/T 22240-2008《信息安全技术信息系统安全等级保护定级指南》、《网络安全等级保护条例》（征求意见稿）、广发证券发展研究中心

(3) 相比1.0，等保2.0法规性更强，执行力度、落地效果有望优于1.0

等保1.0推行期间，缺乏相关法律作为落实保障，2017年6月起《网络安全法》正式实施，为等保2.0的落实提供了法律支撑。在征求意见稿阶段、即将出台的《中华人民共和国数据安全法》、《中华人民共和国个人信息保护法》、《关键信息基础设施安全保护条例》，以及持续开展的攻防演习，会使得等保2.0更好地枪落地。

四、行业集中度提升，头部公司已构建高壁垒

（一）由于重视安全，行业集中度逐步提升

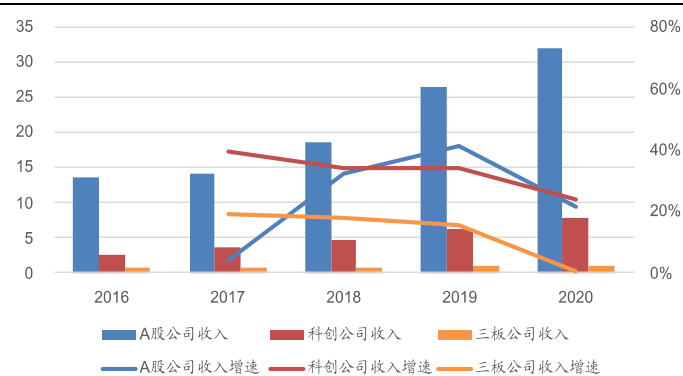
行业集中度提升。过去五年，行业从尾部向头部、科创公司集中。将网安公司分为A股头部公司（奇安信-科创板、深信服-安全业务、绿盟科技、启明星辰、天融信）、体量中等的三家科创板公司（安恒信息、山石网科、安博通）和尾部三板公司（共计40家）：

20年A股头部公司、中等科创公司、三板公司平均收入分别为32.0、7.7、0.9亿元，头部公司/体量中等的科创板公司/三板安全公司近三年收入增长率分别为32.33%/41.35%/21.60%（18年）、33.82%/33.79%/23.59%（19年）、17.75%/15.37%/0.22%（20年）。行业集中度在向前两类公司集中。奇安信20年网安营收规模超40亿元，高于A股头部公司网安业务收入均值，体量处于行业头部；营收增速同样处于高位，19、20年营收增速为74%、32%。

18-20年A股头部公司、科创板公司、三板公司盈利能力开始分化，A股老牌安全公司和中等市值科创板公司盈利能力稳定在20%-10%区间，三板公司整体净利率为负，经营压力大，会进一步促进集中度提升。

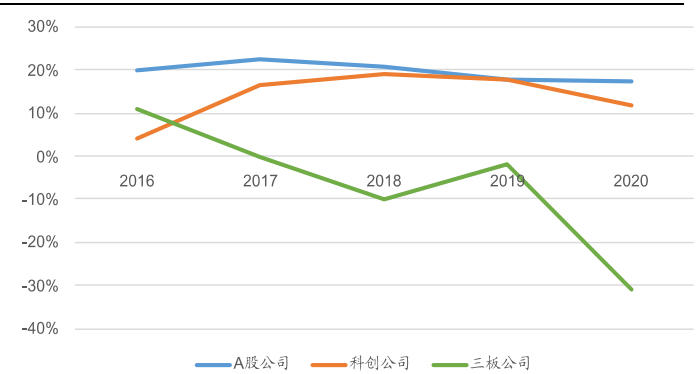
奇安信从2020年起，经营质量显著提升，2020年毛利率提升近3个百分点，人均创收同比提升16%以上，硬件及其他（集成业务）占比从2019年近22%下降到2020年16%左右，公司主动控制集成业务（毛利率4.4%左右）的收入占比，实际上都是经营质量显著改善的体现。

图14：安全公司平均收入（亿元）及增速



数据来源：Wind、公司数据整理、广发证券发展研究中心

图15：安全公司平均归母净利率对比



数据来源：Wind、公司数据整理、广发证券发展研究中心

（二）头部公司传统行业地位不易超越

头部公司传统行业地位不易超越，头部公司不易超越原因在于头部公司在研发、解决方案的完整度和销售体系的建设上具有一定竞争壁垒，头部公司在新赛道产品布局较多，客户粘性较强，中长期具备足够的竞争壁垒。随着公司在行业集中度的逐步提升，公司作为头部公司，竞争壁垒逐步增高。

研发体系壁垒：

信息安全行业的技术积累是针对各种攻击手段不断积累起来的，过去的攻击手段还会再现，所以相应的技术积累是有效积累。

在安全行业能看到很多公司基于新的技术创新生存，但是很难长大，原因就在于需要把以前的技术点补齐，还需要投入大量人员精力做产品研发，需要时间以根据实际使用反馈进行持续调优。反过来，这些就是头部公司研发上的壁垒。

同时现在的安全厂商需要逐步将大数据处理分析、机器学习、可视化等新型技术融合在安全产品中，头部公司更有实力投入。

解决方案壁垒：中国当前的信息安全市场还是以硬件为主，主要集中在网络边界层的防护上，随着攻击的日益复杂以及用户对安全的重视程度日益提升，以往仅购买点状的安全产品已经不能满足用户需求，需要公司形成一整套智能、全面的安全防护方案。客户会愈加看重安全厂商的综合技术实力、解决各种安全问题的能力。

销售体系壁垒：

信息安全下游客户主要是政府或B端客户，需要通过直销或者分销渠道触及客户，渠道的建立需要时间。

同时客户具有一定粘性，粘性体现在客户有一定的转换成本：不同厂家安全产品配置有别，技术人员需要学习；且内部策略配置也有较大差异，技术人员需要重新进行策略梳理和系统对接。所以在产品使用良好、厂商间产品性能差异较小时未必愿意更换安全厂商。

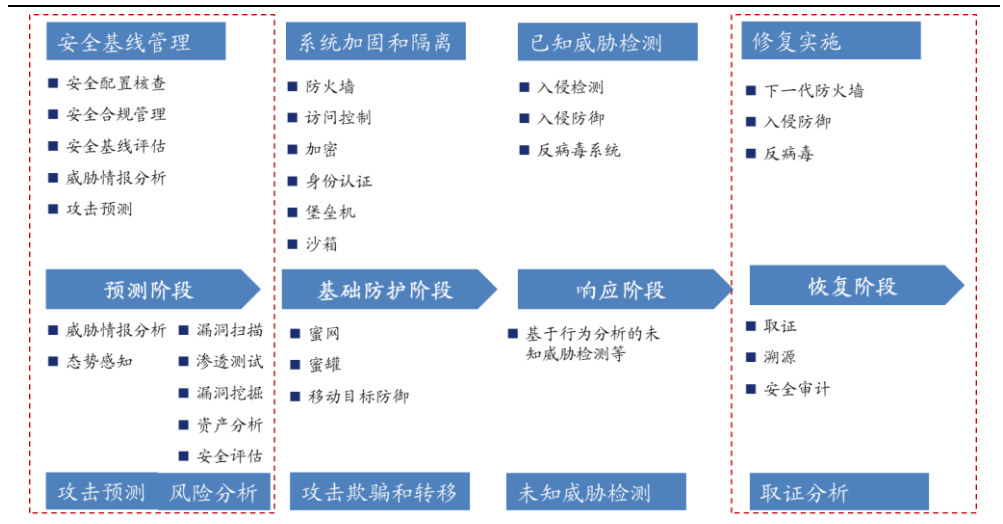
五、头部企业中，公司在新产品布局上表现突出

（一）国内安全现状：客户对网络内部的安全越发重视，衍生出全方位的安全需求

过去安全市场上占主导的是多以硬件形态呈现的网络边界层安全产品。主要产品包括防火墙、统一威胁管理平台（UTM）、入侵检测和入侵防御（IDP）、虚拟专用网络（VPN），安全内容管理（SCM）。

近几年，随着政企上云，服务器等终端设备进进出出，网络边界开始变得模糊，任何连接到数据中心的智能终端设备都可能带来潜在威胁。加之数据集中管控，安全攻击事件可能造成潜在危害大。使得客户安全需求从被动防御转向主动防御，从以满足合规为主转向真正需要防护效果。

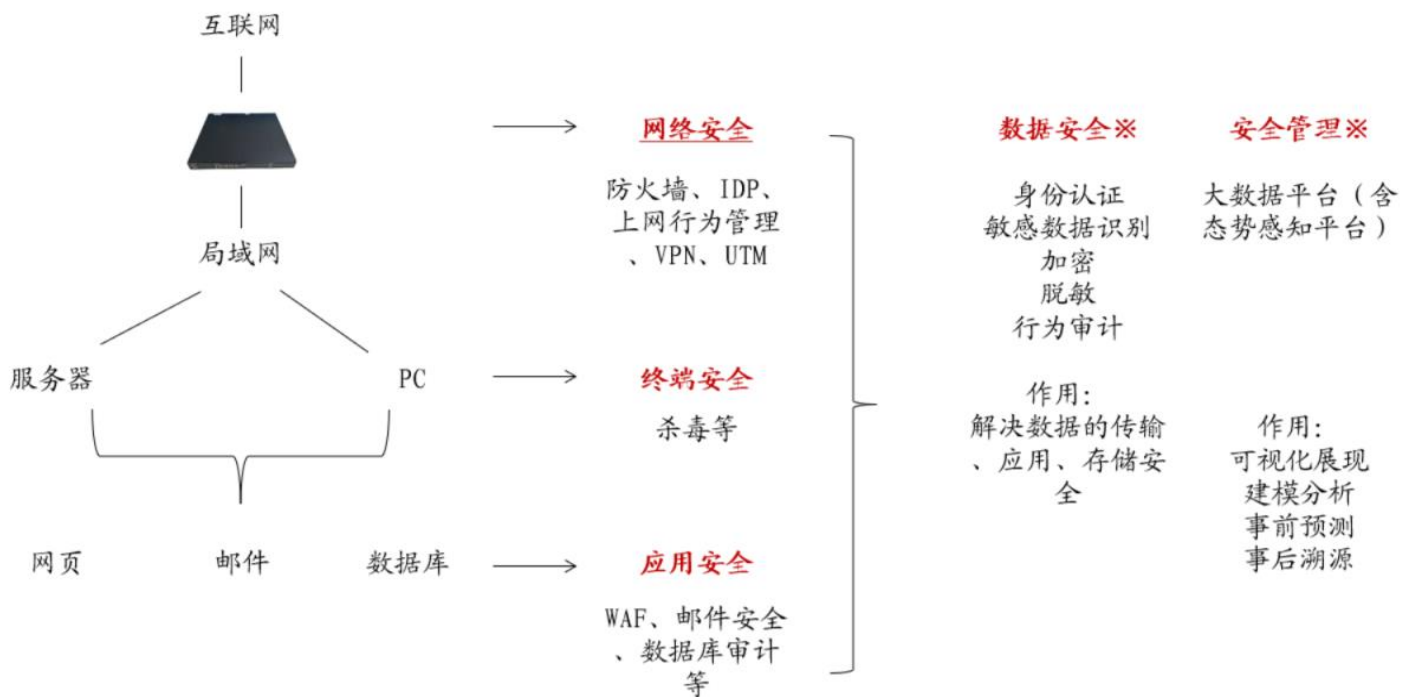
图16：信息安全安全防护阶段划分



数据来源：广发证券发展研究中心

单纯强调网络边界层防护已不能满足需求，对终端安全、数据安全、安全管理等需求快速增长。更为重视整个安全态势的把控，需要动态实时的威胁态势检测，需要大数据平台进行安全分析，需要安全提供全面专业的安全服务支持。从产品、解决方案的演进上，也有变化，如网络边界侧的防护向零信任解决方案上演进（不仅是传统对流量的白名单检测，演进到多维度动态实时的细颗粒度认证）。**这些也都是公司重点在布局的领域，从对前瞻性产品的布局上来看，公司的投入全面且坚决。**

图17: 信息安全产品按防护对象分为网络安全、终端安全、应用安全、数据安全、安全管理

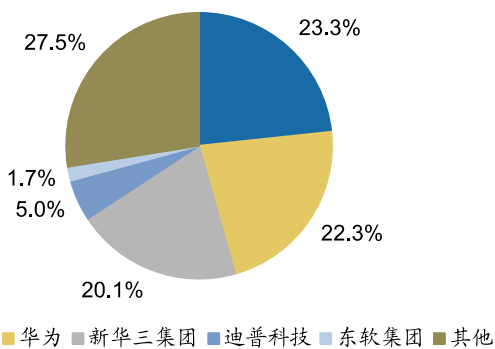


数据来源: 广发证券发展研究中心

(二) 头部企业在网络边界安全上竞争差距较小, 公司在传统安全领域亦有领先地位

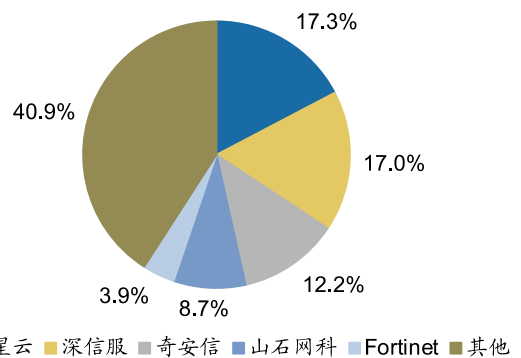
公司主要产品为防火墙、统一威胁管理平台(UTM)、入侵检测和入侵防御(IDP)、虚拟专用网络(VPN), 安全内容管理(SCM)等。根据IDC发布《2020年第四季度中国IT安全硬件市场跟踪报告》, 中国安全硬件各细分领域市场份额排名靠前的主要是深信服、启明星辰、天融信、奇安信、绿盟科技等头部安全厂商, 以及华为、新华三等数通厂商。网络边界安全领域, 头部公司整体差异不大, 公司在网络边界安全领域也有较好的市场地位。

图18: 2020年中国防火墙硬件市场份额



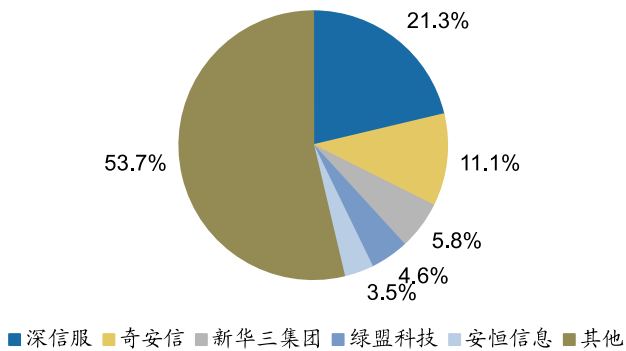
数据来源: IDC、广发证券发展研究中心

图19: 2020年中国统一威胁管理硬件市场份额



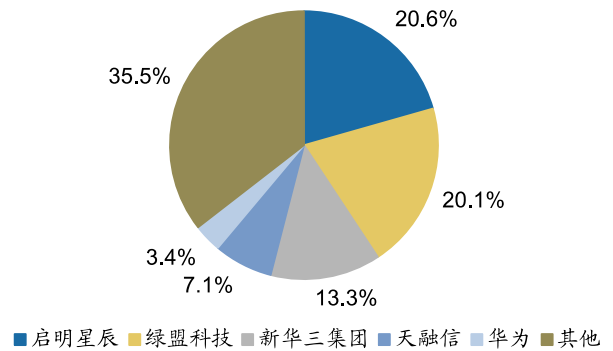
数据来源: IDC、广发证券发展研究中心

图20: 2020年安全内容管理硬件市场份额



数据来源: IDC、广发证券发展研究中心

图21: 2020年入侵检测与防御硬件市场份额



数据来源: IDC、广发证券发展研究中心

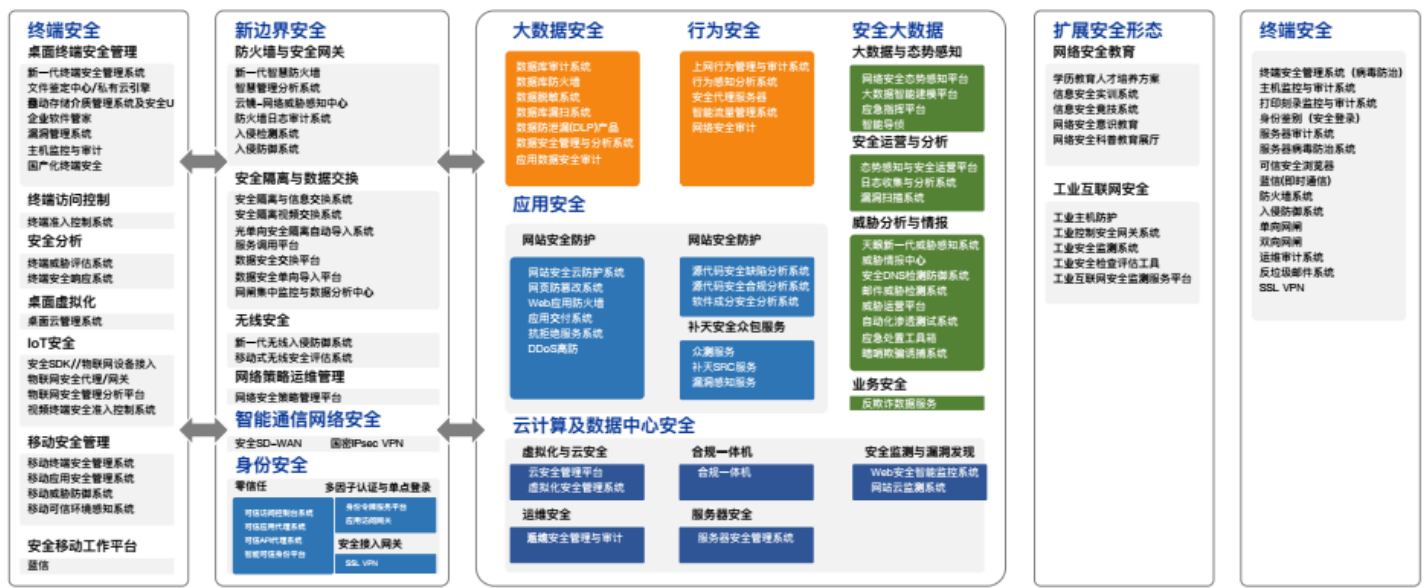
(三) 公司卡位网络安全新领域, 且产品覆盖范围广

公司是全领域覆盖的综合型网络安全厂商, 产品涉及网络安全、应用安全、终端安全、大数据安全, 且在大数据安全及终端安全上优势明显。更强调解决云计算、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。从产品布局的完善程度和对未来新产品趋势的把握上, 公司具备竞争优势。

在国内网络安全权威机构安全牛发布的2021中国网络安全行业全景图中, 奇安信集团共入选13个一类安全领域、94个二级细分领域, 连续多年蝉联入选全景图细分领域最多的企业。根据赛迪、IDC数据等第三方机构数据, 奇安信在终端安全、大数据智能安全检测与管控、安全管理平台、云安全和服务等新兴领域, 均已做到行业第一。

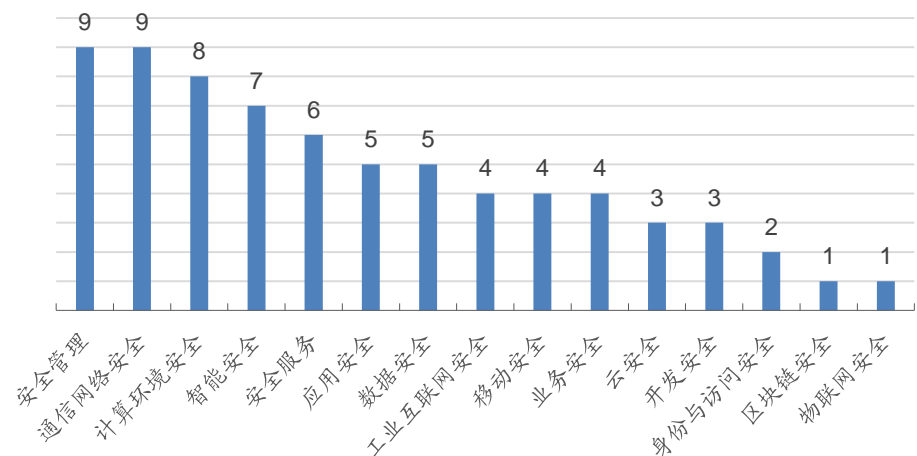
2020年年报显示, 奇安信在终端安全领域继续保持优势地位, 在大数据智能安全检测与管控、基础架构安全、安全管理平台、云安全和服务等新赛道领域, 增速超过60%, 显著高于行业。

图22: 公司产品全景图



数据来源: 广发证券发展研究中心

图23: 2020年奇安信安全牛全景图一类安全领域入选数量情况



数据来源: 奇安信官网, 广发证券发展研究中心

拳头产品的市占率情况:

终端安全领域, IDC报告显示2020年, 奇安信天擎在国内终端安全市场年市占率为24.4%, 连续3年排名第一。奇安信帮助政府、运营商、金融等行业超过5000万终端, 构建了多种混合云场景下, 针对终端威胁的检测、响应和鉴定的高级威胁对抗能力。

安全咨询服务领域, 奇安信安全咨询服务市场份额由2020上半年的6.8%增长至7.2%, 在2020年国内安全咨询服务市场份额中居首位。

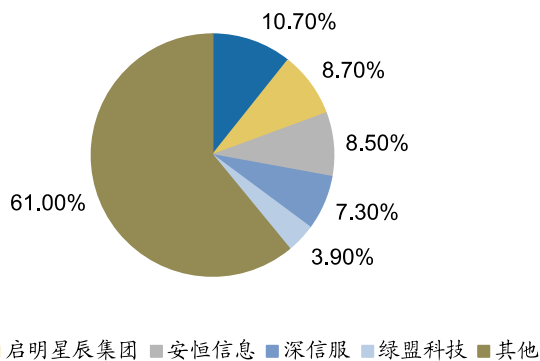
安全分析和威胁情报领域, 奇安信以10.7%的市场份额, 夺得2020年该细分领域第一名。奇安信NGSOC具备千亿级数据处理能力, 大大提升了安全分析和响应的

速度和效率；另一方面，NGSOC基于国内首款分布式关联分析引擎Sabre，通过场景化检测规则、机器学习和关联分析进行多维度威胁研判。2021年上半年还发布了“TI INSIDE”计划，开放威胁情报核心检测能力、面向安全设备的快速响应能力以及告警日志富化辅助分析能力。

威胁检测与响应领域，奇安信天眼凭借其在网络安全领域的综合实力及渠道能力，2019年奇安信以15.3%市场份额位列第一（赛迪2020年报告）。天眼深度融合奇安信威胁情报，通过大数据、人工智能等技术建立分析模型，实现对新场景下APT攻击行为的及时发现。在攻防对抗及演练中充分发挥出实战能力。

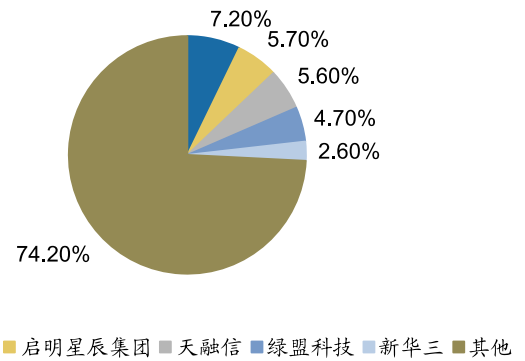
行为安全领域，奇安信首次申请，便连续入围Gartner魔力象限和关键能力报告两项权威报告名单，集成了威胁情报、反病毒等新一代安全技术，支持与奇安信安全云联动，基于千万级的失陷检测情报库和百亿级的文件信誉库，有效应对Web访问安全的新威胁，检测准确率可达99.9%以上。

图24：2020年安全分析和情报市场份额



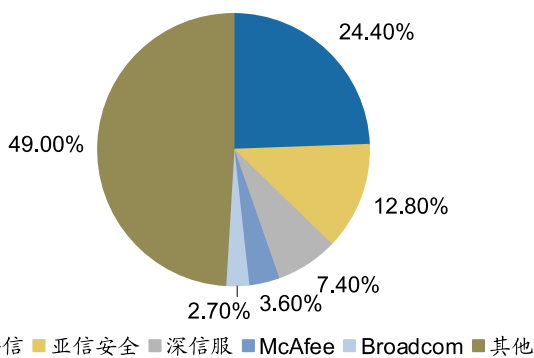
数据来源：IDC、广发证券发展研究中心

图25：2020年安全咨询服务市场份额



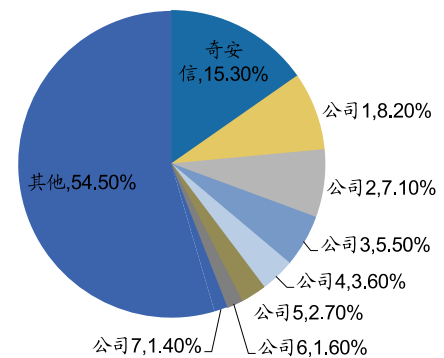
数据来源：IDC、广发证券发展研究中心

图26：2020年终端安全市场份额



数据来源：IDC、广发证券发展研究中心

图27：2019年威胁检测与响应市场份额



数据来源：赛迪、广发证券发展研究中心

六、盈利预测和估值

收入增速假设：预计公司21-23年收入增速分别为41%、34%、31%。

分业务来看，预计网络安全产品收入未来3年增速分别为40%、32%、28%，预计未来几年行业景气度一直保持在当前的景气度水平，公司由于大数据安全等新型产品收入占比较高，增速会快于行业；但随着收入体量变大，预计未来3年增速会小幅下降。

预计网络安全服务业务收入为未来3年增速分别为80%、60%、50%，随着客户对安全的重视，对服务的需求快速增长，公司注重储备安全服务人才，预计安全服务增速将快于产品；随着收入体量增长，增速会逐年下滑。预计硬件及其他业务未来3年收入增速均是8%，公司未来会更注重自有产品销售，适当降低第三方硬件销售在收入中的占比。

毛利率假设：预计21-23年综合毛利率均为61%、63%、64%，毛利率的波动系业务构成波动所致。

表7：各业务收入拆分及毛利率

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入						
收入（百万元）	1,816.77	3,154.13	4,161.20	61.95	63.31	64.29
同比增速（%）	121.22	73.61	31.93	40.86	34.48	31.14
毛利率（%）	55.68	56.72	59.57	61.47	62.96	63.87
网络安全产品						
收入（百万元）	1,185.32	2,094.59	2,821.80	3,950.52	5,214.69	6,674.80
同比增速（%）	76.55	76.71	34.72	40.00	32.00	28.00
毛利率（%）	72.48	73.10	72.24	72.00	72.00	72.00
网络安全服务						
收入（百万元）	219.75	367.32	646.10	1,162.98	1,860.77	2,791.15
同比增速（%）	96.62	67.15	75.89	80.00	60.00	50.00
毛利率（%）	57.06	63.24	63.28	63.00	63.00	63.00
硬件及其他						
收入（百万元）	389.86	687.42	685.60	740.45	799.68	863.66
同比增速（%）	1,714.71	76.32	-0.27	8.00	8.00	8.00
毛利率（%）	1.36	3.18	4.14	4.00	4.00	4.00

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

费用率假设：假设21-23年销售费用率均为31.0%、29.5%、28.5%；管理费用率均为11.5%、10%、9.5%；研发费用率均为29%、28%、27.5%。未来几年公司人员数量增速或会有所放缓，着重于提升人效和人创收水平。

预计21-23年其他收益分别为2.56、3.12、3.77亿元。公司其他收益主要来自政

府增值税即征即退收入，20年公司其他收益金额为2.09亿元，其中增值税即征即退收入为1.26亿元，预计未来几年增值税即征即退收入会与软件产品收入增速大致保持同步增长，其他部分来自政府就公司新项目研发给予的政府补助。

预计21-23年业绩分别为-0.05、0.44、0.81元/股。公司卡位新赛道，参考同行估值，予以公司21年14倍PS，合理价值为120.75元/股，予以“买入”评级。

公司与深信服、安恒信的主营均为网络安全产品，在网络安全产品业务上毛利率差异不大，公司目前费用投入多影响利润释放，后续随着经营管理提效，每条产品线的收入增加，人均的效能会得以提高，利润会逐步释放，预计未来稳态的净利率、ROE会和友商接近。

表8: 可比公司PS估值情况 (市值统计截止2021.06.30收盘)

公司名称	公司代码	币种	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)		PS估值水平	
				2021E	2021E		
深信服	300454	人民币	1074	77.6	14		
安恒信息	688023	人民币	187	19.4	10		

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2021年盈利预测来自wind一致预测数据。

七、风险提示

高收入增长需持续增长的费用投入，公司的收入高增长与利润的正常释放不易平衡；人效与人均创收的持续提升待验证，考验公司的内部管理；政府是下游重要客户之一，政府预算波动会对下游需求造成一定影响。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,989	8,664	9,385	10,627	12,381
货币资金	1,258	5,274	5,025	4,920	5,008
应收及预付	1,351	1,916	2,144	2,944	3,832
存货	749	605	981	1,238	1,596
其他流动资产	631	869	1,235	1,525	1,945
非流动资产	3,166	3,761	3,673	3,573	3,455
长期股权投资	392	640	640	640	640
固定资产	195	1,281	1,216	1,138	1,048
在建工程	995	0	0	0	0
无形资产	66	81	58	36	9
其他长期资产	1,518	1,759	1,759	1,759	1,759
资产总计	7,155	12,424	13,058	14,200	15,836
流动负债	1,968	2,232	2,930	3,767	4,846
短期借款	0	14	0	0	0
应付及预收	1,258	1,055	1,491	1,848	2,411
其他流动负债	710	1,164	1,439	1,919	2,435
非流动负债	146	170	170	170	170
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	146	170	170	170	170
负债合计	2,114	2,402	3,100	3,938	5,016
股本	578	680	680	680	680
资本公积	6,609	11,795	11,795	11,795	11,795
留存收益	-2,164	-2,499	-2,531	-2,232	-1,685
归属母公司股东权益	5,022	10,008	9,943	10,242	10,789
少数股东权益	18	15	14	20	30
负债和股东权益	7,155	12,424	13,058	14,200	15,836

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,154	4,161	5,862	7,883	10,337
营业成本	1,365	1,682	2,259	2,920	3,735
营业税金及附加	33	39	55	73	96
销售费用	1,118	1,320	1,700	2,168	2,791
管理费用	470	526	615	709	879
研发费用	1,047	1,228	1,612	2,105	2,739
财务费用	22	-22	-90	-87	-87
资产减值损失	3	61	0	0	0
公允价值变动收益	0	38	0	0	0
投资净收益	196	182	0	0	0
营业利润	-536	-326	-33	307	561
营业外收支	-3	-17	0	0	0
利润总额	-539	-343	-33	307	561
所得税	14	-2	0	2	4
净利润	-553	-341	-33	305	558
少数股东损益	-58	-6	-1	6	10
归属母公司净利润	-495	-334	-32	299	547
EBITDA	-738	-437	-181	120	326
EPS (元)	-0.86	-0.49	-0.05	0.44	0.81

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-1,114	-689	-93	7	200
净利润	-553	-341	-33	305	558
折旧摊销	140	197	198	212	229
营运资金变动	-609	-460	-258	-510	-587
其它	-92	-85	0	0	0
投资活动现金流	-219	-623	-110	-113	-111
资本支出	-283	-294	-110	-113	-111
投资变动	-624	-366	0	0	0
其他	687	38	0	0	0
筹资活动现金流	927	5,325	-46	0	0
银行借款	-323	0	-14	0	0
股权融资	1,506	5,434	0	0	0
其他	-255	-108	-32	0	0
现金净增加额	-406	4,014	-249	-105	89
期初现金余额	1,628	1,222	5,274	5,025	4,920
期末现金余额	1,222	5,236	5,025	4,920	5,008

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	73.6%	31.9%	40.9%	34.5%	31.1%
营业利润增长	43.8%	39.1%	89.8%	102.9%	83.1%
归母净利润增长	43.2%	32.4%	90.3%	102.9%	83.1%
获利能力					
毛利率	56.7%	59.6%	61.5%	63.0%	63.9%
净利率	-17.5%	-8.2%	-0.6%	3.9%	5.4%
ROE	-9.9%	-3.3%	-0.3%	2.9%	5.1%
ROIC	-23.8%	-13.2%	-7.6%	-1.7%	1.7%
偿债能力					
资产负债率	29.5%	19.3%	23.7%	27.7%	31.7%
净负债比率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.03	3.88	3.20	2.82	2.55
速动比率	1.62	3.60	2.85	2.48	2.21
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.43	0.46	0.58	0.69
应收账款周转率	3.27	2.60	2.79	2.72	2.75
存货周转率	2.01	2.48	2.30	2.36	2.34
每股指标 (元)					
每股收益	-0.86	-0.49	-0.05	0.44	0.81
每股经营现金流	-1.93	-1.01	-0.14	0.01	0.29
每股净资产	8.69	14.73	14.63	15.07	15.88
估值比率					
P/E	-	-	-	209.92	114.64
P/B	-	8.56	6.31	6.13	5.81
EV/EBITDA	-	-	-	483.66	177.13

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李傲远：资深分析师，重庆大学金融学硕士，曾任职于国泰君安、安信基金，2020年9月加入广发证券发展研究中心。4年证券行业研究经验。
- 雷棠棣：研究助理，电子科技大学软件工程学士，哈尔滨工业大学软件工程硕士，悉尼大学商科硕士（金融学与商业分析方向），注册会计师非执业会员。曾在四大行IT部门工作3年，2020年4月加入广发证券发展研究中心。
- 吴祖鹏：高级分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年2月加入广发证券发展研究中心。3年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。